

定期报告

疾风知劲草

2016年6月5日

2017年下半年中国经济展望

主要预测

%	16	17E
GDP	6.7	6.7
CPI	2.0	1.8
PPI	-1.4	5.2
社会消费品零售	10.4	10.5
工业增加值	6.0	6.5
出口	-7.7	5.9
进口	-5.5	9.1
固定资产投资	8.1	8.3
M2	11.3	9.7
人民币贷款余额	13.5	11.8
1年期存款利率	1.50	1.50
1年期贷款利率	4.35	4.35
人民币汇率	6.94	6.95

最新数据 (4月)

工业	6.5
城镇投资	8.9
零售额	10.7
CPI	1.2
PPI	6.4

资料来源: CEIC, 招商证券

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

张一平

86-755-82944676
zhangyiping@cmschina.com.cn
S1090513080007

闫玲

86-755-83896863
yanling@cmschina.com.cn
S1090513080004

刘亚欣

86-755-83584672
liuyaxin@cmschina.com.cn
S1090516100001

周岳

86-21-68407423
zhouyue5@cmschina.com.cn
S1090515040002

林澍 (研究助理)

86-755-83734406
linshu@cmschina.com.cn

- 由信用扩张和杠杆率快速攀升推动的资产价格膨胀是金融危机的重要领先指标, 1929-1933年大萧条、2008年金融危机皆与此有关。近年来同业业务的快速扩张对中国商业银行资产负债表的膨胀起到了重要作用。但此前同业投资主要集中于资本市场, 造成资金空转, 由此带来的资产价格上涨并没有坚实的基本面支撑。若此时再不加以抑制, 爆发系统性风险的可能性上升, 不但资产价格泡沫将破灭, 还将反噬基本面, 极大地冲击国内经济。
- 当前金融监管是为了约束商业银行行为, 推动金融去杠杆。其本质是让商业银行的资产规模与其资本金相匹配, 不能通过信用创造过度扩张。预计下半年货币政策仍维持稳健中性的基调, 流动性“中性适度”。央行通过“削峰填谷”熨平临时性、季节性因素对流动性的扰动, 维持流动性的紧平衡状态。在表外理财纳入MPA考核以及金融强监管的背景下, 中性情形预计2017年年末M2同比增速将震荡下行至9.7%, 社会融资规模同比增速降至11.4%, 全年增量17.8万亿元。考虑地方政府债券的社会融资规模同比增速将降至13.3%。
- 金融去杠杆确实会导致实体经济融资环境的恶化, 融资利率上行、资金到位速度放缓, 据此推论出下半年经济形势大幅恶化看似正确, 但其实有逻辑跳跃。一则稳增长与去杠杆是辩证统一的关系, 不能去杠杆的稳增长是不可持续的稳增长; 二则金融去杠杆对实体经济的负面影响可以通过积极的财政政策和结构性改革对冲; 三则当前中国经济的主要驱动力已经从投资转向消费, 而影响消费的主要因素不在于利率和资金供给而在于收入。收入改善, 消费有望保持平稳, 进而推动国内经济增速保持稳定。
- 考虑到金融监管的严厉态度超出预期, 尽管消费依然保持稳定, 但缺乏弹性, 只能决定增长中枢不至于跌破底线, 无法完全对冲投资波动对经济形势的边际影响, 而出口改善也难以化解投资波动的负面影响。1季度GDP增速超预期上涨抬高了全年经济增长中枢水平。因此我们预计二季度GDP同比增速将回落至6.7%, 三、四季度GDP同比增速将进一步至6.6%, 预计全年GDP增速为6.7%。
- 近期人民币兑美元中间价报价模型在上日收盘价和篮子货币基础上加入了逆周期因子, 人民币汇率的决定因素由“二龙治水”变为“三足鼎立”, 这为下半年人民币汇率走势增添了更多变数。逆周期因子是否有效尚待观察。预计国内外汇市场供求仍将维持弱平衡的局面, 但不排除部分月份出现外汇供应略超需求的可能。下半年还应关注欧元区货币政策是否转趋保守, 欧元区核心国家是否推出财政刺激方案, 这可能带来一个更强的欧元和相对更弱的美元。我们预计未来美元指数在95-105的区间内波动, 维持人民币兑美元汇率在(6.72, 7.15)区间的判断。

正文目录

一、 金融去杠杆的深层逻辑	4
(一) 以史为鉴：关于危机成因的流派之争与最新进展	4
1、总需求与总供给之争	5
2、有效需求不足 VS 货币收缩？	5
3、金融机构 VS 非金融企业与居民	6
4、新的焦点：杠杆率与资产泡沫	6
(二) 当前中国经济政策组合与强化金融监管的理论脉络	8
(三) 转趋保守的货币政策趋向势在必行	8
二、 加强金融监管对商业银行资产负债表的影响	10
(一) 负债端：表内占款下降，同业理财上升	10
(二) 资产端：同业投资和债券投资双双上升	11
(三) 对未来商业银行资产负债表的六个推论	13
(四) 知其然，知其所以然——从资产负债表变化推断本次强监管的政策目标	16
(五) 央行与商业银行“双缩表”仍是市场需关注的核心问题	18
三、 去杠杆与稳增长是否截然对立？	19
(一) 去杠杆对投资需求造成负面冲击	19
1、去杠杆推升融资利率	19
2、去杠杆拖累房地产投资资金到位情况	20
(二) 去杠杆与稳增长的辩证关系	24
1、不去杠杆的稳增长不是真正稳定的增长	24
2、不能最终实现稳定增长的去杠杆也不是真正成功的去杠杆	25
(三) 积极财政与结构性改革缓解去杠杆对经济的负面冲击	26
(四) 经济结构转型也有助于兼顾去杠杆和稳增长	26
1、消费才是当前中国经济的主要驱动力	26
2、收入改善，年内消费有望稳定增长	28
(五) 出口改善助力年内经济保持平稳	32
1、中国出口竞争力仍然强劲	32
2、高新技术产品出口结构优化	34
(六) 下半年经济形势展望	35
四、 通胀仍非主要矛盾	38
(一) CPI 同比增速仍将呈现缓慢上行态势	38
(二) PPI 同比增速下行幅度将减缓	41
五、 下半年财政状况分析	44
(一) 财政加码凸显补短板、保民生	44
(二) PPP 稳步推进助力基建	44
(三) 下半年财政情况展望	46
1、财政收入支出增速回落	46
2、50 号文影响地方政府基建融资能力	46

六、 国际资本流动与人民币汇率走势研判	48
(一) 参考篮子机制有效分化单边贬值预期	48
(二) 引入逆周期因子的直接原因、影响及作用机制	49
(三) “三因素” 决定条件下的人民币汇率走势研判	50
(四) “债券通” —— 中国债市开放的一条快车道	50
七、 欧央行货币政策的边际变化才是重点	55
(一) 美联储缩表已箭在弦上	55
1、 美联储总资产的变化与现状	55
2、 对美国长端利率影响	58
3、 对更广泛资产价格的影响	60
(二) 欧洲货币政策： 内生于经济复苏的收紧预期	61
(三) 日本货币政策： 长期低通胀下宽松难改	62
八、 下半年主要经济数据预测	64

一、金融去杠杆的深层逻辑

政策取向转变与监管模式调整虽然都表现为外生冲击，但其本质上具有内生性。在宏观视角，政策制定者与市场监管者正是感应到经济形势与市场力量的变化，才会做出相应的调整；而这种调整又会对经济运行产生反作用。在微观视角，各类金融机构会在盈利预期和竞争压力（这进一步取决于宏观经济形势与行业景气程度）的驱动下，进行金融创新与金融监管之间的“监管—创新—再监管—再创新”的动态博弈过程。

总体而言，由于金融危机之后全球宏观经济形势的深刻变化，传统的政策框架也出现了相应的改变，具体表现为以下五个方面：

（1）经济增长面临供给侧的结构性阻滞，货币政策难以独力应对，使积极财政政策与结构性改革逐渐成为政策重心，尽管需要耗费更大成本、更长时间。

（2）通胀率中枢的下移动摇了通胀目标制的前提，货币政策规则也逐渐从单一的价格稳定目标再次回归到兼顾经济增长、充分就业等多元目标。

（3）短期利率失去下行空间，货币政策调控对象转变为长期利率，使得 QE、前瞻性引导、名义负利率等超常规工具进入实践；又需要在阶段性效果之后实现退出，引发二次冲击。

（4）债务问题持续存在——尽管政府债务置换了私人部门与金融部门的债务，但总体债务的积累速度并无明显减慢，使得金融稳定风险难以完全消散，原先由央行独立性、通胀目标制、财政可持续性三原则构成的政策框架渐显不足，宏观审慎与金融监管成为新的组件。

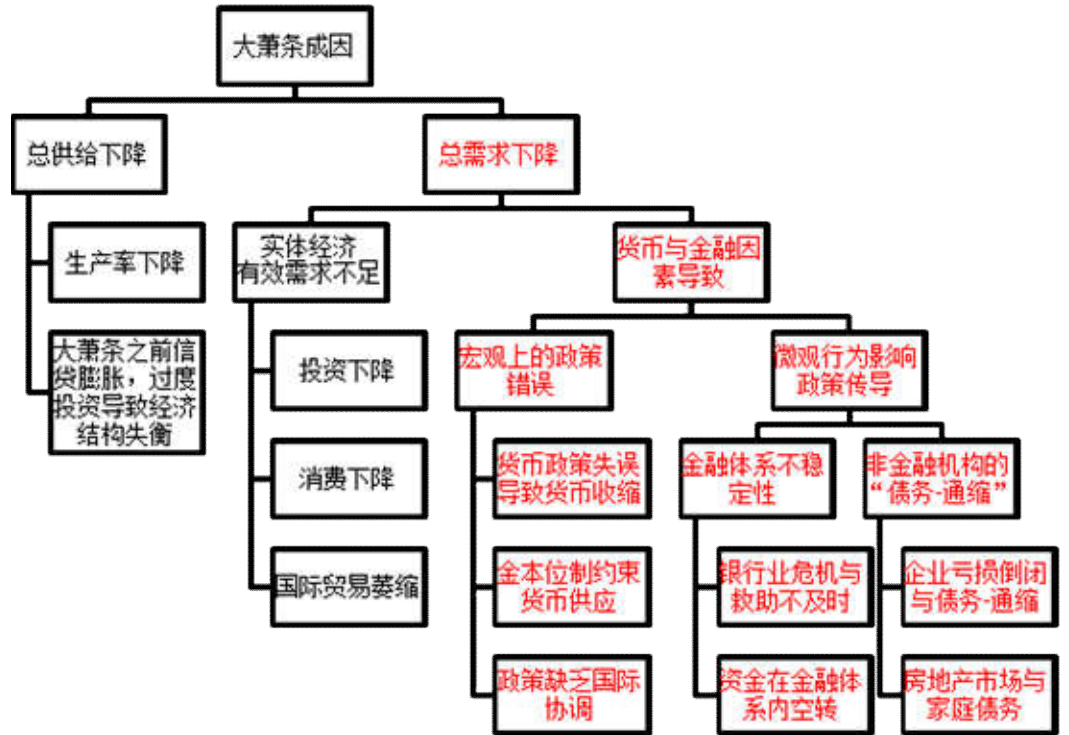
（5）以增长率、通胀率、利率、汇率等总量为核心的经典政策框架受到质疑，而更多涉及微观行为控制的资产泡沫预防、积压债务去化、金融机构监管与救助等成为新焦点。

所以，当前的政策取向转变与监管模式调整，其原因、措施与发展方向，都要从政策制定者对经济形势进而危机成因的认知过程中寻找答案，本部分对此进行梳理，首先回顾各经济学流派对危机成因的争论，特别是本次危机之后的新认知；然后将理论上的应对措施与当前中国的政策实践进行对比，分析当前中国经济政策与金融监管的理论依据；最后给出当前的政策取向分歧，分歧的认知偏向即为未来的可能政策取向。

（一）以史为鉴：关于危机成因的流派之争与最新进展

现代宏观经济学诞生于大萧条，并在多次危机所引发的流派纷争之中得以发展，进而形成了最终的体系架构。理解大萧条与历次经济危机的成因与应对措施的关键，是梳理经济学流派纷争之中所涉及到的几组核心辩证关系：总供给与总需求；实体经济与货币金融体系；宏观政策与微观行为，逻辑结构如下图。

图 1：主流宏观经济学对危机成因的解释（红色为当前主流观点更倾向的因素）



资料来源：Wind，招商证券

1、总需求与总供给之争

当前主流结论认为大萧条的主因在于总需求而非总供给（Eichengreen, 2016），原因是“几乎每个经济体的产出和价格变动都表现出了高度的正相关性”（Bernanke, 2009）。正是在总需求的范畴内，凯恩斯主义、货币主义、新古典主义等主流学派针对财政政策与货币政策的选择、相机抉择与规则承诺的选择两大议题展开争论，形成了现代宏观经济学的基本脉络。

而强调供给因素的经济流派则主张自由放任，以 RBC 学派与奥地利学派为代表。RBC 学派认为生产率的大幅下降是大萧条的最主要原因，货币供应量下降只能解释 1/3 的大萧条（Cole 与 Ohanian, 2000）。不过，尽管 Ohanian（2002）测算出了 1929 年至 1933 年美国 TFP 的降幅为 18%，但也承认难以解释 TFP 下降的原因。而奥地利学派认为 20 世纪 20 年代过度信贷膨胀和过度投资导致的经济结构失衡是大萧条的根源，亦即“萧条是人为制造的繁荣的必然结果”。

2、有效需求不足 VS 货币收缩？

不同经济体在不同时期中存在诸多影响总需求的因素，可分为实体经济中的有效需求不足以及货币金融因素的影响。当前有两项新研究进展使货币金融因素占据上风：一是国际金本位制在大萧条形成中扮演重要角色。二是由微观主体的情绪与行为引发的资产泡沫与杠杆问题对金融危机的形成具有重要作用。

实体经济层面，凯恩斯主义强调实体经济层面的有效需求不足是引发大萧条的主因。其中 Keynes（1936）与早期凯恩斯主义者认为关键在于投资不足，尤其是 Keynes 指出投资不足有两个重要原因：一是股市崩盘之前高利贷的蔓延；二是股市崩盘之后资本的

撤离。后期，消费下降（Temin1976）、国际贸易衰退（Grossman 与 Meissner, 2010）等问题也逐渐被认识。此外，Bernanke（2000）也分析了劳动力市场在大萧条形成中的作用，提出名义工资（进而就业）对总需求下滑反应缓慢，导致投资不足状况持续存在。

而在货币金融层面，Friedman 与 Schwartz（1963）认为，大萧条的主因是货币政策错误和银行体系危机造成的货币收缩（Monetary Contraction），使得经济体出现了价格下降与产出下跌。这一逻辑的实证依据是经济收缩过程往往伴随着货币供应和价格的急剧下降，而复苏过程又会出现货币量与价格的快速上升。不过，反对者认为货币收缩实际上是货币对产出下行的被动反应。

这一争议一直持续到 20 世纪 80 年代。此时对大萧条的研究焦点开始从美国国内因素扩展至国际因素——金本位制：大萧条发生初期，由于政治、认知上而非经济上的原因，部分经济体迅速放弃金本位制，而另一部分则固守金本位制。事实显示，放弃金本位制的经济体复苏得更快，原因是放弃金本位制的经济体可以增加货币供应并提高价格水平，而固守金本位制的经济体则普遍陷入更严重的通缩。这为货币金融因素是大萧条的主因提供了新依据。

3、金融机构 VS 非金融企业与居民

货币与金融因素的影响可以分为宏观和微观两个层面：宏观层面如前所示，货币政策的错误会造成货币收缩（Friedman 与 Schwartz, 1963），而金本位制的存在又导致大萧条的国际传播（Eichengreen 与 Sachs, 1985）。微观层面，各类市场主体的情绪与行为会对货币政策的传导机制产生影响，包括金融体系与非金融的企业与居民两方面：

金融体系方面：银行业持续危机且未得到及时救助，进而发生系统性风险；资金在金融体系内空转导致资产泡沫与脱实向虚等，都会使实体经济的融资渠道受阻，进而引发经济下行。

非金融企业与居民方面，则会出现债务-通缩（Debt-deflation）的循环机制：资产与商品价格下降——名义债务人还债压力增加——债务人降价出售资产或商品，并减少投资和消费——资产与商品价格进一步下降。这一过程会导致金融环境不断恶化，同时经济增长率持续下行。其根源具体分为企业债务问题、房地产泡沫破裂导致的居民债务问题等。对于中国，还涉及到地方政府债务问题。

2008 年以来，房地产泡沫和居民债务问题更受关注。代表性研究成果包括：（1）在 20 世纪 20 年代债务-收入比更高的州，30 年代经济复苏更慢（Gartner, 2013）。（2）居民杠杆率对美国房地产价格和耐用品消费的变动具有显著的解释力（Mian 与 Sufi's, 2014）。

4、新的焦点：杠杆率与资产泡沫

金融危机的亲身经历进一步丰富了经济学对于大萧条的理解和经济危机成因的解释（Eichengreen, 2016），新的焦点包括不可持续的资产泡沫、信贷扩张导致过重债务负担、个别机构危机引发系统性风险（Too big to fail）、金融创新监管不力等（王永钦, 2016）。其中，资产泡沫与债务链条对实体经济的影响最受关注，被认为是解释 2008 年金融危机之后经济增长停滞的“引领性”理论之一（Lo 与 Rogoff, 2015）。

（1）资产泡沫

在金融市场存在不完全性，使得资产不能得到正确定价的条件下，如果某种资产当期的价格上涨只是因为投资者相信其价格在未来仍会上涨，这种资产的价格就会严重高出其基本面，形成资产泡沫（Stiglitz, 1990）。Dell’Ariccia 等（2012）提出资产泡沫与实体经济的关系有以下三类情况：

一是泡沫破裂引发危机：现实中只有大约 1/3 的资产泡沫最终会破裂并引发危机。市场过度繁荣的程度越严重，危机发生的可能性就越大。而格林斯潘（2014）认为，资产泡沫背后的债务链条，决定了泡沫破裂后的危害程度：“经历过互联网泡沫和房地产泡沫的破灭之后，我最终意识到，美国经济之所以对 1987 年 10 月股灾的冲击反应不大，原因在于当时的股市投资者很少杠杆融资”。

二是泡沫积累压制增长：约 2/3 的资产泡沫不会破灭，但泡沫的持续积累会诱发投机，使资本大量从生产部门转出，扭曲经济结构，导致长期经济增长乏力。

三是泡沫具有良性作用：也有许多资产泡沫有利于经济增长——通过为市场提供更多的抵押品，从而放松企业的信贷约束；甚至也会引发永久性的金融深化，从而有利于长期经济增长。

（2）债务积压

近年来，起源于 Irving Fisher 的债务周期理论犹如枯木逢春，主因是金融危机的爆发使得经典理论与政策框架饱受质疑。确实，最近四十多年来，发达经济体保持了近一个世纪的相对稳定的信贷占 GDP 比率，突然被飙升的杠杆率和快速的金融化所打破，出现“曲棍球杆现象”（hockey stick effect）。数据显示这会引发宏观经济脆弱性和金融风险的回归，以及实体经济结构性变化（Jorda, 2016）。而正如 Rogoff（2015）、Geanakoplos（2014）所述，仅考虑利率而忽略 debt、credit、leverage 等变量的政策框架是过时的，不利于中央银行预防危机。当前有关债务影响实体经济的研究可简述如下：

在债务总量方面：过度债务负担对实体经济的影响有两个方面，一是增加危机隐患（Vulnerability to Crisis），二是压制潜在经济增长（Impact on Potential Growth）。而且，出于对危机实质化（materialise）的担忧，以及经济增长低迷的现实（分母效应），去杠杆的过程会很漫长，难度也会很大；这又会反过来助长债务积压，形成恶性循环。就当前而言，判断危机结束的重要标志，是危机前的过度杠杆率已得到充分地化解（Lo 与 Rogoff, 2015）。

在债务结构方面：不同部门的债务（公共债务、企业债务、居民债务、对外债务）之间存在相互影响，因此更应重视债务总体规模的影响（Reinhart 夫妇与 Rogoff, 2012）。经验显示，单一部门的负债水平对其增长率的压制，会被其他部门的高债务所加重（Bornhorst 与 Arranz, 2014），或者说债务负担对经济增长的压制作用存在部门之间的放大机制。具体机制包括：私人部门债务会成为政府部门的或有债务；私人部门违约会降低经济增速，影响公共债务可持续性；居民部门面临债务问题，会降低总需求，并对企业债务形成制约等。

不过，债务对经济增长的压制也存在前提条件，尤其 Reinhart 夫妇与 Rogoff（2012、2014）发现，战后时期债务对经济增长的压制作用并不明显，原因是存在战后经济动员、军用技术民用化、高回报率的战后重建项目等因素。

（二）当前中国经济政策组合与强化金融监管的理论脉络

在政策选择上，作为工具而言，每一项政策（包括监管措施）都既有其功能，也有其不足。因此各国在应对经济危机时一般应倾向于积极性的、组合型的政策。正如 Eichengreen（2016）所言，更积极的货币政策，与更积极的财政政策一样，都能有效应对大萧条。所以不是政策无效，而是没有尝试。原因是在 20 世纪 30 年代，政策的制定者与决策者们观念陈旧，因为对通胀-贬值循环和资产泡沫存在着恐惧，因而未能有效地应对当时的形势。

对于中国，理论上的政策建议与当前政策实践之间的对比可汇总如下表。

表 1：危机应对的政策建议与当前中国政策实践的对比

大萧条成因 (Bernanke, 2000; Eichengreen, 2016)	理论上的政策建议	当前中国的应对或预防措施 (2016 年中央经济工作会议公报)
生产率下降	自由放任，市场自动出清 (RBC 学派)	推动创新，增强微观主体内生动力；降低成本，提升盈利能力。
过度投资导致经济结构失衡	自由放任，经济结构自动调整 (奥地利学派)	供给侧结构性改革：去产能、房地产去库存。
国内有效需求不足	积极财政政策 (凯恩斯主义)	财政政策要更加积极有效，释放内需潜力 (扶贫、城镇化、消费升级与供需结构匹配)。
外部需求萎缩	政策协调，避免汇率战与保护主义	坚持扩大开放，倡导全球化，一带一路。
货币政策失误导致货币收缩	宽松货币政策，保证货币供应 (货币主义)	保持稳健中性，畅通传导渠道，维护流动性稳定。
固守金本位制	放弃金本位制，解放货币政策，保证货币供应。	增强汇率弹性，保持合理均衡 (目的是解放货币政策空间)
金融资产泡沫与银行业危机	注资、紧急流动性救助；强化监管，构建宏观审慎体系。	处置风险点，防控资产泡沫，强化监管能力，防止系统性金融风险。
“债务-通缩”	企业去杠杆、家庭债务援助。	去杠杆：在控制总杠杆率的前提下，把降低企业杠杆率作为重中之重。

资料来源：招商证券

（三）转趋保守的货币政策趋向势在必然

未来，政策取向的转变是否会继续，将取决于政策制定者对以下理论分歧的认知偏向。

1、关于积极财政政策的争议

对于积极财政政策，实证分析显示大萧条时期财政政策的产出效应巨大，并且几乎没有挤出现象，但政策制定者却不愿意持续而激进地运用这一政策工具。

支持的观点一般坚持凯恩斯主义取向，认为财政刺激在萧条中效果显著，引发利率上升并挤出其他支出的可能性不大。实证研究发现财政政策具有显著的乘数效应，包括对 20 世纪 30 年代跨国年度截面数据的计量结果和金融危机经验分析结果。尤其 Blanchard 和 Leigh (2013) 发现，2008 年之后财政政策的乘数效应高达 1.4 倍。此外，财政政策具有显示政府承诺信号的功能，如 Eggertsson (2008) 认为，罗斯福在第一届总统任期内的小规模预算赤字政策有巨大产出效应，因为这直接暗示未来将不同于过去，如 Mario Draghi 所言，这种行为表明罗斯福准备“不惜一切代价”来结束通缩。

反对的观点则坚持新古典主义取向，证明存在李嘉图等价，即公共支出增加会引发居民部门预期未来税负上升从而降低消费，最终使得财政政策失效。同时质疑政府通过配置资源来提振需求的能力，认为增加公共支出对于高负债经济体提振需求作用不明显，因为高杠杆会影响其政府的偿付能力和利率的变化路径。当税率较高且债务负担较重时，降低公共支出反倒是扩张性的政策。Cooley 与 Ohanian（2010）发现，1937 至 1938 年出现二次衰退的原因不是政府支出下降，而是税制扭曲和管制加剧。

2、关于货币政策的理论争议

支持和反对货币政策的理论都有各自的实证结果来支持。综合而言，超常规的货币政策能在一定时期内缓解经济下行，但在驱动经济复苏与实现再通胀的长期过程中也有局限与代价。

反对观点一是强调流动性陷阱或零利率下限（Zero Lower Bound）：在利率为零或为负的环境中，央行会失去对利率的控制能力，常规货币政策趋于失效。而进一步实施 QE 等超常规政策则会挑战当前的理念与认知，不止效果存疑，负面影响未知，还存在政治争议（Eichengreen, 2016）。二是提出存在长期停滞（Secular Stagnation）：深度萧条往往会导致经济体的潜在增长率出现永久性下降，货币政策无法从根本上解决这一问题（Summers, 2013; Teulings 与 Baldwin, 2014）。

支持的观点则认为。尽管利率不能进一步下降，但各国央行仍可实施超常规的货币政策。且实证分析表明，超常规货币政策可以通过资产组合平衡渠道（portfolio balance channel）和预期机制来影响经济。（1）资产组合平衡：QE 的实施与 20 世纪 30 年代放弃金本位制一样，在美国对风险资产价格有显著影响，在英国对房地产价格和股票市场有显著影响（Hanes, 2013）。（2）预期：放弃金本位制这一“爆炸性信息”标志着货币体制的根本性改变，使市场形成了通胀预期而不是通缩预期，实体经济和金融指标也都对此产生了快速反应。这可能是一种有效的前瞻性预期引导方式（Temin 和 Wigmore, 1990）。

从 2016 年 8 月开始，我们就在不同的场合，以不同的方式强调“全球货币政策转趋保守”。之所以用“保守”而不是“收紧”这样的措辞，我们重点就是想强调针对当前中国复杂多变的形势，要想兼顾去杠杆、防风险和稳增长等多个目标，仅仅依靠货币政策和金融监管政策仍然是不够的，财政政策、结构性改革和全球经济政策协调都不能少。

二、加强金融监管对商业银行资产负债表的影响

在这部分，我们将对国内商业银行资产负债表的历史变化进行梳理，过去商业银行如何扩张，探讨未来可能如何缩表，这也是理解一行三会监管目标的一个视角。

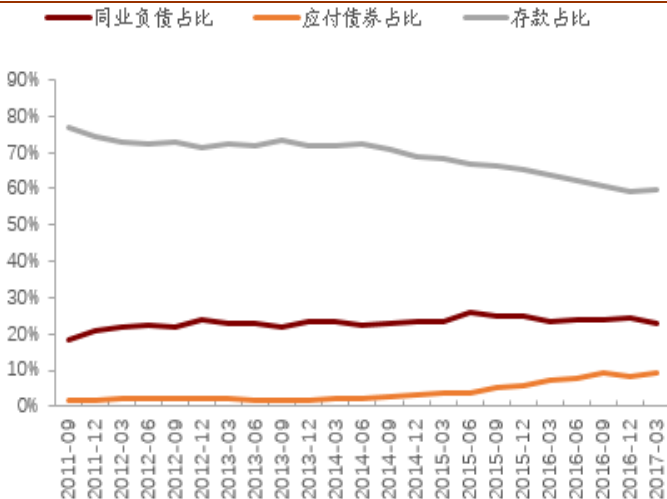
（一）负债端：表内占款下降，同业理财上升

从上市银行负债端来看，四大行结构稳定，中小型银行存款增长乏力，表内传统同业负债占比回落，同业存单成为主动负债的重要方式，对央行流动性供应的依赖度不断上升。在资产负债表外，银行理财也对来自同业资金的依赖度增加。这种负债端的结构变化决定了近年银行负债成本的快速上升，而流动性风险不断积累。

1) 表内存款占比下行、同业负债+同业存单占比上升

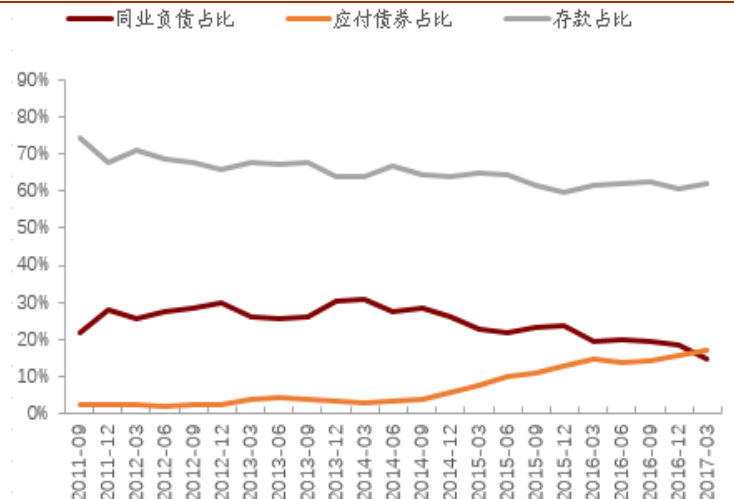
受利率市场化进程的加速和金融脱媒的影响，商业银行需要通过理财产品来绕过存贷款利率的限制，吸收资金，降低资本消耗，提高非息收入占比，因此理财替代存款，导致存款增速下降。四大行因其独特的优势和行业地位，吸储能力较强，而中小行吸储能力较弱。从历年数据的趋势来看，四大行存款在总负债的比例仍旧能够维持在 80% 以上的水平。但是股份制银行和城商行存款在总负债中的比例逐年下降，截止 2017 年 3 月末，两者分别为 59.93% 和 62.23%。而在 2012 年 9 月，二者的比例分别为 76.98% 和 74.58%。

图 2：上市股份制银行负债端：存款占比下降



资料来源：wind，招商证券

图 3：上市城商行负债端：传统同业负债占比下行



资料来源：wind，招商证券

出于流动性管理和美化监管指标的需要，商业银行起初大力发展同业负债业务，此后监管趋严，传统同业负债增速下滑。同业业务最初的发展主要有两个原因。一是，在利率市场化的背景下，银行通过息差获得盈利的能力逐渐下降，负债端的波动性上升，通过同业存放和同业拆入来融入资金，提高商业银行管控流动性风险的能力。二是，商业银行如果把信贷包装成为非信贷类的同业资产，虽然仍在资产负债表内，但存贷比、资本充足率等监管指标会改善。也正是因为后者存在逃避监管、期限错配等风险隐患，银监会先后出台了多个文件加强监管，商业银行同业负债余额也被要求降至该银行负债总额的三分之一以下。2016 年一季度末开始执行的宏观审慎管理体系 MPA 也把同业负债列为考核内容之一。受多项监管政策的影响，商业银行同业负债的增速显著放缓，城商行该项的占比也从接近三分之一至减半。

此前同业存单并不在被监管之列，因此得到大力发展。央行起初为了推广同业存单，替代线下的同业存款，并未把同业存单纳入同业负债口径。同业存单指的是金融机构在全国银行间市场发行的记账式定期存款凭证。2013年12月，央行颁布《同业存单管理暂行办法》。起初只有大中型银行参与，后来发行人范围不断扩大。截止到2017年2月，同业存单的主要发行人为股份制商业银行（45.31%）和城商行（44.71%），农商行发行占比为8.98%，而四大行的发行量几乎可以忽略不计。

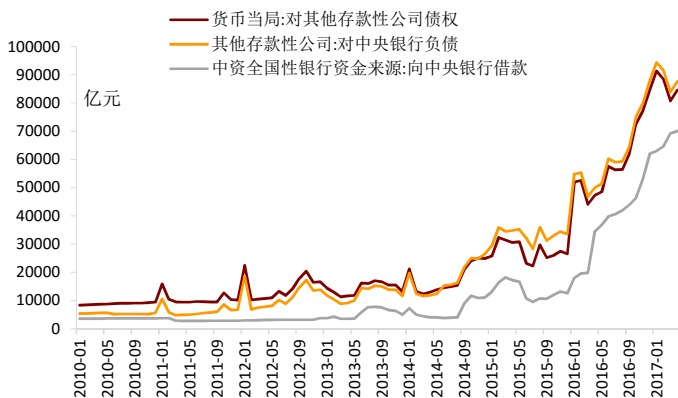
央行对商业银行合意流动性的主动调节能力增强。向中央银行借款指的是商业银行向央行借贷的临时性的周转资金。随着基础货币的投放从主要依赖于外汇占款到各类货币政策工具组合的变化，导致该指标的占比从2016年以来出现快速的上升。

2) 表外负债端：同业理财占比快速上升

表外的负债端是理财。根据购买对象分为个人理财、企业理财和同业理财，后者的增速最快。同业理财在资产负债表中并没有明确单列的一项，是资金管理有限的银行将资金交给管理能力较强的同业机构来投资，以获得更高的收益。同业机构包括银行和其他非银金融机构，如证券资管、基金、信托等。一般而言，同业理财主要来自银行的自营资金，购买方计入资产负债表内的同业投资科目，发行方一般放在表外的负债端理财科目中。

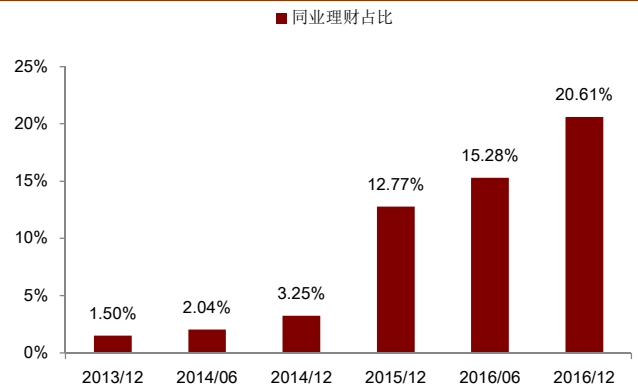
同业理财迎合了市场需求、迎来快速发展。一方面是银行流动性管理的工具、同业风险看似较低；另一方面其发行可以快速的扩大理财规模，而且成本低于零售理财。后者在2016年下半年体现的尤为明显。由于表内表外负债端增长乏力，为了维持理财的发行规模，同业理财在整体理财中的占比上升，特别是对于中小银行而言占比更高。同业理财余额2016年末为5.99万亿元，占全部理财余额的20.61%；而2016年上半年仅有4.02万亿元，占全部理财产品余额的15.28%，2014年末该占比仅有3.25%。也就意味着仅2016年下半年，同业理财规模提高了存量的49%，近两年规模提升11倍。

图 4：商业银行向中央银行借款规模快速上升



资料来源：wind，招商证券

图 5：同业理财占比快速上升



资料来源：wind，招商证券

（二）资产端：同业投资和债券投资双双上升

从上市银行资产端来看，四大行结构稳定，中小型银行贷款占比下降、同业投资和债券投资占比快速上升。同业投资的快速上升主要是源自银行配置“非标”以及同业理财投资的增加。在资产负债表外，通道业务和委外业务快速发展，拉长金融链条，结构更为复杂，增加金融系统的不稳定性。

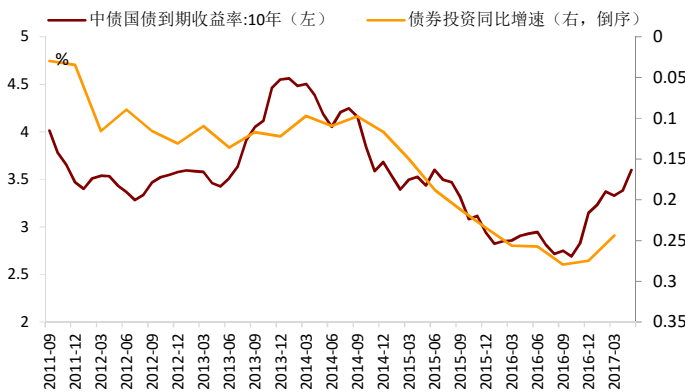
1) 表内资产端：信贷占比下行、同业投资和债券投资上升

四大行狭义信贷占比稳定，股份制商业银行和城商行占比下滑。四大行信贷比例保持在 50%左右的水平，股份制和城商行，2011 年 9 月信贷占比分别为 53.71%、43.72%。而截至 2017 年 3 月，该比例分别降至 46.8%、37.13%。贷款占比下滑，主要是在贷款总量、存贷款比、拨备率、资本充足率考核等诸多监管指标的考核下，贷款增长受到制约。

银行对“非标”的青睐推动同业投资快速增长。一方面，在负债端易上难下的成本压力下，非标收益率较高；另一方面，可以藏不良、降低存贷比等美化监管指标。起初是四万亿刺激之后，央行收缩信贷，为了满足企业旺盛的需求和监管要求，银行大力非标业务。2013 年银监会发布 8 号文第一次对“非标”给出正式定义，即非标准化债权资产，未在银行间市场及证券交易所交易的债权性资产，包括但不限于信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受（收）益权、带回购条款的股权性融资等。通过 SPV 连接投融资双方，这也是 127 号文规范的同业投资形式之一。如果资金的来源主要是银行自营和同业，则计入在资产负债表内，如果来源是表外理财资金，则计入表外。表内在“买入返售”受限制之后，还是允许非标资产计入债券投资中的“应收款项”科目，但风险权重会从买入返售项下的 20%-25%上升至应收款项类投资的 100%。表外稍后讨论。

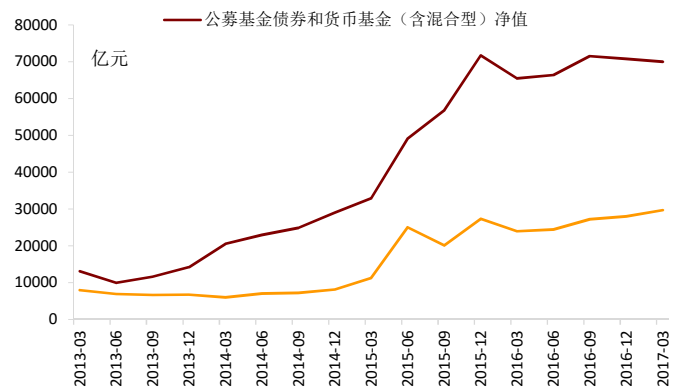
除了部分非标资产会计记账的影响，债券牛市推动债券投资占比迅速上升。银行最初是出于流动性备付的目的持有债券。经济潜在增速持续下滑开启债券牛市，8 号文又限制了理财资金对非标的投资比例，进一步扩大了银行资金对与债券的配置需求。从债券投资占总资产的比例来看，四大行债券投资比例相对平稳，保持在 22%左右的水平。城商行和股份制商业银行债券投资的占比近年来出现了显著的提升，11 年底城商行债券投资的比例为 22.21%，而 2017 年，这一比例就已经上升至 41.26%的水平。股份制商业银行的债券投资占比由 2011 年底的 13.37% 也在 2017 年提升至 34.07%。

图 6：商业银行主导债市牛熊



资料来源：wind，招商证券

图 7：非银配置力量对 2014-2016 年的债牛功不可没



资料来源：wind，招商证券

银行债券投资的同比增速与债市的牛熊相关度非常高。起初银行的自营资金配置策略对整体债市的影响较大。随着理财规模的快速扩张，理财对各类券种的影响力逐步超越银行自营资金。面对实体经济资产回报率下滑的现实，为了满足负债端的收益率要求，2014 年上半年高收益率债券和信用债资产受到青睐。至 2014 年下半年，回购利率走低，国开债加杠杆价值显现，利率债迎来牛市。2015 年上半年理财资金偏好权益资产，7 月股灾之后资金又重新流回债市，“资产荒”推动理财资金委外进一步推动债市走牛。

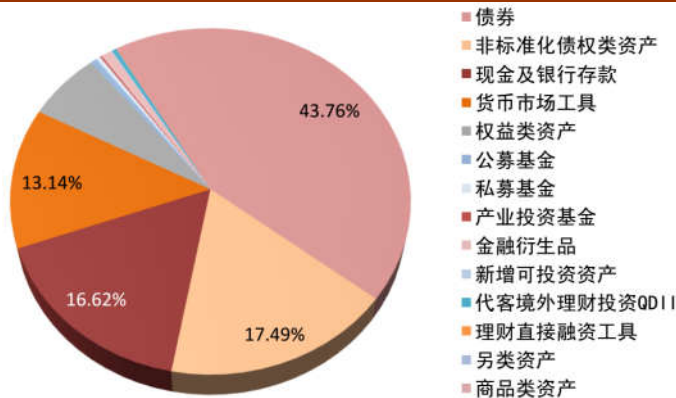
2) 表外资产端：通道业务和委外业务大发展

为了满足理财收益率的要求，表外理财资产端往往需要增加风险、久期或者牺牲流动性。因此，需要通过通道投资对接实体非标债权、或者进行委外投资，通过非银机构约定收益率满足负债端成本要求。除了为满足流动性需求配置的存款、利率债和货币基金占比 25%左右之外，表外底层资产主要是非标资产和信用债。这反映出信托、基金、券商等各类非银金融机构资金的来源方主要是银行，那么银行与非银相互交织的资金链在快速推高货币乘数的同时，也积累了大量的流动性风险，埋下 2016 年末债灾的隐患。

这两年通道业务规模快速扩张。2014 年末至 2017 年一季度，传统的通道三兄弟，主要面向银行的基金子公司及基金专户的一对一产品、券商资管的定向资管计划规模从 10.4 亿元扩张至 28.2 亿元，增幅 171%。

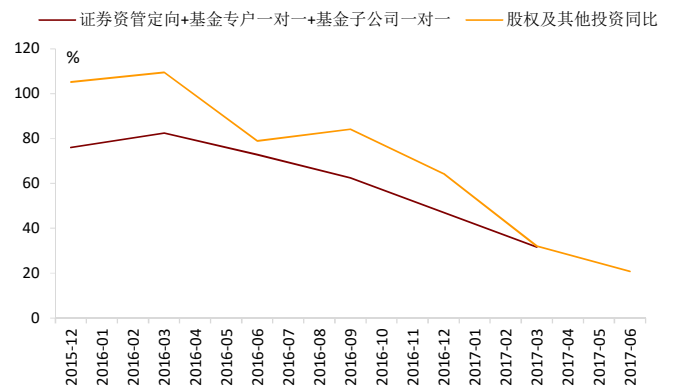
信用债和其他高风险债券的占比持续上升。理财配置信用债、商业性金融债和 ABS 等其他债券的占比，在 2016 年末占比为 35.07%。对比 2016 年上半年末是 33.5%，而信用债占比也从 2015 年末的 25.42%提升至 16 年 6 月末的 28.96%。上文分析过理财资金对债市牛市的重要贡献，在债灾之后，为了满足负债端的成本要求，“资产荒”推动理财资金委外，通过非银机构加杠杆买信用债，推动低评级的信用债配置需求的上升。

图 8: 2016 年理财产品资产配置



资料来源：中国银行业理财市场年度报告，招商证券

图 9: 表内、表外非标增速在 2016 年一季度触顶下滑



资料来源：wind，招商证券

(三) 对未来商业银行资产负债表的六个推论

上面我们分析了上市银行资产负债表内和整体表外理财的重要结构性变化。理论上来说，过去商业银行扩张最快的分项，将面临更大的收缩压力。巴菲特曾说“只有在潮水褪去后，才知道谁在裸泳”。当涨潮的时候，所有薄弱环节都将被掩盖，那么当潮水褪去，那些虚高的分项可能会跌的更多。

1) 过去五年，商业银行总体资产负债表快速扩张。从 2012 年资金开始“脱实向虚”至今，央行资产负债表从 29.5 万亿元升至 33.7 万亿元，增幅为 14%；商业银行总资产规模从 113.6 万亿元升至 236.1 万亿元，增幅为 108%。2017 年一季度所有上市银行总资产同比增速 12.1%，甚至高于 16 年同口径同期水平。在金融去杠杆的大方向下，结合不断补充完善的宏观审慎管理体系 MPA、以及银监会从严落实已有政策的强监管环境，预计商业银行资产端和负债端增速下滑、理财增速也将进一步放缓。考虑到未来表外资本占用趋严，表外资金回归表内，那么表外增速理财收缩的压力将大于表内资产。

表 2: 商业银行资产负债表内和表外的分项

	资产端		负债端	
	科目名称	内容	科目名称	内容
表内	现金及存放中央银行款项		存款	
	贷款		同业负债	
	债券投资	部分委外	应付债券	同业存单
	传统同业资产	调剂资金余缺、解决流动性	向中央银行借款	
	同业直接投资	金融债、次级债等在银行间市场或证券交易所市场交易的同业金融资产	其他	
	SPV投资	通过信托投资计划、证券资管计划、基金及子公司资管计划等（通道业务），主要对接实体非标债权和委外。		
	其他			
表外	SPV投资	通过银行理财、信托投资计划、证券资管计划、基金及子公司资管计划等（通道业务），主要对接实体非标债权和委外	理财	分为同业理财、个人理财和企业理财
	债券投资	直接投资		
	权益投资	参与配资、定增等		
	现金及存款			
	其他			

资料来源：WIND，招商证券

2) 资产要如何配置？过去、现在、将来都取决于负债端的成本高低和流动性变化。过去五年中小型银行存款占比降低、同业负债（含存单）依赖度上升、向央行借款增加。这种负债端的结构变化决定了资金成本上升与流动性转弱。同业负债稳定性较差，对金融系统的依赖度较高，导致负债端对商业银行的制约将更大。2017 年一季度所有上市银行的同业负债、应付债券同比增速分别为 5.8%和 37.2%，占比分别为 13.2%和 4.7%。预计商业银行会被动降低对同业负债的依赖度，这意味着同业存单和同业负债占比下滑、同比增速放缓甚至收缩。监管削弱同业存单的需求，但是银行“负债荒”导致同业存单的供给仍高，这导致同业存单收益率不断上行。只有当银行负债端对同业存单依赖度减轻，同业存单的收益率才可能会下行，这也可能就是监管的转折点。

3) 预计过去同业理财占比过高、提升速度过快的现象将终结，同业理财规模有望收缩。由于同业理财快速发展的重要原因之一就是满足银行流动性调节的需要，那么如果同业理财业务收缩，银行没有其他方法补充缺失的部分，那么银行的流动性还是有不足的风险。同业理财涉及资金空转，属于监管禁止的行为，并且当前同业理财收益率也不够有吸引力。因此，同业理财的规模较大可能下滑，但 6 万亿元的存量意味着收缩的节奏不会太快，否则对市场流动性冲击较大。

4) 预计表内的同业投资和债券投资增速将继续放缓，表外的通道规模、委外的信用债占比下滑、规模收缩。这意味着风险较高的非标资产、低评级信用债价格仍有向下压力。不过，从中长期来看，受制于负债端高成本的压力，委外作为专业的管理团队提高资产收益率仍是符合商业银行需求，FOF 或 MOM 可能是可选择的合作方式之一。

5) 自从 2016 年一季度末宏观审慎管理体系 MPA 推行以来，推动商业银行资产负债表快速增长的分项——股权及其他投资同比、债券投资同比增速显著下行。我们在 2016 年下半年宏观展望《砥砺前行》中曾推断，在悲观情景下这两个分项从年初 116%和 31%，

到年末将降至 58%和 31%，M2 从 14.0%降至 11.8%。2016 年下半年，随着实体经济需求向好、债市剧烈调整，股权及其他投资同比分项反弹至 64%，债券投资同比增速持续下行，降至 25%，年底 M2 实际比我们悲观预期还低，仅为 11.3%。表外理财的情况也类似，2016 年末理财资金中流向实体经济在全部理财余额的占比升至 67.41%，上、下半年增幅分别为 0.15 亿元和 3.62 亿元，也反映出资金从其他分项中调出而配至实体。我们也再大胆假设一下调整路径。在表外理财纳入 MPA 考核以及本轮强监管的背景下，预计 2017 年 M2 同比增速将震荡下行至 10%以下。受地方政府债券发行规模放缓的影响，商业银行总资产同比增速向下调整的幅度大于 M2。中小银行总资产增速下滑的幅度要多于大型银行。不排除对同业业务依赖程度较大的个别中小银行将面临总资产的收缩。

表 3: 按照广义信贷各分项不同速度收缩的情景假设下对 M2 的预测

	股权及其他投资	债券投资	信贷	商业银行总资产	M2
2016/12/31	64.4%	25.3%	13.5%	15.7%	11.3%
2017/1/31	45.9%	28.1%	12.6%	15.2%	11.3%
2017/4/30	28.5%	21.9%	12.9%	13.1%	10.5%
乐观情况	20.0%	25.0%	12.0%	12.8%	10.4%
2017/12(E) 中性情况	15.0%	20.0%	11.6%	10.5%	9.7%
悲观情况	5.0%	15.0%	11.3%	8.2%	9.0%

资料来源: 招商证券

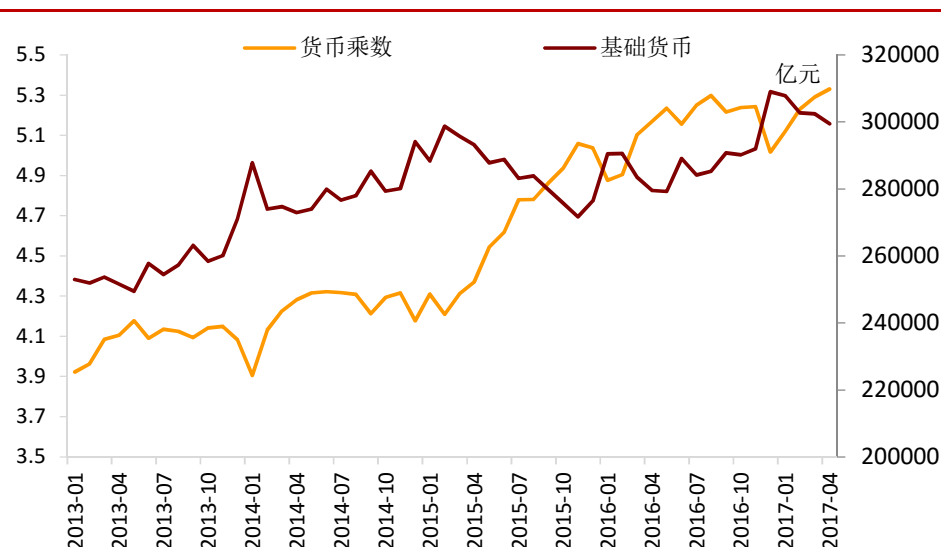
表 4: 按照同业业务不同速度收缩的情景假设下对社会融资规模的预测

	贷款	委托贷款	信托贷款	未贴现银行承兑汇票	企业债券	股票投资	社会融资规模 (同比, 万亿)
2016/12/31	13.4%	19.8%	15.8%	-33.4%	22.5%	27.6%	12.8%
2017/1/31	12.8%	20.3%	19.7%	-24.6%	19.5%	27.0%	12.8%
2017/4/30	13.1%	17.9%	26.9%	-13.8%	10.3%	25.3%	12.8%
悲观情况	11.4%	9.2%	29.3%	21.0%	4.4%	16.8%	10.7%, 16.7
2017/12(E) 中性情况	11.4%	14.6%	32.5%	28.7%	6.6%	16.8%	11.4%, 17.8
乐观情况	12.4%	12.3%	38.8%	23.6%	7.8%	16.8%	12.4%, 19.4

资料来源: 招商证券

6、虽然 M2 同比增速下行，但是如果央行基础货币的供应仍维持不变或者小幅增长，则意味着货币乘数尚未见顶，但斜率将放缓。货币乘数等于 M2 余额除以基础货币总量。我们在《去杠杆与稳增长面面观》中指出，如何稳宏观杠杆率 M2/GDP 的增长，其中一个途径应该控制 M2 的增长速度，尤其是 M2 增速上升源于债务的扩张，这个主要由货币政策转向稳健中性和加强金融监管来完成。理论上只要 M2 同比增速接近于 GDP 增速，宏观杠杆即已稳住。从 2012 年下半年至今，基础货币同比增速基本都低于 M2 增速；从 2014 年底美联储彻底结束资产购买计划之后至 2017 年 4 月，基础货币余额基本不再增长。除非央行此后大幅增加基础货币的供应，否则的话央行对基础货币供应维持不变或小幅扩张，则基础货币同比增速仍会低于 M2 增速。下调存款准备金率虽不改变基础货币，但会推动货币乘数的上升。因此，货币乘数短时间内将继续上升，但斜率将放缓。4 月货币乘数创历史新高，升至 5.33，而这个趋势仍未结束。

图 10: 2014 年底至今基础货币的增长变化不大



资料来源: WIND, 招商证券

(四) 知其然，知其所以然——从资产负债表变化推断本次强监管的政策目标

央行 2016 年初正式推出宏观审慎管理体系 MPA，并在 2017 年初进一步完善，把表外理财业务纳入监管。银监会随后连发一系列监管文件，从执行层面，强调已有政策的严格落实，约束商业银行行为，推动金融“去杠杆”。

相关文件内容繁多，对实际业务影响较大的主要是 6 号文、46 号文和 53 号文。这些政策中主要是围绕同业业务、理财业务和信贷业务三大类展开。

- 同业业务涉及资金投向是否穿透、委外非银机构加杠杆、违规通道业务、同业投资非标是否流程合理等；是否通过发行同业存单进行同业理财投资，同业负债空转加剧流动性风险。
- 理财业务涉及资金投向是否穿透、存在多层嵌套、委外非银机构加杠杆、同业投资非标是否流程合理等
- 信贷业务主要与非标有关。藏不良、降低风险指标或减值准备计提不足等规避信用风险指标、资金投向不合规等。

从这些政策的指向来看，其实正是为了有效应对银行资产负债表和表外理财的新变化背后的隐忧，即同业负债+同业存单占比的快速上升、银行配置“非标”以及同业理财投资大幅推高同业投资，非标逃避监管指标，以及表外同业理财和通道业务大发展。

表 5: 银监会 4 月初发布的 7 份文件重点内容

文件名	文号	发文日期	发文单位	主要内容
关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见	银监发 4 号文	4 月 7 日	政策研究局	1、围绕“三去一降一补”，提升银行服务实体经济水平； 2、推进体制机制改革创新，提高银行业服务实体经济内生动力； 3、强化重点领域监管约束，督促银行业回归服务实体经济本源； 4、推进优化外部环境，完善银行业服务实体经济的基础设施； 5、加强组织领导和评估交流，确保政策落地实施
关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通知	银监发 5 号文	4 月 7 日	现场检查局	主要侧重组织架构和人员管理，针对业务内容较少 业务方面：表内业务和表外业务划分标准模糊、同业往来改变正常性质、结构复杂、投机性强。产品方面：拉长或叠加、不当销售 主要从银行面临的风险梳理监管思路：
关于银行业风险防控工作的指导意见	银监发 6 号文	4 月 7 日	审慎规制局	1、加强信用风险管控，维护资产质量总体稳定； 2、完善流动性风险治理体系，提升流动性风险管控能力； 3、加强债券投资业务管理，密切关注债券市场波动； 4、整治同业业务，加强交叉金融业务管控； 5、规范银行理财和代销业务，加强金融消费者保护； 6、坚持分类调控、因城施策，防范房地产领域风险； 7、加强地方政府债务风险管控，切实防范地方政府债务风险；
关于切实弥补监管短板提升监管效能的通知	银监发 7 号文	4 月 7 日	审慎规制局	1、在公司治理、业务经营和风险控制方面，健全内部管理制度； 2、加强股权管理，掌握主要股东及其关联方情况，及时予以披露； 3、强化信息披露，披露公司治理、资产质量、同业业务、重大事件 4、严肃银行业金融机构责任追究。 要求银行自查对现有法律法规规章制度的遵守情况。涉及同业业务和理财业务的核心内容包括：
开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理工作的通知	银监办发 45 号文	3 月 29 日	现场检查局公司治理处	1、交易对手的合规性；2、投资非标资产是否严格比照自营贷款管理； 3、违规兜底的情况；4、风险隔离制度；5、违规为理财产品提供融资和担保； 6、理财资金是否违规用于本行自营业务 要求银行全面自查是否存在各种套利手段，业务假出表、调节监管指标、监管套利：规避监管指标套利和规避监管政策违规套利； 空转套利：信贷空转、票据空转、理财空转、同业空转； 关联套利：违规向关联方授信、转移资产或提供其他服务，违反或规避并表管理规定。
关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知	银监办发 46 号文	3 月 29 日	现场检查局资管处	不当创新：治理机制、管理制度与流程； 不当交易：银行同业业务、银行理财业务、信托业务；与 46 号文“三套利”有所重叠，此外还要求银行和信托的自查并分别进行列举 不当激励：考评指标设置、考评机制管理、薪酬支付管理； 不当收费：收费行为规范、价格信息披露。
开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知	银监办发 53 号文	4 月 6 日	创新部	

资料来源：招商证券

（五）央行与商业银行“双缩表”仍是市场需关注的核心问题

2017年4月商业银行资产负债表出现收缩，2014年10月以来首次出现。2017年4月其他存款性公司总资产235.98万亿，较3月小幅下降0.12万亿。从资产端来看，主要是对其他银行债权、非银债权、超额准备金出现收缩，分别下降1.16、0.32、0.19万亿元；从负债端来看，主要是个人存款、对其他银行存款分别下降1.2、1.0万亿元。

商业银行同业业务的资产端和负债端均出现收缩，这其中包含季节性因素，也与监管加强之后，商业银行资产负债表的调整方向一致。同业往来的资产端和负债端同时出现收缩，在2016年前4个月也出现过，负增长规模逐渐收。但2017年4月同业往来资产和负债两端负增长不降反增，规模迅速扩大以至于拖累商业银行总资产规模下滑。反映出MPA监管和本轮银监会从严落实已有政策都会导致同业业务的收缩，特别是后者通过清理套利链条，改善资金空转的现象。如果监管政策不改变方向的话，预计下半年同业业务出现收缩、商业银行总资产增速放缓是大概率事件。

尽管近期央行的缩表有一定季节性，并且不代表货币政策的收紧，但相信没有投资者会就此认定央行的资产负债表变化无关紧要。同样，商业银行的信用扩张是整个社会信用扩张的关键，对其资产负债表的总量和结构性变化也需密切跟踪。下半年，美联储开启缩表进程产生的外溢效应对中国央行和商业银行的资产负债表将产生怎样的影响，在资产价格层面如何体现，我们认为其重要性怎样强调都不为过。

三、去杠杆与稳增长是否截然对立？

金融去杠杆确实会导致实体经济融资环境的恶化，融资利率上行、资金到位速度放缓，据此推论出下半年经济形势大幅恶化看似正确，但其实有逻辑跳跃。一则稳增长与去杠杆是辩证统一的关系，不能去杠杆的稳增长是不可持续的稳增长；二则金融去杠杆对实体经济的负面影响可以通过积极的财政政策和结构性改革对冲；三则当前中国经济的主要驱动力已经从投资转向消费，而影响消费的主要因素不在于利率、资金供给而在于收入，收入改善消费有助于保持平稳，进而推动国内经济形势的稳定。

（一）去杠杆对投资需求造成负面冲击

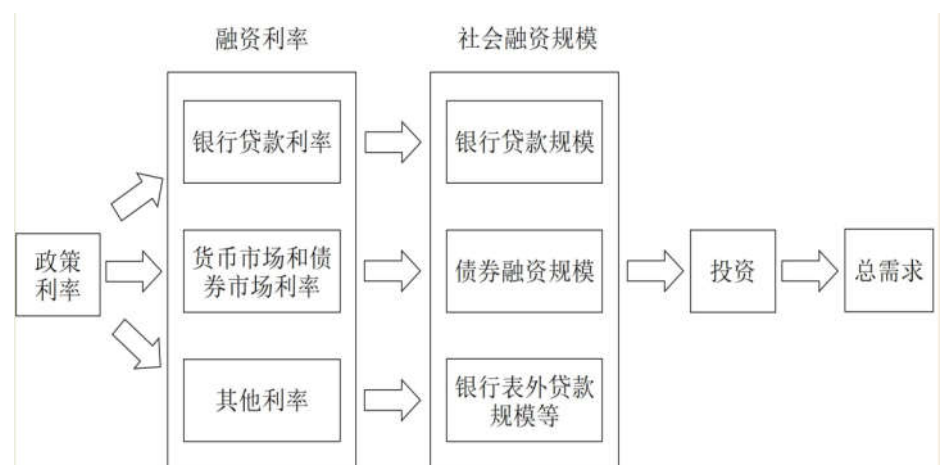
1、去杠杆推升融资利率

强监管环境，导致部分企业融资渠道受阻，同时流动性偏紧的环境也推升短端融资利率。此前，各监管机构曾出台多项措施严控资金流向房地产市场，4月初银监会加强资金空转的监管，证监会也收紧通道业务，“非标”贷款流向政府融资平台、房地产的难度上升。其次，随着债市的调整，地方政府债券发行速度放缓，可用于置换的贷款规模下降。近期信用债取消发行的情况较多，企业存量债务滚动压力上升，债券净融资规模低速增长甚至出现负增长。

流动性持续偏紧也体现在1年期SHIBOR与LPR倒挂。两者从5月22日开始倒挂，到5月末1年期SHIBOR已经升至4.3544%，比贷款基准利率还要高44bp，而10年期国债收益率还在3.7%以下。

从利率对实体经济的传导链条来看：政策利率→融资利率→社会融资规模→固定资产投资→经济基本面。我们对此曾在《“粉”铺涨价对经济的负面影响有限-有关货币的学与思之一》有过详细探讨。

图 11：长端利率对实体经济的传导渠道

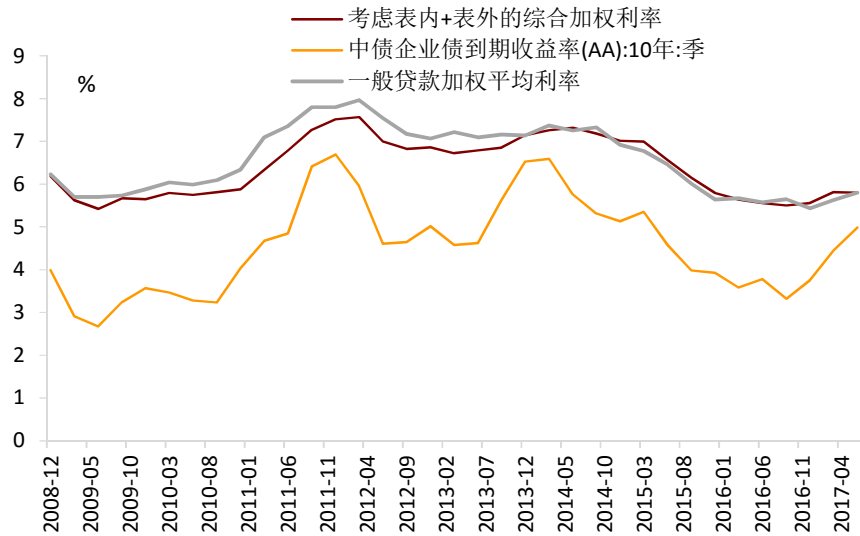


资料来源：招商证券

主要融资利率上升幅度小于政策利率，仍处于历史较低的水平。一季度货币政策执行报告显示，对全社会融资占比65%左右的一般贷款加权平均利率上升19bp，低于政策利

率的上调幅度,也比去年三季度末下降 2bp,1 季度房贷按揭利率比去年末上升仅 3bp。此外,4 月银监会出台一系列政策措施抑制表外融资的增长,导致表外融资回归表内,而表内融资成本较低,缩小社会融资综合加权利率抬升的幅度。

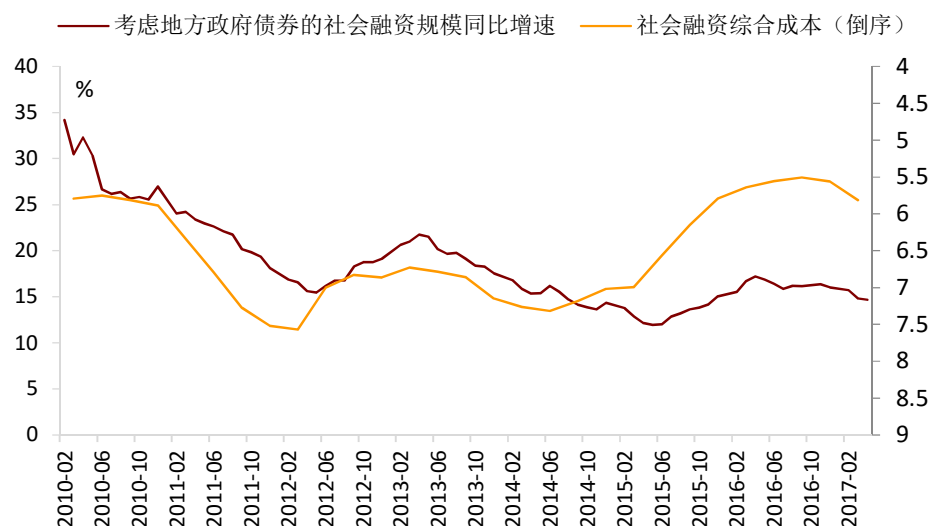
图 12: 社会融资综合加权利率仍处于历史较低的水平



资料来源: WIND, 招商证券

社会融资规模增速温和回落。考虑地方政府债券的社会融资规模同比增速出现下行,去年年末为 16.0%,4 月降至 14.7%,预计年末在 13%-14%左右。央行在一季度货币政策报告中也提到“加强金融服务实体经济”。企业中长期贷款占比连续五个月在高位,4 月为 48%,这意味着政策支持信贷流向实体经济,并且企业信贷需求依然强劲。债券利率升高会推动企业融资需求转向表内贷款和信托委托贷款等渠道。

图 13: 社会融资规模同比增速温和回落



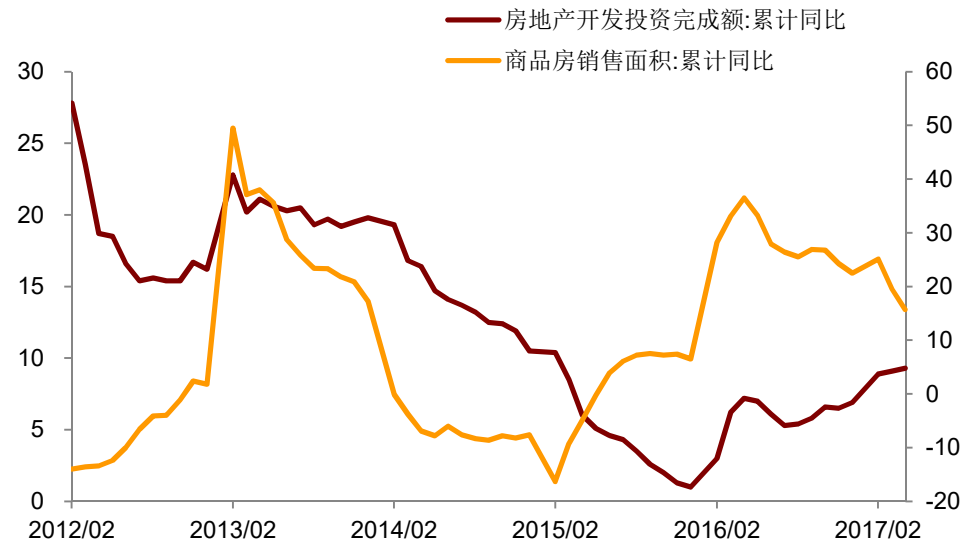
资料来源: WIND, 招商证券

2、去杠杆拖累房地产投资资金到位情况

今年以来,固定资产投资资金到位增速明显低于历史同期水平、尽管目前为止,资金到

位情况低于历史水平，但尚未对投资增速造成明显的不利影响。然而，历史数据显示，投资增速与投资资金到位增速走势较为一致，二者难以持续背离，在当前政策环境下，我们预计投资增速将放缓，向资金到位增速趋近。

图 14: 房地产销售见顶回落，但投资持续上行

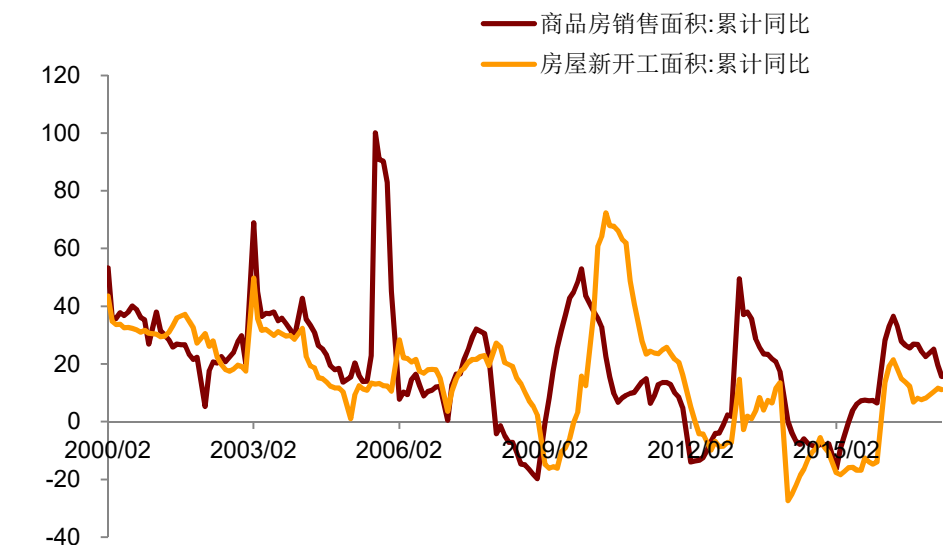


资料来源: Wind, 招商证券

实际上，过去 4 个月房地产投资的坚挺是最出人意料的。在热点城市调控加码的背景下，房地产投资增速反而逆势上升，一方面说明房地产投资对房地产销售滞后时间延长，另一方面也可能与去年房地产投资资金到位情况非常好有关。

自去年 4 季度起，地产调控政策逐步升级，房地产销售增速进一步回落。但由于库存因素的影响，房地产销售与投资之间的传递时间由过去的 2 个季度左右拉长至 4 个季度。2015 年 2 月销售面积增速见底，而新开工面积增速直到 2016 年 2 月才确立了明显上行趋势。

图 15: 新开工面积增速滞后销售增速的时间延长



资料来源: Wind, 招商证券

因此，房地产新开工面积在当前还能维持平稳增长态势，尚未进入下行通道。

另外，房地产投资资金到位情况在 2016 年明显好于地产投资完成额。2010 年至今，多数时间内，房地产投资完成额同比增速快于同期资金到位增速。然而，去年以来，房地产资金到位增速明显快于同期房地产投资增速。2016 年全年房地产投资增速为 6.9%，而房地产投资资金到位增速为 15.2%。并且，今年春节后受三四线城市销售改善的情况，房地产投资资金到位增速在短期内又出现一定程度的改善。

图 16: 2016 年房地产投资资金来源增速明显快于投资完成额增速

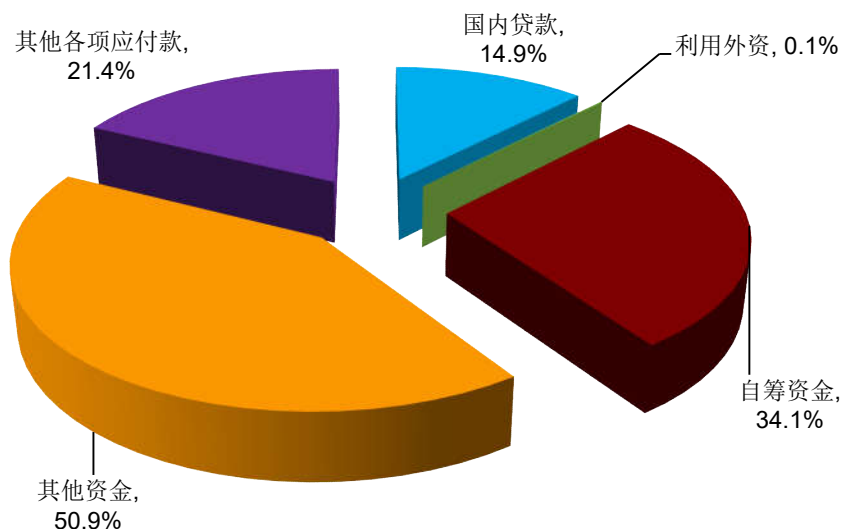


资料来源: Wind, 招商证券

换言之，当前房地产开发商现金流也未受到融资环境恶化的影响，房地产商有意愿也有能力维持房地产投资增速维持较快增长。

尽管如此，我们认为目前已经非常接近这一轮房地产投资增速的高点。从销售向投资的传导关系看，去年 2 季度是销售高点，那么今年 2 季度很有可能就是新开工面积的高点。新开工面积增速会落后，地产投资增速也将相应回落。

图 17: 2016 年房地产投资资金来源构成结构

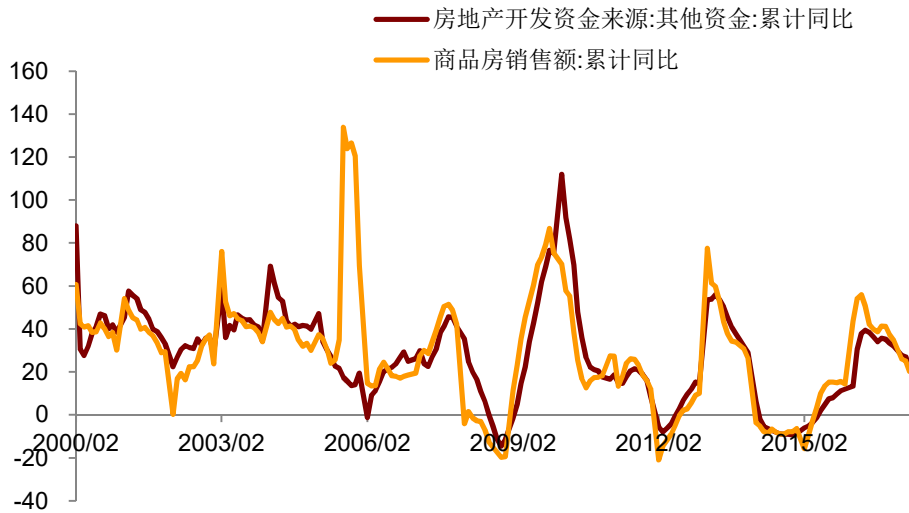


资料来源: Wind, 招商证券

从资金来源看，房地产投资资金来源增速明显快于投资完成额增速，通常发生于销售形势较为火爆的时期，这会导致定金、预付款和个人按揭贷款对资金来源的贡献大幅上升。

去年年末，定金、预付款和个人按揭贷款对房地产投资资金来源的贡献已经超过 50%。

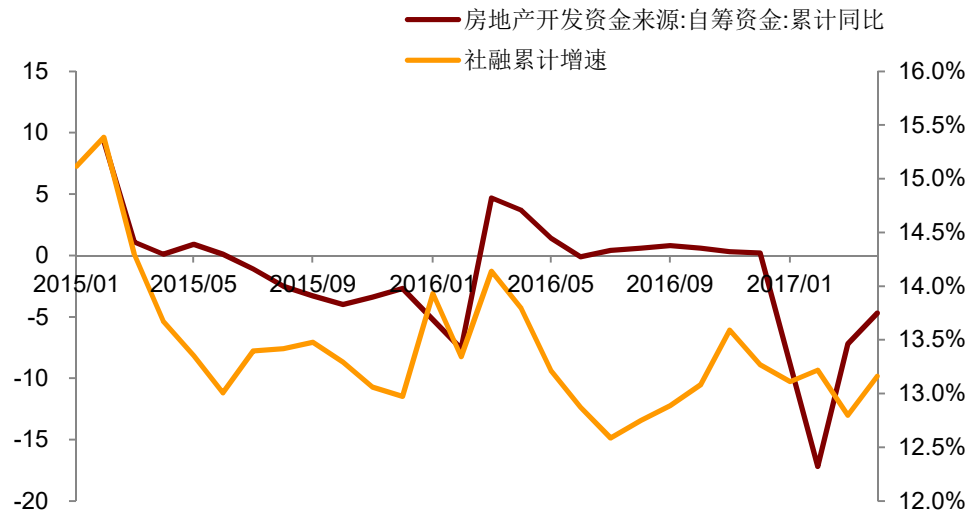
图 18: 定金、预付款和个人按揭贷款走势与商品房销售额高度相关



资料来源: Wind, 招商证券

目前商品房销售额增速已经连续 3 个季度回落。历史数据显示，定金、预付款和个人按揭贷款与商品房销售额走势高度相关，这部分资金来源增速也明显回落。并且，金融监管加强后，社融增速明显放缓，这会影响到房地产投资资金来源中自筹资金部分的到位情况。

图 19: 社融增速下滑影响自筹资金到位情况



资料来源: Wind, 招商证券

总而言之，目前对房地产投资资金到位贡献达到 85%左右的资金来源都面临下行压力，那么资金情况恶化显然对未来房地产投资形势而言是极为不利的。因此，我们认为房地产投资即将见顶回落，失去房地产支撑的中国经济似乎面临了较大的下行压力，年内经济看起来有可能会跌破年初制定的经济增长目标。但是否如此呢？我们认为应该辩证地看待去杠杆与稳增长的关系。

（二）去杠杆与稳增长的辩证关系

由高杠杆支撑的经济增长速度脆弱性高，容易大起大落，尤其是金融杠杆。这样的增长速度也不是我们所希望的增速，不去杠杆的稳增长不是真正稳定的增长，只有在经历去杠杆后所实现的稳定经济增长速度，才是 L 型真正的一横所在的位置，才能保持稳定和持续性。但同时，经济稳是通过稳健中性货币政策和强金融监管来去杠杆的前提条件，牺牲经济稳定的去杠杆可能导致杠杆率越去越高，所以不能最终实现稳增长的去杠杆也不是真正成功的去杠杆。

兼顾稳增长和去杠杆两个目标，货币和金融监管责无旁贷，但结构性改革、财政政策和国际间协调同样不应“袖手旁观”。并且，国内经济结构转型取得一定成效，消费成为中国经济的主要推动力，也为稳增长和去杠杆的兼顾提供了条件。

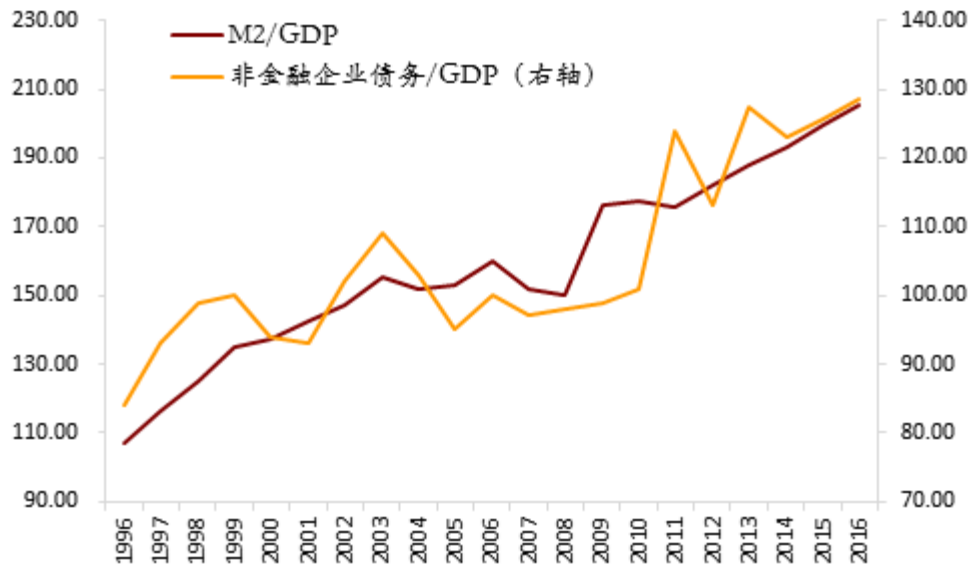
1、不去杠杆的稳增长不是真正稳定的增长

理论研究表明，从支持经济增长角度看，杠杆率并非越高越好。中国人民银行在近期一篇工作论文《杠杆率结构、水平和金融稳定：理论与经验》中表述了近似的观点：通常，在经济负债水平和杠杆率较低情形下，货币和信贷扩张确实能够带来经济的快速增长，但这种效果在长期内将消耗殆尽。

中国近年来的实践表明，**高杠杆支撑的经济增长速度脆弱性高，可能大起大落。**中国 2008 年以来的实践表明，杠杆率高了的确不好。杠杆水平高了，杠杆增速过快，特别是和资产价格密切相关的杠杆率增长过快，水平过高，都容易出现风险。杠杆率高至少对经济增长带来两个威胁：一是，杠杆率高，债务存量导致微观上企业还本付息压力上升，压制企业现金流和利润增速，使得整体经济增速放慢。如果我们以 $M2/GDP$ 代表宏观杠杆率，分子 $M2$ 的快速上升内生使得分母 GDP 增速放慢。分子 $M2$ 对分母 GDP 产生内生负面影响，分子越大，分母可能越小，这将导致宏观杠杆率的上升不能持续。二是，杠杆率推高的资产价格扩张和崩溃的速度更快，资产价格可以迅速缩水，但是负债不能轻易抹掉，资产价格对应的高杠杆率对金融体系和整体经济稳定的负面影响越大；可以说，杠杆率越高，经济增速受到的压制越强，经济和金融体系的脆弱性越高。这也就是所谓“金融稳，经济稳”，反过来也就是说，如果金融不稳定，也将严重威胁到经济稳定和社会稳定。应当说，中国的决策层对此有深刻的认识：“如果我们将来出大问题，很可能就会在这个领域出问题，这一点要高度警惕。”

尤其是**金融杠杆支撑的经济增长速度更加危险。**2015 年我国股市出现连续螺旋式暴跌，众多投资者通过 Homs 进行了高杠杆投资，而正是高杠杆投资在预期改变后带来金融市场踩踏以及随后的暴跌，出现羊群效应。”总书记对此问题的概括非常精准：“不能把结构性供需矛盾当作总需求不足，以增发货币来扩大需求，因为缺乏回报，增加的货币资金很多没有进入实体经济领域，而是在金融系统自我循环，大量游资寻求一夜暴富，再加上监督人员同“金融大鳄”内外勾结，去年发生的股市异常波动就与此有关。”也可以说，金融具有外部性，如果将金融市场完全交给自由市场决定，可能产生私人部门获利但是对于社会无益的金融活动和加杠杆行为，可能导致金融体系过大，交易过度，因此金融业从来都应该是一个严监管的行业。

图 20：我国 $M2/GDP$ 稳步上行



资料来源：Wind，招商证券

不去杠杆的稳增长不是真正稳定的增长。从稳增长的视角看，其实去杠杆的对象非常清楚：从减轻债务或者杠杆负担对实体经济的压制作用出发，重点需要去实体经济中“两高一剩”行业的杠杆，提升金融对实体经济支持的效率；从防范系统性金融风险，减少金融不稳定对经济增速的威胁出发，要去与房地产、股票、债券等资产价格有关的杠杆，这方面金融杠杆过去得到的重视不够。

去杠杆将通过利率渠道、社会融资总规模渠道和资产价格渠道等对于未来的经济增长速度产生一定的负面影响，但在经历这样的去杠杆后所实现的稳定经济增长速度，才是L型真正的一横所在的位置，才能保持稳定和持续性。

2、不能最终实现稳定增长的去杠杆也不是真正成功的去杠杆

经济稳是通过稳健中性货币政策和强金融监管来去杠杆的前提条件。早在2017年初，中国人民银行行长助理张晓慧在《货币政策的回顾与展望》已指出，“从国内看，经济下行压力有所减轻，...尤其是第三季度后回升势头有所加快，...通胀压力有所上升，部分地区资产泡沫问题凸显，经济金融领域的风险暴露增多。”这为此后央行随行就市提高公开市场操作利率，向市场传递货币政策回归中性的信号奠定基础。在最新的《2017年一季度货币政策执行报告》的专栏文章中，央行认为，“当前经济向好有周期性等因素的作用”，同时也“是供给侧结构性改革、简政放权、创新驱动战略逐步深化的表现”，对未来的经济基本面表现出更多信心，经济不弱，金融监管才能加强。

牺牲经济稳定的去杠杆可能导致杠杆率越去越高。仍从宏观杠杆率出发来看去杠杆，途径无非两个：第一个途径，从分子M2看，一方面，应控制M2的增长速度，特别是由于国内负债推高的M2增速，这个主要由货币政策转向稳健中性和加强金融监管来完成；另外一方面，要加大债务减记和不良资产处置的力度，逐步消化不良债务负担。第二个途径，从宏观杠杆率分母GDP的角度看，应避免GDP的过快回落，减少GDP对于投资的依赖度，提升消费特别是进出口对于GDP的贡献度。

据此，正面来看最高决策层对于金融和经济关系定位的“十二字诀”：“金融活，经济活”，金融对于实体经济效率的提升至关重要；“金融稳，经济稳”，**金融稳定是经济和社会稳定的前提**。从反面来看，金融不活，经济不活，**金融不稳，将危及经济和社会的稳定**，

在当前的形势下，显然决策层更加重视和强调的是通过加强金融监管等一系列举措，防范金融风险，维护金融稳定这个方面，其根本目的还是在中长期促进实体经济发展。经济稳，做大分母，杠杆才能稳，否则如果陷入债务-通缩的负反馈，杠杆率只能越来越高。据此不难理解，为何央行近期要强调“加强金融监管协调，有机衔接监管政策出台的时机和节奏，稳定市场预期，把握好去杠杆和维护流动性基本稳定的平衡，有序化解处置突出风险点”。5月12日银监会通报近期监管重点，强调在有效监管的同时防止“处置风险的风险”和“开正门、堵旁门”，时间安排上统筹协调、错峰推进，安排合理过渡期，实行新老划断。以上均意在稳定预期，**因为资产价格稳，经济稳，杠杆率才能稳下来并有序去化。**

（三）积极财政与结构性改革缓解去杠杆对经济的负面冲击

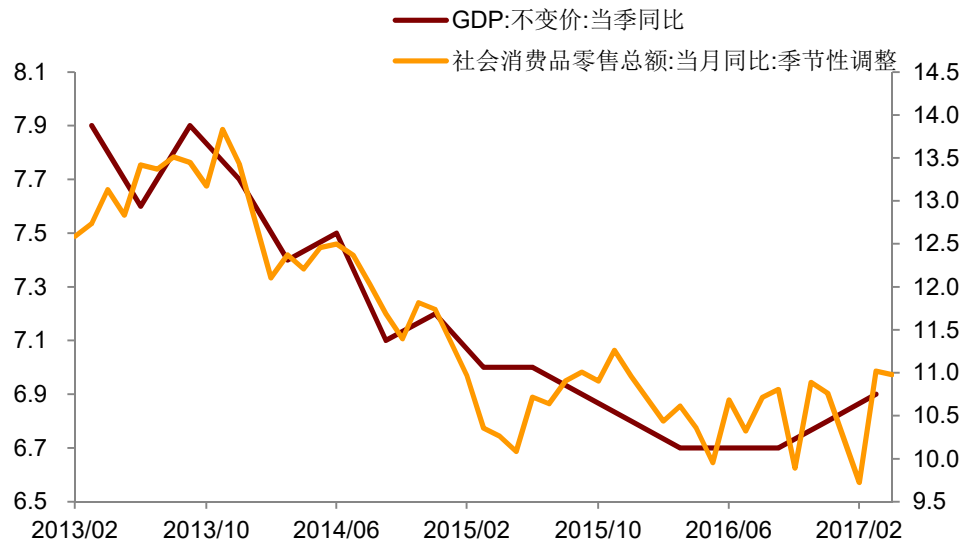
从2016年8月开始，我们就在不同的场合，以不同的方式强调“全球货币政策转趋保守”。之所以用“保守”而不是“收紧”这样的措辞，我们重点就是想强调针对当前中国复杂多变的形势，要想兼顾去杠杆、防风险和稳增长等多个目标，仅仅依靠货币政策和金融监管政策仍然是不够的。这个“保守货币政策”的涵义至少要包括四个方面：一是，货币政策目标上更加关注资产价格，强调去杠杆和防风险，货币政策切实转向稳健中性，甚至要考虑淡化M2目标。现在看，这一点早在2016年第四季度已经开始实施，在《2016年第四季度货币政策执行报告》中得到确认。二是，加逆周期宏观审慎监管政策，“一行三会”要加强监管协同，特别是“三会”要在加强行业监管和发展壮大行业规模之间做出抉择，未来可能还要涵盖金融监管体制的改革。这一点随着4月底的政治局集体学习以及近期金融监管的持续加强也得到充分的确认。三是，货币政策退居次位，财政政策走上前台，并辅以结构性改革。应该说，以专项金融债和PPP等创新投融资方式为代表，财政政策在2015年底开始已经转向积极。此外，针对贫富差距加大导致的边际消费倾向下降而采取的精准扶贫措施，针对企业经营成本上升而采取的降税减费等等结构性改革措施也在稳步推进。这一系列措施，对于在强监管和去杠杆的条件下，保持经济增速基平稳至关重要。四是，国际间的货币政策从分化走向协调，这方面，2017年下半年美联储是否会启动“缩表”进程，欧央行和日本央行的货币政策是否会告别量化宽松而回归正常化，都值得关注。

（四）经济结构转型也有助于兼顾去杠杆和稳增长

1、消费才是当前中国经济的主要驱动力

多年以来中国经济一直在试图转变经济增长方式、转变经济结构，其目的就是降低对投资的依赖，提升消费对中国经济的贡献率。客观地讲，当前中国经济的主要驱动力确实已经从投资转向了消费。投资波动性较大，能够决定经济增速的波幅，正如我们在去年4季度至今年1季度看到的，但中国经济增长的中枢水平已经由消费来决定了。过去几年中国经济增长越来越缺乏弹性，不正是体现了消费驱动经济的特征吗？

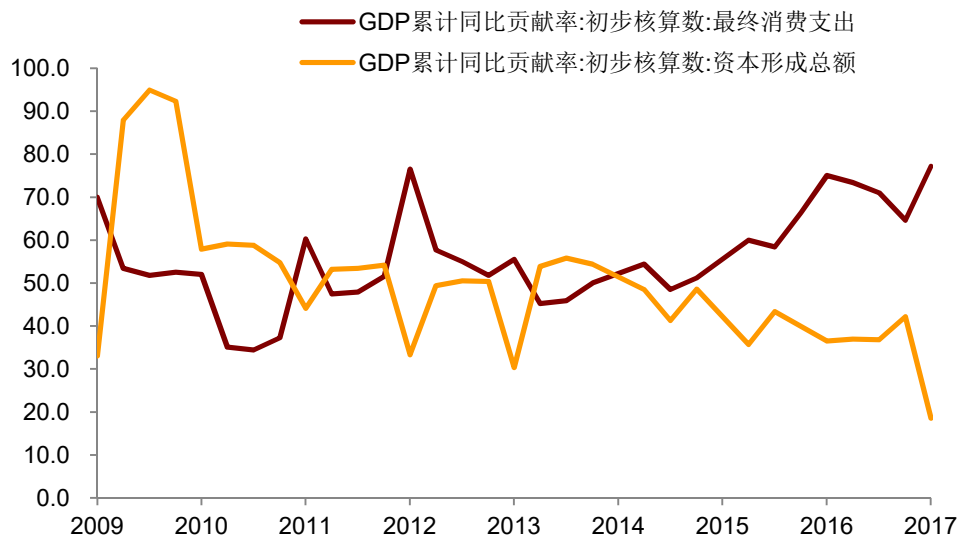
图 21: GDP 增速弹性下降更符合消费驱动经济的特征



资料来源: Wind, 招商证券

经济新常态下,投资和消费同时进入了下行通道。不过,限制三公消费的负面冲击结束后,消费增速在2015年即已止跌回稳,而投资增速虽然在去年4季度出现回稳迹象,但仍需观察。

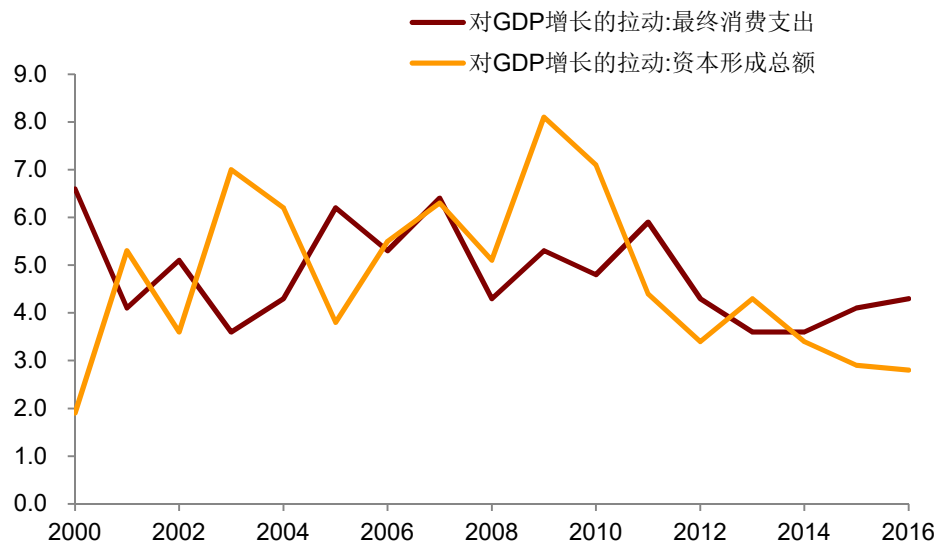
图 22: 最终消费支出对 GDP 的贡献率已经明显超过资本形成总额



资料来源: Wind, 招商证券

而正是在 2015 年,投资和消费在经济增长的贡献率和拉动力上发生了质的变化。2009-2014 年,消费对中国经济的贡献率波动较大且波动中枢保持稳定,并未呈现出明显上升的状态。除个别季度之外,最终消费支出对 GDP 的贡献率不超过 60%。2015 年,消费贡献率第一次超过 60%,达到 66.4%。2016 年,消费贡献率在前三个季度进一步提升至 71%,4 季度贡献率有所下降。2017 年 1 季度,尽管投资增速全面超预期,房地产、基建和制造业增速进一步提升,但是最终消费支出的贡献率反而创下新高,达到 77.2%。

图 23: 金融危机后投资对 GDP 增长的拉动能力大幅下降



资料来源: Wind, 招商证券

从对 GDP 同比增速的拉动看,消费从 2015 年 2 季度起对 GDP 的拉动开始明显超过投资。今年一季度 GDP 7.9%的增速中,消费拉动了 5.3%,而投资仅拉动了 1.3%,跌至 2009 年以来的最低水平。

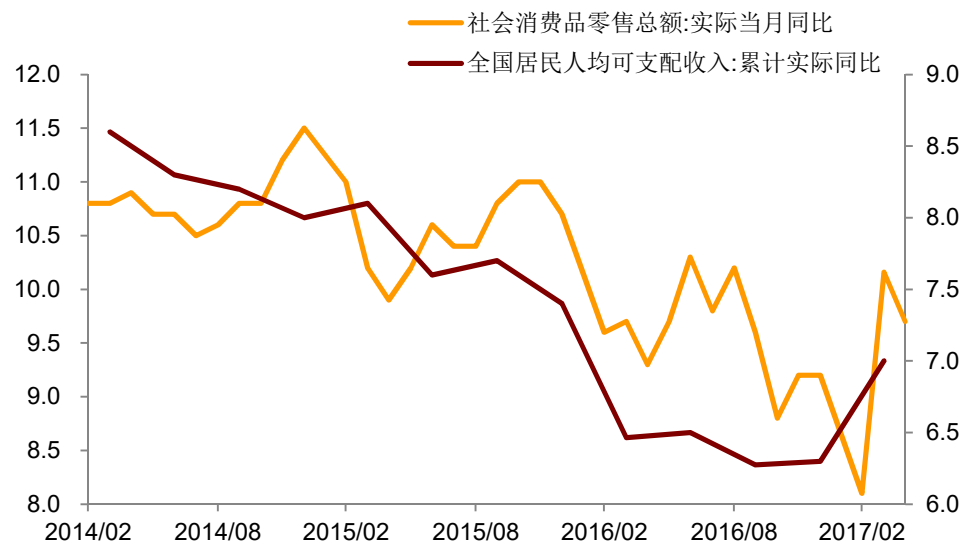
因此,消费才是当前中国经济的驱动力,那么只要消费能够保持稳定,那么年内投资增速下滑对中国经济的负面冲击就可控,中国经济就难以跌破年初制定的增长目标。

2、收入改善,年内消费有望稳定增长

年内消费需求能否保持稳定呢?我们认为居民收入增速回升对于消费形势的稳定有极大的帮助。

2016 年居民收入增速大幅下滑,2015 年全国居民可支配收入实际增长 7.4%,2016 年增速下滑至 6.3%,而且连续 4 个季度跑输同期 GDP 增速,收入加速下滑对居民消费支出的抑制导致去年下半年消费增长乏力。

图 24: 居民收入对消费形势影响较大

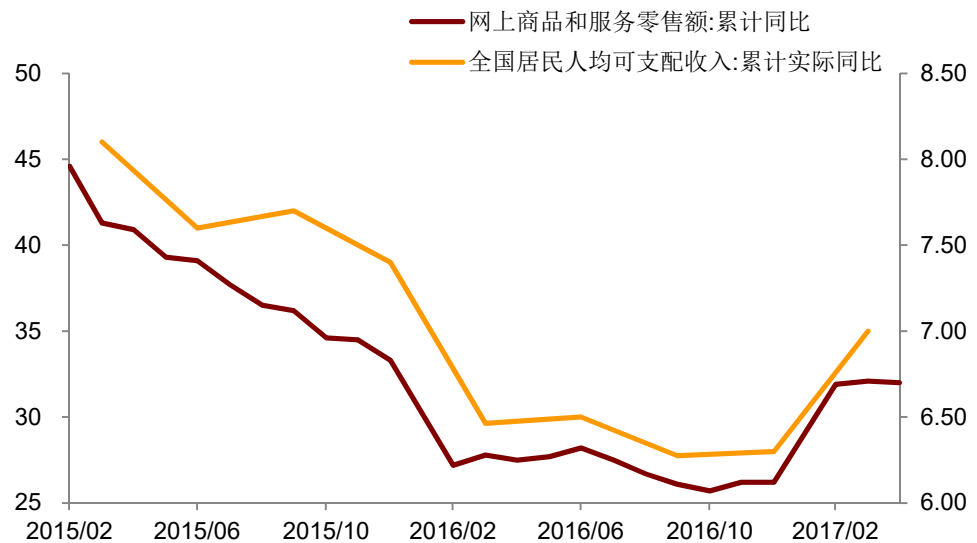


资料来源: Wind, 招商证券

因此,去年12月中央政治局会议专门提到要“释放消费潜力”,今年政府工作报告提出“居民收入和经济增长基本同步”,这显示是释放消费潜力的重要途径。扭转居民收入增速跑输经济增速的不利局面,从而提振居民消费支出。

1季度居民收入情况明显好转,全国居民人均可支配收入名义和实际增速均有回升,其中收入实际增速为7.0%,较2016年回升0.7个百分点且跑赢同期经济增速0.1个百分点。随着收入的改善,3、4两月消费增速有了明显回升,分别为10.0%和10.7%,二者皆处于2016年以来的较高水平。

图 25: 居民收入趋势与网购趋势基本同步



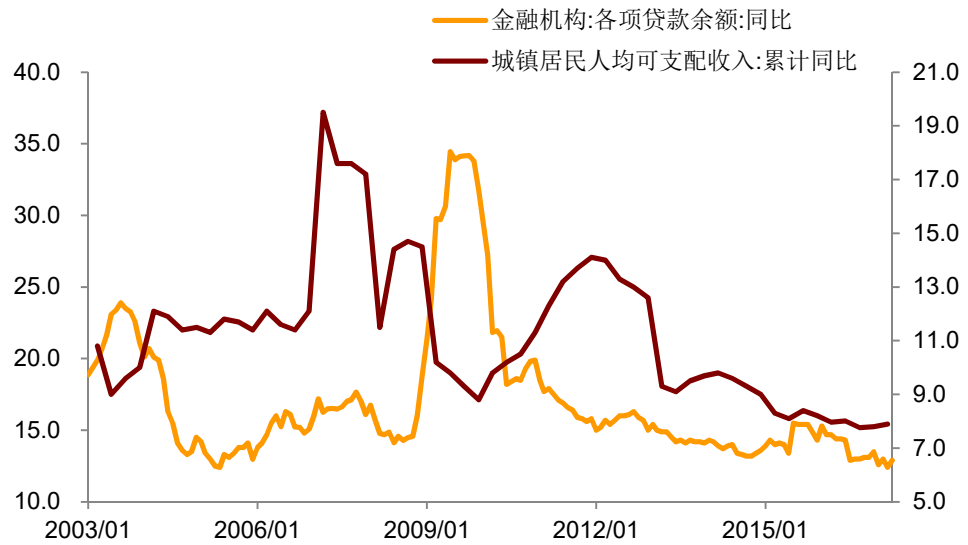
资料来源: Wind, 招商证券

网购数据显示,居民收入与网购增速相关性非常明显。前4个月网购同比增长32.0%,较去年全年上升5.8个百分点,也明显高于去年同期水平,网购占比也回升至12.4%,达到2015年以来的第三高水平。

另一方面,强监管是否会导致消费需求明显萎缩呢?经济学理论显示,消费需求主要与收入水平有关,信贷、利率水平变化对收入和消费需求的影响并不明显。从我国历史数据看,金融状况确实对居民收入和消费影响有限。

2003年至今,城镇居民可支配收入增速与贷款增速相关性比较低。2007年前后居民收入快速增长时,贷款增速保持稳定。最近几年,也无法观察到贷款投放与居民收入的明确关系。

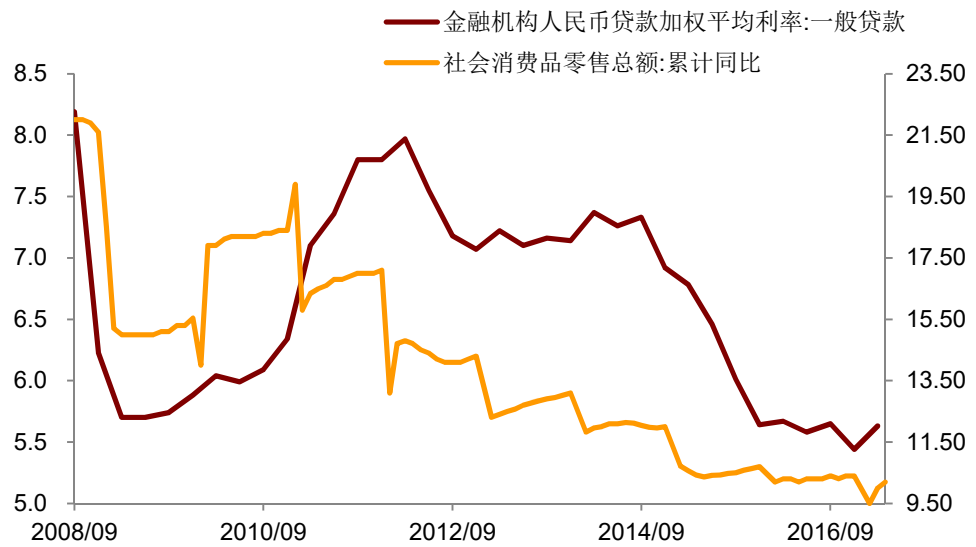
图 26: 贷款增速与收入增速并无明显关联



资料来源: Wind, 招商证券

近年来消费信贷发展较快, 贷款利率是否会直接影响到消费增速呢? 二者也没有明确的联系。2015 年我国货币政策大幅放松, 一般贷款加权平均利率大幅下降, 但是消费增速并未因此也明显回升。

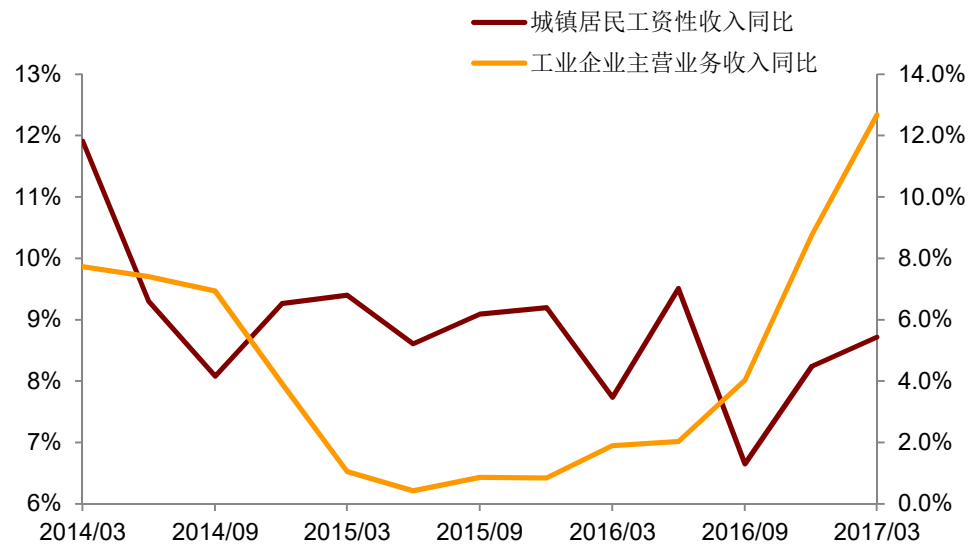
图 27: 利率水平与消费增速也没有明确关系



资料来源: Wind, 招商证券

所以, 强监管可能不会影响消费形势, 消费走势如何关键还是看收入。今年居民收入增速回升主要源于工资性收入增速改善和转移净收入维持较快增长。工资性收入增长与企业收入关系较为明确, 强监管虽然对盈利改善幅度有一定压制作用, 但不会改变 2017 年全年企业盈利增速好于 2016 年的总体趋势。因此工资性收入增速改善应能维持。

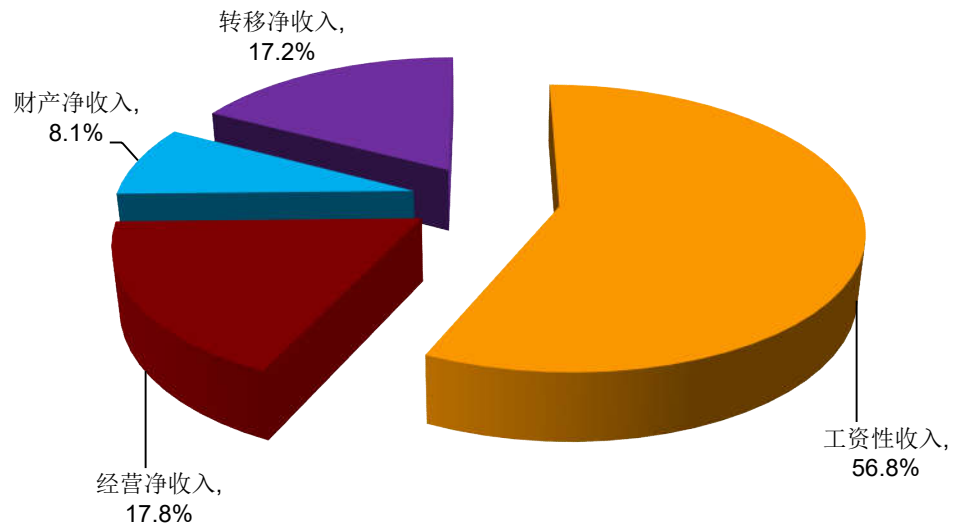
图 28: 企业收入和盈利改善有助于居民工资性收入维持改善趋势



资料来源: Wind, 招商证券

居民转移净收入源于两部分,一部分是企事业单位离退休人员的养老金和离退休金。另一方面居民转移净收入主要受益于精准扶贫。年内养老金部分进一步上调的空间可能性不大,但在扶贫攻坚过程中,政府对低收入群体的帮扶力度将进一步加大,居民获得的直接到户扶贫资金和惠农补贴将持续增加。因此转移净收入也将维持较快增长。

图 29: 转移净收入和工资性收入在居民可支配收入中的占比接近 75%



资料来源: Wind, 招商证券

而工资性收入和转移净收入占居民可支配收入的比重接近 75%, 换言之, 全年居民收入增速有望持续跑赢经济增速, 从而奠定了消费稳定的基础。

综上, 去杠杆对消费的影响可能相对有限, 而消费又是当前中国经济的主要驱动力, 只要消费能够保持稳定, 国内经济就不会出现剧烈动荡。也就是说由于中国经济结构的转型, 投资重要性下降而消费重要性上升, 稳增长与去杠杆是能够得到兼顾的。

(五) 出口改善助力年内经济保持平稳

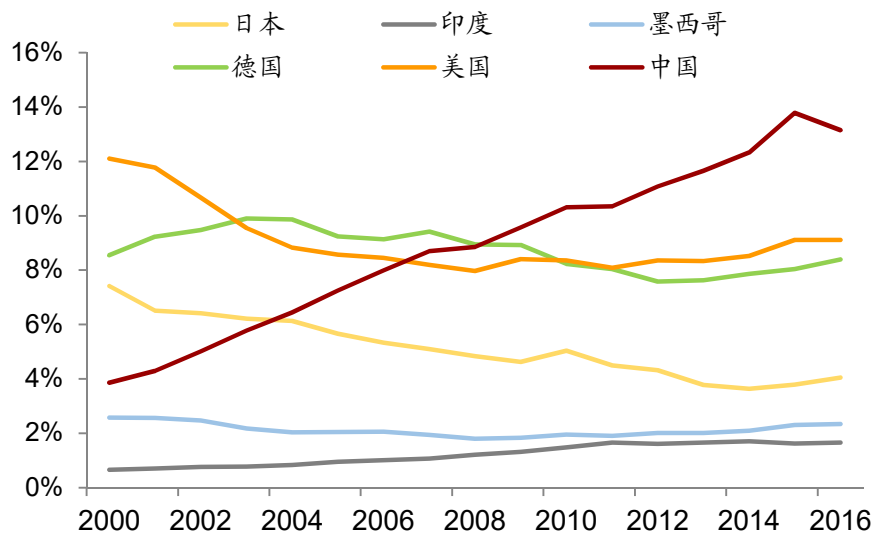
1、中国出口竞争力仍然强劲

出口竞争力涵盖出口增速、出口份额、出口产品结构和附加值、技术含量等多方面，我们首先对较为显性的出口竞争力指标进行分析。

第一，从出口增速来看，我们出口增速长期高于全球贸易增速；

第二，横向对比各国的出口份额，从绝对水平和变化趋势来看，中国出口依然具有强大的竞争力。2016年中国出口份额为13.15%，为全球最高水平，且过去持续上升，相比之下，其他国家的出口份额相对更加稳定。

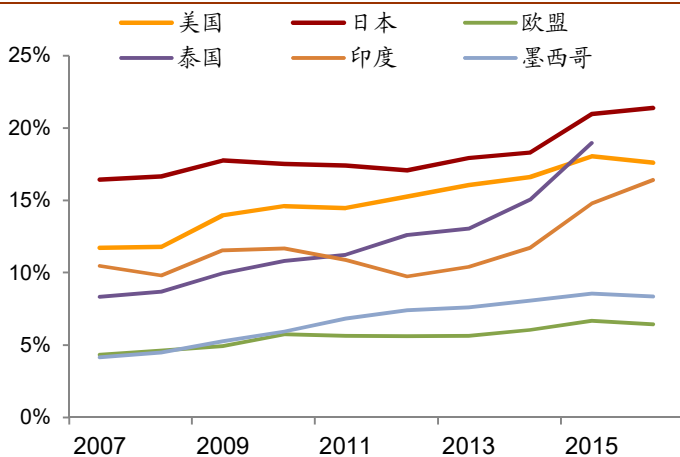
图 30：中国的出口份额全球独秀



资料来源：WTO，招商证券

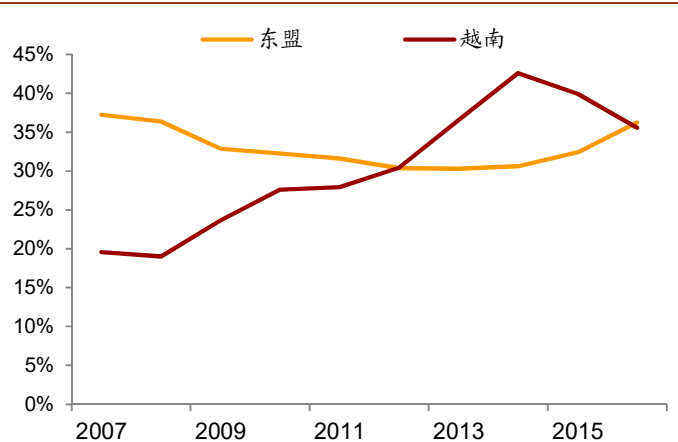
分国别来看，中国出口占美国、日本、泰国、印度、墨西哥、越南份额持续提升，占东盟、欧盟份额则相对平稳。

图 31：2002-2007 年美联储资产增速与国债收益率



资料来源：WIND，招商证券

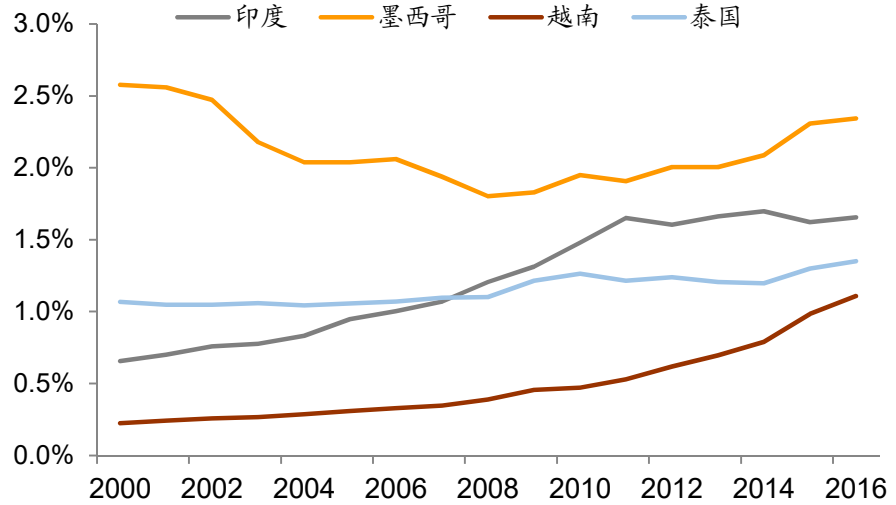
图 32：2008 年以来美联储资产增速与国债收益率



但也不可否认，在新兴市场方面确实有一些后起之秀，印度、越南、泰国近年来的出口份额提升显著，墨西哥近年来份额的回升也较明显。以上制造业产品出口国与中国存在

竞争关系，也意味着在过去已经无形中给中国出口带来压力。

图 33: 四国出口份额提升显著

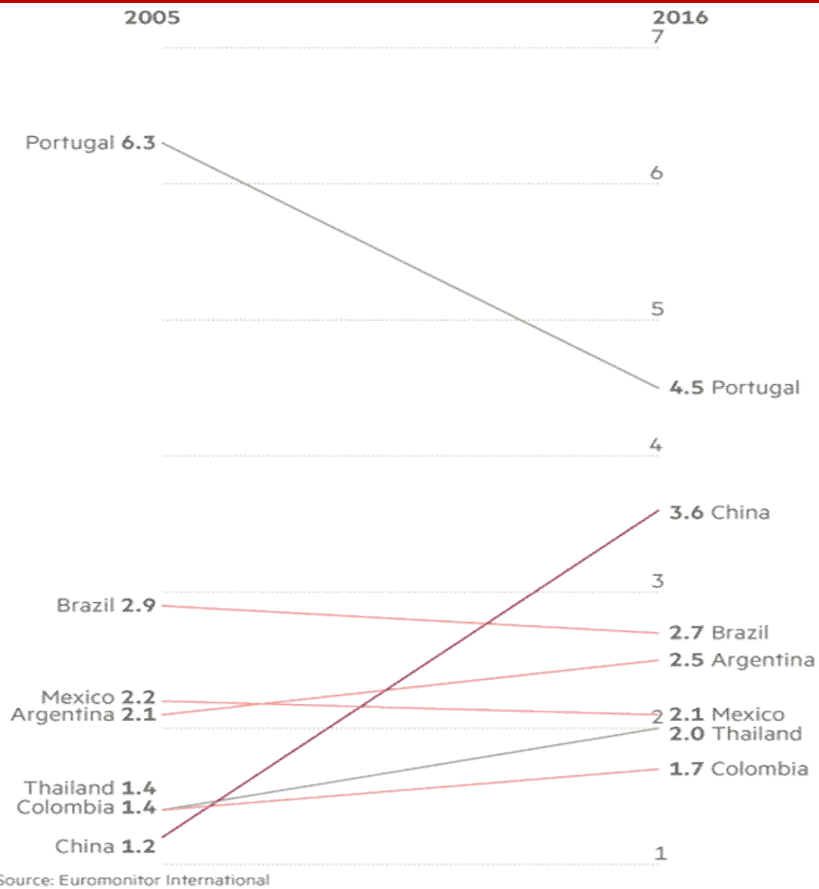


资料来源: WTO, 招商证券

生产成本、贸易成本、生产效率和实际汇率是出口竞争力的决定因素，对中国出口竞争力的担忧与生产成本、贸易成本和实际汇率三方面的变化均有关。

第一，金融危机后贸易摩擦的加剧导致各国贸易成本整体上升；

图 34: 各国制造业工资变化对比

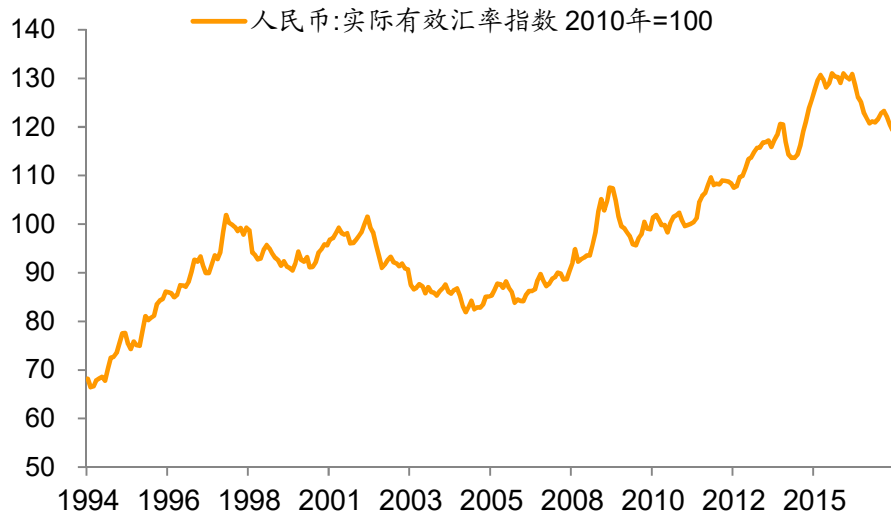


资料来源: Euromonitor International

第二，近几年国内土地要素、人力要素的价格上升是有目共睹的，其他新兴市场国家的人力成本已开始明显低于中国：根据 Euromonitor International 的调查，中国制造业 2016 年平均时薪涨至 2005 年水平三倍，达到 3.6 美元（约合 24.7 元人民币），已明显高于泰国、印度、墨西哥等新兴市场国家，巴西、葡萄牙制造业薪酬甚至出现了下降，更突显了人力成本方面的劣势。

第三，过去人民币跟随美元一同走强，导致人民币实际有效汇率指数显著上升，可能危害中国出口竞争力，但在“811”汇改后，人民币有效汇率已出现了一定的回落。

图 35：人民币有效汇率 811 后明显回落



资料来源：WIND，招商证券

理论上，在生产效率未显著提升的情况下，生产成本上升、有效汇率走强无疑会降低国际市场竞争力。但是，从上文提到的各种指标现状看，中国的出口竞争力没有出现明显的下降。究其原因，出口竞争力始终是一个相对概念，我们看到，近年来新兴市场中市场份额提升显著的国家仅是印度、越南、泰国、墨西哥，并非所有劳动力成本低的国家出口都在崛起，显示劳动力成本本身只是影响出口竞争力的因素之一。而 2016 年以上 4 个国家的出口份额分别为 1.65%、1.1%、1.35%、2.34%，份额升幅最大的越南近 5 年也仅上升 0.58%，其合计影响仅在 1.2%，整体影响较小，对中国的份额挤占也相应较小。

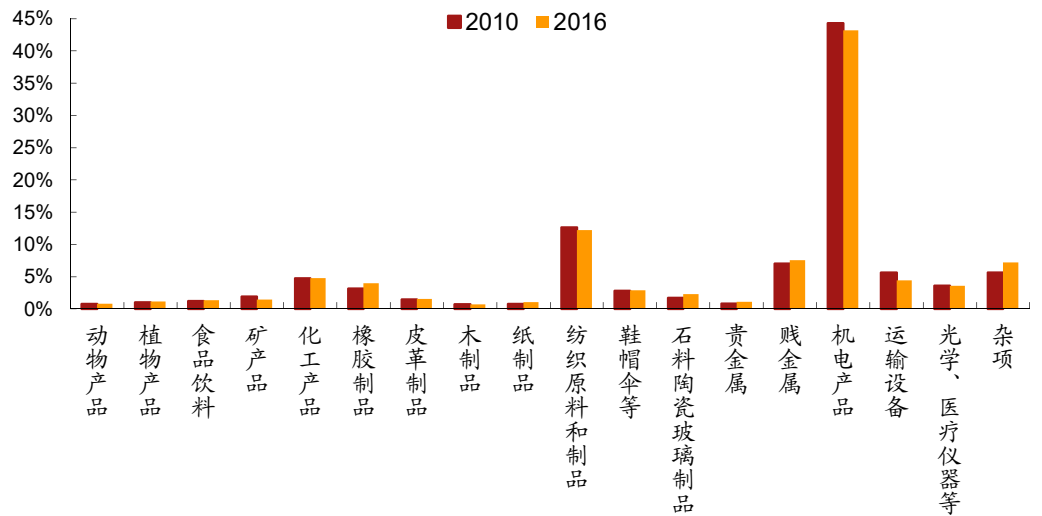
因此，虽然贸易转移确有发生，生产成本等方面中国也逐渐体现出劣势，但目前观察到低劳动力成本国家出口的崛起仅是个例，且中国的出口份额仍在逐渐上升，可能显示出我国生产效率及其提升带来的优势仍然比较明显。

2、高新技术产品出口结构优化

对比 2010 年和 2016 年的产品出口结构，发现结构的变化相对较小，矿产品、纺织品、运输设备（车辆、传播、航空器等）比重略有下降，机电产品比重虽略有下降，不过相对其高比重来说较为平稳。

出口比重相对上升的产品为：机电产品中的电机、电气、音像设备及其零附件；植物产品；塑料橡胶制品；纸制品；石料陶瓷玻璃制品；杂项（家具、玩具等）。

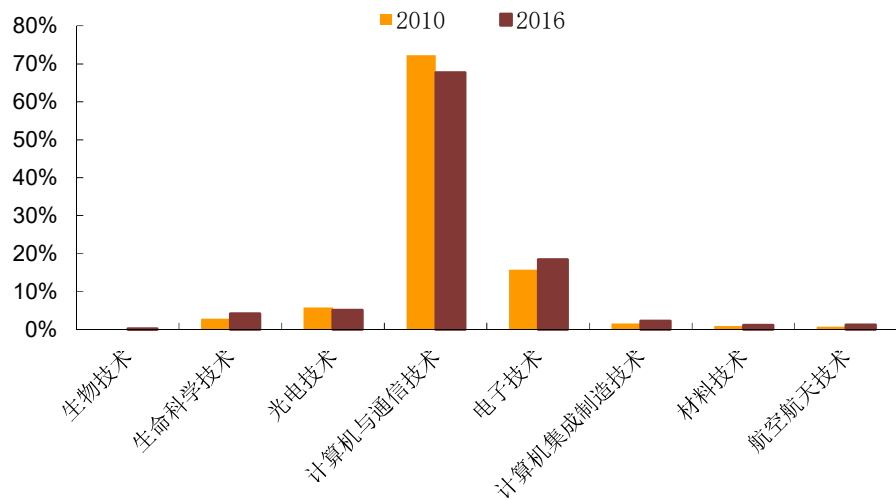
图 36: 对比 2016 年与 2010 年的出口产品结构变化



资料来源: WIND, 招商证券

高新技术产品出口的占比基本稳定在 28-29% 水平, 其中航空航天、材料技术、计算机集成制造技术、电子技术、生命科技类产品的占比都有所上升, 计算机与通信技术这一历来比重最大的类别则有所下降, 这一部分涉及较多的加工贸易出口, 也是我国高新技术产品出口被认为附加值较低的原因。而一般贸易出口的占比从 2010 年的 15.2% 上升到了 2013 年的 16.8%。因此, 类别比重的变化和高新技术产品中一般贸易出口比重的上升共同反映了高新技术产品出口的升级。

图 37: 对比 2016 年与 2010 年的高新技术产品出口结构

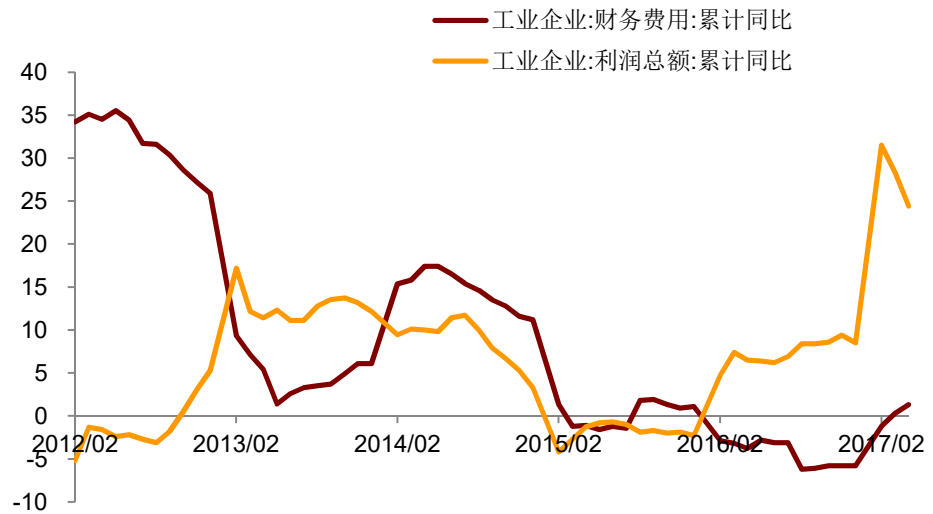


资料来源: WIND, 招商证券

(六) 下半年经济形势展望

我们认为下半年投资增速受房地产投资放缓的影响将逐步走弱, 而且回落幅度有可能超出此前的预期, 这主要考虑到了制造业投资的情况。近期工业企业已经感受到融资利率上升对利润空间的侵蚀, 制造业盈利改善势头在强监管的背景下也受到一定影响, 这可能会放缓制造业投资的回升速度。然而, 由于 1 季度投资增速达到 9.2%, 因此预计全年固定资产投资增速为 8.3%, 仍小幅高于 2016 年的水平。

图 38: 今年以来财务费用增速回升势头较为明显

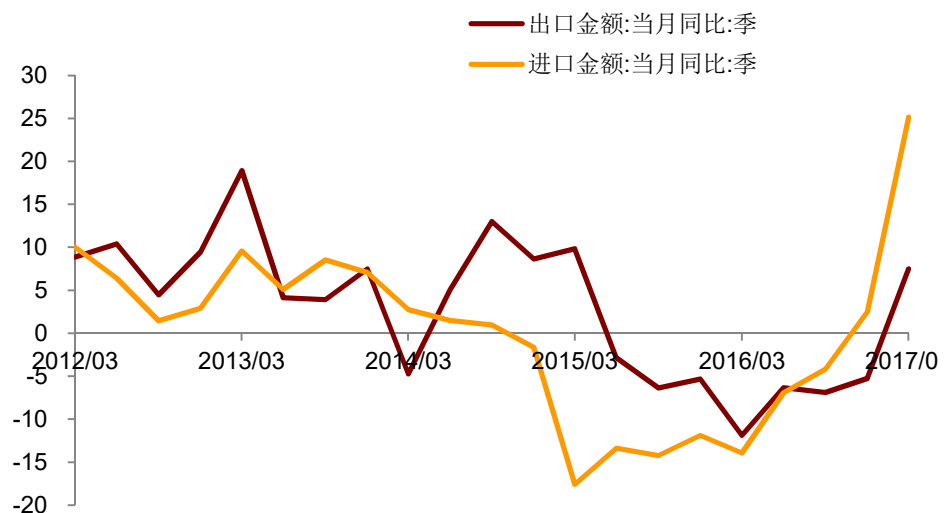


资料来源: Wind, 招商证券

消费增速的预测除了考虑收入改善的正面影响外, 还需考虑三、四线房地产去库存对地产后周期行业的提振作用以及网购消费旺盛的影响。从近期消费数据看, 尽管汽车消费难以维持去年的高增长, 但其对整体消费的拖累作用已经明显下降。因此, 我们预计下半年消费增速将维持改善趋势, 全年消费增长 10.5%左右, 略好于 2016 年。

出口方面, 一方面发达国家经济复苏及其相互带动仍具有持续性, 另一方面本轮出口回升本身就带有周期性修复的特征, 此外, 中美贸易谈判最终选择以中国加大进口而非减少出口的方式减少贸易逆差, 本质上也有利于自由贸易; 不过, 基于去年下半年出口已逐步改善, 出口同比的基数有所抬升。综上, 预计三季度增速可能较二季度略有回落, 但下半年将维持平稳增长, 2017 年同比增速为 5.9%。

图 39: 外贸形势趋于好转



资料来源: Wind, 招商证券

进口方面, 虽然我们预计内需仍将相对平稳, 但相对上半年或将偏弱, 四季度经济下滑的压力将有所加剧, 意味着需求数量增长受限; 前期大宗商品价格上升推动生产增加, 预计下半年商品价格以震荡为主, 因此价格不会明显抬升进口; 而去年下半年大宗商品

价格回升和需求回暖均使基数不断抬高，因此预计进口同比增速逐季下滑，2017 年同比增速为 9.1%。

图 40: 下半年 GDP 增速将低于上半年



资料来源: Wind, 招商证券

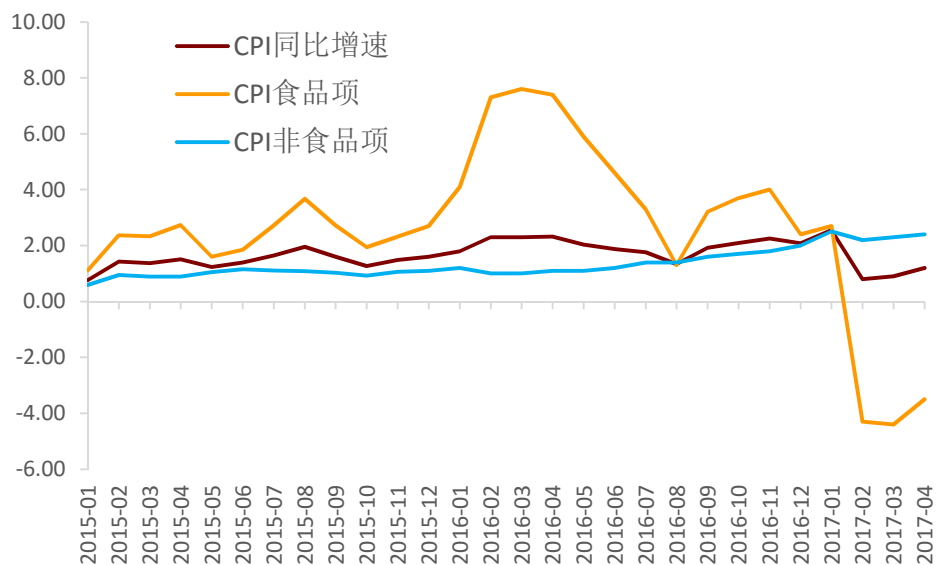
综上所述，考虑到金融监管的严厉态度超出预期，尽管消费依然保持稳定，但其缺乏弹性，只能决定增长中枢不至于跌破底线，无法完全对冲投资波动对经济形势的边际影响，而且出口在 GDP 中的贡献已经被边缘化，也难以化解投资波动的影响。因此我们预计二季度 GDP 同比增速将回落至 6.7%，三、四季度 GDP 同比增速将进一步至 6.6%，全年 GDP 增速为 6.7%，与 2016 年持平。

四、通胀仍非主要矛盾

(一) CPI 同比增速仍将呈现缓慢上行态势

CPI 呈现出主要由非食品项拉动的新特征。CPI 于 2 月份触底之后缓慢回升，而这一温和通胀势头主要受到了非食品项的拉动，而非以往占主导地位的食品项。食品项影响力度的减弱至少受到以下两方面因素的影响：首先，我国居民消费升级的持续发酵导致对必需消费品的需求有所减弱；其次，而与消费升级相对应的，CPI 统计口径并未能及时反映出居民消费结构的变化。

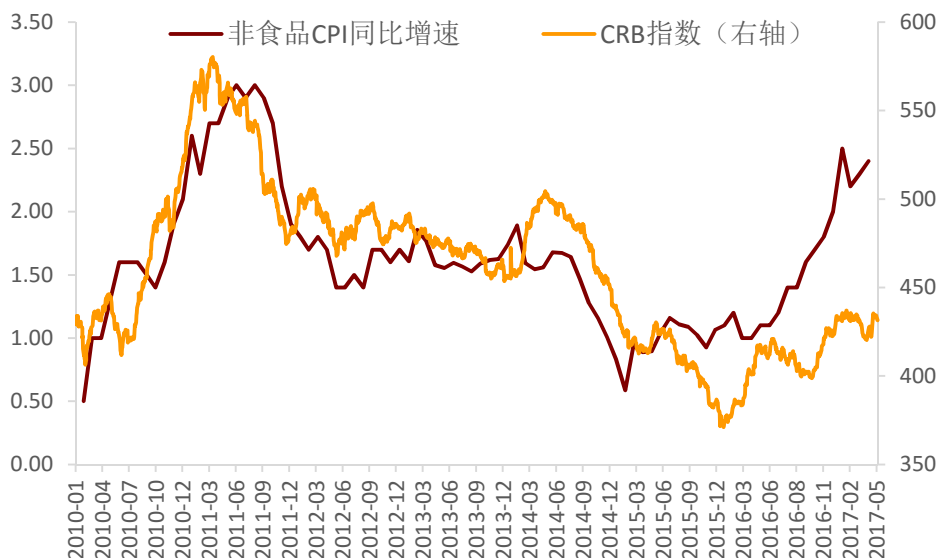
图 41: CPI 主要由非食品拉动



资料来源: Wind, 招商证券

全球经济逐步回暖将支持大宗商品价格进一步回升，对非食品 CPI 形成支撑，而我国居民可支配收入的提高也将继续利好消费，叠加去年低基数的影响，CPI 仍将维持目前的上行趋势。

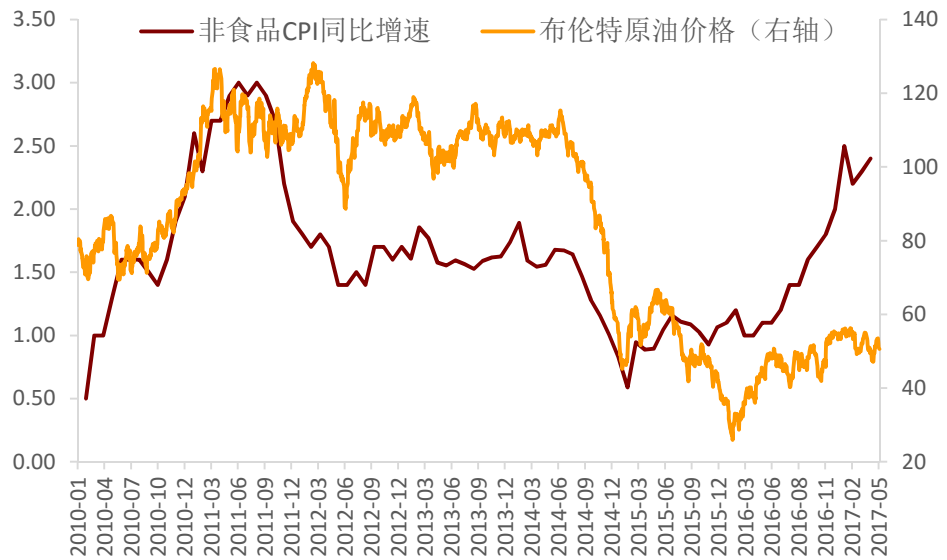
图 42: 全球经济回暖支撑大宗商品价格



资料来源: Wind, 招商证券

但当前 CPI 上行趋势较为温和。从非食品项来看, 美国页岩油在油价反弹环境下仍将不断增产, 这将显著抵消原油限产协议对油价的支撑效果。

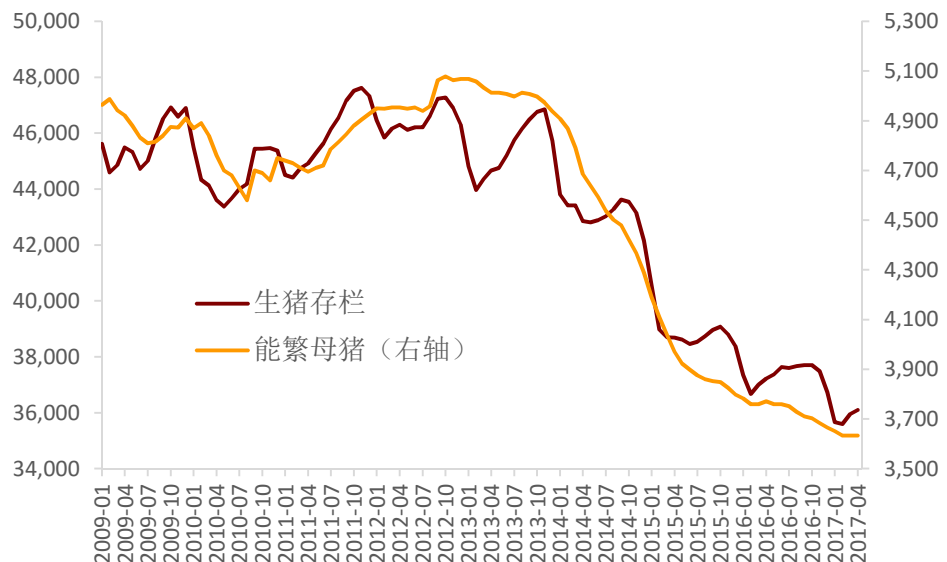
图 43: 原油价格上行幅度有限



资料来源: Wind, 招商证券

从食品项中最关键的猪肉价格来看, 生猪存栏数与能繁母猪数目前已逐步企稳, 未来大概率将出现反弹, 这将进一步对猪肉价格形成明显制约, 导致 CPI 难以出现大幅上行。

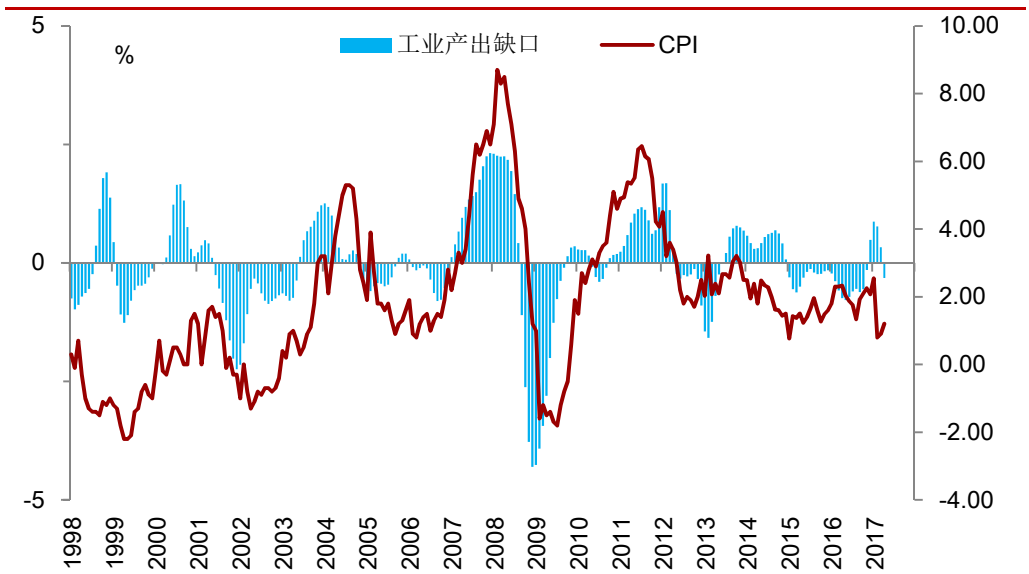
图 44: 猪肉价格在未来将进一步承压



资料来源: Wind, 招商证券

而今年以来工业产出缺口的持续回落也预示着我国并不存在显著的通胀压力。历史上, 工业产出缺口对我国 CPI 同比增速的走势存在着领先或同步关系, 4 月份工业产出缺口重回负值, 虽然这在一定程度上是受到了 3 月份工业生产超预期扩张之后同比增速回落的影响, 但今年 2 月份以来工业产出缺口持续回落, 预示着我国下半年并不存在显著的通胀压力。

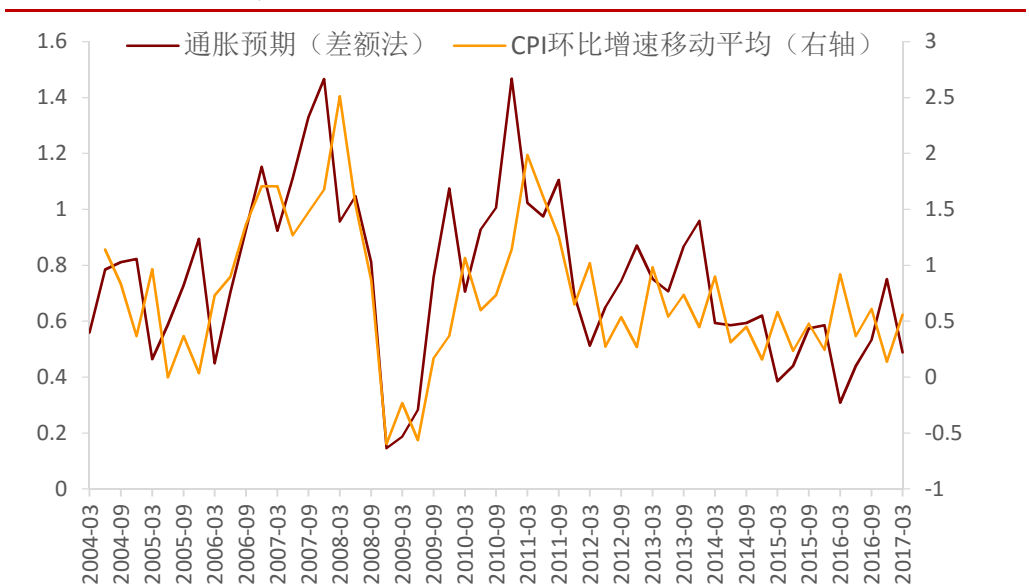
图 45: 工业产出缺口重新回到负值



资料来源: Wind, 招商证券

从通胀预期的角度来看, 未来我国 CPI 环比增速大概率也将进一步减缓。根据人民银行每季公布的《城镇储户问卷调查报告》中居民对下一季度物价变化的看法, 运用差额法¹对通胀预期进行估算, 今年以来通胀预期显著降温, 这同样制约了我国下半年 CPI 的上行动力。

图 46: 通胀预期显著降温



资料来源: Wind, 招商证券

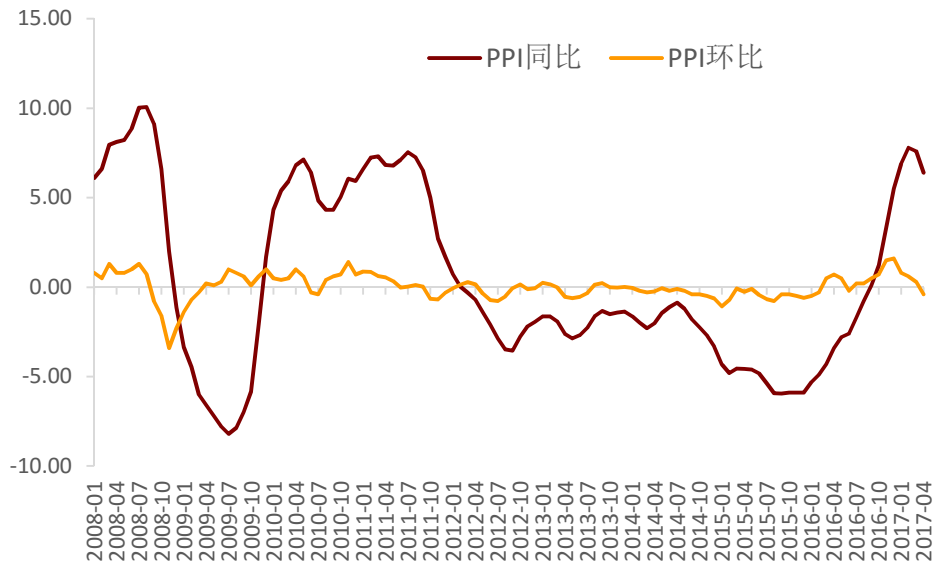
综合来看, 非食品项仍将支撑 CPI 缓慢上行, 但美国页岩油增产对原油限产协议的抵消作用以及猪肉价格将对上涨幅度形成制约, 今年下半年我国 CPI 的走势仍将呈现温和上行的态势。我们预计, 未来三个季度的 CPI 同比增速依次为: 1.5%、2.0%、2.2%。

¹ Fluri R. & Spoerndli E., "Rationality of Consumers' Price Expectations-Empirical Tests using Swiss Qualitative Survey Data", Paper presented to 18th CIRET Conference, 1987.

(二) PPI 同比增速下行幅度将减缓

PPI 在今年 2 月份触顶之后回落，特别是 4 月份 PPI 同比增速出现超预期下滑，市场中对未来 PPI 同比增速的回落速度产生明显分歧。

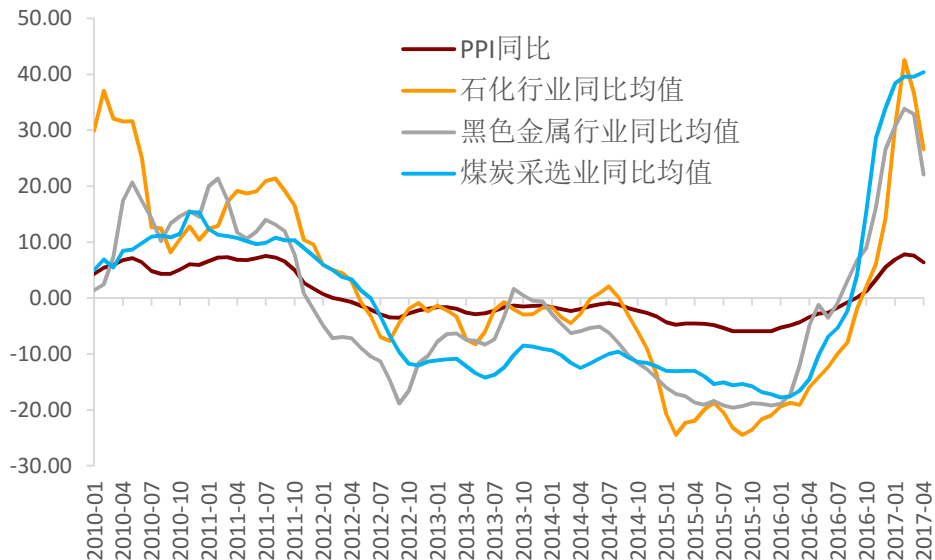
图 47: PPI 同比与环比



资料来源: Wind, 招商证券

PPI 同比增速的下滑主要与石化行业²、黑色金属行业³以及煤炭采选业同比增速减缓有关，这三大行业在此前对 PPI 同比增速回升的拉动作用最大。

图 48: 三大推动力减弱



资料来源: Wind, 招商证券

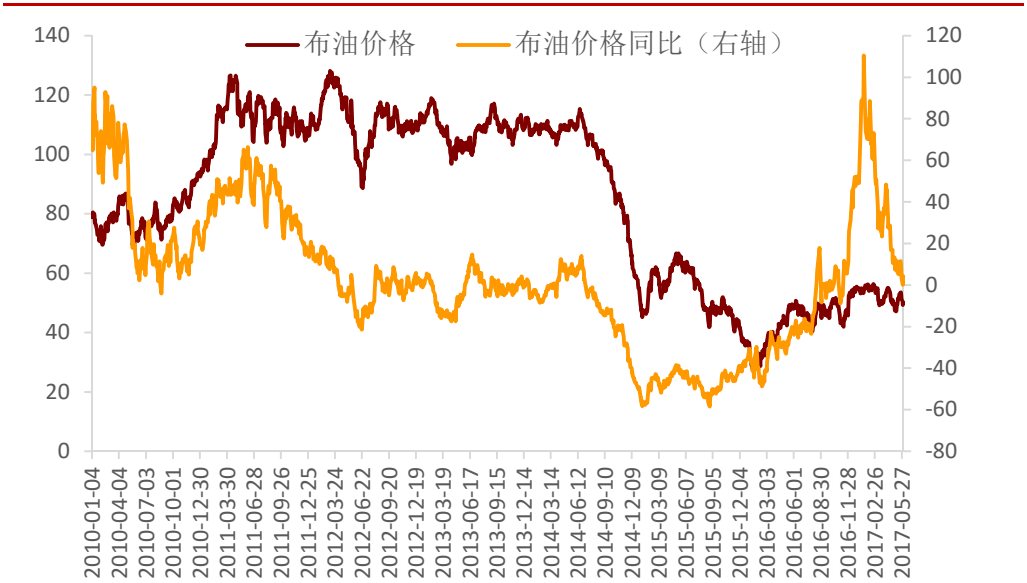
PPI 同比增速持续下滑的趋势是确定的。如前文所言，石化行业、黑色金属行业以及煤炭采选业的同比增速均已出现下滑或减缓，而从原油、螺纹钢、煤炭这三种与之联系最紧密商品未来的走势来看，以上三个行业的同比增速将呈现下滑趋势。

² 主要包括石油和天然气开采业，石油加工、炼焦及核燃料加工业，化学原料及化学制品制造业。

³ 主要包括黑色金属矿采选业，黑色金属冶炼及压延加工业。

原油价格难以延续此前高速增长。原油限产协议对油价的提振作用被美国页岩油增产显著削弱。

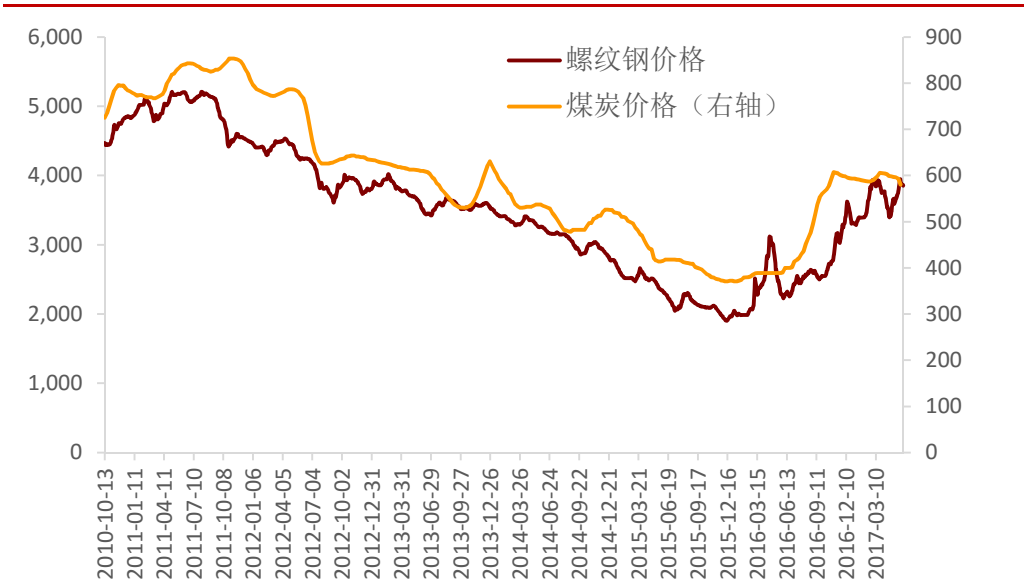
图 49: 原油价格难以再度攀升



资料来源: Wind, 招商证券

螺纹钢价格受到房地产投资下滑的不利影响,而上游供给侧改革在已取得一定成效的情况下可能将有所放缓,这使得煤炭价格难以延续 2016 年的强势上涨。

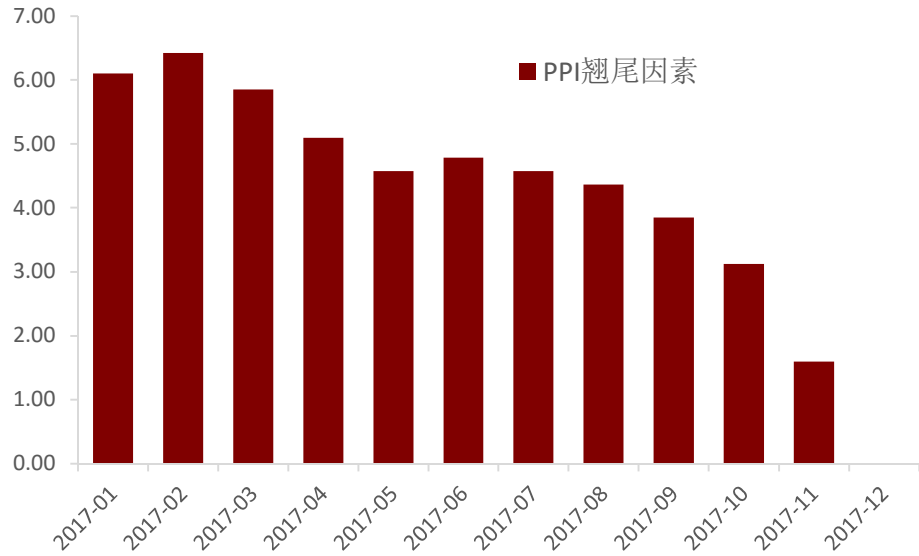
图 50: 螺纹钢与煤炭价格难以继续走高



资料来源: Wind, 招商证券

但我们认为,未来 PPI 同比增速的下滑速度大概率将减缓。一方面,上游供给侧改革虽可能有所放缓,但并不会戛然而止,环保因素的制约也将导致中游行业价格有所抬升;另一方面,翘尾因素也将为未来数月的 PPI 同比增速形成重要支撑。

图 51: 翘尾因素是 PPI 同比增速的重要支撑



资料来源: Wind, 招商证券

基于以上分析,石化行业、黑色金属行业以及煤炭采选业将显著拖累 PPI 同比增速,但考虑到供给侧改革、环保因素制约以及翘尾因素的影响,PPI 同比增速料仍将呈现出缓慢下降的态势,同比增速的下行难以延续 4 月份的超预期下跌。我们预计,未来三个季度的 PPI 同比增速依次为: **5.9%、5.0%、2.3%**。

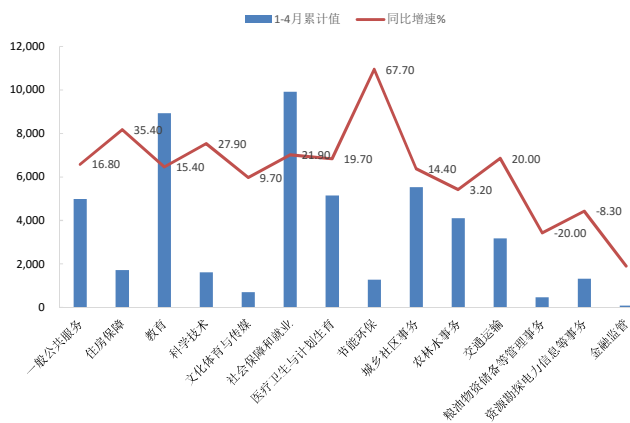
五、下半年财政状况分析

(一) 财政加码凸显补短板、保民生

2016 年中央经济工作会议提出“要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策要更加积极有效，预算安排要适应推进供给侧结构性改革，降低企业税费负担，保障民生兜底的需要”。作为积极财政的体现，今年一季度全国一般公共预算支出 45917 亿元，同比增长 21%，一般公共预算收支差额为-1551.17 亿元，罕见的在一季度出现负值，上次一季度出现负值为 1995 年（-1.71 亿），这可能与一季度财政收入增速较高时多安排支出有关，但也反映了我国仍保持了较高的积极财政力度。

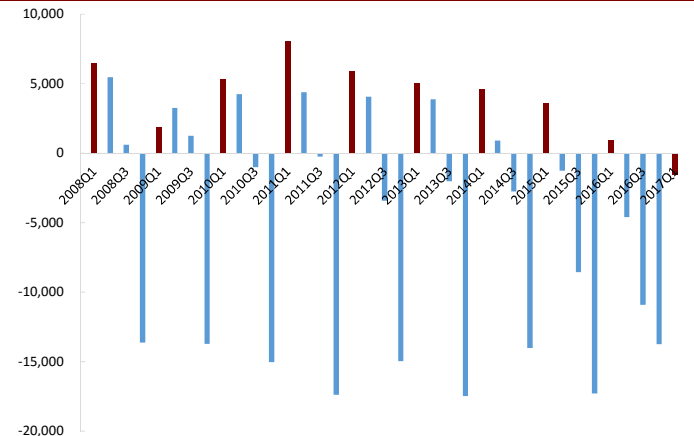
从财政支出项目金额看，社保和就业、教育、城乡社区事务、一般公共服务和农林水事务是财政支出的主要方向，增速方面，节能环保、住房保障、科学技术、社保和就业、交通运输分项的同比增速均超过 20%，充分体现了中央经济工作会议和政府工作报告中提出的补短板方面，保障民生兜底的任务，在社保、棚改、扶贫、农村基建等方面加大了财政投入。

图 52: 1-4 月一般公共预算支出分项情况



资料来源: WIND, 招商证券

图 53: 1-4 月一般公共预算收支差额



资料来源: WIND, 招商证券

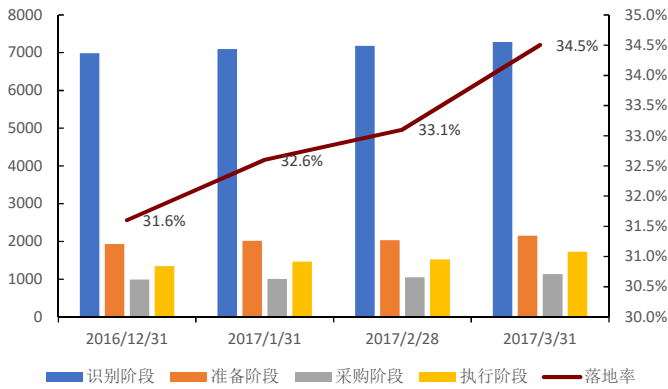
(二) PPP 稳步推进助力基建

今年 PPP 项目继续稳步推进。3 月末，已签约落地（进入执行阶段）项目 1,729 个，比去年末增加 378 个，增长 28.0%，总投资 2.9 万亿元，比去年末增加 6,369 亿元，增长 28.5%。3 月末落地率为 34.5%⁴，比去年末增加 2.9%，比去年同期增加 12.8 个百分点。

在示范项目中，截至 3 月末，已签订 PPP 项目合同进入执行阶段的有 464 个项目，投资额 11,900 亿元，落地率为 66.6%，比去年末新增 101 个项目或 2,519 亿元，落地率提高 16.8%，PPP 项目的落地率稳步提高。

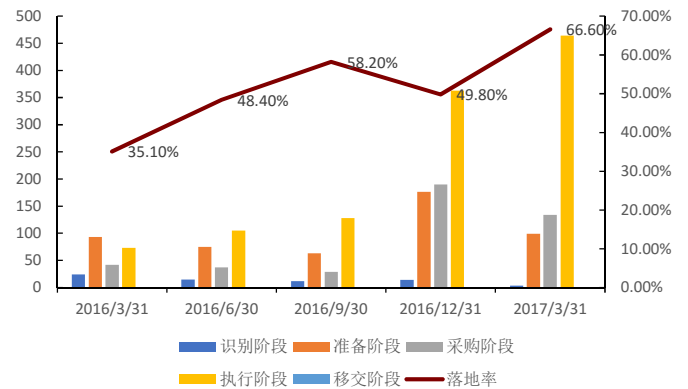
⁴ 落地率为执行和移交两个阶段项目数之和与准备、采购、执行、移交 4 个阶段项目数总和的比值。

图 54: 一季度各阶段项目入库项目数及落地率变动



资料来源: 财政部 PPP 中心, 招商证券

图 55: 各阶段示范项目数及落地率变动



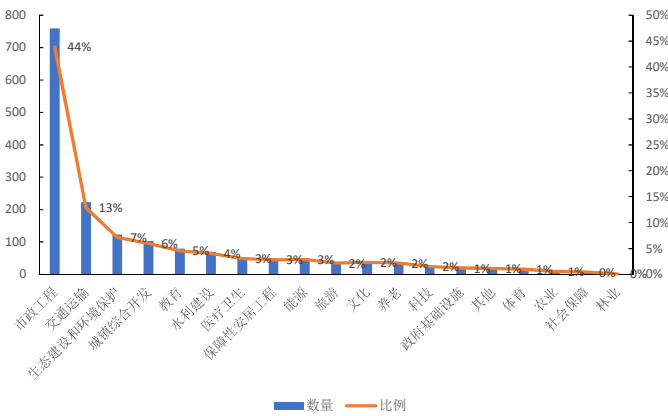
资料来源: 财政部 PPP 中心, 招商证券

3 月末, 落地项目个数靠前的行业是市政工程、交通运输、生态建设和环境保护、城镇综合开发和教育。其中前三位市政工程、交通运输、生态建设和环境保护分别为 759 个、223 个和 123 个, 合计占落地项目总数的 63.9%。

落地项目投资额方面, 前三位是市政工程、交通运输、城镇综合开发, 分别为 11,602 亿元、7,846 亿元和 2,502 亿元, 合计占落地项目总投资额的 76.5%。

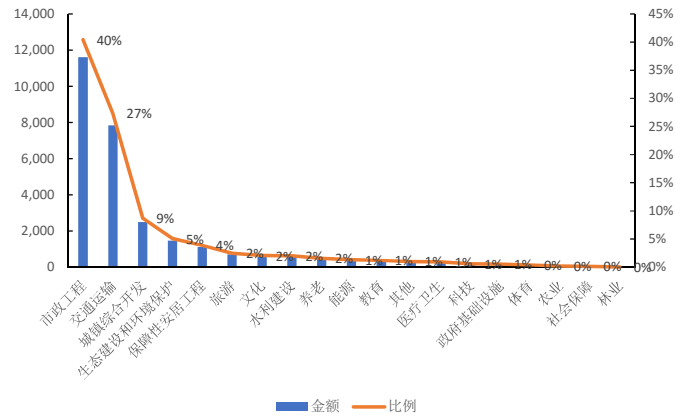
一季度净增落地项目数前三位是市政工程、交通运输、生态建设和环境保护, 分别为 160 个、37 个、30 个, 合计占本季度净增项目总数的 60.1%。净增落地投资额前三位是市政工程、城镇综合开发、交通运输, 分别为 3,806 亿元、667 亿元和 416 亿元, 合计占本季度净增总额的 76.8%。

图 56: 截至三月末落地项目数行业分布 (个)



资料来源: 财政部 PPP 中心, 招商证券

图 57: 截至三月末落地投资额行业分布 (亿元)



资料来源: 财政部 PPP 中心, 招商证券

3 月末落地项目中, 市政工程类以污水处理、市政道路和垃圾处理为主, 合计分别占该行业落地项目总数和总投资额的 55.7%和 27.0%; 交通运输类以一级公路、高速公路和二级公路为主, 合计分别占该行业落地项目总数和总投资额的 70.4%和 88.7%; 生态建设和环境保护类以综合治理为主, 占该行业落地项目总数和总投资额的 77.2%和 81.4%。

PPP 项目的持续稳步推进, 既是基建投融资体制改革的一大进步, 同时也成为助力基础设施建设项目的一大利器。

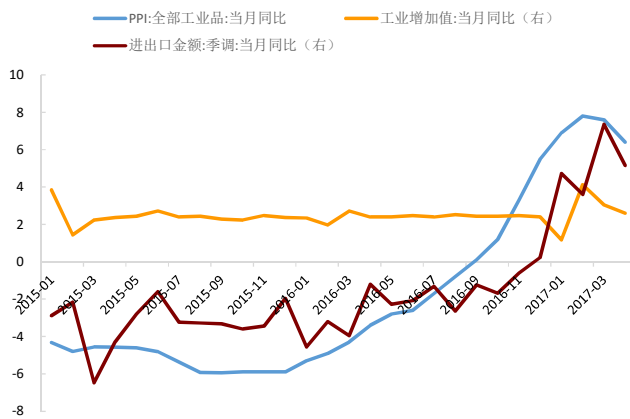
(三) 下半年财政情况展望

1、财政收入支出增速回落

今年一季度，全国一般公共预算收入同比增长 14.1%，其中税收收入同比增长 14.7%。一季度的财政收入增速较快受几大因素影响，一是价格上涨带动现价计算的税收收入增长，二是企业盈利改善带动工业和服务业收入增长，三是进出口贸易大幅增长带动进口环节税收，四是部分地区商品房销售较快增长带动土地和房地产相关税收增长。

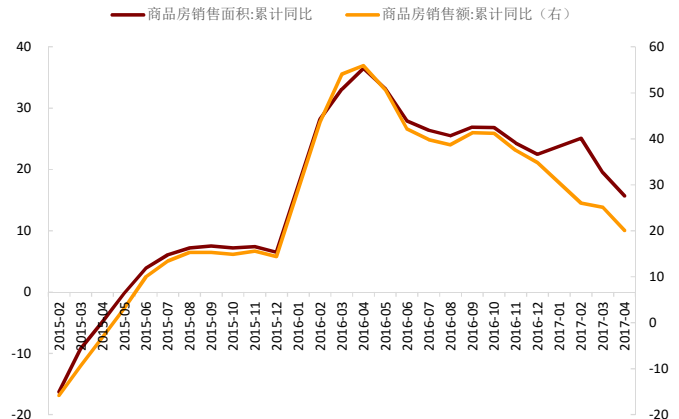
随着 PPI、工业增加值、进出口额的增速明显回落，前期带动税收收入快速增长的因素边际有所减弱，此外，在叠加后期受减税降费政策效应进一步显现、上年相关指标回升垫高基数等影响，收入增幅可能出现明显回落。4 月份，全国一般公共预算收入同比增长 7.8%，其中税收收入同比增长 4.9%，较一季度有较大回落。

图 58: PPI、工业增加值、进出口同比增速



资料来源: WIND, 招商证券

图 59: 商品房销售面积及销售额同比增速



资料来源: WIND, 招商证券

支出方面，由于今年一季度财政支出节奏加快，随着财政收入增速的放缓，4 月全国一般公共预算支出同比仅增长 3.8%，较 3 月 25.4% 大幅下降，往年 6 月份的财政支出较大的月份，其力度也可能由于一季度的高增速而有所下降，预计二三季度支出增速将趋于放缓，四季度支出力度再度加强，全年能够完成年初制定的积极财政目标。

2、50 号文影响地方政府基建融资能力

4 月 26 日，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预〔2017〕50 号），规范地方政府的融资及担保行为。作为国发 43 号文的延续，50 号文进一步强调了对地方政府违规融资和违规担保的禁止，要求加强融资平台公司的融资管理，并**严禁地方政府利用 PPP、政府出资的各类投资基金等方式违法违规变相举债**。今年以来，财政部多次发文问责地方政府违规融资，已有地方财政局、城投公司、金融机构受到了相应的处罚，此外，财政部对 PPP 项目中存在风险分配不当等不规范操作问题进行了核查。若 50 号文以及去年财预〔2016〕152 号⁵、财预〔2016〕175⁶、国办函〔2016〕88 号⁷等文件得到严格执行，边际上会削弱融资平台为地方政府基础设施建设融资的能力，由于各地 PPP 项目存在着明股实债和保底收益等现象，对于各地

⁵ 财预〔2016〕152 号地方政府性债务风险分类处置指南

⁶ 财预〔2016〕175 号财政部驻各地财政监察专员办事处实施地方政府债务监督暂行办法

⁷ 国办函〔2016〕88 号地方政府性债务风险应急处置预案

不规范 PPP 的核查，也会加大未来 PPP 项目的落地难度。因此，50 号文会使地方政府的基建融资能力受到影响。

六、国际资本流动与人民币汇率走势研判

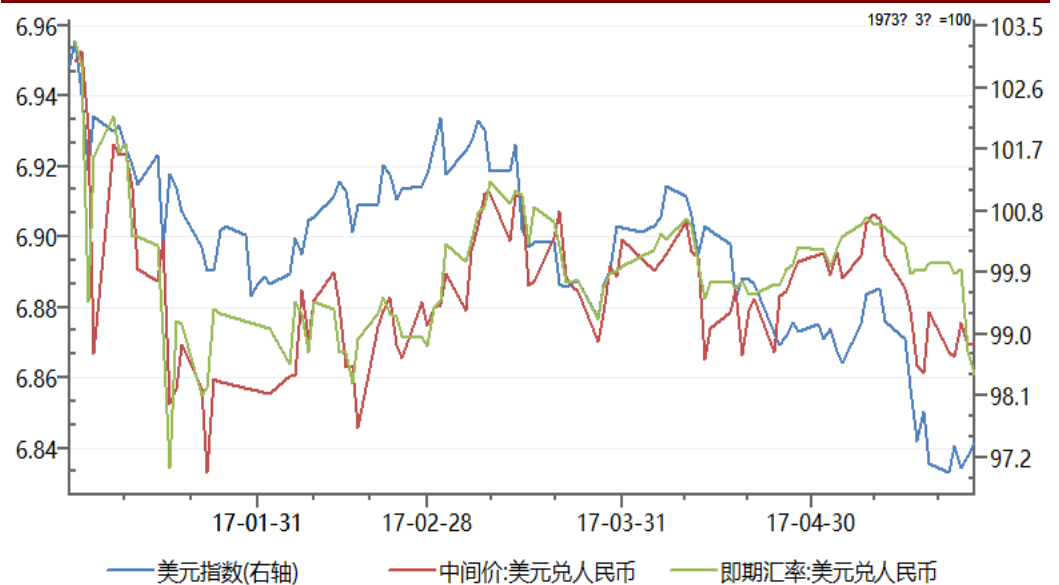
2015 年底至 2016 年初，央行引入参考篮子的人民币汇率形成机制，有效分化了当时盛行的人民币汇率单边贬值预期。但该机制存在顺周期性，在美元走强的时候可能强化贬值预期。因此，近期人民币兑美元中间价报价模型进行了调整，加入逆周期因子。这可能对下半年人民币汇率走势产生重大影响。

（一）参考篮子机制有效分化单边贬值预期

通俗讲，从 2016 年 2 月开始引入的“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”形成机制条件下，人民币兑美元汇率中间价由两个因素决定：代表市场供求情况的上日收盘价和代表多个货币汇率走势的篮子货币汇率变化。这个“两因素”决定的中间价形成机制最大的功劳是有效分化了在 2016 年初仍然非常明显的人民币单边贬值预期。

根据“两因素”的作用机制，美元强时则人民币弱，美元弱时则人民币强。前者在去年美元走强的 9 个月中得到验证。美元指数在 2016 年 5 月 2 日触及低点 92.6008 后展开一轮持续回升的走势，一直到 2017 年 1 月 3 日，升至 103.2815 的高点，9 个月时间升幅达到 11.5%。美元强，人民币走弱：人民币兑美元中间价从 2016 年 5 月 2 日的 6.4565 贬值到 2017 年 1 月 3 日的 6.9498，贬值幅度达 7.6%。

图 60：美元指数、美元兑人民币中间价和即期汇率



资料来源：WIND，招商证券

然而，2017 年 4 月至 5 月，美元走弱，人民币却未相应走强。2017 年 1 月至 3 月底，人民币兑美元汇率大体仍然体现“两因素”决定下的“美元强，人民币弱；美元弱，人民币强”的走势。但是从 4 月初开始，美元出现一轮比较明显的回落，美元指数从 4 月 7 日的 100.71 回落至 5 月 5 日的 98.75，降幅达 1.95%。而同期，人民币兑美元中间价仅由 6.8949 升到 6.8884，升幅仅为 0.09%；人民币兑美元即期汇率收盘价不仅没有相应走升，还从 6.8993 贬值到 6.9000。

（二）引入逆周期因子的直接原因、影响及作用机制

至少从表面上来看，正是由于原有报价机制中的收盘汇率因素的拖累，才导致这一时期人民币兑美元中间价未随美元指数的回落而走强。这就是《自律机制秘书处就中间价报价有关问题答记者问》中关于增加“逆周期因子”的主要原因解释：“在美元指数出现较大幅度回落的情况下，人民币对美元市场汇率多数时间都在按照“收盘汇率+一篮子”机制确定的中间价的贬值方向运行。分析显示，当前我国外汇市场可能仍存在一定的顺周期性，容易受到非理性预期的惯性驱使，放大单边市场预期，进而导致市场供求出现一定程度的“失真”，增大市场汇率超调的风险。针对这一问题，部分人民币对美元汇率中间价报价商通过一些具体的模型设置予以矫正，已在过去一段时间的中间价形成中有所反映。”我理解这个“有所反映”体现在：2017年5月11日至26日，美元指数由99.6579回落至97.4092，降幅达2.26%；同期人民币兑美元中间价由6.9051升至6.8698，升幅达0.51%；人民币兑美元即期汇率收盘价由6.9035升至6.8610，升幅达0.62%，一改4月至5月初的颓势。

表 6：外汇市场自律机制核心成员名单表

中国工商银行	中国农业银行
中国银行	中国建设银行
交通银行	中信银行
招商银行	上海浦东发展银行
兴业银行	花旗银行（中国）
汇丰银行（中国）	渣打银行（中国）
三菱东京日联银行（中国）	蒙特利尔银行（中国）

资料来源：中国货币网，招商证券

其实，4月至5月初人民币即期汇率的弱势是外汇市场供求状况疲弱的真实体现，从已公布的结售汇数据看，4月结售汇逆差148.98亿美元，逆差规模环比扩大28%。外汇供小于求，汇率理应走弱。只是“部分中间价报价商”认为这样的供求状况“失真”，没有真正体现经济基本面因素的变化。换言之，目前的外汇市场状况是“顺周期”，“非理性”的，存在“羊群效应”，需要“牧羊犬”“逆周期”改变市场非理性状况。未来，这样的机制如果要想有效引导汇率走势，需要具备两个充分条件：第一个是信息优势，即“牧羊犬”要准确找到市场方向。大家注意一下，本次提议引入逆周期因子的是部分报价商，同意引入的是外汇市场自律机制，该机制是根据国际惯例建立的行业协会组织，服从央行和外管局领导（见上图）。理论上，外汇市场自律机制的核心成员（报价商）均是中国外汇零售和批发市场的最主要参与银行，可以更为准确了解外汇市场供求状况的全貌，拥有比单个企业和个人的信息优势，因而一定程度上可以更为准确地预判外汇市场的走势。第二个是影响市场走势的能力。“牧羊犬”要想起到引领作用，至少需要“身先士卒”跑在前面，比如认为人民币汇率将走升，则应该率先卖出美元，买入人民币。但是其“卖出”的美元从哪里来？是从央行“批发”还是从境外“拆借”？这方面显然需要一个相应的制度安排，才能确保其对市场走势的引导能力。

（三）“三因素”决定条件下的人民币汇率走势研判

引入逆周期因子后，人民币汇率中间价的决定因素就由两个变为三个，由“二龙治水”变为“三足鼎立”，这为下半年人民币汇率走势增添了更多变数。

影响人民币汇率走势的第一个因素是收盘汇率代表的外汇市场供求状况。上日收盘汇率之所以对中间价影响显著，主要是因为收盘汇率反映了外汇市场的供求变化。年初至今，虽然美元指数整体回落 4.8%，但人民币汇率仅回升 1.4%，很重要一个原因是国内的外汇市场供求状况一直呈现外汇供应小于需求的局面。以代表零售外汇市场供求的银行结售汇为例，2017 年前 4 个月均为逆差，逆差总规模合计 557.8 亿美元。在此供求失衡的条件下，收盘价和中间价难以明显回升。下半年，从外汇市场需求的角度来看，一方面，预计政策层面对于对外直接投资（ODI）和人民币境外放款等大额资金外流的真实性审核仍然比较严格；另一方面，数据显示国内经济主体偿还广义外债的进程已告一段落；据此判断，国际资本显著外流的可能性不大。从外汇市场供应的角度来看，经常项目顺差的规模有望较 2016 年略有回升，国内债券市场开放和境内机构境外发债也有望带来增量的外汇资金流入。不过在美联储为首的发达国家货币政策回归正常化的预期下，国际资本还难以大举流入包括中国在内的新兴经济体。预计，外汇市场供求仍将维持弱平衡的局面，但不排除部分月份出现外汇供应略超需求的可能，推动人民币汇率阶段性回升。

影响人民币汇率走势的第二个因素是一篮子货币汇率。其实一篮子因素更多就是观察美元指数这个货币篮子的走势，还是我之前简化的关系：美元强，人民币弱；美元弱，人民币强。在《再谈强美元是把双刃剑》一文中我已全面表述对此轮美元走强的看法：美国经济在全球经济中的占比已不支持美元指数的高度超过 2001 年的高点 120，本轮的高点很可能不超过 110。特朗普是美元指数的“绊脚石”，抛开政治上的不确定因素不谈，特朗普的政策对美元的负面影响表现在两个方面：一个是“弱美元”的政策诉求，一个是减税加财政开支扩张的财政政策组合将通过恶化财政收支状况和经常项目逆差拖累美元指数。此外，下半年不仅应关注美联储的加息和缩表进程，更应关注欧元区的变化。欧央行是否也将进入到货币政策回归正常化的路径上来，德、法、意等欧盟核心经济体是否能够推出一定的财政刺激政策，这些因素的边际变化都可能带来一个更强的欧元，和相对更弱的美元。我们预计未来美元指数在 95-105 的区间内波动，维持人民币兑美元汇率在（6.72，7.15）区间的判断。

逆周期因子的影响力还有待观察。逆周期因子的引入摊薄了收盘汇率和一篮子货币两个因素对于中间价的决定作用，其政策意图是希望人民币汇率的走势能够更准确反映经济基本面的变化，减少顺周期行为。但是，我们上面分析逆周期因子有效引导市场的两个前提条件是能够准确预判市场走势并能够切实影响市场走势，前者我们需要进一步观察报价商的逆周期因子生成模型，后者则需要一定的制度安排。下半年，逆周期因子能否有效降低市场的顺周期行为，对人民币汇率产生持续的影响，还需要观察。

（四）“债券通”——中国债市开放的一条快车道

随着国际三大主流债券指数对纳入在岸人民币债券表达积极态度，特别是“债券通”实施方案逐步清晰并预计将于近期开通，这使得我国债券市场开放的话题成为市场关注的热点之一。事实上，我国债券市场对外开放由来已久。早在 2010 年，央行便对向境外机构开放我国银行间债券市场进行了积极尝试，2015 年以来开放节奏更是不断加

快，“债券通”的开通将进一步提高境外投资者投资在岸人民币债券的便利性，在长期内可以为我国带来可观的国际资本流入，对人民币汇率形成支撑，同时也有利于人民币国际化的进一步推进。

表 7: 我国对境外投资者开放在岸人民币债券市场的步骤

时间	文件	内容
2010/8/16	《中国人民银行关于境外人民币清算行等三类机构运用人民币投资银行间债券市场试点有关事宜的通知》(银发〔2010〕217号)	央行正式进行境外机构投资我国银行间债券市场的试点，境外央行或货币当局，境外人民币业务清算行、境外参加银行进入银行间债券市场应向人民银行递交书面申请，境外机构可在核准的额度内在银行间债券市场从事债券投资业务。
2013/3/10	《中国人民银行关于合格境外机构投资者投资银行间债券市场有关事项的通知》(银发〔2013〕69号)	放宽投资者范围，允许获得中国证监会核发合格投资者资格及国家外汇管理局核批投资额度的合格投资者向中国人民银行申请进入银行间债券市场。
2015/6/3	《关于境外人民币业务清算行、境外参加银行开展银行间债券市场债券回购交易的通知》(银发〔2015〕170号)	允许境外人民币业务清算行、境外参加银行在银行间债券市场开展债券回购交易，为其提供了新的人民币资产流动性管理工具。
2015/7/14	《关于境外央行、国际金融组织、主权财富基金运用人民币投资银行间市场有关事宜的通知》(银发〔2015〕220号)	对境外央行类机构简化了入市流程，取消了额度限制，允许其自主选择中国人民银行或银行间市场结算代理人为其代理交易结算，并拓宽其可投资品种。
2015/9/30	中国人民银行公告〔2015〕第 31 号	开放境外央行（货币当局）和其他官方储备管理机构、国际金融组织、主权财富基金依法合规参与中国银行间外汇市场。
2015/11/2	《关于境外中央银行类机构在境内银行业金融机构开立人民币央行结算账户有关事项的通知》(银办发〔2015〕227号)	满足境外中央银行、货币当局、其他官方储备管理机构、国际金融组织以及主权财富基金在境内开展相关业务的实际需要。
2016/2/24	中国人民银行公告〔2016〕第 3 号 (4 月份细化了相关的业务流程)	境外依法注册成立的各类金融机构，上述金融机构依法合规面向客户发行的投资产品，以及养老基金、慈善基金、捐赠基金等中国人民银行认可的其他中长期机构投资者，均可投资银行间债券市场，此类投资者投资银行间债券市场没有额度限制。
2016/6/21	中国外汇交易中心发布关于修订《银行间市场同业存单交易规程》的公告	允许境外金融机构投资我国银行间同业存单。
2017/5/31	人民银行发布《内地与香港债券市场互联互通合作管理暂行办法》(公开征求意见稿)	实现内地与香港债券市场基础设施的互联互通。先开通“北向通”，可投资券种没有限制，投资额度没有限制；构建多级托管制度；可使用自有人民币或外汇进行投资；强调了严控跨境违法违规套利套汇。

资料来源：招商证券整理

虽然经过了将近 7 年的对外开放尝试，我国债券市场中的境外投资者占比依旧不高。

2015年“811汇改”之后，境外投资者大幅减持人民币债券，直到2016年人民银行3号文发布之后才重新增持人民币债券，我国对债券市场开放的积极态度再次点燃了境外投资者的购债热情。目前我国债券市场中境外投资者持有人民币债券规模为8018.79亿元，其中国债规模为4238.14亿元。

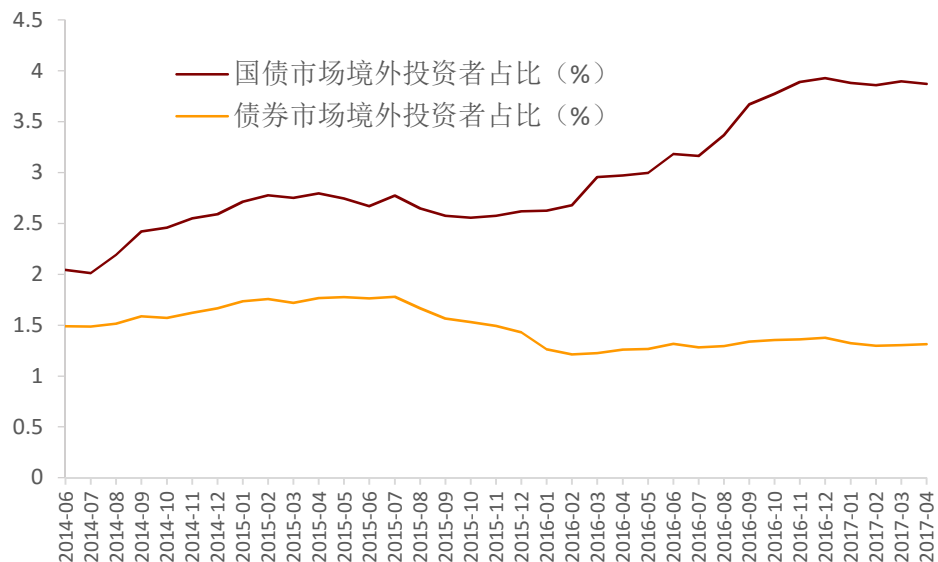
图 61: 境外机构增持人民币债券的规模



资料来源: 中债登, 上清所, 招商证券

从占比情况来看, 截至2017年4月份, 我国债券市场中境外投资者占比仅为1.31%, 国债市场中境外占比仅为3.87%, 显著低于其它经济体国债市场中的境外占比水平。例如, 亚洲新兴经济体国债市场中境外占比平均水平为20%, 日本国债市场中境外占比为10%左右, 美国国债市场中境外占比在30%以上。我国债券市场境外投资者占比未来无疑具备巨大的提升空间。

图 62: 我国债券市场中境外机构占比情况

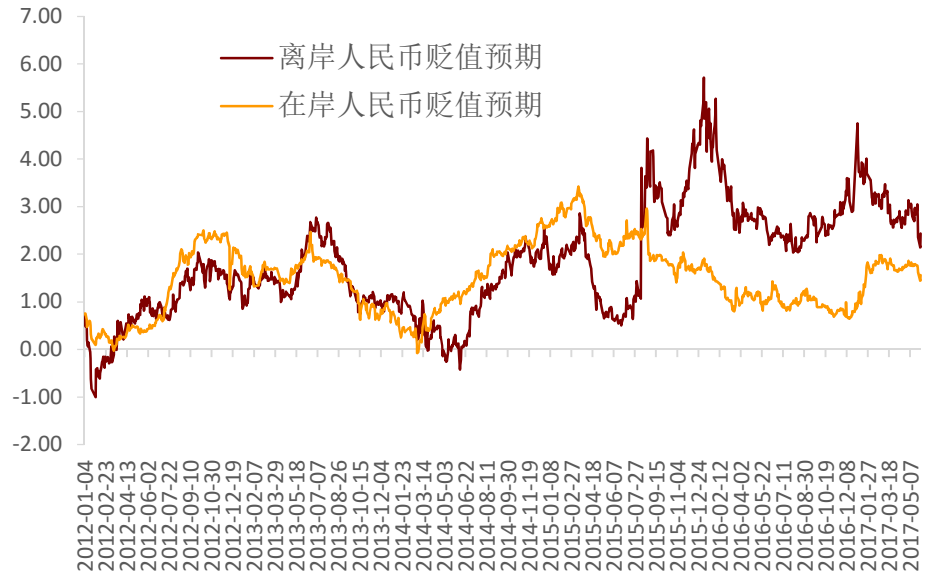


资料来源: 中债登, 上清所, 招商证券

对于此前我国境外投资者参与程度不高的原因, 固然有人民币贬值预期、AH股套利空间削弱人民币债券吸引力、相关风险管理工具缺失、国际主流债券指数暂未纳入在岸人民币债券等等众多因素, 核心因素在于此前我国债券市场开放政策存在诸多限制与不确定性这一制度因素、以及缺乏与国际接轨的交易、清算、托管系统等基础设施这一

技术性因素，这无疑是为更为关键的阻碍。

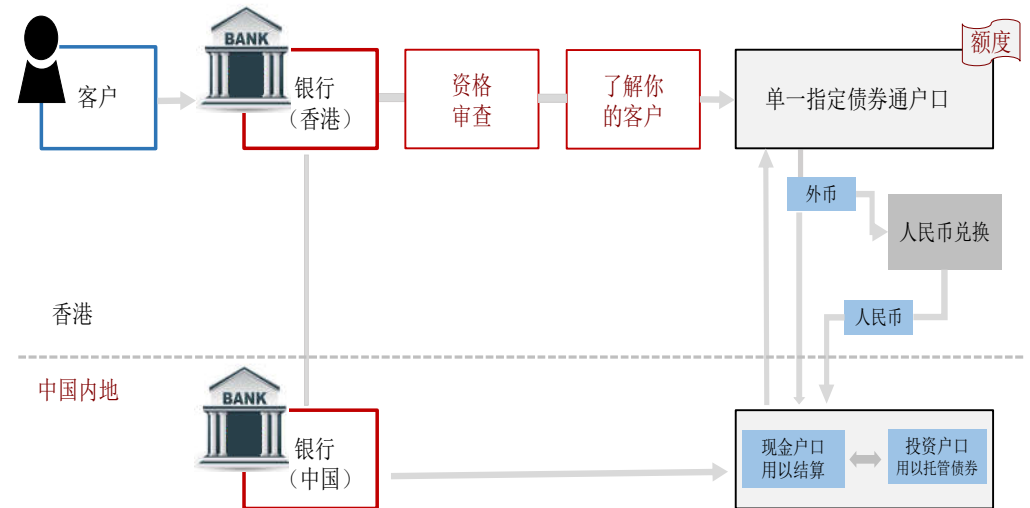
图 63: 人民币贬值预期较强



资料来源: Wind, 招商证券

“债券通”的落地将有效解决以上政策与技术性障碍，使我国债券市场开放驶入新的快车道。从另外一个角度来看，境内外基础设施互联互通所带来的投资便利性提高也将大幅增加在岸人民币债券纳入国际主流债券指数的可能性，从而提升被动配置需求，进一步增强“债券通”开放国内债券市场的政策效果。

图 64: “债券通”北向运作模式建议



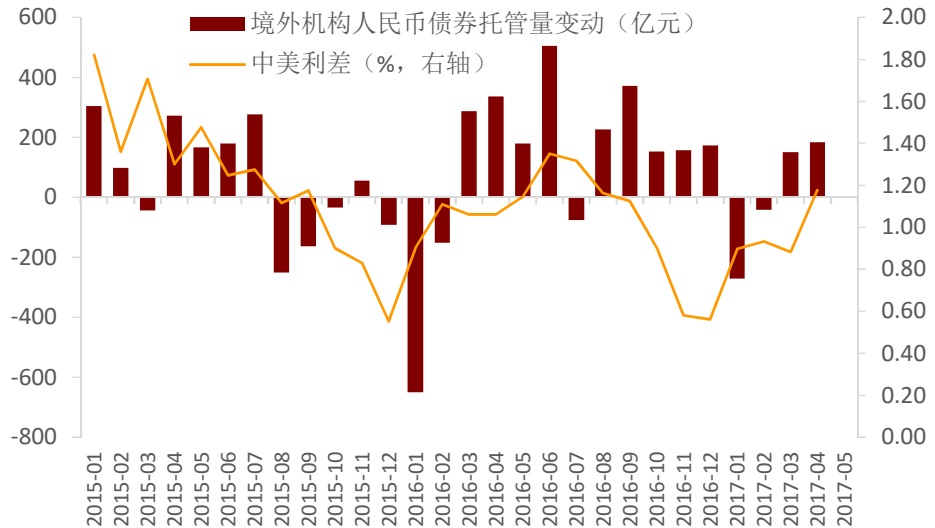
资料来源: 香港金融发展局, 招商证券

从人民银行于 5 月 31 日发布的《内地与香港债券市场互联互通合作管理暂行办法》(公开征求意见稿)的具体内容来看，我们认为有以下 6 个要点值得关注：

- 1、“北向通”标的债券包含所有券种，且没有额度限制；
- 2、进一步明确“北向通”下的多级托管制度安排；
- 3、境外投资者可通过“北向通”参与银行间债券市场发行认购；
- 4、境外投资者可使用自有人民币或外汇进行投资。使用外汇进行投资可通过香港结算行进行兑换，到期或卖出时原则上需要兑换回外汇；

- 5、香港结算行因换汇或外汇风险对冲产生的头寸可到境内银行间外汇市场平盘；
- 6、严控跨境违法违规套利套汇。一方面，“北向通”下资金兑换纳入人民币购售业务管理，要求香港结算行确保相关交易是基于“北向通”下的真实合理需求；另一方面，人民银行会同其它相关机构对人民币购售业务、资金汇出入、外汇风险对冲、信息统计报送等实施监督管理，并加强跨境监管合作。

图 65: 人民币债券具备较高配置价值



资料来源: Wind, 招商证券

展望未来，随着我国债券市场开放的政策效应不断发酵，同时考虑到人民币债券所具备的较高配置价值，未来 5 年内我国迎来年均超千亿美元的国际资本流入并非不可期待。具体的测算方法，请参考我们前期《热议“债券通”，债市开放再提速》等相关报告。此外，由于境外投资者在开放初期将主要投资国债、政策性金融债等利率债，我们需要关注这一可观的国际资本流入对利率债的积极影响。

表 8: 从国际债券资本流动周期角度估算资本流入规模

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
参考历史三轮情况 (亿美元)							
基于相对值	610	828	1001	1105	1294	-163	-520
参考最近一轮情况 (亿美元)							
基于相对值	991	805	1091	785	822	-5	-29

注: 1, 未来数年中国 GDP 以 6% 的增速估算;

2, 在上述估算中, 在保证相应均值不变的情况下, 将相应比重在相应区间内进行合理分配。

资料来源: CEIC, 招商证券

债券市场开放也将对我国的汇率、人民币国际化、债券市场发展等方面产生深远的影响。从短期来看，债券市场对外开放有利于平衡我国跨境资本的流入流出，从而进一步为人民币汇率的稳定提供支撑。从中长期的角度来看，包括“债券通”在内的债券市场对外开放政策，构成了境外人民币重要的回流渠道，属于人民币国际化的应有之意，境外投资者的参与也将丰富我国债券市场投资者的类型，促进我国债券市场进一步发展成熟。

七、欧央行货币政策的边际变化才是重点

（一）美联储缩表已箭在弦上

从最新的 FOMC 会议纪要看，美联储认为虽然经济增长放缓，但劳动力市场继续增强，房屋支出温和增长，基本面因素支持消费维持稳健，企业投资稳定，但不含能源和食品的通胀水平有所下降，美联储认为一季度的经济放缓可能是暂时性的，但也认为在进一步正常化之前有必要等待更多的证据；全球经济似乎有所改善、外部风险下降。

结合美联储官员们的公开表态看，6月美联储加息的意图也暂未受到影响，虽然美联储认识到了经济、通胀的负面迹象，但对于开启缩表的态度仍然坚定。随着步入加息周期已久，市场对加息已经适应，但对为经历过的大规模缩表仍维持这极高的关注度，下文我们也将对缩表及其影响进行分析。

缩表方式：通过退出国债和 MBS 的本金再投资进行缩表，暂不考虑抛售资产等激进方式。目前美联储内部较为共识的具体缩表方式是设置每月减少到期再投资的规模上限，而超出这一上限的部分仍然维持再投资，随着上限的上调，再投资将减少、月度减持的资产规模将增大，最初设定的上限水平将较低，随后将每三个月提升一次，直到达到 QE 实施的全部规模，并维持这一上限直到资产负债表完全正常化。这样的方式符合可预测和渐进缩表的目标，减小对市场和利率的扰动，且易与市场沟通。

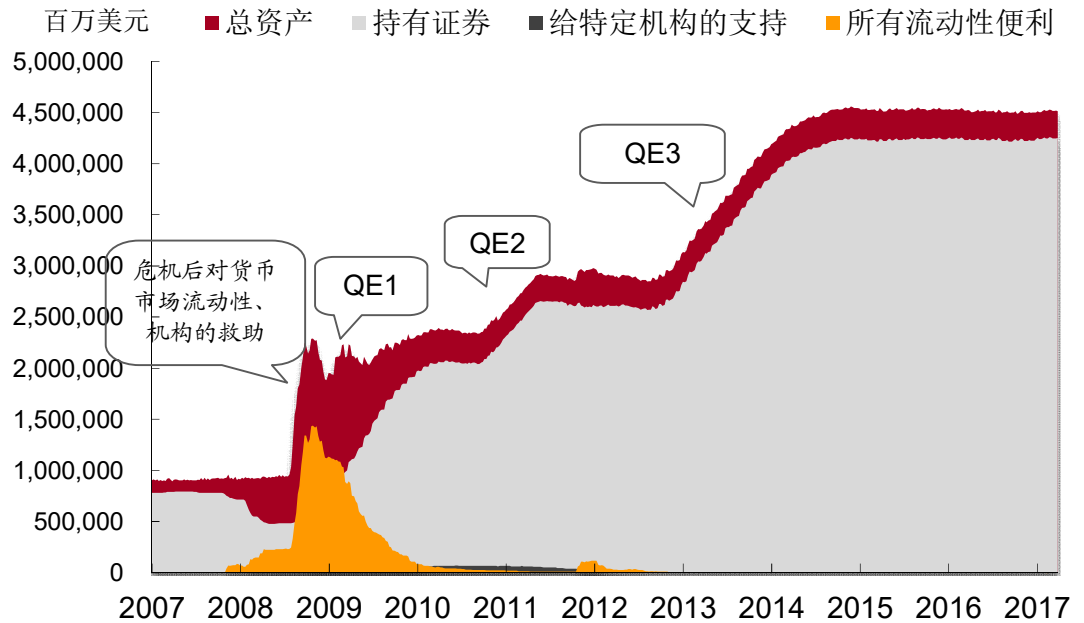
缩表时点：美联储很可能在三季度就缩表事宜与市场进行沟通，最早四季度就可能开启缩表。不过，何时缩表存在两个制约因素，一是经济基本面，由于缩表预期本身很可能会带来金融环境的紧缩，因此一个不支持加息的经济基本面，也不适合作为缩表开启的时点，而显然美联储在当前还未将这种风险纳入考量；二是美联储主席的换届问题，耶伦 4 年的任期将于 2018 年 2 月期满，目前看特朗普对耶伦的态度转向积极，若耶伦连任则不会对缩表时点造成干扰，但若由他人接任，其对缩表的态度如何可能给缩表带来不确定性。

缩表规模与速度：由于缺乏官方表态，这一问题仍然是一个谜团，但从各位联储官员的公开发言来看，美联储资产的目标为 2-2.8 万亿，即减持资产 1.45-2.25 万亿美元，预计在在 2021-2022 年实现，若假设从 2018 年初开启缩表，则在 4-5 年中实现全面的正常化。

1、美联储总资产的变化与现状

金融危机后，从 2008 年 9 月开始，美联储开始借助非常规性货币政策措施应对危机，其资产负债表开始快速扩张。

图 66: 美联储政策推动美联储资产负债表扩张



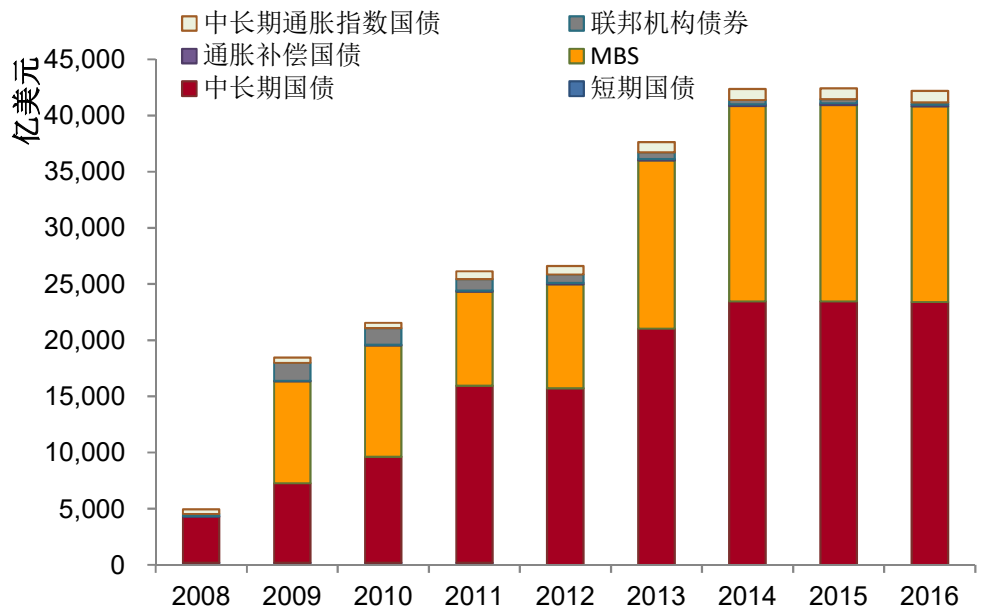
资料来源：美联储，招商证券

初期的资金运用方向主要是补充货币市场流动性不足，2008 年 9 月-2008 年 12 月的 4 个月中，美联储资产规模就增加了 1.3 万亿美元，主要以短期拍卖信贷（TAC）、持有商业票据融资便利组合（CPFF）、定期资产支持证券贷款工具（TALF）等各类流动性便利工具为主（即图 1 中的“流动性便利”）。

另一个重要的资金运用方向是救助金融机构，美联储成立了名为 Maiden Lane 的投资机构，分 I、II、III 期向贝尔斯登、AIG 等处于危机中的金融机构注资（即图 1 中的“给特定机构支持”）。在缓解了货币市场流动性不足后，美联储在短期资金市场逐步退出，对金融机构的救助资金也逐步收回。

美联储最主要和持久的资金运用方向主要是购买美国国债和 MBS，在向金融市场提供美元流动性的同时，也有助于财政扩张和房地产市场复苏。总体而言，由于美联储在 QE1 期间退出了短期市场的支持和金融机构的救助，因此美联储的第一轮 QE 并未使得美联储的资产负债表快速扩张，2008 年末美联储的资产规模为 2.28 万亿美元，2010 年 10 月末为 2.35 万亿美元，仅小幅上升。第二轮 QE 期间，美联储资产规模上升了 5100 亿美元至 2.85 万亿美元，第三轮 QE 至 2014 年 10 月停止 QE，美联储资产规模上升了 1.68 万亿美元至 4.53 万亿美元。之后由于美联储仍然对到期资产进行再投资，美联储总资产规模基本稳定在 4.49-4.56 万亿水平。

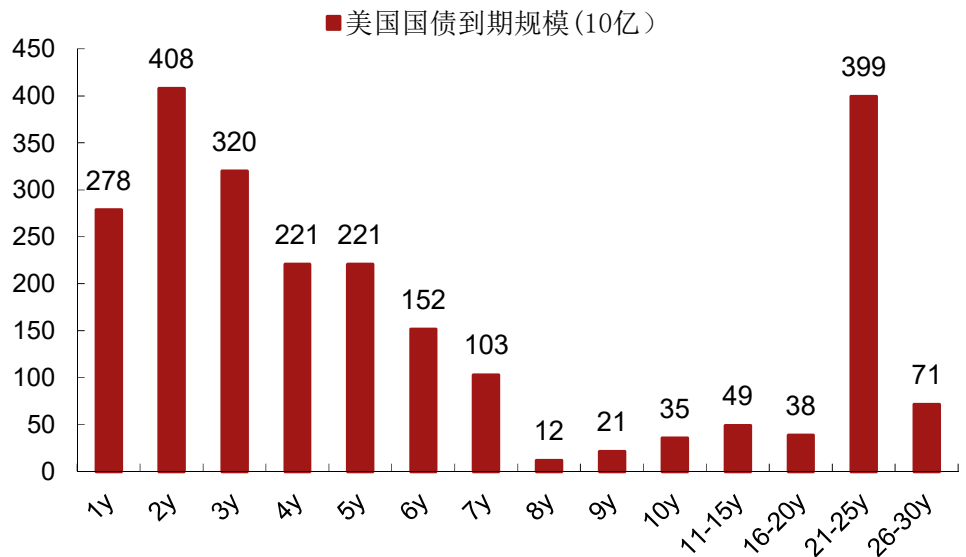
图 67: 美联储持有的证券构成



资料来源: 美联储, 招商证券

截至 2017 年 5 月 17 日, 美联储持有的证券规模为 4.25 万亿美元, 占美联储总资产的 94%, 而金融危机前此规模仅有 7500 亿左右。其中中长期国债规模为 2.34 万亿, 占比 55%, MBS 为 1.77 万亿, 占比 41.8%, 中长期通胀指数债券国债为 1059 亿, 占比 2.5%, 通胀补偿国债和联邦机构债券分别占比 0.4%、0.2%。

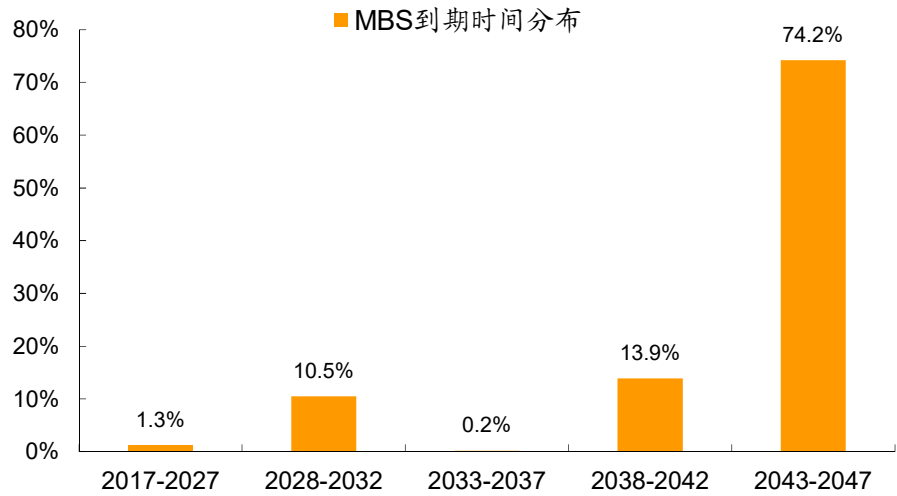
图 68: 持有国债的各个期限到期规模



资料来源: SOMA, 招商证券

从期限结构看, 缩表对美国国债的中期影响或远大于 MBS。由表 1 可见, 截至 5 月 17 日, 美联储所持国债中有 24% 到期期限在十年以上, 13.9% 在 6-10 年内到期, 50.2% 在 1-5 年内到期, 12% 在 1 年内到期; MBS 期限较长, 仅有 1.3% 在 5-10 年内到期, 11-15 年到期占比为 10.5%, 16-20 年到期占比为 0.2%, 21-25 年到期占比为 13.9%, 26-30 年到期占比为 74.2%, 但由于 MBS 的特殊模式, 长周期的 MBS 每月也有本金到期份额, 因此仍然涉及到再投资的问题。

图 69: 持有 MBS 的各个期限到期规模



资料来源: SOMA, 招商证券

缩表规模与速度: 这一问题始终缺乏美联储官方表态, 但从各位联储官员的公开表态来看, 美联储资产的目标为 2-2.8 万亿, 即减持资产 1.45-2.25 万亿美元, 预计在在 2021-2022 年实现, 若假设从 2018 年初开启缩表, 则在 4-5 年中实现全面的正常化。

2、对美国长端利率影响

我们从历史上美联储货币政策对美国 10 年期国债收益率的影响、学术研究中得出的结论和美联储的测算三个维度来看美联储缩表可能产生多大的影响。

➤ 历史经验的参考

首先, 对比历史上美国十年期国债收益率与美联储总资产增速可见, 2002-2007 年两者在短期主要是同向变动的, 因为总资产的增速和 10 年期国债收益率都和经济基本面的变化相一致。但在金融危机后的多个时期两者出现背离, 但在部分时期两者变化方向仍然一致。这突显出 QE 实行阶段对利率的影响并不是持续缓慢发生的, 而是在推出、变化阶段集中显现, 但在漫长的实施期中, 经济基本面的影响仍然是长端利率波动的重要影响因素。

图 70: 2002-2007 年美联储资产增速与国债收益率

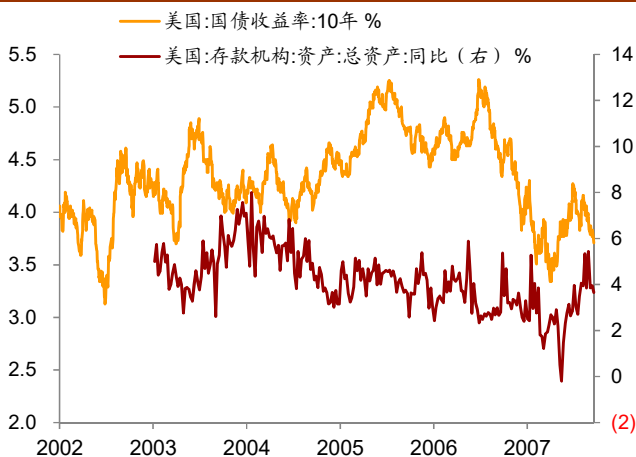


图 71: 2008 年以来美联储资产增速与国债收益率



资料来源: WIND, 招商证券

美联储货币政策的变化一直是市场关注的焦点，因此其政策效果体现出很强的预期效应，往往在政策落地前，市场就已经出现相应的调整了，因此我们在此回顾自 QE 开启以来，美联储的货币政策变化前后美国 10 年期国债收益率的最大变化幅度，以为未来缩表可能产生的利率变动幅度提供参考。

图 72: 美联储货币政策调整对长端利率影响显著



资料来源: WIND, 招商证券

从过去来看，QE 政策的变化对美国 10 年期国债收益率影响显著，但也需要注意，政策影响存在边际递减的现象，第一轮 QE 的影响最大，第三轮 QE 带来的资产负债表规模的扩张虽然也很大，但利率的下降幅度较小；同样的，自 2013 年美联储政策转向边际偏紧之后，对利率的抬升作用也是递减的，这或是由于货币政策变化引起的资产再平衡由从方向转变变成了程度变化，因而影响明显下降。2015 年 12 月美联储首次加息前夕，美国 10 年期国债收益率最大升幅仅为 37BP，这可能意味着本次开启缩表对美国长端利率的影响也将相对有限。

表 9: 美联储货币政策与 10 年期国债收益率变动

政策	政策前后的国债利率水平		变动幅度
第一轮 QE	2008/10/14 4.08%	2008/12/18 2.08%	-200BP
第一轮 QE 加码	2009/2/9 3.07%	2009/3/18 2.51%	-56BP
第二轮 QE	2010/4/5 4.01%	2010/10/6 2.41%	-160BP
第三轮 QE	2012-09-14 1.88%	2012-11-15 1.58%	-30BP
2013 年的预缩表期	2013-04-15 1.72%	2013-09-05 2.98%	126BP
削减 QE	2013/10/23 2.51%	2013/12/31 3.04%	53BP
2015 年美联储首次加息	2015/10/14 1.99%	2015/11/9 2.36%	37BP

资料来源: WIND, 招商证券

➤ 学术研究

历史经验虽然直观,但仅能观察到利率变化本身,却无法区分不同因素对利率的净作用,因为经济基本面的强劲往往和货币政策收紧在同时出现,反之亦然。学术研究的成果可以弥补这一不足。

美联储 QE 政策压低了美国国债、MBS 收益率水平,也推高美国股指,还对新兴经济体资本市场产生明显的溢出效应,造成全球资产价格上涨。

根据美联储的计算,2008 年 11 月 25 日-12 月 31 日期间,仅是宣布购买住房抵押贷款证券(MBS)政策就压低了按揭贷款利率 85BP,当美联储开始购买 MBS 时,其风险溢价下降了约 50BP,金融危机带来的风险溢价上升很大程度上被抹去了。

美联储的第一轮 QE 带来了美国长端利率的下降,甚至包括货币政策中未购买的证券的利率水平,这主要体现了风险溢价和期限溢价的下降。由于改善了市场流动性,并消除了私人部门投资组合的提前偿还风险, QE 对联邦机构债券和 MBS 的长期利率影响更大;对企业债、利率互换等的利率也产生了一定的压制作用;总体而言,美联储的资产购买计划压低了私人部门借贷利率,刺激了经济活动。⁸

BIS 总结的研究显示:通过预期效应和实际的资产购买,(1)美联储的 QE1 压低了美国 10 年期国债收益率 89-115BP,压低了亚洲新兴市场 10 年期国债 79bp, QE2 压低了美国 10 年期国债收益率 16-30BP,三轮 QE 对美国 10 年期国债收益率的累计效应在 100BP 以上;美国 10 年期国债收益率每下降 25bp,其他国家平均下降 7BP,新兴市场国家最多下降 19BP。

如果我们认可美联储进行资产购买期间的预期效应和实际购买对资产价格有推动,那么一个合理的假设便是宽松预期的逆转将导致发达国家、新兴市场债券收益率有上行压力,发达国家收益率压力大于新兴市场,

➤ 美联储的测算

根据堪萨斯联储的测算,在两年内将美联储 4.5 万亿美元的资产负债表削减 6750 亿美元,将相当于上调联邦基金利率 25 个基点。⁹

3、对更广泛资产价格的影响

根据 BIS 的总结:股市方面,在美国推出和加码 QE1 后,标普 500 成分股的整体水平开始出现明显上升,且相关研究显示, QE1 对亚洲新兴市场股市的提振作用达到了 10.75%。

并且,美国 QE 对金融资产价格的影响在资本流动层面也得到了验证:研究显示,美国 QE 政策的公布和实际实施均带来了美国、新兴市场和其他发达国家股市、债市的资本流入。据测算,美国十年期国债收益率每因 QE 下降 10bp,将带来 0.2% (新兴市场国家) GDP 的净资本流向新兴国家的证券市场。

这意味着未来股市也将面临着调整压力,新兴市场同样有资金净流出证券市场的压力,但幅度仍然小于发达国家。但是,这种负面影响是边际上的,并不代表其将一直主导资产价格的走势。从目前的信息来看,缩表的速度将明显比扩张时期更慢,影响也将更为缓和。

⁸ 美联储:《Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?》

⁹ 《Forecasting the Stance of Monetary Policy under Balance Sheet Adjustments》By Troy Davig and A. Lee Smith

QE 退出的预期强化期间，新兴市场的汇率和资产价格所受到的冲击将是观察重点。市场普遍认为，在美国退出 QE 的过程中，新兴市场国家所面临的外部条件更加动荡，其风险溢价也会更高。由于国外投资者对美国政策退出的预期改变，新兴市场面临大规模的资本外流，使该国货币面临贬值压力。

然而，新兴市场之间也存在分化。从美联储的研究分析来看，2013 年 4 月-8 月的“预缩表”期间，大部分新兴国家的金融市场受到了负面影响，金融条件恶化、投资者撤出资本、货币贬值、股市下跌、债券收益率和信用利差上升，但受影响的程度与基本面和前期资本流动情况有关。新兴市场的中位水平是对美元贬值 9%、主权债券收益率上升 2%、CDS（信用违约互换）息差上升了 0.5%，股票市场下跌 5%。大部分新兴市场货币的贬值幅度在 5-10%，但各国差异很大。

分析 2013 年“预缩表”期间和另外 6 个新兴市场承受较大压力的时期得知，经常项目逆差/GDP 较高、储备/GDP 较低、外债/外储比重较高、政府总债务率较高、整体通胀水平较高的国家货币贬值幅度通常更大，但私人部门信贷/GDP 比例的影响并不显著；同时，在前期获得了更大规模的私人部门资本流入、货币升值幅度更大的新兴国家的金融市场在 Taper Tantrum 期间表现更差；债券收益率和信用利差也会受到增长前景不同的影响。¹⁰

（二）欧洲货币政策：内生于经济复苏的收紧预期

2017 年以来，欧央行一直围绕着宽松政策是否发生变化而讨论和发声，但对于宽松政策的退出，整体保持了谨慎的态度。

对于经济，欧央行行长德拉吉认为，当前欧元区经济增长正在改善，欧元区的复苏具有韧性，而且复苏的国家和地区越来越广泛，在欧洲央行货币政策支持下，国内需求复苏是经济复苏的主要支柱。全球经济逐渐复苏，全球贸易也在增长。

对于通胀，尽管通缩风险在很大程度上已经消失，但由于国内成本压力，尤其是薪资增长依然不大，基础通胀压力仍未显现出明显的上升趋势，目前还没有充分的信息表明通胀是强劲的、持久的和自我维持的。

对于货币政策，德拉吉强调，尽管负利率会产生不必要的副作用，但这些副作用目前都是有限的，而且可能不如量化宽松带来的潜在问题大。这意味着目前欧央行货币政策的关注点仍在于 QE 规模的削减，而非政策利率的调整。同时还需要关注欧央行表态中关于宽松倾向的变化，过去欧央行持续强调“在必要时仍准备降息或增加购债规模”，若基本面强劲，这一表态有可能发生变化；此外，QE 购买将在今年 12 月末到期，因此欧央行必然要对未来的货币政策选择做出决定。

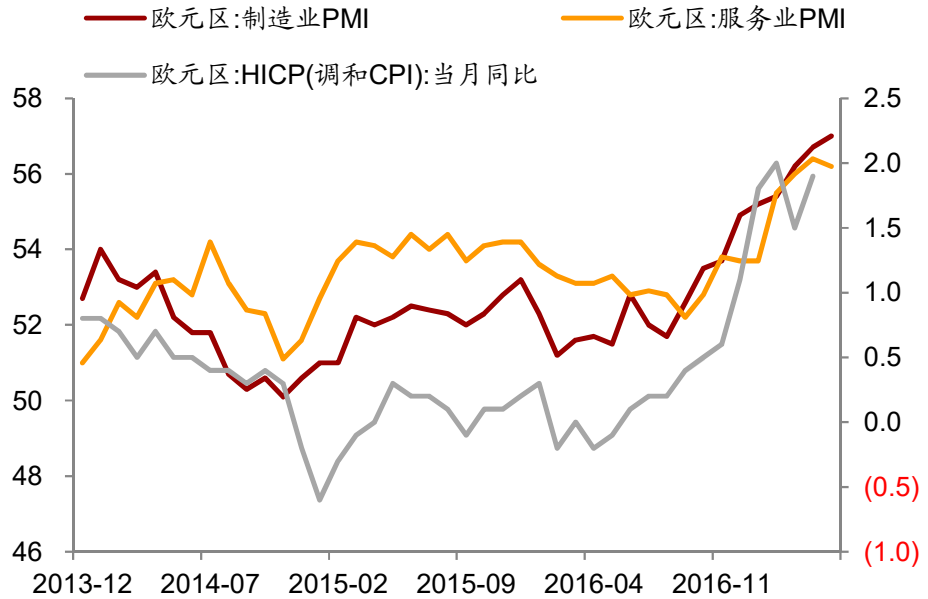
因此，对于欧元区货币政策的看法是内生于经济基本面的。我们固然需要密切关注欧央行的表态，但也需要了解，只要经济基本面和通胀继续强劲，市场对于削减宽松的预期就不会消退，来自德国的压力也不会下降；反之，如果随后通胀走弱，基于欧央行以通胀为单一目标的政策取向，维持宽松则是理性的选项。

在风险因素消退后，欧元区经济的强劲逐渐得到凸显，欧元区 2016 年 GDP 增速为 1.7%，甚至高于美国的 1.6%，2017 年以来欧元区制造业 PMI 持续创新高，服务业 PMI 也显著上升，1 月欧元区 HCPI 继续大幅跳升至 1.8%，随后基本在这一水平波动，4 月为 1.9%，虽然原油等大宗商品价格的变化相对不利于通胀进一步上升，但从更长

¹⁰ 美联储：《International Financial Spillovers to Emerging Market Economies: How Important Are Economic Fundamentals?》

周期角度考虑，美国经济复苏已进入后期，欧元区的经济改善只进行了半程，其持续性和动力或将更强，欧元区货币政策在下半年仍维持边际偏紧的可能性更大。

图 73: 欧元区景气指标和通胀都很强劲

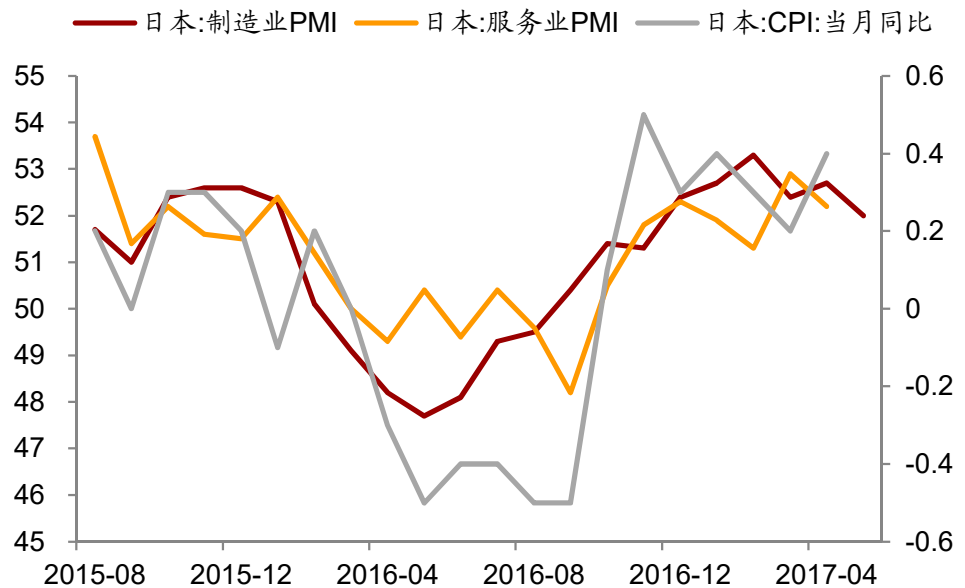


资料来源: WIND, 招商证券

(三) 日本货币政策：长期低通胀下宽松难改

年初以来，日本 CPI 维持在 0.2-0.4%，较前期负值回升明显，核心 CPI（除生鲜食品）虽然连续四个月增长，但增速也仅为 0.3%，但客观而言，当前的通胀水平距 2% 的目标差距仍然较大。

图 74: 日本经济回升，但通胀水平仍然较低



资料来源: WIND, 招商证券

日央行对经济形势的评价积极，日央行认为日本经济处于温和复苏的趋势中，未来很可能转向温和扩张，这是日央行自 2008 年 3 月以来首次在经济形势评估中使用“扩张”一词。考虑到海外经济持续增长带动出口和企业生产好转，对 2017 年经济增长率预期

从之前的 1.5% 上调至 1.6%。对 2018 年的 GDP 预测从之前的 1.1% 上调至 1.3%，2019 年为 0.7%。

但日本央行将对通胀的预期略有显悲观。在 4 月的货币政策会议中，日本央行将 2017 年度通胀率预期从之前的 1.5% 下调至 1.4%，原因是居民减少生活开支导致物价上涨步伐缓慢，原定“2018 年度前后”达成 2% 通胀目标的时间将向后推迟。但央行对未来的通胀评价依然乐观，认为随着大企业连续 4 年加薪以及就业形势改善，物价上升势头今后将加强，预计 2018 年度维持为 1.7%，2019 年度达到 1.9%。

综上，通胀仍然是日本央行货币政策的制约因素，预计日央行仍将维持宽松的货币政策取向不变，政策利率和 QQE 都不会做出大的调整，但灵活度有可能加大，日央行有可能允许 10 年期国债收益率围绕 0 水平的波动幅度加大，也适应海外利率的波动。

八、下半年主要经济数据预测

结合我们前文的分析，在 1 季度超预期上涨后，金融监管将对短期经济形成一定的负面影响。但去杠杆与稳增长并非非此即彼的关系，通过宏观经济政策的配合和国内经济结构转型的成果，下半年中国经济增速虽有所回落，但回落幅度有限，全年经济增长目标能够实现。

预计下半年货币政策仍维持稳健中性的基调不变，流动性“中性适度”。央行通过“削峰填谷”熨平临时性、季节性因素对流动性的扰动，维持流动性的紧平衡状态。在表外理财纳入 MPA 考核以及本轮强监管的背景下，中性情形预计 2017 年 M2 同比增速将震荡下行至 9.7%，社会融资规模同比增速降至 11.4%，全年增量 17.8 万亿元。考虑地方政府债券的社会融资规模同比增速将降至 13.3%。

综上，考虑到 1 季度数据的超预期和当前金融监管的严厉态度，我们对下半年和全年预测数据调整如下：

表 10：中国主要宏观数据及预测（单位：同比增长%）

指标	2016	2017E	1Q	2Q	3Q	4Q
GDP	6.7	6.7	6.9	6.7	6.6	6.6
CPI	2.0	1.8	1.4	1.5	2.0	2.2
PPI	-1.4	5.2	7.4	5.9	5.0	2.3
社会消费品零售	10.4	10.5	10.0	10.5	10.7	10.6
工业增加值	6.0	6.5	6.8	6.5	6.3	6.3
出口	-7.7	5.9	8.2	6.0	4.4	4.6
进口	-5.5	9.1	24.1	9.0	5.8	-1.4
固定资产投资	8.1	8.3	9.2	8.7	8.5	8.3
M2	11.3	9.7	10.6	10.1	9.9	9.7
人民币贷款余额	13.5	11.8	12.4	12.8	12.0	11.3
1年期存款利率(%)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
1年期贷款利率(%)	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
人民币汇率(¥/\$)	6.94	6.95	6.89	6.80	6.85	6.95

数据来源：Wind，招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（执行董事），负责宏观经济研究。2013年新财富最佳分析师宏观经济第六名，卖方分析师水晶球奖宏观经济入围奖。2014年新财富最佳分析师宏观经济入围奖。2015年第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第五名，新财富最佳分析师宏观经济第六名。2016年新财富最佳分析师宏观经济第五名，中证报金牛、第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第四名。

张一平：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商研究发展中心宏观经济分析师（副总裁），主要从事宏观经济研究。

闫玲：北京大学经济学硕士、香港大学金融学硕士。2011年加入招商证券研发中心宏观组担任高级分析师。

刘亚欣：美国雪城大学金融学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

林澍：中山大学金融学博士，现任招商证券研究发展中心宏观经济助理分析师。

周岳：中国人民大学经济学硕士，CFA，现任招商证券研发中心宏观经济高级分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。