

去伪存真

——2017年4季度宏观经济展望

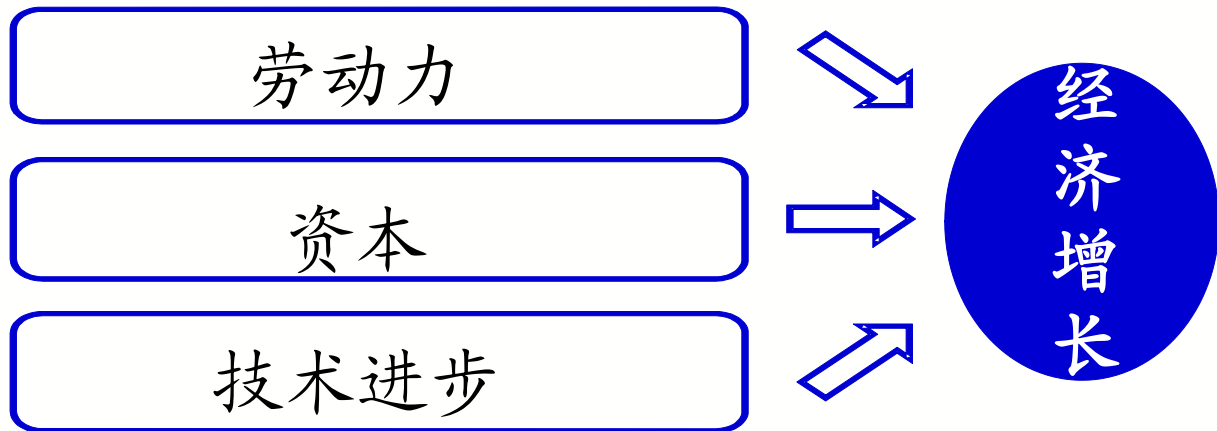
姜超（首席经济学家、宏观债券首席分析师）

SAC号码：S0850513010002

2017年9月14日

1. 投资过度、改革供给
2. 从降成本、去产能到去库存
3. 稳货币、去杠杆
4. 去伪存真、价值为王

要素驱动经济增长

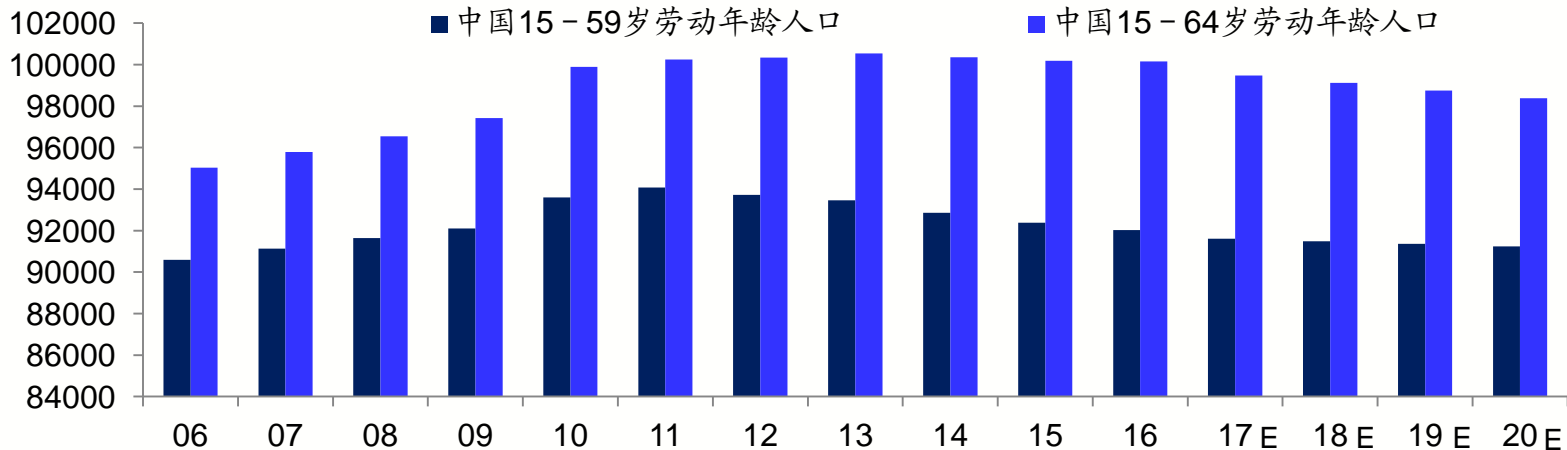


从经典增长理论的角度，经济增长由劳动力、资本和技术进步三大要素禀赋共同驱动。

人口红利拐点出现

2011年，中国15-59岁劳动年龄人口数达到9.4亿的顶峰，而15-64岁人口数也在2013年见顶，这意味着中国人口红利的拐点在11-13年左右出现，劳动人口的总供给开始下降。

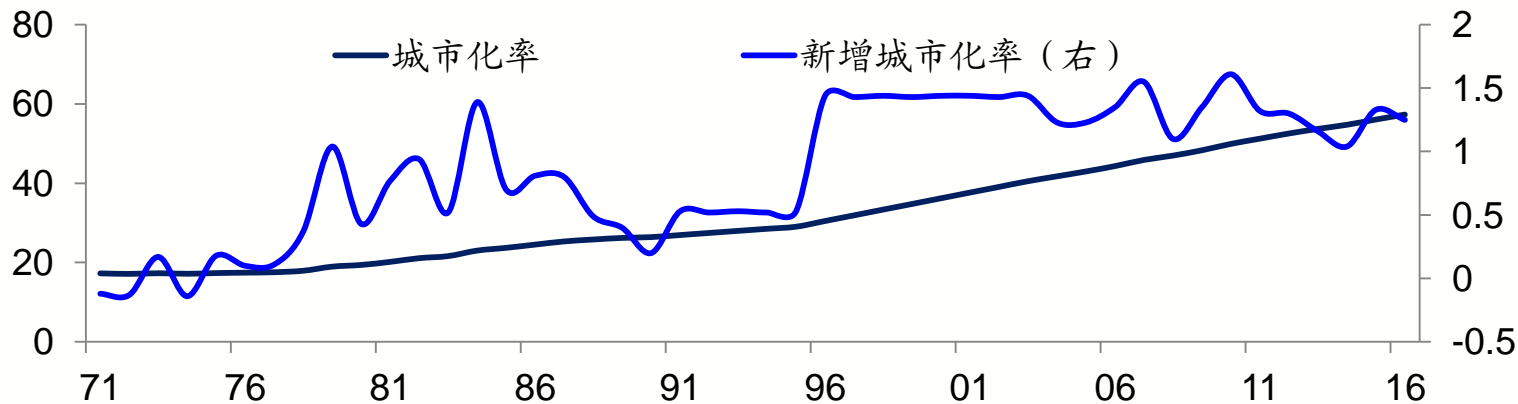
中国劳动年龄人口数（万人）



城市化进程放缓

中国劳动力供应的另一动力来自农村劳动力转移，但在**2010年**，中国城市化率达到**50%**，同时伴随的是城市化的推进速度缓慢减弱，从10年时最高的城市化率年均新增**1.5%**降至当前年均新增**1.3%**。

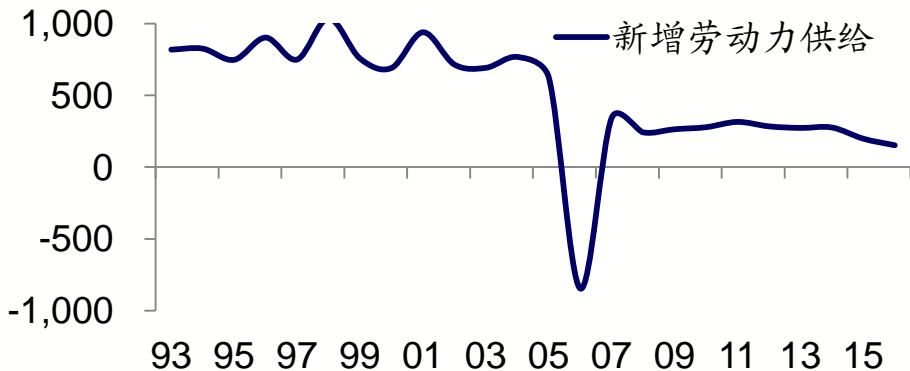
中国城市化率变化 (%)



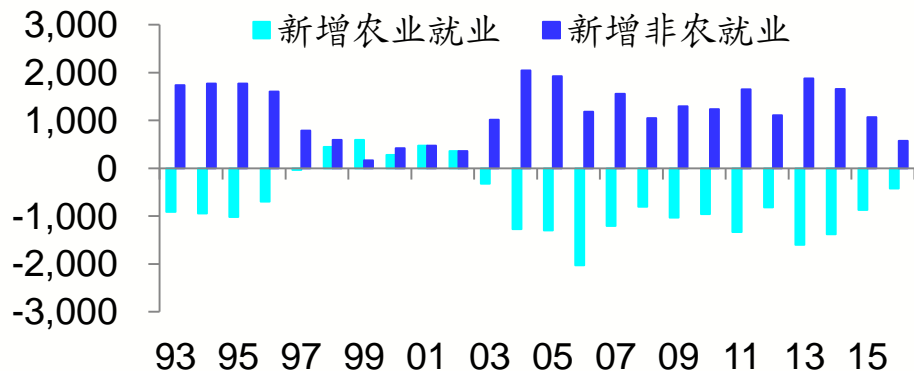
非农就业增长放缓

人口红利以及农村劳动力转移是中国非农就业的两大主要来源，而人口红利的结束以及城市化的放缓意味着中国非农就业的增长变慢。过去我国每年新增**1000**万以上的劳动年龄人口，从农业转移出来的劳动力也在**1000**万以上，每年新增非农就业总数在**2000**万左右，而目前每年新增年轻人口为负，而每年农业转移出来的人口也降至**600**万左右。

中国新增劳动力总供给（万人）



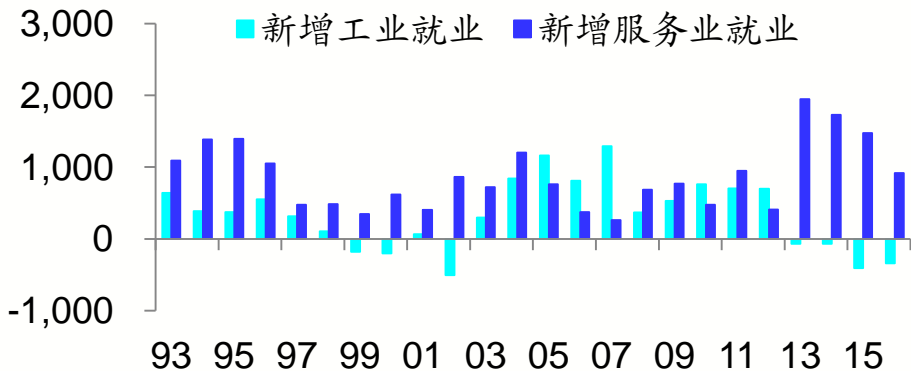
中国新增农业和非农就业（万人）



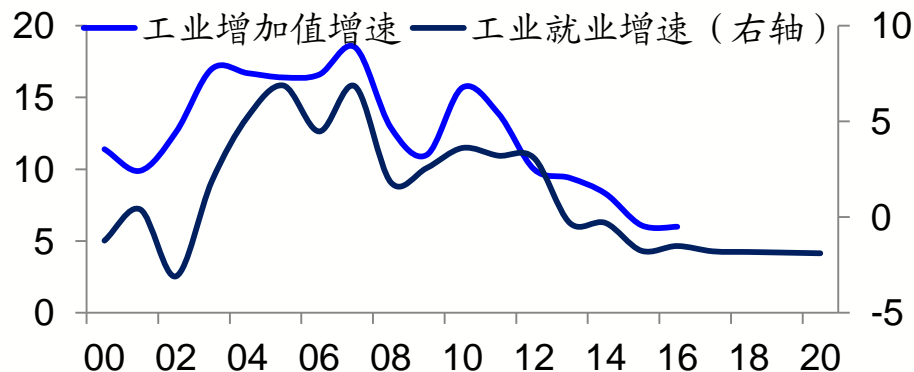
工业化步入尾声

而在非农就业内部，在过去几年也呈现服务业就业高增、工业就业持续萎缩的图景，从工业就业增速看，从08年以后就开始显著下降。这意味着中国工业化在08年左右达到顶峰，目前工业化已经步入尾声阶段。

中国新增工业、服务业就业（万人）



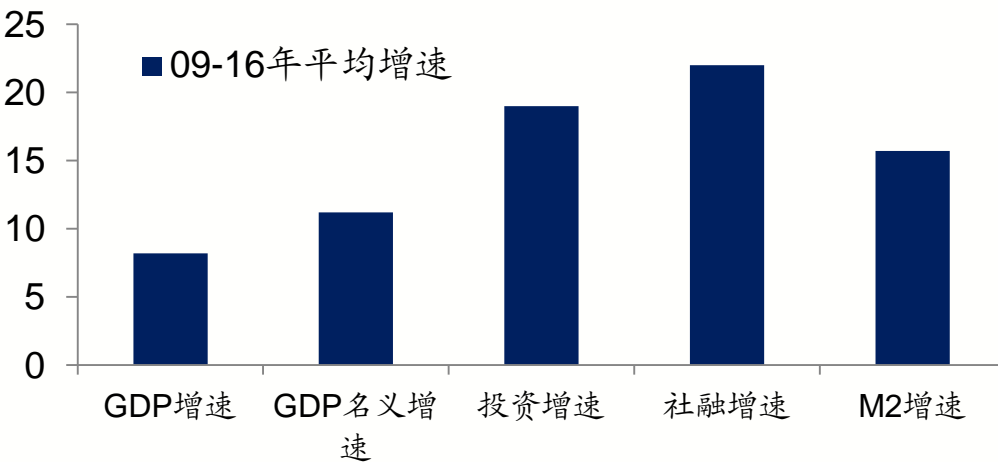
工业增加值增速、工业就业增速（%）



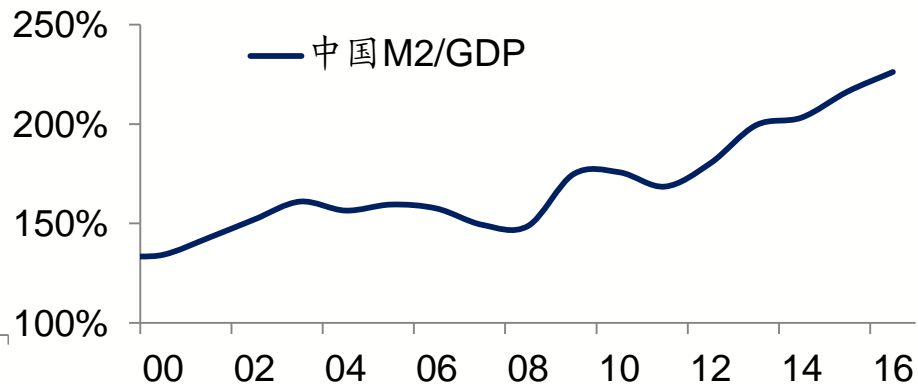
稳增长：投资过度、债务超增

而在劳动力供给减少的背景下，为了稳定经济增长速度，在短期内最有效的手段就是提高投资增速。从09年到16年，为了创造8.2%的平均GDP增速，中国每年投资增速高达19%，对应的社会融资增速高达22%，广义货币增速高达16%，而M2/GDP逐年创新高，16年末已经接近230%。

中国GDP、投资、社融、货币增速 (%)



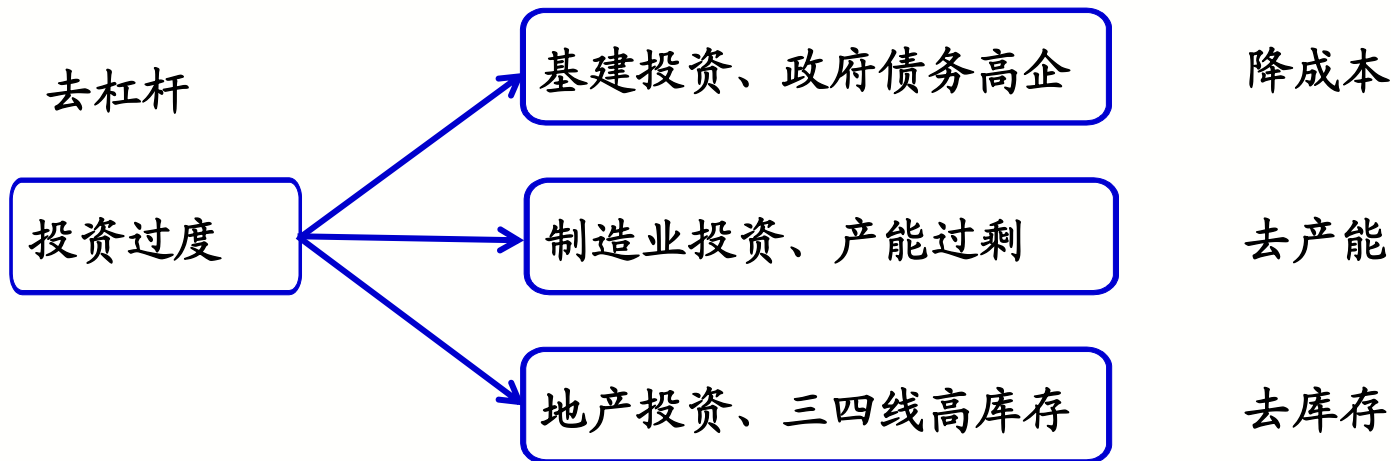
中国M2/GDP



供给侧改革：三去一降一补

而为了化解投资过度的隐患，政府从15年开始提出了供给侧改革的思路，其重点是“三去一降一补”。其中基建投资高增对应的是政府债务高企，需要降低政府举债成本。制造业投资过度导致产能过剩，需要去产能。而地产投资过度导致三四线城市房地产库存高企，需要去库存。而经济整体投资过度债务过高，需要去杠杆。而三去一降一补也是理解中国经济这几年变化的核心政策因素。

如何化解投资过度

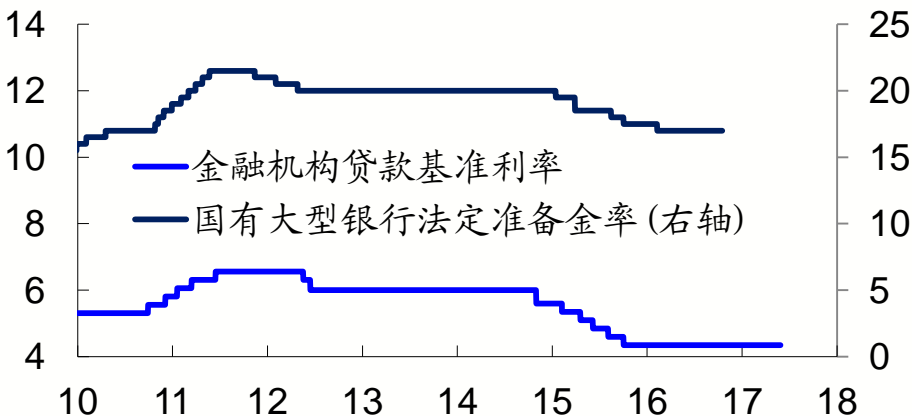


1. 投资过度、改革供给
2. 从降成本、去产能到去库存
3. 稳货币、去杠杆
4. 去伪存真、价值为王

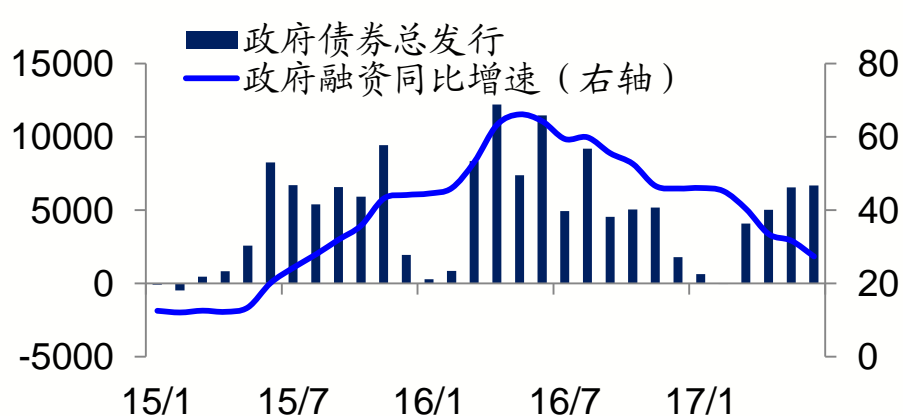
15年降成本：大幅降息降准、政府债务置换

回顾2015年，政策层面最大的变化有两个，一是持续的降息降准，二是启动了政府债务置换，当年政府债券净发行3万亿，大幅降低了政府举债的成本，为政府新增举债扫清了障碍。

贷款基准利率、法定准备金率 (%)



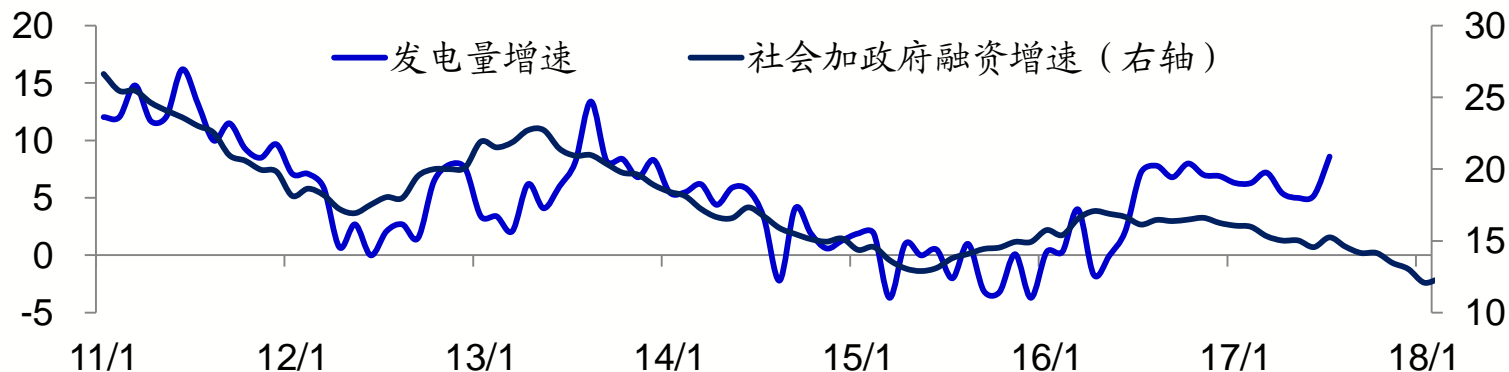
政府债券总发行 (亿元)、政府融资增速 (%)



融资回升启动经济

受益于15年下半年政府融资的大幅回升，以及降息降准后社会需求的逐渐恢复，16年以后经济逐渐企稳回升。

发电量增速、社会加政府融资增速及预测 (%)



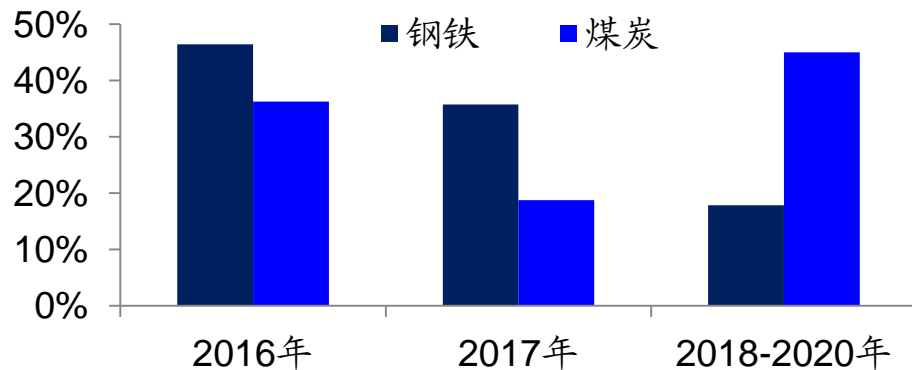
16年去产能：钢铁、煤炭大力推进

16年的政策主线则在于去产能，当年政府提出了钢铁5年去产能1-1.5亿吨，煤炭5年去产能10亿吨，后来在17年修改为钢铁去产能1.4亿吨，煤炭去产能8亿吨。而在16年钢铁和煤炭都超额完成预定目标，分别去产能6500万吨和2.9亿吨。17年以来钢铁去产能力度仍大，但煤炭去产能力度明显减弱，而按照去产能计划18年以后去产能将步入尾声。

中国钢铁、煤炭去产能计划（亿吨）

	5年目标	2016年	2017年	2018-2020年
钢铁	1.4	0.65	0.5	0.25
煤炭	8	2.9	1.5	3.6

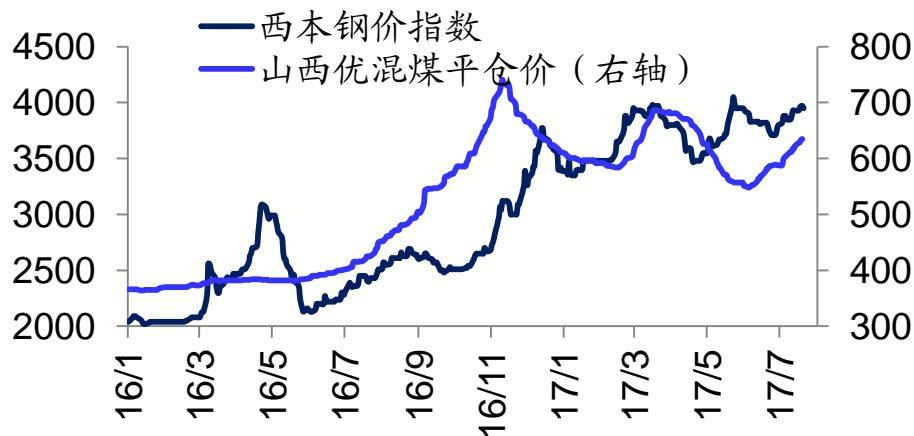
中国钢铁、煤炭去产能进度及规划



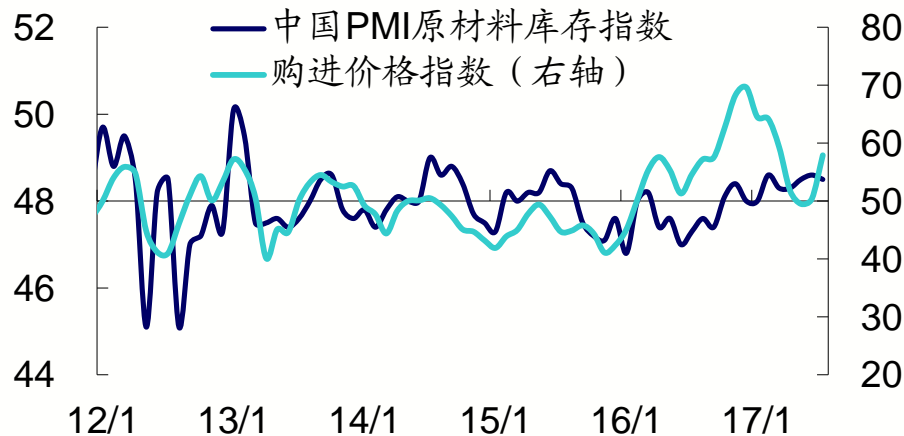
16年商品大涨，17年高位震荡

受益于去产能，16年以来煤炭、钢铁等商品价格大幅上涨，17年在2季度小幅下跌之后，商品价格在6月份以来再度上涨，但从涨幅来看，16年的煤价钢价基本在底部翻番，而17年以来的商品价格主要在高位震荡，这意味着去产能对商品价格的影响主要在16年，17年的影响已经开始减弱。从制造业PMI指标来看，由于原材料库存已经回升至过去6年高位，因而库存回补的动力下降。

西本钢价指数、山西优混煤平仓价（元/吨）



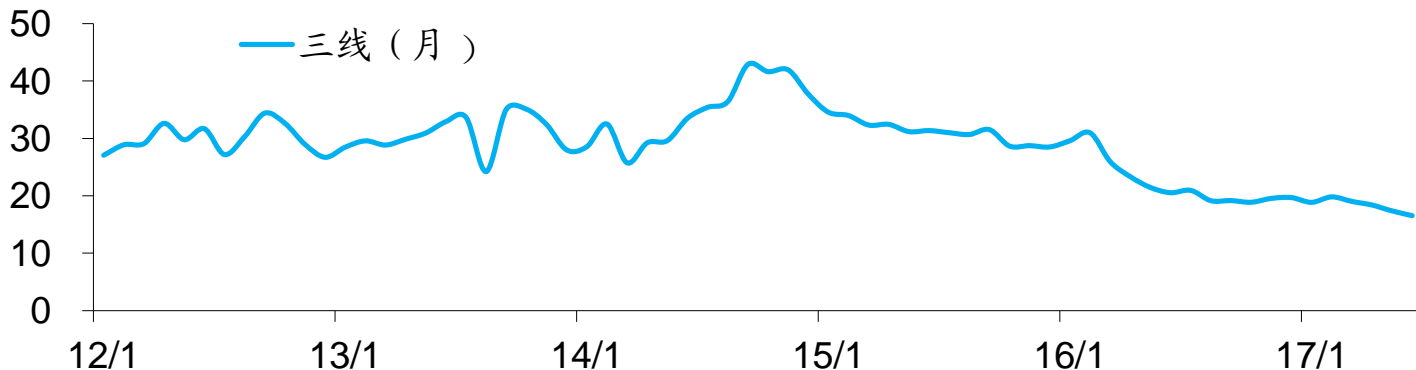
PMI原材料库存、购进价格指数（%）



17年去库存：三四线房地产

而17年以来的政策主线是去库存，主要目标是降低三四线城市房地产的高库存。

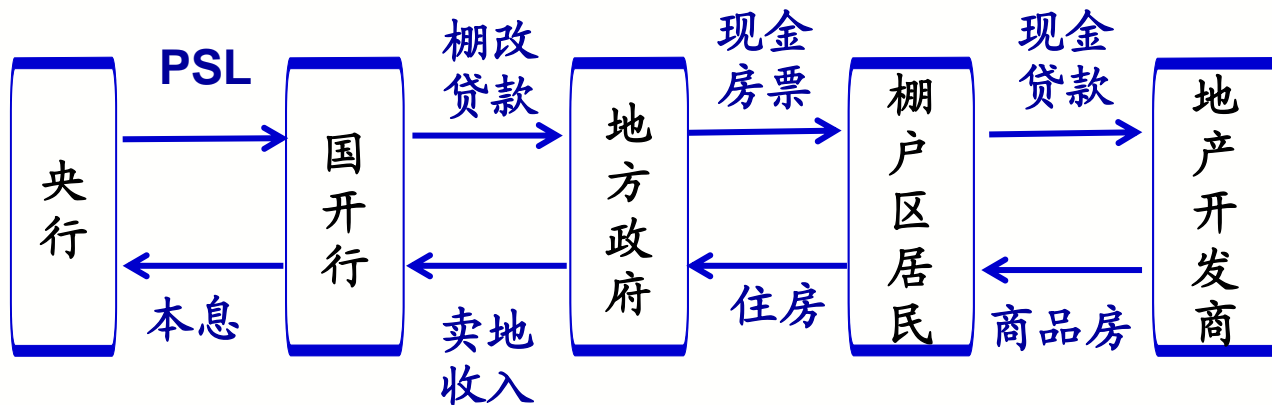
中国三线城市地产库存去化周期



棚户区货币化安置：央行出资、居民买房

而为了刺激三四线城市居民买房，政府加大了棚户区货币化安置力度，其实质是将大量棚户区住房拆掉，然后通过央行提供贷款，经由国开行、地方政府将资金提供给棚户区居民，让其购买当地商品房，从而在短期形成巨大的购房需求。

棚户区货币化安置过程



棚改贡献一半销量

在过去的3年，中国棚改货币化安置的比例逐年提升，从14年的10%、到15年的29.9%，到16年的48.5%。17年各地棚改货币化安置的目标平均约60%，但得益于国家的大力鼓励，我们估计实际货币化安置比例已经接近70%，按照600万套以及户均85平米测算，贡献3.6亿平米商品房销量，占当年商品房销量的20%，贡献了7%的商品房销量增速，接近全国14%的商品房销量增速的一半。

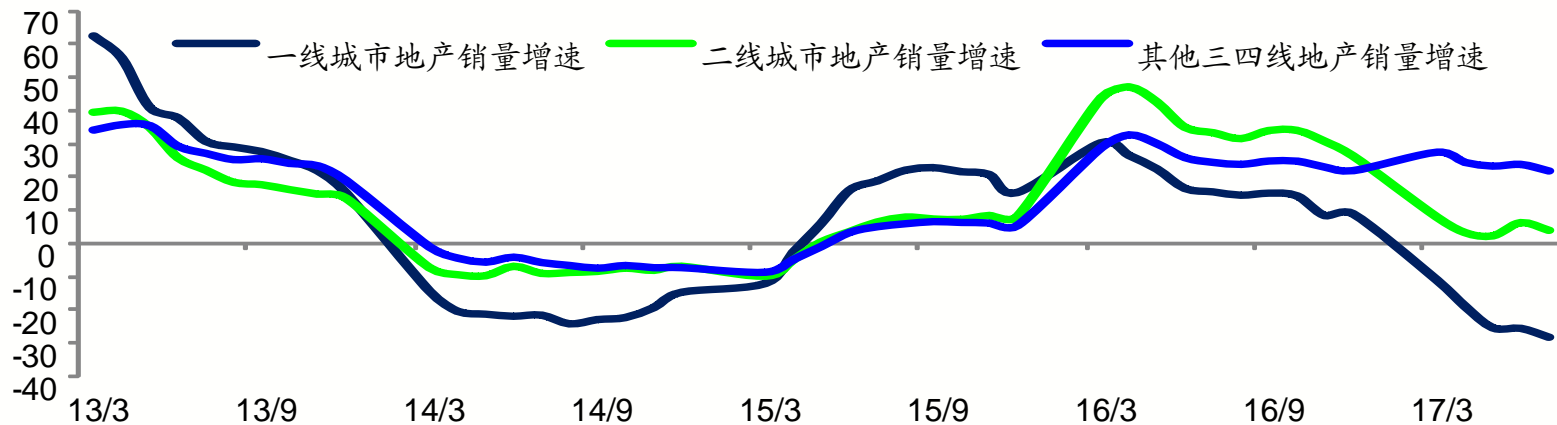
棚户区货币化安置的贡献

	棚改目标 (万套)	货币化安置 比例	货币化安置 面积	贡献商品房 销售增速	商品房销售 增速	商品房销售 面积
2013	323				17.3%	13.05
2014	470	10%	0.4	3.07%	-7.6%	12.06
2015	601	29.9%	1.5	9.12%	6.5%	12.85
2016	606	48.5%	2.5	7.78%	22.5%	15.73
2017E	600	70%	3.6	7%	14%	17.93

三四线地产销售超预期

今年以来地产市场表现超预期，主要源于三四线城市的惊艳表现。从统计局数据来看，今年前7个月一线城市地产销量同比下降28%，二线城市地产销量同比增速降至4%，但广大的三四线城市地产销量同比增长21.7%。而以碧桂园、恒大为代表的内房股在香港市场大幅上涨。

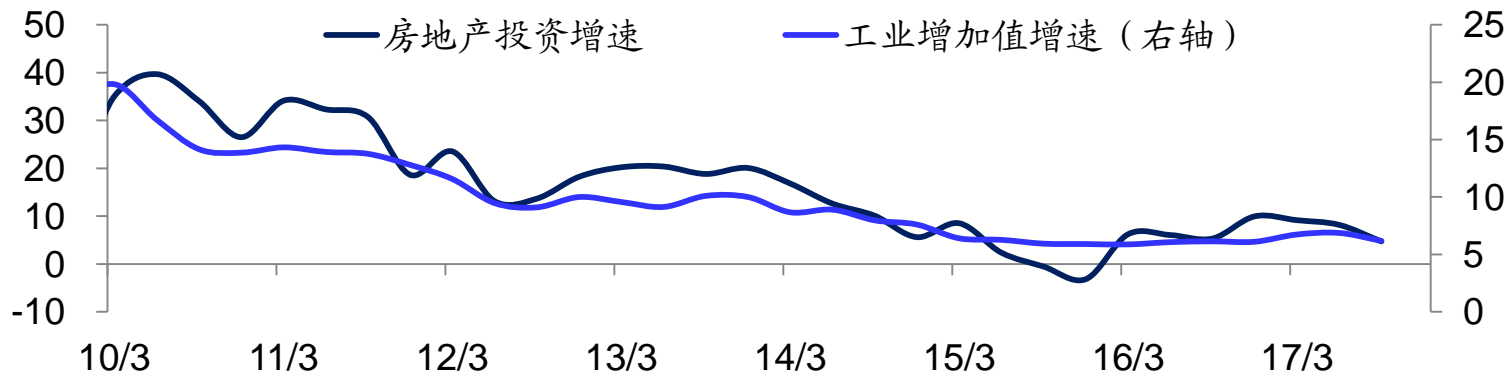
一线、二线、其他三四线地产销量增速 (%)



地产投资稳定经济

得益于地产销售超预期，上半年的地产投资增速高达8.5%，是稳定经济的主要动力。

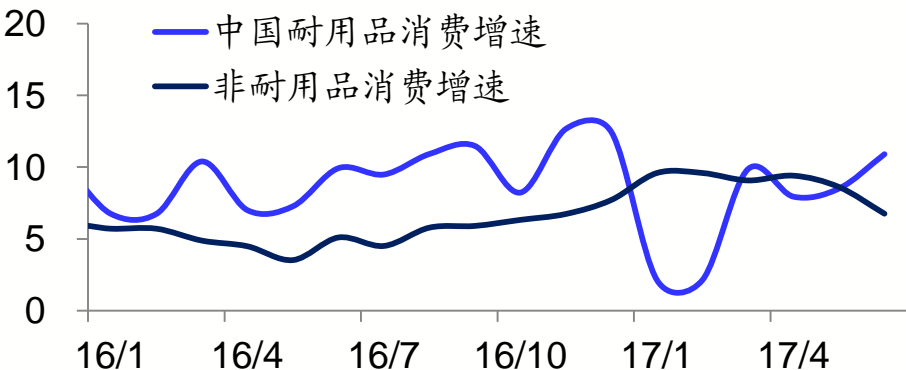
工业增加值增速、地产投资增速 (%)



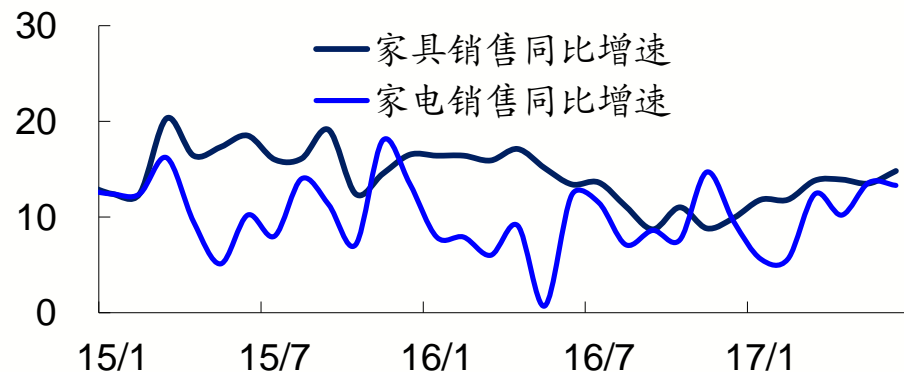
消费：地产相关耐用品增速回升

而三四线地产销售的回升同时带动了家具、家电等耐用品消费在2季度持续改善。

中国耐用品、非耐用品零售增速 (%)

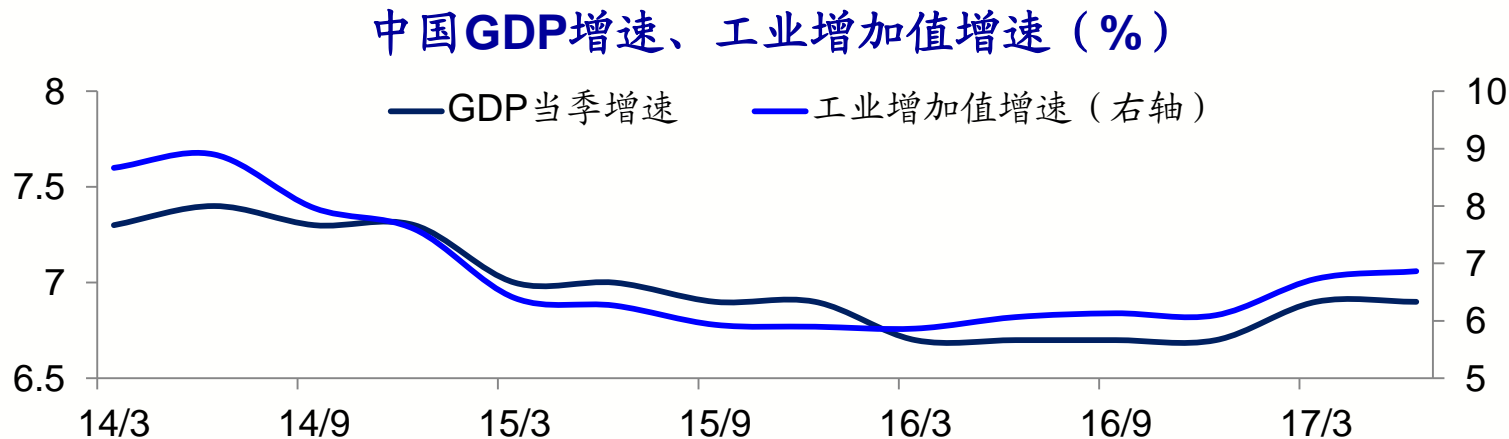


家具、家电零售增速 (%)



17年上半年：经济回升超预期

总而言之，17年上半年GDP增速回升至6.9%超预期，而6月工业增速也回升至7.6%的高位，从内需来看主要归功于去库存政策，三四线地产销量超预期带动了地产投资和耐用品消费，同时去产能政策推动商品价格反弹，对库存周期仍有支撑。



- 14、15年降成本：利率下降、股债双牛
- 16年去产能：商品大涨
- 17年去库存：三四线地产大涨、家电销售强劲
- 18年？

从资本市场的表现来看，14/15年在降成本的背景下，央行降息降准，带来股市债市短期双牛行情。16年去产能为政策主线，带来商品价格的大涨，应该以实物资产为主来展开配置。而17年去库存政策下，三四线城市地产销量大涨，带动家电等地产相关消费，而房价上涨的财富效应也推升了高档白酒等高端消费。问题是未来的政策主线是什么，会产生什么影响？

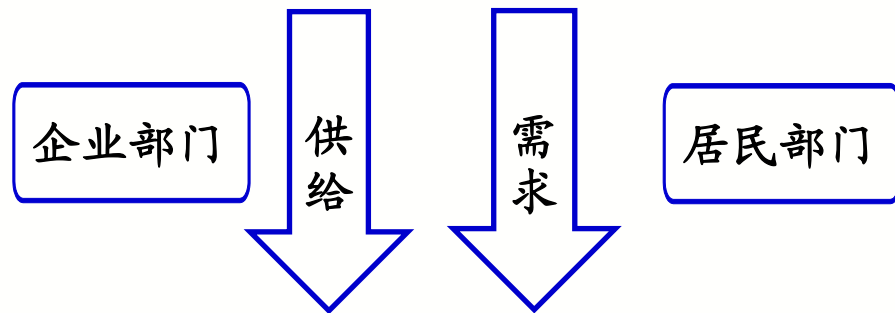
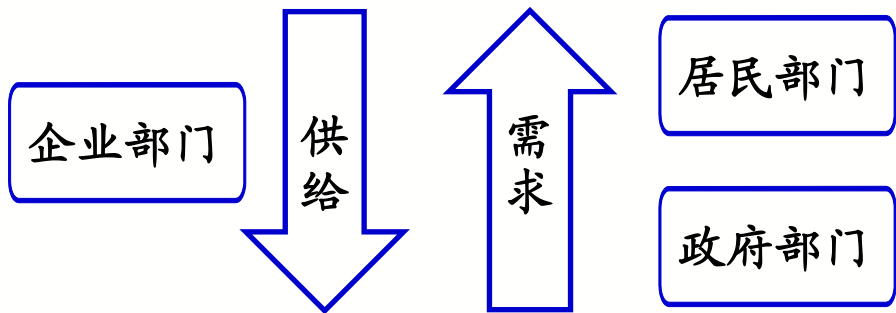
1. 投资过度、改革供给
2. 从降成本、去产能到去库存
3. 稳货币、去杠杆
4. 去伪存真、价值为王

中国转杠杆：居民政府加杠杆、企业去杠杆

从本轮全球经济来看，问题都出在举债过度，但欧美式的去杠杆是居民和企业部门节衣缩食，供给和需求同时收缩。而我们的去产能和去库存目标是减少供给，但其实并没有真正把过剩的房地产和工业产品去掉，过去两年的地产和钢铁等产销量持续创新高，说明企业生产的过剩产品越来越多，而且被居民和政府高价接走了，到目前为止我们是在转杠杆而非去杠杆。

中国式转杠杆

欧美式去杠杆



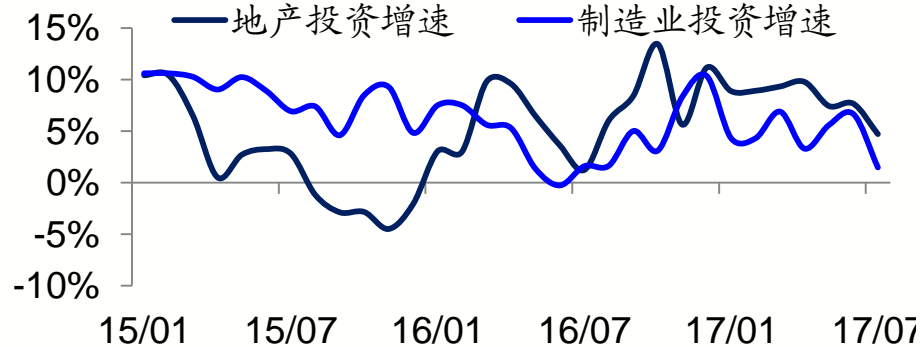
企业杠杆率未降

过去两年的去产能大幅改善了煤炭钢铁等过剩产能行业的盈利，证明供给收缩是中国工业的重要出路。但由于居民和政府部门增加了需求，减轻了企业部门的负担，价格上涨反过来又给了企业部门错误的信号，意味着又可以加杠杆了，而17年上半年中国地产投资、制造业投资增速低位回升，地产新开工面积依然高于销售面积，意味着中国企业部门的债务杠杆率并没有真正下降。

中国非金融企业部门负债/GDP



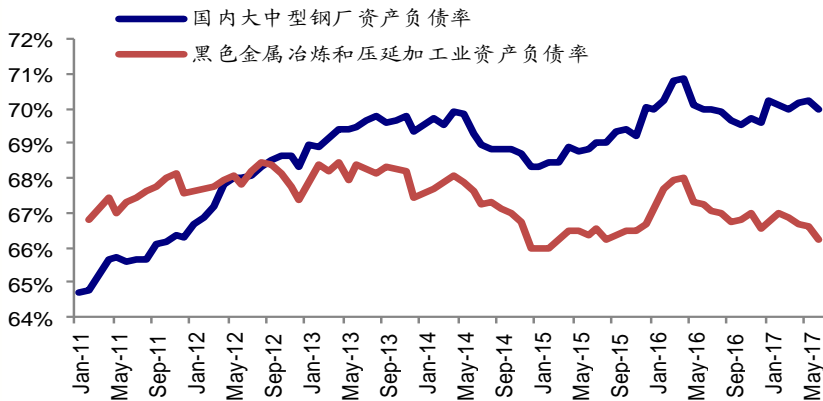
中国地产、制造业投资增速



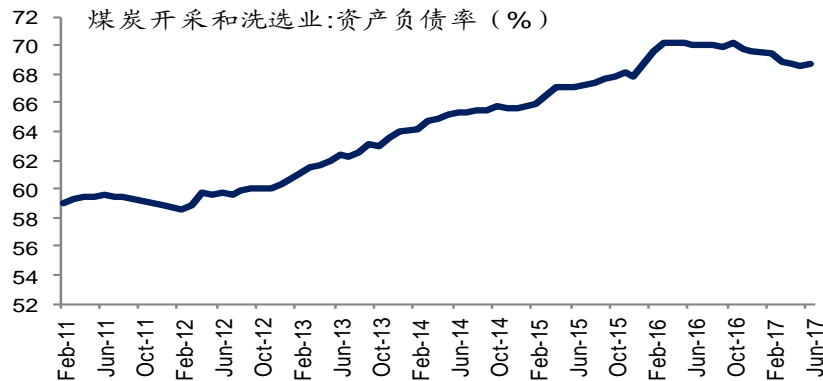
钢铁、煤炭债务率仍高

即便从过去两年去产能力度最大的钢铁、煤炭两大行业的微观数据来看，整体资产负债率仍位于历史高位，中钢协统计的国内大中型钢厂整体资产负债率从16年4月峰值的70.9%下降到了今年6月的70%，仅降了不到1个百分点，债务杠杆高的问题依然严重。

钢铁行业资产负债率变动



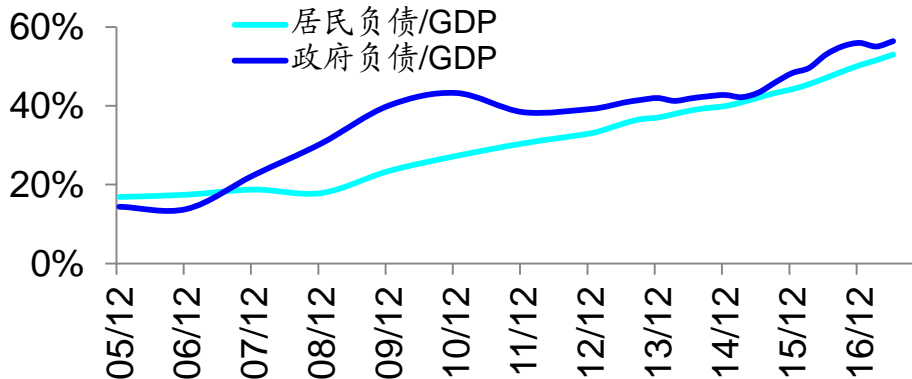
煤炭行业资产负债率变动



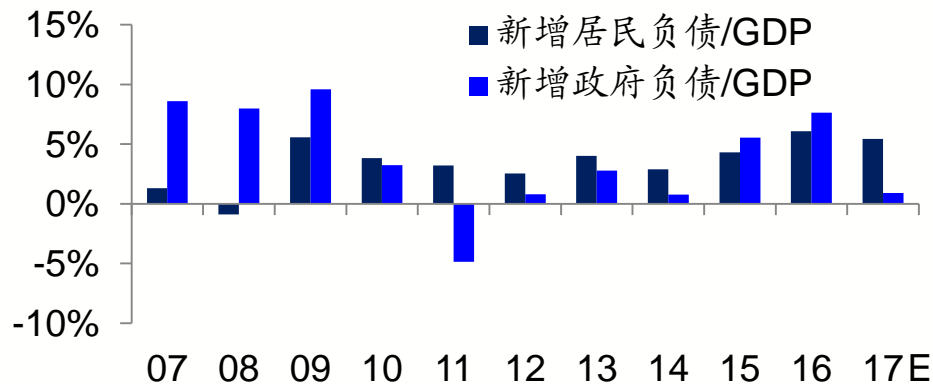
居民举债过快

而在居民和政府部门，由于过去两年迅速加杠杆，又带来了新的问题。**16年居民部门新增负债超过7万亿，17年上半年超过4万亿**，在房贷受限之后居民部门今年又通过短期消费贷疯狂举债，目前居民部门负债/GDP已超过**50%**，远超发展中国家平均水平，而美国居民部门负债/GDP超过**50%**的时候人均GDP已经达到**3万美元**，中国目前不到**8000美元**。过去的**3年半**中国居民部门累计新增举债**20万亿**，相当于此前**30年**的总和。美国居民负债/GDP从**20%**升至**50%**花了**40年**，而中国只用了**10年**，上升速度之快历史罕见。

中国居民、政府部门负债/GDP



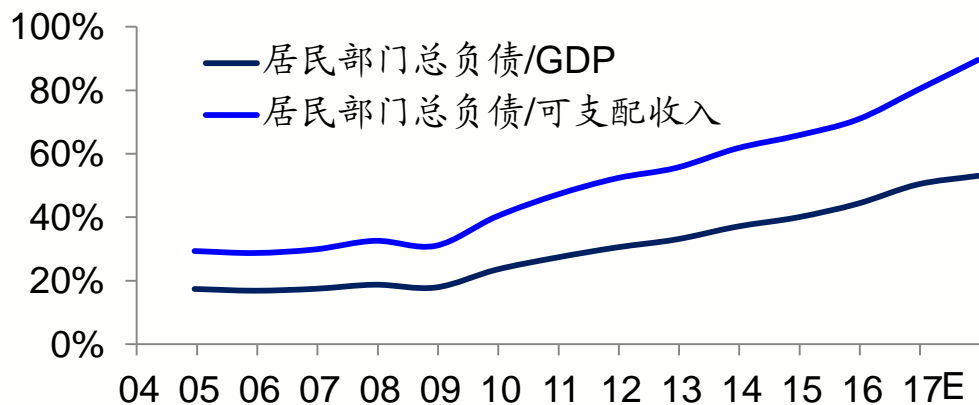
中国新增居民、政府负债/GDP



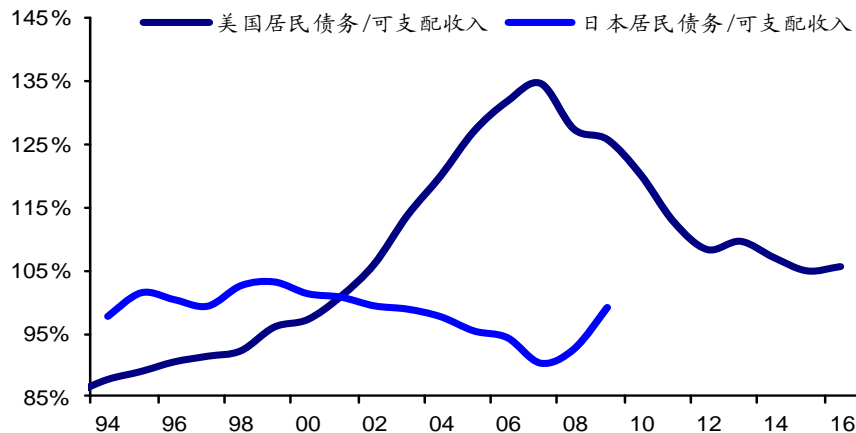
举债能力接近上限

但GDP是一国经济中各部门的总收入，所以要衡量居民部门的偿债能力，还要考虑收入分配的问题，看居民部门获得的可支配收入有多少。美国GDP的绝大部分收入分配给了居民部门，但我国居民部门只分配到了GDP的60%左右。我国居民部门债务占居民可支配收入的比重从2007年时的不足35%，已经达到了当前的90%。美国的这一比例曾在02年突破了100%，但危机爆发后迅速下滑，当前也仅是106%；而日本的这一比例从90年代以来基本都低于100%。这说明从收入角度看中国居民部门举债能力已经接近上限。

中国居民负债/GDP，负债/可支配收入



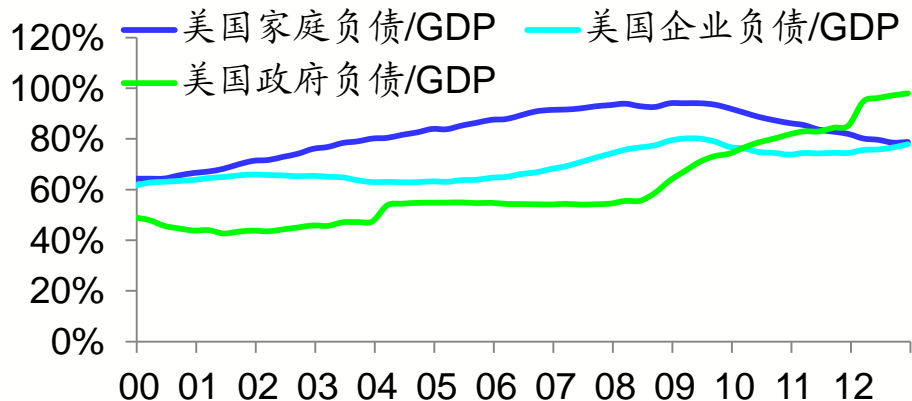
美日居民债务与居民可支配收入之比



美国去杠杆：金融市场出清

美国经济在08年金融危机以后持续复苏，而股市也走出了长牛行情，一个重要原因在于企业在过去八年几乎没有增加投资，使得企业盈利持续改善。而美国企业的去杠杆并不是靠政府政策，而是靠金融部门收缩杠杆，减少无效的金融供给，使得居民和企业的超额举债丧失了来源。这意味着去杠杆的关键不在经济本身，而在于金融市场，需要减少过剩的金融和货币供给。

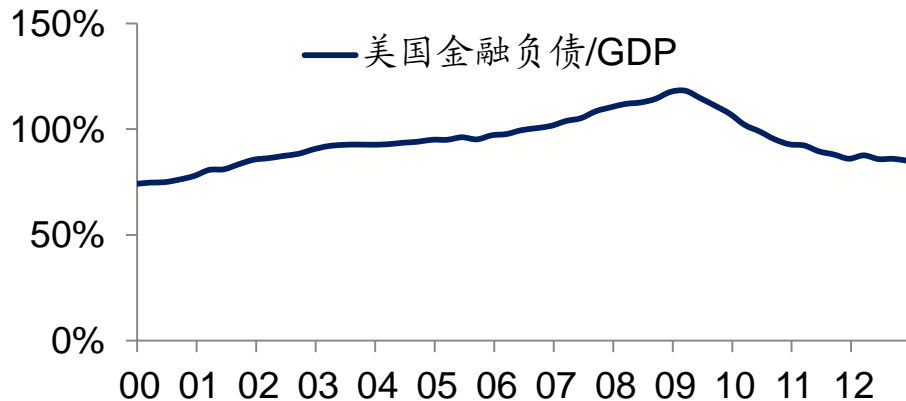
美国各经济部门负债率



资料来源：WIND，海通证券研究所

29

美国金融部门负债率

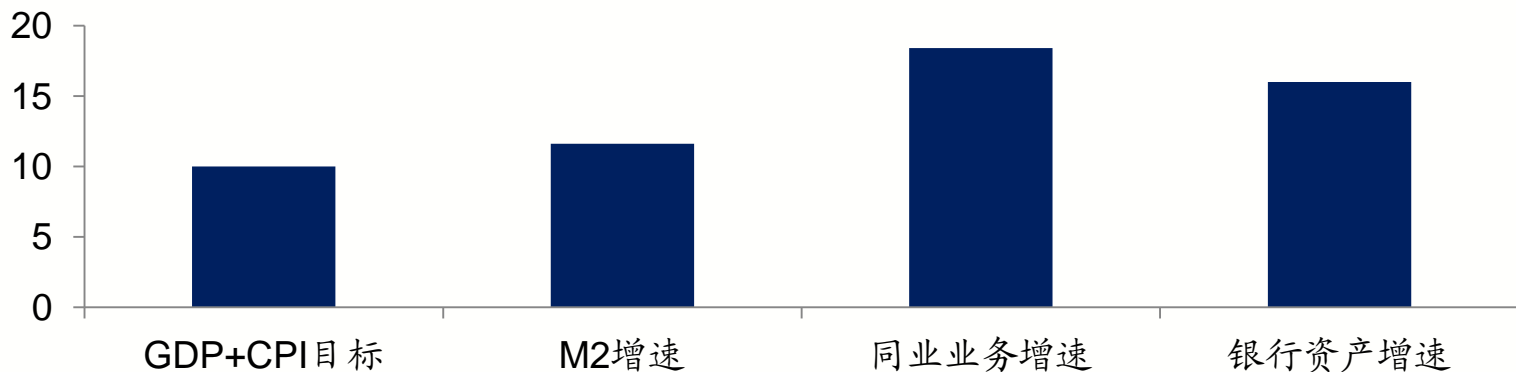


请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

中国货币超发、经济脱实向虚

金融是为实体服务的，因而货币增速应该满足经济需要。从16年的情况看，我国GDP增速目标是6.5%-7%，CPI目标是3%，因而10%左右的货币增速就足以满足经济通胀需要，而M2增速在11.6%，貌似差距不大，但16年银行同业业务增速接近20%，银行资产总增速高达16%，远超10%的经济增长需要，导致经济脱实向虚，产生了严重的资产泡沫。

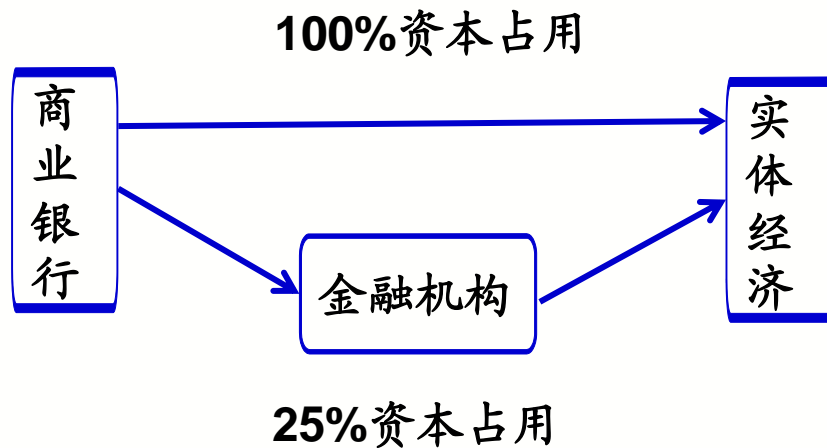
2016年实际货币严重超发 (%)



银行同业扩张：“创新”逃避监管

银行本身是高杠杆业务，10%的资本充足率对应的是10倍的杠杆，各国历次金融危机几乎都与银行危机有关，所以各国都对银行有严格的监管，要求银行的每一笔贷款都要占用100%的风险资本。这意味着按照中国银行业10%左右的资本充足率，其信贷资产扩张增速只能在10%左右，而中国银行业过去每年扩张速度远超10%，核心诀窍是通过同业业务逃避资本监管，通过表外借用其他金融机构间接放贷，就只用占用25%的风险资本甚至不占资本，相当于使用了40倍甚至更高的杠杆。

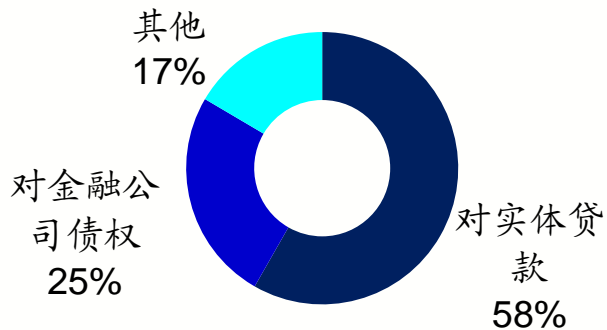
银行逃避监管套利



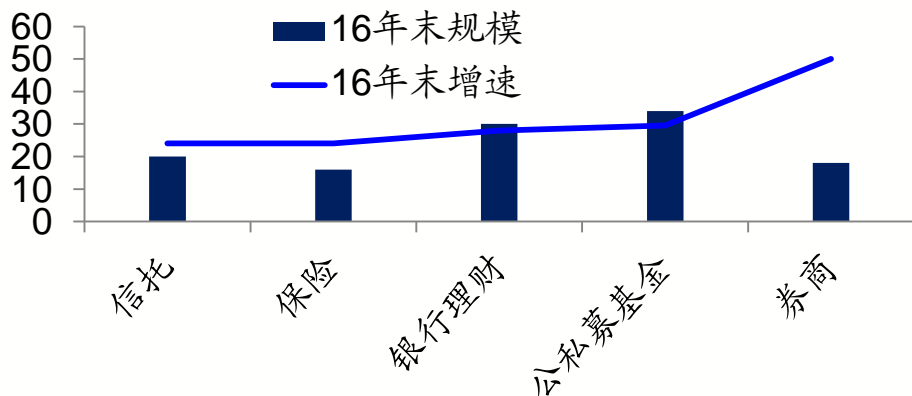
中国金融繁荣：影子银行大发展

目前信托行业规模超过20万亿，券商资管接近20万亿，基金子公司超过10万亿，而这些行业的核心业务有个共同的名称叫做通道业务，也就是作为银行的表外资产而存在。从16年中国银行业的资产负债结构来看，传统的存贷款业务占比在3/5左右，而金融市场有关的资产负债业务已经占据1/4的规模，这说明影子银行在中国已经举足轻重。

2016年中国银行业资产结构



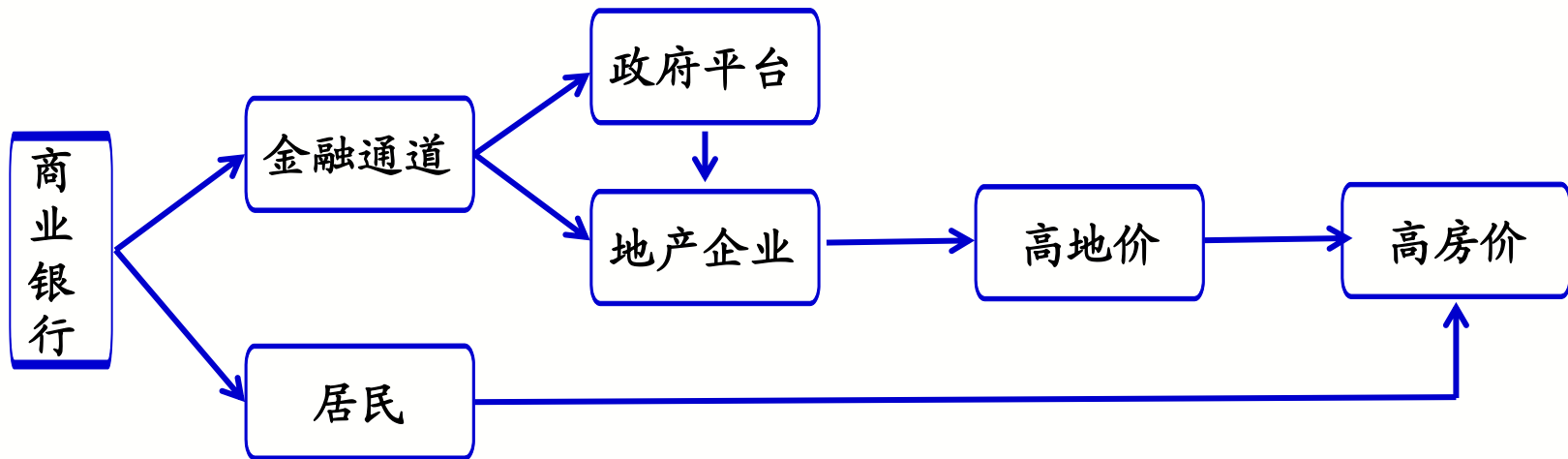
16年末非银金融行业规模（万亿）、增速（%）



地产泡沫是如何炼成的？

而各种影子银行，其资金流向就是融资平台和房地产，这也是中国式地产泡沫的根源。资金从商业银行流向影子银行，再流向融资平台和地产企业推高地价和房价，最后再通过商业银行给居民贷款买房，就形成了地产泡沫的完美循环。

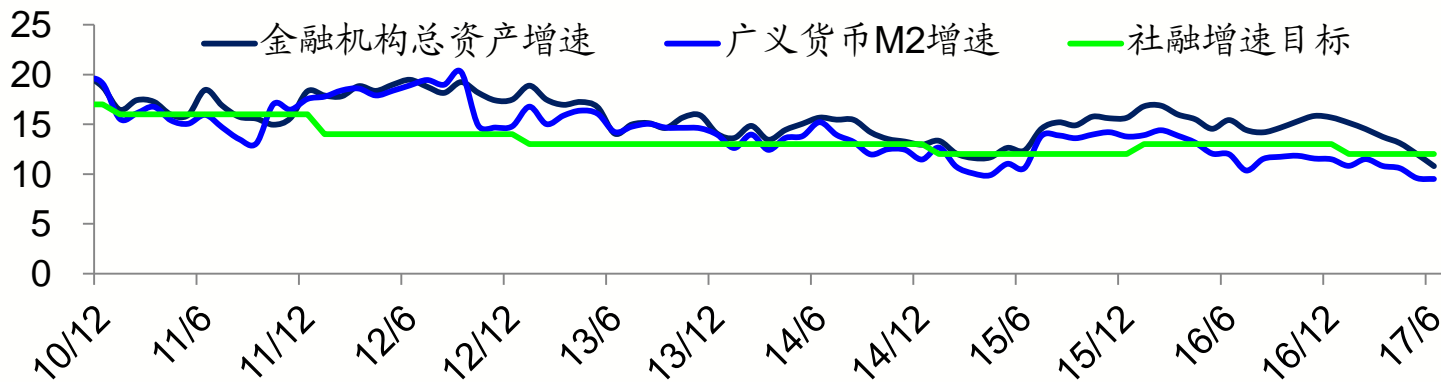
地产泡沫是如何炼成的？



MPA考核：银行资产增速下降

17年上半年，从央行到银监会出台了各种政策，其目标是用资本充足率约束银行扩张，降低银行的资产增速。到了17年6月，银行广义资产总增速降至11%，广义货币M2增速降至9.4%，已经降至12%的货币增速目标附近甚至以下，有观点认为金融去杠杆已经取得了阶段性成果，因而去杠杆会暂时告一段落。

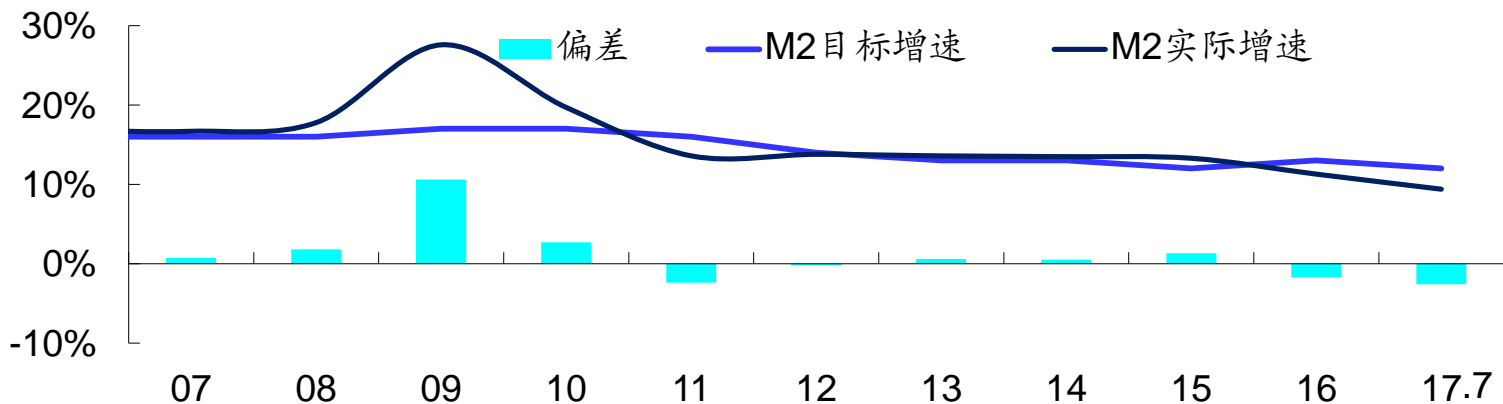
金融机构总资产增速、M2增速、社融目标增速（%）



金融工作会议：去杠杆、控总量

7月的金融工作会议提出要推动经济去杠杆，坚定执行稳健的货币政策，处理好稳增长、调结构、控总量的关系。这是政府首次把去杠杆、控总量放在最核心的位置，而控总量其实就是控制货币总量，这意味着政府将接受货币增速下行，17年7月的M2增速降至9.2%，远低于12%的年度目标，央行也明确表示广义货币增速低增或将成为新常态，这意味着中国金融市场迎来了出清的机会。

中国M2目标增速、M2实际增速



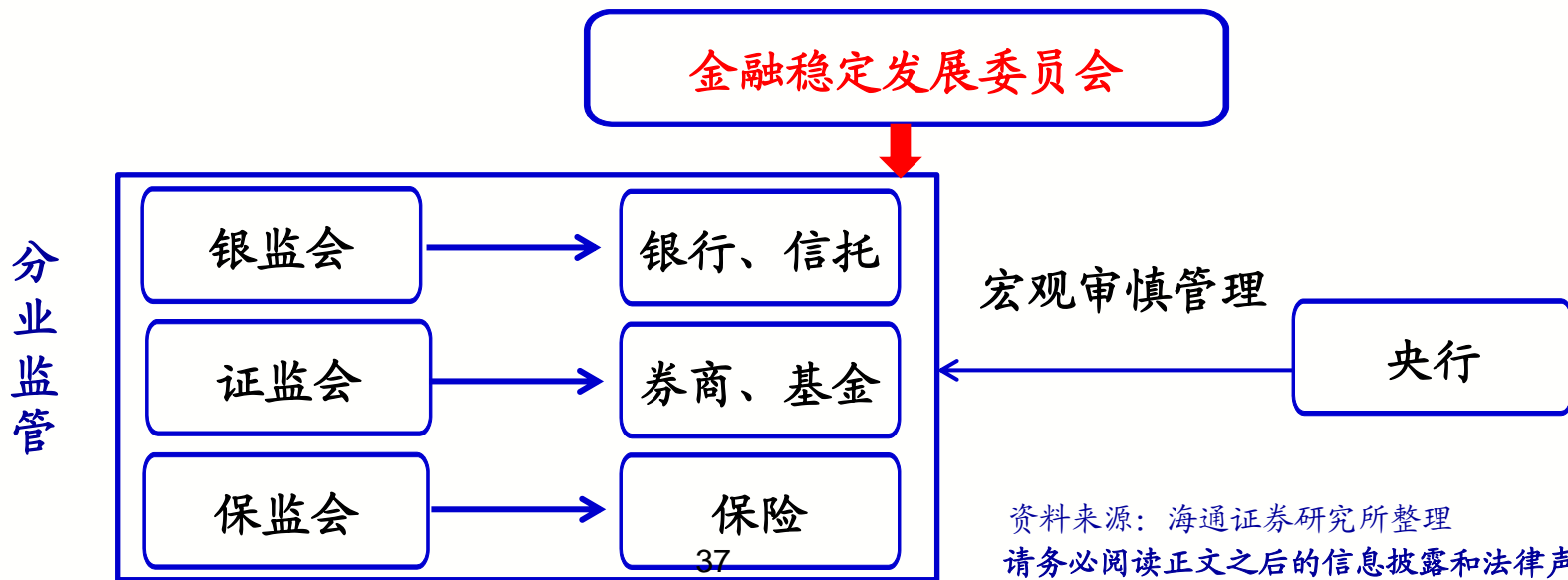
过去几年金融行业蓬勃发展，一个重要的因素是创新驱动，但除了支付宝之类让生活更便捷的创新之外，另外一大类是逃避监管的“创新”。而金融工作会议定调加强金融监管协调，政治局会议表态整治金融乱象，央行表态继续实施稳健中性的货币政策，银监会表态有计划、分步骤，深入整治乱搞同业、乱加杠杆、乱做表外业务等市场乱象，都意味着未来金融行业进入强监管时代。

- ▶ **金融工作会议：**加强金融监管协调、补齐监管短板。设立国务院金融稳定发展委员会，落实金融监管部门监管职责，并强化监管问责。突出功能监管和行为监管。
- ▶ **政治局会议：**要深入扎实整治金融乱象，加强金融监管协调，提高金融服务实体经济的效率和水平。
- ▶ **央行：**继续实施稳健中性的货币政策，把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置，加强金融监管协调，强化宏观审慎管理和逆周期调节。
- ▶ **银监会：**着力防范流动性风险、信用风险、影子银行业务风险等重点领域风险。有计划、分步骤，深入整治乱搞同业、乱加杠杆、乱做表外业务等市场乱象。

从分业到混业监管，落实资本约束

过去影子银行大发展的一个重要原因是存在监管漏洞，银行把资产挪到了别人表上，金融机构实际上是混业经营，但我们的监管框架依然是分业监管。而金融工作会议成立了金融稳定发展委员会，有望设置在一行三会之上，形成混业监管框架，对资管行业全面穿透式管理，补上监管漏洞。而欧洲在欧债危机以后，将欧洲银行业的核心资本充足率提高到了10%，欧洲的银行业大幅降杠杆，回归到信贷主业，老老实实研究如何把资金投入实体经济，最终使得经济逐步恢复了健康。

加强混业监管，落实资本约束

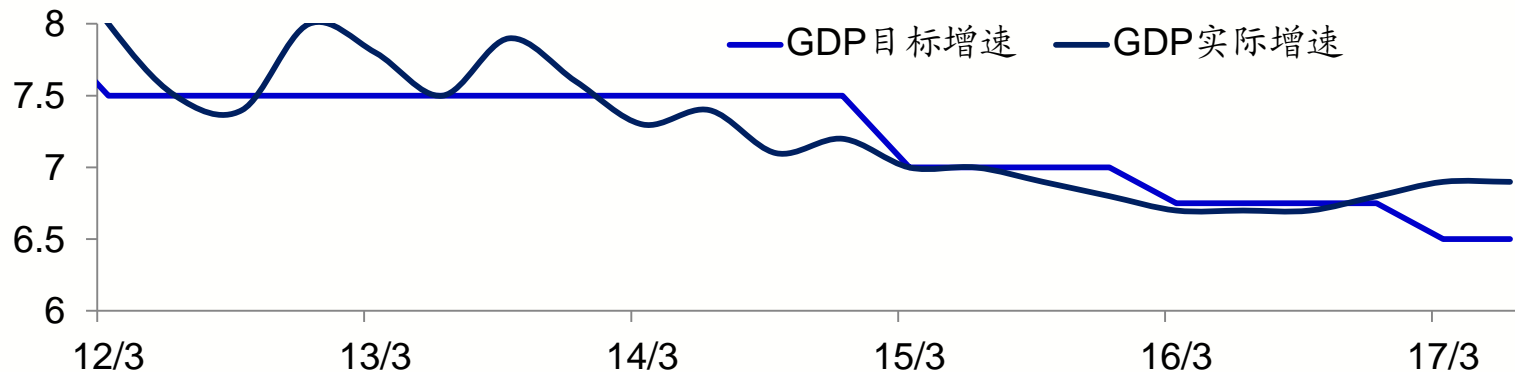


资料来源：海通证券研究所整理
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

稳定压倒一切VS及时释放风险

在政治角度，为了迎接十九大的顺利召开，稳定压倒一切，金融去杠杆在3季度暂时休兵，而央行也在6月份短期放松了货币政策。但今年的GDP目标增速仅为6.5%，目前6.9%的GDP增速已经远超年度目标，加上海外经济复苏对外需也有支撑，因此从经济角度看当前其实是难得的内部风险释放窗口，因而十九大以后金融去杠杆有望继续展开。

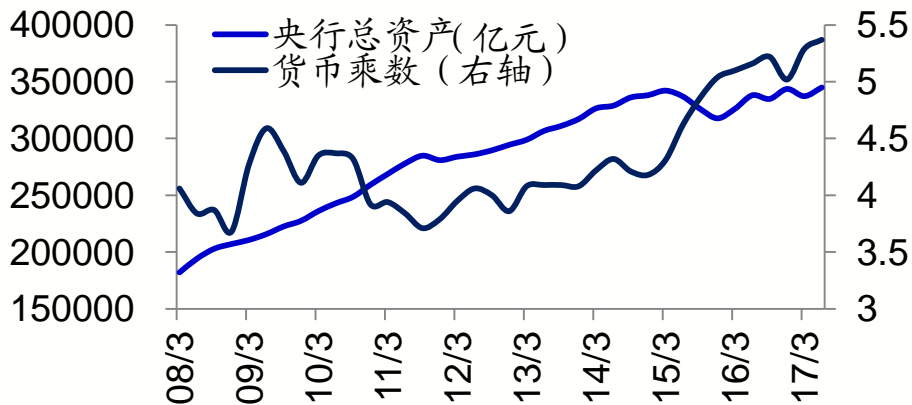
GDP目标增速、实际增速 (%)



中性货币：央行削峰填谷、利率高位稳定

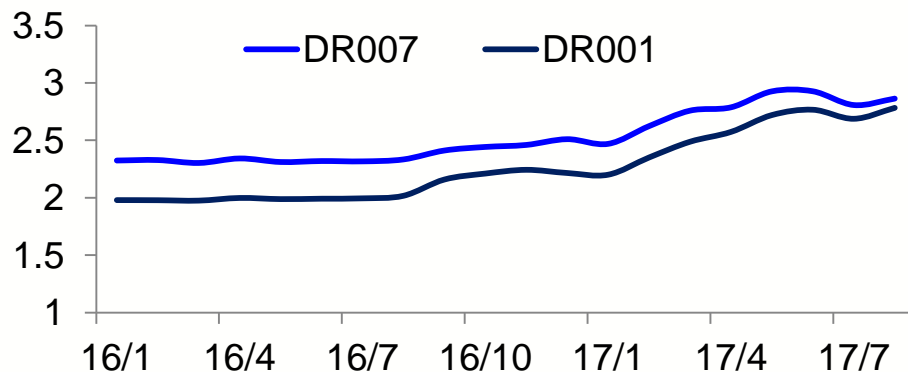
在2季度货币政策报告中，央行明确表示执行中性稳健货币政策。6月份由于季末考核短期填谷，但7月份以来削峰，流动性总量并不宽松，标志性的存款类金融机构回购利率DR007在6月短期回落，7月中旬以来又再度小幅回升，目前稳定在2.8-2.9%，比16年上半年提升约50bp，这意味着央行中性货币政策取向未变，短期内货币政策难以放松。

央行总资产、货币乘数



资料来源：WIND，海通证券研究所

存款类金融机构回购利率 DR007、DR001 (%)



请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

1. 投资过度、改革供给
2. 从降成本、去产能到去库存
3. 稳货币、去杠杆
4. 去伪存真、价值为王

联储加息失效，缩表影响重大

如果央行紧缩货币，未来会发生什么变化？今年年初市场也对美国加息高度紧张，结果发现美国加息对经济和市场毫无影响，原因在于美联储加息未能提升长期国债利率，而投资消费等行为和长期利率关系更大。事实上，在04-07年美联储曾经17次加息，也未能防止次贷危机的发生，也在于当时美联储没能影响长期国债利率。因此，在次贷危机发生以后，美联储启动了三轮QE，相当于在降息失效的情况下直接降低长期国债利率。与之相应，今年美联储缩表的影响应该远大于加息，因为这也相当于直接提高长期国债利率。

美国10年期国债利率、联邦基金利率 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

美国10年期国债利率、联储资产总规模

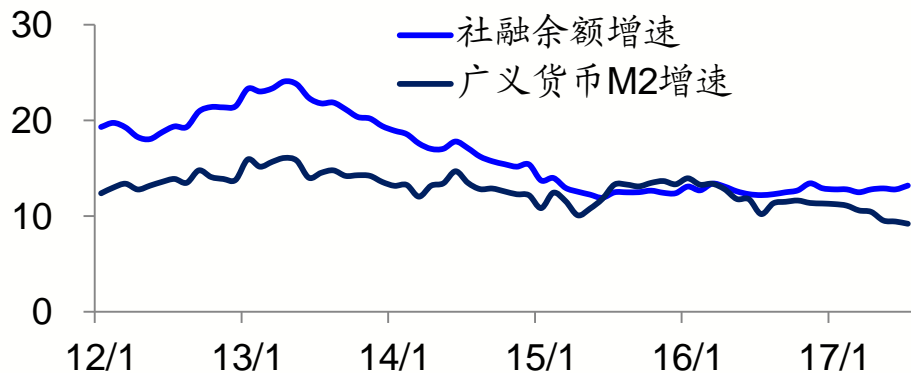


请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

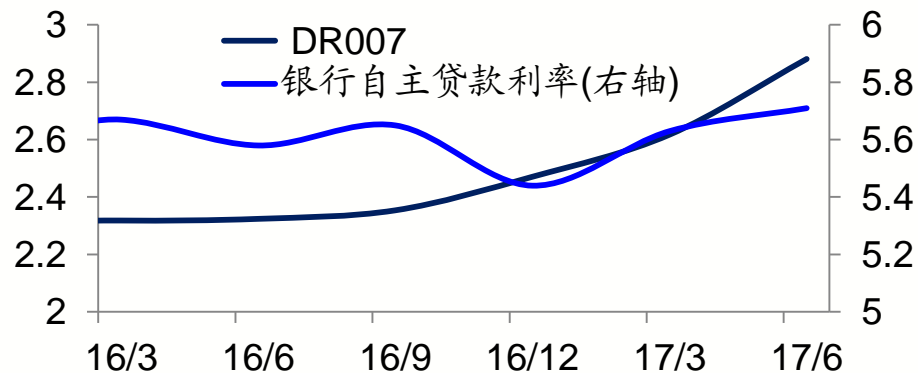
货币增速失效、货币传导生变

在中国也发生了类似的现象，虽然上半年央行货币政策持续收紧，广义货币M2增速显著下行，但货币紧缩对资本市场和经济的影响都有限。原因在于过去央行直接调整存贷款基准利率，因而影响会立竿见影，但本轮央行仅在金融市场上调了货币利率，而银行自主贷款利率上调相对偏慢，信贷的增加弥补了其他融资的萎缩，社融总量余额增速保持平稳。

社融余额增速、M2增速 (%)



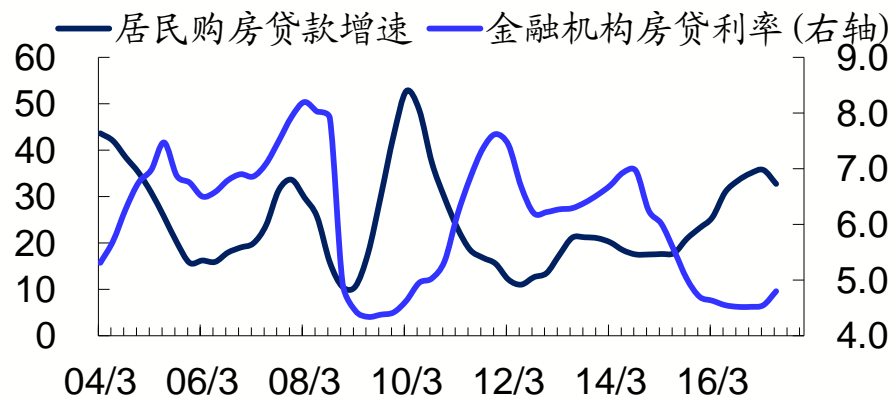
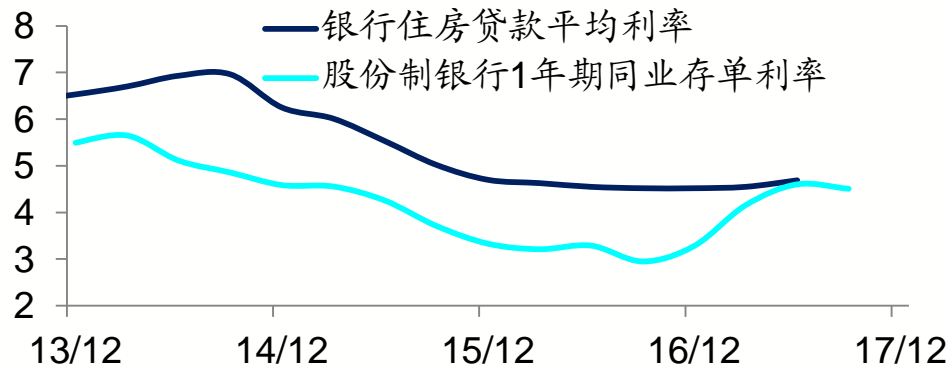
货币利率DR007, 银行自主贷款利率 (%)



贷款利率上行、房贷增速回落

但是货币政策短期无效并不意味着永远无效，央行提高货币利率以后，银行在金融市场的融资成本显著上升，1年期同业存单利率从去年的3%上升到目前的4.5%，只要央行货币政策不松，未来贷款利率仍有上行压力。而过去银行大力发展表外业务的核心原因是逃避资本占用，但上半年银行信贷大量回归表内，意味着银行资本充足率面临巨大压力，下半年银行的信贷供给不足，上调贷款利率也是必然的选择。而随着房贷利率的上升，2季度的房贷增速也出现了明显的下行拐点，这意味着下半年房地产市场下行压力将加大，很可能重回负增长。

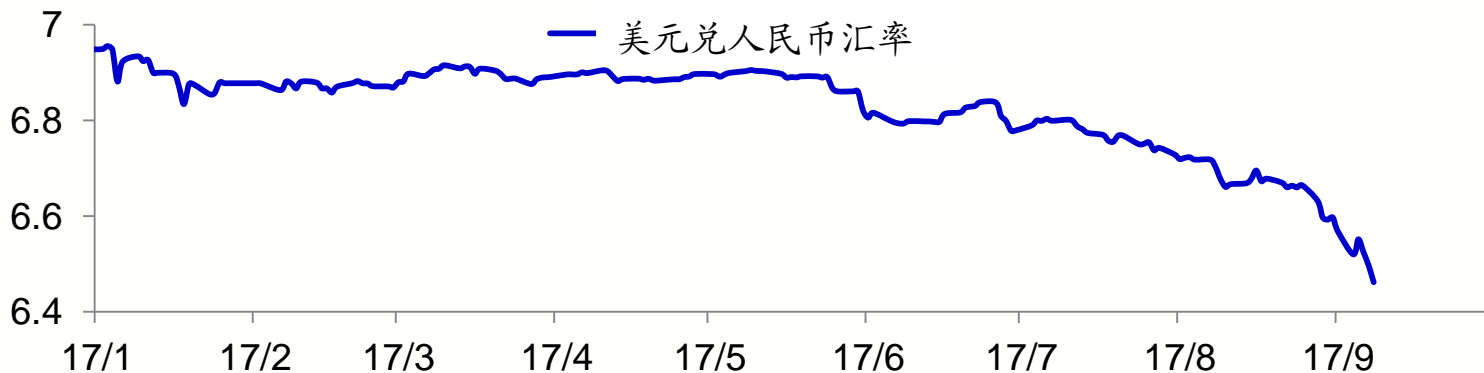
住房贷款利率、1年同业存单利率（%） 居民购房贷款增速、金融机构房贷利率（%）



会不会重走放水老路

会不会重新放水？问题是地产销售回落以后怎么办？今年表现好的周期和金融行业，源于上游涨价和利率上升，但这全部都是经济的成本。今年下游好歹还有地产和出口接盘，明年如果地产销售下滑，升值抑制出口，那么需求该怎么办？政府会不会走到货币放水的老路？再度放松地产政策？

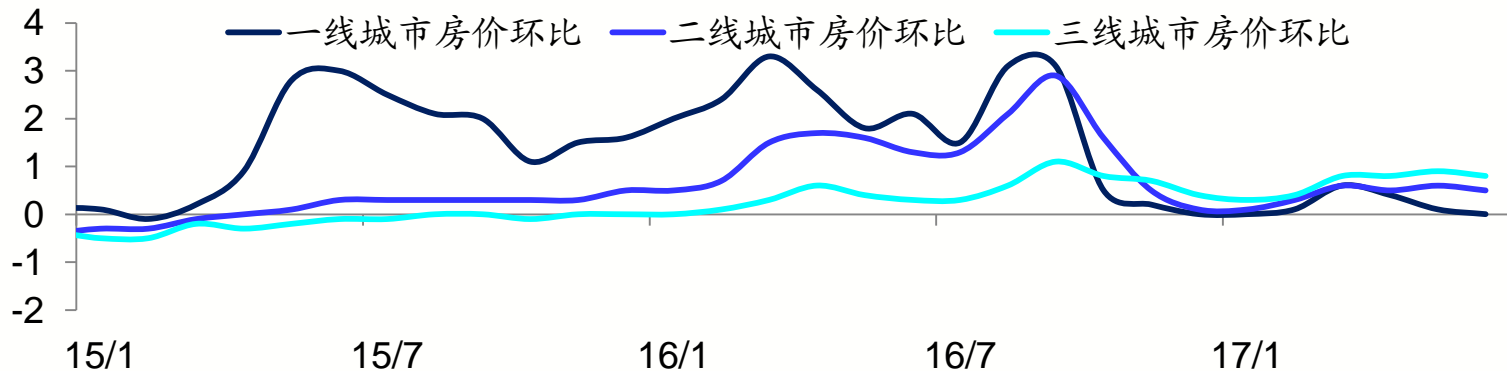
美元兑人民币汇率



地产泡沫扩散，难走放松老路

我们认为，本轮地产销售回落以后，政府不会回归放松货币刺激地产的老路。过去两年的居民加杠杆主要发生在一二线城市，而在一二线城市的房价泡沫可以认为是短期泡沫，毕竟一二线城市有人口流入、产业教育等资源的支撑，长期看可以靠时间化解。但今年的居民加杠杆主要发生在三线以下城市，三四线城市普遍缺乏人口、产业和资源的支撑，目前靠的是棚改刺激居民购房需求，短期房价大涨隐含的长期泡沫风险更大。

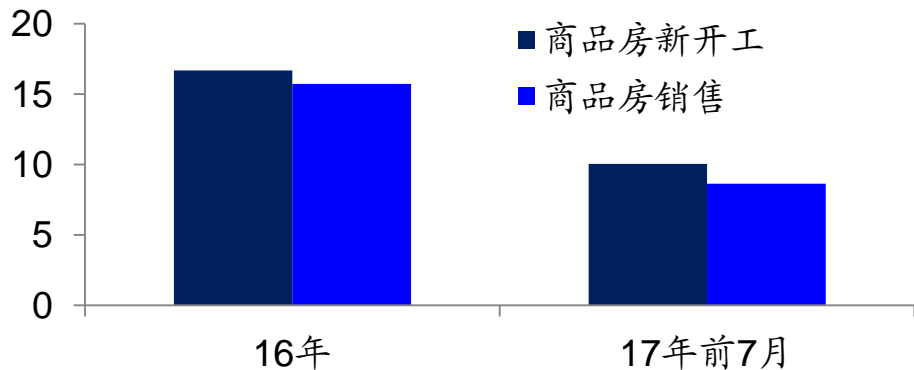
中国一二三线房价环比涨幅 (%)



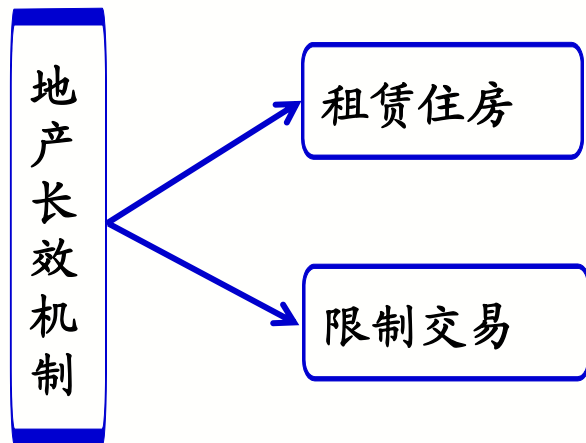
租售并举限制交易，长效机制抑制投机

在人口老龄化的城市化放缓的大背景下，中国地产面临长期需求不足的问题，因此最优选择是抑制地产投资，只要地产投资增速下降，那么三四线城市的房价就不会出现大幅下跌。如果放任地产商再度拼命拿地开工，那么地产库存是永远去不完的。所以，我们认为本轮地产库存去化之后，政府一定会抓紧时间建立长效机制，一二线城市的问题是供给不足，需要大力发展租赁住房增加供给，而三四线城市的问题是需求不足，需要降低供给，我们观察到沈阳等库存去化明显的城市对居民二套以上商品住房限售5年，就是在抑制投机交易，没有买卖就没有伤害，这种情况下地产商也很难回到炒高地价、高价卖房的老路。

商品房新开工、销售面积（亿平方米）



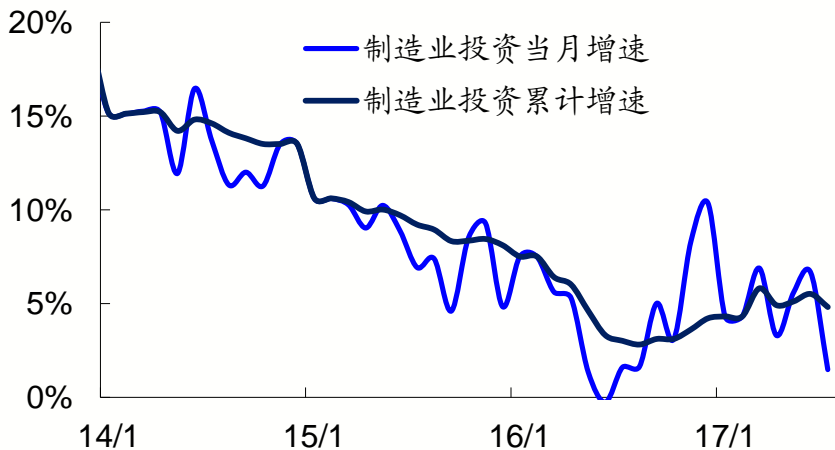
地产长效机制：租售并举，抑制投机



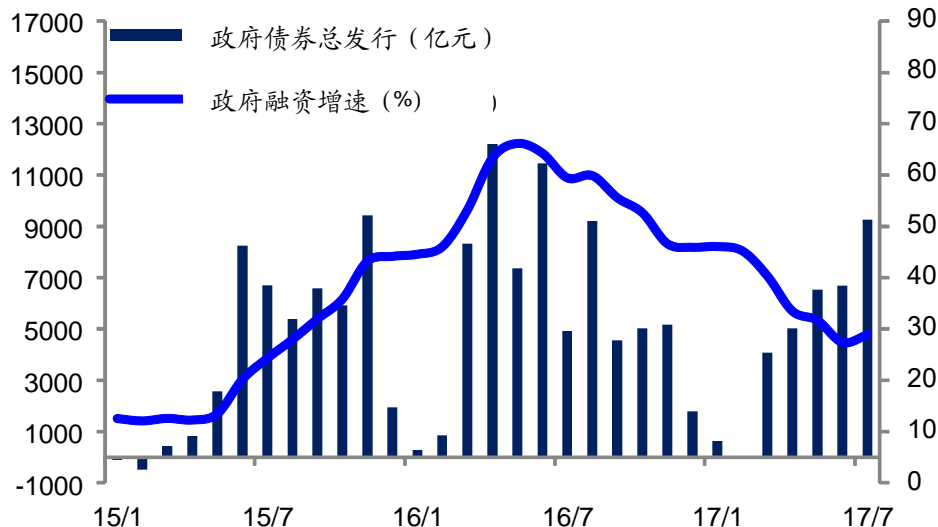
设备投资难升，政府融资趋降

此外，今年市场的另一个热点话题是设备投资周期启动，在我们看来这条路是走不通的，如果再启动一轮设备投资，那就意味着新一轮产能过剩。未来防止商品价格再度暴跌的最优选择是减少供给，抑制设备投资增速回升。而金融去杠杆的推进将从源头抑制制造业和设备投资扩张。此外过去几年的经济回升起始于15年政府债务置换，而17/18年的政府债务置换即将全部结束，这也意味着政府融资增速趋于下降。

制造业投资当月、累计增速 (%)



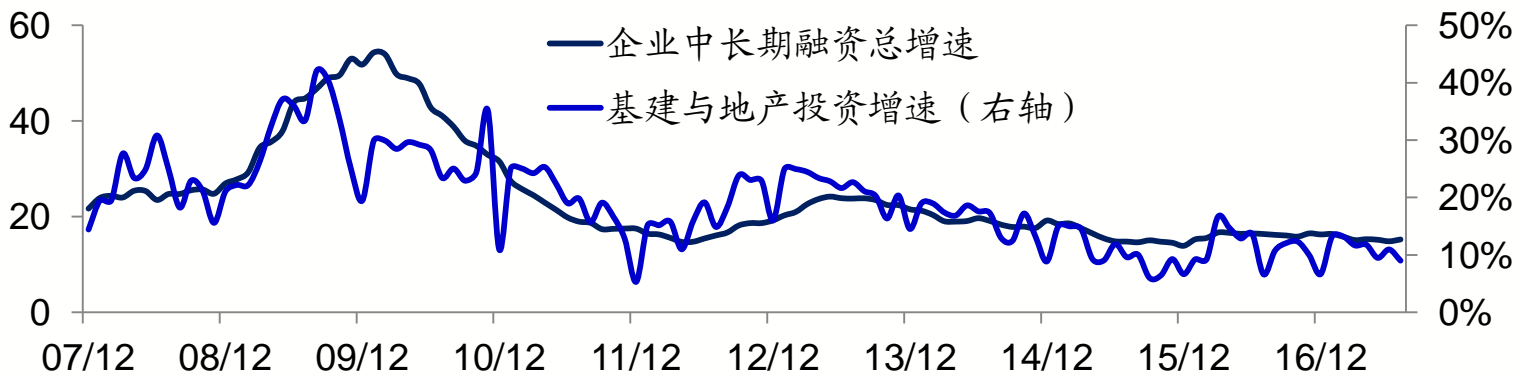
政府债券总发行、政府融资增速



需求难以扩张

因此，我们认为在控制货币总量的大方向下，信用泛滥的时代已经结束，而靠货币和投资驱动的增长模式已经走到了尾声，没有需求扩张的大故事。

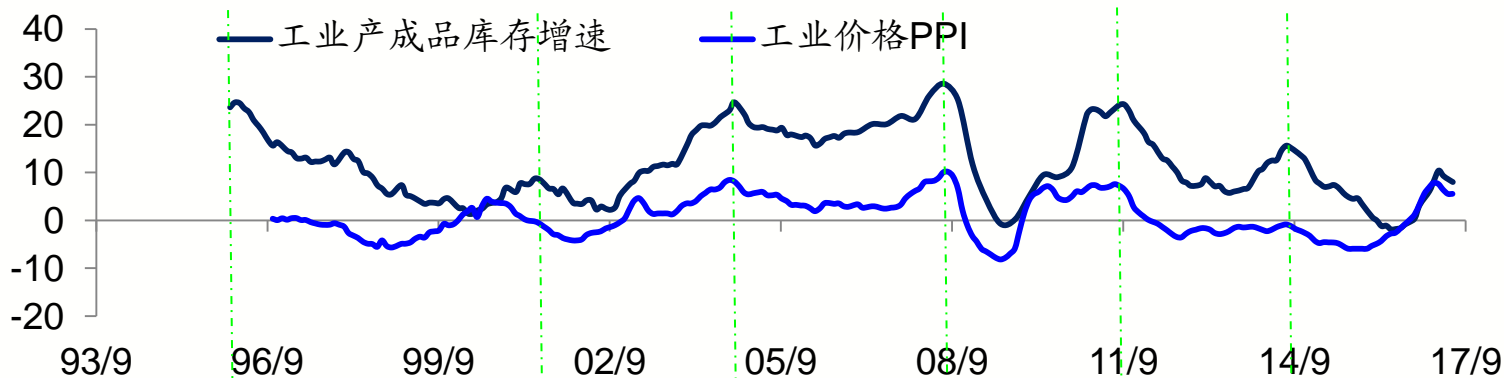
企业中长期融资和基建与地产投资增速 (%)



库存周期已近尾声

去产能下商品价格大幅上涨，在16年中启动了库存周期，工业产成品库存增速在16年6月最低达到-1.9%，而到了17年4月回升至10.4%，这也是过去1年当中经济回升的重要动力。但从中国库存周期的历史经验来看，库存水平与价格同比涨幅密切相关，今年虽然商品价格也有反弹，但由于高基数效应，PPI同比增速下滑的趋势明确，工业产成品库存增速也连续三个月下滑，这也意味着库存周期已经步入尾声阶段，未来产成品库存有去化压力。

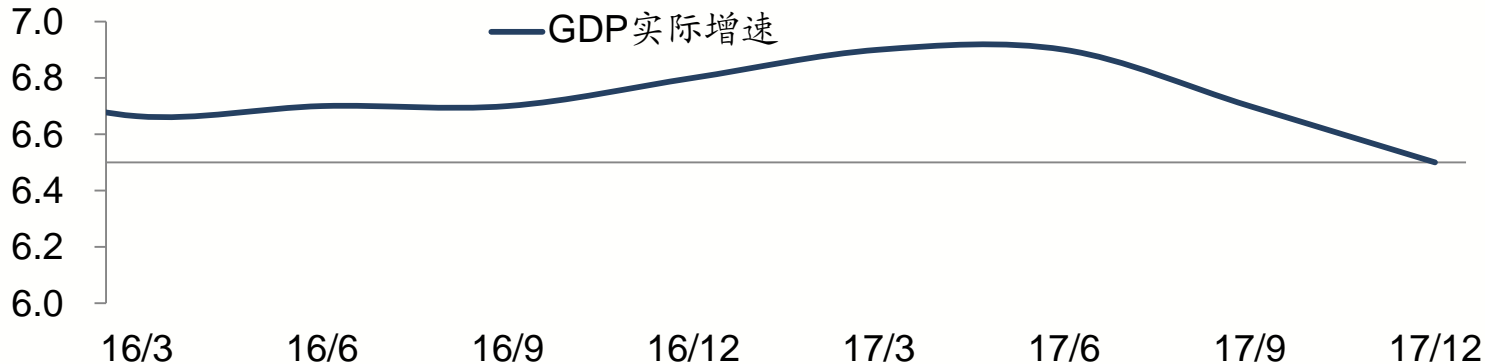
工业产成品库存增速、工业价格PPI (%)



经济增长高点已现

总结来说，我们预测17年下半年存货周期已结束，而紧货币将向紧信用传导，贷款利率趋升，地产和基建投资趋降，去产能下制造业投资难升，经济下行风险将明显增加。预测3季度GDP增速降至6.7%，4季度GDP增速降至6.5%。

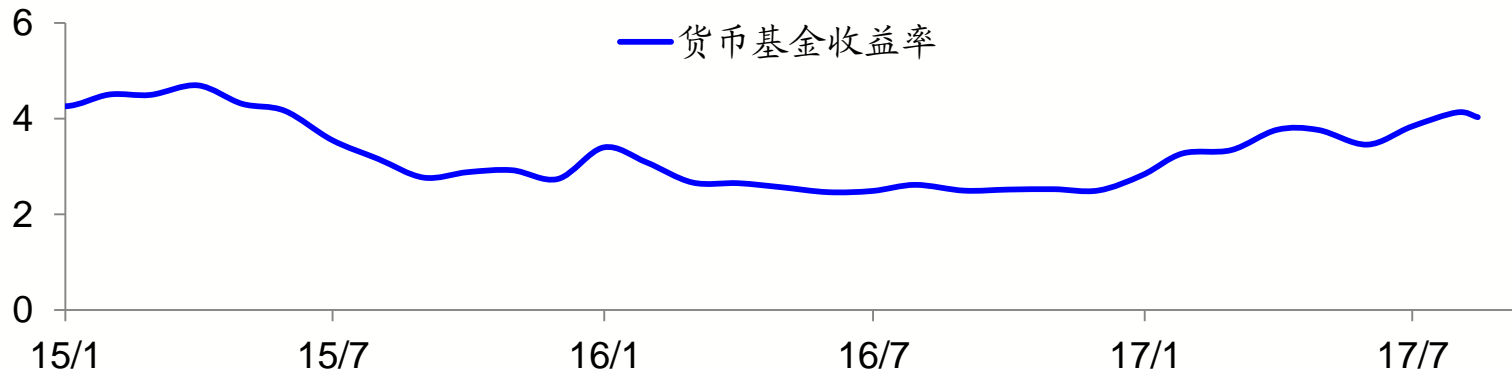
GDP增速及预测 (%)



货币价值提升、寻找长期机会

作为卖方研究员，我们在过去3年确实也在不遗余力的推荐，从14年的债市、15年的股市、16年的实物资产，但过去推荐的理由其实很简单，因为货币超发，所以拿着现金就会贬值，因此要第一时间把现金换成各类资产，而只要钱多，总归会有一类资产价格大涨。但是今年央行开始收货币，现金回报率高达4%，高利率下人民币开始升值，这意味着大家不用着急把货币换成资产，而应该冷静思考，到底未来哪些资产具有长期的投资价值。而不是简单追逐泡沫，比如说当前三四线房地产和商品的暴涨，短期看是机会，长期看更像是陷阱。

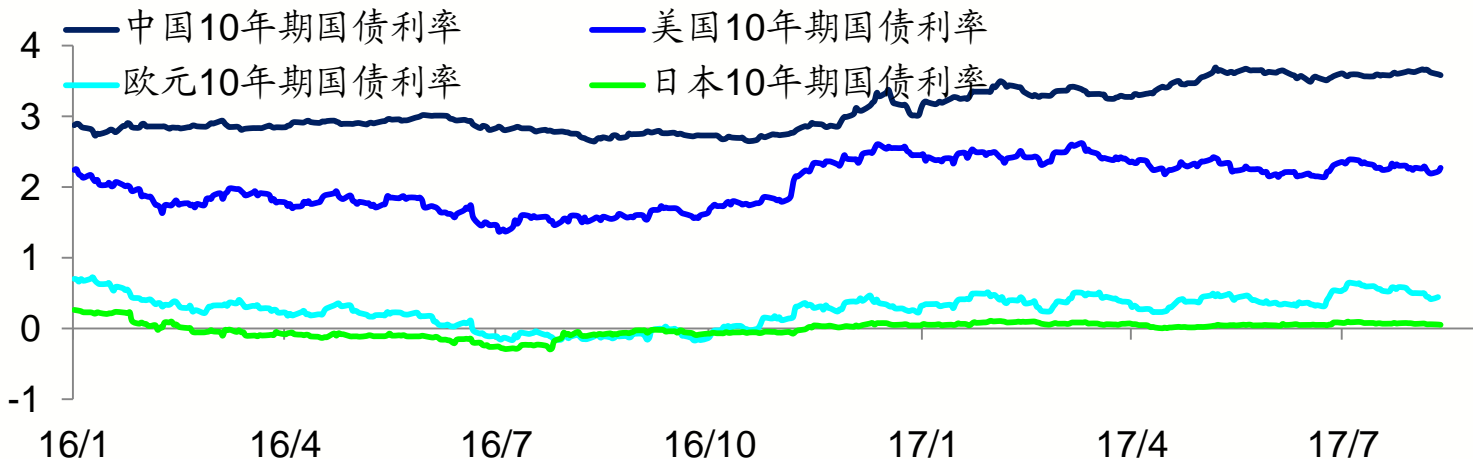
货币基金收益率 (%)



债市：从交易到配置

首先是债券类资产，如果未来政府严格控制货币总量，那么利率短期内将难以显著下降，债券的主要机会将在于配置而非交易。而今年以来国内保险股的上涨，其实反映的保险作为负债期限最长的机构可以配置更高收益的债券，从而获取更高收益。

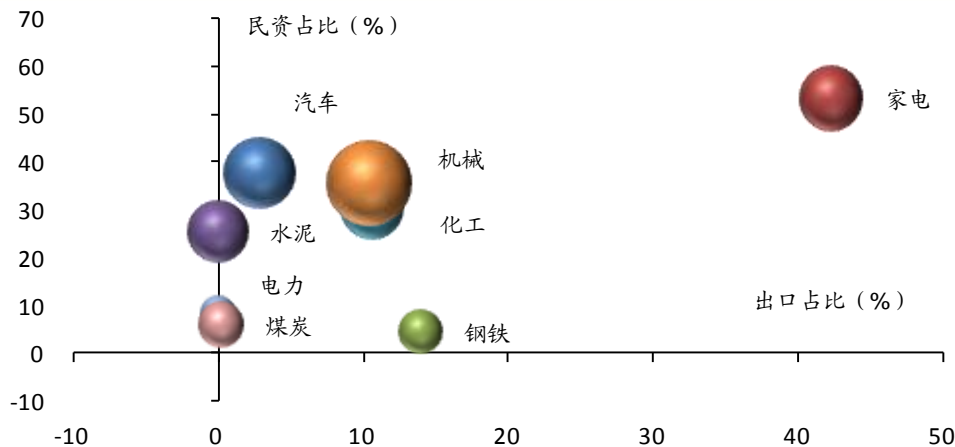
各国10年期国债收益率 (%)



周期性行业：供给收缩，剩者为王

在周期行业，我们认为没有需求扩张的大故事，因而主要的逻辑在于供给收缩，剩者为王。其中有两类企业值得关注。一是在民营企业占比高的行业，其退出会更加彻底，去过几年的造纸、水泥、化工（氨纶、粘胶为代表）正是这方面的典型代表。另一种是由政府主导的僵尸行业并购整合，从而实现行业“瘦身健体”。目前看，这仅可能发生在钢铁、煤炭、电力行业。

各周期性行业民资占比、出口占比与行业集中度：2016年（%）

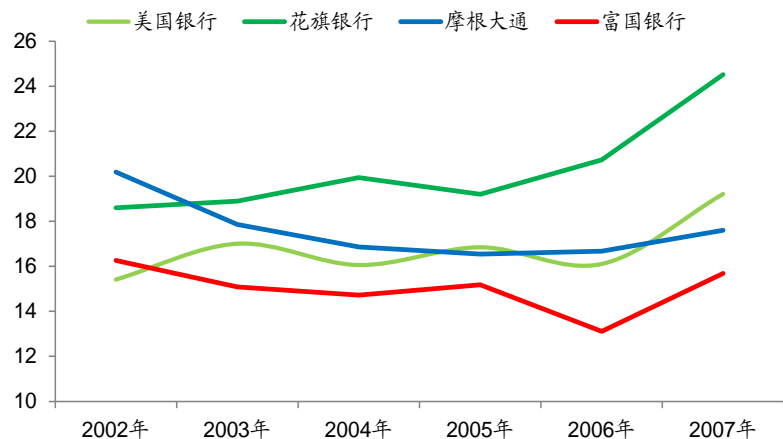


资料来源：WIND，海通证券研究所，
球形大小代表集中度高低

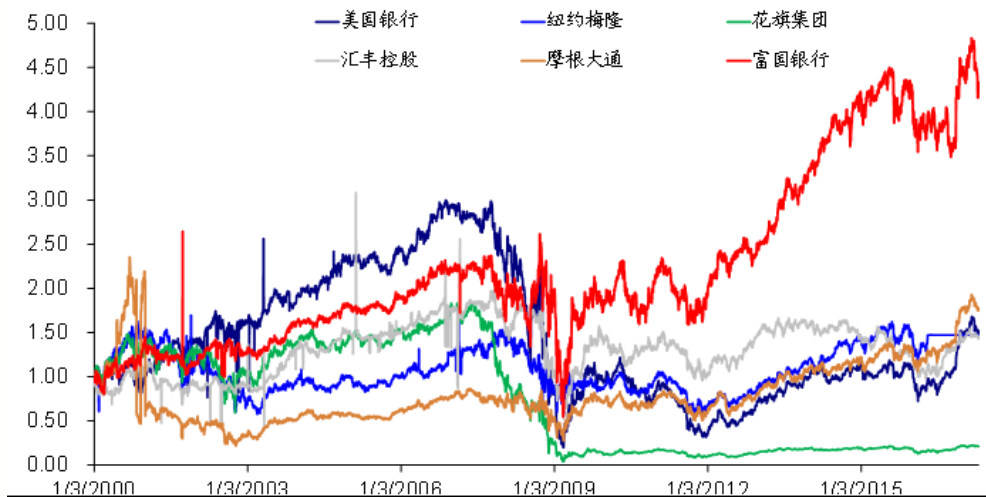
06/07年：富国银行主动收缩

再从金融行业来看，将会出现大浪淘沙的过程，那些没有节制，疯狂扩张的银行将会吃下苦果，但是能够逆势而为，主动收缩规模的银行，将有希望发展壮大。美国金融危机前后的富国银行和花旗银行就形成鲜明反差，花旗银行危机前激进经营、杠杆高企、再也没有恢复元气，而富国银行主动收缩业务，压缩杠杆，结果最早从危机中复苏，股价创出新高。

花旗银行、美国银行激进加杠杆（倍）



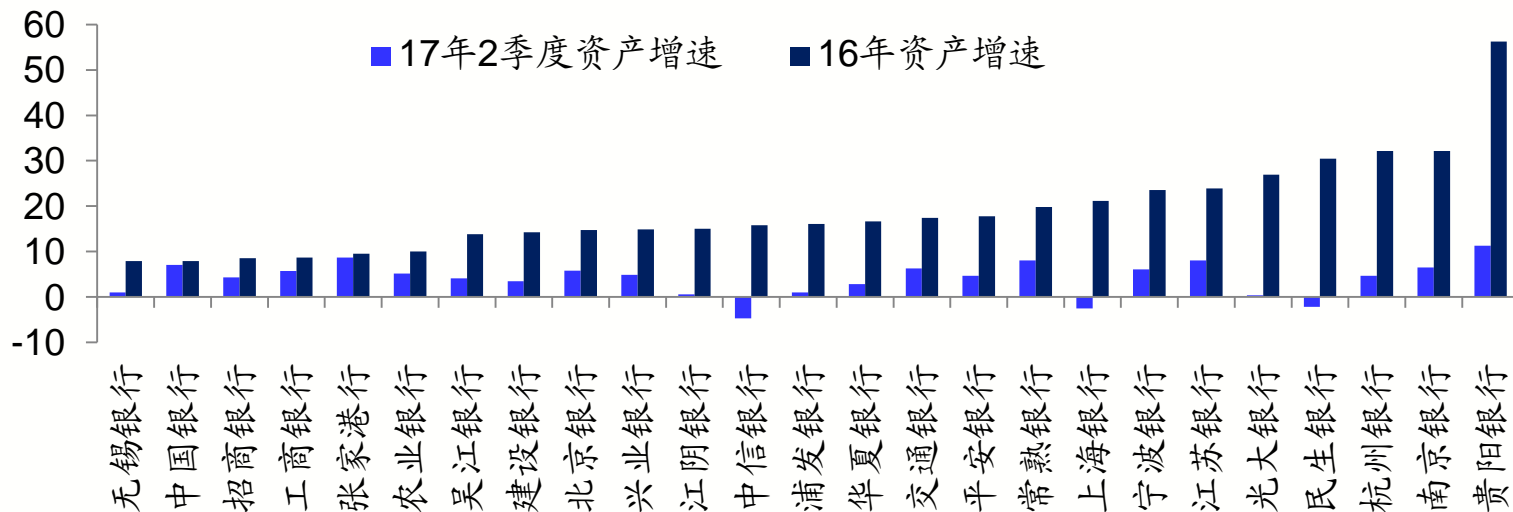
美国各主要银行股价（2000年为基期）



中国银行业：慢就是快

今年许多中小银行表现不佳，源于过去两年资产增速高达**30%**左右，远超**10%**的名义经济需要，也不符合**10%**的资本充足率约束，是金融去杠杆的整治对象，因而未来注定要过苦日子。而四大银行表现不错，原因在于其过去的资产增速稳定在**10%**左右，符合资本约束和经济发展需要，因而未来可以持续。而招商银行等也属于从去年开始主动大幅减速的银行。

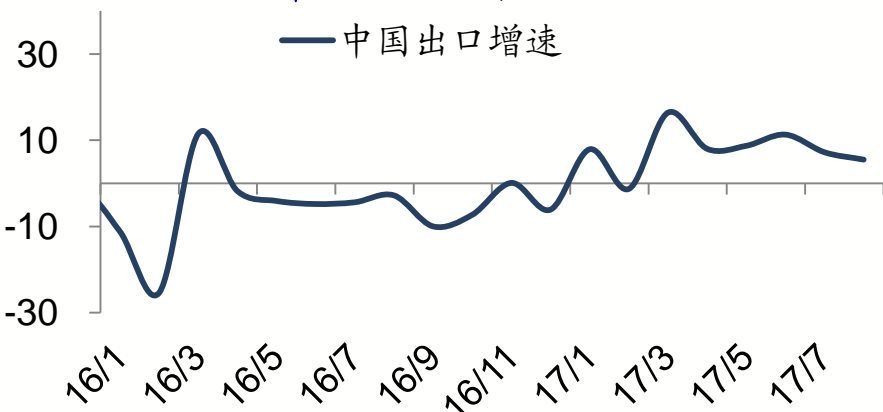
中国上市银行资产增速 (%)



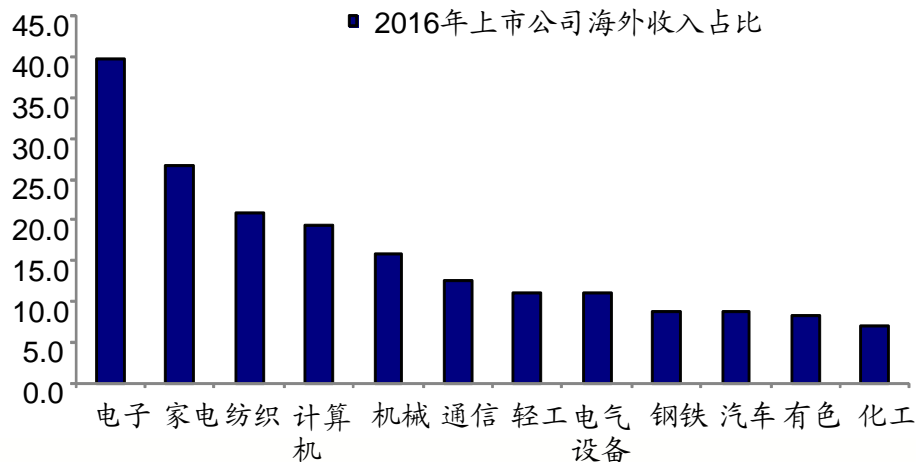
海外复苏、中国制造

虽然今年中国消费表现超预期，但其背后有两个可能原因，一是源于消费升级、比如从衣食住行转向教育医疗；二是源于房价上涨的财富效应。我们对教育、医疗等服务消费长期看好，但担心地产相关消费未来会受三四线地产回落的拖累。一个比较好的选择是寻找出口比较大的公司，目前海外经济复苏虽然缓慢，但是趋势向好，所以我们可以看哪些行业的出口增速比较高，出口依存度比较大，主要包括电子、家电、纺织、计算机等行业。总结来说，如果我们未来下决心收货币，虽然会付出地产泡沫破灭的代价，但如果大家的聪明才智不再去炒房炒泡沫，而把有效的资金用在中国经济真正需要的方向，那么中国经济将走向效率模式，资本市场才有长期价值。

中国出口增速 (%)



上市公司海外收入占比 (%)



分析师声明

姜超：宏观债券研究

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

宏观债券首席分析师 姜超

SAC执业证书编号：S0850513010002

电话：021-2321 2042

Email: jc9001@htsec.com

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。