

支出法计算 GDP = 消费 + 投资 + 政府支出 + 净出口

首席培训① 需求侧与供给侧分析框架

—— 地产政策周期异化与新一轮供给价值重估理论

GDP (名义GDP) = $\frac{\text{名义GDP}}{\text{实际GDP}}$

实际GDP + 价格指数变化 = 名义GDP → 名义利率

政府公布的目标 **考虑通胀**

国家统计局用

GDP核算方法: 生产法 = 各行业总产出 - 各行业中间投入

收入法 = 居民收入 + 企业收入 + 政府收入

支出法: $y = c + i + g + ex$

消费:

宏观中长期最确定用逻辑: 农村人口向城市转移 → 消费升级 (小孩和老人)

固定资产投资 (主要经济活动来源)

房地产投资

制造业投资

高技术制造业投资

基建

进出口: 全球总需求 (决定性要素)、汇率、关税

PMI (采购经理指数) 全球贸易领先性指标

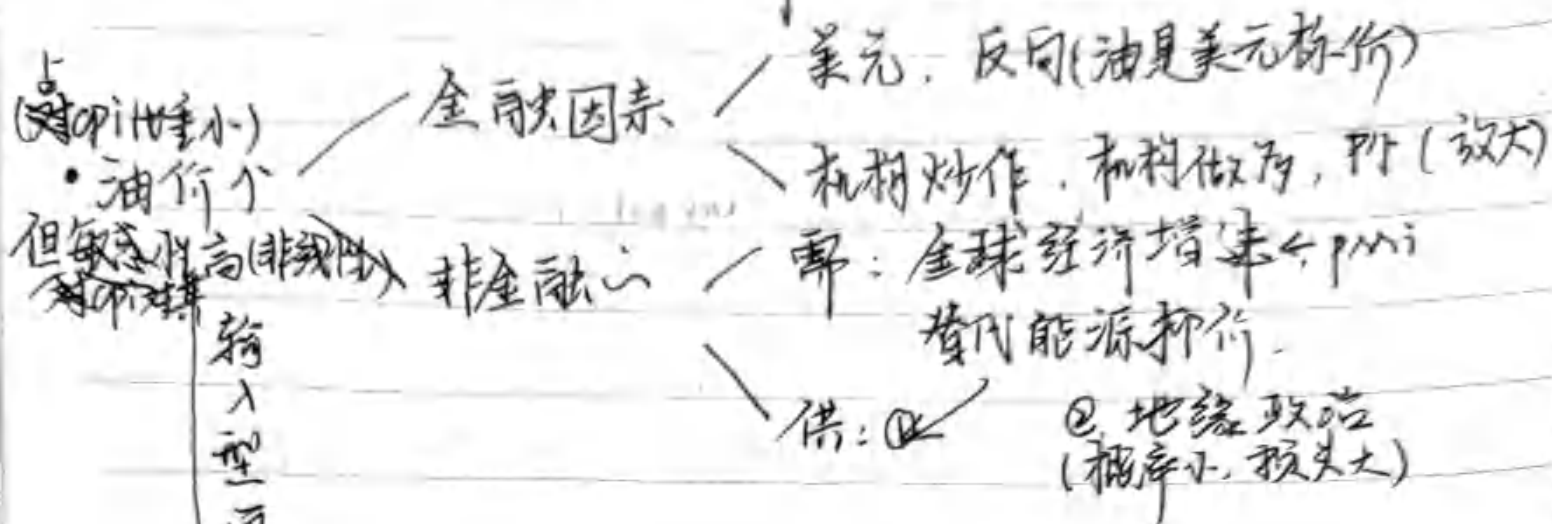
二、经济周期

2008年后: 地产周期 15-20年 库兹涅茨周期

基钦: 2-3年 库存周期 50-60年 康波周期 技术周期

② 9-10年 朱格拉周期 = 3x 基钦周期
中国周期: 固定资产投资

核心CPI: 海外常用, 美国是受气候季节影响大, 去掉了食品 and 能源价格



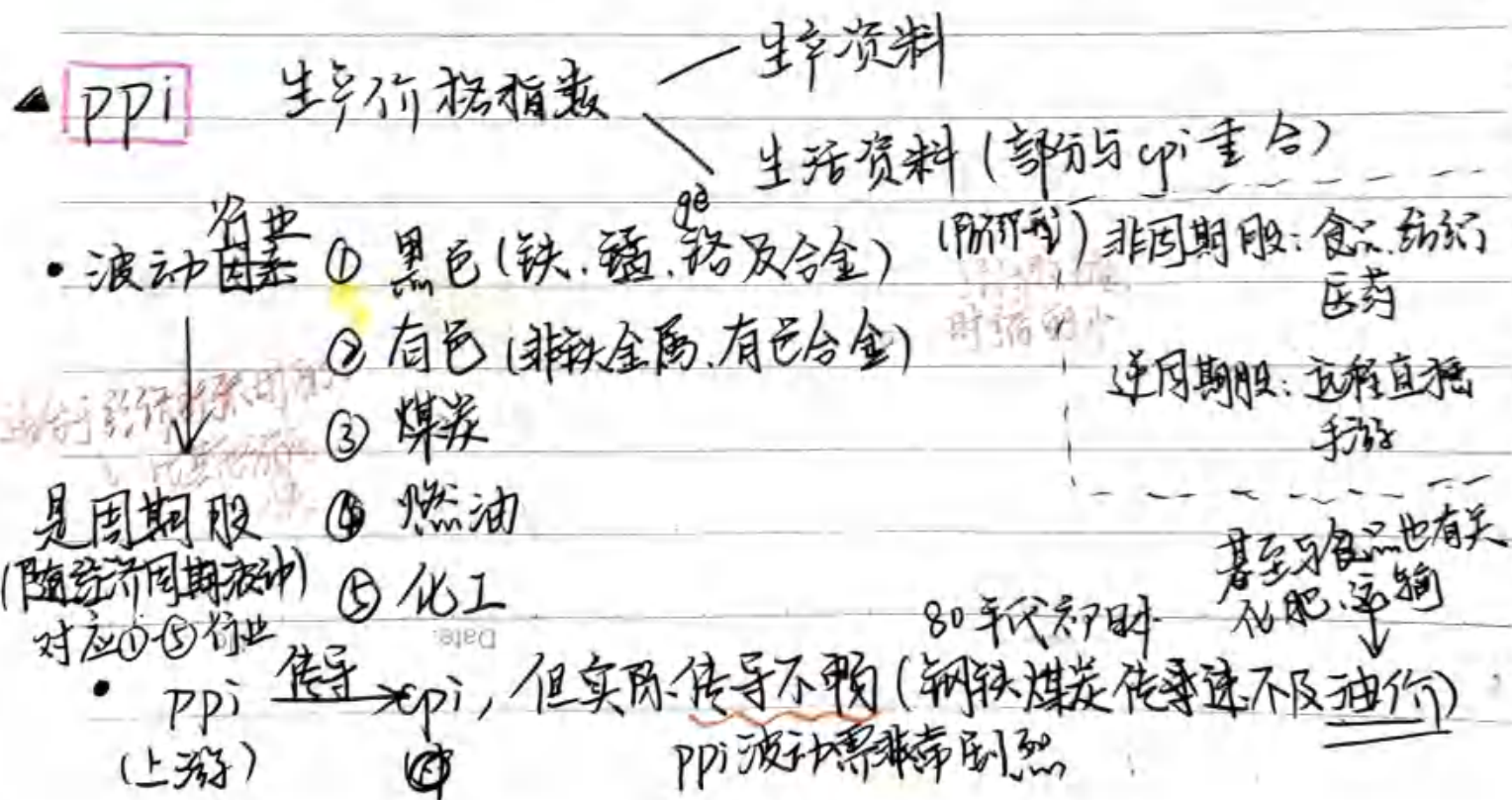
中国

- ① 人民币升值, 对冲通胀 (美元标价)
- ② 成品油过滤机制, 仅一部分
- ③ 对替代品传导效应不强 (猪价下 → 禽肉是价齐升)
- ④ 价格波动大 (猪周期, 3-4年)
- ⑤ CPI篮子中权重高

对各大类资产冲击

中国通胀的典型特征: 猪油形成共振

(过去几年CPI不高的原因: 猪油价格波动很长, 未共振)



• 通胀的自我实现 (自我强化循环) 通胀具有惯性

油价个, 通胀个, 涌入大宗商品市场对冲通胀 (预期个)

油价进一步个, 通胀进一步个

~~通胀~~ 超过 3% 即担心出现“自我实现”, 与供需无关

(不高)

经济增长目标 (更重要)

出现通胀不一定收紧货币

• 货币政策

流动性

此

通胀控制 (在经济增速增下通胀才可能收紧货币)

• ppi 趋势 预测比 cpi 难, 但短期可用高频预测

2019
首席培训 ③ 金融稳定: 如何防范系统性金融风险?

• 中央银行三大职能

- 货币政策
- 金融稳定
- 金融服务

定义: 金融机构出现大面积流动性
性和偿付能力风险传染
与金融市场波动 (A股跌) 不同
与金融产品违约 (如货币基金赎回) 不同

实际应用: 中央银行是否要救耶?

金融监管

• 金融去杠杆: 破除同业链条

本身就是杠杆运营, 一般都是 ^{2018年} 实体经济去杠杆 (结构性的, 重点是企业)

无资金 → 一级市场违约

企业没钱 盈利

流动性 ↓

信用收缩 (流动性 ↓, 盈利 ↓)

经济基本面回落

双重
股市下行

No.

(循环)

防范系统性风险

银行

• MPA (macro prudential assessment)

宏观审慎评估体系

贷款规模管制 → 控制货币乘数

评价指标分为七大类，每类权重不同

① 资本和杠杆情况 → 资本充足率 (核心) → 一票否决 广义信贷增速

② 定价行为 — 利率定价

利率不能明显高于离市场平均
民不举官不究，银行才会出事。

两票
否决

③ 资产负债情况

④ 流动性

⑤ 资产质量

⑥ 外债风险

⑦ 信贷政策执行

央行多给利率

考核结果: a (奖励, 上调法定存款准备金率)

b

c (罚, 下调利息率, 取消MPA发行资格等)

• 资管新规 2018年 - 2020年

金融

• 处置机构风险的方法

基金

① 社会承接 eg. 存款保险和机构接管 → 股份制/商业银行收购

② 国家银行

③ 赔付存款 (少用)

长期仍由基本面来定 中国仍是世界上最难判断的 (目标-2)

首席培训④ 货币政策：利率市场化的具体如何推进？ 2019.8

• 判断困境：(原因是央行为目标)

① 双重决策机制

- 中央银行：制定 执行货币政策
- 国务院：实际决定权 (需报请国务院)

② 货币政策一般都说稳健，无法分析宽松 or 收紧

央行表述中性，但对市场来说需关注宽松，甚至 ^{增速} 所导致

把稳健的
货币政策
分为四类

- a. 略宽松
- b. 略紧凑
- c. 中性
- d. 灵活适度

年初时政府公告明确
中央银行的最终目标

和课本上不一样

央行
金融稳定
发展金融市场
金融改革开放
中期目标 (良社)

经济增长
物价稳定
充分就业

国际收支平衡

目标太多不可能同时实现 (他国最低2个目标)

• 判断 只能抓当下的主要矛盾，不可能通过单一目标判断
原理：

每个最终目标当年都会设置 域值

eg: 经济增长保持在 6.0 ~ 6.5% → 宽松货币政策

灵活适度 同时 通胀 CPI 3% 以下 → 略紧凑

失业率控制在 5% 以下

若两个均突破域值 采取一个选择，舍一个

• 美联储分析原理：泰勒规则

产出缺口 + 通胀 的线性关系

但不适于中国，目标更为，机理差异巨大

活本: M_1 和社融增速要与GDP相一致
 美国债 编表 (央行) 中我
 量化宽松是利率
 货币最后手段
 利率/利息

- 央行银行中介目标: 数量型 (主导) M_2 在社融
 价格型 (非主导, 还未完全完成利率市场化)
 利率 日元率 (中介不是最终目标) 并非土率

$M_2 = M_1 + \text{居民储蓄存款} + \text{企业定期存款}$
 ↑
 其实是金融 机构 的负债端

• 社融: 金融机构资产端 企业负债端

银行间市场 7 天回购 (央行手回) 利率

- 利率: 政策利率 MLF , 逆回购
 市场利率 $DR007$: 以利率债为抵押的 银行间 利率
 可能是存款利率用锚 7 天 (美批发端)

官定有贷款基准利率 (美零售端) X

无风险收益率: eq : 10 年期国债收益率 (抵押补充贷款)

- 政策利率曲线: ① 短端 - 逆回购 ② 中端 - MLF ③ 长端 - PSL
- 利率市场化两轨合一轨: 取消 存款 基准利率
 ① 用 $DR007 + nBP$ 替代 (央行基准)
 ② 政策利率 MLF 用 LPR 取代 (每天十家做市商银行报)
 信用风险最低主承销行
 eq : 中石油

• 有管理的浮动汇率制度
 防资本大量流出 → 外汇储备 ↓ → 本币贬值
 国际收支不平衡 (最终目标)

• 货币数量 × 基础货币 = 货币供应量

• 利率倒 U 型: 利率不可能一直向上, 怎么上去怎么下来
 轮回
 ↑ ↘

定价公式复杂

- 汇率贬值压力 + 贬值 + 逆周期调节

- 降准
 全面：经济下行压力 >> 通胀上行压力 (稳经济为首目标)
 定向、结构性

- 汇率决定因素 (双向来看)
 - 两国经济基本面 (最根本) 长期走势
 - 利率 利率
 - 国际收支
 - 短期扰动

- 利率 15-20年(名义) 利率走势： 往下走 (确定性较强)

= 实际利率 ↓ + 通胀 (通胀趋势, 通货膨胀 ↑)

决定基理：经济潜在增速 ↓ (劳动力、资本资源、科技创新等)

资本回报率 ↓

人口老龄化 ↓

- SHIBOR 上海银行间同业拆借利率。 均为市场利率。
LIBOR 伦敦... → 银行融资成本, 基础利率。

- 利率走廊：
 - 上限：央行指 (SLF) 贷款利率 (法定存款准备金不足)
 - ↓ (不是shibor, 已被管控, 不真实)
 - 中间：央行调控目标：商行同业拆借利率 (DR007)
 - 下限：商行在央行的存款利率 (超额存款准备金利率)

- 利率下行买成长, 央行信用扩张买同期。

谁负债多, 谁受益于利率 ↓ 指社融

首席培训 ⑤ 财政政策：狭义和广义财政政策工具有哪些？

● 税收(政府债务)

国家财政每年编制预算，一般公共预算 → 保障、改善民生、维护国家机构运转

的四本账 9%土地收入 → 政府性基金 → 修路、水利、电网

● 财政体系：
国有资本收益 → 国有资本经营预算 → 进补社保
社保基金预算(专款专用)

● 准财政体系：PPP

产业引导基金：政府引导社会资本投入扶持产业

专项建设基金

政策性金融：农发行、进出口行(不以营利为目的)

开发性金融，即开发性金融机构：国开行(可以市场化)

● 预算赤字 = 财政支出 - 财政收入

GDP ⇒ 赤字率

● 实际赤字率：超收/超支由中央与稳定预算调节基金用补充/不足

(有统一标准)

● 广义赤字率：将准财政放入支出项 → 赤字率大幅抬升

5大类

(一种流转税)

● 税收：① 增值税：商品劳务在流转过程中产生的税

国地税合并

产税

再在增值税上

② 消费税：对少数消费品流转额征税 烟酒玉石、化妆品

所得税 ③ 企业所得税(含所有企业)

④ 个税 累进税制

⑤ 资源税

⑥ 城市维护建设税 行为税

⑦ 财产税 eg 房产税

• 起征点 ⁵⁰⁰⁰ (8000) 丰元征税额 ^额 (8000-5000)

• 政府债券 — 国家债

— 地方债 — 一般债 用于弥补一般预算收入 (受约束多)

— 专项债 受每年新批用额度限制
但有路径依赖 一年比一年多
还款来源是政府性基金收入

• 债务置换: 将短期高息债 → 长期低息政府债

但是时间换空间, 仅推迟风险, 未解决

• 刚兑: 刚性兑付 不主张短期内打破刚兑

• 平台: 城投平台公司 看好 信用债 — 城投债
投融资平台 → 平台类财政越保 → 超额收益
否则投资者风险偏好↓, 其他债也发不出

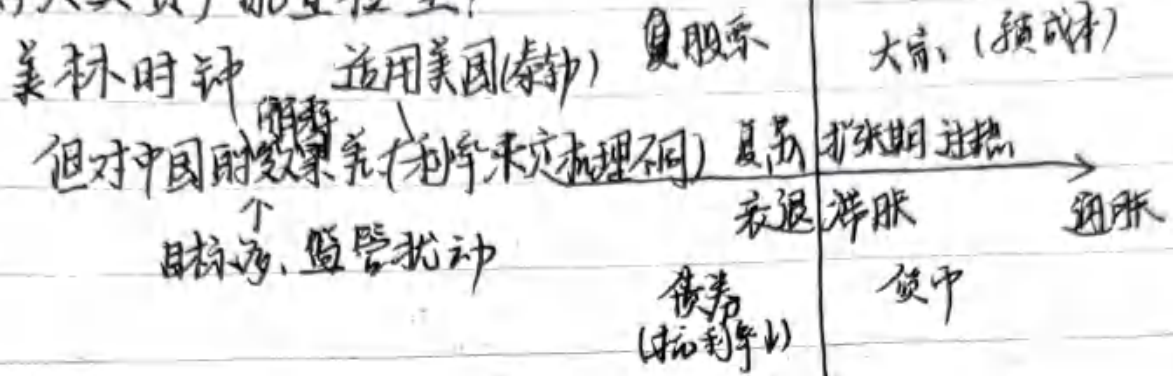
• 特别国债: 指定用途

• 财政金融化: eg 应由财政投资的私营投资 却由银行贷款, 债券放大杠杆来

首席培训① 宏观利率为轴的大类资产配置模型

↓ 但明确了大类资产轮动
难以指导单一资产，eg. 股市更看微观

经典大类资产配置模型：



改进模型

利率为轴

→ 根据经济增长和通胀分四象限 → 16种

四模式：利率强上行：不用看经济和通胀了，股债双杀

其他和美林一样

上行：衰退期不能配债，而是货币中基金工具

下行：滞胀期配债 (基数效应 cpi 回弹，不再通缩)

强下行：① 经济不要上行，不论通胀均配股

此时货币政策宽松，叠加经济↑

② 滞胀时配大宗 (本意持仓中但大宗更好)

③ 衰退时配债券

白银：纯粹在链逻辑，+黄金↑后白银补涨

不适用利率、美林判断

且其货币和避险属性比黄金强很多

库存周期

需求↓企业补库存 → ppi ↑ → 周期股↑，制造业利润↑