

No. 1804

研究报告

IMI

IMI 宏观经济月度分析报告（第 11 期）

IMI



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆

國際貨幣網

<http://www.imi.org.cn/>

1937

目录

一、国内外经济金融形势研判	- 1 -
(一) 海外宏观.....	- 1 -
1. 美国经济增速有所回落通胀稳定.....	- 1 -
2. 3月核心事件分析：美联储加息中美国贸易政摩擦.....	- 1 -
(二) 国内宏观.....	- 3 -
1. 经济：2018年开门红，有喜亦有忧.....	- 3 -
2. 通胀：CPI如期攀高，PPI边际减弱.....	- 6 -
3. 金融：表外继续转表内，仍为“紧货币+宽信贷”.....	- 7 -
(三) 商业银行.....	- 8 -
1. 下调拨备有利银行业去风险、促发展.....	- 8 -
2. 货币金融数据分析.....	- 9 -
(四) 资本市场.....	- 12 -
1. 股市.....	- 12 -
2. 债市.....	- 12 -
二、宏观经济专题：银行同业业务八十年	- 14 -
(一) 民国风云.....	- 14 -
(二) 同业逻辑.....	- 15 -
1. 短期功能，调剂资金余缺.....	- 15 -
2. 中长期功能，优化银行间资源配置.....	- 15 -
(三) 同业鸦片.....	- 16 -
1. 加杠杆.....	- 17 -
2. 加错配（久期）.....	- 17 -
3. 降信用.....	- 17 -
(四) 回归初心.....	- 18 -
三、主要经济数据	- 1 -

图表目录

图 1：房地产投资带动总投资反弹.....	- 5 -
图 2：春节效应带动出口强势.....	- 5 -
图 3：CPI 如期攀高，PPI 边际减弱	- 6 -
图 4：表外融资继续“缩水”	- 7 -
图 5：2018 年 2 月 M0 增量分解.....	- 10 -
图 6：M2 与社融的区别	- 11 -
图 7：银行同业业务.....	- 16 -
图 8：银行同业资产占比.....	- 18 -
图 9：银行同业负债占比.....	- 19 -

表格目录

表 1：当月 M2 余额和来源的增量结构.....	- 10 -
表 2：经济数据一览.....	- 1 -

一、国内外经济金融形势研判

(一) 海外宏观¹

2018年3月13日，经济合作与发展组织（OECD）全面上调了全球和主要经济体经济增速预测，预计2018、2019年全球GDP增速将升至3.9%，较2017年11月的预测提升了0.2和0.3个百分点。同时也明确未来全球经济面临的两个风险，一是贸易保护主义抬头对投资和就业产生的负面影响，另一个是主要经济体政策利率的分化而导致的汇率和利率溢出风险。

1. 美国经济增速有所回落通胀稳定

(1) 美国：经济复苏略有改善 失业率持续下降

美国经济复增速放缓：第四季度美国GDP增速环比折年率2.5%，较三季度增速有所回落，但仍在较高位置。从生产端看，2月美国制造业PMI达到60.8，创2015年3月份以来新高，显示美国经济在2018年开头表现良好，弱势美元为制造业扩张提供了一定的动力；通胀未出现加速上涨迹象：因汽油价格下降，租赁支出放缓，美国2月CPI有所放缓（2月CPI环比0.5%，同比2.2%，核心CPI 2月环比0.4%，同比1.8%）符合预期，未出现加速上涨迹象。失业率居于低位：2月失业率为4.1%，与上月持平。

(2) 欧元区经济增速放缓，通胀有所下行

欧元区经济增速放缓：第四季度欧元区GDP增速环比折年率由三季度的3.0%降至2.4%，整体经济增速回落。从生产端看，2月欧元区制造业PMI下降2.0个点至56.6，服务业PMI下降1.2个点至55；通胀回落：2月HICP为1.1%，较上月回落0.2%。核心HICP在1.0%保持不变。失业率：1月失业率任然维持在历史新低8.6%，与上月持平。

(3) 日本经济增速回落，失业率历史新低

日本经济增速有所回落：第四季度日本GDP增速环比折年率由三季度的2.2%降至0.5%；通胀大幅上涨：2月CPI继续上涨，上涨0.1个点至1.5%，核心通胀亦上涨0.1个点至1.0%。失业率新低：1月失业率为2.4%，相较上月下降0.2个点，就业状况持续改善。

2. 3月核心事件分析：美联储加息中美国贸易政摩擦

(1) 3月FOMC会议内容：加息25个基点 上调2018年经济预期 维持通胀预期不变

¹撰写人：IMI研究员张瑜

美联储在 3 月份的议息会议上决定加息 25 个基点，未超市场预期。点阵图显示 2018 年加息 3 次（年内还要加息 2 次），2019 年加息 3 次；同时美联储对经济预期乐观，维持通胀预期不变，美联储预计 2018、2019 年美国经济增长速为 2.7%，2.4%，核心 PCE 为 1.9%、2.0%。

对美元来说，符合预期的加息不会带来强美元，从经济因素（经济马达已过峰值）、货币政策因素（货币马达面临熄火）和通胀因素（通胀马达依然低迷）来看，美元中枢面临下移，大概率在 80-90 区间；美元不强+逆周期因子调节+维持一篮子货币稳定，人民币将保持坚挺；由于美元和原油相关性在下降，所以美元走弱对油价支撑效果将不及预期；在中美利差收窄+全球加息共振期+国内仍需挤压债务出清，短期内增加中美货币政策的联动性。

从历史上来看，抑制通胀为目的的加息，到加息后半程经济呈现衰退迹象（具体表现为经济与通胀双下行）；抑制经济过热为目的的加息，当进入到加息后半程经济呈现滞涨现象（具体表现为经济下行，通胀上行）。由于本次加息周期本不是抑制经济过热或通胀，而是货币政策回归常态化，所以进入加息下半程后，经济下行+通胀低位的可能性较大。

美国经济已达峰值，2019 年经济增长速面临回落：一方面，本轮美国经济复苏的主要拉动力——居民消费后续增长已现乏力（薪资增长疲软、存款占收入比重达到危机以来低点、居民信贷总额超过危机水平）；另一方面，加息对经济的滞后效应开始显现（在居民信贷利率、企业债利率、住房抵押利率均有所上升的背景下，耐用品消费支出、汽车销售、住宅投资增速均有所下滑）。

（2）美国贸易政策收紧对中国影响：缩存量、压增量、扰总量，短期影响有限，长期看博弈格局。

美国贸易政策整体经历了四个阶段，1933 年之前是高关税贸易保护主义下发展本国制造业，1933 年后，随着工业基础完善与国际竞争力提升，美国开始推行贸易自由化，打开外国市场，以 1934 互惠贸易协定为标志；1974 年后，八十年的顺差结束，出现了趋势性逆差，开始强调贸易公平，本质其实是进口强调公平出口强调自由的双标体系，以著名的 1974 法案的 301 条款为标志；2016 年特朗普上台后，再次重新提及振兴保护制造业，同时推行贸易保护主义与提升关税的做法，这一年，恰好是美国第一部保护意义关税法颁布 200 周年。2016-未来美国或再次大面积提升关税，推进贸易保护。这会对中国造成以下四点影响：

第一、存量视角，受到压缩。既然美国要修正对中国的贸易逆差（2000 年加入 WTO 至今中国累计对美顺差 2.8 万亿美元），对美顺差较大同时对美出口占比比较高的行业受到的影响较大（家具、纺织、机电、机械等），虽然我们也即刻提出了一些反制措施（针对进口的大豆、飞机或增税等），但整体顺差仍存在一个缩量压力。

第二、增量视角，受到压制。美国贸易代表表示对中国征收关税可能覆盖的十个行业，基本对标《中国制造 2025》的计划发展行业。包括“新一代信息技术、自动执行功能的高档数控机床和工业机器人、航空航天设备、海洋工程装备、高技术船舶、新能源设备、高铁装备、农机装备、新材料、生物医药和高性能医疗器械”等高端制造细分行业。这些行业的后续发展将会面临来自美国的阻力，包括进口核心材料器件的成本上升、与美国的技术合作受阻及赴美投资受阻等，但是同时也会倒逼国内替代性行业的发展。

第三、总量视角，受到干扰。总量的通胀角度，由于各国可能相继提升部分进口商品关税，从而造成一定的输入型通胀压力；总量的增长角度，全球贸易在经历了 2017 年的全面复苏后（2017 年中国 6.9 的 GDP 增长百分比中，约 0.6 个百分点都是净出口贡献的，这一贡献力度在 2018 年面临弱化），本来 2018 年就有高基数下的拉动减弱，叠加边际的贸易冲突或进一步呈现不确定性，将通过出口对国内增长造成影响。

第四、影响：短期有限，未来一个月是中美博弈的关键期，毕竟政策还未出台，情绪会先于实质触发金融市场反应，对于未来增长的悲观造成风险偏好下滑仍是最大的风险，短期内避险为主；长期取决于博弈格局，美国掀起的贸易冲突浪潮对于全球各个国家的总量干扰都是同样存在的，所以全球普遍将因贸易战形成滞涨冲击，输入性通胀+增长受出口拖累，很可能陷入次贷危机后的二次全球增长僵局。

（二）国内宏观²

透过 1-2 月份数据，工业生产、投资尤其房地产投资以及贸易的走势均大幅超预期向好，也即 2018 年迎来开门红，表明我国经济韧性仍强。同时，2 月 CPI 跳升至 2.9%，预计往后三四个月仍将在 2.5% 以上。而基于政府工作报告来看，今年经济预期目标坚持稳中求进、行稳致远。维持此前判断，全年宏观大背景是“政策严（强监管、货币紧、推环保）+经济平（稳中缓降）+通胀起（上半年高，全年无忧）”，全年 GDP 增速 6.6% 左右甚至更高。结合 3 月以来中观高频数据来看，1 季度末至 2 季度需求和经济预期大概率回落。此外，需要特别跟踪中美贸易战的演变。

1. 经济：2018 年开门红，有喜亦有忧

（1）工业生产旺盛，出口向好和新工业是主带动

²撰写人：IMI 研究员熊园，IMI 助理研究员蒋超

1-2月，工业增加值同比增速7.2%，明显高于前值和市场预期（均为6.2%）。成因看，一方面，出口大超预期（1-2月出口同比增速达24.4%，2013年1月以来最高）；另一方面，各行业增加值总体回升，新能源等新工业尤为突出。1-2月高技术产业增加值同比增长11.9%，比工业增加值增速快4.7个百分点；消费品制造业增长8.4%，增速较上年12月加快2.6个百分点；其中，高技术产业和装备制造业同比分别达11.9%和8.4%，计算机、通信等设备达12.1%；产量方面，新能源汽车产量同比增长178.1%，集成电路增长33.3%，工业机器人增长25.1%。此外，也与春节错位有关，今年春节（2月16日）比去年（1月18日）晚了近一个月，企业在春节前生产热情往往较高。

（2）总投资超预期反弹，房地产投资是“最大意外”，关注结构性变化

1-2月，固定资产投资累计同比较17年12月加快0.7个点至7.9%。其中，制造业投资较17年12月小幅回落0.5个点至4.3%，基建投资（不含电力热力等）较17年12月回落2.9个点至16.1%，房地产投资增速反弹2.9个百分点至9.9%；1-2月民间投资累计同比8.1%，较2017年全年加快2.1个百分点，创2016年以来新高。值得关注的是，应是受乡村振兴战略带动，前两个月农业、林业、畜牧业投资显著反弹，分别增长22.9%、42.4%、37.4%，较去年全年分别加快6.5、39.6、31个百分点。

总体看，基建和制造业投资均下滑均符合预期，地产投资大反弹是总体反弹的主拉动。其中，从房地产分项来看，销售、新开工、拿地等数据均下滑，那地产投资何以上行呢？谨慎猜测，季节性因素之外（历史上年初往往较高），应与开年以来大规模放PSL贷款有关（1-2月，PSL贷款新增2230亿元，而去年同期仅为543亿元）。鉴于1-2月反常，需要看3月之后回归正常的的数据。往后看，在房地产后周期和需求没有实质性复苏的大背景下，总投资下滑是大概率事件。



图 1：房地产投资带动总投资反弹

资料来源：Wind

(3) 消费总体平稳，汽车行业是主拉动

1-2 月，社会消费品零售总额名义增长 9.7%，高于前值（9.4%）和去年同期（9.5%），略低于预期（9.8%）。从限额以上企业的分行业数据看，低基数之下汽车起到主要拉动作用，同比较 17 年 12 月大幅上涨 7.5 个百分点至 9.7%；房地产链的消费延续疲软，家具类同比较前值下滑 4 个百分点至 8.5%。此外，网络消费依旧高增，1-2 月全国网上零售额同比增长 37.3%，增速比去年加快 5.1 个百分点。往后看，2018 年消费保持较好韧性，总体温和抬升。

(4) 贸易出口高增进口降，春节效应凸显

2018 年 2 月，以美元计，我国出口金额同比增速超预期攀升至 44.5%，超高出口的背后是春节错位在扰动。历史看，春节后一个月的出口往往大跌（环比-30%至-50%），今年春节较晚，跌势未现，低基数叠加全球外需强劲（美国制造业 PMI 突破 60 大关，欧日保持高景气），导致 2 月出口表现强势。2 月进口同比 6.3%（前值 36.8%），回落主因是 2 月进口被 1 月的高数据透支，节前备货使大宗商品库存高企（PMI 原材料库存达三年内最高），压低 2 月进口数据。考虑到春节因素，将 1 月和 2 月数据合并更为客观：1-2 月，出口同比 24.4%，进口同比 21.7%，进出口数据皆强。2 月贸易差额录得 337.43 亿美元，值得注意的是，对美贸易顺差达 209 亿美元（同比 101%），占整体顺差过半，或使中方在贸易摩擦中处于不利地位。往后看，得益于全球经济温和复苏，国内经济稳中向好，我国外贸有望持续增长，预计 3 月出口将在春节滞后效应下回落，进口随着节后工厂复工逐渐回升，贸易差额将显著收窄。特朗普下一步贸易政策将是短期内最大扰动，需要特别关注中美贸易战的演变。

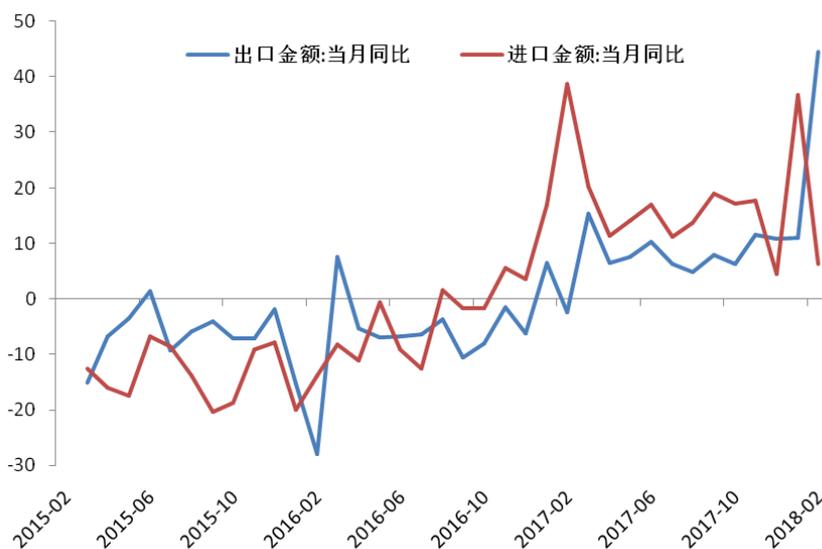


图 2：春节效应带动出口强势

资料来源: Wind

2. 通胀: CPI 如期攀高, PPI 边际减弱

(1) CPI 如期攀高, 通胀压力未现

2018年2月, 受低基数和节日效应双重影响, 我国CPI同比增速如期攀升至2.9%(前值1.5%), 其中食品4.4%, 非食品2.5%。排除基数效应, 从环比看, 2月CPI环比1.2%, 其中食品4.4%, 非食品0.5%, 食品价格涨幅为两年来最高, 除开春节因素, 主要是前期不利天气推高蔬菜价格(环比18.1%)。国际油价涨势2月未能延续, 非食品价格主要靠旅游带动(环比10.6%)。往后看, 随着气温逐步回升、节日效应消退, 以蔬菜为代表的食品价格将季节性回落, 预计3月CPI同比增长2.5%。由于猪价仍处下降通道, 非食品需求无实质性复苏, 通胀压力未现, 全年CPI中枢在2-2.2%。

(2) PPI 边际下滑, 原材料供需两弱

2018年2月, PPI同比增速续降至3.7%(前值4.3%), 环比-0.1%(8个月来首次为负), 边际趋弱的主因是原材料市场的供需两弱, 由于春节长假停工叠加节前备货充足积压库存, 除铁矿石外, 主要大宗商品的销量及供应均明显减少。分行业看, 黑色金属采选与冶炼、石油开采与加工、有色金属采选同比增速已连续3月回落, 与PMI的回落较为同步。往后看, 随着节后工厂开工、采暖季限产延期, PPI的下滑不会失速, 预计3月PPI将回落至3.2%左右。考虑到去年基数, 全年高点可能在年中6月或7月(4.5%左右), 全年PPI中枢在3-3.5%。

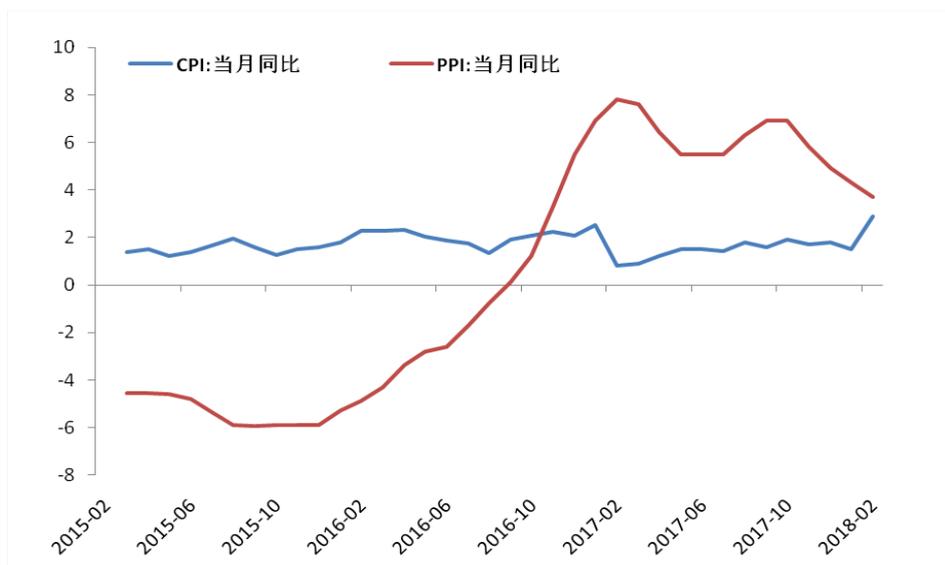


图3: CPI 如期攀高, PPI 边际减弱

资料来源: Wind

3. 金融：表外继续转表内，仍为“紧货币+宽信贷”

(1) 信贷旺盛、社融平稳，表外融资持续承压

2月新增信贷和社会融资规模分别为8389亿和1.17万亿，基本符合预期和季节性规律。其中，前两个月新增人民币贷款3.74万亿，同比多增5407亿元，表明贷款需求不弱，但居民中长期贷款下降比较明显，意味着调控对房贷的约束越发显现；金融强监管之下，2月以“委托+信托+未贴现银行承兑汇票”合计的表外融资仅新增12亿元，表外融资转表内的趋势进一步确立。展望全年看，2018信贷可能和2017年一样保持旺盛，只不过更多需要投向实体经济；社融规模今年没有设定“硬指标”，大概率还是回落。

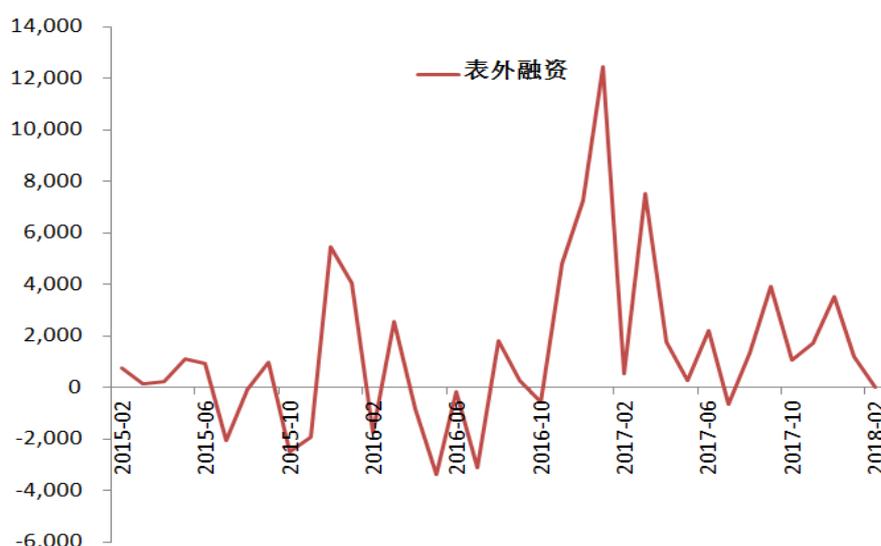


图4：表外融资继续“缩水”

资料来源：Wind

(2) M2 小幅回升，后续仍将低增

2月M2同比较前值提高0.2个百分点至8.8%，连续第二个月反弹，其中财政存款多增和春节后居民存款回流是主因。考虑“强监管、防风险、去杠杆”的主基调没变叠加全球货币进入紧缩周期（美联储3月如期加息，不排除年内加四次；我国央行跟随性上调了货币市场利率），我国货币政策将大概率易紧难松，流动性延续紧平衡，M2继续低增，预计年末在9-10%，但个别月份仍将在8.5%左右甚至更低。

(三) 商业银行³

1. 下调拨备有利银行业去风险、促发展

2018年2月28日,银监会印发《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》(银监发[2018]7号),决定调整商业银行贷款损失准备监管要求。对于符合条件的银行,可适当放宽拨备覆盖率、拨贷比要求。

通常来说,我国商业银行都要计提一倍不良率以上的拨备覆盖率,以满足会计的审慎性原则。在我国,贷款分为正常、关注、次级、可疑、不良五类,可这五类的划分并非十分严格,虽然有一定的标准,但每类之间没有清晰的界限。不同银行对不良率的估算口径略有不同,一般与该银行的谨慎程度有关。即使资产质量相近,比较保守的银行估算的不良率相对就高,比较激进的银行估算的不良率相对较低,这样就能腾挪出更多资产用于信贷等能获得投资收益的业务。此外,资产的质量的动态变化也给不良率的测算带来误差,比如某企业的资金链突然断裂,其贷款等级可能就从关注很快变成了不良,导致不良率并不十分精准。

考虑到不良率存在的误差,银监会要求商业银行计提高于不良率的拨备,以应对可能发生的坏账损失,增强银行预防风险的能力和运营的稳健性。但拨备覆盖率定多少,银监会是可以调节的。事实上,银监会也时常根据宏观经济适时调整拨备覆盖率,调节银行业资金的流动性。2013年,考虑到经济下行预期,银监会将拨备覆盖率由130%提高到150%。而此次,银监会下发了《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》(银监发[2018]7号),明确了符合条件的银行拨备覆盖率监管要求由150%调整为120%—150%,贷款拨备率监管要求由2.5%调整为1.5%—2.5%。拨备覆盖率是拨备/不良,贷款拨备率是拨备/贷款,不良率是不良/贷款,三者间有一定的关联。此次下调拨备的监管要求,目前看有利于银行业加快处置不良资产,对银行业整体是一种利好。

首先,允许符合条件的商业银行适当下调贷款损失准备是一种激励机制,鼓励了之前表现优秀、符合规范的银行,也向表现不佳的银行施压。通知明确表示,将按照“同质同类、一行一策”原则,从贷款分类准确性、处置不良资产主动性、资本充足性的三个方面定量分析,划定不同银行的调整幅度。监管机构将调整范围划分为120%、130%、140%和150%四档参考标准,奖惩得当,强化激励效果,提高商业银行合规审慎做业务的积极性。

其次,监管部门调整拨备监管要求,有利于银行加快处置不良贷款。一方面,此轮银行

³撰写人: IMI 研究员王剑

监管在 2017 年进行了全面的风险排查，现场检查中可能已发现不良贷款违规虚假出表等掩藏风险的现象，这次调整可适度提高风险高的银行的拨备覆盖率，帮助和激励银行解决不良资产违规问题。另一方面，通知要求因少计提拨备而增加的利润留存在银行，保持银行损失吸收能力基本稳定，同时计提的拨备要及时地用于处置不良贷款，充分发挥其风险缓冲功能。

再次，下调拨备监管要求也顺应了脱虚向实、金融服务实体经济的大方向。在银行资金总体不变的情况下，下调贷款损失准备就相当于少计提了部分费用，不仅使得留存银行的利润增加，提高了银行抵御风险的能力，也使得可用于拓展资产业务的资本有所增加。银行可以帮助实体经济融入更多投资，而且在项目甄别上，银行将愈加注意风险防范，出于对不良资产的挑剔，会挑选出真正有潜力、有保障的好项目来投资，更精准地对贷款进行分类，优化配置资源，切实起到服务实体经济的作用。

总之，在银行监管由“查”到“治”有条不紊地进行的大背景下，此次拨备下调看似是放松监管要求，其实是帮助银行去风险、促发展。越多不良资产在监管下暴露、处置，越多银行业的风险就将出清。

2. 货币金融数据分析

(1) 基础货币

2018 年 2 月末，基础货币余额为 31.83 万亿元，全月增加 1.08 万亿元。1-2 月基础货币数量变动属正常的季节性波动，1 月下调是因为交税（今年还叠加了 CRA 和定向降准，其中 CRA 指临时准备金动用安排，可简单理解为临时降准，故央行可少投基础货币），2 月回调。

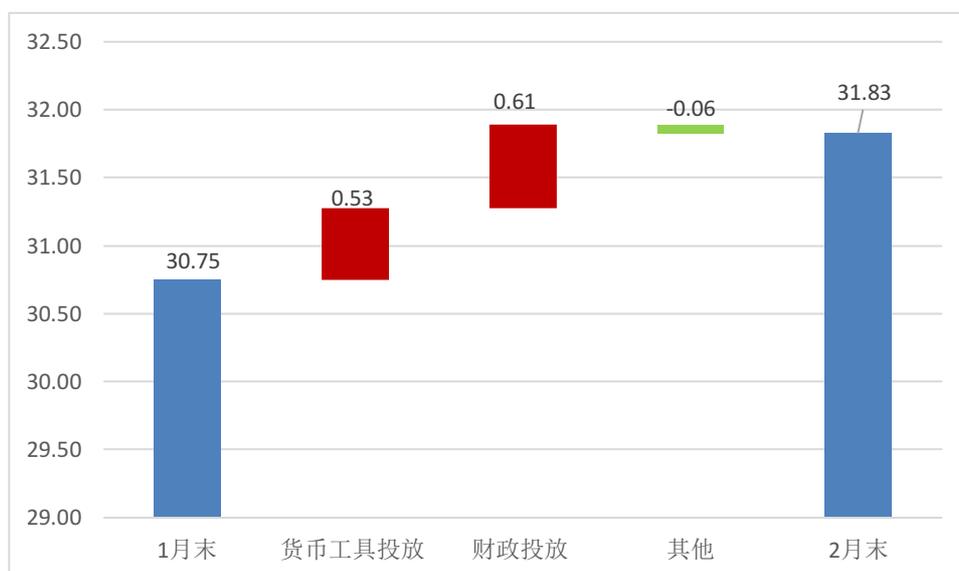


图 5：2018 年 2 月 M0 增量分解

资料来源：Wind

2 月新增基础货币来源主要是货币政策工具和财政支出投放，分别贡献 5266 亿元、6121 亿元。猜测是春节后，在 CRA 等陆续到期后，央行通过货币政策工具投放了基础货币。其中，逆回购投放了约 3400 亿元，MLF 投放了约 1500 亿元，PSL 投放了约 1500 亿元。

整体上看，面对岁末年初流动性因素较多的季节性特征，央行加强了预期管理，通过基础货币净投放保证了节后流动性平稳。

（2）广义货币

在广义货币方面，我们采用旧口径 M2，即不包括货币市场基金的 M2，进行分析。

2018 年 2 月末，M2 余额 171.55 万亿元，环比增 7436 亿元。从 M2 来源来看，向实体的信贷派生贡献了 10200 亿元，财政投放了约 6121 亿元。此外，其他（非银、非标等）大幅下降 8600 亿元，而 1 月则是大幅上升 1.4 万亿元，这一大起大落可能也是季节性因素，春节前安排部分理财产品到期（投资人赎回资金），因而理财产品要从银行那融入资金，接续资产。节后，投资人又买了些理财产品，于是理财产品偿还了从银行融放的资金。

表 1：当月 M2 余额和来源的增量结构

余额增量结构（亿元）		来源结构	
M0	6,788	外占	-308
单位活期	-32,999	债券	25
单位定期	2,362	贷款	10,200
个人	28,652	财政	6,121
非银	2,633	其他（非银、非标等）	-8,602
全月	7,436	全月	7,436

资料来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所

这些数据变化背后的季节性因素，透露了春节的某些经济活动的踪迹。比如，可能是企业在 2 月春节前密集发放年终奖或分红，或年前结清欠款，导致企业活期存款大降，而个人存款大增。同时，这可能也能解释为何每年春节前后个人短期贷款季节性回落，因为领了年终奖就偿还了部分消费贷款。到了节后，如果是往年，居民会陆续把领到的钱用来投资，比如购买理财产品等。因此，预计 3-4 月将出现个人存款下降，而非银存款上升。但今年由于有资管新规的压力，银行理财和其他资管产品的发行情况不确定性增加，这一季节性现象可能会减弱。

（3）社融

我们用一图来体现 M2 与社融之间的异同。有些行为既派生 M2，又计入社融，最为典型

的就是对实体的信贷。本月对实体的信贷为 10200 亿元，贡献了社融的绝大部分。同时还有银行表内申购企业债，也是对实体的直接投放，但一般金额不大。

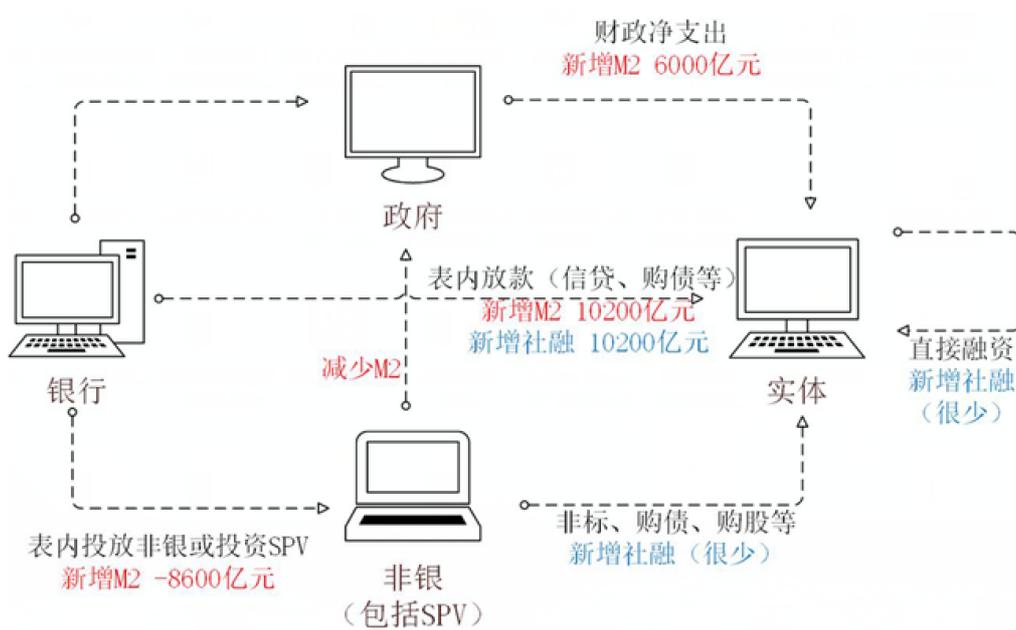


图 6: M2 与社融的区别

资料来源: Wind

而银行投放非银金融机构或投资于 SPV (前者平时不多), 会派生 M2 但不计入社融。非银金融机构或 SPV 再将资金投放给实体时, 则刚好相反, 不会派生 M2 但计入社融。近期 M2 与社融经常背离, 主要是这类业务的原因引起的, 但其他解释也很多。比如, 银行从 SPV 赎回委外产品资金时, M2 就被回笼了, 但完全不影响社融, 因为这些钱原来也没投到实体去。

此外, 2 月, 非银 (包括 SPV) 对实体的融资金额不大。另外, 外占投放 M2, 以及示贴银票等贡献的社融, 均不体现在上图中, 本月金额也不大。

（四）资本市场⁴

1. 股市

针对本轮创业板的反弹,我们认为既有宏观层面的拐点性变化又有风险偏好层面的短期催化。站在当前时点,两会结束和美国贸易战等因素将使短期市场风险偏好下降,与此同时,成长股的盈利和市场流动性宽松短期都难以确认,因此,成长股反弹之后的回调也在所难免,但我们认为中期方向已经逐步探明。

风险偏好层面,除了两会召开结束外,美国贸易战也超预期的成为扰动项。贸易战无赢家,我们倾向于认为美国对华贸易保护措施会保持理性。但在趋势尚不明朗的情况下,短期确实会对全球风险偏好都带来影响。企业盈利层面,需求端来看,库存周期步入去库阶段后将带动企业盈利环比下滑;成本端来看,财务成本和劳动力成本的上行也将进一步拖累企业盈利,特别是市场对成本端的变化还没有充分的认识。流动性层面,金融去杠杆和通胀都是扰动因素。

中期来看,我们认为市场的主线将逐渐转向成长,核心方向在于新兴制造业,当然这需要后续成长股盈利上行确认、经济回落趋势确认、流动性宽松趋势确认等因素配合。

短期来看,基于当前市场不确定因素增加,我们认为阶段性配置主线在防御板块。所谓防御板块,最好具备盈利改善、低估值和低机构持仓等要素,目前来看关键线索在于经济后周期行业,如果结合价格变化,可以简化为从 PPI 转向 CPI。

2. 债市

本周商业银行面临 2018 年 1 季度 MPA 考核,资产规模 5000 亿以上中大行同存发行首次纳入考核,达标压力有限。继续关注资管新规的推进,预计监管力度大概率好于征求意见稿版本,在市场已有较为充分预期并且已作出相应调整的情况下,对市场再度形成大幅冲击的概率较小。此外,中美贸易战在见到明显缓和之前预计将持续压低市场风险偏好,2018 年经济整体弱于 2017 年,伴随着监管政策的陆续落地,债市的聚焦点正逐渐回归基本面。经济下行+监管通胀好于预期情况下,10Y 国债 3.4%-4%。继续看好 2、3 季度债市机会。

中大行同存发行首次纳入 2018 年 1 季度 MPA 同业负债考核,整体压力有限,关注同存发行结构变化,同存逐步回归流动性管理工具本质。从 2017 年 3 季度银行负债结构来看,整体达标压力不大。根据 2018 年同存发行备案额度的新测算方法,同存发行整体被限额,

⁴撰写人: IMI 研究员芦哲

在供给受限后，同存收益率年初以来整体显著回落，后期随着同存供需回归平衡，预计同存将回归流动性管理工具本质，逐步向资金面利率回归。

此外，继续关注资管新规落地，关注其中对于过渡期设置、净值化要求及银行成立理财子公司等方面的细项规定，大概率好于征求意见稿版本，政策落地对于市场情绪未必呈利空。上周五，招商银行发布公告拟出资 50 亿元全资设立资产管理子公司，公告中称“本次投资尚需取得有关监管机构的批准”，银行理财独立化进程有望推进。

二、宏观经济专题：银行同业业务八十年⁵

（一）民国风云

同业业务该是什么样？我们先回到风云变幻的民国，去看一个实例。

2013年12月（也就是发生6月大钱荒和12月小钱荒的那一年，而钱荒中出问题的正是同业业务），国内金融学学术期刊《金融研究》发表了刘冲、盘宇章两位博士的《银行间市场与金融稳定——理论与证据》一文。这篇文章专门挖掘了1935年“白银风潮”冲击下的上海银行业，分析了当年的同业业务是如何帮银行抵御了流动性冲击。

1930年代初，中国正陷于积贫积弱的乱世之中，但东部沿海国门洞敞，贸易兴起，还是取得了一定的经济发展，上海成为国内金融中心，大量内外资银行在此营业。当时实施银本位的货币制度，而银价持续下跌，白银在国内在购买力超过海外，中国享受了货币贬值带来的出口增长，经济繁荣，白银大量流入中国。而此时的西方正在大萧条的泥沼中挣扎，他们大多实施金本位，苦苦承受着金贵银贱带来的紧缩后果，再也坐不住了。1933年各国开始出手稳定银价，1934年，美国放弃金本位，使美元贬值，随后又出台《购银法案》，全球银价大涨，大量白银流出中国，中国陷入“钱荒”，史称“白银风潮”。这种情况用现在的语言叫“资本外逃”。该论文研究发现，当时上海滩上受白银冲击比较大的银行，求助于银行间市场，避免了大规模的银行破产现象和金融动荡，整个经济体也避免了系统性风险，保持了稳定。成功抵御了白银风潮冲击之后，民国经济的“黄金十年”得以延续，也为后面的全面抗日战争奠定了一定的物质基础。

当时的银行业跟如今有很大区别，比如缺乏强有力的中央政府（国民政府一直是小政府），更没有一家强力的中央银行作为最后贷款人，当时的中央银行甚至连货币发行都不能完全掌控（白银风潮后才建立法币制度），银行业类似于新古典的自由银行制度。而1932年开始，上海银行公会已经建立了银行间同业市场。该论文通过量化分析后认为，是这一银行间同业市场的存在，使银行业有效应对了冲击。而与之形成强烈对比的是，未加入银行间市场的钱庄，则遭受巨大损失，纷纷破产，最后是国民政府组织大型银行给予救助。

这一实例，为我们展现了银行同业业务的天然职能：通过银行间调剂资金余缺，从而实现减震器、稳定网的功能，保持经济、金融稳定。

⁵撰写人：IMI研究员王剑

（二）同业逻辑

广义的同业业务，泛指金融机构之间各种业务合作，但日常意义的同业业务，则是指有相互资金往来的业务。根据 2014 年初《关于规范金融机构同业业务的通知》（127 号文）的定义，同业业务包括“同业拆借、同业存款、同业借款、同业代付、买入返售（卖出回购）等同业融资业务和同业投资业务”。

这些同业业务原本是金融机构极其常规的日常工作。1984 年 10 月，人行开始履行央行职责，商业银行业务由四大专业银行办理，二级银行制度形成，央行开始允许四大专业银行间互相拆借资金，同业拆借便开始出现。1986 年初开始，央行又允许全国各地建立同业拆借市场，但随后各地乱象很多，于是央行开始清理整顿，筹建全国统一的银行同业拆借市场。该市场最终于 1996 年 1 月成立，并于 6 月放开利率管制，成为我国利率市场化的先声。此后，央行有步骤地放开其他金融机构（保险公司、证券公司等）进入市场，同业市场规模越来越大，发展进入快车道。

同业市场成为银行及其他金融机构相互借钱（指基础货币，亦即银行存放央行的准备金）的交易场所，这里就涉及到一个根本性的问题：在这个市场上借钱是做什么用的？也就是说，这个业务的初心是什么，或者说，根本逻辑是什么。同业业务至少能实现两大类功能：

1. 短期功能，调剂资金余缺

单单就拆借业务而言，监管一直明确这是“短期资金拆借”的行为，主要是为了调剂资金余缺，是一种流动性管理方式。这就好比 1935 年“白银风潮”中的例子，在关键时刻，银行间相互江湖救急，保持了整个体系的稳定。这一需求来自于银行天然的期限错配。比如，存款期限很短（活期存款甚至客户随时可取），信贷投放期限更长，万一储户提取（或转至他行）存款超过预期，或者重要客户有临时的信贷申请，银行就先筹措同业资金应付流动性需求。换言之，自从可以从同业市场借钱周转，银行就可以适度降低自己的流动性储备，把更多资金投放给借款人，更好地支持实体。否则，银行得囤更多资金用于不时之需，对实体的支持力度也就弱了。

2. 中长期功能，优化银行间资源配置

除调剂资金短期余缺外，同业业务也可用于更长期限的资金交易，以优化不同银行之间的资源配置。比如，不同的银行有不同的擅长领域，有些银行严重“偏科”，A 银行擅长甄别

信用风险，发放贷款，但基础货币不足，吸收存款并不是它的强项，而 B 银行则擅长吸收存款，但并不擅长放贷款。那么，A 银行可向 B 银行借入一定期限的资金（同业存放），用于发放贷款，赚取利差（但也承担贷款风险，风险-收益匹配），B 银行也分享了回报（同业业务实现了 B 银行从 A 银行“借”放款能力）。前面例子中 A、B 银行是业务能力不同，此外也有可能是监管条件不同，比如，C 银行存贷款客户都很多，但资本金不足，资本充足率已到极限，无法向某位重要客户新增贷款，而 D 银行存贷款基础都弱，资本充足率不高。于是，C 银行向 D 银行投放一笔同业存款，D 银行再向此客户投放贷款（同业业务实现了 C 银行从 D 银行“借”资本金）。如果没有同业业务，那么 B 银行、C 银行的资金将很难用于支持实体，只能趴在账上睡觉。所以，同业业务也能起到优化资源配置、支持实体的作用。

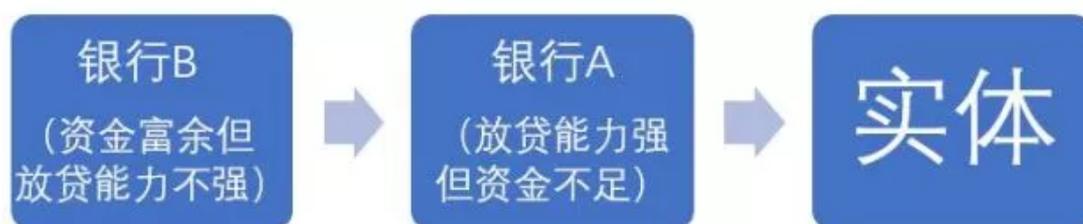


图 7：银行同业业务

资料来源：Wind

因此，同业业务的初心，和所有金融业务一样，原本都必须是支持实体，增加社会总产出。这是一项非常“正经”的业务，那么它后来如何慢慢变味了呢？

（三）同业鸦片

虽然金融应支持实体，但不是无条件把资金投向实体，风险控制是永远的主题。银行为追求更高盈利，难免有冲动去承担更多风险。因此，为了控制银行业整体风险水平，防止发生系统性风险，监管层设定了各种指标，涉及流动性风险管理、信用风险管理、资本充足性管理等方面，从根本上遏制银行风险扩张的冲动。

而聪明的银行人慢慢发现，同业业务可以成为额外加风险（也就是额外赚收入）的手段。同业业务的不规范行为，从原理上讲，都可归纳为规避监管，实现额外的风险扩张。风险扩张的手段，无非加杠杆、加错配（久期）、降信用。

1. 加杠杆

借入同业负债，投向同业资产或其他资产，这会增加全行杠杆水平。前文已提到，如果最终投向实体的，那这本身符合同业业务初衷，对于存款基础差但资产基础好的银行，其实是合适的做法。但如果杠杆因此过度扩大，风险可能会超过银行自身管理能力。原本，资本充足率等监管指标可以管控银行过度加杠杆，制约他们过度风险扩张。但是，早年，非标问世之后，银行通过把信贷资产包装成风险权重更低的同业资产，实现了资本漏提，美化了资本充足率指标。这是典型的监管套利，非标的引进，使同业业务发生异化，成为节省资本，从而实现额外加杠杆的手段。2014年《127号文》已要求这些非标也按100%权重计提风险权重，但新的花样仍时有出现。

2. 加错配（久期）

银行往往通过短负债、长资产，赚取错配收益，但也承担了错配带来的利率风险、流动性风险。为控制风险水平，监管层往往对错配程度有严格规定。但是，同业业务可以多层嵌套，虽然每一家银行的错配程度都是合规的，但从头到尾算起来，全链条的错配程度则高得离谱了。这样的市场，一旦有风吹草动，就可能带来巨大波动，2013年6月“钱荒”就是例证，多家银行的同业业务头尾相接，层层嵌套，层层错配，一旦中间某家银行发生违约，就会产生连锁反应。在这种情况下，同业业务不再是减震器，而是刚好相反，反而加大了市场波动。因此，监管层一直在要求减少嵌套环节。

3. 降信用

为管控银行资产的信用风险，监管层设定了很多指标，包括不良率、拨备要求、投向要求（某些领域不允许投放）等。但是，把信贷资产包装成同业投资后，尤其是把资产质量较差、投向不符要求的信贷包装过去，就可以美化上述一些指标。以此，银行通过节省监管成本（比如拨备）额外增加了盈利。这一现象在2012年之后特别突出，当时监管开始管控银行将信贷投向房地产、地方政府融资平台，在利润驱使下，银行便以同业投资（非标等）的形式向这些领域放款，从而规避了投向要求监管。这些行为构成了所谓的“出表”，一直遭受质疑。

上述这些行为，通过把信贷包装成同业投资，或者加大错配、杠杆的方式，突破监管规

定，从而额外增加盈利。这些行为像吸食鸦片，一旦染上就有点难戒。

（四）回归初心

只要有利润，就会有人冒险。从同业市场借入短期资金，用于投放长期资产，实现盈利，这种不当做法几乎在同业市场早期就已出现，屡禁不绝。到了近年，尤其是 2012 年开始监管、调控逐渐从严，这种规避监管的需求越来越强烈，这些做法也就越来越盛行。监管层意识到风险在积聚，也发生了 2013 年“钱荒”这种局部风险事件，于是开始一系列管控。

2014 年《127 号文》给予了全面管控，银行间同业业务的占比开始回落，但仍有新法子不断被发明出来，主要是通过非银通道实施的同业业务开始增加。2015 年底，央行出台了 MPA，2016 年开始试行，对全部“广义信贷”给予总量管控，才对同业资产规模有明显遏制。2016 年下半年开始，央行启动金融去杠杆，主动抬高了银行间市场利率，使同业业务的资金成本抬升，有些套利业务变得无利可图，开始瓦解。2017 年 3 月，银监会开始一系列监管检查，监管套利是其中重点。在这一系列政策联合治理下，非银同业业务开始显著收缩。



图 8：银行同业资产占比

资料来源：Wind



图 9: 银行同业负债占比

资料来源: Wind

未来,同业业务首先要回归支持实体的初心,起到调剂短期资金或优化资源配置的作用,成为银行业的减震器,和支持实体的利器。同业业务是一种资金批发业务,也是支持实体的方式,尤其是对业务严重偏科的银行,意义重大。不同银行可以审视自己的比较优势,根据自身资产、负债业务能力和客户禀赋,合理选择同业业务类型。资产业务特别强的,可以主动吸收同业负债,用于放款;负债业务特别强的,则可以将资金批发给资产业务优势银行,实现共赢。但在开展这些业务的过程中,不能借机规避监管,美化监管指标,额外扩张风险,这是触不得的红线。

为达成回归实体之目标,需要监管层对银行的同业业务行为严加管控。预计后续,针对同业业务的监管高压不会放松,密集检查不会放松,对查出的监管套利行为施以严惩。但现行“一行三会”的监管体系给监管检查带来一定的难度,尤其是当同业业务涉及不同监管部门管辖的金融机构时(比如银行与证券公司之间),单个监管部门无法实现穿透检查,不同监管部门之间又协调不足,因此仍有监管漏洞。金融稳定发展委员会的成立,能够弥补这一漏洞,负责整体金融体系的监管,通过汇集全行业数据,实现“一穿到底”,让监管套利行为无处遁形。

但同时,并不能排除不会有新的监管套利行为被“发明”出来,况且金稳委新近成立,待其发挥成效也需时日。因此,在监管真的做到万无一失之前,总量管制依然有必要,在无法确定某笔业务是否存在“监管套利”行为时,权宜之计只能是先控制总量。因此,类似同业负债占比之类的要求短期内仍有必要。待到未来监管效果良好,监管套利行为被有效遏制

之后，可以适度放松总量管制，使严重偏科的银行也有用武之地，投入到支持实体中来。

三、主要经济数据⁶

表 2：经济数据一览

指标名称	类别	17-Aug	17-Sep	17-Oct	17-Nov	17-Dec	18-Jan	18-Feb
CPI	同比	1.8	1.6	1.9	1.7	1.8	1.5	2.9
PPI	同比	6.3	6.9	6.9	5.8	4.9	4.3	3.7
PMI	同比	51.7	52.4	51.6	51.8	51.6	51.3	50.3
工业增加值	同比	6.0	6.6	6.2	6.1	6.2	-	7.2
工业企业利润总额	累计同比	21.6	22.8	23.3	21.9	21.0	-	16.1
固定资产投资完成额	累计同比	7.8	7.5	7.3	7.2	7.2	-	7.9
社会消费品零售总额	同比	10.1	10.3	10	10.2	9.4	-	9.7
进出口金额	累计同比	8.9	12.7	11.2	15.6	14.2	16.2	16.7
M2	同比	8.9	9.2	8.8	9.1	8.2	8.6	8.8
社会融资规模	当月值 (亿元)	14791	18199	10387	16195	11398	30603	11736
金融机构新增人民币贷款	当月值 (亿元)	10900	12700	6632	11200	5844	29000	8393

⁶撰写人：IMI 副研究员黄泽清

编 号	名 称	作 者
IMI Report No.1804	IMI 宏观经济月度分析报告（第 11 期）	IMI
IMI Report No.1803	IMI 宏观经济月度分析报告（第 10 期）	IMI
IMI Report No.1802	IMI 宏观经济月度分析报告（第 9 期）	IMI
IMI Report No.1801	金融大监管强化银行特许价值	王剑
IMI Report No.1719	IMI 宏观经济月度分析报告（第 8 期）	IMI
IMI Report No.1718	扼守闸门：货币史诗 2007-2017	王剑
IMI Report No.1717	货币沉浮：2018 年银行业资产负债配置展望	王剑
IMI Report No.1716	《中国财富管理发展指数》报告	IMI
IMI Report No.1715	IMI 宏观经济月度分析报告（第 7 期）	IMI
IMI Report No.1714	天府金融指数报告（发布稿）	IMI
IMI Report No.1713	IMI 宏观经济月度分析报告（第 6 期）	IMI
IMI Report No.1712	IMI 宏观经济月度分析报告（第 5 期）	IMI
IMI Report No.1711	百舸争流 ---- 驰骋国际市场的中外资银行	《银行国际化系列报告》 课题组
IMI Report No.1710	IMI 宏观经济月度分析报告（第 4 期）	IMI
IMI Report No.1709	IMI 宏观经济月度分析报告（第 3 期）	IMI
IMI Report No.1708	《人民币国际化报告 2017》发布稿	IMI
IMI Report No.1707	IMI 宏观经济月度分析报告（第 2 期）	IMI
IMI Report No.1706	IMI 宏观经济月度分析报告（第 1 期）	IMI
IMI Report No.1705	中国外汇储备适度规模测算报告	宋科、杨雅鑫
IMI Report No.1704	人民币国际化动态与展望	IMI
IMI Report No.1703	欧盟的未来：以改革促前行	赵雪情
IMI Report No.1702	扬帆起航——走向国际的中资保险公司	IMI
IMI Report No.1701	2017 年 2 月中国经济金融形势评论	张超、张家瑞、黄泽清、 韦祎
IMI Report No.1619	多重举措促进资本市场开放，为人民币加入 SDR 献礼 ——东盟人民币接受程度季度评价（2016 年 3 季度）	曹彤、杨丰
IMI Report No.1618	人民币国际化进程走出低潮，重新扬帆起航 ——东盟人民币接受程度季度评级（2016 年 2 季度）	曹彤、杨丰



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn