

【本期推荐】

IMI宏观经济月度分析报告（第9期）

【海外之声】

Brian Reading：经济紧缩未能消除英国赤字——历史
告诫我们不要追求增长，但或许值得一试

Adam Cotter David Marsh：中日金融合作——两国
领导人呼吁加强亚洲经济一体化

【IMI 研报·人民币国际化报告 2017】

系列二十六：人民币在岸债券市场基本情况与对外开放现状

顾问委员会：（按姓氏拼音排序）

Edmond Alphandery	Yaseen Anwar	陈雨露	陈云贤	Steve H. Hanke
李 扬	李若谷	马德伦	Robert A. Mundell	任志刚
潘功胜	苏 宁	王兆星	吴 清	夏 斌

编辑委员会：（按姓氏拼音排序）

贲圣林	曹 彤	陈卫东	鄂志寰	冯 博	郭庆旺
纪志宏	焦瑾璞	刘 珺	刘青松	陆 磊	涂永红
王 毅	王永利	魏本华	向松祚	曾颂华	张 杰
张晓朴	张之骥	赵锡军	周阿定	周道许	周广文
庄毓敏					



中国人民大学国际货币研究所（IMI）成立于 2009 年 12 月 20 日，是专注于货币金融理论、政策与战略研究的非营利性学术研究机构 and 新型专业智库。研究所秉承“大金融”学科框架和思维范式，以“融贯中西、传承学脉、咨政启民、实事求是”为宗旨，走国际化、专业化和特色化发展道路，在科学研究、国际交流、科研资政以及培养“能够在中西方两个文化平台自由漫步”的国际金融人才等方面卓有成效。

主 编：曹 彤

副主编兼编辑部主任：宋 科

编辑部副主任：安 然 原新宇

责任编辑：陈艺博

栏目编辑：叶子瑞

美术编辑：张耘峤

刊 名：IMI 研究动态

刊 期：周 刊

主办单位：中国人民大学国际货币研究所

出版单位：《IMI 研究动态》编辑部

地 址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室

邮 编：100872

网 址：www.imi.org.cn

电 话：86-10-62516755

传 真：86-10-62516725

邮 箱：imi@ruc.edu.cn

IMI 宏观经济月度分析报告（第 9 期）

一、国内外经济金融形势研判

（一）海外宏观¹

2018 年初，全球经济延续复苏步伐，受全球增长势头加强以及最近批准的美国税收政策变化带来的预期影响，国际货币基金组织（IMF）在 1 月 22 日公布的《全球经济展望》中进一步上调 2018 年和 2019 年的全球经济增速预期 0.2 个百分点至 3.9%。从主要经济体走势来看，美国 2017 年三季度实际 GDP 增速稳中有升，就业形势依旧向好，特朗普税改计划落地。欧洲经济复苏步伐放缓，但 PMI 指数大幅上升，就业持续改善。日本经济增速有所回落，通胀改善。

1. 全球主要经济体经济走势分析

（1）美国经济复苏稳健，失业率居于低位

美国经济复苏稳健：第三季度美国 GDP 增速环比折年率由二季度的 3.1% 升至 3.2%，整体经济稳中有升。从生产端看，12 月美国制造业 PMI 上涨 1.5 个点至 59.7，非制造业 PMI 上涨 2.5 个点至 55.9；通胀回升：11 月个人消费支出（PCE）物价指数达到 1.76%，较上月上涨 0.17%。失业率居于低位：12 月失业率为 4.1%，与上月持平。

（2）欧元区经济增速放缓，就业持续改善

欧元区经济增速放缓：第三季度欧元区 GDP 增速环比折年率由二季度的 2.8% 降至 2.4%，整体经济增速回落。从生产端看，12 月欧元区制造业 PMI 上涨 0.5 个点至 60.6，非制造业 PMI 上涨 0.4 个点至 56.6；通胀回落：12 月 HICP 为 1.4%，较上月回落 0.1%。核心 HICP 与上月持平。失业率：11 月失业率下滑至历史新低 8.7%，较上月下滑 0.1 个百分点，就业持续改善。

（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：第三季度日本 GDP 增速环比折年率由二季度的

¹ 张瑜，中国人民大学国际货币研究所研究员

2.9%降至 2.5%；通胀大幅上涨：11 月 CPI 大幅上涨，上涨 0.4 个点至 0.6%，核心通胀略有回升。失业率新低：11 月失业率为 2.7%，较上月下滑 0.1 个点，就业状况持续改善。

2. 主要国际货币的汇率走势与分析

（1）美元跌破 90 后中枢面临下移

2018 年 1 月 24 日美元指数盘中跌破 90 关口，为 2014 年 12 月 31 日以来首次。我们从经济因素、货币政策因素和通胀因素来看，美元都面临着一波重新定价。具体来看，推动美元走强的三大马达相继走弱，美元跌破 90 后，或有超跌波动，未来中枢将会下移。新中枢需要在跌破 90 这个 3 年的底部区间进行一轮超跌后才能波动找回，大概率在 80-90。

经济因素：经济马达已过峰值。长期来看，美元本质是美国经济实力的综合定价，过去几年美元走势已经超调。短期来看，基于特朗普税改政策对经济拉动效果有限、美国消费增长乏力以及货币紧缩对经济增长滞后效应逐渐显现三个角度，我们认为虽然 2018 年美国继续平稳复苏，但 GDP 增速边际改善较 2017 年相对减弱。

货币政策：货币紧缩马达面临熄火。长期来看，加息和强美元没有必然联系，14 年美元走强背景是超宽松货币政策的正常化，因此在经济并非过热背景下的加息注定无法长远。短期来看，本轮美联储加息已经进入下半程，在加息周期快要结束的预期下，市场最早在年中将对美元重新定价，美元将进一步走弱。

通货膨胀：通胀马达依然低迷。长期来看，金融危机之后，美国实施超宽松的货币政策催生了金融市场大牛市，但居民红利分享不足，最终导致美国贫富差距拉大、资产泡沫以及低通胀三个结果并存。虽然美国货币紧缩开始挤压金融泡沫，但其长期的结构性问题暂时得不到改善。短期来看，拆分就业市场的行业结构，贸易、制造业、一般服务业及专业和商业服务的就业人口占比超过 60%，但这四个主要行业在 2018 年的薪资增长预期将停留低位。因此，2018 年美国薪金增速难以大幅跳涨，通胀依旧低速回升。

（2）CFETS 维持 94-95 区间稳定，中间价双向波动

2017 年，CFETS 经历了一个平稳在 94-95 区间、走低至 92-93 区间、再次走高回到 94-95 区间之后继续平稳在 94-95 的四个阶段，整体经历了一个找回

CFETS 锚的过程。在这过程中，逆周期因子是击败市场交易惯性，实现“找回”的有效调控工具，目前决策层认可的 CFEFS 指数合意区间或更加清晰，即 94-95。

2018 年汇率展望来看，CFETS 维持 94-95 区间稳定，中间价双向波动，美元如进一步走弱，不要低估人民币或有的升值空间，贸易竞争力并非人民币兑美元汇率弹性波动的阻碍。

（二）国内宏观¹

2017 年中国经济数据完美收官，GDP 增速超预期走高至 6.9%，7 年首次年度回升。分季度走势看，整体呈现“低波动、有韧性”的特征；分三驾马车看，消费是中坚力量，房地产后周期下投资的贡献仍在，全球经济走好带动贸易回暖是最大的边际支撑；分产业看，供给侧改革推动工业生产提速，消费升级和新经济促使服务业迅猛发展。展望 2018 年，全球经济步入已成一致预期，我国经济也有望延续 2017 年的增长动能，综合看今年我国大的宏观背景将表现为：经济平（GDP 增长 6.6% 左右甚至更高）+ 监管严（防金融风险，环保）+ 通胀起（上半年高，全年无实质压力）+ 货币紧（M2 低增，实体信贷仍旺）。十九大和中央经济工作会议明确指出“中国特色社会主义进入了新时代，我国经济发展也进入了新时代”，接下来需要做的，就是“撸起袖子加油干”。

1. 经济：2017 年平稳收官，2018 年韧性仍强

（1）全年 GDP 超预期，7 年来首次回升

2017 年 GDP 全年走势是明显超市场预期，体现了我国经济强韧性。累计同比看，2017 年四个季度都是 6.9%；当季同比看，17Q1 和 Q2 是 6.9%，Q3 和 Q4 是 6.8%；四季度名义 GDP 累计增速为 11.2%（Q1、Q2、Q3 分别为 11.8%、11.4%、11.3%），较去年同期提升 3.3 个百分点。拆解投资、消费和贸易对 GDP 增速的拉动率可知，2017 年货物和服务净出口的贡献由负转正，较 2016 年提升了 0.9 个百分点。换句话说，如果贸易没有恢复，2017 年 GDP 增速可能只有 6% 左右。

¹ 熊园，中国人民大学国际货币研究所研究员熊园；蒋超，中国人民大学国际货币研究所助理研究员

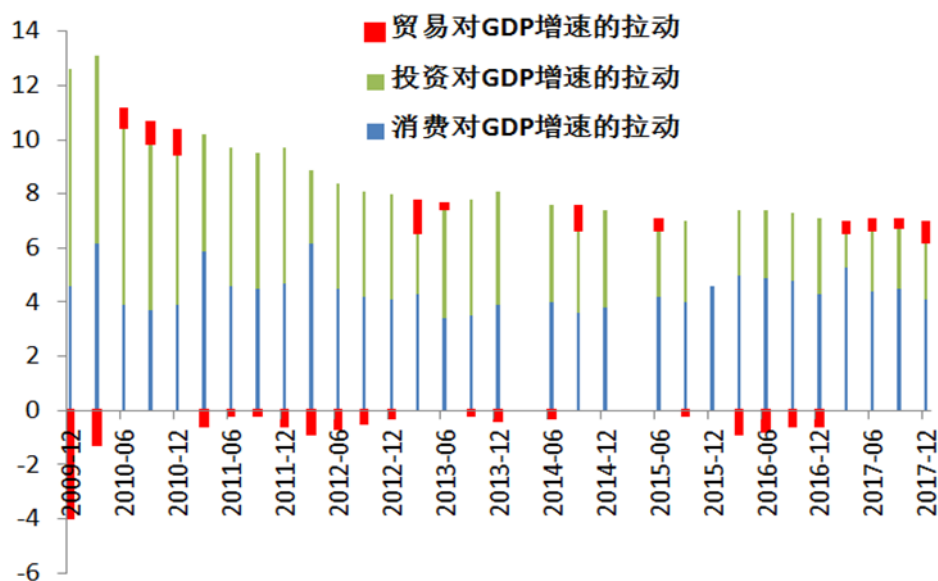


图 1：贸易是 2017 年 GDP 企稳的最大边际支撑

资料来源：Wind

（2）全年工业生产显著回升，12 月季末效应不再

2017 年规模以上工业增加值增长 6.6%，增速比上年加快 0.6 个百分点，在经历了 6 年连续下跌后反弹回升。12 月单月看，规上工业增加值较 11 月回升 0.1 个百分点至 6.2%，6 月和 9 月的冲高效应不再。分行业看，41 个大类行业中有 35 个行业增加值保持同比增长，中上游生产有所恢复，下游较为稳定；分产量看，环保限产下水泥、玻璃、生铁、焦炭产量同比增速为负值，但粗钢和十种有色金属同比增速仍为正。应该说，本轮工业生产修复，主要还是源于 PPI 强势反弹。

（3）全年总投资稳中缓降，关注制造业投资反弹

2017 年固定资产投资增长 7.2%，持平 1-11 月但低于去年（8.1%），其中，房地产投资累计增速降 0.5 个百分点至 7%，全年并未失速下行；基建投资较前 11 个月大幅下滑 0.8 个百分点至 15%，应与四季度财政支出、PPP 受限等有关，也不排除与地方政府数据“洗大澡”有关；制造业投资较前值和去年同期分别回升 0.7 个和 0.6 个百分点至 4.8%。需要密切关注的是，12 月公布的投资增速按绝对量计算与统计局公布的结果存在不一致，应是调整了统计口径。总体看，在房地产后周期和需求没有实质性复苏的大背景下，投资回落十分正常也符合预期，房地产投资没有失速下滑是“最大意外”，制造业反弹支撑总

投资走稳。预计 2018 年投资方面将延续 12 月的走势，即：房地产投资缓降，基建下滑，制造业投资温和回升。

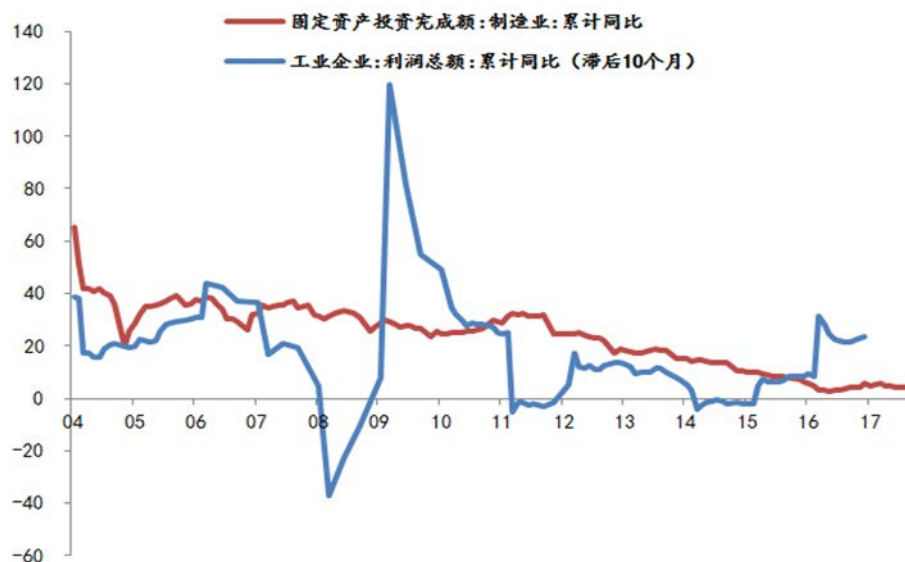


图 2：2018 年制造业投资有望温和回升

资料来源：Wind

(4) 年末消费“意外”大降，2018 年有望回暖

2017 年 12 月社会消费品零售总额同比增长 9.4%，显著低于前值（10.2%）和预期（10%）。具体看，汽车零售额当月同比由上个月的 4.2% 回落至 2.2%，为连续 3 个月下滑，主因还是 2016 年底出现了汽车集中消费、使得基数较高。值得注意的是，12 月地产链相关产品消费，建筑装有所反弹，建筑装潢、家具、家电类消费增速分别较前值小幅提升 1.6、0.6 和 0.3 个百分点至 5.2%、12.5% 和 8.7%。维持此前判断，2018 年消费将保持较好韧性，预计温和抬升。

(5) 全年贸易显著走强，2018 年延续坚挺

2017 年 12 月，以美元计，我国出口同比增速 10.9%（前值 12.3%），在上月超预期增长后有所回归，但仍保持两位数增长。12 月我国进口增速大幅下滑至 4.5%（前值 17.7%），主因国内需求低迷叠加国际大宗价格上涨，原材料进口骤降（铁矿砂、原油、铜材进口数量同比增长皆由正转负）。因进口下滑严重，12 月我国贸易顺差走扩至 546.85 亿美元（前值 402.14 亿美元）。往后看，欧美日经济高景气将继续拉动我国出口增长，1 月出口有望走扩；进口方面，虽然工业需求偏弱或持续到 3 月环保限产结束，但是 12 月国内钢、铜等原材料库存已

达低点，加上临近春节消费需求增加，低基数下进口短期内将出现回弹，无需过度担忧。

2. 通胀：CPI 微升仍弱、PPI 回落尚强，警惕开春上行压力

(1) 全年 CPI 持续疲弱，2018 年一季度快速回升

2017 年 12 月 CPI 同比增长 1.8%，持平预期但略高于前值（1.7%），自去年 2 月以来连续第 11 个月低于 2%；全年同比增长 1.6%，较 2016 年回落 0.4 个百分点。12 月 CPI 环比 0.3%，低于季节性规律的 0.5%但高于前值（0%），上涨动力主要来自食品和油价。往后看，在基数和节假日效应下（油价是个大干扰），1 月 CPI 仍保持低位（预计 1.7%左右），2 月份快速回升至 2.5%上方甚至更高，上半年 CPI 都将在 2.5%左右，但全年无忧（2-2.2%）。

(2) 全年 PPI 显著反弹，2018 年一季度回落仍高

2017 年 12 月 PPI 同比较 11 月回落 0.9 个百分点至 4.9%（为 2016 年 12 月以来最低），主要是去年同期高基数；12 月 PPI 环比 0.8%，较前值上月多涨 0.3 个百分点，反映 PPI 事实上仍强。全年看，2017 年 PPI 上涨 6.3%，此前五年均为负增（2012-2016 年 PPI 同比分别为-1.7%、-1.9%、-1.9%、-5.2%、-1.4%）。总体看，本轮复苏动力主要来自供给收缩和原油上涨。往后看，2018 年上半年 PPI 月均同比仍有望保持在 4%左右，全年 3-3.5%，环保限产和油价是两大干扰。

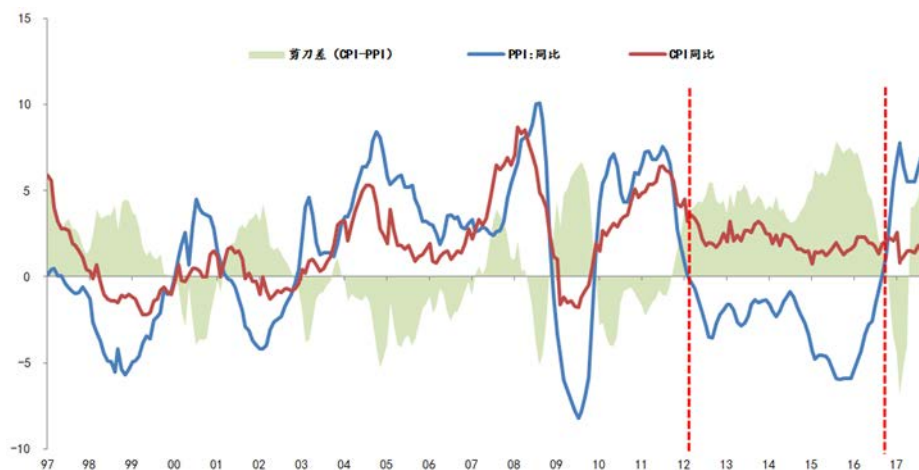


图 3：2018 年 CPI 和 PPI 的缺口将收窄

资料来源：Wind

3. 金融：M2 再创历史新低，2018 年延续“紧货币+宽信贷”

(1) 年末信贷和社融双降，2018 年脱虚向实

2017 年 12 月新增信贷大幅下降至 5844 亿元（前值 11200 亿元），强监管、去杠杆和季节性为主因；2017 年 12 月社会融资规模新增 11400 亿元（预期 15000 亿，前值 15982 亿），主要是表内贷款下滑的带动，表外融资规模有所反弹但持续性不强）。年初看，居民房贷和企业融资需求依然十分旺盛，预计信贷和社融均会有所反弹；全年看，在中央经济工作会议“保持货币信贷和社会融资规模合理增长”的总要求下，意味着信贷有望保持旺盛，只不过更多需要投向实体经济。

（2）M2 显著下降，2018 年仍将低位

2017 年 12 月 M2 同比再创历史新低至 8.2%（前值 9.1%），单月看主因是非银存款净减少了 9129 亿（2016 年同期正增长），全年看还是由于金融去杠杆压制了货币派生。往后看，维持此前判断，在“强监管、防风险、去杠杆、抑泡沫”的主基调下，加之中央经济工作会议用“管住货币供给总闸门”取代了“调节好货币闸门”的说法，2018 年货币大概率易紧难松，流动性延续紧平衡，M2 将继续低增，预计全年 M2 保持在 9% 左右。

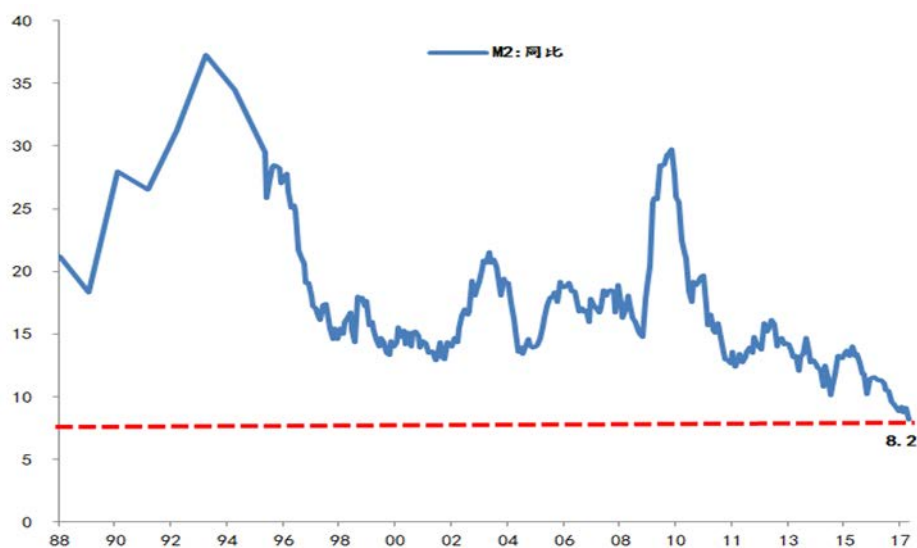


图 4：2017 年 M2 连创历史新低

资料来源：Wind

（三）商业银行¹

1. 系列监管政策持续出台

当前，银行业越来越鼓励回归传统的存贷款业务，而其他创新逐渐受到一些

¹ 王剑，中国人民大学国际货币研究所研究员

指标的制约。2017 年 12 月和 2018 年 1 月，银监会相继出台一系列政策，对银信类业务、衍生工具等进行规范和指引，并要求进一步深化整治银行业市场乱象，反映出银监会对银行业正本清源、回归传统业务的高期望、严要求。

近年来银信类业务增长较快，大部分采取商业银行作为委托人设立资金或财产权信托的通道模式。在这种模式中信托公司仅作为通道，风险管理责任和因管理不当导致的风险损失实际全部由商业银行承担，所以银监会为了防范金融风险，要求商业银行按照穿透管理要求，将实际承担信用风险的业务纳入统一授信管理，并根据基础资产的风险状况对银信业务进行风险分类，结合基础资产的性质，准确计提资本和拨备。

为规范商业银行股东行为，坚决打击违规使用非自有资金入股、代持股份、滥用股东权利损害银行利益的违法行为，银监会印发了《商业银行股权管理暂行办法》，明确提出“分类管理、资质优良、关系清晰、权责明确、公开透明”的原则，要求将股东及其关联方、一致行动人的持股比例合并计算，建立健全了从股东、商业银行到监管部门的“三位一体”的穿透监管框架，强化了商业银行与股东及相关人员的关联交易管理。

坚决打好防范化解重大风险攻坚战是在党的十九大、中央经济工作会议和全国金融工作会议中不断强调的会议精神。2018 年 1 月 13 日，银监会下发通知，提出进一步深化整治银行业市场乱象：要求全面开展评估工作，提出有关公司治理不健全、影子银行、违规进行理财或表外业务、利益输送等市场乱象整治的工作重点，要求银行业金融机构边排查边整改，建立长效机制，优化银行业健康发展的生态环境。

我国商业银行衍生工具交易增长加快并趋于国际化，业务品种不断丰富多样。为适应国际监管标准变化和衍生工具业务发展趋势，银监会对衍生工具交易对手违约风险资产计量制定新规，主要提出三方面的新要求：一是明确了计算风险暴露的三个层次，逐级计算风险暴露；二是规定了交易对手信用风险暴露分为重置成本和潜在风险暴露两部分；三是拓展了风险参数的范围和种类。

近期银监会还发布公告，就《商业银行流动性风险管理办法》、《中国银监会外资银行行政许可事项实施办法》的修订及《商业银行大额风险暴露管理办法》提出征求意见稿。在商业银行流动性管理方面，新引入净稳定资金比例、优质流

动性资产充足率、流动性匹配率三个量化指标，进一步细化和完善了流动性风险监测体系。在推进银行业对外开放方面，银监会积极稳妥推进简政放权、优化审批流程、提高外资银行在华营商便利度。在防范授信集中度风险方面，规定了风险暴露的计算范围和方法，从组织架构、管理制度、内部限额、信息系统等角度对商业银行强化大额风险管控提出具体要求，有助于改善信贷资源配置效率、有效防控系统性风险。

银监会上述一系列举措有利于引导资金脱虚向实、回归金融业服务实体经济的本源；有利于银行业依法合规展业、稳健经营发展；有利于银行业专注主业、弱化对同业业务的依赖、实现差异化发展。

2. 货币金融数据分析

2017 年末，基础货币余额为 32.19 万亿元，全年增加 1.29 万亿元，12 月增加 1.48 万亿元，前 11 个月则是下降 1915 亿元。

12 月基础货币投放比较简略，主要是年底财政支出投放基础货币，其余货币政策工具等方式也有少量投放。

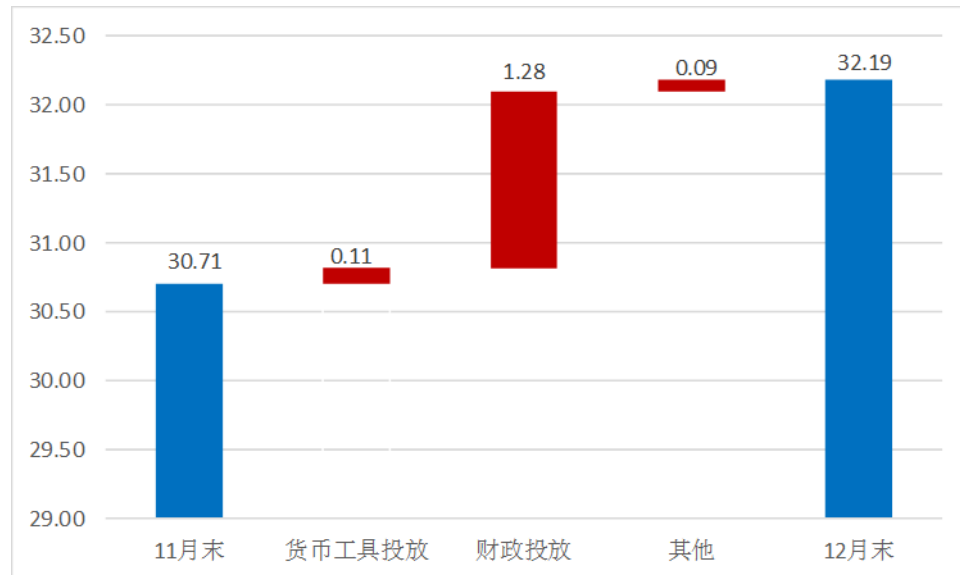


图 5：12 月基础货币投放

资料来源：Wind

全年看，全年新增 1.29 万亿元基础货币，全部来自货币政策工具投放，投放了 1.75 万亿元（其中 MLF 投放超过 1 万亿元，PSL 约 6000 多亿元，此外还有点其他工具）。这些工具形成了银行对央行的负债，并要承担利息支出。

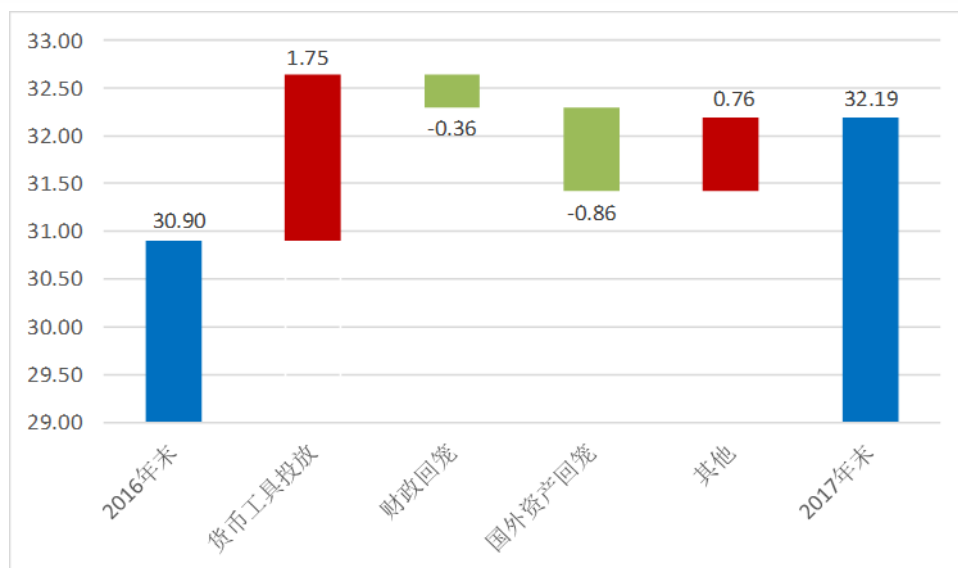


图 6：2017 年基础货币投放

资料来源：Wind

然后，全年财政回笼了 3563 亿元，国外资产流失回笼了 8632 亿元（其中外占流出 4637 亿元），其他渠道再投放 7595 亿元。

整个 2017 年，国外资产（含外占）流失、财政（具体包括财政净收入、政府发债融资）等方式回笼了大量基础货币，同时 MLF、PSL 等货币政策工具投放基础货币，最后基础货币实现了一定的增长，保持了银行间流动性稳定。

2017 年末 M2 余额是 167.68 万亿元，全年增加 12.67 万亿元，同比增速 8.2%，该增速创出近年新低。12 月当月新增 M2 是 6755 亿元，信贷派生约 5769 亿元，可见新增 M2 中大部分来自信贷派生，别的渠道仅贡献 986 亿元的 M2 增量。可是我们发现，财政支出也投放了约 1.27 万亿元的 M2（有一定误差，待后续财政数据），另外银行购买债券、外汇占款等也贡献约 900 亿元的 M2，这意味着，其他（非银、非标等）大幅收缩了 1.27 亿元，金融去杠杆力度还是非常大（数据仅供参考）。

表 1：12 月 M2 增量结构

存量结构		来源结构	
M0	2022	外占	-363
单位活期	6203	债券	1243
单位定期	-456	贷款	5769
个人	7722	财政	12784

非银	-8736	其他（非银、非标等）	-12678
全月	6755	全月	6755

资料来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所

2017 年以来，金融去杠杆措施推进，导致银行投放非银、非标、委外、资管产品等资产收缩，是导致 M2 增速下降的主要原因（这些资产投放的也会派生 M2，因此，收缩时则相应回笼了 M2）。当然，“其他（非银、非标等）”渠道是个杂项，还包括一些其他因素，比如广义基金去买银行发行的金融债，也会减少 M2 等。由于 2017 年 M2 基数下降，因此 2018 年 M2 增速会有所回升，预计在 9-10% 左右。

（四）资本市场¹

1. 股市

年初以来，上证综指连续 11 天收阳，创出了 26 年来最长纪录。短短三周上证上涨点数接近去年全年，加上本周四个交易日后，已经超越去年全年：去年从 3103 到 3307 收官，上涨 204 点；今年从 3307 起算，今日收盘 3548，年内上涨 241 点。当然不可忽略的是此番上涨中市场分化也较为严重，期间深成指数以及中小板与创业板指数更多是表现为阴阳交替。

这波指数上行的动力来源于增量资金。年初以来，包括银行、公募新发产品、北上资金在内的机构投资者都要面临为全年进行布局的问题，这也是年初提升风险偏好的主力——增量资金。这些增量资金来自于机构，在金融去杠杆会随时引发不确定性的情况下，大家追求的最核心因素是“安全性”，其背后代表的是低估值和确定性以及好的流动性。所以我们看到，金融板块尤其是银行给予市场最坚定的支撑：在这波罕见的连涨行情中，房地产作为下游需求重要发动机拉动了整个周期板块在开年后的上攻，消费品作为稳健进攻品种始终在为市场助攻，但无论周期、消费，最符合预期的仍然是最具估值洼地的金融板块尤其是银行，在市场上涨乏力时刻给予了最坚定的支持。

政策面上，1 月 19 日证监会公布的 2017 年办理案件的数量和覆盖范围都有明显的提升，重点打击财务造假、爆炒次新股、利用高送转非法交易、私募乱

¹ 芦哲，中国人民大学国际货币研究所研究员

象等市场典型违法行为，加大对各类垂直领域的稽查执法力度；这表明近两年来证券领域的强监管趋势在持续，中短期内仍大概率延续，从近期对次新龙头特停、交易所专门分类监管区块链概念炒作也可以看出；整体上看对股票市场风险偏好提升不利。

市场情绪上看，个股仍处低位震荡、明显偏弱；赚钱效应和个股强度有所走弱；资金集中度仍维持中性偏低水平；个股与指数明显背离，指数面临震荡。200日均线以上的个股占比再次由 24%左右回落到 20%左右的低水平，远未达到 11 月反弹的高点 40%左右就再次回落，且是在指数持续上行背景下，显示个股弱势明显；此外赚钱个股占比有所回落至 50%左右，涨幅超 5%个股占比再次回落至 2%以下的低水平；且涨幅前 100 个股成交额占比继续有所回落至 10%左右的偏低水平；整体上个股与指数明显背离，持续走弱，在增量资金有限、资金集中度没有上升的背景下，指数面临个股弱势的负面影响，可能震荡。

市场趋势上，我们认为，2017 年 GDP 增速超预期，全球股市同步大涨、新基金发行加速、沪深股通及融资余额等连续大幅上升等显示短期市场经济预期和风险偏好较强，但 shibor 利率全面回升、IPO 规模连续回升以及对区块链等概念炒作的分类监管显示流动性偏紧和强监管延续，所以短期上，大盘持续强势后面面临震荡，但春季行情未结束，主要是当前出口，制造业投资等向好使得经济韧性较强，企业尤其是周期性行业利润维持甚至环比超预期增长，此外新基金发行和外资等持续流入显示风险偏好明显提升，流动性上春节后的信贷宽松仍较强，春季行情还未完结。

配置上，我们认为，2018 年波动率上升、中盘股业绩和估值的性价比最优以及创业板商誉减值和业绩承诺压力减轻使得中小盘绩优个股有阶段性机会；但中期来看，业绩增速、政策以及流动性因素使得风格转换难言逆转。目前时点上，随着金融和周期蓝筹的调整，我们仍建议积极均衡配置低估值蓝筹和绩优成长股，主要是券商等补涨蓝筹以及地产、白酒等调整后的周期和消费蓝筹；此外，影视、游戏等有业绩的成长个股及 5G 芯片等政策支持领域中的低估值龙头个股也值得关注。

2. 债市

年初以来债市表现不佳，主要债券品种收益率进一步上行，主要原因包括：



2018 年第 6 期总第 249 期

1、全球预期通胀升温，海外债市利率明显上行；2、房地产部分城市放松，中部地区雨雪天气叠加油价上行、供给侧改革影响等加剧通胀担忧；3、国内金融监管政策密集落地，金融去杠杆弱化债券需求力量，银行表内、银行理财均缺少配债额度，而保险保费增长未见开门红，投资者心态趋于保守；4、上周资金面开始季节性的由松转紧；5、国开 215 重启发行等导致的供给压力担忧。

在影响当前我国债券市场的众多因素中，政策成为公认的最关键因素。而近期监管文件密集出台，纷纷指向各类表外资产的规范化和透明化管理，大方向上必然会带来需求弱化、资金断裂和风险偏好下降，从而对信用债，尤其是低资质、非标准化、政策敏感领域（比如房地产和城投）不利。从目前央行的表态来看，不松不紧的货币政策态度未变。目前货币条件指数已经收紧，包括实际利率、实际有效汇率和货币增速都有收紧，也意味着央行进一步主动收紧的意义不大。不过中央经济工作会议也指出，货币政策仍要关注流动性总阀门，意味着货币政策也不会明显放松，仍要坚持偏紧来维持去杠杆和金融防风险。

资金面上，2018 年，在央行坚持不松不紧的货币政策、叠加一系列监管政策限制机构全口径杠杆、影响部分银行参与回购市场背景下，资金市场摩擦加大，我们预计 2018 年资金面的波动性仍将偏高。302 号文将代持纳入买断式回购计算，同时对主要机构的杠杆率均进行了明确的要求；与此同时，银监会流动性新规（如流动性匹配率）也加大银行负债端的压力；部分中小银行和券商均超过上限，未来参与回购市场将会受限。而中小银行和中小券商这两年在回购市场中充当了大量的中介和过桥功能，他们退出回购市场将会使得资金摩擦性进一步增加，资金的波动可能加剧。

但是密集出台的监管政策在钳制各类型金融业务的同时，也可能对经济产生负面影响，而监管当局也会考虑到这个问题。因此监管机构在严密盯防一些过去的监管不足，收缩监管政策的同时，也会考虑在某些领域进行一些放松，避免超调以及对经济造成过大冲击。如果未来这些监管政策在金融市场和实体经济引发了较大的负面影响，那么也可预期未来货币政策可能会有一定的措施来缓冲。

对年内债券收益率的走势判断上，我们认为政策的密集出台在中短期内仍会给债市带来一定的利空，主要是制约资金的供需，在融资需求并未明显收缩的情况下，资金的供需矛盾仍可能制约利率的下行甚至可能继续推高利率。而长期方

面，仍需关注资金供需的变化，尤其是融资需求何时回落。如果居民杠杆放缓，加上企业存量融资成本上升，可能最终会导致企业的融资需求再度减弱，尤其是对没有供给侧改革的下游行业的压力会增加，届时债券的机会也将随之而来。

对于配置策略，目前风险和不确定性相对较高，我们仍然建议短端和现金为王的策略。在三季度债市可能重新迎来机会。一方面是收益率上升后释放了风险，另一方面，收益率的上升本身也是金融体系流动性收缩的反映，而这种收缩对经济的负面影响也在逐步发酵。尤其是随着美联储逐步退出宽松政策，全球流动性可能逐步迎来拐点，虽然债券类资产会因此受到影响，但流动性的收缩对风险资产也会产生影响，从而降低市场的风险偏好。这也是为何当前美国国债收益率曲线较为平坦的主要因素，即市场也在预期利率的持续上升也会反作用到经济和通胀，长端利率在上升到某种程度的情况下也会重新回落。对于债券投资者而言，短期内是防御为主，但随着利率的进一步升高，债券的配置和交易价值也在上升，可以考虑从二季度开始逐步延长组合久期。

二、宏观经济专题：从市场误判看 2018 年人民币走势¹

市场一致预期只是共识，并不必然正确。2017 年初市场普遍认为人民币“破 7”毫无悬念(最悲观甚至看到 7.5)，现在无疑都被“打脸”了：2017 年全年人民币兑美元站稳至 6.6 并冲破 6.5 关口，升值幅度高达 6.2%；2018 年开年以来升势不改，截至 1 月 26 日，人民币兑美元中间价大涨至 6.34，创 2015 年 11 月以来最高。归结起来，人民币逆势走强是内外因共同作用的结果；展望 2018 年，人民币有望继续走稳，有望探至 6.3 甚至更高。

（一）三大“出乎意料”助力 2017 年人民币不跌反升

其一，美元意外大幅走弱、欧元意外显著走强是最大贡献。当前美元指数较年初下跌逾 10%至 93，已抹掉去年 11 月份特朗普当选以来的全部涨幅（由 94 攀升至 103），欧元兑美元则大涨 13%并最高升至 1.20。由于欧元占美元指数篮子货币近 6 成权重，拆解可知美元下跌的 70%是被欧元拖累。另外 30%可归因特朗普的“不靠谱”，包括减税、医改等新政频频受阻降低美国，所谓的“通俄门”损害了特朗普信誉以及特朗普团队多次表态不希望“强势美元”。

回头看，市场显然低估了欧元区经济复苏的力度、欧央行收紧货币政策的节奏和欧洲政局的稳定性。一方面，2016 年欧元区经济增长 1.8%，自 2008 年国际金融危机以来首次增速超越美国，今年再度表现亮眼，前三季度 GDP 分别同比增长 2.6%、1.7%和 2.5%。另一方面，欧央行今年 6 月开始逐步释放退出量化宽松（QE）的信号，并在 10 月份如期宣布缩减 QE 规模的具体安排。以上表明美欧之间经济增长和货币政策的预期差明显变小，再考虑到法国大选亲欧派胜出和德国总理默克尔连任大大降低了欧洲政局的不确定性，今年“美元弱、欧元强”的格局也就不难理解了。

其二，完善人民币中间价报价机制、加强外汇管理和金融强监管等政策成效显著是人民币不贬反升的另一要因，而市场并未充分认识到我国有关当局的决心和信心。本质上，货币是国家公信力的展现。一方面，2015 年“811 汇改”确定

¹ 撰写人：中国人民大学国际货币研究所研究员彭俞超

的“收盘价+一篮子货币汇率变化”人民币中间报价机制，当时只是一个过渡性制度安排，央行在今年5月底引入逆周期调节因子其实有迹可循；另一方面，我国正处于结构转型和深化改革的关键时期，尚需一个稳定的经济金融大环境。从这个意义上看，出台举措“保外储”和“保汇率”实为必选，金融监管不断趋严也是必然。

由于人民币持续贬值、外汇储备不断贬值，加之2016年三季度以来陆续出台的房地产调控，“保外储”“保汇率”“保房价”一度引发了市场大讨论（悲观观点认为三者只能取其二乃至其一），我国央行甚至货币政策执行报告中单设专栏予以回应。然而时至2017年，外汇储备稳住了，人民币汇率稳住了，房价也稳住了。归因看，固然是外储、汇率和房价之间本来就不存在所谓的“不兼容”，但更为本质的，背后体现的是“信心比黄金更重要”，即：对我国经济结构调整要有信心，对我国防范系统性金融风险要有信心，对我国政府执行力要有信心。

其三，经济基本面是两国货币比价的本质因素，而市场无疑低估了我国经济增长的强大韧性。由于2016年四季度以来我国实施了新一轮房地产调控，加之我国正处于结构转型和金融强监管，2017年的确面临了不小的下行压力。然而，得益于PPI高位带动企业盈利改善、房地产投资和基建投资没有失速下滑、全球经济复苏利好我国外需的三重支撑下，2017年我国GDP累计增速连续四个季度超预期走稳至6.9%。毫无疑问，我国经济的强韧性大超预期，是人民币不跌反升的重要支撑。

2015年以来，我国GDP增速季度波动幅度最大不超过0.1个百分点，2017年更是连续四个季度走平，表明我国经济增长已实现了由高速转向中高速的平稳过渡。基于“坚持稳中求进”的工作总基调和“保持经济运行在合理区间”的总要求，预计未来经济将继续呈现“低波动、有韧性”的特征，这也将为我国由高增速转向高质量发展创造有利条件。

（二）2018年人民币总体走稳、波动性加大

开年前后，人民币开启新一轮了涨势。最新数据显示（截至1月26日），人民币兑美元中间价已冲破6.35，美元指数则跌穿至90下方。综合来看，人民币本次升值主要是欧美主导。

一方面，2017年12月下旬以来，美元上涨动能逐渐弱化，一方面来自美国

自身,包括特朗普减税新政已落地,以及美联储如期加息但并未释放更强信号(即 2018 年大概率只加三次,与市场预期一致),因此市场选择了“卖事实”。

另一方面,也是更为关键的,主要还是欧央行释放了提前收紧货币的信号。1 月 11 日公布的欧央行议息会议纪要显示,鉴于欧洲经济稳步向好,欧央行有可能在四季度一次性退出量化宽松(停止购买国债),并有可能考虑加息。受此影响,截至 1 月 20 日,欧元兑美元报 1.22,创三年来新高。

年年岁岁花相似,岁岁年年人不同。2017 年初人民币同样经历了一轮快速升值,当时主因是我国当局加强外汇管制以及特朗普不希望强势美元的表态。那么,今年人民币会否延续去年的升值态势?

一般来说,判断一国汇率走势,中短期内主要看两国利差水平与通胀水平,长期内主要看经济实力(严格来说是贸易竞争力)。除此之外,重要相关国家的汇率、市场资金情绪、地缘政治等冲击因素也需加以考量。

就当前而言,美联储加息周期已步入后半程,我国则坚持“强监管、防风险、抑泡沫、去杠杆”的政策主基调,货币实际上易紧难松,以十年期国债收益率来计量的中美利差也稳定在 130 个基点以上(属于历史较高水平);此外,中美两国通胀水平总体同步,两国经济韧性均比较强。对比下来,特朗普的“不靠谱”程度以及欧央行货币政策的真实动向等“第三方”因素反倒成了人民币兑美元汇率的主导。

据此不难判断,今年人民币升值的可能性大于贬值,预计人民币将总体走稳但双向波动幅度加大,最高有望升至 6.3 甚至更高,最为关键的变量是欧央行收紧货币的节奏,一旦超预期,欧元将对美元形成巨大压制,人民币(兑美元汇率)将迎来新一轮大涨。

(三) 人民币汇率市场化程度仍需提升

考虑到 2017 年市场上绝大多数人都看错了(人民币并未“破 7”反而大升),还是有必要多一分清醒,多一分冷静。回头来看,2017 年对人民币的一致性误判,固然可以归因为美元大幅走弱、我国外汇管理成效以及我国经济走稳等方面超预期,但本质则在于人民币汇率的真实定价权并未掌握在中国自身。毕竟,当前我国经济实力虽然稳居世界第二,但人民币还不足以代表我国的真实国力,因为人民币汇率市场化程度还不够,我国金融市场(尤其是外汇市场)的深度和广

度也还不够，人民币国际化程度更是不够。

强国需要强币。中国的崛起，必然需要强有力的人民币。我国有关当局应着力完善人民币汇率制度，全面提升人民币汇率市场化程度，逐步减少常态化的外汇干预，并稳步推进人民币国际化进程。得益于人民币贬值预期和资本外流压力均大大缓解，眼下部分管制措施已开始有了松动。当然，鉴于今后 3 年我国将聚焦打好防控金融风险的攻坚战，适当的外汇管理仍有必要。

三、主要经济数据¹

表 2：经济数据一览

指标名称	类别	17-Jun	17-Jul	17-Aug	17-Sep	17-Oct	17-Nov
CPI	同比	1.5	1.4	1.8	1.6	1.9	1.7
PPI	同比	5.5	5.5	6.3	6.9	6.9	5.8
PMI	同比	51.7	51.4	51.7	52.4	51.6	51.8
工业增加值	同比	7.6	6.4	6.0	6.6	6.2	6.1
工业企业利润 总额	累 计 同 比	22.0	21.2	21.6	22.8	23.3	21.9
固定资产投资 完成额	累 计 同 比	8.6	8.3	7.8	7.5	7.3	7.2
社会消费品零 售总额	同比	10.9	10.4	10.1	10.3	10	10.2
进出口金额	同比	13.8	8.8	8.9	12.7	11.2	15.6
M2	同比	9.4	9.2	8.9	9.2	8.8	9.1
社会融资规模	当 月 值 (亿元)	17762	12200	14791	18199	10387	16000
金融机构新增 人民币贷款	当 月 值 (亿元)	15400	8255	10900	12700	6632	11200

¹ 黄泽清，中国人民大学国际货币研究所副研究员

经济紧缩未能消除英国赤字

历史告诫我们不要追求增长，但或许值得一试¹

布莱恩·雷丁²

历时七年的经济紧缩未能消除英国的预算赤字。经济倒退，实际收入减少。失败的医疗服务和住房危机带来了高昂的社会成本。但历史却告诫我们不要追求增长。历任财政大臣带来的经济繁荣全都以失败告终。1963-1964 年的莫德林（Maudling）繁荣因国际收支平衡危机而夭折。1972-1973 年的巴布尔（Barber）繁荣以及 1986-1988 年的劳森（Lawson）繁荣皆在通胀中破灭。以上种种情况所处的国际环境都不容乐观，尤其是 20 世纪 70 年代初的大宗商品和石油价格飙升。

供给约束是反对快速增长的一个理由。需求超过供给会导致价格上涨。有着英国财政监视器之称的预算责任办公室（the Office for Budget Responsibility）已大幅削减其对英国未来经济增长的预计。生产力未能恢复到金融危机前的水平，OBR 也不再期望它能够在预测期内恢复。为此，OBR 列出了种种原因，其中就包括为僵尸企业继续存活所提供的廉价信贷。但是，这样的货币挥霍从来就不是拯救财政紧缩、扭曲的收入和财富分配的良药。

经济紧缩无疑抑制了需求。当前，国际货币基金组织以及其他相关机构都承认，政府支出对国民收入的乘数效应要远远超过此前预期水平。经济学家认为，投资推动增长，并在很大程度上解释了需求周期。对产品或服务的需求可吸引投资。

这就开启了一个反馈循环：需求带来投资，进而推动 GDP 和生产力的增长。如果供给不足限制了劳动力和资本的投入，生产力就会限制增长。

¹ 翻译：潘松岑；审校：肖柏高，原文选自 OMFIF Commentary（2018 年 1 月 16 日）

² 布莱恩·雷丁，英国前首相爱德华·希思经济顾问，货币金融机构官方论坛(OMFIF)顾问委员会委员

这种相关性不等于因果关系。需求不足可能导致生产力放缓，反过来则说不通。

来自英格兰银行的数据显示，周期序列的趋势对于所选定的时期是极为敏感的。后金融危机时期，GDP 产出缺口在最长趋势期（1885-2006 年）的 9%到最短趋势期（1985-2006 年）的 19%之间变动。整个经济体的劳动生产力（GDP/就业）短缺在 10%到 21%之间（该指标对生活水平至关重要）。后金融危机时期就业的增长略高于危机前水平。数据显示，在金融危机前的长期和短期之内，生产力的年增长率和 GDP、全要素生产率和 GDP 增长之间均存在正相关关系。这种相关性在金融危机后的 2007-2016 年间表现最为明显。

类似的低于趋势的增长和生产力的损失表明，需求不足在很大程度上解释了生产力低下的原因。事实上，从需求方面来看，生产力并非症结。症结在于，虽然深入分析了供给限制，却没有想过这些限制其实是增长放缓的后果而非原因。考虑到需求的疲软和不确定以及低廉的劳动力价格，我们也就能理解为什么资金充沛且成本低但私人非住宅投资却不尽如人意。技能短缺早在金融危机之前就已经存在了。

英国脱欧的不确定性是抑制需求、增长、投资和生产力的另一因素。刺激经济增长的举措在很大程度上被财政部外界所接受，这次的冒险或许是值得的。廉价融资虽然持续存在，但确是增加公共部门基础设施投资的黄金机遇。回报将超过下一代人所承受的成本与收益。如果老龄化挤出了工人收入，那么削减政府投资会给未来的维护和修缮留下负担。应对债务融资征税，从而与股息征税相匹配。总之，良策并不少。

Austerity fails to eliminate UK deficit

History warns against going for growth, but it may be worth the risk

Brian Reading¹

Seven years of austerity have failed to eliminate Britain's budget deficit. Growth has suffered. Real incomes have shrunk. Social costs have been grievous, such as the failing health service and housing crisis. But history warns against going for growth. Booms named after former chancellors ended in tears. A balance of payments crisis aborted the 1963-64 Maudling boom. The Barber 1972-73 and Lawson 1986-88 booms burnt out in inflation. In each case international developments were malign, notably the early 1970s commodity and oil price explosions.

Supply constraints are an argument against a dash for growth. Increased demand could raise prices more than production. The Office for Budget Responsibility, the UK fiscal watchdog, has cut its potential growth estimate substantially. Productivity growth has failed to recover to its pre-financial crisis rate and the OBR no longer expects it to do so within its forecast horizon. It cites various reasons, including cheap credit providing life support for zombie companies. But monetary profligacy has been an ineffective antidote to fiscal stringency, distorting income and wealth distribution.

Austerity undoubtedly depresses demand. The International Monetary Fund and others now accept that the multiplier effect of government spending on national income is much greater than previously supposed. Economists maintain that investment drives growth and largely explains cycles in demand. Demand for a product or service elicits investment.

¹Brian Reading was an Economic Adviser to Prime Minister Edward Heath and is a Member of the OMFIF Advisory Board

This starts a feedback loop, where demand leads to investment, in turn supporting GDP and productivity growth. If a lack of supply constrains labour and capital inputs, productivity sets the limit to growth. Correlation does not indicate causation. Inadequate demand may explain sluggish productivity growth rather than the reverse.

Data from the Bank of England reveal trends from cyclical series are extremely sensitive to the chosen period. Post-crisis below-trend gaps in GDP range to 19% on the shortest trend period (1985-2006) from 9% on the longest (1885-2006). Whole economy labour productivity (GDP/employment) shortfalls, which matter for living standards, range to 21% from 10%. Post-crisis employment has risen slightly more than pre-crisis trends. The data show a positive correlation between the annual rates of growth of productivity and GDP, and between total factor productivity and GDP growth for both long and short pre-crisis periods. This correlation is strongest for the post-crisis years 2007-16.

Similar below-trend growth and productivity losses suggest that inadequate demand goes a long way to explaining poor productivity. Indeed, productivity is no puzzle when seen from the demand side. The puzzle results from intense analysis of supply constraints without considering whether these are consequences rather than causes of slow growth. Disappointing private non-residential investment despite cheap and plentiful money is understandable, given weak and uncertain demand coupled with cheap labour. Skill shortages long pre-dated the crisis.

Uncertainty around the UK's exit from the European Union is an added factor depressing demand, growth and consequently investment and productivity. The ingredients of a dash for growth are largely accepted outside the Treasury, and it could be worth the risk this time. Cheap finance, while it lasts, is a golden opportunity for enhanced public sector infrastructure investment. Returns exceed costs and benefits accrue to younger generations. Cutting government investment leaves a future burden of maintenance and improvement to be financed when aging squeezes workers' incomes.

Debt finance should be taxed to match taxation on dividends. There is no shortage of worthwhile proposals.

中日金融合作

两国领导人呼吁加强亚洲经济一体化¹

戴维·马什 & 亚当·考特²

世界第二大经济体中国和第三大经济体日本两国金融和货币合作的加强可能是未来 12 个月的主要趋势之一。

两国的关系还是相当紧张的，尤其反映在领土主张分歧和中国在东亚地区日益增加的军事存在上。然而，中国国家主席习近平和日本首相安倍晋三在过去的几个月里都巩固了国内政权基础。对于两国领导人来说，美国总统唐纳德·特朗普转向单边主义，刺激了两国去寻找共同利益，以及改善区域贸易和金融关系。

中国是日本最大的贸易伙伴，日本是中国第二大贸易伙伴。日本受惠于中国出境旅游热潮，2017 年迎接了约 500 万名中国游客，人数超过任何其他国家的游客。

尽管《日美安保条约》将继续主导日本的外交政策，但两国为遏制朝鲜领导人金正恩的拥核野心都与美国开展了合作，这可能是两国加强合作的另一个因素。合作可能会进一步扩展到双边货币合作，以及为因美国利率走高而遭受资本外流的亚洲国家提供货币支持等领域。

与东南亚国家联盟十国开展的多边合作是焦点之一。在过去的二十年里，这一趋势不断加强，东亚经济合作在“东盟加三国集团（中国、日本和韩国）”的基础上做出了更大的承诺。虽然中日政治争端偶尔在亚洲其他国家引起恐慌，但是其他国家也从两大经济巨擘的相互竞争中渔翁得利。

东盟仅占亚洲国内生产总值的 10% 左右，而“中日韩三国集团”则占 90%。中日之间的竞争是导致“三国集团”次优合作的原因之一，但可能出现变化。

习近平呼吁进一步加强区域经济一体化，加大贸易投资力度。除中国支持的

¹ 翻译：李坤夏；审校：肖柏高，原文选自 OMFIF Commentary（2018 年 1 月 17 日）

² 戴维·马什是货币金融机构官方论坛主席，亚当·考特是货币金融机构官方论坛亚洲主管

区域全面经济伙伴关系（Regional Comprehensive Economic Partnership）外，他还提议就中日韩自由贸易协定进行进一步谈判，不包括美国。

与此同时，近 70 个国家签署了中国的“一带一路”跨境基础设施建设。虽然在政治上是困难的，但是日本对“一带一路”的深入参与将是亚洲的重大推动力量。这可以反映出亚洲开发银行和中国主导的亚洲基础设施投资银行之间的合作在扩大，前者日本在其中扮演主要角色，后者美国和日本都未参与。

尽管北京和东京积累了雄厚的力量和财富，自 1800 年以来谁都没有足够强大到成为地区主导。日本在第二次世界大战中对东亚霸权的主张失败，其国家的破坏和随后的经济重建，与中国在共产主义的领导下的改革创新以及今年来影响全球金融市场的能力相比，不相上下。

随着中国和日本在技术、金融和工业发展方面的利益逐渐趋于一致，他们也许能够协调合作，实现更广阔的区域合作。路上挫折在所难免，但未来的道路似乎越来越清晰。

Japan-China financial co-operation

Leaders urge greater economic integration in Asia

Adam Cotter David Marsh¹

Enhanced financial and monetary co-operation between China and Japan, the world's second and third largest economies, is likely to be one of the prime trends to follow in the next 12 months.

There remain considerable strains in the bilateral relationship, not least reflecting differences over territorial claims and China's increased military presence across eastern Asia. Yet Chinese President Xi Jinping and Japanese Prime Minister Shinzo Abe have reinforced their domestic political power bases in the last few months. For both leaders, US President Donald Trump's shift towards unilateralism is an incentive to identify shared interests and improve ties in regional trade and finance.

China is Japan's largest trading partner, while Japan is China's second largest. Japan, benefiting from China's outbound tourism boom, welcomed around 5m Chinese visitors in 2017, more than from any other country.

Although the Japan-US security pact will continue to dominate Japan's foreign policy, both countries' engagement with the US to curb the nuclear ambitions of North Korean leader Kim Jong-un could be another factor in improving collaboration. This could spread to spheres such as bilateral currency co-operation and monetary back-up for Asian countries suffering capital outflows because of higher US interest rates.

Multilateral co-operation with the 10 countries in the Association of Southeast Asian Nations is an important focus. This has intensified in the last two decades, with a greater commitment to East Asian economic co-operation under the so-called Asean Plus Three grouping, which includes China, Japan and South Korea. While Sino-

¹ David Marsh is Chairman of OMFIF and Adam Cotter is OMFIF's Head of Asia

Japanese political disputes have occasionally raised alarm in the rest of Asia, the rivalry has also benefited the region, since countries play the two economic giants against each other to gain better deals.

Asean accounts for only around 10% of the region's GDP, while the 'Plus Three' represents 90%. Competition between China and Japan has been one reason for sub-optimal co-operation among the Plus Three, but this could change.

Xi is urging further regional economic integration and greater efforts on trade and investment. Aside from the Beijing-backed Regional Comprehensive Economic Partnership, he is proposing further talks on a free trade agreement between China, Japan and South Korea that does not include the United States.

At the same time, almost 70 countries have signed up to China's cross-border Belt and Road infrastructure initiative. Although it would be politically difficult, Japan's greater involvement in the Belt and Road would be a major boost for the region. This could mirror the extended co-operation between the Asian Development Bank, in which Japan plays a major role, and the China-led Asian Infrastructure Investment Bank, from which both the US and Japan are absent.

For all the strength and wealth Beijing and Tokyo accumulated, since 1800 neither has been powerful enough to claim regional dominance. Japan's failed bid for east Asian hegemony during the second world war, its destruction and subsequent economic reconstruction has been a development no less significant than China's renewal under communism and its more recent capacity to influence global financial markets.

As Chinese and Japanese interests become progressively aligned in technology, finance and industrial development, they might be able to reconcile and work together towards greater regional co-operation. Setbacks along the way are probable – but the future path seems increasingly clear.



系列二十六：人民币在岸债券市场基本情况与对外开放现状¹

编者按：

人民币国际化是中国人民大学国际货币研究所（IMI）的重点研究领域。自 2012 年研究所首次发布《人民币国际化报告 2012》并首创人民币国际化指数（RII）以来，已经连续四年编写并发布《人民币国际化报告》。尽管时间不长，报告因其独立性、客观性和决策参考性，得到了社会各界尤其是政策部门的高度关注。同时报告还被译成英文和日文同步发布，在国内外理论与实务界均产生较大影响。《人民币国际化报告 2017》主题为“强化人民币金融交易功能”。在历史经验借鉴、理论分析和实证研究基础上，本报告致力于针对“为什么要强化人民币金融交易功能”以及“如何强化人民币金融交易功能”等问题做出回答。报告不仅充分论证了强化人民币在国际市场上金融交易功能的必要性，为之提供了理论、实证以及历史经验等多方面的证据，还具体探讨了强化人民币金融交易功能的主要实现路径，并就其中存在的问题与解决方案进行了分析，为扫清制度和技术层面的障碍与制约因素提供决策参考。《IMI 研究动态》将连续刊登《人民币国际化报告 2017》节选系列文章，以飨读者。

本文节选自《人民币国际化报告 2017》第五章。

首先介绍中国在岸债券市场的基本情况。在岸的中国债券市场目前包括银行间市场、交易所市场和商业银行柜台交易市场三个重要组成部分（表 1）。尽管银行间债券市场起步最晚，但是由于商业银行的广泛参与，目前无论从债券存量还是交易量，银行间债券市场都远超其他两个债券市场（图 1）。交易所债券市场发展历史早于银行间债券市场，它的参与者涵盖非银行金融机构与个人投资者，而商业银行则被排除在外。交易所债券市场由两部分组成，其一是实行集中撮合交易的零售市场，其二是由固定收益平台和大宗交易系统构成的批发市场。前者的主要市场参与者是个人投资者，而后者的主要参与者是机构投资者。商业银行柜台交易市场是银行对于零售债券投资者的市场，因此与前面两个市场相比较，柜台交易市场交易规模和交易活跃程度相差很多。

表 1

¹ 整理人，中国人民大学财政金融学院博士生李胜男、中国人民大学国际货币研究所研究合作部副主任安然

	银行间债券市场	交易所债券市场	银行柜台债券市场
市场性质	场外交易	场内交易	场外交易
发行和交易券种	国债，金融债，央票， 短融，中期票据，企业债，资 产证券化产品	国债，企业债， 公司债，资产收益凭证	国债
衍生交易工具	远期利率协议，利率互换，债 券远期，信用风险缓释凭证， 信用违约互换等	可转债 国债利率期货	无
投资者类型	各类机构投资者	所有投资者（非上市商业银行 除外）	个人和企业投资者
交易类型	现券交易，质押式回购， 买断式回购，远期交易	现券交易，质押式回购	现券交易
交易方式	做市商制度 一对一询价交易	一对一询价交易和自动撮合	银行柜台报价
结算时间	T+0或T+1	T+1	T+0
债券托管机构	中债登	中证登	商业银行

中国债券市场交易规模(万亿元)

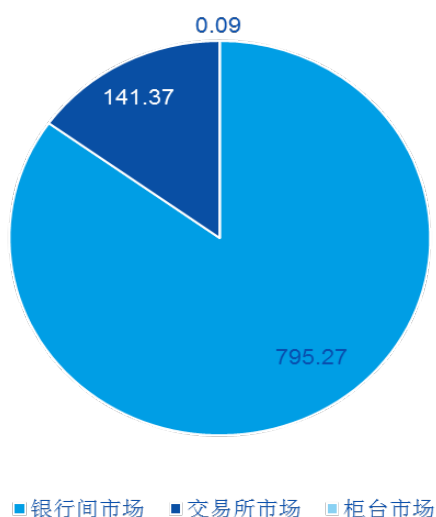


图 1 中国债券市场交易规模

数据来源：WIND

经过二十多年的发展，截至 2016 年末，中国债券市场存量已达到 62.9 万亿，其占 GDP 比重也由 2006 年的 40% 提高到 90%（图 2）。目前中国债券市场已形成了较为丰富的产品种类，主要包括国债、央行票据、地方政府债、金融债、企业债、公司债、中期票据、短期融资券、超短期融资券、资产支持证券、可转换债券等品种（图 3）。而从期限上来看，既有期限仅为 3 个月的短期债券品种，又有 30 年期、50 年期的超长期债券品种。

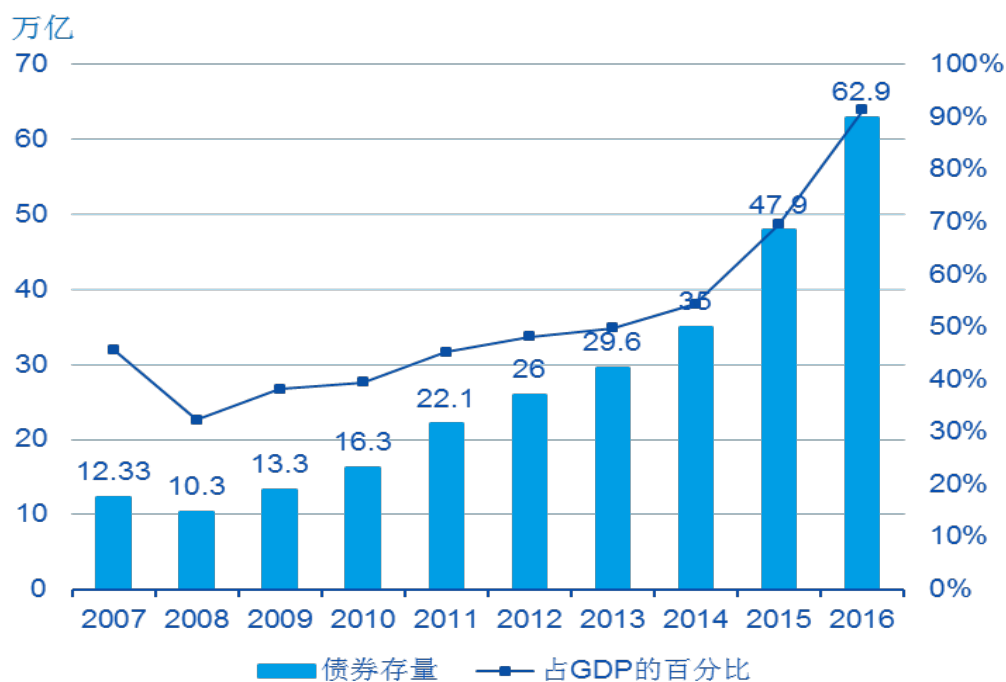


图 2 中国债券存量规模

数据来源：WIND

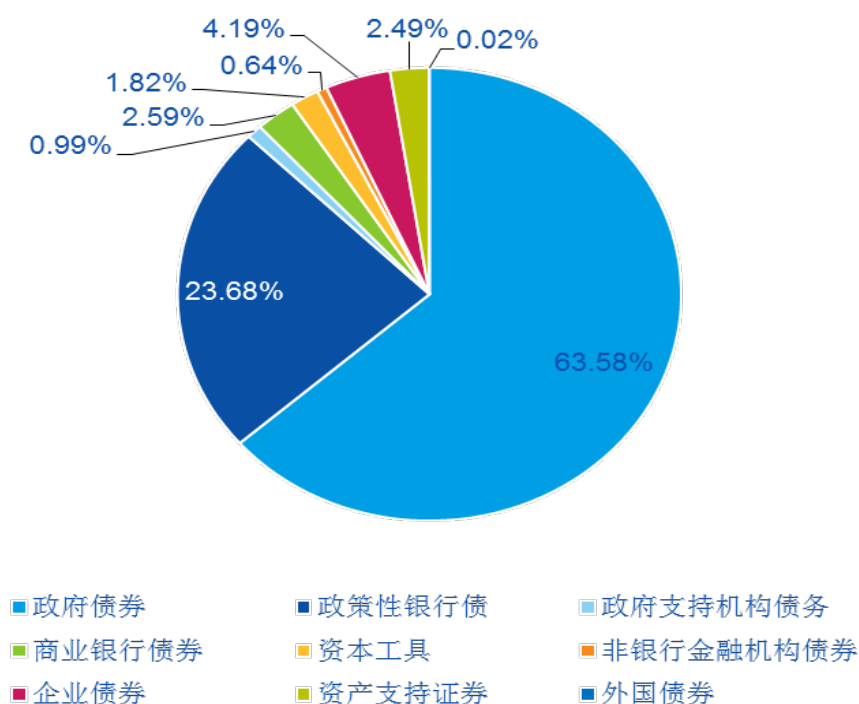


图 3 中国债券存量发行人分类

数据来源：WIND

在市场参与者结构方面，商业银行仍是最重要的市场参与者，2016 年其持有债券占整个在岸债券市场 62.8%，紧随其后的是基金类金融机构（16.6%），

个人投资者占市场份额较小, 仅占 1.6% 左右, 低于境外机构持有债券份额在 1.8% 左右 (图 4)。

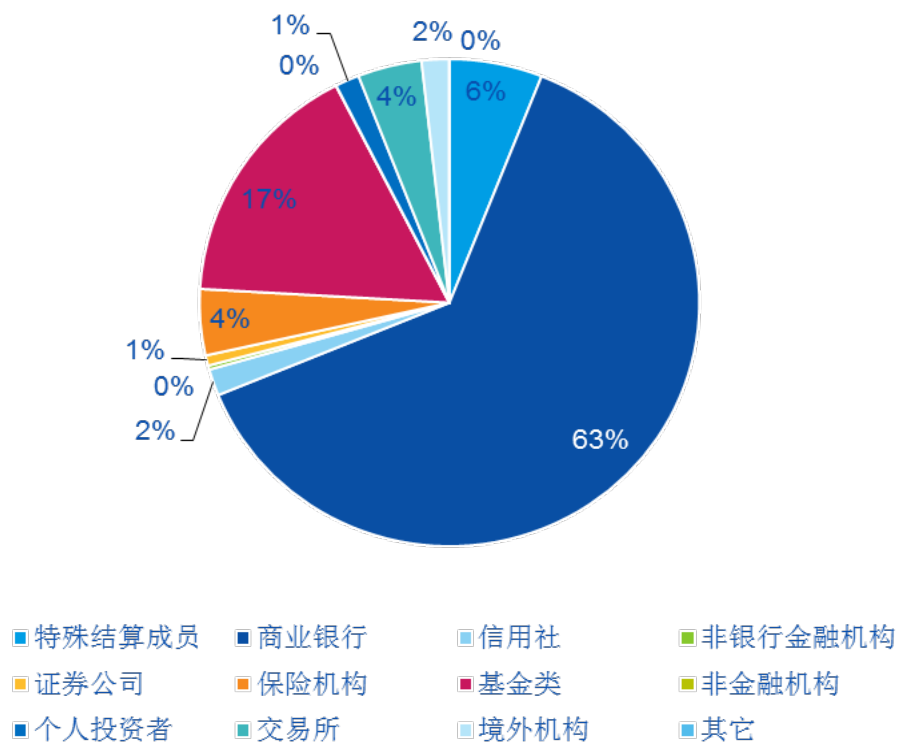


图 4 中国债券存量持有人分类

数据来源: WIND

我国在岸债券市场除了在现券产品上发展迅速之外, 在债券相关衍生产品的发展上同样取得重要进展。银行间债券市场上先后引入远期利率协议、远期债券以及利率互换等利率衍生交易工具, 其中尤以利率互换发展最为迅速。截至 2016 年底, 利率互换月成交金额超过 1000 亿 (图 5)。而在 2016 年末监管者还引入信用风险缓释凭证和信用违约互换等信用风险衍生工具, 帮助市场参与者实现信用风险对冲。而在交易所债券市场上, 自 1995 年国债利率期货由于过分投机导致风险之后, 2013 年交易所又重新引入国债利率期货。但是目前国债利率期货仍未向银行间市场开放, 也就是说商业银行这一债券的最主要交易者仍无法通过交易国债利率期货来对冲自身的持有现券风险。

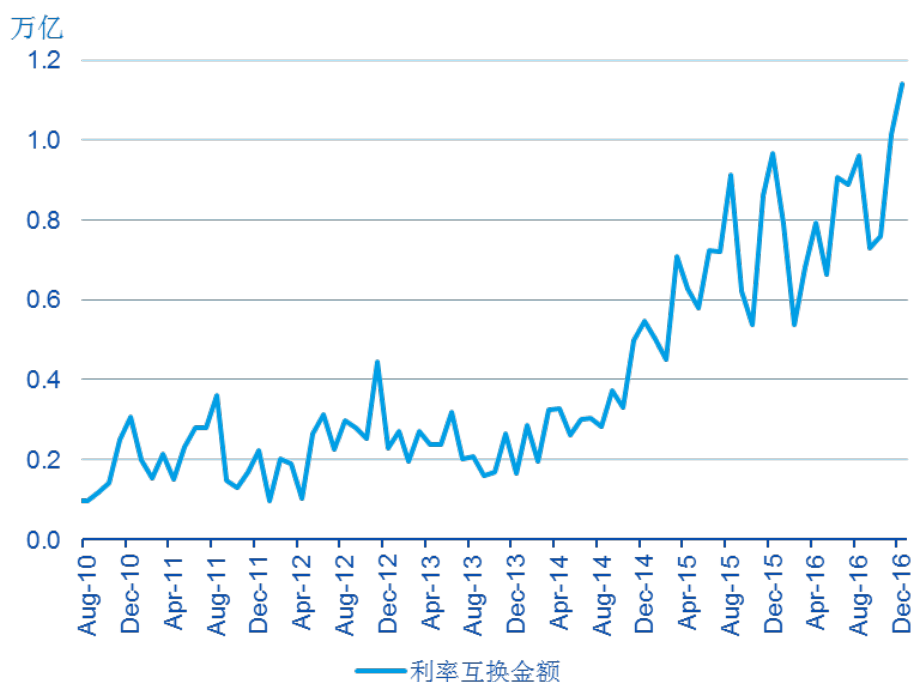


图 5 中国利率互换发展

数据来源：WIND

中国债券市场对外开放随着中国资本市场的发展不断深化。2002 年开始开放的 QFII 项目是债券市场对海外投资者最早开放的渠道。但是，在 QFII 发展的早期，对外开放的仅是交易所债券市场，而无论是存量还是交易规模更胜一筹的银行间债券交易市场并不在开放之列。更重要的是，由于缺乏有效的对冲工具，QFII 下的海外投资人对于国内债券的投资有所保留。

2009 年开始的人民币国际化进程为银行间债券市场的开放带来新的动力（表 2）。为了提高人民币在国际上的使用，监管当局先后向国外人民币清算行、境外央行、货币当局、港澳人民币业务清算行和境外人民币业务参加行开放银行间外汇市场。特别是在 2011 年，推出人民币合格境外投资者项目（RQFII），允许指定的人民币境外投资者将手中掌握的人民币直接投资于境内银行间债券市场，标志着银行间市场对海外投资者的开放。随后，QFII 投资者也获得投资境内银行间债券市场的资格。

在人民币加入国际货币基金组织特别提款权前后，在岸债券市场开放又获得新的动力。2015 年 7 月和 2016 年 2 月，监管当局先后大幅放开对于境外央行、国际金融组织、主权财富基金、商业银行、保险等国际投资参与银行间债券市场的限制。各类境外机构投资者现阶段均可在银行间债券市场开展现券交易，并可

基于套期保值需求开展债券借贷、债券远期、远期利率协议及利率互换等交易。境外央行、国际金融组织、主权财富基金、人民币业务清算行和参加行还可在银行间债券市场开展债券回购交易。除投资银行间债券市场外，境外央行类机构，人民币购售业务规模较大、有国际影响力和地域代表性的人民币境外参加行可进入中国银行间外汇市场参与全部挂牌交易品种的交易，包括即期、远期、掉期和期权等。

前境外投资者投资银行间债券市场已形成以境外三类机构、QFII、RQFII 为主的制度框架。但境外投资人投资规模仍远低于其他发达市场国家和发展较快的新兴市场国家。截至 2016 年 12 月末，已有 407 家境外机构进入银行间市场投资，较上一年末增加 105 家，占银行间市场投资者数量的 2.88%。投资者类型包括了境外央行、国际金融组织、主权财富基金、商业银行、保险公司、证券公司、基金管理公司及其他资产管理机构等各类机构。截至 2016 年 12 月末，境外机构和个人债券持有规模为人民币 7851 亿元，较上一年末增加 1950 亿元，占我国银行间市场总规模的 1.4%。

表 2 银行间债券市场投资相关规定变革历程

时间	内容
2009	允许境外清算行在其存款余额的8%范围内，投资银行间市场
2010.08	允许境外央行，货币当局，港澳人民币业务清算行和跨境贸易人民币结算境外参加行进入银行间债券市场
2011.12	推出人民币合格境外机构投资者（RQFII）制度，与QFII制度相比，投资范围由交易所市场的人民币金融工具扩展到银行间债券市场
2012.07	QFII投资范围扩展到债券市场，明确其投资范围为：在证券交易所交易或转让的股票，债券和权证；在银行间债券市场交易的固定收益产品
2013.03	扩大RQFII投资范围，可以投资股票，债券和权证，银行间债市交易的固定收益产品，基金，股指期货，可参与新股发行，可转换债券发行，股票增发和配股的申购
2013.03	经人民银行同意后，合格境外机构投资者（QFII）可以在获批的投资额度内投资银行间债券市场
2015.05	已获准进入银行间债券市场的境外人民币业务清算行和境外参加行可以开展债券回购交易
2015.07	大幅放开对境外央行，国际金融组织，主权财富基金三类机构在银行间市场的投资限制，对参与主体实施备案制，并取消投资额度限制，可在银行间市场开展债券现券，债券回购，债券接洽，债券远，以及利率互换，远期利率协议等其他经中国人民银行许可的交易
2016.02	境外机构范围扩至商业银行，保险公司，证券公司，基金管理公司及其他资产管理机构等各类金融机构，上述金融机构依法合规面向客户发行的投资产品，以及养老金，慈善基金，捐赠基金等中国人民银行认可的合格中长期机构投资者。同时取消境外机构投资额度限制，简化管理流程

银行间债券市场的境外机构持有债券组合结构具有自身特点（图 6）。与市场总体结构相比，境外机构持有债券显著倾向于更安全和更有流动性的国债和政策性银行债，这两者持有总和超过持有债券总量的 85%。而对于企业债、商业银行债以及资本工具（同样是商业银行发行），境外机构的兴趣相对较小。相对而言，在目前这个阶段，境外机构更青睐于流动性较好的、主要存在利率风险的债券产品。这符合我们在前一部分描述的，海外非居民投资者对于国际“安全资产”的需求。

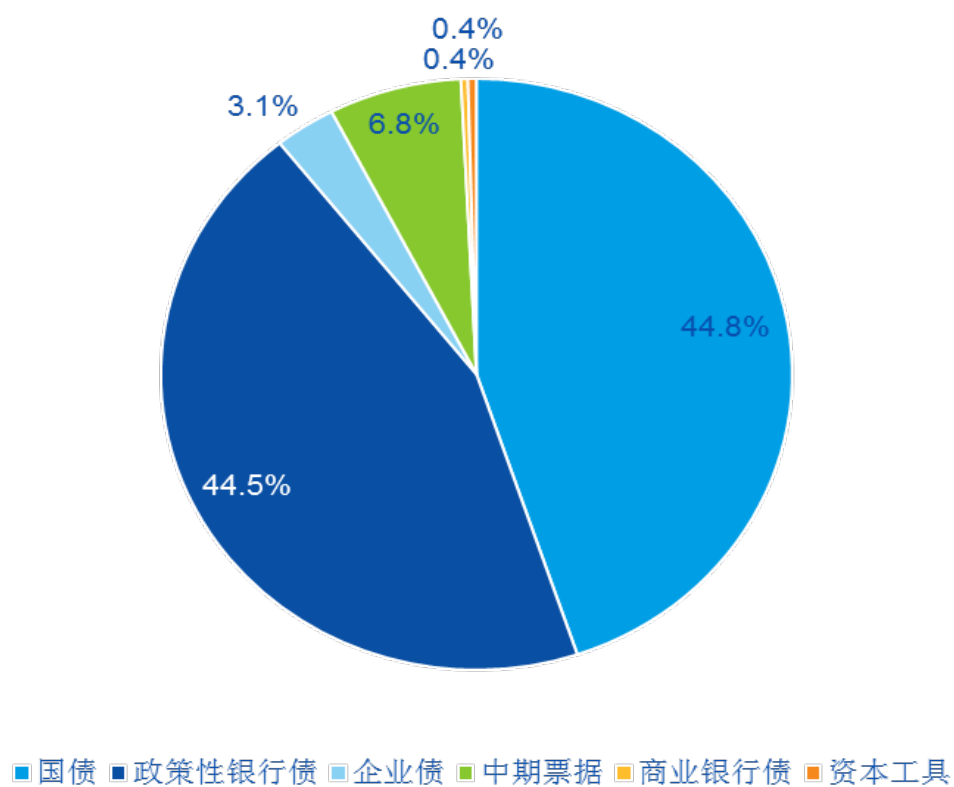
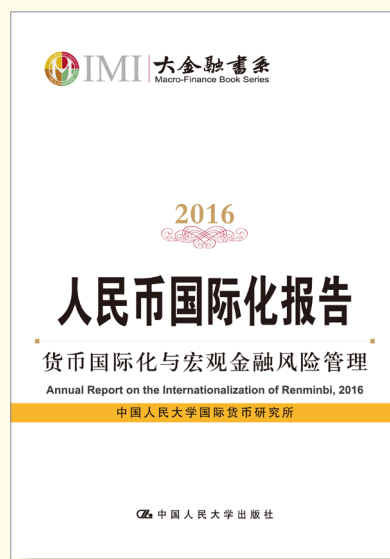


图 6 境外机构持有债券组合结构

数据来源：WIND

《人民币国际化报告 2016》

《人民币国际化报告 2016》的主题为“货币国际化与宏观金融风险管理”。报告聚焦于人民币国际化新阶段的宏观金融管理问题，对人民币加入 SDR 后的宏观金融政策调整及其可能诱发的国内宏观金融风险展开分析，包括汇率波动和汇率管理，以及跨境资本流动对国内金融市场的冲击、银行机构国际化风险和实体经济风险等重要议题。报告建议，要加强宏观审慎管理，抓住重点，推进供给侧改革，防范系统性金融风险，为实现人民币国际化最终目标夯实经济基础并提供根本保障。



具体而言，一是应当进一步推动汇率市场化改革，完善人民币汇率制度，从管理浮动逐渐过渡到自由浮动。二是资本账户开放要与汇率制度改革相互配合，坚持“渐进、可控、协调”的原则，适应中国经济金融发展和国际经济形势变化的需要。三是应充分借鉴国际经验，明确当前我国金融监管改革的原则，构建符合中国实际的宏观审慎政策框架，为加强系统性风险管理提供制度保障。

厦门国金

XFinTech

资产证券化专业服务商

ASSET BACKED SECURITIZATION SPECIALIST



0755-26418011

xft@xfintech.com.cn

深圳市福田区深南中路1001号
2468号怡化金融大厦20楼



更多精彩内容请登陆国际货币网
<http://www.imi.org.cn/>

刊发日期：2018年2月5日
内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载