

【本期推荐】

赵昌文：不良贷款率上升代表着银行资产质量显著恶化吗？

【“金融风险”专题】

王国刚：微观主体引发金融风险，金融创新拒绝野蛮生长

张 明：控风险还是稳增长？——“三难选择”下的艰难权衡

孙国峰：货币创造、资本约束与防控金融风险

杨 涛：地方金融如何确立风险防范的底线

【海外之声】

Steve H. Hanke：原油价格不断攀升

Diego Zuluaga：我们是否处在中国信贷紧缩的边缘？

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	张之骧	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：李虹含

编委：安 然 朱霜霜 魏 唯

责任编辑：陈艺博

栏目编辑：杨章轶

美术编辑：张耘峒

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



不良贷款率上升代表着银行资产质量显著恶化吗？

赵昌文¹

当前不良贷款率上升是隐性风险的显性化

《金融时报》记者：近期有个别中小银行出现不良率高升、资产质量下滑的问题，您认为，银行业整体风险是否显著上升？怎样看待这种上升？

赵昌文：近期，部分中小银行不良贷款率上升，商业银行整体不良贷款率也有明显上升。二季度末，商业银行不良贷款率为 1.86%，较上季末提高 0.12 个百分点。这表明，显性风险意义上的银行业风险的确在上升。

不良贷款率上升很大程度上是隐性风险的显性化。综合考虑显性风险和隐性风险后，这并不一定代表资产质量恶化。

具体而言，本轮不良贷款率上升主要有两方面原因。一是严监管环境下，不良贷款确认标准明显趋严。近期，监管部门敦促银行利用当前拨备充足的有利条件，做实贷款分类，真实反映信用风险。受此影响，之前未被确认为不良贷款的逾期 90 天以上贷款被确认为不良贷款，导致不良贷款加速暴露，这类不良贷款的增加并不意味着资产质量恶化。二是企业去杠杆，不良贷款及时暴露。我国企业部门杠杆率居全球主要经济体首位，存在大量的过度负债企业甚至“僵尸企业”，必须推动企业部门去杠杆。去杠杆过程中伴随着企业债务违约风险的增加。初步估算，上半年广义企业部门信贷增速已下降至 7% 左右。增量流动性的减少会导致部分过度负债企业难以借新还旧、以贷养息，从而出现违约，带来不良贷款的增加。这类增加也主要是存量风险的显性化和及时暴露，从算总账（即综合考虑显性风险和隐性风险后）的角度看，也不一定代表资产质量恶化。

¹ 赵昌文，中国人民大学国际货币研究所学术委员，国务院发展研究中心产业经济研究部部长

不过，需要警惕居民贷款特别是个人住房贷款的快速上升。纵向来看，银行体系对房地产风险的敞口仍在增加，这是比近期不良贷款率上升更需要关注的潜在风险。

银行风险可控的三个前提条件

《金融时报》记者：那么银行金融风险是否可控？可控的前提条件又是什么？

赵昌文：总体来看，银行业风险仍然可控。风险应对能力是决定风险是否可控的关键因素，而我国银行业风险应对能力在不断提升。一方面，金融风险防控的主动性、前瞻性明显提升。严格不良贷款确认标准、坚定推动企业部门去杠杆，是防控金融风险中主动防范、及时处置、敢于“亮剑”、敢于“揭开盖子”的体现，是“同风险赛跑”意识显著增强的体现。同时，风险的及时暴露，有利于避免债务进一步积压和风险的进一步累积，以时间换空间，给风险防控更大的腾挪空间。另一方面，从盈利情况、贷款损失准备等指标看，我国商业银行风险抵补能力仍然较强。

未来，银行业风险仍将处于可控水平。不过需要满足几个重要的前提条件：一是坚决遏制房价上涨。从国际经验看，系统性金融风险通常与经济过度房地产化相关；二是宏观杠杆率得到稳定，一定程度上讲，金融风险的源头在高杠杆；三是实体经济转型升级取得成效，金融风险状况就是实体经济经营状况的镜像反映。

防范化解金融风险就是服务实体经济

《金融时报》记者：部分民营实体企业破产与违约事件频发，是否对金融监管带来一定的提示？此前中共中央政治局会议和央行下半年电视工作会议都强调了防风险兼顾服务实体经济，是否也考虑到这些因素？

赵昌文：实体企业特别是大型实体企业违约和破产事件增多，可能给金融监管带来四方面的提示。一是要坚持强监管、去杠杆的方向不动摇。分析典型违约事件可以发现，破产或违约的实体企业具有三个典型特征，即过度负债、多头举债和多元化过度投资。基于对症下药的视角，就需要坚持强监管、去杠杆，避免



提供过度负债、多头举债和过度投资的货币金融环境。二是要建立健全风险监测预警机制，做到风险早发现、早识别、早处置。违约事件的爆发，动辄带来上百亿元的债务风险。如此巨大的债务风险，在其累积过程中，缺乏有效的监测、预警和及时干预机制。这对监管部门提出了补齐监管短板、推动金融机构公司治理完善、加强与地方政府合作等要求。三是债务风险处置能力亟待增强。从全社会角度看，债务风险处置绝不止步于不良贷款的转让、清收与核销，而是要实现存量重组、增量优化和动能转换。目前，债务风险处置还面临不少障碍，这要求金融管理部门统筹协调，为债务处置创造有利的政策环境。四是要对防风险导向下金融机构过度风险规避行为，特别是在服务实体经济方面的“不敢为”“不能为”“不愿为”行为作出针对性的应对。

中共中央政治局会议提出，“把防范化解金融风险和服务实体经济更好结合起来”，在一定程度上考虑了上述因素。一方面，避免将服务实体经济单纯理解为增加融资。离开了安全和稳定，一切都无从谈起。在过度负债、金融风险防控压力大背景下，防范化解金融风险就是服务实体经济。另一方面，只有更好地服务实体经济，特别是服务供给侧结构性改革，才能在提高实体经济质效中更好地防范风险。要针对防风险、严监管背景下金融机构的个体理性但集体非理性的过度风险规避行为，通过推动金融业智能化转型，完善激励约束机制，特别是健全尽职免责机制，破除“不敢为”“不能为”“不愿为”的制度性、结构性和技术性障碍，提高金融服务实体经济的能力。

未来一段时间，严监管政策不会有大的调整

《金融时报》记者：当下金融业发展是否处在一个调整期，即新的制度安排、金融工具亟待建立，旧的没办法“一刀切”马上退出？监管和金融机构如何协调、平衡，更好地度过这一阶段？未来监管政策将如何进一步优化？

赵昌文：当下金融发展的确处于一个调整期。其基本背景是金融主要矛盾的变化，即由总量意义上的发展不足转变为金融发展不平衡不充分与实体经济和人民群众高质量金融服务需要之间的矛盾。调整期的方向是由高速增长转向高质量

发展。可以看到，金融机构的资产规模扩张速度已经大幅下降。6月末，其他存款性公司（银行）资产增速已下滑至 6.9%。

在转向高质量发展过程中，监管和金融机构都需要做出适应性调整。其中，监管部门要树立“监管姓监”的理念，回归监管本源，推动金融改革深化和政策完善，在防范化解金融风险的同时，提高金融服务实体经济的能力。金融机构要总结经验教训，从制度完善、金融科技应用、商业模式创新等方面着力，增强服务实体经济能力。未来一段时间，严监管政策不会有大的调整，优化监管政策的着力点在于进一步完善风险处置及激励金融机构可持续地服务实体经济的政策体系。



微观主体引发金融风险，金融创新拒绝野蛮生长

王国刚¹

防范系统性金融风险是眼下工作的重中之重

一个资管新规的发布搅动了整个资管产业的市场，该往何去，为什么得发布资管新规，我们需要做认真的探讨，大家看到我的题目“防范金融风险之利器，解读资管新规，这样一个资管新规在十九大以后出来的，十九大开辟了中国经济社会发展的新时代，在这个过程中，提出了中国金融工作的新的主思路，这个主思路大的方面讲是三位一体的任务服务实体经济，防范金融风险，深化金融改革。从具体安排上来讲，2018年到2020年三大攻坚战首位的是防范金融风险，在去年4月份，习总书记在中央政治局学习的时候专门讲了，维护金融安全是关系我国经济社会发展全局的战略性根本性的大事，并且就维护金融安全提出了六项任务。

到了去年7月，全国金融工作会，再一次提出防范金融风险是眼下工作的重中之重。提出了金融工作的四大原则，回归本原优化结构强化监管和市场导向。去年12月份，经济工作会提出刚才所讲的三大攻坚战，三大攻坚战之首就是要防范系统性金融风险。

为什么要把防范系统性金融风险提到如此高的程度，我们认为它不仅是关经济金融的健康可持续发展，也不仅是社会稳定和政治安定，而且是十九大提出的两步走战略。有人这样一件事提的过高，过分，我想说这个事从中国目前的经济金融形势来看，怎么提都不算过分。

远的不说，就讲2008年这一轮美国金融危机，到现在已经十年了，对全球经济，对美国的影响，迄今没有完全结束，很多事还在进一步的发展中，演变中才能看清。如果往前追，历史上的事，有的一影响就是几百年，防范系统性

¹ 王国刚，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中国人民大学财政金融学院教授

金融风险重要，但是重要是不是已经到了这一步，需要把防范系统性金融风险提高到三年攻坚的首要位置，这是我们大家应该认识的。

系统性金融风险是由微观主体引发的

因为一讲起系统性金融风险，在我们做金融研究的许多人当中都认为系统性金融风险是宏观面的事，如果从历史的角度来看，1960年夏普提出的关于系统性和非系统性金融风险，他讲的系统性风险主要是宏观面，货币政策，价格政策，财政政策，汇率政策等等。按照这样一个概念来讲，解决系统性风险调整宏观面就是了，用宏观政策调整来解决，干嘛牵扯这么多微观的。我们不是停留在阻隔资产定论里，而是回到现实中看，2007年的次贷危机到2008年的金融危机，2007年次贷危机发生之前美国的宏观经济变化并没有发生大的变化，为什么这一轮危机能兴起，2007年次贷危机发生的时候无论是美联储还是财政部都没有感到会新起一轮如此严重的危机，所以他们停留在向市场众知的传统操作，为什么后面会演变成危机，我们从微观面上看。

2012年以来金融脱实向虚大大加快

系统性金融风险由微观主体所引发，其内在机制有五个方面：第一，早就存在的，微观主体彼此之间的资产负债连锁链条。以中国为例，中国几乎所有的家庭在银行都有存款，这是银行的负债，这些存款是家庭的资产，银行把这些存款转为贷款给企业，在企业面是属于负债，通过这些关系加上一系列的金融资产，中国几乎所有的经济主体已经纳入到这样一个负债资产的联动关系。

这是一个客观存在的情况，这样一个情况如果没有其他因素的介入本来不会形成危机，但是风险时时存在，这样一个负债资产，负债的联动本身就是一个庞大的国民经济中的金融体系，所以风险本来已经存在，什么条件下会发生？大的风险成为危机，金融脱实向虚，从中国的情况来讲，虽然中国脱实向虚的步伐早期也在走，但是没有这几年走的快。

2012年以后脱实向虚的步伐大大加快，我们用什么说明脱实向虚的状况？给大家举个简单的数据，我们都知道中国货币供应层次分为M0、M1、M2，M0



是人民银行发行的在流通中的货币，这个大致上是我们手上所持有的现钞，M1是M0+企业来自各类机构的存款，如果我们以这样一个企业来自各类机构的存款M1为基本的标底来计算，在正常情况下随着国民经济的扩展，随着企业运营规模的扩大，每年M1大致拓展的速度规模在两万亿左右，但是我们的M1在2013年以后以极快的速度增加，从原来不足30万亿涨到2017年底的54万亿，尤其是2015年单年增加了5万多亿，2016年增加了8万多亿，2017年增加了6万多亿。

远远大于正常情况两万亿的增长，这是需要重视的事，M1增加有时候因为企业购销，大量东西销售出去，产品销售出去，货款回流到M1，可是我们的企业从2012年2月份以后，工业品出产价格指数连续下落54个月，到2016年的8月，这54个月的PPI的下降表明企业出厂的产品价格稳定不足。汇款受到影响，在这个背景下，当然就出现大量的资金，在M1下形成不是由于汇款的原因，脱实向虚的资金搁债，有两件事需要我们关注：

第一，所有金融面的交易和收益最后都来自于实体，可是资金在金融链上并不下实体，从实体中可获得的收益来源已经打了折扣。

第二，由于资金不下实体，资金在支持实体创造价值方面的能力也大大下降。这个和当时美国金融危机发生的情况有雷同之处，严重降低了实体经济对金融运行的价值支持，这个事应该引起特别的重视。这在很大程度上还是以一种非公开的形式在运行，以公开的形式暴露出来的时候，就在证券市场上发生，这是美国的事，债券价格持续大幅下落，在这种持续大幅下落中有了新的概念，叫做有毒资产，有毒资产我们好些人没有做深入的解读，只是把它接受了。实际上有毒资产并不是毒品，它指的是价格持续下落大幅下落，能落到什么时候，什么时候是头不清楚的资产。

为了避免这样一种资产负债表的衰退，哪个人都是聪明的，由此大家都担心这样一种有毒资产价格下落且不知何时何地倒过来，只好抢先抛售，大家一起抢先，结果加急了价格的下落，使得前面抛售的人庆幸，这种经验再往后传人人都想早些抛，因此整个市场的价格踩踏型恐慌抛售，这个过程中负债所引起的这场危机都在传递，我们大家想想，近20年在金融理论上抛出来一系列的说法，金

融脆弱论，金融加速器、金融传染理论等等，所有这些理论建立的基础全在负债上，如果各个主体只有资本没有负债，那么这些金融危机不会发生，也传递不过去，所以就出在负债上，也加速在负债上，负债是可膨胀的。

因此在这样一种踩踏型抛售的条件下必然使得所有微观主体风声鹤唳，一方面是各自为战，人人自危，另一方面各扫门前雪，危机就是这么展开的，大家明白了这个危机，不是宏观面的事，尽管最后造成了宏观效应，但是他的成因是微观的。如果我们不剖析这样一场危机发生的内在机理的话，我们何必去扯这么多的资管新规，搞这么多的金融机构调整新规，只要调整上面的货币政策监管政策就行，调整宏观主体监管者就行了。

中国股灾是怎么发生的？

这个新情况第一个是金融产品复杂，金融所有活动依赖于产品展开，各种通道也是围绕产品展开的需要而建立或展开的。金融产品复杂在原来实行的是一套以行政机制为主的结果，这些结果有着各自的条件，但是随着经济金融的展开，好些运作受到了监管规则的制约，难以有效扩展，由此就出现了合作，银证合作，银保合作等等，合作的是绕规则，绕结果，把他绕开以后，现在有一个说法，监管逃避。

原来是分业经营，后来有了产品的绕圈子，就把各业打通了，把条条和块块接起来了，这些接起来就使得我们对这些事的认识，有人说这样是不是有点耸人听闻，这并不耸人听闻。

我们简单说一下 2015 年的股灾，2015 年的股灾 6 月 18 号上证指数达到 5100 点，是当时的最高点，然后一路下行，好多人认为技术型回调还等着后面回升，没想到调了十几个交易日，到 7 月 13 号，指数已经落到 4300，可以这么说，已经是处于我们前面所讲的持续大幅下落的通道，市场上早就已经一片惊弓之鸟，如果我们仅仅用指数概念来讨论，当时下落的并不大，因为在此之前我们也有过此类的经历，2007 年 10 月 16 号上证指数达到 6124，从那个地方开始下落，下落到 2008 年 10 月份的时候，我们曾经击穿过 1800，上证指数在这样一个过程



中，一年不到的时间，跌掉了 80% 多，但是当时并没有引起整个股市的恐慌和整个金融体系的危机，远远大于 2015 年丢掉的，那时候是丢掉四千多点。

为什么这个时候这么紧张，其中一个很重要的原因，通过前面这样一种金融产品主张和各业的合作，我们居然什么资金都已经进入股市，银行、信托、保险、私募股权基金、P2P 等等等等统统进去，以至于后来有人问我，中国人如此聪明，改革开放 30 多年取得如此大的成就，怎么在这一点犯如此低级的错误，我们无已对答。

所有学过金融学的人都知道，在上世纪 30 年代有一场大危机，那场危机号称是由纽约证交所的股市暴跌引起的，股市暴跌的内在机制是信用基金，所以到了 33、34 年的时候，在信息整治的时候，美国出台了一系列的法案，其中修改了《银行法》，修改了 4 条，禁止银行的信贷资金，出台了《证券法》《证券交易法》和《投资公司法》，其中一条禁止信用资金，可没想到到了 21 世纪，在中国股市上利用一个配资平台这么一个机制，我们大量的信用资金流失，当时有多少的信用资金流失我们还搞不清楚，小一点 4 万多亿，大一点 15 万亿，究竟多少不知道，这样一个配资平台比当时美国的事情要严重的多，美国那时候不过是银行的资金，我们配资资金的严重性大的多。

配的过程加上很高的收益率，收益率低在 15%，高的在 30%，你拿一百万入市给你配一千万，这是一配十，然后 1100 万入市，这个市场是 15% 的利率，这个市场涨 15% 还没收益，但是这个市场只要跌 6%-7% 你那一百万已经不见了，因为配置平台随时把一千万处理，问题是在于这个市场中只有你一个人做这个事情还好办，那么几万亿的资金多少人在做，大家都在盯着，这个市场稍微有点下落大家都抛，看谁跑的快，这个市场就完了，因此已经把整个金融体系打通了。

金融创新不是野蛮生长，P2P、区块链先搞清楚再应用

就讲这个 P2P，2013 年好些地方政府要做 P2P，要把 P2P 当做地方金融发展的主干产业和战略方向。

媒体上进行大肆的渲染，一些机构也在做这方面的文章，想想看，在美国的地方用了七八年的时间累积成交额不过 40 亿美元，会被我们渲染为在中国要成

为主干金融的创新之路，真是莫名其妙。78年40几个亿，每年平均下来6、7个亿，如果按照1%的佣金计算就六七百万美元的佣金，有多少钱，养活一个公司马马虎虎了还能成为一个国家的金融主业吗，放在美国几百万亿美元金融体系里，几十亿美元算什么？

在这个条件下，我们从媒体开始还用了一个非常有意思的提法，野蛮生长，什么时候中国野蛮两个字从贬义词变成褒义词，我们过去讲新生事物都是雨后春笋般的成长，郁郁葱葱，什么时候用野蛮两个字，因为搞P2P的告诉你，就是网下的非法集资搬到网上合法化。

前不久有人找我问这个事，共享单车共享汽车共享住房算不算金融。这一辆单车三百块钱，你交三百块钱，他也交，她也交，这辆单车可能被抵押过一百遍一千遍，这算什么？商务部门不管，工商行政部门不管，金融监管部门不管，最后跟共享单车平台讨论的是消费者协会。消费者协会不是监管机构，可是共享单车平台动辄几十亿、几百亿的资金。

现在好像谁不懂得区块链、数字货币、人工智能等这些词，你好像在金融已经落伍了，已经走到后面的时代了。谁能跟我讲清楚什么叫区块链，早些时候有人告诉我区块链是去中心化，如果整个金融都去中心了，那金融是什么，因为交易市场是个中心，所以没有交易市场，没有金融机构，因为金融机构是个中心，如果等等都成了一盘散沙了，你们觉得这是什么东西，还有金融吗？

后来说是去中介化，把中介都拿掉了还有金融吗？不知道。后来说里面是分布式加密等等，那个东西不可篡改，我觉得很奇怪，你们大家用的银行卡不加密吗？你们用银行卡在银行里取款，银行里都没有痕迹吗？那痕迹都能改吗？如果能被人改的话那就天下大乱了，你存进去一万块钱银行改成三百块钱，这都是不可改的，那加密是你加的我不能用，可是里面的钱是我的。总而言之我没有搞明白，我问过好多人，区块链在哪个产业运用，成熟了让我们看看，他说没有，既然没有怎么拿金融这样一个敏感的产业做事情。

本世纪以来我们已经在这样一种所谓科技热上面摔过几个跟头了，第一个跟头是2000年到2002年，所有的网络经济上来，当时一万块钱租一个服务器，租一条电话线，在中关村买一个8块钱盗版就能办一个网络公司，如果这也叫高科



技，全世界都是高科技，因为谁都可以干。第二个是互联网金融，准不准备再摔第三次跟头，我们是不是能稳妥一点把事搞清楚再进入应用环节。

资管新规有五大特点 私募股权基金与金融机构平等相待

所以在这里面要注意这些风险，现在是趋之若鹜，冷静一点，这个是后面要做的，对这样一个资管新规出来，去年11月份出了一个征求意见稿，在征求意见稿里各方提了很多意见，根据这些意见做了新的修改，这个资管新规出来，我概括了它五个特点，第一，客观评价了资管市场的发展，两头胜分开，一头是强调了资管满足居民和企业的需求，改善社会融资方面发挥积极作用，所以这句话下，资管仍然是中国金融发展的未来方向。

中国的金融原来是建立在工业经济基础上，他是以银行信用为特征，存款变贷款，贷款变存款的货币传送机制。这样一个金融的特点是贷款向企业发售，他们的服务对象主要是工商企业，这是我们原来的经济。随着中国经济从工业化走上城镇化，金融服务对象逐步拓展到广大的城乡居民，拓展到城乡居民，金融的对象发生了变化了，金融的产品定位也发生了变化了，从原来贷款为主走向资产管理为主，所以资产管理是金融的未来方向。

但也存在部分的问题，这些问题是存在的，但是是一部分，没有普遍，所以整治是整治这个部分，保留是保留前面的前提，因此不要因为资管新规出来搞的灰溜溜的，这是一大特点。

第二大特点，明确资管新规的目的，规范的目的在这里，一个是业务，监管标准，防范风险，把社会资金的流向引入实体经济，调整经济结构，布局结构改革等等。

第三个特点，强调整治的重点，主要是多层嵌套，杠杆不清，套利严重，投机频繁。

第四，留下发展空间，同时留下整治的空间，原来是一年现在是三年，所以坚持防范风险与有序规范结合，要注意把握好工作的秩序节奏，加强与市场合作。从这个角度来讲，要重视资管新规的落地，但是也不要惊慌失措。

第五，界定资管业务范畴，关于私募股权投资基金是否属于金融机构，无论是在监管部门还是在理论部门都有很多的争议。这一回把扩私募股权基金和金融机构平等相待，中国有句话，有了定位也是有了地位，对于私募股权资金，这个资管新规是好事，界定了范畴，提出了十大禁令。

同时明确了资管业务的四大监管原则，这四大监管原则需要我们大家特别重视，这是按照产品类型，不管你是什么结构，按照产品类型进行监管，减少监管工作的要求。第二，穿透式监管，要层层叠加做这个事已经过不去了，向上识别产品的最终投资者，向下识别产品的底层资产。第三，需要注意，明确提出建立资产管理业务的宏观审慎工作，一行两会统统都在讲审慎。最后一个实现实时监控，用现在电子系统，你的操作都在他的平台可视，不用等你报他就已经看到了，所以在这个地方玩一些变通等等方式的时候悠着点。

中国金融盘子需要全链条统计 未来金融是专业金融

新规是不是到头了，大家注意一下并没有，也许后面新规在执行过程中还会发生更细的管理办法的出现或者补充的办法，这里面有五个问题需要注意：

第一，强化资管市场的数据统计和业务全流程全面调整，中国现在金融的数据是一大问题，这个问题已经存在多年，可是没人重视，随便问一下中国金融究竟有多大的盘子，总规模是多少，不知道，我们过去都认为 M2 和社会融资存量规模的数据应该是中国最大的金融的口径，可是没想到 2017 年底 M2 数量是 167 万亿，而社会融资存量规模 174 万亿，但是另一个数，银行业金融机构的资产总量是 252 万亿，远远大于前面两个数字，这里还不包括全面资管的一百多万亿。

这次在答记者问的时候说资管总量一百万亿，这仅仅是前面那五类机构，金融机构，除此之外的资管还不在这个范围里，所以中国资管总量应该是一百多万亿，如果把这样一个资管加在一起可能有社会融资存量规模再增加一倍，可是这些东西谁来做，因此需要一个总的统计，这个在今年 4 月 9 号国务院出台的关于金融统计的文件中做了明确。

我们过去比较重视的统计有一个总数据，但是金融风险并不是根据总数来的，他是在每一环节，每一个程序里发生的，统计经常把重复计算拿掉，因此看不见



了，这回要求全流程全链条统计，两个必须有，知道在哪些地方发生的，而不只是看这些数据，所以后面资管市场这一笔会加强。

第二，落实信托机制，信托机制在中国已经将近 20 年了，《信托法》是 2001 年出来的，但是我们为了避开行政性的监管，为了避开信托这两个字，叫委托等等的，不遵守信托规矩，这一回资管新规里贯彻的主要是信托，说明体制机制的改革还是一个过程。改变原来行政性专业流下来的一些负面的影响还是一个过程，但是希望早晚资管的市場是用信托机制规范的，有时间的话大家可以好好看看信托。当然中国信托法相对比较粗糙，可以看一下英美的信托法，知道这条路该怎么走。

第三，在这样一个规范资管建设新规落地以后，应该进一步推进，由多种金融性质组合的金融产品创新，由多种金融机制结为一体的金融流程创新，这个是金融创新，我们大家喜欢讲混业金融，我在 20 年前就跟很多人讲过，我说从第一次产业革命以来的例子告诉我们，这个例子不是混业的例子是专业的例子，金融未来的发展方向是专业金融，这个专业你必须好好的琢磨，人类迄今没有把面包和衣服混在一个公司里，在一条生产线上生产，这是不可能的事，所以是专业。

第四，我们这样一个资管市场需要对外开放，提高我们资管的国际化水平，在中国这块地上先把国际化水平提高，我们才能走出国门。

最后，要强化宏观审慎监管体系，细化资管市场和业务的监管，支持监管市场健康发展。

控风险还是稳增长？——“三难选择”下的艰难权衡

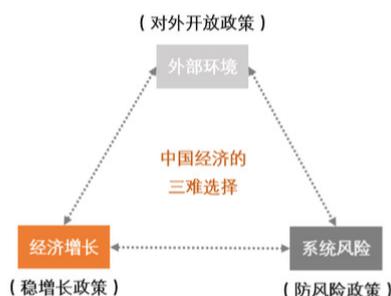
张明¹

一、中国经济的“三难选择”

经济学当中最著名的三难选择是“蒙代尔不可能三角”，即一国无法同时实现汇率稳定、资本自由流动和货币政策独立性这三个目标。我们认为，当前中国经济正在新的“不可能三角”下进行艰难的平衡，也即充满不确定的外部环境，经济稳增长与系统性风险防控。落实到政府宏观政策层面，则是在对外开放政策、稳增长政策与防风险政策之间的“三难选择”。

在这个政策三角中，坚持对外开放似乎已是既定的政策选择。例如，今年习主席在博鳌论坛上关于新一轮对外开放的表态，表明了中国不会再走封闭性发展老路的态度。这就意味着，中国经济的发展将不可避免地受到外部环境变动的影响：如果外部环境相对平稳，则国内政策有较大的空间可以在稳增长与防风险之间平衡；而如果外部环境不确定性较强甚至出现较大动荡，则国内政策在稳增长与防风险之间将很难兼顾，从而或者不得不暂时放弃其中一个目标，或者不得不在两个目标上都进行一些妥协。

图表2 中国经济政策的“三难选择”



资料来源：平安证券研究所

@榕榕江

¹ 张明，中国人民大学国际货币研究所特约研究员、中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室主任

1.1 海外三大风险：贸易战，油价与金融市场

2018年，中国经济面临着来自海外的三大风险：一是美国掀起的贸易战可能缩减中国的贸易顺差，降低净出口对经济增长的贡献。从中长期来看，这还意味着美国对华的“遏制”战略将使得中国未来面临更加复杂的外部形势。二是中东地缘政治冲突可能导致原油价格持续攀升，这可能显著推升中国的PPI增速。此外，油价上涨也可能抬升美国通胀预期，进而加快美联储加息缩表的步伐，这将对国内货币政策形成掣肘。三是海外金融市场今年以来面临较大的剧烈波动，随着中国金融市场与外围联动性的增强，国内市场波动性也可能随之上升。

1.1.1 贸易之困：净出口缩减与中长期遏制

美国掀起的中美贸易战可谓是上半年牵动资本市场神经的最重要事件之一。中美两国的贸易博弈大致经历了如下重要事件：中美双方宣布互加关税清单；美国制裁中兴通讯事件；双方第一次谈判无果而终；第二次谈判发布联合声明，但美国“变脸”宣布仍将加征关税；第三次谈判中方声明“不打贸易战”的底线。从目前的情况看，中美双方的应对措施都停留在口头阶段，实质性制裁措施尚未全面落地。在中美贸易冲突愈演愈烈之时，美国也将战火燃烧到了其他国家，甚至包括其盟国。例如，美国对韩英意西土5国征收钢铁反倾销关税，对欧盟、加拿大、墨西哥征收钢铝关税；但同时也受到各国的强硬反击：加拿大和欧盟均表示将对美国征收报复性关税，墨西哥则表示将对美加征关税并诉诸WTO。

图表3 贸易战大事记



资料来源：Wind，平安证券研究所

格隆汇

当前,贸易战呈现出明显的反复与蔓延态势,而特朗普政府的态度变化莫测,也使得贸易争端的走向存在较大的不确定性。但无论如何,贸易战对中国经济都将不可避免地造成负面影响。我们在此前的宏观报告中推演了贸易战发展的三种路径:“不打”“小打”和“大打”。从当前的情况看,贸易战无论以何种路径演变,对中国经济都存在不同程度的负面冲击。

“不打”扩大进口,顺差收窄。如果中方主动让步,则可能主动增加对美国进口,以及加大国内金融市场及其他部分行业的开放力度;从日前中美二次谈判后中方声明来看,这种情况成立的底线是“不打贸易战”,则美国可能放弃对中国产品加征关税。那么,这种情景对中国经济的影响将主要表现在进口上:进口的增加将可能收窄中国的贸易顺差,净出口对经济的贡献将有所减弱。尽管中国可以通过进口的结构性调整进行对冲,但考虑到国内当前“扩大内需”的政策导向与此前相继调低汽车、部分药品、消费品关税的政策动向来看,年内进口强于出口、贸易顺差收窄将是大概率事件。

“小打”冲击出口,顺差收窄。如果中美双方在局部领域冲突升级,可能表现为双方互加关税,则双方的出口相关行业都将受到一定冲击。我们此前的五维度分析表明,中国的电气设备、机械、钢铁、有色金属制品、塑料橡胶与化工这六大行业遭遇美国贸易制裁的概率最高,这些行业的出口将由于关税提升而萎缩。另一方面,中国可能通过农产品、运输设备、大宗商品等商品贸易、旅游等服务贸易进行反制。这种情景对中国经济的影响主要表现在出口上,同样将造成贸易顺差的收窄,且相关行业的生产将由于外需萎缩而受到压制。

“大打”全面冲击经济。如果中美双方争端从贸易摩擦扩展到其他领域,可能对中国经济带来全方位的影响。美国可能采取的措施包括:①将贸易制裁扩展至投资;②切断从美国到中国的人力资本与技术传递;③大力拉拢欧、英、日等国,在多边层面针对中国采取一致性措施;④在朝核、台海与南海问题上大做文章。中方的反制措施则可能包括:①对美国在华直接投资差别对待;②降低中国金融市场对美国金融机构的开放程度;③针对美国对华出口商品的全面制裁;④人民币兑美元汇率的显著贬值;⑤停止购买甚至显著减持美国国债;⑥在台海、南海等问题上予以坚决回击。这种情景下,中美争端将从贸易领域贸易蔓延到投资、金融甚至政治领域,其对中国经济的影响是全方位和中长期的。

更值得注意的是，本轮中美贸易争端的愈演愈烈，背后实际显示了美国对华战略从“接触”到“遏制”的转变，这集中表现在：2017年底最新的美国国家安全报告将中国列为最重要的潜在竞争对手；美国精英阶层已经形成“即便牺牲掉一些短期利益，也要遏制中国上升的势头”的共识。这意味着，中美双边冲突将长期化与复杂化。从更长远的视角来看，这很可能标志着中国自加入WTO之后相对和平友好的外部环境、及由此带来的经济发展战略机遇期宣告结束，未来中国需要面临的可能是更为复杂严峻的外部形势。而在缺乏外需支撑、技术后发优势减弱、人口红利衰减的情况之下，中国亟需切实推进新一轮的改革开放，以实现经济结构与增长动力的转型。

1.1.2 油价之惑：地缘风波推升油价

2018年以来，从库尔德地区公投，到沙特国内的政治清洗；从叙利亚地区的美俄博弈，到美国宣布退出伊朗核协议，中东地区地缘政治冲突此起彼伏。作为全球原油的主要供应地区之一，中东地区的动荡直接推升了原油价格：WTI和布伦特原油价格分别从去年底的60.4美元/桶和66.5美元/桶，一度升至71.5和80.3美元/桶的高位，近期有小幅回落。截止到2018年6月7日，WTI和布伦特原油价格分别收报65.5和75.4美元/桶，较去年底上涨8.4%和13.4%。对比历史水平，原油价格当前仍处于中游位置，若全球经济尤其是美国经济复苏尚能延续，或者中东地区出现较大的地缘政治动荡，原油价格的进一步上行将是大概率事件。

市场对于原油价格推升通胀的逻辑总是津津乐道，而原油价格与美国CPI的相关性的确非常高；但对中国这个能源结构仍以煤炭为主的国家而言，油价与通胀之间的关系可能并没有这样直接。

图表4 国际原油价格持续上行



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表5 原油价格与美国通胀水平相关性较高



资料来源：WIND，平安证券研究所

@格隆汇

原油价格对中国通胀的影响主要通过两个链条实现：第一，国际原油价格上涨，发改委上调国内成品油价格，进而导致CPI交通通讯分项中的燃料分项上涨，从而推升CPI同比水平。但CPI交通通讯类分项在CPI中占比偏低（约10.5%），致使油价对CPI的影响较为有限。第二，原油价格上涨推升中国进口原油价格，以原油作为原材料的相关工业品价格上涨，推动PPI同比上涨。PPI的上涨再逐渐向CPI传导，但近年来这个传导渠道并不十分顺畅。

根据上述逻辑，我们以WTI原油价格当前65美元/桶左右的水平作为基准，计算了多种情境下油价对CPI和PPI的影响。可以看到，即便油价升至120美元/桶左右的前期高位，对国内CPI的影响也仅0.2个百分点左右，而对PPI的影响相对更大。因此，不必过于担忧原油价格上涨对国内CPI的推升作用，而油价上升对PPI的带动、及对原油上下游相关产业的影响可能更值得关注。不过值得一提的是，国际原油价格上升可能快速推升美国通胀，进而导致美联储货币政策紧缩节奏加快，这也将对中国央行货币政策的抉择形成一定制约。

图表6 国际原油价格变动对通胀的影响

	WTI 原油价格 (美元/桶)	油价涨幅 (%)	影响 CPI 涨幅 (%)	影响 PPI 涨幅 (%)
情景 1	120	84.6	0.22	9.21
情景 2	100	53.8	0.15	6.04
情景 3	80	23.1	0.08	2.86
情景 4	60	-7.69	0.00	-0.31

资料来源：WIND，平安证券研究所

@格隆汇

图表7 原油价格同比和中国 CPI 交通燃料分项



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表8 原油价格同比与中国 PPI 同比



资料来源：WIND，平安证券研究所

@格隆汇

1.1.3 动荡之忧：海外金融市场动荡与国内的联动

2018年外部环境对中国经济影响的第三个重要因素就是金融市场的动荡。海



外金融市场的动荡可能通过市场情绪、跨境资本流动及汇率变动预期向中国国内传导，进而引起国内市场的波动。

近年来随着中国金融市场的发展完善和开放程度的加深，其与海外市场的联动性在显著增强，这从股、债、外汇等几个市场都可见端倪。股票市场方面，上证综指与标普500的相关系数在波动中呈现中枢抬升的趋势；而通常在海外市场出现剧烈波动之时（VIX指数显著上升），其相关系数会出现明显地上升（如08年金融危机前后），这一特征在2018年也得到了印证：一季度国内股票市场受到美股剧烈震荡的冲击相当显著。债券市场方面，中美10年期国债收益率从2013年左右开始同步性大幅提高；我们统计了不同时间段中国10年期国债收益率与海外发达经济体10年期国债收益率的相关系数，也能够观察到明显的提高迹象。外汇市场方面，811汇改之后，人民币兑美元汇率中间价形成机制经历了多次反复调整，尤其是在“收盘价+一篮子”双目标定价机制形成之后，人民币兑美元汇率与美元指数的相关性也在显著提升；近两月来人民币兑美元汇率的温和贬值则是直接受到美元指数走强的影响。

海外金融市场的动荡加剧与国内金融市场的联动性加强，无疑构成了国内股债汇市场的明显压力，2018年下半年这种状况可能仍然延续。美国经济虽已逐渐步入本轮复苏的中后期，但当下其增长态势仍然良好，且特朗普的减税与基建计划均有望进一步支撑经济的扩张；美国通胀预期仍在上行，叠加原油价格的抬升对通胀的影响，预计美联储加息缩表的进程也将延续（美联储刚刚在6月议息会议后再度加息，且点阵图显示年内加息次数上升至四次）。因此，美国长端利率仍有抬升空间，美债的调整不言而喻，这对中国国内货币政策的放松与10年期国债收益率的下行均构成制约。长端利率的上行又将对股票市场形成压制，对于估值并不便宜的美股而言，其年内仍然存在剧烈调整的压力，国内股市则可能在恐慌的情绪下受到波及。美元指数近两月来的单边上行可能转为震荡，但整体仍然维持强势，也将为人民币汇率构成一定的贬值压力。

图表9 股市大幅波动期间，中美股市相关性提高



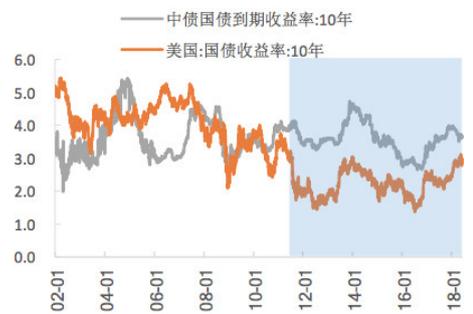
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表10 2018年中美股市均呈现剧烈波动



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表11 近年来中美债券市场相关性提高



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表12 中国与其他经济体10Y国债相关系数

	美国	欧元区	英国	日本
中国 (2004-2018)	0.226	0.276	0.330	0.197
中国 (2010-2018)	0.450	0.382	0.462	0.354
中国 (2014-2018)	0.783	0.818	0.673	0.693

资料来源：WIND，平安证券研究所

@楷隆江

1.2 国内的三难选择：内外交困下的政策路径

如上文所述，当前中国经济发展面临的“不可能三角”是外部环境不确定性，稳增长与防控系统性风险；落实到政府宏观政策层面，则是在对外开放政策、稳增长政策与防风险政策之间的“三难选择”。在坚持对外开放为既定政策选择的前提下，中国经济发展将不可避免地受到外部环境变动的的影响。当外部环境不确定性较高甚至出现较大动荡时，国内政策稳增长与防风险之间将很难兼顾，甚至不得不暂时放弃其中一个目标，或者在两个目标上均打一定折扣。

1.2.1 历史与现在：同样的“三难”，不同的选择

回顾近二十年来中国经济的发展，中国两次外部环境出现动荡的情况下都难以承受经济增长失速之痛而选择了稳增长为主的政策目标，而使得国内政策的抉择错失了改革机会，并进一步加剧了系统性风险的积累。

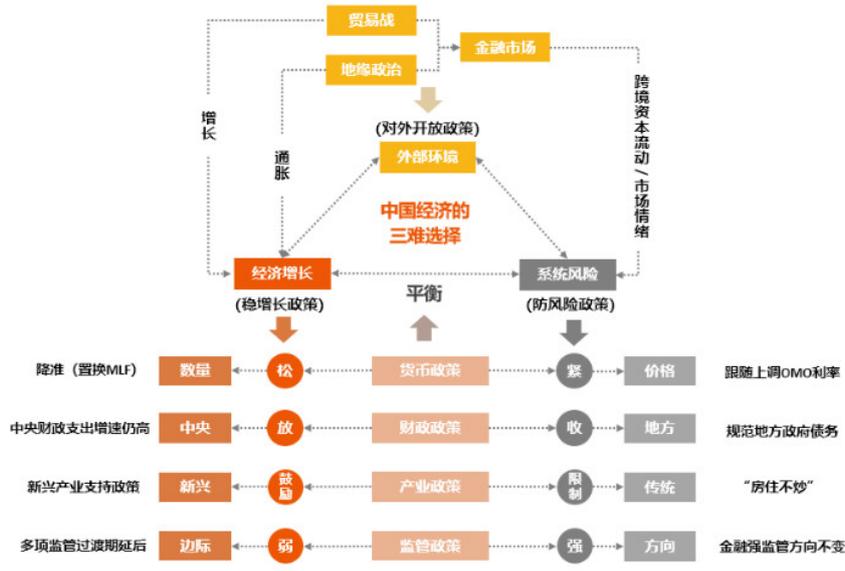
一次是2007-08年。发端于美国的次贷危机很快演变为席卷全球的金融危机，全球经济与金融市场均受到重创，各发达经济体开始纷纷采用宽松的货币政策来摆脱危机：在政策利率降无可降之后，以美联储为首的发达经济体央行创设出“量



化宽松”的货币政策进一步拯救衰落的经济。彼时，中国经济与金融市场也受到波及，股票市场持续大幅下跌，而宏观经济也创出单季负增长。在这样的情况下，国内原本按部就班推进的国有企业股份制改造、放开市场准入等改革进程被打断，政府祭出了著名的“四万亿”经济刺激政策，旨在稳住经济下滑的态势。同时，政府相继通过下调房地产相关交易税费及利率、放开二套房限制等政策，全面刺激楼市，催生了一波房价上涨。这一轮稳增长政策使得中国经济增长得以在金融危机中“独善其身”，但却打断了原本的改革进程，并造成了日后部分行业的产能过剩与房地产泡沫的积累等一系列问题。

另一次是2013-14年，政府与监管部门开始主动清理和化解一部分风险：2013年的“钱荒”是央行有意通过收紧流动性打击银行体系同业业务乱象；2014年开始进行的地方政府债务清理甄别与预算法修订，也有意将城投平台与地方政府切割开来，规范地方政府的举债。但是，2013-14年，美国经济增速震荡攀升，美联储宣布将逐步缩减购债规模、退出量宽政策；美元指数大幅走强，美国10年期国债收益率在2013年初大幅上行至3%左右后高位震荡，美国股市则在2014-15年出现了区间震荡行情。外部环境的变动与国内经济下行压力的逐渐增大，使得防风险与调结构的政策再度让位于稳增长：中国央行货币政策从定向宽松到普遍宽松，充裕的资金环境相继催生了2014-15年的股票牛市，2014-16年的债券牛市与2015-16年的房地产牛市；泛滥的流动性也使得“金融空转”的现象愈演愈烈，持续推高了金融部门的杠杆率水平；为了实现稳增长的需要，原本要求与地方政府坚决分割的城投平台，其发行限制也有所放松，使得城投债发行量在2016年创出历史新高，也有力支撑了基建投资的高速增长。最终，中国经济陡峭下行的态势被稳住，经济增速在7%附近呈现窄幅波动的态势，但付出的代价是宏观经济四部门杠杆率的全面抬升，以及系统性风险不断累积。

图表13 中国经济的三难选择



资料来源：WIND，平安证券研究所

@格隆汇

当前中国经济面临的内外部状况与2013-14年极其类似。从外围来看，美国经济增长同样也经历了连续几个季度的持续复苏，通胀预期抬升，美联储货币政策持续收紧，美元指数走强；美国10年期国债收益率冲高并突破3%的关键点位后呈现高位震荡，美国股市则呈现了数年来未见的剧烈波动。从国内来看，宏观经济在2016-17年的短暂回暖后显得后继乏力，经济在投资与外贸的拖累下再度面临下行压力。与此同时，十九大报告将“防范系统性风险”作为三大攻坚战之首，2017年持续1年的金融严监管与去杠杆政策，有望从金融领域扩展到实体领域。我们观察2018年上半年的宏观政策，已明显体现出在稳增长与防风险之间调整和平衡的意味：货币政策“价紧-量松”，财政政策“收地方-放中央”，产业政策“控地产-兴创新”，监管政策“方向仍强-边际松弛”。可以看到，收紧的政策都进行得相对坚决，而放松的政策则大多是边际上的调整，且政策力度相对温和。因此，我们认为在中国宏观经济政策的“三角”选择当中，当前政府防风险政策的优先级仍然要高于稳增长。

1.2.2 风险与化解：切实完成“防风险”攻坚战

“防范系统性风险”作为十九大报告正式提出的三大攻坚战之一，一直是2018年以来宏观调控和金融监管政策的首要目标。从年初至今，防范化解系统性风险的政策到了全方位地推进，并取得了相当显著的效果。



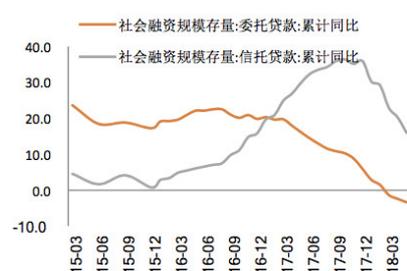
在防范金融风险方面，去年开始公开征求意见的诸多金融严监管措施在今年纷纷进入正式文件出台与落地的阶段，以资管新规为代表，金融去杠杆由预期进入了实操阶段。年初至今，社融当中的委托贷款和信托贷款增速进一步走低，存量规模也开始了调整，非标融资缩水严重。2018年一季度，商业银行整体资产负债率、流动性比例，拨备覆盖率进一步改善，广义信贷增速（资产规模增速）大幅下降，不良率保持基本平稳。

在防范地方政府债务风险方面，中央相继出台了194号文和23号文，继续践行“开正门堵偏门”的原则，切断其灰色融资渠道的同时规范其正规融资渠道，并加大了对PPP项目的规范和清理退库工作。截止到2018年5月，通过持续推进的地方政府债务置换，非政府债券形式存在的政府债务已从去年11月的1.9万亿降至今年5月的1万亿左右；对PPP项目的清理也初显成效，PPP项目总数从去年的1.44万个降至当前的1.25万个，总投资额从去年的18.2万亿降至16.9万亿。

在防范房地产风险方面，政府房地产调控政策仍未放松，并在地产供需双方均加强了信贷管控：一方面加强对个人住房按揭贷款的限制（例如上浮按揭贷款利率等），另一方面则加强对房地产开发企业的贷款限制，重点整治资金违规流入房地产市场的现象。从结果来看，房地产价格趋于稳定，一二线城市二手住宅价格增速整体趋降，三线城市二手住宅价格趋稳。房地产销售逐步回落，过去两年火爆的房地产市场有所降温。

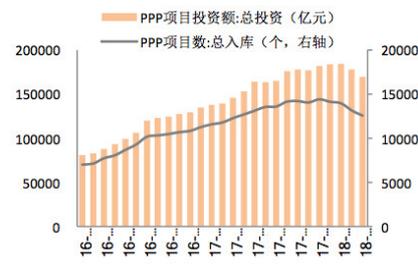
但与此同时，防风险与去杠杆的政策引发的一系列经济问题也格外令人担忧。这在宏观上表现为社融余额和广义信贷增速的大幅回落，并对短期经济增长形成较大的下行压力；而在微观上则表现为企业面临的融资困境，以及由此引发的信用债“违约潮”。

图表14 委托贷款与信托贷款余额增速大幅下降



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表15 PPP项目和数量明显减少



资料来源：WIND，平安证券研究所

@楷隆汇

1.2.3 防风险走得太快，下半年经济增长面临较大考验

防风险与去杠杆的政策高歌猛进的同时，广义信贷的剧烈收缩与企业违约事件的频发成为上半年资本市场关注的焦点。市场开始担心防风险政策的“超调”效应会引发新的风险。

1) 如何看待社融和广义信贷增速的下降？

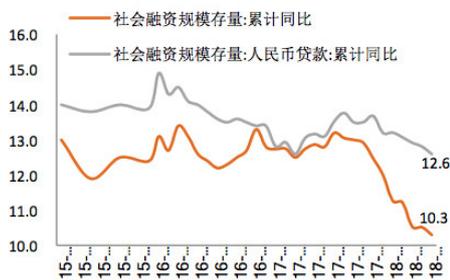
年初至今，社融及其中的非标融资分项增速出现了显著的下降。截止到2018年5月，社会融资规模余额增速从去年底的12%大幅下降1.7个百分点至10.3%，其中，人民币贷款余额增速小幅回落0.6个百分点至12.6%，委托贷款余额增速大幅下降9.3个百分点至-3.4%，信托贷款余额增速大幅下降19.9个百分点至16.0%。我们认为，社融数据的剧烈收缩，所反映的并非社会融资需求的下降，而是防风险政策及由此带来的“信用供给”的收缩：

第一，防风险和强监管的政策，尤其是资管新规的正式落地，阻断了企业通过非标资产进行融资的渠道。但是，这部分表外融资却难以顺利回到表内。原因在于，通过非标进行融资的企业普遍资质较差，非标融资渠道被阻断之后，很难通过表内的其他渠道（如贷款、发债等）进行融资，因而导致资金链出现了断裂。第二，银行本身存在风控指标与信贷额度的限制，尤其近年来央行通过MPA框架加强了宏观审慎监管，对于银行的风险防控愈加严格。在这样的背景下，即便银行有心放贷，恐怕也很难有足够的空间来承接规模庞大的非标融资回表。第三，在企业因资金链断裂而频频发生信用违约事件的情况下，银行自身风险偏好下降而存在惜贷的情况，这使得一些低资质的企业更难融资。

因此，今年以来的广义信贷收缩所体现的并不是融资需求下降，而是融资渠道的受阻、信贷额度的控制（供给受限）、银行自身风险偏好下降造成的信贷“供不应求”的局面。尽管企业仍有融资需求，但贷不到款、发不出债，进而造成资金链的断裂。一个佐证是：在一季度短端流动性相对宽松，以及长端10年期国债收益率大幅下行的情况下，信用债收益率仍在高位震荡，人民币贷款加权平均利率亦有所抬升，都说明了实体企业融资需求得不到满足的状况。

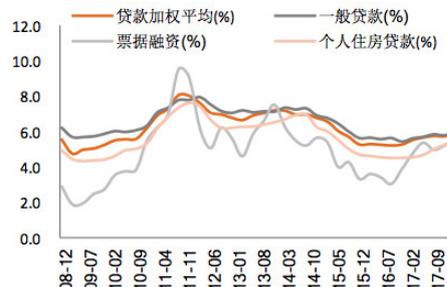


图表16 社融余额增速大幅下降



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表17 人民币贷款加权平均利率仍上行



资料来源: WIND, 平安证券研究所

@格隆汇

2) 如何看待实体企业的“违约潮”?

首先，市场情绪实际上放大了这次“违约潮”的严重程度。与2016年相比，当前的信用债违约从数量和规模上并非“空前”，只是当前债券市场利率处于高位，加上违约事件的突发性和不可预测性，使得市场恐慌情绪较为浓重。

其次，债券违约的出现并不是坏事情。当前中国债券市场发展尚不完善，债券违约率与国际相比仍然偏低；2014年刚性兑付才刚刚打破，市场投资者对于信用债、尤其是有政府隐性担保的城投债，仍然存在着兑付信仰；违约事件的增加有助于债券市场投资者建立风险意识，债市违约的常态化将有助于市场向着规范和完善的方向发展。

不过，此次违约发端于融资渠道的全面收紧，的确存在“错杀”的可能性。这些再融资受阻、资金链出现问题实体企业当中，有一部分是长期经营不善、通过借新还旧勉强维持企业运作的，这些企业本身就应当被淘汰；但也有一部分是正常经营、通过融资开展业务和扩大再生产的，由于融资渠道（尤其是非标融资渠道）的“一刀切”，造成了这些本身做实事的企业同样面临了融资困难。

图表18 历年债市违约状况统计



资料来源: Wind, 平安证券研究所

@格隆汇

3) 信贷环境收缩对宏观经济的负面影响逐渐显现

相对于企业违约事件的增多，信贷环境收缩对于宏观经济的负面影响可能更值得关注。三大需求当中，投资与信贷的关系最为密切；而年初至今，我们已经观察到固定资产投资增速的持续回落。

基建投资方面，考虑到基建投资资金的最主要来源包括财政预算、地方性政府基金、政策性银行（政金债与PSL）和城投平台（城投债、非标等），而当前财政支出累计增速10.3%，政府性基金支出增速48.9%，PSL资金投放累计增速48.3%，政金债净融资额累计增长47.9%，城投债1-5月净融资额2552亿元，大幅高于去年同期的-106亿元；因此，非标融资的大幅缩减恐怕是基建投资增速大降的主要原因。房地产投资方面，剔除土地购置费用延期支付的影响，建安投资增速已经显露出明显的疲态；可见由于房地产企业资金链收紧导致年内房地产投资后继乏力。三大投资中仅制造业尚属稳定，但其已持续在4-6%的低位盘整了超过一年时间，对投资的边际贡献较小。

如果将固定资产投资的下滑线性外推，再考虑到净出口对增长的贡献大大弱于去年，消费仅能维持平稳，信贷环境收紧所导致的投资下滑，将严重拖累中国经济的增长。

图表19 新旧口径基建投资增速均显著回落



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表20 剔除土购费用影响的房地产投资疲弱



资料来源：WIND，平安证券研究所

格隆汇

1.3 结论：坚持防风险方向，政策应微调对冲

综上所述，防风险与去杠杆的政策的确为短期经济带来了一定的局部风险和下行压力，而外部环境的动荡也进一步增大了中国经济形势的复杂性。在中国经济再度面临“三难选择”的时候，我们认为政府的政策抉择应当在保持防风险定力的基础上，进行微调和对冲。



第一，保持政策定力，坚持防风险的大方向不变。防范系统性风险作为“三大攻坚战”的首要任务，应当继续坚决推进。既有的严监管政策不能因为出现了局部调整压力就出现倒退，例如对非标融资的规范化，对城投平台与地方政府之间的坚决分割，对房地产行业“房住不炒”的政策导向等等。如果在这些政策上再度放松，那么我们在“三难选择”中重走了老路，最终可能暂时稳住了增长，但又掩盖了问题、积累了风险。

第二，政策需要微调，以避免引发系统性危机。从当前的情况看，政府可能确实低估了金融、地方政府、房地产三大领域防风险政策同时落地的叠加效应，实体企业违约频发与资本市场风声鹤唳的现状可能超出了政策预期。因此，需要一些政策微调来对冲当前全面紧信用造成的融资困境。如上所述，在坚持防风险与严监管的政策前提下，对融资渠道的限制可能很难放松；但可以从其他角度进行政策微调：一是适当放开表内信贷额度。在非标渠道阻塞之后，表内信贷与经济增长的关系本来就应当重新理顺；目前已有媒体报道称，政府已向国有银行发放了额外的信贷配额；这将有助于拓宽非标回表的空间。二是货币政策可以适度边际放松。这能够在货币市场上对银行提供一定的流动性支持，减轻银行在业务调整中的资产负债表收缩压力，提高银行的风险偏好，扭转当前银行惜贷的现状。

第三，短期阵痛不可避免，机会在风险出清之后。总结2018年政府上半年的宏观经济政策，在坚持对外开放政策的前提下，我们认为政府防风险政策的优先级仍然要高于稳增长。这也意味着，今年下半年宏观经济的进一步回落将是大概率事件。在去杠杆和化解系统性风险的进程中，短期的阵痛几乎是难以避免的，这可能表现在经济增速的下行、违约企业的增加、资产价格的下跌等等。但是，随着防风险政策的逐步推进，风险的出清有利于为中国经济的中长期增长奠定良好的基础，也将为相应的资产提供更好的投资机会。

最后，中国作为世界第二大经济体，随着经济体量的不断增大，经济增速的回落是客观规律，对此应当理性看待。而值得一提的是，即便考虑到2020年GDP翻番的目标，在我们预测2018年GDP增速6.6%的前提下，未来两年仅需6.2%的增速就可以实现，后续经济增长的压力并不大。因此，尽管当前外围风云变幻，内存经济压力，但中国宏观政策应当保持定力，切实落实各项防风险措施，为中长

期经济增长奠定健康的基础。

专题1：关于去杠杆的几点思考

2018年初至今，防风险政策所带来各部门剧烈的去杠杆效应，受到市场的高度关注；对于去杠杆的结构性问题，去杠杆应当搭配怎样的货币政策，也引发了市场的热烈讨论。对此，我们有如下几点思考：

第一，实体企业杠杆是否应该去？应该，但此次政策效果可能已超出政府预期。从目前宏观各部门的杠杆率来看，企业部门的杠杆率仍然居高不下。但是，我们倾向于认为此轮防风险和去杠杆政策，实体企业原本不是政策的重点目标。企业杠杆率从2016年开始已经逐步下降，加上供给侧结构性改革使得企业盈利状况出现了显著改善，实体企业去杠杆本身就在按部就班地进行当中。而从政府的政策来看，防风险政策实际上针对的是金融体系内部的风险、房地产泡沫风险和地方政府债务风险；而在化解这三项风险的过程当中，实体企业受到的冲击最大：金融机构业务调整带来的融资渠道受限甚至被“掐断”，使得实体企业直接“中枪倒地”；地方政府隐性担保的清理，使得相关的城投企业融资困难；调控政策暂时控制住了房价，但房地产企业却陷入了资金困境。

第二，去杠杆的结构性问题：去了民企而未去国企杠杆？这是由国企与民企本身的性质区别造成的。国有企业尽管效率低下，但规模大，存在所有制优势，以及地方政府的隐性担保预期；民营企业尽管效率高，但由于缺乏所有制优势和政府隐性担保，运营风险可能更大。这在货币环境宽松之时，两者面临的融资状况可能差异不大；但在货币环境收紧时，银行必定优先选择资质更高、运营更安全的国有企业。因此，去杠杆的政策使得杠杆率本身已经不高的民营企业杠杆率加速下降，而杠杆率偏高的国有企业债务状况并未有显著改善。除非政策通过窗口指导定向收紧对国有企业的信贷额度，或者彻底消除国有企业的所有制优势、切断政府对国有企业之间的隐性担保；否则，通过紧信用去杠杆而最终造成“结构性去杠杆”结果是无法避免的。

第三，去杠杆的有效手段：债务/GDP，债务/资产，是减记分子还是做大分母？衡量杠杆率的指标一般有债务/GDP和债务/资产两种。目前，市场对于去杠



杆的手段存在分歧：是通过偏紧的货币政策减记分子来降杠杆，还是通过偏宽松的货币政策做大分母来降杠杆？很显然的，减记债务要建立在GDP或资产不会收缩的前提下，否则杠杆率可能越去越高。

我们讨论几种货币政策的搭配情况：

①宽信用+宽货币：宽信用的环境下，债务会逐渐增加，并且由于融资环境偏松，资金成本较低，企业融资进行扩大再生产的意愿更强，宏观经济的下行被稳住；但另一方面，宽货币环境带来的资产价格攀升，使得企业可能贷款之后将资金投入更容易赚钱的金融资产领域，造成流动性泛滥与金融空转——这是过去几年发生的事情，分子先增，分母后增，杠杆率先升后降。但这种方法的问题是，宽货币可能造成资产价格的泡沫，负债是刚性的、但资产价格是弹性非常大的，一旦泡沫破灭，则可能造成危机和无序的去杠杆。

②紧信用+紧货币：紧信用的环境下，债务将逐渐减少，但由于融资环境偏紧，企业正常融资需求可能受到影响，进而影响其投资和扩大再生产的动力，GDP受到负面影响；同时，紧货币的政策也可能造成资产价格的大幅下跌，也是分母的减小——这就是今年上半年发生的事情，分子先降，分母后降，杠杆率先降后升。

正因为此，市场目前普遍的看法是“紧信用+宽货币”的搭配可能更加合适：一方面紧信用控制了债务增长（分子）的速度，另一方面宽货币稳住了经济或资产价格（分母）使之不至于过快下行，从而达到降低杠杆率水平的目的。因此，当前政府坚持防风险与严监管的政策方向，过去的非法融资渠道受到限制，“紧信用”是必要的政策结果；而同时央行应当搭配适度的“宽货币”政策，以对冲经济和资产价格下行的压力，真正达到有序去杠杆的目的。

二、2018下半年宏观预测：投资与净出口动能减弱

2.1 2018年中国宏观经济：预计下半年GDP增速6.5%，全年增速6.6%

今年一季度GDP增速6.8%，较去年四季度保持不变，继续保持平稳的态势。结构上，消费、资本形成、净出口对GDP增速分别拉动5.3、2.1和-0.6个百分点，分别较去年四季度变动1.2、0.1和-1.2个百分点，消费对GDP拉动大幅增加而净出

口对GDP转为负面贡献。

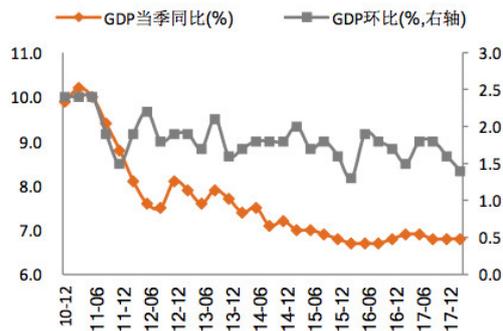
一季度的GDP数据提供了两个层面的重要信息。其一，不包含土地购置费的资本形成对GDP的拉动在减弱。土地购置费延期支付导致今年房地产投资增速大升，一季度固定资产投资增速也明显高于去年；但由于土地购置费并不纳入GDP核算中，因此，尽管投资增速强劲，但一季度资本形成总额对GDP的拉动反而在显著减弱。其二，净出口对GDP的拉动转为负，结合一季度经常账户转为逆差，净出口走弱态势显著。净出口对GDP的拉动转负意味着净出口在一季度的增速为负；而尽管一季度海关总署统计的货物贸易仍为顺差，但纳入服务贸易统计的国际收支经常账户差额在一季度转为负值，意味着货物+服务贸易净出口绝对规模也已明显转负。值得一提的是，上一次我国经常账户逆差还是在2001年，近二十年时间里我国经常账户首次转负警示意味十足。从结构上看经常账户逆差形成的原因有两个方面，一是货物贸易进口强于出口，这其中既有原油等工业品相对较高的进口价格的影响因素，也有我国在高科技领域对进口的较强依赖，中美贸易战带来的不确定性或也一定程度刺激了企业增加进口品库存的动机；二是我国服务贸易进口规模高居不下，其中旅游分项是最重要的推动来源，这其中不仅有我国居民消费升级的基本面因素，同时也包含了很大部分的资本外流、海外购房置业的情况。

下半年，我们认为投资与净出口的弱势将继续带来经济增长动力的减弱。投资受到两方面的压制：一是房地产与地方政府债务受制于防风险政策的推进，房地产投资与基建投资难有好转；二是金融监管政策落地使得企业融资成本、融资难度提升，也将显著制约各领域企业的投资，其中轻资产、高杠杆、无政府信用背书的民营企业融资困境尤为突出。净出口大概率仍将走弱：出口方面，今年全球经济协同性减弱的态势较为显著，欧洲经济明显转弱、新兴经济体遭受强美元的冲击、贸易争端开始向全球范围蔓延，人民币有效汇率自去年下半年以来不断上升，再考虑到中美贸易战的直接负面影响，我国未来出口增速存下行压力。进口方面，考虑到我国在部分高科技领域存有进口依赖、原油价格增速近几个月仍可能继续保持相对高增速、人民币有效汇率较强、海外配置需求与消费升级将继续支撑服务贸易进口等因素，预计进口强于出口的格局将继续延续。在这样的背景下，经常账户逆差的情形可能还会在未来再度出现，今年净出口对经济的支撑

将大概率减弱。

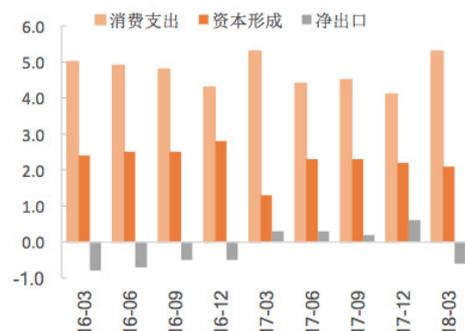
综合来看，投资与净出口将是下半年经济增长转弱的重要推手，不过消费仍将是经济增速的重要稳定器；预计二、三、四季度GDP增速稳步下行，分别为6.7%、6.6%、6.4%，全年GDP增速6.6%，较去年温和下行。

图表21 季度GDP增速走势



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表22 支出法下三大需求对GDP累计同比拉动



资料来源：Wind，平安证券研究所

格隆汇

2.2 生产端：下半年生产端韧性可能难以为继

今年以来工业增加值增速表现出了明显的波动性，但仍表现出较强韧性。1-2月工业增加值大幅攀升至7.2%，3月掉落至6.0%，而后4月再度大升至7.0%的明显高位，5月则继续保持6.8%的相对高位。1-5月工业增加值的波动受到出口和财政支出拉动的影响：三者在去年均有季末大升、季初回落的走势特征，基数因素对今年的走势有较强扰动。从累计增速看，工业生产仍然具有韧性：今年1-5月工业增加值累计增速6.9%，较去年的6.6%有一定程度的上升；从结构上看，部分传统工业生产和能源行业增速的走强是主要支撑动力。具体而言，工业增加值累计增速上升最为明显的行业为：黑色金属冶炼、有色金属冶炼、煤炭开采、燃气的生产与供应业。

今年以来，工业企业利润增速继续下滑，主因价格效应减弱与财务费用攀升。1-4月累计增速水平为15.0%，较去年的21.0%下滑6.0个百分点；1-4月主营业务收入增速10.5%，同样较去年年底水平小幅下滑。考虑到今年以来工业增加值增速是小幅上升的，主营业务收入增速的下滑主要是受到价格效应减弱的负面影响：1-4月PPI累计同比增速3.6%，较去年年底的6.3%大幅下滑了2.7个百分点。利润增速的下滑除了受到主营业务增长动能减弱的影响之外，财务费用增速的大幅攀升

也是重要的负面因素，1-4月财务费用累计增速10.4%，较去年的6.5%上升3.9个百分点。由此，价格效应的减弱与财务费用的攀升共同造成了今年以来利润增速的下滑。

此外值得关注的是，当前工业企业产成品周转天数处于相对高位，显示生产端可能明显强于需求端。1-4月工业产成品周转天数累计值为16.4天，去年年底的累计值为14.4天，去年和前年同期水平分别为14.4和15.1天，可见目前产成品周转天数明显相对较高，产成品库存水平相对于销售现状来说相对较高。

下半年，我们认为在需求端拉动减弱、企业利润增速下滑、产成品库存相对较高的背景下，工业生产端的韧性可能不会持续太久。如上文所述，下半年投资与净出口将继续呈现弱势，而需求端增长动力的走弱预计将逐步传导至生产端；而企业利润增速的下滑、目前处于相对高位的产成品库存也都会企业后续的生产动力带来一定负面压制。综合来看，预计今年二、三、四季度工业增加值增速将稳步下行，全年增速水平约6.3%（去年全年为6.6%）。

图表23 工业增加值增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表24 三大行业工业增加值增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表25 工业企业利润和主营业务收入增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表26 工业企业财务费用与利息支出增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

© 裕隆汇

2.3 需求端：投资与净出口将导致需求端动力减弱



2.3.1 投资：基建投资拖累固定资产投资明显下行

今年以来固定资产投资增速的下行趋势是非常显著的，累计增速从2月的7.9%下滑至5月的6.1%，其中5月投资增速的下滑幅度更是超出市场预期。主要分项中，1-5月房地产投资累计增速10.2%（去年底7.0%），制造业投资累计增速5.2%（去年底4.8%），计算所得旧口径基建投资（包含电力）累计增速5.0%（去年底14.9%），不包含电力的基建投资累计增速9.4%（去年底19.0%）。

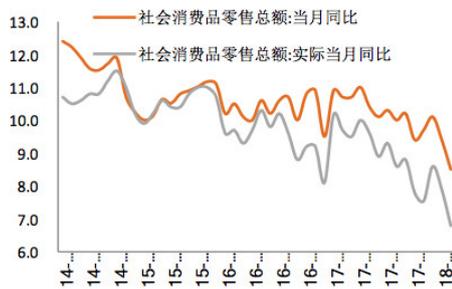
从分项上看，大幅下滑的基建投资增速是固定资产投资增速大降的主因；而我们认为，非标缩减应是基建投资增速持续快速下行的原因所在。从资金来源上看，考虑到基建投资资金的最主要来源包括财政预算、地方性政府基金、政策性银行（政金债与PSL）和城投平台（城投债、非标等），而当前财政支出累计增速10.3%，政府性基金支出增速48.9%，PSL资金投放累计增速48.3%，政金债净融资额累计增长47.9%，城投债1-5月净融资额2552亿元，大幅高于去年同期的-106亿元；因此，非标融资的大幅缩减恐怕是基建投资增速大降的主要原因。同时，社融数据显示，1-5月委托贷款与信托贷款总共的新增融资为-6605亿元，而去年同期的新增融资额为16655亿元，同比增速低至-139.7%。在金融监管的影响下，预计非标融资将继续保持缩减状态，其对基建投资的影响还将继续显现。

房地产投资方面，年初以来其保持高增速料仍受土地购置费延期支付的支撑（4月土地购置费累计增速高达66.9%）。我们认为，由于土地购置费延期支付带来较强干扰，房地产建安投资增速相对于整体的“房地产投资增速”更能真实体现当下该领域的投资现状。继3月建安投资增速掉落至负区间后，4月该指标继续下滑0.9个百分点至-1.7%，走弱态势非常显著。

未来投资将会受到两个层面因素的压制，其一是基建与房地产领域的政策压制：中央严格限制地方政府违规举债、不允许为平台公司兜底的政策导向与严格的查处举措将使得以往的财政“软约束”逐步得到控制，广义财政支持的减弱将对基建投资增速带来压制；本轮房地产调控政策延续，一二线城市严厉的需求端管控政策（限购、摇号等）、三四线城市大幅上涨的房价对后续需求的压制、难以继续大幅增长的棚改货币化比例，都将对房地产投资增速带来负面影响，未来随着土地购置费延期支付效果的消散，地产投资增速的走弱可能将更加明显。其

二是金融监管提升了企业的融资难度和融资成本：这不仅对高杠杆、现金流紧张的平台公司和房地产公司负面影响显著，所有其他行业也都难逃拖累，轻资产、无政府信用背书的民营企业的融资情况更是明显恶化。融资难度的加大将对企业投资产生直接的负面压制。综合来看，预计固定资产投资仍将保持弱势，我们维持全年固定资产投资增速6.0%的预测，但资本形成总额对GDP的贡献将显著减弱。

图表31 我国社零消费增速



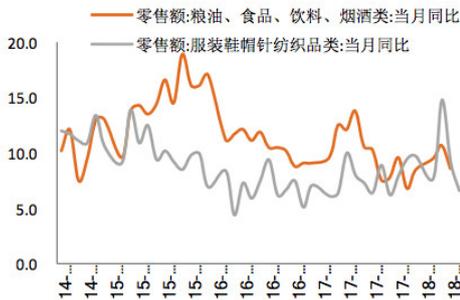
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表32 房地产相关消费增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表33 食品类与服装类消费增速走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表34 汽车类消费增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

格隆汇

2.3.2 消费：房地产相关消费增速下滑最为显著

1-5月社零累计消费增速9.5%，较去年底下滑0.7个百分点，整体上社零消费增速小幅走弱。从单月的角度来看，5月单月的名义消费增速8.5%，较4月大幅下滑0.9个百分点，降幅超市场预期；不过这其中有端午节假期错位、降关税政策导致消费推迟等因素的短期扰动，因此对于5月的单月大幅下滑尚无需过度解读。

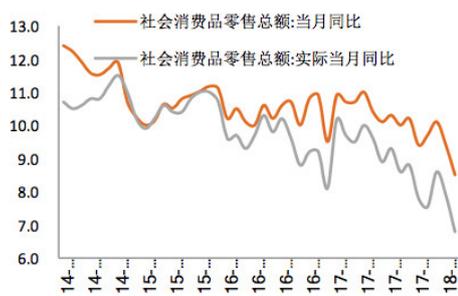
主要的社零消费品中，汽车类1-5月累计增速4.8%，较去年小幅下滑0.8个百分点；石油类累计增速11.0%，较去年上升1.8个百分点；粮油食品类累计增速9.2%，较去年下滑1.0个百分点；房地产相关消费（家具家电建材）累计增速-12.1%，较去年下滑14.3个百分点；服装类累计增速9.1%，较去年上升1.3个百分点；药品类



累计增速9.4%，较去年下滑3.0个百分点。由此总结来看，消费金额占比靠前的几大消费品中，除了石油类与服装类消费累计增速较去年小幅上升之外，其他大类增速均有所下滑，其中房地产相关消费增速的下滑是最为显著的。

我们认为，虽然今年以来社零消费增速较去年有所走弱，但总体上仍然保持着相对较高水平。除房地产相关消费之外，其他分项消费增速的下滑幅度并不算大；整体上消费仍然将有望成为今年经济增速的重要稳定器。同时需要指出的是，社零消费并不包括服务型消费，而这一领域目前发展景气度较高，预计也将对最终整体的消费支出带来有力支撑。总体看，短期扰动后消费增速有望反弹，预计社零增速在震荡中保持相对平稳，维持消费全年增长10.0%的预测。

图表31 我国社零消费增速



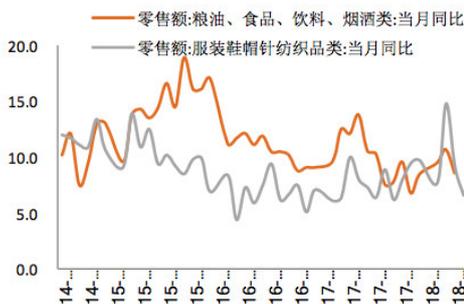
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表32 房地产相关消费增速



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表33 食品类与服装类消费增速走势



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表34 汽车类消费增速



资料来源：Wind，平安证券研究所

@格隆汇

2.3.3 外贸：进口强于出口，贸易差额明显缩窄

虽然今年进、出口增速较去年水平继续上升，但进口明显强于出口的格局和今年一季度经常账户近二十年间首度转负的现象使得今年净出口对经济增长的支撑可能将有明显弱化。从累计增速的角度来看，1-5月我国出口增速13.3%，进

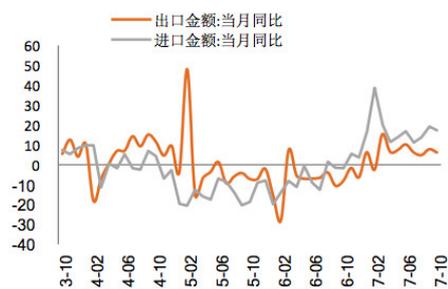
口增速21.0%，对应的去年增速水平分别是7.9%和16.1%，可以看出今年进、出口情况均相对较好。不过从2016年以来，我国货物贸易进口增速持续强于出口的格局导致我国贸易顺差出现明显缩窄，2016年我国海关总署口径贸易顺差（仅包括货物贸易）为5097亿美元，2017年下滑为4194亿美元，而今年1-5月仅1007亿美元。货物贸易顺差走弱的同时，我国服务贸易进口也继续保持强势，根据国际收支表数据，我国今年一季度服务贸易逆差762亿美元，创下历史新高。货物与服务贸易的双双强势导致今年一季度我国经常账户在近二十年首现逆差，而这引发了净出口对我国经济增长支撑转弱的担忧。

结构上，结合增速与结构占比两个层面的因素来看，货物贸易进口的强势主要受到电力机械、石油、有色金属、特种专用机械这几类进口品的推动，这其中既有原油价格的影响，也有我国在高精专领域对国外的依赖，同时我国目前不断攀升的篮子汇率应该也是进口强势的原因之一。货物贸易出口方面，大部分主要出口品增速在今年也有走强，但不管是从增幅还是增速的绝对水平上看，都明显逊于进口领域，另外劳动密集型产品增速水平明显处于弱势，服装、杂项、家具、鞋靴的出口增速持续大幅低于整体水平，形成了较强拖累。服务贸易方面，旅游分项是主要的服务进口动力来源，分析来看，中国居民的消费升级、海外资产配置需求（中国居民借境外旅游在海外购房等）是支撑服务进口的重要原因。

预判来看，出口领域，今年全球经济协同性减弱的态势较为显著，欧洲经济明显转弱、新兴经济体遭受强美元的冲击、贸易争端开始向全球范围蔓延，人民币有效汇率自去年下半年以来不断上升，再考虑到中美贸易战的直接负面影响，我国未来出口增速存下行压力；进口方面，考虑到我国在部分高科技领域存有进口依赖、原油价格增速近几个月仍可能继续保持相对高增速、人民币有效汇率较强、海外配置需求与消费升级将继续支撑服务贸易进口等因素，预计进口强于出口的格局将继续延续。在这样的背景下，经常账户逆差的情形可能还会在未来再度出现，今年净出口对经济的支撑将大概率减弱。但考虑到1-5月进出口增速的表现均较为强势，我们将全年出口增速预测从6.0%上调至9.0%，进口增速从10.0%预测上调至17.0%，但贸易顺差将进一步收窄。



图表35 我国进、出口增速走势(%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表36 海关总署贸易差额(亿美元)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

©格隆汇

图表37 主要进口品的进口份额与进口增速

	进口结构占比(%)	4月份同比增速(%)	一季度同比增速(%)	去年四季度同比增速(%)
电力机械、器具及其电气零件	21.31	29.20	31.23	12.87
石油、石油产品及有关原料	10.70	32.70	26.72	32.10
金属矿砂及金属废料	7.92	2.50	3.76	18.11
陆路车辆	4.46	13.70	13.03	5.72
专业、科学及控制用仪器装置	4.31	14.40	9.07	-1.18
电讯及声音的录制及重放装置设备	4.04	9.50	12.30	15.24
有机化学品	3.16	29.00	14.54	23.07
初级形状的塑料	2.92	12.90	1.20	8.11
办公用机械及自动数据处理设备	2.70	22.40	20.90	2.58
有色金属制成品	2.64	51.30	33.16	42.33
通用工业机械设备及零件	2.63	27.30	18.44	11.74
特种工业专用机械	2.61	59.30	32.22	47.55
油籽及含油果实	2.43	-13.70	-1.36	6.91

数据来源: CEIC, 平安证券研究所

注: 颜色标准部分是与上期相比增速上升的领域

图表38 主要出口品的出口份额与出口增速

	出口结构占比(%)	今年4月增速	今年一季度增速	去年四季度增速
电讯及声音的录制及重放装置设备	13.33	14.66	16.30	13.09
电力机械、器具及其电气零件	12.73	15.99	18.48	14.91
办公用机械及自动数据处理设备	8.60	23.94	18.27	15.00
服装及衣着附件	6.97	-7.76	0.17	-0.53
杂项制品	6.67	1.21	-0.02	1.33
纺织、织物、制成品及有关产品	4.83	7.19	11.36	9.65
通用工业机械设备及零件	4.76	13.09	16.39	12.00
金属制品	3.85	2.88	14.09	10.87
陆路车辆	3.25	21.17	19.42	23.48
家具及其零件, 褥垫及类似填充制品	2.59	0.40	7.60	5.60
钢铁	2.46	17.34	1.02	1.34
专业、科学及控制用仪器和装置	2.44	4.79	4.93	1.57
鞋靴	2.14	-16.68	-0.02	-5.18

数据来源: CEIC, 平安证券研究所

©格隆汇

2.4 通胀: 通胀将继续保持平稳低位

今年以来的通胀表现,除了春节错位和严寒天气影响导致1-2月CPI同比大起大落之外,其余月份均基本平稳且保持相对低位,1-5月走势分别为1.5%、2.9%、2.1%、1.8%、1.8%。当前通胀水平明显较低主要受到食品分项的拖累,4、5月食

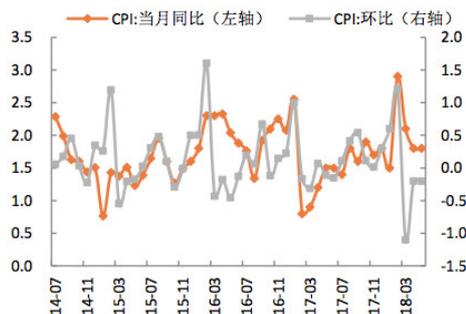
品分项同比增速仅分别为0.7%和0.1%。猪周期下行阶段尚未结束是拉低食品价格同比的主因，至今年5月，猪肉价格月度均价仍在继续下行，目前猪肉分项同比增速低至-16.7%。除年初两个月的波动之外，非食品分项在近三个月走势同样非常平稳，分别为2.1%、2.1%、2.2%。在油价增速攀升的影响下，交通通信价格同比近三个月明显逐步走高，但油价的影响基本被医疗保健分项对冲，后者由于基数走高，今年以来持续保持下行趋势。

预判来看，首先食品方面，高频数据显示猪肉价格于5月下旬开始出现了连续三周的上涨，虽然目前来看仍难以判断猪周期是否即将结束，但考虑到当前生猪养殖已明显亏损，我们未来猪肉价格对CPI的负面压制效力趋于减弱。非食品方面，由于OPEC可能会协调补足伊朗方面的原油供给缺口，近期油价出现小幅回调，若油价继续处于目前的中枢水平双向震荡波动，油价同比增速则将在6月小幅冲高后逐步走低，对通胀的支撑减弱；在基数走高的作用下，年内医疗保健同比增速仍将继续回落，在三季度，该分项回落幅度预计会十分显著，可能将是影响三季度CPI走势的主导因素。总体上，虽然下半年猪肉价格增速可能会出现逐步提升，但油价增速与医疗保健分项的走低将起到较强的对冲作用，下半年CPI预计将继续保持平稳低位。我们将全年CPI同比从2.3%下调至2.0%。

今年PPI同比增速在一季度稳步下行，后于二季度回升；环比方面，2、3、4月PPI环比增速均为负，5月PPI环比转正。基数方面，去年除二季度工业品价格出现下滑之外，其他时间里价格都是持续上升的。由此可以看出，一季度PPI同比的下行基本受到了价格下滑、基数走高的双重压制，4月PPI同比上升完全是由于基数走低的推动，5月PPI同比上升则有价格上升、基数走低的双重拉动。从结构上看，5月工业品价格环比转升的原因最主要是国际油价上涨，同时环保要求等政策面因素也对部分工业品价格(比如造纸业)起到了明显的结构性拉升作用。预测方面，我们认为在国际原油价格继续冲高乏力，国内需求端面临走弱压力的预判之下，未来工业品价格难以出现趋势性上涨行情。未来下游需求端走弱对上游工业品价格形成压制的逻辑存在于三个方面：其一，房地产建安投资、基建投资增速进一步走弱将相应导致金属、建材类工业品需求走弱；其二，融资难度提升将对企业投资动力、生产经营状况均产生一定的负面影响，进而压制设备采购、原材料需求；其三，出口增长动能的减弱也将影响部分行业的生产情况，从而影

响相关原材料需求。具体预测上,由于基数走低对PPI同比的推升仅存于二季度,三、四季度基数走高将继续对PPI同比带来明显压制,6月可能将是年内PPI的相对高点,随后PPI同比大概率继续走低。预计二、三、四季度PPI同比增速分别为4.0%、3.5%、1.3%,维持全年PPI同比水平在3.0%左右的判断。

图表39 CPI 环比走势



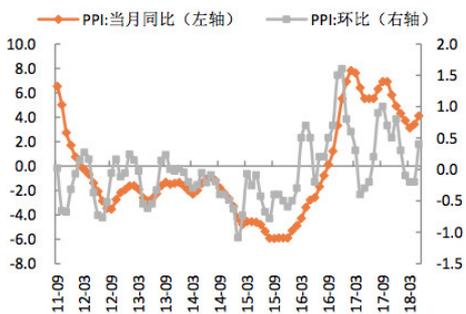
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表40 猪周期尚未结束



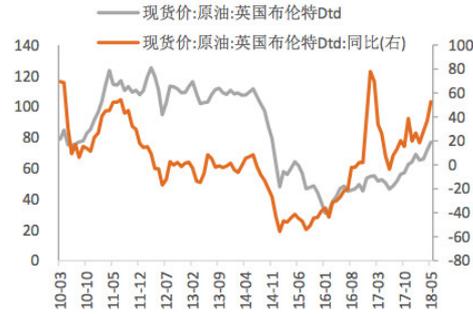
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表41 PPI 环比走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表42 原油价格走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

@楷隆汇

三、宏观政策：预计下半年货政偏松以对冲金融监管

3.1 财政政策：地方政府去杠杆，广义财政支持减弱

在防控地方政府债务风险的政策背景下,我国广义财政支持逐步从失控的“平台公司”向可控的“预算内支出”转移。

今年的预算草案报告显示,2018年全国一般公共预算领域的财政赤字为2.38万亿,与去年持平,但政府性基金领域的实际赤字(由地方政府专项债弥补)达1.35万亿,较去年增加5500亿。所以若将两部分赤字进行加总来计算预算内的赤字率,今年的水平为4.2%,较去年的3.8%增加了0.4个百分点,可见今年包括政

府性基金在内的预算内财政支持是有所增强的。

预算内财政支持增强的重要原因之一是对冲严控地方政府平台所带来的负面影响。城投公司倚靠地方政府隐形担保进行过度负债、金融机构在“信仰”光环之下无视风险赚取高息收益这一状况，可能将在今年政府高层结构性去杠杆的要求和金融监管严控非标融资下终结：一方面，政府高层直接点名地方政府和国企需要降低杠杆，同时从去年开始，财政部对地方政府违规举债文件频发，监管部门相关的处罚与追责举措频出；另一方面，金融监管对非标尤其严厉的管控使得城投公司融资来源变得紧张。在这样的形势下，市场对于城投公司的担忧情绪明显提升：信用债融资方面，不管是从城投债到期收益率还是信用利差的角度上看，城投公司的融资成本均有明显恶化，低信用评级的城投公司尤甚；非标融资方面，券商资管与基金子公司由于监管因素逐步淡出之后（限通道、证监会禁止集合产品投资非标），信托对地方政府平台的投资也愈发审慎，数据显示，今年以来信政合作信托规模继续降低，近两年该类信托已累计收缩了近一半规模。

综合来看，虽然预算内的财政支持有所提升以一定程度对冲严控地方政府平台所带的负面影响，但我们认为金融监管与城投公司的影响效力应该相对更大，广义财政支持应该有所降低，这一点从目前基建投资增速大幅下滑的走势也可以明显看出。预计今年下半年这一趋势仍将继续，且在信用债频频暴雷的当下，垫资严重的城投公司刚兑是否会在今年打破将成为市场关注焦点。

图表43 近几年财政预算情况（单位：亿，%）

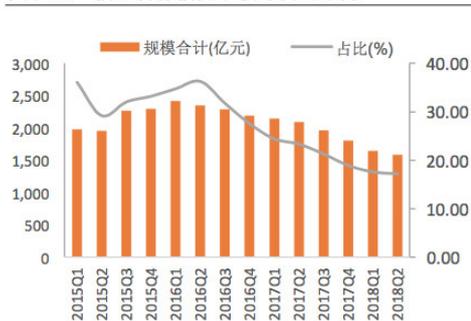
	一般公共预算收入总量 (包括调入资金)	一般公共预算支出	赤字(一般公共预算)	政府性基金收入(包括结转收入)	政府性基金支出	赤字(地方政府专项债)	赤字加总	加总赤字率
2018	186030	209830	23800	64549	78049	13500	37300	4.2
2017	171063	194863	23800	47473	55473	8000	31800	3.8
2016	158915	180715	21800	37422	41422	4000	25800	3.5
2015	155300	171500	16200	49594	50594	1000	17200	2.5

数据来源：财政部，平安证券研究所

@格隆汇

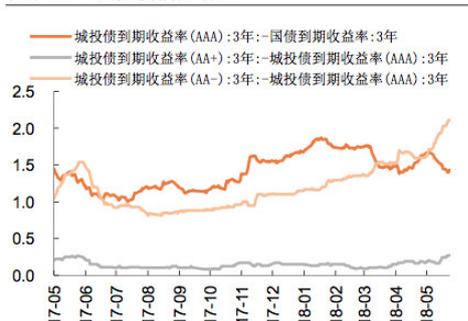


图表44 信政合作信托规模与占比下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表45 城投债信用利差



资料来源: Wind, 平安证券研究所

@裕隆汇

3.2 货币政策：下半年货币政策或有边际偏松的微调

虽然今年以来央行实施了两次降准（定向降准和降准置换MLF），但不管从价格上还是数量上看，我国货币政策均仍基本维持稳健中性态势，并没有出现相对明显的宽松。价格方面，银行间质押式回购7天和3个月利率基本保持去年震荡中枢，其中7天利率1-5月均值3.29%，仅较去年平均水平下滑5个bp，3个月利率1-5月均值4.69%，较去年平均水平下滑3个bp；同业存单利率的走势也基本相似，6个月同业存单利率1-5月均值4.68%，较去年均值略下滑6个bp。数量方面，从央行基础货币规模和总资产的角度上看，4月储备货币与总资产规模为30.7万亿和35.3万亿，分别较去年年底下滑1.5万亿和1.0万亿；当然，为满足实体经济的新增融资需求，商业银行资负表、M2余额仍继续保持扩张状态，但增速指标继续保持明显弱势，截止今年4月，银行总资产增速从去年年底的8.4%下滑到6.9%，M2增速8.3%，对比去年的8.1%，同样保持弱势，另外社融增速也从去年的11.8%下滑至10.6%。

结合今年一季度贷款加权利率和信用债到期收益率明显上升的状况来看，当前信用衍生能力的减弱（银行总资产增速、社融增速走弱）并不是实体经济融资需求的走弱，而是金融体系资金供给能力的弱化，也即是受到金融监管之下金融机构风险偏好下滑、投资渠道受限的影响所致。所以，概括来说，今年以来的流动性状态是金融监管带来“紧信用”，同时“货币”端保持中性，总体并不算松。

今年下半年上述流动性的总体格局预计仍将持续，金融监管继续稳步推进，货币政策继续保持稳健中性的基调。不过今年下半年，货币政策继续保持总体中性基调的同时，在力度上应该会有边际偏松的微调，仍然存在进一步降准的可能

性。主要原因包括两个层面：其一，今年下半年我国经济增长有回落压力，投资与净出口对经济增长的支撑大概率减弱，而在目前货币政策与宏观审慎双支柱的框架下，货币政策即是肩负整体经济和总量问题职能的，所以在经济走弱的背景下，货币政策可能会有边际放松的空间；其二，实体经济去杠杆、金融业务的规范化调整可能会引发结构性的资金紧张，部分高杠杆企业的违约事件对风险偏好的影响也可能对其他企业带来负面连带作用，由此，从维持平稳的流动性环境、给予实体企业正常合理的融资需求的角度出发，未来货币政策可能也会有边际放松的客观要求，近期央行扩大MLF担保品范围，以增强稍低等级信用债吸引力这一政策即一定程度反映了央行对实体经济融资方面的关注。

图表46 银行间质押式回购利率



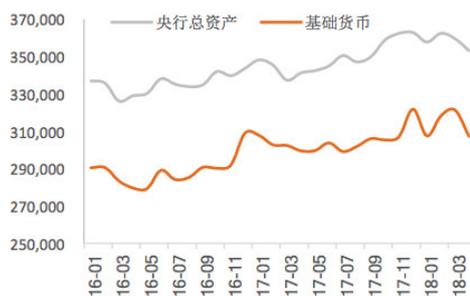
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表47 同业存单发行利率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表48 央行总资产与储备货币规模 (亿元)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表49 社融增速、M2 增速走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

@楷楷江

3.3 金融监管：去杠杆从金融蔓延至实体，未来仍任重道远

从2016年9月开始的金融监管仍在继续稳步推进，虽然今年以来国际方面中美贸易争端持续发酵，国内方面投资增速持续下滑，但资管新规正式稿、大额风险管理正式稿、流动性管理正式稿的接连下发彰显了监管高层对金融监管问题的坚定态度，而这一局面预计将在今年下半年继续延续。

金融去杠杆方面，目前同业业务、非标投资规模增速继续明显下滑。若以银



行之间与银行对非银之间的债权规模增速来观测同业业务的发展现状，可以看到截止今年4月，银行对银行债权规模28.0万亿，较去年年底收缩1.6万亿，银行对非银债权规模27.4万亿，较去年年底收缩0.6万亿，二指标的同比增速同样处于负区间，分别为-6.8%和-0.1%。若以金融机构信贷收支表中的股权及其他投资科目（多为非标投资）来观测非标的发展现状，可以看到截止今年4月，金融机构股权及其他投资22.9万亿，较去年年底小幅扩张0.8万亿，但同比增速同样掉落至负区间，为-2.7%。

在金融去杠杆继续从严的同时，流动性的收紧进一步向实体经济蔓延。利率环境的上升、融资渠道的收窄使得部分高杠杆企业资金面恶化，而部分企业信用债的暴雷又使得金融机构风险偏好进一步降低（同时中央对于地方政府、国企结构性去杠杆的指示也使得原本的“刚兑信仰”出现了一定的动摇），金融机构资金投放趋于谨慎与企业资金面的恶化产生负面循环。数据显示，今年以来，债市已出现至少19起债券违约事件，涉及规模近180亿元；收益率方面，今年以来5年期AAA级企业债到期收益率均值5.14%，较去年均值上升43bp，AA-级企业债6.90%，上涨45bp。

宏观杠杆率处于高位，结构性去杠杆存有现实难度，去杠杆任重道远。根据央行一季度货币政策执行报告数据，2017年我国整体的宏观杠杆率仍在继续上升（仅是涨幅趋缓），企业杠杆率仅小幅下滑：2017年我国宏观杠杆率全年上升2.7个百分点至250.3%，其中企业部门杠杆率为159%，比上年下降0.7个百分点。从目前的宏观杠杆率水平来看，我国非金融领域去杠杆才刚刚开始。与此同时，未来实体去杠杆也具有现实困难，虽然中央高层直指地方政府与国企是结构性去杠杆的主要对象，但客观来说平台公司刚性兑付信仰的打破仍难，其应收账款、固定资产仍与地方政府具有千丝万缕的联系；而国企凭其重资产、大而不倒的潜在特征，在风险偏好降低的环境下反而会更加受到金融机构的偏爱。总的来说，目前宏观去杠杆才刚刚开始，宏观杠杆率还处于明显高位，且结构性去杠杆的目标存有现实难度，未来去杠杆仍任重道远。

图表50 银行对银行、非银债权规模增速 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表51 金融机构股权及其他投资科目规模增速 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表52 企业债到期收益率走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表53 我国宏观杠杆率走势



资料来源: BIS, 平安证券研究所

格隆汇

3.3 人民币汇率：下半年将双向波动或温和贬值

自2018年年初至今，人民币兑美元汇率呈现出一波三折之走势。首先2018年年初至2月上旬，人民币兑美元汇率快速升值大约3.4%；2月中旬至4月中旬，人民币兑美元汇率围绕6.30上下持续盘整；2018年4月下旬至今，人民币兑美元汇率贬值了大约2.2%。与人民币兑美元汇率走势形成明显对比的是，自2018年年初至今，人民币兑CFETS货币篮却呈现出持续升值态势，人民币兑CFETS货币篮汇率指数由2018年年初的94.9左右显著上升至6月初的97.3左右，升值了大约2.5%。

人民币兑美元汇率一波三折（先升再平后贬）基本上受到美元指数走势的影响，而人民币兑CFETS篮子汇率在今年年初至今的持续升值则主要是由于今年上半年美元兑一些新兴市场国家货币的升值幅度较大，而由于人民币兑美元汇率依然维持了相对稳定，导致人民币兑这些新兴市场国家货币的升值幅度较大所致。

我们认为，鉴于美国与欧元区、英国的增长差难以继续拉大，以及最近意大利组阁问题取得新进展，未来一段时间，美元兑欧元、英镑汇率难以继续上半年的升值行情，美元指数可能在95左右的中枢水平上震荡。如果在2018年下半年，



美元指数持续盘整，且美元兑新兴市场国家货币继续升值的话，我们认为人民币汇率走势有两种可能性：

第一种可能性是，人民币兑美元汇率将会在当前水平上双向波动，但人民币兑CFETS篮子汇率则会继续上升。这固然有助于维持人民币兑美元汇率的相对稳定（在中美贸易战依然面临较大不确定性的前提下，人民币兑美元汇率相对稳定可能符合中国政府的偏好），但却可能对出口增速造成不利影响。在这种情景下，在2018年下半年，人民币兑美元汇率可能围绕6.40-6.50的中枢水平上下波动，人民币兑CFETS货币篮汇率则可能进一步升值至100左右。

第二种可能性是，人民币兑美元汇率呈现温和贬值状态，但人民币兑CFETS篮子汇率则可能在当前水平上保持大致稳定。人民币兑美元汇率的温和贬值，可以适当对冲人民币兑其他新兴市场国家货币的显著升值，使得人民币兑CFETS货币篮大致保持稳定。在这种情景下，在2018年下半年，人民币兑美元汇率可能跌至6.6-6.7左右，人民币兑CFETS货币篮汇率则可能稳定在97-98上下。

图表54 美元兑人民币汇率



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表55 人民币兑CFETS货币篮汇率



资料来源：WIND，平安证券研究所

格隆汇

四、海外经济：全球复苏趋缓，美国一枝独秀

2018年上半年全球经济复苏趋缓。美国经济持续复苏，可谓一枝独秀；欧日英等其他发达经济体复苏趋缓，新兴经济体整体复苏趋弱。风险方面，美国面临中长期的债务累积风险，欧元区下半年将面临三大潜在风险，英国退欧谈判仍存风险，新兴市场金融风险或有所蔓延。

货币政策方面，美国加息节奏可能有所加快，联储预计下半年再加息两次。

欧元区经济复苏趋缓延迟了欧央行的加息节奏，预计加息将延至2019年二三季度。英国经济增速下行加上通胀回落或致英央行下半年至多加息一次。日本经济增长仍需依赖宽松货币政策，料下半年日央行仍将维持宽松政策。

4.1 美国：经济持续复苏通胀加速上行，2018下半年恐还将加息两次

美国2018年上半年宏观经济持续复苏。一季度美国GDP同比增速抬升至2.8%，继续稳步上行；失业率则从年初的4.1%下行至5月的3.8%，工人时薪也有所上扬，劳动力市场持续趋紧。景气度方面，无论是ISM，还是Markit统计的制造业与非制造业PMI，均呈现高位震荡走势，经济景气度仍高。整体看，美国在2018年上半年经济复苏态势得以延续，下半年延续复苏概率较大。

全球经济分化下美国一枝独秀，常态化加息吸引资本流入。年初至今，全球经济由2017年的复苏趋同开始走向分化，欧日英及新兴经济体均遇到了不同程度的困难，但美国经济却可以延续复苏，一枝独秀。细分来看，2017年下半年净出口与政府支出是推动经济复苏的主要因素，2018年一季度虽然净出口与政府支出的拉动力边际减弱，但在税改落地后，私人投资项成为了推升经济上行的主要动力。在细分项目的接连拉动下，美国经济得以在全球经济复苏趋缓的态势下一枝独秀。同时，经济基本面的持续好转带来了通胀的上行与加息的常态化，美国无风险收益率持续攀升，与欧英日的息差优势也愈发明显，全球资金在加速流入美国的同时，美元指数也显著上行。

在美联储上半年加息两次的基础上，下半年恐还将加息两次。6月FOMC利率决议除了加息25个基点，将2018年全年加息预期次数提升至四次外，还将2018年实际经济增速预期由2.7%上调至2.8%，显示出联储对经济增长的信心。2018、2019和2020年的失业率预期分别从3.8%、3.6%和3.6%下调为3.6%、3.5%和3.5%，联储认为劳动力市场将持续向好。2018、2019年的PCE通胀率预期则从1.9%和2.0%均升为2.1%，2020年和长期PCE的预期值则维持在2.1%和2.0%；2018年核心PCE通胀率预期也从1.9%升为2.0%，2019和2020年核心PCE通胀率预期均维持在2.1%，通胀预期整体获得上调。上调年内经济增速预期与通胀预期、下调失业率预期显示出美联储对当前经济走势的看好，并认为劳动力市场趋紧导致经济持续过热的概率有所增加。这也是联储调升年内加息预期次数至4次的基本面因素。

税改仍将持续利好美国经济。2018年一季度，私人投资项成为了推升经济上



行的主要动力，这主要受益于税改落地对企业投资的刺激，我们预计税改对投资进而对经济的刺激仍将在下半年持续。在6月FOMC利率决议发布会上，鲍威尔认为未来三年财政政策将在支持经济需求上扮演更重要的角色，税改发挥的作用可能更大。而关于贸易政策，鲍威尔认为这更多是一种风险，但当前尚未开始产生影响。

美国经济下半年大概率延续复苏，但通胀将加速抬升。整体看，2018年上半年美国的通胀水平较2017年已明显提升，目前CPI已显著超过2%的通胀目标达0.8个百分点，核心CPI小幅超过2%达0.2个百分点；PCE与核心PCE虽不到2%，但距离也相当接近。另外，美国非农数据高位震荡，失业率不断探底，劳动力市场持续向好。时薪同比也在高位震荡。考虑到美国经济前景向好且景气度较高，尽管通胀有所上行，但下半年美国发生滞胀的概率仍低，更多可能是经济持续复苏带来的良性通胀。考虑到美联储目前对经济过热的担忧有所增加，加息节奏可能会随着经济过热的显现而提速。展望下半年，我们认为美国经济大概率仍将持续复苏；在贸易摩擦与地缘政治有所升温的环境下，随着劳动力市场向好带来的薪资加速上扬，通胀或加速上行。

我们判断流动性收紧下扩张性财政政策可能会制约美国经济中长期的复苏，2019年美国经济上行压力或有所显现。尽管美国目前经济走势较强，且下半年维持复苏概率较大，但与此前不同，2018年美国经济的复苏更多依赖的是税改落地后私人企业投资的刺激作用。考虑到财政政策边际递减效应，税改在2019年对投资的刺激边际上难有类似2018年这样显著的增量贡献，同时税改落地后美国经济增长也消耗了不少未来经济增长的潜能。更加值得担忧的是在美联储常态化加息下，市场流动性的稀缺性不断提升，扩张性财政政策将给美国政府、企业与居民带来更大的财务压力。若美联储在2018年下半年至2019年持续加息甚至提速加息，非金融部门受高杠杆率与高利息率的双重压制恐面临债务违约的潜在风险。若风险得不到有效控制，甚至有引发新一轮金融危机的可能。

我们判断美元指数在2018年下半年或高位震荡。尽管美欧通胀近期均有所走高，但两者的经济增长背景有所差异。美国通胀是在经济增速向上且景气度高位震荡的基础上抬升的，且之前通胀也是温和上扬态势；而欧元区通胀是在经济增

速有所回落且景气度持续下行的背景下一改此前颓势迅速拉升的。也就是说欧央行年底结束量宽有一定的被动性，并不同于美国的主动调整。如此看，美元指数上行的基础较好，中长期或仍将维持强势，大概率将维持在95左右高位震荡。

图表56 美国一季度实际 GDP 同比抬升至 2.8%



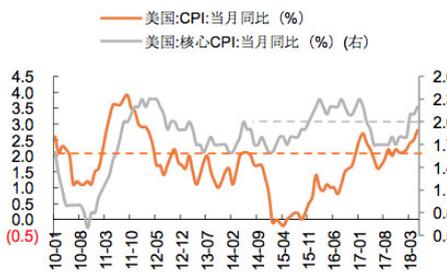
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表57 美国 4-5 月失业率持续下行



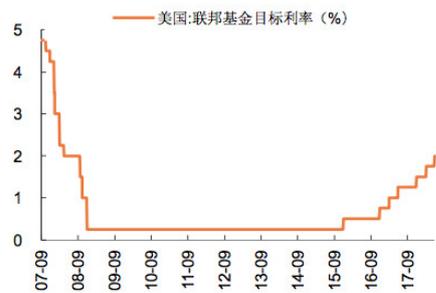
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表58 美国二季度 CPI 同比加速上行



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表59 美联储 6 月再次加息 25 个基点



资料来源: WIND, 平安证券研究所

@格隆汇

4.2 欧元区：滞胀担忧渐起，警惕三大风险发酵

欧元区在经历了2017年的经济复苏后，2018年经济复苏明显趋缓，目前尚未企稳。一季度欧元区经济增速有所回落，由2017年Q4的2.6%回落至2018Q1的2.2%；失业率也持续走低至4月的8.5%，劳动力市场的持续好转的同时，经济增速回落显示出欧元区经济复苏力度较弱，8.5%的失业率也远高于美日英等发达经济体。另外，欧元区制造业、服务业与综合PMI已自年初持续回落，目前仍无企稳迹象，经济景气度显著回落。同时，CPI与核心CPI加速上行使得欧元区面临滞胀的风险有所抬升。欧央行在6月议息会议的声明中下调了经济增速，并上调了通胀预期，也说明了对滞胀的担忧有所加强。具体地，欧央行将2018年经济增速预期自2.4%下调为2.1%，维持2019年与2020年GDP增速1.9%与1.7%的水平；还将2018年通胀率自1.4%上调为1.7%，将2019年通胀率自1.4%上调为1.7%，维持2020年通胀率为1.7%不变。我们认为下半年欧元区经济增速将维持在2%左右运



行，复苏趋缓态势难以显著改变。

欧央行6月议息会议声明中宣布维持主要再融资利率在0.0%不变，隔夜贷款利率在0.25%不变，隔夜存款利率在-0.40%不变，符合此前的市场预期。欧央行还维持每月购债规模300亿欧元不变至9月份，2018年10月至12月的月度购债规模将为150亿欧元，之后将结束购债。同时将保持利率不变至少至2019年夏天。整体看欧央行的表态偏鸽，与美联储偏鹰的态度形成鲜明对比，彰显出欧美两者经济增长前景的显著差异。我们判断欧元兑美元在下半年可能将维持在1.15-1.2的区间内震荡。

2018年下半年，欧元区除了需要应对有所上升的滞胀风险外，还面临其他一些不确定性带来的潜在风险。①意大利债务风险不容忽视。虽然意大利新财长表示新政府无意退出欧元区，并且计划侧重于削减债务水平。但考虑到意大利劳动力成本并未下降，国内债务压力并未有效减轻，中短期难以实行有效的紧缩政策以缩减债务；债务违约则面临需偿还欧元体系Target2中的债务，这对意大利来说也存在很大压力。目前极端政党五星运动和北方联盟组阁成功后的民粹联合政府在巨额政府债务面前仍存在着以退欧要挟欧盟削减债务的可能，如何解决债务风险对意大利来说有着极大的挑战性，在平衡国内债务风险与欧盟权威之间如何抉择是意大利新政府面临的重大考验，下半年意大利债务风险存在反复发酵的可能。②马克龙欧盟改革或存证伪风险。马克龙上任以来的确提振了欧元区经济，其大力倡导的欧元区改革计划致力于通过设立统一预算、议会和财政部长来增强欧盟成员国的一致性并塑造一个更为强大的欧盟。该计划也得到了德国总理默克尔的支持。市场对马克龙国内及欧盟的改革预期较高。但是欧元区改革的前景依然难测，欧元区面临的统一货币政策框架下各国自管财政的体系存在先天不足的问题，而在维持欧盟权威下解决这一问题只能依靠欧盟财政的一体化，但财政的一体化将损害德国等财政盈余国家的利益。在德国等财政盈余国与意大利等债务负担国的博弈下，马克龙欧盟改革或存证伪风险。③伊朗核问题发酵引发欧洲安全风险上升。美国宣布退出伊朗核协议之后，伊朗有重新开启核试验的可能，进而引发中东局势进一步升级。考虑到欧盟接近中东的地缘条件，欧洲的安全将受到一定挑战。

在该背景下，我们判断欧元区货币政策收紧时点大概率将延迟至2019年二三季度。随着欧元区滞胀风险的暴露，欧央行货币政策的不确定性进一步提升。在美国可能加快加息节奏的情况下，欧央行长期维持宽松或对欧元汇率形成压制。但仓促收紧货币又将使得增长动力趋弱的欧元区再受打击。我们认为，在经济增速趋于回落，通胀水平显著抬升的情况下，欧央行将根据未来经济数据的走势确定货币政策的具体路径，2019年二三季度或开启加息周期。

图表60 欧元区一季度 GDP 同比回落



资料来源：WIND，平安证券研究所

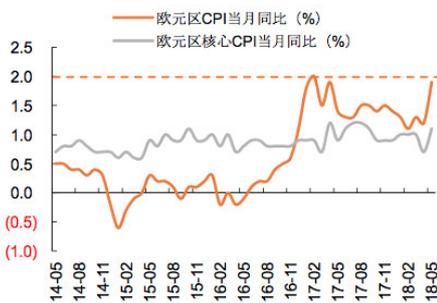
图表61 欧元区失业率继续探底



资料来源：WIND，平安证券研究所

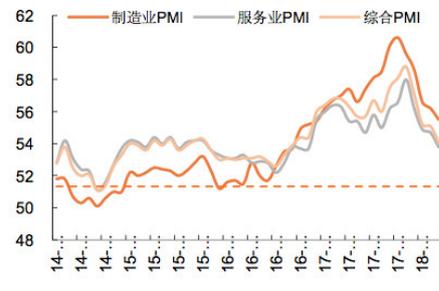
©格隆汇

图表62 欧元区1-5月CPI震荡回落后快速上行



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表63 欧元区1-5月制造业PMI持续下行



资料来源：WIND，平安证券研究所

©格隆汇

4.3 英国：通胀回落企稳，脱欧风险仍存

英国经济增速继续下行，通胀回落后企稳。2018年一季度，英国经济增速继续下行至1.2%；通胀水平也从年初高点持续回落，5月有所企稳，目前CPI同比为2.4%，核心CPI同比为2.1%，接近2%的目标值水平。ILO季调失业率三个月均值持续下行，目前处于4.2%的低位，显示出劳动力市场仍趋紧。制造业PMI自年初回落后小幅反弹，服务业PMI自低位显著反弹，显示出经济景气虽不及年初，但仍旧景气，且有一定韧性。考虑到欧元区滞胀风险有所抬升，英国与欧元区经济联系紧密，英国6-7月通胀走势值得关注，若显著冲高，英国也可能将面临潜在的



滞胀风险。

脱欧进程短期停滞仍存风险。在2017年12月中上旬英国脱欧谈判获得重大进展后，英国脱欧谈判短期停滞。尽管6月12日下议院通过了反对上议院有关《退出欧盟法案》的110号修正案，支持英国政府坚持将2019年3月29日作为英国脱欧最后期限的计划，并反对给予议会对脱欧协定的决定性权力，使得英国政府仍能主导退欧谈判。但修正案中对未来与欧盟最终达成的退欧协议仍需进行“重要投票”，若英国政府与欧盟达成的协议未能通过议会投票，议会可能会对退欧谈判施加更大影响进而增加英国与欧盟的紧密联系。考虑到2019年3月29日是英国脱欧日，英国政府或采取更为温和的谈判方式。在这种情况下，英国政府与欧盟的最终谈判结果可能更偏向于温和退欧，英欧的经贸联系受到的冲击可能弱于预期。但在退欧谈判处于停滞状态的当下，退欧风险仍存。

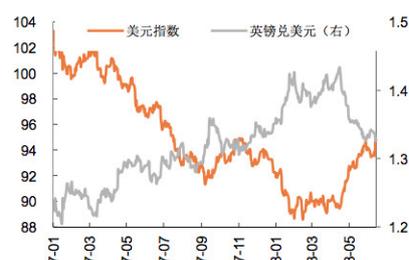
2018年一季度，英镑兑美元汇率整体有所上行，但二季度英镑兑美元在美元指数显著反弹下高位回落。尽管温和脱欧概率加大，但潜在风险仍存，资本流出恐难以在短期被扭转。同时，欧元区经济复苏趋缓下，英国经济企稳回升缺乏良好的外部环境，英央行可能会降低加息频率。我们认为，在美联储加息持续且欧央行延迟加息至2019年二季度的情况下，英央行下半年至多加息一次。

图表64 英国一季度经济增速继续下滑



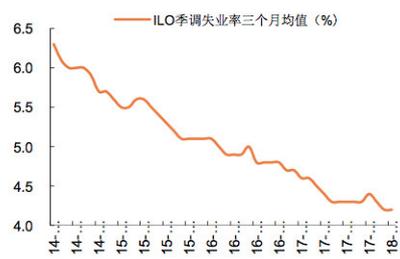
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表65 英镑二季度回落低位震荡



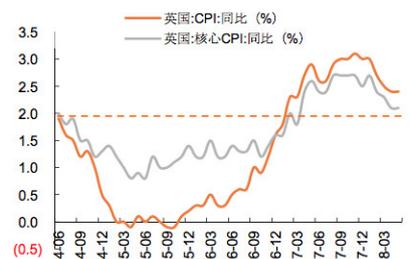
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表66 英国 ILO 季调失业率三个月均值持续下行



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表67 英国 1-5月 CPI 同比高位回落企稳



资料来源: WIND, 平安证券研究所

怡和元

4.4 日本：经济有所回落，央行持续宽松

日本经济年初以来有所回落。日本一季度实际GDP同比增长仅为1.1%，较2017年四季度的1.9%下滑0.8个百分点，经济复苏趋弱态势明显。细分数据看，出口与消费增速均显著回落，投资增速略降。说明在全球经济复苏趋缓态势下，出口受冲击较大，进而对消费与投资产生了制约，日本外向型经济特征仍旧明显。在2018下半年美欧经济可能持续分化的情况下，全球范围内的贸易争端升级将显著冲击日本的对外贸易，出口增速下行趋势难止，消费与投资也将受到拖累，经济企稳回升或难在下半年见到。

日本经济局势仍需依赖宽松货币政策。5月份日本制造业PMI下行1.0至52.8，5月服务业PMI大幅回落1.5至51.0，虽然经济仍景气，但回落趋势明显。2018年2月后，通胀水平自高位持续回落，目前CPI与核心CPI同比均低于1.0%水平，通缩风险有卷土重来之势。在这种情况下，日本经济仍需严重依赖宽松货币政策，下半年日央行也将坚持持续的宽松政策。

贫富差异叠加通缩环境制约潜在增速。日本的低失业率与低经济增速凸显出日本经济潜在增速有所下滑。从细分数据可以看出消费不振是其重要因素。我们认为贫富差异的进一步扩大是消费不振的重要因素之一。日本央行统计数据显示，日本家庭中“没有任何存款或者投资”的比重从2016年的13%增加到了2017年的14%，叠加日本不断攀升的老龄化比重，日本居民的边际消费倾向受到较大制约。另外，通缩下工人薪资涨幅不大也是影响消费增速的原因之一。由于社会老龄化及贫富差异中期难以发生显著变化，所以日本居民消费倾向较低将维持一段时间，日本经济潜在增速也将在中长期维持较低水平。

政府债务限制财政政策，货币政策边际作用递减。考虑到日本政府债务相对GDP的比重位居全球主要经济体首位，日本的财政政策难以有效推行，经济更多需要日本央行的货币政策进行调整。但从近年来货币政策调控效果来看，政策的边际作用有递减趋势，多年的通缩局面仍未有显著好转。加之日元在美欧风险事件发酵期间作为国际游资的避风港，波动明显，币值的不稳定影响到日本进出口贸易的稳定性，如何在对抗通缩的同时维持日元汇率基本稳定将是日本央行持续面临的双重挑战。

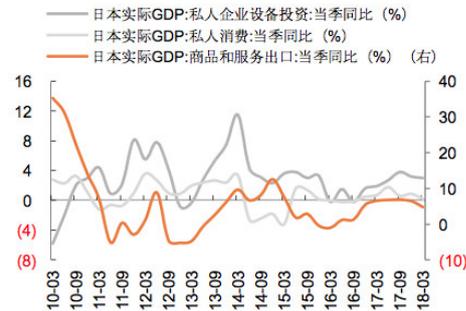


图表68 日本一季度实际GDP同比回落至1.1%



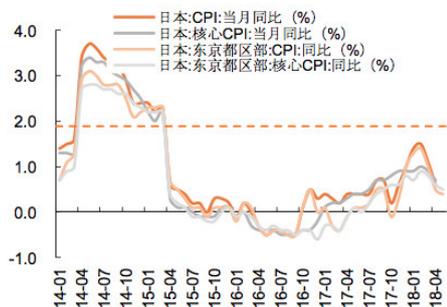
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表69 日本一季度出口、投资、消费同比均下行



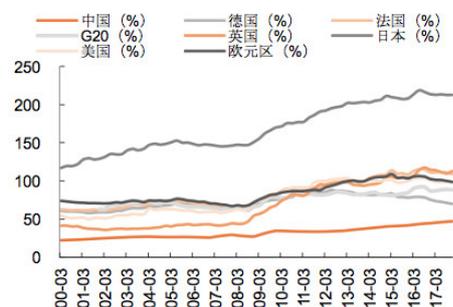
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表70 日本1-5月CPI同比冲高回落



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表71 日本政府债务负担率居主要经济体之首



资料来源: BIS, 平安证券研究所

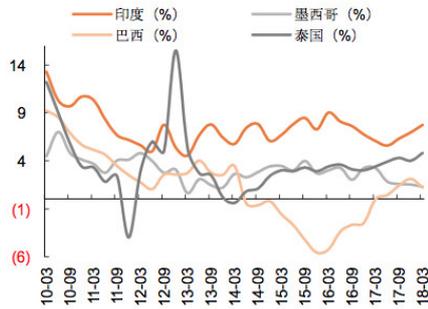
©格隆汇

4.5 新兴市场：全球经济趋缓制约新兴市场，下半年金融风险或存蔓延可能

新兴市场一季度经济走势明显分化。新兴市场国家主要分为资源国与工业国，按地域分主要分布于亚洲与拉美。2018年一季度，亚洲各国经济复苏态势持续，但拉丁美洲国家经济增速显著下行，显示出较明显的地域分化。除越南外，主要新兴市场国家的制造业PMI均有所回落则显示全球经济增速放缓对越来越多的新兴市场国家产生影响。预计下半年随着发达经济体中美国一枝独秀，全球经济整体复苏趋缓，新兴市场受到的冲击将会增大，范围也会继续蔓延。

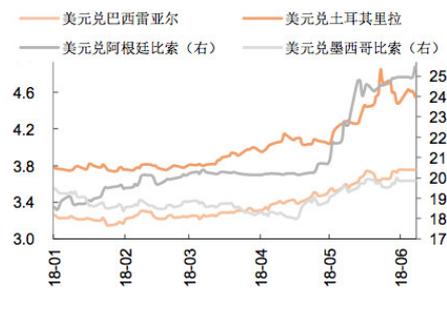
金融风险或将继续蔓延。年初至今，阿根廷、土耳其、巴西等国的金融市场已遭受沉重打击。考虑到上述国家的整体杠杆率在新兴市场国家中并不算高，所以强美元周期带来的资本流出才是引致金融风险的根源。在美联储“鹰派”加息的背景下，新兴市场恐面临更严峻的冲击。我们认为未来受冲击的新兴市场国家将有所扩容，特别是外储规模不足且政策独立性较差的拉美、中东及东南亚等地区的新兴市场国家。

图表72 新兴市场国家一季度经济增速有所分化



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表73 部分新兴市场国家汇率近期大幅波动

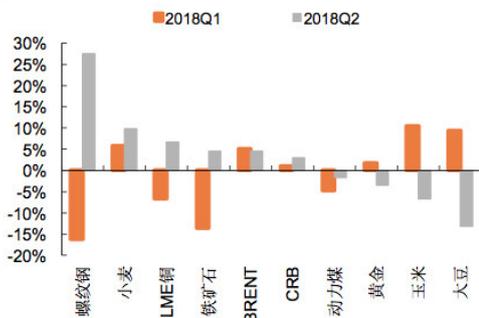


资料来源: WIND, 平安证券研究所

五、大宗商品：一季农产二季金属，油价震荡后或回落

年初至今，大宗价格走势分化。小麦、原油、螺纹钢、玉米涨幅居前，铁矿石、动力煤、大豆、黄金、铜价整体下跌。其中一季度表现最好的是农产品，二季度表现优异的是螺纹钢、铜、铁矿等金属，原油与小麦价格在整个上半年两个季度均强势，但近期都有所回落。在全球经济复苏整体趋缓、结构分化，美元指数一季跌二季涨且整体有所上行的背景下，大宗商品价格整体小涨主要是受供给端收缩的影响，农产品价格上涨主要受全球主产区干旱气候影响，油价主要受OPEC减产拉动，钢价铜价回暖则受环保限产与矿区罢工预期影响。我们认为，动力煤价格近期或温和上行，原油面临伊朗问题与OPEC中期减产会议的不确定性，短期料将震荡，中长期将下行。螺纹钢价格或将延续强势，焦煤焦炭价格大概率将有较强表现，有色将在整体回落中呈现分化走势。小麦价格或维持高位，大豆价格也将企稳回升，玉米或弱势震荡。金价将震荡上行，但涨幅有限。

图表74 二季度金属原油小麦价格涨幅显著



资料来源: WIND, 平安证券研究所

注: 表中螺纹钢价格为HRB400 20mm上海市场价格。

图表75 年初至今小麦、钢铁、原油价格涨幅居前



资料来源: WIND, 平安证券研究所

©格隆汇

5.1 能源：煤价近期或温和上行，油价短期震荡中长期将下行

1、煤炭：需求提振下煤价近期或温和上行

年初至今，秦皇岛动力煤（Q5500）价格在经历较长回落周期后企稳，且有小幅回升；电厂煤炭库存也有所反弹；秦皇岛港煤炭库存触底反弹。经历长期去产能后，煤炭行业集中度显著提升；在长协价的约束下，煤价振幅已明显收窄。预计夏季用电高峰来临后，电厂煤炭库存也显著回落，煤价在需求提振的背景下或迎来温和上行。待10月气温回落需求下行，煤价将自高位开始回落。11月中下旬北方取暖季陆续来临后，煤价受需求提振将有所上行。但长协价将显著压缩整个周期煤价的振幅。

图表76 年初至今国内煤炭价格下行后企稳



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表77 下游发电集团煤炭库存冲高回落反弹



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表78 煤炭港口库存触底后回升



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表79 6月六大电厂日均耗煤量高位回落



资料来源：WIND，平安证券研究所

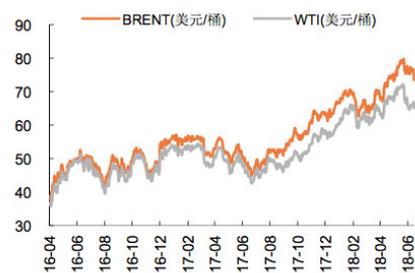
格隆汇

2、原油：短期宽幅震荡，中长期存下行压力

年初至今，原油价格整体维持强势，近期在美元强势的背景下才有所回落。库欣库存与美国原油库存走势均企稳反弹，美国石油炼厂开工率接近高位，成品油库存回落后迎来反弹，显示出终端需求有所减弱。另外，OPEC原油出口量近期上行。可以说，OPEC减产超预期与中东局势升温（美搬迁以色列大使馆&美退出伊核协议）是支撑原油价格上涨的两大核心因素，全球经济复苏提供了相对稳

定的需求背景。市场对油价的分歧集中在OPEC与非OPEC产油国放松限产的力度与效果上。考虑到6月OPEC与非OPEC产油国中期限产评估会议临近，沙特、伊朗与俄罗斯等产油国关于增产配额的分配仍在博弈，减产计划对油价的影响短期更多是情绪面上的影响。目前油价已在75美元/桶之上，高于70美元/桶的财政平衡点，中东各产油国继续减产的意愿恐怕并不强，但增产的份额分配仍需一定时间讨论。在全球经济复苏趋缓需求面下，供给端收紧程度将决定油价走势。美油增产叠加OPEC中期会议存放松减产可能，中期油价存下行压力，震荡区间或为65-75美元/桶。短期看，由于伊朗核问题悬而未决，随时有升级风险；6月底的OPEC中期会议前，参会各国博弈加剧概率大，油价恐在70-80美元/桶之间宽幅震荡。

图表80 年初至今国际油价震荡走高后有所回落



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表81 年初至今库存触底反弹



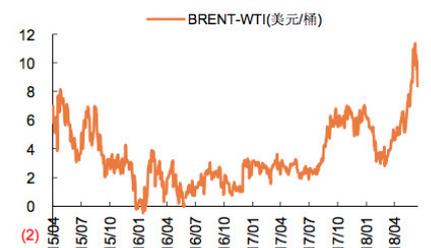
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表82 年初至今美国石油炼厂开工率先跌后涨



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表83 6月布伦特与WTI原油价差冲高回落



资料来源：WIND，平安证券研究所

@格隆汇

5.2 工业金属：钢价强势或延续，有色将在回落中分化

1、钢材： 二期强劲反弹， 强势或可延续

二季度钢价一扫一季度的颓势，展开强劲反弹。一方面受二季度建筑开工率回升提振需求，另一方面去产能与环保限产使得高炉开工率上行面临天花板，供需面趋紧带来钢价反弹。从产业链库存变化来看，上游铁矿石港口库存高位小幅



回落，重点企业钢材库存震荡回落。此外，焦煤的港口库存维持震荡，焦炭港口库存高位回落，钢厂库存震荡下行。

在需求稳定限产持续的背景下，供需面趋紧将成为常态，我们预计中短期钢价大概率将维持强势。下半年国内经济若失速下行，不排除基建需求再次扩张，进而拉升钢价的可能。另外，考虑到焦煤库存维持震荡，焦炭库存高位回落，加上钢铁企业开工率抬升增加上游需求，近期焦煤与焦炭价格或将表现强势。

图表84 螺纹钢铁矿石价格均有所反弹



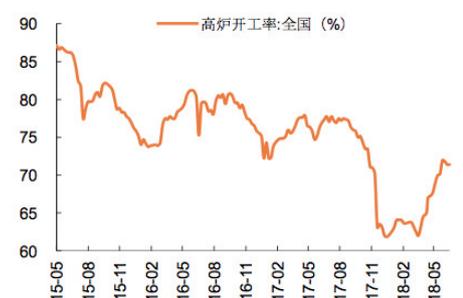
资料来源：WIND，平安证券研究所
注：螺纹钢价格为期货近月连续价格

图表85 焦炭焦煤价格近期均上行



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表86 年初以来高炉开工率显著上行



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表87 年初以来钢厂焦炭库存震荡下行



资料来源：WIND，平安证券研究所

@格隆汇

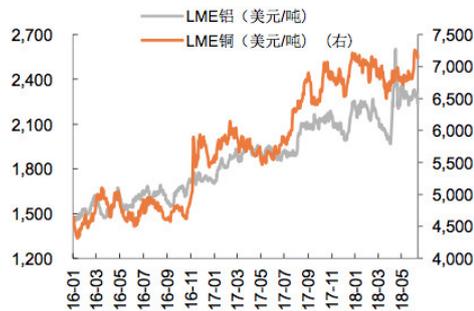
2、有色：下半年整体回落，或呈现分化格局

有色价格近期整体虽偏强，但年初以来却整体下跌。截至6月15日，LME铜、铝、锌、铅年初以来涨幅分别为-0.29%、-0.09%、-3.63%和-2.57%。

全球经济复苏虽然趋缓，但整体仍景气，给有色金属需求带来了较稳定的需求环境。恶劣天气、矿区罢工、地缘政治等因素对供给端的扰动带来了部分有色品种的快速上行。在下半年贸易纷争蔓延、新兴市场受压背景下，有色需求或存下行压力，短期供给端收缩难以支撑有色整体价格的强势，预计下半年有色价格

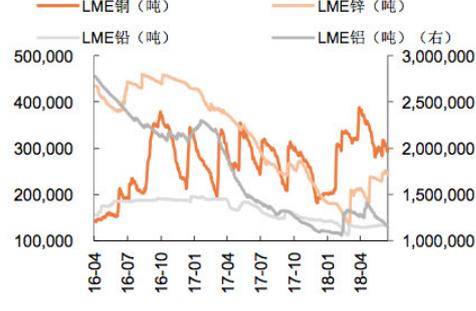
整体恐有所回落，但结构上将呈现分化格局。

图表88 铜价震荡上行铝价高位回落后维持震荡



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表89 年初以来 LME 铜库存上行后有所回落



资料来源: WIND, 平安证券研究所

格隆汇

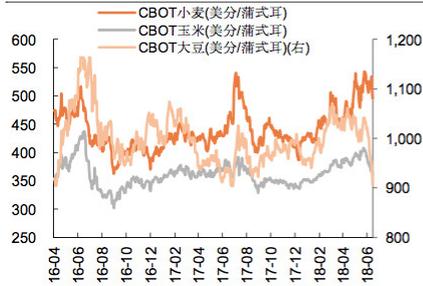
5.3 农产品：供给短缺致涨价，贸易战或影响供给

一季度农产品表现冠绝大宗商品，二季度前半段农产品表现依然强势，但近期有所回落。小麦价格相对坚挺，玉米、大豆价格大幅回落。棉花价格一改往年颓势，走势持续强劲。

农产品中小麦、玉米、大豆价格前期上行主要受主产区恶劣天气持续打压预估产量。近期价格回落则是前期价格上涨过快后多头平仓的调整。主产区恶劣天气难以长期存在的认知制约了三大农产品价格的上涨空间。考虑到小麦、大豆等农产品是中国在首轮贸易战中的主要反制领域，在首轮贸易战打响的背景下，我们预计小麦价格或维持高位，大豆价格也将企稳回升；玉米受影响较小，或弱势震荡。

棉花价格近期强势上涨则是由于在过去多年低价环境下市场持续出清的背景下，纺织企业扭亏转盈后对棉花需求猛增，低库存难以维持供应导致供需面迅速紧张。考虑到棉花5-6个月的生长周期，棉价近期恐延续强势。

图表90 小麦、玉米、大豆期货价格近期高位回落



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表91 棉花价格强势白糖价格弱势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

格隆汇

图表92 小麦玉米大豆库存消费比下行后企稳



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表93 小麦期货管理基金净多单占比上行



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表94 玉米期货管理基金净多单占比有所回落



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表95 大豆期货管理基金净多单占比高位回落



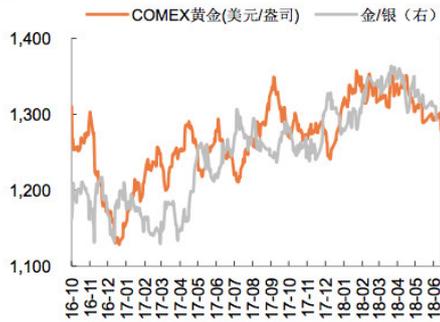
资料来源: WIND, 平安证券研究所

@格隆汇

5.4 贵金属：避险需求提振下金价或震荡上行

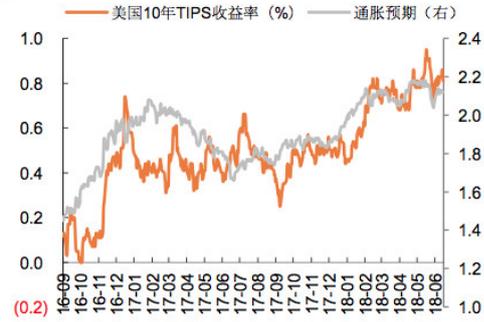
COMEX黄金走势与美元指数在年初以来走势对立，COMEX黄金先涨后跌，美元指数先跌后涨。我们认为，预计在下半年全球贸易争端可能加剧、中东局势面临升级、美欧分化恐将加深、美元指数维持在95左右震荡的情况下，金价受避险需求提振或震荡上行，但上涨空间不会太大。主要理由如下1) 随着中美贸易战正式开打、美国与欧盟、加拿大、墨西哥的钢铝贸易争端升级，下半年全球贸易战恐将在升级中蔓延，金价受避险需求驱动或受提振。2) 中东局势在美国退出伊朗核协议后存升级风险，若局势升温，将刺激金价上行。3) 欧洲面临意大利债务风险、马克龙欧盟改革证伪风险、伊核问题发酵等多重风险，欧元兑美元或受压制，美元指数上涨与黄金避险需求对金价有交织作用。4) 我们判断下半年美元指数在95左右震荡，美元指数上涨空间有限将减少美国经济一枝独秀及“鹰派”加息对金价的压制。整体看，黄金价格在下半年全球贸易争端可能加剧、中东局势面临升级、美欧分化恐将加深、美元指数维持在95左右震荡的情况下，金价受避险需求提振或震荡上行，但上涨空间不会太大。

图表96 年初以来黄金价格冲高回落



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表97 美国实际利率冲高后维持震荡



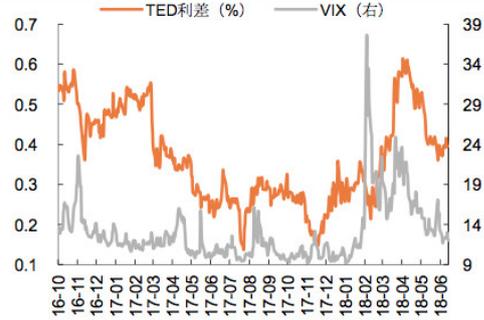
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表98 美元指数二季度以来涨幅明显



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表99 波动率指数年初以来剧烈震荡



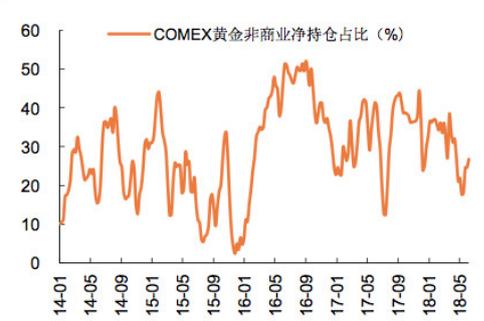
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表100 年初以来黄金ETF持有量冲高后有所回落



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表101 年初以来黄金非商业净持仓占比冲高回落



资料来源: WIND, 平安证券研究所

©格隆汇

(平安宏观固收组陈骁、魏伟对本报告亦有贡献)



货币创造、资本约束与防控金融风险

孙国峰¹

2017 年底中央工作会议强调了金融风险防范，理顺金融和实体经济之间的关系对于金融风险防范至关重要。中国人民银行金融研究所所长孙国峰撰文指出，信贷创造机制能够让银行摆脱预算约束，脱离实体经济而扩张，而货币政策对于这一过程的约束作用有限。相比之下，资本将实体经济与金融体系联系起来，在监管外生给定的情况下，对于控制金融体系扩张具有重要意义，在未来的发展过程中，我国仍需不断完善监管体系，促进金融和实体经济的良性循环。

2017 年底的中央经济工作会议强调，打好防范化解重大风险攻坚战，重点是防控金融风险，并提出要服务于供给侧结构性改革这条主线，促进形成金融和实体经济、金融和房地产、金融体系内部的良性循环。这揭示出金融风险产生的深层原因是三大循环中出现不畅；要从根本上防范金融风险，就需理顺三大循环关系，其中最重要的是金融和实体经济间的关系。

金融和实体经济之间的循环关系，包括两个方向的相互关系：一是金融服务实体经济，二是实体经济支持和制约金融的发展。金融服务实体经济比较容易理解，但实体经济如何支持和制约金融的发展，就需要考虑金融机构特别是银行扩张的制约究竟是什么。

一、LCD 机制下的资本约束

按照传统货币创造理论，存款创造贷款，因此存款被认为是银行扩张的制约——这是一种预算制约。但实际上，现在的信用货币制度下是 LCD 机制（Loan Creates Deposit），即贷款创造存款机制：银行通过资产创造负债，因此存款不是银行扩张规模的制约。银行在贷款创造存款进而创造货币的过程中，本身资产负债是自求平衡的，也就是说银行的扩张没有预算制约。这一点不同于宏观经济中

¹ 孙国峰，中国人民银行金融研究所所长

的其他部门：企业部门、居民部门、政府部门都有预算制约；只有银行没有预算制约，它的资产负债规模在理论上可以无限扩大。

二、在预算约束不起作用的情况下，怎样控制银行脱离实体经济的扩张？

从宏观上，货币政策可以发挥重要作用。根据信用货币理论，银行在贷款创造存款的同时，面临三大制约——现金制约、清算制约和准备金制约。中央银行货币政策目标包括物价稳定和经济增长等实体经济目标，可以通过控制银行体系流动性并调节利率，来控制银行体系的资产扩张，以此实现货币政策的目标。在货币政策操作过程中，实体经济实现了对金融体系的某种制约，但这种制约是一种宏观的、间接的制约，缺乏微观层面对个体金融机构的制约，而且货币政策操作效果受到各方面因素的影响，不见得一定发挥作用。因此，货币政策对银行扩张的制约有限。

在宏观和微观层面，对金融机构特别是银行发展规模和边界都能形成制约的是资本，也就是实体经济提供给金融机构资本的数量。在信用货币制度下贷款创造存款：金融机构贷款给非金融企业；非金融企业用来进行生产，形成一定的利润积累，再把其中一部分投资到金融机构；金融机构有了资本金，再去扩张支持实体经济，形成循环。从这种循环关系来分析，其中的重要纽带是金融机构的资本。

金融机构的资本是由实体经济提供的，这个资本不是金融自身创造出来的，或说不属于金融体系内部产生的资金。当然，在信用货币制度下所有的货币都是银行创造的，但在分析给金融机构提供资本这一问题时，强调的是投资决策由实体经济部门做出，投资的主体是实体经济部门，而非金融体系自身。

实体经济提供给金融业多大资本，金融业才能发展到多大规模，这自然就形成对金融业发展规模的制约。这种制约体现在微观层面——每家金融机构扩张规模时面临现实资本的约束；也体现在宏观层面——整个实体经济为金融体系提供资本数量对金融体系扩张的制约。

三、资本约束与防控金融风险的体系



实体经济通过资本渠道制约金融体系扩张，对于防控金融风险有重要意义。

LCD 机制下银行贷款创造存款，存款是货币，因此银行的存款负债应当极具流动性，而银行的贷款等资产不具有强流动性，由此带来了流动性和期限的错配，因此银行本质上是脆弱的，并面临挤兑风险。

银行的资产方很大一部分资产按市值计价，因此银行会迅速出现损失，即偿付性风险；而在负债方，在批发融资快速发展的背景下，由于批发融资比存款资金更不稳定，因此银行也面临单纯的流动性风险。银行资产、负债两方面的变化，共同构成了金融风险的来源，银行过度扩张很容易导致金融风险的扩大和金融危机的可能，而资本约束能够避免由于实体经济和金融之间出现不协调不平衡而导致的金融风险。

金融机构的资本，对于连接实体经济和金融体系、控制金融体系的扩张十分重要，但其作用并非天然，而是由金融监管外生给定的。

从历史上看，各方面对金融机构资本的认识经历了一个发展深化的过程。在1988年巴塞尔协议出台前，整个金融体系对金融机构资本的认识不很清楚，也没有高度重视。20世纪80年代，日本监管当局未对银行资本严格要求，导致银行在缺乏资本的情况下急剧扩张，而货币政策在受到干扰时采取了宽松的政策取向，没有能够制约银行扩张的进程；伴随着日本银行业的盲目扩张，最终导致了重大的金融风险和“失去的十年”。而此前在1974年发生的联邦德国赫斯塔特银行和富兰克林银行倒闭事件，已给金融体系敲响了警钟。大家发现金融机构需要资本，特别是银行需要资本，资本是金融体系防范风险、弥补损失的重要防线，且资本要与作为风险载体的资产相联系，这才产生了首次对资本充足率作出明确要求的巴塞尔协议，并对金融调控制度发展而言具有重大的里程碑意义。

巴塞尔协议要求银行扩张必须有资本支持，相应地有了微观审慎监管和宏观审慎政策，从不同角度去控制银行的资本和资产间的关系，进而防范金融风险。

从微观审慎监管的角度看，包括两个方面。

第一是资本角度，要保证资本质量，一方面要保证资本的真实性，金融机构的资本不能是金融体系内部创造的，必须来自实体经济；另一方面是根据承担吸收损失的能力不同，将资本区分为核心资本和附属资本。

第二是资产风险的角度，资产是风险的载体，对资产风险的权重要进行判断。因此，微观审慎监管强调从资本质量和资产风险两个角度进行监管。近年来中国出现的金融风险，从微观审慎角度分析，既有金融机构资本质量的问题，也有金融机构资产风险属性的问题。

关于资本质量问题，需明确金融机构的资本是否由实体经济提供，金融机构的资本是否具有承担风险和吸收损失的能力。若金融机构的资本并非由实体经济正常运转产生的利润积累形成，而是通过“名股实债”、由金融体系内部创造出来的，就不能在发生风险时吸收损失，因而不是真正的资本。

比如，近年来一些非金融企业发展金融控股集团，控股银行以及保险、证券、信托等各类非银行金融机构；那些非金融企业通过控股的银行给控股的非银行金融机构贷款，贷款资金再注资到金融机构，这种金融机构的资本就起不到吸收风险损失的作用。

关于资产风险属性问题，要判断金融机构资产风险的真实特征是否被掩盖。比如近年来中国国内兴起的影子银行，实际上主要是“银行影子”，即一些银行将对企业的贷款，在会计科目上故意记为同业、投资，或转至表外，掩盖了资产风险的真实特征。因此，需从资本质量和资产风险属性两方面加强微观审慎监管。

从宏观审慎政策的角度看，要从时间、空间两个轴采取措施，防范系统性金融风险。从时间轴来讲，主要是通过逆周期资本缓冲，对金融机构资本金施加额外要求来进行逆周期调节。从空间轴来讲，主要是对系统性重要金融机构要求系统重要性附加资本，防止风险在金融体系中的传染。另外，建立资本留存缓冲机制，由扣除递延税项及其他项目后的普通股权益组成。一旦银行的资本留存缓冲比率达不到该要求，监管机构将限制银行拍卖、回购股份和分发红利。这一机制可防止一些银行在资本头寸恶化时也肆意发放奖金和高红利，从而将建立一个更加安全的资本边际，使银行有更大的余地来应对经济衰退期的困难。

因此，宏观审慎管理和微观审慎监管重点是从不同角度控制金融机构的资本，这两者与货币政策相互配合，促进金融和实体经济之间形成良性循环，三者共同构成了金融风险的防控体系。

四、促进形成金融和实体经济良性循环



金融机构的资本作为实体经济和金融体系之间的纽带，其作用的切实发挥可以促进金融和实体经济良性循环的形成。在分析循环是否为良性时，可以观察两个重要指标，即宏观杠杆率和资本充足率。

第一是宏观杠杆率。这个指标在分析宏观金融风险的时候经常用到。宏观杠杆率通常用债务和 GDP 之比来表示，债务指标也可以换成其他金融指标，比如说广义信贷、M2。分子是金融指标，分母是实体经济指标，在某种程度上反映了金融服务实体经济的情况。

第二是资本充足率。分子是金融机构的资本，分母是金融机构经风险权重调整后的资产。如果资本由实体经济提供，分子实际上就是实体经济指标，分母是金融指标，因此反映了实体经济对金融的支持力度。

综合看这两个指标，通过宏观杠杆率观察金融支持实体经济，通过资本充足率观察实体经济支持金融，金融和实体经济相互支持，相互影响，形成循环流转的关系。这两个指标作为一个整体，可以为分析实体经济和金融之间的循环关系，提供一个比较简化的、框架性的描述。

具体而言，宏观杠杆率反映金融支持实体经济的 GDP 增长；实体经济能拿出多少资本来支持金融，就反映在资本充足率上。这两者间形成循环关系，当这种循环关系是良性时，就能够建立防控金融风险的长效机制，有利于打好防范化解重大风险的攻坚战。

地方金融如何确立风险防范的底线

杨涛¹

在我印象中，三年之前我们做过一个统计，国内曾经有 200 多家城市都喊出来要做区域金融中心城市，这里面有一些可能靠谱，有一些不靠谱，所以我今天想和各位简单交流几个感想。第一个问题究竟构建一个区域金融中心城市所依托的理论基础是什么？我们在现实中看到，很多地方就是简简单单提出自己要做区域金融中心城市，要招商引资，要引进法人的金融机构。究竟是不是一个市场所承认的区域金融中心城市，背后有什么理论逻辑支撑它可能成为一个区域金融中心城市，这个我觉得是值得思考的。我们这几年就从支付结算体系相关数据分析。区域资金流动指标也出现一定程度的分化，比如说北京跟上海都谈自己是区域金融中心城市，但从资金流动上来看，实际上大额资金流动都在向北京进行集聚，这个背后什么原因值得思考。

做这个理论分析，过去无非有几个思路。一个思路是基于一些零散跟区域金融发展有关的理论，这样一些理论讨论一个城市能否成为金融中心有两大标准，一个是不是有基础条件，经济基础、交通基础、基础设施、人文社会等等，另外一个能否衡量可能成为一个金融中心城市，还要对金融业态进行一些指标的判断，比如说机构的复杂程度，金融市场是否是脆弱还是完备的。基于早期区域金融发展理论，是否会成为一个区域金融中心都是希望政府能够在其中发挥一定的引导作用。到后面，区域金融发展很多理论遇到挑战。上世纪末期，大家知道有一个新兴金融学科是金融地理学，核心不是说充分发挥政府在其中作用，而是利用地理学、经济学、社会学交叉学科研究方法和思路，判断某个地方通过哪些内在因素逐渐研发出在空间地理上金融集聚的概念。比如说边界的分割，对于整个金融系统的效率，是有影响的，再比如认为信息在空间地理意义上是抑制化的，因此距离信息近的地方，有可能会集聚一些金融交易。

¹ 杨涛，中国人民大学国际货币研究所学术委员，中国社会科学院金融研究所所长助理



总而言之这方面理论，不是很多，但是也有一些探讨，核心就是让我们回答一个问题，我们现在试图说某个城市要成为区域金融中心城市，背后的理论基础是什么？只是说拍脑袋还是可以由一些比较分析的理论支撑在里面？这是第一个观点。

第二个观点当前谈中国地方金融改革，面临一些新的情况。这些新的情况体现在很多层面，比如说过去地方要搞金融的集聚，想到都是数量型指标，都是规模，都是集聚各种各样地方法人金融机构，现在看起来这个是有问题的，我们过去基于一些金融业增加值占GDP的比重等指标，现在看起来对于一个地方究竟能否判断金融发展的健康度，能否跟地方的所谓产业实体发展之间构建一个密切联系，这个是不一定的。比如说刚才很多专家谈到发达地区金融发展。长三角一带，以温州为代表，有几年本地信贷增长要远高于全球的平均水平，这个过程当中一方面地方的金融深化程度还是挺高的，另一方面又出现两难，即本质上结构性资源供给跟需求之间不衔接的矛盾。如果简单考虑数量型规模型的指标，不考虑结构性问题，这样的地方金融发展肯定也是有问题的。

再比如我们现在还面临一个新的问题，就是从一个城市角度来说，开放程度越来越高，过去我们讨论地方金融是局限于一个行政区划内。服务于行政区划内的产业，在经济要素、金融要素不断流动的情况下，这种思路也遭遇挑战。这两天大家可以看到，很多人也在探讨上海一些没有持牌银行的子部门是不是离开上海。为什么要在上海，就是因为在上海这个地方，相比在本地，能够做业务，能够集聚的人是完全不一样的。

所以在开放条件下，面临的情况又不一样，再比如现在地方除了要拉一些机构要素市场之外，似乎更重要是一些土壤有问题。同样一个机构，同样一个PE，在不同的地方，产生截然不同的结果。有些地方就搞飞速集资，有些地方成为游牧民族就走了，到各种各样基金小镇，生长结果截然不同。这个是不是意味着从地方角度来说，除了关注各种各样的金融要素，而且也更多考虑金融发展土壤。这个土壤可能是硬件的软件的、环境的等等。

第三个观点是跟地方金融有关的管理体制问题。现在大家都说，各个地方金融办要改成金融局增强功能等等。我们可以看到在整个多层次的金融监管体制变

化当中，当前地方面临越来越大责任。我觉得从某种程度上，地方金融监管部门面临的目标选择矛盾和冲突更加明显。

在国家层面，像一行三会除了要做到防范风险，还承担了大量的创新推进的功能。创新推进意味着提高风险容忍度，这里面带来大量政策目标、监管目标的矛盾冲突，根本更是面临这种现象，所以我觉得从地方金融办金融局来看，首先可能是需要从法律跟制度层面明确究竟职能是什么，就是有效防范风险，还是在地方刺激金融发展？如果仅仅着眼于后者跟前者结合，肯定有大量矛盾。我们观察到大量地方信用社，各种各样农村合作社都在做金融业绩，全国可能有上万家，这里面是不是有一些地方政府支持在里面，有一些潜在风险在里面。所以这样一些东西，对于这样一个管理体制值得我们思考。

最后一个观点，是中央不断强调，要守住防范系统性风险区域性风险的底线。区域性风险后来提的稍微少了一点，我们近期也有几位同事对于整个系统性风险的度量不断做分析。我们可以看到这一轮大的监管风暴，最后影响最主要肯定是中小银行，相对腾挪空间比较小，在地方会不会出现小银行破产问题。再比如这样互联网金融、新金融、金融科技，也有很多问题。再比如这两天大家谈的地方的 GDP 注水分、背后债务问题，等等这样问题。首先这个风险肯定是在地方层面，所以地方金融未来几年面临问题，不仅仅是发展问题，而是在这样一个风险越来越多元化，挑战越来越多的时代，如何确立自己的风险防范的底线和方法。



原油价格不断攀升¹

Steve H. Hanke²

只需一瞥《华尔街日报》报导的 2018 年第二季度股票、货币和大宗商品投资表现，人们会惊讶地发现表现最优的前五名投资项目都是大宗商品。瘦肉猪排名第一，其次是原油。

但原油的表现没有令我惊讶。早在 2016 年 2 月，西德克萨斯中间基原油（WTI）的交易价格为 26 美元/桶，那时起我就相信原油会不断攀升。无论是当时还是现在，为什么我都坚信，如今 69.50 美元/桶的 WTI 价格，将在年底攀升至 75 美元/桶？

要回答这些问题，我们必须有一个模型，即思考问题的方法。在这种情况下，我需要借助罗伊·W·雅斯特拉姆（Roy W. Jastram）的经典研究《黄金常数：英美的 1560-2007》。该著作中，雅斯特拉姆发现黄金的购买力能保持很长一段时间，而其他商品的价格会适应黄金的价格。

根据雅斯特拉姆的研究，我建立了一个模型，将黄金价格作为石油价格的长期基准。因此，如果石油价格剧烈变动，那么石油价格与黄金价格的比率（石油-黄金价格比率）将会发生变化并偏离其长期价值。供需会发生变动，从而使石油价格发生变化，并重新建立长期的石油-黄金价格比率，这只代表着平均值的回归。而石油-黄金比率的平均值，通过将每桶石油的价格除以一盎司黄金的价格来计算。为证实此模型，需要指出自由市场经济体系存在和运行的是一个有机体。有机体组织起来以维持一种在生理学称为稳态的“状态”。对稳态的任何干扰都会促使有机体内部采取行动，重新建立所需的平衡状态。例如，人体具有复杂的生理化学平衡，其中包括恒定的体温。如果平衡被扰乱，身体就会采取行动，恢复体内平衡。

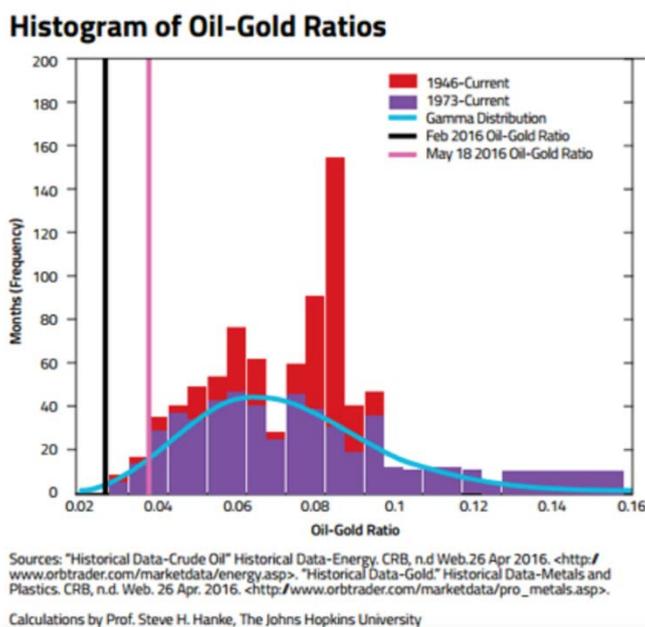
商品价格结构也存在稳态。这种以黄金价格为基础价格的结构受到任何干扰

¹ 翻译：刘家志、审校：熊若洁

² Steve H. Hanke，中国人民大学国际货币研究所国际委员，货币金融学家

时，都会产生动力恢复原状。因此，商品价格体系的稳态解释了为什么当该石油黄金价格比率受到干扰时，该比率会恢复到 0.0704 的平均值。

确定油金价格比率是否受到干扰最简单、高效的方法是构建比率直方图。下面的柱状图显示 2016 年 2 月油价跌至 26 美元/桶时，油金价格比率也暴跌。的确，比率移动到 0.021，位于直方图中比率分布的左边。通过该极端情况下的比率，我们知道商品价格结构的稳态会得到恢复。简而言之，石油-黄金价格比率将开始回归其平均值，主要是因为石油价格上涨。



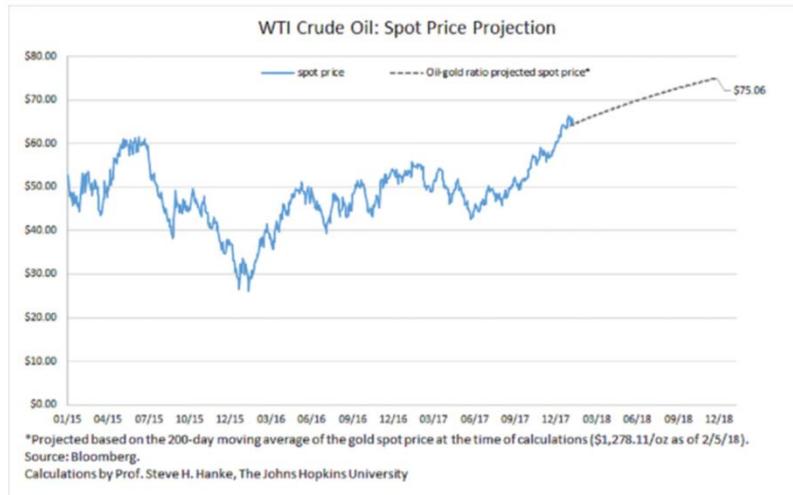
究竟是什么导致原油价格不断攀升并迫使石油-黄金价格比率恢复到平均水平？价格极低时，原油需求量增加。而且，在供应方面，主要的石油公司削减了钻探和勘探的资本支出。这些大公司的资本消费降低了 40%至 50%。实际上，现在很少有规划中的大型项目。石油和天然气田的发现数量处于 60 年来的最低点也毫不奇怪了。因此，供需力量稳态下的扰动推动着恢复现状。

肯·博尔丁 (Ken Boulding) 教授的浴缸定理有助了解这一调整：如果生产（从水龙头流出的量）小于消耗量（从浴缸流走的量），很明显，库存中的油（经济浴缸）必然下降。这正是石油-黄金价格比率重新建立并恢复其稳态时的情况。

但是，该比率需要多长时间才能恢复？我的计算（基于 1972 年后的数据）结果是该比率的 50% 回归将在 12.3 个月内发生。这意味着到 2019 年 1 月，WTI 的每桶价格将为 75 美元。值得注意的是，类似雅斯特拉姆的发现，我也发现油

价已经恢复到黄金的长期价格，而不是黄金的价格回归到原油价格。因此，石油-黄金价格比率主要通过石油价格的变化恢复到其平均值。

目前，油金价格比率为 0.05581（69.59 美元/1247 美元=0.05581），这表明石油持续的牛市有一定的运行方式，如下图所示。



Crude Oil's Relentless Price Climb

Steve H. Hanke¹

When taking a glance at the performance of investments in stocks, currencies, and commodities — which is compiled by the Wall Street Journal for the second quarter of 2018 — one is struck by the fact that all of the top five performers were commodities. Lean hogs took the top honors, followed by crude oil.

Crude's position didn't surprise me. Way back in February 2016 — when West Texas Intermediate (WTI) was trading at \$26/bbl. — I was confident that crude oil would make a relentless climb. How could I have been so confident then, and confident now, that today's WTI price of \$69.50/bbl. will climb to \$75/bbl. by year's end?

To answer these questions, we must have a model — a way of thinking about the problem. In this case, the starting point is Roy W. Jastram's classic study, *The Golden Constant: The English and American Experience 1560-2007*. In that work, Jastram finds that gold maintains its purchasing power over long periods of time, with the prices of other commodities adapting to the price of gold.

Taking the broad lead from Jastram, I developed a model that employs the price of gold as a long-term benchmark for the price of oil. So, if the price of oil changes dramatically, the ratio of the oil price to the price of gold (the oil-gold price ratio) will change and move away from its long-term value. Forces will then be set in motion to move supply and demand, so that the price of oil changes and the long-term oil-gold price ratio is re-established. This represents nothing more than a reversion to the mean. And the mean value for the oil-gold ratio, which is calculated by dividing the price of a barrel of oil by the price of an ounce of gold.

In support of this model, it is worth pointing out that a free-market economic

¹ Steve H. Hanke, International Monetary Research Institute, Renmin University of China, monetary and financial scientist

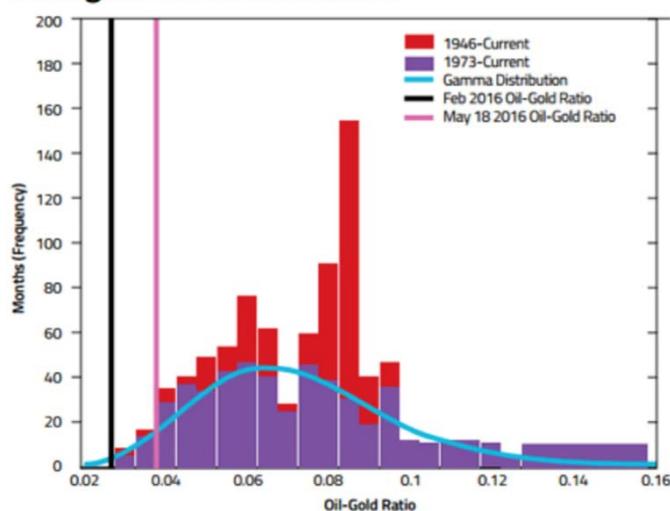


system is an organism, and operates as such. Each organism is organized to maintain a certain “state” of homeostatis, to borrow a term from physiology. Any disturbance from the equilibrium sets in motion behavior within the organism which tends to re-establish the desired state of equilibrium. For example, the human body has a complex physiochemical equilibrium, which involves, among other things, a constant body temperature. If the equilibrium is disturbed, the body acts to restore the homeostatis or equilibrium.

There is a homeostatis in the structure of commodity prices, too. Any disturbance in this structure, which is anchored with the price of gold, sets in motion forces which will restore the status quo. So, the homeostasis of the commodity price system explains why the oil-gold price ratio reverts back to its mean of 0.0704 when the ratio has been disturbed.

The easiest, and best, way to determine whether a disturbance has occurred in the oil-gold price ratio is to construct a histogram of the ratios. The histogram below shows that when the oil price collapsed to \$26/bbl. in February 2016, the oil-gold price ratio plunged, too. Indeed, it moved to 0.021, which is way to the left of the distribution of the oil-gold price ratios on the histogram. With that extreme reading of the ratio, we knew that forces would kick in to restore the homeostatis of the commodity price structure. In short, the oil-gold price ratio would start reverting to its mean, with most of the work being done by price increases in oil.

Histogram of Oil-Gold Ratios



Sources: "Historical Data-Crude Oil" Historical Data-Energy, CRB, n.d. Web. 26 Apr. 2016. <<http://www.orbtrader.com/marketdata/energy.asp>>. "Historical Data-Gold" Historical Data-Metals and Plastics, CRB, n.d. Web. 26 Apr. 2016. <http://www.orbtrader.com/marketdata/pro_metals.asp>.

Calculations by Prof. Steve H. Hanke, The Johns Hopkins University

Just what forces kicked in to start crude's relentless price climb and force the oil-gold price ratio to revert back to its mean? Well, at bargain basement prices, the quantity of crude demanded increased. And, on the supply side, the major oil companies slashed capital expenditures for drilling and exploration. The majors reined in their capital spending appetites by 40-50%. Indeed, now few mega projects are on the drawing boards. Not surprisingly, oil and gas field discoveries are at a 60-year low. So, the disturbance of the homeostatis set in motion supply-demand forces to restore the status quo.

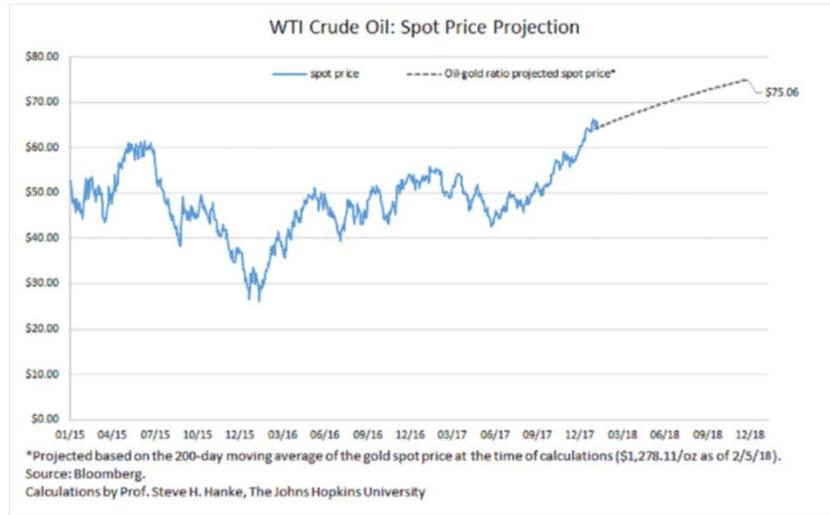
To understand the adjustment, consider my old Professor Ken Boulding's Bathtub Theorem: If production (the flow from the faucet) is less than consumption (the flow down the drain), it is clear that the oil in inventory (the economic bathtub) must fall. That's just what's been going on as the oil-gold price ratio re-establishes itself and reverts towards its homeostatis.

But, how long will it take for the ratio to mean revert? My calculations (based on post-1972 data) are that a 50 percent reversion of the ratio will occur in 12.3 months. This translates into a price per barrel of WTI of \$75 by January 2019. It is worth noting that, like Jastram, I find that oil prices have reverted to the long-run price of gold, rather than the price of gold reverting to that of oil. So, the oil-gold price ratio primarily reverts



to its mean via changes in the price of oil.

At present, the oil-gold price ratio is 0.05581 ($\$69.59/\$1247=0.05581$), suggesting that oil's relentless bull market has a ways to run, as the chart below shows.



我们是否处在中国信贷紧缩的边缘？¹

Diego Zuluaga²

假如中国是欧元区国家，中国可能会被视为下一个“债券义和团”受害者。

尽管中华人民共和国在过去十年间 GDP 增速超过 6.5%，但是私有信贷对 GDP 比例增加了不止一倍。实际上自金融危机以来，在私有信贷行业的全球增量中，中国足足占了三分之一。

只有爱尔兰和西班牙，在两国不幸的房地产繁荣高峰期，其增长速度和规模才能够媲美中国的信贷行业的增长。

如果中国信贷市场自由透明，那么投资者可能会放心——但中国的信贷市场明显并非如此。随着市场改革的进展，20 世纪 80 年代从中国人民银行剥离出来的“四大”国有银行控制了贷款。现在国有四大行仍占有银行资产的四分之一，其中大部分贷给国有工业企业，这些贷款通常是根据政治标准发放，而非商业标准。

零售行业的情况也不容乐观。截至 2015 年 10 月，银行存款利率受到限制。类似的金融控制手段不仅以牺牲储户利益增加了银行利润，而且助长了储户通过“购买房屋”、投机大型国有企业非流动性股票和购买快速增长的影子银行推出的投资产品等方式获取收益，而以上三个市场都出现了过热的迹象。

假如中国是欧元区国家，中国可能会被视为下一个“债券义和团”受害者。

但并非所有都是坏消息。随着 97 年亚洲金融危机而来的不良贷款占总贷款的 25% 之多，但通过公私资本重组以及以优惠条款收购不良资产，该比例已经降至可控范围之内。但尽管如此，中国的纳税人也不得不为国家亲信的错误决策买单。

但是到目前为止，让中国免于金融危机的并非共产党领导人的英明领导，而是从上世纪 90 年代到 2008 年以来中国惊人的平均经济增长率。当一个经济体以每年 10% 的速度增长时，即使不良贷款的绝对值以每年 3% 的速度增长，不良贷

¹ 翻译：刘雨晴、审校：熊若洁

² Diego Zuluaga，卡托研究所货币与金融替代中心政策分析师



款的影响仍然能够在十年之内减半。

但是在 2008 年以后，很多事情都改变了。首先，中国的经济增长率似乎永久性放缓。自 2015 年，官方公布的经济增长率在 6.5% 左右徘徊，这比金融危机前的水平低了三分之一。

持怀疑态度的人认为，经济增长数据仍可能被高估了，他们认为，地方政府的统计员有动机夸大经济产出数据，国有企业的生产活动仅有部分是与市场相关的，这种优势令中国相比于西方国家更难衡量附加价值。李克强曾任副总理，当时他就不信任官方 GDP 数据，并建议分析师使用其他数据统计办法，比如统计货运量和发电量。

经济增速放缓使不良贷款的重负更加难以承受。如果再增加 20 万亿美元私人借贷的话，就像 2008 年以来的中国那样，那么通过经济增长消除不良贷款负面影响的可能性就更渺茫了。

“鬼城”中无人居住的公寓，还有因为美国提高关税而生产放缓的工厂都证明，也许这一次情况真的跟以往不同了。

但我们仍有理由保留希望。2015 年利率放开让金融管制成为过去；地方政府为刺激中国经济在 2009 年大幅放开预算，但因为银行迫于中央政府压力收紧借贷条款，又不得不锁紧预算。

外资能够直接持有中国的银行和保险公司股票，且中国大陆与外国股市联系也更加紧密，这都提高了外资在中国金融领域的参与程度，这很可能改善中国的公司治理状况。

由于以上这些原因，信贷将很难流向难以盈利的企业，因为资产泡沫会因为利率管制而加剧，还因为上市公司会为内部人士而不是股东的利益运转。

而这些措施是否因来得太迟，以致于无法把中国从大量不良贷款中解救出来呢？这又是一个完全不同的问题了。无论是短期因素，如日渐上升的贸易紧张局势，还是长期因素——共产党灾难性的独生子女政策（幸好现已取消）导致未来人口快速老龄化，都会将解决中国日益增多的债务的问题复杂化。

中国是一个中等收入国家，可中国的人均 GDP 仅为美国的 1/7，还有着堪比富裕国家的债务水平和人口老龄化趋势。中国的东部省份和西部地区存在着巨大

的收入差距，较为富裕的东部省份率先开放并持续迅速地开放，而西部地区在市场经济改革方面较为滞后。中国将很快面临一些此前只有更加成熟的经济体曾面临的问题。

对于中国面临的问题，欧洲和美国不应沾沾自喜，更不应幸灾乐祸。中华人民共和国现在是世界最大的经济体，从最新数据看来，其经济总量占世界的18.7%。即使中国与西方国家相比，它与世界其他国家的联系没那么紧密，但如若中国发生信贷紧缩，也会波及很远——我们谁都难以独善其身。

Are We on the Verge of a Chinese Credit Crunch?

Diego Zuluaga¹

If China were a Eurozone country, it would likely be regarded as the next victim of the bond vigilantes.

The People's Republic has more than doubled its stock of private credit relative to GDP in the last ten years, even as output grew at annual rates exceeding 6.5 per cent. Indeed, China accounts for fully one-third of the global increase in private debt since the financial crisis.

Only Ireland and Spain, at the height of their ill-fated housing booms, can rival the Chinese credit explosion in rapidity and scale.

Investors might be reassured if Chinese credit markets were free and transparent. But that is manifestly not the case. Lending is dominated by the “Big Four” state-owned banks that were spun off from the People's Bank of China in the 1980s, as market reforms got under way. They still account for 60 per cent of bank assets, most of which are loans to state-owned industrial enterprises, often extended according to political rather than business criteria.

The retail side doesn't look much better. Until October of 2015, bank deposit interest rates were capped. Such financial repression not only fattened bank profits at the expense of their depositors, but it also encouraged Chinese savers to reach for yield by buying houses, speculating in illiquid stocks of largely state-owned companies, and acquiring investment products in the country's burgeoning shadow banking sector. All three markets have of late shown signs of overheating.

If China were a Eurozone country, it would likely be regarded as the next victim of the bond vigilantes.

Not all is bad news. Non-performing loans, which in the wake of the 1997 Asian

¹ Diego Zuluaga is a policy analyst at the Cato Institute's Center for Monetary and Financial Alternatives

financial crisis represented an eye-popping 25 per cent of total loans, have been brought down to manageable levels through a mixture of public and private recapitalisation, and the purchase on favourable terms of toxic assets. But even here, Chinese taxpayers have had to pick up the tab for the bad decisions of state cronies.

And it hasn't been the astute management of Communist Party chiefs that has helped the country avoid a financial crash so far, but the breathtaking growth rates that China averaged between the early 1990s and 2008. When an economy is growing at 10 per cent per year, the weight of bad loans can halve in ten years, even with the absolute value of bad loans growing annually at 3 per cent.

But a number of things have changed since 2008. Firstly, Chinese growth seems to have permanently slowed. Official growth rates have hovered around 6.5 per cent since 2015, one-third below the pre-crisis norm.

Even that may be an overestimate according to sceptics, who argue that local government statisticians have incentives to inflate output figures, and that the preponderance of state-owned enterprises whose production is only partly market-based makes assessing true value-added more difficult than it is in the West. Li Keqiang, a former Premier, himself distrusted official GDP statistics and advised analysts to use alternative measures, such as freight volumes and electricity generation.

A slower growth rate makes a given burden of bad loans harder to shoulder. If it is accompanied by a \$20 trillion increase in the stock of private debt, as has happened in China since 2008, the chances to outgrow any large bad bets become even slimmer. Anecdotal evidence of empty apartment blocks in ghost cities, and of a factory slowdown as US tariffs start to bite, supports the case that this time may indeed be different from the past.

Yet there are reasons to be hopeful. The October 2015 interest-rate liberalisation made financial repression a thing of the past. Local governments, whose budget constraints were dramatically loosened in 2009 in a bid to stimulate the Chinese economy, have had to retrench as banks made lending terms stricter under pressure from the central government.

Increased foreign participation in China's financial sector, through direct stakes in banks and insurers, and greater links between mainland and foreign stock markets, will hopefully improve the corporate governance of firms.

All of them combined will make it less likely for credit to continue to flow to unprofitable firms, for asset bubbles to be stoked by interest-rate meddling, and for listed companies to be run for the benefit of insiders rather than that of shareholders.

Whether these measures came too late to save China from an extensive writedown of bad debts is an altogether different question. Both short-term factors, in the form of rising trade tensions, and the long-term prospect of rapid population ageing as a result of the Communist Party cataclysmic one-child policy (now thankfully defunct), will complicate dealing with the country's mounting debt pile.

China is a middle-income country — its GDP per capita still just one-seventh that of the United States — with rich-country indebtedness and demographic trends. There are large income differences between the richer eastern provinces, which liberalised first and have continued to do so rapidly, and the western regions which have lagged on market reform. But the point remains that China will soon grapple with problems that historically have confronted only more mature economies.

Nor should Europe and America be complacent, let alone gleeful, about Chinese difficulties. The People's Republic is now the world's largest economy, accounting for 18.7 per cent of global output at last count. Even if its links to the rest of the world are more tenuous than those of Western countries, a Chinese credit crunch will be felt further afield — and we will all suffer for it.

《人民币国际化报告 2018》

《人民币国际化报告2018》主题为“结构变迁中的宏观政策国际协调”。在历史经验借鉴和理论研究的基础上，集中探讨了人民币国际化进入发展新阶段后加强宏观政策国际协调的必要性与紧迫性，围绕协调内容、突破口、主要矛盾、实现机制等方面展开了深入分析。报告认为：全面高效的国际协调是人民币国际化的必然要求；要将贸易、货币政策作为短期协调的重点内容，将结构改革、宏观审慎政策纳入协调范畴，从而完善国际政策协调框架；要重视多层次国际组织在协调中所体现的平台功能，积极寻求在新兴国际协调平台上发挥引领作用。



报告强调：要在“一带一路”上开展内容丰富的区域合作机制创新，为国际协调理论和实践提供新样本、新模式；要妥善处理中美贸易摩擦和政策分歧，这是实现无危机可持续发展和人民币国际化的关键，也是当前我国进行国际政策协调需要解决的主要矛盾。

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

厦门市南山区高新科技园软件园二期
2468号怡化金融科技大厦2015

