

时也，势也

——2013年以来宏观经济与金融政策回顾（上）

摘要

上周三的冬季达沃斯论坛上，中央财经领导小组办公室副主任刘鹤发表了演讲，其中谈到争取在未来3年左右时间，使宏观杠杆率得到有效控制，金融结构适应性提高，金融服务实体经济能力增强；扩大服务业特别是金融业对外开放，创造有吸引力的国内投资环境。刘鹤的演讲透露出金融业的改革开放将加快脚步的信号。

2013年以来，也就是18届中央领导班子上台至今的这段时间，在金融方面做了诸多尝试和改革。基本上2013至2015年，是从搞活存量，到定向放水，再到迫不得已的大放水，而2016年到2017年，是开始收紧货币和严金融监管。对于未来的金融政策，市场存在诸多讨论，而金融改革会推进到什么程度，是与宏观经济形势密切相关的。以往鉴来，本文希望通过回顾2013以来的宏观经济和金融政策，来为投资者的决策提供参考。

南华期货研究所

章睿哲

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

黎敏

limin@nawaa.com

010-83168383

时也，势也

——2013年以来宏观经济与金融政策回顾（上）

上周三的冬季达沃斯论坛上，中央财经领导小组办公室副主任刘鹤发表了演讲，其中谈到争取在未来3年左右时间，使宏观杠杆率得到有效控制，金融结构适应性提高，金融服务实体经济能力增强；扩大服务业特别是金融业对外开放，创造有吸引力的国内投资环境。刘鹤的演讲透露出金融业的改革开放将加快脚步的信号。

2013年以来，也就是18届中央领导班子上台至今的这段时间，在金融方面做了诸多尝试和改革。基本上2013至2015年，是从搞活存量，到定向放水，再到迫不得已的大放水，而2016年到2017年，是开始收紧货币和严金融监管。对于未来的金融政策，市场存在诸多讨论，而金融改革会推进到什么程度，是与宏观经济形势密切相关的。以往鉴来，本文希望通过回顾2013以来的宏观经济和金融政策，来为投资者的决策提供参考。

2013年：萧条的前夜——盘活存量货币与钱荒

2013年的金融政策是以盘活货币存量为主的。李克强总理在国务院各个会议上多次提及盘活存量货币，提出要优化金融资源配置，用好增量、盘活存量，更有力的支持经济转型升级。

具体而言，信贷方面，主要是利率市场化，放开利率管制，引导资金流向中小企业；

资本市场方面，主要是希望通过发展直接融资来给实体经济输血，包括发展多层次资本市场，放开公司债发行门槛等；

保险方面是发展农业保险，鼓励保险资金进行长期股权投资等；

其他的还有扩大民间资本进入金融业，批复设立民营银行，设立地方不良资产处理公司，推动中国华融在香港IPO等。

实体方面，主要是减少审批项目和审批权下放；推进铁路投融资制度改革，全面开放铁路建设市场等。

在这中间出了一个插曲，也即2013年6月份闹的钱荒，主要起因是随着经济的下行，银行为追求高利润，大量贷款都进入了表外渠道，并没有进入真正需要钱的实体部门，而到年中的时候，为应付监管，就需要东拆西借来补这些窟窿，导致拆借利率的季节性上涨。当然往年流动性都是比较充足的，不久资金利率就会平复，但2013年央行为逼迫银行资金回流实体经济，并没有适时输困，再加上市场的恐慌心理，导致拆借利率飙至30%。加上各种海外舆论和股市的暴跌，最终央行对市场进行输困。

我们回过头来看2013年-2016年初的宏观经济，GDP增速是持续下滑的，到2016年2季度才开始企稳，出口方面，2013-2014年还算比较稳，2015年是历史

低谷，进口是从2014年的下滑就比较明显，反映国内实体经济在2014年的时候就已经全面下滑，投资整体也是持续下行，但是房地产投资受2013年房价大涨的影响有一个上行，所以对金融情况也有较大影响。所以2013到2015这三年的金融情况和政策，是有较大区别的。

图 1、2013 年 SHIBOR 利率走势



图 2、2010 年以来 GDP 走势



图 3、2013 年以来进出口情况

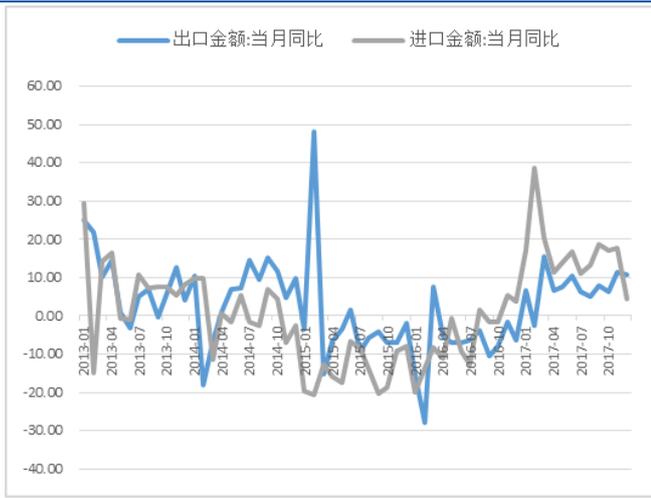
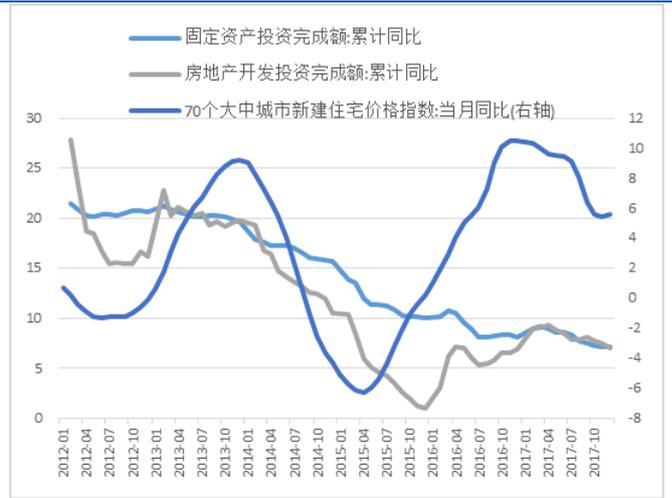


图 4、房价涨跌和投资增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

2013 年的时候，宏观经济情况相对是比较好的，资金面其实并不算太紧，因为外汇占款仍然是正增长，出口有所企稳，通胀在前三季度是上行的，其次地产投资也是上行的。但房价大涨造成地产部门和其他实体部门的回报率悬殊，导致当时对理财产品的打压没有成功，结果就是中央想要盘活的信贷资金盘活不了。

图 5、2013 年以来外汇占款情况

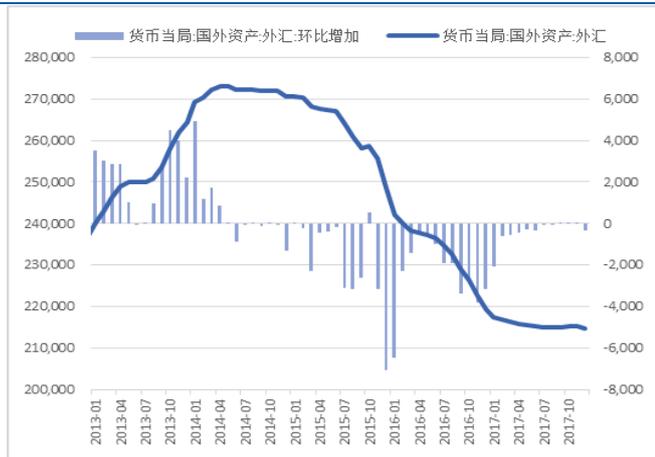
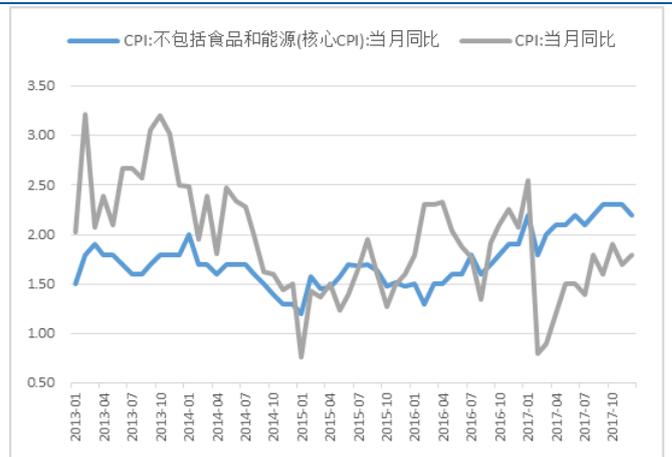


图 6、2013 年以来 CPI 走势

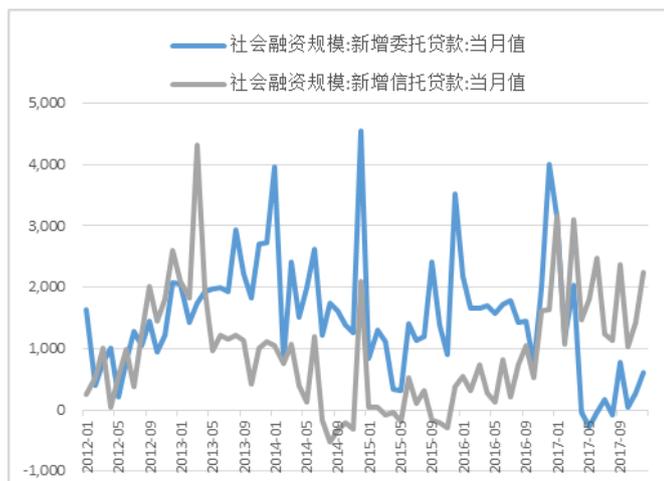


资料来源：WIND 资讯 南华研究

值得注意的是，2009 年以后，委外和信托贷款就开始攀升，但 2013 年突然出现爆发式增长。这个背后其实就是实体经济的一个畸形表现，地产部门利润率很高，而非地产实体部门在衰退，所以中央要限制地产贷款，于是商业银行就采用信托委外之类的通道来规避这一问题。2013 年之后，信托产品违约事件频发，监管层开始酝酿相关限制措施，因而银信合作规模开始下滑，但是替代产品银证合作的规模也迅速上升，这个我们从委托贷款数据可以看到。

不过由于宏观情况尚能接受，金融政策还是相对较紧，但是受钱荒事件的影响，加之宏观经济处于下行区间，经济转型仍在摸索中前进，金融监管也存在较大的妥协。

图 7、信托和委托贷款情况

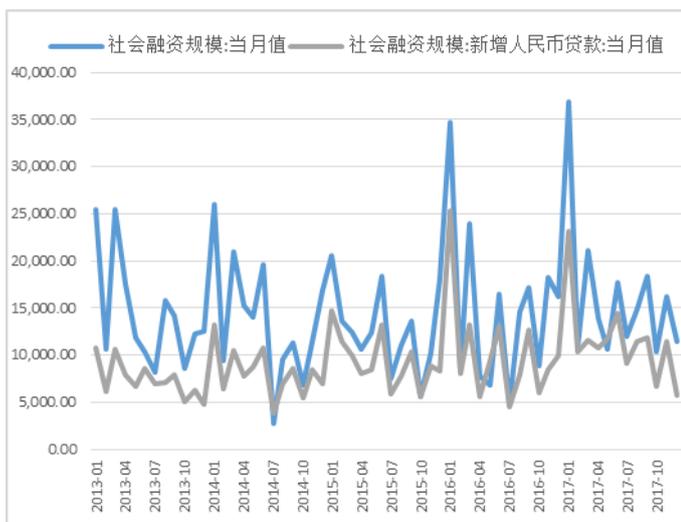


资料来源：WIND 资讯 南华研究

2014年：全面下滑与监管妥协

进入2014年之后，国内外环境都出现了较大变化。国内GDP和投资增速仍在持续下滑，而且房价进入了下行周期，这对于地产商和银行的影响较大。由于2014年房价下跌，成交大幅下滑，所以2013年拿地的公司陷入困境，出现了一些资金链断裂跑路的情况。当时还出现了很多所谓的房地产众筹和P2P之类，不排除很多是去填地产商的资金窟窿。房地产投资大幅下滑对上下游行业的拉动作用也产生了较大影响，地产的大起大落是14年经济恶化的一个主要催化因素。对于银行信贷来说，就是不仅对实体经济贷款少了，而且委外信托也出现大幅回落，整个社融规模在2014年是较为低迷的。

图8、社融规模和新增贷款情况

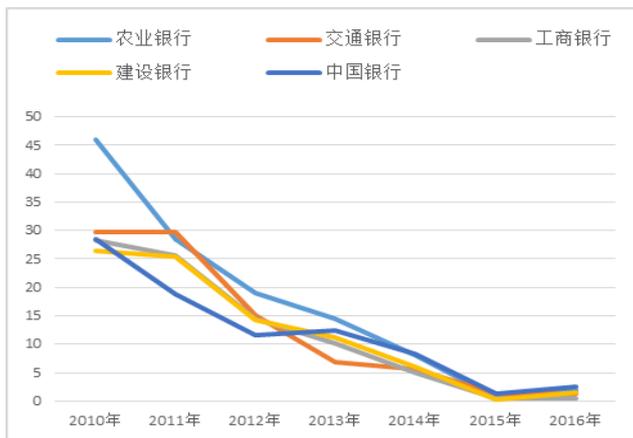


资料来源：WIND 资讯 南华研究

当时实体经济的三大风险，除了房地产，还有地方政府融资平台，融资平台的主要问题在于负债率很高，而且利率也不低，加上实体经济差的时候，由于政府的贷款还有信用保证，所以银行较为偏好，导致地方融资平台负债率越来越高。还有产能过剩的问题，包括大宗商品抵押融资的问题，对于银行都是很大的威胁。

2013年之后银行的坏账率上升非常快，但银行公布的比例远远低于实际，这部分不良贷款，有些是借新贷还旧贷，有些是用利润核销，有些是给了资产管理公司，有些是抵押品拍卖出售，所以表面上没有那么难看。但是从银行的报表也可以看到2011年之后净利润增长是大幅下滑的。在这种情况下，加上实体经济下滑，银行惜贷的情况比较严重，2014年7月的新增贷款出现了09年之后单月的最低值。鉴于银行的这些情况，存款保险制度开始着手准备，于2015年5月正式施行，兜住了大部分存款的底。

图9、国有银行净利增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

2014年海外的情况是到了下半年的时候，一方面欧央行为应对持续下滑的通胀，推出了超预期的一揽子宽松政策，另一方面是美联储中长期加息预期被市场广泛接受，这导致欧元暴跌和美元暴涨，进而导致油价出现了巨幅暴跌，并持续到了2016年初。

美元回流、国际资金成本上升、原油暴跌，这几个因素都对全球通胀产生了不良影响，到2014年底的时候，欧美通胀均出现断崖式下跌，国内的通胀和出口也受到较大影响，出现了一定的通缩风险，外汇占款开始出现持续负增长，也使得国内流动性较为紧张，央行货币政策面临较大调整。如果说2013年只是流动性问题的话，2014年就是流动性问题再叠加经济失速的风险。

图10、原油和美元走势

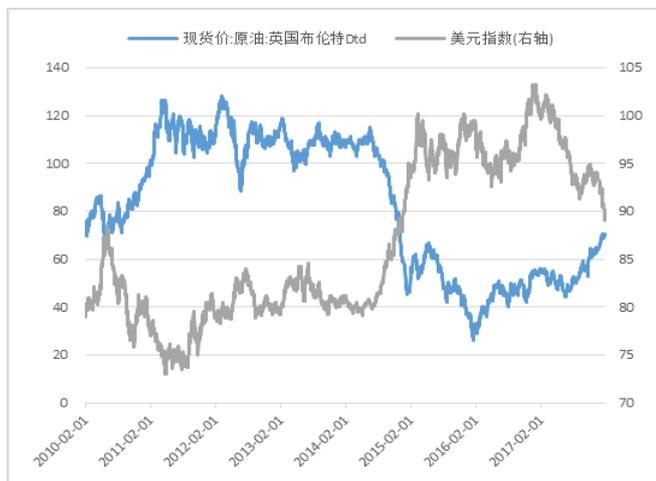
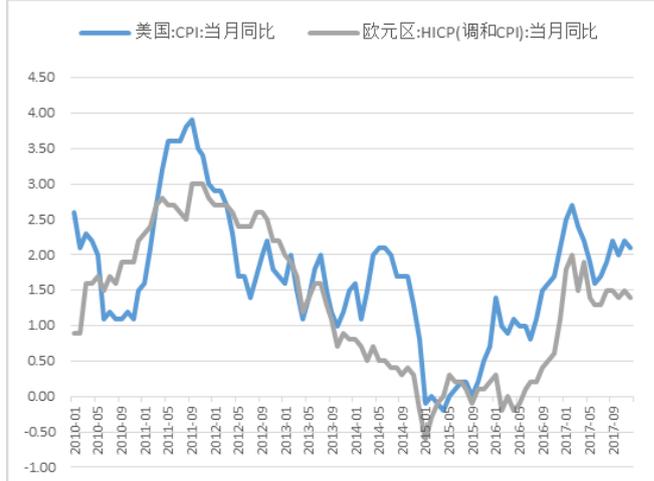


图11、欧美通胀走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

由于上述情况的出现，2014年下半年中央和地方政府出台了一系列刺激措施。

6月份，央行开始对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行实施定向降准，但是杯水车薪，效果十分有限。

9月底央行和银监会联合发布文件推出楼市宽松政策，包括下调首套房利率、鼓励机构发行住房抵押贷款支持证券（MBS）、鼓励开发商发行债券和加快房地产投资信托基金（REITs）试点、延长公租房和棚改贷款期限等。各地政府也纷纷出台房地产救市措施，实施了3年多的限购政策宣告结束。

10月底国务院常务会议要求重点推进包括移动互联网和物联网、绿色消费、住房消费、旅游休闲、教育文体、养老健康家政等在内的6大领域消费。

更为重量级的是，从2014年11月开始至2016年3月止，央行总共4次下调存款准备金率（累计2.5个百分点），6次下调人民币存贷款基准利率（贷款和存款累计分别下调1.65和1.5个百分点），同时4次对符合标准的银行和金融机构进行额外的定向降准和下调基准利率。

央行的全面降准降息，意味着当时的经济下行已经触及当局所能容忍的保就业底线，而不得不采取此前一直拒绝的全面放水措施。

2015年：差强人意与虚假繁荣

但是大放水对于实体经济的刺激作用却差强人意，并且带来了更多新的问题。

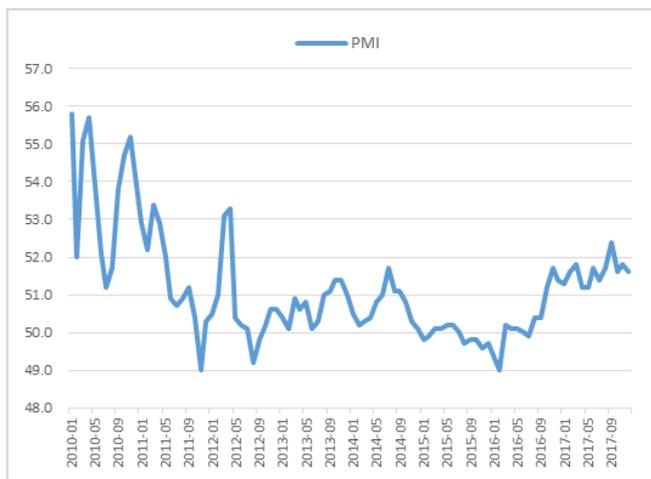
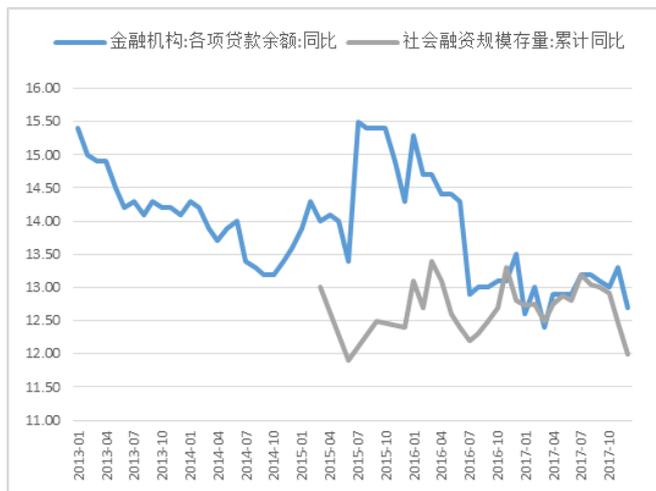
具体而言，尽管大放水后，信贷增速大幅上升，公司债发行量大幅增长，但GDP增速仍在下滑，在各种楼市刺激政策下，2014-2015年房地产投资仍处于跳崖式下跌状态；2015-2016年进出口持续负增长，外汇占款大幅减少；官方PMI从2014年7月开始持续下滑，在2016年2月更是跌至四年最低点；此外通胀也较为低迷，直到2016年初由于寒潮天气的缘故才有所起色。

在这段时间里，海外经济情况也不乐观，原油持续下跌，拉低全球通胀，而美国GDP在2014年3季度出现新高之后也是持续下滑，欧日更是由于经济的持续衰退而推出了负利率政策。

在实体经济低迷的同时，我们却看到了金融市场的狂欢，从2014年8月份开始到2015年6月份结束，股市暴涨3000点，之后迅速回落，取而代之的是债券市场的爆发，10年期国债收益率从最高的4.59%下跌至最低2.65%，原本在2013年就想整顿的银行理财产品，到了2017年已经翻了两倍之多，金融机构总资产迅速膨胀，上市券商总资产从2013年到2015年更是翻了三倍多。

图12、贷款和社融增速

图13、PMI走势



资料来源: WIND 资讯 南华研究

为什么货币宽松无法拉动实体经济的增长, 究其原因, 主要有三个:

第一, 2013年之后, 经济已经进入了转型期, 能否转型成功的关键在于新经济增长, 而新的增长点, 靠宏观政策是刺激不出来的, 总量政策只能用于保底, 托住就业, 而无法用于转型。货币放水无法带来相应的经济增长, 或者说放水的效率很低, 这个问题在2013年就很清楚了, 所以才提出一个盘活货币存量的问题。2014年底之后的大规模持续宽松, 其实是不得已而为之。

第二, 实体经济的最大风险在于房地产、地方债务和产能过剩, 这些都是杠杆非常高且面临资金断裂风险的地方, 而央行的降低利率, 其实就是降低负债成本, 所以谁是杠杆加的最厉害的那一个, 放水就对他越有利, 就能延缓乃至消解风险的爆发。这当然也是监管机构的初衷之一, 但这同样也无法刺激经济增长, 高杠杆企业不断地借新贷还旧贷, 负债率持续上升, 所以才出现了一个信贷虚假繁荣的景象。

第三, 货币政策对于实体经济的刺激作用是间接的, 需要通过金融机构来执行, 但在资产回报率不断下滑的背景下, 银行惜贷情况普遍。而且由于大放水导致金融市场回报率大幅上升, 使得银行资金大量通过理财产品流向债券、股票甚至商品市场, 进行所谓的全资产配置, 大量存量货币资金在金融市场内部空转, 实体经济自然得不到融资。

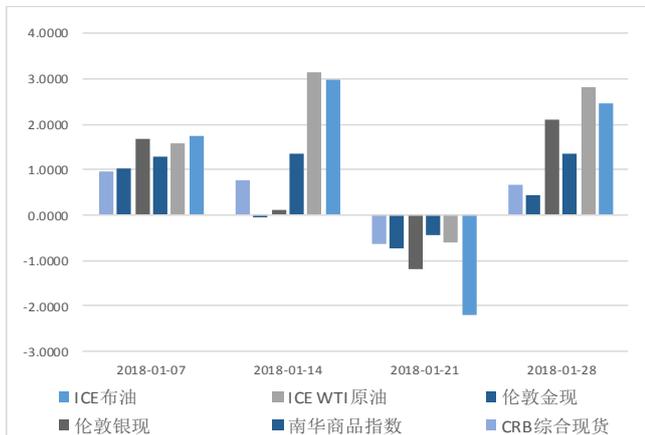
第四, 降准和基准利率下调并没能有效降低实体经济融资利率, 因为资金成本不仅仅与利率有关, 和借贷链条长度的关系也很大。银行为了规避监管, 拉长借贷链条, 中间的金融通道各分其利, 融资成本自然无比高昂, 而实体经济却得不到益处。

这一系列结果从投资增速就可以明显得看出来, 央行哗啦啦地放水, 然后实体投资也是和瀑布一样哗啦啦往下掉, 而金融机构则是疯狂地加杠杆投机, 最后出现了实体下滑与金融资产暴涨的冰火两重天景象。所以宏观上, 就出现了一个货币放水拉不动GDP的局面。

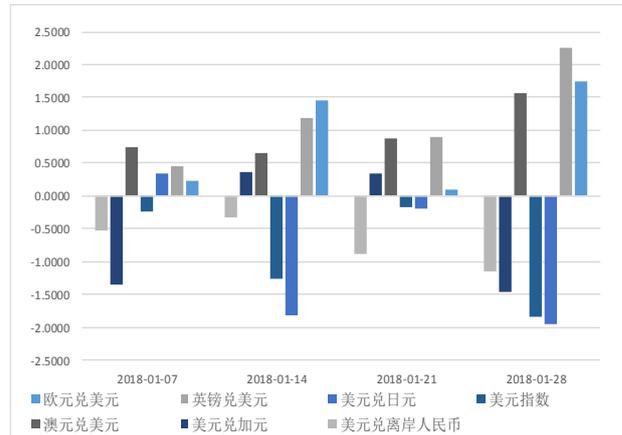
【本周全球大类资产表现】

2018年1月28日

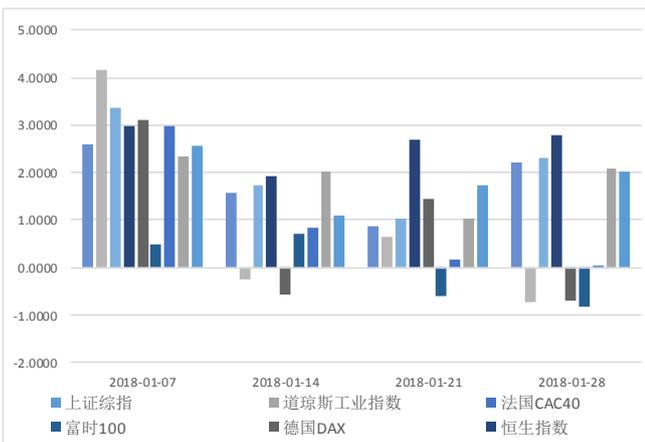
主要大宗商品涨跌幅



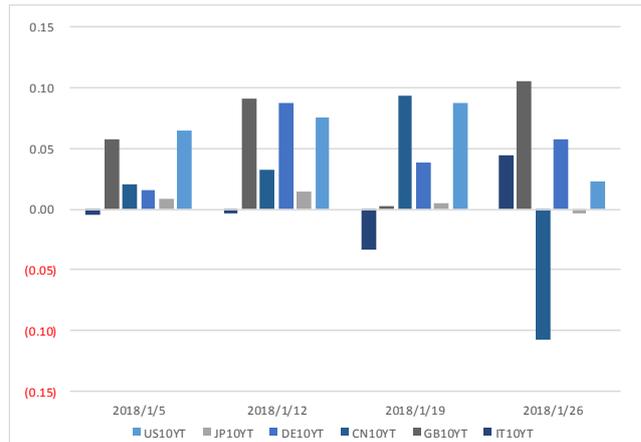
全球主要货币对涨跌幅



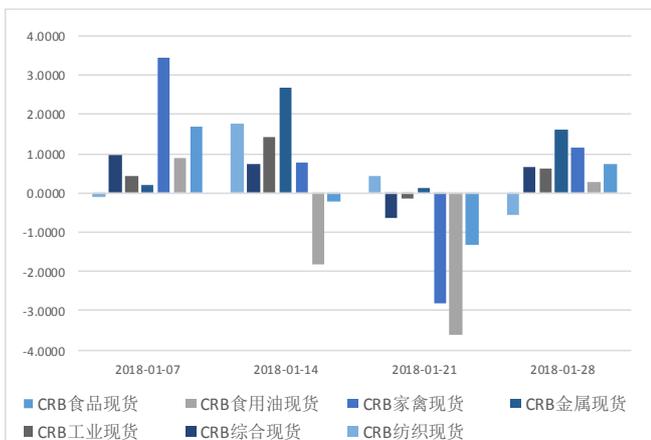
全球股指涨跌幅



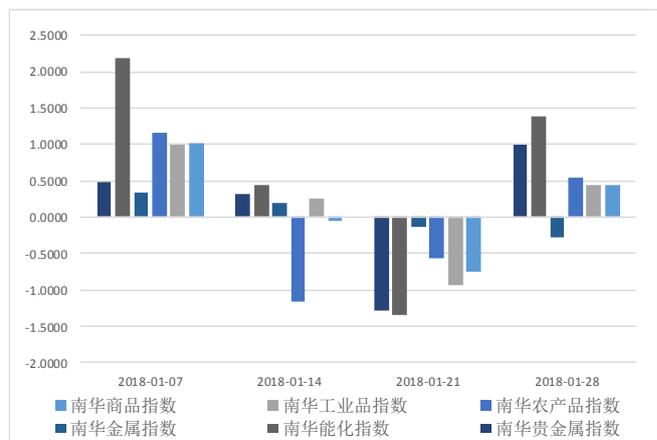
全球债市涨跌基点



CRB 指数涨跌幅



南华指数涨跌幅



资料来源: WIND 南华研究

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路438号东南科技研发中心2101室
电话: 0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦203室
电话: 0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道2号华盟商务广场1801
电话: 0577-89971820

宁波分公司

宁波市海曙区和义路77号901、902
电话: 0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路77号汇金大厦9楼
电话: 0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道1277号香格大厦7楼
电话: 0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路133号综合大楼东五楼
电话: 0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心1幢1单元3101室
电话: 0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段1700号1栋2单元12层1209
深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2701、2702室
电话: 028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号
金地商务大厦11楼001号
电话: 0931-8805310

大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座
大连期货大厦第34层3401、3410号
电话: 0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B803、B805室
电话: 010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B801、B802、B608、B609
永康营业部
永康市丽州中路63号11楼

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号801、802、810室
电话: 0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路30号期货大厦1306室
电话: 0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路2号1单元2501室
电话: 0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号闽商总部大厦15层C室
电话: 024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦A座802
电话: 022-88371079

上海分公司

中国(上海)自由贸易试验区松林路300号1701室
电话: 02150431979

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦26层
电话: 021-68400692

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路663号1楼、7楼
电话: 021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2701、2702室
电话: 0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703、2705室
电话: 0755-82577909

广州营业部

广州市天河区珠江新城花城大道68号环球都会广场2008单元
电话: 020-38809869

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1003、1004、1005室
电话: 0553-3880211

重庆营业部

重庆市江北区建新南路1号20-2、20-3
电话: 023-62611626

电话：010-63161286

太原营业部

太原市迎泽区解放南路2号山西景峰国际商务大厦2501室
电话：0351-2118001

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心3幢102室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起3至8间首层至二层
电话：0663-2663855

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路1048号一层、七层
电话：0573-83378538

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路555号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路88号环球财富广场1幢2909室
电话：0512-87660825

电话：0579-89292777

南通营业部

江苏省南通市南大街89号总部大厦六层603、604室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道96号之二2104-2107室
电话：0592-2120366

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路103号星光华庭商铺112、212号房复式
电话：0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场B区准甲办公室1405室(第14层)
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路208号2楼
电话：0574-85201116

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net