

时也，势也

——2013 年以来宏观经济与金融政策回顾（下）

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（下）

2016-2017年：分歧与曙光

2016年是宏观金融政策从宽松走向偏紧的转折点，这个转折点是如何发生的？其背后的宏观经济走势又发生了什么变化？

首先，2016年的房地产市场有了较大的好转，不仅商品房成交量上升，而且房地产投资也出现起底回升，这里面的主要驱动因素有几个：

从需求的角度讲，一是2015年很多投机资金在股市高位套现之后进入了楼市；二是2015年后央行下调房贷利率和首付比例开启了居民大规模加杠杆买房的趋势；三是棚改货币化为去库存注入了资金，加速了商品房去库进度。

从供给的角度讲，一是允许发行公司债改善了开放商的资金流情况，二是货币放水大幅降低了地产商融资成本，债券市场甚至一度出现万科公司债发行利率逼近国债利率的情况。

所以，楼市的供需双热对于托底宏观经济起到了很强的作用，而且这里面有很大一部分是货币放水的作用。

从2015年下半年到2017年，房地产市场已经持续繁荣了2年多时间，这意味着什么呢？

一是开发商的杠杆换到了居民身上，所以开放商的资金杠杆在逐渐降低，因为2017年以后债券融资也在逐渐收紧，那么地产商加杠杆的空间是比较有限的，地产部门的整体杠杆率不高，风险不大；

二是地产行业的集中度不断提高，这是因为从2013年到2015年，虽然宏观经济在下行，但是大环境利好大型房企，首先是大型房企可以在海外拿到低息贷款，第二是债券发行条件放松也利好大房企，再次2016年之后地价的飙涨把一些小企业挤出了市场，更是利好大型房企。集中度的提高有利于降低成本、避免非理性经营，对于降低整体的风险有一定的好处。

2016年宏观经济的第二个刺激因素，是2015年9月底全面取消新能源车限行、限购政策，10月开始实施小排量车购置税优惠政策，极大刺激了汽车消费，2016年全年汽车销量增长达到13.6%，对居民消费起到了较强的支撑作用。

图1、房价涨跌和投资增长情况

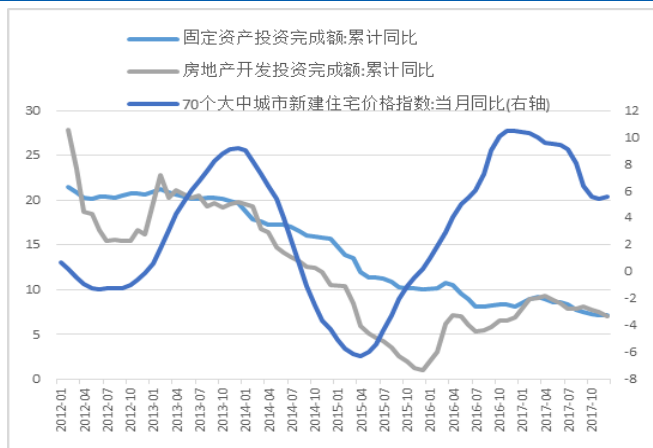
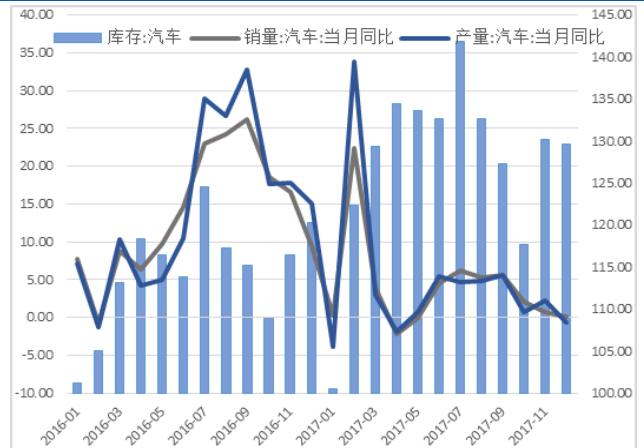


图2、汽车产销情况

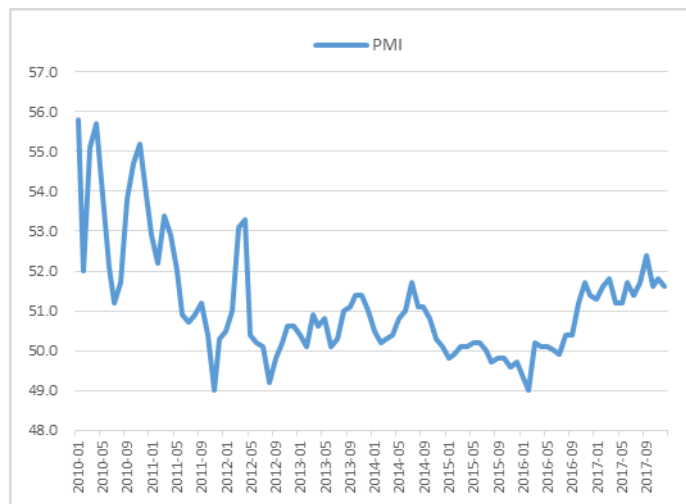


资料来源：WIND 资讯 南华研究

第三，煤炭钢铁行业的去产能政策叠加地产的复苏，使得煤企钢企利润暴增，资产负债表得到极大改善，大幅缓解了商业银行的不良资产风险。

从实体经济的角度讲，地产和汽车的复苏改善了制造业的情况，PMI不断上升，宏观经济的底部得到了夯实，而且在2016年4季度上行至6.8%，应该说实体经济的硬着陆风险已经得到解除，这是金融政策转向的一个重要依据。

图3、PMI走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

通胀方面，虽然农产品通胀较为低迷，但是核心通胀和服务通胀一直处于上升的趋势，核心CPI已经是2013年以来的新高，服务CPI处于较高位置也说明服务业的需求是比较好的，对工资和消费的增长有一定的支撑。

图4、CPI和核心CPI走势

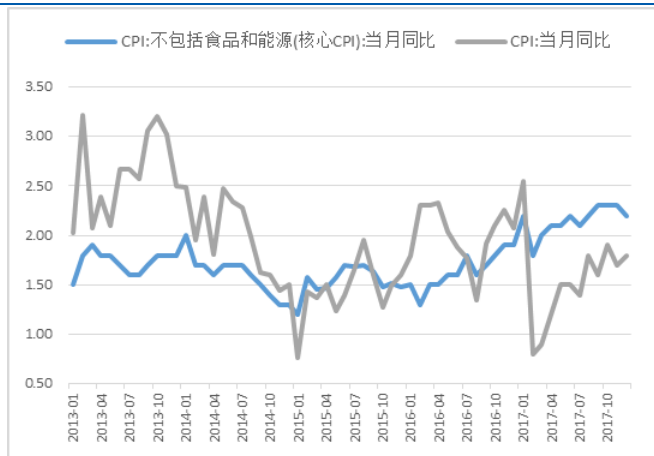
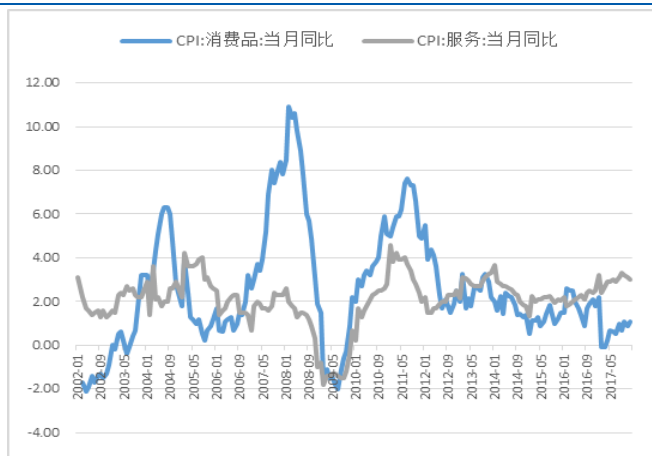


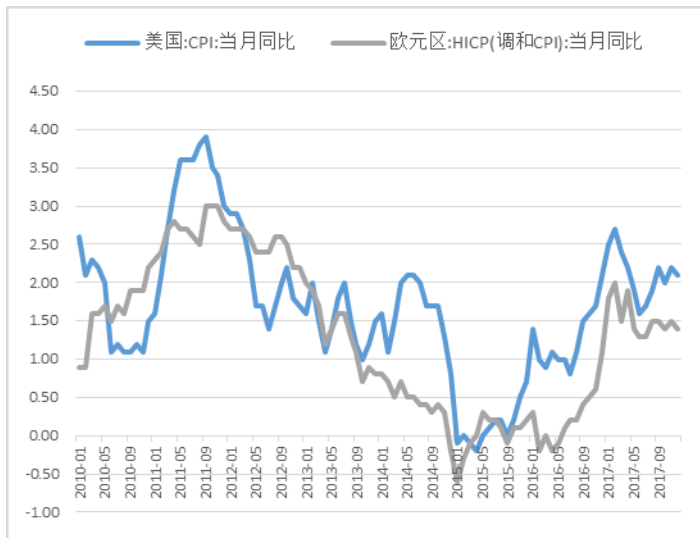
图5、消费品和服务CPI走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

外围经济方面，2016年一个最主要的事情是原油的见底反弹，美油从1月份最低的26美金涨到12月最高的55美金，2017年还在继续上涨，目前在65美金上下。原油的上涨，带动了欧美的通胀上行，拉动欧美经济复苏，目前海外制造业景气度和国际贸易活跃度仍在不断上升，这对国内的出口也是主要的拉动因素。

图6、欧美通胀走势



资料来源：WIND资讯 南华研究

出口在2017年之后摆脱了两年来的负增长态势，这对于宏观经济是一个意料之外的拉动因素，因为2016-2017年的几大黑天鹅，包括英国脱欧、特朗普上台、意大利公投、法国总统大选等，都使人担忧是否会有大规模的保护主义政策出台，国内出口是否会进一步萎缩等等，所以2016年初的经济目标底线是在6.5%，这个增速是比2015年初“权威人士”定调的L型底部更低的。

图7、2013年以来进出口情况

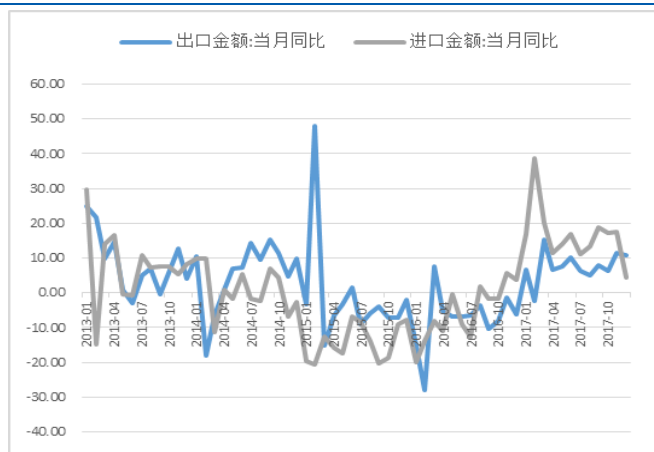


图8、2010年以来GDP走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

应该说，2017年海外经济形势的好转，为国内的金融改革提供了较为良好的契机和外部环境，如果2017年出口不是有较大改善的话，金融监管的收紧可能不会那么快。展望2018年的宏观经济，我们预计出口和消费仍能够提供较强支撑，房地产的下行空间不是很大，而基建投资则会继续低迷，整体而言宏观经济形势仍然良好，有利于金融方面的改革。

回到金融政策方面，2014年底开启宽松政策其实是不得已而为之，而宽松政策的初衷，或者说政策的底线是解决地方债、房地产和过剩产能导致的银行坏账风险问题，此外如果还能拉动实体经济，那自然更好，如果不能，而且还造成了更多的问题，那么在风险解除了之后，自然也没有再继续放水的必要了，不仅不能继续放水，而且还有必须收紧金融监管，解决金融部门由来已久的问题。

但实际上我们看到，到底要不要继续放水，在高层是存在分歧的。不过，改革派的声音占了主导地位，包括李克强在2016年2月份上的G20会议上表示，靠量化宽松政策难以冲破制约增长的结构性障碍，也可能带来较多的负外部效应，着力点还是应该放在推进结构性改革上；同月周小川在中国经济50人论坛主题演讲上表示金融危机以来过度依靠货币政策，而应该侧重于供给侧的政策。

我们可以看到，2016年下半年以来欧美经济的复苏与QE的关系其实微乎其微，更主要的原因是原油上涨把通胀拉了上来，这与大宗商品的产能和库存周期是密切相关的，而在大水漫灌之下，欧美的结构性问题其实并没有解决，美国贫富差距越来越大的经济现状也没有任何改善。

所以从中央的经济金融管理思路来看，包括从一开始坚决不放水而采取盘活存量的做法来看，最终的政策收紧是可以预见的。

但是，实体经济的融资成本居高不下，最需要融资的实体企业得不到钱也是一个客观事实。而金融改革，一方面需要宏观经济形势的配合，另一方面也需要更有针对性的金融政策，单纯依靠总量货币政策难以解决实体和金融部门的问题，最后会导致，央行收紧银根，最惨的是实体经济，央行放水，最得益的是金融和

地产部门，所以无论是央行要放水还是要收紧，都必须解开商业银行这个结。

如何解决好商业银行的问题，或者说，如何做到在撬动商业银行较为困难的情况下实现对实体经济的支持，我们看到2015年4月份国务院的一个大动作，批复了三家政策性银行的深化改革方案，明确了国开行的开发性金融定位，以及农发行和进出口银行的政策性定位，最重要的是这三大银行在公开市场发行债券可以继续获得国家信用支持，同时还将获得国家继续注资补充资本金。

国家明确对于政策性银行的支持，更方便于向符合国家发展战略的企业和项目进行融资，比如基建投资、城镇化融资、乡村振兴投资、棚改贷款等，还有国开行向比亚迪、紫光集团、京东方等高科技企业的投资，都是符合国家战略目的的行为。而且政策性银行的负债模式不同于商业银行，商业银行的负债以存款为主，期限较短，成本较高，政策性银行的负债多来自于定向融资和公开市场负债，成本更低，期限更长，在开发性业务上具有先天的优势。

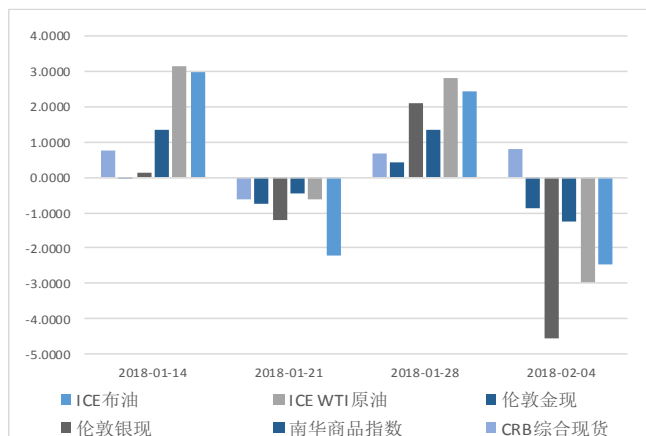
2016年国开行发放的贷款余额已经达到9.89万亿，贷款余额仅次于工行和建行，2016年农发行的贷款余额达到3.44万亿，进出口行的贷款余额达到2.37万亿，这三大行的信贷余额已经超过了工商银行的贷款余额，对于实体经济的融资起到了很强的支撑作用，这为经济弱复苏时期的强金融监管提供了一块较为舒适的缓冲垫。

目前的金融监管，从2016年4季度央行开始收紧总量供给、提高政策利率，到之后的一行三会配合出动，不仅釜底抽薪，而且意图以资管产品为核心进行穿透式监管，从券商、基金、信托等外围机构合围收网，不仅要规范机构的行为，而且还将打掉不法分子违规构建的庞大金融集团，可以预见的是，未来的金融改革还会有更多的重拳。

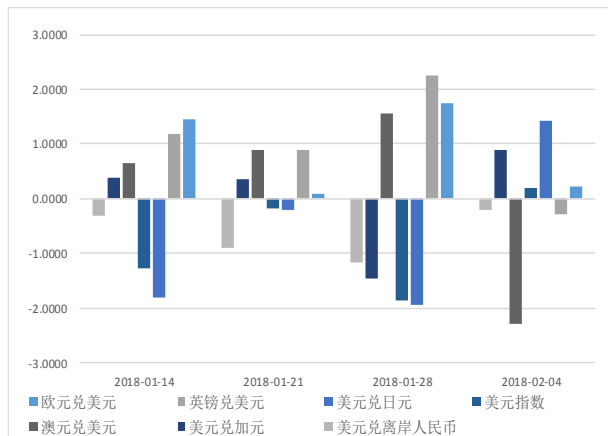
【本周全球大类资产表现】

2018年2月4日

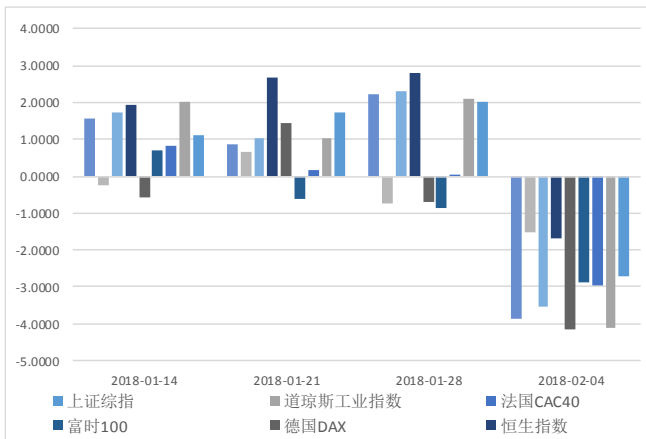
主要大宗商品涨跌幅



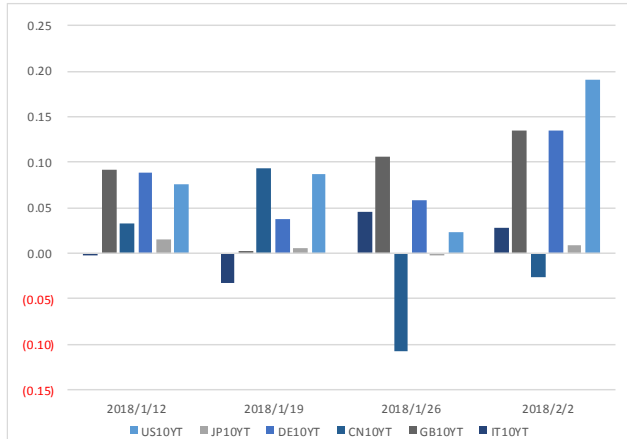
全球主要货币对涨跌幅



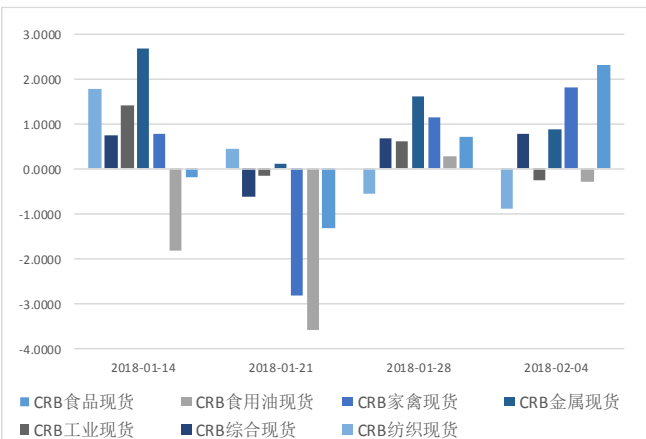
全球股指涨跌幅



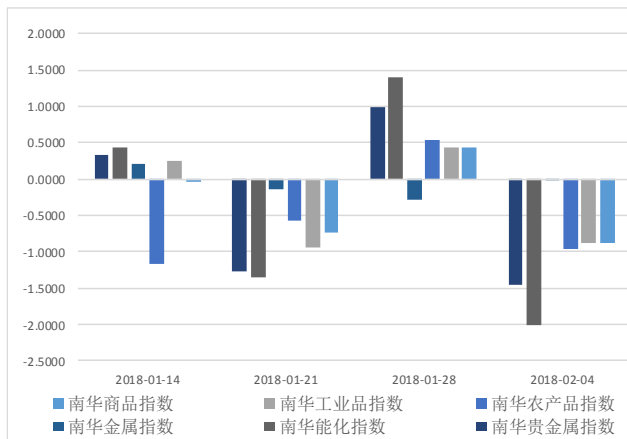
全球债市涨跌基点



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：0577-89971808

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 号
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：0931-8805351

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 室
电话：010-63161286

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 1003
电话：022-28378072

上海分公司

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 801-802 单元
电话：021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 803-804 单元
电话：021-20220312、021-50431979

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：020-38904626

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话：0579-89292777

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 8 层 805 室
电话：0351-2118018

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

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 号之二砖石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

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