

货币政策能否进一步宽松

——2015下半年金融市场分析

黄浩



❖ 金融市场整体现状

❖ 市场资金情况

❖ 国内债券市场情况

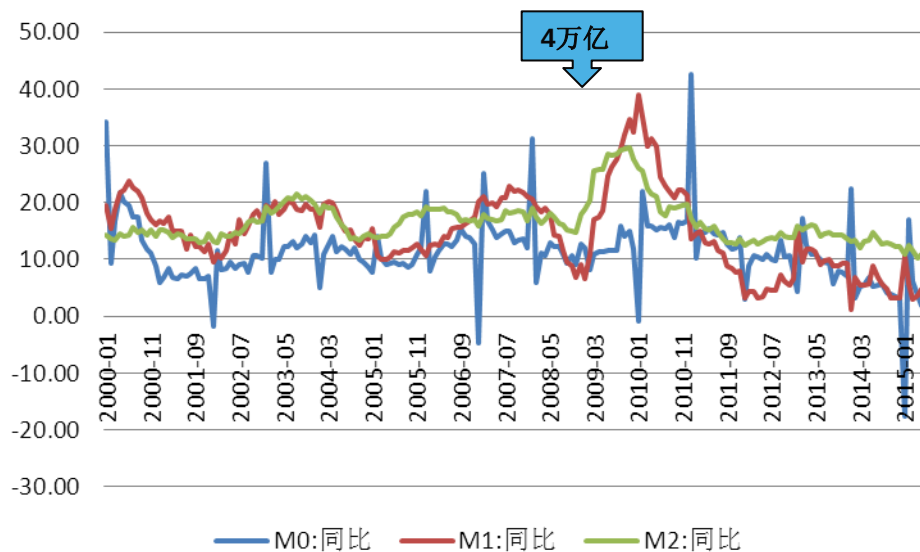
❖ 未来货币政策方向

❖ 债券、股票、房地产方向



一、金融市场整体状况

(一) 货币供应



2008-09-25	16.50	↓ -1.00	17.50	↓ 0.00
2008-10-15	16.00	↓ -0.50	17.00	↓ -0.50
2008-12-05	14.00	↓ -2.00	16.00	↓ -1.00
2008-12-25	13.50	↓ -0.50	15.50	↓ -0.50

08年宽松
政策

→ 债务量和
期限增加

→ 市场资金
期现和结
构错配

→ 13年开始
债务问题

→ M2增速走
低、实际
利率攀升

5月末，广义货币(M2)余额130.74万亿元,同比增长**10.8%**,增速比上月末高0.7个百分点,比去年同期低2.6个百分点;狭义货币(M1)余额34.31万亿元,同比增长**4.7%**,增速比上月末高1.0个百分点,比去年同期低1.0个百分点;流通中货币(M0)余额5.91万亿元,同比增长**1.8%**。当月净回笼现金1696亿元。

增速虽较上月末回升0.7个百分点,但仍处在历史低位,也低于年初制定的目标



人民币存款准备金率

	中小型存款类金融机构	变动值	大型存款类金融机构	变动值
2010-01-18	14.00	↑ 0.50	16.00	↑ 0.50
2010-02-25	14.50	↑ 0.50	16.50	↑ 0.50
2010-05-10	15.00	↑ 0.50	17.00	↑ 0.50
2010-11-16	15.50	↑ 0.50	17.50	↑ 0.50
2010-11-29	16.00	↑ 0.50	18.00	↑ 0.50
2010-12-20	16.50	↑ 0.50	18.50	↑ 0.50
2011-01-20	17.00	↑ 0.50	19.00	↑ 0.50
2011-02-24	17.50	↑ 0.50	19.50	↑ 0.50
2011-03-25	18.00	↑ 0.50	20.00	↑ 0.50
2011-04-21	18.50	↑ 0.50	20.50	↑ 0.50
2011-05-18	19.00	↑ 0.50	21.00	↑ 0.50
2011-06-20	19.50	↑ 0.50	21.50	↑ 0.50
2011-12-05	19.00	↓ -0.50	21.00	↓ -0.50
2012-02-24	18.50	↓ -0.50	20.50	↓ -0.50
2012-05-18	18.00	↓ -0.50	20.00	↓ -0.50
2015-02-05	17.50	↓ -0.50	19.50	↓ -0.50
2015-04-20	16.50	↓ -1.00	18.50	↓ -1.00

超额存款准备金率

	金融机构	变动值
2010-03	1.96	↓ -1.17
2010-06	1.82	↓ -0.14
2010-09	1.70	↓ -0.12
2010-12	2.00	↑ 0.30
2011-03	1.50	↓ -0.50
2011-06	0.80	↓ -0.70
2011-09	1.40	↑ 0.60
2011-12	2.30	↑ 0.90
2012-03	2.20	↓ -0.10
2012-06	2.10	↓ -0.10
2012-09	2.10	— 0.00
2012-12	3.30	↑ 1.20
2013-03	2.00	↓ -1.30
2013-06	2.10	↑ 0.10
2013-09	2.10	— 0.00
2013-12	2.30	↑ 0.20
2014-03	1.80	↓ -0.50
2014-06	1.70	↓ -0.10
2014-09	2.30	↑ 0.60
2014-12	2.70	↑ 0.40
2015-03	2.30	↓ -0.40

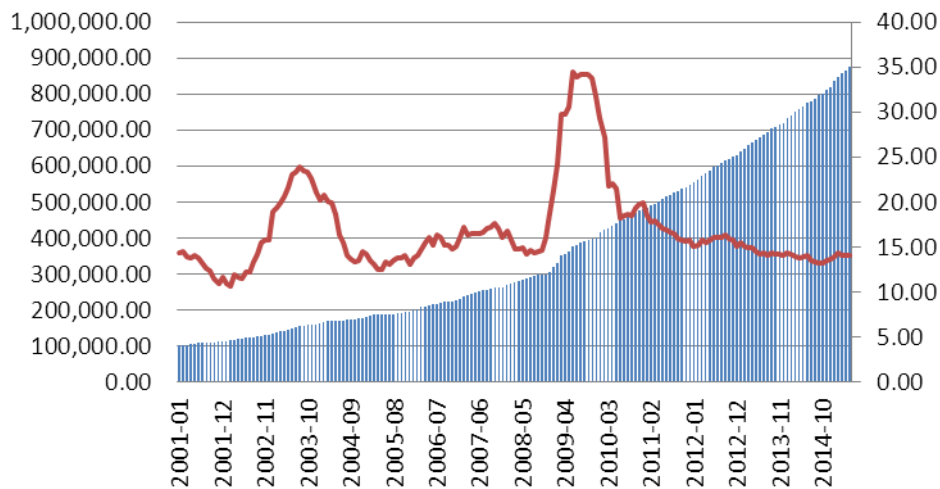
定向效果不佳，开始大规模投放

2015年4月20日起

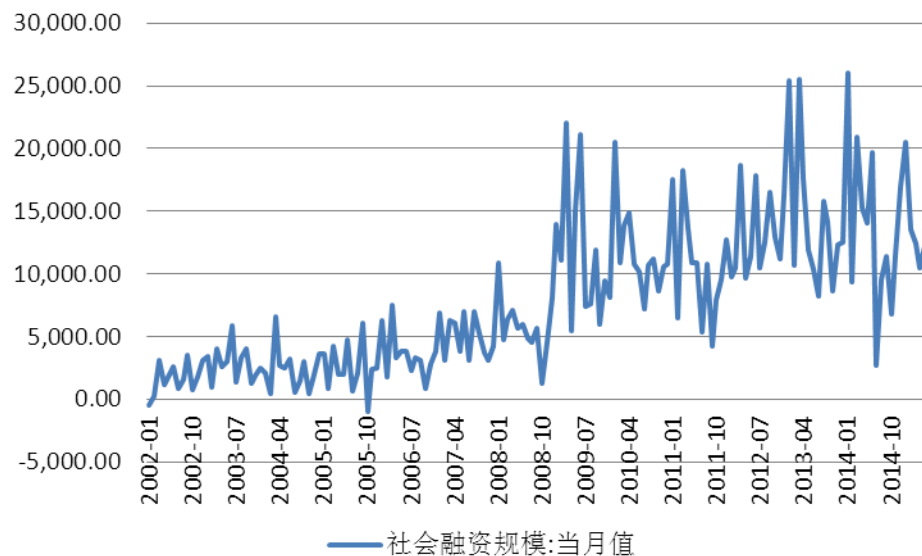
下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点。释放资金在**1.2万亿元**人民币左右。

这是今年以来第二次降准，也是2008年11月份以来力度最大的一次存款准备金率下调。下调以后中国的存款准备金率将达到**18.5%**，以全球标准来看依然高企。

(二) 社会融资情况



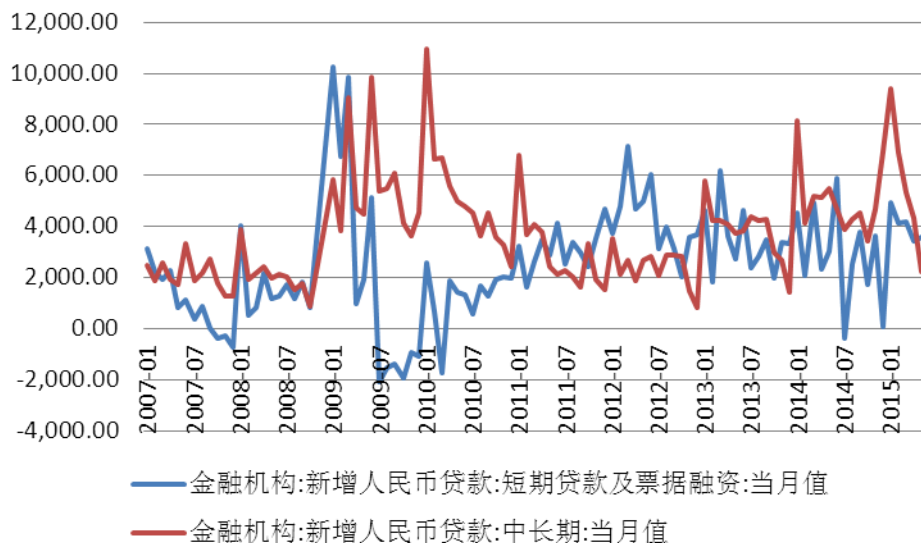
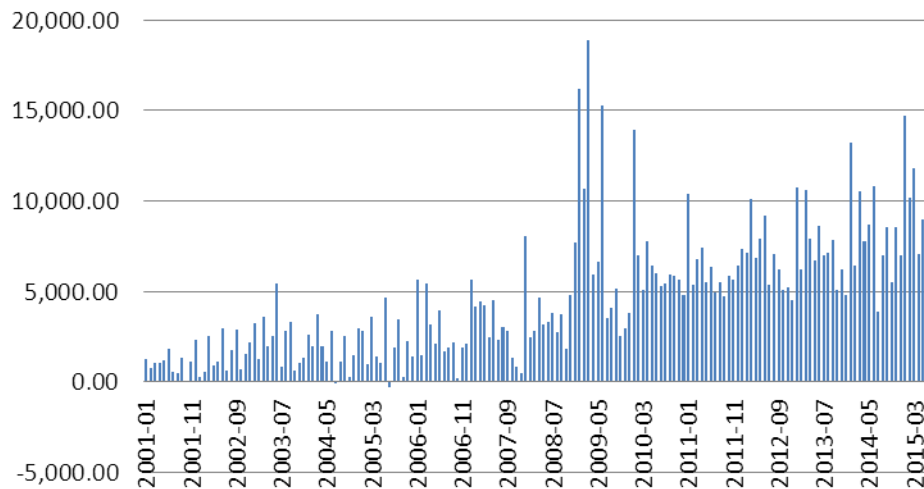
■ 金融机构:各项贷款余额 — 金融机构:各项贷款余额:同比(右)



— 社会融资规模:当月值

2015年5月份社会融资规模增量为**1.22万亿元**，比上月多1639亿元，比去年同期少1387亿元。融规模环比多增，但余额增速继续放缓，需求恢复仍需时日。

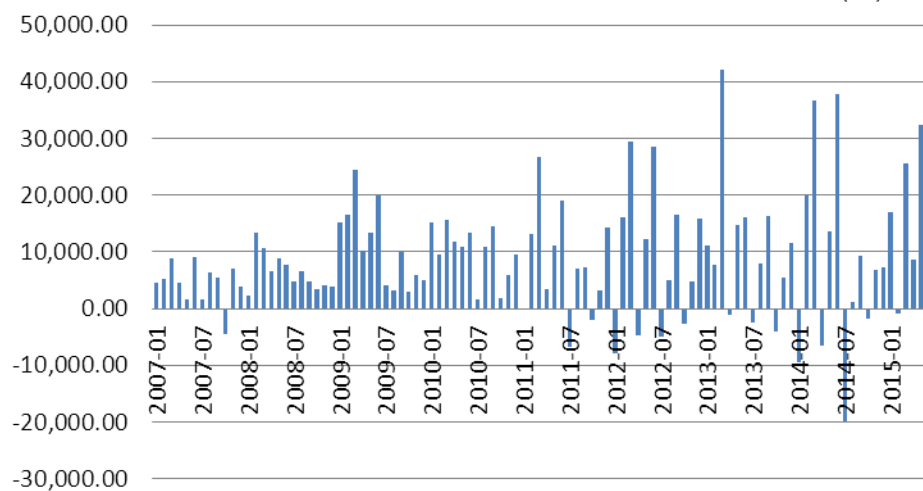
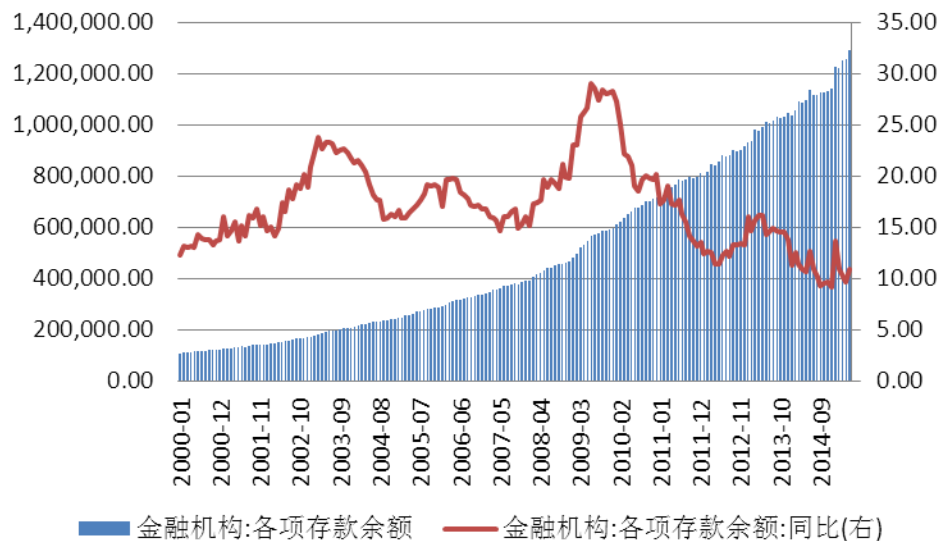
利率高企、
盈利减弱，
企业有效融
资需求下降



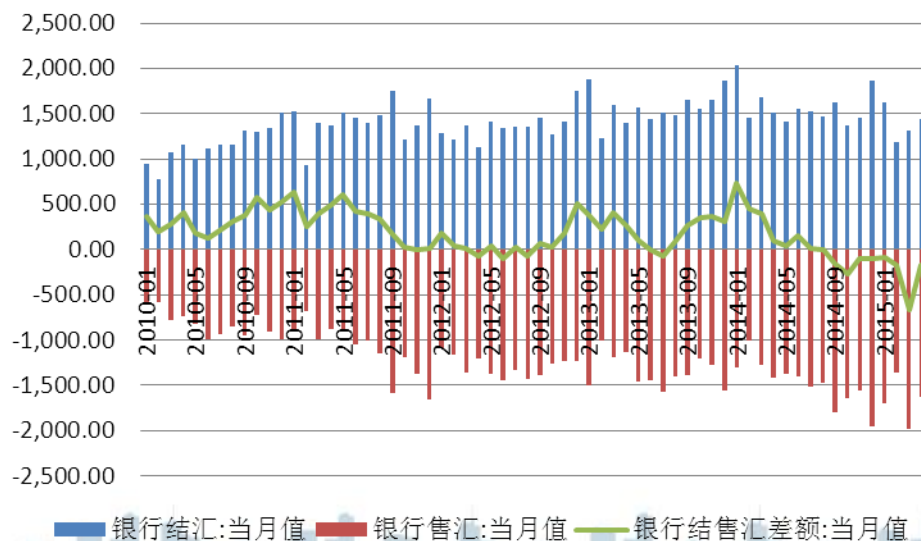
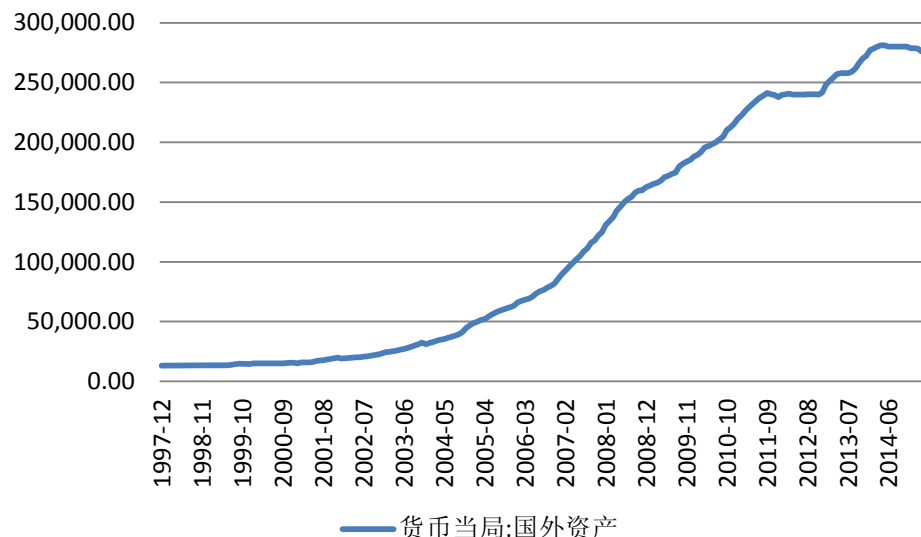
5月人民币贷款**增加9008亿元**，较上月提高近2000亿元，略高于市场预期。但细析结构，扣除票据后，**非金融企业贷款反而较上月减少**，**中长期贷款更是连续4个月下降**，表明实体经济信贷需求并未显著转好，经济运行总体依然疲弱。

金融
业
体
内
循
环

从结构上看，信贷环比多增一是因为**住户中长期贷款**大幅增加了2063亿元，环比多增近500亿元(与**房地产销售回暖**有关)。；二是**非金融企业票据融资**增加了2233亿元，环比多增872亿元。银行重新回到靠票据充信贷规模的老路。扣除票据后，非金融企业的贷款较4月份有所减少，企业中长期贷款已经连续4个月下降，表明**实体企业投资需求很弱**。



5月末人民币存款余额
128.99万亿元，同比增长**10.9%**，
 增速比上月末高**1.2**个百分点，
 比去年同期低**3.3**个百分点。当
 月人民币存款增加**3.23**万亿元，
 同比多增**1.50**万亿元。其中，**住**
户存款减少4413亿元(居民参与
 股市热情高涨，住户存款加速转
 化成非银金融机构存款。)，非
 金融企业存款增加**1.03**万亿元，
 财政性存款增加**3852**亿元，**非银**
行业金融机构存款增加1.94万
亿元(后续财政政策为稳增长发力的
 空间较大)。月末外币存款余
 额**6629**亿美元，同比增长**9.3%**，
 当月外币存款减少**138**亿美元。



4月份我国银行结售汇**逆差1062亿元**人民币，这也是此项数据连续9个月逆差。不同的是，4月份逆差数额**显著收窄**。3月份结售汇逆差曾创纪录高位，达**4062亿元**人民币。

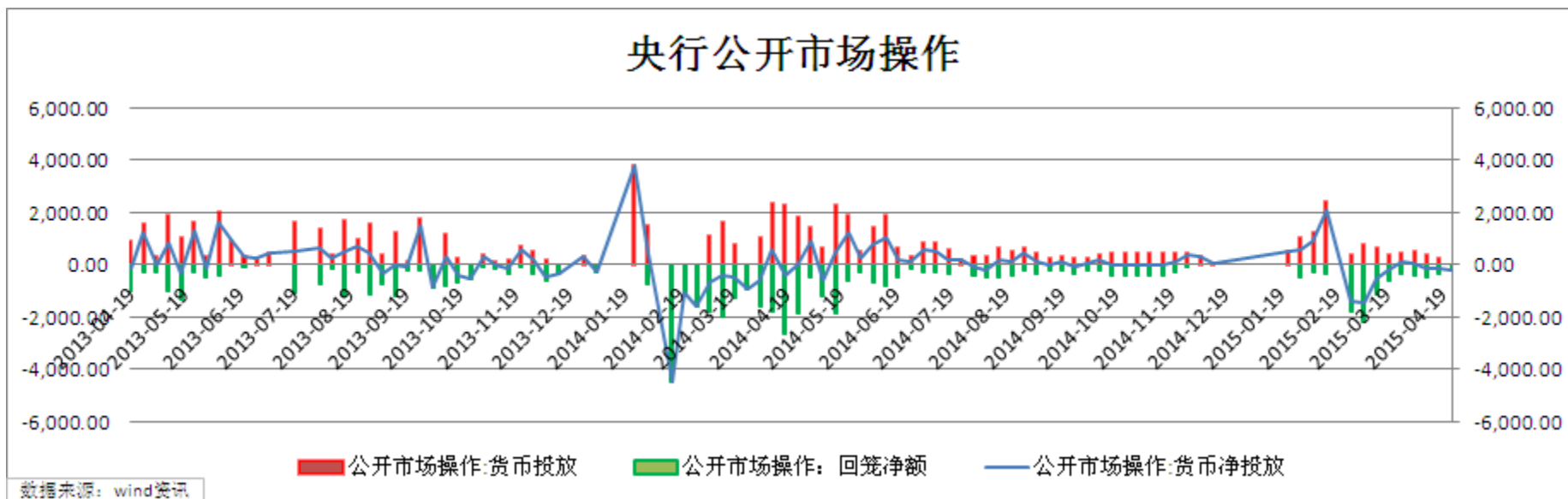
显示人民币升值预期较强以及市场逐渐认识到我国对人民币**不贬值的决心**。此外，我国**股市持续升温**也增加了人民币的吸引力。

4月份外汇占款余额同比增速略有放缓，但增量为正。据央行消息，我国金融机构4月末外汇占款按月增加约**324亿元**人民币，3月份大幅减少**1564.76亿元**。

货物贸易顺差扩大、潜在结汇需求较多是形成结售汇逆差收窄和外汇占款增长的主要原因。

二、市场资金情况

(一) 央行公开市场操作



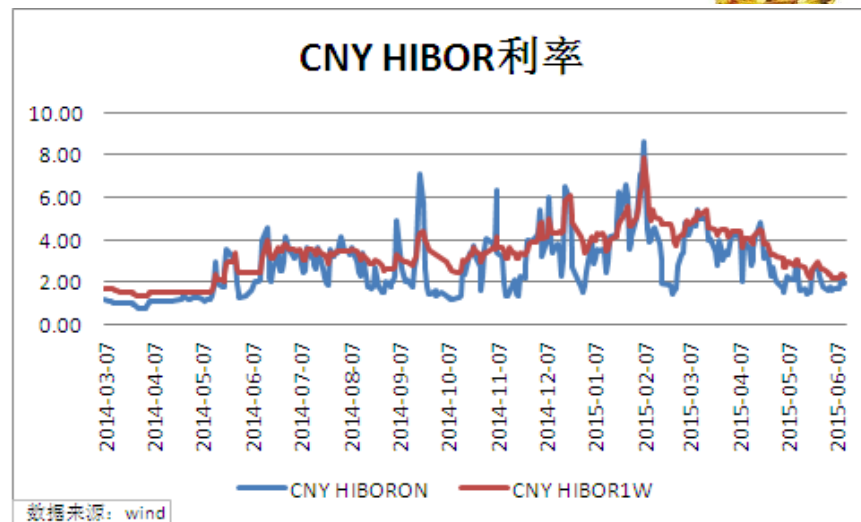
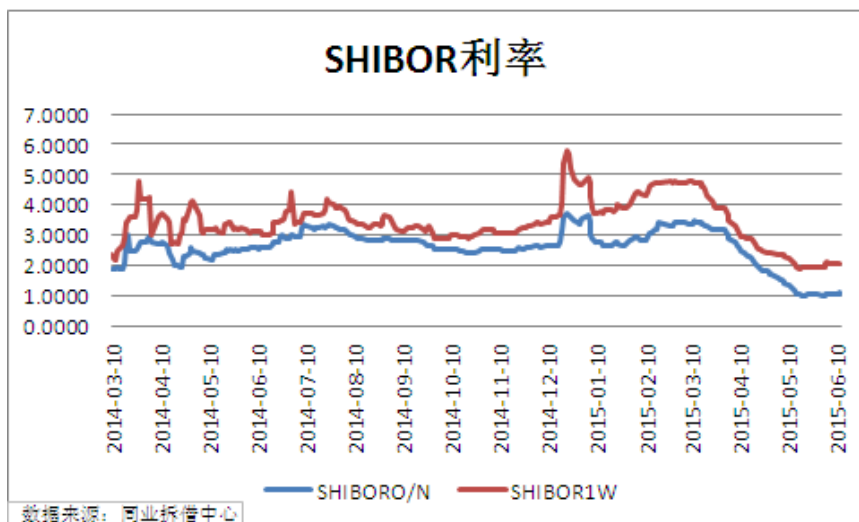
常备借贷便利余额(SLF)		SLO投放数量	SLO回笼数量
2015-03	1,700.00	2015-01-21 1,600.00	0.00
2015-02	1,606.00	2015-01-19 200.00	0.00
2014-02	500.00	2014-12-31 1,000.00	0.00
2014-01	2,900.00	2014-12-24 1,200.00	0.00
2013-12	1,000.00	2014-12-23 1,000.00	0.00
2013-11	2,610.00	2014-12-22 1,100.00	0.00
2013-10	3,010.00	2014-12-19 200.00	0.00
2013-09	3,860.00	2014-12-18 900.00	0.00
2013-08	4,100.00	2014-12-17 2,550.00	0.00
2013-07	3,960.00	2014-12-16 600.00	0.00
2013-06	4,160.00	2014-11-28 300.00	0.00
		2014-11-21 650.00	0.00
		2014-11-20 710.00	0.00
	中期借贷便利余额(MLF)	2014-02-27 0.00	1,000.00
		2013-12-31 0.00	1,000.00
		2013-12-30 0.00	1,500.00
2015-05	10,545.00	2013-12-24 1,030.00	0.00
2015-04	10,795.00	2013-12-23 1,800.00	0.00
2015-03	10,145.00	2013-12-20 1,500.00	0.00
2015-02	6,945.00	2013-12-19 600.00	0.00
2015-01	6,945.00	2013-12-18 1,000.00	0.00
2014-12	6,445.00	2013-11-18 700.00	0.00
2014-11	7,945.00	2013-10-30 180.00	0.00
2014-10	7,695.00	2013-10-28 410.00	0.00
2014-09	5,000.00		

	抵押补充贷款(PSL):提供资金:累计值	抵押补充贷款(PSL):期末余额	抵押补充贷款(PSL):利率
2015-05	2,628.00	6,459.00	3.10
2014-12	3,831.00	0.00	0.00
2014-09	0.00	0.00	4.50

	降息	降准	逆回购	SLF	MLF	PSL
操作方式			公开市场	抵押	抵押	抵押
抵押/购买标的			无	高信用评级的债券、信贷资产	商行债、国债、央票、政策性金融债、信用债、优质信贷资产	高信用评级债券和优质信贷资产
期限			1-91天	1-3个月	3个月	3-5年
工具性质	价格引导	数量引导	数量、价格引导	数量、价格引导	数量、价格引导	数量、价格引导
资金投放渠道	商行	政策性银行、商行	政策性银行、商行	政策性银行、商行	政策性银行、商行	政策性银行
资金流向					定向	定向

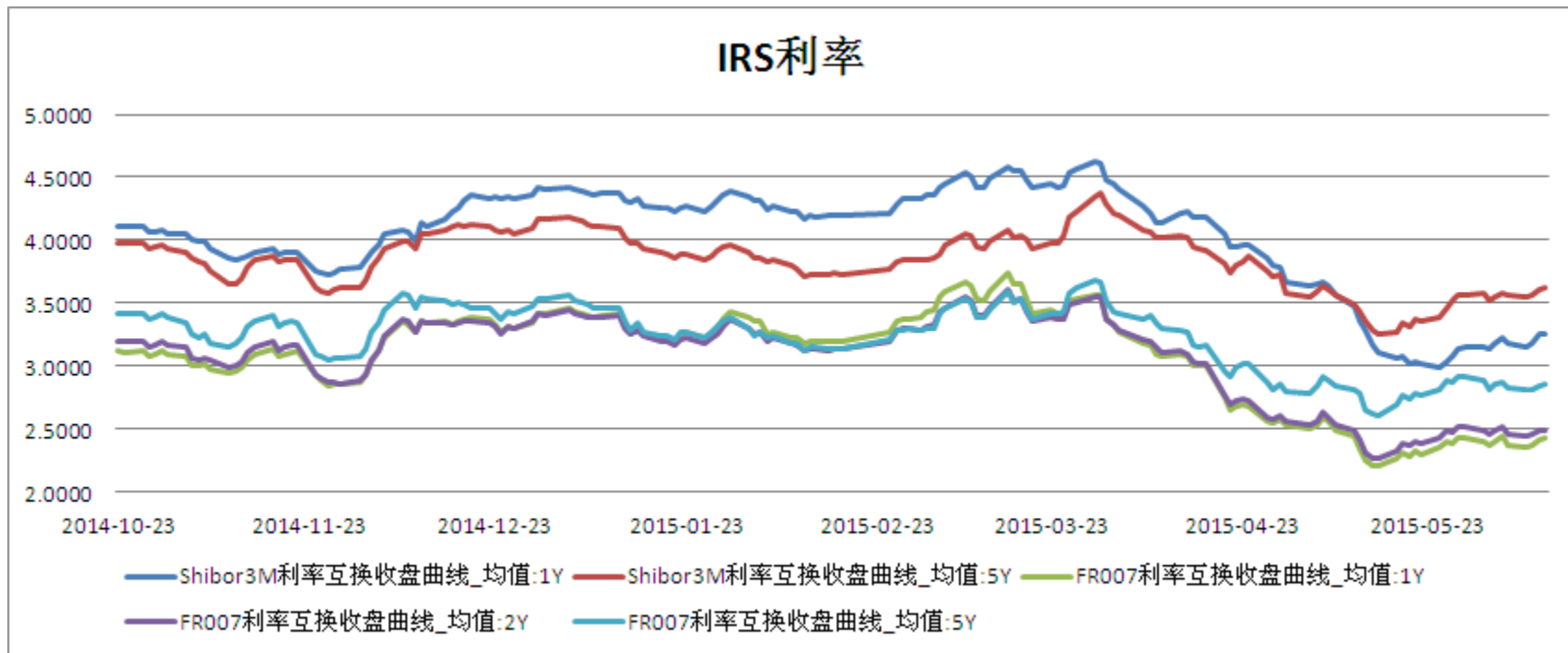


(二) 市场资金利率



5月份银行间市场以拆借、现券和回购方式合计成交**49.76**万亿元，日均成交**2.49**万亿元，日均成交比去年同期增长**99.6%**。其中，同业拆借、现券和质押式回购日均成交分别同比增长**54.4%**、**105.5%**和**104.9%**。

当月同业拆借加权平均利率为**1.42%**，分别比上月和去年同期**低1.07个和1.14个百分点**；质押式回购加权平均利率为**1.30%**，分别比上月和去年同期**低1.07个和1.26个百分点**。



经济体制和金融体制制约（中小企业经营压力增大，**风险上升**，银行不敢供贷；房地产及资源类大型企业受市场低迷影响，**资金需求不足**），资金投放水管堵塞，金融对实体企业支持效果不佳，大量资金**聚集在短端**，在风险较小的金融行业**体内循环**，造成短期利率大幅下行。

中长期利率仍然高企（后文以债券利率说明），实体企业实际融资成本下降极其有限。



流动性陷阱？

流动性陷阱是凯恩斯提出的一种假说，指当一段时间内利率降到很低水平，市场参与者对其变化不敏感，对利率调整不再作出反应，导致货币政策失效。

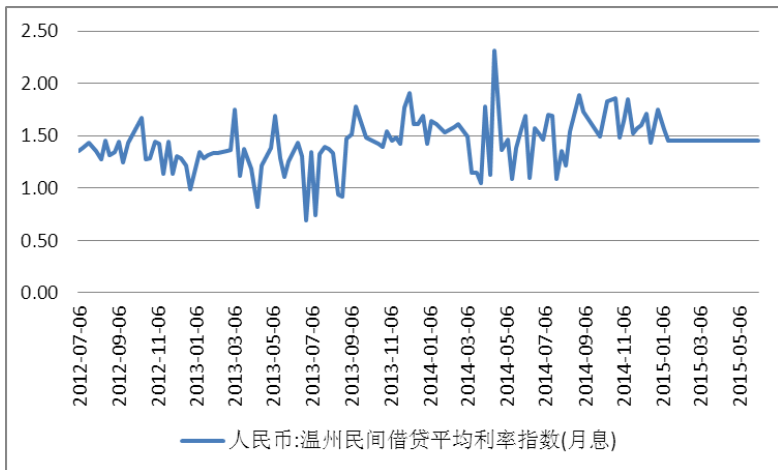
从宏观上看，一个国家的经济陷入流动性陷阱主要有三个特点：

- (1)**整个宏观经济陷入严重的萧条之中，需求严重不足，居民个人自发性投资和消费大为减少，失业情况严重，单凭市场的调节显得力不从心。
- (2)**利率已经达到最低水平，名义利率水平大幅度下降，甚至为零或负利率，在极低的利率水平下，投资者对经济前景预期不佳，消费者对未来持悲观态度，这使得利率刺激投资和消费的杠杆作用失效。货币政策对名义利率的下调已经不能启动经济复苏，只能依靠财政政策，通过扩大政府支出、减税等手段来摆脱经济的萧条。
- (3)**货币需求利率弹性趋向无限大。

(三) 民间资金

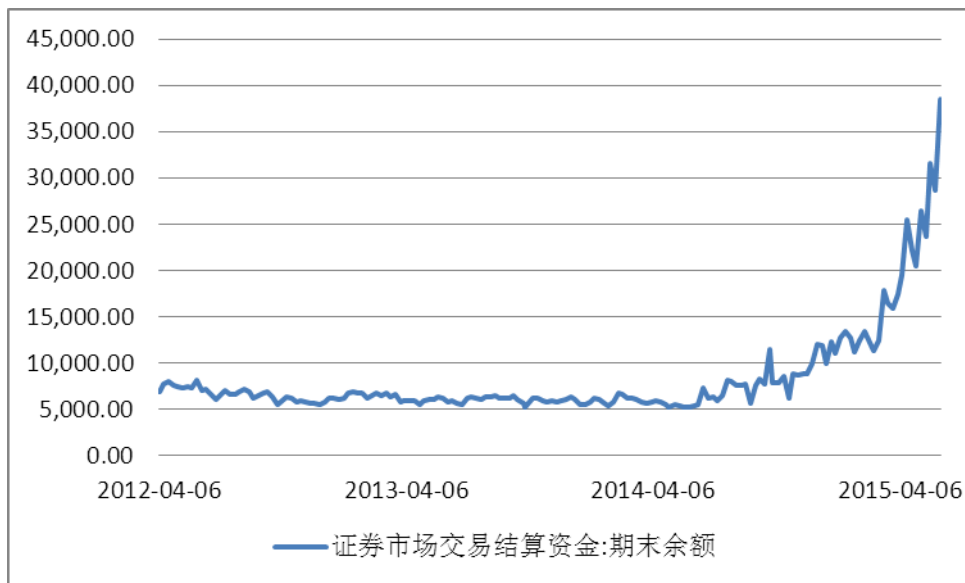
中国民间借贷市场利率指数						
统计日期：2015年6月14日（星期日）						
	综合	1个月	1-3个月	3-6个月	6-12个月	1年以上
当日	13.65%	13.73%	13.93%	15.58%	14.35%	10.56%
综指	58	60	51	69	62	96
假指	53	55	48	63	50	81
成交额占比	100%	56.40%	19.11%	9.62%	5.17%	9.70%
备注：（1）利率单位：年；（2）指数主要来源于全国3054家P2P网贷平台。第一网贷						

官家不管，百姓凑钱



第一网贷（深圳钱诚）资料显示，2015年5月份，全国P2P网贷成交额为669.36亿元，较上月份588.41亿元，增加80.95亿元，增长13.76%，再创历史新高；与去年同期203.13亿元相比，增加466.23亿元，**增长2.3倍**。1-5月份全国P2P网贷成交额为2,700.46亿元，与上年同期814.17亿元相比，增加1,886.29亿元，**增长231.68%**。

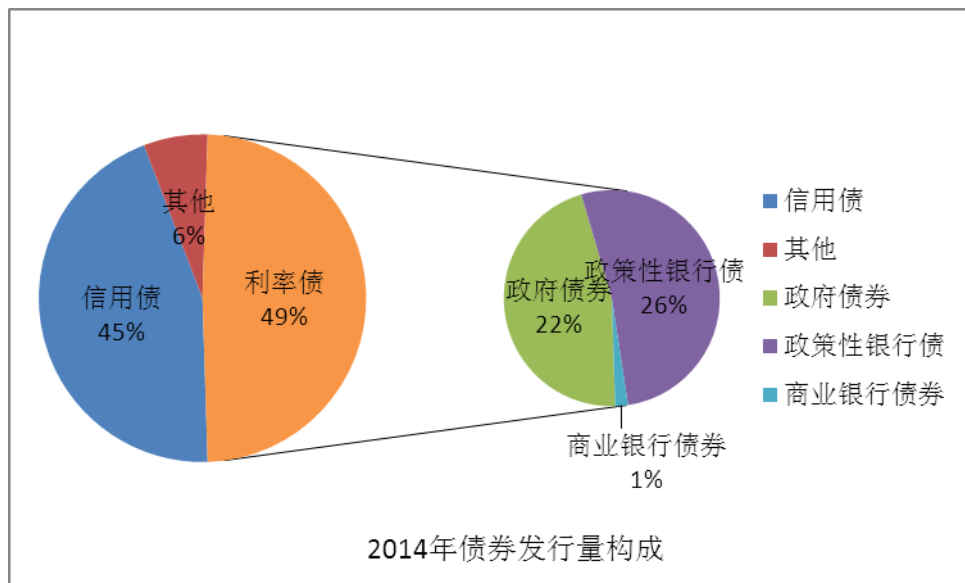
（五）股市分流



2015年6月5日，证券交易结算资金**38531**亿元。

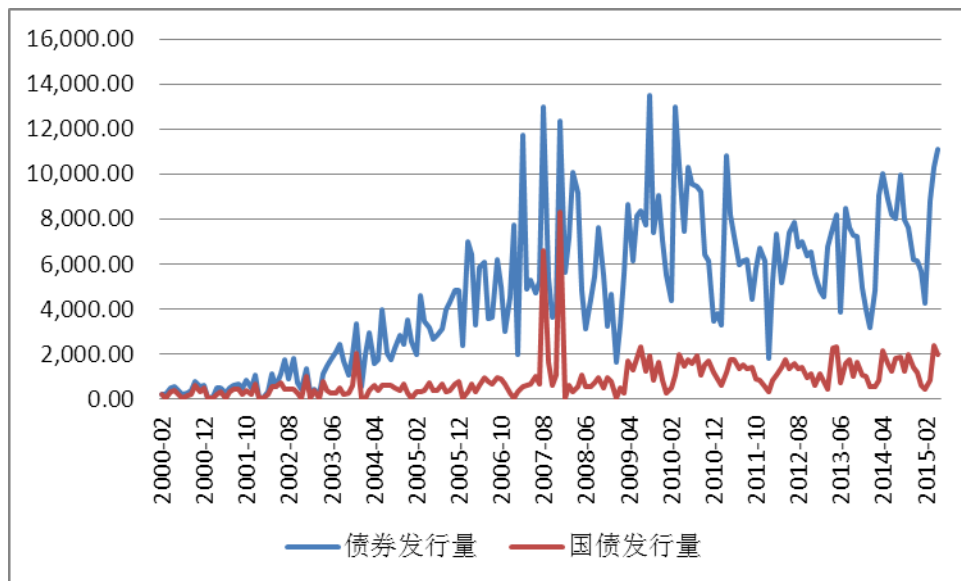
三、国内债券市场情况

(一) 发行量

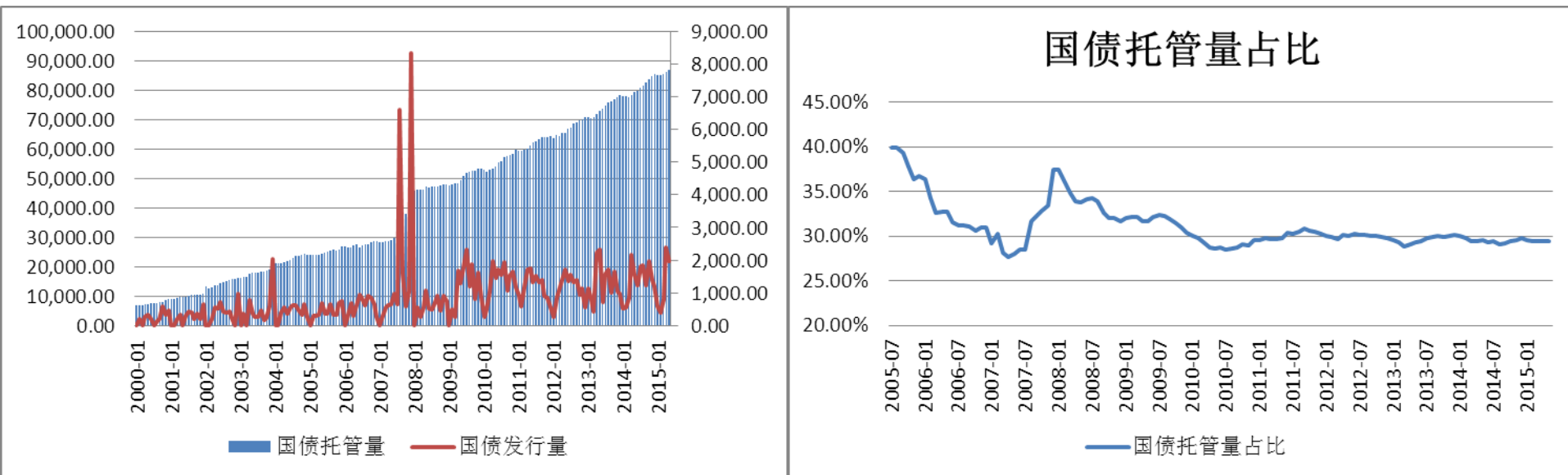


	债券发行量	利率债	信用债
2014-12	89959.76	44061.87	40197.39
2013-12	75199.84	39971.31	27587.36
2012-12	72973.81	41569.87	29412.08
2011-12	74552.94	39488.56	20261.48
2010-12	95238.33	32000.38	15443.38
2009-12	86474.71	30737.68	15749.38
2008-12	70727.09	19029.69	8737.40
2007-12	79756.09	33637.77	5247.04
2006-12	56766.11	16108.30	4030.80
2005-12	42182.07	12130.00	2119.77
2004-12	27295.66	9905.57	326.24
2003-12	17647.17	9962.37	358.00
2002-12	9947.90	7636.40	325.00
2001-12	5852.53	5673.53	140.00
2000-12	4414.60	4364.50	50.00

利率债保持主要占比，信用债增速加快。政策性金融债稳步攀升。

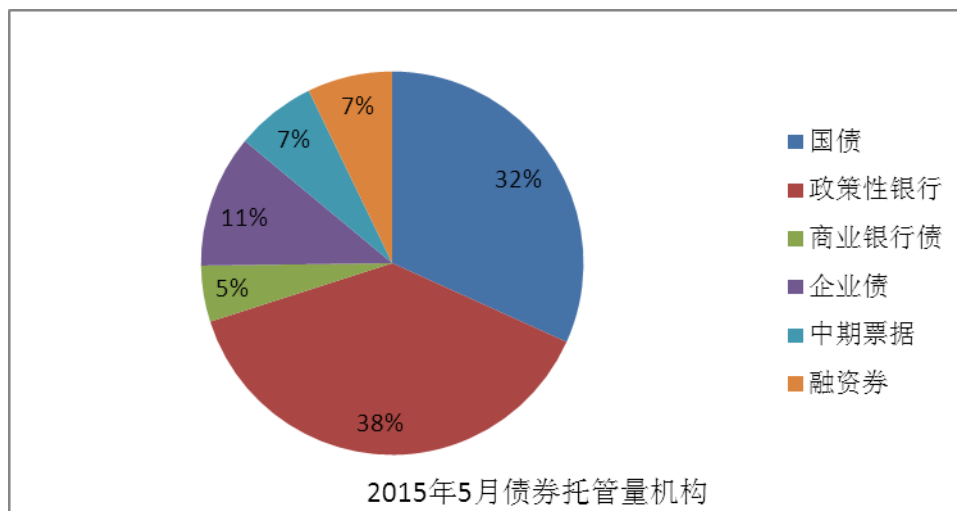


债券发行量不断攀升，而国债发行量较为稳定。1-5月，债券总发行量超过4万亿，国债发行量为6169.1亿元。



2015年5月，国债托管量达到8.69万亿，占所有债券托管量29.42%。

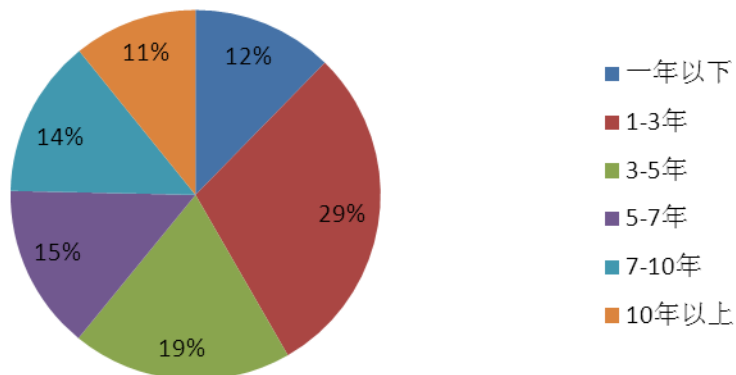
（二）托管量



注：此处国债包含地方政府债

虽然目前国债发行量并未大幅提升，但由于前期国债发行占比较高以及存量期限较长，政策性银行债和国债托管量达到70%。

债券托管期限结构



1-5年债券为主，中期债券托管量超过60%，主要由于占比较大的国债及政策性金融债以中期较多。国债期货涵盖面较大，未来还会上市1年期左右国债期货品种。

中债登存量债务情况2015-5

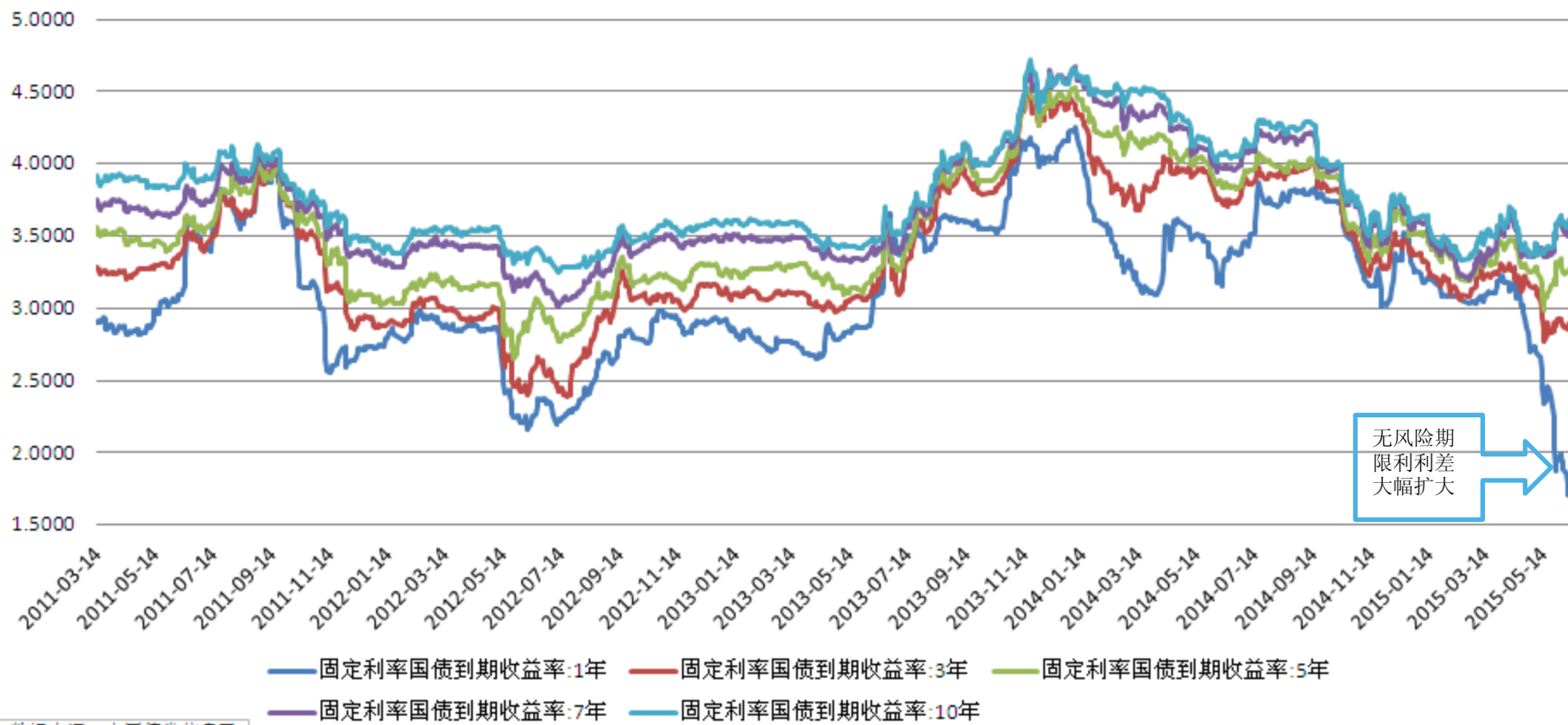
类别	债券数量(只)	债券数量比重(%)	债券余额(亿元)	余额比重(%)
国债(中债)	359	7.17	107,484.53	36.37
记账式国债(中债)	179	3.58	87,010.95	29.44
储蓄国债(中债)	36	0.72	6,019.38	2.04
地方政府债(中债)	144	2.88	14,454.20	4.89
央行票据(中债)	9	0.18	4,222.00	1.43
政策性银行债券(中债)	464	9.27	102,166.00	34.57
中国农业发展银行债(中债)	114	2.28	22,567.40	7.64
国家开发银行债(中债)	248	4.96	61,703.60	20.88
中国进出口银行债(中债)	102	2.04	17,895.00	6.06
商业银行债券(中债)	229	4.58	12,967.05	4.39
混合资本债(中债)	11	0.22	231.00	0.08
次级债(中债)	98	1.96	8,108.05	2.74
普通债(中债)	120	2.40	4,628.00	1.57
非银行金融机构债(中债)	30	0.60	971.00	0.33
国际机构债券(中债)	3	0.06	31.30	0.01
政府支持机构债(中债)	88	1.76	10,525.00	3.56
企业债券(中债)	2,279	45.53	30,246.54	10.23
中央企业债(中债)	169	3.38	6,175.15	2.09
地方企业债(中债)	2,094	41.84	23,984.50	8.12
集合企业债(中债)	16	0.32	86.89	0.03
中期票据(中债)	1,134	22.66	19,370.20	6.55
集合票据(中债)	14	0.28	26.94	0.01
资产支持证券(中债)	289	5.77	2,491.38	0.84
证券公司短期融资券(中债)	46	0.92	776.50	0.26
资本工具(中债)	60	1.20	4,233.20	1.43
二级资本工具(中债)	60	1.20	4,233.20	1.43
证券公司债(中债)	1	0.02	15.00	0.01
合计	5,005	100.00	295,526.64	100.00

2015年广义地方政府债务规模预计在20万亿左右，到期债务会在1.8万亿基础上会有所增加，据中金公司测算其中负有偿还责任债务约2.9万亿。

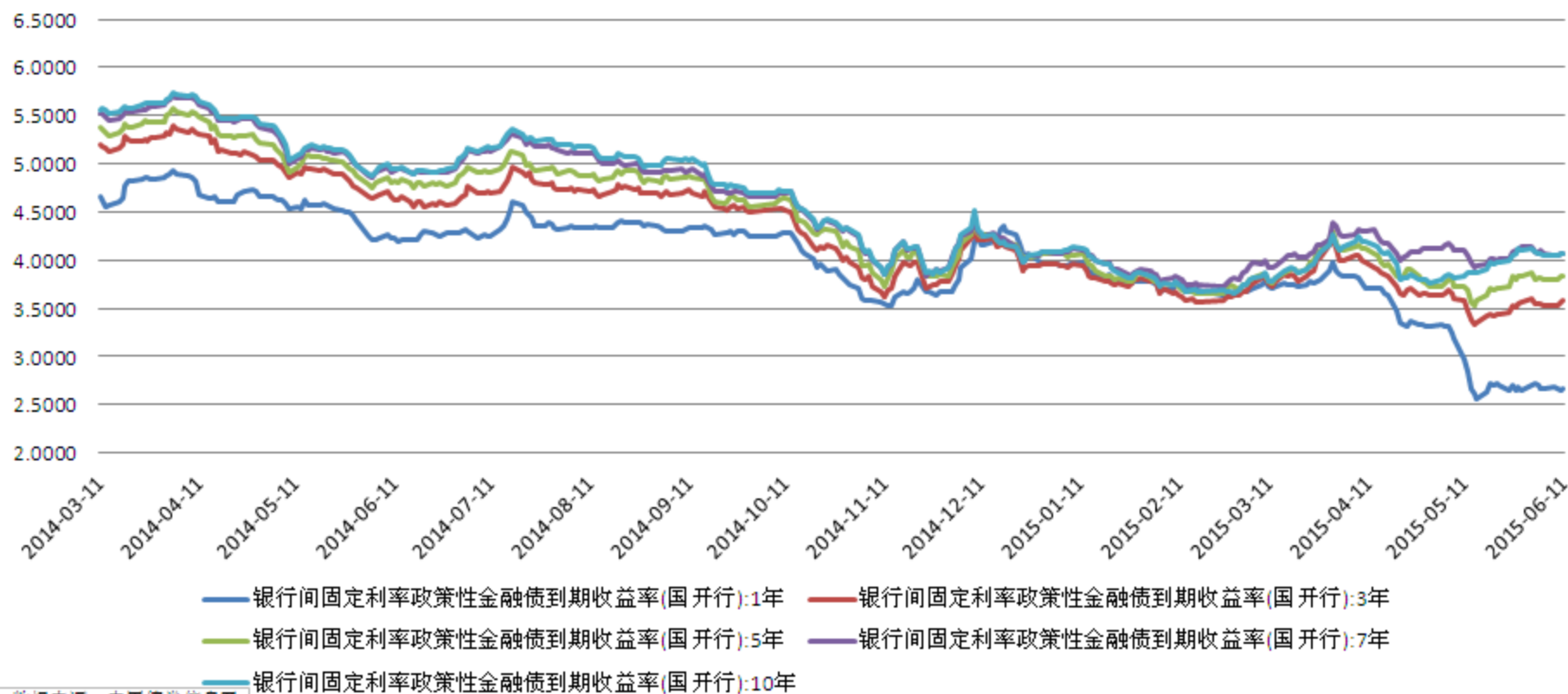
注：表中地方政府债是财政部代发

(三) 收益率走势

中债固定利率国债到期收益率

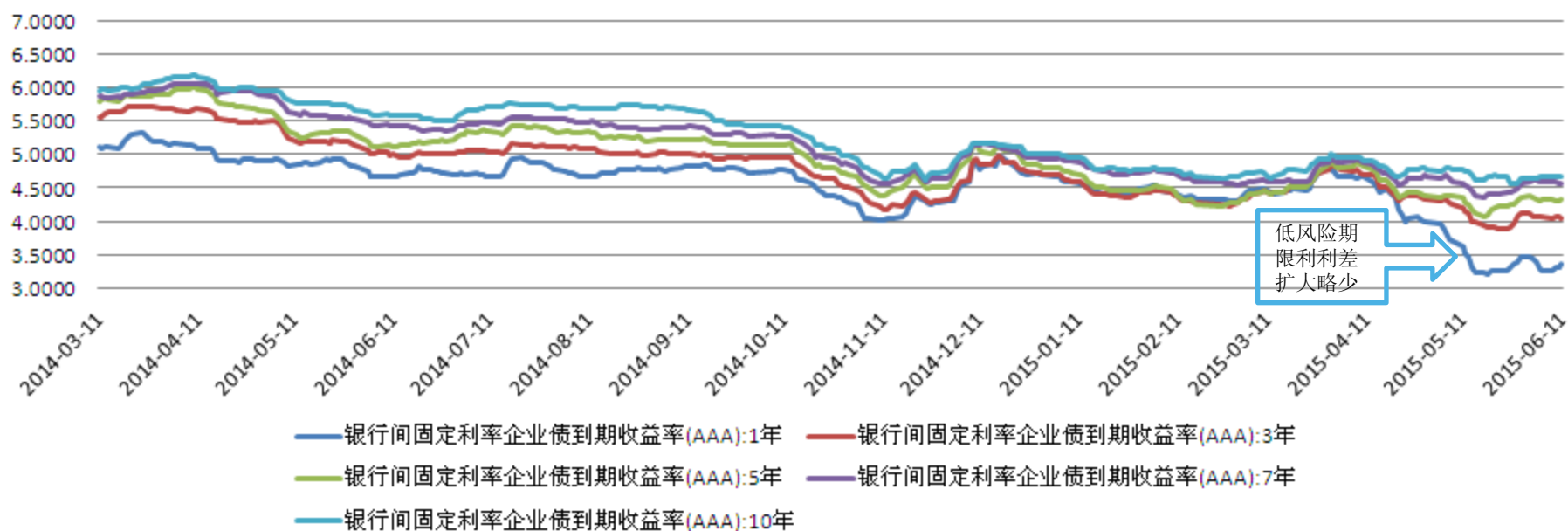


银行间固定利率政策性金融债到期收益率(国开行)



数据来源: 中国债券信息网

银行间固定利率企业债到期收益率(AAA)



数据来源: 中国债券信息网

债券到期收益率曲线出现非常明显的**陡峭化**走势，特别是作为无风险利率的国债到期收益率，从3月份开始便出现短期大幅下行，中长期大幅反弹的走势。1年期收益率从3.25%下降至1.71%，下降超过150BP；而5年期则从3.52%下降至3.27%，下降仅为25BP；10年期则从3月份反弹回年初的3.62%。

钓鱼竿
形态



主要原因

- A. 央行前期**降准及进行的公开市场操作**，向市场投放大量货币，造成资金面整体异常宽裕；经济数据仍未能显示宏观企稳，虽有部分数据出现企稳苗头，但工业方面仍不乐观，**市场整体收益率无法支撑高利率**。
- B. 经济回落风险及**商业银行风险偏好下降**，实体企业融资成本仍然高企，加之房地产市场拐点，商业银行大量资金积累却缺乏投放方向，造成短期资金极度宽裕。
- C. 债券一级市场**供给压力增加**，地方债置换对商业银行的资金占用及债券组合造成持续影响，第二批城投债置换量也已确定，对利率债挤出效应明显。
- D. 权益类产品价格继续大幅上升，市场投资者风险偏好加强，利率债需求放缓。

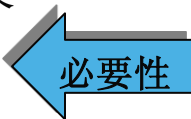
（四）地方债——重伤中长期国债的李鬼

去年全年债券发行不到9万亿，前5月债券发行4万亿，国债发行6000多亿元；债券总托管29.5万亿，国债托管8.69万亿。第一批地方债5月开始至8月置换**1万亿**，5月18日以来，14个地方政府发行了20批次的地方政府债券，**总额4,919亿元**。5月份发行了1,341亿元，6月份前两周发行了3,578亿元，远超国债发行量月均不到2,000亿元的规模。

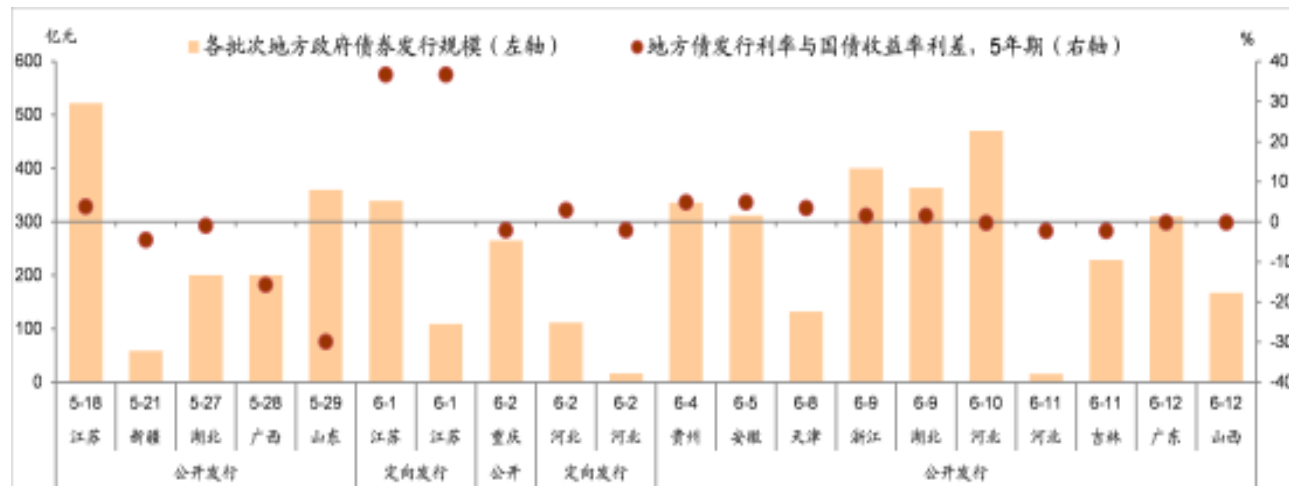


财政部6月10日公布了**第二批1万亿**的地方政府债券置换额度，和此前媒体报道一致。截至目前，**2万亿**地方政府债券置换额度已超出**2013年6月**审计结果中**2015年**到期量**1.86万亿**的规模。

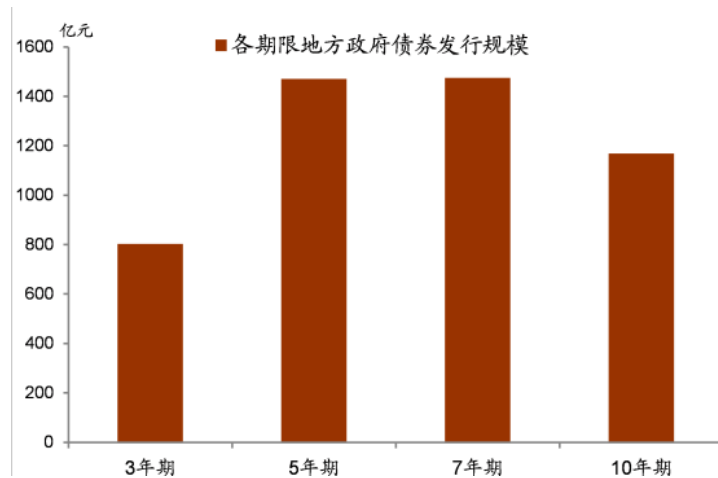
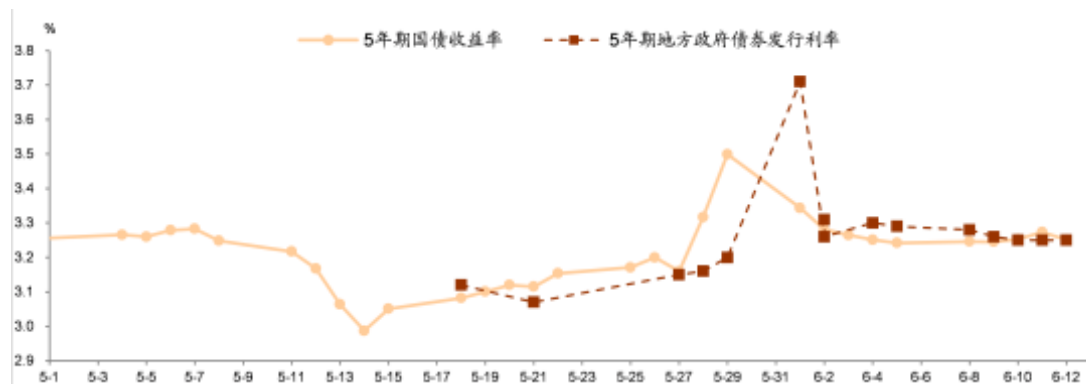
今年**到期的地方政府债务可能达到2.9万亿**。由于地方政府财政收入增长放缓，土地出让金收入大幅下滑，债务到期后，如果不进行置换会造成地方政府部门去杠杆，给经济带来紧缩效果。因此，预计财政部将进一步增加债务置换额度，允许到期债务全部置换。



根据中金公司估算，全年**3.5万亿元**的地方政府债券发行(包括计的**2.9万亿**置换债券和**6,000亿**新增债券)可以完成。截至目前已发行置换债券**3,627亿元**，主要采取**公开发行的方式**，**占比84%**。

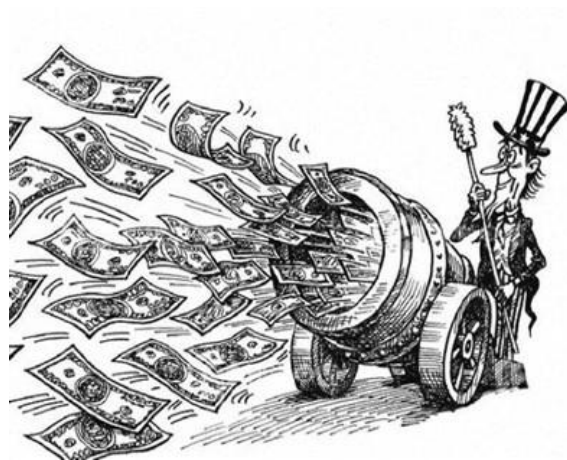
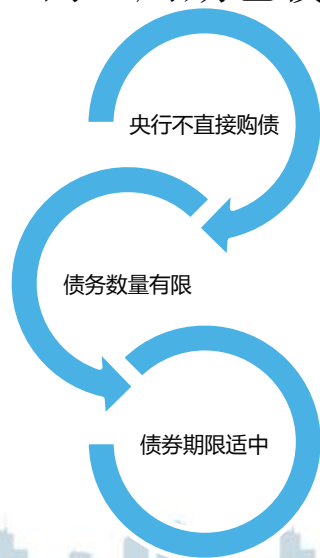


目前发行的地方政府债券，期限包括3/5/7/10年，加权平均期限约为6.5年，通过发行更长期限的债券，减轻了未来几年地方政府偿债压力，但增加了国债压力。



地方债置换≠QE

QE主要指各国央行通过公开市场购买政府债券、银行金融资产等做法。中央银行在实行零利率或近似零利率政策後，通过购买国债等中长期债券，增加基础货币供给，向市场注入大量流动性货币的干预方式。与利率杠杆等传统工具不同，量化宽松被视为一种非常规的工具。比较央行在公开市场中对短期政府债券所进行的日常交易，量化宽松政策所涉及的政府债券，不仅金额要庞大许多，而且周期也较长。



四、未来货币政策方向

（一）前期货币政策

经济
情况

2015年第一季度，中国经济**保持在合理区间运行**，经济增长与预期目标相符。就业形势稳定，居民收入同步增长。**结构调整持续推进**，第三产业比重进一步提高，新产业、新业态、新主体加快孕育，结构调整起步较早的企业、行业和地区走势较好。新的经济增长动力正在形成之中，但内生增长动力尚待增强，**下行压力仍然较大，物价涨幅有所回落**。第一季度国内生产总值（GDP）同比增长7.0%，居民消费价格（CPI）同比上涨1.2%。

货币
政策

继续实施**稳健的货币政策**，针对经济下行压力加大、外汇占款变化对流动性影响较大等复杂情况，**更加注重松紧适度**，适时适度**预调微调**，保持**中性适度的货币金融条件**，注重**优化流动性和信贷的投向和结构**。

货币
工具

综合运用**公开市场操作、短期流动性调节工具、中期借贷便利**等多种工具组合合理调节银行体系流动性。在人民银行分支机构全面推开**常备借贷便利**操作，完善中央银行对中小金融机构提供正常流动性的渠道。**普降金融机构存款准备金率**，**适当提供长期流动性**。运用多种工具组合有效弥补了因**外汇占款变化形成的流动性缺口**。同时，下调人民币存**贷款基准利率**，逆回购操作利率相应有所下降。

近期
目的

通过量价工具搭配共同**引导市场利率下行，降低社会融资成本**。完善差别准备金动态调整机制，对部分金融机构实施定向降准，加大再贷款、再贴现政策力度，加强信贷政策的结构引导作用，鼓励金融机构更多地将信贷资源配置到“三农”、小微企业及重大水利工程建设等**重点领域和薄弱环节**。同时，进一步完善个人住房信贷政策，稳步推进信贷资产证券化扩大试点。各项**金融改革**有序推进，存款利率浮动区间上限扩大至基准利率的1.3倍，《存款保险条例》正式出台，外汇管理体制深化改革进一步深化。

国际金融危机后全球经济进入长期的调整期，各经济板块运行逐渐显示出差异和分化。在经济“新常态”背景下，中国经济正处在新旧产业和发展动能转换的接续关键期。

短期看，经济运行中的矛盾和问题依然突出，经济面临下行调整的压力，但结构调整为中长期经济增长注入动力。总体看，中国经济体量大，韧性好，市场广阔，抗风险能力也比较强，通过推动大众创业、万众创新和扩大公共产品、公共服务供给形成的新双引擎将对经济增长形成支撑，宏观政策效果将逐步显现，中国经济有望保持持续健康发展。

经济
观点



（二）委员会人事变动

新一任央行货币政策委员会名单出炉

国务院6月15日下午发布了新一任央行货币政策委员会组成人员的名单，委员会主席将由央行行长周小川担任，委员包括肖捷（国务院副秘书长）、连维良（发展改革委副主任）、史耀斌（财政部副部长）以及央行副行长易纲、潘功胜，央行行长助理张晓慧，另外还包括王保安、尚福林、肖钢、项俊波、田国立、**樊纲**、**黄益平**、**白重恩**。

央行新闻稿称，现任货币政策委员会经济金融专家委员**钱颖一**、**陈雨露**、**宋国青**的任期已满，经国务院批准，任命樊纲、黄益平、白重恩为货币政策委员会委员。

这次入选的三位学者中，樊纲是中国经济体制改革研究会副会长，黄益平为北京大学国家发展研究院副院长，白重恩系清华大学经济管理学院副院长。



三人前期主要观点

6月，诺亚财富的一场宏观策略峰会上，**樊纲**曾表示，从**2011**年开始的新一轮的经济调整远远没有结束，**最快明年触底，后年算是结束这一轮低谷**。

他指出，当下的产能过剩还叠加了**2008**年刺激的遗留问题，再加上各种**紧缩性政策迟迟没有退出**，清理起来就比较困难。包括房地产限购、**20%**的银行存款限制、**3%**的利率成本等，与世界相比，很多国家利率为负。但是，中国利率依然是**3%**，有各种贷款限制和财政支出的紧缩性政策。

而据去年**12月30**日的《深圳特区报》报道，樊纲指出，当前的经济情况有点过于低迷，经济增长速度过慢，表现为**轻度的通货紧缩**。“政府应对与化解当前面临的经济与金融风险问题，措施不够积极。在针对经济过热时采取紧缩性政策是必要的，可以解决资产泡沫问题，但目前我国经济已呈现正常发展，许多紧缩政策如住房限购等应暂时退出舞台。”



财政
宽松

今年5月9日，黄益平在《证券日报》撰文《当前货币政策仍有放松和扩张空间》。在此文中，黄益平指出，目前的**实际利率在上升，原因就是利率下降的速度跟不上通胀下降的速度**。财政政策也一样，财政赤字占GDP的比重虽然在增加，但事实上**一系列改革措施使得财政政策实际在收缩**，比如控制地方融资平台等。本来经济下行的时候是要用货币政策、财政政策来稳增长，但是因为担心高杠杆率进一步上升，延缓了宏观政策的调整，导致增长速度下行超过预期。

对此，黄益平提出，高杠杆率值得担忧，但是货币政策、财政政策和宏观审慎政策不能混合在一起，而是各有分工。货币政策和财政政策负责宏观经济稳定，宏观审慎政策负责金融稳定。

“货币政策、财政政策看起来都在扩张，但实际上扩张的程度不够，甚至还在紧缩，仍有进一步扩张的空间。”

在经济增长下行的背景下，如何缓解企业融资难？对此，黄益平撰文表示，短期内要想缓解企业融资矛盾，需要**从总量上做文章，包括降准、降息**。短期内如果经济增长下行变成一个主要的风险，央行就应该放松货币政策。如果担心金融风险，可以采取资本充足率、贷款成数、拨备等宏观审慎监管措施。此外，他还提出，**尽快解决利率双轨制，积极推进良性化的利率市场化**。



双重
宽松

央行控制
量，市场
决定价

今年3月，**白重恩**接受采访评价2月份CPI或仍维持低位时表示，当前物价水平持续走低，货币政策还有进一步调整的空间，相关部门应把握机遇灵活使用货币工具，**增强流动性**，进一步缓解企业融资难题。

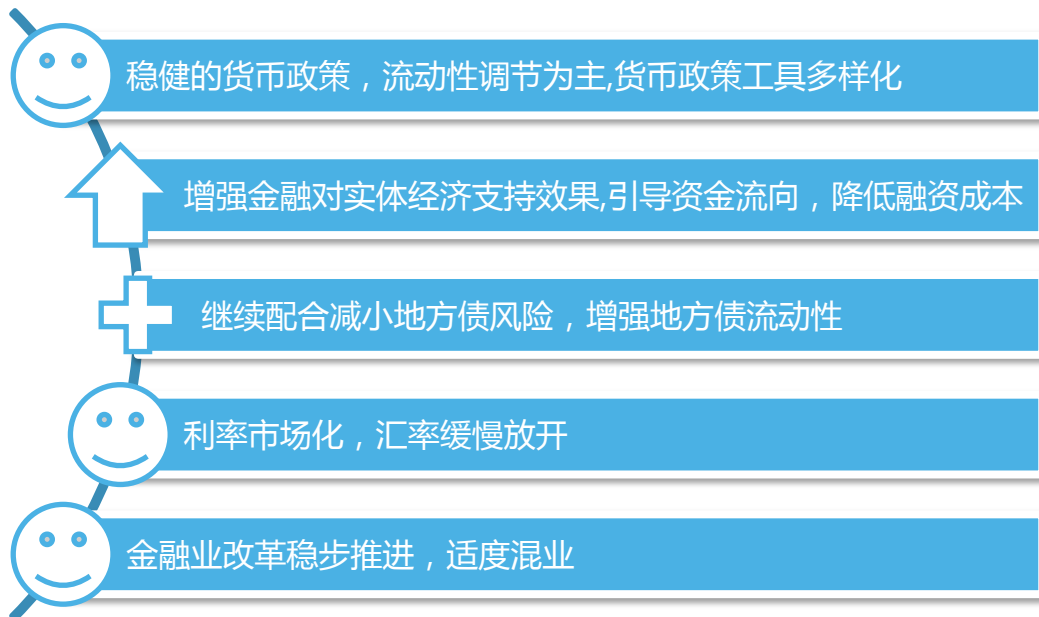
此外，白重恩还曾撰文表示，一个重要的衡量指标是增长的速度是否能够承载社会发展需要。这就要看经济增长能否创造充分的就业，而我们现在创造的就业仍然是比较充分的。所以，他认为**目前的经济增速是合适的，甚至再低一点也没有关系**。

白重恩同时认为，“大众创业、万众创新”应成为我国政府长期发展的重点。要维护公平的创新发展环境，在提供公众产品和公共服务时，如果政府做得过多会提高要素价格。



略温和

（三）未来货币政策方向判断



五、债券、股票、房地产方向

中期来看，地方债置换的**不利影响将会持续**，从量的角度来看，其新发规模巨大，规定发现时间紧迫，上万亿的新增置换对每个月发行量1000-2000亿的国债造成较大的挤出。此外，地方债置换也会影响到商业银行资产配置，迫使其减少中久期债券，同时也会迫使其提高风险偏好水平。

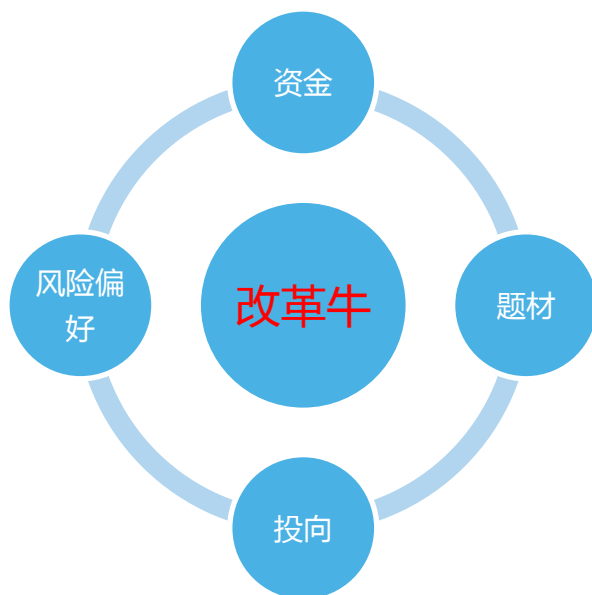
从长期来看，我国**经济增速放缓**已是事实，管理层不断调低GDP增速，同时经济转型也需要大量资金对新兴产业的支撑，高企的无风险收益率难以持续，中长期国债收益率走低是一个大的趋势。

从短期来看，股票市场对于资金的**分流效果非常明显**，股市保证金日均余额逼近3万亿，5月份投资者银证转账/银衍转账引起的资金变动金额达净流入9235亿元，这不但减少了债券市场资金，而且提高了资本市场整体的风险偏好和收益率水平，对债券市场产生不利影响。但是**股票市场涨速已经放缓**，从个股或板块估值来看，上方空间急速减小，牛市已经步入第二轮，震荡将会成为近期的主要走势。此外，监管层在不断支持股市的同时也陆续发文提醒防范风险。

综上所述，我们认为短期国债期货仍将面临一定压力，但现券市场出现企稳，下方空间不大；中期来看，地方债置换压力仍存，但在前期已被部分消化；长期来看，国债收益率仍有降低空间，特别是中长端会重新拐头下行。



（二）股票



改革——经济转型、结构更新

资金——央行前期投放的大量流动性

题材——改革转型、经济企稳预期

投向——房地产资金流出、实体经济失血

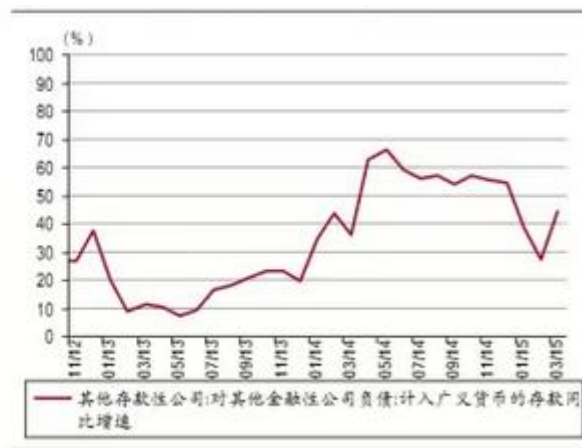
风险偏好——缺乏违约
风险偏好增加

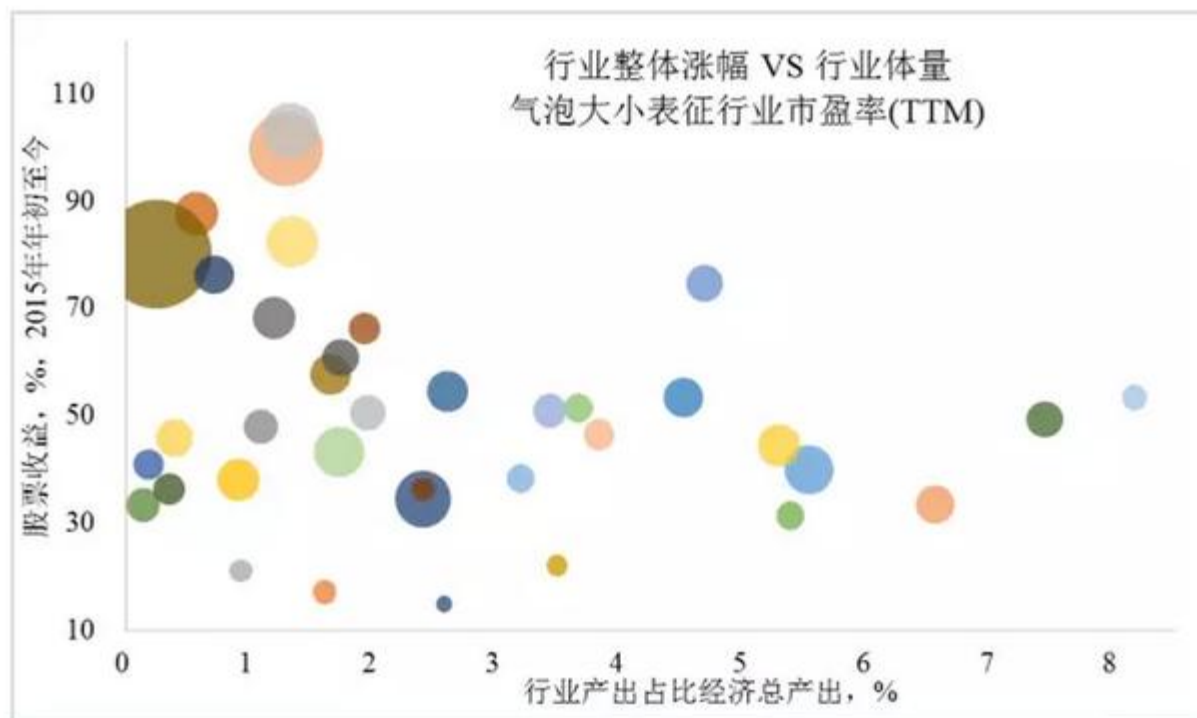


2007年,牛市资金来源于居民储蓄资金的转移; 2009年的经验, 牛市资金来源于增量货币所带来的溢出效应。

2014年**储蓄存款增速并未明显偏离M2增速**, 这意味着此轮牛市至少在开始阶段其主要的增量资金来源并非来自储蓄存款搬家。而对比2009年, 2014年以来的货币增速并不算高, 货币超发所引发的**溢出效应并不明显**。

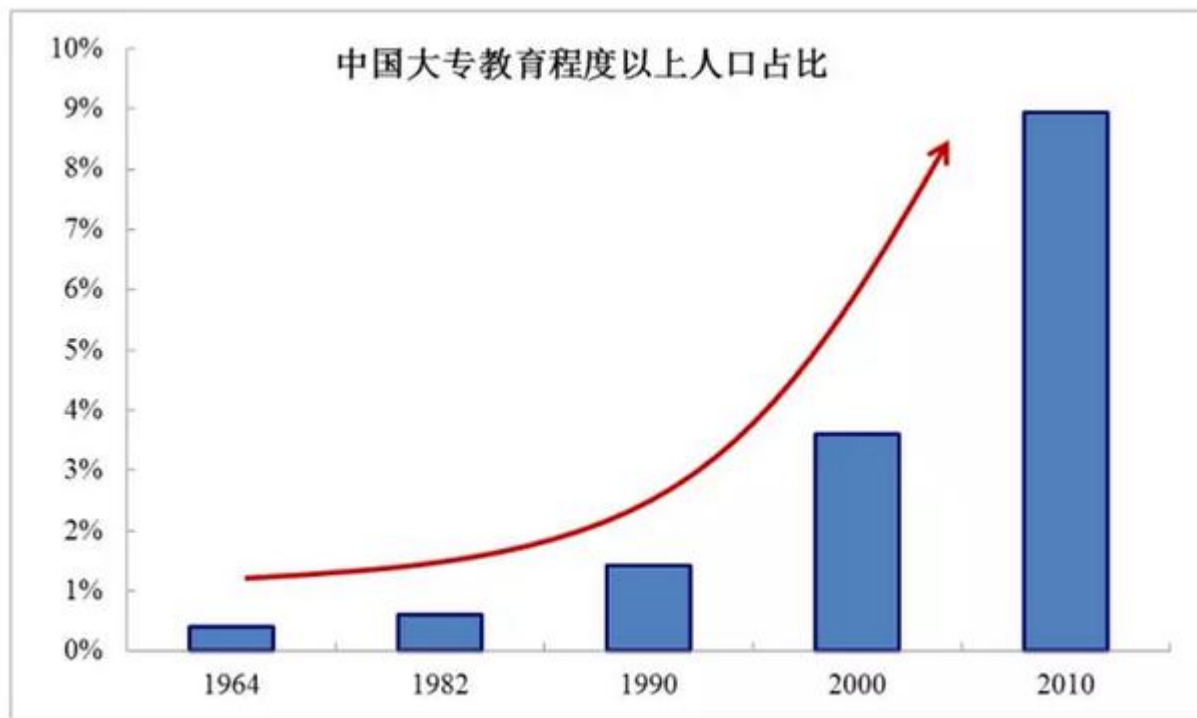
2014年以来金融部门资金的增速上升较为明显, 这意味着此轮牛市增量资金主要受益于**金融部门体系资金面的宽裕**。一方面受到央行货币政策定向宽松基调下所**释放的大量基础货币**的影响, 另一方面**实体经济回报大幅下降**造成过量**储蓄都集中于金融部门**中。





市场当前关注的宏观重点，并非经济能否有周期性的反弹、不是会否有基建投资拉动经济、地产能否企稳回升，而是小行业、创新型中小企业能否发展起来。换句话说，市场问的一个问题，是**经济转型**（新兴产业逐步壮大、替代传统产业成为经济支柱）这一件事能否发生。

资料来源：兴业证券宏观分析师王涵（如何看待中国经济转型：建设“罗马”的第二天）



单纯从劳动力数量来说，我们或许已经没有太多的红利，但是人口的素质的潜力是巨大的。

债权融资的特点，是低风险、固定回报。为什么银行不给中小企业融资？因为中小企业失败率很高，假设10笔贷款发出去，五年之后借款的10家小企业只有三家活下来了，即使这3家每年都有8%的利息也不够覆盖其他的七比贷款损失。但如果从股权投资角度来说，做10比PE/VC投资，如果其中9比投资失败，但有一家投资的小企业上市了、投资回报30倍，那么这一笔投资就足够覆盖其余9比投资失败的损失。所以**创新型创业融资是靠股权融资**，这也是为什么股权市场在这轮转型过程中非常重要的原因。





E. 标普数据显示，市场估值向上、但是盈利不起来，这样的阶段通常能够持续1-2年。从这个角度来讲，中国市场到这个阶段，估值的提升可能已经到了一个**市场耐心的极限**。

A. 资金的**短期化、与转型的长期性**之间的矛盾，增加**流动性错配**风险。估值达到心理承受上上限时，**波动率上升**的风险。（金融改革及外汇占款减少，导致存款扩张变慢、居民存款流失，银行的负债端在不断变短，全社会的资金期限都变短了。）

B. 股票市场总体来说是改善私人部门资产负债表，但**加杠杆**同时**成本高于平均收益**会导致问题出现，所以监管层在这个点加大对两融，配资的监管。

C. **政府要的是企业融资，而股民要的是股价上涨。**

D. **股权市场过度分流资金，实体及存量债务失血，整体经济信用风险上升。**股权市场是为新经济融资的，债权市场是为旧经济融资、为存量债务进行展期的。大盘高点位后，政府支持开始转移。**股市不能挡了债市的路，不能挡了贷款的路，这是核心。**

未来判断

市场逐步理性，资金流入趋缓

蓝筹股中长期上涨趋势不变

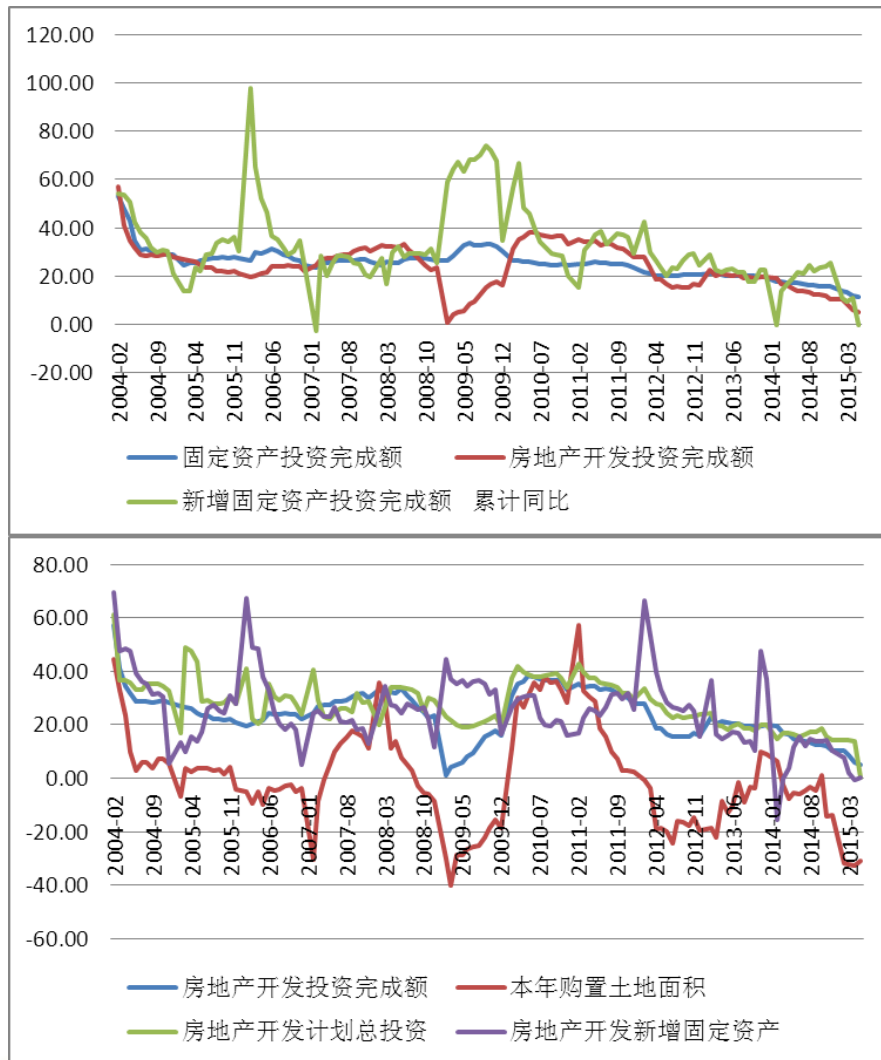
震荡逐步加剧，套利机会增加

板块个股继续分化，高估值股将会大幅调整

转型结果仍未知



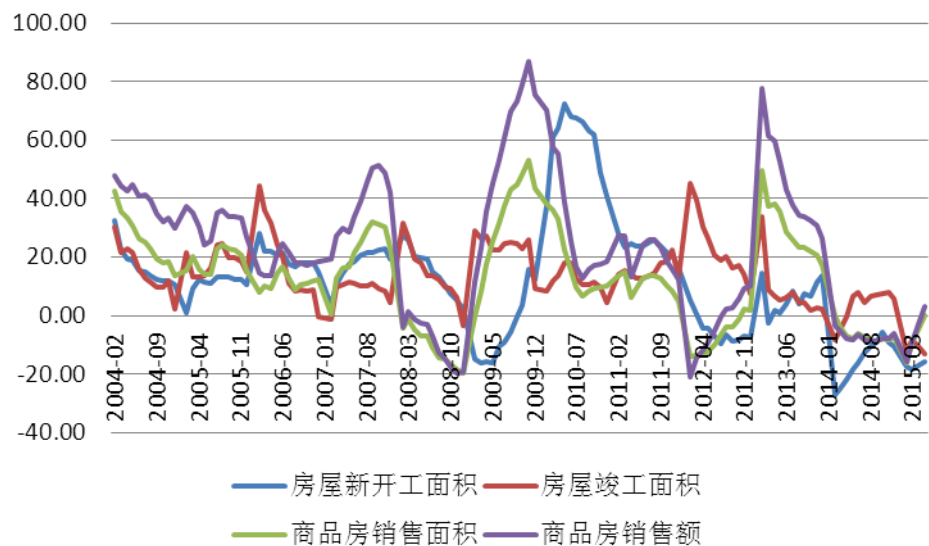
(三) 房地产



2015年1-5月份，全国固定资产投资（不含农户）171245亿元，同比名义增长**11.4%**，增速比1-4月份回落0.6个百分点。从环比速度看，5月份固定资产投资（不含农户）增长0.86%。

全国房地产开发投资32292亿元，同比名义增长**5.1%**，增速比1-4月份回落0.9个百分点。其中，住宅投资21645亿元，增长2.9%，增速回落0.8个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为67.0%。

1-5月份，房地产开发企业土地购置面积7650万平方米，同比**下降31.0%**，降幅比1-4月份收窄1.7个百分点；土地成交价款2192亿元，**下降25.8%**，降幅收窄3.3个百分点。



1-5月份，商品房销售面积35996万平方米，同比**下降0.2%**，降幅比1-4月份收窄4.6个百分点。商品房销售额24409亿元，**增长3.1%**，1-4月份为下降3.1%。商品房销售额15个月来首现正增长。

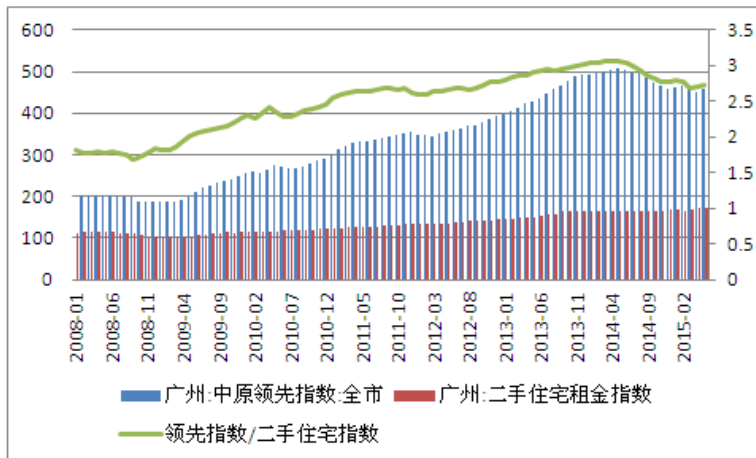
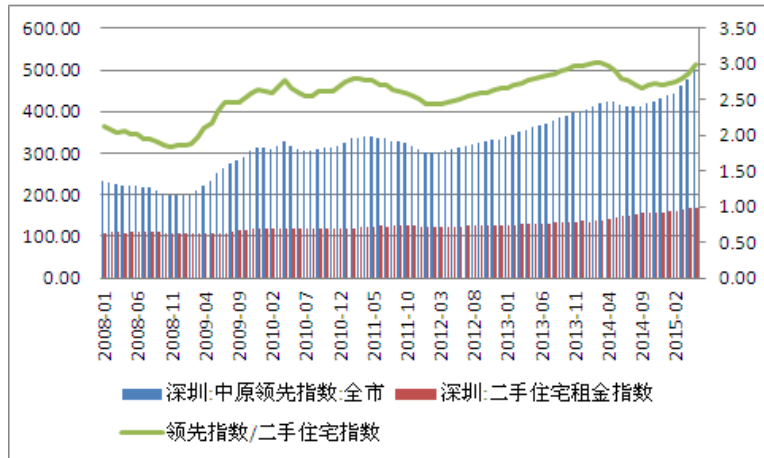
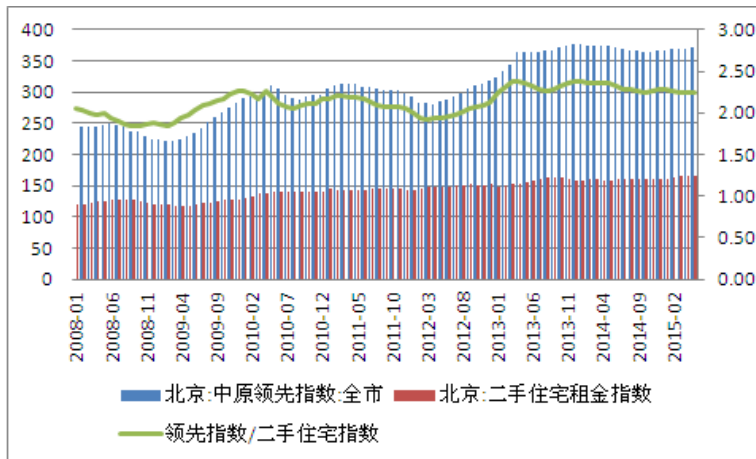
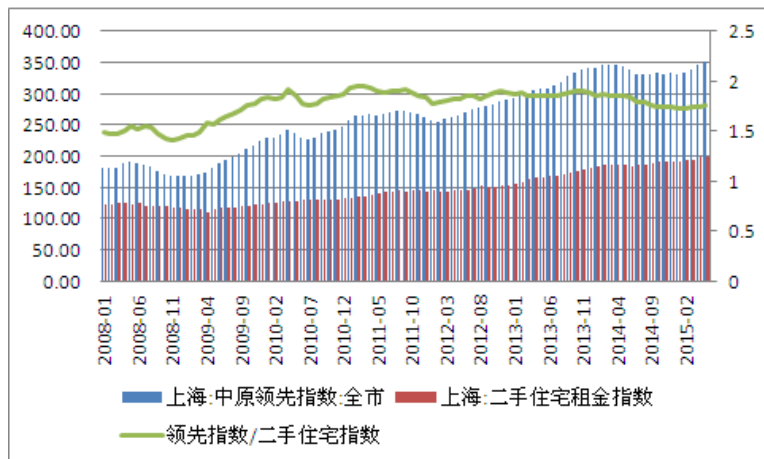
5月末，商品房待售面积65666万平方米，比4月末减少15万平方米。

1-5月房屋新开工面积同比**下降16%**。

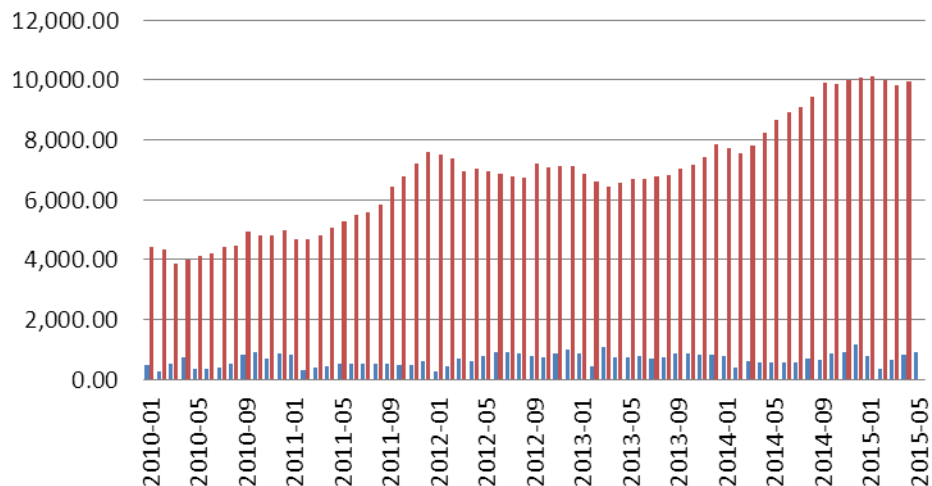
国房景气指数



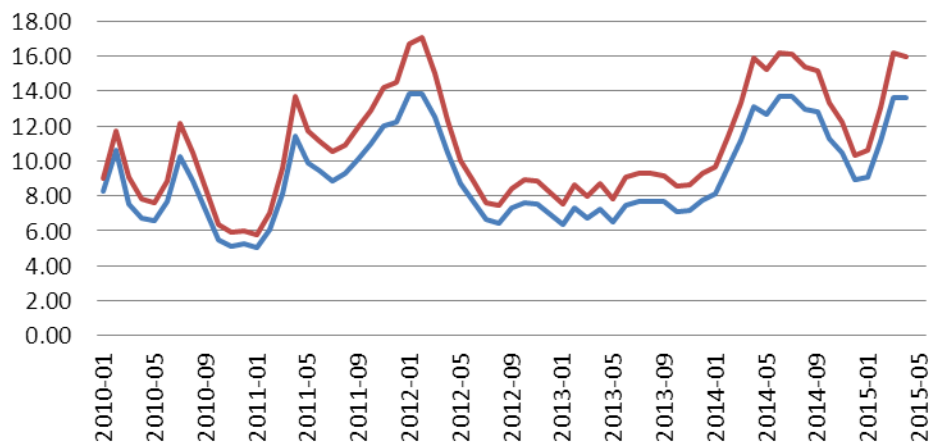
5月份，国房景气指数为**92.43**，比上月回落**0.13**点。



一线城市房地产价格未出现明显回落，深圳涨幅靠前。



■ 十大城市:商品房成交面积:当月值 ■ 十大城市:商品房可售面积:当月值
Wind数据库



— 十大城市:商品房存销比(套数):当月值
— 十大城市:商品房存销比(面积):当月值
Wind数据库

4月份，十大城市商品房存销比15.97，较3月份回落0.18。
去库存



贷款利率多次下行

舆论宣传

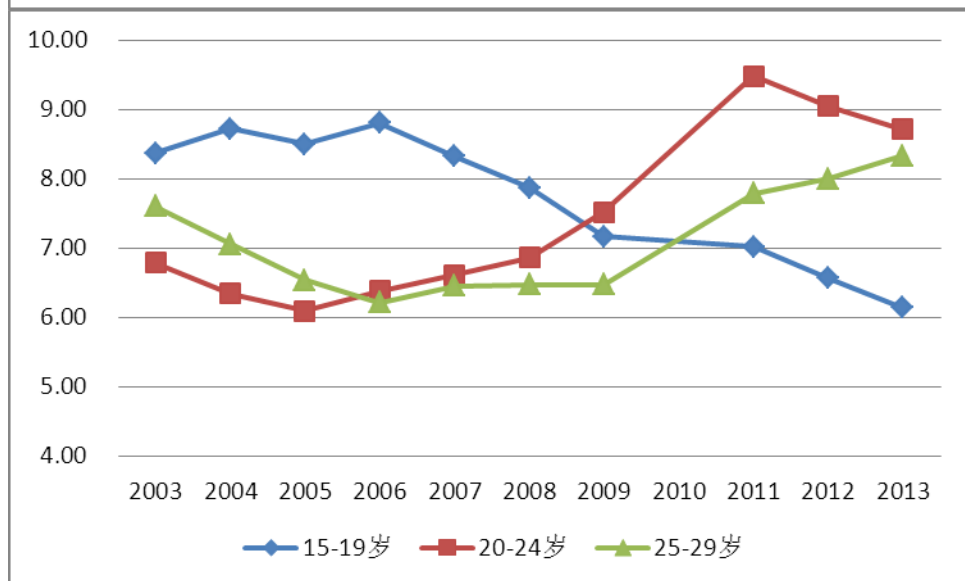
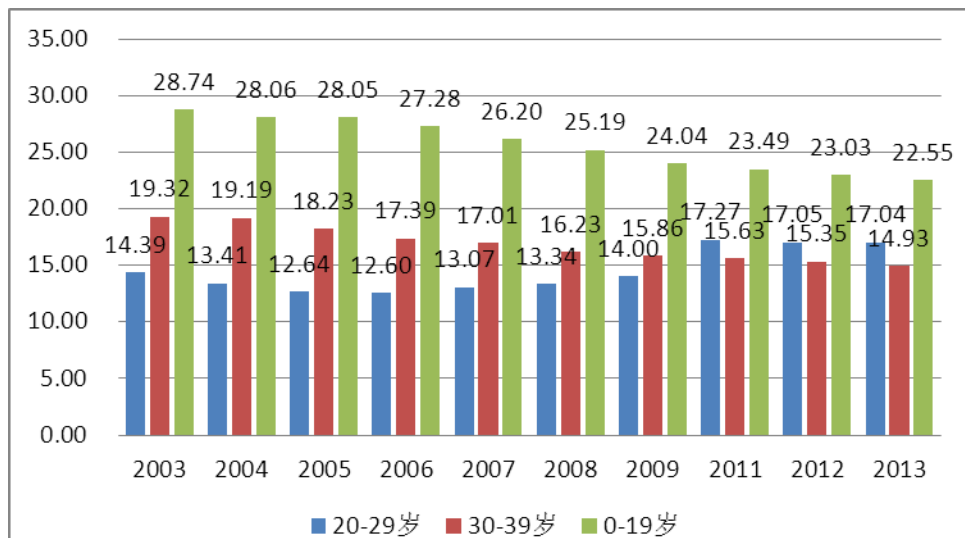
市场流动性宽裕

权益类市场价格大幅上涨

首先，目前商业房贷和公积金贷款基准利率分别为**5.65%**和**3.75%**，已跌破**2009**年的历史最低水平。从过去境内外楼市的市场周期看，利率底部一般会引领楼市底部；

其次，国家统计局解读**5**月数据时，强调楼市销售回升，购房者信心恢复和先行指标向好（尽管向好迹象并不明显），这颇有引导舆论呵护楼市的意味；

最后，下半年通胀水平难破“**2**”，实际利率仍将维持低位，而开发贷款条件放松，债权股权融资快速增长，资金环境继续友好将助推供销活跃。



中国人口结构逐渐改变，购房主力人口(25岁至49岁之间人群)将在明年达到峰值，随后就会开始下降，而与此同时还有大量超过需求数量的新公寓投放市场。

国内学者表示，中国25岁至49岁人口数量将在明年达到5.68亿的峰值，随后在2020年降至5.43亿，到2025年降至5亿以下，而在2010年该数据是5.47亿人。

历史上其他国家劳动年龄人口下降和房地产泡沫破裂之间看上去存在相关性。



短期判断：

下半年楼市将继续着力于夯实弱势企稳的基础，**去库存仍是楼市主题**；销售**止跌趋势形成，但反弹幅度会非常小**；原有楼市政策的边际效应减退，加上过去几年高地价给房价带来的压力，将是制约楼市销售难以显著回升的主要原因。

据此可以判断，楼市**分化将继续加剧**，一线城市会告别“火热”，但下半年量价可能继续上升，多数二线城市楼市有望止跌企稳，实现销售正增长，而其他城市依旧疲软。



依托大地 共创未来

谢谢！

2015.6.15 中国·杭州

依托大地 共创未来