

中国宏观简评

降准之后，市场为什么还很焦虑？

近半年多来，各项监管政策同时收紧作用下，实体经济出现了较大的“融资缺口”。如我们近期发布的下半年宏观展望中所述¹，去年11月以来，多项“去杠杆”政策叠加带来了明显的紧缩效应，包括资管新规的发布、对非标资产的监管收紧，以及严控地方政府及开发商融资等。由此，调整后社融同比增速从去年11月的14.0%下降至今年5月的11.6%，季度环比折年增速更是近四个月都徘徊在8-9%左右的水平，显示金融条件可能已经过快收紧。其中“非标”信用渠道大幅收缩，拖累社融增速下降1.8个百分点。具体来看，今年1-5月，非标融资（信托贷款、委托贷款及未贴现的银行承兑汇票）同比已经少增2.8万亿（图表1）。从目前的政策取向来看，非标资产收缩仍将给社融增速带来持续、大幅的紧缩压力，而政策紧缩带来的可观“融资缺口”使得企业现金流状况已在边际恶化——M1同比增速已从去年初的21.4%急速下降至5月的6.0%，而环比增速在0%左右。在快节奏“去杠杆”的压力下，很多企业与地方政府平台资金链过快收紧，而信用债市场违约事件频发即是一个征状²。

值得警惕的是，金融条件过快收紧、包括金融市场震荡可能会陷入“恶性循环”。近期金融市场震荡有所加剧——债市信用利差急剧走阔，股票估值中枢也快速下沉，表示企业股权、债券的融资成本均明显上升，这本身进一步收紧企业的融资条件（图表2及3）。另一方面，5月以来信用债发行几乎冻结、股权融资也明显减少，进一步加剧了紧缩压力（图表4及5）。如果金融条件继续过快收紧，考虑到中国的信用债市场流动性较差、且退出机制并不完善，信用事件的“蔓延”风险可能几何性上升。

在外需不确定性上升的环境下，大幅快速收紧内需的政策导向不可持续。近期美、中两国先后宣布同等规模（500亿美元）、同等力度（加征25%关税）的贸易保护措施，随后美国进一步宣布可能扩大征收范围至2000亿美元。此外，据媒体报道，美国未来可能计划限制外国投资美国的科技企业³。目前来看，中美贸易摩擦可能会成为相当长时间内的常态，且欧洲地缘政治等风险短期内也很难快速消退，因此中国过快收紧内需的政策空间也较为有限。

考虑到社融增速快速下滑、金融条件明显收紧已半年有余，目前政策“微调”虽然边际上有所帮助，但调整节奏与幅度尚不足抵消近期持续的紧政策及强监管带来的压力。我们认为宏观政策亟需更快、更大幅度的调整，以尽快回归真正意义上的“稳健中性”取向。今年上半年，货币条件收紧的节奏和力度有些过于猛烈，而经济增长和通胀往往会滞后于金融条件收紧而下降，因此宏观政策有必要更加及时、果断地做出更大幅度的调整。往前看，为对冲银行资产“跑步回表”带来的紧缩效应，下半年表内信贷额度或将上调，但值得注意的是，银行信贷扩张仍明显受到资本金要求的约束。因此，我们认为央行有必要及时进一步降准、并加大降准幅度（无论名义上是否为“定向”）。如我们此前多次所述，降低存款准备金率将有助于提高货币乘数，同时减轻银行资金成本、增厚银行利润、提高银行发放信贷及冲销坏账的能力。在政策执行层面，尽快颁布资管新规细则将有助于为金融去杠杆提供更具可操作性的指引。此外，广义上财政政策也有更加宽松的空间，以免对货币信贷增长造成抑制——一方面财政支出已明显滞后于年初预算安排，下半年仍需加速；另一方面，加快专项债及政策性银行债等国家信用发行也是补充“融资缺口”的可行措施。

分析员

易恒

SAC 执证编号: S0080515050001
SFC CE Ref: AMH263
eva.yi@cicc.com.cn

分析员

刘雯琪

SAC 执证编号: S0080517080001
SFC CE Ref: BIU684
wenqi.liu@cicc.com.cn

分析员

梁红

SAC 执证编号: S0080513050005
SFC CE Ref: AJD293
hong.liang@cicc.com.cn

近期研究报告

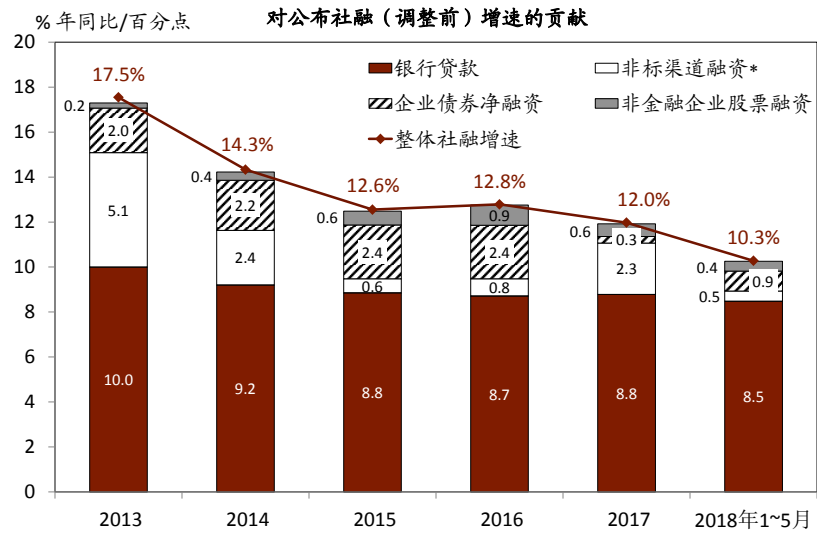
- 宏观经济 | 表观利润增速稳健，但不无隐忧 (2018.06.27)
- 宏观经济 | 工业生产指标涨跌互现；央行加大净投放力度 (2018.06.24)
- 宏观经济 | 央行再次大范围降准 50 个基点 (2018.06.24)
- 宏观经济 | 贸易摩擦再度升温；全球金融条件收紧 (2018.06.24)
- 宏观经济 | 静待政策调整 (2018.06.19)

¹ 请参见我们 2018 年 6 月 20 日发布的中国宏观专题报告《静待政策调整|2H2018 宏观展望》

² 请参见我们 2018 年 5 月 27 日发布的中国宏观简评《又见债务违约|再谈对信用债市场震荡的一些思考》

³ <http://www.mofcom.gov.cn/article/ae/ag/201806/20180602759593.shtml>

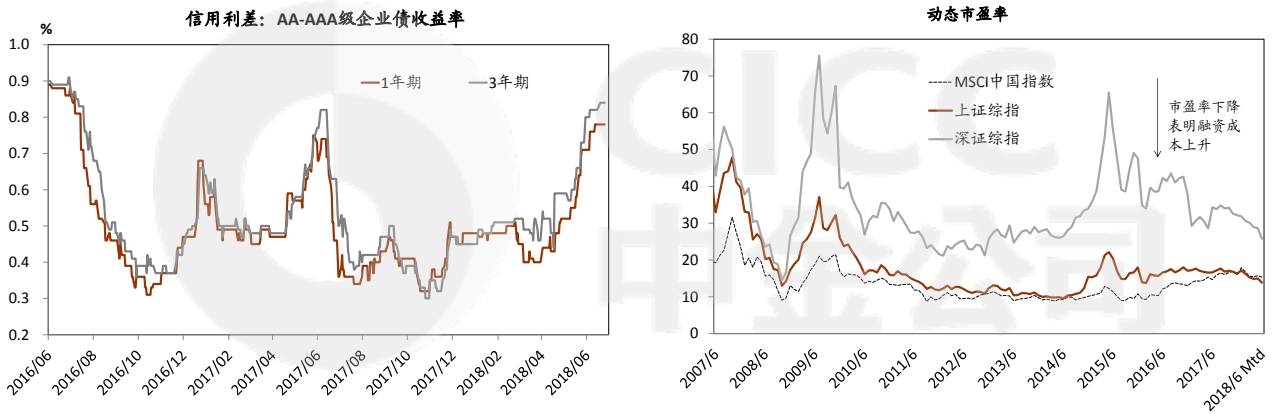
图表1: 非标融资渠道快速收缩是导致社融增速明显放缓的主要原因



* 非标渠道融资包括信托贷款、委托贷款及未贴现的银行承兑汇票。

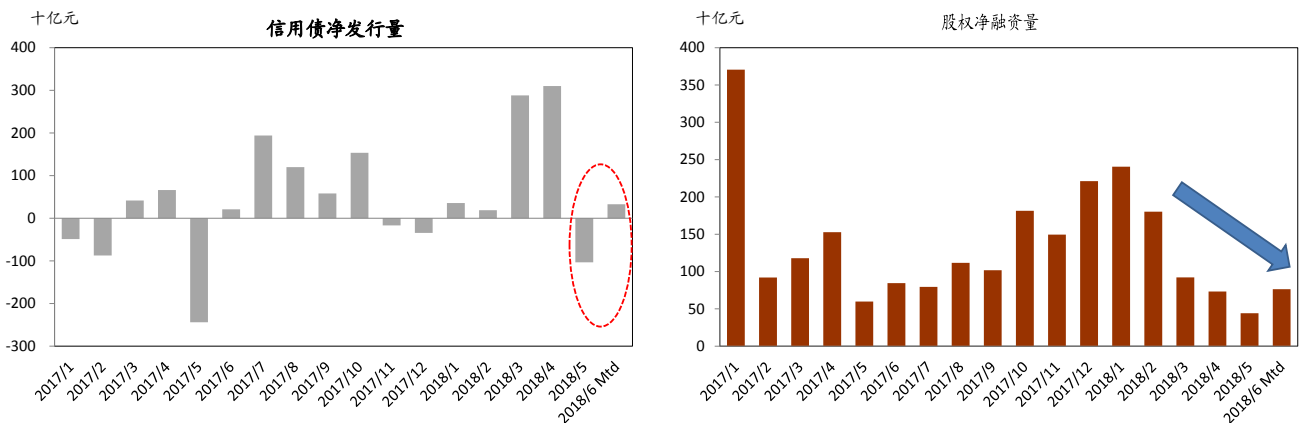
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表2及图表3: 近期金融市场震荡加剧, 融资成本明显上升



资料来源: CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

图表4及图表5: 5月以来信用债发行几乎冻结, 股权融资亦明显减少



资料来源: CEIC, 万得资讯, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室
邮编: 200021
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196
传真: (86-21) 6386-1180

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心B座13层1311单元
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室
邮编: 200120
电话: (86-21) 2057-9499
传真: (86-21) 2057-9488

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号
凯德广场西塔21层02/03号
邮编: 710065
电话: (+86-29) 8648 6888
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC
中金公司