



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2017 年第 96 期 总第 541 期

合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话: 0551—63753813
服务邮箱: xtresearch@xtkg.com
公司网站: <http://www.xtkg.com/>
联系地址: 安徽省合肥市政务区
祁门路 1688 号兴泰金融广场 2206 室

2017 年 09 月 01 日 星期五

更多精彩 敬请关注
兴泰季微博、微信公众号



国内财经	2
8 月份制造业 PMI 回升至 51.7%	2
央行: 9 月 1 日起新发同业存单期限最长 1 年.....	2
国际财经	4
美国二季度经济增速反弹.....	4
67 次提到中国 印度欲效仿中国打造经济特区.....	4
股票市场	5
沪指跌 0.08% 银行股拖累大盘.....	5
纳指标普连涨五个月.....	5
热点聚焦	6
70 余家企业达成债转股协议 力推国企混改.....	6
地方版扩大开放利用外资政策陆续发布.....	7
行业动态	8
中信登: 9 月 1 日起正式启动信托登记.....	8
融资租赁或由商务部划转银监会管理.....	9
区域新闻	10
湖北自贸区武汉片区启动 51 项金融改革.....	10
合肥知识产权法庭挂牌运行.....	10
深度分析	11
再议非典型经济周期.....	11

国内财经

8 月份制造业 PMI 回升至 51.7%

8 月 31 日国家统计局服务业调查中心和中国物流与采购联合会发布了中国采购经理指数。8 月份, 制造业 PMI 为 51.7%, 为年内次高点, 比 7 月份上升 0.3 个百分点, 高于去年同期 1.3 个百分点, 中国非制造业商务活动指数为 53.4%, 比上月回落 1.1 个百分点。

国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河表示, 从数据可以看出, 制造业总体保持稳中向好的发展态势。非制造业主要是受不利天气等因素影响, 建筑业生产活动有所放缓, 但与去年同期基本持平, 继续保持在临界点之上, 非制造业总体仍延续扩张态势。

具体来看, 供需双双继续改善。生产指数和新订单指数为 54.1% 和 53.1%, 分别比上月上升 0.6 个百分点和 0.3 个百分点。在国内市场向好的带动下, 进口稳中有升。进口指数为 51.4%, 比上月上升 0.3 个百分点, 为年内高点。同时, 装备制造业保持较快增长, 制造业继续向中高端迈进。装备制造业 PMI 为 52.8%, 与上月持平, 高于制造业总体 1.1 个百分点。其中, 专用设备制造业和电气机械制造业 PMI 分别高于上月 4.3 个百分点和 1.0 个百分点, 且均处于较高景气区间, 实现快速增长。此外, 结构调整不断推进, 部分传统行业生产经营状况有所好转。

兴业证券首席宏观分析师王涵表示, 从企业规模来看, 8 月份大型企业与中小企业 PMI 的分化仍较明显, 但中型企业反弹 1.4 个百分点。首先, 供给侧结构性改革推进过程中, 中小企业限停产导致需求被“让渡”给大企业, 大企业供需关系的改善和盈利回升引导生产回升, 这一分化目前仍较明显。其次, 受高利率驱动, 中小企业可能有复产动力, 但可能是短期反复的。如果供给侧结构性改革持续强力推进, 分化可能仍将延续, 需继续观察。

央行: 9 月 1 日起新发同业存单期限最长 1 年

央行发布公告称, 自 2017 年 9 月 1 日起, 金融机构不得新发行期限超过 1 年(不含)的同业存单, 此前已发行的 1 年期(不含)以上同业存单可继续存续至到期。有数据显示, 在 8.4 万亿元同业存单存量中超过 1 年期限的占比仅为 1.67%。专业人士普遍认

为，新规对市场影响有限。

根据公告，为引导同业存单市场规范有序发展，中国人民银行决定将《同业存单管理暂行办法》(中国人民银行公告〔2013〕第 20 号公布)第八条“固定利率存单期限原则上不超过 1 年，为 1 个月、3 个月、6 个月、9 个月和 1 年，参考同期限上海银行间同业拆借利率定价。浮动利率存单以上海银行间同业拆借利率为浮动利率基准计息，期限原则上在 1 年以上，包括 1 年、2 年和 3 年”的内容修改为“同业存单期限不超过 1 年，为 1 个月、3 个月、6 个月、9 个月和 1 年，可按固定利率或浮动利率计息，并参考同期限上海银行间同业拆借利率定价”。

央行金融研究所所长孙国峰表示，此次将同业存单的期限明确为不超过 1 年，有利于适当缩短同业存单业务期限，促使同业存单回归其调剂金融体系内部资金余缺的本质属性，避免金融资源长期在金融体系内流转，加大金融支持实体经济的力度。同时，也与《关于规范金融机构同业业务的通知》中“同业融资业务最长期限不得超过 1 年”的要求保持一致。此外，通过鼓励金融机构发行 1 年期(含)以内的浮动利率同业存单，并参考上海银行间同业拆借利率(Shibor)定价，也有利于进一步培育货币市场基准利率。

[返回首页](#)

国际财经

美国二季度经济增速反弹

美国经济在一季度开局不利情况下，二季度实现强劲反弹。美国商务部 30 日公布的修正数据显示，由于美国经济主引擎个人消费表现强劲，今年二季度美国经济按年率增长 3.0%，高于此前预计的 2.6%，经济增速创下 2015 年第一季度以来新高。

个人消费开支占美国经济的比重超过七成，其二季度增速高达 3.3%，高于此前预计的 2.8%，增速创一年来新高。这意味着美国经济复苏基础较为稳固。

企业投资增长强劲也是二季度美国经济增速大幅反弹的重要推动力。当季，非住宅固定投资增速达 6.9%，高于此前预计的 5.2%。

鉴于目前的经济形势，市场预期美联储将在 9 月启动“缩表”计划，收缩其在次贷危机后膨胀至 4.2 万亿美元的资产负债表，并在 12 月再次加息，以逐步退出宽松货币政策。

67 次提到中国 印度欲效仿中国打造经济特区

印度政府智库“改造印度国家研究院”提出了三年行动计划。这份经由印度财政部发布的报告共提到“中国”67 次，显示印度政府正在参考中国模式以发展印度经济，报告不只是赞扬和承认中国的经济实力，还点出了印度的不足之处。

该计划由莫迪直接领导的印度政府智库、影响力最大的智囊团 Niti Aayog 提出，时间跨度从 2017-2018 财年到 2019-2020 财年。据报道，报告内容涉及从建立经济特区到提供就业机会、从打造世界一流大学到发展现代化城市、从提高通讯技术到加强软实力等中国发展的多个方面。莫迪及中央政府的多名部长已在 4 月审查上述行动计划草案，他们的意见也被纳入这项由总理办公室委托研究的行动计划。

报告强调，有必要“复制”中国于沿海地区设立的大型经济特区，在印度东岸和西岸效仿中国的大型经济特区，建立两个就业区以发展制造等产业。并称“印度制造”要取得成功，就须像中国和一些其他国家那样，为全球市场生产产品。为此，印度产品须具有竞争力。

[返回首页](#)

股票市场

沪指跌 0.08% 银行股拖累大盘

8 月 31 日 (周四), 沪指整体呈现探底回升走势, 早盘受银行股、保险股以及白马股全面回调影响, 沪指曾一度跌 0.60% 失守 5 日线。次新股带动市场人气, 银行股、保险股、酿酒和家电等早盘跌幅靠前的板块跌幅收窄, 周期股再次集体上涨, 券商股拉升, 沪指跌幅收窄。

盘面上, 高送转、次新股、电子制造等板块概念活跃; 白酒、银行、中字头股票等概念板块跌幅居前。

截至收盘, 沪指报 3360.81 点, 跌 2.82 点, 跌幅 0.08%, 成交 2691 亿元; 深成指报 10816.64 点, 涨 2.71 点, 涨幅 0.03%, 成交 2768 亿元; 创业板报 1849.38 点, 涨 10.75 点, 涨幅 0.58%, 成交 768 亿元。

纳指标普连涨五个月

美股周四收高。经济数据强劲、税改前景好转, 帮助市场克服了对地缘政治风险的担忧情绪。

经济数据方面, 美国劳工部宣布, 美国上周首次申请失业救济人数增加 1000, 总数攀升至 23.6 万。连续四周移动平均的首次申请失业救济人数减少 1250, 降至 236, 750 人。市场预期上周首次申请失业救济人数为 23.5 万。另一份数据表明, 美国 7 月消费者开支增长 0.3%, 个人所得增长 0.4%, 储蓄率从 3.6% 下降至 3.5%。

截至收盘, 道指涨 55.67 点, 或 0.25%, 报 21948.10 点; 标普 500 指数涨 14.06 点, 或 0.57%, 报 2471.65 点; 纳指涨 60.35 点, 或 0.95%, 报 6428.66 点。

周四是 8 月份的最后一个交易日, 截止收盘, 本月道指累计上涨 0.3%、标普 500 指数小幅收高、纳指累涨 1.3%。

[返回首页](#)

热点聚焦

70 余家企业达成债转股协议 力推国企混改

近日，国资委召开中央企业降低杠杆工作视频会议指出，要积极稳妥开展市场化债转股。

据国家发改委数据显示，截至目前，在市场化债转股方面，各类实施机构与钢铁、煤炭、化工、装备制造等行业中具有发展前景的 70 余家高负债企业积极协商谈判达成市场化债转股协议，协议金额超过 1 万亿元。这些协议的落地实施不仅可以推动企业杠杆率下降，而且会有力推动国有企业混合所有制改革，有助于建立企业负债杠杆自我约束长效机制。

“从目前来看，市场化债转股得到了监管部门的高度重视，也出台了一系列政策，但是，政策落地的细则还不够明确，只有五家商业银行成立了具体的转股机构，签约项目成功落地的比率还比较低。”上海财经大学银行系教授曹啸表示，随着日后更多的市场主体参与债转股项目，以及政策支持力度的逐渐加大，尤其是在政策上允许债转股的方式有更多灵活性后，预计债转股的项目签约和落地速度会不断加快。

政策方面，为加大对市场化债转股工作的支持力度，银监会下发《商业银行新设债转股实施机构管理办法(试行)》征求意见稿，对债转股实施机构的设立、业务范围和风险管理作出了规定；此外，国家发改委办公厅印发的《关于发挥政府出资产业投资基金引导作用推进市场化银行债权转股权相关工作》指出，鼓励充分发挥政府出资产业投资基金在市场化银行债权转股权中的积极作用。

短期来看，债转股降低了企业财务杠杆和财务成本，提升了企业的效益。长期来看，企业负债率降低后，不仅优化了企业的资产负债表、改善了企业的融资条件，对于企业未来进行技术创新和转型同样提供了新的基础。尤其是银行成为股东后，将会提升转股企业的公司治理水平，对于企业的成本控制、提高经营管理水平、约束企业的投资决策以及风险控制能力均将发挥重要作用。

“从某种意义上讲，银行等金融机构结合社会资本参与债转股，在国有企业治理结构中引入了新的市场基因，为国有企业治理结构的完善提供了新契机，从未来看，这可能是债转股在制度演进上最重要的价值，这也与目前混合所有制改革的逻辑相吻合。”曹啸表示。



地方版扩大开放利用外资政策陆续发布

紧跟中央步伐，地方层面也在掀起新一轮开放热潮。江苏、深圳、上海、四川、浙江、河北、山东、山西等十多个省区市地方版的扩大开放利用外资政策陆续发布。从地方公布的开放新政领域看，金融等服务业、产业升级和创新要素成为这一轮地方版扩大开放的重点。

商务部国际贸易经济合作研究院国际市场研究所副所长白明表示，我国外资开放的红利还有更大潜力和释放空间，不同的时期有不同的任务，不同的地区之间开放程度、发展程度存在差异，因此在全国开放热潮中，各地也可以结合自己的特点找到自己的定位和适合的开放举措。

从各地的开放政策来看，金融等服务业的开放是其重点。在此背景下，不少地方服务业实现加速发展，总部经济、新兴服务业态开始涌现。北京市副市长程红此前在国新办发布会上介绍，作为我国服务业扩大开放的试点城市，北京市试点任务已经完成 90%，下一步北京将在航空运输行业、文化艺术、法律服务等领域继续扩大开放。

从各省区市发布的新政内容看，除了根据国家统一部署，放宽银行类金融机构、证券公司、会计审计、评级服务等领域外资准入限制，推进电信、互联网等领域有序对外开放之外，更多的是结合自身优势特点，提出重点开放的新领域。

比如，河北因其特殊地理位置，提出支持外资进入环京津休闲旅游、健康养老等现代服务业；山东则根据自身在制造业方面的优势，提出鼓励外资投向新一代信息技术等先进制造业，并抓住国家放宽服务业外资准入限制的机遇，积极引导国际资本投向融资租赁、商业保理、电子商务、工业设计、工程咨询、现代物流、检验检测等生产性服务业，支持外资参与制造业强省建设。江苏也结合本省特点，提出充分发挥江苏制造业优势，重点推动为制造业配套的金融保险、商贸物流、电子商务、研发设计、售后服务、检验检测认证、融资租赁、商业保理等生产性服务业利用外资。

这些地方版扩大开放政策出台，符合新的对外开放形势。福建省提出，支持外资参与福建能源、交通、水利、环保、市政公用工程等基础设施建设，符合条件的享受福建省关于 PPP 试点工作的相关政策。对外资企业科研创新、转型升级、技术改造、人才引进、知识产权保护、标准化建设、业务牌照和资质申请等，确保同等享受、优先办理，未经授权不得擅自增加对外资企业的限制。

[返回首页](#)

行业动态

中信登：9月1日起正式启动信托登记

8月29日，中国信托登记有限责任公司(以下简称“中信登”)向各信托公司下发《关于信托登记系统上线运行的通知》，自9月1日起正式启动信托登记。

中信登在通知中表示，信托登记系统自9月1日8:30正式上线运行。各信托公司应当按照《信托登记管理办法》要求自9月1日起通过信托登记系统办理信托登记，并在规定的时限内做好存量信托产品登记补办工作。同时按照《信托登记管理办法》相关规定，过渡期内，各信托公司仍须按银监办发[2014]99号文的规定，继续向银行业监管机构进行产品报告。

8月25日下发的《中国银监会关于印发信托登记管理办法的通知》表示，对于存量信托产品，2018年6月30日(含)前到期的，可不补办信托登记；2018年6月30日后仍存续的，应当于2018年7月1日前按照信托登记管理办法补办信托登记。信托登记管理办法施行设立3个月过渡期，过渡期为2017年9月1日至11月30日。

中信登在通知中还表示，系统上线后，中信登将按照《信托登记管理办法》要求对信托登记信息及相关文件进行形式审查。各银监局对信托产品发行、公示和管理履行日常监管职责，并将采取必要的监管措施。

所谓信托登记，即信托产品登记，由中国信托登记有限责任公司负责实施。该公司于去年12月12日由银监会批准成立，注册资本30亿元，由中央国债登记结算有限责任公司控股，中国信托业协会、中国信托业保障基金有限责任公司、18家信托公司以及上海陆家嘴金融发展有限公司等共同参股设立。

根据银监会颁布的《中国信托登记有限责任公司监督管理办法》，中信登的职能包括三部分：一是完善信托产品登记和信息统计功能。通过建立信托产品登记系统，实现对信托产品、信托受益权等信息的登记，进一步规范和完善信托产品的统计和信息披露，履行与信托产品相关的查询、咨询等职能，形成权威的信托业数据中心，为信托业发展提供信息支持；二是实现信托产品的发行与交易功能。以信托产品登记系统为平台，配套相应的发行和交易制度，建立信托产品交易市场，规范信托产品发行、交易、兑付、清算等重要环节，提高信托资产的流动性，推动信托业稳定发展；三是为监管提供信息服务，提升监管效能。通过建立信托产品登记系统，改进监管部门对

信托业的实时监测，提高信托业监管的及时性和有效性。

融资租赁或由商务部划转银监会管理

金融改革力度加大的同时，租赁等业务归口部门划转的消息不胫而走。从多方获悉，融资租赁有望由商务部划转银监会管理。

“按照 G20 金融稳定委员会的要求，凡是具有信用中介功能和行为的机构都要纳入金融监管，适当的监管是为了行业更加健康有序的发展。”相关融资租赁行业专家表示。

融资租赁是集融资与融物、贸易与技术更新于一体的新型金融产业。由于其融资与融物相结合的特点，出现问题时租赁公司可以回收、处理租赁物，因而在办理融资时对企业资信和担保的要求不高，所以非常适合中小企业融资。

也正因如此，在融资租赁“开闸”之时，这个领域由商务部负责监管。不过，在融资租赁发展过程中，其金融属性越来越得以强化，因此，近年来，亦有不同层面对融资租赁行业监管职权的探讨。

截至目前，对融资租赁监管职权的调整，还未正式下发文件，目前的监管工作也仍由商务部履行。

“可能要归银监会监管了，会从机构监管变为行为监管，对资金端的审核更加细化。”一位融资租赁公司的工作人员表示。

此前，国务院总理李克强在全国金融工作会议上指出，要坚持从我国国情出发推进金融监管体制改革，增强金融监管协调的权威性、有效性，强化金融监管的专业性统一性、穿透性，所有金融业务都要纳入监管，练就“火眼金睛”，及时有效识别和化解风险，整治金融乱象；坚持中央统一规则，压实地方监管责任，加强金融监管问责。

相关专家表示，按照 G20 要求，我们进行了一系列金融监管方面的改革，包括对银行、相关金融机构，整体是为了防范金融风险，一个是国内风险，一个是国际风险，因为金融风险具有传染性，金融改革有很深的国际国内背景。

[返回首页](#)

区域新闻

湖北自贸区武汉片区启动 51 项金融改革

科技型企业无论规模大小，都能充分获得金融支持，低成本得到最优金融服务。湖北自贸区武汉片区日前召开金融工作座谈会，将全力推进金融改革创新，编制金融服务指南，建立科技金融服务中心，为企业提供更集成、细致的“一站式”金融服务。

根据《中国(湖北)自由贸易试验区武汉片区实施方案及工作任务分工》，涉及金融领域工作内容有 4 大板块，共 49 项改革内容。其中，扩大金融领域的对外开放 12 项，增强金融服务功能 20 项，推进科技金融创新 13 项，建立健全金融调控体系 4 项。再加上散见于其他板块的金融工作任务目标，总计超过 51 项。

武汉市金融局负责人表示，金融局已启动湖北自贸区武汉片区金融服务指南编制工作，将可以为企业提供的金融服务和金融政策，统一编制成册，企业有相关金融需求，能迅速找到对应部门。

据了解，早在 2011 年，湖北东湖高新区就启动了东湖资本特区建设，出台过科技金融专项政策“东湖科技金融创新 15 条”。

合肥知识产权法庭挂牌运行

8 月 30 日下午，合肥知识产权法庭正式挂牌运行。经最高人民法院、安徽省机构编制委员会办公室批准，合肥知识产权法庭属于合肥市中级人民法院内设专门审判机构。

合肥知识产权法庭打破了以往的案件管辖行政区划限制，跨区域管辖发生在安徽省辖区内有关专利、技术秘密、计算机软件、植物新品种、集成电路布图设计、涉及驰名商标认定及垄断纠纷的第一审知识产权民事和行政案件；发生在合肥市辖区内除基层人民法院管辖范围之外的第一审知识产权民事、行政和刑事案件；不服合肥市辖区内基层人民法院审理的第一审知识产权民事、行政和刑事案件的上诉案件。

这是全国第 5 家挂牌运行的知识产权法庭。今年 2 月，高法院批复在南京、苏州、武汉、成都四市设立专门审判机构并跨区域管辖部分知识产权案件。

[返回首页](#)

深度分析

再议非典型经济周期

文/彭文生 (光大证券全球首席经济学家)

文章来源: 中国金融四十人论坛微信号 2017 年 08 月 29 日

近期市场对于经济走势的看法产生较大分歧,很大程度上是因为前两个季度的经济增长超预期。对此,有观点认为经济进入了新周期,另一方面也有观点认为没有这么乐观。到底应该怎么看待这个问题?

经济周期消失了?

首先有一个概念问题,什么是周期?周期是周而复始,繁荣之后是衰退,收缩之后再扩张,同时我们讲的经济周期应该涵盖广泛的经济活动,不一定所有行业同步波动,但应该在总量上有体现。所以讲到经济周期,一般用 GDP 增长和 CPI 通胀这两个关键宏观经济指标的波动来衡量。当然,这两个总量指标有时滞,我们往往还要看一些高频、前瞻性指标来帮助我们判断形势。

从 7 月份的数据看,总体宏观数据下滑且低于预期,最显著的是投资增速放缓。另外,近几个月 PMI 数据高位震荡,在 7 月份有所回落。对于这是否为趋势性变化,市场有争议。有观点认为这是高温扰动造成的,7 月份发电量反弹但工业产出增速下滑,是因为高温在导致用电量上升的同时,还抑制生产活动。要准确判断 7 月份的工业增加值等数据放缓,在多大程度上是由经济内在下行压力引起的,多大程度上是由高温等暂时因素扰动造成的,不容易。

关键还是要看前瞻性指标,怎么看待未来几个月、几个季度的宏观经济走势?通常的逻辑是短期看需求,中长期看供给,因为短期内供给不会发生较大变化。不过,近期的供给侧冲击对短期的影响不容忽视,这个下面再分析。

首先,需求在未来一段时间存在下行压力。总需求包括外部需求、政府需求(财政)和私人部门需求,其中私人部门最容易受到融资条件的影响,而融资条件在近几个月明显偏紧。一方面,作为数量指标的 M2 增速明显下滑,这是因为虽然信贷和社会融资总量数据尚可,但是银行体系资产端的类信贷资产(例如股权融资)增速明显下滑。另一方面,在价格上,市场利率在近几个月明显上升,同时融资端的利率(例



如同业存单发行利率、理财产品预期收益率、贷款加权平均利率等) 近几个月也都明显上行。

当考察短期经济增长动能时, 由融资的量与价所构成的融资条件是最为可靠的前瞻指标。例如今年前两个季度增长为什么超预期? 原因在于去年的信贷(包括影子银行)超预期扩张。总体的信贷扩张、银行体系的资产负债表扩张, 必然对经济活动产生或多或少的影响。即使是信贷进入房地产, 也会对实体需求产生一定的刺激作用。

今年以来加强金融监管、货币政策中性偏紧带来融资条件紧缩, 而这个影响有时滞。从融资条件的数量和价格指标来看, 我们判断未来两个季度直至明年上半年, 经济增长下行的压力会逐渐体现出来。因此, 如果新周期意味着增长上行的话, 即使现阶段处于新周期, 那么这个新周期也注定是短暂的。

如果我们看的时间长些, 回顾过去 10 年, 在全球金融危机带来的大波动之后, 中国的经济增长一直处于下行阶段, 过去两年有所企稳, 因此大家对未来也产生了一些期待。但是, 如果我们上面的判断是对的, 这次的复苏也是短暂的。这就带来一个问题, 难道传统的经济周期消失了吗?

同样的问题不仅存在于中国, 也存在于美国。美国失业率虽然下降至较低水平, 但增长不快不慢, 并没有明显回升的迹象。通常而言即使经济增长不变, 失业率下降的情况下(这个组合意味潜在增长率下降), 通胀应该上升。然而现实并非如此, 美国的经济增长不温不火, 没有高通胀也没有通缩。顺便插一句, 按照传统的增长和通胀指标, 美联储加息、市场预期的即将开始的缩表等没有很强的合理性, 货币政策的紧缩在一定程度上应该是反映了控制金融风险的考虑。

由此我想到一个词, 叫“大缓和”时代, 描述的是全球金融危机之前的约 20 年, 发达国家宏观经济运行相对稳定的状况, 衡量的指标就是 GDP 增长和 CPI 通胀的波动率显著下降。“大缓和”时代描述实际上就是传统的经济周期波动特征消失或降低。现在, 作为全球最重要的两个经济体, 中美的宏观状况似乎都表明传统的经济周期在“消失”。

那么我们应该如何理解现在的经济的周期波动呢? 在进一步分析这个问题之前, 我们需要谈一下供给侧的变化和影响, 这也是市场近期关心的问题, 有观点甚至认为新周期来自供给侧的变化。

供给侧冲击的影响

虽然典型的逻辑是短期内主要看需求，但有时也会存在供给侧冲击。我们的供给侧结构性改革在中长期内有利于改善资源配置效率，但短期内由于执行层面的原因，更多体现为一些供给侧的冲击。这样的冲击类似于石油供给骤然减少，即作为生产的投入品，由于外在原因（比如地缘政治冲突）产出突然减少，这会在经济层面产生类滞胀效应。整个经济还受到其他因素的影响，宏观层面上不一定体现为明显的滞胀，也就是增长下行、通胀上行，但供给减少本身带来的影响类似滞胀，也就是短期内降低产量、提高价格。

而在微观层面上，该效应则会体现为相关上市公司的盈利增加，这也可以解释为什么今年周期股或者说中上游板块表现较好，同时金融板块的银行股走势也较为可观，这是因为银行的风险敞口主要在房地产板块以及中上游的重工业、原材料行业。上游行业盈利条件改善，对降低市场投资者对银行坏账的悲观预期有帮助。因此，去过剩产能尤其是行政手段限制产量等方法所造成的供给侧冲击，主要影响存在两个方面：一是宏观方面的类滞胀效应，二是微观领域对相关上市公司盈利能力的影响。

为了进一步说明这一观点，我们来具体考察几个指标。在煤炭方面，火电的发电数据可以用来衡量煤炭需求，煤炭产量可以用来衡量煤炭供给。从去年至今，我们可以看到煤炭需求增长的同时，煤炭供给增速却大幅下滑，因而出现了较大的煤炭供给缺口。同时，钢铁行业从去年至今也存在着类似的冲击，如果用制造业增加值来衡量钢铁行业的需求，用粗钢产量作为钢铁供给指标，也可以发现钢铁供给短缺问题。

此外，由于小企业在去产能的过程中被淘汰，大企业间兼并重组，钢铁行业集中度有所上升，存活下来的钢铁企业市场垄断地位进一步提高，定价能力上升。这样一个供给侧冲击的结构性效应在利润分配上体现的尤为明显，从上市公司的数据看，今年上游行业公司利润的增速远远大于中、下游行业。

由此，我们需要谈谈股市和经济的关系。“新周期”观点可能受到股市的影响，今年市场体现出明显的结构性牛市特征，而且上升的大多是大盘蓝筹股，和宏观经济联系比较紧密的板块。有一个说法股市是经济的晴雨表，股市反应投资者的预期，所以股市上涨预示经济未来的好转。那么股市对于未来经济的前瞻意义有多大呢？我认为今年周期板块的大幅上涨，从宏观经济来讲是一个不准确甚至失真的信号，它反映更多的是供给侧管理所带来的利益格局调整的影响，也即国民收入分配朝着有利于上游部门的上市公司进行。



周期拐点和下半场调整

刚才谈到中国金融周期接近顶部，那是不是意味着拐点真的要发生了？什么因素会促使调整呢？以美国和日本为例，它们的泡沫破裂都是和央行加息有关。美国在 2004-06 年，美联储连续十几次加息，2007 年房价开始下跌；日本央行在 1989、90 年加息，房价在 1991 年见顶，然后再也没有回去过。我们中国与美国、日本比有什么差异呢？我认为中国单纯靠央行加息来戳破这个泡沫，对经济的冲击非常大。

为什么呢？中国和美日有两个重要的差异，第一是贫富差距。贫富差距越大的社会，房价的泡沫会越大，因为社会的财富集中在少数人手里，而大城市的住房供应天然是有限的。中国和美国的贫富分化都比日本严重，从贫富分化的角度来讲，日本房地产泡沫的坚硬程度最小、韧性最低。日本的房地产跌了以后再没回去过，这虽不乏日本人口老龄化的影响，但和日本社会的贫富差距较小也有关系。

第二个因素是政府担保。如前所述，不仅有显性担保，还有隐性的担保，如前所述，为了让经济增长维持在一定水平，就要进行信贷扩张，就会对房地产的调整投鼠忌器，这是一种隐性担保。中国和日本的政府担保大过美国，美国虽然贫富差距大，但是它有市场出清，市场出清程度比中国和日本要高。我们既有贫富分化，又有政府担保，所以我们的地产泡沫最坚硬。对于我们的地产泡沫而言，单纯靠货币政策紧缩来戳破虽不是不可能，但附带的冲击可能会很大。

那如何促进金融周期的调整，化解风险呢？一是加强审慎监管，加强审慎监管和货币政策紧缩的效果是一样的，都是要降杠杆。货币政策紧缩作用于经济的机制，在于提高利率以后提高了杠杆的成本，进而通过降低杠杆来收缩金融，来降低消费和投资需求。审慎监管也是一样，其作用的原理也是降低杠杆，但是它的着力点不一样。货币政策是总量政策，虽然有很强的结构效应，但仍然是总量政策，影响所有部门和行业，而审慎监管则是一个结构性政策，更多是针对特定行业，如房地产、金融等，或者特定领域，比如理财产品、影子银行等，甚至说某些特定的企业，加强审慎监管通常不会带来那么大的整体冲击。

不过，紧货币（加息）和紧信用（加强审慎监管）可能都还不够，税收制度等其他结构性措施也很重要。以房地产为例，全面开征房地产税将降低房地产的金融属性。最近一些地方政府出台的租购同权、共有产权等措施都是建立房地产调控长效机制的好的探索。租房和买房有什么差异？从经济学角度来讲，与房地产税和土地出让

金的差别类似，鼓励租房子就是降低房地产的金融属性，有助于降低泡沫膨胀的动能和泡沫一旦破裂后的冲击。

如果在加息、加强审慎监管、建立长效机制等综合措施的影响下拐点真的发生，可能不会像是美国金融危机那样的剧烈拐点，而是在相对比较长的时间，有可能是在未来几年逐渐形成一个转折。《渐行渐近的金融周期》这本书出来之后，很多人问现在到底是不是拐点？虽然无法断然下结论说现在是不是拐点，但是已经出现了一些不容忽视的迹象，例如，风险已经在比较高的水平，决策层已经在加大力度治理金融乱象。由于房地产的金融属性，治理金融乱象意味着房地产将会受到较大的影响。当结构扭曲、贫富分化累积到一定程度之后，客观的经济规律终将体现出效力，政策也是内生的，需要针对当前的主要矛盾。

那到了金融周期下半场应该怎么看？我们可以依据金融周期的逻辑做一个勾勒。宏观政策方面，会体现为和美国金融危机之后的宏观政策组合相类似，就是“紧信用，松货币，宽财政”。紧信用，首先就是加强宏观审慎监管，在金融周期顶部的时候，监管和货币政策有一段时间可能是相辅相成的，既加强监管，又紧缩货币。但是，拐点一旦发生，这两个有替代作用，审慎监管要继续发挥规范金融的作用，稳定经济增长主要靠松货币，在信用紧缩的情况下松货币的着力点是什么呢？这就需要宽财政。“松货币”就体现在支持财政扩张上，意味着这个阶段财政投放货币的重要性增加。

金融周期下半场在经济周期方面的体现就是：增长放慢，通胀先稳后降；三大需求里面，投资受到的影响最大，消费次之，由于外部的金融周期和我们是相反的，外部需求可能会得到一定支持；经济结构将改善，收入分配等不平衡问题会缓解。

大类资产方面的重要含义是去杠杆带来过剩储蓄。因为去杠杆意味着要么是债务违约，要么是节省开支还债，节省开支就是减少消费或者实体投资，意味着会产生过剩储蓄，过剩储蓄追求金融资产。去杠杆阶段，先是松货币、无风险利率下降，然后是股市上升，过剩储蓄追求金融资产，最后才是风险溢价、信用债利率下降，因为在去杠杆的过程中债务违约会增加，信用风险、信用债利率上行持续的时间更长。过剩储蓄还有一个含义就是汇率贬值压力，过剩储蓄要转化为投资，要么对内投资，要么对外投资，对内投资就意味着利率下降，对外投资就意味着汇率贬值。

[返回首页](#)

免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、股票市场、地方金融动态和行业发展为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。