

2018 年第 4 期 总第 20 期

财经参考

上海对外经贸大学图书馆主办



财经参考

2018 年第 4 期·总第 20 期

国际财经

2018 年下半年全球经济展望.....	1
中美贸易冲突的六大原因及影响.....	4
中国对美投资的距离——中间隔了一扇 CFIUS 大门?	7
美元回归、人民币与货币政策“易紧难松”.....	9

国内财经

吃人的紧缩：一个简明的信用紧缩分析框架.....	11
站在中国金融周期的顶部.....	15

新闻快讯

工薪所得占比近七成个税能否告别工薪税?	35
欧盟将对美国产品征收报复性关税.....	35

责任编辑：谢蓉

编辑：唐永辉

日期：2018 年 6 月 20 日

财经参考

国际财经

2018 年下半年全球经济展望

来源：FT 中文网(2018-06-08)

作者：程实(工银国际首席经济学家、董事总经理、研究部主管), 王宇哲(工银国际资深经济学家)

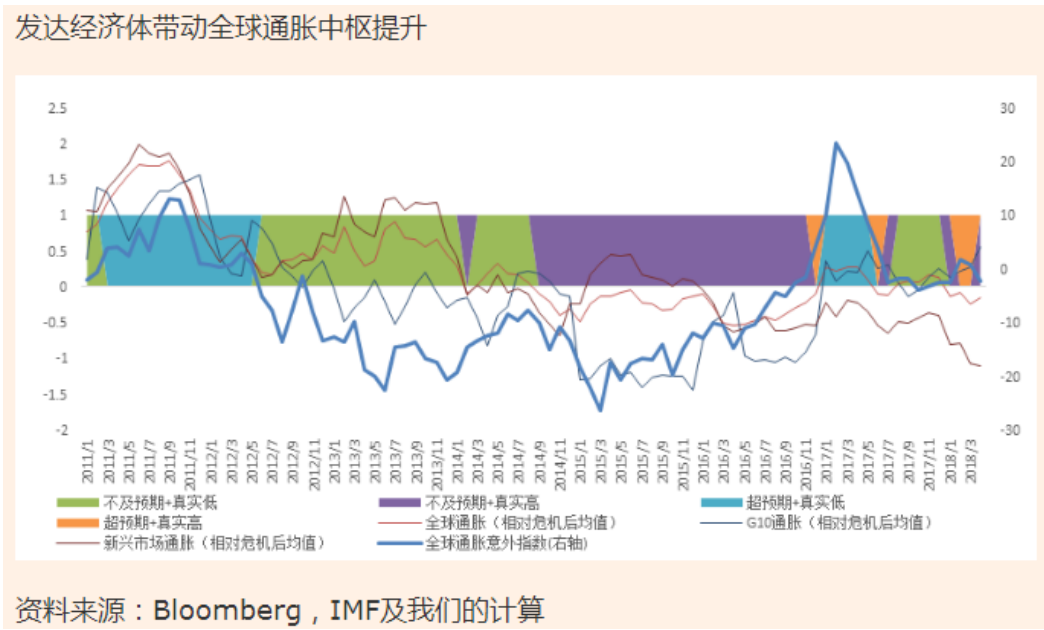
“行到山顶间，还与平地同”。2018 年以来，全球主要经济体通胀整体呈现上升趋势，除了持续处于严重通胀的阿根廷外，G20 其他国家 4 月通胀均值接近 3%，高于 2017 年均值约 0.2 个百分点。根据 IMF 的最新预测，2018 年全球通胀同比将达到 3.5%。在通胀预期上移、总需求扩张、总供给趋紧、加息效应滞后的情形下，今年下半年全球通胀或升至尖峰。

周期的错位是通胀阶段性冲顶的主要原因：其一，随着全球复苏的主动力由美、欧渐次转移至新兴市场，发达经济体的复苏高点与新兴经济体的动能增强同向叠加；其二，发达经济体产出缺口逐步弥合与新兴经济体过剩产能出清形成总供给张力，地缘风险和贸易摩擦推动输入型通胀；其三，全球货币政策收紧对通胀的制约存在滞后，主要央行全面缩表的共振尚未出现。

发达经济体产出缺口弥合，新兴市场通胀预期触底反弹。2018 年以来，全球主要经济体通胀整体呈现上升趋势，除了持续处于严重通胀的阿根廷外，G20 其他国家 4 月通胀均值接近 3%，高于 2017 年均值约 0.2%。2009 年金融危机之后，全球通胀在 2011 年升至高点，自 2012 年后开始下行，且始终不及预期。对于发达经济体和新兴市场，通胀预期的调整进度也出现明显分化，前者渐次下行，通胀与意外指数走势相对一致，意味着通胀预期中枢开始靠近于真实通胀中枢。然而，后者变化相对缓慢，发达经济体量化宽松货币政策的溢出效应令新兴市场的通胀反弹延续至 2013 年。随着发达国家经济率先复苏，其通胀于 2015 年触底后逐步上行，通胀预期也开始上移。发达经济体的通胀走势与产出缺口变动方向大体相关，且滞后约一年，随着美、英、欧等国产出缺口渐进弥合，其通胀也将维持上行。

目前，新兴市场通胀水平相对低迷，通胀与意外指数走势甚至出现背离，意味着通胀预期仍在低位（详见附图）。但我们认为，新兴市场的通胀预期或已触底。从主要新兴市场经济体来看，尽管巴西、俄罗斯等国在经历衰退后通胀出现高位回落，但随着欧、亚其他新兴经济体分别于 2016、2017 年中开始出现通胀上行趋势，通胀预期有望反弹。另外，伴随美国加速通胀和加息的预期，美元指数短期冲高也对部分新兴市场国家带来一定通胀压力。2017 年 10 月，我们在报告中指出，当下新兴市场排名前十的危险货币依次为：委内瑞拉玻利瓦尔、阿根廷比索、南非兰特、土耳其里拉、巴西雷亚尔、墨西哥比索、印度卢比、越南盾、印尼盾、白俄罗斯卢布。2018 年至今，名单中排名前四的货币均已发生过剧烈的币值波动。

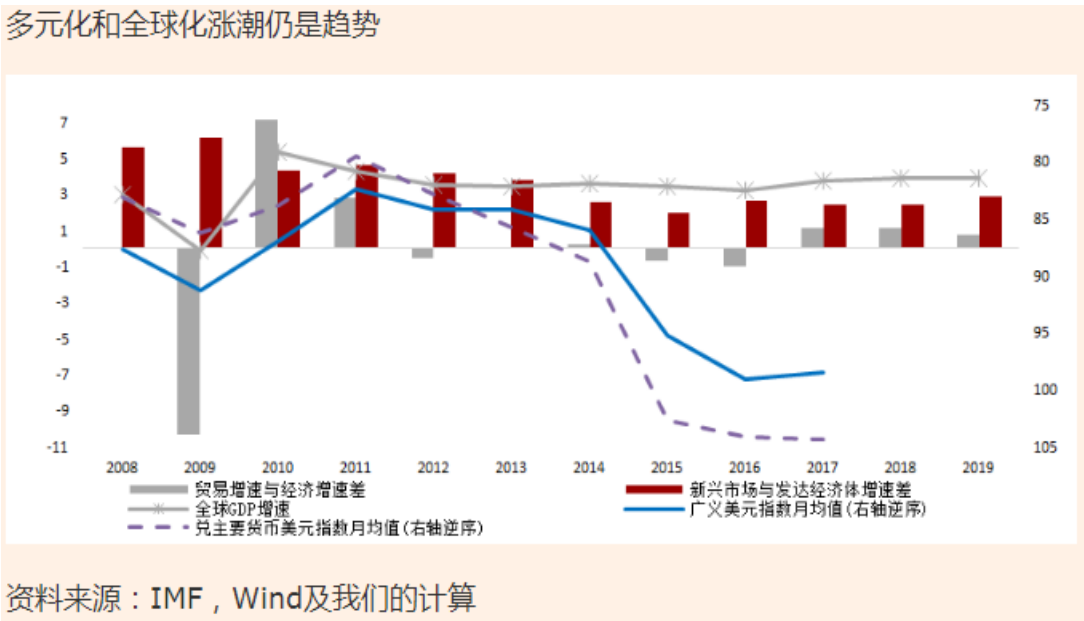
复苏高点与动能增强同向叠加，总需求扩张带动通胀上行。总需求曲线的右移是全球通胀提升的主要驱动力。根据哈佛大学卡门·莱因哈特（Carmen M. Reinhart）教授和肯尼斯·罗格夫（Kenneth S.



Rogoff)教授长时间序列、宽国别视角的学术研究，金融危机在发达国家的持续期平均为7.3年，在新兴市场的持续期平均为10年。自2007年次贷危机爆发至今，本轮危机已走过十年，这为全球经

济复苏换挡提速奠定了基础。

根据IMF的最新预测，2018年，全球经济有望实现3.94%的经济增长，增速不仅高于2008-2017年危机期间年均的3.35%，还高于1980-2017年历史平均的3.48%。从复苏的动力来看，2018年，新兴市场和发达经济体均有望超出历史平均水平，分别实现4.94%和2.48%的经济增长，较2017年提速0.18和0.14个百分点。在全球经济从多元化退潮向多元化涨潮的结构异变转折期，发达经济体复苏高点和新兴市场动能增强同向叠加，支撑全球经济换挡提速。从前瞻指标看，2016年以来，全球PMI持续向好，特别是新兴市场PMI迈入枯荣线上方，带动全球通胀反弹。今年1季度，PMI一度从七年来的高位回落，但新订单指数和投入价格指数于4月企稳，仍接近3年来高位。今年5月，中国制造业PMI和新订单指数均创下了半年来的新高，全球需求回暖有望重新推升通胀。尽管多元化涨潮伴随全球性贸易摩擦的威胁，但总需求持续上行的态势从全球贸易增长中仍可见一斑。2018年，全球贸易增速有望再度超出经济增速1个百分点以上，意味着全球金融危机以来的逆全球化趋势相对得到改善（详见附图）。

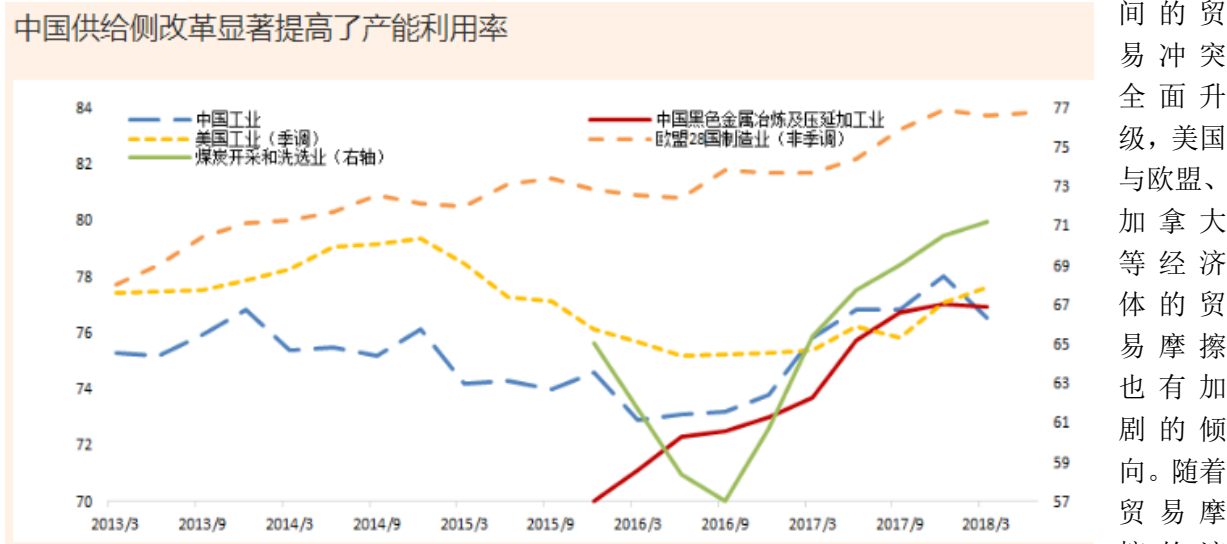


全球总供给相对趋紧，成本推动型通胀逐渐形成。全球总供给曲线的左移为潜在通胀的重要原因，其关键因素有以下三个：第一，

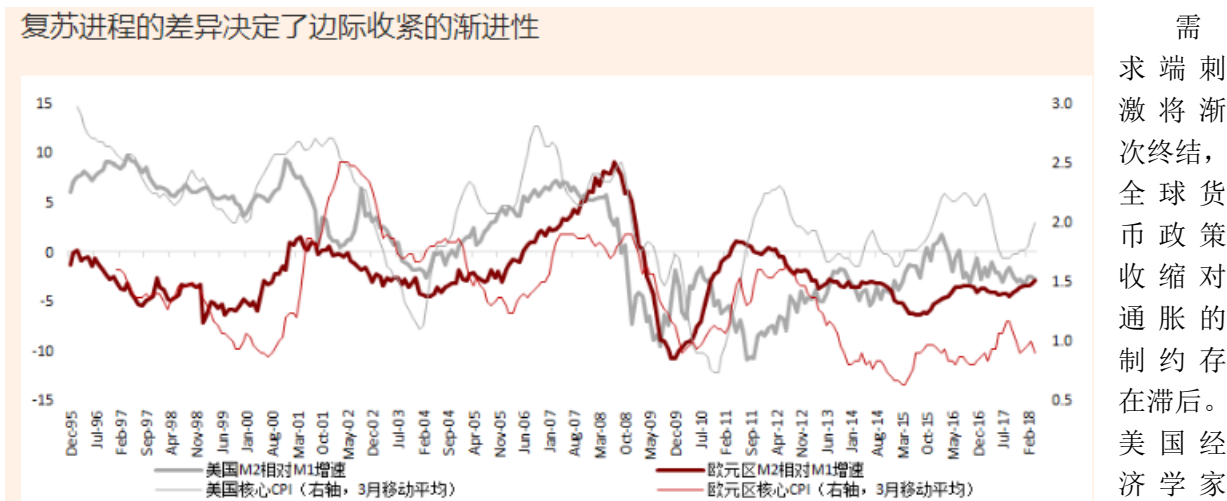
中国“供给侧改革 1.0”的产能出清带动通胀沿产业链传导。在去产能、去库存、去杠杆的推动下，上游产品价格率先上升，也渐次带来从上游到下游、从资源品到消费品的成本推动型通胀压力。2017 年全年，中国工业产能利用率达到 77.0%，同比提高 3.7 个百分点。其中，煤炭开采和洗选业产能利用率为 68.2%，同比提高 8.7 个百分点，钢铁产能利用率从 2015 年的 70% 提高到 80%，逐步进入合理区间（详见附图）。随着中国经济发展阶段的转变，“供给侧改革 2.0”将更注重供给的质量、补齐短板并适应消费升级需要、监管和环保措施的常态化，通胀水平不会持续上升，而有望保持相对温和。

第二，以石油为代表的大宗商品价格上升带来输入型通胀。2017 年以来，以 OPEC 成员为主的原油生产国冻产行动执行情况超预期，对油价构成了较强支撑。EIA 的数据显示，其原油库存在 2017 年底下降到 2015 年 10 月以来的最低水平。今年以来，随着地缘政治冲突恶化，中东局势的不稳定或将维持原油价格在阶段性高位，并对原油进口国带来输入型通胀。从全球主要发达经济体的通胀结构来看，2017 年至今，CPI 同比增速领先核心 CPI，且其相对走势与更多衡量可贸易品价格的 PPI 较为同步。

第三，贸易摩擦加大全球性通胀压力。今年以来，作为全球经济体量最大的两个国家，中、美之间的贸易冲突全面升级，美国与欧盟、加拿大等经济体的贸易摩擦也有加剧的倾向。随着贸易摩擦的演化，机电产品、钢铝产品、农产品都可能成为贸易战重点针对的商品类别，为贸易战各方及全球其他国家带来直接或间接的通胀。



化，机电产品、钢铝产品、农产品都可能成为贸易战重点针对的商品类别，为贸易战各方及全球其他国家带来直接或间接的通胀。



资料来源：Wind及我们的计算

需求端刺激将渐次终结，全球货币政策收缩对通胀的制约存在滞后。美国经济学家弗里德曼有一

句名言，“通胀在任何时候、任何情况下都是货币现象”，但货币现象对于通胀的作用却有赖于相对货币供应的数量和形式。不同经济体真实复苏进程的差异决定了货币政策收紧的渐进性，意味着加息的影响滞后于经济回暖，不会阻碍全球通胀在短期内上行。

从历史上看，以消费为主引擎的发达经济体核心通胀与 M2 和 M1 的相对增速大体呈正相关。但金融危机爆发后，以量化宽松为代表的货币刺激政策导致其央行资产负债表急剧膨胀，而经济增长中枢的下行却带来企业投资积极性下降，现金储备上升。在此情形下，核心通胀变为与广义货币相对增速负相关，意味着陷入流动性陷阱，即 M2 增速长期低于 M1 增速。以美国为例，在 1995 年 12 月至 2008 年 10 月，其 M1 月同比均值仅为 1.6%，但在之后截至首次加息的 2015 年底，M1 月同比均值高达 11.4%。

随着经济真实的复苏，重启加息后至今美国 M1 月同比均值降至 7.6%，核心通胀与广义货币的相对增速负相关程度减弱，但资产负债表的收缩尚未形成对通胀上升形成挑战，且海外美元回流也抵消了部分国内美元信贷增速减缓压力。与之相比，欧、日央行资产负债表仍然处在量化宽松边际减缓的阶段，主要央行全面缩表的共振尚未出现，其对全球整体通胀的制约在短期并不会显现。

中美贸易冲突的六大原因及影响

来源：FT 中文网(2018-06-11)

作者：哈继铭(中国国际金融公司首席经济学家)

大多数人对中美贸易冲突的关注，主要源于 3 月美国加征钢铁关税和“301 调查”结果的出台，但事实上，这轮贸易冲突早在 2017 年便已埋下伏笔。本轮中美贸易冲突可以分为三个阶段，即 2017 年年末的美国明确将中国定义为“战略上的竞争对手”的“战略准备”阶段、2018 年初开始提高洗衣机、进口钢铁等产品进口关税的“贸易外围冲突”阶段，以及包含 301 调查与中兴事件在内的“贸易摩擦”阶段。

贸易冲突的 6 个深层次原因

表面来看，中美贸易冲突的原因是中美贸易不平衡、知识产权保护不力等问题，但其实本轮中美贸易冲突内在隐含着更深层次的经济、政治、制度上的背景，主要有以下几点：

第一，从经济上来看，中国作为一个新兴大国在追赶守成大国。

1950 以来，美国经济增速逐渐放缓，而中国经济增速则持续提升。观察 1950 至 1977、1978 至 1999、2000 至 2017 三段时期中美两国的 GDP 平均增速，中国为 6.3%、9.1%、9.3%，持续上升，而美国为 3.9%、3.2%、2.0%，呈下降趋势。据估算，如果从 2018 年开始，美国平均 GDP 增速为 2%，中国平均 GDP 增速为 6%，中国 GDP 总量将在 2031 年超越美国，成为世界第一大经济体。

第二，美国社会阶层结构性矛盾持续发酵。美国收入分配基尼系数从 1970 年代约 0.4 上升至目前约 0.48，贫富差距加大。全球化必然有利于美国，只是美国不同的阶层在全球化当中有得有失，资本家因为雇佣到更为便宜的中国人而赚足了钱，但也许美国的工人因此失去了工作，所以美国应该在内部的收入分配机制上做出一些政策调整。

第三，美国质疑中国经济追赶体制特征。美国发布《中国非市场经济地位（2017）》，指责中国的政府主导体制，包括政府对基本经济要素如土地和其他资源的直接和间接控制、国有企业借助行政垄

断政策掌握不少经济资源、价格机制左右在一些领域仍受到较多限制、对私有产权保护的力度和有效性仍不够充分、政府广泛利用各类产业政策作为实现包括技术升级在内的多样化目标手段等方面。

第四，美国忧虑中国国内科技创新产业发展政策对美国造成一定压力和刺激。其重点就是中国发展“中国制造 2025”。

第五，美国政府中的一些温和派离任，包括白宫国家经济委员会主任加里·科恩（Gary Cohn）的辞职以及前国务卿蒂勒森（Rex Tillerson）突然遭到解职，而强硬派则更受重用。

第六，一个短期原因，特朗普通过对华贸易争端制造议题有利于共和党中期选举。

中美贸易失衡的原因

当然，中美贸易不平衡现象是客观存在的，但将这种贸易不平衡简单归结为汇率操纵的结果并不客观。

第一，70 年代布雷顿森林体系的解体是美国对其他国家贸易逆差高企的首要原因。

在布雷顿森林体制下，美元盯住黄金，美国出现外贸逆差会导致货币收缩，从而降低需求和物价，继而抑制进口并推动出口，其结果是逆差可以通过自我纠正机制得到修复。1971 年，布雷顿森林体系解体，美元与黄金脱钩，美国货币政策的自由度提高，上述自我纠正的机制不复存在，美国外贸再也没出现过顺差，全都是逆差了。而且，顺差国也很愿意将拥有的美元再投资于美国资本市场，美元又回流到美国市场，从而支持了美国继续购买国外商品。

第二，中国作为“世界工厂”出口商品的升级。

中国出口产品的附加值实际上是不高的，以 iPhone 为例，价值几百美金的 iPhone 中国可能就占几美金，其余很大一部分都被美国、韩国赚到。但当前中国出口产品附加值占比追年提高，反映了中国产业链的健全、工业化水平的提高，中国产业结构转型升级成果显著。

第三，储蓄率的差异。

将世界主要贸易国家的国民储蓄率与贸易差额占 GDP 比例结合比较，可以发现，国民储蓄率较高的国家往往都是贸易顺差。美国、英国的储蓄率都是非常低的，所以他们常年贸易呈现逆差，而中国、新加坡的储蓄率都很高。这意味着美国如果只对中国一味增加关税，根本解决不了贸易逆差的问题。

事实上，人民币的汇率低估并非中国贸易顺差的主要原因，因为在 2005 年汇率改革后很长一段时间，即使人民币汇率维持上升，中国出口占世界出口比例仍然一直在提高，中国对美国的贸易顺差也并未因人民币的升值而降低。

中美贸易冲突的影响

中美贸易冲突对中国的影响有以下三种可能：

一般情形：短期将影响中国经济 0.1 个百分点。此种情况下，美国将对中国钢铁和铝征收 25% 和 10% 的关税并执行 301 调查的关税制裁，即对 500 亿美元中国产品征收 25% 关税。

更坏情形：短期将影响中国经济 0.8 个百分点。此种情况下，中美贸易不断升级，导致彼此互加关税或采取其他制裁措施，结果中国对美出口和从美国进口同时下降，对美外贸顺差降低 1000 亿美元。

更好情形：此种情况下，中美通过谈判达成协议，中国将大开放力度，增加从美国进口。

现在看来,局势正向第三种情形发展,这对中国的影响就不是很大了,当年日本和美国打贸易战,最终日本减少出口,这对日本的影响比较大,而中国这次主要是增加进口。

而进口美国高科技产品对中国经济有很大支持作用。通过设定模型对相关数据进行检验后发现,当高科技产品进口增速每提升 1%,GDP 增速短期将随之提升 0.062%,长期为 0.37%。当实际利用外资增速提升 1%,GDP 增速短期将提升 0.045%,长期为 0.27%。所以中国需要争取多进口高科技产品以及吸引更多外资来华投资。

贸易冲突对美国的影响,将主要集中在下述行业:飞机、汽车、木材、农产品,其中汽车和飞机的就业影响很大。

从宏观影响上来看,一旦引发贸易战,美国的通货膨胀将进一步提高,进而迫使美联储不得不加快加息步伐,从而导致股价和楼价下挫。利率上升对企业投资成本和还债能力的影响,物价上涨及资产价格波动对家庭消费的冲击将抑制美国的经济增长,甚至可能将增长了 9 年之久的美国经济推向衰退。

反之,如果贸易战不开打,中国从上述领域增加进口,对美国经济的正面影响也很大。我有个建议,中国不仅可以多进口美国农产品,甚至可以到美国的“铁锈地带”去建立一些食品、乳制品、副食品加工厂。这样一箭三雕,第一帮助那些地方提升就业,第二生产出来的产品统统运回中国,可以减少美国的外贸逆差,第三可以满足中国老百姓的消费需要。

那么中美贸易冲突是否会对其他国家带来影响呢?

2016 年,美国从中国进口金额最高的八类产品中,中国出口金额占据七类产品榜首,分别是电气设备、机械设备、家具、服装、玩具、塑料及制品、鞋袜。如果美国对更多中国产品实行贸易保护,墨西哥、加拿大、日本、越南、马来西亚等国的某些行业可能受益。

而 2016 年,中国对美国进口金额最高的八类产品分别是种子和水果、飞机、飞船和零部件、电气设备、机械设备、汽车及配件、光学设备、塑料及制品、木浆和废纸。如果中国反制美国这些商品,巴西、德国、法国、日本、韩国、加拿大将会受益。

值得注意的是,虽然中美两国都从对方进口电气设备和机械设备两大类产品,但在对比细分产品类别后可知,中国进口的大部分为零部件,而美国则进口成品较多。一旦美国限制进口中国手机,中国台湾、韩国、日本等上游零部件出口地区将会因此受损。另外,美国的单边主义还会破坏 WTO 多边框架。

有关中美贸易冲突的政策建议

给中国政府的建议包括:努力创造条件积极扩大进口;增加对第三国的海外投资,转移部分出口能力;进一步扩大服务业开放,加强知识产权保护;打造良好营商环境;探讨启动中美自贸协定(BIT)谈判。

扩大进口可以满足中国国内的消费需求。2017 年第一季度中国海淘交易规模达到 1324 亿元人民币,用户规模达到 0.43 亿人,2017 年全年海淘规模余额占当年进口消费品总额的 40%。

中国也可以从美国扩大能源和农产品的进口。2017 年,中国天然气年消费量为 2373 亿立方米,进口天然气总量约为 920 亿立方米,占消费总量的 39%。中国天然气目前主要从土库曼斯坦、澳大利亚、卡塔尔、阿联酋等国进口,从美国进口额仅有总进口量的 7.6%,仍有较大增长空间。

需要强调的是,扩大进口是不会影响国内企业的。目前国内的许多消费需求不能从国内生产的数量、质量和品种上得到充分满足。增加这类进口,不仅不会对国内生产产生负面影响,相反会引导和

激励国内企业优化生产结构，提高产品质量；此外，中国企业如果在一些消费品生产中不具备比较优势，可以将有限资源分配到更具优势的经济活动中；发展中国家经济发展和消费增长为中国消费品出口开辟了新的空间。

此外，需要给中国政府一条特别的建议，就是芯片等高新科技方面的确需要破局，避免没有核心技术的局面，但也要避免全国各地一窝蜂全上，最后造成产能过剩。可以在香港发展芯片产业，这样不但可以避免大陆各省区的无序竞争导致的低效发展，还有利于吸引全球人才。

给美国政府的建议包括：应在在合作中逐步解决问题，中国不愿意看到改革开放是被外界逼迫的结果；积极寻求在 WTO 框架内，按照有关规则与程序通过谈判解决问题；积极配合中方的积极举措，如对美投资和扩大进口等；防止贸易冲突政策的外溢性；通过宏观和财政政策提高储蓄率、缩小贫富差距。

中国对美投资的距离 ——中间隔了一扇 CFIUS 大门？

来源： FT 中文网 (2018-06-05)

作者：张清彦, Steven Croley, 徐辉, 彭隼 (作者都是瑞生国际律师事务所律师)

美国外国投资委员会 (CFIUS) 在中国并不算家喻户晓。但近几个月，有关 CFIUS 的报道越来越频繁地出现在各新闻媒体上。中美之间贸易紧张加剧、中国资本供应充足、中国政府宣布鼓励民营资本进入军工投资领域、加之近期备受关注的 CFIUS 改革，使中国民众更加关注 CFIUS 这个负责评估外资收购美国企业是否会威胁美国国家安全的机构。因此，在谈及中国对美投资有关问题时，CFIUS 已经成为一个不可回避的话题。

近期媒体报道多在强调 CFIUS 已经基本、甚至彻底对中国对美投资关上了大门。但这个结论合理吗？一方面，在可预见的一段时间里，中国对美国企业的并购将存在很大的不确定性，尤其是 CFIUS 的改革或将增加针对中资并购交易的评估方式，且审查级别也可能发生变化，这些政策变化可能会使中国对美投资更加困难。另一方面，认为美国肯定不欢迎中国投资、或者中国对美投资很快会受到 CFIUS 改革影响的观点也忽略了很多重要事实，并且将问题简单化了。虽然前景无疑是模糊的，但现在就断言 CFIUS 将会终结中国对美投资还为时过早。

有一些因素揭示出 CFIUS 审查中资收购交易带来的挑战，这在最近的交易中体现得尤为明显。首先，虽然涉及中资的交易在提交给 CFIUS 审查的并购案中占大多数——比紧随其后的国家高出约 50%（如加拿大和英国）——但自从 CFIUS 依据行政命令设立以来（其中一个案例发生在 CFIUS 成为法定机构之前），历史上被 CFIUS 阻止的收购均涉及中资收购方，包括近期中国福建宏芯基金拟收购德国爱思强公司 (Aixtron, Inc.) 案和中资私募基金 Canyon Bridge Capital Partners 拟收购莱迪思半导体公司 (Lattice Semiconductor Corp) 案。更重要的是，相比以前，CFIUS 更不愿意考虑或批准“缓和” (mitigation) 方案来减轻中资交易引起的对美国国家安全的担忧。同时，在过去的几年中，涉及中资并购交易显然受到严格审查，这体现在 CFIUS 虽未正式否决但当事方提前放弃的数项交易中，包括海航集团拟收购 Global Eagle 交易失败（海航集团）和蚂蚁金服放弃收购速汇金。

在一定程度上，CFIUS 近期的严格审查与中国政府倡导的将对外商业投资用于推进国防建设政策

有关。该政策无疑使鼓吹 CFIUS 严格审查中资收购的呼声更加高涨，尤其体现在与可用于国防的科技相关的收购案上。近期，这些呼吁促使获得两党支持的《外国投资风险评估现代化法案》在美国国会参众两院提出，该法案将改变 CFIUS 如何评估——用法案中的话说——“需特别注意的国家”的并购交易。以该法案主要发起人之一美国北卡罗来纳州众议员罗伯特·皮坦格尔(Robert Pittenger)，为例，能看出本次立法的主要目标是中国，以应对中国的五年计划：获取领先科技，强化在全球范围内相对于美国的竞争力。该法案发起者还很重视新型半导体及其他具有潜在军民“两用”性的科技。法案支持者也很重视某些与美国国家利益对立的中国投资或拟投资项目，认为 CFIUS 改革对于保护国家利益势在必行。

除此之外，虽然特朗普政府对该改革法案表示支持，但特朗普政府不一定非要等待国会采取行动不可，而国会在即将到来的休会期结束前不一定会采取行动。首先，作为贸易战动员计划的一部分，特朗普总统命令财政部长史蒂文·姆努钦(Steven Mnuchin)考虑政府是否应该施行某些紧急权力进一步限制中美贸易，以及以何种方式实施。虽然与 CFIUS 没有直接关系，但贸易冲突的氛围确实会有溢出效果，影响潜在中国投资者对美国市场开放程度的判断。第二，最近白宫提出，可能会以总统令而非立法的手段，改变 CFIUS 对中资并购交易的审查方式。政府是否会跟进这一戏剧性的举措，又是否有意引导国会推进悬而未决的改革法案，这一切仍未可知。但这种可能性表明了白宫对中国的审视，以及白宫尝试进一步利用 CFIUS 来处理中美关系的强烈意愿。

CFIUS 加强对中国投资的审查，几项遭否决的并购案引起极大关注，同时针对中国投资的改革法案正在酝酿之中，白宫还致力于控制中国的影响力，这一切都会使人得出结论：美国很不欢迎中国对美投资。

然而，这样的结论是不完全的；还有更多被忽略的重要事实。虽然近期中国买家对美国的投资日益受到审视，但现有事实并未证明美国股权投资市场已对中国收购者紧闭大门。首先，CFIUS 继续批准（严格来说是不阻止）中资并购交易，这一事实鲜少见关于 CFIUS 的媒体报道中。就在过去的两年中，CFIUS 就批准了一系列中资并购交易，如中国国有企业中国化工收购先正达公司(Syngenta)、重庆财信企业集团收购芝加哥股票交易所以及安森美半导体公司(ON)收购仙童半导体公司(Fairchild Semiconductor)等。在去年一年中，CFIUS 也批准了其他多起中资交易，而且时至今日仍在持续。事实上，在任何时候都有许多中资并购交易接受 CFIUS 的审查，CFIUS 并不是对所有涉及中资的交易一律说不。

在有关 CFIUS 审查中资交易的诸多论述中，还有一点更未引起注意，即便是立法改革的支持者，也依然赞成中国对美国股权市场的投资。举个比较有名的例子，国会议员皮坦格尔虽然是 CFIUS 改革法案（该法案一定程度上针对的是中国）的最初发起者，但他最近对其他国会议员解释称，大体上他是支持中国投资的。皮坦格尔说：“我来自北卡罗来纳州，我那个地区有世界上最大的生猪加工厂，中资控股的史密斯菲尔德食品公司(Smithfield)，它创造了 5000 个工作岗位……所以，我对中国投资、或者说所有类型的外国投资都很感兴趣。”同样，美国财政部国际市场与投资政策部助理部长希思·塔伯特(Heath Tarbert)的职责包括财政部的 CFIUS 审查相关工作，近期他在一场关于 CFIUS 改革立法的国会听证会上，对一个关于如何平衡满足中国需求的美国商业利益与美国国家安全的问题回应称：“去年，即使是来自中国这样的国家的交易，事实上也有十多宗交易通过了 CFIUS 审查。所以我觉得，这是很重要的一点。当我们谈到国家安全问题的时候，大多数情况下，我们可以找到一种方法缓和风险并给交易放行。所以，我想再一次重申，我们非常欢迎外国投资”。认为 CFIUS 已经阻止，或者很可能阻止大多数中资交易的观点，忽略了包括改革者在内，美国决策者依然对中国的投资感兴趣。

而且，实际上美国决策者担忧某些中资交易并不是新鲜事。相反，这反映出一种长期以来的观念，即某些中资收购交易可能会对美国国家安全和国家利益造成危害。仅举一例，2012 年“美中经济和

安全评审委员会”发布了一篇报告，呼吁对中国对美投资进行更加严格的审查，不能仅考虑经济利益，也要考虑国防利益。但据 2018 年 3 月的《国会研究服务报告》（该报告按国家和产业统计了统计了 CFIUS 审查的收购交易），CFIUS 在那之后仍批准了十多宗中资收购案。

值得强调的是，过去 CFIUS 未阻止的一些交易也引发各种巨大争议与政治反对。万向集团收购美国电动汽车电池制造商 A123 Systems 的交易就遭到一些美国国会议员与美国战略物资咨询委员会的反对。双汇国际控股有限公司收购史密斯菲尔德食品公司一案（这是当时中资对美国公司规模最大的并购案，达 47 亿美元）遭到美国全国农民联盟和美国农村事务中心的反对。有些人甚至要求农业部加入 CFIUS 审查体系，对这桩交易进行审查。还有人以史密斯菲尔德的先进的基因研究不应被中国企业拥有为由提出反对。芝加哥股票交易所的收购也遭到一些美国国会议员的反对。而对上述的这些交易，CFIUS 都没有出手阻止。

由此可见两点。首先，美国国家安全与中资收购并非必然互斥。CFIUS 并未全盘阻止所有中资交易来回应对中国的担忧，即使在最近也没有改变策略。第二，即使是有影响力的政治势力对一桩交易提出反对，也不足以使 CFIUS 阻止该项交易。在面临引起社会关注的政治反对时，CFIUS 也批准过一些交易。

从目前情况来看，重要的是，CFIUS 的审查显然是具体问题具体分析。CFIUS 确实很可能非常谨慎地审查某些交易，但其它交易面临的反对可能更少。即使在不久的将来 CFIUS 的走向可能还会变化，但由 CFIUS 的近期案例和趋势推断，可以得出下列结论。CFIUS 对如下类型交易的审查可能更为严格：涉及新型半导体科技或与具备潜在武器应用可能的其他任何科技的收购交易，可能造成中国买方获取美国公民个人隐私信息的收购交易，以及可能会使中国在下一代电信或其它先进科技领域赢得竞争优势的收购交易。相比之下，涉及农业、医疗业、制造业以及房地产的收购交易，可能不会受到 CFIUS 的特别关注。

目前来看，会遭受 CFIUS 最严格审查的交易类型还不那么明确。因为，CFIUS 可能日益趋向于不仅关注最狭义的国家安全，也关注美国在新兴科技领域的竞争力——如人工智能和通信高新技术等领域。也就是说，CFIUS 可能会更关注一项拟议交易对狭义的美国国防利益，乃至对美国在全球范围内经济利益和竞争力的影响。无论是通过正式授权还是通过非正式做法，CFIUS 对中国投资的审查是否会变化，以及会如何变化，将在接下来的几个月或几年中见分晓。

美元回归、人民币与货币政策“易紧难松”

来源： FT 中文网(2018-06-07)

作者：章俊(摩根士丹利华鑫证券首席经济学家)

在全球经济同步复苏会继续提速并带动中国出口继续向好的乐观预期下，去年底市场普遍预计今年中国经济下行风险可控，因此政府可以承受固定资产投资增速继续适度放缓，而央行有更多的政策空间维持中性货币政策立场来继续去杠杆、降债务。

但近期国内外经济数据密集发布，综合来看全球经济增长的动能似乎没有预期中的那么乐观。国内 4 月份经济数据显示经济增长虽然依旧平稳，但动能减弱的势头并没有改变。工业生产超预期反弹很大程度上是受季节性因素的影响，固定资产投资和社会消费品零售总额增速都有明显放缓，特别是年初以来支撑固定资产投资的房地产投资增速开始放缓，令我们对未来固定资产投资增速并不是特别

乐观。

海外除了包括印度、俄罗斯、南非等新兴市场国家增长普遍放缓之外，发达经济体前景也略显暗淡：美国 1 季度 GDP 环比着年率从去年 4 季度的 2.9% 跌至 2.3%，4 月份的 ISM 制造业 PMI 指数连续第二个月下滑。去年被看好的欧洲经济也重现颓势，1 季度欧元区经济增速 0.4%，也不及去年 4 季度的 0.7%；前 4 个月欧元区制造业 PMI 连续下滑，从去年底高点的 60.6 大幅降至 56.2。而欧元区经济增长的火车头德国最新公布的 1 季度 GDP 增速 0.3%，仅为去年 4 季度 0.6% 的一半，而且是 2016 年 3 季度以来的最低水平。从全球范围内来看，除了经济增长动能减弱，全球市场特别是新兴国家金融市场的波动率明显上升。在标杆性的美元指数和 10 年期美国国债收益率分别突破 90 和 3% 之后，新兴市场在汇率和资产价格层面的压力明显上升。此前香港金管局数次入市干预港元汇率，而近期阿根廷比索大幅贬值，央行被迫把基准利率提升至 40% 以上，并且向国际货币基金组织寻求支持。

我们认为全球经济复苏力度不及预期与最近全球金融市场波动存在密切关系，或者说全球金融市场波动背后最重要的原因是全球经济复苏动能不及预期。

如果二者之间的因果关系显得有点跳跃的话，我们加入美元走强作为中间变量，那逻辑关系就会清晰很多。从 2016 年下半年以来全球经济复苏导致资本从两个管道流出美国：一方面，美国以外的发达经济体和新兴市场经济体复苏加速，风险资产价格持续上涨，吸引风险偏好较高的资金流入这些市场的股票和债券市场。

另一方面，美国以外主要经济体持续复苏带动产能扩张并推动本国融资成本上升，从而导致该国企业寻求海外融资。鉴于美国资本市场具有较高的深度和流动性，因此是这些融资需求的主要来源地。伴随着在资产和负债两个层面的美元流出美国，并在海外市场被兑换为本地货币过程中被大量卖出，因而导致美元指数低迷徘徊在 90 以下。但年初以来全球经济复苏动能持续减弱，以及 2 月份鲍威尔首秀讲话拖累全球市场大跌，之后近期中美贸易争端升温也导致全球市场大幅波动，这一切都导致全球投资者神经绷紧，风险偏好明显下降，反映在长期在低位徘徊且异乎寻常平稳的 VIX 指数的波幅明显上升且中枢开始上移。这些变化带来的结果就是，美国以外地区的经济复苏动能减弱导致美元融资需求下滑，同时海外风险资产价格存在的下行风险也导致资本回流相对安全的美元资产。

美元走强让市场开始担忧全球风险资产价格会出现大幅调整，而过程中新兴市场可能会受到明显冲击，并进而影响全球经济同步复苏的进程。虽然美元年初以来走强，并且可能会继续持续一段时间，而且未来美元伴随着美联储加息缩表进程会进入中长期升值通道，但我们认为判断目前就是强势美元回归的拐点还为时过早。首先，全球经济复苏动能虽然不及预期，但下半年美国经济增长可能会重新放缓，从而导致美元资产的相对回报预期下降；其次，美国国债收益率曲线相对于欧元区国债和日本国债平坦化趋势更为明显，其中隐含的经济衰退的风险也成为美元未来重新走弱的原因；

再次，也是最为重要的是美国出口和财政“双赤字”的持续攀升是造成美元未来会重新进入“弱势”轨道的重要原因。美国经济持续复苏造成企业投资和家庭消费需求上升，而短期内美国国内的产业结构以及产能无法对此作出相应调整。因此虽然美国出口持续增长，但进口增长的幅度更大，造成经常账户逆差持续扩大，2017 年美国商品贸易逆差超过 8000 亿美元，创了 2008 年金融危机以来的新高。这也导致了特朗普政府希望通过贸易保护主义方式来应对持续攀升的贸易赤字，但我们认为短期内对改善美国贸易赤字的帮助有限。在美联储持续收紧货币政策的同时，特朗普也在加快出台财政刺激政策的脚步。但无论是去年的税改法案的落地实施，还是未来要推行的大规模基建投资，都意味着美国政府的财政赤字率会有明显上升。根据我们美国经济学家预测：美国联邦财政收入占 GDP 比重会从 2017 年的 17.3% 下降至 2019 年的 20.8%，但同期支出占 GDP 比重会从 20.8% 升至 21.3%，这会导致美国财政赤字率会从 2017 年的 3.5% 调升至 2019 年的 4.5%。市场对美国“双赤字”将持续攀升的预期是压制美元汇率走强的重要原因，而且很难在短期内有明显改变。

此外，人民币汇率走势也是影响美元指数的一个重要因素。中国央行在 4 月 17 日降准 100 个基点，虽然此次降准既不意味着央行中性货币政策立场的改变，也没有实质性改变国内流动性偏紧的局面，但我们可以看到美元指数就此开始大幅拉升。传统上，市场都是根据美元指数走势来判断人民币汇率的强弱，但事实上我们也开始感受到中国央行货币政策取向和人民币汇率走势对美元的影响也不可忽视。鉴于全球经济复苏动能较弱以及贸易保护主义风险上升，4 月底的政治局工作会议上提出“把加快调整结构与持续扩大内需结合起来，保持宏观经济平稳运行”，其中关于“扩大内需”的说法让市场普遍预期未来政策立场会出现一定调整，但对于究竟如何调整才能起到“扩大内需”的效果则没有统一的想法。

但有一点是肯定的，那就是不会像 2009 年那样通过超宽松的货币政策来大规模刺激基建和房地产。原因很简单：过去将近 10 年时间内，经过地方政府、企业、和家庭轮番加杠杆之后，中国目前整体债务水平和资产价格处于历史性高位；而且以美联储为首的发达经济体都开始收缩货币政策，如果在这时候实施大规模刺激，潜在系统性风险极大。我们认为央行会采取“宽货币，紧信用”的政策组合，一方面监管层面会继续维持对表外资产和非标业务的收紧推进 2018 年三大任务之首的“防风险”；另一方面继续通过降准等方式来适度放宽货币条件来对冲表外转表内过程中银行承受资产负债表压力。在央行货币政策维持中性的背景下，再加上特朗普政府可能会在人民币汇率层面施加压力，下半年人民币汇率可能会相对坚挺，有可能会助推美元在今年 3 季度可能会再次走弱。

我们认为年内全球经济复苏不及预期的概率有所上升，这会对美元汇率形成有力支撑。如果因此而美元回流形成趋势的话，看空美元的逻辑就存在修正的空间。在此大背景下，我们依然维持“宽货币，紧信用”政策判断，一方面监管层面会继续维持对表外资产和非标业务的收紧推进 2018 年三大任务之首的“防风险”；另一方面继续通过降准等方式来适度放宽货币条件来对冲表外转表内过程中银行承受资产负债表压力。但考虑到中美利差收窄以及美元走强等制约因素，货币条件大幅放宽的概率很低。但同时考虑到可能存在的经济下行压力，政府会考虑适度加大有财政支出、减税以及加强针对性的普惠金融来降低对相对薄弱的经济部门的冲击。

国内财经

吃人的紧缩：一个简明的信用紧缩分析框架

来源： 华尔街见闻网 (2018-06-05)

作者： 王剑 (国信证券首席银行业分析师)

信用违约事件如期而至。说如期而至，是因为在一个信用紧缩的周期之中，多发生几起信用违约几乎是毫无悬念的。但也有意料之外的情况，比如应声倒下的，竟然又是浙江民企——要知道，浙江民企可是在 2011-2014 年那一轮信用紧周期中去过一轮杠杆了。

本文尝试从整个经济体的宏观视角，深刻地阐述这一轮紧信用周期背后的故事，并预测其未来的演进。

一、经济体中的信用

如果把经济体想象成一台机器，那么，货币（流动性）就是经济运行所需要的润滑剂。而经济体中的每一家企业，又都是资本、劳动力、企业家精神等必要要素的集合。而全部的企业，组合成经济体这一整台机器。

资本的来源，不管是股权投资还是债权投资，大部分是来自于金融体系的资金供给。有些是由金融体系中的金融中介提供（间接金融），有些则是实体之间在金融市场上相互提供（直接金融）。众所周知的是，我国最主要的资金，来自银行的信贷供给。换言之，银行等金融中介，通过信贷等各种资产投放业务，给企业提供了资金，也叫提供了信用，其本质是为经济运行注入了货币（流动性），让很多交易行为得以实现。

但这流动性不是免费的。企业从金融体系获取资金，投入生产后，赚取的收入要按约定支付报酬给资金提供方（间接金融的话是金融中介，直接金融的话是金融中介和投资人），这就是使用资金或资本的成本。于是，这里就涉及一个问题：企业赚取的收入，扣除它的经营成本后，必须能够付得起资金成本。股权投资所要求的回报是弹性的，有得赚才给回报，因此不存在“违约”一说，这样的融资行为也不在我们今天讨论的紧信用问题范围内。而债权投资的回报，即利息，一般是刚性的，如果企业的息前利润加余粮（现金余额）支付不起利息，又无法筹措资金，就会发生债务违约。如果债务大面积违约，就是金融危机。

如果资本的投入产出比不变，那么最好是维持信用与产生的增速基本同步增长，这样的话，产出能覆盖利息，不会发生大面积违约。而如果信用增长过快，企业拿到了更多的资本，继续投入生产。但请注意，基本上所有的生意，都存在边际产生率下降的问题。所以，企业增加越多的资本，产出率会越来越低，而支付资本的成本却是固定的（甚至是会提高的）。长此以往，终有一天企业是会还不起利息的，更别说偿还本金了。违约就会发生。

因此，如果让一个理性人，来运行经济这台机器，他肯定会把信用增长和产生增长控制在基本同步的节奏中，不至于让机器卡壳。但很可惜的是，经济体并不是由一个理性的人操作的，而是由无数理性的人操作的，大家各自是理性的，在相互的博弈过程中，大家的行为加起来，就显得非理性了。

一个群体的非理性

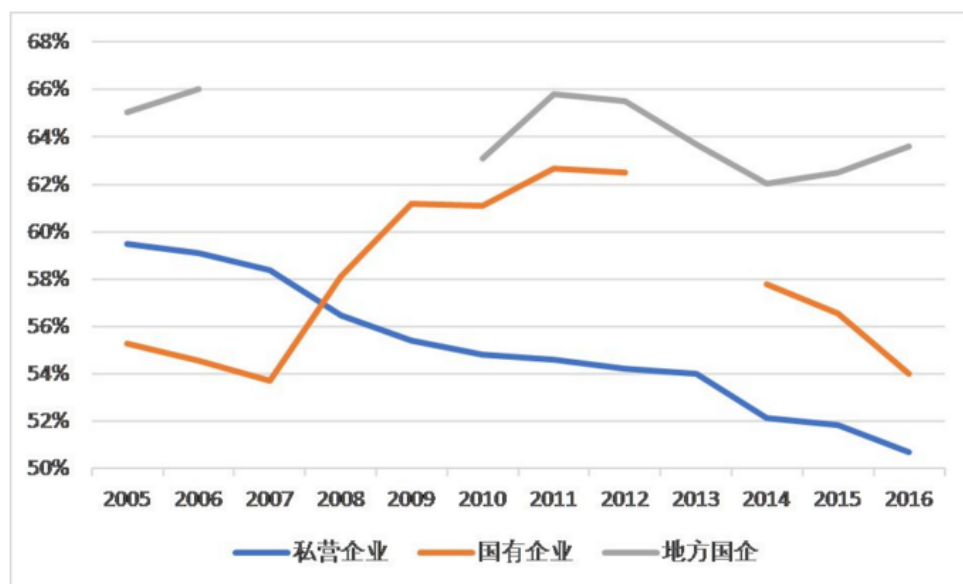
这些理性的人，分为两群。一群就是企业。当企业获取更多资本投入生产时，产出率一般是下降的，那么偿付了利息后，赚到的边际利润会越来越少。但是，有时企业主不一定能判断这么准确（企业主大多是各自行业的专家，但未必是宏观经济与政策周期的专家），或许他以为自己多融点资投入生产，依然能赚取不错的利润。或者他已经意识到边际利润率下降，但继续加杠杆毕竟会增加利润总额，也会继续这么做。最后的结果，就是杠杆越来越高。更何况，由于企业的财务杠杆越来越高，财务风险越来越大，那么理论上它的融资利率也是越来越高的。

这群企业中，还有一群更特殊的群体，即国有企业（含地方政府融资平台）。我国国企长期以来，一直有一种难改的顽疾，即“预算软约束”。因为它们股东背景是各级政府，大家自然觉得它们不会违约，即使真还不上钱了，政府也会想办法解决。同样，这些国企自己也这么认为，所以也敢在外面过度融资，用于生产，哪怕生产效率很低，也不怕。我们把这种非企业基本面因素，只是因为身份的因素，导致大家对其还款能力深信不疑的现象，叫做“信仰”，这些企业则称为“有信仰加持的企业”。除了国企（又以地方国企最为突出，央企监管严，要好些）这种身份之外，也有些其他身份也会导致这种信仰加持，比如上市公司，或者地方上就业、税收大户的大民企。有了信仰加持之后，其生产经营不重要，你的身份决定了你可以借钱，很多钱。

而其余没信仰加持的普通企业（大多是些民营企业），在生产率下降后，生产经营恶化，金融机构们便会主动收缩其信用投放，市场的力量会驱动其杠杆水平下降。于是，我们看到，近几年经济下

行，民营企业的杠杆水平其实是稳步下降的，这是符合市场规律的。

另一群人，就是金融机构。毫无疑问，它们也想多赚点钱，想方设法把资金推销给企业，赚取回报。他们当然也会考虑借出资金的安全性，于是，当企业们生产率都下降的时候，得选择相对安全的客群。刚好，其中最佳的推销对象，正是国企、上市公司这些有信仰加持的对象，哪怕他们的生产经营并不理想，或者杠杆过高。所以，即使经济下行，我们却看到这些信仰加持的企业，杠杆水平依然在上升，违反市场规律，和民企杠杆水平刚好相反。



(全国规上工业企业的资产负债率。民企资产负债率持续下降，国企近年也在下降，主要是因央企下降，而地方国企在2015年以来却调头上升)

注意，由于中央政府其实早就不允许金融机构向这些信仰加持的企业提供融资了，因此这些业务都是以规避监管的模式开展的，比如加个马甲，把信贷变成表内外非标等。这些行为大多都是监管规避。

在上述企业和金融机构两者的逐利动机下，信仰加持企业的杠杆水平（实体杠

杆）越来越高。此时，一般来说金融体系、金融机构自身的杠杆也是越来越高的，即金融杠杆。因为，这些信仰加持的企业，融资需求大，给的利率高，还没啥风险，是多好的生意啊，金融机构们当然自己也加足杠杆，筹集资金去给这些企业做业务。

风险在积聚。难免的，这些杠杆过高的企业，产出率很微薄，勉强覆盖利息。它们的债务到期后，是不可能偿还的，都需要借新还旧的操作。因此，这种高杠杆状态会导致一个后果，就是“药不能停”，借新还旧，金融体系必须源源不断地提供新的资金，去接续老的资金。但由于人们对这些企业有信仰，所以愿意把钱续借给他们，于是，这种药一直没停。

理性的局外人

沿着上例，如果随着杠杆继续抬升，总有一天杠杆会加到连信仰都无法挽救的地步，万一发生其他意外（比如海外流动性变紧导致我国资金外流），导致国内流动性紧缩，进而导致企业大面积债务违约，即发生危机。为了防止陷入这一局面，需要有一个局外的理性的人，来操作这台机器，赶紧把杠杆水平降下来。是的，这个人当然就是中央政府，它决定，要把为机器注入润滑剂的龙头流量，关小一点。但是我国这一轮宏观调控的具体措施，却要分两个层面：一降金融杠杆、二降实体（企业）杠杆。

而在这一轮监管中，大约从 2016 年下半年开始，人行首先提高了银行间市场利率，开启了金融去杠杆进程。我们更愿意称之为金融拆杠杆。这些政策主要作用于金融机构的负债端，历经一年多，效果还不错，金融机构的杠杆水平狂升的势头被遏制住，这时金融机构先难受。

接着，从 2017 年 3 月银监会“三三四十”大检查开始，金融机构的资产端开始被监管，且措施越来越强硬。尤其是 2017 年底开始，监管要求越来越严，很多监管规避的行为被查禁，很多资产业务变得难以为继了。金融机构的资产端，对应的是企业的负债端，这也意味着实体去杠杆的开始。这些措施，使金融机构对企业的资产投放变得困难，那些原来基于信仰获取资金的企业，开始拿不到钱了。这下子，药真的停了。

但信贷紧缩只是外因。前文已述，那些“药不能停”的企业，一旦借不到新债，就立马对旧债违约了。这甚至和它自身经营好坏都没什么关系，根本原因是杠杆太高了，日常现金流能偿还利息，但不可能偿还本金，本金只能“借新还旧”，一旦不能借新，就瞬间违约了。这才是根本性的内因。

外因：监管措施导致金融机构放款变难（实体去杠杆）；

内因：自身前期杠杆过高。

然而，我们去观察整个经济体的实体杠杆率时，感觉问题还不是太大，比如债务/GDP 好像并不离谱。但是，类似债务/GDP 这种指标，就和把我和马云的财富一起算个平均财富一样，没什么意义。因为，平均值稳妥，并不代表大家都稳妥。杠杆恶化是结构性的，居民、中央政府的杠杆水平不高，民企的杠杆水平也降了不少，但地方国企近几年快速加杠杆。信用紧缩过程中，那些远远偏离平均值的薄弱环节，会首先倒地。这里指的，当然就是杠杆水平远离平均值的企业，毫无疑问，主要是前期被信仰加持的企业。其中，又是以信仰加持相对弱的民营上市公司先倒下。我们并不认为这里一定有什么“体制性歧视”，过高杠杆才是它们倒下的关键内因。

而随着措施推进，总有一天会有信仰加持的国企倒下的。

信用紧缩难题

连信仰加持的企业都发生违约事件了，那么事情会演变到另一个极端去：就是那些原来拼命在营销它们的资金的金融机构们，突然间就消失了。它们害怕自己投出去的资产无法收回，风险偏好急剧下降，变得谨小慎微。这时，都不需要政府去关润滑剂的龙头了，龙头里出来的润滑剂自己就流量变小了。这时，原本只有几个企业违约的事，变会发展成为更多企业违约。最近的实例，请参考始于 2011 年的浙江中小企业流动性危机。这个现象叫流动性枯竭。

可是，金融机构风险偏好大降导致的流动性枯竭，却可能影响很多正常企业（或者不属应淘汰的产业，只是不小心杠杆过高了）的融资，这是眼下最值得关注的东西。这时候，政府的政策可能会有所反转，变成了如何去维持一个适当的润滑剂流量，而不是继续关小流量。货币宽松可能是一个选项，理论上货币宽松可以让金融机构自身的流动性宽裕，从而增加它们给企业放款的积极性。但其实现实中这一招并没什么作用，因为在金融机构重拾信心之前，它们自身的流动性已不是关键变量，它们的风险偏好才是关键变量。它们的风险偏好何时能好转呢？很简单，让它们看到企业经营好转。

因此，预计后续政府会出台一些能够针对性地帮助正常企业经营、促进其融资的措施。会是什么措施呢？让我们拭目以待。

根本解决之道

走出这一困局的唯一路径，就是想方设法改善企业的经营，提高它们的产出率，从而让金融机构们相信企业的收入是足以覆盖利息的。过去几年政府推行供给侧改革，也是这一目的。

供给侧结构性改革的本质，是人为推进企业端的“推陈出新”，加快落后产能（往往也是一些高杠杆企业）的淘汰，加快新兴产业的成长，归根结底是提升整个实体部门的产出率。所以，过度杠杆的企业倒下，本身也是该项政策所追求的效果之一，换言之，信用违约频频发生，正是政府所希望

达到的“排雷”行动。当然，中间有些并非过剩产能，只是杠杆过高的，那也没办法，谁让你胆那么肥呢？

而更好的提高企业产出率的方法，只能是技术进步。我国已经走出了短缺经济，那种随便造点什么都能卖出去的时代已经结束了。未来的企业竞争，技术含量必然是越来越高的。因此，请重视那些有重大研发投入的企业。

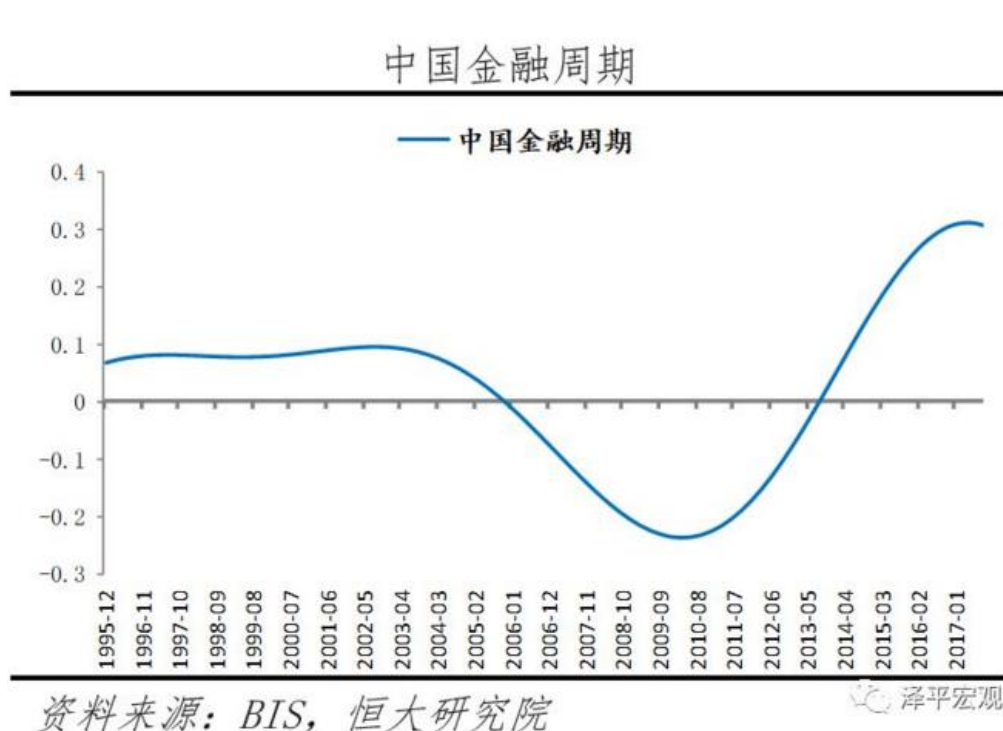
最后，金融机构对信仰加持企业的无度放款行为，除用监管措施去遏制外，最根本的遏制方式，还是打破信仰。不要觉得这事很遥远，我们也不是没经历过。1993年，国企改革启动，朱总理大手一挥，说了句“抓大放小”。很多实力不强的困难国企瞬间丧失了信仰加持，纷纷倒地，而当时正在崛起的民营企业，却成为了银行家们的座上宾。

注意，历史不会简单重复，却总是押着相同的韵脚。

站在中国金融周期的顶部

来源：华尔街见闻网(2018-06-05)

作者：任泽平(平恒大集团首席经济学家兼恒大经济研究院院长)



导读

作者从事了近20年宏观经济研究，简单讲，宏观经济主要是研究两大命题：经济为什么会增长？经济为什么会波动？分别对应增长理论和周期理论，研究经济的趋势和波动。就当前中国经济而言，增速换挡、新5%比旧8%好、刘易斯拐点、从高速增长阶段到高质量发展阶段转换等均是对经济增长趋势的判断，新周期的起点、房地产周期长期看人口中期看土地短期看金融等均是对经济周期波动的判断。作者曾提出过基于六大周期的宏观经济分析框架：世界经济新一轮增长周期、金融周期顶部、新一轮产能周期起点、房地产周期调控中期、去库存周期初中期、新政治周期。

2015年12月中央经济工作会议提出供给侧改革五大任务，其中之一为去杠杆。2017年12月中

央经济工作会议把防范化解重大风险放在未来 3 年三大攻坚战之首。近年金融周期被高度关注，对预测债务风险、金融危机、金融环境、资产价格以及理解经济金融系统运行具有重要意义，正成为一个新的分析框架，它更契合当今全球金融自由化和金融创新的时代。什么是金融周期？如何测度？当前我们正站在 2009 年以来中国第一个金融周期的顶部，防化风险、去杠杆和供给侧结构性改革具有特别重要的意义，未来如何演变？对中国经济和大类资产将产生哪些重大影响？

核心观点

金融周期是金融变量扩张与收缩导致的周期性波动，其长度和幅度随着宏观经济环境和政策框架而变化，同时，不同经济体的金融周期往往是同步的。BIS 最早全面的开展了对金融周期的研究，通过三个指标，信贷/GDP 缺口、债务偿还率、地产价格缺口，能够准确反映金融是否过热，揭示金融业存在的风险与危机。在金融周期测度方面，BIS 同时使用滤波分析法和转折点分析法测算各国的金融周期，发现金融周期的振幅和长度高于经济周期，且金融周期的波峰之后往往伴随着金融危机。2017 年 11 月，中国人民银行第三季度货币政策执行报告中首次提到“金融周期”。

本文以信贷/GDP、实际信贷和实际房价作为金融周期指数。同时辅以信贷/GDP 缺口和实际房价缺口作为预警指标（缺口=变量原值-长期趋势）。选择这三个指标的原因在于：1）信贷作为连结储蓄和投资的重要变量，可以较好的测度金融市场的波动。2）房地产作为信贷的抵押品，它的价格波动影响信贷，带来信贷和房地产价格的顺周期性，同时房地产还是金融创新的基础资产和实体经济的重要部门。3）信贷/GDP 作为杠杆率的代表，可以视为金融体系损失吸收能力的重要指标。随着金融周期进入下半场，各部门债务比例高企，杠杆率越发引起人们的注意。具体计算时，采用 BP 滤波法从序列中抽取周期成分后取算术平均值。

对美欧日金融周期的测度表明金融周期顶峰往往对应着重大风险或金融危机的到来。美国在过去 40 年经历了两轮金融周期，波峰的时间分别对应着储贷危机和次贷危机；欧洲金融周期达到顶峰的时间为 2008 年 4 季度，略晚于 2007 年欧洲银行业危机，但早于 2010 年主权债务危机。日本在 1990 年 1 季度、1999 年 2 季度、2008 年 1 季度达到金融周期顶峰，分别对应着 1991 年日本经济泡沫破裂、1997 年亚洲金融危机、2008 年全球金融危机。

回顾美欧日金融周期，可以总结以下特点：1）信贷扩张开启金融周期上半场。美欧日金融周期上半场都表现出信贷扩张的迹象，宽松的流动性、金融机构的逐利性以及宽松的监管环境会带来期限错配，为市场埋下隐患。同时，市场利率降低，房贷利率降低，吸引更多资金进入房地产行业，推高房价。2）利率上升或监管趋严容易引发金融风险甚至危机。美联储为了抑制房价泡沫，从 2004 年 6 月直到 2006 年 6 月一直上调目标利率。而欧洲由于次贷危机的影响出现银行业危机，最终导致利率高涨，从 2005 年 7 月持续到 2008 年 7 月，进而带来融资成本上升以及还本付息的困难，泡沫破裂引发金融周期走入下半场。3）房价回调和滞涨预示着周期下行。美欧日房价在金融周期顶峰后开始回调。同时，金融周期到达顶点时都出现了滞涨的情况，即 CPI 上行，GDP 下行。

我们对中国金融周期的基本判断是：我们正站在 2009 年以来的中国第一个金融周期的顶部，应高度重视防化风险和稳杠杆。

1）金融周期指数显示 2017 年 1 季度中国达到金融周期顶峰，两指标缺口在 2016 年为双正也预示着 2017 年金融风险的迅速加剧。根据美欧日经验，在金融周期顶部阶段，防范化解重大风险、去杠杆和供给侧结构性改革具有特别重要的意义。

2）与欧美金融周期顶部被动爆发危机不同，2016 年以来中国政府主动加强监管、去杠杆和防化风险，信贷/GDP 缺口已于 2017 年转负，表明金融风险在主动调控之下正在积极主动化解，宏观杠杆率达到周期顶部后趋稳。

3) 当前政策的核心是健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架, 货币政策主要调控经济周期, 宏观审慎政策主要调控金融周期。当前监管的重点是去杠杆、去通道、去链条、规范影子银行和银行表外业务。未来政策有望演化为“宽货币+紧信用(严监管)+强改革”组合, 通过降准和鼓励资产证券化来实现表外回表、非标转标, 通过资管新规、财政整顿、控制国企负债率、传统产能过剩行业限贷等化解结构性债务风险和去杠杆, 通过对外开放、放开行业管制、降低税负、国企改革、鼓励创新等推动政令畅通的新一轮改革。

4) 中国目前处于本轮金融周期的顶峰, 由于表外收缩和影子银行业务收缩, 社融大幅下滑, 广义货币供应量增速处于历史低位, 应高度重视企业信用风险、地方融资平台风险、中小房企资金链风险等风险暴露, 防止财政、货币、监管、房地产调控等紧缩政策叠加带来的系统性风险, 风险的演化往往是非线性的而不是线性的。中国处于从高速增长阶段转向高质量发展阶段的关键期, 处理好经济平稳增长、结构转型升级、防范化解重大风险之间的平衡, 在增加内部转型紧迫感的同时, 积极营造外部环境和争取时间窗口。

5) 由于广义流动性收缩, 大类资产没有系统性机会, 同时信用收缩会通过固定资产投资、去库存等增加经济下行压力。但如果处理得当, 坚定实施“宽货币+紧信用(严监管)+强改革”的政策组合, 用短期阵痛赢得长期平稳健康发展, 去产能、去库存、去杠杆等经济金融领域系统充分出清以后, 资产负债表修复, 经济有望逐步具备再出发能力, 开启新周期, 从高速增长阶段转向高质量发展阶段, 实现“新5%比旧8%好”。

2017年11月17日, 中国人民银行第三季度货币政策执行报告中首次提到“金融周期”一词。

“金融周期”在本次央行的报告中一共出现七次, 央行在报告中称“针对日益重要的金融周期问题, 需要引入宏观审慎政策加以应对, 弥补原有调控框架存在的弱点和不足, 加强系统性金融风险防范。”

那么到底什么是金融周期? 我们处在金融周期哪个阶段? 金融周期对经济和大类资产有什么影响?

金融周期简介

1.1 金融周期是什么

什么是金融周期呢? 中国人民银行在报告中给出了明确的定义, 即金融变量扩张与收缩导致的周期性波动。

国际清算银行首席经济学家 Borio 认为是人们对于风险和价值的认知以及面临的资源约束之间的相互作用引起了金融活动的周期性波动。与金融周期最相关的两个金融变量是广义信贷和房地产价格, 前者代表融资约束, 后者反映投资者对风险的认知和态度, 由于房地产是信贷的重要抵押品, 因此两者之间会相互放大, 从而导致自我强化的顺周期波动。而广义信贷和资产价格还会通过资产负债表等渠道进一步把金融和实体经济联系起来。当经济周期和金融周期同步叠加时, 经济扩张或收缩的幅度都会被放大; 而当经济周期和金融周期不同步时, 两者的作用方向可能不同甚至相反。

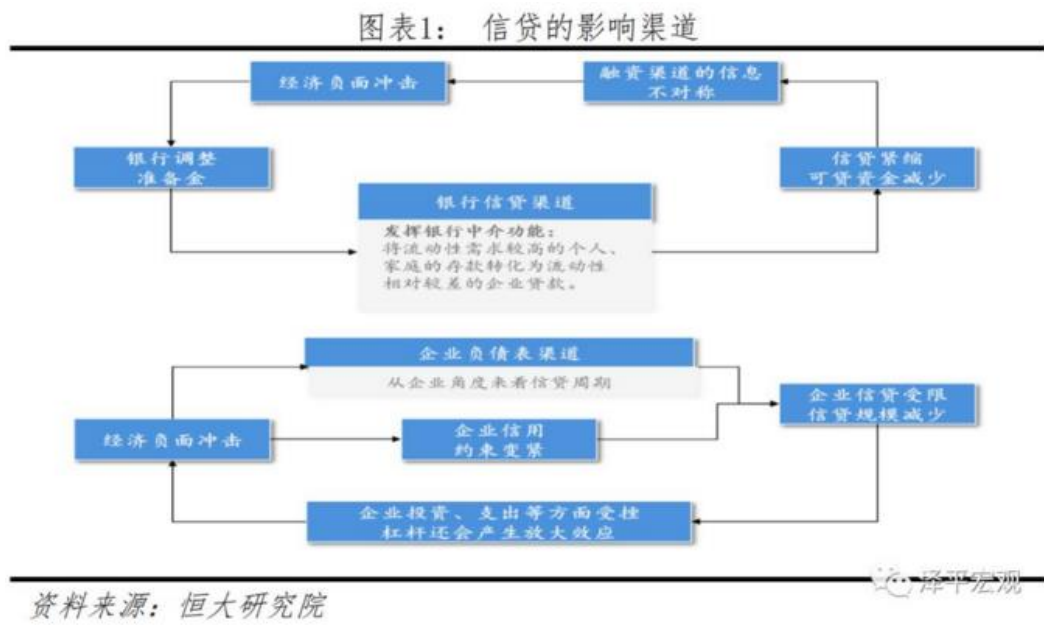
1.1.1 金融周期理论的形成

Bagehot(1873年)最早将金融因素纳入经济波动的分析中。他认为, 银行信贷的增长与资产价格的攀升带来资产泡沫。

信贷理论的发展推动金融周期理论的形成。费雪(1933年)的信贷周期理论认为杠杆的扩张与收缩对应着繁荣与萧条。

以信贷理论为基础，Bernanke（1996 年）提出了金融加速器原理，进一步强调了银行信贷由于信息不对称和资产价格渠道会将金融冲击显著放大，并传导至实体经济。

现代金融周期理论蓬勃发展。在上世纪八十年代 Bernanke 等人的系列论文否定了货币中性论之后，金融周期理论开始进入重要发展阶段，理论文献和实证研究都显著增多。近几年，很多学者开始



对金融周期进行实证研究。BIS 基于对金融周期早期预警指标的研究，测算了世界上许多发达国家处于金融周期的不同阶段，一些国内学者在引入金融周期的分析框架后，对我国实体经济的发展趋势给出了一种系统的解读。陈雨露（2016 年）等在《金融周期和金融波动如何影响经济增长和金融稳定》中通过对全球 68 个主要经济体 32 年的面板数据分析，实证研究了金融周期对实体经济发展和金融系统稳定的影响。

陈雨露（2016 年）等在《金融周期和金融波动如何影响经济增长和金融稳定》中通过对全球 68 个主要经济体 32 年的面板数据分析，实证研究了金融周期对实体经济发展和金融系统稳定的影响。

1.1.2 金融周期的广义指标

金融周期的广义指标包括数量型指标和价格型指标。

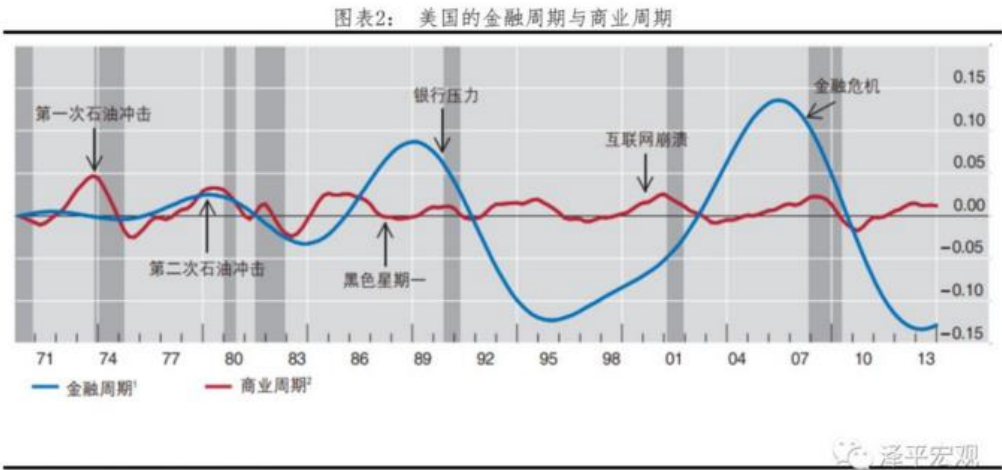
虽然对金融周期没有统一的定义，但广义概念包括了数量型和价格型金融变量的联合波动。中外学者在刻画金融周期时选用的指标也不尽相同。这些变量主要有广义货币供给 M2，金融业总资产规模，信贷总额，股票价值，保险金额，资产价格等。BIS 研究表明信贷总量（作为杠杆的替代变量）、房地产价格（作为可用抵押品的衡量标准）扮演了重要的角色，两者相互强化带来顺周期性，快速增长的信贷，特别是抵押贷款推高房地产价格，从而增加抵押品的价值，增加私营部门可获得信贷。其他变量，如信贷息差、风险溢价和违约率，提供了对压力和风险的补充信息。

1.1.3 金融周期的特征

从实证角度而言，四个特征可描述金融周期。

1) 金融周期比商业周期更长。传统的商业周期（即经济周期）长度通常为 1-8 年，而金融周期的长度为 8-20 年。周期长度的差异意味着金融周期可以跨越多个商业周期。

2) 金融周期的顶峰往往伴随着银行业危机或显著的金融抑制。在金融周期顶峰，长期宽松的货币政策以及金融创新导致金融繁荣，这表现为资产价格上升与信贷扩张，二者之间相互强化。多余的资金流入实体经济，导致某些领域投资过剩，如房地产。当经济受到冲击时，前期过分扩张资产负债表的部门无法偿还债务，泡沫被刺破带来金融周期走入下半场。在繁荣时期的资源错配又进一步加剧这种恶性循环。



3)不同经济体的金融周期往往是同步的。很多金融周期的驱动因素都具有重要的全球因素。例如，流动性状况在不同市场间往往是高度相关的。

4)金融周期随宏观经济环境

和政策框架而变化。例如，20 世纪 80 年代初以来金融周期的长度和振幅都有所增加，反映出更自由化的金融系统，以及看似更稳定的宏观经济形势和货币政策框架下对信贷的扩张的放任。金融危机后监管和宏观经济政策框架的重大变化也改变了未来的发展动态。

1.2 为什么要研究金融周期

完全从经济周期理论视角很难充分理解 2008 年金融危机后的全球经济演变。该视角不能充分说明信贷、资产价格和产出的关系，而这些因素解释了近年来很多发达经济体疲弱的增长。

金融周期理论开拓了宏观经济周期研究的视角，关注信贷和房地产相互强化带来的顺周期性。相对于过去几十年的主流思维而言，金融周期是一个新的分析框架，更加契合当下的经济环境，我们处在金融自由化和金融创新的新时代，关注金融周期，可以帮助我们更好的解决经济问题。

1.2.1 金融周期研究关注信用和房地产相互强化，契合金融创新后的理论需求

关注信用和房地产相互强化带来的顺周期性：房地产是信贷最常见的抵押品，房地产泡沫和信用过度扩张紧密相连，经济繁荣时期，一方面，房价上涨带来房贷增加，促使信贷扩张；另一方面，信贷上升带来多余资金寻求出路，而房地产等资产由于增值保值的预期成为首选，资金大幅流进房地产市场，带来房地产价格上升，信用和房地产相互强化带来顺周期性，这表现为繁荣时向上动力强，衰退时向下动力也大。

中国金融自由化和金融创新带来的经济理论要求：2012 年后，随着中国经济进入“三期叠加”阶段，经济增速减缓。为应对增长速度下滑，中国加快了金融自由化的进程。希望通过金融自由化缓解实体企业“融资难、融资贵”的问题，增加投资总量，提高投资效率，进而促进经济增长。

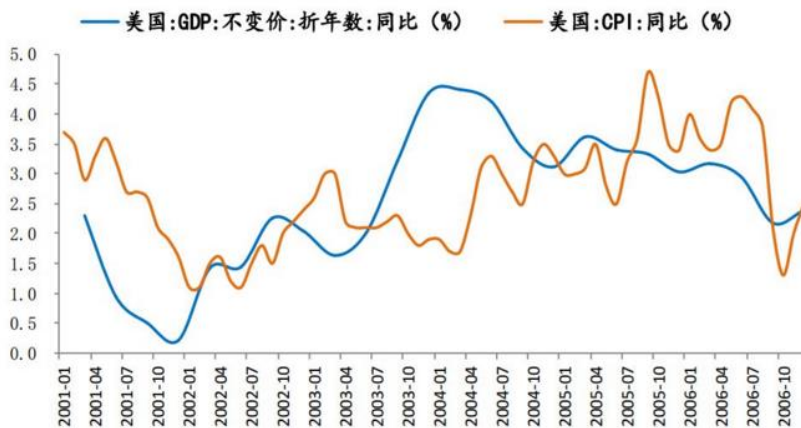
金融自由化和金融创新的初衷在于更好地服务实体经济，但由于监管缺失，金融机构的逐利性以及道德风险等因素，最终和实体经济脱节，且不断加大金融体系风险。传统的经济周期理论无法反映和解决如今的经济问题，只有把金融因素纳入参考，研究信贷、房地产价格等因素综合决定的金融周期，才能有效解决现实问题。

1.2.2 金融周期接近顶部出现“类滞涨”，可提前侦测金融危机

美国、欧洲等国家的经验显示，金融周期接近顶部时，经济出现增速下行，通胀上行的“类滞涨”现象。研究显示，金融周期的波峰后往往会发生金融危机，而这也是研究金融周期的意义所在：实现对金融危机的提前侦测。

美国在 2004-2006 年，经济增速下降，通胀上升，美联储 17 次加息导致房地产泡沫破裂，次贷

图表3： 美国 “类滞涨”



资料来源: WIND, 恒大研究院

泽平宏观

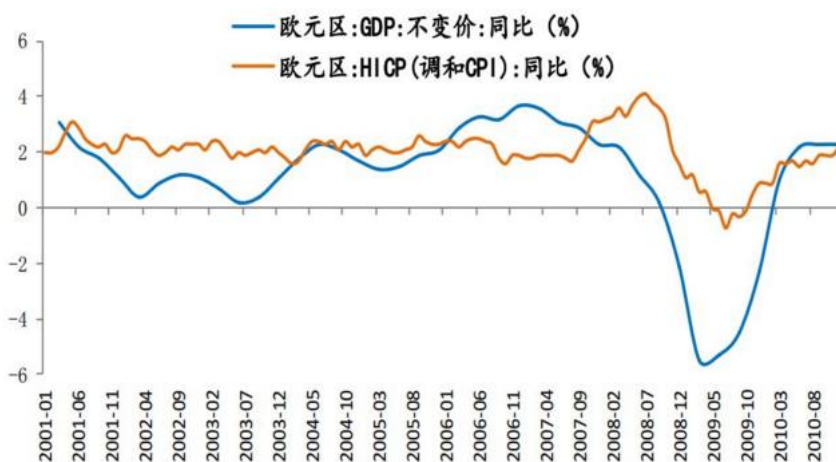
危机爆发, 美国进入金融周期下半场, 欧洲在 2007-2008 年也出现类似情况, CPI 上行, GDP 下行, 金融周期进入下半场。

1.2.3 金融周期上行过程中存在的问题具备代表性

1) 土地价格上涨带来其他行业成本增加。信贷和房地产相互促进, 加之城市化进程推动房价上涨, 而由于土地是其他行业生产必不可少的生产要素, 土地价格上涨带来其他行业运营成本上升。

2) 金融和房地产过度扩张, 占用过多资源。信贷分配影响经济结构, 由于房产和土地是最常见的抵押品, 由于信息的不对称, 与房地产相关的部门在融资时占有优势, 同时, 从供给端来看, 银行业赚取利差收入, 促使其有动力扩大贷款规模。在这个过程中, 信贷和资源都向房地产及相关行业靠拢, 造成资源错配, 分配不均。

图表4： 欧洲 “类滞涨”



资料来源: WIND, 恒大研究院

泽平宏观

3) 银行风险增大。银行由于享受“货币创造”带来的铸币税效应, 会不断扩充其资产负债表, 而存款与负债存在较大幅度的期限错配, 这在一定程度上加剧了银行业风险。

金融周期的测度

2.1 BIS 对金融周期的研究

BIS 是国际清算银行, 是世界上历史最悠久的国际金融组织。BIS 最早且

较为全面的展开了对金融周期的研究, BIS 对主要发达国家和一些新兴市场经济体 20 世纪 70 年代中期以来金融危机历史的分析结果为金融周期理论提供了实证支持。BIS 率先提出金融困境早期预警指标以及金融周期概念, 并实际测算了世界上很多国家的金融周期。

BIS 通过金融困境早期预警信号评估金融危机风险。共三个指标, 信贷/GDP 缺口、债务偿还率、地产价格缺口。

1) 信贷/GDP 缺口, 定义为私人非金融部门信贷与 GDP 之比与其长期趋势的偏离。

2) 债务偿还率, 即同一部门的本息支付与其收入之比, 测算其对历史均值的偏离。

3) 地产价格缺口，即实际住宅价格与长期趋势水平的偏离。

这些指标能够准确反映金融是否过热，揭示金融业存在的危机，如图 5 所示。红色单元格的门槛选择基于 3 年内至少超过 2/3 的概率发生金融危机，BIS 的历史记录表明信贷/GDP 缺口（信贷/GDP 和长期趋势的差）超过 10%以上，3 年内银行体系将面临严重压力。蓝色单元格中信贷/GDP 缺口的门槛选择是基于《巴塞尔协议III》逆周期资本缓冲得到，偿债比率临界阈值基于两年的预测期。

图表5: BIS 预警指标

指标	信贷/GDP 缺口	债务偿还率	利率上升 250 个基点后债务偿还率
澳大利亚	-0.5	1.3	5.2
巴西	-3	2.9	4.5
加拿大	14.1	3.3	7.6
中东欧	-10.1	-1.6	-0.2
中国	24.6	5.4	8.8
法国	1.8	1.1	4.3
德国	-4.3	-1.8	0
中国香港	30.3	6.6	11.1
印度	-7.8	0.8	1.9
印度尼西亚	9.3	0.8	1.5
意大利	-14.9	-0.7	1.4
日本	5.4	-2.1	0.6
韩国	0.2	0	3.7
马来西亚	9.7	0.9	3.3
墨西哥	9	0.9	1.7
北欧国家	-4.3	-0.1	3.8
南非	-2.5	-0.2	1.1
西班牙	-46.9	-3.2	-0.4
瑞士	7.6	0	3.1
俄罗斯	-2.8	2.3	3.6
泰国	11.3	-0.3	1.6
土耳其	7.2	4	5.6
英国	-19.6	-1.4	1.5
美国	-7.7	-1.4	1.2
涂层含义	信贷/GDP 缺口>10	债务偿还率>6	超过 2/3 的概率发生金融危机
	2≤信贷/GDP 缺口≤10	4≤债务偿还率≤6	基于《巴塞尔协议III》逆周期资本缓冲得到

资料来源: BIS, 恒大研究院

根据国际清算银行 2017 年 6 月发布的第 87 期年报来看，多个新兴市场经济体与小型开放经济体的信贷/GDP 缺口颇高，尤其是数个亚洲新兴市场经济体的信贷缺口相当大。与之形成对照的是，更能反映一年左右短期风险的偿债率大多低于阈值。然而，在压力更大的条件下，若其他情况不变，利率上升 250 个基点，多个经济体的偿债率将会升至高风险区间。

然而，早期预警指标存在多种缺陷：

1) 指标不够全面，没有将主权危机等金融困境的其他潜在来源考虑在内；

2) 指标有一个置信区间。需要在这些指

标发出假预警的风险和未能识别未来压力之间进行权衡取舍；

3) 尽管这些指标能够反映整体金融风险的累积，但并不能准确指示风险何时会实现，更无法量化金融压力的强度；

4) 这些指标与金融危机风险的关联可能随时间推移而改变。重要的是，许多国家开始对金融实施宏观审慎监管。

BIS 金融周期概念的提出：

BIS 的 Claessens（2011 年）等人使用美国权威的经济研究机构 NBER 的经济周期转折点分析方法，分析了信贷、房地产价格和股票价格的周期情况。发现在周期频率方面，信贷和房地产价格周期与经济周期更具可比性，股价周期比经济周期更加频繁，在周期长度方面，金融周期比经济周期持续时间更长。

BIS 的 Drehmann (2012 年) 等人综合使用滤波和转折点分析两种方法, 通过对七大工业样本国 1960-2011 年信贷、信贷/GDP、房地产价格的季度数据进行分析, 测算出各国的金融周期, 结果发现, 金融周期的振幅和长度高于经济周期, 且金融周期的波峰之后往往伴随着金融危机。

二者都发现, 金融周期的波峰与系统性银行危机密切相关。

基于以上研究成果, BIS 首席经济学家 Borio 在 2014 年正式提出“金融周期”概念, 他认为, 金融周期是通过风险认知联结传递的信贷约束与资产价值间交互增强作用的体现。

BIS 综合使用滤波法和转折点分析法两种方法测度金融周期, 选取信贷, 信贷/GDP, 房地产价格的季度数据进行中期滤波, 测算出各国金融周期。

2.2 本文选择的金融周期测度指标

目前理论界在金融周期的定义上还未达成共识, 中外学者在测度金融周期时选取的指标也不尽相同, 这些变量包括广义货币供给 M2, 金融业总资产规模, 信贷, 股票价格, 保险金额, 资产价格等。

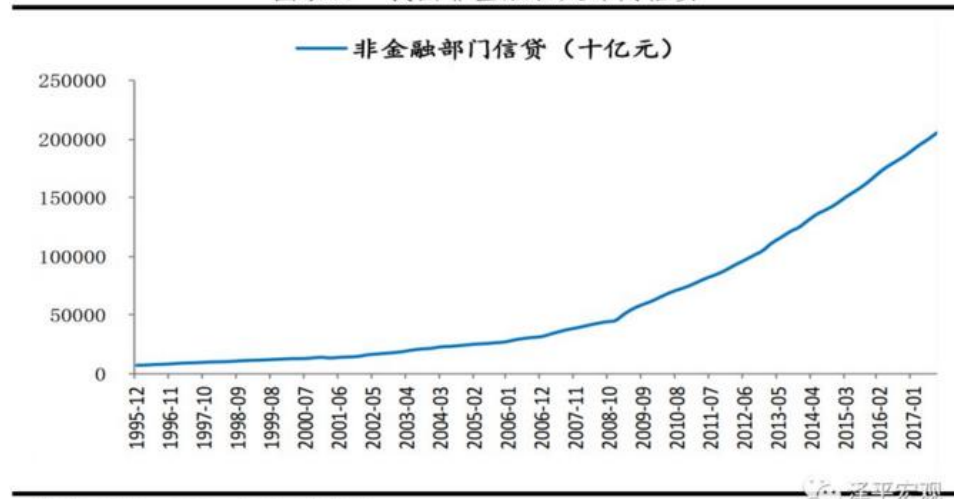
本文选取的指标为信贷, 信贷/GDP, 房地产价格。

2.2.1 信贷

信贷指标的含义: 本文所选用的信贷指标, 是指非金融私人部门信贷。

非金融私人部门主要由非金融企业、居民和为居民服务的非盈利机构两部分构成, 信贷来源包括国内银行信贷、跨境银行信贷和其他国内金融机构信贷三个部分。在中国, 其他国内金融机构信贷来源为中国人民银行公布的社会融资规模 (AFRE), 该指标代表着随着近些年金融市场化和金融创新, 我国金融市场不断发展, 非银行金融机构作用明显增强, 商业银行表外业务大量增加, 社会融资结构发生显著变化。

图表6: 我国非金融私人部门信贷



资料来源: BIS, 恒大研究院

为什么选用信贷指标? 信贷作为连结储蓄和投资的重要变量, 可以较好的测度金融市场的波动。

非金融私人部门信贷较好地结合了两个常用指标——金融机构贷款余额和社会融资规模的优点, 和金融机构贷款余额相比具有更好的市场属性, 和

社会融资规模相比具有更长的样本区间, 与实体经济的顺周期关系紧密, 更能有效地反映实体经济的状况, 是较为理想的融资约束替代变量。

从总量视角和结构视角来看, 信贷和金融周期息息相关。

1) 信贷的总量视角

经济学家明斯基的金融不稳定假说从债务人结构出发解读金融周期，认为经济波动的根源是内生的。明斯基将市场中的债务人分为对冲型、投机型和庞氏型三种，对冲型债务人可偿还本金和利息，投机型只能偿还利息部分，而庞氏型则需要依赖举借新债来偿还本息。在经济周期初期市场中对冲型债务人居多，随着获利机会的上升，尤其是投资回报率高于借款利率时，人们纷纷扩大负债，投机型和庞氏型债务人不断增加。一旦通货膨胀或银行信贷紧缩引起利率上升，投机型和庞氏型借款人无力偿还利息，只能通过抛售资产获得现金流，造成资产价格下跌，又由于资产是借贷的抵押品，资产价格下跌和信贷萎缩相互强化，金融衰退开始。

2) 信贷的结构视角

奥地利学派认为信贷投放是不平衡的，有先后的，带来商品的相对价格变化，影响收入分配和资源配置。先得到信贷的部门和行业由于价格粘性短时间内还未发生变化，相对而言占有更多资源。信贷投放的先后造成了各行业之间发展不均衡，信贷的不断扩张使得产业结构和收入分配扭曲，累计的扭曲越大，最终的衰退就越剧烈。

信贷影响金融周期主要有三个角度：

1) 信息经济学视角，贷款人和借款人之间的信息不对称带来顺周期性。对一个投资项目的了解，贷款人相对于借款人处于劣势，为了降低信息不对称，借款人向银行提供抵押品，比如房屋等。抵押品价格波动影响借款人的借款能力和银行的贷款意愿，加剧了信贷的顺周期性。

2) 银行的信贷行为与政府监管视角，铸币税的刺激作用导致银行不断扩张信贷获取更高收益。与一开始把储蓄转化为投资的中介作用不同，银行先创造信贷，信贷再转化为存款，不断创造流动性——而作为回报，银行赚取存贷款利差，这实际上是一种“铸币税”，导致银行有不断扩张信贷的冲动。

银行资产的期限错配问题导致政府的担保。银行在创造流动性的过程中存在期限错配的问题，即存款属于流动性负债，而贷款属于期限较长的资产，银行的资产负债表扩张带来期限错配增加，发生存款挤兑时会对整个金融系统带来巨大冲击。为了解决这一问题，政府对银行存款提供显性或隐性担保并同时监管，监管越放松，越容易发生金融危机。

3) 人们的心理预期角度，贷款受经济景气程度和心理预期的影响。经济景气时，人们预期收入增加，把未来的收入转化为现在的购买力，企业预期未来利润增加，贷款扩大投资。从供给来看，银行在经济景气时贷款违约率低，坏账拨备少，扩大贷款规模。

2.2.2 房地产价格

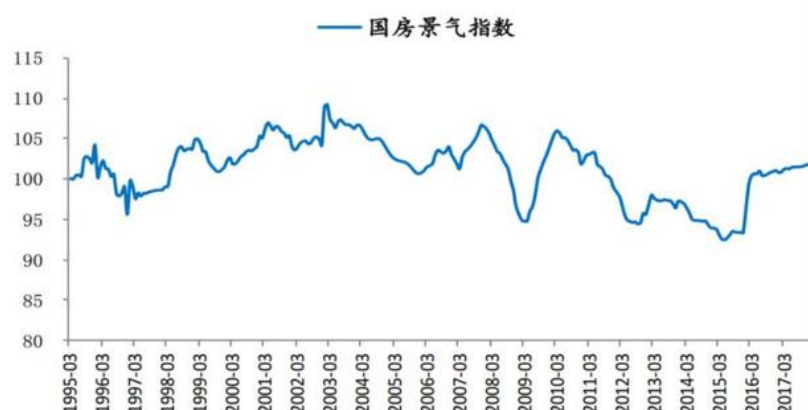
对欧美等国的金融周期测度，我们选用 BIS 官网统计的房价指标，而由于中国没有跨度较长的房价指标，故本文选用的中国房地产价格指标，是国房景气指数。国房景气指数，全称为“全国房地产开发业综合景气指数”，是国家统计局研制并建立的一套针对房地产业发展变化趋势和变化程度的综合量化指数体系。该指数体系是由 8 个分类指数合成运算出来的综合指数，以 100 为临界值，指数值高于 100 为景气空间，低于 100 则为不景气空间。从 1991 年以来的景气指数值看，国房景气指数符合房地产业的实际发展情况。

我们认为用国房景气指数代替房地产价格具备合理性。国房景气指数是综合反映全国房地产业发展景气状况的总体指数，“国房景气指数”可以地、资金、开发量、市场需求等角度显示全国房地产业基本运行状况。

为什么选用房价指标？房地产价格作为重要的抵押品价格，通常被当作资产价格与识别价值风险的指标。房地产价格具有丰富的内涵和意义，具体表现在以下几个方面：

1) 房地产作为信贷的抵押品, 它的价格波动影响信贷, 带来信贷和房地产价格的顺周期性。

图表7: 中国国房景气指数

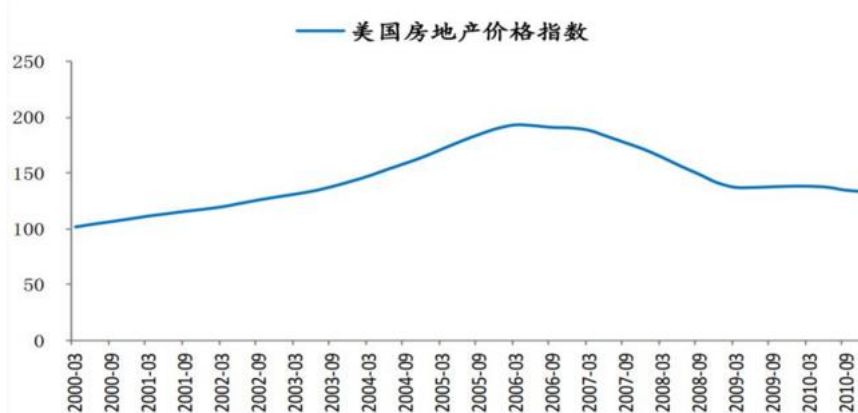


资料来源: 国家统计局, 恒大研究院

以房地产为基础产生的次级贷款以及资产证券化业务是美国“次贷危机”爆发的根源, 随着美联储加息, 房地产价格下跌, 借钱者无力偿还利息导致次级抵押贷款机构破产, 进而产生席卷美国乃至全球的金融危机。美国“次贷危机”是从2006年春季开始逐步显现的。2007年8月开始席卷美国、欧盟和日本等世界主要金融市场。

2.2.3 信贷比GDP

图表8: 美国房地产价格



资料来源: BIS, 恒大研究院

2) 房地产是金融创新的基础资产, 2008年美国次贷危机中, 住房抵押贷款形成的资产证券化业务以及CDS等业务, 皆以房地产为前提条件。

3) 房地产还是实体经济的重要部门, 伴随着城市化进程, 在土地财政中也发挥着重要作用。

更深层次来说, 房地产还是美国次贷危机的导火索。

本文选取的信贷/GDP指标是非金融私人部门信贷/GDP, 这一指标作为宏观经济中杠杆状况的度量指标, 可以视为金融体系损失吸收能力的重要指标。随着金融周期进入下半场, 各部门债务比例高企, 杠杆率越发引起人们的注意。

衡量杠杆率的指标有两种, 即资产负债率和负债收入比。

1) 资产负债率

资产负债率代表着一定量的资产所撬动总资产的比例, 体现出杠杆效应, 如果资产的收益率高于贷款利率, 则提高杠杆率有利可图, 同时也会放大风险。

财务分析中指标形式多样化。包括总资产/净资产, 总负债/净资产, 总负债/总资产, 虽然形式多样化, 但这些指标内涵是一样的。

资产负债率的缺陷。缺陷在于资产的名义价值不好度量, 表现在如下几个方面:

(1) 资产包括公开交易的和不公开交易的, 二者的价格对比无意义;

- (2) 流动性差的资产价格波动很大；
- (3) 不同行业，不同公司资产负债率的比较没有意义；
- (4) 中国没有权威的可用于测算资产负债率的国家资产存量数据。

2) 负债收入比

负债收入比考察还本付息的能力，据此明斯基将债务人分为稳健型，投机型，庞氏型。考虑到计算本息涉及到债务的利率期限结构，为了简化计算，常用的指标是负债对 GDP 的比例，其中 GDP 代表一个经济体新创造的收入。

本文选择的信贷/GDP 属于第二种方法，简单也规避了资产负债率方法的缺陷。

2.2.4 杠杆率测算方法

国内主要有社科院测算方法和国务院发展研究中心测算方法两种。

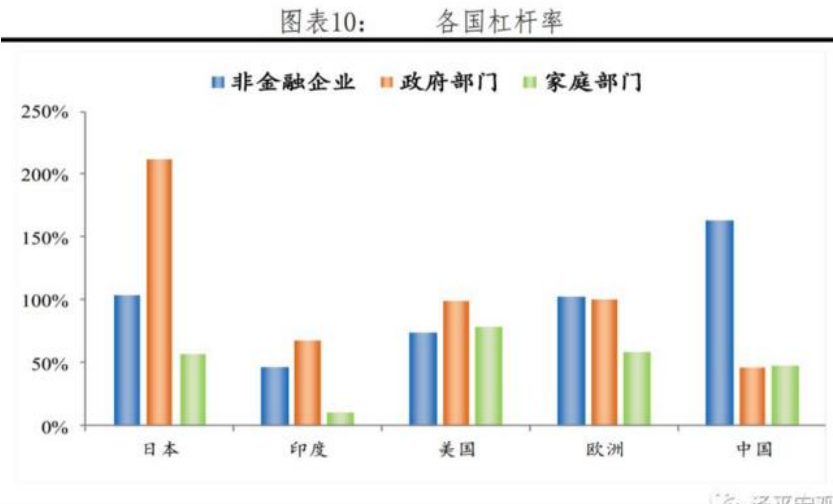
图表9： 国内杠杆率测算方法

部门	社科院测算方法	国务院发展研究中心测算方法
政府部门	(纳入预算管理的中央与地方政府债务+地方政府融资平台银行贷款+城投债+基建信托) /GDP	(中央政府债务+地方政府性债务—国债外债等财政转贷) /GDP
非金融企业部门	(非金融企业及其他部门贷款+企业债券存量+信托贷款+委托贷款+未贴现银行承兑汇票—估算的地方政府融资平台债务) /GDP	[(金融机构境内贷款+除中央银行票据国债金融债汇金债外的债券+信托贷款+约定购回式证券交易和股权质押式回购余额+保单贷款+委托贷款+融资租赁+小额贷款公司贷款+典当余额+企业部门外债) — (金融租赁+向非银行金融机构发放的贷款+铁道部金融债务+地方政府性债务)] /GDP
金融部门	金融部门发行债券余额/GDP	(政策性金融债+其他金融债+银行提供的非银行金融机构贷款+金融机构外债) /GDP
居民部门	住户贷款/GDP	(居民部门贷款+融资融券) /GDP

资料来源：恒大研究院

社科院测算方法：政府部门债务分为中央政府债务和地方政府债务。地方政府债包括融资平台和非融资平台债务。融资平台的债务形式包括三种：银行贷款；城投债；基建信托等影子银行渠道。中央政府债务和地方政府非融资平台债务则

以财政部公开的纳入预算管理的相关数据估算。



资料来源：BIS，恒大研究院

非金融企业的融资包括三个渠道：传统贷款（用央行本外币信贷收支表非金融企业及其他部门贷款估算）；直接债务融资（用社会融资规模存量企业债券项估算）；通过除银行外的其他中介获得的债务融资（用社会融资规模存量下的信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票估算）。但因为属于地方政府隐性负债的融资平台债务往往也被纳入了央行报表中相关科目，故最后测算时应

减去。

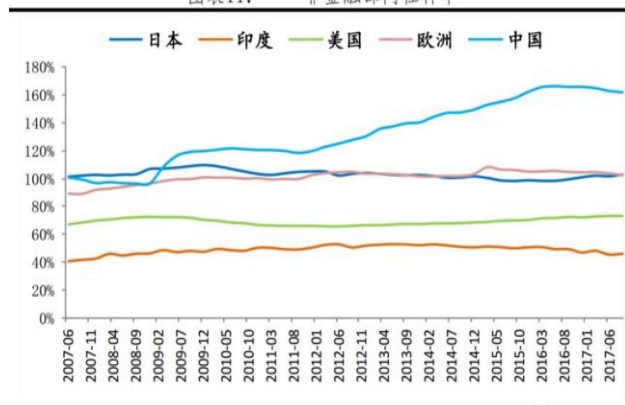
国务院发展研究中心与前者的不同主要有两点：1、因为不符合付息原则，剔除了未贴现承兑汇票；2、将证券业、保险业和类金融机构提供的债务融资以及外债纳入了债务口径。

本文杠杆率的测算，为了和欧美等国进行杠杆率的比较，同时也为了金融周期测算的指标一致性，我们统一选择 BIS 官网给出的信贷数据进行杠杆率计算。

就总体杠杆率而言，从 BIS 最新统计结果来看，日本最高，印度最低。中国总体杠杆率与欧美相当，但这些都是发达国家，与发展中国家相比中国杠杆率过高。

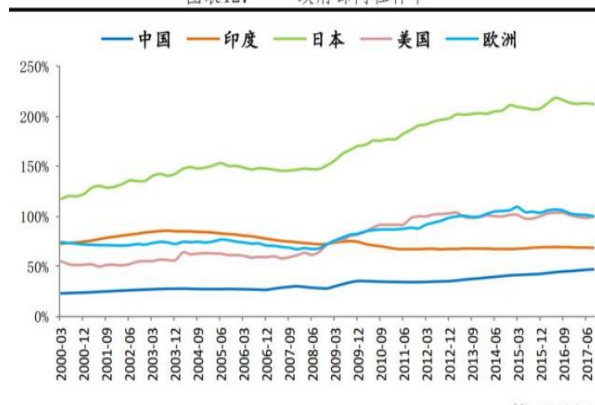
2009 年来，我国非金融部门杠杆快速攀升，与之相对应，日本的政府部门杠杆率增速较快，杠杆率高。

图表11： 非金融部门杠杆率



资料来源：BIS，恒大研究院

图表12： 政府部门杠杆率



资料来源：BIS，恒大研究院

2.3 为什么不用其他指标

前文提到了测度金融周期的很多指标，可最后我们只选用了其中的三个，那么为什么不用其他指标呢？

1) 排除货币供给和保险金额的原因是，中国的货币供给有较强外生性而保险市场的发展规模有限；

2) 不用社融而选择非金融私人部门信贷，是因为社融的数据太短，不能反映金融周期这一长周期的特性；

3) 不选择股票价格是因为相对于其他三个指标而言，股票价格波动频率更大，与其他三个指标的一致性不强。

根据一致性指数测算，可得股票价格与其他三个指标一致性指数较小，几乎独立。

图表13： 一致性测算表

指标	信贷	信贷/GDP	房地产价格	股票价格
信贷	1	0.897	0.833	0.538
信贷/GDP	0.897	1	0.731	0.436
房地产价格	0.833	0.731	1	0.705
股票价格	0.538	0.436	0.705	1

资料来源：恒大研究院

2.4

金融周期的
计量方法

通常
有滤波分
析法和拐
点分析法

两种方法计量金融周期。

滤波分析法。Christiano 和 Fitzgerald 提出全样本非对称带通滤波来提取各变量的循环序列部分，该方法可以剔除短期噪声波动和长期的趋势，得到序列的周期波动。

拐点分析法。拐点法分析的是完整序列，而非剔除趋势因素、季节因素和不规则因素之后的循环序列部分。刻画金融周期的关键之处在于周期峰顶和谷底的确定。确定了峰顶和谷底的位置，就能获得金融周期长度、振幅、扩张阶段和收缩阶段的分界点等信息，从而准确地描绘出金融周期。

本文采用 BP 滤波法从信贷/GDP、实际信贷和实际房价序列中抽取周期成分后取算术平均值作为金融周期指数。同时辅以信贷/GDP 缺口和实际房价缺口作为预警指标，缺口=变量原值-长期趋势（HP 滤波法得到）。

具体而言，我们选取实际信贷，信贷/GDP，实际房地产价格的季度数据进行中期滤波得到金融周期指数，先将这些指标经过指数化处理，再进行 bp 滤波法得到周期成分，选择的区间上下限为 32-80 季度，同时滞后 12 个季度以消除季节影响。再进行 bp 滤波之前还需进行平稳性检验，若不稳则需去除线性趋势。按照上述方法得到三个指标的 bp 滤波结果后取算术平均值即为金融周期指数。

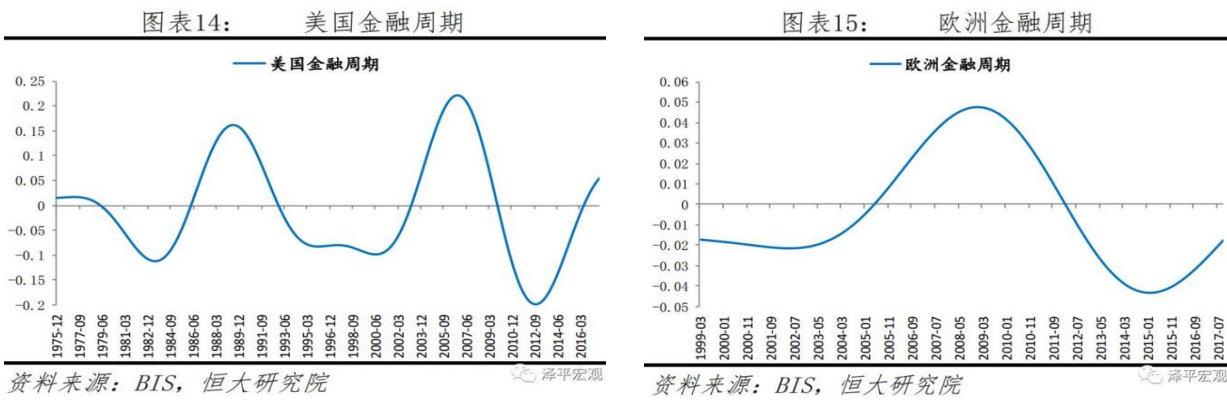
关于缺口，用 hp 滤波法对指数化后的数据进行处理可以得到长期趋势，变量原值减去长期趋势即为缺口。

主要经济体金融周期及展望

3.1 美欧金融周期

3.1.1 美欧金融周期测度

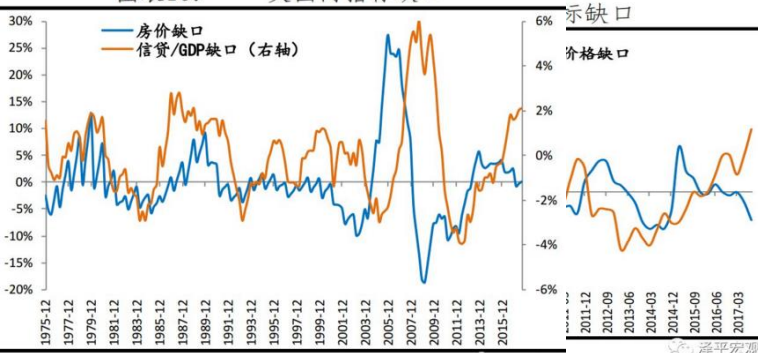
根据前文所述方法，得出美欧金融周期曲线和指标缺口如下。



测算结果显示,美国在40年的时间经历了两轮金融周期,金融周期达到波峰的时间分别为1989年1季度和2006年4季度,峰值分别为0.16和0.22,分别对应美国近年来的两次金融危机,储贷危机和次贷危机;欧洲金融周期达到顶峰的时间为2008年4季度,峰值为0.047518,略晚于欧洲银行业危机发生的2007年,但早于2010年发生的主权债务危机。这反映着金融周期到达顶峰对应着金融危机的到来。

就缺口指标而言,我们关注房价缺口和信贷/GDP缺口同步为正的时间,从图上可以看出,从1987年到1990年,美国两缺口都为正,2004年3季度房价缺口为正,信贷/GDP缺口2006年4季度转正,略微滞后于房价缺口,两缺口指标均为正的阶段分别对应着两次金融危机。

图16: 美国两指标缺口



资料来源: BIS, 恒大研究院

而对于欧洲金融周期而言,两缺口表现不佳,早在2005年3季度,房地产缺口已经转正,而信贷/GDP缺口直到2008年3季度才转正,二者表现出一定程度的不同步。

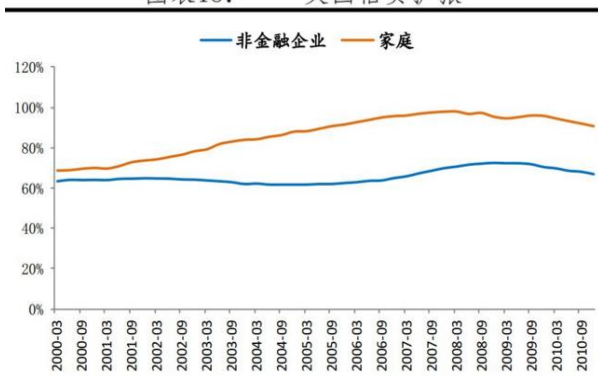
3.1.2 美欧金融周期的特点

1) 信贷扩张开启金融周期上半场

美国和欧洲金融周期上半场都表现出信贷扩张的迹象,宽松的流动性、金融机构的逐利性以及宽松的监管环境会带来期限的错配,为市场埋下隐患。

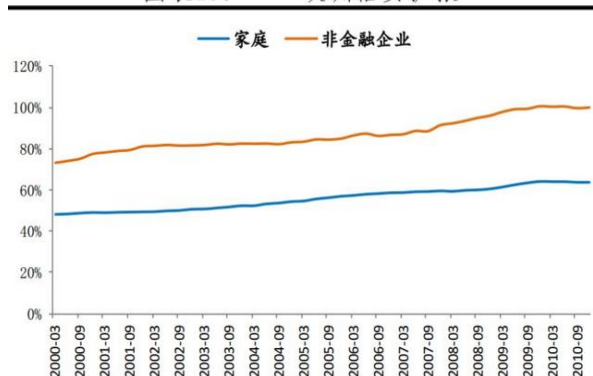
美国和欧洲在金融危机前非金融企业部门杠杆率和家庭部门杠杆率都急剧扩张。

图18: 美国信贷扩张



资料来源: BIS, 恒大研究院

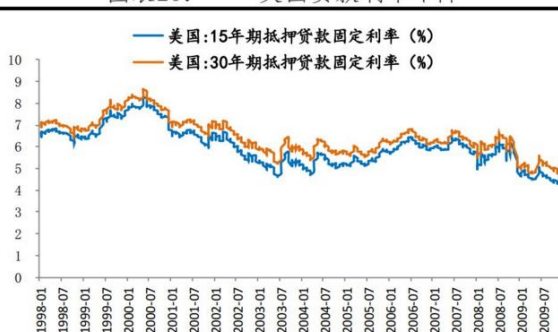
图19: 欧洲信贷扩张



资料来源: BIS, 恒大研究院

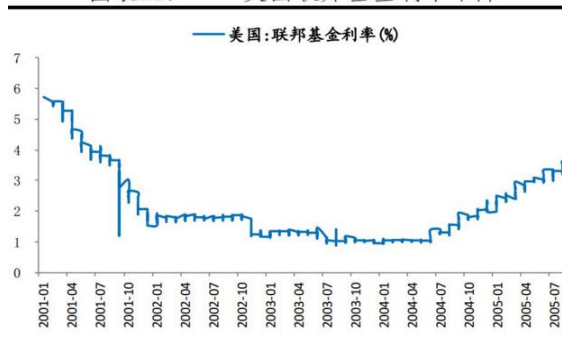
与此同时,市场利率降低,房贷利率降低,吸引更多资金进入房地产行业,推高房地产价格。在经历科技股泡沫破灭和911事件后,美联储开启QE,降低市场利率,至2003年联邦基金利率和房贷利率到达低点。

图20: 美国贷款利率下降



资料来源: WIND, 恒大研究院

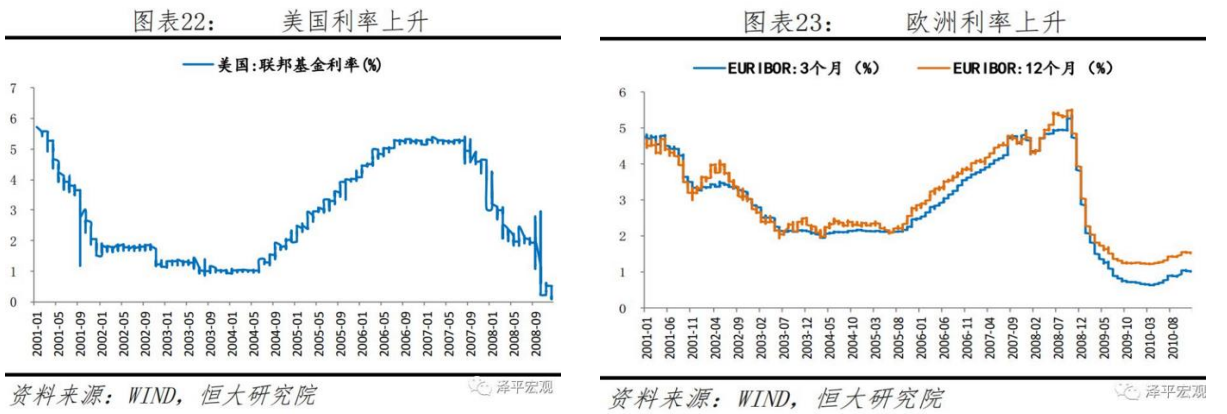
图21: 美国联邦基金利率下降



资料来源: WIND, 恒大研究院

2) 利率上升或监管趋严容易引发危机爆发

美联储为了抑制房价泡沫，从 2004 年 6 月直到 2006 年 6 月一直上调目标利率。而欧洲由于次贷危机的影响出现银行业危机，最终导致利率高涨，从 2005 年 7 月持续到 2008 年 7 月，进而带来融资成本上升以及还本付息的困难，泡沫破裂引发周期走入下半场。

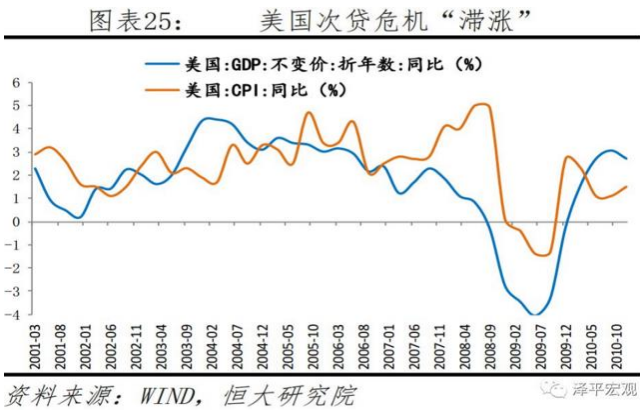


3) 房价回调和滞涨预示着周期下行

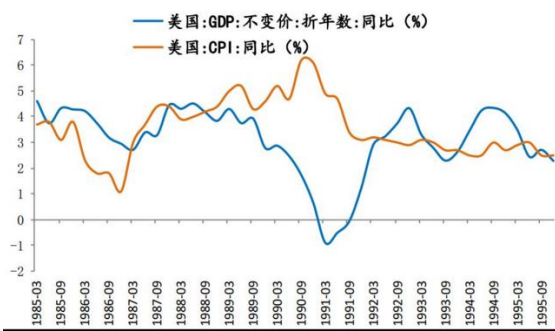
美国在 1998-1991 年和 2004-2007 年出现了滞涨，欧洲在 2007-2008 年也出现了类似情况。美国房地产价格在 2006 年达到顶峰后开始回调，欧洲房地产价格在 2008 年年中达到顶峰后开始回调。

而与此同时，在两次金融周期到达顶点时都出现了滞涨的情况，即 CPI 上行，GDP 下行。

美国在 2006 年房价下行，带来了以房屋为基础的抵押贷款无法还本付息，资产证券化公司倒闭，从而引发次贷危机。

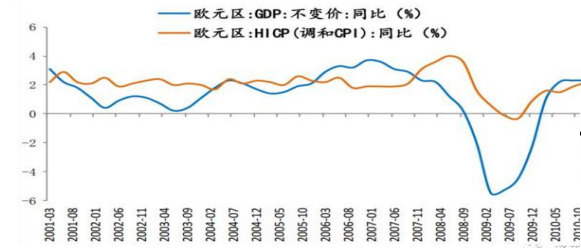


图表24: 美国储贷危机“滞胀”



资料来源: WIND, 恒大研究院

图表26: 欧洲金融危机“滞胀”



资料来源: WIND, 恒大研究院

3.2 日本印度的金融周期

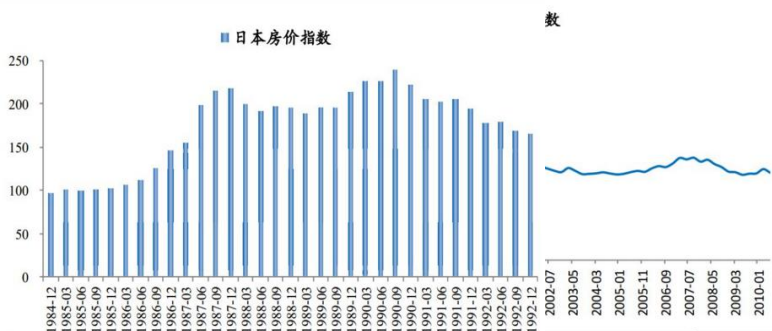
3.2.1 日本金融周期测度

为保证房地产价格的时间跨度,对日本我选择了东京所有住房的价格。

经测算,日本在1990年1季度,1999年2季度,2008年1季度达到金融周期顶峰,这三次顶峰分别对应着1991年日本的经济泡沫破裂,1997年亚洲金融危机,2008年全球金融危机。

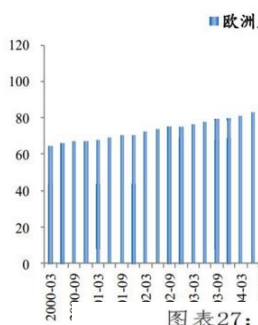
至于缺口方面,三次金融危机期间,1989年第三季度到1991年季度两指标缺口均为正,与前文所述相符,可在后两次金融危机期间,两指标缺口并不同步为正,仅在1997年第四季度到1998年第一季度同时为正。一方面,由于日本房价在1991年崩盘后一蹶不振,房地产价格长期下跌,房地产缺口指标有所失真。另一方面,日本信贷结构有所不同,以政府借贷为主,私人非金融信贷占比不像其他国家那样高,也导致了缺口指标的失真。

图表31: 日本金融危机前房价上涨 价持续下跌



资料来源: BIS, 恒大研究院

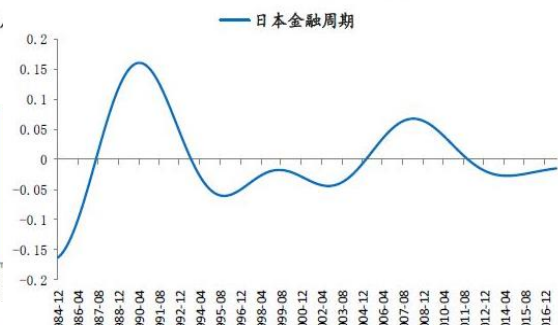
图表28:



图表27:

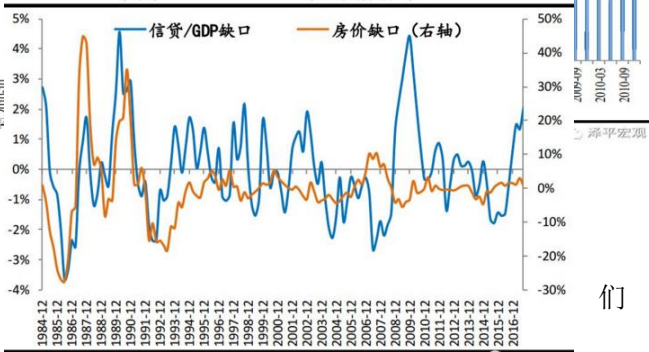
资料来源:

图表29: 日本金融周期



资料来源: BIS, 恒大研究院

图表30: 日本两指标缺口



资料来源: BIS, 恒大研究院

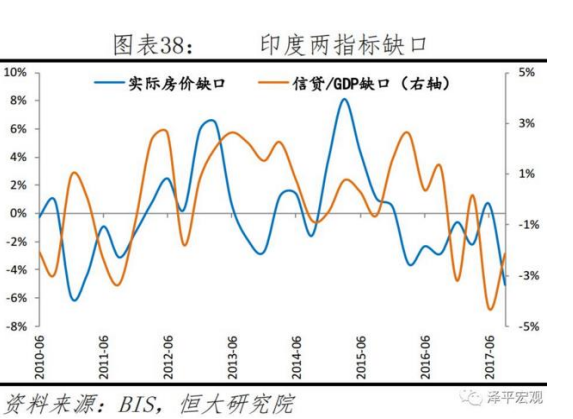
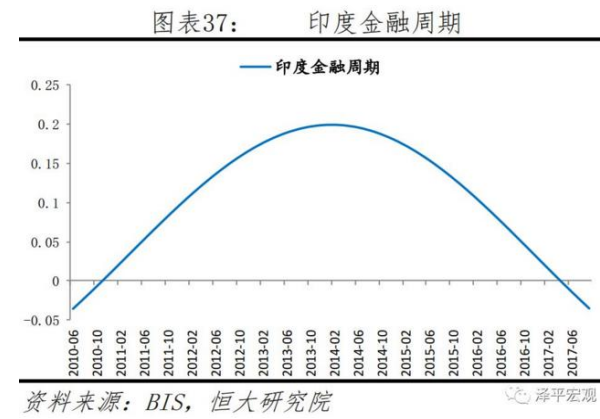
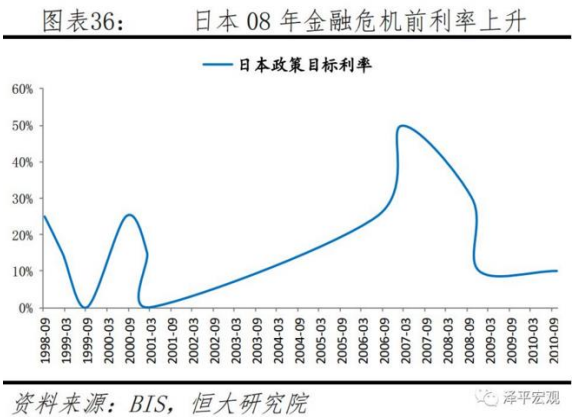
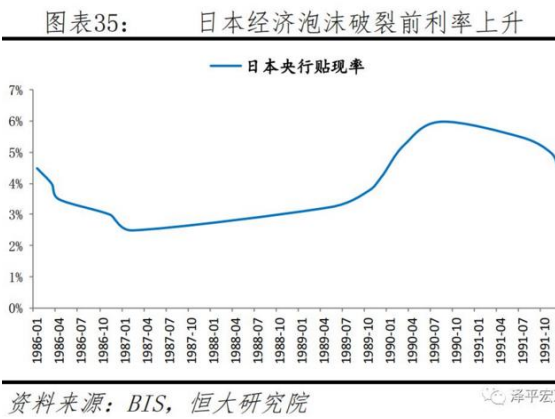
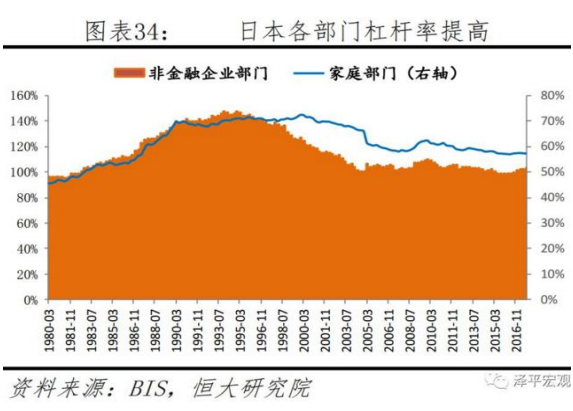
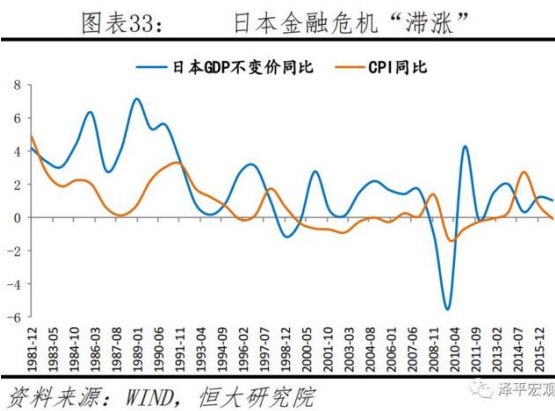
就房地产价格而言,和美欧金融周期类似,1991年金融危机前日本房地产价格急剧升高,而下半年房地产价格回调,不同的是,日本房地产价格自1990年达到顶峰后便一蹶不振。

就各部门信贷而言,日本家庭部门信贷/GDP在1990年之前迅速攀升,而非金融企业部门信贷则上涨到1994年,略微滞后于金融危机。

就利率而言,日本也是由早期的信贷宽松,低利率演变为金融危机前利率上升,泡沫破裂,1990

年和 2007 年央行基准利率到达顶点，周期下行。

就“滞涨”而言，1989-1991 年，1996-1998 年，2007-2008 年均出现了 CPI 上行，GDP 下行的情况。



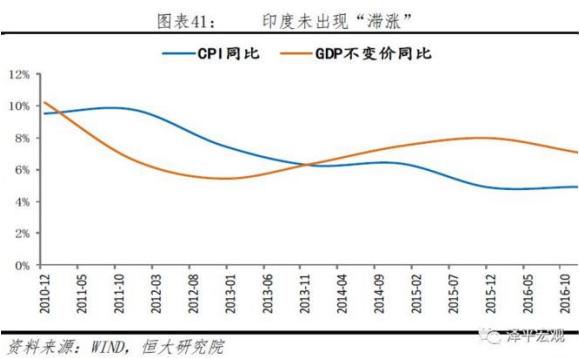
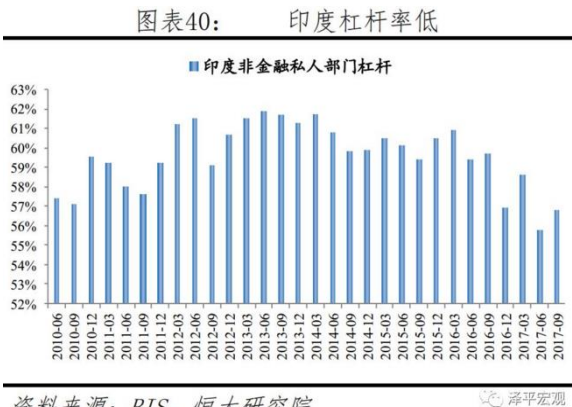
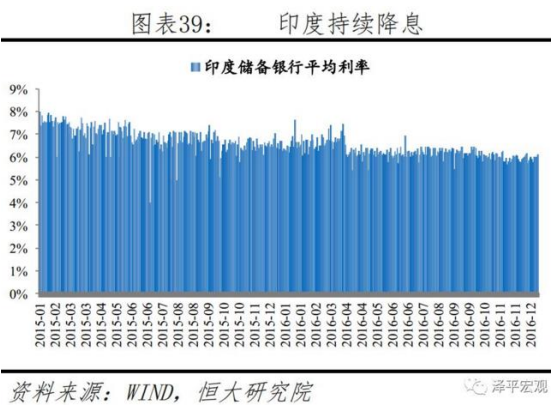
3.2.2 印度金融周期测度

由于数据的可获得性，印度的住房价格季度数据从 2010 年开始。

根据测算结果，印度金融周期于 2014 年 1 季度达到顶峰，从缺口指标来看，2014-2015 年印度两指标缺口几乎同时为正，这似乎代表着印度在 2014 年左右发生金融危机。可是印度并没有发生严重的金融危机，这一切都要归功于印度央行采取的正确决策。

2013 年，欧债危机导致资本外逃，卢比急剧贬值，时任印度央行行长采取加息并辅以资本外流管控，并在经济回暖之后从 2015 年 1 月开始持续降息，促进经济发展；另一方面，伴随着流动性宽松，房地产价格并未飙升，这是由于印度贷款买房的市场不够发达，整体杠杆率不高。

值得一提的是，印度在金融周期顶点未出现“滞涨”。



3.3 中国金融周期

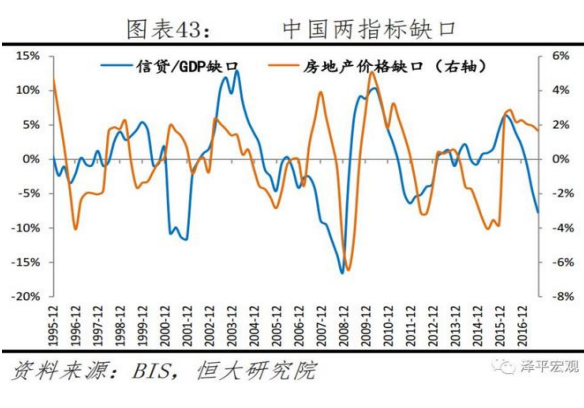
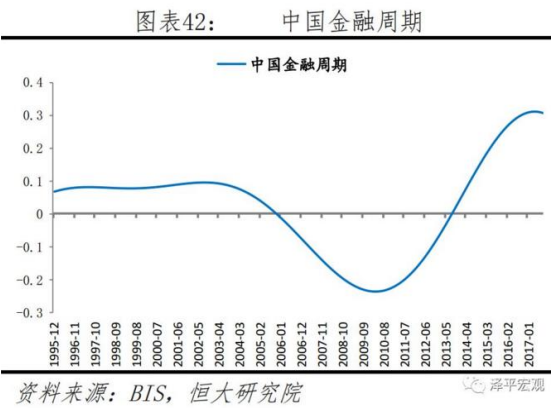
3.3.1 中国金融周期测度

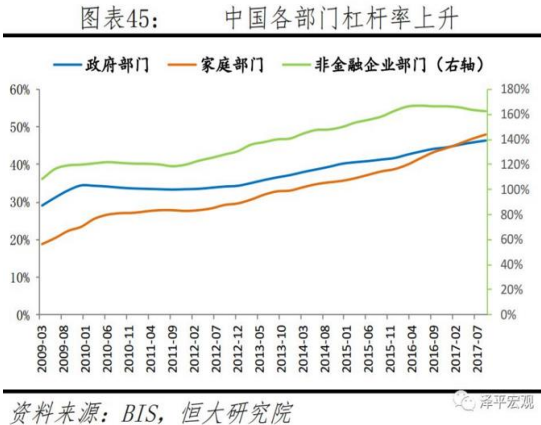
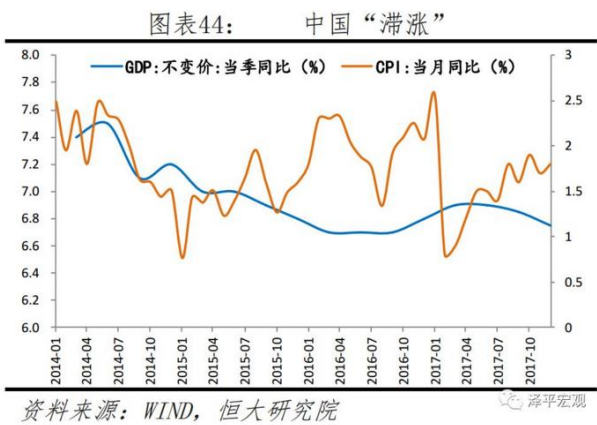
我们对中国金融周期的基本判断是：中国目前处于 2009 年以来的第一个金融周期顶峰，根据欧美等国经验，应高度重视防化风险。

测算中国的金融周期时，由于没有房价在较长区间的指标，我们采用国房景气指数来代替房地产价格。

根据测算结果，中国目前处于 2009 年以来的第一个金融周期顶峰，金融周期已于 2017 年 1 季度达到顶峰，处在下行阶段，同时两指标缺口在 2016 年均为正，CPI 和 GDP 显示 2015-2016 年存在一定程度的滞涨，这些都预示着 2017 年金融风险的加剧。另外，中国各部门杠杆率逐年上升，且存在期限错配的情况，使得金融体系存在不小的风险。根据美欧等国经验，在金融周期顶峰，防范化解重大风险具有特别重要的意义。

与欧美等国在金融周期顶部被动爆发危机不同，2016 年以来中国政府主动加强监管、去杠杆和防化风险，信贷/GDP 缺口已于 2017 年转负，表明金融风险在主动调控之下正在积极主动化解，宏观杠杆率达到周期顶部后趋稳。



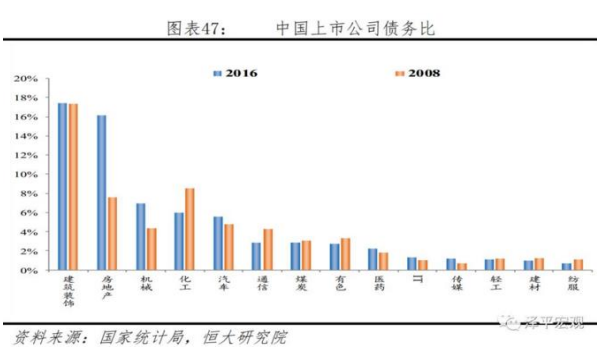


值得一提的是，与欧美受到 2008 年金融危机的影响不同，中国受到的波及较小，从中国金融周期曲线也可以看出，2008 年并未出现波峰，曲线从 2003–2008 年都处于下行阶段，究其原因，无外乎以下几点：

- 1) 中国的次贷问题不突出，国人和西方贷款消费模式不同，储蓄规模比较大；
- 2) 中国资本市场并未完全开放，这在一定程度上隔绝了国际冲击；
- 3) 国家及时的经济刺激计划，扩大内需，带动国内消费，减少对国外市场的依赖；
- 4) 中国的出口市场多元化，一定程度上缓解引入性危机。

3.3.2 中国金融周期下行存在的问题

- 1) 信贷风险持续上升。信贷持续较快增长，带来期限错配，影子银行等一系列隐患。



3.3.3 何去何从：健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架

针对金融领域日益突出的问题和矛盾，十九大报告提出要健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架。这是反思国际金融危机教训并结合我国国情提出的金融政策举措，对提高我国货币政策的有效性，防范系统性金融风险，切实维护宏观经济稳定和国家金融安全，具有十分重要的意义。具体措施为加强金融风险研判及重点领域风险防控，完善金融风险监测、评估、预警和处置体系，加强影子银行、房地产金融等的宏观审慎管理。建立完善互联网金融监管和风险防范长效机制。

2008 金融危机前主流央行的政策框架以货币政策为核心，稳定物价是政策目标，但 2008 年国际金融危机说明，物价稳定并不代表金融稳定，单独的货币政策对于维持金融系统稳定还不够，金融系

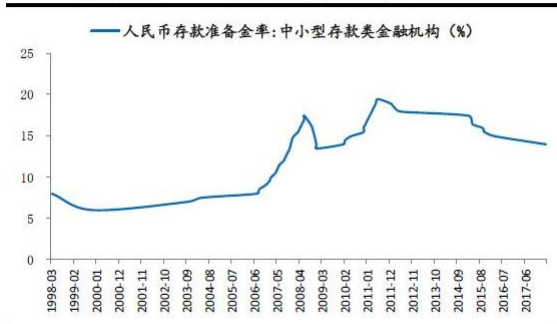
统风险的主要来源是金融顺周期性和跨市场风险传染，宏观审慎就是对金融顺周期性和跨市场风险传染对症下药。现任央行行长易纲表示，建立双支柱调控框架可以起到两方面作用：一是保持币值稳定；二是维护金融系统的稳定。

央行宏观审慎政策上起步较早。2011年，央行在年度会议上引入差别准备金动态调整机制，将准备金率与银行的资本充足率、资产质量等指标挂钩，使贷款规模与经济发展，资本金规模相适应。2016年，央行将差别准备金动态调整机制升级为宏观审慎评估体系（MPA），将更多的金融活动和金融行为纳入管理，从七个方面约束金融机构的行为，实施逆周期调节。

货币政策主要调控经济周期，宏观审慎政策主要调控金融周期。当前监管的重点是去杠杆、去通道、去链条、规范影子银行和银行表外业务。

未来政策有望演化为“宽货币+紧信用（严监管）+强改革”组合，通过降准和鼓励资产证券化来实现表外回表、非标转标，通过资管新规、财政整顿、控制国企负债率、传统产能过剩行业限贷等化解结构性债务风险和去杠杆，通过对外开放、放开行业管制、降低税负、国企改革、鼓励创新等推动政令畅通的新一轮改革。

图表48： 中小型存款机构准备金率



资料来源：WIND，恒大研究院

图表49： 大型存款机构准备金率



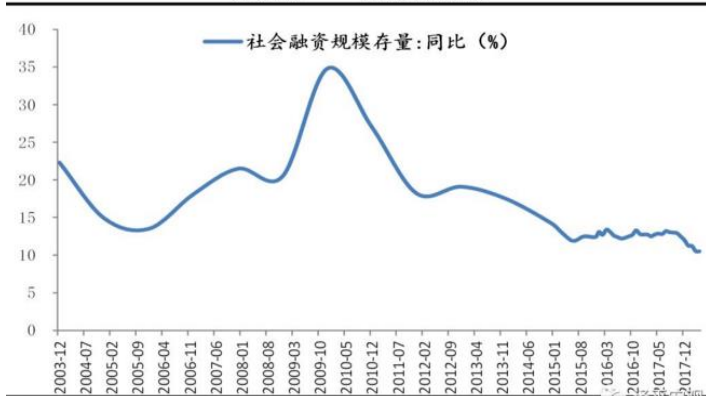
资料来源：WIND，恒大研究院

3.3.4 中国金融周期展望

虽然周期下行过程中容易出现金融危机，但中国经济在政府的管控及改革措施下已有明显好转，由于政府及时有效的政策调控，如金融监管的加强，积极防范金融风险，信贷/GDP缺口已于2017年转负，表明金融风险在积极的调控之下目前是可控的。

中国目前处于本轮金融周期的顶峰，由于表外收缩和影子银行业务收缩，社融大幅下滑，广义货币供应量增速处于历史低位，应高度重视企业信用风险、地方融资平台风险、中小房企风险等风险暴露，防止财政、货币、监管、房地产调控等紧缩政策叠加带来的系统性风险，风险的演化往往是非线性的而不是线性的。中国处于从高速增长阶段转向高质量发展阶段的关键期，处理好经济平稳增长、结构转型升级、防范化解重大风险之间的平衡，在增加内部转型紧迫感的同时，积极营造外部环境和争取时间窗口。

图表50： 社融大幅下滑



资料来源：WIND，恒大研究院

货币供应量增速处于历史低位，应高度重视企业信用风险、地方融资平台风险、中小房企风险等风险暴露，防止财政、货币、监管、房地产调控等紧缩政策叠加带来的系统性风险，风险的演化往往是非线性的而不是线性的。中国处于从高速增长阶段转向高质量发展阶段的关键期，处理好经济平稳增长、结构转型升级、防范化解重大风险之间的平衡，在增加内部转型紧迫感的同时，积极营造外部环境和争取时间窗口。

图表51: 中国 M2 增速处于历史低位



由于广义流动性收缩, 大类资产没有系统性机会, 同时信用收缩会通过固定资产投资、去库存等增加经济下行压力。但如果处理得当, 用短期阵痛赢得长期平稳健康发展, 去产能、去库存、去杠杆等经济金融领域系统充分出清以后, 资产负债表修复, 经济有望逐步具备再出发能力, 启动新周期, 从高速增长阶段转向高质量发展阶段, 实现“新 5%比旧 8%好”。

新闻快讯

工薪所得占比近七成个税能否告别工薪税？

来源: 财新网(2018-06-06)

作者: 程思炜

近日影视从业人员“阴阳合同”再度引发公众对个人所得税的关注。一个毋庸置疑的事实是, 工薪所得是个税收入的主要来源, 且近年来占比呈上升趋势。

根据 2017 年中国税务年鉴的数据, 2016 年中国个人所得税收入 1.01 万亿元, 其中工薪所得个税约 6727.5 亿元, 占比高达 66.6%, 远远超过排名第二的财产转让所得 (12.7%) 和排名第三的利息、股息、红利所得个税 (8.9%)。

而财政部此前公布的数据显示, 在上一轮个税改革后第一个完整的年份 2012 年, 个税中工资薪金所得项目收入 3577 亿元, 占比为 61%。也就是说, 尽管过去数年间财税部门对个人所得税其他项目的征管不断强化, 但工资薪金所得个税占比不降反升。

欧盟将对美国产品征收报复性关税

来源: FT 中文网(2018-06-07)

作者: 吉姆·布隆斯登

欧盟证实其计划对每年 28 亿欧元的美国输欧产品征收惩罚性关税, 从而加大力度报复华盛顿方面对欧洲钢铝产品征收额外关税的决定。

欧盟委员会(European Commission)周三表示,它已决定推进相关计划,对数周前拟定的一份清单上的美国产品征收额外关税,这份清单是为了回应唐纳德·特朗普(Donald Trump)的关税威胁而准备的。

欧盟委员会副主席之一马罗什·谢夫卓维奇(Maros Sefcovic)表示,美国 5 月 31 日决定对欧盟钢材征收 25%关税、对欧盟铝产品征收 10%关税是“单方面和非法的”。他补充说,美国此举意味着欧盟有必要作出回应。

被欧盟列为关税目标的美国产品包括花生酱、游艇和摩托车等众多名目。布鲁塞尔的官员们已表示,这些关税经过精心计算,以求使美国遭受的经济损害等同于欧盟将因特朗普政府的钢铝关税而遭受的损失。

谢夫卓维奇表示,欧盟委员会希望从 7 月份开始落实报复措施。

根据欧盟程序,这些计划需要先由各国政府进行审议,然后才能生效。

欧盟外交官们表示,欧盟各国政府官员周二在索非亚开会进行了初步讨论,各方普遍支持启动报复措施——法国和德国都强烈支持关税计划。

欧盟委员会负责贸易政策的副主席于尔基·卡泰宁(Jyrki Katainen)表示,欧盟委员会“完全支持所有成员国”推动落实这些报复措施。