

中国宏观策略研究

警惕下行周期中出现政策超调的风险

2017年4月27日

- 本周中共中央政治局就维护国家金融安全进行第四十次集体学习，会议上一行三会分别都作了详尽的汇报：央行行长周小川就加强宏观调控、保障金融安全，银监会主席郭树清就化解银行体系风险、维护金融稳定，证监会主席刘士余就资本市场发展与风险管理，保监会副主席陈文辉就回归风险保障、强化保险监督、守住维护金融安全底线谈了认识和体会。习近平总书记强调，“金融安全是国家安全的重要组成部分，是经济平稳健康发展的重要基础。”
- 中央在这个时间点召开金融安全相关的重要会议，给市场传递的信号是“防控金融风险，提升金融安全”是今年政府的工作重心。本次会上，习主席判断“我国金融形势是良好的，金融风险是可控的”的同时也着重指出，“在经济全球化深入发展的今天，金融危机外溢性突显，国际金融风险点仍然不少。一些国家的货币政策和财政政策调整形成的风险外溢效应，有可能对我国金融安全形成外部冲击”。我们在今年年初就指出，今年政府之所以要强调“防范系统性金融风险”是因为：“今年中国经济的宏观风险主要来自于美联储加息所引致人民币贬值和资本外流的压力，以及国内经济结构失衡以及资产价格泡沫。前者是外因，后者是内因，二者叠加造成了国内潜在系统性金融风险上升。在外因不可控的情况下，调整内因才是防范系统性金融风险的唯一出路”。参考过去几轮美联储加息过程中遭受重大冲击的经济体，无一不是国内存在金融泡沫并且实体经济结构性失衡问题突出。因此政府在宏观政策层面要关注如何保持国内系统性金融风险可控，并且避免金融风险向实体经济传导。年初以来，央行货币政策转向中性立场，银监会加强对银行表外业务的清理和监管，以及各地政府对房地产市场的调控升级，都已经预示了今年是“监管之年”，加速“金融拆弹”可以使中国经济更加从容的应对美联储加息周期的到来。

章俊

首席经济学家

联系方式:

电话: (021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

- 目前国内投资者对中央“防范系统性金融风险”的立场基本已经达成共识，有充分的理解和预期。但我们如果从另外一个角度来看这个问题，难免也会有一丝担忧。长久以来国内经济有这样一个问题：“一放就乱，一管就死”，这在一定程度上导致宏观经济和资本市场频繁出现大幅波动。目前市场对中国经济趋势的判断分歧很大，“新周期的启动”和“繁荣的顶点”成为近期的争论焦点。虽然我们不是很同意这种非左即右，非黑即白的判断，但整体而言我们的观点偏向后者：去年4季度和今年1季度经济增速反弹更多是下行周期过程中刺激政策的累积效应的集中反映，而非所谓“新周期”的开始。很难想象，长期以来困扰中国经济的结构性问题，通过短短的一年多内针对几个重点行业的供给侧改革就完成了整个经济体的过剩和落后产能的出清。中国 ICOR（增量资本产出率）持续上升，背后反映了中国每增加一单位 GDP 产出所需要的资本投入在不断上升，而资本投入的上升背后则隐含的是货币发行规模的膨胀，以及杠杆率和债务率的上升。伴随着补库存需求进入尾声，我们预计2季度经济增速可能会重新放缓，但政策层面的收紧会使中国经济在下半年会面临更大的挑战。目前全国范围内房地产调控升级，不但限购的范围从一线城市向热点的二三线城市扩大，而且限购的门槛不断抬高（相关政策不仅投资投机性需求受到严格控制，连改善性需求也受到拖累），再加上银行房贷政策收紧，下半年房地产投资可能会加速下行。同时，我们对今年基建投资全年增速能保持15%以上表示怀疑：一方面是基建投资本身基数过大，15%以上的高速增长难以为继；另一方面基建的融资问题是今年基建是否能再次扮演“单骑救主”角色的关键。我们认为今年货币政策趋向中性，债市去杠杆以及 PPP 落地不及预期都会导致基建投资出现在项目规划立项阶段“雷声大”但到了落实推进阶段“雨点小”的概率较大。此外，考虑到银行表外业务大部分是投向房地产和基建投资相关项目，因此近期银监会加大对银行表外业务的清理和监管也会对固定资产投资造成负面冲击。
- 我们预计美联储在6月份会再次加息，届时外部风险会重新上升，同时叠加国内经济增速下行压力加大，中国经济在下半年会面临更为严峻的挑战。虽然在“防范系统性金融风险，推动金融去杠杆”的整体大背景下，最近政策层面的收紧有其必要性，但今年十九大的召开又决定了今年不仅是“监管

年”，而且是“政治年”。如果下半年经济增速回落的幅度过大，而十九大召开由需要创造一个相对稳定的经济和金融环境，政策可能被迫再次转向的话，届时会面临两个可能的情形：（1）如果转向幅度过小，再加上政策传导的时滞，可能会导致十九大前后经济基本面低迷；（2）如果转向幅度过大，可能会导致资产价格泡沫重启，经济结构失衡幅度加大。这两种情形无论是政府还是市场都不愿意见到的，因此目前监管层在政策力度的把握上需要更为谨慎。鉴于目前金融市场和体系的问题不是一朝一夕形成的，因此也不能寄希望于在一朝一夕内解决。“防风险，去杠杆”应该协调和有序推进，兼顾“稳增长”和“控风险”之间的平衡。

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道 100 号上海环球金融中心 75 楼

邮编：200120

电话：+86 (0) 21 2033-6000

传真：+86 (0) 21 2033-6040

免责声明

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“本公司”）准备本文件仅供贵方参考之用途。就任何拟议的交易或其他方面而言，贵方不应最终倚赖本文件或使用本文件，以形成有关任何决定、合同、承诺或行为的最终基准。贵方以及贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方必须对本文件和与本文件相关而提供的任何信息进行严格保密。除非获得本公司的事先书面同意，贵方和贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方在任何时候均不得整体或部分地复制本文件，并且不得向其他任何人士整体或部分地传达、披露或分发本文件或者在公开场合谈论本文件。如果贵方并非本文件的预期收件人，请立即删除和销毁其所有电子和纸制版本。

本文件及其所包含的某些内容是依据多个不同资料来源获得的某些假设和信息而准备的。尽管本文件是基于和倚赖上述假设和信息的准确性和完整性而准备的，本公司对任何上述假设和信息的使用并不代表本公司已独立地对其进行核实或表示同意。不论本公司还是本公司的任何关联方及其各自高级管理人员、雇员或代理，均不会就本文件所包含的信息、与本文件相关而提供的任何口头信息以及基于本文件内容而产生的信息之准确性或完整性做出任何明示的或暗示的陈述或保证，并且不承担任何责任或者义务（不论是直接或间接的、合同或在侵权或其他方面的）。本公司和本公司的关联方及其各自高级管理人员、雇员和代理在此明确声明其不承担基于本文件以及本文件的任何可能的错误或遗漏而引致的任何法律责任。不论是本公司还是本公司的任何关联公司及其各自高级管理人员、雇员或代理也不会就下述事项做出任何明示的或暗示的陈述或保证：任何交易已经或可能按照本文件中载的条件或方式得到执行以及本文件所含的未来预测、管理层目标、估计、前景或回报（如有）的可实现性或合理性。本文件所包含的任何看法或条款仅为初步的，并以于本文件所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。本公司并无义务或责任更新本文件中包含的任何信息。本文件中可能提到相关公司某些过往的业绩或数据并不代表对其未来表现的预测或者保证。

本文件并不构成且不应被视为由本公司或本公司任何的关联方做出任何形式的财务顾问意见或推荐。本文件并非证券研究报告，也不构成任何形式的证券投资咨询或证券投资顾问意见或建议，也不是由本公司关联方的研究部门编制的。本文件以及本文件含信息并不构成购买或出售任何证券、商品、票据或衍生工具的要约或要约邀请，也不构成借贷、安排融资、承销或购买任何证券或担任有关任何人或交易的代理人、顾问或保荐人的要约、要约邀请或承诺，也不构成任何资本承诺、交易策略或者任何法律、监管、会计或税务方面的意见。本公司建议贵方就本文件可能涉及的法律、监管、会计和税务方面内容寻求独立专业人士的意见。

本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。本文件中引用的第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。未经本公司的书面同意，不得复印、出售或转发本文件或其中任何部分。

本文件可能包含从摩根士丹利研究部门或其他摩根士丹利拥有所有权的资料中摘录的信息（称为“摩根士丹利信息”），但是对本文件而言，该信息未经摩根士丹利或其董事、管理人员、雇员、代理商或分包商（称为“摩根士丹利人士”）的再次审阅或批准。本文件中的预测、陈述或意见（包括任何基于摩根士丹利信息的或从摩根士丹利信息中所摘录的）不一定成为或继续成为摩根士丹利人士的观点，并且摩根士丹利人士不对本文件的准确性或完整性做出任何的陈述。

本文件的版权由本公司所有，本公司保留与之有关的一切权利。