



2016 年度宏观预测系列报告（二）

对冲——宽松潮、资产荒与流动异化



均衡博弈公共研究

2016 年 01 月

序 —— 最坏的时间 最好的机会

2016 将是艰难的一年，中国经济进入真正出清的时刻，这是触底的开始，至于这个 L 型的宏观底部到底持续多长时间，我们只能说：凛冬才刚开始。

作为 2016 年的宏观预测报告，我们放弃了那些耳熟能详、惯常成熟的套路格式，因为那些历年常规的预测范式，可能无法涵盖、承载 2016 这个特殊时点所面临的变化与冲击。在这个特殊的时刻，应对剧变与冲击的策略选择，也许将会是历史的折点，无论对于个人还是国家，亦或向好或是变坏。

为此，我们准备了八篇系列报告。在预测宏观趋势的同时，希望能够兼顾微观个体的应对；在充分提示风险的同时，希望能够挖掘穿透周期的机会；在立足经济分析的同时，希望能够关注社会结构的变化。

八篇报告分别是：

- (一) 凛冬 —— 倒闭、失业与工资福利萎缩
- (二) 对冲 —— 宽松潮、资产荒与流动异化
- (三) 债务 —— 违约、处置与信用监管收敛
- (四) 重组 —— 兼并、洗牌与新寡头化生态
- (五) 收缩 —— 需求、投资与动力转换空挡
- (六) 刺激 —— 让利、扭曲与风险偏好激励
- (七) 回归 —— 汇率、资本流动与资产价格
- (八) 脱钩 —— 换锚、输出与人民币国际化

从本期开始，我们将每隔两日发布一篇，以此作为均衡博弈公共研究 2016 春节前的绵薄之礼。

目录

关于作者	II
概 要	1
1 流动性宽松潮	17
1.1 中国式 QE — 财政的债与央行的币	17
1.2 社会融资总额维稳 — 窗口指导与局部杠杆	19
1.3 降准宽松以及央行的工具创新	23
1.4 人民币价格调整 — 息差的压制与汇率的回归	26
2 资本回报率的跳水	31
2.1 超低利率到来引发财富沉没与转移	31
2.2 资产荒的延续和 MPA 框架的影响	35
2.3 无风险利率回归与垃圾债的风险	40
2.4 地产价格折点与股市结构性泡沫	44
3 流动配置的新逻辑	49
3.1 流动性配置的五大方向	49
3.2 金融机构资产配置的差异化管理	53
3.3 资本配置逻辑的转变	58

关于作者

一遵：均衡博弈（北京）研究院 首席研究员

王昭：均衡博弈（北京）研究院 院长

柯挺：宏观战略学者

晓峰：券商资深研究员

赵建：平安银行战略部宏观研究中心负责人

如果您想与我们深入探讨这一议题，请联系：

heiziwo119@126.com

liuxfwjj@hotmail.com

wangzhao798@163.com

概要

这是一次周期性下滑和转型期衰退叠加的宏观艰难时间。每当衰退和坍塌来临，面临崩溃的危险，宽松永远是工具箱中必须的政策之一。但是，无论是权威人士在人民日报《七问供给侧结构性改革》中“放水漫灌强刺激不能再干了”的政策宣誓，还是韩俊先生在纽约接受采访时关于“中国经济增速尚未触底，不要指望经济增速呈现U型或V型的快速反弹，要对“长期”的L型复苏做好心理准备”的风险提示以及中国政府不会出台“强有力”的经济刺激的表态，再联系到近期国内经济高官们对美国在危机期间宽松救市、货币超发的批评以及对“四万亿”恶果的记忆和反思，无一不在证明：中国宏观管理当局似乎正在摒弃宽松的政策，要寻求一次紧平衡下的效率转型。但是从我们观察到的政策意图和宏观趋势来看，绝不是不宽松，而是一场前后相续的结构性对冲式宽松，剑指周期对冲与结构调整。如果对这一政策框架没有深刻的理解，市场将会做出错误的判断，甚至犯下严重的错误。

非典型的结构性宽松潮对冲转型期风险。

第一，以价格型宽松对冲高企的债务，降低经济发展成本。从国内货币政策来看，以价格型宽松替代数量型宽松，引导利率中枢下移推动债务出清，降低企业成本是本轮政策的核心要义所在。

上一轮“四万亿”计划推动的传统数量型宽松是需求不足情况下的大水漫灌，试图通过内需的扩张弥补外需的萎缩，以债务累积的方式维持企业的运转，从目前来看，这一模式已经难以为继，债务高企已经导致货币内生动力的下降，如果再次实施数量型宽松经济将落入流动性陷阱。为了对冲本轮产能出清进程中高企的债务成本，价格压制才是解决问题的正道，只有在货币持有价格不断向下的过程中，企业才不会被债务成本拖垮，全社会的经济增长才不会被债务压抑，形成债务性通缩局面。

去年下半年以来，央行在竭尽全力引导利率下行，经过五次连续降息，目前存款基准利率已经降至 1.5%，同时不断对长端国债进行利率压制，目前十年期国债利率已经降至 2.72% 的低位，与五次降息前的基准存款利率基本持平。在市场利率预期向下的情况下，进一步通过窗口指导对理财产品的利率进行价格干扰。可见，此轮价格型宽松直指此轮宏观经济最大的危险——债务成本高企，如果债务成本得不到有效控制，供给侧改革与经济结构的转型可能将被沉重的债务负担彻底压垮。

第二，央行试图通过加快人民币汇率调整对冲国内去产能的进程，同时推动人民币国际化方式从贸易项下的数量输出向资本项下的价值吸引转变，更加值得关注的是在 CNH 与 CNY 市场的对冲中完成对人民币定价权的回收。

去产能是一个供需重新匹配的过程，相对于更大的市场而言，多余产能的价值将重新被发现。就这一点而言，虽然

短期汇率波动不会引起出口的快速反弹，但是从国际经验来看，汇率的贬值将在中长期内引导出口的“J”型反弹，这将有助于我国出口部门的复苏，对外竞争力的保持，加速过剩产能的消化，也是一种主动的出清方式。

在此次汇率波动的过程中，我们也观察到人民币国际化方式正在从贸易项下的数量输出向资本项下的价值吸引转变。2005年之后特别是09年以来，伴随人民币不断升值和国际贸易的规模扩充，贸易项下的人民币互换和市场化的数量输出规模逐步增大。人民币国际化的方式在渐进中演变，通过人民币汇率的系统性调整，逐步增强人民币货币价值的吸引力，推动长期资本项下的人民币投资化输出。我们看到，央行不断在市场上收紧CNH和CNY的波动的同时，银行间外汇市场向境外央行类机构开放的步伐进一步加快，继2015年11月底首批境外央行类机构完成备案之后，2016年1月12日第二批境外央行类机构正式进入中国银行间外汇市场，表明人民币加快从贸易项下向资本项下开放的深度转移，特别是对主权类投资的放开。人民币的贬值恰恰有利于营造人民币的长期投资价值。

特别需要指出的是，在人民币汇率对冲去产能的大逻辑下，CNH与CNY市场的小对冲同样值得关注。我们看到在CNH市场上人民币数量不断紧缩，形成了利率高企的更大波动，但是在流动性充足的CNY市场上，利率仍在不断被压制，我们认为比汇率价格更可怕的是内外市场的利差，利差敞口远大于汇差的敞口，从某种意义上来说，营造两

种市场的币值利差才是央行真正的政策意图——完成人民币定价权的回收，推动人民币定价从以美元储备为核心的外储式被动定价权向篮子货币为核心的国际收支的定价模式的转变，或者说是以人民币债务、资产为背书的自主式定价模式。在 CNH 与 CNY 市场正在进行一场真正的身份转换，央行希望通过此次对冲，实现从“Price Taker”向“Price Maker”的转变。

此轮人民币汇率的调整不仅实现了国内产能的出清，更完成了对人民币定价权的收回和国际化方式的重塑，不得不说这是一次大胆的路径设计和完整的政策体系。我们认为，此次汇率的贬值并不是受到了外部的攻击，更多是央行的主动式引导人民币价值回归的政策选择，这一点从央行再三强调的篮子货币构成的人民币指数（CFETS）中可见一斑，只不过在此过程中，央行稳健的政策实施能力、控制能力以及防止市场一致性汇率恐慌的能力显得尤为重要。这次汇率调整所引发的市场波动更多是一次操作性的过程波动，而不是趋势性波动。

第三，通过汇率与利率市场的联动完成对通缩预期的扭转，加速对库存的消耗。从中周期来看，央行仍将继续引导利率价格的下行和汇率的价值回归（贬值），这将有助于通胀预期的再造和内外库存的消化。汇率的持续贬值将制造输入型的价格上升，特别是对应国内库存高企的工业品市场而言，通胀预期将有助于改善 PPI 和 CPI 连续向下的趋势，引导工业原材料价格和需求的回归。同时随着出口市场的

复苏和有效产能的恢复，也将带动工业品库存的利用和制成品的库存消化。

第四，金融市场上政策性的价格预期引导，形成股熊债牛式的对冲去杠杆。

年初 10 个交易日以来，股市的大幅度回调已经引起局部恐慌的状态下，监管层迟迟没有实质性红利、常规式的信心喊话与维稳表态，从某种意义上来说，这也观察出宏观政策高层的一个价值取向。从一个合意政策的角度观察，股债市场的变化也存在以下版本的解释，当然，这仅是我们一家之言。从当前形势来看，债务置换是重中之重，引导流动性向债务市场配置，是市场化去风险的最主要的优先任务。年初，将会有大量的国债、地方债以及企业债的上市，对于企业债务存续、成本置换、产能保护起着至关重要的作用，对于再次启动以地方政府为主导的资本投入、地方财政维持也是关键性的时刻。这次的债务置换是否成功，紧迫性、优先级远高于资本市场的修复，因此我们在今年的第一季度仍将看到债牛股弱的局面。只有这样才能完成一季度各类债务的高峰置换。

我们看到，金融体系的风险依然来自于杠杆化。经过一轮债务置换后的杠杆将逐步降低，当前市场的主要杠杆将来自于股市，股市价格的整体低迷将引发市场的自动去杠杆的进程，形成整个金融体系总体杠杆下降的平稳回归，对于经济体系的改善具有重要的意义。这次的股价紧压和债务供给之间的关系是一次政策性的有意图的对冲，将有助

于国内经济整体杠杆率的下降和抗风险能力的增强。我们想补充说明的是，股债在政策性扭曲的作用下，市场将会有一次自我修复性的反弹，我们预计一季度之后，随着核心债务的置换完毕、垃圾债和信用债风险出清，股债市场将会出现再一次的轮动与分化，股债价格将会又一次切换式的调整。

第五，国内核心资产负债表之间的交换，形成了对补短板的对冲性支撑。目前，投资过高、房地产库存过高而消费不足是我们经济面临的最重要短板，无论是通过窗口指导还是通胀预期再造的方式，旨在对已经变坏的政府、企业资产负债表进行财务成本下调和债务的稀释，促进盈利的恢复。利率的下降和汇率的贬值实际上倒逼居民部门进行杠杆提升，有效解决了国内消费不足和房地产去库存的目标对冲，从年初一二线城市房地产销量的重新回归和高层房地产去库存的喊话中，相信大家已经有所感觉。另一方面，各大银行都将个人消费性贷款和信用卡业务作为 2016 年主要的业务扩充方向。但是，对此项政策的效果和可持续性，均衡博弈研究员表示深刻的怀疑。一是在收入预期降低的情况下，强行在居民部门提升消费杠杆将会导致银行个人坏账的增多；二是房地产价格如此高企，在一二线城市实质是供需价格的断裂，在三四线城市是供需规模的失效，强行进行杠杆的提升将可能导致房地产价格更快地迎来折点。我们更加认为，房地产去库存和消费部门加杠

杆只是权宜之计，更要从实体经济的效率、企业盈利能力和国际竞争力入手，才能解决根本问题。

资产回报的跳水和资本积累的逼空

这是一个财富重新分配的时代。资本的静态持有在这个时刻将面临极大的缩水。从某种意义上来说，这是一个如果参与可能遭遇风险，而不参与就一定缩水的时代，没有人可以例外。这也是中国以货币规模扩张为核心特征的泡沫型财富效应的一次回归和收敛。财富快速增长的时代已然过去，而资本的消耗与损失是未来阶段的主题。财富“新常态”走在路上。

首先，超低利率到来引发财富沉没与转移。伴随经济步入新常态，中国经济面临三十年结构性调整的大周期转换，原有的财富累积路径和分配模式将随着新旧模式的转变被彻底颠覆，全社会财富将在2016年超低利率的背景下，重新洗牌再分配，参与资本游戏可能会遭遇风险，而不参与资本重配、资产重调，毫无疑问将会成为改革成本的承担者与财富积累的缩水者。

低利率时代，居民储蓄将为政府与企业资产负债表修复买单。在政府、企业、居民家庭三张资产负债表中，政府与企业的债务已经达到接近甚至达到上限，居民储蓄在银行系统内的累积已经尽数转变为政府和企业的贷款，银行体系内部整体存贷差余额已经接近“零”。未来很长时间内，居民

储蓄不得以超低利率的方式，成为企业和政府部门债务消化的隐性成本承担者。

金融部门通过下调资本利率补贴实体经济的转型。经济下行的结构性调整周期内，为了确保转型期实体经济的稳定发展，帮助企业成功跨越库存、产能与债务的周期，金融部门正在通过下调资本利率的方式补贴实体经济的转型。银行贷款利率、委托贷款、债券、基金等各种融资成本都呈显著下降的趋势，形成了对新行业、新主体融资成本的实质性补贴。

超级地租模式结束的实质是资产部门对新兴部门的成本补贴。过去十年，超级地租模式下资产部门价格的暴涨，引发了通胀式的工资上涨，抬高了整体工资水位，并大幅透支了生产部门的竞争力。通缩时期，随着房地产、能源、大宗商品等资产价格的持续下挫，以超级地租为代表的成本下降，将有效降低企业成本，尤以轻资产为代表的新兴行业部门尤甚。超低利率时代，房地产价格下滑、超级地租下降，意味着资产部门以实际资产的缩水来实现对新兴行业部门的补贴。

更加值得关注的是，中国社会财富在代际间的分担与转移。在资本重配和资产价格重置趋势下，对资本沉淀的逼空意味着改革成本将主要由拥有财富积累的“50后—60后”一代来承担，通过成本的代际分担与转移在社会内部形成新的平衡。从某种意义上来说，房地产价格的大幅下滑是对

年轻人的福利，创业板 PE 值神话是对创新一代的奖赏，而创新投资的沉没更多是上一代向下一代进行投资的代价。

其次，资产荒的延续和 MPA 框架的影响。回顾经济危机以来的资本流向，从最初的“钱荒”到近期的“资产荒”，资本从房地产投资、城投平台融资、维护产能投资、企业债券、理财产品到股票市场，造成了房价高企、地方政府债务率飙升、产能过剩、企业破产、理财产品风险预警，缺乏方向的流动性在 2014 年底开始涌向股票市场。年中股灾之后，我们终于迎来了近年来第一次真正的“资产荒”。与此同时，央行宏观审慎政策框架的实施，强化了对金融机构的综合监管和精准化差异管理，在新的经济增长动力来临之前，我们预计 2016 年合意资产的稀缺仍将是流动性宽松下的资本经营者最大的烦恼。

央行此次设立的 MPA 框架充满了弹性规则的自由裁度，特别是在周期转换的时刻、结构调整的要求下，可以仅仅通过改变相关资产的定义、宏观指引的数据目标以及对影响资本充足率关键指标的调整，就可以达到改变全场流动性规模、流动性方向和流动性速度的目的。为了确保央行调控的实现，央行在制定规则的同时，更加明确了奖惩罚则，正负 30% 的极限偏离对各商业银行的发展来说将是致命的，我们不得不以用最小的心眼去揣度央行，这种对坏孩子式的惩罚应该指向着资产负债表最坏的、踩踏红线频率最高的城市商业银行们，同时，也起到对民营银行放开之初的规

矩示范。而对于大型国有银行来说，由于在系统中的重要性他们将是 MPA 框架的得利者。

现阶段由于正现金流资产的缺失，金融市场的稳态格局被打破。在“宝万相争”和险资举牌的背后，我们看到的真相是：对于一部分具有资金久期负债能力的金融机构和相关主体来说，用经济底部时期、低利率环境下的负债扩张去购买估值处于低位、乃至扭曲的优质资产，确实是一个最佳的机会。只要负债的成本够低、资金的久期够长，一笔穿透牛熊的投资和交易足以使这些资本在下一个周期来临时获得令人咋舌的收益，而这类故事将会在这个底部周期内持续上演。

中美利差反向调节通道下，无风险利率将回归，垃圾债将面临更大风险。2016 年随着中美利率步入反向调节通道，低成本外汇的无风险套利资金的实际回报率呈现断崖式下跌。随着近两年中国内部债务处置的风险降级、通胀指数的下调，长期国债和短期同业存单到期的实际回报率快速向基准存款利率方向靠拢。互联网金融创新带来了 P2P 神话的破灭，未来一年高收益垃圾债将出现更大的风险敞口。

国内地产价格折点已到，股市作为资产池的地位日益凸显，但结构性泡沫的存在意味着风险与机遇共存。化解房地产库存已经成为 2016 年度经济工作的五大任务之一，种种迹象表明，中国房地产价格见顶已经不再是危言耸听。2015 年股市过山车在政府强力救市的保驾护航下以不温不火的状态驶入 2016，但是开年以来两次熔断、三次暴跌、股指

最低下探 2867，几乎触及了股灾时的最低点。A 股市场已经人心涣散、哀鸿遍野，信心的恢复尚需时日，估值的修复也绝非三根大阳线就可以改变的。但是对于 2016 下半年的市场估值回升、中枢上移，我们是相对看好的，当然这一切要取决于我们的监管层是真帮忙还是帮倒忙。

低迷的市场，配置的方向

经历了 2015 的现实教育，2016 年将是中国经济真正直面新常态、发力新旧结构调整的关键一年。外部市场调整的空间将继续被压缩，内部将释放更多的流动性来对冲增速下滑的风险，不论是实体经济还是资本市场，可预期的资产回报曲线依然向下，合意资产的创造依然缺乏新动能的支撑，超宽流动性的配置必须适应特殊阶段的转型，在资产结构、流动方向、配置周期和杠杆管理等方面必须加快转型，才能保障金融体系在经济转型的波动周期中不被僵尸拖累，实现稳定、连续的健康发展。

首先，综合考虑未来金融机构的风险偏好、流动性管理需求以及利润考核，我们认为明年五大类合意资产将有助于新增流动性的配置：

- **一是中央以及省级财政支持下的基础设施投资项目。**
2016 年中央财政将进一步放大赤字规模，继续支持重大基础设施以及国计民生领域重大项目的建设，例如水利工程、铁路工程以及环保等领域仍是重点。

- **二是居民的扩表和消费加杠杆。**企业资产负债表的恶化的情况下，银行将业务扩张的重点全面转向个人业务。随着房地产信贷条件的宽松和限制性政策的逐步解除，预期部分住房、汽车等大宗消费类信贷业务将有所增长。其次信用卡类消费市场经过几年的培育已经累积了一定的客户规模。但是我们对此项业务的规模、风险控制和可持续性表示担忧。
- **三是资产证券化业务的发展有望提速。**我们认为 2016 年最大的政策性突破可能来自资产证券化领域。2013 年资产证券化业务重新启动以来，仍以信贷资产证券化为主，处于小规模尝试性试点阶段，未来可供证券化的资产存量空间巨大，可释放大规模的金融资产供给。
- **四是人民币项下的海外资产的扩表。**在亚投行成立的背景下，随着人民币国际化、一带一路产能输出和企业“走出去”的进程推进，未来中资企业进行海外扩张的主要货币将逐步从美元转向人民币。从长期来看，中国加入 SDR 之后，海外对人民币的需求量将逐步增加，2016 年将成为人民币海外资产扩表的新元年。
- **五是各类新兴产业基金与并购基金主导的流动性。**预期随着企业破产潮和债务违约潮的到来，2016 年将迎来一轮兼并重组潮，通过企业间的并购重组，将引发信贷资产和债务在金融机构内部的结构调整，提升存量资产的安全边界。

其次，金融机构资产配置将面临差异化管理。随着中国金融业务的深化和监管体系的改革，未来不同金融机构的资产配置将面临差异化区别对待，引发金融机构未来资产配置策略的转变，继而引发资本杠杆主体、杠杆周期以及组合配置模式的逻辑转变，面对此轮长期结构性的大周期调整，谁能赢得久期资本进行跨周期的投资，谁将赢得最终的胜利。

- 从银行的资产配置选择来看，受制于更加严苛的风险控制、资本充足率的要求和限制，以及银行对风险偏好特有的敏感，2016 年银行创造合意资产的能力正在被变弱，挖掘新的合意资产的可能性更小。特别值得关注的是未来一阶段中小银行的信用风险问题，一旦刚兑被打破，中小银行过去累积的债务资产有可能面临巨大的损失，引发银行间市场流动性的冰冻，甚至危及整个银行体系的稳定性。
- 从信托在流动性配置中的作用来看，经历了业务的监管强化和集中整顿，2015 年新增信托贷款已经从 2013 年高峰期的 1.8 万亿缩减至 63 亿，表明上一阶段在资本昂贵时代信托债的优势已经过去了，随着资产证券化的启动，信托除了通道作用将不再具有实际的业务作用；另一方面，从股市来看，在消除配资、去杠杆后，信托也失去了对股市的吸引力。
- 从保险的资产配置功能来看，保险是继信托之后市场流动性的新兴供给者，利用万能险的资金规模和中长周

期优势，保险公司以万能险作为资本金，进行跨期资本的配置，其实质就是以万能险为资本金，将自身变成加杠杆的主体，无论是年初的安邦也好，还是近期前海人寿在股市的举牌，都是按此模式在股票市场进行跨期资本配置的。更重要的是，与个人+信托+券商的短期杠杆相比，保费作为中长期资本的属性将保障银保合作杠杆的中长期特征，可进行跨期的投资操作，更加有利于市场风险的管控。

- **从证券的资产池配置来看**，配资清理、客户杠杆率下降使得传统经纪业务大概率下滑，投行、自营/资管（资产证券化）等其他传统业务有拓展空间，但可能面临着有投融一体化可能的银行大鳄竞争，以金融衍生品为核心的创新业务及资产创造或许会成为券商资产的更好配置方向。当然这一切都要建立股市繁荣的基础上，2016 开年的资本市场走势并不支持这一点。就券商自身而言，如若能获得监管机构的政策扶持，在被边缘化之前，将自身作为其他金融机构配置的资产，也不失为一个看起来不错的选择。但是，从监管机构面临的巨大压力来看，政策扶持可能只是空想。
- **从三大政策性银行改革来看**，2015 年三大政策性银行深化改革方案获得国务院批准，未来政策性银行将逐步提升自身的营利和造血能力，势必在部分业务领域与商业银行形成业务竞争，尤其在基础设施、民生保障类项目以及一带一路等国家战略性“走出去”项目的业务领

域。但是在低利率时代，商业银行灵活多元的产品和服务对于政策性银行的转型也将形成一定的压力。

最后，流动性宽松的超低利率时代，金融市场流动性配置模式正在展开全新的逻辑。

加杠杆的主体将逐步从个人转向机构。经历了民间金融崩盘、理财产品违约、P2P 跑路以及股市过山车的财富洗劫，个人在现实的风险教育下投资日趋理性，同时受损的财富进一步进行杠杆操作的意愿和能力都大幅下降。随着资产回报率逐步向基准利率的靠拢，低风险投资品对个人的吸引力也显著下降。反之，随着利率中枢的下移，机构的营利压力日益加大，在整体风险可控的前提下进行带杠操作的动能正在加强。

杠杆周期将从短期向中长期转变。资本稀缺流动性不足的时代，以及资产市场上涨周期内，市场通过短期加杠杆的方式对自有资金进行放大，或解决短期周转的问题，或放大盈利的规模，以高收益来对冲高风险，以短债化解债务错配的违约风险。随着经济增长的向下和资产回报率的下滑，短期加杠杆的成本和收益越来越难以匹配，中长期杠杆更加有助于整体风险的控制。

流动性配置的模式正在从“证券+信托”的方式向“银行+保险”的模式转型。随着信托在债务融资和股市配资功能的减弱，作为资本通道的价值已经大打折扣，券商在杠杆约束下业务重心也转向兼并重组的资产整合。“证券+信托”

的短平快式组合模式更加适合资本稀缺而回报率上涨的周期，在流动性宽松的低利率时代将难以为继。未来我们更加看好银保组合的配置模式，如前所述，银保组合的久期资本配置，更加适合转型期内的跨期投资，面对新常态的结构性调整，谁能熬过宏观周期，谁就能赢得未来的胜利！

1 流动性宽松潮

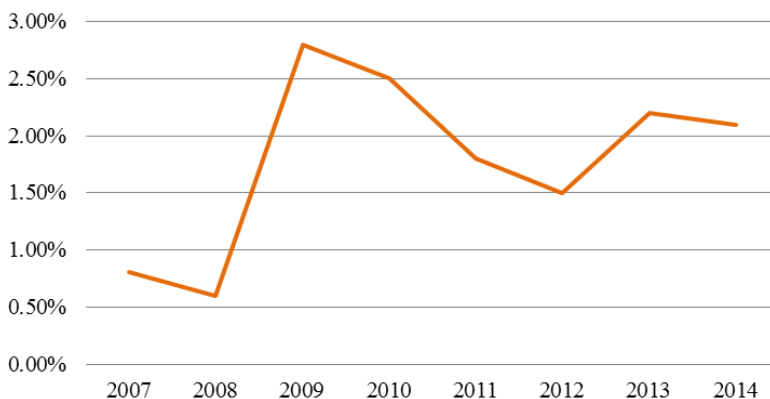
新的一年，在认识、适应、引领新常态的中国经济发展的大逻辑下，最值得关注的看点是：中国式结构性 QE 的上演以及人民币在宽松过程中完成与美元的锚定脱钩，继而完成人民币自主定价权的回归，当然这一条路难免波折而且充满凶险。首先，从中国式 QE 的实施路径来看，对应人民币发币机制的转变“以外汇占款为核心的被动式发币机制转向以人民币资产为核心背书的、以篮子货币为锚的定价（CFETS）、以债券和信贷为通道的基础货币自主发行与投放机制”（详见报告：《中国货币发行机制的划时代革命》），财政部对赤字率的进一步扩大以及不断放大的政策性银行作用都是中国式 QE 的组成部分。当然，央行工具箱中的保留节目——降准必将如期登场，中国特色的通过对商业银行进行窗口指导和局部加杠杆的方式维持社会融资规模的情况仍将持续。其次，人民币利率和汇率调整过程中与美元的脱钩才是真正的年度大戏。人民币的降息空间受到美元加息的压制，前期被高估的人民币汇率在面对强势美元周期的挑战下，需要一次必然的回归（贬值）。

1.1 中国式 QE —— 财政的债与央行的币

中国式 QE 的流动性扩张路径。

首先，财政部提高财政赤字率，增加国债发行规模。从 2009 年起到 2016 年，积极财政政策已经连续实施 8 年，在刚刚结束的中央经济工作会议上，决策层继续加码财政支持力度，2016 年实际执行财政赤字率或扩大到 3%，阶段性突破传统赤字红线¹。根据今年 GDP 名义增速 7%~8% 测算，今年 GDP 总值 68.11 万亿元~68.74 万亿元，若 2016 年财政赤字率为 3%，财政赤字规模将首超 2 万亿。财政部表示将相应增加国债发行规模，以弥补降税带来的财政减收，保障财政支出和政府投资。

中国财政赤字率走势



其次，央行转变货币发行机制，购买债券放大货币供应。

一方面，中国央行可通过直接增持财政部国债，发行人民币冲抵外汇占款下降导致的基础货币发行规模不足；另一方面，也可通过商业银行认购国债，通过 LTRO 等工具将国债作为抵押品，获得廉价贷款，放大信贷额度，增加广义货币供应。同时，通过政策性银行加大对重点领域、重

¹ 3%赤字率红线和 60%的负债率红线来源于 1991 年签订的《欧洲联盟条约》，并成为其他欧盟国家加入欧元区必须达到的重要标准。

点板块、重点行业的倾斜性投入支撑，利用 PSL、MLF、SLF 等工具向市场引导和投放流动性，虽然央行反复强调货币政策工具的创新和扩围不会引发市场整体流动性的泛滥（关于工具创新，详见 1.3 部分），但在经济下行周期内和市场出清过程中，对于缓解短期内流动性冻结的情况，具有不可忽视的作用。而对利率价格的长短端压制以及合意收益率曲线的控制，才是央行此轮宽松政策的根本着力点，除了在国债市场、基准存款，我们看到了政策的影响外，甚至在银行理财产品的定价上我们也听到了相关传闻（关于利率分析，详见 2.3 部分）。**更关键的是，新颁布的 MPA 框架将对银行的资产偏好产生重大影响。**而对于新政策框架所带来的流动性影响将是我们全年关注并追踪的重点（关于 MPA，详见 2.2 部分）。

此轮中国流动性的宽松周期，表面上是应对宏观下行的货币政策调控行为，但是结合人民币国际化的进程和经济发展结构性调整的模式转换，我们认为，人民币内生发币机制和路径的切换，才是中国货币政策深度调整的关键问题。

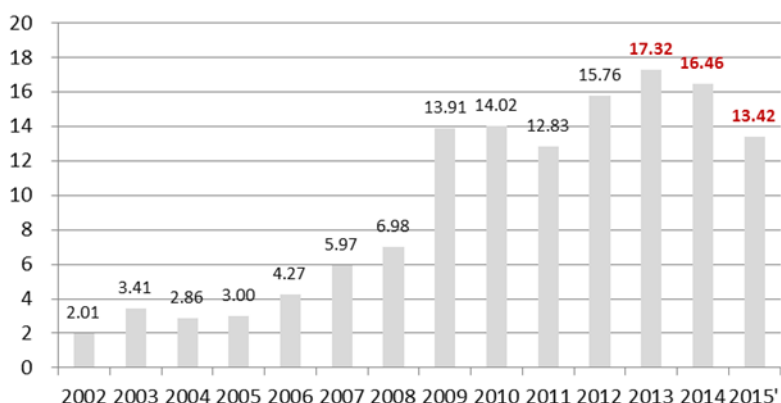
1.2 社会融资总额维稳 — 窗口指导与局部杠杆

在本轮债务周期下，货币的内生动力不断减弱，M2 的增长速度已经逐步显现出颓势，M2 与 M1 之间的量差不断缩小。而社会融资总额不断收敛的趋势将会引发更大的经济收缩，

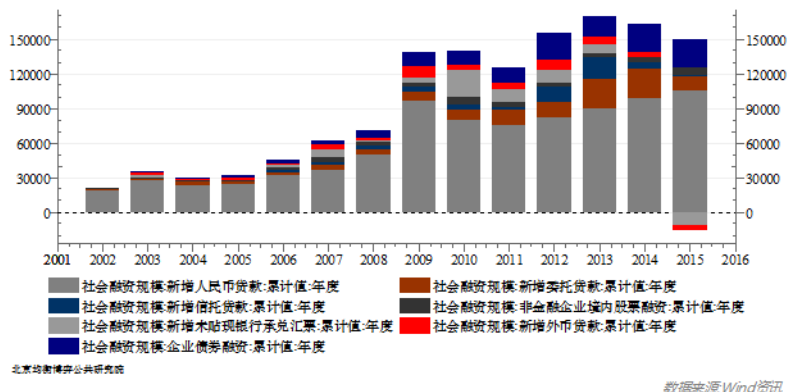
此时将考验央行对信贷实际投放和内生动力的干预能力，窗口指导和局部杠杆可能会成为央行 2016 年最重要的直接干预手段。

保持新增人民币贷款的持续平稳可以有效抑制社会融资总额的过快下滑。回顾 2002 年以来社会融资规模和结构的变化，金融危机以来，伴随“四万亿”刺激计划的实施，人民币贷款的规模放量支撑了社会融资总额的快速上涨，2009 年社会融资规模较 2008 年增加 99.3%，达到 13.91 万亿。但是近三年来，随着未贴现银行承兑汇票、委托贷款、信托贷款以及外币贷款规模的下滑，社会融资规模整体呈现收缩的趋势，而表外的收缩更要依靠表内的扩张，人民币贷款再次发挥了稳定器的功效，前 11 个月已经突破 10 万亿，在 2015 年社会融资规模中的占比超过 2009 年(67.3%) 达到 77.8% 的新高。

2013 年以后社会融资规模开始收缩（万亿）



人民币贷款、信托贷款在社会融资规模结构占据主导地位



在货币外流的趋势和内部直接融资市场发育滞后的情况下，2016 年央行窗口指导下的人民币贷款仍将是稳定社会融资规模的重要工具。2015 年，随着美元加息周期的到来，新增外币贷款首先出现负增长，这一趋势将随着内外息差的缩小在 2016 年将进一步强化。随着外需市场的萎缩、信用监管强化和贴现利率的上升，新增未贴现银行承兑汇票的规模近三年急剧萎缩，2015 年前 11 个月缩减 1.2 万亿。受银行并表和对信托业务监管的强化，今年以来新增委托贷款下滑幅度超过 50%，新增信托贷款的规模仅 63 亿。最后，企业债券融资和股票市场融资虽然保持了稳定发展的态势，但是总体规模放量的空间依然受到来自政策和规模的限制，短期内难以实现量的突破性增长，当然，股票市场注册制的实施，也许能成为社会融资规模新增长的亮点，但是随着今年年初的股灾，证券市场的扩容以及注册制推出的速度都在未定之数。综上所述，2016 年，央行窗口指导下的信贷规模释放依然是观测年度流动性最重要的指标。

在稳定规模的前提下，窗口指导下的贷款结构调整和局部杠杆的选择将是社会融资方向优化的重点。通过中国特色的窗口指导，央行一方面通过短期公开市场操作对银行间市场进行流动性和利率价格的干预，引导信贷投放的稳定；另一方面通过指令性、政策性的直接管理，引导信贷向重点板块、民生保障、基础领域等方向的低成本投放，特别是政府投资转变的 PPP 项目贷款规模和杠杆率有望在新的一年里实现实质性的放量；对产能过剩的行业和投资过热的领域进行限制，对创新创业的中小企业给予支持，对信用良好的企业进行增信，反之对债务率过高的企业的信贷监管将进一步收紧，以此配合和支持供给侧改革。与此同时，针对扩大内需、提振消费的信贷政策将进一步放松，在 2015 年房地产信贷宽松的基础上，配合引导房地产价格调整的节奏，我们认为房地产贷款的限制性条款有望逐步取消，贷款比例和利率优惠政策有望进一步松绑。针对个人消费的信用卡业务、汽车等大宗消费贷款业务几乎成为明年所有商业银行业务规模扩张的主战场。

出台政策、资金支持 PPP 发展

政策规章	截止到 2015 年底，国务院、中央各部委（财政部、发改委、人民银行、农业部等）、省级及以下政府分别发布了 16 项、33 项和 56 项规范性文件
政府持股比例	政府在项目公司中的持股比例应当低于 50%、且不具有实际控制权及管理权。
中央级引导基金	2015 年 6 月，中央级的引导示范性 PPP 基金已经获得财政部审批，预计规模约为 500 亿元。其中，财政部出资 100 亿元，金融机构负责 400 亿元的支持。该基金更多会作为母基金下发到省级部门，以缓解项目资金压力。
地方开发性基金	2015 年 6 月 1 日河南省公布总规模为 50 亿元的 PPP 开发性基金方案。根据河南省设立的方案，这项基金旨在撬动更大规模的社会资本参与到基础设施和公共服务设施领域项目建设中，并最终“点燃”数以万亿社会资本 PPP 项目的资金落地。

资料来源：媒体报道，北京均衡博弈公共研究院整理

2015年个人购买房地产的政策调整

5次降息	一年期贷款基准利率从5.60%下降至4.35%；5年以下（含）、5年以上公积金贷款利率分别从首次的3.5%、4%降到2.75%、3.25%。
营业税	2015年3月31日起，个人转卖已购普通住房，免征营业税的期限由目前的购房超过5年（含5年）下调为超过2年（含2年）
商业贷款	对拥有1套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，为改善居住条件再次申请商业性个人住房贷款购买普通自住房，最低首付款比例调整为不低于40%。 2015年9月30日，央行和银监会下发《关于进一步完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》，要求在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于25%。除北京、上海、广州、深圳、三亚五个城市以外，其他城市首次置业的居民家庭可以享受25%的首付比例。
公积金贷款	2015年3月30日，缴存职工家庭使用住房公积金委托贷款购买首套普通自住房，最低首付款比例为20%；对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的缴存职工家庭，为改善居住条件再次申请住房公积金委托贷款购买普通自住房，最低首付款比例为30%。 2015年9月1日起，拥有1套住房并已结清相应购房贷款的居民家庭，为改善居住条件再次申请住房公积金委托贷款购买住房的，最低首付款比例由30%降低至20%。北上广深四城市，首套房首付比例全部执行了新政策，实行首付20%。而二套房方面，只有北京全面实行首付20%，剩下的上海，广州，深圳三城市最低仍为30%。 2015年10月8日起，全面推行住房公积金异地贷款。缴存职工在缴存地以外地区购房，可按购房地住房公积金个人住房贷款政策向购房地住房公积金管理中心申请个人住房贷款。缴存地和购房地住房公积金管理中心应相互配合，及时出具、确认缴存证明等材料，办理贷款手续。具体办法由住房城乡建设部另行制定。 2015年11月，国务院法制办公室发布了《住房公积金管理条例（修订送审稿）》，其中对缴存比例、缴存人群范围、公积金使用范围、办理时长、投资渠道等内容进行了规定。
国管公积金贷款	2015年11月12日，中央国家机关住房资金管理中心调整国管公积金个人贷款措施，购买首套自住住房申请贷款的，不再考虑近1年内是否提取过公积金，而且计算贷款额度时，最低额度也从原来的5万元上调为7万元。 2015年11月，中央国家机关住房资金管理中心日前发布消息，在外地缴存住房公积金的北京户籍的中央单位职工，在北京购买首套自住住房的，可申请使用贷款。

资料来源：媒体报道，北京均衡博弈公共研究院整理

1.3 降准宽松以及央行的工具创新

随着美联储加息周期的到来，全球货币政策开始走向分化，全球宏观调控的节奏把控和政策制定面临的形势越来越复杂，调控的空间和手段越来越有限。但是，无论与欧洲、日本的超级量宽相比，还是与外债高企、资本外流、货币贬值压力巨大的新兴市场国家相比，中国央行调控的空间和政策工具尚有一定的操作余地。

降低存款准备金率是央行释放流动性最有效的政策工具。

2007年以来存款准备金率变化

公布时间	生效时间	大型金融机构		中小金融机构	
		调整前	调整后	调整前	调整后
2007.01.05	2007.01.15	9.00%	9.50%	9.00%	9.50%
2007.02.16	2007.02.25	9.50%	10.00%	9.50%	10.00%
2007.04.05	2007.04.16	10.00%	10.50%	10.00%	10.50%
2007.04.29	2007.05.15	10.50%	11.00%	10.50%	11.00%
2007.05.18	2007.06.05	11.00%	11.50%	11.00%	11.50%
2007.07.30	2007.08.15	11.50%	12.00%	11.50%	12.00%
2007.09.06	2007.09.25	12.00%	12.50%	12.00%	12.50%
2007.10.13	2007.10.25	12.50%	13.00%	12.50%	13.00%
2007.11.10	2007.11.26	13.00%	13.50%	13.00%	13.50%
2007.12.8	2007.12.25	13.50%	14.50%	13.50%	14.50%
2008.01.16	2008.01.25	14.50%	15.00%	14.50%	15.00%
2008.03.18	2008.03.25	15.00%	15.50%	15.00%	15.50%
2008.04.16	2008.04.25	15.50%	16.00%	15.50%	16.00%
2008.05.12	2008.05.20	16.00%	16.50%	16.00%	16.50%
2008.06.07	2008.06.25	16.50%	17.50%	16.50%	17.50%
2008.09.15	2008.09.25	17.50%	17.50%	17.50%	16.50%
2008.10.08	2008.10.15	17.50%	17.00%	16.50%	16.00%
2008.11.26	2008.12.05	17.00%	16.00%	16.00%	14.00%
2008.12.22	2008.12.25	16.00%	15.50%	14.00%	13.50%
2010.01.12	2010.01.18	15.50%	16.00%	13.50%	13.50%
2010.02.12	2010.02.25	16.00%	16.50%	13.50%	13.50%
2010.05.02	2010.05.10	16.50%	17.00%	13.50%	13.50%
2010.11.09	2010.11.16	17.00%	17.50%	13.50%	14.00%
2010.11.19	2010.11.29	17.50%	18.00%	14.00%	14.50%
2010.12.10	2010.12.20	18.00%	18.50%	14.50%	15.00%
2011.01.14	2011.01.20	18.50%	19.00%	15.00%	15.50%
2011.02.18	2011.02.24	19.00%	19.50%	15.50%	16.00%
2011.03.18	2011.03.25	19.50%	20.00%	16.00%	16.50%
2011.04.17	2011.04.21	20.00%	20.50%	16.50%	17.00%
2011.05.12	2011.05.18	20.50%	21.00%	17.00%	17.50%
2011.06.14	2011.06.20	21.00%	21.50%	17.50%	18.00%
2011.11.30	2011.12.05	21.50%	21.00%	18.00%	17.50%
2012.02.18	2012.02.24	21.00%	20.50%	17.50%	17.00%
2012.05.12	2012.05.18	20.50%	20.00%	17.00%	16.50%
2015.02.04	2015.02.05	20.00%	19.50%	16.50%	16.00%
2015.04.19	2015.04.20	19.50%	18.50%	16.00%	15.00%
2015.06.27	2015.06.28	18.50%	18.00%	15.00%	14.50%
2015.08.26	2015.09.06	18.00%	17.50%	14.50%	14.00%
2015.10.23	2015.10.24	17.50%	17.00%	14.00%	13.50%

首先，过去八年审慎的政策调控为后续操作留下了充足的空间。2007年随着国内通胀的抬头，央行逐步将存款准备金率由9%提高到17.5%，随着2008年全球经济危机的到来，通过差异化定向降准政策加大对中小金融机构的支持，2010年之后，受全球量宽和货币超发的影响，为抑制国内

流动性泛滥，央行再次提升存款准备金率，直至 21.5% 的高点。2011 年四季度以来，为了应对经济二次探底以及美元加息预期导致的资金外流的风险，央行逐步降准、降息，在 2015 年五次降准的情况下，存款准备金率依然处于 17%（中小金融机构为 13.5%）的较高水平，基本与经济危机前持平，这为央行在不增加扩大资产负债表的情况下释放流动性提供了最有利的条件，也是中国央行与其他国家央行相比最强大的工具。

其次，灵活的日常干预成为央行应对短期市场波动最有效的手段。2013 年 6 月“钱荒”事件之后，央行强化了对商业银行流动性的管理，在提升商业银行流动性风险管控能力的同时，对银行监管系统进行了升级，推出了包括“大额支付系统排队业务撮合”、“‘资金池’管理”、“自动拆借”、“‘一揽子’流动性实时查询”等在内的 12 项流动性风险管理工具，帮助银行防范和化解潜在的流动性风险。随着中国市场与国际货币体系连通性的进一步加强，央行传统正回购、逆回购操作的基础上，今年来加大了对汇市的干预，通过释放外汇储备的方式调节人民币流动性，也是央行货币发行机制转变进程中的重要举措。

最后，创新工具的使用促进了央行流动性的精准释放。近两年来，央行在创新工具应用方面迈出了重大的一步，通过 SLO、SLF、MLF 等创新工具，进一步精准地调节和平抑短期流动性的波动，进一步增强了央行对短期市场流动性干预的弹性。2014 年以来，中国中央银行大力推行了支

小再贷款、支农再贷款、抵押补充贷款（PSL）、常备借贷便利（SLF）等具有较强结构调控作用的再融资工具，通过对商业银行流动性的定向补充，促进金融机构更好地服务实体经济，对特定领域和“短板”产业实施精细化调控，从而疏通行业发展血脉，促进结构调整和经济增长。2016年，我们预期央行将进一步扩大创新工具的适用范围，加大再融资的比例。

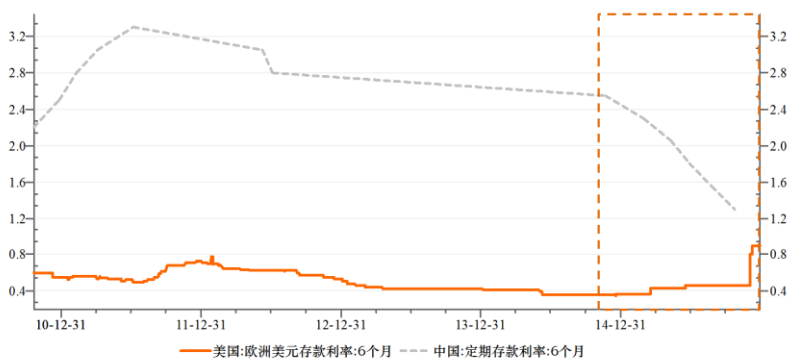
1.4 人民币价格调整 — 息差的压制与汇率的回归

美联储当地时间 2015 年 12 月 16 日宣布将联邦基金利率上调 25 个基点到 0.25% 至 0.5% 的水平。这是美联储 2006 年 6 月以来首次加息，也是美国基准利率自 2008 年 12 月以来首次告别“零利率”，标志着全球最大经济体步入加息通道，拉开货币政策正常化的序幕。由此引发的全球货币、商品市场的波动仍未平息，未来一年中国以及新兴市场国家的货币价格调整面临前所未有的挑战。

中美利率进入反向调节周期，人民币利率调整空间有限。美联储正式步入加息通道的同时，中国经济正面临三十年结构性调整的模式转换，增长放缓的压力持续加大，连续五次降息提振经济而收效甚微，2016 年降息的预期升级。目前我国一年期基准利率为 1.5%，与发达国家零利率和负利率相比，我们认为 2016 年尚有两次降息的空间。但是考

考虑到 2016 年美元利率 1.65% 的预期调整值，中美之间的利差将逐步抹平甚至有倒挂的可能。此举将进一步加剧原有套利资本的外流，进而引发流动性的波动，导致政策的反向效果。因此中美息差的变化将压制人民币利率调整的空间和节奏。

中美利率进入反向调节周期，息差正在缩小

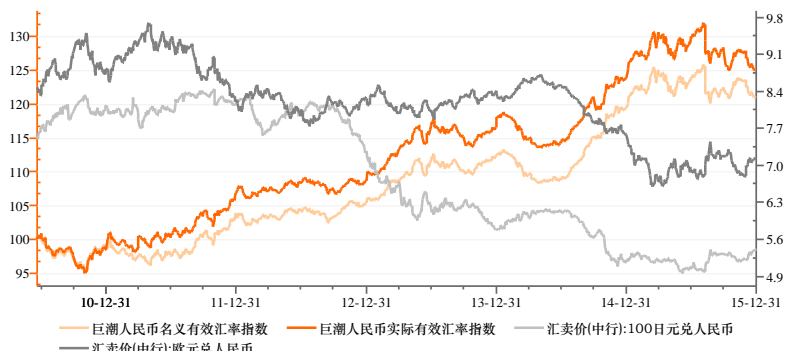


北京均衡博弈公共研究院

数据来源:Wind资讯

2015 年从人民币加入 SDR 篮子货币体系到人民币指数的推出，再到人民币发币机制的调整，中国央行逐步推动人民币与美元的脱钩，以提升人民币政策的独立性。2015 年下半年以来，对冲美元加息预期、国内出口下滑以及其他货币的贬值，人民币持续走弱，银行间人民币中间价不断刷新五年新低。我们认为，人民币持续贬值的动力主要来自于以下两方面：

盯住美元的人民币有效汇率面临着很大的调整压力

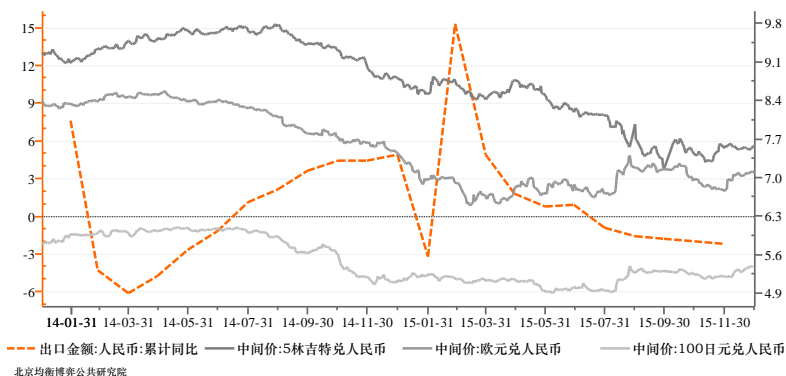


北京均衡博弈公共研究院

数据来源:Wind资讯

首先，人民币汇率比价的系统性调整。自 2013 年美联储决定退出 QE 以来，美元相对于全球主要货币都出现了大规模的升值，美元指数已经从年初的 90 左右，一度突破了 100 大关。在美元升值的同时，包括欧元在内的主要货币相对于人民币却在贬值，从而使得人民币的有效汇率不降反升。国际清算银行的数据显示，自去年年底以来，人民币兑一篮子主要货币升值逾 3%。今年人民币兑美元上涨 0.3%，而大部分亚洲货币均兑美元下跌。在中国经济持续下滑，货币政策维持较为宽松的情况下，这种有效汇率的上升使得中国的出口出现困境。因此以“811”汇改为标志，中国开始了对人民币币值的第一次系统性修正，以篮子货币替代单一美元的人民币指数（CFETS）将成为未来人民币汇率的新基准，2016 年仍将是人民币汇率从美元标准向篮子货币的校靶过渡期，有鉴于除美元外其他货币的贬值趋势，未来一年人民币仍将有 5-10% 的贬值空间。

国际贸易萎缩和主要出口经济体货币贬值，中国出口增速持续下滑



其次，国内经济的稳增长需要货币贬值的支撑。一方面 2016 年中国货币政策总体走向宽松，降准降息将加大人民币贬值的压力；另一方面，国际贸易整体萎缩的情况下，中国

进出口形势不容乐观，面对周边亚洲国家的货币贬值、成本和产业转移的压力，亟需人民币贬值提振出口竞争力，避免国际市场份额的丢失。

再者，从中周期来看，这是人民币汇率调整避开“米德冲突”的最佳时间窗口。当下所有的货币宽松条件都是建立
在经济低迷、需求通缩的背景之下。一是，全球商品价格接近历史低点与生产成本，货币的贬值暂时不会引发输入型的通胀。二是，国内产能过剩，PPI 价格连跌 40 余月之久，所有的库存周期所可能引发的价格反弹都将被庞大的过剩产能所吞没，国内的产能缺口暂时不会看见。三是，由于经济的低迷，外需和内需同时处于历史的疲弱周期，未来的收入预期并没有快速改善的趋势，需求的恢复将是缓慢的，消费提升所引发的价格上涨暂时还不会成为政策的关注重点。最后，资产泡沫依然在出清的过程，地租成本面临着下滑的折点，而由超级地租所构成的成本推动通胀也已经没有了动力。综上所述，这是难得的不出现“米德冲突”的宽松窗口，不得不说这是当下中国最值得庆幸的一个时间窗，也是央行必须要抓住的难得机会。但是我们不得不提醒：这个时间窗还能敞开多久，是我们推动改革所必须考虑的基本速度与节奏。一旦全球趋势逆转、商品价格回归、产能发生过调、超发的流动性重新涌出，我们马上将面临在通胀与宽松之间的两难选择，而且一旦产生“米德冲突”，那么巴西、委内瑞拉、阿根廷就会成为我

们的前车之鉴，而这一轮的供给侧改革将面临着系统性失败的风险。

整体来看，我们预计 2016 年人民币贬值 10%是可接受的，从贬值的节奏来看，短期内瞬间快速贬值还是缓慢性连续贬值，仍有待观察。从央行的决策机制来看，相机抉择是一贯的行事风格。但是我们认为，瞬间贬值的策略对于中国来说是成本更低、效果更好的选择。

2 资本回报率的跳水

这是一个财富重新分配的时代。资本的静态持有在这个时刻将面临极大的缩水。从某种意义上来说，这是一个如果参与可能遭遇风险，而不参与就一定缩水的时代，没有人可以例外。这也是中国以货币规模扩张为核心特征的泡沫型财富效应的一次回归和收敛。财富快速增长的时代已然过去，而资本的消耗与损失是未来阶段的主题。财富“新常态”走在路上。

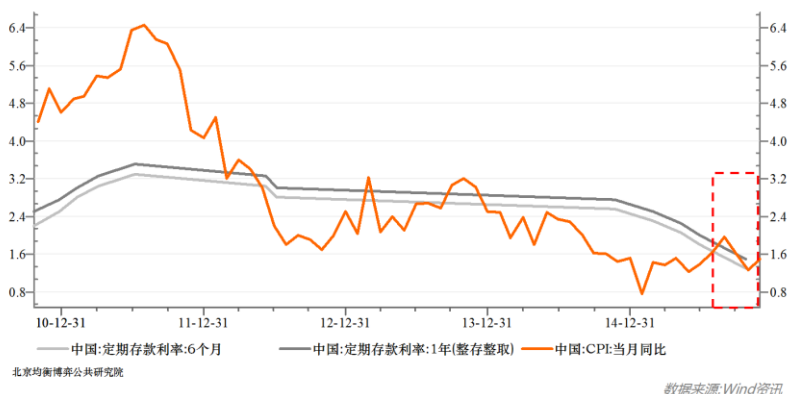
2.1 超低利率到来引发财富沉没与转移

伴随经济步入新常态，中国经济面临三十年结构性调整的大周期转换，原有的财富累积路径和分配模式将随着新旧模式的转变被彻底颠覆，全社会财富将在 2016 年超低利率的背景下，重新洗牌再分配。

超低利率时代，参与资本游戏可能会遭遇风险，而不参与资本重配、资产重调，毫无疑问将会成为改革成本的承担者与财富积累的缩水者。过去三十年尤其是近十五年，在中国经济双位数增长的黄金时代，政府、企业、居民通过收入增长和资产增值实现了财富的快速累积。随着中国经济的深度调整，考虑通胀因素，2016 年国内实际利率将接近零甚至步入负利率时代，意味着全社会财富如果没有融

入新增长的进程将担负沉没成本的实际损失。新一轮的财富再分配将改变社会财富的结构，将是新财富创造者对上一轮财富英雄的隐性洗劫。因此，“以不变应万变”的防守型策略不仅无法实现财富保值增值，更会失去对接新增长的最佳切入点（详见《2016年度宏观预测系列报告》之四《重组——兼并、洗牌与新寡头化生态》）。

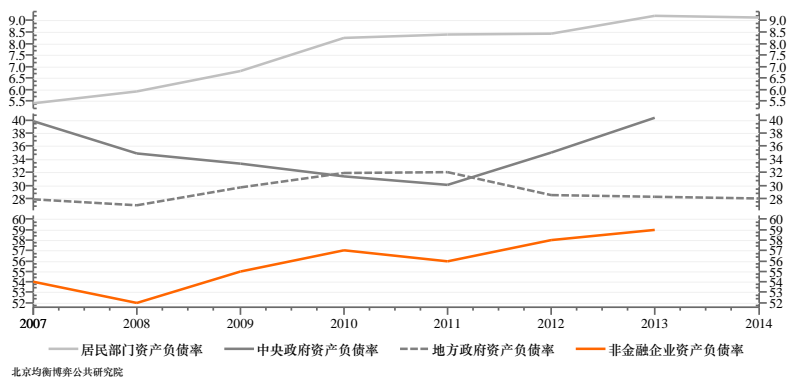
零（负）利率正在走来，财富如何保值增值呢？



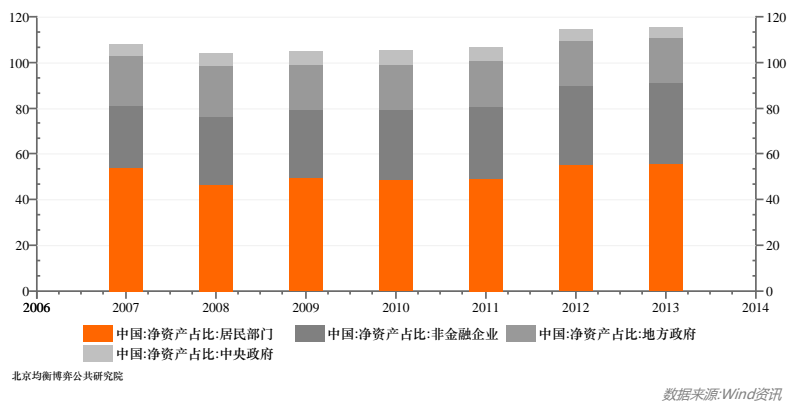
低利率时代，居民储蓄将为政府与企业负债表修复买单。从政府资产负债表来看，四万亿刺激计划下地方政府债务规模快速扩张，政府整体负债水平高企，近两年地方政府债务的成本置换、周期调整，虽然避免了地方政府破产的风险，但是债务需要在更长时间内逐步消化。**从企业资产负债表来看**，2009年是企业财务状况转变的折点，随着经济危机的爆发，企业盈利能力急速下降，企业对外部资金的依赖逐步增强，企业贷差从2012年开始飙升，在经济复苏滞缓的情况下，企业资产负债表恶化，如前所述，企业破产倒闭潮出现（详见《2016年度宏观预测系列报告》之一《凛冬——倒闭、失业与工资福利萎缩》）。**从居民的资产负债表来看**，2009年居民部门能够提供的净储蓄达到18.3万亿

元，危机以后虽然居民储蓄增速放缓，但是总体规模仍在增加。2009年是居民存差与企业贷差相减后资金剩余率的历史高峰，达到16.3万亿，此后几年居民和企业的存贷差快速下滑，截止2015年9月仅为4.1万亿，按照过去一年的速度，2016年这一数据将将为“零”甚至出现整体性负债的情况，这意味着未来很长时间内，居民储蓄不得不以超低利率的方式，成为企业部门的债务消化的隐性成本承担者。

政府、企业和居民四张资产负债表中，居民部门加杠杆的潜力最大



政府、实体经济和居民三个部门中，居民部门的底子最厚



金融部门通过下调资本利率补贴实体经济的转型。资本稀缺、产能扩张的时期，高企的融资成本都会通过产品价格最终转移到消费者身上；在目前需求不足、产能过剩、PPI

持续下降的情况下，无法向消费者进行转嫁的融资成本已经成为吞噬企业利润甚至现金流的黑洞。企业经历优胜劣汰的倒闭潮冲击之后(详见《2016年度宏观预测系列报告》之一《凛冬——倒闭、失业与工资福利萎缩》)，为了保持转型期的稳定发展，在流动性宽松的浪潮下，银行贷款利率、委托贷款、债券、基金等各种融资成本都呈显著下降的趋势，形成了对新行业和新主体融资成本的补贴。

超级地租模式结束的实质是资产部门对新兴部门的成本补贴。过去十年，超级地租模式下资产部门价格的暴涨，引发了通胀式的工资上涨，抬高了整体工资水位，并大幅透支了生产部门的竞争力。2015年以来房地产、能源、大宗商品等资产价格的持续下挫，从一定程度上降低了企业经营性成本的压力，中央经济工作会议呼吁的房地产价格回调以及以租代售等模式的转变，实质也是上一阶段资产部门财富暴涨后对新兴经济部门的一次价值让渡过程。

更加值得关注的是，中国社会财富在代际间的分担与转移。过去十年国内资产性泡沫浪潮，客观上使年长一辈和有产者群体更为受益。随着经济发展放缓、社会阶层分化、上升通道的阻断，成本向青年群体转移，造成危机在社会内部形成了代际转嫁。青年群体普遍的社会性焦虑、前辈与后人之间的代际矛盾与冲突，正是这一时代性、系统性和全球性的社会问题的表现。超低利率时代，在资本重配和资产价格重置趋势下，对资本沉淀的逼空意味着改革成本将主要由拥有财富积累的“50后—60后”一代来承担，通

过成本的代际分担与转移在社会内部形成新的平衡。从某种意义上来说，房地产价格的大幅下滑是对年轻人的福利，创业板 PE 值神话是对创新一代的奖赏，而创新投资的沉没更多是上一代向下一代进行投资的代价。

2.2 资产荒的延续和 MPA 框架的影响

回顾经济危机以来的资本流向来看，从最初的“钱荒”到近期的“资产荒”，资本从房地产投资、城投平台融资、维护产能投资、企业债券、理财产品到股票市场，造成了房价高企、地方政府债务率飙升、产能过剩、企业破产、理财产品风险预警，缺乏方向的流动性在 2014 年底开始涌向股票市场。年中股灾之后，我们终于迎来了近年来第一次真正的“资产荒”。在新的经济增长动力来临之前，我们预计 2016 年合意资产的稀缺仍将是流动性宽松下的资本经营者最大的烦恼。

央行宏观审慎政策框架的实施强化了对金融机构的综合监管和精准化差异管理。面对巴塞尔 III 国际银行业监管准则的要求，同时顺应金融开放、控制系统风险、推动人民币国际化进程中的宏观系统性管理的需要，加快金融改革、促进业务创新、推动混业经营的宏观监管能力，更加有效地防范系统性风险，更好地发挥宏观逆周期调节的作用，适应资产多元化的趋势，央行从 2016 年起将现有的差别准

备金动态调整和合意贷款管理机制“升级”为“宏观审慎评估体系”（Macro Prudential Assessment, 以下简称 MPA）。MPA 体系更为全面、系统，重点考虑资本和杠杆情况、资产负债情况、流动性、定价行为、资产质量、外债风险、信贷政策执行等七大方面，通过综合评估加强逆周期调节和系统性金融风险防范。同时在继承原有对合意贷款管理模式的基础上，扩大了对银行合意资产的管理范围，将债券投资、股权及其他投资、买入返售资产等纳入其中。更重要的是，未来央行将通过对金融机构的存款准备金率、准备金存款利率等的差别化管理，引导金融机构的资产配置结构调整和信贷投放方向，进一步增强了宏观调控对实体经济转型的指导作用。我们认为，央行此次设立的 MPA 框架充满了弹性规则的自由裁度，特别是在周期转换的时刻、结构调整的要求下，可以仅仅通过改变相关资产的定义、宏观指引的数据目标以及对影响资本充足率关键指标的调整，就可以达到改变全场流动性规模、流动性方向和流动性速度的目的。为了确保央行调控的实现，央行在制定规则的同时，更加明确了奖惩罚则，正负 30% 的极限偏离对各商业银行的发展来说将是致命的，我们不愿以用最小的心眼去揣度央行，这种对坏孩子式的惩罚应该指向着资产负债表最坏的、踩踏红线频率最高的城市商业银行们，同时，也起到对民营银行放开之初的规矩示范。而对于大型国有银行来说，由于在系统中的重要性他们将是 MPA 框架的得利者。

上市公司股息率和收益率统计 (20151231)

股息率/年份/家数	2012-2014	2013-2014	2014
> 1%	285	342	466
> 1.5%	134	185	264
> 2%	74	105	157
> 2.5%	48	66	101
> 3%	32	43	68
> 3.5%	17	27	49

股息率/ROE/家数	> 3%	> 5%	> 7%
> 1%	411	372	320
> 1.5%	243	224	195
> 2%	146	135	120
> 2.5%	94	88	82
> 3%	64	62	56
> 3.5%	46	46	41

备注：统计对象为国内A股上市公司

数据来源：WIND，北京均衡博弈公共研究院

正现金流资产的缺失打破了金融市场的稳态格局。优质合意资产的争夺在 15 年年底的“宝万之争”上表现的淋漓尽致。股灾之后，受 IPO 暂停等因素影响，资本将视线转向二级市场的“举牌”收购。险资成为 2015 年后期举牌上市公司最重要的力量，举牌公司共 26 家，从行业来看，银行、地产、电气设备、商业贸易、食品饮料、医药生物成为险资最偏爱的行业；从举牌概念股市值分布来看，虽然 200 亿以下的公司数量居多，但是从资金调用总量仅占 9%，大市值公司仍是资金配置的主攻方向；从市盈率来看，以 PE 值 30 倍以下的个股更受青睐；从股息率来看，具有正现金流，股息为正、一年内发生过分红派息的企业为主，提升了资本投资的系统性安全边界；更重要的是从大股东持股来看，第一大股东持股比例在 20% 以下，股权分散成为被举牌的重要指标，这也是举牌资本被称为“野蛮人”最重要的原因。

2015年下半年资本市场举牌收购一览

举牌主体	公告数量	投入资金
保险资金	48	1356亿元
阳光私募	12	240亿元
PE/产业资本	45	102亿元
个人	12	19亿元

被举牌的上市公司的特点		
指标	类别	数量
市值	<100亿	12
	100-200亿	7
	200-500亿	4
	> 1000亿	3
股息率 (2014)	> 0%	20
	> 1%	11
	不分红	3
市盈率 (Q3)	<30	11
	30-50	6
	50-100	5
	>100	4
	亏损	1
大股东持股比例	无实际控制人	5
	<20%	8
资金占比	200亿以下市值公司耗费资金比例仅为9%	

数据来源：证券时报网，北京均衡博弈公共研究院整理

我们认为，在“宝万相争”和险资举牌的背后，实际上是：对于一部分具有资金久期负债能力的金融机构和相关主体来说，用经济底部时期、低利率环境下的负债扩张去购买估值处于低位、乃至扭曲的优质资产，确实是一个最佳的机会。只要负债的成本够低、资金的久期够长，一笔穿透牛熊的投资和交易，足以使这些资本在下一个周期来临时获得令人咋舌的收益，而这类故事将会在这个底部周期内持续上演。

2016年随着IPO重启、注册制实施，部分资金转向打新，但是规模不足以冲抵市场对合意资产的需求缺口，未来具备估值优势、股息率高、分红稳定、具备硬资产的地产、金融、医药、商业和消费类个股仍然可能是被举牌的潜在对象。

实体投资依然处于结构调整的空窗期。实体经济正在经历比 2009 年更深刻的调整，改革的重点已经从需求侧全面转向供给侧的调整，意味着以债务、产能的市场出清将进一步加速，市场的兼并重组将在 2016 年上演（详见《2016 年度宏观预测系列报告》之四《重组——兼并、洗牌与新寡头化生态》）。目前实体经济的问题不在于流动性，而在于资本回报率的不断下滑、前期债务对当期利润的不断侵蚀，缺少赚钱的效应吸引资金。经历上一轮战略新兴产业投资热潮到过热之后，资本对新兴实体行业投资的态度也日趋谨慎。对于实体企业现金流的评估，已经远远比概念和故事重要。产能尚未出清、债务尚未消化、通胀还未来临、资产依然软化，2016 年对于实体投资来说仍处于结构性的优化与调整的过渡阶段。

双创投资将继续演绎拼概念与讲故事梦想之旅。2015 年股市冲牛的过程中，神创版的财富记录不断被刷新，为双创的融资提供了最好的市场背景与精神激励。过去两年，每天都有创业公司获得融资，也有项目终止倒闭，2014 年拿到 A 轮融资的企业高达 846 家，一时间投资和创业成了时下最时尚的热门话题，然而这些曾经被资本捧上天的项目，到目前已经十有八九难觅踪影。但是在流动性宽松、传统产业低迷的情况下，大量资本依然向创投领域汇集，不以盈利论英雄的互联网经济，只要有梦作为支撑，预期的回报总是令人向往。考虑到未来中国日益宽松的上市门槛，以及全球最高的市梦率估值支撑，相信 2016 年梦想的

价值依旧对资本具有吸引力，双创仍将是投资驱动向创新驱动转型过程中的亮点。但是，在 2015 年底，我们已经听到了中关村大街咖啡变凉的消息，双创的热情正在被一批批倒下的创业公司所打击，各类涌向创业投资的资本也突然失去了热情，全社会对双创模式的反思之声日益巨大，近万亿的沉没成本已经摆在账上。从概率上来讲，5%的成功率已经是最好的创新转化了；但从投资上来讲，95%的资本沉没是绝对的高风险市场。必须指出的是，随着二级市场的价格回归和 14 年开始首批创业失败期的到来，双创们的融资之路将变得更加严苛艰难，高风险的创新投资将很难被列为资产池中的高质量的合意资产。

2.3 无风险利率回归与垃圾债的风险

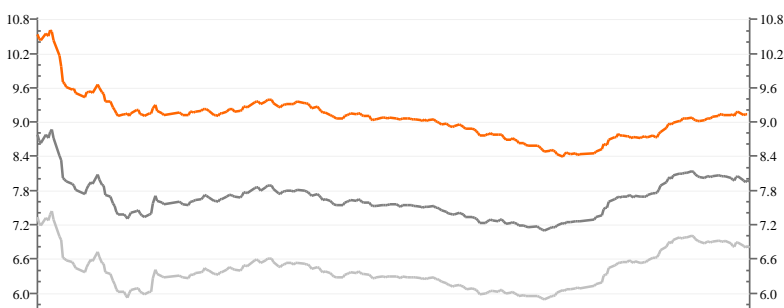
经济危机期间，面对美国、欧盟、日本等发达国家零利率的货币超发，中国等新兴市场国家的外资流入快速膨胀，除正常的贸易往来和投资往来，大量套利资本进入债券、商品和股票市场，一时间新兴市场债券市场成为热门产品。但是 2013 年以来受美联储加息预期的影响，新兴市场普遍陷入资本外流的困境，EM 国家的债券在过去两年已经屡屡出现违约，而 16 年是 EM 国家债券到期的高峰。与此同时，发达国家以页岩气、能源债券为核心的主流垃圾债已经在 15 年底处于被打爆的边缘，随着美联储正式步入加息通道，会导致 2016 年国际市场上大量高收益垃圾债的崩盘。2016

年随着风险厌恶情绪的上升以及安全资产的稀缺，以主要经济体国债收益率为代表的无风险利率将有进一步下滑的趋势，中国也不例外。

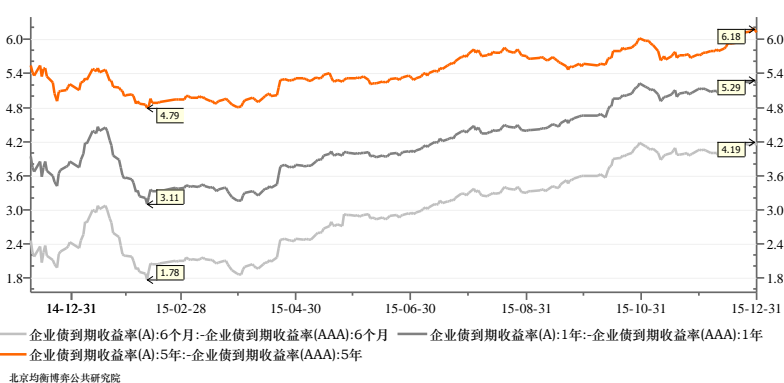
5年期国债到期收益率与P2P综合利率、同业存单到期收益率对比



较低评级的企业债到期收益率走高



AAA级企业债与A级企业债到期收益率的差值持续扩大



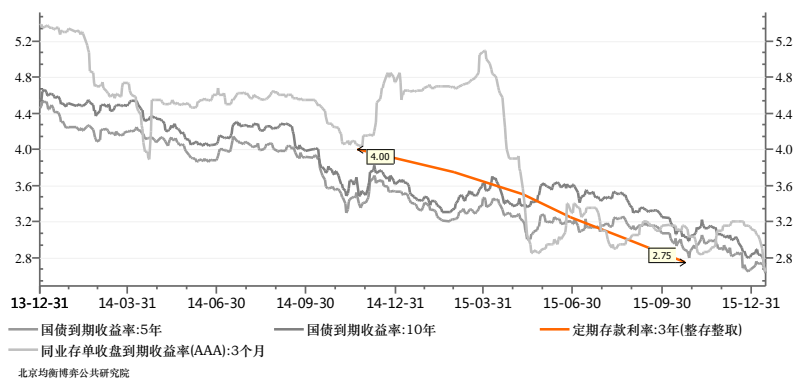
随着中美利率步入反向调节通道，低成本外汇的无风险套利资金的实际回报率呈现断崖式下跌。2016年市场预期美

元将加息到 1.675% 的水平,直逼中国目前 1.5% 的存款基准利率水平,这意味着外汇套利的正向空间将彻底抹平,而套利的反向空间似乎有可能被打开。考虑过去几年的高杠杆率,这种变化是不可承受的。虽然 2015 年下半年以来中国通过调整外汇利用结构,全面转向欧元,以及通过大幅贬值对冲美元外流的危机,但是中国经济增长放缓的大背景下,外资留在中国的套利、升值以及投资回报的预期空间全部进入历史性低点,因此,2016 年必须高度关注和防范中国外币债券的危机,通过汇率的短期快贬也许能快速降低风险出清。

随着近两年中国内部债务处置的风险降级、通胀指数的下调,5 年期国债和短期同业存单到期的实际回报率快速向基准存款利率方向靠拢。2013 年年初开始,央行一方面收紧对热钱流入的监管,另一方面开始重视对银行流动性的管理,大力整顿和规范影子银行、理财产品等表外业务,流动性紧缩导致市场利率水平快速攀升,5 年期到期国债收益率达到 4.5%,而 3 个月同业存单到期收益率更达到 5.52%,形成长短期倒挂。经过两年时间的消化调整,特别是地方债务平台的整理、信托理财产品的规范等,市场利率逐步恢复理性。2015 年以来,由于国内经济增长放缓的压力再起,央行实施了连续五次的降准降息,10 年期国债、5 年期国债和 3 个月同业存单到期收益率跌至 2.72%、2.63% 和 2.86%,已经低于或至少逼近三年期定存利率 2.75%。我们

认为 2016 年在中国式 QE 的流动性宽松潮下，无风险利率还有下降的可能，虽然空间已经不会太大。

10年/5年期国债到期收益率低于3年定存，3个月同业存单逼近3年定存



数据来源:Wind资讯

互联网金融创新带来了 P2P 神话的破灭。2013 年以来随着互联网金融的兴起，在 P2P、e 租宝等产品的带动下，理财产品的高收益率成功吸引了居民的眼球，但是随着对互联网金融的监管规范和金融风险的暴露，今年以来 P2P 等互联网金融类产品的收益率快速下降，甚至低于银行理财产品和基金的收益率。自 2011 年 P2P 网贷平台上线以来，在已成立的 3000 多家 P2P 理财公司中，已有 1302 家公司倒闭或者跑路，特别是 2015 年下半年，仅跑路的公司数量就超过 2014 年全年的公司总数，P2P 的收益率从超过 20% 的高点已经跌至 12% 的水平。与此同时，余额宝类产品的收益率也从超过 6% 的高点一路回落，目前的回报率基本与一年期存款利率持平。2016 年，互联网金融将全部纳入规范的金融监管体系内，与传统金融机构相比的优势空间越来越小，回报率将回归到传统收益率曲线的范围内，届时用户的增速与交易量的增长将日趋平稳，优胜劣汰与平台整合将进一步加快。



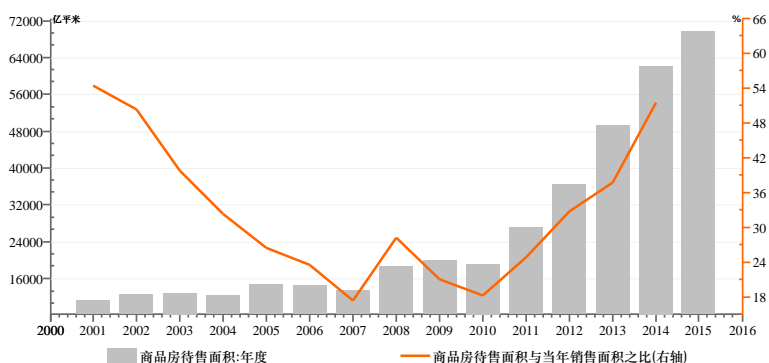
2.4 地产价格折点与股市结构性泡沫

过去七年全球超宽流动性推高的不仅是新兴市场国家的债务规模，还包括资产价格。对中国而言，房地产价格 2009 年以来的飙升尤其让人印象深刻，展望 2016 年，化解房地产库存已经成为年度经济工作的五大任务之一，种种迹象表明，中国式房地产价格见顶已经不再是危言耸听。同样，2015 年股市过山车在政府强力救市的保驾护航下以不温不火的状态驶入 2016，但是开年以来两次熔断、三次暴跌、股指最低下探 2867，几乎触及了股灾时的最低点。A 股市场已经人心涣散、哀鸿遍野，信心的恢复尚需时日，估值的修复也绝非三根大阳线就可以改变的。但是对于春节前的反弹行情和下半年的市场估值回升、中枢上移，我们是相对看好的，当然这一切要取决于我们的监管层是真帮忙还是帮倒忙。

房地产库存量持续扩大加压房地产价格回调风险。四万亿计划直接推动了 2009 年房地产价格的强势回归，带动房地产投资的新一轮热潮，商品房待售面积从 2010 年的 1.92 亿平米增加到 2015 年的 6.96 亿平米，同期住宅待售面积从

1.06 亿平米增长到 4.41 亿平米,即使不考虑各种政策限制,如此大规模的库存依靠农民工兄弟恐怕难以消化。从房地产价格走势来看,过去一年半以来,除一线城市外,二三线城市房价调整已经开始,虽然这一趋势随着房地产贷款等政策松绑有所趋缓,但是考虑到未来政策空间以及供需关系,仍有进一步下调的巨大空间。

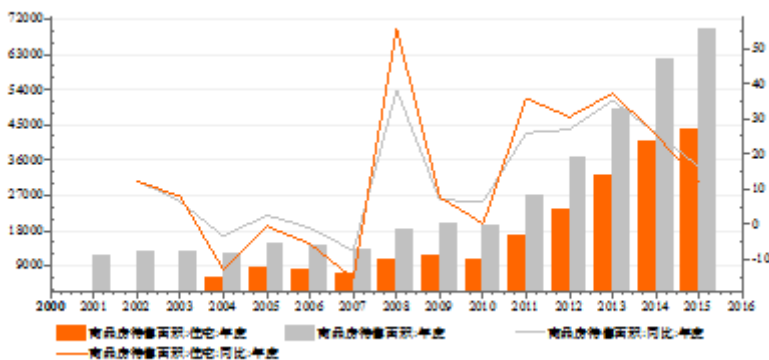
商品房待售面积及其与同期销售面积之比都处在历史最高水平



北京均街博弈公共研究院

数据来源:Wind资讯

2010年以来待售商品房面积持续增长,待售住宅面积增长3倍以上



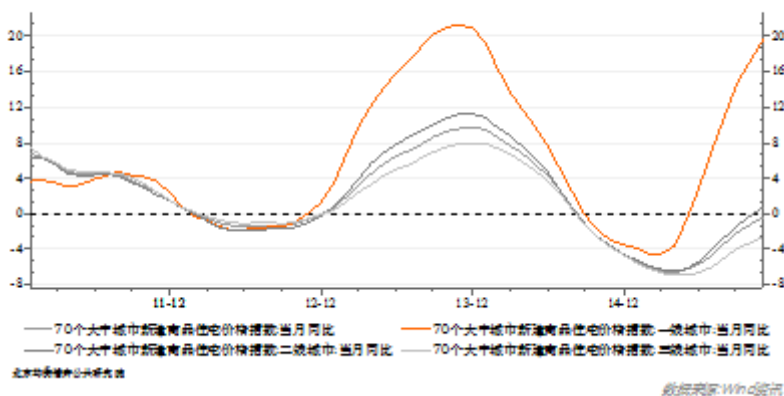
北京均街博弈公共研究院

数据来源:Wind资讯

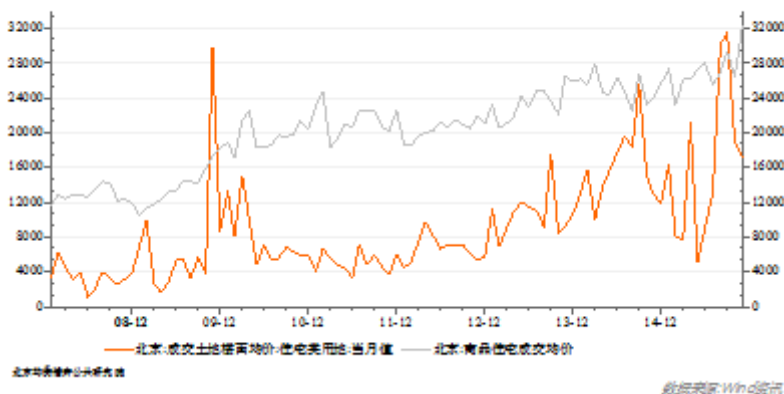
从一线城市房地产市场面粉比面包贵的价格倒挂我们看到的是悬崖边上的夕阳。与二三线城市相比,北京上海等一线城市的房价依旧保持了缓慢上涨的态势,但是风险的累积在过去两年内逐步升级。相比二三线城市,一线城市房地产的流动性更强,投资保值的功能更强,投资品属性超

越消费品使房价抗压能力更强；在地产市场风险加大的情况下，地产企业的资金配置向大城市集中的趋势更加明显。在房市低迷的情况下，过去一年来我们却看到北京土地拍卖价格频频创新高，甚至出现地价超过在售商品房价格的情况，按照旧逻辑这预示着新一轮房价的上涨，但是目前的宏观形势下，我们更倾向于房地产企业尤其是上市公司维持业绩报表的一种战略性选择而非市场性考量。一旦一线房价失守，对于这些企业将是毁灭性的打击。房地产买地卖房的简单粗暴方式正在走向末路，除了响应中央号召，推动购租并举、发展住房租赁市场之外，资产证券化之路虽然艰难，但值得尝试。

大中城市房价同比继续下滑，一线城市高歌猛进、二线城市缓慢复苏



2015年8-9月，北京土地楼面（面粉）均价高于住宅（面包）成交均价



2015年一线城市部分地块楼面均价与周边房价对比

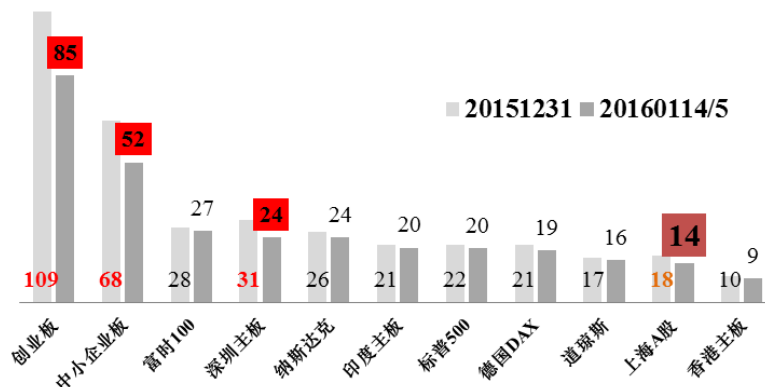
时间	城市	地区	楼面地价	新房/二手房均价
2015.12.22	深圳	坪山新区	2.5-2.7万	2万
2015.11.19		昌平北七家	4.3万	2.5万
2015.11.18		门头沟	3.32万	3.3万
2015.11.18	北京	密云新城	1.65万	1.5万
2015.11.16		顺义仁和镇	3.3-3.4万	2-2.2万
2015.11.13		通州台湖镇	3.8万	3-3.5万
2015.10.20		丰台花乡	7.5万	4-4.2万
2015.11.25	上海	杨浦区新江湾城	6.1万	4.3万

资料来源：媒体报道，北京均衡博弈公共研究院整理

股市作为资产池的地位日益凸显，但结构性泡沫的存在意味风险与机遇共存。人民币国际化的大背景下，A 股的使命是做实、做大股权资产池，为人民币的回流和回归提供足量资产支撑。IPO 的重启和注册制的推进，一方面服务于国内经济改革；另一方面主要着眼于为人民币国际化设计背书资产，以人民币计价的方式卖给全球，构筑资本输出和回流的循环机制。中国股市与国际接轨已经启程，人民币加入 SDR 的情况下，A 股纳入 MSCI 只是时间早晚的问题，A 股价值体系与国际资本市场对接也是一次价格重塑的过程。

自 2013 年初伊始的中小创牛市行情已持续近 3 年，神创板接近百倍的市盈率冠绝全球。在人民币逐步国际化的当下，国内资产需要在全球同类市场中进行比价，中小创股价已过度透支。

全球主要股市平均市盈率



从全球股市的资产池比价中看，沪深 300 的低估值，及随着供给侧改革，国内由产能出清实现的寡头集中，以沪深 300 为代表的龙头将获得国内经济和国际资本市场估值的两方面支撑，成为 A 股真正的风向标。随着汇率的贬值，对于 A 股未来的投资逻辑和风格而言，也将面临一次深刻的转变。未来一年中国股市 16 年间的第四次风格转换开启，进入市场定价的冠军时代（详见报告《11.27 两百点断头铡——开启 A 股 16 年间第四次风格转换》），冠军的诞生将沿着两种逻辑展开，一是传统行业领域具有效率优势的企业在下滑周期内集聚更高的市场份额，形成行业寡头（详见分析见年度系列报告之四）；二是对于高科技与新兴技术行业，一些隐形冠军正在诞生，这些企业不但完成了对进口产品的替代，全球分工价值链的上移，更为重要的是正在形成以中国为核心的技术标准、技术路线、知识产权，而且在国际市场上形成了快速上升的竞争力和影响力。

3 流动配置的新逻辑

经历了 2015 的现实教育,2016 年将是中国经济真正直面新常态、发力新旧结构调整的关键一年。外部市场调整的空间将继续被压缩,内部将释放更多的流动性来对冲增速下调的风险,不论是实体经济还是资本市场,可预期的资产回报曲线依然向下,合意资产的创造依然缺乏新动能的支撑,超宽流动性的配置必须适应特殊阶段的转型,在资产结构、流动方向、配置周期和杠杆管理等方面必须加快转型,才能保障金融体系在经济转型的波动周期中不被僵尸拖累,实现稳定、连续的健康发展。

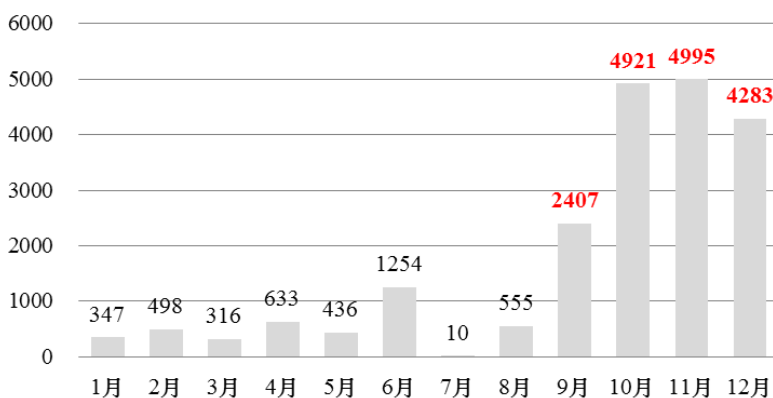
3.1 流动性配置的五大方向

综合考虑未来金融机构的风险偏好、流动性管理需求以及利润考核,我们认为明年五大类合意资产将有助于新增流动性的配置:

一是中央以及省级财政支持下的基础设施投资项目。如前所述,2016 年中央财政将进一步放大赤字规模,继续支持重大基础设施以及国计民生领域重大项目的建设,例如水利工程、铁路工程以及环保等领域仍是重点。经过两年对地方政府债务的集中消化处理,省级财政以及部分地级财政的融资能力得到了一定的恢复,重点板块的城镇化建设、

棚户区改造、保障性住房以及城市治理项目将领域的投资力度将逐步加大。投资实施主体是明年政府投资值得关注的问题。一方面地方政府融资平台、地方国企等老主体受制于原有债务规模和信用等级，扩张能力受限，或将有一批政府新建主体进入市场，通过新旧体系的隔离，重树政府信用。另一方面，随着PPP相关政策与实施建议的陆续出台，市场主体参与政府投资项目的条件日益成熟，合格市场主体的甄别与筛选也应纳入金融机构客户管理的范围内。

2015年8月以后发改委批复项目金额快速增加



二是居民的扩表和消费加杠杆。随着企业资产负债表的恶化，银行将业务扩张的重点全面转向个人业务。随着房地产信贷条件的宽松和限制性政策的逐步解除，可以预期部分住房、汽车等大宗消费类信贷的业务将有所增长。其次信用卡类消费市场经过几年的市场培育，已经累积了一定的客户规模，但是受失业潮、工资下降等因素的影响，低净值人群的消费水平将呈下降趋势，同时违约风险升级，另一方面随着近几年消费升级的加速，高质量人群的消费边际

基本见顶。因此我们认为，虽然居民类消费业务的增长仍将保持稳态提升，但是扩张的规模和空间有限。

资管规模2015年与2014年对比

产品类型	2015年10月资产规模 (亿元)	2014年资产规模 (亿元)	规模增长 (亿元)	增幅
集合计划	14622	6555	8068	123.08%
定向资管计划	95123	72542	22581	31.13%
专项资管计划	1243	366	877	239.17%
合计	110988	79463	31525	39.67%

资产证券化为主的专项资管计划，成为券商资管角逐的主战场

资料来源：媒体报道，北京均衡博弈公共研究院整理

三是资产证券化业务的发展有望提速。我们认为 2016 年最大的政策性突破可能来自资产证券化领域。2013 年资产证券化业务重新启动以来，仍以信贷资产证券化为主，处于小规模尝试性试点阶段，未来可供证券化的资产存量空间巨大，可释放规模的金融资产供给。一方面通过一批沉没资产的证券化来冲抵市场合意资产的空缺，另一方面通过资产证券化的方式降低资金成本。具体来说，通过推动 REITs 引导房地产企业发展模式的转型，加速资金周转，降低资金成本，优化企业长短资本周期的配置；引导信托贷款、中小银行合意贷款的信贷资产证券化，分散信贷债务风险，降低长期成本。此外，随着利率中枢的整体下移，通过企业债的发放促进既有债务的置换降低总体成本。值得关注的是对证券化的资产质量以及持续回报率的评估。

四是人民币项下的海外资产的扩表。在亚投行成立的背景下，随着人民币国际化、一带一路产能输出和企业“走出

去”的进程推进，未来中资企业进行海外扩张的主要货币将逐步从美元转向人民币，今年中国与东南亚、中亚、南美等地区签订了大量铁路、港口建设等重大项目的意向，未来两到三年，配合项目建设的资金需求将成为国内流动性配置的新的合意资产来源。从长期来看，中国加入 SDR 之后，海外对人民币的需求量将逐步增加，2016 年将成为人民币海外资产扩表的新元年。

一带一路建设主题、项目内容和投资金额

国家层面	预计启动重点项目900余个。首期启动项目有50个，包括海路项目近20个，而陆路项目涉及哈萨克斯坦、土库曼斯坦等区域。
中巴经济走廊	双方启动了总计460亿美元投资，两国同意以中巴经济走廊为引领，以瓜达尔港、能源、交通基础设施、产业园区合作为重点，打造“1+4”的合作布局。其中，基础设施建设项目投资280亿美元，包括巴基斯坦铁路改造、建设发电厂等。
跨国产业园	跨国间的产业园建设正沿着经济走廊铺开。如位于中新(中南半岛)经济走廊的则包括“中马钦州产业园”、“马中关丹产业园区”、“印尼—中国综合园区”、“新加坡裕廊工业园区”等。
地方	正在推进的国际间合作项目有近200个，包括基础设施、贸易、产业投资、能源资源、金融、生态环保、人文以及海洋等8个方面。
新疆	多个已经开工或即将开工的农业、能源、交通项目已经确定为“一带一路”重点项目。目前已经明确将在今年启动实施一批对丝绸之路经济带核心区建设全局具有引领作用的重大基础设施和产业发展项目。目前已知的相关项目包括新疆物流合作基地、科技交流合作中心、中塔农业示范园区、中哈农业示范园区、以及涉及钢铁、水泥、平板玻璃、能源多领域的中哈产能合作项目等
甘肃	重大项目160余个，总投资约一万亿元，其中有很大一部分是与“一带一路”相关的项目，包括装备制造、交通、特色农业等领域的国内国际项目。扩大与中亚贸易合作范围，“一带一路”相关项目建设将陆续落实。具体项目上，目前已经确定甘肃技术产业园、中卫至兰州客运专线、敦煌机场改扩建、张掖国际物流园、现代肉牛产业园、兰州国际高原夏菜副食品采购中心、以色列政府贷款甘肃农田水利设施建设等。
陕西	新开工重点项目71个，续建重点项目171个，进行前期研究的项目138个。重点项目包含基础设施、能源化工、先进装备制造、科技创新与战略性新兴产业培育等多个方面。其中，西安作为重要节点之一，首批将启动60个重点项目，总投资达到1155亿元。与中亚国家的多个领域合作项目已经逐步展开，如陕煤化集团、陕汽集团等企业已经分别在吉尔吉斯斯坦、哈萨克斯坦等国家建立工厂。同时，正在与俄罗斯联手共建的中俄丝绸之路高科技产业园，拟发展中俄航空合作项目、中俄钻石交易平台、汽车合作项目等。
四川	拟用3年时间，推动20个重点国家，培育50个重点项目，重点锁定有能力有意愿的100家企业“走进丝路”，力争四川在“一带一路”上的对外贸易额提升到300亿美元，工程承包营业额提高到200亿美元。
浙江	在近日丝路沿线合作项目对接交流会上推出重点项目54个，38家企业参与，投资及合同总额为156.86亿美元。该省商务厅厅长周日星表示，浙江省参与“一带一路”建设将以经贸合作为起步，充分发挥在全球轻工、日用消费品生产和国际采购的优势地位，优化浙江产业和企业的沿线布局，扩大沿线国家的经贸合作领域和规模。据悉，上述合作项目涉及东南亚、中亚、南亚、中东、中东欧、北非等地的24个国家和地区，覆盖石化、金属冶炼、汽车制造、境外经贸园区建设、电站项目、房屋建筑、通讯工程、交通工程等领域。
广东	广州港正酝酿打造海上丝绸之路沿线港口城市联盟，广东相关部门正酝酿在广东自贸区南沙片区成立海上丝绸之路港口基金，以支持广州港与沿线各节点城市深化港口设施与海上运输等有关项目的合作。
广西	“21世纪海上丝绸之路”的海上航线项目正在计划中。该项目将有钦州市、北部湾港务集团、东盟及国内外知名航运企业联合打造。根据计划，2015年将确定实施与越南、马来西亚的航线项目。

数据来源：网络，北京均衡博弈公共研究院整理

五是各类新兴产业基金与并购基金主导的流动性。预期随着企业破产潮（详见《2016 年度宏观预测系列报告》之一

《凛冬——倒闭、失业与工资福利萎缩》)和债务违约潮(详见《2016年度宏观预测系列报告》之三《债务——违约、处置与信用监管收敛》)的到来,2016年将迎来一轮兼并重组潮(详见《2016年度宏观预测系列报告》之四《重组——兼并、洗牌与新寡头化生态》),通过企业间的并购重组,将引发信贷资产和债务在金融机构内部的结构调整,提升存量资产的安全边界。另一方面,随着产业结构的调整,充足的流动性将以新兴产业基金和并购基金的形式,对近几年一级市场万亿创投资本进行优胜劣汰式的再配置,给私募、VC等前期资本提供一个出口,金融机构以较低成本接盘将也为下一轮的新增长储备长期利润的来源。

3.2 金融机构资产配置的差异化管理

随着中国金融业务的深化和监管体系的改革,未来不同金融机构的资产配置将面临差异化区别对待,引发金融机构未来资产配置策略的转变,继而引发资本杠杆主体、杠杆周期以及组合配置模式的逻辑转变,面对此轮长期结构性的大周期调整,谁能赢得久期资本进行跨周期的投资,谁将赢得最终的胜利。

从银行的资产配置选择来看,受制于资本充足率的要求和限制,以及银行对风险偏好特有的敏感,2016年银行创造合意资产的能力正在被变弱,挖掘新的合意资产的可能性

更小。在市场打破刚兑进行坏账清理的周期下（详见《2016年度宏观预测系列报告》之三《债务——违约、处置与信用监管收敛》），按照巴塞尔Ⅲ的要求和审慎管理的原则，银行将更加关注自身的资本充足率，对风险资产配置比例将进一步缩减。但是如前所述，2016年市场中稳定收益率的无风险资产将处于稀缺状态，而且收益率较低，在风险偏好的上限和资本充足率的底线约束下，银行资本配置的选择范围越来越窄，业务经营将越来越困难。特别值得关注的是未来一阶段中小银行的信用风险问题，一旦刚兑被打破，中小银行过去累积的债务资产有可能面临巨大的损失，引发银行间市场流动性的冰冻，甚至危及整个银行体系的稳定性。

但是，政府是否能放开银行投融一体化的混业呼声，将是今年银行释放流动性、增加灵活性、扩大合意资产的关键变量所在。而这个呼声已经在市场中酝酿很久，我们相信监管层之间特别是银监会与央行两个监管部门的政策取向，或者说价值冲突将决定整个趋势的走向。从央行发布的MPA监管框架的政策角度来看，依然对银行资本充足率以及风险的审慎监管怀抱戒备之心，当然我们从某种角度有理由相信，银监会会最大程度上争取商业银行的利益；同时这个话题，又将涉及到一行三会的合并和混业监管的政策改革框架。这将是明年对整个金融体系最重要的关注点之一。

从信托在流动性配置中的作用来看，经过今年对信托业务监管和集中整顿，2015 年新增信托贷款已经从 2013 年高峰期的 1.8 万亿缩减至 63 亿，表明上一阶段在资本昂贵时代信托债的优势已经过去了，随着资产证券化的启动，信托除了通道作用将不再具有实际的业务作用；另一方面，从股市来看，在消除配资、去杠杆后，信托也失去了对股市的吸引力。因此，未来一阶段信托将不再承担市场流动性的主通道功能。

从保险的资产配置功能来看，保险是继信托之后市场流动性的新兴供给者，利用万能险的资金规模和中长周期优势，保险公司以万能险作为资本金，进行跨期资本的配置，其实质就是以万能险为资本金，将自身变成加杠杆的主体，无论是年初的安邦也好，还是近期前海人寿在股市的举牌，都是按此模式在股票市场进行跨期资本配置的。但是，随着 2016 年“偿二代”的正式实施，新的保险业监管指标更加体现风险导向，部分公司将面临偿付能力降低的风险。低利率市场环境下，债务信用风险、资产负债错配、资本市场波动、利率下行等风险因素将给保险投资收益带来更大的不确定性。2016 年万能险模式能否持续，是否已经达到了顶峰配置的极限值得进一步关注。但是我们认为即使万能险模式无法继续放大，从目前来看保险市场的资本流动性是稳定的，如果能够构建持续稳定的银保联手模式，将银行作为保险产品销售的通道，再将保费收益作为劣后资金，通过银行放大杠杆，既实现了保费的增长，又实现

了银行资产出表和收益增长。更重要的是，与个人+信托+券商的短期杠杆相比，保费作为中长期资本的属性将保障银保合作杠杆的中长期特征，可进行跨期的投资操作，更加有利于市场风险的管控。

以万能险保费为主的保户投资款新增交费在寿险收入中的比重迅速上升



北京均衡博弈公共研究院

数据来源:Wind资讯

从券商的资产池配置来看，2015 年经历了配资清理的二级市场，阻断了社会资金利用信托渠道、借助伞形账户、以连续放大的杠杆结构介入资本市场的渠道；2015 年 11 月，券商融资类收益互换业务的叫停，以及融资买入证券的保证金比例从 50% 提高到 100%，使得券商提高客户杠杆率、保持/扩大经纪通道类业务规模的发展模式受到了极大制约。IPO 注册制的推进，以及新三板、战略新兴板等多层次资本市场建设加速，有可能为券商提供更多的投行业务；但中小神创市盈率的合理性回归，此类业务面临着“量增利降”的尴尬局面。PPP 的加快推进，以及供给侧改革带来的兼并重组大潮和不良资产处置业务扩容，为券商提供了更多地业务拓展和资产配置渠道；但商业银行体系潜在的投融一体化可能，使得券商在此类业务中要与银行大鳄们共舞，无论是项目渠道还是资金实力，券商都有被边缘

化的可能。在传统业务领域越来越艰难的背景下，以金融衍生品开发为主的创新类业务及相关的资产创造，有可能成为券商的资产配置方向。当然，无论是经纪、投行、自营自营/资管（包括资产证券化）等传统业务的维持与拓展，还是创新类业务及资产创造，都要建立在股市繁荣以及监管适度放松的基础之上，2016 开年市场一泻如注的走势，给券商行业的资产配置投下了一片巨大的阴影。就券商自身而言，如若能够获得监管机构的政策庇护，发挥相对灵活的市场化机制、较为充裕的投行人力储备等优势，将自身作为其他金融机构配置的资产，也不失为一个看起来不错的选择。但是，从监管机构开年面临的巨大压力来看，政策扶持可能是一场空想。

从三大政策性银行改革来看，2015 年三大政策性银行深化改革方案获得国务院批准，其中明确提出：国家开发银行“要坚持开发性金融机构定位”，中国进出口银行“强化政策性职能定位”，中国农业发展银行“坚持以政策性业务为主体”。未来，国开行将主要从事开发性业务，如新型城镇化、保障性安居工程、“两基一支”、支持“走出去”等业务；进出口银行与农业发展银行从事政策性与自营性业务，须分账管理，设立国际通行的国家账户和银行账户。同时，还明确了政策性业务的风险补偿机制，视情况由国家财政予以事前或事后补偿。同时，加强了对政策性银行的资本约束和负债约束，到 2018 年资本充足率的考核标准将逐步提升至 10.5%。总体来看，未来政策性银行将逐步提升自

身的营利和造血能力，势必在部分业务领域与商业银行形成业务竞争，尤其在基础设施、民生保障类项目以及一带一路等国家战略性走出去项目的业务领域。但是在低利率时代，商业银行灵活多元的产品和服务对于政策性银行的转型也将形成一定的压力。

3.3 资本配置逻辑的转变

流动性宽松的超低利率时代，金融市场流动性配置模式正在展开全新的逻辑。

首先，加杠杆的主体将逐步从个人转向机构。经历了民间金融崩盘、理财产品违约、P2P 跑路以及股市过山车的财富洗劫，个人在现实的风险教育下投资日趋理性，同时受损的财富进一步进行杠杆操作的意愿和能力都大幅下降。同时随着资产回报率逐步向基准利率的靠拢，低风险投资品对个人的吸引力也显著下降。反之，随着利率中枢的下移，机构的盈利压力日益加大，在整体风险可控的前提下进行带杠操作的动能正在加强。

其次，**杠杆周期将从短期向中长期转变。**资本稀缺流动性不足的时代，以及资产市场上涨周期内，市场通过短期加杠杆的方式对自有资金进行放大，或解决短期周转的问题，或放大盈利的规模，以高收益来对冲高风险，以短债化解债务错配的违约风险。随着经济增长的向下和资产回报率

的下滑，短期加杠杆的成本和收益越来越难以匹配，中长期杠杆更加有助于整体风险的控制。

最后，流动性配置的模式正在从“证券+信托”的方式向“银行+保险”的模式转型。从上文对金融机构的资产管理的分析可以看出，随着信托在债务融资和股市配资功能的减弱，作为资本通道的价值已经大打折扣，券商在杠杆约束下业务重心也转向兼并重组的资产整合。同时“证券+信托”的短平快式组合模式更加适合资本稀缺而回报率上涨的周期，在流动性宽松的 low 利率时代将难以为继。未来我们更加看好银保组合的配置模式，如前所述，银保组合的久期资本配置，更加适合转型期内的跨期投资，面对新常态的结构调整，谁能熬过宏观周期，谁就能赢得未来的胜利！

知识产权声明

本研究报告所涉及全部内容，仅供学术研究参考使用，不作为投资依据。本研究院对报告享有完整版权，对于任何未经授权擅自复制、转载、使用、编译、摘编、出版、发行、演示或以其它非法方式利用本报告的行为，本研究院有权依据相关法律适用条例追究责任。相关版权适用《中华人民共和国知识产权法》、《中华人民共和国版权法》和《中华人民共和国著作权法》以及有关国际条约。