



证券研究报告·深度报告 【货币与监管】系列研究之十

## 被动去杠杆之殇：金融去杠杆破局之路

10月中下旬以来，债市开始了一轮较为剧烈的调整。为何僵持近五个月的债券市场突然变脸？后续债市又将如何演进？我们曾在“去杠杆”系列报告中提示，**继续推进金融去杠杆的“天时、地利”均已具备，下半场“强监管+中性货币”大概率是主基调，金融机构应尽早优化调整资产负债结构，避免后续被动调整而遭受更大的损失。**目前来看，金融去杠杆的“天时、地利”均基本符合前期判断，但金融机构主动去杠杆的力度明显不足，随着近期政策日渐明晰，市场原有的一致性预期开始发生逆转，并陷入较为剧烈的被动去杠杆境地。

**金融去杠杆虽已历时一年有余，但金融机构主动去杠杆的意愿不强，去杠杆更多表现为存量资产的博弈。**尽管政策部门通过“资金成本刚性”、强化金融监管等方式在逐步引导金融机构主动去杠杆，但从市场反应看，部分机构资产负债调整仍以博弈存量资产为主，主动去杠杆意愿不强，甚至5月份以后部分机构又重新开始加杠杆。

**市场主体对“强监管+中性货币”政策组合的认识不足。**这种认识上的偏差使得部分金融机构危机意识单薄，普遍以观望甚至乐观的心态看待本轮金融去杠杆。而随着“强监管+中性货币”政策组合的进一步明晰，此前偏乐观的心态出现了根本逆转，从而造成市场上原有预期的修正和集体式被动调整。

**市场主体对经济韧性的理解存在偏差。**在供给侧结构性改革作用下，经济呈现总量稳定和结构优化的基本特征。纠结于7.0%还是6.8%的增速并没有太大现实意义。现实中，市场往往比较关注短期经济波动。在市场长期处在僵持阶段时，市场主体很容易形成一致性预期。此时，即使经济中一些微小变化，也足以造成市场的巨大波动。此外，由于中美国债收益率高度相关，随着美国货币政策正常化的逐步推进，**美国债收益率阶段性上行也对国内债市构成了一定的压力。**

**金融去杠杆尚未结束，债市依然处在艰难的调整阶段。**随着长期僵持局面的逐步打破，债市的配置价值凸显，但交易性行情仍需等待。下一阶段，随着金融去杠杆的深入推进，金融服务实体经济的能力也会进一步增强，届时M2与社融持续的背离会逐步得到改善，资产负债定价也重回基本面。

## 宏观经济

黄文涛

huangwentao@csc.com.cn

010-85130608

执业证书编号：BEO134

柳太胜, Steven, CFA, PhD

(CE No.: AMO971)

stevenliu@csci.hk

+852 3465 5652

发布日期：2017年11月3日

### 相关研究报告

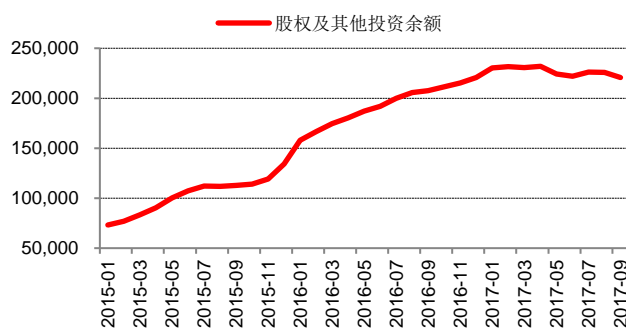
- 17.10.31 生产需求动能走弱、乐观预期或可降温—10月PMI数据点评
- 17.10.30 当滞后通胀的ECB遇上前瞻通胀的FRB
- 17.10.24 M2触底回升还是昙花一现

10月中下旬以来，债券市场开始了一轮较为剧烈的调整，10年期国债收益率由3.60%左右快速上涨至3.92%的高位，10年期国开债收益率亦由4.30%左右迅速调整至4.68%左右。为何僵持近五个月左右的债券市场突然变脸？后续债券市场又将如何演进？我们曾在“去杠杆”系列报告《机构篇：“负债成本刚性”与“资产收益钝化”》、《监管篇：僵持之中的变局》、《政策篇：“强监管+松货币”真能去杠杆吗？》中提示，继续推进金融去杠杆的“天时、地利”均已具备，且下半场“强监管+中性货币”大概率是主基调，金融机构应尽早优化调整资产负债结构，盘活存量和增量资金，避免后续被动调整而遭受更大的损失，争取以较小的成本尽早释放风险。目前来看，金融去杠杆的“天时、地利”均基本符合前期判断，但金融机构对此的认知却存在较大偏差，甚至依然遵循既有的死扛模式，主动去杠杆的意愿和力度明显不足，而在政策走向明晰之后，市场已有的一致性预期发生了逆转，最终导致市场陷入较为剧烈的被动去杠杆境地。

## 一、部分金融机构主动去杠杆进展缓慢

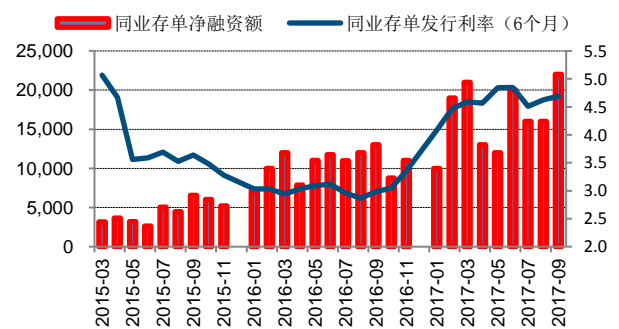
时至今日，金融去杠杆已历时一年有余，但金融机构主动去杠杆的意愿明显不强，金融去杠杆更多表现为存量资产的博弈。尽管政策部门通过“资金成本刚性”、强化金融监管等方式在逐步引导金融机构主动去杠杆，但从市场反应看，除4-5月份金融机构经历了一轮较强的被动去杠杆以外，其余时段金融机构去杠杆意愿都不强，甚至在监管协调之际，部分金融机构还选择了重新加杠杆。今年以来股权及其他投资增长明显放缓，1-9月份仅增加50亿元，同比少增7.3万亿，但9月末余额仍高达22.1万亿元，远高于2016年初的15.8万亿元和2015年初的7.3万亿元。而且，同业存单发行量和发行价格普遍较高，市场主体对资金的刚性需求依然旺盛。前9个月，同业存单月均净融资额达到16.6万亿，较2016年同期多增7万亿元，同业存单平均发行利率较上年同期提高157BP左右。也就是说，虽然金融机构过度加杠杆的行为在逐步减少，但部分机构资产负债调整仍以存量资产博弈为主，主动去杠杆的动力和意愿明显不足。

图 1：股权及其他投资变化



数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 2：同业存单发行量及发行利率



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

## 二、对“强监管+中性货币”政策组合预期不足

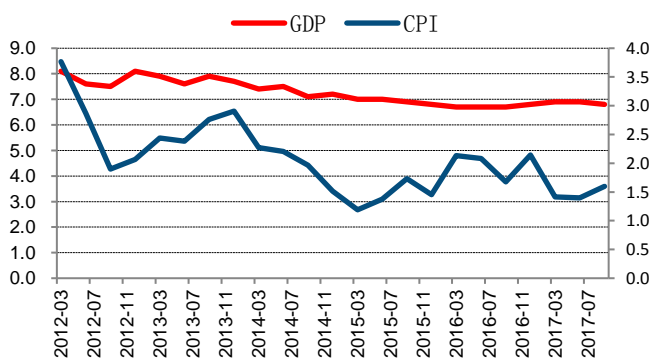
我们始终认为，“强监管+中性货币”大概率是我国实体经济和金融部门去杠杆的最重要政策组合。国内外经验看，无论是实体经济还是金融部门，主动去杠杆都离不开监管和货币部门的配合。强化金融监管将是未来金融市场稳定与发展的主旋律。同时，为配合主动去杠杆的政策目标，货币政策保持稳健中性的基调可能才是最优选择。期间央行出于“削峰填谷”和结构性调整需要，在部分时段可能会增加或减少流动性投放量，但这主要是边际上的变化，不可能改变稳健中性的政策基调。但从现实情况看，市场主体对

“强监管+中性货币”政策组合的认识存在明显偏差，依然遵循已有的思维理解和认识本轮金融去杠杆。比如，很多政策判断都是基于 2013 年金融去杠杆的调控经验，但与 2013 年相比，本轮金融去杠杆耗时更长、涉及的领域更广，影响也更为久远，它不仅涉及到重构金融监管体系等根本制度建设，同时也与供给侧结构性改革等国家战略高度协同（详细分析见报告《僵持之中的变局》）。因此，应以全局性的眼光去衡量和判断本轮金融去杠杆的政策基调。现实中，政策预期的偏差使得部分金融机构危机意识单薄，普遍以观望甚至乐观的心态看待本轮金融去杠杆。随着“强监管+中性货币”政策组合进一步明晰，此前偏乐观的心态出现逆转，从而造成一致性预期的修正和集体式被动调整，最终导致利率债收益率数日之内迅速提高了 20BP 以上。

### 三、对经济韧性的理解存在偏差

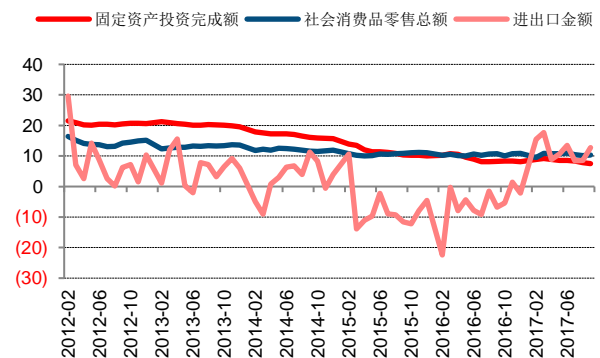
近年来，在供给侧结构性改革的持续作用下，我国经济呈现出总量稳定和结构优化的基本特征。一方面经济短期内很难出现大幅回落，另一方面也很难出现明显回升，经济运行表现出较强的韧性和回旋余地。此时，纠结于 7.0% 还是 6.8% 的经济增速并没有太大的现实意义。应当看到，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，未来要推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革都离不开一个健康有效的金融市场。这意味着防范化解金融风险，增强金融服务实体经济能力将是近期一系列金融政策的重点。然而，金融市场通常更关注短期经济波动，也常常通过短期视野判断长期政策走向。对于短期经济波动与长期趋势同向运行时，短期分析视角确实非常有效；而当经济或政策存在重大战略调整时，过于依赖短期波动可能会忽视经济和政策演化的核心逻辑。尤其是市场长期处在僵持阶段时，经济和政策预期偏差很容易形成一致性心理预期和集体性行为。即使经济数据的一些微小变化，也足以造成市场的巨大波动，这既是市场对此前一致性预期偏差的修正，同时也是市场回归经济基本面的必要调整。

图 3：GDP/CPI 变化



数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 4：投资/消费/进出口变化



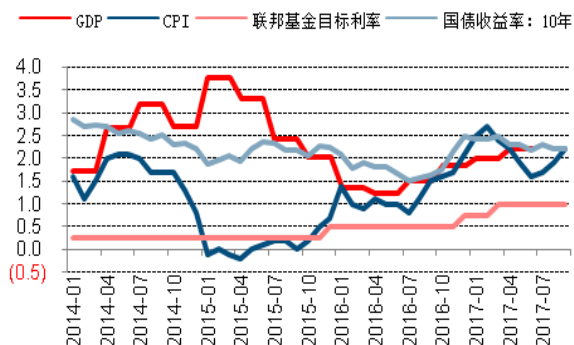
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

### 四、对美联储货币政策正常化的修正

2015 年以来，随着美联储开启新一轮加息周期，美元指数和美国债收益率走势就一直备受全球金融市场关注。然而，美国长期国债收益率并未跟随美联储加息同步上行，即使美联储公布了缩表计划，美国债收益率上行幅度也相当有限。因此，很多观点都以“格林斯潘”之谜解释该现象，弱化了美联储货币政策

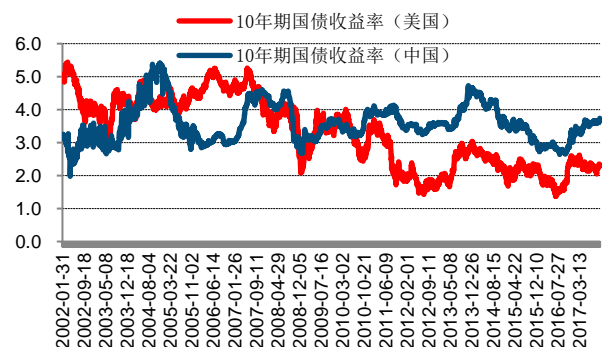
正常化对全球经济体可能造成的潜在冲击。但应当看到，美联储货币政策正常化远未结束，后续美联储还会综合运用“缩表+加息”政策组合推进正常化。这些都可能对全球金融市场尤其是新兴市场国家造成巨大冲击。对中国而言，随着汇率弹性的增强和资本项目改革的稳步推进，货币政策的独立性和操作空间已有明显提高，但资本流出压力和汇率贬值压力依然存在。而且，美联储货币政策正常化具有较强的示范效应和溢出效应。在中美国债利差高度相关的情况下，随着美联储货币政策正常化边际效应的逐步显现，美国债收益率上行压力对国内债券市场也构成了一定的潜在压力。

图 5：美国 GDP/CPI/收益率与联邦基金目标利率



数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 6：中美国债收益率变化比较



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

## 五、被动去杠杆之后将如何演进？

历史总是惊人的相似，但却并非重现。近期债市被动去杠杆与 4-5 月份的过程十分相似，但两者之间却存在本质的区别。首先，本轮债市被动去杠杆是在长时间僵持之后，金融市场对金融去杠杆政策、经济增长等预期偏差修正后的集体调整，未来金融市场可能会因预期变化而出现一定的分化；而此前被动去杠杆更多是监管强化的冲击所致，监管冲击之后金融市场依旧处在观望之中，并逐渐演化为一致性预期之下的僵持格局。其次，本轮被动去杠杆是金融去杠杆行至下半场后，打破长期僵持格局的一次突破，随着金融机构预期和行为的变化，金融市场的调整可能会加快，债市也有望重回经济基本面；而此前被动去杠杆主要是金融去杠杆政策的一次调整，是继续推动金融去杠杆的一次政策探索。最后，本轮被动去杠杆之后，金融市场的风险已明显释放，政策部门常态化监管机制可能会相继落地，金融服务实体经济的能力也会得到明显提升；而此前的调整仅仅只是开始，对于下一步政策如何变化仍具有较大的不确定性。

**金融去杠杆还未结束，债市调整可能也尚未完成。**此次被动去杠杆之后，金融机构主动去杠杆的意愿可能会进一步增强，加之基本面总体稳定、监管政策的逐步落地以及稳健中性货币政策的持续，债市很可能还处在一个相对艰难的调整阶段。经过调整之后，长期僵持局面正在破局之中，债市的配置价值更加凸显，但交易性行情可能尚需等待。下一阶段，随着金融去杠杆的深入推进，金融市场将在以下几个方面有显著改善。

**一是金融回归服务实体经济。**目前抑制资金“脱实向虚”的成效已有所显现，但远没有达到预期目标。随着去杠杆的深入推进，金融机构同业加杠杆与资产部门之间的正反馈机制将会得到遏制，通过加杠杆获取的超额收益将成为过去式。期间，证券类投资科目将告别高速增长的时代，调整完成后大概率会回归至一个合理水平；M2 与社融之间持续的背离也会逐步得到改善，并最终恢复至相对均衡的状态。

**二是金融系统性风险有效缓解。**当前市场处在相对脆弱的状态。随着相关监管政策的出台，金融机构通过同业加杠杆、多层嵌套的监管套利将得到缓解，从而有助于降低流动性风险、信用风险以及交叉传染风险。同时，金融产品刚性兑付等问题有望得到部分解决，同业业务也将逐步回归本源。

**三是资产负债定价回归基本面。**随着去杠杆进程的不断推进，“负债成本刚性”和“资产收益钝化”并存的现象会逐步扭转，资产负债将逐步回归基本面。届时融资成本（如7天回购利率）与资产收益率（如10年期国债收益率）之间维持相对稳定的利差。

## Research

**LIU Taisheng, Steven**

TMT  
(852) 3465 5652  
stevenliu@csci.hk

**SO Lai Shan, Jennifer**

Consumer  
(852) 3465 5781  
jenniferso@csci.hk

**CHAN Ka Yeung, Duncan**

Commodity  
(852) 3465 5654  
duncanchan@csci.hk

**TIAN Yang**

Automotive  
(852) 3465 5775  
tianyang@csci.hk

**SUN Lingxiao, Roger**

Industrials  
(852) 3465 5785  
rogersun@csci.hk

**YAO Xue, Snowy**

snowyyao@csci.hk  
+852 3465 5675

**SHEN Xiangfei, Thomas**

(852) 3465 8689  
thomasshen@csci.hk

**XU Qiwen**

(852) 3465 8690  
xuqiwen@csci.hk

## Institutional Sales & Trading

**XIANG Xinrong, Ron**

(852) 3465 5633  
ronxiang@csci.hk

**HO Wen Hao, Jack**

(852) 3465 5685  
jackho@csci.hk

**WANG Zhuo, Gary**

(852) 3465 8655  
wangzhuo@csci.hk

**LEE Ying Ju, Rose**

(852) 3465 5707  
roselee@csci.hk

**LI Jiageng, Mike**

(852) 3465 5636  
mikeli@csci.hk

**XIA Tian**

(852) 3465 5670  
xiatian@csci.hk

**XU Xiaowei, Vincent**

(852) 3465 5795  
vincentxu@csci.hk

## 评级说明

以恒生指数涨跌幅为基准。

买入 未来 12 个月绝对总回报不小于 10%

持有 未来 12 个月绝对总回报大于-10%但小于 10%

卖出 未来 12 个月绝对总回报不大于-10%

## 利益披露声明

截至本报告的日期，

1. 主要负责撰写本报告全部或部分内容的分析师在此声明：

(i) 本报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每一位分析师对作为分析对象的证券和发行者的个人观点；

(ii) 分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去，现在及将来均不会直接或间接涉及本报告所表达的任何具体建议或观点。

2. 主要负责撰写本报告全部或部分内容的分析师，或其关联方，均不在本报告提及的任何公司中拥有任何权益（包括直接或间接拥有证券、安排财务融通或担任高级管理人员）。

3. 本报告由中信建投（国际）证券有限公司（下称“中信建投（国际）”）受香港证券及期货监察委员会监管（中央编号：BAU373）发出。

4. 中信建投（国际）及每一间在香港从事投资银行，自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，没有持有本报告提及的任何公司高于市场资本值的 1%。

5. 中信建投（国际）及每一间在香港从事投资银行，自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，在过去 12 个月内可能向本报告提及的任何公司就投资银行服务收取任何报酬或接受任何委托。

6. 中信建投（国际）及每一间在香港从事投资银行，自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，并无雇员或其有关联的个人担任此报告内所评论的任何上市公司的高级人员。

7. 中信建投（国际）及每一间在香港从事投资银行，自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，可能有为此报告所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

## 免责声明

此报告只提供参考之用，在任何地区皆不可作为证券出售要约或证券买卖的邀请。此报告所提及的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由中信建投（国际）编写，所载资料的来源被中信建投（国际）认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠资料为基础，只是表达观点；中信建投（国际）或任何个人不对其准确性或完整性作任何担保。此报告所载的资料（除另有说明）、意见及推测反映中信建投（国际）于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改。由于假设及准则不一，不同的观点及分析方法可能被应用于准备有关材料，中信建投（国际）并无责任向任何接受本报告的人士提供该等材料。中信建投（国际）、其控股公司或任何其他附属公司不对因使用此报告的材料而引致的直接或间接损失而负任何责任。

此报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也不适合所有的投资者。此报告中所提及投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何人的投资目标、财物状况或特殊需求考虑进去。投资者应该不依靠此报告而是靠自己作出投资决定。客户在做出任何以此报告的建意为依据的投资行动前，应先咨询专业意见。在投资于本报告所涉及的证券前，投资者应考虑其个人投资目标及财物状况，并在有需要时就财政、税务及法律征询专业意见。

本报告的收件人须对本报告严格保密。本报告以仅供参考为目的而提供，且不得以任何目的被复制、再散布或传递（无论直接或间接）给其他任何人或被全部或部分公开。在其他管辖区散布本报告的行为可能受到法律的限制，且拥有本报告的任何人均应自行获悉所有该等限制或任何须遵守的规定。

## 中信建投（国际）研究部

香港中环交易广场2期18楼

电话：(852) 34655600 传真：(852) 21809495