

经济动态

第 66 期

经济运行部

二〇一八年七月十六日

强监管去杠杆效应逐步发挥 上半年社会融资增量明显减少
央行年中组合拳维稳市场资金面 稳健中性货币政策基调不变
加快金融控股公司监管立法 房企资金链压力或加大
构建国有金融资本管理的“四梁八柱” 提高金融服务实体经济水平
市场流动性将维持平稳 可能出现季节性资金缺口

强监管去杠杆效应逐步发挥 上半年社会融资增量明显减少

人民银行 13 日公布的数据显示，表内信贷对于实体经济的支持力度依旧较大。6 月人民币贷款增加 1.84 万亿元，同比多增 3054 亿元。整个上半年，人民币贷款增加 9.03 万亿元，同比多增 1.06 万亿元。

与表内融资形成鲜明对比的，则是表外的“颓势”，上半年委托贷款、信托贷款合计比去年同期多减少近 3 万亿元。受此拖累，上半年社会融资规模增量比去年同期少 2 万亿元。

人民银行调统司司长阮健弘解释，社会融资规模增速下滑，主要与各方面加强监管、去杠杆政策效应逐步发挥有关，比较突出地体现在委托贷款和信托贷款上。

表外融资“拖累”社会融资规模

上半年社会融资规模增量累计为 9.1 万亿元，比上年同期少 2.03 万亿元。阮健弘介绍，从结构看，社会融资规模变动有以下特点：

一是对实体经济发放的贷款同比多增。上半年对实体经济发放的人民币贷款增加 8.76 万亿元，比上年同期多增 5548 亿元。

二是债券市场融资明显回升。上半年，企业债券净融资为 1.02 万亿元，比上年同期多 1.38 万亿元。

三是股票融资有所下降。上半年，非金融企业股票融资为 2511 亿元，比上年同期少 1799 亿元。

四是表外融资明显多减。上半年，委托贷款减少 8008 亿元，比上年同期多减 1.4 万亿元；信托贷款减少 1863 亿元，比上年同期多减 1.5

万亿元；未贴现银行承兑汇票减少 2717 亿元，比上年同期多减 8388 亿元。

从上述数据可以看出，表外融资下降的幅度最大。海通证券首席经济学家姜超认为，大部分表外融资需求难以向表内转移，是拖累社会融资的主因。

阮健弘解释，社会融资规模增速下滑，主要与各方面加强监管、去杠杆政策效应逐步发挥有关，比较突出地体现在委托贷款和信托贷款上。

“资金运用方面，前期有较多委托贷款、信托贷款投向地方政府融资平台和房地产企业。去杠杆过程中，这些行业的不规范融资在减少。”阮健弘称。

资金来源方面，委托和信托贷款的部分资金来源于理财产品。而上半年银行表内资金对表外理财产品投资下降 1.76 万亿元，其中 6 月份下降 9156 亿元，委托贷款和信托贷款资金来源明显收缩。

阮健弘提醒，6 月末人民币贷款、企业债券余额分别同比增长 12.7%、8.7%，增速比上月末高 0.1 和 0.4 个百分点，一定程度上对冲了委托贷款、信托贷款下降的影响。此外，资产证券化产品发行加快，不良贷款核销力度加大，若还原这些因素，实际贷款增长会更多。

表内信贷支持实体经济力度较强

数据同时显示，6 月人民币贷款增加 1.84 万亿元，同比多增 3054 亿元，高于市场的普遍预期。从整个上半年情况看，人民币贷款增加 9.03 万亿元，同比多增 1.06 万亿元，远高于过去 5 年同期均值。

阮健弘具体分析，上半年，企业及其他单位本外币贷款新增 5.19 万亿元，同比多增 7668 亿元。其中，短期贷款和票据融资新增 1.33 万亿元，同比多增 1.23 万亿元，较好支持了实体企业的流动性资金需求。

而中长期贷款亦较好地支持了企业发展。阮健弘披露，截至 6 月末，企业及其他单位本外币中长期贷款余额同比增长 13.0%，比全部贷款增速高 0.9 个百分点。从中长期贷款实际投向数据看，服务业中长期贷款平稳较快增长，工业中长期贷款增速回升，高技术制造业中长期贷款增速保持较高水平。

民生银行首席研究员温彬预计，在“委贷新规、资管新规”等严监管背景下，信贷回归为实体经济融资首选，未来融资回表、非标转标仍是主要趋势。

未来社会融资将保持合理增长

社会融资规模出现明显下滑，同时广义货币(M2)增速下滑至 8%的历史低位，下一阶段的货币政策会如何考虑？

阮健弘介绍，今年以来人民银行做好预调微调，综合运用多种货币政策工具，加强流动性管理，促进金融机构提高服务实体经济的能力。6 月末，金融机构超额准备金率为 1.74%，比上月末高 0.55 个百分点；10 年期国债到期收益率为 3.48%，比上月末低 0.14 个百分点。

“未来人民银行将实施好稳健中性的货币政策，加强形势预判和预调微调。预计未来流动性保持合理充裕，社会融资规模保持合理增长。”

阮健弘指出。

温彬预计，为了实体经济的平稳健康发展，预计人民银行将综合运用多种政策工具组合，保持流动性充裕和市场利率水平稳定；同时，仍有可能进一步采用差别化准备金和差异化的信贷政策，增强金融机构服务实体经济的能力。

[-----<全文>](#)

央行年中组合拳维稳市场资金面 稳健中性货币政策基调不变

回顾上半年，央行已累计开展三次定向降准，稳健中性货币政策助推金融体系去杠杆成效明显。展望下半年，分析人士认为，尽管流动性措辞由“合理稳定”微调至“合理充裕”，但整体而言，央行稳健中性货币政策基调不会改变，未来货币政策在推进去杠杆时，也会更加注重力度和节奏，更好把控宏观流动性平衡。

分析人士同时预计，去杠杆仍是“持久战”，未来货币政策或呈现紧信用与宽货币搭配格局，继续释放结构性去杠杆信号，预计年内央行政策力度和节奏仍会相机微调，下半年有 0.5 至 1.5 个百分点的降准空间。

资金面改善缓释小微融资难

近日，针对小微企业融资难、融资贵问题，央行接连出招。继 24 日央行宣布，7 月 5 日起下调国有大型商业银行等人民币存款准备金率

0.5个百分点后，25日央行等五部委联合印发《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》，多举措缓解小微企业融资难融资贵问题。

近期央行流动性操作力度也明显加大，且搭配运用工具组合，投放覆盖短期、中期和长期的各类流动性，过去两周，央行净投放6800亿元，远超去年同期830亿元，DR007、3个月Shibor与同业存单发行利率均出现回落。对此，业内人士认为，这是政策调整以对冲去年11月以来多项去杠杆政策叠加带来的紧缩效应，也符合央行今年来持续促进小微企业融资的方向。

中信证券首席固收分析师明明表示，我国对小微企业的融资促进政策密集出台，通过税收政策、货币政策共同助力解决融资贵、融资难问题。“今年以来，民营企业信用危机不断暴露，小微企业融资再遇瓶颈。对此，国家实施组合拳，定向降准及扩大MLF担保品范围一起助力解决小微企业融资难问题。”明明说。

明明进一步表示，2017年以来，监管机构接连出台针对表外理财、银行委外、通道、非标等业务的强监管政策，对其他企业融资尚无明确支持政策出台。但是从历史经验来看，后续其他企业融资或陆续跟进。

结构性去杠杆仍将持续推进

防范化解重大风险在“十九大”报告中被列为三大攻坚战之首，去杠杆是其中的重中之重。多位专家表示，从近期央行政策及操作看，未来我国继续稳步推进结构性去杠杆的方向仍然明确，但方式或将更加温和和精准。

“从整体宏观杠杆的角度来讲，债转股是非常有效的降低宏观杠杆的手段。”国家金融与发展实验室副主任曾刚表示，央行通过定向降准过程中对债转股的投向进行强调，一方面释放出更多资金，有助于银行向这方面发展，同时在政策引导方面，吸引更多目光关注这一领域，把更多精力投入这方面，这也是为更有效地管控宏观杠杆创造条件。

联讯证券首席宏观研究员李奇霖同样认为，定向宽松是经济防风险的需要，也是为了缓解去杠杆过程中，对民营和小微企业不对称的负面冲击。他分析指出，今年来去杠杆的方向已经发生变化，去年政策着力点是金融机构的负债端，而今年是金融机构的资产端。

天风证券银行业首席分析师廖志明预计，当前偏紧的信用环境将有所改观，去杠杆节奏更加温和。“货币与信贷额度已悄然微调，信贷额度管控或进一步放松，以降低实体经济成本；通过贷款多增去抵补表外融资下降的思路较为明确，社融有望回到平稳增长之轨道上。”

尽管去杠杆取得一定成效，但国泰君安证券全球首席经济学家花长春提示，用流动性工具来解决信用风险引发的问题，若没有强有力的窗口指导，实施效果还需要进一步观察。“在金融去杠杆的大背景下，货币政策边际放松对冲宏观审慎收紧是不得已的选择。如果既要打破刚性兑付、将金融同业杠杆降到合理水平，又要不造成民企、小微企业融资‘一刀切’地收紧，需要诸多政策和改革相互配合，如建立有效的信用评级体系、‘僵尸国企’实实在在破产、建立房地产长效机制等。”

进一步降准空间依然存在

在6月20日召开的国务院常务会议中，有关流动性的表述为“保持流动性合理充裕和金融稳定运行”，而在今年第一季度货币政策执行报告中使用的措辞则是“保持流动性合理稳定”。同时，随着年内第三次定向降准落地，市场对货币政策的预期转向结构性宽松。在货币政策工具方面，多位业内人士表示，我国未来可能采取“非对称加息”对冲贬值预期，即使用“降准+加息”组合呵护资金面。

“货币环境可能呈现紧信用、宽货币格局，公开市场操作逆回购利率调升进程应该已经结束。”兴业银行首席经济学家鲁政委表示。

兴业证券研报指出，当前货币政策仍不离稳健中性的总基调，只是在当前国内外日趋复杂的经济金融环境下，进一步强化了预调微调的作用，央行会更加关注市场预期的稳定，更快应对外部冲击。

在引导表外回归表内的过程中，机构普遍认为未来降准仍有空间。中金公司首席经济学家梁红预计今年还将降准150个基点，表内信贷额度有望扩张，银行尤其是中小银行的资本金补充有望加快，而且可能会通过资管新规的细则发布为金融去杠杆提供更加务实、可行的操作原则。

鲁政委认为年内仍有0.5至1.5个百分点的降准空间，“历史数据显示，法定准备金率调整对M1增速有一定的领先性，因此，下半年M1同比有望出现回升。年内可能的降准将带动央行总资产增速下降，总体来看货币市场利率可能缓慢回落。”他说。

[-----<全文>](#)

加快金融控股公司监管立法 房企资金链压力或加大

7月11日,中国银行业协会在京发布《2018中国银行业发展报告》,报告指出,2018年银行业将以服务供给侧结构性改革为主线,打好防控金融风险攻坚战,全面推进银行业改革开放,努力推行业由高速增长向高质量发展转变。

资产扩张速度放缓

报告指出,2017年金融监管的常态化,理顺了银行业金融机构资产业务的扩展逻辑,资产业务呈现出三个特点。一是资产增速进一步放缓。截至2017年底,我国银行业金融机构本外币资产规模达到252万亿元,同比增长8.7%,增速较2016年末下降7.1个百分点,自2001年以来首次降至个位数,资产增速进一步放缓。

同时,资产结构进一步优化。随着原银监会“三三四十”等专项治理活动的推进,银行业金融机构各项贷款占总资产的比重稳步回升,同业业务、表外业务持续收缩,银行业回归本源、服务实体经济能力进一步增强。截至2017年末,银行业金融机构发放各项贷款129万亿元,同比增长12.4%,高于同期资产增速3.7个百分点。同业业务和表外业务则呈收缩态势,2017年,同业资产和负债自2010年来首次收缩,同业理财比年初净减少3.4万亿元。

此外,资产质量趋于稳定。随着宏观经济基本面的改善,银行业金融机构的风险抵御能力稳步提升,资产质量趋于稳定。截至2017年底,商业银行不良贷款余额为1.71万亿元,不良贷款率1.74%,连续五个

季度稳定在 1.74%的水平，但仍需重点关注部分区域和行业不良风险暴露情况。

随着我国经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段及监管部门严监管的推进，未来表内资产业务仍将是银行业金融机构发展的重点和方向。2018 年，银行业金融机构将围绕公司业务、个人业务进一步做精做细做实，同业业务、非标业务则需积极谋取转型，更好地为实体经济服务。

中间业务方面，受行业监管政策趋严、债券和资本市场波动、同比高基数等因素影响，商业银行中间业务发展呈现稳中略降的态势。

预计 2018 年商业银行传统中间业务收入将企稳改善，主要不利因素在 2018 年进一步放大的可能性较小，银行卡类和支付结算类增长前景继续看好。新型中间业务发展将以规范稳健为主旨，各项业务分化态势也会进一步延续，理财业务逐渐回归资产管理本质、投行业务需求增加、企稳可期、托管业务增长渠道有待进一步开辟。

信用风险不容忽视

在报告的第十一章，罗列了商业银行 2018 年将面临的六个方面的风险问题。分别为，经济金融领域结构性矛盾依然存在；下游行业盈利能力下滑蕴含潜在风险；房地产行业信用风险需要加以关注；部分区域资产质量运行态势仍不明朗；企业过度融资问题有所显现；市场风险与信用风险可能产生的交叉感染加大风控压力。

报告指出，2017 年以来，监管部门对房地产的调控不断加码，随着房地产市场步入调整期，行业政策持续收紧，房地产市场销售步入下

行通道，部分企业资金回笼速度开始减慢，同时，房企在国内的融资也受到了较为严格的限制，增量资金的来源受到较大影响。

预计未来热点城市限购、限贷、限价等政策短期内不会放松，短期内市场景气程度改观的余地不大，2018年房地产企业资金链压力加大，潜在风险有所上升。

金融控股公司是大势所趋

《中国银行业发展报告（2018）》显示，本世纪初，金融控股公司在我国初具雏形，经过十几年的发展，已经成为金融机构试点综合经营的主要方式之一。十多年来其控股状态、业务范围、发展程度等均已发生显著变化，呈现出主体多元、形态多样、结构复杂等特征。金融控股公司在国内发展历史不长，却已成为类型丰富的市场主体，这既是金融控股模式的内在优势使然，也是在外部环境下获取竞争力的战略必然。

金融控股公司借助牌照优势为客户提供全周期、一站式金融服务，更好地满足客户多元化需求、形成协同效应，对提升金融服务实体经济效率具有重要意义。但由于分业监管体制、公司治理不完善、市场乱象等因素，金融控股公司发展仍面临一些困境和潜在风险。少数金融控股公司存在套利行为，扰乱金融市场秩序，带来较大的风险隐患。同时金融控股平台的快速扩容带来一系列新情况、新问题，成为交叉性金融风险的重要来源之一。

报告指出，金融控股公司借助监管漏洞，进行虚假注资和循环注资，导致金融机构资本不实，无法切实抵御风险。如安邦保险，虚假注资规模达到了619亿元，其真实资本金仅为10.96亿元。

而健全的法律法规和完善的监管体系是推动金融控股公司良性持续健康发展的外部基础。未来，应加快金融控股公司监管立法，完善金融监管体系建设，构建多元化的金融监管指标体系。

[-----<全文>](#)

构建国有金融资本管理的“四梁八柱” 提高金融服务实体经济水平

日前，中共中央和国务院发布《关于完善国有金融资本管理的指导意见》（以下称“指导意见”），要求依法依规管住管好用好、坚定不移做强做优做大国有金融资本，不断增强国有经济的活力、控制力、影响力和抗风险能力。这一指导意见是国有企业深化改革的体现，也是国有企业管理由“管企业”向“管资本”的转变在国有金融领域的率先实践。

金融关系国家经济稳定和经济安全，优化国有金融资本管理对推动经济稳健发展和促进我国金融领域良性循环都有着重要意义。

首先，优化国有金融资本管理有利于促进经济稳健发展，有利于供给侧结构性改革稳步推进。当前，我国经济环境依然复杂，金融风险防控任务依然艰巨。国有金融资本在我国金融领域具有主导地位，完善国有金融资本管理可以进一步提升国有金融资源的配置效率，优化国有金融资源结构，提升国有金融资源服务实体经济的能力，同时以国有金融

资本带动民间金融资本，引导民间资本积极服务于国家重点战略建设，优化经济结构，共同推进供给侧结构性改革。

其次，优化国有金融资本管理有利于促进我国金融领域良性循环。现阶段，我国金融领域的风险防控任务依然艰巨，总体上看，国有金融机构对我国金融风险有着系统性的影响，进一步优化国有金融资本管理也有利于推动我国金融风险的化解，促进国有金融机构提升风险管理能力。另一方面，通过完善国有金融资本管理也有利于推动金融业务回归本源，规范金融机构的经营行为，从总体上减少金融乱象的发生。

完善国有金融资本管理必须毫不动摇地保持国有金融资本在我国金融领域的控制力。

第一，国有金融资本是我国公有制经济的重要组成部分。所以，保持国有金融资本在我国金融领域的控制力是完善和发展社会主义市场经济的必然要求。

第二，金融领域的稳定和安全关系到我国经济总体的稳定和安全，所以，完善国有金融资本管理必须保持国有金融资本的控制力，这也是维护我国经济稳定发展的必然要求。

完善国有金融资本管理需要进一步加强国有金融资本管理的体制机制建设。

第一，明确国有金融资本出资人职责。《指导意见》明确了规定了财政部门代表行使国有金融资本出资人职责，有利于压实部门管理责任，明晰委托代理关系，完善国有金融机构公司治理，实现国有金融资本的保值增值。同时，国有金融资本出资人职责也必须强调依法依规行

使，理清职责边界，既要切实落实出资人的职责，又要保持国有金融机构的经营活力。

第二，明确国有金融机构职责。一方面，国有金融机构享有企业法人财产权和自主经营权。另一方面，国有经营机构要依法合规开展业务，不断完善公司治理结构，健全内部管理的各项制度，提升经济效益，积极支持国家重大战略，自觉接受相关部门的监督和管理。《指导意见》通过明确金融机构的职责，从总体上厘清了国有金融机构与其他部门的权责边界，既尊重国有金融机构的企业法人的独立地位，给予国有金融机构充分的经营自主权，又提出了对国有金融机构的责任和要求，为国有金融机构的考核、监督和管理提供了依据。

第三，加强对国有金融资本的集中统一管理。《指导意见》指出，国有金融资本的管理原则为统一规制、分级管理，财政部负责制定全国统一的国有金融资本管理规章制度。各级财政部门具体实施对国有金融资本的管理工作。通过加强对国有金融资本的集中统一管理，可以进一步维护国家财权的统一，维护国家金融安全，也有利于弥补个别地方对国有金融资本管理的漏洞，统筹规划对全国国有金融资源的管理和利用，实现国有金融资本的保值增值，减少国有金融资产的流失。另外，加强对国有金融资本的集中统一管理还要求严格规范金融综合经营和产融结合，国有金融资本管理应当与实业资本管理相隔离。这有利于在国有金融资本和实业资本建立防火墙，避免风险发生交叉扩散。

第四，优化国有金融资本的管理制度。此次，《指导意见》重点针对国有金融资本的基础管理制度、经营预算管理制度、经营绩效考核制

度、薪酬管理制度、财政财务监管制度提出要求。通过这些制度的完善，可以及时、全面、准确反映国有金融资本的变动情况，规范金融企业产权流转过程，平衡好分红和资本补充的关系，促进国有金融资本良性发展，推动国有金融资本实现经营目标，激励任职人员提升履职能力，提升员工在国有金融机构中的积极性，规范企业财务行为，维护国有金融资本权益。

完善国有金融资本管理需要不断优化国有金融资本的布局。

国有金融资本布局的调整必须坚持发挥国有金融资本在金融领域的主导作用，保持国家对重点国有金融机构的控制力。在此基础上，国有金融资本的布局可以有进有退、突出重点，提升国有金融资本的利用效率。具体来看，当前我国国有金融资本的行业分布主要集中于银行、证券和保险等行业，其中银行业尤为集中，国有金融资本布局可以进一步提升银行业以外的布局，适当减少对银行的布局。对于开发性和政策性金融机构、金融基础设施类机构和具有重要影响的国有金融机构国有金融资本要保持必要控制力。

另外，结合我国基本经济制度和当前经济发展的国内外形势，需要特别指出的是，发挥国有金融资本的主导作用需要注重处理好“公与私”和“内与外”的关系。

首先，完善国有金融资本管理要做好“公私兼顾”。十九大报告强调，要促进非公有制经济健康发展。发挥国有金融资本的主导作用与发展非公有金融资本不冲突。非公有制经济是我国市场经济的重要组成部分，也是我国经济中最具活力的部分。以银行业为例，我国民营银行自

2014 年试点以来不断发展，发展态势总体稳健。截至 2017 年末，民营银行总资产 3381.4 亿元，同比增长 85.22%，净利润 19.67 亿元，是上年同期的 2.09 倍，不良贷款率 0.53%，低于商业银行平均水平 1.22 个百分点。未来，对一些竞争比较充分的中小商业银行，国有资本可以进一步退出，更多地参照市场化的原则，更多地交由市场竞争。

其次，完善国有金融资本管理要做好“内外兼顾”。完善国有金融资本管理与不断开放我国金融市场不冲突。在完善国有金融资本管理的同时，我国金融开放也在稳步推进。同样以银行业为例，2017 年 11 月份，我国取消对中资银行的外资单一持股不超过 20%、合计持股不超过 25%的持股比例限制，实施内外一致的银行业股权投资比例规则，这也体现出我国银行业在资本层面的开放程度加深，也是金融行业对外开放速度、幅度和深度不断提升的体现。

总之，《指导意见》的发布从总体上构建了我国国有金融资本管理的“四梁八柱”，弥补了我国国有金融资本管理的漏洞，理顺了国有金融资本管理不同主体之间的关系。通过这些措施，国有金融机构经营活力和市场竞争力将进一步提升，金融风险将得到进一步防控，实体经济也将得到国有金融机构的有力支持。

[-----<全文>](#)

市场流动性将维持平稳 可能出现季节性资金缺口

展望下半年，货币信贷将保持平稳增长，社会融资规模将缓中趋稳。

首先，M2 增速保持低位运行。在经济活力减弱、外汇占款难有明显起色、强监管和去杠杆政策不变的背景下，M2 将在当前较低水平小幅波动，失速或加速概率都不大。

其次，信贷增速小幅反弹。从需求看，贷款需求强劲。2018 年一季度末，人民币贷款需求指数为 70.9%，为 2014 年三季度以来历史最大值，二季度人民币贷款需求指数虽然有所下降（66.7%），但仍处于近年来较高水平，需要信贷进一步发力。从供给看，考虑到存款低增长态势难以改变，银行仍面临较大融资压力，资产负债缺口持续扩大制约信贷规模回升。综合上述因素，信贷增速有望反弹，但幅度也不会太大。

第三，社会融资规模总量增速缓中趋稳。随着资产管理业务监管新规的全面实施，金融机构业务调整的方向将逐步明确，信托和委托贷款继续大幅下跌风险减小，推动社会融资规模总量缓中趋稳，但是债券违约事件增多也加大了债市融资压力。整体而言，社会融资规模恢复增长还有不少的难度，预计三季度末 M2 增长 8.5%左右，社会融资规模存量同比增长 10.5%左右，全年 M2 增长 8.5%左右，社会融资规模存量同比增长 10.5%左右。

市场流动性将维持平稳，但可能出现季节性资金缺口

展望下半年，预计货币市场维持平稳态势。一是预计货币政策将稳中趋松。央行将综合运用多种政策工具组合，保持流动性充足和市场利率水平稳定。在美联储 6 月份加息靴子落地后，我国央行并未跟随，也

表现出呵护市场流动性的态度。二是存款偏离度调整有助于缓解银行在流动性管理上的季节性压力。6月8日，中国银行保险监督管理委员会和中国人民银行联合发布《关于完善商业银行存款偏离度管理有关事项的通知》，简化了存款偏离度的计算方法，将达标要求由3%适度放松至4%，有助于降低银行月末季末冲存款的动机，避免市场乱象和存款过度波动。但未来对资金面的干扰因素依然存在。其一，中美贸易摩擦持续发酵、人民币对美元小幅贬值，未来可能对外汇占款持续回升产生负面影响。截至5月末，央行口径下外汇占款余额增加91.44亿元，实现连续5个月上涨，有助于基础货币投放的改善和流动性稳定。但随着中美贸易摩擦持续发酵、人民币对美元小幅贬值，将削弱未来外汇占款持续回升的动力，对流动性产生负面影响。其二，来自MPA考核的压力、法定存款准备金补缴、政府债券发行缴款等因素将会对市场流动性产生季节性干扰。资金供求有可能在一些季节性时点出现一定缺口，货币市场波动可能加大。

资本市场改革红利逐步释放，股市行情震荡筑底

经过上半年的回落调整，股市下半年在估值上有一定支撑，再考虑到资本市场改革开放红利逐步释放，市场逐步消化金融去杠杆强化的影响，股市行情有望震荡筑底。一是股票估值整体较为合理。目前主要股指的市盈率较为合理，上证综指、深证成指市盈率位于历史中值水平，代表中小盘的中证500市盈率处于历史低位，市场整体换手率与历史底部阶段相仿。二是前期回落已经消化了金融政策带给市场的压力。货币和金融监管政策的调整会考虑市场的承受能力，未来政策加码很难大幅

超出市场预期，紧缩政策的制约作用会逐步弱化。三是资本市场改革开放会继续成为市场亮点。未来将有一批 CDR 企业相继上市，使 A 股更能反映我国新经济新动能稳中向好的发展趋势。“沪伦通”即将在下半年正式推出，有助于资本市场制度进一步与国际接轨，吸引更多国际机构投资者和资金流向我国资本市场。此外，未来需要持续警惕，一旦贸易摩擦局势超预期激化，仍然可能引发市场非理性波动。

债市将延续整体向好行情，防风险和控杠杆仍是核心

展望下半年，债券市场将大概率延续整体向好行情。一是宏观经济面临更大的下行压力，将对债市形成支撑。二季度以来，投资、消费等增速均出现了明显的放缓迹象。二是持续平稳偏松的资金面将对债券市场的回升起一定推动作用。央行出于维护流动性稳定，缓解企业融资难、融资贵问题的考虑，将大概率持续货币政策边际放松。但仍有诸多风险因素需要引起警惕。今年以来金融监管从严的态势丝毫未减，随着资管新规等一系列监管文件正式落地，债券融资在刚兑资金被不断压缩的情况下，也处于挤泡沫的状态。其一，在结构性去杠杆的导向下，城投信用风险爆发的概率明显提升。其二，公司信用类债券在今年面临回售高峰，偿债压力较大，需警惕公司信用风险。在市场整体信用风险提升的同时，投资者的回售意愿较强烈。今年前 5 个月，实际回售债券规模已达 1066.64 亿元，实际回售比例高达 56%，远高于去年的 35%。

人民币兑美元汇率平稳运行，双向波动特征仍是常态

下半年，人民币汇率平稳运行面临有利的因素，也面临不利的变化。一是欧美经济分化、欧洲政治风波未平、美联储加息次数超过预期，美

元有进一步走强压力。二是我国经济韧性较强，相较于其他新兴经济体更为稳定，为人民币汇率平稳运行创造了条件。与此同时，随着我国金融市场双向开放加快，外汇市场参与主体和预期更加多元化，这将对人民币形成支持。三是中美贸易战风险此起彼伏，保持贸易顺差有很大压力，并加大人民币走贬压力。整体而言，下半年人民币兑美元汇率将在双向波动中保持稳定，双向波动幅度预计较大。需关注美元的两个相对强势期：由于近期公布的美国非农数据强劲，而且美国通货膨胀率也有加速上涨的趋势，预计在 2018 年 9 月和 12 月美联储议息会议上加息是大概率事件，所以美元在 9 月和 12 月这两个议息会议前应是美元的两个强势期。第一个美元强势期的程度要看欧元区改革成功与否。当前欧元区改革进程举步维艰，9 月前能得到欧元区改革是否成功的结果，如果改革失败，会导致欧元走弱，美元走强。第二个美元强势期的程度则取决于美国中期大选结果。如果共和党在 11 月初进行的美国中期大选中获得胜利，则美国政治风险下降，叠加 12 月的大概率加息事件，美元会出现强势上升。美元的强势期会导致其他国家货币相对弱势，加大未来人民币兑美元的双向波动。

[———<全文>](#)