
x

宏观经济、利率趋势 与资产配置

x

*Macro economy, Interest rate trend
and Asset allocation*

李超 著



 中国金融出版社

x

宏观经济、利率趋势 与资产配置

x

*Macro economy, Interest rate trend
and Asset allocation*

李超 著

 中国金融出版社

责任编辑：刘 劼

责任校对：李俊英

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

宏观经济、利率趋势与资产配置 (Hongguan Jingji、Lilü Qushi yu Zichan Peizhi) / 李超著. —北京：中国金融出版社，2018. 8

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9723 - 4

I. ①宏… II. ①李… III. ①宏观经济学—研究②利率—研究 IV. ①F015
②F820. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 194687 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 24

字数 450 千

版次 2018 年 8 月第 1 版

印次 2018 年 8 月第 1 次印刷

定价 48.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9723 - 4

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

序

《宏观经济、利率趋势与资产配置》一书的作者李超，是我在清华大学五道口金融学院的小师弟；他结束学业后加入人民银行金融稳定局，又成为我的同事。在央行工作的8年里，他有幸先后参与了一些重大的金融体制改革工作，这使他在2016年进入市场后，对于宏观经济和货币政策的把握仍留有很深的央行烙印；不仅理论基础扎实，视野的开阔和逻辑的严谨在他的一系列研究报告中也体现得非常充分。

近年来我国经济进入结构转型期，如何优化经济结构、转换增长动力成为高质量发展的重要突破点。对资产配置而言，宏观经济大势的把握无疑更为重要，市场需要更有积累的宏观研究。李超这次出版的新作详细介绍了宏观研究框架，包括需求侧、供给侧经济基本面的分析，货币政策和财政政策的研判方法，国际国内经济变量之间的传导机制等，尤为重要和颇具实际意义的是，这本书还重点强调了如何自上而下地将宏观经济思维具体落实到指导大类资产的配置上。从央行进入市场，政策思维和市场思维最大的差异就在于政策需要等待明确的信号，而市场需要进行提前的预判。李超新作的优势在于将政策思维与市场走势相结合，行文之间突出体现了宏观研究对于资产配置的意义，并将对利率走势的判断用于大类资产配置的研究。

长期以来，中国政府赋予人民银行的年度目标是维护价格稳定、促进经济增长、促进就业、保持国际收支大体平衡。但作为转轨经济体共有的早期问题——诸如价格严重僵化，税收体系扭曲，非货币化实物分配，资源配置效率低下，银行不是真正的商业银行，缺少银行法、会计准则、审计、贷款分类、财务报告等方面的健全制度——所衍生的损失通常又都集中反映于银行体系，如果不能构建起健康的金融机构体系，不仅金融稳定实现不了，价格稳定和货币政策的有效性也无从谈起。因此从中长期动态角度来看，转轨经济体的特点决定了人民银行在这一历史阶段还必须承担起推动改革开放和发展金融市场的重任。也就是说，在转轨阶段，对于中国人民银行而言，金融改革和实现金融系统健康化与高稳定的重要性甚至要高于通胀等传统货币政策目标。正是由于我国货币政策的多目标，货币政策操作机制相对比较复杂，市场往往对此存在不少误读，需要有作品从研究框架、政策制定机理的角度进行解读，以纠正市场的错误认知。当前，中央银行货币政策与宏观审慎双支柱调控框架的建立对利率的决定机理也产生了深远的影响。李超新作中关于货币政策的内容将会在一

一定程度上帮助市场更好地理解政策，其中以利率为轴的大类资产配置模型就是一个很好的创新。经典的泰勒规则认为利率取决于产出缺口和通胀的线性关系，以伯南克和耶伦领衔的美联储实践虽对此规则做出了部分修正，但仍是万变不离其宗。而我国利率的决定因素显然较美国更为复杂，除去多目标的货币政策，监管政策对利率也有扰动，传统的美林时钟模型在研究中国资产配置时可能并不那么准确。将利率作为资产配置的核心因素，先行判断利率状态，进而判断经济增长和通胀，再通过不同组合来判断资产轮动或许是本书的一大亮点。

深化金融体制改革，增强金融服务实体经济的能力，促进多层次资本市场健康发展是当前和今后一段时期我国资本市场明确的发展方向，这需要政策制定者和市场人士的共同努力。李超的新作除了从市场的视角对宏观经济进行了缜密思考，同时更是市场与政策建立反馈机制的一次尝试，我衷心希望他在此领域继续深耕，取得更加丰硕的研究成果。

张晓慧

2018年8月于成方街32号

前 言

2016年我从人民银行进入市场开始从事二级市场的宏观研究工作，坦率地讲，跨度很大，挑战也很大，我个人也是抱着向市场学习的态度带领团队开展相关研究。首先，我要感谢一直关心我个人发展的各位体制内领导，也要感谢各类机构投资者对我及团队的支持。与人民银行相关政策制定的工作有所不同，市场上的宏观研究更注重的是“落地”，即指导资产配置。而我认为，宏观经济在指导单一资产类别投资的时候都可能会有失偏颇，其最大的价值在于指导大类资产配置，这成为贯穿我研究工作始终的一条根本性原则，正如本书题目，重视宏观经济、利率趋势及其对大类资产配置的影响。本书是这几年研究工作的阶段性的总结，宏观研究最根本的是要做好基本面的研究，同时加强对政策的准确理解，我希望借本书给市场提供一个完整、系统的宏观研究体系，从经济基本面到政策研判，再到大类资产配置。本书的出版也离不开我所带领的华泰宏观团队的各位成员：宫飞、程强、朱洵、侯劲羽、孙欧、刘天天等的贡献，在此感谢他们的协助，另外在华泰宏观团队实习的同学有所贡献，在此一并感谢。

本书分为国内篇和国外篇，共计九部分。国内篇分别介绍需求侧、供给侧宏观经济分析框架、物价、货币政策、金融稳定、财政政策及以利率为轴的大类资产配置框架；国外篇详细介绍美元周期—人民币汇率—大国博弈的研究框架及我国经济目前发展阶段的国际比较研究。

本书第一部分介绍需求侧宏观经济分析框架，从消费、投资、净出口及地产政策周期等几个方面展开。转轨经济体最大的特点就是经济规律及政策效果的时变性，这大大增加了我们做宏观研究的难度，因此，只有认清具有中国特色的经济增长与经济周期，才能准确预测下阶段以及中长期的经济走势。宏观研究重在理清各项数据的勾稽关系，但研究主线往往更需化繁为简，在我看来，自1998年我国房地产市场化改革以来，我国经济核心的周期就是地产政策周期。这不仅在于，地产投资、销售本身对经济的拉动效果显著，也同时在于，房地产业上下游产业链丰富，地产投资的增长能够带动数十个相关行业的有效需求，进而拉动工业投资，而地产销售也将同时滞后传导至地产后周期相关商品类别如建筑装潢、家具、家电等的消费，地产政策周期因此通过打通投资、消费，成为主导我国经济走势的核心驱动力。短期来看，我国经济结构的转型升级、政策的主动及被动应对，均仍需基于对以上主线的把握来展开

分析。

本书第二部分介绍供给侧宏观经济分析框架，从“三去一降一补”的角度，依次分析我国供给侧结构性改革的破与立。2015年11月，中央提出“供给侧改革”，强调在适度扩大总需求的同时着力加强供给侧结构性改革，目标在于化解产能过剩，推进产业转型升级，培育新兴产业和新的经济增长点，其核心是希望从生产上解决我国经济供需不平衡的问题，解决我国经济潜在增速下滑的现状，供给侧结构性改革成为我国经济未来一段时间内的核心政策方针。“三去一降一补”是先破后立的过程，截至2017年底，去杠杆、去库存、去产能均取得了阶段性成效，2017年底，习近平总书记会见清华大学国际顾问团时着重强调了提高全要素生产率，供给侧改革在2018年进入了由“破”到“立”的转型元年。本部分除了分析供给侧改革各项目标的衡量标准、政策方向，也测度了其对经济增长的影响。

本书第三部分介绍物价水平的研究方法。CPI的调查商品共分八大类，同研究经济增长核心驱动力一样，首先需要找到CPI最主要的影响因素，本部分通过对我国历史通胀周期的回顾发现，猪肉和原油价格是最关键的两项因素，如果两者叠加上行，国内通胀压力往往加剧。本部分由此进一步论述猪周期位置的判定方法、原油价格的影响因素。其中，油价因其影响因素众多而较具特殊性，常成为我国CPI的最大风险因素，而市场上对于国内油价应参考的基准及其影响因素仍认识不足。油价的影响因素可分为金融因素和非金融因素两大类，对金融因素而言，主要受到美元指数的强弱以及金融机构的炒作因素影响，非金融因素主要分为供给因素和需求因素，另外，油价最大的不确定性在于地缘政治风险，历史上的第四次中东战争、第五次中东战争，海湾战争，巴以冲突，伊朗核问题等事件，均成为油价上涨的重要触发点。

本书第四部分介绍我国的货币政策，这是本书最大的亮点之一。从央行进入市场工作，我的第一个感触就是市场对我国央行货币政策的理解仍存在诸多误区，对于货币政策的双重决策机制及多目标制仍没有全面的认知。本部分对稳健的货币政策具体状态进行了详细的划分，并通过实例解释何为稳健略宽松、稳健略紧缩、稳健中性及稳健灵活适度的货币政策，以及如何切换的。由于货币政策是利率的核心影响因素之一，对于货币政策取向的把握对于判断利率走势至关重要，本部分基于对货币政策框架的介绍，详细回顾了2017年至2018年政策波动较大时期，我如何准确预判了利率走势及其各时期拐点，仅以此作为案例分析，希望更清晰地呈现历史，便于展望后市。市场在分析我国货币政策时，往往将人民银行与美联储直接类比，对此，我在本部分中也做了详细的澄清。

本书第五部分介绍金融稳定。金融稳定是指，通过短期的金融乱象治理，实现中长期的金融稳定目标，不论是短期的冲击还是长期健康性的恢复，金融监管均直接影响金融市场，因此，把握监管节奏至关重要。实际上，在党的十九大之前，金融稳定始终作为我国货币政策的“隐性目标”而对货币政策的操作有所制约，核心原因在于我国央行的监管工具不足，需通过维持较高存款准备金率等方式限制货币供应量，以为防控金融风险提供合理的货币环境。但是随着党的十九大提出建立货币政策与宏观审慎双支柱，十九届三中全会明确提出“将中国银行业监督管理委员会和中国保险监督管理委员会拟订银行业、保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度的职责划入中国人民银行”，人民银行的监管职能大幅增强，这使得未来货币政策虽然仍兼顾金融稳定，但是金融稳定目标将逐渐从货币政策最终目标中分流给宏观审慎政策，这为货币政策提供了更大的操作空间。本部分除了对宏观审慎政策的详细分析外，也着重介绍了始于2016年第四季度的“防风险抑泡沫”系列监管政策的必要性、目标及节奏的把握。

本书第六章介绍我国的财政政策。从财政预算的“四本账”、财政赤字，到我国的税收体系、税制改革，提供一个完整的分析框架。值得一提的是，地方债既是地方政府财力的主要来源，也是我国金融领域存在的八大风险之一。正因此重要性，本部分用九个问题全面解析地方政府债：一是地方政府专项债和一般债的区别是什么，二是地方政府债包括什么，三是存量债务置换是怎么回事，四是如何具体衡量地方政府债务风险，五是地方政府债务限额是怎么来的，六是发债钱也不够怎么办，七是查违规举债查什么、影响多大，八是如何“开前门、堵后门”，九是作为一种基础资产，地方政府债的风险收益如何。

本书第七部分是国内篇的收尾篇，介绍我所构建的利率为轴的大类资产配置框架，这也是市场宏观研究的最重要目标所在。美林时钟之所以广受资产配置者欢迎，是因为它仅用了经济增长和通货膨胀两个最基础的宏观变量，以极其简洁的方式揭示了资产配置的一般规律，而且美国以泰勒规则作为其货币政策决策的主要机制，因此在美国的资产配置实践中，美林时钟确实有现实意义。而与美国相比，中国与之最大的不同在于，利率趋势不是仅由经济和通胀两个因素决定的，还要考虑金融稳定、国际收支平衡等因素，这就导致利率相对于经济和通胀又产生了某种外生的性质，而利率在中国又是影响大类资产走势的“轴心”，短期的影响往往又更加重要，这样就导致了美林时钟在中国的失灵。基于此，本部分建立了以利率为轴的大类资产配置框架，即在经济状态的划分中不仅参考经济增速及物价水平，也考虑利率走势所处的阶段。通过对2011年至2017年各大类资产走势的回溯，改进后的美林时钟准确率相比传统

美林时钟的 28% 提高到了 72%。

本书国外篇包括第八部分和第九部分。第八章主要介绍了美元周期的分析框架。由于美元在全球货币体系的主导地位，美元周期成为决定全球资本流动及各经济体汇率走势的核心因素，对于美元周期的理解也因此至关重要。本部分回顾了历史上的美元周期及其所引发的新兴市场危机，以史为鉴，鞭辟入里。随着我国经济的发展，中美之间的关系更多地体现为大国博弈，本部分通过分析中美的比差逻辑与比好逻辑得出结论认为，中国不能以不变应万变，而应该更加积极应对，同时中美的未来战略关系一定是在曲折中前行。第九章注重从以下几个方面对我国经济现状进行国际比较，以对我国经济发展呈现一些中长期的视角：人均 GDP 和人均可支配收入、城市化率、人口老龄化水平、重化工业发展、环境污染与单位能耗、利率走势及对估值影响。除此之外，本部分比较了各经济体中央银行货币政策的同步性、汇率与股债走势的关系，并详述了各类大宗商品的影响因素，从全球的角度入手给市场提供资产走势的相关判断依据。

感谢中国人民银行原行长助理、党委委员张晓慧在百忙之中为本书作序。本书责任编辑刘钊，以及曹亚豪、张熠婧为本书的出版和发行付出了很多努力，在此一并致以谢忱。

本书是对市场宏观研究的全面梳理，兼顾理论与实践，综合使用定性分析与数量分析，不仅有国内数据的历史纵向比较，也有国际数据的横向比较，内容由浅及深，可作为入门者的参考资料，也可作为进阶者的手边读物。当然，本书难免不足，恳请读者不吝批评指正，我将在宏观领域继续钻研，提供更多深入的研究。最后也要感谢我的家人，他们都在默默地支持我，我对他们亏欠太多。

李超于香港路演海逸君绰酒店
2018 年 8 月 19 日

目 录

国内篇

一、需求侧宏观经济分析框架	3
1 消费对 GDP 的贡献率最高	4
1.1 消费的主要影响因素	4
1.2 美国及我国一线城市的消费升级回顾	7
1.3 我国消费升级全景图	11
1.4 人口流动与消费升级	12
2 固定资产投资仍是目前我国经济的主要驱动力	16
2.1 基建投资分析框架	18
2.2 地产投资分析框架	19
2.3 制造业投资分析框架	21
3 进出口数据分析框架	25
3.1 进出口的决定因素	25
3.2 出口也对我国制造业投资有较强拉动	27
4 我国经济核心的周期是地产政策周期	27
4.1 房地产相关数据的概念厘清	28
4.2 地产政策三周期：行业发展周期、宏观经济周期和产业政策周期	32
4.3 房地产与货币政策	41
4.4 房地产与汇率	47
5 失业率研究框架	50
5.1 我国调查失业率与登记失业率的差异	50
5.2 我国调查失业率的调查方法	53
5.3 我国调查失业率的历史数据	55

5.4 调查失业率是否存在季节性	58
5.5 为什么调查失业率年度目标值最初设定为 5.5%	60
二、供给侧宏观经济分析框架	62
1 供给侧结构性改革是中国特色社会主义市场经济实践和理论的深刻革命	62
2 去杠杆专题研究	64
2.1 对中国杠杆率的测算和比较研究	64
2.2 杠杆率对经济的影响	68
2.3 企业部门去杠杆的基本逻辑和方式	68
2.4 管理居民部门杠杆率	69
3 去产能及环保限产专题研究	71
4 供给侧改革由破到立的重心转移	72
4.1 发展新经济与科技创新，目标是提高全要素生产率	72
4.2 人、土地与资本在城乡间加速流转	74
三、物价	75
1 我国历史通胀周期的回顾：猪肉和原油价格的影响最关键	75
1.1 历史猪肉价格周期回顾	77
1.2 油价影响因素及对通胀的弹性分析	78
1.3 地缘政治与石油价格历史回顾	85
1.4 国内油价应参考哪个基准	93
1.5 鲜菜价格波动的主要影响因素有哪些	95
2 PPI 有哪些重要影响变量	98
2.1 PPI 核心影响变量	98
2.2 为何 2016—2017 年 PPI 的上行未向 CPI 显著传导	98
四、货币政策	101
1 我国货币政策多目标制	101
1.1 双重决策机制	101
1.2 我国货币政策的多目标制使货币政策决策难度较大	101
1.3 2018 年货币政策如何操作以维稳社会融资增速	104
1.4 对货币政策与宏观审慎双支柱的理解	107
2 对 2017 年货币政策转向及利率倒 U 形走势的研判	109
2.1 2017 年初：真假加息重要吗？不应误判了货币紧缩大势	109

2.2	2017年中：我们不能死在债券牛市的前半夜	113
2.3	2017年7月——利率倒U形走势左侧拐点很清晰	113
2.4	2017年11月——利率倒U形走势右侧拐点的判断标准	117
2.5	2018年3月——利率倒U形走势右侧拐点出现	118
3	中美中央银行资产负债表介绍	120
3.1	人民银行资产负债表	120
3.2	美联储资产负债表	125
3.3	中美中央银行资产负债表规模及结构的对比	130
五、金融稳定		133
1	为何要注重防风险和抑泡沫	133
1.1	流动性、资本管制、资产价格和通胀的辨析	134
1.2	防风险抑泡沫体现了政策前瞻性	136
2	监管套利之辩	136
2.1	金融监管套利的定义和内涵	136
2.2	从单一银行制说起	137
2.3	利率市场化后银行的利润从哪里来	140
2.4	维护金融稳定伴随着道德风险	142
2.5	短期阵痛需得法才能换来长期健康稳定	143
3	金融去杠杆的节奏与经济形势息息相关	144
4	金融去杠杆的目标是引导资金脱虚向实	144
5	2016年底开始的金融去杠杆重点是压缩同业链条	146
5.1	同业存单市场迅猛发展，但过度依赖存单存在风险	146
5.2	同业存单纳入同业负债占总负债比例的测算	147
5.3	对市场的影响及解决方式	149
6	宏观审慎评估体系（MPA）回顾	150
6.1	宏观审慎评估体系（MPA）概要	150
6.2	同业存单与MPA的关系	152
7	资管新规对市场的影响	153
六、财政政策		156
1	财政预算的“四本账”	156
2	财政赤字	157
3	我国税收体系	158

3.1	我国的主要税种	158
3.2	我国的税制改革	161
3.3	减增值税对利润增速的弹性测算	163
3.4	个税改革新亮点	166
4	政府债	167
4.1	什么是政府债	167
4.2	全面解析地方政府债	168
七、	利率为轴的大类资产配置框架	181
1	美林时钟的再回顾	181
2	美林时钟指导中国大类资产配置靠谱吗	182
3	美林时钟之所以在中国有效性差在于利率的决定因素不同	184
3.1	为什么美林时钟在美国有效性强	185
3.2	为什么美林时钟在中国有效性弱	190
4	利率为轴的大类资产配置框架	190

国外篇

八、	美元周期、人民币汇率与大国博弈	197
1	国际货币体系治理：美元一家独大	197
1.1	美元一家独大的基本判断	197
1.2	美元能坚持住的根本：源源不断的资本流入	200
2	美元周期决定国际资本流动	204
2.1	历史上美元周期与新兴市场危机	205
2.2	新兴市场应对美元周期冲击的长期措施与短期措施	210
2.3	人民币汇率的影响因素	213
2.4	从美元周期到人民币汇率	214
3	中国与美国的比差逻辑与比好逻辑	223
3.1	中美经济对比，存在比差逻辑和比好逻辑	223
3.2	股债汇市场风险联动是如何进行的	225
3.3	2016年股债汇市场风险联动回顾	228
3.4	结论：中国不能以不变应万变，而应该更加积极应对	232
4	油价上行、美股波动与中美大国博弈	232
4.1	如果油价超预期上涨，将对中国金融稳定造成较大威胁	232

4.2	美国金融市场的潜在风险	236
4.3	规避黑天鹅风险的关键, 在于中美有效管控分歧	242
九、	国际比较系列研究	246
1	中国相当于发达国家的哪个阶段	246
1.1	人均 GDP 和人均可支配收入的国际比较	246
1.2	城市化率的国际比较	249
1.3	我国人口老龄化水平的国际比较	255
1.4	我国重化工业发展阶段的国际比较	261
1.5	环境污染与单位能耗的国际比较	267
2	利率走势及对估值影响的国际比较	271
2.1	利率是估值的核心	271
2.2	国际金融危机之后各国利率由低到高	274
2.3	我国利率环境更贴近于发达国家	277
2.4	无风险利率对估值的弹性——中国具有最显著负向关系	285
2.5	利率视角下, 股债转换的临界点——中美比较	287
3	全球央行货币政策是同步的吗	288
3.1	主要经济体有着较同步的货币政策趋势	289
3.2	中央银行货币政策协同性分析	290
4	汇率和股债到底啥关系	299
4.1	汇率是否是资本市场的“新增变量”	299
4.2	有效汇率到股票存在单向传导	301
4.3	债券到汇率存在单向传导	308
4.4	结论	312
5	大宗商品: 供需博弈定价格, 美元博弈定趋势	314
5.1	主要大宗商品的全球生产、消费和贸易格局梳理	314
5.2	大宗商品供给看各方博弈, 趋势看美元周期	345



国内篇



一、需求侧宏观经济分析框架

GDP（国内生产总值）常见的统计口径分为名义GDP和实际GDP。名义GDP是用生产物品和劳务的当年价格计算的全部最终产品的市场价值，同时受实际产量的变动和价格的变动两方面因素的影响。显著影响长端无风险利率预期的不是通胀单一变量，而是名义GDP增速，可近似看作是实际GDP增速与GDP平减指数之和，而GDP平减指数又可以近似认为是CPI和PPI的加权结果。实际GDP是用之前某一年作为基期的价格计算出来的当年全部最终产品的市场价值。它衡量在两个不同时期经济中的产品产量的变化，以不同的价格或不变金额来计算两个时期所产生的所有产品的价值。我国每五年调整一次GDP统计基期，2016—2020年GDP不变价以2015年作为基期来进行统计核算。



资料来源：Wind，华泰证券研究所。

图 1-1：总量经济数据短期下行压力不大

GDP 的核算方法包括生产法、收入法、支出法。GDP 的生产法和支出法，