

宏观研究/深度研究

2017年07月17日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

宫飞 010-56793970
联系人 gongfei@htsc.com

程强 010-56793961
联系人 chengqiang@htsc.com

朱洵 021-28972070
联系人 zhuxun@htsc.com

侯劲羽 021-28972202
联系人 houjinyu@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：重要会议是第三季度的核心变量》
2017.07
- 2《宏观：“债券通”如期而至，我们怎么看？》
2017.07
- 3《宏观：我们不能死在债券牛市的前半夜》
2017.06

利率倒 U 型走势左侧拐点非常清晰

未来利率水平以高位震荡为主

从去年四季度以来，利率一直处在上升的态势，但是最近国家在防风险抑泡沫维度更加注重政策协调，合理引导预期，确保不发生“处置风险的风险”。因此我们认为利率倒 U 型走势的左侧拐点明晰，未来不会出现较大幅度的利率上行，将进入利率高位震荡的区域，即进入利率倒 U 型走势的顶部区域，向右侧的转向尚早。

为什么判断利率迎来倒 U 型左侧的拐点

2017 年 7 月 11 日，银监会副主席王兆星接受新华网采访表示，银监会将积极稳妥地推进各项监管工作，牢牢守住不发生系统性风险的底线，推动银行体系持续稳健发展。央行旗下金融时报也在该天发表文章认为当前金融去杠杆取得初步成效。央行也在同一天重启了暂停 12 天的公开市场操作，向市场传递了一定的货币政策趋缓的信号。7 月 15 日召开的金融工作会议也传递了一定的政策信号，会议强调强化监管决定了利率向下还未到，强调监管协调使利率无法像过去半年大幅上行。综合来看验证了利率倒 U 型走势的左侧拐点。

为什么利率不能一直上行？

我们在 2 月的报告中较早判断当时处于利率上行的初期阶段，随后“四个低估”的观点逐步得到验证。在这样的总体判断下，我们认为利率存在超调风险。然而一旦长端利率偏离经济中长期的基本面和资本回报率，超调终究会得到修正，利率终将向下。主要原因在于，首先从经济表现看，利率上行拖累中长期经济，反过来限制了长端利率进一步上行；其次从公有制经济部门软约束来看，对利率上行初期是不敏感的，但利率上行幅度过大仍可能产生影响；最后从金融去杠杆的目的来看，同业链条缩短，实体经济融资成本终将下降，利率也会有回落趋势。

利率短期不会迎来倒 U 型右侧拐点

利率倒 U 型的右侧拐点不会很快到来，我们判断利率趋势性下行的拐点最早可能在今年四季度末到明年一季度出现。短期不会迎来右侧拐点的原因主要来自三方面：一是金融去杠杆还未结束，强化金融监管大方向没有改变，货币政策在年内都会把维护金融稳定放在最重要位置上；二是中国经济韧性较强，下行压力至少到今年四季度以后才会表现的比较明显，年内四个季度 GDP 增速预计都将高于 6.5% 目标值；三是全球主要央行的货币政策都在表露边际收紧意向，在偏鹰派表态的驱动下，全球下半年利率环境存在一定的边际上行压力。

未来利率趋势终将向下，如何判断拐点

此前央行“缩短放长”，目的在于改变金融机构不备流动性的问题，这一目的是否达成是可以被客观观察到的。然而当前的金融去杠杆进程却不易找到硬性的、量化的指标。一个可以直接观测的信号是 GDP 增速向下逼近 6.5%。监管政策压缩同业链条会伤及非标，进一步冲击主要支撑经济的动力基建和房地产，所以只有监管趋缓，才能稳住经济。那么 GDP 的目标值可不可以不保了？我们认为当前仍然不存在这种可能性。进一步推断，届时货币宽松的信号包括大规模投放 PSL、定向降准等。

风险提示：经济超预期、利率超预期。

正文目录

一、未来利率水平以高位震荡为主.....	3
二、为什么判断利率迎来倒 U 型左侧的拐点	5
1) 解铃还需系铃人---银监会发声音	5
2) 央行旗下金融时报观点值得重视	5
3) 央行公开市场操作结束到期续作	5
4) 金融工作会议主基调	6
三、为什么利率不能一直上行?	7
四、利率短期不会迎来倒 U 型右侧拐点	8
五、未来利率趋势终将向下，如何判断拐点	12

图表目录

图表 1: 10 年期国债收益率近三年走势	3
图表 2: 2013 年-2014 年国债收益率的倒 U 型走势	4
图表 3: 在工业企业实际利率上行期，制造业和地产投资往往出现回落	7
图表 4: 强调监管协调对短端利率的压力减轻，但强化金融监管趋势没有发生改变，长端利率不会轻易下行	8
图表 5: 预计 GDP 增速年内都将保持在+6.5%以上	9
图表 6: 预计制造业和地产投资前高后低，但下行速度平缓	9
图表 7: 2017Q1 净出口对 GDP 的贡献率由负转正	9
图表 8: 联邦基金利率期货隐含加息概率	10
图表 9: 6 月下旬以来全球主要经济体利率再度出现上行压力 %	10
图表 10: 主要经济体央行近期货币政策方向	11

一、未来利率水平以高位震荡为主

从去年四季度以来，利率一直处在上升的态势，但是最近国家在防风险、抑泡沫维度更加注重政策协调，合理引导预期，确保不发生“处置风险的风险”。因此我们认为利率倒 U 型走势的左侧拐点明晰，未来不会出现较大幅度的利率上行，将进入利率高位震荡的区域，即进入利率倒 U 型走势的顶部区域，向右侧的转向尚早。

今年年初以来，我们是市场上最早、最坚定看利率上行的卖方机构。在《“假”加息？莫误判货币紧缩大势》报告中，我提示市场不要陷入四个低估，确认利率正式进入上行区间。并相继发布防风险、抑泡沫系列报告和利率上行期的大类资产配置报告。在《利率为轴、经济为马——中期策略报告》中，我们详细阐述了利率未来会成倒 U 型走势的观点。即货币政策收紧以及三会加强监管导致利率强上行，平稳后进入倒 U 型顶部，待宏观经济增速回落到 6.5% 左右甚至保不住 6.5% 的预期开始出现的时候，利率从倒 U 型顶部进入下行区间。

当前市场对于货币政策出现一定的分歧，部分认为当前的货币政策已经出现了拐点，伴随着无风险收益率的上涨以及信用利差的进一步扩大，实体经济的融资压力将会成为货币政策拐点的主要支撑；另外一种观点则认为在当前去杠杆逻辑没有转变的大背景下，货币政策难以转向，利率仍有进一步上涨的空间。我们重申关于下半年利率的核心观点：**未来利率将会出现倒 U 形走势，当前仍处在倒 U 形的左侧接近拐点处，利率右侧拐点将有可能出现在经济增速快速下行预期出现的时候，我们初步判断最早出现在 2017 年 4 季度末到 2018 年一季度。**

图表1：10年期国债收益率近三年走势



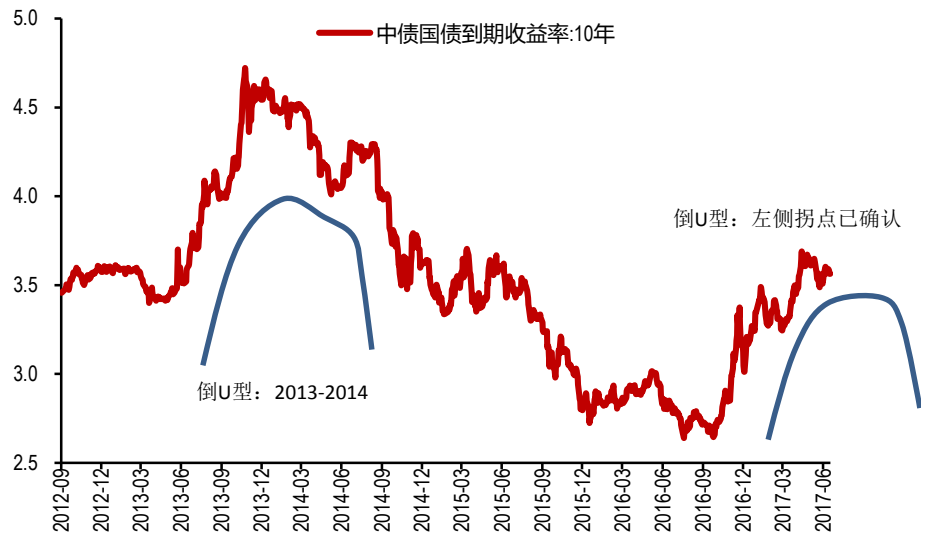
资料来源：Wind，华泰证券研究所

倒 U 型走势的历史最可类比的是 2013 年下半年至 2014 年上半年的情况。13 年查非标、17 年查同业。表象不同，但本质都是金融领域的风险隐患。13 年 6 月份钱荒后，也出现央行进行流动性维稳的情况，和今年 4、5 月份利率强上行后一行三会预期引导、监管协调如出一辙。那一时期利率也走出倒 U 型曲线。直到 2014 年上半年，经济下行压力加大，央行开始进行公开市场操作投放货币，利率迎来右侧向下的拐点。我们认为那一段历史很有参考价值。

最近一段时间，几个信号辅助我们对利率倒 U 型左侧拐点的判断。（1）银监会副主席王兆星明确表态，不要出现处置风险的风险；（2）人民日报评论，将防风险表述为“防范股市大幅波动风险，防控债市信用违约风险”。（3）央行旗下《金融时报》也对金融去杠杆的表述开始强调监管协调，进行预期引导。（4）央行在 7 月初开展 3600 亿 MLF 操作，对冲到期，并向市场投放流动性，7、8 月份流动性不会太紧。

未来，利率将进入倒U型顶部区域，高位震荡的可能性更大。我们认为，在利率进入左侧拐点以后，未来将会处于倒U型顶部区域，虽然仍存在上行可能，但最危险的时刻已经过去，斜率较大的上升情况不会出现。总体上，利率可能更多表现为高位震荡。我们重申，目前经济虽然处于下行区间，但韧性较强，工业企业利润仍维持在20%以上的增速，今年经济不会失速，全年GDP增速预计在6.7%左右，完全可以实现年初制定的6.5%左右、在实际工作中争取更好结果的目标。经济出现达不到6.5%增速的预期，至少要等到今年年底或明年年初，届时才会迎来倒U型右侧的拐点。

图表2：2013年-2014年国债收益率的倒U型走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

二、为什么判断利率迎来倒 U 型左侧的拐点

1) 解铃还需系铃人---银监会发声

银监会副主席王兆星在 2017 年 7 月 11 日接受新华网采访时表示,目前风险防控工作取得了积极进展。一是商业银行业务结构趋于优化,同业业务规模总体收缩,投向实体经济传统信贷主业保持了较快增长,特别是加大了对国家重大项目建设和新经济新动能的支持力度。二是各类风险正在逐步得到控制和化解,不良贷款处置力度加大,部分银行的资产负债期限错配程度有所缓解。三是金融市场乱象得到遏制,市场竞争更加理性,经营行为更加规范,非法集资案件数量明显下降。但我们也清醒地认识到,当前风险防控形势依然复杂严峻,加强监管必须持续用力,久久为功,确保“不忽视一个风险,不放过一个隐患”。2017 年 5 月末,我国银行业金融机构资产总额 233 万亿元,当前银行业总资产占我国金融资产 90%以上,保持银行业稳健运行对于维护经济金融安全稳定具有重要意义。**银监会将积极稳妥地推进各项监管工作,牢牢守住不发生系统性风险的底线,推动银行体系持续稳健发展。**

2014 年一季度,人民银行货币政策转向宽松之后,债券市场开始了一个长达 3 年的牛市行情。2016 年底至今债券收益率震荡上行主要分为两个阶段。第一阶段,2016 年第四季度,10 年期国债收益率由 2.65% 上升至 3.25%,本阶段主要是由于美元和美债走强,央行被迫收紧货币政策应对国际收支问题;第二阶段,银监会在 2017 年第一季度针对银行委外问题出台银行业自查文件,该阶段 10 年期债券收益率由 3.25% 最高上涨至 3.69%。我们认为,第二阶段的利率强上行是由金融监管造成的,因此判断未来的利率走势仍需要判断监管部门的表态。银监会的最新表态表明了下半年银监会的监管超出市场预期的概率在降低,这样就意味着因为金融监管超预期导致的利率上行的概率在逐步降低。

2) 央行旗下金融时报观点值得重视

央行旗下金融时报在 2017 年 7 月 11 日发表文章,银行同业和表外业务规模收缩,金融去杠杆效果显现。融受央行宏观审慎考核(MPA)及银监会“三违反”“三套利”“四不当”专项治理等严监管政策影响,银行业开展同业、表外业务显得更为审慎。自 6 月底以来,银行理财规模总体呈下降态势,尤其是同业理财规模出现大幅下降,表外业务逐步回归表内。

金融时报从以下三个方面阐述了当前金融去杠杆进程和取得成效。首先,在金融去杠杆的背景下,为防范金融风险,更好地调节流动性,防止银行业风险扩散到实体经济,监管部门近期密集出台文件,强调加强风险监管,内容直指银行同业和表外业务。其次,银行表外业务逐渐回归表内,防止资金空转套利,从目前来看效果已经显现。在多项政策出台后,同业业务和表外业务都出现了明显收缩,尤其是银行资产负债表在个别月份也有明显的收缩。6 月下旬,国有银行同业产品环比下降 30.43%,股份制银行环比下降 57.63%,城商行环比下降 46.09%,农村金融机构环比下降 73.74%。最后,监管部门出台的金融政策在指导思想上是“开正门、堵偏门”,所有的监管制度和规定都不是禁止业务,而是鼓励依法合规地开展业务,以稳定市场和促进经济发展为目的。

我们认为,央行和银监会在同一天关于金融监管和金融去杠杆问题发出了共同的声音,未来的监管节奏超出市场预期的概率已经不大,我们认为利率倒 U 形走势的左侧拐点已经逐渐显现。

3) 央行公开市场操作结束到期不续作

同样在 2017 年 7 月 11 日,央行开展 OMO 操作完全对冲到期逆回购,央行结束了自 6 月 23 日之后一直保持者公开市场到期不续作的操作,随后的 13 日央行进行了 3600 亿的 MLF 投放操作,基本对冲当月的 MLF 到期量。央行的公开市场操作的边际转向,也让市场嗅到了货币政策有边际放松的迹象。我们认为央行的公开市场操作到期续作的态度至少缓解了债券市场的谨慎情绪,未来债券收益率继续快速上行的概率在降低。

4) 金融工作会议主基调

首先，强调金融支持实体经济，有利于推动长端利率走出倒 U 型走势。全国金融工作会议主要指导五年工作，会议着重强调金融要把服务实体经济作为出发点和落脚点，要清理规范中间业务环节，避免变相抬高实体经济融资成本，着力“强实抑虚”，要把发展直接融资放在重要位置，并改善间接融资结构。我们认为强化金融监管、推进金融去杠杆的长期目的就是引导资金脱虚向实。长远来看，金融去杠杆后，金融同业空转的现象不再，实体经济不用再承受同业链条增加成本，利率也会逐渐有回落趋势。强调金融支持实体经济的导向，将会逐步推动长端利率走出倒 U 型走势。

其次，强调强化监管防范系统性金融风险使利率短期不会下行。会议强调要以强化金融监管为重点，以防范系统性金融风险为底线，把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置。推进构建现代金融监管框架，更加注重宏观审慎原则，加强功能监管和行为监管。验证了我们前期提出的金融监管尚未结束但节奏将趋缓的判断。我们认为近期临近利率倒 U 型走势的左侧拐点，后续长端利率将继续高位震荡，不会轻易下行。同时，货币政策强调稳健，而不是稳健中性，并不代表货币政策会马上宽松，金融工作会议的观点不是针对下半年而是针对未来五年，所以强调稳健。

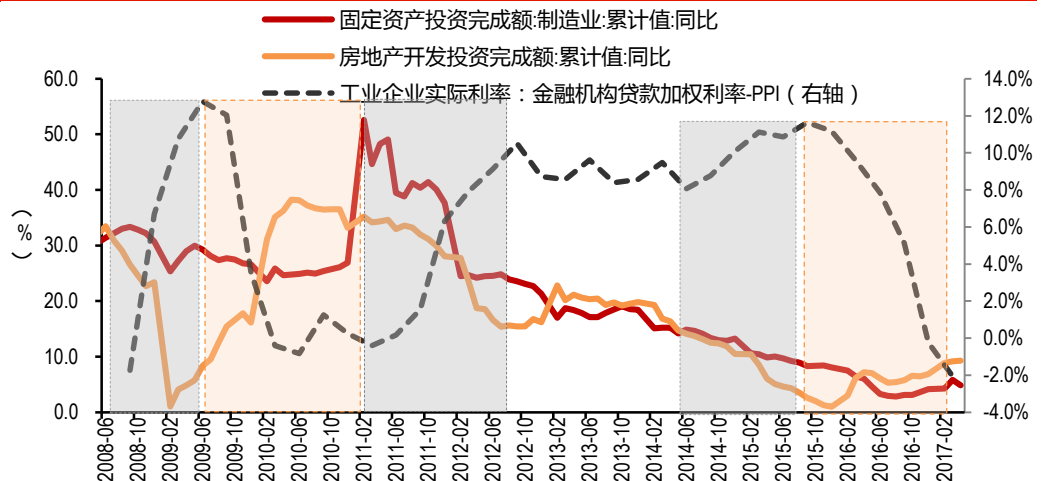
最后，会议强调加强监管协调使利率不会轻易的上行。会议通稿提出建立国务院金融稳定发展委员会是协调监管机构和杜绝监管套利的制度保障，设立在国务院下有利于统筹一行三会。通稿强调“强化监管问责”，也有利于央行推进统一的资管新规。这意味着 4-5 月份货币政策和监管政策双双收紧的情况将不再出现。金融去杠杆尚未结束，但边际最严的时候已过，我们判断接下来利率将以高位震荡为主，不会轻易上行。

三、为什么利率不能一直上行？

我们在2月的报告《“假”加息？莫误判货币紧缩大势——市场可能陷入的四个低估》中较早判断当时处于利率上行的初期阶段，随后“四个低估”的观点逐步得到验证。在这样的总体判断下，我们认为利率存在超调风险。然而一旦长端利率偏离经济中长期的基本面和资本回报率，超调终究会得到修正，利率终将向下。

首先，从中长期经济表现看，利率上行中长期拖累经济，反过来限制了长端利率的进一步上行。从2013-2014年的经验来看，虽然利率的快速上行短期对经济产生负面影响较弱，但是中长期仍会拖累经济，当经济出现明显回落预期，长端利率会转为下行。尤其现在的经济形势相比2013年的情形，更加无法承受利率的大幅上行。2013年GDP增速仍位于7.5%以上，其中三季度反弹至7.9%，CPI也在10月份达到超3%的增速，稳定的宏观经济环境为去杠杆提供了基本的条件。虽然目前经济增速和物价水平仍然稳健，但与2013相比经济已经明显减速，实际状况更为脆弱。GDP增速下台阶降到7%以下水平，经济动能转换尚未完成，仍然没有从根本上转变依靠基建和房地产投资的增长模式，当前的经济形势无法承受整体利率提升对实体经济的冲击，这也是监管层5月11日以来不断强调监管协调的重要原因。

图表3：在工业企业实际利率上行期，制造业和地产投资往往出现回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

其次，从公有制经济部门软约束来看，利率上行幅度过大，将改变地方政府和国有企业行为。我国部分地方政府和国有企业存在预算软约束，对利率变化初期并不敏感。但是如果利率上行幅度过大，终会受利率影响。甚至成为重要的游说力量，重新说服中央层面，强调降低企业融资成本，这是长端利率走出倒U型走势的另一理由。

第三，从金融去杠杆的目的来看，同业链条缩短，实体经济融资成本最终将下降，利率也逐渐会有回落趋势。长期来看，金融去杠杆的目的是引导资金脱虚向实。当前金融体系中同业链条过长，各个环节的盈利诉求最终累加到了终端，推高了实体经济的融资成本。金融去杠杆后，金融空转的现象不再，长远看金融同业所加的价格可能被去化，实体经济不用承受同业链条增加成本，逐渐利率也会有回落趋势。因此，长端利率会走出倒U型曲线，长端利率终究会下行。

值得注意的是，货币政策由于其多目标制，经济缓慢回落的趋势并不重要，回落趋势并不影响金融稳定和国际收支平衡在当前央行货币政策目标决定中的重要性，但是一旦接近GDP增长的目标值6.5%，经济增长很有可能成为货币政策决策的最重要目标，由于财政政策进一步积极的难度也较大，所以货币政策可能无法实现持续的紧缩，利率也无法进一步向上抬升，最终重回宽松，利率重现下行的趋势，这对债券是较为有利的，对股市也会形成利好。我们判断这一预期最快在今年四季度末或明年一季度出现。

四、利率短期不会迎来倒 U 型右侧拐点

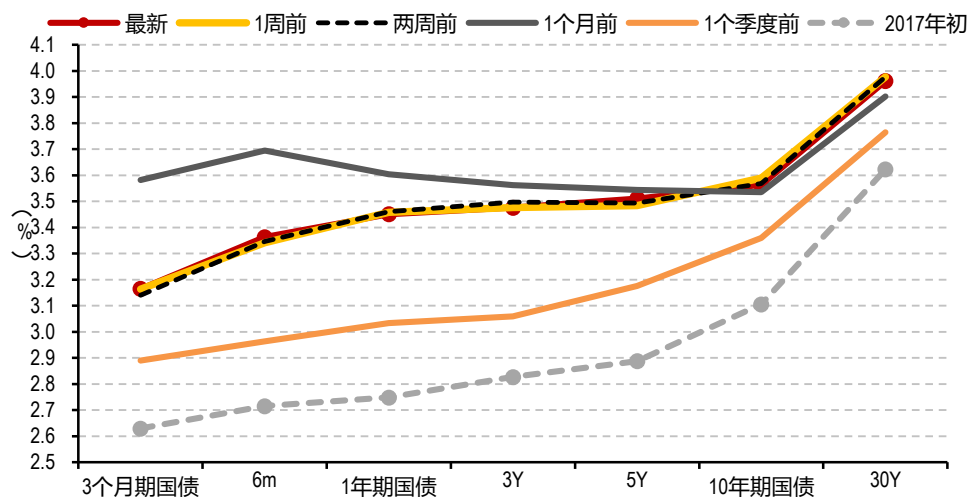
利率不会一直上行，随着经济的下行压力加大，经济基本面下行预期将逐渐对利率层面产生反馈，我们可能看到稳增长被重新放到货币政策“4+1”最终目标最重要的位置上，取代今年排位靠前的“维护金融稳定”和“维护国际收支平衡”。稳增长需求将使得货币政策重新在边际上重新转向宽松，利率也将迎来趋势性向下机会。

但是，尽管我们认为当前已经来到利率倒 U 型的左侧拐点，但右侧拐点——即利率趋势性下行并不会很快到来，我们判断倒 U 型右侧拐点最早可能在今年四季度末到明年一季度初出现。为什么我们判断今年下半年利率难以出现趋势性下行？原因主要来自三个方面：一是金融去杠杆还未结束，加强金融监管的大方向没有改变，货币政策在年内都会把维护金融稳定放在重要位置上；二是中国经济韧性较强，基本面的下行压力至少到四季度以后才会表现的比较明显，年内四个季度 GDP 增速预计都将高于 6.5% 目标值；三是全球主要央行货币政策都在收紧，除美联储以外，欧元区、英国、加拿大、澳洲等经济体央行对后续货币政策的表态都偏鹰派，全球的利率环境下半年边际上都有上行压力。

第一方面，我们认为强化金融监管、金融去杠杆还未结束，维护金融稳定在货币政策最终目标中仍然排在最重要的位置。6 月以来只是监管的阶段性的趋缓，并非趋势性逆转，未来将更加强调金融监管过程中的一行三会监管协调，因此尽管利率不会轻易的上行，但短期也不会迎来右侧下行拐点。

7 月 11 日，银监会副主席王兆星强调“加强监管必须持续用力，久久为功”，确保“不忽视一个风险，不放过一个隐患”；7 月 15 日全国金融工作会议再度强调，要以强化金融监管为重点，以防范系统性金融风险为底线，推进构建现代金融监管框架，更加注重宏观审慎原则，加强功能监管和行为监管，验证了我们前期提出的金融监管尚未结束但节奏将趋缓的判断。同时，货币政策强调稳健，而不是稳健中性，并不代表货币政策会马上宽松，金融工作会议的观点不是针对下半年而是针对未来五年，所以强调稳健。我们认为近期临近利率倒 U 型走势的左侧拐点，后续长端利率将继续高位震荡，不会轻易下行。

图表4： 强调监管协调对短端利率的压力减轻，但强化金融监管趋势没有发生改变，长端利率不会轻易下行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

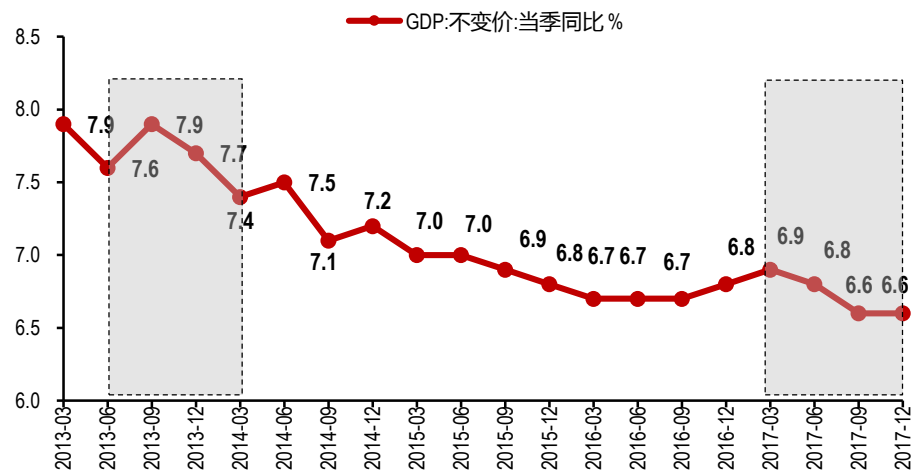
第二方面，中国经济的韧性较强，我们预测二、三、四季度 GDP 不变价增速分别为 6.8%、6.6%、6.6%，年内四个季度经济增速都保持在+6.5%以上，这使得货币政策“4+1”最终目标在年内不会把稳增长、保 6.5 放到首位，利率短期不会来到右侧拐点。

一季度经济反弹的背后，经济内在动能并没有完成切换，仍然是基建+地产传统动能的超预期表现带动 GDP 小幅反弹。展望下半年，全年制造业投资和地产投资可能均为前高后低走势，但 PPI 在三季度预计只会平缓回落，制造业投资的下行速度也会比较平稳；三四

线城市去库存的力度预计相对一季度有所趋弱，整体地产销售数据也会显现回调，但前期销售较好使得地产商现金流状况充裕，当前地产商的拿地和新开工数据均表现不错，这使得房地产投资在中期内都会表现的较有韧性。对 2017 全年而言，制造业和地产投资都要好于去年底的市场预期。我们判断基建投资下半年有较大概率比上半年力度更强，之所以上半年基建投资略低于预期，主要是由于经济表现较好，对基建托底的需求并不强烈；但随着下半年、尤其是四季度经济下行压力逐渐体现以后，基建投资可能给出更大的力度，来对冲制造业和地产投资的下行压力。

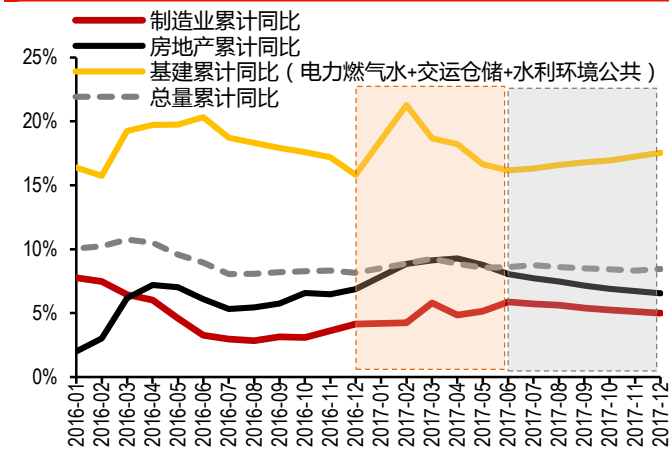
随着油价同比涨幅缩窄带动原油相关消费回落、汽车消费增速继续回调，最终消费增速下半年可能小幅下行。但消费整体增速表现较为稳健、波动不大，对经济的边际影响也较小。我们年初认为进出口可能是年内经济边际上最大的不确定性，但随着中美全面贸易战的可能性大为降低，进出口冲击经济的黑天鹅风险基本消除，目前全球经济的弱复苏对我国出口带来良性影响。上半年进出口表现良好，一季度净出口对 GDP 的贡献由负转正。

图表5： 预计 GDP 增速年内都将保持在+6.5%以上



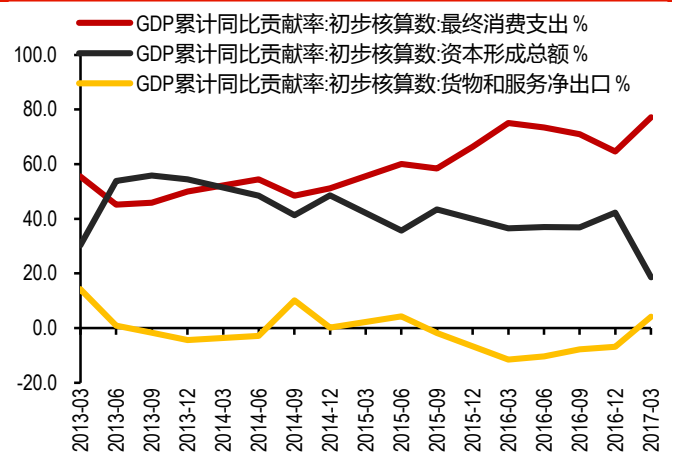
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6： 预计制造业和地产投资前高后低，但下行速度平缓



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7： 2017Q1 净出口对 GDP 的贡献率由负转正



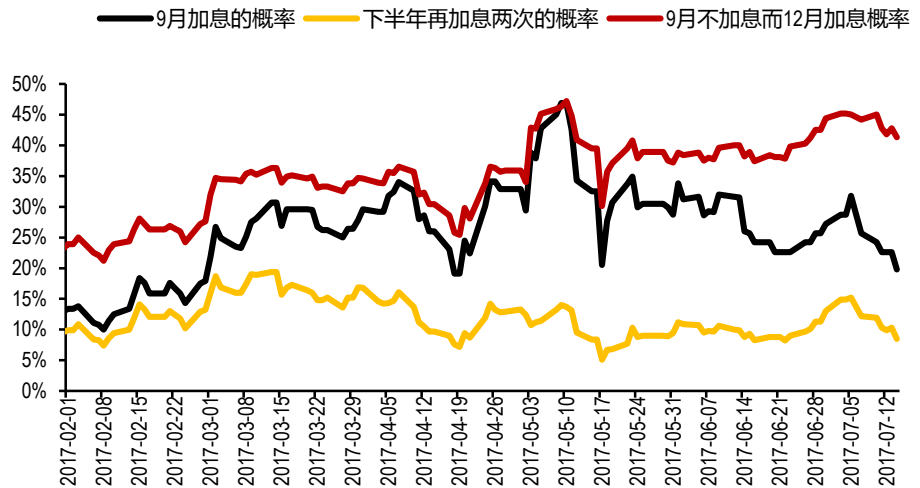
资料来源：Wind，华泰证券研究所

第三方面，更多的主要经济体央行表露了货币政策边际收紧意向，下半年全球利率环境难以出现一致下行动能，这是我们判断国内利率短期不会来到倒 U 型右侧拐点的外部因素。我们判断美联储下半年很大概率还将加息一次（目前隐含概率在 40% 左右），且年内会启动缩表；6 月底以来包括耶伦在内的多位联储高官表示了对美国资产价格“可能存在一定泡沫”的担忧，存在高估的资产价格可能也将成为美国货币政策决定时的隐性考量。对于欧元区、英国、加拿大等经济体，近期货币当局频繁表露了对经济前景、通胀预期等基本

面因素的乐观态度，货币政策更加明显地转向偏鹰派。加拿大已于近日首次启动加息。

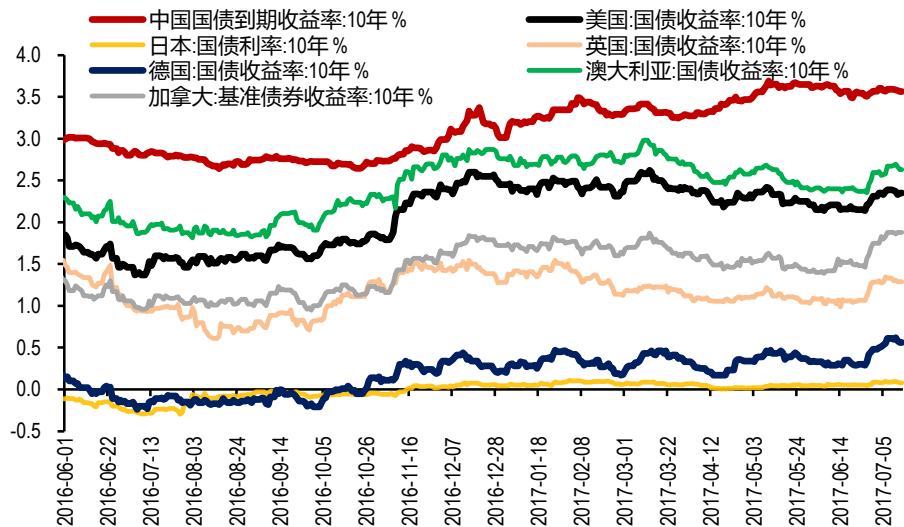
在下半年全球大的利率环境有上行压力、难以出现一致向下动能的情况下，一方面国内利率的市场预期会受到国际大环境的影响；另一方面为降低资本流出压力，我们判断在联储下半年加息的时点上，我国央行仍然有再次上调政策利率的可能性，维护国际收支平衡仍然是货币政策重要的考量因素。因此我们认为下半年利率很难来到倒U型的右侧拐点。

图表8： 联邦基金利率期货隐含加息概率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9： 6月下旬以来全球主要经济体利率再度出现上行压力 %



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10： 主要经济体央行近期货币政策方向

	经济基本面表述	最近货币政策的表述
美国	联储主席耶伦 7 月 12 日表示：目前美国经济增长总体平稳、就业市场持续改善，就目前经济情况而言，可通过渐进加息方式实现并保持就业和价格目标；同时指出经济的不确定性来自通胀是否能够如期上升、特朗普经济改革计划能否被国会批准等。	1) 耶伦（7 月 12 日）：联储年内很可能启动缩表。目前的中性利率仍低于历史水平，联邦基金利率并不需要大幅度提高，接下来数年应继续保持渐进加息的节奏。 2) 旧金山联储主席威廉姆斯（7 月 11 日）：通胀是边际制约货币收紧的因素，预期今年加息一次，未来数月应开始调整资产负债表。 3) 达拉斯联储主席卡普兰（7 月 13 日）：在收紧货币政策方面，需要看到通胀升向美联储+2%的目标。今年晚些时候可能开始缩表。 4) 6 月最后一周，含耶伦在内的联储三位高官表示美国资本市场的确存在一定的估值高估，资产价格可能成为货币政策隐性考量。
欧元区	1) 欧央行 6 月会议纪要：在经济环境好转伴随尾部风险下降的情况下，有必要重新审视资产购买问题上的宽松立场。 2) 6 月 27 日欧央行行长德拉吉在讲话中肯定了欧元区经济复苏势头，认为“通缩因素已被再通货膨胀因素所取代”。 3) 德国央行行长魏德曼 6 月 25 日称欧洲经济持续复苏，使欧央行货币政策正常化成为可能。	1) 德拉吉（6 月 27 日）：为确保通胀回归目标值，仍需要很大程度的货币宽松；在经济复苏进程中，需要审慎逐步调整政策工具/参数。 2) 欧央行执委科尔（7 月 7 日）：欧洲央行应该慎重、灵活、清楚地调整其政策，以避免导致市场突然调整。 3) 德国央行行长魏德曼（6 月 25 日）：出于信誉考虑，欧央行必须在通胀允许时退出宽松政策。
英国	-	英国央行行长卡尼（6 月 28 日）：对超出 2%目标的通胀容忍度有限，只要满足投资增长抵消消费支出疲软、薪资增幅抬升、英国脱欧谈判对经济影响有限三个条件，就可以恢复加息。
加拿大	1) 6 月 28 日，加拿大央行行长肯定了本国一季度 GDP 增速+3.7%领先 G7 国家的良好表现，对经济前景展望良好。 2) 加拿大央行决议：近期数据提振了未来经济增长将高于趋势的信心。预计经济将在未来几个季度温和扩张。近期通胀疲软将会是暂时性的，预计通胀率到 2018 年中期接近 2%。	加拿大央行 7 月 12 日加息 25 个基点至 0.75%，但表示由于不确定性和金融系统的脆弱性犹在，未来利率决定将取决于数据。此次为近七年以来首次加息，成为美联储之后第二家收紧货币政策的主要央行。
澳洲	澳洲联储 7 月份决议：随着经济增强，预期通胀将逐渐抬升。部分市场房价迅速上升；就业将继续增长；薪资增长依然低迷；企业状况和投资已经回升；澳元升值将让经济调整复杂化。	澳洲联储（7 月 4 日）利率决议：维持利率不变，符合经济增长可持续性，一段时间后将逐渐实现经济增长和通胀目标。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

五、未来利率趋势终将向下，如何判断拐点

此前央行“缩短放长”，目的在于改变金融机构不备流动性的问题，这一目的是否达成是可以被客观观察到的。从去年7月开始，央行“缩短放长”提升市场利率，即在公开市场操作中，使用更高利率的14天逆回购取代了7天逆回购。当时央行在三季度货币政策执行报告中写道，“适当拉长资金供应期限，有利于引导商业银行提高流动性管理水平，合理安排资产负债总量和期限结构，防范资产负债期限错配和流动性风险”。我们当时提出，央行的着眼点在于金融机构同向交易和在关键时点不备流动性的问题。如果在央行趋紧的政策下，市场上一半体量的金融机构能够在关键时点储备流动资金，即使央行不额外放水，市场也能实现资金供需平衡，那么央行的目的就达到了。

然而当前的金融去杠杆进程却不易找到硬性的、量化的指标。根本原因在于，从去年10月中央政治局会议提出“防风险、抑泡沫”的目标后，将金融稳定的目标提到了更高的层面上，“防风险、抑泡沫”成为多个监管部门的首要目标。需要明确的是，金融机构去杠杆并非监管机构的直接目标，而是在以“防风险、抑泡沫”的指导思想下，货币政策和监管政策驱使市场自发的行为。监管机构的动机在于加强金融体系的稳健性，目标则是打破刚兑、禁止理财产品资金池运作、禁止多层嵌套。在这些政策靴子落地之前，市场去杠杆能去到什么程度，用硬性量化指标衡量是比较难的。更加重要的是，金融去杠杆是市场发明的用词，政府部门很少提到，不能用其来判断政府行为。

一个可以直接观测的信号是GDP增速向下逼近6.5%。在央行多重目标的货币政策框架下，一个重要的信号是GDP增速何时向下逼近6.5%的底线。虽然存在一定的时滞，金融去杠杆最终必然影响实体经济融资，进而影响到经济增速。如果GDP增速较快下滑至6.5%左右，保增长将重新成为货币政策的首要目标。

监管政策压缩同业链条会伤及非标，进一步冲击主要支撑经济的动力基建和房地产，所以只有监管趋缓，才能稳住经济。我们判断当前央行的首要目标是金融稳定+国际收支平衡，这两者是相容的，但保增长与金融稳定的目标并不完全相容。具体而言，以杜绝多层嵌套、要求穿透的监管政策将对非标融资产生较大影响。一方面是我们已经能从月度信贷和社融数据中看到金融机构表外转表内的行为，另一方面近期央行在金融稳定报告中提出未来还要控制非标的规模。然而非标融资是基建和地产的重要资金来源，必然会对这两个支撑经济的产业产生冲击，进而影响到经济增速。因此只有监管趋缓，才能不致经济增速快速下滑。

那么GDP的目标值可不可以不保了？我们认为当前仍然不存在这种可能性。央行调统司司长阮健弘五月在一篇名为《关于设定经济增长预期目标的思考》的文章中讨论过，发达国家政府往往只发布GDP增速的预测值，而我们发布的是目标值。经济规划目标要与发展阶段相适应，从长远看我们也应该完成向预测值的转变，但当前经济增长预期目标的做法还无法取代。并且做了相应的测算，2018年至2020年每年GDP达到6.4%就可以实现全面建成小康社会的目标。因此，不管是6.5%还是6.4%，当前政府GDP的目标值依然是刚性的。

进一步推断，届时货币宽松的信号包括大规模投放PSL、定向降准等。正如今年二月份开始央行在没有动基准利率的情况下提升了政策利率，成为货币政策转向的重要节点。如果未来货币政策将有宽松，也不应等到降息降准才做判断。我们认为，货币政策风向边际改变的信号，可能包括大规模投放PSL（如以推进货币化棚户区改造等）、定向降准（如以金融支持三农小微等）。未来类似政策如果出台，应积极判断货币政策取向发生改变，进而判断利率下行。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com