

宏观政策分析报告

2019 年 6 月 30 日

深化改革 夯实现代金融的坚实基础

中国银河研究院·宏观政策分析报告 2019 年 6 月

核心内容：

★唯有通过对一系列基础制度安排进行深化改革，优化金融体系的制度供给，才能最终改善我国金融体系的资源配置效率，激发我国经济在新时代进一步可持续发展的潜力与活力，为中国应对现在及未来一个时期一切复杂局面奠定坚实的金融基础设施。

★美联储总体暂时观望，但做好准备运用政策工具以应对衰退。总体来看，我们认为目前联储采取按兵不动态度，以继续观望为主要策略的可能性更大，直至美国经济增速持续一个时期低于潜在增速水平（2%），就业市场失业率回升至自然失业率以上时才会采取货币刺激政策，而这两个条件在 2019 年内具备的可能性较小，2020 年后可能性将会趋于上升。

★6 月 26 日国务院常务会议指出，要坚持实施稳健的货币政策，保持松紧适度，并根据国际国内形势变化适时预调微调，保持流动性合理充裕，确保小微企业贷款实际利率进一步降低。会议要求，支持扩大知识产权质押融资，以拓宽企业特别是民营小微企业、“双创”企业获得贷款渠道，推动缓解融资难。

★央行例会指出要推动供给体系、需求体系和金融体系形成相互支持的三角框架。新的“三角框架”意味着政策层面将继续加大对经济高质量发展支持力度。供给、需求和金融是三角框架，在全球化背景下，它们是开放的系统而不是封闭的系统。三者相互支撑的过程中，中国经济形成了良好态势，中国经济再平衡正在持续推进，取得了全面进展。

★目前，经济下行压力有所边际缓解、叠加中美关系初现曙光，将贡献市场情绪与风险偏好提振。但总体上看，经济企稳基础仍然有待进一步加固，中美关系仍有波折可能。宏观政策层面预计不会在短期内扭转逆周期托底，但在形势有所改善及通胀边际压力增大的背景下，宽松节奏将有所控制。

分析师

张宸

☎：(8610) 8357 1342

✉：zhangchen_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517120001

特别感谢：

余逸霖

☎：(8610) 66561871

✉：yuyilin_yj@chinastock.com.cn

目录

一、国际宏观政策动态：宽松政策以承托增长.....	4
1. 美联储：暂时观望 但做好准备应对潜在衰退可能	4
2. 欧央行：若通胀持续回归目标受到威胁 额外刺激就有必要	6
二、国内宏观政策动态：供给与需求侧政策并举.....	7
1. 国务院：继续以宏观政策支持民营与小微企业融资	7
2. 人民银行：“供需-金融”三角框架	10
(1) 供需-金融三角框架	10
三、总结：深化改革 夯实现代金融的坚实基础.....	12
(1) 社会融资数据呈现的真实图景	12
(2) 建立以现代资本市场为核心的资源配置体系	13
(3) 中国金融供给侧结构性改革的核心基石	13

图表目录

图 1. 美国本轮经济增长持续时间位居二战后第二位.....	5
图 2. 美国经济增速在未来一年预计向潜在增速水平（2%）回归，但距离衰退仍有距离	5
图 3. 6 月 PMI 的季节性表现.....	8
图 4. PMI 整体，PMI：生产分项和 PMI：新订单分项，都处于下行趋势（季调后）	9
图 5. 日均耗煤量:6 大发电集团:同比.....	9
图 6. 供需-金融三角框架图示	11
表 1. 刘鹤副总理陆家嘴论坛发言要点.....	10

一、国际宏观政策动态：宽松政策以承托增长

1. 美联储：暂时观望 但做好准备应对潜在衰退可能

根据美联储 6 月会议的政策信息，FOMC 已将对经济活动增长的评估从“稳健”下调至“温和”，“对这一前景的不确定性有所增加”。联储提及，“关于美国经济(以及其他发达经济体)的问题是，随着制造业周期恶化，以及我们(美国)正接近周期的晚期，服务业和就业状况能稳定多久；家庭支出似乎比今年早些时候有所回升；企业固定投资指标疲软”。20 国集团(G20)峰会之后，虽然可能会有关于贸易战的新进展。然而，制造业也受到了与贸易紧张局势无关的因素的影响，比如中国近年来努力降低杠杆率。”

此外，联储对于通货膨胀有所担忧。鲍威尔强调，市场预期已经下降，“接近历史区间的底部”。美联储将 2019 年 PCE 通胀预期从 1.8% 下调至 1.5%。

美联储总体暂时观望，但做好准备运用政策工具以应对衰退。美联储已经摒弃了“耐心”利率策略。美联储“将密切关注即将发布的信息对经济前景的影响，并将采取适当行动维持经济扩张”。自 3 月份以来，点阵图已显示出明显的鸽派趋势。鲍威尔警告说，不要太关注点阵图。

基于近期经济数据，我们对于美联储上述政策态度并不感到意外，但也不认为降息的时点已经迫近。市场目前已经就宽松预期达成某种共识，然而我们认为应避免对宽松有太高的预期。认为联储会将市场预期而不是经济数据置于政策决定的第一位，认为联储将避免政策令市场预期失望进而可能导致的债券市场和股票市场价格调整，从而导致“金融状况”恶化的情景，从而在市场预期推动下提前进入降息周期的经济证据目前尚不足够。

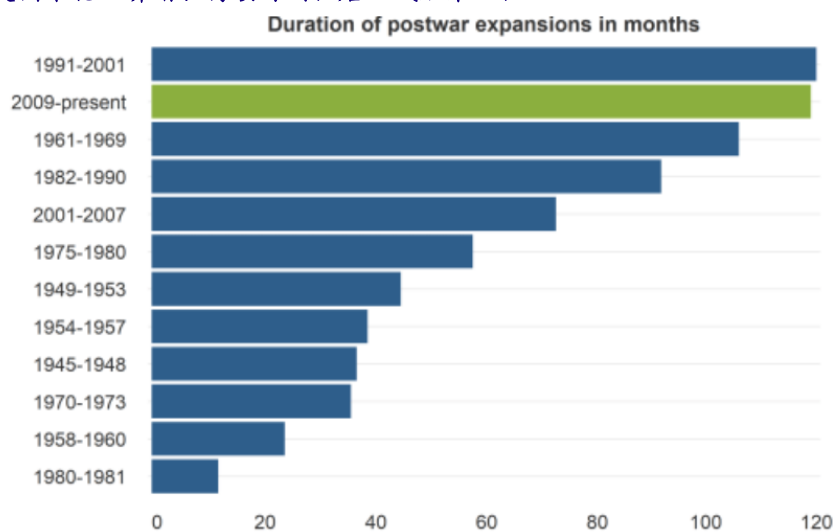
第一季度实际 GDP 折合成成年率增长 3.1%，过去四个季度平均增长 3.2%。我们预计今年和明年的经济增长将会放缓，接近略低于 2% 的潜在增速。

尽管 5 月份非农就业岗位仅增加 7.5 万个，但 4 月份增加了 22.4 万个。目前，6 个月的平均就业人数为每月 17.5 万人。这一创造就业的速度远远超过吸收新进入劳动力的长期所需速度，我们估计每月大约有 9 万个就业机会。5 月份的失业率仍维持在 4 月份的 3.6%，为近 50 年来的最低水平。目前的失业率低于自然失业率，反映了就业创造的持续强劲步伐，并支持劳动力市场已超过充分就业的观点。从中期来看，随着经济增长放缓，我们预计失业率将逐渐恢复到自然水平。

通货膨胀率一直低于联邦公开市场委员会设定的 2% 的目标。居民消费支出物价总水平比上年同期上涨 1.5%，核心居民消费支出上涨 1.6%。在整体经济坚实基本面的支撑下，我们预计中期通胀率将回到 2% 的目标水平。

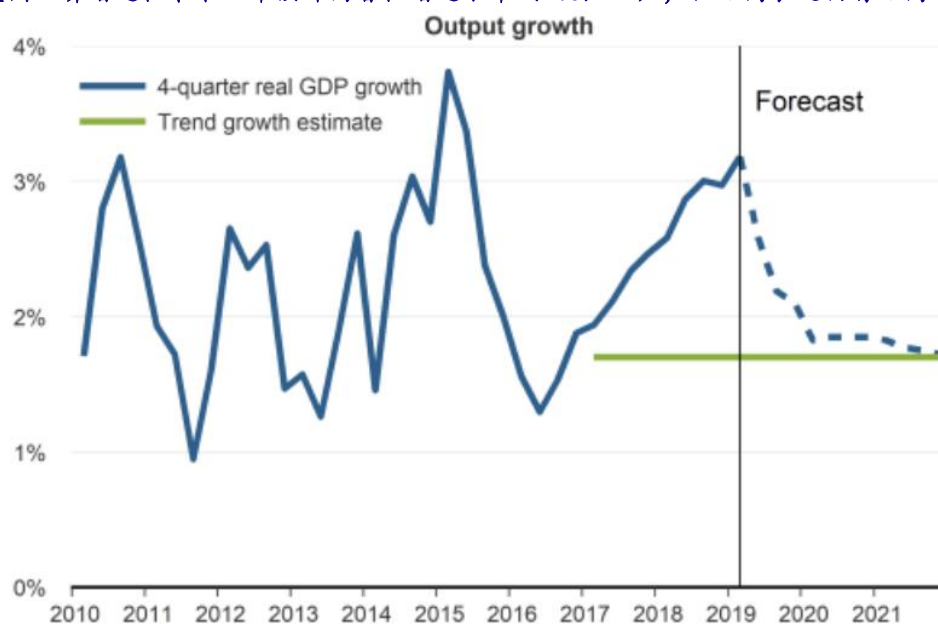
总体来看，我们认为目前联储采取按兵不动态度，以继续观望为主要策略的可能性更大，直至美国经济增速持续一个时期低于潜在增速水平(2%)，就业市场失业率回升至自然失业率以上时才会采取货币刺激政策，而这两个条件在 2019 年内具备的可能性较小，2020 年后可能性将会趋于上升。

图 1.美国本轮经济增长持续时间位居二战后第二位



资料来源：美国国家经济研究局，中国银河证券研究院

图 2.美国经济增长在未来一年预计向潜在增速水平（2%）回归，但距离衰退仍有距离



资料来源：美国国家经济研究局，中国银河证券研究院

2. 欧央行：若通胀持续回归目标受到威胁 额外刺激就有必要

欧洲央行行长德拉基 2019 年 6 月 18 日在辛特拉回顾欧洲过去二十年货币政策的讲话中提到，如果通胀持续回归目标受到威胁，就需要额外的刺激。德拉基表示，货币政策仍致力于其目标，而不是屈从于过低的通胀，欧央行不会永远、甚至暂时接受低通胀率。

欧央行把货币政策的总体取向描述为“耐心、坚持和审慎”。耐心，因为面对反复出现的负面冲击，不得不扩大政策视野。坚持，因为货币政策将保持足够的宽松，以确保通胀与我们的目标持续趋同。审慎，密切关注潜在的通胀动态和风险，并适当调整政策。

德拉基指出，展望未来，风险前景仍倾向于下行，未来几个季度的指标显示经济依然疲软。过去一年一直突出的风险，特别是地缘政治因素、保护主义的威胁日益加剧以及新兴市场的脆弱性，尚未消散。风险的延长对出口造成了压力，尤其是对制造业。

如果没有改善，以致通货膨胀持续回到央行政策目标受到威胁，就需要额外的刺激。

欧央行管委会成员表达了他们的信念，即以对称的方式追求接近 2% 的通货膨胀目标。正如欧央行政策框架在过去不断演变以应对新的挑战一样，它也可以再次演变。未来几周，欧洲央行管委会将审议如何调整政策工具，使之与价格稳定风险的严重程度相称。欧央行仍然能够通过调整其偏差和条件来加强前瞻指引，以适应通货膨胀调整路径的变化，这适用于货币政策立场的所有工具。

进一步降低政策利率和采取缓解措施以遏制任何副作用，仍是政策工具的一部分。而且资产购买计划还有相当大的发展空间。此外，央行行动是必要的和相称的，以完成任务并实现目标，这意味着欧央行对工具所规定的限制是针对央行所面临的紧急情况。如果说这场危机显示了什么，那就是央行将利用职权范围内的所有灵活性来履行职责——欧央行将再次这样做，以应对未来对价格稳定的任何挑战。此前欧央行会议提出并讨论了所有这些选择。

德拉基指出，重要的是欧央行的中期政策目标：低于但接近 2% 的通胀。这个目标是对称的，这意味着，如果要在中期实现通胀目标，通胀必须在未来某个时候高于这个水平。

财政政策应该发挥作用。过去 10 年，宏观经济调整的负担不成比例地落在了货币政策上，甚至看到过财政政策顺周期并与货币刺激政策背道而驰的例子。

如果欧元区不平衡的宏观经济政策组合在一定程度上解释了滑向通货紧缩的原因，那么更好的政策组合可以帮助结束通货紧缩。货币政策总是能够单独实现其目标，但在公共部门规模较大的欧洲，如果财政政策与货币政策相协调，货币政策可以更快实现目标，副作用也更少。

通过改革和公共投资提高潜在产出，重建财政空间，并尊重欧洲财政框架，将保持投资者对公共债务高、增长低、财政空间小的国家的信心。但由于其它国家财政扩张的溢出效应可能有限，各国财政政策仍受到限制。因此，制定一个规模和设计合理的共同财政稳定工具的工作，应该以更广泛的范围和新的决心推进。

二、国内宏观政策动态：供给与需求侧政策并举

1. 国务院：继续以宏观政策支持民营与小微企业融资

6月26日国务院常务会议指出，要坚持实施稳健的货币政策，保持松紧适度，并根据国际国内形势变化适时预调微调，保持流动性合理充裕，确保小微企业贷款实际利率进一步降低。会议要求，支持扩大知识产权质押融资，以拓宽企业特别是民营小微企业、“双创”企业获得贷款渠道，推动缓解融资难。

会议指出，按照中央经济工作会议和《政府工作报告》部署，一段时间以来各方面多措并举，小微企业融资成本有所下降。下一步，要坚持实施稳健的货币政策，保持松紧适度，并根据国际国内形势变化适时预调微调，保持流动性合理充裕，确保小微企业贷款实际利率进一步降低。

深化利率市场化改革，完善商业银行贷款市场报价利率机制，更好发挥贷款市场报价利率在实际利率形成中的引导作用，推动银行降低贷款附加费用，确保小微企业融资成本下降。

支持中小微企业通过债券、票据等融资。完善商业银行服务小微企业监管考核办法，提高银行对小微企业贷款能力。今年金融机构发行小微企业金融债券规模要大幅超过去年，力争达到1800亿元以上。

实施好小微企业融资担保降费奖补政策，发挥国家融资担保基金作用，降低再担保费率，引导担保收费标准进一步降低。

会议还决定，中央财政采取以奖代补方式，支持部分城市开展为期3年的深化民营和小微企业金融服务综合改革试点，在扩大民营和小微企业融资规模、提高便利度、降低融资成本、完善风险补偿机制、金融服务创新等方面进行探索，引导更多金融资源支小助微。

目前，经济下行压力有所边际缓解、叠加中美关系初现曙光，将贡献市场情绪与风险偏好提振。但总体上看，经济企稳基础仍然有待进一步加固，中美关系仍有波折可能。宏观政策层面预计不会在短期内扭转逆周期托底，但在形势有所改善及通胀边际压力增大的背景下，宽松节奏将有所控制。

6月制造业PMI49.4，与5月份持平。今年6月的PMI环比5月持平。过去6年的平均值为-0.07，与历史均值基本一致，结束了过去两个月的加速下行趋势。

新订单指数的下行明显收窄，显示贸易冲突的影响在5月份集中释放之后，开始淡化。生产指数和从业人员的下行连续三个月收窄。原材料库存指数明显上行。

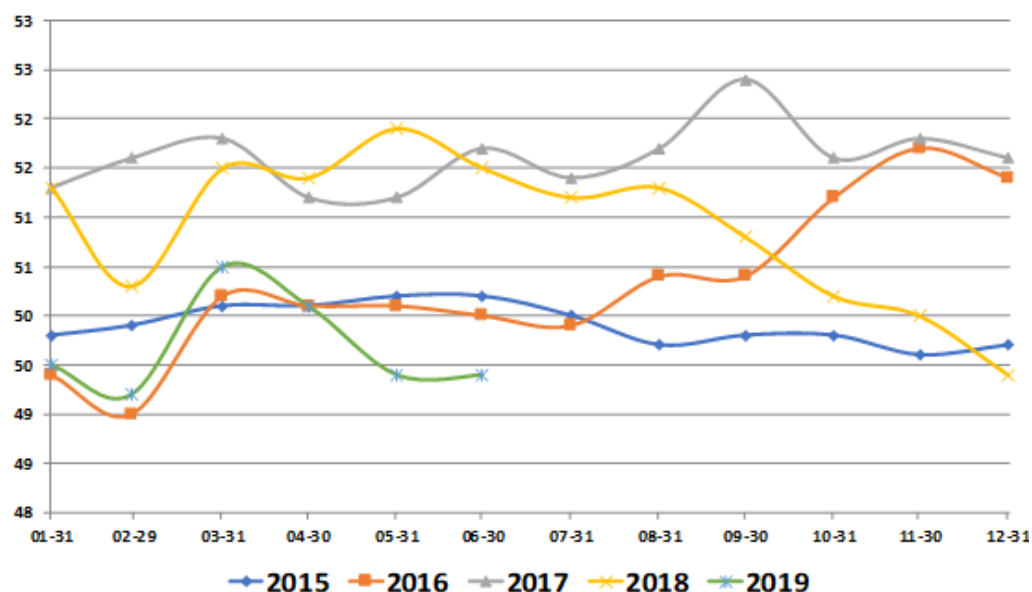
从高频数据看，6大发电集团的日均耗煤量。从4月中旬开始，耗煤量增速开始下行。6月两次发电量的反弹，源于去年同期的两次低基数贡献。

螺纹钢产量明显超出历史同期，主要原因是房地产开发投资中的建安工程增速今年明显加强，显示开发商在加大开工力度。房地产施工力度增强，与融资回暖关系较大。6月中旬后螺

纹钢产量环比有所回落，考虑环保限产因素。

从 PMI 趋势来看，先行指标提示经济仍然在继续下行，但是下行的速度有所放缓。房地产相关产业链仍然是经济的重要支撑力量。下半年的同比数据，可能会有所好转，主要原因是去年下半年的基数较低。

图 3.6 月 PMI 的季节性表现



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11562

