

两会后流动性的两个关注点

——两会宏观系列（二）

“放水养鱼”论：宏观流动性的短期边际收紧

短期：当前的宏观政策是低预期的，关注流动性边际收紧的风险。相对于海外市场天量的货币宽松和巨量的财政刺激，我国宏观政策（财政赤字升至 3.6%，不搞“大水漫灌”）相对是谨慎的，这就形成流动性预期的分化，在内外资产价格分化上落地。相对于 2009 年的“四万亿”刺激是谨慎的，当前无论国内外宏观受到的冲击虽然“史上罕见”，但是国内宏观政策从规模上“避免起重脚”，从结构上是“市场化改革的路子”。

中期：未来需要关注的是合适“时机”的到来释放“留有的政策空间”。

“脱钩”论：关注存量博弈中资本项下的争夺

随着美国大选的临近，“抨击中国”带来贸易摩擦再升级。短期内随着中美冲突的升级，“政治正确”上将推动资金从新兴市场流向发达市场、流向美元市场。香江安全法通过的趋势不可改变，但贸易自由低位的取消短期内加剧资金流出，加剧人民币压力。

应对外部环境变化较长时间的挑战，对外开放依然是选项。史上罕见的疫情冲击直接恶化了经济体的资产负债表，需求从短期因为经济停摆的冻结转向长期支出谨慎下的回落，中国出口项下的压力将是长期的，对于人民币基础货币的流动性创造带来长期压力。一方面，流动性生成机制长期面临转变，香江将成为这一过程的试验田。另一方面，也正在通过金融开放缓和经常项下的压力，但预计短期效果相对有限。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

[中国货币发行机制分析与展望](#)

2020-05-18

[美国新增病例拐点后的风险探讨](#)

2020-04-19

[货币战疫（三）——特别国债手册](#)

2020-04-09

[货币战疫（一）——COVID-19 冲击下的货币政策](#)

2020-03-24

[资产价格的崩溃——兼谈美联储政策工具箱和影响](#)

2020-03-19

[出口冲击对国内流动性影响的推演](#)

2020-03-17

[疫情对美股不同行业回购的影响](#)

2020-03-10

[美国信用周期下行的风险加大——以 COVID-19 对 CLO 的影响为例](#)

2020-03-08

放水养鱼论

过去我们说过，不搞大水漫灌，现在还是这样，但是特殊时期要有特殊的政策，我们叫做放水养鱼。

没有足够的水，鱼是活不了的。但是如果泛滥了，就会形成泡沫，就会有人从中套利，鱼也养不成，还会有人浑水摸鱼。

所以我们采取的措施要有针对性，也就是说要摸准脉下准药。不论是筹钱或者说钱从哪里来，用到哪里去，都要走新路。

——李克强总理记者会

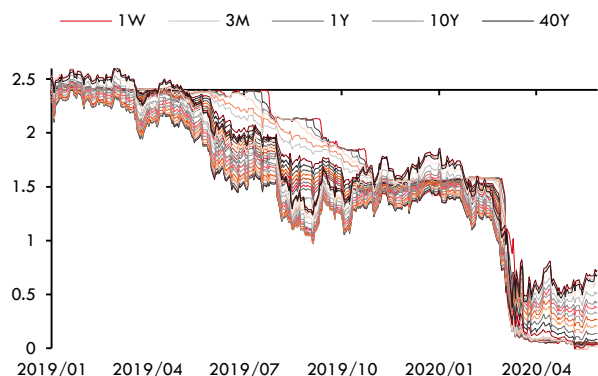
· 短期宏观政策的低预期将带来流动性的边际收紧

横向来看，当前海外宏观政策是极端宽松的。自疫情带来的市场冲击在 2 月底开始在海外市场扩散，我们注意到海外宏观政策直接按下了加速键。以美国为例：

货币政策上美联储在 3 月直接将几乎所有的工具祭出——从 3 月初和中旬的紧急降息至“零利率”，到后续针对市场各个主体的信贷工具——货币基金、薪资、交易商等。截止 5 月底，美联储持有的美国国债升至 4.11 万亿美元，住房抵押贷款支持证券持有量 1.84 万亿美元，资产负债表规模达到 7.15 万亿美元。

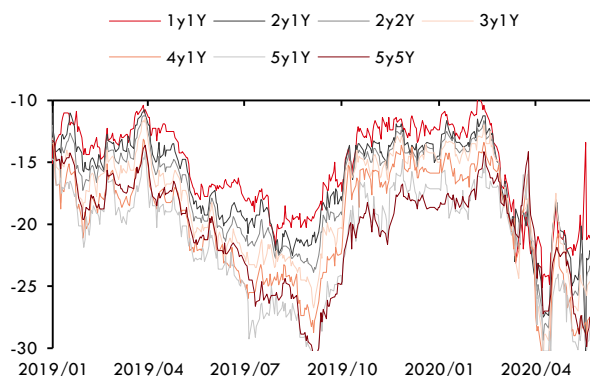
财政政策上，美国通过了三轮刺激计划，通过直接向失业者进行发放支票等方式扩张着政府的资产负债表。截止 5 月底美国国会第五轮 3 万亿美元财政刺激法案正在酝酿，美国负债规模将超过历史新高。

图 1: 美元进入零利率区间



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: 欧元 XCCY 紧张下大规模流动性舒缓



数据来源: Wind 华泰期货研究院

相对于海外市场天量的货币宽松和巨量的财政刺激，我国宏观政策相对是谨慎的。财政赤字升至 3.6%，不搞“大水漫灌”，这就形成流动性预期的分化，在内外资产价格分化上落地。

纵向来看，当前宏观政策相对于 2009 年是谨慎的。面临 2008 年金融危机的冲击，在全球主要经济体联合救市措施背景下，中国出台了“四万亿”刺激方向，通过扩大投资等方式来稳定全球总需求。当前尽管国内外宏观受到的冲击虽然“史上罕见”，但是国内宏观政策从规模上“避免起重脚”，从结构上是“市场化改革的路子”。

规模上，根据路透社的测算，政府工作报告中出台的财政措施约占中国 2019 年国内生产总值的 4%，这个规模比一些经济学家的预期要有所降低。总理在记者会上也指出，应对这场冲击，我们既要把握力度，还要把握时机。预示着当前出台大规模宏观政策的时机还没有到。未来需要关注的是合适“时机”的到来释放“留有的政策空间”。

结构上，当前主要的宏观政策主要对应于改革，重心未转至强刺激。当前推出的规模性政策叫作纾困和激发市场活力，它注重的是稳就业、保民生，主要不是依赖上基建项目。从结构上来看，70%左右的资金比较直接地去支撑居民收入，20-30%的资金用于扩大有效投资，且投资的结构从传统的基建项目转向“两新一重”——新型基础设施、新型城镇化和涉及国计民生的重大项目。

“

这次规模性政策筹措的资金可以说分两大块，一块就是新增赤字和发行抗疫特别国债共两万亿元。还有另外更大的一块，就是减免社保费，有的国家叫工薪税，动用失业保险结存，推动国有商业银行让利，自然垄断性企业降价，以降低企业的经营成本。这一块加起来比前一块，大概是它的两倍。而且我们是要推动这些资金用

于保就业、民生和市场主体，支撑居民的收入。这和我们现在全部居民收入 40 多万亿的总盘子相比，它的比例是两位数以上。

”

因而我们认为，在放水养鱼的政策驱动下，当下更多的政策在于应对疫情带来的民生就业冲击——市场化改革。对于市场而言，边际上呈现出流动性收紧的效果。

· 中期需要关注合适的“时机”来释放“政策空间”

宏观政策预计将等待何时的时机。尽管如此，我们注意到 2020 年的政策目标依然需要实现——即确保实现决胜全面建成小康社会。这就意味着当前的政策工具箱仍待合适的落地时机，在风险冲击较为平缓的假设前提——即外需逐渐恢复，内需逐步改善——的情况下，根据奥肯定律，就业和经济增长存在正相关关系。由于中国依然是发展中国家，发展还是解决中国一切问题的关键和基础。根据测算，实现了“六保”的任务，特别是前“三保”，我们就会实现今年中国经济正增长，而且要力争有一定的幅度，推动中国经济稳定前行。

若下半年风险冲击较大，则将推动政策工具箱进一步释放宏观政策。我们在报告《[美国新增病例拐点后的风险探讨](#)》中指出，未来依然存在着疫后的风险，主要有：

市场的流动性风险仅仅是缓和，并没有彻底解除；

新兴市场的债务风险随着资金流动而加大；

疫情反复情况下实体去杠杆带动的信用风险；

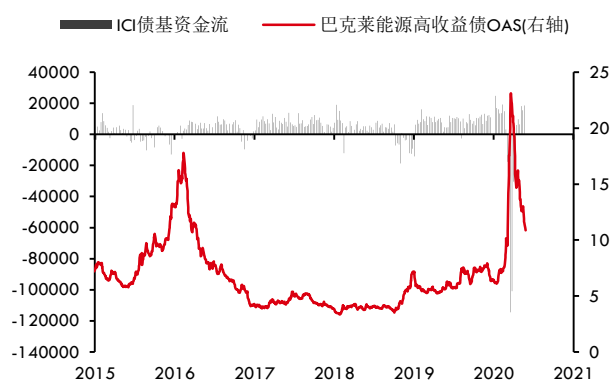
中国出口风险加剧带动的国内供需失衡风险。

对于美国的主权部门，私人部门资产的恶化将加剧主权信用风险。美国当地时间 5 月 22 日，全球租车巨头赫兹（Hertz）根据美国《破产法》第 11 条向美国威尔明顿破产法庭提交了破产保护申请，以求避免对这家有着 190 亿美元债务的公司位于全球的 70 万辆车进行强制清算。而作为美联储支撑企业债市场运作的 SMCCF 工具，美联储不仅会购买投资级企业债和“堕落天使”债券（近期才降级至垃圾级的企业债），甚至可以直接购买类似于 HYG、JNK 这样的垃圾债 ETF。

对于美国的私人部门，资产负债表的恶化将加剧信用违约风险。美国经济的驱动力在于消费，至 5 月 23 日当周初请失业金人数公布，录得 212.3 万人，低于前值的 244.6 万，高于市场预期的 210 万人，前值由 243.8 万上修至了 244.6 万，过去十周美国新初次申请失业金人数超过 4000 万人。总体来看当期接近 25% 的人口处于失业状态，而根据调查显示，当前

大额的失业救济补贴发放也降低了劳动力重新回归岗位。“收入-消费-生产”循环机制的打破将形成新的经济风险。

图 3: 私人债务部门仍存压力



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 无增长情况下负利率资产仍在增加



数据来源: Wind 华泰期货研究院

“脱钩”论

中美两国合则两利、斗则俱伤，不仅关系两国人民的利益，而且关系到世界，所以一些问题发生后引起世界的担忧。

关于所谓脱钩，可以说两个主要经济体脱钩，对谁都没有好处，也会伤害世界。我们应该按照两国元首达成的重要共识，推动建立以协调、合作、稳定为基调的中美关系。

——李克强总理记者会

· 中美贸易摩擦升级，推动资金流动恶化

随着美国大选的临近，“抨击中国”带来贸易摩擦再升级。短期内随着中美冲突的升级，“政治正确”上将推动资金从新兴市场流向发达市场、流向美元市场。香江安全法通过的趋势不可改变，但贸易自由低位的取消短期内加剧资金流出，加剧人民币压力。

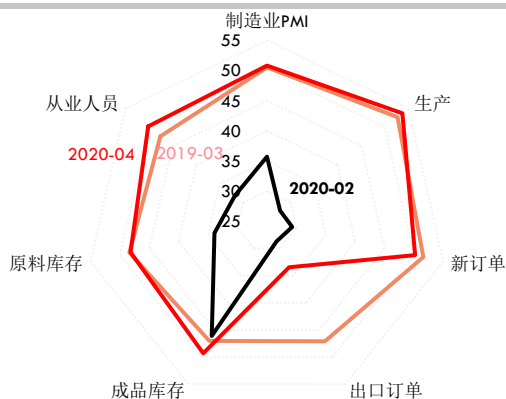
4月政治局会议提到了两点：对于外需变化是长时间的，对于国内经济从“六稳”转向“六保”。疫情冲击下，经济面临的挑战是前所未有的，在“确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会”下，开启了战略防守过程。经济的三驾马车——投资、消费和净出口，尽管净出口对于GDP的拉动趋于下降，但是出口对于国内制造业的影响依然较大。数据显示，一季度第二产业增加值下滑了9.6%，甚至高于第三产业5.2%的下滑幅度，显示出较长时间外部环境变化开始在国内产业链上得到体现，随着二季度国外疫情的加剧，停滞的经济对于国内出口的需求预计将进一步回落，从而对于外贸行业以及国内相关配套的制造业都将带来压力，相关产业的去杠杆是必然的，出口转内销在当前居民杠杆率处在相对高位、失业率受疫情影响回升的情况下，短期依然是负贡献。

私人部门去杠杆和主权部门加杠杆以应对“极不寻常”的历史阶段。当前疫情防控虽然呈现向好态势，但是对于经济的冲击仍将会进一步体现，“常态化”下的娱乐活动依然相对受限，消费者信心受到冲击是必然的——当前仍将处在防控状态下的消费缓慢复苏中。那么这种状态下，市场更为关注的是，由于迟迟得不到现金流的改善预期，从外贸出口行业、到国内服务业，产业链面临的压力首先在债务端的压力增强——实体的违约，带来银行的坏账以及就业的压力。以防风险的角度出发，稳定经济就业成为当前最大的政策指向，对于政策选项而言，疫情防控常态化下，消费结构的转变无论对于消费者还是对于供应商，都将面临中长期不得不转变的过程，也就是说短期刺激当期消费存在困难的情况下，稳就业的最

大变量将在于增加未来的消费，也就是当期的投资，以改善出口外需和国内内需受到冲击下的现金流。

当前仍不是通过投资来进行扩张的阶段，更多将是对冲经济回落做的政策对冲——从“六稳”转向“六保”。历史上来看，疫情对于私人部门的冲击将是确定的，在 2019 年周期运行向下的背景下将是进一步的去杠杆、去库存的结构转变过程。

图 5: 出口订单的缺乏



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 私人部门实际利率仍在高位



数据来源: Wind 华泰期货研究院

从香港市场来看，中美科技、金融博弈正在加速已经开始映射到这个离岸市场。5 月 20 日，美国参议院一致通过了《外国公司担责法案》，要求特定证券发行人证明其不受外国政府拥有或控制。5 月 23 日，美国商务部宣布，将共计 33 家中国公司及机构列入“实体清单”。5 月 28 日，加拿大法院公布了孟晚舟引渡案的第一个判决结果，认定华为公司副董事长、首席财务官孟晚舟符合“双重犯罪”标准，因此对她的引渡案将继续审理，孟晚舟将留在加拿大参加后期的相关听证，并等待新的审判结果。孟晚舟当天出庭并听取法庭所做的判决。同日，美国国务卿蓬佩奥发表声明宣称，香港已经不具备高度自治状态，也不再继续适用于美国

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_4884

