

## 适时适度加大逆周期调节力度

### 改革发展坚定前行

中国银河证券研究院·宏观政策分析报告 2019年9月

#### 核心内容:

★我们相信，随着进一步扩大金融对外开放的11条措施和当前及今后一个时期全面深化资本市场改革的12个方面重点任务的逐步落实，中国资本市场的生态环境将显著改善。假以时日，以直接融资为特征的中国“新金融”体系预期更加稳定、健康、快速地发展，中国资本市场的发展将进入一个新时代，得以更好地服务于实体经济发展，助力实现科技强国与创新立国战略，我国资本市场的“改革牛”也将可以预期，从而带动新时代中国经济的再一次腾飞。

★鉴于美联储阶段性开启货币政策宽松，从历史经验看，这通常意味着美元伴随货币宽松行动进入相对弱势，但美元兑人民币汇率的变化也将持续受到事件性冲击的影响。历史上，联邦基金利率通常领先美元指数变动。相对而言，对于新兴市场而言（如中国），这意味着相对有利的国际资本流动环境，人民币汇率与国内货币政策的外部压力将因此有所减轻，同时国际流动性环境的宽松也有利于新兴市场风险资产价格的表现。当然，我们也注意到汇率会受到诸如贸易战等国际关系因素的事件性冲击而发生超调。

★我们预计，决策当局当前会坚持必要的宏观政策逆周期调节力度，尤其是坚持货币政策当前的既定方针，承托经济增长的企稳。货币政策持续通过“量和价”两方面进行逆周期调节，将对四季度到明年一季度的经济弱企稳带来正向作用。

★贸易战对中国经济乃至全球经济秩序产生深远影响，中国的应对之策关键在于化外部危机为内部改革的动力，真正推动制造业实现转型升级。近年来，中国改革开放的步伐不断加快，正在深化供给侧结构性改革，加快创新型国家建设，全面实施市场准入负面清单制度，促进市场统一和公平竞争，政府职能转变积极推进，扩大内需政策不断出台。除了加快结构性改革，科技强国与创新立国仍然是关键。同时，进一步扩大开放以及参与推动双边、诸边、区域性自贸区建设，为改革发展营造更加开放有活力的竞争性、国际化发展环境。

#### 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、国际宏观政策形势：应对衰退潜在风险的政策力度加码 .....	4
1. 美国：内外形势复杂性加剧，美联储妥协于内外压力继续宽松行动 .....	4
2. 欧元区：宽松火力全开 经济对货币政策的依赖加剧 .....	6
3. 世界经济前瞻：宽松的货币政策有利于延缓衰退到来但并非治本之策 .....	8
二、国内宏观政策形势：新形势下的政策权衡 .....	12
1. 国内宏观政策总基调：以逆周期调节为深化改革争取时间 .....	12
2. 新形势下的中国制造业转型升级 .....	17
三、9月重点宏观政策 .....	20
四、总结：以不变应万变 改革发展坚定前行 .....	22

## 图表目录

图 1. 美国政策利率历史上领先于美元指数 .....	6
图 2. 欧洲经济前景不容乐观 .....	7
图 3. 欧洲工业生产趋缓态势较美日等经济体更为凸出 .....	8
图 4. 全球信贷周期下行（银行业总资产的年均增速） .....	9
图 5. 全球经济增速（1961-2018） .....	10
图 6. 世界经济难以短期内摆脱通胀、低增长“陷阱”（发达经济体季调通胀率） .....	10
图 7. 季调后 PMI 生产与新订单项所反映的需求弱化态势 .....	12
图 8. 固定资产投资中房地产投资占比达十年来最高 龙头效应显著 .....	13
图 9. 地方政府投融资矛盾正制约基础设施建设强劲回升 .....	15
图 10. 实际消费增速近年来持续渐次下行 .....	16
图 11. 家庭部门债务增长对于消费的挤出效应不可忽视 .....	16
图 12. 全球主要国家产业发展政策（该图仅为示意图） .....	19
表 1. 美联储最新经济预测显示经济增速距离衰退仍有距离 .....	5

## 一、国际宏观政策形势：应对衰退潜在风险的政策力度加码

### 1. 美国：内外形势复杂性加剧，美联储妥协于内外压力继续宽松行动

9月19日，美联储联邦公开市场委员会9月议息会议决定，将美国联邦目标基金利率的区间下调25个基点至1.75%~2.00%。此次降息是7月议息会议采取降息行动之后的再次降息，至今美联储已累计将政策利率下调50个基点。此外，本次美联储还同时宣布将金融机构超额准备金利率下调0.3个百分点至1.8%，将贴现率下调0.25个百分点至2.5%。值得关注的是，美联储决策层仍然深陷决策分歧，主要反映了长短期经济前景及预期分化之间的矛盾。

当前，美国经济历经二战后最长时间持续复苏之后，目前已临近周期尾声，这一点并无争议。从美国经济目前运行态势看，如果除却美国政府极端贸易政策的影响，美国经济原本不至于在短期内担忧衰退。从经济基本面（产出缺口、失业率缺口等因素）考量，美国经济在12个月内发生衰退的风险并不迫在眉睫，美国经济温和扩张的内生动能仍在延续，这一点从美联储最新公布的经济预测总体较为良好，以及点阵图所示的长期政策利率中枢仍然会在未来得以抬升可以得到佐证。

目前美国消费态势总体良好，年初以来美国核心零售销售同比持续回升，同时美国消费者信心指数依然维持高位，考虑到消费对于美国经济的主体拉动地位，因此消费的强势表现预计将继续对经济形成支撑。

通胀与失业率预计总体平稳，美联储本次微幅上调失业率预期主要源于政府所坚持的极端贸易政策对于美国国内产业经营的不利影响。我们必须考虑到美国失业率已长期维持显著低位（低于自然失业率1%左右），因此失业率在将来随经济运行有所抬升并不令人意外，但从失业率缺口整体考量，其显著向自然失业率水平回升仍然不是短期需要担忧的风险。

同时，鉴于美国居民部门杠杆率处于良性水平、非金融企业债务压力尚可承受、金融体系抗风险能力显著增强，在不发生外部事件冲击的情况下，美国经济短期内发生衰退的可能性较低。因此，从短期看，美联储对美国前景的担忧较7月议息会议明显增强，显然重点考虑了当前美国经济受到特朗普政府贸易政策的拖累。在此基础上，美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，如果经济出现下行风险可能需要更多降息，扩张央行资产负债表的时间也有可能比预期的更早。

联储主席表露了对贸易政策的担忧，但也坦承联储对于相关问题并没有决策权力，只能在权限范围内，运用政策工具对经济表现的一些变化作出反应，以维持经济温和扩张，实现物价稳定与充分就业双重目标。联储本次决策的一个现实背景是在全球短期经济前景渐趋进一步悲观的形势下，以欧洲央行为代表的各国央行都相继开启货币政策宽松大潮，欧央行甚至打出“降息+重启QE+分级利率”的宽松组合拳，我们预计在全球经济不确定性进一步加剧的背景下，叠加贸易政策对经济带来的短期冲击，美联储短期内

仍不得不向经济短期波动及市场预期妥协，继续实施货币政策宽松行动。

综合通胀水平整体仍然显著温和、中美贸易战仍难以预期短期缓和、全球主要央行全面宽松等因素，美联储预计年底还会再降息 1 次，同时在必要的时刻积极运用资产负债表工具。考虑到 2020 年是美国大选年，从历史上看大选年（如 2016 年）美联储一般倾向于按兵不动，采取中性的政策姿态，后续再一次的降息行动有较大概率将在今年实现。我们仍然认为，基于美国经济基本面考量，美国并不需要激进的货币宽松周期，但在复杂的现实内外形势面前，美联储越发陷入多目标权衡的艰难境地也是客观的现实。

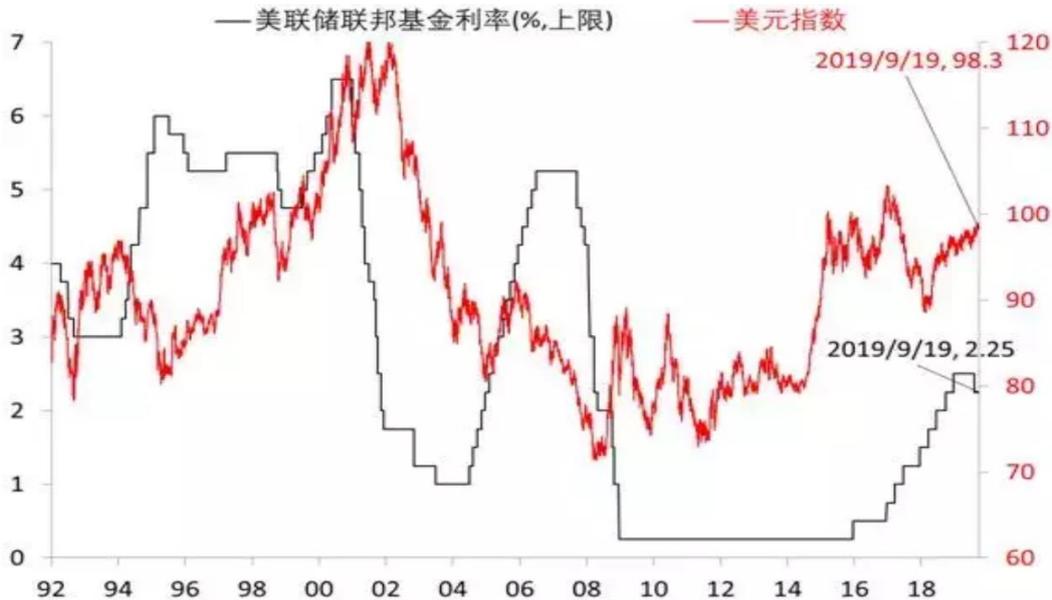
表 1. 美联储最新经济预测显示经济增速距离衰退仍有距离

发布时间	核心PCE				PCE				GDP				失业率				
	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022	
2019年	9月	1.8	1.9	2	2	1.5	1.9	2	2	2.2	2	1.9	1.8	3.7	3.7	3.8	3.9
	6月	1.8	1.9	2		1.5	1.9	2		2.1	2	1.8		3.6	3.7	3.8	
	3月	2	2	2		1.8	2	2		2.1	1.9	1.8		3.7	3.8	3.9	
2018年	12月	2	2	2		1.9	2.1	2.1		2.3	2	1.8		3.5	3.6	3.8	
	9月	2.1	2.1	2.1		2	2.1	2.1		2.5	2	1.8		3.5	3.5	3.7	
	6月	2.1	2.1			2.1	2.1			2.4	1.8			3.5	3.5		
	3月	2.1	2.1			2	2.1			2.4				3.6	3.6		

资料来源：美联储，中国银河证券研究院

鉴于美联储阶段性开启货币政策宽松，从历史经验看，这通常意味着美元伴随货币宽松行动进入相对弱势，但美元兑人民币汇率的变化也将持续受到事件性冲击的影响。历史上，联邦基金利率通常领先美元指数变动。相对而言，对于新兴市场而言（如中国），这意味着相对有利的国际资本流动环境，人民币汇率与国内货币政策的外部压力将因此有所减轻，同时国际流动性环境的宽松也有利于新兴市场风险资产价格的表现。当然，我们也注意到汇率会受到诸如贸易战等国际关系因素的事件性冲击而发生超调。

图 1. 美国政策利率历史上领先于美元指数



资料来源：彭博，中国银河证券研究院

## 2. 欧元区：宽松火力全开 经济对货币政策的依赖加剧

从目前欧洲的经济形势来看，未来增长前景仍倾向于下行，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。

欧洲央行最新的刺激方案包括一系列广泛的措施，简单来说即“降息+重启 QE+分级利率”的宽松组合拳，其中最引人注目的是将关键政策利率进一步下调至负值，并重启资产购买计划。每月 200 亿欧元的购买规模相对较小，这表明在这个问题上欧央行管委会存在严重的分歧，同时也表明了管委会鹰派的强烈反对。正如预期的那样，欧洲央行下调了通胀和增长预期，尽管其增长预期仍相当乐观。事实上，欧洲经济可能进一步令人失望的增长预计会引发另一次存款利率下调，预计可能在 12 月。

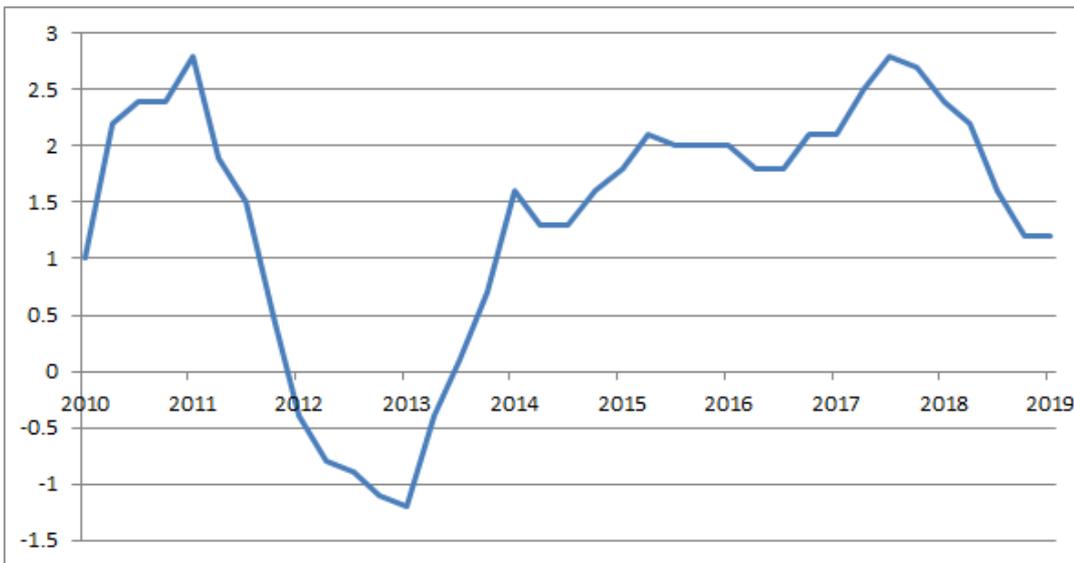
在经济数据预测方面，欧央行作出了显著偏负面的预期修正。总体通胀率今年预计平均为 1.2% (之前为 1.3%)，2020 年仅为 1.0%，大大低于此前 1.4% 的预测。到 2021 年，通胀率预计将升至 1.5%，仍远低于欧洲央行的目标。另一方面，今年和明年的实际增长预测仅小幅下调至 1.1% 和 1.2%，仅比欧洲央行此前的预测低 0.2 个百分点，当然根据欧央行行长德拉吉的明确说明，这一基准并不假设英国硬脱欧或贸易冲突大幅恶化，然而这两者所蕴含的风险并不容忽视，所以有理由认为欧央行的基准预测可能稍显过于乐观。但

即便如此，欧洲央行也清楚表明了其对经济增长前景的下行的预测。

欧洲经济已经越发依赖于基于负利率和量化宽松的超常规货币政策，同时货币政策将进一步支持财政政策的扩张，欧洲的政策宽松可以说是火力全开。即将离任的欧央行行长德拉吉已经通过政策行动与沟通清楚表明，在刺激经济方面财政政策的重要作用。欧央行本次公布的一揽子措施更多地倾向于量化宽松（QE），因此我们认为其货币政策导向在于进一步支持政府实行财政政策扩张，而不是本来就没有太多空间的利率政策。下一任欧洲央行行长克里斯蒂娜·拉加德预计将对货币框架进行审查，鉴于欧元区财政不统一的痼疾，未来几年欧元区可能推出的财政扩张政策乏善可陈，这一切都意味着欧洲央行从当前的超常规货币政策脱离还有漫长的前路。我们认为，欧央行正在通过其行动向财政政策制定者发出信号，表明利率政策已达到极限，负利率政策方面货币当局所能发挥的政策空间已经不多，量化宽松资产购买将支持财政政策的扩张，这是欧央行想要向各界传达的重要信息。

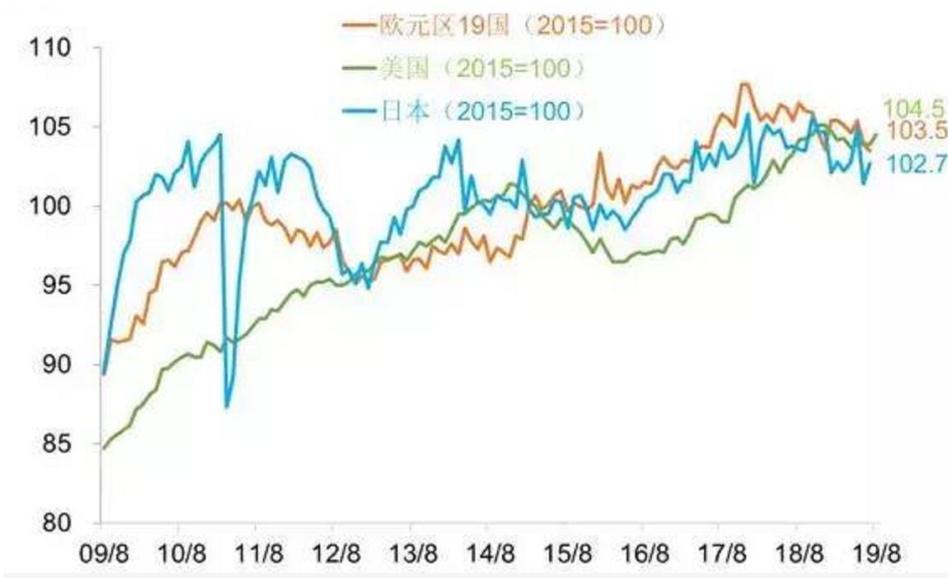
欧元区问题的症结仍在于其有效需求相对供给的不足。继续坚持超常规货币政策的决定将有助于刺激需求，但财政政策（如政府刺激计划）可能对经济产生更直接显著的影响。负的名义利率从长期看显然不是有利的，基于所谓的货币幻觉效应（投资者以名义而非实际的方式看待货币和收入）及其对金融稳定所带来的风险。不合理的负名义利率使储蓄者丧失了购买力，创造了储蓄更多的动力并承担更多的投资风险以及强化了低通胀预期。欧央行本次调整政策后，金融市场产生的长期通胀预期仍然远低于欧洲央行的通胀目标，预示了欧洲进一步日本化的风险。

图 2. 欧洲经济前景不容乐观



资料来源：彭博，中国银河证券研究院

图3. 欧洲工业生产趋缓态势较美日等经济体更为凸出



资料来源：彭博，中国银河证券研究院

### 3. 世界经济前瞻：宽松的货币政策有利于延缓衰退到来但并非治本之策

短期来看，受益于全球央行自全球金融危机以来坚定推进的宽松行动（最新的例子是美联储在本轮加息周期当中果断转入阶段性降息），全球经济尚无发生系统性危机的风险，但毋庸讳言，全球的经济运行呈现出低增长、低通胀的沉闷景象。2010年至今的全球经济增速，无论是发达国家抑或发展中国家，经济增速都出现了上世纪60年代以来罕见的稳态。

从金融（信贷）周期角度看，信贷周期已经接近尾声，衰退风险客观存在。可以看

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\\_9944](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9944)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn