

应对当前局势的三角框架

——宏观经济周度观察第93期

宏观定期

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

● 应对当前局势的三角框架

经济转弱，贸易摩擦升级，信用收缩的风险再起，内忧外患的局面似乎重现。刘鹤副总理在陆家嘴论坛上提到“供给体系、需求体系和金融体系是相互作用的三角框架”、“在三者相互支撑的过程中，中国经济保持平稳健康发展的良好态势”，在此框架下来理解当前局势可能的应对之策。

● 需求体系：逆周期调节的重要性

目前中国已是全世界最大的成长性市场，因此，尽管“缺需求”是全球普遍存在的问题，经过过去几年刺激之后，逆周期调节作用也在减弱，但对于中国这么一个市场而言，逆周期调节依然必要。逆周期调节的重要性不仅仅在稳就业、稳金融等方面，也会影响经济结构性因素。

● 供给体系：利用供给侧改革的办法稳需求

利用供给侧结构性改革的办法稳需求，包括制度、产品等方面的有效供给增加。中国不缺高质量需求，缺少的是高质量供给。在缺乏有效供给时，由于居民的消费边际效用递减、企业的资本边际报酬递减，需求管理的效果会越来越弱，而且还容易引发债务风险、物价上涨、资产价格泡沫等，因此这一轮逆周期调节不再像过去一样追求强刺激。过去供给侧结构性改革方面的“三去”政策属于供给侧做减法，而现在去产能、去库存、去杠杆都取得一定成效，供给侧做减法最剧烈的阶段已经过去，需要供给侧做加法配合市场化改革，来打开被抑制的需求，促进形成强大国内市场，这同时也是应对贸易摩擦一个有效的途径。

● 金融体系：逆周期调节与金融供给侧改革并进

金融体系中有过多的顺周期因素、正反馈机制，由于这种顺周期性的存在，一旦发生信用收缩，便很容易被强化。金融管理部门有必要加大逆周期调节的力度，引入更多的负反馈机制，来减少顺周期性。

金融供给侧结构性改革依然是重点。短期而言，未来央行将会加大中小银行治理问题的关注，避免中小银行因内部人控制等导致信息披露不完善，大股东通过挪用、违规占用以及其他形式加大了中小银行经营风险，未来将会提高中小银行公司治理水平，加大政策扶持力度，提高中小银行服务实体经济的能力。长期来讲，第一，加强金融补短板力度，通过优化融资结构、完善金融服务体系、降低融资成本、创新金融产品、加强金融覆盖，提高金融服务实体经济效率，推动金融高质量发展。第二，推动金融市场化改革。第三，扩大金融对外开放，以开放促改革，倒逼金融提高服务水平和效率，提高金融市场价格发现和配置资源的作用，提高我国金融业全球竞争能力，扩大金融高水平双向开放，参与国际金融治理。第四，金融防风险。

● 风险提示：货币政策转向；中美贸易摩擦进一步升级

相关报告

宏观报告：经济复苏预期升温，谨防预期差——宏观经济周度观察第85期

2019-4-14

宏观报告：债市大跌，未来关注通胀与地产销量——宏观经济周度观察第84期

2019-4-7

宏观报告：4月资金面怎么看——宏观经济周度观察第83期

2019-3-31

宏观报告：对年初以来房地产数据的理解——宏观经济周度观察第82期

2019-3-24

宏观报告：未来基本面关注什么——宏观经济周度观察第81期

2019-3-17

宏观报告：两会前瞻：期待改革破局——宏观经济周度观察第79期

2019-3-3

宏观报告：全球宏观税负比较——宏观经济周度观察第78期

2019-2-24

宏观报告：1月经济金融数据暂不能说明经济企稳——宏观经济周度观察第77期

2019-2-17

宏观报告：逆周期政策成为焦点——宏观经济周度观察第76期

2019-1-27

宏观报告：本轮制造业投资增速回升的前因后果与未来趋势展望——宏观经济周度观察第75期

2019-1-20

宏观报告：汽车、家电消费政策出台后，消费增速就能反转了吗——宏观经济周度观察第74期

2019-1-13

宏观报告：承压的就业与未来应对——宏观经济周度观察第73期

2019-1-6

目 录

1、 应对当前局势的三角框架.....	3
1.1、 需求体系：逆周期调节的重要性	3
1.2、 供给体系：利用供给侧改革的办法稳需求.....	4
1.3、 金融体系：逆周期调节与金融供给侧改革并进.....	4
2、 一周高频数据观察.....	4
2.1、 发电耗煤量回升	4
2.2、 原油价格下跌.....	5
2.3、 猪肉价格上涨，蔬菜、水果价格下跌	6
2.4、 房地产销售面积增速回升	7
2.5、 央行为同业存单提供信用增进，同业存单、票据纳入质押品.....	7
2.6、 美元指数上涨，人民币贬值	8
3、 本周主要关注点（2019.6.17-2019.6.23）	9

图表目录

图 1： 高炉开工率下降（%）	5
图 2： 发电耗煤量环比增速回升（%）	5
图 3： 油价下跌（美元/桶）	6
图 4： 猪肉价格上涨.....	6
图 5： 水果价格下跌.....	7
图 6： 房地产销售面积增速回升（%）	7
图 7： R007 与 DR007 利差收窄（%）	8
图 8： 美元指数上涨.....	8
图 9： 人民币贬值.....	9
表 1： 央行公开市场操作（2019.6.10-6.14）	8

1、应对当前局势的三角框架

经济转弱，贸易摩擦升级，信用收缩的风险再起，内忧外患的局面似乎重现。

其一，二季度以来，经济数据转弱，经济快速复苏的预期基本证伪。**其二**，中美贸易摩擦再度升级，中国对越南出口和 FDI 大幅增长，尽管这可能是企业应对关税的临时手段而非产业链已经发生大规模转移，但贸易摩擦具有长期、不确定性，一方面，不管加不加关税，贸易摩擦带来的不确定性本身就不利于经济发展；另一方面，长期来讲，未来产业链很可能发生变迁，加入全球产业链分工对中国经济的影响，不仅体现在出口以及出口对消费、投资的拉动这些直接经济影响上，还体现在产业链分工本身有利于提高生产效率、改善资源配置以及中国吸收海外的先进科技、管理经验等方面。**其三**，包商银行事件冲击后，商业银行刚兑信仰被打破，流动性分层现象明显，大型商业银行资金相对宽松，中小银行和非银资金紧张，尽管央行通过增信工具、再贴现、扩大质押品范围、公开市场操作等方式为中小银行提供流动性支持，但银行刚兑打破之后，投资者对中小银行同业存单等资产风险溢价将明显提升，可能引发中小银行缩表，银行体系信用被动收缩，如果类似包商银行的突发性事件再发生，可能造成信用收缩与信用风险互相强化，同时，银行体系的信用收缩最终可能会冲击实体经济。

刘鹤副总理在陆家嘴论坛上提到“供给体系、需求体系和金融体系是相互作用的三角框架”、“在三者相互支撑的过程中，中国经济保持平稳健康发展的良好态势”，在此框架下来理解当前局势可能的应对之策。

1.1、需求体系：逆周期调节的重要性

区分经济下行的结构性因素和周期性因素固然重要，但是这种“两分法”太机械化，很多时候周期性因素和结构性因素是互相影响的。一些理论对此进行了解释，比如磁滞(hysteresis)假说。这也是政府强调“防止顺周期心理和预期带来的某种收缩效应”的一个原因。逆周期调节的重要性不仅仅在稳就业、稳金融等方面，也会影响经济的结构性因素。

当政府发挥功能财政作用，加杠杆，进行逆周期调节时，企业盈利改善，企业会加大研发、实物资本、人力资本投入，进而提高经济的长期增长能力。同时，居民薪资也会增加，这会带来消费的增加以及劳动参与率的提升。居民消费增加将进一步改善企业盈利。如此形成正向反馈。

同时，刘鹤副总理提到“参照世界银行的标准，我国中等收入群体大约有 4 亿人……可以说，目前中国已是全世界最大的成长性市场”，因此，尽管“缺需求”是全球普遍存在的问题，经过过去几年刺激之后，逆周期调节作用也在减弱，但对于中国这么一个市场而言，逆周期调节依然必要。

具体到政策上，**一是货币政策**：1) 建立“三档两优”存款准备金率新框架；2) 实现货币政策调控从数量向价格转型，积极推动利率“并轨”；3) 以 CBS 为突破口，鼓励商业银行发行永续债多渠道补充资本；4) 定向降准、再贷款、再贴现、定向 MLF 等定向工具。**二是财政政策**：1) 进一步减税；2) 专项债+市场化融资；3) 特别国债发行；4) 隐性债务平滑。**三是监管政策**：1) 对合理的非标融资适度放松；2) 对流动性风险较高商业银行进行监管，避免出现信用风险。

1.2、供给体系：利用供给侧改革的办法稳需求

利用供给侧结构性改革的办法稳需求,包括制度、产品等方面的有效供给增加。中国不缺高质量需求,缺少的是高质量供给。在缺乏有效供给时,由于居民的消费边际效用递减、企业的资本边际报酬递减,需求管理的效果会越来越弱,而且还容易引发债务风险、物价上涨、资产价格泡沫等,因此这一轮逆周期调节不再像过去一样追求强刺激。过去供给侧结构性改革方面的“三去”政策属于供给侧做减法,而现在去产能、去库存、去杠杆都取得一定成效,供给侧做减法最剧烈的阶段已经过去,需要供给侧做加法配合市场化改革,来打开被抑制的需求,促进形成强大国内市场,这同时也是应对贸易摩擦一个有效的途径。

1.3、金融体系：逆周期调节与金融供给侧改革并进

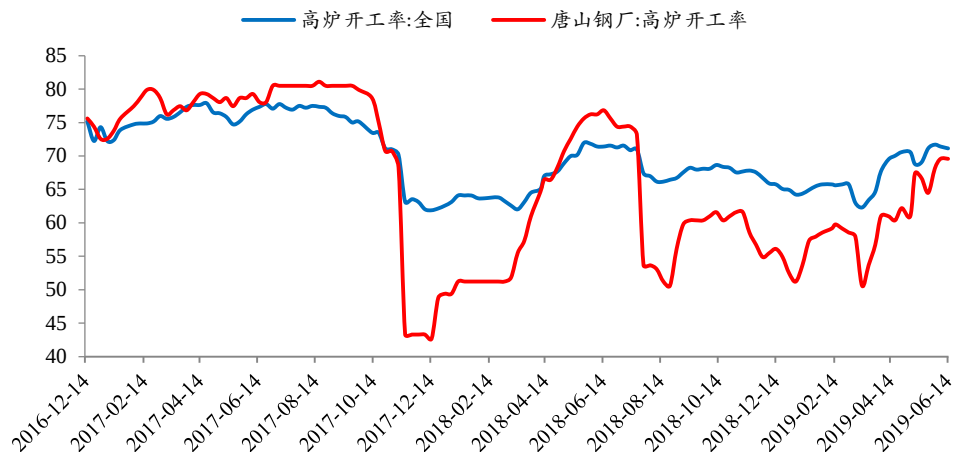
金融体系中有过多的顺周期因素、正反馈机制,由于这种顺周期性的存在,一旦发生信用收缩,便很容易被强化。金融管理部门有必要加大逆周期调节的力度,引入更多的负反馈机制,来减少顺周期性。

金融供给侧结构性改革依然是重点。短期而言,未来央行将会加大中小银行治理问题的关注,避免中小银行因内部人控制等导致信息披露不完善,大股东通过挪用、违规占用以及其他形式加大了中小银行经营风险,未来将会提高中小银行公司治理水平,加大政策扶持力度,提高中小银行服务实体经济的能力。长期来讲,第一,加强金融补短板力度,通过优化融资结构、完善金融服务体系、降低融资成本、创新金融产品、加强金融覆盖,提高金融服务实体经济效率,推动金融高质量发展。第二,推动金融市场化改革。第三,扩大金融对外开放,以开放促改革,倒逼金融提高服务水平和效率,提高金融市场价格发现和配置资源的作用,提高我国金融业全球竞争能力,扩大金融高水平双向开放,参与国际金融治理。第四,金融防风险。

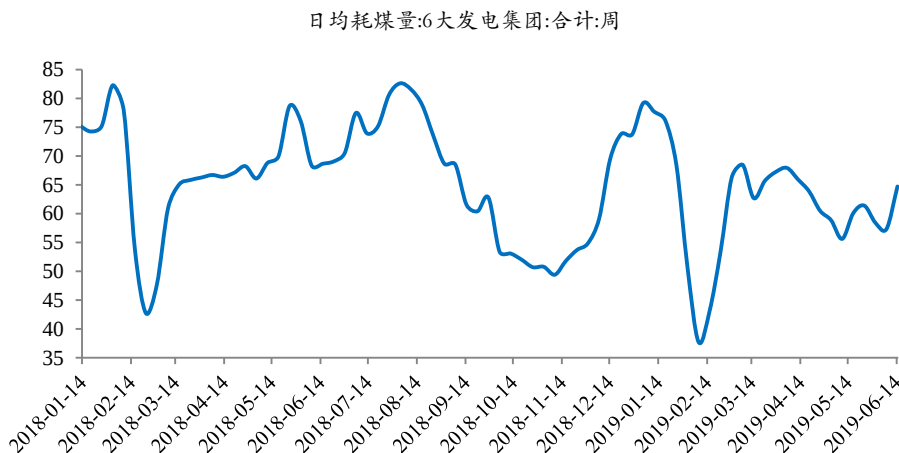
2、一周高频数据观察

2.1、发电耗煤量回升

上周(2019年6月8日-2019年6月14日,下同),高炉开工率下降0.4%至71.1%;6大发电集团日均耗煤量环比增加12.9%至64.7万吨,随着夏季居民用电需求增加,水电带动发电耗煤量回升。

图1： 高炉开工率下降 (%)

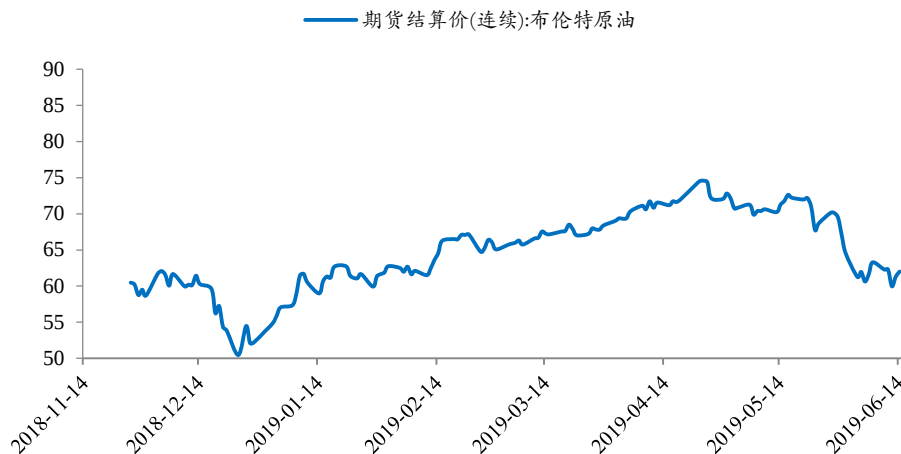
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 发电耗煤量环比增速回升 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、原油价格下跌

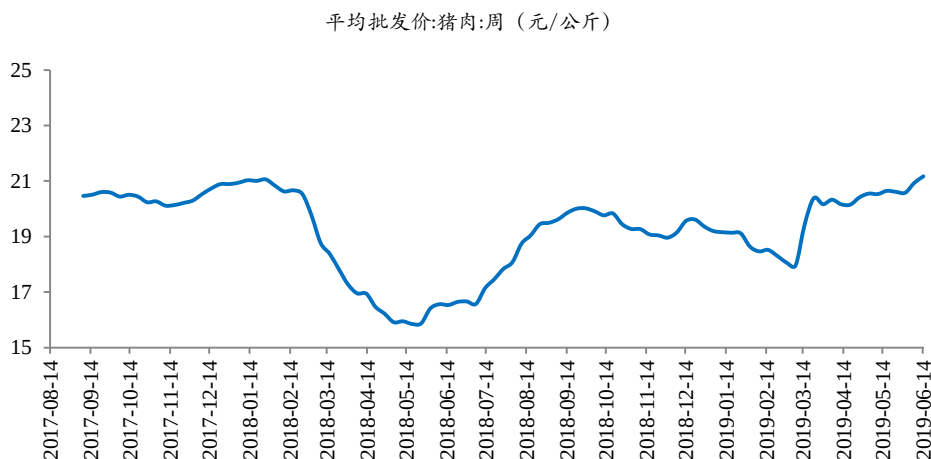
上周，需求释放速度放缓，钢材社会库存环比增加 2.8%，结束连续 14 周的负增长；专项债可用于重大项目资本金，市场对基建投资增速回升预期加强，螺纹钢期货价收涨 2.2%。中美贸易摩擦升级加剧市场对全球经济增长的担忧，同时，EIA 公布的数据显示，美国能源信息署(EIA)报告称，截至 6 月 7 日当周，美国原油库存增加 220.6 万桶至 4.855 亿桶，创 2017 年 7 月来新高，市场预期为减少 48.1 万桶。油价继续下跌，布油价格一周收跌 2%，WTI 原油价格收跌 2.7%。

图3： 油价下跌（美元/桶）

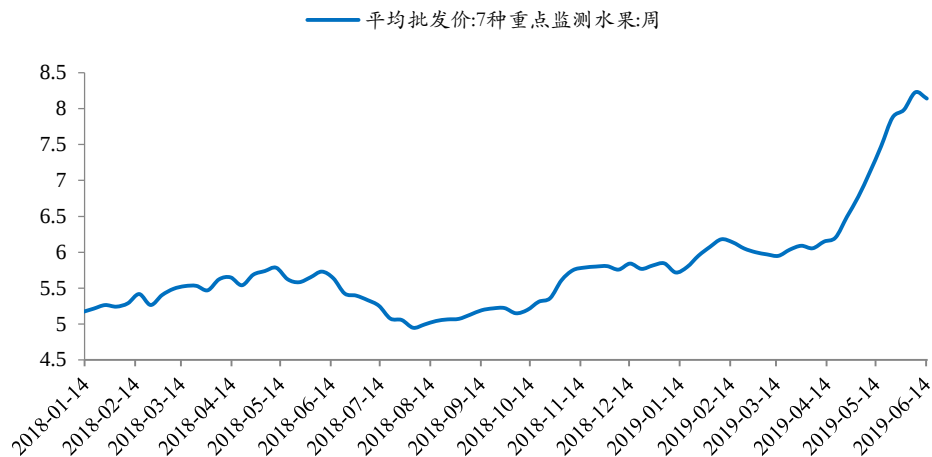
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.3、猪肉价格上涨，蔬菜、水果价格下跌

上周，28种重点监测蔬菜价格一周下跌2.4%，跌幅较前值(-1.5%)扩大。全国猪肉平均批发价猪肉价格上涨1.1%，农业部要求屠宰企业在7月1号之前完成自检，近期猪肉价格似乎在突破4-5月的滞涨局面，离猪肉价格再度大涨可能已经不远。随着夏季时令水果将逐渐上市，水果价格由涨转跌，7种重点监测水果价格下跌1.1%。

图4： 猪肉价格上涨

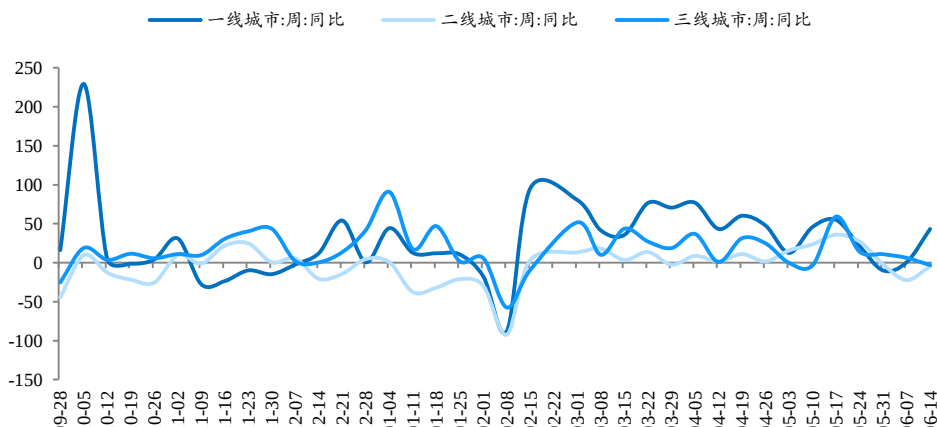
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 水果价格下跌（元/公斤）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.4、 房地产销售面积增速回升

上周, 30 大中城市商品房销售面积同比增长 2.2%, 增速较前值 (-1.1%) 回升, 其中, 一线城市商品房销售面积同比增速从 18.1% 上升至 43.2%, 二线城市商品房销售面积同比降幅从 16.8% 收窄至 4.8%, 三线城市商品房销售面积同比增速从 17.4% 降至 -3.2%。

图6： 房地产销售面积增速回升（%）

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_11967

