

这次不一样？——政策视角看配置

报告要点

资产展望：（1）全球流动性宽松+低利率+原油低基数→短期通缩，长期通胀。（2）国内权益市场二季度料温和反弹，风格上内需板块更加稳健。债券5月仍有利多支撑但边际下行压力逐渐上升。原油需求预期改善，但恢复缓慢。5月在美联储没有进一步加大宽松且通缩压力下，黄金或高位震荡，长期维持偏多。

摘要：

本文重点分析中美两国在2008年和2020年的财政和货币政策，通过纵向（两次危机）和横向（国家之间）比较，判断国内当前政策所处的阶段以及未来对资产的影响。

当前中国财政刺激政策的规模（约2.6万亿，占GDP比例2.5%）小于2008年同期（4万亿，占GDP比例13%），且暂无一揽子经济刺激计划出台，或意味着未来一段时间（或者5月两会前后）还将有大规模财政刺激政策蓄势待发。货币政策方面，2009年强调“适度宽松”而当前主轴在“稳健”；2008年是“大步奔跑”2020年是“小步快走”。借鉴美国经验，5月中国货币政策还将继续宽松为财政做准备。

- **未来中国政策的发力点在哪里？**短期见效快和稳就业的消费领域，中长期拉动经济的基建和战略新兴产业投资。可能会继续加大减税规模并增加再就业相关投入。
- **未来政策空间还有多大？**同欧美日发达国家相比，疫情之下中国截至目前的财政刺激力度偏低。保守估计，未来财政刺激政策规模或达到GDP比例5%，也就是至少还有约2.6万亿在路上。如果2020年目标名义赤字率升至3%-3.5%则对应财政赤字约5.15万亿元至5.65万亿元。若要满足5月发债高峰资金需求同时不挤占当前市场流动性，则5月央行还需再投放流动性至少2.3万亿元。
- **未来政策的拐点在什么时候？**同时考虑内部和外部因素，6月有货币政策边际收窄的可能。需要观察实体融资需求是否好转，其中一个指标是M2与社融增速之间的分叉是否靠拢。近期一个需要注意的新变化是贸易摩擦再起，也不排除货币政策放缓调整速度，子弹慢慢打，为未来有可能升级的冲突预留后手。

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

中信期货商品指数走势



金融研究团队

研究员：
张革
021-60812988
从业资格号：F3004355
投资咨询号：Z0010982

姜婧
021-60812990
从业资格号：F3018552
投资咨询号：Z0013315

目 录

摘要:	1
一、2008 年和 2020 年中国经济政策比较.....	3
1.1 财政政策: 还将有大规模财政刺激政策蓄势待发.....	3
1.2 货币政策: 今年政策更加温和、审慎、有耐心.....	7
二、2008 年和 2020 年美国经验的借鉴.....	9
2.1 财政政策: CARES 不足以抵抗经济危机, 三季度或有新的刺激需求政策.....	9
2.2 货币政策: 后续更多是从流动性和信用宽松上操作.....	11
2.3 美国经验的借鉴: 5 月中国货币政策还将下调为财政做准备.....	13
三、未来政策和资产如何发展	13
3.1 未来政策的发力点在哪里?	13
3.2 未来政策空间还有多大?	13
3.3 未来政策的拐点在什么时候?	16
3.4 对资产的影响	16
免责声明	17

图目录

图表 1: 2008 年和 2020 年中国财政政策对比.....	5
图表 2: 当前货币供应增速相对偏低.....	7
图表 3: 中国货币供应持续增长直至 2017 年.....	7
图表 4: 2008 年和 2020 年中国货币政策对比.....	8
图表 5: 2020 年 CARES 法案构成.....	9
图表 6: 2009 年美国复兴和再投资法案构成.....	9
图表 7: 截至 2020/4/16, PPP 第一轮发放期间, 申请 PPP 援助资金前 10 的行业.....	10
图表 8: 2008 年和 2020 年美国财政政策对比.....	10
图表 9: 2008 年和 2020 年美国货币政策对比.....	12
图表 10: 中国当前应对疫情的财政刺激力度在国际上偏低.....	14
图表 11: 2008 年和 2020 年美国货币政策对比.....	14
图表 12: 中性情况下预计基建投资增速在 10%-15%左右.....	15
图表 13: 当前货币供应速度快于实体融资需求增长速度.....	16

新冠肺炎疫情爆发至今，全球经济受到显著冲击，各国也陆续出台了大量危机应对措施。本文重点分析全球最大的两个经济体——中美两国在 2008 年金融危机和 2020 年新冠肺炎疫情期间的财政和货币政策，通过纵向（两次危机）和横向（国家之间）比较，判断国内当前政策所处的阶段以及未来对资产可能的影响。

一、2008 年和 2020 年中国经济政策比较

两次危机的传导路径存在一定差别。2008 年金融危机最初在美国由次贷危机衍生，经历了从流动性危机→金融危机→经济危机的过程。对于中国而言，危机从海外向国内蔓延，2008 年危机爆发之前我国经济快速增长，下半年美国危机突发，我国宏观调控的着力点从抑制物价过高转到防止经济增速过快下滑。

2020 年新冠肺炎疫情最初在中国爆发，经历了从国内卫生事件→国内经济冲击→海外卫生事件→流动性危机→经济危机担忧。在海外市场冲击国内之前，中国已经对疫情和国内经济下行提前反应，海外环境变化扰动了国内经济反弹力度和时间的预期，不过今年在政策主动性和信心方面强于 2008 年。此外今年国内外央行都较早释放大量流动性，金融部门暂未发生危机。

1.1 财政政策：还将有大规模财政刺激政策蓄势待发

回顾经济危机期间，财政政策随着事态发展将经历危机前期、危机中期和危机后期三个阶段。假如把危机期间的财政政策看做医生治病，危机前期多为针对“病因”的应急措施，例如 2008 年金融危机时期中国财政对证券交易印花税和个人所得税的调整，2020 年疫情前期主要对疫情防控重点医疗和生活保障行业资金支持，减免交通运输、餐饮、住宿、旅游等受灾严重行业税费。

危机中期经济下行压力显著，为“减轻病情”财政政策更加积极，大规模减税降费政策大多较早出台，也有了前期一定时间经验的积累，或出台一揽子经济刺激计划，中国的 4 万亿投资计划就是典型代表。

危机后期，危机阶段性减缓后，或出台前期大规模政策的“补丁”政策，或针对经济薄弱环节“并发症”调整升级。2009 年调整结构、转变发展方式，提出制造业升级，出台十大产业调整和振兴规划；2020 年疫情对经济短期冲击巨大，中国在疫情得到控制后将政策重心转向复工复产。

从规模和节奏来看，当前财政刺激政策的规模（约 2.6 万亿，占 GDP 比例 2.5%）小于 2008 年同期（4 万亿，占 GDP 比例 13%），且暂无一揽子经济刺激计划出台，或意味未来一段时间（或者 5 月两会前后）还将有大规模财政刺激政策蓄势待发。

当前财政刺激规模不及金融危机时期同期，主要有以下四个原因：一是两次危机对经济基本面供需的影响存在差异。2008 年金融危机对需求端的冲击更大且从外需向内需传导，而 2020 年疫情则是供给和需求同时按下暂停键，后期供应端

恢复的时间早于需求端，且内需尚未恢复时外需冲击又起。形势快速变化，政策还需观察。

二是今年疫情年初突发，原先的财政计划需要调整，同时两会时间延后，政策出台时机延后。

三是主观层面，结合当年 4 万亿计划对我国经济后续负面影响的经验（例如供给过剩和房地产泡沫），在走出危机的国际博弈中，当前或更加倾向于谋定而后动，选择最佳出手时机，而不是承担过多国际经济调整责任。

四是 2008 年危机爆发之前我国经济快速增长，2008 年上半年全国财政收入增长 33.3%。而 2019 年开始减税降费，2019 年公共财政收入增长 3.8%，税收收入仅增长 1%，原本就是紧平衡。

对比两次危机时期财政刺激政策内容，主线条都是减税降负和扩大需求。2008 年的税费调整政策包括提高个人所得税工薪所得减除费用标准，暂免征收储蓄存款和证券交易结算资金利息个人所得税。实施促进廉租住房、经济适用房建设和住房租赁市场发展的财税扶持政策。降低住房交易环节税收负担。下调证券交易印花税税率并改为单边征收。调整汽车消费税政策。允许困难企业阶段性缓缴社会保险费、降低四项社会保险费率等等。**今年的减税政策也涵盖企业和汽车消费减税降负，没有施行 2008 年的证券交易和住房交易减税政策。**

扩大需求方面，2008 年金融危机选择靠“基建和放松地产”拉动经济，2009 年政策强调调整结构、转变发展方式，提出制造业升级，出台汽车、钢铁、纺织等十大产业调整和振兴规划。**今年在房住不炒的基调下，“新老基建和消费”是主要扩内需方向。**2 月工信部推动工业通信业企业复工复产，优先支持汽车、电子、船舶、航空、电力装备、机床等产业链长、带动能力强的产业。3 月发改委等发文推动包括家电、消费电子产品更新消费，信息基础设施建设，文旅消费，教育培训、医疗保健、养老服务、婴幼儿照护、文化娱乐、体育赛事等服务消费。4 月新能源汽车消费政策进一步升级。4 月 17 日中央政治局会议提出“要释放消费潜力，做好复工复产、复商复市，扩大居民消费，适当增加公共消费”。

图表 1： 2008 年和 2020 年中国财政政策对比

阶段	2008 年	阶段	2020 年
前期： 宏观调 控的 着力 点从 稳 定物 价转 到 防止 经济 增 速过 快下 滑	2008/9/19：对证券交易印花税政策进行调整,由双边征收改为单边征收 2008/10/21：国会核准核准公路、机场、核电站、抽水蓄能电站等一批基建重点项目 2008/10/21-2008 年底：四次调高了纺织、服装等劳动密集型产品、附加值和技术含量较高产品的出口退税率。取消部分钢材、化工品和粮食的出口关税，降低部分化肥出口关税并调整征税方式。 2008/10/22：下调 90 平方米以下普通住房契税，个人销售版或购买住房暂免征收印花税，对个人销售住房暂免征收土地增值税。 2008/10/23：国务院批准增值税转型方案，约减税 1500 亿元 2008/10/26：暂免个人投资者取得的证券交易结算资金利息个人所得税	前期： 支援疫 情防 控重 点医 疗和 生活 保障 行业， 减免 受灾 严重 行业 税费	2020/1/26：建立财政性资金采购“绿色通道” 2020/1/31：中央财政贴息提供医疗、生活必需品，以及物资运输的企业。 2020/2/1：疫情防控进口物资阶段性免税 2020/2/2：对疫情防控重点保障企业的贷款，中央财政按人民银行再贷款利率的 50%给予贴息，加大对受疫情影响个人和企业的创业担保贷款贴息支持力度。预计中央财政贴息 39 亿元，可撬动企业获得优惠贷款 3000 亿元。（约占 GDP 比例 0.3%） 2020/2/7：对交通运输、餐饮、住宿、旅游等受疫情影响较大的困难行业企业 2020 年度发生的亏损，最长结转年限由 5 年延长至 8 年。对纳税人提供公共交通运输、生活服务，以及为居民提供必需生活物资快递收派服务取得的收入，免征增值税。 2020/2/18：国会阶段性减免企业养老、失业、工伤保险单位缴费。预计 2020 年可以减轻企业负担 5100 多亿元。（约占 GDP 比例 0.5%）同步实施的还有职工医保单位缴费部分阶段性减征、缓缴政策，以及住房公积金阶段性缓缴等政策，3 项合计预计减轻企业负担约 8000 亿元。（约占 GDP 比例 0.8%）
中期： 财政 政策 更 加积 极，大 幅 增加 政府 支 出，出 台小 企业、 房地 产和 证 券交 易相 关税 收优 惠以 及出 口退 税等 方面 政策	2008 年 11 月 5 日：国务院出台总额 4 万亿元的两年投资计划（约占 GDP 比例 13%），实行结构性减税，扩大国内需求。 2008/11/10：新增中央政府公共投资 1 0 4 0 亿元（约占 GDP 比例 0.3%），用于加快灾区恢复重建、实施保障性安居工程等民生工程和农业基础设施建设。 2008/11/12：启动 9000 亿元住房保障投资计划（约占 GDP 比例 2.9%） 2008/11/28：海关总署十项措施支持进出口企业 2008/11/30：财政部、商务部、工业和信息化部决定全国推广实施家电下乡政策 2008/12/17：国务院放宽二套房贷限制政策 2008/12/21：人力资源社会保障部等三部门发出通知,允许困难企业在 2009 年之内缓缴社会保险费,缓缴期限最长不超过 6 个月,职工应享受的各种社保待遇不受影响。 2008/12/23：外汇局放松外债管理支持企业进出口贸易，允许一般企业出口货款预收汇比例由原来的 10%调整为 25%，进口货款延期付汇比例由原来的 10%调整为 25%。	中期： 疫情 得到 阶 段性 控制， 政策 重心 转 向复 工复 产	2020/2/23：发改委对现执行一般工商业及其它电价、大工业电价的电力用户从 2 月 1 日至 6 月 30 日，电费降 5%。对重点的“两部制”电力用户，容(需)量电费进行减免。涉及金额达到 590 亿元。（约占 GDP 比例 0.06%） 2020/2/25：工信部推动工业通信业企业复工复产，优先支持汽车、电子、船舶、航空、电力装备、机床等产业链长、带动能力强的产业。重点支持 5G、工业互联网、集成电路、工业机器人、增材制造、智能制造、新型显示、新能源汽车、节能环保等战略性新兴产业。 2020/2/28：扶持个体工商户，减免增值税费、房租、社保，引导金融机构增加 3000 亿元低息贷款，定向支持。（约占 GDP 比例 0.3%） 2020/3/4：加强地方财政“三保”（保基本民生、保工资、保运转）阶段性提高地方财政资金留用比例。地方将新增留用资金约 1100 亿元。（约占 GDP 比例 0.1%） 2020/3/5：支持民航运输企业 2020/3/13：减征物流企业大宗商品仓储设施用地城镇土地使用税 2020/3/16：减免港口建设费和船舶油污损害赔偿基金,预计港口企业为货主企业减轻负担 3.8 亿元。

后期： 调整结构、转变发展方式，提出制造业升级，出台十大产业调整和振兴规划	• 2009/1/1：财政部、国税总局放松二手房税费政策，个人将购买超过2年(含2年)的普通住房对外销售的，免征营业税。 • 2009/1/1：全国范围内实施增值税转型改革，由生产型转为消费型，允许企业抵扣新购入设备所含的增值税。 • 2009/1/10：银监会调整部分信贷监管政策，鼓励银行业金融机构在切实防范风险的前提下，加大对经济发展的信贷支持力度。 • 2009/1/14-2009/2/25：国务院密集出台了十大产业调整和振兴规划，涵盖汽车、钢铁、纺织、装备制造、船舶、电子信息、石化、轻工业、有色金属和物流业等。 • 2009/2/1：应对金融危机影响，人力资源和社会保障部、国家发展和改革委员会、财政部启动并实施特别职业培训计划。 • 2009/2/9：商务部宣布中央许可地方政府发放消费券措施。 • 2009/3/5：全国人大公布实施积极财政政策，拟安排财政赤字9500亿元（约占GDP比例3%），国务院同意地方发行2000亿元债券。预计减轻企业和居民税负约5000亿元（约占GDP比例1.6%）	后期： 政策重心转向扩大需求，促进消费，稳定贸易，保就业等方面	• 2020/3/13：发改委等促进消费，包括推动家电、消费电子产品更新消费，信息基础设施建设，文旅消费，教育培训、医疗保健、养老服务、婴幼儿照护、文化娱乐、体育赛事等服务消费。 • 2020/3/27：中央政治局会议：适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模 • 2020/4/15：暂免征收加工贸易企业内销税款缓税利息 • 2020/4/17：中央政治局会议：加大“六稳”首提“六保”，发行抗疫特别国债 • 2020/4/22-23：新能源汽车免征车辆购置税，延长新能源汽车推广应用财政补贴期限 • 2020/4/26：延续实施普惠金融有关税收优惠政策 • 截至4月下旬，全国各级财政已安排疫情防控资金近1500亿元，已支出七成左右。已提前下达2020年新增地方政府债务限额18480亿元。 • 根据IMF，截至4月30日，中国出台的财政措施金额有约2.6万亿（约占GDP比例2.5%）。
---	--	---	--

资料来源：财政部 国税总局 发改委 商务部 海关总署 交通运输部 IMF 中信期货研究部

1.2 货币政策：今年政策更加温和、审慎、有耐心

2008 年和 2020 年中国货币政策最大的区别在于当前货币政策总基调是“稳健的货币政策要更加灵活适度”主轴在“稳健”，而 2009 年强调“适度宽松”。2009 年政府工作报告对货币政策的要求是“实施适度宽松的货币政策”，其首要目标就是“改善金融调控，保证货币信贷总量满足经济发展需求，广义货币增长 17% 左右，新增贷款 5 万亿元以上”。2020 年两会暂未召开，但 4 月 17 日中央政治局会议指出“稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。”今年更强调引导市场利率下行，且“稳健+灵活”意味着“边走边看的试探”，或许也是目前没有急于一股脑出台大规模政策的原因。待市场好转，政策还要回到中性状态。

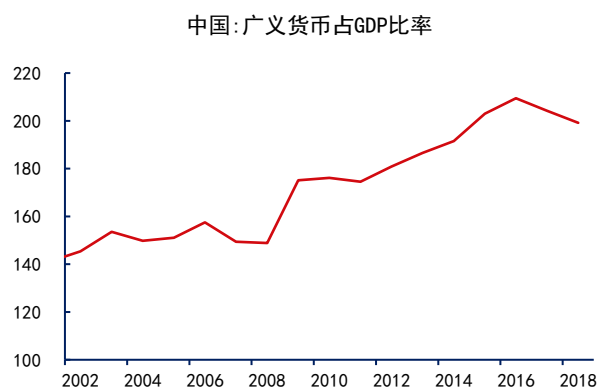
图表 2: 当前货币供应增速相对偏低

单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 3: 中国货币供应持续增长直至 2017 年 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

今年的货币政策工具和传导途径更加多样化和精细化。2008 年货币政策工具集中在两类，一类是对存款准备金率和存贷款基准利率，包括再贷款再贴现利率的调整；另一类是对个人住房公积金和房贷利率的调整。今年在货币政策传导路径上形式更加多样，主要有“下调公开市场利率→下调 MLF/TMLF→LPR 下行”，以及“降准+降低超额存款准备金率→释放流动性→实体利率下行”等方式。同时提高部分地区不良贷款率容忍度，鼓励企业融资，适度放宽地方政府住房政策等。今年的货币政策暂时还没有出现存款基准利率调整，作为金融机构的负债成本，降低存款基准利率是未来货币政策一个可能的方向。

在节奏和规模方面，2008 年是“大步奔跑”2020 年则是“小步快走”。2008 年下半年央行单次降准幅度多在 1 至 2 个百分点，单次降息幅度多为 0.27 个百分点，11 月 27 日甚至一次性降息 1.08 个百分点。对比来看，2020 年单次降准和降息幅度相对更小，单次降准幅度在 0.5 至 1 个百分点，单次降息幅度（以公开市场利率和 LPR 看）大多在 0.1 至 0.2 个百分点。

当前货币政策更加温和、审慎、有耐心，或意味着要达到预定降成本目标所

需的宽松政策时间也会相对更长。2008 年 9 月至 12 月，央行 4 次下调存款准备金率，累计全面降准 3 个百分点（大型银行）至 4 个百分点（中小银行）；6 次下调存贷款基准利率，存款基准利率累计下调 1.89 个百分点，贷款基准利率累计下调 2.16 个百分点。相较而言，今年在传统基准政策方面，疫情以来已实施两次定向降准对大型银行降准 0.5 至 1 个百分点，对中小银行降准 1 个百分点；一次下调超额存款准备金率 37 个基点，并累计下调贷款市场报价利率（LPR）1 年期和 5 年期降幅分别为 30 个基点和 15 个基点。

图表 4： 2008 年和 2020 年中国货币政策对比

类型	2008 年	类型	2020 年
传统政策： 下调存款准备金率和存贷款基准利率	9 月 15 日至 12 月 23 日，4 次下调存款准备金率，累计全面降准 3 个百分点（大型银行）至 4 个百分点（中小银行）。 9 月 15 日至 12 月 23 日，6 次下调存贷款基准利率，存款基准利率累计下调 1.89 个百分点；贷款基准利率累计下调 2.16 个百分点，相应下调个人住房公积金贷款利率。 2008/10/22：中国人民银行决定自 2008 年 10 月 27 日起，扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度，调整最低首付款比例。 11 月 27 日和 12 月 23 日，2 次下调对金融机构再贷款再贴现利率，1 年期流动性再贷款利率由 4.68% 下调至 3.33%，再贴现利率由 4.32% 下调至 1.80%。 2008/11/27：法定准备金存款利率由 1.89% 下调至 1.62%，下调 0.27 个百分点；超额准备金存款利率由 0.99% 下调至 0.72%，下调 0.27 个百分点。	传统政策： 定向降准，下调贷款利率，下调超额存款准备金率	2020/3/16：普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点。除此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1 个百分点，支持发放普惠金融领域贷款。以上定向降准共释放长期资金 5500 亿元。 2020/4/3：对中小银行定向降准 1 个百分点，于 4 月 15 日和 5 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点，共释放长期资金约 4000 亿元。 2020/4/3：中国人民银行决定自 4 月 7 日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%。 2 月至 4 月：1 年期 LPR 由 1 月的 4.15% 下调至 4 月的 3.85%，降幅 30 个基点。5 年期 LPR 由 1 月的 4.8% 下调至 4 月的 4.65%，降幅 15 个基点。
		更多政策工具： 公开市场操作，再贷款和再贴现，信用展期	- 通过公开市场操作（逆回购和中期借贷便利 MLF）注入流动性累计 3.33 万亿元。 - 扩展再贷款和再贴现政策 1.8 万亿元以支持医疗供应制造企业，中小微企业和农业生产部门 - 分别下调 7 天和 14 天逆回购利率 30 个基点和 10 个基点，下调 1 年期 MLF 利率 30 个基点，下调 TMLF 利率 20 个基点 - 政策银行对小微企业实行信用展期 3500 亿元
		其他： 提高部分地区不良贷款率容忍度，鼓励企业融资，放宽地方政府住房	- 设立 3000 亿元专项再贷款，支持金融机构向疫情防控重点企业提供优惠利率贷款，支持直接参与抗击疫情的企业。 2020/2/25：国常会部署对中小微企业和个体工商户加大扶持力度。

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_5309

