经济“内功”提升 金融“双降”延续

日期：2020 年 2 月 10 日

首席分析师 胡月晓
021-53686171
huyuexiao@shzq.com
执业证书编号： S0870510120021

报告编号：

相关报告：

《“新冠”经济影响：扰动不改向好趋势》（2020 年 2 月 3 日）

《期限结构波动中缓降趋势明了》（2020 年 1 月 13 日）

《货币增速回落中迎来降息》（2020 年 1 月 16 日）

《2020 年中国经济、金融展望》（2019 年 12 月 17 日）

■ 主要观点：

经济“迂回”程度是内在动力观察的合适视角

根据迂回生产理论，经济进步总是伴随着生产迂回程度的提高。经济越发展，生产的迂回程度越高；迂回程度越高，经济系统的运行就越网络化；经济越网络化，经济的系统性和市场间的协调性要求就越高。只有在生产的迂回程度提高到一定阶段后，产业价值链的概念和应用才形成，并随经营网络化提高而得到发展。经济繁荣时，经济产业链条变长，生产的迂回程度提高；经济低迷时则正好相反。在经济低迷时期，因总需求增长的放缓，各类环节的增长放缓，但越是远离终端消费环节，放缓的程度就越严重。

中国经济的“迂回”程度重新提升

基于实际构成，从投资的大类行业分布上看，中国投资三大构成行业中的制造业迂回程度，要比房地产业和基础设施行业高；因此，经济下行时期，制造业的投资要下降更剧烈，这就是纯粹统计现象上的制造行业的顺周期特征表现。制造业投资开始企稳回升，全社会生产的迂回程度结束“缩短”，意味着经济低迷接近尾声！制造业细类中更为远离消费阶段部门的投资增长开始企稳，则更为显著地体现了生产迂回程度重新增长，全社会生产的资本密集度程度结束下行的新发展趋势。结合金融市场监管进步带来的“脱虚向实”发展，经济系统深层次的改变，实际上已给出了前瞻性的信号：经济质量改善带来的增长稳定趋上阶段，即将到来！

2020 年中国“降准”、“降息”趋势延续

为维持货币乘数高位，保持广义货币增速相对平稳，以及降低储备货币获得成本，保持货币市场的稳定，中国或将进一步下调 RRR。在中国新基础货币投放机制未形成前——即央行直购资产成为基础货币投放主渠道，降准是中国央行难以避免的选择，2020 年内仍需要降准 1-2%。在通过“降准”维持高的货币乘数的同时，降低基准货币利率也是政策的必备选项。中国正处基础货币投放机制转换期，以创设工具投放形式投放基础货币，客观上提高了利率市场体系的基准，降低市场利率需要下调各类投放工具利率。

宏观调控：以“双底线”思维推进供给侧改革

面对国内外的复杂局面和经济平稳运行、金融风险防控的双重压力，2020 年中国宏观调控体现将转向“防风险”+“稳增长”的实质性双底线思维。高通胀不会成为政策制约因素，当前中国通胀水平的上升，并不是需求放大的结果。“宽信用”将是货币结构性政策应追求重心，“宽信用”意味着“低信贷”和“高社融”（社融增速超过信贷增速）的组合，这意味着资本市场在未来流动性环境中的作用增强！

目 录

一、经济“迂回”程度提升，内在动力增强 1
1. 经济“迂回”程度是内在动力观察的合适视角 1
2. 中国经济的“迂回”程度重新提升 2
3. 中国经济“提质稳速”阶段日渐成型 4
二、金融“双降”仍将延续 5
1. 负利率时代来临 5
2. 变化中的中国政策利率体系 6
3. 2020 年货币增长应适当下移以适应储蓄 7
4. 2020 年中国“降准”、“降息”趋势延续 9
三、宏观调控：以“双底线”思维推进供给侧改革 11
1. 底线思维：从单底到双底 11
2. 高通胀不会成为政策制约因素 12
3. “宽信用”将是货币结构性政策应追求重心 14

图

图 1 观察中国经济的新视角、新思维 1
图 2 远终端的迁回投资先后企稳（累计同比，月/%） 2
图 3 制造业中的投资迁回程度正在提升 3
图 4 迁回投资结构不再下降（月，%） 3
图 5 中国投资的资本拉动作用回升 4
图 6 中国主要工业品产量增长（年度同比，%） 5
图 7 欧元基准利率变化（%） 6
图 8 中国储蓄增长的下降态势 8
图 9 中国各部门储蓄增长下台阶后企稳（%） 9
图 10 中国基础货币增长的乏力态势 10
图 11 金融危机后中国宏观调控底线思维的演变 12
图 12 中国猪肉价格已进入拐点 14
图 13 社融结构中资本市场直接融资显著提升 15

一、经济“迂回”程度提升，内在动力增强

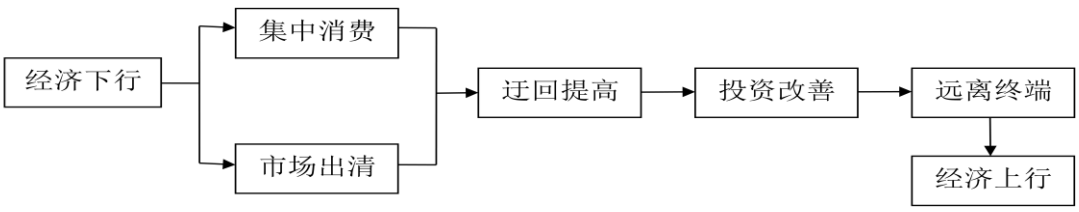
1. 经济“迂回”程度是内在动力观察的合适视角

经济进步总是伴随着生产迂回程度的提高。经济越发展，生产的迂回程度越高；迂回程度越高，经济系统的运行就越网络化；经济越网络化，经济的系统性和市场间的协调性要求就越高。只有在生产的迂回程度提高到一定阶段后，产业价值链的概念和应用才形成，并随经营网络化提高而得到发展。在现代工业社会，大部分生产都不是为最终消费服务的，这也导致了当前世界经济中的一个显见现象：国家贫穷与否并不取决于其人民的勤劳与否，甚至也不取决于其是否拥有更多和先进的技术知识，而是在于是否拥有系统合理的资本品网络。显然富裕社会拥有比贫穷社会更为扩展的、更加合理、更加完备的市场和资本网络。

经济的周期性，实际上就是这张经济网络协调的失衡和复原过程。经济低迷时期，各类投资均下降，此时只有靠近终端消费环节的经营才是安全的，也只有靠近终端环节或直接为终端消费的投资，才是经济上可行的。可见，当前资本市场上投资者对消费“钟爱”的正确性，在将来也是必然会发生变化的。

在经济低迷时期，因总需求增长的放缓，各类环节的增长放缓，但越是远离终端消费环节，放缓的程度就越严重。当微观经营主体企业家们感受到市场接近出清，或创新变化带来的新机会的同时，远端的投资就会开始缓慢和暗中增加(不能被市场明显观察到)。经济放缓过程中带来的迂回性缩短现象将终止，投资逐渐倾向于远离终端消费，资本品网络间的协调性上行。这正是中国经济当前已发生，却因未显性化而未被市场观察到的现象。

图 1 观察中国经济的新视角、新思维



去杠杆和中性货币政策带来的资产泡沫持续受压境界，使得中国资本经营难度上行，资本市场运行持续底部徘徊状态也让市场对经济前景的预期趋弱。但是，资产价格变动和资本增长放缓改善了过去的资金

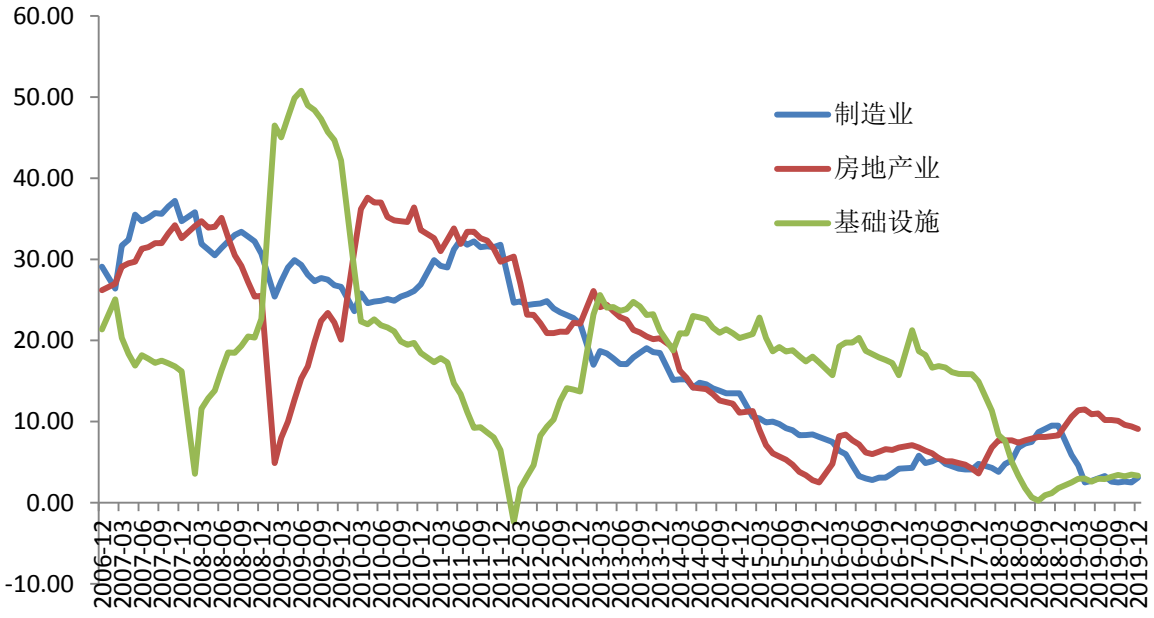
“脱实向虚”状况，资本品网络的配置效率提高，企业家更加考虑资产的经营属性，而非资产价格变动收益，因而经济网络的协调性也得以增强。

生产的迂回程度进展和经济网络运行的协调性提升，是经济运行质量提升的根本，尽管从统计指标上看的宏观数据可能仍然没有变化，甚至更进一步低迷，但只要社会的生产迂回程度重新开始恢复进展，资本品网络的协调性开始增强，那么经济运行质量提升的效果终究将体现。

2. 中国经济的“迂回”程度重新提升

基于实际构成，从投资的大类行业分布上看，中国投资三大构成行业中的制造业迂回程度，要比房地产业和基础设施行业高；因此，经济下行时期，制造业的投资要下降更剧烈，这就是纯粹统计现象上的制造行业的顺周期特征表现。制造业投资开始企稳回升，全社会生产的迂回程度结束“缩短”，意味着经济低迷接近尾声！2019 年 2 季度后，中国制造业投资进入了企稳阶段，到 2 季末，企稳态势已成型。

图 2 远终端的迂回投资先后企稳（累计同比，月/%）

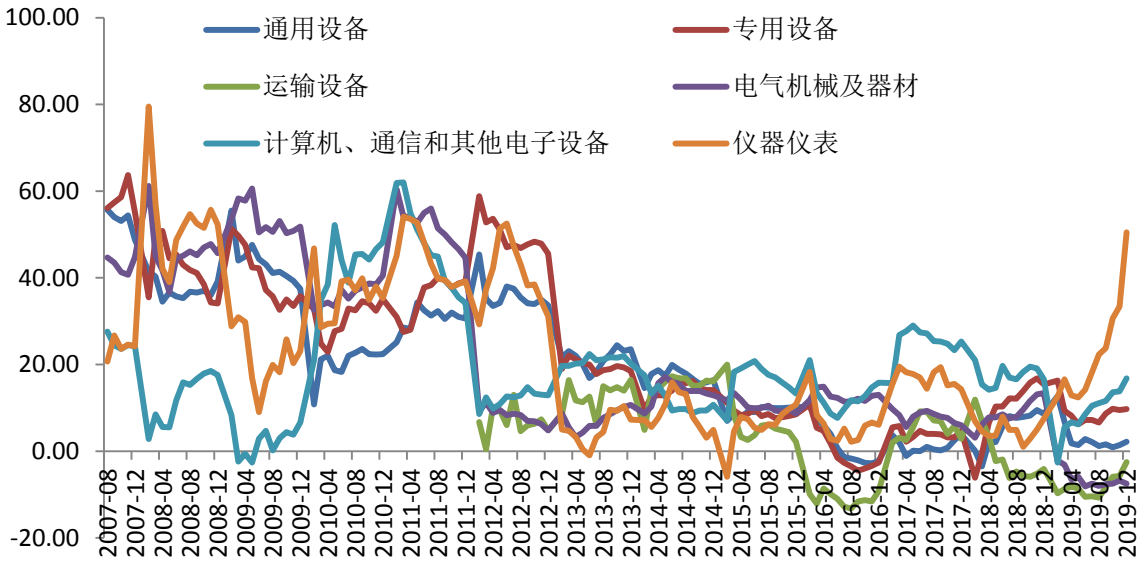


数据来源： Wind，上海证券研究所

更进一步地，制造业细类中更为远离消费阶段部门的投资增长开始企稳，则更为显著地体现了生产迂回程度重新增长，全社会生产的资本密集度程度结束下行的新发展趋势。同样在，2019 年 1 季度前后，中国制造业投资中从生产的迂回程度看，最为远离终端的计算机、通信与其它电子设备，电气机械及器材，通用设备，专用设备等，都进

入了走稳或回升阶段。

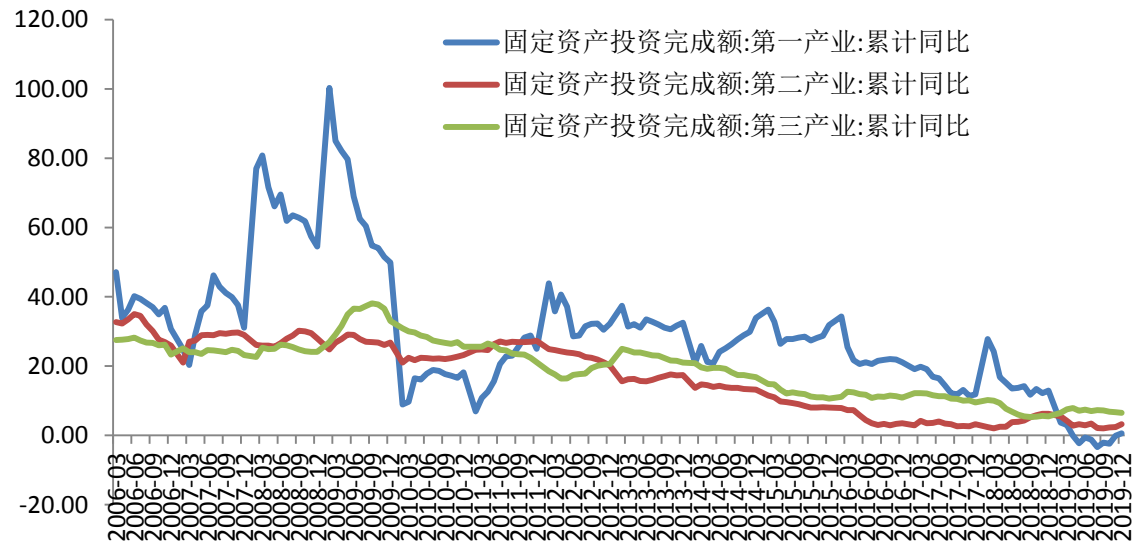
图 3 制造业中的投资迁回程度正在提升



数据来源：Wind， 上海证券研究所

投资结构改变带来的生产迁回程度重新提升，另一个显著的表现就是，最接近消费端的、曾经持续高达 30%以上的第一产业投资增速，2019 年后快速下降到萎缩状态，第二产业的投资增长仍然没有呈现回升趋势，这显然是从经济运行本质上看的当前经济增长仍然艰难走稳的根本原因。但从更细化的制造业投资增长数据上看，结合金融市场监管进步带来的“脱虚向实”发展，经济系统深层次的改变，实际上已给出了前瞻性的信号：经济质量改善带来的增长稳定趋上阶段，即将到来！

图 4 迁回投资结构不再下降（月，%）

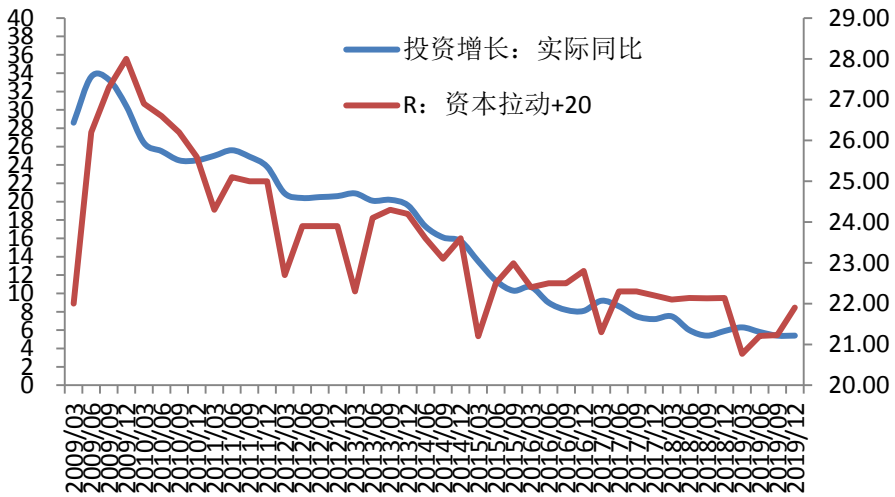


数据来源： Wind，上海证券研究所

3. 中国经济“提质稳速”阶段日渐成型

从迂回程度看的投资结构改善，是中国经济韧性提高的基础和首要标志。从整体投资增速看，2018 年表现出来的企稳回升势头，在 2019 年 2 季度后并未得到持续，中国经济投资只是不再下降，从态势上看只是艰难走稳。然而，从投资的结构变化上看，投资对国民经济整体生产迂回程度的提升作用开始体现，投资对资本拉动作用开始增强。2018 年下半年-2019 年 1 季度期间的中国整体投资增速回升，依靠的是基建和地产投资的增长，实际上，从资本拉动作用看，期间反而呈现了下降态势；在 2019 年 2 季度后，从投资结构看的资本从新向经济迂回程度提高转变，尽管整体投资增速呈现了稳中偏降态势，但资本拉动作用反而呈现了相反的稳中偏升态势！

图 5 中国投资的资本拉动作用回升



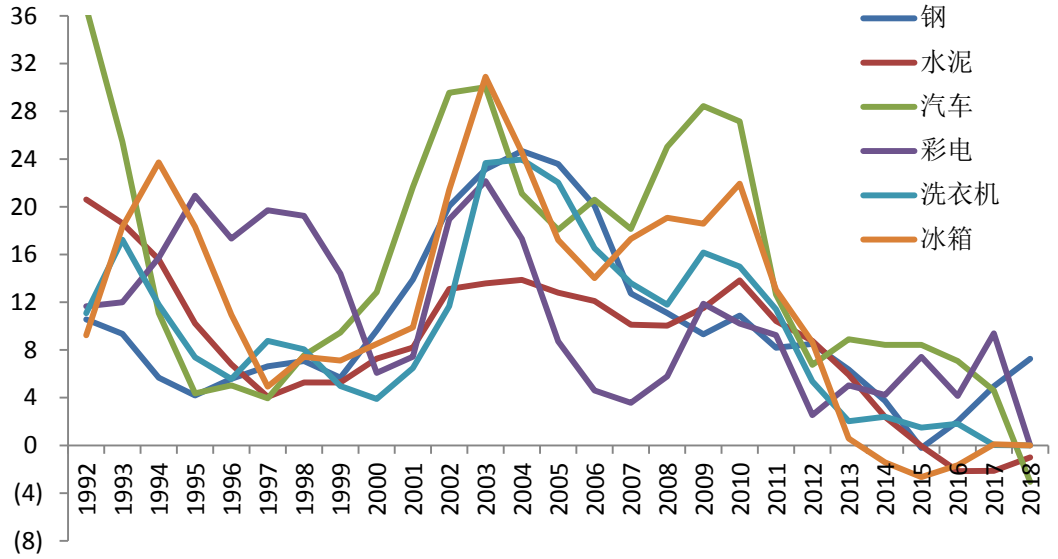
数据来源： Wind，上海证券研究所

由于迂回程度结束缩短、进入提升的趋势，是一个长期性趋势，结合中国经济发展的阶段性特征（仍然是发展中国家，仍然处在向经济成熟阶段转换的后起飞阶段，仍然处在中高速增长阶段等），中国经济的资本密集度将重新恢复上行，因而中国经济增长的底层动力将进一步发展。经济运行质量提升，成就了中国经济保持平稳和持续向上的韧性。宏观经济运行上的表现，就是经济结构将不断取得改善。

尽管从产业周期角度看，汽车等大件耐久品由于进入成熟期而增长下降，从而消费增长难以有大的提高；世界经济放缓也使得国际贸易增长面临压力，中国外贸保持平稳压力也难有大的消除；但从投资结构改善带来的经济运行质量改善和新动力形成趋势上看，中国经济即将走出已延续了 6 年的“底部徘徊”阶段。2014 年后，由于经济增长动力的主动转换，外延型的经济增长模式受到调控的主动限制。当中国调控部门对经济增长模式进行转换之时，正是中国经济进入了动力

转换阶段的“底部徘徊”时期，中国传统产业几乎同时由扩张期进入成熟期，市场结构向趋于集中改变，行业竞争加剧，除了新兴行业外，其它行业投资都同步放缓，经济增速进入下台阶后的艰难走稳阶段。投资带来的生产迂回程度重新提高，意味着中国经济将迎来新一轮的结构性改善增长机会，即使全球经济仍未走出周期性低迷局面，中国经济增长动力也将在韧性中进一步增加。

图 6 中国主要工业品产量增长（年度同比，%）



数据来源： Wind，上海证券研究所

二、金融“双降”仍将延续

1. 负利率时代来临

负利率成为常态，究其根源，是过去长期实行宽松货币政策的结果，也是人类智力应对经济周期有所不及的必然结果。上世纪 50 年代、60 年代凯恩斯主义的实施，导致了 70 年代的 2 次“滞涨”，随后供

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_7405