



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

【2019年3季度】

NIFD 季报

主编：李扬

总报告

2019年11月

NIFD 季报

第三季度总报告

内容提要

1. 全球经济第三季度延续 2018 年的下行趋势，但金融市场之间的背离却日趋明显。次贷危机以来，发达经济体的经济运行对于宽松货币环境已形成依赖，并呈日益加剧之势。
2. 当前，中美短期利差预期为正且有持续走阔趋势，海外资金近期持续买入中国资产，这有利于维持人民币汇率的强势。
3. 我国 GDP 第三季度同比增长 6.0%，延续 2018 年以来的逐季递减之势。宏观经济运行的供需两端依然较为疲弱，逆周期调节政策的效果可能要到迟至明年一季度才会完全显现。宏观经济下行已成趋势，要想改变或使下行平滑化，必须依靠供给侧结构性改革的深化，宏观调控政策体系也须相应改革。
4. 宏观杠杆率第三季度升幅较二季度有所提高，但从稳增长的需求来看仍显不足。宏观经济政策的长期任务是在稳增长与防风险之间保持谨慎的平衡。当下及未来一个相当长时期，我们可能需要对杠杆率上升保持一定的容忍度。在此环境下，稳步推进供给侧结构性改革至关重要。
5. 财政支出第三季度增速从高位略有回落，税收收入增速继续放缓。收支相抵，今年财政赤字形势不容乐观。预计，未来若干年内，财政收入可能继续保持较低增速，而财政支出则居高不下甚至会有所增加，财政赤字问题更形突出。在这方面，地方的问题尤为突出。
6. 更深入地看，财政赤字持续增加，必然导致政府债务长期增加，这不仅使得政府债券市场规模益大，对整个金融市场影响益深，而且会对货币政策的传导机制产生根本性冲击。因此，必须认真考虑在财

政政策和货币政策充分协调配合的基础上,对我国的宏观调控体系进行改革。

7. 我国非金融部门信用总量第三季度为 247.16 万亿元,同比少增 7258 亿元。这与社融和 M2 的走势基本相同。非金融企业、居民、中央政府和地方政府的信用增量均不及去年同期。从部门信用占比来看,企业部门信用占比降至新低,居民部门占比升至新高,而地方政府部门自年初占比不断小幅上升。政府、特别是地方政府信用占比上升,可能预示着中国经济增长动力结构的某种调整。这种调整,或许与近 20 余年来的日本比较相像。如果说,未来中国经济增长将仍然主要依靠投资,则政府投资将发挥更为重要的作用。在财政赤字不断增大且发债成为主要融资手段的背景下,我们必须制定一套考虑周全的国债市场发展规划。

8. 债券市场第三季度发行和存量规模均较二季度增长,收益率走势分化,收益率曲线较第二季度平坦化,表明经济下行压力较大。新增违约金额较二季度大幅提升,主要归因于破产重整企业数量激增。

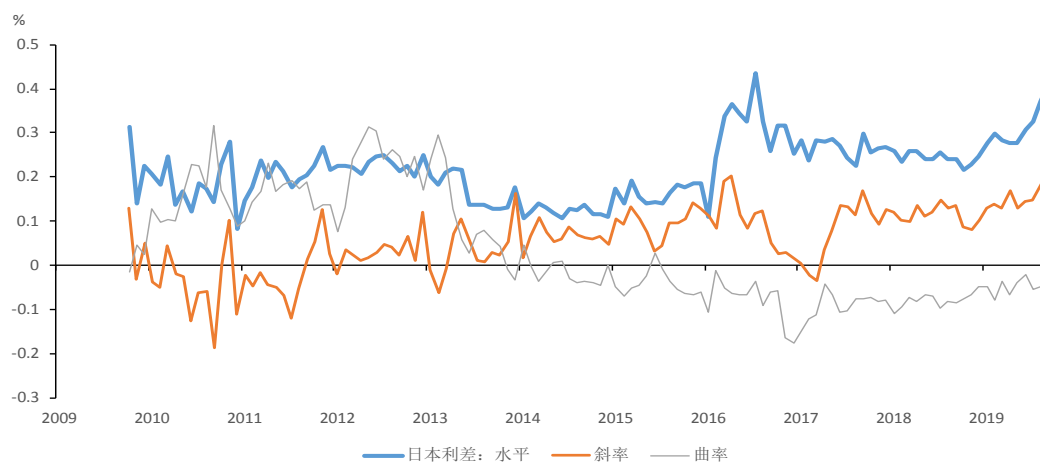
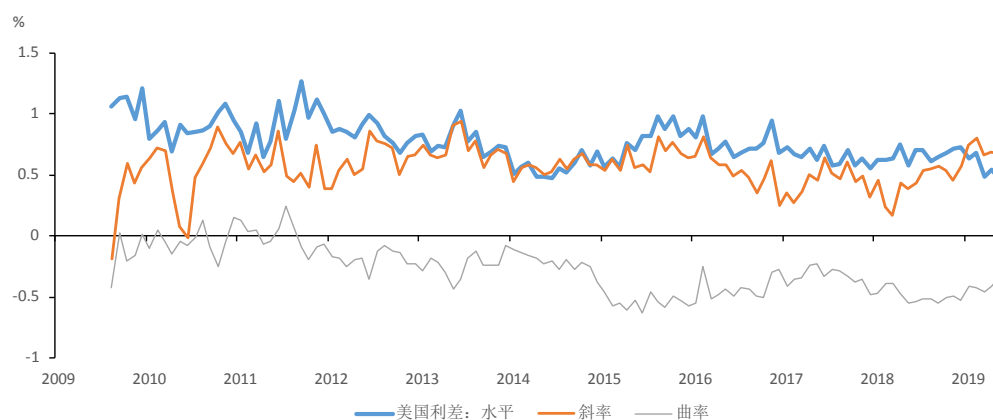
9. 随着合格境外投资者投资额度限制取消和摩根大通将人民币债券纳入全球新兴市场多元化指数,债券市场的外资投资前景良好,这也有利于中国债券市场的发展。

10. 主要股票指数第三季度运行平稳。科创板新股发行并开始交易是本季股票市场最重要事件。科创板的深入发展,特别是注册制的逐步实施,将对整个市场的估值体系产生重要影响,“壳”价值贬值将成为长期趋势,并导致股价走势持续分化。

11. 房地产市场拐点可能已经到来。第三季度,一、二线城市住宅库存去化周期已经处于合理区间,但三线城市住宅库存较 2018 年底有所上升。一、二线城市租金资本化率指标仍处于高位,三线城市租金资本化率持续上升,仍存在房地产价格泡沫风险。

一、全球金融市场

全球经济延续 2018 年的下行趋势，但金融市场之间的背离却日趋明显。一方面，收益率曲线体现出更为明显的衰退预期，如国债收益率水平快速下行，美国国债收益率斜率进入负区间，逼近 2007 年危机时的最低点，日本和欧元区国债收益率斜率均接近负区间，已经为 2007 年危机以来的最低点。但另一方面，无论从市盈率还是市净率的角度看，欧美股市估值都处于历史高点，并且，欧元区和美国的信用利差尚处于较低水平。这种衰退预期与较高风险偏好同时存在的背离必然会被修复，并且背离的时间越长，修复的势能越大。但背离的出现并不意味着修复即将会发生，究其根源，还是宽松的货币环境为衰退提供了喘息的机会，整个发达经济体对于次贷危机以来的宽松货币环境已形成极度的依赖。



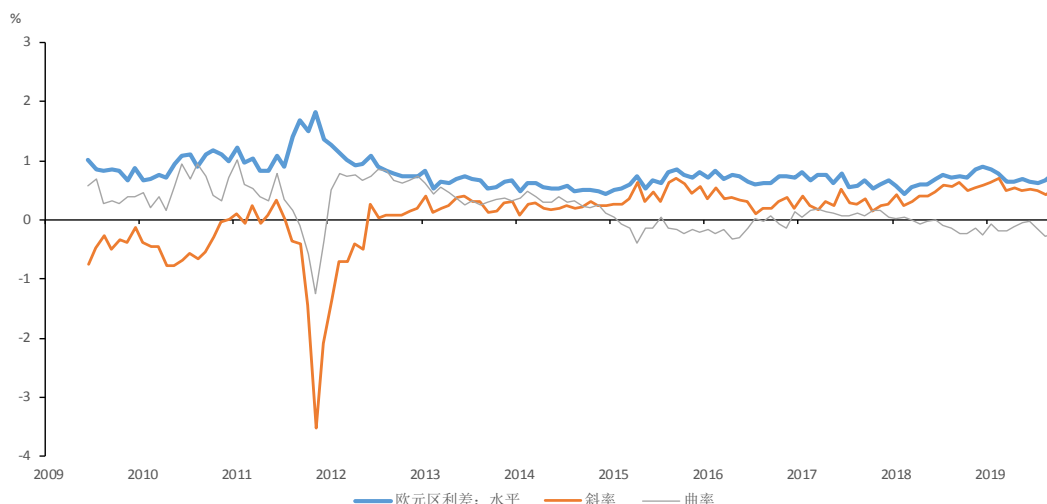


图 1 主要发达经济体利差曲线情况

注：利差 = (美、日、欧) A 级信用债收益率 - 国债收益率

数据来源：Bloomberg、中债信息网、国家金融与发展实验室。

在收益率总体下降的趋势中，第三季度的美国国债收益率水平曾出现过短暂反弹，但这并不能改变利率水平总体下行的趋势。贸易战扭转了美元输出和回流的渠道，同时美国国内实施的减税等财政补贴政策又迫使国债发行力度加大，双重因素叠加导致了美国的一级交易商不得不占用庞大的现金储备购买美国国债，传导至货币市场，进而引发隔夜回购利率的大幅升高，收益率曲线更为平坦。美联储紧急通过购买短期国债补充流动性，这可以被视为是一种预期管理行为而非重启 QE，目的是尽可能结束收益率曲线倒挂。除非信用风险大面积暴露，美联储才会适应性地迅速启动快速降息周期。当前美国信用风险较多集中在中小企业的债务上，如果信用风险暴露，美联储将被迫重启 QE。

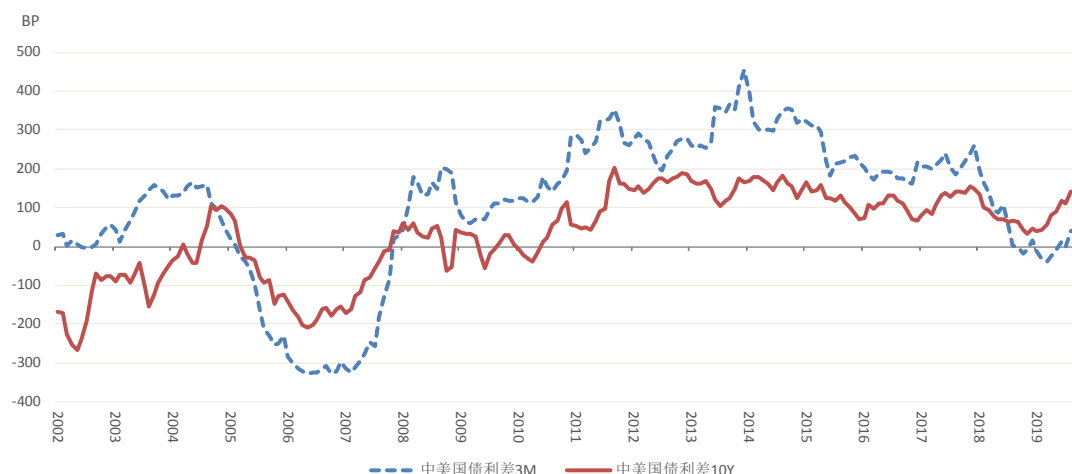


图2 中美国债利差情况

注：利差等于中国国债对应期限收益率减去美国国债对应期限收益率
数据来源：WIND。

当前中美短期利差预期为正且有持续走阔的趋势，海外资金近期持续买入中国资产。综合来看，中国资产有较高的预期收益，这有利于维持人民币汇率的强势。人民币汇率波动率从“破7”后的高点持续下降，近年来人民币汇率波动率与中国股市波动率高度相关，人民币汇率低波动环境将有利于中国国内权益市场。虽然经济减速的长期趋势已被市场充分预期，但先行指标显示，中国总需求短期或将面临企稳，相应的国内风险偏好短期内将有所提升。

二、宏观经济

2019年第三季度，中国国内生产总值（GDP）同比增长6.0%，延续2018年以来的逐季递减之势。近期数据显示，供需两端依然较为疲弱，规模以上工业增加值三季度增长5.0%，较上季度下降0.6个百分点；固定资产投资完成额累计同比在7~9月出现连续下滑；进出口金额同比跌幅在7月有所收窄的情况下，8月跌幅扩大到-3.2%，9月进一步扩大到-5.7%。

分部门来看，第三季度工业结构调整继续推进，新动能持续壮大；就业比较充分，就业韧性总体较好；消费物价继续走高，生产出厂价格继续走弱；进口增速降幅超过出口，国际收支改善，外汇储备平稳，官方储备增长；支出增速高于收入增速，财政政策聚力增效；金融运行总体平稳，金融市场信用分化明显。

根据历史经验，中国外贸出口往往受全球经济增长状况的影响大于个别事件的冲击，在全球经济增速放缓的情况下，中国出口可能在未来一段时间内受到较大影响；与此同时，中美经贸冲突所带来的不确定性会抑制私人部门投资的增长，并且国内采取的逆周期调节措施的政策效果可能要到明年第一季度才会完全显现。按照我们的推算，2019 年经济增速仍保持在 6%~6.5%的年度目标区间内。预计 2019 年全年增长为 6.1%，2020 年增速则为 5.8%。

表 1 2013~2020 年中国经济环比增速

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
一季度	1.9	1.8	1.8	1.4	1.5	1.5	1.4	1.3*
二季度	1.8	1.8	1.8	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5*
三季度	2.1	1.8	1.7	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4*
四季度	1.6	1.7	1.5	1.6	1.5	1.5	1.4*	1.3*

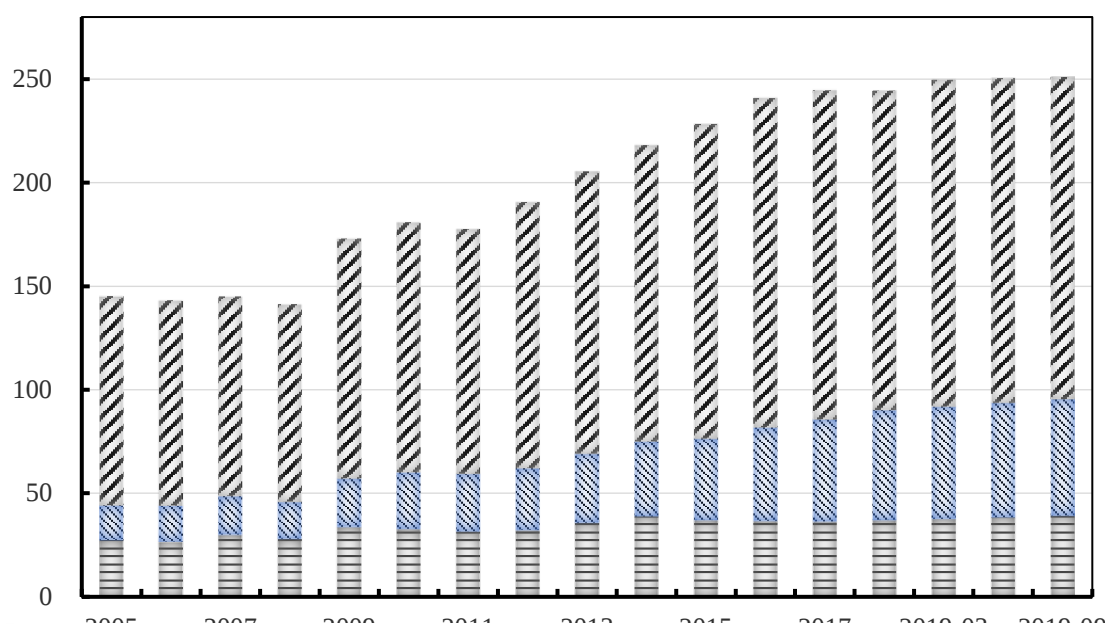
注：资料来源国家统计局网站，2019 年四季度至 2020 年四季度环比增速为我们的预测值。

面对中美经贸冲突和全球经济增长放缓的局面，短期内中国能够通过加大基础设施建设投资、结构性货币政策调整等方式加以对冲。至于中美经贸冲突何时能够有效解决，目前仍然充满不确定性，中长期保持正常经贸往来所带来的巨大利益，应该会使双方最终相向而行。但应该明确，随着中国经济的发展，中美之间经济互补性正在减弱，

对抗性的成分逐步增多，中国在传统优势逐步减退的情况下，必须持续推动经济高质量发展，进行再平衡性的结构调整和宏观政策体系改革，逐步适应以内需为主和创新驱动的“大国模型”。

三、杠杆率

今年前三季度宏观杠杆率升幅分别为 5.1、0.7 和 1.6 个百分点，累计攀升 7.4 个百分点，全年看，升幅应在 8-10 个百分点。这个幅度相比于 2008-2016 年宏观杠杆率的急剧攀升低了 2-4 个百分点。如果从稳增长的角度看，这样的升幅并不算高；事实上，2009 年宏观杠杆率的升幅就达到了 31 个百分点。



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_8991

