

逆风侵袭：冲击与周期叠加

——兼述宏观经济研究框架与方法

✎ : 孙付 执业证书编号: S1230514100002
☎ : 021-64718888-1308
✉ : sunfu@stocke.com.cn

报告导读

- 整理汇编了 2018 至 2019 年初重要而具特色的研究成果，阐述我们的宏观经济研究框架与方法。

相关报告

投资要点

□ 理想的预期遭遇了复杂而多变现实的涤荡

贸易战冲击和政策过操作影响了经济内在动能。同时，周期性因素也给经济带来下行压力，房地产景气降温、基建投资回落和汽车产销下滑，使得传统工业板块和消费增速放缓。

□ 当前政策的操作所受的约束与要求

鉴于距离前一波政策刺激时间较近，且前期政策也产生了一些较为明显的副作用、遗留有后遗症——居民杠杆上升快速、资产价格泡沫风险、地方政府隐性债务过快膨胀，这势必会挤压新的逆周期政策空间，并对政策操作方式提出新要求。

□ 宏观经济研究基本框架

框架包含 9 部分内容：整体分析与展望，海外宏观热点，中美贸易战，经济增长研究，通胀研究，货币政策、流动性及金融监管政策研究，财税改革与政府债务研究，大类资产配置研究，微调研精华。

框架内在联系：在深化基本面（经济增长、通胀水平）和政策及流动性研究的同时，对中美贸易战和地方政府债务境况分别进行专题（系列）研究，以图动态分析、评估外部不确定性因素和结构性问题对经济的影响。针对高外贸依存度企业和城投平台进行调研，为我们的研究提供了较好的经验基础，为形势和政策预判提供了重要素材。作为市场型经济研究，需要将其导向主要资产的配置策略，以为投资者提供借鉴和参考。

□ 宏观经济研究的四种方法

1) **历史对比分析法**，将当前经济面临之环境、出现之问题与自身或者他国经济发展历史上具有相似境况时进行比照研究。2) **存量与流量结合分析法**，在存量结构研究的基础上对流量变化进行分析。3) **结构分解和因素驱动法**，将要研究和分析之对象所包含的主要内容或因素做分解，通过分析诸因素之变化特点及规律，然后再综合研究相应对象之趋势特征和变化规律。4) **周期分析法**，通过挖掘经济现象背后之主要驱动因素，分析其周期性变化特征和规律，及其变化所引致的经济现象的周期循环律。周期有不同的级别，分长、中、短不同时间跨度；周期有不同类型，诸如库存周期、产能周期、信贷周期等。周期分析的意义在于判断目前经济活动或者现象所处的阶段，并对未来演化的路径和时间跨度做预判。周期分析的困难之处在于周期真伪的鉴别和判定。

风险提示：经济下行超预期。

报告撰写人：孙付

数据支持人：孙付

逆风侵袭：冲击与周期叠加

——兼述宏观经济研究框架与方法

该报告集整理汇编了 2018 至 2019 年初重要而具特色的研究成果，题目“逆风侵袭：冲击与周期叠加”对这段时间宏观经济特征作了精炼的概括。按照初始预期，2018 年在美国经济持续扩张，欧日经济相对稳定下，中国制造业投资增速扩张回升，经济内在动能继续巩固，政策引导房地产温和调整，基建投资对冲需求下降，货币政策休养生息以为未来逆周期调节提供空间，金融监管政策渐次落地、去杠杆步入尾声，经济增长结构得以优化，金融和杠杆风险有所缓解。

然而，理想的预期遭遇了复杂而多变现实的涤荡。中美贸易摩擦升级为贸易战，谈判和解之路道阻且长，关税上调对中美贸易带来明显负面影响，并干扰制造业投资预期和抑制投资意愿，宏观经济遭遇强劲逆风。监管政策的过猛和无差别推行（一刀切）带来“因处置风险而诱发风险”，金融条件的强收缩将脆弱环节（民营企业）击穿，引发债务违约事件，导致恶性循环。贸易战冲击和政策过操作削弱了经济内在动能。同时，周期性因素也给经济带来下行压力，房地产景气降温、基建投资回落和汽车产销下滑，使得传统工业板块和消费增速放缓。往前回溯，上述周期性因素主要受政策引致，前期宽松货币政策和房地产限购政策放松（以及棚改政策）、基建逆周期对冲需求、汽车消费刺激政策催发和强化了上述经济领域增速回升状态，伴随政策退出、收紧和调整，景气逆转，增速下行。

在经济遭遇逆风侵袭和周期下行压力下，对逆周期政策再次提出要求，但鉴于距离前一波政策刺激时间较近，且前期政策也产生了一些较为明显的副作用、遗留有后症——居民杠杆上升快速、资产价格泡沫风险、地方政府隐性债务过快膨胀，这势必会挤压新的逆周期政策空间，并对政策操作方式提出新要求。2018 年下半年至 2019 年政策实践也反映了上述约束和要求：货币政策虽然有所宽松，但是见好就收，且注重流动性配置结构引导和管理；积极的财政政策更多通过收入端“减税降费”实现，对地方政府基建融资“严控偏门、徐开正门”；房地产政策和汽车家电消费刺激政策采取因地制宜、因城施策，量力而行。

在“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”（2018）报告集前言中，归纳了经济研究的四种方法：**1）历史对比分析法**，即将当前经济面临之环境、出现之问题与自身或者他国经济发展历史上具有相似境况时进行比照研究，例如不同时期、不同国家间经济和金融危机比较研究，新兴市场经济体当前发展阶段与发达成熟经济体历史上曾经历阶段的比较研究。历史对比分析的优势在于能够借鉴既有对历史上相应时期、相应阶段经济发展的研究成果，且其后续发展的演进路径对当前之研究和预测也能提供重要参考。当然，使用该法需要特别注意所选历史阶段的可比性，应从经济基本条件和环境各维度综合考量。**2）存量与流量结合分析法**，即在存量结构研究的基础上对流量变化进行分析。大多数经济研究侧重于流量分析，包括增长、通胀和流动性变化等，但是流量是基于存量而变化、同时又影响着存量，存量就是历史，流量是正在变化的现实，存量之规模及结构对准确认识流量至关重要，二者结合研究能增强经济分析之力度和有效性。**3）结构分解和因素驱动法**，即将要研究和分析之对象所包含的主要内容或因素做分解，通过分析诸因素之变化特点及规律，然后再综合研究相应对象之趋势特征和变化规律。实际操作中，一般先通过回归分析观察诸变量因素对分析对象的拟合度、解释力，得到诸变量之相关系数，然后对单因素深度分析，最后汇总概括、提炼。该法通常融合“定性”和“定量”分析，类似力的分解与合成研究。**4）周期分析法**，即通过挖掘经济现象背后之主要驱动因素，分析其周期性变化特征和规律，及其变化所引致的经济现象的周期循环律。周期有不同的级别，分长、中、短不同时间跨度；周期有不同类型，诸如库存周期、产能周期、信贷周期等。周期分析的意义在于判断目前经济活动或者现象所处的阶段，并对未来演化的路径和时间跨度做预判。周期分析的困难之处在于周期真伪的鉴别和判定，“真周期”能帮助我们较好解释现实和预测未来，对投资带来较好指导价值，“伪周期”只能使经济分析活动徒劳而无益。本报告集的诸篇研究正是综合运用上述方法而获得相应成果。

研究框架方面，在深化基本面（经济增长、通胀水平）和政策及流动性研究的同时，对中美贸易战和地方政府债务境况分别进行专题（系列）研究，以图动态分析、评估外部不确定性因素和结构性问题对经济的影响。针对高外贸依存度企业和城投平台进行调研，为我们的研究提供了较好的经验基础，为形势和政策预判提供了重要素材。作为市场型经济研究，需要将其导向主要资产的配置策略，以为投资者提供借鉴和参考，这也是我们研究的重要组成部分，具备价值。

第一部分是整体分析与展望。一篇报告精炼而全面概括了宏观经济特征，对政策空间做谨慎判断。另一篇年度展望报告（2019）对经济增速回落（6.2%），对增长结构变化——外需疲弱、消费增速放缓、制造业和房地产投资下降、基建投资回升，对美联储暂停加息甚至放松政策后新兴市场经济体货币贬值压力缓解、美元指数维持相对强势等的判断与实际较为相符。2019 年各经济组成部分的表现中，房地产呈现较强的韧劲，无论销售还是投资，都较为超预期，原因可能在于：宽裕流动性环境下，银行对房地产信用配置意愿较强；不同线级、不同区域、不同城市房地产景气周期错叠，一二线触底回升，三四线虽然延续调整，但是三四线城市数量较多、参差不齐，内部存在好坏对冲；房价在较高平台趋于稳定，居民对房地产的资产配置惯性仍强。

第二部分是海外宏观热点。在每轮美联储加息周期中，新兴市场经济体中的一些脆弱地带总会出现断裂坍塌，外部流动性环境改变，内部结构性问题暴露，2018 年土耳其和阿根廷等不幸被击中。当然，新兴市场经济体也有亮点，印度经济增长较为抢眼。一篇报告对印度经济增长结构和特征作了分析，也发现了制约其持久增长的结构缺陷和文化制度约束。

第三部分是中美贸易战。2018 年爆发的中美贸易战，为历史上较为激烈的一次，延续贯穿 2019 全年，伴随征税范围和幅度的扩大和升级，其对中美贸易和经济增长的负面冲击较为明显显现，并形成外溢效应，拖累全球经济，对世界经济发展格局带来重要挑战。一篇报告分析了历史上发生的几轮重要贸易战，为理解和应对当下发生的中美贸易战提供参考，综合政治和经济因素看，当前的贸易战较过往更为复杂，过程也会较为曲折。一篇报告基于对出口商品价格弹性的分析，综合评估了加征关税对中国出口及经济增长的影响，当然，这属静态测算分析，没有考虑出口变化对投资的冲击，也没有考虑汇率变化所起到的缓冲效果。在后续的研究中，依据关税的变化，进一步做了跟进分析。

第四部分是经济增长研究。包括三方面的研究内容：1）短期经济波动分析，考察了高频经济指标（用电量、发电量）和领先经济指标（PMI）及工业品库存对短期宏观经济景气度的指示意义和研判逻辑。短期经济分析也要综合供给、需求和融资条件来判断，不能简单根据一个指标妄下结论，比如因为库存水平较低就推断接下来将迈入补库存周期，低库存不是补库存的充要条件，还需看企业对需求的预期。2）对制造业、消费和房地产这些经济重要组成部分¹进行结构研究和周期分析，以为整体宏观经济增速趋势判断提供较为坚实的基础。盈利水平和需求预期是影响制造业投资的关键因素。居民收入是消费的保障，人口结构变化对消费结构产生影响，房地产景气度和消费政策是强化消费周期的主要因素。测算分析了棚改政策对房地产市场影响程度，综合评估了目前居民杠杆水平和购房能力。3）厘清了统计口径差别和价格因素导致的贸易指标背离问题，以及统计原则调整导致房地产建安投资被低估的问题。对于未来经济增长研究的侧重点，考虑到经济增速中枢仍将有所下移²，经济研究将更加注重结构研究，挖掘经济“亮点”，包括结构性周期复苏和新经济，前者以耐用品消费（汽车）周期性改善为代表，后者以高新技术行业的扩张为代表。

第五部分是通胀研究。在已有的研究框架下，细化了原油价格影响通胀的研究。初步探讨了非洲猪瘟对猪价和物价影响，由于后续猪瘟扩散、疫情恶化远远超出当时预期，其对猪肉供给带来了明显影响，并带动猪肉价格在 2019 年大幅上涨。研究了房租价格上涨对 CPI 的影响，受 CPI 居住分项结构和统计估算方法所决定，直接影响不明显，但间接影响显著——通过成本端推动服务类价格上涨。

第六部分是货币政策、流动性及金融监管政策研究。1）**货币政策研究**。对央行资产负债表作了全景而入微的研究，对核心科目的关联结构及作用机制进行梳理，重点分析了储备货币及其与 M2 和其他科目的关系、超额准备金及超储率的核算；基于央行资产负债表结构的演变过程对货币政策的变迁进行了阶段划分。回顾存款准备金率工具的操作历史，其主要依据经济基本面和独特货币投放机制下的流动性变化（外汇占款）。当前，央行在维护总量适配时，更加注重结构性疏导。两篇政治经济学性质研究报告具有重要价值，一篇研究以经济为主要议题的政治局会议（及中央经济工作会议）和央行“货币政策执行报告”不同层次和不同维度措辞变化对货币政策的指示意义；另一篇研究美国货币政策的政治周期性，回溯和探讨美联储政策操作所受到的政治干扰，在尼克松和里根执政时期都曾经出现过。2）**信用-流动性研究**。分析了在去杠杆背景下，银行资产和负债的结构变迁，表内和表外业务收缩变化情况。对金融去杠杆和实体去杠杆做了分类研究，当然，二者存在内在的联系和共生共存关系，共同围绕着“地方政府及融资平台、房地产、国有企业”而衍生相连。研究 M1 周期波动规律，揭示 2016,10-2018,12 期间 M1 增速持续回落的原因，预判 2019 将触底回升；区分了 2018 与 2017 年 M2 增速回落背后主要因素的差别，前者主要是经济需求疲弱使然，而后者则是结

¹ 前期已对基建投资进行了专题深入研究。

² 徐忠、贾彦东：中国潜在产出的综合测算及其政策含义。（金融研究，2019 年第 3 期）报告基于要素增速趋势变化分析，对未来经济增速预测结果是：2019-2024 年，5.6%；2015-2029 年，4.6%。

构性去杠杆所致。从广义信用与 GDP 增速适配关系看：广义社融³增速=名义 GDP 增速+债务偿还系数（利息偿付），目前债务偿还系数估计在 2.5%左右。3）实体经济融资成本。实体经济的融资成本主要是实体企业不同行业、不同企业的加权融资利率水平，其是金融与实体的核心交汇点：政策、金融机构、实体经济主体共同作用形成该价格指标。融资成本受制于资金供给与需求，供给主要受整体货币政策条件和广义信用投放意愿、环境（广义流动性扩张水平）影响，需求主要受企业主体自有资金水平和投资扩张程度影响。企业存量债务的单位融资成本与贷款基准利率关系最为密切，而单位融资成本和贷款基准利率的偏离程度与国债收益率相关，且滞后后者一年。

第七部分是财税改革与政府债务研究。1）研究了个税改革对不同类型个人（家庭情况和收入状况）的收入影响和社保由税务部门接管且缴纳基数合规化情景下企业和个人可能增加负担的程度。指出如果要对冲社保征管变革带来的负面冲击，需要调低养老保险费率。2）基于调研、政策梳理和债务核算统计，对地方政府债务作了较为系统而详细的研究。地方政府投融资行为和债务问题，可谓“剪不断，理还乱”。经济趋势下行背景下，决策层希望和要求地方政府有所作为，甚至是积极作为；既有的财税体制缺陷和软预算约束，特别政治对经济和金融的干预，又带来地方政府“一作为，就容易乱作为”。在“2015 年之前债务”基本置换完毕之际，2015 年之后形成的隐性债务又成为一大隐患。通过估算，地方政府隐性债务是显性债务的 2-3 倍，总债务规模在 60 万亿左右。与地方财力相比，债务倍数达到近 3 倍。存量债务的化解需要 8-10 年。这对未来一段时间经济增长和货币条件带来显著影响。地方政府债务问题的根本解决需要政治-经济机制调整、需要财税改革配套、需要打破城投信仰-刚兑情结，道阻且长。

第八部分是大类资产配置研究。1）梳理了 1970 年以来 9 轮美联储加息周期中经济走势特征和大类资产运行规律。综合基本面、政策和加息时间跨度，认为本轮加息周期与 1986.12-1989.5 较为相似。资产配置上：看好美元、美股，看空美债。从实际情况看，2018 年底联储加息结束，比预期提前，11 月之前大类资产的表现基本与预测相符。持续加息的累计效应、财政刺激效果边际减弱、贸易摩擦冲击对美国经济产生负面影响、以及特朗普总统对货币政策的干预，导致加息周期提前结束，受市场预期提前作用影响，11 月后大类资产向前期相反方向变化。2）基于美联储加息路径、通胀压力、美国财政赤字和欧央行资产负债表规模对美债收益率进行研究。分析了紧缩货币政策对不同期限债券收益率的影响程度和作用周期，以及收益率曲线扁平化过程。说明了利率倒挂引发经济衰退的促发逻辑：长端利率对经济前景的预期和利差收窄后银行信贷扩张动力下降。预测 2018 年底 10 年美债收益率在 3.3%附近探顶，与实际情况较为吻合。3）基于产出缺口、原油价格和长端美债收益率三个因素，同时考虑局部时间段政策冲击，构建 10 年中国国债收益率分析模型，比较模型预测值与实际情况，2018 年三季度以前相对吻合，后续偏离较大，主要原因在于贸易战爆发，经济面临新的压力，政策明显调整。

第九部分是微调研精华。针对市场关切的重要问题，对一些有代表性的区域经济和企业进行集中调研，贴近实际，获得最新信息，整理提炼为纪要。

宏观经济系统庞大，诸多现象交织而演化，其研究之难度不言而喻，一方面需要注重整体研究框架的相对完整性，另一方面需要对各关键领域开展深入研究，以尽量做到相对全面而深入。在过往的研究中，我们团队通过分工协作，力图在对主要方面和重点问题进行深入研究的基础上，加强对宏观经济整体运行特征和规律的认识，并对经济形势和资产价格变化做相关预测。机构投资者通过委托各类研究课题，拓展了我们的研究视野，增强了我们对市场所关注问题的敏感度。秉承踏实严谨的态度，日积月累，取得了本报告集所收录的研究成果。

在此，对团队成员（胡娟、顾楚雨、褚一凡、瞿黔超）在各自研究领域付出的辛勤劳动表示感谢！在我们日常的研究交流中，机构投资者给我们提出了许多宝贵建议，鼓励我们做精益求精和对投资具有指导意义的研究，在此表示衷心的感谢！最后，希望该报告集对大家有所帮助，并请批评指教。

孙 付

2019 年 10 月 8 日 星期二

³ 修正之社融（广义社融）=社融+国债+一般地方政府债-财政存款+储备资产占款

以下为我们过去相应时间发布的报告及评语：

第一部分 整体分析与展望

1， 逆风之中当慎行（2018, 8, 20）

报告被“金融市场研究”（2018,9）收录刊发。在内外宏观环境急剧变化，经济遭遇逆风的情况下，阐述了美联储加息对全球金融和货币的影响，中国地方政府经济行为机制的异化特征和中国潜在经济增长遭遇的瓶颈约束，从政策周期和经济杠杆维度对货币政策空间做谨慎判断。一篇精要而全面的分析文章，提出了一些具有前瞻性的判断。

2， 经济同步放缓，政策压力渐消 ——2019 年宏观经济展望（2018, 12, 2）

本篇为年度宏观分析展望报告，对美国经济动能变化、美联储政策调整及新兴市场所面临压力的境况进行了分析，从需求角度分析了中国信用扩张乏力之症结，梳理了地方政府显性和隐性债务规模，对 GDP、CPI 及融资各项指标做出预测。框架完整，核心突出。

第二部分 海外宏观热点

1， 新兴经济体金融和货币危机风险评估（2018, 8, 1）

为了评估美联储升息节奏加快下新兴市场经济体的整体及局部风险，选取实体经济、资本和经常项目、金融周期和外债及财政为考量内容，并筛选相关指标进行综合评估。

2， 土耳其的危急时刻（2018, 8, 14）

土耳其经济动荡是美联储加息、国内偏激而扭曲的政策、与美国政治关系的紧张综合交织而使然，成为 2018 年新兴市场中脆弱的一环。

3， 印度象开始奔跑，但能持久吗？（2018, 9, 17）

报告梳理了印度经济增长的特征：消费驱动，服务业占主导，文化制度因素限制了其制造业的发展。近年也出现增长结构调整，制造业投资有所加快，但上游资源型行业占比较高。经济增长的独特模式也对其涉外经济活动产生影响（内在结构问题的外部表现）：外汇获取能力不足、经常账户赤字和外债压力较大，外部经济不平衡问题较为突出。与中国相比，印度有着较为充裕的劳动力数量储备，但是文化制度影响着其经济价值形成和转化，未来“龙象之争”的核心在改革力度及成效的竞争。

第三部分 中美贸易战

1， 中美贸易战打响，影响几何？——专家会议纪要（2018, 3, 23）

2018 年爆发的中美贸易战，为历史上较为激烈的一次。专家解读具有前瞻性，阐释了本次贸易战的时代背景，指出其将持续升级，持续时间会比较长，但贸易战最终会回归谈判以寻求解决方案，评估了贸易战对经济和政治的影响。

2， 历史与现实：贸易争端何去何从？（2018, 4, 10）

报告总结分析了历史上发生的几轮重要贸易战，为理解和应对当下发生的中美贸易战提供参考，其中 1970 和 1980 年代日美贸易冲突的发生背景和催发演化逻辑、解决办法与引发的问题具有重要参考价值。在梳理归纳美国发动对华贸易战的原因和目的基础上，重点评估了贸易战可能对中国经济形成的影响，基于中美贸易产品结构和不同商品的价格弹性分析，测算了对中国出口的冲击程度。鉴于贸易战“杀敌一千，自伤八百”，不具有可持续性，预判中美双方在经历几轮关税互损与舆论交锋后重新回到谈判桌，这与随后事态的发展轨迹相符。报告研究框架和结构完整——历史回顾与反思、现实问题分析与论述、未来事态前瞻性预判。

3， 加税对我国出口和经济增速的影响有多大？——基于最新加税商品的分析（2018, 7, 26）

在美国实质性对中国加征关税，贸易战升级情况下，报告根据美国加征关税的产品目录，结合上一篇报告对出口商品价格弹性的研究成果，综合分析评估了其对中国出口及经济增长的影响。在此背景下，中国宏观政策也做了及时而明

显的调整，以“稳内而抗外”。

第四部分 经济增长研究

1, 6-7 月经济超预期改善可能不大 (2018, 6, 4)

报告是回答机构投资者对短期经济变化疑问而作。对 PMI 的主要分项指标及其对宏观经济的指示意义做了分析，特别研究了指标间的动态牵引关系。根据工业品库存周期规律和主要行业库存水平变化，指出 2018 年 6-7 月及未来一段时间处于“主动去库存阶段”；根据 PMI 的季节波动规律，指出 6 月 PMI 超预期回升概率较小；结合金融条件——信用利差变化与 PMI 关系，指出恶化的融资条件抑制了经济活动；根据基建和房地产相关政策，指出其短期明显改善空间不大。综合供给、需求和融资条件，判断宏观经济景气度整体将继续走弱，不适合做周期股投资，与后续实际情况较为符合。

2, 高频指标变化与经济走势背离吗？——基于用电量、货运量的跟踪分析 (2018, 7, 24)

报告回答市场投资者关于经济高频指标的疑问，分析了用电量和货运量的结构和增速变化，指出 2018 年前五个月上述指标以及克强指数反映的经济景气度与宏观面的情况基本是相符的。当然，伴随中国经济结构的变化，第二产业占比下降、高耗能行业产值增速回落、服务业的发展，未来上述指标对整体宏观经济的代表指示意义可能会有所下降。

3, “背离”之谜：贸易顺差下降，但对 GDP 拉动上升？——基于货物和服务贸易数据分析 (2018, 5, 29)

报告在厘清海关口径和国际收支口径贸易顺差统计差别基础上，回答了在名义顺差规模减少下，为何 2017 年净出口对 GDP 的贡献率和拉动水平反而上升？！主要是价格使然，剔除价格后，货物贸易顺差是上升的；转手贸易受汇率影响较大，在人民币兑美元汇率持续升值及外汇加强管理下，该项顺差扩大；人民币汇率升值背景下服务贸易逆差增速放缓。从中可见汇率波动及预期变化影响较为明显。报告对 2018 年情况的预测与实际偏离较大，一是进出口增速本身比较难预测，二是对汇率形势的误判。

4, 制造业投资拐点将临——基于驱动因素的分析 (2018, 8, 28)

报告从两个维度研究制造业投资：一是，从盈利能力（企业资产收益率和成本比较）角度，发现制造业投资增速的变化与盈利指标（ROA-WACC 或债务成本）关系紧密；二是，从经济运行过程角度，制造业处于中游环节，其投资扩张受下游需求状况决定，结合投入产出表分别从定性和定量层面分析“三驾马车”（出口、房地产基建投资、汽车家电消费）对制造业投资增速的影响程度及时滞情况，其中需要强调的是，近几年模型与实际的偏离主要是供给侧结构性改革所致。基于上述分析，对制造业投资未来变化进行预测。在拐点判断上略提前了些，但基本逻辑得到验证。

5, 消费的周期波动与结构变迁——基于核心驱动因素（收入、房价、政策和人口）的研究 (2019, 2, 20)

报告从认识论上厘清了三大消费指标（社零、住户调查居民消费、GDP 最终消费支出）统计维度和范围之差异，说明由于受服务消费影响，不同指标增速出现背离。着重研究了消费的周期波动特征和结构变迁的驱动因素和作用机制，为研究宏观经济周期波动和结构变化提供了科学而坚实的微观基础。中国消费的突出特性是在周期波动中不断升级：居民收入增速变化、房地产周期和消费刺激政策是消费周期性波动的重要来源；居民收入增长、房地产景气状况和人口自然及社会变动是消费结构变迁的驱动因素。方法论上将定性分析和量化实证相结合，堪为研究的经典范本。

6, 棚改政策收紧对房地产市场的影响 (2018, 6, 27)

报告对棚改政策及其运行机制（央行 PSL、国开行贷款）进行梳理和回顾，着重分析了棚改货币化对三四线城市房地产销售的影响程度。基于上述分析，报告预测了 2018 年中棚改政策调整（适度收紧）后房地产销售和投资的变化，后续实际情况总体比报告预测的要好，介于中性和悲观情况之间。棚改政策及其操作在宏观主导的“去库存”和货币政策安排上留下了浓墨重彩的一笔，影响较大，也带来了地方政府隐性债务快速膨胀等问题，是观察和反思中国经济运行机制的一面镜子。

7, 房地产建安投资被低估——基于最新统计原则的分析 (2018, 9, 28)

报告对房地产投资进行结构分解，分析了土地购置费和建安投资的影响因素。2018 年受统计原则调整，从“形象进度

原则”变为“财务支出原则”，由于开发商通常有较强的行业地位，存在开发商拖欠工程款而由施工方先行垫资、开发商与施工方结算不及时等情况，这些资金在新的统计原则下只有在结算完成并计入开发商的财务报表之后才能被统计为房地产投资，因此在新的统计原则下，房地产建安投资结果前期偏小且滞后于实际建设情况；这也带来建安投资增速与建安成本价格和施工面积增速的偏离，因为后面两项与实际建设关系紧密。

8，中国居民未来购房能力评估（2019, 1, 4）

报告从居民杠杆率、房贷收入比、交易杠杆率、按揭负担比和住户现金流量表综合评估购房能力。从居民杠杆率（家庭部门贷款/GDP）看，中国目前虽然仍低于美国、欧元区和日本，但是危机后，中国一直上升，在 2015-2017 年还呈现加速状态，而美欧日则有所下降或维持平稳，这既提示了一定预警信号，也意味着未来扩张速度将放缓。房贷收入比、交易杠杆率和按揭负担比指标显示的情况与上述事实基本一致，同时，由于中国房地产市场区域之间差别较大，在关注总体情况的同时也须要注重结构问题。报告编制了中国住户现金流量表，综合反映居民的日常收入-消费、融资和投资水平，尽管受数据可得性所局限而有所不足，但从中可以清晰看到房地产主导着居民的投融资活动，且相比其他支出，其增长波动明显。作为结论，报告给出“中国居民仍具备一定购房能力，但是加杠杆空间已不大”，须要慎重而行！

第五部分 通胀研究

1，再论原油价格对通胀的影响（2018, 5, 19）

前期报告“原油价格对通胀影响几何？”（2017,2,10）从产业链角度分析了油价波动对通胀水平的影响，本篇报告是根据新情况变化（原油价格持续上涨），回应市场对通胀的关注而做的跟进（或跟踪），框架大体延续前报告。只是新增加了油价对粮食价格的影响分析（第 5 部分），结论是受粮食收储后带来库存水平较高和最低收购价格影响，近年二者关系明显走弱。由于四季度原油价格逆转下跌，报告对油价的预测与实际有所偏离，这也反映在供给主体多元化下，油价预测的困难。

2，非洲猪瘟对中国猪价影响几何？（2018, 8, 6）

报告是非洲猪瘟爆发初始，通过参照已发生过猪瘟国家猪肉价格变化情况而作的一篇预测分析报告。由于后续猪瘟扩散、疫情恶化远远超出当时预期，其对猪肉供给带来了明显影响，并带动猪肉价格较为明显上涨。后续专题报告有进一步的研究分析。

3，房租上涨对 CPI 影响几何？（2018, 9, 12）

报告分析了房租上涨对 CPI 的直接和间接影响。直接影响方面，受 CPI 居住分项结构和统计估算方法所决定，仅“私房房租”价格反应市场化租金波动，占 CPI 比重不到 2%，而“自有住房”和“公房房租”价格较为平稳，这就使得居住分项整体波动较直观感觉而言不明显。间接影响方面，房租上涨从成本端（店面和办公楼的租金成本、人力生活成本）对 CPI 服务业分项形成间接冲击，且较为显著（有一定时滞）。报告突出特点在完备的结构分析和关联性分析。

第六部分 货币政策、流动性及金融监管政策研究

1，从总量调控迈向结构优化——详解央行资产负债表及政策展望（2018, 5）

报告对央行资产负债表作全景而入微的研究。对每一科目的统计对象及其特征进行分析说明，相应地，对货币政策主要工具及操作方式做了列述。对核心科目的关联结构及作用机制进行梳理，重点分析了储备货币及其与 M2 和其他科目的关系、超额准备金及超储率的核算。从历史角度，基于央行资产负债表结构的演变过程对货币政策的变迁进行了阶段划分，不同阶段均与中国宏观经济增长特征、汇率及资金流动形势紧密相关。

在政策操作实践中，央行在维护总量适配时，兼顾结构性疏导以打通阻塞。维护经济相对稳定增长，同时关注金融不稳定性风险并加强处置应对。

2018 年下半年至 2019 年上半年，央行创设 TMLF（定向中期借贷便利）以加强对中小微企业融资支持、在离岸市场发行央行票据对人民币离岸流动性和汇率预期进行适当引导、创设央行票据互换（CBS）以提升银行永续债的流动性（补充资本）。

2, 历次央行升降准背景梳理及未来货币政策展望 (2018, 5, 7)

报告对中国加入 WTO 以后, 存款准备金率工具的操作进行了回顾梳理, 其作为核心工具, 操作依据主要是经济基本面和独特货币投放机制下的流动性变化 (外汇占款)。现在, 准备金率有所优化, 步入了动态调整且定向性有所增强, 以解决一些结构性不平衡问题, 形成了“三档两优”存款准备金制度框架。

3, 未来一段时间宏观政策怎么走? ——历次政治局会议及《货币政策执行报告》主要措辞梳理 (2018, 5, 25)

本篇属政治经济学性质报告, 探析在中国独特的宏观经济管理模式和决策体系下如何把握货币政策的变化——主基调的变化和边际松紧调整。梳理了以经济为主要议题的政治局会议 (及中央经济工作会议) 和央行“货币政策执行报告”不同层次和不同维度措辞变化对货币政策的指示意义。报告基于对历史经验精辟的归纳总结, 提供了报告 (公告) 阅读和政策研判的有效方法。

4, 大选前夕美国货币政策的政治周期性——1970S 和 1980S 美国总统干涉货币政策历史回顾 (2019, 1, 3)

本篇也属政治经济学性质报告, 回溯和探讨美联储政策操作所受到的政治干扰, 在尼克松和里根执政时期都曾经出现过。美联储的独立性是相对的。当然, 因对货币政策认识不同而引发总统解雇联储主席情况尚未出现过, 如出现该种事件, 其对美联储运行及金融市场影响将较大。

5, 去杠杆下的商业银行资产负债变迁——兼论金融去杠杆与实体去杠杆 (2018, 6, 19)

在中国的金融运行机制下, 银行是信用-流动性的枢纽。报告基于对 2016 年末-2018 年金融强监管政策梳理, 分析了在去杠杆背景下, 银行资产和负债的结构变迁, 表内和表外业务收缩变化情况。对金融去杠杆和实体去杠杆做了分类研究, 当然, 二者存在内在的联系和共生共存关系, 共同围绕着“地方政府及融资平台、房地产、国有企业”而衍生相连。在 2018 年上半年, 去杠杆对实体经济的负面冲击显现, 金融条件的强收缩和实体经济需求的疲弱将脆弱环节 (民营企业) 击穿, 引发债务违约事件, 导致恶性循环。这正是过往研究指出的“信用货币体系困境与纠结”的例证。回顾杠杆抬升、强力去杠杆和问题引发的整个过程: 因担忧经济超预期下滑而诉求宽松政策导致杠杆快速上升并形成风险、接着是政策主导的多管齐下强力去杠杆以图化解风险、然而政策的过猛和无差别推行又带来“因处置风险而诱发风险”, 并伤及“本想维持和保护而又难于维持和保护的部门”, 可谓顾此失彼、反复折腾。之所以如此, 原因在于: 在整体需求疲弱、增长乏力、内在动能不足下, 政策持续对已透支并带来结构性、不平衡问题的部门加码发力, 强化了不稳定和扭曲, 而处理及应对政策过于行政化和刚性, 形成了一个政治经济学死结——是打破、出清、重整, 还是维护、拖延、僵化!

6, 是什么影响实体经济融资成本? (2018, 3, 30)

这是一篇切入点至关重要、研究框架完备的报告。实体经济的融资成本主要是实体企业不同行业、不同企业的加权融资利率水平, 其是金融与实体的核心交汇点: 政策、金融机构、实体经济主体共同作用形成该价格指标。报告首先从宏观 (政策) 层面考察了实体企业融资成本与相对刚性的贷款基准利率和市场化的债券收益率之间的关系——企业存量债务的单位融资成本与贷款基准利率关系最为密切, 而单位融资成本和贷款基准利率的偏离程度与国债收益率相关, 且滞后后者一年; 接着从行业角度研究融资成本与产能扩张 (投资) 需求和自身资金充裕程度的关系; 然后从金融层

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_9765

