



孙彬彬谈跨周期中认识债市旧动能与新趋势之二：新旧动能转换 央行扮演什么角色？





摘要：

新旧动能转换和跨周期设计中，央行扮演什么角色？发挥什么作用？

逻辑上，这个过程中结构政策优先，总量政策为辅。央行和货币政策的作用就是两点：一是要支持推动高质量发展，特别是支持经济转型升级；二就是要把握好稳增长和防风险的平衡。

具体而言是四个维度：

一、以我为主。

政策总体聚焦于内，虽然考虑内外均衡，但是对内为主，以我为主，具体而言就是政策立足于国内基本面前提，而不是跟随外围，比如即使联储加速 TAPER，我们还是会按照国内基本面前提把握政策的方向、力度和节奏。

二、以稳为主。

新旧动能转换，跨周期设计，意味着做减法，实体在做减法，金融推进供给侧改革叠加房地产严控，这个时候，货币总量不可能再做减法。与此同时，货币政策目标更加突出充分就业，支持经济转型升级，自然需要稳字当头，守住底线，对冲风险。

三、不多不少。

货币虽然更加突出充分就业，稳字当头，但同时也要控制总闸门，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来。简单来说，就是流动性基本平衡，利率会处在一个不高不低的状态。

四、结构主导。

跨周期设计下，结构性货币政策主导，支持经济转型升级的同时还要考虑多目标动态均衡，就是要求强化直达实体而不外溢的货币传导。

这种状态下的直接结果就是：基础货币不会多，超储率不会高，整个流动性是一个基本平衡的状态。

对债市意味着什么？流动性充裕不是一句空话，但也仅仅是基本平衡。央行这样的使命和职能设定，决定了利率上有顶，下有底的基本格局，当然区间不会一成不变，区间位置锚在政策利率上，所以后续我们还要进一步探讨政策利率如何评估。

周虽旧邦，其命维新。债市核心在于把握央行行为，在目前新旧动能转换的大背景下，如何理解央行的角色和作用？

如何理解宏观跨周期设计？

2020年7月30日的中央政治局会议首提“跨周期”概念，如何理解“跨周期”？“跨周期”意味着什么？

“跨周期”主要体现两方面诉求：一是逆周期一般着眼于短期所以带有局限性；二是问题的长期性决定了政策需要中长期设计。

“当前经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，我们遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，建立疫情防控和经济社会发展工作中长期协调机制，坚持结构调整的战略方向，更多依靠科技创新，完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡”

——2020年7月30日中共中央政治局会议[1]

1.1. 为什么要跨周期？

首先，欧美发展给了我们充分的启示和教训。

这一缺陷主要是自由主义发展范式下，凯恩斯主义的纠错机制没有较好的实现既定目标。次贷危机之后，世界经济面临转型调整的问题，但在转型调整的过程中，问题一个接一个暴露，随着逆周期工具的运用逆周期空间逐渐被消耗，问题仍然层出不穷。显然，当前诸多问题，已经不可能仅凭逆周期解决。

逻辑上，逆周期从时间维度考虑基本对应于不超出一个基钦周期，而解决当前问题所需要的时间维度超越了一个基钦周期的范畴。在当前位置上去布局未来，就要考虑，不是逆周期完全行不通，而是逆周期无法在短期内有效解决问题的同时，自身空间也越来越逼仄。

其次，目前发展所面临的中长期问题需要有效应对

首先要明确发展目标。十四五规划和 2035 年远景目标是什么？一言以蔽之，就是要在十五年内实现人均 GDP 从现价 1 万美元再翻一番达到甚至超越 2 万美元，从而成功跨越中等收入陷阱。

“关于‘十四五’和到 2035 年经济发展目标。在征求意见过程中，一些地方和部门建议，明确提出‘十四五’经济增长速度目标，明确提出到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番目标。文件起草组经过认真研究和测算，认为从经济发展能力和条件看，我国经济有希望、有潜力保持长期平稳发展，到‘十四五’末达到现行的高收入国家标准、到 2035 年实现

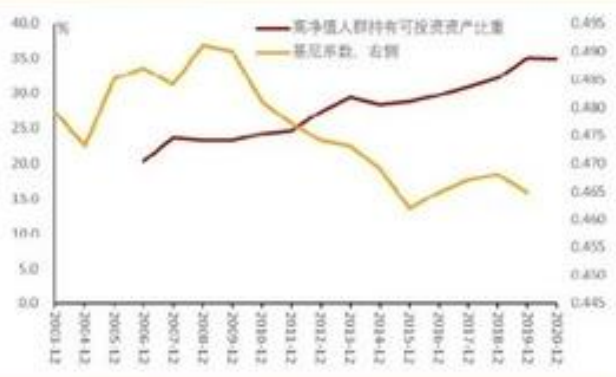
经济总量或人均收入翻一番，是完全有可能的。同时，考虑到未来一个时期外部环境中不稳定不确定因素较多，存在不少可能冲击国内经济发展的风险隐患，新冠肺炎疫情全球大流行影响深远，世界经济可能持续低迷，中长期规划目标要更加注重经济结构优化，引导各方面把工作重点放在提高发展质量和效益上。……

党中央的建议主要是管大方向、定大战略的。综合考虑各方面因素，建议稿对“十四五”和到 2035 年经济发展目标采取了以定性表述为主、蕴含定量的方式。编制规划《纲要》时可以在认真测算基础上提出相应的量化目标。”

——习近平：关于《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》的说明[2]

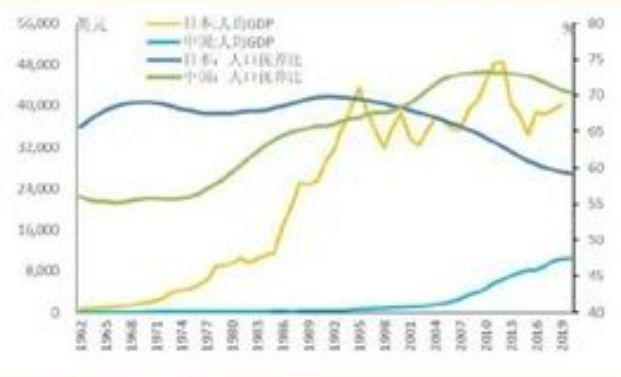
国家统计局于 5 月 11 日公布第七次人口普查结果。从结果来看，当下的紧迫感特别强。为什么？我们可以和日本进行比较。日本跨越人口拐点的时候人均 GDP 接近四万美元，我们基本确定已经跨过了人口拐点，但人均 GDP 才刚刚突破一万美元。所以现在只能只争朝夕，因为没有简单多数的人口红利作为支持，要靠什么来实现中等收入陷阱的跨越？

图 1: 高净值人群可投资资产占比与基尼系数 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 2: 中日人均 GDP 与人口抚养比 (美元、%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

1978 年改革开放，特别是 2001 年加入 WTO，我们利用劳动力等要素低成本优势，抓住全球化的战略机遇，充分利用全球分工和改革红利，一举实现了经济持续高速发展，人均 GDP 突破 1 万美元。当前，需求结构和生产函数发生重大变化，数量驱动和外延发展基本已经结束，需要迎合需求结构和生产函数变化，解决供需平衡问题，换言之，需要在结构上做文章，在内部挖掘潜力，实现生产体系内部循环和供求再均衡。

如果假设未来我国人口数量不变，那么到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番目标则意味着未来 15 年平均增速 4.73%。考虑到我国潜在增速仍会持续缓慢下降，这意味着最初几年的经济/人均收入增长要求应该会高于 4.73%，最后几年可略低于该值。

按照易纲行长最新的文章，我们目前潜在增速大约在 5-6%^[3]，这就说明目前阶段压力相对较小，所以政策的重心是要保持或者维护潜在增速，避免经济过快下台阶，视角落在中长期。

从这个角度，可以合理理解所谓“窗口期”。这也是跨周期的背景原

因。

1.2. 动能转换，关键是做减法

考虑到目前要素禀赋情况，政策重心无疑集中在发展质量上。所以现在政策举足轻重做新旧动能转换。而聚焦高质量发展，简单理解就是从过去做加法，进入到做减法的阶段。减法表现在很多领域，新旧动能转换，就是做减法。

因为只有这样才能在改革开放四十年后，诸多红利逐步消耗的背景下继续保持经济潜力在不低的水平。

具体要求：

要实现实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展。筑牢实体经济的基础地位，深化供给侧结构性改革，大力破除无效供给。积极培育新动能，进一步降低实体经济成本。提高科技创新的贡献份额，实施创新驱动发展战略，加快建设创新型国家。推动科技创新和经济社会发展深度融合。要增强现代金融的服务能力，促进形成金融和实体经济、金融和

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_27656

