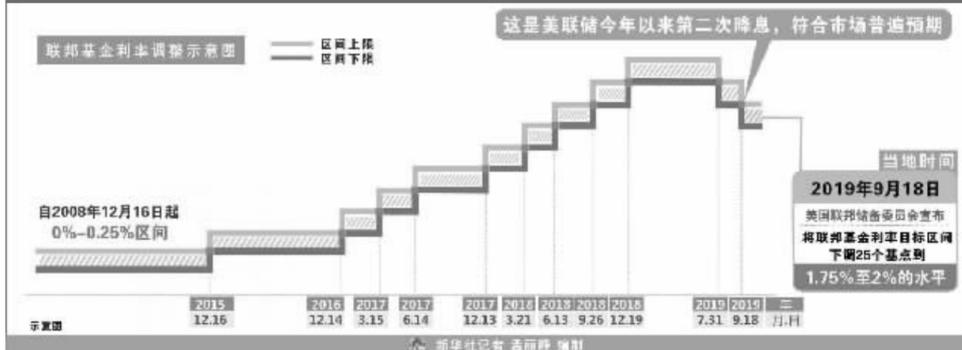


加大逆周期调节力度 为稳增长减压护航

□中国银河证券首席经济学家 刘锋 宏观研究员 张宸



美联储宣布今年内第二次降息



新华社图片

今年以来,全球主要经济体经济增速相继放缓,全球经济下行风险的加剧令多国央行重启或延续货币宽松进行应对。美联储联邦公开市场委员会9月议息会议决定,将美国联邦目标基金利率的区间下调25个基点至1.75%-2%,全球主要经济体的央行在经济前景不确定性加剧的背景下开启了货币宽松的态势。在这种形势下,我国货币当局应如何“以我为主”,掌握好货币政策稳健基调的实施节奏和力度?笔者认为,当前由供给冲击所引发的“CPI数据通胀”并不能掣肘我国央行在新形势下营造更有利于实体经济平稳运行的货币金融环境,稳健货币政策将体现出偏向宽松的特征。

创造更加适度的货币金融环境

美国经济在历经了二战后最长时间的持续复苏之后,目前已临近周期尾声。问题在于,从美国经济目前运行态势看,如果除去美国政府极端贸易政策的影响,美国经济原本不至于在短期内面临衰退的风险。

目前美国消费态势仍然总体良好,年初以来核心零售消费指数同环比持续回升,消费者信心指数依然维持高位。基于消费对于美国经济的主体拉动地位,其强势表现预计将继续对经济形成支撑。美国当前的通胀与失业率仍总体平稳,居民部门杠杆率仍处于良性水平,非金融企业债务压力尚可承受,金融体系抗风险能力仍处于较高水平。在不发生外部事件冲击的情况下,美国经济短期内发生衰退的概率原本较低。美联储本次小幅上调失业率预期,主要源于全球经济趋缓与贸易形势不确定性对美国国内产业经营的不利影响。

在全球短期经济前景渐趋悲观的形势下,以欧洲央行为代表的多国央行相继开启了货币政策宽松行动,美联储也不免向短期经济波动和市场预期妥协。笔者认为,虽然货币宽松并不能解决世界经济增长疲弱背后的深层次结构性问题,但对于以中国为代表的新兴市场国家而言,整体资本流动与汇率变化将趋向有利于增大国内货币政策的调整空间。在面临经济下行压力的背景下,新兴市场国家将有机会通过实施货币逆周期调节创造更加适度的货币金融环境。

适时适度调整宏观政策

预计三季度经济增速较二季度将呈现放缓态势,经济增速预计在6.1%左右,当前应坚持逆周期调节的足够力度,实现经济企稳目标。

通胀受到供给冲击影响,但难以掣肘货币宽松步伐。猪肉价格等目前带来的供给冲击促使近期CPI数据有所提高,但非食品CPI下行所致核心CPI弱势的特征十分明显;值得关注的是,当前PPI同比增长已进入通缩区间,并连续两个月为负,显示通缩风险有所加剧。这将进一步压制企业利润和制造业投资,推升企业实际利率水平(实际利率=名义利率-通胀水平),增加实体企业的融资成本和债务风险,使企业利润因此承压。三季度的经济增长预计继续有所放缓并弱于潜在经济增长水平,考虑到当前财政政策空间相对狭窄,因而宏观逆周期调节对于稳定经济增长的必要性尤为凸显。货币当局预计将综合运用数量与价格工具实施稳健偏宽松的货币政策,切实引导有效利率下行。

政策逆周期调节的真实意义在于促进有效需求回升,进而引导经济企稳。从库存周期角度看,当前经济仍然处于主动去库存阶段。尽管从环比和同比特征看,PPI继续显著下行的压力有限,而以往经验表明库存见底一般会滞后于PPI-3个月不等。如果三季度确认是PPI收缩的底部,则今年四季度到明年一季度左右库存周期见底回升的可能性较大,

短期经济增长有望望之企稳。这是否意味着,经济政策可以不再需要逆周期调节,坐等经济回升呢?答案显然是否定的。

PPI通缩和库存去化背后的内在逻辑是需求弱化。笔者认为,本轮内需弱化的根本原因在于前期政策收紧的叠加效应共振所致。今年以来尤其是年中之后,中央强调“六稳”,宏观政策加大逆周期调节力度,正是意在扭转前期政策叠加共振带来的过度紧缩效应。

事实上,“六稳”已经成为今年经济工作的突出重点。在财政整体面临减收增支的背景下,财政空间在刺激经济短期运行方面,最终将会面临发力瓶颈,难以无限扩张。同时,财政政策的空间,更应该针对长期结构性问题起到杠杆撬动作用,作为国家治理过程中抗御公共风险的重要手段。因此,年中以来货币政策这条主线在逆周期调节过程中就变得更加重要。

在本轮稳增长进程中,房地产调控政策并未得到放松,反而有所强化,有利于实施货币逆周期调节。近年来,稳健货币政策一直强调松紧适度的重要原因在于避免货币“大水漫灌”,导致推高房地产等资产价格。因此,当前以坚持“房住不炒”为原则,实施房地产调控,可为加大货币逆周期调节力度以支持实体经济营造良好条件。

市场“改革牛”可以预期

笔者预计,高层当前会坚持必要的宏观政策逆周期调节力度,尤其是坚持货币政策当前的既定方针,承接经济增长的企稳,9月降准之后,在今年底明年初的跨年时点可能还有一次同等量级的准备金率调降空间。近期(三四季度之交)可能适时调降MLF利率10-15BPs(降至3.15%-3.2%的水平),以引导一年期LPR利率较目前水平下降15-20个基点(通过若干次报价逐步降低,9月20日LPR报价已降低5个基点)。货币政策持续通过“量和价”两方面进行逆周期调节,将对四季度经济企稳带来正向作用。

固定资产投资在逆周期政策承托下可能进一步改善,但整体地方财政扩张能力受限,改善幅度估计也有限。通过财政持续发力,2019年的专项债额度将在9月发行、使用完毕,加上可能将部分2020年新增专项债额度提前到四季度使用,同时考虑到可用于资本金的项目范围扩大,以及要求拨付到

项目的时滞有所缩短,三季度末到四季度基建投资呈现持续修复的可能性加大。地方财政当前的投融资矛盾并非是短期内可以得到根本性缓解的,地方债也只能在一定程度上缓解地方财政压力,却难以推动基建强劲回升,更无法替代房地产投资对于固定资产投资及整体经济的拉动作用。年底前,房地产投资预计仍会呈现一定的韧性,但随着销售和融资受到持续限制,地产投资逐步走弱是必然趋势。

若能坚持宏观政策进行适时适度逆周期调节以助力实现“六稳”的目标,则实体经济内生的动力及预期则可能得以企稳。在上述逆周期政策的助推之下,预计总需求将有一定程度改善,PPi同比增长在四季度有望回升到正值,库存周期有望在四季度后期至明年初见底,短期经济运行将获得企稳的基础。在宏观经济大环境有所改善的背景下,居民可支配收入增速有望跟随名义GDP的影响在四季度出现小幅上升,继而推动居民收入增速小幅改善,从而助力消费一定程度修复。

笔者认为,逆周期调节只是为进一步深化改革争取时间,使得经济更加平稳运行,以此为改革营造良好的基础条件。而经济内生潜力的激发有赖于以金融供给侧结构性改革为核心的全面深化改革,其中关键在于重塑资本市场生态。从宏观环境方面看,主要应坚持以法治化为基础依法治市,同时有序扩大金融市场开放,做到制度设计与规则体系,尽可能与发达资本市场的成熟做法逐步接轨,以重塑市场行为逻辑,建立正向预期引导。从微观基础方面看,应以建设发展科创板为契机,可以完善金融资产的发行定价制度、投资者尽职调查与适当性管理制度、信息充分有效的披露机制、科学的交易与价格发现机制、市场规则的维护与投资者权益保护机制等,这些都是资本市场基础设施建设的關鍵。

中国金融业开放和改革步伐正在加快,未来行业竞争将不仅在国内,更在全球。不论是机制建设、业务模式还是产品创新,都将快速向成熟市场学习靠拢。相信随着进一步扩大金融对外开放的11条措施和今后一个时期全面深化资本市场改革的12个方面重点任务的逐步落实,中国资本市场的生态环境将显著改善。假以时日,以直接融资为特征的中国“新金融”体系预期更加稳定、健康、快速发展,资本市场的“改革牛”也将可以预期。

地方专项债将成为财政政策重要抓手

□京东数科首席经济学家 沈建光

当前国内外经济形势更趋复杂严峻,经济下行压力加大。8月宏观经济数据延续弱势表现,其中规模以上工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售总额同比增速下滑。在此背景下,国务院常务会议明确提及提前下达专项债额度等措施;金融委第七次会议也指出加大逆周期调节力度,做好支持地方专项债发行的相关工作。在笔者看来,地方专项债将成为积极财政政策的重要抓手。那么专项债提前下达的影响有多大?专项债背后,地方政府财政和显性债务情况又如何?

影响几何

国务院常务会议确认提前下达明年的部分专项债额度,但发行时点和金额尚不确定。根据规定,此次提前下达2020年专项债额度最高可达1.29万亿元,规模总体可观。不过,会议只是提及“确保明年初即可使用见效”,具体发行时间并未明确,可能从今年开始,也可能延续去年传统从第二年初再开始。笔者认为,在专项债新增额度即将用完(截至8月地方专项债已完成全年额度的93%)、国内经济形势复杂严峻的背景下,不排除开创先例,今年就开始发行提前下达额度。

会议明确并扩大专项债重点使用领域,投向基建的比例有望提升。根据Wind的统计,1-8月,新增专项债用于土地储备和棚改的占比高达67%,实际投向基建的占比可能只有不到30%。而国务院常务会议将专项债可用作资本金的重大领域扩大至多种交通基础设施、生态环保项目、民生服务、市政和产业园区基础设施,并特别指出不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。这意味着未来专项债投向基建的比例有望大幅提升,同时也表明国家更加重视项目的实际需求,而不是“大干快上”式的强制刺激。不过,在笔者看来,专项债新规短期拉动基建的效果可

能有限。首先,专项债提前下达额度的发行金额和时间尚不确定;其次,在不能用于土地储备、房地产等项目的前提下,符合要求的基建项目数量可能较少;第三,由于地方政府需要承担地方政府债券的全部偿还责任,因此将资金用于收益相对偏低的基建项目的动力也未可知;第四,地方政府债务受到严控,基建融资主要渠道依然受限。因此,笔者认为,今年基建投资的回升空间有限,而接下来伴随资金和项目的落地,基建投资才有可能出现较为明显的改善。

此外,根据财政部规定,地方政府还可以利用上年末专项债限额大于余额的部分增发专项债。2018年,地方政府专项债限额大于余额的差额达1.23万亿元,理论上空间较为充足。但这一方式的主要问题是,各地区之间可用额度的分布不合理,即可用额度与实际需求之间存在不匹配,因此通过该方式增发专项债的实际效果可能大打折扣。

严控债务风险

虽然相对于21万亿元的地方政府债务余额(不含城投债),提前下达的专项债规模(最多1.29万亿元)不会明显增加地方政府债务负担,但依然有必要简要梳理地方财政和债务情况,以了解积极财政政策在地方政府层面所面临的约束。

从财政赤字占GDP的比重来看,上半年,全国31个省级行政区仅上海出现财政盈余,其余30个地区均出现不同程度的财政赤字。其中,青海、甘肃上半年财政赤字规模占GDP比重超过45%,广西、宁夏、新疆和贵州也在30%以上。国有土地出让收入作为地方财政的另一个重要来源,整体增速处于较低水平。今年1-7月,国有土地出让收入累计同比增长仅为3.1%。从99个城市的土地出让总价数据来看,今年1-7月,一些省份卖地收入增速在0附近甚至负区间,而在房地产调控收紧的情况下,后续地方财政或面临进一步挑战。

美联储降息 众多经济体跟进 我国不具备跟随式降息条件

□国开证券研究部研究员 王鹏

在美联储9月议息会议宣布降息25个基点之后,巴西等国纷纷跟进降息。日本虽然按兵不动,但日本央行已多次声明对加码刺激措施持积极态度,并暗示10月份可能降息。加上稍前欧央行9月议息会议的全面宽松政策,即下调存款便利利率、长期再融资操作利率以及每月新增200亿欧元的量化宽松政策,全球主要央行纷纷降息似乎表明全球确已进入全面宽松期,负利率似乎又成为了全球市场的焦点。不过,笔者认为,就我国货币政策而言,虽然美联储及一众新兴市场经济体采取了降息措施,但我国并不具备跟随式降息的条件。

是否进入整体降息期

全球真的进入整体降息期了吗?本次美联储议息会议所产生的分歧似乎并没有明确地表明美国已进入降息通道。从本次投票结果来看,美联储决策层分歧较7月份进一步加大。在7月份美联储的降息政策中,2位票委投出反对票,而本次议息会议有3位票委投出反对票。

进一步来看,支持降息的观点认为,美国二季度实际GDP环比折年率增速下调为2%,较一季度终值降低了1.1%,固定资产投资和出口增速下降明显。在生产方面的耐用品新订单增速与工业产出指数增速均放缓,制造业PMI跌破荣枯线,加上全球经济疲软的拖累,为了避免未来经济下滑失控,需提前应对。

反对降息的观点认为,目前的消费和通胀数据较为积极。7-8月的美国零售增速较二季度稳中有升;7月PCE和核心PCE同比分别稳定在1.4%和1.6%。因此,在采取更激进进行动前,需要等待观察消费者活动是否进一步减弱。

更为重要的是,反对降息的观点认为,当前美国国债收益率倒挂确实影响美联储的利率政策。正如鲍威尔在议息会后的声明中所说,由于全球债券市场和全球经济一体化程度很高,全球增长疲软确实给美国的主权利率带来了压力。美国国债不仅具有因美国国内自身因素带来的避险特征,更有因全球主要事件比如英国脱欧等因素引发的全球投资者对美国长期国债的过度需求特征。

全球避险需求一定程度上造成了美国10年期以上国债的供需失衡,进而在美国长期经济增长悲观预期的牵引下,导致其国债收益率曲线倒挂。而美联储在其国内经济基本面相对良好的情况下,不得不考虑全球避险情绪所引发的长端利率过度下降,只有进一步降息才能保证其收益率曲线相对常态化。这种基于全球负利率影响而不是基于美国国内经济基本面的被迫式降息也是反对降息观点的理由之一。

降息空间有限

就我国货币政策而言,虽然美联储及一众新兴市场经济体采取了降息措施,但我国并不具备跟随式降息的条件。

第一,从经济增长和通胀水平来看,2019年以来,我国通胀水平持续上升,CPI当月同比从年初的1.7%上升至8月份的2.8%,并在猪肉供给影响下未来或延续上升趋势;同时,在稳增长和宽信用政策不断发力的背景下,市场预期经济将会有所改善。在四季度经济增长数据有望改善以及通胀压力持续上升的情况下,我国的货币政策难言宽松。

第二,从货币政策效果来看,由于货币政策是总量政策,对于我国当前因结构性矛盾,收入分配以及技术创新等问题引起的经济增长动能缺失难以产生良好的效果,而过度宽松的货币政策带来的“资金空转”的弊端或许更大。因此,宽松货币政策也需谨慎,结构性矛盾问题仍需从产业、财政、税收等制度性方面的供给侧改革着手。

第三,从既有利率水平来看,当前货币市场利率大致维持在2.25%的水平,这是自2008年以来的较低水平,因此,降息的空间也较为有限。

第四,从货币政策传导来看,当前我国实体经济资金成本过高的原因并非金融市场的利率水平过高,而主要是市场利率和存贷款利率间的传导不畅所致。因此,当前货币政策的着力点在于打通利率传导机制上,比如前期的贷款市场报价利率(LPR)改革。

第五,从汇率改革来看,当前我国处于汇率市场化改革的关键期,在以人民币汇率由市场决定为原则的市场化改革过程中,需要保持货币政策的稳健中性,尽量避免不必要的汇率波动。