

内外双重“三期叠加”下如何调整政策？（原文刊于《FT 中文网》）

在 2013 年上半年政治局讨论经济形势会上，中国当前经济正处于“三期叠加”阶段的重要判断被首次提出，并在 2014 年第二季度政治局经济形势分析会上对“三期叠加”进行了全面系统分析：增长速度换档期，是由经济发展的客观规律所决定的；结构调整阵痛期，是加快经济发展方式转变的主动选择；前期刺激政策消化期，是化解多年来积累的深层次矛盾的必经阶段。

在三期叠加提出后的两年（14/15 年）中，中国经济的确面临着很大的问题，连续两年低于当年的经济增长目标，而类似的情况在近 20 多年的时间内仅在亚洲金融危机的 1998 年才发生过一次。这背后是 2012 年前后出台的刺激政策效应开始减弱，同时美联储启动加息导致新兴市场国家出现资本外流和本币贬值，而被动紧缩的货币政策导致新兴市场国家俄罗斯、巴西等国出现严重的经济衰退。虽然决策层清楚地意识到应该通过提升对经济增长放缓以及其副产品的容忍度来加快改革，但为了避免经济增长出现失速，在一贯的稳中求进的政策取向下，政府再次宽松以“时间换空间”。

但从 2016 年下半年开始，全球经济开始慢慢进入 08 年复苏以来的最好时期，也就是市场所说的“全球经济同步复苏”：2008 年美国爆发次贷危机，之后的 2010 年欧债危机以及 2013 年开始的新兴市场危机，始终令全球经济处于动荡

本资料并非证券研究报告，相关内容仅供贵方参考，不得复制、提供给他人使用或出版（包括部分或全部）。本资料不得向媒体或任何第三方转发或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写或发布的内容，该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料末的免责声明之约束。

之中。直到进入 2016 年伴随着新兴市场逐步走出衰退的阴影，全球经济才开始步入复苏的正常轨道，并在 2016 年下半年进入本轮全球经济复苏以来的首次“发达经济体和新兴市场经济体的同步复苏”。特别是进入 2017 年之后，全球同步复苏的动能逐步增强之后，显著推升中国出口，推动中国出口摆脱了 2015 和 2016 年连续两年的负增长，全年出口同比增长 7.9%且对 GDP 增长的贡献从前一年负 0.4 个百分点转为正 0.6 个百分点，成为去年中国经济超预期的重要推手。

从历史上看，虽然全球经济同步复苏往往是意味着全球经济复苏进入尾声，但一般都会持续 2-3 年，这意味着本轮全球经济复苏至少会持续到 2019 年，这就为解决国内三期叠加问题提供了难得的良机。

2016 年政府开启了供给侧改革的大幕，“三去一降一补”的供给侧改革的主攻方向是：工业去产能、金融去杠杆和房地产去库存。2016-2017 年累计去除煤炭产能和钢铁产能约 5.4 亿吨和 1.2 亿吨以上，待售商品房面积下降将近 2 亿平米；更为重要的是，国内监管层着力推进金融去杠杆，通过清理银行表外业务和加强房地产调控来推动企业和家庭部门去杠杆。结果是 2017 年中国整体杠杆率在过去 10 年每年平均上升 15 个百分点的基础上首次把杠杆率的升幅控制在 5 个百分点以内，其中企业和政府部门杠杆率都有不同程度的下降。可以预见的是，如果今年延续去年去杠杆的节奏，不出意外将实现整体杠杆率下降。在外部有利环境的支撑下，结构性改革明显提速，跨越三期叠加的曙光显现。

本资料并非证券研究报告，相关内容仅供贵方参考，不得复制、提供给他人使用或出版（包括部分或全部）。本资料不得向媒体或任何第三方转发或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写或发布的内容，该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料末的免责声明之约束。

但进入 2018 年之后情况似乎与想象的大相径庭。首先，全球经济复苏的动能明显不及预期，主要发达经济体中除美国之外都出现了不同程度的复苏动能减弱，最明显的就是去年市场普遍看好的欧元区经济在进入 2018 年之后突然失速，制造业 PMI 指数从 1 月份开始连续 6 个月下滑。其次，各方面都明显低估了特朗普政府贸易保护主义的强硬程度，随着时间的推移和持续的反思，大家开始意识到目前中美贸易争端并非像以往那样可以通过简单的贸易采购可以解决，其背后深层次的非经济考量因素决定着中美贸易争端会呈现出不同以往的长期性和复杂性。

再次，美国经济持续向好在推动通胀上行的同时也让美联储加快了紧缩的步伐，考虑到全球复苏可能面临拐点的情况下，其他那些即便是经济复苏确定性不是很高的发达经济体也纷纷开始收紧货币政策，例如欧洲央行在持续削减 QE 规模并可能在今年年底彻底停止 QE 并在明年年中首次加息。全球流动性特别是美元流动性明显萎缩，隔夜 LIBOR 已经从去年年底的 1.4% 大幅攀升至 1.9%。受此影响，新兴市场国家本币都出现了不同程度的贬值，阿根廷、土耳其这种国内经济结构失衡较为严重的国家甚至已经在某种程度上出现了货币危机。

很明显，之前的三期叠加主要关注国内经济转型方面过程中所面临的困难，而我们现在遇到的新问题是外部环境变化所带来的挑战，并可以简单归结为“新三期叠加”：全球经济复苏下行期、全球货币政策紧缩期、全球贸易环境动荡期。

本资料并非证券研究报告，相关内容仅供贵方参考，不得复制、提供给他人使用或出版（包括部分或全部）。本资料不得向媒体或任何第三方转发或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写或发布的内容，该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料末的免责声明之约束。

全球经济复苏下行期意味着外需对中国经济增长的拉动力会明显下降甚至会重新成为经济增长的拖累，因此政策重心会回到内需层面，如何稳定投资和推动消费成为政策调整的核心问题。全球货币政策紧缩期意味着国内监管层政策调整的空间有限，在美联储加息缩表以及全球其他主要经济体纷纷跟进的背景下，国内货币财政政策宽松会导致中美利差持续收窄，反映在人民币汇率和跨境资本流动层面压力会明显加大。

全球贸易环境动荡期很大程度上是源自特朗普政府贸易保护主义给全球贸易和经济复苏带来的负面影响。历史上美国经济周期在很大程度上影响全球经济周期，虽然美国经济危机会把全球经济拖入衰退，但美国经济向好带来的需求改善也会拉动全球生产和贸易的复苏。特朗普政府浓厚的贸易保护主义色彩意味着美国经济向好的外溢效应相比以往会大大减弱，因此美国经济可能会在某种程度上与全球经济脱钩，呈现出一定的独立发展态势。

在内部三期叠加问题依然没有得到很好解决的情况下，新的外部三期叠加的出现给中国经济带来了新的难题，形成了内外双重三期叠加的严峻挑战。2008年以来平均每3年左右时间，由于内需疲软和外部环境出现问题，政策重心会重新回到稳增长层面，通过加码投资和刺激消费来提振内需。但从事后的效果来看，每次刺激在显著推高债务水平的同时，对经济的拉动效应是越来越低。

虽然近期政治局会议再次强调了稳中求进的政策立场，并且提出要在基建补短板方面加大力度，但我们认为这很大程度上只是修正上半年过紧的宏观政策，并非

本资料并非证券研究报告，相关内容仅供贵方参考，不得复制、提供给他人使用或出版（包括部分或全部）。本资料不得向媒体或任何第三方转发或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写或发布的内容，该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料末的免责声明之约束。

预示着政策的大幅转向。首先，与之前的几次政策宽松的背景相比，这次全球经济下行是过去 10 年以来全球经济复苏的大拐点，为了应对未来可能会持续相当长时间的下行周期，目前的政策应对要考虑为将来保留一定空间以应对可能出现的极端情况。

其次，之前美联储加息缩表在全球经济复苏上行周期中，因此对全球实体经济和金融市场的负面冲击并不是很明显，但未来在全球经济下行周期中，美联储继续加息缩表以及其他主要经济体的跟进所造成的流动性收紧效应会更直接的投射到全球实体和金融活动中，而复苏末期投资者风险偏好的下降也将放大这种负面效应，最近阿根廷、土耳其货币危机在很大程度上就是未来新兴市场可能会出现持续不断货币危机的预演。因此如果中国要在形成更市场化的人民币汇率形成机制以及推进人民币国际化方面继续迈进，国内宏观政策调整的空间就十分有限。再次，如果重新大规模刺激投资，除了拉动经济的效果会进一步下降之外，还会削弱之前金融去杠杆方面来之不易的成果，使得原本在供给侧改革下已经有所改善的国内三期叠加局面重新恶化。

我们认为当下中国经济在转型过程中，伴随着服务和消费占比不断提升。服务业平均劳动生产率低于制造业，其在经济中占比提升会导致潜在 GDP 增速的下降，但由于大部分服务业的业态都倾向于劳动密集型，因此对提升就业有很大的帮助。这就是为何在过去几年中，中国经济增长持续下台阶，但就业也一直没有出问题。因此，通过调整宏观政策来稳定 GDP 增速，可能会导致实际 GDP 增速高于潜在增速，结果一方面是实际 GDP 增速即便在刺激力度加大的情况下也很难明显

本资料并非证券研究报告，相关内容仅供贵方参考，不得复制、提供给他人使用或出版（包括部分或全部）。本资料不得向媒体或任何第三方转发或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写或发布的内容，该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料末的免责声明之约束。

提升，另一方面是很可能引起通胀和资产价格泡沫问题。因此，我们认为在就业平稳的前提下，通过提升对经济增速放缓的容忍度来推进和深化改革才是当下政府需要考虑的问题。

本资料并非证券研究报告，相关内容仅供贵方参考，不得复制、提供给他人使用或出版（包括部分或全部）。本资料不得向媒体或任何第三方转发或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写或发布的内容，该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料末的免责声明之约束。

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道100号上海环球金融中心75楼

邮编：200120

电话：+86 (0) 21 2033-6000

传真：+86 (0) 21 2033-6040

免责声明

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“本公司”）准备本文件仅供贵方参考之用途。就任何拟议的交易或其他方面而言，贵方不应最终倚赖本文件或使用本文件，以形成有关任何决定、合同、承诺或行为的最终基准。贵方以及贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方必须对本文件与与本文件相关而提供的任何信息进行严格保密。除非获得本公司的事先书面同意，贵方和贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方在任何时候均不得整体或部分地复制本文件，并且不得向其他任何人士整体或部分地传达、披露或分发本文件或者在公开场合谈论本文件。如果贵方并非本文件的预期收件人，请立即删除和销毁其所有电子和纸制版本。

本文件及其所包含的某些内容是依据多个不同资料来源获得的某些假设和信息而准备的。尽管本文件是基于和倚赖上述假设和信息的准确性和完整性而准备的，本公司对任何上述假设和信息的使用并不代表本公司已独立地对其进行核实或表示同意。不论本公司还是本公司的任何关联方及其各自高级管理人员、雇员或代理，均不会就本文件所包含的信息、与本文件相关而提供的任何口头信息以及基于本文件内容而产生的信息之准确性或完整性做出任何明示的或暗示的陈述或保证，并且不承担任何责任或者义务（不论是直接或间接的、合同或在侵权或其他方面的）。本公司和本公司的关联方及其各自高级管理人员、雇员和代理在此明确声明其不承担基于本文件以及本文件的任何可能的错误或遗漏而引致的任何法律责任。不论是本公司还是本公司的任何关联公司及其各自高级管理人员、雇员或代理也不会就下述事项做出任何明示的或暗示的陈述或保证：任何交易已经或可能按照本文件中载的条件或方式得到执行以及本文件所含的未来预测、管理层目标、估计、前景或回报（如有）的可实现性或合理性。本文件所包含的任何看法或条款仅为初步的，并以于本文件所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。本公司并无义务或责任更新本文件中包含的任何信息。本文件中可能提到相关公司某些过往的业绩或数据并不代表对其未来表现的预测或者保证。

本文件并不构成且不应被视为由本公司或本公司任何的关联方做出任何形式的财务顾问意见或推荐。本文件并非证券研究报告，也不构成任何形式的证券投资咨询或证券投资顾问意见或建议，也不是由本公司关联方的研究部门编制的。本文件以及本文件含信息并不构成购买或出售任何证券、商品、票据或衍生工具的要约或要约邀请，也不构成借贷、安排融资、承销或购买任何证券或担任有关任何人或交易的代理人、顾问或保荐人的要约、要约邀请或承诺，也不构成任何资本承诺、交易策略或者任何法律、监管、会计或税务方面的意见。本公司建议贵方就本文件可能涉及的法律、监管、会计和税务方面内容寻求独立专业人士的意见。本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。本文件中引用的第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。未经本公司的书面同意，不得复印、出售或转发本文件或其中任何部分。

本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。本文件中引用的第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。未经本公司的书面同意，不得复印、出售或转发本文件或其中任何部分。

本文件可能包含从摩根士丹利研究部门或其他摩根士丹利拥有所有权的资料中摘录的信息（称为“摩根士丹利信息”），但是对本文件而言，该信息未经摩根士丹利或其董事、管理人员、雇员、代理商或分包商（称为“摩根士丹利人士”）的再次审阅或批准。本文件中的预测、陈述或意见（包括任何基于摩根士丹利信息的或从摩根士丹利信息中所摘录的）不一定成为或继续成为摩根士丹利人士的观点，并且摩根士丹利人士不对本文件的准确性或完整性做出任何的陈述。

本文件的版权由本公司所有，本公司保留与之有关的一切权利。