

中国经济评论：从四个角度来理解政策调整的时机（原文刊于 FT 中文网）

- 节前政治局召开会议提及一季度中国经济“好于预期、开局良好”，而且没有再次提及“六个稳”，引起市场广泛关注，部分分析人士认为这在某种程度上传递了政策调整的信号。就在市场就此纠结之际，央行新任货政司司长孙国峰在国新办例行吹风会上做出澄清，就货币政策立场做出表态，认为“稳健货币政策总体上力度得当、松紧适度，原来并没有放松，现在也谈不上收紧。很明显，央行的表态是对近期政策转向担忧的回应，目的是降低市场对政策拐点的担心。而本周一央行开始对中小银行实行较低存款准备金率的举措，似乎又让市场嗅到了一丝宽松的气味。宏观政策立场是紧是松，未来将如何演进，已经成为困扰投资者的最大难题，并导致 A 股市场近期呈现承压下跌的态势。
- 通常而言，政策制定和执行的全过程可以分为“政策宣告、政策执行、政策起效、政策调整”四个阶段，当政策进入下一个阶段时，上一阶段的影响依然存在，因此在某一特定时期，我们看到的是两个阶段的并存。例如，去年下半年中央在国内经济下行压力加大，并且叠加外部环境变差的情况下，中央首次提出了“六个稳”作为开启稳增长政策的“政策宣告”。之后，我们看到在执行层面，货币财政政策以及产业政策等方面全方位跟进。所以

在这个时期，我们看到的是“政策宣告 + 政策执行”的同步推进。今年年初以来各项宏观领先指标开始改善，一季度 GDP 增速与去年四季度持平于 6.4%，反映实体经济已经开始企稳，下行压力开始有所缓解，这说明政策周期已经正式步入“政策起效”。这个时期内会逐步脱离“政策宣告”，而进入“政策执行 + 政策起效”。而脱离“政策宣告”具体表现为稳增长调门降低，最近这次政治局会议上没有再次浓墨重彩的强调“六个稳”就应该从这个角度去理解。

- 除了正确理解政策周期之外，国内外形势在年内依然存在巨大不确定性，也是导致中央不会过早调整宏观政策的最重要原因。对投资者而言，最大的挑战不是市场不好，而是市场不确定性。对于政策制定者而言同理，如果能看清经济走势，宏观政策层面做出应对相对简单。但未来充满了不确定性，则需要政策制定者有较高的相机抉择能力，需要在政策面较高的前瞻性和灵活性。从这个角度来说，今年国内政策制定者面临的挑战比去年更大。去年从上半年开始，中国经济面对的一系列问题是：全球经济复苏动能减弱、美联储持续加息、中美贸易紧张局面的升级、以及国内经济周期性下行压力加大。所有这些负面因素的叠加对政策面的要求很清晰，就是政策立场在下半年要转向稳增长，并出现了“六个稳”的提法。但今年上半年以上所有因素似乎都在改善：短期内全球经济有企稳的迹象、美联储释放年内不加息的鸽派信号、中美双方都在积极推进经贸协议的达成、以及前期稳增长政策开始推动国内经济企稳。但这些因素改善在年内是否可持续性，无论是政策制

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。

定者还是市场投资者都对此存疑。除了全球和国内经济增长动能可能会重新减弱之外，中美经贸谈判在最后的攻坚阶段以及达成协议之后的执行阶段，都不可能会是完全一帆风顺的。此外，虽然市场普遍预计美联储在年内不再加息，但对此我们依然保有疑问。目前，无论从美国实体经济还是金融市场数据来看，我们都很难完全排除美联储在年内再次启动加息的可能。我们有理由相信中央和央行层面，目前也不会对美联储年内不加息做过早的定论。总体而言，在没有看清楚未来国内外形势变化的方向之前，高度不确定性决定了在目前这个时间点提前做出政策调整会有很大的风险。

- 如果要对未来 6-12 个月的宏观政策进行具体预判，主要还是从货币和财政政策两个方面入手。通常而言，财政政策受制于年初人大通过的财政预算，在执行过程中最多只有节奏的变化，而不可能出现政策立场的大幅转向。例如在去年经济下行过程中，就财政政策的变化而言，除了在 7/8 两个月加快了地方政府债的发行之外，并无太多空间。相反，在货币政策层面，我们看到了 4 次降准带来的超 2 万亿流动性释放。在今年财政预算案中，无论是大幅提高减税降费力度，还是扩大地方政府专项债的发行，都指向积极财政政策在年内重回扩张属性。而且在已经过去的 4 个月多月中，可以明显感觉到今年财政政策执行的节奏是前高后低，目的是为政策效应传导预留充分的时间。通俗来说，就是上半年把钱花出去，下半年等着出效果。考虑到财政政策调整的空间有限，如果年内要对宏观政策作出调整，这将更多体现在货币政策层面。但这是否意味着货币政策会作出大幅调整呢？货币政策和财政

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。

政策的协调性长期以来都存在一定问题，甚至在去年的一段时间内，双方的研究人员在媒体上就此问题进行公开讨论。今年，中央把加强货币政策和财政政策协调性作为提升宏观政策有效性的重要手段，虽然货币政策的灵活性相对更强，但积极的财政政策在执行过程总不可能单兵突进，很大程度上需要货币政策的配合。因此，从这个角度上来说，年内出现货币政策与既定的积极扩张性财政政策出现明显背离的可能性较低。

- 市场此前对货币政策走向的判断出现分歧，我们认为主要问题在于，大家都是基于自己对 1 季度各项数据的理解来进行政策推演。而就 1 季度各项数据而言，无论是宏观经济数据，还是货币信贷数据，都受到春节错位而造成季节性波动较大，本身很容易造成解读上存在分歧和偏差。例如以货币信贷数据而言，3 月份的新增社融和人民币信贷都大幅超预期，但回过头来看，大家也都承认季节性因素是主要原因。为了降低季节性因素影响，可以把 1 季度作为一个整体来看，虽然新增社融和信贷依然大幅超越去年同期，但可以发现新增部分主要体现为票据融资和地方政府专项债发行。特别是与固定资产投资密切相关的企业中长期贷款增长差强人意，仅同比多增了 1200 亿而已，且在新增人民币贷款中的占比则从去年同期的 50.4% 下降至 44.3%。在消费和外需疲软的背景下，本轮稳增长是围绕基建补短板来展开，而目前企业中长期贷款增长低迷说明货币政策传导机制依然存在问题。如果在未能有效打通货币政策传导机制之前，就改变货币政策立场，企业可能会重新面临融资难融资贵的问题，这肯定不是中央和监管层希望看到的。因此，如果

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。

从总量层面来看，1 季度货币政策偏宽松加上经济基本面改善，很容易得出需要政策调整的结论。但如果从结构层面来看，在货币政策有效性得到实质性改善之前，谈调整货币政策立场显然为时过早。

- 我们认为伴随着一季度财政政策提前发力，以及宽信用的货币政策的积极配合跟进，二季度经济企稳回升的势头将更加明显。如果二季度 GDP 增速回升至 6.5%或者之上，在综合分析上半年经济形势之后，中央可能会在 7 月份的政治局会议上对宏观政策进行调整，例如适当降低稳增长政策的力度。从政策周期来看，这个时期会向“政策调整”过度，过程中会脱离之前“政策执行”的轨道。但前期稳增长政策效应依旧会继续惯性显现，因此政策周期的角度上来看，这个时期会进入“政策起效 + 政策调整”。假设届时外部环境也持续改善，例如全球经济增长没有明显失速的风险、中美经贸谈判成功达成协议并顺利进入实施阶段、美联储依然维持鸽派立场等。在积极财政政策不变的前提下，国内宏观政策调整会主要体现在货币政策层面，且会以较为温和的方式进行，例如减少潜在降准次数或者停止降准，在公开市场净回笼流动性等。

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及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。