

金融形势快速收紧加大经济下行压力

费兆奇 时间：2018-04-13 来源：财新网

一、研究背景

全球经济的金融化趋势在近 20 年逐步加深，金融市场波动对宏观经济的运行带来了不确定性冲击，甚至改变了经济周期的原有轨迹。在此背景下，对宏观经济、金融运行进行高频率的监测和研究受到越来越多的关注。有鉴于此，国家金融与发展实验室（NIFD）与国新指数研究中心经过长期的研究准备，联合推出“国新指数”系列，旨在为宏观分析提供更为丰富的量化视角，并通过高频指数服务于政策制定、学术研究和行业实践。

1. 高频宏观经济先行指数

根据“十三五”规划，要实现 2020 年收入翻番的目标，十三五期间的 GDP 年均增速至少要保持保持在 6.5% 以上，但考虑到近两年中国经济的增长超预期，已为 2020 年收入翻番的目标提前预留了空间，更为中国政府在 2018 年继续推进供给侧改革和去杠杆创造了条件。这是十九大报告将中国经济的发展问题从速度转向质量的底气所在。但引发的一个问题是：经济运行保持什么状态，有利于经济质量的提升或可持续发展？这就需要关注经济运行的均衡水平。在此背景下，我们以缺口值的形式构建了中国宏观经济先行指数，即描述经济在运行中偏离均衡水平的幅度；此外，为了及时捕捉到经济运行的异动或

趋势，我们通过混频方法估算出高频率的日度经济先行指数。构建高频经济先行指数的指标包括国债利差、股票指数、货币供应量、消费者预期指数、工业产品产销率、社会货运量、沿海主要港口吞吐量、商品房新开工面积、房地产业土地购置面积和固定资产投资新开工数。

2. 高频金融形势指数

为了综合反映未来的通货膨胀压力，度量货币政策条件的松紧状况，加拿大银行在上世纪 90 年代初开始致力于货币条件指数的构建，把短期实际利率和实际汇率作为衡量货币政策的指标，并由它们的加权平均值构成这一指数。之后，货币条件指数逐渐受到各国央行（新西兰、瑞典、挪威）、国际组织（IMF、OECD）和大型商业机构（如高盛）的广泛关注。然而，在近 20 年，以股票、房地产为代表的非货币性资产价格大幅波动所引起的经济、金融体系的不稳定问题日渐突出。从上世纪日本的房地产泡沫，到 1997 年的亚洲金融危机，再到始于 2008 年的美国次贷危机，均对全球的实体经济造成了深远的影响。为此，资产价格波动对通货膨胀和实体经济的影响，成为了理论界和业界关注的焦点问题；更有研究认为货币政策应对资产价格的异常波动做出相应调整。在此背景下，涵盖非货币性资产的金融形势指数在 2000 年首次被提出，旨在更全面地反映未来通货膨胀的压力和宏观金融形势的松紧程度。基于前期的研究，并结合中国金融状况波动的国别差异，我们通过利率、汇率、股价、房价、大宗商品价格和

货币供应量（M2）等指标构建中国的金融形势指数。考虑到各指标的
频率差异及指数的时效性，我们基于混频模型估算出高频率的日度中
国金融形势指数，旨在充分反映中国宏观金融形势的短期波动特征。
金融形势指数是一条围绕 0 值上下波动的曲线，指数趋势上行表示金
融形势相对宽松；反之表示金融形势相对趋紧。

二、经济运行的阶段性顶部逐渐形成：基于高频经济先行指数的 判断

图 1 描述了中国宏观经济高频先行指数的运行趋势，一个显著的特征是经济运行在 2008 年次贷危机之后，波动幅度显著放大：先行指数通常用 2 年左右的时间快速攀升；此后在约 1 年的时间里呈现出“断崖式下跌”的走势。例如 2009 年至 2011 年期间，2013 年至 2015 年期间。这种短期剧烈波动对经济自身运行规律的破坏力是显而易见的。

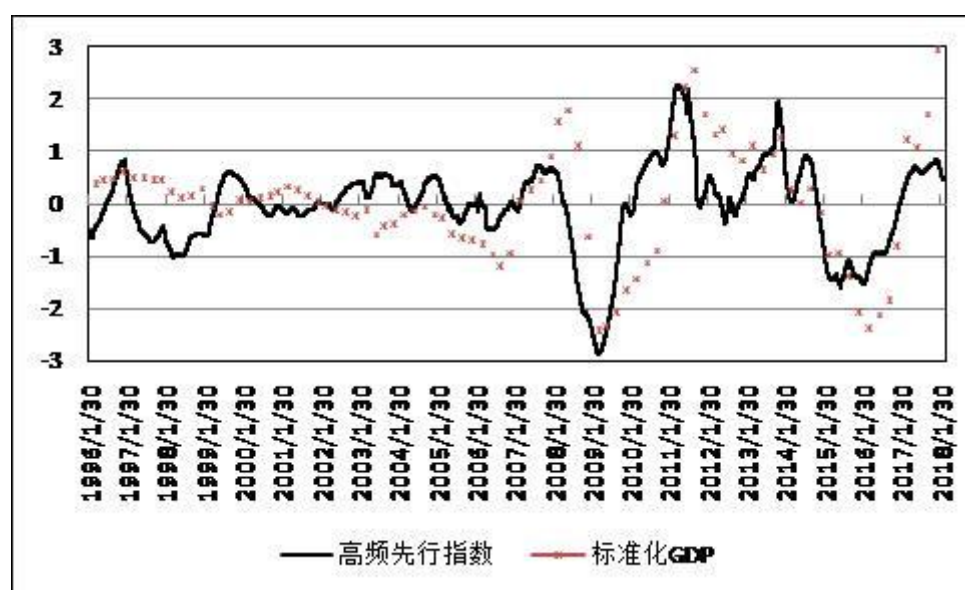


图 1 日度宏观经济高频先行指数及季度 GDP 运行趋势

（注：构建先行指数的指标包括国债利差、股票指数、货币供应量、消费者预期指数、工业产品产销率、社会货运量、沿海主要港口吞吐量、商品房新开工面积、房地产业土地购置面积和固定资产投资新开工数。

高频先行指数的研究团队包括：费兆奇（国家金融与发展实验室）、Wang, Jianguo（University of Manchester, UK）、刘康（[中国工商银行](#)金融市场部）、Jacob B. Schumacher（University of Oxford, UK）、Ksenia, Gerasimova（University of Cambridge, UK）、Wang Kuankuan（University of Monash, Australia）。下同。）

但本轮经济波动与此前有所不同：本轮经济复苏始于 2016 年年初，于 2017 年 6 月初达到阶段性高点，之后在较长的时间里（2017 年下半年至 2018 年一季度）高位波动，逐步形成阶段性顶部，并未出现此前的“断崖式下跌”，说明中国经济运行的平稳性有所提升。这主要源于供给侧和需求端的合力：供给端方面，PPI 在 2016 年以来快速上扬；供给端的约束使得包括房地产在内的上、中、下游企业的去库存和煤炭、钢铁等产业的去产能取得了阶段性成果。在此背景下，工业企业利润总额的增速在 2016 年由负转正，且快速上行；进入 2017 年增速虽有小幅下降，但依然保持 20%以上的增长，企业的

盈利能力不断改善。在需求端，净出口发挥了主要作用，货物和服务净出口对 GDP 累计同比贡献率为 9.1%，而 2016 年仅为-9.6%。全球经济回暖对 2017 年的中国经济起到了重要作用。此外，最终消费支出自 2015 年以来保持在相对稳定的水平，2017 累计增速为 10.2%，继续发挥着稳定经济增长的作用。在资本形成方面，受基础设施投资拉动的影响，全社会固定资产投资在 2017 年增速录得 7.2%，没有对经济增长造成拖累。在房地产投资方面，虽然 2016 年四季度以来出台了多项房地产调控政策，但此轮房地产调控实施“因城施策”的策略，在不同时点有针对性地对房价涨幅较大的城市进行调控，没有采取全国“一刀切”的方式进行调控，使得房地产调控更精准，避免了误伤。结果是全国的房地产市场总体保持了平稳的趋势，没有出现趋势性下跌；在此背景下，房地产投资增速也保持了相对的稳定。

然而，进入 2018 年二季度之后，在支撑本轮经济复苏的要素中，净出口和基础设施投资都面临着较大的不确定性：首先，不断升级的中美贸易摩擦可能导致中美贸易顺差的收窄，进而对中国的净出口产生负面影响，再加上 2017 年“高基数”的影响，中国 2018 年的出口增速可能会面临显著下滑的风险，从而对经济增长的贡献率可能大幅下降。其次，在“防风险”的主题背景下，中央出台了一系列控制地方政府新增债务的措施，例如资管新规、《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》等等。这可能导致地方

政府的融资渠道受到多方面的限制，并对 2018 年基础设施投资增速产生负面影响。

三、金融形势快速收紧：基于高频金融形势指数的判断

由于本文重在趋势性分析，考虑到日度金融形势指数波动率较高，图 2 描述了指数趋势值的波动：它是一条围绕 0 值上下波动的曲线，指数趋势上行表示金融形势相对宽松；反之表示金融形势相对收紧。从运行趋势看，金融形势指数的本轮波峰出现在 2016 年 9 月中旬，此后进入下行通道，虽然在 2017 年 5 月初至 10 月中旬有小幅反弹，但并未改变中期的下行趋势。特别值得关注的是金融形势近期收紧的速度在加快：金融形势指数自 2017 年 11 月以来的下行速度有所加快，从 11 月初的 0.612 跌至样本末期 2018 年 3 月 19 日的 -0.464。而这种收紧的趋势在未来一段时期可能仍将延续：其一，在美联储缩表和加息的国际金融环境下，中国的宏观金融形势不存在持续宽松的基础。其二，“防范化解重大风险”是今年的重要任务，房地产和金融体系的监管仍将趋严，在此背景下，货币供应和房地产价格增速均有下行压力；货币市场短期利率的波动中枢将呈现出缓慢上行的趋势。其三，随着供给侧改革深入推进，政府弱化行政去产能的倾向逐步加强，这将使得产能缩减速度放缓，供给收紧对于商品价格的影响程度也将趋于下降；此外，我们认为固定资产投资增速在 2018 年将缓慢下降，这将弱化对大宗商品的需求；为此，大宗商品价格可能呈现震荡下行

的走势。其四，随着中国汇率形成机制的逐步完善，人民币汇率在体制机制方面已较难出现单边行情。但近期的中美贸易摩擦最终是否会升级为贸易战甚至货币战，将对人民币汇率未来的波动带来不确定性因素。

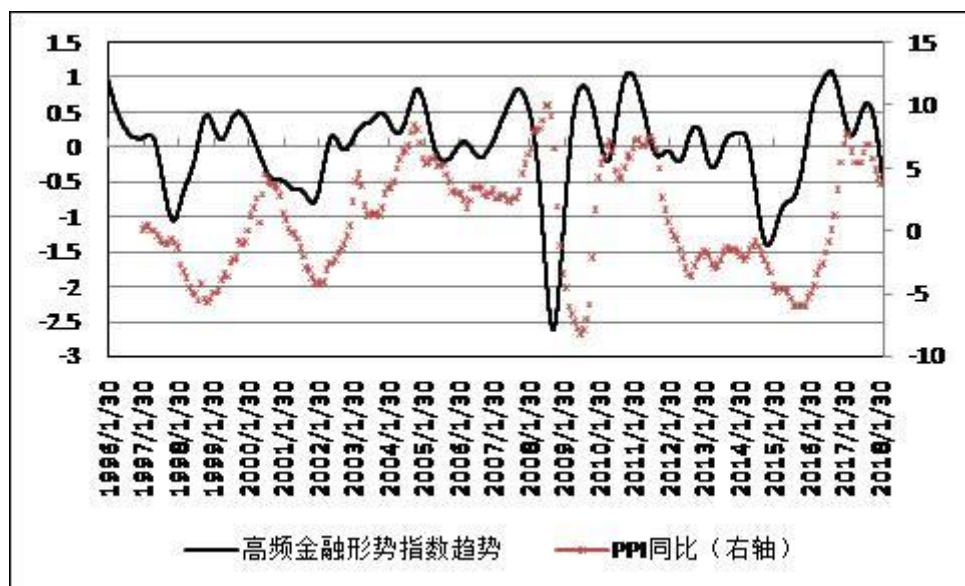


图2 日度金融形势指数及月度PPI运行趋势

注：构建金融形势指数的指标包括利率、汇率、股价、房价、大宗商品价格和货币供应量。

构建金融形势指数的另一个目标是综合反映未来通货膨胀的压力。根据混频抽样模型的检验，我们构建的日度金融形势指数对PPI具有较好的预测能力。考虑到金融形势指数自2016年9月中旬以来的趋势性下行和2017年11月以来的加速下行，我们预计PPI在近期仍有下行压力；在2018年第二季度不具备趋势性反弹的基础。

四、金融形势快速收紧加大下半年经济的下行压力

为了便于考察宏观经济与金融运行的关系，图 3 描述了经过标准化处理的高频经济先行指数与金融形势指数的运行趋势。从中可以发现，在次贷危机之前，宏观经济的运行与金融形势之间的关联性并不显著；但在次贷危机之后，金融形势对经济运行有着较为明确的先导作用，领先约三至四个季度。从数量论证来看，我们做了宏观经济先行指数对金融形势指数的脉冲相应分析，发现经济对金融的脉冲响应也是显著的，即宏观经济运行对金融形势具有较高的依赖性。依据上文分析，在经济先行指数阶段性顶部初步形成的背景下，金融形势指数自 2017 年 11 月以来的快速下行（金融形势快速收紧），会对 2018 年下半年的经济运行带来较大的下行压力。

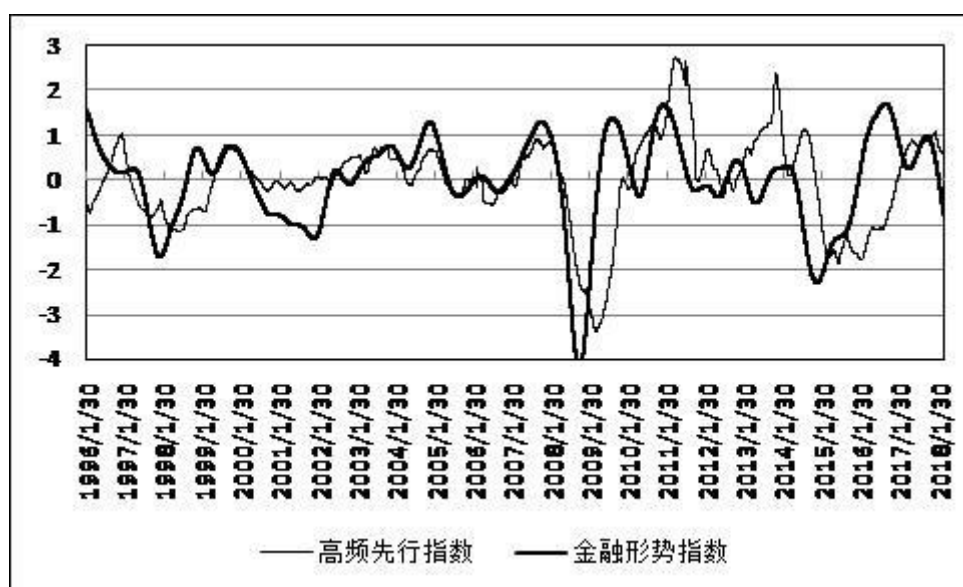


图 3 标准化的日度经济先行指数和金融形势指数

五、对策建议

首先，“防风险”，勿忘“稳增长”。因为经济运行的大幅波动也是一种风险；此外，经济大幅波动也会对宏观调控的其他目标造成掣肘。在经济发展从速度问题转向质量问题的背景下，“稳增长”将从寻求经济增速的提升，转向引导经济平稳运行。如果以高频经济先行指数为参考，经济平稳运行的标志并不是指数的正向缺口越大越好；而是引导高频先行指数平缓地回归均衡水平（先行指数的零值），并保持在均衡水平附近小幅波动。

其次，保持宏观政策基本取向的稳定性和连续性，努力促成金融形势的“稳健中性”。从金融形势指数的运行趋势可以看出，自金融危机以来，中国金融运行的波动幅度显著放大；而金融形势每一次大幅波动都伴随着宏观调控的“突然转向”。处于转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力时期的中国经济，当前需要的不仅仅是“稳健中性”的货币政策，更需要通过多方合力（例如金融稳定发展委员会、人民银行和两会等）构建“稳健中性”的宏观金融环境。如果以高频金融形势指数作为描述宏观金融环境的一个参考指标，那么宏观政策保持稳定性和连续性的着力点应体现在：一是中性，引导金融形势指数向均衡水平（金融形势指数的零值）回归，既要避免过度宽松的金融形势引发债务水平继续攀升，也要避免过度紧缩的金融形势引发相关风险；二是稳健，引导金融形势指数平缓回归均衡水平，避免

宏观金融形势的快速收紧对经济运行造成过度冲击。