



当前宏观政策困境与未来改善的可能

摘要

国内储蓄率下降和资本缺口是一个长期问题，短期不会有太大的改善，而美国流动性的收紧目前还不能断言拐点的出现，资金压力还是比较大，所以供给侧改革不会发生根本转变，特别是去杠杆。继续去杠杆意味着继续去产能，剩下的一个可能就是增加库存，企业限产可以放松一些，给下游企业让利。货币方面也难以放松，否则汇率继续往下会导致更大的成本压力，同时也会在信心方面造成重大打击。

外部环境方面，目前美联储对于加息的态度在发生微妙的变化。当然，目前拐点还未出现，因此国内宏观政策空间还是处于一个受挤压的状态，但是现在已经看到了改善的迹象，如果明年美国的加息预期继续出现变化，那么国内的政策转变空间就会更大一些。

南华期货研究所

章睿哲

投资咨询证号：Z0013599

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

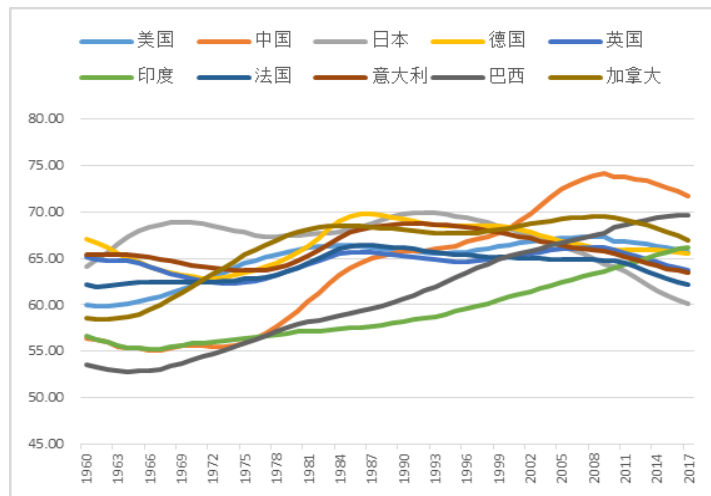
当前宏观政策困境与未来改善的可能

上周文章谈到目前国内宏观经济是一个长短期问题相互叠加，内外部矛盾相互交织的状况，这种状况使宏观调控面临困境，难以有大的作为和方向性的转变，也显然会对资产价格的走势形成影响。那么，所谓的长短期问题和内外部矛盾是什么？本周报告尝试做进一步的解释。

长期问题：人口红利下降与储蓄率下滑

长期经济增长的三个主要因素是劳动力、资本和技术，从前面两个因素来看，我们都进入了拐点。首先是劳动力，根据世界银行的数据，我国 15-64 岁的人口占总人口的比重在 2009 年就达到一个顶点，目前处于一个人口红利下滑的趋势，劳动人口的减少和劳动力成本的提高是资本回报率下降的原因之一，从而抑制投资增长，这是我们长期经济增长率提高的一个抑制因素，而诸如巴西、印度、印尼等国家的劳动力人口占比还在继续上升，所以随着时间的流逝，与这些国家相比，我们在劳动力人口方面的优势将逐渐下降，当然与全球 GDP 排名前 10 的国家相比，中国这个比重还是最高的。就人口红利下降而言，目前还没有对宏观政策形成太大的掣肘，主要问题是储蓄率下降。

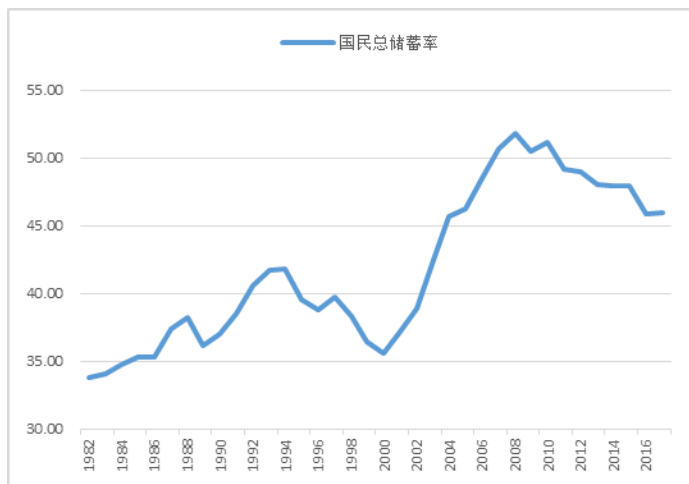
图 1、全球 GDP 前 10 名国家 15-64 岁占总人口比重



资料来源：WIND 资讯 南华研究

国家统计局公布的国民储蓄率从 2008 年开始是处于一个持续下滑的态势，储蓄率的下滑里面有多方面的因素，人口老龄化、消费观念的改变、社会保障制度的日益完善、金融资产价格的上涨等等，都可能是原因。美国 80 年代以后储蓄率大幅下滑，其中一个原因就是道琼斯指数在 85 年之后开始大幅上涨，股市的上涨吸收了居民存款导致储蓄率下滑，而对于中国来说则是房子，房价的上涨也导致了存款和储蓄率的下滑。当然，到底谁是主要原因则众说纷纭，难以准确衡量，但导致的客观结果是对长期经济增长的抑制以及挤压宏观经济政策空间。何以储蓄率如何重要？

图 2、国民总储蓄率走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

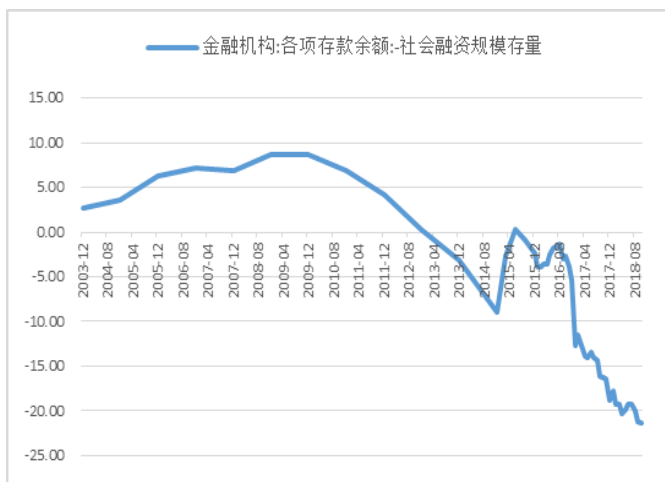
宏观经济理论里面有一个比较有意思的等式：储蓄-投资=经常账户盈余，或者：储蓄=投资+经常账户盈余，如果储蓄-投资为负，则可称为资本缺口。这个等式可以从几个角度来理解：一是一国在国内外投资的总数永远不可能超过储蓄，一国的储蓄水平决定了其可以用于发展生产力的资本；二是国内储蓄超过国内投资时将出现经常账户盈余，反之则出现赤字；三是当储蓄下降时需要通过削减投资或净出口来解决。这个等式内涵非常丰富，它既涉及到长期性的问题，又涉及到短期的问题，用它来理解中国宏观经济在这些年的变化，是比较有启发的。

如果用金融机构各项存款余额减去社会融资规模存量来衡量国内的储蓄投资情况，会发现 2013 年开始产生缺口，而且这个缺口在 2017 年之后急剧扩大，目前这个扩大的趋势还在持续，说明资本缺口已经比较明显了。不过贸易差额在 2013 年之后还是增加的，2015 年见顶之后才开始下滑。但是另一个重要数据，也即外汇占款在 2014 年已经见顶了，可见外汇占款的情况是可以印证储蓄和投资的缺口的。

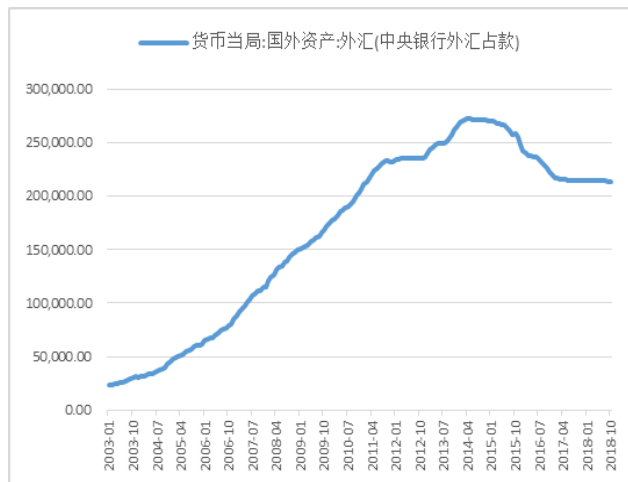
为什么外汇占款会先于贸易顺差见顶，一个很可能的原因是企业外债增加，外债属于金融账户问题，本身与经常账户无关，但是它会影响到外汇占款。简单来讲，假设一个企业用国内的资本进行生产并出口获得海外利润，国内就会增加美元收入，外汇占款增加，而如果它是用海外资本进行生产并出口，那么它的利润就会拿去偿还借款而不是回到国内。所以看外汇占款和贸易差额之间的分化，可以看出国内资本缺口和企业投资生产之间的矛盾是否在加大。

图 3、国内资本缺口情况

图 4、外汇占款走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究



资料来源：WIND 资讯 南华研究

另一个重要的宏观经济等式，也即国内生产总值 $GDP = 消费 + 投资 + 净出口$ ，也可写为 $GDP - (消费 + 投资) = 净出口$ ， GDP 代表总产出，消费+投资代表国内总需求，我们净出口一直为正，说明长期以来是处于一个国内总产出大于国内总需求，也即生产能力过剩的状态，当然也可以说是总收入持续大于国内总支出，所以才会一直产生盈余。那么，这个等式左右两端到底谁决定谁呢？正常情况是国内的劳动力、资本和技术状况决定总产出（总收入），从而决定总支出和净出口，一旦出现劳动力成本上升和资本不足时，总产出增长率会下降，带动经常账户盈余下降甚至变成赤字，但由于出口涉及到企业经营和就业等问题，所以宏观政策会进行扶持，于是会出现右边影响左边的情况。

长期以来，为了不使出口下滑影响国内企业经营和就业，我们一直对出口采取各种扶持政策，这种情况下就使得贸易差额没能反映长期资本缺口。按理说，国内资本供给能力不足，利率上升，汇率上升，将促使企业减少投资和出口，削减产能，使总产出能够适应资本供给能力和总需求水平，但我们通过补贴和汇率等各种方式延缓了这个趋势，所以这些表象掩盖了真实的宏观经济矛盾。那么，这种情况以及后续所带来的问题意味着什么，对近几年的宏观经济产生了什么影响呢？

当储蓄小于投资规模，也即资本缺口出现时，不管是体现于实际利率还是体现于资本的获取难度上，企业的资金成本都会上升，而如果货币当局通过宽松政策来压低利率和提高资本可获得性，则会加剧通胀或者金融投机风险。当然，货币当局仍然可以通过加大补贴和压低汇率来扶持出口，则企业依然有利可图，但这种情况不仅会加大投资和国内资金供给之间的矛盾，而且也加大了总产出过剩的矛盾。国内流动性紧张时，企业会向海外寻求资本，那么就开始受到海外金融周期的影响，负债和资金链条非常脆弱，这种情况很快就发生了。2015 年底，美国正式进入加息周期，全球流动性开始收缩，这对于正处于资本供应从过剩走向紧缺的中国来说，是比较难受的。

短期抉择：削减消费 or 投资 or 出口？

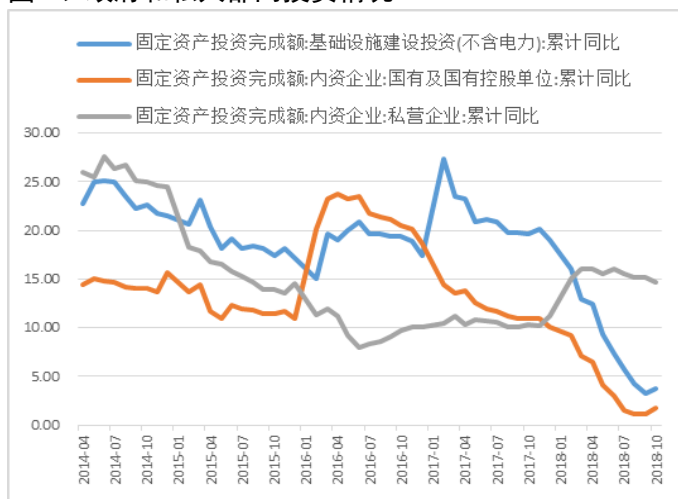
从政策逻辑来讲，当储蓄率下滑导致长期资本缺口出现的时候，也即意味着利率和汇率将上升，叠加劳动力成本的上升，国内的总产出将无法匹配总支出，我们会逐渐需要依靠国外资本和产出来满足国内需求，经常账户变成赤字，金融账户出现净流入，那么我们会慢慢从净债权国变成净债务国。净债务国有什么问题？可以说，全球那些净债务占比较高的国家，除了美国可以通过印美元还债之外，其他国家的财政金融和汇率情况都比较脆弱，尤其那些货币缺乏国际流通性的新兴市场国家，诸如土耳其、印度、阿根廷、墨西哥、巴西等等这些，它们在美国加息周期中都是比较难受的。

如果我们不希望资本缺口问题加剧，也不希望出现逆差，那么还有两种选择：一种是想方设法提高储蓄率，来提高长期增长水平，但储蓄率的提高不是一件容易的事情，需要以抑制当前消费为代价；另一种是减少投资来适应国内资本供给情况。

以上三种选择无论哪种都是痛苦的，但提高储蓄率有助于提高长期经济增长潜力，是最好的选择；其次是减少投资，会使得国内资金需求和供给趋于平衡，经济会进入一个低增长区间；最次是增加贸易逆差，可能会导致出现更大的内外部失衡。所以我们面临要么减少消费、要么减少投资、要么减少出口，或者两种及以上的组合，多么痛苦的抉择。

面对这样的长期增长问题和美国进入加息周期的外部形势，宏观政策上选择了降杠杆和削减投资，而且是针对国有部门，降低国企杠杆和收缩地方政府经济活动，减少对私人投资的挤出效应，这就是供给侧改革的主要内容。可以看到，代表政府投资的基建和国有企业投资自2017年以来的降幅分别超过20和10个百分点，但是2016年之后民营企业投资是在逐渐企稳并回暖的。

图 5、政府和私人部门投资情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

我们需要客观评判供给侧改革，才能对今后的政策可能走向及其结果作出理性判断。供给侧改革的初衷其实是为了解决总产出和资金需求过剩的问题，这

两个问题叠加必然会导致高杠杆，一旦流动性收紧以及发生不确定事件，比如美国加息和贸易战这种，结局一定是爆掉，所以我们搞去产能去杠杆去库存。但宏观决策者不是万能的，一项政策经常带来预期之外和不可控的结果，矫枉经常会过正，所以这里面又出现了两个问题，一个是这种资源集中于国有部门的结构，一定会导致宽松的时候国企拿到的资源更多，紧缩的时候民企更加难受，更别说是有很多民企是依附于地方政府；另一个是国企集中在中上游行业，那么去杠杆去库存导致原材料价格上涨从而损害到下游利益，尤其是经济依然比较疲弱的情况下。这个结果目前来看不太好，但毕竟民间投资在回暖，消费增长相对于投资而言还是比较稳定，出口目前来看还可以，如果面对国内资本缺口和海外流动性的收缩，我们一开始选择通过增税来削减消费，或者通过提高利率和汇率来削减出口，那结果必然是损害居民和私人部门的利益，大家的情况会比现在更难受。

未来的政策走向

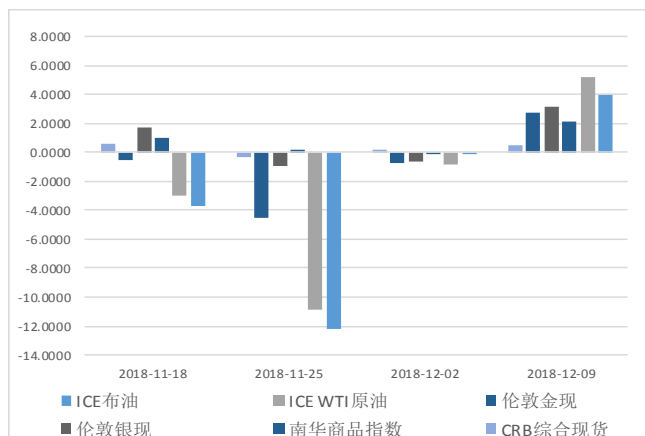
那么，在目前的情势下，未来的情况会发生何种变化？2019 年会不会好一些？国内的资本缺口是一个长期问题，短期不会有太大的改善，而美国流动性的收紧目前还不能断言拐点的出现，资金压力还是比较大，所以国内的供给侧改革不会发生根本转变，特别是去杠杆。2018 年国内的流动性已经比较紧张，哪怕是在国有部门投资增长下滑这么厉害的情况下，民营企业依然难以获得融资，9 月份的时候地方专项债加快发行就已经把企业债挤出非常多，如果明年搞财政扩张，再加杠杆搞基建，那民间投资会很快下来。继续去杠杆意味着继续去产能，所以去产能也不会再走回头路，剩下的一个可能就是增加库存，企业限产可以放松一些，给下游企业让利，于是我们看到钢厂的限产比较放松了。货币方面也难以放松，就 2018 年的实体经济和货币政策环境，人民币汇率已经贬值了这么多，如果货币继续放松，那么汇率继续往下会导致更大的成本压力同时在信心方面造成重大打击。

外部环境方面，目前在开始发生变化，美联储主席对于加息的态度在发生微妙的变化，根据他掌握的经济数据以及美国中期选举之后的情况，未来美国经济是不是难以再继续往上，或者说已经见顶要掉头往下，这对 2019 年的加息预期会产生相当大的影响。当然，目前预期最少的是还会再加 2 次，多的是 3-4 次，所以还不能断言明年流动性会出现拐点，因此国内宏观政策空间还是处于一个受挤压的状态，但是目前已经看到了改善的迹象，如果明年美国的加息预期继续出现变化，那么国内的政策转变空间就会更大一些。

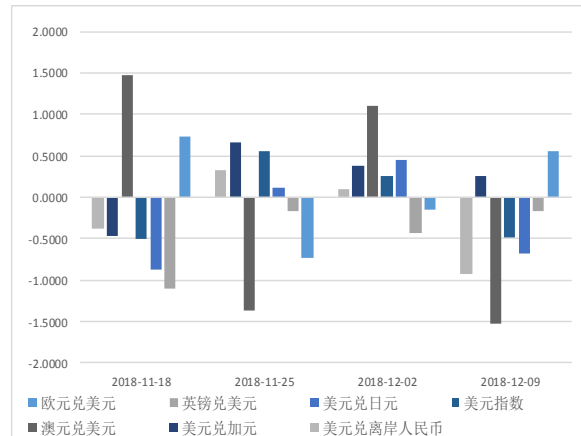
【本周全球大类资产表现】

2018年12月10日

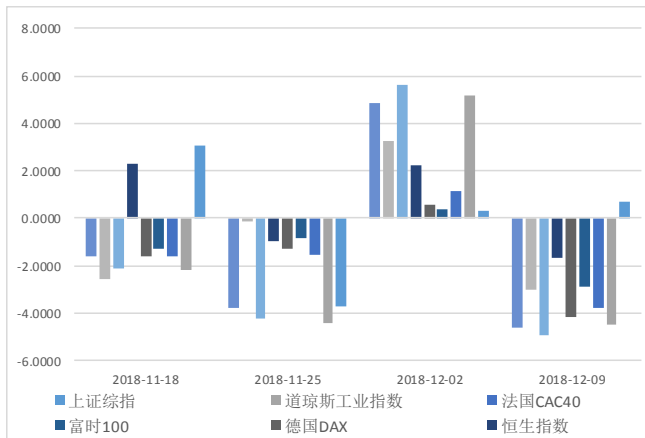
主要大宗商品涨跌幅



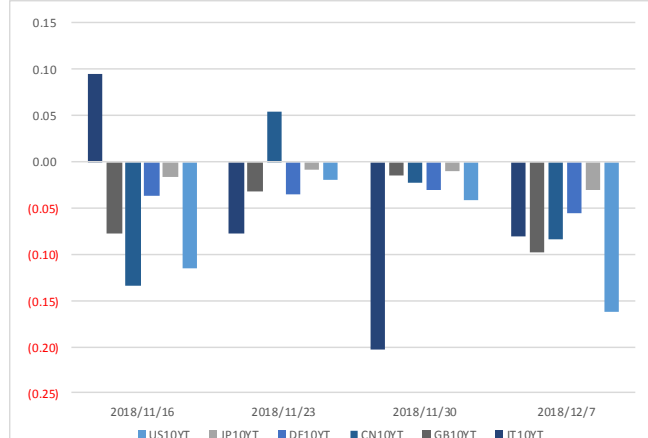
全球主要货币对涨跌幅



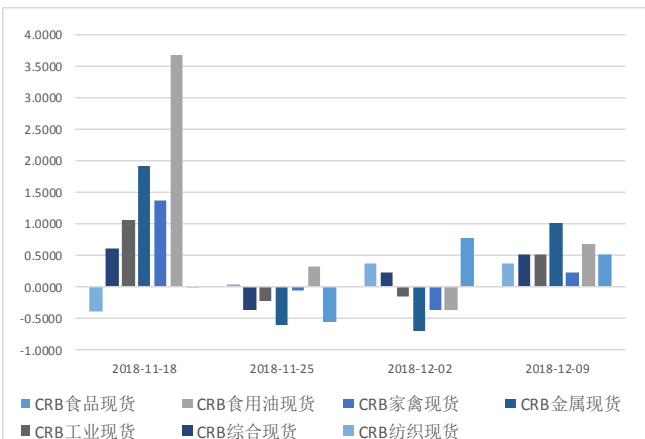
全球股指涨跌幅



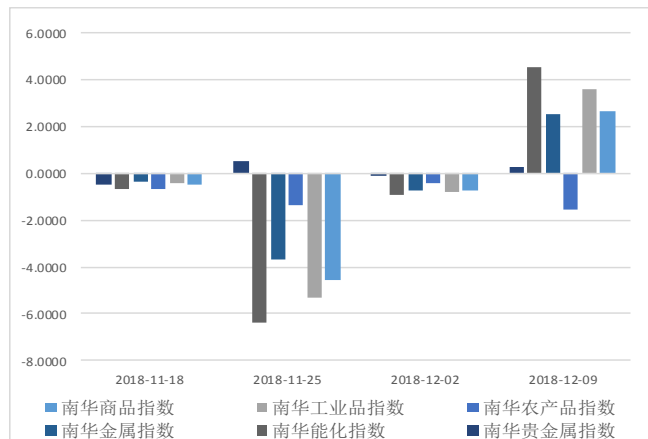
全球债市涨跌基点



CRB 指数涨跌幅



南华指数涨跌幅



资料来源: WIND 南华研究

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话：0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801
电话：0577-89971808

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话：0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼
电话：0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼
电话：0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话：0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话：028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号
金地商务大厦 11 楼 001 号
电话：0931-8805351

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座
大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话：0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话：010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室
电话：010-63161286

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话：0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室
电话：0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室
电话：024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 1003
电话：022-28378072

上海分公司

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 801-802 单元
电话：021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 803-804 单元
电话：021-20220312、021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话：021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话：0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话：0755-82577909

广州营业部

广州市天河区珠江新城花城大道 68 号环球都会广场 2008 单元
电话：020-38904626

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话：0579-89292777

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 8 层 805 室
电话：0351-2118018

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层
电话：0663-2663855

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235 室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825

济南营业部

地址：山东省济南市历下区泺源大街 102 号祥恒广场 15 层 1505 室
电话：0531-80998121

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二砖石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0574-85201116

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室
电话：025-86209875

嘉兴营业部地址

嘉兴市南湖区文桥路 505 号融通商务中心 3 幢 1801 室
电话：0573-89997820

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net