安联研究

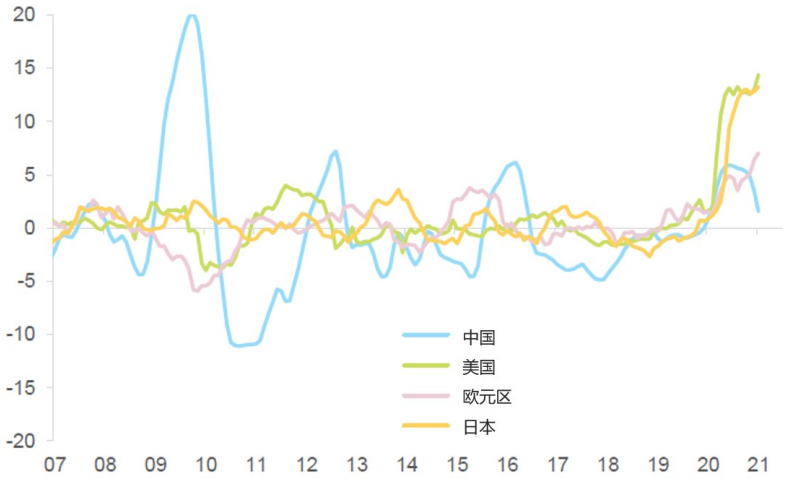
3月22日发布

中国的政策组合

名为“积极稳健”本质从紧收缩

随着决策者的注意力重新回归到金融稳定上，这一次中国的刺激计划将无法拯救全球经济。**但预计2021年将其通过流动性和监管，而不是政策性加息来收紧货币政策。**中国有关部门称，2021年的政策组合在财政方面是“积极的”，在货币方面是“稳健的”。然而，中国的货币政策已经从2020年第四季度开始收紧，与世界其他主要经济体截然相反（见图1）。事实上，我们专有的信贷冲动指数显示，在2020年，中国的货币宽松政策相比2008-09年期间所持续时间更短（短三个月），且只实施了当年货币刺激措施的约40%（见图2）：这相比我们2020年中所预测的1/3的实施量稍多，但相对而言仍然较低。

图1：专有货币冲动指数



来源：国家来源、裕利安怡、安联研究

中国政府收紧政策组合的国内外条件均已成熟：我们估计，美国的超级刺激计划将在2021-22年期间使中国出口增加600亿美元（占GDP的0.2%）。与此同时，中国自身的经济复苏势头足够强劲（2020年GDP增长率为2.3%，预计2021年为8.2%），尽管各地区还存在差异。虽然零售销售在2020年有所收缩，但劳动力市场和家庭收入指数表明，私人消费的复苏可能会在2021年延续。

货币政策常态化的速度可能会快于财政政策的常态化。事实上，我们估计，财政支持在2020年占GDP的7.1%之后，由于基础设施投资减少，其占比将在2021年降至GDP的4.6%。但与以往相比（2018-2019年平均2.9%），仍相对宽裕。

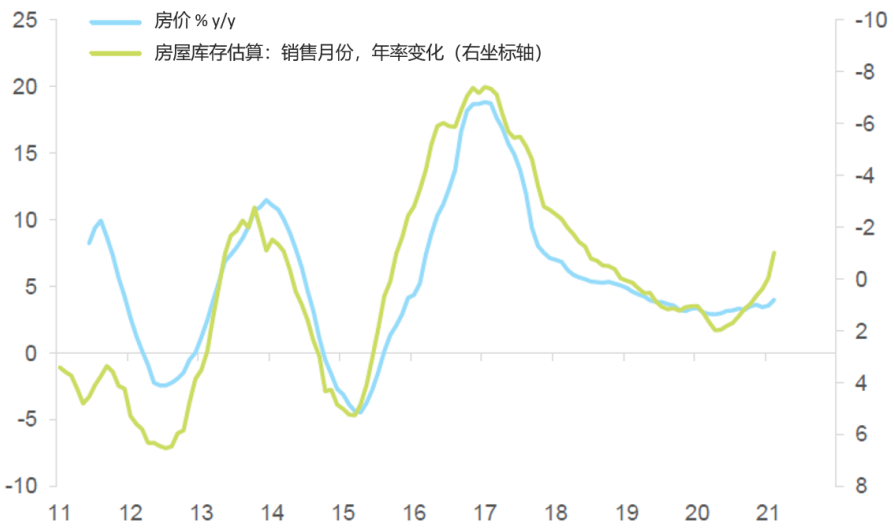
图2：基于专有信贷冲动指数的中国货币宽松时期对比

	2008-09 金融大危机	2012 欧元区主权债务及中国房地产降温	2015-16 中国股市崩盘和人民币恐慌	2020 新冠疫情危机
冲击日期	2008年9月	2012年5月	2015年6月	2020年1月
货币宽松开始日期	2009年1月	2012年5月	2015年6月	2020年1月
货币宽松顶峰日期	2010年1月	2013年5月	2016年5月	2020年10月
货币宽松持续期	12个月	12个月	11个月	9个月
相比金融大危机的货币宽松力度	100%	100%	72%	41%

来源：国家统计局、中国人民银行，裕利安怡、安联研究

中国紧缩政策的目标将是应对金融脆弱性和资产价格泡沫，而非消费通胀。事实上，与官方（非约束性）“3.5%左右”的目标相比，中国的CPI在2020年的年增长率为2.5%。消费通胀在2021年的头几个月甚至略呈负值—尽管这种情况不太可能持续很长时间（我们预计在2021全年增长1.9%），而且中国的生产者价格可能对决策者和其他国家更有意义。中国收紧政策的目的更多是为了应对金融脆弱性以及房地产和金融市场过热的风险。2020年第三季度末，中国债务对GDP之比升至285%，而2016-2019年该数值的平均水平为251%。房地产业是新冠肺炎疫情后中国经济复苏的主要动力之一。与过去相比，房价仍维持温和增长，但随着库存指标的迅速下降，房价可能会加速增长（见图3）。股票市场方面，沪深300总收益在2020年增长了18%，而2016-2019年平均增长率为3.4%，融资融券多头头寸余额增加了2620亿元人民币，而2016-2019年的平均年度变化为-670亿元人民币。这表明短期风险偏好和投机行为有所加强。

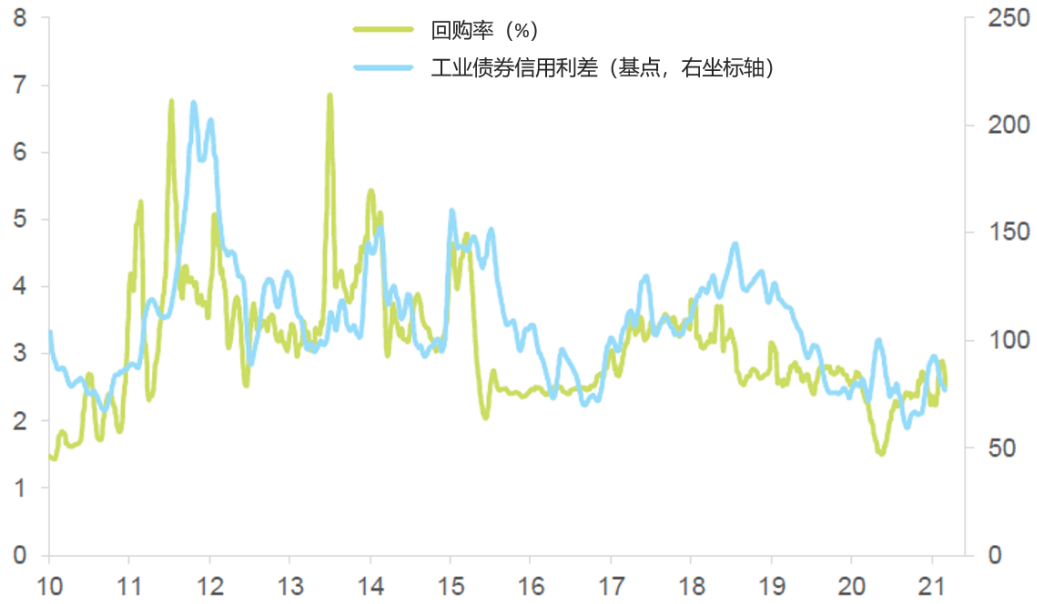
图3：房地产价格和库存（右轴标度）



来源：中国指数研究院、国家统计局、裕利安怡、安联研究

实际上，我们预计2021年当局不会再上调政策利率，因为紧缩政策可能会以灵活的方式实施。2020年末企业债券利差的大幅上扬（见图4）、2021年初新冠疫情的再次爆发以及最近股市的抛售，都表明中国的决策者会避免采取可能预示政策悬崖并危及经济复苏的高调行动。相反，我们认为，中国人民银行将采取一种依赖数据的灵活方式，利用其流动性工具引导金融环境逐步收紧。

图4：银行间同业拆借利率及产业债券信用利差

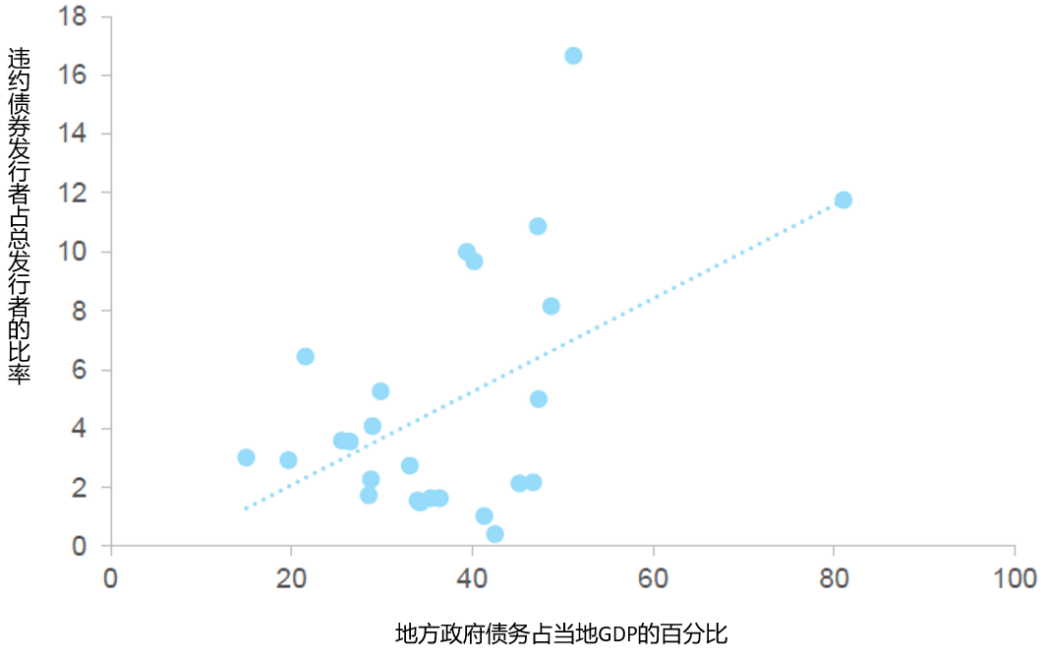


来源：欧盟统计局、安联研究

随着焦点重回金融稳定，宏观审慎规则和监管也将成为决策者政策工具组合的一部分。2021年初生效的新规建立了一个限制银行对抵押贷款和房地产贷款敞口的体系。和过去一样，根据当地的房地产市场状况，政府可以考虑制定更严格的购房规则和要求。自去年秋季以来，一场监管风暴也冲击了网络借贷。特别是，在2016年政府打击P2P贷款之后，企业在过去几年里颇为青睐网上小额贷款。监管机构现在开始关注这一领域，新规限制了在线小额贷款公司对单个借款人的风险敞口，对它们与银行联合提供的贷款的融资份额设定了最低门槛，并要求与监管机构分享借款人的信用数据等。

这对企业和金融市场来说意味着什么？中国与世界其它国家政策立场的不一致意味着，人民币可能还有进一步升值的空间，尽管大部分升值空间可能已经成为过去式。我们预计在岸美元兑人民币汇率将在2021年底接近6.3（当前为6.5，2020年底为6.5，2019年底为7.0）。在我们所设想的，循序渐进且成功的政策常态化的基线情境中，信贷增长（通过银行和资本市场）将在2021年继续放缓。尤其要注意这些政策对相对脆弱的部门和省份的影响，因为我们发现，一个省份的公共债务占GDP的比例与其企业债券违约率正相关（见图5）。

图5： 地方公共债务占GDP比例（%，2019）vs.企业债券违约率（%，最新）



来源：Wind、裕利安怡、安联研究

咨询有关信用风险解决方案，请联系我们

Email: Marketing.china@eulerhermes.com
Tel: 021-60305900
Website: www.eulerhermescn.com

扫码关注裕利安怡社交账号

微信公众号：裕利安怡

微信小程序

领英：EulerHermesAsiaPacific

有关前瞻性陈述的注意事项：

本文陈述的内容包括对未来的预测以及其他前瞻性论述，这些预测基于管理层当前的观察角度，所用的假设中存在已知和未知的风险以及不确定性，可能会导致实际结果、表现或终局与本文明确或隐含的表述出现明显差异。导致实际结果、表现或终局可能与前瞻性陈述明显不符的情况包括，但不限于：（i）总体的经济情况，包括裕利安怡集团核心的业务和核心市场所在的经济情况，（ii）金融市场的表现，涉及市场波动性、流动性以及信贷条件，（iii）已投保损失的频率和严重性，包括自然灾害和损失的后续发展，（iv）发病率和死亡率的水平和发展趋势，（v）持续性水平，（vi）尤其是银行业信用违约的程度，（vii）利率水平，（viii）汇率，包括欧元兑美元的汇率，（ix）法律和法规的变化，包括税收法律法规（x）收购包括相关整合问题以及重组措施造成的影响，（xi）各种竞争性因素，具体个案基于当地、地区、国家和/或全球的相关因素。由于恐怖主义活动及其影响，很多相关因素出现的可能性更大，或更明显。

不承担更新义务

企业不会承担对本文所包含任何信息或前瞻性陈述进行更新的义务，或是保留任何法律要求披露信息的义务。