

这次不一样？——政策视角看配置

报告要点

资产展望：（1）全球流动性宽松+低利率+原油低基数→短期通缩，长期通胀。（2）国内权益市场二季度料温和反弹，风格上内需板块更加稳健。债券5月仍有利多支撑但边际下行压力逐渐上升。原油需求预期改善，但恢复缓慢。5月在美联储没有进一步加大宽松且通缩压力下，黄金或高位震荡，长期维持偏多。

摘要：

本文重点分析中美两国在2008年和2020年的财政和货币政策，通过纵向（两次危机）和横向（国家之间）比较，判断国内当前政策所处的阶段以及未来对资产的影响。

当前中国财政刺激政策的规模（约2.6万亿，占GDP比例2.5%）小于2008年同期（4万亿，占GDP比例13%），且暂无一揽子经济刺激计划出台，或意味着未来一段时间（或者5月两会前后）还将有大规模财政刺激政策蓄势待发。货币政策方面，2009年强调“适度宽松”而当前主轴在“稳健”；2008年是“大步奔跑”2020年是“小步快走”。借鉴美国经验，5月中国货币政策还将继续宽松为财政做准备。

➤ **未来中国政策的发力点在哪里？**短期见效快和稳就业的消费领域，中长期拉动经济的基建和战略新兴产业投资。可能会继续加大减税规模并增加再就业相关投入。

➤ **未来政策空间还有多大？**同欧美日发达国家相比，疫情之下中国截至目前的财政刺激力度偏低。保守估计，未来财政刺激政策规模或达到GDP比例5%，也就是至少还有约2.6万亿在路上。如果2020年目标名义赤字率升至3%-3.5%则对应财政赤字约5.15万亿元至5.65万亿元。若要满足5月发债高峰资金需求同时不挤占当前市场流动性，则5月央行还需再投放流动性至少2.3万亿元。

➤ **未来政策的拐点在什么时候？**同时考虑内部和外部因素，6月有货币政策边际收窄的可能。需要观察实体融资需求是否好转，其中一个指标是M2与社融增速之间的分叉是否靠拢。近期一个需要注意的新变化是贸易摩擦再起，也不排除货币政策放缓调整速度，子弹慢慢打，为未来有可能升级的冲突预留后手。

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669号

中信期货商品指数走势



金融研究团队

研究员：

张革

021-60812988

从业资格号：F3004355

投资咨询号：Z0010982

姜婧

021-60812990

从业资格号：F3018552

投资咨询号：Z0013315

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

目 录

摘要:	1
一、2008 年和 2020 年中国经济政策比较	3
1.1 财政政策: 还将有大规模财政刺激政策蓄势待发	3
1.2 货币政策: 今年政策更加温和、审慎、有耐心	7
二、2008 年和 2020 年美国经验的借鉴	9
2.1 财政政策: CARES 不足以抵抗经济危机, 三季度或有新的刺激需求政策	9
2.2 货币政策: 后续更多是从流动性和信用宽松上操作	11
2.3 美国经验的借鉴: 5 月中国货币政策还将下调为财政做准备	13
三、未来政策和资产如何发展	13
3.1 未来政策的发力点在哪里?	13
3.2 未来政策空间还有多大?	13
3.3 未来政策的拐点在什么时候?	16
3.4 对资产的影响	16
免责声明	17

图目录

图表 1: 2008 年和 2020 年中国财政政策对比	5
图表 2: 当前货币供应增速相对偏低	7
图表 3: 中国货币供应持续增长直至 2017 年	7
图表 4: 2008 年和 2020 年中国货币政策对比	8
图表 5: 2020 年 CARES 法案构成	9
图表 6: 2009 年美国复兴和再投资法案构成	9
图表 7: 截至 2020/4/16, PPP 第一轮发放期间, 申请 PPP 援助资金前 10 的行业	10
图表 8: 2008 年和 2020 年美国财政政策对比	10
图表 9: 2008 年和 2020 年美国货币政策对比	12
图表 10: 中国当前应对疫情的财政刺激力度在国际上偏低	14
图表 11: 2008 年和 2020 年美国货币政策对比	14
图表 12: 中性情况下预计基建投资增速在 10%-15%左右	15
图表 13: 当前货币供应速度快于实体融资需求增长速度	16

新冠肺炎疫情爆发至今，全球经济受到显著冲击，各国也陆续出台了大量危机应对措施。本文重点分析全球最大的两个经济体——中美两国在 2008 年金融危机和 2020 年新冠肺炎疫情期间的财政和货币政策，通过纵向（两次危机）和横向（国家之间）比较，判断国内当前政策所处的阶段以及未来对资产可能的影响。

一、2008 年和 2020 年中国经济政策比较

两次危机的传导路径存在一定差别。2008 年金融危机最初在美国由次贷危机衍生，经历了从流动性危机→金融危机→经济危机的过程。对于中国而言，危机从海外向国内蔓延，2008 年危机爆发之前我国经济快速增长，下半年美国危机突发，我国宏观调控的着力点从抑制物价过高转到防止经济增速过快下滑。

2020 年新冠肺炎疫情最初在中国爆发，经历了从国内卫生事件→国内经济冲击→海外卫生事件→流动性危机→经济危机担忧。在海外市场冲击国内之前，中国已经对疫情和国内经济下行提前反应，海外环境变化扰动了国内经济反弹力度和时间的预期，不过今年在政策主动性和信心方面强于 2008 年。此外今年国内外央行都较早释放大量流动性，金融部门暂未发生危机。

1.1 财政政策：还将有大规模财政刺激政策蓄势待发

回顾经济危机期间，财政政策随着事态发展将经历危机前期、危机中期和危机后期三个阶段。假如把危机期间的财政政策看做医生治病，危机前期多为针对“病因”的应急措施，例如 2008 年金融危机时期中国财政对证券交易印花税和个人所得税的调整，2020 年疫情前期主要对疫情防控重点医疗和生活保障行业资金支持，减免交通运输、餐饮、住宿、旅游等受灾严重行业税费。

危机中期经济下行压力显著，为“减轻病情”财政政策更加积极，大规模减税降费政策大多较早出台，也有了前期一定时间经验的积累，或出台一揽子经济刺激计划，中国的 4 万亿投资计划就是典型代表。

危机后期，危机阶段性减缓后，或出台前期大规模政策的“补丁”政策，或针对经济薄弱环节“并发症”调整升级。2009 年调整结构、转变发展方式，提出制造业升级，出台十大产业调整和振兴规划；2020 年疫情对经济短期冲击巨大，中国在疫情得到控制后将政策重心转向复工复产。

从规模和节奏来看，当前财政刺激政策的规模（约 2.6 万亿，占 GDP 比例 2.5%）小于 2008 年同期（4 万亿，占 GDP 比例 13%），且暂无一揽子经济刺激计划出台，或意味未来一段时间（或者 5 月两会前后）还将有大规模财政刺激政策蓄势待发。

当前财政刺激规模不及金融危机时期同期，主要有以下四个原因：一是两次危机对经济基本面供需的影响存在差异。2008 年金融危机对需求端的冲击更大且从外需向内需传导，而 2020 年疫情则是供给和需求同时按下暂停键，后期供应端

恢复的时间早于需求端，且内需尚未恢复时外需冲击又起。形势快速变化，政策还需观察。

二是今年疫情年初突发，原先的财政计划需要调整，同时两会时间延后，政策出台时机延后。

三是主观层面，结合当年 4 万亿计划对我国经济后续负面影响的经验（例如供给过剩和房地产泡沫），在走出危机的国际博弈中，当前或更加倾向于谋定而后动，选择最佳出手时机，而不是承担过多国际经济调整责任。

四是 2008 年危机爆发之前我国经济快速增长，2008 年上半年全国财政收入增长 33.3%。而 2019 年开始减税降费，2019 年公共财政收入增长 3.8%，税收收入仅增长 1%，原本就是紧平衡。

对比两次危机时期财政刺激政策内容，主线条都是减税降负和扩大需求。2008 年的税费调整政策包括提高个人所得税工薪所得减除费用标准，暂免征收储蓄存款和证券交易结算资金利息个人所得税。实施促进廉租住房、经济适用房建设和住房租赁市场发展的财税扶持政策。降低住房交易环节税收负担。下调证券交易印花税税率并改为单边征收。调整汽车消费税政策。允许困难企业阶段性缓缴社会保险费、降低四项社会保险费率等等。**今年的减税政策也涵盖企业和汽车消费减税降负，没有施行 2008 年的证券交易和住房交易减税政策。**

扩大需求方面，2008 年金融危机选择靠“基建和放松地产”拉动经济，2009 年政策强调调整结构、转变发展方式，提出制造业升级，出台汽车、钢铁、纺织等十大产业调整和振兴规划。**今年在房住不炒的基调下，“新老基建和消费”是主要扩内需方向。**2 月工信部推动工业通信业企业复工复产，优先支持汽车、电子、船舶、航空、电力装备、机床等产业链长、带动能力强的产业。3 月发改委等发文推动包括家电、消费电子产品更新消费，信息基础设施建设，文旅消费，教育培训、医疗保健、养老服务、婴幼儿照护、文化娱乐、体育赛事等服务消费。4 月新能源汽车消费政策进一步升级。4 月 17 日中央政治局会议提出“要释放消费潜力，做好复工复产、复商复市，扩大居民消费，适当增加公共消费”。

图表 1： 2008 年和 2020 年中国财政政策对比

阶段	2008 年	阶段	2020 年
前期： 宏观调 控的 着力 点从 稳 定物 价转 到 防止 经济 增 速过 快下 滑	<ul style="list-style-type: none"> 2008/9/19：对证券交易印花税政策进行调整,由双边征收改为单边征收 2008/10/21：国会核准核准公路、机场、核电站、抽水蓄能电站等一批基建重点项目 2008/10/21-2008 年底：四次调高了纺织、服装等劳动密集型产品、附加值和技术含量较高产品的出口退税率。取消部分钢材、化工品和粮食的出口关税，降低部分化肥出口关税并调整征税方式。 2008/10/22：下调 90 平方米以下普通住房契税，个人销售版或购买住房暂免征收印花税，对个人销售住房暂免征收土地增值税。 2008/10/23：国务院批准增值税转型方案，约减税 1500 亿元 2008/10/26：暂免个人投资者取得的证券交易结算资金利息个人所得税 	前期： 支援疫 情防 控重 点医 疗和 生活 保障 行业， 减免 受灾 严重 行业 税费	<ul style="list-style-type: none"> 2020/1/26：建立财政性资金采购“绿色通道” 2020/1/31：中央财政贴息提供医疗、生活必需品，以及物资运输的企业。 2020/2/1：疫情防控进口物资阶段性免税 2020/2/2：对疫情防控重点保障企业的贷款，中央财政按人民银行再贷款利率的 50%给予贴息，加大对受疫情影响个人和企业的创业担保贷款贴息支持力度。预计中央财政贴息 39 亿元，可撬动企业获得优惠贷款 3000 亿元。（约占 GDP 比例 0.3%） 2020/2/7：对交通运输、餐饮、住宿、旅游等受疫情影响较大的困难行业企业 2020 年度发生的亏损，最长结转年限由 5 年延长至 8 年。对纳税人提供公共交通运输、生活服务，以及为居民提供必需生活物资快递收派服务取得的收入，免征增值税。 2020/2/18：国会阶段性减免企业养老、失业、工伤保险单位缴费。预计 2020 年可以减轻企业负担 5100 多亿元。（约占 GDP 比例 0.5%）同步实施的还有职工医保单位缴费部分阶段性减征、缓缴政策，以及住房公积金阶段性缓缴等政策，3 项合计预计减轻企业负担约 8000 亿元。（约占 GDP 比例 0.8%）
中期： 财政 政策 更 加积 极，大 幅 增加 政府 支 出，出 台小 中企 业、房 地 产和 证 券交 易相 关税 收优 惠以 及出 口退 税等 方面 政策	<ul style="list-style-type: none"> 2008 年 11 月 5 日：国务院出台总额 4 万亿元的两年投资计划（约占 GDP 比例 13%），实行结构性减税，扩大国内需求。 2008/11/10：新增中央政府公共投资 1 0 4 0 亿元（约占 GDP 比例 0.3%），用于加快灾区恢复重建、实施保障性安居工程等民生工程和农业基础设施建设。 2008/11/12：启动 9000 亿元住房保障投资计划（约占 GDP 比例 2.9%） 2008/11/28：海关总署十项措施支持进出口企业 2008/11/30：财政部、商务部、工业和信息化部决定全国推广实施家电下乡政策 2008/12/17：国务院放宽二套房贷限制政策 2008/12/21：人力资源社会保障部等三部门发出通知,允许困难企业在 2009 年之内缓缴社会保险费,缓缴期限最长不超过 6 个月,职工应享受的各种社保待遇不受影响。 2008/12/23：外汇局放松外债管理支持企业进出口贸易，允许一般企业出口货款预收汇比例由原来的 10%调整为 25%，进口货款延期付汇比例由原来的 10%调整为 25%。 	中期： 疫情 得到 阶 段性 控制， 政策 重心 转 向复 工复 产	<ul style="list-style-type: none"> 2020/2/23：发改委对现执行一般工商业及其它电价、大工业电价的电力用户从 2 月 1 日至 6 月 30 日，电费降 5%。对重点的“两部制”电力用户，容(需)量电费进行减免。涉及金额达到 590 亿元。（约占 GDP 比例 0.06%） 2020/2/25：工信部推动工业通信业企业复工复产，优先支持汽车、电子、船舶、航空、电力装备、机床等产业链长、带动能力强的产业。重点支持 5G、工业互联网、集成电路、工业机器人、增材制造、智能制造、新型显示、新能源汽车、节能环保等战略性新兴产业。 2020/2/28：扶持个体工商户，减免增值税费、房租、社保，引导金融机构增加 3000 亿元低息贷款，定向支持。（约占 GDP 比例 0.3%） 2020/3/4：加强地方财政“三保”（保基本民生、保工资、保运转）阶段性提高地方财政资金留用比例。地方将新增留用资金约 1100 亿元。（约占 GDP 比例 0.1%） 2020/3/5：支持民航运输企业 2020/3/13：减征物流企业大宗商品仓储设施用地城镇土地使用税 2020/3/16：减免港口建设费和船舶油污损害赔偿基金,预计港口企业为货主企业减轻负担 3.8 亿元。

<p>后期： 调整结构、转变发展方式，提出制造业升级，出台十大产业调整和振兴规划</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 2009/1/1：财政部、国税总局放松二手房税费政策，个人将购买超过2年(含2年)的普通住房对外销售的，免征营业税。 • 2009/1/1：全国范围内实施增值税转型改革，由生产型转为消费型，允许企业抵扣新购入设备所含的增值税。 • 2009/1/10：银监会调整部分信贷监管政策，鼓励银行业金融机构在切实防范风险的前提下，加大对经济发展的信贷支持力度。 • 2009/1/14-2009/2/25：国务院密集出台了十大产业调整和振兴规划，涵盖汽车、钢铁、纺织、装备制造、船舶、电子信息、石化、轻工业、有色金属和物流业等。 • 2009/2/1：应对金融危机影响，人力资源和社会保障部、国家发展和改革委员会、财政部启动并实施特别职业培训计划。 • 2009/2/9：商务部宣布中央许可地方政府发放消费券措施。 • 2009/3/5：全国人大公布实施积极财政政策，拟安排财政赤字9500亿元（约占GDP比例3%），国务院同意地方发行2000亿元债券。预计减轻企业和居民税负约5000亿元（约占GDP比例1.6%） 	<p>后期： 政策重心转向扩大需求，促进消费，稳定贸易，保就业等方面</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 2020/3/13：发改委等促进消费，包括推动家电、消费电子产品更新消费，信息基础设施建设，文旅消费，教育培训、医疗保健、养老服务、婴幼儿照护、文化娱乐、体育赛事等服务消费。 • 2020/3/27：中央政治局会议：适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模 • 2020/4/15：暂免征收加工贸易企业内销税款缓税利息 • 2020/4/17：中央政治局会议：加大“六稳”首提“六保”，发行抗疫特别国债 • 2020/4/22-23：新能源汽车免征车辆购置税，延长新能源汽车推广应用财政补贴期限 • 2020/4/26：延续实施普惠金融有关税收优惠政策 • 截至4月下旬，全国各级财政已安排疫情防控资金近1500亿元，已支出七成左右。已提前下达2020年新增地方政府债务限额18480亿元。 • 根据IMF，截至4月30日，中国出台的财政措施金额有约2.6万亿（约占GDP比例2.5%）。
---	--	---	--

资料来源：财政部 国税总局 发改委 商务部 海关总署 交通运输部 IMF 中信期货研究部

1.2 货币政策：今年政策更加温和、审慎、有耐心

2008 年和 2020 年中国货币政策最大的区别在于当前货币政策总基调是“稳健的货币政策要更加灵活适度”主轴在“稳健”，而 2009 年强调“适度宽松”。2009 年政府工作报告对货币政策的要求是“实施适度宽松的货币政策”，其首要目标就是“改善金融调控，保证货币信贷总量满足经济发展需求，广义货币增长 17% 左右，新增贷款 5 万亿元以上”。2020 年两会暂未召开，但 4 月 17 日中央政治局会议指出“稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。”今年更强调引导市场利率下行，且“稳健+灵活”意味着“边走边看的试探”，或许也是目前没有急于一股脑出台大规模政策的原因。待市场好转，政策还要回到中性状态。

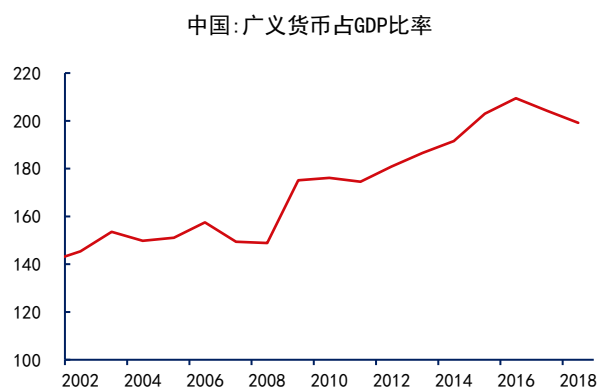
图表 2: 当前货币供应增速相对偏低

单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 3: 中国货币供应持续增长直至 2017 年 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

今年的货币政策工具和传导途径更加多样化和精细化。2008 年货币政策工具集中在两类，一类是对存款准备金率和存贷款基准利率，包括再贷款再贴现利率的调整；另一类是对个人住房公积金和房贷利率的调整。今年在货币政策传导路径上形式更加多样，主要有“下调公开市场利率→下调 MLF/TMLF→LPR 下行”，以及“降准+降低超额存款准备金率→释放流动性→实体利率下行”等方式。同时提高部分地区不良贷款率容忍度，鼓励企业融资，适度放宽地方政府住房政策等。今年的货币政策暂时还没有出现存款基准利率调整，作为金融机构的负债成本，降低存款基准利率是未来货币政策一个可能的方向。

在节奏和规模方面，2008 年是“大步奔跑”2020 年则是“小步快走”。2008 年下半年央行单次降准幅度多在 1 至 2 个百分点，单次降息幅度多为 0.27 个百分点，11 月 27 日甚至一次性降息 1.08 个百分点。对比来看，2020 年单次降准和降息幅度相对更小，单次降准幅度在 0.5 至 1 个百分点，单次降息幅度（以公开市场利率和 LPR 看）大多在 0.1 至 0.2 个百分点。

当前货币政策更加温和、审慎、有耐心，或意味着要达到预定降成本目标所

需的宽松政策时间也会相对更长。2008 年 9 月至 12 月，央行 4 次下调存款准备金率，累计全面降准 3 个百分点（大型银行）至 4 个百分点（中小银行）；6 次下调存贷款基准利率，存款基准利率累计下调 1.89 个百分点，贷款基准利率累计下调 2.16 个百分点。相较而言，今年在传统基准政策方面，疫情以来已实施两次定向降准对大型银行降准 0.5 至 1 个百分点，对中小银行降准 1 个百分点；一次下调超额存款准备金率 37 个基点，并累计下调贷款市场报价利率（LPR）1 年期和 5 年期降幅分别为 30 个基点和 15 个基点。

图表 4：2008 年和 2020 年中国货币政策对比

类型	2008 年	类型	2020 年
传统政策： 下调存款准备金率和存贷款基准利率	<ul style="list-style-type: none"> 9 月 15 日至 12 月 23 日，4 次下调存款准备金率，累计全面降准 3 个百分点（大型银行）至 4 个百分点（中小银行）。 9 月 15 日至 12 月 23 日，6 次下调存贷款基准利率，存款基准利率累计下调 1.89 个百分点；贷款基准利率累计下调 2.16 个百分点，相应下调个人住房公积金贷款利率。 2008/10/22：中国人民银行决定自 2008 年 10 月 27 日起，扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度，调整最低首付比例。 11 月 27 日和 12 月 23 日，2 次下调对金融机构再贷款再贴现利率，1 年期流动性再贷款利率由 4.68% 下调至 3.33%，再贴现利率由 4.32% 下调至 1.80%。 2008/11/27：法定准备金存款利率由 1.89% 下调至 1.62%，下调 0.27 个百分点；超额准备金存款利率由 0.99% 下调至 0.72%，下调 0.27 个百分点。 	传统政策： 定向降准，下调贷款利率，下调超额存款准备金率	<ul style="list-style-type: none"> 2020/3/16：普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点。除此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1 个百分点，支持发放普惠金融领域贷款。以上定向降准共释放长期资金 5500 亿元。 2020/4/3：对中小银行定向降准 1 个百分点，于 4 月 15 日和 5 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点，共释放长期资金约 4000 亿元。 2020/4/3：中国人民银行决定自 4 月 7 日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%。 2 月至 4 月：1 年期 LPR 由 1 月的 4.15% 下调至 4 月的 3.85%，降幅 30 个基点。5 年期 LPR 由 1 月的 4.8% 下调至 4 月的 4.65%，降幅 15 个基点。
		更多政策工具： 公开市场操作，再贷款和再贴现，信用展期	<ul style="list-style-type: none"> 通过公开市场操作（逆回购和中期借贷便利 MLF）注入流动性累计 3.33 万亿元。 扩展再贷款和再贴现政策 1.8 万亿元以支持医疗供应制造企业，中小微企业和农业生产部门 分别下调 7 天和 14 天逆回购利率 30 个基点和 10 个基点，下调 1 年期 MLF 利率 30 个基点，下调 TMLF 利率 20 个基点 政策银行对小微企业实行信用展期 3500 亿元
		其他： 提高部分地区不良贷款率容忍度，鼓励企业融资，放宽地方政府住房政策	<ul style="list-style-type: none"> 设立 3000 亿元专项再贷款，支持金融机构向疫情防控重点企业提供优惠利率贷款，支持直接参与抗击疫情的企业。 2020/2/25：国常会部署对中小微企业和个体工商户加大扶持力度。 2020/3/2：《关于对中小微企业贷款实施临时性延期还本付息的通知》对中小微企业贷款给予临时性延期还本付息安排，并新增优惠利率贷款。 部分银行的信用卡中心为受疫情影响的个人客户延长了信用卡的还款安排。 鼓励企业发债以增加资金来源。 放宽地方政府住房政策。

资料来源：中国人民银行 财政部 IMF 中信期货研究部

二、2008 年和 2020 年美国经验的借鉴

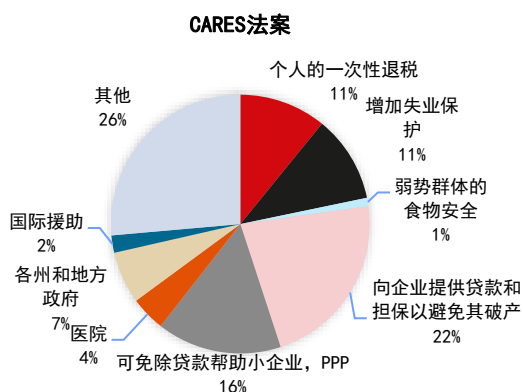
2.1 财政政策：CARES 不足以抵抗经济危机，三季度或有新的刺激需求政策

相较 2009 年，美国此次应对新冠疫情的大规模一揽子经济刺激政策出台时间更早且规模更大。3 月 27 日，在美国疫情进入顶峰之前和失业人数暂未开始数量级增长时，国会就通过了总金额高达 2.3 万亿美元（约占 GDP 比例 11%）CARES 法案。而 2009 年 2 月的 7870 亿美元（约占 GDP 5.6%）的《美国复兴和再投资法案》出台时金融危机已经爆发后半年且失业率也已经升至 8.3%。

CARES 法案的重点是对现有企业和岗位的保护，而非投资。CARES 中最大一部分资金为向企业提供贷款和担保以避免其破产，以及专门支援小企业支付员工薪酬的 PPP 计划（Paycheck Protection Program），二者合计约 8690 亿美元，占整个 CARES 法案资金的近 40%。其次是针对个人的一次性退税和失业保护，约占 CARES 资金 20%。反观 2009 年《美国复兴和再投资法案》中三分之二的资金用于公共开支和投资，尤其是在基建、教育、公共卫生和能源领域，旨在拉动投资以刺激经济并增加数百万个就业岗位。

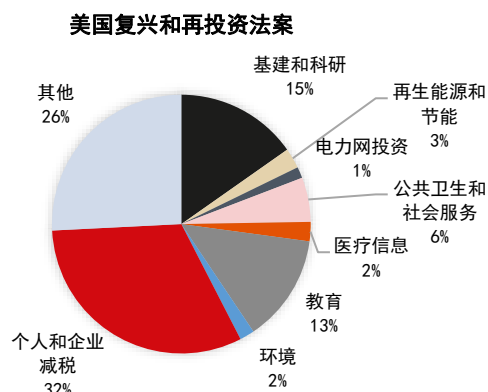
图表 5:2020 年 CARES 法案构成

单位：%



资料来源：美国国会 IMF 中信期货研究部

图表 6:2009 年美国复兴和再投资法案构成 单位：%



资料来源：美国国会 中信期货研究部

规模前所未有的 CARES 法案有助于减少企业破产和降低失业率，问题是可能还不够。以 PPP 计划为例，涉及 3490 亿美元可免除贷款，为小企业提供资金支助至多 8 周的薪酬，抵押贷款、租金、费用等，前提是雇主不裁员且维持薪资水平，并补充 10 亿美元至小企业紧急援助基金。但是，PPP 计划开始仅两周，发放的资金就已超过 3420 亿美元，几乎用完了所有额度。于是 4 月 24 日美国紧急出台《PPP 和医疗增强法案》补充资金共计 4840 亿美元（约占 GDP 比例 2.3%），开始第二轮发放。截至 5 月 1 日，第二轮资金已使用 1750 亿美元，超过三分之一。美国疫情新增人数仍在高位震荡，未见明显拐点，后续 PPP 项目资金使用不容乐观。

图表 7：截至 2020/4/16，PPP 第一轮发放期间，申请 PPP 援助资金前 10 的行业

排序	行业	金额占比	排序	行业	金额占比
1	建筑	13.12%	6	零售贸易	8.59%
2	专业、科学和技术服务	12.65%	7	批发贸易	5.69%
3	制造业	11.96%	8	其他服务（除公共行政）	5.17%
4	医疗卫生和社会服务	11.65%	9	废物管理和补救服务	4.47%
5	餐饮和住宿	8.91%	10	房地产和租赁	3.14%

资料来源：SBA 中信期货研究部

因此，待美国经济重启后，还会有新的财政政策出台，一是前面政策的“补丁”，二是针对拉动需求和投资的计划。美国于 4 月中旬公布了《美国重启计划》计划分三步恢复美国经济和生活正常秩序。各州重启前需满足一些条件，包括 14 天内病例持续减少，14 天内检测呈阳性数量持续减少，医院的治疗资源恢复至没有危机时的状态等等。不过各州受疫情影响程度不一样，三步之间切换的标准也没有明确。预计美国复工复产所需时间会较长，或延续整个二季度后半段，类似中国的 2、3 月份，同理，针对投资和消费的需求端刺激政策或进一步延后至三季度。

图表 8：2008 年和 2020 年美国财政政策对比

阶段	2008 年	阶段	2020 年
前期： 救助受次贷危机影响的家庭和企业	<ul style="list-style-type: none"> 2008/2/14：《一揽子经济刺激法案》通过减税刺激消费和投资，减税总额 1680 亿美元（约占 GDP 比例 1.2%） 2008/7-9 月：美国对房利美和房地美，对美国国际集团等进行救助。授权财政部动用不超过 4000 亿美元（约占 GDP 比例 2.9%）的财政资金购买房利美和房地美公司的优先股及为其发行的公司债提供担保。 2008/7/30：《住房和经济恢复法案》拨款 3000 亿美元建立专项基金，向约 40 万户申请 30 年期固定利率房贷的购房者提供担保。 	前期： 新冠肺炎疫情爆发初期	<ul style="list-style-type: none"> 2020/3/6：H. R. 6074《新冠病毒准备和响应补充拨款法案》向联邦机构提供 83 亿美元以应对疫情。（约占 GDP 比例 0.4%） 2020/3/18：H. R. 6201《家庭优先新冠病毒响应法案》约 1920 亿美元（约占 GDP 比例 0.9%），提供 2 周带薪病假、税收抵扣、免费检测；扩展食物援助和失业保护；增加医疗基金；延长小企业贷款和学生贷款等等。
中期： 雷曼兄弟公司破产引发金融危机，政府重点救助金融机构	<ul style="list-style-type: none"> 2008 年 10 月：《经济稳定紧急法案》涉及 7000 亿美元不良资产（约占 GDP 比例 5%）的救助方案，其中近一半流向金融机构。将美国国债最高法定限额从 10.6 万亿美元提高到 11.3 万亿美元。 	中期： 美股四次熔断，疫情进入顶峰	<ul style="list-style-type: none"> 2020/3/27：CARES 法案（Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security）总额约 2.3 万亿美元（约占 GDP 比例 11%）。包括 2500 亿美元对个人的一次性退税；2500 亿美元增加失业保护；为弱势群体食物保障提供 240 亿美元；5100 亿美元通过增加贷款等方式避免企业破产；小企业局 3590 亿美元可免除贷款以帮助小企业维持雇员；1000 亿美元自助医院；向各州和地方政府提供 1500 亿美元资金注入新冠肺炎救助基金；499 亿美元国际援助
后期： 政策重心转向促进就业和实体经济复兴	<ul style="list-style-type: none"> 2009/2/17：《美国复兴和再投资法案》总额达到 7870 亿美元（约占 GDP 比例 5.6%），其中三分之二用于公共开支和投资，包括基建、教育、医疗等，三分之一用于减税，针对个人和家庭减税规模超过 2500 亿美元。 2010/3/18：《雇用激励已恢复就业法案》通过总额 180 亿美元的促进就业一揽子方案（约占 GDP 比例 0.1%），对私营企业提供税收优惠，如雇佣新人的税收抵扣。 2011 年 6 月：启动“先进制造业伙伴”计划，扶持高端制造业。 	后期： 重启美国	<ul style="list-style-type: none"> 2020/4/17：美国公布重启计划，视疫情进展分三个阶段重启美国经济生活正常秩序。 2020/4/24：H. R. 266《PPP 和医疗增强法案》共计 4840 亿美元（约占 GDP 比例 2.3%），包括对原有的小企业薪酬保护计划（Paycheck Protection Program, PPP）提供补充资金 3200 亿美元，小企业局贷款项目增加 600 亿美元资金，向医疗机构补充 750 亿美元，向检测机构提供 250 亿美元资金。

资料来源：美国国会 美国财政部 SBA 白宫 IMF 中信期货研究部

2.2 货币政策：后续更多是从流动性和信用宽松上操作

应对危机期间的美国货币政策大致可以分为两个类型，一类是传统政策，包含下调利率、加大公开市场投放等，另一类是支持信贷和流动性市场的非常规货币政策工具。

为应对新冠疫情对金融和经济带来的危机，今年美联储行动的速度快于 2008 年金融危机时期。2007 年 8 月至 2008 年 12 月，美联储先后 10 次降息累计 500 个基点，联邦基金目标利率由 5.25% 降至 0-0.25% 的目标区间。今年 2 月海外疫情爆发后，美联储在 3 月 2 次紧急降息累计 150 个基点直接将联邦基金目标利率降至 0-0.25% 的区间。3 月底美联储将法定存款准备金率降至 0%，这在 2008 年也并未出现。**在美联储不施行负利率政策的前提下，当前政策利率已经降至“地板”，无继续下降空间，后续更多是从流动性和信用宽松上操作。**

流动性宽松和信贷宽松措施运用多种政策工具，通过扩大交易对手范围、延长融资期限、直接购买资产、提供贷款等方式向国内金融市场注入流动性，还有通过与其他国家央行建立货币互换机制向国际市场补充美元流动性。

美联储在今年 3 月集中推出大量货币政策工具，其中：

- **有的工具曾在 2008 年使用过**，例如一级交易商信贷便利（PDCF）、商业票据融资便利（CPFF）、期限资产支持有价证券贷款便利（TALF）和货币互换机制。
- **有的工具与 2008 年的类似**，但不完全相同，例如今年的货币市场共同基金流动性便利（MMLF）与 2008 年的资产支持商业票据货币市场共同基金流动性便利（AMLF）类似，但购买的资产范围更广，今年货币市场基金涉及的资产除了商业票据，还增加了市政债。
- **部分工具为今年新设立**，例如一级市场公司信贷便利（PMCCF），二级市场公司信贷便利（SMCCF），薪酬保护计划流动性便利（PPPLF），大众借贷计划（Main Street Lending Program），市政流动性便利（MLF）。今年增强了对小企业和地方政府的资助力度，PPPLF 为 CARES 法案中 PPP 计划提供流动性，大众借贷计划也向中小企业提供贷款。市政流动性便利则由美联储直接从州和符合条件的地方政府购买短期票据以便其为当地民众和企业服务。
- **这些 2008 年曾使用过的工具暂未在今年出现**，包括期限拍卖便利（TAF）、期限有价证券借贷便利（TSLF）、货币市场投资者融资便利（MMIFF）。

图表 9： 2008 年和 2020 年美国货币政策对比

类型	2008	类型	2020
传统政策： 降低基准利率， 降低贴现率	降息： • 2007 年 8 月至 2008 年 12 月：美联储先后 10 次降息，联邦基金目标利率由 5.25% 降至 0-0.25% 的目标区间；12 次降低贴现率累计 575 个基点至 0.5%	传统政策： 降低基准利率， 加大公开市场 投放，货币互换 等等	降息： • 2020/3/3：紧急降息 50 个基点。 • 2020/3/15：紧急降息 100 个基点，至此联邦基金目标利率降至 0-0.25% 的区间。同时，将贴现利率下调 150 个基点至 0.25%。自 3 月 26 日起将法定存款准备金率降低至 0。 公开市场操作： • 2020/3/12：提高逆回购上限 • 2020/3/15：宣布购买 5000 亿国债+2000 亿 MBS • 2020/3/23：宣布按需购买国债和机构有价证券 外汇市场： • 2020/3/19：与多国央行建立临时美元互换机制
非常规货币政策： 加大公开市场 投放，信贷和流 动性宽松	根据美联储“信贷与流动性计划”(Credit and Liquidity Programs) 危机应对期间的政策工具主要分为以下三类： 1. 美联储作为央行的传统角色——最后储备的贷方，向银行和其他存款机构、金融机构提供短期流动性。 包括传统贴现政策、期限拍卖便利(Term Auction Facility, TAF)、一级交易商信贷便利(Primary Dealer Credit Facility, PDCF)、期限有价证券借贷便利(Term Securities Lending Facility, TSLF)、与其他央行的货币互换 2. 在核心信贷市场直接向借方和投资者提供流动性。 包括商业票据融资便利(Commercial Paper Funding Facility, CPFF)、资产支持商业票据货币市场共同基金流动性便利(Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, AMLF)、货币市场投资者融资便利(Money Market Investor Funding Facility, MMIFF)、期限资产支持有价证券贷款便利(Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF)。 3. 扩展公开市场操作工具，以支持信贷市场，降低长期利率压力，通过购买长期有价证券使得金融市场条件更具适应性。 量化宽松 • 第一轮 QE：2008/12-2010/3：1.7 万亿美元 • 第二轮 QE：2010/11-2011/6：6000 亿美元 • 第三轮 QE：2012/9-2014/10：7900 亿美元	非常规货币政策： 支持信贷市场， 部分资金来源于 CARES 法案 中财政部拨款	货币政策工具： 1. 曾在 2008 年使用过： • 商业票据融资便利(Commercial Paper Funding Facility, CPFF)：支持企业和市政机构发行商业票据 • 一级交易商信贷便利(Primary Dealer Credit Facility, PDCF)：以投资级有价证券为抵押，向美联储的 24 个一级交易商提供资金 • 期限资产支持有价证券贷款便利(Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF)：保证资产支持有价证券的发行，资产涵盖学生贷款、汽车贷款、信用卡贷款、小企业局担保的贷款和其他某些资产 2. 与 2008 年的工具类似： • 货币市场共同基金流动性便利(Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, MMLF)：向存款机构提供贷款，以便其从一级货币市场基金(涵盖高评级资产支持商业票据和市政债)购买资产 3. 今年新设立： • 一级市场公司信贷便利(Primary Market Corporate Credit Facility, PMCCF)：从企业购买新发行债券和贷款 • 二级市场公司信贷便利(Secondary Market Corporate Credit Facility, SMCCF)：对现有企业债提供流动性 • 薪酬保护计划流动性便利(Paycheck Protection Program Liquidity Facility, PPPLF)：为金融机构提供流动性创立 PPP 计划中的贷款项目，激励小企业维持为员工发放薪酬 • 大众借贷计划(Main Street Lending Program)：向中小企业提供贷款 • 市政流动性便利(Municipal Liquidity Facility, MLF)：直接从州和符合条件的地方政府购买短期票据

资料来源：美联储 IMF Bloomberg 中信期货研究部

2.3 美国经验的借鉴：5月中国货币政策还将下调为财政做准备

尽管中美两国体制国情不同，不可直接对比，也没必要保持一致，但并不妨碍我们从美国经验中得到一些参考。

财政和货币政策互相搭配，从2008年和2020年美国财政和货币政策推进的时间和力度看，在大规模财政政策出台之前，美联储往往都会率先把政策基准利率降至0-0.25%区间，2008年12月降至零附近，随后2009年2月《美国复兴和再投资法案》出台，2020年3月15日降至零附近，随后3月27日CARES法案出台。货币政策比财政政策刺激效果更快且可以有效降低财政成本。类似的，如果中国要在5月下旬的两会出台大规模经济刺激政策，那么5月在货币政策上还有继续下调的可能。

三、未来政策和资产如何发展

3.1 未来政策的发力点在哪里？

中国抗疫阶段走在前列，政策重心已从复工复产逐渐转向扩大需求，未来一段时间（或者5月两会前后）还将有大规模财政刺激政策蓄势待发，尤其是短期见效快和稳就业的消费领域，中长期拉动经济的基建和战略新兴产业投资。此外，可能会继续加大减税规模并增加再就业相关投入。

今年基建逆周期进一步增强，工信部提出重点支持5G、工业互联网、集成电路、工业机器人、增材制造、智能制造、新型显示、新能源汽车、节能环保等战略性新兴产业。房住不炒基调下，刺激消费扩大内需是下一步重点。

3.2 未来政策空间还有多大？

前文提到中国目前的财政刺激政策力度（政策规模/GDP）小于2008年的11%，那么在今年的国际环境中，中国财政的力度如何？依然偏低。同欧美日发达国家相比，疫情之下中国截至目前的财政力度相对较弱，约占德法相对一半，不及美国的11%，更不用提日本的21%。中国债务/GDP比例显著低于主要发达国家，还有一定发债空间。疫情最差的时间已过，但经济冲击仍在继续，保守估计，未来财政刺激政策规模或达到GDP比例5%，也就是至少还有2.6万亿在路上。

图表 10：中国当前应对疫情的财政刺激力度在国际上偏低

国家	中国	美国	日本	德国	法国
疫情下财政刺激政策规模/GDP	2.5%	11%	21.1%	4.9%	5%
债务/GDP	47.8%	82.3%	236.4%	64.1%	97%
财政盈余或赤字/GDP	-4.89%	-4.8%	-1.86%	1.4%	-3%

资料来源：Bloomberg 中信期货研究部

注：债务/GDP 数据截至 2017 年底，财政盈余或赤字/GDP 截至 2019 年底。

自 3 月 27 日中央政治局会议提出适当提高财政赤字率后，为未来更大规模减税降费和财政支出政策创造了空间。按照往年赤字率与财政赤字的比例估算，政府目标赤字率每增加 0.1%，财政赤字约增加 1000 亿元。如果 2020 年赤字率升至 3%则对应财政赤字约 5.15 万亿元，如果升至 3.5%则对应财政赤字约 5.65 万亿元。不过，2019 年财政赤字为 48492 亿元，名义 GDP 约 99 万亿元，财政赤字/GDP 实际为 4.89%。假如 2020 年 GDP 增长 5%，5 万亿元财政赤字占 GDP 的比例实际值或超过 5%。为了控制赤字率不过高，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券都是有效的方式。

图表 11：2008 年和 2020 年美国货币政策对比

情景假设	1	2	3	4	5	6	7
目标名义赤字率	2.9%	3.0%	3.1%	3.2%	3.3%	3.4%	3.5%
预计财政赤字（万亿元）	4.95	5.15	5.25	5.35	5.45	5.55	5.65
（假如 GDP 增长 5%）财政赤字/GDP	4.8%	5.0%	5.0%	5.1%	5.2%	5.3%	5.4%
（假如 GDP 增长 3%）财政赤字/GDP	4.9%	5.0%	5.1%	5.2%	5.3%	5.4%	5.5%

资料来源：Wind 中信期货研究部

中性估计今年新增专项债资金发行规模将在 3-3.5 万亿元，或可拉动基建增速 10%-15%。如果基建项目储备充分，重大项目比例超过 30%，则基建增速有望超过 20%。

图表 12：中性情况下预计基建投资增速在 10%-15%左右

情景	可拉动基建投资增速	上一年基建投资完成额 (亿元)	可撬动资金 (亿元)	资本金比例	可作为重大项目资本金的金额 (亿元)	重大项目的比例 (假设)	专项债资金流入基建项目金额 (亿元)	专项债资金流入基建项目占比 (假设)	当年新增专项债 (亿元)
1. 流入基建项目资金比例偏低, 重大项目储备偏低	5%	182,050	9,103	20%	1,821	10%	18,205	50%	36,410
	10%	182,050	18,205	20%	3,641	10%	36,410	50%	72,820
	15%	182,050	27,308	20%	5,462	10%	54,615	50%	109,230
	20%	182,050	36,410	20%	7,282	10%	72,820	50%	145,640
2. 流入基建项目资金比例偏低, 重大项目储备增加	5%	182,050	9,103	20%	1,821	50%	3,641	50%	7,282
	10%	182,050	18,205	20%	3,641	50%	7,282	50%	14,564
	15%	182,050	27,308	20%	5,462	50%	10,923	50%	21,846
	20%	182,050	36,410	20%	7,282	50%	14,564	50%	29,128
3. 流入基建项目的资金比例提高至 80%, 重大项目储备偏低为 10%	5%	182,050	9,103	20%	1,821	10%	18,205	80%	22,756
	10%	182,050	18,205	20%	3,641	10%	36,410	80%	45,513
	15%	182,050	27,308	20%	5,462	10%	54,615	80%	68,269
	20%	182,050	36,410	20%	7,282	10%	72,820	80%	91,025
4. 流入基建项目的资金比例提高至 80%, 重大项目储备偏低为 20%	5%	182,050	9,103	20%	1,821	20%	9,103	80%	11,378
	10%	182,050	18,205	20%	3,641	20%	18,205	80%	22,756
	15%	182,050	27,308	20%	5,462	20%	27,308	80%	34,134
	20%	182,050	36,410	20%	7,282	20%	36,410	80%	45,513
5. 流入基建项目的资金比例提高至 80%, 重大项目储备上升至 30%	5%	182,050	9,103	20%	1,821	30%	6,068	80%	7,585
	10%	182,050	18,205	20%	3,641	30%	12,137	80%	15,171
	15%	182,050	27,308	20%	5,462	30%	18,205	80%	22,756
	20%	182,050	36,410	20%	7,282	30%	24,273	80%	30,342
6. 流入基建项目的资金比例提高至 80%, 重大项目储备上升至 50%	5%	182,050	9,103	20%	1,821	50%	3,641	80%	4,551
	10%	182,050	18,205	20%	3,641	50%	7,282	80%	9,103
	15%	182,050	27,308	20%	5,462	50%	10,923	80%	13,654
	20%	182,050	36,410	20%	7,282	50%	14,564	80%	18,205

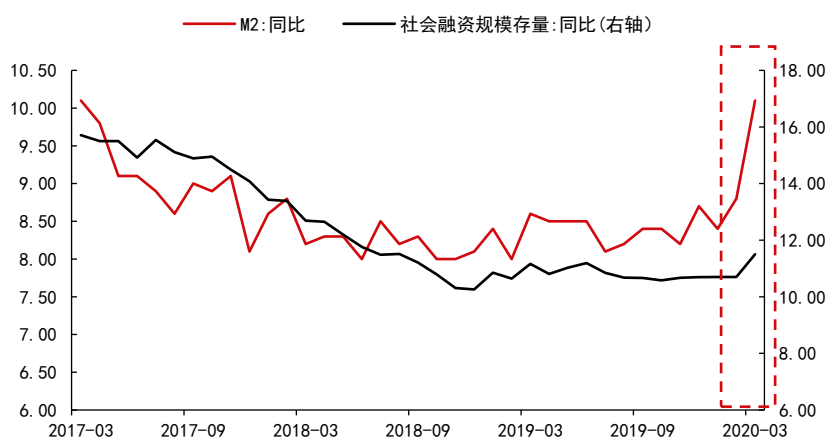
资料来源：Wind 中信期货研究部

货币政策方面，降成本意愿是一季度政策利率下行和天量信贷的主要原因。5 月国债和地方债进入发行高峰，5 月 6 日国常会提出在年初已发行地方政府专项债 1.29 万亿元基础上，再提前下达 1 万亿元专项债新增限额，力争 5 月底发行完毕；5 月第一周已发行国债 1340 亿元，也高于平常。按往常水平估算，5 月发债（专项债+国债+政金债）资金需求或超过 2 万亿元，如果加上特别国债或超过 2.5 万亿元。按照 4 月定向降准决定，5 月 15 日即将降准 0.5 个百分点，释放资金约 2000 亿元。若要满足 5 月发债资金需求同时不挤占当前市场流动性，则 5 月央行还需继续通过公开市场操作，降准，或者 MLF→LPR 降息，投放流动性至少 2.3 万亿元。

3.3 未来政策的拐点在什么时候？

货币政策回归稳健的时间需要考虑内部和外部因素。内部因素来说，5 月财政加大刺激力度，二季度为发债高峰，均需要充足流动性。如果政策利多出尽，同时前期政策效果开始显现，则 6 月可能会出现货币政策边际收窄的可能。需要观察实体融资需求是否好转，其中一个指标是 M2 与社融增速之间的分叉是否靠拢。M2 反映货币供给，社融反映货币需求。

图表 13：当前货币供应速度快于实体融资需求增长速度



资料来源：Wind 中信期货研究部

外部因素需要考虑 5 月欧美国家陆续复工，按照前面的推测，美国最晚三季度还会有新的刺激政策出台，经济会较二季度环比改善，或与国内经济共振，使得国内货币政策边际回归中性。近期一个需要注意的新变化是贸易摩擦再起，也不排除货币政策放缓调整速度，子弹慢慢打，为未来有可能升级的冲突预留后手。

3.4 对资产的影响

(1) **全球流动性宽松+低利率+原油低基数→短期通缩，长期通胀。**5 月欧美疫情拐点之后，全球经济开始缓慢修复，环比反弹，但还有部分新兴市场国家疫情尚在爬升，全球经济受到冲击，同比或将下降。二季度通缩压力仍然较大，三季度跌幅放缓。长期看，当前宽松的流动性和信贷环境，还有原油今年崩盘后的低基数，都为未来通胀奠定了基础。此外，欧美高负债国家或许也有通过制造全球通胀来减轻债务负担的动机。

(2) **国内权益市场二季度料维持反弹，速度相对温和，风格上内需板块更加稳健。**债券 5 月仍有利多支撑但边际下行压力逐渐上升。国内外经济刺激政策出台提升原油需求预期，但二季度欧美疫情影响下，需求或将缓慢恢复。长期低利率和充裕流动性环境利好黄金，短期在美联储没有进一步加大流动性且通缩压力下，黄金或高位震荡。

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>