类别

宏观专题报告

日期

2020 年 7 月 28 日

建信期货 CCB Futures

宏观金融研究团队

高级研究员：何卓乔（宏观）
020-38909340
hezq@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕（国债）
021-60635739
huangwx@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬（外汇/股指）
021-60635731
dongb@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3054198

研究员：陈浩（量化）
021-60635726
chenhao@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3048622



新冠疫情与金融危机对宏观经济冲击的比较分析之二-美中欧经济政策差异性

近期研究报告

《宏观专题-新冠疫情与金融危机对宏观经济冲击的比较分析之一：负面冲击与社会经济背景的差异性》2020.6.21

《宏观专题-欧美新冠疫情进入平台期，发展中国家存隐患》2020.4.17

《宏观专题-中国新冠疫情防控进入常态化管理阶段》2020.2.23

《宏观专题-中美第一阶段贸易协议的历史意义及其对经济影响分析》2020.1.31

《宏观专题-新冠肺炎疫情发展及其对经济市场影响》2020.1.31

观点摘要

- 面对新冠疫情冲击，美中欧三大经济体的应对政策措施体现出较大差异性，而且与各自应对2007/09年金融危机的政策组合也有所不同。我们在本专题报告中从宏观经济背景、社会经济结构、地缘政治风险和新冠疫情发展等四方面分析美中欧应对新冠疫情政策措施的横向及纵向差异性。

- 美国应对新冠疫情的措施体现出快且狠的特点，无论是出台财政货币政策的速度还是规模都比应对2007/09年金融危机有了大幅度的提高。除了新冠疫情对美国社会经济的巨大冲击外主要有三点原因：1、今年是美国总统大选之年，国共两党均欲通过大规模刺激政策来讨好选民；2、新冠疫情发展的不确定很高，国共两党都不愿意承担万一救助力度不够被选民痛骂的后果，因此倾向于宁滥勿缺；3、美国总统特朗普持续对美联储和鲍威尔施加宽松压力，美联储主席鲍威尔的脆弱性格已经在2019年中体现无遗，今年遇上新冠疫情更有借口去顺从特朗普。美国的宏观杠杆率和央行资产负债表规模快速上升，必将影响到美国金融系统性风险和经济长期潜在增速；这也说明了不论2020年总统大选之后哪个党派候选人上台，美国政府都有继续推进全球政经体系重组、降低贸易赤字的潜在压力。

- 无论是相对应对2007/09年金融危机还是相对其他国家应对2020年新冠疫情，中国政府应对2020年新冠疫情的经济政策均可谓保守克制。其原因主要有三点，其一是中国宏观杠杆率已经远高于其他相近发展水平的国家并接近欧美发达国家的水平，中国政府当局从2017年起已经有意识改变经济增长结构、化解金融系统性风险；其二是美国特朗普政府上台后中美经济贸易、地缘政治关系全面恶化，中国经济发展的外部环境发生了很大变化，在这种情况下中国在化解金融系统性风险、增强经济稳健性的同时还必须保持适当的经济政策空间；其三是中国实施严格彻底隔离的抗疫措施，使得新冠疫情更快得到平息，便于后续复工复产复学进程的顺利开展；而且由于中国率先从新冠疫情冲击中复苏，在后期新冠疫情国际扩散的时候，中国抗疫物资出口和部分疫情严重国家的出口订单转移到中国，这也为中国节约使用经济政策空间提供了客观条件。

- 欧元区作为一个致力于政经一体化的发达国家联合体，其在遭遇危机时的政策协调是我们分析欧元区经济政策的主要视角；因为作为单一国家的集合和联邦制国家之间的过渡形态，欧元区趋于融合还是解体的走势至关重要。一直以来欧盟委员会都对其利用危机和不利事件推动欧洲一体化的能力感到自豪，但这种自负情绪也使得使欧盟委员会坚信坏消息就是好消息，因为唯一的解决方案是提高欧洲一体化程度；因此在处理危机事件时欧盟反应速度通常较为缓慢，其一是国家联合体内部协调效率不如单一国家，其二是危机充分暴露更有利于权力集中。但由于新冠疫情是外部冲击，而并不是因为欧盟内部结构性问题而产生的内部冲击，因此在欧盟应对新冠疫情的政策措施中并没有明显体现促进欧盟一体化的精神，这与欧盟应对金融危机和欧债危机的政策措施有明显区别。

面对新冠疫情冲击，美中欧三大经济体的应对政策措施体现出较大差异性，而且与各自应对 2007/09 年金融危机的政策组合也有所不同。我们在本专题报告中从宏观经济背景、社会经济结构、地缘政治风险和新冠疫情发展等四方面分析美中欧应对新冠疫情政策措施的横向及纵向差异性，在下一专题报告中我们将分析在新冠疫情发展和政策措施影响下宏观经济和金融市场走势的回顾和展望。

一、美国：快且狠

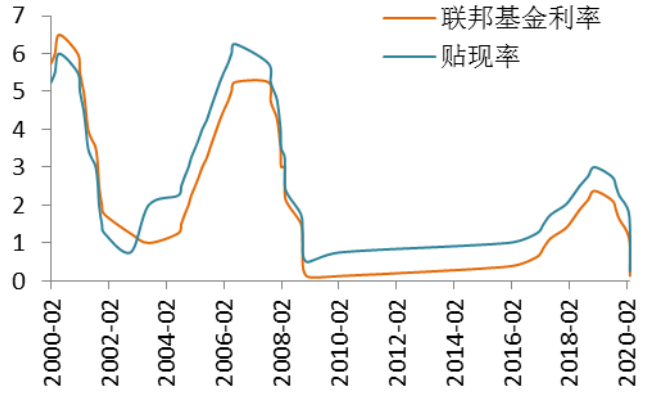
1.1 2007/09 年金融危机

2007/09 年金融危机根源在于：1997 年东亚金融风暴和 2000 年美国科网泡沫破灭之后，美联储等全球央行大幅降低政策利率应对经济衰退；而 2001 年至 2008 年美国时任总统布什力推居者有其屋计划，为低收入人群购房住房提供大量财政补贴。适宜的货币金融环境加上政府部门的推波助澜，使得美国出现房地产投资热潮，住房抵押贷款乱象也随之增加，次级贷款占比持续上升，并且针对住房抵押贷款的金融衍生品市场由于监管政策的放松也爆发式增长；而 2002 年中国加入世界贸易组织之后，全球经济迎来一轮高速发展期，中国加速工业化使得主要工业原料供需失衡价格不断攀升，通胀压力迫使美联储等全球央行收紧货币政策，并最终刺破房地产价格泡沫。2006 年下半年开始美国房价持续下跌，住房抵押贷款抵押品价值缩水导致贷款违约率上升次级贷款风险暴露，相关金融衍生品被大规模抛售使得金融机构资产价值大幅缩水，随后若干大型住房抵押贷款机构和投资银行的破产引发大规模信贷紧缩，次贷危机升级为金融危机，失业率上升经济陷入衰退。由于美国在全球分工体系中的主要消费国地位，美国经济衰退自然通过产业链扩散到全球，引发全球经济危机，特别是作为美国进口商品主要来源地区的中国。

作为 2007/09 年金融危机的核心地区，美国政府当局出台了一系列应对措施，主要包括救助金融机构、改革金融监管体系、宽松货币政策、积极财政政策等四个方面。由于美国次贷危机之所以演化成经济危机就是因为金融机构破产导致信贷紧缩，因此救助金融机构是美国应对 2007/09 年金融危机的核心举措，主要措施包括美国财政部和美联储联手救助房利美和房地美并最终由联邦住房金融局牵头接管两房、通过受损资产处置计划（TARP）购买 7000 亿美元金融机构受损资产、通过新创设流动性工具向金融机构提供中短期贷款等。金融危机前房贷市场乱象与金融监管不足直接相关，因此改革金融监管体系是美国降低金融系统性风险的重要举措，主要措施是 2010 年通过的《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》，包括成立金融稳定监管委员会、设立新的消费者金融保护局、将场外衍生品

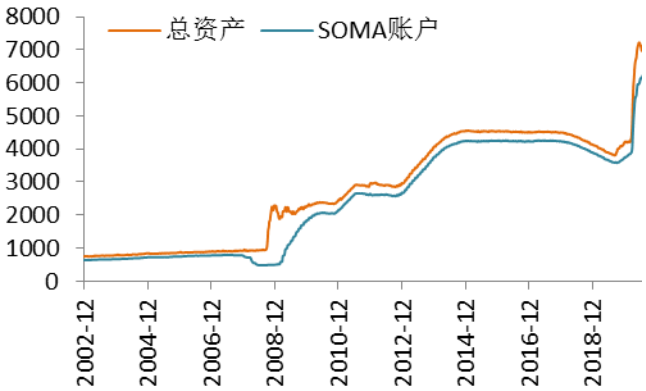
纳入监管体系、限制银行自营交易和衍生品交易、设立新的破产清算机制以及赋予美联储更多监管职责等。

图1：美国联邦基金利率和贴现率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图2：美联储SOMA账户和总资产

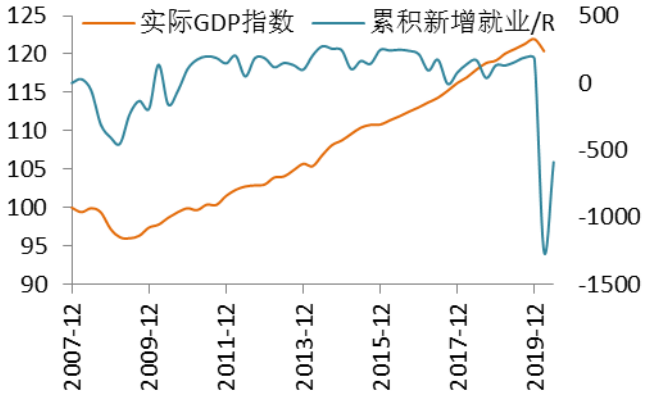


数据来源：Wind，建信期货研投中心

在货币政策方面，美联储通过创设 TAF、PDCF 和 TALF 等多项流动性工具化解金融市场流动性危机，与主要国家的中央银行建立货币互换安排缓解国际市场流动性压力，把联邦基金利率目标由 5.25%大幅下调至近零水平并提供政策指引，在 6 年内实施总规模高达 3.66 万亿美元的量化宽松和扭转操作以压低长期利率。在财政政策和产业政策方面，2008 年布什政府出台 1680 亿美元减税方案，2009 年奥巴马政府出台 7870 亿美元的美国复苏和再投资法案，这两个政策主要通过减税和增加公共支出来促进消费和拉动就业；2009 年奥巴马政府提出“制造业复兴计划”，2014 年美国国会通过《美国振兴制造业和创新法案》，意图依托其在新一代通信技术、新材料、生物技术等通用技术领域长期积累的技术优势，加快促进人工智能、数字制造、绿色制造等先进制造技术的突破和应用，推动全球工业生产体系朝着有利于美国技术和资源禀赋优势的方向转变。

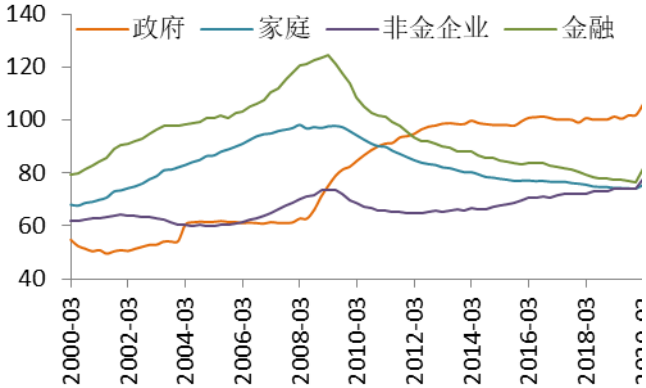
美国政府当局应对 2007/09 年金融危机的措施总体而言较为恰当，美国金融机构和居民部门稳健去杠杆，金融监管体系有所加强，页岩油革命取得突破，2010 年 10 月就业人数回到 2007 年底水平，2011 年二季度实际 GDP 回到 2007 年底水平。与此同时美国出现新一轮资产价格泡沫，从 2008 年底到 2019 年底，美国 CPI 指数和雇员薪资分别累积上涨 22.2%和 29.3%，美国标普/CS 房价指数累积上涨 45.3%，美国标普 500 指数累积上涨 257.7%，而且美国政府部门杠杆率从 2008 年底的 71.2%上升到 2019 年底的 101.9%。此外 2015 年至 2018 年期间美联储实施货币政策正常化，联邦基金利率目标区间由[0,0.25%]上升至[2.25%,2.5%]，总缩表规模达到 6500 亿美元；但到 2018 年底美联储政策利率水平仍远低于 2007 年水平，而美联储总资产与美国名义 GDP 之比也远高于 2007 年水平（20%VS6.4%）。

图3：美国实际GDP指数和累积新增就业



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图4：美国部门杠杆率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

1.2 2020 年新冠疫情

新冠疫情影响社会经济的主要途径包括：1、阻隔新冠病毒传播要求强有力的隔离措施，社会经济活动特别是服务业被迫全部或部分关停，短期经济供给能力下降；2、公司企业现金流恶化被迫裁员以自救，失业率上升居民消费能力下降，总体经济在更低水平达到平衡；3、经济增长前景恶化，企业和居民偿债能力受损引发信贷紧缩，风险偏好下降带来金融市场剧烈波动，投资者大幅抛售流动性资产引发美元流动性风险；4、新冠疫情激发对全球化利弊和跨境产业链安全的思考，地缘政治风险上升。因此 2020 年新冠疫情与 2007/09 年金融危机对社会经济的影响有三点差异性：1、2020 年新冠疫情首先影响社会供给能力，进而通过公司现金流状况影响到社会总需求和金融系统，危机传播途径是从实体经济到虚拟经济；2007/09 年金融危机首先影响金融机构资产质量和现金流状况，金融机构倒闭破产引发信贷紧缩，进而影响到社会总需求，危机传播途径是从虚拟经济到实体经济，且社会供给能力并未明显受损；2、由于社会供给能力并未明显受损，逆周期调节政策可以逐步化解 2007/09 年金融危机；但除非新冠疫苗研发成功，否则社会供给能力难以全面恢复；3、2007/09 年金融危机爆发后，各国政府短期内还是愿意联手应对危机；而由于 2020 年新冠疫情引发对全球化利弊和产业链安全的思考，各国之间更多的是相互指责，地缘政治风险上升，全球分工体系受损，全球长期潜在经济增长能力下降。

因此在 2020 年新冠疫情的应对措施上各国趋于一致。首先是以大量财政救助支撑社会总需求，避免社会经济在更低水平上达到平衡，其副作用是通胀压力与资产价格泡沫；其次是以宽松货币政策化解信贷紧缩风险并稳定金融市场，其副作用是金融系统规模、金融系统性风险和宏观杠杆率快速上升；其三是财政支持防疫措施和新冠疫苗研发，以求早日平息新冠疫情。

在财政政策方面，美国首先是在3月初本土新冠疫情刚爆发不久的时候，就通过了83亿美元的《冠状病毒防范和响应补充拨款法案》和1920亿美元的《家庭第一部冠状病毒应对法案》，这些法案所提供的资金主要用于：1、新冠病毒测试，各州医疗补助资金，新冠疫苗、治疗药物和诊断药物的开发；2、员工带薪紧急病假、带薪紧急家庭假，帮助企业减免税收，暂缓学生贷款还本付息。3月底美国国会通过史上规模最大的经济援助:总额约2.3万亿美元的《冠状病毒援助、救济和经济安全法》，该法案主要包括：1、2930亿美元用于向个人提供一次性退税；2、2680亿美元用于扩大失业救济金；3、250亿美元为最弱势群体提供食品安全网；4、5100亿美元，通过提供贷款，担保和支持美联储13（3）计划来防止公司破产；5、3490亿美元可豁免的小企业管理局贷款和担保，以帮助留住工人的小企业；6、1000亿美元用于医院，7、1500亿美元用于向州和地方政府转移；8、499亿美元用于国际援助（包括IMF的《新借款安排》的280亿特别提款权）。4月下旬美国通过价值4830亿美元的《薪资保护计划和医疗保健增强法》，其中3210亿美元额外的小企业管理局贷款和担保，以帮助留住工人的小企业； 620亿美元用于小型企业管理局，以提供赠款和贷款帮助小型企业；750亿美元用于医院；（iv）250亿美元用于扩大病毒测试。由于美国爆发了程度更为严重的二次疫情，目前国共两党正在讨论新增价值1万亿美元的新冠疫情救助计划。如果此计划得以通过,那么美国应对2020年新冠疫情的财政政策规模将达到39853亿美元，约占2019年美国名义GDP的18.6%，超过应对2007/09年金融危机的财政政策规模（总额8000亿美元，约占2008年美国名义GDP的5.4%）

在货币政策方面,除了在2019年下半年为了应对中美贸易纷争而实施的三次降息和应对美元流动性紧张的停止缩表并重新有机扩表外，美联储在3月初和3月中分别降息50BP和100BP，联邦基金利率目标区间重新回到[0,0.25%]，3月23日美联储宣布实施无限量QE-根据评估结果购买必要数量的国债和MBS。美联储还推出了支持信贷流动的若干工具,这些工具包括:1、商业票据融资工具CPFF，便利公司和市政发行人发行商业票据；2、一级交易商信贷工具PDCF，为美联储的24家一级交易商提供融资；3、货币市场共同基金流动性基金MMLF，向存托机构提供贷款以从优质货币市场基金购买资产；4、一级市场公司信贷工具PMCCF，用于从公司购买新债券和贷款；5、二级市场公司信贷工具SMCCF，为未偿还公司债券提供流动性；6、定期资产支持证券贷款工具TALF，以发行由学生贷款，汽车贷款，信用卡贷款，小企业管理局担保的贷款和某些其他资产支持的资产支持证券;7、薪资保障计划流动资金PPPLF,根据小企业管理局的薪资保护计划(PPP)向发放贷款的金融机构提供流动性，该计划直接激励小企业保留员工不裁员；8、大街贷款计划MSLP,为中小企业购买新的或扩大的贷款。从3月初到7月22日，

美联储 SOMA 账户和总资产规模约增加 2.36 万亿美元，短短 4 个月内的资产负债表扩张已经达到 2009 年至 2014 年总扩张量的 64%，而美联储资产负债表规模与美国 2019 年名义 GDP 的比值也上升至 32.7%。

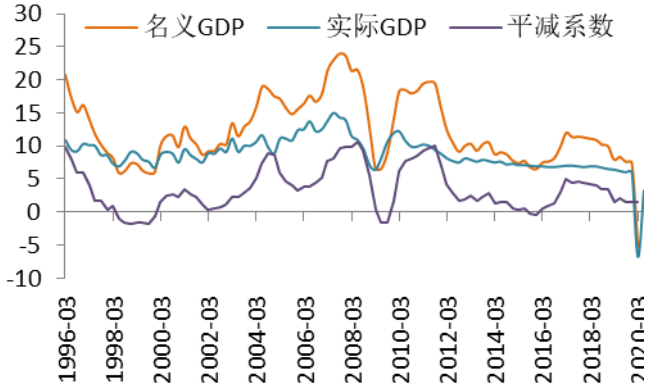
我们可以看出美国应对新冠疫情的措施体现出快且狠的特点，无论是出台财政货币政策的速度还是规模都比应对 2007/09 年金融危机有了大幅度的提高。除了新冠疫情对美国社会经济的巨大冲击外主要有三点原因：1、今年是美国总统大选之年，国共两党均欲通过大规模刺激政策来讨好选民；2、新冠疫情发展的不确定很高，国共两党都不愿意承担万一救助力度不够被选民痛骂的后果，因此倾向于宁滥勿缺；3、美国总统特朗普持续对美联储和鲍威尔施加宽松压力，美联储主席鲍威尔的脆弱性格已经在 2019 年中体现无遗，今年遇上新冠疫情更有借口去顺从特朗普。然而其后果也是非常明显的，美国的宏观杠杆率和央行资产负债表规模快速上升，必将影响到美国金融系统性风险和经济长期潜在增速；如果美国贸易赤字状况没有改善，那么美元汇率将承受长期贬值压力。当然这个分析也说明不论 2020 年总统大选之后哪个党派候选人上台，美国政府都有继续推进全球政经体系重组的潜在压力，因此美元汇率的走势也变得更为复杂。

二、中国：保守克制

2.1 2007/09 年金融危机

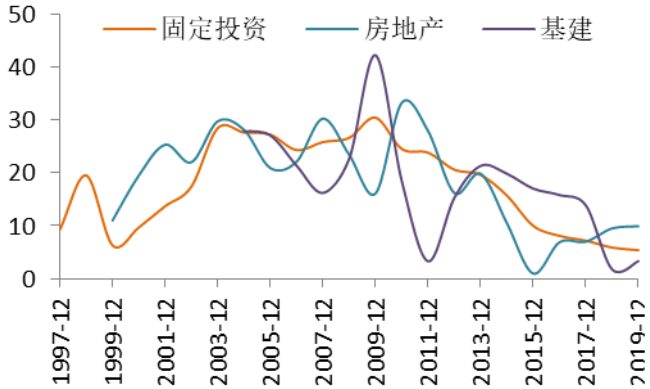
2007/09 年金融危机根源在于美国的房地产价格泡沫引发次贷危机，再通过信贷紧缩扩展为金融危机，最后通过全球分工体系演化成全球经济危机。由于当时候中国经济外贸依存度超过 60%，因此海外需求的下降直接导致中国经济衰退和失业率上升；从 2007 年二季度到 2009 年一季度，中国实际 GDP 增速从 15%回落至 6.4%。当年中国的应对措施是以内需的提振弥补外需的失却，而由于当时候中国的经济增长模式还是投资驱动，并且投资驱动型经济模式对于化解就业压力也比需求拉动型模式更有效，因此中国应对 2007/09 年金融危机的经济政策主要是以宽松货币信贷环境和积极财政政策驱动民间投资和基础建设投资。从 2008 年 9 月至 12 月，中国央行将 1 年期存贷款基准利率分别由 4.14%和 7.47%下调至 2.25%和 5.31%，将大型和中小型金融机构的存款准备金率由 17.5%分别下调至 15.5%和 13.5%；2008 年 11 月中国政府出台扩大内需促进经济增长十项措施，决定两年内在加快建设保障性安居工程、加快农村基础设施建设、加快铁公机重大基础设施建设、加快生态环境建设和加快自主创新结构调整等方面投资 4 万亿元，并加大金融对经济增长的支持力度，取消对商业银行的信贷规模限制。

图5：中国整体经济增长率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

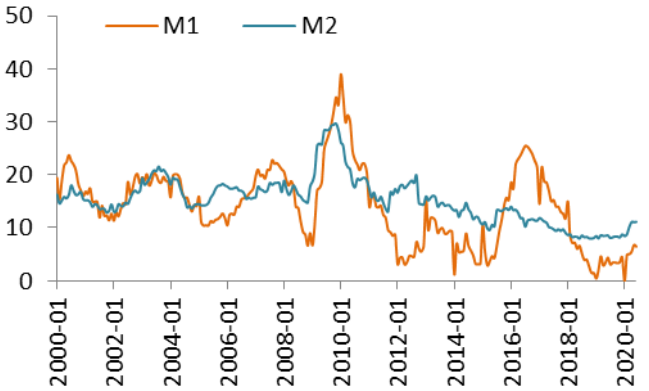
图6：中国固定资产投资增速



数据来源：Wind，建信期货研投中心

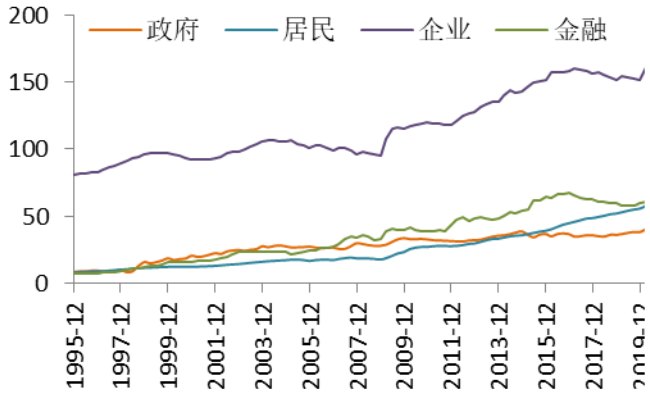
积极的政策指引加上宽松的信贷环境，使得2009年中国固定资产投资增速达到30.4%，为1995年以来的最高值；由于固定资产投资建设的长期性，2010到2012年中国固定资产投资增速继续维持在20%上方。固定资产投资的快速增长对于拉动中国经济、提供就业需求起到重要作用，也带来了重化产能严重过剩和宏观杠杆率过快上涨的副作用；2009年中国宏观杠杆率上升31.4个百分点，并在后面的几年里继续以较高速度攀升。中国实际GDP增速从2009年一季度的6.4%回升至2009年四季度的11.9%，随后持续下滑至2019年四季度的6%，一方面是由于人口结构老龄化和贸易红利消退的原因，而更大的原因是化解大规模固定资产投资所带来的副作用（产能过剩与通缩压力）。

图7：中国狭义与广义货币增长率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图8：中国部门杠杆率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

2.2 2020年新冠疫情

2009年到2015年中国经济一直是债务拉动型，无论是实体部门还是金融系统杠杆率都是持续上升。2015年下半年政府当局提出以去过剩产能、去杠杆率、去房地产库存、降低生产经营成本、补产业链短板为主要内容的供给侧改革，并

且适当扩大总需求以对冲民间部门去杠杆所产生的通缩压力。然而在具体执行过程中，当时候宽松的货币信贷环境加上积极的房地产去库存政策和强硬的去过剩产能政策，结果是2016年居民部门、非金企业部门和金融部门的杠杆率都大幅上升，房地产价格大涨的同时股票市场估值也有所恢复；而随着重化行业过剩产能和房地产行业积压库存的出清，中国企业利润水平和整体经济活力有所上升。2017年政府当局提出金融去杠杆，并以金融去杠杆倒逼实体去杠杆；结果是2016年四季度中国金融部门和整体宏观杠杆率达到一个阶段性高点，而实体部门杠杆率也在2017年三季度后稳中有降。2017四季度中国实体部门和宏观整体杠杆率分别为241.2%和303.7%。

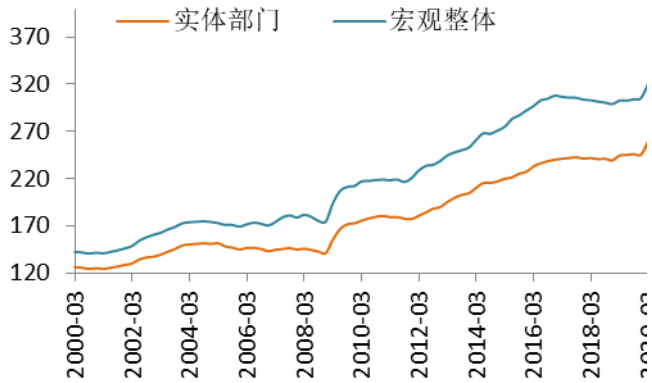
美国2009年之后以政府部门加杠杆对冲家庭部门和金融系统去杠杆，实体部门杠杆率保持稳定（2009年一季度为246.6%，2017年四季度为247.3%），宏观整体杠杆率由2009年一季度的371.2%下降至2017年四季度的327.6%。就实体部门而言中美杠杆率已经相差无几（由于美国政府部门杠杆率高于中国政府部门，因此中国私人实体部门杠杆率高于中国私人实体部门，但中国国有企业的大量存在使得这种区分没有实质意义）。2017年下半年美国通过特朗普税改新政，积极财政政策使得美国短期经济增长前景在原有库存周期基础上更加向好；此时中国经济增长前景也有所改善，但政府当局急欲推动去杠杆以降低金融系统性风险，而美国经过9年去杠杆历程后私人部门资产负债表状况已经大为改善。

2018年一季度美国特朗普政府悍然挑起中美贸易纷争，试图趁中国金融系统性风险较高、对贸易纷争抵抗力较弱的时候，以高额关税壁垒逼迫中国接受美国提出的不合理要求。中国的应对策略是边打边拖，对美方施加的关税壁垒基本上做到以牙还牙，同时以较为克制的逆周期调节政策稳定国内需求。到2019年底，因为美国马上要进入2020年总统大选年份，而且中美贸易纷争对美国经济的负面冲击也逐渐显现，美国只好与中国达成第一阶段贸易协议。从2017年四季度到2019年四季度中国实体部门杠杆率上升4.2个百分点，整体宏观杠杆率仅上升1.2个百分点，这个代价处于可接受的范围之内。

本来中美第一阶段贸易协议为中国经济带来一个短暂性的喘息机会，中国可以利用这一个宝贵的时间窗口增强经济抗压能力和降低金融系统性风险，为中美贸易纷争下半场做好准备。突如其来的新冠疫情使得中国政府不得不实施大规模逆周期调节政策，并容忍宏观杠杆率的再次大幅度上升。但由于中国执政当局果断实施了武汉封城湖北封省、全国地毯式网格化隔离、暂停各类非必要社会经济活动、公共场合戴口罩测体温、延期复产复学和集中全国医疗资源救治患者等防疫措施，而且中国的社会政治体制保证了中央政府的政策指令能得到彻底执行，

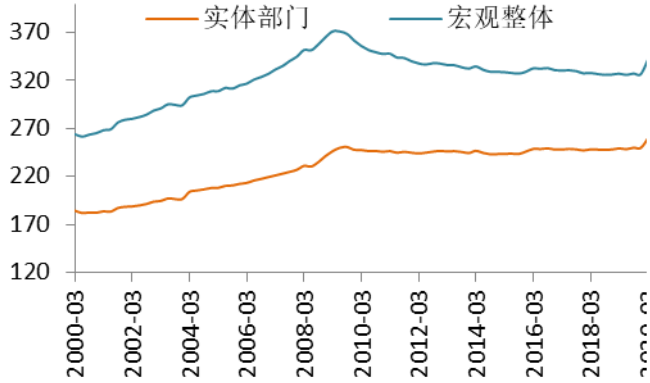
中国本土新冠疫情在爆发一个月之后即得到很好的控制，3 月份开始中国开始稳健推进复产复学。总体上看，虽然中国严厉的防疫措施使得短期内经济衰退程度较深，但新冠疫情对经济负面冲击的持续时间也更短，新冠疫情对中国经济带来的总损失额相对有限;2020 年上半年中国名义 GDP 为 45.66 万亿元,同比减少 0.9%;假定在没有新冠疫情冲击的情况下中国名义 GDP 增长率为 8.3%（略高于 2019 年水平），那么新冠疫情对中国经济带来的损失为 4.2 万亿元（这个估计并没有考虑到财政补贴）。由于中国很快就平息了本土新冠疫情，在国际新冠疫情爆发期间中国出口量明显增加（其一是由于中国防疫物质设备出口，其二是部分需求从爆发疫情的国家转移到中国），这对中国二季度 GDP 起到有力支撑作用；中国二季度实际 GDP 从一季度的萎缩 6.8%回升到增长 3.2%，全年实际 GDP 增速将高于 IMF 预计的 1%。

图9：中国实体部门和宏观杠杆率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图10：美国实体部门和宏观杠杆率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

中国应对新冠疫情的政策措施与其他国家相差不大，基本上都是以积极财政政策来提供防疫资金、救助受损个人和企业，以宽松货币政策来货币化财政赤字、稳定金融市场和化解信贷紧缩风险。在财政政策方面，中国已经宣布了约 4.2 万亿元（约占 2019 年名义 GDP 的 4.3%）的财政措施，其中包括提供疫情防控资金、减免受疫情影响行业企业税费、减税刺激汽车消费、阶段性减免企业社保费用、缓交住房公积金、阶段性免收收费公路通行费、降低企业电价气价、发行 1 万亿元抗疫特别国债、增加地方专项债规模等。在货币政策方面，中国央行举措包括：1、通过公开市场操作向银行系统注入大量流动性，7 天质押回购利率一度下降至 1.4%；2、将再贷款和再贴现工具增加 1.8 万亿元人民币，以支持防疫设施设备生产和小微企业，并将其利率降低了 50 个基点（再贷款工具）和 25 个基点（重新贴现工具）；3、将 7 天和 14 天逆回购利率降低 30 个基点，将 1 年期 MLF 利率和一年期 LPR 利率下调 30 个 BP，将中小型金融机构存款准备金率下调 100BP。监管部门还采取了多种措施来限制金融状况的收紧，包括采取一定的宽容态度以向受

影响的家庭，企业和面临还款困难的地区提供财政救济，比如鼓励对中小企业的贷款、延迟偿还贷款、允许较高的不良贷款率等等。

但无论是相对应对2007/09年金融危机还是相对其他国家应对2020年新冠疫情，中国政府应对2020年新冠疫情的经济政策均可谓保守克制。其原因主要有三点，其一是中国经济连续十年稳增长，宏观杠杆率已经远高于其他相近发展水平的国家并接近欧美发达国家的水平，这意味着中国经济内在增长动力不足、经济增长结构扭曲与金融系统性风险的正反馈循环；中国政府当局从2017年起已经有意识改变经济增长结构、化解金融系统性风险，但无奈2018/19年遭遇中美贸易纷争，2020年遭遇黑天鹅新冠疫情，2020年一季度实体部门杠杆率和宏观整体杠杆率相比2017年三季度分别上升16.7和14.6个百分点。其二是考虑到中美经济相对规模的巨大变化以及金融危机后逐渐兴起的民粹主义，美国对中国外交指导方针由“接触+遏制”调整为“遏制+竞争”，特别是美国特朗普政府上台后中美经济贸易、地缘政治关系全面恶化，中国经济发展的外部环境发生了很大变化；在这种情况下中国在化解金融系统性风险、增强经济稳健性的同时还必须保持适当的经济政策空间，深厚的战略纵深是持久战的必要条件。其三是中国实施严格彻底隔离的抗疫措施，虽然在短期内对社会经济造成较大冲击，但也使得新冠疫情更快得到平息，便于后续复工复产复学进程的顺利开展，总体考虑下来这种抗疫模式优于不严格隔离、短期经济冲击程度小，但新冠疫情持续时间非常久的模式；而且由于中国率先从新冠疫情冲击中复苏，在后期新冠疫情国际扩散的时候，中国抗疫物资出口和部分疫情严重国家的出口订单转移到中国，对中国后疫情时期的经济增长也起到一定促进作用，2020年二季度净出口对中国GDP同比拉动作用从一季度的-0.98%上升到0.53%，这也为中国节约使用经济政策空间提供了客观条件。

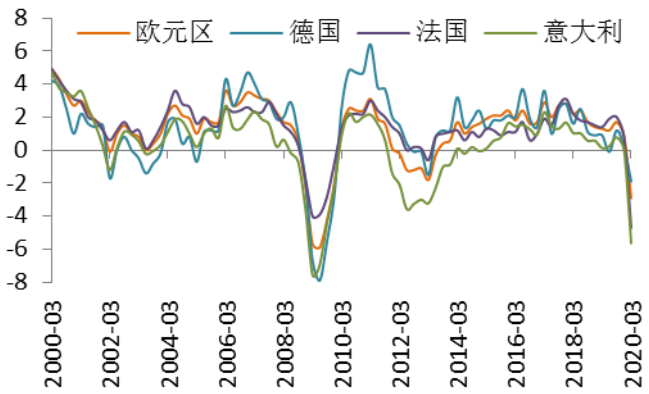
三、欧元区：自成一统

欧元区作为一个致力于政经一体化的发达国家联合体，其在遭遇危机时的政策协调是我们分析欧元区经济政策的主要视角；因为作为单一国家的集合和联邦制国家之间的过渡形态，欧元区趋于融合还是解体的走势至关重要。一直以来欧盟委员会都对其利用危机和不利事件推动欧洲一体化的能力感到自豪，欧盟精神之父Jean Monnet曾明确肯定对危机加以利用的必要性：“欧洲将在一次次危机中得到洗礼，成为全部危机解决方案的总和”。这种态度得到欧盟的广泛认可和肯定，但这种自负情绪也使得使欧盟委员会坚信坏消息就是好消息，因为唯一的解决方案是提高欧洲一体化程度；因此在处理危机事件时欧盟反应速度通常较为缓慢，其一是国家联合体内部协调效率不如单一国家，其二是危机充分暴露更有利于权

力集中，这里面说的是除货币管理权力之外其他社会管理权力也逐步从成员国层面集中到欧盟层面。

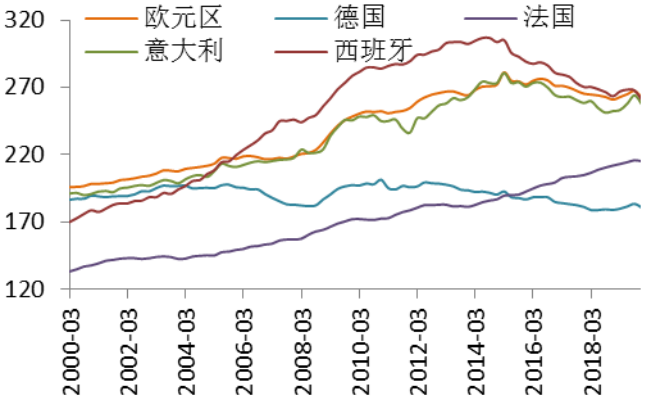
2008 年 9 月份之后美国金融危机扩散到欧洲，欧洲各国银行系统与实体经济均遭重创。由于此次危机起自金融部门且来势凶猛，而欧洲各国经济和金融体系结构相差较大，因此刚开始时各国在缺乏协调的情况下自行救治本国金融系统，然而这种处理方式往往体现出以邻为壑的特征，进而危及到欧洲一体化进程。2018 年 10 月 7 日欧盟 27 国财长会议指出成员国将协调各自的救市举措，这通常被视为成员国谋求合作的开始；10 月 12 日欧元区 15 国首脑于巴黎召开欧元区有史以来的首次峰会，会议所发表的《欧洲协调行动计划声明》指出各国应坚决全面地采取共同行动，以恢复信心和金融系统的正常运行；10 月 16 日欧盟举行布鲁塞尔首脑会议，最终确认了欧元区决议的原则与机制，此时欧盟及其成员国终于确立了共同应对金融危机的基本框架。2008 年 11 月 26 日欧盟委员会提出《欧洲经济复苏计划》，并于 12 月 12 日获得欧洲理事会批准而进入启动实施阶段，这是欧盟对经济危机做出协调应对的首例全面行动计划，该计划试图在《稳定和增长公约》框架内启动和协调各国的财政手段（2009 年财政刺激总额 2000 亿欧元，约占 2008 年欧盟名义 GDP 的 1.2%，在允许短期财政赤字超过 3%的同时，要求提供后期扭转财政状况的具体措施），迅速刺激需求增长和恢复市场信心，以推动经济复苏并避免深度衰退的出现；同时欧盟又强调以里斯本战略为依据，促进结构性改革和智慧型投资，推动技术创新和知识型经济发展，以提升欧洲经济的长期竞争力。

图11：欧元区实际GDP增长率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图12：欧元区实体部门杠杆率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

2009 年 10 月希腊新任首相帕潘德里欧宣布其前任隐瞒了大量的财政赤字，三大评级机构纷纷下调希腊的主权债务评级，投资者抛售希腊以及爱尔兰、意大利、葡萄牙、西班牙等其他财政脆弱国家的主权债券，欧洲债务危机全面爆发。欧债危机的根源在于货币管理体系的一体化使得经济发展水平较低的南欧国家在

获得北欧国家背书后大幅举债消费，而危机爆发后脆弱国家又不能通过货币贬值来重新获得经济竞争力。最终欧债危机是通过三匹马车救助欧猪五国、同时欧元区财政权力进一步汇聚到欧盟层面来处理，欧猪五国被迫进入整顿财政进程，而欧洲央行大幅宽松以对冲私人部门和政府部门同时去杠杆所产生的通缩压力。

由于欧洲国家在采取严格彻底的防疫措施方面较为得力，2020 年新冠疫情在欧洲的扩散持续时间不长，而且也没有爆发较为明显的二次疫情；但由于欧洲社会经济的开放性，欧洲新冠疫情未能像中国那样得到较为彻底的平息，因此新冠疫情对欧洲经济的冲击介于中国和美国之间。由于在遭遇新冠疫情冲击之时欧洲央行尚未进入货币政策正常化阶段，因此在新冠疫情爆发之后欧洲央行并未动用政策利率工具，而是实施了包括增加资产购买（延长 2019 年 11 月开始实施的 200 亿欧元/月购债计划至 2020 年底，新增 1.35 万亿欧元针对新冠疫情的资产购买计划 PEPP）、进行更多长期再融资操作 LTRO、增加抗疫紧急长期再融资操作 PELTRO、放松金融监管政策等措施在内的一揽子政策组合。在财政政策方面，3 月 14 日欧盟设立一项 370 欧元的投资计划以缓解新冠疫情对欧盟经济的影响；4 月 9 日欧盟就 5400 亿欧元抗议救助计划达成一致，救助计划中 1000 亿欧元用于欧盟委员会推出的劳动者保障项目（向企业发放工资补贴以尽量避免裁员），欧洲投资银行将向受疫情影响严重的企业提供 2000 亿欧元贷款担保，欧洲稳定机制将向意大利和西班牙等国政府提供总额 2400 亿欧元的低息贷款；7 月 21 日欧盟理事会就规模为 7500 亿欧元的下一代欧盟复苏基金 NGEU 达成协议，资金分为 3900 亿欧元赠款和 3600 亿欧元低息贷款，意大利和西班牙等受到新冠疫情打击的高负债国家和东欧国家将是基金的最大受益者，由欧盟委员会通过发行欧盟债券方式为 NGEU 融资。但由于新冠疫情是外部冲击，而并不是因为欧盟内部结构性问题而产生的内部冲击，因此在欧盟应对新冠疫情的政策措施中并没有明显体现促进欧盟一体化的精神，这与欧盟应对金融危机和欧债危机的政策措施有明显区别。

【建信期货研投中心】

宏观金融研究团队 020-38909340　　**有色金属研究团队** 021-60635734　　**黑色金属研究团队** 021-60635736
石油化工研究团队 021-60635738　　**农业产品研究团队** 021-60635732　　**量化策略研究团队** 021-60635726

免责申明：本报告谨提供给建信期货有限责任公司（以下简称本公司）的特定客户及其他专业人士。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“建信期货研投中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部
地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼
电话：021-60635548　邮编：200120
深圳分公司
地址：深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 B3211
电话：0755-83382269　邮编：518038
山东分公司
地址：济南市历下区龙奥北路 168 号综合营业楼 1833-1837 室
电话：0531-81752761　邮编：250014
上海宣化路营业部
地址：上海市宣化路 157 号
电话：021-63097530/62522298　邮编：200050
杭州营业部
地址：杭州市下城区新华路 6 号 224 室、225 室、227 室
电话：0571-87777081　邮编：310003
福清营业部
地址：福清市音西街福清万达广场 A1 号楼 21 层 2105、2106 室
电话：0591-86006777/86005193　邮编：350300
郑州营业部
地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2008A
电话：0371-65613455　邮编：450008
宁波营业部
地址：浙江省宁波市鄞州区宝华街 255 号 0874、0876 室
电话：0574-83062932　邮编：315000
总部专业机构投资者事业部
地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）6 楼
电话：021-60636327　邮编：200120
西北分公司
地址：西安市高新区高新路 42 号金融大厦建行 1801 室
电话：029-88455275　邮编：710075
北京营业部
地址：北京市宣武门西大街 28 号大成广场 7 门 501 室
电话：010-83120360　邮编：100031
上海杨树浦路营业部
地址：上海市虹口杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 811 室
电话：021- 63097527　邮编：200082
广州营业部
地址：广州市天河区天河北路 233 号 3316 室
电话：020-38909805　邮编：510620
泉州营业部
地址：泉州市丰泽区丰泽街 608 号建行大厦 14 层 CB 座
电话：0595-24669988　邮编：362000
厦门营业部
地址：厦门市思明区鹭江道 98 号建行大厦 2908
电话：0592-3248888　邮编：361000

【建信期货联系方式】

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼
邮编：200120　　全国客服电话：400-90-95533
邮箱：service@ccbfutures.com　　网址：http://www.ccbfutures.com