

宏观点评报告

2019年9月5日

国务院部署进一步稳增长

经济承压但破位下行空间有限

——中国银河研究宏观政策点评

核心内容：

★保持物价总体稳定，落实猪肉保供稳价措施，适时启动对困难群众的社会救助和保障标准与物价上涨挂钩联动机制。主要针对当前影响居民消费价格通胀水平的食品项下重要一项的猪肉价格。国家会多管齐下，从稳价格、保供给角度处理猪肉价格上涨的问题，而不是单纯地停下货币宽松的脚步。

★切实落实简政减税降费措施，优化营商环境，激发市场主体活力。要着眼补短板、惠民生、增后劲，进一步扩大有效投资。稳定经济运行的关键之一，只有树立正向市场预期，激发微观主体投融资活力，经济平稳运行才有坚实的基础。

★今年限额内地方政府专项债要确保9月底前发行完毕，10月底前全部拨付到项目，尽快形成实物工作量，扩大地方专项债使用范围。今年以来地方财政投融资矛盾趋于尖锐，财政压力增大，当前稳增长财政进一步显著发力空间有限，下半年逆周期调节会以货币政策为主力。

★多措并举稳就业，抓紧推进高职院校扩招100万人和运用1000亿元失业保险基金结余开展大规模职业技能培训等工作，研究进一步增加高职、技校招生规模和技能培训资金规模。稳就业的大局更加凸显运用一切手段稳增长的必要性，只有经济增长稳定在合理区间，就业稳定才有良好的基础。

★坚持实施稳健货币政策并适时预调微调，加快落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准等政策工具。从今年两会开始，降低实际利率水平就是国务院下达给货币政策当局的重要任务。国务院在两会时就提出综合运用各种货币政策实现这一目标的必要性。同时，当前实施货币宽松的条件也已具足。目前各项指标都指向经济下行而不是过热。外部环境上，中美达成贸易协议不乐观，同时全球经济放缓，外需疲弱短期难以有明显起色。主要国家央行被迫长期处于货币相对宽松周期，对于汇率和资本流动而言，中国目前实施货币宽松也是很舒服的时期，万事俱备条件具足，看不到不进行货币宽松的理由。

分析师

张宸

✉: (8610) 8357 1342

✉: zhangchen_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517120001

特别感谢：

余逸霖

✉: (8610) 66561871

✉: yuyilin_yj@chinastock.com.cn

国务院部署进一步稳增长，经济承压但破位下行空间有限

——中国银河研究宏观政策点评

9月4日国务院常务会议部署精准施策加大力度做好“六稳”工作；确定加快地方政府专项债券发行使用的措施，带动有效投资支持补短板扩内需。会议指出，上半年我国经济延续总体平稳、稳中有进态势。当前外部环境更趋复杂严峻，国内经济下行压力加大，各地区各部门要按照党中央、国务院部署，增强紧迫感，主动作为，把做好“六稳”工作放在更加突出位置，围绕办好自己的事，用好逆周期调节政策工具，在落实好已出台政策基础上，梳理重点领域关键问题精准施策。

针对当前经济工作，会议作出如下具体部署：

一是保持物价总体稳定，落实猪肉保供稳价措施，适时启动对困难群众的社会救助和保障标准与物价上涨挂钩联动机制；

解读：本措施主要针对当前影响居民消费价格通胀水平的食品项下重要一项的猪肉价格。从整体通胀水平看，当前CPI同比一定程度的上行，主要受到食品等项目价格上涨的供给冲击，而PPI表征的工业品价格却存在通缩压力，反映了内部需求疲弱的真实情况。因此，宏观决策当局并不认为通胀有整体上行压力，也不会因此掣肘货币政策宽松行动。国家会多管齐下，从稳价格、保供给角度处理猪肉价格上涨的问题，而不是单纯地停下货币宽松的脚步。

二是要切实落实简政减税降费措施，优化营商环境，激发市场主体活力。要着眼补短板、惠民生、增后劲，进一步扩大有效投资；

解读：当前从社会融资角度看，实体经济因为投资回报率低迷而缺乏投融资热情是拖累社会融资增长的一个重要原因。同时面对贸易战持续与全球经济放缓拖累外需的挑战，进一步优化国内市场营商环境成为稳定经济运行的关键之一，只有树立正向市场预期，激发微观主体投融资活力，经济平稳运行才有坚实的基础。

三是今年限额内地方政府专项债要确保9月底前发行完毕，10月底前全部拨付到项目，尽快形成实物工作量。按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效。扩大地方专项债使用范围，重点用于交通、能源、农林水利、污水垃圾处理、冷链物流、水电气热等基础设施和生态环保项目，职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务。不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。将专项债可用作项目资本金范围明确为符合上述重点投向的重大基础设施领域。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右；

解读：今年以来地方财政投融资矛盾趋于尖锐，财政压力增大。从上半年情况看，

地方专项债发行额度目前已达 90%，按照国务院部署 9 月底前专项债额度要发行完毕。表明在稳增长逻辑之下，中央还是希望地方在上半年基础上，继续保持较快的财政支出进度，加大对有效投资的资金挹注，从而对冲经济下行的压力。但是客观而言，地方财政当前增支减收的矛盾有所加剧。所以，新一年度的专项债新增额度会依照今年成例继续提前下发，但其到位地方并开始使用估计在明年一季度。因此，预计很难在今年年内对地方财政形成增量助益。我们认为，当前稳增长财政进一步显著发力空间有限，下半年逆周期调节会以货币政策为主力。

四是要多措并举稳就业，抓紧推进高职院校扩招 100 万人和运用 1000 亿元失业保险基金结余开展大规模职业技能培训等工作，研究进一步增加高职、技校招生规模和技能培训资金规模。

解读：六稳当中，保就业是关键中的关键，甚至可以说是稳定经济的落脚点——保就业和社会稳定，这是大局。所以在其余宏观调节政策之外，对于稳就业作出专门部署。我们此前观点认为，稳就业的大局更加凸显运用一切手段稳增长的必要性，只有经济增长稳定在合理区间，就业稳定才有良好的基础。

五是坚持实施稳健货币政策并适时预调微调，加快落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准等政策工具。引导金融机构完善考核激励机制，将资金更多用于普惠金融，加大金融对实体经济特别是小微企业的支持力度。要压实责任，增强做好“六稳”工作的合力，确保经济运行在合理区间。

解读：其实从今年两会开始，降低实际利率水平就是国务院下达给货币政策当局的重要任务。国务院在两会时就提出综合运用各种货币政策实现这一目标的必要性。因此，我们此前观点，尤其是年中以来我们一直坚持当前形势下坚定实施货币宽松的必要性。固然，我们要承认当前货币传导机制存在一定的阻滞，但是正因为如此才要加大总体货币环境的宽松程度，否则大河缺水小河支流就更加干涸。在财政扩张空间有所受限的背景下，货币政策发力是符合逻辑的选择。

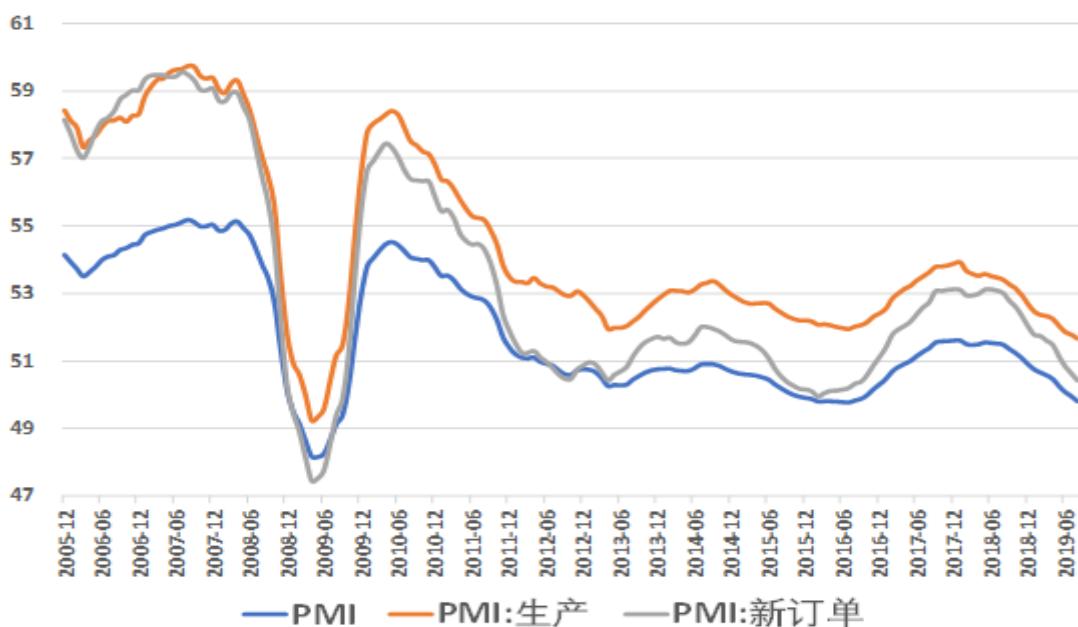
同时，当前实施货币宽松的条件也已具足。关注两个重要指标即 PMI 和 PPI，一个是经济景气先行指标，一个是工业品价格显示中下游需求的强弱，这两个指标所显示的信息，目前都指向经济下行而不是过热。外部环境上，中美达成贸易协议不乐观，同时全球经济放缓，外需疲弱短期难以有明显起色。主要国家央行被迫长期处于货币相对宽松周期，对于汇率和资本流动而言，中国目前实施货币宽松也是很舒服的时期，万事俱备条件具足，看不到不进行货币宽松的理由。至于猪价，目前猪肉已经迎来地产调控式的价格管控和保证供给措施。事实上，看 CPI 更应剔除食品价格，同时观察 PPI 的态势，如此就不会被 CPI 的数字所误导，得出滞胀或者类滞胀、货币不可能宽松的结论。

事实上，此前 LPR 改革就有寓降息于改革的意味，目前央行降息（尤其是公开市场操作工具降息）与降准均有空间，央行预计会以降准及综合运用公开市场量价工具为优先，落实稳健货币政策下的宽松操作。在 LPR 形成机制改革之后公开市场工具利率已经成为贷款市场利率的定价基础，央行公开市场操作具备了更加显著的货币政策执行力度。

总体来看，在经济下行压力之下，稳增长已经成为当前经济工作的主要目标。下半年适逢建国 70 周年大庆，保持经济平稳运行是必须完成的任务。PMI 整体以及生产和新

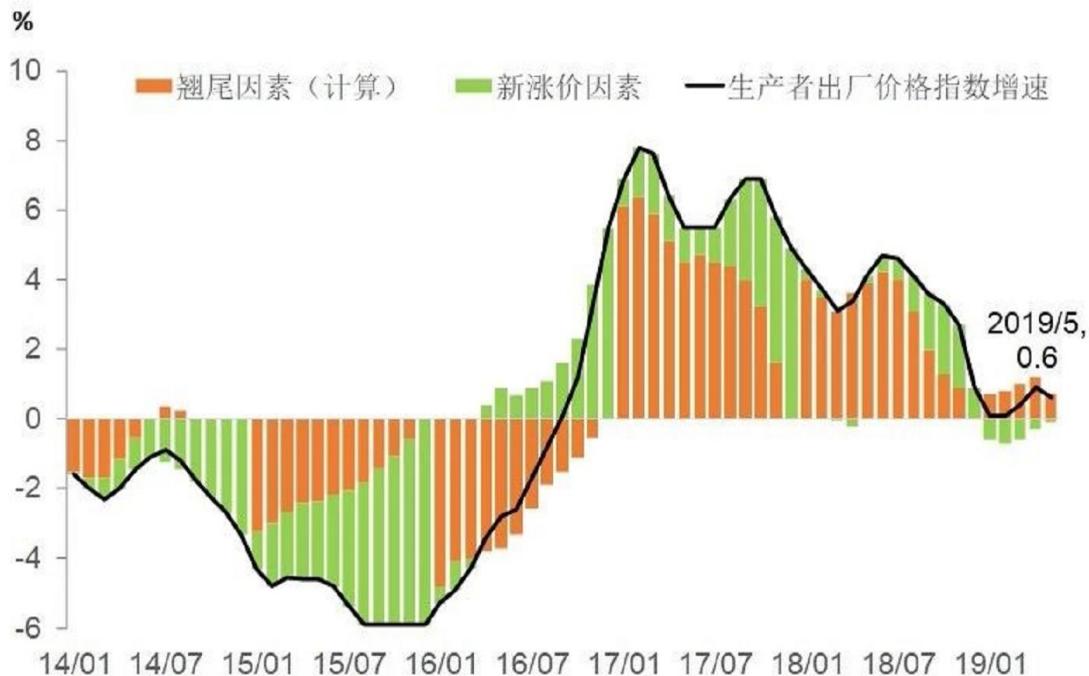
订单分项仍然处于下行趋势，经济景气下行趋势未改。在去年下半年低基数的情况下，目前各项经济指标的表现仍然不甚理想。内部需求疲弱态势超过外需弱化的影响，显示当前内部经济政策的调适以承托经济已经超越外部形势变化的影响。在经济下行压力持续的过程中，稳增长的重要性将被客观形势不断凸显。应该看到，在国家综合运用各种手段稳增长的政策环境下，下半年经济继续显著破位下行的空间已经不大，年度经济增长在 6%以上的目标达成应可以预期。

图 1：季调后 PMI 生产与新订单项所反映的需求弱化态势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2: PPI 同比显示工业品价格仍在通缩边缘徘徊



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10320

