

宏观政策分析报告

2019 年 12 月 10 日

稳中求进实现高质量发展

中国银河证券研究院 • 宏观政策分析报告 2019 年 11 月

核心内容：

★虽然当前经济运行正在继续磨底，但是有利于经济预期改善与风险偏好提振的有利因素正在累积，目前到 2020 年上半年经济运行与风险资产价格表现预计将因此得到正面支撑，对此可以保持谨慎乐观。但是长期结构性问题的解决，增速换挡之后在 5-6% 的增速区间能否将经济增长稳住，仍有待改革开放进一步的深化。

★政治局会议继续强调稳定经济运行在合理区间，为市场预期注入了坚定信心。一是证明了短期宏观经济管理的重要性，不能因为经济中存在结构性和长期性问题就将短周期管理所必要的稳增长政策有所忌讳。作为一个人均 GDP 仅 10000 美元左右的中等收入国家，难以轻言忽视经济增速的放缓可能连带产生的潜在经济及社会治理所付出的巨额代价。2020 年“两会”的政府工作报告大概率还是会设定 GDP 的目标增速区间，预计可能会定为“6%左右”。二是表明 2020 年经济总规模和居民人均收入较 2010 年翻一番的目标仍要力争实现，打好“十三五规划”和第一个百年奋斗目标的收官战。

★我国企业债务高企与金融模式一直以间接金融为主有着直接关联，大力发展直接融资，促进发挥资本市场作用尤为关键。在经济面临下行压力，中小企业融资渠道不畅制约科技创新的困境下，大力发展资本市场成为中国经济转型的必然选择。应该看到，以银行为媒介，以国家信用为背书的间接融资方式支撑了过去 30 年中国经济的高速发展，随着中国经济转型步入新经济时代，以技术进步和服务驱动型增长方式为新经济的发展，需要大力发展直接融资体系，更好地为实体经济服务。大力发展现代化、法治化的多层次资本市场能够在多方面对经济转型、实现国家高质量发展方面起到积极推动作用。

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

目录

一、国际宏观政策形势：不确定性之下的政策平衡	4
（一）美国：联储政策态度将更加凸显观望特征 经济继续温和扩张	5
（二）日本：经济发展与政策应对日益成为发达经济体的典范	8
二、国内宏观政策形势：保稳定是第一要务	10
（一）经济发展所面临的客观困难	10
（二）结构性与周期性思路并重应对经济下行	11
三、11月重点宏观政策	13
四、总结：继续深化改革开放 发挥资本市场的重要作用	17

图表目录

图 1. 欧元区与新兴市场制造业 PMI，新订单与库存之比	4
图 2. 美国就业市场依旧趋紧 失业率预计长期维持低位	7
图 3. 美国通胀水平依旧温和但预计向联储通胀目标水平缓步靠近	7
图 4. 日本经济总体增长形势较为缓慢 但相对稳定	9
图 5. 日本失业率处于 20 年低位 居民收入持续改善	9
图 6. 经济下行压力不容忽视	12
图 7. 工业品价格运行在通缩区间指向总需求低迷	12
表 1. 全球经济增长共同面临放缓趋势（同比变化）	5
表 2. 美联储最新经济预测显示经济增速距离衰退仍有距离	6

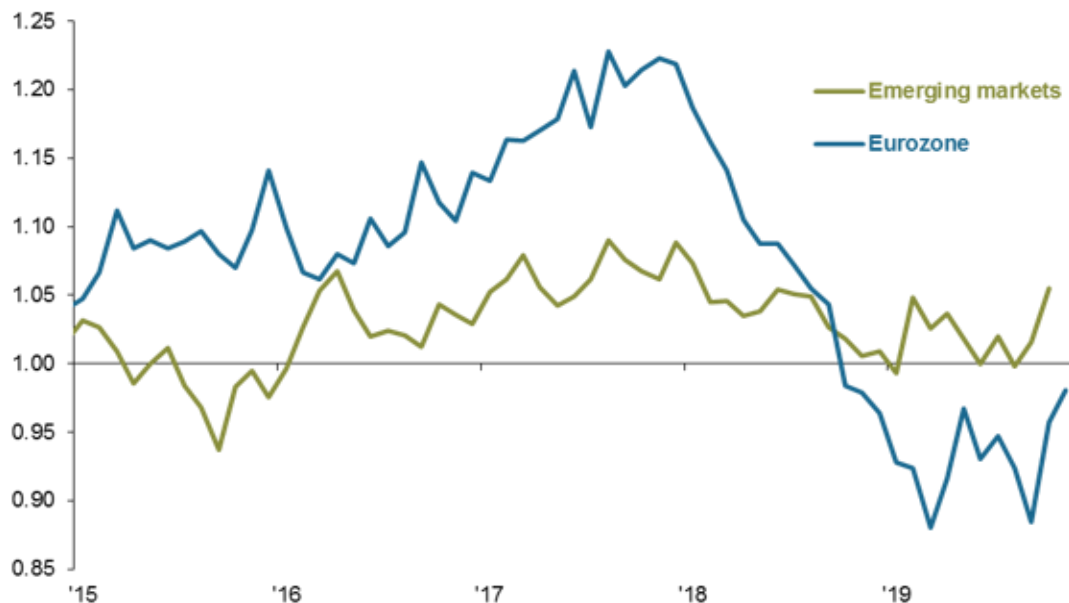
一、国际宏观政策形势：不确定性之下的政策平衡

目前，世界经济形势日趋复杂，预计 2019 年成为全球金融危机以来最低增速的年份。贸易壁垒增加，地缘政治紧张局势加剧，进一步削弱了经济增长。一些新兴市场经济体的本国特有因素以及发达经济体的结构性因素（如生产率增长缓慢和人口老龄化）都对经济增长造成拖累。

发达经济体的增长继续减缓至趋于长期潜在水平。2019-20 年的增长预测下调到 1.7%（2018 年增长率为 2.3%），预计 2020 年将维持在这一水平。在这些经济体，强劲的劳动力市场状况和政策刺激帮助抵消了外部需求减弱的不利影响。新兴市场和发展中经济体 2019 年的增长预测下调到 3.9%（2018 年增长率为 4.5%），原因包括贸易和国内政策不确定性，以及中国经济增长的结构性减缓。

一些积极因素可能推动 2020 年世界经济出现一些积极变化。贸易冲突有希望不会进一步升级，英国脱欧进程将不会陷入无协议协议退出。这些假设若能实现，加上 2019 年全年广泛的货币宽松和财政刺激方面的某些措施，应该会使全球增长略微停下增速放缓的脚步，甚至相对于 2019 年有所回升。有一些良好迹象已经出现，例如 10 月和 11 月，领先指标已开始改善，包括出口订单，以及 Markit 制造业 PMI 未来产出预期和新订单。重要的是，新兴市场和欧元区的新订单增速快于库存增速，这意味着未来几个月产出应该会有所回升。2020 年，预计美国经济将继续实现温和扩张，而美国以外地区的经济增长将出现温和改善。对于中国而言，外部经济环境若有一定修复将有助于 2020 年实现经济平稳运行。

图 1. 欧元区与新兴市场制造业 PMI 新订单与库存之比



资料来源：Markit，中国银河证券研究院

表 1. 全球经济增长共同面临放缓趋势（同比变化）

	2018	预测	
		2019	2020
世界产出	3.6	3.0	3.4
发达经济体	2.3	1.7	1.7
美国	2.9	2.4	2.1
欧元区	1.9	1.2	1.4
德国	1.5	0.5	1.2
法国	1.7	1.2	1.3
意大利	0.9	0.0	0.5
西班牙	2.6	2.2	1.8
日本	0.8	0.9	0.5
英国	1.4	1.2	1.4
加拿大	1.9	1.5	1.8
其他发达经济体	2.6	1.6	2.0
新兴市场和发展中经济体	4.5	3.9	4.6
亚洲新兴市场和发展中经济体	6.4	5.9	6.0
中国	6.6	6.1	5.8
印度	6.8	6.1	7.0
东盟五国	5.2	4.8	4.9
欧洲新兴市场和发展中经济体	3.1	1.8	2.5
俄罗斯	2.3	1.1	1.9
拉丁美洲和加勒比	1.0	0.2	1.8
巴西	1.1	0.9	2.0
墨西哥	2.0	0.4	1.3
中东和中亚	1.9	0.9	2.9
沙特阿拉伯	2.4	0.2	2.2
撒哈拉以南非洲	3.2	3.2	3.6
尼日利亚	1.9	2.3	2.5
南非	0.8	0.7	1.1
低收入发展中国家	5.0	5.0	5.1

资料来源：国际货币基金组织，中国银河证券研究院

（一）美国：联储政策态度将更加凸显观望特征 经济继续温和扩张

我们认为，美联储 10 月降息行动之后将转入观望期，至今美联储已累计将政策利率下调 75 个基点，将政策利率区间降至 1.50%~1.75%，这是历次加息周期尾声的最低水平，美联储的常规货币政策空间已经所剩无几。

当前，美国经济历经二战后最长时间持续复苏之后，总体来看，美国经济状况依然良好。居民部门（家庭）消费的持续强劲支撑了经济增长，而繁荣的劳动力市场又反过来支撑了经济增长。通胀仍然持续温和，全年通胀水平预计略低于 2% 的目标。

无可否认，尽管对美国经济的基本预期是有利的，但在上述较为乐观的判断背后，一些可能导致经济下行风险的因素也客观存在。目前看，全球形势和贸易条件的紧张对美国经济前景构成了不利因素，这些不利因素是美联储在决策最近的货币政策宽松行动相关评估中一个重要的考虑因素。但是随着中美第一阶段协议可能达成，贸易条件对于经济的不利影响或在2020年得到控制。

总体而言，鉴于美国居民部门杠杆率处于良性水平、非金融企业债务压力尚可承受、金融体系抗风险能力显著增强，在不发生外部事件冲击的情况下，美国经济短期内（1-2年内）发生衰退的可能性较低（见表1）。因此，从短期看，美联储重点考虑了美国经济受到特朗普政府贸易政策不利影响的拖累。在此基础上，美联储采取了降息和重新扩张央行资产负债表的策略。

在目前时间点前瞻来看，美联储预计后续将按兵不动，转入政策观望期，以观察宽松政策对于经济的影响，同时积极运用资产负债表工具，调节合意准备金水平，保证金融体系流动性供给。考虑到即将到来的2020年是美国大选年，从历史上看大选年（如2016年）美联储一般倾向于按兵不动，采取中性的政策姿态。我们仍然认为，基于美国经济基本面考量，美国并不需要激进的货币宽松周期，但在复杂的现实内外形势面前，美联储越发陷入多目标权衡的艰难境地也是客观的现实。

表2. 美联储最新经济预测显示经济增速距离衰退仍有距离

发布时间		核心PCE				PCE				GDP				失业率			
		2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
2019年	9月	1.8	1.9	2	2	1.5	1.9	2	2	2.2	2	1.9	1.8	3.7	3.7	3.8	3.9
	6月	1.8	1.9	2		1.5	1.9	2		2.1	2	1.8		3.6	3.7	3.8	
	3月	2	2	2		1.8	2	2		2.1	1.9	1.8		3.7	3.8	3.9	
2018年	12月	2	2	2		1.9	2.1	2.1		2.3	2	1.8		3.5	3.6	3.8	
	9月	2.1	2.1	2.1		2	2.1	2.1		2.5	2	1.8		3.5	3.5	3.7	
	6月	2.1	2.1			2.1	2.1			2.4	1.8			3.5	3.5		
	3月	2.1	2.1			2	2.1			2.4				3.6	3.6		

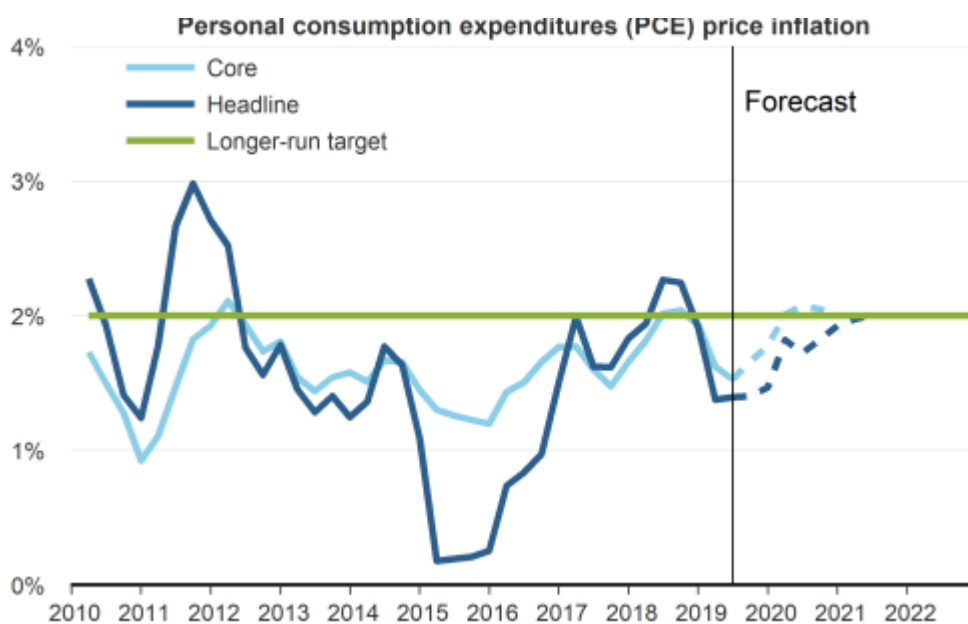
资料来源：美联储，中国银河证券研究院

图 2. 美国就业市场依旧趋紧 失业率预计长期维持低位



资料来源：美国达拉斯联储，美国国会预算办公室，中国银河证券研究院

图 3. 美国通胀水平依旧温和但预计向联储通胀目标水平缓步靠近



资料来源：美国国家经济研究局，中国银河证券研究院

（二）日本：经济发展与政策应对日益成为发达经济体的典范

日本目前的经济增长固然仍然缓慢。从总体日本经济形势看，经济动向及先行指标均呈现下降态势，工业生产以生产资料及消费品为中心趋势亦呈现疲软。但安倍经济改革进程开始以来，反映价格变化和经济规模变化的名义增长率出现提振，政府债务与国民收入的比率几十年来首次企稳。

居民收入与消费却在持续改善。与经济增长的缓慢相对，名义薪金虽有波动，仍呈现增长态势。实际消费虽有波动，仍呈现出改善趋势。

失业率处于 20 年来低位。失业率处于 1992 年以来的低水平范围，结合居民收入和消费情况，显示日本经济总体仍然较为平稳，危机风险不大。

日本日益成为发达经济体经济发展与政策应对的典范。安倍经济学以实际成绩显示了其政策价值。自安倍开始改革以来，反映价格变化和经济规模变化的名义增长率有所提高。政府债务与国民收入之比数十年来首次企稳。安倍经济学的“三支箭”：政府增加支出、日本央行 (BoJ) 放松货币政策、以及一系列旨在提高经济长期增长率的结构性改革，目标在于应对日本长期的经济停滞与通缩。

总体看安倍经济学获得了预期成功，日本经济增长尽管缓慢，但相对稳定，安倍经济学为世界其他发达经济体提供了应对低增长、低通胀经济形势的经验。首先，央行拥有比一般认识要充足的弹药。日本央行在刺激经济方面比同行更加“胆大心细”：它率先实行分级利率，并将股票纳入央行资产购买计划，至今仍是唯一直接瞄准长期利率的主要央行。其次，最积极的经验是尽管日本的总体增长率一直低迷，但日本的人均收入增长率却令人关注。日本人民生活水平不断提高，同时总体控制着不平等，这是安倍成为日本宪政历史以来最长执政时间首相对其经济政策的最重要信心来源。

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_8382

