宏观政策分析报告 2019 年 3 月 31 日

变中有忧 柳暗花明

中国银河研究院·宏观政策分析报告 2019 年 3 月

核心内容：

★总体上看，我们认为 2019 年将会是中国经济稳定增长深化改革，从而收获预期与资产价格修复的一年，总体形势变中有忧，但终究应会是柳暗花明。

★在 2019 年全球经济景气周期下行的背景下，各国政策都或多或少向更加积极与宽松的方向调整。美联储更加谨慎地对待货币政策收紧进程及其背后反映的美国经济增速的调整，对于包括中国在内的新兴市场国家资本流动与汇率平稳而言相对有利。但美国、欧洲与日本的经济放缓又会从需求面对中国经济形成一定拖累。同时，中国经济的下行压力与结构调整，会对世界经济需求形成负面影响。因此，在目前形势下，各国需要进一步合作以弥合分歧，化解矛盾进一步应对全球经济风险。

★中美战略博弈在今年有可能出现结构性缓和。所谓结构性体现在经贸领域的分歧，可能通过新的经贸协定而得到很大程度的缓和。但中美关系中所存在的矛盾不仅是经贸领域，而关系到新兴国家与守成大国的实力相对增减，因此需要两国政治家以更大智慧与行动力加以妥善处理。

★在今年经济下行压力之下，国内货币与财政政策作为当局短期宏观调节工具会被有效运用。但我们认为这主要是托底经济增长，以维护经济与金融的平稳运行，而非对经济实施“大水漫灌”的强刺激。短期宏观政策不能替代全面深化改革解决我国经济运行中长期存在的结构性问题。

★区域经济发展政策将由过往的经济一体化发展向跨区域集聚发展升级，跨区域集聚发展本质上是更深层次的区域经济一体化。跨区域集聚发展的基本特征是空间范围纵横交织、产业分工优势互补、创新生态共生共荣、基础设施互联互通、思想文化开放包容、体制机制相互弥合。在跨区域集聚发展战略的视角与规律下，打造一个新型都市圈或者超级城市群，核心是强调经济发展模式转换、城市发展模式转换、创新发展模式转换的协同演进，以及集合产业功能、城市功能、创新功能的全方位融合发展。我们认为，粤港澳大湾区与长三角经济一体化均能成为我国落实新时代跨区域集聚发展战略的典范。

分析师

张宸
☎：（8610）8357 1342
✉：zhangchen_yj@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130517120001

许冬石
☎：（8610）8357 4134
✉：xudongshi@chinastock.com
执业证书编号：S0130515030003

特别感谢：

余逸霖
☎：（8610）66561871
✉：yuyilin_yj@chinastock.com.cn

目录

国际宏观政策动态：景气下行周期背景下的政策重新定位 3
国内宏观政策动态：全面深化改革与扩大开放的新时代 10
2019 年两会政策要点：全面深化改革 坚持市场配置资源的决定性作用 10
区域发展政策：从区域经济一体化到跨区域集聚发展 13
货币政策动态：营造松紧适度的货币金融环境 20
财政政策动态：兼顾稳增长与促改革 23
总结：变中有忧 柳暗花明 26

图表目录

图 1. 摩根大通全球制造业 PMI 3
图 2. 全球主要经济体制造业 PMI 3
图 3. 美欧日等主要经济体通胀水平 3
图 4. 全球主要经济体 10 年期国债收益率 3
图 5. 国际货运主要指数 4
图 6. 全球主要权益市场指数变化 4
表 1. 2019 年 3 月美联储核心经济数据预测 4
图 7. 美联储政策利率变化 5
图 8. 2015 年 1 月处于规模峰值的美联储资产负债表 6
图 9. 美联储资产负债表中国债与抵押贷款支持证券的规模变化 6
表 2. 1980 年以来美联储历次货币紧缩进程要点归纳 7
表 3. 2019 政府工作报告内容要点（与上年对比） 10
续表 3. 2019 政府工作报告内容要点（与上年对比） 11
续表 3. 2019 政府工作报告内容要点（与上年对比） 12
续表 3. 2019 政府工作报告内容要点（与上年对比） 13
图 10. 粤港澳大湾区战略地位说明 14
图 11. 长三角区域发展历史沿革 17
图 12. 广义货币（M2）增速与名义经济增速的比较 20
图 13. 社会融资增量结构分解 21
表 4. 减税规模测算 24
表 5. 减税行业影响估计 24

国际宏观政策动态：景气下行周期背景下的政策重新定位

为了应对经济景气下行的现状，各国纷纷选择将宏观政策，尤其是货币政策重新向宽松定位，在货币政策紧缩进程中的国家，例如美国也对于继续紧缩进程持更加谨慎的态度。仍在宽松通道中的国家和地区，如欧元区与日本，更加难以结束货币宽松的进程。

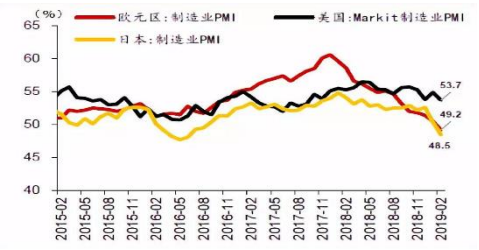
（1）背景：全球经济放缓压力增大 景气周期下行

全球景气周期下行，各主要经济体宏观政策向宽松回摆。2018 年，在经历了 2017 世界经济同步复苏进程之后，全球经济复苏趋于分化，经济景气周期进入后半程，唯有美国经济在其扩张性财政政策刺激之下于年内一枝独秀，创下良好的经济增长纪录。本轮全球经济景气周期自 2016 年 2 季度开始回升，制造业和服务业 PMI 分别持续上涨了 6 和 7 个季度之后，分别于 2017 年 4 季度和 2018 年 1 季度达到高点。进入 2018 年 2 季度之后，景气程度开始从高位持续回落。4 季度摩根大通全球综合 PMI 和全球制造业月均值分别为 53.0 和 51.8，分别较 2018 年 3 季度均值回落 0.3 和 0.7%。

图 1. 摩根大通全球制造业 PMI

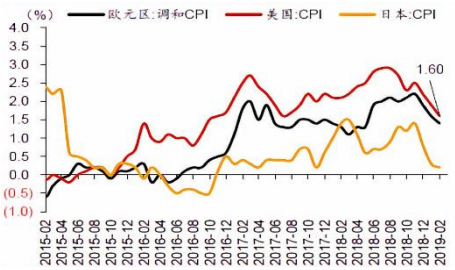
资料来源：Wind 中国银河证券研究院

图 2. 全球主要经济体制造业 PMI



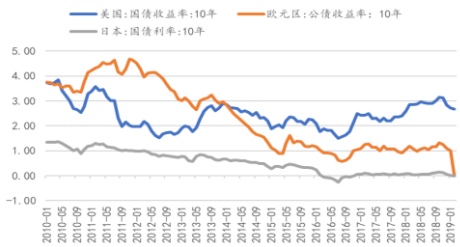
资料来源：Wind 中国银河证券研究院

图 3. 美欧日等主要经济体通胀水平



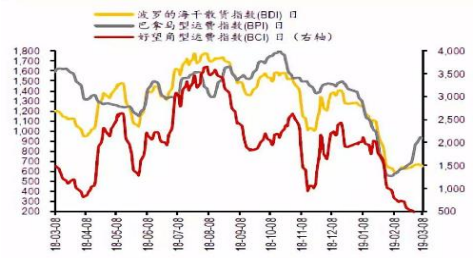
资料来源：Wind 中国银河证券研究院

图 4. 全球主要经济体 10 年期国债收益率



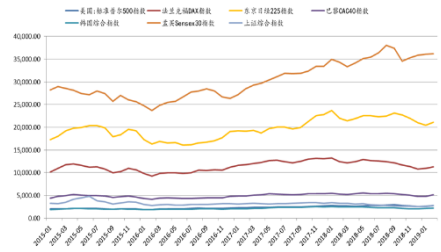
资料来源：Wind 中国银河证券研究院

图 5. 国际货运主要指数



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

图 6. 全球主要权益市场指数变化



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

（2）以美国央行为首的政策应对：联储货币政策紧缩进程更加谨慎

美国东部时间 3 月 21 日凌晨，美联储联邦公开市场委员会（FOMC）议息会议决定维持联邦基金利率于 2.25-2.50%水平不变。同时，FOMC 还公布了联储资产负债表正常化的原则和计划，预计今年 5 月起放缓缩表步伐，至今年 9 月底结束缩表行动，阶段性完成央行资产负债表重塑的过程。根据官方公布的经济预测，美联储对今明两年（2019-2020 年度）经济增长与通胀预期均有所弱化，核心通胀（排除食品和能源）预期维持不变，判断失业率将于今年见底（3.7%）并与未来两年逐步上升。

总体来看，本轮联储货币政策紧缩周期在 2019 年有望落幕，其背后的原因深层可以归结为美联储对于当代（2008 年全球金融危机之后）中央银行的两大核心目标——经济温和持续增长与金融稳定的权衡把握。

表 1. 2019 年 3 月美联储核心经济数据预测

Percent

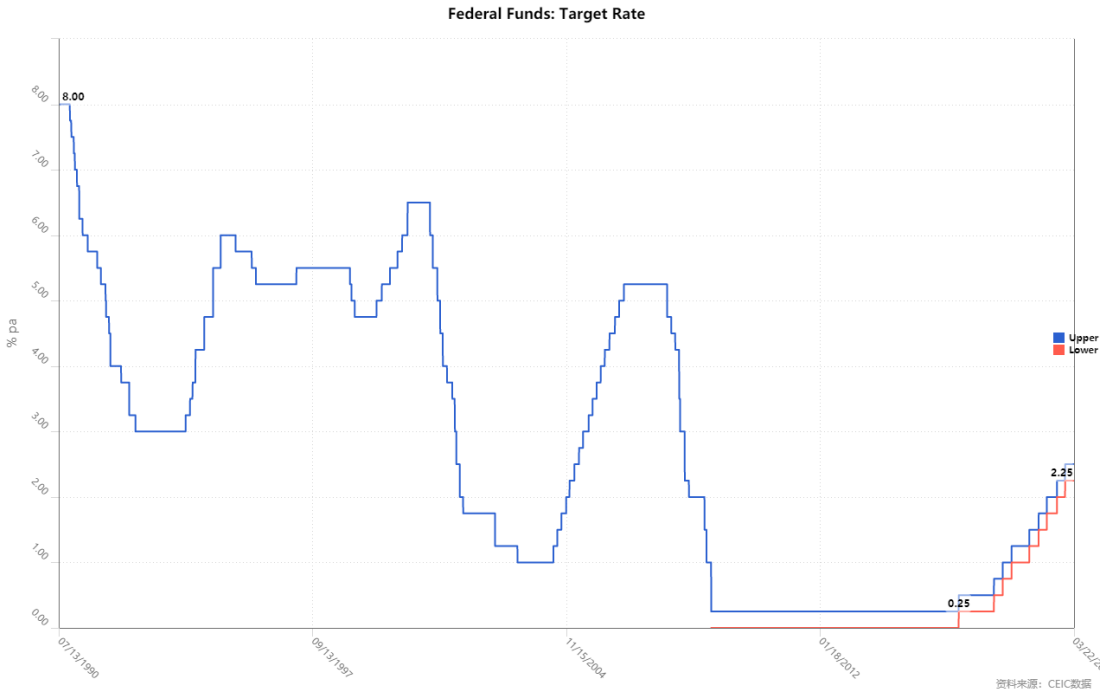
Variable	Median[1]				Central tendency[2]				Range[3]			
	2019	2020	2021	Longer run	2019	2020	2021	Longer run	2019	2020	2021	Longer run
Change in real GDP	2.1	1.9	1.8	1.9	1.9-2.2	1.8-2.0	1.7-2.0	1.8-2.0	1.6-2.4	1.7-2.2	1.5-2.2	1.7-2.2
December projection	2.3	2.0	1.8	1.9	2.3-2.5	1.8-2.0	1.5-2.0	1.8-2.0	2.0-2.7	1.5-2.2	1.4-2.1	1.7-2.2
Unemployment rate	3.7	3.8	3.9	4.3	3.6-3.8	3.6-3.9	3.7-4.1	4.1-4.5	3.5-4.0	3.4-4.1	3.4-4.2	4.0-4.6
December projection	3.5	3.6	3.8	4.4	3.5-3.7	3.5-3.8	3.6-3.9	4.2-4.5	3.4-4.0	3.4-4.3	3.4-4.2	4.0-4.6
PCE inflation	1.8	2.0	2.0	2.0	1.8-1.9	2.0-2.1	2.0-2.1	2.0	1.6-2.1	1.9-2.2	2.0-2.2	2.0
December projection	1.9	2.1	2.1	2.0	1.8-2.1	2.0-2.1	2.0-2.1	2.0	1.8-2.2	2.0-2.2	2.0-2.3	2.0
Core PCE inflation[4]	2.0	2.0	2.0		1.9-2.0	2.0-2.1	2.0-2.1		1.8-2.2	1.8-2.2	1.9-2.2	
December projection	2.0	2.0	2.0		2.0-2.1	2.0-2.1	2.0-2.1		1.9-2.2	2.0-2.2	2.0-2.3	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	2.4	2.6	2.6	2.8	2.4-2.6	2.4-2.9	2.4-2.9	2.5-3.0	2.4-2.9	2.4-3.4	2.4-3.6	2.5-3.5
December projection	2.9	3.1	3.1	2.8	2.6-3.1	2.9-3.4	2.6-3.1	2.5-3.0	2.4-3.1	2.4-3.6	2.4-3.6	2.5-3.5

资料来源：美联储

1）美联储货币紧缩周期回顾

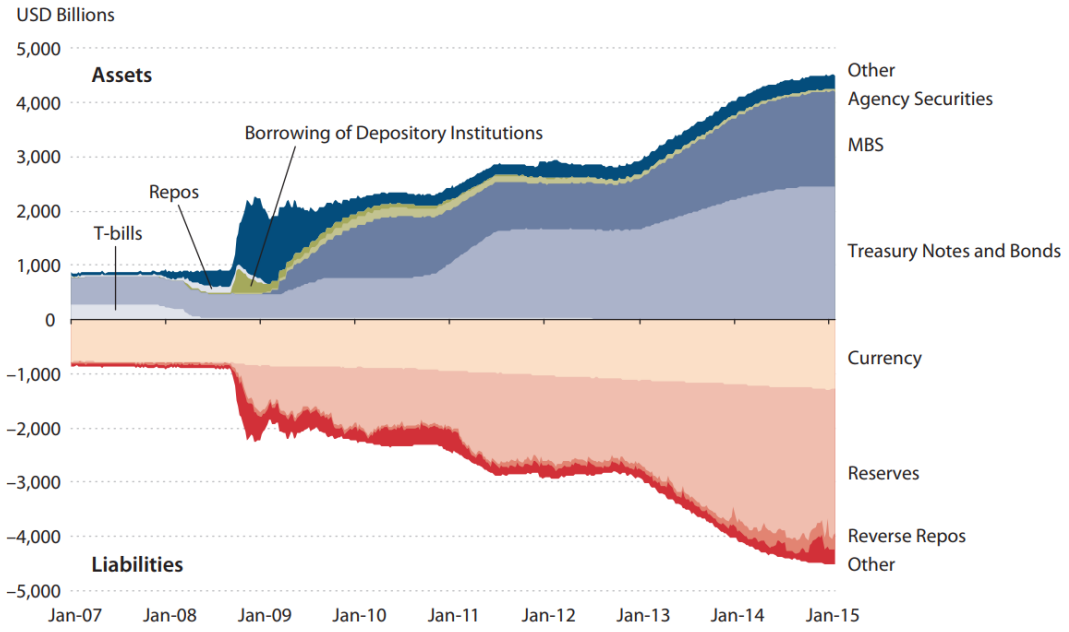
本轮美联储货币政策紧缩周期始于 2014 年 10 月美联储宣布停止量化宽松（Quantitative Easing，QE），以及 2015 年 12 月开启的本轮加息进程（图 1）。2007 年年中至 2009 年初，美联储为应对全球金融危机带来的经济及金融市场冲击，及时履行最后贷款人（Lender of Last Resort）职责，将政策利率从 5.25%高位降至 0-0.25%区间的“零利率下限”（Zero Lower Bound，ZLB），并继而为了持续实施进一步宽松的货币政策，以支撑经济运行及金融市场，相继推出四轮 QE 操作（图 2、图 3），以扩张央行资产负债表规模的方式，大举买入美国国债、机构债券和抵押贷款支持证券（Mortgage-Backed Securities，MBS），持续向银行系统注入流动性，向市场投放大量货币供给，支持经济复苏，促进金融市场平稳运行。

图 7. 美联储政策利率变化



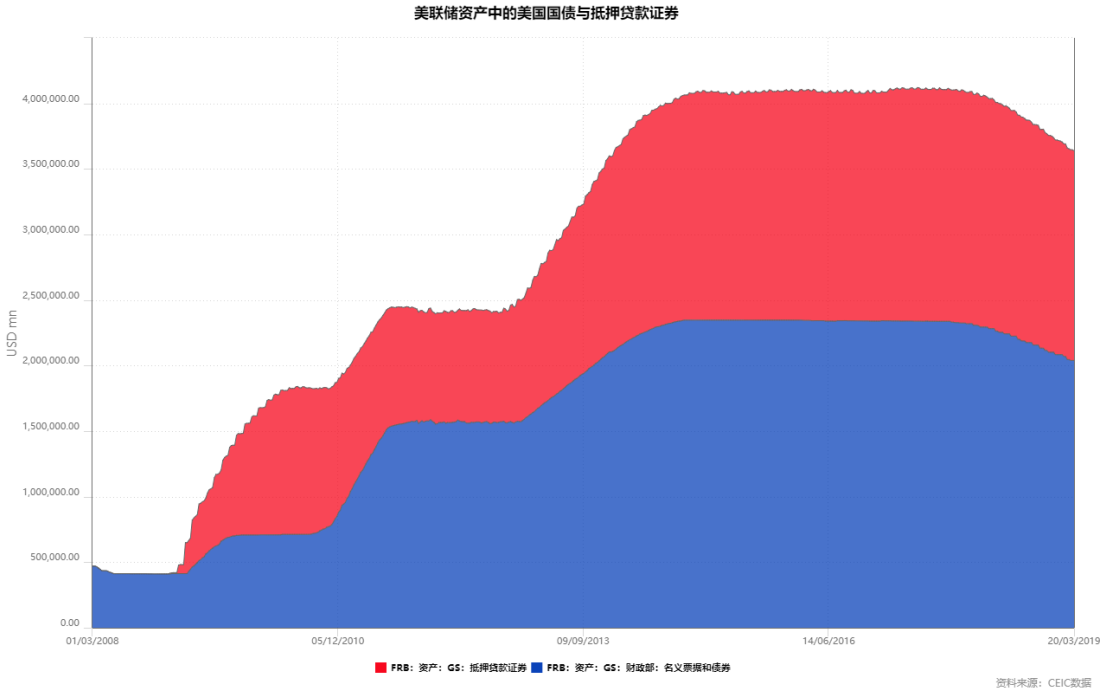
资料来源：CEIC，中国银河证券研究院

图 8. 2015 年 1 月处于规模峰值的美联储资产负债表



资料来源：美联储

图 9. 美联储资产负债表中国债与抵押贷款支持证券的规模变化



资料来源：CEIC，中国银河证券研究院

2009 年年中之后，在极度宽松的货币政策支持下，美国经济开始触底回升，步入长达十年至今的复苏进程。根据美国国民经济研究局（NBER）的官方认定，美国因次贷危机所致的经济衰退始于 2007 年 12 月，终结于 2009 年 6 月，历时 18 个月。在本轮衰退中，美联储积极果断的货币政策激进扩张行动成为了宏观调节的核心。在危机干预与经济复苏的进程中，美联储以成功的政策实践，有效避免了上世纪 30 年代的“大萧条”重演，大大拓展了中央银行货币政策理论与实践的传统框架。

正因如此，本次货币政策回归常态的进程，在美联储货币政策实践历史上也并无先例可循。激进的降息政策及“量化宽松”操作之后，从史上最低的政策利率水平“零利率下限”开始加息进程，同时展开央行资产负债表规模缩减行动，究竟会对美国经济产生何种影响？过往的政策宽松退出周期难以给出直接的答案，但是一些共同的经验原则，还是值得探寻，以便更好地总结本轮美联储政策实践的得失权衡。

1980 年代以来，在美联储的政策实践历史上，本轮政策紧缩周期之前大致经历过五轮货币政策宽松退出进程（表 2）。从前五轮加息的共同点看，防范通胀是美联储开启加息周期的首要意图。鉴于 1980 年代美国对于高通胀的深刻记忆，美联储对通胀十分敏感，在通胀预期均予以及时与必要的控制。其次，美联储倾向于运用政策工具对经济进行微调，以实现经济软着陆。最后，加息周期开启后，往往表现为连续加息，以此有效引导市场对政策稳步紧缩的预期，从而有效控制预期通胀。

表 2. 1980 年以来美联储历次货币紧缩进程要点归纳（本轮加息周期的相关信息为预测值）

时间起点	时间终点	政策目标利率峰值	累计加息幅度
1982 年 12 月	1984 年 8 月	11.05%	350BPs
1988 年 3 月	1989 年 5 月	9,80%	330BPs
1994 年 3 月	1995 年 2 月	6.00%	275BPs
1998 年 11 月	2000 年 5 月	6.50%	200BPs
2004 年 6 月	2006 年 6 月	5.25%	425BPs
2015 年 12 月	2019-20 年（E）	2.75%（E）	250BPs（E）

资料来源：中国银河证券研究院

此前五轮加息周期中，平均每轮加息次数为九次、累计加息幅度为 315BPs。从本轮紧缩周期来看，本轮加息进程的起点最低（零利率下限，0-0.25%区间），加息进程明显温和。从美联储的政策实践经验看，加息起点越低，货币政策紧缩周期所产生的经济冲击越大，如果加息步伐太快，则经济体可能会陷入衰退。本轮紧缩周期的起点是历史最低点为 0.25%，若加息步伐过于激烈，则造成经济的剧烈冲击的概率较高。美联储前主席耶伦曾表示，“在均衡实际利率处于低位的时候开始紧缩周期或将面临巨大的经济成本，这将延缓中央银行实现价格稳定的目标。”对于本轮史无前例的政策紧缩进程，美联储采取了格外谨慎的手法。

2）数据依赖性所指向的谨慎态度

由于本轮加息起点为历史最低点接近于 0，美联储有足够的余地通过加息来应对通胀飙升，却只有极为有限的空间，以再次压低利率的方式来应对经济衰退的威胁。紧缩的幅度太大，或者频率过高都会带来经济衰退的风险。因此，在本轮加息周期当中，美联储尤其强调其“数据依赖性”。

何为数据依赖性？根据纽约联储主席威廉姆斯今年 1 月 18 日题为《货币政策：数据依赖方法》的政策演讲，数据依赖性不仅包括观察主要的经济指标——GDP 增长、通货膨胀和就业等，还须观察大量关于发生了什么以及潜在风险的信息，包括对家庭和企业的一些关键经济信息调查，同时也包括金融市场指标——市场价格蕴含了投资者如何看待当前的经济形势及未来前景的信息。国际金融市场及银行业的运行状况也是需要关注的重要方面。总之，“依赖数据”意味着在考虑经济和货币政策时，要采取全局性的观点，全面的数据从不同侧面提供了对正在发生的事情更为丰富和完整的描述。

威廉姆斯进一步指出，虽然联储及他个人预期 2019 年美国经济形势相对于 2018 年走软，但仍预计可以看到 2-2.5%左右的经济增速，意味着经济仍将健康温和地增长。只是在当下市场与社会对于全年经济的预期，显著弱于 2018 年同期对于当年经济强劲增长的普遍乐观情绪。联储需要的是更具有政策操作性的耐心与谨慎。如果 2019 年经济增长继续远高于可持续水平（如 2018 年），仍有空间提高利率；如果情况变得不那么乐观，则需要进行相应政策调整。

我们认为，纽约联储主席在今年年初的上述表述，完美诠释了此前 3 月议息会议美联储继续按兵不动的政策行为。从数据角度看，2019 年美国经济增速相对于 2018 年将大概率实现向下换挡，当前市场与社会对于经济前景的预期也显著弱于上年同期，因此 2019 年美联储将相对更为谨慎地对待货币紧缩的政策操作。

3）仍然总体健康的美国经济与殊途同归的中美货币政策

我们综合观察美国产出缺口、失业率缺口与通胀缺口，据此认为当前美国经济仍处于稳步扩张的健康通道中，虽然一些衰退预期指标（如 10 年期与 3 个月美国国债收益率利差倒挂）提示了潜在的衰退风险，但目前仍应对美国经济继续保持相对乐观。另一衰退预期指标 10 年期与 2 年期国债收益率利差目前仍未出现倒挂。

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_13423