

## 抗击衰退稳定增长 扩张政策托底民生

### ——2020年3月中国宏观政策报告

#### 核心内容:

☆在全球各国的共同努力下，疫情的某些好转迹象正在显现，但是能否持续，尤其是欧美若恢复正常生产生活秩序之后能否维持，仍然有待观察，未来仍寄望于疫苗和相关药物的研发。从对数趋势看，英国增速有所放慢，意、西、德、法先后出现拐点迹象，欧洲整体从4月初以来正以平台方式经历拐点，各国疫情控制努力还是可以见到成效。美国疫情显出放缓趋势，日增速降至10%以下，新增病例倍增时间延长到9天。对数趋势线明显向右偏曲，靠向欧洲。纽约近日住院人数增量明显减少，可以视为疫情有所好转的迹象。但是美国的检测力度仍然是问题，目前美国的检测密度和阳性率对比韩国也仍有很大差距，表明其检测瓶颈仍然存在，当前数据存在失真问题，尤其是考虑到美国累计死亡率仍然高于3%。在这种情况下，如果美国依白宫预期在下月恢复正常生产生活秩序之后，疫情的控制仍然会是一个严峻挑战，未来仍寄望于疫苗和相关药物的研发。

☆当下更需注意的是世界疫情防控的短板——广大欠发达国家，这将成为后续全球疫情防控与经济社会问题的隐患爆发点。政府领导能力与医疗公共卫生资源尚且远逊于美国的印度、非洲、南美等不发达国家抗疫处境最为艰难，后期第三世界国家有疫情爆发风险。联合国粮农组织已经警告不发达国家粮食危机的风险，后续世界疫情严重蔓延国家的经济与社会问题是大概率“灰犀牛”事件。

☆3月以来，除了美联储大手笔推出降息至零利率下限（ZLB）以及一揽子资产购买计划的宽松货币政策之外，美国国会与美国政府也相继推出一系列财政刺激计划以支撑经济，缓解疫情蔓延期间的经济困难。美东时间3月27日，规模高达2.14万亿美元的《冠状病毒援助、救济和经济保障法案》（Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act 2020）由美国总统特朗普签署生效。

☆全球经济扩张性政策，虽然难以实质扭转疫情迅速蔓延对于经济的冲击（无力改变疫情所致的经济停滞），但是能够帮助企业和家庭部门在疫情期间尽量缓解现金流断裂枯竭的现象。对于中国而言，这些海外扩张性政策除了可以从减轻全球经济痛苦角度有利于中国经济，更存在对于中国经济和金融市场更为深刻、复杂的间接外溢影响。

☆在上述背景下，货币政策固然需要宽松，整体降低全社会包括政府的融资成本以支持实体经济复苏，但是货币政策的作用有其边界，并非万能；更加关键的是财政政策应该果断扩张，突破3%的赤字率上限，全力支持经济复苏，但是如何操作当前所需的扩张性财政是一个关键问题。因此，新发展理念必将贯穿经济社会各项工作的始终，无论货币或财政都会是精准发力，避免大水漫灌。

#### 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、美欧主要经济体在抗疫与抗经济衰退中艰难前行 .....	2
1. 海外疫情发展形势不容乐观 .....	2
2. 世界各国宏观政策刺激大举出台 .....	4
二、中国宏观政策将进一步发力抗击衰退促进复苏 .....	10
1. 海外扩张性政策：对中国经济与金融市场的间接外溢影响 .....	10
2. 一季度末政治局会议部署全力稳增长促复苏 .....	12
(1) 稳定是压倒一切的工作总要求 .....	12
(2) 扩张性经济政策是必然的政策选项 稳就业保民生是落脚点 .....	13
(3) 新发展理念将贯彻经济社会工作的始终 .....	14
3. 中国货币政策预计将坚持常态化框架 .....	14
三、深化金融改革推动中国市场成为新的国际安全资产中心 .....	17

## 图 表 目 录

图 1：全球感染病例累计密度分布示意图 .....	3
图 2：全球主要疫情国家和地区对数增长趋势 .....	3
图 3：美国企业部门宏观杠杆率已创历史新高 .....	5
图 4：制造业 PMI 分项指标雷达图 .....	15
图 5：发达经济体制造业 PMI .....	15
表 1：美韩两国检测力度对比 .....	4
表 2：各国推出的经济刺激方案占 GDP 权重 .....	6
表 3：美国财政刺激方案要点 .....	7
续表 3：美国财政刺激方案要点 .....	8

## 抗击衰退稳定增长 扩张政策托底民生

### ——2020年3月宏观政策报告

#### 一、美欧主要经济体在抗疫与抗经济衰退中艰难前行

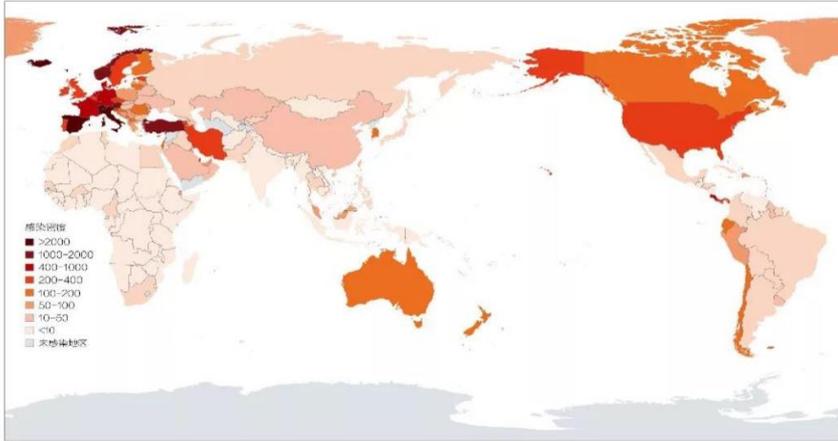
##### 1. 海外疫情发展形势不容乐观

当前，新冠疫情呈全球加速蔓延态势，形势不容乐观。截至4月8日上午已经超过132万例，病亡超过7.7万例，新冠疫情已经成为1918年大流感以来最严重的全球大流行瘟疫，境外病亡率高达5.8%，显著高于中国水平（湖北以外地区死亡率不到1%，含湖北地区病亡率4.05%）。确诊病例、死亡病例已经分别达到了境内的约16倍、23倍，美欧主要经济体疫情均处于疫情严重蔓延态势之中，美国病亡人数过万，欧洲病亡超过5万，美国日新增病例在3万例以上，累计确诊已超过39万例，累计死亡超1万例。继王储染病之后，英国首相鲍里斯·约翰逊日前病情加重，被送进重症监护室。日本将宣布东京、千叶、埼玉、神奈川、大阪、兵库和福冈七个都府县进入紧急状态针对全球大流行的态势，医学专家张文宏等判断，疫情在今年夏天结束基本已经不可能，而美国政府预计形势显著好转至少需到今年6月份。

同时，在全球各国的共同努力下，疫情的某些好转迹象正在显现，但是能否持续，尤其是欧美若恢复正常生产生活秩序之后能否维持，仍然有待观察，未来仍寄望于疫苗和相关药物的研发。从对数趋势看，英国增速有所放慢，意、西、德、法先后出现拐点迹象，欧洲整体从4月初以来正以平台方式经历拐点，各国疫情控制努力还是可以见到成效。美国疫情显出放缓趋势，日增速降至10%以下，新增病例倍增时间延长到9天。对数趋势线明显向右偏曲，靠向欧洲。纽约近日住院人数增量明显减少，可以视为疫情有所好转的迹象（图2）。但是美国的检测力度仍然是问题，目前美国的检测密度和阳性率对比韩国也仍有很大差距，表明其检测瓶颈仍然存在，当前数据存在失真问题，尤其是考虑到美国累计死亡率仍然高于3%（表1）。在这种情况下，如果美国依白宫预期在下月恢复正常生产生活秩序之后，疫情的控制仍然会是一个严峻挑战，未来仍寄望于疫苗和相关药物的研发。

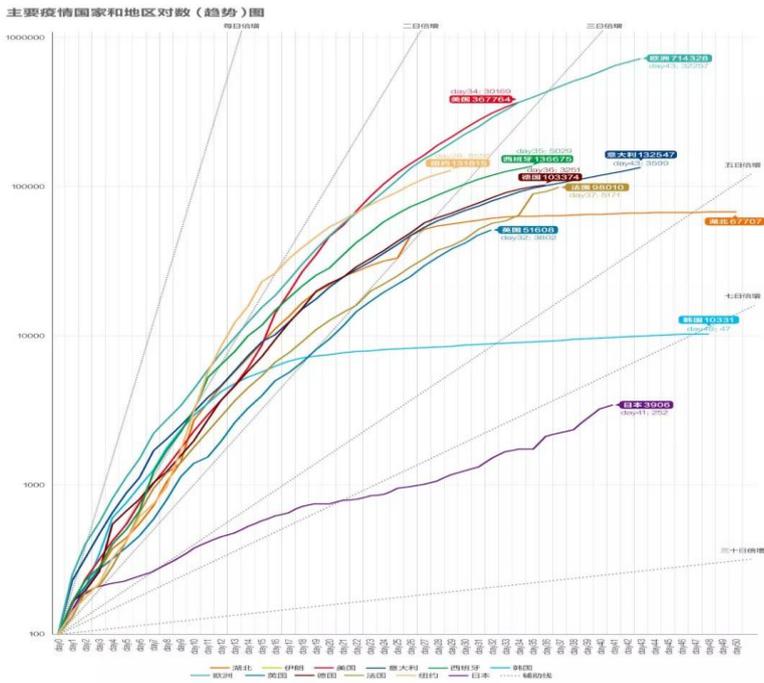
图 1：全球感染病例累计密度分布示意图

境外数据截至北京时间4月7日8:00 国内数据截至北京时间4月7日0时



资料来源：财经

图 2：全球主要疫情国家和地区对数增长趋势



资料来源：财经

表 1：日韩两国检测力度对比

	时间	累计检测阳性数	累计检测数	累计阳性率	当日检测阳性数	当日检测人数	检测阳性率 (近3日移动平均)	近3天阳性检测阳性率
美国	4月5日	305755	1623807	18.8%	32515	138136	23.7%	22.1%
	4月6日	332308	1762050	18.9%	26553	138243	22.1%	
	4月7日	361331	1917095	18.8%	29023	155045	20.4%	
纽约	4月5日	113704	283621	40.1%	10841	23101	47.8%	46.8%
	4月6日	122031	302380	40.4%	8327	18659	46.8%	
	4月7日	130689	320811	40.7%	8658	18531	46.2%	
韩国	4月5日	10237	461233	2.2%	81	6201	0.9%	0.9%
	4月6日	10284	466804	2.2%	47	5571	0.9%	
	4月7日	10331	477304	2.2%	47	10500	0.8%	

资料来源：财经

当下更需注意的是世界疫情防控的短板——广大欠发达国家，这将成为后续全球疫情防控与经济社会问题的隐患爆发点。政府领导能力与医疗公共卫生资源尚且远逊于美国的印度、非洲、南美等不发达国家抗疫处境应最为艰难，后期第三世界国家有疫情爆发风险。联合国粮农组织已经警告不发达国家粮食危机的风险，后续世界疫情严重蔓延国家的经济与社会问题是大概率“灰犀牛”事件。

## 2. 世界各国宏观政策刺激大举出台

在上述背景下，全球宏观政策当局均出台了广泛的经济支持政策，主要经济体中央银行开启新一轮的货币宽松，同时财政政策刺激方案也相继出台，其中以美国提出的财政刺激方案最为具有典型性。

在本轮疫情来袭之前，美国经济基本面仍然总体健康，但是，不可否认美国经济和金融市场存在一些固有的脆弱性因素，在疫情发展的催化之下，可能引发金融市场及经济体系动荡，从而使得美国经济周期尾声进程加速走向衰退。从杠杆率角度看，当前美国企业部门整体的债务/GDP 比例为 74%，创历史新高。上市公司层面非金融板块各项财务杠杆率（如总负债、有息负债以及净负债）也都接近或者超过 2008 年金融危机高点（图 3）。疫情之下，企业与居民部门的现金流将产生极大压力，因此相关经济政策支持在帮助实体经济度过疫情危机方面显得十分必要。

3 月以来，除了美联储大手笔推出降息至零利率下限（ZLB）以及一揽子资产购买计划的宽松货币政策之外，美国国会与美国政府也相继推出一系列财政刺激计划以支撑经济，缓解疫情蔓延期间的经济困难。美东时间 3 月 27 日，规模高达 2.14 万亿美元的《冠状病毒援助、救济和经济保障法案》（Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act 2020）由美国总统特朗普签署生效。

相较次贷危机时期的三次救助法案，此次刺激计划有四个特征：一是通过时间更快：此次救助计划在 3 月 17 日起草后经数次修改，3 月 22 日在参议院以全票通过，3 月 27 日众议院表决通过后特朗普在同一天正式签署，而次贷危机时更具普惠意义的 7,870 亿救助法案直至 2009 年 2 月才由总统签署生效；二是刺激力度更强：此次的财政刺激方案约占美国 GDP 的 10%（表 2），是美国历史上规模最大的财政刺激方案，其规模超过次贷危机期间三次刺激方案规模之和；三是救助范围更广：此次方案中，普通人民和中小企业受益较大，而次贷危机时期的救助方案援助对象多为“大而不能倒”的金融机构和企业；四是资金去向受限：此次的救助方案设定了对政府高官关联企业，资金去向和受助条件等诸多限制（表 3）。

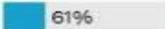
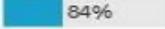
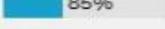
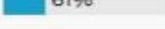
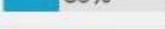
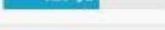
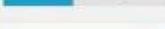
法案特别要求接受援助的企业不能解雇超过危机前 10% 人数的雇员，不得在一定时间内回购股票或分红，对公司高管薪酬也做出严格限制。

图 3. 美国企业部门宏观杠杆率已创历史新高



资料来源: BIS, 中国银河证券研究院

表 2：各国推出的经济刺激方案占 GDP 权重

Organization or government	Total amount (\$ trillion)	Debt to GDP	Stimulus % of GDP
Germany	0.800	 61%	20.5%
Spain	0.219	 98%	15.6%
UK	0.435	 84%	15.0%
US	2.000	 105%	9.8%
Australia	0.072	 30%	5.1%
Canada	0.057	 85%	3.4%
China	0.394	 61%	2.9%
EU, European Commission	0.480	 80%	2.6%
Italy	0.049	 137%	2.3%
France	0.049	 100%	1.8%
Japan	0.004	 237%	0.1%

资料来源：World Bank、IMF、FED、Quartz、中国银河证券研究院

表 3：美国财政刺激方案要点

受益人	性质/数额	具体内容
个人和家庭	资助 3,010 亿美元	约 2,500 亿用于直接补助。年收入少于 75,000 美元的个人或家庭收入少于 150,000 美元的夫妻将可以直接获得每人 1,200 美元的补贴，每个 17 岁以下的儿童将获得额外的 500 美元。该补贴随收入增加递减。年收入高于 99,000 美元的个人或高于 198,000 且无子女的夫妻将没有任何补贴。
		学生贷款延期。可无息延长至今年 9 月 30 日偿付。
		房屋贷款延期。联邦住房抵押贷款持有者可无息延期 60 天还款。并可延长 4 次，每次 30 天。 <b>限制条款：</b> 享受该贷款的房东不得再房客延期支付房租不超过 120 天时驱赶房客，或惩罚性收费。
	资助 2,500 亿美元	增加失业保险。在现有的各州每周 200-550 美元每周的失业福利上，增加 600 美元，为期 4 个月。 将多数州 26 星期的失业救济延长到 39 星期。 此外散工 (gig workers) 和自由职业者也在此次资助的范围内。
	资助 4.5 亿美元	对紧急食品救助项目 (Emergency Food Assistance Program) 补助 4.5 亿美元。其中 3.5 亿用于购买食品，1 亿元用于派发费用。
小型企业	借贷 3,490 亿美元	针对 500 人以下的小型企业的贷款。其中用于支付薪水，房租和公共设施等费用的部分无需偿还。
所有企业	资助 2,210 亿美元	针对美国企业的赋税优惠。允许企业延迟到年底缴纳工资税等税务；允许企业使用当前损失抵减之前的利润，将退税用于支撑现金流等。
陷入危机的和关键领域的企业	借贷 4,710 亿美元 资助 290 亿美元 共 5,000 亿美元	对出现危机的或关键领域的企业 (seriously distressed and absolutely essential companies) 提供贷款或股权投资。其中包括 250 亿美元针对民航公司的补贴和 40 亿货运航空的补贴，以及同等数额的贷款；170 亿美元对美国国家安全关键企业的支持，如波音。包括两部分，上述的 460 亿美元由财政部管理，直接借贷给陷入严重危机和至关重要的企业；更主要的 4,540 亿美元由美联储用于提供信贷工具——以便使用杠杆撬动更多资金使更广泛的企业受益。设立国会监管委员会和一名总检察官监督并公布资金的使用情况。 <b>限制条款：</b>

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\\_5981](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5981)

