

全力稳增长 迎接中国经济金融的新高度

核心内容:

★从下一阶段工作总的要求来看，在当前形势下，决策层对于未来各方面工作的要求凸出一个“稳”字。一方面，疫情防控要稳。另一方面，决策层也意识到在控制疫情的前提下，经济社会发展必须要稳。

★根据上述要求，我们看到决策层要求对疫情的控制做到常态化防控，同时加快恢复正常的生产生活秩序，立足于扩大内需，要求产业链要协同复工达产，在此背景下经济政策的大力扩张就成为必然的选项。虽然，本次疫情所带来的经济次生影响并非可以简单归结为有效需求不足，而更多是正常生产生活秩序受到冲击而带来的经济停滞性衰退，但从部署二季度之后工作着眼，在全国疫情已经得到有效控制，经济在外生冲击下开始见底回升，全国复工复产有序推进的当下（3月中旬开工率回升至80%左右），扩张性财政与货币政策对于稳定信贷资金流、企业与居民部门的现金流还是具有重要意义。

★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。第一，当前中国经济运行所受到的冲击的主要矛盾是新冠疫情及其防疫措施对生产生活秩序的扰动，这种影响并非简单通过释放货币信贷供给就可以解决。第二，中小微企业的融资难、融资贵的老大难问题也难以依靠货币政策的总量扩张加以解决。第三，财政政策应该成为本轮逆周期政策的重点，特殊时期财政扩张不应受到赤字率上限控制，而应该以保证全民福利水平不至于受到过度冲击为限，但是财政空间应该如何使用应考虑得更加精细。

★中国目前应以有效应对疫情为契机，重构新时代金融服务实体经济的新机制，打造新的全球安全资产中心。综合来看如何通过金融体系的改革开放，提升中国金融市场的市场化水平，同时完善一系列法律体系、多层次市场体系、产品体系、国际化的征信和信用评价体系、国际化的研究定价和估值体系、资本流动和换汇便利等方面的配套机制，实现中国金融体系更高水平的市场化、法制化与国际化，以吸引全球投资者，构建新的全球安全资产中心，将会是摆在我们面前的重大课题。

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) 6656 1871

✉: yuyilin_yj@chinastock.com.cn

全力稳增长 迎接中国经济金融的新高度

中共中央政治局3月27日召开会议，分析国内外新冠肺炎疫情防控和经济运行形势，研究部署进一步统筹推进疫情防控和经济社会发展工作。此次会议是在昨日二十国集团领导人特别视频峰会之后召开的一次全面部署未来一个季度经济社会工作的重要会议。一方面，按照往年常规，季度末的政治局会议就是观察政策走向的关键风向标；另一方面，今年当前全球疫情迅速蔓延，但我国疫情防控工作已经取得阶段性丰硕成果，但一季度截至目前也付出了显著经济社会成本的当下，如何做好下一阶段工作成为本次会议聚焦的核心问题。

一、稳定是压倒一切的工作总要求

从下一阶段工作总的要求来看，在当前形势下，决策层对于未来各方面工作的要求凸出一个“稳”字。

一方面，**疫情防控要稳**。在前期全国人民共同努力所获得成果的基础上，继续坚持“外防输入、内防反弹，保持我国疫情防控形势持续向好态势……继续抓紧抓实抓细疫情防控各项重点工作，不断巩固和拓展疫情防控成效。”，最终实现“坚决防止疫情反弹”。我们认为，决策层在当前复杂的全球疫情蔓延态势之下，在前期成绩基础上要求坚决防止疫情反弹，体现了高层对于控制疫情是一切工作可以有序开展的先决条件的重大判断。从各国的抗疫实践来看，世界逐步凝聚了一个共识，那就是如果不能在尽量短的时间内遏制疫情蔓延，后续所需要付出的经济和社会成本是难以估量的，因此许多当初寄望于“延缓疫情”或“群体免疫”的国家也都明显升级疫情防控措施。作为全球最为有效先期遏制疫情的国家，中国需要再接再厉，保持对疫情的良好控制。

另一方面，**决策层也意识到在控制疫情的前提下，经济社会发展必须要稳**。会议作出判断“当前，国内外疫情防控和经济形势正在发生新的重大变化，境外疫情呈加速扩散蔓延态势，世界经济贸易增长受到严重冲击，我国疫情输入压力持续加大，经济发展特别是产业链恢复面临新的挑战。”会议强调，要在疫情防控常态化条件下加快恢复生产生活秩序。各地区各部门要坚定信心、迎难而上、主动作为，统筹推进疫情防控和经济社会发展工作，坚定不移贯彻新发展理念，深化供给侧结构性改革，坚决打好三大攻坚战，加大宏观政策对冲力度，有效扩大内需，全面做好“六稳”工作，动态优化完善复工复产疫情防控措施指南，力争把疫情造成的损失降到最低限度，努力完成全年经济社会发展目标任务，确保实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务。”从这些有关经济社会发展工作的总体要求来看，虽然一季度经济大概率将受到疫情重大影响（预计同比收缩2.7%左右），但是对于全年增长目标决策层并非全然没有要求，我们认为政府将在可能的前提下，以实现“六稳”为抓手，尽力追求经济增长与就业稳定。

二、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

根据上述要求，我们看到决策层要求对疫情的控制做到常态化防控，同时加快恢复正常的生产生活秩序，立足于扩大内需，要求产业链要协同复工达产，在此背景下经济政策的大力扩张就成为必然的选项。虽然，本次疫情所带来的经济次生影响并非可以简单归结为有效需求不足，而更多是正常生产生活秩序受到冲击而带来的经济停滞性衰退，但从部署二季度之后工作着眼，在全国疫情已经得到有效控制，经济在外生冲击下开始见底回升，全国复工复产有序推进的当下（3月中旬开工率回升至80%左右），扩张性财政与货币政策对于稳定信贷资金流、企业与居民部门的现金流还是具有重要意义。

在此前发布的一系列宏观经济与政策分析报告以及媒体发表的观点性文章中，我们不断提出在当前形势下，一是要全力复工复产；二是货币政策要坚持宽松，综合运用降准降息，引导利率水平下行，进而降低整体社会融资成本；三是要充分实施积极财政政策，基于当前财政收支矛盾加剧，减税降费大趋势难以改变，而今年财政开支水平大幅提升的现实，我们此前预计赤字率水平会较往年有较大幅度提升，同时预计今年将显著增大地方债发行力度，安排发行特种国债，强化中央对地方转移支付，加强财政对冲经济下行压力的力度等。目前从本次政治局会议来看，这些预期很可能成为现实。因此，对于今年政策对冲经济下行压力的力度，可以保持谨慎乐观，决策层不会坐视经济无底线下滑。

我们预期，在政策的有力对冲之下中国本年度经济仍有希望实现正增长，有望继续成为稳定全球经济的龙头国家。目前，鉴于美国失业数据创下新的历史纪录，并大幅高于前峰值，且美国疫情还在扩散蔓延的初期，根据美国国家疾控等方面的专业预测，美国可能成为世界疫情新的“震中”，感染与死亡人数目前仍在指数级增长，后续预计美国难以如当局预期在4月全面正常的生产生活秩序，即便强行恢复，在疫情更为显著的冲击之下也会随之调整政策。因此，美国全年经济增长很可能为负。欧元区的态势也难言乐观，英法德意大利等国的疫情态势均呈现迅速恶化趋势，对于原本就面对低增长、低通胀环境且债务问题等痼疾丛生的欧洲国家来说，疫情无疑是进一步的沉重打击，衰退几乎成为定局。根据IMF最新的估计，2020年全球经济衰退已经很难避免，相对而言中国仍有条件实现经济扩张已经是难得的成绩，必然对世界经济稳定作出新的贡献。

在上述内容之外，本次政治局会议还着重提及了提振消费与稳定农业生产保证粮食供给的相关要求。我们认为，作为经济的顺周期变量，在经济下行压力显著加剧的时期，消费的弱化是一个难以避免的趋势。消费背后的决定因素，经济与居民可支配收入增长在当前都难言乐观，而居民部门的现金流与资产负债表健康程度也必然受到疫情冲击的威胁。因此，政府以特别措施稳定居民部门购买力，不但是稳定经济的内在要求，也是稳定社会大局，避免疫情造成更严重的次生灾害的重要举措。我们看到不但世界多国已经开始运用财政支出对居民实施直接生活补贴，我国多个地方政府也推出了相应措施，以消费券等形式支持居民购买力，相关措施预计将为越来越多地方采纳。

农业生产与粮食供给的稳定是任何时候决策层最为关注的核心问题之一。在疫情冲击下，中央对各地正常春耕播种的进行高度重视，但是各地也客观面临着复工复产进度拖累农业劳动力及农业机械跨区域流动、农业物资供应链受到冲击等方面的实际困难，同时境外肆虐的沙漠飞蝗和去年影响我国的草地贪夜蛾等农业病虫害也需要高度关注，随着气候转暖，特别是夏季蒙古西伯利亚高压减弱所致季风转向之后，防止病虫害进一步影响我国农业生产和粮食供给就

成为一个重点。我国拥有强大的基本口粮自给能力和充足的粮食战略储备体系，但是维持农业生产的正常运转，对于维持这一自给能力与战略储备体系至关重要。综合来看，经济社会大局的稳定是今年各项工作的重中之重，全力保障民生安乐又是一切工作的落脚点。

三、新发展理念将贯彻经济社会工作的始终

我们认为，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。我们认为，各项政策在具体运作中将会考虑以下要点：

第一，当前中国经济运行所受到的冲击的主要矛盾是新冠疫情及其防疫措施对生产生活秩序的扰动，这种影响并非简单通过释放货币信贷供给就可以解决。对冲当前经济下行关键还是要合理设计防疫政策和地方政府的考核激励机制，引导地方政府在坚持防控疫情的阻击战、持久战的基础上，提高防疫政策落实的科学性，尽全力尽可能恢复正常生产生活秩序。不难发现，3-4 月生产生活秩序能否尽可能恢复事关全年经济稳定大局，必须高度重视。如果不能尽快全面恢复生产生活秩序，保证供应链上下游生产经营活动的正常运转，经济收缩很难因为货币信贷供给的增加而有实质改善。

第二，中小微企业的融资难、融资贵的老大难问题也难以依靠货币政策的总量扩张加以解决。近年来，货币信用扩张的“最后一公里”问题已经是长期困扰宏观调控质效的老大难问题之一。该问题的形成机制其实较为复杂，相关理论与实践均已证明，广大民营企业、中小微企业的融资困难并不能由总量货币投放的扩张而实质改善。其间涉及商业银行负债成本、商业银行信用风险定价的独立性和定价能力（背后是产权改革与所有制竞争中性等配套制度）、商业银行资产负债管理及风险内控要求、激励相容机制与免责容错机制等。这些问题的存在，使得商业银行服务实体经济的能力在新经济形态下越来越受到客观的制约。虽然疫情期间，为了对冲经济下行压力，推动商业银行进一步扩张信贷投放，监管部门也推出了一系列解决上述问题的针对性政策办法，但是在落实过程中仍然存在诸多现实困难。从企业融资结构看，我国企业的资本结构高度依赖债务融资（主要体现为依赖银行信贷），商业银行资产规模在金融资产总规模中占据主体地位。这进一步表明，我国金融体系具有典型的银行导向与政府干预特征，从而导致金融抑制程度较高。在金融供给侧结构性改革仍有待进一步推进的当下，“大水漫灌”难以成为货币当局的选择。

第三，财政政策应该成为本轮逆周期政策的重点，特殊时期财政扩张不应受到赤字率上限控制，而应该以保证全民福利水平不至于受到过度冲击为限，但是财政空间应该如何使用应考虑得更加精细。从理论上讲，应对本次疫情冲击性质的经济紧缩，财政政策可以发挥更大作用。一是可以通过减税降费、减租贴息切实为企业解决经营负担；二是可以增加政府支出创造总需求；三是可以增加中长期投资（主要抓手是基础设施特别是软性基础设施的建设投资）。但是在当前时期，财政空间不断逼仄，财政收入增长持续减少而支出刚性增长难以缓解的背景下，应该有针对性地运用上述政策，将财政扩张与精打细算有机结合起来。

单纯强调减税降费其实难以解决企业的所有问题，减税降费应更加精准。企业目前的负

但是制度成本、人力资源成本（用工成本）、税费成本、利息支出成本共同作用形成的，难以通过单纯减税降费完全解决，这也是为何近两年政府大手笔减税降费而理论预期当中的“拉弗曲线”效应并不明显的原因。假若各方面配套改革推进缓慢而片面强调减税降费，则有可能陷入“添油战术”的形式主义，不但难见实效，同时实际上国家财政将面临难以持续的负担，对于赤字特殊时期可以特事特办不代表可以浪费财政空间。但是一些精准政策还是可以考虑，例如针对疫情冲击极为显著的特定行业企业、中小企业，适当进行增值税定向精准减免等应是重点方向。

当前，我们应该思考假若片面强调增加政府支出、引导基建投资增加是否会形成“路径依赖”，而造成重复建设、过度建设？或者说我们应该如何思考新时代的财政支出和政府投资方向和重点？我们建议在疫情冲击后的经济恢复期，财政首先要重点关注受到疫情冲击明显的特定行业以及中小企业，帮助他们度过难关。同时，关照在疫情期间因为生产停顿、企业经营中断而失去收入的人群，比如进行直接经济补贴。各省预计参照各地最低工资标准，对于受到疫情冲击失去收入的居民进行适当直接经济补贴，以避免居民福利的过度损失，目前有些省份已经开始的消费券发放可以看做是一种形式的有效补贴，对于提振消费还是有显著的积极意义。

在运用财政工具实施政府中长期投资以激发经济活力方面，可以进一步开拓思路，以完善我国当前发展进步进程中仍亟待解决的一些短板为核心，展开广义的国家基础设施投资建设。所谓广义的国家基础设施，不仅仅涵盖狭义基础设施所代表的硬件设施建设（包括传统硬件和高科技硬件设施），更包括平价住房供给、公积金与养老金制度、科技研发、公共卫生与应急体制机制、现代金融体系等一系列软性基础设施。

四、中国金融市场有望成为全球安全资产中心

回顾此前本轮全球金融动荡，我们认为与投资者悲观预期下产生的极度避险偏好所致的流动性陷阱中单一追求美元这一现金避险资产有关，背后其实是安全资产的严重缺乏。事实上，多年以来，西方国家的金融资产，尤其是美国金融资产之所以能够吸引全球资本的关注，除了其金融市场本身及配套的法律等系列体制机制较为完善之外，从宏观层面而言，主要源于二战以后尤其是冷战结束之后，以美国为代表的西方国家整体实力的独步全球。然而，随着2008年全球金融危机（麻省理工学院(MIT)经济学教授卡瓦列罗(Ricardo J. Caballero)的观点更早可以追溯到亚洲金融危机的时刻），这种安全资产的属性便开始褪色，全球进入一种安全资产的短缺态势中。

本次疫情冲击之下，叠加对于石油价格暴跌与企业债务违约等问题的担忧，这种情况在加剧。我们会发现全球各种资产都处于被抛售的状态，包括黄金，世界市场对于美元的头寸需求急剧上升。当然，这源于抛售其他资产而对美元短期流动性的抽吸效应，也源于悲观预期下对于全球储备货币的避险需求。然而，我们需要注意，美国及欧洲的疫情本身仍然在爬坡，换言之最坏的时刻还未来临，这个时候全球市场产生的流动性危机，本质上反映了世界范围内安全资产的极度缺乏。

2008年全球金融危机之后，不难发现全球各国都处于一种低增长、低利率、低通胀态势，一般意义上我们可以认为这是源于储蓄相对于投资而言的极度过剩，带来的全球金融市场失

衡。美国前财政部长萨默斯（Lawrence H. Summers）针对这一现象提出了长期停滞假说，为全球的低增长、低利率、低通胀作了富有洞见的解释。我们认为这可能背后实际上反映了安全资产相对于储蓄的极度缺乏，这里的“安全”主要是指宏观经济与国家系统性安全以及政策预期的可预见性。无风险或低风险安全资产的短缺最终会对实际利率施加强大的下行压力，最终引致一种顽固的流动性陷阱，卡瓦列罗称之为“安全陷阱”，我们认为或可进一步称为“极度避险偏好陷阱”。

我们认为，这一轮全球金融市场的暴跌，很可能在安全资产长期缺乏的背景下，以及金融跨市场、跨品种风险对冲策略投资日益使得各种资产风险收益特征同质化的基础上，世界金融体系已经在疫情所致的严重经济危机到来之前，率先跌入这种流动性陷阱之中，从而导致严重的流动性危机。身处这种陷阱中的投资者，对于央行稳定市场预期的前瞻指引和市场沟通（央行传递的政策信号）不再敏感，同时对于追求高风险受益不再有任何偏好，对于宏观经济悲观的负面预期占据其投资逻辑主体并与其抛售各类资产的投资行为互相强化并自我实现循环强化，从而体现出对于除现金资产之外所有其他资产的风险厌恶，如此一来流动性黑洞便产生。这种形式的流动性陷阱其实只对“政策看跌期权”，比如说美联储看跌期权有反应。

从这个角度，我们就不难理解为何全球央行在 2008 全球金融危机后，不得不被市场裹挟长期压低实际利率。事实上，全球金融危机后各国央行所采取的量化宽松策略所要求央行进行的大量国债购买加剧了上述安全资产的缺乏，从而某种意义上强化了“极度避险偏好陷阱”。我们认为，这是全球金融危机后世界始终难以走出低增长、低利率、低通胀态势的重要原因。本次疫情危机对各国金融市场的冲击，实际上强化了这一特殊的流动性陷阱。

预计各国央行除继续降息也别无选择，而量化宽松则更近乎饮鸩止渴。刺激市场更依赖与央行同时 QE 本身也是与市场客观上争夺安全资产，进一步加剧了安全资产的稀缺。实际上货币当局能够做的事情真的已经不多。如果不能有效增加安全资产的供给，全球资本市场实际上很难走出上述流动性陷阱。

从这个角度而言，中国市场反而相对于其他市场有了一定的优势和空间，完全有希望通过进一步改革开放成为新的全球安全资产中心。

一是中国利率定价体系的“安全垫”仍然可观。央行进入 21 世纪之后，一直没有真正动用自身资产负债表工具实施美国、欧洲与日本样式的量化宽松，由于利率工具及货币数量工具（准备金率）等方面都还有较大空间，中国央行在基础利率方面实际上仍然掌握着极大主动权。换言之，中国市场安全资产的收益率因为央行利率定价基准的空间而仍然存在较高的安全边际，相对于已经跌入或即将跌入负利率区间的美欧日各国国债等“安全资产”有着很大的吸引力。对比发达市场金融行业为了创造“安全资产”而漠视风险为一些基础资产加杠杆或“高水平”运用衍生金融工具而人为推高收益率的所谓“金融创新”（非但没有获得安全资产反而产生了一系列具有系统性风险隐患的有毒资产）在收益率与避险性方面均有优势。

二是中国率先控制疫情并开始复工复产，抗疫过程中展现的国家能力显示自身整体宏观风险较其他经济体为低，国家发展各项政策预期稳定性更高，尤其是考虑到西方国家民粹主义思潮和反建制派政治运动风起云涌的现实短期只会进一步加剧。前文已经陈述，本轮全球疫情所致的严重经济冲击到来之前，全球金融市场却率先跌入“极度避险偏好陷阱”这一流动性黑洞。不难发现使得世界市场预期极度悲观的重要推手是近期不断在美欧各国延烧的新冠疫情，这个趋势目前还看不到拐点。在这种情况下，中国通过全民付出巨大努力和牺牲（包括经济意义和社会意义上），获得了对疫情的有效遏制，后续随着复工复产进程的推进，经济势必逐步见底回升。同时，中国在抗疫过程中展现的国家能力充分显示了自身整体宏观风险较其他

经济体更为可控。国家发展各项政策的延续性较高，有利于形成稳定预期。因此，我们强调，中国市场对于国际投资者的吸引力不应仅从估值低着眼，而应从宏观避险价值上把握才更为全面。

三是国际收支平衡的需要也对中国金融市场金融资产的吸引力提出了更高的要求。面临全球疫情蔓延所致的全球经济需求萎缩，中国今年的外贸需求必然受到严重打击，经常账户逆差是大概率事件。同时，从近年来中国储蓄率下降，消费率上升的态势也不难预见中国未来保持国际收支平衡的压力。从这个角度看，提升中国金融资产对于全球投资者的吸引力也势在必行。中国有必要通过资本项下的资本流入平衡经常账户所出现的逆差趋势，从而实现国际收支总体平稳。

中国目前应以有效应对疫情为契机，重构新时代金融服务实体经济的新机制，打造新的全球安全资产中心。综合来看如何通过金融体系的改革开放，提升中国金融市场的市场化水平，同时完善一系列法律体系、多层次市场体系、产品体系、国际化的征信和信用评价体系、国际化的研究定价和估值体系、资本流动和换汇便利等方面的配套机制，实现中国金融体系更高水平的市场化、法制化与国际化，以吸引全球投资者，构建新的全球安全资产中心，将会是摆在我们面前的重大课题。

我们坚信，立足于坚持深化改革开放以及弥补一系列体制机制短板，向改革要动力，向开放要活力，中国经济就能发挥韧性强、潜力足、回旋空间大的特性，无论面对怎样的世界风云变幻也能够在办好自己的事的基础上，争取国内经济社会的平稳发展。未来，一旦全球疫情过去，中国必将迎来经济社会发展新的高度，对此我们应保持积极乐观态度。

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_6206

