

积极从容应对全球冲击

核心内容:

★目前全球金融市场的震荡主要源于市场对于疫情未来发展以及潜在经济冲击的悲观，如果疫情得不到有效控制经济政策所能发挥作用的空間不大，海外市场的震荡可能还要延续一段时间。既然疫情是导火索，那么疫情拐点尚未出现的时候，不宜过度乐观。

★国际宏观政策必然导向全面宽松，中国政策空间也已打开，但是仍然要谨慎珍惜政策空间，立足于国情自主决策财政与货币政策等宏观工具的运用。同时，中国应在疫情中，充分发挥自身已经基本控制疫情具有充分经验，同时拥有强大物资生产能力的优势，帮助各国抗疫，争取最大限度提升中国的国际形象，关键是争取美国与中国合作，共同应对全球疫情冲击，对于全球防御风险震荡具有重大意义。

★我们预计央行将继续通过调降政策利率引导整体市场利率继续下行，降低企业的融资成本。但是从央行的角度看对于货币宽松总体仍应坚持稳健的大方向，因为货币宽松并不能解决中国目前所面临的一切问题。

★财政政策预计仍会成为本轮逆周期政策的重点，但是财政空间的运用会比较谨慎，在投资方向上会多加考虑，不会搞粗放的财政扩张。在投资的边际产出效率不断递减的当下，政府在运用财政工具实施中长期投资以激发经济活力方面，应当会进一步开拓思路，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。

★在应对本次全球疫情冲击的过程中，我们认为政策层面既会着眼于短期经济稳定，运用传统的货币、财政政策工具，加大逆周期调节力度，尽量对冲经济负面拖累。同时，更会注重寓稳增长于促改革，全面思考如何创新宏观调节的逻辑和方式，从解放居民可支配收入，激发长期社会消费与投资的活力。

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

积极从容应对全球冲击

1. 国际形势的新变化

目前全球金融市场的震荡主要源于市场对于疫情未来发展以及潜在经济冲击的悲观，如果疫情得不到有效控制经济政策所能发挥作用的的空间不大，海外市场的震荡可能还要延续一段时间。既然疫情是导火索，那么疫情拐点尚未出现的时候，不宜过度乐观。目前看，根据 WHO 数据中国境外确诊数量在过去一周近乎爆发性增长，海外累计确诊目前已经超过 8.5 万例，一些疫情重点国家如意大利病亡率还处于高位，目前 6% 以上接近 7%。美国进入紧急状态，有专家估计指出美国有近半人口可能被感染，英国与德国政府也估计有 50-70% 国民可能感染病毒。英国政府还倾向于采取所谓“群体免疫”策略，实质上是被动缓疫策略，未来海外疫情走势不容乐观。

假若如此，疫情对于世界经济，尤其是对于总体供需、产业链上下游供给、企业现金流、金融市场流动性的冲击将十分严重，极端情景下不排除全球进入经济危机模式。现在关键看美欧各国能否迅速行动，以切实有效的对策控制疫情的蔓延。一旦能够控制疫情使得拐点出现则经济与金融市场的预期会有很大改观。疫情如果得不到妥善控制，经济政策如货币、财政工具，能够发挥作用的的空间不大。我们看到美联储已经进一步紧急降息至零利率下限，再度开启大规模 QE，后续货币政策空间其实有限，货币政策的边际效果是下降的。

2. 对于中国的影响及我国的政策选择

对于中国市场的影响，要在两种假设情景下来看：

第一种情况是美欧各国虽然现阶段疫情进展迅速，但是后续以有效行动控制了疫情发展。这种情况下，短期而言由于疫情对预期的冲击，以及美欧央行宽松行动对于国债等资产收益率的压制，以及中国经济运转的有序恢复，国际资本将青睐于中国经济与市场的避风港作用，资本流动形势有利于中国；

第二种情况是美欧各国无法以有效行动控制疫情蔓延，那么疫情带来的经济社会冲击将很难估量具体规模，这种情况下，世界将进入危机模式。中国也要立足于继续科学防控疫情的情况下，尽力启动内需，以完全工业门类的产业优势尽力维持经济及供应链上下游的有效运转。

国际宏观政策必然导向全面宽松，中国政策空间也已打开，但是仍然要谨慎珍惜政策空间，以我为主，立足于国情自主决策财政与货币政策等宏观工具的运用。同时，中国应在疫情中，充分发挥自身已经基本控制疫情具有充分经验，同时拥有强大物资生产能力的优势，帮助各国抗疫，争取最大限度提升中国的国际形象，关键是争取美国与中国合作，共同应对全球疫情冲击，对于全球防御风险震荡具有重大意义。

3. 中国的政策选择:

(1) 货币政策

我们预计央行将继续通过调降政策利率引导整体市场利率继续下行，降低企业的融资成本。全球范围内央行的宽松浪潮也为中国央行后续行动打开了空间。对于新兴市场国家而言，国际流动性环境无疑进入了有利的时期，央行继续“降息”或降准的可能性客观存在。我们认为，无论存款准备金率与政策利率均有下调空间（近期降准落地就是明确信号）；降息方面，由于中美利差保持历史高位，价格型货币政策空间相当充裕，目前已经来到了比较舒适的降息时点。

但是从央行的角度看对于货币宽松总体仍应坚持稳健的大方向，因为货币宽松并不能解决中国目前所面临的一切问题。第一，当前中国经济运行所受到的冲击的主要矛盾是生产生活秩序的扰动，而不是货币信贷的不足。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，“大水漫灌”难以成为货币当局的选择，央行本次降准仅定向释放 5500 亿元长期资金便是明确的信号，只有符合标准的银行才可以受惠于降准资金，这就要求各银行在信贷投放方向和力度上要遵从央行的政策指引。

从 2 月份金融数据来看，金融数据不及预期，目前非金融企业目前并非缺乏资金，而是需要在疫情稳定后快速复产。企业中长期贷款、居民贷款的下降显示需求端受到疫情的明显冲击。人民币信贷新增 9057 亿，弱于市场预期，考虑到春节错位因素，信贷增长幅度明显弱于往年。企业贷款方面，疫情原因带来的复工推迟以及生产转弱，企业融资需求不足，央行再贷款再贴现政策偏向短期，中长期贷款依然承压。居民贷款方面，疫情隔离导致消费能力不足，M0 的淤积是一个明确的信号，个体工商户受疫情冲击严重，进一步削弱了居民贷款需求。2 月金融数据明确显示，无论是投资需求，还是终端消费需求，均受到疫情的较强冲击。货币供给方面，2 月 M2 同比增长 8.8%，高于前值 8.4%。分结构来看，M0 和非金融企业存款余额同比增速均高于前值；家庭、政府和非银金融机构存款余额同比增速均低于前值。总体看，实体部门存款余额同比增速高于前值。我们认为 M0 的上升与疫情冲击有关，非金融企业存款余额增速与负债增速同步上升，一定程度上反映出，非金融企业目前并非缺乏资金，而是需要在疫情稳定后快速复产。

(2) 财政政策

财政政策预计仍会成为本轮逆周期政策的重点，但是财政空间的运用会比较谨慎，在投资方向上会多加考虑，不会搞粗放的财政扩张。目前，单纯强调减税降费其实难以解决企业的所有问题，更多需要调整税费的结构而不是总量性减税，比如确保压减企业非税负担、适度进一步调整增值税税率以刺激生产、降低所得税最高边际税率以刺激消费等。关键还是在于统筹推进财税体制改革，从理顺中央与地方关系、预算制度、税收制度等三方面加快建立现代财政制度。从而以改革应对全球危机，以改革促进国家发展，凝聚财力对抗风险。同时，增加政府支出、引导基建投资增加虽然短期会有一些效果，但是否会过度消耗政府加杠杆空间，更进一步形成“路径依赖”，而造成重复建设、过度建设。最近，各方对于新基建的期待也提示我们，积极财政在具体投资方向上会多加考虑。

在投资的边际产出效率不断递减的当下，政府在运用财政工具实施中长期投资以激发经济活力方面，应当会进一步开拓思路，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。

总的来看，目前国内疫情控制情况不断向好，复工复产有序推进，政策将更加强调稳定经济运行。国内疫情目前已基本得到控制，工业和信息化部最新公布的数据显示，截至目前，大多数工业大省规模以上工业企业开工率均超过90%，广东、浙江、山东、江苏、湖南等超过95%。对220万家使用云平台的中小企业监测显示，中小企业复工率也达到50%以上。我们预计到4月中上旬中国经济运转将基本恢复正常秩序。后续政策层面将在短期内注重以必要的货币、财政工具托底总需求尽快修复，以促成第二至第四季度的经济V型修复。当前，我们维持经济一季度增速2.8%，全年5.3%增速不变，后续需要密切观察海外疫情进展以决定是否进一步调整增长预期。

综上所述，我们认为在应对本次全球疫情冲击的过程中，政策层面既会着眼于短期经济稳定，运用传统的货币、财政政策工具，加大逆周期调节力度，尽量对冲经济负面拖累。同时，更会注重寓稳增长于促改革，全面思考如何创新宏观调节的逻辑和方式，从解放居民可支配收入，激发长期社会消费与投资的活力。

作者简介与承诺

张宸, 宏观研究员, 财政部中国财政科学研究院应用经济学博士。2015年4月加入中国银河证券研究院至今, 主要负责宏观经济与政策研究。

余逸霖, 宏观助理研究员, 英国格拉斯哥大学金融学硕士, 2018年4月加入中国银河证券研究院。

张宸 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 本人承诺, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

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_6502

