

# 如何理解当前形势下的稳就业

## ——宏观经济周度观察

宏观定期

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

### 相关报告

宏观报告：以内需补外需，基建投资是首选

2020-3-8

宏观报告：国内政策力度加大，海外疫情引发避险情绪

2020-02-23

宏观报告：疫情推动“强美元”

2020-2-16

宏观报告：产成品周转天数高增之谜

2019-12-22

宏观报告：三大攻坚战收官之年将至，宏观杠杆率有哪些变化

2019-12-15

自2018年以来，经济增速一直存在下行压力，就业略滞后于经济，政策连续3年强调稳就业。同样是经济增速下行，对应的货币、财政、监管政策和外部环境等不完全相同，所面临的就业压力也不相同，我们分别回顾一下2018-2020年稳就业背后的经济形势：

**(1) 2018年宽货币、紧信用、强监管叠加贸易摩擦，民营企业融资困难，2018Q4开始就业压力明显增加。**

**(2) 2019年宽货币、宽信用、从去杠杆到稳杠杆，企业融资环境改善，但“出口-制造业”链条受损，经济增速加速回落，2019年大部分时间就业都在承压。**

**(3) 2020年新冠肺炎疫情在国内外扩散，从经济、产业链、海外风险传导等途径冲击国内就业，稳就业再迎挑战。**

疫情给2020年经济增长目标制定带来挑战，但经济增速的底线是稳就业。由于疫情的爆发，经济增长的路径产生较大不确定性，给经济增长目标的制定带来挑战，不同的增长目标所对应的政策方向与力度也不同。根据中国政府网2020年3月12日报道，李总理提到“只要今年就业稳住了，经济增速高一点低一点都没什么了不起的”，这意味着2020年经济增速的底线就是稳就业。

从前两年经验来看，就业承压时，逆周期调节力度往往较大。2018年以来，稳就业优先级提高，2018年7月31日政治局会议将“稳就业”放在首要位置，2019年3月15日李克强在十三届全国人大二次会议在北京人民大会堂举行记者会上表示“财政和货币政策不管是减税、还是降低实际利率水平等，在很大程度上都是围绕着就业来进行的”，根据2020年3月12日中国政府网报道，李总理提到“稳就业仅靠一两个部门是不够的，所有相关部门在考虑全年工作的时候都要把稳就业放在重中之重的位置”。这表明，逆周期政策都是围绕稳就业进行的，考虑到疫情给稳就业带来挑战，未来财政、货币、产业政策力度可能加大。

● **风险提示：海外疫情全面扩散；国内疫情出现反复**

## 目 录

1、 如何理解当前形势下的稳就业.....	3
2、 海外经济观察：欧洲央行维持利率不变，但 QE 加码.....	6
3、 国内高频数据观察.....	6
3.1、 生产指标普遍回升.....	6
3.2、 商品房销量略有改善.....	7
3.3、 猪肉、蔬菜、原油价格下降.....	8
3.4、 央行暂停逆回购操作，宣布定向降准.....	9
3.5、 美元指数上涨，人民币汇率贬值.....	9

## 图表目录

图 1: 就业是经济的滞后指标.....	4
图 2: 2018 年宽货币、紧信用，2019 年宽货币、宽信用.....	4
图 3: 2018 年民企信用利差飙升，2019 年民企信用利差高位回落.....	4
图 4: 2019 年“找工作”百度搜索指数较往年大幅上升.....	5
图 5: 2018 年以来全球经济政策不确定性指数与生产经营活动预期负相关.....	5
图 6: 就业存在压力时，货币政策往往维持宽松.....	6
图 7: 发电耗煤量回升.....	7
图 8: 汽车全钢胎和半钢胎开工率回升（%）.....	7
图 9: 商品房销量同比降幅收窄（%）.....	8
图 10: 猪肉价格下跌.....	8
图 11: 原油价格暴跌（美元/桶）.....	9
图 12: 美元指数上涨.....	10
图 13: 人民币汇率贬值.....	10
表 1: 央行公开市场操作（2020.3.9-2020.3.13）.....	9

## 1、如何理解当前形势下的稳就业

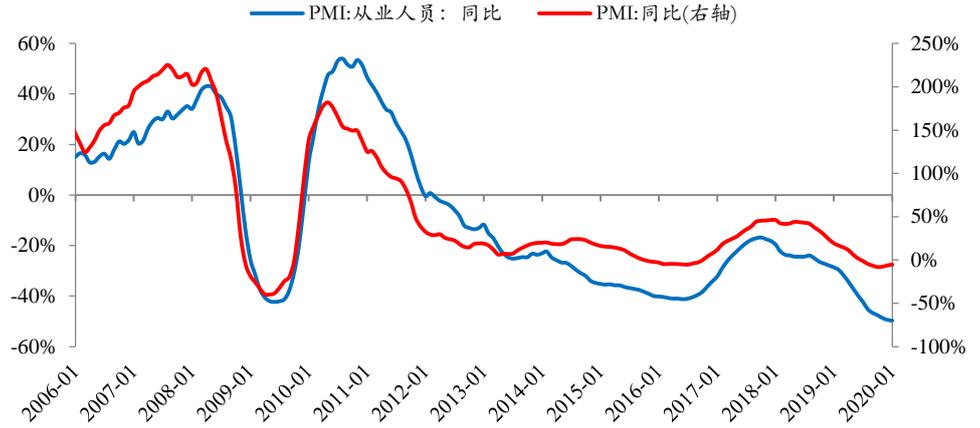
自2018年以来，经济增速一直存在下行压力，就业略滞后于经济，政策连续3年强调稳就业。当然，同样是经济增速下行，对应的货币、财政、监管政策和外部环境等不完全相同，所面临的就业压力也不相同，我们分别回顾一下2018-2020年稳就业背后的经济形势：

**2018年宽货币、紧信用、强监管叠加贸易摩擦，民营企业融资困难，2018Q4开始就业压力明显增加。**2018年货币政策边际宽松，货币市场利率从2017年的高位显著下降，但实体经济去杠杆，信用收缩与信用风险相互强化，民营企业信用利差飙升，不少企业亏损或倒闭。与此同时，中美贸易摩擦爆发，对出口产业链带来很大不确定性，企业预期普遍比较悲观。虽然2018年整体给人感觉是困难重重，但由于上半年经济增速还处于下行初期，商品价格仍在惯性上涨，经济增速与企业盈利下行速度相对缓慢；2018年下半年经济增速处于下行中期，商品价格从高位回落，经济增速与企业盈利开始加速下行，2018年四季度开始就业压力才明显增加。

**2019年宽货币、宽信用、从去杠杆到稳杠杆，企业融资环境改善，但“出口-制造业”链条受损，经济增速加速回落，2019年大部分时间就业都在承压。**2019年宽信用效果逐渐体现，社融增速触底回升，信用利差高位回落，企业融资环境改善。但全球经济放缓与贸易摩擦对“出口-制造业”链条的负面效果开始显现，出口同比增速从2018年的9.8%大幅下滑至2019年的0.5%，出口交货值同比增速从2018年的8.5%下降至2019年的1.3%，对出口敏感的制造业承压，制造业PMI在大多数月份处于收缩区间，制造业生产同比增速从2018年6.5%降至2019年6%，制造业投资同比增速从2018年的9.5%降至2019年的3.1%。2019年经济增速从2018年的6.7%加速下行至6.1%，2019年大部分时间就业都在承压，PMI从业人员指数同比从2018年末的-27.9%加速下行至2019年末的-49.4%，“找工作”百度搜索指数较往年飙升。

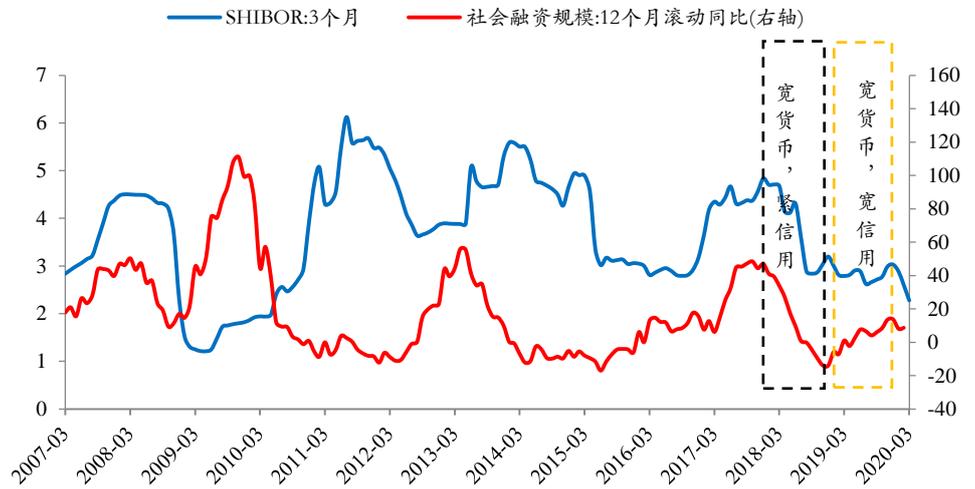
**2020年新冠肺炎疫情在国内外扩散，稳就业再迎挑战。**疫情从三个方面冲击国内就业：**(1) 冲击经济。**稳增长就是稳就业，国内疫情导致一季度经济供给需求双收缩，海外疫情可能导致二季度外需收缩，就业是经济的滞后指标，未来就业压力可能增大。**(2) 冲击全球产业链。**受疫情影响大的产业链上的部分企业面临现金流紧张甚至破产、倒闭风险，企业会将这种经营压力通过降薪裁员传导至居民部门。**(3) 海外风险传导。**若美国发生信用风险与信用收缩、债务风险与股市风险、信用风险与经济下行等负反馈，增加全球经济与市场不确定性，则风险可能传导至国内，这种不确定性本身就会降低企业生产经营预期，从而减少就业岗位供给。

图1: 就业是经济的滞后指标



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图2: 2018年宽货币、紧信用, 2019年宽货币、宽信用

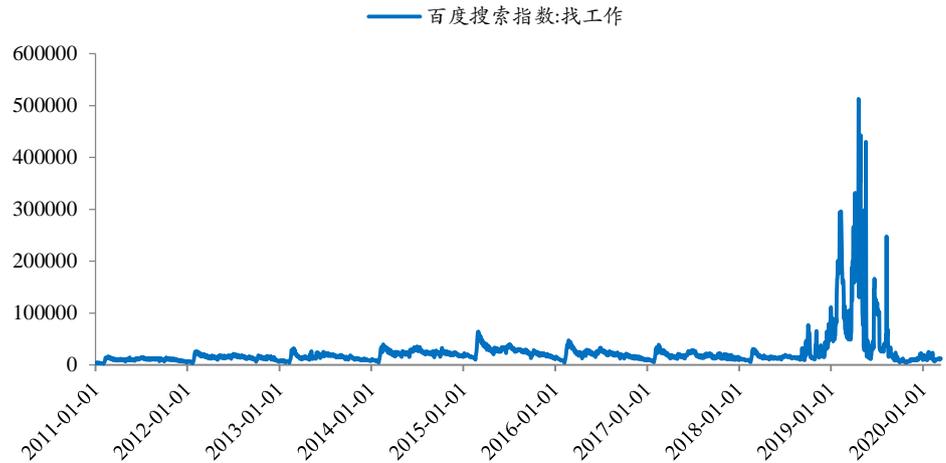


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

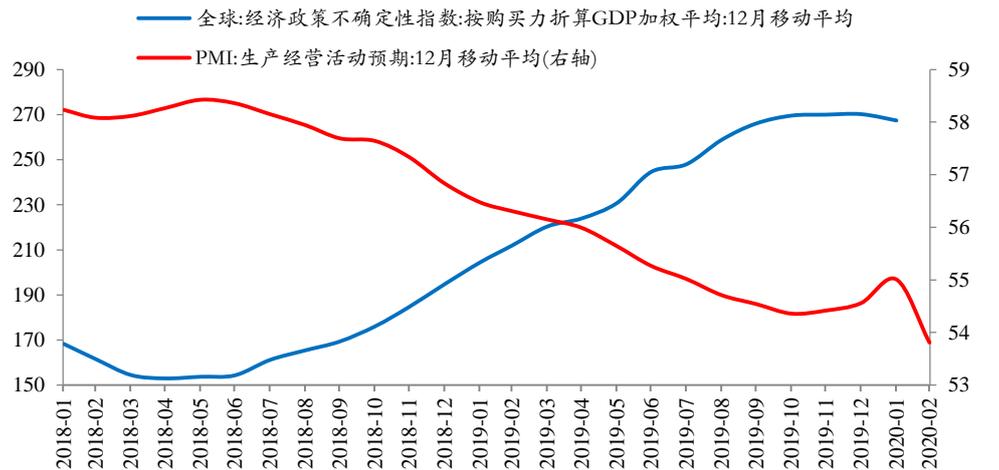
图3: 2018年民企信用利差飙升, 2019年民企信用利差高位回落



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

**图4： 2019年“找工作”百度搜索指数较往年大幅上升**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图5： 2018年以来全球经济政策不确定性指数与生产经营活动预期负相关**

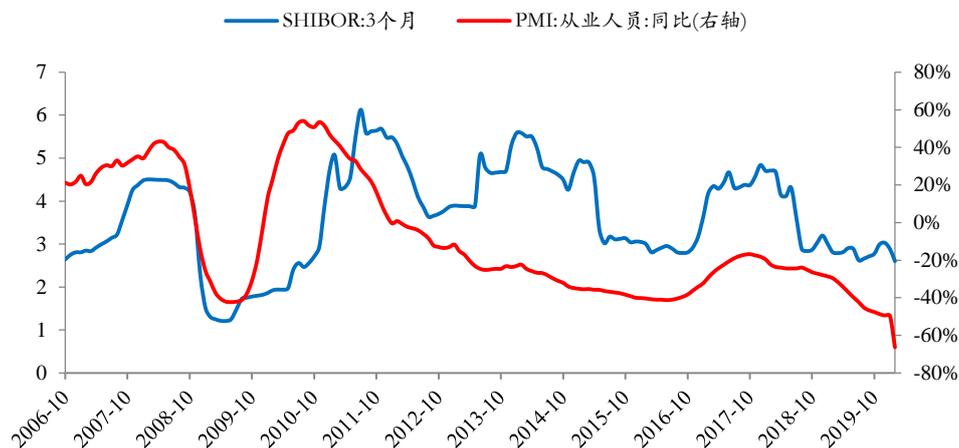
资料来源：Wind，新时代证券研究所

**疫情给2020年经济增长目标制定带来挑战，但经济增速的底线是稳就业。**稳增长就是稳就业，《政府工作报告》起草组负责人、国务院研究室主任黄守宏在解释2019年经济增长目标为何是6%-6.5%时提到“GDP每增长一个百分点，大体可以带动190万到200万人就业”。受疫情影响，两会被推迟，市场对2020年经济增长目标关注度较高，的确，由于疫情的爆发，经济增长的路径产生较大不确定性，给经济增长目标的制定带来挑战，不同的增长目标所对应的政策方向与力度也不同。此前政策继续强调“房住不炒”、“不将房地产作为短期刺激经济的手段”、“不搞大水漫灌”，意味着本轮政策可能不会像过去一样采用强刺激。同时，根据中国政府网2020年3月12日报道，李总理提到“只要今年就业稳住了，经济增速高一点低一点都没什么了不起的”，这意味着2020年经济增速的底线就是稳就业。

从前两年经验来看，就业承压时，逆周期调节力度往往较大。2018年以来，稳就业优先级提高，2018年7月31日政治局会议将“稳就业”放在首要位置，2019年3月15日李克强在十三届全国人大二次会议在北京人民大会堂举行记者会上表

示“财政和货币政策不管是减税、还是降低实际利率水平等，在很大程度上都是围绕着就业来进行的”，根据2020年3月12日中国政府网报道，李总理提到“稳就业仅靠一两个部门是不够的，所有相关部门在考虑全年工作的时候都要把稳就业放在重中之重的位置”。这表明，逆周期政策都是围绕稳就业进行的，考虑到疫情给稳就业带来挑战，未来财政、货币、产业政策力度可能会加大。

**图6： 就业存在压力时，货币政策往往维持宽松**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

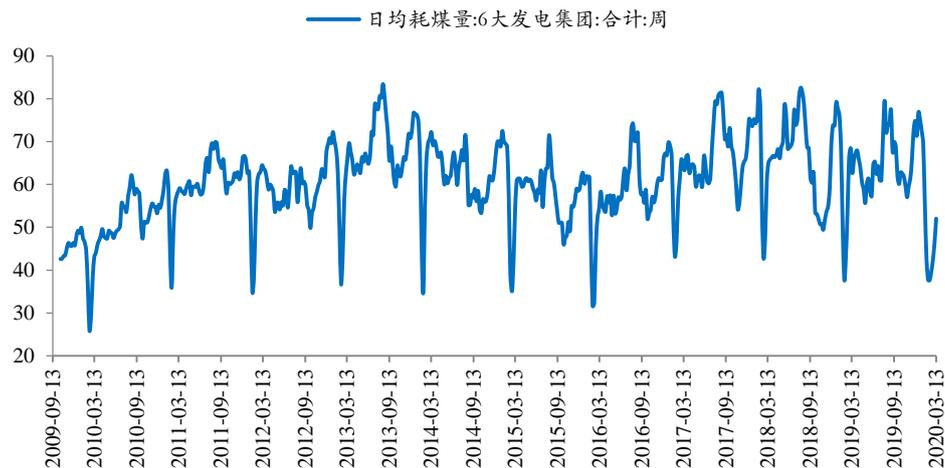
## 2、海外经济观察：欧洲央行维持利率不变，但QE加码

2020年3月12日，欧洲央行维持主要再融资利率于0%不变，存款机制利率于-0.5%不变，边际借贷利率于0.25%不变。此前市场预期3月欧洲央行降息10BP，欧洲央行维持利率不变略超市场预期，这可能是因为，欧洲央行长期负利率的效果并不是很明显，反而会侵蚀金融机构的利润、导致银行惜贷、加剧通缩风险。还可能因为欧洲央行认为疫情冲击是暂时的，没必要动用影响会长期影响经济的利率。不过欧洲央行公布新的LTRO工具，宣布额外增加1200亿欧元的资产购买规模，直至2020年底，同时定向长期再融资操作(TLTRO-III)利率低于平均再融资利率，欧洲央行扩大QE规模有利于帮助市场缓解流动性紧张。

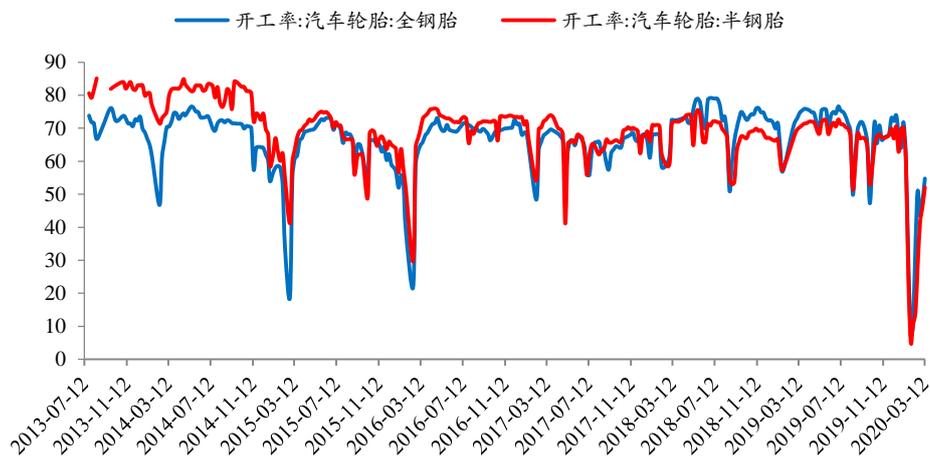
## 3、国内高频数据观察

### 3.1、生产指标普遍回升

上周(2020年3月7日-2020年3月13日，下同)，随着国内复工加速，生产指标普遍回暖。高炉开工率回升1.5%至64.5%；汽车全钢胎和半钢胎开工率分别回升14.6%、12.8%；6大发电集团日均耗煤量上升12.1%至52万吨。

**图7：发电耗煤量回升**

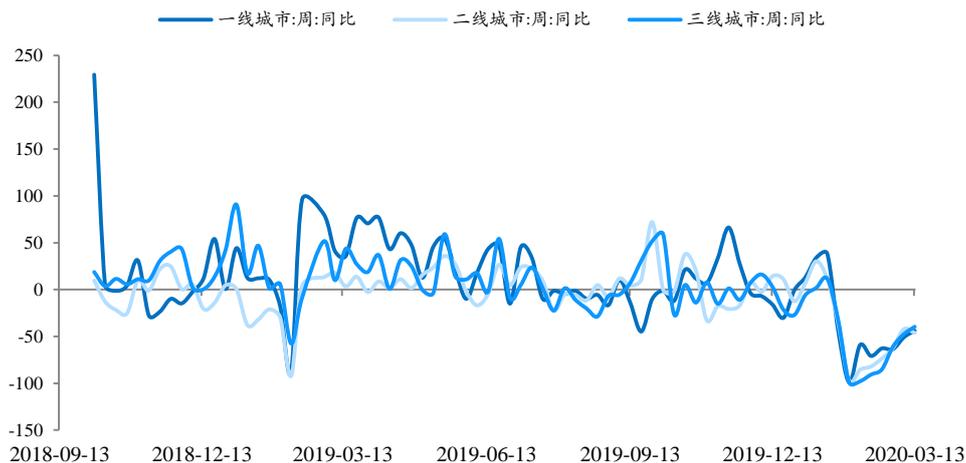
资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图8：汽车全钢胎和半钢胎开工率回升（%）**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

### 3.2、商品房销量略有改善

上周，30大中城市商品房日均销售面积从23.1万平方米上升至25.9万平方米。30大中城市商品房销售面积同比降幅从45.6%收窄至43.6%，其中，一、三线城市商品房销售面积同比降幅分别收窄至43.8%、39.6%，二线城市商品房销售面积同比降幅扩大至46.3%。

**图9：商品房销量同比降幅收窄（%）**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

### 3.3、猪肉、蔬菜、原油价格下降

上周，物价方面，28种重点监测蔬菜价格下降3.6%，降幅较前值（-4.5%）收窄。7种重点监测水果价格上涨0.2%，涨幅较前值（-0.04%）上升。猪肉批发价一周下降0.8%，降幅前值（-1.1%）收窄。商品价格方面，黄金、铜价分别收跌7.2%、3.8%，原油价格暴跌，其中，布油与WTI原油价格分别收跌25.2%、23.1%。

**图10：猪肉价格下跌**

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\\_6552](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6552)

