

首席经济学家：任泽平

首席宏观研究员：罗志恒

✉ luozhiheng@evergrande.com

研究员：马家进

✉ majiajin@evergrande.com

### 相关研究：

1. 什么是好的宏观调控？——来自中美日的经验教训

2019-03-06

### 导读：

当前中美贸易摩擦边打边谈、中国经济持续下行迈向“5”时代、拿掉猪以后都是通缩，面对内外部复杂严峻形势，政策面临重大抉择，财政、货币、汇率、结构性改革该如何发力？

### 摘要：

1、当前经济形势严峻，消费、投资、出口三驾马车疲软，经济下行压力加大，短期增速再下台阶，迈向“5”时代。

2019 年第三季度中国 GDP 增速 6.0%，创 1992 年 GDP 季度核算以来新低。1) 消费受居民收入增速放缓和高杠杆率抑制，2019 年 10 月社零增速创 2003 年以来新低。经济增速逐年下行，居民收入增速放缓，预算约束收紧，消费谨慎；居民部门杠杆率较高，债务负担和利息支出压力较大，同时消费性贷款增速放缓，超前消费受到抑制。2) 投资不振，基建反弹弱，制造业投资低迷，房地产投资缓慢下行。固定资产投资增速自 2009 年高位之后连年下滑，2019 年 1-10 月累计同比 5.2%；资本形成总额对 GDP 的拉动由最高的 8 个百分点降至 2019 年前三季度的 1.2 个百分点。第一，基建投资反弹力度弱，受地方政府财力不足和严控隐性债务制约，2019 年 1-10 月累计同比 3.3%。其一，经济下行叠加减税降费，增加值相关的流转税和利润相关的企业所得税下行，前三季度一般公共预算收入累计同比仅 3.3%，不到名义 GDP 增速的一半，7 省市财政收入负增长，13 省市增速低于 1%；其二，房地产市场降温，政府性基金收入（主要是土地出让金）增速大幅回落，上半年一度负增长，前三季度较去年同期回落 20.3 个百分点；其三，中央严控地方政府隐性债务，仅靠专项债难以弥补相应的资金缺口。第二，制造业投资 2019 年 1-10 月累计同比仅 2.6%，受出口下行、利润下滑、中长期贷款占比偏低影响。其一，受中美贸易摩擦冲击，出口订单减少，企业营收恶化，企业家信心不足，部分产业链转移；其二，工业企业利润增速自 2017 年以来持续下行，PPI 转负通缩，企业没有新增投资、扩大产能的动力；其三，企业中长期贷款占比仍偏低，融资难融资贵问题未得到根本解决。第三，房地产投资是 2019 年经济的重要支撑，但融资和监管政策过度收紧、销售降温、土地购置负增长，未来将缓慢下行。2019 年 1-10 月房地产投资增速仍然保持在 10% 以上，但随着房地产销售增速持续下滑，棚改货币化逐步退出，房地产融资政策收紧，政治局会议强调“房住不炒”、“不把房地产作为短期刺激经济的工具”，房企拿地更加谨慎，预计未来房地产投资增速将回落。3) 出口受全球经济周期下行叠加中美贸易摩擦冲击负增长，2019 年 1-10 月累计同比 -0.2%。全球经济周期下行，出口订单减少；中美贸易摩擦升级，部分订单和产业链转移。

中国经济面临通缩而不是通胀，当前 CPI 高企主要是结构性通胀而非经济过热导致的全面通胀，核心 CPI 稳定，PPI 为负，拿掉猪以后都是通缩。猪肉价格快速上涨主要受环保限养一刀切和非洲猪瘟等供给侧冲击影响，应剔除猪肉价格剧烈波动对通胀带来的干扰。随着工业品价格快速

下跌，企业实际利率持续上升，营业收入和盈利状况恶化，债务负担加重，投资支出减少，总需求下滑，形成“债务-通缩”循环，进一步加大经济下行压力。

当前就业压力增大，PMI 就业指数为十年低点。就业形势与名义 GDP 增速高度相关，经济疲软，企业开工和招工减少，2019 年 10 月制造业 PMI 从业人员指数为 47.3%。城镇调查失业率同比增速持续上升，企业裁员和非自愿失业状况增多。要特别关注非熟练劳动力的就业问题，尤其是应届大学生和农民工。

2、当前经济下行有外部和周期性因素，但主要是内部和结构性因素，短期经济的主要矛盾是总需求不足，长期经济的主要矛盾是供给侧改革不到位，未来关键是短期强化逆周期调节和长期深化改革开放，提升市场资源配置效率，提振微观主体信心。

外部和周期性因素：贸易摩擦导致出口负增长，经济处于金融周期下半场、主动去库存周期；但更主要是内部和结构性因素：人口红利消退、技术进步放缓、全球化进程停滞甚至倒退、改革开放进入深水区等导致的潜在增长率趋势性下降，需要进一步改革开放予以提振。经济增速换挡过程中并不天然存在中速增长平台承接，有可能没有底，要对形势的严峻性有充分的紧迫感，不能顺其自然下滑。从名义 GDP 增速来看，受供给侧结构性改革和全球经济复苏影响，中国经济自 2016 年开启新一轮周期，快速上行，但是 2017 年之后显著回落，2019 年第三季度仅有 7.6%。相应地，居民收入增速放缓、工业企业盈利恶化、部分省市财政收入负增长、城商行和农商行不良贷款率上升。从实际 GDP 增速的周期项来看，产出缺口自 2016 年缓步上行，2018 年后快速下滑。目前产出缺口为负，实际产出低于潜在产出，总需求不足，资源闲置。政府需及时有效进行逆周期调节，防范经济失速风险，为长期改革营造稳定环境。

3、财政、货币、汇率三大政策工具协调发力做好逆周期调节，财政优于货币，货币优于汇率，以六大改革为突破口。

面对中美贸易摩擦、经济下行压力加大、通缩，短期应通过财政货币政策逆周期调节促进经济平稳运行，长期则通过改革开放提升全要素生产率。就财政、货币、汇率政策效果对比而言，财政优于货币，货币优于汇率，主要是基于：第一，从效果看，财政政策是结构性政策，不同于总量的货币政策，减税降费、适度超前基建等在扩内需、降成本、调结构、稳预期上均能发挥作用，效果好于货币政策；货币政策的优势在于总量调节降低融资成本，但货币政策对 CPI 结构性通胀、信用分层等结构性问题的作用较为有限；第二，财政政策空间大于货币政策，中国赤字率和政府部门尤其是中央政府负债率较低；第三，汇率政策目前更多是市场化，且受中美贸易谈判制约。

1) 财政政策：建议 2020 年财政政策更积极，平衡财政转向功能财政，上调赤字率和专项债发行规模，赤字和专项债达到两个“3 万亿”，支持减税和基建，放水养鱼，扩大内需。在货币政策效果有限的情况下，财政政策应承担更大责任，且财政政策是结构性政策，可以解决货币政策难以解决的结构性问题。第一，适度扩大赤字尤其是中央财政赤字，赤字率可突破 3%，赤字总额 3 万亿，为减税降费和增加支出稳基建腾出空间。从欧盟和其他主要国家的财政实践看，3%并非绝对红线，逆周期调节部分年份突破 3%为正常现象。中国政府负债率在国际上偏低，政府部门尤其是中

中央政府具有加杠杆空间。中央政府杠杆率较低，主权信用融资成本也低，在地方政府和私人部门受资产负债表约束需求疲软之时，中央政府应主动加杠杆以承接和转移宏观杠杆，适度扩大赤字，发挥财政政策的乘数效应。当前基建投资适度超前，不仅能够节约成本，而且将带动地方经济发展和提高人民生活水平。第二，增加专项债额度，从2019年的2.15万亿上调至3万亿。第三，优化减税降费方式，从当前主要针对增值税的减税格局转为降低社保费率和企业所得税税率，提升企业获得感。第四，增加国有企业利润上缴比例，避免财政收入增速下行背景下地方政府出现“乱收费”等恶化营商环境的行为。第五，削减民生社保之外的开支，精简机构人员，优化支出结构，提高财政支出效率。第六，改革财政体制，给地方放权，稳定增值税中央和地方五五分成，落实消费税逐步下划地方。

2) 货币政策：不要把正常降准降息的宏观逆周期调节简单等同于大水漫灌，该降准降准，该降息降息，通过小幅、高频、改革的方式降息，引导实际利率下行；疏通利率传导机制，改善流动性分层，提高民营企业和中小微企业在贷款中的比重。货币政策放松通常面临三重约束：通胀约束、汇率约束和金融安全约束。当下这三者都不存在硬性约束，货币政策有足够的操作空间。第一，当前应更关注通缩而非通胀风险，猪肉价格不应掣肘货币政策，应通过降准降息解决总需求不足、PPI下行、实际利率上升问题，通过通胀预期管理、财政定向补贴、增加生猪供应等解决CPI上行对低收入人群产生的负面影响。在做好市场沟通和预期引导的情况下，央行适度降准降息是合适且必要的。当前中国法定存款准备金率偏高，基础货币投放方式不太合理。适度降准可以降低央行投放基础货币的频率和难度，控制央行资产负债表规模，降低商业银行和实体经济资金成本。当前的降息是新型降息，力度节奏都和以往有所不同，是“改革式、市场化、渐进式、结构性”的，是小幅度、高频率的降息。第二，全球进入新一轮货币宽松周期。中国适度放松货币政策并不会对人民币汇率和资本流出造成压力。第三，金融去杠杆成效显著，经济下行是最大的金融风险。货币政策适度放松不是大水漫灌，不会显著推升房价和资产价格；当前金融监管和房地产调控较严，资金脱实入虚的传统通道被堵上；货币政策偏紧和融资成本较高将加大经济下行压力，债务违约上升，银行资产质量下降，宏观杠杆率被动上升，反而增大金融风险。

3) 汇率政策：人民币贬值能在一定程度上缓解出口压力，但受中美贸易摩擦谈判掣肘及会加重海外融资企业债务负担，作用有限。第一，给中美贸易谈判带来新的不确定性。如果进一步贬值人民币，容易使中国在谈判中陷入被动，不利于战略目标达成。第二，人民币贬值将加重海外融资企业的债务负担。当前经济下行压力加大，企业盈利下滑，人民币贬值将加重海外融资企业利息负担，不利于企业稳定经营。

4) 改革开放：方法论上宜采取顶层设计和“渐进+增量+试点”相结合，具体应以六大改革为突破口，更大力度地推动新一轮改革开放，营造一个万马奔腾、千帆竞发的崭新局面。当前经济下行更多是内部和结构性原因，出路在于改革开放。经济增速换挡过程中并不天然存在中速增长平台承接，不改革，可能没有底，要对形势的严峻性有充分的紧迫感，不能顺

其自然下滑，需要通过改革构筑新的增长平台。当前一些地方政府干部和民营企业家的积极性有所下降，与官员激励机制及所有制中性落实不到位有关，部分政策在执行过程中存在层层加码、一刀切等问题，挫伤了基层干部和企业家的积极性。1) 放开汽车、金融、能源、电信、电力等基础领域及医疗教育等服务业市场准入，培育新的经济增长点；2) 深化国企改革，以黑猫白猫的实用主义标准，落实竞争中性和所有制中性，消除所有制歧视；3) 建立居住导向的新住房制度和长效机制，关键是人地挂钩和金融稳定；4) 中央政府加杠杆、转移杠杆，让微观主体轻装上阵，大规模减税，基础设施建设；5) 大力发展多层次资本市场，从间接融资到直接融资，发展 PE、VC 等；6) 当务之急是调动地方政府和企业家积极性，给地方官员新的激励机制，给民营企业家吃定心丸。

治大国若烹小鲜，宏观政策要把握好“度”，过犹不及，“用力过猛”和“用力不足”都不对。货币政策大水漫灌将导致通胀上升、汇率贬值、资产价格暴涨、金融风险积聚；财政赤字货币化会造成恶性通胀、居民储蓄财富蒸发、挤出私人投资等严重后果。但当经济周期性下行，若矫枉过正，未及时有效实施逆周期调节，经济将陷入“债务-通缩”、“资产负债表衰退”等螺旋式下降通道，面临失速风险。我们倡议的是“适度”的财政货币政策组合。在当前的经济结构和背景下，该政策组合能够有效对冲经济下行压力，且基本不会造成不良影响，从而为长期改革营造稳定环境。

**风险提示：**中美贸易摩擦升级，改革不及预期

## 目录

1 当前经济形势严峻，消费、投资、出口三驾马车疲软，经济下行压力加大，短期增速再下台阶，迈向“5”时代 .....	7
1.1 消费受居民收入增速放缓和高杠杆率抑制 .....	7
1.2 投资不振，基建反弹弱，制造业投资低迷，房地产投资缓慢下行 .....	7
1.3 出口受全球经济周期下行叠加中美贸易摩擦冲击负增长 .....	9
1.4 拿掉猪以后都是通缩，实际利率上升，就业压力增大 .....	10
1.5 政府需及时有效进行逆周期调节，防范经济失速风险，为长期改革营造稳定环境 .....	12
2 财政、货币、汇率三大政策工具协调发力做好逆周期调节，财政优于货币，货币优于汇率，以六大改革为突破口 .....	13
2.1 财政政策：建议 2020 年财政政策更积极，平衡财政转向功能财政，上调赤字率和专项债发行规模，赤字和专项债达到两个“3 万亿”，支持减税和基建，放水养鱼，扩大内需 .....	13
2.1.1 3% 赤字率并非绝对红线，中央政府加杠杆空间较大，基建投资可适度超前 .....	13
2.1.2 减税降费+基建投资，积极财政政策加力提效 .....	14
2.2 货币政策：不要把正常降准降息的宏观逆周期调节简单等同于大水漫灌，该降准降准，该降息降息，通过小幅、高频、改革的方式降息，引导实际利率下行；疏通利率传导机制，改善流动性分层，提高民营企业和中小微企业在贷款中的比重 .....	15
2.2.1 货币政策放松的三重约束较弱，政策空间打开 .....	15
2.2.2 适度降准降息，不要大水漫灌，疏通货币政策传导渠道 .....	16
2.3 汇率政策：人民币贬值能在一定程度上缓解出口压力，但受中美贸易摩擦谈判掣肘及会加重海外融资企业债务负担，作用有限 .....	17
2.4 改革开放：方法论上宜采取顶层设计和“渐进+增量+试点”相结合，具体应以六大改革为突破口，更大力度地推动新一轮改革开放，营造一个万马奔腾、千帆竞发的崭新局面 .....	17
2.4.1 中国经济增长潜力巨大，最好的投资机会就在中国 .....	17
2.4.2 当务之急是调动地方政府和企业家的积极性 .....	18
2.4.3 以六大改革为突破口：百舸争流，千帆竞发 .....	18

## 图表目录

图表 1: 居民收入增速放缓, 消费增速下滑 .....	7
图表 2: 居民部门杠杆率较高, 消费性贷款增速放缓 .....	7
图表 3: 固定资产投资增速持续下滑 .....	8
图表 4: 企业贷款和货币总量持续低增 .....	8
图表 5: 基建投资反弹力度较弱 .....	8
图表 6: 一般公共预算和政府性基金收入增速下滑 .....	8
图表 7: 制造业投资累计同比快速下滑 .....	9
图表 8: 出口订单减少, 工业企业营收恶化 .....	9
图表 9: 房地产投资较强, 但土地购置已显著回落 .....	9
图表 10: 房地产销售和资金来源增速持续下滑 .....	9
图表 11: 全球经济周期下行导致出口增速快速下滑 .....	10
图表 12: CPI 同比快速上升, PPI 同比持续下降 .....	10
图表 13: CPI 食品与非食品价格显著分化 .....	10
图表 14: 生猪存栏量快速减少 .....	11
图表 15: 猪肉价格和猪粮比价远超历史峰值 .....	11
图表 16: 核心 CPI 和 PPI 增速持续下滑 .....	11
图表 17: 实际利率快速上升 .....	11
图表 18: 制造业 PMI 从业人员指数持续下降 .....	12
图表 19: 城镇调查失业率同比增速持续上升 .....	12
图表 20: 名义 GDP 增速显著下滑 .....	13
图表 21: 实际 GDP 增速的周期项降至负值 .....	13
图表 22: 中国政府部门杠杆率显著低于美欧日 .....	14
图表 23: 中央政府具有很大的加杠杆空间 .....	14
图表 24: 法定存款准备金率提高吸纳过剩流动性 .....	16
图表 25: 基础货币投放方式发生改变 .....	16

当前中美贸易摩擦边打边谈、中国经济持续下行迈向“5”时代、拿掉猪以后都是通缩，面对内外部复杂严峻形势，政策面临重大抉择，财政、货币、汇率、结构性改革该如何发力？

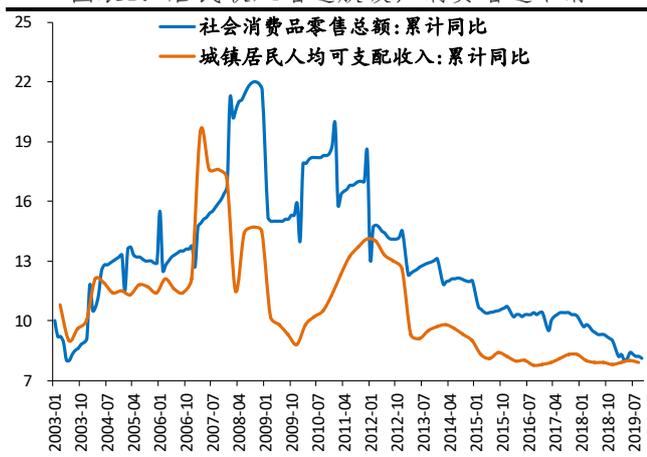
## 1 当前经济形势严峻，消费、投资、出口三驾马车疲软，经济下行压力加大，短期增速再下台阶，迈向“5”时代

2019年第三季度中国GDP增速6.0%，创1992年GDP季度核算以来新低。

### 1.1 消费受居民收入增速放缓和高杠杆率抑制

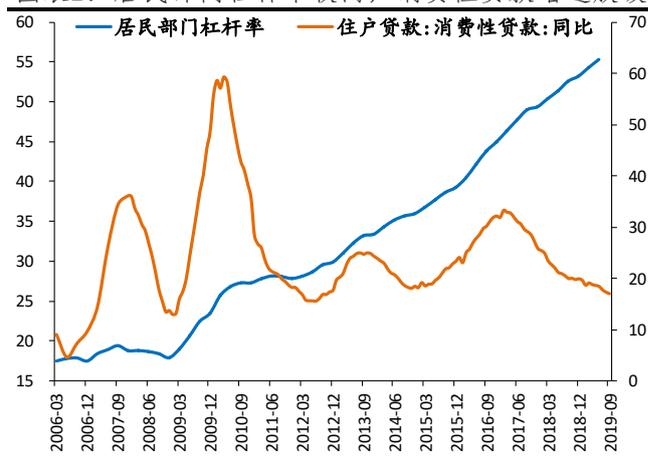
尽管微观上部分化妆品热卖和“双十一”销售额再创新高，也难掩宏观上的消费疲软，2019年10月社零当月同比7.2%，创2003年以来新低。一方面，经济增速逐年下行，居民收入增速放缓，预算约束收紧，消费支出更加谨慎；另一方面，居民部门经历多轮加杠杆，杠杆率较高，债务负担和利息支出压力较大，对消费造成一定程度的挤出，同时消费性贷款增速放缓，超前消费受到抑制。

图表1：居民收入增速放缓，消费增速下滑



资料来源：Wind，恒大研究院

图表2：居民部门杠杆率较高，消费性贷款增速放缓



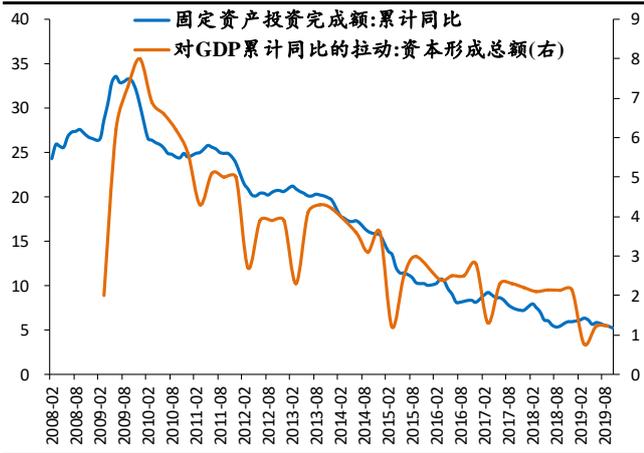
资料来源：Wind，恒大研究院

### 1.2 投资不振，基建反弹弱，制造业投资低迷，房地产投资缓慢下行

投资一直是中国经济高速增长的重要引擎，但是由于部分行业产能过剩和资本回报率下降等原因，投资动能逐渐减弱。固定资产投资增速自2009年高位之后连年下滑，2019年1-10月累计同比5.2%；资本形成总额对GDP的拉动由最高的8个百分点降至2019年前三季度的1.2个百分点。反映在金融上，非金融企业及机关团体贷款持续低增，M2同比增速于2017年4月跌破10%，长期保持在8-8.5%的较低水平。

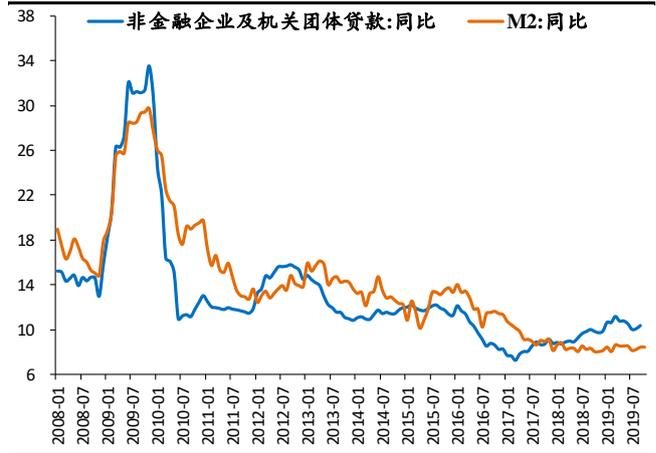


图表3: 固定资产投资增速持续下滑



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表4: 企业贷款和货币总量持续低增



资料来源: Wind, 恒大研究院

基建投资反弹力度弱, 受地方政府财力不足和严控隐性债务制约, 2019年1-10月累计同比3.3%。第一, 经济下行叠加减税降费, 增加值相关的流转税和利润相关的企业所得税下行, 前三季度一般公共预算收入累计同比仅3.3%, 不到名义GDP增速的一半。1-9月7省市财政收入负增长, 13省市财政收入增速低于1%, 如海南-0.7%、黑龙江-4.2%、重庆-7.2%, 吉林-9.2%, 北京、天津、上海财政收入几乎零增长, 且当前PPI持续下滑、企业盈利承压将进一步导致税收收入下行。第二, 房地产市场降温, 政府性基金收入(主要是土地出让金)增速大幅回落, 上半年一度负增长, 前三季度较去年同期回落20.3个百分点。第三, 中央严控地方政府隐性债务, 仅靠专项债难以弥补相应的资金缺口。

图表5: 基建投资反弹力度较弱



图表6: 一般公共预算和政府性基金收入增速下滑



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\\_8553](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8553)

