

宏观政策分析报告

2019 年 11 月 10 日

深化改革实现国家治理现代化

中国银河证券研究院·宏观政策分析报告 2019 年 10 月

核心内容：

★展望四季度及 2020 年经济形势，经济需求提振的逻辑能否实现，仍是经济磨底时间长短的关键。我们预计 PPI 同比负增长将在今年四季度探底，但转正仍要观察到 2020 年年中之后，工业企业利润的收缩趋势也将在未来 3 个季度内延续。明年经济增长的政策定位预计仍在实现不低于 6% 左右的经济增长目标，以完成既定经济发展目标。因此宏观政策仍会以稳增长为首要目标，货币政策仍将在稳健基调下着力营造较为适宜的货币金融环境以稳定经济产出与充分就业，LPR 利率下调与年底时点的降准行动均应在预期之内。

★我们预计 2020 年全球增长可能存在短期改善的前景，主要有赖于各主要央行宽松货币政策使得信贷周期得到支撑。同时若贸易形势有所缓和，英国与欧盟的脱欧事宜得以更加妥善的处理，相关潜在风险因素得以缓解。新兴市场和发展中经济体的驱动也是可以考虑的正面因素，预计这些经济体的增长率将回升到 4.6% 左右。这种回升有部分是源于承压经济体（如阿根廷、伊朗和土耳其）经济开始复苏或衰退程度减弱，同时也归功于 2019 年增长相对于上年显著减缓的国家（如巴西、印度、墨西哥、俄罗斯和沙特阿伯）出现复苏。不能忽视的一点是，这种复苏有相当大的不确定性，特别是考虑到美国、日本和中国等主要经济体的增长在 2020 年存在进一步放缓的可能性。

★为了完成既定的 2020 年经济总规模城乡人均收入较 2010 年翻一番的目标，保证经济增速不低于 6% 还是有其现实意义。后续随着经济增速下行压力持续，预计失业率将持续高于去年同期。民营小微企业融资问题及经营状况虽有所改善，但仍然面临的结构性困境短期难以实现根本好转，就业市场因此面临很大不确定性。为了预防失业率随经济压力而持续上升，宏观政策坚持逆周期调节就更凸显其必要。

★当前，中国经济运行正在继续磨底，但稳增长促改革的各项举措以及中美贸易交锋一定程度的缓解将有利于预期改善与风险偏好提振，经济运行与风险资产价格表现将因此预计得到一定的正面支撑，避险资产向风险资产表现修复的进程有望延续。

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、国际宏观政策形势：全球经济普遍放缓背景下的应对	4
（一）美国：经济总体仍然相对稳健 联储政策态度将更加凸显观望特征.....	6
（二）欧元区：货币政策独木难支 寄望财政政策	11
二、国内宏观政策形势：经济继续放缓形势下的政策权衡	14
（一）国内宏观政策总基调：逆周期调节将进一步发力 保证既定发展目标完成.....	14
1. 货币政策预计坚定发力稳定经济产出	14
2. 财政政策落实落细，但空间客观上有限	17
（二）党的十九届四中全会：聚焦国家治理现代化	18
1. 一脉相承推进国家治理现代化	18
2. 加快建立现代财政制度是实现国家治理现代化的关键	19
三、10月重点政策提要	22
（一）金融开放步伐加快	22
（二）进一步优化营商环境	22
（三）深化金融体制改革	23
（四）提振有效投资	23
（五）保证供给稳定物价	24
四、总结：稳定增长与深化改革是不变的主题	25

图表目录

图 1. 美国经济向长期潜在增长水平回归	8
图 2. 就业市场依旧趋紧，失业率预计长期维持低位	9
图 3. 通胀水平依旧温和，但预计向联储通胀目标水平缓步靠近	9
图 4. 出口与非居民部门投资弱化对经济造成负面影响	10
图 5. 欧洲工业生产趋缓态势较美日等经济体更为凸出	12
图 6 欧洲制造业景气前景仍处于收缩区间	13
图 7. 经济下行压力依然持续	14
图 8. 固定资产投资凸显需求弱势	15
图 9. 今年以来财政收支矛盾有所加剧	18
表 1. 全球经济增长共同面临放缓趋势（同比变化）	5
表 2. 美联储最新经济预测显示经济增速距离衰退仍有距离	8
表 3. 中央与地方事权（支出责任）划分现状	20
表 4. 主要经济数据指标预测	26

一、国际宏观政策形势：全球经济普遍放缓背景下的应对

目前，全球经济趋缓的特征各更加明显，预计 2019 年全球经济增长为 3%，是全球金融危机以来的最低增速。贸易壁垒增加，地缘政治紧张局势加剧，进一步削弱了经济增长。据 IMF 估计，美国与中国之间的贸易紧张局势假若持续到 2020 年将导致全球 GDP 水平累计下降 0.8%。一些新兴市场经济体的本国特有因素以及发达经济体的结构性因素（如生产率增长缓慢和人口老龄化）都对经济增长造成拖累。

制造业活动和全球贸易急剧恶化是造成全球经济增长疲软的重要原因，关税的提高和持续的贸易政策不确定性损害了投资和对资本品的需求。2019 年上半年的贸易量增长速度下降到 1%，是 2012 年以来的最低水平。

与制造业活动形成差异的是服务业几乎在全球范围内都维持了良好的表现。因此，发达经济体的劳动力市场依然活跃，工资增长和消费支出依然保持健康态势。然而，美国和欧元区的服务业初步出现了一些趋弱迹象。

货币政策仍然对支持经济增长起到重要作用。由于当前全球经济体所面临的经济增长放缓伴随着通胀低迷，需求总体弱势，经济动能趋缓，以美联储和欧央行为代表的主要中央银行均适当幅度放松了货币政策，以缓解经济增长面临的下行风险，并防止通胀预期“脱锚”。根据 IMF 评估，如果不采取这种货币刺激，2019 年和 2020 年的全球增长率都将进一步下降 0.5%。

发达经济体的增长继续减缓至趋于长期潜在水平。2019-20 年的增长预测下调到 1.7%（2018 年增长率为 2.3%），预计 2020 年将维持在这一水平。在这些经济体，强劲的劳动力市场状况和政策刺激帮助抵消了外部需求减弱的不利影响。新兴市场和发展中经济体 2019 年的增长预测下调到 3.9%（2018 年增长率为 4.5%），原因包括贸易和国内政策不确定性，以及中国经济增长的结构性减缓。

需要指出，我们预计 2020 年全球增长可能存在短期改善的前景，主要有赖于各主要央行宽松货币政策使得信贷周期得到支撑。同时若贸易形势有所缓和，英国与欧盟的脱欧事宜得以更加妥善的处理，相关潜在风险因素得以缓解。新兴市场和发展中经济体的驱动也是可以考虑的正面因素，预计这些经济体的增长率将回升到 4.6%左右。这种回升有部分是由于承压经济体（如阿根廷、伊朗和土耳其）经济开始复苏或衰退程度减弱，同时也归功于 2019 年增长相对于上年显著减缓的国家（如巴西、印度、墨西哥、俄罗斯和沙特阿伯）出现复苏。不能忽视的一点是，这种复苏有相当大的不确定性，特别是考虑到美国、日本和中国等主要经济体的增长在 2020 年存在进一步放缓的可能性。

表 1. 全球经济增长共同面临放缓趋势（同比变化）

	2018	预测	
		2019	2020
世界产出	3.6	3.0	3.4
发达经济体	2.3	1.7	1.7
美国	2.9	2.4	2.1
欧元区	1.9	1.2	1.4
德国	1.5	0.5	1.2
法国	1.7	1.2	1.3
意大利	0.9	0.0	0.5
西班牙	2.6	2.2	1.8
日本	0.8	0.9	0.5
英国	1.4	1.2	1.4
加拿大	1.9	1.5	1.8
其他发达经济体	2.6	1.6	2.0
新兴市场和发展中经济体	4.5	3.9	4.6
亚洲新兴市场和发展中经济体	6.4	5.9	6.0
中国	6.6	6.1	5.8
印度	6.8	6.1	7.0
东盟五国	5.2	4.8	4.9
欧洲新兴市场和发展中经济体	3.1	1.8	2.5
俄罗斯	2.3	1.1	1.9
拉丁美洲和加勒比	1.0	0.2	1.8
巴西	1.1	0.9	2.0
墨西哥	2.0	0.4	1.3
中东和中亚	1.9	0.9	2.9
沙特阿拉伯	2.4	0.2	2.2
撒哈拉以南非洲	3.2	3.2	3.6
尼日利亚	1.9	2.3	2.5
南非	0.8	0.7	1.1
低收入发展中国家	5.0	5.0	5.1

资料来源：国际货币基金组织，中国银河证券研究院

（一）美国：经济总体仍然相对稳健 联储政策态度将更加凸显观望特征

美国东部时间 10 月 30 日，美联储联邦公开市场委员会 10 月议息会议决定，将美国联邦目标基金利率的区间进一步下调 25 个基点至 1.50%~1.75%。此次降息是 7 月、9 月月议息会议采取降息行动之后的再次降息，至今美联储已累计将政策利率下调 75 个基点。我们认为，本次行动之后美联储将转入观望期，

当前，美国经济历经二战后最长时间持续复苏之后，目前已临近周期尾声，但总体来看，美国经济状况依然良好。目前的经济扩张已经持续连续 11 年，成为有史以来最长的扩张周期，经济继续以温和的步伐向前发展。过往一年的实际国内生产总值(GDP)增长率为 2%，最近一个季度的增长率也仍然维持 1.9%，仍高于潜在增速水平运行，维持正产出缺口。

居民部门（家庭）消费的持续强劲支撑了经济增长，而繁荣的劳动力市场又反过来支撑了经济增长。失业率接近五十年来的最低水平，实际工资正在上涨，此前离开劳动大军的职工正在重返工作岗位。没有确切证据显示成本推动的压力正在对物价通胀施加过度的上行压力，失业率总体仍低于自然失业率水平。

截至 9 月的过去一年中，核心个人消费支出(PCE)通胀率为 1.7%，仍然持续温和，整体通胀率目前为 1.3%，全年通胀水平预计略低于 2%的目标。理论上讲，物价稳定要求通胀预期和实际通胀保持稳定，并与 2%的通胀目标保持一致。事实上，当前通胀预期大致处于与价格稳定相一致的区间内较低水平。

无可否认，尽管对美国经济的基本预期是有利的，但在上述较为乐观的判断背后，一些可能导致经济下行风险的因素也客观存在。2018 年年中以来，全球经济低增长、低通胀的形势更加凸显。全球经济增长放缓以及全球贸易政策前景的不确定性增加，可能对美国及海外的制造业活动和投资支出形成一定程度的抑制；英国脱欧的不确定性也对世界经济形成潜在威胁，这个因素有可能在未来一年依然持续。同时，全球增长前景也与中国经济持续扩张的力度和可持续性息息相关。

目前看，全球形势和贸易条件的紧张对美国经济前景构成了不利因素，这些不利因素是美联储在决策最近的货币政策宽松行动相关评估中一个重要的考虑因素。

从出口对美国经济的贡献看，其所占的份额约为 12%，低于全球 30%的平均水平。但即便如此，当外国对美国出口商品的需求下降时，出口抑制对美国生产的影响是显而易见的，从这个传导渠道，全球经济增长成为决定美国出口需求的关键因素。近日，国际货币基金组织预测，2019 年全球经济增速将放缓至金融危机以来的最低（3%）水平。很大程度上导致美国实际出口在过去一年失去增长动力。我们认为，难以忽视出口承压对美国经济的负面影响。其中，与中国贸易形势的恶化是美国出口放缓的另一个重要原因，比如飞机交货的中断。

美国与主要贸易伙伴的经济增长速度不仅直接影响对美国出口的需求，而且通过影响美元价值间接地影响美国的出口需求。当外国经济增长减弱，外国央行放松货币政策以支持本国经济时，美元资产的回报率似乎相对更有吸引力，资本流入美国市场，这些流动往往会推高美元的外汇价值。此外，全球经济前景的不确定性上升，其他海外金融市场压力上升的迹象，

也会推高美元价值，因为投资者会涌入传统上由美国资产提供的安全避风港。综合来看，美元走强都会降低世界市场对美国商品和服务的需求。但需要指出的是，美元的价值似乎无法在很大程度上解释过去一年美国出口急剧放缓的原因。目前美元贸易加权汇率与过去几年的平均水平大致相当。

此外，全球金融溢出效应全球金融市场也将美国与全球经济联系在一起，国外的发展可能会波及国内金融状况，对国内经济活动产生重大影响，这在全球金融危机期间尤为明显。在这种情况下，即使避险资金推低美国国债收益率，市场的“避险”情绪转变仍可能打压美国股市，并扩大国内信贷利差。1998年的俄罗斯危机、本世纪初的欧元区债务危机以及2015年至2016年的人民币贬值，都明显体现了全球金融对美国经济的溢出效应。

近来，全球金融溢出效应导致今年春季以来美国国债收益率大幅下降。由于债券市场是全球性的，收益率较低，这就鼓励了资本流入，给美国国债收益率带来了下行压力。同时，股价也对全球形势作出反应，最近市场似乎对美国国际贸易前景的消息特别敏感。正如我们在美国 and 许多其他国家所观察到的那样，全球因素可能导致了中性利率或 r^* 的估计下降。生产率增长缓慢和人口老龄化降低了主要外国经济体的潜在增长率，降低了投资需求，增加了人们的储蓄意愿，这两者都导致了国外均衡利率的降低，并对包括美国在内的世界其他国家产生了溢出效应。

最后，美国国内的通胀水平也会受到全球形势的影响。全球因素通过它们对美国总需求和总供给的影响，可以改变美国的通胀动态。外国因素也会直接影响美国公司和消费者的价格，尤其是但不完全是进口商品的价格。美元升值可以降低美国进口产品的美元价格，尽管从经验上看这种对应关系并不总是立竿见影，主要原因在于外国出口商倾向于保持其产品的美元价格相对于观察到的汇率波动相对稳定。此外，全球商品价格的波动有也会影响美国的通货膨胀。过去一年，美元升值和油价下跌是美国通胀放缓的重要原因。

总体而言，鉴于美国居民部门杠杆率处于良性水平、非金融企业债务压力尚可承受、金融体系抗风险能力显著增强，在不发生外部事件冲击的情况下，美国经济短期内（1-2年内）发生衰退的可能性较低（见表1）。因此，从短期看，美联储重点考虑了美国经济受到特朗普政府贸易政策不利影响的拖累。在此基础上，美联储采取了降息和重新扩张央行资产负债表的策略。

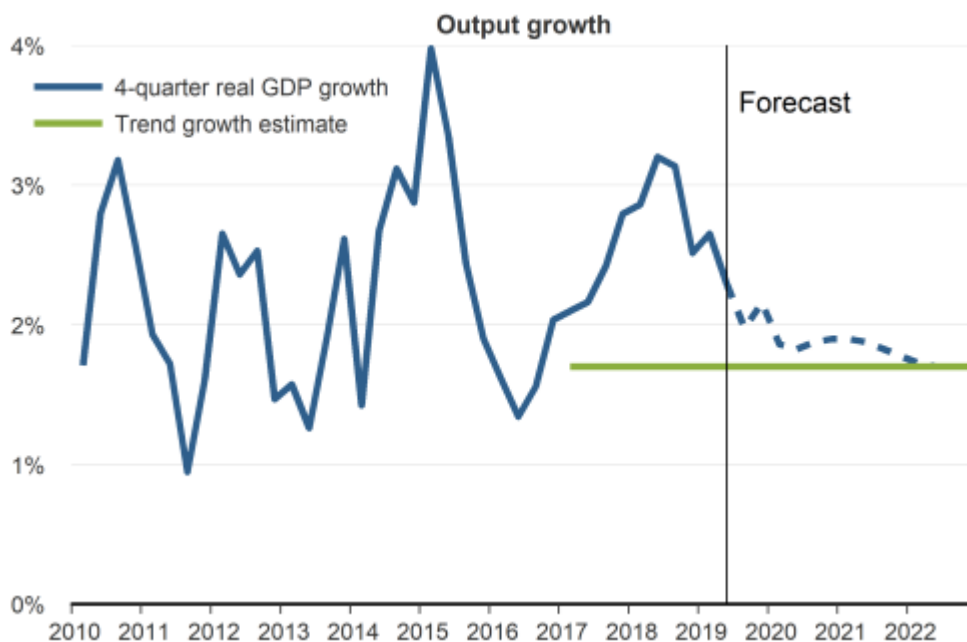
在目前时间点前瞻来看，美联储预计后续将按兵不动，转入政策观望期，以观察宽松政策对于经济的影响，同时积极运用资产负债表工具，调节合意准备金水平，保证金融体系流动性供给。考虑到即将到来的2020年美国大选年，从历史上看大选年（如2016年）美联储一般倾向于按兵不动，采取中性的政策姿态。我们仍然认为，基于美国经济基本面考量，美国并不需要激进的货币宽松周期，但在复杂的现实内外形势面前，美联储越发陷入多目标权衡的艰难境地也是客观的现实。

表 2. 美联储最新经济预测显示经济增速距离衰退仍有距离

发布时间		核心PCE				PCE				GDP				失业率			
		2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
2019年	9月	1.8	1.9	2	2	1.5	1.9	2	2	2.2	2	1.9	1.8	3.7	3.7	3.8	3.9
	6月	1.8	1.9	2		1.5	1.9	2		2.1	2	1.8		3.6	3.7	3.8	
	3月	2	2	2		1.8	2	2		2.1	1.9	1.8		3.7	3.8	3.9	
2018年	12月	2	2	2		1.9	2.1	2.1		2.3	2	1.8		3.5	3.6	3.8	
	9月	2.1	2.1	2.1		2	2.1	2.1		2.5	2	1.8		3.5	3.5	3.7	
	6月	2.1	2.1			2.1	2.1			2.4	1.8			3.5	3.5		
	3月	2.1	2.1			2	2.1			2.4				3.6	3.6		

资料来源：美联储，中国银河证券研究院

图 1. 美国经济向长期潜在增长水平回归



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_9042

