

## 稳就业、保民生的托底政策组合

——2020 年两会专题报告

### 核心内容：

☆**隐去具体经济增速目标，但是仍有要求与期待。**由于受到新冠疫情的显著冲击，特别是考虑到海外疫情已经呈现大流行态势，疫情的后续发展与蔓延具有高度不确定性，对于全球经济的影响十分深远。为了科学制定年度发展目标，决策层隐去了本年度经济增长的数字具体目标。从稳就业、保民生角度提出了以城镇新增就业 900 万人、居民消费价格水平（CPI）同比增长 3.5% 左右、调查失业率控制线为 6% 的一系列经济发展目标。我们认为，这些指标的背后，其实至少可以说反映了决策层对于今年经济工作的要求与期待。从就业目标推算的经济增长预期应该在 3-4% 左右。

☆**我们认为本年度财政目标属于预期之内但并未用尽所有财政扩张空间全力进行财政刺激，而是服务于“六保、六稳”属于托底之策。**主要考虑我们推测主要有两个，一是我国经济在 3-4 月份随着复工复产的推进已经有了起色，当前压力虽大，但是一些乐观迹象已经出现，可以继续观察一段时间；二是财政在当前形势下收支矛盾越发凸显。因此，财政空间适度留有余裕，对后续应对可能的不确定性有重大意义。况且，财政更多还是注重管控公共风险，而不是仅仅作为逆周期调节的工具。我们评估，财政总计用于托底经济的资金规模大致测算达到 8 万亿元以上，其中减税降费占 2.5 万亿元左右，基础设施建设预计 3.75 万亿元，其他托底民生、减租贴息等资金规模估计不超过 2 万亿元，财政预计拉动经济增长 2% 左右。

☆**当前的通胀、汇率与宏观杠杆率这三大寻常情况下的掣肘因素，都将难以在今年制约央行货币政策扩张的步伐。**经济需求疲弱是引导宏观政策继续宽松的根本逻辑。当前，稳定经济运行，防止经济在短期过度失速是宏观政策的主要目标。在经济下行压力持续且通胀相对温和的阶段，宽松的货币与财政政策是合理的选择在这种背景之下，货币政策较财政政策而言约束较少，而财政则会面临巨大的收支矛盾压力。我们预计全年广义货币增速将达到 12% 左右，信贷与社融全年增速将达到 12-13% 左右。

☆**总的来看，至少未来 1 年内，通缩风险是当前经济运行中需要考虑的现实风险。与此对应，失业率短期上行压力客观存在。**今年以来在疫情冲击之下，经济需求面更加疲弱，城镇调查失业率显著上行。本年度政府工作报告提出，将本年度调查失业率控制在 6%。需要注意，2019 年该控制线为 5.5%，而全年城镇调查失业率皆运行于 5.3% 左右水平。但目前调查失业率已经达到 6% 控制线水平，反映了客观的通缩风险下，失业形势恶化的现实。从增长的就业弹性角度考虑，新增就业若没有一定的经济增长做基础，难以实现既定目标，稳就业势必需要一定程度的稳增长。在此背景下，汇率需要发挥其自动稳定器功能，以市场化形成机制更加灵活地浮动，以释放国内货币政策的空间，促进内外经济均衡。红杠杠

### 分析师

张宸

☎：(8610) 8357 1342

✉：zhangchen\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517120001

余逸霖

☎：(8610) 6656 1871

✉：yuyilin\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130520050004

率方面，假若经济增长稳不住，则宏观杠杆率（债务/GDP）同样会被动上升，单纯因为顾虑杠杆率而不敢放开手脚托底经济是之聚焦了问题的一个方面，而忽略了另一个方面的矛盾。因此，我们认为二季度及后两个季度宏观政策的主基调仍然会呈现较为宽松的逆周期调节特征。

## 目 录

一、政府工作报告对经济工作的部署 .....	3
1.年度经济增长并非完全没有目标 .....	3
2. 宏观政策科学调度 货币仍担纲重点工具 .....	5
(1) 财政政策：本年度安排有亮点 但压力也同时较大 .....	5
(2) 货币政策：赤字货币化不现实 但央行的确有空间有能力积极作为 .....	6
(3) 货币政策持续发力有其必要性 .....	10
二、有效需求不足所致通缩风险仍是主要矛盾 政策基调仍以宽松为主 .....	11

## 图表目录

图 1: 不同经济周期宏观政策组合 .....	12
图 2: 疫情冲击下城镇调查失业率显著走高 .....	14
图 3: 关注零散外出务工人员（1.22 亿人）群体的失业问题：隐性失业 .....	15
表 1: 政府工作报告部署的重要指标及上年同类指标实现情况 .....	4

## 一、政府工作报告对经济工作的部署

### 1. 年度经济增长并非完全没有目标

5月22日，期待已久的全国人民代表大会开幕，中国向世界展现了抗击疫情的成就与经济社会发展的巨大韧性。按照往年惯例，政府工作报告都是观察全年经济社会发展任务安排的重要窗口。从今年情况看，经济增长目标首次被隐去，稳就业、保民生成为核心主题，充分显示了党中央国务院在国内外复杂形势与压力下，科学地、实事求是地安排今年经济与社会发展工作的意图。但是，我们认为没有具体的增长目标并不意味着决策层对于本年度经济增长没有要求，事实上总理政府工作报告贯穿始终都在强调稳中求进的总基调，稳是为了进，保是为了促进稳与进的统筹协调，这是一种兼顾发展目标与现实稳健的辩证法。

**隐去具体经济增速目标，但是仍有要求与期待。**由于受到新冠疫情的显著冲击，特别是考虑到海外疫情已经呈现大流行态势，疫情的后续发展与蔓延具有高度不确定性，对于全球经济的影响十分深远。为了科学制定年度发展目标，决策层隐去了本年度经济增长的数字具体目标。从稳就业、保民生角度提出了以城镇新增就业900万人、居民消费价格水平（CPI）同比增长3.5%左右、调查失业率控制线为6%的一系列经济发展目标。我们认为，这些指标的背后，其实至少可以说反映了决策层对于今年经济工作的要求与期待。

**从就业目标推算的经济增长预期应该在3-4%左右。**我们知道2019年我国在6.1%的实际经济增速背景下，实现了超过1300万以上的城镇新增就业。那么我们可以粗略估算若依据今年需要实现900万就业新增目标所需的经济增速大致是在3-4%左右，在一季度负增长6.8%，二季度大约预期增长2%的经济运行水平估计，第三、四季度经济增长的挑战其实不小。根据国际货币基金组织的预测本年度全球

经济增长形势陷入 3% 左右水平收缩的概率较大，如此中国的经济增长即便最终实现 1-2% 的全年增长，无疑也将成为世界范围内的一枝独秀，相对于国际平均水平的相对增长率较去年水平反而有所扩大。

进一步地，依照国际货币基金组织 4 月经济展望中的悲观场景，即假设欧美不能妥善控制正常生产生活秩序恢复之后的疫情反弹，则全球经济与贸易形势会进一步恶化。届时中国则需要以宏观政策进一步提振国内总需求，以补位外需的缺失。需要指出的是，即便是乐观场景假设成为现实，虽然环比增速已经明显改善，但 2 季度同比数据仍有压力，前 4 月工业、投资和社零累计同比增速仍为负增长，这将制约上半年国内经济反弹高度，预计 2 季度经济增速同比若能够接近或恢复正增长，便是很好的成绩。因此，我们看到按照就业目标推算的决策层理论上对于中国经济本年度发展水平的期待其实并不低。

因此，从当前经济形势看不难得出结论，中国经济正处于弱修复的进程中，同时由于需求端的疲弱尚有供过于求、库存累积与通缩风险相应加剧的风险。在这样的过程中，学界与市场对宏观政策层面财政与货币的积极扩张并没有太多疑义，关键是如何实施下一步扩张性的财政与货币政策。

表 1: 政府工作报告部署的重要指标及上年同类指标实现情况

		2020 目标值	2019 实际	2019 年目标
宏观经济目标	GDP 增速	不设定目标	6.10%	6.0-6.5%
	城镇新增就业	900 万以上	1325 万人	1100 万人
	调查失业率	6% 左右	5.3% 以下	5.5% 左右
	城镇登记失业率	5.50%	3.62%	4.5% 以内
	居民可支配收入	居民收入增长和经济增长基本同步	8.90%	居民收入增长和经济增长基本同步
财政政策	CPI	3.50%	2.90%	3% 左右
	赤字率	3.6% 以上，规模比去年增加 1 万亿	2019 年赤字率 2.8%，赤字规模 2.76 万亿	2019 年赤字率 2.8%，赤字规模 2.76 万亿
	抗疫特别国债	1 万亿	0	0
	专项债	3.75 万亿且提高用于资本金比例	2.58 万亿	2.15 万亿
	预算内投资	6000 亿元	5776 亿元	5776 亿元
	老旧小区改造&棚户区	老旧小区改造 3.9 万个	老旧小区改造 1.9 万个，棚户区改造 316 万套	继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造
	铁路建设	补充资本金 1000 亿元	完成铁路投资 8029 亿元	完成铁路投资 8000 亿元
	公路水运投资		23451 亿元	1.8 万亿
	水利工程	加强交通、水利等重大工程建设	7260 亿元	再开工一批重大水利工程
	减税降费	全年减负 2.5 万亿	2.36 万亿	2 万亿
货币政策	下调增值税税率	下调	2019 年 16% 档下调到 13%，10% 档下调到 9%	下调增值税税率
	M2 和社融	增速明显高于去年	2019 年 M2 增速 8.7%，社融存量增速 10.69%	M2 和社融增速要与 GDP 增速相匹配
	国有大型商业银行小微企贷款	增速高于 40%	53.10%	增长 30%
	利率	推动利率持续下行	人民币贷款平均利率下降 25BP 到 5.44%	降低实际利率水平
脱贫攻坚	贫困人口减少	全部脱贫	1109 万人	贫困人口减少 1000 万以上
	房地产政策基调	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展		改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展

资料来源：中国银河证券研究院

## 2. 宏观政策科学调度 货币仍担纲重点工具

### (1) 财政政策：本年度安排有亮点 但压力也同时较大

近年来，财政政策无论从市场及社会舆论期待还是宏观调控的实际情况来看，毫无疑问是宏观调节的主角，例如我们看到 2019 年全年实际减税降费达到 2.36 万亿，超过了年初两会确定的 2 万亿的规模，增值税这一影响企业负担的主体税种，进行了税率减并改革，个人所得税进行了税制调整等等。可以说 2019 年，减税降费是一个宏观政策的核心主题词。在此背景下，2020 年在财政政策延续积极基调的情况下，我们看到实际上今年财政扩张方面应该说属于有亮点、但也留有一定后续视情况继续发力的空间。

亮点之一，我们看到本年度预算赤字目标提升到了 3.6%，较去年提升 0.8 个百分点，面对前所未有的内外复杂形势，我们的财政赤字扩张目标终于克服了所谓“3% 的赤字率上限”。实际上从学理上说，这一赤字率上限从来也没有一个非常严谨的理论论证，只是从欧洲引入的一种习惯性指标。我国之所以将其引入借鉴，本意是有助于建立财政纪律，对我国本就存在预算软约束的财政现实有所制约，避免政府收支矛盾的无序扩张。但面对 2020 年疫情所带来的严峻形势，这一心理约束终于打破，我们认为很有必要。但是，实事求是而言，这一赤字率目标相对略低于我们估算的赤字率预期，应该说政府财政扩张还是预留了一部分政策空间，以边走边看。

亮点之二，正式宣布发行抗疫特别国债，规模 1 万亿元。继 1998 年与 2007 年之后，我国再次发行特别国债，显示了政府以积极财政应对当前形势的决心，但从规模上看与赤字规模一样，政府也是有必要时刻进一步进行政策干预的空间。

我们认为本年度财政目标属于预期之内但并未用尽所有财政扩张空间全力进行财政刺激，而是服务于“六保、六稳”属于托底之策。主要考虑我们推测主要有两个，一是我国经济在 3-4 月份随着复工复产的推进已经有了起色，当前压力虽大，但是一些乐观迹象已经出现，可以继续观察一段时间；二是财政在当前形势下收支矛盾越发凸显。因此，财政空间适度留有余裕，对后续应对可能的不确定性有重大意义。况且，财政更多还是注重管控公共风险，而不是仅仅作为逆周期调节的工具。

我们评估，财政总计用于托底经济的资金规模大致测算达到 8 万亿元以上，其中减税降费占 2.5 万亿元左右，基础设施建设预计 3.75 万亿元，其他托底民生、减租贴息等资金规模估计不超过 2 万亿元，财政预计拉动经济增长 2% 左右。值得注意的是，本年度对于地方基础设施建设的支持力度总体较强，注意到地方专项债扩容至 3.75 万亿较 2019 年 2.58 万亿的规模有了较大提升，同时本年度将有 2 万亿左右通过专门转移支付机制全部转移给地方财政，用以支持稳就业、保民生，一定程度上可以改善地方财政捉襟见肘的现状。但是我们同时注意到，专项债其用途必须是有未来现金流收益的项目，这样的优质项目其实并不易得，因此一些地方的专项债额度其实是有结余，而由于用途有限不能用于一般支出而限制了地方政府对该项资金的运用。因此，地方财政从实现本年度经济发展目标所需的稳就业、保民生、促投资的角度看，财政压力仍然较大。至于说此前由抗疫特别国债发行方式所引发的所谓财政赤字货币化的争议，其实也正是在财政收支矛盾较大的背景下衍生出来的话题。

## **(2) 货币政策：赤字货币化不现实 但央行的确有空间有能力积极作为**

当前财政与货币政策的确应该进一步协同以积极应对复杂的国内外经济形势，管控与化解公共风险。但在宏观决策中，探明方向与把握节奏同样重要，以免过犹不及、宽严皆误。在此我们简要表明对于赤字货币化的看法，同时结合政府工作报告的要求，探讨一下本年度的货币政策方向。



**第一，当前形势下需要克服“刺激恐惧”心理，坚定逆周期调节的政策取向和落实。任何宏观经济政策本身都不会只有利而没有弊，应该坚持辩证地看待一个政策的成效与成本，坚持两害相权取其轻。要跳出“谈刺激色变”的心理陷阱，认为一味去杠杆、紧缩货币存量就是正确的道路。如果经济显著失速，面临有效需求严重不足，经济运行受到了很大的伤害，经济资源出现大量闲置，经济的实际增长大大低于潜在增速，造成通缩与失业率显著上升，对经济活动进行有效刺激就应成为政府相关经济政策的主要选项。在通缩压力缓解、就业市场接近充分就业，经济增长回复常态路径之后，刺激政策应该要适时退出。同时应该明确，经济刺激政策本质上只解决经济的短期失衡，而不能实现经济的长期可持续增长。经济的长期增长还是应该依靠改革激发全要素增长率维持一定增速水平加以实现。**

**第二，经济需要宏观政策的适度刺激与有力托底，并不意味着需要政策的“大跃进”进行直接的财政赤字货币化。疫情发生以来，中央政府为应对疫情及疫情对经济的冲击，提出了保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的六保政策目标，并出台了一系列减税、减负、补助、加大投资的财政政策，和加大有针对性的贷款投入，央行定向提供低息再贷款、减免贷款利息、延缓还款期限的金融政策。这些政策的实施已经起到了对冲经济下行风险，托底宏观经济有序运行的正面效果。在当前经济的弱修复阶段，仍需要各项经济政策的进一步发力，但并不意味着就要用尽所有政策空间，用政策大跃进的方式走向财政赤字的货币化，尤其是标准的或者说狭义的赤字货币化，即由央行在一级市场直接消化本年度增发的国债。**

**我们认为，在当前应对疫情及经济下行风险，实现六保政策目标的过程中，对某些能产生经济效益的财政支出，可以依靠发行地方专项债或一般性政府债务进行融资；但大量的没有经济效益的支出只有依靠扩大赤字、发行特别国债进行融资。货币与财政政策在促进经济增长上的目标是一致的，货币当局**



本身也有持有国债的需求，这是财政和货币当局合作、财政政策和货币政策协调配合的基础。目前，货币政策和财政政策皆有宽松的内在需求，央行亦尚未用尽现有的政策空间。

在历经多次降息降准后，目前中小银行的准备金率为 9.5% 大型银行机构为 12.5%；贷款的新利率锚 1 年期中期借贷便利（MLF）的利率为 2.95%，而 LPR 利率仍有 3.85%，相对于西方国家而言，我国央行的存款准备金率与利率工具仍有较大空间实施货币宽松行动，以为经济的平稳运行乃至财政的下一步积极扩张营造适宜的货币金融条件。但需要注意的是，无论是所谓货币政策 3.0 还是现代货币理论探讨的财政赤字货币化以及央行在国债一级市场直接消化新增政府债券，均基于央行传统的降息空间已耗尽，政策利率已经降至零利率下限，利率工具用无可用的前提下所进行的政策探讨。显然，当前我国货币政策实践的现实情况尚无直接实施财政赤字货币化操作的必要。

第三，央行可以在现行法律与制度框架下，站在银行体系身后履行最后贷款人职责，以市场化政策操作，保证债券市场的充足流动性，协助二级市场消化本年度新增发的国债，这可以看做广义上的财政赤字货币化，或间接的财政赤字货币化操作。目前，中国作为储蓄率位列世界前茅的高储蓄率国家，银行资产的规模巨大，2019 年中国银行业总资产达 281.58 万亿元，居世界第一。2019 年末政府债券（国债+地方政府一般债+地方政府专项债）37.2 万亿元，银行持有 81%，占银行资产余额的 13.9%。政府债券增量 4.8 万亿元，银行占比 83%，占银行资产增量的 18.8%。截至 2020 年 4 月末，存款类金融机构资金运用余额同比增长 12.2%。若假设年末增速也为 12.2%，则全年资金运用增量为 26.6 万亿元。假设政府债券在银行资产增量中的占比和 2019 年相同，仍为 18.8%，则银行至少有 capacity 买入 5 万亿元。2019 年银行之外的机构持有政府债券增量为 0.8 万亿元，可假设其 2020 年增量不变，两者合计 5.8 万亿元，足以为本年度增发的政府债务提供充足的市场空间。如果市场需要，央行还可以通过多种方式进

一步为国债市场提供流动性，也包括在二级市场买入政府债券提供流动性。只要央行和财政密切配合，政府债券市场化发行并无问题。

**我们认为，1998 年与 2007 年向某些银行定向发行特别国债的经验，应当成为实施本次特别国债发行的重要参考依据。**1998 年 2 月 28 日第八届全国人大常委会第三十次会议审议通过了全国人大常委会关于批准国务院提出的由财政部发行特别国债补充国有独资商业银行资本金的决议。据此，财政部 1998 年发行 2700 亿元特别国债，用于补充四家银行资本金（其中工行 850 亿元、农行 933 亿元、中行 425 亿元、建行 492 亿元），期限 30 年，年利率 7.2%。特别国债由四大行全额承购，不向社会公开发售。四大行买入这些国债后，中国人民银行再全额从四大行买入。实际上，这 2700 亿元主要是中国人民银行将商业银行银行存款准备金率从 13% 降至 8% 释放的资金。商业银行先购买特别国债，再转让给中国人民银行，中国人民银行并不直接认购特别国债，在不突破现行法律框架约束的条件下持有了 2700 亿元特别国债。类似地，2007 年 6 月 29 日经第十届全国人大常委会第二十八次会议审议通过，国务院提出拟由财政部发行 15500 亿元的特别国债，用于购买约 2000 亿美元的外汇的议案。15500 亿元特别国债，其中有 13500 亿元是财政部向当时尚未上市的中国农业银行分批定向发行的，2000 亿元则面向社会各类投资者。最后，中国人民银行再向中国农业银行购买 15500 亿元的特别国债。这样的操作，同样也不违反现行《中国人民银行法》。

**进一步地，我们建议通过二级市场实施赤字的间接货币化，可以借鉴棚改货币化的操作模式，重用政策性银行的通道，并由央行保证流动性。**为了避免一般性国债发行程序所致国债供给过剩对二级市场的过度冲击，同时考虑到上市商业银行需要遵循市场化原则实施经营决策的客观现实，可以考虑将特别国债定向发行给政策性银行和指定范围的商业银行，同时提供特定的贴现窗口给这些银行，以便他们用增持的国债作抵押品获得央行的货币供给，用以发放专项基建与抗疫专项贷款给地方，支持本年度基础

设施建设与民生托底支出。经济恢复正常后，央行可以借由逐步有计划地减持有关存量国债实现退出。

在这个过程中，央行应坚持通过货币政策工具营造适宜的货币金融环境，引导融资利率下降，同时坚持汇率形成机制的市场化原则，提高汇率一定程度走贬的政策容忍度。

在所增发货币去向方面，需要着重考虑通过改革引导资本市场稳步长期景气，适时推出重点基建项目，适度增加地方房地产调控因城施策的空间，尽可能避免货币流向一般商品，从而引发一般物价水平上涨为特征的传统通货膨胀。同时，我们再度强调赤字的增加所对应的广义货币扩张不能过度超越名义经济增长，不能显著透支实体经济对于债务的消化能力。同时，政府债券发行的期限可以适度延长，构建 10 年及以上期限国债完整的利率期限结构，为完善市场利率定价机制奠定基础。

### (3) 货币政策持续发力有其必要性

在上述背景下，不难发现虽然赤字货币化并不现实，但是货币政策本年度既定的宽松方向是毫无疑问的，这一点也得到了今天政府工作报告的确认。相对于财政空间的留有余裕，货币政策在本年度工作中可谓全力施为，一些相关细节表述值得认真推敲：

第一，我们看到本年度决策层要求广义货币 (M2) 与社融增速要显著高于去年，通胀预期目标也显著提高，货币政策进一步宽松空间已经打开。回顾 2019 年情况可知，M2 与社融增速实际上分别达到了 8.7% 与 10.7%，应该来说与年初两会时确定的与名义经济增长大致匹配的目标是一致的，实践中总体上去年的货币金融条件还是比较适宜的。但是今年，在名义经济增速显著走低的背景下，我们提出要令货币与社融增速显著高于去年，与之对应提升一般物价通胀目标预期至 3.5% ( 而我们预计 CPI 全年同比增速应不超过 3% )，为货币政策的宽松进一步打开了空间。

**第二，推动利率持续下行的要求，预计将促使央行继续降息降准，这个趋势可能贯穿全年。**从上述背景分析不难得出结论，当前形势下，推动利率整体下行是必要的政策选项，对此无论是学界还是市场均无太大争议，实际通胀尤其是工业品价格面临通缩风险，而一般物价预期通胀目标已经提升，而实际通胀是走低趋势，因此继续执行降息降准操作是大概率事件。

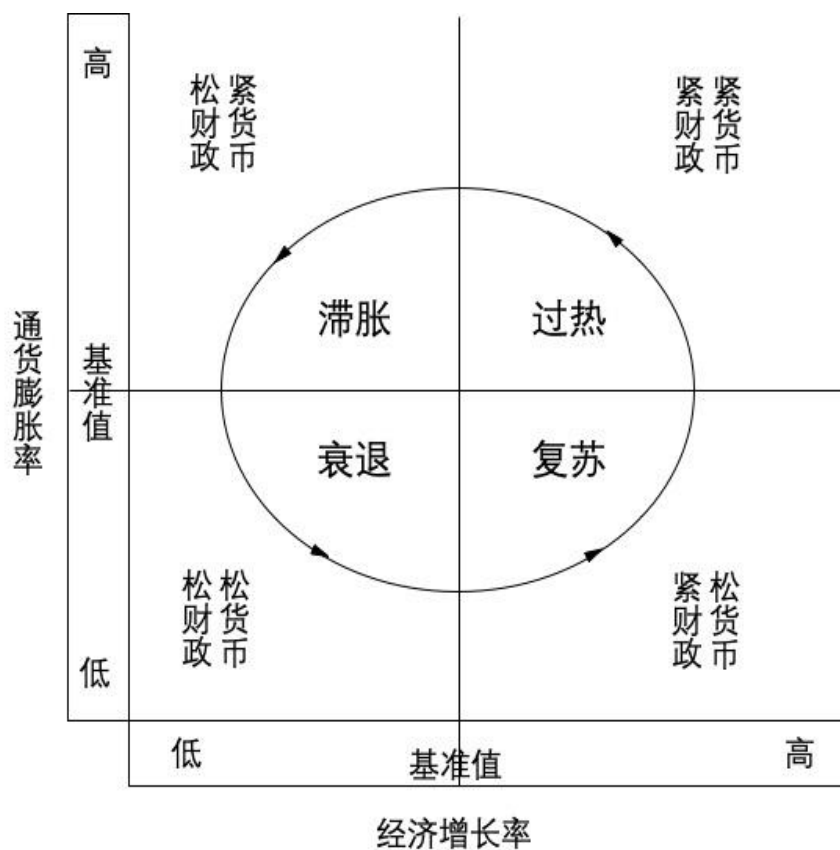
**第三，本年度稳就业、保民生，仍需要立足于稳增长，而内外需求疲弱条件下，仍需要宽松的货币信贷条件驱动投资增长。**当前，内外需求疲弱的形势一目了然，而外需可能到年底之前都维持疲弱态势，中美关系也存在不确定性。在此背景下，中国本年度的经济工作必须依赖内需拉动。观察消费与投资这两驾内需马车，不难发现消费本年度对经济的贡献难以有太高预期。政府工作报告当中指出，本年度居民可支配收入增长与经济增长基本同步，而本年度名义经济增速是显著降低的，因此居民收入大概率随经济增长承压，而居民收入是消费增长的决定性因素，因此不难明了消费在今年难以有过高预期。因此，投资仍然是本年度稳定经济、稳定就业、保障民生的主要动力来源。我们看到除了基础设施建设之外，房地产方面在房住不炒基础上，决策层还是强调了因城施策，促进房地产市场平稳健康发展，本年度情况来看，基建和房地产仍对经济具有重要意义。如此，宽松的货币信贷条件就成为本年度经济政策必须实现的重要步骤，也唯有如此，在当前工业品面临通缩压力的背景下，才能够最大程度激发有效需求的活力。

## **二、有效需求不足所致通缩风险仍是主要矛盾 政策基调仍以宽松为主**

我们认为，当前的通胀、汇率与宏观杠杆率这三大寻常情况下的掣肘因素，都将难以在今年制约央行货币政策扩张的步伐。经济需求疲弱是引导宏观政策继续宽松的根本逻辑。当前，稳定经济运行，防

止经济在短期过度失速是宏观政策的主要目标。在经济下行压力持续且通胀相对温和的阶段，宽松的货币与财政政策是合理的选择在这种背景之下，货币政策较财政政策而言约束较少，而财政则会面临巨大的收支矛盾压力。我们预计全年广义货币增速将达到 12% 左右，信贷与社融全年增速将达到 12-13% 左右。

图 1：不同经济周期宏观政策组合



资料来源：中国银河证券研究院

目前，全年通胀水平预计将趋势性降低，通缩风险是主要矛盾。从居民消费价格数据看，5月份CPI继续回落，需求端疲软限制了价格上行，物价以跌为主，预计全年CPI同比增长2.4%。5月份市场较为平稳，猪肉价格供给增加导致价格下行，天气变暖也带动其他农产品价格走低。未来随着猪肉价格走低，我国CPI持续回落。目前，核心CPI已经连续2个月持续在1.1%的水平。6月份翘尾影响2.5%，预计新涨价因素在0.1%左右，CPI同比涨幅约在2.6%左右。我们对2020年CPI预计在2.4%左右运行，4季度CPI较低，单月可能进入负值。现阶段我们主要面临需求疲软的难题，这不仅是新冠疫情带来的，也是我国近年来都面临的主要问题，有效需求不足引致的主要是通缩风险而非通胀。我们认为CPI全面上行概率很小，预计在未来2-3年左右CPI可能低位运行。本年度政府工作报告提出将CPI年度增长目标比目标定位在3.5%，我们认为实际上正是看到了需求疲弱所致通胀上行的压力，因此意图维持一定水平的温和通胀，以另一种形式的“通胀目标”引导经济政策稳步扩张，从而托底经济运行。

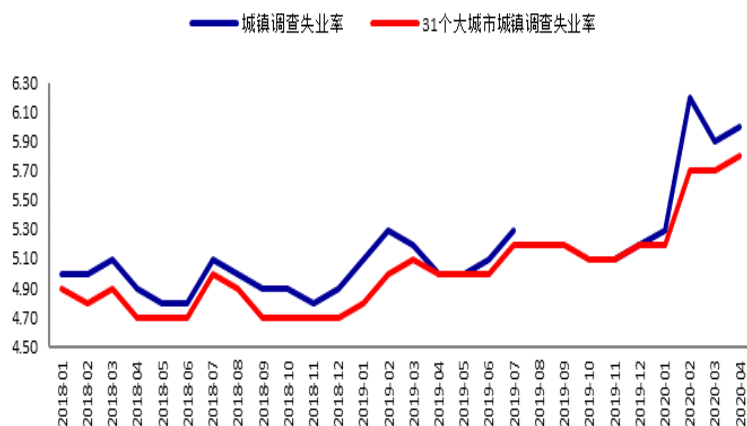
从工业品价格来看，通缩风险显示地就更为清晰，预计PPI全年增长-1.9%。5月份全国工业生产者出厂价格（PPI）同比-3.7%，环比-0.4%，工业品价格延续通缩态势，生产资料价格全线下跌，5月份生产有所恢复，但原油价格仍然是PPI下行的主要原因。2020年翘尾水平趋近于0，PPI变动主要受供需变化影响。原油价格5月份继续走低，煤炭价格也较为疲软，原材料价格压制PPI。未来要面临的主要问题仍然是需求不足，国内政策全力推进基建建设，货币有所放松，国外生产开始恢复，PPI可能探底后缓步回升。原油价格5月继续创出新低，但5月下旬原油价格开始恢复，那么相关产业出厂价格未来上行。6月上旬原油价格已经恢复正常，这是产油国限产的结果。2020年下半年整体需求可能好转，新冠疫情影响了短期需求，随后政府投资可能加码，加上货币政策小幅宽松，未来PPI可能缓步回升。但是如果全球面临经济停顿带来的经济衰退，那么PPI好转速度可能减慢，预计2020年PPI为-1.9%。

总的来看，至少未来1年内，通缩风险是当前经济运行中需要考虑的现实风险。与此对应，失业率短期上行压力客观存在。今年以来在疫情冲击之下，经济需求面更加疲弱，城镇调查失业率显著上行。

本年度政府工作报告提出，将本年度调查失业率控制在 6%。需要注意，2019 年该控制线为 5.5%，而全年城镇调查失业率皆运行于 5.3% 左右水平。但目前调查失业率已经达到 6% 控制线水平，反映了客观的通缩风险下，失业形势恶化的现实。从增长的就业弹性角度考虑，新增就业若没有一定的经济增长做基础，难以实现既定目标，稳就业势必需要一定程度的稳增长。

在此背景下，汇率需要发挥其自动稳定器功能，以市场化形成机制更加灵活地浮动，以释放国内货币政策的空间，促进内外经济均衡。红杆率方面，假若经济增长稳不住，则宏观杠杆率（债务/GDP）同样会被动上升，单纯因为顾虑杠杆率而不敢放开手脚托底经济是之聚焦了问题的一个方面，而忽略了另一个方面的矛盾。因此，我们认为二季度及后两个季度宏观政策的主基调仍然会呈现较为宽松的逆周期调节特征。

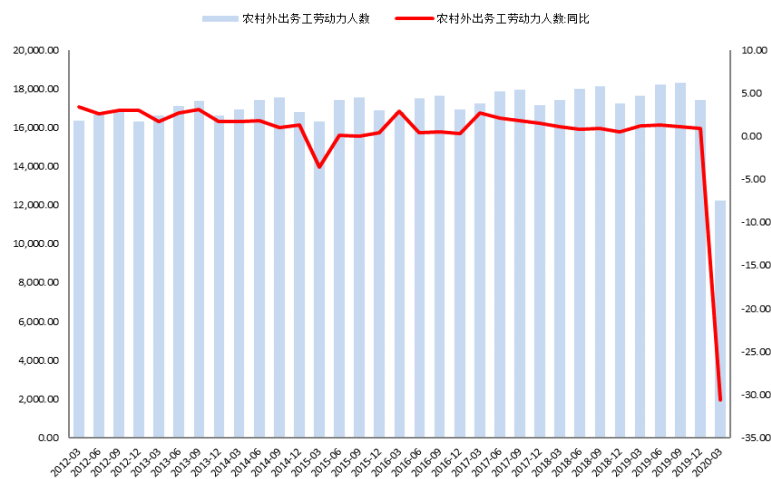
图 2：疫情冲击下城镇调查失业率显著走高



资料来源：万得资讯 中国银河证券研究院



图 3: 关注零散外出务工人员 (1.22 亿人) 群体的失业问题：隐性失业



资料来源：万得资讯 中国银河证券研究院

## 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研究生。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、余逸霖** 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。

## 免责声明

---

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座    北    京    地    区    ：    耿    尤    繇         010-66568479

gengyouyou@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层      上海地区：何婷婷    021-20252612    hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层      深广地区：崔香兰    0755-83471963    cuixianglan@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn