

政策信号明确 本年度经济不宜过度悲观

核心内容:

★疫情防控工作已取得显著成效，国内态势正在向积极方面发展。目前来看，全国范围内疫情防控工作正在有序推进，前期工作已经取得良好成效，下一阶段，复产复工稳定经济是更具有挑战性的政府工作重点。

★在疫情对于经济的影响方面，我们认为对一季度冲击明显，但是不必过度悲观，全年仍有希望收贷 5.5% 以上的增速，完成既定的经济社会发展目标。根据复产复工进程的不同以及政策托底力度强弱不同，我们认为一季度经济增速落在 2.8-3.9%，全年经济预计在 5.2%-5.6%，在当前的政策信号之下，我们认为应该可以更加乐观一点。

★各地复产复工进展在中央政策持续关注下，将有望进一步加快。在 23 日会议上，党中央进一步强调对于复产复工的八点要求，基于这八点，实际上当前中央对各级党委政府其实提出了不低的经济社会发展要求。我们认为在中央政策的持续关注下，各地方推进复产复工的进程将有望进一步提速。

★后续预计逆周期调节继续发力，货币政策和财政政策预计协同发力稳增长。政策层面为了坚定完成年度既定发展目标，预计将会持续加大逆周期调节力度。扩张企业信贷和通过专项债托底基建投资仍然是稳增长的重要抓手，经济压力之下房地产调控可能也有望边际微调，预计进一步落实因地制宜、因城施策。

★需要注意的是央行下一步政策操作对于市场流动性的边际影响。从目前情况看，银行间市场流动性仍然比较充裕，但随着复产复工有序推进，其政策重点将从单纯注入流动性以稳定市场预期，向改善融资结构、降低实体经济融资成本以支持经济复苏微调，换言之将希望银行间市场的资金能够进一步流入实体经济，而非停留于金融体系内部。

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) 6656 1871

✉: yuyilin_yj@chinastock.com.cn

政策信号明确 本年度经济不宜过度悲观

近日，中央频频释放政策信号以表达统筹推进防疫与经济社会发展工作的态度，信号很明确——**两手抓两手都要硬**。23日中央更是对全党全军县团级以上召开电视电话会议，领导核心亲自指示，信号清晰而明确。对于各级党委和政府来说，在继续毫不放松落实防疫工作的同时，尽快恢复生产生活秩序，立足“六稳”，运用政策工具对冲疫情的经济冲击影响，预计成为下一阶段工作的重点。据此，我们认为政策逆周期调节与补短板将显著发力，复工复产进程在中央的明确“两手抓”政策精神指引下将进一步提速。

疫情防控工作已取得显著成效，国内态势正在向积极方面发展。在2月10日发表的《防疫要立足底线思维，尽快恢复正常生产生活秩序》一文中，我们就呼吁并预计，“能否在2月底前通过有效防控促使疫情拐点出现而不反弹，成为预测本次疫情经济影响的关键因素。如果能够在2月内扭转疫情的扩散势头，则全国各地政府和企业的主要精力应该全力转向狠抓正常生产生活秩序的恢复上来。”目前来看，全国范围内疫情防控工作正在有序推进，前期工作已经取得良好成效，虽然是“两手抓”但显然下一阶段，复产复工稳定经济是更具有挑战性的政府工作重点。

在疫情对于经济的影响方面，我们认为对一季度冲击明显，但是不必过度悲观，全年仍有望收获**5.5%以上的增速**，完成既定的经济社会发展目标。根据复产复工进程的不同以及政策托底力度强弱不同，我们认为一季度经济增速落在2.8-3.9%，全年经济预计在5.2%-5.6%，在当前的政策信号之下，我们认为应该可以更加乐观一点。

各地复产复工进展在中央政策持续关注下，将有望进一步加快。截至23日，根据各省已公开数据，规模以上工业企业复工率超过70%的省份包括吉林、辽宁、河北、山东、江苏、上海、浙江、江西与福建。介于50%-70%之间的省份包括北京、内蒙古、山西、甘肃、宁夏、河南、安徽、四川、云南、贵州、湖南、广东与海南等地。虽然结合用电量和发电耗煤、交通物流等方面因素考量，实际产能修复情况大概率低于上述规模以上企业名义复工率，但总体看在2月的最后一周，各级地方政府会在中央精神指引下进一步努力复产复工。

23日会议上，党中央进一步强调对于复产复工的八点要求：一是落实分区分级精准复工复产；二是加大宏观政策调节力度；三是全面强化稳就业举措；四是坚决完成脱贫攻坚任务；五是推动企业复工复产；六是不失时机抓好春季农业生产；七是切实保障基本民生；八是稳住外贸外资基本盘。不难发现，基于这八点，实际上当前中央对各级党委政府其实提出了不低的社会经济发展要求。我们认为在中央政策的持续关注下，各地方推进复产复工的进程将有望进一步提速。

后续预计逆周期调节继续发力。政策层面为了坚定完成年度既定发展目标，预计将会持续加大逆周期调节力度。扩张企业信贷和通过专项债托底基建投资仍然是稳增长的重要抓手，经济压力之下房地产调控可能也有望边际微调，预计进一步落实因地制宜、因城施策。基建投资方面预计政策层面将坚定支撑，因此固定资产投资预计相对稳定，预计固定资产投资全年增速预计5.4%左右，与2019年全年增速水平持平。

货币政策和财政政策预计协同发力稳增长。一方面，扩张性的积极财政政策进一步加力提效，预计政府将进一步发挥积极的财政政策作用，针对受疫情影响较大的行业和企业要实行税收优惠或减免。特别是，疫情冲击之下财政减收增支的压力无疑会加大，可能会考虑适度提

高财政赤字率目标和地方专项债规模。同时，为缓解财政收支压力，政府预计将采取多种方式对财政进行支撑，包括调入国有资本经营预算收入，甚至发行特别国债等方式；根据测算，官方赤字率可能有望突破 3% 上限，广义实际赤字率应该会有较大幅度提升（预计达 6.34%）。另一方面，经济增长会成为货币政策更为看重的目标，货币政策在上述扩张性财政政策显著发力的背景下，也必须维持宽松，加大基础货币供给力度，以为政府及社会融资营造低利率的货币金融环境。预计央行将通过公开市场操作、再贷款、再贴现等多种工具提供必要的流动性，引导金融机构加大对受疫情影响较大地区、行业 and 企业的信贷支持，切实为中小微企业降低融资成本。在此导向下，央行货币政策将推动无风险利率进一步下行。

日前，央行发布的 2019 年四季度政策报告，总体上看印证了上述判断。报告的总基调基本延续了中央经济工作会议和 2 月以来政治局会议的主要精神，总体来看，货币政策首要目标是稳增长，央行将加强逆周期调节并注重结构调整，进一步降准“降息”可期，金融监管强度会边际调整。短期内，对疫情防控的支持是货币当局的首要工作，货币政策整体基调依然是稳健偏宽松，为银行体系提供充裕的廉价货币供给，推动商业银行体系支持企业复工复产，对冲当前经济下行压力；中期长期看，货币政策仍致力于解决结构性问题，引导金融机构加大对小微、民营企业和制造业的信贷支持。央行将会统筹逆周期调节与金融体制现代化改革，继续推进利率市场化，完善 LPR 传导机制，疏通货币政策从资金市场向实体经济的传导，切实降低企业融资成本。未来货币政策预计在稳增长、调结构、防风险之间长期保持动态平衡。

需要注意的是央行下一步政策操作对于市场流动性的边际影响。从目前情况看，银行间市场流动性仍然比较充裕，但随着复产复工有序推进，其政策重点将从单纯注入流动性以稳定市场预期，向改善融资结构、降低实体经济融资成本以支持经济复苏微调，换言之将希望银行间市场的资金能够进一步流入实体经济，而非停留于金融体系内部。

近来有所探讨的存款基准利率下调，若付诸实践则意味着央行希望进一步为商业银行降低负债端成本，从而引导银行支持实体经济。相对于降低信贷端政策利率以引导信贷利率下降，所连带产生的银行间市场流动性充裕，通过降低存款基准利率叠加财政贴息等手段，将有利于引导商业银行实质性强化对实体经济的信贷投放，缓解银行间市场形成资金“堰塞湖”。假若如此，流动性供给充裕压低银行间市场资金利率这一对于金融市场风险资产的支撑逻辑将会发生边际扰动，但长期看若金融资源真正能够进一步支持实体经济，则对于金融市场行稳致远将产生积极意义。

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。

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）向其机构或个人客户（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。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。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

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn