

首席经济学家：任泽平

研究员：罗志恒

✉ luozhiheng@evergrande.com

研究员：马图南

✉ matunan@evergrande.com

事件：

中国9月CPI同比上涨3%，预期2.8%，前值2.8%。中国9月PPI同比降1.2%，预期降1.3%，前值降0.8%。

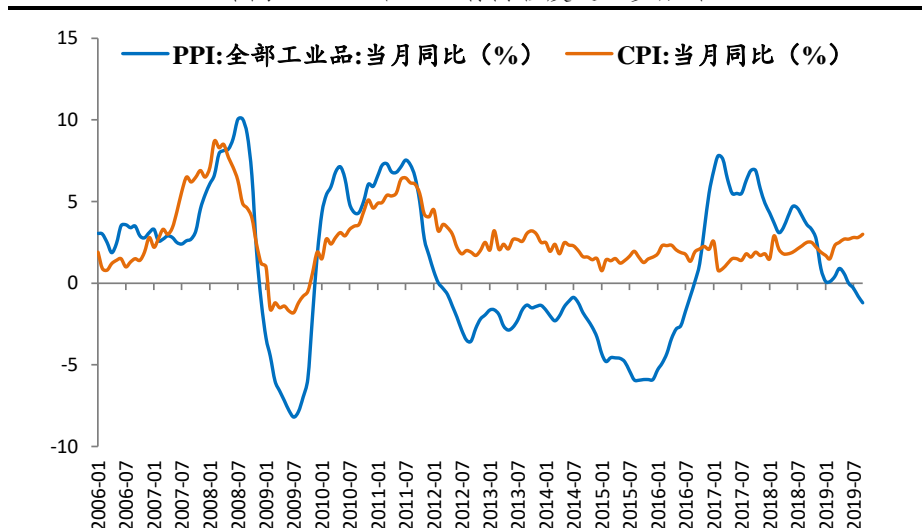
## 目录

1	CPI 触及警戒线，PPI 持续大幅通缩，CPI、PPI 出现罕见分化走势 .....	4
2	超级猪周期继续发力，CPI 升至 3% 警戒位，食品与非食品分化进一步加大 .....	6
3	PPI 同比连续三个月为负，通缩进一步加剧 .....	8
4	CPI 和 PPI 背离并非传导受阻，而是需求边际增速放缓背景下，供给因素对价格的影响力增强 .....	9
5	货币政策要加强逆周期调节，防止总需求过快下滑影响宏观经济稳定，不能因为一头猪制约财政货币政策稳增长，不能因为一头猪而牺牲整个国民经济 .....	11

## 图表目录

图表 1: PPI 和 CPI 背离程度进一步加深 .....	4
图表 2: 超级猪周期持续发力带动 CPI 升至 3% 警戒水平 .....	6
图表 3: 超级猪周期持续发力带动 CPI 升至 3% 警戒水平 .....	7
图表 4: 部分行业价格近期持续下跌 .....	8
图表 5: 部分行业价格近期持续下跌 .....	8
图表 6: CPI 与食品价格相关性更好 .....	9
图表 7: PPI 与非食品价格相关性更好 .....	9
图表 8: 金融危机后, CPI、PPI 与需求的相关性有所减弱 .....	10
图表 9: 供给侧改革之后食品和非食品价格走势背离明显 .....	10
图表 10: 猪肉消费占比长期保持稳定 .....	11
图表 11: 猪肉价格与货币政策相关性不高 .....	12
图表 12: 今年以来城镇新增就业同比持续为负 .....	14
图表 13: 失业再就业及就业困难人员就业数下降 .....	14

图表1: PPI 和 CPI 背离程度进一步加深



资料来源: Wind, 恒大研究院

## 1 CPI 触及警戒线, PPI 持续大幅通缩, CPI、PPI 出现罕见分化走势

9 月通胀数据的主要特点有:

1) 当前物价形势的关键不是通胀, 而是通缩! 9 月食品价格和非食品价格分化继续扩大, 猪肉价格上涨带动 CPI 升至 3% 警戒线, 非食品 CPI 继续下行, PPI 连续三个月通缩, 实际利率上升。“通胀在任何时候都是货币现象”, 当前货币金融环境整体稳健、局部偏紧, 显然不具备通胀的条件。猪价大涨是环保一刀切+非洲猪瘟导致的供给侧短缺, 工业品价格持续下跌反应的是需求侧低迷, 萧条, 通缩。与经济下行、货币金融环境是匹配的。因此, 当前物价形势的关键不是通胀, 而是通缩! 拿掉猪以后都是通缩。

猪肉价格问题不是货币政策导致的, 货币政策也解决不了。当前货币政策要针对总需求不足进行适当逆周期调节, 稳定就业。不能因为一头猪制约财政货币政策稳增长, 不能因为一头猪牺牲整个经济, 就业是最大的民生。10 月 14 日, 李克强指出要把稳增长和保持经济运行在合理区间放在更加突出的位置。

2) 超级猪周期带动 CPI 继续上升, 猪肉价格可能需要到明年下半年迎来转折点: 9 月 CPI 上涨的核心动力仍是猪肉。9 月猪肉环比大涨 19.7%, 带动同比涨幅扩大至 69.3%, 创 2007 年 9 月以来新高。猪粮价比已升至 16, 大幅刷新历史峰值。猪肉价格上涨带动牛肉、羊肉、鸡蛋等替代品价格环比分别上涨 6.8%、4.2% 和 7.7%, 涨幅较上月有所扩大。当前政府已出台多项政策稳定生猪生产, 但政策落地实施、能繁母猪到仔猪再到育肥等均需要时间, 因此预计到 2020 年下半年供需矛盾能够缓解, 届时猪肉价格可能迎来拐点向下。

本轮超级猪周期, 涨幅大、速度快, 四大原因: 环保禁养扩大化、规模化养殖策略、非洲猪瘟、内生猪周期。第一, 近年尤其是 2015 年以来, 环保政策对生猪养殖的影响凸显。各地纷纷制定了划定禁养区和区内污染养殖户搬迁计划, 层层加码扩大化, 一刀切。第二, 规模化养殖升级导致散户大量退出, 猪肉供给下降, 但仍未改变我国散户养殖占比较高、规模化养殖率不高的格局。第三, 非洲猪瘟导致大批生猪受到感染, 截至

2019年7月，全国共发生非洲猪瘟疫情143起，扑杀生猪116万余头。第四，非洲猪瘟前，上一轮猪周期中积累的过剩产能逐渐出清完毕，新一轮猪周期已经启动，猪肉价格存在内生上涨动力。

非食品CPI同比继续下滑0.1个百分点至1%。核心CPI同比稳定于1.5%，显示需求仍弱。

3) 通缩程度进一步加深。PPI同比跌1.2%，跌幅较上月扩大0.4个百分点，主要行业如煤炭、石油、黑色、化工等价格持续低迷。主因内外需不足，房地产融资收紧导致地产投资下行，基建受隐性债务控制和土地财政下滑而低迷，黑色、有色等价格下跌。中美贸易谈判尽管初步达成“第一阶段”协议，但后续仍具有很大不确定性，全球经济增速放缓，出口仍将下行。

4) CPI和PPI背离并非传导受阻，而是需求边际增速放缓背景下，供给因素对价格的影响力增强。由于构成不同，CPI更多反映食品价格波动，PPI反映非食品价格波动。CPI和PPI的背离实际上是食品价格和非食品价格的背离。深层次原因是高速增长阶段结束后，总需求边际增速下降，对价格的影响力下降。供给侧因素影响力上升。近年来，CPI和PPI有两轮大的背离，第一轮是2016-2017年，当时供给侧改革使非食品价格大幅上涨，带动PPI上行，而CPI则稳中有降。第二轮是当前CPI受猪肉供给收缩影响大幅上升，而PPI则因总需求不足而进入通缩。

5) 当前CPI上行，PPI通缩，二者出现罕见的分化走势。造成CPI上行的主要原因是猪肉供应偏紧导致价格上涨，是供给侧的问题，因此治理CPI应当通过增加供给，扩大进口，发放补贴，适当放松环保禁养等方式来解决。PPI下行的主要原因是总需求不足，因此要通过逆周期调节扩大有效需求，包括货币政策降息降准，财政政策减税降负，适当增加赤字率等方式来解决。当前货币政策关注的重点应该是防止总需求过快下滑影响宏观经济稳定，不能因为一头猪制约财政货币政策稳增长，不能因为一头猪牺牲整个国民经济。

从历史经验看，猪肉价格运行的主要逻辑是猪周期自身，货币政策对猪周期和猪肉价格通常难以起到明显作用，无需担心货币政策宽松导致的猪价上涨，解决猪价上涨不是货币政策的问题，而是猪周期的猪肉供给问题。人民银行自2006年-2008年2月一共加息8次，但猪肉价格在2006-2008年持续上涨，并未受到加息的影响，2008年金融危机爆发后，人民银行短期内降息5次，但猪肉价格则受到猪周期及猪肉疫病等因素影响持续下滑。货币政策操作与猪肉价格没有明显联系。

从数量和价格两个方面看，当前货币政策环境并不宽松，存在逆周期调节的空间。一是数量上，M2增速-实际GDP增速处于历史低位，货币金融结构性宽松，但信贷数据和货币供给量显示当前货币环境仍然稳健偏紧。二是从价格上看，2017年下半年以来，贷款加权利率-PPI增速的差持续上升，反映实体经济面临的实际利率不断攀升。整体来看，虽然今年5月和9月央行两次降准，但当前实体经济融资环境依然偏紧，民营企业、中小微企业和房地产企业融资难融资贵问题依然严峻。

今年以来工业企业盈利同比持续为负，就业压力有所上升。城镇新增就业人数累计持续负增长，就业人数较2018年下滑。城镇失业人员再就业人数2019年1-8月同比减少6.7%，就业困难人员就业人数同比减少4.2%。通过逆周期调节稳定过快下跌的PPI和企业盈利数据，防止失业人数过快上涨，是更有效的民生政策，绝非大水漫灌。尽管当前发生大规模失业的可能性较低，但也要在就业问题上做好应对，因为一旦失业人数过快上升，我们将要面对的，就不仅仅是吃不起猪肉的问题了。

6)在2018年底市场一片悲观之时,我们提出“经济2019年中企稳、市场否极泰来”(参见《否极泰来——2019年宏观展望》),随后经济在一季度暂时企稳。

6月份数据出来以后,市场一片“经济企稳”“企稳回升”“超预期”的声音,我们发布震撼全市场的报告《充分估计当前经济金融形势的严峻性——全面解读6月经济金融数据》,指出先行指标纷纷下滑,房地产融资收紧政策密集出台,经济金融结构正在趋于恶化。随后7月份经济金融数据全面回落。

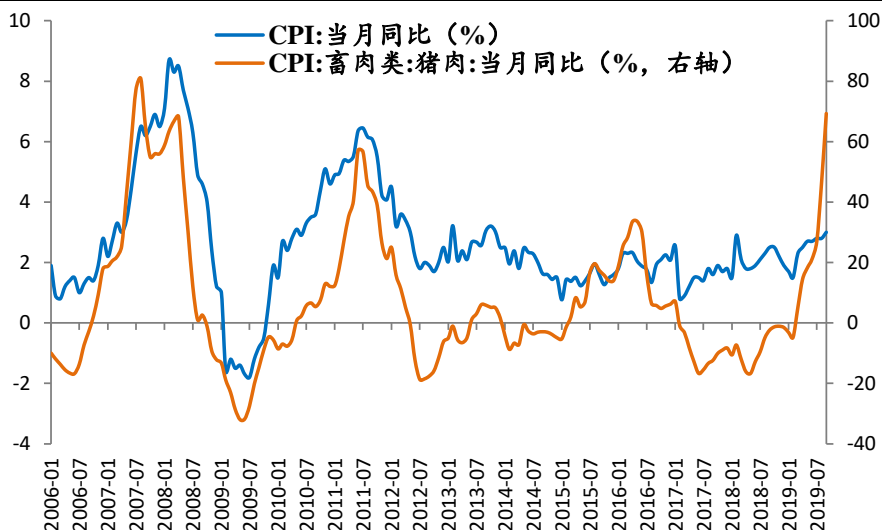
7月份数据公布以后,市场仍然沉浸在“降息降准就是大水漫灌”的错误认识中。我们再度前瞻性提出《该降息了!——全面解读7月经济金融数据》,并在此后发表《金融形势严峻,何时降息降准?——点评7月金融数据》、《全面解读降准对经济、股市、债市、房市影响及展望》等多篇报告,指出当前经济下行压力加大,全球降息潮,汇率破“7”,核心CPI保持稳定,PPI负增长通缩企业实际利率上升,表明货币宽松的空间已经打开。此后,8月17日央行通过LPR改革市场化降息,9月6日全面降准+定向降准。9月20日,新LPR报价降息,引导利率下行。

## 2 超级猪周期继续发力, CPI 升至 3%警戒位, 食品与非食品分化进一步加大

9月CPI同比上涨3%,较上月高0.2个百分点,自2014年以来首次升至警戒水平,创下近6年新高。猪肉价格仍是CPI上涨的核心动力。9月猪肉价格受超级猪周期继续发力带动大幅攀升,环比大涨19.7%,同比涨幅进一步扩大至69.3%,同比涨幅已超过2011年猪周期的峰值,创下2007年9月以来新高,并有望刷新猪肉价格同比的历史峰值。猪粮价比于9月底升至14.27,并在10月第一周继续升至16.0,已经大幅刷新历史峰值。当前超级猪周期仍在持续,各部门已经采取多项措施增加生猪养殖、加大猪肉进口、并投放储备猪肉稳定市场。但由于政策落地执行需要时间,生猪育肥也需要半年左右时间。当前能繁母猪和生猪存栏量大幅减少,完全恢复产能需从增加能繁母猪开始,能繁母猪到仔猪再到育肥需要的周期较长,预计到2020年下半年供需矛盾缓解,届时猪肉价格可能迎来拐点向下。

本轮超级猪周期,涨幅大、速度快,四大原因:环保禁养扩大化、规模化养殖策略、非洲猪瘟、内生猪周期。第一,近年尤其是2015年以来,环保政策对生猪养殖的影响凸显。各地纷纷制定了划定禁养区和区内污染养殖户搬迁计划,层层加码扩大化,一刀切。第二,规模化养殖升级导致散户大量退出,猪肉供给下降,但仍未改变我国散户养殖占比较高、规模化养殖率不高的格局。年出栏量小于100头的散养农户数从2007年的8100万户,下降至2017年的3700万户,降幅54%,而同期年出栏头数超过1000头的规模养殖场数量从4万增至8.2万,增幅达105%。但是,养殖500头以下的养殖户数占比仍高达99.4%,500头以上的养殖户数量占比0.6%,500头以上的出栏数量占全部出栏数不到50%(约49.1%)。第三,非洲猪瘟导致大批生猪受到感染,截至2019年7月,全国共发生非洲猪瘟疫情143起,扑杀生猪116万余头。第四,非洲猪瘟前,上一轮猪周期中积累的过剩产能逐渐出清完毕,新一轮猪周期已经启动,猪肉价格存在内生上涨动力。

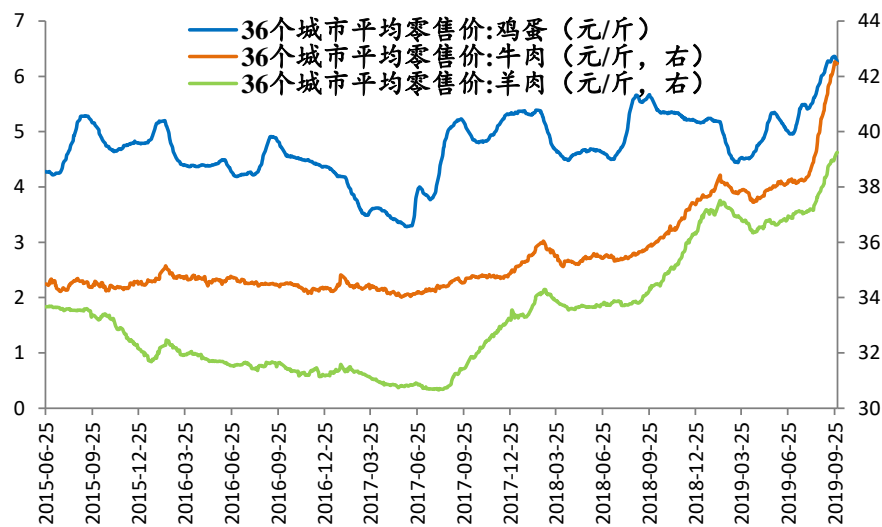
图表2: 超级猪周期持续发力带动CPI升至3%警戒水平



资料来源: Wind, 恒大研究院

猪肉供给短缺不仅带动自身价格上涨,也带动其他肉类,如牛肉、羊肉、鸡蛋等价格的上涨。本月牛肉、羊肉、鸡蛋环比分别上涨 6.8%、4.2% 和 7.7%,分别较上月扩大 2.4、2.2 和 1.8 个百分点,显示出猪肉价格上涨已经呈现与一定的外溢效果。后期要继续高度关注猪肉替代品的价格,及时增加供应保证价格稳定。应季水果、蔬菜大量上市,供应充足,带动水果蔬菜价格整体下降。9月鲜果和鲜菜价格环比分别下降 7.6%和 2.4%。

图表3: 超级猪周期持续发力带动 CPI 升至 3%警戒水平



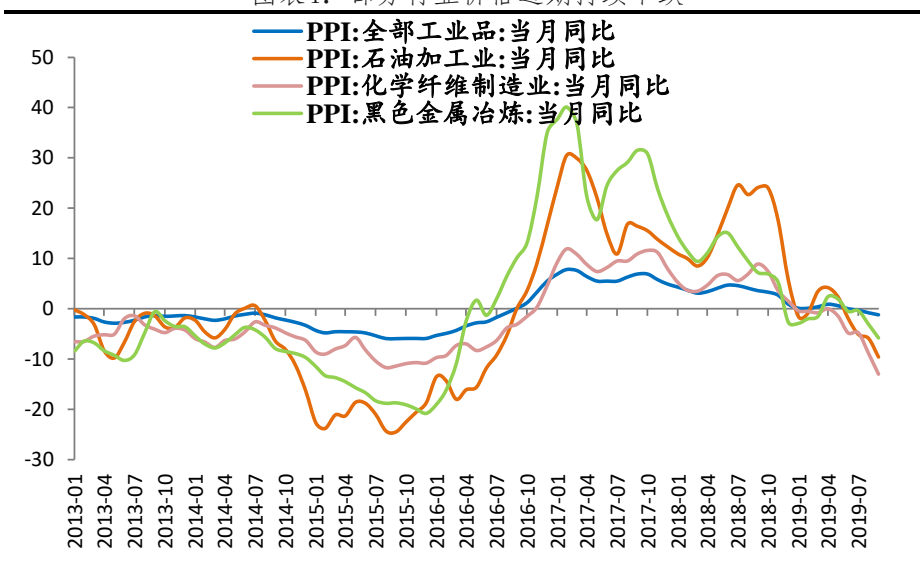
资料来源: Wind, 恒大研究院

9月非食品价格同比涨幅继续回落 0.1 个百分点至 1.0%，食品和非食品价格差异进一步拉大。核心 CPI 同比涨幅稳定于 1.5%。其中，国际原油价格受月中沙特阿美公司输油管道被炸影响一度大幅上涨超过 20%，但随后沙特恢复供应，油价回落，全月油价波动不大。但由于去年 9 月基数较高，导致 9 月交通燃料同比跌幅扩大 1.9 个百分点至 12.1%。从后期来看，尽管中美达成第一阶段协议，短期利好全球经济增长，但 2018 年以来中美贸易摩擦的总体态势是打打停停、形势总体升级、领域逐步扩大，从贸易摩擦持续升级至科技战、金融战、地缘政治战、舆论战等全方位博弈，且近期美欧间贸易冲突有所升级。因此，油价持续上涨动力仍不足。此外，暑期出游高峰已过，飞机票、旅行社收费和宾馆住宿价格分别下降 14.8%、6.0%和 1.5%。

### 3 PPI 同比连续三个月为负，通缩进一步加剧

9 月 PPI 同比跌 1.2%，跌幅较上月扩大 0.4 个百分点，继续创近 3 年新低。环比价格尽管上涨 0.1%，但仍连续 4 个月弱于季节性。具体来看，环比转正主要因为食品加工业和有色金属业等价格涨幅扩大，但食品加工与猪肉价格相关，有色金属业主要受国际黄金、白银等商品价格上涨，其中银冶炼上涨 8.0%，金冶炼上涨 4.0%。其他影响 PPI 波动的核心行业如煤炭、石油、黑色、化工等，其价格仍较为低迷。反映当前经济下行压力仍然较大。其中，煤炭开采业环比下降 0.2%；石油和天然气开采环比下降 1.1%，黑色金属开采和冶炼环比分别下跌 1.1%和 1.3%。化纤制造业环比下降 0.8%。

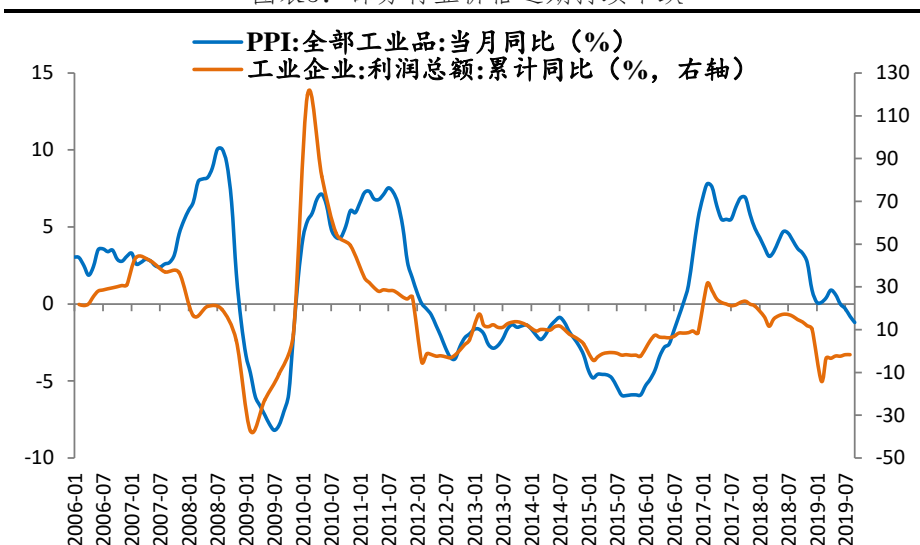
图表4：部分行业价格近期持续下跌



资料来源：Wind，恒大研究院

PPI 持续下滑拖累企业盈利，恶化投资预期，进一步拖累经济，形成负反馈循环，需逆周期调节政策加以对冲。PPI 持续为负将拖累企业盈利，1-8 月工业企业利润同比增速-1.7%。今年以来企业利润增速持续为负，拖累制造业投资。同时，PPI 的大幅下降将会显著推升企业实际利率水平，增加实体企业的融资成本和债务风险，因此需要逆周期调节加以对冲。

图表5：部分行业价格近期持续下跌



资料来源: Wind, 恒大研究院

往后看, 预计受总需求不振影响, 四季度 PPI 通缩仍将持续。从国内看, 近期国务院常务会议决定提前下达明年部分新增专项债的额度, 稳增长要求更为突出, 但受土地财政大幅下行、严控地方隐性债务的制约影响, 预计幅度有限。地产融资空前收紧, 先行指标如销售、土地购置、新开工下行, 预示投资下行。制造业投资受企业盈利持续低迷压制, 短期难有起色。出口短期受中美贸易谈判签署第一阶段协议有所缓和, 但中长期仍然面临较大不确定性, 因此 PPI 下行压力仍然较大。去年 11 月、12 月 PPI 基数较低, 因此可能出现同比跌幅边际小幅收窄, 但难以改变 PPI 持续通缩, 企业盈利下降, 经济通缩的基本格局。

## 4 CPI 和 PPI 背离并非传导受阻, 而是需求边际增速放缓背景下, 供给因素对价格的影响力增强

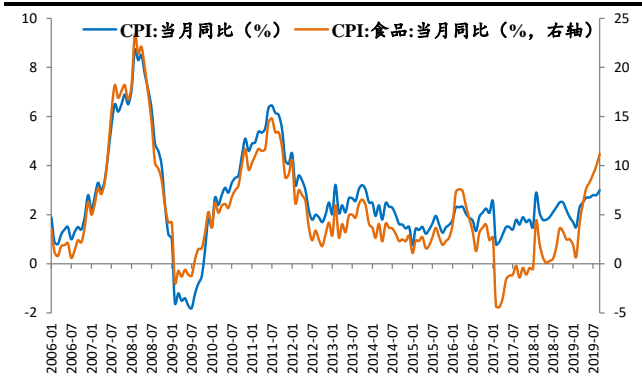
当前 CPI 受猪肉价格影响持续上行, PPI 通缩则持续加深, CPI 和 PPI 持续背离引发关注。有研究认为 CPI 和 PPI 的走势背离主要是 CPI 向 PPI 传导不畅, 我们认为, CPI 主要反映食品价格波动, PPI 主要反映工业品(非食品)价格波动, 当前 CPI 和 PPI 背离的核心原因并非价格传导机制不畅, 而是食品价格和非食品(主要是工业品)走势的背离, 其深层次原因则是我国高速增长阶段结束后, 总需求边际增速下降, 供给因素对价格影响力增强。

**CPI 更反应食品价格波动。**CPI 篮子中食品烟酒分项权重约为 30%, 其中包括猪肉、蔬菜、水果等价格波动大, 波动周期短的农产品, 导致我国 CPI 长期和食品价格波动关系密切。从历史数据看, CPI 波动和食品价格, 尤其是猪肉价格波动高度相关, 2008 年至今, 猪肉价格和 CPI 指数的相关系数达到 0.82, 远高于 CPI 篮子中的其他商品。这一方面是因为猪肉价格波动较大, 另一方面是因为部分商品和服务, 如房租和教育费用等的价格受到管制, 或波动周期较长, 短期难以明显体现。

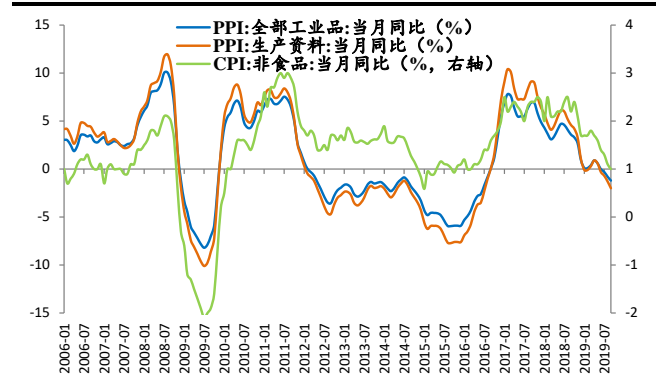
**PPI 的波动主要由工业产品决定。**PPI 构成中按大类可以分为生产资料和生活资料, 其中生产资料权重达 75%, 生活资料占比 25%。其中生活资料中分为食品、衣着、一般日用品和耐用消费品, 食品在生活资料中的权重约为 30%, 因此食品在 PPI 中的占比仅 7%, 明显低于 CPI。对 PPI 走势产生主要影响的是工业品, 历史数据测算显示, PPI 的波动主要来源于煤炭、石油、黑色金属、有色金属、化工等五大类行业。这些行业都是典型的周期性行业, 价格波动受国内宏观形势, 海外大宗商品价格波动影响较大。因此 PPI 的波动主要与非食品价格波动相关。事实上, CPI 非食品价格的变化与 PPI 走势长期保持一致, 说明 CPI 向 PPI 传导机制整体通畅, 二者走势背离是结构分化的结果。

图表6: CPI 与食品价格相关性更好

图表7: PPI 与非食品价格相关性更好



资料来源: Wind, 恒大研究院

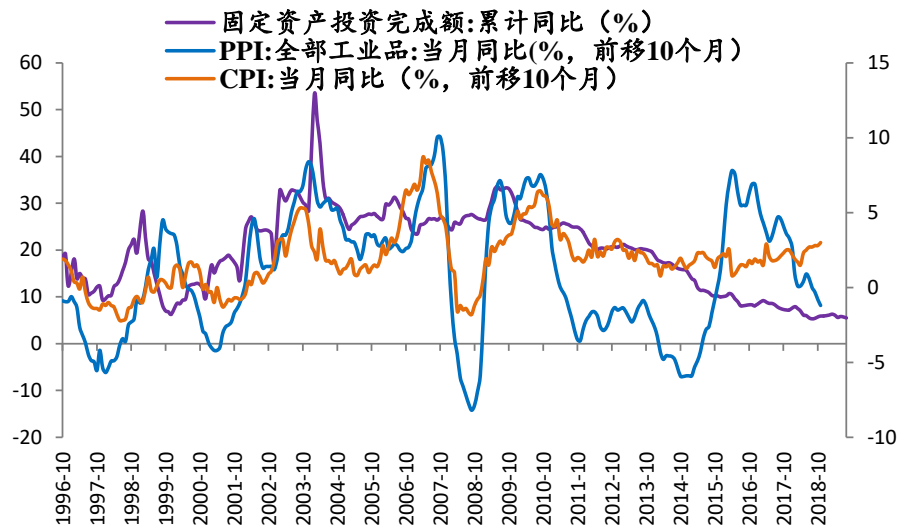


资料来源: Wind, 恒大研究院

从历史上看，金融危机前，食品价格和非食品价格的一致性整体较好，其原因在于金融危机前我国经济持续较快增长，总需求整体处于持续增长状态，物价主要由需求侧因素决定，因此食品和非食品类价格会受到需求变动影响而整体呈现同涨同跌。

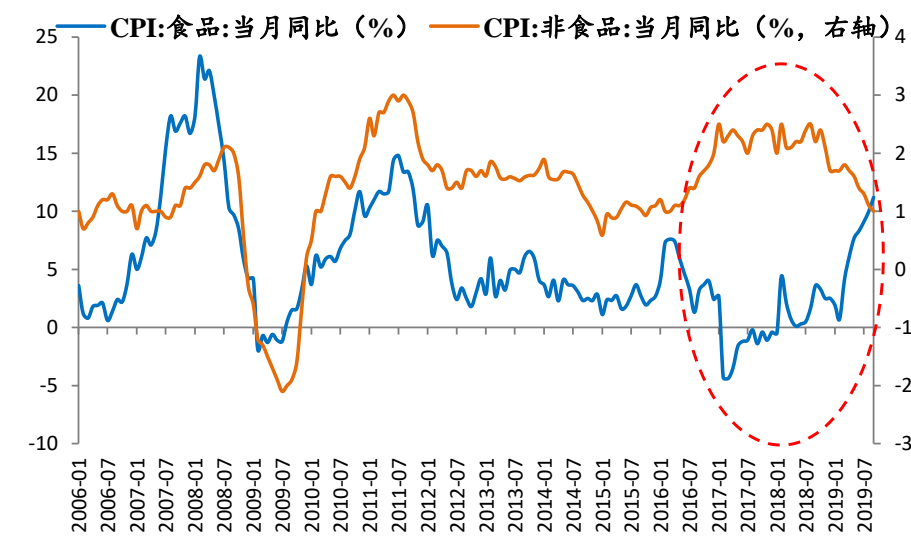
金融危机之后，总需求边际增速放缓。食品和非食品价格走势一致性开始有所减弱。供给侧结构性改革以来，供给侧因素对价格的影响力显著增强，使得食品和非食品价格出现两次明显背离。具体来看，2016年-2017年，CPI和PPI曾出现一次明显背离，当时PPI大幅上涨，CPI则出现下跌，主要原因是彼时上游原材料价格受供给侧结构性改革和环保限产等因素的影响出现明显上涨，而猪肉价格正处于上一轮猪周期的下降阶段，因此带动CPI整体下跌，导致CPI和PPI出现明显背离。2017年下半年-2018年初，供给侧改革的边际效果有所减弱，猪肉价格也呈现W型筑底的趋势，因此二者的差异有所收敛。2018年下半年以来，我国宏观经济受中美贸易摩擦、库存周期较弱等因素影响面临较大向下压力，PPI开始向下。而猪肉价格则受到非洲猪瘟、环保禁养等政策供给侧因素影响，形成超级猪周期，导致二者走势第二次明显背离。

图表8: 金融危机后，CPI、PPI与需求的相关性有所减弱



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表9: 供给侧改革之后食品和非食品价格走势背离明显



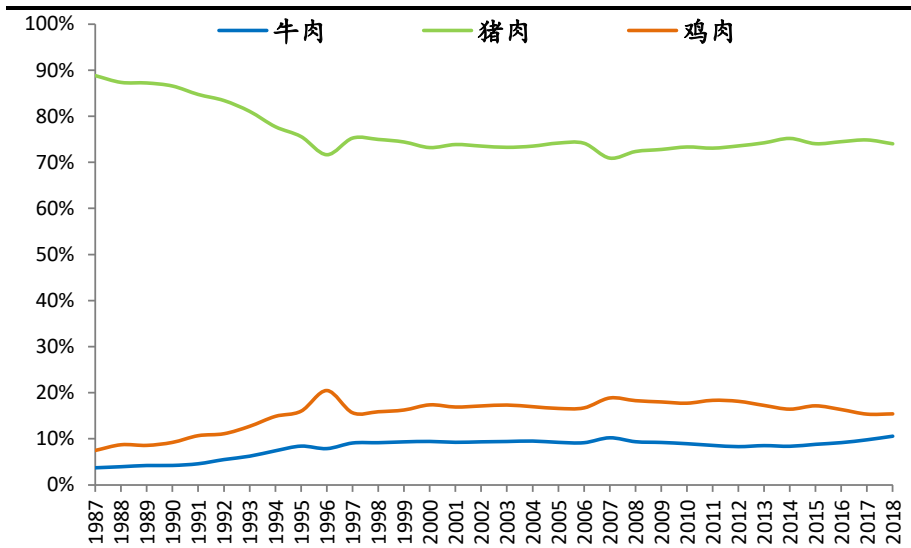
资料来源: Wind, 恒大研究院

## 5 货币政策要加强逆周期调节，防止总需求过快下滑影响宏观经济稳定，不能因为一头猪制约财政货币政策稳增长，不能因为一头猪而牺牲整个国民经济

1) 当前 CPI 上行, PPI 通缩, 二者出现罕见的分化走势。造成 CPI 上行的主要原因是猪肉供应偏紧导致价格上涨, 是供给侧的问题, 因此应当通过增加供给, 扩大进口, 发放补贴, 适当放松环保禁养等方式来解决。PPI 下行的主要原因是总需求不足, 因此要通过逆周期调节扩大有效需求, 包括货币政策降息降准, 财政政策减税降负, 适当增加赤字率等方式来解决。当前货币政策关注的重点应该是防止总需求过快下滑影响宏观经济稳定, 不能因为一头猪制约财政货币政策稳增长, 不能因为一头猪而牺牲整个国民经济, 就业是最大的民生。

猪肉价格问题并非由货币政策引起, 货币政策也解决不了。当前猪肉价格持续攀升, 有观点认为进一步降息可能会引发猪肉价格进一步上涨, 加大民生压力。但我们在《一只特立独行的猪: 超级猪周期的成因、影响及应对》一文中已经指出, 导致当前我国猪肉价格持续上涨的主要原因在供给端。货币政策是管理总需求的总量政策。加大逆周期调节将主要刺激有效需求, 防止经济过快下滑。猪肉需求主要受到人口数量、消费偏好、居民收入等因素影响, 近年来整体保持稳定, 没有因为货币政策宽松而大幅增长。目前, 居民猪肉消费量占肉食消费量的比例稳定在 73% 左右, 期间偶有小幅波动。历史上, 猪肉消费没有因为货币政策的变动而产生明显的变化。因此, 解决猪肉问题要靠包括补贴在内的财政手段, 如果通过紧缩货币来治理猪肉价格, 只会降低居民收入, 导致更大的民生问题。

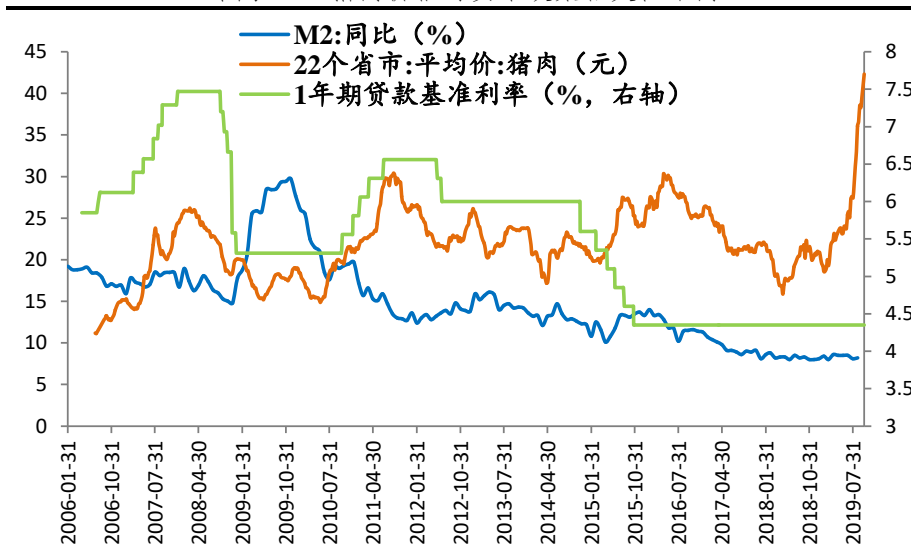
图表10: 猪肉消费占比长期保持稳定



资料来源: Wind, 恒大研究院

从历史经验看，猪肉价格运行的主要逻辑是猪周期的运行，货币政策对猪周期的运行通常难以起到明显作用。这一逻辑在 2006 年-2010 年 5 月的猪周期中表现的十分明显。在这轮周期中，猪肉价格在 2006-2008 年 2 月持续上涨，主要受到猪周期见底出清，高致病性蓝耳病在全国范围内爆发等因素影响。与此同时，人民银行自 2006 年-2008 年 2 月一共加息 8 次，将一年期贷款基准利率从 5.58% 上调至 7.47%，累计上调幅度高达 189BP。持续加息未能抑制猪肉价格上涨，猪肉价格呈现出独立于货币政策的走势。自 2008 年 2 月见顶后，猪肉价格掉头向下，随后下行速度有所加快，2008 年下半年，全球金融危机爆发，人民银行跟随全球央行脚步大幅降息，仅 2008 年下半年便降息 5 次。一年期贷款基准利率回落至 5.31%，累计降息幅度高达 216BP。然而猪肉价格下行趋势并未改变，在 2008 年 2 月-2010 年 5 月持续下跌后，开始筑底，并于 2010 年 5 月完成出清。

图表11: 猪肉价格与货币政策相关性不高

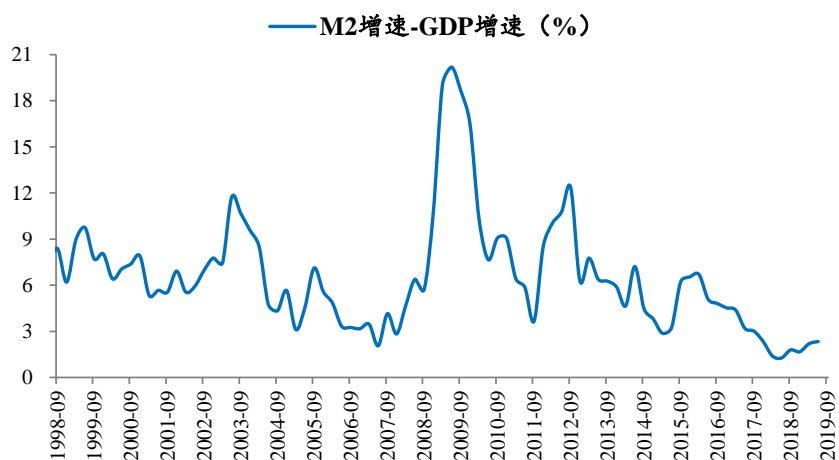


资料来源: Wind, 恒大研究院

从数量和价格两个方面看，当前货币政策环境并不宽松，存在逆周期调节的空间。一是数量上，M2 增速-实际 GDP 增速处于历史低位，货币金融结构性宽松，但信贷数据和货币供给量显示当前货币环境仍然稳健偏紧。二是从价格上看，2017 年下半年以来，贷款加权利率-PPI 增速的

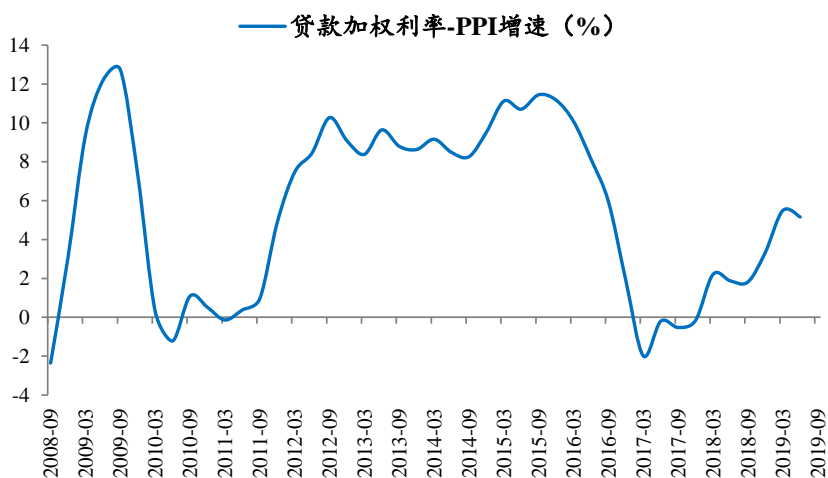
差持续上升，反映实体经济面临的实际利率不断攀升。整体来看，虽然今年5月和9月央行两次降准，但当前货币环境依然偏紧，实体企业尤其是民营企业、中小微企业和房地产企业融资难融资贵问题依然严峻。

图表12: M2-GDP 增速处于历史低位



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表13: 实体经济面临的实际利率自 2017 年一季度以来上行

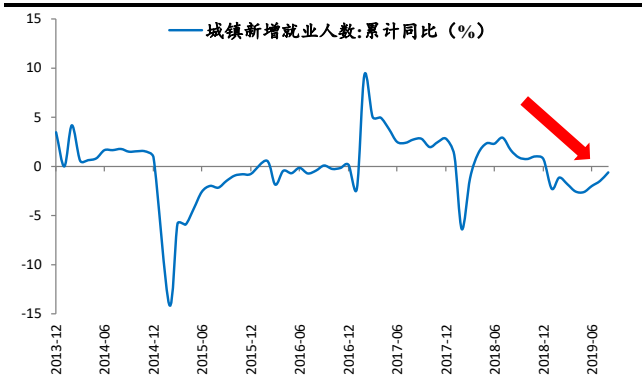


资料来源: Wind, 恒大研究院

事实上，利用逆周期调节保证经济运行在合理区间，不仅仅是为了维持经济增速保证在某个既定目标之上，也是稳定就业的重要民生政策。当前PPI转负，通缩压力加大，企业盈利同比持续为负，就业压力有所上升。六稳之中，“稳就业”排名第一。国务院今年5月成立就业工作领导小组，体现政府对就业问题的重视。从数据来看，由于经济下行压力加大，就业市场相比去年下行有所下滑。我们在《中国就业形势报告：2019》中曾指出，今年以来就业压力较去年进一步增加。其中，城镇新增就业人数累计持续负增长，就业人数较2018年下滑。领取失业保险金人数2019年二季度同比增速连续六个季度上升，城镇失业人员再就业人数2019年1-8月同比减少6.7%，就业困难人员就业人数同比减少4.2%。此外，2019年8月制造业PMI从业人员指数降至46.9%，为2009年3月以来新低，9月仅回升0.1个百分点至47.0%；其中，大型、中型、小型企业制造业PMI

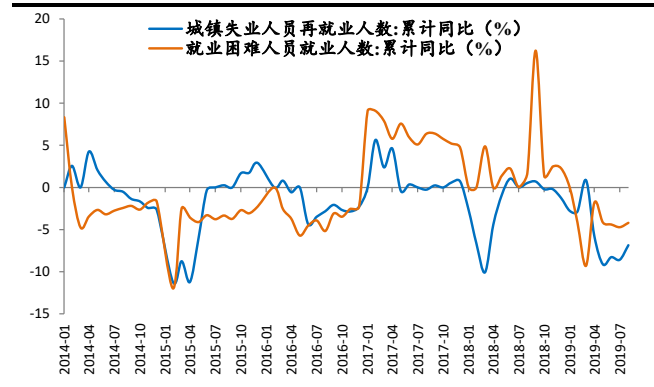
从业人员指数均从 2018 年下半年开始下滑，2019 年 9 月分别为 47.6%、46.0%、46.7%，同比分别下滑 1.3、0.5、2.8 个百分点，小型企业就业受到冲击更为显著。

图 14：今年以来城镇新增就业同比持续为负



资料来源：Wind，恒大研究院

图 15：失业再就业及就业困难人员就业数下降



资料来源：Wind，恒大研究院

我们认为，通过逆周期调节稳定过快下跌的 PPI 和企业盈利数据，是更有效的民生政策。其政策效果要大于为了稳定 CPI 而降低逆周期调节力度。我们一直强调，适时适度的逆周期调节是有必要的。LPR 仍有不小的降息空间。全球正处于降息潮，相比国外，我国货币政策空间充分，未来降准降息都具备一定的调整空间。货币政策逆周期调节不是货币超发，也不是大水漫灌。大水漫灌的确会产生通货膨胀、资产泡沫，延缓过剩产能的出清，但在经济下行期，正常的货币政策逆周期调节能有效托底经济，为改革和转型赢得时间窗口，同时有效降低大规模失业风险，兼顾稳增长、调结构和促改革的多重目标。尽管当前发生大规模失业的可能性较低，但也要在就业问题上做好应对，因为一旦失业人数过快上升，我们将要面对的，就不仅仅是吃不起猪肉的问题了。

2) 金融政策方面，创新工具补充资本金，加强对中小银行的支持力度。目前货币政策传导不畅，从银行角度来看，除了需要流动性外，还需要有充足的资本支持。与国际相比，我国资本补充工具较为齐全，但资本工具补充机制尚不完善。永续债、优先股等流动性和投资者范围有待提高；高风险金融机构处置机制尚需完善，资本工具偿付顺序尚需明确，减少投资者的担忧。另一方面，民企小微企业的信贷供给主要是中小银行，需要加强对中小银行的支持力度，拓宽其资本、资金补充来源进而提升中小银行服务民营、小微企业的能力。

3) 财政政策方面，建议及早下达明年专项债的部分新增额度，通过基建托底经济、稳定就业；中央政府加杠杆，落实减税降费，让微观主体轻装上阵。9月4日国务院常务会议明确提出“按规定提前下达明年专项债部分新增额度”。当前我国城乡基础设施仍有较大提升空间，提升专项债额度可作为积极财政的选项，建议政策及早明确提前下达明年专项债的部分新增额度，确保资金及时拨付到项目上。此外建议中央政府加杠杆，转移企业和居民杠杆，措施包括大规模降低企业和居民税费；做实社保账户，提高居民社保水平，让居民安心消费；放开汽车、金融、电信、医疗等的行业管制；部分购买存在股权质押风险的企业债务；拿出一部分好资产进行混改等。

4) 放开市场准入，恢复企业家信心，激发新经济、服务业等新的经济增长点。从长远考虑，中国应以调整地方政府激励机制、推动国企改革、放活服务业、降低微观主体成本、防范化解金融风险、住房长效机制六大改革为突破口，提振信心，开启高质量发展新时代。一是放开能源、电信、电力等基础领域及医疗教育等服务业市场准入，寻找新的经济增长

点。二是坚定国企改革，不要动辄上纲上线、陷入意识形态争论，要以黑猫白猫的实用主义标准衡量，落实竞争中性和所有制中性。三是老成谋国，以时间换空间，当前一方面要防止货币放水刺激房地产泡沫，另一方面也要防止主动刺破引发重大金融风险，用时间换空间，促进房地产市场平稳健康发展，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。四是中央政府加杠杆、转移杠杆，让微观主体轻装上阵。五是大力发展多层次资本市场。六是当务之急是调动地方政府和企业家积极性。

## 恒大研究院简介

恒大研究院（恒大智库有限公司）成立于2018年1月，是恒大集团设立的科学研究机构，以“立足企业恒久发展 服务国家大局战略”为使命，追求成为国内顶级研究院，致力建成中国特色新型智库。研究院对内为集团领导决策提供研究咨询，为集团发展提供研究支持；对外建设成为杰出的经济金融市场专业研究领导者，建立与社会公众和公共政策沟通的桥梁，传递企业社会责任的品牌形象。

## 免责声明

本报告由恒大研究院（恒大智库有限公司）提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“恒大研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自引用、刊发者承担。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

## 行业投资评级的说明：

推荐：研究员预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：研究员预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：研究员预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

## 联系我们

	北京	上海	深圳
地址：	北京市朝阳区东三环中路5号财富金融中心6层607-608（100020）	上海市黄浦区黄河路21号鸿祥大厦11楼（200003）	广东省深圳市南山区海德三道1126号卓越后海中心37楼（518054）
E-mail：	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com