

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

相关研究：

1.不是通胀，是通缩！--点评 9 月物价数据

2019-10-16

2.拿掉猪以后都是通缩，该降息了
--点评 8 月物价数据

2019-09-10

导读：

中国 10 月 CPI 同比上涨 3.8%，预期 3.4%，前值 3%。中国 10 月 PPI 同比下降 1.6%，预期降 1.6%，前值降 1.2%。

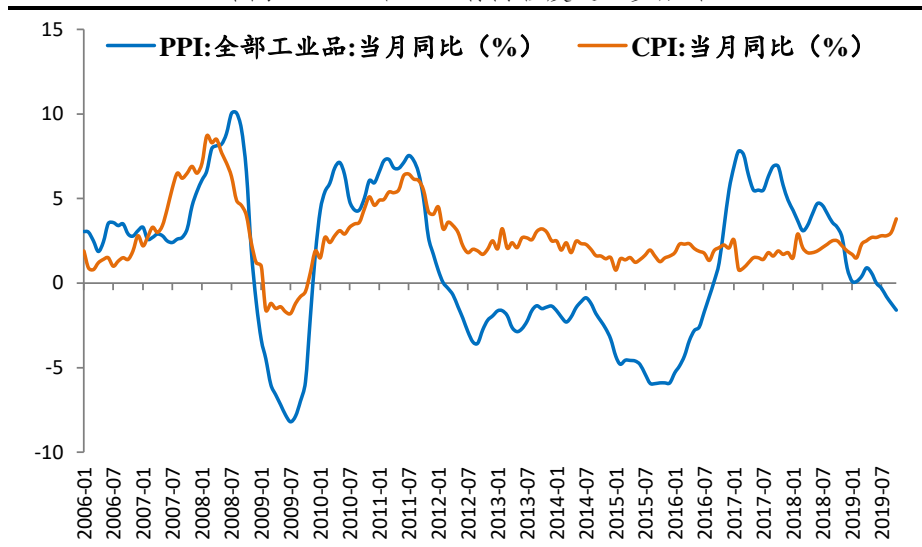
目录

1	猪肉带动 CPI 大幅上涨，PPI 通缩，CPI、PPI 分化程度继续加大	4
2	猪肉价格飙涨带动 CPI 创 7 年半新高，拿掉猪以后都是通缩	6
3	PPI 同比连续 4 个月为负，通缩程度进一步加深	9
4	应对当前物价形势，财政、货币政策和结构性改革要协同发力，加强逆周期调节	10
4.1	货币政策要加强逆周期调节，进一步疏通利率传导机制	10
4.2	财政政策要加力提效，适当扩大中央财政赤字，优化减税降费的方式，提升政策有效性	10
4.3	汇率政策：继续坚持以市场定价为主，有管理的浮动汇率政策	11
4.4	改革：当务之急是解决企业家调动地方政府和企业家的积极性	12

图表目录

图表 1: PPI 和 CPI 背离程度进一步加深	4
图表 2: 猪肉价格快速接近牛羊肉价格	7
图表 3: 生猪存栏仍持续下滑	8
图表 4: 猪粮价比和养殖利润大幅刷新历史峰值	8
图表 5: CPI 食品和非食品剪刀差进一步扩大	8
图表 6: 部分行业价格近期持续下跌	9

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 猪肉带动 CPI 大涨, PPI 通缩加剧, 分化加大

10 月物价数据的主要特点:

1) 拿掉猪以后都是通缩。

10 月 CPI 同比上涨 3.8%，比上月涨幅扩大 0.8 个百分点。值得注意的是，畜肉类价格上涨 66.8%，影响 CPI 上涨约 2.92 个百分点，其中猪肉价格上涨 101.3%，影响 CPI 上涨约 2.43 个百分点，占 CPI 同比总涨幅的近三分之二。

10 月 CPI 环比上涨 0.9%。其中，食品价格上涨 3.6%，非食品价格上涨 0.2%；食品中，畜肉类价格上涨 14.7%，影响 CPI 上涨约 0.91 个百分点，其中猪肉价格上涨 20.1%，影响 CPI 上涨约 0.79 个百分点，占 CPI 环比总涨幅的近九成。

如扣除猪肉价格上涨因素，CPI 环比上涨约 0.1%，同比上涨约 1.3%。

同时，非食品 CPI 继续下行，PPI 同比-1.6%，PPI 连续 4 个月通缩，实际利率上升。

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映的是需求侧低迷，萧条，通缩。与经济下行、货币金融环境是匹配的。

从货币环境看，当前货币金融环境整体稳健、局部偏紧，显然不具备全面通胀的条件。当前 M2 增速-实际 GDP 增速处于历史低位，贷款加权利率-PPI 增速的差持续上升，反映实际利率不断攀升，全面通胀的货币环境并不具备。

事实已经非常清楚，因此，当前物价形势的关键不是通胀，而是通缩！这与经济下行、需求低迷、M2 增速偏低等匹配。

当前货币政策要避免误判，避免犯 2007 年底-2008 年上半年的错误，当时也是猪周期推升 CPI，但实体经济已经开始下行、需求收缩，而货币政策出现重大误判，持续加息，加重了 2008 年下半年的经济衰退，以及 2009 年的 4 万亿刺激，导致经济大起大落。好的逆周期调节是尽可能使经济平稳健康发展。



2) 超级猪周期继续成为 CPI 超预期上涨的核心因素。猪肉价格同比、猪粮比价大幅刷新历史峰值。10 月 CPI 创 2012 年初以来新高。猪肉价格是推动 CPI 上涨的核心因素。10 月猪肉价格同比上涨高达 101.3%，大幅刷新了历史峰值，创下 2005 年有数据记录以来新高。猪粮比价本月进一步上涨至 20.4，继续大幅刷新历史记录。猪肉价格上涨也带动了牛羊鸡鸭等替代品的价格。往后看，由于促进生猪生产政策落地，生猪生长等均需要时间，因此预计 2020 年下半年猪肉价格有望迎来拐点。短期来看，由于猪肉价格快速接近牛羊肉价格，替代效应下近期猪肉上涨速度放缓。但由于供需缺口仍大，后续可能会出现猪肉和替代品价格螺旋上升的情况，需要加强通胀预期管理。

非食品价格同比涨幅回落 0.1 个百分点至 0.9%。今年 4 月以来非食品价格同比涨幅逐月下行，至今已连续下跌 7 个月。其中油价同比跌幅扩大和汽车价格同比下滑是拖累非食品 CPI 的主因。

3) PPI 通缩程度进一步加深。10 月 PPI 同比-1.6%，跌幅较上月继续扩大 0.4 个百分点。主要行业中，煤炭、黑色、化工等行业持续低迷。石油行业价格本月环比虽小幅回暖，但由于基数明显增大，同比跌幅继续扩大。主要原因在于内外需持续不足，房地产融资收紧导致地产投资下行，基建受隐性债务控制下滑而低迷，尽管提前下达 2020 年新增专项债额度，但提振效果目前仍不明显。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) 当前 CPI 和 PPI 走势空前分化，我们认为货币政策、财政政策、改革政策应关注主要矛盾、协同发力，加强逆周期调节，增加政策协同性。货币政策方面，人民银行近期调降 MLF 利率，8 月以来累计三次降息，累计幅度已达 16BP。下一阶段应继续根据经济增长和物价情况适时适度逆周期调节，该降息降息，该降准降准。同时要注意疏通货币政策的传导路径，确保货币政策能充分、有效的传导到实体经济。尽管当前出现了经济增速下、CPI 上涨的情况，但政策上不宜将这一情况定义为“滞胀”，主要原因一是当前只是猪肉价格引起的结构性通胀，并非滞胀环境下全面通胀，二是国际上治理滞胀的主要政策手段是紧缩货币，而当前我国主要面临的通缩风险，如果采用货币紧缩将进一步恶化企业经营盈利，加大就业风险。

财政政策可以考虑适当扩大赤字，突破 3%，为减税降费和增加支出稳基建腾出空间。从国际看，3%并非绝对红线，逆周期调节部分年份突破 3%为正常现象，我国政府债务率在国际上偏低，政府部门尤其是中央政府具有加杠杆空间。从国内看，当前宏观经济下行期需加强逆周期调节，提高赤字率，支持大力度减税降费“放水养鱼”。虽然赤字可能产生通胀和挤出效应，但当前我国经济的主要矛盾是通缩而非通胀，是经济下行而非总需求过热。

当前减税降费政策效果明显，前九个月累计减税降费达 1.7 万亿元，超过去年全年 1.3 万亿元的水平，但下一阶段有必要进一步降低社保缴费率和企业所得税税率，改变当前主要针对增值税的减税格局，提升企业获得感。当前主要减税税种为增值税，增值税为间接税，对企业利润改善有限，同时减税额度将在上下游企业之间分配，行业话语权较弱的企业的减税获得感不强。企业所得税可以直接增加企业利润，且对中小企业相对公平。

从长期看，解决中国经济面临的结构性问题，需要进一步深化改革，激发经济新的增长潜力。具体而言，可以通过改革进一步完善土地等要素的市场化水平，通过开放进一步提升制造业、金融业、服务业等行业的竞争力。当务之急是要调动企业家和地方官员的积极性。



5) 近期央行的货币政策操作再度验证了我们的前瞻性判断。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》(7月21日):近期的先行指标纷纷下滑,比如房地产销售、土地购置和资金来源回落,PMI订单和PMI出口订单下滑,一系列房地产融资收紧政策密集出台,而且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(混淆了货币政策正常逆周期调节和货币超发的关系)。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》(8月15日):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。在《金融形势严峻,何时降息降准?——点评7月金融数据》(8月13日)中我们认为:7月社融、信贷、M2数据全面回落,宽货币到宽信用政策效果较差,原因无非是企业实际利率并未下降、流动性投放渠道收窄、资产价格低迷难以起到抵押放大器效应,社融领先实体经济和投资,意味着下半年到明年上半年经济下行压力较大。随后8月17日央行通过LPR改革市场化降息,9月6日宣布全面降准+定向降准,国务院强调加大逆周期调节力度(参考:8月18日《“降息”来了!——解读央行改革完善LPR形成机制》、9月7日《全面解读降准对经济、股市、债市、房市影响及展望》)。

9月CPI“破3”后,市场普遍认为今年央行不会降息,部分观点甚至提出央行会加息对抗通胀。我们坚持认为《不是通胀,是通缩!——点评9月物价数据》(10月16日):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;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。在《迈向“5”时代——全面解读9月经济金融数据》(10月18日),我们再度强调:“当前,降息的时机已经成熟。”随后人民银行于11月5日调降MLF利率,验证了我们的前瞻性判断。

6) 我们为什么观点鲜明?因为我们追求客观、专业、实战、接地气,敢于面对现实、成功和失败,不断进化学习。不坐而论道,不模棱两可,更不以贬低别人来抬高自己。放眼过往,没有敌人,只有师友。相由心生,修身修心。以梦为马,不负韶华。

我们近期对经济再下台阶、货币降息降准进行了前瞻预测,被一一验证,并引发了市场“该不该降息”的大讨论。11月5日,央行开展1年期MLF操作,利率从3.3%下调至3.25%,为2016年以来首次下调MLF利率。这是第三次降息。

做了20多年宏观经济形势分析,深感没人可以阻止趋势的力量,对市场多一些敬畏,对研究多一些客观专业精神。越大气越成功,越努力越幸运。

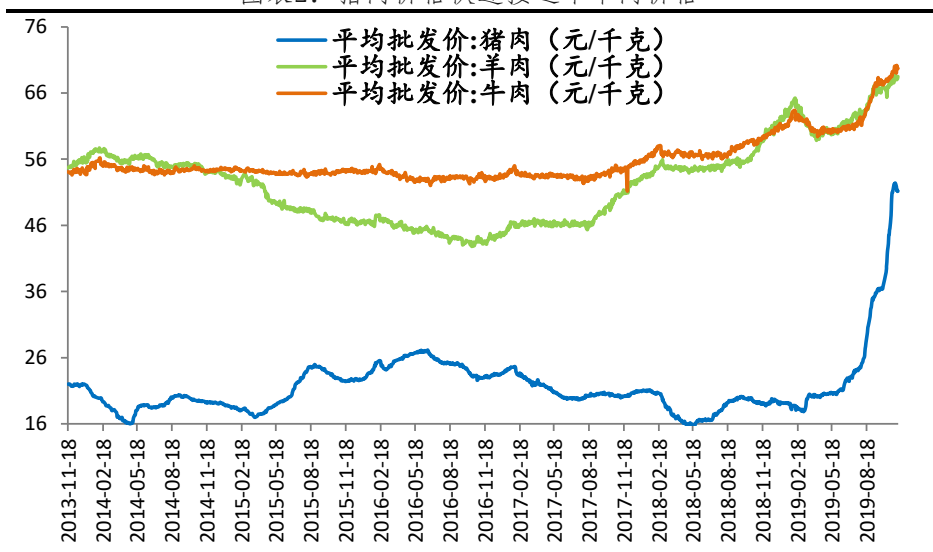
知我者谓我心忧,不知者谓我何求。

我们都深爱这片土地,深爱这个国家,多一些建设性,少一些抱怨。即使遇到再大的困难,也要相信未来!相信梦想的力量!

2 猪肉价格飙涨带动CPI创7年半新高,拿掉猪以后都是通缩

10月CPI同比上涨3.8%，较上月大幅跳涨0.8个百分点，明显超出3.4%的市场预期，涨幅创2012年2月以来新高，环比上涨0.9%。其中，食品价格上涨同比上涨15.5%，猪肉价格继续是CPI上涨的核心。由于8-9份生猪存栏快速下滑，国庆节之后猪肉供给收缩速度有所加速，猪肉价格大幅飙升。10月猪肉价格环比上涨20.1%，同比上涨高达101.3%，同比涨幅大幅刷新了历史峰值，创下2005年有数据记录以来新高。猪粮比价本月进一步大幅上涨至20.4，继续大幅刷新历史记录。超级猪周期的影响仍在持续，并已经引发社会高度关注。猪肉价格的上涨产生的拉动和消费替代作用还带动了牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格的上涨，10月四种肉类环比涨幅在1.0%—3.1%之间，合计影响CPI上涨约0.06个百分点。从短期来看，由于当前猪肉价格已经快速接近牛羊肉价格，消费替代效应短期内会有所放大，猪肉价格短期内上涨速度有所放缓。高频数据显示，11月猪肉价格边际放缓，略有小幅回落。但从长期来看，若猪肉供给难以恢复，则猪肉和替代品价格会呈现螺旋上升的情况，进一步推升食品价格。

图表2：猪肉价格快速接近牛羊肉价格



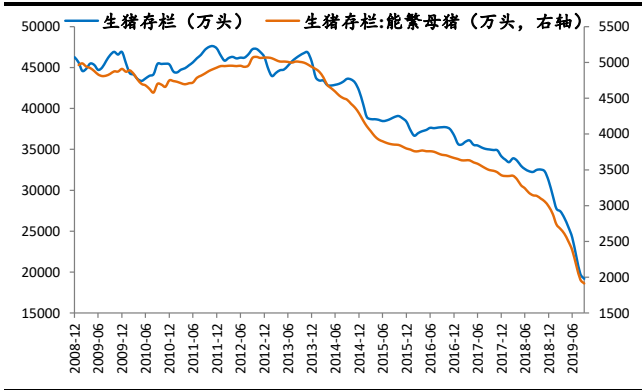
资料来源：Wind，恒大研究院

本轮超级猪周期，涨幅大、速度快，四大原因：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。

当前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。同时非洲猪瘟疫情仍在持续，对于散养的养殖户而言，防疫防病要求空前提升，补栏难度增大。因此产能恢复仍需要时间。从猪周期的角度看，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。11月7日，商务部市场运行和消费促进司副司长王斌也表示，近期生猪补栏积极性明显提高，生产逐步回升，如非洲猪瘟疫情不出现反复，预计2020年下半年受非洲猪瘟影响恢复生产的生猪将开始增加市场供给，猪肉供给状况将有所改善。

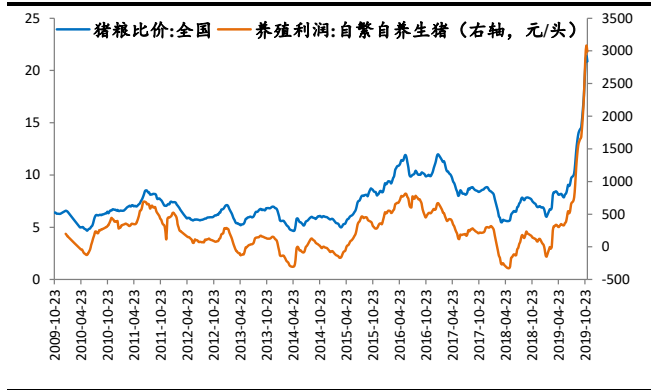


图表3: 生猪存栏仍持续下滑



资料来源: Wind, 恒大研究院

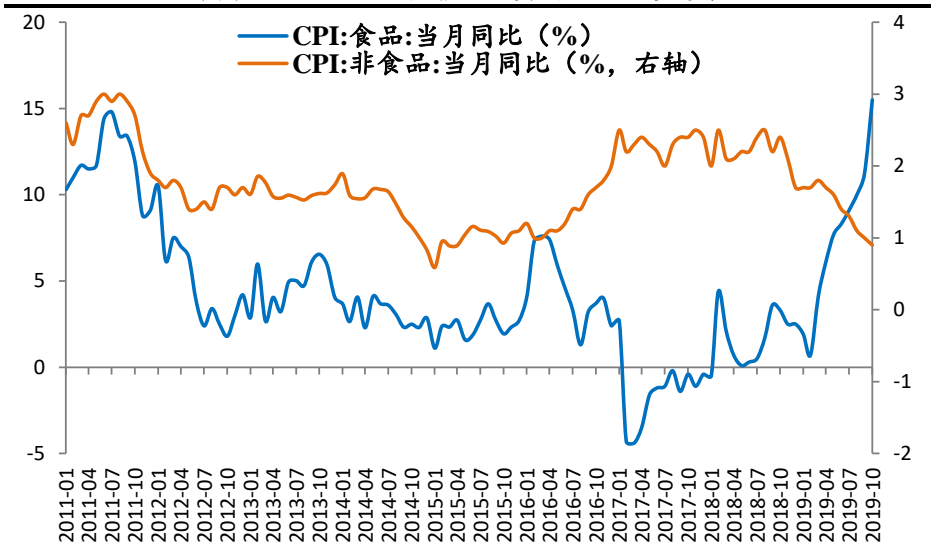
图表4: 猪粮比价和养殖利润大幅刷新历史峰值



资料来源: Wind, 恒大研究院

非食品价格同比涨幅回落0.1个百分点至0.9%。今年3月以来非食品价格同比涨幅逐月下行，至今已连续下跌7个月。核心CPI涨幅继续稳定于1.5%。其中，交通与通信分项仍是最大拖累项，10月跌幅继续扩大0.6个百分点至-3.5%，同比跌幅甚至超过2008年金融危机时期的水平，创2001年以来新低。一方面，尽管本月原油价格小幅上行，但去年的高基数效应使得同比跌幅继续扩大。另一方面，汽车销量的持续下滑对价格形成拖累，并已经逐渐在CPI中有所反映，10月交通工具项价格环比下跌0.3%，同比跌幅由-1.1%扩大至-1.4%。此外，居住、医疗保健、其他用品和服务等分项同比涨幅均有所下滑。教育文化娱乐项受国庆出行人数增加影响季节性上涨。生活用品及服务项整体稳定。

图表5: CPI 食品和非食品剪刀差进一步扩大



资料来源: Wind, 恒大研究院

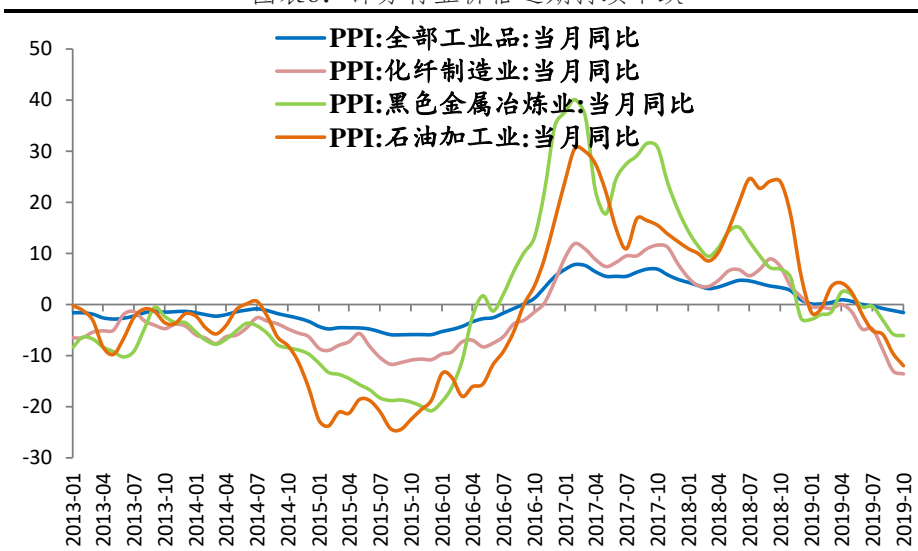
本月CPI数据再次证明了我们的观点：拿掉猪以后都是通缩。统计局在解读中指出，猪肉价格环比上涨影响CPI环比上涨约0.79个百分点，占CPI环比总涨幅的近九成。从同比看，影响CPI上涨约2.43个百分点，占CPI同比总涨幅的近三分之二。如扣除猪肉价格上涨因素，CPI环比上涨约0.1%，同比上涨约1.3%。此外，近期牛羊鸡肉等价格的上涨的主要原因也是猪肉价格快速上涨产生的替代效应。而非食品价格涨幅则整体下滑或保持稳定。猪肉价格上涨的“外溢效应”仍不明显。从货币环境看，当前货币政策环境并不宽松，存在逆周期调节的空间。一是数量上，M2增速-实际GDP增速处于历史低位，货币金融结构性宽松，但信贷数据和货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，当前猪肉价格上涨几乎是拉动CPI唯一核心因素，排除猪肉价格影响后，我们当前面临的核心问题是通缩。

3 PPI 同比连续 4 个月为负，通缩程度进一步加深

10月PPI同比跌1.6%，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%，但已连续5个月弱于季节性，显示工业生产通缩仍在持续。具体来看，石油产业链价格环比本月受国家油价影响环比小幅上涨，但同比跌幅仍继续扩大。石油天然气开采业和石油加工的同比跌幅分别扩大4.3和2.4个百分点至-17.9%和-12.0%。近期基建稳增长动力不足，黑色系价格持续低迷，10月黑色金属冶炼业价格环比下滑0.3%，同比跌幅0.3个百分点至-6.1%。铁矿石经历年初供给冲击后价格同比仍处于高位，但环比价格已经连续两月下滑。此外，化纤制造业继续低迷，本月环比继续下滑1.1个百分点，同比跌幅已达到-13.6%。

图表6：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，PPI持续通缩风险仍然较大。基建发力对PPI有拉动作用，但今年以来基建增速整体低迷，1-9月累计增速仅3.4%。减税降费和经济下行导致税收收入负增长，年内专项债已于9月发行完毕，提前下发明年的专项债需2020年初投入使用，短期内基建投资反弹幅度仍受限。制造业投资受企业盈利下滑影响短期难有起色。消费增速受收入增速下滑，杠杆率上升等因素影响回落。中美贸易战短期有缓和迹象，但中长期仍面临较大不确定性。此外，今年房地产投资对投资起到重要拉动作用，但“房住不炒”及收紧房企融资背景下，明年地产投资增速大概率明显下滑。因此，若明年基建增速不能明显增长，则PPI仍有可能继续下滑，通缩进一步加深。唯一的正面因素来自于基数效应，去年11月和12月PPI基数明显偏低，因此可能会短期小幅抬升PPI的同比数据，但这种短期效应不会改变PPI的长期走势。



4 应对当前物价形势，财政、货币政策和结构性改革要协同发力，加强逆周期调节

4.1 货币政策要加强逆周期调节，进一步疏通利率传导机制

货币政策当前应通过降息降准加强逆周期调节。当前 CPI 和 PPI 出现明显背离，市场对于货币政策走向产生了较多讨论，我们前期发布了一系列报告呼吁央行应尽快降息遏制总需求过快下滑，防止经济滑出合理增长区间，引发了市场讨论。自 8 月以来，人民银行已经三次降息。其中，11 月 5 日，人民银行下调 MLF 利率 5BP，除金融危机时期以外，这是人民银行历史上第一次在 CPI 破 3 的情况下降息，遏制了市场对于猪肉通胀的恐慌情绪，传达了清晰的稳增长的政策信号。从这个角度看，这次降息充分反映了货币政策逆周期调节的功能，降得好。

我们在《第三次降息——点评 11 月 MLF 降息事件》中指出，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。其一，改革式降息，央行推出 LPR 是为了逐步替代贷款基准利率，逐步与国际接轨，接近美国降息模式。其二，市场化降息，央行通过降准来降低市场利率，带动银行降低加点幅度，从而贷款利率下行，疏通货币传导渠道，更符合利率市场化方向。其三，渐进式降息，每次降息幅度较小，8、9 月 1 年期 LPR 三次各降低 5BP、6BP，频率较快、幅度较小，11 月 5 日再次降低 MLF 利率，下调 5BP，依然是小幅多次的降息。这种降息有利于央行管理市场预期，防止一步到位式的降息对股票、债券市场形成“大水漫灌”，引发资产价格泡沫，有利于更好维护金融稳定。其四，结构性降息，新型降息区分 1 年期及 5 年期以上品种降息幅度，一方面推动实体融资利率下降，另一方面与当前的房地产调控形势配合，防止降息对于房地产形成刺激。

下一步货币政策应当继续根据经济增长和物价情况进行及时调整，适时适度加强逆周期调节，该降息降息，该降准降准。同时，要重点疏通利率的传导机制，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，确保逆周期货币政策的效果能充分、有效的传递到实体经济。

当前宏观经济下行压力加大，CPI 受猪肉价格带动快速升高，有观点认为是“滞胀”或“类滞胀”。我们认为，当前宏观经济形势的主要矛盾是通缩。核心原因在于滞胀要求经济出现全面通胀，而当前价格上涨的核心驱动力是猪肉，工业品价格持续下跌。若无工业品价格的上涨的配合，全面通胀的预期难以形成，因此也不会有全面通胀。更重要的是，如果我们确认当前的宏观环境是滞胀，那么根据上世纪 80 年代美国治理滞胀的经验，当前应采取的货币政策是强力紧缩，从而抑制通货膨胀。但是当前猪肉价格问题是供给侧问题，并非货币政策导致，货币政策也解决不了。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。解决猪肉价格上涨产生的结构性通胀问题要靠包括增加生猪供给，加大补贴在内的财政手段，如果通过紧缩货币来治理猪肉价格，将会导致企业盈利下滑，降低居民收入，还有可能导致失业压力增大。那时，我们将面临的就不仅仅是吃不起猪肉的问题了。

4.2 财政政策要加力提效，适当扩大中央财政赤字，优化减税降费的方式，提升政策有效性

财政政策是应对总需求不足的有效政策工具。当前积极的财政政策持续推进，前三季度累计减税降费规模已达到 1.7 万亿元，超过去年全年 1.3 万亿元的水平。其中，增值税改革新增减税 7035 亿元，小微企业普惠性政策新增减税 1827 亿元，个人所得税两步改革叠加新增减税 4426



亿元。增值税和个人所得税的减税政策是今年减税政策的主体。应当看到，减税降费政策对于激发企业投资活力，促进消费支出增长方面起到了重要作用，但从效果看，当前财政政策仍有进一步完善的空间。

一是可以考虑适当扩大中央财政赤字。我们在《赤字率可否破 3%》一文中曾指出，从国际经验和当前国内情况看，公共财政赤字率不应受 3% 的限制。1) 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。欧盟赤字率在 1995、1996 年分别为 7.2% 和 4.2%，2009-2013 年分别为 6.7%、6.4%、4.5%、4.3% 和 3.3%，均突破 3%。美、日、德、法、英国在金融危机时期均突破 3%，金砖国家如印度常年高于 5%。2) 宏观经济下行期需加强逆周期调节，提高赤字率，支持大力度减税降费“放水养鱼”。2018 年中国企业总税率（占利润比重）为 64.9%，较 2017 年下降 2.4 个百分点，但与主要国家比仍严重偏高，较世界平均水平高 24.5 个百分点，较美国、越南分别高 21.1 和 27.1 个百分点，制造业面临转移压力。3) 公共赤字率 3% 的红线已缺乏实际意义，应从广义赤字率的高低判断财政积极与否，在财政“堵偏门”的背景下应该“开正门”提高公共财政赤字率。4) 我国政府债务率在国际上偏低，政府部门尤其是中央政府具有加杠杆空间；债务风险的根源是不健全的财政体制和考核机制，而非赤字规模本身。BIS 显示 2017 年我国政府债务率为 47%，在全球处于中等偏低水平，IMF 测算我国广义政府债务率（包括融资平台和其他隐性债务）为 67.5%，仍低于主要发达经济体。我国中央政府债务率较低，2017 年底为 16.3%，具备增加赤字和杠杆的空间。根据 IMF 数据，我国政府利息支出/财政收入 2017 年为 3.3%，高于法国（3.2%）、德国（1.8%）和俄罗斯（1.5%），但低于印度（24%）、巴西（20.3%）和南非（12.6%）等新兴经济体和美国（5.4%）、英国（4.8%）等发达经济体。5) 赤字可能产生通胀和挤出效应，但当前我国经济的主要矛盾是通缩而非通胀，是经济下行而非总需求过热。当赤字和政府支出规模上升，匹配以适当的降息，不会产生总量的挤出效应。6) 要从全局和国家治理角度考虑风险问题，单纯控制财政债务风险可能引发更大的风险：企业负担加重、经济快速下行、失业上升和社会不稳定等。

二是优化减税税种，降低社保缴费率和企业所得税税率，增值税减税对企业的获得感不强、且对财政收入的冲击较大。近年来我国对企业的减税降费措施主要靠降低增值税税率展开，减税力度也相对较大。但增值税属于流转税，无法影响企业利润。同时，由于增值税减税过程中涉及减税额度的分摊问题，通常在行业中话语权较大的企业能够获得的减税收益较大，而大量中小企业由于行业话语权不高，获得的减税收益相对较小。因此产生了部分企业反映的减税降费感受不明显的问题。从国际经验看，2017 年底特朗普政府税改时，宣布 10 年减税规模 1.45 万亿美元，即平均每年减税额度为 1450 亿美元，约合人民币 1.01 万亿元。减税规模小于我国的减税降费政策，但特朗普减税的主要税种是企业所得税，个人所得税和对企业海外利润的税收减免。而这些税种可以直接提升企业利润，增加企业的资本支出，进而起到提振总需求，拉动经济的效果。

4.3 汇率政策：继续坚持以市场定价为主，有管理的浮动汇率政策

当前出口增速持续下滑，前 9 个月出口累计增速已下降至 -0.1%，其中对美出口商品下降明显，中美贸易摩擦对出口的影响正持续显现。贬值人民币能在一定程度上缓解出口压力，但也会带来两方面的问题。

一是给中美贸易谈判带来新的不确定性。当前目前中美第一阶段谈判面临关键节点，中方的核心关切之一在于美方应取消全部已加征关税，如果通过谈判能够使美方在现有基础上取消或部分取消已加征关税，将会明显改善中国的贸易环境，对我国出口起到明显提振作用。如果此时进

一步贬值人民币，反而容易使得中国在谈判中陷入被动，不利于战略目标的达成。二是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，人民币的贬值将加重企业的利息负担，不利于企业稳定经营。

当前我国实行的是以市场供求为基础、参考一篮子货币的有管理的浮动汇率制度。今后人民币汇率形成机制也将朝着更加市场化的方向改革。从长期来看，一国的汇率主要决定于经济基本面，汇率是宏观经济运行的结果而非决定宏观经济的原因。未来，我国应继续坚持汇率形成机制的市场化改革，逐步减少非市场化因素对汇率形成机制的干扰。推动人民币国际化和人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

4.4 改革：当务之急是解决企业家调动地方政府和企业家的积极性

从长期看，解决中国经济面临的结构性问题，需要进一步深化改革，激发经济新的增长潜力。当前，贸易保护主义、民粹主义、逆全球化等思潮抬头，世界面临百年未有之大变局。中国应对的关键在于坚定不移地改革开放，寻找并培育新的经济增长点。

事业都是人干出来的。改革开放 40 年我们之所以能创造出举世瞩目的经济奇迹，最主要的成功经验之一就是充分发挥了基层干部和企业家的主观能动性。当前一些地方政府干部和民营企业家的积极性有所下降，一方面源于我国经济面临的内外部挑战逐渐增多，另一方面，是因为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。解决这一问题，核心是要解决好干部队伍的选拔、任用和激励机制问题。让想干事、能干事的干部发挥更大作用，给予基层试错、改错的空间，发挥地方的自主创新能力。建立更为完善的制度体系，让企业家形成稳定的预期，进而激发企业家投资兴业的热情。具体包括以下措施：

1) 进一步提升要素的市场化水平，完善城乡土地流动机制，激活农村土地市场，发展大都市圈。当前，大量农村土地的未能获得公允的市场定价，农民工进城落户仍然面临许多现实困难，农村发展受到制约。建议进一步放宽大城市的落户限制，引导农民工进城安家。同时，加快落实十八届三中全会、十九大精神，将农村宅基地等集体建设用地统一划转入市，将农民手中的资产转为资本，增加农民的财产性收入。根据《中国农村发展报告（2018）》和自然资源部公布的农村土地流转试点的数据测算，仅宅基地整治这一项，便能打开规模约 32 万亿元的巨量市场，按照当前 5.78 亿的农村人口规模计算，相当于农村居民每人增加财产性收入 5.5 万元，这将大幅促进相关产业的发展。

2) 进一步放宽部分制造业、金融业和服务业的限制，打造更有竞争力的国内产业。服务业方面，应尽快打破电信、物流、能源等领域的垄断，降低相关产品价格，从根本上降低其他行业的经营成本，改善企业盈利。制造业方面，应尽快放宽汽车业的投资限制，促进我国汽车行业转型升级。金融业方面，应进一步开放金融服务业，大力发展资本市场，形成强有力的金融体系。

3) 扩大对一带一路沿线、非洲等国家的投资和出口。一带一路沿线和非洲国家经济和社会发展水平大多偏低，具有很大投资潜力，投资这些国家不仅能助力中国企业实现国际化，也是面对当前复杂国际形势的现实选择。建议政府继续大力巩固和发展同一带一路沿线及非洲国家的良好关系，通过签订双边或多边协作机制等方式，稳定中国企业的预期，为企业的海外投资营造良好的环境。

4) 扩大医疗、教育、文化等消费领域投资，增加有效供给。医疗、教育、文化等领域是重要的消费升级类领域，但当前有效供给不足，存在

较大提升空间。以医疗行业为例，当前看病难、看病贵问题突出，主要原因在于“管办合一”体制下，公立医院掌握了事业编制、科研课题、学术地位和行政资源等多重垄断资源，民营和外资医疗机构即使进入市场，并且提供更为优厚的待遇，也无法获得与公立医院抗衡能力。民营医院长期多而不强，还造成了“莆田系”医院泛滥，医患关系紧张、医学院毕业生人才流失等问题。建议打破限制人才流动的体制枷锁，建立更加开放的医学人才流动机制，吸引更多毕业生进入医疗行业，提升有效供给水平。

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