doi:10.16060/j.cnki.issn2095-8072.2020.05.005

向内而生
——2020 年下半年中国宏观经济展望

唐建伟　刘学智　陈　冀

（交通银行金融研究中心，上海 200036）

摘　要：本文基于当前国际国内经济金融环境，分析了外部环境面临的四大不确定性，以及内部环境的四大确定性。结合疫情冲击后国内经济金融运行情况，本文认为，当前我国应向改革要动力，通过改革来释放中国经济增长的潜能。同时，要加大对外开放、加强国际合作，以更高水平对外开放倒逼深层次改革。本文还展望了 2020 年下半年宏观经济金融的运行方向，并估计了相关宏观经济金融指标的运行区间或数值。

关键词：宏观经济；财政政策；全球不确定性；境内确定性；货币金融环境；经济展望

中图分类号：F124　　**文献标识码：**A　　**文章编号：**2095－8072(2020)05－0065－13

关于今年宏观半年报，本文以“向内而生”为标题，主要有四方面考虑：一是外部环境错综复杂，不确定性因素较多，很多因素还是中国不能主导的。所以我们应该目光向内，寻求内部的确定性。二是疫情冲击下全球经济增长放缓，外需将显著萎缩，必须通过扩大内需来稳定国内经济增长。三是中国要应对外部环境变化的压力，更需要练好内功。通过强身健体，提升自身能力来应对外部的风起云涌。练内功的关键是要向改革要动力，向改革要红利，通过改革来释放中国经济增长的潜能。四是向内而生并不意味着不需要继续对外开放，而是要加大对外开放、加强国际合作，以更高水平对外开放倒逼深层次改革。

一、外部环境：不确定的世界

2020 年以来，新冠肺炎疫情几乎蔓延到所有国家，全球经济遭遇自2008 年金融危机以来的最大冲击。全球金融市场大幅震荡，股、债、汇、大宗商品等各类资产价格剧烈波动。包括美联储在内的全球多国央行纷纷大幅降息，重启金融危机时的流动性支持工具，甚至宣布无限量宽松。

对于中国而言，外部环境并不乐观。习近平总书记强调：面对严峻复杂的国际疫情和世界经济形势，我们要坚持底线思维，做好较长时间应对外部环境变化的思想准备和工作准备。展望下半年，我们面临的仍将是一个充满不确定性的世界。

（一）不确定性 1：全球疫情的演变仍有较大不确定性

一是全球新增确诊仍在创新高。虽然目前东亚及欧洲的疫情已基本得到控制，但全球疫情仍未出现拐点，部分发展中国家仍处于疫情爆发期。至8月中旬，全球确诊

病例已超2000多万，病亡人数超75万，蔓延势头仍然强劲。美国累计确诊病例超过500多万，疫情仍在反复。欧洲疫情基本得到有效控制，各项体育赛事逐渐恢复。然而部分发展中国家仍处于疫情爆发初期，成为全球新增确诊病例的主要地区。

二是对疫情的未知仍远大于已知。从地域分布来看，新冠疫情在全球的蔓延已经经过三波：第一波在亚洲国家，主要是中国，以及韩国、伊朗、土耳其等亚洲国家和地区；第二波在欧洲和美国；现在是第三波，主要在南美部分新兴国家，正在大规模爆发；未来有可能形成第四波疫情。巴西的确诊病例已超300多万，并且仍在快速增长。目前来看，对于这场席卷全球的新冠病毒，我们的未知仍远大于已知。下半年气温转凉会不会再次爆发是未知数，甚至未来几年会不会持续反复爆发都存在不确定性。在没有特效药或疫苗出现之前，对疫情的恐慌难以根本性消除。

三是疫情对世界经济的冲击仍有较大不确定性。为防控疫情，各国采取的都是严格的社交疏离政策，这对各国经济活动，特别是交通、航空航运、旅游等服务业造成了巨大的冲击，同时因疫情导致的全球供应链中断、国际贸易停滞等仍在发酵，疫情导致全球经济陷入衰退已成定局。而且疫情之后发达经济体很可能普遍陷入“三低两高”的发展困境，即低增长、低通胀、低利率、高杠杆、高负债，导致全球性经济萧条(参见表1)。

表1　国际主要机构对经济增速的预测(%)

预测机构	全球GDP		中国GDP		美国GDP		欧元区GDP	
	疫情前	疫情后	疫情前	疫情后	疫情前	疫情后	疫情前	疫情后
OECD	2.9	-6.0	5.7	-2.6	2.0	-7.3	1.1	-9.1
IMF	3.3	-4.9	6.0	1	2.0	-8	1.3	-8
世行	2.5	-5.2	5.9	1	1.8	-6.1	1	-9.1
惠誉	2.5	-1.9	5.9	1.6	1.7	-3.3	1.1	-4.2
高盛	3.4	-1.0	5.5	3.0	2.3	-3.8	1.0	-9.0
均值	2.9	-3.8	5.8	0.8	2.0	-5.6	1.1	-7.9

数据来源：Wind，交通银行金融研究中心（下文图表数据来源未作标注者，均同此）

（二）不确定性2：中美经贸及政治摩擦的不确定性

中国和美国作为全球最大两个国家，大国竞争将成为常态化，不仅仅是贸易领域，未来还将在其他各方面处于竞争和摩擦状态。美国全面遏制中国已经成为其中长期战略，中美贸易摩擦趋于长期性和复杂性。2020年5月20日，美国白宫发布的《美国对中国战略方针》明确提出，中美成为“长期战略竞争关系”(long-term strategic competition)，未来中美脱钩风险有所加大(参见表2)。

在疫情冲击下，中美经贸与政治摩擦不断升级，特别是今年又是美国大选之年，目前美国两党在对待中国的负面看法上是非常一致的，两党都把反中当成政治正确和争取选票的重要手段。在这样的背景下，中美关系下半年会不会出现什么波折，谁都说不清楚。这也会成为制约金融市场乐观情绪的主要原因。

（三）不确定性3：欧洲债务危机及新兴市场风险再次抬头的不确定性

一是欧洲债务危机有再次爆发的风险。前几年为了应对欧债危机，欧元区整体政

表 2 《美国对中国战略方针》要点解读

总体判断	具体内容
美国对华主要判断：中国正在试图重塑有利于自己的国际秩序，“这既损害了美国的利益，也侵害了世界各国人民的尊严”，直指中方在多个“战场”对其发起挑战。	经济“战场”。中国依靠“发展中国家”的头衔得到了许多美国所得不到的好处。在过去的20年中，中国改革放缓、拖延，或者倒退了。
	价值观“战场”。美国十分担心中国的主张将会取代西方的“普世价值”，中国的若干行动损害了美国及其盟国和合作伙伴的根本国家利益。
	国家安全“战场”。美方将中国在台湾地区和中印边境等问题上维护国家主权和领土完整的行为歪曲为“在全球范围内的军事恐吓”，并称中方近年来的军事动作威胁到了美国及其盟国的利益。
美国的战略及可能采取的措施：中美两国将进行长期性战略竞争，通过整体性的战略方针，将指导原则回归到现实主义，从而继续保护国家利益并提升国家影响力。	反思过去20多年的政策，将中国纳入国际组织和全球贸易体系等政策是错误的。
	持续对中国政府施加压力，要求中国政府必须接受适用于所有国家的标准与原则。
	在必要时将会采取行动，与盟友和合作伙伴一道抵制来自中国的威胁，以保护美国的利益。
	为了应对中国，美国将在亚太地区开展相互合作：日本对地区自由和开放的战略、印度的安全和发展政策、澳大利亚的印度洋-太平洋概念、韩国的新南部政策、台湾的南部边界政策。
	可能对中国加重制裁的领域：贸易和投资、航行自由和飞行自由、网络间谍和网络盗窃、武器扩散、环境保护以及全球卫生健康等。

府杠杆率有所下降，但仍然高达84.1%，远高于60%的红线。实际上，近几年欧债规模不降反升，已经超过了10万亿欧元。欧洲国家间债务状况不均衡，德国政府收支状况很健康，但西班牙政府部门杠杆率仍然较高，意大利和希腊政府部门杠杆率分别高达134.8%和177%，存在较大风险(见图1)。

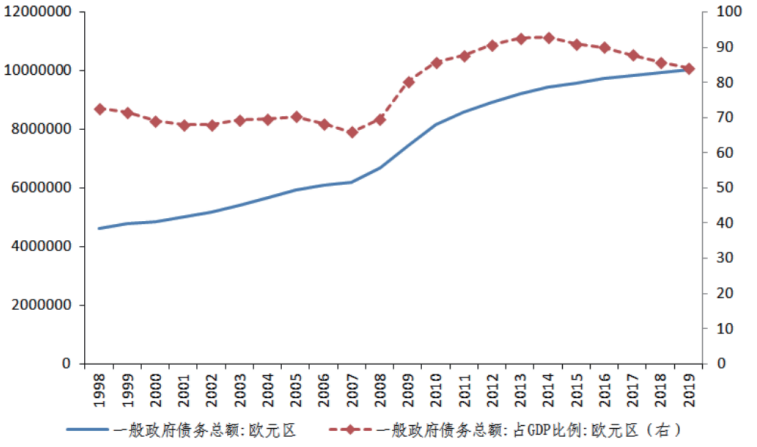

图 1　欧元区政府债务及占 GDP 比重 (单位：百万欧元，%)

为了应对疫情冲击，在零利率的基础上，欧元区不断持续加码量化宽松的货币政策。与此同时，几乎所有国家还推出了史无前例的大规模财政刺激计划。这些刺激政策在短期可能对缓解金融市场的流动性危机有好处，但欧洲近些年以来持续低迷的经济增长无力支持日益高企的债务压力，债务风险迟早会再次出现。

近年意大利政府债务的特点可归纳为：地方政府债务刹车、中央政府继续飙升；居民抛债、机构兜底；中长期债务成为政府刺激经济增长的万能药。根据最新数据，意大利中央政府债务总额为22727.28亿欧元(占比96.35%)、地方政府858.38亿欧元(占比3.64%)、社会保障机构2.33亿欧元(占比0.01%)。

二是新兴市场国家风险值得高度关注。第一，疫情冲击导致经济滑坡和政府收支压力加大。巴西、阿根廷、印度、俄罗斯、伊朗这些新兴市场人口大国都是受疫情冲击比较大的国家。一方面，这些国家需要政府加大抗疫支出，需要大量财政投入稳定民生；另一方面，疫情冲击经济放缓，财政收入萎缩，导致赤字攀升，政府债务压

力加大。第二，应对冲击的政策空间有限将加重风险。大多数新兴市场国家应对疫情冲击和金融市场波动的宏观政策空间较小，无力推出大规模的救助政策。缺乏救助措施，又会导致经济难以尽快恢复，加重经济金融风险，并可能形成严重的社会问题。第三，市场的脆弱性导致缺乏抗风险能力。一旦国际市场有所波动，首当其冲的就是这些本就脆弱的新兴市场国家的金融市场，并可能引发金融危机。

（四）不确定性 4：地缘政治的不确定性

这场席卷全球的疫情不仅深刻影响了普通民众生活，也正成为地缘政治风险上升的催化剂，逻辑为：公共卫生危机—经济滑坡及社会问题—转移国内矛盾—地缘政治冲突。朝鲜半岛局势可能趋于紧张、中印在边际问题上摩擦不断等都预示着疫情冲击下全球地缘政治冲突的风险正在不断上升。

全球经济可能创二战之后最低增速。笔者判断，受疫情冲击和主要国家政策空间较窄的影响，全球经济将显著放缓，可能出现二战以来首次负增长。欧美成为疫情的重灾区，2020年发达国家的经济增速降幅较大，预计增速只有–8%。发展中国家表现相对好一些，经济增长–2.9%，仍将萎缩。综合来看，预计2020年全球经济增长–4.8%左右(见表3)。

表 3　2020 年全球主要经济体经济增速预测 (%)

	2017	2018	2019	2020E
全球经济	3.7	3.5	2.9	-4.8
发达国家	2.3	2.2	1.7	-8
美国	2.2	2.9	2.3	-7.8
欧盟	2.5	2.0	1.3	-9.8
日本	1.7	0.7	0.7	-5.8
新兴市场和发展中国家	4.7	4.4	3.7	-2.9

二、国内经济：目光向内，寻求确定性

今年没有设定确切的年度经济增长目标，这是比较务实的做法。当然，不设经济增长目标并不代表没有目标，更不意味着宏观政策不作为。今年下半年重点关注三个关键词：就业、内需、改革。在外部环境不确定性下，更应该目光向内，寻找中国经济的确定性。

（一）确定性 1：全年新增就业 900 万的目标确定能完成

4月份全国城镇调查失业率上升到6.0%，5月份虽略降到5.9%，但仍高于过去几年水平，处于设置城镇调查失业率指标以来的高点(见图2)。受疫情影响，年初以来全国城镇新增就业人数明显减少，同比萎缩了23%。1~5月份全国城镇新增就业460万人，与上年同期相比少增63万人。

就业替代GDP成为今年宏观政策的首要目标，政府工作报告中提出全年要确保实现新增就业900万这一目标。随着复工复产明显加速及政策有针对性的支持，要完成上述目标确定性还是比较大的。原因如下：

一是对重点人群就业重点扶持，保障新增就业。今年大学毕业生创新高，达到874万人。李克强总理在两会记者会上明确说要让他们成为不断线的风筝，今明两年都要持续提供就业服务。另外，对于退役军人也要切实把安置政策落实好。这两块

图 2　城镇调查失业率 (%)

重点人群的就业得到保障，全年新增就业900万就有了坚实基础。

二是重点支持小微企业来减少失业(见表4)。小微企业是就业的主力军，政策加大对小微企业的支持力度，稳住现有的就业岗位，也将在解决就业问题上发挥重要作用。加快落实各项财政金融优惠帮扶政策，着力助企纾困，提高中小企业生存和发展能力，促进企业吸纳就业的能力不降低。近期央行推出的两项创新性直达实体经济的货币政策工具其实都是在支持普惠小微企业贷款的，今年财政政策的减税降费的重心也是支持小微企业。在如此大力度的政策支持下，小微企业保住了，企业倒闭少了，劳动者的失业自然也就少了。

三是发展新兴产业促进灵活就业。不断涌现的新经济、新业态撬动“灵活就业”人员快速增长。相关研究表明，今年城镇就业人口中约有40%属于灵活就业者。据此推算，我国灵活就业人数已超过1.8亿人，主要集中于居民服务、批发零售、住宿餐饮、互联网平台等行业。相关数据显示，我国目前有4300万人从事经营个体企业和网上开

表 4　2020 年以来小微企业支持政策

	主要内容
货币金融政策	加强信贷支持，鼓励银行大幅增加小微企业信用贷、收贷、无还本续贷，大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于40%。
	贷款延期还本付息政策再延长，中小微企业贷款延期还本付息政策再延长至明年3月底，对普惠型小微企业贷款应延尽延，对其他困难企业贷款协商延期。
	自2020年6月1日起，人民银行通过货币政策工具按季度购买符合条件的地方法人银行业金融机构新发放的普惠小微信用贷款。
	6月17日的国常会提出，进一步通过引导贷款利率和债券利率下行、发放优惠利率贷款、实施中小微企业贷款延期还本付息、支持发放小微企业无担保信用贷款、减少银行收费等一系列政策，推动金融系统全年向各类企业合理让利1.5万亿元。
	在金融委6月6日发布的11条金融改革措施中，出台《商业银行小微企业金融服务监管评价办法》被列为首位。
财政税收政策	新增减税降费约5000亿元，今年继续执行下调增值税税率和企业养老保险费率。
	对月销售额10万元以下的增值税小规模纳税人免征增值税、教育费附加、地方教育附加、水利建设基金。
	对小型微利企业年应纳税所得额不超过100万元的部分，减按25%计入应纳税所得额，按20%的税率缴纳企业所得税；对年应纳税所得额超过100万元但不超过300万元的部分，减按50%计入应纳税所得额，按20%的税率缴纳企业所得税。
	对增值税小规模纳税人，按照税额的50%减征资源税、城市维护建设税、房产税、城镇土地使用税、印花税、耕地占用税和教育费附加、地方教育附加。
	延长减税降费政策执行期限，6月前到期的减税降费政策执行期限全部延长到今年年底，小微企业、个体工商户所得税缴纳延期到明年。
	降低工商电价、宽带和专线资费，降低工商电价5%政策延长到今年年底，宽带和专线平均资费降低15%。
	减免房租，减免国有房产租金，鼓励各类业主减免或缓收房租，并予政策支持。
行政管理政策	企业开办，全程网上办理，推动更多服务事项一网通办，做到企业开办全程网上办理。
	放宽登记经营场所限制，放宽小微企业、个体工商户登记经营场所限制，便利各类创业者注册经营、及时享受扶持政策。
	各级部门要积极运用大数据、云计算等金融科技手段，整合内外部信用信息，提高对小微企业信用风险评价和管控水平。
	各级人民银行分支行、银保监会(局)、财政、发展改革、工业和信息化部门要加强协同配合，狠抓贯彻落实支持小微企业正常经营和就业稳定。

店；有2058万互联网平台“灵活就业者”，其中包括796万网约车司机、455万快递和外卖员、114万网络主播和80万微信公众号等自媒体从业者。灵活就业模式无疑给稳就业拓展了无限空间并提供了重要支撑。近期地摊经济很火，这也是典型的灵活就业，是解决临时性困难人群，包括农民工等人群就业、促进其增加收入的有效途径。

四是加大培训力度、扩大招聘人数，缓解就业压力同时提升劳动力质量。政府工作报告指出要“资助以训稳岗，今明两年职业技能培训3500万人次以上，高职院校扩招200万人，要使更多劳动者长技能、好就业”。2020年研究生考试的招生人数为114.1万人，首度超过百万人，比2019年增加18.9万人，增长了20%。2020年全国公务员计划招聘岗位13849个，合计24128人，分别比2019年大幅增长43%和66%。此外，全国各级事业单位招聘岗位大幅增加。

（二）确定性2：下半年内需回暖的方向确定

虽然国内需求的恢复明显不如供给，需求回暖仍有待时日，但是回暖的态势已经明确。消费和投资增速虽然从3月开始触底反弹，只是反弹力度较弱。预计下半年消费、投资有望逐渐改善，但不会大幅反弹，整体不温不火。

1. 消费：报复性消费不会有，消费仍是温和复苏

疫情好转以来消费需求正在改善，处于温和复苏阶段。消费结构性分化，网上消费、新业态消费等增长比较快，但餐饮、住宿以及与旅游相关的服务类消费仍然较弱（见图3）。

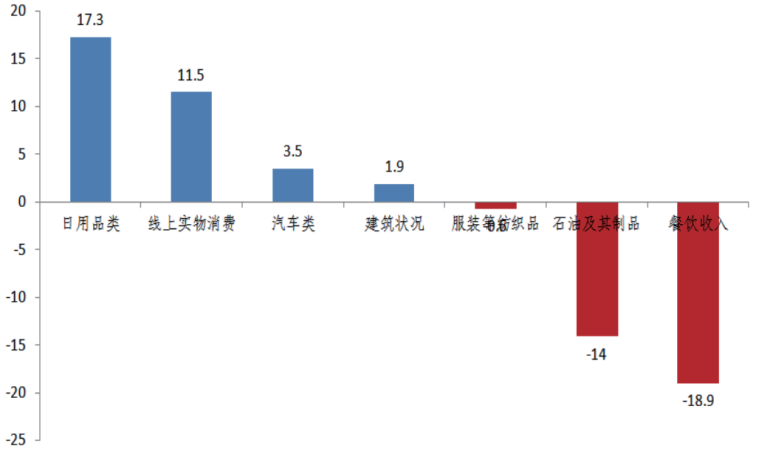

图3　1~5月部分消费类别的累计同比增速(%)

下半年消费状况有望保持逐渐恢复状态，但报复性消费不会出现。原因主要有几方面：一是疫情对户外消费带来严重冲击。疫情再次爆发的风险仍然存在，大家仍然“心有余悸”，不敢消费。二是疫情对就业带来冲击。在就业预期变差的情况下，导致居民预防性储蓄率上升，这对于当期消费支出增长是不利的。三是我国救助政策中对企业的支持多，对家庭和居民个人的支持少；信贷支持多而现金支持少。这种政策组合对消费的支撑作用有限。

随着疫情消退，生产生活回归正常之后，下半年消费的复苏可以期待，但总体力度可能较为温和。消费品种可能会有分化：医药、消毒液、洗漱用品等与抗击病毒有关的产品消费增长快速；受疫情影响较小的必需消费品，如食品饮料、日常用品、电子产品等复苏快；与地产与汽车产业链相关的消费逐渐改善。另外，实物消费可能恢复较快，

但服务类消费复苏可能较慢，特别是餐饮、旅游、酒店等服务消费可能全年将负增长。据中国旅游研究院测算，预计2020年国内旅游同比减少9.32亿人次，增速低至-15.5%，全年旅游收入减少1.18万亿元。综合判断，全年消费增速可能只有-1%。

2. 投资：重点关注“新基建”

随着国内复工复产进度持续推进，5月以来投资正在加快。展望下半年，投资的最大看点在基础设施投资。财政部已经分三批提前下达2020年新增地方专项债限额2.29万亿元，预计剩下的1.46万亿元额度在三季度发完，这将对投资起到积极作用。

财政和货币政策重在定向支持，基建投资中重点关注新基建(见表5)。预计2020年5G、特高压、城际高铁与城市轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网等7类新基建投资增长1.1万亿左右，对基建投资增速的拉动在5.5个百分点。除了新基建以外，传统基建投资也将加快，但力度可能有限。综合来看，预计全年基建投资增长8%。

表 5 新基建相关领域及投资规模预测

领域	建设目标与规划内容
5G基建	2020年三大运营商5G资本开支目标1803亿元、同比增长338%，5G基站建设目标50万个、同比增加285%。
人工智能	据《新一代人工智能发展规划》，2020年人工智能核心产业规模超过1500亿元，带动相关产业规模超过1万亿元。预计未来几年市场规模复合增速30%。
工业互联网	据《工业互联网发展行动计划(2018~2020)》，2020年底前推动30万家以上工业企业上云，培育超过30万个工业APP。预计未来3年市场规模复合增速14%。
大数据中心	据《大数据产业发展规划(2016~2020)》，2020年底大数据相关产品和服务业务收入突破1万亿元，2016~2020年复合增长30%。预计未来3年市场规模复合增速23.5%。
新能源车充电桩	据《新能源汽车产业发展规划(2021~2035)》(征求意见稿)，以车桩比1:1估算，2025年中国需要充电桩700万个。2020年充电基础设施投资100亿，未来2~3年增速25~30%。
特高压	国网20年特高压投资规划1811亿元。
高铁与轨交	预计20年城轨投资7800亿，同比增长20%。

资料来源：交银金融研究中心根据互联网资料整理

疫情结束以后全国挖掘机销量预计大幅增长，主要原因：一是基建投资预期增强，促进挖掘机需求；二是当前是挖掘机等主要工程机械更新换代时期；三是2020年挖掘机实施国四排放标准，环保要求升级加速了老旧工程机械存量设备淘汰更新。预计2020年全年挖掘机销售增速将达到两位数，基建投资和房地产开发投资增速也会相应快于上年度。

5月份单月的房地产开发投资增速已经回正，与住房相关的消费都有明显回升，主要是疫情期间积压的需求得到释放，预计后续仍能维持相对强势。市场利率下行、房企融资成本下降，或可支撑房地产开发投资逐渐加快。按住建部信息，全国老旧小区建筑面积约40亿平方米，初步估算投资总额可达4万亿元，如分5年改造，每年可新增投资约8000亿元以上。由于房住不炒表明房地产调控政策不会松，将制约房地产开发投资增速回升幅度，预计全年增长5%，呈个位数增长。

制造业投资预期偏弱，出口订单不足，外需减弱对出口型制造业带来较大影响。

传统制造业投资前景不佳，企业经营压力加大、利润收窄，将严重影响制造业投资预期。高技术制造业和装备制造业投资增长势头较好，1~5月份高技术制造业投资同比增长2.7%，其中计算机及办公设备制造业投资增长12%。疫情促进医药行业发展，1~5月份医药制造业投资增长6.9%。总体判断，可能制造业投资负增长态势仍将维持一段时间，预计全年增长-4%(见表6)。

表 6　固定资产投资分类增速预测 (%)①

	2016	2017	2018	2019	2020年预测
固定资产投资(100%)	8.1	7.2	5.9	5.2	3.1
制造业投资(31%)	4.2	4.8	9.5	2.6	-4
房地产开发投资(22%)	6.9	7	9.5	10.3	5
基础设施投资(30%)	17.4	19	3.8	4.2	8
其他投资(农业与服务业等17%)	15.8	6.1	5.6	5.3	5

（三）确定性 3：全年中国经济能够实现正增长

2020年下半年物价将处于较低水平，不存在通胀压力，不是经济运行关注的重点。从年初以来物价走势来看，CPI已经趋势性回落，预计全年CPI平均涨幅在2.9%。当前PPI持续负增长，随着国内稳增长力度加大，基建投资以及各类生产逐渐复苏，三季度之后PPI降幅有望收窄，但全年仍可能负增长。

今年财政赤字率首次突破3%，首次达到3.6%以上，财政赤字额度提升1万亿至3.76万亿元；今年拟安排地方政府专项债券3.75万亿元，比去年大幅增加1.6万亿元；今年发行1万亿元抗疫特别国债，特殊时期采取特殊举措。因此，应对疫情冲击新增财政规模为6.1万亿=1万亿新增赤字+1万亿抗疫特别国债+1.6万亿新增地方政府专项债+2.5万亿新增企业减负。结合今年计划新增城镇就业岗位900万人，初步估算全年隐含的名义经济增速在5.4%左右。

随着需求逐渐改善，经济增长动能正在恢复，全年经济增长前低后高态势已经明确。考虑到4月和5月工业增加值增速分别回升到3.9%、4.4%，服务业生产指数已经由负转正，预计二季度经济有望显著回升，实现小幅度增长。下半年经济增速将显著快于上半年，全球疫情发展状况和外需恢复程度，将对我国经济运行带来影响。基准情景下，三季度经济增长恢复到6%左右，全年经济增速大概在2.5%左右。悲观情景下，疫情持续反复导致全球需求显著减弱，三季度和四季度经济增速仍较低，全年经济增长1%左右。乐观情景下，全球疫情很快消失，外需恢复叠加国内积极政策见效，三、四季度经济增速显著回升，全年经济增长3.5%左右(见表7)。

表 7　2020 年中国经济增长预测 (单位：%)

	季度GDP占全年比重(2019年)	悲观		基准		乐观	
		季度GDP同比增速	对年度GDP增速的贡献	季度GDP同比增速	对年度GDP增速的贡献	季度GDP同比增速	对年度GDP增速的贡献
一季度	22	-6.8	-1.5	-6.8	-1.5	-6.8	-1.5
二季度	24	1	0.2	3	0.7	4	1.0
三季度	26	4	1.0	6	1.6	7.2	1.9
四季度	28	4.3	1.2	6.1	1.7	7.5	2.1
全年	100	1.0		2.5		3.5	

① 投资占比按照2019年投资额计算。

（四）确定性 4：改革加速的方向较为明确

当前的中国面临的内外部环境错综复杂，“何以解忧，唯有改革”。在疫情冲击全球经济放缓的外部环境中，更需要从内部加大力度改革，激活微观主体活力，释放经济增长潜能。近期中央出台的两份文件：一份是有关要素市场化改革的《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，一份是有关完善市场经济体制的《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》。这两份文件无疑是未来中国深化改革的重要纲领性文件，未来改革的方向较为明确(见表8和表9)。

表 8 五个重点要素领域改革的方向

主要要素	改革方向和核心
土地要素	允许农村集体经营性建设用地直接入市，探索增减挂钩指标、耕地占补平衡指标等跨省域交易，推动不同产业用地类型合理转换，增加混合产业用地供给。
劳动力要素	引导劳动力要素合理畅通有序流动，放开放宽除个别超大城市外的城市落户限制，建立城镇教育、就业创业、医疗卫生等基本公共服务与常住人口挂钩机制。
资本要素	完善多层次的资本市场制度，加强股市基础制度建设，加快债券市场统一标准建设，增加有效金融服务供给。
技术要素	健全职务科技成果产权制度，促进科技成果转化，支持自主知识产权市场化运营，激发技术供给活力。
数据要素	加快培育数据要素市场，推进政府数据开放共享，加强数据资源整合和安全保护，培育数字经济新产业、新业态和新模式，推动人工智能、物联网等领域数据采集标准化。

表 9 深化市场经济体制改革的主要内容

主要内容	改革方向
坚持公有制为主体、多种所有制经济共同发展，增强微观主体活力	推进国有经济布局优化和结构调整；积极稳妥推进国有企业混合所有制改革；稳步推进自然垄断行业改革；营造支持非公有制经济高质量发展的制度环境。
夯实市场经济基础性制度，保障市场公平竞争	全面完善产权制度；全面实施市场准入负面清单制度；全面落实公平竞争审查制度。
构建更加完善的要素市场化配置体制机制，进一步激发全社会创造力和市场活力	建立健全统一开放的要素市场；推进要素价格市场化改革；创新要素市场化配置方式；推进商品和服务市场提质增效。
创新政府管理和服务方式，完善宏观经济治理体制	构建有效协调的宏观调控新机制；加快建立现代财税制度；强化货币政策、宏观审慎政策和金融监管协调；全面完善科技创新制度和组织体系；完善产业政策和区域政策体系；以一流营商环境建设为牵引持续优化政府服务；构建适应高质量发展要求的社会信用体系和新型监管机制。
坚持和完善民生保障制度，促进社会公平正义	健全体现效率、促进公平的收入分配制度；完善覆盖全民的社会保障体系；健全国家公共卫生应急管理体系。
建设更高水平开放型经济新体制，以开放促改革促发展	以“一带一路”建设为重点构建对外开放新格局；加快自由贸易试验区、自由贸易港等对外开放高地建设；健全高水平开放政策保障机制；积极参与全球经济治理体系变革。
完善社会主义市场经济法律制度，强化法治保障	完善经济领域法律法规体系；健全执法司法对市场经济运行的保障机制；全面建立行政权力制约和监督机制；完善发展市场经济监督制度和监督机制。

来源：交通银行金融研究中心根据相关资料整理

未来，包括土地、人口、资本、技术等领域的改革都要加快推进。短期给市场提供信心，促进内需增长，有效应对疫情对需求的冲击。中长期可以释放全要素生产力，提升中国经济潜在增长率。以土地制度改革为例，近期黄奇帆提到：这次改革的

核心是允许农村集体经营性建设用地直接入市和探索增减挂钩指标、耕地占补平衡指标等跨省域交易，将是一次带来几十万亿元财富价值的重大改革。[①]仅仅土地这一项改革就能带来如此巨大的财富价值，其他要素的改革将释放更大的财富规模，累计将释放数百万亿元的财富。这也表明改革确实可以很大程度上提升中国经济的潜在增长能力。

三、宏观政策：留得青山，赢得未来

今年不设经济增长目标，但并不代表宏观政策不作为。在当前形势下做好就业扶贫等各项工作，还是需要逆周期调节的宏观政策作支撑，特别是要通过实施更加积极有为的财政政策和更加灵活适度的货币政策，为就业优先政策和扩大内需战略提供重要保障。本文对下半年宏观政策逻辑的三点判断：一是从政策本身而言，不会学发达经济体搞一把梭，把政策空间用完，而是会留有余地，以应对未来可能面临的更大困难。二是从政策目标来看，重点在于保市场主体，保基本民生。受疫情冲击最大的是中小企业和低收入人群，政策的重心应该是给这部分群体精准纾困，确保企业不倒闭、劳动者少失业，这也是为未来疫后经济重建和恢复性增长留下火种，保留希望。三是从政策取向上，不搞大水漫灌的强刺激，以定向政策为主，达到精准滴灌的目标。

（一）财政政策：积极的财政政策要更加积极有为，把每一笔钱都用在刀刃上

从财政政策执行来看，积极的财政政策将加快落地。预计三季度专项债将全部发行完毕，尽快发挥稳增长作用。除了基建投资以外，专项债还将加大对民间投资的撬动作用。1万亿元抗疫特别国债已经开始发行，预计三季度也将全面发行到位。上述1万亿特别国债和1万亿新增赤字，共计2万亿元全部转给地方。建立特殊转移支付机制，资金直达市县基层、直接惠企利民。一方面，财政执行部门细化资金流程，根据资金特点分门别类地制定正常转移支付、特殊转移支付和抗疫特别国债资金直达流程，实行中央切块、省级细化、备案同意、快速直达。另一方面，通过建立直达资金台账，实行预算单独下达、库款单独调拨、设置预警规则、资金点对点支付到最终收款人、定期对账等措施，对2万亿资金实现全覆盖、全链条监控，确保资金下达与资金监控同步“一竿子插到底”。

从财政收支状况来看，财政收支压力加大，但仍然有发挥空间。年初以来真实的赤字率已接近8%。虽然财政收支压力显著增大，但财政赤字率远低于发达经济体推出的接近20%的水平。我国财政政策仍有较大空间，通过盘活存量财政资金和压缩不必要的财政支出可以释放大量财政存量资源。考虑到政府性基金收支、国有资本经营收入等，我国财政收支压力并不大。通过优化中央和地方财政关系，财政资金效率提

① 每年审批土地400万亩，假如六分之一建设用地指标通过跨省域交易，按照平均约50万元/亩测算，每年将带来3000多亿元的区域财富转移；近几年占用耕地约为审批土地的40%，按每亩平均约20万元测算，每年将带来3000多亿元财富；集体经营性建设用地入市，政府公益性征地下降到审批土地的约50%，按平均约50万元/亩测算，保守估算每年可创造10000亿元财富。仅此三项，保持估计未来30年土地改革所产生的财富就将超过50万亿元。参见：黄奇帆：深化土地要素市场化配置改革，开启中国第三次土改新元年(2020-05-31)[EB/OL].第一财经[2020-06-18]. https://www.yicai.com/news/100650537.html.

升，财政政策将发挥更大的积极作用。

（二）货币政策：创新直接实体经济的政策工具，流动性调控更加精准灵活

下半年，当主题由抗疫切换至复产之后，货币政策保持稳健，调节力度逐渐从应急模式退出也是必然。但这并不意味货币政策转向收紧，偏松调节的方向是确定性的，只是货币政策在下半年的角色有所转换，调节力度较前期有所减弱。流动性供给处于配合其他刺激政策发力的位置。从全球主要地区央行资产负债表扩张看，即使在抗疫最紧张的时刻，国内货币政策都始终保持了稳健。当前，全球央行都暂时迈过了加速扩表的阶段(见图4)。

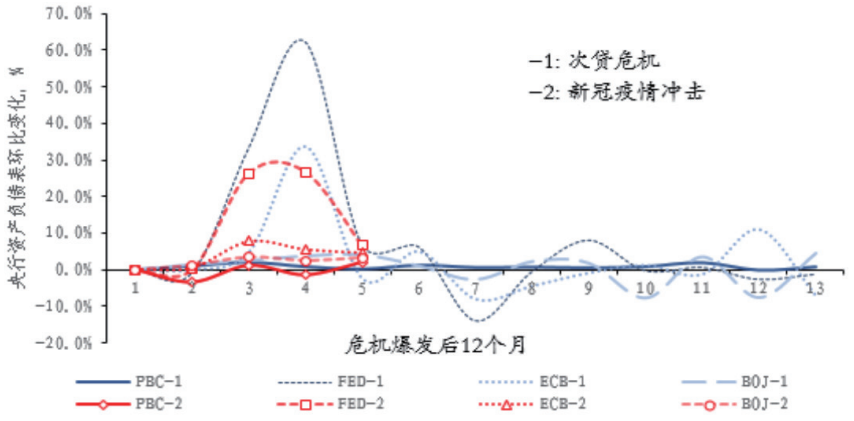

图 4　应对冲击主要国家或地区央行资产负债表扩张增速

下半年货币政策总量灵活适度的基调已定，货币政策将由“宽货币”向“宽信用”过渡。一是要通过信用扩张来稳定总需求。货币政策下半年重点服务于稳增长和保就业目标，在积极财政政策等措施发力稳内需的期间，货币政策需要在流动性方面给予略高于实际需求的资金供给；二是定向和创新直达的调控手段使用频次和力度会有所增加，而类似“全面降准”等总量调节工具的使用概率下降，以实现精准、灵活适度配合实体经济恢复的要求；三是配合好特别国债等利率债提速发行的资金需求撬动效应，货币政策支持直接融资扩围也是“宽信用”的重要渠道之一；四是提升金融支持实体效率的同时进一步引导市场利率水平下行来降低企业融资成本。

就货币政策量价两方面政策工具而言，存准率和利率均有下调空间。但注重精准直达后，全面降准的概率在下半年将大幅下降，定向或部分降准预计将有1~2次。MLF操作利率作为货币走廊上限和连接LPR的中间工具，为稳住货币市场利率和实现实体企业融资成本明显下降的目标，也可能继续下调20BPs以上。

企业信贷与居民中长期贷款推动信贷增速稳中有升。一是2020下半年是疫情冲击叠加前期实体经济运行承压状态的延续。疫情前，经济承压在信贷结构上就表现为企业信贷融资增速的趋势性变化，中长期贷款增速下行，而短期贷款增速上行。这种趋势很大程度上也反映了银行业对于企业信贷投放的整体风险偏好特征。疫情发生后，企业中长期贷款增速有所回升，但短贷的回升更快。不论是对小微企业的专项贷款，

还是普惠性再贷款，抑或是普惠小微企业信用贷款支持计划等支持措施的主题仍是帮助企业渡过难关，更多表现为短贷增速的反弹。企业中长期贷款增速的修复，需要等待经济实质性的改善，企业扩表意愿逐步恢复。二是房地产相关贷款依然会成为下半年信贷投放的重要组成部分。市场对于政策继续降息刺激经济企稳是存在共识的，叠加长期以来地产作为境内“优质资产”的存在，境内居民对于住房的刚性需求仍然较强。疫情期间的隔离措施降低了地产市场活跃度，拉低了增速。近期楼市已明显企稳，下半年将持续恢复。“企业信贷修复+居民中长期贷款”共同推动下半年信贷投放增速维持在13.5%甚至更高的水平。预计全年信贷投放将达到20.7万亿左右。

M2增速稳步回升且与M1增速剪刀差收窄。广义货币供给增速在政策保持稳健适度略高于实体需求的格局下，稳步回升几乎是确定的，但对于回升的幅度不宜期望过高。影响下半年M2增速的因素仍主要集中在信贷、债券净融资规模、财政下放以及跨境资金流动四个方面。信贷保持13.5%左右的增速将持续对M2增速回升形成支撑；已经明确的财政赤字扩大、特别国债发行以及地方专项债扩围，通过债券净融资渠道的流动性需求是显著强于去年。而跨境资金流动性的波动一段时间以来已经并不显著影响境内流动性的投放。初步测算，年末M2增速可能回到13%以上。在企业短贷增速与中长贷增速交叉的情况下，M1与M2增速在下半年的剪刀差大概率收窄(见图5)。

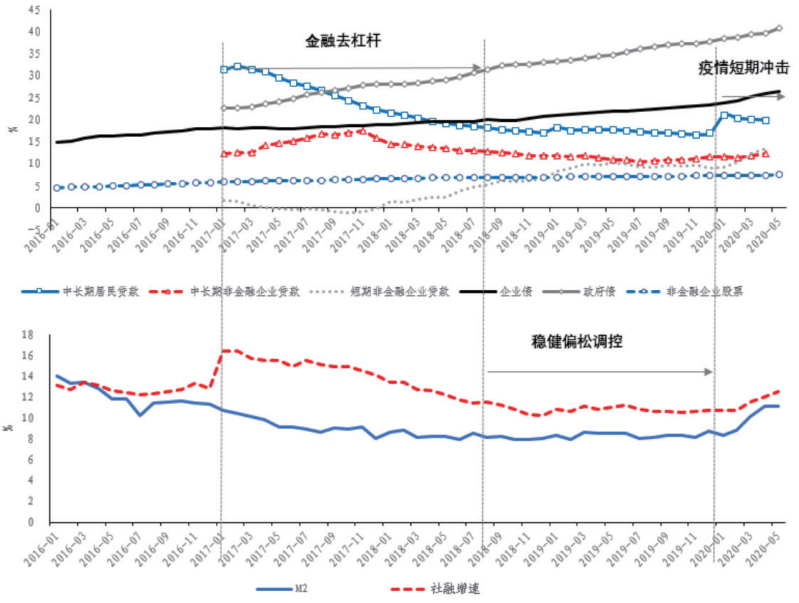

图 5　近年来各类融资增速趋势

社融增速回升略高于广义货币增速。社融综合反映融资需求，一定程度上可以说是“货币”到“信用”的实际效果体现。金融去杠杆以来，一个明显的特征即是：社融与M2增速差明显收窄。社融增速持续回升与支撑M2增速回升有很多共同的理由，包括政策面、信贷增速反弹、直接融资保持高速增长等。然而企业债、政府债虽保持高速增长，但在整个社融中的占比弱于信贷。股权融资过去增速较慢，科创板推出以及创业板注册制改革等举措，可能使下半年股权融资增速会有一定提升。按信贷13.5%以上增速、直接融资30%以上增速测算，2020年末社融增速可能回到16.5%之上。在货币政策更加注重精准支持实体效率和杜绝资金“脱实向虚”的前提下，社融

增速与M2增速背离显著放大的可能性较小。

（三）财政与货币政策的配合方面：中国暂无财政赤字货币化的必要

一是西方发达经济体祭出的赤字货币化实属无奈之举。当前，部分西方发达国家出现新现象：货币政策宽松到极限，利率水平已经很低，甚至为负利率，但是也难以刺激市场的信贷行为，货币乘数效应几乎不变化，也就意味着传统的货币政策几近失效。不仅是货币政策，发达国家的财政政策空间同样逼仄，政府债务高企，只能纷纷寻求央行在一级市场直接购买国债等类赤字货币化的方式。

二是财政赤字货币化理论(MMT理论)有两个基本假设：私人部门不愿意花钱，要么是没钱，要么是没有好的投资机会；财政直接花钱比央行投放流动性的效率更高，货币政策无效或陷入流动性陷阱。在发达国家货币政策和财政政策空间收窄的情况下，这两个假设条件已经出现，MMT的呼声在这些国家越来越大。

三是中国尚有较大的增长潜力和改革空间，常规货币政策仍然有效，财政资金使用效率仍有提高空间。首先，私人部门储蓄率高且有较高的消费和投资意愿，潜在需求仍然充足。只是受疫情冲击的影响，潜在需求被抑制了。其次，通过改革提升私人部门的消费和投资意愿仍有很大空间，这也是提升中国经济潜在增长率的主要方向。最后，我国货币政策调控空间仍然很大，不需要将货币政策财政化，不应该采取财政赤字货币化的做法。

【作者简介】唐建伟： 金融学博士、博士后、高级经济师，交通银行金融研究中心副总经理、首席研究员。研究方向：宏观经济，金融学。

刘学智： 经济学硕士，交通银行金融研究中心高级研究员。研究方向：宏观经济，金融学。

陈　冀： 经济学博士，交通银行金融研究中心高级研究员。研究方向：宏观经济，金融学。

Grow Inward——Macroeconomic Outlook for the Second Half of 2020

TANG Jian-wei, LIU Xue-zhi &CHEN Ji

(Center for Financial Research Bank of Communications, Shanghai 200036, China)

Abstract: Based on the current international and domestic economic and financial environment, this paper analyzes the four major uncertainties facing the external environment, as well as the four major internal environmental certainty. In the light of the domestic economic and financial performance after the impact of the epidemic, it is proposed that China should now turn to reform for power and release the China's economic growth potential. At the same time, it is necessary to increase the opening up to the outside world, strengthen international cooperation, and force deep-level reforms with higher levels of opening up to the outside world. Finally, this paper looks forward to the direction of macroeconomic and financial operations in the second half of 2020 and estimates the relevant macroeconomic and financial indicators of the Running interval or value.

Keywords: macroeconomics; fiscal policy; global uncertainty; behind-the-border certainty; monetary and financial environment; economic outlook

（责任编辑：山草）