

2019 年中国经济确定性凸显（原文刊于《证券时报》）

过去一年，“黑天鹅”频现、事件型风险不断。进入 2019 年，宏观经济会走向何方？金融市场还有哪些机会？

日前，摩根士丹利华鑫证券首席经济学家章俊在接受记者专访时表示，尽管 2019 年中国经济下行压力依然很大，但从全球角度来看，中国经济的确定性却尤为凸显。他对今年宏观经济持谨慎乐观态度，认为新一年宏观政策组合是“稳货币、松信贷、宽财政”。从稳健的货币政策来看，改善货币政策传导机制尤其值得关注；从积极的财政政策来看，增加财政支出的效果优于大规模持续减税降费。

谈及金融市场，章俊认为今年无论股市还是债市流动性都会非常宽松，A 股市场将从估值优势与基本面确定性两方面吸引海外投资者。

中国经济确定性凸显

章俊认为，2019 年经济下行压力依然很大。去年中央对经济的判断从“稳中向好”转为“稳中有变”、“变中有忧”，但在他看来，确认经济下行压力其实是积极信号，他对 2019 年宏观经济持谨慎乐观态度。

从政策层面来看，在去年 7 月中央制定了基建补短板、稳增长的政策基调以后，

本资料并非证券研究报告，相关内容仅供贵方参考，不得复制、提供给他人使用或出版（包括部分或全部）。本资料不得向媒体或任何第三方转发或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写或发布的内容，该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料末的免责声明之约束。

货币政策与财政政策积极跟进：货币政策方面，央行几次降准；财政政策方面，去年八九月份加快地方债发行，今年则提前下放地方债发行额度，让地方政府能够提前融资来帮助基建补短板。因此，今年上半年稳增长的确信度提高。

从外部环境来看，最近两个月的数据表明，美国经济增长的动能明显放缓，导致美联储的政策明显转向鸽派，呈现步伐放缓的状态，这有效降低了中国经济面临的外部风险。另外，海外基本持续看好中国，一是稳增长效应导致中国在经济基本面这一层面的不确定性明显下降；二是人民币汇率稳中有升，汇率风险降低，从沪港通数据观察，海外投资者正持续净流入。

从全球角度来看，不确定性仍是 2019 年最大的主题，而中国经济的确定性却尤为凸显。由于美国经济增长动能放缓和美股的大幅波动，投资者为避险开始部分流出，在美国之外的市场寻找投资机会，中国经济增长的确定性恰恰给了海外投资者一个更好的选择，人民币资产某种程度上成为一种避险资产，因此 2019 年海外投资者会持续增持 A 股和国内的债券。

稳货币、松信贷、宽财政

章俊认为 2019 年宏观政策组合会是“稳货币、松信贷、宽财政”。

去年年底的中央经济工作会议提出，“稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制”，较此前而言特别强调了“改善货币政策传导机制”，而不是货币政策本身需要大幅宽松，这是值得关注的关键点。去年在

本资料并非证券研究报告，相关内容仅供贵方参考，不得复制、提供给他人使用或出版（包括部分或全部）。本资料不得向媒体或任何第三方转发或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写或发布的内容，该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料末的免责声明之约束。

年内四次实施定向降准释放资金合计约 2.3 万亿元的前提下，央行推出了系列配套政策来引导流动性进入实体经济特别是中小民营企业，但实际效果并不明显，民企“融资难、融资贵”的问题依然较为突出。章俊认为，货币政策传导机制不畅有多重原因，除了金融机构本身行为具有顺周期特性，导致在经济下行过程中有惜贷倾向之外，金融去杠杆、对需求前景不乐观也导致部分企业投资意愿明显下降，从而导致有效贷款需求不足。因此，在难以实现同时解决“融资难、融资贵”问题的情况下，央行倾向于短期内先解决“融资难”的问题。因为短期内“融资贵”只是成本的问题，而“融资难”关系到企业的生存。

章俊认为，由于金融机构负债端增长缓慢，无法支撑表内信贷扩张，因此央行今年会继续降准，通过提升货币乘数来增强银行货币创造的能力。同时，预计今年外贸顺差和外商直接投资可能会下滑，通过降准可以在一定程度上对冲由于外汇占款减少而导致基础货币下降的负面影响。此外，他认为今年央行还是会继续“收短放长”的操作思路，目的是释放更多廉价中长期资金来鼓励投资。预计今年央行会有 3~4 次降准，幅度或在 100 基点左右。货币环境的改善有利于信用债发行回暖，加上去年表外融资大幅萎缩后会在今年趋于平稳，因此表内信贷提速会带动社会融资总额增速大致平稳。

章俊表示，积极的财政政策主要包括两方面，一是减税降费，二是增加财政支出。预计今年预算赤字率、地方政府债发行和减税降费的规模都会有较大提升，各项“宽财政”措施会积极落到实处。从短期增长的角度来看，减税降费可以降低企业，尤其是中小企业的负担。但是由于在经济下行周期中，企业本身增加开支意

本资料并非证券研究报告，相关内容仅供贵方参考，不得复制、提供给他人使用或出版（包括部分或全部）。本资料不得向媒体或任何第三方转发或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写或发布的内容，该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料末的免责声明之约束。

愿不足，如果需求面依然疲软，即使此时实施较大规模的减税降费，企业仍然很难有更大的积极性去扩大生产规模、增加投资；对家庭减税降费可以刺激消费，但是同样受经济下行周期影响，特别是，一向是经济增长稳定器的消费动能在 2018 年由于受到地产周期的影响而减弱，让市场对消费升级逻辑产生一定的疑问。因此，章俊判断，短期内积极的财政政策更依赖于增加财政支出。

今年股债将温和复苏

在章俊看来，由于美国经济走弱伴随的是美股波动下行，因此 2019 年部分风险偏好较高的投资者会撤离美国，流入美国以外的市场，新兴市场就是比较好的选择。

2019 年，美联储立场转向鸽派，对包括中国在内的新兴市场来说，货币和跨境资本流动两个层面的压力会明显下降，这些国家的国内政策空间会有所拓宽，可能有助经济基本面改善。从这一角度来看，2019 年国际资本会重新流出美国，带动美元指数走弱。

章俊表示，从流动性角度来看，预计今年还会有 3~4 次降准，国内无论是股票市场还是债券市场，整体流动性会相对宽松，加之外资持续流入，都会支撑股市和债市温和复苏；另外，A 股市场经过前期调整，从估值层面来看也有一定优势。总体来看，海外投资者从估值和经济基本面确定性两个方面看好 A 股市场。

港股方面，既受内地经济形势影响，也受全球流动性影响，章俊认为今年港股波

本资料并非证券研究报告，相关内容仅供贵方参考，不得复制、提供给他人使用或出版（包括部分或全部）。本资料不得向媒体或任何第三方转发或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写或发布的内容，该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料末的免责声明之约束。

动性会比较大，因为 A 股经过去年的调整，估值优势较明显，即使未来震荡较大，上行概率也比较大。但港股相对于 A 股，不确定性会更高。

本资料并非证券研究报告，相关内容仅供贵方参考，不得复制、提供给他人使用或出版（包括部分或全部）。本资料不得向媒体或任何第三方转发或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写或发布的内容，该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料末的免责声明之约束。

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道100号上海环球金融中心75楼

邮编：200120

电话：+86 (0) 21 2033-6000

传真：+86 (0) 21 2033-6040

免责声明

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“本公司”）准备本文件仅供贵方参考之用途。就任何拟议的交易或其他方面而言，贵方不应最终倚赖本文件或使用本文件，以形成有关任何决定、合同、承诺或行为的最终基准。贵方以及贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方必须对本文件及与本文件相关而提供的任何信息进行严格保密。除非获得本公司的事先书面同意，贵方和贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方在任何时候均不得整体或部分地复制本文件，并且不得向其他任何人士整体或部分地传达、披露或分发本文件或者在公开场合谈论本文件。如果贵方并非本文件的预期收件人，请立即删除和销毁其所有电子和纸制版本。

本文件及其所包含的某些内容是依据多个不同资料来源获得的某些假设和信息而准备的。尽管本文件是基于和倚赖上述假设和信息的准确性和完整性而准备的，本公司对任何上述假设和信息的使用并不代表本公司已独立地对其进行核实或表示同意。不论本公司还是本公司的任何关联方及其各自高级管理人员、雇员或代理，均不会就本文件所包含的信息、与本文件相关而提供的任何口头信息以及基于本文件内容而产生的信息之准确性或完整性做出任何明示的或暗示的陈述或保证，并且不承担任何责任或者义务（不论是直接或间接的、合同或在侵权或其他方面的）。本公司和本公司的关联方及其各自高级管理人员、雇员和代理在此明确声明其不承担基于本文件以及本文件的任何可能的错误或遗漏而引致的任何法律责任。不论是本公司还是本公司的任何关联公司及其各自高级管理人员、雇员或代理也不会就下述事项做出任何明示的或暗示的陈述或保证：任何交易已经或可能按照本文件中载的条件或方式得到执行以及本文件所含的未来预测、管理层目标、估计、前景或回报（如有）的可实现性或合理性。本文件所包含的任何看法或条款仅为初步的，并以于本文件所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。本公司并无义务或责任更新本文件中包含的任何信息。本文件中可能提到相关公司某些过往的业绩或数据并不代表对其未来表现的预测或者保证。

本文件并不构成且不应被视为由本公司或本公司任何的关联方做出任何形式的财务顾问意见或推荐。本文件并非证券研究报告，也不构成任何形式的证券投资咨询或证券投资顾问意见或建议，也不是由本公司关联方的研究部门编制的。本文件以及本文件含信息并不构成购买或出售任何证券、商品、票据或衍生工具的要约或要约邀请，也不构成借贷、安排融资、承销或购买任何证券或担任有关任何人或交易的代理人、顾问或保荐人的要约、要约邀请或承诺，也不构成任何资本承诺、交易策略或者任何法律、监管、会计或税务方面的意见。本公司建议贵方就本文件可能涉及的法律、监管、会计和税务方面内容寻求独立专业人士的意见。本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。本文件中引用的第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。未经本公司的书面同意，不得复印、出售或转发本文件或其中任何部分。

本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。本文件中引用的第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。未经本公司的书面同意，不得复印、出售或转发本文件或其中任何部分。

本文件可能包含从摩根士丹利研究部门或其他摩根士丹利拥有所有权的资料中摘录的信息（称为“摩根士丹利信息”），但是对本文件而言，该信息未经摩根士丹利或其董事、管理人员、雇员、代理商或分包商（称为“摩根士丹利人士”）的再次审阅或批准。本文件中的预测、陈述或意见（包括任何基于摩根士丹利信息的或从摩根士丹利信息中所摘录的）不一定成为或继续成为摩根士丹利人士的观点，并且摩根士丹利人士不对本文件的准确性或完整性做出任何的陈述。

本文件的版权由本公司所有，本公司保留与之有关的一切权利。