

## 小康目标下政策缺口几何？

### ——肺炎疫情疫情影响评估（十）

宏观专题

财信国际经济研究院 伍超明宏观团队

伍超明 李沫

在疫情的意外冲击下，国内一季度经济已实质受损，各项经济指标均出现较大幅度下降。但国内疫情阴霾刚过，海外疫情蔓延的“二次冲击”再次来临，二季度国内经济将遭遇外需和产业链冲击，国内复工复产进程也将受到冲击，全年经济社会发展目标任务实现难度明显加大。2020年我国要“奋力实现”小康目标，那么当前政策力度是否能实现小康目标？若不能实现，缺口有多大？本文从三大需求角度定量测算疫情对经济的影响，并据此估算实现小康目标的政策缺口。

### 一、小康目标：名义 GDP 需增长 6.6% 以上

3月27日中央政治局会议再次明确提出“确保实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务”。2020年全面建成小康社会是党的庄严承诺，必须要实现。因此，小康目标为2020年经济增长设置了下限，即GDP增速至少要多高水平。

考虑GDP翻一番目标中可能存在的四舍五入技术性问题（假设误差在1%以内），根据第四次全国经济普查中GDP相关数据的修正结果，我们估算出2020年全面建成小康社会实际GDP需增长5.0%~5.6%左右。在2020年GDP平减指数增长1.5%的假设下，小康“翻一番”目标要求名义GDP增长6.6%~7.2%左右，即2020年实现“翻一番”目标要求全年名义GDP需增长6.6%以上。

表1：小康“翻一番”目标GDP增速要求

| 小康“翻一番”目标下的GDP增速要求 |       |             |             |                 |             |
|--------------------|-------|-------------|-------------|-----------------|-------------|
| 2020年GDP平减指数假设     |       | 1.5%        |             |                 |             |
| 计算使用指标             |       | 不变价GDP增速    |             | GDP指数（1978=100） |             |
| 翻一番程度              |       | 100%        | 99%         | 100%            | 99%         |
| “翻一番”<br>2020年增速要求 | 实际GDP | 5.6%        | 5.1%        | 5.5%            | 5.0%        |
|                    | 名义GDP | <b>7.2%</b> | <b>6.7%</b> | <b>7.1%</b>     | <b>6.6%</b> |

资料来源：WIND，国家统计局，财信研究院

### 二、基准政策+疫情冲击：名义GDP约增长5.2%

受“抗疫”期间人流、物流、资金流流动受阻影响，国内经济“停摆”一月有余，

实体经济三大需求均出现大幅下降。从已公布数据看，1-2 月份消费、投资、出口分别同比下降 20.5%、24.5%和 17.2%，消费和投资增速均创下历史新低，出口降幅也接近金融危机时期水平。为冲销疫情损失和实现经济社会发展目标任务，政策端需加码呵护修复实体经济。

3 月 27 日政治局会议首次提出“要抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施”，财政政策上赤字率、专项债和特别国债三项举措将同时发力修复国内需求，货币政策也将协同发力提供流动性稳定经济基本盘。根据会议精神，我们将财政赤字提高至 3.5%、专项债额度提高至 3.5 万亿元、特别国债 1 万亿元作为今年财政政策的基准情形（政治局会议后市场已有预期）。

假定在当前已出台和上述预期财政货币政策（基准政策力度）下，3-12 月份基建投资能够实现高增长且其他国内需求增速均恢复至去年水平，进一步考虑海外疫情对出口的拖累（见表 2），在 1-2 月份已公布数据和 2017 年投入产出表基础上，我们分别计算 2020 年三大需求对名义 GDP 拉动的变动情况，最后得到基准政策效果下，2020 年我国名义 GDP 约增长 5.2%（见表 3）。

表 2: 基准政策力度下三大需求假设（相对乐观）

| 三大需求假设  |   |
|---------|---|
| 消费      | 餐饮消费增速能代表整体服务消费，3-12 月份消费增速与去年同期一样                                |
| 房地产+制造业 | 3-12 月份投资增速与去年同期一样  |
| 基建      | 财政赤字提高至 3.5%，特别国债 1 万亿元，两者投向基建的比例为 30%；专项债额度提高至 3.5 万亿元，且全部用于基建投资 |
| 出口      | 全年人民币计价增速降至-5%  |

资料来源：财信研究院

表 3: 基准政策下 2020 年名义 GDP 增速估算结果（%）

|        |              | 投资    |       |       | 消费    |       | 出口<br>(人民币计价) |
|--------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|
|        |              | 房地产   | 制造业   | 基建    | 商品零售  | 服务消费  |               |
| 2019 年 | 增速           | 9.9   | 3.1   | 3.3   | 7.9   | 9.4   | 5.0           |
|        | 名义 GDP 增速    | 7.8   |       |       |       |       |               |
| 2020 年 | 1-2 月增速      | -16.3 | -31.5 | -26.9 | -17.6 | -43.1 | -15.9         |
|        | 全年增速         | 7.4   | 0.8   | 18.6  | 3.6   | 1.3   | -5.0          |
|        | 对名义 GDP 拉动变化 | -0.4  | -0.2  | 1.4   | -2.0  |       | -1.4          |
|        | 名义 GDP 增速    | 5.2   |       |       |       |       |               |

资料来源：财信研究院

### 三、政策刺激：仍需弥补 1.4-2.0%左右的名义 GDP 增速缺口

综合前面两部分估算结果，在财政赤字率提高至 3.5%、专项债额度提高至 3.5 万亿元、特别国债 1 万亿元的基准情景下，政策对疫情负面影响的对冲尚不足以支撑小康目标的实现，名义 GDP 仍有 1.4-2.0%的增速缺口需要弥补，需要再额外追加政策力度。

由于疫情后需求恢复需要时间，建议政策策略上以“财政政策为主，货币政策为辅”，时点上应抓住抓牢四月份“黄金窗口期”，加紧加快出台“稳内需”政策组合。

财政政策方面，建议特别国债规模提高至2万亿元以上，并主要用于帮扶受疫情冲击较大的家庭和中小微企业，由于前期政策主要集中在帮扶企业复工复产，后期应加大对家庭尤其是低收入群体的帮扶力度，以拉动消费和投资需求，助力脱贫攻坚战；专项债额度提高至3.5-4万亿元，并适当提高可用做资本金比例和扩大专项债投资领域，在全部投向基建的基础上放大财政乘数；狭义的赤字率提高至3.5%，并调整优化财政支出结构，压减一般性支出比例，提高资本性支出比重，提高财政资金使用效率。

货币政策方面，与财政政策形成合力，保障流动性合理充裕的同时降低实体经济融资成本。一是建议继续坚持“量”的工具更优先策略，侧重运用定向性工具精准滴灌，为中小微企业和个体户“供氧、输血”稳定经济基本盘。二是“价”也要继续降低，在帮扶企业“活下来”后，让企业活得更稳健，建议继续采取结构性定向工具如降准、降息、再贷款、再贴现等向实体经济提供低成本流动性。三是建议加大对居民消费信贷的支持力度。一季度货币数据显示，居民部门短期贷款同比大幅下降，反映居民消费需求萎缩，但2019年数据显示，消费支出的GDP贡献率达到57.8%，远高于投资31.2%的贡献率，因此加大消费信贷支持力度有助于稳内需。

## 免责声明

本报告由财信国际经济研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

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复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信国际经济研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_5801](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5801)

