

政策对冲全面步入快车道

——对 0327 政治局会议和央行一季度例会纪要的解读

重要会议点

财信国际经济研究院 伍超明宏观团队

伍超明 胡文艳

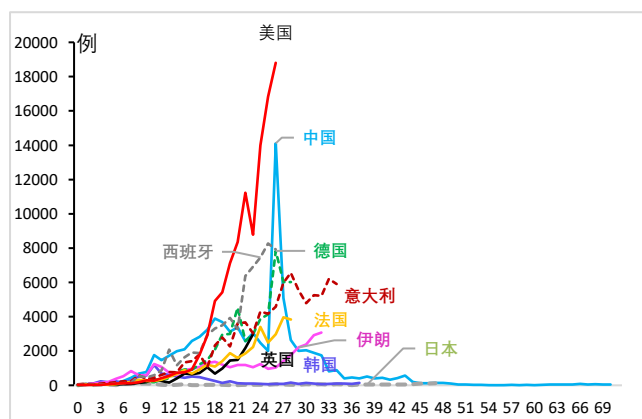
3月27日，中共中央政治局召开会议，分析国内外新冠肺炎疫情防控和经济运行形势，研究部署进一步统筹推进疫情防控和经济社会发展工作；另外，3月26日，中国人民银行货币政策委员会2020年第一季度（总第88次）例会也在北京召开。针对上述会议内容，我们的解读如下：

一、疫情：短期内“外防输入、内防反弹”会常态化

政治局会议明确指出，国内外疫情防控正在发生新的重大变化，表现为“海外疫情呈加速扩散蔓延”、“我国疫情输入压力持续加大”。根据世卫组织最新统计数据，截止3月27日上午10时，全球累计新冠肺炎确诊病例已超过50万例，连续5日单日新增确诊病例近4万例，其中美国、意大利、西班牙、德国、伊拉克确诊病例还在继续大幅增加（见图1），海外疫情形势不容乐观。

为此，会议对疫情防控策略和应对举措作出新部署：一是未来防控重点会放在“外防输入、内防反弹”上；二是做好了打持久战的准备，“在疫情防控常态化条件下加快恢复生产生活秩序”。这意味着，短期疫情防控还无法完全松懈，北京等重点地区防控依旧会继续加强，但低风险地区可因地制宜，在做好疫情“防反弹”的基础上，将重心转向恢复经济生产。

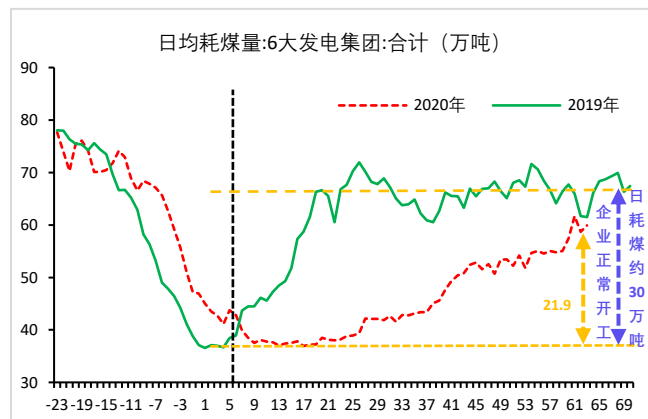
图1：各国新冠肺炎新增确诊病例



资料来源：WIND，财信研究院

注：横轴为各国累计确诊病例超过100例的天数

图2：日均耗煤量:6大发电集团



资料来源：WIND，财信研究院

注：横轴0表示除夕，1表示正月初一

二、经济：下行压力加大

面对新冠肺炎疫情的全球大流行，经济无法避免会受到较大冲击。央行一季度例会鲜明提出“经济下行压力加大”，政治局会议也从国内外两个视角阐述了对经济的担忧在增加。

从国外看，疫情加速扩散蔓延，世界经济贸易增长受到严重冲击，如最新经济景气指标显示，3月份美、德、英服务业 PMI 环比降幅均逾 20%，制造业 PMI 均降至荣枯线下方。另外，若根据国内疫情从爆发到逐渐步入尾声，经济将面临的冲击，推演海外各经济体遭受的损失情况，不难发现，未来数月世界经济增长大概率还会进一步恶化。同时，疫情引发贸易限制和禁航禁运，直接破坏了国际自由贸易体系，叠加需求大幅下降影响，全球贸易在 2019 年贸易冲突激化阴霾下进一步继续萎缩或已成定局。

从国内看，经济发展特别是产业链恢复面临新的挑战。一方面，企业盈利空间大幅被压缩，复工复产达产积极性有待提高。如疫情冲击下销售降、价格落、成本刚性等共同导致企业利润大幅下降，1-2 月国内规模以上工业企业利润降幅超 38%，面对已发生的巨幅损失和未来需求大概率继续下降压力，企业盈利困局亟待破解。另一方面，中小微企业受疫情影响最大，但其抗风险能力却最弱，复工难度也最大，或明显拖累产业链协同复工复产达产。截止 3 月 27 日，国内六大发电集团耗煤量已加快恢复至企业正常开工时所需耗煤量的 70% 以上（见图 2），后续在政策的扶持下有望进一步加快恢复。

三、应对：加大宏观政策对冲力度

在政策应对上，会议指出“要加大宏观政策对冲力度”、“要抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施”，可见未来逆周期调节力度将大幅加码。这一方面源于要力争把疫情造成的损失降到最低限度，尽快恢复实体经济生产；另一方面更重要的是，会议再度强调要“努力完成全年经济社会发展目标任务，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、决战脱贫攻坚目标是一个庄严承诺，必须要实现。根据我们之前的测算，2020 年实现该目标，GDP 增速至少要保持 5% 以上，但受疫情冲击影响，预计国内一季度 GDP 大概率增长 -4% 到 -1%。这意味着，二、三、四季度国内 GDP 需增长 6.7%~7.5%（见表 1），稳增长压力不言而喻，宏观对冲加码自然也无法缺席。

表 1：第四次经济普查对翻一番目标的影响

	情境一	情境二	情境三
2020 年小康目标 GDP 增速最低要求 (%)		5.0	
一季度 GDP 增速 (%)	-1.0	-2.0	-4.0
二三四季度 GDP 增速 (%)	6.7	7.0	7.5

资料来源：WIND，国家统计局，财信研究院

四、货币政策：抓住4月黄金窗口期，由政策观察期迈向宽松期

政治局会议和央行一季度例会均提出“稳健的货币政策要更加灵活适度”，同时央行例会还专门强调“把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置”，均表明货币政策宽松黄金窗口或就在当下。对于具体举措，预计表现为以下三个特征：

一是“量”的工具更优先，侧重运用定向性工具精准滴灌。本次央行例会，未出现“保持广义货币 M2 和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速相匹配，不搞‘大水漫灌’”等常规表述，表明为应对疫情冲击、恢复实体经济发展、实现社会目标，更多地增加流动性或已无法避免。但具体操作上，结构性定向精准滴灌依然是更优选项，预计再贷款、再贴现、政策性银行专项信贷等工具会继续频繁使用，不排除其规模和优惠力度或进一步加大。支持的方向依然主要包括以下几部分：即推动企业复工复产、缓解小微民营企业资金压力、支持脱贫攻坚、支持抗疫保供、帮助受疫情冲击较大行业企业存活下来。

二是“价”也会继续降，降息+降准+降存款利率组合拳打出概率在增加。政治局会议明确指出，要“引导贷款市场利率下行”，从央行例会传递的信号看，上述目标主要还是通过降低 LPR 利率来实现。目前，降低 LPR 利率主要有两种方式。一是银行让利，即通过继续压降 LPR 与 MLF 之间的利差或直接降低 MLF 利率来实现。上述方式，若没有其他配套措施配合，银行息差均会收窄、盈利均会下降，考虑到目前银行自身已面临较大不良率增加的压力，该路径的空间实际上并不会特别大，强制推出或导致银行信贷投放积极性下降。二是降低银行成本，推动贷款利率下行。其中，全面降准和定向降准可以为银行提供更多低成本资金，有利于提高银行信贷投放积极性，目前看还有一定空间。另外，不排除下调存款利率的可能性，如通过居民和企业适当让出一点利息，保证银行留有一定利差，实际上有利于覆盖银行呆坏账风险，维持金融体系稳定；但再度使用基准利率，市场可能会出现利率市场化改革倒退的判断，因此央行也面临一些阻力，但我们认为特殊时期还是不能排除这一选项。因此，预计降息、降准、下调存款利率组合拳中两项或三项在近期同时打出的概率较大。

三是强化与财政就业政策的协同，加强国际宏观政策的协调合作。从国内看，表现为加强与财政、就业等政策协同和传导落实，预计货币政策宽松和流动性投放节奏会与支持财政、就业政策发力密切相关。从全球看，表现为加强与国际宏观经济政策协调，这也是践行 G20 会议上我国提出的重要建议，即“面对全球疫情对全球生产和需求造成全面冲击，各国应该联手加大宏观政策对冲力度，防止世界经济陷入衰退”。目前，G20 已承诺启动总价值 5 万亿美元的经济刺激计划，以应对疫情对全球经济和金融带来的负面影响。

四、财政政策：发行特别国债，开启危机应对模式

更加积极有为的财政刺激举措，是本次政治局会议的一大亮点，会议提出“适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模”等一揽子计划，表明国内

实际上已开启危机应对模式，而财政政策或是主要抓手。

其中，预计财政赤字大概率会提高至 3.5% 左右，适当提高中央政府杠杆率，有利于合理增加公共消费，释放国内需求潜力；预计地方政府专项债券规模会增加至 3 万亿左右，该资金主要通过重点项目和基础设施建设，快速形成有效实物工作量，稳定经济增长。

对于特别国债，中国历史上曾有两次发行特别国债。首次是在 1998 年，财政部向四大国有行发行了 2700 亿元特别国债，所筹集资金用于补充四大行资本金，化解不良资产，提高四大行的资本充足率。第二次是在 2007 年，发行 15500 亿元特别国债用于购买 2000 亿美元外汇，作为中投公司的资本金，减轻央行的流动性对冲压力。

两次发行的时机和性质截然不同，第一次是 1997 年发生东南亚金融危机，国内金融风险增加，发行特别国债补充银行资本金；第二次是我国面临持续外资流入，外汇储备规模不断提高，央行外汇占款投放压力加大，同时国内通胀高企，发行特别国债以减轻外汇占款压力。因此，在性质上，第一次是危机应对模式，第二次不是。

此次特别国债的发行，在性质上也属于危机应对模式。目的在于“加大宏观政策对冲力度，有效扩大内需”，“力争把疫情造成的损失降到最低限度，努力完成全年经济社会发展目标任务，确保实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务”。

对于发行规模和用途，预计此次发行规模在 1 万亿元以上；用途取决于性质，因此预计主要用于帮扶救助受疫情冲击最大的两大经济主体：家庭和中小微企业，目的是拉动消费和投资需求，同时助力实现“决战脱贫攻坚目标任务”。具体看，一是对家庭加大转移支付和补贴力度，提高居民收入和消费能力，加大财政在就业培训方面的支持；二是对中小微企业、个体户和外资企业等加大减税降费、退税退费和融资贷款贴息等力度，稳定企业基本盘，减缓投资增速下降幅度，稳定外资外贸。

五、刺激方向：强调有效扩大内需

除了上述货币、财政刺激方式外，政治局会议还特别强调，要“有效扩大内需”、“加快释放国内市场需求”。这主要源于海外疫情持续扩散蔓延，国内出口还将继续遭受轮番冲击，“三驾马车”中这一部分的下降必须有所对冲。

针对扩内需，消费肩负起挑大梁重任已无悬念。本次政治局会议提出“扩大居民消费，合理增加公共消费”，与前几次政治局常务委员会“促进消费回补”一脉相承，预计更多消费刺激政策将会陆续出台。具体看，一是**增加消费补贴**，如通过发放消费券、提供家电补贴等方式，鼓励居民增加消费；二是**放开部分消费限制政策并提供税费减免**，如适度放开汽车限购、重启小排量汽车购置税减免等政策，激活处于低位的汽车消费；三是**继续发展线上新型消费**，化解网上消费诸多堵点和痛点，释放更多潜力；四是**稳步推动生活服务消费恢复正常**。

扩内需，基建也将发挥更多积极作用。制造业、房地产、基建三大投资中，疫情对制造业造成的冲击需要时间来恢复，部分被淘汰主体的投资缺口需弥补；房地产投资重

在“稳”字为先，对冲作用料也将有限。因此，基建投资不可避免需承担更多经济托底作用，预计 5G、人工智能等新基建建设或迎来投资高峰期，其他重大基建补短板项目发力也值得期待。

六、保供稳价，央行例会新增“控通胀”

央行一季度例会提出“平衡好稳增长、防风险、控通胀的关系”，其中“控通胀”为本次会议新增内容，表明央行对于未来通胀形势高度关注。本次政治局会议也指出“要抓好农业生产和重要副食品保供稳价”、“要继续抓好生猪产能恢复”。

今年年初以来，在疫情防控和猪周期共同推动下，国内各种商品价格出现不同幅度的上涨，物价呈现出典型的结构性特征，未来结构性通胀是否会演变为全面性通胀引起大家热议。我们认为，疫情导致人流、物流、资金流、信息流出现阻断，国内乃至全球的生产供给均面临一定困难，需要在政策的支持下尽快得到恢复，但预计当前时点引发全面性通胀概率偏低。一是复盘 2000 年以来我国历史上的三轮高通胀，货币超发或需求上行是其中关键的诱因，目前看国内并不具备上述风险因素；二是当前猪肉价格上涨的扩散效应还停留在替代品层面，并未波及更多商品价格，且预计下半年猪肉价格回落概率较大；三是国内疫情已步入尾声，疫情对物价的影响也会趋于消散（具体可以参阅我们 3 月 24 日报告《结构性通胀会演变成全面性通胀吗——肺炎疫情疫情影响评估（八）》）。

七、会议主要内容及对比

表 2：2020 年 3 月 27 日政治局会议主要内容

主要方面	具体内容
疫情及经济形势总结	境外疫情呈加速扩散蔓延态势，世界经济贸易增长受到严重冲击，我国疫情输入压力持续加大，经济发展特别是产业链恢复面临新的挑战。
下一步疫情防控	把重点放在外防输入、内防反弹上来，保持我国疫情防控形势持续向好态势。
下一步经济发展	要在疫情防控常态化条件下加快恢复生产生活秩序。力争把疫情造成的损失降到最低限度，努力完成全年经济社会发展目标任务，确保实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务。

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_6238

