

## 实现翻番目标所需的政策刺激力度（补充版）

--基于一季度经济增长（0%，-2%，-4%）三种情形假设

**引言：**我们在此前报告中定量测算了2020年一季度GDP增长是0%，2%，4%三种情形下，为完成经济增长翻番目标，未来经济增速需要达到多少，并讨论了财政和货币政策将如何发力等问题。近期，国家统计局公布了1-2月经济数据，消费、投资以及工业增加值等指标同比均负向加深，超出市场预期。这样看来，一季度GDP增长为负的概率显著上升，为此我们重新设定一季度经济增长0%，-2%，-4%三种情形进行测算，结果分析如下：

### 一、新的三种假设情形下，经济增长表现如何，才能实现翻番

根据测算，若一季度实际GDP增速分别是0%，-2%，-4%，则需要下半年分别达到8%、9%、10%以上，才能完成翻番目标。

**消费方面，**三种情形下，一季度社零消费当季同比将由2019Q4的7.7%分别下降至-0.08%，-2.69%和-5.30%，而在下半年可能分别要达到10%，12%以及13%才能匹配相应的经济增长速度。**投资方面，**三种情形下，固定资产投资累计同比增速Q1将由2019Q4的5.4%分别下降至-1%，-3.1%和-5.2%，而年末累计增速需要升至4.8%。其中，房地产和制造业难有明显起色，今年最主要的政策工具仍是基建，在新的情景假设下，基建投资需要分别拉到11%，13%和14%才能达到固定资产投资增速累计同比4.8%的要求。

### 二、新的三种假设情形下，财政货币如何加码才能保证翻番目标实现

**财政政策方面，**在一季度经济下探到-4%的情形下，实现翻番目标财政压力非常大（赤字率需上调至7%，专项债、PSL等广义财政需额外再增加4.3万亿）；Q1经济增长是-2%的情形下，赤字率调至6%，广义财政额外增加3.7万亿；Q1经济增长是0%的情况下，赤字率由3%上调到5%，广义财政支出再增加3.3万亿。**整体来看，无论哪一种情形，一季度经济增长如果为负，想实现翻番目标所要承受的财政压力都是巨大的。**

**货币政策方面，**一季度经济增长为-4%的话，为实现翻番，全年M2需新增23.1万亿，社融新增37.5万亿；Q1经济增长为-2%的情形下，M2新增21.6万亿，新增社融35万亿；而Q1经济增长是0%情形下，M2需新增20.4万亿，社融新增33万亿。**整体来看，一季度增长为负的话，货币政策的量级需要非常大，而这种大幅宽松可能导致通胀、房价泡沫等问题。**

### 三、全年增速目标可能向下调整，工作重心转向稳就业

**判断一：全年实现翻番难度非常大，经济增长目标将向下调整。**如果一季度经济增长为负，叠加海外疫情使得全球步入衰退的可能性上升，外需也将严重拖累国内经济增长。此时若再追求经济增长翻番目标，财政和货币的刺激力度需要非常大，我国潜在增速在6-6.5%之间，依靠政策强刺激获取更高的增速可能引致通胀、房地产泡沫、杠杆率攀升和债务等风险问题，也与前几年我国供给侧改革的方向相反。因此，将经济增长翻番目标向下调整，并把工作重点放在稳就业、促消费、扶持中小微企业等可能是性价比更高的政策选择。

**判断二：即使一季度经济增长下行压力较大，但在财政货币政策发力下，后三个季度经济增长仍有可能保持在6%左右，除非外需显著恶化。**其中二季度增长可能略低于6%，三四季度增长在6%-7%之间。而这仍需要财政和货币政策温和发力，例如赤字率上调至3.5%，专项债新增3.5万亿，PSL新增8000亿，新增社融达到27-30万亿，新增M2达到17-18.8万亿。

**判断三：今年经济工作的重心转向稳就业，但压力同样较大。**据测算，今年新增就业人口可能达到1300-1500万人，按照目前的就业弹性系数计算，5%的经济增速能够解决1200万人左右的就业。除此之外，政府可能还需出台一些稳就业政策，例如向内深挖部分就业弹性系数较高的行业给予重点支持和补贴；增加研究生、本科生扩招，推迟毕业；扶持就业机会更多地小微企业；通过拉动基建和制造业、促进消费增加农民工就业等。

**风险提示：**疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人  
didingrong@gjzq.com.cn

高翔 联系人  
gaoxiang1@gjzq.com.cn

## 内容目录

引言 .....	4
一、新的三种假设情形下，经济增长表现如何，才能实现翻番 .....	5
二、新的三种假设情形下，财政货币如何加码才能保证翻番目标实现 .....	6
三、全年增速目标可能向下调整，工作重心转向稳就业 .....	6

## 图表目录

图表 1：翻番目标下的经济数据测算（基于一季度经济增长的三种情形假设）	3
图表 2：完成翻番所需要的政策刺激力度（基于一季度经济增长的三种情形假设） .....	4

**图表 1: 翻番目标下的经济数据测算 (基于一季度经济增长的三种情形假设)**

约束: 为完成经济增长翻番目标, 需要实际GDP同比达到5.6%		2019年Q4 (%)	疫情冲击下可能的情形 (%)		为完成翻番需要达到的增长目标 (%)		2020年全年增长 (%)
			Q1	Q2	Q3	Q4	
实际经济增长当季同比	情形一	6.00	0.00	5.00	8.00	8.40	5.60
	情形二		(2.00)	4.80	8.80	9.40	
	情形三		(4.00)	4.50	9.70	10.40	
社零消费当季同比	总量	7.7	(0.08)	6.46	10.27	10.80	7.06
			(2.69)	6.20	11.28	12.08	6.98
			(5.30)	5.81	12.42	13.34	6.90
	汽车消费 (占比9.6%)	(1.10)	(18.30)	(3.05)	3.73	4.17	(2.99)
			(22.30)	(4.48)	5.92	7.36	(2.87)
			(26.30)	(5.69)	8.31	9.62	(2.92)
固定资产投资累计同比	总量	5.4	(1.00)	2.22	3.98	4.80	4.80
			(3.09)	1.28	3.65	4.85	4.85
			(5.19)	0.28	3.31	4.84	4.84
	基建 (占比27%)	3.3	(0.50)	5.20	9.30	11.40	11.80
			(2.50)	5.00	9.90	13.00	13.00
			(5.00)	4.80	10.50	14.50	14.50
	房地产 (占比17%)	9.9	(2.00)	1.50	2.00	2.40	2.40
			(4.00)	(1.00)	1.00	1.50	1.50
			(6.00)	(3.00)	0.00	0.50	0.50
	制造业 (占比30%)	3.1	(1.00)	0.00	0.30	0.30	0.30
			(3.00)	(1.00)	(0.50)	(0.50)	(0.50)
			(5.00)	(2.00)	(1.50)	(1.30)	(1.30)

备注: 1、三种情形分别表示2020Q1实际GDP增速为0%、-2%和-4%;  
 2、汽车消费增速根据三种情形下汽车销量分别下滑70%、60%、50%计算;  
 3、房地产存在泡沫、政策和周期等因素约束, 制造业受海外疫情影响可能依然低迷, 因此假设的增速较低;  
 4、标黄为初始假设和预测部分。  
 5、社零消费同比是当季值, 固定资产投资同比是期末值

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 2: 完成翻番所需要的政策刺激力度 (基于一季度经济增长的三种情形假设)

为完成经济增长翻番目标所需要的刺激政策				
实际GDP增长假设 (政策不出现刺激)		情形一	全年实际GDP同比4% (0%, 4%, 5.8%, 5.8%)	
		情形二	全年实际GDP同比3.6% (-2%, 3.8%, 5.8%, 5.8%)	
		情形三	全年实际GDP同比3.1% (-4%, 3.5%, 5.8%, 5.8%)	
财政如何扩张, 才能完成增长目标?	广义财政支出	情形一	需要财政额外增加 <b>5.3</b> 万亿, 才能实现GDP同比5.6%	
		情形二	需要财政额外增加 <b>6.7</b> 万亿, 才能实现GDP同比5.6%	
		情形三	需要财政额外增加 <b>8.3</b> 万亿, 才能实现GDP同比5.6%	
	财政赤字率	情形一	赤字率需由3%上调至 <b>5%</b> , 约增加2万亿财政赤字, 增加实际GDP同比0.6%	
		情形二	赤字率需由3%上调至 <b>6%</b> , 约增加3万亿财政赤字, 增加实际GDP同比0.9%	
		情形三	赤字率需由3%上调至 <b>7%</b> , 约增加4万亿财政赤字, 增加实际GDP同比1.2%	
	专项债、国开债、PSL等广义财政	情形一	专项债3万亿上调至 <b>4</b> 万亿, 增加1万亿	PSL、国开债等再增发 <b>2.3</b> 万亿
		情形二	专项债3万亿上调至 <b>4.1</b> 万亿, 增加1.1万亿	PSL、国开债等再增发 <b>2.6</b> 万亿
		情形三	专项债3万亿上调至 <b>4.2</b> 万亿, 增加1.2万亿	PSL、国开债等再增发 <b>3.1</b> 万亿
货币增加多少, 才能完成增长目标?	M2	情形一	需额外增加4.5万亿, 全年新增20.4万亿, M2同比达到 <b>10.3%</b>	
		情形二	需额外增加5.7万亿, 全年新增21.6万亿, M2同比达到 <b>10.9%</b>	
		情形三	需额外增加7.1万亿, 全年新增23.1万亿, M2同比达到 <b>11.6%</b>	
	社融	情形一	需额外增加7.6万亿, 全年新增33万亿, 余额同比达到 <b>13.2%</b>	
		情形二	需额外增加9.5万亿, 全年新增35万亿, 余额同比达到 <b>14.0%</b>	
		情形三	需额外增加11.9万亿, 全年新增37.5万亿, 余额同比达到 <b>14.9%</b>	
备注: 1、 <b>财政乘数</b> : 若广义财政支出增加1万亿, 实际GDP同比约增加0.3%, 折合实际GDP值2600亿元;				
2、 <b>货币乘数</b> : 若M2增加1万亿, 实际GDP同比约增加0.35%, 折合实际GDP值3100亿元;				
3、标黄部分为初始假设。				

来源: Wind, 国金证券研究所

## 引言

此前, 我们在报告《实现翻番目标所需的政策刺激力度 --基于一季度经济增长 (0%, 2%, 4%) 三种情形假设》中测算了2020年一季度GDP是0%, 2%, 4%三种情形下, 为实现经济增长翻番目标, 未来经济增速需要达到多少, 并讨论为达到这样的目标, 财政和货币政策将如何发力等问题。报告中提到一季度经济增长是0%甚至更低的可能性存在, 而国家统计局近期公布的1-2月经济数据与此相印证, 消费、投资以及工业增加值同比均负向加深, 超出市场预期, 1-2

月固定资产投资累计同比-24.5% (前值 5.4%); 1-2 月社会消费品零售总额累计同比-20.5% (前值 8.0%); 1-2 月工业增加值累计同比-13.5% (前值 5.7%), 2 月份全国城镇调查失业率为 6.2% (前值 5.2%)。由此看来, 一季度 GDP 增长为负的概率显著上升, 考虑到生产法对 GDP 可能形成一定高估我们将一季度经济增长重新设定 0%, -2%, -4% 三种情形进行测算, 相关结果与结论如下:

### 一、新的三种假设情形下, 经济增长表现如何, 才能实现翻番

若一季度实际 GDP 增速分别是 0%, -2%, -4%, 则需要下半年分别达到 8%、9%、10% 以上, 才能完成翻番目标。据测算, 2020 年若 Q1 和 Q2 的经济增长分别为 0% 和 5%, 则 Q3 和 Q4 需达到 8.0% 和 8.4% 才能完成全年经济增长 5.6% 的目标; 若 2020 年 Q1 和 Q2 的经济增长分别是 -2% 和 4.8%, 则 Q3 和 Q4 需达到 8.8% 和 9.4%; 若 2020 年 Q1 和 Q2 的经济增长分别是 -4% 和 4.5%, 则 Q3 和 Q4 更需要达到 9.7% 和 10.4% 的水平才能完成翻番。由此可见, 如果一季度经济负增长, 想实现翻番目标, 后续需要拉动经济的量是巨大的。

消费方面, 三种情形下, 一季度社零消费当季同比将由 2019Q4 的 7.7% 分别下降至 -0.08%, -2.69% 和 -5.30%, 而在下半年可能分别要达到 10%, 12% 以及 13% 才能匹配相应的经济增长速度。社零消费约占最终消费支出 85% 左右, 而最终消费支出占支出法核算的 GDP 的 54% 左右, 根据消费对一季度经济增长的贡献为 60% (历史上 Q1 均值为 70%, 由于本次疫情对消费冲击较大, 因此调低贡献率为 60%), 计算得到实际 GDP 同比由 6% 降至 0%, 社零消费将由 7.7% 降至 -0.08%, 后续需要达到 10% 以上, 才能满足 8% 的经济增长要求; 实际 GDP 同比降至 -2%, 社零将降至 -2.69%, 后续需要升至 12% 以上; 若实际 GDP 同比 -4%, 消费将降至 -5.30%, 后续需要升至 13% 的水平。

投资方面, 三种情形下, 固定资产投资累计同比增速 Q1 将分别下降至 -1%, -3.09% 和 -5.19%, 下半年累计增速需要升至 4.8%。固定资产投资占最终资本形成总额的 180% (原因在于固定资产投资当中还包含了土地购置费等), 而最终资本形成约占 GDP 总值的 45%, 根据投资对经济增长在一季度的贡献均值约为 29% (一般而言, 固定资产投资对 GDP 增量的贡献率在一季度较少, 后三个季度较多, 分别是 29%、43%、44% 和 39%), 我们计算得到实际 GDP 同比一季度由 6% 降至 0%, 固定资产投资将由 5.4% 降至 -1%, 下半年整体增速需要达到 4.8%; 若实际 GDP 同比降至 -2%, 固定资产投资将降至 -3.09%, 下半年需要达到 4.8% 的水平; 而实际 GDP 同比降至 -4%, 固定资产投资累计同比将降至 -5.19%, 后续仍需升至 4.8% 的水平。(这里我们没有考虑不同情形下土地购置费可能的变化情况, 统一核减了一个恒定的百分比)

考虑到房地产 (政策、周期风险和房地产泡沫等因素约束) 和制造业 (资本回报率低迷, 海外疫情冲击外需等约束) 难以有明显的起色, 今年最主要的工具仍是基建, 新基建可能有较大弹性, 但传统基建仍是稳增长的基石。房地产泡沫、政策房住不炒的意愿以及房地产本身的周期性风险导致高房地产增速本身

不可持续，疫情冲击下，除非政策刺激地产需求侧，否则难以大幅拉动地产投资。今年房地产政策可能在供给端有所发力即房企的融资端有所放开，放松融资，增加土地供应以保证大小房企能够在疫情冲击下存活，保证开工、施工稳定经济增长。但是在这样的大背景下，房地产开发投资完成额累计同比很难有大幅起色，因此我们增速的设定将以稳为主。制造业方面，我国制造业和全球产业链联系较为紧密，可以看到出口和制造业同比较为吻合，制造业受到外需影响较为严重，海外疫情大概率将拖累全球 2 季度甚至 3 季度经济增长，从而对我国制造业造成冲击，现阶段我国制造业增速为 3.1%，处于较低位置，我们认为今年在海内外疫情的影响下依然难有较大改善，因此对于制造业的设定是回落。最终三大投资中只能靠基建投资响应的拉升固定资产投资而达到要求。最终测算，在新的三种假设情形下，基建投资累计同比将分别升至 11%，13% 和 14% 才能完成固定资产投资 4.8% 的目标。

## 二、新的三种假设情形下，财政货币如何加码才能保证翻番目标实现

**新的三种情形下，财政政策如何发力才能稳定增长、实现翻番目标？** 根据测算，财政乘数为 0.3，若广义财政支出增加 1 万亿，实际 GDP 同比约增加 0.3%，折合实际 GDP 值 2600 亿元。我们首先假设现有财政政策不刺激，那么在第一种假设情形下全年实际 GDP 同比为 4% (0%，4%，5.8%，5.8%)，要达到目标需要财政额外再增加 5.3 万亿，其中赤字率需提高至 5%，广义财政中专项债需再增加 1 万亿，而 PSL、国开债等需再增加 2.3 万亿。第二种情形下 GDP 全年同比是 3.6% (-2%，3.8%，5.8%，5.8%)，要达到目标需要财政额外增加 6.7 万亿，其中赤字率提高至 6%，广义财政需再增加 3.7 万亿。第三种假设情形下，GDP 全年增速是 3.1% (-4%，3.5%，5.8%，5.8%)，要达到目标财政赤字率需要上调至 7%，广义财政工具中，专项债再增加 1.2 万亿，PSL、国开债等再增发 3.1 万亿。**整体来看，无论哪一种情形，一季度经济增长如果为负，想实现翻番目标所要承受的财政压力都是巨大的。**

**新的三种情形下，货币如何扩张才能完成增长目标？** 据计算货币乘数为 0.35，若 M2 增加 1 万亿，实际 GDP 同比约增加 0.35%，折合实际 GDP 值 3100 亿元。在现有货币政策不刺激的情况下，第一种情形下（全年实际 GDP 同比 4%），M2 需要额外再增加 4.5 万亿，全年新增 20.4 万亿，M2 同比为 10.3%，对应社融全年新增 22 万亿，存量余额同比 13.2%。第二种情形下（全年实际 GDP 同

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\\_6370](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6370)

