

## 数据落地后的三个政策预期差

证券研究报告  
2020年03月17日

作者

1-2月的经济数据相当真实的反映了我们对高频数据的跟踪结果，工业增加值、固投、消费、出口增速均出现了15%-25%的负增长。实现GDP翻番目标需要今年实际GDP增速超过5.6%，目前中性预期2-4季度平均所需增速在8%左右。

如此，保守估计GDP翻番需要固投增速达到10%以上，房地产和基建投资增速整体达到16%以上，这必须以大幅放松房地产政策和大规模提高财政赤字为前提。因此，GDP翻番的目标恐怕难以实现。

从实际情况出发，特殊时期可以适当淡化具体的增长目标，将稳就业做为宏观政策的首要目标，可以使后续的政策选择更贴近现实，而不局限于拉动投资。

在弱化增长目标、稳就业优先的情形下，基建刺激、地产大幅放松的可能性下降，疫情过后如何激活消费可能成为经济政策的重要考量。

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**赵宏鹤** 联系人  
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

**风险提示：**海外疫情反向输入国内；稳投资政策力度超预期

## 一、数据真实

1-2 月的经济数据相当真实的反映了我们对高频数据的跟踪结果，工业增加值、固投、消费、出口增速均出现了 15%-25% 的负增长。随着国内疫情的逐渐控制和复工复产率提升，可以预期 3 月份的经济数据将出现大幅提升，但就 1 季度而言增速转正的难度仍然相当大。

以工业增加值为例，按照常规情形下“3 月份经济在一季度经济中的比重占 40%”计算，如果 1 季度工业增加值实现正增长，需要 3 月单月同比增速超过 20%，对应产业利用率从去年年底的 77.5% 提升至 91% 以上。但 3 月至今六大发电集团日均发电耗煤量仅为去年同期的 76%、3 月 16 日当日为去年同期的 82%，工业增加值继续负增长的概率更高。对于第三产业服务业如餐饮、住宿、交通运输等，其恢复速度较第二产业更慢。由此可见，3 月经济数据有望较 1-2 月明显改善，但 1 季度整体最终录得负增长的概率较大。

## 二、GDP 翻番恐难实现

实现 GDP 翻番目标需要今年实际 GDP 增速超过 5.6%，如果 1 季度实际 GDP 增速为负，2-4 季度平均所需增速要在 7.2% 以上，中性预期在 8% 左右（1 季度增速 -2~-3%），这意味着经济政策必然主要直接作用于拉动投资以获得立竿见影的稳增长效果。

表 1: 1 季度不同实际 GDP 增速下翻番所需 2-4 季度增速

1 季度实际 DGP 增速	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%
2-4 季度平均所需增速	8.33%	8.05%	7.76%	7.48%	7.19%	6.91%	6.62%	6.34%	6.06%

资料来源：WIND，天风证券研究所

乐观情形下，假设 2-4 季度消费增速恢复到去年年底的 8%，出口受海外疫情的阶段性影响全年增速为 0（实际情况可能随海外疫情持续、受外需疲弱和供应链供给收缩的双重影响，全年出口增速为大幅负增长），考虑到拉动投资带来的工业品再通胀等因素，保守估计 GDP 翻番需要固投增速达到 10% 以上。按照制造业投资增速 3-4% 计算，需要房地产和基建投资增速整体达到 16% 以上，相当于回归 2014 年前后的水平。

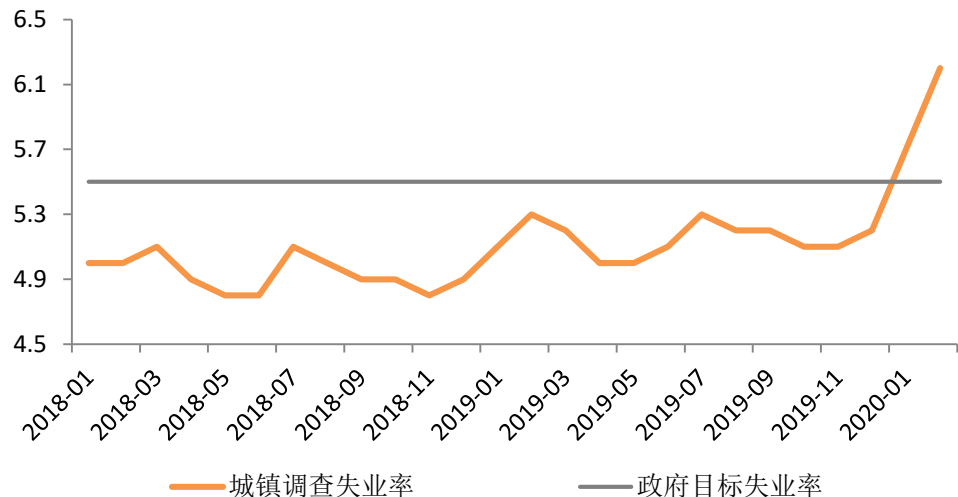
因此，要实现 GDP 翻番目标，必须以大幅放松房地产政策和大规模提高财政赤字为前提。按照基建（全口径）年度投资额 19 万亿和今年常规无疫情情形下增长 6% 估算，将基建增速提升至 16%-20% 需要多增投资额 1.9-2.7 万亿，按照 35% 资本金率需要预算内赤字率多增约 0.8 万亿，地方专项债额度或配套融资多增约 1.5 万亿。考虑到其他方面的增支和减收（详见《疫情之下，财政如何扩张？》），官方赤字率可能要突破 5%、地方专项债额度提升至约 4.5 万亿，操作难度大、兑现概率低。

从实际情况出发，特殊时期可以适当淡化具体的增长目标，使后续政策选择可以更贴近现实，而不局限于拉动投资。

## 三、失业率大幅上升，政策优先级发生变化，稳就业优先于保增速

根据统计局数据，2 月中国城镇调查失业率为 6.2%，环比上升 1%，已明显超过 2019 年 5.5% 的政府预期目标。因此，如果不再追求确保 GDP 翻番，则投资刺激的重要性下降，稳就业成为宏观政策的首要目标。总理在 3 月 10 日的国常会上专门提到，“只要今年就业稳住了，经济增速高一点低一点都没什么了不起的。”

图 1：2020 年 2 月城镇调查失业率大幅上升（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

从根本上来说，GDP 增长和新增就业具有因果关系和正相关性，保增速在很大程度上就是为了稳就业，但不同增长模式拉动的就业规模却有区别。2017-2019 年，GDP 每增长 1 万元对应的新增城镇就业人数在 256-264 之间。因此，如果对全年经济增长目标的要求有所弱化，在政策的总量空间有限的情况下，后续的政策选择可能将重点考虑经济增长对新增就业的带动效率。

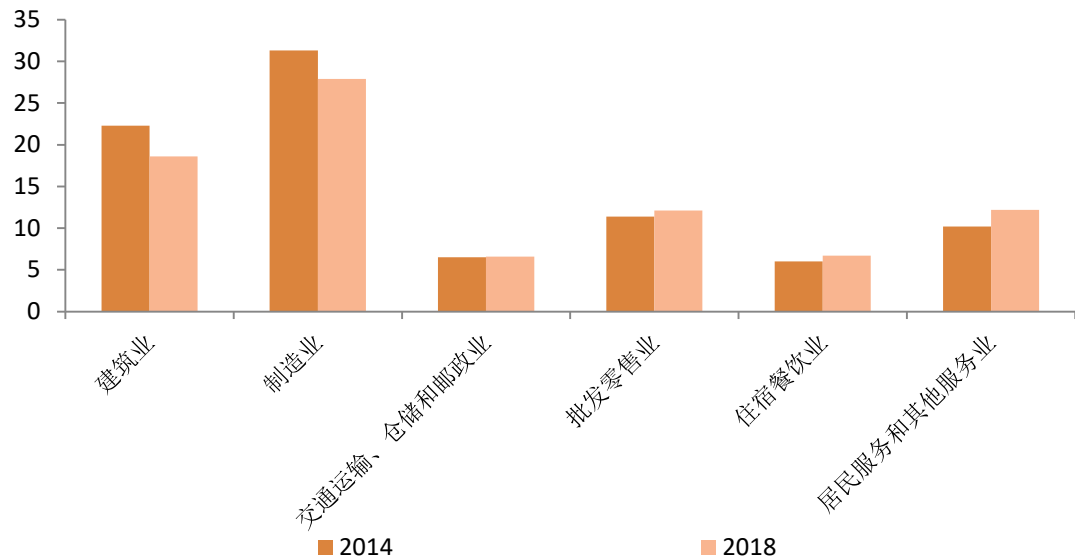
当前形势下，财政的扩张性支出和减税降费都需要以增加赤字为基础。如果经济政策的核心由保增长转向稳就业，在总量空间有限的情况下，政策的优先级可能发生变化，传统以拉动投资为主的稳增长政策思路转向兼顾促销费和稳投资，其中重新激活消费类服务业将成为稳就业的重要抓手。

#### 四、基建刺激、地产放松的可能性下降

2014-2018 年，基建投资和房地产建安投资分别实现了 14%和 4%的年均复合增速，但城镇非私营单位就业人员中从事建筑业的人数累计下降了 210 万。从需求端看，随着技术进步和机械设备的大规模应用，建筑业的劳动密集度逐渐降低，因此每单位投资对应的从业人数下降。从供给端看，国内劳动力尤其是农民工群体的供给结构发生变化。

2014 到 2018 年，全国劳动年龄人口中 50 岁以上的占比提高了 1.7%，农民工群体则提高了 5.3%，老龄化更严重。与此同时，农民工群体的就业分布也出现了明显变化，从事建筑业/制造业占比下降了 7%，从事服务业占比提高了 7%，即使这期间建筑业工资的绝对水平和累计涨幅均高于服务业。

图 2：农民工群体就业行业分布，2014 对比 2018 (%)



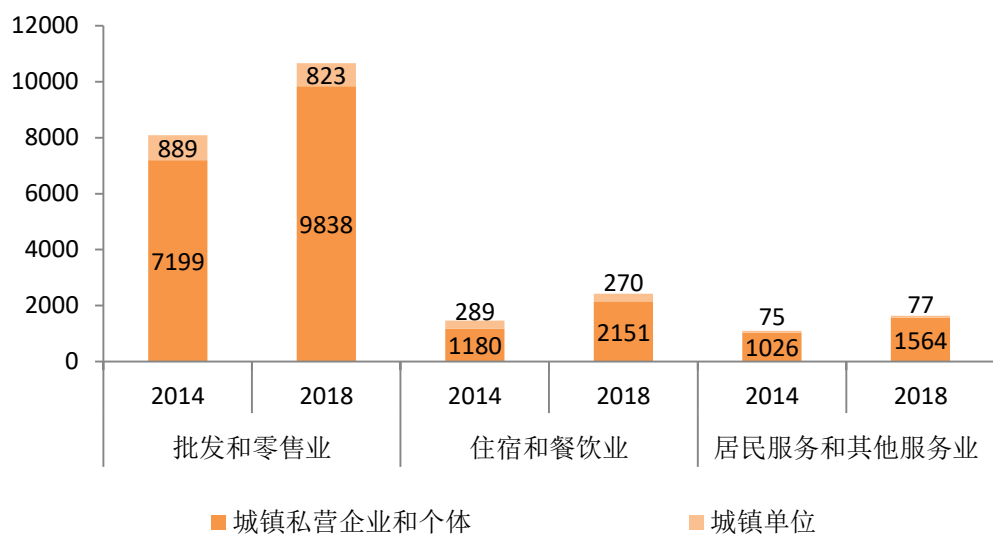
资料来源：WIND，天风证券研究所

一方面，现阶段传统基建刺激政策对于提高就业的效果正在减弱；另一方面，传统基建投资面临财政收支紧平衡、化解地方政府债务风险、项目收益普遍难以覆盖债务成本等客观约束，大幅放松房地产政策更与过去几年建立“房地产长效机制”的努力相悖。因此，在弱化增长目标、稳就业优先的情形下，适当提高基建增速对于补短板、惠民生仍然有积极意义（尤其是此次疫情暴露的医疗设施、公共卫生、疫情防控等基础设施短板），新基建方向也值得探索，房地产非核心政策如限售、房企融资等也有适度放松的必要，但大幅刺激基建、放松地产的必要性不高。

## 五、激活消费服务业

此次疫情对消费服务业造成巨大冲击，根据统计局数据，1-2 月社会消费品零售总额中，商品零售额同比负增长 17.6%，餐饮收入同比负增长达到 43.1%。消费服务业作为贡献城镇就业的最主要力量，疫情冲击后所面临的就业压力也最大。2014 年至 2018 年，我国消费服务业就业人数快速上升，其中批发和零售业增长 2574 万人，住宿和餐饮业增长 953 万人，居民服务和其他服务业增长 539 万人。

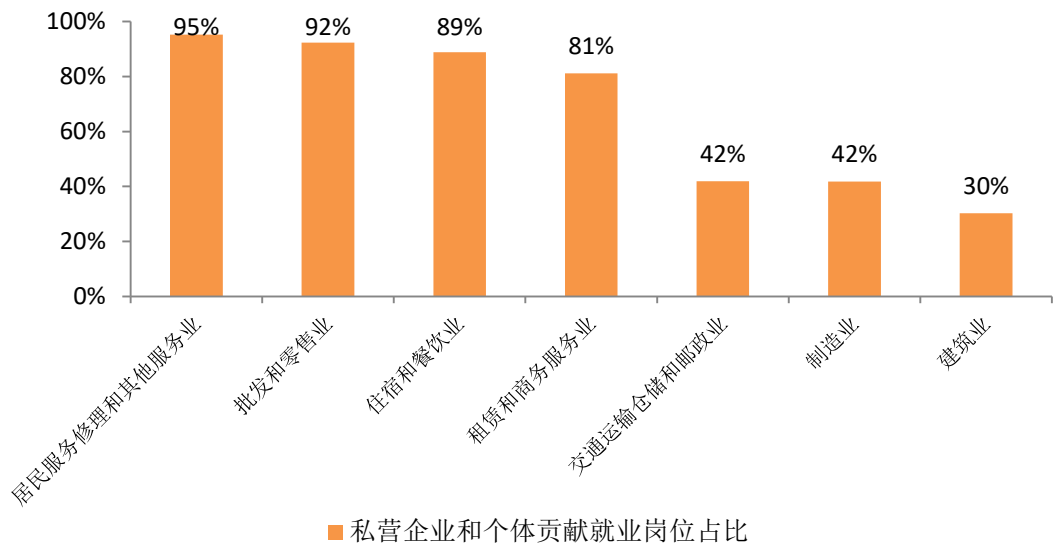
图 3：消费服务业成为城镇新增就业的主要贡献力量（万人）



资料来源：WIND，天风证券研究所

绝大多数的消费服务业就业岗位来自私营企业和个体户，其抗冲击能力本身就比较薄弱。其中批发和零售业占比 92%、住宿和餐饮业占比 89%、居民服务和其他服务业占比 95%，远高于制造业、建筑业、交运仓储业等。

图 4：消费服务业中绝大部分为私营企业和个体户



资料来源：WIND，天风证券研究所

因此，稳就业政策可能需要优先考虑疫情过后如何激活消费。从需求的角度，防疫仍然面临输入性风险意味着消费很难出现短时间的报复性反弹，需求可能是缓慢的补偿性恢复，同时疫情冲击导致部分企业亏损破产、一些居民减收失业，整体消费能力和意愿应有下滑。因此，财政政策可能将部分财政资金直接转换为居民购买力，例如参考南京和宁波等地向居民发放本地消费券、向失业和困难家庭定向派发电商消费券等。从供给的角度，对纳税人的减税降费力度依然有上升的空间，后续可以考虑将纳税人尤其是中小企业和个体户的税费减免范围由增值税扩大到所得税和其他各类费用，减免时间延续到 2020 年全年。

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\\_6466](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6466)

