

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

引言：从现阶段形势和高频数据来看，疫情影响下一季度经济增长不容乐观，叠加海外疫情高度不确定性，使得我国完成“2020 年经济增长翻番”的目标任务变得更加艰难。我们判断，在一定条件下，政府仍有实现翻番目标的意愿，这取决于一季度经济形势如何以及应对的政策空间能有多大。本文通过对一季度实际经济增长做三种情形假设（0%，2%，4%），在翻番目标的约束下（全年实际 GDP 增长 5.6%），对未来经济增长形成大致估计，并讨论为达到这样的目标，财政和货币政策将如何发力？性价比如何？

一、为什么选择 Q1 经济增长 0%，2%，4%作为情形假设？

一季度经济增长是 0%甚至更低的可能性存在。从高频数据反映的生产和需求看，2 月以来数据确实较差，在一季度工作日几乎少了 1/3 的前提下，即便是每日生产高于 2019 年，一季度仍较难达到 2019 年同期 19.7 万亿的水平。

生产法统计 GDP 可能存在高估，因此也不能排除 Q1 实际经济增长落在 2-4%的可能性，我们认为 Q1 增长 2%可能性较大。首先，2020 年一季度达到 4%的难度较大，而下探到 0%甚至更低的可能性存在，因此将它们作为一季度经济增长的上下边界来分析问题是合理的。其次，我们认为实际 GDP 同比 2%的可能性较大，但考虑到生产法高估 GDP 的可能，Q1 经济增长可能落在 2-4%，因此选取 0%，2%，4%作为三种情形假设。

二、三种情形下，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%（悲观），2%（中性），4%（乐观），则需要下半年分别达到 8%、7%、6%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%，2.5%和 5.15%，而在下半年可能分别要达到 10%，9%以及 7-8%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%，1%和 3.1%，而年末累计增速需要升至 4.8%。但在三大投资当中，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）难有明显起色，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础。

三、三种情形下，财政货币如何加码才能保证翻番目标实现

财政政策方面，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。由此计算，在悲观情形下为实现翻番目标财政压力较大（赤字率需上调至 5%，专项债、PSL 等广义财政需额外再增加 3.3 万亿）；中性条件下赤字率调至 3.5%，广义财政额外增加 2.8 万亿，整体适中；乐观情形下财政扩张的力度可以稍微小点，赤字率维持 3%，广义财政支出再增加 1.3 万亿。

货币政策方面，据测算，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。由此计算，悲观情形下为实现翻番，全年 M2 需新增 20.4 万亿，社融新增 33 万亿，这一量级较大，而货币政策大幅宽松可能导致通胀、房价泡沫等问题。中性条件下 M2 新增 18.8 万亿，新增社融 30 万亿，货币环境更加适中，略偏高一些；而乐观情形下货币刺激的力度可以稍微小点，M2 需新增 17 万亿，社融新增 27 万亿。

值得注意的是，若一季度经济增长是 0%甚至更低，那么政府有可能放弃实现经济增长翻番目标。此情形下，若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，由此可能引致通胀、房地产泡沫、杠杆率攀升和债务等风险问题，因此放弃经济增长翻番目标，将重点放在中小微企业，降低各项成本，刺激消费，保证就业稳定可能是性价比更高的政策选择。

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

一、为什么选择一季度经济增长 0%，2%，4%作为情景假设	4
二、三种情形下，经济数据表现如何才能翻番	5
三、三种情形下，财政如何加码才能保证翻番目标实现	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		悲观	6.00	0.00	5.00	8.00	8.40	5.60
		中性		2.00	5.50	7.10	7.20	
		乐观		4.00	6.00	6.00	6.20	
社零消费当季 同比	总量	悲观	7.7	(0.08)	6.46	10.27	10.80	7.06
		中性		2.54	7.11	9.15	9.28	7.13
		乐观		5.15	7.77	7.77	8.03	7.22
	汽车消费 （占比9.6%）	悲观	(1.10)	(22.30)	(4.48)	5.92	7.36	(2.87)
		中性		(18.30)	(3.05)	3.73	4.17	(2.99)
		乐观		(14.30)	(0.75)	(0.75)	0.62	(3.52)
固定资产投资 累计同比	总量	悲观	5.4	(1.00)	2.22	3.98	4.80	4.80
		中性		1.00	3.25	4.30	4.79	4.79
		乐观		3.10	4.39	4.64	4.80	4.80
	基建 （占比27%）	悲观	3.3	(0.50)	5.00	9.00	11.80	11.80
		中性		1.50	6.50	8.00	9.00	9.00
		乐观		4.60	7.00	7.00	7.00	7.00
	房地产 （占比17%）	悲观	9.9	(2.00)	1.00	2.00	2.40	2.40
		中性		1.00	2.00	3.00	3.50	3.50
		乐观		2.60	3.30	4.00	4.50	4.50
	制造业 （占比30%）	悲观	3.1	(1.00)	0.00	0.30	0.50	0.50
		中性		0.50	1.00	1.50	1.80	1.80
		乐观		2.00	2.30	2.50	3.00	3.00

备注：1、悲观、中性、乐观分别表示2020Q1实际GDP增速为0%，2%和4%的三种情形假设；

2、汽车消费增速根据悲观、中性、乐观情形下汽车销量分别下滑60%、50%和40%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)		悲观	全年实际GDP同比4% (0%, 4%, 5.8%, 5.8%)		
		中性	全年实际GDP同比4.6% (2%, 4.5%, 5.8%, 5.8%)		
		乐观	全年实际GDP同比5.2% (4%, 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	悲观	需要财政额外增加5.3万亿, 才能实现GDP同比5.6%		
		中性	需要财政额外增加3.3万亿, 才能实现GDP同比5.6%		
		乐观	需要财政额外增加1.3万亿, 才能实现GDP同比5.6%		
	财政赤字率	悲观	赤字率需由3%上调至5%, 约增加2万亿财政赤字, 增加实际GDP同比0.6%		
		中性	赤字率需由3%上调至3.5%, 约增加5000亿财政赤字, 增加实际GDP同比0.15%		
		乐观	赤字率保持3%不再增加财政赤字		
	专项债、国开债、PSL等广义财政	悲观	专项债3万亿上调至4万亿, 增加1万亿	PSL、国开债等再增发2.3万亿	
		中性	专项债3万亿上调至3.8万亿, 增加0.8万亿	PSL、国开债等再增发2万亿	
		乐观	专项债3万亿上调至3.3万亿, 增加0.3万亿	PSL、国开债等再增发1万亿	
货币增加多少, 才能完成增长目标?	M2	悲观	需额外增加4.5万亿, 全年新增20.4万亿, M2同比达到10.3%		
		中性	需额外增加2.85万亿, 全年新增18.8万亿, M2同比达到9.5%		
		乐观	需额外增加1.1万亿, 全年新增17.0万亿, M2同比达到8.6%		
	社融	悲观	需额外增加7.6万亿, 全年新增33万亿, 余额同比达到13.2%		
		中性	需额外增加4.8万亿, 全年新增30万亿, 余额同比达到12.0%		
		乐观	需额外增加1.9万亿, 全年新增27万亿, 余额同比达到10.9%		
备注: 1、财政乘数: 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、货币乘数: 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

一、为什么选择一季度经济增长 0%, 2%, 4%作为情景假设

一季度经济会降至 0%甚至更低吗? 有可能。从需求端看, 消费当中最为重要的汽车消费, 2 月当月汽车产销量同比下滑 79%, 而地产产业链、石油制品类消费、包括烟酒和服装服饰类消费都基本停滞。投资当中, 2 月房地产销售和土地成交分别下滑-70% (30 个大中城市商品房成交面积同比) 和-46% (100 大中城市土地成交面积同比)。进出口方面, 1-2 月进出口双双大跌, 出口同比-17%, 进口同比跌-4%, 贸易差额为-71 美元, 说明外需整体也比较差, 综上所述

述，从需求端看，实际 GDP 同比是有可能下滑比较严重的。从生产端来看，受到网格化隔离等措施对人员和物流的限制，2 月经济基本处于停摆的状态，2 月 6 大发电集团日均耗煤量只有不到 40 万吨，同比去年减少 20%，而高炉开工率为 62.88%，同比-4.31%，生产情况同样比较差。若用一个季度 60 个工作日来计算，2 月至少有近 15-20 个工作日大多数企业是处于停滞的状态，而 3 月也不是满负荷生产，也就是说基本上一季度少了 1/3 的生产天数。2019 年 Q1 正常情况下国内生产总值是 19.7 万亿，2020 年 Q1 在少了 1/3 生产天数的基础上，即便是每日生产高于去年，也较难超过去年的水平，因此 Q1 经济增速有可能是 0%。

生产法统计 GDP 可能存在高估，因此也不能排除 Q1 实际经济增长落在 2-4% 的可能性，我们认为 Q1 增长 2% 可能性较大。首先，2020 年一季度达到 4% 的难度较大，而下探到 0% 甚至更低的可能性存在，因此将它们作为一季度经济增长的上下边界来分析问题是合理的。其次，我们认为实际 GDP 同比 2% 的可能性较大，但国家统计局利用生产法做季度 GDP 统计有可能高估，从支出法也就是需求的角度，无论是消费、投资还是受海外疫情影响的进出口的数据都是非常差的，支出法计算国内生产总值要比生产法的统计更悲观一些。考虑到生产法高估 GDP 的可能，Q1 经济增长可能落在 2-4%，因此选取 0%，2%，4% 作为三种情形假设。

二、三种情形下，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%（悲观），2%（中性），4%（乐观），则需要下半年分别达到 8%、7%、6% 以上，才能完成翻番目标，即 2020 年实际经济增长达到 5.6%。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 5.5%，则 Q3 和 Q4 需达到 7.1% 和 7.2%；若 2020 年 Q1 和 Q2 的经济增长分别是 4% 和 6%，则 Q3 和 Q4 只需达到 6% 和 6.2%。

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%，2.5% 和 5.15%，而在下半年可能分别要达到 10%，9% 以及 7-8% 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 2.5%，后续需要升至 9% 以上；若实际 GDP 同比降至 5.15%，后续需要升至 7-8% 之间。

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%，1% 和 3.1%，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 1%，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 3.1%，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础。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，三种情形下，基建投资将分别升至 11.8%，9%和 7%才能完成固定资产投资目标。

三、三种情形下，财政如何加码才能保证翻番目标实现

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，那么悲观情形下全年实际 GDP 同比为 4%（0%，4%，5.8%，5.8%），要达到目标需要财政额外增加 5.2 万亿，其中赤字率需提高至 50%，广义财政赤字总额需达到 1 万亿。

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_6512

