

疫情冲击远超市场预期 二季度有望出台全面政策应对计划

如有引用请注明东方金诚首席宏观分析师王青

3月27日，中央政治局召开会议，强调“当前国内外疫情防控和经济形势正在发生新的重大变化”，要求“抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施”，包括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，引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕等措施。具体解读如下：

一、疫情短期冲击剧烈，一季度GDP可能出现较大幅度负增长，海外疫情升温会制约二季度经济反弹，严峻的宏观经济形势需要强有力的政策对冲。2月前后国内疫情处于高发期，必要的防控措施已对消费、投资及对外贸易活动带来严重影响，1-2月主要宏观经济指标均现两位数的同比负增长。尤其值得关注的是，2月城镇调查失业率达到6.2%，升至2018年1月有记录以来的最高点，也显著高于5.5%的控制目标。

3月以来国内疫情进入稳定控制阶段，复工复产加速。但同期海外疫情急剧升温，境外输入病例显著增加，国际金融市场剧烈动荡，全球经济走势骤然恶化。这直接导致国内疫情防控措施延缓撤回，民众心态仍较为谨慎，国内消费、投资反弹弱于预期，出口订单流失明显，经济回升势头受到较大制约。

综合以上，我们预计一季度GDP同比增速将大幅降至-5.0%至-10.0%。二季度国内消费回补、投资加速态势会进一步显现，但预计欧美疫情仍将处于高发期，外需会出现更大幅度下滑，我们估计当季GDP增速仅将回升至3.0%左右。这意味着整个上半年国内GDP都有可能出现同比负增长，包括大学毕业生、农民工在内的重点群体的就业形势面临严峻挑战。由此，为在这一改革开放以来空前剧烈的外生冲击中实现稳就业、稳金融及全面奔小康目标，短期内需要出台强有力的全面政策应对计划，对冲疫情带来的负面冲击。事实上，当前全球主要经济体均已开始采取行动，部分国家政策力度甚至超过2008-09年全球金融危机时期。

二、二季度将出台以积极财政政策为主的全面政策应对计划。2月以来央行实施降息降准，定向滴灌力度明显加大，市场流动性进入更为充裕状态，财政减税降费持续加码。这些措施主要是为了支持抗疫，保障金融市场平稳运行，缓解

疫情期间中小微企业面临的生存及运营压力，稳定就业岗位，“救急”特征较为明显。

考虑到本次疫情冲击烈度远超预期，将对全年就业形势构成较大压力，根据本次政治局会议部署，二季度将出台全面政策应对计划，加大宏观政策调节和实施力度。我们判断，本项计划将以积极财政政策为主，货币政策主要发挥配合保障作用。其中，财政政策的具体内容或将包括：全年减税降费规模达到 2 万亿，以地方政府专项债资金为引导，大幅提升包括新基建在内的基建投资增速至两位数，大规模发放招工及稳岗补贴。为满足资金需求，今年财政赤字率目标有可能上调至 3.8% 左右，较上年增加 1 个百分点；新增地方政府专项债规模将达到 3.5 万亿，较上年增加 1.35 万亿；面向商业银行发行特别国债，规模有可能达到万亿级别，同时允许商业银行以此类特别国债缴纳存款准备金。

我们判断，以上计划将以中央财政筹资为主。这一方面可以控制地方政府隐性负债风险，另一方面也可发挥中央政府债务负担低、财政空间充足的优势，降低融资成本。

三、货币政策方面，年内降息降准都有空间，但央行将坚守不搞大水漫灌底线。首先，我国是当前全球主要经济体中少数保持较高正利率的国家之一。其中，政策利率体系中的 MLF（中期借贷便利）利率为 3.15%，央行 7 天期逆回购利率为 2.40%。这意味着我国中短期政策利率均远高于零利率水平。其次，从存款准备金率来看，当前我国银行业整体存款准备金率在 9.9% 左右，在发展中国家中处于中等略低水平。但考虑到此前两年我国防范化解系统性金融风险已取得阶段性成果，主要用来维护金融稳定、防范金融风险的存款准备金率也具备一定下调空间。

由此，我们认为年内 MLF 利率还将下调 30 个基点，这将引导 LPR 报价持续下行，并推动企业贷款利率更大幅度下调；年内全面降准有望再实施 2-3 次，共下调 1.0 至 1.5 个百分点左右。此外，下半年伴随物价涨幅明显回落，央行也有可能小幅下调 1 年期存款基准利率 0.25 个百分点，用以激励银行进一步降低企业融资成本。基于当前国内外经济金融形势，特别是从配合财政政策发力角度，我们判断二季度央行有可能实施 1 次全面降准，MLF 利率也望小幅下调 10 个基点，市场流动性将持续处于较高水平。

总体上看，今年货币政策将大概率保持边际宽松步伐，降息降准幅度都将远

低于 2008 年和 2015 年。这意味着央行仍会坚守不搞大水漫灌底线，其背后的主要因素包括：首先，当前货币政策的一个重要目标是保持币值稳定——既包括保持对内物价水平稳定，也包括保持对外人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。我们判断，年内 CPI 涨幅落入 3.0% 以内的难度较大，国际资本市场动荡也对人民币汇率稳定形成一定挑战。其次，目前国内宏观杠杆率仍然较高，货币大幅放松有可能导致房地产泡沫再度膨胀。今年是三大攻坚战的收官之年，监管层将倾向于巩固过去两年防范化解系统性金融风险的阶段性成果。最后，回顾全球金融危机之后各国宏观政策过程可以看出，与积极财政政策相比，宽松货币政策易发难收，宏观经济容易形成“货币宽松依赖症”，资产泡沫膨胀等副作用很大。相反，积极财政政策往往自身即包括退出安排，这也与本次疫情的短期冲击性质相吻合。

此外，为进一步鼓励消费、稳定投资，接下来汽车购置政策会较大幅度从限购转向引导使用，不排除再度出台购置税减免政策；在坚持房住不炒原则下，一些城市有可能适度放松住房限购，稳定房地产市场运行，引导房地产投资增速适度加快。

总体上看，今年疫情冲击下宏观经济波动在所难免，但一项全面政策应对计划能有效缓解疫情冲击烈度。我们预期，若上半年晚些时候海外疫情初步得到控制，下半年国内宏观经济有可能出现接近两位数的反弹，全年 GDP 增速仍有望达到 3.5% 左右，这将对今年稳就业形成有力支撑。最后需要指出的是，当前经济波动主要源于外生性的重大疫情冲击，而非经济体系内部的资源严重错配或经济政策出现重大偏差，因此疫情之后经济运行将会较快回归正轨，更不会改变我国宏观经济长期发展态势——我们判断，未来 10 年我国 GDP 增速有望保持在年均 5.0% 左右，经济发展质量和稳定性将持续改善。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。