

疫情短期冲击效应较为明显 宏观政策有望加大对冲力度

——新冠疫情对宏观经济的影响及政策应对分析

主要观点

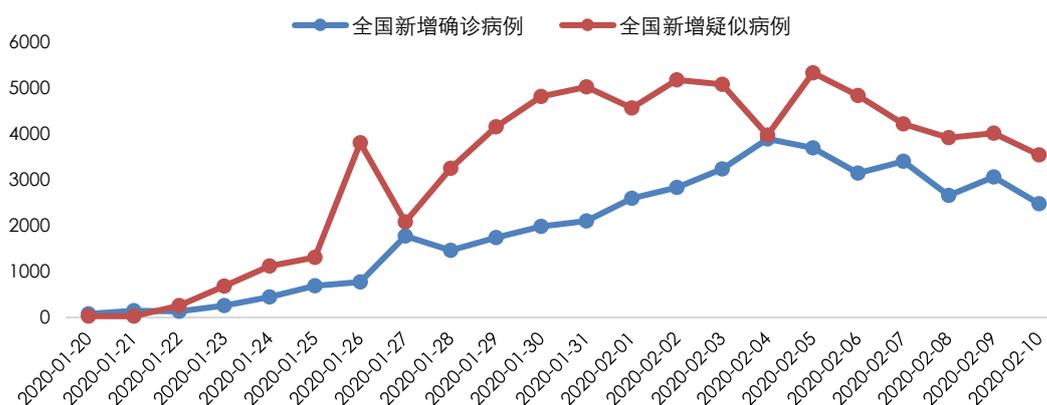
- 新冠肺炎疫情最新发展状况：2月4日之后疫情得到初步控制，武汉之外新增确诊病例数量持续下降；2月10日复工带来考验，医学专家判断2月中旬或出现疫情高峰。
- 疫情对宏观经济的影响：
 - 1、基准情形下，疫情将下拉2020年一季度GDP增速1个百分点左右，此后经济运行有望较快恢复基本面驱动，全年经济增速仍有望达到5.7%，较此前的年度预测值降低0.3个百分点；我们认为，当前市场对疫情影响判断可能偏于悲观；疫情不会改变宏观经济中长期走势是当前市场的普遍共识。
 - 2、短期内，疫情对消费和服务业冲击最为明显，投资和出口受到的负面影响较小，一季度投资对经济增长的贡献率会上升；高频数据显示，疫情在春节前后一个月对工业生产的冲击力度仍然可控；疫情高峰期会对CPI有小幅推高作用，对PPI则存在下拉效应，但影响幅度均较为有限。
- 政策应对：货币政策正在强化定向滴灌，未来降息、降准节奏将会加快，金融严监管节奏和力度也将有所调整；短期内财政减税降费将会加码，财政补贴支出增加明显，今年财政赤字率有望上破3.0%；宏观政策发力将在一定程度上对冲疫情影响，稳定宏观经济运行。

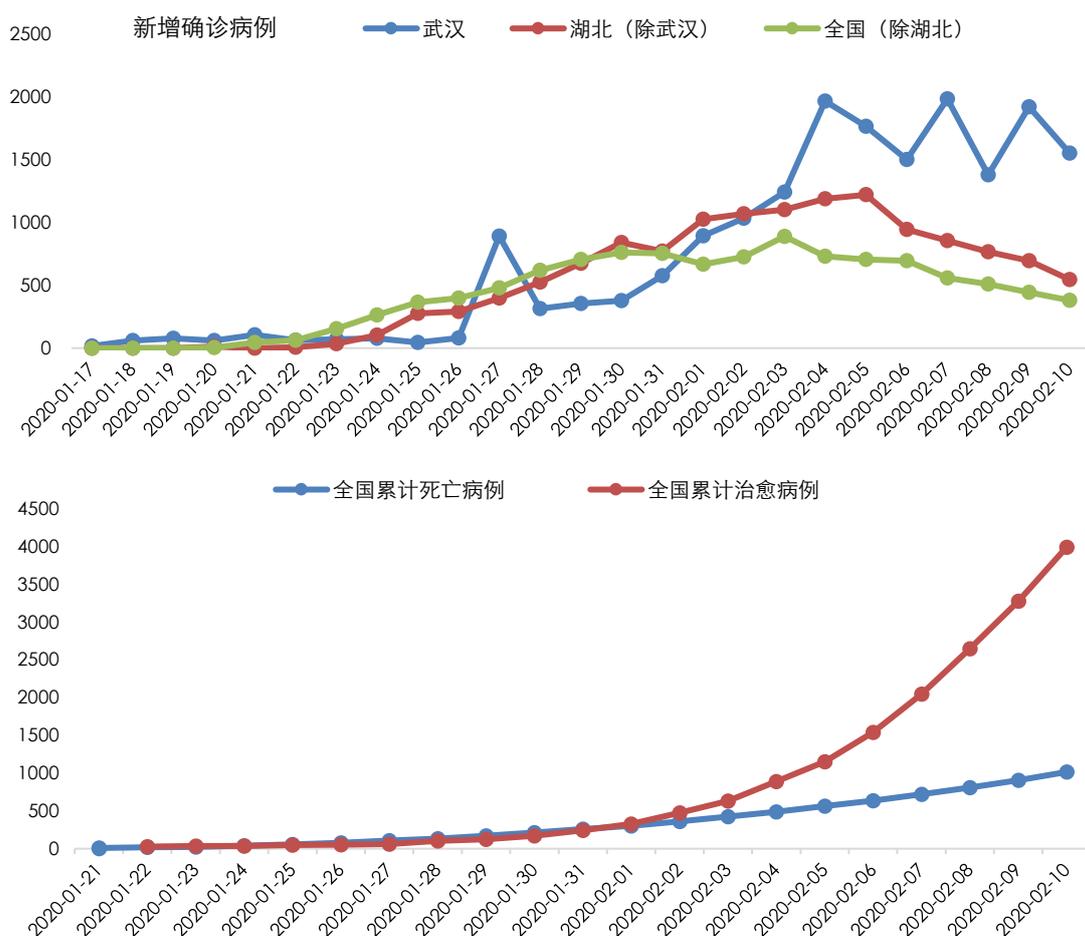
一、新冠肺炎疫情最新发展状况：2月4日之后疫情得到初步控制，武汉之外新增病例数量持续下降；2月10日复工带来考验，医学专家判断2月中旬或出现疫情高峰

1月23日武汉封城后，中国经济运行正式进入疫情周期。截至目前（2月X日），本次疫情仍处于发展过程，从全国疫情新增确诊、疑似病例情况来看，2月4日以来武汉之外的全国其他地区新增确诊病例和新增疑似病例数量持续下降，各地都出现了疫情初步被遏制住的情况。从市场声音来看，疫情拐点形成的预期已经开始积聚。不过，2月10日全国范围内组织有序复工，人员开始大规模流动，需要密切关注疫情出现第二波高峰的可能（目前病毒感染的平均潜伏期为5.2天）。展望未来，人员流动加大是否会带来疫情反复，还存在一定不确定性。

2月2日钟南山院士在接受新华社专访时提到，“我们判断此次疫情有望在未来10天至两周左右出现高峰”。也就是说，钟南山院士认为疫情会在2月12日至16日左右出现高峰。中国工程院院士陈薇也表示，疫情第一个拐点出现后，可能会出现第二峰和第三峰，所以可能还需要再等待一个潜伏期，才能比较放心的确认拐点。

图1 2月4日以来，疫情整体上呈现被初步遏制态势





数据来源：国家卫健委，WIND，东方金诚

二、疫情对宏观经济的影响

1、基准情形下，疫情将下拉 2020 年一季度 GDP 增速 1 个百分点左右，此后经济运行有望迅速恢复常态；当前市场对疫情影响的判断可能偏于悲观；疫情不会改变宏观经济中长期走势

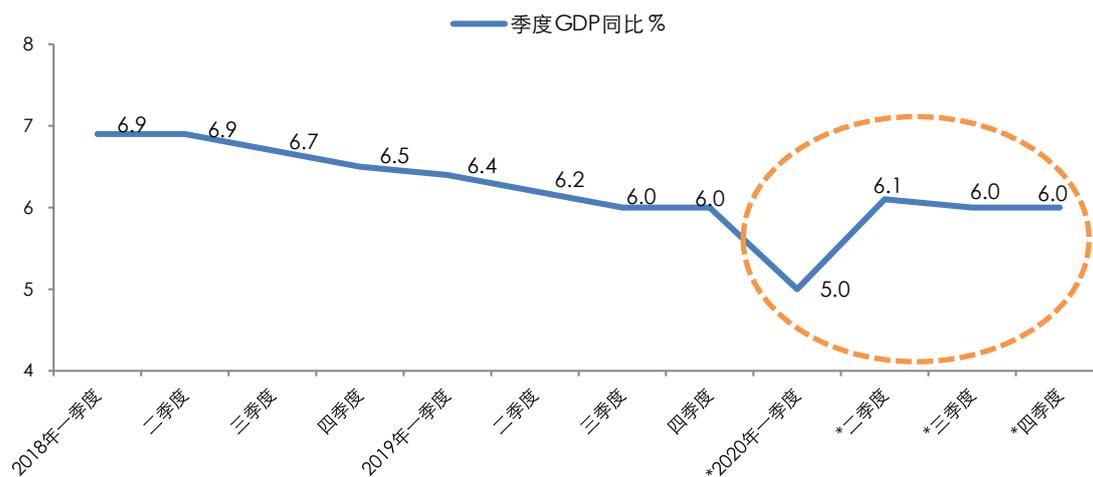
新冠肺炎疫情将对短期经济增长产生明显的负面冲击，但具体影响程度仍取决于疫情持续时间，这一点仍存在不确定性。因此，预测疫情对宏观经济的影响，需要假设不同的情景。情境一是疫情防控比较得力，防控效果持续显现，到 3、4 月份就实现完全控制；情境二是春节后复工，尤其是大城市出现返工潮，加之此前防控初显成效后民众可能会出现防控意识的松懈，导致疫情反复，疫情一直持续到 5 月份气温转暖使得病毒自身丧失活力，并在上半年完全控制住；情境三相对比较悲观，即疫情会一直持续至下

半年甚至更长时间，但我们认为政府会极力避免这种情景出现。

综合市场观点，多数认为疫情爆发期在一季度，其对经济的负面冲击也主要集中在一季度；二季度会得到有效控制，疫情影响虽然还会存在，如因居民仍心有余悸，一些线下的餐饮、旅游、零售等仍然会受到影响，但整体来看此前推迟的消费需求将集中释放，经济活动将得到有序恢复，GDP 增速有望明显反弹，到下半年整个宏观经济运行将会回到正常的轨道上。

以此为基准假设（情境一），我们预计 2020 年一季度 GDP 增速有可能下破 6%，但在货币、财政政策发力对冲下，增长中枢仍将在 5.0%左右——主要预测方法包括根据日均 GDP 总额及延迟开工天数估算，以及疫情对第二、第三产业影响的判断；在二季度疫情得到有效控制的假设下，预计此后宏观经济将逐步恢复到 6.0%左右的增长水平；疫情对全年 GDP 增速的下拉作用将会在 0.3 个百分点左右，2020 年经济增速仍有望保持在 5.7%。

图 2 预计一季度 GDP 同比增速将下滑 1 个百分点，此后较快恢复常态



数据来源：WIND,东方金诚，*代表预测值

情境二假设下，疫情在 6 月末基本结束：我们认为首先一季度经济承受的压力会加大，且二季度不会出现明显反弹，出口也会受到一定影响，但宏观政策对冲力度会相应

增强，当季经济下滑程度会有所放缓。伴随疫情在 6 月结束，受到抑制的消费需求集中释放，三季度经济增速“上跳”，四季度经济回归基本面，全年 GDP 增速将在 5.4%左右。

情境三假设下，疫情进入下半年，年底前得到控制：我们认为不仅一季度经济承受的压力会加大，二季度 GDP 增速下滑势头也不会明显缓解，整个上半年经济增速会降至 4.6%，出口受到的影响较为显著；三季度宏观政策对冲效应会有所体现，当季经济下滑程度会有所放缓。伴随疫情在年底前结束，受到抑制的消费需求集中释放，四季度经济增速出现显著回升，全年经济增速将为 5.1%左右。

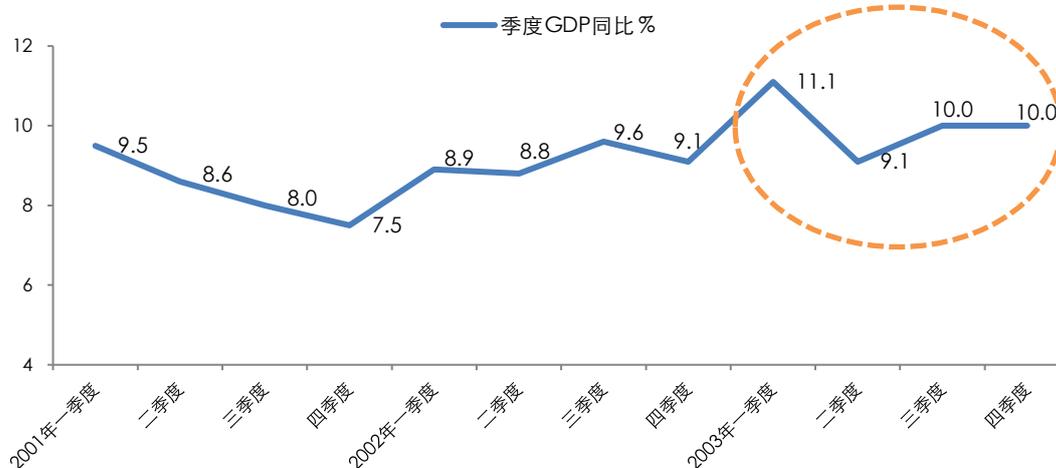
表 1 三种不同疫情情境下，今年季度及全年 GDP 增速预测 %

	一季度	二季度	三季度	四季度	全年
情境一：疫情在 3、4 月份得到控制	5.0	6.1	6.0	6.0	5.7
情境二：疫情在 6 月末得到控制	4.5	5.0	6.2	6.0	5.4
情境三：疫情进入下半年，年底前得到控制	4.5	4.7	5.0	6.1	5.1

数据来源：东方金诚

考察新冠肺炎疫情对宏观经济的具体影响，市场普遍通过复盘 2003 年 SARS 疫情对经济的冲击，并比较两次疫情之间的异同进行分析。

图 3 2003 年 SARS 疫情也曾给经济运行带来短期冲击



数据来源：WIND，东方金诚

SARS 疫情集中爆发于 2003 年二季度，当季 GDP 同比增速从一季度的 11.1% 下滑至 9.1%，下滑幅度为 2 个百分点；三次产业均有所减速，其中，第二、第三产业 GDP 增速降幅分别为 1.9 和 1.8 个百分点。从三驾马车来看，SARS 期间受影响最大的是消费。2003 年 3 月社会消费品零售总额同比增速为 9.3%，在 4 月采取管制措施后，社零增速降至 7.7%，5 月降至 4.3%。投资所受影响则不明显，SARS 期间固定资产投资增速一直稳定在 30% 左右的高位。进出口方面，疫情爆发期进口增速有明显回落，但仍有 30% 以上的高速增长，出口增速则保持平稳。在 SARS 疫情过后，经济增长迅速恢复了正常。2003 年三季度 GDP 增速即回升到 10%，其中第二、第三产业 GDP 增速均有明显加快。从三驾马车来看，疫情结束后消费增速迅速反弹并创出新高，6 月社零增速回升至 8.3%，7 月进一步升至 9.8%；下半年投资增速继续稳定在 30% 左右；进出口增速呈现两位数高增，且伴随外需回升，下半年出口增速有所加快。

与 2003 年 SARS 疫情时期相比，新冠肺炎疫情对宏观经济的负面冲击既有放大的因素，也有减弱的因素。放大的因素体现在四个方面：（1）在疫情中首当其冲的消费和第三产业在宏观经济中的占比已经明显提升。例如，第三产业对 GDP 增长的贡献率提高了约 20 个百分点，即从 2003 年的 39.0% 提高至 2019 年的 59.4%。（2）新冠病毒的传染性比较强，加之现在人口流动是 2003 年时的 6 倍左右，疫情波及的范围更大；SARS 疫情主要影响广东、北京等地区，而此轮疫情防控中，类似交通管制、延迟复工、居家隔离等措施是在全国范围内开展的，对消费、投资和生产活动的影响范围也更广。（3）2003 年全球经济处在一个较强复苏过程，外需表现强劲，即便在 SARS 疫情爆发期，出口也没有受到大的影响，但今年全球经济增长疲弱，外需本就不振，加之此轮疫情被 WHO 列为“国际关注的突发公共卫生事件”（PHEIC）——该类事件是在 2005 年生

效的《国际卫生条例》中创设的，同时，美国等西方国家明显在炒作这一事件，所以新冠肺炎疫情对我国出口贸易的影响可能会更大。(4) 此轮疫情的扩散期覆盖了整个春节假期，春节是消费和服务业需求比较旺盛的时期，一些需求被暂时抑制后，待疫情结束会得到补偿性或报复性的增长，但很多春节期间的需求很难在其他时间段弥补回来。

另一方面，与 2003 年 SARS 疫情相比，此轮疫情对经济影响减弱的因素主要体现在五个方面：(1) 当前我国对此类公共卫生事件的应对机制比 2003 年更为成熟，这意味着疫情周期将会得到控制。(2) 本次疫情重灾区是湖北，2019 年该省在全国 GDP 中的比重约为 4.3%，而 2003 年疫情中心区是北京和广东，当年两个省市在全国 GDP 中的比重分别为 3.6%和 11.5%。另外，湖北在全国产业链等经济辐射能力方面也远低于北京和广东。(3) 2003 年经济增速为 10%，而当前为 6%左右，这意味着即使本次疫情对经济增长的拖累效应接近甚至超过 2003 年，对爆发期当季 GDP 增速的下拉幅度也将低于 2 个百分点。(4) 2003 年我国经济规模为 13.7 万亿元，而 2019 年已达到 99.1 万亿元，相当于 2003 年的 7.2 倍。经济体量显著扩大意味着对短期冲击的吸收能力也在增强。(5) 相比 2003 年，当前网络线上消费已经非常普遍，随着快递业全面复工，居民终端消费将会更快恢复。

综合来看，我们认为，相较 SARS 疫情，本次疫情对经济的冲击在绝对规模上会更大，即造成的经济损失会更大，但对经济增速的下拉幅度会有所下降。换言之，一季度经济增速应该不会下降 2 个百分点到 4.0%。我们预计下拉幅度会在 1 个百分点左右。我们注意到，受疫情影响，目前一些大型境外机构纷纷下调了对一季度中国 GDP 增速的预期，国内机构多数也认为一季度 GDP 增速将低于 5.0%。

表 2 近期境外大型机构纷纷大幅调低一季度中国 GDP 增速

机构	更新时间	最新预测	原有预测
----	------	------	------

花旗银行	1月29日	4.8%	5.9%
高盛	1月31日	4.0%	5.6%
渣打银行	1月31日	4.5%	6.0%
彭博	1月31日	4.5%	5.9%
瑞银	2月3日	3.8%	5.9%
麦格理银行	2月3日	4.0%	5.8%
野村证券	2月6日	3.8%	5.8%

资料来源：各机构官方网站

桥水基金的雷·达里奥汇总了历史上几次重大疾病期间，市场对未来经济走势的判断过程，市场预期的规律是：首先人们会“低估”事件的影响力，然后人们的担忧会逐渐加剧，以至于过度担忧，直到“拐点”出现，比如病毒感染情况由上升转为下降。2003年 SARS 疫情期间，市场也曾普遍经历了从“低估”到“高估”的两个预期差：一是前期对于 SARS 疫情的重视程度不够，并未预计到其会演变成全国性公共卫生事件；二是后期对于经济修复的信心不足，并未预期到在前期疫情拖累下，经济恢复速度会如此之快。例如，根据国家信息中心在 2003 年下半年所做的调查，有超过一半的专家预计当年经济增速不会超过 8%，超过 90%的专家预计经济增速不会超过 8.5%，而 2003 年初步核算的 GDP 增速为 10%。我们判断，以 1 月 23 日武汉封城为转折点，此前市场普遍低估疫情对经济的影响，而当前则存在高估情况。

我们认为，疫情不会改变中国经济中长期运行态势。过去两年，尽管受内外部多重因素叠加影响，中国经济增速有所下行。但在这个过程中，我国经济增速仍保持在 6% 以上，不仅继续处于中高速增长状态，而且位居全球主要经济体前列。更为重要的是，近两年三大攻坚战扎实推进，特别是防范重大风险取得阶段性成果，宏观杠杆率、地方政府隐性负债、房地产泡沫及影子银行风险得到有效化解，这为下一步宏观经济稳健发展解除了主要的潜在威胁。此外，近两年宏观经济结构持续优化，工业生产提质升级，服务业稳定器作用凸显，消费升级发展态势明显，投资结构继续优化，创新驱动作用增

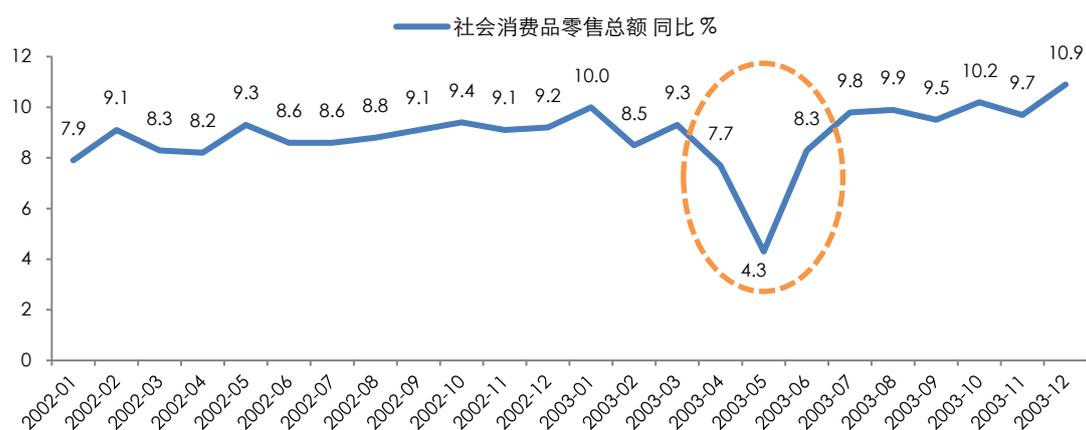
强，新动能新产业快速成长，这表明经济增长质量正在得到持续改善。

本次疫情属于短期性的“黑天鹅”事件，将对未来一到两个季度的 GDP 增速带来较大波动，但它不可能改变宏观经济运行的深层基础。疫情过后，经济增长将再度回归基本面，城镇化进程、经济转型升级等因素仍将是驱动经济增长的核心力量。未来 5 至 10 年，我国仍将处于较快城市化进程之中，潜在经济增速有望保持在 5%左右，而且宏观经济将运行在风险更为可控、发展质量进一步提升的基础上。我们认为，从这个意义上，中国经济基本面存在长期向好趋势。

2、疫情对消费和服务业冲击最为明显，投资和出口受到的负面影响将会较小，疫情因素在物价波动方面的作用较为有限。

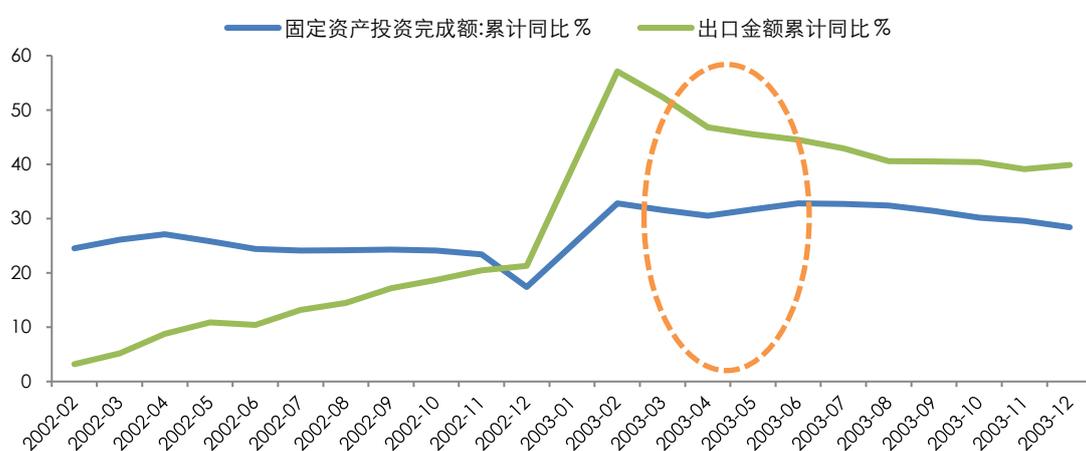
具体来看，本次疫情对拉动经济增长的“三驾马车”的影响程度存在差异。首先，消费将会首当其冲，特别是春节期间的商品和服务消费受到的影响较为明显。从现已公布的数据来看，春节开始后春运数据出现大幅负增长，大年初一电影票房收入仅相当于上年同期的 0.12%；在主要商品消费方面，乘联会估计 1、2 月汽车销量有可能同比下滑 25%以上，而民众购房及装修活动推迟，也会延缓住房相关消费支出。整体上看，除部分医疗商品和服务外，一季度消费增速将出现较大幅度回落。这也是 2003 年二季度 SARS 疫情高峰期间的特点。

图 4 2003 年 SARS 疫情高峰期间商品消费增速大幅下降



数据来源：WIND，东方金诚

图 5 2003 年 SARS 疫情高峰期间对投资和出口的影响较小



数据来源：WIND，东方金诚

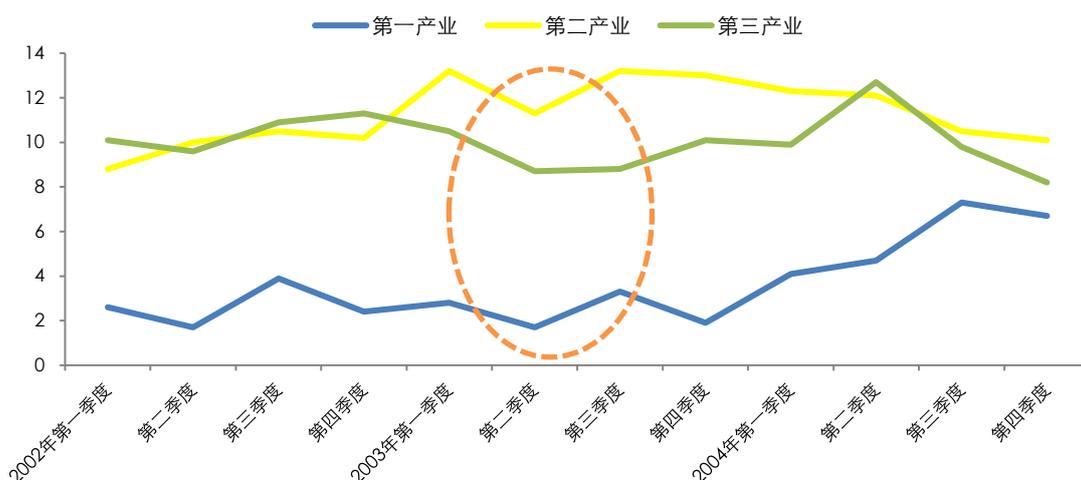
投资和出口也会受到一定的负面影响，但程度相对较小，尤其是基建投资有可能加快推进。在当前消费承压背景下，短期内投资在稳增长中的作用需要进一步强化。在加大新投资项目力度方面，可以考虑的措施主要包括：一是将年内计划开工的一批铁路、公路及部分新基建项目提前推进，适当加快资金投放步伐。二是针对本次疫情，重点加大医疗、医药基础设施——特别是应急医疗救治及隔离设施等——的投资力度，各地将新开工一批类似武汉雷神山医院、火神山医院的项目。这既可以作为当前应急管理措施的一部分，长期来看也能弥补民生短板。三是在资金保障方面，预计今年财政赤字率和新增地方政府专项债规模都将根据疫情影响相应上调，支出前置特征会更为明显。金

融体系也会加大对项目投资的支持力度，包括银行信贷投放、资本市场融资等，由此预计一季度人民币信贷和社融增速将有所加快。综合以上，我们判断一季度基建投资（不含电力）累计同比增速有望快速升至两位数，大幅高于上年末 3.8% 的增长水平，并带动固定资产投资累计实现 7.5% 左右的增长，比上年末加快约 2 个百分点。初步估算，一季度投资对 GDP 增长的贡献率将达到 55% 左右（2019 年四季度投资贡献率为 44.3%），从而有效对冲疫情短期内可能给消费带来的不利影响。

在出口方面，我们注意到最新一次世卫组织会议已将新冠疫情确定为“国际关注的突发公共卫生事件”（PHEIC），但并未建议任何旅行或贸易限制。这意味着其对我国出口的直接冲击较为有限。另外，即便此后存在纳入疫区的可能，但也仅会是国内个别省份，而非整个国家。目前来看，一季度出口的最大影响因素仍是外部经济环境转暖及中美经贸摩擦缓和，累计出口增速边际回升的可能性较大。进口方面，受国内防疫措施影响，部分商品及服务进口贸易可能暂时推迟，但影响幅度也将可控。

从三次产业来看，服务业受到的冲击最为直接，高频数据显示疫情对工业影响仍相对可控。当前，类似旅游、餐饮、娱乐、零售、酒店等服务业基本处于停摆状态，且与商品消费会在疫情消退后迅速回补不同，部分服务消费损失存在不可逆性，且影响波及的时间周期可能会持续到年底左右。第二产业方面，受到交通管制、复工延迟、用工困难、终端需求减弱等因素影响，工业生产和建筑业也会受到冲击，而且短期内接近终端消费的下游行业受到的影响较大，并将沿着产业链逐步向中上游传导。

图 6 2003 年 SARS 疫情高峰期间，第三产业增速受到的冲击最大且恢复较慢（单位：%）



数据来源：WIND，东方金诚

不过，从目前可以得到的高频数据分析，今年春节期间（腊月十五至正月十五，或1月10日至2月8日）六大发电集团日均耗煤量为51.1万吨，而2019年春节期间为48.3万吨，同比增长5.8%；但在春节之后半个月，受复工延迟影响，日均发电耗煤量同比下降6.5%，以上指标均在正常波动范围之内。从这一指标判断，近期疫情对工业生产整体冲击力度仍然可控。

表3 六大发电集团日均发电耗煤数据显示，春节前后工业生产总体受到的影响可控
(单位：万吨)

	腊月十五至正月十五	正月初一至正月十五
2019年	48.3	43.1
2020年	51.1	40.3
同比 %	5.8	-6.5

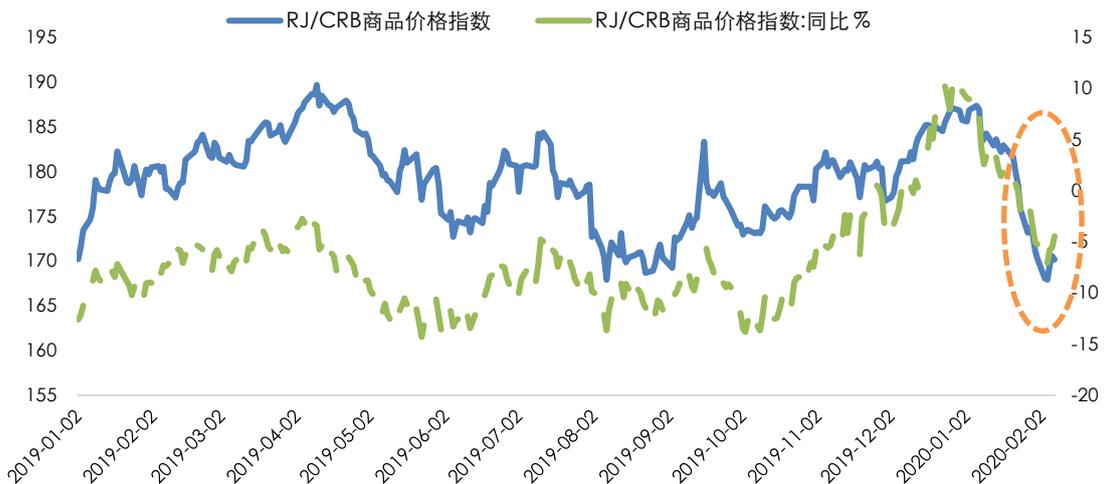
数据来源：WIND，东方金诚

通胀方面，综合考虑短期内商品生产、需求，以及物流方面都会受到一定冲击，我们判断新冠肺炎疫情在短时间内对CPI或有小幅推高作用，尤其是部分农产品和日用品可能会面临供需失衡或错配造成的结构性通胀。但从2003年SARS疫情高峰期间的情况来看，这种影响较为有限，不会带动CPI明显上升。另外，当前物价处于高位，而对疫情影响则需要央行加大货币政策逆周期调节力度。我们判断，面对疫情带来的重大意外冲击，保持宏观经济金融稳定是当前的压倒性任务，监管层的工作重心会向稳定金

融市场运行、稳定市场预期倾斜，短期内物价高位运行对央行货币政策的掣肘作用有限。

另一方面，新冠肺炎疫情对 PPI 影响偏负面，短时间内 PPI 同比或将再度转负。我们认为，疫情将从供需两侧对 PPI 产生不同方向的影响：从供给侧来看，疫情导致企业复工延迟，生产面临一定困难；从需求侧来看，疫情将对消费和投资产生明显的负面冲击，抑制总需求。随着交通逐步恢复、企业陆续复工，供给侧冲击将逐步减退，但疫情对需求的负面影响仍将持续。因此，从供需对比来看，疫情对 PPI 有一定的拉低作用——实际上，由于疫情导致需求前景减弱，1 月下旬以来，国际大宗商品价格已经历一轮下跌。不过，随着疫情结束，PPI 同比仍然有望进入一个持续回升的过程。

图 7 受新冠肺炎疫情冲击，国际大宗商品价格短期反应剧烈



数据来源：WIND，东方金诚

三、货币政策正在强化定向滴灌，政策节奏也有所加快，逆周期调节力度将进一步加大，金融严监管力度也将有所调整；短期内财政减税降费将会加码，财政补贴支出增加明显，今年财政赤字率有望上破 3.0%。

在宏观政策方面，首先是疫情短期内对货币政策可能带来两个方面的转变：首先是“定向滴灌”方向上会有调整。原来的一些结构性货币政策工具，如定向降准、TMLF(定向中期借贷便利)、再贷款再贴现等，主要指向制造业、民营和小微企业，现在还要加

上受疫情严重影响的企业、特别是对抗击疫情发挥关键作用的市场主体，这包括已经宣布实施的 3000 亿元再贷款资金。其次，货币政策宽松的节奏可能会发生变化，原计划的一些边际宽松措施——如降息、降准等——可能提前实施。我们看到，2 月 3 日央行下调 7 天期和 14 天期逆回购利率各 10 个基点，不管是实施的时间还是下调幅度都超出市场预期。我们认为，这表明货币政策正在对当前疫情影响展开对冲操作，逆周期调节在量、价两方面同时发力，且调节力度明显加大。

这一操作与 1 月 31 日央行等五部门发布的《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》精神相吻合。大规模资金注入及利率下调将推动“宽货币”势头，预示着 2 月 20 日 1 年期 LPR 报价恢复下行几乎已成定局，我们预计下调幅度也在 10 个基点左右。考虑到此前三次一年期 LPR 报价下调幅度均为 5 个基点，这意味着短期内市场化降息过程将会加速。此外，在 2 月 20 日之前，预计央行还会开展例行 MLF 操作，届时 MLF 招标利率也有望下行，政策利率体系将联动调整。这意味着自去年 11 月 5 日 MLF 招标利率三年来首次下调后，政策性降息过程也将持续。我们预计全年 LPR 市场化降息会达到 50 个基点，MLF 政策利率将下调 40 个基点左右。

在降准方面，预计今年全面降准将达到 3 次，共计 1.5 到 2.0 个百分点，其中上半年可能实施 2 次；此外，央行还有可能针对本次疫情实施定向降准或临时降准（CRA）。总体上看，当前货币政策的焦点是为抗击疫情提供良好的金融环境，一些支持措施的力度可能明显加大，但疫情过后部分政策也会有序撤回，今年货币政策稳健灵活的特征会进一步凸显。

表格 4 2020 年货币政策逆周期调节力度将显著加大

	*2020 年	2019 年
下调政策利率(MLF 招标利率)	4 次，40 个基点	1 次，5 个基点

普遍降准	2-3 次，1.5 至 2.0 个百分点	2 次，1.5 个百分点
------	----------------------	--------------

数据来源：WIND，东方金诚，*号代表预测值；1 个基点相当于 0.01%。

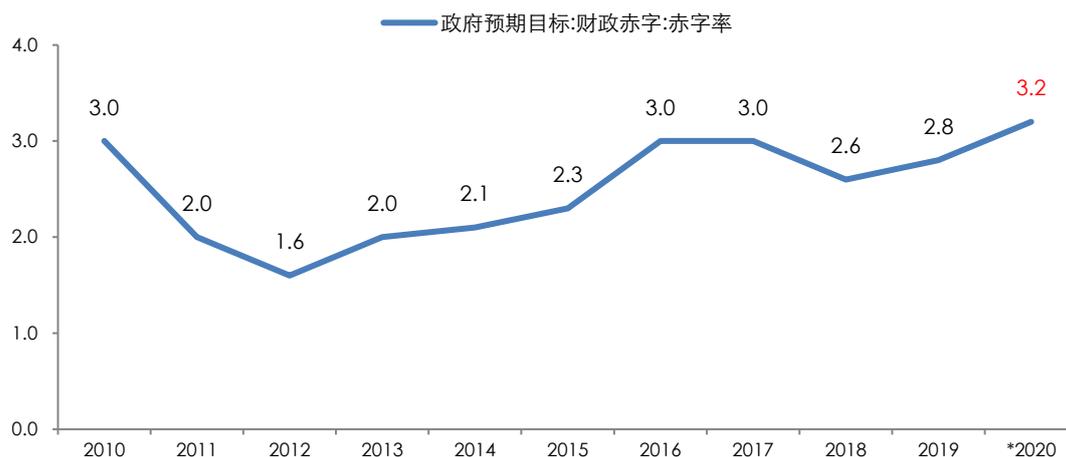
在金融严监管节奏和力度方面，疫情爆发后，稳定市场主体融资来源的迫切性显著上升，而资管新规覆盖的非标资产是各类企业的重要融资渠道之一。另外，当前理财产品在优先股、永续债、二级资本债等银行资本补充工具上投资规模很高，短期内集中处置难度很大，还会对今年中小银行多渠道补充资本金带来一定影响。由此，监管层近期已明确表示，“要按照资管新规要求，有序完成存量资管业务规范整改工作，对到 2020 年末确实难以完成处置的，允许适当延长过渡期”。

我们估计，资管新规过渡期初步延长一年后，2018 年以来严监管带来的局部社会信用收缩现象会有明显缓解。这将较大幅度缓和民营企业融资压力，今年基建投资提速也将获得更好的资金保障。与此同时，中小银行资本补充过程也将顺利推进，这意味着银行可贷资金规模扩大，金融体系对实体经济的支持力度有望进一步增强。最后，考虑到监管层会对疫情给宏观经济带来的影响将进行持续评估，资管新规过渡期延长期限还有再次调整的可能。

财政政策方面，考虑到本次疫情短期内对湖北等地区，以及服务业中的部分企业影响较大，预计定向减税降费政策将会加码。这意味着在 2019 年减税降费规模逾 2.3 万亿元的基础上，今年减税降费规模还会有所扩大。此外，疫情还可能导致各地农民工推迟返城，就业压力上升，相应的财政补贴支出也会增加，近期中央及省市级层面一些财政扶持措施正在陆续出台。最后，与抗击疫情直接相关的各类财政支出在今年会出现较大幅度的增加——财政部部长刘昆 2 月 9 日表示，疫情发生以来，财政部门全力保障疫情防控资金供给，截至 2 月 8 日下午 6 时，各级财政共安排疫情防控资金 718.5 亿元，实际支出 315.5 亿元。我们预计，后期针对疫情的财政支出还有一定增长空间。由

此，在以上减收扩支效应影响下，我们判断今年的财政赤字率有可能小幅上破 3.0%，达到 3.2%左右，财政支出前置的特征会进一步凸现；如果疫情影响超出预期，不排除中央财政发行专项债券的可能性。

图 8 2020 年财政赤字率目标将进一步上调（单位：%）



数据来源：WIND，东方金诚，*号代表预测值。

总体上看，疫情期间货币、财政政策均将实施对冲操作，具体力度将根据疫情演化趋势及其对宏观经济的影响而定，这也将以一种程度上抵消疫情带来的短期冲击效应。最后需要指出的是，我们认为今年疫情不大可能驱动宏观政策显著转向大幅宽松、甚至引发“大水漫灌”——一个标志就是 M2、信贷及社融增速显著加快。其背后的原因是：首先，疫情过后宏观经济将恢复基本面驱动，GDP 增长失速风险很小，难以对就业形势构成严重影响，因此不存在宏观政策进行强刺激的需求；其次，2020 年包括防范重大金融风险在内的三大攻坚战进入决胜之年，稳定宏观杠杆率、抑制房地产泡沫是央行货币政策的重要目标，监管层严防“大水漫灌”的决心不会动摇；最后，根据最新调整的历年 GDP 增速数据，2020 年 GDP 增速只要达到 5.6%左右，即可在收官之年完成“十年 GDP 翻一番”的目标，这也意味着今年对 GDP 增速放缓的容忍度加大。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、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。