

聚焦两会之一：大力度财政政策下如何修正经济增速预期？



东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论

- 两会召开之前我们曾发布报告《如何合理预期下半年的经济增长？》，分（1）疫情给一、二季度造成的损失对全年将有怎样的影响，（2）政策扩张将带来多大加速两个步骤来预判全年经济增速。5月22日两会政府工作报告发布后，财政以及其他各类政策的力度得到更新和确认，由此可以修正之前的经济增速预期。
- 从4月公布的生产数据来看，疫情带来的不利影响已经快速收窄。根据工业增加值定基指数计算可知，假设日均生产增速保持去年年底水平不变（5.7%），则4月份净损失天数为0.5天，相比1-2月损失11.7天、3月损失2天有明显改善，主要原因可能在于中小企业复工复产（截至4月15日全国中小企业复工率84%，这一指标2月25日为30%，3月24日为72%），以及基建项目的不断恢复开工。
- 通过工业增加值定基指数，我们首先计算得到去年一季度及之后的日均工业增加值，对今年日均工业生产的增速作出5.5%（延续去年的下滑趋势）、5.7%（去年年底增速）、6.0%、6.3%（赶工导致日均生产水平提高）的假设；考虑到疫情影响仍有持续，我们假设5-6月损失0.5天，之后半年恢复正常，不再损失天数。在以上假设下，可以计算得到今年2-4季度的工业增加值累计、单月同比增速；简单采用一季度GDP增速与工业增加值的比例关系，估算得到今年之后各季度的GDP增速，在乐观情形下全年约3.2%。
- 根据两会报告，今年财政赤字规模比去年增加1万亿元，且全部转给地方，这意味着国债将延续去年的18300亿元，地方一般债则在去年9300亿元的基础上增长到19300亿元。其中国债我们以80%计入财政扩张，原因在于其中有一部分被作为债务还本付息、发行费用支出，难以对GDP产生贡献。此外另有专项债3.75万亿、特别国债1万亿，共同构成了本次大规模的政府债券发行计划。对财政扩张转化为投资的比率、投资转化为资本形成的比率分别作出假设后，可知**2020财政扩张或使经济在去年基础上有1.2个百分点的加速，叠加第一步测算的结果，全年GDP增速中性条件下为4.2%。**
- 相比财政，货币政策起到了维护流动性，尤其是在受到疫情冲击的背景下解决企业短期困难，同时提振企业投融资动力的作用。对比2019年的货币政策，**今年政府工作报告对于货币政策的表态更加积极，包括：（1）将基调从“松紧适度”调整为“灵活适度”；（2）政策工具上明确指出要“综合运用降准降息、再贷款等手段”；（3）社融增速的目标由“与国内生产总值名义增速相匹配”调整为“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”；（4）高度强调服务企业，要求“创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行”。**展望后续，虽然货币政策表态积极，但聚焦中小企业（大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于40%）、以企业融资成本下降为目标（推动利率持续下行）的特征表明“定向”仍旧是货币政策关键词。对于经济增长来说，财政政策将继续扮演更加重要的角色。

风险提示

- （1）海外疫情发展加速导致外需超预期下滑，拖累国内净出口的风险；（2）贸易摩擦风险提升，影响供应链稳定的风险；（3）企业家信心与消费者信心修复不足，稳增长政策落地效果不及预期的风险。

报告发布日期

2020年05月25日

证券分析师

陈至奕

021-63325888*6044

chenzhiyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519090001

证券分析师

孙金霞

021-63325888*7590

sunjinxia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515070001

证券分析师

王仲尧

021-63325888*3267

wangzhongyao1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518050001

联系人

曹靖楠

021-63325888*3046

caojingnan@orientsec.com.cn

相关报告

如何看待后续基建增长动力？	2020-05-14
如何合理预期下半年的经济增长？	2020-05-06

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

5月22日第十三届全国人民代表大会第三次会议在人民大会堂举行开幕会，会议对今年的财政力度做出明确：今年赤字率拟按3.6%以上安排，**财政赤字规模比去年增加1万亿元，同时发行1万亿元抗疫特别国债**。这是特殊时期的特殊举措。上述2万亿元全部转给地方……今年**拟安排地方政府专项债券3.75万亿元**，比去年增加1.6万亿元。

两会召开之前我们曾发布报告《如何合理预期下半年的经济增长？》，分：（1）疫情给一、二季度造成的损失对全年将有怎样的影响，（2）政策扩张将带来多大加速两个步骤来预判全年经济增速。5月22日两会政府工作报告发布后，财政以及其他各类政策的力度得到更新和确认，由此我们可以修正之前的经济增速预期。

4月工业生产净损失0.5天

从4月公布的生产数据来看，疫情带来的不利影响已经快速收窄。根据工业增加值定基指数计算可知，假设日均生产增速保持去年年底水平不变（5.7%），则4月份净损失天数为0.5天，相比1-2月损失11.7天、3月损失2天有明显改善，主要原因可能在于中小企业复工复产（截至4月15日全国中小企业复工率84%，这一指标2月25日为30%，3月24日为72%），以及基建项目的不断恢复开工。

在此背景下，我们沿用之前的方法，通过如下步骤判断下半年增速的基本水平：通过工业增加值定基指数，我们首先计算得到去年一季度及之后的日均工业增加值，对今年日均工业生产的增速作出5.5%（延续去年的下滑趋势）、5.7%（去年年底增速）、6.0%、6.3%（赶工导致日均生产水平提高）的假设。同时，考虑到疫情影响仍有持续，我们假设5-6月合计损失0.5天，之后半年的时间区间内工业生产恢复正常，不再损失天数。在以上假设下，可以计算得到今年2-4季度的工业增加值累计、单月同比增速；简单采用一季度GDP增速与工业增加值的比例关系，估算得到今年之后各季度的GDP增速，在乐观情形下全年约3.2%。

全年发债规模超8.5万亿

以上测算仅考虑疫情对经济增长带来的影响，如何叠加稳增长政策的成果则需要下一步假设和估算：

首先，在财政发力的背景下，今年财政赤字规模比去年增加1万亿元，且全部转给地方，这意味着国债将延续去年的18300亿元，地方一般债则在去年9300亿元的基础上增长到19300亿元。其中国债我们以80%计入财政扩张，原因在于其中有一部分被作为债务还本付息、发行费用支出，难以对GDP产生贡献。此外，专项债3.75万亿、特别国债1万亿，共同构成了本次大规模的政府债券发行计划；

其次需要假设财政扩张转化为投资的比率。2019年7月财政部召开上半年财政收支情况新闻发布会，表示从资金支持领域看，地方新增债券中用于稳投资的支出超过60%，因此我们以60%作为假设；

此外，从投资到资本形成还有60%左右的折扣（根据最新数据，固定资产投资完成额/GDP固定资本形成总额为60%）。

综合以上步骤，2020财政扩张（包括国债、地方一般债和地方专项债）或使经济在去年基础上有1.2个百分点的加速，全年GDP增速中性条件下为4.2%。

图 1：工业增加值与 GDP 测算

不同核心假设（损失天数和日均增加值增速）工业增加值增速				
假设：单日增速	5.50%	5.70%	6%	6.30%
5-6月（合计损失0.5天）	4.64%	4.83%	5.13%	5.43%
7-9月（恢复正常）	5.50%	5.70%	6.00%	6.30%
10-12月（恢复正常）	5.50%	5.70%	6.00%	6.30%
乐观情形：工业增加值和GDP增速的季度预测				
	工业增加值		GDP增速（按照一季度两者变化比例折算）	
	单季	累计	单季	累计
Q2	4.85%	-1.50%	5.32%	-0.49%
Q3	6.15%	1.15%	6.51%	1.94%
Q4	6.15%	2.52%	6.51%	3.19%
悲观情形：工业增加值和GDP增速的季度预测				
	工业增加值		GDP增速（按照一季度两者变化比例折算）	
	单季	累计	单季	累计
Q2	4.48%	-1.70%	4.98%	-0.67%
Q3	5.60%	0.83%	6.01%	1.64%
Q4	5.60%	2.14%	6.01%	2.84%

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：财政扩张的拉动测算（%、亿元）

	赤字率假设	对应国债+一般债	其中的国债	其中的地方一般债	专项债规模假设	特别国债规模假设	带动GDP规模/前一年GDP	财政扩张导致的加速	原GDP测算（中性）	最终测算结果
2020年	3.6	37600.0	18300.0	19300.0	37500.0	10000.0	3.0	1.2	3.0	4.2
2019年	2.8	27600.0	18300.0	9300.0	21500.0	0.0	1.8			

数据来源：Wind，东方证券研究所

货币政策从松紧适度到灵活适度

财政扩张对经济增长的拉动主要依靠投资，而货币政策则起到了维护流动性的作用，尤其是在受到疫情冲击的背景下解决企业的短期困难，同时提振企业的投融资动力。

对比 2019 年的货币政策“稳健的货币政策要松紧适度。广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配……既要把握好货币供给总闸门，不搞‘大水漫灌’，又要灵活运用多种货币政策工具，疏通货币政策传导渠道，保持流动性合理充裕，有效缓解实体经济特别是民营和小微企业融资难融资贵问题，防范化解金融风险。深化利率市场化改革，降低实际利率水平。完善汇率形成机制，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，2020 年政府工作报告对于货币政策的表态更加积极，包括（1）将基调从“松紧适度”调整为“灵活适度”；（2）政策工具上明确指出要“综合运用降准降息、再贷款等手段”；（3）社融增速的目标由“与国内生产总值名义增速相匹配”调整为“引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年”；（4）高度强调服务企业，要求“创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行”。

虽然货币政策表态积极，但聚焦中小企业（大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于 40%）、以企业融资成本下降为目标（推动利率持续下行）的特征表明“定向”仍旧是货币政策关键词，对于经济增长来说，财政政策仍将扮演更加重要的角色。由于通胀下行，下半年货币政策相机抉择的空间较上半年要大，但这并不代表货币政策持续、全面的宽松：一方面，当前银行间流动性已经非常宽裕，5 月至今，R007、DR007 分别录得 1.46%、1.39%，持平于 2010 年以来最低点，另一方面，美联储长期以季度作为议息频率，以此作为参考，后续逐月连续降息的可能性不大。

风险提示

1、海外疫情发展加速导致外需超预期下滑，拖累国内净出口的风险；

4 月新出口订单 PMI 录得 33.5%，相比 3 月的 46.4%有大幅度滑落，和整体处在 50%以上的 PMI 指数背道而驰。目前出口交货值在整体工业销售产值中所占比例约 10%，考虑到工业增加值增速去年年底仅 5.7%，海外疫情导致的外需下滑确实会对生产造成不可忽略的影响。

2、贸易摩擦风险提升，影响供应链稳定的风险；

美国 5 月 22 日表示，继华为被列入之后，将在“实体清单”中增加 33 家中国企业和机构，意味着这些企业将无法与美国进行商业交易。贸易、科技等领域的摩擦升级，或将导致企业调整供应链布局，而这一调整又将提高自身成本。

3、企业家信心与消费者信心修复不足，稳增长政策落地效果不及预期的风险。

虽然政策持续落地，但最终着力点在于企业投资和居民消费。1 月央行贷款需求指数录得 66%，显著低于去年同期的 70.4%，表明企业投融资信心仍显不足；消费者信心指数来看，消费意愿细分指数 3 月录得 110%，低于 1 月 111%，也低于去年同期 114.1%，完全修复有待时日。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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_4955

