

前所未有的挑战，更大力度对冲

——0417 政治局会议解读

重要会议点评

财信国际经济研究院 伍超明宏观团队

伍超明 胡文艳 李沫 陈然

事件：中共中央政治局4月17日召开会议，分析国内外新冠肺炎疫情防控形势，研究部署抓紧抓实抓细常态化疫情防控工作；分析研究当前经济形势，部署当前经济工作（见表1）。

一、当前经济发展形势：两个“前所未有”

（一）当前经济发展形势：两个“前所未有”

在4月17日中共中央政治局会议（下文简称“0417会议”）公告中，两次提及“前所未有”：一是疫情的影响“前所未有”，即“今年一季度极不寻常，突如其来的新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击”；二是面临的发展挑战“前所未有”，即“当前经济发展面临的挑战前所未有，必须充分估计困难、风险和不确定性”。这在以往的会议中，这种表述也是前所未有的。

疫情对经济社会发展影响的严重性，现在全球均有共识和切身体会，因为疫情公共卫生危机，在性质上是一场有别于金融危机和“大萧条”的新型危机。疫情公共卫生危机的影响，正像高速公路上车速由120公里/小时降至0，对经济影响是“休克性”和全方位的，生产和需求同时萎缩；而金融危机和“大萧条”危机，社会供给没有问题，只是需求出现急速下降而已，正像高速公路上车速由120公里/小时降至60，经济不会出现休克，仅是减缓而已。因此，疫情影响短暂但大，金融危机影响长久但深远。但是，如果疫情公共卫生危机造成的影响导致经济危机，那么疫情公共卫生危机和经济危机会相互促进，影响程度将更大。

对于经济发展面临的挑战前所未有，原因较为复杂，下文予以单独解释。

（二）中国疫后可能面临更复杂的挑战

1、逆全球化存在加速的可能

这次疫情可能导致逆全球化的根源进一步强化。逆全球化之所以产生，主要原因在于全球化发展过程中出现工作机会减少、全球收入不平等加剧，导致贸易保护主义、单边主义的兴起。这次疫情对全球经济影响深远，根据IMF和世行预计，经济规模的恢

复大概率需要 2-3 年的时间。期间将导致失业率攀升，工作机会减少，贫富差距加大，为逆全球化提供给更多的土壤，贸易保护主义有可能进一步强化，与全球化相对立的“国家化”倾向将加强。

当前逆全球化的力量主要有两种，一种是来自欧洲的力量，另一种是来自美国的力量，但这两种逆全球化力量的性质有异。欧洲逆全球化主要源于反欧盟和排斥外国移民。欧盟东扩后，在经济增长压力下，内部高福利国家与较落后国家之间矛盾显现，再加上中东和北非战乱导致大量难民进入欧洲，原有居民就业机会减少、收入下降，并引发不同种族、宗教信仰之间的文化冲突加剧，排外浪潮、极右翼势力和恐怖主义兴起，但欧盟并不主张搞保护主义、单边主义和贸易战。而美国的逆全球化，主要缘起于新世纪后几次大事件的冲击，如“9.11”事件后国家安全观意识下的排外心理加剧，2008 年次贷危机后美国政府强化干预经济和加快制造业回流防止制造业空心化的决心加大，2011 年“占领华尔街”运动下暴露出贫富差距拉大的现实，由此导致美国采取提高关税搞重商主义、单边主义和打贸易战的措施，试图解决国内的就业和贫富差距拉大问题。

这次全球疫情大流行的冲击，全球各国经济增长和收入水平均将不同程度受到影响，不排除逆全球化加速的可能，民粹主义、民族主义等势力有可能抬头，我国面临的外围贸易环境挑战加大。正如 4 月 8 日政治局常委会会议强调的，“面对严峻复杂的国际疫情和世界经济形势，我们要坚持底线思维，做好较长时间应对外部环境变化的思想准备和工作准备”。

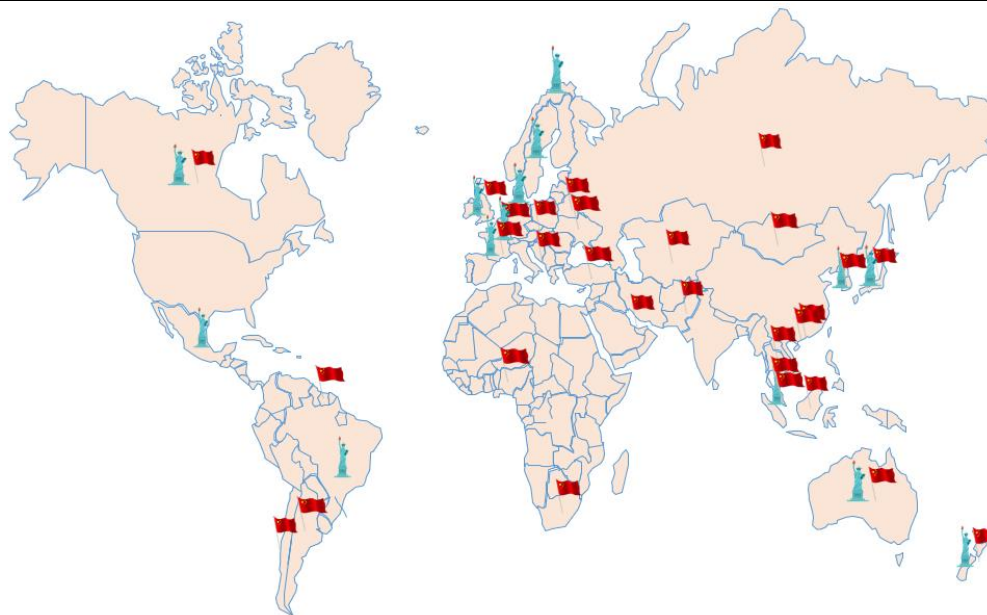
2、全球经济新秩序重构下的“脱钩”隐忧

在逆全球化背景下，近些年来美国政府发动贸易摩擦。在看似反对全球化的背后，美国政府反对的不是全球化本身，而是反对当前的经济全球化秩序。美国政府寄希望于重塑全球经济新秩序，打破现有经济全球化的利益格局，分裂美国政府眼中既得利益国家，进而重建有利于美国自身利益的全球化。因此，美国面临的并非短期经济问题，而是长期经济战略的调整，这种调整正是基于产业链争夺作为手段，实现制造业最终回流美国，完成美国再工业进程，重塑美国制造业辉煌。

重振美国制造业，始于美国总统奥巴马第二任期，特朗普总统上台后加快了这一进程。面对这次疫情冲击下的物资短缺和失业问题，美国再次鼓励海外制造业企业回流国内，试图摆脱对海外尤其是中国制造业的高度依赖。

在金融领域，疫情冲击下全球出现“美元荒”，3 月 15 日美联储联合加拿大央行、英国央行、日本央行、欧洲央行和瑞士央行宣布采取协调行动，利用现有货币互换额度为美元流动性提供支持；3 月 19 日美联储宣布与另外 9 家中央银行建立临时美元流动性互换安排，其中，美联储与澳大利亚、巴西、韩国、墨西哥、新加坡和瑞典各自达成不超过 600 亿美元的互换安排，与丹麦、挪威和新西兰各自达成 300 亿美元的安排（见图 1）。但这次全球美元供给体系中，没有全球第二大经济体、全球最大外汇储备国、全球一度持有美国国债最多国家中国的参与，显然不利于全球美元荒的解决，反映出美元与人民币脱钩的隐忧。

图 1：与中国和美国分别签订货币互换协议的国家



资料来源：根据新闻整理，财信研究院

注释： 、 图例分别代表美国和中国。

3、疫情大流行下全球大放水，为下次危机积累了更多的弹药

2008 年全球金融危机以来，欧美日等主要经济体持续量化宽松政策，释放了大量流动性，但由于经济结构调整迟滞，劳动生产率不升反降，导致这些流动性没有更多地流入实体经济，最终推升了美欧日等股市长达十余年的繁荣。

缺乏实体经济支撑的股市，面对这次疫情的冲击，调整幅度和速度也远远超过 2008 年金融危机。为对冲疫情影响，全球再一次释放大量流动性。如果不加快实体经济结构调整，将资金引导流入实体企业，提高劳动生产率，那么这些过剩的流动性将再次推升资产价格，加剧已经严重的债务负担，提高金融脆弱性，为下一次危机累积更多的“弹药”。因此，疫后全球各国将再一次面临加快经济结构调整重任，但这一过程充满了不确定性，对我国发展环境构成挑战。

（三）对策：坚定实施扩大内需战略，扎扎实实做好自己的事

面对两大前所未有的挑战，4 月 15 日国务院金融稳定发展委员会认为，“目前外部风险大于内部风险，宏观风险大于微观风险，在这样的形势下，关键在于加大逆周期调节力度，扎扎实实做好自己的事”。“0417 会议”提出坚持稳中求进工作总基调，“坚持以改革开放为动力推动高质量发展”，“坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局”。在“世界经济下行风险加剧，不稳定不确定因素显著增多”的背景下，以更大宏观政策力度扩内需，做好自己的事，成为理性选择。

二、下一步经济发展：“六稳”+“六保”

（一）“六稳”+“六保”逻辑：疫情冲击前所未有，完成小康目标

针对下一步经济发展思路，“0417会议”指出“加大‘六稳’工作力度，保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”。该表述较以往出现两个明显变化：一是“六稳”工作由“0327政治局会议”的“全面做好”变为“加大”力度；二是在“六稳”的基础上，新增“六保”。

“六稳”+“六保”的组合，反映出疫情对经济的冲击前所未有，稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期的难度均有所增加，因此需要加大政策对冲力度；同时，新增“六保”进一步指明了政策的着力点，即保障基本生产生活稳定，且“保”相比“稳”强调的程度更深、力度更大，意味着“六保”是所有政策的重中之重。需要指出的是，“六稳”和“六保”中唯一有交叉且均排名第一的，是就业问题，预计抗疫特别国债将在就业上做足文章。

另外，会议指出“确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会”，表明上述两大任务今年都要实现。其中，脱贫攻坚和小康社会目标的前后顺序出现调换，即“0327政治局会议”相应内容为“确保实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务”，这意味着偏向社会稳定的“六保”目标具有优先性。

（二）如何实现小康社会目标：稳是大局，更大力度对冲

工作总基调依旧为“坚持稳中求进”。会议强调“稳是大局”，所有工作开展的前提是“必须确保疫情不反弹”，稳的内涵表现为“稳住经济基本盘，兜住民生底线”，表明在坚持底线思维中，对经济增速的考量已有所淡化。另外，在稳的基础上，会议指出“培育壮大新的增长点增长极，牢牢把握发展主动权”，意味着国内经济结构转型升级的大方向并未发生改变，仍是大势所趋。

政策总思路强调“要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响”。相比“0327政治局会议”中“要加大宏观政策调节和实施力度”的表述，本次会议释放的逆周期调节加码信号更为强烈。预计近期将会有一揽子宏观对冲政策措施加快落地，策略上或坚持“财政政策为主，货币政策为辅”的思路，财政政策在未来的宏观调控中将挑大梁。

三、财政政策：提赤字率+发抗疫特别国债+增专项债+提资金效率

与“0327政治局会议”一致，财政赤字率、特别国债、专项债依然是财政政策更加积极有为的三大手段，同时赤字率表述上删除了“适当”二字，并首提“抗疫特别国债”和“提高资金使用效率”。

（一）特别国债：仅限于抗疫用途

本次会议明确指出“发行抗疫特别国债”，其中“抗疫”定位，表明未来这部分资

金主要用于帮扶救助受疫情冲击最大的两大经济主体，即中小微企业和家庭，预计资金大概率不会流向基建领域。

特别国债“抗疫”的核心，在于最大限度降低疫情损失，同时积极扩内需，统筹疫情防控和社会经济发展目标。在具体措施上，预计一方面加大对受疫情冲击严重地区如湖北省、严重企业如中小微企业、个体户和外资企业等精准帮扶力度，加大减税降费、退税退费和融资贷款贴息等力度，稳定企业基本盘，减缓投资增速下降幅度，稳定外贸；另一方面加大对受疫情影响家庭的转移支付和补贴力度，提高居民收入和消费能力，加大财政在就业培训方面的支持。

在抗疫特别国债的具体操作上，将借鉴国内两次特别国债发行经验，将资金精准投放至家庭和企业部门，帮助它们渡过难关。在政策强有力的支持下，未来实体经济恢复有望进一步加快。

（二）刺激规模预测

在国内外疫情叠加冲击下，一季度 GDP 同比下降 6.8%，创下 92 年以来前所未有的负增长，因此要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响。建议提高财政赤字率提高至 3.5% 以上，并调整优化财政支出结构，压减一般性支出比例，提高资本性支出比重，提高财政资金使用效率；发行抗疫特别国债规模 2 万亿元以上，并主要用于帮扶受疫情冲击较大的家庭和中小微企业；增加专项债额度至 3.5-4 万亿元，并扩大专项债投资领域和提高可用做资本金比例，在全部投向基建的基础上放大财政乘数。

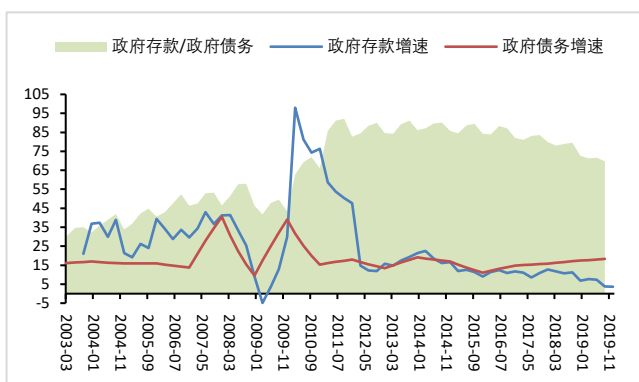
（三）当前资金使用效率亟待提高

财政“提高资金使用效率”可以从两方面入手：一是盘活政府存量资金；二是提高基建项目投资效率。

当前政府部门资金淤积程度较高，亟待进一步盘活，提高资金使用效率。一个部门的存款/债务比可以表示部门的资金使用效率，若比值较高，表明部门债务没有转化为有效投资，而是淤积在内部，资源利用效率较低，反之则相反。如果用“财政存款+机关团体存款”表示政府部门存款，发现 2009 年以来我国政府部门存款/债务比出现大幅提高，且长期维持在 70% 以上的高位水平（见图 2），表明后金融时代政府杠杆资源未被有效利用，很大一部分变为“沉睡资产”，政府部门资金淤积程度较高。

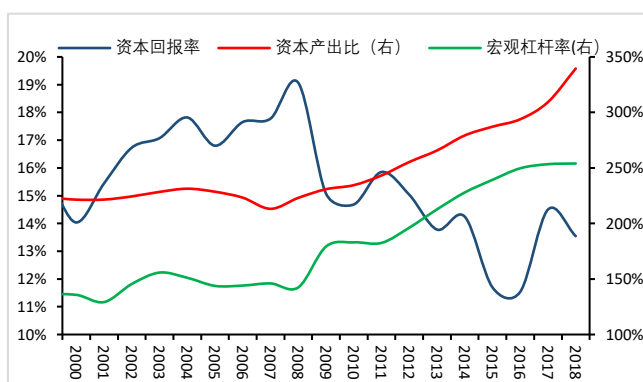
新基建可助力传统基建提高效率。2008 年以来，我国宏观杠杆率攀升和资本回报率下降（2017 年提高是去产能政策下产价格上涨带来的）同时存在（见图 3），反映出社会资源向低效部门集聚，主要原因之一在于政府主导的投资效率较低，存在大量的重复、过度、盲目投资现象。2020 年为对冲疫情影响，基建再次成为地方政府稳增长的主要抓手，但需特别警惕低效率基建项目，避免“四万亿”过度刺激重演。建议以新基建为着力点，促传统基建转型升级，提高基建项目效率的同时助力稳增长。

图 2：政府部门杠杆资源利用程度不足



资料来源：WIND，BIS，财信研究院

图 3：后金融时代杠杆率攀升的同时资本回报率下降



资料来源：WIND，财信研究院

四、货币政策：首提“降息”，扩流动性也是应有之义

“0417 会议”指出，“稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上”。

（一）降利率：首提“降息”

“降息”表述为年内首次提及。对其内涵的理解，我们认为主要有两点：一是存款基准利率下调的概率大幅提升。“降息”表述与以往单纯释放下调 OMO、MLF、LPR 利率的信号有所不同，“降息”表述主要对应于降低贷款基准利率或存款基准利率，其中前者已基本通过 LPR 改革而不再保留，因此本次会议所指大概率为后者。二是贷款政策利率也将下调。预计 4 月 20 日 1 年期 LPR 大概率会下调 20BP，且不排除央行近期进一步下调 OMO、MLF 利率，继续引导贷款市场利率下行。如年内前几次政治局会议、国务院常委会提及“引导贷款市场利率下行”后，央行降息操作也在不久之后推出。

对于下调存款基准利率，实质上是让居民和企业分摊一定抗疫成本，形成居民、企业、银行、政府共同应对疫情的合力。如果下调存款基准利率，居民和企业存款的利息收入会减少，但通过这种方式，有利于降低银行负债端成本，增加其信贷供给能力与意愿，加大金融对实体经济的支持力度。3 月份国内金融机构存款余额约 200 万亿，若下调存款基准利率 25BP，可降低银行负债端长期成本约 5000 亿元。

（二）增流动性：降准、再贷款

“量”的方面，继续降准、增加再贷款也是应有之义。一方面，降准能有效缓解银行面临的“三大约束”，增强其信贷供给能力和意愿，为支持实体经济和配合财政发力提供重要支撑，预计随着国内经济活动加快恢复、刺激政策效用显现，国内流动性需求或明显增加。另一方面，增加再贷款体现了货币政策的定向性精准滴灌，有利于引导资金用于支持中小微企业，帮扶受疫情冲击较大中小企业渡过难关，稳住更多主体“基本盘”，稳定就业大局；同时也体现了对宏观杠杆率、物价、金融风险等因素的考量，有利于减少流动性总量过多带来的后遗症。

五、积极扩内需

（一）消费：适当增加公共消费，既可扩大居民消费又能补短板

“0327 政治局会议”首次提出要“合理增加公共高消费”，“0417 会议”再次提及“适当增加公共消费”。

为什么要增加公共消费？消费包括居民消费和公共消费，后者又包括政府自身消费和社会性消费。政府自身消费主要指国家行政管理和国防方面的消费，社会性消费指科学、文化教育、卫生保健、环境保护、城市公用事业和各种生活服务等方面的消费。当前我国存在居民消费率降低，公共消费率水平偏低，尤其是社会性消费偏低的问题（见图 4 和 5），疫情冲击下社会性消费短板凸显。

长期以来，我国财政收入在 GDP 中的比重，明显高于公共消费率（见图 4），表明大部分财政资金用于投资，没有用于消费，这与我国地方政府追求投资拉动经济增长的方式紧密相关。而在政府部门的消费结构中，用于政府自身消费的比重相对稳定，在财政收入或支出中比重达到 20-25%，远高于发达经济体自身消费占财政收入 2-10% 的水平。因此，公共消费率的下降，主要是社会性消费率的降低。正是社会性消费率的偏低，导致社会公共服务偏少，居民收入中用于医疗、教育等方面的支出偏高，看病难、看病贵、上学难、上学贵等现象凸显，限制了居民消费，公共消费率对居民消费率产生“挤出效应”。

增加公共消费尤其是补社会性消费短板，能提高公共消费率和增加公共服务，居民原来用于教育、医疗等方面的开支，将转化为其他方面的消费，居民部门的消费率将提高，公共消费将对居民消费产生“挤入效应”。

图 4：居民消费率下降，公共消费率偏低

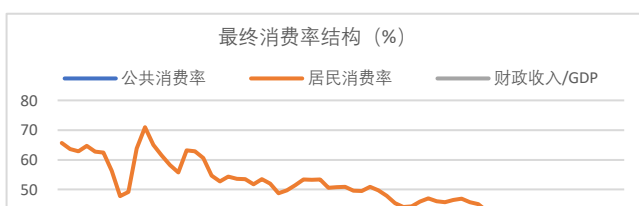
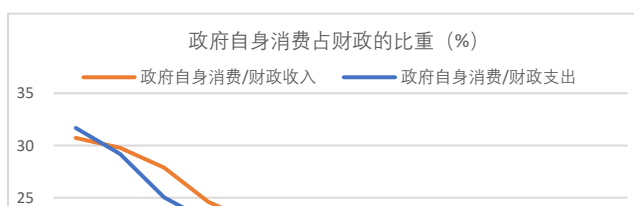


图 5：政府自身消费相对稳定



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_5714

