



证券研究报告·宏观研究报告
2020年3月31日

首创宏观“茶”： 政治局会议加大对冲力度，扩内需着力于基 建与消费

——3月27日政治局会议点评

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

主要观点：

- 3月27日中共中央政治局召开会议，分析国内外新冠肺炎疫情防控和经济运行形势，研究部署进一步统筹推进疫情防控和经济社会发展工作。我们点评如下：
- 一、327政治局会议“加大宏观政策对冲力度”，符合我们的预期；
- 二、海外疫情拐点难现，疫情防控必须走国际合作之路；
- 三、实现GDP增速翻番的目标需要逆周期政策全力配合；
- 四、加大宏观政策调节和实施力度，财政为主货币为辅；
- 五、扩大内需着力于基建与消费；
- 六、物价形势总体可控，但应关注海外风险。

目录

一、327 政治局会议“加大宏观政策对冲力度”，符合我们的预期.....	3
二、海外疫情拐点难现，疫情防控必须走国际合作之路.....	3
三、实现 GDP 增速翻番的目标需要逆周期政策全力配合.....	4
四、加大宏观政策调节和实施力度，财政为主货币为辅.....	5
五、扩大内需着力于基建与消费.....	6
六、物价形势总体可控，但应关注海外风险.....	7

事件：3月27日中共中央政治局召开会议，分析国内外新冠肺炎疫情防控和经济运行形势，研究部署进一步统筹推进疫情防控和经济社会发展工作。

点评：

一、327 政治局会议“加大宏观政策对冲力度”，符合我们的预期

与以往的政治局会议不同，327政治局会议具有较强的国际背景：一是海外疫情加速蔓延，在冲击各国经济的同时，对全球供应链形成威胁；二是在沙特举行的G20峰会在公报中提出，为应对新冠肺炎疫情的冲击，计划启动5万亿美元的经济计划，并支持各国央行促进金融稳定和增强全球市场的流动性。327政治局会议的国内背景是，“我国疫情输入压力持续加大，经济发展特别是产业链恢复面临新的挑战”。值得注意的是，习近平总书记在G20峰会讲话中指出，“疫情对全球生产和需求造成全面冲击，各国应该联手加大宏观政策对冲力度，防止世界经济陷入衰退”，“要实施有力有效的财政和货币政策”。在以上背景下，按惯例在4月中下旬举行的政治局会议，提前至3月27日举行，分析国内外新冠肺炎疫情防控和经济运行形势，研究部署加大宏观政策调节和实施力度，确保实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务。

值得一提的是，327政治局会议提出“加大宏观政策对冲力度”，符合我们的预期。3月中旬，市场对是否要加大宏观政策调节和实施力度产生分歧，究其原因有三点：一是彼时海外疫情持续爆发利空出口；二是3月12日李克强总理在国常会上提到，“只要今年就业稳住了，经济增速高一点低一点都没什么了不起的”；三是在美联储超预期降息之后，央行未跟随下调MLF利率。彼时恰逢公布2月经济数据，我们在《2月经济数据点评：稳就业压力加大，更大力度的对冲政策不会缺席（20200317）》中认为，“1季度GDP增速大概率录得史上首个负增长”，并认为“如不放松约束条件，2020年经济目标大概率难以实现”，在此基础上，从稳就业这一民生问题出发，明确提出“预计3-6月更大力度的对冲政策不会迟到，更不会缺席”的判断。

二、海外疫情拐点难现，疫情防控必须走国际合作之路

海外疫情走势是目前宏观经济以及A股市场的主线之一。327政治局会议认为“境外疫情呈加速扩散蔓延态势”。我们认为短期之

内海外疫情难见拐点。首先，截至北京时间3月30日16时，全球确诊新冠肺炎693224例，死亡33106例，目前全球已有202个国家地区出现新冠肺炎病例，中国以外新冠肺炎确诊超过61万例，其中，当日新增确诊病例持续攀升。其次，武汉防控的经验是“应收尽收，应治尽治”，但是受医疗资源的限制，目前部分国家新冠肺炎患者尚实行居家隔离，而新冠肺炎传染性极强，轻症患者居家隔离是重要的传染源。最后，非洲地区人口众多，且医疗资源极端匮乏，可能是未来新冠肺炎疫情的重灾区。截至北京时间3月31日1时，非洲大陆新冠肺炎累计确诊病例数达到5026例，累计死亡病例157例，疫情涉及46个国家。预计在1周之内非洲确诊病例将超过1万例，非洲大概率成为未来新冠肺炎疫情新的“震中”。

目前，部分欧洲国家的确诊规模超过此前湖北省的确诊规模，如意大利确诊101739例，西班牙确诊85199例，德国确诊66711例。湖北省的疫情之所以能够得到控制，主要是因为举全国之力，采取“一省包一市”的方式。但是对于欧洲中等人口规模的国家而言，医疗资源有限，难以应对大规模爆发的疫情，更别提人口规模较小，医疗水平较低的国家。此次G20峰会对所有国家，特别是发展中国家和最不发达国家表示关切，承诺将向这些国家提供技术、物资和人道主义资金方面的援助。上文我们认为非洲大概率成为未来新冠肺炎疫情新的“震中”。从全球的角度看，只有补齐发展中国家和最不发达国家在疫情控制上的短板，才能在根本上控制住疫情在全球的蔓延。这也是G20峰会提出“要推进疫情防控国际合作，同世界卫生组织深化交流合作，继续向有关国家提供力所能及的帮助”的原因。与之相呼应，327政治局会议提出“要密切跟踪和分析全球疫情走势”，“要推进疫情防控国际合作，同世界卫生组织深化交流合作，继续向有关国家提供力所能及的帮助”。

三、实现 GDP 增速翻番的目标需要逆周期政策全力配合

如果年初未发生新冠肺炎疫情，要实现全面建成小康社会、打赢脱贫攻坚战和“十三五”规划目标，在统计局上修2018年GDP的背景下，2020年GDP增速需要达到5.5%以上。受新冠肺炎疫情冲击，2月产需两方面的主要经济指标均“断崖式”下跌，此外，从高频数据、复工率，以及PMI指数走势看，3月工业增加值当月同比大概率还是负增长，这就意味着1季度GDP增速大概率负增长。预计2季度GDP增速在1季度的基础上有较大幅度好转，但是依旧不会太乐观，这一判断的依据有三点：首先，“我国疫情输入压力持续加大，经济发展特别是产业链恢复面临新的挑战”；

其次，政治局会议两提“防控常态化”，一是“要健全低风险地区及时发现、快速处置、精准管控、有效救治的常态化防控机制”，二是“要在疫情防控常态化条件下加快恢复生产生活秩序”，防控常态化大概率降低经济活动效率，包括资源配置效率；再次，目前湖北省尚未复工复产，“要在做好疫情防控的前提下，支持湖北有序复工复产”，而湖北省GDP在全国GDP中的占比约为4.6%。展望3季度，在海外疫情拐点未现的背景下，参照我国的经验，海外在3季度经济活动尚不能完全恢复，因此3季度出口大概率还将承压。展望4季度，中性估计4季度GDP增速有可能恢复正常。在以上分析的基础上，我们认为“努力完成全年经济社会发展目标任务，确保实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务”，需要逆周期宏观政策的全力配合。

四、加大宏观政策调节和实施力度，财政为主货币为辅

在实现2020年经济目标面临较大难度的背景下，327政治局会议指出，“要加大宏观政策调节和实施力度”，“要抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施”。这里面有三个关键词组：第一个是“抓紧研究”，表明在“疫情防控取得阶段性重要成效”的背景下，中央迫切需要经济增长走上正轨，“抓紧研究”预示后期政策出台速度将加快，力度将加大，如3月30日央行超预期下调OMO利率20个基点；第二个是“积极应对”，意味着要充分发挥主观能动性，创造条件拉动经济增长，实现预定目标；第三个是“一揽子”，表明此次逆周期调节不是单个政策的“单线作战”，而是要有序推出系列组合政策，实现财政政策、货币政策以及就业政策的良性协调与互动。

在财政政策方面，327政治局会议指出，“积极的财政政策要更加积极有为”，主要措施有三条，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。值得注意的是，在327政治局会议上，财政政策的基调发生“质”的变化。回溯2019年12月中旬召开的中央经济工作会议，彼时强调“积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生”。12月26日召开的全国财政工作会议，指出“认真贯彻‘以收定支’原则，加大优化财政支出结构力度，坚持政府过紧日子，切实做到有保有压”。2月16日财政部刘昆部长在《求是》杂志发文称，今后一段时间，财政整体上面临减收增支压力，财政运行仍将处于“紧平衡”状态。在宏观经济下行压力加大，减税降费持续推进，叠加新冠肺炎疫情导致财政整体上进一步面临减收增支压力，2020年财政运行“紧平衡”状态大概率被打破。此次财

政政策对冲的力度极大：一是财政赤字率大概率突破3.0%的隐性上线，上升至3.5%左右；二是出台了历史上仅出现2次的特别国债，第一次是在1998年为补充银行资本金，财政部向四大国有银行定向发行2700亿元特别国债，第二次是在2007年为购买外汇作为中投公司的资本金，财政部发行2000亿美元特别国债。

货币政策方面，327政治局会议指出，“稳健的货币政策要更加灵活适度”，具体而言，在价格方面引导贷款市场利率下行，在数量方面保持流动性合理充裕。在3月30日央行超预期下调OMO利率20个基点的背景下，预计在4月17日续作2000亿MLF时，央行大概率下调MLF利率10-20个基点，且在4月20日确定性下调1年期LPR报价，考虑到OMO下调幅度较大，不排除下调5年期LPR报价的可能。在数量方面，在1月与3月两次下调法定存款准备金率的背景下，3月22日央行陈雨露副行长在国新办发布会上表示，要分阶段把握货币政策的力度、节奏和重点，实现M2和社会融资规模增速与名义GDP增速基本匹配，并且可以略高一些，预计2020年还将下调法定存款准备金率2-3次，M2同比大概率上行至9.0%之上，社会融资规模存量同比大概率上行至11.0%之上。

五、扩大内需着力于基建与消费

2月12日政治局常委会提出要“积极扩大内需、稳定外需”。彼时海外尚未爆发疫情，总需求方面内需与外需“两条腿”走路，但是重心放在积极扩大内需上，同时兼顾稳定外需。随着海外疫情的不不断恶化，327政治局会议提出要“有效扩大内需”，“要加快释放国内市场需求”，但并未直接提及外需，只提到“要加强国际经贸合作，加快国际物流供应链体系建设，保障国际货运畅通”。从327政治局会议的精神看，扩大内需的主要抓手有两个，一是基建投资，二是消费。基建投资方面，通稿虽然未直接提及基建投资，但是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等财政措施，均有可能为基建投资提供资

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_6163

