

4 月份宏观月报

对缓冲疫情负面冲击政策的几点思考

■ 核心观点

第一，3.27 政治局会议分析了国内外疫情形势，并对国内未来政策做了部署。会议明确提出，财政政策要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；货币政策引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕。尽管尚未部署具体细节，但会议对宏观政策的表态仍然体现了政府将全力应对经济压力的态度，预计更细致具体的政策要等待两会或 4 月政治局会议的部署。

第二，在刺激总需求时，财政政策应该更加宽松，货币政策保持偏宽松态势，但没必要像美联储那样大幅降息宽松。降低中小企业的破产率，缓解全球供应链中断风险，确保不发生大规模失业，应该是政策发力的底线。

第三，财政政策将积极发力，预计 2020 年财政赤字率有望达到 3.5% 左右，地方政府专项债达到 3.5 万亿，发行特别国债 1 万亿。货币政策全年保持偏宽松态势，降低贷款利率是央行的主要任务，但不会出现“大水漫灌”，维持货币政策正常化的空间以及防范系统性金融风险仍是央行的中长期目标。操作工具上，我们倾向于优先选择降准和 SLF-MLF 层面的降息，存款基准利率是备用的政策工具选择。

第四，疫情蔓延期间海外经济停摆，导致外需萎缩与部分产业链断裂的风险。疫情结束后，不排除各国考虑修复本国产业链完整性，以降低对他国的依赖程度，届时全球民粹主义和贸易保护主义可能再次抬头，可能加速我国部分外资和产业链外移。因此，我国如何稳定外贸基本盘，防止大量外贸企业破产，并化危为机抢占市场份额至关重要。

本月市场重点

■ 政治局会议部署未来政策：疫情防控常态化，加快恢复生产生活，加大政策调节力度

3 月 27 日，中共中央政治局召开会议，对国内外疫情形势和国内未来政策做出部署。总体形势认为国内外疫情防控和经济形势正在发生新的重大变化，境外疫情呈加速扩散蔓延态势，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。会议强调，要在疫情防控常态化条件下加快恢复生产生活秩序。未来的政策要求，要加大宏观政策调节和实施力度，抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施，这意味着很多政策还处在研究中。会议明确提出，财政政策要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；货币政策引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕。2020 年国内经济本身存在一定下行压力，疫情的冲击又使得情况更加严峻。尽管此次政治局会议尚未部署具体细节（往年经验显示 2、3 月政治局会议对经济议题讨论较少），但对宏观政策的表态仍然体现了政府将全力应对经济压力的态度，预计更细致具体的政策要等待两会或 4 月政治局会议的部署。

■ 对缓冲疫情负面冲击政策的思考：财政更加积极，货币保持宽松，稳定外贸基本盘

疫情会对 2020 年中国和全球宏观经济增长带来巨大的负面冲击，这需要逆周期调控政策进行一定程度的对冲。**降低中小企业的破产率，缓解全球供应链中断风险，确保不发生大规模失业，应该是政策发力的底线。**货币政策保持偏宽松态势，但没有必要完全跟随以美联储为代表的海外央行进行大规模的宽松，在稳增长的同时兼顾防风险的目标，避免过去几年金融强监管取得的成效功亏一篑。财政政策应该成为稳增长的主要手段，提高赤字率、提高专项债规模、发行特别国债以及发挥政策性金融准财政的功能。具体如下：

随着企业复工复产基本完成，国内宏观调控政策的重心也将转为扩大总需求，这意味着财政政策和货币政策的宽松力度有望增加。我们认为在刺激总需求时，财政政策应该更加宽松，货币政策保持偏宽松态势，但不必要像美联储那样实施过大幅度降息的宽松政策。这主要是由于：其一，本次疫情对中小企业的负面冲击最大。一方面中小企业大多分布在零售、餐饮、休闲娱乐、加工贸易等受疫情冲击较大的行业，另一方面中小企业复工复产进度较慢，可维持经营的现金流有限，大规模破产的风险较高。面对中小企业的负面冲击，更需要发挥财政政策针对性的减税降费、缓交社保等措施进行定向扶持，帮助其渡过难关。我国的中小企业一直存在着融资难融资贵的问题，货币政策大幅的宽松并不能解决这些结构性问题，还可能会带来宏观杠杆率进一步攀升和金融系统性风险上升。其二，我国金融市场波动较小，受海外冲击有限，不存在流动性风险；而且当前 DR007 持续低于政策利率，银行间市场流动性较为充裕。其三，货币政策的大幅宽松可能会导致最近几年调结构、防风险取得成绩功亏一篑，也会大大压缩未来宏观调控的政策空间。

根据政治局会议表态，**财政政策发力将会通过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手段。**我们预计 2020 年财政赤字率有望达到 3.5% 左右，地方政府专项债达到 3.5 万亿，发行特别国债 1 万亿。其中，发行特别国债是本次政治局会议的新提法。回顾历史可知，我国曾经两次发行特别国债，一次是 1998 年发行 2700 亿元为四大国有银行补充资本金，另一次是 2007 年发行 1.55 万亿元为中投公司注资。2020 年可能会发行抗击疫情特别建设国债，用于补充公共医疗短板以及为重大基础设施建设项目融资，发行方式上可能为大型银行申购，央行降准（或定向降准）资金支持。此外，**政策性金融可能发挥的逆周期调控作用也不容忽视。**

货币政策方面，展望全年，货币政策仍将保持偏宽松态势，降低贷款利率和企业的融资成本是央行的主要任务，但不会出现“大水漫灌”，维持货币政策正常化的空间以及防范系统性金融风险仍是央行的中长期目标。操作工具上，我们倾向于优先选择降准和 SLF-MLF 层面的降息，存款基准利率是备用的政策工具选择。3 月 30 日央行重启逆回购并下调逆回购利率 20bp，而并非像市场此前预期的下调存款基准利率，既体现了央行引导市场利率下行、保持流动性合理充裕的意愿，又展现了国内货币政策的定力。

最后，在海外疫情蔓延期间，**如何稳定外贸基本盘，防止大量外贸企业破产，并化危为机抢占市场份额至关重要。**2020 年 1-2 月份，我国出口大幅下滑主要源于国内疫情导致企业无法按时交付订单，外需保持相对稳定。自 3 月份以来，疫情在海外加速蔓延，中性判断海外疫情在今年二季度难以结束，海外经济的停摆一方面导致外需急剧萎缩，另一方面导致部分产业链出现断裂风险，尤其是加工贸易行业。**海外疫情结束之后，全球民粹主义和贸易保护主义可能会再次抬头，不排除很多国家会考虑加强本国产业链的完整程度，尽量降低对其它国家的依赖程度，这会加速我国部分外资和产业链转移。**因此，如何稳定外贸基本盘，防止大量外贸企业因订单大幅下滑不破产至关重要。一旦海外疫情逐渐好转，外需回暖，我国外贸企业可以利用海外不同国家的疫情错位提前抢占市场份额。

图表1 宏观经济数据预测表

	实现值			预测值		
	2019	2019Q4	2019-12	2020-3	2020-Q1	2020E
经济增长						
GDP 同比 (%)	6.1	6.0	-	-	-3.0	3.3
工业增加值同比 (%)	5.7	5.9	6.9	-5.0	-11.7	0.5
固定资产投资累计同比 (%)	5.4	5.4	5.2	-8.5	-8.5	4.7

名义消费同比 (%)	8.0	7.7	8.0	-6.0	-13.3	1.5
出口同比 (%)	0.5	2.6	7.9	-14.6	-15.9	-10.0
进口同比 (%)	-2.7	1.9	16.5	-9.7	-6.8	-15.0
贸易盈余 (亿美元)	4219	1274	472	185.9	114.9	4834.6
通货膨胀						
CPI 同比 (%)	2.9	4.3	4.5	5.0	5.2	3.9
PPI 同比 (%)	-0.3	-1.2	-0.5	-1.5	-0.6	-3.0
货币信贷						
M2 同比 (%)	8.7	8.7	8.7	8.6	8.6	8.9
1 年期存款利率 (%)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.25
存款准备金率-大型机构 (%)	13.0	13.0	13.0	12.5	12.5	11.0
人民币兑美元汇率中间价	6.98	6.98	6.98	7.04	7.04	6.70

资料来源: WIND, 平安证券研究所

上月重点宏观动态

■ 央行定向降准

事件描述: 3月13日, 中国人民银行决定于2020年3月16日实施普惠金融定向降准, 对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点。在此之外, 对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点, 支持发放普惠金融领域贷款。

点评: 此次定向降准释放长期资金5500亿元, 是对3月11日国常会部署的具体落实。展望后市, 我国货币政策仍将延续宽松, 全年仍将有1-2次降准。短期操作上, 3月份MLF利率仍将可能下调5-10个BP, 推动3月20日LPR报价利率的下行。4月份无论全球还是国内疫情形势都将更为明确, 也可以综合评估疫情对宏观经济负面影响的程度, 是观察存款基准利率是否会下调的重要时间窗口。适当放松“三档两优”, 加大对中小微企业复工复产的融资支持。本次疫情对中小微企业负面冲击更大, 复工复产节奏较慢。根据工信部最新统计, 全国除湖北外的规上工业企业平均开工率超过95%, 企业人员平均复岗率约为80%, 但中小企业开工率只有60%左右。通过适当放松“三档两优”考核, 加大对中小企业的信贷支持, 有助于缓解中小企业的资金断裂风险, 是当前稳增长的重要举措。

■ 国务院印发《关于应对新冠肺炎疫情影响强化稳就业举措的实施意见》

事件描述: 3月20日, 国务院办公厅印发《关于应对新冠肺炎疫情影响强化稳就业举措的实施意见》。《意见》提出五个方面政策措施。一是更好实施就业优先政策。二是引导农民工安全有序转移就业。三是拓宽高校毕业生就业渠道。四是加强困难人员兜底保障。五是完善职业培训和就业服务。

点评: “稳就业”在“六稳”中居于首要地位, 当前正大力实施就业优先政策。2月全国城镇调查失业率录得6.2%, 为该指标发布以来的最高值, 受疫情防控影响, 2月份企业复工复产较慢, 使得失业率有所上升。为此, “稳就业”最关键的还是要通过“稳增长”, 通过企业加快复工复产进度来配合, 尤其是重大工程项目和制造业、建筑业、物流业、农业和服务业等保就业重点行业的复工复产, 提高“稳就业”在有序复工复产中的优先级别。此外要加大农民工、高校毕业生等重点群体的稳就业政策力度, 通过农民工“点对点、一站式”返岗复工服务以及信息互认机制来促进农民工返岗, 通过在企事业单位中优先安排应届毕业生就业来支持高校毕业生就业, 通过稳岗补贴减轻企业吸收就业的负担, 同时重视困难人群就业。预计随着后续复工复产加快, 疫情得到控制的地区服务业逐步恢复, 就业优先政策开始发挥效用, 城

镇调查失业率将有所下降。

■ G20 峰会宣布 5 万亿刺激计划

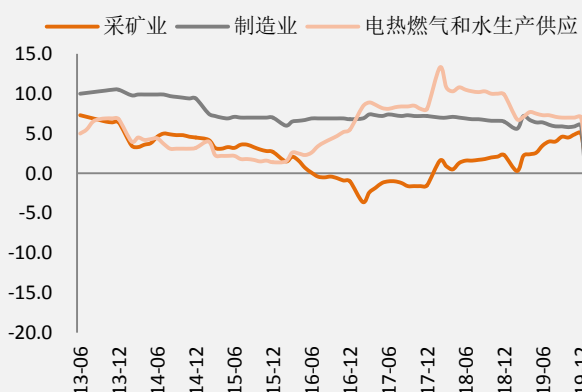
事件描述: 3 月 26 日, G20 举行第二场“基础工作会议”。据新华社报道, G20 当日宣布, 向全球经济注入超过 5 万亿美元资金, 以应对新冠肺炎疫情及其影响。声明说, G20 承诺竭尽所能, 动用现有一切政策工具, 以最大程度降低此次大流行病对全球经济和社会造成的损害, 恢复全球增长, 维持市场稳定并增强经济韧性。G20 将努力确保重要医疗用品、关键农产品和其他商品和服务的正常跨境流动, 并努力解决全球供应链中断问题。

点评: 本轮 G20 峰会在经济政策方面可能达成财政货币双宽松以维持增长的共识, 上世纪 30 年代美国经济大萧条时期, 由于世界各国货币政策不同步, 导致世界各国货币相继贬值, 加剧了金融危机的影响。因此, 我们预计未来一段时间之内, 海外各国央行货币政策会较为同步地进行政策调整, 力度也相对统一。对于国内而言, 海外的宽松政策会增加我国货币政策的空間, 且由于我国疫情拐点已过, 供给逐渐恢复, 交通运输不便与居民恐慌性囤货造成的物价上涨缓解, 货币政策的空間进一步加大。在稳就业压力增大的情况下, 我国货币政策可能会在已有的结构性宽松上加大力度, 并考虑采用总量宽松的方式刺激总需求, 降准、降息甚至下调存款基准利率均可期。

月度经济数据预测

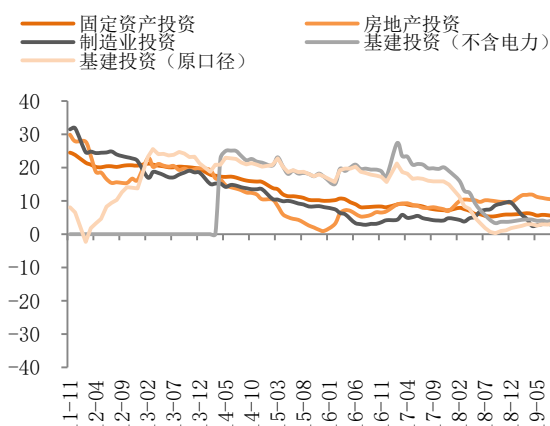
■ 工业: 预计 3 月工业增加值-5%

3 月, 工业增加值有望边际回暖, 但恐仍将维持弱势。高频数据上, 粗钢产量同比扩张至 13.92%, 高炉开工率也扩张至 64.75, 说明随着复工复产进度加快, 生产与需求均有边际回暖的倾向, 但 6 大发电集团日均耗煤量同比跌幅扩大 1.4 个百分点至-26%, 工业整体依旧未能整体恢复。随着国内重大项目逐渐开工, 海外疫情出现拐点, 工业增加值有望进一步改善, 但短期内工业增加值恐难有强劲表现。短期预计 3 月工业增加值-5%。



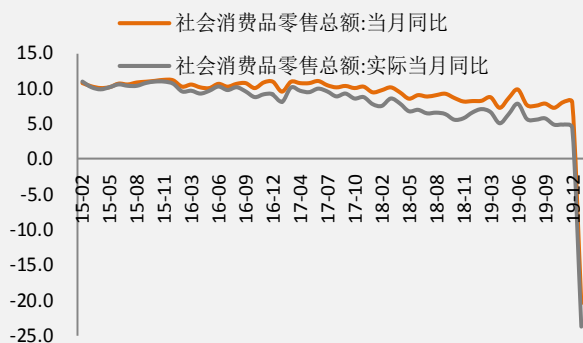
■ 投资: 预计 3 月固定资产投资增速-8.5%

3 月, 国内固定资产投资依旧面临较大的压力。制造业投资属于顺周期行为, 在国内内需存在较大下行压力的背景下, 制造业投资难以大幅反弹; 此外, 海外疫情蔓延拖累全球经济增长, 外需大幅走弱, 这会进一步加大制造业投资的压力。房地产在疫情之前已是下行周期, 在坚持“房住不炒”的情况下, 房地产投资难有起色。基建是稳定宏观经济运行的重要抓手, 但 3 月基建投资依旧面临着较为严重的融资困境。短期预计 3 月固定资产投资累计增速-8.5%。



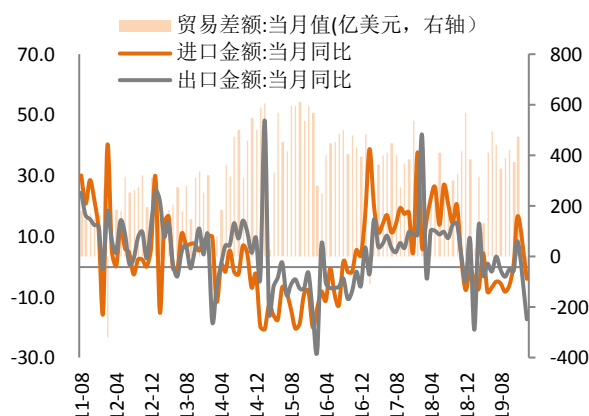
■ 消费：预计 3 月社零消费增速-6.0%

受疫情导致的居家隔离影响，各类线下消费活动基本处于停滞状态。根据非典的经验来看，相对于第一二产业，消费尤其是消费服务业反弹相对缓慢。在疫情发生之前，我国社会零售品消费增速受制于居民收入增速和居民杠杆率的高企，消费增速处于震荡下行态势。本次疫情进一步加大了消费的下行压力，即便 3 月部分地区疫情影响减弱，线下消费有所恢复，但消费数据恐仍偏弱。短期预计 3 月社零消费增速-6.0%



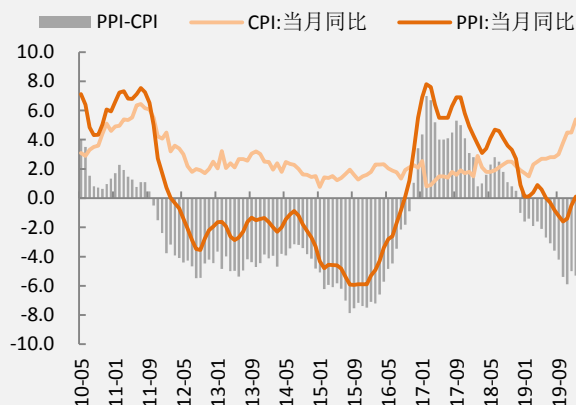
■ 外贸：预计 3 月出口增速-14.6%，进口增速-9.7%

3 月，虽然我国外贸企业复工复产进度加快，但海外疫情的超预期发展造成我国外贸企业面临外需不振、部分加工产业链中断、订单大量削减的情况，出口的大幅下降由 1-2 月的供给端不足转向需求端不足。在海外疫情拐点不可预测的情况下，出口的回弹将被推迟。进口方面，海外疫情的扩张会从供给端限制进口的反弹。短期预计，3 月出口增速-14.6%，进口增速-9.7%。



■ 通胀：预计 3 月 CPI 同比 5.0%，PPI 同比-1.5%

2 月 CPI 同比上涨 5.2%，主要受到食品烟酒价格上涨的推动。这可能与疫情导致交运不畅，居民囤货造成的供给不足有关。3 月随着交通运输条件的改善，物资供应更加充足，CPI 的涨幅有望边际缓和。3 月 PPI 所面临的主要来自国际油价的大幅下跌。3 月 6 日 OPEC+ 会议不欢而散，截至 3 月 26 日 OPEC 一揽子原油价格已跌至 26.04 美元/桶，通缩压力恐进一步增大。短期预计 CPI 同比 5.0%，PPI 同比-1.5%。



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_6197

