

新冠疫情后各大部委应对政策的梳理与展望

宏观研究报告

宏观分析师：袁野

电话：15810801367

Email: yuanye@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1250117080032

相关报告：

- 1.《中国财政政策手册：详解中央与地方的收支博弈》—2018/07/05
- 2.《从省级到市级的地方政府隐性债务测算》—2018/08/29
- 3.《“牛市”与宏观基本面》—2019/03/11
- 4.《全球债务观察》—2019/04/12
- 5.《经济转型期的日本与韩国：人口、资本与股市》—2019/06-10
- 6.《特朗普大选的隐忧：10万条新闻大数据的启示》—2019/06/19
- 7.《从各国房地产税政策中探寻中国模式》—2019/07/18
- 8.《老旧小区改造的微观效应》—2019/07/19
- 9.《如何启动农村市场：钱、地、人的乡村振兴》—2019/08/01
- 10.《美国菲律普斯曲线平坦化证伪——特朗普如何结束贸易战》—2019/09/10
- 11.《2.5万亿减税降费后，明年财政如何稳增长？》—2019/11/10
- 12.《警惕2020年基建投资的下行风险》—2020年1月22日

核心观点：

新冠疫情发展至此，势头开始向好。资本市场在政策预期的带领下，开启了一轮强势反攻。大有一种只要职能部门讲话就是好消息的态势。这也正是疫情施政之下政策意图的一部分。疫情开始至今，各部委政策的目的、效果以及施政方式如何，有助于我们预判后期的施政空间及节奏。

首先应明确的大前提是，综合政治局会议、国常会以及各部委的发言来看，总体的定调是疫情对经济短期有冲击，长期不改变，有信心有能力实现今年经济社会发展目标。强调此前提，不是说政府有多乐观，多能宽慰人心。这是一种经济与政策的定调，此定调之下，后续经济怎么保，政策如何实施，都会照此安排。

其次，做出此判断的前提还是2月疫情开始有效控制。目前局势符合。若后续出现反复，或更为恶劣，则经济与政策也会相应完全变调。第三，需要分清楚目前政策分两类，一类是就疫情而言的，一类是稳增长的。都不想搞“大水漫灌”，那么先期做的多的，后期想象空间也不大。先期较少的，比如仅针对疫情的职能部门，后续也可以有新的政策期待。

最后，政策同样在支持资本市场与实体经济间也可分两类，一类是维稳资本市场的，因它主要关系到后续实体企业融资。另一类是支持复工复产的。归根结底支持实体这个主线仍在。也就是说，对于施政者，资本市场稳定，恢复融资功能最重要。若施政效果是对实体经济融资无益，则可能改变施政的方向，去重新寻求与实体的契合。所以说资本市场重拾信心，享受的仅是政策放松的过程，但结果一定是实体复苏。那么实体一旦复苏，是不是也意味着政策支持该暂时退出。

风险提示：复工好于预期，宽松政策暂时退出。

目录

一、央行：政策空间似乎最大，但政策目标繁多，也不能“肆无忌惮”	2
二、证监会：再融资适时加码落地。乘势给市场再添一把火.....	4
三、财政：减税减成了紧平衡，借债怕借出新麻烦.....	5
四、人社部、医保局：真金白银我担当，可持续问题再想辙.....	7
五、农业农村部：被疫情盖住的“一号文件”与意外的通胀.....	8
六、其他：各扫门前雪，除此之外，还需要财政与央行配合.....	10
七、地方：自救，房地产这个阵地不能丢	10

新冠疫情发展至此，势头开始向好。资本市场在政策预期的带领下，开启了一轮强势反攻。大有一种只要职能部门讲话就是好消息的态势。这也正是疫情施政之下政策意图的一部分。疫情开始至今，各部委政策的目的、效果以及施政方式如何，有助于我们预判后期的施政空间及节奏。首先应明确的大前提是，综合政治局会议、国常会以及各部委的发言来看，总体的定调是疫情对经济短期有冲击，长期不改变，有信心有能力实现今年经济社会发展目标。强调此前提，不是说政府有多乐观，多能宽慰人心。这是一种经济与政策的定调，此定调之下，后续经济怎么保，政策如何实施，都会照此安排。其次，做出此判断的前提还是2月疫情开始有效控制。目前局势符合。若后续出现反复，或更为恶劣，则经济与政策也会相应完全变调。第三，需要分清楚目前政策分两类，一类是就疫情而言的，一类是稳增长的。都不想搞“大水漫灌”，那么先期做的多的，后期想象空间也不大。先期较少的，比如仅针对疫情的职能部门，后续也可以有新的政策期待。最后，政策同样在支持资本市场与实体经济间也可分两类，一类是维稳资本市场的，因它主要关系到后续实体企业融资。另一类是支持复工复产的。归根结底支持实体这个主线仍在。也就是说，对于施政者，资本市场稳定，恢复融资功能最重要。若施政效果是对实体经济融资无益，则可能改变施政的方向，去重新寻求与实体的契合。所以说资本市场重拾信心，享受的仅是政策放松的过程，但结果一定是实体复苏。那么实体一旦复苏，是不是也意味着政策支持该暂时退出。

一、央行：政策空间似乎最大，但政策目标繁多，也不能“肆无忌惮”

货币政策的宽松从根本上来讲，无非是促使货币需求扩张，并辅以货币供给的实质性增加。而央行从2017年开始，开启了另一种宽松模式——预期管理。即通过运用创设的各种货币政策工具，结构性的收放长短期资金，进而在保持资金总量不变的同时，叠加虚拟与实体经济的供需矛盾，结构性的造成货币松紧的幻觉。如此复杂的操作，源于既要降杠杆、防风险，又要调结构、稳增长，同时兼顾稳通胀、稳汇率，且资本市场也不能出现乱象的多目标要求。所以央行看似政策空间最大，却始终犹抱琵琶半遮面。

来看疫情开始央行的一轮操作。2月1日，央行为受疫情影响的企业提供专项再贷款3000亿，截至2月14日，银行业金融机构为抗击疫情提供的信贷支持金额超过5370亿元（这里并非都是利息在1.6%以下的专项再贷款）。2月2日，央行提出将在2月3日做1.2万亿逆回购。紧跟着2月3日的逆回购操作中，下调了逆回购利率10bp。这一操作明显又打破了所谓的先MLF后逆回购的规律。市场的焦点放在央行放量做逆回购并调降利率上，显然不愿意关注其实当天也有1.05万亿逆回购到期。紧接着2月4日，央

行再做 5000 亿逆回购，当日净投放 4000 亿。7 日，央行副行长、外汇局局长潘功胜在国务院应对新型冠状病毒感染的肺炎疫情联防联控机制新闻发布会上表示，市场预期下次 MLF 的中标利率和 2 月 20 日公布的 LPR 会有较大概率下行。10 日，央行再做 9000 亿逆回购，其实完全对冲了当日到期。17 日，央行实现 MLF 降息预期，新做 2000 亿 MLF，并调降 10bp 利率。如此，LPR 调降已是板上钉钉。随后央行悄然开始暂停续作到期逆回购，回笼短期资金。19 日央行公开市场操作室发布公告，春节后央行通过公开市场操作投放的短期流动性已基本收回。而市场更关注的是央行两周投放 3 万亿。R007 与 DR007，也由开市时的 2.72% 与 2.6%，阶段性最低下行至 14 日的 2.24% 与 1.98%。虽然还没有达到 2019 年 12 月 24 日的历史极值，但也是过往少有的低点。这当然也应部分源于实体融资需求不足。

央行此前的连续操作，很明显针对疫情更加注重短期。这是不是与支持实体融资相违背？恰恰相反。支持实体融资，无非增量降成本，这都要商业银行的配合。央行自 LPR 改革以来，就一直要求商业银行“提高政治站位”“坚决打破贷款利率隐性下限”。舆论认为，商业银行利润丰厚，一年近两万亿利润为何不能让一点利，为实体融资降成本。面对质疑，央行反而在四季度货币政策执行报告中，给商业银行正名。《专栏 2 理性看待商业银行利润增长》中认为：“A 股上市银行近三年数据显示，商业银行利润约 17% 用于缴纳所得税，23% 用于普通股股利分配，剩余的 60% 全部用于补充核心一级资本。由此可见，银行利润来源于实体经济，大部分又用于补充银行资本，并通过资本的杠杆作用，扩大对实体经济的信贷支持，最终反哺实体经济，促进经济平稳发展”。另外，2019 年，为缓解减税降费的收入压力，商业银行也上缴了约 15% 的利润，2020 年上缴只会高于 2019 年水平。同时，商业银行还要在不允许做高收益的房地产项目的前提下为坏账做损失准备。所以让商业银行主动降息，不是实质性降不下来，就是会影响放贷规模，尤其对中小微企业。这也是我们预期 LPR 利率调降就要先看到 MLF 利率下行的原因。

央行早就强调，支持实体小微融资，“发挥好政策合力，要做好政策协调，发挥“几家抬”的作用，切实提升小微企业金融服务的质效”。所以，央行此次短期在科创板、新三板等改革之际，稳住资本市场信心，目的之一就是为小微融资创造直接融资环境。其次，我们认为，金融业相较于非典时期，对 GDP 贡献提升了 5 个百分点。与软件、信息传输业合力弥补了工业贡献的下滑。因此，稳住金融业发展也是稳 GDP 的举措之一。第三，稳住资本市场信心也是为了防止出现外部金融攻击，稳住外资。最后，我们还是从 1-2 月央行的整体资金投放观察，2020 年将降准、逆回购、MLF、TMLF、国库定存等加总计算后，较 2019 年流动性净增加 3965 亿。至此来看，央行目前的政策相对克制

谨慎。

央行目前的货币政策，既针对疫情，又兼顾复工。市场修复向好，央行短期任务暂告结束，后面将主要针对复工支持实体。2月21日，央行副行长刘国强已表示适时适度调整存款基准利率。23日，在统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作部署会议上，习总书记再次细化更加灵活适度的货币政策，即用好已有金融支持政策，适时出台新的政策措施。这里所谓新的政策措施应该指的是存款基准利率调降，进而3月LPR大概率将继续下调。以及再次定向降准也可能在三月推出。而目前的连续降息降准，是为了让实体经济尤其是小微企业度过难关。央行从11日开始不再足额对冲到期逆回购。短期维稳市场的任务暂停信号渐明。政策开始全力转向复工复产，稳定经济增长。从全年货币政策节奏看，持续宽松可能并非央行优选之策。从宏观降杠杆的要求看，央行也难以全年偏松预期管理。央行四季度货币政策执行报告《专栏1 科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度》中，“现阶段，货币政策中介目标转为广义货币M2和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速基本匹配，……当前宏观杠杆率仍处在高位，这一机制设计也有助于保持宏观杠杆率基本稳定，使得宏观杠杆率很难像2009年至2017年一样年均上升超过十个百分点”。因此，待复工复产任务完成后，货币政策可能进入适度偏紧期。而信贷与社融全年可能走出倒“U”型态势。

最后我们想通过央行四季度货币政策报告的下一阶段政策思路，也试着解释一个问题。一直以来我们都有财政发债，央行兜底，进而维稳经济增长的政策组合猜想。此次，央行特别强调防范化解重大金融风险，“进一步厘清各方职责边界，压实金融机构的主体责任、地方政府属地风险处置责任和维稳第一责任、金融监管部门监管责任和人民银行最后贷款人责任，坚决防范道德风险”。压实地方政府是第一责任，这与中央经济工作会议的定调一致，即谁的孩子谁抱走，别指望央妈兜底。

二、证监会：再融资适时加码落地，乘势给市场再添一把火

2月1日，证监会副主席李超就五部门联合发布《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》答记者问时表示，为了平稳资本市场波动，李超表示，证监会将加大政策倾斜力度。一是对于注册在湖北等疫情严重地区的相关企业以及募集资金主要用于疫情防控领域的企业，一方面，实施公司债券、资产支持证券发行绿色通道政策，优化工作流程，实行“专人对接，专项审核”；另一方面，结合正在推进的深化新三板改革，对相关挂牌企业和股票发行设置绿色通道，即报即审、专人对接、优先审查、审完即挂（发）。二是鼓励私募基金管理人发挥专业优势，引导更多社会资金流

向与防疫抗疫相关的医疗设备、疫苗药品研发生产类企业。中国基金业协会即日起将对投资上述领域的私募股权基金和创投基金以及证券期货经营机构设立的资管产品备案申请实施绿色通道政策，简化业务流程，提升服务效率。此外，就股票质押融资、融资融券等业务，对湖北等疫情严重地区作了特殊的政策安排。2月14日，证监会上市公司再融资新规正式稿落地。虽然再融资新规意见稿已于2019年11月8日出台，此次正式稿的落地也符合预期，但一是赶在了央行助推市场恢复这个特殊的时点；二是较意见稿再加码融资放松。市场再次愉快的接受了利好的部分。从长远看，实质上也帮助国企降杠杆，并助力优质企业解决融资问题。大力发展直融市场，符合央行“几家抬”战略。

三、财政：减税减成了紧平衡，借债怕借出新麻烦

财政宽松无非减收增支。新冠疫情爆发后，1月28日，财政部紧急预拨2020年新冠肺炎疫情防控补助资金44亿。2月2日，在央行提出专项再贷款后，财政表示将在人民银行提供的专项再贷款优惠利率基础之上，按照50%的比例给予贴息。预期支出40-50亿左右。同日宣布自2020年1月1日至3月31日，对捐赠用于疫情防控的物资免征进口关税及进口环节增值税、消费税。截至目前，粗略估计约在10亿以内。2月7日，国家财政部、税务总局发布2020年第8号公告，对疫情防控重点保障物资生产企业为扩大产能新购置的相关设备，允许一次性计入当期成本费用在企业所得税税前扣除。疫情防控重点保障物资生产企业可以按月向主管税务机关申请全额退还增值税增量留抵税额（特别强调是2019年12月底以后的）。对纳税人运输疫情防控重点保障物资取得的收入，免征增值税。受疫情影响较大的困难行业企业2020年度发生的亏损，最长结转年限由5年延长至8年。对纳税人提供公共交通运输服务、生活服务，以及为居民提供必需生活物资快递收派服务取得的收入，免征增值税。整个减税措施中，除留抵税额全额返还外，对当下的企业减负作用有限。同日，财政部副部长余蔚平在回答赤字率是否破3的提问时表示，“今年的赤字安排已经考虑了不确定因素”，再次打消了加码赤字宽松财政的念头。截至2月14日，各级财政已安排疫情防控补助资金901.5亿，其中中央财政安排252.9亿。2月11日，财政再提前下达2900亿专项债及5580亿一般债。对于此次下达，应属于正常操作。2019年，首次实施地方发债提前下达时，就允许将过去一年地方发债总额度的60%，作为新一年的提前使用额度。而2020年1月提前下达的专项债明显没有用足，且还没有一般债。因而此次政策不属于加码，而是正常操作。财政至此，仍仅针对疫情，兼顾复工、稳增长的政策似乎过于谨慎。

2月16日，财政部部长刘昆在《求是》杂志发文称，“刚刚过去的2019年，我国出台了史上最大规模的减税降费措施，全年累计新增减税降费远超2万亿元，占GDP比重超过2%。一系列重大减税降费政策相继实施，既会直接带来财政减收……同时，当前经济下行压力加大，财政收入增长动力会减弱。保工资、保运转、保基本民生面临困难。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”。

“以收定支，……要防止因收入预期目标确定得过高，影响减税降费政策落实。支出预算坚持有多少钱办多少事，根据财政收入严控支出增幅，杜绝超越财力安排支出。……工作中树立尽力而为、量力而行的理念，加强重大项目财政可承受能力评估，清理规范过高承诺、过度保障的支出政策，建立民生政策和财政收入增长相协调的机制”。“风险防控，……当前，地方政府债务风险总体可控，但风险隐患依然不少。财政部门要强化风险意识，用大概率思维应对小概率事件，既警惕本领域的风险，也防范其他领域传导过来的风险。……督促指导地方做实做细并严格执行化债方案，稳妥化解存量隐性债务，加快地方政府融资平台公司转型，严禁搞虚假化债将风险“甩锅”。强化监督问责，从严整治举债乱象，有效遏制隐性债务增量，配合查处地方债务风险中隐藏的腐败问题”。

刘昆部长的文章，很好的解释了为什么目前财政没有兼顾复工及稳增长。因为巧妇难为无米之炊。那能不能借债增支？且不论一直争论不休的财政筹资挤占市场融资，财政资金使用低效的问题。按刘昆部长的说法，风险隐患依然不少，不仅本领域有风险，还有其他领域传导的风险。而且目前在搞地方融资平台公司转型，也就是说处置地方隐性债务已进入实质实施阶段，不要出现处置风险的风险。

财政政策在疫情与复工之间艰难的平衡。2月21日，中央政治局会议要求积极的财政政策“更加积极有为”。在此之前对财政政策的定调都是积极的财政政策要大力提质增效。上一次强调“积极的财政政策更加积极”，是在2018年7月26日的国常会。时任财政部副部长的刘伟解释更加积极时指出，“更加积极”第一步就是减税，而后财政部还将加快今年1.35万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，努力推动在建基础设施项目早见成效。此次政治局会议多了有为二字，应该是考虑了财政的困难并呼应提质增效。23日，在统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作部署会议上，习总书记同样细化了“积极有为”的财政政策，即有阶段性、针对性的减税降费政策。24日，财政部部长助理欧文汉进一步给出了积极有为财政政策的预期。即减税帮扶中小企业过难关。加大转移支付帮助地方“保三保开支”。专项债扩容稳经济。针对以上政策信号，我们做出四点预判：第一，考虑到2月税收收入损失较大（一二月因减税叠加疫情影响税收同比较少约在5000亿以上），全年税收收入较去年出现负增长可能性较大（后续可能会

有一些补救措施)。期待大规模减税降费不现实,这样反而会压缩稳增长政府投资部分。我们预期可能会在企业所得税与部分制造业增值税上做针对性的措施。25日国常会决定自3月1日至5月底,免征湖北省境内小规模纳税人增值税,其他地区征收率由3%降至1%。此项减税政策预期减税规模在100-150亿左右。而对于央行新增加的再贷款,也并没有再给出贴息的政策。第二,关注财政部2月24日发布的《关于加强政府投资基金管理提高财政出资效益的通知》。近年来,各级政府批准设立的政府投资基金已经形成较大规模,对创新财政资金使用、引导新兴产业发展、撬动社会资本投入发挥了重要作用。但同时一些基金也存在政策目标重复、资金闲置和碎片化等问题。财政此时发文整顿政府投资基金,后续可能会成为财政的一个发力点。第三,重申年初我们的预期,今年可能选择启动第二财政,即政策性金融进入旧改等基建领域。一方面不增加财政负担,另一方面也不增加政府债务。第四,是不是要用特别国债。对于启动特别国债我们在之前的报告里也有预期。但这里仍需要考虑两个问题,一是发行特别国债的原因。如果是为了支持基建建设,那么专项债扩容就成了重复政策。二是如果特别国债是为了弥补财政一边公共预算缺口,那么就要计入赤字。那发行国债即可,没有必要称“特别”二字。特别国债特别之处还在于即要达到特殊的政策目的,还不增加预算赤字。

四、人社部、医保局:真金白银我担当,可持续问题再想辙

社保虽属于财政范畴,是财政预算的其中一本账。但其单独运行,且由人社部管理养老、失业、工伤,医保局管理医保、生育保险。因此单拿出来。人社部在疫情期间除了帮扶就业与工伤认定外,最大的政策莫过于2月18日国常会宣布决定阶段性减免企业社保费、医保费和实施缓缴住房公积金政策,多措并举稳企业、稳就业。从2020年2月起,各省份可以对中小微企业的养老、失业、工伤保险的三项社保的单位缴费实行免征,免征的期限不超过5个月,也就是说免征的政策可以执行到6月份。湖北省可以

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_6984

