



谢亚轩：增量政策工具 还有哪些



文/意见领袖专栏作家 谢亚轩

核心观点：

全球疫情仍在持续,世界经济复苏动力不足,大宗商品价格高位波动,外部环境更趋复杂严峻以及不确定。国内经济已经跌至疫情后的底部,本轮疫情冲击显著超预期,经济下行压力较大。疫情方面,中央政治局常委会会议精神重点依次是局部聚集性疫情处置、加强防控、从严落实。财政方面,二季度专项债进度将重新加速,且发行特别国债是重要选项之一,如果发行特别国债,我们认为支持消费回暖是重要领域。外贸方面,国常会确定推动外贸保稳提质的五大措施,包括:金融财税扶持、保持供应链通畅、优化外贸平台服务等。

中央政治局常委会会议精神的对比:5月5日会议与3月17日中央政治局常委会会议相比有三方面变化:一是此次强调要毫不动摇坚持“动态清零”总方针。二是此次会议解释了坚持“动态清零”的原因,是人口多,老龄人口多,地区发展不平衡,医疗资源总量不足。三是此次会议的重点依次是局部聚集性疫情处置、加强防控、从严落实。

财政的增量政策工具:我们认为发行特别国债是重要选项之一。其一,4月制造业PMI数据显示,当前国内经济已经跌至疫情后的底部,本轮疫情冲击显著超预期,经济下行压力较大。其二,疫情导致抗疫财政支出规模持续增加,但生产经营活动停滞以及减税降费措施导致财政收入规模下降,政府财政压力上升。其三,疫情超预期也意味着今年预算安排可能对

此财政空间储备不足。基于此，可以考虑通过发行特别国债以较大力度补贴的方式在全国范围内支持消费回暖，这正好也配合了商品房限购限贷放松可能引起的耐用品消费需求改善。

二季度专项债加速：四月以来，地方政府专项债发行进度有所减弱。根据高频数据预估，4月新增专项债1900亿，预计5月及6月新增专项债额度1.4-1.7万亿。二季度专项债进度将重新加速。

国常会推“稳外贸”措施：国务院常务会议确定推动外贸保稳提质的五大措施，究其原因目前外贸进出口将面临以下挑战：一是全球需求边际走弱；二是疫情对新兴经济体供应端影响趋弱，使得部分订单回流或转移。三是，国内坚持精准防控，对物流作业和效率产生一定影响，叠加上游价格保持高位，外贸主体面临营收下降、成本上升等多重问题。

美股下跌原因：在全球供应链不可控的情况下，美联储的货币政策目标即是通过流动性收紧抑制总需求，从而达到抑制通胀的效果。在这个过程中，美股将受到估值和盈利的双重打击。近期双方面因素都有所发酵，或是美股调整加剧原因：一方面美债收益率上行至3.12%反映流动性继续收紧，另一方面美国经济基本面出现疲弱迹象。

油价继续攀升：国际原油价格走强主因美国能源部计划补充其战略石油储备，购买将在未来油价走低时进行。近期美国能源部储备政策的影响更集中于现货溢价和短期合约价格，在4月初释放储备时，布伦特原油期货价格即反映为短期下行、长期合约价格仍在高位。

风险提示：美联储政策、国内政策不及预期



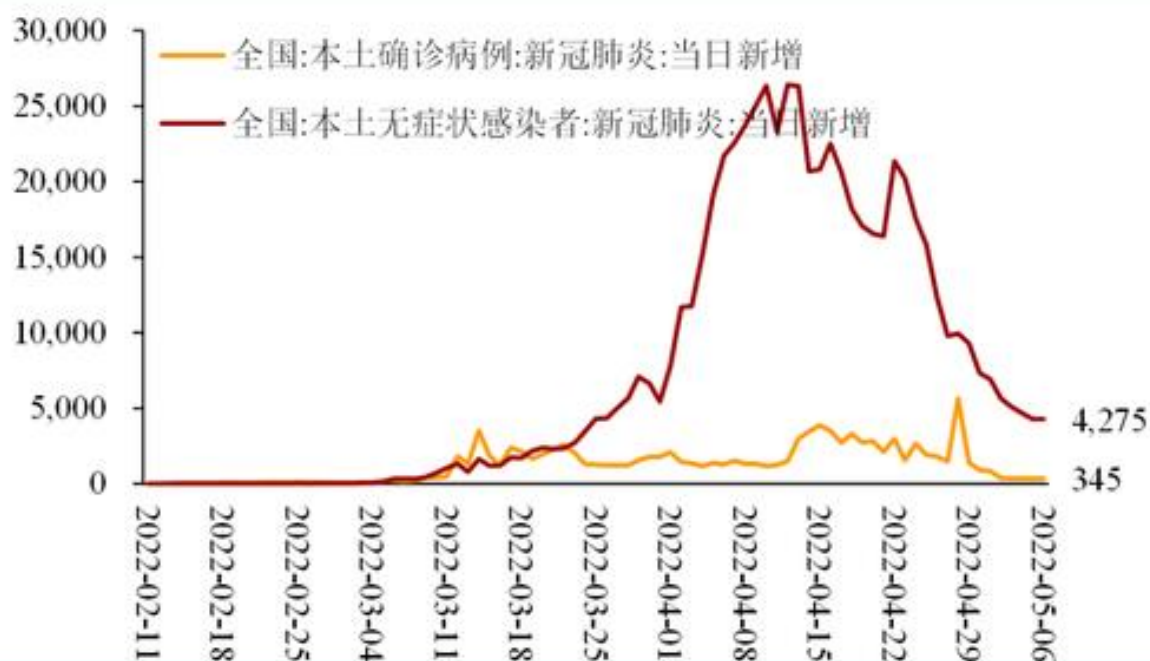
一图一观点

一、3月17日与5月5日中央政治局常委会会议精神的对比

5月5日，中共中央政治局常务委员会召开会议，分析当前新冠肺炎疫情防控形势，研究部署抓紧抓实疫情防控重点工作。此次会议与3月17日中央政治局常委会会议相比有三方面变化：一是3月17日至4月29日中央一直强调的是坚持“科学精准、动态清零”，相对辩证；而此次强调要毫不动摇坚持“动态清零”总方针，主要是考虑到当前如果坚持下去，2周至4周就可能实现社会面清零；但如果松懈，上海等地封锁的代价反而会前功尽弃，正所谓“行百里者半九十”。二是此次会议解释了坚持“动态清零”的原因，是人口多，老龄人口多，地区发展不平衡，医疗资源总

量不足。三是 3 月 17 日会议的重点依次是生产生活平稳有序，重点人群监测，口岸、学校等重点场所防控；而此次会议的重点依次是局部聚集性疫情处置、加强防控、从严落实。

图 1：4 月 30 日到 5 月 5 日，全国日均新增报告感染者 5800 余例，较高峰期下降 80%



资料来源：Wind，招商证券

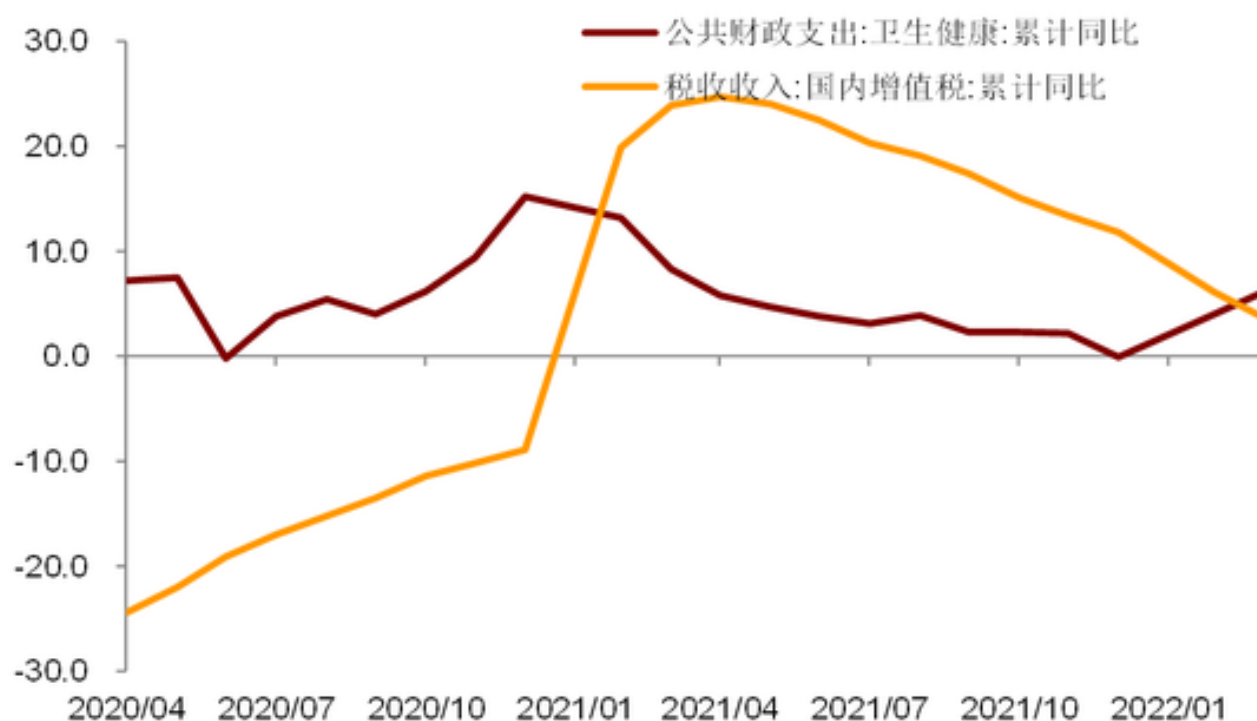
二、特别国债会不会是财政的增量政策工具选项

4 月 29 日中央政治局会议要求抓紧谋划增量政策工具。目前看，货币政策的增量政策工具主要以结构性的再贷款为主。例如，1000 亿的支持交通运输、物流仓储业融资再贷款，支持煤炭清洁高效利用再贷款规模从 2000 亿增长至 3000 亿。那么财政政策的增量政策工具可能是什么呢？

我们认为发行特别国债是重要选项之一。其一，4 月制造业 PMI 数据显示，当前国内经济已经跌至疫情后的底部，本轮疫情冲击显著超预期，经济下行压力较大。其二，疫情导致抗疫财政支出规模持续增加，但生产

经营活动停滞以及减税降费措施导致财政收入规模下降，政府财政压力上升。其三，疫情超预期也意味着今年预算安排可能对此财政空间储备不足。

图 2： 疫情引起的公共财政收支的变化



资料来源：Wind，招商证券

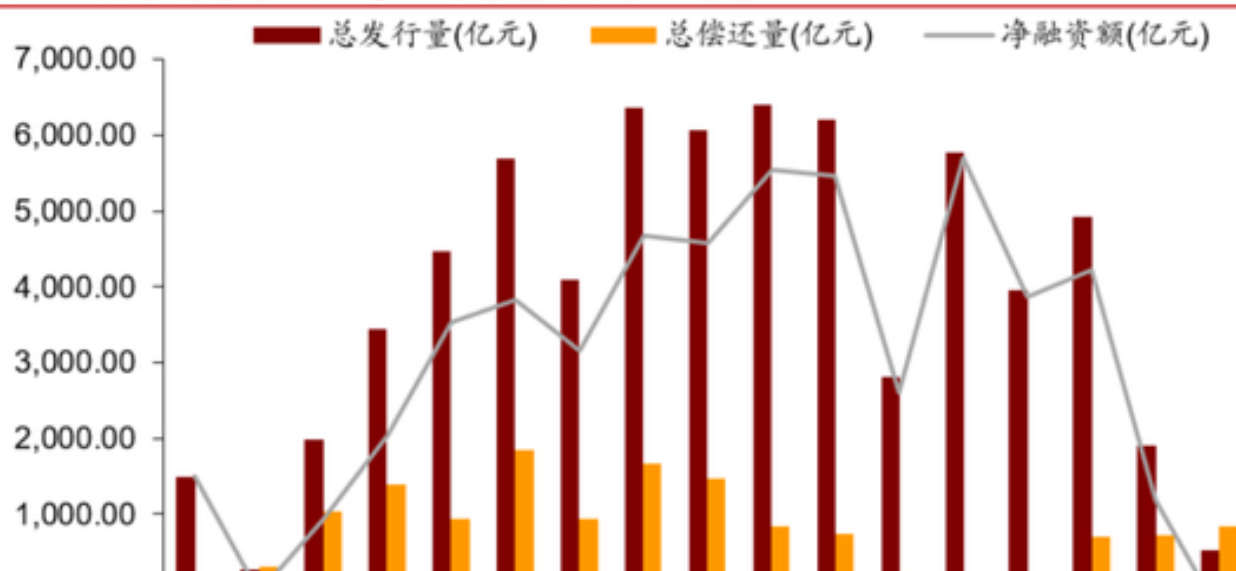
三、二季度专项债将再次加速发行

2022 年，全球疫情仍在持续，世界经济复苏动力不足，大宗商品价格高位波动，外部环境更趋复杂严峻以及不确定。国内经济发展面临三重压力。根据 2022 年财政预算，2022 年新增地方政府专项债预算限额 3.65 万亿。其中，2021 年四季度提前下达任务预计 2022 年一季度新增专项债 1.46 万亿，3 月国常会上宣布全年专项债额度将于 2022 年 9 月底之前发行完毕。

2022 年一季度实际完成 1.298 万亿，二、三季度剩余额度 2.352 万亿。五一期间，财政部相关新闻指出，6 月末完成全年大部分新增专项债发行。根据以往财政部对“大部分”的定义，我们预判 6 月末大概率完成新增额度的 80%-90%，预计二季度新增专项债在 1.6 万亿至 1.9 万亿之间，三季度完成剩余额度大概 0.4 万亿至 0.7 万亿之间。

四月以来，地方政府专项债发行进度有所减弱。根据高频数据预估，4 月新增专项债 1900 亿，预计 5 月及 6 月新增专项债额度 1.4-1.7 万亿。二季度专项债进度将重新加速。

图 3： 4 月专项债发行较弱，二季度接下来会加速发行



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_41424

