

宏观经济专题系列

两会后 2020 年中国经济形势展望

张志前 高级研究员

主要观点

- ▶ 当前国内外经济形势下，设置经济增速目标不如将更多专注于维稳经济和民生保障，会议明确要引导各方力量抓好“六稳”、“六保”。这是一种底线思维，因为“六保”关系到稳定经济的基本盘。
- ▶ 就业是民生之本，是人民群众最为关心的热点，也是社会各种矛盾的焦点。经济增速低一点没有太大关系，但是如果就业出了问题，很可能会演化为社会问题、甚至政治问题，引发社会动荡。
- ▶ 在当前形势下，全面降准和逐步降息将更多地发挥抑制经济增速下滑、补充流动性的对冲作用。预计今年还会有 2-3 次降准。由于存款的实际利率已经为负，在通胀水平没有被很好控制之前，今年银行存款利率不大可能下调。
- ▶ 政府工作报告虽然没提出经济增速目标，但并不代表经济增长目标不重要，也不代表政府已经放弃对经济增长的要求。根据各种推断，2020 年中国经济全年增速为 3% 左右。不出大意外可以实现。

目 录

一、保就业是今年重中之重	3
(一) 为何不设经济增速目标.....	3
(二) 保就业需要经济增速.....	3
二、财政政策更加积极有为	4
(一) 赤字率提高到 3.6%.....	4
(二) 更大规模的减税降费.....	5
三、货币政策更加灵活适度	6
(一) 降准降息，货币宽松.....	6
(二) 扩大社融规模.....	7
(三) 支持实体经济.....	8
四、扩大内需成稳经济重要抓手	8
(一) 全球经济重启困难重重.....	8
(二) 外需减弱、供应链断裂.....	9
(三) 扩大有效投资需求是关键.....	10
五、中国经济增速可能为 3%左右	11
(一) 全球经济面临严重衰退.....	11
(二) 中国经济有望实现正增长.....	12

一、保就业是今年重中之重

(一) 为何不设经济增速目标

今年两会的政府工作报告中，没有提出 2020 年全年经济增速具体目标。李克强总理在发言中解释了两个方面的原因：一是外部环境不可控，海外疫情蔓延，国际经贸环境多变，中美关系一波三折。我国是全球制造业大国，外需不振使我国的制造业出口企业面临挑战；二是国内经济本身也存在疫情的冲击，一季度增速-6.8%，再叠加 2016 年以来我们持续进行中的供给侧结构性改革，经济转型期仍将承受发展方式变化带来的“阵痛”。

表 1 2020 年主要经济指标和 2019 年比较

指 标	2019 年	2020 年
经济增速	6-6.5%	无
新增就业	1100 万	900 万
CPI	3%	3.5%
赤字率	2.8%	3.6%
财政赤字	2.76 万亿元	3.76 万亿元
M2 增速		明显高于去年
中小企业贷款增速	30%	40%

当前国内外经济形势下，设置经济增速目标不如将更多专注于维稳经济和民生保障，会议明确要引导各方力量抓好“六稳”、“六保”。这是一种底线思维，因为“六保”关系到稳定经济的基本盘。无论民生改善还是化解风险，都需要经济发展来提供物质保障，稳经济就是稳全局，抓手就是“六保”。工作思路为：“以保促稳。稳中求进”。

(二) 保就业需要经济增速

就业是民生之本，是人民群众最为关心的热点，也是社会各种矛盾的焦点。经济增速低一点没有太大关系，但是如果就业出了问题，很可能会演化为社会问题、甚至政治问题，引发社会动荡。因此，在“六保”工作中，政府工作报告特别强调了要保就业。“就业”在《报告》中共出现 40 次，是除“发展”之外出现频率最高的关键词。从历史数据看，2015-2019 年城镇新增就业人员合计达 5,378 万人，已提前完成“十三五”规划中城镇新增就业 5,000 万人的目标。但是疫情的影响，使今年的就业形势相当严峻。

政府工作报告对就业增长的要求较去年有所下降，对失业率的容忍度相应上升：“城镇新增就业 900 万人以上，城镇调查失业率 6% 左右，城镇登记失业率 5.5% 左右”。而去年新增就业目标为 1100 万人。若未来经济形势相较一季度没有进一步恶化，完成年度就业目标应当问题不大。1-4 月城镇新增就业人数 354 万，月均 88.5 万，对应年度就业增长 1,062 万；4 月城镇调查失业率 6.0%，已较 2 月 6.2% 的历史峰值有所下降。但值得警惕的是，疫情及经贸不确定性对外需的冲击尚未完全体现，“保就业”任务并不轻松。

二、财政政策更加积极有为

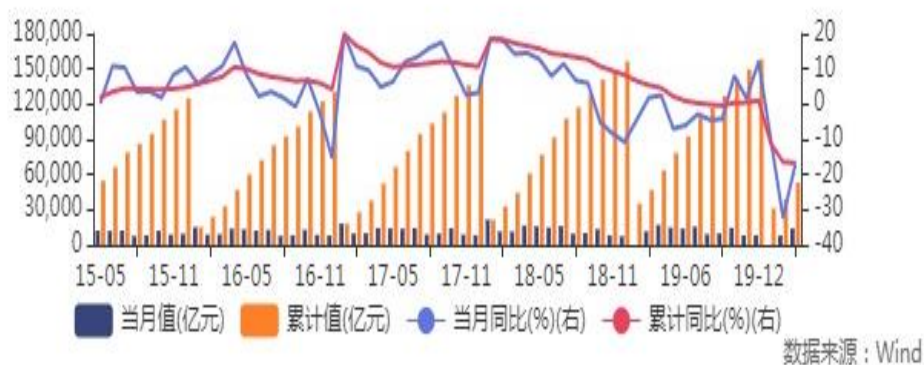
（一）赤字率提高到 3.6%

积极的财政政策首先体现在增加财政赤字上。政府报告指出“今年赤字率拟按 3.6% 以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，

同时发行 1 万亿元抗疫特别国债。”这是特殊时期的特殊举措。上述 2 万亿元全部转给地方，建立特殊转移支付机制。今年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加了 1.6 万亿元。2019 年全年财政赤字为 2.76 万亿元，如果今年财政赤字增加 1 万亿，今年的赤字规模为 3.76 万亿。

受新冠疫情的影响，今年前 4 个月我国一般公共预算收入 62133 亿元，同比下降 14.5%；而同期支出却高达 73596 亿元，缺口超过万亿元。2020 年全年一般公共预算收入将低于上年。考虑到减税降费力度将再加码，财政收入缺口将越发拉大。但无论是稳就业、保民生、脱贫攻坚，还是扩大投资、助力新型基础设施和新型城镇化建设，抑或是以发放消费券等措施鼓励消费，都离不开财政资金支持。在此情况下，政府工作报告提出要提高赤字率、增加赤字规模，是积极财政政策更加积极有为的应有之义。

图 1 中国财政收入走势



（二）更大规模的减税降费

在减税降费方面，政府工作报告提出：“前期出台六月前到期的减税降费政策，包括免征中小微企业养老、失业和工伤保险单位缴费，减免小规模纳税人增值税，免征公共交通运输、餐饮住宿、旅游娱乐、文化体育等服务增值税，减免民航发展基金、港口建设费，执行期限全部延长到今年年底。小微企业、个体工商户所得税缴纳一律延缓到明年。”2019 年实际减税降费 2.3 万亿，超额 0.3 万亿完成目标。今年的减税降费的目标是 2.5 万亿元，力度增大，主要原因是今年我国经济面临的困难更严峻，要继续推进减税降费工作，重点面向抗风险能力较弱的中小微企业、个体工商户，这也是积极财政政策的必然选项。

三、货币政策更加灵活适度

（一）降准降息，货币宽松

2019 年以来，全球央行纷纷进入降息周期，尤其是今年以来，为应对疫情的冲击，全球货币宽松愈加明显，一些国家甚至祭出了无底线的宽松政策。中国虽然坚持不搞大水漫灌，但是也提出了稳健的货币政策要更加灵活适度。这两年央行货币政策和工具运用的发生很大变化，从用“定向降准”替代“全面降准”，最后又回到“全面降准”和“LPR 引导市场利率下行”，其背后反映的是经济稳增长的需要。

当前，疫情冲击下，市场普遍预期经济增长的下行压力加大，经济下行期就需要出台扩张性的财政政策和货币政策予以对冲，即加大

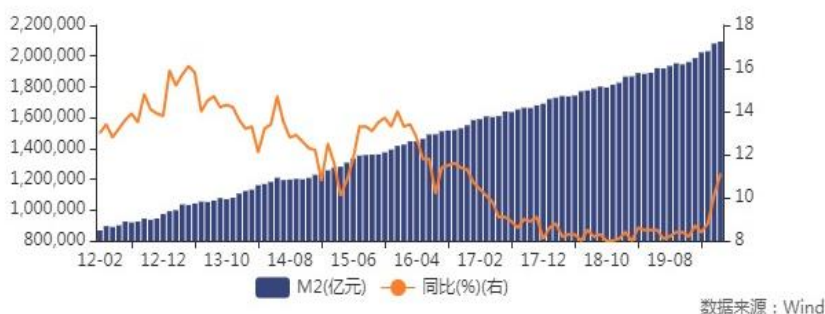
宏观政策的逆周期调节。全面降准和利率中枢的下行，并不是大水漫灌。在当前形势下，全面降准和逐步降息将更多地发挥抑制经济增速下滑、补充流动性的对冲作用。预计今年还会有 2-3 次降准。由于存款的实际利率已经为负，在通胀水平没有被很好控制之前，今年银行存款利率不大可能下调。

（二）扩大社融规模

货币政策更加灵活适度重点在于大力“宽信用”，央行将“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”。政府工作报告中这一表述较今年一季度货币政策执行报告的“保持 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配并略高”更为积极。2019 年末 M2 和社融增速分别为 8.7% 和 10.7%。预计，2020 年末 M2 可能会上升至 10.8%，而社融增速提升到 11.6%，对应全年社融增量达 29 万亿元（前值 25.6 万亿元）。

今年政府工作报告没有提 2019 年的“宏观杠杆率基本稳定”，仅提到“重大金融风险有效防控”，关键或在于中小银行风险。具体的信贷投向上，强调“大幅增加”制造业中长期贷款和小微企业信用贷、首贷、无还本续贷；还新增了“加大”外贸信贷投放、“增加创业担保贷款”的表述。此外，“债券融资”也将是社融的重要推动力。

图 2 中国广义货币供应量 M2



（三）支持实体经济

此次全国两会再次强调了“稳企业的金融支持”，核心在于进一步优化企业融资的信用环境，提升对中小微企业融资的便利性，尤其是疫情以来，下调中小银行拨备覆盖率，以政策兜底来提升银行对民企小微的风险容忍度。在延展期限上，报告指出“中小微企业贷款延期还本付息政策再延长至明年 3 月底，对普惠型小微企业贷款应延尽延，对其他困难企业贷款协商延期”；在信贷力度上，报告指出“鼓励银行大幅增加小微企业信用贷、首贷、无还本续贷。大幅拓展政府性融资担保覆盖面并明显降低费率。大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于 40%。支持企业扩大债券融资”；在金融监管上“防止资金空转套利。金融机构与贷款企业共生共荣，鼓励银行合理让利”。

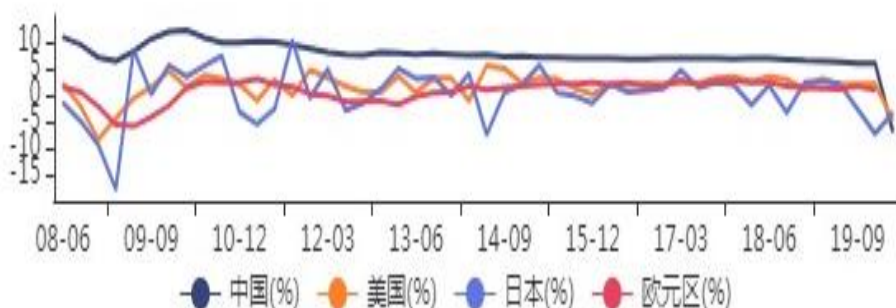
四、扩大内需成稳经济重要抓手

（一）全球经济重启困难重重

新冠疫情在全球蔓延，使本就复苏缓慢的世界经济雪上加霜。3

月下旬，中国的疫情得到有效控制，欧美发达国家疫情开始逐步蔓延。进入 5 月下旬，随着疫情在欧美发达国家有所控制，新兴市场国家的疫情进一步恶化，俄罗斯、巴西、印度等国家疫情相继加重。近日，世卫组织官员表示南美已成为新冠疫情的新“震中”。巴西新增病例升至约 2 万例/日水平，累计确诊升至全球第二位。在目前情况下，巴西部分城市的商业恢复计划可能带来疫情进一步扩散的风险。从各大主要城市的交通状况看，巴黎、柏林的经济重启进程仍处于领先地位，罗马的恢复速度在加快，美国、日本城市交通状况尚在低位徘徊。

图 3 中国经济增速与发达国家的相关性



(二) 外需减弱、供应链断裂

从世界经济的宏观角度看，全球疫情将导致中国外需减弱，扩大出口难度增加。实际上，当前外需减弱对出口的冲击可能还未完全表现出来。今年 4 月份，我国出口实现正增长，主要原因：一是对东盟和一带一路地区出口逆势增长。二是出口产品中，以口罩为代表的纺织品出口同比出现了增长。4 月份全球综合 PMI 指数下降到 26.5%，

制造业新订单指数为 31.8%，国际贸易将萎缩。预计未来，中国与东盟及一带一路地区的出口仍将保持一定韧性，但对欧美等区域的出口应该还会受到疫情对当地经济的冲击。

从世界经济的微观角度看，全球疫情将加剧全球产业链的重构。目前中国已成为 120 多个国家的最大贸易伙伴。受到新冠疫情的影响，出于企业资产负债表平衡的困境，企业之间的退单潮在全球范围内大规模出现，一旦疫情缓解或消失，跨国公司在全球范围内的产业链重构必将开启，这对率先控制住疫情的国家有利，但需要关注的是，此次疫情暴露出全球产业链的高度脆弱性，因而跨国公司的产业链重构更会关注安全，包括更多的本土化，更加关注东道国的制度环境因素，以及包括大国关系在内的政治因素。

（三）扩大有效投资需求是关键

面对当前复杂多变的国际经济形势，今年政府工作报告提出要实施扩大内需战略。长期来看，全球经济面临百年未有之大变局，逆全球化浪潮愈演愈烈，扩大内需是一项长期战略。扩大投资需求是扩大内需的重要发力点。报告指出，推动消费回升。通过稳就业促增收保民生，提高居民消费意愿和能力。在扩大投资需求方面，报告指出要扩大有效投资。可以理解为，不仅要扩大投资规模，更重视投资的质量和有效性。

报告还明确了扩大有效投资的精准发力点，首次提出重点支持既

促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设。即加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展 5G 应用，建设充电桩，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级。加强新型城镇化建设，大力提升县城公共设施和服务能力，以适应农民日益增加的到县城就业安家需求。加强交通、水利等重大工程建设。

五、中国经济增速可能为 3%左右

（一）全球经济面临严重衰退

疫情对世界经济的影响程度，最终要看疫情流行情况。从历史经验看，历次“全球性大流行病”，无一能在短期内得到控制。2009 年的 H1N1 疫情（传染力较新冠病毒低），历时 16 个月才宣告结束，最终导致至少 15 万人死亡；1918 年西班牙流感和 1968 年的亚洲流感，历时 18 至 24 个月；；即便 2003 年并未达到“大流行病”级别的 SARS 疫情，前后也历时近 15 个月。新冠病毒的疫苗正在研制当中，何时可以推广运用还无法确定。在疫苗研制成功之前，全球各国的防控措施，应该不会全面放松和解禁。

从目前的情况看，本次疫情对经济的冲击已经大于 2008 年的金融危机。多数机构预测，美国经济今年二季度衰退超过 20%，欧盟预测，欧洲今年经济衰退-7.5%。世界经济 2020 年将会陷入衰退不可避免。4 月 14 日，IMF 发布的最新《世界经济展望报告》预测，今年全球经济将萎缩 3%，为上世纪 30 年代大萧条以来最糟经济衰退。近日，

IMF 又表示，将进一步下调世界经济增速的预测数。5 月 27 日，国际评级机构惠誉下调全球今年的经济增速为-4.6%，不过惠誉同时表示全球经济最差的时间已经过去。

（二）中国经济有望实现正增长

2019 年全球经济增速放缓，中国经济下行压力增大。中国经济增速从 2017 年的 6.9%，降至 2018 年的 6.6%，再到 2019 年的 6.1%，期间四个季度增速分别为（6.4%、6.2%、6.0%、6.0%）。2019 年，内需走弱，中美贸易谈判波折不断，中国仍实现了增速目标。2020 年，受新冠疫情影响，全球经济加快步入衰退。2020 年，受外需抑制和疫情影响，小微民企资金周转放缓、边际成本上行，信用风险抬升和融资需求扩张之间的矛盾凸显，企业削减开支对就业产生抑制。中国经济除继续受到中美关系、经济下行等多重因素挑战外，防控疫情给中国经济带来更大的困难和挑战。IMF 预测 2020 年中国经济的增速为 1.2%。

政府工作报告虽然没提出经济增速目标，但并不代表经济增长目标不重要，也不代表政府已经放弃对经济增长的要求。事实上，政府工作报告中的赤字率与就业增长目标都与 GDP 增速相关。《报告》提出“今年赤字率拟按 3.6%以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元”。3.6-3.7%财政赤字率区间暗含全年名义 GDP 增速区间 2.6-5.4%。以 GDP 平减指数 0.6-1.6 估算，对应实际 GDP 增速 2.0-

3.8%。就业增长与 GDP 增速也存在密切关系。根据历史数据估算，中国 GDP 每增长一个百分点，大体可以带动 190 万-200 万人就业。新增 900 万就业人口，大致需要 4.5%-4.7% 的增长拉动。由此可以推断，2020 年中国经济全年增速需达到 3% 左右。如果不出大的意外，这样的增速是可以实现的。

免责声明

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，中国建银投资有限责任公司不对投资者的投资操作而产生的盈亏承担责任。本报告的版权归中国建银投资有限责任公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。