



## 疫情形势下 宏观政策需多线条调节

疫情对经济的影响是多方面的，因此应对政策也是“多线条”的。除了常规的财政和货币政策以外，发改委、人社部、交通运输部等部委也都相继出台了多项措施。未来，将有可能看到更多的预算外工具，如国开行的建设基金等。

文 | 李彦冰 张玮

新型冠状病毒感染的肺炎疫情是开年以来的头号冲击，对经济的影响范围之大、程度之深，可谓前所未见。

有市场人士在宏观测算及分析市场影响时，倾向于参照2003年非典时期。尽管两个时期确有相似之处，但这种做法有失公允。

2003年正值经济“过热”，全年GDP实

际增速10.0%，较上年大幅上行0.8%，固定资产投资、工业增加值、工业企业利润也都有突飞猛进的增长。过快增长的固定资产投资又进一步推升了通胀，从2002年四季度开始，PPI就以高于CPI的速度增长。这意味着，非典时期是以紧缩政策为主。

而如今所面临的宏观环境大幅变动，在

经历了2018年众所周知的逆全球化冲击之后，我国经济发展依旧处于“三期叠加”阶段——2018年GDP增速6.6%，2019年6.1%（已经下行0.5个百分点），预测2020年在疫情扰动下GDP增速仍会继续回落，其他多项经济指标也与高速度增长阶段明显不同。

因此，当下无论是基本面还是政策主旨，都与当年的经济“过热”不具可比性。

### 要充分估算疫情影响

站在市场角度，无论是对宏观影响的测算，还是政策预期的推演，都是为投资服务的。目前市场关注的焦点在于疫情进展，贸易问题和结构性改革暂时不再是主要矛盾。只有深刻理解此次疫情的负面影响，才能判断出未来政策有哪些潜在的“超预期”，而这恰恰又构成了投资博弈的重要收益来源——“预期差”。

假设没有疫情发生，从“三大需求”来看，消费受限于居民可支配收入，外贸本就处于顺差缩减阶段，增长只能依靠资本形成总额，即固定资产投资。在没有外界政策干扰的情况下，预计二季度地产投资会逐渐失去韧性，带动整个固定资产投资呈现“前高后低”的局面。为了托底经济，在地产不放松的假设下，只能依靠财政支出。假设财政赤字不变，目标2.8%，这就需要有与之相匹配的收入来源——增发政府债，包括国债和地方政府债，适度允许政府部门杠杆的提升，以此保证财政支出力度不减。同时，出于“防风险”角度考虑，货币政策更多起到“稳债务”的作用，而非逆周期调节的大力宽松。用一句话概括，就是“财政稳经济，货币稳债务”。

可见，叠加了疫情影响，原来的政策思路不得不调整，向着哪个方向调？还要看具体的宏观条线。

### 二三产业受拖累

当前对于一季度总量数据的测算较多，大都“偏于乐观”。疫情对于第三产业的影响显而易见。同时，从交通高频数据看，受疫情影响，春节前两周累计客运量11.43亿人次，同比增长2%；节后受疫情冲击，出游需求减少，企业延期复工，单日客运量跌幅在80%以上；春节假期客运量合计1.41亿人次，较去年同期下降78.29%。从铁路和航空数据来看，节后11天铁路累计客运量2737.7万人次，为去年同期的24%；航空客运量累计730万人次，为去年同期的35%。此外，六大发电集团日均耗煤量仍在下降，未见抬升势头。截至2月7日（正月十二），六大发电集团日均耗煤37.42万吨，仍处在春节以来的下行区间，而2018年和2019年两年，大年初五就迎来了发电耗煤拐点。

今年春节后的一周，发电数据明显低于历史同期。这意味着，从均值角度出发，春节后的一周，第二产业就有将近0.29万亿元“消失”。叠加食品饮料同比下跌80%、旅游下跌85%，悲观预期下，当前的实际影响会“超万亿元”。按照不变价计算，去年一季度GDP较前年同期增加的部分大概是1.2万亿元，疫情影响可见一斑。

### 三大需求受抑制

投资方面，取决于节后复工时间。考虑到当前新增确诊人数仍旧难言拐点，本着“两个十四天”的原则，安全起见，恐怕要在2月下旬才能看到一般行业的普遍复工。尤其是地产行业的复工时间明显比其他行业推迟了很多，与之对应，地产投资也超预期下行。

于是，面对疫情挑战，到底是应该继续坚持“新经济”，还是适度放宽“旧经济”，

从均值角度出发，春节后的一周，第二产业就有将近0.29万亿元“消失”。

由于不少中小企业面临破产裁员，因而此次疫情不光对“稳经济”提出挑战，也同时令“稳就业”更加紧迫。

成为当前讨论的热点之一。笔者认为，当前应以继续坚持“新经济”为主，因为“旧经济”不是“想放就能放”的。理由有三。

一是作为“旧经济”的核心之一，地产一旦放松，很可能在短时间内出现较大回调，使之前的供给侧结构性改革发生“倒退”。今年的管控思路大概率仍是维持“地产投资增速不会出现较大下降”。作为一个“平衡项”，其对于经济“抗跌”的作用固然重要，但并非只有这一条路可走。

二是基建“弹性”在降低。作为传统“铁公鸡”，在经历过连续几年的供给侧结构性改革之后，政策的阶段性放宽与地方实际反应不尽一致。我们看到，去年以来基建融资进展相对缓慢，主要原因在于地方官员畏惧担责风险。一般基建项目周期较长，而2018年以来，宏观“口径”的调整又多以季度为单位，存在周期错配。尽管面对“三期叠加”，部分地区“鼓励担当”，但仍难重现当年“一呼百应”的态势。

三是基建“铁公鸡”的形象在改变。随着5G网络的展开、智能化的兴起，包括基站、电力在内的基建项目早不再以“钢铁水泥”的形象示人，而是更多包含着科技元素。

消费方面，此轮疫情对于餐饮、旅游、交通运输、线下娱乐等行业产生了巨大影响，且随着复工时间的推延，影响会持续存在。当然，也存在正向影响：一来，疫情爆发时，并非所有消费品销量都回落，考虑到疫情防治和人民基本生活保障，与日常防护、食品饮料等相关的必需品反而出现供不应求的局面，并且成为推动当期CPI的重要力量；二来，一旦疫情解除，人们被过分压制的“外出”需求很可能瞬间爆棚，之前惨淡的餐饮、旅游、线下影院等行业也有望迎来爆发式增长。所以，疫情对于消费的影响是“一过性”的，

存在后期“回补”的动力。

特别地，对于通胀来讲，疫情会加重食品和防护用具等生活必需品的购买，因为“恐慌心理”容易催生“囤货”意愿，从而推升当期CPI；而受到复工延迟的影响，生产需求端走弱，PPI存在进一步回落预期。2月10日，国家统计局公布了1月份通胀数据，CPI同比上涨5.4%，预期4.8%，前值4.5%；PPI同比上涨0.1%，预期0.2%，前值0.5%。两者走势符合上述判断。预计2月份两者的“剪刀差”会进一步走阔。

外贸方面，最大的不确定性在于世界卫生组织（WHO）对于“疫区”的界定。1月31日凌晨，WHO宣布中国新型冠状病毒感染的肺炎疫情构成“国际公共卫生紧急事件（简称PHEIC）”。背后的主要依据是中国新型肺炎感染人数增多，并且多个国家出现疫情。按照正常程序，PHEIC声明的有效期限为3个月。到期后WHO将重新评估，如果届时疫情得到控制，则新冠肺炎将摘掉PHEIC的“帽子”。此外，WHO也可以根据新冠肺炎疫情的发展状况随时修改和撤销。

继WHO认定之后，已经有不少国家增强了针对中国货物的检验检疫手续，甚至大幅削减了贸易往来。原则上讲，“PHEIC”还不是最坏预期，而一旦武汉等地被认定为“疫区”，对于当地的外贸来讲将是致命打击。

## 需多元化政策应对

疫情对于民营中小企业的打击非常大，尤其是债台高筑的企业，在复工延迟没有营收的前提下，仍然要履行偿债义务，不少企业面临破产裁员。所以，此次疫情不光对“稳经济”提出挑战，也同时令“稳就业”更加紧迫。摆在政策层面前的，是“控疫情”和“稳经济”的平衡。短期来讲，“控疫情”仍是第一位的，

毕竟“人”是创造价值的根本。当前仍处在疫情防控“攻坚”阶段，只有疫情控制住了，重启“稳经济”才会被置于首位。

如果没有疫情，2020年全年GDP增速有望实现6.0%，叠加了疫情影响，保守估计1季度GDP4.0%。从目前的形势来看，原有的“财政稳增长，货币稳债务”走向不会发生太大变化，尽管出于“抗疫情调节”的目的，需要更为宽松的货币政策，但并不意味着降息进程的开启。毕竟对于全球来讲，我国是少有的几个仍在维持实际正利率的货币当局之一，这个地位需要“珍惜”。未来的政策支持力度取决于对经济增长的贡献度，首先要衡量现阶段的货币宽松是否有效，然后才能考虑进一步“降息降准”。从全年来看，利率存在30~40BP的降息空间，降准有将近100BP的空间，并不算充裕。2月20日有望迎来LPR报价的走低，近期也有望见到MLF利率下行，但这都只是“信号”作用，而非实质性“放水”。

财政方面，赤字目标可能提升到3%（去年2.8%）。着力点有以下几个。

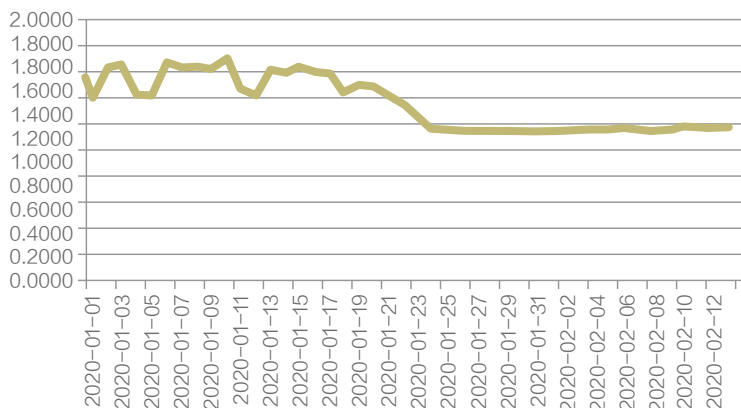
一是专项债，2019年额度为2.15万亿元，今年有可能再增加1万亿元。不仅如此，专项债还将部分聚焦于公共卫生领域，因此，有望看到“防疫”时期的新品种专项债。

二是更加强调财政支出，即“支出型的财政政策”。尤其是对于疫情发生时工业企业暴露出的短板，财政要精确帮扶。

三是财政收入方面，政府债会大力发行，进而允许政府部门杠杆的适度提升。但究竟是中央政府国债还是地方政府债，现在仍存在较大不确定性。事实上，中央政府的资产负债表相比地方政府更加健康，故此今年大力发行国债的可能性更大。

四是特别国债。迄今为止一共发行过两次：第一次是1998年8月向四大国有独资商

### 高德拥堵延时指数维持低位



高德主要城市的拥堵延时指数可以反映出节后复工情况。从上图中可以看出，疫情导致节后复工时间延长，截至2月中旬仍未看到明显的复工潮。

> 数据来源：Wind

业银行发行的2700亿元长期特别国债，所筹集的资金全部用于补充国有独资商业银行资本金；第二次是2007年1.55万亿元，用于购买约2000亿美元外汇，作为当时即将成立的国家外汇投资公司的资本金。目前来看，今年再次发行特别国债的概率较大。

当然，疫情对经济的影响是多方面的，因此应对政策也应是“多线条”的。除了常规的财政和货币政策以外，发改委、人社部、交通运输部等部委也都相继出台了多项救济措施。未来，将有可能看到更多的预算外工具，如国开行的建设基金等。☐

（作者分别供职于国家金融实验室和昆仑健康保险资管中心）