

发挥政策合力 推进经济平稳增长

——2020年第一季度我国宏观经济与财政政策分析报告

中国社科院财经战略研究院党委书记、研究员 闫坤 中国财政科学研究院研究员 张鹏

总需求与供应链双向承压 疫情防控取得重大成果

2020年第一季度,新冠肺炎疫情的突然暴发给正处于爬坡过坎和转型升级的中国经济带来巨大冲击。1月份以来持续向好的各项经济数据被逆转,经济增长承受巨大压力,形成了此后为期两个月的“宅”经济时期。

首先,受疫情影响,2020年一季度中国经济增速明显放缓,拉动经济增长的消费、投资、出口“三驾马车”总体乏力。国家统计局数据显示,一季度我国国内生产总值GDP为20.65万亿元,按可比价格计算,同比下降6.8%。社会消费品零售总额首现负增长;固定资产投资中应特别关注制造业投资变化;进出口形势略有回暖。

社会消费品零售总额78580亿元,同比名义下降19.0%。其中,城镇消费品零售额67855亿元,同比下降19.1%;乡村消费品零售额10725亿元,下降17.7%,耐用消费品的降幅较大,日用品、必需品则保持基本稳定。

全国固定资产投资(不含农户)8.41万亿元,同比下降16.1%。从构成固定资产投资的主要结构上看,工业投资同比下降21.1%,其中,制造业投资下降25.2%;基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比下降19.7%;房地产开发投资同比下降7.7%,其中,住宅投资16015亿元,下降7.2%。

货物进出口总额65742亿元,同比下降6.4%。出口33363亿元,下降11.4%;进口32380亿元,下降0.7%。进出口相抵,贸易顺差983亿元。

其次,物价压力有所缓解,保供稳价作用开始显现;就业形势保持稳定;居民收入稳步增长,政府加大转移支付作用明显。

全国居民消费价格CPI同比上涨4.9%,扣除食品和能源价格后的核心CPI上涨1.3%。其中,3月份猪肉价格上涨116.4%,比2月份回落18.8个百分点,猪肉供给缺口明显降低,保供稳价作用开始显现。全国工业生产者出厂价格PPI同比下降0.6%,购进价格同比下降0.8%,总体保持稳定。

全国城镇新增就业人员229万人,在如此困难情况下,仍有相当数量的新增就业难能可贵。当前应高度重视大学毕业生就业问题,一方面要做好心理疏导,另一方面积极提供必要的新增就业岗位。此外,还应关注农民工的复工复业问题,特别是贫困家庭的就业问题。

全国居民人均可支配收入8561元,同比名义增长0.8%,扣除价格因素实际下降3.9%。当前应做好“六稳”工作、落实“六保”任务。在稳就业、保居民就业的同时,保证市场主体、稳定合理预期。一季度,政府转移支付力度加大,在稳定居民收入,维护社会需求规模和家庭消费能力方面发挥了重要作用。

第三,货币市场运行平稳,社会融资总额平稳扩张。一季度,我国货币政策运行总体平稳,有效落实了中央“稳健货币政策更加灵活”的要求,维护了金融市场的平衡稳定,并为受到疫情较大冲击和影响的实体经济提供良好的金融支持和需求保障。同时,企业对货币的需求量快速增长,商业银行储蓄规模显著增加,货币政策的空间和灵活性有所提升,货币市场表现出规模较大、利率下行和稳定有序的特点。

货币供应量快速增长，基础货币总体供应稳定。一季度末，广义货币（M2）余额为 208.1 万亿元，同比增长 10.1%，增速较同期的名义 GDP 快约 12 个百分点，市场上短期内形成了较大的货币存量。此外，央行公布的基础货币规模为 31.8 万亿元，较 2018 年同期的 30.4 万亿元，只增加了 4.6%，明显低于 M2 涨幅，说明基础货币供应较为平稳。

货币市场利率水平明显降低，内生风险压力显著下降。货币市场利率运行正常，同业拆借利率和质押回购利率均明显下行。这种利率结构有利于金融企业调整资产结构和获得流动性支持，也有利于现有金融资产的展期和借新还旧，以维护资本市场和票据市场的价格稳定。从结构上看，同业拆借利率与质押回购利率差额很小，且呈现明显收敛态势，说明金融机构的稳定性较好，金融市场内部风险隐忧明显下降。

降准的流动性效应突出，再贷款的政策效果较好。1 月 6 日，央行降低法定存款准备金率 0.5 个百分点，释放约 8000 亿元流动性。此外，央行通过中期借贷便利（MLF）和财政贴息方式投放的再贷款和专项贷款的规模显著增加。疫情期间，共通过再贷款的方式向市场直接补充流动性达 2 万亿元左右。

一季度，我国社会融资总额的增量为 11.08 万亿元，同比增加 2.47 万亿元，总体看市场融资较为活跃。考虑企业资金支出情况，固定资产投资累计支出只有 8.41 万亿元，预计约有 2.67 万亿元的新增融资用于企业的职工薪酬等经常性支出。

一季度，核销商业银行不良贷款约为 1546 亿元。这对促进商业银行支持实体经济企业，消除商业银行后顾之忧，支持宏观审慎端做好“尽职免责”等工作都起到了较好的支持作用。

优化支出结构 加强债务管理 保障财政平衡

受经济增速下降和应对疫情冲击主动减税降税的影响，一季度我国财政收支压力加大，收支缺口达 9300 亿元，同比增加约 10%。应着力做好优化支出结构，动态管理存量，加强债务管理，提升资金绩效，保障财政平衡。

第一，一般公共预算收入质量下降，但支出保障性针对性更加强化。一季度，全国一般公共预算收入 45984 亿元，同比下降 14.3%。其中，中央一般公共预算收入 21157 亿元，同比下降 16.5%；地方一般公共预算本级收入 24827 亿元，同比下降 12.3%。财政收入中的税收收入规模为 39029 亿元，同比下降 16.4%，税收收入占一般公共预算收入的比重为 84.9%，同比下降 2.5 个百分点。非税收入的规模为 6955 亿元，同比增长 0.1%。

一般公共预算支出略有下降，但保障效果突出。全国一般公共预算支出 55284 亿元，同比下降 5.7%。其中，中央一般公共预算本级支出 7173 亿元，同比增长 3.7%；地方一般公共预算支出 48111 亿元，同比下降 7%。其中，社会保障和就业支出 9837 亿元，同比下降 0.7%，重点支持降低社保收费和增加稳岗支出；卫生健康支出 4976 亿元，同比增长 4.8%，重点用于建设隔离病区，增强医疗设备，保障医护人员；农林水支出 4031 亿元，同比下降 3.6%，推进农村地区路网、水网和公共卫生服务基础设施建设，巩固脱贫成果，实现三大攻坚战的目标。

第二，土地出让收入明显减少，政府性基金预算收支依赖跨年度平衡。一季度，全国政府性基金预算收入 12577 亿元，同比下降 12%，其中，国有土地使用权出让收入 11117 亿元，同比下降 7.9%；而基金预算支出 19749 亿元，同比增长 4.6%。其中，国有土地使用权出让收入相关支出 12577 亿元，同比下降 26.7%；收支缺口在 7172 亿元，扩大约 19%。考虑到 2019 年政府性基金预算收支缺口高达 6849 亿元的情况，预计政府性基金预算年内平衡的可能性很小，仍需依赖周期性平衡。

第三，地方政府债券发行量明显加大，债券利率持续下降。一季度，全国发行地方政府债券 16105 亿元。其中，一般债券 5065 亿元，专项债券 11040 亿元；按用途划分，发行新增债券 15424 亿元，再融资债券 681 亿元。在新发债券中，地方政府债券平均发行期限 15.7 年，平均发行利率只有 3.38%。由于政府债券在长期和超长期融资中占有相当比重，尽管可以引导该时点的市场利率水平，但如果央行不给予地方政府债券“再贷款”或公共市场操作工具的地位，也很容易将这

一区间的市场融资“挤出”。

一季度，地方政府债券到期偿还本金 958 亿元，支付利息 1141 亿元，占当期地方一般公共预算收入的 4.6%。政府债券的利息负担压力较大，成为未来政府资产负债表管理的关键内容。在新一轮专项债券管理和特别国债管理中，应重点考虑利息的偿还和平衡问题。

发挥消费券、特别国债、新基建等政策手段的作用

宏观调控的目标是推进经济平稳增长、带动就业、保持物价稳定、维护国际收支平衡。疫情发生后，为了应对疫情冲击，中央多次召开会议，组织部署疫情防控工作和复工复产，特别是产业链的复产复业。

相较于其他国家调控策略偏重于短期调控，我国宏观调控的基本框架是将调控、改革、治理融合到一起的中长期调控，调控目标是：扩需、修表、稳资产。根据 3 月 27 日和 4 月 17 日中央政治局会议精神，可以将疫情防控与复工复产复业工作归纳为五大关系，分别是：疫情防控与复工复产复业的关系，总需求管理与供给侧改革的关系，短期风险应对和长期经济治理的关系，流量与存量的关系，自力更生与国际协调的关系。

为应对疫情影响、推进复工复产复业，中央推出了多项财政和货币（金融）政策手段。考虑到政策的创新性、重要性和前瞻性，本文从中选择消费券计划、特别国债、新基建三个政策手段进行分析。

消费券

面对消费需求不足的压力，西方国家选择直接向居民发放货币来激励其当期消费愿望。我国则根据储蓄率高、住房自有率高等特点，选择以消费券的形式激励消费和服务居民。消费券具备三个优势：第一，不形成政府当期债务，也无需由政府当期支出，有效运用了政府信用，降低了财政压力；第二，避免直接派现导致的政策漏损。按照我国居民习惯，会有较多资金转为储蓄或是偿还房贷，难以发挥消费效应；第三，不会形成通货膨胀，也不会导致收入再分配效应。

从当前消费券计划的实践来看存在三大误区：一是将消费券当作打折券、满减券，即消费达到一定额度才可以消费，降低了消费券的获得感和激励作用；二是将消费券的发行主体由政府转为商业企业或平台企业。消费券的发行主体只能是政府，保障的对象是居民，政策的目标是提升居民的消费意愿，增加社会消费能力；三是将公共权力当成了市场权利。消费券是在中央政府批准下，由货币当局临时授予地方政府的有限货币发行权力，消费券在消费过程中就是货币，但一旦进行了消费就不再具有货币的效力。

地方政府对消费券的运用应按照以下五个要点推进：第一，确定消费券的发行规模。消费券的规模应匹配地方政府在疫情完全消退后 3 个月左右的财政收入增量为宜；第二，确定消费券的发行办法。原则上应以中低收入群体为获得消费券的主体；第三，消费券在消费过程中，具有与货币现金和电子支付工具一样的效力和广泛接受性，但只能使用一次，持有消费券的商家不得再次流通消费券；第四，政府应设立消费券回购机制和使用渠道，最主要的使用渠道是向政府缴纳税费，可以直接使用消费券，在回购机制的设计上，政府可以即期回购（见券即付）也可以远期回购，既可以分期回购也可以一次性回购；第五，政府可以根据消费券的性质支持金融机构和市场给予支持，甚至设立短期的衍生品或质押品市场，使得持券企业获得短期经营性融资的便利。

特别国债

3 月 27 日召开的中央政治局会议提出发行特别国债，4 月 17 日的中央政治局会议将特别国债命名为“抗疫国债”，明确了特别国债的属性、用途和标准。从地方政府和市场反应来看，多数把特别国债当作一般债券，筹集资金、促进投资、开工项目、支持企业。实则不然，特别国债除了对公共卫生领域的基础设施、仪器设备、医疗服务提供支持外，对其他领域并不直接干预和影响市场，而是借助市场力量、提升市场效率、放大市场机制来支持目标产业和市场主体的复工复产、转型升级和创新成长。

特别国债计划仍然在设计和酝酿之中，本文仅从建议的角度进行设计：第一，特别国债的发

行规模不宜确定为具体数值，而应实行上限管理或区间管理；第二，特别国债的总体设计要立足于国债资金所形成的资产进行处置（或获取经营收益）来偿还特别国债的本息；第三，特别国债不宜大量直接投入市场，而是借助市场力量影响和促进市场发展，其目标是补充市场的不足、短板和引导市场资源的流向；第四，特别国债要形成资产权益或股东权益，并按照现行的股权市场、产权市场的定价机制进行转让、处置和退出，也即特别国债的发行是利用国债发行机制，而退出则是正常的市场交易机制；第五，特别国债退出后，形成的资金缺口应归属政府，负缺口由政府承担，正缺口归政府享有，具体应由全国人大进行规定或授权。

较为成熟的模型是：政府宣布特别国债的发行规模后，要求商业银行向目标产业和符合要求的企业提供充足、有效的信贷支持，重点支持创新型企业、小微企业、关键制造业和产业链服务企业等，避免其停产、裁员甚至是破产。对于商业银行执行上述“抗疫”政策在尽职尽责的要求下所形成的不良资产，则给予优惠的冲销政策，超过冲销上限的不良资产将核销商业银行的核心资本。特别国债根据执行上述业务的商业银行的核心资本的核销情况和不良资产的规模特点，补充商业银行的资本金，并给予适度的补贴，相应的持有商业银行等金融机构的股权。待疫情消退，经济运行恢复常态，资产价格恢复到合理水平，政府将支持商业银行按优惠价格回购股权、引入战略投资者或在二级市场上处置股权，完成退出，进而偿还特别国债的本金和利息。

新基建

受传统基建影响，市场对新基建存在诸多误解，主要有：一是认为政府对新基建的投资会像传统基建一样，大规模、大投入、大计划；二是认为政府在新基建项目中仍将是作为甲方，市场主体是乙方，争取政府的“蛋糕”；三是认为新基建是政府的大规模补贴，不仅可以获得市场融资便利，还可以获得政府补贴利益。

实际上，新基建无法像上述的理解一样开展，原因是：第一，新基建多是产业基础设施，目前既具有较成熟的市场运作模式，也有成熟的投资主体、运营主体，政府对新基建的介入主要是两个角度：一是做产业基础设施中带有公共基础设施性质的部分，二是对市场难以进入、难以承受或难以布局的区位和领域进行投入。第二，新基建领域政府并不是简单的产权主体，更主要的是政府要立足于建成的基础设施与现有基础设施一体运营、发挥整体效力，所以，政府对新基建的参与多数是合作方，受益方是新基建的设施管理方、运营方和使用方。第三，政府对新基建的投入资金来源于专项债，这就决定了新基建支出肯定是资本性支出，而不可能是补贴等经营性支出，政府投入都对应着合理的产权或股权，政府依据协议运用相关权益。

因此，新基建给市场带来的影响和促进的关键点是：第一，相关市场主体拥有良好的经验和能力，可以作为新基建的建设方、管理方和运营方；第二，作为新基础设施的重要支持行业和领域，随着新基建的完成，拥有更好的生产条件、经营模式和消费场景；第三，作为新基建的投资主体，可以获得政府政策的直接支持，从而获得更多、成本更低的资金，保障新基建项目的开工、建设和落成。