

经济寻锚

核心观点：

1. 面对疫情下的极大不确定性，近期政府工作报告明确提出今年我国不再预设 GDP 目标，取而代之的是以就业等为代表的民生指标。上述换“锚”之变，对于未来中国经济究竟意味着什么？既定的逆周期政策能多大程度对冲内外需的压力，从而实现经济新“锚”的目标？

2. 事业单位、高校扩招，以及企业、家庭纾困等综合举措有助于缓解就业压力，但这些对于实现全年就业目标仍不足够。6%左右的调查失业率目标其实隐含着 3%左右经济增速的客观要求。我国要实现如此目标并非易事，特别是在全球经济预期负增长的情形下。

3. 纵观海外疫情及全球停摆状况，我国外需最坏的时候或许还未到来。4 月份出口的逆势上扬与前期国内停工打乱了订单交货节奏相关，预计未来还将显著下滑。国内居民消费短期内呈现出自发修复态势，但回升的可持续性仍受到居民收入和消费意愿等明显掣肘。

4. 当前逆周期政策更着眼于社会维稳而非经济刺激。尽管如此，鉴于疫情冲击的复杂性和严重性，未来政策仍可能在政府工作报告勾勒出的基础情形上逐步加码。新基建固然代表着新的方向，但从实际规模和带动效力来看，新型城镇化及传统基建更能挑起稳投资的大梁。

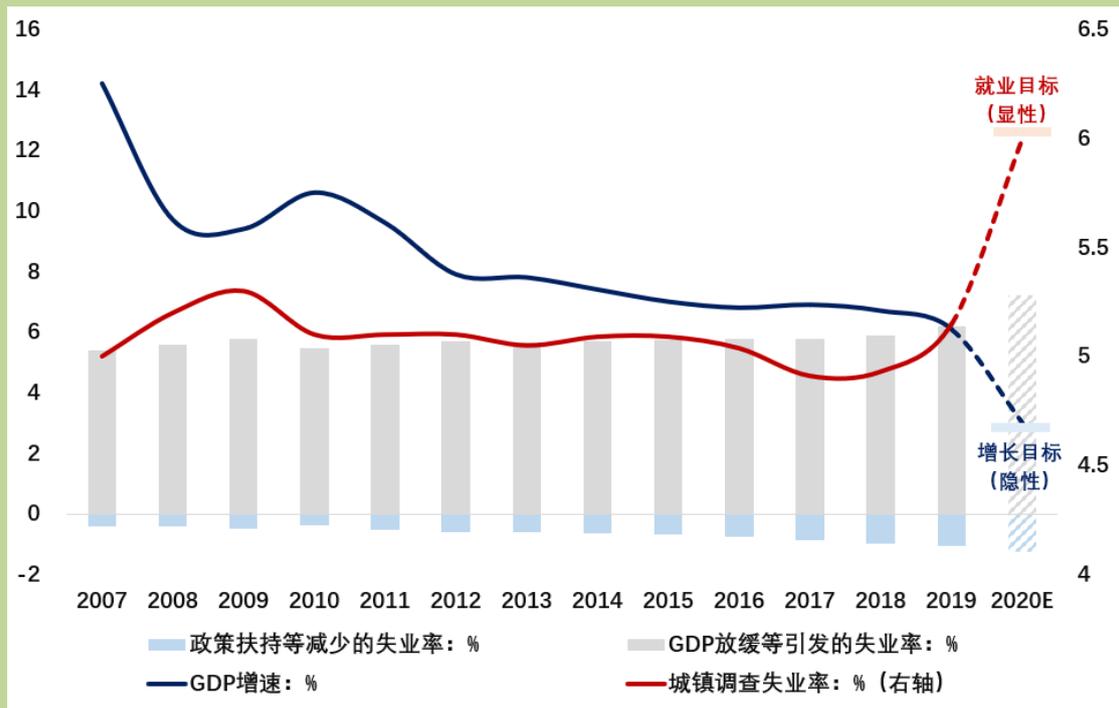
正文：

面对疫情下的极大不确定性，近期政府工作报告明确提出今年我国不再预设 GDP 目标，取而代之的是以就业等为代表的民生指标。上述换“锚”之变，对于未来中国经济究竟意味着什么？既定的逆周期政策能多大程度对冲内外需的压力，从而实现经济新“锚”的目标？

一、消失的经济增长目标？

事业单位、高校扩招，以及企业、家庭纾困等综合举措都有助于缓解就业压力，但这些对于实现全年就业目标仍不足够。初步测算，今年 6%左右的调查失业率目标客观上隐含着 3%左右的经济增速要求。我国要实现如此目标并非易事，特别是在全球经济预期负增长的情形下。

图 1. 稳就业需要多少经济增长？

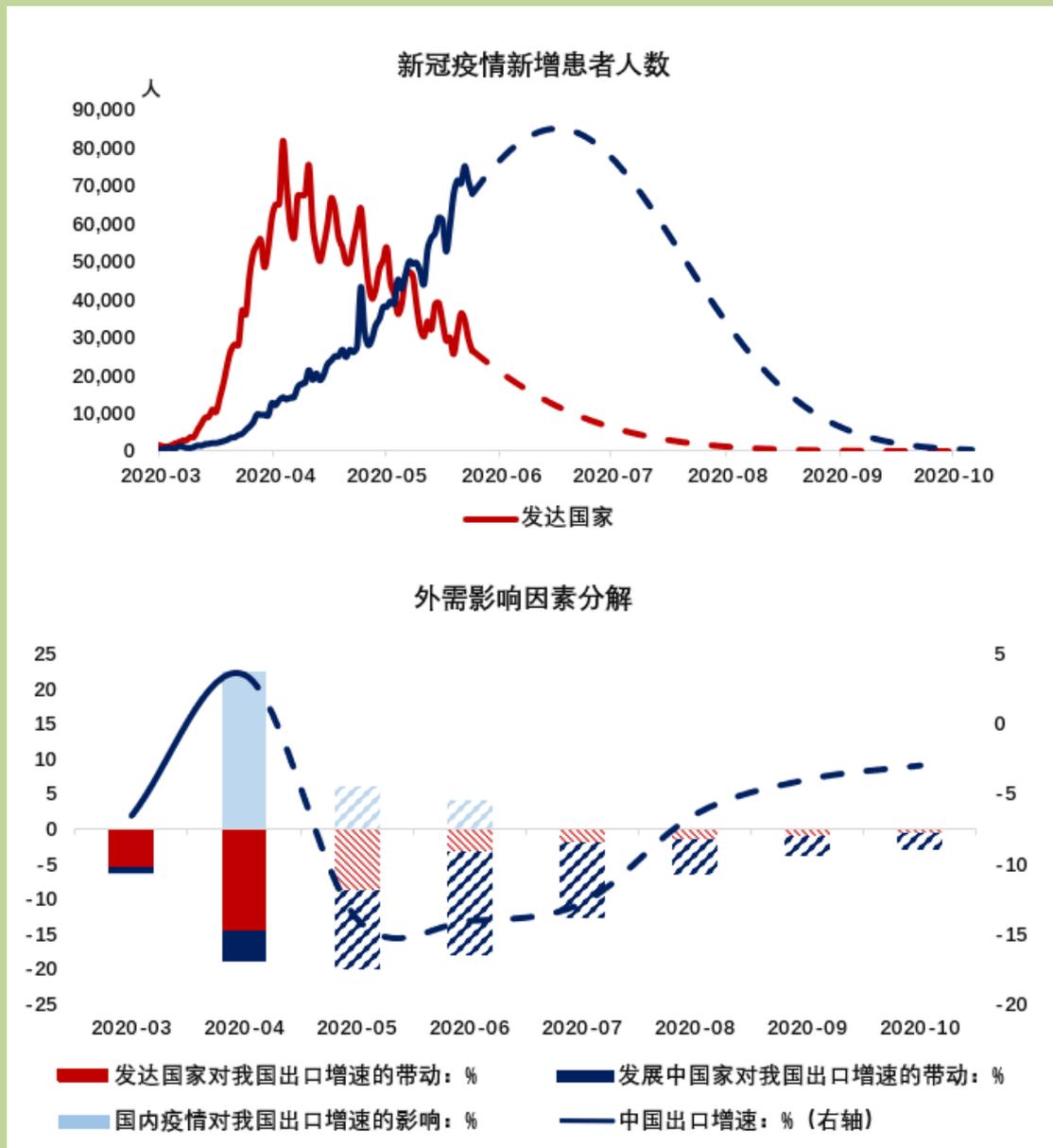


数据来源：WIND，笔者测算

二、经济增长的缺口有多大？

近期发达国家的新增确诊人数持续下滑，但从 Google 工作指数来看，目前欧美国家的复工程度约为年初的六成左右，复产节奏仍相对较慢。发展中国家的新增确诊人数还在加速扩张。4 月份我国出口数据的逆势上扬与前期国内停工打乱了订单交货节奏相关。观察海外疫情及其停摆状况，我国外需最坏的时候也许还未到来。近期航运等高频数据对此也有所印证。

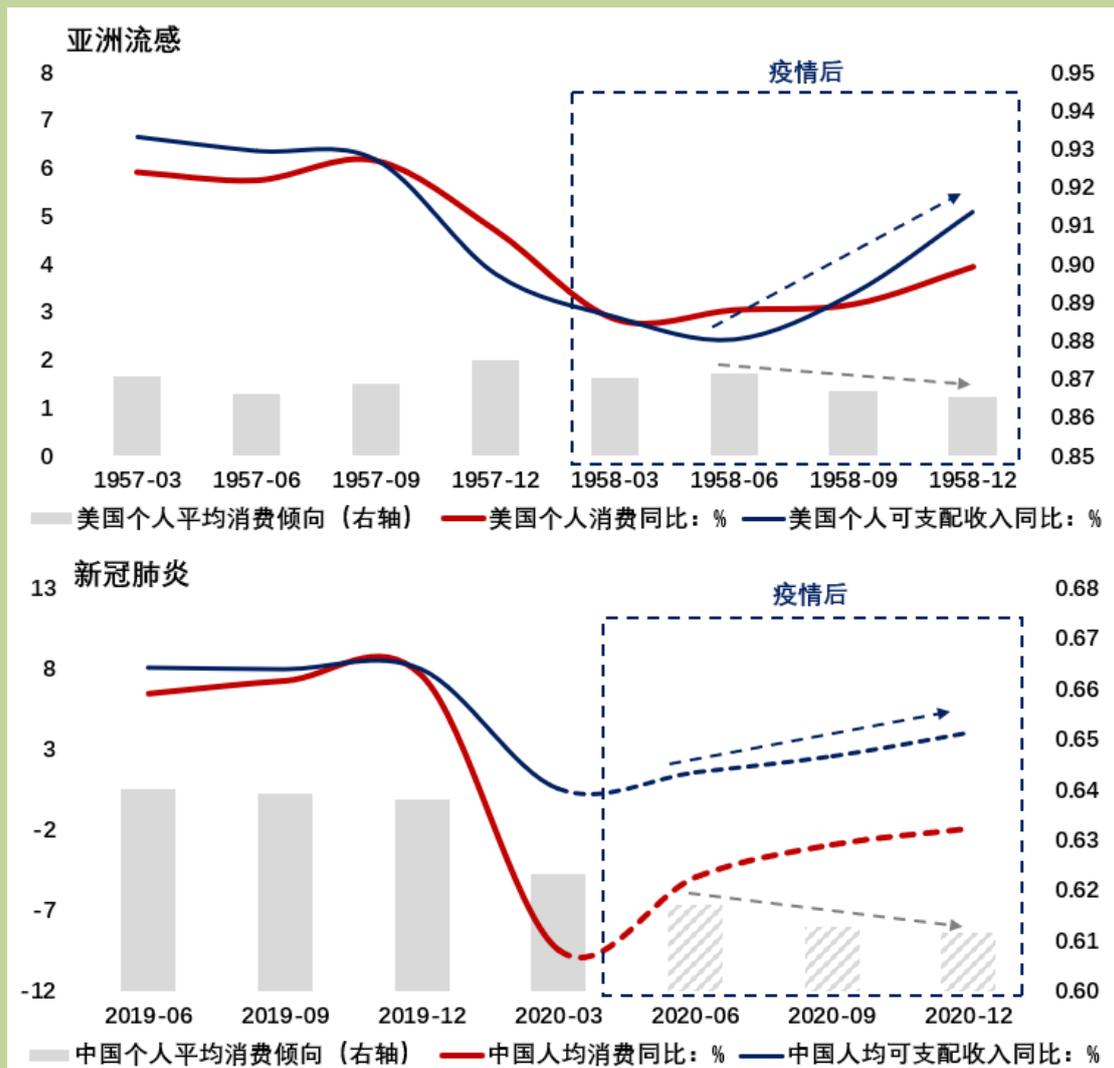
图 2. 外需冲击会有多大？



数据来源：Wind，笔者测算

内需方面，二季度以来我国居民消费开始自发性修复。但从美国当年经历的亚洲流感、香港流感以及我国“非典”等历史研究发现，疫情后消费的这种自发性修复存在“天花板”。与其它冲击不同，瘟疫对老百姓消费倾向的影响显著且持久，叠加居民收入增速也会受疫情影响而放缓，未来消费的回升预计较为缓慢。事实上，从汽车销量和餐饮账单数等高频数据来看，近期消费回升已现放缓势头。

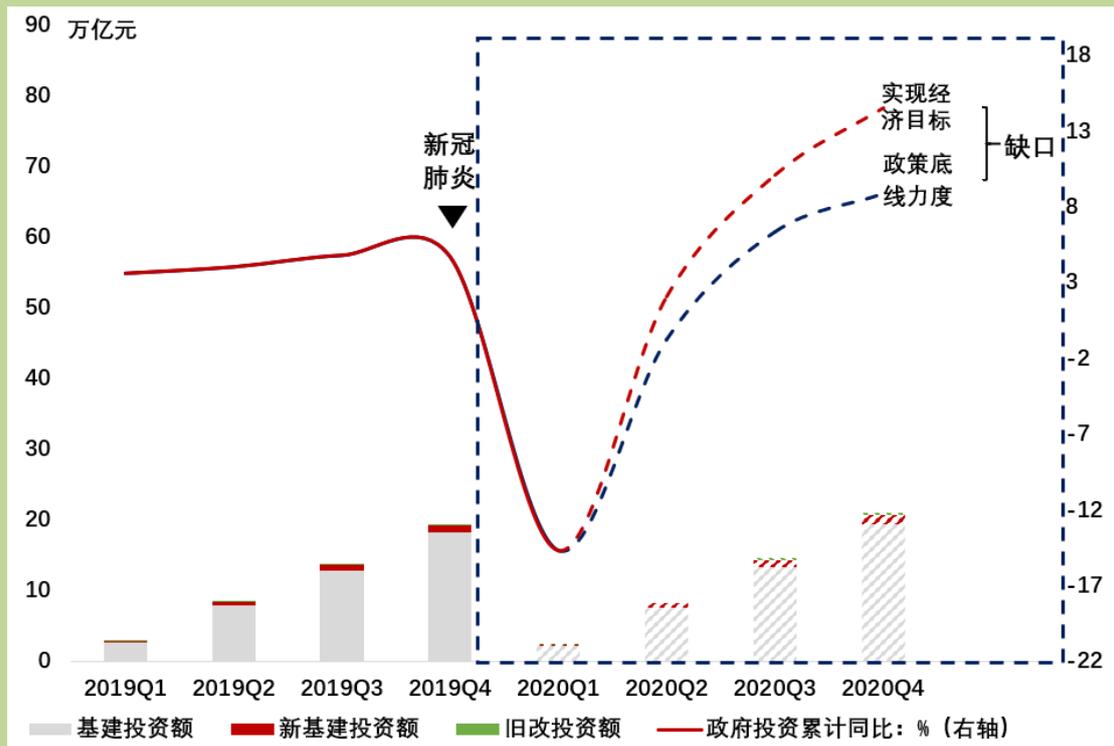
图 3. 消费何时能恢复到从前？



三、如何弥补经济增长的缺口？

鉴于外需下挫和消费受抑的预期，为实现今年的就业目标，基建投资等仍需明显发力。初步测算，传统基建叠加新基建、旧改的合计投资增速全年可能需要 15%以上。按照政府工作报告公布的基础情景（财政赤字率底线提高至 3.6%、新增专项债规模提高至 3.75 万亿等），该政策力度可支持的政府投资增速约为 8%左右，未来仍存在一些资金缺口。

图 4. 逆周期政策的力度是否足够？



数据来源: WIND, 笔者测算

注: 政府投资为基建+新基建+旧改投资的合计。

展望未来, 逆周期政策更多着眼于社会维稳而非经济刺激。尽管如此, 鉴于疫情冲击的复杂性和严重性, 宏观政策仍有望在政府工作报告所勾勒出的基础情形上逐步加码。新基建固然代表着新的方向, 但从实际规模和带动效力来看, 新型城镇化及传统基建更能挑起稳投资的大梁。

四、基本结论

一是 事业单位、高校扩招, 以及企业、家庭纾困等综合举措有助于缓解就业压力, 但这些对于实现全年就业目标仍不足够。今年我国 6%左右的调查失业率目标其实隐含着 3%左右经济增速的客观要求。要实现如此目标并非易事, 特别是在全球经济预期负增长的情形下。

二是 纵观海外疫情及全球停摆, 我国外需最坏的时候也许还未到来。4 月份出口数据的逆势上扬与前期国内停工打乱了订单交货节奏相关, 预计未来还将大幅下滑。国内居民消费短期内呈现出自发修复态势, 但回升的可持续性仍受到居民收入和消费意愿等明显掣肘。

三是 当前逆周期政策更着眼于社会维稳而非经济刺激。尽管如此, 鉴于疫情冲击的复杂性和严重性, 未来政策仍可能在政府工作报告勾勒出的基础情形上逐步加码。新基建固然代表着新的方向, 但从实际规模和带动效力来看, 新型城镇化及传统基建更能挑起稳投资的大梁。

【作者】

伍戈: 长江证券首席经济学家, 曾长期供职央行货币政策部门, 并在国际货币基金组织担任经济学家。中国经济学最高奖“孙冶方经济科学奖”获得者, 曾获浦山政策研究奖、刘诗白经济学奖。

文若愚、徐剑、高莉: 长江证券研究员。

薛帅杰、项墩伟、高童、李雅楠、黄郅栋、张菁、田野: 长江证券实习研究员。

近期研究：

1. [经济修复三部曲](#)，2020年5月17日
2. [预见经济：伍月](#)，2020年5月5日
3. [外需多坎](#)，2020年4月27日
4. [经济修复：快与慢](#)，2020年4月15日
5. [走出疫情 III](#)，2020年3月29日
6. [疫情“时差”](#)，2020年3月26日

扫描二维码关注：伍戈经济笔记

