



歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

2020年6月

 中國銀行 香港金融研究院
BANK OF CHINA Hong Kong Financial Research Institute

<http://www.bochk.com>

從《政府工作報告》看疫後中國經濟的政策重點和復甦前景

高級經濟研究員 柳洪

今年《政府工作報告》因應疫情和中美經濟“脫鉤”風險上升帶來的嚴峻挑戰，未設具體GDP增長目標，政策重點既立足當前，從“保6”轉向“六保”，突出底線思維；又放眼長遠，配合“十四五”規劃綱要的制定，凸顯於變局中開新局的新意。預計隨著規模性政策加速落實，中國經濟今年將實現修復性復甦，全年GDP有望實現3%左右的正增長。

一、中國經濟面臨的主要挑戰

（一）新冠疫情對中國經濟的影響超過2008-09年的金融海嘯，未來中國仍面臨外防輸入、內防反彈的風險。目前，中國雖已控制住疫情，有序推進復工復產復市復業提速擴面，但從全球看，史上罕見“黑天鵝”的翅膀還沒完全展開，全球確診案例已超過700萬例，未來仍存在很大不確定性。中國要打贏疫情阻擊戰和經濟保衛戰，就必須統籌疫情防控和經濟社會發展，在矛盾中平衡、在探索中前行。

（二）後疫情時代中國外貿環境惡化。疫情導致世界經濟陷入大蕭條以來最嚴重的衰退，將削弱全球需求，拖累中國出口。疫情擴散及其封關、隔離等防疫措施，亦將嚴重干擾產業鏈、供應鏈穩定，影響中國對外貿易。

（三）中美經濟“脫鉤”風險上升。5月20日美國白宮發布《美國對華戰略報告》，直言將以全面施壓方式遏制中國發展。“脫鉤”本質上就是一種戰略遏制。但中美你中有我、我中有你，“硬脫鉤”並不現實，漸進式、有選擇性的“脫鉤”是可能的，比如聚焦科技戰，封殺華為，將更多中國高科技公司納入黑名單，重塑科技產業鏈、供應鏈。進而通過打香港牌，將科技戰擴展到貿易戰、金融戰等方面。中國要有準備、有作為。

二、推動經濟復甦的政策重點

今年《政府工作報告》部署對沖疫情影響和應對中美經濟“脫鉤”的策略，推出了以“六保”（保居民就業、保基本民生、保市場主體、保糧食能源安全、保產業鏈供應鏈穩定、保基層運轉）為工作著力點、穩住經濟基本盤的積極舉措。雖未設具體 GDP 增長目標，但仍設定了努力實現全面建成小康社會，城鎮新增就業 900 萬人以上，城鎮調查失業率 6% 左右，城鎮登記失業率 5.5% 左右，以及 CPI 在 3.5% 左右等經濟社會發展目標。

（一）積極的財政政策更加積極有為，以對沖疫情影響。一是縱向看，今年逆周期政策力度加大，在常規公共財政支出之外增加開支 11.01 萬億元（人民幣，下同）。其亮點表現在：赤字率擬按 3.6% 以上安排，首次突破 3% 的警戒線，財政赤字規模比去年增加 1 萬億元；同時發行 1 萬億元抗疫特別國債，特別國債過去發行過兩次，這是第三次。上述 2 萬億元全部轉給地方，主要用於補充市縣財政支出短缺，保基層運轉。今年地方專項債擬安排發行 3.75 萬億元，比去年增加 1.6 萬億元。財政支出結構將大力優化，基本民生支出只增不減，切實保障重點領域支出。二是橫向看，與許多發達經濟體實施直接“派錢”、赤字率超過 10%、財政赤字貨幣化的強刺激措施相比，中國財政政策仍相對謹慎。這既為未來應對嚴峻挑戰預留了較大的政策空間，也抑制了債務攀升。

（二）穩健的貨幣政策更加靈活適度，傳遞“寬信用、降利率”的政策導向，意在放水養魚，不搞大水漫灌。一是寬信用的政策重要性上升，將為市場主體提供較寬鬆的融資環境。2020 年《政府工作報告》要求，綜合運用降準降息、再貸款等手段，引導廣義貨幣供應量和社會融資規模增速明顯高於去年。要求創新直達實體經濟的貨幣政策工具，務必推動企業便利獲得貸款。防風險作為曾經的三大攻堅戰之首，位置後移，將在大力支持實體經濟發展的基礎上，防範化解重大金融風險。觀察下表可見，從趨勢上看今年 M2 增速達到 13%、社融規模存量增長 14%、社融增量突破 30 萬億元，不會意外。這也導致傳統經濟理論，譬如 M2 增速差不多等於 GDP 增速 + CPI 面臨挑戰，現實是錢多通脹不一定會來，CPI 並

項目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年4月
M2 同比增速	13.3%	11.3%	8.2%	8.1%	8.7%	11.1%
社融規模存量增長	12.4%	12.8%	12%	9.8%	10.7%	12%
社融增量萬億元	15.41	17.8	19.44	19.26	25.58	1-4 月 14.16

資料來源：人民銀行

不會大幅上漲。從社融的結構看，今年人民幣貸款增加較多，後期銀行可能面臨較大的不良率上升及不良資產處置壓力。二是貸款實際利率將降低。今年以來，央行已三次降準、定向降準，引導貸款市場報價利率（LPR）下降。2020年4月發布的1年期、5年期以上LPR分別降到3.85%和4.65%，分別較2019年12月下降30個和15個基點。從目前的通脹情況看，貨幣政策仍有較大空間。預計年內降準減息仍可期，但降息幅度不會太大。降息將主要通過深化LPR改革，疏通貨幣政策傳導渠道，有序推進存量貸款基準轉換等方式來實現。三是2020年《政府工作報告》對保持人民幣匯率基本穩定的表述，與2019年沒有明顯差別，但位置前移，市場解讀今年人民幣匯率保持基本穩定比貶值更加重要。

（三）部署做好“六保”工作，重點在穩企業、保就業、保民生。後疫情時代，就業是最大的民生。“六保”與“六穩”唯一的交集就是“穩就業”。中小微企業吸納了80%的就業人口，保就業就必須穩企業。一是加大減稅降費力度，是今年穩企業的最大亮點。2019年全年減稅降費超過2.3萬億元，今年預計為企業新增減負超過2.5萬億元。堅決把減稅降費政策落實到企業，助力市場主體“活下去”，留得青山，贏得未來。二是強化金融對穩企業支持的針對性。受疫情衝擊，中小微企業的痛點在：經營現金流惡化、訂單大幅萎縮致收入銳減及剛性支出負擔加重。金融支持針對痛點：將中小微企業貸款延期還本付息政策延長至明年3月底；大幅拓展政府性融資擔保覆蓋面並明顯降低費率；支持企業擴大債券融資；要求大型商業銀行普惠型小微企業貸款增速要高於40%。近期銀保監會推出“513”措施，要求大型銀行全年製造業貸款餘額增速不低於5%，年末製造業中長期貸款佔比比年初提高1個百分點，信用貸款餘額增速不低於3%。政府除了通過穩企業來保就業、保民生之外，還加強對重點行業、重點群體的就業支持；在關注新就業形態、新工作模式發展的同時，促“地攤經濟”煥發生命力。

（四）部署擴大內需戰略，謀局“十四五”規劃。面向未來，中國將把滿足國內需求作為發展的出發點和落腳點，加快構建完整的內需體系，把超大規模市場潛力轉化為生產力。一是擴大有效投資，引導資金流向“兩新一重”。一新是“新基建”將進入加速期。包括發展新一代資訊網絡，拓展5G應用，建設充電樁推廣新能源汽車等。二新是新型城鎮化。發揮中心城市和城市群綜合帶動作用，培育產業。為防止資金炒房推升房價，堅持房子是用來住的、不是用來炒的定位。一重是加強交通、水利等重大工程建設。增加國家鐵路建設資本金1,000億元。“兩新一重”建設，既能促消費、惠民生，又可調結構、增後勁。二是推動消費回升。近年來中國經濟結構發生了很大變化，消費起主要拉動作用。早先國家統計局測算，受疫情影響至少1.5萬億消費被壓抑，將通過一系列措施激活，包括推動線上線下融合，恢復餐飲、文娛活動，支持電商、快遞進農村，拓展農村消費。三是大力推進科技創新，加快推進數字經濟、智能製造、生命健康、新材料

等戰略性產業，加強公共衛生體系建設，助推“中國標準 2035”戰略。四是加快落實區域發展戰略。我們在關注粵港澳大灣區建設之外，也需要重視西部大開發，因為 5 月 17 日中央公布“中共中央國務院關於新時代推進西部大開發形成新格局的指導意見”，為新時代西部“再”開發，明確了新定位。

（五）通過深化改革開放激發內生發展動力，提升應對中美“脫鉤”的能力。一是依靠改革激發市場主體活力，增強發展新動能。將以供給側改革為主線，推進要素市場化配置改革，以近期推出的“金融委 11 條”為抓手，推動金融供給側結構性改革進一步深化，提升金融服務實體經濟的質量。深化“放管服”改革，以公正監管維護公平競爭，持續打造市場化、法治化、國際化營商環境。配合“十四五”規劃，落實 5 月 11 日中央發布“中共中央國務院關於新時代加快完善社會主義市場經濟體制的意見”。二是通過東西雙向開放協同並進，推動全國形成高水平對外開放新格局。其新突出表現在：賦予自貿試驗區更大改革開放自主權，加快海南自由貿易港建設，在中西部地區增設自貿試驗區、綜合保稅區；大幅縮減外資準入負面清單，出台跨境服務貿易負面清單。

（六）落實脫貧攻堅和鄉村振興舉措，做好新時代“三農”工作。堅決打贏脫貧攻堅戰，推進脫貧攻堅與鄉村振興有效銜接。著力抓好農業生產，保障重要農產品供給，保糧食安全。長遠來看，鄉村也是一個大市場。

三、中國經濟復甦的前景

中國經濟韌性強，疫情並沒有改變中國經濟穩中向好的趨勢。隨著從中央到地方積極強化、細化《政府工作報告》中規模性政策的落實，政策優勢將轉化為發展優勢，中國經濟復甦前景將審慎樂觀。總體看，將呈 V 型修復性復甦形態。

（一）2020 年中國做好“六保”，經濟就能穩住基本盤，全年有較大機會實現 3% 左右的正增長。

一是市場對《政府工作報告》中推出的規模性政策推動經濟復甦有信心。海外一些機構從 2020 年中國在常規公共財政支出之外增加支出 11.01 萬億元，較 2019 年增 3.8 萬億元，測算全年 GDP 增長約 2%。而中央政府則更為樂觀一些。從財政赤字規模為 3.76 萬億，赤字率擬安排 3.6% 以上來推算，以及根據 2019 年 GDP 增長 1 個百分點帶來的新增就業為 221.64 萬人，2020 年實現新增 900 萬人就業來測算，今年《政府工作報告》隱含的 GDP 增速為 4% 左右。

二是新冠疫情雖重挫中國經濟，但也帶來不少發展機遇。譬如催生網絡購

物、非接觸配送等新業態、新模式加快發展；疫情應對中暴露出的公共衛生、應急體系等短板弱項需要加快補齊。這既對沖了部分疫情帶來的負面影響，也為經濟高質量發展開拓了新空間。

三是投資逐步恢復，今年1-4月固定資產投資同比增速已較1-2月反彈14.2個百分點。引導投資流向“兩新一重”領域，有助於新經濟、新動能保持較快發展。“十四五”規劃綱要雖仍處於建議階段，但許多預計中的投資項目已提前啟動。預計今年投資將在經濟修復中發揮關鍵作用。

四是報復性消費雖暫時未見，但修復性消費已經出現。消費券將刺激餐飲、零售修復。汽車、文娛消費將大反彈，消費將逐漸趨向正常。2019年最終消費支出對國內生產總值增長的貢獻率為57.8%，拉動經濟增長3.5個百分點，今年消費仍將是拉動經濟增長的主要動力。

五是穩外資、穩外貿正在發力。目前外企加速或者大規模外遷並沒有出現。豐田等日資企業表示不搬遷。三星加大對西安半導體廠的投入。4月中國實際使用外資703.6億元，同比增11.8%，反映中國仍是外資投資的理想選擇地。中韓加速建設商務快捷通道，未來可望在經濟大循環中建設中日韓小循環。

六是隨著政策優勢發力，中國經濟下半年將修復到基本面水平。過往多年中國經濟運行通常有下半年經濟總量佔全年55%、上半年佔45%的特徵。如此，將有力支持今年全年GDP實現3%左右的正增長。

（二）2021年中國經濟有望達到8%左右的高速增長，“十四五”期間中國經濟增速將回到5%-6%的合理增長區間。預計2021年，中國經濟活動因疫情受到的壓抑，會全部釋放出來。擴大內需戰略發力，2021年中國消費規模有望達到48萬億元，成為全球第一大市場。加上經濟基數較低，故2021年GDP增長有望達到8%。展望“十四五”期間，中國有條件對沖“逆全球化”帶來的衝擊，中國經濟將按照“十四五”規劃綱要的總體思路布局落實，堅持新發展理念，鞏固並推進高質量發展勢頭，將逐步形成以國內大循環為主體、國內國際雙循環相互促進的新發展格局，產生更多的增長點和增長極，支持中國經濟運行保持在合理區間。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

一. 本地生產總值 GDP	2018	2019	2019/Q4	2020/Q1
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	27,355	27,030	7,238	6,371
升幅 (%) Change(%)	2.9	-1.2	-3.0	-8.9
二. 對外貿易 External Trade			2020/4	2020/1-4
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
總出口 Total exports	41,581	40,961	3,095	11,407
進口 Total imports	47,214	45,714	3,328	12,680
貿易差額 Trade balance	-5,633	-4,753	-233	-1,273
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
總出口 Total exports	7.3	-5.6	-3.7	-8.1
進口 Imports	8.4	-8.1	-6.7	-9.1
三. 消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	2.4	2.9	1.9	1.9
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units				
合約宗數 (宗) No. of agreements	79,193	74,804	4,866	17,610
年升幅 (%) Change(%)	-5.5	-5.5	-50.9	-34.6
五. 勞動就業 Employment			2020/1-2020/3	2020/2-2020/4
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	10.5	12.4	16.2	20.3
失業率 (%) Unemployment rate(%)	2.8	3.3	4.2	5.2
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.1	1.2	2.1	3.1
六. 零售市場 Retail Market			2020/4	2020/1-4
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	8.8	-11.1	-36.1	-35.3
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	7.6	-12.3	-37.5	-37.1
七. 訪港遊客 Visitors				
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	6,515	5,590	0.4	349.3
年升幅 (%) Change(%)	11.4	-14.2	-99.9	-85.3
八. 金融市場 Financial Market			2020/3	2020/4
港幣匯價 (US\$100=HK\$)				
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)	783.6	779.3	775.5	775.1
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	-0.4	2.6	8.1	6.8
M2	4.3	2.8	2.2	2.0
M3	4.3	2.7	2.0	1.9
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	5.0	2.9	1.6	1.1
港元存款 In HK\$	3.6	2.5	-0.1	-1.1
外幣存款 In foreign currency	6.4	3.2	3.3	3.3
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	4.4	6.7	7.2	7.3
當地放款 use in HK	4.0	7.1	8.4	7.2
海外放款 use outside HK	5.3	5.8	4.8	7.3
貿易有關放款 Trade financing	-7.7	-0.7	-1.4	0.6
最優惠貸款利率 (%) Best lending rate (%)	5.1250	5.0000	5.0000	5.0000
恆生指數 Hang Seng index	25,846	28,189	23,603	24,644