



中航证券研究所  
公司首席经济学家：董忠云  
证券执业证书号：S064515120001  
分析师：符昉  
证券执业证书号：S0640514070001  
邮箱：fuyyjs@avicsec.com

## 实现经济增长 5.5%左右目标，政策如何进一步发力

2022 年 5 月 25 日

### 核心观点：

今年 3 月，我国将经济增长目标设定在 5.5%左右，我们认为这是在我国发展面临的风险挑战明显增多的情况下的理性选择，在稳增长政策发力的情况下，5.5%目标是有可能实现的。然而，3 月以来我国疫情的反弹对经济运行形成了明显的扰动，一季度我国 GDP 同比 4.8%，二季度 GDP 下滑压力明显增大，全年实现 5.5%目标难度大幅提升。

4 月 29 日的政治局会议明确了今年依然坚持 5.5%左右的 GDP 增速目标并未松动。近期在货币宽松、基建、房地产、消费和外贸等多方面的政策密集出台，稳增长政策加码的方向十分清晰。目前当务之急仍是疫情防控，在此基础上，我们认为稳增长政策组合仍然需要进一步发力。

**首先，可考虑发行特别国债，扩大财政支出能力。**今年疫情一方面导致政府财政收入大幅下滑，另一方面导致防控相关以及民生救助相关的财政支出大幅增加。疫情引发的预期外的财政减收增支对全年财政预算带来明显的干扰。政府有必要扩充资金来源，发行特别国债值得考虑。目前与 2020 年有类似之处，同样处于疫情冲击经济，财政政策需要明显发力的阶段，发行特别国债具有必要性。从可行性角度来看，我国政府杠杆率与其他国家横向比较来看并不算高，明显低于发达国家。我国中央政府加杠杆，通过发行特别国债稳增长具有可行性。

**其次，应重点加强保主体、促就业方向上的财政支出力度。**在疫情冲击下，居民和企业出现主动收缩资产负债表的倾向，此时政府必须承担财政加杠杆的责任，通过政府资产负债表扩张来稳住需求，并通过经济循环带动企业和居民的资产负债表修复。针对企业部门，应积极通过税收、补贴、融资等多角度改善企业现金流。应加快各地政府性融资担保基金的发展，完善政府性融资担保体系建设，为困难企业提供融资担保增信、流动性支持等服务。针对居民部门，可以借鉴美国做法的经验和教训，考虑通过消费券等形式进一步加大对居民的消费补助力度，特别是受疫情影响出现生活困难的低收入群体。

**第三，基建与房地产，要在长短期目标之间求得平衡。**在政策工具选择上就需要平衡短期目标与长期目标，最理想的方式就是使用既能有效稳定短期经济运行，又符合长期经济调结构、控风险的政策手段。围绕城镇化开展的“铁公机”等传统基础设施建设面临增长瓶颈，基建投资必须扩大领域，应与我国加大科技创新、推进新基建的方向相结合。房地产领域要在短期“因城施策”稳地产与长期“房住不炒”之间取得的平衡，部分城市楼市供过于求，房价下行压力较大，可适当刺激需求以消化库存压力；但部分城市供需结构偏紧，大幅放松可能带来房价快速上涨压力，此时应供需两端着手，促需求的同时也要促供给。

股市有风险入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址：www.avicsec.com  
联系电话：010-59562524  
传真：010-59562637

### 一. 国内疫情冲击显著加大了全年目标实现难度

今年3月，我国将经济增长目标设定在5.5%左右，较2021年6%以上的目标有所下调，我们认为这是在我国发展面临的风险挑战明显增多的情况下的理性选择，虽然当时市场普遍认为5.5%是一个较高的目标值，完成目标存在一定的难度，但政府已经表达了清晰的稳增长意图，因此，在稳增长政策发力的情况下，5.5%目标有望实现。

然而，3月以来我国疫情的反弹对经济运行形成了明显的扰动，特别是上海作为长三角区域的核心城市，长时间的封锁防控和疫情的外溢严重影响了上海及周边城市的经济运行，供应链中断对产业链运行和居民生活保障都造成了明显影响。从数据上看，一季度我国GDP同比4.8%，我们测算，要实现5.5%的全年GDP增长目标，Q2到Q4平均每个季度的GDP环比平均至少要达到1.54%，对应Q2到Q4的GDP同比分别至少为5.13%、6.01%和6.05%。

4月中旬开始上海疫情出现见顶回落趋势，但封控措施尚未明显放松，且全国其他省市仍时有疫情发生，防控对经济的扰动依然明显。受疫情影响，4月主要经济数据出现大幅下滑，4月工业增加值同比、社会消费品零售总额同比以及前4月房地产投资累计同比均为负增长，同时，4月新增贷款与社会融资数据同比环比均大幅少增，反映居民和企业融资需求疲弱。二季度GDP下滑压力明显增大，全年实现5.5%目标难度大幅提升。

### 二. 坚持努力实现全年目标，各方面稳增长政策不断落地

在这种情况下，市场上一度存在对是否需要下调全年经济增长目标的讨论。4月29日的政治局会议对此给予了明确的回答，会议提出“要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间”，这显示今年依然坚持5.5%左右的GDP增速目标并未松动。同时，会议在疫情防控、扩大内需、房地产、平台经济、资本市场、保供应链等多方面进行了政策部署，结合近期在货币宽松（如4月15日央行宣布降准，释放长期资金约5300亿元）、基建（如4月26日中央财经委员会第十一次会议，研究全面加强基础设施建设问题）、房地产（如4月19日人民银行、银保监会召开金融支持实体经济座谈会，提出保持房地产融资平稳有序；5月15日，首套住房商业性个人住房贷款利率下限下调20BP；5月20日将5年期LPR调降15BP）、消费（如4月25日国务院办公厅发布《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》）和外贸（如4月20日税务总局等十部门下发了《关于进一步加大出口退税支持力度促进外贸平稳发展的通知》）等多方面政策密集出台，稳增长政策加码的方向十分清晰。

### 三. 实现经济增长5.5%左右目标，政策如何进一步发力

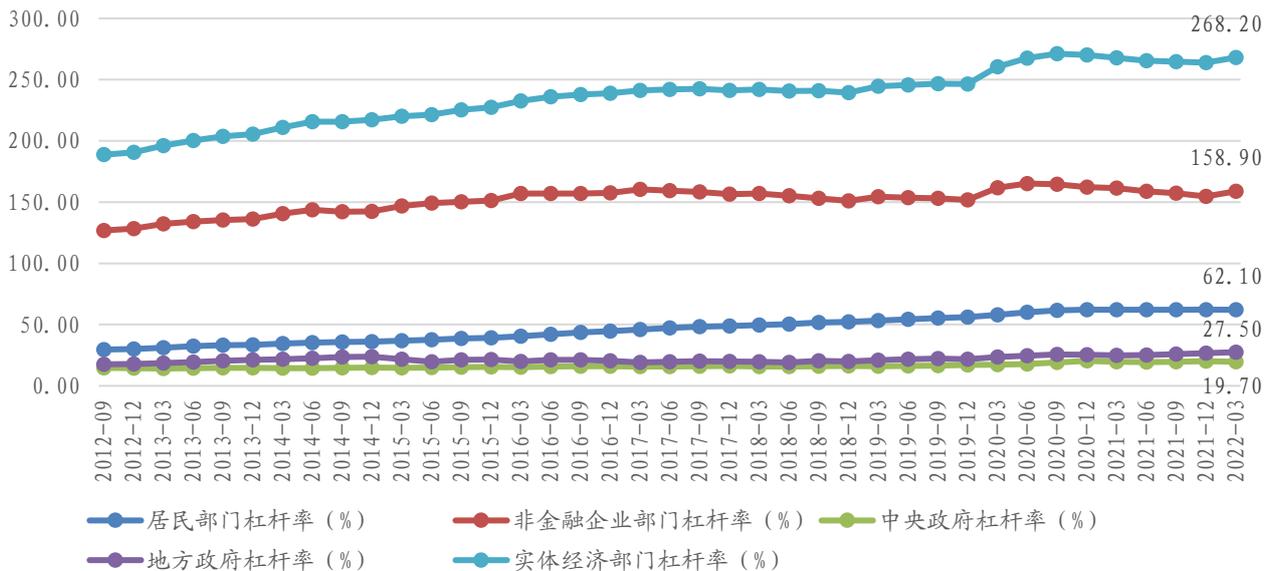
疫情受控，经济活动能够正常开展是后续稳增长政策发挥效力的前提，因此当务之急仍是疫情防控。我国进一步明确了“动态清零”的疫情防控策略不动摇，4月中旬以来，国内疫情呈现持续缓和的趋势，这为后续经济企稳回升提供了条件。在此基础上，我们认为稳增长政策组合仍然需要进一步发力，后续政策建议聚焦在以下几个方面。

#### 首先，可考虑发行特别国债，扩大财政支出能力。

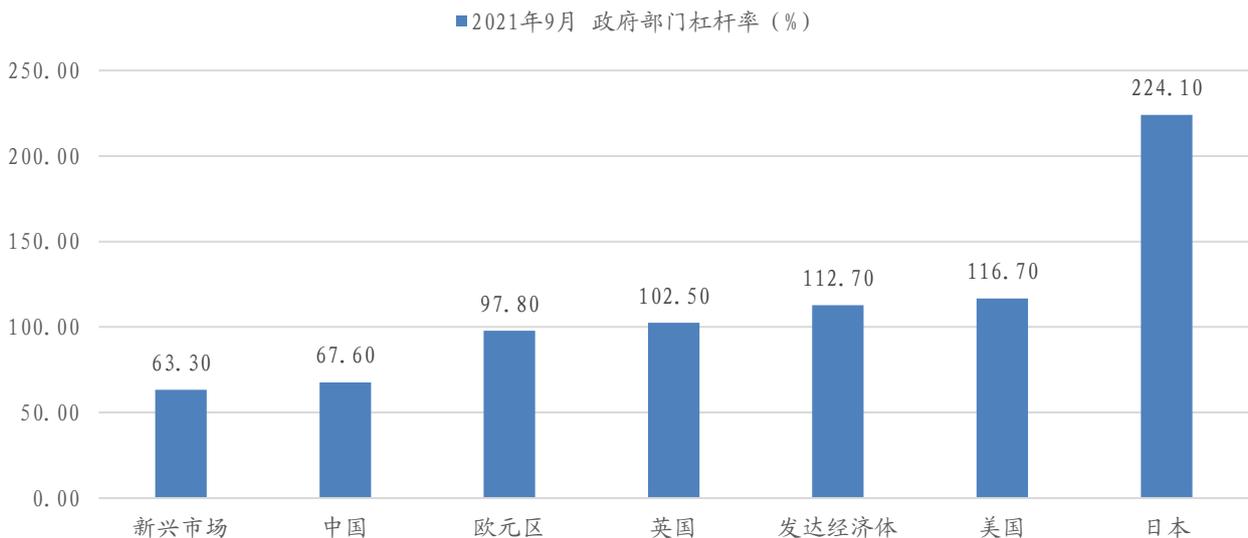
今年疫情反弹下，经济明显受阻，一方面导致政府财政收入大幅下滑，前4月，我国公共财政收入累计同比-4.8%，全国政府性基金收入累计同比-27.6%；另一方面，疫情会导致防控相关以及民生救助相关的财政支出大幅增加。疫情引发的预期外的财政减收增支对全年财政预算带来明显的干扰。

为进一步增强财政支出对经济的支撑力度，政府有必要扩充资金来源，发行特别国债值得考虑。2020年我国新冠疫情爆发后，当年5月政府工作报告正式确定发行1万亿元抗疫特别国债，这为当年我国经济迅速走出疫情并实现快速复苏做出重要贡献。从必要性角度来看，目前与2020年有类似之处，同样处于疫情冲击经济，财政政策需要明显发力的阶段。因此，可考虑再次发行特别国债，用于扩充财政资金，增强财政稳增长能力。从可行性角度来看，社科院国家金融与发展实验室数据显示，今年一季度我国实体经济

部门杠杆率为 268.2%，其中非金融企业部门 and 居民部门杠杆率处于较高水平，政府部门杠杆率为 47.2%，其中中央政府杠杆率仅有 19.7%，地方政府杠杆率为 27.5%，虽然历史纵向比较来看，我国政府杠杆率处于历史高位，但与其他国家横向比较来看并不算高。根据国际清算银行数据，截止 2021 年 9 月，我国政府部门杠杆率为 67.6%，虽略高于新兴市场整体，但明显低于发达国家。因此，我国中央政府加杠杆，通过发行特别国债稳增长具有可行性。

**图 1：我国各部门杠杆率变化**


数据来源：Wind，中航证券研究所

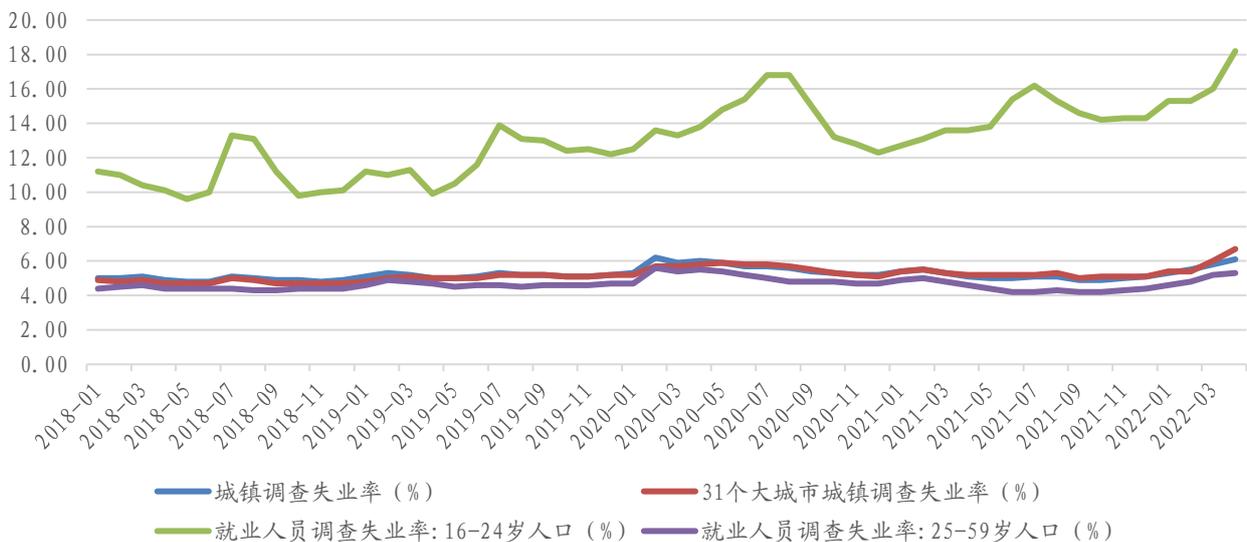
**图 2：各国政府部门杠杆率**


数据来源：Wind，中航证券研究所

### 其次，重点加强保主体、促就业方向的财政支出力度。

疫情恶化导致大量经济活动停滞，特别是吸纳了大量就业且依赖线下活动的服务业领域受到明显冲击。在疫情冲击下，居民和企业“生存”优先于“发展”，倾向于保持更高的“流动性”，相应减少消费与投资，出现主动收缩资产负债表的倾向。部分企业迫于经营压力实施裁员，甚至倒闭。4月份，我国全国城镇调查失业率为6.1%，比上月上升0.3个百分点，高于今年的目标值5.5%。结构上看，4月31个大城市调查失业率为6.7%，比上月上升0.7个百分点，显著高于全国城镇调查失业率，反映了大城市采取封控措施带来的负面影响更为显著。年龄结构上看，16-24岁人口调查失业率为18.2%，大幅高于25-59岁人口的5.3%，显示年轻群体就业压力显著提升。根据中国教育部的统计，2022年我国高校毕业生人数首次突破1000万，达到1076万，比上年增长167万人，应届毕业生正面临严峻的就业竞争压力。

图 3：4 月我国失业率明显提升



数据来源：Wind，中航证券研究所

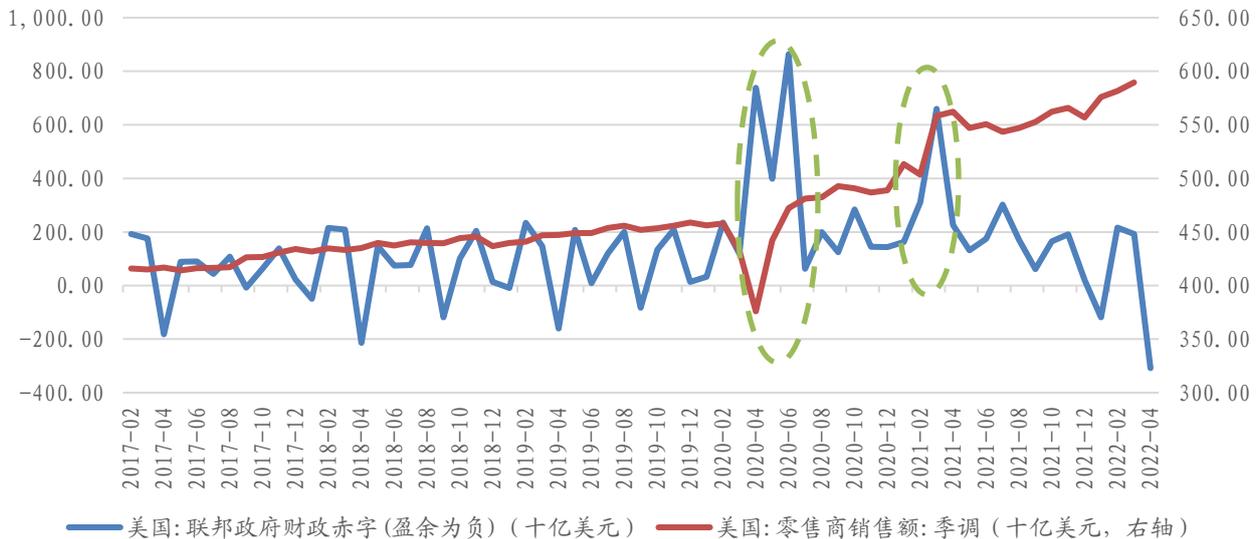
失业率提升反映企业和居民部门面临资产负债表衰退风险。私人部门资产负债表一旦形成衰退的趋势，将对经济产生较为持续的收缩效应，因此应尽量避免进入这一情景。在这种情况下，政府必须承担财政加杠杆的责任，通过政府资产负债表扩张来稳住需求，并通过经济循环带动企业和居民的资产负债表修复。政府扩表的一个主要方向就是在保主体、促就业方面加大财政支出力度。

针对企业部门，应进一步加大对受疫情影响较大行业的税收减免和补助补贴力度，同时放宽企业融资门槛，推动企业融资成本下降，通过税收、补贴、融资等多角度改善企业现金流。目前银行间流动性充裕，信用扩张乏力一方面是由于私人部门对经济前景缺乏信心，融资扩张的意愿较低，另一方面也存在融资供需错配的问题，即一些景气度较好的企业并不需要大量的融资，而很多面临现金流压力，迫切需要融资渡过难关的企业却又不符合金融机构的授信条件，无法获得融资。此时，政府应该居中发挥疏通作用，加快各地政府性融资担保基金的发展，完善政府性融资担保体系建设，为困难企业提供融资担保增信、流动性支持等服务。

针对居民部门，应进一步加大对低收入群体的补助力度。2020年全球疫情爆发后，美国财政政策明显发力，向居民发放大量补助，带动了国内消费抬升与经济恢复。虽然这也一定程度上助推了目前美国的高通胀，但高通胀也存在供给不足的问题，是供需两端共同造成的结果，不能因此彻底否定财政向居民发放补助的积极意义。对我国来说，可以借鉴美国做法的经验和教训，考虑通过消费券等形式进一步加大对居民的消费补助力度，特别是受疫情影响出现生活困难的低收入群体，这样既能有效缓解疫情对低收入群体

生活造成的冲击，实现保民生，又能有效带动消费，促进经济内循环。而要实现稳经济与控通胀的平衡，关键是要将对需求的刺激控制在供给能力范围内，避免出现严重的供不应求的状况，这就需要促需求和保供应并重。

图 4：美国财政刺激带动消费增长



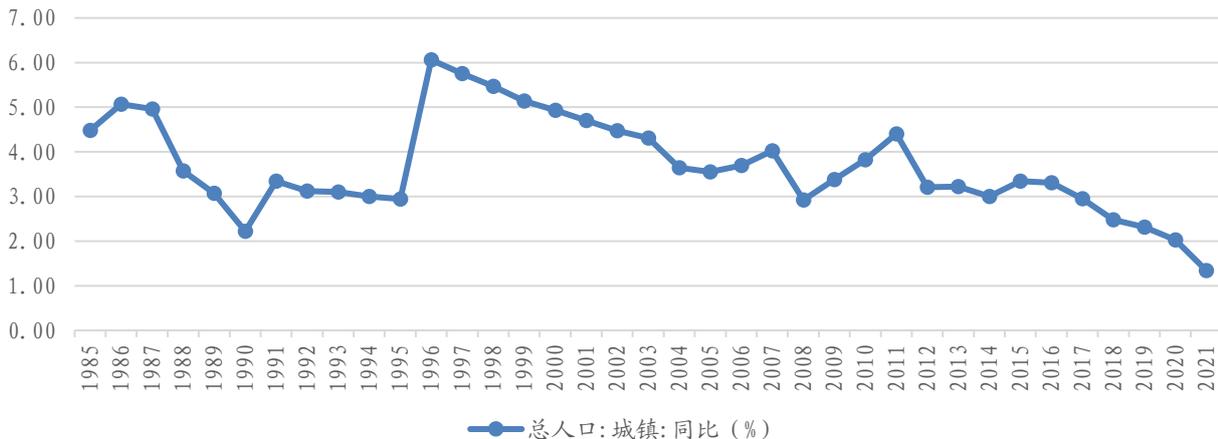
数据来源：Wind，中航证券研究所

### 第三，基建与房地产，在长短期目标之间求得平衡

不可否认，短期稳增长与长期调结构、防风险之间会存在一定的分歧与矛盾，因此在政策工具选择上就需要平衡短期目标与长期目标，最理想的方式就是使用既能有效稳定短期经济运行，又符合长期经济调结构、控风险的政策手段。

基建投资是财政稳增长的重要抓手，但随着我国人口红利减退，老龄化、少子化问题逐步凸显，城镇人口的增长速度开始明显放缓，围绕城镇化开展的“铁公机”等传统基础设施建设面临增长瓶颈，传统基建项目的成本收益匹配问题将成为投资扩张的制约因素。因此，基建投资必须扩大领域，应与我国加大科技创新、推进新基建的方向相结合。4月26日召开的中央财经委员会第十一次会议提出“全面加强基础设施建设，构建现代化的基础设施体系”，指出未来新基础设施建设还包括环境基础设施、能源基础设施、信息、科技、物流等产业升级基础设施、新一代超算、云计算、人工智能平台、宽带基础网络等基础设施、重大科技基础设施等。相关领域依然具有广阔的投资空间，在这些方向上，政府财政应发挥带头作用，积极扩大政府投资。同时，通过产业引导政策提升民间资本投资积极性。如从目前工业企业利润分配来看，大量利润向上游能源类企业集中，相关企业资产负债表健康，现金流充裕。因此，可以引导和鼓励上游企业扩大投资，一方面增强传统能源的供应保障，同时也加大对新能源领域的投资力度。

图 5：我国城镇人口增长持续放缓



数据来源: Wind, 中航证券研究所

对于房地产领域来说,长期来看,我国经济要顺利转型升级,必须削弱经济和地方财政对房地产与土地的依赖,降低房地产对社会资源的过多占用,缓解地价、房价造成的社会成本抬升。这就要求政策面上坚持“房住不炒”的总体基调,通过较为严格的房地产调控政策,将房地产领域的长期收益预期压低至社会平均收益水平附近,从而改变社会资源流向。但从短期来看,房地产依然是经济的重要支柱,是社会信用扩张的重要引擎。稳增长离不开稳地产,至少要避免房地产成为经济复苏的拖累。因此,越来越多的地方政府基于本地楼市下行压力,开始放松房地产调控措施,各地放松力度也逐步加大。中央层面也通过降低LPR、调降首套商业住房贷款利率下限等措施,降低居民购房信贷成本。

如何在短期“因城施策”稳地产与长期“房住不炒”之间取得的平衡,是决策层需要慎重考量的。我们认为,结合地方实际情况“因城施策”具有合理性,但关键是要设定统一的标准,以确保各地楼市运行依然框定在“房住不炒”的范围内。可以将各地房价变化作为核心监测指标,以稳房价、控房地产领域相关风险作为政策目标。部分城市楼市供过于求,房价下行压力较大,可适当刺激需求以消化库存压力。但部分城市供需结构偏紧,大幅放松可能带来房价快速上涨压力,此时应供需两端着手,促需求的同时也要促供给,以避免供需结构趋紧推动房价新一轮上行,造成社会成本的进一步抬升。即应通过相应增加土地供应,保障地产商合理的开发融资需求等,在实现稳房价的同时,带动房地产销售与投资增长。



## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

## 分析师简介

董忠云（证券执业证书号：S064515120001），博士，中航证券首席经济学家，中国航空学会理事，国家金融与发展实验室特聘高级研究员，中国社会责任百人论坛发起人，中国资产管理人论坛理事，中国首席经济学家论坛理事。

符昉（证券执业证书号：S0640514070001），经济学硕士，中航证券首席宏观分析师。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。