

稳就业、保民生的托底政策组合

——2020年两会专题报告

核心内容：

☆**隐去具体经济增速目标，但是仍有要求与期待。**由于受到新冠疫情的显著冲击，特别是考虑到海外疫情已经呈现大流行态势，疫情的后续发展与蔓延具有高度不确定性，对于全球经济的影响十分深远。为了科学制定年度发展目标，决策层隐去了本年度经济增长的数字具体目标。从稳就业、保民生角度提出了以城镇新增就业 900 万人、居民消费价格水平（CPI）同比增长 3.5% 左右、调查失业率控制线为 6% 的一系列经济发展目标。我们认为，这些指标的背后，其实至少可以说反映了决策层对于今年经济工作的要求与期待。从就业目标推算的经济增长预期应该在 3-4% 左右。

☆**我们认为本年度财政目标属于预期之内但并未用尽所有财政扩张空间全力进行财政刺激，而是服务于“六保、六稳”属于托底之策。**主要考虑我们推测主要有两个，一是我国经济在 3-4 月份随着复工复产的推进已经有了起色，当前压力虽大，但是一些乐观迹象已经出现，可以继续观察一段时间；二是财政在当前形势下收支矛盾越发凸显。因此，财政空间适度留有余裕，对后续应对可能的不确定性有重大意义。况且，财政更多还是注重管控公共风险，而不是仅仅作为逆周期调节的工具。我们评估，财政总计用于托底经济的资金规模大致测算达到 8 万亿元以上，其中减税降费占 2.5 万亿元左右，基础设施建设预计 3.75 万亿元，其他托底民生、减租贴息等资金规模估计不超过 2 万亿元，财政预计拉动经济增长 2% 左右。

☆**当前的通胀、汇率与宏观杠杆率这三大寻常情况下的掣肘因素，都将难以在今年制约央行货币政策扩张的步伐。**经济需求疲弱是引导宏观政策继续宽松的根本逻辑。当前，稳定经济运行，防止经济在短期过度失速是宏观政策的主要目标。在经济下行压力持续且通胀相对温和的阶段，宽松的货币与财政政策是合理的选择在这种背景之下，货币政策较财政政策而言约束较少，而财政则会面临巨大的收支矛盾压力。我们预计全年广义货币增速将达到 12% 左右，信贷与社融全年增速将达到 12-13% 左右。

☆**总的来看，至少未来 1 年内，通缩风险是当前经济运行中需要考虑的现实风险。与此对应，失业率短期上行压力客观存在。**今年以来在疫情冲击之下，经济需求面更加疲弱，城镇调查失业率显著上行。本年度政府工作报告提出，将本年度调查失业率控制在 6%。需要注意，2019 年该控制线为 5.5%，而全年城镇调查失业率皆运行于 5.3% 左右水平。但目前调查失业率已经达到 6% 控制线水平，反映了客观的通缩风险下，失业形势恶化的现实。从增长的就业弹性角度考虑，新增就业若没有一定的经济增长做基础，难以实现既定目标，稳就业势必需要一定程度的稳增长。在此背景下，汇率需要发挥其自动稳定器功能，以市场化形成机制更加灵活地浮动，以释放国内货币政策的空间，促进内外经济均衡。红杠杠

分析师

张宸

☎：(8610) 8357 1342

✉：zhangchen_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517120001

余逸霖

☎：(8610) 6656 1871

✉：yuyilin_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130520050004

率方面，假若经济增长稳不住，则宏观杠杆率（债务/GDP）同样会被动上升，单纯因为顾虑杠杆率而不敢放开手脚托底经济是之聚焦了问题的一个方面，而忽略了另一个方面的矛盾。因此，我们认为二季度及后两个季度宏观政策的主基调仍然会呈现较为宽松的逆周期调节特征。

目 录

一、政府工作报告对经济工作的部署	3
1.年度经济增长并非完全没有目标	3
2. 宏观政策科学调度 货币仍担纲重点工具	5
(1) 财政政策：本年度安排有亮点 但压力也同时较大	5
(2) 货币政策：赤字货币化不现实 但央行的确有空间有能力积极作为	6
(3) 货币政策持续发力有其必要性	10
二、有效需求不足所致通缩风险仍是主要矛盾 政策基调仍以宽松为主	11

图表目录

图 1: 不同经济周期宏观政策组合	12
图 2: 疫情冲击下城镇调查失业率显著走高	14
图 3: 关注零散外出务工人员（1.22 亿人）群体的失业问题：隐性失业	15
表 1: 政府工作报告部署的重要指标及上年同类指标实现情况	4

一、政府工作报告对经济工作的部署

1. 年度经济增长并非完全没有目标

5月22日，期待已久的全国人民代表大会开幕，中国向世界展现了抗击疫情的成就与经济社会发展的巨大韧性。按照往年惯例，政府工作报告都是观察全年经济社会发展任务安排的重要窗口。从今年情况看，经济增长目标首次被隐去，稳就业、保民生成为核心主题，充分显示了党中央国务院在国内外复杂形势与压力下，科学地、实事求是地安排今年经济与社会发展工作的意图。但是，我们认为没有具体的增长目标并不意味着决策层对于本年度经济增长没有要求，事实上总理政府工作报告贯穿始终都在强调稳中求进的总基调，稳是为了进，保是为了促进稳与进的统筹协调，这是一种兼顾发展目标与现实稳健的辩证法。

隐去具体经济增速目标，但是仍有要求与期待。由于受到新冠疫情的显著冲击，特别是考虑到海外疫情已经呈现大流行态势，疫情的后续发展与蔓延具有高度不确定性，对于全球经济的影响十分深远。为了科学制定年度发展目标，决策层隐去了本年度经济增长的数字具体目标。从稳就业、保民生角度提出了以城镇新增就业900万人、居民消费价格水平（CPI）同比增长3.5%左右、调查失业率控制线为6%的一系列经济发展目标。我们认为，这些指标的背后，其实至少可以说反映了决策层对于今年经济工作的要求与期待。

从就业目标推算的经济增长预期应该在3-4%左右。我们知道2019年我国在6.1%的实际经济增速背景下，实现了超过1300万以上的城镇新增就业。那么我们可以粗略估算若依据今年需要实现900万就业新增目标所需的经济增速大致是在3-4%左右，在一季度负增长6.8%，二季度大约预期增长2%的经济运行水平估计，第三、四季度经济增长的挑战其实不小。根据国际货币基金组织的预测本年度全球

经济增长形势陷入 3% 左右水平收缩的概率较大，如此中国的经济增长即便最终实现 1-2% 的全年增长，无疑也将成为世界范围内的一枝独秀，相对于国际平均水平的相对增长率较去年水平反而有所扩大。

进一步地，依照国际货币基金组织 4 月经济展望中的悲观场景，即假设欧美不能妥善控制正常生产生活秩序恢复之后的疫情反弹，则全球经济与贸易形势会进一步恶化。届时中国则需要以宏观政策进一步提振国内总需求，以补位外需的缺失。需要指出的是，即便是乐观场景假设成为现实，虽然环比增速已经明显改善，但 2 季度同比数据仍有压力，前 4 月工业、投资和社零累计同比增速仍为负增长，这将制约上半年国内经济反弹高度，预计 2 季度经济增速同比若能够接近或恢复正增长，便是很好的成绩。因此，我们看到按照就业目标推算的决策层理论上对于中国经济本年度发展水平的期待其实并不低。

因此，从当前经济形势看不难得出结论，中国经济正处于弱修复的进程中，同时由于需求端的疲弱尚有供过于求、库存累积与通缩风险相应加剧的风险。在这样的过程中，学界与市场对宏观政策层面财政与货币的积极扩张并没有太多疑义，关键是如何实施下一步扩张性的财政与货币政策。

表 1: 政府工作报告部署的重要指标及上年同类指标实现情况

		2020 目标值	2019 实际	2019 年目标
宏观经济 目标	GDP 增速	不设目标	6.10%	6.0-6.5%
	城镇新增就业	900 万以上	1325 万人	1100 万人
	调查失业率	6% 左右	5.3% 以下	5.5% 左右
	城镇登记失业率	5.50%	3.62%	4.5% 以内
	居民可支配收入	居民收入增长和经济增长基本同步	8.90%	居民收入增长和经济增长基本同步
	CPI	3.50%	2.90%	3% 左右
财政政策	赤字率	3.6% 以上，规模比去年增加 1 万亿	2019 年赤字率 2.8%，赤字规模 2.76 万亿	2019 年赤字率 2.8%，赤字规模 2.76 万亿
	抗疫特别国债	1 万亿	0	0
	专项债	3.75 万亿且提高用于资本金比例	2.58 万亿	2.15 万亿
	预算内投资	6000 亿元	5776 亿元	5776 亿元
	老旧小区改造&棚户区	老旧小区改造 3.9 万个	老旧小区改造 1.9 万个，棚户区改造 316 万套	继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造
	铁路建设	补充资本金 1000 亿元	完成铁路投资 8029 亿元	完成铁路投资 8000 亿元
	公路水运投资		23451 亿元	1.8 万亿
	水利工程	加强交通、水利等重大工程建设	7260 亿元	再开工一批重大水利工程
	减税降费	全年减收 2.5 万亿	2.36 万亿	2 万亿
	下调增值税税率	下调	2019 年 16% 档下调到 13%，10% 档下调到 9%	下调增值税税率
货币政策	M2 和社融	增速明显高于去年	2019 年 M2 增速 8.7%，社融存量增速 10.69%	M2 和社融增速要与 GDP 增速相匹配
	国有大型商业银行小微企业贷款	增速高于 40%	53.10%	增长 30%
	利率	推动利率持续下行	人民币贷款平均利率下降 25BP 到 5.44%	降低实际利率水平
脱贫攻坚	贫困人口减少	全部脱贫	1109 万人	贫困人口减少 1000 万以上
房地产	房地产政策基调	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展	保持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展	改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展

资料来源：中国银河证券研究院

2. 宏观政策科学调度 货币仍担纲重点工具

(1) 财政政策：本年度安排有亮点 但压力也同时较大

近年来，财政政策无论从市场及社会舆论期待还是宏观调控的实际情况来看，毫无疑问是宏观调节的主角，例如我们看到 2019 年全年实际减税降费达到 2.36 万亿，超过了年初两会确定的 2 万亿的规模，增值税这一影响企业负担的主体税种，进行了税率减并改革，个人所得税进行了税制调整等等。可以说 2019 年，减税降费是一个宏观政策的核心主题词。在此背景下，2020 年在财政政策延续积极基调的情况下，我们看到实际上今年财政扩张方面应该说属于有亮点、但也留有一定后续视情况继续发力的空间。

亮点之一，我们看到本年度预算赤字目标提升到了 3.6%，较去年提升 0.8 个百分点，面对前所未有的内外复杂形势，我们的财政赤字扩张目标终于克服了所谓“3% 的赤字率上限”。实际上从学理上说，这一赤字率上限从来也没有一个非常严谨的理论论证，只是从欧洲引入的一种习惯性指标。我国之所以将其引入借鉴，本意是有助于建立财政纪律，对我国本就存在预算软约束的财政现实有所制约，避免政府收支矛盾的无序扩张。但面对 2020 年疫情所带来的的严峻形势，这一心理约束终于打破，我们认为很有必要。但是，实事求是而言，这一赤字率目标相对略低于我们估算的赤字率预期，应该说政府财政扩张还是预留了一部分政策空间，以边走边看。

亮点之二，正式宣布发行抗疫特别国债，规模 1 万亿元。继 1998 年与 2007 年之后，我国再次发行特别国债，显示了政府以积极财政应对当前形势的决心，但从规模上看与赤字规模一样，政府也是有必要时刻进一步进行政策干预的空间。

我们认为本年度财政目标属于预期之内但并未用尽所有财政扩张空间全力进行财政刺激，而是服务于“六保、六稳”属于托底之策。主要考虑我们推测主要有两个，一是我国经济在 3-4 月份随着复工复产的推进已经有了起色，当前压力虽大，但是一些乐观迹象已经出现，可以继续观察一段时间；二是财政在当前形势下收支矛盾越发凸显。因此，财政空间适度留有余裕，对后续应对可能的不确定性有重大意义。况且，财政更多还是注重管控公共风险，而不是仅仅作为逆周期调节的工具。

我们评估，财政总计用于托底经济的资金规模大致测算达到 8 万亿元以上，其中减税降费占 2.5 万亿元左右，基础设施建设预计 3.75 万亿元，其他托底民生、减租贴息等资金规模估计不超过 2 万亿元，财政预计拉动经济增长 2% 左右。值得注意的是，本年度对于地方基础设施建设的支持力度总体较强，注意到地方专项债扩容至 3.75 万亿较 2019 年 2.58 万亿的规模有了较大提升，同时本年度将有 2 万亿左右通过专门转移支付机制全部转移给地方财政，用以支持稳就业、保民生，一定程度上可以改善地方财政捉襟见肘的现状。但是我们同时注意到，专项债其用途必须是有未来现金流收益的项目，这样的优质项目其实并不易得，因此一些地方的专项债额度其实是有结余，而由于用途有限不能用于一般支出而限制了地方政府对该项资金的运用。因此，地方财政从实现本年度经济发展目标所需的稳就业、保民生、促投资的角度看，财政压力仍然较大。至于说此前由抗疫特别国债发行方式所引发的所谓财政赤字货币化的争议，其实也正是在财政收支矛盾较大的背景下衍生出来的话题。

(2) 货币政策：赤字货币化不现实 但央行的确有空间有能力积极作为

当前财政与货币政策的确应该进一步协同以积极应对复杂的国内外经济形势，管控与化解公共风险。但在宏观决策中，探明方向与把握节奏同样重要，以免过犹不及、宽严皆误。在此我们简要表明对于赤字货币化的看法，同时结合政府工作报告的要求，探讨一下本年度的货币政策方向。

第一，当前形势下需要克服“刺激恐惧”心理，坚定逆周期调节的政策取向和落实。任何宏观经济政策本身都不会只有利而没有弊，应该坚持辩证地看待一个政策的成效与成本，坚持两害相权取其轻。要跳出“谈刺激色变”的心理陷阱，认为一味去杠杆、紧缩货币存量就是正确的道路。如果经济显著失速，面临有效需求严重不足，经济运行受到了很大的伤害，经济资源出现大量闲置，经济的实际增长大大低于潜在增速，造成通缩与失业率显著上升，对经济活动进行有效刺激就应成为政府相关经济政策的主要选项。在通缩压力缓解、就业市场接近充分就业，经济增长回复常态路径之后，刺激政策应该要适时退出。同时应该明确，经济刺激政策本质上只解决经济的短期失衡，而不能实现经济的长期可持续增长。经济的长期增长还是应该依靠改革激发全要素增长率维持一定增速水平加以实现。

第二，经济需要宏观政策的适度刺激与有力托底，并不意味着需要政策的“大跃进”进行直接的财政赤字货币化。疫情发生以来，中央政府为应对疫情及疫情对经济的冲击，提出了保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的六保政策目标，并出台了一系列减税、减负、补助、加大投资的财政政策，和加大有针对性的贷款投入，央行定向提供低息再贷款、减免贷款利息、延缓还款期限的金融政策。这些政策的实施已经起到了对冲经济下行风险，托底宏观经济有序运行的正面效果。在当前经济的弱修复阶段，仍需要各项经济政策的进一步发力，但并不意味着就要用尽所有政策空间，用政策大跃进的方式走向财政赤字的货币化，尤其是标准的或者说狭义的赤字

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4505



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>