

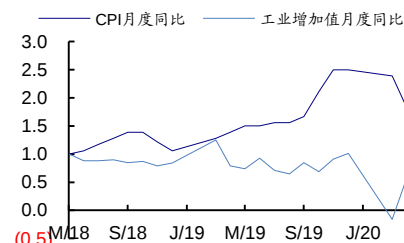
证券研究报告—深度报告

宏观经济

宏观经济专题研究

2020 年 05 月 28 日

CPI 与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	-10.30
社零总额当月同比	-7.50
出口当月同比	-20.70
M2	11.10

相关研究报告:

《宏观经济专题研究: 2020 年补偿性增长分析——再论疫情后经济增长(二)》——2020-05-28
 《宏观经济专题研究: 从就业角度看为什么要保 GDP 增速处于适当水平》——2020-03-25
 《宏观经济专题研究: 综合内外需影响, 二季度 GDP 同比可能达到 7% 以上》——2020-03-27
 《2020 年二季度宏观经济报告: 这是最差的时期, 这是最好的时期》——2020-04-21
 《宏观经济专题研究: 补偿性增长的历史经验——再论疫情后经济增长(一)》——2020-05-22

证券分析师: 金佳琦

电话: 021-60933159

E-MAIL: jinjiqi@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519110003

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158

E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

宏观专题

历史上的两会——总量篇

● 两会中的总量目标

历年两会期间, 总理工作报告及各部委报告中制定的当年经济社会发展目标成为市场关注焦点, 其往往是未来一年经济运行和政策组合的重要指引。两会期间制定的经济社会发展目标主要包括两类指标, 一类为预期性指标, 一类为约束性指标。

● 历年两会总量目标完成情况

总的来看, 2010 年以来两会制定的各项总量目标中, 经济增长、就业、通胀、货币政策、财政政策的完成情况普遍较好, 实际情况与预期目标误差较小。相对而言, 经济的细项指标投资、消费、进出口由于本身波动较大, 实际与目标误差相对较大, 其中固定资产投资目标近几年连续不及预期, 主要与经济调结构过程中更加注重优化投资结构、减少投资依赖有关。

具体来看, 2010 年以来 GDP 增速目标的完成情况较好, 完成年份占比 80%, 向下误差保持在 -0.1% 以内, 误差不大。就业目标每年均实现超额完成, 完成年份占比 100%。通胀目标多数年份维持在预期警戒线下方, 完成年份占比 80%。M2 及社融历年实际增速与目标增速相差不大, M2 增速误差基本维持在 $\pm 2\%$ 以内。财政政策一直保持积极取向, 减税降费自 2016 年设置预期目标以来, 每年均超额完成。

细项指标上, 投资方面, 全社会固定资产投资增速目标在 2013 年及以前完成情况较好, 但自 2014 年至 2017 年连续四年不及预期目标, 这与近几年来经济调结构过程中更加注重优化投资结构、减少投资依赖有关。消费方面, 社会消费品零售总额增速目标在 2010-2012 年、2017 年完成情况较好, 但 2013-2016 年、2018 年不及预期目标, 2019 年不设定量化目标。进出口增速的波动较大, 与目标之间误差也比上面的几类总量指标更大。

● 资本市场的反应

市场上对于“两会行情”的讨论更多是从短期的事件型驱动视角, 即两会期间(约 2 周)的市场表现。这里我们想从更长期的维度(1 年左右), 讨论历年两会目标完成情况是否会反映在当年的金融市场表现上, 下面我们以股、债为讨论对象。

从过去十年来看, 股市、债市的表现与两会目标完成情况的相关性并不大, 经济总量目标完成较好的年份也存在股跌债涨(2011 年)或股债双跌(2010 年), 经济总量目标完成较差的年份也可能出现股债双涨(2014 年)。总体来看, 股债走势还是与经济实际运行的趋势更加相关, 市场更加关注基本面的边际变化或预期, 而并非全年盯着两会目标。

需要说明的是, 市场关注的总量指标均为预期性指标, 预期性指标的计划目标不是预测值, 而是国家期望的发展目标, 体现政策导向, 实际运行结果可能高于预期目标, 也可能低于预期目标, 只要保持在合理区间就是政策可容忍的。市场关注的焦点更集中在经济基本面实际运行的趋势性变化。

内容目录

两会中的总量目标.....	4
两会期间的重点政策性报告	4
两会中的经济社会发展主要指标体系	4
历年两会总量目标完成情况	6
经济增长目标.....	7
就业目标.....	7
通胀目标.....	8
投资消费目标.....	8
进出口目标	9
政策组合目标.....	10
资本市场的反应	11
历年两会目标完成情况与金融市场表现	11
国信证券投资评级.....	14
分析师承诺	14
风险提示	14
证券投资咨询业务的说明.....	14

图表目录

图 1: 两会期间审议的重点报告内容.....	4
图 2: 十三五纲要中的经济社会发展主要指标	5
图 3: 2010 年以来两会总量目标与实际完成情况	6
图 4: GDP 增速目标与实际完成情况	7
图 5: 城镇新增就业目标与实际完成情况.....	7
图 6: 城镇登记失业率目标与实际完成情况.....	8
图 7: CPI 增速目标与实际完成情况	8
图 8: 全社会固定资产投资增速目标与实际完成情况.....	9
图 9: 社会消费品零售总额增速目标与实际完成情况.....	9
图 10: 进出口总额增速目标与实际完成情况	9
图 11: M2 增速目标与实际完成情况	10
图 12: 社融增速目标与实际完成情况.....	10
图 13: 财政政策目标与实际完成情况.....	10
图 14: 历年两会目标完成情况与大类资产表现对比	11
图 15: 2010 年市场表现: 股债双熊.....	12
图 16: 2011 年市场表现: 股跌债涨.....	12
图 17: 2014 年市场表现: 股债双牛.....	13
表 1: 两会期间市场重点关注的总量目标.....	6

两会中的总量目标

历年两会期间，总理工作报告及各部委报告中制定的当年经济社会发展目标成为市场关注焦点，其往往是未来一年经济运行和政策组合的重要指引。

两会期间的重点政策性报告

持续两周的两会会议覆盖议题广泛，其中政府工作报告是市场关注的重中之重，为当年各项工作定下总体基调，是制定当年发展目标的主要政策性文件。此外，发改委、财政部提请审议的两个报告从产业部门发展、财政开支等细分领域提供增量信息，也值得重点关注。

图 1：两会期间审议的重点报告内容

国务院 《政府工作报告》	
主要内容	第一部分：前一年工作回顾 - 回顾全年经济社会发展主要目标完成情况 - 回顾全年政府工作成果，包括宏观调控、攻坚战、改革、民生、法制等方面 (国务院在会前或会中对外公布前一年《政府工作报告》量化指标任务落实情况表) 第二部分：当年经济社会发展总体要求和政策取向 - 确定当年经济社会发展的主要预期目标(包括经济增长，就业，通胀，进出口，脱贫，居民收入增长，生态环境等量化指标) - 确定当年宏观政策取向(财政政策、货币政策，2019年首次将就业优先政策置于宏观政策层面) 第三部分：当年政府工作任务 - 分项工作具体部署
发改委提请 《关于(前一年)国民经济和社会发展规划执行情况与(当年)国民经济和社会发展规划草案的报告》	
主要内容	第一部分：前一年国民经济和社会发展规划执行情况 发改委报告在政府工作报告的基础上，更加全面地回顾与确定量化目标，对经济增长、经济发展质量、就业、价格总水平、投资、消费、进出口、创新驱动、资源节约、生态保护、社会保障等量化指标逐一讨论 第二部分：当年经济社会发展总体要求、主要目标和政策取向 - 包括总体要求、主要预期目标、主要政策取向 第三部分：当年国民经济和社会发展规划的主要任务 - 分项工作具体部署
财政部提请 《关于(前一年)中央和地方预算执行情况与(当年)中央和地方预算草案的报告》	
主要内容	第一部分：前一年中央和地方预算执行情况 - 包括一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算、社会保险基金预算收支情况及主要财税政策落实和重点财政工作情况 第二部分：当年中央和地方预算草案 - 具体讨论当年财政工作的总体要求、主要收支政策、各项中央及地方预算安排 第三部分：财政改革发展工作 - 部署财税体制改革、减税降费、民生支出管理机制等细项任务

数据来源：中国政府网、国信证券经济研究所整理

两会中的经济社会发展主要指标体系

两会期间制定的经济社会发展目标主要包括两类指标，一类为预期性指标，一类为约束性指标。根据中国政府网的解释：

(1) 预期性指标是国家期望的发展目标，主要依靠市场主体的自主行为实现。政府要创造良好的宏观环境、制度环境和市场环境，并适时调整宏观调控方向和力度，综合运用各种政策引导社会资源配置，努力争取实现。例如 GDP 增长率属于预期性指标。

(2) 约束性指标是在预期性基础上进一步明确并强化了政府责任的指标，是中央政府在公共服务和涉及公众利益领域对地方政府和中央政府有关部门提出的工作要求。政府要通过合理配置公共资源和有效运用行政力量，确保实现。例如“十一五”规划提出二氧化硫和化学需氧量排放总量分别减少 10% 属于约束性指标。

我国从“十一五”规划开始首次将目标指标分为预期性和约束性，此后的“十二五”、“十三五”均沿用这一指标体系。2016年两会期间发布的《十三五规划纲要》明确列示了25个指标作为“十三五”时期经济社会发展主要目标，其中包括了12个预期性指标和13个约束性指标，内容涵盖经济保持中高速增长、创新驱动发展成效显著、民生福祉持续增进、生态环境质量总体改善4个方面。其中经济发展类和创新驱动类各4个指标，均为预期性指标，民生福祉类7个指标，包括4个预期性指标和3个约束性指标，资源环境类10个指标均为约束性指标。

图2：十三五纲要中的经济社会发展主要指标

“十三五”时期经济社会发展主要指标					
指标	2015年	2020年	年均增速 [累计]	属性	
经济发展					
(1) 国内生产总值 (GDP) (万亿元)	67.7	>92.7	>6.5%	预期性	
(2) 全员劳动生产率 (万元/人)	8.7	>12	>6.6%	预期性	
(3) 城镇化率	常住人口城镇化率 (%)	56.1	60	[3.9]	预期性
	户籍人口城镇化率 (%)	39.9	45	[5.1]	
(4) 服务业增加值比重 (%)	50.5	56	[5.5]	预期性	
创新驱动					
(5) 研究与试验发展经费投入强度 (%)	2.1	2.5	[0.4]	预期性	
(6) 每万人口发明专利拥有量 (件)	6.3	12	[5.7]	预期性	
(7) 科技进步贡献率 (%)	55.3	60	[4.7]	预期性	
(8) 互联网普及率	固定宽带家庭普及率 (%)	40	70	[30]	预期性
	移动宽带用户普及率 (%)	57	85	[28]	
民生福祉					
(9) 居民人均可支配收入增长 (%)	-	-	>6.5	预期性	
(10) 劳动年龄人口平均受教育年限 (年)	10.23	10.8	[0.57]	约束性	
(11) 城镇新增就业人数 (万人)	-	-	[>5000]	预期性	
(12) 农村贫困人口脱贫 (万人)	-	-	[5575]	约束性	
(13) 基本养老保险参保率 (%)	82	90	[8]	预期性	
(14) 城镇棚户区住房改造 (万套)	-	-	[2000]	约束性	
(15) 人均预期寿命 (岁)	-	-	[1]	预期性	
资源环境					
(16) 耕地保有量 (亿亩)	18.65	18.65	[0]	约束性	
(17) 新增建设用地规模 (万亩)	-	-	[<3256]	约束性	
(18) 万元GDP用水量下降 (%)	-	-	[23]	约束性	
(19) 单位GDP能源消耗降低 (%)	-	-	[15]	约束性	
(20) 非化石能源占一次能源消费比重 (%)	12	15	[3]	约束性	
(21) 单位GDP二氧化碳排放降低 (%)	-	-	[18]	约束性	
(22) 森林发展	森林覆盖率 (%)	21.66	23.04	[1.38]	约束性
	森林蓄积量 (亿立方米)	151	165	[14]	
(23) 空气质量	地级及以上城市空气质量优良天数比率 (%)	76.7	>80	-	约束性
	细颗粒物 (PM _{2.5}) 未达标地级及以上城市浓度下达到或好于III类水体比例 (%)	66	>70	-	
(24) 地表水质量	劣V类水体比例 (%)	9.7	<5	-	约束性
(25) 主要污染物排放总量减少 (%)	化学需氧量	-	-	[10]	约束性
	氨氮			[10]	
	二氧化硫			[15]	
	氮氧化物			[15]	
注：①GDP、全员劳动生产率增速按可比价计算，绝对数按2015年不变价计算。②[]内为5年累计数。③PM _{2.5} 未达标指年均值超过35微克/立方米。					

注：①GDP、全员劳动生产率增速按可比价计算，绝对数按2015年不变价计算。②[]内为5年累计数。③PM_{2.5}未达标指数年均超过35微克/立方米。

数据来源：《十三五规划纲要》、国信证券经济研究所整理

一般来讲，约束性指标确定的目标更加硬性，政策调控力度更强，例如十三五规划中的“农村贫困人口脱贫”和“城镇棚户区住房改造”均为约束性指标，是2020年底前须达成的硬性目标，而GDP增长则是预期性指标，在目标之外还需遵循经济发展的客观规律，从本次两会“不设置2020年GDP增长目标”也可以看到，政府在特殊时期并未将经济增速看成硬性指标，而是更加务实地将重心放在稳就业、保民生上。

除了十三五纲要制定的五年计划指标外，每年两会期间也将对当年提出各项细化目标，包括经济发展质量、就业、价格总水平、投资、消费、进出口、M2、社融、财政赤字、专项债、减税降费等均会制定当年总体目标，且根据经济发展的阶段性不同，每年制定的指标略有差异。其中，我们筛选出资本市场重点关注的几类总量指标，总结如下：

表 1：两会期间市场重点关注的总量目标

项目	主要指标
经济增长	GDP 增速、进出口、规模以上工业增加值（工信部口径）、社会消费品零售总额（发改委口径）、全社会固定资产投资（发改委口径）
就业	城镇登记失业率、城镇调查失业率、城镇新增就业
通胀	CPI
货币政策	M2、社融
财政政策	财政赤字规模、财政赤字率、地方政府专项债规模、减税降费规模、2020 年新增特别国债安排

资料来源：国信证券经济研究所整理

历年两会总量目标完成情况

那么，历史上两会制定的目标最后完成情况如何？我们将历年两会中的主要经济社会总量目标与实际完成情况汇总如下表所示。

总的来看，2010 年以来两会制定的各项总量目标中，经济增长、就业、通胀、货币政策、财政政策的完成情况普遍较好，实际情况与预期目标误差较小。相对而言，经济的细项指标投资、消费、进出口由于波动较大，实际与目标误差相对较大，其中固定资产投资目标近几年连续不及预期，主要与经济调结构过程中更加注重优化投资结构、减少投资依赖有关。

图 3：2010 年以来两会总量目标与实际完成情况

主要指标		2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	
经济增长	GDP	目标	8.0%	8.0%	7.5%	7.5%	7.5%	7.0%	6.5%~7%	6.5%	6.5%	6%~6.5%	不提出具体目标
		实际	10.3%	9.2%	7.8%	7.7%	7.4%	6.9%	6.7%	6.9%	6.6%	6.1%	
	规模以上工业增加值 （工信部口径）	目标	11%	11%	11%	10%	9.50%	8%	6%	6%	6%	5.5%-6%	
		实际	15.7%	13.9%	10.0%	9.7%	8.3%	6.1%	6.0%	6.6%	6.2%	5.7%	
	社会消费品零售总额 （发改委口径）	目标	15.0%	16.0%	14.0%	14.5%	14.5%	13.0%	11%	10%	10%	-	
		实际	18.3%	17.1%	14.3%	13.1%	12.0%	10.7%	10.4%	10.2%	9.0%	8.0%	
	全社会固定资产投资 （发改委口径）	目标	20.0%	18.0%	16.0%	18.0%	17.5%	15.0%	10.5%	9.0%	-	呈现企稳态势	
		实际	23.8%	23.8%	20.3%	19.3%	15.3%	9.8%	7.9%	7.0%	5.9%	5.1%	
通胀	进出口	目标	8.0%	10.0%	10.0%	8.0%	7.5%	6.0%	回稳向好	回稳向好	稳中向好	稳中提质	促稳提质
		实际	33.9%	17.2%	3.3%	5.7%	2.4%	-7.1%	-0.9%	14.3%	9.7%	3.4%	
	CPI	目标	3.00%	4.00%	4.00%	3.50%	3.50%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.50%
		实际	3.30%	5.40%	2.60%	2.62%	1.99%	1.44%	2.00%	1.60%	2.10%	2.90%	
PPI	目标	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	实际	5.54%	6.03%	-1.72%	-1.9%	-1.9%	-5.2%	-1.4%	6.3%	3.5%	-0.3%		
货币政策	总基调	继续实施适度宽松的货币政策 实施稳健的货币政策 继续实施稳健的货币政策 继续实施稳健的货币政策 继续实施稳健的货币政策 稳健的货币政策要松紧适度 稳健的货币政策要灵活适度 稳健的货币政策要保持中性 稳健的货币政策要保持中性，要松紧适度 稳健的货币政策要松紧适度 稳健的货币政策要更加灵活适度											
	M2	目标	17%	16%	14%	13%	13%	12%	13%	12%	保持合理增长	与GDP名义增速相匹配，与去年增速基本持平	明显高于去年
		实际	19.7%	13.6%	13.8%	13.6%	12.2%	13.3%	11.3%	8.1%	8.1%	8.7%	
	社融	目标	-	保持合理增长	保持合理增长	适当扩大社会融资规模	引导适度增长	保持平稳增长	13%	12%	保持合理增长	与GDP名义增速相匹配，与去年增速基本持平	明显高于去年
		实际	27.0%	18.2%	19.1%	17.5%	14.3%	12.4%	12.8%	14.1%	10.3%	10.7%	
	总基调	继续实施积极的财政政策 继续实施积极的财政政策 继续实施积极的财政政策 继续实施积极的财政政策 继续实施积极的财政政策 积极的财政政策要加力增效 积极的财政政策要加大力度 积极的财政政策要更加积极有效 积极的财政政策取向不变，要聚力增效 积极的财政政策要聚力增效 积极的财政政策要加力提效 积极的财政政策要更加积极有为											
财政政策	财政赤字规模	目标	1.05万亿	0.9万亿	0.8万亿	1.2万亿	1.35万亿	1.62万亿	2.18万亿	2.38万亿	2.38万亿	2.76万亿	3.76万亿
	财政赤字率	目标	3.0%	2.0%	1.5%	2.0%	2.1%	2.3%	3.0%	3.0%	2.6%	2.8%	3.6%以上
	地方政府专项债规模	目标	-	-	-	-	-	1000亿	4000亿	8000亿	1.35万亿	2.15万亿	3.75万亿
	减税降费规模	目标	-	-	-	-	-	-	5000亿	5500亿	1.1万亿	2万亿	2.5万亿
		实际	-	-	-	-	-	-	5700亿	1万亿	1.3万亿	2.36万亿	
	城镇登记失业率	目标	4.60%	4.60%	4.60%	4.60%	4.60%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	5.50%
就业		实际	4.10%	4.10%	4.10%	4.05%	4.09%	4.05%	4.02%	3.90%	3.80%	3.62%	
	城镇新增就业	目标	900万人以上	900万人以上	900万人以上	900万人以上	1000万人以上	1000万人以上	1000万人以上	1100万人以上	1100万人以上	1100万人以上	900万人以上
		实际	1168万人	1221万人	1266万人	1310万人	1322万人	1312万人	1314万人	1351万人	1361万人	1352万人	

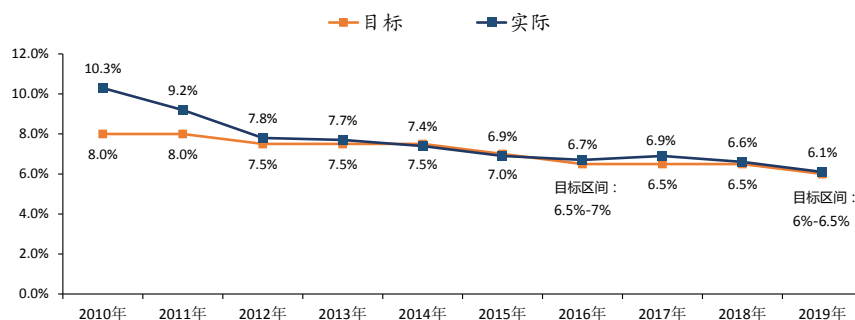
资料来源：历年两会政府工作报告、发改委报告、财政部报告、国信证券经济研究所整理

经济增长目标

从 GDP 增速目标的完成情况来看，过去十年我们共有六年超额完成，分别为 2010 年、2011 年、2012 年、2013 年、2017 年、2018 年，实际增速分别超出目标增速 2.3%、1.2%、0.3%、0.2%、0.4%、0.1%；2016 年和 2019 年经济增速目标采用区间方式，实际增速均在目标区间内，超出区间下限 0.2%、0.1%。十年中仅 2014 年、2015 年两年未完成 GDP 增速目标，实际低于目标增速 0.1%、0.1%。

总体来看，2010 年以来 GDP 增速目标的完成情况较好，完成年份占比 80%，向下误差保持在-0.1%以内，误差不大。

图 4: GDP 增速目标与实际完成情况



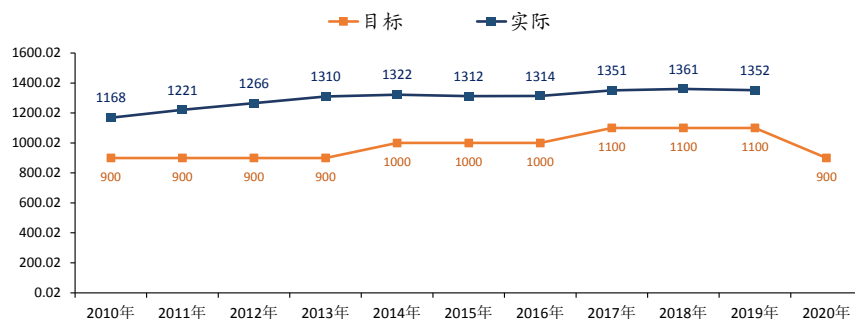
数据来源：历年政府工作报告、国信证券经济研究所整理

就业目标

从就业目标的完成情况来看，过去十年每年均实现超额完成目标，完成年份占比 100%。

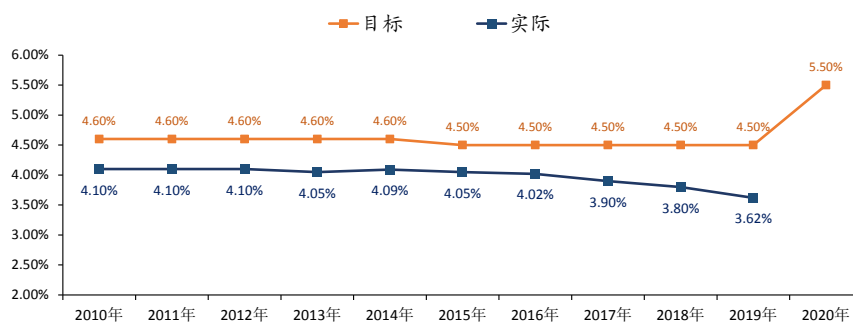
首先，城镇新增就业目标从 2010 年以来逐步上调，与此同时实际新增就业人数同步增长，且每年实际值均高于目标值，例如 2019 年实际新增就业 1352 万人，超额完成 252 万人。过去十年城镇新增就业累计超额完成 3077 万人，年均超额完成 300 万人以上。其次，城镇登记失业率自 2010 年以来一直保持在 4.1% 下方，始终低于 4.5-4.6% 的目标值。

图 5: 城镇新增就业目标与实际完成情况



数据来源：历年政府工作报告、国信证券经济研究所整理

图 6: 城镇登记失业率目标与实际完成情况

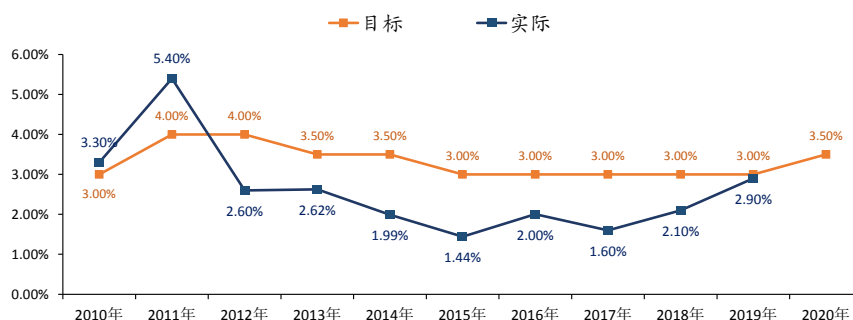


数据来源: 历年政府工作报告、国信证券经济研究所整理

通胀目标

从通胀目标的完成情况来看, 过去十年物价维稳目标完成较好, 其中仅 2010 年、2011 年 CPI 增速破 3%, 这两年 CPI 实际水平超过预设的温和通胀水平“警戒线”, 其余年份均维持在预期目标水平下方, 目标完成年份占比 80%。

图 7: CPI 增速目标与实际完成情况



数据来源: 历年政府工作报告、国信证券经济研究所整理

投资消费目标

从经济增长的细项指标来看, 历年一般由发改委在《关于(前一年)国民经济和社会发展规划执行情况与(当年)国民经济和社会发展规划草案的报告》中就投资、消费提出当年量化目标, 我们以此与实际完成情况进行对比。

投资消费目标, 全社会固定资产投资增速目标在 2012 年及以前设定增速目标, 但

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_4889

