

疫后重建指南

2020年《政府工作报告》解析

■ 《政府工作报告》首次未设定 GDP 增速目标，对失业率的容忍度边际上升。考虑到“全球疫情和经贸形势不确定性很大”，“保就业”成为今年经济工作的重中之重。但未设具体目标不代表中央放弃对经济增长的要求，GDP 维持一定增速是“保就业”基础。3.6%以上的赤字率目标暗含名义 GDP 增速 5.4% 的上限，我们综合考虑了总供给、总需求和宏观政策，预计基准情形下全年实际 GDP 增长 2.8%。

■ 财政政策要“更加积极有为”，从五个方面部署落实：一是赤字率目标 3.6% 以上，新增赤字规模 1 万亿元；二是新增地方政府专项债限额提高至 3.75 万亿，预计今年因专项债而新增的基建投资将达 2.9 万亿，较去年明显提高；三是发行 1 万亿元抗疫特别国债，用于地方政府“抗疫”类投资；四是实行更大规模的减税降费，全年预计为市场主体减负 2.5 万亿元；五是优化财政支出结构，有压有保。

■ 货币政策定调依然为“更加灵活适度”，整体表述略超市场预期。货币政策有望进一步加大结构性宽松力度，并致力于推动“宽货币”传导至“宽信用”。预计今年末 M2 和社融增速分别上升至 10.8% 和 11.6%， “明显高于去年”。未来央行将继续引导贷款利率持续下行、注重“防止资金‘空转’套利”，并通过创新定向工具“精准滴灌”中小企业。商业银行将面临更大的息差压力。

■ 实施扩大内需战略，突出民生导向。基建投资将成为今年“稳增长”的主要抓手，增速有望持续修复，重点在“两新一重”，即新型基础设施建设、新型城镇化建设和重大工程建设。房地产重提“因城施策”，未提“长效机制”，指向房地产调控政策或将边际放松，地方政策空间或有所加大。制造业投资有望在新动能行业的带动下有所修复。《报告》对消费的具体支持性政策略低于预期，线上消费有望得到进一步发展。

■ 以扩大开放促改革促发展。一是加强政策支持外贸企业、坚定不移扩大开放以稳外资、引外贸；二是推动改革创新以激发市场主体活力，包括加大对民营/中小企业的支持、深化国企改革；三是增强发展新动能，发展工业互联网、智能制造等相关产业，并提高科技创新支撑能力。

谭卓，宏观经济研究所所长

zhuotan@cmbchina.com

韩剑，宏观研究员

hanjian_work@cmbchina.com

步泽晨，宏观研究员

buzechen@cmbchina.com

黄翰庭，宏观研究员

huanght@cmbchina.com

王炳，宏观研究员

wbing@cmbchina.com

杨薛融，宏观研究员

yangxuerong@cmbchina.com

田地，宏观研究员

andrewtian@cmbchina.com

目录

一、会议背景：疫情冲击下的两大“收官之年”	1
二、发展目标：以保促稳	1
（一）GDP 增速：未设目标	2
（二）“保就业”：重中之重	3
（三）通胀目标：压力不大	4
三、财政政策：“更加积极有为”	4
（一）赤字率突破 3%：特殊时期，特殊举措	4
（二）新增专项债：对基建拉动显著提升	5
（三）特别国债：规模低于预期	6
（四）减税降费：减负 2.5 万亿	6
（五）财政支出：优化结构	7
四、货币政策：“宽信用”“降成本”	8
（一）“宽信用”：M2 和社融增速“明显高于去年”	8
（二）精准施策：创新货币政策工具	8
（三）“降成本”：支持实体经济	9
（四）“保市场主体”：纾困小微企业	9
五、扩大内需：投资消费两大抓手	10
（一）基建投资：“两新一重”	10
（二）房地产：因城施策	11
（三）制造业：增强新动能	11
（四）消费：多元发展	12
六、改革开放创新：内外兼修促发展	12
（一）开放：稳外贸、引外资	13
（二）改革创新：激发市场主体活力	13

图目录、

图 1: 今年《报告》未设定具体 GDP 增长目标.....	2
图 2: 经济增长是就业增长的基础.....	2
图 3: 今年《报告》对失业容忍度有所上升.....	3
图 4: 当前城镇调查失业率处于历史高位.....	3
图 5: CPI 目标较去年有所上调	4
图 6: 全年 CPI 走势预测.....	4
图 7: 财政赤字率突破 3%历史峰值	5
图 8: 中央政府杠杆率较低.....	5
图 9: 新增地方政府专项债限额创新高.....	5
图 10: 新增专项债主要投向基建（2020 年 1-4 月）	5
图 11: 为市场主体减负规模创新高.....	6
图 12: 中央本级三公经费压缩力度逐渐加大.....	6
图 13: 今年 M2 增速或较去年末提升约 2pct	8
图 14: 今年社融增速或较去年末提升约 1pct	8
图 15: 票据利率与存款利率上限倒挂.....	9
图 16: 隔夜资金利率与同业存款利率倒挂.....	9
图 17: 城商行和农商行的不良贷款率上行.....	10
图 18: 今年以来商业银行净息差有所收窄.....	10
图 19: 基建投资受到较大冲击.....	11
图 20: 专项债发行节奏显著快速去年同期.....	11
图 21: 房地产投资增速修复较快.....	11
图 22: 房地产投资主要受土地购置费支撑.....	11
图 23: 高端制造业投资受冲击较小.....	12
图 24: 制造业投资与制造业贷款相关性较强.....	12
图 25: 4 月社零名义增速有所反弹	12
图 26: 可选消费增速下滑显著.....	12
图 27: 我国复产领先全带动出口加速修复.....	13
图 28: 海外生产放缓给供应链带来冲击.....	13

表目录

表 1: 主要经济目标对比.....	1
表 2: 经济金融指标预测.....	3
表 3: 财政货币政策对比.....	7



5月22日，十三届全国人大三次会议在京开幕，国务院总理李克强向大会作2020年《政府工作报告》（下称《报告》）。总理回顾了2019年国务院的主要工作，并对2020年经济社会发展的总体要求、政策取向和政府的重点工作进行了系统性陈述。

一、会议背景：疫情冲击下的两大“收官之年”

今年是完成脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会决胜之年，也是“十三五”规划收官的承上启下之年。按照惯例，全国两会应由上一年中央经济工作会议定调，在地方两会的基础上确定本年度经济社会发展目标、宏观政策基调和主要工作方向。但是新冠疫情的爆发使得国内外政治经济环境发生重大变化，世界经济陷入“严重衰退”，我国经济下行压力显著增加，风险有所积聚，各项工作面临重大调整。受此影响，今年两会召开时间较以往推迟了两个多月，并对预期目标做出了适当调整。

由于目前2020年已接近过完了一半，今年的《政府工作报告》（下文简称《报告》）不仅回顾了2019年的工作，还总结了今年以来抗击疫情、经济运行等工作。此次《报告》整体篇幅为改革开放以来最短，约1万字，而近年来政府工作报告的篇幅均在2万字左右。与往年相比，今年的报告更多聚焦于“稳就业”和“保民生”，强调以保促稳，稳住经济基本盘，稳中求进，凸显了中央面对全球疫情和经贸形势巨大不确定性的“底线思维”。

二、发展目标：以保促稳

在“前所未有”的风险挑战面前，《报告》对此前的预期目标做了适当调整：未提具体的GDP增长目标；提升对失业容忍度；上调通胀目标；强调进出口的“促稳提质”；强化脱贫“硬任务”的完成；调低了防风险目标的位次；并淡化了对能耗目标的具体指标要求。整体来看，今年的发展目标更加务实，“有利于引导各方面集中精力抓好‘六稳’、‘六保’”。

表 1：主要经济目标对比

指标	2020 年	2019 年
GDP	未设定 (坚决打赢脱贫攻坚战，努力实现全面建成小康社会目标任务)	6%-6.5%
就业	优先稳就业保民生 ①城镇新增就业 900 万人以上 ②城镇调查失业率 6%左右 ③城镇登记失业率 5.5%左右	就业优先 ①城镇新增就业 1,100 万人以上 ②城镇调查失业率 5.5%左右 ③城镇登记失业率 4.5%以内
通胀	涨幅 3.5%左右	涨幅 3%左右

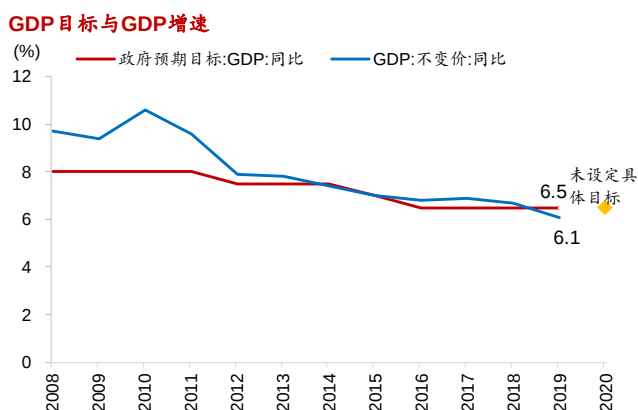
进出口	进出口 促稳提质 ，国际收支基本平衡	国际收支基本平衡，进出口 稳中提质
风险	重大金融风险 有效防控	宏观杠杆率基本稳定 金融财政风险 有效防控
收入	居民收入增长与经济增长基本同步 现行标准下农村贫困人口 全部脱贫 、贫困县 全部摘帽	居民收入增长与经济增长基本同步 农村贫困人口 减少 1,000 万 以上
能耗	单位国内生产总值能耗和主要污染物排放量继续下降	单位国内生产总值能耗 下降 3%左右 主要污染物排放量继续下降

资料来源：《政府工作报告》、招商银行研究院

（一）GDP 增速：未设目标

《报告》首次未设定 GDP 增速目标。在一季度 GDP 负增长 6.8%的前提下，要实现 2020 年 GDP 相较 2010 年翻番的目标，需要二至四季度 GDP 增速超过 9%（对应全年增速 5.5%）。考虑到“全球疫情和经贸形势不确定性很大”，这无疑是不可能完成的任务。因此，淡化对 GDP 增速的要求是中央实事求是的务实选择，可避免强刺激政策所造成的市场扭曲。

图 1：今年《报告》未设定具体 GDP 增长目标



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 2：经济增长是就业增长的基础



资料来源：WIND、招商银行研究院

但未设具体目标不代表中央放弃对经济增长的要求。事实上，《报告》中的赤字率与就业增长目标都与 GDP 增速相关。《报告》提出“今年赤字率拟按 3.6%以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元”。3.6-3.7%财政赤字率区间暗含全年名义 GDP 增速区间 2.6-5.4%。以 GDP 平减指数 0.6-1.6 估算（考虑需求与价格正相关），对应实际 GDP 增速 2.0-3.8%。从历史数据看，就业增长与 GDP 增速也存在正相关关系：GDP 保持一定增速是“保就业”基础；从生产函数理解，若能顺利完成就业目标，GDP 也应维持正增长。基准情形下，我们预计 2020 年 GDP 增速 2.8%。

表 2：经济金融指标预测

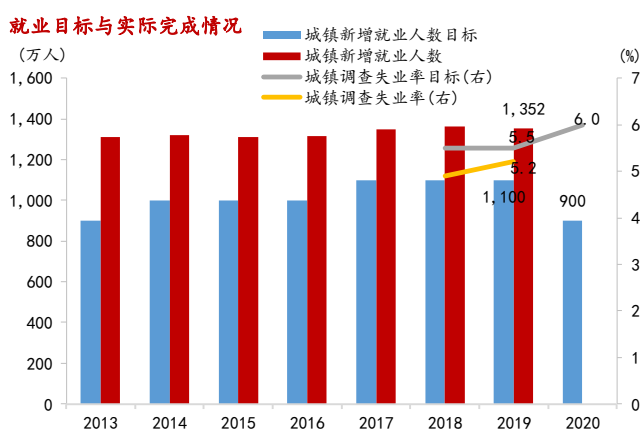
指标	2017	2018	2019	2020F
实际 GDP	6.9	6.7	6.1	2.8
名义 GDP	11.5	10.5	7.8	3.8
平减指数	4.3	3.6	1.6	1.0
社会消费品零售总额	10.2	9.0	8.0	4.5
全社会固定资产投资	7.2	5.9	5.4	4.7
基建投资	14.9	1.8	3.3	10.0
制造业投资	4.8	9.5	3.1	0.0
房地产投资	7.0	9.5	9.9	5.0
出口（以美元计）	7.9	9.9	0.5	-2.9
进口（以美元计）	16.1	15.8	-2.7	1.5
CPI（全年平均）	1.6	2.1	2.9	2.8
PPI（全年平均）	6.3	3.5	-0.3	-2.0
M2	8.1	8.1	8.7	10.8
社会融资规模	14.1	10.3	10.7	11.6

资料来源：招商银行研究院

（二）“保就业”：重中之重

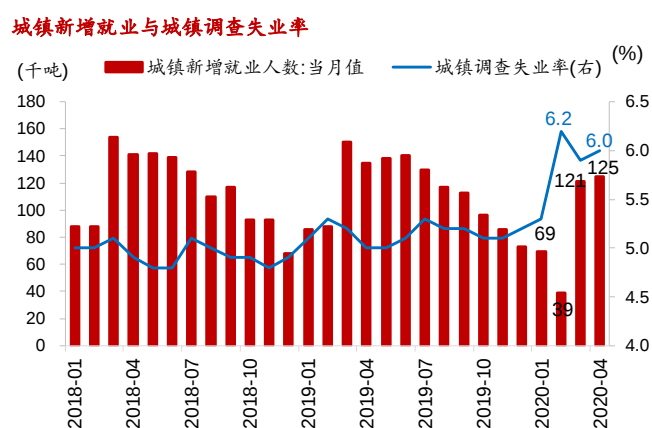
就业是今年经济工作的重中之重。“就业”在《报告》中共出现 40 次，是除“发展”之外出现频次最高的关键词。从历史数据看，2015-2019 年城镇新增就业人员合计达 5,378 万人，已提前完成“十三五”规划中城镇新增就业 5,000 万人的目标。受疫情影响，今年中央对就业增长的要求较去年有所下降，对失业率的容忍度相应上升：“城镇新增就业 900 万人以上，城镇调查失业率 6% 左右，城镇登记失业率 5.5% 左右”。

图 3：今年《报告》对失业容忍度有所上升



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 4：当前城镇调查失业率处于历史高位



资料来源：WIND、招商银行研究院

若未来经济形势相较一季度没有进一步恶化，完成年度就业目标应当问题不大。1-4 月城镇新增就业人数 354 万，月均 88.5 万，对应年度就业增长 1,062 万；4 月城镇调查失业率 6.0%，已较 2 月 6.2% 的历史峰值有所下降。但值得警

惕的是，疫情及经贸不确定性对外需的冲击尚未完全体现，因此位列“六保”之首的“保就业”任务仍然艰巨。

《报告》因此要求“财政、货币和投资等政策要聚力支持稳就业”，2 万亿（财政赤字+抗疫特别国债）资金全部转给地方主要用于保就业、保基本民生。此外，还通过加大减税降费力度、加大金融支持等举措保障经济主体用人需求，通过高职院校扩招、增加职业培训等方式稳定就业。

此外，在“保就业”的基础上，《报告》21 次提及“民生”，部署了公共卫生、基本医疗、教育、民生保障、精神文化、社区服务等方面的保障和改善工作，坚决兜牢民生底线。

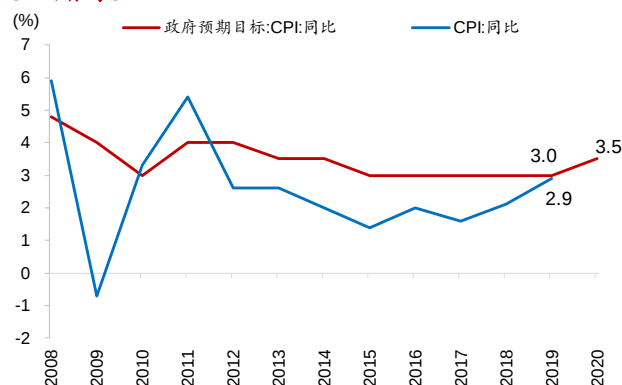
（三）通胀目标：压力不大

《报告》将 CPI 通胀目标设为 3.5%，较去年上升 0.5 个百分点，完成问题不大。2019 年以来，我国 CPI 波动主要受食品价格（猪肉价格）驱动。在猪肉价格上涨的带动下，2019 年至今年一季度 CPI 逐渐走高。今年 2 月 CPI 当月同比为 5.4%，为 2011 年 11 月以来最高值。3 月以后，在猪肉供给增加、疫情拖累消费增长、石油价格下跌和 CPI 基数走高等因素的影响下，CPI 快速回落，4 月 CPI 当月同比已回落至 3.3%。

前瞻地看，未来 CPI 中枢将逐渐走低，甚至在年末将面临通缩压力：一方面，疫情冲击下居民收入增长承压，对消费需求不利；另一方面，随着猪肉供给增加，猪肉价格趋于回落，叠加猪肉价格基数走高，未来食品价格同比趋于下行。我们预计 CPI 通胀全年中枢 2.8%，不会成为宏观政策的约束。

图 5：CPI 目标较去年有所上调

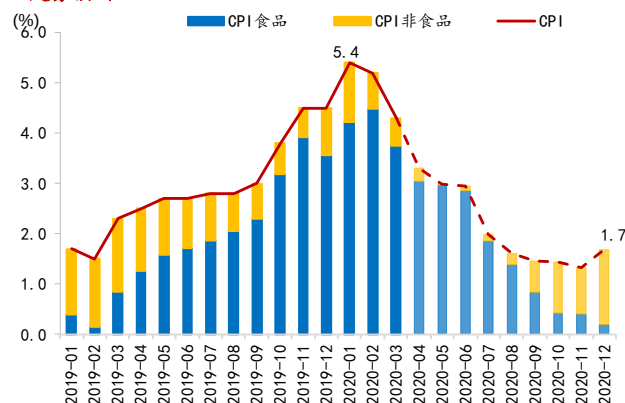
CPI 目标与 CPI



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 6：全年 CPI 走势预测

CPI 走势预测



资料来源：WIND、招商银行研究院

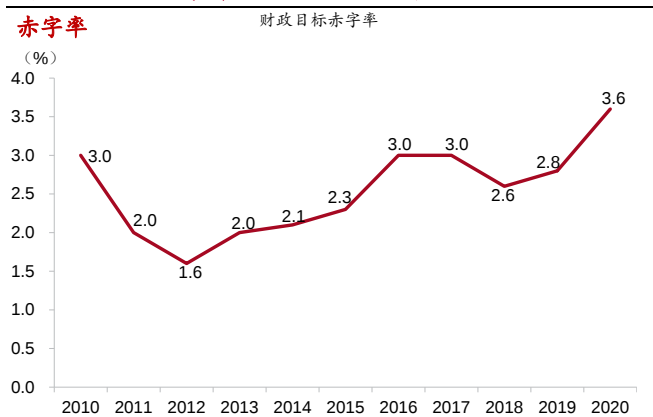
三、财政政策：“更加积极有为”

（一）赤字率突破 3%：特殊时期，特殊举措

《报告》明确今年赤字率目标为 3.6%以上，新增赤字规模 1 万亿元。根据去年中央与地方赤字规模的比例推算，今年中央和地方赤字规模预计分别为

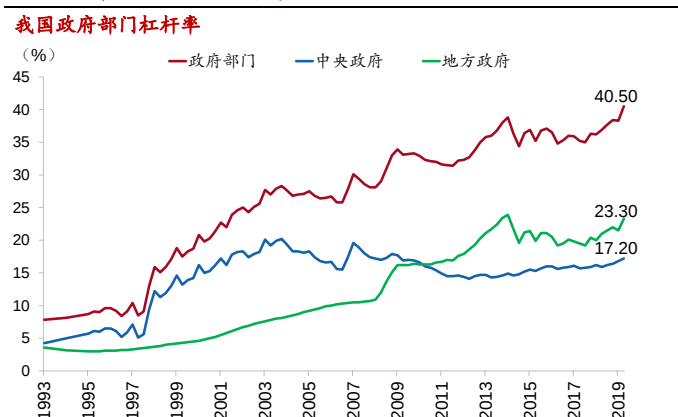
24,900 亿元和 12,700 亿元，分别较去年增加 6,600 和 3,400 亿元。在我国中央政府部门杠杆率明显低于地方政府的情况下，《政府工作报告》提出新增的 1 万亿赤字和新增的 1 万亿特别国债，全部转给地方，通过“特殊转移支付机制，直达市县基层，有利于缓解地方政府偿债压力。《报告》明确，3.6%的赤字率是“特殊时期的特殊举措”，这也是疫情冲击下财政收支平衡压力空前加大之下的合理选择。未来随着经济修复，赤字率也将回落。

图 7：财政赤字率突破 3% 历史峰值



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 8：中央政府杠杆率较低



资料来源：WIND、招商银行研究院

（二）新增专项债：对基建拉动显著提升

今年《报告》提出将新增地方政府专项债限额提高至 3.75 万亿，较去年大幅提高 1.6 万亿元。自 2014 年新的预算法修订以来，专项债已经成为地方基建投资的重要资金来源。加之中央之前出台的专项债资金可做项目资本金，以及不得用于土储和棚改领域等政策，预计今年专项债将对基础设施建设投资形成明显拉动：2019 年专项债用于土储和棚改的占比超过七成。

图 9：新增地方政府专项债限额创新高

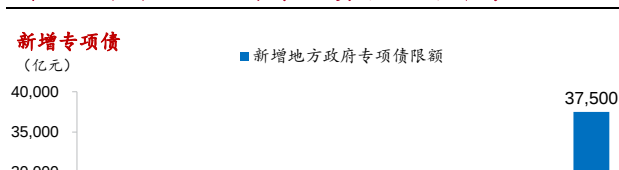
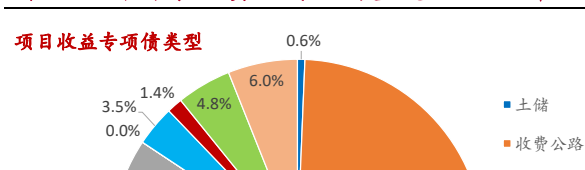


图 10：新增专项债主要投向基建（2020 年 1-4 月）



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_4939

