

稳增长而非强刺激，新一轮股债轮动确认

——政府工作报告体会

宏观数据点评

2020年05月25日

报告摘要：

- **经济：首次未提全年经济增速具体目标，体现出实事求是、优先稳就业保民生的思路**

我们2月9日就发布报告，提出2020年努力实现经济增长是最好结果，但不必执着于具体数字。总理也讲到不设具体增速目标的两个考虑：一是全球疫情和经贸形势不确定性很大，二是有利于引导各方面集中精力抓好“六稳”“六保”。不提具体目标不代表没有增长要求。根据赤字规模测算，在合理假设下，名义GDP增速可能在2.6%以上，实际GDP为1.6%以上，仍旧高于IMF的1.2%预测值。

- **就业：就业目标有所下调，但仍需付出艰苦努力才能实现**

虽然就业指标调整看似有所放松，考虑到疫情对于就业产生了较大冲击，这一目标的完成仍非易事，体现了中央对就业和民生的高度关怀。2019年GDP每增长1个点，可拉动221.6万就业。今年若GDP全年增长3%，则GDP每增长1个点拉动的就业增长需提高到300万，为此仍然需要我们付出艰苦卓绝的努力。

- **财政：财政政策多措并举，成为逆周期调节的主力军**

报告给出的几个重要数字，财政赤字率3.6%以上，赤字规模增加1万亿，抗疫特别国债发行1万亿，地方专项债安排3.75万亿，减税降费新增约5000亿，符合市场对于财政政策加码发力的普遍预期，体现出了财政政策在抗疫背景下勇于担当的底色。财政政策更加灵活有效和注重长期效益。新基建和网信信息化等排在首位，突出国家对高技术产业的重视力度。

- **货币：未来货币政策发力的一大看点，是结构性工具的创新**

报告对货币政策的表述，很好地贯彻了此前政治局会议的精神，未出现原则性变化，显示出货币政策基调具有高度稳定性。值得注意的是，报告提出“创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行”。我们此前在Q1货币政策执行报告点评中指出，充分发挥结构性工具的精准滴灌作用，已成为本次货币政策发力的重要特征。预计这次货币政策工具创新，仍将属于结构性工具范围，旨在更好地发挥精准滴灌作用。

- **市场展望：股债轮动确认**

如今政策框架已经确定，对市场的影响也尘埃落定，下一阶段，经济基本面因素将取代政策面，再次成为影响市场走向的决定因素。考虑到海外疫情呈现厚尾效应，经济复苏斜率陡峭化是小概率事件。新一轮股债轮动确认，股市面临短期调整，债市再次迎来配置机会。

- **风险提示：**

疫情发展超预期，逆周期调节不及预期，全球经济加速放缓。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：wuyanyan@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

目录

一、政府工作报告的脉络：实事求是和促就业保民生.....	3
二、财政政策更加务实，要灵活有效.....	5
2.1 财政政策如期加码	5
2.2 财政政策灵活有效，不是强刺激	5
三、货币政策有望超预期宽松	8
3.1 引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年，货币政策有望迎来数量的宽松	8
3.2 结构性货币政策根据的创新是一大看点	8
3.3 推动利率持续下行，货币政策有望迎来价格的宽松	9
四、未来展望，新一轮股债轮动即将开启.....	10
插图目录	11

一、政府工作报告的脉络：实事求是和促就业保民生

弱化经济增长目标体现出实事求是、优先稳就业保民生的思路。过去二十多年来，政府工作报告首次未提出全年经济增速目标，为政策松绑，避免出现追求经济总量而忽视质量的情形。一直到会前，市场上关于是否应设 GDP 具体目标的争论一直不断。我们 2 月 9 日就发布报告，提出新冠疫情对经济的冲击属于不可抗力，中国经济已进入高质量发展阶段，质量比速度更重要，2020 年努力实现经济增长是最好结果，但不必执着于具体数字。总理也讲到不设具体增速目标的两个考虑：一是全球疫情和经贸形势不确定性很大，二是有利于引导各方面集中精力抓好“六稳”“六保”。

财政赤字规模可能含有潜在增速要求。政府报告对财政赤字的两个重要信息是赤字率 3.6% 以上和赤字规模增加 1 万亿元至 3.76 万亿元。我们可以根据公式（赤字率=赤字规模/名义 GDP）来估算潜在名义 GDP 增长区间。去年两会报告提出赤字规模在 2.76 万亿元，相当于 2019 年名义 GDP 的 2.79%，顺利完成任务。今年赤字率的下限确定在 3.6%，则潜在名义 GDP 是 104.4 万亿元，名义 GDP 增速为 5.4%。如果今年经济与去年持平，则 3.76 万元的赤字规模会产生 3.8% 赤字率，可以作为赤字率上限。我们以 3.7% 的赤字率中间值估算发现名义 GDP 增速为 2.6%。考虑到今年 GDP 平减指数在 1% 左右，则实际增长为 1.6%，仍旧高于 IMF 的 1.2% 预测值。

图 1：主要经济指标变动

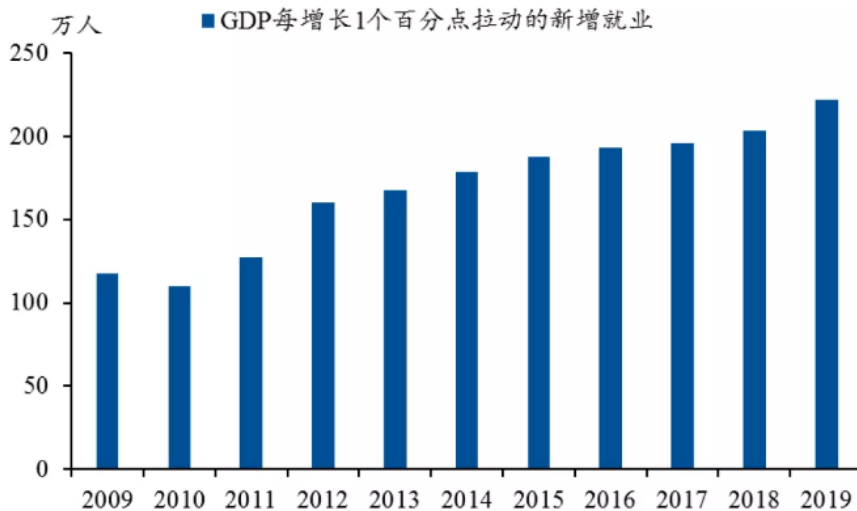
	2020			2019	
	指标	目标	变化	目标	实际
主要经济 指标	实际GDP增速（%）	无		6-6.5	6.1
	CPI同比（%）	3.5	上升	3	2.9
	城镇新增就业（万人）	900	下降	1100	1352
	城镇调查失业率（%）	6	上升	5.5	5.0-5.3
	城镇登记失业率（%）	5.5	上升	4.5	3.62
	国际收支 进出口	基本平衡 促稳提质		基本平衡 稳中提质	基本平衡 保持稳定
财政政策	赤字率（%）	3.6	上升	2.8	2.8
	财政赤字（万亿元）	3.76	上升	2.76	2.76
	财政支出（万亿元）	24.7	上升	23	23.9
	地方专项债（万亿元）	3.75	上升	2.15	2.15
	降税降费（万亿元）	2.5	上升	2	2.36
	抗疫特别国债（万亿元）	1			
货币政策	M2增速（%）	明显高于去年		与GDP名义增速相匹配	
	社融余额增速（%）	明显高于去年		与GDP名义增速相匹配	
	中小微企业贷款增速（%）	40	上升	30	53.1

资料来源：政府工作报告，Wind，民生证券研究院

就业目标有所下调，但仍需付出艰苦努力才能实现。报告一共出现了 39 次“就业”，高于排在第二的“疫情”8 次，而“经济”则排在第五位，体现了就业对于政府工作的重要性。报告提出，城镇新增就业 900 万人以上，较上年调低 200 万；调查失业率 6% 左右，较上年调高 0.5 个百分点；登记失业率 5.5% 左右，较上年调高 1 个百分点。考虑到疫情对于就业产生了较大冲击，这一目标的完成仍非易事，体现了中央对就业和民生的高度关怀。

2019年GDP每增长1个点，可拉动 $1352/6.1=221.6$ 万就业。今年若GDP全年增长3%，则GDP每增长1个点拉动的就业增长需提高到300万，为此仍然需要我们付出艰苦卓绝的努力。

图2：2019年GDP每增长一个百分点，大体可以拉动220万就业



资料来源：Wind，民生证券研究院

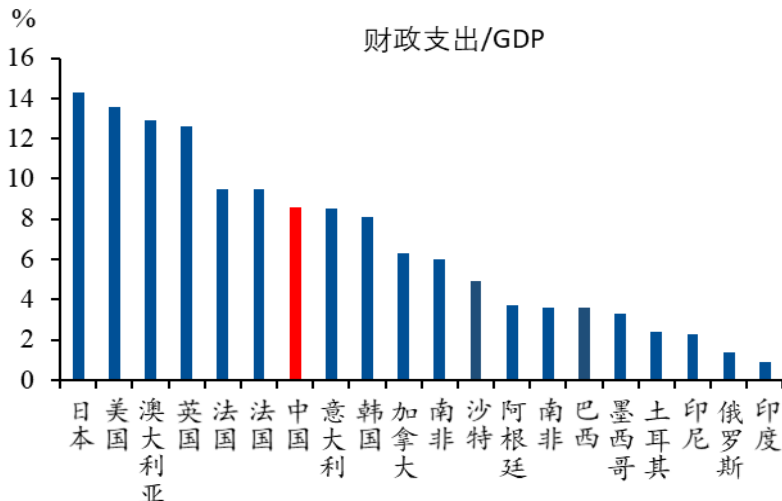
报告另外指出，千方百计稳定和扩大就业。加强对重点行业、重点群体就业支持。今年高校毕业生达874万人，要促进市场化社会化就业，高校和属地政府都要提供不断线的就业服务。我国包括零工在内的灵活就业人员数以亿计，今年对低收入人员实行社保费自愿缓缴政策，涉及就业的行政事业性收费全部取消。资助以训稳岗，今明两年职业技能培训3500万人次以上，高职院校扩招200万人，要使更多劳动者长技能、好就业。就业是政府工作报告中被提到最多的词汇。今年来看，有大量高校毕业生即将毕业，对于这部分学生一方面采取就业引导等政策为其创造就业机会，另一方面则推行高校扩招政策，本科、硕士均有所扩招，延缓了一部分高校毕业生的就业压力。另一方面，我国有数以亿计的灵活就业，参考美国案例，灵活就业是最容易被疫情冲击的，当企业陷入经营困境的时候会优先裁撤灵活就业岗位。因此稳企业就是稳就业，下一步政策会举全力支持中小微企业正常经营，避免因为企业大面积破产而出现失业潮。减税降费、降息降准均有空间。

二、财政政策更加务实，要灵活有效

2.1 财政政策如期加码

财政政策多措并举，成为逆周期调节的主力军。经济目标的弱化是对政策的松绑，财政政策将变得更加灵活有效。稳就业仍要有经济增长来支持，缺少促增收的手段也会使得居民消费回升缓慢。报告给出的几个重要数字接近我们一直以来的预测值：财政赤字率 3.6% 以上，赤字规模增加 1 万亿元，抗疫特别国债发行 1 万亿元，地方专项债安排 3.75 万亿元，减税降费新增约 5000 亿元，符合市场对于财政政策加码发力的普遍预期。在 IMF 统计的基础上，我们计算“财政赤字+专项债+特别国债”的赤字/GDP 占比跃升至 8.6%，处于 G20 中上游水平，体现出了财政政策在抗疫背景下勇于担当的底色。

图 3：我国广义赤字率达到 8.6%，高于部分发达国家和全部新兴国家

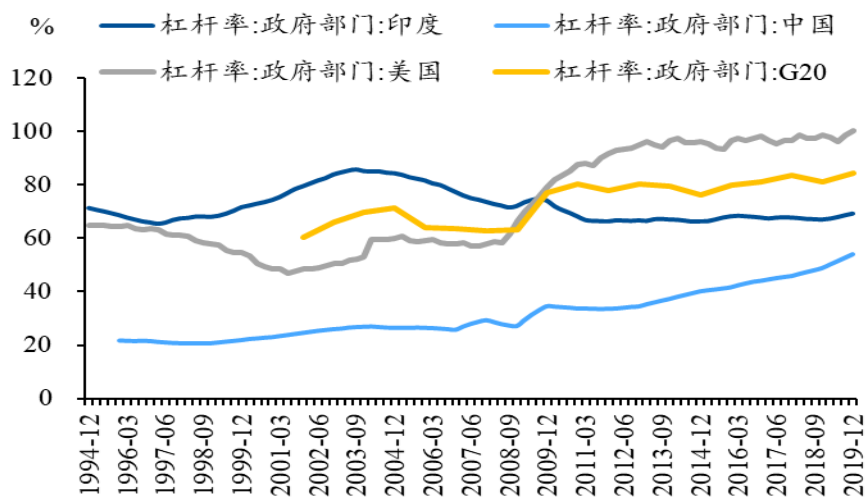


资料来源：IMF，政府工作报告，民生证券研究院

2.2 财政政策灵活有效，不是强刺激

财政辗转腾挪，平衡地方与中央的支出矛盾。我国政府杠杆率仍有较大空间，显著低于 G20 其他国家和发达国家。但是，政府杠杆率的内部结构有所分化，有“地方高，中央低”的特点。今年地方减收压力较大，需要中央更多的支持。因而，报告专门提到，赤字规模和特别国债新增的 2 万亿元全部转给地方，建立特殊转移支付机制，这有助于切实缓解地方政府的收支压力。近期市场热议的“财政赤字货币化”，并未成为政策选项，这一争论可以休矣。

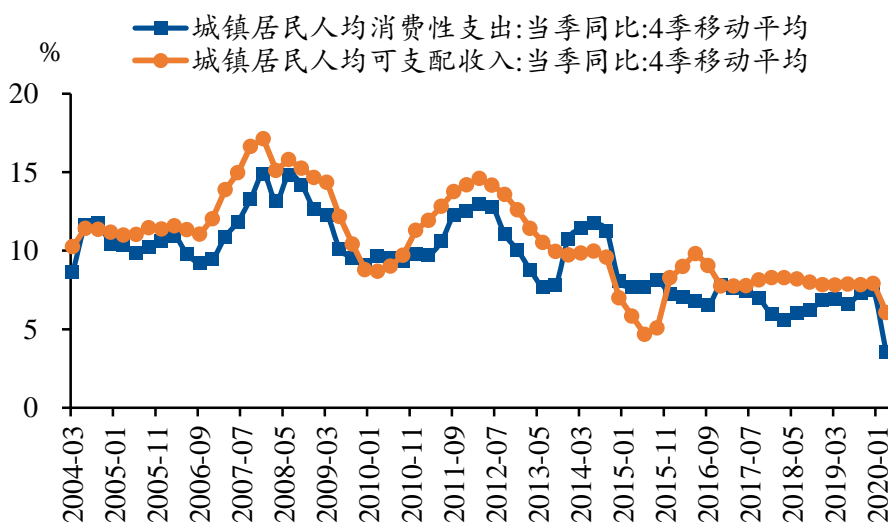
图 4：我国财政有空间，仍显著低于 G20、美国和印度



资料来源：Wind，民生证券研究院

财政消费支出以保稳和纾困为主，不是强刺激。财政在民生支出上也是实事求是，突出民生导向。我国内需消费潜力大，居民消费只是被疫情抑制，但并未消失。报告多次用到“支持”字眼，通过财政消费性支出从就业的供需两端来推动消费回升。供给端来看，稳企业就是保就业。就业稳则消费升。只要收入稳定和预期向好，居民消费自然而然就会回升。报告指出要加大减税降费力度，进一步延长还本付息日期，助力市场主体纾困和发展。减税降费力度预计全年减负超过 2.5 万亿元，高于去年 5000 亿元。需求端来看，加强就业服务和减负也是保民生。报告指出要加强对重点行业、重点群体就业支持，今年对低收入人员实行社保费自愿缓缴政策，涉及就业的行政事业费全部取消。

图 5：收入与支出的走势较为一致，收入升则支出升



资料来源：Wind，民生证券研究院

财政投资性支出注重持续效益。财政投资性支出不仅可以稳投资,还可以创造新需求。在财政紧平衡和加大民生支出的双重压力下,预算内资金对投资的帮助可能较为有限,所以专项债规模和资本金比例上升,符合情理。其中,旧改目标较去年提高2万个至3.9万个,取代退出舞台的棚改,既是民生工程,又能平稳房地产健康运行。值得注意的是,投资支出项目中排在首位的是新基建和新一代网络信息,作用是激发新需求和助力产业升级。当前,面临国外复杂形势,科技自主化尤为重要。财政对高技术产业的重视进一步提高。

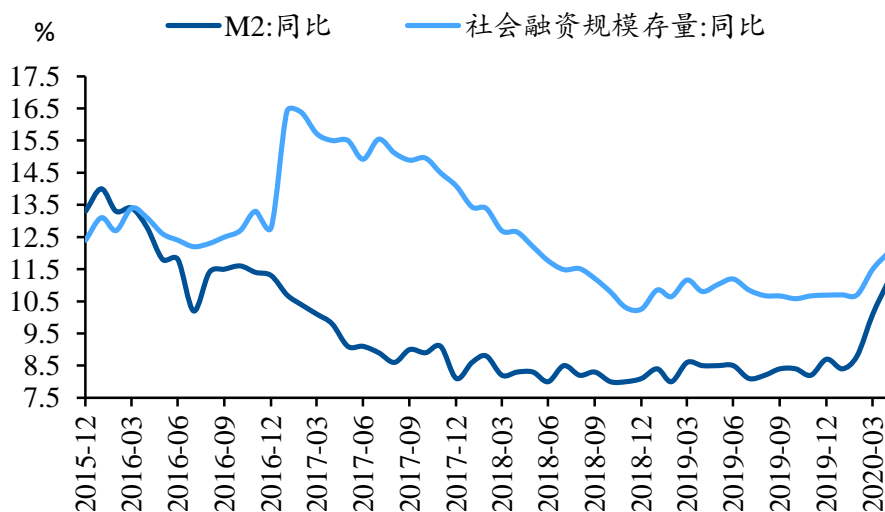
三、货币政策有望超预期宽松

3.1 引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年，货币政策有望迎来数量的宽松

总理在政府工作报告中指出：稳健的货币政策要更加灵活适度。综合运用降准降息、再贷款等手段，**引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年**。保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。

在 2020 年一季度货币政策执行报告中，央行对货币供应和社融增速的要求是：保持 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配并略高，以适度的货币增长支持经济高质量增长。考虑到今年经济下行压力较大且通胀回落的背景，名义 GDP 增速可能不会太高，如果完全按照货政报告的说法，理论上今年货币供应量不会明显高于去年。但政府工作报告对货币供应和社融增速提出了新的要求：要引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年，其要求的力度明显强于货政报告。可以预见，今年 M2 和社融增速有望继续维持高增长，货币政策有望迎来数量的宽松。

图 6：货币供应量和社融增速有望明显高于去年



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_4954

