

2020年政府工作报告点评

就业和脱贫成为核心目标

2020年政府工作报告未设经济增长目标，政策重心转向就业和脱贫，政策更多在于对冲而非刺激。

- 政府工作报告未设经济增长目标，经济政策的重心从增长转向就业以及脱贫攻坚。当然，在就业面临相当压力的背景下，保证一定程度的经济增速仍属必要，政策的宽松依然可以期待，但其中对冲而非刺激的意味更强。维持2020年GDP增速2.7%的判断。
- 财政赤字率提升至3.6%以上，赤字规模扩大1万亿元至3.76万亿；同时发行1万亿元抗疫特别国债；地方政府专项债券增加1.6万亿元至3.75万亿元。综合看，财政支出力度尚可。但财政政策的重心在于通过转移制度来进行经济救助，重点在于保障而非刺激。货币政策总体上仍以“稳货币，宽信用”为导向。一方面，为对冲疫情影响，仍会维持流动性充裕；另一方面，流动性的充裕将主要针对实体经济。
- 内需方面，扩大有效投资仍需立足于基建投资。新型城镇化以及相伴的城镇老旧小区改造值得关注。
- 总体看，面对疫情带来的外生冲击，与世界其他主要经济体相比，中国政府在政策对冲力度上保持着相对克制。2020年经济政策，除了保持相对宽松以对冲疫情带来的外生冲击外，通过改革进一步释放经济内生动能，提升全要素生产率仍是长远目标。

相关研究报告

《债券市场周度观测》 20200523

《5月海外宏观动态点评》 20200521

《债券市场投资机构行为分析》 20200521

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

朱启兵

01066229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

就业和脱贫成为核心目标

2020年政府工作报告没有设立GDP增速目标。报告指出：“我们没有提出全年经济增速具体目标，主要因为全球疫情和经贸形势不确定性很大，我国发展面临一些难以预料的影响因素。这样做，有利于引导各方面集中精力抓好‘六稳’、‘六保’。”

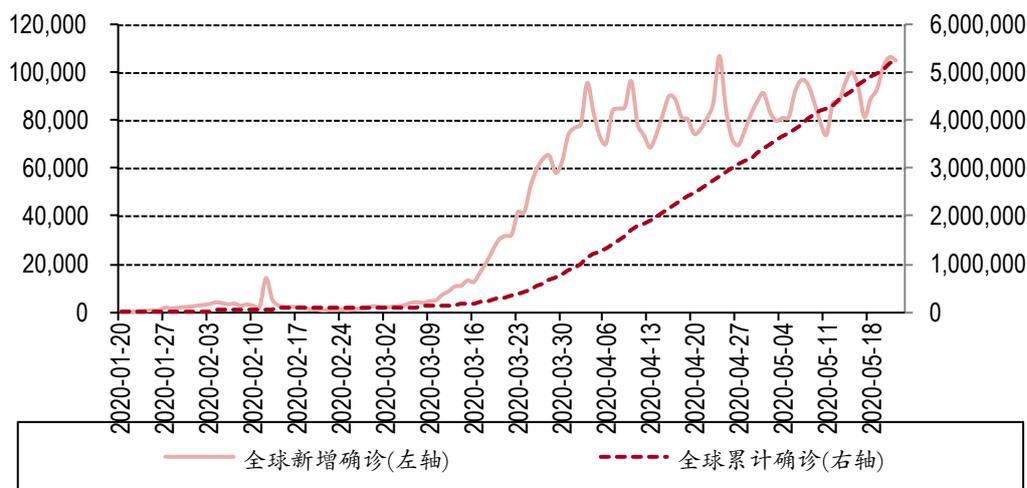
图表 1.2016—2020 年政府工作报告经济社会发展目标对比

	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年		
经济社会发展目标	GDP	无 GDP 增速目标 “六稳”、“六保”	6-6.5%	6.5%	6.5%	6.5-7%	
	CPI	3.5%	3.0%	3%	3%	3%	
	新增就业	900 万	1100 万	1100 万	1100 万	1000 万	
	高职扩招	200 万	100 万	-	-	-	
	调查失业率	6%	5.5%	5.5%	-	-	
	登记失业率	5.5%	4.5%-	4.5%-	4.5%-	4.5%-	
	贫困人口减少	全部脱贫	1000 万	1000 万	1000 万	1000 万	
	居民收入	与经济增长基本同步	与经济增长基本同步	和经济增长基本同步	和经济增长基本同步	和经济增长基本同步	
	进出口	促稳提质	稳中提质	稳中向好	回稳向好	回稳向好	
	国际收支	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡	
	单位 GDP 能耗下降	继续下降	3%左右	3%	3.40%	3.40%	
	宏观杠杆率	-	基本稳定	基本稳定	-	-	
	货币政策	整体方向	稳健,更加灵活适度	松紧适度	稳健中性	稳健中性	稳健,灵活适度
		M2/社融余额	增速明显高于去年	与名义 GDP 增速相配	合理增长	12%	13%
财政政策	整体方向	积极,更加积极有为	积极,加力提效	积极	积极	积极,加大力度	
	赤字率	3.6%以上	2.80%	2.6%	3%	3%	
	财政赤字	3.76 万亿	2.76 万亿	2.38 万亿	2.38 万亿	2.18 万亿	
	中央财政赤字	1.83 万亿	1.83 万亿	1.55 万亿	1.55 万亿	1.4 万亿	
	地方财政赤字	1.93 万亿	0.93 万亿	0.83 万亿	0.83 万亿	0.78 万亿	
	全国财政支持	-	23 万亿	21 万亿	-	-	
	地方政府专项债	3.75 万亿	2.15 万亿	1.35 万亿	8000 亿	4000 亿	
	减税降费	2.5 万亿	2 万亿	8000 亿	3500 亿	5000 亿	
基建	铁路投资	增加 1000 亿资本金	8000 亿	7320 亿	8000 亿	8000 亿	
	公路水运	加强交通、水利等重大工程建设	1.8 万亿/公路 30 万公里/高速 6000km	1.8 万亿/公路 20 万公里	1.8 万亿/公路 20 万公里	1.65 万亿 (不含水运)/公路 20 万公里	
	水利工程	-	再开工一批	1 万亿	15 项	20 项	
	老旧小区改造	3.9 万个	1.9 万个	-	-	-	
地产	整体方向	新型城镇化,房住不炒,因城施策	房地产市场平稳健康发展	房住不炒	分类调控,去库存	房地产市场平稳健康发展	
	棚改	-	620 万套	580 万套	600 万套	600 万套	

资料来源：中国政府网，中银证券

我们认为，不设 GDP 增速目标在情理之中。2020 年由于新冠疫情冲击，经济增长面临不确定性较多。国内一季度经济增速同比下降 6.8%。尽管目前国内已经全面复工复产，但全球疫情仍未明确得到控制，截至 5 月 22 日，全球累计确诊病例已超过 530 万人，已连续 3 日每日新增病例超过 10 万人。海外疫情通过贸易链条再度冲击国内经济的可能性不小。IMF 此前预测 2020 年全球增速为-3.3%，但从目前的疫情扩散情况看，全球经济短期已进入衰退轨道，经济增长预期再度下调的可能性不小。

图表 2. 截至 5 月 22 日，全球累计确诊病例已超过 530 万人



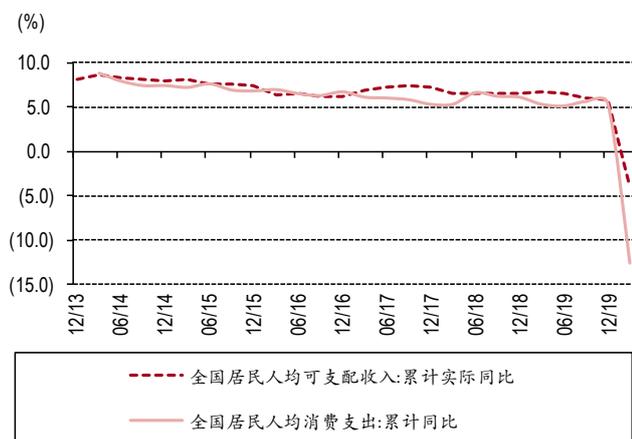
资料来源：万得，中银证券

在全球经济遭受剧烈外生冲击背景下，继续追求 GDP 目标，甚至为了实现 GDP 目标而对总需求实施过度刺激，并不利于中长期经济增长。另一方面，近年来，中国的经济政策本身也逐步淡化经济增长速度而更为强调经济增长质量，2019 年底中央经济工作会议明确提出，“确保经济实现量的合理增长和质的稳步提升”，“量的合理增长”意味着对经济下行的容忍度进一步提高，而“质的稳步提升”才是关键。而从中央经济工作会议提出的 2020 年重点工作看，也基本均与提升经济增长质量相关。因此，不设 GDP 增速目标并不意外。

当然，不设 GDP 目标，并不等于放任经济增长遭受外生冲击。政府工作报告中，取代 GDP 目标的，是“优先稳就业保民生，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”，同时明确了“现行标准下农村贫困人口全部脱贫、贫困县全部摘帽”，“脱贫是全面建成小康社会必须完成的硬任务”；这意味着经济政策的重心从增长转向就业以及脱贫攻坚，或者说转向居民收入。在 GDP 翻一番目标已经难以实现的前提下，脱贫攻坚目标的完成对于“全面建成小康社会”目标意义更为重大。

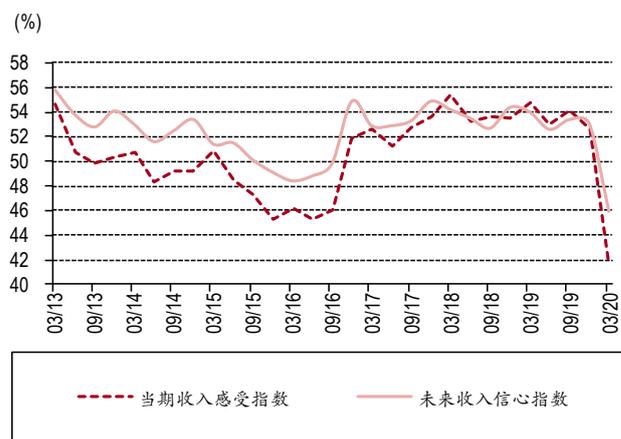
一季度，居民人均收入同比实际下降 3.9%。央行城镇储户调查数据显示，居民的当期收入感受指数和未来收入信心指数均创新低。因此，为了保障收入目标的实现，保就业可谓应有之义。而从政府工作报告提出的目标看，就业相关目标较 2019 年均有所下调，城镇新增就业 900 万人以上，较 2019 年目标减少了 200 万人；城镇调查失业率 6% 左右

图表 3. 一季度居民人均收入负增长



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 居民当期收入感受指数和未来收入信心指数新低



资料来源：万得，中银证券

在就业面临相当压力的背景下，如果说经济政策的重心转向就业以及居民收入，保证一定程度的经济增速显然仍属必要。政府工作报告指出：“无论是保住就业民生、实现脱贫目标，还是防范化解风险，都要有经济增长支撑，稳定经济运行事关全局”，因此，政策的宽松依然可以期待，但其中对冲而非刺激的意味更强。或者说政策重点在于纾困而非增长。从政府工作报告所指出的内容看，减税降费、降低企业成本、增加金融支持等稳企业的措施成为关键，我们维持 2020 年 GDP 增速 2.7% 的判断。

政策延续宽松，但更为强调对冲而非刺激

如前所述，为了稳就业，政策依然会维持一定程度的宽松。政府工作报告延续了“积极的财政政策要更加积极有为”，“稳健的货币政策要更加灵活适度”的提法。

积极财政政策重点在于保障

从财政政策看，财政赤字率提升至 3.6% 以上，赤字规模扩大 1 万亿元至 3.76 万亿；同时发行 1 万亿元抗疫特别国债；地方政府专项债券增加 1.6 万亿元至 3.75 万亿元。综合看，财政支出力度尚可。同时，政府工作报告强调，特别国债和增加的 1 万亿元赤字全部转给地方，“主要用于保就业、保基本民生、保市场主体，包括支持减税降费、减租降息、扩大消费和投资等”。由此看，财政政策的重心在于通过转移制度来进行经济救助，重点在于保障而非刺激。这也符合此前财政部在《求是》杂志发文所阐述的“积极财政政策的新内涵”。

货币政策方向在于企业

从货币政策看，一方面强调了“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”；另一方面强调“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”。

M2 和社融规模的提升在近期经济数据中已有体现，但总体上，相对其他主要经济体，中国的货币政策仍属克制。我们认为，一方面，为对冲疫情影响，后续货币政策仍会维持流动性充裕；另一方面，流动性的充裕将主要针对实体经济，即便利企业获得贷款，引导融资成本下行。这也是近年来强调金融“回归本源”政策导向的体现。后续货币政策总体上仍以“稳货币，宽信用”为导向。

扩大内需仍是应有之义

在海外疫情仍未明显好转的背景下，维持一定程度的经济增长仍必须扩大内需。

政府工作报告强调，推动消费回升，扩大有效投资。从消费本身的性质看，政策固然能起到一定效果，但根本上仍需收入回升。换言之，消费是一个内生变量。

因此，对冲疫情影响以维持经济增长仍需依赖投资。政府工作报告明确“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”，房地产政策总体不变，那么扩大有效投资仍需立足于基建投资。2020 年地方政府专项债券增加 1.6 万亿元至 3.75 万亿元，提高专项债券可用作项目资本金的比例，一定程度上缓解了基建项目的资金来源问题。不过，从铁路、公路等传统基建看，报告并未给出明确的增长幅度，只是提出了“加强交通、水利等重大工程建设”，“增加国家铁路建设资本金 1000 亿元”。从此判断，我们认为，基建投资虽会发力，但性质上仍属对冲，值得关注的，是新型城镇化以及相伴随的城镇老旧小区改造。

改革是长远之策

总体看，面对疫情带来的外生冲击，与世界其他主要经济体相比，中国政府在政策对冲力度上保持着相对克制。这里一方面是因为中国在疫情管控方面走在世界前列，因此，有余地保留政策空间，以应对后续可能的其他不确定性；另一方面，也意味着决策层仍将重心放在经济增长质量，而意图避免过度刺激导致的后遗症。

2019 年中央经济工作会议指出“必须善于通过改革破除发展面临的体制机制障碍，激活蛰伏的发展潜能”。2020 年两会之前，4 月 9 日中共中央、国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，5 月 11 日，中共中央、国务院发布《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》。两个文件提出了以完善产权制度和要素市场化配置为重点，全面深化经济体制改革，加快完善社会主义市场经济体制的一系列改革措施。我们认为，2020 年经济政策，除了保持相对宽松以对冲疫情带来的外生冲击外，通过改革进一步释放经济内生动能，提升全要素生产率仍是长远目标。

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_4982

