

政府工作报告的几个要点

证券研究报告

2020年05月22日

作者

政府工作报告未设置全年经济增速具体目标，与当前内外部环境不确定性较高、引导地方政府集中抓六稳六保有关，但并不代表放任经济下滑，而是以“六保”为工作着力点和政策底线，守住“六保”底线自然就能稳住经济基本盘，然后再进一步以保促稳、争取稳中有进的机会和空间。

财政方面，赤字和减税降费的规模都较去年进一步扩大，但赤字规模处于市场预期区间内的稍偏低的水平。考虑到经济下滑和疫情防控带来的财政消耗等因素，今年的财政收支仍将处于紧平衡状态，支出力度没有大幅扩张。预计基建增速在8%左右，升至两位数的概率和空间不大。

货币方面，下半年降准降息仍然可期。从趋势上看，信用扩张周期已经从2019年年初开启，新冠疫情虽然将实体经济的运行轨迹打乱，但在宽信用政策的支持下信用周期扩张得以延续，国内经济有望在3-4季度逐渐回归至接近潜在增速。

总的来说，政府工作报告兼顾了短期的经济下行压力和长期的政策储备空间。对于A股，仍然以基本面为核心，以流动性和中美摩擦的边际变化为路标。对于债券，短期连续调整后，略低于市场预期的政策力度将暂时缓解利率上行的压力，但不改变基本面逐渐恢复的趋势。随着经济恢复接近正常、PPI通缩压力缓解，长端和短端利率仍然可能先后面临调整压力。

宋雪涛

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517090003

songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤

联系人

zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

风险提示：中美关系形势超预期变化；国内外新冠疫情再次反复

一、不为固化目标束缚，集中精力抓“六保六稳”

政府工作报告未设置全年经济增速具体目标，原因是多方面的。

第一，当前国内和海外都面临来自疫情和外贸等方面的诸多不确定性，经济发展面临的难以预料的因素比较多，精确预设一个具体增速或者增长区间的难度较大，且面临“难以实现”的风险，没有必要用固化的增长目标来自缚手脚。

第二，在当前错综复杂的形势下，保就业、保民生、保市场主体尤其是中小企业是政策亟需发力的主要方向，预设增长目标可能会给地方政府带来较强的保增长动机，从而将有限的政策空间过多的分配于拉动投资等比较“容易”实现的方向，导致舍本逐末。

第三，报告明确提出了“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”等量化指标，因此不设置增速目标不代表放任经济下滑、失业上升，而是以“六保”为工作着力点和政策底线，守住“六保”底线自然就能稳住经济基本盘，然后再进一步以保促稳、争取稳中有进的机会和空间。

在政策的合理支持下，经济增速将表现出非对称但稳健的内生性修复。中性估计，实际 GDP 分季度增速为 -6.8%、3%、6%、6.5%，**全年增速约为 2.6%，名义 GDP 增速约为 4.5%**。

二、赤字和减税规模同时扩大，财政支出力度没有大幅扩张，财政仍是紧平衡

政府工作报告定调“积极的财政政策要更加积极有为”，赤字和减税降费的规模都较去年进一步扩大。

赤字方面，今年官方赤字规模比去年的 2.76 万亿增加 1 万亿，因此为 3.76 万亿。报告提及赤字率拟按 3.6%以上安排，对应的名义 GDP 增速上限为 5.4%。另外，今年将发行 1 万亿抗疫特别国债，上述 2 万亿将通过特殊转移支付机制全部转给地方，并直达市县基层。新增地方政府专项债券额度 3.75 万亿，较去年的 2.15 万亿增加 1.6 万亿。**据此计算，今年的一般公共预算赤字+政府性基金预算赤字（特别国债+专项债）规模将较去年扩张 3.6 万亿，处于市场预期区间内的稍偏低的水平。**

减税降费方面，今年继续执行下调增值税税率和企业养老保险费率等制度，新增减税降费约 5000 亿，前期出台六月前到期的减税降费政策的执行期限延长到年底，小微企业、个体工商户所得税缴纳延缓到明年。2019 年减税降费规模已经达到 2.36 万亿，上述政策将在 2020 年进一步为企业新增减负超过 2.5 万亿元。

简单估算，扣除减税降费后赤字扩张对财政支出的贡献在 1 万亿左右，再考虑到经济增速下滑导致的财政减收、疫情防控带来的财政消耗等因素，今年的财政收支仍将处于紧平衡状态，财政支出力度相比于去年没有大幅扩张。因此，一方面需要大力优化财政支出结构，进一步压缩一般性支出，例如报告指出“今年中央本级支出安排负增长（2019 年增长 6%），非急需非刚性支出压缩 50%以上”；另一方面对于赤字扩张后政府支出拉动投资的力度要有客观认识，目前来看没有腾挪出大幅财政刺激的空间。

从各方面资金来源估算，我们预计今年的基建增速（全口径）大概在 8%左右，较去年的 3.9%有一定回升，但增速升至两位数的概率和空间不大。从方向上看，传统基建中的铁路公路、水利、旧改，新基建中的 5G、充电桩，以及特别国债重点支持的医疗卫生领域可能是重点方向。

三、降准降息仍然可期，宽信用力度继续加码

政府工作报告定调“稳健的货币政策要更加灵活适度”，对一些关键问题提出了具体要求。

一是要求“综合运用降准降息、再贷款等手段”。今年以来央行共实行全面降准 50BP、普惠金融定向降准一次、中小银行定向降准 100BP；逆回购、MLF 等公开市场操作降息 30BP，超额存款准备金利率降息 37BP；先后下达 3000 亿、5000 亿和 1 万亿再贷款再贴现额度。

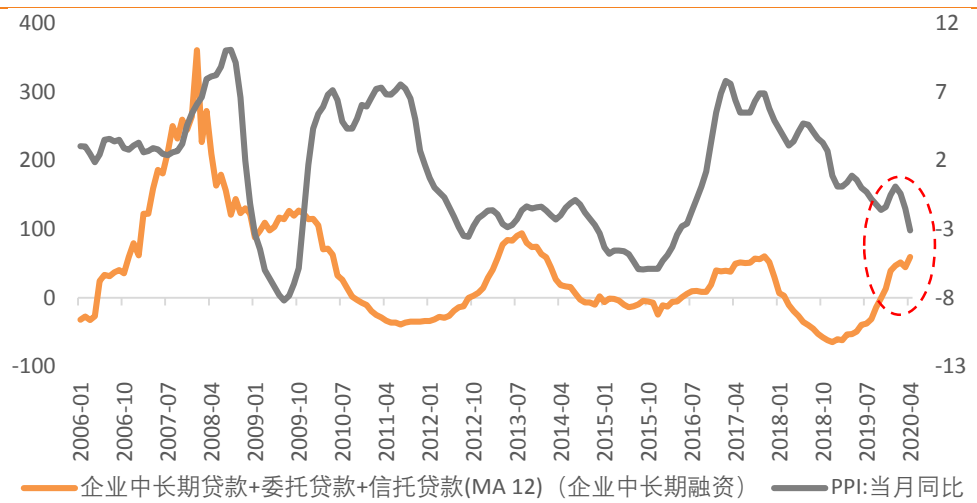
政府工作报告再提降准降息和再贷款，意味着下半年上述政策仍有进一步落地的空间。

今年以地方专项债净发行 1.82 万亿，地方一般债和国债净发行 2.9 万亿，参考上文的赤字情况，待发行的政府债券还有 3.79 万亿 (3.75+3.76+1-1.82-2.9)，可能主要在 6-9 月发行完毕，因此后续的债券供给压力仍然不小，需要货币政策以适当降准降息等方式予以承接。

二是要求“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”。报告中不再提及“货币供给总闸门”、“宏观杠杆率”等问题，对于 M2 和社融增速的要求也从以往的“要与国内生产总值名义增速相匹配”和央行 1 季度货币政策执行报告中的“与名义 GDP 增速基本匹配并略高”进一步强化为“明显高于去年”。去年底 M2 和社融增速分别为 8.7% 和 10.7%，今年 4 月底已经升至 11.1% 和 12%，我们预计后续还有小幅提升的空间。

从趋势上看，以“中长期社融”衡量的信用扩张周期已经从 2019 年年初开启，新冠疫情虽然将实体经济的短期运行轨迹打乱，但在宽信用政策的大力支持下信用周期扩张得以延续，因此可以预期国内经济后续逐渐改善，有望在 3-4 季度逐渐回归至接近潜在增速。

图 1：信用周期持续扩张预示基本面后续逐渐恢复 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

三是要求“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”。以往货币政策传导不畅的主要表现是金融资源难以有效配置给实体企业，存在资金在金融体系内空转甚至套利的现象。报告要求创新货币政策工具，后续可能通过修改监管考核指标、明确量化指标约束等方式，提高货币政策传导效率。例如本次政府工作报告中明确提出“大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于 40%”。

四、没有提及“消费刺激”，再次强调“房住不炒”

政府工作报告并未提及刺激消费的相关政策，仅表述为“通过稳就业促增收保民生，提高居民消费意愿和能力；支持餐饮、商场、文化、旅游、家政等生活服务业恢复发展”，实际上仍然是通过“六保”守住底线，再以经济的内生性动力为主，促进消费的自然恢复。究其原因，刺激消费需要对汽车家电等实施税费优惠，或直接发放消费券，需要进一步消耗财政资源，但不同地区、不同城市的财政状况和发展模式差异较大，因此需要因地制宜制定政策。

另外，报告明确“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，彰显当前形势下决策层保持战略定力的决心。

五、如何影响资本市场

总的来说，本次政府工作报告的最大特点是务实求真，兼顾了短期的经济下行压力和长期的政策储备空间。针对短期的经济压力，适度扩大财政赤字、放松货币政策，但核心要点仍是“六保六稳”，以保促稳，稳中求进，而不是传统以刺激投资、拉动地产为主的粗放

思路。针对长期的发展问题，面对疫情的不确定性和外部环境的深刻变化，国内后续在国际关系、稳链固链、能源安全等方面都需要有所准备，因此短期政策力度保持相对克制有利于保留正常的政策空间，为可能的国际政治博弈积攒筹码。

对于 A 股，两会并未透露出超预期的政策力度，因此如我们在前期报告中所阐述的，两会可能并非当前市场的核心，A 股的宏观环境仍然以基本面（信用扩张、经济恢复）为核心。后续以流动性和中美摩擦的边际变化为路标：如果“经济恢复加快、流动性收紧”叠加“中美摩擦加剧、风险偏好降低”，偏向业绩确定性的高估值抱团；如果“经济恢复缓慢、流动性延续宽松”叠加“中美摩擦缓和，风险偏好提升”，偏向内需修复和科技；如果“经济恢复加快、流动性收紧”叠加“中美摩擦缓和、风险偏好提升”，偏向金融周期等低估值。

对于债券，短期连续调整后，略低于市场预期的政策力度将暂时缓解利率上行的压力，但不改变基本面逐渐恢复的趋势。短期来看，在相对宽松的货币政策环境下，考虑到当前场内杠杆率处于较低水平，预计长端利率的调整幅度也比较有限。中期来看，后续随着经济恢复接近正常、PPI 通缩压力缓解，长端和短端利率仍然可能先后面临调整压力。

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_4993

