

底线思维，扩张中有克制

——2020年政府工作报告点评

宏观简报

◆ 《2020年政府工作报告》坚持以高质量发展为导向，坚持以供给侧改革为主线，坚持推进三大攻坚战。在前两年经济下行压力较大情况下，今年形势比之前更加严峻、复杂，在此情形下政策方针大方向没有改弦更张，但是具体政策措施的针对性很清晰。

◆ 报告以实事求是的态度没有设定经济增长目标，但《报告》突出强调底线思维，强化保就业和保民生，就业政策全面强化。保市场主体是保就业和民生的根本，会议强调从降税降费、降成本，金融支持三方面来帮助企业渡过难关，留得青山。

◆ 为完成底线政策，宏观政策表现为扩张，但积极的同时又有一定的克制。财政政策强调“积极的财政政策要更加积极有为”，预计广义财政赤字率或突破 14%，关注后续创新性转移支付。货币政策强调灵活适度，预计全年信贷增速在 12.5-13.0%，全年社融增速在 12.0-12.8%，关注后期货币政策工具创新。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebscn.com

黄文静 (执业证书编号：S0930516110004)
010-56513039
huangwenjing@ebscn.com

郭永斌 (执业证书编号：S0930518060002)
010-56513153
guoyb@ebscn.com

邓巧锋 (执业证书编号：S0930517100005)
021-52523805
dengqiaofeng@ebscn.com

联系人

郑宇驰
021-52523807
zhengyc@ebscn.com

2020年5月22日，第十三届全国人民代表大会第三次会议顺利召开，李克强总理在大会上做了《2020年政府工作报告》，坚持以高质量发展为导向，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持推进三大攻坚战。在前两年经济下行压力较大情况下，今年形势比之前更加严峻、复杂，在此情形下政策方针大方向没有改弦更张，坚持方向性的内容，但是具体政策措施的针对性很清晰。

实事求是设定经济增长目标。《2020年政府工作报告》没有提出全年经济增速具体目标，是1994年以来的首次，主要原因在于“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”，而实际上在4月20日中共中央政治局工作会议中就已经对经济增长目标做出了适时调整，是一种实事求是的体现。不设定具体经济增速目标并不代表就完全放弃了经济增长，“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”。而3.76万亿的财政赤字、3.6%以上的赤字率¹目标隐含的GDP名义增速目标在4.0%以上。

《报告》突出强调底线思维，强化保就业和保民生，就业政策全面强化。

《报告》共提到“就业”39次，相比2019年的30次、2018年的22次、2017年的31次有了一定幅度的上升。就业作为“六稳”和“六保”之首，在冲击下“就业优先政策要全面强化”，提法相比2019年的“全面发力”又有进一步的提升。而“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”的就业目标从总量上似乎完成难度不大，但仍需关注重点行业、重点群体，例如高校毕业生、退役军人、农民工等的就业问题。对于农民工来说，《报告》提出“支持农民就近就业创业，扩大以工代赈规模，让返乡农民工能打工、有收入”，今年受到疫情影响，经济下行压力加大，预计有相当一部分的农民工外出务工意愿下降，这一方面会降低城镇就业的供给压力，另一方面需要注重对这部分返乡农民工的政策扶持。

如何做到保就业和保民生呢？保市场主体是保就业和民生的根本，会议强调从三方面来帮助企业渡过难关，留得青山。一是减税费，新增5000亿制度性减税费（继续执行下调增值税税率和企业养老保险费率中），再加上延长前期出台的阶段性减税降费（包括免征中小微企业社保单位缴费，减免小规模纳税人和公共客运、餐饮住宿、旅游娱乐、文化体育的增值税，减免民航发展基金、港口建设费，执行期限由月底延长到年底，小微企业、个体工商户所得税缴纳延缓到明年）共计新增减税降费2.5万亿。二是降成本，降工商电价、降宽带资费、减免国有房租延长至年底。三是强化金融支持，对小微贷款延期还本付息政策再延长到明年3月底，鼓励银行大幅增加小微企业信用贷、首贷、无还本续贷，大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于40%。

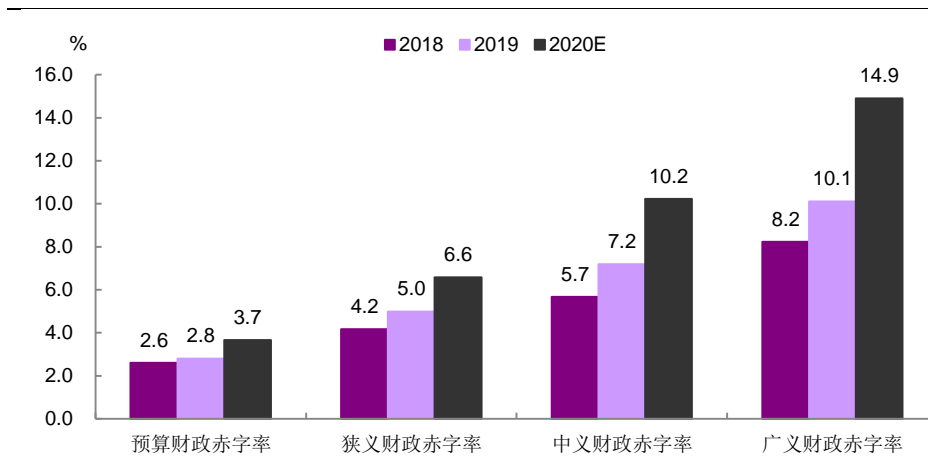
为完成底线政策，宏观政策表现为扩张，但积极的同时又有一定的节制。

财政政策强调“积极的财政政策要更加积极有为”，我们初步预测广义财政赤字率或接近15%，较上一年增加4个百分点，关注后续创新性转移支付。预计全年财政收入可能下滑5%左右，支出可能增长4%左右。新增国债和地方债为3.76万亿，调入资金接近3万亿，专项债发行3.75万亿，特别抗疫国债1万亿，城投债净融资金1.8万亿，政策性银行债净融资金1.5

¹由于经济更多面临下行压力，赤字率目标为3.6%以上。

万亿，广义财政赤字率预计将突破 14%²。另外，今年建立特殊转移支付机制，资金直达市县基层、直接惠企利民，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，强化公共财政属性

图 1：广义财政赤字率或突破 14%



资料来源：2020 年政府工作报告，光大证券研究所估算

货币政策强调灵活适度，关注后期货币政策工具创新。报告指出年内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 M2 和社融增速明显高于全年。今年前 4 月，央行累计下调政策利率 30bp，LPR 短端和长端利率分别下行 30bp 和 15bp，小微企业和制造业获得的信贷支持边际改善。预计下半年政策利率或仍有下调空间（10-15bp），但存款基准利率下调的概率不大，全年降准幅度或为 1 个百分点。预计全年信贷增速在 12.5-13.0%，全年社融增速在 12.0-12.8%。此外，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”，不排除创设绕开银行定向支持实体企业的货币政策工具的可能。

越困难越改革，双管齐下扩内需，“六稳”、“六保”以及未来发展都非常强调改革，越是困难时期越要加大改革力度。今年报告篇幅较短但对改革着墨较多，包括深化“放管服”改革、推进要素市场化配置改革、提升国企改革成效、优化民企发展环境、推动制造业升级、提高科技创新支撑、深入推进双创，对改革的部署非常明确，并给予很高期待。

强调消费和投资双管齐下扩内需。消费复苏弱于预期，一方面对中低收入阶层、生活困难的家庭的补贴力度将加大，另一方面，在防疫常态化下，强调通过稳就业来保民生和消费意愿，支持生活服务业恢复，推动线上线下融合，中长期的发展养老托幼、支持电商进农村等加快推进。同时扩大有效投资，地方专项债加码、部分抗疫特别国债用于支持投资，重点在既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设——新型基础设施，新型城镇化，以及交通水利等重大工程。新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，增加国家铁路建设资本金 1000 亿元。

²预算内财政赤字是一般公共预算赤字，包含国债和地方政府一般债；狭义财政赤字率包含一般公共预算赤字和调入资金，中义财政赤字包含狭义财政赤字和专项债、特别国债形成的赤字，广义财政赤字包含中义财政赤字和城投债净融资量、政策性银行净融资量、PSL 等准财政形成的赤字。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益

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_4995

