

固定收益研究/动态点评

2020年05月22日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号: S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

张大为
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

1《固定收益研究: 20200521 信用债日常跟踪》2020.05

2《固定收益研究: 20200520 信用债日常跟踪》2020.05

3《固定收益研究: 20200519 信用债日常跟踪》2020.05

无增长目标不等于没有目标

2020年两会政府工作报告点评

核心观点

疫情是今年宏观核心变量,目前最困难时期正在过去,两会定调备受关注。我们认为就业、中小微企业、金融风险、基层财政是经济形势的关键词。今年首次没有设定GDP增长目标,重心放在稳就业保民生、脱贫攻坚等。财政债务工具合计安排8.51万亿,增量向基建倾斜,“两新一重”是重点。我们认为货币政策还未到退出阶段,房地产坚持房住不炒大原则、重提因城施策。我们认为债市的最友好阶段正在过去,可参与博弈经济渐进重启进程等,股市流动性及经济逐季改善是支撑,业绩驱动还未到来。

不设经济增速目标,是在不确定性下务实、灵活的体现

疫情冲击之下,经济数据的可比性较差,外部等不确定性不可控,设置过低的目标不利于提振信心,过高的目标存在难以实现的困难。今年政府工作报告首次没有设定GDP增长的数字目标,但不等于没有目标,而是将重心放在优先稳就业保民生,坚决打赢脱贫攻坚战,努力实现全面建成小康社会的目标任务。在实际运行中,我们认为维持适当的经济增长是六稳六保工作的基础,预计政策工具合力下,全年经济增长或可达到2%-3%区间。

财政力度有保障并留有空间,增量规模更向基建倾斜

财政债务工具(赤字3.76万亿+专项债3.75万亿+特别国债1万亿)合计8.51万亿元,较去年提高3.6万亿元。报告提及,出台的政策根据形势变化还可以完善,我们认为如果经济风险演化超预期,政策空间仍可扩大。减税降费更具有针对性,一是受疫情重创的行业、二是小微企业与个体工商户,预计减负2.5万亿,略高于去年。基建投资力度显著加大,新型基建(5G信息网络)、新型城镇化(县城公共设施、老旧小区改造)、交通水利等重大工程是明确领域,特别国债将在公共卫生体系建设方面积极作为。

货币政策仍远未到退出阶段,财政赤字货币化没有必要性

稳健的货币政策要更加灵活适度,预计进一步引导信贷利率下行。在当前的财政刺激力度下,不需要财政赤字货币化操作。3.5%通胀目标对货币政策不会构成障碍。我们认为未来一个月货币政策有望降准配合地方债、特别国债发行。MLF利率仍有较大幅度的调降空间。需要特别关注“创新直达实体经济的货币政策工具”推出,定向工具预计仍是未来的政策重点。考虑到疫情和经济进入新阶段,宏观杠杆率将大幅攀升,“发债-买结构性存款”等套利行为的出现,以及汇率压力、资金面进一步宽松的概率不高。

坚持房住不炒大原则,重提因城施策

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。坚定原则的同时保持局部的灵活性。“房住不炒”意味着房地产并非刺激经济手段,稳定市场预期、引导资金支持实体经济,重新明确“因城施策”,给楼市压力较大的地区留有余地。与去年相比,报告未提房地产税立法、棚户区改造。我们认为,房地产税可能会放在经济平稳时期推出,且会提前做好预期引导。近两年旧改替代棚改,成为安居工程重点。

市场启示

债市而言,市场对于“5万亿特别国债”等担心消退,我们认为宽松货币政策仍未到退出阶段。从疫情、经济和政策三大周期看来,债市最友好阶段正在过去。但若十年期国债进入2.7-2.8%、30年期国债达到3.5%以上,投资者可参与并博弈经济渐进重启进程、中美贸易摩擦、货币政策持续宽松。股市而言,流动性及经济逐季改善是支撑,而业绩驱动仍需时间。板块方面,继续依托政策链条、全球渐进重启主线,关注大内需(建筑建材、老旧小区改造、机械及电力设备、消费回补)、新基建+新兴产业等板块。

风险提示:海外疫情扩散超预期、特别国债发行方式未明确。

疫情从供给、需求和金融市场等多角度冲击宏观经济，成为今年宏观经济的核心变量，并打断了去年底出现的库存周期、弱复苏趋势。目前疫情已经开始进入第四阶段，从中国-韩国、欧洲-美国-亚非南美，情势仍不容低估，但我们认为最困难时期正在过去。

目前全球经济也正从大封锁到渐进重启的过程中。从 4 月份经济数据来看，生产修复快于消费，工业增加值、基建单月同比增速转正，内需好于外需，可选正在修复，基建好于制造业，高技术领域好于传统领域，但整体处于渐进修复的过程中。不过，外需真正的考验还没有到来，从新出口订单和韩国贸易数据推断，5-6 月份，外需仍将承压。而中小企业、外贸部门仍在遭遇应收下降、支出刚性等考验，中小企业等部门、农民工、毕业大学生等就业压力正在体现过程中。如何制定经济发展目标，如何实现“六保”，如何帮助企业熬过疫情难关，财政与货币政策如何协调，本次两会备受关注。

政府工作报告对经济形势的判断的四个关键词：就业、中小微企业、金融风险、基层财政。全球疫情冲击，世界经济严重衰退，产业链供应链循环受阻，国际贸易投资萎缩，大宗商品市场动荡。国内消费、投资、出口下滑，就业压力显著加大，企业特别是中小微企业困难凸显，金融等领域风险有所积聚，基层财政收支矛盾加剧。

不设经济增速目标，是在不确定性下务实、灵活的体现

疫情冲击之下，经济数据的可比性较差，外部等不确定性不可控，设置过低的目标不利于提振信心，过高的目标存在难以实现的困难。无经济增长目标不等于没有目标，要将重心放在优先稳就业保民生，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。

今年政府工作报告首次没有设定 GDP 增长的数字目标，与我们 5 月 6 日外发报告《两会前瞻：增长目标让位于稳就业》的预期一致。疫情冲击下，一季度经济增速挖深坑，二季度 GDP 可能同比转正，但全年达到 3% 左右增速的难度仍较大。政府工作报告最终没有提出经济增速具体目标，主要考虑是全球疫情和经贸形势不确定性很大，如果硬性设定增长目标，反而不利于政策工具相机抉择。此前统计局在答记者问时多次指出，全面建成小康社会的内涵很丰富；政府工作报告指出，今年经济工作优先稳就业保民生、稳住经济基本盘。在实际运行中，我们认为维持适当的经济增长是六稳六保工作的基础，预计在政策工具合力下，全年经济增长或可达到 2%-3% 区间。

财政力度有保障并留有空间，增量规模更向基建倾斜

财政债务工具（赤字+专项债+特别国债）8.51 万亿元，较去年提高 3.6 万亿元。今年赤字率拟按 3.6% 以上安排，赤字规模比去年增加 1 万亿元（我们推算为 3.76 万亿元），抗疫特别国债安排 1 万亿元。新增地方专项债券额度 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元。三项合计比去年多 3.6 万亿元。我们根据赤字目标推算，政府预期的名义 GDP 增速上限为 5.4%。报告提及，出台的政策根据形势变化还可以完善，如果经济风险演化超预期，政策空间仍可灵活扩大，特殊时期需要特殊的政策和力度应对。

财政赤字率 3.6% 以上的表述，可以看出政府应对托底经济、保障六稳的决心。但是从 1 万亿抗疫特别国债的制定过程，和最终用途的安排来看（仅限于抗疫），逆周期发力并未依靠带有一定“赤字货币化”影子的特别国债来支撑，而更多依靠在严格财政纪律约束下的赤字规模来填补。也就是说如果经济下行压力超预期，需要更多的财政资金对冲，那么也会寄希望于“财政收入偿还”的预算支出来填补，而不会盲目依赖“铸币税偿还”的央行购买模式。体现出当前财政政策方向积极有为，但是也坚守纪律，资金来源坚持以往的前门惯例，而不会向欧美国家学习 MMT 模式大举依靠发行货币偿还的“偏门”。

财政重心以“六保”作为出发点，减税降费为盾、扩大内需为矛，尤其基建加码力度更强。

首先，减税降费意在保市场主体，留得青山、赢得未来。措施更具有针对性，一是受疫情重创的行业（公共交通运输、餐饮住宿、旅游娱乐、文化体育、民航、港口）、二是小微企业与个体工商户（所得税延至明年缴纳）。报告预计为企业减负逾 2.5 万亿，较去年 2.36 万亿略有扩大。

其次，基建投资力度显著加大，“两新一重”建设是重点。专项债比去年多安排 1.6 万亿，新增赤字与特别国债的 2 万亿也明确可用于扩大投资，就规模而言，投资是财政更加积极有为的体现。我们认为疫情环境下，有效需求不足是主要矛盾，基于交易行为的减税措施能够减缓压力、但难以触及企业痛点，而财政扩大投资直接形成有效需求，更有助于修复企业与居民部门资产负债表。投向上，新型基建（5G 信息网络）、新型城镇化（县城公共设施、老旧小区改造）、交通水利等重大工程是明确领域。此外，明确了特别国债加强公共卫生体系建设，支持疫苗研发、医疗设施、应急物资保障。

货币政策仍远未到退出阶段，财政赤字货币化大可不必

稳健的货币政策要更加灵活适度，表述与 417 政治局会议一致。疫情冲击之下，企业应收断崖式萎缩，容易出现偿付问题，加上谨防向金融体系传染，都要求货币政策营造宽松的融资环境。相比 08 年次贷危机，央行动手更早，更具有针对性。不过，企业完成复产复工之后，真正的问题是需求恢复滞后，尤其是外贸和中小企业仍面临生存危机，基层财政收支矛盾加剧，都需要财政政策发力加以应对，货币政策给予配合。预计货币政策将继续营造宽松的融资环境，进一步引导信贷利率下行。在当前的财政刺激力度下，通过金融市场化行为可以顺利消化，不需要进行财政赤字货币化操作。3.5% 的通胀目标目前看对货币政策不会构成障碍。

宽信用的信号更加清晰，强化对稳企业的金融支持。报告提出综合运用降准降息、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。中小微企业贷款延期还本付息政策再延长至明年 3 月底，对普惠型小微企业贷款应延尽延，对其他困难企业贷款协商延期。鼓励银行大幅增加小微企业信用贷、首贷、无还本续贷。大幅拓展政府性融资担保覆盖面并明显降低费率。大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于 40%。支持企业扩大债券融资。加强监管，防止资金“空转”套利，部分企业发债-买结构性存款等套利行为不被允许。金融机构与贷款企业共生共荣，鼓励银行合理让利。报告还要求大幅增加制造业中长期贷款，帮助推动产业升级和新兴产业发展。提出限期清偿政府机构拖欠民营和中小企业款项。

尤其是再出提出“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”。我们认为可以吸收美国主街贷款、PPPLF（薪酬保障计划）等操作，财政吸收潜在损失，而货币政策直接或间接提供资金，定向纾困中小微企业。相关政策的设计需要避免道德风险，并具有可逆性。“留得青山在不愁没柴烧”，帮助企业熬过疫情难关，提升贷款等可获得性，保市场主体就是保就业、保民生，也为复苏提供健康的微观基础。

宏观杠杆率难免大幅攀升，但两害取其轻。社融与 M2 增速将明显超过去年，且远超过名义 GDP 增速，这无疑将导致宏观杠杆率的快速攀升。不过，在特殊的时期，两害取其轻，保市场主体还是核心任务，中长期看可能会货币政策形成内生制约。

整体来看，我们认为未来一个月货币政策有望降准配合地方债、特别国债发行。MLF 利率仍远高于市场利率，仍有较大幅度的调降空间。需要特别关注“创新直达实体经济的货币政策工具”推出，定向工具预计仍是未来的政策重点。资金面预计保持偏松状况，但考虑到疫情和经济进入新阶段，宏观杠杆率将大幅攀升，“发债-买结构性存款”等套利行为的出现，以及汇率压力，资金面进一步宽松的概率不高。通胀对存款降息的制约在减弱，银行息差压缩到一定程度后需要降低其负债端成本从而进一步引导利率下行，但存款利率关乎民生，仍需要看经济走势而定。加快 LPR 等向存量贷款推广等可能是降低信贷利率的更有效手段。

坚持房住不炒大原则，重提因城施策

房地产政策有四种表述可能：说硬话，目前在经济下行压力仍大之际不合适；说软话，目前地产投资和房价都表现出韧性，也需要提防货币政策放水流入地产的风险；不提及；说原话。报告提出，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。与 4 月 17 日的政治局会议表述对比，增加了“因城施策”的表述，坚定原则的同时保持局部的灵活性。

首先，“房住不炒”意味着房地产并非刺激经济手段，稳定市场预期，引导资金支持实体经济。4 月 17 日以来，中央层面多次明确“房住不炒”。我们认为，由于经济下行压力加大，各界对房地产政策放松的预期有所发酵，并且当下货币政策相对宽松，流动性易于向房地产领域外溢。从 4 月份房企开发资金来源数据、近期土地价格升温都有所体现，这与“资金用于支持实体经济”要求相悖。多次明确房住不炒意在降温刺激房地产的预期。

其次，报告回归了“因城施策”框架。虽然近期房地产市场出现了走热的苗头，但集中在个别一、二线城市，地域结构性特征突出。但就全国而言，无论是房地产销售端还是投资端都处在承压阶段，如果全国房地产政策“一碗水端平”，局部省市房价、销售与投资回落的压力仍大，加大地产财政困难、甚至滋生房企与居民债务风险。不用房地产刺激经济，也不应当让房地产成为内需短板和债务风险之源，政策重新明确“因城施策”，给楼市压力较大的地区留有余地。

本次报告与去年相比，未提房地产税立法、棚户区改造。我们认为，房地产税对于扩大地方财政税源意义深远，但推出时的市场冲击不确定性较大，为避免对经济造成二次伤害，可能会放在经济平稳运行时期推出，且会提前做好预期引导。今年未提及棚户区改造任务，按此前 3 年棚改计划，今年需要新开工 558 万套，但棚改对财力占用大、货币化棚改还对房地产市场起到推升作用。因此近两年旧改替代棚改，成为安居工程的重点。

适当放宽就业目标，既考虑现实冲击，也利于集中力量确保达成

政府工作报告把创造新增就业、控制失业率放在今年经济预期目标的开篇位置上，凸显其重要性。当下就业形势仍然较为严峻：1) 用人单位招工趋于谨慎，应届大学生就业难度加大；含零工在内的灵活就业人员规模大，重点行业、重点群体亟需针对性就业支持。2) 外需萎缩，部分出口导向型企业为压减固定成本，有进一步裁员可能性。

我们认为，当下解决企业生存问题与居民就业问题是重中之重，而两者实际是“一体两面”，稳就业要确保企业有能力用工，应扩大有效需求；同时要确保重点群体有岗位入工，需依托精准帮扶、拓宽渠道解决。

政府工作报告设定全年新增就业目标 900 万人(去年为 1100 万人)、调查失业率目标 6.0% 左右(去年为 5.5% 以下)，适当考虑了疫情的现实压力。今年一季度，尽管 GDP 增速-6.8%，但城镇新增就业人数仍达到 324 万人，人社部表示基本持平往年同期；2-4 月份，调查失业率平均 6.0%。我们认为在稳就业被提上空前重要性的背景下，全年目标大概率可达成。

主动应对降低外部冲击，外贸促稳提质

政府工作报告对进出口目标设定为“促稳提质，国际收支基本平衡”。综合考虑全球经济增长、外贸前瞻指标的下行压力，我们认为外需面临冲击仍是大概率事件，应提前做好准备，稳定外贸产业链供应链，积极应对贸易摩擦。

作为全球第二大经济体，我国应主动积极应对外部冲击，以“一带一路”为重要抓手，依托金砖国家、G20、APEC、东盟等国际和区域组织，积极参与全球经济治理，做好宏观政策协调，避免大国间的战略误判及争端升级，扩大我国在贸易、金融等领域的国际影响力和话语权，做好互惠共赢。目前外贸端的积极因素是我国企业复工复产较好，生产端不构成制约；通过适当的出口产品转内销等措施，有望进一步降低外部对出口产业链的冲击。

全面完成脱贫任务，以促就业代财政救济

2015-2019 年政府工作报告均设定了当年贫困人口减少 1000 万+的政策目标；今年是全面建成小康社会的决胜之年，政府工作报告对脱贫给出了较强目标，指出脱贫是全面建成小康社会必须完成的硬任务，要求在现行标准下，确保完成剩余贫困人口全部脱贫、贫困县全部摘帽。具体政策包括：加强易地扶贫搬迁后续扶持；对进城务工农民工等重点人群，在就业地稳岗就业；支持农民就近就业创业，扩大以工代赈规模等。总而言之，就是要创造更多的细分需求，提供适合的工作岗位，将重点人群的就业压力，转为化解乡村基建、三农产业等领域用工不足问题的动力。

其他：改革与激发微观主体活力是最好的应对

报告中关于资本市场的表述不多，重申“创业板并试点注册制”。在激发微观主体活力方面，提出赋予省级政府建设用地更大自主权。提出促进人才流动，培育技术和数据市场，激活各类要素潜能。尊重基层首创精神，以更大力度推进改革开放，激发社会活力，发展平台经济、共享经济，更大激发社会创造力。实行重点项目攻关“揭榜挂帅”，谁能干就让谁干。在疫情冲击之下，自上而下的政策需要力促“六稳”、“六保”，同时也需要激发微观主体活力，寻找出路、加速转型、提升效率。

经济工作短期重心是做好六稳六保，维护经济基本盘；但从中长期来看，经济系统亟需优化资源配置效率，提高全要素生产率，实现长期高质量发展目标。政府工作报告再提推进要素市场化改革，目标从供给侧入手，根本上解决有效需求不足的问题。未来包括土地要素流转、技术要素市场化定价、人才资源有序流动等方面的改革将继续酝酿落地。其他诸如提升国企改革成效、优化民企营商环境、推动制造业升级等提法，皆秉承了深化改革、主动求变、激发经济内生动能的思路。

市场启示

债市：财政刺激力度符合我们的预期（详见 5 月 6 日《两会前瞻：增长目标让位于稳就业》），市场对于“5 万亿特别国债”等担心消退。报告中，1 万亿特别国债、3.75 万亿地方专项债、3.6%以上赤字率与我们在《两会前瞻：增长目标让位于稳就业》中的判断一致。货币政策的表述与 417 政治局会议相同，宽松的货币政策仍未到退出的阶段，继续提出“推动利率持续下行”。我们认为，从疫情、经济和政策三大周期看来，债市的最友好阶段正在过去。供给、资金面扰动和两会前的政策不确定性是导致近日市场调整的主因。但是如果十年期国债进入 2.7-2.8%、30 年期国债达到 3.5%以上，投资者可以参与并博弈经济渐进重启进程、中美贸易摩擦、货币政策持续宽松。

股市：流动性及经济逐季改善是支撑，而业绩驱动还需要时间。今年一季度 M2 与社融增速明显快于去年和名义 GDP，虽然主要源于企业纾困，但宽松的融资环境加上货基等利率持续走低，股市估值吸引力超过债市，股市的底部有望抬升。GDP 大概率会逐季改善，但目前还处于渐进修复的过程当中，业绩驱动还需要时间。在中美摩擦复杂格局下，会议提出共同落实中美第一阶段经贸协议表现出理性态度。当然由于财政刺激力度、地产政策并没超预期，加上外围市场的带动，股指出现了小幅调整。板块方面，继续依托政策链条、全球渐进重启主线，关注大内需（建筑建材、老旧小区改造、机械及电力设备、消费回补）、新基建+新兴产业等板块。

图表1：政府工作报告目标

		2020年		2019年		
指标	单位	目标	较上年目标	目标	实际值	
主要目标	实际GDP增速	%	无	无具体	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	5-5.3
	城镇登记失业率	%	5.5	上升	< 4.5	3.62
	居民收入增长	%	与经济增长基本同步	无具体	与经济增长基本同步	5.8
	单位GDP能耗(下降)	%	继续下降	无具体	3	2.6
	国际收支		基本平衡	不变	基本平衡	顺差1788亿美元
	进出口		促稳提质	无具体	稳中提质	增长3.5%
	宏观杠杆率		-		基本稳定	245.40%
财政赤字	赤字率	%	>3.6	上升	2.8	2.8 (4.9)
	财政赤字	万亿元	3.76	上升	2.76	2.76 (4.85)
	中央赤字	万亿元	-		1.83	1.83
	地方赤字	万亿元	-		0.93	0.93
	对地方一般转移支付(增)	%	2万亿（新增赤字+特别国债）转给地方		10.9	10.9
	财政支出	万亿元	-		> 23	23.9
	特别国债	万亿元	1	新增	-	-
	专项债(新增债)	万亿元	3.75	上升	2.15	2.15
	中央预算内投资	亿元	6000	上升	5776	5776
	一般性支出(压减)	%	-		> 5	10
	“三公”经费(压减)	%	-		3	3.8
	税负(减少)	亿元	>2.5万亿元	上升	减轻税收和社保缴费负担近2万亿元	2.36 万亿元
	非税负担(减少)	亿元				
	增值税		继续执行下调增值税税率	无具体	制造业等16%=>13%; 交运、建筑业等10%=>9%; 小规模纳税人增值税起征点3万=>10万	
	货币政策	M2同比	%	明显高于去年	上升	与GDP名义增速相匹配
社融余额同比		%	明显高于去年	上升	与GDP名义增速相匹配	10.7
国有大行小微 企业贷款(增长)		%	40	上升	> 30	53.1
基建	老旧小区改造	万个	3.9	上升		1.9
	铁路投资	亿元	增加国家铁路建设 资本金1000亿元		8000	8029
	公路水运投资	万亿元	-		1.8	2.3
	水利投资	万亿元	-		再开工一批	-
	新建改建农村公路	万公里	-		20	29
房地产	棚户区改造	万套	-		继续推进	316
	常住人口城镇化率	%	-		60.6	60.6
	户籍人口城镇化率	%	-		44.4	44.38
扶贫三农	农村贫困人口(减少)	万人	现行标准下农村贫困人口全部脱贫		> 1000	1109
	异地扶贫搬迁	万人	-		基本完成十三五规划	-
	高标准农田(新增)	万亩	8000	下降	> 8000	8150
	农村人口供水(增加)	万人	-		6000	5480
民生	医保人均补助	元	增加30元	上升	520	520
	宽带资费(下降)	%	15	持平	15	36.7
	网络流量资费(下降)	%	-		> 20	41

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_4998

