

## 目标相对务实，财政力度低于预期，货币或更宽松

引言：5月22日十三届全国人大三次会议在北京召开，上午9点国务院总理宣读《2020年政府工作报告》，基本内容符合我们此前两会前瞻预期。对于今年政府工作报告，我们认为有以下几点需要关注：

- 一、增长目标：没有提出全年经济增速具体目标，我们预计全年增速2%左右**  
政府工作报告没有提出具体经济增速目标，可以看到当前政府对于经济发展是相当务实的。但是并不意味着政府不重视经济增长，而是在多方面客观条件限制下，实现6%左右潜在增速的增长不切实际。  
我们认为，疫情对中国经济的影响短期大于长期，全年增速2%左右。其中，2季度增长3%左右，下半年经济增速5%左右。
- 二、经济目标：今年要优先稳就业保民生，就业优先政策要全面强化**  
政府工作报告指出“优先稳就业保民生”，“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。”可以看到今年就业目标明显是更低的，政府对于经济工作的目标，还是比较务实的。  
我们认为，稳就业需要一定的经济增长来予以支撑，保民生需要以失业救助和扶贫为抓手，加大转移支付力度。当前宏观政策的着力点正在从第一阶段的抗疫和第二阶段的纾困转向第三阶段的稳增长为主。
- 三、财政政策：预算赤字率3.6%以上，低于预期，财政积极力度相对有限**  
政府工作报告指出“赤字率拟按3.6%以上安排”，“财政赤字规模比去年增加1万亿元”，“发行1万亿元抗疫特别国债”，“拟安排地方政府专项债券3.75万亿元”，且“提高专项债券可用作项目资本金的比例”。  
我们认为，此次预算赤字率提高至3.6%以上，低于我们的预期，财政政策积极力度相对有限。疫情影响下，财政收入明显放缓，但与此同时，部分民生等相关财政支出相对刚性，必然会导致财政赤字的明显扩张。此外，我国中央政府杠杆率低，存在明显加杠杆的空间，这是当前积极财政政策的特征，但中央政府加杠杆率力度确实低于预期。
- 四、货币政策：将更加宽松，且“量”的宽松重于“价”的宽松**  
政府工作报告指出“稳健的货币政策要更加灵活适度”，“降准降息、再贷款等”，“广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”。  
我们认为，考虑到财政力度低于预期，货币政策或将更加宽松，特别是“量”的宽松将是重要的关注点。往前看，今年再降准两次，MLF、LPR也将有所下调，存款基准利率下调可能性相对较低，“量”的宽松仍是政策的重点。预计今年全年新增社融32万亿元（去年为25.6万亿元），社融存量增速12.7%，相对去年明显提升。
- 五、房地产政策：“房住不炒”继续明确，政策落脚点更多集中于供给端**  
政府工作报告指出“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。”  
我们认为，房地产需求端的政策难以明显放松，政策的重点可能在于供给端。如在部分房价上涨过快的城市，增加土地供应，平抑房价等；其他如农村土地制度的改革，也主要着眼于房地产供给方面，通过稳定房地产投资，来实现稳就业，预计全年房地产投资增速为2%左右。
- 六、其他关注点：公共消费、土地要素改革**  
与往年相比，今年政府工作报告篇幅明显更短，我们认为在政府报告内容以外，还有两点值得关注：一是公共消费，预计将适当增加，发挥公共消费的带动和牵引作用；二是土地改革，当前进入实施阶段，有助于稳定房地产投资，增加住宅供给，增加农村居民财富收入。（详细可以参考我们5月10日专题报告《2020年两会前瞻：有限增长与中央政府加杠杆》）。

风险提示：疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人  
didingrong@gjzq.com.cn

高翔 联系人  
gaoxiang1@gjzq.com.cn

## 引言

5月22日十三届全国人大三次会议在北京召开，上午9点国务院总理宣读《2020年政府工作报告》，基本内容符合我们此前两会前瞻预期（具体参见5月10日专题报告《2020年两会前瞻：有限增长与中央政府加杠杆》）。对于今年政府工作报告，我们认为有以下几点需要关注：

### 一、增长目标：没有提出全年经济增速具体目标，我们预计全年增速2%左右

政府工作报告指出“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。”符合我们的预期，与之相对比的是2019年政府工作报告提出“预期目标为国内生产总值增长6%-6.5%”，最终2019年实现经济增长6.1%，在目标范围内。

今年政府工作报告没有提出具体经济增速目标，可以看到当前政府对于经济发展是相当务实的。但是并不意味着政府不重视经济增长，而是在多方面客观条件限制下，实现6%左右潜在增速的增长不切实际，宏观经济政策也会面临巨大压力。在1季度抗疫、2季度复工和纾困的情况下，政府可能着眼于下半年经济的稳定增长，即更大力度地稳增长，比如争取下半年经济增长在5-6%之间（具体参见3月22日报告《实现翻番目标所需的政策刺激力度（补充版）》）。

我们认为，疫情对中国经济的影响短期大于长期，2季度后，经济会明显复苏，趋势向上。虽然1Q经济数据比较差，但趋势比结果重要，预计2季度经济增长3%左右，下半年经济增速在5%左右，全年实现经济增速2%左右。

### 二、经济目标：今年要优先稳就业保民生，就业优先政策要全面强化

政府工作报告指出“今年要优先稳就业保民生，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；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。”

与此相对比的是，2019年政府工作报告，“城镇新增就业1100万人以上，城镇调查失业率5.5%左右，城镇登记失业率4.5%以内”，可以看到今年就业目标明显是更低的，政府对于经济工作的目标，还是比较务实的。

疫情冲击以来，我国面临明显就业压力。从数据来看，2月我国城镇调查失业率升至6.2%，为2018年公布该数据以来最高值，3月调查失业率小幅回落至5.9%，4月再度小幅升至6.0%。

我们认为，当前，宏观政策的着力点将会从第一阶段的抗疫和第二阶段的纾困转向第三阶段的稳增长为主。稳就业需要一定的经济增长来予以支撑，保民生需要以失业救助和扶贫为抓手，加大转移支付力度。我们在3月29日报告《有限增长下的稳就业选择：结构反补总量》中，从行业层面分析了稳就业的政策选择。发现第二产业中建筑业和制造业是存量就业人数最大的两个行业，因此，要稳住这两大行业需求，防止失速下滑；其次，如果经济失速，居民部门的资产负债表也会相应恶化，进而损害居民消费和内需增长；此外，考虑到海外疫情影响，二季度以及之后很长一段时期外需仍将比较弱，需要通过内需弥补外需，因此，需要政策予以逆周期对冲。稳就业是保民生的重要方面。此外，保

民生还需要以失业救助和扶贫为抓手，加大转移支付力度。疫情影响下，不少地区企业经营困难、居民收入下降，因此，需要通过失业救助、扶贫支持等方面对受疫情影响的困难人员做好救助工作。此外，适当加大中央对地方一般性转移支付规模，并向疫情影响严重的地区倾斜，以支持当地经济逐步恢复，为保民生创造条件。

**三、财政政策：预算赤字率 3.6%以上，低于预期，财政积极力度相对有限**  
政府工作报告指出：

“今年赤字率拟按 3.6%以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债”；

“拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元，提高专项债券可用作项目资本金的比例，中央预算内投资安排 6000 亿元”；

“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 亿元”；

“前期出台 6 月前到期的减税降费政策，执行期限全部延长到今年年底。小微企业、个体工商户所得税缴纳一律延缓到明年。预计全年为企业新增减负超过 2.5 万亿元”。

我们认为，此次预算赤字率提高至 3.6%以上，低于我们的预期，财政政策积极力度相对有限。我们在 4 月 13 日专题报告《赤字率来自被动上升还是主动上调？》中对财政赤字率做了详细分析，认为在经济增长下行周期中，财政政策将发挥自动稳定器的功能，赤字率将被动上升 0.73 个百分点，这样预算赤字率会达到 3.5%；但是，如果赤字率仅仅为 3.5%，则都是源于被动上升，边际上财政政策并没有发力，财政也谈不上积极。疫情影响下，财政收入明显放缓，但与此同时，部分民生等相关财政支出相对刚性，必然会导致财政赤字的明显扩张。此次预算赤字率提高至 3.6%以上，虽然财政积极幅度有所加码，但相对低于我们预期，财政政策积极力度相对有限。

我国中央政府杠杆率低，存在明显加杠杆的空间，这是当前积极财政政策的特征，但中央政府加杠杆率力度确实低于预期。根据社科院数据，1Q2020 我国政府部门杠杆率为 40.5%，居民部门杠杆率为 57.7%，非金融企业部门杠杆率为 161.1%，其中政府部门杠杆最低。从政府部门杠杆构成来看，1Q2020 中央政府杠杆率为 17.2%，地方政府杠杆率为 23.3%，在我国相对较低的政府部门杠杆中，中央政府杠杆率明显低于地方政府。而且从国际比较来看，根据 BIS 数据，我国政府杠杆率在主要经济体中处于相对低位。

需要注意的是，政府狭义财政、广义财政、准财政可以相互补充，但是不能相互替代，均需扩张。因此，在预算赤字明显上调的同时，广义财政以及准财政工具也将发挥积极作用。回顾疫情发生以来，前期财政政策重点集中于增加财政支出、财政贴息等方式支持抗疫情、纾困；随着国内疫情逐渐消退，财政政策将由前期救助转向下一阶段内需反补外需的经济刺激，预计全年基建增速将达到 13%左右。

此外，政府工作报告以外，还需要关注准财政工具 PSL，我们预计今年 PSL 净增 6000 亿元以上。在一般公共财政空间相对有限的前提下，一个可能的政策方

向在于货币与财政的结合点，也就是以 PSL 为代表的准财政行为。我们预计与 2016 年重点用于棚户区改造不同，今年 PSL 新增资金将重点支持新基建、新型产业以及地方政府相关项目等。相应的，我们预计今年国开债等政策性金融债也将加大发行力度。

#### 四、货币政策：将更加宽松，且“量”的宽松重于“价”的宽松

政府工作报告指出“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。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，考虑到财政扩张力度低于预期，货币政策或将更加宽松，特别是“量”的宽松将是重要的关注点。回顾危机以来的货币政策，危机初期，我国货币政策的取向非常清晰，短期重点在于提供流动性，稳定金融体系，中期则着眼于降成本，且“量”的宽松非常明显，这也是我们 3 月 8 日专题报告《量的宽松重于价的宽松：2020 年货币政策十大判断（修订版）》中提出的观点。2020 年 2 月以来，疫情冲击下，央行大规模提供流动性并在全球央行中率先降息，货币政策持续宽松的取向非常清晰。首先，加大再贷款支持，2 月以来央行先后增加 3000 亿元专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供；新增再贷款再贴现额度 5000 亿元，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月末又增加面向中小银行的再贷款再贴现额度 1 万亿元；其次，两次定向降准，MLF、逆回购利率均有所下调，且自 2008 年以来首次下调超额存款准备金利率（从 0.72% 下调至 0.35%），着眼于降低实体经济融资成本；最后，货币政策“量”的宽松非常明显。一季度社融达到 10.9 万亿元（去年同期为 8.2 万亿元）。往前看，预计今年全年社融为 32 万亿元（去年为 25.6 万亿元），全年社融存量增速 12.7%，相对去年明显提升。预计今年再降准两次，MLF、LPR 也将逐步下调，存款基准利率下调可能性相对较低，“量”的宽松仍是政策的重点。这样的流动性环境对资本市场而言也是相对有利的。

#### 五、房地产政策：“房住不炒”，政策落脚点更多集中于供给端

政府工作报告指出“深入推进新型城镇化。发挥中心城市和城市群综合带动作用，培育产业、增加就业。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。”

我们认为，“房住不炒”政策继续明确，政策落脚点更多集中于供给端。与历史相比，本轮房地产严调控持续时间较长。2015 年以来我国房价在全球涨幅最大，房地产泡沫明显，这是政策严控房地产的重要原因。如果放任地产泡沫的进一步积聚，将对经济造成更严重负面影响，这一方面，90 年代日本、2007 年美国房地产泡沫的破灭都是很好的例子。实际上，在我国也有这样的例子，90 年代初海南房地产泡沫的破灭，也对当地经济造成了严重的负面影响。疫情冲击下我国经济增速大幅下滑，但当前房地产价格依然处于较高位置，部分城市房地产泡沫依然很严重，房地产政策难以放松。如果贸然转向扩张，一方面会对居民消费、投资产生更严重挤出效应；另一方面，伴随着泡沫的积聚，大

幅上涨的房价形成泡沫一旦破裂对经济危害极大。我们认为，房地产需求端的政策难以明显放松，政策的重点可能在于供给端，如在部分房价上涨过快的城市，增加土地供应，平抑房价等；其他如农村土地制度的改革，也主要着眼于房地产供给方面，通过稳定房地产投资，来实现稳就业，保障房地产市场平稳健康发展，预计全年房地产投资增速为2%左右。

#### 六、其他关注点：公共消费、土地要素改革

与往年相比，今年政府工作报告篇幅明显更短，我们认为在政府报告内容以外，还有两点需要值得关注，一是公共消费，二是土地要素改革。（详细可以参考我们5月10日专题报告《2020年两会前瞻：有限增长与中央政府加杠杆》），具体来看：

##### （1）公共消费：适当增加，发挥公共消费的带动和牵引作用

4月17日政治局会议明确提出“适当增加公共消费”。应对疫情，除了增加基础设施建设等公共投资以外，适当增加公共消费，可以更好发挥公共消费的带动和牵引作用。公共消费主要包括政府部门在社会性公共服务以及自身行政管理费用方面的支出，其主要目的是为居民提供基本的社会公共服务并维持政府机构的正常运转。

根据2018年支出法GDP，全年实现GDP为91.6万亿元，其中最终消费支出50.6万亿元，最终消费支出中政府支出为15.2万亿元，政府消费支出占GDP的比重为17%，占最终消费支出的比重为30%。2014年以来，政府消费有所加快，从8.1%升至12%，一定程度上起到了稳定消费的作用。可以看到，政府消费在经济总量，特别是在最终消费支出总量中占据了相对较大的比重，因此适当增加政府消费在稳定经济增长中可以发挥重要的作用。

我们认为，政府消费占最终消费比重接近三成，且主要集中在社会公共服务方面，政府消费的增加可以对居民消费产生“挤入效应”，促进居民消费。反之，如果公共消费支出过低，即医疗、教育、养老等方面的社会公共服务支出不足，居民面临的未来不确定性风险上升，将导致预防性储蓄增加，从而不利于居民消费潜力的释放和居民消费的提升。这也是适当增加公共消费支出的重要原因，预计公共消费将主要集中于公共管理、卫生、教育、养老、科技、城市基础设施服务等方面，优化公共服务供给机制，发挥公共消费的带动和牵引作用。与此同时，增加政府消费也是扩大内需、即扩大财政支出重要有所扩张

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\\_5006](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5006)

