

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

相关研究

- 1 《宏观：保就业需要多少 GDP 增速？》
2020.04
- 2 《宏观：基础消费稳健，社零增速改善明显》
2020.04
- 3 《宏观：以美德之鉴，纾企业之困》2020.04

两会前瞻：增长目标让位于稳就业

增长、就业、通胀、财政、货币等目标展望

核心观点

十三届全国人大三次会议将于2020年5月22日在北京召开，结合一季度经济数据和国内外疫情最新情况，市场期待两会对当前经济形势以及2020年国内经济工作进行定调。我们认为今年保就业的重要性上升，政府工作报告可能淡化处理今年经济增长的硬性目标，逆周期对冲政策或体现在旧基建稳需求并补短板、新基建谋发展，要素市场化改革是提高全要素生产率的长期重要抓手。我们预计年内CPI见顶后下行，通胀对未来货币政策约束有限。货币政策或加快降准降息落地，财政政策可能上调预算赤字率，综合运用专项债、特别国债等工具，辅助做好稳增长、稳就业等经济工作。

预计今年GDP增速可能在2%~3%，政府工作报告或不设经济增速目标

2020年是全面建成小康社会的决胜之年，依据年初各地发布的政府工作报告，如果没有疫情的突发影响，今年全国两会大概率会把全年的经济增长目标定在6%左右。但疫情冲击之下，一季度经济增速挖深坑，后续外部环境复杂多变，我们认为全国两会将重新考量全年经济增长落在各个区间的可能性，有可能不会设定一个硬性的增速目标；如果公布GDP增长目标，综合考量达成的可能性，我们认为在恰当的政策组合下，全年经济增速达到2%~3%的区间仍是可能的，可以努力争取达到3%。

稳就业在今年经济工作中排序可能较高，通胀目标不构成制约

“稳就业”是一季度宏观经济最受关切的问题之一。全国两会和政府工作报告对于就业领域的整体指标，我们认为可能设定为“调查失业率控制在合理区间”、并维持1000-1100万人左右新增就业指标。我们判断通胀高点已过，全年CPI中枢可能在+3%~+3.5%之间，政府工作报告可能设定3.5%左右的全年通胀目标，且不构成对国内货币政策的明显制约。

需求侧政策对冲或主要体现在旧基建稳需求并补短板、新基建谋发展

当前需求侧政策对冲的任务，可能主要体现在旧基建稳需求并补短板、新基建谋发展，通过各省市重大项目投资加快开工建设的方式完成落实。各地以重大项目为抓手，带动基建、旧改等领域恢复施工，创造新的边际需求，是当前应对有效需求不足、提高工业企业产能利用率、促使产业链需求复苏的最可行路径。我们认为财政预算内支出、特别国债、专项债以及以专项债对资本金撬动的资金杠杆和社会资本的参与，有望共同支撑基建资金端整体宽松。

要素市场化改革是长远发展方向，目标提高经济潜在增速

要素改革的目的是带动经济潜在增速提升，从供给侧入手，优化资源配置，为劳动力、土地要素有序流动，建设发展技术要素市场，培育数据要素市场，为新兴产业奠定制度基础。我们认为，随着供给侧改革由破到立，要素市场化改革将是未来我国中长期经济工作的主线之一，目标为优化经济系统的资源配置效率，提高全要素生产率，中长期提振经济潜在增速，助力高质量发展。

财政赤字率有望较大幅度调升，货币政策或加快降准降息落地

随着新冠疫情发展，财政政策经历了从防疫纾困向扩大内需转变的先后阶段。两会政府工作报告存在不公布预算赤字的可能性；但若公布预算赤字率，可能会制定在3.5%甚至以上。另外，我们预计全年专项债新增额度有望达3.75万亿，特别国债额度有望安排约1万亿元。货币政策可能加快降准降息落地，核心目标为实体经济纾困，营造宽松的融资条件。

风险提示：海外疫情扩散超预期；特别国债时间和额度的不确定性；稳就业目标可能受到外需下行等因素扰动；财政赤字率的上调可能更为审慎。

正文目录

全国两会有望短期平衡稳增长和保就业，长期强调要素市场化改革	3
今年 GDP 增速可能在 2%~3% 区间，政府工作报告或不设经济增速目标	4
稳就业在今年经济工作中的排序可能较高	6
预计年内 CPI 增速已见顶下行，通胀不构成太强的政策约束	8
需求侧政策对冲或主要体现在旧基建稳需求并补短板、新基建谋发展	10
要素市场化改革是长远发展方向，目标提高经济潜在增速	12
财政赤字率有望较大幅度调升，货币政策或加快降准降息	12
预算财政赤字率有望较大幅度提升	12
专项债全年新增或达 3.75 万亿元；特别国债有望安排 1 万亿元	13
货币政策有望加快降准降息，核心为实体经济纾困、营造宽松融资条件	14
风险提示	15

全国两会有望短期平衡稳增长和保就业，长期强调要素市场化改革

4月26日下午，十三届全国人大常委会第十七次会议在京举行第一次全体会议；4月29日，会议表决通过了关于十三届全国人大三次会议召开时间的决定。根据决定，十三届全国人大三次会议将于2020年5月22日在北京召开。

今年全国两会受新冠疫情影响一直推延至今，如今“两会”召开时间终于尘埃落定。对资本市场而言，两会时间的确定意义较大；结合一季度经济数据以及国内外新冠疫情最新情况，两会如何对当前经济形势以及2020年国内经济工作进行定调备受关注。

通常而言，各省份/直辖市地方政府两会一般在1月下旬~2月份陆续召开，各地政府分别公布本省《政府工作报告》，汇总并总结过去一年各地经济工作情况，并对今年经济工作总体规划进行展望。而全国“两会”一般在每年3月开幕，在全国人民代表大会上，国务院总理做出《国务院政府工作报告》，回顾总结前一年的政府工作情况，汇报政府取得的成绩和基本经济指标完成情况；归纳当年政府各项工作，提出这一年政府的工作目标，制定GDP增速、CPI、失业率、财政赤字率等目标，并详细阐述经济、社会事业等方面将要施行的工作计划。

今年1-2月份，地方“两会”已经陆续召开；当时疫情尚未广泛扩散，今年地方两会的召开时间节奏尚属正常，制订的各项经济指标也尚未考量到后来疫情对国内、乃至全球经济的大幅负面冲击。而随后疫情出现大幅蔓延，截至3月上旬时，国内疫情存量数字仍然较多、境内原发疫情和境外输入形势互相交织，疫情的影响是全国两会延期的客观因素。

1月末~3月上旬，全国多地为防控疫情而一度采取较为严格的“休克疗法”，在防控疫情取得较好收效的同时，经济活动也受到了较大冲击。1-2月、3月经济数据普遍呈现较大同比下行压力。截至4月末，今年一季度经济数据已经陆续发布完毕，1-2月经济数据“挖深坑”体现了疫情对工业生产、消费、企业资本开支、居民就业等方面的广泛冲击，4月中旬发布一季度GDP同比仅为-6.8%，3月份经济数据环比较2月改善，但同比较去年一季度下滑压力仍然较大。面临疫情的突发冲击，我们认为全国两会有必要对2020年全年经济增长目标作审慎考量。在稳增长、保就业、促改革、控通胀等重要目标方面，417政治局会议提出“六保”，我们认为今年保就业的重要性上升，保就业也是确保完成全面建成小康社会的“决胜脱贫攻坚”目标的必需背书；与此同时，在复杂的内外部环境下，政府工作报告可能淡化处理今年经济增长的硬性目标。

4月政治局会议再提要紧扣全面建成小康社会目标任务，统筹推进疫情防控和经济社会发展工作，在疫情防控常态化前提下，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以改革开放为动力推动高质量发展，坚决打好三大攻坚战。对稳增长和继续推进供给侧改革的政策排序，我们认为虽然中国抗疫接近尾声，但海外疫情局势仍不明朗，中国经济承受内外双重压力，未来外需下行压力可能进一步加大，短期逆周期政策发力对冲的必要性进一步加强。中长期来看，供给侧结构性改革的降成本和补短板仍是改革工作继续推进的重点；要素市场化改革将是提高全要素生产率的长期抓手。

4月政治局会议强调加大“六稳”工作力度，以及做好“六保”工作——保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转，坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会。短期而言，我们认为加大“六稳”、“六保”工作力度，维护经济发展和社会稳定大局相当重要。综合分析扩消费、新基建、放松地产等各方面对冲政策的可能性，今年的逆周期对冲政策可能主要落实在新基建和重大项目建设方面。

我们认为今年年内CPI已经见顶向下，通胀对未来货币政策的约束减弱。加上外需冲击到来，二季度是企业能否“熬”过去的关键时期，同时考虑特别国债等发行，货币政策或加快降准降息步伐，重点在于降低实体成本，帮助微观主体熬过疫情寒冬。财政政策可能上调预算赤字率，加大预算内支出力度；同时综合运用专项债、特别国债等重要工具，辅助做好稳增长、稳就业等经济工作。

图表1：2007-2019年政府工作报告总结

年份	工作总体部署	年份	工作总体部署
2007	加强和改善宏观调控，着力调整经济结构和转变增长方式，着力加强资源节约和环境保护，着力推进改革开放和自主创新，着力促进社会发展和解决民生问题	2014	坚持稳中求进工作总基调，把改革创新贯穿于经济社会发展各个领域各个环节，全面深化改革，不断扩大开放，实施创新驱动
2008	更加重视加强和改善宏观调控，更加重视推进改革开放和自主创新，更加重视调整经济结构和提高发展质量，更加重视节约资源和保护环境，更加重视改善民生和促进社会和谐	2015	着力提高经济发展质量和效益，把转方式调结构放到更加重要位置，狠抓改革攻坚，突出创新驱动，强化风险防控，加强民生保障
2009	把保持经济平稳较快发展作为经济工作的首要任务，加强和改善宏观调控，着力扩大国内需求特别是消费需求，着力转变发展方式、加快经济结构战略性调整，着力深化改革、提高对外开放水平，着力改善民生促进社会和谐	2016	着力加强供给侧结构性改革，加快培育新的发展动能，改造提升传统比较优势，抓好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板，
2010	着力搞好宏观调控和保持经济平稳较快发展，着力加快经济发展方式转变和经济结构调整，着力推进改革开放和自主创新，着力改善民生和促进社会和谐稳定，努力实现经济社会又好又快发展	2017	坚持宏观政策要稳、产业政策要准、微观政策要活、改革政策要实、社会政策要托底的政策思路，坚持以推进供给侧结构性改革为主线，
2011	为转变经济发展方式创造良好环境，引导各方面把工作着力点放在加快经济结构调整、提高发展质量和效益上，放在增加就业、改善民生、促进社会和谐上	2018	坚持以供给侧结构性改革为主线，特别在打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的攻坚战方面取得扎实进展，
2012	加快推进经济发展方式转变和经济结构调整，着力扩大国内需求特别是消费需求，着力加强自主创新和节能减排，着力深化改革开放，着力保障和改善民生，保持社会和谐稳定	2019	坚持以供给侧结构性改革为主线，继续打好三大攻坚战，进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期
2013	以提高经济增长质量和效益为中心，深化改革开放，实施创新驱动战略，稳中求进，开拓创新，扎实开局，实现经济持续健康发展和社会和谐稳定		

资料来源：2007-2019年政府工作报告，华泰证券研究所

今年 GDP 增速可能在 2%~3% 区间，政府工作报告或不设经济增速目标

去年 12 月的中央经济工作会议指出 2020 年是全面建成小康社会的决胜之年，从今年 1-2 月各地方《政府工作报告》制定的增长目标来看，各地原本都按照十三五规划来制订 GDP 增长计划。但疫情的突发冲击的确是黑天鹅事件，加上疫情和国际环境的不确定性，我们认为全国两会将重新考量全年经济增长落在各个区间的可能性，有可能不会设定一个硬性的增速目标；但如果公布 GDP 增速目标，综合考量达成的可能性，我们认为可能会将增长底线设定在 2%、努力达成的增长目标设定在 3% 左右。

市场此前认为经济增速需“保 6.5”，基本都是依据十三五规划作出的推论。但一方面 2016-2018 年的实际 GDP 增速均高于 6.5%；另一方面 2019 年底的经济普查也上调了 2014-2018 年经济增速值。我们重新测算如果没有疫情突发影响情况下，2020 年需达到的增长目标：十三五规划提出“2020 年国内生产总值比 2010 年翻一番”，考虑最新一次经济普查对 2014-2018 年实际 GDP 增速上修后，2016-2019 年的经济增速分别为 +6.8%、+6.9%、+6.7%、+6.1%，以及 2019 年实际 GDP 增速为 +6.1%，则 2020 年实际经济增速需达到 5.6%-5.7%；如果依照“2016-2020 年均经济增速等于或高于 6.5%”的目标，则倒算 2020 年经济增速需达到 6.0% 左右。

今年1-2月，在国内疫情全面爆发前，各省/直辖市陆续发布2020年政府工作报告，给出本地区的2020年GDP增速目标；绝大多数省份的经济增长目标持平或高于6%。如果没有疫情的突发影响，今年全国两会大概率会把全年的经济增长目标定在6%左右。

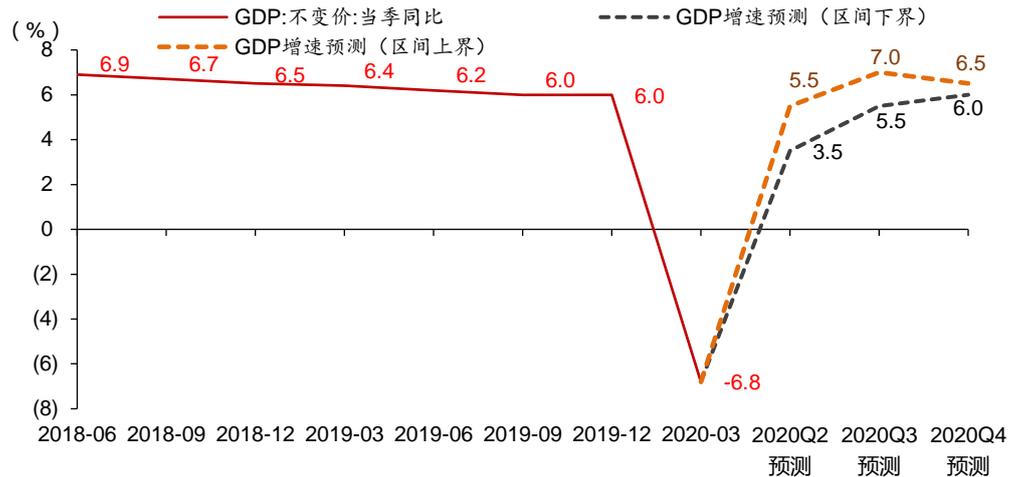
图表2：今年地方两会制定的各地区经济增速目标大多等于或高于6%

地区	2019年GDP增速目标值(%)	2020年GDP增速目标值(年初地方两会, %)
西藏	10%	9%
贵州	9%	8%
江西	8~8.5%	8%
湖北	7.5%~8%	7.5%
湖南	7.5%~8%	7.5%
安徽	7.5%~8%	7.5%
福建	8~8.5%	7%-7.5%
河南	7%~7.5%	7%
河北	6.5%	6.5%
宁夏	6.5%~7%	6.5%
陕西	7.5%~8%	6.5%
海南	7~7.5%	6.5%
山西	6.3%	6.1%
浙江	6.5%	6%-6.5%
重庆	6%	6%
青海	6.5%~7%	6%-6.5%
广东	6%~6.5%	6%
甘肃	6%	6%
北京	6%~6.5%	6%
江苏	6.5%	6%
上海	6%-6.5%	6%
广西	7%	6%-6.5%
辽宁	与全国增速同步	6%
山东	6.5%	6%
内蒙古	6%	6%
新疆	5.5%	5.5%
天津	4.5%	5%
黑龙江	5%	5%
吉林	5%-6%	5%-6%

资料来源：各地2020年度政府工作报告，Wind，华泰证券研究所

但实际情况是，今年一季度经济挖坑较深，新增订单下滑限制了企业产能的全力开动，经济活动可能继续受到外需下行影响，6%的经济增长目标较难实现。我们认为，不同于08年国际金融危机后国内出台强刺激对冲，当前基建、地产等传统逆周期工具对经济增长的边际拉动已有所削弱，同时，海外疫情发展局势尚不明朗，仍存在全球经济进入长期衰退的风险，在制定政策时，需要预留一部分政策空间，以应对未来外需可能出现的进一步下行、以及对国内相关生产就业可能造成的负面影响。

在1-2月经济数据发布时，统计局答记者问当中多次提到“全面建成小康社会的内涵很丰富”，我们认为政府工作报告可能强调脱贫攻坚、社会稳定、创造新增就业、稳定失业率、降成本补短板等方面的要求，而大概率淡化经济增长数字目标。而对于实际中经济增长可能达到的水平，我们认为在恰当的政策组合下，全年经济增长达到2%-3%的区间仍是可能的，可以努力争取达到3%。

图表3：2020全年经济增长达到2%-3%的区间仍是可能的，可以努力争取达到3%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：2004-2019年GDP实际增速，大都达到或超出当年政府工作报告目标，但2019年低于目标

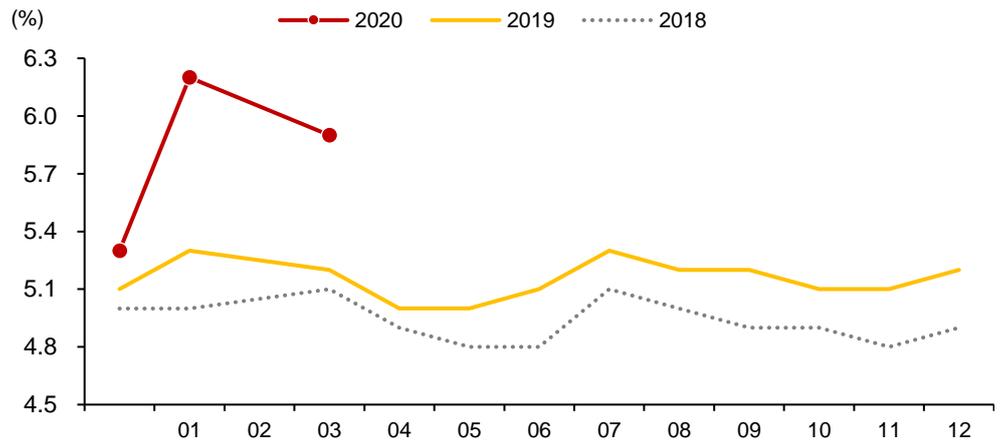
资料来源：Wind，华泰证券研究所

稳就业在今年经济工作中的排序可能较高

“稳就业”是一季度宏观经济最受关切的问题之一。疫情对经济的冲击机制不同于传统的经济或金融危机，主要体现在整体经济活动都受到广泛冲击，而即便商家有复工意愿，也要受到疫情防控政策的限制。整个经济系统被分割成各个“点”，难以串成完整的链条。对国内而言，实体餐饮、线下零售、外贸纺织、汽车零配件等行业经营压力较大，可能存在部分企业被迫裁员或倒闭的现象，中小企业的压力可能相对更大。

4月政治局会议强调要抓好重点行业、重点人群就业工作，把高校毕业生就业作为重中之重。3月全国城镇调查失业率为5.9%，尽管失业率小幅回落，但当下就业形势仍然较为严峻，主要源自三方面的压力：1) 用人单位招工趋于谨慎，应届大学生就业难度加大；2) 海外经济“休克”下新订单萎缩，部分出口导向型企业有进一步裁员的可能性；3) 终端需求不足使企业面临破产压力，企业为压减固定成本开支或将选择裁员。我们必须认识到，当下解决企业的生存问题与居民的就业问题是重中之重。

我们认为稳就业的关键点一在于稳企业，二在于稳重点群体。稳就业一方面要确保企业有能力用工，扩大有效需求是根本。若终端需求持续不足将导致企业面临破产压力，居民收入预期下降或失业，又会缩减开支，造成有效需求进一步收缩。另一方面要确保重点群体有岗位入工，保存量、拓增量是根本。农民工、高校毕业生面临的裁员、缩招等问题需要依托精准帮扶、拓宽渠道来解决。

图表5：3月全国城镇调查失业率为5.9%，较上月下降0.3个百分点，但仍处高位


资料来源：Wind，华泰证券研究所

在重点群体就业方面，高校毕业生作为国家最重要的战略资源，是“稳就业”政策的重要着力点。4月政治局会议指出，要抓好重点行业、重点人群就业工作，把高校毕业生就业作为重中之重。3月以来，多方力量协同发力，重点针对高校毕业生就业问题。国家层面，3月20日国务院发布《关于应对新冠肺炎疫情影响强化稳就业举措的实施意见》，提出引导农民工安全有序转移就业、拓宽高校毕业生就业渠道等五方面政策措施。4月14日，李克强总理在国务院会议中明确提出加大力度稳企业、吸纳毕业生就业。

全国两会和政府工作报告，对于就业领域的整体指标，我们认为可能设定为“调查失业率控制在合理区间”，同时可能继续维持1000-1100万人左右的新增就业指标。2018年政府工作报告在新增城镇就业的基础上，加入了“城镇调查失业率控制在5.5%以下”的目标，近两年都顺利完成任务。但在今年的特殊情况下，发达国家失业率都出现大幅上行，我国1-2月、3月也都突破了正常情况下的“5.5%”控制线。未来在创设有效需求、稳企业等政策作用下，调查失业率进一步大幅上行风险有限，但短期回到5.5%以下的不确定性也较大，政策可能会更多追求企业营商环境、居民就业方面的边际改善，同时防止出现失业率短期大幅上行的风险。如果今年二三季度，调查失业率整体呈现回落态势，即说明稳就业工作取得了积极效果。

城镇新增就业人口是历年政府工作报告中均会提及的就业目标，2015-2019年目标值分别为1000万、1000万、1100万、1100万、1100万，而对应的实际值均超过1300万。在2020年的关键时点上，城镇新增就业人数指标仍将是衡量“保就业”的重要指标。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。我们认为，考虑今年疫情影响的客观情况，政府工作报告可能为全年制定1000-1100万人的新增就业指标，这在适当的政策统筹下，仍是大概率可达成的。

图表6：2004-2019年城镇新增就业人数的实际值均超出当年政府工作报告目标值

资料来源：Wind，华泰证券研究所

尽管我们认为政府工作报告可能适当弱化 GDP 增速目标，但“保就业”的实现仍需建立在一定的经济增速上。尤其是广大中小企业的生存环境，取决于能否创造出足够的有效需求。那么对应 1100 万人左右的新增就业目标，2020 年 GDP 增速的底线需要达到多少？我们在 4 月 24 日外发的《保就业需要多少 GDP 增速？》报告中，对此进行了测算。

我们认为，目前我国已经处于“后工业化”发展阶段，“知识”、“技术”类生产要素的重要性日益提升。在服务业占比较高时，同样 GDP 增速对新增就业的拉动也将有所增加。同时从微观层面看，促就业措施的加码或将是今年就业拉动率高于以往的原因之一。目前中央和部分地方政府均已出台关于稳就业工作的实施意见，涵盖创造岗位、扶持创业、抓好高校毕业生就业等方面。我们认为全年的就业拉动率有望达到 350 万人/百分点以上，远超近年来约 200 万人/百分点的水平。我们判断，在 1100 万人的城镇新增就业人口目标下，全年 GDP 增速需达到 2.7%-3.1% 左右。

预计年内 CPI 增速已见顶下行，通胀不构成太强的政策约束

从 2003 年开始，全国政府工作报告开始给出当年居民消费价格涨幅（CPI）目标值。2003-2019 年，多数年份目标值设定在 3%、2003 年通胀目标值为 1%；但有 7 个年份设定的 CPI 目标值超过了 3%，其中设定目标值最高的是 2008 年，当年目标为 4.8%。

我们认为，历年政府工作报告当中，对 CPI 设定的目标值均为控制指标，不是指努力要达到的预设目标。通胀指标有其自身特殊性，一般而言，过高或过低的通胀率可能都意味着经济存在结构性问题，通胀过低说明经济增长乏力、陷入衰退，通胀过高则可能引发预期

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_5426

