

两会前瞻：经济增长目标还会有吗？

报告导读

4 月 29 日人大常委会闭幕，决定于 5 月 22 日召开十三届全国人大三次会议。两会召开在即，我们对两会期间即将讨论的经济社会发展目标等话题进行前瞻分析。

□ 增长目标虚化，较为现实

通常而言，全国两会一般在每年 3 月开幕，但今年 3 月上旬国内疫情情况仍较为复杂，疫情影响是全国两会延期至今尚未召开的客观因素之一。另外，随着一季度经济数据陆续发布，面临疫情的突发冲击，我们认为全国两会有必要对全年经济增长目标重新审慎考量。此前市场预期今年经济增长目标的几档逻辑，当前背景下都存在一些问题。无论从去年底中央经济工作会议定调、还是从年初地方两会制定目标来看，如没有疫情影响，今年经济增长目标大概率等于或略高于 6%，但目前来看这一目标较难实现。我们认为全国两会大概率虚化经济增长的量化指标，或设定为“经济增速回到合理区间”，或是将今年经济增长目标设定为 2%-5%，力争更好成绩。

□ 就业目标强化，底线思维

就业问题是现阶段政府工作的重中之重，就业稳定是全面建成小康社会的重要保障。就业目标将成为今年两会讨论的重点，我们预计不少于 1000 万的城镇新增就业人口和不高于 5.5% 的调查失业率将是今年最重要的工作目标，其中不高于 5.5% 的调查失业率将是今年更加重要、难度更大的工作目标。

□ 财政政策加码，工具多样

两会召开在即，财政积极有为逆周期发力的政策基调已经基本确定，327 政治局会议对提升赤字率、发行特别国债、减税降费、提升专项债额度等发力的财政工具也已进行部署。我们预计，提升赤字率、减税降费等一系列财政工具的资金总使用规模将 10 万亿元以上，从实际赤字规模角度估算总使用规模或达到 12 万亿元。其中，疫情导致财政减收增支压力加大，我们预计统筹安排共计 5 万亿元的预算赤字和特别国债规模，可以有效巧解财政平衡难题。财政三次提前下达 2020 年专项债规模累计 2.29 万亿元，则 2020 年专项债规模已基本确定，大概率在 4 万亿左右。

□ 货币宽松延续，信用扩张

稳就业是今年最重要的政策目标，与稳增长是一体两面，是央行当前的首要目标，货币政策将继续维持稳健略宽松，综合运用降准、降息、再贷款等各项货币政策工具。降息方面，将降低政策利率及存款基准利率，引导贷款加权利率下行，存款基准利率后续频繁调整概率不大，过往两会期间货币政策工具调整较多，可能成为重要降息窗口。目前货币政策仍以数量型中介目标为主，后续货币政策宽货币+宽信用将更加侧重于宽信用，扩信用的方向主要有三个：基建、房地产及现金流较为紧张的优质企业，即使地产政策不大幅放松，仍将实现扩信用目标。

□ 要素市场化改革，长期关键

要素市场化改革的实质是什么？我们认为，要素市场化改革是供给侧改革的主要内容，是供给侧改革进入全新阶段的重要标志。我们认为积极推进生产要素市场化改革是我国中长期经济发展的重中之重。通过要素市场化改革，可以促进要素自主有序流动，提高要素配置效率，发挥我国的生产要素优势。欧、日等主要发达国家经济难以提振最根本的问题是陷入了生产要素困局，而我国供给侧依然有巨大潜力可以挖掘，这是中长期坚定做多中国最根本的逻辑。

风险提示：逆周期政策落地不及预期；要素市场化改革实施力度不及预期

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：张迪

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

相关报告

1 《流动性冲击是否会导致金融危机和经济危机？》2020.04.24

2 《G20 豪掷五万亿，多少子弹已落地？——全球 5 万亿美元经济刺激计划深度解析》2020.04.12

报告撰写人：李超

数据支持人：李超

正文目录

1. 增长目标虚化，较为现实	3
1.1. 两会推迟，一方面受疫情影响，另一方面也体现对经济增长目标设置的慎重	3
1.2. 市场预期今年经济增长目标的几档逻辑，当前背景下都存在一些问题	3
1.3. 今年两会大概率虚化经济增长的量化指标	5
2. 就业目标强化，底线思维	6
3. 财政政策加码，工具多样	8
3.1. 统筹判断赤字率与特别抗疫国债	8
3.2. 四万亿专项债，规模基本确定	9
4. 货币宽松延续，信用扩张	10
4.1. 降低政策利率及存款基准利率，引导贷款加权利率下行	11
4.2. 从宽货币到宽信用	12
5. 要素市场改革，长期关键	13
风险提示	15

图表目录

图 1: 最新一次经济普查上修了 2014-2018 年实际 GDP 增速	4
图 2: 新增就业人口不能简单的与经济增速目标挂钩	5
图 3: 历年城镇新增就业目标及完成情况 (单位: 万人)	6
图 4: 新世纪以后, 调查失业率的最高点出现 2009 年的 5.5%	7
图 5: 2015 年起, 实际累计赤字与预算赤字规模之差不断扩大	8
图 6: 3 月财政收入继续下滑, 实际累计赤字快速上升	9
图 7: 赤字率与专项债预计	9
图 8: 基建有助于提升非农就业岗位数量	10
图 9: 稳就业是当前货币政策首要目标	10
图 10: 一季度央行应对疫情宽松政策汇总	11
图 11: 今年央行已累计降低政策利率 30BP 并引导 LPR 下行 30BP	11
图 12: 3 月份一般贷款平均利率是 5.48%, 较去年底降低 26BP	12
图 13: 非典时期, 宽信用政策发力, 信贷和 M2 增速攀高	12
图 14: 扩信用继续发力, 预计信贷社融增速继续上行	12
表 1: 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%	4
表 2: 净新增城镇就业人数和城镇新增就业人数统计口径的区别	7
表 3: 要素价格市场化改革与健全要素市场运行机制措施	14

1. 增长目标虚化，较为现实

1.1. 两会推迟，一方面受疫情影响，另一方面也体现对经济增长目标设置的慎重

4月26日下午，十三届全国人大常委会第十七次会议在北京人民大会堂举行第一次全体会议，栗战书委员长主持；会议审议了全国人大常委会委员长会议关于提请审议全国人大常委会关于十三届全国人大三次会议召开时间的决定草案的议案。今年全国两会召开受新冠疫情影响而推延至今，随着国内原发疫情的逐渐平息，“两会”召开时间终于确定。对资本市场和经济主体而言，两会对当前经济形势和国内经济工作的定调，将对当前的市场预期产生较大的引导意义。

通常而言，“两会”一般在每年3月开幕，政协会议3月3日开幕，人大会议3月5日开幕，共历时10-12天左右；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，各省份/直辖市地方政府，已经陆续召开过地方“两会”；当时全国范围内疫情尚未广泛扩散，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的蔓延对国内、乃至全球经济活动的大幅负面冲击。按往年时间看，全国两会本应在3月上旬召开，但今年的客观情况，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至今尚未召开的客观因素之一。

另一方面，截至4月末，今年一季度经济数据已经陆续发布完毕，3月中旬发布的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月中旬发布的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，一季度GDP同比仅为-6.8%。今年是全面建成小康社会的决胜之年，在2019年下半年各项经济数据原本已处于下行轨道的背景下，市场原本对今年初出台较强逆周期刺激政策的预期较高；从对今年1-2月地方两会各省份/直辖市制订的增长目标整理来看，各地原本都是按照“十三五规划”全面建成小康社会的GDP数字目标来制订本省计划。但面临疫情的突发冲击，我们认为全国两会有必要对2020全年的全国经济增长目标重新审慎考量。

其一，即便国内出台类似08年国际金融危机背景下的较强刺激，但基建、地产等传统逆周期工具对经济的边际拉动效果已在削弱；其二，目前海外疫情发展局势尚不明朗，未来外需下行的冲击可能取代内需成为主要负面影响因素。国内而言，餐饮零售、轻贸纺织、传媒等部分行业，在疫情影响下承受较大经营压力，部分企业被迫裁员或倒闭，稳就业压力仍然较大。相对于达成GDP硬性数字目标，稳民生、稳就业等可能更为重要。我们认为，两会推迟同时也体现了对经济增长目标设置的慎重，国家在收集和综合判断各项信息后，可能会对今年经济工作的整体目标进行重要的修正。

1.2. 市场预期今年经济增长目标的几档逻辑，当前背景下都存在一些问题

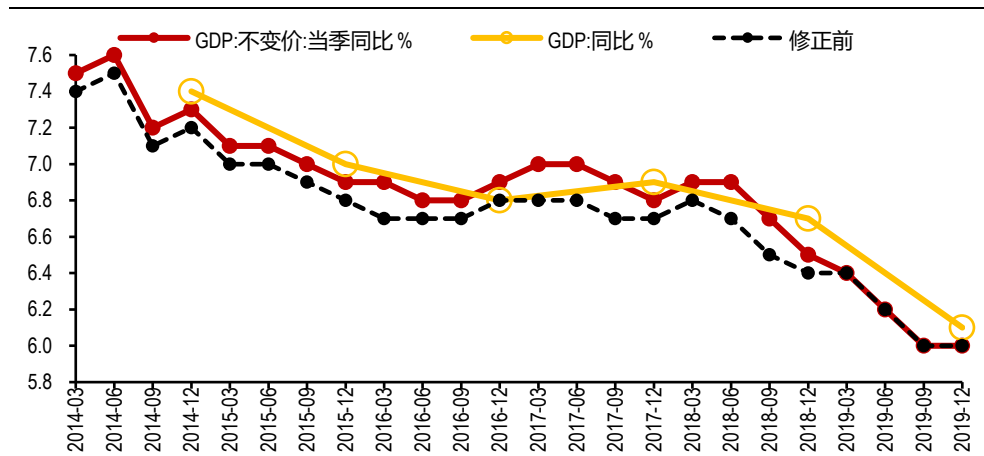
2019年12月中央经济工作会议强调2020年是全面建成小康社会和十三五规划收官之年，要保持经济运行在合理区间。我们依据十三五规划，测算如果没有疫情突发影响情况下，2020年需达到的增长目标：

十三五规划在制定2016-2020年经济增长目标时，提出“2020年国内生产总值比2010年翻一番”，结合十三五规划中对“十二五”完成情况的回顾来看，“翻一番”指的是不变价的GDP。我们测算2010-2020年实际GDP“翻一番”需达到的增长目标，考虑了最新一次经济普查对2014-2018年实际GDP增速的上修、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%；

今年1-2月，在国内疫情全面爆发前，各省/直辖市陆续已召开地方“两会”、发布各地方政府的2020年政府工作报告，给出预期本地区的2020年GDP增速目标值。从我们总结来看，有25个地区制定的经济增长目标等于或高于6%，4个省份的经济增长目标在5%-6%之间。

总之，无论从中央经济工作会议定调来看，还是从年初的地方两会制定目标来看，如没有疫情的突发影响，今年全年的经济增长目标大概率会等于或略高于 6%。但客观情况是，今年一季度经济挖深坑，短期内经济活动可能继续受到常态化疫情防控 and 外需下行的影响，原定的 6% 经济增长目标较难实现。

图 1：最新一次经济普查上修了 2014-2018 年实际 GDP 增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 1：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%

省份	2019 年 GDP 增速计划值 (%)	2019 年 GDP 增速实际值 (%)	2020 年增速计划值 (%)
西藏	10%	8.1%	9%
贵州	9%	8.3%	8%
江西	8-8.5%	8%	8%
湖北	7.5%-8%	7.5%	7.5%
湖南	7.5%-8%	7.6%	7.5%
安徽	7.5%-8%	7.5%	7.5%
福建	8-8.5%	7.6%	7%-7.5%
河南	7%-7.5%	7%	7%
河北	6.5%	6.8%	6.5%
宁夏	6.5%-7%	6.5%	6.5%
陕西	7.5%-8%	6%	6.5%
海南	7-7.5%	5.8%	6.5%
山西	6.3%	6.2%	6.1%
浙江	6.5%	6.8%	6%-6.5%
重庆	6%	6.3%	6%
青海	6.5%-7%	6.3%	6%-6.5%
广东	6%-6.5%	6.2%	6%
甘肃	6%	6.2%	6%
北京	6%-6.5%	6.1%	6%
江苏	6.5%	6.1%	6%
上海	6%-6.5%	6%	6%
广西	7%	6%	6%-6.5%
辽宁	与全国增速同步	5.5%	6%
山东	6.5%	5.5%	6%
内蒙古	6%	5.2%	6%
新疆	5.5%	6.2%	5.5%

天津	4.5%	4.8%	5%
黑龙江	5%	4.2%	5%
吉林	5%-6%	3%	5%-6%
云南	8.5%	8.1%	-
四川	7.5%	7.5%	-

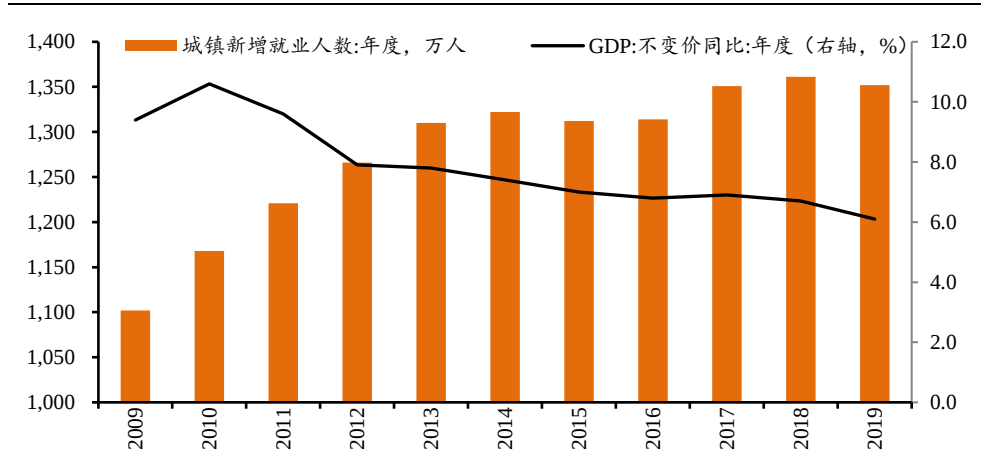
资料来源：各省份 2020 年政府工作报告，Wind，浙商证券研究所

另有一种说法，认为每 1% 的实际 GDP 增速对应 200 万新增就业人口，因而可能需要 5% 的 GDP 增速，来保证约 1000 万人的新增就业人口。我们认为这种测算方法存在逻辑问题。

首先，“城镇新增就业”不等于“净新增就业”，新增就业人口和新增失业人口是并行统计的。今年的实际情形可能是新增失业较多，但同时也出现一些吸纳新增就业的子行业——如口罩生产、冷链物流等。生产端，部分行业的生产能力难以全面开动，因为新增订单下滑限制了企业产能的开动。从生产法统计的角度，GDP 增速至少未来一个季度内仍难以回到合理区间，全年想达到 5% 的经济增速难度很大；但 1000 万左右的新增就业人口指标在适当的政策统筹下，仍是大概率可达成的，如今年一季度 GDP 增速 -6.8%，但同样创造了 229 万新增就业。

其二，“1% 的 GDP 增速对应 200 万新增就业”，本身就是一个逻辑漏洞较大的命题。2009-2019 年的 GDP 增速，在小幅上行后基本趋于回落，但同期的新增就业人口，却在 2009-14 年间维持上行，2015-19 年基本维持稳定。感官上，由于 GDP 的数字基数在逐渐上行，对应单位实际 GDP 增速吸纳的新增就业人口也在逐渐增长。我国经济结构在逐渐发生转变，服务业对经济增长的贡献率已经超过了工业，服务业大类也分化出更多的细分子项。在疫情冲击倒逼下，经济结构仍在继续重构和演进，新增就业人口不能简单的与经济增速目标挂钩。

图 2：新增就业人口不能简单的与经济增速目标挂钩



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3. 今年两会大概率虚化经济增长的量化指标

综合以上论据，我们认为，今年两会在宣布 2020 年政府工作报告时，大概率会虚化经济增长需达到的量化指标。最终可能的目标情形，第一种设定为“经济增速回到合理区间”，而“何为合理”并无确定的量化标准，可能取决于稳增长、保就业、调结构、促改革等各个目标的综合；之前统计局答记者问时已多次提到“全面建成小康社会的内涵是很丰富的”，我们认为这是对可能虚化经济增长目标的前瞻引导。

第二种可能是将今年经济增长目标设定为 2%-5%，力争更好成绩。地方政府可根据本地实际情况，灵活把控和执行。这样可避免再度出现“大水漫灌”式的强刺激，引导财政、货币政策更精准支持国家重点项目，以及缓解当前中小企业经营和民生失业等迫切问题，如拉动经济增速能力强的省仍可按 5% 为目标，但疫情反复影响的省可以增速低

一些设置为 2%。截至 4 月下旬，各地重大项目基本都已开工，部分工业生产数据已接近去年同期水平。我们认为，考虑一季度经济增速-6.8%，后三个季度逐渐回升到+2%~+4%、+6%、+6%或更高，全年达到 2%以上的经济增速是有可能实现的。

第三种可能性是设定为相对目标，如“比全球经济增速高 3%”之类，但这种目标也会面临问题，因为主要发达经济体、以及全球经济增长情况受疫情的扰动较为复杂，且各国经济数据公布的节奏不一致，国家以外部增长情况为基准，评判国内经济增长是否达标的难度较大。而且外部波动也会更大程度上扰动国内的政策预期，对我国宏观调控不利。地方政府在操作中也缺乏明确的基准，较难执行。

2. 就业目标强化，底线思维

就业问题是现阶段工作的重中之重。4 月 17 日政治局会议在“六稳”的基础之上，首次提出“六保”，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，其中“保居民就业”再次放在首位。“保”相对于“稳”字，更加突出了底线思维的概念，托底就业形势成为触发逆周期政策的关键因素，包括采取一系列非常规手段创造部分临时用工需求。

就业稳定是全面建成小康社会的重要保障。小康社会指的是生活宽裕殷实的状态，20 世纪末我国已经实现总体小康，而全面小康代表着经济更加发展、民主更加健全、科教更加进步、文化更加繁荣、社会更加和谐、人民生活更加殷实的小康社会。习近平总书记曾表示，“全面小康是全体中国人民的小康，不能有人掉队”。因此，因此消灭绝对贫困、保证困难群众增收是全面小康最重要的内涵之一，而保障就业稳定、增加就业岗位是保证困难群众脱贫致富的重要方式。

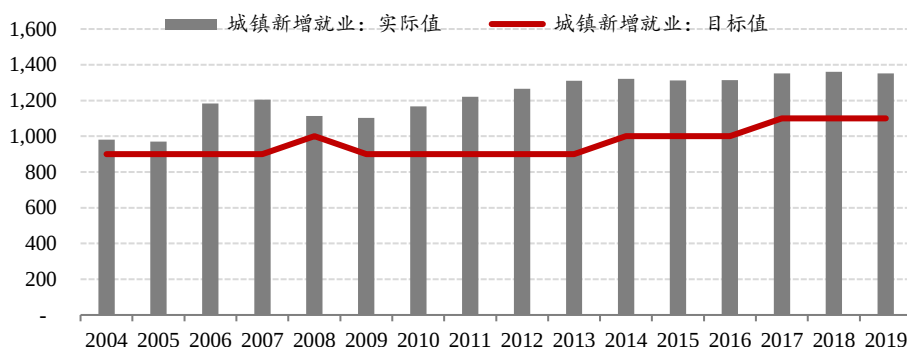
就业目标是今年两会讨论的重点，我们预计不少于 1000 万的城镇新增就业人口和不高于 5.5%的调查失业率将是今年最重要的工作目标。

一方面，不少于 1000 万城镇新增就业目标仍将是今年经济社会发展目标之一。

城镇就业人数关注每年有多少人加入或重新加入了劳动力市场，可以用来衡量城镇创造就业岗位和提供就业服务的能力。2004 年政府工作报告首次提出要“新增城镇就业 900 万人”，十六年以来该目标从未缺席，2017-2019 年新增城镇就业目标是 1100 万人，实际完成情况都在 1300 万人以上。因此，今年经济社会发展目标中城镇新增就业人数这一项仍将作为就业工作的重要参考依据。

2008 年政府工作报告将城镇新增就业人口目标由 900 万提升至 1000 万，但由于遭遇金融危机冲击，2009 年将目标又调降至 900 万。今年年初遭遇新冠疫情，不排除适度降低城镇新增就业人口目标，即从 1100 万调至 1000 万的可能性。

图 3：历年城镇新增就业目标及完成情况（单位：万人）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

另一方面，不高于 5.5%的调查失业率将是今年更加重要的工作目标。

由于城镇新增就业人数更关注做“加法”，对失业端的情况有所忽略，若要全面描述就业情况，不高于 5.5% 的调查失业率将是今年更加重要的工作目标。

城镇新增就业人数是登记概念，各级国家机关负责登记统计并逐级上报。按照定义，城镇新增就业人数等于一年内的城镇累计新就业人数减去累计自然减员人数，其中失业人员再就业人数也属于新就业人数。即城镇新增就业只关注做“加法”，关注有多少人加入或者重新加入了劳动力市场，对有多少人失去了工作有所忽略。

表 2：净新增城镇就业人数和城镇新增就业人数统计口径的区别

统计期内就业状态变化	净新增城镇就业	城镇新增就业	新增就业-净新增
0→1	+1	+1	0
0→1→0	0	+1	1
1→0	-1	0	1
1→0→1	0	+1	1

注：状态“0”为失业，状态“1”为就业。

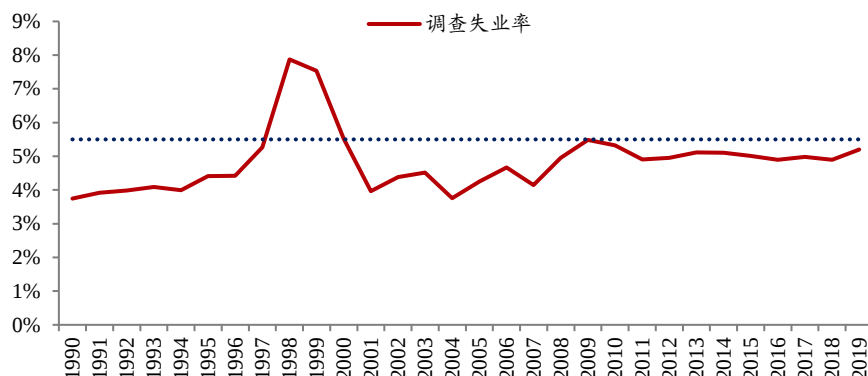
资料来源：《全国月度劳动力调查制度》《人力资源和社会保障统计调查制度》浙商证券研究所

因此，除了城镇新增就业人数之外，若要全面地描述就业情况，调查失业率是更加应该关注的指标。预计不高于 5.5% 的调查失业率将仍是今年的工作目标。

2015 年 6 月 26 日，国务院办公厅发布的《关于印发进一步做好新形势下就业创业重点工作任务分工方案的通知》称，“把稳定和扩大就业作为经济运行合理区间的下限，将城镇新增就业、调查失业率作为宏观调控重要指标”，首次提出要将调查失业率作为宏观调控目标。2018 年政府工作报告在新增城镇就业的基础之上又增加了“城镇调查失业率 5.5%”的目标，近两年也顺利完成任务。

作为发展中国家，5.5% 以内的调查失业率是就业相对充分的重要指标依据。根据国际劳工组织数据显示，发展中国家和地区平均失业水平为 5.5%，而我国自 2013 年开始公布调查失业率（尽管不连续）以来一直低于该水平。我们根据历年登记失业率的数据用调整系数法推算调查失业率数据，新世纪最高点为遭遇金融危机冲击之后的 2009 年，约为 5.5%。由于登记失业率不统计非城镇户籍员工的失业情况，因此 5.5% 的估算值有可能低估了 08 年大量农民工返乡的真实情况。当下疫情冲击了海外需求，外贸企业压力较大，与 08 年次贷危机有一定相似之处。如果在今年三季度之前将调查失业率降至 5.5% 以内，可以充分说明稳就业工作取得显著成效。

图 4：新世纪以后，调查失业率的最高点出现 2009 年的 5.5%



注：2018-2019 年为实际值，其余年份的调查失业率为调整系数法推算

资料来源：Wind，浙商证券研究所

3. 财政政策加码，工具多样

两会在即，财政基调积极有为，政策工具扩围加码。两会临近，自疫情发生后的2月起，中央政治局会、国常会等先后对财政政策予以指示，**财政更加积极有为的基调已经基本确立**。2月21日中央政治局会议强调“**积极的财政政策要更加积极有为**”。2月25日国常会确定了一系列阶段性减税、免税、降费等方面的政策。3月27日政治局会议进一步强调财政基调并部署了具体政策工具，“**积极的财政政策要更加积极有为……适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模……要落实好各项减税降费政策，加快地方政府专项债发行和使用……**”。3月31日国常会强调：“**要进一步加大财政货币政策调节力度……着力扩内需、助复产、保就业**”。4月14日国常会上明确提出“**下一步，要在扩大实施前期有效政策基础上，多措并举加大积极财政政策实施力度，并抓紧按程序再提前下达一定规模的地方政府专项债。**”

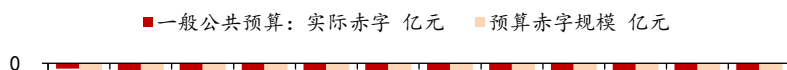
可以看到，两会前夕，财政更加积极有为、逆周期发力的基调已经确立，具体的政策工具也已经部署，减税降费、提升赤字率、发行特别国债、进一步增加新增专项债规模等均已提上日程，两会上将进一步明确各项政策的规模、节奏和资金投向。

根据我们在4月21日外发的《收支双双下滑，财政期待什么？》报告计算，我们预计提升赤字率、减税降费、专项债提额、发行特别国债等财政政策工具的总使用规模将会超过10万亿元，如果从实际赤字角度考虑，预计一系列财政政策工具的总使用规模可能超过12万亿元，较2019年新增4万亿元以上。

3.1. 统筹判断赤字率与特别抗疫国债

疫情冲击经济，财政减收增支压力加大。2020年一季度财政数据公布，受疫情影响财政收支均出现下滑，2020年1-3月累计，全国一般公共预算收入45984亿元，同比-14.3%；全国税收收入39029亿元，同比-16.4%；非税收入6955亿元，同比增长0.1%。1-3月累计，全国一般公共预算支出55284亿元，同比-5.7%，前值-2.9%。**我们认为，财政支出随着经济活动修复和防疫限制的减少会有显著回升，但预计财政收入仍存在一定压力。**一方面，疫情冲击经济导致税收被动减少，企业复工复产无法一蹴而就，受疫情冲击较大的行业，税收增速明显回落，一季度住宿餐饮、交通运输业、文化体育和娱乐业税收分别下降33.2%、27%、19.6%。另一方面，减税降费政策继续起到重要作用，财政主动为企业减负也会带来财政收入的下降，根据4月14日国常会最新表态，2020年一系列减税降费措施叠加去年减税降费政策翘尾因素，共计可为企业减负1.6万亿元；政策效果在一季度已经有所体现，根据财政部测算，疫情冲击及减税降费因素拖累财政收入增速10个百分点，增值税翘尾因素也拉低了约5个百分点，基本解释了1-3月14.3个百分点的收入下滑。因此，可以看到在疫情之下，财政面临减收增支压力，财政收支平衡面临较大挑战。

图 5：2015 年起，实际累计赤字与预算赤字规模之差不断扩大



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_5531

