目标做减法，政策做加法！
——2020 年《政府工作报告》解读

投资要点:

- 全国十三届人大三次会议于 5 月 22 日在北京召开，总理作政府工作报告。今年的政府工作报告与往年相比有何不同，有哪些亮点？以下是我们的解读:

- **淡化增长，守住底线。**今年报告没有提出全年经济增速具体目标，缘于全球疫情和经贸形势具有高度的不确定性。但淡化增长目标并不意味着没有目标。一方面，报告虽然淡化了增长目标，但强调要集中精力抓好“六稳”、“六保”，守住“六保”底线。另一方面，报告仍然强调了小康社会任务目标。我们认为，疫情冲击之下，如果今年中国经济能够实现 3%以上增速，就仍可实现 GDP 总量较 10 年近似翻番，完成小康社会目标。事实上，从今年报告中的财政赤字规模和赤字率目标，可推算出名义 GDP 增速预期为 5.4%，正对应着 GDP 增速和 GDP 平减指数增速“3%+2.5%”、“2%+3.5%”的组合。

- **就业优先，对症下药。**今年报告中，就业在各项主要发展目标中排在首位，也在各项具体工作部署中排在首位。高层对就业的重视程度可见一斑。报告提出，今年城镇新增就业目标下调至 900 万人，城镇调查、登记失业率目标上调至 6%、5.5%。我们认为，就业预期目标发生了明显调整，反映了当前就业形势的严峻。三类人群就业受影响程度较高，分别是：退出劳动力市场人群、新增失业人群、在职未就业人群。在需求端，报告提出努力稳定现有就业，积极增加新的就业，促进失业人员再就业。在供给端，报告强调要加强对重点行业、重点群体的就业支持，对低收入人员实行社保费自愿缓缴，今明两年职业技能培训 3500 万人次以上，高职院校扩招 200 万人。

- **积极财政，力度空前。**今年政策端最大的亮点在于积极财政力度空前。一是财政赤字率目标大幅上调至 3.6%，首次突破 3%。二是新增财政赤字 1 万亿，发行抗疫特别国债 1 万亿，全部转给地方，用于支持减税降费、减租降息、扩大消费和投资。三是新增地方专项债 1.6 万亿，主要投向新老基建，助力科技创新和新型城镇化建设。四是新增减税降费 5000 亿，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年底，小微企业和个体户延缓到明年。综合来看，合计新增实际财政赤字 3.6 万亿，实际赤字率或升至 8.5%。

- **货币转松，灵活适度。**今年政策端另一大亮点在于货币政策转向宽松。一是货币政策基调，虽然仍是稳健，但已从去年底的“灵活适度”升级为“更加灵活适度”，并强调要“运用降准降息、再贷款等手段”。二是货币社融增速，虽然继续淡化，但强调“明显高于去年”，印证货币政策转向宽松。货币转向宽松意在强化对稳企业的金融支持。报告提出，中小微企业贷款延期还本付息政策再延长至明年 3 月底，大幅拓展政府性融资担保覆盖面并明显降低费率。两个“一定要让”意在缓解融资难融资贵，引导贷款市场利率下行。我们认为，今年货币政策明显转向宽松，从去杠杆、稳杠杆重新回到阶段性加杠杆。

- **改革创新，扩大内需。**在今年各具体目标中，稳企业保就业排在第一，改革创新、扩大内需紧随其后。报告强调，困难挑战越大，越要深化改革，破除体制机制障碍，激发内生发展动力。具体包括放管服改革，要素市场化配置改革、国资国企改革、优化民企发展环境、制造业升级、提高科技创新支撑能力、大众创业万众创新等七个方面。我们认为，今年以来，改革步伐明显加快，既是对十九大、十九届四中全会精神的贯彻落实，也为未来中国中长期经济增长提供内生动力。报告强调，我国内需潜力大，要深化供给侧结构性改革，突出民生导向，使提振消费与扩大投资有效结合、相互促进。在消费端，通过稳就业促增收保民生，提高居民消费意愿和能力；在投资端，加强新型基础设施建设，加强新型城镇化建设，加强交通水利等重大工程建设。我们认为，基建将是投资端最重要的抓手，而提振消费仍需稳就业、增收入。

相关研究

《就业优先，财政发力——20 年全国两会展望》2020.05.21

《改革蓝图铺开，释放需求潜力！——兼论经济体制意见的框架和亮点》2020.05.19

《买黄金，抗贬值!》2020.05.17

分析师:姜超
Tel:(021)23212042
Email:jc9001@htsec.com
证书:S0850513010002

分析师:于博
Tel:(021)23219820
Email:yb9744@htsec.com
证书:S0850516080005

目 录

1. 淡化增长，守住底线.....4
2. 就业优先，对症下药.....5
3. 积极财政，力度空前.....6
4. 货币转松，灵活适度.....7
5. 改革创新，扩大内需.....8

图目录

图 1　从“六稳”到“六保”.....4
图 2　历年一季度 GDP 增速、全年 GDP 增速、GDP 目标增速（%）.....4
图 3　历年城镇新增就业、调查失业率、登记失业率目标.....5
图 4　三类就业受影响人群规模估算（万人）.....5
图 5　历年财政赤字、赤字率实际值和目标值.....6
图 6　地方政府专项债发行额、同比多增（亿元）.....7
图 7　历年减税降费目标、同比多增（亿元）.....7
图 8　历年 M2、社融增速实际值和目标值（%）.....7
图 9　LPR 利率（%）.....8
图 10　中国经济增长动力转变.....8

2020 年 5 月 22 日，十三届全国人大三次会议在北京召开，李克强总理作政府工作报告。今年的《政府工作报告》与往年相比有何不同，有哪些亮点？以下是我们的解读：

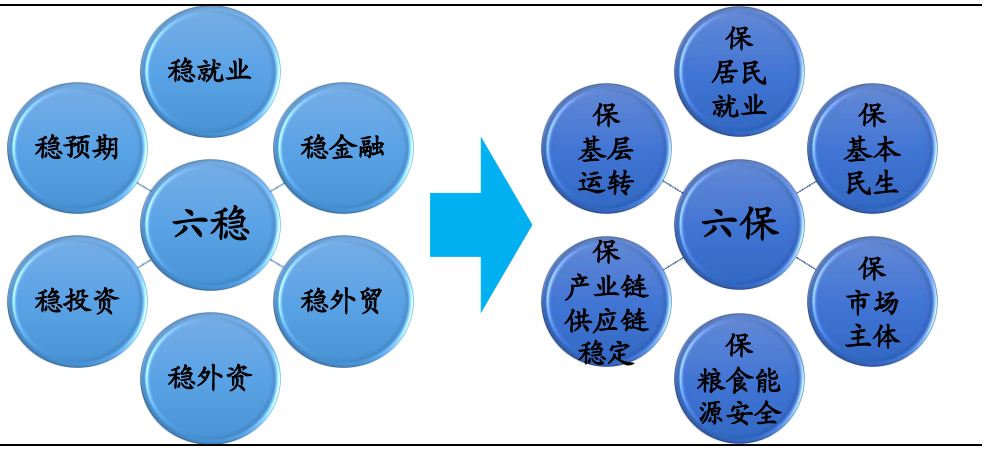
1. 淡化增长，守住底线

第一个不同之处是，首次淡化了经济增长目标。今年的报告没有提出全年经济增速目标。对于这点，报告指出，我们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。

但淡化增长目标是否意味着没有目标？我们认为，并不是的。

一方面，报告虽然淡化了增长目标，但也凸显了“六保”底线思维。报告强调，这样做，有利于引导各方面集中精力抓好“六稳”、“六保”。“六保”是今年“六稳”工作的着力点。守住“六保”底线，就能稳住经济基本盘；以保促稳、稳中求进，就能为全面建成小康社会夯实基础。

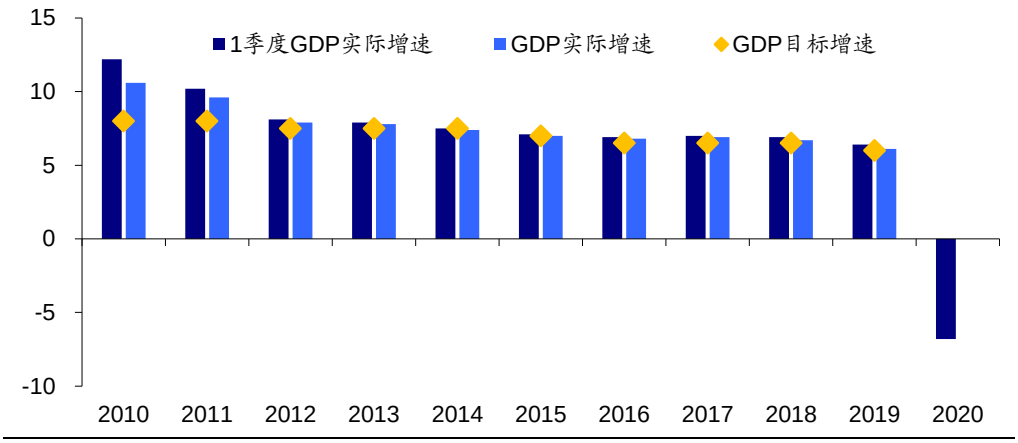
图1 从“六稳”到“六保”



资料来源：共产党员网，海通证券研究所

另一方面，报告仍然强调了小康社会任务目标，3%增速仍可近似翻番。报告强调，今年要“努力实现全面建成小康社会目标任务”。我们曾在此前的专题报告[1]中指出，如果今年中国经济能够实现 3%以上的增速，仍可实现 GDP 总量较 2010 年近似翻番，完成小康社会目标。

图2 历年一季度 GDP 增速、全年 GDP 增速、GDP 目标增速（%）



资料来源：中国政府网，Wind，海通证券研究所

[1] 详见海通宏观专题报告《就业优先，财政发力——20 年全国两会展望》。

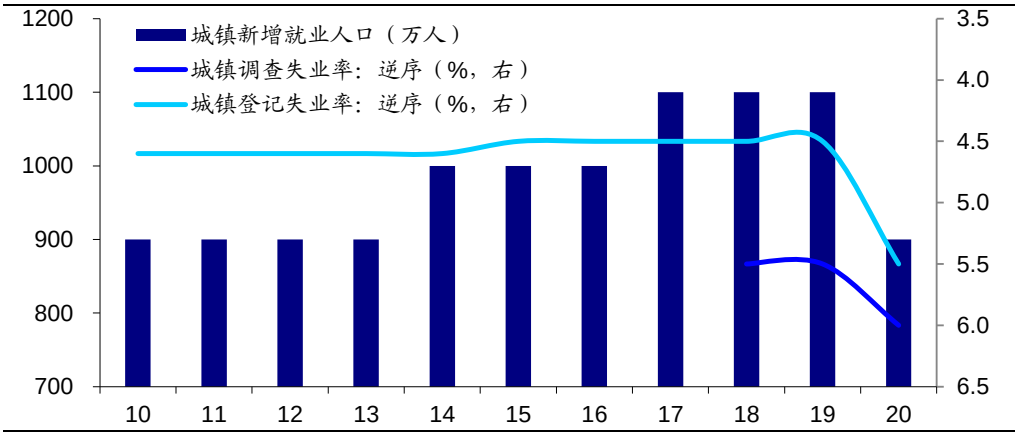
事实上，报告中也隐含了名义 GDP 增速的预期。报告指出，今年赤字率拟按 3.6%以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元。这其实就隐含着 2020 年为 104.4 万亿、名义 GDP 增速为 5.4%的假设。而 5.4%的名义 GDP 增速恰恰对应着“3%+2.5%”、“2%+3.5%”的实际 GDP（量）增速和 GDP 平减指数（价）增速的组合。

2. 就业优先，对症下药

第二个不同之处是，就业目标被排在了首位。就业不仅在各项主要发展目标中排在首位，也在各项具体工作部署中排在首位。事实上，就业在“六稳”和“六保”中也同样排在了首位。高层对就业的重视程度显而易见！

今年三大就业目标均朝着更为谨慎的方向调整，且调整幅度较大。报告提出，今年城镇新增就业 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。而作为对比：城镇新增就业目标过去 3 年均为 1100 万人，除 09 年外，每年均为持平或上调 100 万人；城镇调查失业率为 18 年新增，过去 2 年目标均为 5.5%；城镇登记失业率过去 5 年均为 4.5%，02 年以来稳定在 4.5-4.8%，调整幅度不超过 0.2 个百分点。

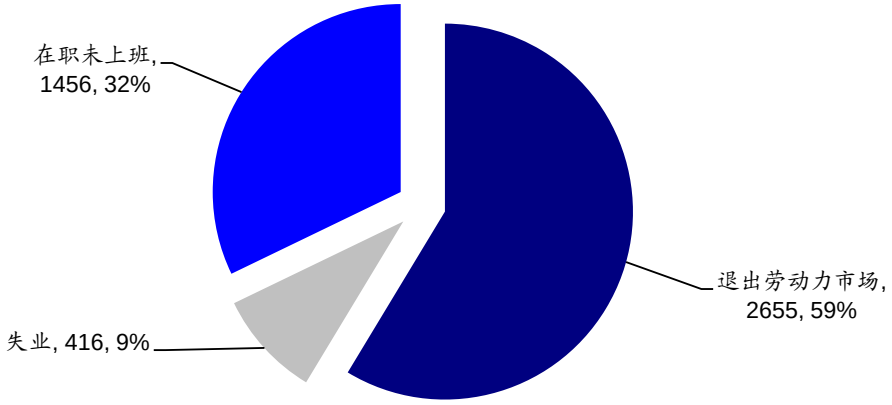
图3 历年城镇新增就业、调查失业率、登记失业率目标



资料来源：中国政府网，Wind，海通证券研究所

就业预期目标明显调整，反映当前就业形势严峻，而政策也对症下药。今年的就业形势到底有多严峻？我们曾在此前的报告[2]中指出，就业受影响的一共有三类人群：一是退出劳动力市场的人群，二是新增失业人群，三是在职未就业人群。根据我们的估算，这三类人群合计超过 4500 万人。而报告也对症下药，强调：努力稳定现有就业，积极增加新的就业，促进失业人员再就业。

图4 三类就业受影响人群规模估算（万人）



资料来源：中国政府网，国家统计局，Wind，海通证券研究所

[2] 详见海通宏观专题报告《就业优先，财政发力——20 年全国两会展望》。

加强对重点行业、重点群体就业支持。保就业的重难点在于，如何加强对重点行业、重点群体就业支持？以高校毕业生为例，考研是其缓解就业压力的重要去向，20 年考研报名人数达到 341 万，较 19 年增幅达到 18%。报告提出，今年高校毕业生达到 874 万人，要促进市场化社会化就业，高校和属地政府都要提供不断线的就业服务。再以就业困难人员为例，报告提出，今年对低收入人员实行社保费自愿缓缴政策，今明两年职业技能培训 3500 万人次以上，高职院校扩招 200 万人。

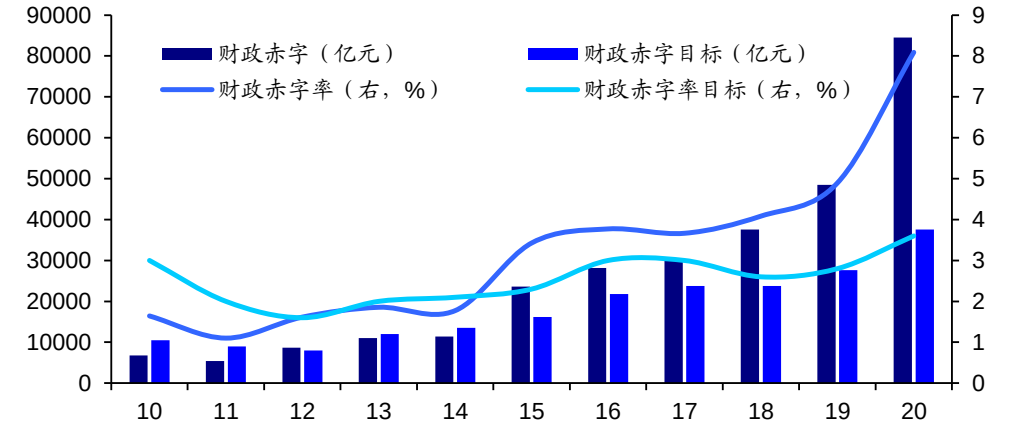
3. 积极财政，力度空前

今年政策端最大的亮点莫过于：力度空前的财政政策。具体来看：

首先，财政赤字率目标上调至 3.6%。这是财政赤字率目标首次突破 3%。我们曾在此前的专题报告[3]中指出，在经济增速下行、减税降费落实的双重背景下，19 年实际财政赤字率已经达到 4.9%，而从美欧日等发达经济体的经验看，功能财政屡屡帮助他们走出危机。我们认为，3%并非是赤字率的必守红线，赤字率该破 3%就破 3%。

其次，新增财政赤字 1 万亿，发行抗疫特别国债 1 万亿，全部转给地方。报告指出，今年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。上述 2 万亿元全部转给地方，建立特殊转移支付机制，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。我们认为，2 万亿全部转给地方，其意义不仅在于加大力度、提高效率的改善就业和民生，还在于优化中央、地方的财权和事权划分。

图5 历年财政赤字、赤字率实际值和目标值



资料来源：中国政府网，Wind，海通证券研究所

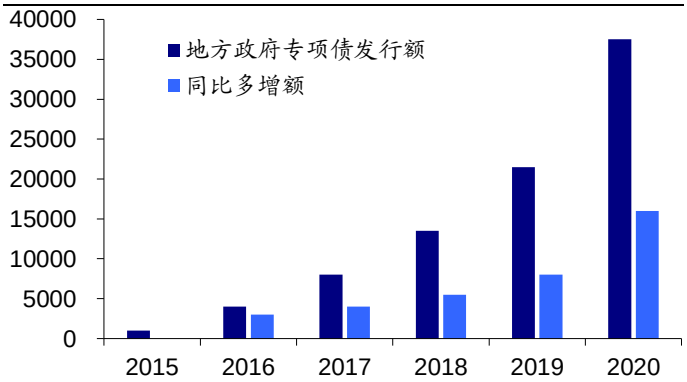
第三，新增地方政府专项债券 1.6 万亿元。报告提出，今年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元，提高专项债券可用作项目资本金的比例，主要投向：加强新型基础设施建设，加强新型城镇化建设，加强交通、水利等重大工程建设。我们认为，考虑到地方专项债同比大幅多增，并且主要投向基建，2020 年基建投资有望否极泰来，增速有望从过去两年的 5%以下，重回 10%以上。

第四，全年为企业减负 2.5 万亿。报告提出，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。而前期出台六月前到期的减税降费政策，执行期限全部延长到年底，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。

综合来看，今年积极财政可谓多管齐下：新增财政赤字 1 万亿，发行抗疫特别国债 1 万亿，新增地方专项债 1.6 万亿，新增减税降费 5000 亿，合计新增实际财政赤字 3.6 万亿，实际赤字率或从去年的 5%上升至 8.5%。

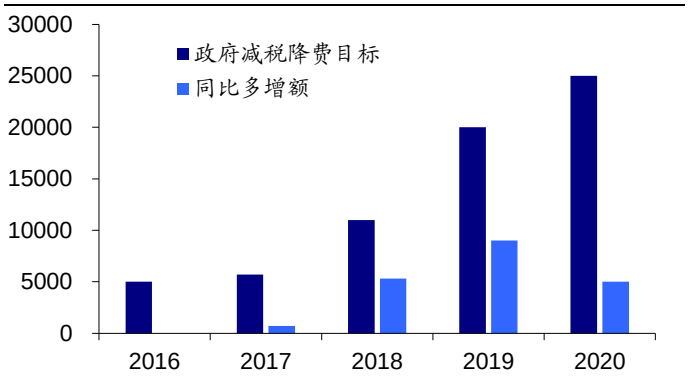
[3] 详见海通宏观专题报告《以退求进，放水养鱼！——兼论积极财政的背景、来源与抓手》

图6 地方政府专项债发行额、同比多增（亿元）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图7 历年减税降费目标、同比多增（亿元）



资料来源：WIND，海通证券研究所

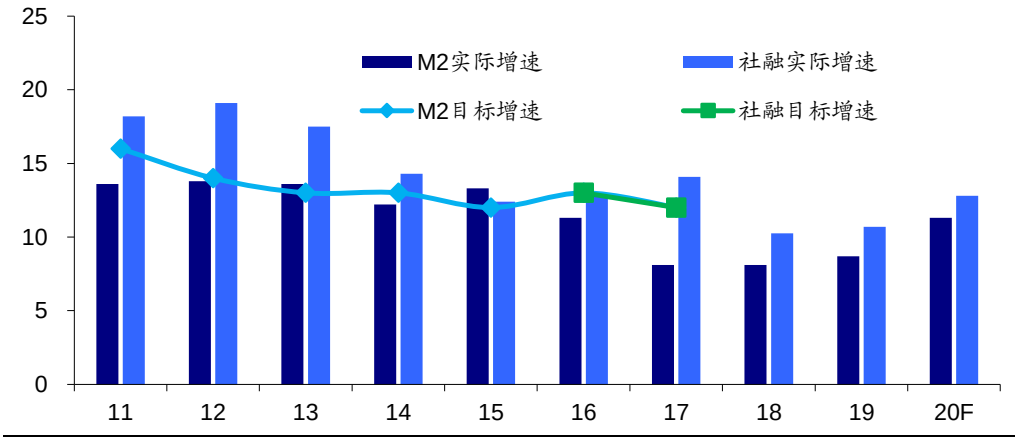
4. 货币转松，灵活适度

政策端另一大亮点在于：转向宽松的货币政策。具体来看：

首先，稳健货币政策基调：更加灵活适度。虽然在今年报告中，货币政策基调依然是稳健，但相比 18 年的“保持中性、松紧适度”，19 年的“松紧适度”，已经明显转向宽松。事实上，去年底中央经济工作会议的表述仍然是“灵活适度”。变化发生在 2 月底，疫情的冲击使得 2 月底政治局会议对稳健货币政策的定调升级为“更加灵活适度”。而 4 月底政治局会议的定调进一步升级为“运用降准降息、再贷款等手段”，这同样也出现在今年的报告中。

其次，继续淡化货币社融增速目标，但强调明显高于去年。虽然在今年的报告中，和过去两年一样，继续淡化了货币、社融增速目标，但相比 18 年的“合理增长”，19 年的“要与国内生产总值名义增速相匹配”，今年“明显高于去年”的表述，与 1 季度货政报告“与名义 GDP 增速基本匹配并略高”的表述不谋而合，意味着货币政策将明显转向宽松。

图8 历年 M2、社融增速实际值和目标值（%）

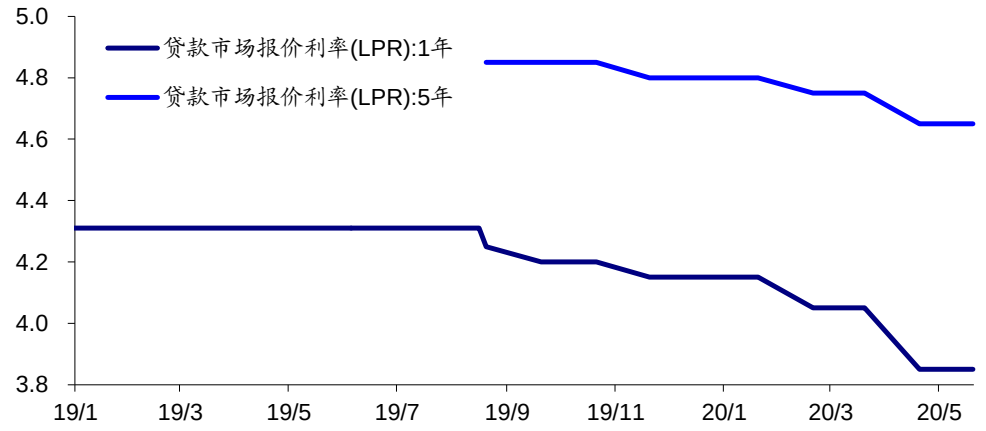


资料来源：中国政府网，Wind，海通证券研究所

货币政策转向宽松旨在强化对稳企业的金融支持。报告提出，中小微企业贷款延期还本付息政策再延长至明年 3 月底，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。报告强调，一定要让中小微企业贷款可获得性明显提高，一定要让综合融资成本明显下降。而这与 3、4 月份两次政治局会议所强调的“引导贷款市场利率下行”、1 季度货政报告的“用改革的办法促进社会融资成本进一步下行”的表述一脉相承，意味着贷款市场报价利率（LPR）将继续下行。

综合来看，今年货币政策明显转向宽松，从去杠杆、稳杠杆重新回到阶段性加杠杆。

图9 LPR 利率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

5. 改革创新，扩大内需

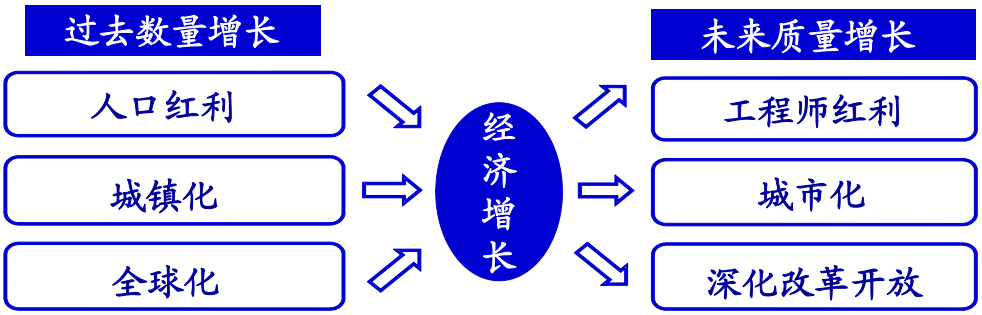
在今年各项具体目标中，稳企业保就业排在第一，而改革创新、扩大内需紧随其后。

关于改革创新，报告讲的是：困难挑战越大，越要深化改革，破除体制机制障碍，激发内生发展动力。

具体来看，主要包括以下 7 个方面：**一是深化放管服改革**，调整措施、简化手续，推动更多服务事项一网通办；**二是推进要素市场化配置改革**，改革创业板并试点注册制，赋予省级政府建设用地更大自主权；**三是提升国资国企改革成效**，实施国改三年行动，深化混合所有制改革，国企聚焦主责主业；**四是优化民营经济发展环境**，保障民企平等获取生产要素和政策支持，清理废除不合理规定；**五是推动制造业升级和新兴产业发展**，发展工业互联网，推进智能制造；**六是提高科技创新支撑能力**，稳定支持基础研究和应用基础研究；**七是深入推进大众创业万众创新**，发展创业投资，增加创业担保贷款。

今年以来，改革步伐明显加快。4 月 9 日《完善要素市场化配置意见》授权发布，土地、劳动力、资本、技术、数据等五大领域要素改革多点开花，其核心是市场定价、有序流动。5 月 18 日《完善经济体制意见》授权发布，不仅描绘出市场主体、市场竞争、要素配置、政府职能、民生保障等五大领域改革的宏伟蓝图，也强调了对外开放战略、完善法律制度为改革提供保障。我们认为，深化改革，既是对十九大、十九届四中全会精神的贯彻和落实，也激发了未来中国中长期经济增长的内生动力。

图10 中国经济增长动力转变



资料来源：海通证券研究所整理

关于扩大内需，报告讲的是：我国内需潜力大，要深化供给侧结构性改革，突出民生导向，使提振消费与扩大投资有效结合、相互促进。

提振消费基建托底。从需求端的三驾马车看，一方面，通过稳就业促增收保民生，提高居民消费意愿和能力，发展养老、托幼服务，拓展农村消费。另一方面，重点支持新型基础设施建设、新型城镇化建设，加强交通、水利等重大工程建设，同时支持民企平等参与。此外，报告强调，加快落实区域发展战略，实施好支持湖北发展一揽子政策，提高生态环境治理成效，并保障能源安全。

我们认为，今年报告依然强调"房住不炒"，也未提棚改，意味着地产投资难以指望，基建将成为投资中最重要的抓手。在融资改善的支持下，基建投资增速有望明显回升，并且随着"新基建"不断加码，公募基建 REITS 起航，以及老旧小区改造助力，基建投资有望在融资来源、项目投向上推陈出新。而作为内需中的半壁江山，消费的重要性不容忽视，提振消费本质上仍稳就业、促增收，提高居民的消费意愿和消费能力同等重要。

信息披露

分析师声明

姜超　　宏观经济研究团队
于博　　宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称"本公司"）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。