

从今年和往年的政策目标看今年的政策取向

内容提要：

1 今年政府工作报告的核心就是保就业；

2 相对于货币政策而言，财政政策将在今后几个月发挥出更大、更重要的作用；

3. 货币政策今后一段时间可能更致力于价格而不是量，即更致力于利率的下调；

4. 5 月后的地方专项债发行额度几乎成倍于去年同期；

5. 共同落实中美协议意味深长，贸易结构亟需优化；

6. 国际收支基本平衡和人民币汇率基本稳定的表述不变；人民币汇率将维持在一定区间内的有管理浮动，保持相对稳定，7.2 元依旧是一个重要的观察窗口。

今天，李克强总理在“两会”上作了《政府工作报告》，提出了 2020 年全年的政策目标。总体来看，有如下几个特点。

首先，不提今年的增长目标，集中精力抓好“六保”和“六稳”，明确“六保”是基础，其中，保就业是关键。纵览《政府工作报告》，其中的核心就是保就业。今年以来，疫情对经济构成了冲击，一季度经济增长-6.8%。并对今后几个季度的

经济增长带来了不确定性。政府报告要求为全面实现小康夯实基础，没有提出全面建设小康，但报告提出今年要编制好“十四五”规划，为开启第二个百年奋斗目标新征程擘画蓝图。

其次，在就业指标方面，目标较往年下降。提出今年新增就业 900 万，城镇调查失业率 6%以内，城镇登记失业率 5.5%以内。目标尽管较往年下降，但是由于疫情的冲击及其大量大学生就业，目标十分艰巨。数据显示，1-4 月新增就业人数累计数为 354 万人，低于去年同期的 459 万人；城镇调查失业率 6%，高于去年同期的 5%。一季度城镇登记失业率 3.66%，去年同期为 3.65%。但从更为敏感的就业人数 PMI 看，连创历史新低，就业形势严峻。

第三，在物价控制目标上，从 3%上调到 3.5%。尽管去年四季度以来，因受到食品价格的扰动，CPI 一度攀上了 5%以上，但我们注意到 4 月的 CPI 已经降低到 3.3%。物价控制指标的放宽可能更出于为更为灵活适度的货币政策流出空间和余地。

第四，从货币政策看，由于今年不设经济增长目标，改变了参照物，要求社会融资规模和广义货币供应量明显高于去年。这一表述和央行等最近表述有着明显的区别。显示出更加灵活机动的货币政策的特性。数据显示，去年的 m2 为 8.7%，今年 4 月的 M2 为 11.1%；去年的新增社融规模为 13.71%。1 到 4 月今年的累计新增社融规模达到 37.89%，去年同期为 24.09%。因此从量看，目前已经明显高于去年同期，后续空间可能有限。

而从价看，则要求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。这预示着利率依旧有一度下行空间，尽管 1 年期和 5 年期的 LPR 利率已经分别下调到 3.85% 和 4.65%，而且 5 月没有下调 LPR，但我们注意到，最近的国债收益率在小幅反弹后再度大跌，反映了这一预期。

第五，从财政政策来看，体现了更加积极可为的财政政策：一是上调的预算赤字率到 3.6% 以上，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元的特别国债；这在预期之中这个数据实际上高于市场的普遍预期的 3.5%；

财政部数据显示，1 到 4 月，公共预算收入 62133 亿元，下跌 14.5%，公共预算支出 73596 亿元，下跌 2.7%，差额为 -11463 亿元。去年同期为 -3016 亿元；

财政部数据还显示，政府性基金预算收入 1 到 4 月差额为 -7996 亿元，去年同期为 -2678 亿元。

两者相加，今年 1 到 4 月预算内赤字达到 19639 亿元，大大高于去年同期的 5694 亿元。

二是报告中没有提到宏观杠杆率的稳定，只提出了对重大金融风险有效防控；数据显示，今年一季度的实体经济宏观杠杆率已经达到 259.3%，创历史新高。

三是地方专项债的额度提高到 3.75 万亿元。根据财政部网站数据，2020 年 1-4 月，全国发行地方政府债券 18973 亿元。其中，发行一般债券 6733 亿元，发行专项债券 12240 亿元；按用途划分，发行新增债券 16626 亿元，发行再融资债券 2347 亿元。

而 2019 年 1-4 月，全国发行地方政府债券 16333 亿元。其中，发行一般债券 8216 亿元，发行专项债券 8117 亿元；按用途划分，发行新增债券 12940 亿元（包括新增一般债券 5643 亿元、新增专项债券 7297 亿元），发行置换债券和再融资债券 3393 亿元。

在地方专项债方面，5 月以后还有 2.526 亿元的发行额度，几乎成倍于去年的 1.33 亿元。

相对于货币政策而言，5 月以后的财政政策空间更大，力度更猛。

第六，在汇率方面和对外贸易方面，要求维持国际收支基本稳定和保持人民币汇率在合理水平上的基本稳定，这一表述依旧没有改变。但要求进出口促稳提质。报告提到到中美贸易时提到共同促进中美贸易协定的落实，在不可抗力的疫情和其他新因素下，提出“共同落实”意味深长。同时要求落实中日韩自由贸易区，贸易结构的优化应当是进出口促稳提质的重要内容。

我们认为新形势下，人民币汇率下贬的压力依旧存在，人民币汇率将维持在一定区间内的有管理浮动，保持相对稳定，7.2 元依旧是一个重要的观察窗口。

附：最近几年《政府工作报告》经济目标对比

	前年目标	去年目标	今年目标
--	------	------	------

经济增长率%	6.5	6-6.5	不设目标，集中精力抓六保和六稳
CPI	3%	3%左右	3.5%
M2和社会融资规模	管好货币供给总闸门，保持广义货币 M2、信贷和社会融资规模合理增长，维护流动性合理稳定，提高直接融资特别是股权融资比重	广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，以更好满足经济运行保持在合理区间的需要	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
新增就业	1100 万，，城镇调查失业率 5.5%以内，城镇登记失业率 4.5%以内	1100 万，城镇调查失业率 5.5%以内，城镇登记失业率 4.5%以内	900 万，城镇调查失业率 6%以内，城镇登记失业率 5.5%以内
进出口	进出口稳中向好，国际收支基本平衡	国际收支基本平衡，进出口稳中提质。优化进口结构，积极扩大进口。	国际收支基本平衡，进出口促稳提质
财政赤字率	2.6%	2.8%，财政赤字 2.76 万亿，其中中央财政 1.83 万亿，地方 9300 亿元。今年财政支出超过 23 万亿元，增长 6.5%。中央对地	3.6%以上，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。新增减税降费 5000 亿

		方均衡性转移支付增长 10.9%。	元。中央预算内投资安排 6000 亿元
地方专项债	1.35 万亿元	2.15 万亿元	3.75 万亿元
单位耗能	单位国内生产总值能耗下降 3%以上	单位国内生产总值能耗下降 3%左右，主要污染物排放量继续下降	单位国内生产总值能耗、主要污染物排放量继续下降
宏观杠杆率	保持基本稳定	保持基本稳定，金融财政风险有效防控	重大金融风险有效防控

（银河期货研究所 20200522）

财政赤字率	2.6%	2.8%，财政赤字 2.76 万亿，其中中央财政 1.83 万亿，地方 9300 亿元。今年财政支出超过 23 万亿元，增长 6.5%。中央对地方均衡性转移支付增长 10.9%。	3.6%以上，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。新增减税降费 5000 亿元。中央预算内投资安排 6000 亿元
地方专项债	1.35 万亿元	2.15 万亿元	3.75 万亿元

单位耗能	单位国内生产总值能耗下降3%以上	单位国内生产总值能耗下降3%左右，主要污染物排放量继续下降	单位国内生产总值能耗、主要污染物排放量继续下降
宏观杠杆率	保持基本稳定	保持基本稳定，金融财政风险有效防控	重大金融风险有效防控

（银河期货研究所 20200522）

免责声明

期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告的著作权属于银河期货有限公司。未经银河期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以其他方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为银河期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于银河期货有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但银河期货有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且银河期货有限公司不保证所这些信息不会发生任何变更。

本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，银河期货有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与银河期货有限公司及本报告作者无关。

若有任何疑问，欢迎咨询！

联系人：万一菁 投资咨询从业证书号：Z0014329 E-mail:wanyijing_qh@chinastock.com.cn