



疫后重建指南

2020年《政府工作报告》解析

■ 《政府工作报告》首次未设定 GDP 增速目标，对失业率的容忍度边际上升。考虑到“全球疫情和经贸形势不确定性很大”，“保就业”成为今年经济工作的重中之重。但未设具体目标不代表中央放弃对经济增长的要求，GDP 维持一定增速是“保就业”基础。3.6%以上的赤字率目标暗含名义 GDP 增速 5.4% 的上限，我们综合考虑了总供给、总需求和宏观政策，预计基准情形下全年实际 GDP 增长 2.8%。

■ 财政政策要“更加积极有为”，从五个方面部署落实：一是赤字率目标 3.6% 以上，新增赤字规模 1 万亿元；二是新增地方政府专项债限额提高至 3.75 万亿，预计今年因专项债而新增的基建投资将达 2.9 万亿，较去年明显提高；三是发行 1 万亿元抗疫特别国债，用于地方政府“抗疫”类投资；四是实行更大规模的减税降费，全年预计为市场主体减负 2.5 万亿元；五是优化财政支出结构，有压有保。

■ 货币政策定调依然为“更加灵活适度”，整体表述略超市场预期。货币政策有望进一步加大结构性宽松力度，并致力于推动“宽货币”传导至“宽信用”。预计今年末 M2 和社融增速分别上升至 10.8% 和 11.6%， “明显高于去年”。未来央行将继续引导贷款利率持续下行、注重“防止资金‘空转’套利”，并通过创新定向工具“精准滴灌”中小企业。商业银行将面临更大的息差压力。

■ 实施扩大内需战略，突出民生导向。基建投资将成为今年“稳增长”的主要抓手，增速有望持续修复，重点在“两新一重”，即新型基础设施建设、新型城镇化建设和重大工程建设。房地产重提“因城施策”，未提“长效机制”，指向房地产调控政策或将边际放松，地方政策空间或有所加大。制造业投资有望在新动能行业的带动下有所修复。《报告》对消费的具体支持性政策略低于预期，线上消费有望得到进一步发展。

■ 以扩大开放促改革促发展。一是加强政策支持外贸企业、坚定不移扩大开放以稳外资、引外贸；二是推动改革创新以激发市场主体活力，包括加大对民营/中小企业的支持、深化国企改革；三是增强发展新动能，发展工业互联网、智能制造等相关产业，并提高科技创新支撑能力。

谭卓，宏观经济研究所所长

zhuotan@cmbchina.com

韩剑，宏观研究员

hanjian_work@cmbchina.com

步泽晨，宏观研究员

buzechen@cmbchina.com

黄翰庭，宏观研究员

huanght@cmbchina.com

王炳，宏观研究员

wbing@cmbchina.com

杨薛融，宏观研究员

yangxuerong@cmbchina.com

田地，宏观研究员

andrewtian@cmbchina.com

目录

一、会议背景：疫情冲击下的两大“收官之年”	1
二、发展目标：以保促稳	1
（一）GDP 增速：未设目标	2
（二）“保就业”：重中之重	3
（三）通胀目标：压力不大	4
三、财政政策：“更加积极有为”	4
（一）赤字率突破 3%：特殊时期，特殊举措	4
（二）新增专项债：对基建拉动显著提升	5
（三）特别国债：规模低于预期	6
（四）减税降费：减负 2.5 万亿	6
（五）财政支出：优化结构	7
四、货币政策：“宽信用”“降成本”	8
（一）“宽信用”：M2 和社融增速“明显高于去年”	8
（二）精准施策：创新货币政策工具	8
（三）“降成本”：支持实体经济	9
（四）“保市场主体”：纾困小微企业	9
五、扩大内需：投资消费两大抓手	10
（一）基建投资：“两新一重”	10
（二）房地产：因城施策	11
（三）制造业：增强新动能	11
（四）消费：多元发展	12
六、改革开放创新：内外兼修促发展	12
（一）开放：稳外贸、引外资	13
（二）改革创新：激发市场主体活力	13

图目录、

图 1: 今年《报告》未设定具体 GDP 增长目标.....	2
图 2: 经济增长是就业增长的基础.....	2
图 3: 今年《报告》对失业容忍度有所上升.....	3
图 4: 当前城镇调查失业率处于历史高位.....	3
图 5: CPI 目标较去年有所上调	4
图 6: 全年 CPI 走势预测.....	4
图 7: 财政赤字率突破 3%历史峰值	5
图 8: 中央政府杠杆率较低.....	5
图 9: 新增地方政府专项债限额创新高.....	5
图 10: 新增专项债主要投向基建（2020 年 1-4 月）	5
图 11: 为市场主体减负规模创新高.....	6
图 12: 中央本级三公经费压缩力度逐渐加大.....	6
图 13: 今年 M2 增速或较去年末提升约 2pct	8
图 14: 今年社融增速或较去年末提升约 1pct	8
图 15: 票据利率与存款利率上限倒挂.....	9
图 16: 隔夜资金利率与同业存款利率倒挂.....	9
图 17: 城商行和农商行的不良贷款率上行.....	10
图 18: 今年以来商业银行净息差有所收窄.....	10
图 19: 基建投资受到较大冲击.....	11
图 20: 专项债发行节奏显著快速去年同期.....	11
图 21: 房地产投资增速修复较快.....	11
图 22: 房地产投资主要受土地购置费支撑.....	11
图 23: 高端制造业投资受冲击较小.....	12
图 24: 制造业投资与制造业贷款相关性较强.....	12
图 25: 4 月社零名义增速有所反弹	12
图 26: 可选消费增速下滑显著.....	12
图 27: 我国复产领先全带动出口加速修复.....	13
图 28: 海外生产放缓给供应链带来冲击.....	13

表目录

表 1: 主要经济目标对比.....	1
表 2: 经济金融指标预测.....	3
表 3: 财政货币政策对比.....	7



5月22日，十三届全国人大三次会议在京开幕，国务院总理李克强向大会作2020年《政府工作报告》（下称《报告》）。总理回顾了2019年国务院的主要工作，并对2020年经济社会发展的总体要求、政策取向和政府的重点工作进行了系统性陈述。

一、会议背景：疫情冲击下的两大“收官之年”

今年是完成脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会决胜之年，也是“十三五”规划收官的承上启下之年。按照惯例，全国两会应由上一年中央经济工作会议定调，在地方两会的基础上确定本年度经济社会发展目标、宏观政策基调和主要工作方向。但是新冠疫情的爆发使得国内外政治经济环境发生重大变化，世界经济陷入“严重衰退”，我国经济下行压力显著增加，风险有所积聚，各项工作面临重大调整。受此影响，今年两会召开时间较以往推迟了两个多月，并对预期目标做出了适当调整。

由于目前2020年已接近过完了一半，今年的《政府工作报告》（下文简称《报告》）不仅回顾了2019年的工作，还总结了今年以来抗击疫情、经济运行等工作。此次《报告》整体篇幅为改革开放以来最短，约1万字，而近年来政府工作报告的篇幅均在2万字左右。与往年相比，今年的报告更多聚焦于“稳就业”和“保民生”，强调以保促稳，稳住经济基本盘，稳中求进，凸显了中央面对全球疫情和经贸形势巨大不确定性的“底线思维”。

二、发展目标：以保促稳

在“前所未有”的风险挑战面前，《报告》对此前的预期目标做了适当调整：未提具体的GDP增长目标；提升对失业容忍度；上调通胀目标；强调进出口的“促稳提质”；强化脱贫“硬任务”的完成；调低了防风险目标的位次；并淡化了对能耗目标的具体指标要求。整体来看，今年的发展目标更加务实，“有利于引导各方面集中精力抓好‘六稳’、‘六保’”。

表 1：主要经济目标对比

指标	2020 年	2019 年
GDP	未设定 (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)	6%-6.5%
就业	优先稳就业保民生 ①城镇新增就业 900 万人以上 ②城镇调查失业率 6%左右 ③城镇登记失业率 5.5%左右	就业优先 ①城镇新增就业 1,100 万人以上 ②城镇调查失业率 5.5%左右 ③城镇登记失业率 4.5%以内
通胀	涨幅 3.5%左右	涨幅 3%左右

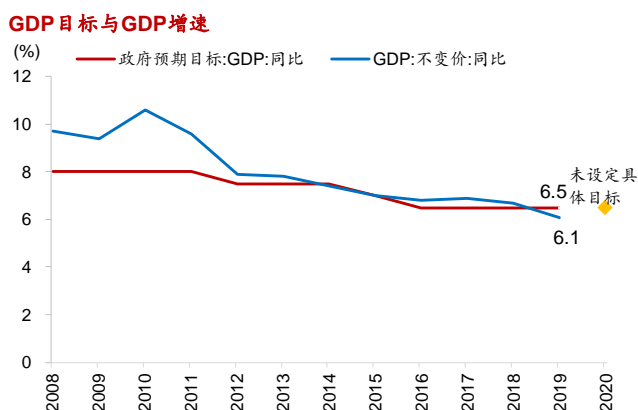
进出口	进出口 促稳提质 ，国际收支基本平衡	国际收支基本平衡，进出口 稳中提质
风险	重大金融风险 有效防控	宏观杠杆率基本稳定 金融财政风险 有效防控
收入	居民收入增长与经济增长基本同步 现行标准下农村贫困人口 全部脱贫 、贫困县 全部摘帽	居民收入增长与经济增长基本同步 农村贫困人口 减少 1,000 万 以上
能耗	单位国内生产总值能耗和主要污染物排放量继续下降	单位国内生产总值能耗 下降 3%左右 主要污染物排放量继续下降

资料来源：《政府工作报告》、招商银行研究院

（一）GDP 增速：未设目标

《报告》首次未设定 GDP 增速目标。在一季度 GDP 负增长 6.8%的前提下，要实现 2020 年 GDP 相较 2010 年翻番的目标，需要二至四季度 GDP 增速超过 9%（对应全年增速 5.5%）。考虑到“全球疫情和经贸形势不确定性很大”，这无疑是不可完成的任务。因此，淡化对 GDP 增速的要求是中央实事求是的务实选择，可避免强刺激政策所造成的市场扭曲。

图 1：今年《报告》未设定具体 GDP 增长目标



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 2：经济增长是就业增长的基础



资料来源：WIND、招商银行研究院

但未设具体目标不代表中央放弃对经济增长的要求。事实上，《报告》中的赤字率与就业增长目标都与 GDP 增速相关。《报告》提出“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”。3.6-3.7%财政赤字率区间暗含全年名义 GDP 增速区间 2.6-5.4%。以 GDP 平减指数 0.6-1.6 估算（考虑需求与价格正相关），对应实际 GDP 增速 2.0-3.8%。从历史数据看，就业增长与 GDP 增速也存在正相关关系：GDP 保持一定增速是“保就业”基础；从生产函数理解，若能顺利完成就业目标，GDP 也应维持正增长。基准情形下，我们预计 2020 年 GDP 增速 2.8%。

表 2：经济金融指标预测

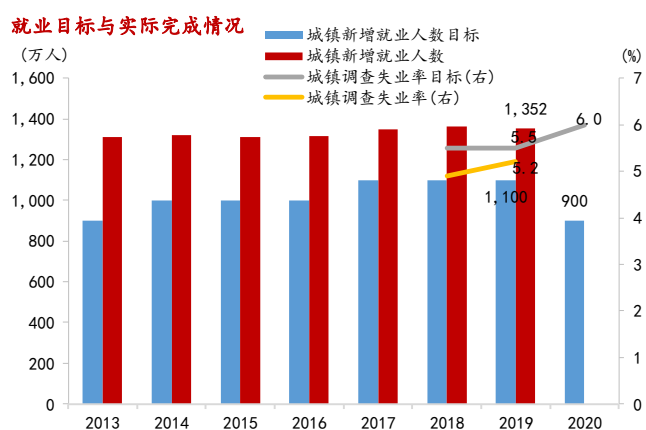
指标	2017	2018	2019	2020F
实际 GDP	6.9	6.7	6.1	2.8
名义 GDP	11.5	10.5	7.8	3.8
平减指数	4.3	3.6	1.6	1.0
社会消费品零售总额	10.2	9.0	8.0	4.5
全社会固定资产投资	7.2	5.9	5.4	4.7
基建投资	14.9	1.8	3.3	10.0
制造业投资	4.8	9.5	3.1	0.0
房地产投资	7.0	9.5	9.9	5.0
出口（以美元计）	7.9	9.9	0.5	-2.9
进口（以美元计）	16.1	15.8	-2.7	1.5
CPI（全年平均）	1.6	2.1	2.9	2.8
PPI（全年平均）	6.3	3.5	-0.3	-2.0
M2	8.1	8.1	8.7	10.8
社会融资规模	14.1	10.3	10.7	11.6

资料来源：招商银行研究院

（二）“保就业”：重中之重

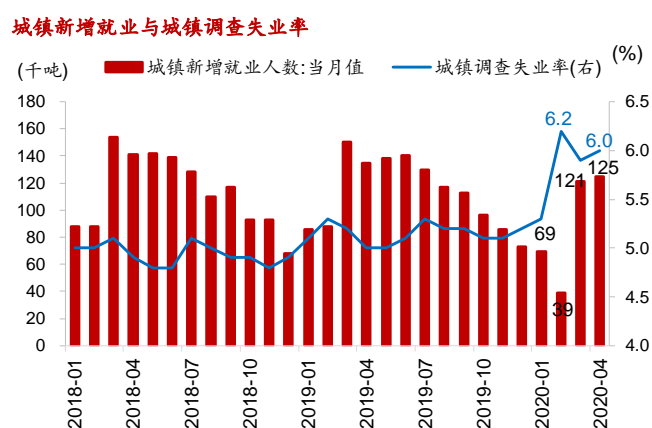
就业是今年经济工作的重中之重。“就业”在《报告》中共出现 40 次，是除“发展”之外出现频次最高的关键词。从历史数据看，2015-2019 年城镇新增就业人员合计达 5,378 万人，已提前完成“十三五”规划中城镇新增就业 5,000 万人的目标。受疫情影响，今年中央对就业增长的要求较去年有所下降，对失业率的容忍度相应上升：“城镇新增就业 900 万人以上，城镇调查失业率 6% 左右，城镇登记失业率 5.5% 左右”。

图 3：今年《报告》对失业容忍度有所上升



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 4：当前城镇调查失业率处于历史高位



资料来源：WIND、招商银行研究院

若未来经济形势相较一季度没有进一步恶化，完成年度就业目标应当问题不大。1-4 月城镇新增就业人数 354 万，月均 88.5 万，对应年度就业增长 1,062 万；4 月城镇调查失业率 6.0%，已较 2 月 6.2% 的历史峰值有所下降。但值得警

惕的是，疫情及经贸不确定性对外需的冲击尚未完全体现，因此位列“六保”之首的“保就业”任务仍然艰巨。

《报告》因此要求“财政、货币和投资等政策要聚力支持稳就业”，2 万亿（财政赤字+抗疫特别国债）资金全部转给地方主要用于保就业、保基本民生。此外，还通过加大减税降费力度、加大金融支持等举措保障经济主体用人需求，通过高职院校扩招、增加职业培训等方式稳定就业。

此外，在“保就业”的基础上，《报告》21 次提及“民生”，部署了公共卫生、基本医疗、教育、民生保障、精神文化、社区服务等方面的保障和改善工作，坚决兜牢民生底线。

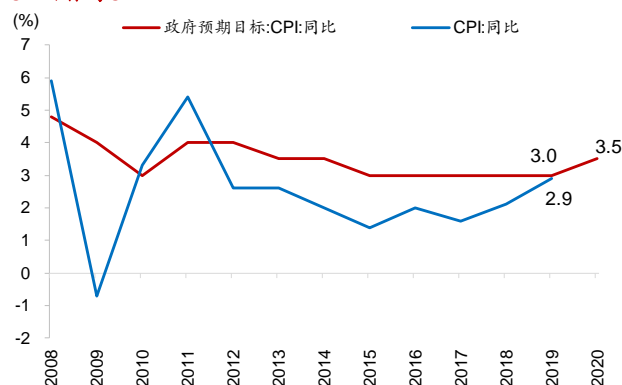
（三）通胀目标：压力不大

《报告》将 CPI 通胀目标设为 3.5%，较去年上升 0.5 个百分点，完成问题不大。2019 年以来，我国 CPI 波动主要受食品价格（猪肉价格）驱动。在猪肉价格上涨的带动下，2019 年至今年一季度 CPI 逐渐走高。今年 2 月 CPI 当月同比为 5.4%，为 2011 年 11 月以来最高值。3 月以后，在猪肉供给增加、疫情拖累消费增长、石油价格下跌和 CPI 基数走高等因素的影响下，CPI 快速回落，4 月 CPI 当月同比已回落至 3.3%。

前瞻地看，未来 CPI 中枢将逐渐走低，甚至在年末将面临通缩压力：一方面，疫情冲击下居民收入增长承压，对消费需求不利；另一方面，随着猪肉供给增加，猪肉价格趋于回落，叠加猪肉价格基数走高，未来食品价格同比趋于下行。我们预计 CPI 通胀全年中枢 2.8%，不会成为宏观政策的约束。

图 5：CPI 目标较去年有所上调

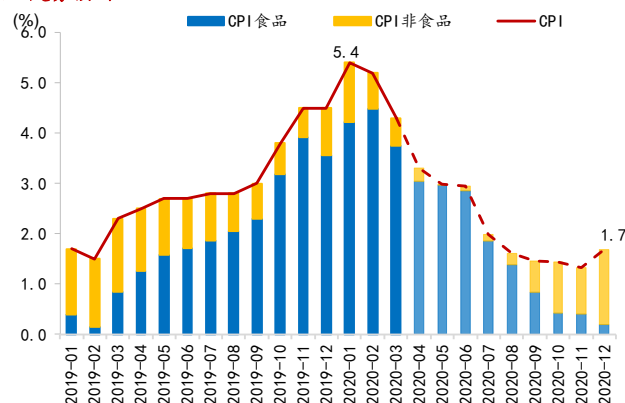
CPI 目标与 CPI



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 6：全年 CPI 走势预测

CPI 走势预测



资料来源：WIND、招商银行研究院

三、财政政策：“更加积极有为”

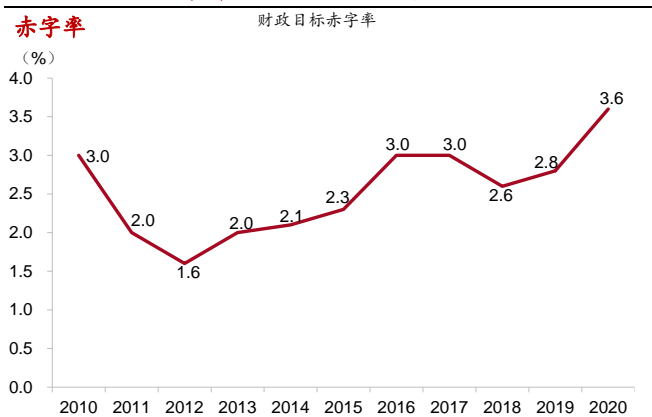
（一）赤字率突破 3%：特殊时期，特殊举措

《报告》明确今年赤字率目标为 3.6%以上，新增赤字规模 1 万亿元。根据去年中央与地方赤字规模的比例推算，今年中央和地方赤字规模预计分别为



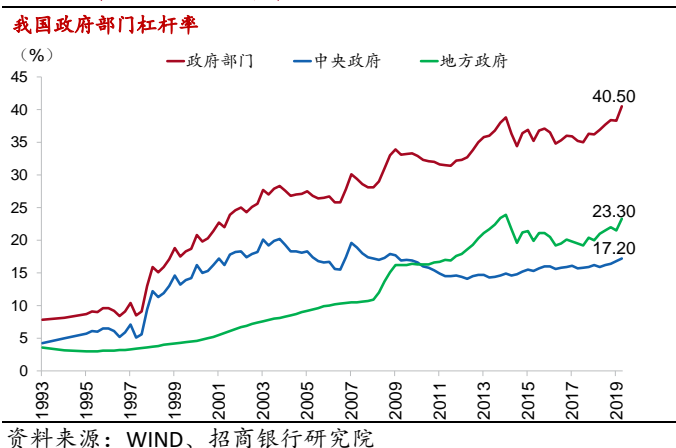
24,900 亿元和 12,700 亿元，分别较去年增加 6,600 和 3,400 亿元。在我国中央政府部门杠杆率明显低于地方政府的情况下，《政府工作报告》提出新增的 1 万亿赤字和新增的 1 万亿特别国债，全部转给地方，通过“特殊转移支付机制”，直达市县基层，有利于缓解地方政府偿债压力。《报告》明确，3.6%的赤字率是“特殊时期的特殊举措”，这也是疫情冲击下财政收支平衡压力空前加大之下的合理选择。未来随着经济修复，赤字率也将回落。

图 7：财政赤字率突破 3% 历史峰值



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 8：中央政府杠杆率较低

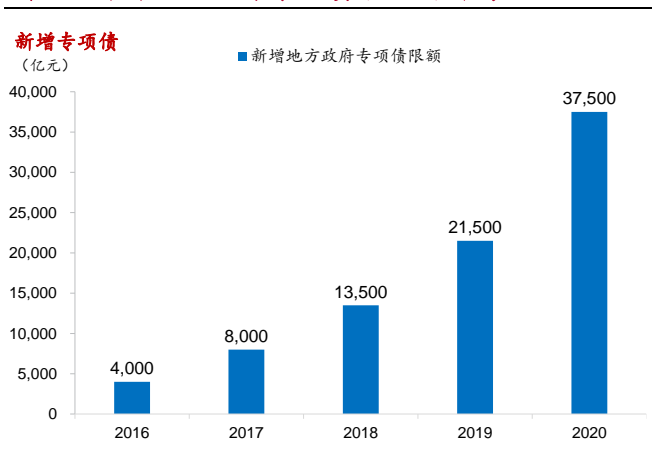


资料来源：WIND、招商银行研究院

（二）新增专项债：对基建拉动显著提升

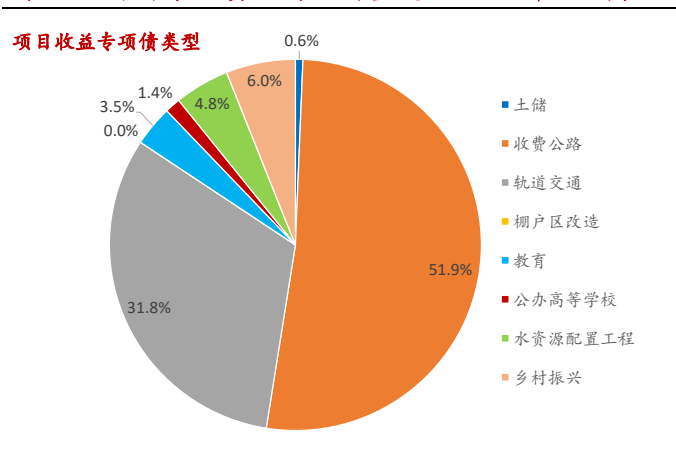
今年《报告》提出将新增地方政府专项债限额提高至 3.75 万亿，较去年大幅提高 1.6 万亿元。自 2014 年新的预算法修订以来，专项债已经成为地方基建投资的重要资金来源。加之中央之前出台的专项债资金可做项目资本金，以及不得用于土储和棚改领域等政策，预计今年专项债将对基础设施建设投资形成明显拉动：2019 年专项债用于土储和棚改的占比超过七成。

图 9：新增地方政府专项债限额创新高



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 10：新增专项债主要投向基建（2020 年 1-4 月）



资料来源：WIND、招商银行研究院

假设今年新增专项债中近八成的资金用于基建项目，同时有 3% 的项目符合专项债资金可做项目资本金比例要求，那么可做资本金的专项债资金可多撬

动基建投资 0.1 万亿，预计今年因专项债而新增的基建投资将达 2.9 万亿，较去年明显提高。

（三）特别国债：规模低于预期

《报告》明确今年将发行 1 万亿元抗疫特别国债，规模低于市场普遍预期的 2 万亿，可能与今年未设 GDP 增速目标相关。特别国债将全部转给地方政府，用于“抗疫”类政府投资。《报告》提出“加强公共卫生体系建设。用好抗疫特别国债，加大疫苗、药物和快速检测技术研发投入，增加防疫救治医疗设施，增加移动实验室，强化应急物资保障，强化基层卫生防疫”。

（四）减税降费：减负 2.5 万亿

《报告》明确今年为进一步纾困市场主体，减税降费将通过强化阶段性政策与制度性安排相结合的方式推进，全年预计将为市场主体减负 2.5 万亿元。其中，“强化阶段性政策”主要表现在，将于 6 月前到期的阶段性减税降费政策将延长至全年，小微企业和个体工商户所得税缴纳将一律延缓到明年，共计减负 2 万亿元。而“制度性安排”则主要表现在“继续执行下调增值税税率和企业养老保险费率等制度”，共计减税降费 5,000 亿元。在 2019 年已实现减税降费 2.36 万亿的情况下，今年继续实行更大规模的减负举措超出了市场预期，彰显了公共财政逆周期调节的重要作用。

但值得注意的是，今年《报告》中的“为企业新增减负超过 2.5 万亿元”口径与去年完成的“减税降费 2.36 万亿元”并不完全一致，原因在于今年的 2.5 万亿中部分为受疫情影响延缓至明年缴纳的所得税。相比直接减免税费，缓缴对企业投资的刺激作用显然要弱一些。若剔除缓缴所得税，今年的减税降费规模或低于去年。

图 11：为市场主体减负规模创新高

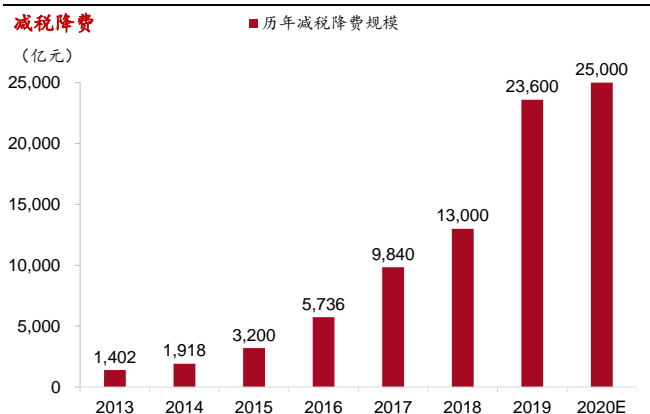
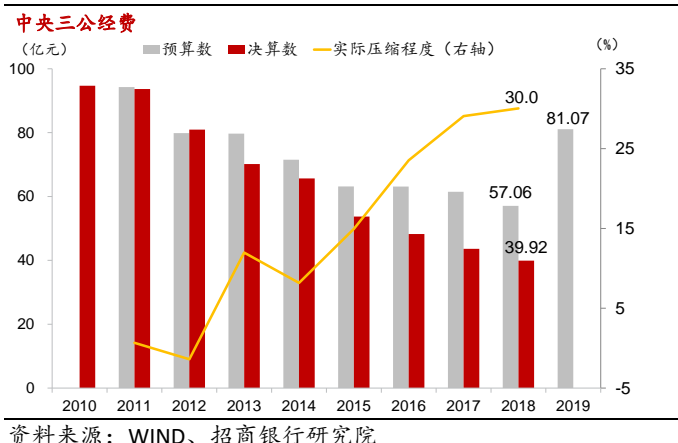


图 12：中央本级三公经费压缩力度逐渐加大



(五) 财政支出：优化结构

在实施大规模减税降费及财政增收乏力的情况下，进一步优化支出结构、挖潜增效就成为积极财政政策的必然选择。一方面，今年《报告》继续提出压减一般性支出、中央本级支出安排负增长、非急需非刚性支出压减 50%。从过去几年中央三公经费的预决算数据可以看出，中央每年都超额完成预算目标，且压减幅度大幅升高。另一方面，《报告》要求保障重点领域支出，包括就业和民生、脱贫、污染防治、重大风险防控、公共卫生、新型基础设施建设、新型城镇化建设，以及交通、水利等重大工程建设等方面。

表 3：财政货币政策对比

	2020 年	2019 年	变动方向
财政政策			
总基调	积极的财政政策要更加 积极有为	积极的财政政策要 加力提效	↑
赤字率	3.6%以上	2.8%	↑
赤字规模	3.76 万亿元	2.76 万亿元	↑
财政支出	无	>23 万亿元，增长 6.5%	
一般性支出	压减一般性支出	压减 5%以上	
地方政府专项债	3.75 万亿元	2.15 万亿元	↑
减轻企业税费负担	2.5 万亿元	近 2 万亿元	↑
基建	中央预算内投资 6,000 亿元 新增铁路投资 1,000 亿元	中央预算内投资 5,776 亿元 完成铁路投资 8,000 亿元 、公路水运投资 1.8 万亿元	↑
货币政策			
总基调	稳健的货币政策要更加 灵活适度	稳健的货币政策要 松紧适度	↑
货币供给	广义货币供应量和社融规模增速 明显高于去年 创新直达实体经济的货币政策工具	广义货币 M2 和社融规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配	↑
流动性	-	保持流动性 合理充裕	
利率	推动利率 持续下行	深化利率市场化改革，降低实际利率水平	↑
汇率	保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定	→
信贷	大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要 高于 40% 防止资金“空转”套利 鼓励银行合理让利	扩大信贷投放、降低贷款成本，精准支持实体；国有大型商业银行小微企业贷款要 增长 30%以上	↑

注：向上的箭头表示政策更为积极/宽松

资料来源：《政府工作报告》、招商银行研究院

四、货币政策：“宽信用”“降成本”

本次《报告》对货币政策的定调依然为“更加灵活适度”，整体表述略超市场预期。为实现“稳增长”、“保就业”等目标，货币政策有望进一步加大结构性宽松力度，并致力于推动“宽货币”传导至“宽信用”、引导贷款利率持续下行、破解小微企业融资难贵。

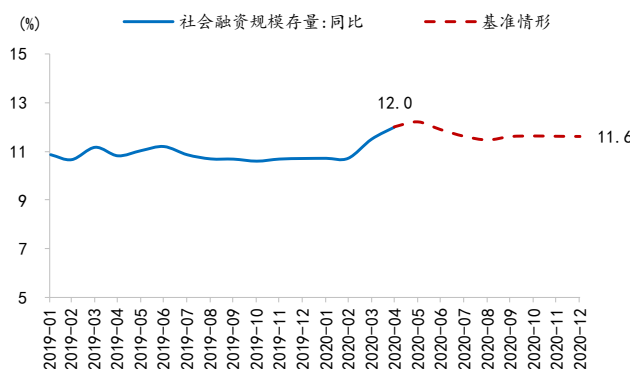
（一）“宽信用”：M2 和社融增速“明显高于去年”

政策重点在于大力“宽信用”，央行将“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”。这一表述较今年一季度货币政策执行报告的“保持 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配并略高”更为积极。2019 年末 M2 和社融增速分别为 8.7%和 10.7%，我们预计今年末会上升至 10.8%和 11.6%，对应全年社融增量达 29 万亿元（前值 25.6 万亿元）。相应地，报告也未提 2019 年的“宏观杠杆率基本稳定”，仅提到“重大金融风险有效防控”，关键或在于中小银行风险。

具体的信贷投向上，《报告》强调“大幅增加”制造业中长期贷款和小微企业信用贷、首贷、无还本续贷；《报告》还新增了“加大”外贸信贷投放、“增加创业担保贷款”的表述。此外，“债券融资”也将是社融的重要推动力。

图 13：今年 M2 增速或较去年末提升约 2pct

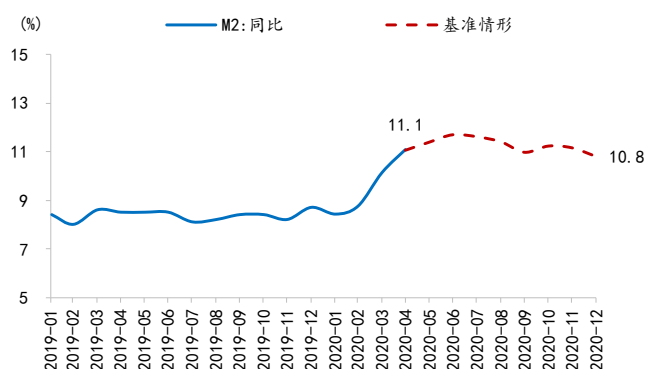
2020年社融存量同比增速预测



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 14：今年社融增速或较去年末提升约 1pct

2020年M2同比增速预测



资料来源：WIND、招商银行研究院

（二）精准施策：创新货币政策工具

《报告》首提“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”，我们预计将围绕结构性工具展开，通过创新定向工具“精准滴灌”中小企业。

常规政策操作方面，央行将“综合运用降准降息、再贷款等手段”。数量上，综合考虑二季度 MLF 到期量偏高、配合积极的财政政策，降准最快有望在 6 月落地；再贷款作为今年以来基础货币供给的重要角色，与再贴现额度合计已增

加 1.8 万亿元，未来将持续发力。价格上，MLF 降息亦有望在 6 月落地，幅度为 5-10bp，各期限政策利率将同步下调；LPR 仍有下行空间，基准情形下，1 年期 LPR 或将由当前的 3.85% 降至 2020 年末的 3.75%，5 年期 LPR 则由 4.65% 降至 4.6%。

（三）“降成本”：支持实体经济

央行将“推动利率持续下行”，也会注重“防止资金‘空转’套利”。资金面有望延续宽松态势，货币市场利率将低位运行，“降成本”亦将继续提速。银行将面临日益加大的息差压力：《报告》提出“鼓励合理让利”于实体，且信贷投放也将保持高增长。

在商业银行资产端收益率与负债端成本率部分倒挂的情况下，资金脱实向虚的风险有所显现：企业可通过“贷款/债券/票据-结构性存款/理财”实现套利，银行间市场亦存在回购加杠杆“趴账套利”现象。问题根源仍在于银行负债成本的刚性，降低存款基准利率有其必要性。

图 15：票据利率与存款利率上限倒挂

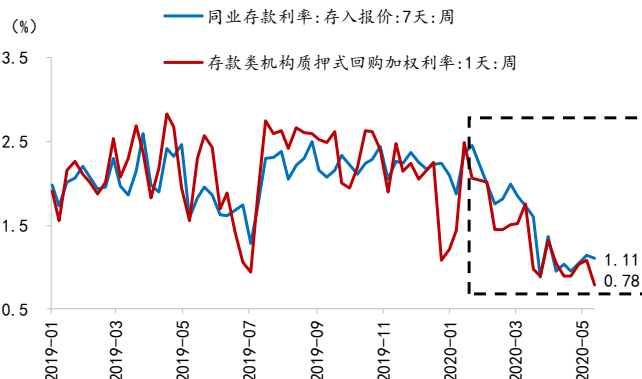
票据市场高频利率与存款利率走势



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 16：隔夜资金利率与同业存款利率倒挂

同业存款利率与 DR001 走势



资料来源：WIND、招商银行研究院

（四）“保市场主体”：纾困小微企业

“保市场主体”的着力点在于推动小微融资“量增价减”，包括“可获得性明显提高”和“综合融资成本明显下降”。

一是中小微企业贷款延期还本付息政策由今年 6 月 30 日延长至明年 3 月底，且“对普惠型小微企业贷款应延尽延，对其他困难企业贷款协商延期”。这一定程度上有助于缓解银行今年的资产质量压力，但另一方面，暂缓付息会影响银行的盈利能力，且政策退出时可能面临不良密集暴露的潜在风险。

二是大型商业银行的普惠型小微企业贷款增速底线由去年的 30% 进一步提升至 40%，在 2019 年超额完成任务的情况下，基数效应将使得今年完成目标的难度加大。截至 2019 年末，五家国有大型银行普惠型小微企业贷款余额为

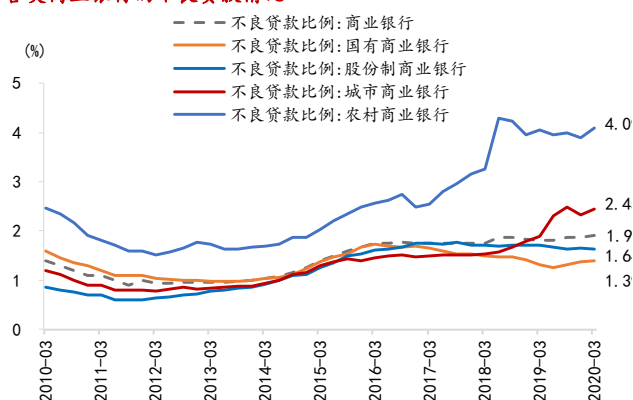
2.6 万亿元，较 2018 年末增加 9,028 亿元，增幅 53.1%；2020 年需增加 1.04 万亿元，较 2019 年的增量多 1,372 亿元。

三是小微信贷综合融资成本的降幅有望增加。国有大型银行的小微信贷成本在 2019 年下降了 1.35 个百分点，预计今年降幅将超过 1.35pct。

四是提出“大幅拓展政府性融资担保覆盖面并明显降低费率”，即通过信用增进的方式减少小微企业融资过程中的信息不对称问题，同时降低交易成本，从而促进企业的信用扩张。

图 17：城商行和农商行的不良贷款率上行

各类商业银行的不良贷款情况



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 18：今年以来商业银行净息差有所收窄

商业银行的净息差走势



资料来源：WIND、招商银行研究院

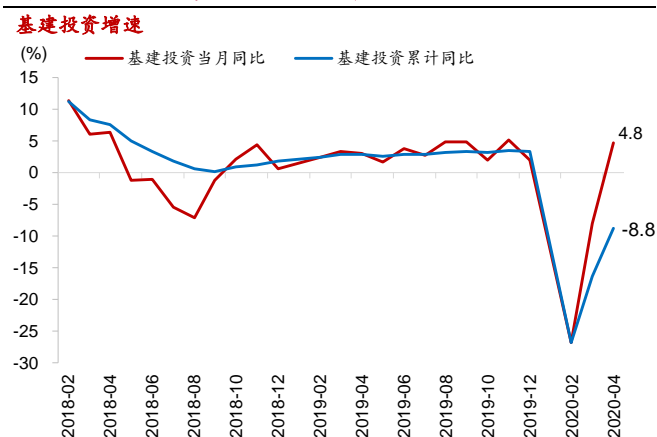
五、扩大内需：投资消费两大抓手

为应对新冠疫情冲击，《报告》提出要实施扩大内需战略，突出民生导向，使提振消费与扩大投资有效结合、相互促进。

（一）基建投资：“两新一重”

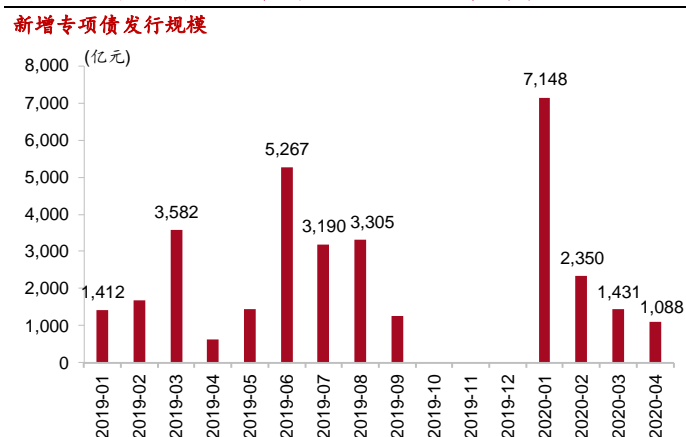
投资方面，基建首提“两新一重”，即新型基础设施建设、新型城镇化建设和重大工程建设。新基建在今年中央会议中被多次提及，未来 5G 应用、新能源汽车充电桩等投资有望持续加速。新型城镇化建设方面，《报告》指出“新开工改造城镇老旧小区改造 3.9 万个”，较去年 1.9 万套的规模大幅提升，推动力度明显加大。初步测算，全年旧改可带动基建投资金额约 2,000 亿元。重大工程方面，并未像往年对铁路、公路水运等投资给出具体投资计划，而是指出“增加国家铁路建设资本金 1,000 亿元”。从资金安排看，“中央预算内投资安排 6,000 亿元”，较去年小幅提升 224 亿元。如前所述，考虑到专项债的拉动作用，预计基建投资将成为今年“稳增长”的主要抓手，增速有望持续修复。

图 19：基建投资受到较大冲击



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 20：专项债发行节奏显著快速去年同期



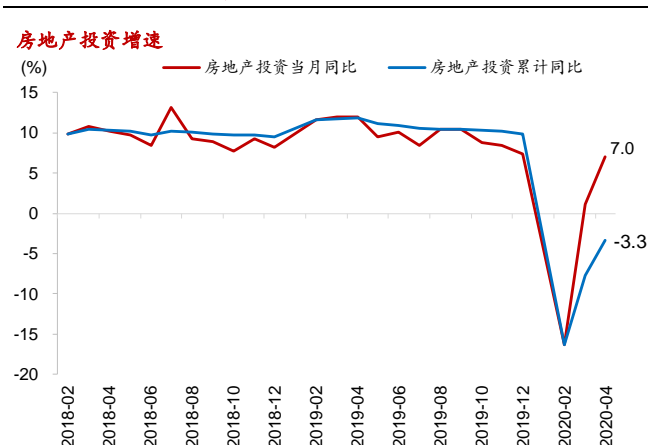
资料来源：WIND、招商银行研究院

（二）房地产：因城施策

《报告》再次强调“房住不炒”，重提“因城施策”，未提及“落实地方政府主体责任”和“建立长效机制”等内容，指向房地产调控政策或将边际放松，地方政策空间或有所加大。

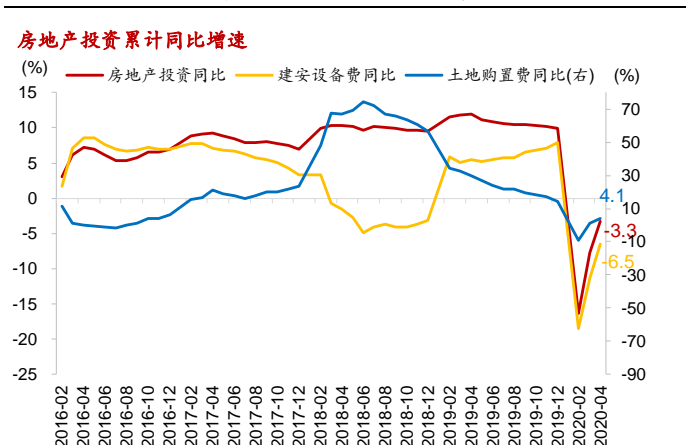
2019 年房地产投资全年同比增长 9.9%，对 GDP 形成了重要支撑。新冠疫情高峰过后房地产市场修复速度相对较快，1-4 月投资累计同比-3.3%，单月投资同比增速已经连续两月转正。考虑到未来宽信用的政策背景下企业融资环境将有所改善，以及居民购房成本趋于下降，房地产投资有望进一步修复，但全年增速较去年仍将显著回落，基准情形下为 5.0%。

图 21：房地产投资增速修复较快



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 22：房地产投资主要受土地购置费支撑



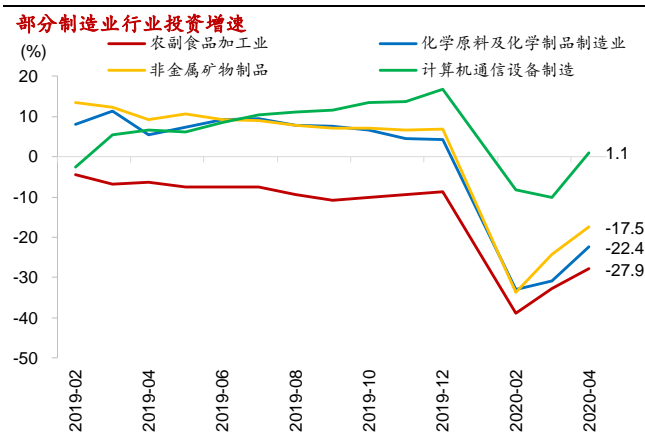
资料来源：WIND、招商银行研究院

（三）制造业：增强新动能

《报告》要求“推动制造业升级”，除了前文中提到的 5G 应用、新能源等，还明确指出“发展工业互联网，推进智能制造”，并要求“大幅增加”制造业中长期贷款。考虑到疫情冲击下，我国传统制造业投资和出口增速均大幅

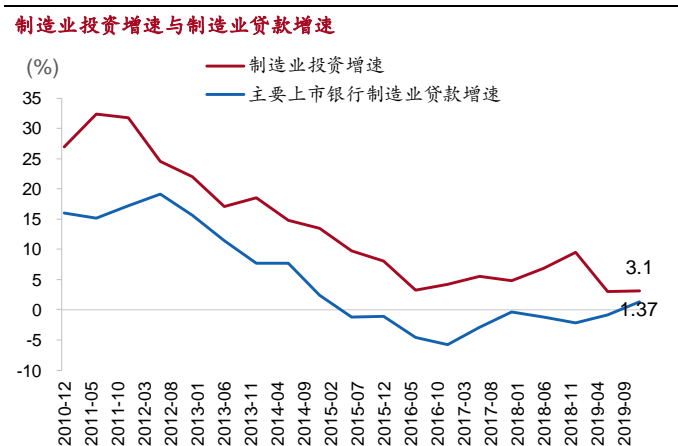
下滑，而计算机通信设备、集成电路等高技术产品的投资和出口则保持韧性，未来新动能行业有望保持快速发展，带动制造业投资增速修复。

图 23：高端制造业投资受冲击较小



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 24：制造业投资与制造业贷款相关性较强



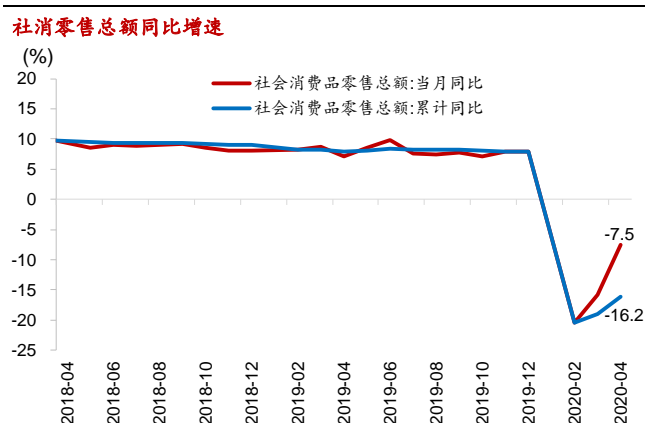
资料来源：WIND、招商银行研究院

（四）消费：多元发展

《报告》提出“推动消费回升”，并指出要通过“稳就业促增收保民生”的方式提高居民消费，但对消费的具体支持性政策整体上低于预期。线上消费有望得到进一步发展：《报告》一方面强调推动生活服务业恢复和线上线下融合；另一方面提出支持电商网购、在线服务等新业态发展，适应群众多元化需求。

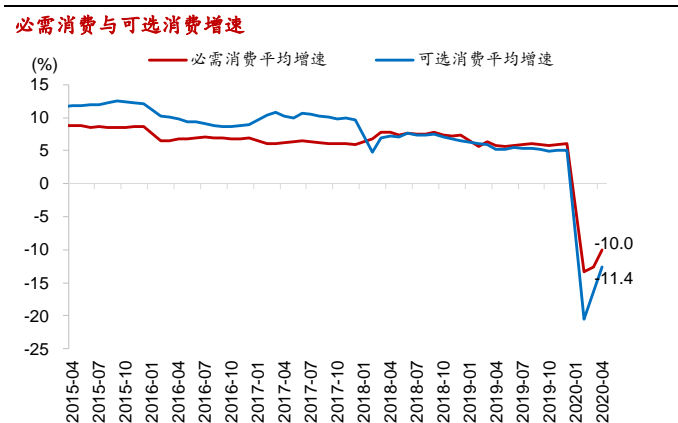
前瞻地看，未来消费修复仍将受到疫情的负面影响，全年增速或较去年显著下滑。一方面，居民收入增长放缓；另一方面，受制于输入型病例，防疫措施难以全面解禁，仍将对居民消费形成制约。基准情形下社消全年增长4.5%，显著低于2019年8.0%的增速。

图 25：4月社零名义增速有所反弹



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 26：可选消费增速下滑显著



资料来源：WIND、招商银行研究院

六、改革开放创新：内外兼修促发展

在疫情叠加经贸摩擦的冲击下，我国选择以扩大开放促改革促发展。

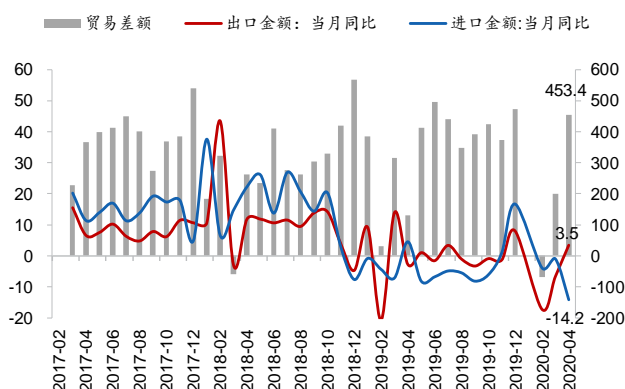
（一）开放：稳外贸、引外资

外贸方面，由于疫情对全球供应链的破坏短期内难以恢复，《报告》着重从两方面稳住外贸：一方面加强政策支持企业，包括增加信贷、降低成本、支持出口转内销等；另一方面坚定不移扩大开放，包括积极利用外资、高质量共建“一带一路”、推动贸易和投资自由化便利化等。此外，《报告》提到“共同落实中美第一阶段经贸协议”，未来双边贸易仍将是中美两国的重要议题。

前瞻地看，尽管我国出口由于复产领先全球而加速修复，但整体海外需求偏弱格局仍将延续，未来我国出口仍然承压；进口方面随着内需修复和逆周期政策落地或将逐步改善，但仍需政策加大力度对冲疫情对全球供应链带来的冲击。

图 27：我国复产领先全球带动出口加速修复

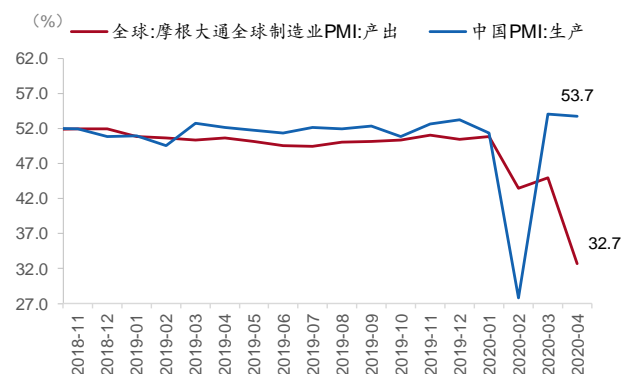
进出口增速及贸易差额



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 28：海外生产放缓给供应链带来冲击

PMI 生产指数



资料来源：WIND、招商银行研究院

（二）改革创新：激发市场主体活力

由于“六稳”“六保”任务艰巨繁重，《报告》改革和创新政策相比往年篇幅较短，结合今年的疫情形势更务实地提出了有针对性的举措。

在改革方面，一是加大对民营/中小企业的支持。如在常态化的疫情防控形势下，推动简化手续和线上化服务；促进要素市场化配置改革；限期清偿政府拖欠款项等。二是深化国资国企改革。《报告》明确“实施国企改革三年行动”，指向因疫情影响而延期发布的《国企改革三年行动方案》有望在两会后落地，国企改革的时间表和路线图即将明确。

此外，在创新方面，《报告》强调增强发展新动能，除了前面提到的推动制造业升级和新兴产业发展，《报告》还要求提高科技创新支撑能力，实行重点项目攻关“揭榜挂帅”，谁能干就让谁干，民营经济或在创新中发挥更为重要的作用。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇