

## 政府报告中隐含的经济增长是多少？

### ——兼论政策和市场含义

**引言：**政府工作报告中没有对具体 2020 年经济增速设定目标，但从其他设定的目标来看，仍然需要一定的经济增长作为支撑。我们从保就业和预算赤字率两个角度，对政府报告中隐含的经济增速做了测算。我们认为想要实现隐含的经济增长是较为困难的，因此政策宽松的步调可能更大。

#### 1、基于预算赤字率 3.6% 的实际经济增速是 3.5% 左右

基于预算赤字率 3.6% 以上，倒推名义 GDP 增长上限为 5.4%。预计今年 CPI 为 3.5%，PPI 为 -1.9%，综合来看平减指数为 1.9%，因此全年隐含的实际经济增长上限为 3.5% 左右。

#### 2、基于新增 900 万就业的实际经济增长可能在 3-3.6% 之间

政府报告中提出今年新增 900 万以上的就业目标，我们认为今年在经济结构调整且政策在全力保就业的前提下，就业弹性系数在 250-300 万人之间（2019 年就业弹性系数为 220 万人），那么隐含的实际经济增长为 3.0-3.6%。

#### 3、从现实情况出发，想要实现 3% 的增长是比较困难的

总的来说，今年政府工作报告的隐含的实际经济增长在 3-3.5% 的水平，高于国际机构的预测（IMF 对中国增长的预测分别为 1.2%）。如果把经济数据拆的更细，我们发现：若全年经济增长想实现 3%，整体来看还是具有一定难度的。按照 2019 年消费投资的贡献率和占比，社零消费 2020 年需要 3.7% 的增速，这样 Q3-Q4 需要达到 10% 以上（2019 年是 7-8%）。其次是投资，2020 年固定资产投资可能要在 2.7% 以上，其中制造业投资累计同比需达到 -5%、基建投资累计同比达到 13% 左右、房地产投资（不包括土地购置费）累计同比达到 2%。此外，净出口可能对 GDP 的贡献为负。因此，要想实现 3% 的经济增长还是比较困难的，具体消费相较于投资可能更难，更多还要依靠政策的指引和帮助。

#### 4、财政政策力度整体可以，广义财政扩张明显将对货币放松诉求更高

从财政政策上看，整体力度可以，全年广义财政约为 8.5 万亿的规模。今年财政赤字比去年多 1 万亿，也就是 3.7 万亿；新增 1 万亿特别抗疫国债；地方政府专项债新增 3.75 万亿，比去年多 1.6 万亿，全年政府增支减收约出现 8.5 万亿的赤字规模。今年因为疫情而多出来财政新增规模约 6 万亿以上，假设其中 70% 用于居民收入，那么广义财政中剩余的 4.3 万亿用于投资基础设施建设当中。

从货币政策上看，我们认为，广义财政超预期将对货币政策的诉求上升。政府报告中提到地方政府专项债 3.75 万亿、抗疫特别国债 1 万亿等均属于广义财政范畴。一般来说专项债的项目是需要有一定收益和现金流的，这使得专项债等广义财政相比一般性财政支出更能够撬动社会资本，产生乘数效应。我们预计 2020 全年社融可能突破 32 万亿，余额同比在 13% 以上。

#### 5、对股债的看法：看好 A 股的结构行情

**股市：**流动性宽松、风险偏好修复将是支撑 A 股未来上涨的核心动力。行业比较方面，首先科技股将更加受益于流动性宽松，向上弹性依然较大；第二，金融地产 PB 估值位于历史最低分位，低估值修复的可能性较强；第三，基建超预期将带动板块持续收益。

**债市：**长端利率向下空间有限，短端利率保持稳定。长端看，经济基本面风险部分定价（市场下修 Q2 经济增长），通胀不确定增加导致长端向下空间有限。短端利率受到货币政策、流动性、风险偏好等共同影响，我们预计可能保持稳定。

**风险提示：**疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001  
duanxiaole@gjzq.com.cn

高翔 联系人  
gaoxiang1@gjzq.com.cn

## 内容目录

|  |   |
|--|---|
| 一、基于预算赤字率 3.6% 的实际经济增速是 3.5% 左右 .....    | 3 |
| 二、基于新增 900 万就业的实际经济增长可能在 3-3.6% 之间 ..... | 3 |
| 三、从现实情况出发，想要实现 3% 的增长是比较困难的 .....        | 4 |
| 四、财政政策力度可以，广义财政扩张明显对货币放松诉求更高 .....       | 5 |
| 五、对股债的看法：看好 A 股的结构行情 .....               | 6 |

## 图表目录

|   |   |
|---|---|
| 图表 1：财政赤字 1 万亿，赤字率 3.6% 以上，名义 GDP 增长的弹性测算 ..... | 3 |
| 图表 2：就业弹性系数（万人） .....                           | 4 |
| 图表 3：固定资产投资累计同比 .....                           | 5 |
| 图表 4：股票性价比高于债券（%） .....                         | 6 |
| 图表 5：上证指数剔除 ROE 和无风险利率后风险偏好的贡献（%） .....         | 7 |
| 图表 6：市场风险偏好较低（%） .....                          | 7 |
| 图表 7：行业 PE-TTM 估值 .....                         | 8 |
| 图表 8：行业 PB 估值 .....                             | 8 |

**引言：**政府工作报告中没有对具体 2020 年经济增速设定目标，但从其他设定的目标来看，仍然需要一定的经济增长作为支撑。我们从保就业和预算赤字率两个角度，对政府报告中隐含的经济增速做了测算。我们认为想要实现隐含的经济增长还是比较困难的，而政策特别是货币政策宽松的步调可能是更大的。

### 一、基于预算赤字率 3.6% 的实际经济增速是 3.5% 左右

**预算赤字率 3.6% 以上，倒推名义 GDP 增长上限 5.4%。**政府工作报告中提到：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。2019 年财政赤字率 2.8%，财政赤字规模 2.76 万亿，增加 1 万亿至 3.76 万亿，这样按照赤字率下限 3.6% 倒推今年名义 GDP 增长为 104.4 万亿，那么同比 2019 年 99.0 万亿增长 5.4%，也就是说名义 GDP 增长上限是 5.4%。若今年名义 GDP 是 2%，且仍以 1 万亿财政赤字计算，则赤字率将定在 3.7% 以上。

**预计今年平减指数为 1.9%，则全年实际 GDP 同比上限为 3.5% 左右。**政府报告中明确 CPI 为 3.5% 左右，我们测算的 2020 年 PPI 约为 -1.9%（最近油价和有色金属价格回升较快），则全年平减指数估计为 1.9%。因此，全年实际 GDP 同比增长上限为 3.5% 左右。

图表 1：财政赤字 1 万亿，赤字率 3.6% 以上，名义 GDP 增长的弹性测算

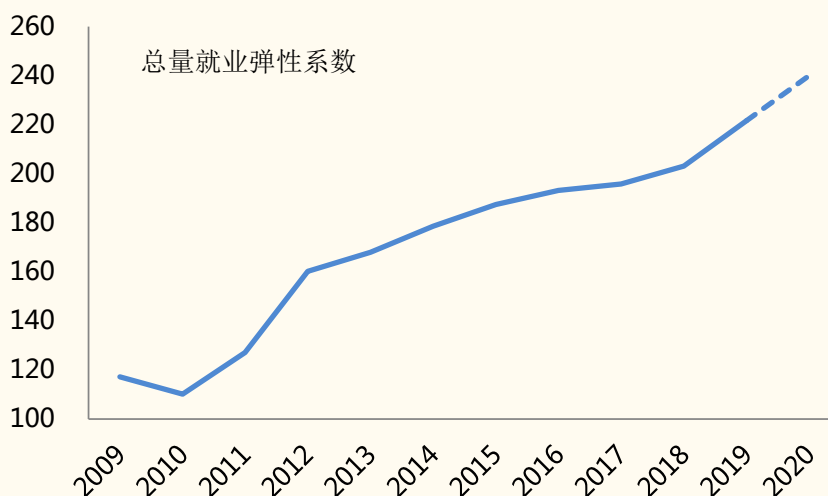
| 2019 年名义 GDP 增长（万亿） | 2019 年财政赤字率 | 2019 年财政赤字（万亿） | 2020 年财政赤字（万亿） | 2020 年财政赤字率 | 2020 年名义 GDP 增长（万亿） | 2020 年名义 GDP 同比增长 |
|---------------------|-------------|----------------|----------------|-------------|---------------------|-------------------|
| 99.1                | 2.80%       | 2.76           | 3.76           | 3.60%       | 104.44              | 5.39%             |
|                     |             |                |                | 3.70%       | 101.62              | 2.54%             |
|                     |             |                |                | 3.80%       | 98.95               | -0.15%            |

来源：Wind，国金证券研究所

### 二、基于新增 900 万就业的实际经济增长可能在 3-3.6% 之间

**就业弹性 250-300 万人，今年实际增长需要 3-3.6%。**政府工作报告中提到“2020 年城镇新增就业 900 万人以上，城镇调查失业率 6.0% 左右，城镇登记失业率 5.5% 左右”。而 2019 年报告中的目标是“城镇新增就业 1100 万人以上，城镇调查失业率 5.5% 左右，城镇登记失业率 4.5% 以内”。2019 年新增就业人数实际值为 1352 万人实际经济增速为 6.1%，就业弹性约是 220 万人。我们假设今年就业弹性系数可能因为经济结构的调整而增大，且今年在全力保就业的前提下，就业弹性可能达到 250-300 万人之间，那么今年 900 万人的目标要求需要 3-3.6% 的经济增速。

图表 2：就业弹性系数（万人）



来源：Wind，国金证券研究所

### 三、从现实情况出发，想要实现 3% 的增长是比较困难的

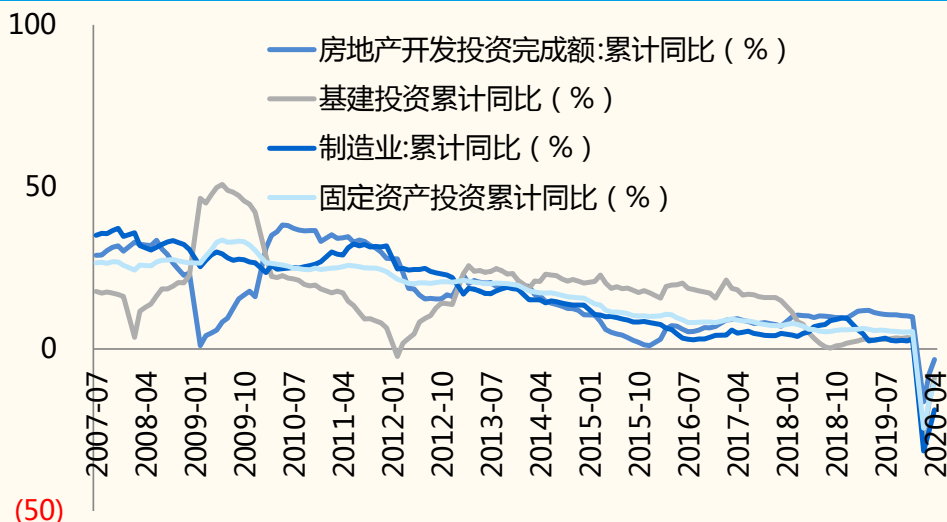
总的来说，今年政府工作报告的隐含的实际经济增长在 3-3.5% 的水平，高于国际机构的预测，IMF 对中国增长的预测分别为 1.2%。如果把经济数据拆的更细，我们发现：若全年经济增长想实现 3%，整体来看还是具有一定难度的。

首先是消费，Q3-Q4 消费消费需要达到 10% 以上。我们按照 2019 年的分项贡献率来看，GDP 增量中消费的贡献率 57%，因此消费需要贡献 1.7 个百分点。而国内生产总值中有 54% 是最终消费支出，最终消费支出中有 85% 是社零，因此反映到社零增速上应是 3.7%。一季度社零增速为 -15.8%，后三个季度即使 Q2 回到去年同期水平（7-8% 左右），Q3-Q4 当季同比必须升至 10% 以上全年才能达到 3.7% 的水平。

其次是投资，制造业投资累计同比需达到 -5%、基建投资累计同比达到 13% 左右、房地产投资（不包括土地购置费）累计同比达到 2%。2019 年 GDP 增量中投资的贡献率 40%，因此投资需要贡献 GDP 增长 1.2 个百分点。而国内生产总值中有 45% 是资本形成总额，但固定资产投资是资本形成总额的 1.8 倍（二者主要区别表现在：一是固定资产投资包括土地购置费，旧设备购置费、旧建筑物购置费，固定资本形成总额不包括这些内容。二是固定资产投资不包括城镇和农村非农户 500 万元以下项目的固定资产投资，固定资本形成总额包括这部分投资。三是固定资产投资不包括矿藏勘探、计算机软件等知识产权产品的支出，固定资本形成总额包括这方面的支出。四是固定资产投资不包括房地产开发商的房屋销售收入和房屋建造投资成本之间的差额，即商品房销售增值，固定资本形成总额则包括这一内容）。历史上看，固定资产投资增速高于资本形成总额增速，2019 年高出 1 个百分点。对于 2020 年来说，在土地购置费增速较高（截止 2020 年 4 月，土地购置费累计同比已升至 4.1%，因此我们预计固定资产投资可能高于 2.7%）、且房价稳定下行（房住不炒，整体房价不会大幅上行或下行）的情况下，固定资产投资增速仍将高于资本形成总额增速。我们假设最终资本形成总额在 2.7% 左右，固定资产投资增速最终应高于这一数值。我们考虑最终固定资产投资（剔除土地购置费和房价升高增值的部分去掉，

且不考虑 500 万元以下固定资产投资以及矿藏勘探、计算机软件等支出）增速可能在 2.7% 左右。我们根据基建、制造业、房地产占固定资产投资的比重分别为 27%、30% 以及 33%（虽然房地产投资开发完成额只占固定资产投资 17%，但其对固定资产投资的影响很大，所以我们对其权重给的更高），再结合各个投资的相关情况，最终得到基建投资增速今年需要达到 13%（4 月累计同比-8.8%），房地产投资（不包括土地购置费）增速达到 2%（4 月建安投资是-6.7%），制造业投资达到-5%（4 月累计同比为-18.8%）。

图表 3：固定资产投资累计同比



来源：Wind，国金证券研究所

此外，净出口今年仍有可能对 GDP 的贡献为负。虽然 4 月出口同比 3.5%，同比转正，但可能和基数、防疫物资（口罩等）、以及 3 月订单积压有关，因此未来出口下行趋势较为确定。反观国内，疫情对中国需求的影响最坏的时间已经过去，随着疫情逐渐得到控制、复工率逐渐回升、政策逐步转向刺激经济，国内的生产和消费预计将逐步回升，尤其在“稳增长”的政策支持下，未来基建、消费可能回升力度较大，从而对进口形成支撑。因此，全年净出口对 GDP 的贡献可能为负。

总的来说，要想实现 3% 的经济增长还是比较困难的，其中消费相对于投资更加困难，更多可能还要依靠政策的指引和帮助。而政策的侧重点在于保就业、保民生、保市场主体。总理在 5.28 答记者问上，强调了“如果统算一下，实现了“六保”的任务，特别是前“三保”，我们就会实现今年中国经济正增长，而且要力争有一定的幅度，推动中国经济稳定前行”。所以今年在国内外疫情不在发生重大变化的情况下，实现正增长是没问题的，但至于幅度的多少还是要看政策的力度，我们认为 3% 的经济增长是比较困难的。

#### 四、财政政策力度可以，广义财政扩张明显对货币放松诉求更高

从财政政策上看，整体力度还是可以的，全年政府发债加减税降费约出现 8.5 万亿的规模。简单算一笔账：今年财政赤字比去年多 1 万亿，也就是 3.7 万亿；



新增 1 万亿抗疫特别国债；地方政府专项债新增 3.75 万亿，比去年多 1.6 万亿；全年政府增支减收约出现 8.5 万亿的赤字规模。

从防疫的角度来看，今年因为疫情而多出来的财政新增规模是 6 万亿以上。今年规模性政策分两块：一块是赤字和特别国债总共两万亿，另一块是减免社保费、失业保险、垄断性企业降价、银行让利等等，按照总理的说法是超过 4 万亿。6 万亿中直接支撑居民收入大概有 70%，也就是 4.2 万亿左右，可以理解为用于消费的量。那么另外一块就是用于投资的量，约 4.3 万亿。因此今年整个财政政策的规模还是有力度的。

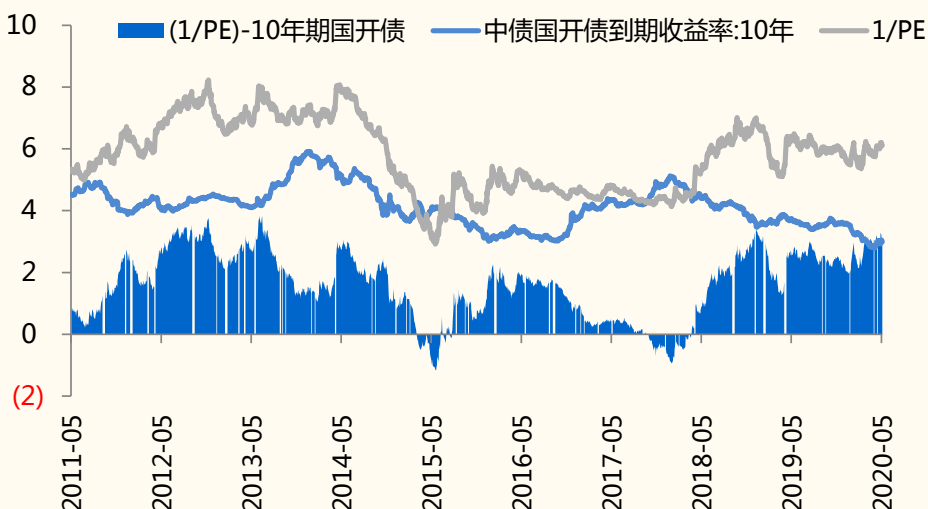
我们认为，可能更重要的点在于广义财政超预期对货币政策的诉求上。政府报告中提到地方政府专项债 3.75 万亿、抗疫特别国债 1 万亿等均属于广义财政范畴。一般来说专项债的项目是需要有一定收益和现金流的，这使得专项债等广义财政相比一般性财政支出更能够撬动社会资本，产生乘数效应。因此，广义财政对货币政策的需求更大。因此我们认为央行还将动用公开市场操作、降准、降息、再贷款等方式放大流动性。2020 全年社融可能突破 32 万亿，余额同比在 13% 以上。详细内容请参看报告《广义财政扩张对货币宽松的诉求更高》。

## 五、对股债的看法：看好 A 股的结构化行情

股市：流动性宽松、风险偏好修复将是支撑 A 股未来上涨的核心动力。

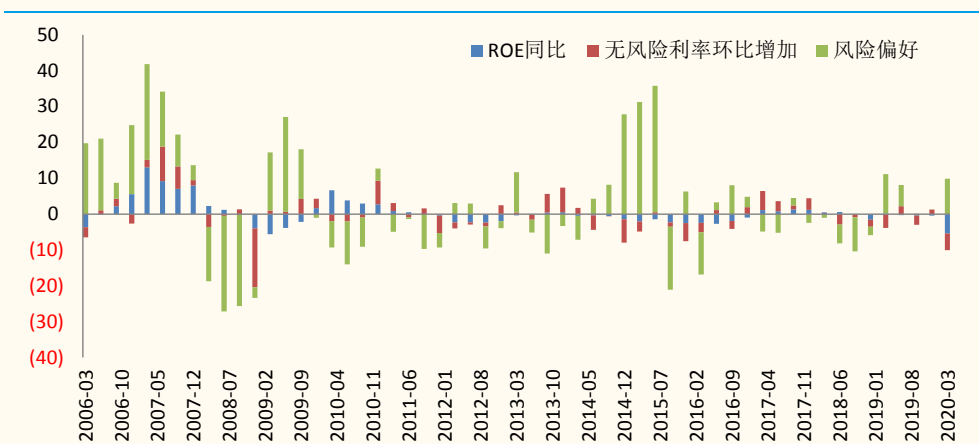
从风险偏好的角度看，A 股已处于历史较低位置。近期主要在中美关系、华为被制裁、疫情对内外需影响、政府报告不及预期，未来不确定性较大对 A 股造成影响，但我国股市风险偏好已处于历史较低位置。三个指标可供参考：一是  $(1/PE) - 10$  年期国债收益率，该值越高表明股票相较于债市配置价值越大，现阶段处于 2011 年以来最高位置；二是量化的风险偏好指标，以上证指数环比作为因变量，ROE 同比变化（ROE 有季节性）、10 年期国债收益率环比变化为自变量做多元线性回归，得到的残差来衡量风险偏好，该数值位于历史较低水平；三是从高市盈率股票相对于沪深 300 的涨幅来衡量，该值也显示风险偏好较低。

图表 4：股票性价比高于债券 (%)



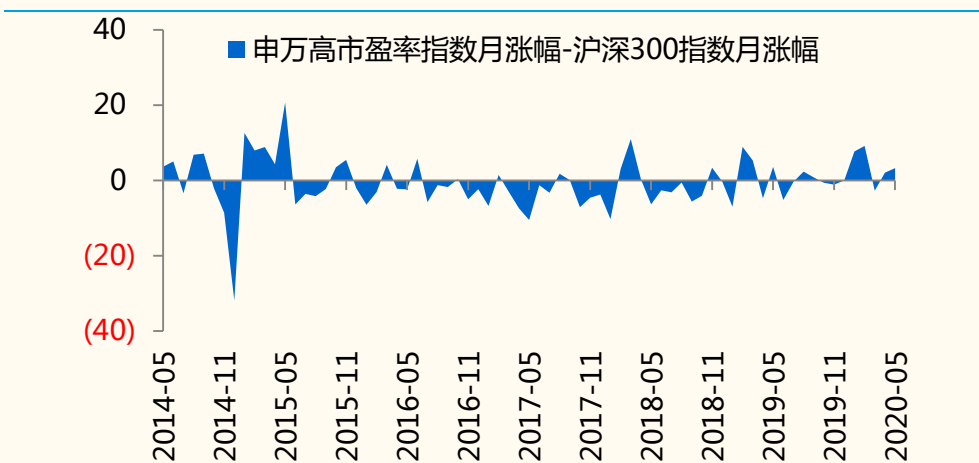
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：上证指数剔除 ROE 和无风险利率后风险偏好的贡献 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：市场风险偏好较低 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

从基本面角度看，基本面风险部分定价。二季度已经过完两个月，外需衰退对我国基本面的冲击已经部分反映在股市的定价中（2900 跌至 2800），目前市场对 Q2 经济增长定在 3.1%（4 月份时在 4%）。而投资者也基本上能对企业二季报有一个大致的判断。因此基本面风险仍存，但并非主要矛盾。

**流动性宽松将是 A 股上涨的重要动力。**第一，经济增长实现 3% 的难度较大，必须依托一定的政策力度；第二，广义财政力度更大将对货币政策的需求更高。第三，为应对疫情全球央行极度宽松的货币政策趋势已经形成，若疫情对世界经济的伤害是短期的，只造成几个季度或者一年的衰退，那么整体上货币政策退出是必要的，但央行宽松需要看到经济增长实质性恢复，因此时间上可能是滞后的，这将带来资产价格上涨。A 股全球资产中具有较低估值、中国率先从疫情中走出也具有较高的比较优势，因此将受益于全球流动性宽松的格局。

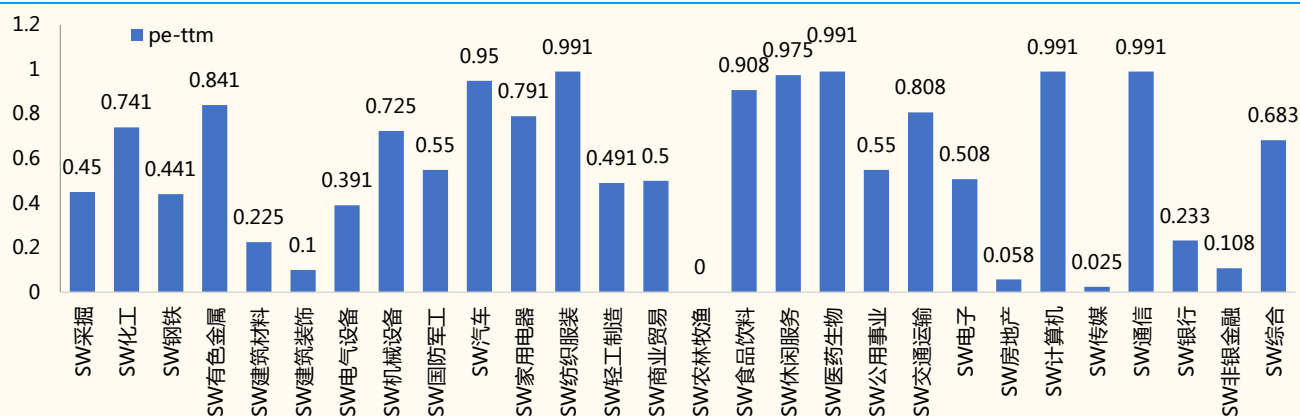
**行业比较方面，首先科技股将受益于流动性宽松，向上弹性依然较大。**目前以半导体芯片为主的上市企业主要被风险情绪压制（中美关系、外需衰退风险、封锁华为等）。但我们认为，风险偏好已经处于历史较低水平，未来流动性持续宽松，现金流在未来，久期更长的资产将更加收益于利率下行和流动性宽松。

未来情绪边际改善或者基本面修复较好（例如被压制的消费电子需求上升），科技股将拥有更大的弹性。

**第二，金融地产 PB 估值位于历史最低分位，低估值修复的可能性较强。**金融和地产长期低估值的原因在于存在重资产存在较高的风险，现阶段国家以稳增长为主，金融和地产的系统性风险存在但发生的概率较低。从估值的角度来看，银行和非银金融 PB 位于历史最低分位，地产位于 0.8%分位，向下空间有限。从基本面角度看，房地产投资增速是三大固定资产投资恢复最好的一个，今年“房住不炒”的大环境下，房企需求端可能受限，但成本端（土地供应和融资成本）有望宽松。

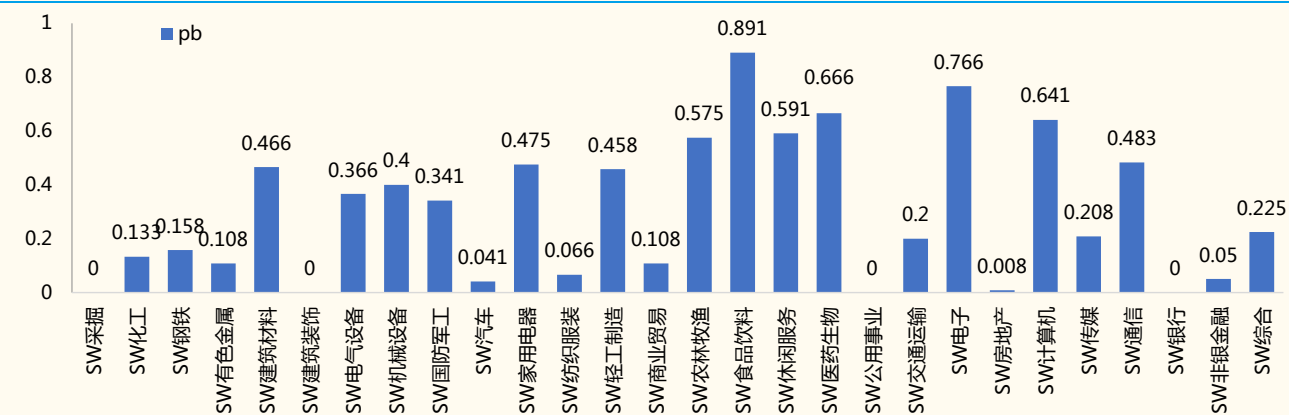
**第三，基建超预期，带动传统基建板块持续收益。**根据我们的测算，这次 8.5 万亿美元的支出赤字当中，约有 4.5 万亿是用于基建的。专项债高于预期、抗疫特别国债以及 1 万亿财政赤字等使用权在地方政府，未来投向基建的可能性较大。同时基建项目偿还账款趋势结束，未来更多的政府和市场资金将用于项目建设上，不用借新还旧。因此，我们预计今年基建投资增速有望达到 13%左右。

图表 7：行业 PE-TTM 估值



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：行业 PB 估值



来源：Wind，国金证券研究所



**债市：长端利率下行空间有限，短端利率保持稳定。**

从长端利率来看，二季度基本面风险已部分定价（市场下修 Q2 经济增长），但通胀的不确定性有所增加（5 月需求改善明显，工业品库存持续下降，价格回升，未来海外经济逐渐恢复，国内经济在政策的引导下反弹力度较大，叠加全球流动性宽松，可能导致通胀超预期），通胀预期有所升温。未来疫情影响下的经济增长仍存在不确定性，但随着国内基本面边际好转，向下空间比较有限。

**短端利率受到 3 个方面影响**，一是降准降息仍有空间，但市场已经部分定价；二是流动性宽松带动利率下行，全年社融 32 万亿以上；三是风险偏好改善导致短端利率难以大幅下行，因此我们判断短端利率可能保持稳定。

**风险提示：**

- 1、 疫情扩散速度和范围远超预期，导致经济和社会活动受到重大影响；
- 2、 政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；
- 3、 部分行业受到负面影响远超预期。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH