

政策突出“保就业”，“两新一重”扩需求

——A股市场投资策略专题报告

分析师： 宋亦威

SAC NO: S1150514080001

2020年05月25日

证券分析师

周喜

022-28451972

SAC NO: S1150511010017

宋亦威

022-23861608

syw_bhzq@126.com

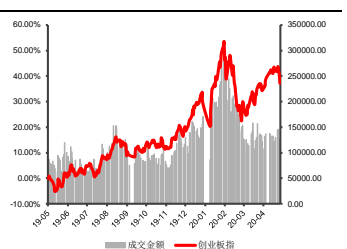
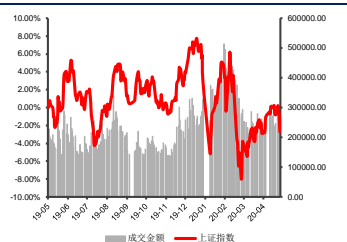
助理分析师

严佩佩

022-23839070

SAC No: S1150118110003

指数一年走势图



相关研究报告

《外需向内需切换，市场将筑底完成——A股市场2020年5月投资策略报告》

《疫情推动预期切换，政策对冲需求放缓——A股市场2020年二季度投资策略报告》

《外资让位内资，情绪让位业绩——A股市场2020年3月投资策略报告》

《市场情绪宣泄后，结构行情重归时——A股市场2020年2月投资策略报告》

投资要点：

- 回顾2012年后的两会行情，2012年至2014年三年的两会期间，市场虽都以下跌告终，但随后的五年两会行情相对平稳，均以微涨为主，对于两会后的市场表现，则并无明显规律。两会期间管理层政策预期的变化，对市场也有一定的影响，如2015年，两会期间管理层力挺互联网经济，两会传递的超预期信息让会后的股市出现了大涨。对于今年两会，能否出现超预期的内容提振市场，一看，各部委负责人的政策信号传递，二看，总理答记者问的情况。不过今年无论是全球疫情因素，还是中美之间的问题都令当前的市场处在一个非稳态的环境中，因而市场的主导因素，未必仅由两会所决定。
- 政府工作报告方面，2020年政府工作报告未设GDP目标，我们根据今年3.6%的赤字率、3.76万亿元的赤字规模，预计今年名义GDP增速或在5.4%的水平。对于今年的经济工作任务，整体以“稳定经济基本盘”为主，政策侧重“保就业”。今年财政赤字中的1万亿，以及另发行的1万亿抗疫特别国债将转给地方，主要聚焦于减税降费、减租降息、扩大消费和投资等民生领域，以稳住经济基本盘为主。货币政策方面，将通过“降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年”，基调仍偏宽松。对冲政策方面，以提振消费和扩大投资为主要抓手，可关注消费的刺激，以及“两新一重”领域的投资机会。
- 策略方面，本次两会未设经济增长目标，全年将以“稳就业”为主，以期通过超大力度刺激消费及投资等托底举措来稳增长预期落空，能否出现超预期的内容仍需观察，可关注稳住经济“基本盘”下“两新一重”领域的投资机会。外围方面，中美竞争背景下，科技板块关键领域国产替代逻辑加强。此外，欧洲《巴黎协定》以及政府补贴接连出台下，新能源汽车板块中长期逻辑仍在。同时还推荐军工板块，其兼具弱周期等特征，且主题性特点突出，板块的配置价值有所提升。
- 风险提示：经济下行压力加大，中美摩擦升级，政策推动不及预期。

目 录

1	两会期间的市场表现	4
2	稳“基本盘”成主基调，政策侧重“保就业”	6
2.1	财政政策赤字率提升明显	7
2.2	货币政策基调仍偏宽松	7
2.3	对冲政策主抓消费、投资	8
3	关注方向.....	9

图 目 录

图 1：两会期间上证综指波动较小	5
图 2：会前和会后 30 个交易日上证综指走势	5
图 3：财政压力明显增大（单位：%）	7
图 4：税收收入减少而财政刚性支出不减（单位：%）	7
图 5：地方政府专项债明显增加（单位：亿元）	9

1 两会期间的市场表现

回顾 2012 年以来的两会安排，除今年以外的其他年份，每年的 3 月 3 日是政协会议开幕的时间，3 月 5 日人大会议开幕。而闭幕时间则并不一致，人大会议最早在 13 日，最晚到 20 日才闭幕，以往的两会往往持续 11 天到 18 天不等。而此次会议，由于疫情的原因，无论在召开时间上、持续时间和会议的形式上都有很一定变化，安排上更为紧凑。

对于两会期间行情的发展，素有“两会期间无行情”的股谚。不过回顾 2012 年后的两会行情，2012 年至 2014 年三年的两会期间，市场虽都以下跌告终，但随后的五年两会行情相对平稳，均以微涨为主。总体来看，近几年两会期间行情整体相对平淡，波动相对于前期市场呈现一定收敛特征。

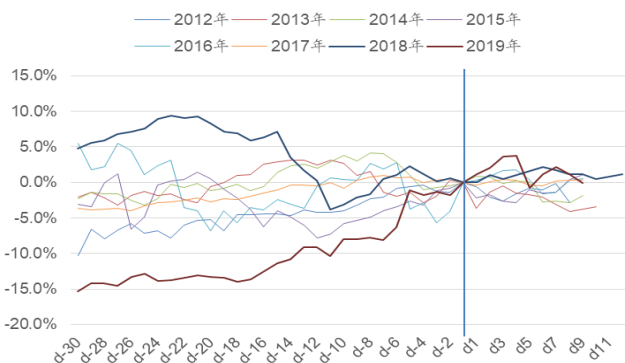
表 1：两会前后上证综指的涨幅情况

年份	政协开幕前 30 个交易日	两会期间	两会后 30 个交易日
2019 年	17.24%	0.93%	2.40%
2018 年	-5.09%	1.11%	-4.35%
2017 年	3.17%	0.36%	-2.61%
2016 年	-3.05%	0.52%	3.29%
2015 年	1.04%	1.10%	34.23%
2014 年	3.08%	-1.81%	1.94%
2013 年	5.19%	-3.44%	-3.20%
2012 年	9.63%	-2.82%	-0.71%

资料来源：Wind，渤海证券研究所

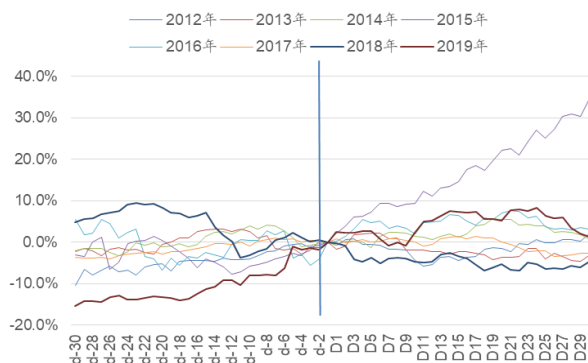
而对于两会后的市场表现，则并无明显规律，我们分别统计了 2012 年以来两会前后各 30 个交易日的上证涨幅。从近 8 年的情况来看，有四年会前和会后呈现相反的走势，另外四年的会后走势呈现延续特征。两会期间管理层政策预期的变化，对市场也有一定的影响，像 2015 年，两会期间管理层力挺互联网经济，两会传递的超预期信息让会后的股市出现了大涨。

图 1：两会期间上证综指波动较小



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 2：会前和会后 30 个交易日上证综指走势



资料来源：Wind，渤海证券研究所

对于今年两会，内容上较为重磅的政府工作报告已经发布，传递的政策信息有所取舍，总体符合市场预期。会议进程中，能否出现超预期的内容提振市场，一看，各部委负责人的政策信号传递，二看，总理答记者问的情况。不过，应指出的是以往的两会期间，外部环境相对平稳。即便是 2018 年中美贸易摩擦的发端之年，也是在两会结束后的 3 月 22 日才硝烟骤起。今年的情况有较大区别，无论全球疫情因素，还是中美之间的问题都令当前的市场处在一个非稳态的环境中。因此，市场的主导因素，未必仅由两会所决定。

2 稳“基本盘”成主基调，政策侧重“保就业”

表 2：政府工作报告对比

【渤海策略】政府工作报告对比			
重点	2018年	2019年	2020年
国内外形势	机遇和挑战并存。世界经济有望继续复苏，但不稳定不确定因素很多，国内处于攻关期	我国发展面临的环境更复杂更严峻，可以预料和难以预料的风险挑战更多更大，要做好打硬仗的充分准备	当前和今后一个时期，我国发展面临风险挑战前所未有
GDP	6.50%	6%—6.5%	无目标
CPI	3%左右	3%左右	3.5%左右
城镇新增就业	1100万人以上	1100万人以上	900万人以上
城镇调查失业率	5.5%以内	5.5%左右	6%左右
城镇登记失业率	4.5%以内	4.5%以内	5.5%左右
农村贫困人口	——	减少1000万以上	全部脱贫
单位国内生产总值能耗	下降3%以上	下降3%左右	继续下降
财政目标	积极的财政政策取向不变，要聚力增效	积极的财政政策要加力提效	积极的财政政策要更加积极有为
赤字率	2.60%	2.80%	3.60%
财政赤字	2.38万亿元	2.76万亿元	3.76万亿元+1万亿元抗疫特别国债
中央财政赤字	1.55万亿元	1.83万亿元	2.76万亿元
地方财政赤字	8300亿元	9300亿元	2万亿元（含1万亿元特别国债）
财政支出	21万亿元	超过23万亿元	优化财政支出结构，中央本级支出安排负增长，其中非急需非刚性支出压减50%以上
减税	制造业等行业现行增值税16%的税率降至13%；交通运输业、建筑业等行业现行10%的税率降至9%；保持6%一档的税率不变，但通过采取对生产、生活性服务业增加税收抵扣和配套措施，确保所有行业税负只减不增	改革完善增值税制度，按照三档并两档方向调整税率水平，重点降低制造业、交通运输等行业税率，提高小规模纳税人年销售额标准。全年再为企业和个人减税8000多亿元	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；预计全年为企业新增减负超过2.5万亿元
降费	降低企业社保缴费负担，下调城镇职工基本养老保险单位缴费比例，各地可降至16%	全年要为市场主体减轻非税负担3000多亿元	
地方专项债	2.15万亿元	1.35万亿元	3.75万亿元
货币政策	保持广义货币M2、信贷和社会融资规模合理增长	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	引导广义货币供应量和信贷规模增速明显高于去年
就业政策	着力促进就业创业。加强全方位公共就业服务，大规模开展职业技能培训，运用“互联网+”发展新就业形态	首次将就业优先政策置于宏观政策层面，旨在强化各方面重视就业、支持就业的导向	就业优先政策要全面强化，财政、货币和投资等政策要聚力支持稳就业
地产政策	落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度	更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求。	赋予省级政府建设用地更大自主权；坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
政府工作建议	（一）深入推进供给侧结构性改革（改革） （二）加快建设创新型国家 （三）深化基础性关键领域改革 （四）坚决打好三大攻坚战 （五）大力实施乡村振兴战略 （六）扎实推进区域协调发展 （七）积极扩大消费和促进有效投资 （八）推动形成全面开放新格局 （九）提高保障和改善民生水平	（一）继续创新和完善宏观调控，确保经济运行在合理区间（稳增长） （二）激发市场主体活力，着力优化营商环境 （三）坚持创新引领发展，培育壮大新动能 （四）促进形成强大国内市场，持续释放内需潜力 （五）对标全面建成小康社会任务，扎实推进脱贫攻坚和乡村振兴 （六）促进区域协调发展，提高新型城镇化质量 （七）加强污染防治和生态建设，大力推动绿色发展 （八）深化重点领域改革，加快完善市场机制 （九）推动全方位对外开放，培育国际经济合作和竞争新优势 （十）加快发展社会事业，更好保障和改善民生	（一）加大宏观政策实施力度，着力稳企业保就业（保就业） （二）依靠改革激发市场主体活力，增强发展新动能 （三）实施扩大内需战略，推动经济发展方式加快转变 （四）确保实现脱贫攻坚目标，促进农业丰收农民增收 （五）推进更高水平对外开放，稳住外贸外资基本盘 （六）围绕保障和改善民生，推动社会事业改革发展

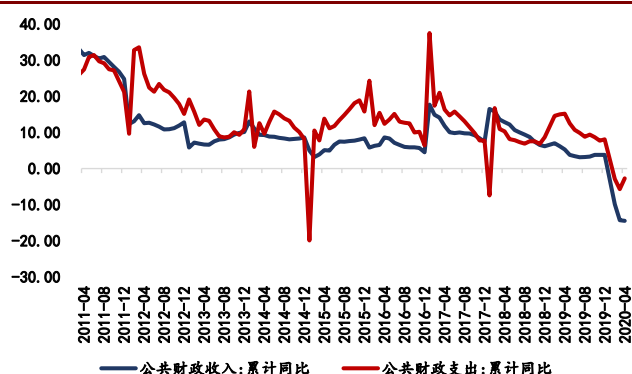
资料来源：中国政府网，渤海证券研究所

政策全面向“六保”倾斜，全年不设 GDP 目标。不过根据今年 3.6% 的赤字率、3.76 万亿元的赤字规模，我们预计今年名义 GDP 增速或在 5.4% 的水平，考虑到一季度名义 GDP 同比降 3.3%，接下来的三个季度名义 GDP 增速将接近 8.7%。此次政府工作报告强调了““六保”是今年“六稳”工作的着力点”，“以保促稳”表明政策将全面向保民生、保企业等方面倾斜。结合全年的目标设定来看，不给经济增速硬约束，只给新增就业、调查和登记失业率以硬约束，管理层将更多注意力聚焦于就业情况的维稳，基本盘稳住了全年的任务目标就实现了。也正基于此，报告中的顺序先强调了“今年要优先稳就业保民生”，再提及“坚决打赢脱贫攻坚战”和“努力实现全面建成小康社会目标任务”。

2.1 财政政策赤字率提升明显

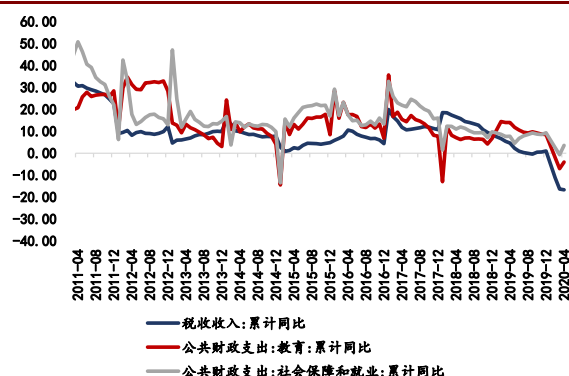
政府赤字提升，支出聚焦民生。在国内外总需求收缩的背景下，今年明显扩大了政府支出，以增加有效需求，截至 4 月，财政收入受税收收入减少拖累累计同比降 14.5%，而财政支出在社保及教育等刚性支出下同比仅降 2.7%，财政压力尽显，本次会议将今年财政赤字率提升至 3.6%，是特殊时期下实现“六保”的必要条件。2020 年财政赤字共计 3.76 万亿，其中 1 万亿以及另发行的 1 万亿抗疫特别国债将转给地方，对地方转移支付增加了 12.8%，主要聚焦于减税降费、减租降息、扩大消费和投资等民生领域，以稳住经济基本盘为主。

图 3：财政压力明显增大（单位：%）



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 4：税收收入减少而财政刚性支出不减（单位：%）



资料来源：Wind，渤海证券研究所

减税降费再发力。2019 年税改的主要内容在针对居民的个税改革领域，而今年两会的侧重点重回企业。政府工作报告中提出“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”，同时对 6 月前到期的多项减税降费政策延长到年底。并配合电价、宽带资费和减免房租政策，帮助企业降低经营成本。在财政减收压力较大的背景下，依然安排多项企业端的减税降费政策，显示管理层着力通过稳企业带动稳就业目标实现。

2.2 货币政策基调仍偏宽松

货币政策基调仍偏宽松，金融对小微企业帮扶将加码。货币政策方面，将通过“降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年”，整体符合预期，基调仍偏宽松。报告提及“创新直达实体经济的货币政策工具”，推动企业获贷便利，并推动利率持续下行。着重强调了对中小微企业的金融支持，一是对中小微企业现有贷款分情况予以延期，二是鼓励银行增加对小微企业的信贷支持并合理让利，特别提出“大型银行普惠型小微企业贷款增速要高于 40%”的要求。中小微企业作为提供就业的主体，将成为“六保”下政策支持的重点目

标，利率下行仍有空间。

表 3：近期货币政策表述内容对比

日期	出处	货币政策内容
5月22日	两会政府工作报告	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。
5月15日	政治局会议	稳健的货币政策要更加灵活适度
4月17日	政治局会议	稳健的货币政策要更加灵活适度，运用 降准、降息、再贷款等手段 ，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。
3月27日	政治局会议	稳健的货币政策要更加灵活适度，引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕
2月21日	政治局会议	稳健的货币政策要更加灵活适度，缓解融资难融资贵，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务。

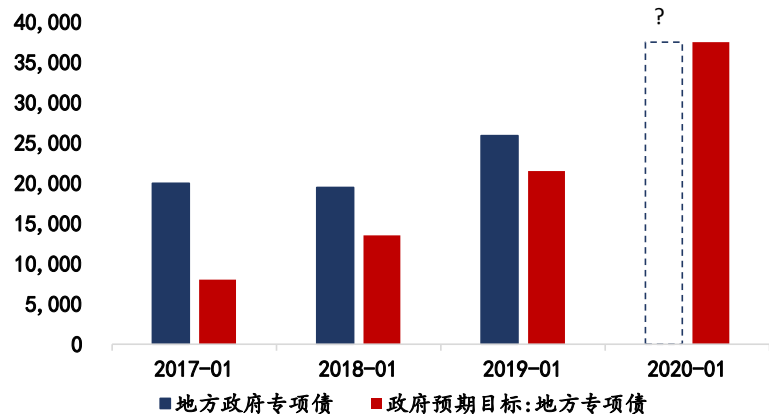
资料来源：中国政府网，共产党员网，渤海证券研究所

2.3 对冲政策主抓消费、投资

提振居民消费。由于全球疫情发展带来外需层面的巨大挑战，在政策的推动上，扩内需成为了政策的重要抓手。在推动消费回升方面，推动受疫情冲击较大的“餐饮、商场、文化、旅游、家政等生活服务业”恢复，推动线上线下融合和快递进农村等多项消费刺激措施。值得注意的是，各地政府也在积极配合消费刺激措施，武汉、上海、天津等多地出台汽车消费刺激措施，这将有利于对消费潜力的释放。

扩大有效投资，“两新一重”成抓手。除消费外，基建投资是当前对冲政策的另一发力点，今年地方专项债安排 3.75 万亿，较去年增加 2.40 万亿，截至 4 月已使用 1.22 万亿元，仍有较大发力空间。投向方面，会议强调专项债将“重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的‘两新一重’建设”，即涉及 5G、充电桩等领域的新基建，涉及老旧小区改造等方面的新城镇化，以及涉及交通、水利等的重大工程三大领域。财政收支压力持续加大下，中央着重强调优化财政支出结构，因而财政资金的效用最大化将成为资金投向的重要关注点。

图 5：地方政府专项债明显增加（单位：亿元）



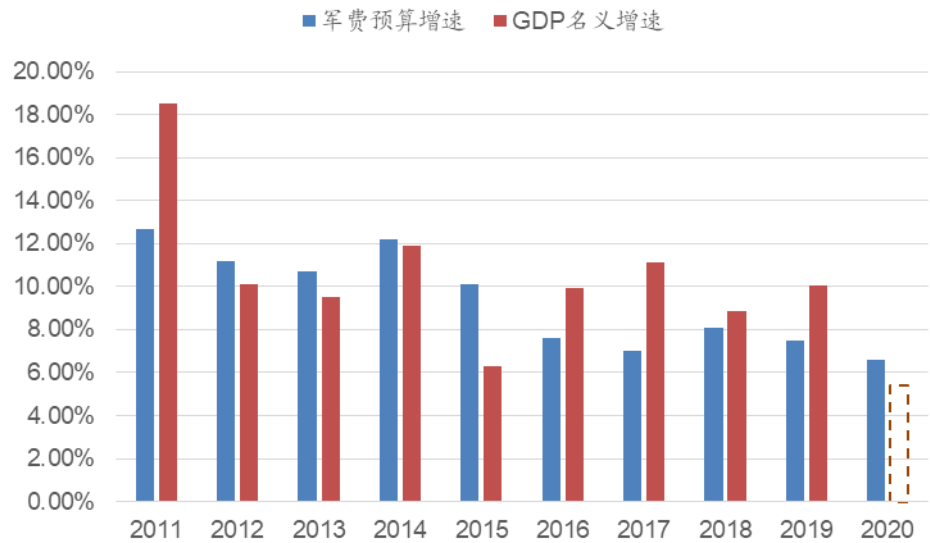
资料来源：Wind，渤海证券研究所

3 关注方向

稳定经济“基本盘”，“两新一重”成抓手。本次两会未设经济增长目标，全年将以“稳就业”为主，确定了包括 3.75 万亿地方专项债、3.76 万亿财政赤字、1 万亿抗疫特别国债在内共计 8.51 万亿元的财政资金，特别强调专项债将“重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的‘两新一重’建设”，即涉及 5G、充电桩等领域的新基建，涉及老旧小区改造等方面的新城镇化，以及涉及交通、水利等的重大工程三大领域。其中，新基建方面提及 5G 及充电桩等领域，对于前者，关键领域国产替代逻辑在近期美对华遏制逐渐升温的背景下获得加强，未来有望持续获得政策及资金层面的大力支持；而后者作为新基建的一大领域，意味着新能源汽车领域也将得到进一步发展，考虑到疫情对该板块业绩的冲击已为市场所部分反映，可进行适当关注。

军费预算或降至 6.6%，仍高于 GDP 增速预期。预算草案显示今年军费计划增加 6.6%，低于去年 7.5% 的增速水平，不过考虑到今年名义 GDP 或回落至 5.4%，军费支出仍将保持相对较高的增速。且军工主题性特点突出，当前国际形势错综复杂下，板块的配置价值有所提升。

图 6: 军费预算增速及名义 GDP 增速



资料来源: Wind, 网络整理, 渤海证券研究所

提升国改成效，实施三年行动。4月20日国资委曾透露，国改三年行动方案已初步形成，目前正处于履行审批程序中，本次政府工作报告中明确表示要实施国改三年行动方案，提升国改成效，可关注国改的主题性投资机会。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所
所长&金融行业研究

张继袖

+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健

+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

徐中华

+86 10 6810 4898

张源

+86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

郑连声

+86 22 2845 1904

陈兰芳

+86 22 2383 9069

电力设备与新能源行业研究

郑连声

+86 22 2845 1904

滕飞

+86 10 6810 4686

电子行业研究

徐勇

+86 10 6810 4602

邓果一

+86 22 2383 9154

医药行业研究小组

徐勇

+86 10 6810 4602

甘英健

+86 22 2383 9063

陈晨

+86 22 2383 9062

张山峰

+86 22 2383 9136

非银金融行业研究

张继袖

+86 22 2845 1845

王磊

+86 22 2845 1802

通信行业研究

徐勇

+86 10 6810 4602

传媒行业研究

姚磊

+86 22 2383 9065

餐饮旅游行业研究

杨旭

+86 22 2845 1879

食品饮料行业研究

刘瑞

+86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

周喜

+86 22 2845 1972

固定收益研究

朱林宁

+86 22 2387 3123

马丽娜

+86 22 2386 9129

张婧怡

+86 22 2383 9130

金融工程研究

宋旻

+86 22 2845 1131

张世良

+86 22 2383 9061

陈菊

+86 22 2383 9135

金融工程研究

祝涛

+86 22 2845 1653

郝惊

+86 22 2386 1600

策略研究

宋亦威

+86 22 2386 1608

严佩佩

+86 22 2383 9070

博士后工作站

张佳佳 资产配置

+86 22 2383 9072

张一帆 公用事业、信用评级

+86 22 2383 9073

博士后工作站

苏菲 绿色债券

+86 22 2383 9026

刘精山 货币政策与债券市场

+86 22 2386 1439

综合管理

齐艳莉 (部门经理)

+86 22 2845 1625

李思琦

+86 22 2383 9132

机构销售•投资顾问

朱艳君

+86 22 2845 1995

王文君

+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

任宪功

+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华

+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码：300381

电话：(022) 28451888

传真：(022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码：100086

电话：(010) 68104192

传真：(010) 68104192

渤海证券研究所网址：www.ewww.com.cn