

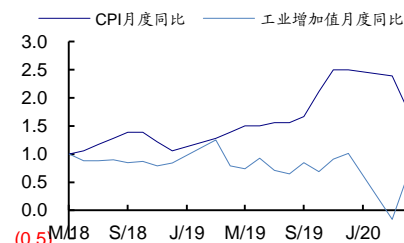
## 证券研究报告—深度报告

## 宏观经济

## 宏观经济专题研究

2020 年 05 月 28 日

## CPI 与工业增加值月度同比增速



## 宏观数据

固定资产投资累计同比	-10.30
社零总额当月同比	-7.50
出口当月同比	-20.70
M2	11.10

## 相关研究报告:

《宏观经济专题研究: 2020 年补偿性增长分析——再论疫情后经济增长(二)》——2020-05-28

《宏观经济专题研究: 从就业角度看为什么要保 GDP 增速处于适当水平》——2020-03-25

《宏观经济专题研究: 综合内外需影响, 二季度 GDP 同比可能达到 7% 以上》——2020-03-27

《2020 年二季度宏观经济报告: 这是最好的时期, 这是最好的时期》——2020-04-21

《宏观经济专题研究: 补偿性增长的历史经验——再论疫情后经济增长(一)》——2020-05-22

## 证券分析师: 金佳琦

电话: 021-60933159

E-MAIL: jinjiqi@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519110003

## 证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158

E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

## 独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 宏观专题

## 历史上的两会——总量篇

## ● 两会中的总量目标

历年两会期间, 总理工作报告及各部委报告中制定的当年经济社会发展目标成为市场关注焦点, 其往往是未来一年经济运行和政策组合的重要指引。两会期间制定的经济社会发展目标主要包括两类指标, 一类为预期性指标, 一类为约束性指标。

## ● 历年两会总量目标完成情况

总的来看, 2010 年以来两会制定的各项总量目标中, 经济增长、就业、通胀、货币政策、财政政策的完成情况普遍较好, 实际情况与预期目标误差较小。相对而言, 经济的细项指标投资、消费、进出口由于本身波动较大, 实际与目标误差相对较大, 其中固定资产投资目标近几年连续不及预期, 主要与经济调结构过程中更加注重优化投资结构、减少投资依赖有关。

具体来看, 2010 年以来 GDP 增速目标的完成情况较好, 完成年份占比 80%, 向下误差保持在 -0.1% 以内, 误差不大。就业目标每年均实现超额完成, 完成年份占比 100%。通胀目标多数年份维持在预期警戒线下方, 完成年份占比 80%。M2 及社融历年实际增速与目标增速相差不大, M2 增速误差基本维持在  $\pm 2\%$  以内。财政政策一直保持积极取向, 减税降费自 2016 年设置预期目标以来, 每年均超额完成。

细项指标上, 投资方面, 全社会固定资产投资增速目标在 2013 年及以前完成情况较好, 但自 2014 年至 2017 年连续四年不及预期目标, 这与近几年来经济调结构过程中更加注重优化投资结构、减少投资依赖有关。消费方面, 社会消费品零售总额增速目标在 2010-2012 年、2017 年完成情况较好, 但 2013-2016 年、2018 年不及预期目标, 2019 年不设定量化目标。进出口增速的波动较大, 与目标之间误差也比上面的几类总量指标更大。

## ● 资本市场的反应

市场上对于“两会行情”的讨论更多是从短期的事件型驱动视角, 即两会期间(约 2 周)的市场表现。这里我们想从更长期的维度(1 年左右), 讨论历年两会目标完成情况是否会反映在当年的金融市场表现上, 下面我们以股、债为讨论对象。

从过去十年来看, 股市、债市的表现与两会目标完成情况的相关性并不大, 经济总量目标完成较好的年份也存在股跌债涨(2011 年)或股债双跌(2010 年), 经济总量目标完成较差的年份也可能出现股债双涨(2014 年)。总体来看, 股债走势还是与经济实际运行的趋势更加相关, 市场更加关注基本面的边际变化或预期, 而并非全年盯着两会目标。

需要说明的是, 市场关注的总量指标均为预期性指标, 预期性指标的计划目标不是预测值, 而是国家期望的发展目标, 体现政策导向, 实际运行结果可能高于预期目标, 也可能低于预期目标, 只要保持在合理区间就是政策可容忍的。市场关注的焦点更集中在经济基本面实际运行的趋势性变化。

## 内容目录

两会中的总量目标.....	4
两会期间的重点政策性报告 .....	4
两会中的经济社会发展主要指标体系 .....	4
历年两会总量目标完成情况 .....	6
经济增长目标.....	7
就业目标.....	7
通胀目标.....	8
投资消费目标.....	8
进出口目标 .....	9
政策组合目标.....	10
资本市场的反应 .....	11
历年两会目标完成情况与金融市场表现 .....	11
国信证券投资评级.....	14
分析师承诺 .....	14
风险提示 .....	14
证券投资咨询业务的说明.....	14

## 图表目录

图 1: 两会期间审议的重点报告内容.....	4
图 2: 十三五纲要中的经济社会发展主要指标 .....	5
图 3: 2010 年以来两会总量目标与实际完成情况 .....	6
图 4: GDP 增速目标与实际完成情况 .....	7
图 5: 城镇新增就业目标与实际完成情况.....	7
图 6: 城镇登记失业率目标与实际完成情况.....	8
图 7: CPI 增速目标与实际完成情况 .....	8
图 8: 全社会固定资产投资增速目标与实际完成情况.....	9
图 9: 社会消费品零售总额增速目标与实际完成情况.....	9
图 10: 进出口总额增速目标与实际完成情况 .....	9
图 11: M2 增速目标与实际完成情况 .....	10
图 12: 社融增速目标与实际完成情况.....	10
图 13: 财政政策目标与实际完成情况.....	10
图 14: 历年两会目标完成情况与大类资产表现对比 .....	11
图 15: 2010 年市场表现: 股债双熊.....	12
图 16: 2011 年市场表现: 股跌债涨.....	12
图 17: 2014 年市场表现: 股债双牛.....	13
表 1: 两会期间市场重点关注的总量目标.....	6

## 两会中的总量目标

历年两会期间，总理工作报告及各部委报告中制定的当年经济社会发展目标成为市场关注焦点，其往往是未来一年经济运行和政策组合的重要指引。

### 两会期间的重点政策性报告

持续两周的两会会议覆盖议题广泛，其中政府工作报告是市场关注的重中之重，为当年各项工作定下总体基调，是制定当年发展目标的主要政策性文件。此外，发改委、财政部提请审议的两个报告从产业部门发展、财政开支等细分领域提供增量信息，也值得重点关注。

图 1：两会期间审议的重点报告内容

<b>国务院 《政府工作报告》</b>	
<b>主要内容</b>	<b>第一部分：前一年工作回顾</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 回顾全年经济社会发展主要目标完成情况</li> <li>- 回顾全年政府工作成果，包括宏观调控、攻坚战、改革、民生、法制等方面（国务院在会前或会中对外公布前一年《政府工作报告》量化指标任务落实情况表）</li> </ul> <b>第二部分：当年经济社会发展总体要求和政策取向</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 确定当年经济社会发展的主要预期目标（包括经济增长，就业，通胀，进出口，脱贫，居民收入增长，生态环境等量化指标）</li> <li>- 确定当年宏观政策取向（财政政策、货币政策，2019年首次将就业优先政策置于宏观政策层面）</li> </ul> <b>第三部分：当年政府工作任务</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 分项工作具体部署</li> </ul>
<b>发改委提请 《关于(前一年)国民经济和社会发展规划执行情况与(当年)国民经济和社会发展规划草案的报告》</b>	
<b>主要内容</b>	<b>第一部分：前一年国民经济和社会发展规划执行情况</b> <p>发改委报告在政府工作报告的基础上，更加全面地回顾与确定量化目标，对经济增长、经济发展质量、就业、价格总水平、投资、消费、进出口、创新驱动、资源节约、生态保护、社会保障等量化指标逐一讨论</p> <b>第二部分：当年经济社会发展总体要求、主要目标和政策取向</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 包括总体要求、主要预期目标、主要政策取向</li> </ul> <b>第三部分：当年国民经济和社会发展规划的主要任务</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 分项工作具体部署</li> </ul>
<b>财政部提请 《关于(前一年)中央和地方预算执行情况与(当年)中央和地方预算草案的报告》</b>	
<b>主要内容</b>	<b>第一部分：前一年中央和地方预算执行情况</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 包括一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算、社会保险基金预算收支情况及主要财税政策落实和重点财政工作情况</li> </ul> <b>第二部分：当年中央和地方预算草案</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 具体讨论当年财政工作的总体要求、主要收支政策、各项中央及地方预算安排</li> </ul> <b>第三部分：财政改革发展工作</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 部署财税体制改革、减税降费、民生支出管理机制等细项任务</li> </ul>

数据来源：中国政府网、国信证券经济研究所整理

### 两会中的经济社会发展主要指标体系

两会期间制定的经济社会发展目标主要包括两类指标，一类为预期性指标，一类为约束性指标。根据中国政府网的解释：

（1）预期性指标是国家期望的发展目标，主要依靠市场主体的自主行为实现。政府要创造良好的宏观环境、制度环境和市场环境，并适时调整宏观调控方向和力度，综合运用各种政策引导社会资源配置，努力争取实现。例如 GDP 增长率属于预期性指标。

（2）约束性指标是在预期性基础上进一步明确并强化了政府责任的指标，是中央政府在公共服务和涉及公众利益领域对地方政府和中央政府有关部门提出的工作要求。政府要通过合理配置公共资源和有效运用行政力量，确保实现。例如“十一五”规划提出二氧化硫和化学需氧量排放总量分别减少 10%属于约束性指标。

我国从“十一五”规划开始首次将目标指标分为预期性和约束性，此后的“十二五”、“十三五”均沿用这一指标体系。2016年两会期间发布的《十三五规划纲要》明确列示了25个指标作为“十三五”时期经济社会发展主要目标，其中包括了12个预期性指标和13个约束性指标，内容涵盖经济保持中高速增长、创新驱动发展成效显著、民生福祉持续增进、生态环境质量总体改善4个方面。其中经济发展类和创新驱动类各4个指标，均为预期性指标，民生福祉类7个指标，包括4个预期性指标和3个约束性指标，资源环境类10个指标均为约束性指标。

图2：十三五纲要中的经济社会发展主要指标

“十三五”时期经济社会发展主要指标					
指标		2015年	2020年	年均增速 [累计]	属性
经济发展					
(1) 国内生产总值 (GDP) (万亿元)		67.7	>92.7	>6.5%	预期性
(2) 全员劳动生产率 (万元/人)		8.7	>12	>6.6%	预期性
(3) 城镇化率	常住人口城镇化率 (%)	56.1	60	[3.9]	预期性
	户籍人口城镇化率 (%)	39.9	45	[5.1]	
(4) 服务业增加值比重 (%)		50.5	56	[5.5]	预期性
创新驱动					
(5) 研究与试验发展经费投入强度 (%)		2.1	2.5	[0.4]	预期性
(6) 每万人口发明专利拥有量 (件)		6.3	12	[5.7]	预期性
(7) 科技进步贡献率 (%)		55.3	60	[4.7]	预期性
(8) 互联网普及率	固定宽带家庭普及率 (%)	40	70	[30]	预期性
	移动宽带用户普及率 (%)	57	85	[28]	
民生福祉					
(9) 居民人均可支配收入增长 (%)		-	-	>6.5	预期性
(10) 劳动年龄人口平均受教育年限 (年)		10.23	10.8	[0.57]	约束性
(11) 城镇新增就业人数 (万人)		-	-	[>5000]	预期性
(12) 农村贫困人口脱贫 (万人)		-	-	[5575]	约束性
(13) 基本养老保险参保率 (%)		82	90	[8]	预期性
(14) 城镇棚户区住房改造 (万套)		-	-	[2000]	约束性
(15) 人均预期寿命 (岁)		-	-	[1]	预期性
资源环境					
(16) 耕地保有量 (亿亩)		18.65	18.65	[0]	约束性
(17) 新增建设用地规模 (万亩)		-	-	[<3256]	约束性
(18) 万元GDP用水量下降 (%)		-	-	[23]	约束性
(19) 单位GDP能源消耗降低 (%)		-	-	[15]	约束性
(20) 非化石能源占一次能源消费比重 (%)		12	15	[3]	约束性
(21) 单位GDP二氧化碳排放降低 (%)		-	-	[18]	约束性
(22) 森林发展	森林覆盖率 (%)	21.66	23.04	[1.38]	约束性
	森林蓄积量 (亿立方米)	151	165	[14]	
(23) 空气质量	地级及以上城市空气质量优良天数比率 (%)	76.7	>80	-	约束性
	细颗粒物 (PM <sub>2.5</sub> ) 未达标地级及以上城市浓度下达到或好于III类水体比例 (%)	66	>70	-	
(24) 地表水质量	劣V类水体比例 (%)	9.7	<5	-	约束性
(25) 主要污染物排放总量减少 (%)	化学需氧量	-	-	[10]	约束性
	氨氮			[10]	
	二氧化硫			[15]	
	氮氧化物			[15]	
注：①GDP、全员劳动生产率增速按可比价计算，绝对数按2015年不变价计算。②[ ] 内为5年累计数。③PM <sub>2.5</sub> 未达标指数年均超过35微克/立方米。					

注：①GDP、全员劳动生产率增速按可比价计算，绝对数按2015年不变价计算。②[ ]内为5年累计数。③PM<sub>2.5</sub>未达标指数年均超过35微克/立方米。

数据来源：《十三五规划纲要》、国信证券经济研究所整理

一般来讲，约束性指标确定的目标更加硬性，政策调控力度更强，例如十三五规划中的“农村贫困人口脱贫”和“城镇棚户区住房改造”均为约束性指标，是2020年底前须达成的硬性目标，而GDP增长则是预期性指标，在目标之外还需遵循经济发展的客观规律，从本次两会“不设置2020年GDP增长目标”也可以看到，政府在特殊时期并未将经济增速看成硬性指标，而是更加务实地将重心放在稳就业、保民生上。

除了十三五纲要制定的五年计划指标外，每年两会期间也将对当年提出各项细化目标，包括经济发展质量、就业、价格总水平、投资、消费、进出口、M2、社融、财政赤字、专项债、减税降费等均会制定当年总体目标，且根据经济发展的阶段性不同，每年制定的指标略有差异。其中，我们筛选出资本市场重点关注的几类总量指标，总结如下：

**表 1：两会期间市场重点关注的总量目标**

项目	主要指标
经济增长	GDP 增速、进出口、规模以上工业增加值（工信部口径）、社会消费品零售总额（发改委口径）、全社会固定资产投资（发改委口径）
就业	城镇登记失业率、城镇调查失业率、城镇新增就业
通胀	CPI
货币政策	M2、社融
财政政策	财政赤字规模、财政赤字率、地方政府专项债规模、减税降费规模、2020 年新增特别国债安排

资料来源：国信证券经济研究所整理

## 历年两会总量目标完成情况

那么，历史上两会制定的目标最后完成情况如何？我们将历年两会中的主要经济社会总量目标与实际完成情况汇总如下表所示。

总的来看，2010 年以来两会制定的各项总量目标中，经济增长、就业、通胀、货币政策、财政政策的完成情况普遍较好，实际情况与预期目标误差较小。相对而言，经济的细项指标投资、消费、进出口由于波动较大，实际与目标误差相对较大，其中固定资产投资目标近几年连续不及预期，主要与经济调结构过程中更加注重优化投资结构、减少投资依赖有关。

**图 3：2010 年以来两会总量目标与实际完成情况**

主要指标		2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	
经济增长	GDP	目标	8.0%	8.0%	7.5%	7.5%	7.5%	7.0%	6.5%~7%	6.5%	6.5%	6%~6.5%	不提出具体目标
		实际	10.3%	9.2%	7.8%	7.7%	7.4%	6.9%	6.7%	6.9%	6.6%	6.1%	
	规模以上工业增加值 （工信部口径）	目标	11%	11%	11%	10%	9.50%	8%	6%	6%	6%	5.5%-6%	
		实际	15.7%	13.9%	10.0%	9.7%	8.3%	6.1%	6.0%	6.6%	6.2%	5.7%	
	社会消费品零售总额 （发改委口径）	目标	15.0%	16.0%	14.0%	14.5%	14.5%	13.0%	11%	10%	10%	-	
		实际	18.3%	17.1%	14.3%	13.1%	12.0%	10.7%	10.4%	10.2%	9.0%	8.0%	
	全社会固定资产投资 （发改委口径）	目标	20.0%	18.0%	16.0%	18.0%	17.5%	15.0%	10.5%	9.0%	-	呈现企稳态势	
		实际	23.8%	23.8%	20.3%	19.3%	15.3%	9.8%	7.9%	7.0%	5.9%	5.1%	
通胀	进出口	目标	8.0%	10.0%	10.0%	8.0%	7.5%	6.0%	回稳向好	回稳向好	稳中向好	稳中提质	促稳提质
		实际	33.9%	17.2%	3.3%	5.7%	2.4%	-7.1%	-0.9%	14.3%	9.7%	3.4%	
	CPI	目标	3.00%	4.00%	4.00%	3.50%	3.50%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.50%
		实际	3.30%	5.40%	2.60%	2.62%	1.99%	1.44%	2.00%	1.60%	2.10%	2.90%	
	PPI	目标	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		实际	5.54%	6.03%	-1.72%	-1.9%	-1.9%	-5.2%	-1.4%	6.3%	3.5%	-0.3%	
货币政策	总基调	继续实施适度宽松的货币政策 实施稳健的货币政策 继续实施稳健的货币政策 继续实施稳健的货币政策 继续实施稳健的货币政策 稳健的货币政策要松紧适度 稳健的货币政策要灵活适度 稳健的货币政策要保持中性 稳健的货币政策要保持中性，要松紧适度 稳健的货币政策要松紧适度 稳健的货币政策要更加灵活适度 稳健的货币政策要更加灵活适度											
	M2	目标	17%	16%	14%	13%	13%	12%	13%	12%	保持合理增长	与GDP名义增速相匹配，与去年增速基本持平	明显高于去年
		实际	19.7%	13.6%	13.8%	13.6%	12.2%	13.3%	11.3%	8.1%	8.1%	8.7%	
	社融	目标	-	保持合理增长	保持合理增长	适当扩大社会融资规模	引导适度增长	保持平稳增长	13%	12%	保持合理增长	与GDP名义增速相匹配，与去年增速基本持平	明显高于去年
		实际	27.0%	18.2%	19.1%	17.5%	14.3%	12.4%	12.8%	14.1%	10.3%	10.7%	
	财政赤字规模	目标	1.05万亿	0.9万亿	0.8万亿	1.2万亿	1.35万亿	1.62万亿	2.18万亿	2.38万亿	2.38万亿	2.76万亿	3.76万亿
财政政策	总基调	继续实施积极的财政政策 继续实施积极的财政政策 继续实施积极的财政政策 继续实施积极的财政政策 继续实施积极的财政政策 积极的财政政策要加力增效 积极的财政政策要加大力度 积极的财政政策要更加积极有效 积极的财政政策取向不变，要聚力增效 积极的财政政策要聚力增效 积极的财政政策要更加积极有为 积极的财政政策要更加积极有为											
	财政赤字率	目标	3.0%	2.0%	1.5%	2.0%	2.1%	2.3%	3.0%	3.0%	2.6%	2.8%	3.6%以上
	地方政府专项债规模	目标	-	-	-	-	-	1000亿	4000亿	8000亿	1.35万亿	2.15万亿	3.75万亿
	减税降费规模	目标	-	-	-	-	-	-	5000亿	5500亿	1.1万亿	2万亿	2.5万亿
		实际	-	-	-	-	-	-	5700亿	1万亿	1.3万亿	2.36万亿	
	城镇登记失业率	目标	4.60%	4.60%	4.60%	4.60%	4.60%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	5.50%
就业		实际	4.10%	4.10%	4.10%	4.05%	4.09%	4.05%	4.02%	3.90%	3.80%	3.62%	
	城镇新增就业	目标	900万人以上	900万人以上	900万人以上	900万人以上	1000万人以上	1000万人以上	1000万人以上	1100万人以上	1100万人以上	1100万人以上	900万人以上
		实际	1168万人	1221万人	1266万人	1310万人	1322万人	1312万人	1314万人	1351万人	1361万人	1352万人	

资料来源：历年两会政府工作报告、发改委报告、财政部报告、国信证券经济研究所整理

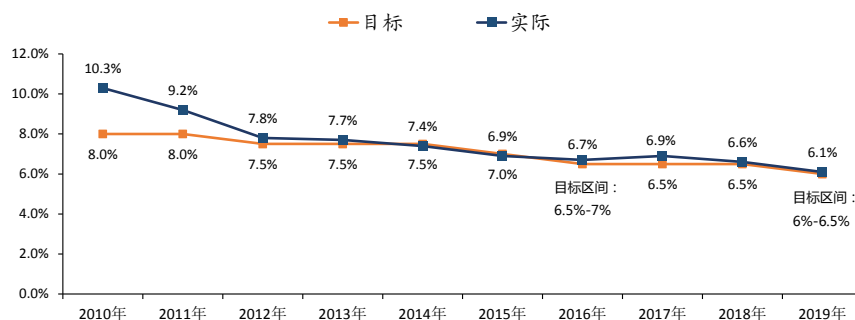


## 经济增长目标

从 GDP 增速目标的完成情况来看，过去十年我们共有六年超额完成，分别为 2010 年、2011 年、2012 年、2013 年、2017 年、2018 年，实际增速分别超出目标增速 2.3%、1.2%、0.3%、0.2%、0.4%、0.1%；2016 年和 2019 年经济增速目标采用区间方式，实际增速均在目标区间内，超出区间下限 0.2%、0.1%。十年中仅 2014 年、2015 年两年未完成 GDP 增速目标，实际低于目标增速 0.1%、0.1%。

总体来看，2010 年以来 GDP 增速目标的完成情况较好，完成年份占比 80%，向下误差保持在-0.1%以内，误差不大。

图 4: GDP 增速目标与实际完成情况



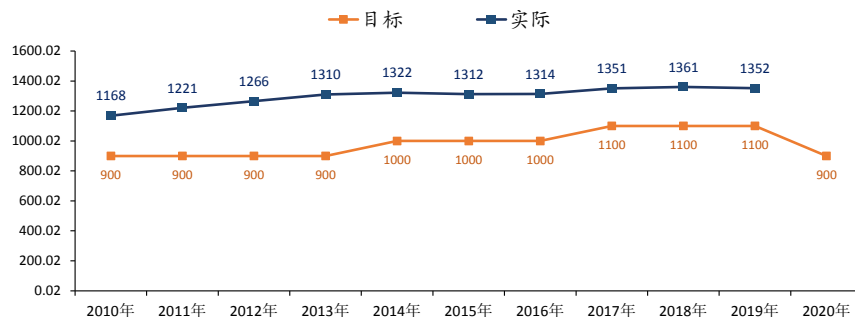
数据来源：历年政府工作报告、国信证券经济研究所整理

## 就业目标

从就业目标的完成情况来看，过去十年每年均实现超额完成目标，完成年份占比 100%。

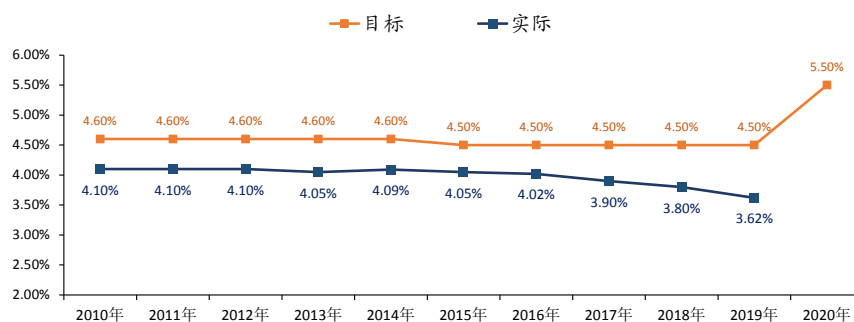
首先，城镇新增就业目标从 2010 年以来逐步上调，与此同时实际新增就业人数同步增长，且每年实际值均高于目标值，例如 2019 年实际新增就业 1352 万人，超额完成 252 万人。过去十年城镇新增就业累计超额完成 3077 万人，年均超额完成 300 万人以上。其次，城镇登记失业率自 2010 年以来一直保持在 4.1% 下方，始终低于 4.5-4.6% 的目标值。

图 5: 城镇新增就业目标与实际完成情况



数据来源：历年政府工作报告、国信证券经济研究所整理

图 6: 城镇登记失业率目标与实际完成情况

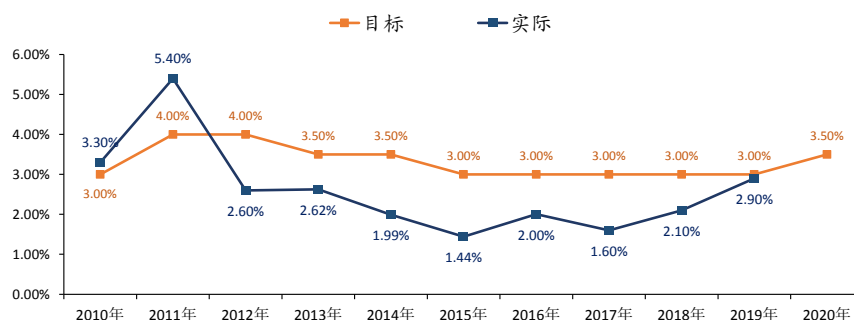


数据来源: 历年政府工作报告、国信证券经济研究所整理

## 通胀目标

从通胀目标的完成情况来看, 过去十年物价维稳目标完成较好, 其中仅 2010 年、2011 年 CPI 增速破 3%, 这两年 CPI 实际水平超过预设的温和通胀水平“警戒线”, 其余年份均维持在预期目标水平下方, 目标完成年份占比 80%。

图 7: CPI 增速目标与实际完成情况



数据来源: 历年政府工作报告、国信证券经济研究所整理

## 投资消费目标

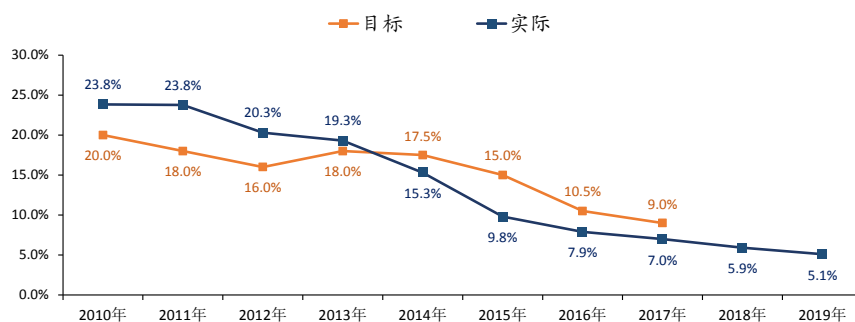
从经济增长的细项指标来看, 历年一般由发改委在《关于(前一年)国民经济和社会发展规划执行情况与(当年)国民经济和社会发展规划草案的报告》中就投资、消费提出当年量化目标, 我们以此与实际完成情况进行对比。

投资方面, 全社会固定资产投资增速目标在 2013 年及以前完成情况较好, 但自 2014 年至 2017 年连续四年不及预期目标, 这与近几年来经济调结构过程中更加注重优化投资结构、减少投资依赖有关。2018 年之后固定资产投资目标逐渐趋于淡化, 不设具体量化指标。总的来看, 2010-2017 年间固定资产投资完成目标年份占比 50%, 实际与目标向下误差最大为-5.2% (2015 年)。

消费方面, 社会消费品零售总额增速目标在 2010-2012 年、2017 年完成情况较好, 但 2013-2016 年、2018 年不及预期目标, 2019 年不设量化目标。总的来看设置消费预期目标的九年间, 完成目标的年份占比 44%, 实际与目标向下误差最大为-2.5% (2014 年)。值得注意的是, 近几年消费增速实际完成与目标误差逐渐缩小, 主要由于消费对经济增长拉动作用逐渐增强, 根据发改委口径, 截至 2018 年最终消费支出贡献率已经提高到 76.2%。

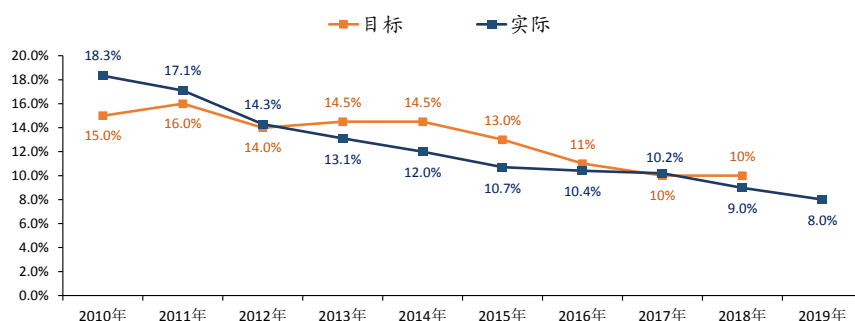


图 8: 全社会固定资产投资增速目标与实际完成情况



数据来源: 历年政府工作报告、国信证券经济研究所整理

图 9: 社会消费品零售总额增速目标与实际完成情况



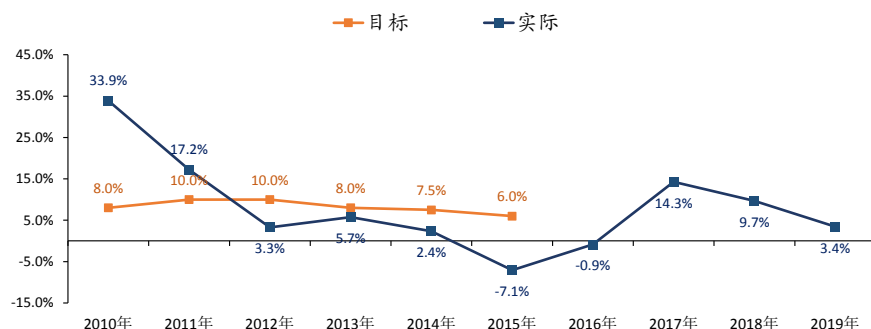
数据来源: 历年政府工作报告、国信证券经济研究所整理

## 进出口目标

国际贸易方面,对于进出口总额增速目标,我们在 2015 年及以前采用量化指标方式,2016 年以来逐渐采用定性描述,淡化硬性目标,其中 2016-2017 年为“回稳向好”,2018 年为“稳中向好”,2019 年为“稳中提质”,2020 年为“促稳提质”。这一方面与近几年国际市场波动较大有关,另一方面也与我国经济转型过程中、进出口更看重优结构提质量有关。

从实际完成和目标的对比来看,我国进出口增速的波动较大,与目标之间误差也比上面的几类总量指标更大,在制定量化目标的 2010-2015 年间,仅前两年完成目标,向下误差最大为-13.1% (2015 年)。

图 10: 进出口总额增速目标与实际完成情况



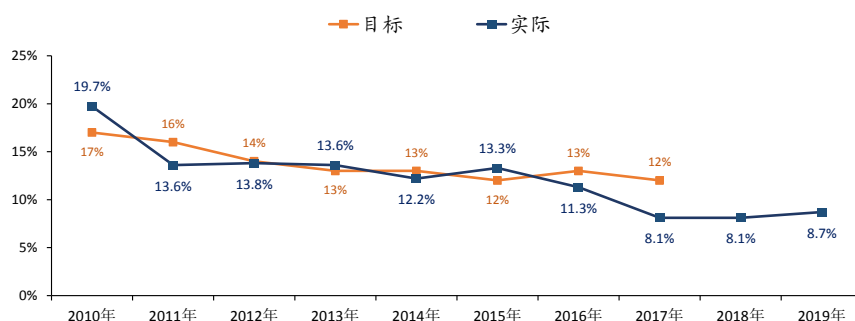
数据来源: 历年政府工作报告、国信证券经济研究所整理

## 政策组合目标

从货币政策来看，M2及社融历年实际增速与目标增速相差不大，M2增速误差基本维持在±2%以内。过去十年间，M2增速达成预期目标的年份共四年，不达目标年份共五年，2018年不设量化指标，其中向下误差最大为-3.9%（2017年），多数年份误差小于2个百分点。社融增速在多数年份设置定性目标，仅2016、2017年确定量化目标13%、12%，实际完成情况均较好。

从财政政策来看，近十年来财政政策一直保持积极取向，财政赤字率除2012年外、其余年份均安排在2%以上，2020年首次突破3%的心理防线，按“3.6%以上”安排。减税降费方面，自2016年设置预期目标以来，每年均超额完成，2016-2019年分别超额完成700亿、4500亿、2000亿、3600亿，政策实施力度加大。

图 11：M2 增速目标与实际完成情况



数据来源：历年政府工作报告、国信证券经济研究所整理

图 12：社融增速目标与实际完成情况

主要指标	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
社融增速	目标	-	保持合理增长	保持合理增长	适当扩大社会融资规模	引导适度增长	保持平稳增长	13%	12%	保持合理增长	与GDP名义增速相匹配，与2018年实际增速基本持平（10.3%）
	实际	27.0%	18.2%	19.1%	17.5%	14.3%	12.4%	12.8%	14.1%	10.3%	10.7%

数据来源：历年政府工作报告、国信证券经济研究所整理

图 13：财政政策目标与实际完成情况

主要指标	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
总基调	继续实施积极的财政政策	继续实施积极的财政政策	继续实施积极的财政政策	继续实施积极的财政政策	继续实施积极的财政政策	积极的财政政策要加力增效	积极的财政政策要加大力度	积极的财政政策要更加积极有效	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
财政赤字规模	目标	1.05万亿	0.9万亿	0.8万亿	1.2万亿	1.35万亿	1.62万亿	2.18万亿	2.38万亿	2.76万亿	3.76万亿
财政赤字率	目标	3.0%	2.0%	1.5%	2.0%	2.1%	2.3%	3.0%	3.0%	2.6%	2.8%
地方政府专项债规模	目标	-	-	-	-	-	1000亿	4000亿	8000亿	1.35万亿	2.15万亿
减税降费规模	目标	-	-	-	-	-	5000亿	5500亿	1.1万亿	2万亿	2.5万亿
	实际	-	-	-	-	-	5700亿	1万亿	1.3万亿	2.36万亿	-

数据来源：历年政府工作报告、国信证券经济研究所整理

总的来看，2010年以来两会制定的各项总量目标中，经济增长、就业、通胀、货币政策、财政政策的完成情况普遍较好，实际情况与预期目标误差较小。相对而言，经济的细项指标投资、消费、进出口由于波动较大，实际与目标误差相对较大，其中固定资产投资目标近几年连续不及预期，主要与经济调结构过程中更加注重优化投资结构、减少投资依赖有关。

## 资本市场的反应

市场上对于“两会行情”的讨论更多是从短期的事件型驱动视角，即两会期间（约2周）的市场表现。这里我们想从更长期的维度（1年左右），讨论历年两会目标完成情况是否会反映在当年的资本市场表现上，下面我们以股、债为讨论对象。

### 历年两会目标完成情况与金融市场表现

从过去十年来看，股市、债市的表现与两会目标完成情况的相关性并不大，经济总量目标完成较好的年份也存在股跌债涨（2011年）或股债双跌（2010年），经济总量目标完成较差的年份也可能出现股债双涨（2014年）。总体来看，股债走势还是与经济实际运行的趋势更加相关，市场更加关注基本面的边际变化或预期，而并非全年盯着两会目标。

图 14：历年两会目标完成情况与大类资产表现对比

主要指标		2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
GDP	实际-目标	2.3%	1.2%	0.3%	0.2%	-0.1%	-0.1%	0%（区间内）	0.4%	0.1%	0%（区间内）
规模以上工业增加值	实际-目标	4.7%	2.9%	-1.0%	-0.3%	-1.2%	-1.9%	0.0%	0.6%	0.2%	0.2%
社会消费品零售总额	实际-目标	3.3%	1.1%	0.3%	-1.4%	-2.5%	-2.3%	-0.6%	0.2%	-1.0%	
全社会固定资产投资	实际-目标	3.8%	5.8%	4.3%	1.3%	-2.2%	-5.2%	-2.6%	-2.0%		
进出口	实际-目标	25.9%	7.2%	-6.7%	-2.3%	-5.1%	-13.1%				
CPI	实际-目标	0.30%	1.40%	-1.40%	-0.88%	-1.51%	-1.56%	-1.00%	-1.40%	-0.90%	-0.10%
M2	实际-目标	2.7%	-2.4%	-0.2%	0.6%	-0.8%	1.3%	-1.7%	-3.9%		0.6%
社融	实际-目标							-0.2%	2.1%		
<b>主要市场表现</b>											
上证综指	涨跌幅（%）	-13.93	-20.30	3.17	-5.25	54.21	11.79	-13.13	6.56	-24.59	22.30
十年期国债收益率	变动幅度（BP）	+24 BP	-46 BP	+15 BP	+98 BP	-93 BP	-80 BP	+19 BP	+89 BP	-65 BP	-9 BP

资料来源：历年两会政府工作报告、发改委报告、财政部报告、WIND、国信证券经济研究所整理

备注：总量指标标红为符合或超出目标，标绿为不及目标，颜色越深误差越大；资本市场表现标红为上涨，标绿为下跌

从上图可以看到，总量目标完成较好的典型年份包括2010年、2011年、2017年，完成情况较差的典型年份包括2014年、2015年。下面我们分别以2010、2011、2014年做具体展开。

### 2010年：总量指标表现亮眼，但股债双跌

2010年各项经济总量目标均超额完成，但资本市场表现上，2010年呈现出股债双跌的局面。

总的来说，2010年我国的经济答卷非常亮眼。全年GDP实际增速10.3%，超出预期目标2.3%，工业增加值同比增长15.7%，较工信部年初目标高出4.7%，全社会固定资产投资增速达到23.8%，超出预期目标3.8%，社会消费品零售总额增长18.3%，超出预期目标3.3%。

但事后来，主要经济增长指标在2010年达到高点后，后续并没有出现“新一轮上升周期”，而是进入了较为漫长的下行周期。2010年5月期间，市场预期开始由经济过热向警惕经济二次衰退转变，与此同时，通胀担忧持续贯穿全年，市场焦点落在经济增长乏力与通胀压力，即“滞胀”现象。

在“滞胀”的担忧下，2010年股票市场出现调整，上证综指全年下跌14%。分驱动因素来看，全年股市的下跌主要是估值的下降，2010年A股上市公司利润增速较前一年显著提高12%，但业绩增速提升的同时，市场估值水平大幅下降，上证综指在年底市盈率PE（TTM）落到16.7倍，较2009年底大幅下降45%。估值下降一方面由于长端利率明显上行，另一方面则是市场已预见到未来一年企业业绩增速会随着经济下滑而下降。

2010 年债券市场同样遭遇调整，尽管下半年市场预期开始向经济回落转变，但由于通胀依然高企，债市利率在经济增长与通货膨胀的双轮驱动中一波三折，四季度市场迎来降息周期以来的首度加息，引发市场恐慌，长期利率展开一轮超乎预期的调整。

图 15: 2010 年市场表现: 股债双熊



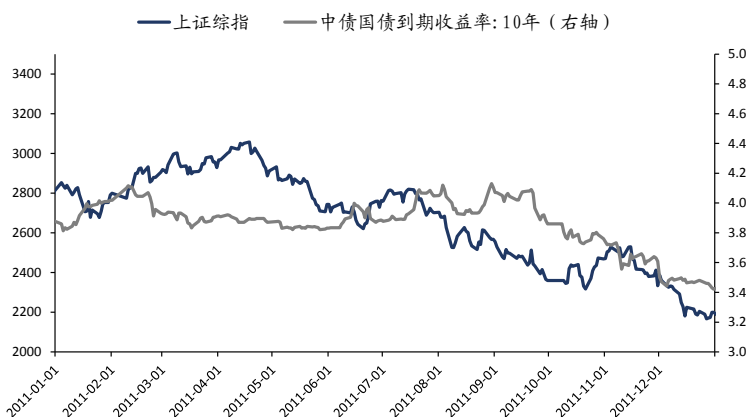
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 2011 年: 总量目标依然较好完成, 但股跌债涨

2011 年各项经济总量目标完成情况依然较好, 经济增长、工业增加值、社会消费品零售、固定资产投资实际增速均高于预期目标, 仅 CPI 同比、M2 增速与目标存在一定差距, 2011 年 CPI 同比增速达到 5.4%, 破年初两会制定的 4% 警戒线, M2 增速 13.6%, 低于年初预期的 16%。

但资本市场表现上, 2010 年呈现出股跌债涨的局面。从事后来看, 经济增长指标达到目标并不意味着经济趋势依然向好, 也正是这二者的背离, 导致资本市场走出了与逻辑不同的行情。2011 年经济呈现出较为典型的“滞胀”特征, 主导股市、债市表现的核心驱动还是在于经济增长动能下降的局面。

图 16: 2011 年市场表现: 股跌债涨



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 2014 年: 总量目标完成情况一般, 但股债双涨

再来看 2014 年, 2014 年是近十年来 GDP 增速首次没有达成年度目标的一年, 全年 GDP 实际增长 7.4%, 低于目标 0.1%, 工业增加值实际增长 8.3%, 低于

目标 1.2%，固定资产投资增速 15.3%，低于目标 2.2%，社会消费品零售增速 12%，低于目标 2.5%。应该说，2014 年各项经济增长指标实际表现与两会制定的预期目标普遍存在差距。

对此，2015 年两会的发改委《计划执行报告》中指出，“2014 年部分指标运行值与预期目标存在差距，有多种情况。一是一些指标本身带有限高性质，实际运行结果适当低于预期目标也是正常的，比如居民消费价格指数等指标。二是为体现宏观调控政策取向，有些指标会定得比预测值稍高一些，比如社会消费品零售总额增速等指标，实际运行结果与预期目标会有一定差距。三是一些指标低于预期有特殊因素，比如第三次经济普查后经济总量增加，使研究与试验发展经费支出与国内生产总值之比略低于预期目标。四是国内外经济环境变化等不可控因素影响，导致一些指标的实际值低于预期目标，比如由于国际大宗商品价格大幅下跌，导致以美元计价的进出口总额增速低于预期目标。”

尽管经济答卷一般，但 2014 年的资本市场表现却是可圈可点，呈现出股债双牛的局面，上证综指全年上涨 54%，十年期国债收益率下行 93BP。回顾 2014 年的债券牛市，经济基本面的下行是根本因素，这最终也体现在总量目标的不达标上。而股票市场走势则受到更多因素的影响，一方面企业盈利在经济下行过程中增速也出现下滑，2014 年 A 股利润增速较前一年下降 8%，但另一方面，A 股估值大幅提升，全 A 市盈率相较前一年底大幅上升 47%，推动牛市行情。

2014 年经济增速出现全面的下滑，但并没有引发 A 股估值的大幅下行，这是为什么呢？主要原因在于 2014 年经济政策强调新常态，把转方式调结构放在更重要位置，虽然增速下降，但增长质量和方式更加高效，因此市场对于经济增速的阶段性下滑并不悲观，而下半年估值大幅提升的主要原因在于货币政策降息降准带来利率的大幅下行。

图 17：2014 年市场表现：股债双牛



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

从历史回顾中，我们可以总结的是，历年两会总量目标的实际完成情况与目标之间的差距并不能完全主导资本市场的走势。需要说明的是，市场关注的总量指标均为预期性指标，预期性指标的计划目标不是预测值，而是国家期望的发展目标，体现政策导向，实际运行结果可能高于预期目标，也可能低于预期目标，只要保持在合理区间就是政策可容忍的。市场关注的焦点更集中在经济基本面实际运行的趋势性变化。



## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032