

2020年两会前瞻：有限增长与中央政府加杠杆

引言：受疫情影响，今年全国两会召开时间延后至5月21日。总体上，预计政府工作报告对去年以来整体宏观经济总结的基础上，阐述今年工作的重点，以及宏观经济政策和结构调整思路等。对此，我们做如下前瞻：

一、增长目标：淡化数量目标，可能提出保持经济增长在合理区间的定性说法

政府工作报告可能不会提具体的增长数量目标，只是提出保持经济增长在合理区间的定性说法。但是并不意味着政府不重视经济增长，政府可能着眼于下半年经济的稳增长，即更大力度支持经济增长，比如争取下半年经济增速在5-6%之间。

二、经济目标：全年有限增长下更注重稳就业、保民生

今年政策目标预计是保障全年有限增长下的稳就业、保民生，保持经济体系和社会的平稳运行。稳就业的重点在于建筑业、制造业和服务业，尤其需要重点扶持中小微企业；保民生需要以失业救助和扶贫为抓手，加大转移支付力度。

三、货币政策：延续宽松取向，且“量”的宽松重于“价”的宽松

货币政策宽松的取向相对明确。预计今年再降准两次，MLF、LPR也将有所下调，存款基准利率下调可能性相对较低，“量”的宽松仍是政策的重点。预计今年全年新增社融32万亿元（去年为25.6万亿元），社融存量增速12.7%，相对去年明显提升。

四、财政政策：中央政府加杠杆，预算赤字率将明显上调

我国中央政府杠杆率低，存在明显加杠杆的空间，这是本轮积极财政政策的特征。预计一般财政预算赤字率将至少上调至3.5%以上，上调至5%的可能性也存在；新增地方政府专项债3.5万亿元左右，抗疫特别国债发行可能在1万亿元左右，PSL净增6000亿元以上。政府狭义财政、广义财政、准财政可以相互补充，但不能相互替代，均需扩张。

五、公共消费：适当增加，发挥公共消费的带动和牵引作用

政府消费占最终消费比重接近三成，政府消费的增加可以对居民消费产生“挤入效应”，促进居民消费。预计公共消费将主要集中于公共管理、卫生、教育、养老、科技、城市基础设施服务等方面，优化公共服务供给机制，发挥公共消费的带动和牵引作用。增加政府消费需要扩大一般预算支出。

六、房地产政策：“房住不炒”政策不会改变，政策落脚点更多集中于供给端

房地产需求端的政策难以明显放松，政策的重点可能在于供给端，如在部分房价上涨过快的城市，增加土地供应，平抑房价等；其他如农村土地制度的改革，也主要着眼于房地产供给方面，通过稳定房地产投资，来实现稳就业，保障房地产市场平稳健康发展，预计全年房地产投资增速为2%左右。

七、要素市场：土地改革进入实施阶段

土地改革是改革开放的起点，在当下全面深化改革，构建更加完善的要素市场化配置体制的举措中，作为最基本的生产要素，土地要素的市场化配置仍然是改革的重中之重。当前土地改革进入实施阶段，有助于稳定房地产投资，增加住宅供给，增加农村居民财富收入。

八、增长预测：预计2020年经济增长2—3%

我们预计今年实际GDP增速为2-3%之间，其中Q2为3%，Q3-Q4分别为5.5%和6.0%；由于中央加杠杆，全年基建增速上升至13%左右；通胀方面，后三个季度CPI同比分别为3.6%、2.7%和1.1%；PPI同比分别为-3.6%、-3.1%、-2.3%。

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
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

内容目录

引言	3
一、增长目标：淡化数量目标，可能提出保持经济增长在合理区间的定性说法	3
二、经济目标：全年有限增长下更注重稳就业、保民生	4
三、货币政策：延续宽松取向，且“量”的宽松重于“价”的宽松	6
四、财政政策：中央政府加杠杆，预算赤字率将明显上调	7
五、公共消费：适当增加，发挥公共消费的带动和牵引作用	10
六、房地产政策：“房住不炒”政策不会改变，政策落脚点更多集中于供给端 ..	12
七、要素市场：土地改革进入实施阶段	13
八、增长预测：预计 2020 年经济增长 2—3%	14

图表目录

图表 1：1Q2020 我国失业率明显上升（%）	4
图表 2：2018 年按行业性质分类的就业结构（万人）	5
图表 3：2017 年各行业就业弹性系数（万人）	5
图表 4：预计全年社融存量增速 12.7%，相对去年明显提升	7
图表 5：政府部门杠杆率相对较低（%）	8
图表 6：其中与地方政府相比，中央政府杠杆率相对更低（%）	8
图表 7：我国政府杠杆率在国际中处于较低水平（%）	9
图表 8：预计今年 PSL 净增 6000 亿元以上（亿元）	10
图表 9：政府消费在经济总量，特别是在最终消费支出总量中占据了相对较大的比重（%）	11
图表 10：2014 年以来政府消费有所加快，从 8.1% 升至 12%	11
图表 11：2017 年政府消费主要集中在三个行业，公共管理和社会组织、卫生、教育	12
图表 12：预计 2020 年经济增长在 2-3% 左右	15
图表 13：2020 年经济增长分项预测	15

引言

受疫情影响，今年全国两会召开时间较往年明显延后，其中，十三届全国人大三次会议将于5月22日在北京召开，全国政协十三届三次会议将于5月21日召开。预计5月22日国务院总理将宣读《2020年政府工作报告》，阐述今年经济工作的重点，以及宏观经济政策和结构调整思路等。总体上，政府工作报告对去年以来整体宏观经济总结的基础上，对4月17日政治局会议确定的相关工作内容的进一步细化，且更加具有操作性。对此，我们做如下前瞻：

一、增长目标：淡化数量目标，可能提出保持经济增长在合理区间的定性说法

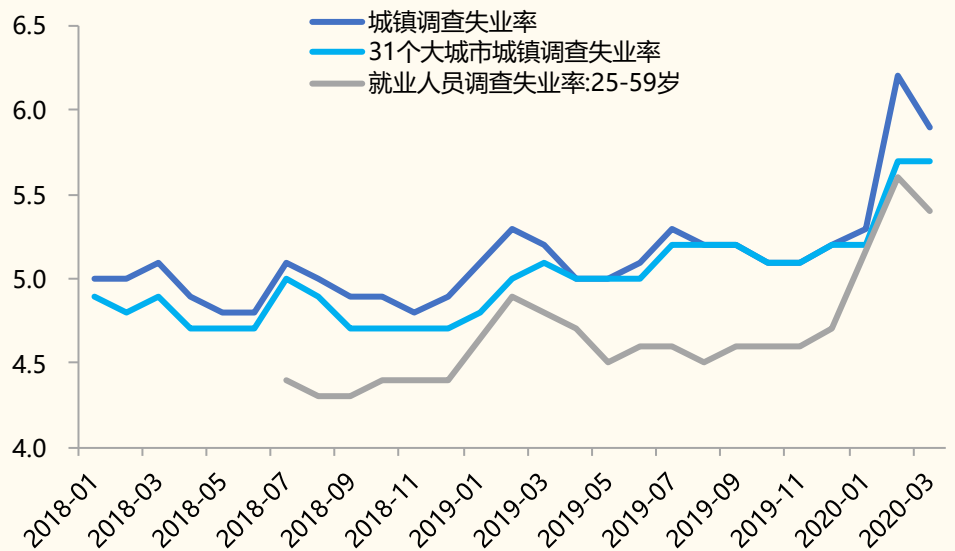
疫情冲击下一季度实际GDP同比增速降至-6.8%，我们认为，疫情对中国经济的短期影响大于长期，2季度开始，经济会明显复苏，趋势向上。疫情对经济的冲击程度和延续时间，首先取决于两个外部因素，即疫情本身的发展、应对政策的反应和空间；其次，从内部因素看，还取决于其内部各经济主体本身资产负债表的健康程度，包括居民部门、企业部门、政府部门和金融部门（详见4月26日报告《疫情对中国经济的短期影响大于长期影响-基于多因素的分析框架》）。如果内部因素健康，那么经济本身抗击疫情的能力强，政策的效果相对更好，有助于将疫情的影响控制在一定的期限内；反之疫情影响可能长期化。此外，当前疫情已经属于全球性问题，海外疫情和经济政策的演化也会对上述六大因素产生影响。当前，外生变量方面，国内疫情已经得到控制，宏观政策的空间也很大；其次，从居民部门、企业部门、政府部门和金融部门资产负债表看，我国四大部门资产负债表相对健康，尤其是政府部门和金融部门。因此，我们认为，疫情对中国经济的影响短期大于长期，2季度后，经济会明显复苏，趋势向上。虽然1Q经济数据比较差，但趋势比结果重要，预计2季度经济增长3%左右，下半年经济增速在5%以上，全年实现经济增速2-3%之间。

我们认为，政府工作报告可能不会提具体的增长数量目标，只是提出保持经济增长在合理区间的定性说法。但是并不意味着政府不重视经济增长，而是在多方面客观条件限制下，实现6%左右潜在增速的增长不切实际，宏观经济政策也会面临巨大压力。在1季度抗疫、2季度复工和纾困的情况下，政府可能着眼于下半年经济的稳定增长，即更大力度地稳增长，比如争取下半年经济增长在5-6%之间（具体参见3月22日报告《实现翻番目标所需的政策刺激力度（补充版）》）。我们预计在政府工作报告中，可能不会提具体的增长数量目标，只是提出保持经济增长在合理区间的定性说法。4月17日政治局会议提出，“在疫情防控常态化前提下，坚持稳中求进工作总基调”，稳中求进表明决策层还是希望未来经济增长能够在尽可能的情况下，保持在一定的合理区间。同时，政治局会议提出“要稳住经济基本盘，兜住民生底线，要在稳的基础上积极进取，在常态化疫情防控中全面推进复工复产达产，恢复正常经济社会秩序，培育壮大新的增长点增长极，牢牢把握发展主动权。”我们认为，今年政策目标可能保障全年有限增长下的稳就业、保民生，保持经济体系和社会的平稳运行。随着1季度政治局经济形势分析会议和两会的召开，宏观政策的着力点将会从第一阶段的抗疫和第二阶段的纾困转向第三阶段的稳增长为主。

二、经济目标：全年有限增长下更注重稳就业、保民生

4月17日政治局会议在“六稳”和“六保”目标中都提到就业，稳就业，保居民就业。从数据来看，2月我国城镇调查失业率升至6.2%，为2018年公布该数据以来最高值，3月调查失业率小幅回落至5.9%，但依然处于高位，可见就业的压力非常大。稳就业需要一定的经济增长来予以支撑，保民生需要以失业救助和扶贫为抓手，加大转移支付力度。我们在3月29日报告《有限增长下的稳就业选择：结构反补总量》中，从行业层面分析了稳就业的政策选择。发现第二产业中建筑业和制造业是存量就业人数最大的两个行业，因此，要稳住这两大行业需求，防止失速下滑；其次，如果经济失速，居民部门的资产负债表也会相应恶化，进而损害居民消费和内需增长；此外，考虑到海外疫情影响，二季度以及之后很长一段时期外需仍将比较弱，需要通过内需弥补外需，因此，需要政策予以逆周期对冲。

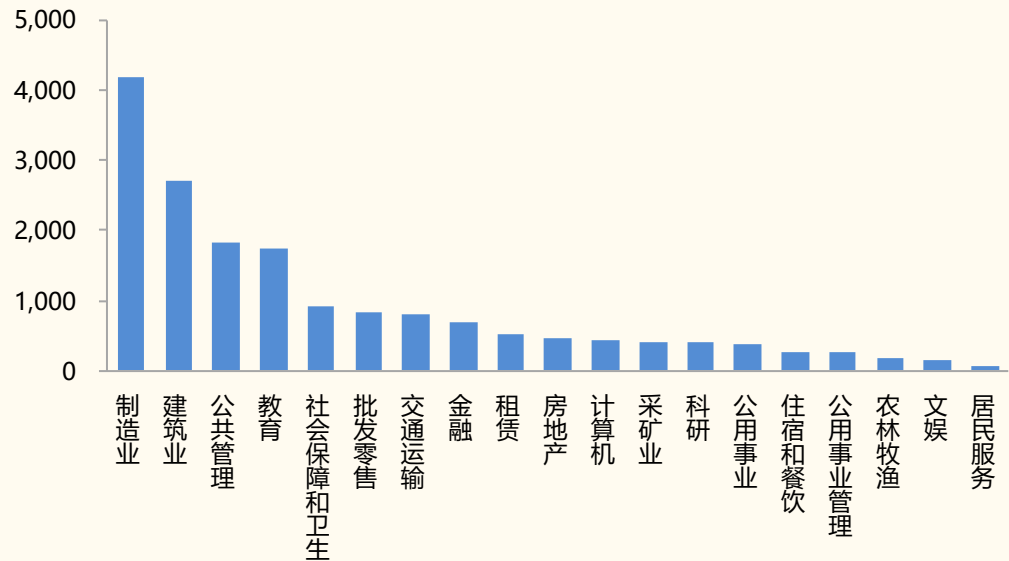
图表 1：1Q2020 我国失业率明显上升（%）



来源：Wind，国金证券研究所

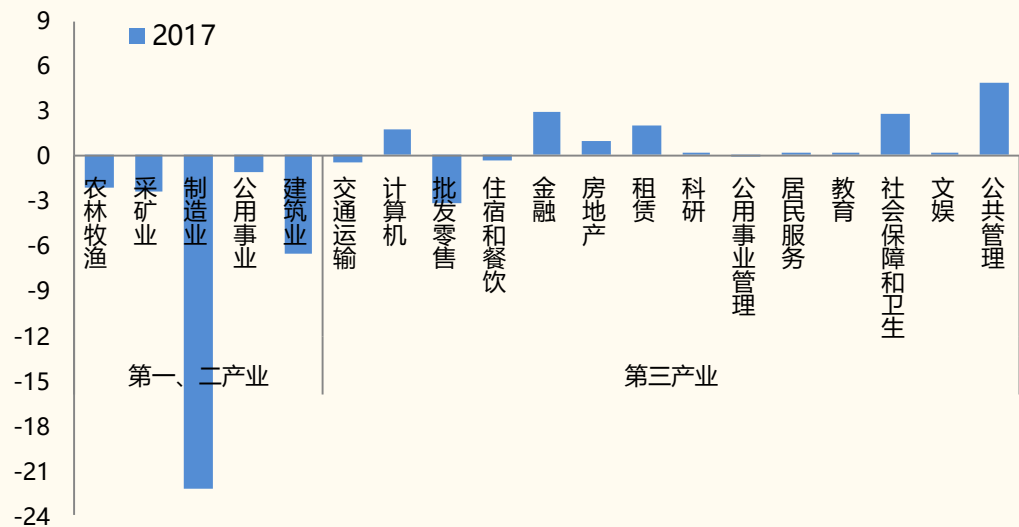
稳就业的具体政策包括：第一，第二产业中建筑业和制造业是存量就业人数最大的两个行业，要稳住这两大行业需求，防止失速下滑。建筑业和制造业是所有行业中存量就业人数最大的两个行业，在疫情对内外需的严重冲击下，面临一定失速下行风险。通过政府逆周期政策拉动基建、鼓励制造业投资稳住需求，保证一批劳动力就业是至关重要的。第二，服务业近年就业弹性不断升高，可能是2020年稳就业的主要战场。细分领域中对公共管理、社保卫生、计算机、金融等行业的扶持力度加大的性价比更高。无论是管理类服务业还是金融、科技类服务业等，第三产业相关服务业的就业弹性都是高于第一、第二产业的，因此运用各种方式方法（例如对第三产业的税收适当减免等）对服务业相关领域进行扶持，性价比和弹性都是更高的。根据我们的计算结果，服务业中也公共管理、社保卫生健康、计算机软件以及金融服务业等就业弹性是更高的，政策倾向可以更加明显。

图表 2: 2018 年按行业性质分类的就业结构 (万人)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 2017 年各行业就业弹性系数 (万人)



来源: Wind, 国金证券研究所

第三, 以发放消费券等形式稳住消费服务业。消费是民生之本, 占支出法统计的 GDP 总值 54%, 同时也是各项衍生服务业的基础。现阶段疫情冲击下, 消费服务业受到较大冲击, 以发放消费券等形式刺激消费, 带动相关服务业就业也是切实可行的做法。第四, 重点扶持中小微企业, 保证其在疫情冲击下得以生存。私营企业和个人对存量就业人数的影响较大, 基本上占到 50%以上, 出台相关政策如对中小微企业减税降费、降低融资成本等措施, 帮助它们渡过难关, 也是稳就业的重要一环。第五, 增加研究生、本科生扩招比例, 或推迟毕业, 从供给端减少新增就业人数。2019 年高等教育毕业生 (含高等教育中普通高校、网络本专科、成人高校, 同时减去研究生招生数) 约 1080 万人, 中等职

业教育毕业生人数 490 万人，二者对新增就业形成最主要贡献，因此对研究生、本科生扩招、或推迟就业就部分缓解供给端的就业压力。

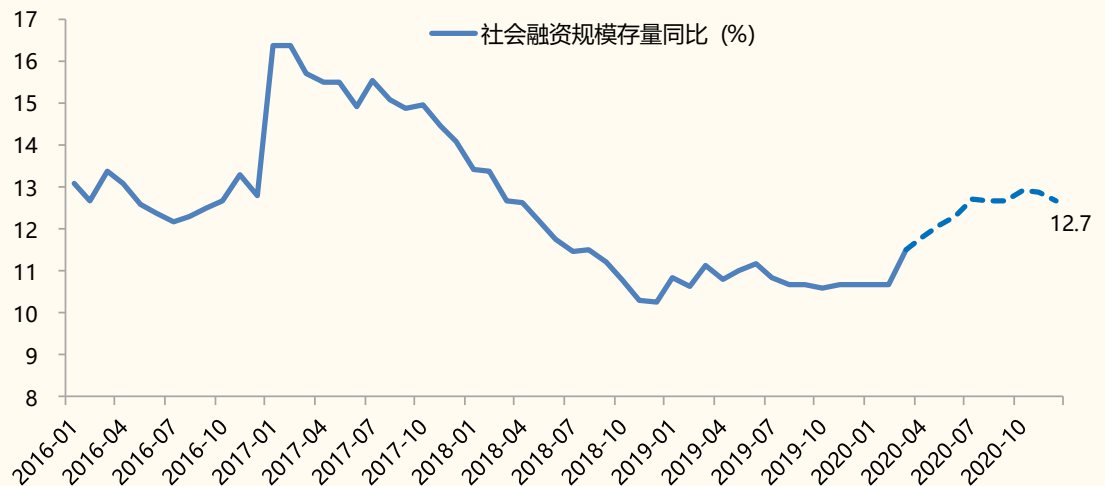
稳就业是保民生的重要方面。此外，保民生还需要以失业救助和扶贫为抓手，加大转移支付力度。疫情影响下，不少地区企业经营困难、居民收入下降，因此，需要通过失业救助、扶贫支持等方面对受疫情影响的困难人员做好救助工作。此外，适当加大中央对地方一般性转移支付规模，并向疫情影响严重的地区倾斜，以支持当地经济逐步恢复，为保民生创造条件。

三、货币政策：延续宽松取向，且“量”的宽松重于“价”的宽松

当前关于货币政策的宽松取向，市场预期基本一致。4月17日政治局会议提出，“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”，可以看到，政治局会议关于货币政策的表述与市场预期方向一致。

危机初期，我国货币政策的取向非常清晰，短期重点在于提供流动性，稳定金融体系，中期则着眼于降成本，且“量”的宽松非常明显。1季度11万亿元的天量社融数据也说明了这一点。往前看，预计今年再降准2次，MLF、LPR也将有所下调，存款基准利率下调可能性相对较低，“量”的宽松仍是政策的重点。这也是我们3月8日专题报告《量的宽松重于价的宽松：2020年货币政策十大判断（修订版）》中提出的观点。2020年2月以来，疫情冲击下，央行大规模提供流动性并在全球央行中率先降息，货币政策持续宽松的取向非常清晰。首先，加大再贷款支持，2月以来央行先后增加3000亿元专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供；新增再贷款再贴现额度5000亿元，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月末又增加面向中小银行的再贷款再贴现额度1万亿元；其次，两次定向降准，MLF、逆回购利率均有所下调，且自2008年以来首次下调超额存款准备金利率（从0.72%下调至0.35%），着眼于降低实体经济融资成本；最后，货币政策“量”的宽松非常明显。一季度社融达到11.1万亿元（去年同期为8.6万亿元），预计今年全年社融为32万亿元（去年为25.6万亿元），全年社融存量增速12.7%，相对去年明显提升。往前看，预计今年再降准两次，MLF、LPR也将逐步下调，存款基准利率下调可能性相对较低，“量”的宽松仍是政策的重点。

图表 4: 预计全年社融存量增速 12.7%，相对去年明显提升



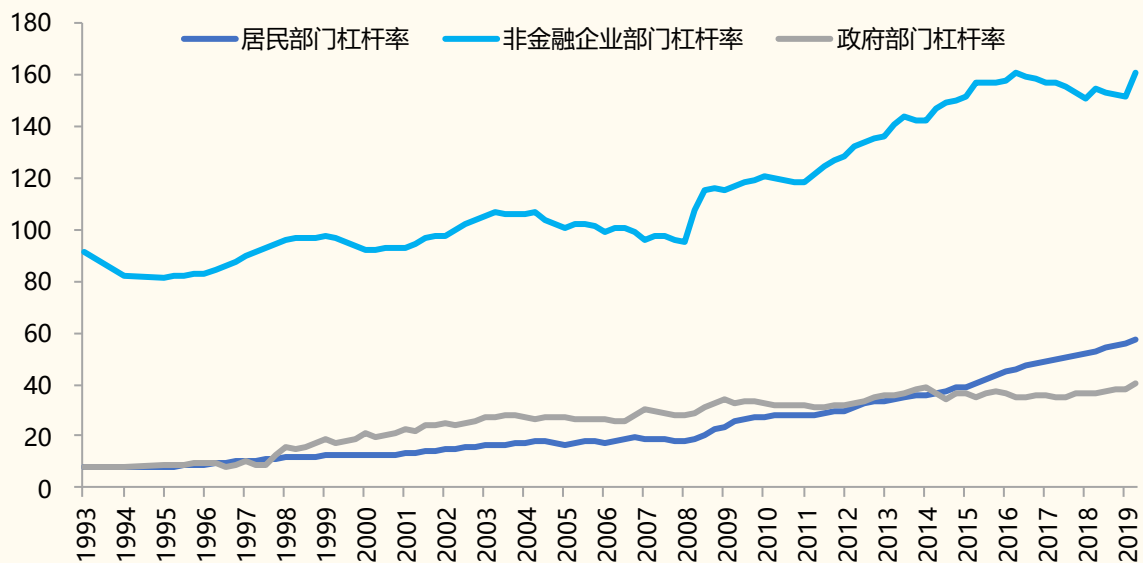
来源: Wind, 国金证券研究所

四、财政政策：中央政府加杠杆，预算赤字率将明显上调

相对货币政策而言，市场对财政政策力度的预期不是很明朗。4月17日政治局会议要求，“积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。”我们预计财政政策的力度会明显加大。我们在4月14日报告《货币宽松的同时，财政扩张更加重要》中，对货币政策与财政政策的配合进行了分析。发现在危机初期，货币政策更为重要，提供流动性以稳定金融体系；在危机后和经济复苏阶段，财政政策的扩张可能更为重要。从2008年金融危机的应对经验来看，美国相对欧元区、日本复苏更为稳健，得益于财政与货币的积极配合。对我国而言，当前阶段，在货币宽松的同时，财政政策的扩张更为重要。

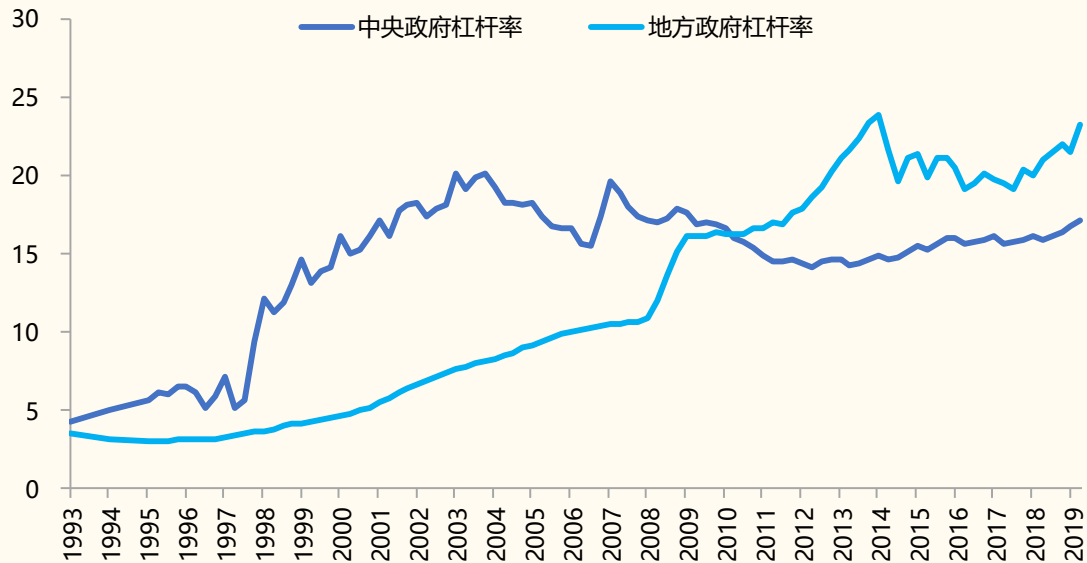
前期财政政策重点集中于增加财政支出、财政贴息等方式支持抗疫情、纾困；随着国内疫情逐渐消退，财政政策将由前期救助转向下一阶段内需反补外需的经济刺激，预计全年基建增速将达到13%左右。根据社科院数据，1Q2020我国政府部门杠杆率为40.5%，居民部门杠杆率为57.7%，非金融企业部门杠杆率为161.1%，其中政府部门杠杆最低。从政府部门杠杆构成来看，1Q2020中央政府杠杆率为17.2%，地方政府杠杆率为23.3%，在我国相对较低的政府部门杠杆中，中央政府杠杆率明显低于地方政府。而且从国际比较来看，根据BIS数据，我国政府杠杆率主要经济体中处于相对低位。总体来看，我国中央政府杠杆率低，存在明显加杠杆的空间，这是本轮积极财政政策的特征。

图表 5: 政府部门杠杆率相对较低 (%)



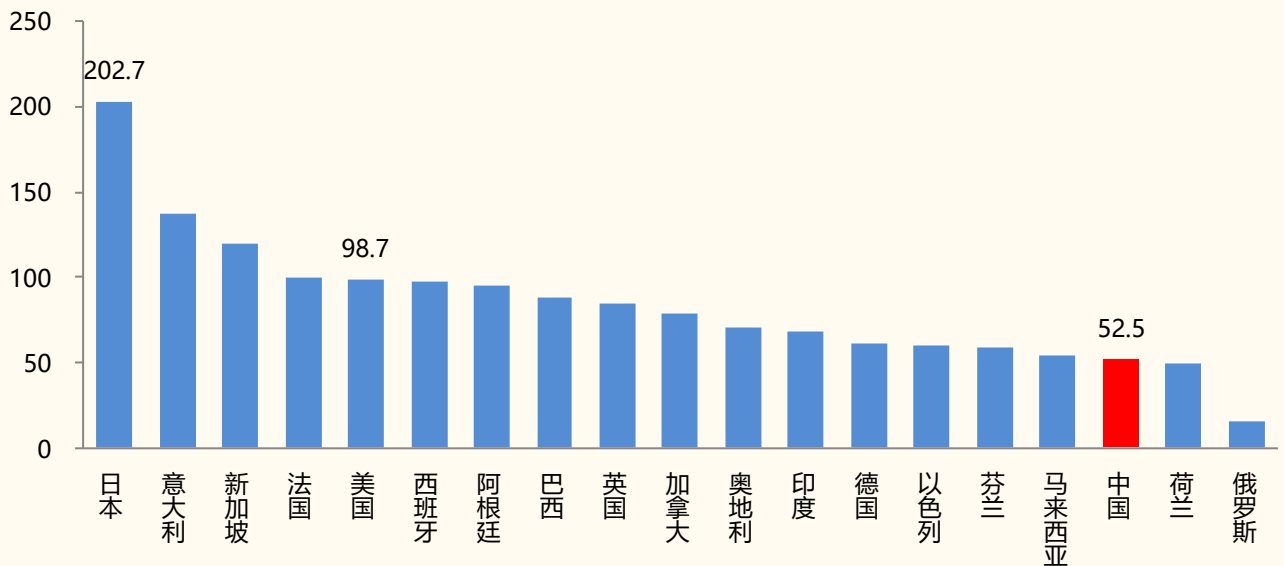
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 其中与地方政府相比, 中央政府杠杆率相对更低 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7：我国政府杠杆率在国际中处于较低水平（%）



来源：Wind，国金证券研究所

首先，我们预计一般财政预算赤字率将至少上调至 3.5% 以上，上调至 5% 的可能性也存在。我们在 4 月 13 日专题报告《赤字率来自被动上升还是主动上调？》中对财政赤字率做了详细分析，认为在经济增长下行周期中，财政政策将发挥自动稳定器的功能，赤字率将被动上升 0.73 个百分点，这样预算赤字率会达到 3.5%；但是，如果赤字率仅仅为 3.5%，则都是源于被动上升，边际上财政政策并没有发力，财政也谈不上积极。我们预计一般财政预算赤字率将至少上调至 3.5% 以上，上调至 5% 的可能性也存在。当然，最终赤字率的确定还需要综合考虑主动赤字和广义财政、准财政（专项债、特别国债、PSL、国开债等）之间的平衡关系，如果后者量大，赤字率可能会低一些。但是需要注意的是，政府狭义财政、广义财政、准财政可以相互补充，但是不能相互替代，均需扩张。因此，在预算赤字明显上调的同时，广义财政以及准财政工具也将发挥积极作用。

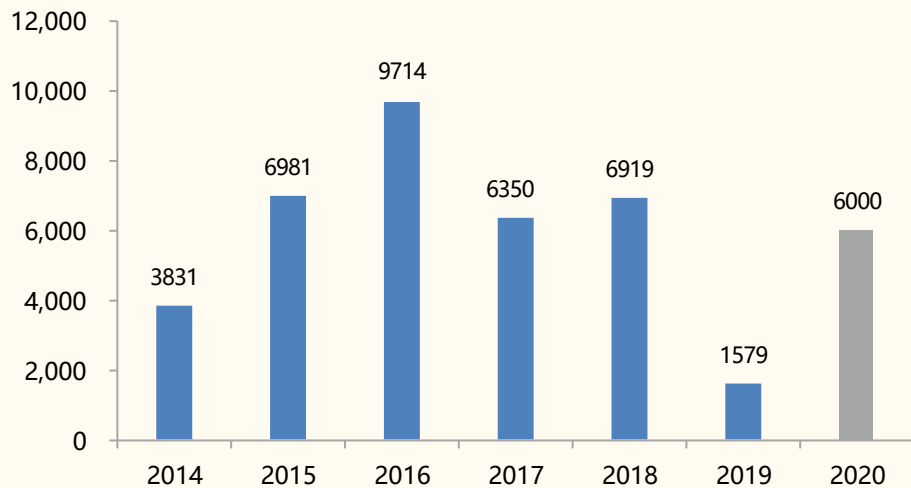
其次，预计今年地方政府专项债发行在 3.50 万亿元左右，相较于去年至少增加 1 万亿元以上。主要是考虑到专项债不计入一般预算赤字，是广义财政的重要手段。而且海外疫情进一步恶化或失控，必将导致我国外需下滑，拖累经济增长，作为基建稳增长重要的资金来源专项债也将更加积极，体现“内需补外需”的思想。

此外，预计今年抗疫特别国债发行可能在 1 万亿元左右，可以与现有的财政货币政策相互补充，形成合力。我们在 4 月 5 日专题报告《“特别国债”用途的三个猜想》中特别国债做了分析说明。此次政治局会议明确提出发行“抗疫特别国债”，支出方向可能主要为与疫情相关的基建支出，有一部分也可能用于一般基建项目，但这并不意味着整体基建资金来源会下降，可能只是资金来源的方式发生变化。基建资金来源可能更多依赖财政支出、政府基金、地方政府专项债、PSL 等。

最后，预计今年 PSL 净增 6000 亿元以上。在一般公共财政空间相对有限的前提下，一个可能的政策方向在于货币与财政的结合点，也就是以 PSL 为代表的准财政行为。抵押补充贷款（Pledged Supplemental Lending, PSL）为央行

货币政策工具之一，于 2014 年 4 月创立，其目的是为国家开发银行支持“棚户区改造”等重点项目提供长期稳定、成本适当的资金来源。2016 年 PSL 净增 9714 亿元（为 2014 年以来最高值），较 2014 年和 2015 年的 3831 亿元、6981 亿元明显增加，有力支撑了棚户区改造的政策落实。与 2016 年重点用于棚户区改造不同，今年 PSL 新增资金将重点支持新基建、新型产业以及地方政府相关项目等。相应的，我们预计今年国开债等政策性金融债也将加大发行力度。

图表 8：预计今年 PSL 净增 6000 亿元以上（亿元）



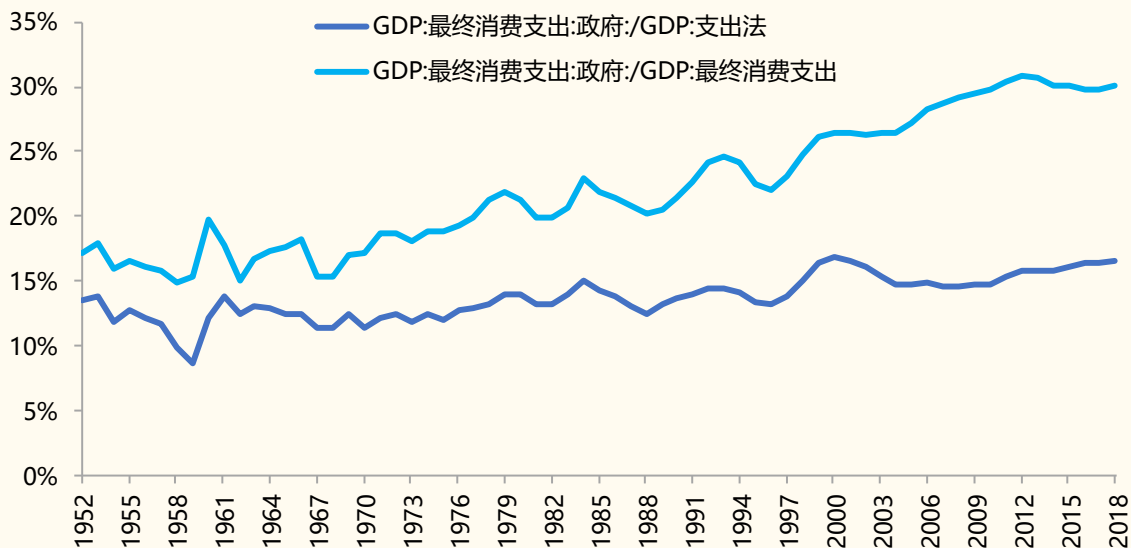
来源：Wind，国金证券研究所

五、公共消费：适当增加，发挥公共消费的带动和牵引作用

4 月 17 日政治局会议明确提出“适当增加公共消费”。应对疫情，除了增加基础设施建设等公共投资以外，适当增加公共消费，可以更好发挥公共消费的带动和牵引作用。公共消费主要包括政府部门在社会性公共服务以及自身行政管理费用方面的支出，其主要目的是为居民提供基本的社会公共服务并维持政府机构的正常运转。

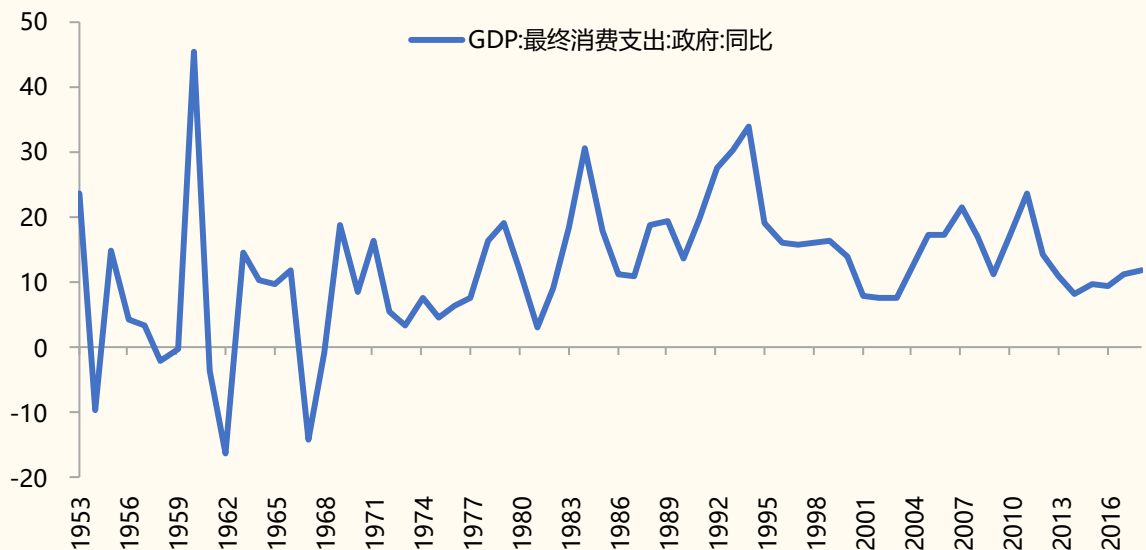
根据 2018 年支出法 GDP，全年实现 GDP 为 91.6 万亿元，其中最终消费支出 50.6 万亿元，最终消费支出中政府支出为 15.2 万亿元，政府消费支出占 GDP 的比重为 17%，占最终消费支出的比重为 30%。2014 年以来，政府消费有所加快，从 8.1% 升至 12%，一定程度上起到了稳定消费的作用。可以看到，政府消费在经济总量，特别是在最终消费支出总量中占据了相对较大的比重，因此适当增加政府消费在稳定经济增长中可以发挥重要的作用。

图表 9: 政府消费在经济总量, 特别是在最终消费支出总量中占据了相对较大的比重 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: 2014 年以来政府消费有所加快, 从 8.1% 升至 12%

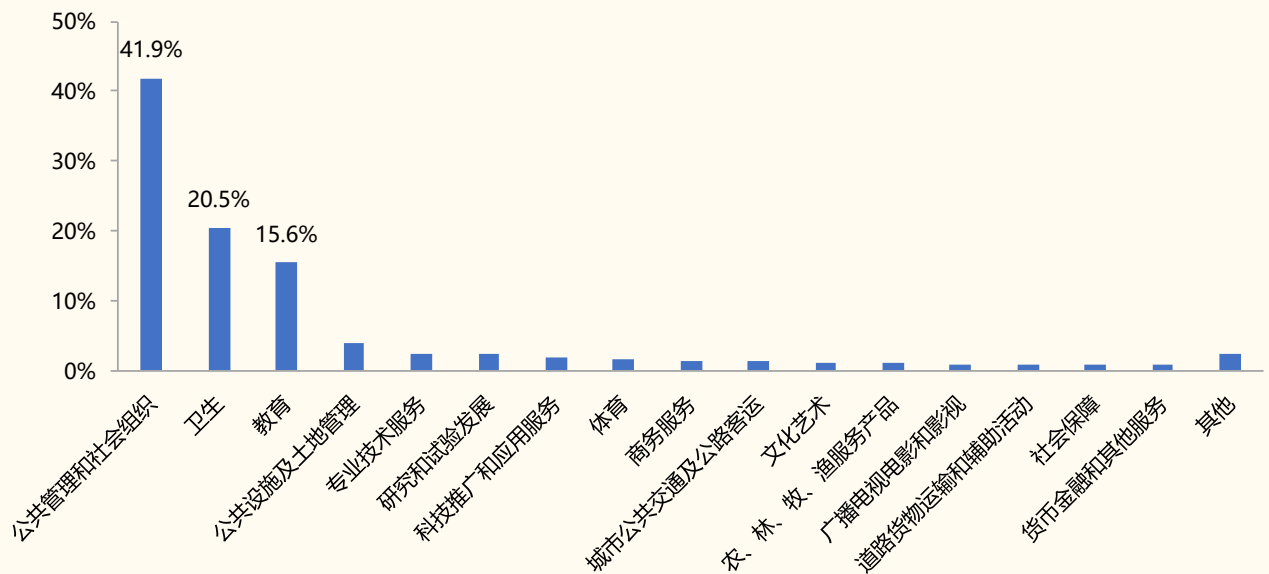


来源: Wind, 国金证券研究所

政府消费主要集中在三个行业, 公共管理和社会组织、卫生、教育。根据 2017 年投入产出表, 我们可以更加详细了解政府消费的主要构成。政府消费主要集中在三个行业 (括号里的数字是占比): 公共管理和社会组织 (41.9%)、卫生 (20.5%)、教育 (15.6%)。根据统计局行业分类, 公共管理和社会组织包括中国共产党机关、国家机构、人民政协、民主党派、群众团体、社会团体和其他成员组织、基层群众自治组织及其他组织等。除以上三大重点领域外, 其他政府消费还包括公共设施及土地管理 (3.9%)、专业技术服务 (2.4%)、研究和试验发展 (2.3%)、科技推广和应用服务 (1.7%)、体育 (1.6%)、城市公共交通及公路客运 (1.3%)、商务服务 (1.3%)、文化艺术 (1.1%)、广播、电视、电影和影视录音制作 (0.9%)、社会保障 (0.7%)、货币金融和其他金融服务 (0.7%) 等多个方面。

社会保障、科技、水利、公共设施、卫生等行业对政府消费依赖相对更大。根据 2017 年投入产出表，从不同行业政府消费在最终使用（包括消费支出、资本形成总额与出口）中的占比来看，这些行业中政府消费占比相对较大，包括：社会保障（100%）、科技推广和应用服务（100%）、水利管理（100%）、公共设施及土地管理（88.6%）、体育（84.2%）、社会工作（83.7%）、生态保护和环境治理（69.5%）、卫生（63.5%）、文化艺术（62.2%）、专业技术服务（61.2%）、教育（54.8%）、广播、电视、电影和影视录音制作（48.1%）、城市公共交通及公路客运（34.7%）、装卸搬运和仓储（17.9%）、航空货物运输和运输辅助活动（12.7%）等。

图表 11：2017 年政府消费主要集中在三个行业，公共管理和社会组织、卫生、教育



来源：Wind，国金证券研究所

我们认为，政府消费占最终消费比重接近三成，且主要集中在社会公共服务方面，政府消费的增加可以对居民消费产生“挤入效应”，促进居民消费。反之，如果公共消费支出过低，即医疗、教育、养老等方面的社会公共服务支出不足，居民面临的未来不确定性风险上升，将导致预防性储蓄增加，从而不利于居民消费潜力的释放和居民消费的提升。这也是适当增加公共消费支出的重要原因，预计公共消费将主要集中于公共管理、卫生、教育、养老、科技、城市基础设施服务等方面，优化公共服务供给机制，发挥公共消费的带动和牵引作用。与此同时，增加政府消费也需要扩大一般预算支出，即狭义财政也需要有所扩张。

六、房地产政策：“房住不炒”政策不会改变，政策落脚点更多集中于供给端

“房住不炒”的政策不会改变，4月17日政治局会议也作了明确说明“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。与历史相比，本轮房地产严调控持续时间较长。2015年以来我国房价在全球涨幅最

大，房地产泡沫明显，这是政策严控房地产的重要原因。如果放任地产泡沫的进一步积聚，将对经济造成更严重负面影响，这一方面，90年代日本、2007年美国房地产泡沫的破灭都是很好的例子。实际上，在我国也有这样的例子，90年代初海南房地产泡沫的破灭，也对当地经济造成了严重的负面影响。疫情冲击下我国经济增速大幅下滑，但当前房地产价格依然处于较高位置，部分城市房地产泡沫依然很严重，房地产政策难以放松。如果贸然转向扩张，一方面会对居民消费、投资产生更严重挤出效应；另一方面，伴随着泡沫的积聚，大幅上涨的房价形成泡沫一旦破裂对经济危害极大。我们认为，**房地产需求端的政策难以明显放松，政策的重点可能在于供给端，如在部分房价上涨过快的城市，增加土地供应，平抑房价等；其他如农村土地制度的改革，也主要着眼于房地产供给方面，通过稳定房地产投资，来实现稳就业，保障房地产市场平稳健康发展，预计全年房地产投资增速为2%左右。**

七、要素市场：土地改革进入实施阶段

在新中国建设的历史中，土地改革是改革开放的起点，在当下全面深化改革，构建更加完善的要素市场化配置体制的举措中，作为最基本的生产要素，**土地要素的市场化配置仍然是改革的重中之重。**从我国目前土地市场现状来看，仍然存在一些问题。首先是城乡二元结构的问题，城乡统一土地市场存在集体所有和国有权属矛盾，农地征收与农村集体经营性建设用地入市存在一定价格差异，收益分配制度不合理；二是产业，工业用地市场供应体系，价格体系，监管体系不完善；三是土地管理的效率和灵活性有待提高，地方政府对于土地财政的过度依赖会产生管理、监管机制不健全，土地出让计划不明晰，用地效率低下等问题，同时，用地指标与计划的行政固化也不利于土地管理的灵活运用。

2020年3月30日，国务院出台关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见，土地改革进入实施阶段。其中对于推进土地要素市场化配置提出四个方面的意见，分别是健全城乡统一的建设用地市场，深化产业用地市场化配置改革，鼓励盘活存量建设用地以及完善土地管理体制。短期来看，城乡二元结构，集体建设用地入市价格及收益分配的土地问题亟待解决，长期则需要关注扩大城市土地市场化出让，产业用地多元化供给，土地管理机制及政府角色转变等方面。比如加快集体建设用地入市、探索增加混合产业用地供给、运用市场机制盘活存量土地和低效用地、明确城乡建设用地指标使用应更多由省级政府负责等。土地要素市场化改革最核心的是提高土地使用效率，通过农村集体经营性建设用地入市等扩大集体土地权利，可以增加土地供给。同时还可以盘活存量土地，推动不同产业用地类型合理转换，提高土地使用效率。**当前土地改革进入实施阶段，有助于稳定房地产投资，增加住宅供给，增加农村居民财富收入。**

其他要素方面的改革还包括打破劳动力市场的各种限制，引导劳动力要素合理畅通有序流动；完善资本市场要素建设，构建多层次、多主体金融市场；加快发展技术要素市场，提高创新发展潜能；更加注重知识产权保护等多个方面。

八、增长预测：预计 2020 年经济增长 2—3%

对短期经济增长的判断，其问题主要集中在两个层面上：一是疫情下海外需求的衰退程度，二是国内宏观政策刺激内需的对冲力度。我们预计今年实际 GDP 增速为 2-3% 之间，其中 Q2 为 3%，Q3-Q4 分别为 5.5% 和 6.0%。具体来看：

由于中央政府加杠杆，基建投资增速将升至 13% 左右。在基建资金来源结构中，最重要的资金来源于政府（一般财政和政府性基金支出），占比约为 63.8%。从现阶段财政政策积极程度来看，预计 2020 年一般财政预算赤字率可能在 3.5% 以上，不排除上调至 5% 的可能性；其次，预计今年地方政府专项债发行在 3.5 万亿左右，相较于去年增加 1.4 万亿；此外，预计今年抗疫特别国债发行可能在 1 万亿左右（少部分用于基建），可以与现有的财政货币政策相互补充，形成合力。预计 2020 年将形成约 2.4 万亿的增量资金，最终基建投资累计同比在 13% 左右。

房地产方面，需求端难以放松，但为稳定经济增长，融资端可能有所放松，预计全年房地产投资为 2% 左右。从现阶段政府的表态来看，基本上“房住不炒”的定位没有因为这次疫情的影响而发生动摇。但考虑到疫情对房地产企业经营的影响，我们认为会从融资端给予一定放松，主要是土地供给（政府在税收收入下降，土地收入可能作为一部分补充）和房地产企业融资（支持中小企业融资政策中受益）两块，最终保证一定的房地产投资增速，稳定经济增长。预计 2020 年全年房地产投资增速转正，并有小幅上升的可能性，预计为 2% 左右。

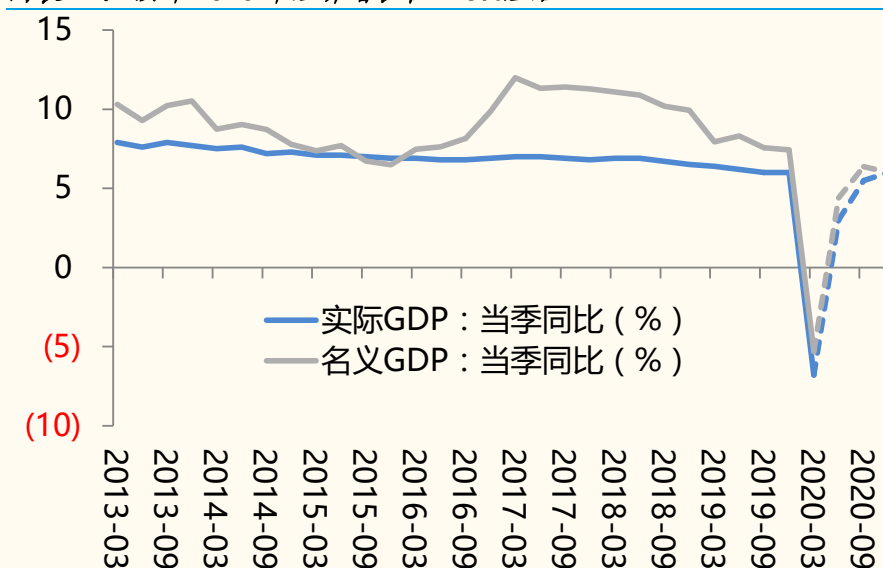
制造业方面，疫情影响下，海外经济增长衰退概率较大。受海外疫情影响，2Q 外需可能下滑 30%。原因在于 4 月整月海外经济停摆，二季度生产需求可能下滑 1/3。此外，从美国失业救济金领取人数上看，疫情以来由 28 万跃升至现在 400 多万水平，远超金融危机。美国大型金融机构也将美国 2 季度经济增长下调至 -30%，海外经济以服务业为主，且隔离防疫措施较晚，冲击可能比中国要大。外需塌陷导致制造业回升力度偏弱，预计二季度制造业同比难有明显回升，跌幅可能收窄至 -15% 左右的水平。出口交货值占整个工业增加值的比值在 40% 左右，可以理解为外需可能占到制造业投资 40% 左右，如果二季度外需下滑 30%，那么可能拖累制造业近 12 个百分点。2020 年 1 季度制造业投资累计同比 -25%，二季度内需应有所企稳，但外需下滑严重，预计跌幅有所收窄，但整体水平仍然较弱，可能在 -15% 左右的水平。

消费方面，二季度消费难以大幅回升。二季度消费可能有所反弹，达到去年同期消费水平，主要是汽车消费和政府公共消费的拉动（汽车占社零消费比重较大、政府可能采取消费券、加大公共消费力度等拉动消费）。但餐饮、服装、旅游等占比较大的消费依然难有起色，且疫情影响名义 GDP 下行，收入减少导致消费意愿下降，因此消费大幅上升的可能性不高。

CPI 方面，猪肉平均批发价预计在 40 元/公斤高位震荡，蔬菜 Q2 环比季节性下跌，水果 Q3 环比季节性下跌，燃料价格随着原油价格逐渐企稳回升，我们判断 CPI 未来三个季度分别是 3.6%、2.7% 和 1.1%。

PPI 方面，原油价格逐渐企稳回升，Q2-Q4 的均价在 27 美元/桶、30 美元/桶和 35 美元/桶。煤炭、钢铁、水泥等价格随着国内基建项目发力企稳回升，有色金属跟随全球经济在 Q2 探底随后回升。综合来看我们下调 PPI 中枢，后三个季度 PPI 同比分别为 -3.6%、-3.1%、-2.3%，全年可能基本处于工业品通缩压力中。

图表 12: 预计 2020 年经济增长在 2-3% 左右



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 2020 年经济增长分项预测

指标	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020F
实际GDP当季同比 (%)	6.4	6.2	6.0	6.0	(6.8)	3.0	5.5	6.0	2.3
CPI当季同比 (%)	1.8	2.6	2.9	4.3	5.0	3.6	2.7	1.1	3.1
PPI当季同比 (%)	0.2	0.5	(0.8)	(1.2)	(0.6)	(3.4)	(3.1)	(2.3)	(2.4)
名义GDP同比 (%)	7.9	8.3	7.6	7.4	(5.3)	4.4	6.4	6.0	3.7
固定资产投资完成额累计同比 (%)	6.3	5.8	5.4	5.4	(16.1)	(3.1)	0.5	2.0	2.0
基建 (全口径) 投资完成额累计同比 (%)	3.0	3.0	3.4	3.3	(16.4)	3.0	9.0	13.0	13.0
房地产投资完成额累计同比 (%)	11.8	10.9	10.5	9.9	(7.7)	1.0	1.0	2.0	2.0
制造业投资完成额累计同比 (%)	4.6	3.0	2.5	3.1	(25.2)	(13.0)	(8.0)	(8.0)	(8.0)
社会消费品零售总额当季同比 (%)	8.3	8.6	7.6	7.8	(15.8)	8.0	9.0	9.0	2.9
M1同比 (%)	4.6	4.4	3.4	4.4	5.0	5.0	5.0	5.2	5.2
M2同比 (%)	8.6	8.5	8.4	8.7	10.1	10.1	10.3	10.7	10.7
新增人民币贷款 (当季值, 万亿)	6.3	3.7	3.9	3.0	7.3	5.8	5.1	4.3	22.3
新增社会融资规模 (当季值, 万亿)	8.6	6.0	6.0	5.0	11.1	8.3	7.4	6.2	32.0
社融余额同比 (%)	11.2	11.2	10.7	10.7	11.5	12.3	12.7	12.7	12.7
人民币汇率 (季度均值, %)	6.7	6.8	7.0	7.0	7.0	6.8	6.8	6.9	6.9
10年期中债国债到期收益率 (季度均值, %)	3.1	3.2	3.1	3.1	2.6	2.6	2.8	2.8	2.8
DR007 (季度均值, %)	2.7	2.6	2.9	2.7	2.1	2.1	2.1	2.2	2.2

来源: Wind, 国金证券研究所

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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦7楼	地址：中国北京西城区长椿街3号4层	地址：中国深圳福田区深南大道4001号 时代金融中心7GH