

证券研究报告 / 宏观专题

穿透式积极财政货币政策，务实实现六保六稳

——2020 年政府工作报告解读

报告摘要：

总的来看，本次报告的主旋律是疫后经济修复，体现了高层对全年经济的困难与挑战已有充分的评估。本次报告的亮点极多，我们大致总结下来，包括以下几个方面。

一是今年未再提及 GDP 增长目标，取而代之的是把“六稳”、“六保”放在首位，尤其是将稳就业保民生放在首位。但这并不代表放任经济下滑，GDP 目标要求已体现在六保、六稳各项指标当中，根本上也要求促进经济回稳、增长。今年就业优先政策全面强化，年内新增就业目标为 900 万人，较去年减少 200 万人，我们预计今年 GDP 增速有可能在 4% 附近，低一点高一点都有可能，基本能与上述保就业目标匹配。

二是财政政策不仅积极，且更加穿透、务实，能使社会获得实在好处。今年对赤字率的安排并未设上限，为后续提高赤字率保留了政策空间。多增的财政赤字与抗疫特别国债合计 2 万亿元，上述新增债务资金的投放重点围绕疫后修复，预计这部分钱用于基础设施投资比例较小。报告在减税降费降成本上给出了一系列具体措施，如前期出台六月前到期的减税降费政策的执行期限全部延长到今年年底等。

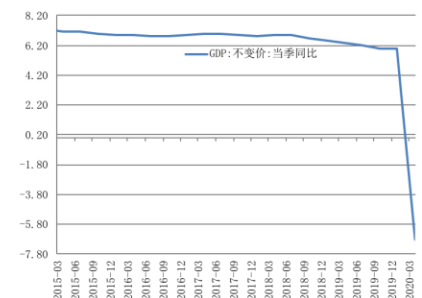
三是货币政策更加灵活适度，强化对稳企业的金融支持。报告强调要综合运用降准降息、再贷款等手段，推动利率持续下行，我们预判最快 6 月份还会看到降准降息。报告提到要引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年，我们预计 M2 和社融增速未来还将提高。最后报告强调防止资金空转套利等，让金融资源发挥稳企业的功能。

四是注重内外需双轮驱动。报告提出坚持扩大开放，稳定产业链、供应链，促进外贸基本稳定，积极利用外资等。内需方面则消费和投资两手抓，今年新增地方政府专项债券 3.75 万亿元，多增 1.6 万亿元，我们预计今年基建投资有望达 8% 以上增速。

我们预计 A 股本轮反弹已接近尾声，重点关注内需导向领域，主因经济基本面环比继续温和复苏，重在依靠内需修复，但不会大水漫灌强刺激，流动性极度充裕状态伴随疫情控制而放缓，中美摩擦不确定性有所增强。推动贷款成本下行的总体要求下，我们认为利率震荡有顶，不会持续上升，后续仍有望下行。

风险提示：疫情二次波动，外需压力较大，中美摩擦升级。

相关数据



相关报告

《预计二季度经济将小幅转正——4 月经济数据点评》

20200517

《信用持续扩张——4 月金融数据点评》

20200512

《PMI 验证经济持续复苏，政策仍需聚焦拉动需求——4 月 PMI 数据点评》

20200503

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001

18917252281 shenxf@nesc.cn

联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010

18010018933 caozl@nesc.cn

今年受新冠疫情影响，世界经济严重衰退，国内经济下行压力、就业压力显著加大，在这历史性的特殊时期，本次政府工作报告也有多处历史性的突破。例如今年政府工作报告篇幅仅 1 万余字，较往年报告明显缩减了五千字以上，但内容完备且细致，反映了特殊时期聚焦重点、实干务实的作风。

总的来看，本次报告的主旋律是疫后经济修复，体现了高层对全年经济的困难与挑战已有充分的评估。本次报告的亮点极多，我们大致总结下来，包括以下几个方面。

1. 未提及 GDP 增长目标，而是把“六稳”、“六保”放在首位

今年未再提及 GDP 增长目标，取而代之的是把“六稳”、“六保”放在首位，尤其是将稳就业保民生放在了首位。

我们此前已反复强调，全球疫情冲击为年内经济发展带来了很大的不确定性，因此应当淡化 GDP 目标，而将工作重心放在保就业等方面。但是，不定 GDP 目标不代表会放任经济下滑，事实上 GDP 目标要求已经体现在了六保、六稳的各项指标当中，根本上也要求促进经济回稳、增长。

就业优先政策在今年得到了全面强化。需要指出的是今年新增就业目标为 900 万人，较去年减少了 200 万人，这一变化事实上体现了决策层对经济增长放缓的理性预期和容忍底线。今年高校毕业生 874 万人，因此就业政策将重点围绕这一群体。我们认为就业要保三大主体，一是存量就业，二是增量就业，三是不稳定的农民工就业。稳定存量就业需要推动复工复产，这部分风险较小。根据工信部数据，截至 5 月 18 日，全国规上工业企业复工率已接近 100%，中小企业复工率也达到 91%。此外服务业也在持续复工。如下文所言，今年基建投资成为拉动内需的重要抓手，农民工就业有保障。因此，政策将重点支持大学生就业，通过经济恢复、增长、扩大研究生招生、延时招聘、创新招聘、就业培训等多种方式来保障就业。

我们基于一季度经济和二季度以来经济复苏情况暂时估算，预计今年 GDP 增速有可能在 4% 附近，低一点高一点都有可能，按照一个百分点的 GDP 增量对应约 200 多万就业来看，也基本能与保就业目标匹配。

2. 财政政策不仅积极，亦更穿透务实，使社会获得实在好处

今年财政政策不仅积极，而且更加穿透、务实，能使社会获得实在好处。此前高层已反复释放财政政策更加积极有为的信号，本次报告给出了具体的量化指标，包括财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，对应赤字率达 3.6% 以上，发行 1 万亿元抗疫特别国债、新增地方政府专项债券 3.75 万亿元等。

从数据上看，抗疫特别国债与地方专项债额度符合我们的预期，但赤字率的安排略超预期，这次对赤字率的安排并未设上限，我们认为这为后续提高赤字率保留了政策空间，符合更加积极有为的基调。关于 2 万亿元中央新增债务资金的投放方面，

报告中也给出了具体规定，包括支持减税降费、减租减息、扩大消费和投资等，可见这笔钱重点用于疫后修复，而并非全部用于加大投资领域，因此我们判断这部分钱用于基础设施投资的比例较小。在减税降费降成本的具体措施上，报告提出前期出台六月前到期的减税降费政策的执行期限全部延长到今年年底，小微企业、个体工商户所得税缴纳延缓到明年，推动降低企业生产经营成本，如降低工商业电价 5% 政策延长到今年年底等。

3. 稳健的货币政策更加灵活适度，强化对稳企业的金融支持

货币政策基调仍是稳健的货币政策更加灵活适度，强化对稳企业的金融支持。我们预判最快 6 月份还会看到降准降息。

具体来看，报告强调要综合运用降准降息、再贷款等手段，推动利率持续下行。考虑到目前 5 月 MLF 利率并未下调，我们预判最快 6 月份还会看到降准降息，这是因为一方面实体经济的发展依然需要低利率环境，另一方面在提前下达 2.29 万亿元地方政府专项债额度后，还剩近 1.5 万亿元地方专项债尚待发行，此外中央政府债务新增 2 万亿元，因此降准降息也有利于对冲财政的挤出效应。

而关于量方面，报告提到要引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年，值得注意的是“明显”两字，这与报告中政府融资放量和大幅增加制造业贷款中长期贷款等要求相一致，再考虑到基数因素，我们预计 M2 和社融增速未来还将提高。

最后，今年要坚决打好三大攻坚战，因此报告对货币政策也提出了具体要求，包括防止资金空转套利、房住不炒等，要让金融资源发挥稳企业的功能，比如报告中对中小微企业贷款延期还本付息、对普惠型小微贷延期、鼓励银行创新支持小微贷款等方方面面做出了部署，让银行让利实体，保住市场主体。

4. 注重内外需双轮驱动

当前国际环境复杂，以美国为首引领的逆全球化思潮盛行。在这个背景下，报告提出我们要坚持扩大开放，稳定产业链、供应链。除了促进外贸基本稳定，更要积极利用外资，继续加快自贸试验区改革，持续推进“一带一路”。

但同时决策层也认识到，必须构建“国内国际双循环相互促进的新发展格局”，这也是 5 月 14 日政治局常委会首次提出的概念。也即，我们也要从内需、全要素生产率上寻找增长动能。全要素生产率的提升，既包括改革，也包括科技创新。改革便是释放制度红利，报告提出深化“放管服”、推进要素市场化配置改革、提升国资国企改革成效等。科技创新是未来经济增长的新动能，报告则重在提高其支撑能力，措施有加强知识产权保护、深化国际科技合作、重点项目攻关“揭榜挂帅”等。

内需以消费和投资为主要抓手。报告指出要实施扩大内需战略，推动经济发展方式加快转变，具体包括推动消费回升和扩大有效投资两个方面。消费端包括支持餐饮、

商场、文化、旅游、家政等生活服务业恢复发展，推动线上线下融合，发展养老、托幼服务，改造提升步行街，支持电商、快递进农村，拓展农村消费等；投资端包括地方投资和中央投资两块，今年地方新增专项债额度较去年增加了 1.6 万亿元，力度很大，而中央预算内投资安排为 6000 亿元，这些资金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，即新型基础设施建设、新型城镇化建设、交通水利等重大工程建设，可期待后续相关项目的落地，我们预计今年基建投资规模有望达到 8%以上的增速。

5. 穿透式积极财政货币政策，务实实现六保六稳

综上，今年政府工作报告总体上非常务实，重在采用积极的宏观政策助力疫情后的经济和民生恢复，以“六保”、“六稳”为主线，而非强刺激以实现 GDP 的翻番目标，政策的实施方案也是拳拳到肉。

我们预计 A 股本轮的反弹已经接近尾声，重点关注内需导向领域，主因经济基本面环比继续温和复苏，重在依靠内需修复，但不会大水漫灌强刺激，流动性极度充裕状态伴随疫情控制而放缓，中美摩擦不确定性有所增强。推动贷款成本下行的总体要求下，我们认为利率震荡有顶，不会持续上升，后续仍有望下行。

风险提示：疫情二次波动，外需压力较大，中美摩擦升级。

分析师简介:

沈新风: 东北证券首席宏观分析师, 上海财经大学经济学博士。出版两部学术译著《内部流动性与外部流动性》(诺贝尔经济学奖得主梯若尔、霍姆斯特罗姆合著)和《行为经济学教程》。独立论文《内生家庭谈判力与婚姻匹配》发表于《经济学(季刊)》, 曾担任该刊匿名审稿人。多次在《中国证券报》、《经济参考报》、《金融市场研究》等主流金融媒体发表评论文章, 观点常被国内外主流媒体引用。华尔街见闻、陆想汇、今日头条等媒体专栏作者。

尤春野: 美国约翰霍普金斯大学金融学硕士, 北京大学理学学士, 经济学双学士, 现任东北证券宏观组研究助理。2018年以来具有2年证券研究从业经历。

曹哲亮: 北京大学金融学硕士, 武汉大学数理金融本科, 现任东北证券宏观组研究人员。2018年以来具有2年证券研究从业经历。

刘星辰: 上海财经大学数量金融硕士, 上海财经大学数学本科, 现任东北证券宏观组研究人员。曾任职于首席经济学家论坛做宏观经济研究, 2020年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	15213310661	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn