

“聚焦内需”系列报告

2020 年政府工作报告解读

本报告的主要看点：

1. 2020 年政府工作报告解读

政策取向明确，内需板块确定性较高

——聚焦内需系列报告（五）

基本结论

- 和往年相比，今年政府工作报告篇幅较短，总理作报告的时间也大幅缩减。从经济总体目标来看，今年不设 GDP 增速目标，保就业和稳企业成为首要任务。具体来说，今年城镇新增就业 900 万人以上，城镇调查失业率 6% 左右。在疫情冲击下，就业目标较去年均有下调，其中新增就业较去年减少 200 万，调查失业率提高 0.5 个百分点。今年政府工作报告对“稳企业”着墨较多，核心原因在于疫情对企业（特别是中小企业）冲击较大，企业主体的积极性恢复关乎到保就业问题。对企业的减税降费力度进一步加大，预计全年为企业新增减负超过 2.5 万亿元。降低企业生产经营成本，包括电价、租金等。
- 在稳企业的背景下，宽货币和宽信用环境将逐步得到确认，推动企业便利获得贷款和利率下行成为货币和金融政策的主要目标。报告提出稳健的货币政策要更加灵活适度，M2 和社融增速明显高于去年水平。同时，强化对稳企业的金融支持，大型商业银行普惠型小微企业贷款增速高于 40%，支持企业扩大债券融资。
- 总体来说，财政是今年重要看点。财政发力总体规模较去年增加 3.6 万亿，基本符合预期。具体来说，2020 年财政赤字新增 1 万亿，专项债新增 1.6 万亿，特别国债 1 万亿，合计新增 3.6 万亿。如果再考虑 PSL 等广义财政，预计今年广义财政发力规模将边际增加 4-5 万亿。在财政收入确定性下降的背景下，财政发力规模进一步扩大体现了政府扩大内需保就业的强力诉求。今年政府工作报告明确提出，新增 1 万亿赤字和 1 万亿特别国债全部转给地方，加上新增 1.6 万亿的地方专项债，也就是新增 3.6 万亿资金全部由地方使用。机制方面，设立特殊转移支付机制，资金直达市县基层。上述安排一方面是因为在地方政府债务积压问题之下，中央通过转移支付提升地方扩大内需的能力，另一方面资金直达市县基层能大幅提高财政资金利用效率，增加财政支出的乘数效应。
- 消费（特别是服务性消费）和基建（新基建和传统基建结合）是重要政策发力方向。1）消费方面，支持餐饮、商场、文化、旅游、家政等生活服务业和拓展农村消费成为重要方向。本次政府工作报告中推动消费回升的主要领域在服务型消费和农村消费，都是当前增长空间巨大的消费领域；2）基建方面，5G 等新基建是重要结构性方向，此外老旧小区改造和交通、水利等传统基础设施建设也是重点发力方向。新基建首次写入政府工作报告，突出了基建补短板 and 增强发展新动能的政策取向。
- 政策取向明确后，我们认为市场主线将围绕内需这条核心主线展开，其中消费和基建板块的确定性较高。随着两会的召开，中央层面的政策目标和政策取向已经非常明确了。前期市场预期混乱的局面将得到极大缓和，后续重点关注各级政府如何围绕今年的政策目标进行具体政策的实施。从设立特殊转移支付机制，新增财政资金全部直达市县基层的安排来看，此次财政刺激的资金运用效率或得到极大的提升。在扩大内需战略支撑下，后续消费（特别是服务性消费）和基建（新基建和传统基建结合）或迎来迅速修复，全年维持较高增长，我们预计全年基建增速在 10% 以上，社零增速在 5% 左右。
- 风险提示：内需刺激政策的力度不及预期、海外黑天鹅事件（主权评级下调、地缘政治风险等）

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiong@gjzq.com.cn

魏雪 分析师 SAC 执业编号：S1130518090001
weixue@gjzq.com.cn

内容目录

一、2020 年政府工作报告：政策取向明确，基本符合预期.....	3
1.1 不设 GDP 增速目标，保就业和稳企业成为首要任务.....	3
1.2 财政发力是重要看点：新增 3.6 万亿财政规模，全部由地方使用.....	3
1.3 消费和基建是政策发力的主要着力点	4
二、财政政策基调基本符合预期，后续政策将加速落地	4
三、政策取向明确，市场主线如何抉择？	5

图表目录

图表 1：保就业与稳企业成为首要任务.....	3
图表 2：历年财政赤字、专项债等规模.....	4
图表 3：发改委中央项目审批数量.....	5
图表 4：历年政府工作报告要点.....	6

一、2020 年政府工作报告：政策取向明确，基本符合预期

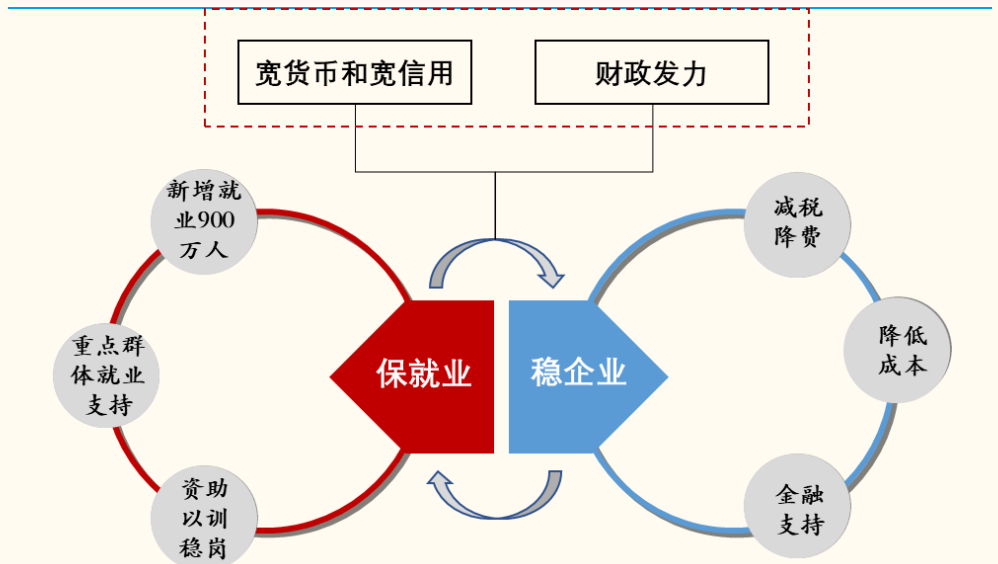
1.1 不设 GDP 增速目标，保就业和稳企业成为首要任务

和往年相比，今年政府工作报告篇幅较短，总理作报告的时间也大幅缩减。从经济总体目标来看，今年不设 GDP 增速目标，保就业和稳企业成为首要任务。具体来说，今年城镇新增就业 900 万人以上，城镇调查失业率 6% 左右。在疫情冲击下，就业目标较去年均有下调，其中新增就业较去年减少 200 万，调查失业率提高 0.5 个百分点。

今年政府工作报告对“稳企业”着墨较多，核心原因在于疫情对企业（特别是中小企业）冲击较大，企业主体的积极性恢复关乎到居民就业问题。对企业的减税降费力度进一步加大，预计全年为企业新增减负超过 2.5 万亿元。降低企业生产经营成本，包括电价、租金等。

在稳企业的背景下，宽货币和宽信用环境将逐步得到确认，推动企业便利获得贷款和利率下行成为货币和金融政策的主要目标。报告提出稳健的货币政策要更加灵活适度，M2 和社融增速明显高于去年水平。同时，强化对稳企业的金融支持，大型商业银行普惠型小微企业贷款增速高于 40%。支持企业扩大债券融资。

图表 1：保就业与稳企业成为首要任务

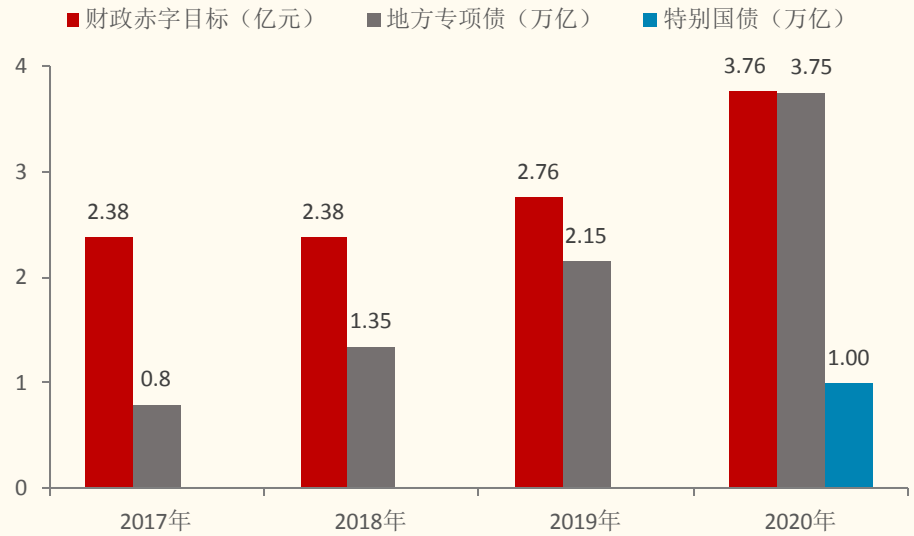


来源：国金证券研究所

1.2 财政发力是重要看点：新增 3.6 万亿财政规模，全部由地方使用

- 总体来说，财政是今年重要看点。财政发力总体规模较去年增加 3.6 万亿，基本符合预期。具体来说，2020 年财政赤字新增 1 万亿，专项债新增 1.6 万亿，特别国债 1 万亿，合计新增 3.6 万亿。如果再考虑 PSL 等广义财政，预计今年广义财政发力规模将边际增加 4-5 万亿。在财政收入确定性下降的背景下，财政发力规模进一步扩大体现了政府扩大内需保就业的强力诉求。
- 今年政府工作报告明确提出，新增 1 万亿赤字和 1 万亿特别国债全部转给地方，加上新增 1.6 万亿的地方专项债，也就是新增 3.6 万亿资金全部由地方使用。机制方面，设立特殊转移支付机制，资金直达市县基层。上述安排一方面是因为在地方政府债务积压问题之下，中央通过转移支付提升地方扩大内需的能力，另一方面资金直达市县基层能大幅提高财政资金利用效率，增加财政支出的乘数效应。

图表 2：历年财政赤字、专项债等规模



来源：历年政府工作报告、国金证券研究所

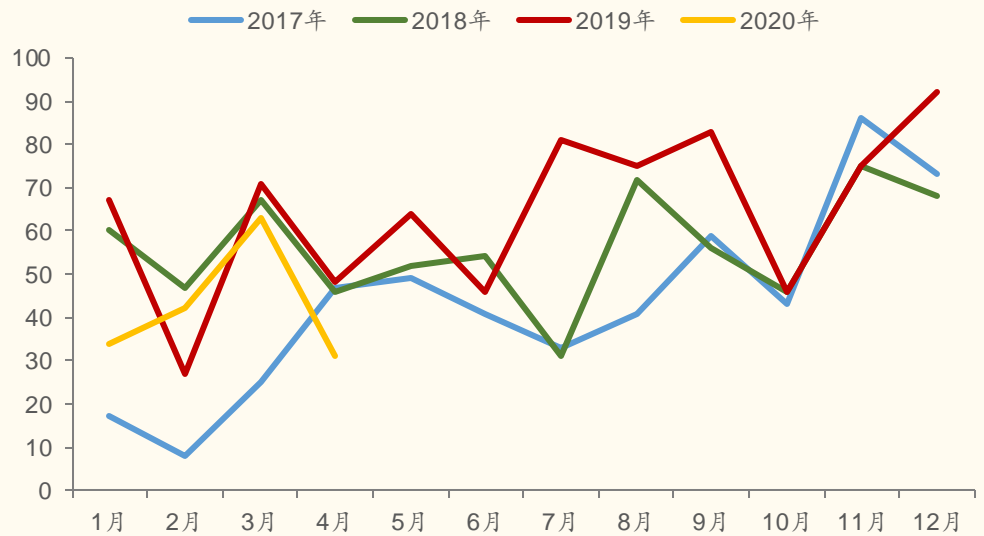
1.3 消费和基建是政策发力的主要着力点

- 消费（特别是服务性消费）和基建（新基建和传统基建结合）是重要政策发力方向。1）消费方面，支持餐饮、商场、文化、旅游、家政等生活服务业和拓展农村消费成为重要方向。本次政府工作报告中推动消费回升的主要领域在服务型消费和农村消费，都是当前增长空间巨大的消费领域；2）基建方面，5G等新基建是重要结构性方向，此外老旧小区改造和交通、水利等传统基础设施建设也是重点发力方向。新基建首次写入政府工作报告，突出了基建补短板 and 增强发展新动能的政策取向。

二、财政政策基调基本符合预期，后续政策将加速落地

- 财政政策符合预期，此前我们预计赤字规模、专项债规模和特殊国债规模等措施的总体规模接近十万亿，较去年增加 4-5 万亿。此次政府工作报告披露新增 3.6 万亿财政资金，如果加上 PSL 等广义财政资金，预计今年财政边际增量资金在 4-5 万亿左右，拉动基建投资增速在 10% 以上。
- 后续重点关注财政政策的落地情况，特别是基建投资领域。从前 4 个月发改委项目审批进度来看，中央项目的上马进度较往年没有明显提速。我们认为原因在于两会推迟召开，中央层面政策基调还未明确。随着两会的召开，政策目标和政策取向逐步清晰，后续基建项目或加速落地。微观数据来看，挖掘机和重卡销量的火爆，背后反映了基建投资的持续扩张。

图表 3：发改委中央项目审批数量



来源：国家发改委网站、国金证券研究所

三、政策取向明确，市场主线如何抉择？

- 政府工作报告中宣布的财政发力的规模基本符合预期，更为关键的是随着两会的召开，中央层面的政策目标和政策取向已经非常明确了。前期市场预期混乱的局面将得到极大缓和，后续重点关注各级政府如何围绕今年的政策目标进行具体政策的实施。从设立特殊转移支付机制，新增财政资金全部直达市县基层的安排来看，此次财政刺激的资金的运用效率或得到极大的提升。
- 政策取向明确后，我们认为市场主线将围绕内需这条核心主线展开，其中消费和基建板块的确定性较高。在扩大内需战略支撑下，后续消费（特别是服务性消费）和基建（新基建和传统基建结合）或迎来迅速修复，全年维持较高增长，我们预计全年基建增速在 10% 以上，社零增速在 5% 左右。

图表 4：历年政府工作报告要点

主要指标/方向		2019年预期目标	2020年预期目标
宏观经济指标	GDP	6%-6.5%	不提具体目标
	CPI	3%左右	3.5%左右
	城镇新增就业	1100万人以上	900万人以上
	城镇调查失业率	5.5%左右	6%左右
	城镇登记失业率	4.5%以内	5.5左右
	单位国内生产总值能耗	下降3%左右	继续下降
金融指标	广义货币M2同比	与名义GDP增速相匹配	增速明显高于去年
	社融余额同比	与名义GDP增速相匹配	增速明显高于去年
	宏观杠杆率	基本稳定	-
	人民币汇率	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定	保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定
财政政策	政策基调	积极的财政政策要加力提效	积极的财政政策更加积极有为
	财政赤字	赤字率2.8%；财政赤字2.76万亿元	赤字率3.6%以上；财政赤字较去年增加1万亿元；特别国债1万亿元
	地方专项债券	2.15万亿元	3.75万亿元（新增1.6万亿元）
	减少企业税负	2万亿元	新增企业减负超2.5万亿
	减少涉企收费	-	
	中央预算内投资	5776亿元	6000亿元
货币政策	政策基调	稳健的货币政策要松紧适度	-
供给侧改革	压减钢铁产能	推进钢铁、煤炭行业市场化去产能	-
	退出煤炭产能		-
	淘汰煤电产能		-
住房	棚户区住房改造	-	3.9万个老旧小区改造
	进城落户	-	-
消费	消费政策	增强消费能力；发展全域旅游；稳定汽车消费；发展消费新业态新模式	提高居民消费意愿和能力；支持餐饮、商场、文化、旅游、家政等生活服务业恢复发展；拓展农村消费
基建	铁路建设投资	8000亿元	增加1000亿元
	公路水运投资	1.8万亿元	-
	新建改建农村公路	20万公里	-
扶贫	贫困人口	减少1000万以上	全部脱贫
环保	二氧化硫、氮氧化物排放量	分别下降3%	-
	化学需氧量、氨氮排放量	分别下降2%	-

来源：历年政府工作报告、国金证券研究所

风险提示：内需刺激政策的力度不及预期、海外黑天鹅事件（主权评级下调、地缘政治风险等）

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