

2020 年 05 月 23 日

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-60338120樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

经济政策保底线，政治声明超预期

——《政府工作报告》点评

相关报告

《2020 年“两会”前瞻：略强于预期的投资刺激与减税救助》——2020-05-18

《4 月份经济数据点评：金融宽松或便利企业存货投资》——2020-05-17

《《2020 年 1 季度货币政策执行报告》点评：货币政策仍有宽松空间》——2020-05-11

《4 月贸易数据点评：二季度出口超预期的可能性值得关注》——2020-05-10

《4 月 PMI 数据点评：通缩压力持续显现》——2020-05-05

事件：

5 月 22 日，李克强总理做政府工作报告。在经济工作方面，政策目标着眼于“六保”“六稳”，首次未提 GDP 增速目标，体现出底线思维。财政赤字的规模、失业率等指标总体落在预期下限，但是政府投资方面仍有一些亮点。有关货币政策的表态验证了我们货币政策仍有宽松空间的判断。两会后在货币财政双重推动之下，我们对二季度的经济反弹仍保持审慎乐观的态度。在政治方面，对港澳方面“建立特别行政区维护国家安全的法律制度和执行机制”，对台政策部分删去了“九二共识”、“和平统一”而代以“促进统一”的有关表述超出市场预期，可能对投资者的风险偏好产生影响。

投资要点：

- 政策目标以“六保”“六稳”为基调，不设 GDP 增速目标，落在预期下限。本次《政府工作报告》没有提及全年经济增速具体目标，落在我们和市场的预期下限，也是政策基调以“六保”“六稳”为主的具体落实。

其它的社会经济发展有关指标，如“城镇新增就业 900 万人以上（去年为 1100 万），城镇调查失业率 6% 左右（去年为 5.5%），城镇登记失业率 5.5% 左右；居民消费价格涨幅 3.5% 左右（去年为 3%）”也都或者略低于市场预期，或者在市场预期下限，实际上给了与政府政策相当的空间，体现了底线思维。

- 财政赤字规模等落在预期下限，但是政府投资方面仍有一定两点。《政府工作报告》提出今年赤字率拟按 3.6% 以上安排，发行 1 万亿元抗疫特别国债，地方政府专项债券 3.75 万亿元，与我们的预测差距不大（《两会前瞻》），但是整体处于我们预测的下限——也是政策目标保底线的具体体现。

在企业纾困方面，一方面提出新增减税降费约 5000 亿元，一方面对前期出台六月到期的减税降费政策，执行期限全部延长到今年年底。此外，小微企业、个体工商户所得税缴纳一律延缓到明年。预计全年为企业新增减负超过 2.5 万亿元。

虽然《政府工作报告》公布的显性赤字总体规模特别是本次抗疫特

别国债的发行规模 1 万亿落在我们此前预期的下限,但是这部分资金主要用于公共卫生基础设施建设和抗疫支出意味着第三产业医疗方面的投资将受到明显支撑。我们认为抗疫特别国债发行规模受限可能与《预算法》的要求有关。《预算法》要求“特别国债不计入一般公共预算,特别国债资金应用于有一定回报的项目。”,抗疫特别国债的投资范围有所限制,若大量发行,可能无法找到足够多有现金流回报的项目。

- **货币政策存在进一步宽松空间,新型工具值得关注。**《政府工作报告》本次明确提出,“稳健的货币政策要更加灵活适度。将综合运用降准降息、再贷款等手段,引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。”打消了市场对于流动性可能紧缩的疑虑,也完全符合我们在《货币政策执行报告》点评做出的预判:“货币政策仍有宽松空间。”

《政府工作报告》同时提出“将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。”传统货币政策工具以银行作为交易对手方,本次将推出的新型货币政策工具将以何种形态亮相值得期待。

- **财政货币政策合力推动经济复苏,二季度经济形势审慎乐观。**随着我国疫情逐渐缓解,在两会后财政与货币政策的持续支撑之下,我们对二季度的经济复苏持有审慎乐观的态度。
- **政治声明超出市场预期。**然而,《政府工作报告》在对港台的政策方针方面的表述明显超出了市场一致预期,更多不确定因素可能冲击投资者风险偏好。中美关系也可能继续恶化。

风险提示: 经济、政策低于预期,国内外疫情恶化,中美关系恶化

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4996

