

政府工作报告点评：静待宽信用发力

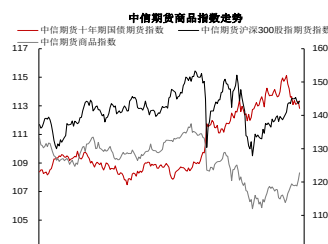
报告要点

政府工作报告大体未超预期，对资产的影响为短期风险偏好下移，中期寻找局部机会。

摘要：

- 经济增长预期：**就业底线思维，经济中枢下移。
- 财政政策：**积极财政政策更加积极。今年赤字率拟按 3.6% 以上安排，杠杆从居民部门转向政府部门。收入方面，今年减税力度仍在加大，但边际减弱。支出方面，抗疫特别国债和地方政府专项债券规模略超预期。
- 货币政策：**坚定宽松预期，政策结构或发生变化。政府工作报告打消了近期市场对政策是否会从宽松转向边际收敛的疑虑。今年 CPI 目标调涨至 3.5%，对应货币宽松容忍度上升。后期货币政策或从总量宽松转向结构调整，发力点更多体现在信贷宽松，货币政策工具可以打开想象空间。
- 投资：**基建发力或超预期，四季度有“掉尾”风险。基建增速或升至 15%-20%，地产延续震荡，制造业复苏不确定性上升。今年经济二三季度温和反弹，四季度风险或将上升。
- 资产影响：**短期风险偏好下移，中期寻找局部机会。
 - **权益：**短期谨慎，中期行情仍未结束。整体思路以暂时休息，择机布局多单为主。
 - **债券：**宽货币维持，宽信用发力。流动性宽裕对债市最友好的阶段将逐步过去，债市趋势性机会难觅，预计将进入平稳震荡期。10 年期国债收益率预计仍将维持在 2.4%-2.8% 的区间震荡。
 - **外汇：**汇率弹性有望保持，若中美关系未出现明显恶化，预计人民币汇率将维持在 6.9-7.2 的区间上偏弱震荡，但需提防贸易风险进一步升级对汇率的冲击。

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号



金融研究团队

研究员：
张革
021-60812988
从业资格号：F3004355
投资咨询号：Z0010982

姜婧
021-60812990
从业资格号：F3018552
投资咨询号：Z0013315

姜沁
021-60812986
从业资格号 F3005640
投资咨询号 Z0012407

张菁
021-60812987
从业资格号 F3022617
投资咨询号 Z0013604

1. 经济增长预期：就业底线思维，经济中枢下移。

今年没有提出全年经济增速具体目标，但今年强调了“六保底线思维”，而“六保”的首位为就业。去年就业目标为“城镇新增就业 1100 万人以上，城镇调查失业率 5.5%左右，城镇登记失业率 4.5%以内”，而今年是“城镇新增就业 900 万人以上，城镇调查失业率 6%左右，城镇登记失业率 5.5%左右”，是自 2017 年以来首次下调新增就业人数，也是自 1997 年公布城镇登记失业率以来首次上调至 5.5%。

今年需要找工作的人增加，但是可以提供的就业岗位收缩。今年高校毕业生达 874 万人，比 2019 年增加 40 万人，同时一季度失业率上升约 1 个百分点，还有部分人需要再就业，但是今年新增就业人数预计比去年减少 200 万人，整体就业压力加大。就业市场反映经济景气程度，从今年政策目标和实际情况看，预计今年经济中枢整体下移。

2. 财政政策：积极财政政策更加积极

杠杆从居民部门转向政府部门。“今年赤字率拟按 3.6%以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债。”赤字率大幅上调意味着宏观杠杆上升，当前中国宏观杠杆率（债务/GDP）不超过 60%，大幅低于欧美主要国家，未来加杠杆的空间将主要体现在政府部门。

收入方面，今年减税力度仍在加大，但边际减弱。今年预计全年为企业新增减负超过 2.5 万亿元，比去年目标新增 5000 亿元，但不及 2019 年两会的新增 9000 亿元。2019 年大规模减税降费后，公共财政收入增长 3.8%，税收收入仅增长 1%，原本就是紧平衡，大规模减税较难长期持续。

支出方面，为了控制赤字率不过高，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券都是有效的方式。2019 年财政赤字为 48492 亿元，名义 GDP 约 99 万亿元，财政赤字/GDP 实际为 4.89%。假如 2020 年 GDP 增长 5%，则名义赤字率目标 3.6% 对应的实际值或超过 5.5%。新增赤字和特别国债共 2 万亿元将“全部转给地方，建立特殊转移支付机制，资金直达市县基层、直接惠企利民，主要用于保就业、保基本民生、保市场主体，包括支持减税降费、减租降息、扩大消费和投资等”。

3. 货币政策：坚定宽松预期，政策结构或发生变化

宽松货币政策预期更加坚定。近期市场对政策是否会从宽松转向边际收敛较为疑虑，政府工作报告对货币政策的表述“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融规模增速明显高于去年”打消了对政策转向的顾虑。

通胀预期上调对应货币宽松容忍度上升。今年 CPI 目标调涨至 3.5%，是继 2014 年以来的首次上调，之前 CPI 目标在 3.5% 以上的时间段集中在 2008 年至 2014 年。

后期货币政策或从总量宽松转向结构调整，发力点更多体现在信贷宽松。原因主要有两点：一是前期引导利率下行已经初见成效，货币市场隔夜或 7 天资金利率位于历史低位。当前市场资金充裕，重点是将钱引入实体经济，并鼓励企业稳就业和提高投资积极性。

二是考虑国内外政策空间，不实行负利率的前提下，美联储政策利率已经降至“地板价”，后续美国货币政策操作空间更多体现在流动性和信贷宽松。中美高利差是人民币类资产吸引外资的重要筹码，且国内存款基准利率“压舱石”作用近期被央行提及，降低了近期下调存款基准利率的可能性。

货币政策工具可以打开想象空间。今年提及“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”，或许可以参考美联储的货币政策工具，增大对企业的信贷支持。

4. 投资：基建发力或超预期，四季度有“掉尾”风险。

基建增速或升至 15%-20%，地产延续震荡，制造业复苏不确定性上升。“今年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元，提高专项债券可用作项目资本金的比例，中央预算内投资安排 6000 亿元。”专项债资金规模略超我们之前 3.5 万亿的预期，按照新的测算，我们预计今年基建增速或升至 15%-20%。

地产坚持“房住不炒”定位，料将延续震荡走势，下行压力在于居民收入和地产资金链走弱，上行支撑在于“因城施策”局部地区放松和“新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个”。

制造业复苏动能弱于基建和地产，二季度国内经济建设将带动内需相关制造业率先反弹；但海外疫情仍未得到控制，且中美摩擦近期升级，贸易相关企业将承受压力。

今年经济二三季度温和反弹，四季度风险或将上升。（1）今年投资端对经济的拉动主要是靠基建发力，但考虑基建资金前移，后续发力持续性会成为四季度风险。今年 3.75 万亿元专项债在年初和 5 月已经提前下达共 2.29 万亿元，并力争 5 月底发行完毕，下半年还剩 1.46 万亿元待发，力度弱于上半年。除非，四季度再提前下发明年的专项债额度以缓解资金需求。（2）同时，年底美国大选给海外环境带来不确定性，秋冬疫情是否会反复也存担忧。（3）中美关系紧张冲突在未来很长时间都会对经贸环境造成扰动，会变的“常态化”。

5. 资产影响：短期风险偏好下移，中期寻找局部机会

权益：短期谨慎，中期行情仍未结束

(1) 短期维度，主线逻辑由对于政策的期待转化为对于政策力度的确认，之后披露的经济数据决定市场整体走向。鉴于目前处于数据披露空窗期，同时华为事件扰动仍存，未来一周暂不具备 V 型反转的条件。

(2) 中期维度，CPI 目标调高暗示货币政策空间随之抬升，流动性偏松的逻辑暂未证伪，而在低利率环境下，上行机会大于下跌风险。同时伴随全球复工复产，内需以及外需存在边际改善的可能，业绩修复对于股价影响权重将不断加大。于是整体思路以暂时休息，择机布局多单为主。

债券：宽货币维持，宽信用发力，债市趋势性机会难觅

(1) 政府工作报告延续了货币政策“更加灵活适度”，同时“综合运用降准降息、再贷款手段”的宽松基调，上调通胀目标等也为货币政策宽松留有空间。这有助于安抚近期市场对于货币政策边际收敛的担忧。

(2) 不过，从政策倾向来看，货币政策将逐步从宽货币向宽信用发力，特别是“创新直达实体经济的货币政策工具”值得关注。地方债和特别国债规模基本符合预期，同时，此前市场对供应压力反应也相对充分，后续为了配合债券发行，央行降准或货币投放政策仍将配合，预计对市场影响有限。

总之，流动性宽裕对债市最友好的阶段将逐步过去，债市趋势性机会难觅，预计将进入平稳震荡期。10 年期国债收益率预计仍将维持在 2.4%-2.8% 的区间震荡。

外汇：汇率弹性有望保持，中美关系是潜在风险

(1) 政府工作报告对于汇率目标设定为“保持人民币汇率在合理均衡水平

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_4999

