

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

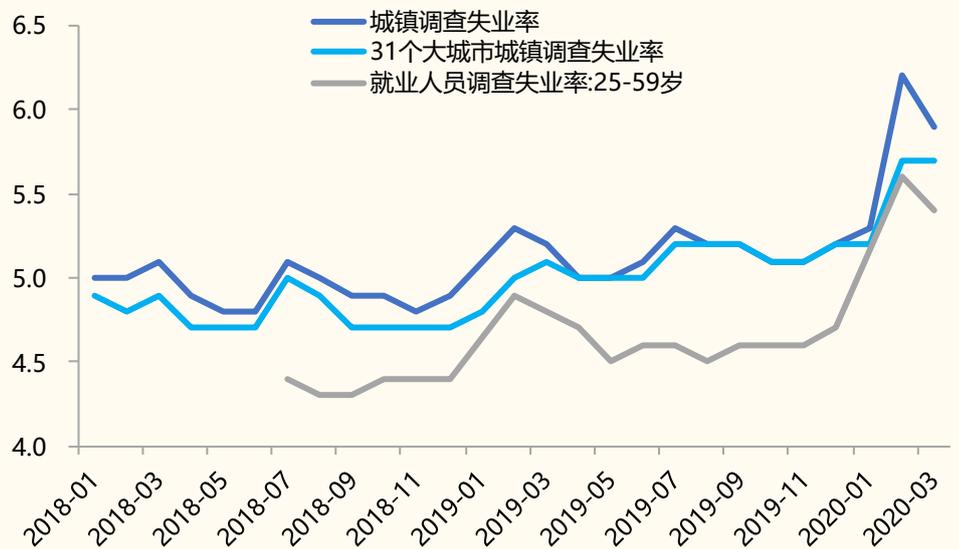
疫情冲击下一季度实际 GDP 同比增速降至-6.8%，我们认为，疫情对中国经济的短期影响大于长期，2 季度开始，经济会明显复苏，趋势向上。疫情对经济的冲击程度和延续时间，首先取决于两个外部因素，即疫情本身的发展、应对政策的反应和空间；其次，从内部因素看，还取决于其内部各经济主体本身资产负债表的健康程度，包括居民部门、企业部门、政府部门和金融部门（详见4月26日报告《疫情对中国经济的短期影响大于长期影响-基于多因素的分析框架》）。如果内部因素健康，那么经济本身抗击疫情的能力强，政策的效果相对更好，有助于将疫情的影响控制在一定的期限内；反之疫情影响可能长期化。此外，当前疫情已经属于全球性问题，海外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。

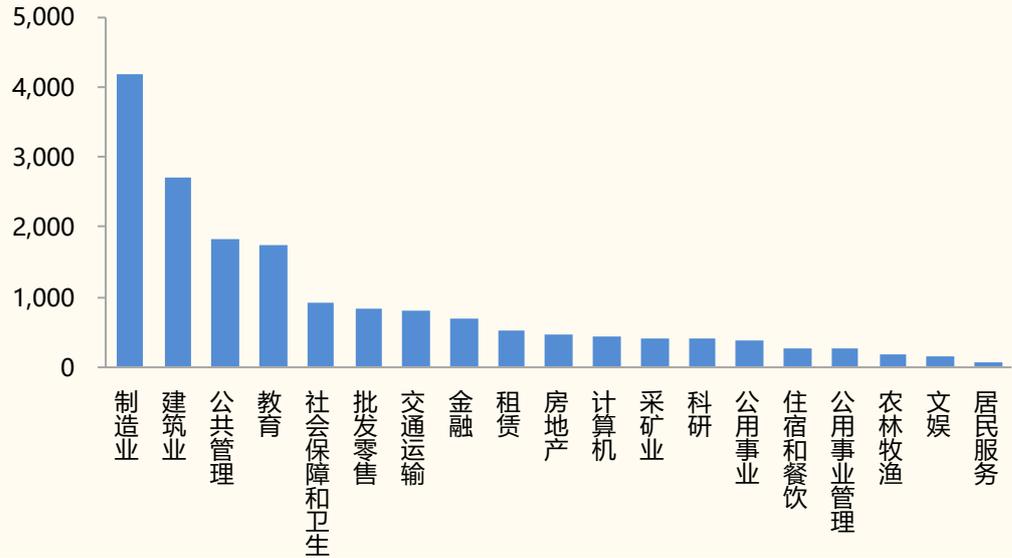
图表 1: 1Q2020 我国失业率明显上升 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

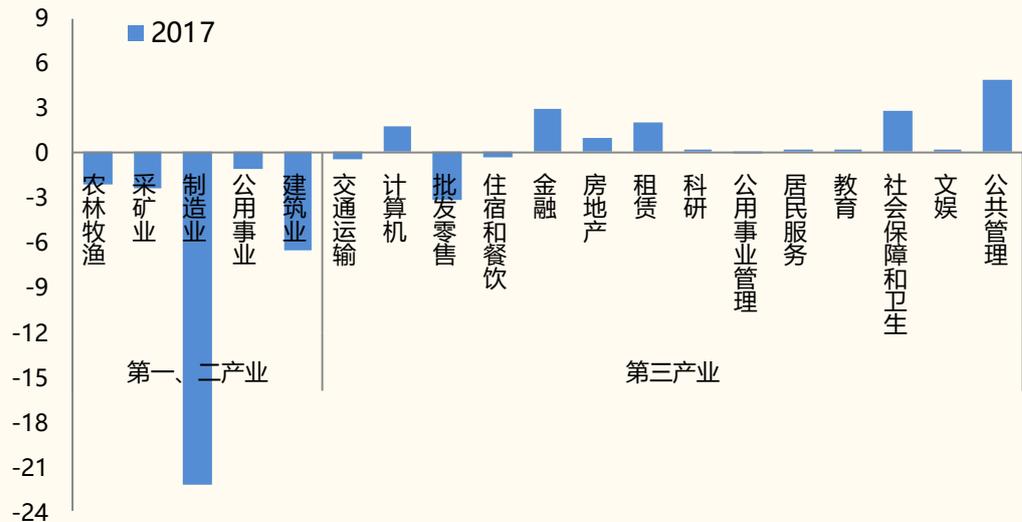
稳就业的具体政策包括：第一，第二产业中建筑业和制造业是存量就业人数最大的两个行业，要稳住这两大行业需求，防止失速下滑。建筑业和制造业是所有行业中存量就业人数最大的两个行业，在疫情对内外需的严重冲击下，面临一定失速下行风险。通过政府逆周期政策拉动基建、鼓励制造业投资稳住需求，保证一批劳动力就业是至关重要的。第二，服务业近年就业弹性不断升高，可能是2020年稳就业的主要战场。细分领域中对公共管理、社保卫生、计算机、金融等行业的扶持力度加大的性价比更高。无论是管理类服务业还是金融、科技类服务业等，第三产业相关服务业的就业弹性都是高于第一、第二产业的，因此运用各种方式方法（例如对第三产业的税收适当减免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



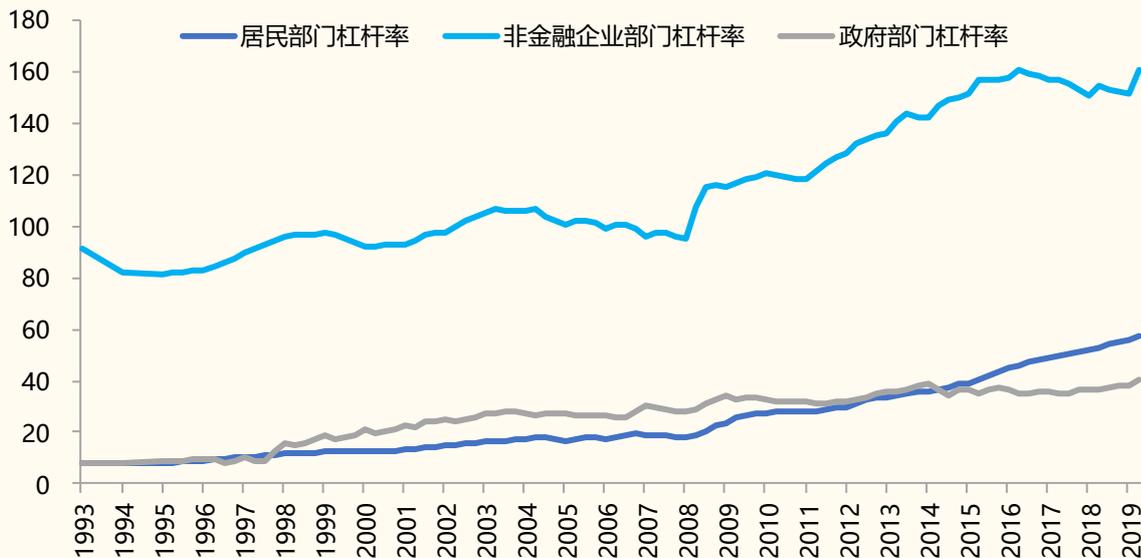
来源: Wind, 国金证券研究所

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。

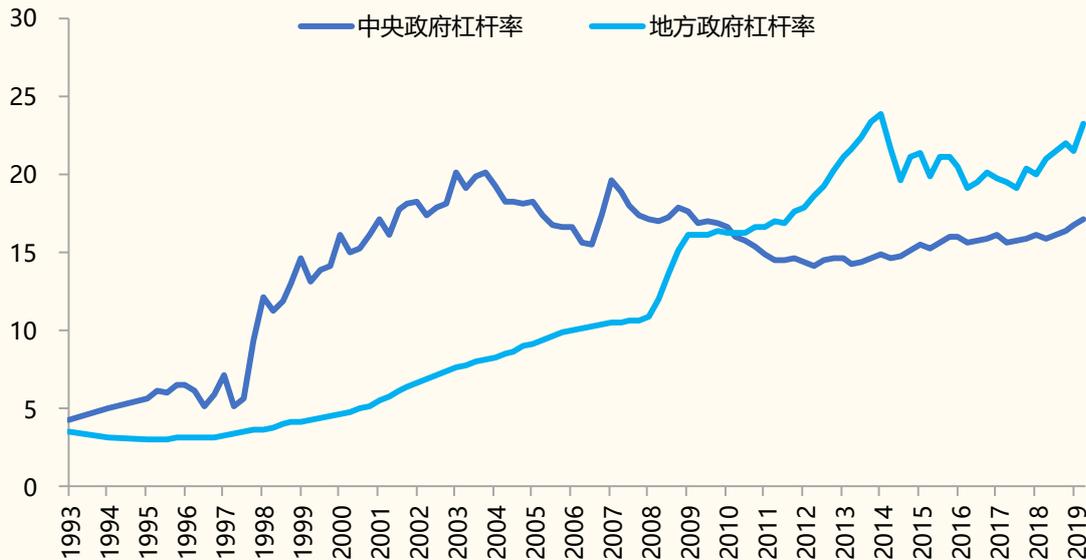
前期财政政策重点集中于增加财政支出、财政贴息等方式支持抗疫情、纾困；随着国内疫情逐渐消退，财政政策将由前期救助转向下一阶段内需反补外需的经济刺激，预计全年基建增速将达到13%左右。根据社科院数据，1Q2020我国政府部门杠杆率为40.5%，居民部门杠杆率为57.7%，非金融企业部门杠杆率为161.1%，其中政府部门杠杆最低。从政府部门杠杆构成来看，1Q2020中央政府杠杆率为17.2%，地方政府杠杆率为23.3%，在我国相对较低的政府部门杠杆中，中央政府杠杆率明显低于地方政府。而且从国际比较来看，根据BIS数据，我国政府杠杆率在主要经济体中处于相对低位。总体来看，我国中央政府杠杆率低，存在明显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

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_5325



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>