

财政担纲，宽信用发力，一揽子宏观政策力度超出预期

——2020 年政府工作报告解读

5 月 22 日，疫情特殊背景下的十三届全国人大三次会议开幕，李克强总理作《政府工作报告》（以下简称《报告》）。《报告》制定了 2020 年主要发展目标，对下一阶段工作进行了总体部署。以下重点对包括财政和货币政策在内的一揽子宏观政策内容进行解读。

一、财政政策力度明显加大，将在本次逆周期调节中发挥担纲作用。今年目标财政赤字率设定为 3.6% 以上，明显高于上年的 2.8%；财政赤字规模比去年增加 1 万亿元——2019 年政府工作报告设定的财政赤字规模为 2.76 万亿元。考虑到 2019 年我国名义 GDP 为 99.1 万亿元，今年若增加财政赤字规模 1 万亿元，保守估计财政赤字率也将达到 3.8% 左右，这已接近此前市场预期的上限（4.0% 左右）。

在新增地方政府专项债方面，今年安排的规模是 3.75 万亿元，比去年大幅增加 1.6 万亿元。而且与去年专项债资金约七成投向棚改和土储不同，今年专项债将主要投向基建领域，并且允许部分资金作为基建项目的资本金，以撬动更大规模的社会资金投入。我们判断，今年仅专项债一项，保守估计就可拉动基建投资增速加快 8-10 个百分点——过去两年基建投资增速均仅为 3.8%。

3 月 27 日政治局会议要求发行特别国债，市场对特别国债的规模、用途讨论较多。4 月 17 日政治局会议明确发行抗疫特别国债；本次《报告》则明确发行规模为 1 万亿元，用途范围包括保就业、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。这意味着特别国债对今年促消费、扩大“两新一重”等有效投资的支持会更加直接，力度也会相应加大。

总体上看，《报告》宣布的财政支持规模已达 2019 年名义 GDP 的 8.6% 左右，与当前已宣布的全球财政政策总体支持水平相当。其中，今年针对企业的新增减负将超过 2.5 万亿元，与上年减税降费 2.36 万亿元相比，力度进一步加大，改变了原定今年减税降费将以提质增效为核心的政策基调。这样来看，与此前的 2012 年、2015 年逆周期调节主要由货币政策发力不同，此次财政政策开始起到担纲作用，主要是发挥财政政策定向支持效应更为明显、疫情过后更易撤回的优

势——例如，以上财政支出扩张中很多都属于一次性开支，因此选择以特别国债形式融资。

二、货币政策部分内容超出市场预期，宽信用还将进一步发力。这具体体现在“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”的表述上。此前央行发布的 2020 年第一季度货币政策执行报告中，相关的表述为下一阶段“保持 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配并略高”。两相比较，最新的政策表述更加积极，意味着今年以 M2 和社融增速为代表的宽信用力度会进一步加大，两个指标的增速会超出“略高”于名义 GDP 增速的水平。这也意味着在疫情特殊时期，监管层对宏观杠杆率短期上行的容忍度在增加。

我们认为，未来货币政策在降息降准及再贷款等手段方面的边际宽松空间扩大。其中，伴随下半年 CPI 同比趋势性下行，年内 MLF 利率有可能进一步下调 40 个基点——甚至不排除央行适时小幅下调存款基准利率的可能，这将引导企业贷款利率持续下行 100 个基点左右；同时，年内还将有两次全面降准空间，总体幅度约在 1 个百分点上下，将释放长期资金约 1.6 万亿元。这一方面有助于提升银行放贷能力，还能与财政政策相配合，确保国债及特别国债顺利发行。今年以来央行已增加再贷款、再贴现额度 1.8 万亿元。我们预计，下半年为实施精准滴灌，专项再贷款额度还有进一步扩大空间，再贷款利率也存在小幅下调的可能；我们判断，下一步“创新直达实体经济的货币政策工具”可能也将围绕再贷款设计，这将直接带动国有大行进一步增加对小微企业的支持力度，完成《报告》设定的“大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于 40% 的目标——2019 年 5 家国有大型商业银行普惠型小微企业贷款余额增长 53.1%，小微企业信贷综合融资成本降低 1.35 个百分点，均超额完成任务。

总体上看，两会后货币政策将量价配合、多管齐下，下半年 M2 和社融存量增速有可能达成 14%-15% 左右，将较当前（4 月末）11%-12% 的增速进一步加快，并显著高于上年末 8.7%（M2 同比）和 10.7%（社融存量同比）的增长水平。

三、“六保”取代经济增长目标，未来宏观政策力度还存在加码空间。今年政府工作报告未设 GDP 增长目标，而是强调守住“六保”底线，意味着今年就业已取代 GDP 增速，成为最主要的宏观经济管理目标。这一方面因为年内全球疫情和经贸形势不确定性很大，不设 GDP 增长目标显示今年的经济管理、宏观调控将

更为务实¹。另一方面，多年以来我国地方政府习惯于通过投资推动 GDP 增长，而一些投资项目短期内吸纳就业的能力有限，这可能不利于今年各方面工作聚焦于保就业这个“六稳”和“六保”的交叉点。此外，从疫情后各省召开的两会情况看，今年《报告》不设置明确的 GDP 增长目标已现端倪。

不过，今年新增就业目标仍设定为 900 万以上，而上年在 GDP 实际增长 6.1% 的背景下，城镇新增就业规模为 1352 万。鉴于今年就业优先政策要全面强化，财政、货币和投资等政策要聚力支持稳就业，这意味着单位 GDP 增速对就业的拉动作用会有所增强。我们预计，为完成预定就业目标，今年的实际 GDP 增速仍需保持在 3.0% 以上。最后，考虑到下半年全球疫情和经贸形势确实存在较大变数，我们判断《报告》宣布的宏观政策还有灵活调整的空间，不排除若下半年经济下行压力加大、特别是如果就业压力超出预期（即城镇调查失业率显著高于 6.0% 的控制目标），宏观政策对冲力度进一步加大的可能。整体上看，当前我国政府负债率较低，政策利率远高于零利率水平，宏观政策仍存在较大逆周期调节空间，能为如期完成全面建成小康社会目标提供有力保障。

东方金诚首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

¹从全面奔小康的 25 项指标来看，GDP 增速等与经济发展相关的 12 项指标属“预期性指标”，而与扶贫、环保、教育等相关的 13 项指标为约束性指标。因此，即使今年 GDP 增速低于预期的 5.6%，也不会影响全面奔小康目标任务的完成。