

市场对政策的三个预期差

这次不一样

今年全国两会召开之前，市场对于加大宏观政策对冲力度，拉动投资、稳定增长曾有较多期待。然而，从政府工作报告看，市场对政策存在三个预期差。

- **预期差一：高估了扩张的惯性，低估了政策的定力**。当前全球疫情和经贸形势不确定性很大，政府工作报告没有设定经济增速具体目标，体现了坚持推动经济高质量发展的政策定力，保留了应对复杂严峻形势的政策余地。
- **预期差二：高估了投资的角色，低估了就业的地位。**与 2008 年金融危机时期的应对政策不同，当前经济政策对于基建投资的支持力度明显减弱，政府工作报告突出强调了稳就业保民生。
- **预期差三：高估了刺激的冲动，低估了改革的决心**。政府工作报告提出多项改革措施，但由于改革措施需要慢工出细活，而市场更关注短期政策的对冲力度，导致了市场与政策之间的预期差。
- 为此，市场要从中长期角度把握赚取阿尔法收益的投资机会。一方面，我国疫情经济应对既保持了定力又留有余地，有助于在应对复杂严峻的形势中处于更加有利的位置；另一方面，坚持以改革开放为动力推动高质量发展，有助于提高潜在产出水平，提升资本市场估值中枢。
- **风险提示：国内疫情出现二次冲击；外部环境急剧恶化超出预期。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

朱启兵
01066229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

**管涛、刘立品为本报告重要贡献者*

新冠肺炎疫情是新中国成立以来我国遭遇的传播速度最快、感染范围最广、防控难度最大的公共卫生事件。目前，我国疫情防控已取得重大战略成果，但生产生活秩序受到冲击。两会召开之前，市场普遍对于政府加大宏观政策对冲力度，拉动投资、稳定增长有较多期待。5 月 22 日总理所做政府工作报告（以下简称《报告》），正式揭晓了下阶段我国统筹推进疫情防控和经济社会发展工作的总体部署。这基本符合我们对于近年来改革比刺激更重要、就业比增长更重要的政策观察（详见报告 2020 年 2 月 11 日《潜在产出框架下的稳增长政策选择：改革比刺激更重要》）。但于市场总体而言，当前对政策存在三个预期差。

预期差一：高估了扩张的惯性，低估了政策的定力

去年底，面对经济下行压力加大，国内曾掀起了“经济增长保六之争”。正方主张加大逆周期经济刺激的力度，以使今年经济增速不低于 6%的水平，否则有可能会打击市场信心。

今年受新冠疫情的影响，全国两会延期召开。会议前夕，是否会设定 2020 年经济增速目标成为市场关注的焦点。甚至有观点认为，政府仍会强调实现 2020 年底 GDP 较 2010 年翻一番、确保全面建成小康社会的发展目标。

然而，《报告》开篇就提出，要努力把疫情造成的损失降到最低，在今年经济社会发展的主要预期目标部分更是直接取消了今年经济增速的具体目标。这就定调了今年经济政策的重心是对冲疫情造成的经济损失，而非强行刺激。

李克强总理对此解释，主要是因为全球疫情和经贸形势不确定性很大，我国经济面临一些难以预料的影响因素。这样做，也有利于引导各方面集中精力抓好“六稳”、“六保”。他在 5 月 28 日的两会记者招待会上还特别指出，当前规模性政策是有力度的，但同时坦承政府财政、金融、社保都有政策储备，如果再出现大的变化，可以及时果断出手。

5 月 22 日，习近平总书记在参加内蒙古代表团审议时进一步指出，世界经济衰退对我国经济的影响不确定性很大，如果硬性设定经济增长目标，着眼点就会变成强刺激、抓增长率，这不符合我们经济社会发展的宗旨，我们追求的是经济的科学发展、是贯彻新发展理念，追求的是广大人民群众的幸福美好生活。

2017 年底，党的十九大明确提出，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。今年两会再次确认了我国不搞强刺激、不追求高增长，而坚定地转向高质量发展的恒心和毅力。

此外，4 月 8 日中央政治局常务会议强调，面对严峻复杂的国际疫情和世界经济形势，要坚持底线思维，做好较长时间应对外部环境变化的思想和工作准备。本次两会就此做了重要部署。5 月 14 日中央政治局常务会议首次提出，要构建国内国际双循环相互促进的新发展格局。5 月 23 日，习近平总书记参加政协经济界委员的联组会时进一步强调，要努力在危机中育新机、于变局中开新局，把满足国内需求作为发展的出发点和落脚点，加快构建完整的内需体系，逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，培育新形势下我国参与国际合作和竞争新优势。这需要我们持之以恒、久久为功。

预期差二：高估了投资的角色，低估了就业的地位

2008 年 9 月暴发全球金融海啸，对我国外需造成巨大冲击。当年 11 月，国务院常务会议推出了两年“四万亿投资”的一揽子计划，并要求扩大投资出手要快、出拳要重、措施要准、工作要实。2009 和 2010 年，我国固定资产投资完成额分别增长 30.4%和 24.5%，带动我国经济率先实现“V”型反弹。

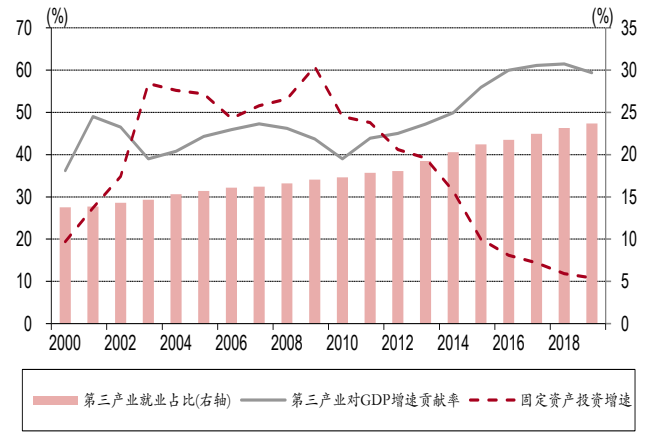
今年以来，海外疫情蔓延、经济停摆再次造成外需疲软，扩大内需成为国内经济政策重点。在此背景下，大搞新旧基建，成为会前市场热炒的话题之一。但事实并非如此。

在今年发展主要目标部分，《报告》将稳就业保民生放在优先位置，强调集中精力抓好“六稳”、“六保”，而就业是最大的民生，在“六稳”、“六保”中均居首位。在稳定市场主体部分，《报告》提出要通过加大减税降费力度、推动降低企业生产经营成本、强化对稳企业的金融支持、千方百计稳定和扩大就业等措施，尽力帮助企业特别是中小微企业、个体工商户渡过难关。在实施扩大内需战略部分，《报告》强调要突出民生导向，通过稳就业促增收保民生，提高居民消费意愿和能力，重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设。在加大基本民生保障力度部分，《报告》强调扩大失业保险和低保保障范围，资助以训稳岗。

特别是5月28日，克强总理在两会记者招待会上指出，由于国内经济结构发生很大变化，消费在经济增长中起主要拉动作用，而且中小微企业在吸纳就业中占 90%以上，因此政府推出的规模性政策注重的是稳就业、保民生，而不是依赖基建项目，其中70%左右的资金比较直接地去支撑居民收入，以促进消费、带动市场。

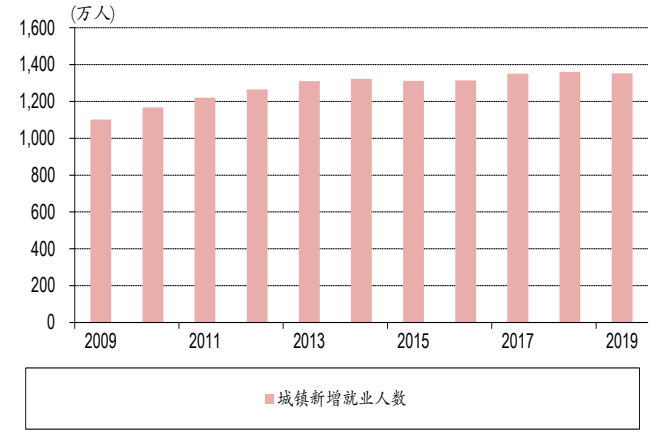
实际上，从上次危机应对的经验看，靠投资拉动还可能延缓产业升级，影响就业创造。2009和2010年，我国第三产业产值对GDP增长贡献率由2007年的高点47.3%降至2010年的39.0%；第三产业就业占比在2008至2010年期间仅上升了2.2个百分点，小于2011至2014年期间的6.0个百分点（见图表1）；2009至2010年，平均每年新增就业1,135万人，低于2011至2019年的平均每年1,312万人（见图表 2）。可见，如果当前经济政策仍以基建投资为抓手，可能不利于解决三次产业、三大需求普遍遭受疫情冲击，企业特别是中小微企业困难凸显，就业压力显著加大的问题。

图表 1. 固定资产投资、第三产业贡献率和就业占比



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 2. 城镇新增就业人数变化情况



资料来源：人力资源和社会保障部，万得，中银证券

预期差三：高估了刺激的冲动，低估了改革的决心

2008年金融危机时期，政府采取了一系列财政货币刺激措施，短期成效显著，但并未阻止经济长期下行趋势，甚至留下了宏观杠杆率攀升、产能严重过剩、影子银行迅速膨胀、资产价格泡沫等诸多后遗症。2019年底中央经济工作会议明确提出，我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，结构性、体制性、周期性问题相互交织，“三期叠加”影响持续深化。其中，“三期叠加”之一就是“前期刺激政策的消化期”。

今年以来，受新冠疫情影响，一季度我国经济同比下滑6.8%，完成“六稳”、“六保”任务艰巨。但疫情是暂时的，政策是短期的，惟有制度是基础的、长久的。4月17日，中央政治局会议做出了当前我国经济发展面临的挑战前所未有的重要判断，在指出要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响的同时，也强调要不失时机地推动改革，善于用改革的办法解决发展中的问题。

在下阶段工作总体部署部分，这次《报告》提出坚持以供给侧改革为主线，以改革开放为动力推动高质量发展；要用改革开放办法，稳就业、保民生、促消费，拉动市场、稳定增长，走出一条有效应对冲击、实现良性循环的新路子。《报告》在深化“放管服”改革、推进要素市场化配置改革、提升国资国企改革成效、优化民营经济发展环境、提高科技创新支撑能力、推进更高水平对外开放、加强公共卫生体系建设等方面做了具体部署。

当然，值得期待的制度红利远不止于此，新冠疫情暴发并未阻止我国改革开放的前进步伐。例如，今年以来《土地法》和《证券法》已经正式实施；基础设施公募 REITs 开始试点；《民法典》获得通过等。4 月 9 日和 5 月 18 日先后发布的《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》和《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》的两个纲领性文件，更是对党的十九大和十九届四中全会相关决策部署做了进一步细化实化（见图表 3）。

上述改革措施将为推动经济高质量发展提供强大动力和体制保障。然而，由于改革措施属于结构性政策，需要慢工出细活，而市场更关注短期政策的对冲力度。这就导致了市场与政策之间的预期差。

图表 3.今年以来中国改革开放步伐没有因疫情而停止

时间	政策文件	相关改革措施
1 月 1 日	《土地管理法》正式实施	允许农村集体经营性建设用地进入市场；完善土地征收程序，政府征地前要与被征地农民协商，同时明确规定地方政府不能强迫农民退出宅基地。
2 月 14 日	《关于进一步加快推进上海国际金融中心建设和金融支持长三角一体化发展的意见》	从积极推进临港新片区金融先行先试、在更高水平加快上海金融业对外开放和金融支持长三角一体化发展等方面提出 30 条具体措施。
3 月 1 日	《证券法》正式实施	从证券发行制度、股票发行注册制改革、大幅度提高证券违法成本、强化投资者保护、强化信息披露等方面进行了全面完善。
4 月 9 日	《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	推进土地要素市场化配置、引导劳动力要素合理畅通有序流动、推进资本要素市场化配置、加快发展技术要素市场、加快培育数据要素市场、加快要素价格市场化改革、健全要素市场运行机制。
4 月 27 日	《创业板改革并试点注册制总体实施方案》	全面推出以信披为核心的股票发行注册制；明确板块新定位；优化发行上市条件；完善投资者适当性管理；完善发行交易和退市制度；制定负面清单。
4 月 30 日	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》	对基础设施公募 REITs 的试点范围、基本原则、项目要求、融资用途、产品设计等方面做出明确规定。
5 月 7 日	《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》	落实取消 QFII 和 RQFII 额度审批，简化境外机构投资者跨境汇兑管理。
5 月 8 日	《全面推进中国（上海）自由贸易试验区临港新片区金融开放与创新发展的若干措施》	全面落实金融业对外开放；强化开放型经济制度创新和风险压力测试；培育具有较强国际国内金融资源配置能力的金融及相关机构体系；建立和完善金融支持重点产业发展的生态体系；强化个性化的综合服务保障。
5 月 14 日	《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》	围绕促进跨境贸易和投融资便利化提出多项重点举措；加大内地与港澳金融合作支持力度；进一步促进金融资源跨区域服务实体经济；加强特色金融业态发展；加快金融市场和金融基础设施互联互通。
5 月 18 日	《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》	坚持公有制为主体、多种所有制经济共同发展；夯实市场经济基础性制度；构建更加完善的要素市场化配置体制机制；创新政府管理和服务方式；坚持和完善民生保障制度；建设更高水平开放型经济新体制；完善社会主义市场经济法律制度；坚持和加强党的全面领导。
5 月 19 日	《非上市公众公司股票公开发行并在新三板精选层挂牌承销业务规范》	对证券公司开展新三板股票承销行为的自律要求整体上与科创板规则保持一致，并针对拟进入精选层企业的特点及新三板发行方式不同，集中制定了差异化的承销行为规范。
5 月 27 日	发布 11 条金融改革措施	涉及资本市场、中小银行、非标认定、信用评级、金融开放等多个领域。
5 月 28 日	《民法典》获得通过	加强对民事权力的尊重和保护。
6 月 1 日	《海南自由贸易港建设总体方案》	明确总体要求和制度设计，并对不同阶段的主要任务做出安排。

资料来源：中国政府网，中银证券

主要结论

与2008年金融危机时期的政策应对不同，当前国内经济政策不再依赖大规模投资刺激计划，追求经济增速快速反弹，而是打出“纾困+改革”的组合拳，坚持推动经济高质量发展，将政策重心从促投资转为稳就业保民生，并推出多项改革开放措施释放制度红利，支持经济的自我修复。这意味着，投资者要从中长期角度把握中国市场的结构性机会，赚慢钱、赚聪明钱，而不是赚快钱、赚容易钱。

投资者从中国市场赚取阿尔法收益的机会有望来自于两个方面：一方面，在疫情应对过程中，我国既保持了政策定力，又留有了政策余地，有助于我国在应对复杂严峻的形势中处于更加有利的位置；另一方面，坚持以改革开放为动力推动高质量发展，有助于提高我国潜在产出水平，提升资本市场估值中枢。由于这种收益不是立竿见影，短期有可能会加大市场疑虑，抑制市场表现。但如果组合拳的政策效果逐渐显现，经济形势稳步向好，相信迟早将改善市场预期、提振市场信心。

当然，“一份部署，九分落实”。前述政策红利能否兑现，关键在于改革开放举措能否按照细化落实、稳步推进，增强市场主体的获得感，消除各种“弹簧门”、“玻璃门”。与此同时，政府部门要在加强对疫情发展和经济形势监测分析的基础上，宏观调控和改革开放的节奏与力度应时而变、顺势而为，避免救助不及时、不充分，令疫情冲击演变成长期影响、系统性风险。

风险提示：国内疫情出现二次冲击；外部环境急剧恶化超出预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施,追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371