



3 月 5 日，2022 年全国人大十三届五次会议召开。市场密切关注《政府工作报告》（下简称“工作报告”）中公布的三组数据：5.5% 的 GDP 增速，2.8% 的预算赤字率，3.65 万亿专项债额度。如何理解这三组数据？

➤ 5.5% 左右的 GDP 增速和 2.8% 的赤字率，这对矛盾的读数怎样理解？

➤ 5.5% 左右的 GDP 增速目标，高于市场之前预期。5.5% 左右的 GDP 增速目标相对较高，释放强烈的稳增长政策信号：一定规模的经济增长是必要的，为保证平稳有序发展，GDP 增速不能过快下行。

➤ 今年预算赤字率 2.8%，较去年下调了 0.4 个百分点（2021 年赤字率 3.2%）。直观理解去年和今年的赤字率读数，似乎今年财政扩张力度弱于去年。2021 年又是典型的财政紧缩年份。现在问题就来了，又要财政紧缩，又要稳增长，如何实现？

➤ 事实上今年隐含的赤字率高于去年。去年有财政资金结转至今年使用，考虑这部分中央和地方结余资金后，2022 年隐含的赤字率将达 4.5%，显著高于 2021 年的 3.8% 隐含赤字率。再者，今年一般公共支出增速达 8.4%，显著高于去年的 0.3%。财政支出力度真正刻画财政宽松程度，以此判断今年是宽财政年份。

可以说两会再次确认，政策宽松稳增长，这是 2022 年明确的经济主线。

➤ 3.65 万亿专项债规模是高是低，如何理解背后的政策意图？

➤ 3.65 万亿专项债额度，与去年持平。2021 年四季度有 1.2 万亿专项债结转至今年继续使用，今年实际可用专项债资金预计将达 5 万亿。

➤ 近两年各项政策规范积极推动专项债使用效率，专项债投向基建的比重也在不断提高，推断今年基建投资将显著高于去年。

我们一直秉持如下观点，今年全年的基建投资增速取决于地产表现。目前比较明确的是，基建投资在节奏上大概率前高后低，地产投资数据前低后高。

➤ 工作报告内容印证今年稳增长的三个环节

➤ 我们判断 2022 年稳增长路径存在三个非常明确的环节，基建、地产和消费。

➤ 基建已经在一季度有所放量，地产数据目前表现仍然非常弱。工作报告给出 5.5% 左右的 GDP 增速和 1100 万新增城镇就业目标，意味着政府对增长仍有较高诉求。地产失速情况下难实现稳增长，此次报告增加“满足购房者的合理住房需求”，因而我们坚定稳地产信心。消费方面，我们欣慰地发现此次工作报告给出进一步减税降费措施（留抵退税约 1.5 万亿元），边际上有望会利好消费企稳。

➤ 怎样理解 2022 年两对经济关系

➤ 2021 年中国经济经历了极端的结构分化，两组结构矛盾尤其突出——上下游产业利润矛盾，新旧经济平衡矛盾。

➤ 今年工作报告对能耗要求与上游资源品生产提法不同往年，目的是着力释缓能源紧张，保证物价稳定。预计今年国内能源紧张，引发上下游行业分化问题将有缓解。若未来仍有上下游利润分化压力，或更多来自海外价格传导。

➤ 今年政府工作报告提到三点政策，支持新经济部门进一步发展。与此同时，稳增长隐含的要求是旧经济部门增速需要保持在适度区间。预计今年经济结构为新旧经济部门齐头并重。

➤ 风险提示：1）对政策的意图理解不到位；2）经济趋势超预期；3）地缘政治风险超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 谢文迪

执业证书：S0100120080003

电话：18807906838

邮箱：xiewendi@mszq.com

研究助理 周恺悦

执业证书：S0100121120011

电话：13135690247

邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

目 录

1 关键数据之一，5.5% GDP 增速的三重理解.....	3
2 关键数据之二，2.8%赤字率释放的财政信号.....	4
3 关键数据之三，3.65 万亿专项债隐含的基建意图	5
4 两会内容印证今年稳增长三个环节	6
5 怎样理解 2022 年经济的两对关系	8
6 风险提示	10
插图目录	11
表格目录	11

3月5日，第十三届全国人民代表大会第五次会议于2022年3月5日在北京召开，李克强总理作政府工作报告。

1 关键数据之一，5.5% GDP 增速的三重理解

市场之前就在等待政府工作报告会给出怎样的经济增速预期目标。毕竟历史上有不设增速目标时期（2020年），也有设立增速区间时期（2016年和2019年）。市场之所以关注GDP增速目标，是因为大家觉得当前的需求组合，很难实现一个相对较高的GDP增长。

这次政府报告非常直接地给出了5.5%左右的增速目标，稳增长信号意义非常强。我们对5.5%左右的GDP增速目标给出三点理解。

第一，不需要过度关注，5.5% GDP 增速对应怎样具体的需求结构。

今年内外增长主线非常明确，出口、地产、基建和消费，而这些板块之间存在很强的相机对冲。例如出口全年表现都强，那地产、基建等内需板块就可以弱一些。反过来，出口下行非常快，那么内需对冲的力度就会非常强。

出口的具体增速和幅度，很难提前预判，这也就决定了我们很难提前给出一个明确的GDP结构。**2022年政策方向其实比较明确，协调不同需求板块，最终目的是维持一个相对稳健的增长。**

第二，不需要过度关注，5.5%的GDP增速高于潜在增长还是低于潜在增长。

判断增速是否处于“合理目标”，常见的分析范式是寻求一个潜在增长锚，然后合理的增速目标不应偏离潜在增速太远。这在学术上成立，然而在现实中，经济增速高低不是简单的增长是否偏离潜在中枢，合理的增长更牵涉金融稳定、就业稳定。确立一个经济增速目标，更多需要考虑其他维度因素。

与之对应，这次两会给出了**新增城镇就业1100万目标要求（与2021年一样），与5.5%的GDP增速相互咬合。这两组数据相匹配，潜在含义是合理的GDP增速才能保证合理的就业要求。**

第三，5.5%的增速更多反映当下政策意图，经济不能失速。

除了稳定就业等因素之外，市场对5.5%增速的另一个困惑是，为何要保持如此高的GDP增速目标。

我们先来看2021年GDP增速，直观读数8.1%，复合同比5.1%（以2019年为基期）。综合考虑基数效应对读数的抬升，以及平均值使读数偏低的影响，我们估计去年经济增速在5.1%-8.1%之间，大约在6%-7%左右。

再来理解2022年设定GDP增速目标为5.5%左右，**另一个政策意图呼之欲出，经济增长不要过快下行。维持平稳连续的增长才能够给发展创造良好环境，这也与“新常态”后中国经济高质量发展的目标相契合。**

表 1：历年政府工作报告中 GDP 增长目标与实际增速对比

	政府 GDP 增速目标	实际 GDP 增速	偏离(实际-目标)
2010	8.0%	10.6%	2.6%
2011	8.0%	9.6%	1.6%
2012	7.5%	7.9%	0.4%
2013	7.5%	7.8%	0.3%
2014	7.5%	7.4%	-0.1%
2015	7.0%	7.0%	0.0%
2016	6.5%-7%	6.8%	范围内
2017	6.5%	6.9%	0.4%
2018	6.5%	6.7%	0.2%
2019	6%-6.5%	6.0%	范围内
2020	不设 GDP 增长目标	2.2%	/
2021	6.0%	8.1%	2.1%
2022	5.5%		

资料来源：国家统计局、政府工作报告，民生证券研究院。注：1）政府 GDP 增速目标按不变价计算；
 2）政府工作报告中的 GDP 增速目标均为约数，如：2010 年经济社会发展的主要预期目标是国内生产总值（GDP）增长 8% 左右；3）2021 年实际 GDP 增速读数显示 8.1%，其与往年可比的水平我们认为在 6%-7%。

2 关键数据之二，2.8%赤字率释放的财政信号

这次工作报告给出 2.8% 的预算赤字率，比去年 3.2% 走低 0.4 个百分点，这是一个不小的降幅。看到这一赤字率后，很多市场人士担心，今年财政是否紧缩。毕竟，赤字率历史上是中国财政松紧与否的一个重要信号指标。**解读今年赤字率的含义，需要明确三点。**

第一，今年隐含的赤字率反而高于 2021 年。

对 2.8% 的赤字率，财政部解释是，利用往年财政余钱，同样能弥补财政收支缺口。简单理一下财政赤字和结转资金概念。赤字率是赤字规模除以 GDP，而赤字规模是当年国债和一般债净融资额度。所以赤字率实际上对应了政府通过国债与一般债能够融入的资金规模。

如果去年已经有资金结余，那么今年实际上可以补充财政收入的资金，除了国债和一般债，还有去年留存的结余资金。这样一梳理，我们便能发现，结转资金在效果上相当于赤字。

财政部提到，今年仅仅中央一级财政资金跨年度调节，就达到 1.3 万亿，相当于提高赤字率 1 个百分点。而根据我们的测算，**考虑中央和地方结余资金后，2022 年隐含的赤字率将达 4.5%，显著高于 2021 年隐含赤字率水平 3.8%。**

第二，2020 年疫情冲击以来，“赤字率是否高于 3%”对财政已经失去信号意义。

先看去年的赤字率，3.2%，历史次高，2020 年是历史新高，3.6%。要知道有数据统计以来，中国历年赤字率都压在 3% 以内，只有 2020 年和 2021 年两个年份赤字率冲破 3%。而这两个年份财政部都给出解释，赤字率破三是为应对疫情。

即便在 1998 年亚洲金融危机、2008 年全球金融危机的极端年份，当年赤字率都未超过 3%。当然，我们知道全球金融危机后，中国经历了史所未有的财政大宽松。

可以这样说，赤字率是否上 3%，更多因为疫情，而非表征逆周期政策力度。**再来理解今年赤字率重新回归 3%，并不意味着逆周期政策力度缩减，更多意味着疫情等非经济原因逐步消退之后，财政部重回 3% 的“赤字纪律”，同时也意味着今年疫情对经济影响，越来越在可控范围内。**

第三，与其关注今年 2.8% 的赤字率，不妨关注超 8% 的支出预算增速。

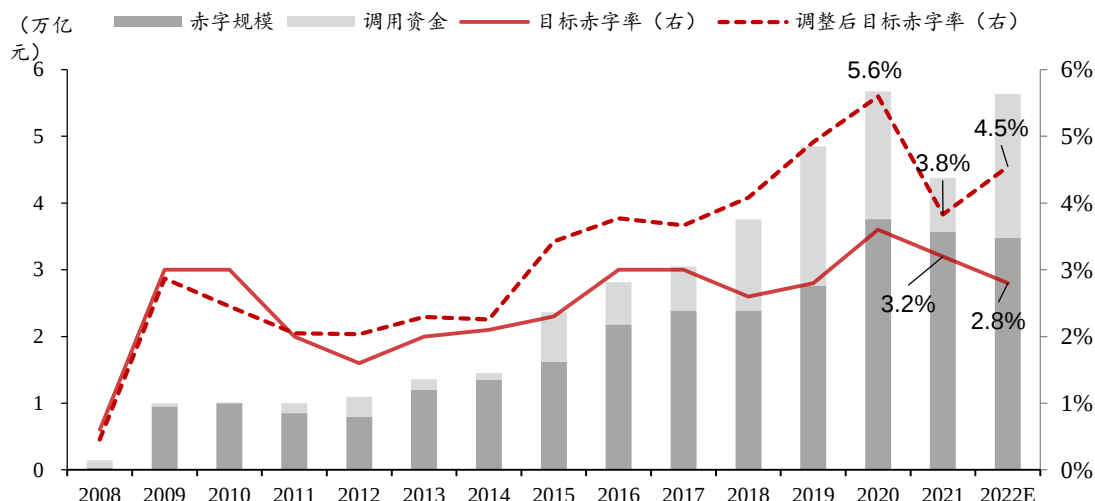
首先需要明确，2.8% 的赤字率在历史上处于偏高水平。2008 年至 2021 年，赤字率达到 2.8% 年份仅有 2019 年。我们知道，2019 年经济面临内外压力，当年经历典型的减收扩支的宽财政。

再看今年财政部给的另一组数据，“全国一般公共预算财政支出的安排规模，比去年增加 2 万亿元以上，增长了 8.4%”。首先我们理解下“一般公共预算”的概念，简单来说就是政府支出的增速。支出增速高，才能表征财政宽松意愿。

同理回溯 2021 年，当年直接给出的赤字率非常高（3.2%，历史次高），但是支出增速仅 0.3%，历史新低。真正能够刻画 2021 年紧财政的数据，毫无疑问是支出增速，而非赤字率。

综上，我们认为，2022 年无疑是宽财政年份，逆周期调节意图明显。此次赤字率调低，传递的是，2022 年将是疫情影响退出后的宽财政。

图 1：2022 年经调整赤字率较 2021 年提升



资料来源：财政部，民生证券研究院。注：调整后赤字率 = (赤字规模 + 调入结余资金) / 当年名义 GDP

3 关键数据之三，3.65 万亿专项债隐含的基建意图

3.65 万亿专项债额度，与去年持平。按理说每年专项债有一个适当增长，增速为零看似专项债规模在缩减。事实是否果真如此？

首先，2022 年实际可用专项债额度约在 5 万亿，显著高于 2021 年。

2021 年四季度有 1.2 万亿专项债结转至今年继续使用，今年实际可用专项债资金将达 5 万亿。2021 年当年财政部公布的专项债额度是 3.65 万亿，但当年真正使用的专项债额度是 3.4 万亿（3.65 万亿+1 万亿-1.3 万亿），其中 2021 年同样使用了 2020 年遗留的 1 万亿额度，但同时结转了 1.4 万亿给 2022 年。

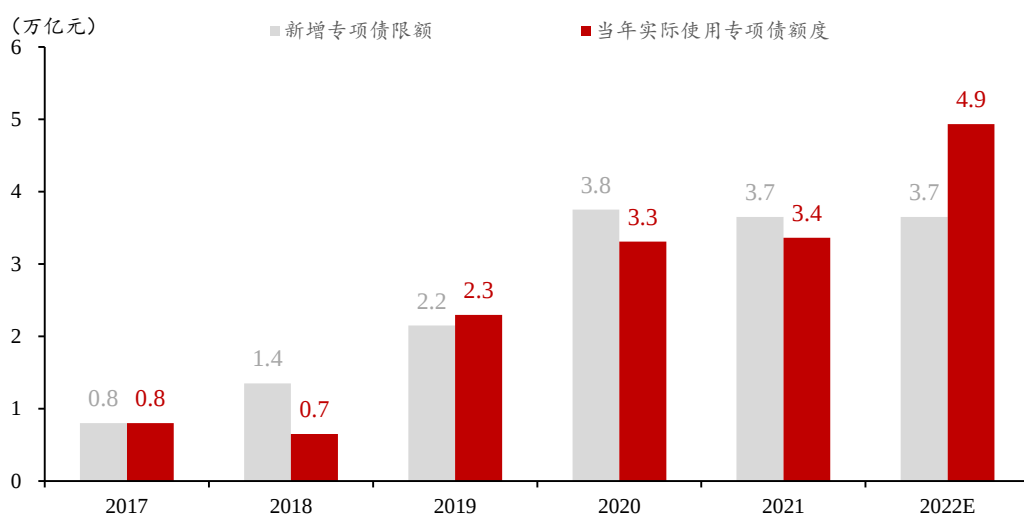
其次，3.65 万亿的专项债意味着今年对基建增速有一定诉求。

近两年各项政策规范积极推动专项债使用效率，专项债投向基建的比重也在不断提高。

我们拆分过历年专项债规模，自 2020 年以后专项债投向基建的比重大幅提升。2022 年受《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》影响，专项债资金使用效率也将大幅提高。以此推断今年基建投资将显著高于去年。

当然，我们一直秉持的观点是，全年基建投资增速更多取决于地产表现。地产投资越高，基建对冲的必要性越低，基建增速也就相应调低。反过来，地产投资越弱，基建投资将会越高。地产投资最终读数难以判断，**然而比较明确的是，今年基建投资增速大概率前高后低，地产投资数据前低后高。**

图 2：2022 年实际可用专项债额度料近 5 万亿



资料来源：财政部，民生证券研究院。注：历年实际使用专项债额度=上年结转+本年新增-结转下年

4 两会内容印证今年稳增长三个环节

我们判断 2022 年稳增长路径存在三个非常明确的环节，基建、地产和消费。

基建已经在一季度有所放量。不论是 1 月社融数据、2 月 PMI 数据还是高频工业量价读数，均指向目前一季度显著高于往年。**已经兑现稳增长重点“扩基建”判断。**

3.65 万亿的专项债意味着今年基建表现总体不弱。此外，本次工作报告更加明确今年基建呈现出的格局是新老基建共振。

地产数据目前表现仍然非常弱，地产政策已经松动一部分，未来仍有宽松空间，直至地产销售和民营房企融资企稳。**这次 5.5%左右的 GDP 增速和 1100 万新增城镇就业目标，更让我们**

坚定稳地产的信心。毕竟，中国地产对 GDP 增速、就业、金融、财政之影响，是其他任何一个部门无法去完全替代的。

消费方面，我们欣慰地发现此次工作报告给出进一步减税降费措施，边际上会利好消费企稳。我们判断 2021 年消费之所以显著走弱，原因在于当年面临三重压力。疫情及动态清零政策约束消费场景、地产下行影响居民收入、保市场主体导向的财政和货币力度衰减。

正因为看到 2021 年消费经历了三重宏观压抑，我们看好 2022 年消费修复，修复的逻辑也在于三条：疫情缓解及防控政策松动，地产产业链修复，保市场主体政策加码。这次工作报告给出新的减税力度，“综合考虑为企业提供现金流支持、促进消费投资、大力改进增值税留抵退税制度”，“预计全年退税减税约 2.5 万亿元，其中留抵退税约 1.5 万亿元，退税资金全部直达企业”。

表 2：2022 年减税降费力度不减

减税降费项目		2019	2020	2021	2022E
• 减税降费目标		2 万亿	2.5 万亿	0.6 万亿	不低于 2.5 万亿 (含退税)
• 减税降费实际		2.4 万亿	2.6 万亿	1.1 万亿	—
• 减税		1.9 万亿	0.9 万亿	0.9 万亿	1 万亿
【小微企业普惠性税收减免】	对小微企业年应纳税所得额 100 万元至 300 万元部分，再减半征收企业所得税				新增
①小规模纳税人增值税	“六税两费”的适用主体由增值税小规模纳税人扩展至小型微利企业和个体工商户				新增
②小微企业、工商个体户所得税	中小微企业 2022 年度内新购置的单位价值 500 万元以上的设备器具，折旧年限为 3 年的可选择一次性税前扣除				新增
【服务业企业税费减免】	2022 年免征轮客渡、公交客运、地铁、城市轻轨、出租车、长途客运、班车等公共交通运输服务增值税				新增
【工业企业税费减免】	科技型中小企业加计扣除比例提高到 100%				新增
• 降费		0.4 万亿	1.7 万亿	0.2 万亿	暂无法确定
降低社保费率	降低失业、工伤保险费率	新增			延续至 2023 年 4 月
• 退税					1.5 万亿
【增值税留抵年中退税】	• 小微企业存量留抵税额于 6 月底前一次性全部退还，增量留抵税额足额退还				新增
• 优先安排小微企业	• 退税资金全部直达企业				
• 重点支持制造业					

资料来源：政府工作报告、财政部、国税局，民生证券研究院整理

表 3：2022 年基建主要投向

	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年
侧重项目	• 开工具备条件的重大工程、新型基础设施、老旧公用设施改造等建设项目。 • 建设重点水利工程、综合立体交通网、重要能源基地和设施，加快城市燃气管道等管网更新改造，完善防洪排涝设施，继续推进地下综合管廊建设。 • 倾斜更多向民生项目，加大社会民生领域补短板力度。	• 推进“两新一重”建设，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目，建设信息网络等新型基础设施，发展现代物流体系。 • 倾斜更多民生项目，新开工改造城镇老旧小区 5.3 万个，提升县城公共服务水平。	• 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。 • 加强交通、水利等重大工程建设。增加国家铁路建设资本金 1000 亿元。 • 加强新型城镇化建设。	• 完成铁路投资 8000 亿元、公路水运投资 1.8 万亿元，再开工一批重大水利工程。 • 加快川藏铁路规划建设，加大城际交通、物流、市政、灾害防治、民用和通用航空等基础设施投资力度。 • 加强新一代信息基础设施建设。
中央预算内投资安排	6400 亿元	6100 亿元	6000 亿元	5776 亿元

资料来源：历年政府工作报告，民生证券研究院整理

5 怎样理解 2022 年经济的两对关系

2021 年上游大宗商品价格上涨较快，采掘业和上游制造业利润占工业企业利润比重大幅上升。去年下半年，能耗双控在各省进一步落地，全国层面出现了限产限电，影响工业生产活动。

2021 年经济呈现出一对明显的结构矛盾——上下游产业利润的矛盾。

为了释缓能源紧张引发的问题，今年政府工作报告中提出，“能耗强度目标在‘十四五’规划期间统筹考核，并留有适当弹性，新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制”，这与历年政府报告中明确要求“单位 GDP 能耗下降 3% 左右”有明显差异。

今年两会报告还要求“增加国内资源的生产保障能力，加快上游油气、矿产等资源的勘探开发，保持物价水平基本稳定”。

我们理解今年政策信号较为明确，极力改善上下游产业利润的矛盾。预计国内能源紧张所引

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_39110

