

## 总量研究

## 爬坡过坎，不负“春光”

——2022年政府工作报告学习体会

## 要点

## 核心观点：

两会提出经济增速目标 5.5%，略超市场预期，主要发力点在于财政和基建，一是更大力度增支减收，二是重大项目能耗单列，加大相关要素保障。从节奏来看，无论是减税退税、专项债发行还是重大项目落地，政策发力均适当靠前，预计一季度“稳增长”政策，将拉动经济数据企稳回升。

**5.5%的经济目标将提振市场预期，财政政策是主要发力点。**春节消费疲弱、地产销售加速下滑、美联储加速“转鹰”多重因素扰动，和地方两会普遍将经济增长目标较去年大幅下调，一度降低了市场对于两会经济增速目标的预期。政府工作报告将经济目标定于 5.5%左右，将再度提振市场对于后续“稳增长”政策的乐观预期。为了实现 5.5%这目标，财政政策是主要发力点：

**第一，更大力度增支减收。**一是全年安排退税减税约 2.5 万亿，优先安排小微企业，6 月底前一次性全部退还小微企业存量留抵税额；二是新增 2 万亿财政支出，同比增速 8.4%，高于经济增速目标 2.9 个百分点。

**第二，加大重大项目的用能等要素保障。**两会提出“对国家重大项目要实行能耗单列”，相比于去年 9 月国家发改委“对国家重大项目实行能耗统筹”，进一步解除了能耗双控对于重大项目的限制。此外两会也重申了 1 月 10 日国常会提出的投资审批制度改革，预计后续加快基建审批机制流程的政策将加快落地。

**专项债可用资金 4.85 万亿，全年基建增速或达 6.6%。**两会部署新增专项债资金 3.65 万亿，叠加去年未使用的 1.2 万亿资金，全年可用资金 4.85 万亿元。基建在逆周期对冲中的角色已经发生重大变化，在加速发行、简化手续、保障用能等多方面的政策支持下，预计全年基建增速 6.6%，上半年或达 10%。

**货币政策：基调更积极，降息降准仍有发力空间，发力适当靠前。**两会提出“加大稳健的货币政策实施力度”，表述比去年中央经济工作和四季度货政报告更为积极。向前看，降息降准均有发力的空间，推动降低实际贷款利率仍是政策的主要目标；发力节奏也会适当靠前，为政策落地显效预留了充裕的时间。

**实体经济：创新激励、绿色消费、因城施策。**第一，两会多措并举，夯实制造业投资复苏势头，除减税降费，也提出“将科技型中小企业研发费用加计扣除比例从 75% 提高到 100%”，加大对企业创新的激励力度。第二，在居民整体消费倾向疲弱的背景下，新能源汽车、绿色智能家电将成为促消费的明确政策主线。第三，春节后，各地地产政策放松已经触及到首付比例、限售等实质性调控政策。两会强调“因城施策”和“满足合理住房需求”，在房地产泡沫化金融化势头得到根本扭转的现阶段，预计各地“自下而上”的政策放松将持续推进。

**政策推出更有序，形成“发展合力”。**5.5%的增速是一个具有挑战性的目标，今年宏观政策推出也将更为有序，形成推动发展的合力。在能耗双控方面，两会强调要通盘谋划，在鼓励生育方面提出了实质性税收优惠，在扩大开放方面提出负面清单和出口退税。我们可以期待，今年政策在兼顾经济增速和构建新发展格局上，将会更为积极务实、实事求是。

**风险提示：**政策推出力度不及预期，疫情反复。

## 作者

## 分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002  
010-56513108  
gaoruidong@ebsecn.com

## 分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001  
0755-23946159  
zhaogegge@ebsecn.com

## 分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004  
021-52523802  
liuwah@ebsecn.com

## 分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930121040088  
021-52523880  
liuxc@ebsecn.com

## 联系人：陈嘉荔

021-5252 3828  
chenjiali@ebsecn.com

## 联系人：杨康

021-5252 3780  
yangkang6@ebsecn.com

## 相关研报

美国非农保持韧性，失业率下探至 3.8%——2022 年 2 月美国新增非农数据点评兼光大宏观周报（2022-03-05）

俄乌冲突下，油价如何演绎？——《大国博弈》系列第十七篇（2022-03-03）

专项债发行持续提速，基建发力逐步显现——光大宏观周报（2022-02-27）

美国经济能承受几次加息？——美联储观察系列六（2022-02-23）

宽信用阶段哪些行业会有超额收益——光大宏观周报（2022-02-20）

美联储 1 月议息会议纪要的四问四答——2022 年 1 月美国 FOMC 议息会议纪要点评（2022-02-17）

## 目 录

一、财政基建是主力，推动实现 5.5%目标.....	3
1.1 更大力度增支减收、重大项目能耗单列.....	4
1.2 专项债可用高达 4.85 万亿，全年基建增速或 6.6% .....	5
二、货币基调更积极，降息降准仍有空间 .....	5
三、实体：创新激励、绿色消费、因城施策 .....	7
3.1 制造业：多措并举，夯实投资复苏势头.....	7
3.2 消费：绿色引领，新能源汽车加绿色智能家电.....	8
3.3 房地产：因城施策的政策放松将持续推进 .....	8
四、政策更有序，形成“发展合力”.....	10
4.1 能耗双控：坚持先立后破、通盘谋划.....	10
4.2 积极应对“一老一少”问题，加大税收鼓励.....	11
4.3 扩大高水平对外开放：稳外资、稳外贸、促改革 .....	12
五、风险提示.....	13

## 图目录

图 1：历年各地两会加权目标与全国两会目标.....	4
图 2：今年实际可使用专项债资金 4.85 万亿 .....	4
图 3：同期限 LPR 与 MLF 利差已处于较低水平 .....	6
图 4：信贷结构尚待改善.....	6
图 5：工业企业利润增速开始回落、但依然处于高位.....	7
图 6：工业品库存行至近年高位.....	7
图 7：居民储蓄意愿仍处于高点.....	8
图 8：2021 年四季度社零增速出现回落压力 .....	8
图 9：2014 年“930”新政及 2015 年“330”新政调整房地产政策.....	10

## 表目录

表 1：历年政府工作报告重点工作安排.....	3
表 2：春节后，各地限购放松逐步触及到限贷和限售等实质性调控政策.....	9
表 3：历年政府工作报告关于“能耗双控”表述 .....	11
表 4：围绕着老龄化和少子化一系列政策陆续出台 .....	12

## 一、财政基建是主力，推动实现 5.5% 目标

两会将经济目标定为 5.5% 左右，将再度提振市场对于“稳增长”的预期。2021 年底中央经济工作会议强调要“坚持以经济建设为中心，着力稳定宏观经济大盘”，引发了市场对于“稳增长”的广泛关注和讨论。但是市场依然对经济目标存在分歧，对稳增长的政策力度有所担忧。一则疫情反复、房地产销售下滑、美联储加速“转鹰”等因素持续扰动，二则 2022 年地方两会经济目标，较 2021 年加权合计下调 0.7 个百分点，使得市场对于 2022 年经济目标预期落于 5% 到 5.5% 之间。政府工作报告将 2022 年经济目标定为 5.5%，处于预期的“上沿”，将再度提振市场对于“稳增长”政策的乐观预期。

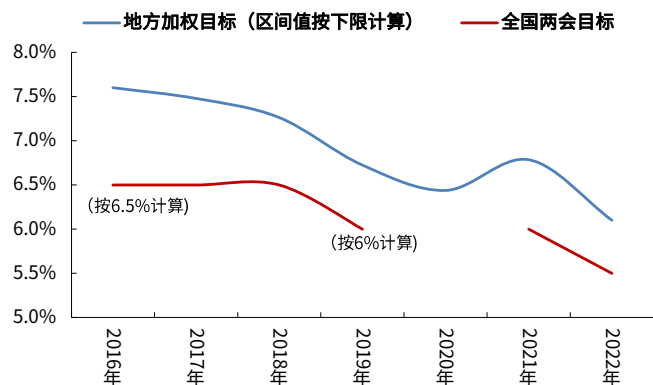
为实现 5.5% 的增速目标，需要“加大宏观政策力度”，及时启动“储备政策工具”。两会明确指出，5.5% 左右的经济增速目标，是“高基数上的中高速增长，体现了主动作为，需要付出艰苦努力才能实现”。那么，宏观政策的“加大力度”将体现在何处？

表 1：历年政府工作报告重点工作安排

重点工作任务	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2020 年报告中提出的“十四五”目标	2021 年	2022 年
(一)	保持经济运行在合理区间	“三去一降一补”	深推进供给侧结构性改革	创新完善宏观调控，确保经济运行在合理区间	加大宏观政策力度，稳企业保就业	提升发展质量，经济持续健康发展	连续性稳定性可持续性，促进经济运行在合理区间	着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间
(二)	加强供给侧结构性改革	深化改革	建设创新型国家	优化营商环境	改革激发市场活力，增强发展新动能	创新驱动，现代产业体系	重点领域改革，激发市场活力	稳市场主体保就业，加大宏观政策实施力度
(三)	深挖内需	释放内需	基础性关键领域改革	创新，培育新动能	扩大内需战略	强大国内市场	创新推动高质量发展	深化改革，激发市场活力和发展内生动力
(四)	现代农业	创新，转型升级	三大攻坚战	释放内需潜力	脱贫攻坚	乡村振兴，新型城镇化	充分挖掘市场潜力	创新驱动发展战略，巩固壮大实体经济根基
(五)	高水平对外开放	农业发展，农民增收	乡村振兴	脱贫攻坚和乡村振兴	更高水平对外开放，稳外贸外资	区域协调发展	乡村振兴	扩大内需战略，区域协调发展和新型城镇化
(六)	绿色发展	对外开放	区域协调	区域协调发展	保障改善民生	改革开放	高水平对外开放，外贸外资稳中提质	乡村全面振兴
(七)	保障改善民生	生态保护	扩大消费、促进投资	绿色发展		绿色发展	污染防治和生态建设	高水平对外开放
(八)	加强政府自身建设	保障和改善民生	全面开放新格局	重点领域改革，完善市场机制		民生福祉，共同富裕	民生福祉	绿色低碳发展
(九)		加强政府自身建设	保障、改善民生	全方位对外开放		平安中国		保障、改善民生
(十)				保障、改善民生				

资料来源：中国政府网，光大证券研究所

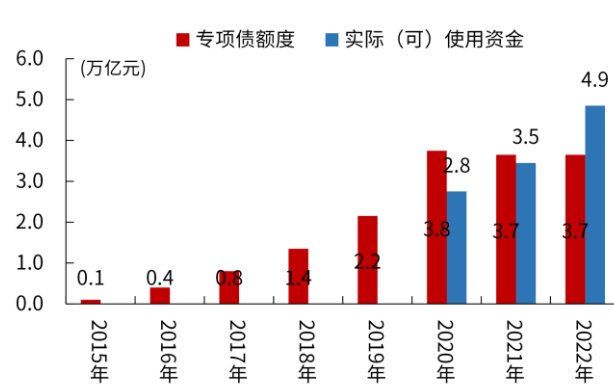
图 1：历年各地两会加权目标与全国两会目标



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：2020 年未提经济目标，2019 年按照 6% 计算，2016 年按照 6.5% 计算

图 2：今年实际可使用专项债资金 4.85 万亿



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 1.1 更大力度增支减收、重大项目能耗单列

我们认为，“加大政策力度”主要体现在财政方面：

**一是，安排更大力度增支减收，财政支出新增 2 万亿，全年退税减税 2.5 万亿。**

**财政支出新增 2 万亿，支出增速比经济增速目标高于 2.9 个百分点。**两会安排赤字率回落至 2.8%，看似不及预期；但实际上通过统筹财政资源，今年财政支出强度继续提高。财政部部长刘昆表示，今年全国一般公共预算财政支出，比 2021 年增加两万亿元以上，增长了 8.4%，比经济增速目标高了 2.9 个百分点。

**财政收入方面部署了 2.5 万亿元退税减税，切实助企纾困。**一方面，两会安排对小规模纳税人阶段性免征增值税，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。另一方面，今年对留抵税额实行大规模退税，对小微企业的存量留抵税额于 6 月底前一次性全部退还，增量留抵税额足额退还。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。

**二是，加大重大项目的能耗保障，深化审批制度改革，保证实物工作量尽快落地。**

一方面，两会提出，要“做好用地、用能等要素保障，对国家重大项目要实行能耗单列”。2021 年 9 月 6 日，国家发改委印发《完善能源消费强度和总量双控制度方案》提出，对国家重大项目实行能耗统筹，坚决管控高耗能高排放项目。今年两会提出“重大项目要实行能耗单列”，进一步解除了能耗双控对于重大项目投资落地的限制。

另一方面，两会提出，要“适度超前开展基础设施投资，深化投资审批制度改革”。2021 年底中央经济工作会议在基础设施建设方面，安排主要落于“适度超前开展基础设施投资”，并未提及审批制度改革。而 2022 年 1 月 10 日的国常会，对于基建投资的安排更为积极，明确提出要深化投资项目审批制度改革，推行承诺制、区域评估等创新举措，研究出台盘活存量资产的政策措施。两会再次强调“投资审批制度改革”，预计今年优化审批机制的改革政策将加快推出，以保证实物工作量可以尽快落地。

## 1.2 专项债可用高达 4.85 万亿，全年基建增速或 6.6%

两会部署，今年新增专项债资金约为 3.65 万亿，与去年持平。但实际上，考虑到 2021 年财政资金的 1.2 万亿“余粮”，叠加 2022 年新增专项债额度 3.65 万亿，全年专项债实际可使用资金 4.85 万亿。

一方面，2021 年四季度未使用及未发行的专项债资金达到 1.2 万亿元，将留至 2022 年使用；另一方面，财政呈现超收节支状态，一般公共预算超收近 5000 亿元，也将用于补充预算稳定调节基金。整体来看，今年实际可使用的专项债资金 4.85 万亿。（详见我们于 2022 年 2 月 10 日发布的报告《从重大项目看地方稳增长的力度和方向》）。

**基建的逻辑已经发生了重大变化。**2018 年之后，随着地方隐性债务监管加强，基建投资增速中枢系统性回落。2022 年在经济三重压力下，基建投资在逆周期对冲中的重要性再次回升。2022 年 1 月 10 日国常会从简化后续、改革项目审批等多个方面推动重大项目尽快落地见效，尽快形成实物工作量。同时，在项目储备、资金和土地要素保障等方面，中央和地方也在进行一系列机制改革，有望推动重大项目早落地、早见效。今年两会，再次放开了对于重大项目的能耗约束，要求“重大项目要实行能耗单列”。

**按照新增 3.65 万亿元的专项债规模测算，我们预计年内基建增速大概为 6.6%，上半年或达 10%。**考虑到当前财政稳增长的紧迫性加强，财政支出发力靠前、提前下达专项债加快发行，上半年财政发力将更为明显，2022 年上半年基建投资增速有望达 10%（详见我们于 2022 年 1 月 11 日发布的报告《从国常会吹响基建集结号：抓紧发债、简化手续、尽快开工》）。

## 二、货币基调更积极，降息降准仍有空间

**政府工作报告对货币政策总基调更加积极。**政府工作报告提出“加大稳健的货币政策实施力度”，和 2021 年中央经济工作会议及四季度货币政策执行报告的“稳健的货币政策要灵活适度”相比，这一表述变得更加积极明确。

**第一，总量层面，量价均有继续发力的空间，更好支撑实体经济。**一方面，在量的维度，政府工作报告提出“扩大新增贷款规模，保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配”。其中，“扩大新增贷款规模”属于首次出现在政府工作报告的表述中，是对前期人民银行“避免信贷塌方”的进一步确认，表明新增信贷等融资情况是目前货币政策决策的核心变量。

另一方面，在价的维度，政府工作报告指出“推动金融机构降低实际贷款利率、减少收费，让广大市场主体切身感受到融资便利度提升、综合融资成本实实在在下降”。2 月 11 日，人民银行在 2021 年四季度货币政策执行报告中指出，“2021 年全年企业贷款利率为 4.61%，比 2020 年下降 0.1 个百分点，比 2019 年下降 0.69 个百分点，是改革开放四十多年来最低水平”，由此引发市场对于利率是否还能进一步下调的担忧。从政府工作报告的表述来看，推动降低实际贷款利率仍是政策的主要目标。

**融资扩量降价的目标或指向降息降准周期仍未结束。**在 2021 年 12 月之前，1 年期 LPR 与 MLF 利差已经连续 27 个月维持在 90BP，一定程度上反映出，在不压缩商业银行边际负债成本的情况下，已经难以通过压缩边际资产与负债利差以降低贷款利率。随后，在两次降准以及调降支农支小再贷款利率 25BP 后，商业银行边际负债成本有所降低，1 年期 LPR 与 MLF 利差进一步被压缩至 85BP。

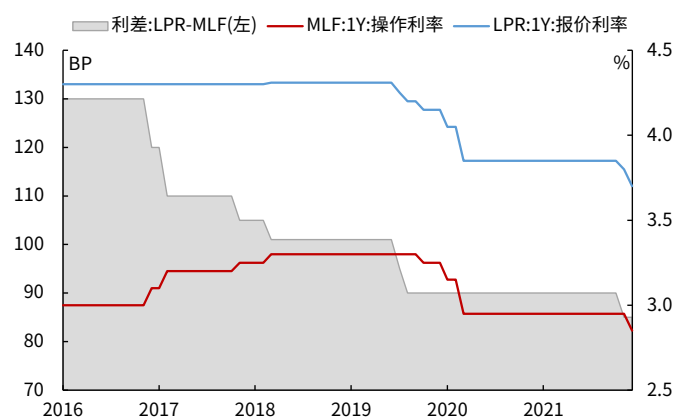
在当前的背景下，若要继续降低实际贷款利率，途径主要可以分为三类，第一类是提高实体企业的信用水平，压缩实际贷款利率与 LPR 报价利率之间的点差，在经济面临较大下行压力的环境下，实现这一点的难度较大，并且，这条途径主要依赖企业行为，而非政府主动作为；第二类是继续压缩同期限 LPR 与 MLF 点差，这就需要人民银行通过其他途径降低商业银行的边际负债成本，比如继续降准、结构性降低再贷款再贴现利率；第三类便是在维持同期限 LPR 与 MLF 点差的情况下，继续下调 MLF 操作利率。

因而，本轮降准、降息周期大概率仍然没有结束。从目前的经济环境来看，若后续新增贷款承压或者一季度经济数据明显不及预期，调降政策利率仍是较优的政策选择；若后续新增贷款保持稳定，人民银行则更可能通过降准的方式，对实体经济提供支持。

**第二，结构层面，优化信贷投放结构，进一步解决中小企业融资难的问题。**政府工作报告提出，“引导资金更多流向重点领域和薄弱环节”。去年下半年以来，我们可以看到，在新增信贷总量扩张有限的同时，结构上也呈现出短贷占比明显上行的情况，表明企业对未来经济预期较为悲观，暂时没有投资扩产意愿，压缩了对于中长期信贷的需求。

通过结构型政策工具，鼓励商业银行将更多的金融资源投向中小企业等薄弱环节，以及清洁能源、高端制造业等符合国家战略方向的重点领域，不仅可以在总量层面稳定新增信贷，也可以优化信贷投放结构。因而，人民银行有望继续增加支农支小再贷款、碳减排支持工具额度。

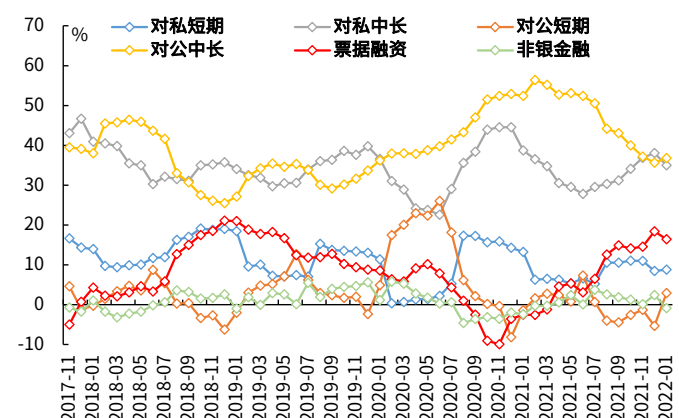
图 3：同期限 LPR 与 MLF 利差已处于较低水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 2 月

图 4：信贷结构尚待改善



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 1 月

**节奏上，货币政策发力将会适当靠前。**从政策表态来看，政府工作报告提出“政策发力适当靠前，及时动用储备政策工具，确保经济平稳运行”。在经济下行压力根本缓解之前，政策发力节奏前置，不仅为政策落地显效预留了更充裕的时间窗口，同时也会及时扭转市场预期，避免形成“经济下行-悲观预期加强”的负效应循环。

从海外环境来看，虽然美联储迫于通胀压力有望开启加息周期，但一方面，人民币汇率目前仍维持在较高水平，并且人民银行去年曾两次上调外汇存款准备金率，维持人民币汇率稳定仍有充足政策工具储备；另一方面，相对海外持续维持高位的通胀水平，以及近期国际局势对通胀预期的扰动，国内实际通胀和通胀预

期明显较为稳定并且处于较低水平，中美实际利差对于资本外流也会形成一定的对冲效应。

我们认为，国内经济环境有货币政策充足发力、提前发力的诉求，海外经济环境也为国内货币政策维持自主性留有较大空间，货币政策具备继续发力的空间。

## 三、实体：创新激励、绿色消费、因城施策

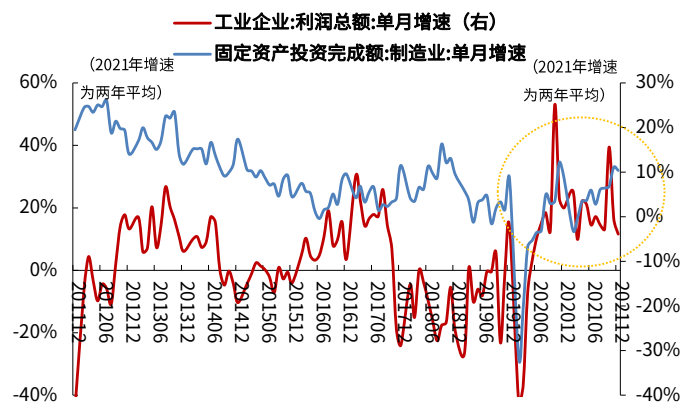
### 3.1 制造业：多措并举，夯实投资复苏势头

我们在 2021 年底中央经济工作会议学习报告中，就明确提出，稳定大局，是为实现推动制造业产业转型升级、稳定制造业投资争取更长的战略窗口期。实现产业升级、自主可控，稳定制造业投资，已经不仅仅是经济问题，而是在新一轮全球工业革命核心技术竞争中，把握未来发展主动权的关键。现阶段的稳经济、稳投资，都是为了推动制造业产业升级、稳定制造业投资创造更长的窗口期。（详见我们在 2021 年 12 月 11 日的外发报告《以更全面的稳，迈向更高质量的均衡——中央经济工作会议学习体会》）

从两会来看，提振制造业投资的政策力度更进一步，注重两个方面发力——**减税降费**和**激励创新**。除了前文所述，今年企业减税降费力度在明显提升，在创新驱动发展战略方面，今年政府工作报告中延续了对基础研究、科技体制改革的高度重视，并加大了对企业创新的激励力度，提出“加大研发费用加计扣除政策实施力度，将科技型中小企业加计扣除比例从 75% 提高到 100%”。此外，今年政府工作报告提及对“专精特新”企业，要“在资金、人才、孵化平台搭建等方面给予大力支持”，对数字经济的重视程度也有明显提升，并明确指出了数字基础设施、智慧城市、数字乡村、工业互联网等重点发展方向。

制造业投资从去年以来复苏势头较好，但在企业盈利增速下行、库存高企、海外需求即将回落的压力下，制造业复苏根基依然不稳。2 月 14 日召开的国常会中也明确指出“当前工业经济稳定恢复态势仍不牢固，近期要抓紧出台措施，加大帮扶力度”。两会所提出的一系列助企纾困政策，有助于缓解当前制造业中小企业原材料和劳动力成本高企、现金流紧张、融资需求较弱等突出问题，充分发挥制造业企业在维持经济稳定，扩大就业规模等方面的重要作用，并进一步激发企业在绿色投资改造等方面的投资意愿，支撑制造业投资稳中有升。

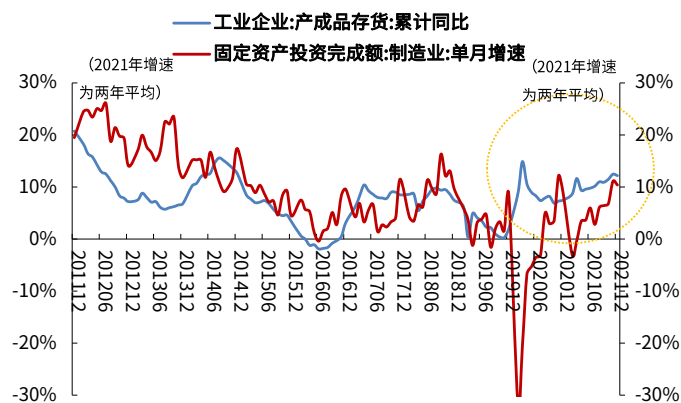
图 5：工业企业利润增速开始回落、但依然处于高位



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至：2021 年 12 月

图 6：工业品库存行至近年高位



资料来源：Wind，光大证券研究所

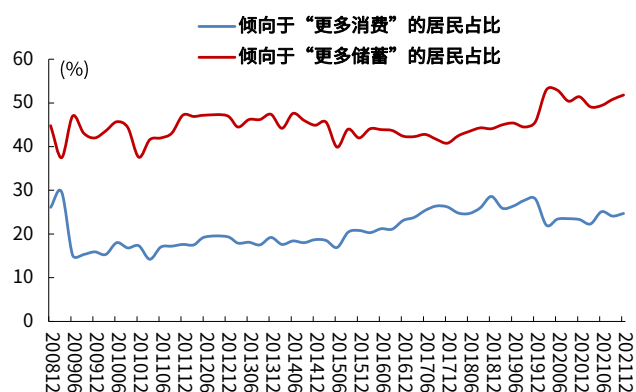
数据截至：2021 年 12 月

### 3.2 消费：绿色引领，新能源汽车加绿色智能家电

两会消费领域所做的部署，与我们在地方两会中所观察的一样，均指向绿色消费。一方面，政府工作报告提出，在“多渠道促进居民增收”基础上，进一步提出了“完善收入分配制度”。另一方面，在消费重点领域方面，2022 年政府工作报告延续了近期国家各部委文件中对绿色消费的高度重视，指出“继续支持新能源汽车消费，鼓励地方开展绿色智能家电下乡和以旧换新”。此外，2022 年政府工作报告还针对消费新业态发展、养老、托幼等配套设施建设、农村电商和快递物流配送等重点领域做出了部署。

近期，关于绿色消费的部署也在稳步推进，如 2022 年 1 月 18 日，国家发改委等部门发布《促进绿色消费实施方案》，提出“全面促进重点领域消费绿色转型，强化绿色消费科技和服务支撑，建立健全绿色消费制度保障体系，完善绿色消费激励约束政策”等四大方面任务。在居民整体消费倾向承压的背景下，绿色消费将成为政策发力的主要抓手，也有望成为扩大内需和实现经济高质量发展的重要推动力。

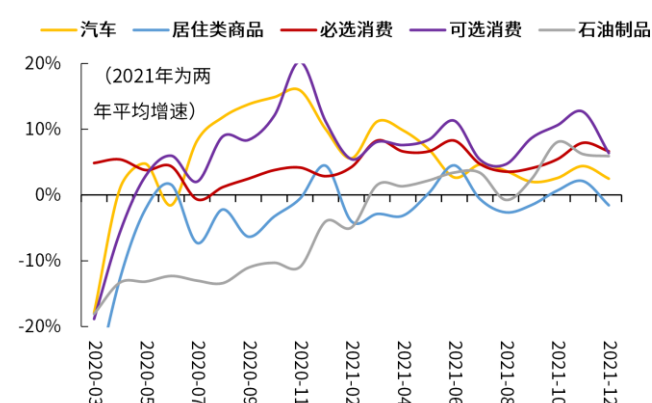
图 7：居民储蓄意愿仍处于高点



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至：2021 年 12 月

图 8：2021 年四季度社零增速出现回落压力



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至：2021 年 12 月

### 3.3 房地产：因城施策的政策放松将持续推进

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\\_39112](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39112)

