拼经济，不冒进
——《政府工作报告》解读

证券研究报告

分析师 陈兴
SAC 证书编号：S0160523030002
chenxing@ctsec.com

相关报告

核心观点

- 3 月 5 日，总理向人大作今年的政府工作报告。其中对于全年工作做出怎样的部署？经济将如何开局起步？哪些领域又会成为政策的主要发力点？

- **5%的增速目标是不是偏低？**去年全年经济增长目标并未完成，今年目标再度下调。首先，经济增长目标的确定取决于政府对经济形势的判断，本年报告中对于经济发展面临的困难挑战阐释得更为具体，这或许意味着，宏观环境的压力相较于去年有所改善，但是中观乃至微观层面的风险仍未消散；其次，经济增速目标调整顺应潜在增速趋势，而非实际增速变化；最后，**经济增速目标本身的意义在于“底线”，而非上限。**

- **守住 3%赤字红线，财政的力度偏弱么？**今年预算内财政调整幅度温和。一方面，3%的赤字率目标虽比 22 年有所上调，但不及 20 年和 21 年；另一方面，地方政府专项债拟安排 3.8 万亿元，较去年额度增加 1500 亿元，提升幅度也并不算高。但事实上，财政政策的力度不能单看预算内支出，即便年内从预算内角度出发，财政力度加码的空间不算很大，但我们认为，政策性工具的继续发力仍能够支撑基建投资的较高增长。

- **货币政策如何支持实体发展？**今年《政府工作报告》对于货币政策的定调为“精准有力”，事实上货币政策总量效应的空间被框定，我们认为，货币政策“精准”的要求将意味着更多地注重结构功能的发挥。在今年结构性政策工具继续发力的政策思路下，我们认为，不排除会有其它领域新工具的设立。相对应的，降准降息等总量型货币宽松措施虽仍可能出台，但使用频率相比此前或将有所降低。

- **消费、投资、地产和民生重点何在？首先，**对于促消费政策的理解，我们认为，对其把握要更多地沿袭自下而上的结构视角，而非自上而下的总量视角。传统的大宗消费和生活服务消费或将成为全年消费增长的亮点。不过，对于整体消费的恢复而言，还需要依赖于居民收入的全面复苏，但这很可能并非一蹴而就的过程。**其次，**投资在今年或仍将发挥“定海神针”的作用，特别是**制造业投资**或将成为关键力量；**第三，**地产既防风险，也防无序扩张。《政府工作报告》对于房地产领域着墨并不算多，从有限的表述来看，对于地产注重于化解风险，使得其不至于成为重大经济金融风险的引爆点。**最后，**关注民生，重在公平。今年政府报告在民生问题上更为强调公平，表现为着重推动公共服务资源的均衡和一体化。

- **风险提示：**政策变动，经济恢复不及预期。

内容目录

1 5%的增速目标是不是偏低？ 3
2 守住3%赤字红线，财政的力度偏弱么？ 4
3 货币政策如何支持实体发展？ 5
4 消费为什么要从结构视角把握？ 6
5 制造业投资为何关键？ 7
6 地产既防风险，也防无序扩张 8
7 关注民生，重在公平 9

图表目录

图 1. 历年全国各省 GDP 增速目标调整情况 4
图 2. 地方政府新增专项债目标及变化（亿元） 5
图 3. 结构性货币政策工具额度（亿元） 6
图 4. 历年财政收入增速目标上调的省份个数（个） 7
图 5. 中国制造设备实现国产化仍需要时间（年） 8
图 6. 龙头房企与 35 城房地产销量增速（%） 8
图 7. 我国新市民构成 9

3 月 5 日，第十四届全国人民代表大会第一次会议在北京召开，由总理向大会作今年的政府工作报告。作为二十大后的首次两会，本次会议颇受市场关注。《政府工作报告》对于全年工作做出怎样的部署？经济将如何开局起步？哪些领域又会成为政策的主要发力点？本文对此进行展开分析。

1 5%的增速目标是不是偏低？

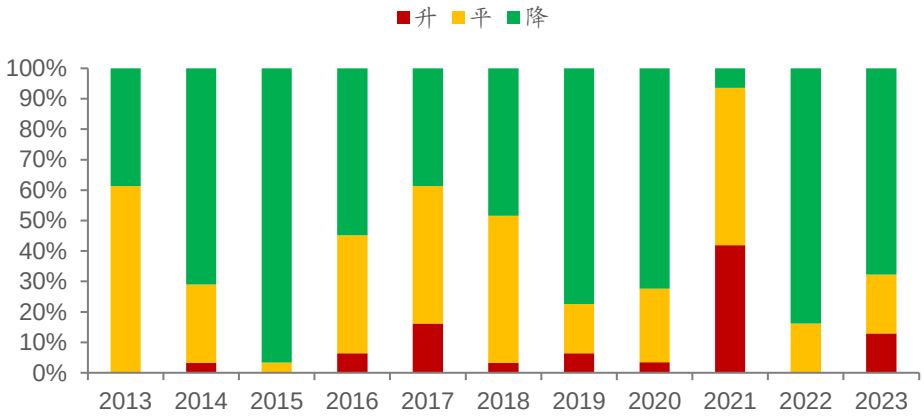
去年目标未完成，今年目标再下调。去年全年 GDP 增速 3%，远低于去年年初《政府工作报告》中所确定的 5.5%的增速目标，而看起来不低的 5.5%，事实上也是在 21 年 6%的基础上有所下调。今年《政府工作报告》中将全年经济增长目标确定在 5%，较去年增速目标再度调降 0.5 个百分点，考虑到去年较低的增速基数，是不是这一目标设定过于保守呢？或者说是不是对于今年稳增长的政策预期要打折扣呢？

宏观压力改善，微观风险未消。首先，经济增长目标的确定取决于政府对经济形势的判断，相比于去年的《政府工作报告》，本年报告中对于经济发展面临的困难挑战阐释得更为具体，这或许意味着，宏观环境的压力相较于去年有所改善，但是中观乃至微观层面的风险仍未消散。比如去年报告中提到“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，今年报告中明确指出“需求不足”是突出矛盾，而预期不稳主要反映在“民间投资和民营企业”。再比如去年报告中提到的“经济金融领域风险隐患”，在今年报告中也细化为“房地产市场”和“中小金融机构”。

目标顺应潜在增速，而非实际增速变化。其次，经济增速目标调整顺应潜在增速趋势，而非实际增速变化。根据央行的测算，22-23 年我国经济潜在产出增速已降至 5.5%左右的水平，较十三五期间已有明显下滑，经济增速目标作为政策之锚，顺应潜在增速的变化趋势而调整，避免过高的目标设定倒逼刺激政策过度，从而带来负面作用。

增长“底线”而非上限。最后，经济增速目标本身的意义在于“底线”，而非上限。从政府历年所设定的经济增长目标完成情况来看，除非极其个别的年份（比如去年），经济增速存在未达标的情况，多数年份经济增长均在目标增速以上，从 2009 年到 2019 年间，实际 GDP 增速平均来看要高出 GDP 增速目标 0.6 个百分点左右，而像同样面临低基数的 21 年，实际经济增长超出目标高达近 2.5 个百分点。因此，并不能简单认为，目标增速的调降意味着政府对今年经济增长缺乏信心，从各省经济增长目标设定情况来看，31 个省份中有 4 省调升，相较去年实现了“零的突破”，反映出地方对于全年经济的改善预期。

图1.历年全国各省 GDP 增速目标调整情况



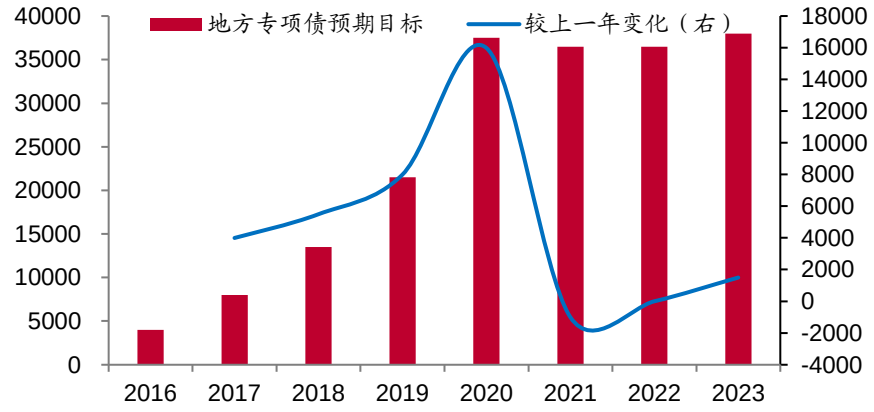
数据来源：各省政府工作报告，财通证券研究所

2 守住 3%赤字红线，财政的力度弱么？

预算内财政温和调整。由于疫情冲击和房地产市场景气度下行，去年财政收支矛盾突出，而今年《政府工作报告》指出，一方面，“积极的财政政策要加力提效，赤字率拟按 3%安排”，3%的赤字率目标虽比 22 年有所上调，但不及 20 年和 21 年，也是牢牢收住了《马斯特里赫特条约》所划定的赤字率红线；另一方面，地方政府专项债拟安排 3.8 万亿元，较去年额度增加 1500 亿元，提升幅度也并不算高。

准财政继续发力。但事实上，财政政策的力度不能单看预算内支出，甚至连“四本账”所统计的广义财政支出，对于实际支出强度的反映近来都有失偏颇，主要原因即在于央行政策性、开发性金融工具的使用，这部分资金虽然出自于央行体系，但众所周知，政策性工具向来发挥的是“准财政”作用，因而，从政府资金撬动社会投资的视角来看，这部分资金不容忽视，去年央行设立两批次共 7399 亿元政策性开发性金融工具，支持基础设施建设撬动有效投资，这也使得基建投资实现了双位数的增长。即便年内从预算内角度出发，财政力度加码的空间不算很大，但我们认为，政策性工具的继续发力仍能够支撑基建投资的较高增长。

图2.地方政府新增专项债目标及变化（亿元）



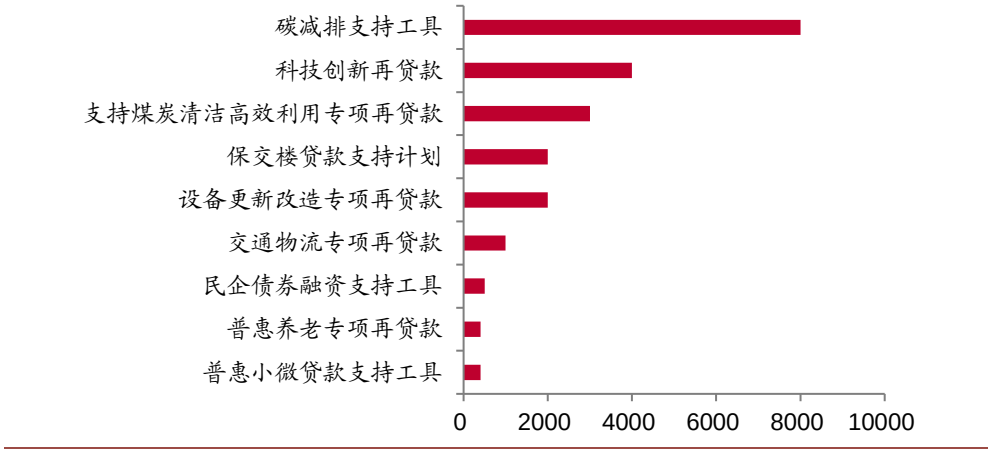
数据来源：WIND，财通证券研究所

3 货币政策如何支持实体发展？

总量空间框定，注重结构功能。今年《政府工作报告》对于货币政策的定调为“精准有力”，从总理在大会上宣读的版本来看，并没有像去年报告一样提到“发挥货币政策工具的总量和结构双重功能”，而在“保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”的要求下，事实上货币政策总量效应的空间被框定，我们认为，货币政策“精准”的要求将意味着更多地注重结构功能的发挥。

新设工具待发，降准降息适度。去年以来，央行层面结构性货币政策工具的设立在支持实体经济领域发挥了重要作用，这在央行货币政策执行报告中也得到了肯定。从央行披露的信息来看，截止去年 12 月末，普惠小微贷款减息支持工具、收费公路贷款支持工具、民企债券融资支持工具和保交楼贷款支持计划仍未有投入使用的余额，而在今年结构性政策工具继续发力的政策思路下，我们认为，不排除会有其它领域新工具的设立。相对应的，降准降息等总量型货币宽松措施虽仍可能出台，但使用频率相比此前或将有所降低。

图3.结构性货币政策工具额度（亿元）



数据来源：中国人民银行，财通证券研究所

4 消费为什么要从结构视角把握？

《政府工作报告》强调今年要“着力扩大国内需求”，而在扩内需之中，又将“恢复和扩大消费摆在优先位置”。不过，对于促消费政策的理解，我们认为，对其把握要更多地**沿袭自下而上的结构视角，而非自上而下的总量视角**。

稳定大宗消费，促进生活服务。一方面，在两会后的“部长通道”采访中，工信部部长表示，扩大消费的重点在于稳住以新能源车为代表的大宗消费，同时推动智能家电和绿色建材下乡，这也应和了《政府工作报告》中“稳定大宗消费”的提法；另一方面，从地方两会的情况来看，多地提出要发展夜经济、“一刻钟便民生活圈”，包括河北、吉林、安徽、陕西都明确表示要抓好试点建设。我们认为，传统的大宗消费和生活服务消费或将成为全年消费增长的亮点。

居民收入复苏，或难一蹴而就。不过，对于整体消费的恢复而言，还需要依赖于居民收入的全面复苏，但这很可能并非一蹴而就的过程。从地方两会各省目标的设定中，我们发现，对于居民收入目标的设定较为保守，31 个省中仅 1 省较去年

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_52883