

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

政府工作报告中隐含的七点预期差

2023年3月5日

- 第一,这次报告在篇章布局上与往年有很大不同,主要是因为今年是政府换届之年。
- 第二,报告审慎评估了当前经济发展中面临的各项风险挑战,这是各项目标制订的重要基础。
- 第三,主要经济目标基本上都符合预期,实际经济增长可能好于 5%的目标值。
- 第四,报告强调“积极的财政政策要加力提效”,报告没有重点阐述的贴息也是财政政策发力的重要工具。
- 第五,报告强调“稳健的货币政策要精准有力”,市场对于“精准有力”的理解可能存在预期差。
- 第六,房地产市场的主要目标在于化解风险,而不在于拉动投资,一线和强二线城市放松或不及预期。
- 第七,建议关注消费、设备更新改造、数字经济等领域的投资机会。
- **风险因素:** 房地产市场超预期下行,政策落地不及预期等。

第一，这次报告在篇章布局上与往年有很大不同，主要是因为今年是政府换届之年。

报告开篇就指出，本届政府任期即将结束，这给这次报告定下了基调，即对本届政府过去五年工作的一个系统性总结。往年报告一般包括三大部分，第一部分是上年工作回顾，第二部分是当年经济社会发展总体要求和政策取向，第三部分是当年政府工作任务。相比之下，今年报告只分为两大部分，第一部分是“过去一年和五年工作回顾”，第二部分是“对今年政府工作的建议”。

第二部分包括了经济发展主要预期目标、重点工作部署等内容，延续换届年的传统，采取了建议的口吻。按照大会日程，3月11-12日，将决定新一届政府主要领导人选，完成政府换届。

第二，报告审慎评估了当前经济发展中面临的各项风险挑战，这是各项目标制订的重要基础。

报告指出，在看到发展成就的同时，我们也清醒认识到，我国是一个发展中大国，仍处于社会主义初级阶段，发展不平衡不充分问题仍然突出。当前发展面临诸多困难挑战，主要可以概括为以下几个方面：1) 外部环境不确定性加大；2) 国内经济增长企稳向上基础尚需巩固；3) 房地产市场和中小金融机构风险隐患较多；4) 发展仍有不少体制机制障碍；5) 科技创新、生态环境保护、城乡基础设施、民生领域、工作作风等问题。

总体看，报告对当前各项风险挑战评估得较为充分，这为后面各项经济目标制订提供了重要基础。

第三，主要经济目标基本上都符合预期，实际经济增长可能好于5%的目标值。

报告指出，今年GDP预期目标是增长5%左右。此前多数市场人士预期为5%以上，最终确定的目标基本符合市场预期，相对靠近市场预期的下限。

我们理解，这一目标背后有以下几层含义：

- 1) 如前所述，中央对各项风险挑战估计得比较充分，因此GDP目标也相对谨慎；
- 2) 中央多次强调，这次报告也重申，(经济发展)要实现质的有效提升和量的合理增长，是质与量两个维度的结合，而不是单纯量的增长，5%的目标就体现了这一思想；
- 3) 5%的目标留有较大冗余度，开年以来经济复苏势头良好，我们预计全年实际经济增长可能超过5%，达到5.4%左右。

其他经济目标上，城镇新增就业1200万人左右(去年实际数为1206万人)，城镇调查失业率5.5%左右(去年末实际数为5.5%)，CPI涨幅3%左右(去年实际数2%)，基本也都符合市场预期。



第四，报告强调“积极的财政政策要加力提效”，报告没有重点阐述的贴息也是财政政策发力的重要工具。

完善税费优惠政策，对现行减税降费、退税缓税等措施，该延续的延续，该优化的优化。做好基层“三保”工作。赤字率拟按3%安排（去年实际数为2.8%），专项债3.8万亿元（去年为3.65万亿+5000多亿），两个数字目标基本符合预期。

此前，财政部部长刘昆在全国财政工作会议上要求，优化组合财政赤字、专项债、贴息等工具，适度扩大财政支出规模。赤字和专项债安排在政府工作报告中已经明确，而我们认为报告没有重点阐述的贴息也是财政政策发力的重要工具。

按照刘昆部长的讲话，贴息有两大方向：一是出台实施税费减免、创业担保贷款贴息等政策，二是鼓励有条件的地区对绿色智能家电、绿色建材、节能产品等予以适当补贴或贷款贴息。可见，今年的贴息工具，不仅有全国统一性的，也有地方专属性的。

第五，报告强调“稳健的货币政策要精准有力”，市场对于“精准有力”的理解可能存在预期差。

货币政策基调延续了中央经济工作会议的表述，具体部署上着墨不多，仅提到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，支持实体经济发展，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定等。

开年以来市场对降息降准预期较多，但日前央行行长易纲表态称，目前我国实际利率水平是比较合适的，用降准的办法提供长期流动性来支持实体经济，还是一种有效方式。从易行长表态看，短期内降息可能性不大，降准仍有可能。

不少市场人士感到开年以来的货币政策操作低于预期，但我们认为，市场对于货币政策“精准有力”的要求仍存在预期差。实际上，今年各类政策非常注重协调配合，形成合力，而贴息就是财政政策和货币政策协调配合的一个典范。贴息政策相当于对相关领域定向降息，贴息力度远大于降息力度，恰好体现了货币政策“精准有力”的要求。在贴息政策工具支持下，信贷有望持续扩张。

第六，房地产市场的主要目标在于化解风险，而不在于拉动投资，一线和强二线城市放松或不及预期。

报告在阐述当前面临的风险挑战时，已经重点提到“房地产市场风险隐患较多”。在重点工作第五条“有效防范化解重大经济金融风险”中，又专门提到“有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展”。

目前，房地产市场出现L型企稳迹象：1) 销售面积止跌，同比由负转正；2) 一二线城市房价止跌，1月环比上涨；3) 居民对房价关注度明显提高。历史上，房地产市场下行期一般持续一年半左右，本轮下行期始于2021年下半年，至今已达到一年半有余，此时企稳符合历史经验规律。

房地产市场L型企稳可能包括销售、房贷、房价等维度的企稳，但不包括投资。从政府工作报告的表述看，房地产市场的主要目标在于化解风险，而不在于拉动投资。我们认为，未来房地产政策可能仍是因城施策性质的，存在较强支撑的一线和强二线城市大幅放松的可能性并不大。

第七，建议关注消费、设备更新改造、数字经济等领域的投资机会。

消费：今年重点工作的第一项就是“着力扩大国内需求”，其中提到“把恢复和扩大消费摆在优先位置”。居民消费主要受就业、收入、消费倾向等因素影响，疫情三年，三大因素都受到冲击，共同导致消费疲弱。疫情减弱后，三大因素全都改善，共同推动居民消费复苏。在居民消费之外，社会集团消费（政府机关、企事业单位、社会团体等的消费）有望强势复苏，甚至推动整体消费复苏比居民消费更强。

设备更新改造：报告多处涉及设备更新改造，如“促进传统产业改造升级，培育壮大战略性新兴产业”“实施城市更新行动”等。由于我国设备更新周期正处于底部，设备投资长期不足，在政策支持下，今年有望迎来新一轮设备更新周期，为中游设备类行业带来重要机遇。此外，考虑到二季度企业去库存有望结束，下半年可能出现设备更新周期和库存周期共振向上的局面。

数字经济：报告提到“加快传统产业和中小企业数字化转型，着力提升高端化、智能化、绿色化水平”“大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台经济发展”。更大的背景是，二十大报告明确提出加快建设数字中国，具体要求包括加快发展数字经济，促进数字经济和实体经济深度融合，打造具有国际竞争力的数字产业集群等。数字经济迎来快速发展期，其中蕴含重要投资机遇。

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_52894

