

周度经济观察

——稳中求进的政策定调

袁方¹束加沛²

2023 年 3 月 7 日

内容提要

本次政府工作报告的总体基调与去年 12 月的中央经济工作会议接近。5% 的增长目标显示了决策层稳中求进的思路，政府通过总需求政策大力刺激经济的可能性较低，未来经济活动的恢复更多依靠内生动能。

当前市场的焦点重新回归至经济恢复的强度和持续性，而考虑到 2 月以来消费加速恢复主要源于积压需求的释放，房地产销售的改善传导至投资仍需时间，未来经济总体处于温和复苏的过程中，权益市场或将维持中枢震荡的格局。

展望更长的时间，尽管货币政策环境逐步回归中性，但随着经济的恢复和实体经济部门预期的改善，居民增持风险资产的行为将持续推进，这一行为将对权益市场形成积极影响。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1宏观团队负责人，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

一、稳中求进的政策基调

2023 年 3 月 5 日第十四届全国人大一次会议开幕，国务院总理李克强作政府工作报告。本次政府工作报告关于经济的基调与去年 12 月中央经济工作会议的主要精神大体一致。

在目标设定上，将全年 GDP 增长预期目标定在 5% 左右，体现了稳中求进的基调。在百年未有之大变局的背景下，统筹安全与发展成为新时期政策的主旋律，短期刺激经济的必要性大幅降低。

失业率目标从去年的“5.5% 以内”修改为“5.5% 左右”，但城镇新增就业目标为“1200 万人左右”，较去年提升 100 万。今年更低的 GDP 增长目标下，城镇新增就业的目标更高，一方面显示出当局对经济增长的前景相对乐观，另一方面反映出消费和服务业作为经济恢复的主要力量，对就业的吸纳能力更强。

财政和货币政策方面，基本上延续了去年 12 月中央经济工作会议的提法，对细节有补充。

财政方面，3% 的赤字率比上年高 0.2 个百分点，地方政府专项债券 3.8 万亿，比上年多 1500 亿元，财政的第一本账小幅扩张。而考虑到土地财政的第二本账和国有资本经营预算的第三本账，鉴于疫情对经济的负面影响大幅消退，广义财政的支持力度也将逐步走弱。

重要的证据之一是减税降费，提到要“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”，并未提及新增减税降费举措。考虑到经济逐步复苏，财政政策的中性化也在预期之中。

货币政策层面，报告提到“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”。基调与去年12月中央经济工作会议、以及央行四季度货币政策执行报告的表述接近。伴随经济的复苏，货币政策在逐步回归中性，这也与年初以来银行间资金利率向政策利率靠拢的现状一致。

报告关于房地产的表述大体延续此前的提法，新增“有效防范化解优质头部企业风险，改善资产负债状况”。这与去年11月以来的政策以及中央经济工作会议的表态接近。

地方政府债务方面，本次政府工作报告提出“防范化解地方政府债务风险，优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”。今年地产政府债务问题或许仍以稳为主，在经济弱势复苏的背景下，对地产政府债务主动进行市场化出清的概率较低。

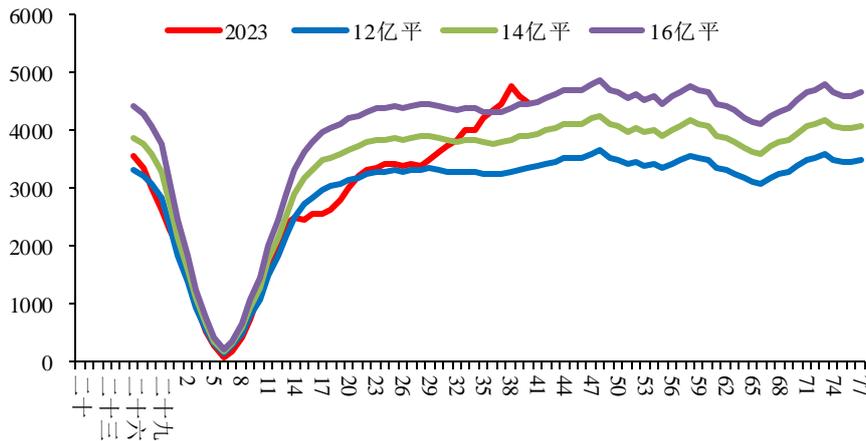
总体而言，在经济逐步恢复的背景下，在统筹安全和发展的框架下，本次政府工作报告的基调以稳中求进为主，通过总需求政策大力刺激经济的可能性较低，货币政策环境在逐步回归中性，财政政策刺激的力度也将弱于去年，未来经济活动的恢复更多依靠内生动能。

近期新房销售环比显著改善，按照我们此前周报中的推算方法，新房销售当下已经处于偏强区间，二手房销售也同样位于历年销售水平的上沿。部分一线城市在成交量扩张的同时，房价出现上涨的迹象。从微观的反馈来看，当前商品房的成交中改善型需求居多，杠杆的使用水平较低，显示购房群体对房价持续上涨的预期偏弱。

考虑到本轮地产下行周期中民营房地产企业受到的供给冲击更为严重，以及

房地产行业商业模式的转型，未来房地产投资、拿地、开工的恢复会显著弱于销售，而商品房销售内部不同能级城市成交量改善的节奏也会存在时滞，房地产行业实物量数据的改善仍需要时间。

图1：30大中城市商品房成交套数（7D，MA）



数据来源：Wind，安信证券

使用 2018/2019/2021/2022 四年销售与当年销售总面积归一化计算。

以农历春节对齐日期

二、政策维持中性，市场中枢震荡

上周权益市场中枢震荡，稳定风格指数表现最强，同时成交量变化不大。

稳定风格的走强主要来自于通信等行业的国有企业股价大幅上涨。

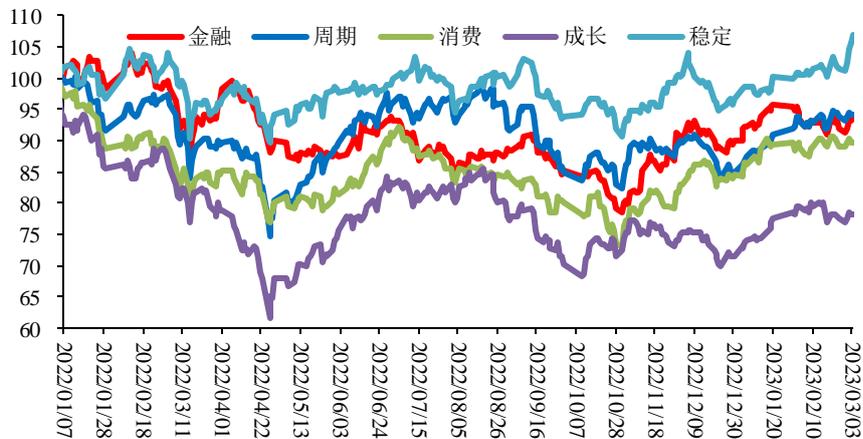
从自下而上来看，国资体系在改革，企业 ROE 成为重要考核指标之一。与此同时，国企、央企大量扩张投资的愿望在下降，过去投资带来的折旧、摊销等影响在减弱，导致越来越多国企的经营性现金流改善，分红率大幅提升，进而在资本市场上形成了投资优势，这一价值重估的过程可能仍在进行。

短期来看，政府通过需求端政策大力刺激经济的可能性在下降，市场关注的焦点重新回归至经济恢复的强度和持续性，而考虑到消费活动 2 月以来的加速恢复可能主要源于积压需求的释放，房地产销售的改善传导至拿地、开工的改善仍

然需要时间，经济未来可能总体上处于弱势复苏的过程中，权益市场或将维持中枢震荡的格局。

展望更长的时间，尽管货币政策环境回归中性，但随着经济的复苏和实体部门预期的改善，居民增持风险资产的行为将持续推进，这一行为将对权益市场形成积极影响。

图2：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

2020年12月31日为100

上周以来，银行间流动性环境小幅改善，跨月后资金利率下行，短端利率中枢不变，同时10年期国债利率也变化不大。

目前来看，市场关注信贷和债券的替代关系。考虑到当下一般加权贷款利率处于较低水平、以及银行的综合成本，当下长端利率债已经较为有吸引力。

而对比历史环境看，目前长端债券收益率已经回升至2021年四季度的中枢，而当前经济增长、通胀水平、政策利率均低于2021年水平，长端利率已经对未来经济恢复的前景进行了定价。考虑到经济恢复的过程难以一蹴而就，两会透露出的信息也显示大规模刺激可能性较小，当前长端利率水平上行空间有限，短期或许仍然存在交易价值。

图3：10年期国债和国开债收益率，%

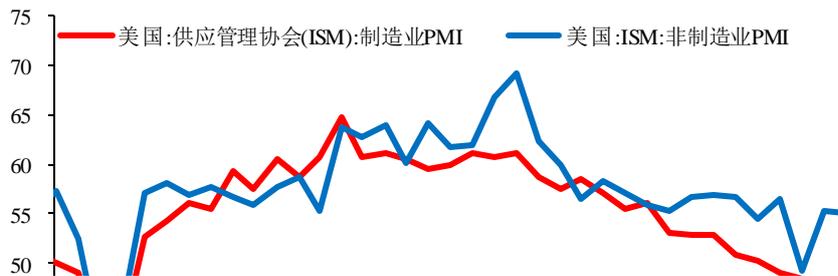


数据来源：Wind，安信证券

三、欧美经济预期改善，加息交易延续

最新公布的数据显示美国2月ISM制造业PMI为47.7%，较上月回升0.3个百分点；非制造业PMI为55.1%，较上月小幅回落0.1个百分点，经济总体出现小幅回暖，尤其值得注意的是PMI物价指数明显抬升，暗示通胀压力犹存。

图4：美国ISM制造业和非制造业PMI，%



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_52932



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>