

宏观

证券研究报告

2022年03月06日

5.5%的增长目标如何实现？

今年的政府工作报告将 GDP 增长目标定在“5.5%左右”，考虑到 2021 年的 GDP 两年同比增速只有 5.1%，这是一个颇有挑战性的目标。从可行性的角度，无疑需要政策面的大力支持。

政府工作报告在给出了较高经济目标的同时，也打开了政策工具箱。一是财政更积极，支出规模比去年扩大 2 万亿元以上，退税减税约 2.5 万亿元；二是货币宽信用，加大稳健的货币政策实施力度；三是基建稳投资，积极扩大有效投资，适度超前开展基础设施投资。

总的来说，以政府工作报告提供的政策工具促成经济目标实现，挑战性是存在的。从 1-2 月的高频数据和前瞻指标来看，现时的经济状态与最终的经济目标仍然有一定距离。因此，我们既需要等待报告配套政策的细节落地，也需要观察缺乏细节的房地产和防疫政策的动态调整，更需要跟踪政策出台后的落实效果，小心求证。

自 3 月中下旬开始，全国两会和大型赛会结束、气温回暖、1-2 月数据陆续公布、中美央行议息窗口临近，我们将进入一个重要的观察期。

风险提示：房地产下行压力超预期；出口景气度下滑超预期；国内外疫情形势超预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：海外市场对俄乌冲突定价的四个阶段》 2022-03-05
- 2 《宏观报告：宏观-房地产放松的大河与小溪》 2022-03-01
- 3 《宏观报告：情绪的钟摆：哪些行业情绪开始改善？》 2022-03-01

今年的政府工作报告将 GDP 增长目标定在“5.5%左右”，考虑到 2021 年的 GDP 两年同比增速只有 5.1%，这是一个颇有挑战性的目标，“需要付出艰苦努力才能实现”。结合目标和现实进行分解，5.5%左右的 GDP 增速大致需要 5.5%左右的投资——基建 5%以上、房地产不能明显负增长、制造业接近 10%，此外还需要 6.5%左右的消费和 7%左右的出口。从可行性的角度，外需主导的出口不确定性较高，达成上述内需目标无疑需要政策面的大力支持。

对比一组历史数据可能有助于体会这一较高经济目标的重要性：2009 年金融危机提出“保八”之后，GDP 增速在 8%以上保持了 3 年（09-11），随后在 7%以上和 6%以上各保持了 4 年（12-15/16-19），但是从 6%到 5%仅用了 2 年时间（20-21）。尽管有疫情的影响，这个下台阶的速度无疑是偏快的，对稳就业和防风险等底线问题构成了挑战。因此，有必要“主动作为”，改变经济过快下行的态势。

政府工作报告在给出了较高经济目标的同时，也打开了政策工具箱。

一是财政更积极，“支出规模比去年扩大 2 万亿元以上”，“退税减税约 2.5 万亿元”。

今年预算内的财政扩张力度较去年明显加强，主要空间来自往年结余的调动而非增加赤字，兼顾了支出强度和政府杠杆水平。2.8%的赤字率安排比去年低 0.4%，相当于赤字规模减少 2000 亿，但通过财政增收、利润上缴、跨年度调节等方式，预计“支出规模比去年扩大 2 万亿元以上”。2021 年一般公共预算支出 24.6 万亿，同比增长仅 0.3%；如果今年一般公共预算支出扩大到 26.6 万亿，增速将达到 8.1%，是 2016 年以来的较高水平。

财政减负纾困的力度也有所加强。去年财政新增减税降费超过 1 万亿元，今年将“实施新的组合式税费支持政策，减税与退税并举”，“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”。我国在 2019 年试行了增值税期末留抵税额退税制度，对符合一定条件的纳税人自 2019 年 4 月之后的增量留抵税额予以部分退还，退还的部分=留抵税额×进项构成比例×60%。

根据工作报告，今年将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，还将解决制造业、科研和技术服务、生态环保、电力燃气、交通运输等行业留抵退税问题。这相当于帮助企业暂时收回了更多尚未销售但已经在进货环节提前支付的商品增值税，特别是在企业销售压力较大的经济下行期，可以起到缓解资金周转压力的纾困效果，也有利于稳定企业投资。

二是货币宽信用，“加大稳健的货币政策实施力度”。

“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，保持宏观杠杆率基本稳定”的总体要求没有变化，但前面新增一句“扩大新增贷款规模”，是对宽信用的明确指示，稳增长是当前货币政策的第一要务。根据央行孙国峰司长在《健全现代货币政策框架》中的解释，“基本匹配”不意味着“完全相等”，M2 和社融增速可以略高或略低于名义 GDP 增速，体现逆周期调节。今年的名义 GDP 增速预计在 8%左右，逆周期要求下全年社融增速高于名义 GDP 增速 3%左右应是合理的。

“发挥货币政策工具的总量和结构双重功能”，一方面是降准降息等总量工具有空间。下一个降息窗口在 3 月 15 日，随后美联储将开启加息周期，国内降息受限；降准的自由度更高，考虑到 1 月超储率只有 0.83%，是多年来的最低水平，适时降准有助于保持流动性合理充裕。另一方面是“普惠小微贷款支持工具、增加支农支小再贷款、引导金融机构增加制造业中长期贷款”等结构性工具，有助于引导贷款更多投向普惠金融、绿色、制造业等方向。

三是基建稳投资，“积极扩大有效投资，适度超前开展基础设施投资”。

“中央预算内投资安排 6400 亿元”，较去年的 6100 亿增长 4.9%，这个增速可能会比较接近今年全年的基建投资增速。

专项债规模不变，侧重点向增量项目倾斜。3.65 万亿的专项债规模与去年相同，但资金使用导向稍有区别。去年要求“优先支持在建工程”，今年则是“支持在建项目后续融资，开工一批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”，从保障

存量项目完工到兼顾增量项目开工。考虑到新项目开工需要资本金，这一调整对应的增量潜力可能在两方面：一是专项债用于项目资本金的比例提高（过去几年一直远低于 20% 的上限），二是一般公共预算支出加力的同时方向更兼顾项目投资（疫情之后支出增速大幅负增长）。

基建投资的行业领域变化不大，空间范围的倾向调整值得关注。报告提到“加强县城基础设施建设；稳步推进城市群、都市圈建设，促进大中小城市和小城镇协调发展；严控撤县建市设区”，可能意在控制区域发展差距，留住经济下行时期城市“新市民”的缓冲区。结合乡村全面振兴战略，县城和农村可能是基建投资的新增长点。

结论：总的来说，以政府工作报告提供的政策工具促成经济目标实现，挑战性是存在的。

从 1-2 月的高频数据和前瞻指标来看，现时的经济状态与最终的经济目标仍然有一定距离。因此，我们既需要等待报告配套政策的细节落地，也需要观察缺乏细节的房地产和防疫政策的动态调整，更需要跟踪政策出台后的落实效果，小心求证。自 3 月中下旬开始，全国两会和大型赛会结束、气温回暖、1-2 月数据陆续公布、中美央行议息窗口临近，我们将进入一个重要的观察期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
		强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上

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_39101

