

两会前瞻：预期之外的看点

2023年03月02日

2022年轮番经历了内外扰动，全年经济表现平淡。自去年底防疫政策优化之后，市场对2023年政策发力颇有期待。这一期待从中央经济工作会议定调扩内需起，一直延续至今年春节之后。

近期两宏观数据让市场开始意识到，当前经济修复节奏偏快。一份是跃上荣枯线的2月PMI，另一份是快速升温的地产交易量。面对偏强的基本面数据，市场开始调低对两会政策预期。

3月5日即将召开十四届全国人大一次会议，如何把握会议政策预期？

我们基于两部分内容的研究基础，一是过往十年两会政策回溯，二是今年开年以来地方政策及国家部委政策信息，对即将到来的2023年全国两会，给出预期判断。

► 今年GDP增速目标、逆周期政策力度可能持平于市场预期。

预计今年两会设置GDP增速目标在5%-5.5%。市场预期“十四五”时期年均GDP增速或在5%以上。2022年GDP增速为3%，客观上为2023年创造了良好的低基数效应。若2023年经济有条不紊推进，5%的GDP增速有望实现。

预计今年财政不会更宽，货币不会更松。不出意外，今年内需要显著优于去年，财政和货币宽松力度或不会超过去年。预计今年赤字率设定在3%，专项债全年额度4万亿左右。货币政策或旨在实现宽信用，然而银行间流动性或边际收敛，M2增速目标大概率不会上调，仍与名义GDP增速相匹配，今年央行仍将高频使用、创设结构性货币工具定向支持实体信贷需求。

► 预计今年两会淡化短期需求刺激政策，包括地产和消费。

地产相关政策将偏向解决长期问题，或更多强调保交楼、提升公共住房供给。地产调控的方向应该仍是偏松，延续去年底中央经济工作会议基调。考虑到年初地产回暖节奏超预期，预计今年两会淡化短期地产修复政策，更多关注放在保交楼、扩大租赁住房供给、推动房企转型这三个方面。

短期刺激消费政策非常有限，政策或更关注消费长期命题，例如收入分配改善，养老模式探索。我们梳理了年初以来部委及政府细节政策，发现各地方政府零星发布消费刺激政策，但规模有限。一则今年地方财力偏紧，二则直接以消费券等短期方法提振消费效果一般，预计今年两会不太会出台短期消费刺激政策。

► 预计今年将重点发力产业政策，尤其是通讯、数字经济等领域。

去年中央经济工作会议对产业政策做出三点安排，一是传统产业要加快数字化转型；二是新兴产业要加快新能源、人工智能、绿色低碳技术的开发；三是大力发展数字经济。

年初细节政策跟踪显示政府高度关切数字经济、人工智能等产业政策。数字化方面，2月27日，中央发布《数字中国建设整体布局规划》，明确到2035年数字化发展水平进入世界前列。新兴产业和数字经济方面，年初以来多地竞相推进数字经济、人工智能、新能源、绿色低碳领域产业政策规划。

预计今年两会或进一步对于传统产业数字化进程提出具体要求，同时在新兴产业领域提出相关财税、金融优惠政策。总之，新兴产业（尤其是TMT相关产业）政策或许是今年两会最值得期待的看点之一。

► 预计今年两会还有一大看点在隐债化解，具体化债方法值得跟踪。

去年中央经济工作会议通稿明确提出，（针对隐性债务）遏制增量，化解存量。年初官媒公布总书记在中央经济工作会议的重要讲话，对隐债化解提出“优化债务期限结构，降低利息负担”。年初财政部更是指出地方应该及时向党委、政府和上级部门报告债务相关风险隐患，指向2023年政策密切关注隐债风险化解。隐性债务化解对资本市场有重大意义，不同路径和方法带来的影响截然不同。我们高度关注今年两会在隐性债务化解方面相关政策。

风险提示：政策效果不及预期，地缘政治风险超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 周恺悦

执业证书：S0100121120011

电话：13135690247

邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

相关研究

1.流动性跟踪周报：资金转松难缓债市回调-2023/03/01

2.高频数据点评：地产企稳的下一站-2023/03/01

3.政策研究系列（三）：十年回顾：两会中的政府工作报告-2023/02/28

4.宏观专题研究：应对提前还贷，治标不如治本-2023/02/27

5.2022年四季度货币政策执行报告点评：货币政策执行报告只是看似平淡-2023/02/26

目录

1 今年经济目标增速如何设定？	3
2 宏观政策调控力度如何？	4
2.1 货币结构性宽松，关注结构性货币工具	4
2.2 财政仍然偏宽，关注准财政工具扩容	6
3 内需政策，地产紧缩政策或淡化，关注长期消费政策	8
3.1 地产政策，或弱化房住不炒基调，强化保交楼资金	8
3.2 消费政策，关注住房、养老长期消费政策	10
4 产业政策，关注 TMT 领域支持政策	12
5 财政金融风险政策，关注隐债化解的具体方法	13
6 风险提示	16
插图目录	17
表格目录	17

1 今年经济目标增速如何设定？

复盘十八大以来两会中经济增速目标设定规律，我们发现当年 GDP 增速目标设定在什么水平，与两点因素相关。

其一，与所处五年计划年均增速目标相关。历年经济增速目标一般在五年计划确定的年均增速目标上下浮动（-0.5%~+1%），五年计划头几年目标增速较高，为后续年份预留空间。譬如十二五期间（2011-2015），五年计划年均增速为 7%，2011 年目标设定为 8%，到 2015 年目标增速降至 7% 左右。

其二，与上一年目标增速是否完成相关。如果前一年度经济增速目标未能实现，且该年度经济下行压力仍然较大时，经济增速目标将下调。例如 2014、2015 年均未完成上一年增速目标，2015 年、2016 年增速目标均较上一年调低。

我们认为今年经济增速目标或设定在 5%-5.5%。

“十四五”计划并未明确当前年均增速目标，但是习近平总书记在关于《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》的说明中，提到在 2035 年经济总量有希望翻一番。

按此目标推算，2021-2035 年年均 GDP 增速在 4.7% 左右，再考虑潜在增长率逐步降低，“十四五”时期年均 GDP 增速或在 5% 以上。

为了达到“十四五”潜在目标增速，2022 年增速为 3%，客观上为 2023 年创造了良好的低基数效应。2023 年经济若有条不紊推进，能实现 5%。故我们认为今年两会 GDP 增速目标大概率设置在 5% 及以上。

表1：历年政府工作报告所设定 GDP 目标

年份	目标 GDP	较上年目标	所处五年计划预期年均增速	实际 GDP	目标是否达成	对经济下行压力的判断
2013	7.5%左右	持平	7%	7.7%	是	我国发展仍处于可以大有作为的重要战略机遇期
2014	7.5%左右	持平		7.4%	否	经济下行压力依然较大
2015	7%左右	下调		6.9%	否	经济下行压力 还在加大 ，发展中深层次矛盾凸显，今年面临的困难可能比去年还要大
2016	6.5%-7%	下调	> 6.5%	6.7%	是	经济下行压力加大
2017	6.5%左右，在实际工作中争取更好结果	持平		6.9%	是	经济运行存在不少突出矛盾和问题
2018	6.5%左右	持平		6.6%	勉强	我国发展面临的机遇和挑战并存
2019	6%-6.5%	下调		6.1%	勉强	当前经济下行压力加大
2020	无	——		2.3%	—	我国发展面临风险挑战 前所未有的 ，我国发展面临一些难以预料的影响因素

2021	6%以上	持平	未明确， 推算在 5%以上 ¹	8.1%	是	我国发展仍面临不少风险挑战，但经济长期向好的基本面没有改变
2022	5.5%左右	下调		3.0%	否	今年我国发展面临的风险挑战 明显增多
2023E	5%-5.5%	下调		——	——	——

资料来源：历年政府工作报告，民生证券研究院整理

2 宏观政策调控力度如何？

2.1 货币结构性宽松，关注结构性货币工具

复盘过去十年货币政策，我们发现近年政策更强调总量和结构工具统筹使用。

近年货币政策更加强调调控的灵活和精准性，近三年央行启用了更多的结构性货币工具，譬如 2020 年支农支小再贷款规模新增 1 万亿，譬如 2022 年 PSL 重启发行 6300 亿元。

结构性货币工具的用向也愈发广泛，2021 年响应双碳，设立“碳减排支持工具”以及“支持煤炭清洁高效利用专项再贷款”。2022 年则在科技创新、普惠养老、交通物流、普惠小微、公路、保交楼、设备更新等领域创设结构性货币工具，全方位响应国务院支持发展领域。

我们认为今年货币政策将呈现结构性宽松，信用偏宽然而流动性趋紧，货币调控更加依赖结构性工具。

今年货币政策或旨在实现宽信用，信贷口径不会收紧，信贷支持工具仍将推进；然而银行间流动性或边际收敛，M2 增速目标大概率不会上调，仍与名义 GDP 增速相匹配。

对于今年政策支持的产业、民生领域，央行或进一步创设使用结构性货币工具进行精准调节。

表2：历年政府工作报告货币政策表述

年份	总基调	M2	社会融资规模	宏观杠杆率
2013	继续实施稳健的货币政策。发挥货币政策逆周期调节作用。	增长 13%左右	适当扩大	
2014	保持松紧适度。	增长 13%左右		
2015	稳健的货币政策要松紧适度。	预期增长 12%左右，在实际执行中，根据经济发展需要，也可以略高些。		
2016	稳健的货币政策要灵活适度。	增长 13%左右	13%左右	

¹ 习近平：关于《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》的说明 中国人大网 (npc.gov.cn)

2017	货币政策要保持稳健中性。	12%左右	12%左右	
2018	稳健的货币政策 保持中性，要松紧适度	合理增长	合理增长	基本稳定
2019	稳健的货币政策要 松紧适度 。	与名义经济增速基本匹配	与名义经济增速基本匹配	基本稳定
2020	稳健的货币政策要 更加灵活适度 。 综合运用降准降息、再贷款 等手段。	增速明显高于去年	增速明显高于去年	
2021	稳健的货币政策要 灵活精准、合理适度 。	与名义经济增速基本匹配	与名义经济增速基本匹配	基本稳定
2022	稳健的货币政策要 灵活适度 ，保持流动性合理充裕。 加大稳健的货币政策实施力度。发挥货币政策工具的 总量和结构 双重功能，为实体经济提供更有力的支持。	与名义经济增速基本匹配	扩大新增贷款规模 与名义经济增速基本匹配	基本稳定

资料来源：历年政府工作报告，民生证券研究院整理

图1：2021-2022 年创设多项结构性货币工具

结构性货币政策工具情况表 (截止2022年12月末)						
工具名称		支持领域	发放对象	利率(1年期)/激励比例	额度(亿元)	余额(亿元)
长期性工具	1 支农再贷款	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	2%	7600	6004
	2 支小再贷款	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	2%	16400	14171
	3 再贴现	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	2%(6个月)	7050	5583
阶段性工具	4 普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业	地方法人金融机构	2%(激励)	400	213
	2021年创设 棚户区改造、地下管网、重点水利工程等		开发银行、农发行、进出口银行	2.40%	/	31528
	6 碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构、部分外资金融机构和地方法人金融机构	1.75%	8000	3097
	7 支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	3000	811
	8 科技创新再贷款	科技创新企业	21家全国性金融机构	1.75%	4000	2000
	9 普惠养老专项再贷款	浙江、江苏、河南、河北、江西试点，普惠养老项目	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	400	7
	10 交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微物流(含快递)企业	工农中建交、邮储、农发行	1.75%	1000	242
	11 设备更新改造专项再贷款	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	21家全国性金融机构	1.75%	2000	809
	12 普惠小微贷款减息支持工具	普惠小微企业	16家全国性金融机构、地方法人金融机构	1%(激励)	/	0
	13 收费公路贷款支持工具	收费公路主体	21家全国性金融机构	0.5%(激励)	/	0
	14 民企债券融资支持工具(II)	民营企业	专业机构	1.75%	500	0
	15 保交楼贷款支持计划	保交楼项目	工农中建交、邮储	0%	2000	0
	2022年创设					
	合计					64465

资料来源：中国人民银行，民生证券研究院

2.2 财政仍然偏宽，关注准财政工具扩容

复盘过去十年财政政策，近年更多强调准财政工具的使用。

观察近年财政政策执行情况，会发现预算内财政宽松更多体现在减税降费规模扩张。减税降费更多为了实现保市场主体、保就业，说明近年预算内的工作重心愈发偏向保民生而非投资。

政府投资的扩张更依赖其他政策工具，典型工具有三，一是提高政府投资的杠杆，譬如降低基建投资项目资本金比例（2019），二则创新项目融资方式，譬如鼓励民间资金进入（2015，PPP 模式），三是启用政策性金融工具，让政策行“代替”政府筹集项目资金（2015-2017、2022）。

我们认为今年财政政策力度偏宽，关注报告是否新设融资方式帮助投资扩张。

对于预算内，我们认为今年赤字率或达 3%，专项债规模或在 4 万亿左右。

根据地方两会财政预算报告，多地指出今年经济修复基础尚不牢固，盘活结存资金空间较小，财政增收压力较大，今年财政收入修复幅度或有限，赤字率达到 3% 能够保证一定规模的减税降费力度，并且满足刚性民生支出、贴息支出的要求。

专项债规模维持在高位，一则在于抵补减收的土地出让收入，二则在于保证后续政策性金融工具投放后有充裕资金配套。

对于预算外，根据去年中央经济工作会议对投资做出的三点安排，一是出台政策激励有效带动全社会投资、二是政策性金融要加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持、三是鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程，都指向 2023 年政府投资仍依赖预算外工具。

今年政府工作报告或将提示年内启用政策性金融工具（根据《2023 年财政基建展望》，若基建增速在 5%-6%，政策性金融工具额度达到 0.7 万亿）。除此之外，则应关注提高专项债资本金上限比例、引入民间资本的政策安排。

表3：历年政府工作报告财政政策的表述

年份	赤字率	专项债	减税降费规模	政府投资
2013	2%左右		结合税制改革完善结构性减税政策	政府投资对社会投资具有十分重要的引导作用，但占全社会投资的比重越来越小， 必须进一步放宽民间投资市场准入，激发民间投资活力。
2014	2.10%		进一步扩大小微企业税收优惠范围，减轻企业负担	发挥好政府投资“ 四两拨千斤 ”的带动作用
2015	2.30%	适当发行专项债券	继续实行结构性减税和普遍性降费，进一步减轻企业特别是小微企业负担。	·政府不唱“独角戏”，要更大 激发民间投资活力 ，引导社会资本投向更多领域 ·发挥好 开发性金融、政策性金融 在增加公共产品供给中的作用。

2016	3%	4000 亿元	适度扩大财政赤字，主要用于减税降费（营改增、取消违规政府基金、18 项行政事业收费免征） 今年将比改革前减轻企业和个人负担 5000 多亿元	适当增加必要的财政支出和政府投资
2017	3%	8000 亿元	今年赤字率保持不变，主要是为了进一步减税降费，全年再 减少企业税负 3500 亿元左右 、涉企收费约 2000 亿元 ，一定要让市场主体有切身感受。	发挥好 政策性开发性金融 作用。
2018	2.60%	1.35 万亿	进一步减轻企业税负，全年再为企业和个人减税 8000 多亿元 全年要为市场主体减轻非税负担 3000 多亿元	
2019	2.80%	2.15 万亿	减轻企业税收和社保缴费负担近 2 万亿元	适当 降低基础设施等项目资本金比例
2020	3.6%以上	3.75 万亿元	新增减负超过 2.5 万亿元	提高专项债券可用作项目资本金的比例
2021	3.2%左右	3.65 万亿	优化和落实减税政策	
2022	2.8%左右	3.65 万亿元	实施新的组合式税费支持政策，减税降费力度只增不减，以稳定市场预期 全年退税减税约 2.5 万亿元	用好政府投资资金， 带动扩大有效投资 发挥好 政策性、开发性金融 作用。

资料来源：历年政府工作报告，民生证券研究院整理

表4：中央经济工作会议及年初以来政府投资相关表述

主体	会议/政策	时间	内容
中共中央	中央经济工作会议	2022.12.15	·要通过政府投资和 政策激励有效带动全社会投资 ，加快实施“十四五”重大工程， 加强区域间基础设施联通 。 · 政策性金融 要加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持。 ·鼓励和吸引更多 民间资本 参与国家重大工程和补短板项目建设。
财政部	新闻发布会	2023.01.30	· 财政支出强度：统筹财政收入、财政赤字、贴息等政策工具，适度扩大财政支出规模 · 优化财政支出结构， 更好发挥财政资金“四两拨千斤”的作用 ，有效带动扩大全社会投资，促进消费。 · 专项债投资拉动：合理安排地方政府专项债券规模，适当 扩大投向领域和用作资本金范围 ，持续形成投资拉动力

资料来源：共产党员网、国务院官网，民生证券研究院整理

3 内需政策, 地产紧缩政策或淡化, 关注长期消费政策

3.1 地产政策, 或弱化房住不炒基调, 强化保交楼资金

回溯十八大以来两会, 政府工作报告对地产的政策基调, 大多延续中央经济工作会议精神主线。

以往年份, 政府工作报告有关地产政策有两方面相应安排。

一则面向商品房, 不同年份政策松紧方向灵活转变。2013-2014 年**收紧**时期, 表述为“**坚决抑制投机、投资性需求**”, 2015 年-2016 年**松绑**时期, 表述为“**坚持分类指导**”, 2017-2018 政策年**收紧**时期, 表述为“**坚持房住不炒**”、“**遏制房价过快上涨**”, 2019-2020 年政策**松绑**, 对地产表述**淡化**, 2021-2022 年政策**收紧**, 表述为“**房住不炒**”、“**稳地价、稳房价、稳预期**”。

二则面向保障性住房, 不同年份支持方式不同。2018 年以前重心在推进棚改, 2018 年及以后开始发展住房租赁市场特别是长期租赁租房。

我们认今年两会地产政策或弱化房住不炒表述, 更多强调保交楼、提升公共住房供给。

去年中央经济工作会议对 2023 年住房政策提出四项要求, 一是保交楼; 二是因城施策, 着力改善预期, 扩大有效需求; 三是加大金融对保障性租赁住房的支持, 四是推动地产企业转换传统模式。

今年两会或延续中央经济工作会议基调, 但考虑到当前高能城市地产销售已经呈现明显回暖迹象, 我们预计今年两会或将弱化对地产需求的关注, 更多关注将

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_52807

