



张瑜解读政府工作报告：六句话极简概括，五个视角展开细说



意见领袖 | 张瑜

目标的不同凡响

(一) 目标的不同凡响

第一，5.5%本身不同凡响。增长目标 5.5%左右这个数据本身高于社会普遍预期，印证我们从 2021 年年报至今的思路，在就业压力（千万体量应届毕业生）和中美竞速（今年或是三十年来中美经济增速最接近的一年）外压的双压之下，稳增长在今年不仅仅是经济诉求，更是战略诉求。

第二，5.5%方向不同凡响，是近十年来，第一次增长目标高于上一年四季度经济增速。也就是说从 2012 年经济趋势性回落以来，今年是第一次“逆势”向上确定经济增长目标。

(二) 财政的令人困惑

财政政策有两个令人困惑的超预期。一是财政来源方面降债减税，赤字率和赤字额双降，减税退税超预期达到 2.5 万亿（与 2020 年的减税降费规模相当）。二是财政支出方面增支加码，财政支出规模超预期增加，比去年扩大 2 万亿以上，创历史新高（2015 年口径调整除外）。紧接而来的问题是，今年财政的收支缺口（第一本账）靠什么来弥补？除了正常的赤字、收入的增长外，三个补充来源值得关注。

第一个是上一年的财政盈余，其中，中央财政去年留到今年用的超收结余 0.3 万亿左右，第二个是预算稳定调节基金的余额 0.1 万亿出头，第

三个是特定国有金融机构和专营机构依法上缴近年结存的利润近万亿。所以我们就理解了财政部刘昆部长接受采访时的表述“中央本级财政调度一般预算的资金量，相当于提高赤字率 1 个百分点”。第一、第三体量较大。

今年财政力度的评估很容易想当然的误判，如果清楚了上文的财政算盘，就不应该看赤字率，应该看最终两本账的可用财力（除了赤字+专项债外，今年有三笔大体量的“常规”以外的钱，去年发行的专项债但钱用在今年近 1.5 万亿、去年的央地财政盈余用在今年近万亿（其中中央盈余 0.3 万亿）、今年额外从特定金融机构和专营机构上缴留存利润近万亿）。总而言之，今年可用财力是大幅增加的，财政是加码发力的状态，与稳增长的诉求并不矛盾。

（三）制造的百般呵护

制造业可谓是百般呵护，很多政策的着力点都是重在支持制造业。减税层面，延续实施扶持制造业、小微企业和个体工商户的减税降费政策，并提高减免幅度、扩大适用范围。增值税退税层面，重点支持制造业，全面解决制造业、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，我们预计增值税留抵退税 1.5 万亿中，制造业占半壁江山以上，去年仅有千亿规模。

就业层面，使用 1000 亿元失业保险基金支持稳岗和培训，加快培养制造业高质量发展的急需人才。产业基础再造层面，增强制造业核心竞争

力，启动一批产业基础再造工程项目，促进传统产业升级，加快发展先进制造业集群，实施国家战略性新兴产业集群工程，着力培育“专精特新”企业。外资层面，扩大鼓励外商投资范围，支持外资加大中高端制造、研发、现代服务等领域。信贷层面，引导金融机构增加制造业中长期贷款，去年只提了制造业贷款“比重”提升，实际上去年制造业比重提升有地产信贷压降的被动作用，今年是绝对金额增加，灵活一点理解，也就是只要制造业信贷增加了，房地产信贷增加也是可以接受的。

总结一句话，制造业减税退税是优先，人才培养输送也优先，供给侧改革和产业升级也优先，外资引导也支持，信贷的钱也一定给的更多。



（四）地产的沉默是金

对于地产的定调整体中规中矩并且只有一句，其实对于资本市场而言，地产逐步放松力争扭转下行趋势已经是看得到的政策方向，因此没有“坏消息”就是“好消息”，意味着对于过去一个月的地方性地产放松是默许状态。

提“因城施策”基本就是地产政策边际松动的潜台词。由于地产在全国区域层面、一二三线层面已经形成了明显的独立地产小周期，期待从上至下的政策大基调放松是不现实的，因城施策其实就是灵活宽松的潜台词。在政府工作报告中提到“因城施策”的年份，往往是地产政策边际松的年份，今年就是。（2015、2016、2017、2020、2022，2017 年虽然一线收紧但三四线棚改货币化依然大幅推进）。

“三稳”的理解要灵活取意。虽然都是稳房价稳地价稳预期，但是含义是灵活的，过热的年份提就是收紧的信号，下行的年份提就是放松的信号。2021 年是前者，今年是后者。

地产风险的扩散或很难再承受。政府工作报告明确今年会成立金融稳定保障基金来防范化解风险。对于今年而言，最大的显性风险毫无疑问是房地产民营企业的现金流压力，该稳定保障基金的成立或许也是为地产企业的一些风险提前准备了安全阀。

（五）能耗的“统计”游戏

2015 年以来的政府工作报告，单位能耗下降只有两次没提定量目标

——2020 的疫情年和今年。今年能耗主要是通过科学统计来完成与稳增长的配合，豁免了两个部分——原料耗能与新增可再生能源耗能不纳入能耗统计，从而可以避免再次出现 2021 年下半年的限电停产的矛盾。在去年的运动式减碳基础上明确纠偏，同时为稳增长做好了“能耗约束”的柔和处理。

(六) 市场在困惑什么呢？建议关注稳增长的十个确定性高的抓手

两会基调非常明确，稳增长，不折腾；两会目标非常清晰，5.5%左右。

市场还在困惑什么呢？如果稳增长是一个考卷，现在老师已经提前公布题目（5.5%左右增长目标）。这个题的解法有很多客观约束（隐性债务不能松、疫情反复清零原则短期难放开、房地产松动和房价上涨的矛盾性、基建空间的弹性有限、去年多行业整顿的政策痛感仍存、海外加息），资本市场一众考生在开卷且可以讨论的基础下，尚没有解出这道题，虽然大家从心底里认为，这门课一定不会挂科，最后老师一定会有一个答案。

市场整体怎么看？今年是新老经济齐发力助力 5.5%的一年，降准降息仍可期待，财政发力不宜小觑，地产投资增速保证微正、基建触底回升、汇率“强而不贵”保证货币宽松独立性都是大概率的事件，但具体节奏仍需观望出口回落压力和政策组合的效果。随着政策打法的逐渐精细化与清晰化，资本市场才会逐渐凝结共识，在没有完全共识之前，市场高轮动切换以及波动的状态可能依然持续，但从经验而言，稳增长+扩信用+汇率更弹性的年份，即便有外部扰动，股票市场的表现都不会太差，可以逐渐乐

观一些。

抓手在哪呢？不管新猫旧猫，有确定性的就是好猫。今年的确外部不确定性很大，如果想投资体验更好，建议不要在意经济的“新旧之分”，从确定性入手或许是更为舒适的选择。我们根据三大原则（符合十四五规划、中央经济工作会议明确提及、部委落实会议中的重点抓手）筛选出今年最具确定性的十个抓手。这十个抓手，在政府工作报告中，基本都有相关的表述。

图表 1 稳增长十个发力方向

分项	子项	今年政府工作报告表述	发力方向与体量估算（亿元）
地产	保障性住房建设	坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设	保障性租赁住房建设，增量投资可能在 4000 亿以上。
能源革命	可再生能源建设	推进大型风光电基地及其配套调节性电源规划建设，提升电网对可再生能源发电的消纳能力。	风电、光伏增量投资预计可达 1600 亿左右。电网投资增量可能在 800 亿左右。
	传统产业绿色低碳改造	加强煤炭清洁高效利用、推进钢铁、有色、石化、化工、建材等行业节能降碳。	清洁生产改造+能效提升行动+煤电清洁高效利用，今年投资预计在 4300 亿左右。增量部分暂按一半估计。
初级品保障	废弃物循环利用体系	加强固体废物和新污染物治理。完善节能节水、废旧物资循环利用等环保产业支持政策。	2022 年国家大宗固废基地的投资额在 400 亿元左右。
	农机装备	提高农机装备水平。	假设今年财政补贴增加，预计增量部分接近 100 亿。
扩内需	基建速度超前	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。建设数字信息基础设施。围绕国家重大战略部署和“十四五”规划，适度超前开展基础设施投资。	交通领域投资(含轨交)增速上行，预计增量在 3000 亿左右；信息基础设施建设有望带来 2000 亿的投资增量。
	外资重大项目落地	积极利用外资。扩大鼓励外商投资范围，支持外资加大中高端制造、研发、现代服务等领域和中西部、东北地区投资。	假设增速提高至 15% 左右，增量投资在 4400 亿。
突破供给约束	物流	加快国际物流体系建设。发展农村电商和快递物流配送。	物流枢纽+冷链物流，今年新增投资 400 亿左右。
	中小企业“专精特新”行动	着力培育“专精特新”企业，在资金、人才、孵化平台搭建等方面给予大力支持。	/
	数字化改造	促进产业数字化转型。加快发展工业互联网，培育壮大集成电路、人工智能等数字产业。	预计今年投资 1600 亿左右；增量部分可能在 800 亿左右
增量合计			1.95 万亿左右

资料来源：中国政府网，华创证券估算

二

五个视角展开细说

(一) 部门视角：政府部门积极发力

1、赤字率下降，支出却远超预期，财政如何“无中生有？”

预算赤字率降至 2.8%，赤字额也下降 2000 亿，为何支出仍较去年扩大 2 万亿以上？一般预算支出 = 一般预算收入 + 赤字 + 调入资金及使用结转结余，赤字下降了 2000 亿，收入端退税减税 2.5 万亿也超预期，则调入资金及使用结转结余要额外发力，具体包括从政府性基金预算（二本账）调入、从国有资本经营预算（三本账）调入、从预算稳定基金（主要由超收结余补充）调入以及地方财政使用的以前年度结转结余资金四条途径。就中央财政而言，今年特定国有金融机构和专营机构（以下简称“特定机构”）或在政府性基金调入环节起到了“无中生有”的关键作用，为中央一般预算盘活了万亿规模的存量资金，和去年的超收结余共同使今年财政“看似小、实则不小”、赤字率“明降暗升”，并有效缓解了地方支出和

减税降费后，支出较去年多增。

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_39142

