

宏观政策力度略低于预期，但经济表现可能好于预期

中信期货研究所 宏观、固收团队

2023年3月5日

刘道钰 从业资格号:F3061482 投资咨询号:Z0016422

**事件：**2023年3月5日李克强总理在全国人大会议上做政府工作报告，提出今年发展主要预期目标，简述几项重点工作。

**观点：**

**1. 2023年GDP增速目标是5%左右，略低于市场预期，但我们预计今年实际GDP增速可能好于市场预期。**此前市场预期GDP增速目标是5%以上或者5%-5.5%。政府工作报告提出，今年GDP增速预期目标是5%左右，这略低于市场预期。去年GDP同比增速仅3%，基数较低；如果今年不出现超预期的不利因素，那么实现5%左右的GDP增速是较为容易的。今年城镇新增就业目标是1200万人左右，这明显高于过去几年1100万人以上的目标。考虑到防疫政策优化，今年经济将显著好于去年，因此城镇新增就业人数大概率高于去年(1206万人)，今年实现新增就业目标也是比较简单的。总的来看，今年经济与就业目标不难实现，宏观支持政策力度可能低于市场预期。不过，我们预计今年实际GDP增速可能好于市场预期。2月份我国制造业与非制造业PMI分别回升到52.6%、56.3%的较高水平，2月下旬以来我国房地产市场亦显著恢复，这些数据显示我国经济内生恢复动力较强。2月份我国PMI新出口订单指数回升至52.4%，为2021年5月份以来首次站上50%的临界水平，反映我国外需韧性较强。随着美欧通胀的回落，近几个月美欧消费者信心均有所回升，美欧消费表现出韧性，这可能意味着今年我国外需好于预期。总的来看，虽然今年GDP目标增速低于预期，但实际GDP增速可能高于预期。

**2. 货币政策姿态重回中性：既不紧缩，也不宽松，以稳为主。**根据5%的实际GDP目标增速，和货币供应量和社融增速与名义GDP增速相匹配的中介目标，全年社融增速在10%左右。对应到货币政策工具选择上，降息的概率极低；根据易纲行长周五在国新办上的发言，预计今年仍有2次左右的降准，但实际效果上只能推动市场利率从偏高向政策利率回归，产生的宽松效果有限；结构性货币政策工具、货币财政协调联动、因城施策支持刚性和改善性住房需求将成为主要工具。

**3. 财政端预计延续发力，且力度相对温和，或不会存在强刺激。**从本次政府工作报告对财政方面的具体表述来看：(1)赤字率拟按3%安排。3%的赤字率相较于去年的2.8%有所上升，考虑到赤字率较强的信号作用，赤字率目标的上升反映了今年财政端预计仍将延续发力的姿态。在国内经济增长企稳向上基础尚需巩固，需求不足仍是突出矛盾等背景下，宏观政策仍有发力必要。不过也可以发现，财政赤字率上调幅度不大，仅上升0.2个百分点，考虑3%可能是比较重要的关口，赤字率目标未超过3%反映政策端对于可持续性以及债务风险等的关注，政策或不会呈现强刺激。(2)今年拟安排地方政府专项债券3.8万亿元。3.8万亿元的专项债相较于去年的3.65万亿元也有所上升，不过幅度同样较为克制，整体思路或与赤字率类似。专项债当前已成为地方财政发力拉动投资的主要工具，今年在稳增长过程中投资端作用仍十分重要，但考虑地方政府的偿债压力，专项债同样未呈现大幅上升。(3)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。去年在疫情冲击下，税费优惠政策明显加码，全年增值税留抵退税超过2.4万亿元，新增减税降费超过1万亿元，缓税缓费7500多亿元，规模较大。今年税费优惠的关键词或是延续和优化，从规模上看相较于去年可能有所减弱。

**4. 政府工作报告提及的消费、投资、房地产等产业政策基本符合预期。**政府工作报告对消费、投资、房地产的表述与去年年底中央经济工作会议的表述基本一致，符合市场预期。具体来讲，“要把恢复和扩大消费摆在优先位置，稳定大宗消费，推动生活服务消费恢复”。我们认为疫情之后消费存在内生的恢复动能，即便大宗消费政策支持力度有所减弱，今年大宗消费仍有望保持稳定。投资方面，今年新增专项债额度比去年增加2000亿元，但去年四季度动用了往年结存额度，实际新增专项债发行40384亿元。3月1号财政部部长在新闻发布会上表示，今年“在专项债投资拉动上加力。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”。我们预计即便今年新增专项债发行规模略低于去年，对投资的拉动也可以达到去年水平。房地产方面，政府工作报告主要提及“有效防范化解优质头部房企风险……支持刚性和改善性住房需求。”我们认为今年居民购房信心将逐步恢复，但我国房地产市场中长期需求中枢水平已经下移，因此今年房地产总体温和复苏。

**风险提示：**全球地缘政治不确定性加大、疫情反复

表1：2023年主要经济目标及其与过去几年对比

	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年
GDP增速	5%左右	5.5%左右	6%以上	无	6%-6.5%
新增就业	1200万左右	1100万以上	1100万以上	900万以上	1100万以上
失业率	5.5%左右	5.5%以内	5.5%左右	6%左右	5.5%左右
CPI同比	3%左右	3%左右	3%左右	3.5%左右	3%左右
单位GDP能耗	继续下降	十四五期内统筹考核	降低3%左右	下降	降低3%左右
赤字率	3.0%	2.8%	3.2%	3.6%	2.8%
新增专项债	38500亿	36500亿	36500亿	37500亿	21500亿

数据来源：新华社、中信期货研究所

表2：政府工作报告中关于货币、财政、消费、投资、房地产等方面的表述

2023年货币政策表述	2022年货币政策表述
<p><b>稳健的货币政策要精准有力。</b></p> <p>1、保持广义货币供应量和<b>社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配</b>，支持实体经济健康发展。</p> <p>2、保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。</p>	<p><b>加大稳健的货币政策实施力度。</b></p> <p>1、扩大新增贷款规模，<b>保持货币供应量和<b>社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配</b></b>，保持宏观杠杆率基本稳定。</p> <p>2、保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。</p> <p>3、进一步疏通货币政策传导机制。</p> <p>4、推动金融机构降低实际贷款利率。</p>
2023年财政政策表述	2022年财政政策表述
<p><b>积极的财政政策要加力提效。</b></p> <p>1、<b>赤字率拟按3%安排</b>。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。</p> <p>2、今年拟安排<b>地方政府专项债券3.8万亿元</b>。</p>	<p><b>提升积极的财政政策效能。</b></p> <p>1、今年<b>赤字率拟按2.8%左右安排</b>……预计今年财政收入继续增长，加之特定国有金融机构和专营机构依法上缴近年结存的利润、调入预算稳定调节基金等，<b>支出规模比去年扩大2万亿元以上，可用财力明显增加</b>。</p> <p>2、今年拟安排<b>地方政府专项债券3.65万亿元</b>。</p>
2023年消费相关表述	2022年消费相关表述
<p>把恢复和扩大消费摆在优先位置。多渠道增加城乡居民收入。</p> <p><b>稳定大宗消费，推动生活服务消费恢复</b>。</p>	<p>推动消费持续恢复。多渠道促进居民增收，完善收入分配制度，提升消费能力。推动线上线下消费深度融合，促进生活服务消费恢复，发展消费新业态新模式。继续支持新能源汽车消费，鼓励地方开展绿色智能家电下乡和以旧换新……</p>
2023年投资相关表述	2022年投资相关表述
<p><b>政府投资和政策激励要有效带动全社会投资</b>，今年拟安排地方政府专项债券<b>3.8万亿元</b>，<b>加快实施“十四五”重大工程，实施城市更新行动</b>，促进区域优势互补、各展其长，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，激发民间投资活力。</p>	<p>积极扩大有效投资。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。建设重点水利和工程、综合立体交通网，建设能源基地和设施，加快城市燃气管道等管网更新改造，完善防洪排涝设施，继续推进地下综合管廊建设。中央预算内投资安排6400亿元。政府投资更多向民生项目倾斜，加大社会民生领域补短板力度……</p>
2023年房地产相关表述	2022年房地产相关表述
<p><b>有效防范化解优质头部房企风险</b>，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。</p> <p><b>加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求</b>，解决好新市民、青年人等住房问题。</p>	<p>继续保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。</p>

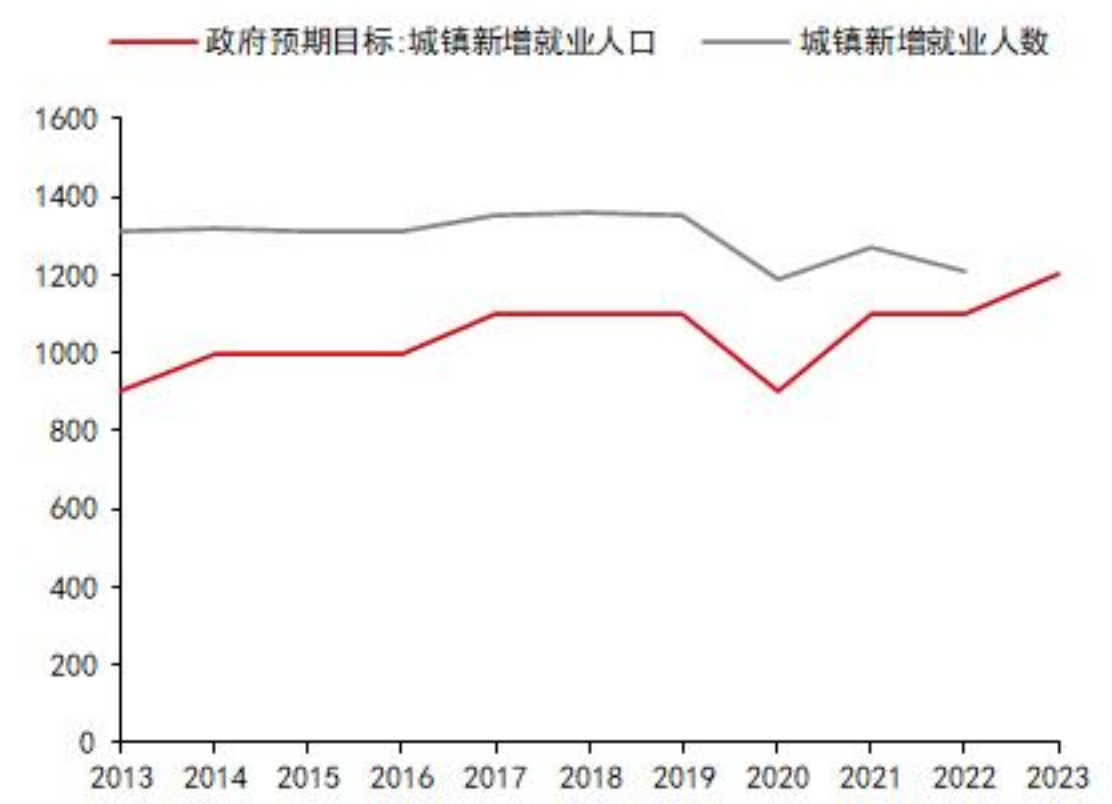
数据来源：新华社、中信期货研究所

图1：GDP预期目标增速及实际增速(%)



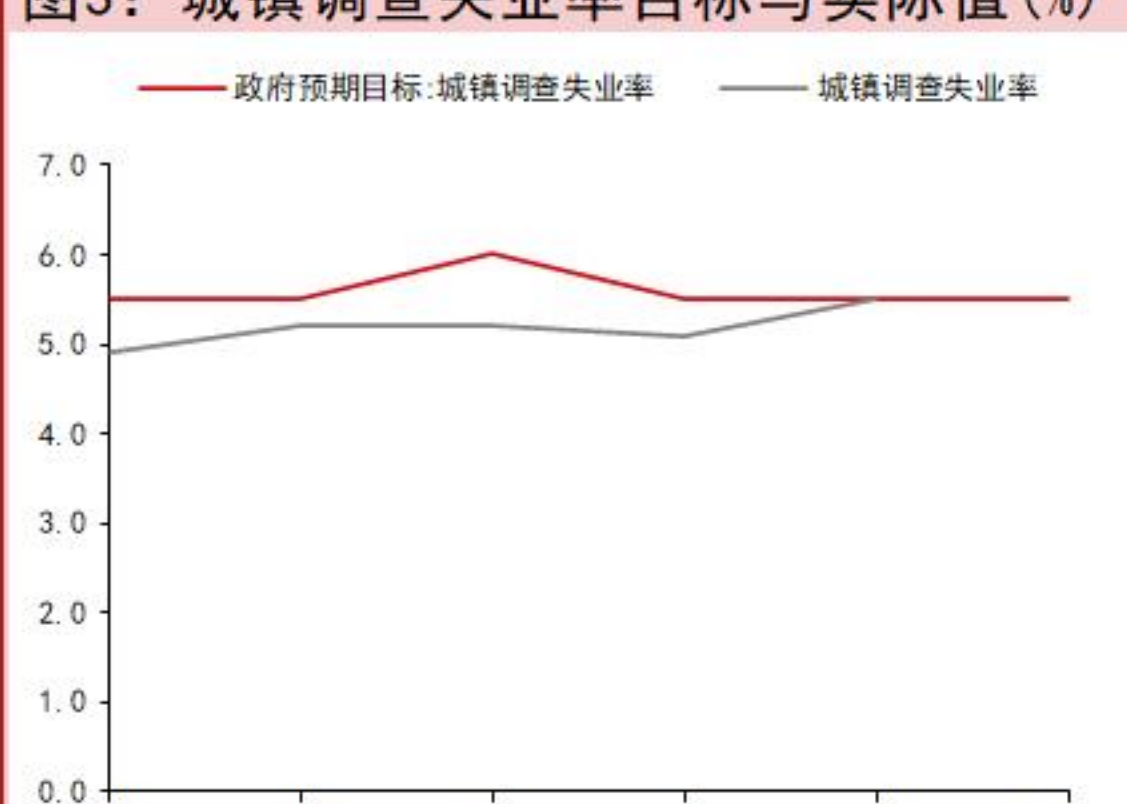
数据来源：Wind、新华社、中信期货研究所

图2：新增就业预期目标与实际值(万人)



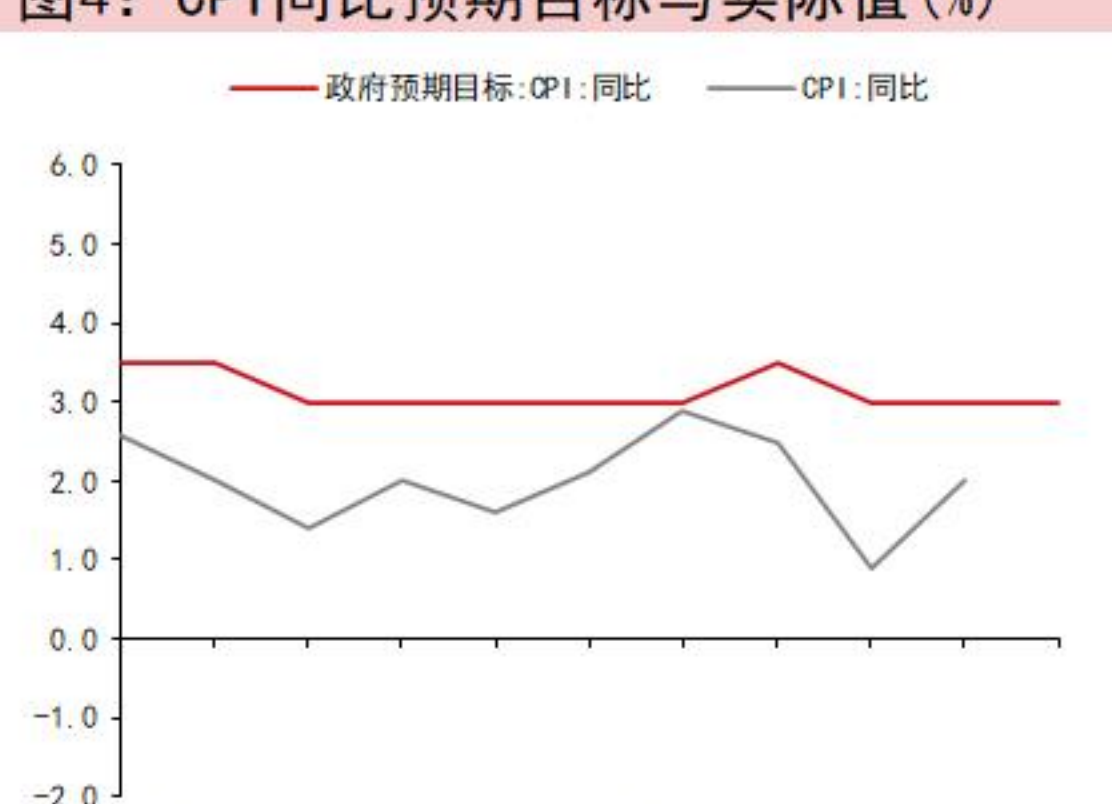
数据来源：Wind、新华社、中信期货研究所

图3：城镇调查失业率目标与实际值(%)



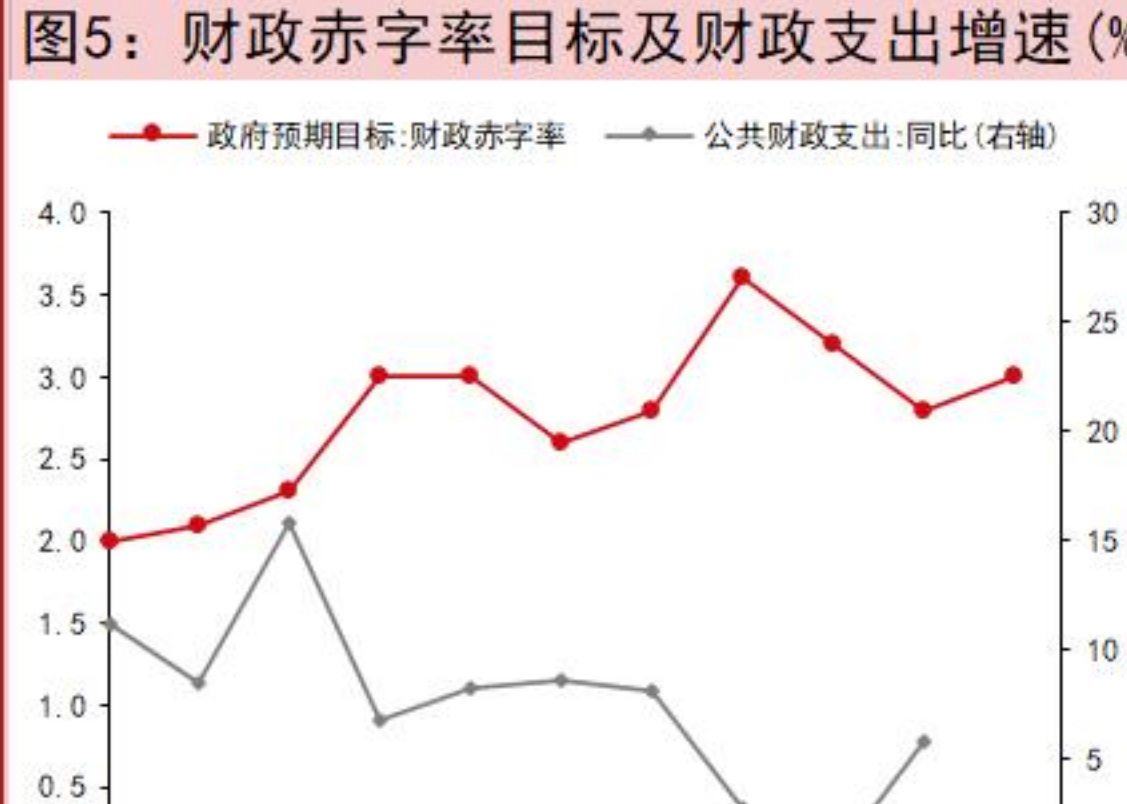
数据来源：Wind、新华社、中信期货研究所

图4：CPI同比预期目标与实际值(%)



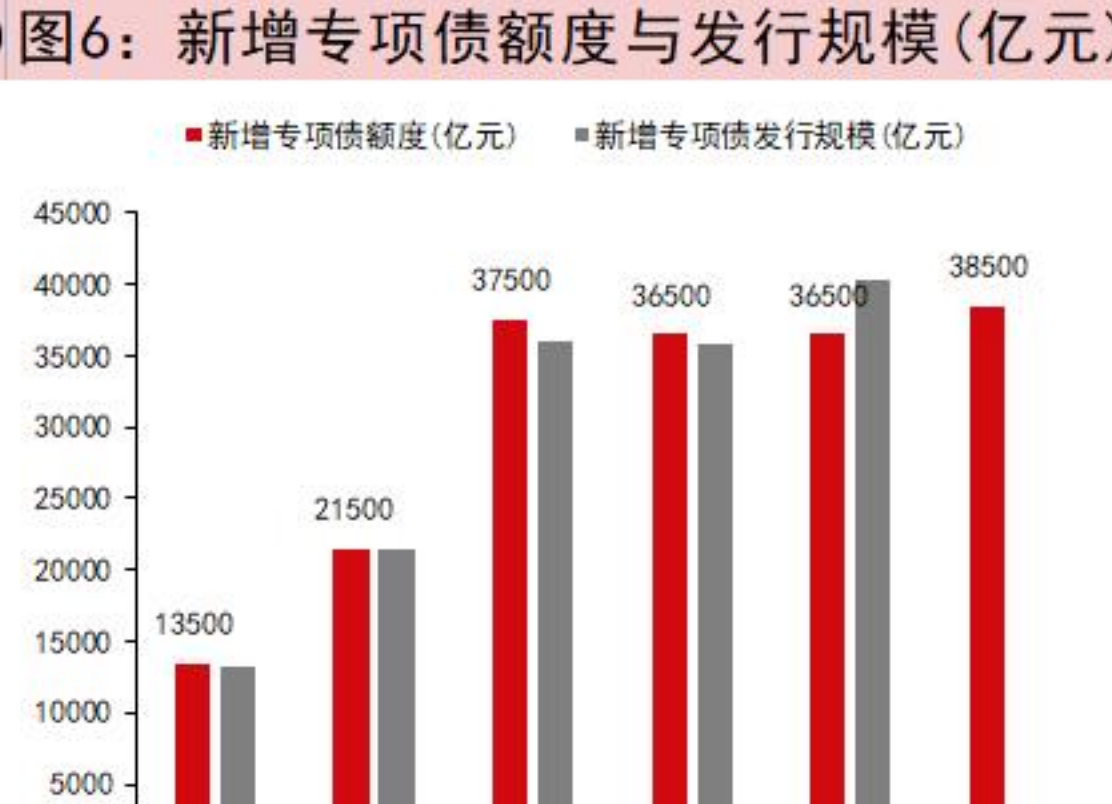
数据来源：Wind、新华社、中信期货研究所

图5：财政赤字率目标及财政支出增速(%)



数据来源：Wind、新华社、中信期货研究所

图6：新增专项债额度与发行规模(亿元)



数据来源：Wind、新华社、中信期货研究所

**重要提示：**本报难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

**免责声明：**除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经授权，不得发送或复制本报告任何内容。中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。