

# 2023 年政府工作报告解读

## 扩内需稳增长，促产业谋发展

### ◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师:	<b>董德志</b>	021-60933158	dongdz@guosen.com.cn	执证编码: S0980513100001
证券分析师:	<b>王开</b>	021-60933132	wangkai8@guosen.com.cn	执证编码: S0980521030001
证券分析师:	<b>李智能</b>	0755-22940456	lizn@guosen.com.cn	执证编码: S0980516060001

### 事项:

十四届全国人大一次会议 3 月 5 日上午 9 时在人民大会堂开幕，听取国务院总理李克强关于政府工作的报告。

### 解读:

《政府工作报告》发布了 2023 年各项政府经济工作目标，我们汇总如下表所示：

表1: 2023 年两会《政府工作报告》重点目标一览

关键指标或内容	2022 年目标	2022 年实际完成	2023 年目标	相比去年变动方向
经济增长	GDP 同比 5.5%左右	3.0%	5.0%左右	下降
通胀	CPI 同比 3%左右	2.0%	3%左右	持平
就业	城镇调查失业率 5.5%以内	年均 5.6%	5.5%左右	持平
	城镇新增就业 1100 万人以上	1206 万人	1200 万人左右	上升
能耗强度	单位 GDP 能耗 在“十四五”规划期内统筹考核，并留有适当弹性，新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制	过去五年单位国内生产总值能耗下降 8.1%	单位国内生产总值能耗和主要污染物排放量继续下降，重点控制化石能源消费	—
货币政策	总基调 保持流动性合理充裕，政策发力适当靠前	—	稳健；精准有力	—
	M2 与名义经济增速基本匹配	11.8%，名义 GDP 同比 5.3%	保持同名义经济增速基本匹配	—
	社融 与名义经济增速基本匹配	9.6%，名义 GDP 同比 5.3%	保持同名义经济增速基本匹配	—
	利率 推动金融机构降低实际贷款利率、减少收费	—	—	—
	汇率 在合理均衡水平上基本稳定	—	在合理均衡水平上基本稳定	—
财政政策	总基调 积极；提升效能，更加注重精准、可持续，政策发力适当靠前	—	积极；加力提效	—
	财政赤字率 2.8%	2.8%	3.0%	上升
	地方政府专项债规模 3.65 万亿	—	3.8 万亿	上升
进出口	—	保稳提质 出口同比 7.0%，进口同比 1.1%	保稳提质	—

资料来源：Wind、政府工作报告、国信证券经济研究所整理

**结论：**2023 年政府工作报告中 GDP 增速预期目标值定在 5.0%左右，低于 2022 年 GDP 增速目标 5.5%，但明显高于 2022 年实际完成的 GDP 增速 3.0%，体现政府对 2023 年国内经济增速明显上升具有较强的信心。

2023 年 CPI 同比目标值为 3%，明显高于 2022 年实现的 2.0%同比和 2023 年 1 月的 2.1%同比，短期内国内通胀仍不构成政府稳增长政策的约束。

单位 GDP 能耗方面，2023 年仍延续定性目标而非定量目标，与此同时强调重点控制化石能源消费，预计 2023 年能耗目标仍不会约束国内生产，但政策仍会继续推进能源转型。

货币政策方面，延续了中央经济工作会议“稳健的货币政策要精准有力”的表述，要求 M2、社融增速与名

义经济增速基本匹配。此外，2023 年未提及利率相关内容，而过去三年疫情期间均提及“推动利率下行”，这体现当前利率水平或已较为合意，政策继续推动利率下行的动力不足。预计 2023 年国内货币政策保持稳定，总量政策以稳为主，“不大收大放”，结构政策工具将成为发力重点。

财政政策方面强调“加力提效”。与此同时，政府上调 2023 年财政赤字率至 3.0%，并上调地方政府专项债规模至 3.8 万亿，这或体现 2023 年国内政府通过投资促进稳增长的意见进一步加强。

产业政策方面，结构性特征愈发显著，政策驱动下容易诞生贯穿全年的投资主线。从历年《政府工作报告》重要表述出发，新兴产业在 2017 年以来持续受到重视，产业政策释放红利带动新兴产业板块迎来利好。(1) 相关板块多出现“抢跑行情”。在产业政策得以延续情况下，2017 年大气治理、环境治理板块在政策发布区间内优势显著，全年超额收益稳健。2017 年新能源汽车相关政策频出，相关板块超额收益最显著的时间段领先于年内重要政策颁布 2 个月左右。(2) 稳定的流动性环境是促进新兴产业跑出超额收益的必要条件，政策接棒成为充分条件。会议期间重点提及的新兴产业，在流动性较为宽裕、风格贴近成长的时段里，跑赢的持续性较强。在今年货币政策大体稳定的情况下，结合年初热门“抢跑”板块和会议重要表述，人工智能、工业软件等计算机细分领域有望成为贯穿全年的投资主线。

#### ◆ 总量层面：GDP 增速目标下调但新增就业人数目标上升

2023 年政府工作报告中 GDP 增速预期目标值定在 5.0% 左右，低于 2022 年 GDP 增速目标 5.5%，但明显高于 2022 年实际完成的 GDP 增速 3.0%，体现政府对 2023 年国内经济增速明显上升具有较强的信心。

就业方面，城镇调查失业率目标值持平去年，城镇新增就业人数则高于去年。

通胀方面，2023 年 CPI 同比目标值仍为 3%，明显高于 2022 年实现的 2.0% 同比和 2023 年 1 月的 2.1% 同比，短期内国内通胀仍不构成政府稳增长政策的约束。

单位 GDP 能耗方面，2023 年仍延续定性目标而非定量目标，强调重点控制化石能源消费，预计 2023 年能耗目标仍不会约束国内生产，但政策仍会继续推进能源转型。

表2: 历年政府工作报告中总量指标预期目标与实际完成情况一览

关键指标或内容	2020 年目标	2020 年实际完成	2021 年目标	2021 年实际完成	2022 年目标	2022 年实际完成	2023 年目标	
经济增长	GDP 同比	—	2.3%	6%以上	8.1%	5.5%左右	3.0%	5.0%左右
通胀	CPI 同比	3.50%	2.5%	3%左右	0.9%	3%左右	2.0%	3%左右
就业	城镇调查失业率	6%左右	年均 5.6%	5.5%以内	年均 5.1%	5.5%以内	年均 5.6%	5.5%左右
	城镇新增就业	900 万人以上	1186 万人	1100 万人以上	1269 万人	1100 万人以上	1206 万人	1200 万人左右
能耗强度	单位 GDP 能耗	能耗和主要污染物排放量继续下降	—	降低 3%左右	降低 2.7%	在“十四五”规划期内统筹考核，并留有适当弹性，新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制	过去五年单位国内生产总值能耗下降 8.1%	单位国内生产总值能耗和主要污染物排放量继续下降，重点控制化石能源消费

资料来源：Wind、政府工作报告、国信证券经济研究所整理

#### ◆ 货币政策：强调精准有力，未提及利率相关内容

2023 年政府工作报告延续了中央经济工作会议“稳健的货币政策要精准有力”的表述，要求 M2、社融增速与名义经济增速基本匹配。此外，2023 年未提及利率相关内容，而过去三年疫情期间均提及“推动利率下行”，这体现当前利率水平或已较为合意，政策继续推动利率下行的动力不足。

预计 2023 年国内货币政策保持稳定，总量政策以稳为主，“不大收大放”，结构政策工具将成为发力重点。

**表3: 历年政府工作报告中货币政策表述与实际完成情况一览**

关键指标或内容	2020年目标	2020年实际完成	2021年目标	2021年实际完成	2022年目标	2022年实际完成	2023年目标
货币政策							
总基调	稳健的货币政策要更加灵活适度	—	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度	—	稳健的货币政策要灵活适度,保持流动性合理充裕,政策发力适当靠前	—	稳健的货币政策要精准有力
M2	综合运用降准降息、再贷款等手段,引导明显高于去年	10.1%, 名义GDP 同比 3.0%	货币供应量增速与名义经济增速基本匹配	9.0%, 名义GDP 同比 12.8%	货币供应量增速与名义经济增速基本匹配	11.8%, 名义GDP 同比 5.3%	保持广义货币供应量增速同名义经济增速基本匹配
社融	综合运用降准降息、再贷款等手段,引导明显高于去年	13.3%, 名义GDP 同比 3.0%	社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配	10.3%, 名义GDP 同比 12.8%	社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配	9.6%, 名义GDP 同比 5.3%	保持社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配
利率	推动利率持续下行	十年国债收益率年平均 2.94%	优化存款利率监管,推动实际贷款利率进一步降低	十年国债收益率年平均 3.03%	推动金融机构降低实际贷款利率、减少收费	十年国债收益率年平均 2.77%	—
汇率	在合理均衡水平上基本稳定	美元兑人民币汇率年平均 6.90	在合理均衡水平上基本稳定	美元兑人民币汇率年平均 6.45	在合理均衡水平上基本稳定	美元兑人民币汇率年平均 6.73	在合理均衡水平上基本稳定

资料来源: Wind、政府工作报告、国信证券经济研究所整理

### ◆ 财政政策: 赤字率和地方政府专项债规模均上调

2023 年政府工作报告对财政政策的定义仍为积极的财政政策,同时强调“加力提效”。与此同时,政府上调 2023 年财政赤字率至 3.0%,并上调地方政府专项债规模至 3.8 万亿,这或体现 2023 年国内政府通过投资促进稳增长的意愿进一步加强。

**表4: 历年政府工作报告中财政政策表述与实际完成情况一览**

关键指标或内容	2020年目标	2020年实际完成	2021年目标	2021年实际完成	2022年目标	2022年实际完成	2023年目标
财政政策							
总基调	积极的财政政策要更加积极有为	—	积极的财政政策要提质增效、更可持续	—	积极的财政政策要提升效能,更加注重精准、可持续,政策发力适当靠前	—	积极的财政政策加力提效
财政支出总规模	—	公共财政支出增长 2.8%	财政支出总规模比去年增加	公共财政支出增长 0.3%	支出规模比去年扩大 2 万亿元以上,可用财力明显增加	公共财政支出增长 6.1%	—
财政赤字率	3.6%以上	3.7%	3.2%	—	2.8%	2.8%	3.0%
地方政府专项债规模	3.75 万亿	—	3.65 万亿	—	3.65 万亿	—	3.8 万亿
减税降费等为企业减负规模	2.5 万亿	超 2.5 万亿	—	减税降费超 1 万亿	减税降费 1 万亿+1.5 万亿留抵退税	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	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

资料来源: Wind、政府工作报告、国信证券经济研究所整理

### ◆ 产业政策: 产业政策结构性特征愈发显著,政策驱动下容易诞生贯穿全年投资主线

从历年《政府工作报告》重要表述出发,新兴产业在 2017 年以来持续受到重视,产业政策释放红利带动新兴产业迎来利好。信息技术、高端制造、节能环保、新能源、新材料、新能源汽车、生物医药、数字创意等产业蓬勃发展,国务院于 2016 年底印发《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》,进一步加快壮大战略性新兴产业,稳固其作为经济发展新引擎的作用。2017 年两会至今,从政府工作报告重点表述出发,战略性新兴产业存在较多增量表述,受重视程度与日俱增。会议有关新兴产业的表述变迁如下:2017 年提出“打好蓝天保卫战”,关注节能环保、新能源车产业;2018 年强调“推动智能制造,实现中国制造的品质量革命”,同时对新能源车产业购置税政策延长;2019 年继续强调新能源产业发展,同时进一步降低制造业税负;2020 年首提 5G,发展互联网+医药,全面支持“互联网+”,着力打造数字经济新优势;2021 年先进制造业留抵退税,补链强链自主可控受重视,建立双碳目标,制定行动方案;2022 年从产业数字化、



**数据要素角度进一步强调数字经济，有序推进能源革命。**

表5: 战略性新兴产业核心表述对比

新兴产业名称	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>新一代信息技术产业</b>	推动“互联网+”深入发展、促进数字经济加快成长，加快大数据、云计算、物联网应用	深加强新一代人工智能研发应用，医疗、养老、教育、文化多领域推进“互联网+”	加快推进“互联网+”，促进平台经济，推动网络提速降费，携号转网，多措并举壮大数字经济	新增专项债加强新基建，发展新一代信息网络，拓展5G应用，建设数据中心，全面支持“互联网+”打造数字经济新优势	加大5G网络和千兆光网建设力度，加强网络安全、数据安全、个人信息保护。协同推进数字产业化和产业数字化转型，提高数字政府建设水平	促进数字经济发展，逐步构建全国一体化大数据中心体系，推进5G规模化应用，促进产业数字化转型，发展智慧城市、数字乡村。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，提升关键软硬件技术创新和供给能力。完善数字经济治理，培育数据要素市场，释放数据要素潜力，提高应用能力	大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台经济发展；加快传统产业和中小企业数字化转型
<b>高端装备制造业</b>	加强轨道交通、民用和通用航空、电子信息基础设施等重大项目建设；发展智能制造作为主攻方向	推动智能制造，发展工业互联网平台，创建中国制造2025示范区，实现中国制造的品质革命	培育新一代高端装备产业，重点降低制造业税收负担，16%税率调至13%，降低制造业用电成本	支持制造业高质量发展，大幅增加制造业中长期贷款，发展工业互联网，推进智能制造	先进制造业留抵退税，加强供应链自主可控能力。延续执行企业研发费用加计扣除75%政策，将制造业企业加计扣除比例提高到100%	增加制造业核心竞争力，加强原材料、关键零部件供给保障，保链稳链；促进传统产业升级，大力推进智能制造，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	加快建设现代化产业体系，围绕制造业重点产业链，集中优质资源合力推进关键核心技术攻关，着力补强产业链薄弱环节
<b>新材料产业</b>	加快新材料技术研发转化，做大做强产业集群	制造强国建设下加快新材料发展	制造强国建设下加快新材料发展	-	-	-	-
<b>生物医药产业</b>	加快生物制药技术转化	培育生物医药产业集群	培育生物医药产业集群	发展“互联网+医疗健康”，促进中医药振兴发展，加强中西医结合	促进“互联网+医疗健康”规范发展，促进中医药振兴发展，支持社会办医，有序推进疫苗研制	新型疫苗和特效药物研发；推进药品和高值医用耗材集采，确保生产供应；中医药综合改革	深化医药卫生体制改革，促进中医药传承创新发展，推进疫苗迭代升级和新药研制
<b>新能源汽车产业</b>	淘汰黄标车，鼓励使用清洁能源汽车	大力发展新能源汽车产业，车辆购置税政策再延长三年	稳定汽车消费，继续执行新能源汽车购置优惠政策，推动充电、加氢等设施建设	增加充电桩、换电站等设施，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级	增加停车场、充电桩、换电站等设施，加快建设动力电池回收利用体系	继续支持新能源汽车消费	-
<b>新能源产业</b>	提高煤电效率，优化能源结构，为清洁能源发展腾空间	大力发展清洁能源，深化能源改革	煤炭清洁化利用，健全天然气产供储销体系，加快解决风电、光、水电消纳能力问题	增加充电桩、换电站等设施，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级	扎实做好碳达峰、碳中和各项工作。制定2030年前碳排放达峰行动方案。优化产业结构和能源结构。推动煤电对可再生能源发电的消纳	有序推进碳达峰碳中和工作，推动能源革命，推进风光电基地建设，提升电网和能源结构。推动煤电对可再生能源发电的消纳	加快建设新型能源体系，加强重要能源资源国内勘探开发和增储上产，推进煤炭清洁高效利用和技术研发，推进中小企业绿色化转型
<b>节能环保产业</b>	坚决打好蓝天保卫战。以二氧化硫、氮氧化物排放量下降3%，重点地区细颗粒物(PM2.5)浓度明显下降为目标	巩固蓝天保卫战成果，开展京津冀及周边、长三角、汾渭平原大气污染防治攻坚战，加强工业、企业搬迁改造	巩固蓝天保卫战成果，开展京津冀及周边、长三角、汾渭平原大气污染防治攻坚战，加强工业、企业搬迁改造	扩大环境保护、节能环保等企业所得税优惠目录范围，促进节能环保技术、装备和产品研发应用，培育壮大节能环保产业，推动资源节约高效利用	推进绿色低碳技术研发和应用，建设绿色制造和服务体系，推进钢铁、有色、石化、化工、建材等行业节能降碳，强化交通和建筑节能提升生态系统碳汇能力	推进绿色低碳技术研发和应用，建设绿色制造和服务体系，推进钢铁、有色、石化、化工、建材等行业节能降碳，强化交通和建筑节能提升生态系统碳汇能力	持续打好蓝天、碧水、净土保卫战，深入推进污染防治，持续实施重要生态系统保护和修复重大工程
<b>数字创意产业</b>	繁荣发展哲学社会科学和文学艺术创作，发展新闻出版、广播影视、档案等事业	-	-	-	加强互联网内容建设和管理，发展积极健康的网络文化；繁荣新闻出版、广播影视、文学艺术	加强和创新互联网内容建设，深化网络生态治理。推进公共文化数字化建设，全民阅读	-

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

**新兴产业口径下，产业重点在年初至两会之前、两会期间胜率较高，后续超额收益大多出现在下半年。**以历年两会期间重点提及的战略性新兴产业细分环节为观测口径，2017年至今整体呈现以下几点规律：1) 年初至两会前，战略性新兴产业相较全A存在较为明显的超额收益。2) 风格中小偏成长的背景下，两会

相关新兴产业主题存在一定持续性。(如 2020 年两会后 30 个交易日、2021 年两会后 90 个交易日) 3) 两会后 2-3 个月起, 相关主题存在“短暂熄火”现象, 但伴随交易拥挤度降低, 相关主题相对全 A 展露出比较优势。

**新兴产业多在会议前“预热阶段”走出春季躁动行情, 落地到相关领域超额行情抢跑上。**从上年年末的中央经济工作会议, 到次年的两会, 产业基调经历了大方向框定到细化完善的过程。考虑到政策真空期、数据真空期市场的高频轮动, 年初尤其是春节至两会前, 春季躁动的新兴产业更加容易跑出超额回报

图1: 时间节奏: 新兴产业抢跑, 会议期间表现更佳, 中期来看超额收益不突出, 下半年往往存在复苏机会

年份	具体产业	主题投资			中短期持续性		中长期持续性		会议前后	
		会议前(5D)	会议期间	会议当月	会议后(30D)	会议后(90D)	年初至会议前	会议后至年末	趋势对比	会议后90D与会议至年末对比
2017	环境治理	1.52%	0.31%	-0.36%	8.40%	-7.11%	-0.37%	-11.25%	●	●
	锂电池	0.96%	4.15%	5.00%	-1.53%	10.19%	3.16%	11.45%	●	●
	新能源汽车	0.31%	1.14%	3.02%	2.80%	10.70%	2.62%	8.23%	●	●
	大气治理	2.86%	6.92%	12.85%	4.43%	-11.35%	4.31%	-3.07%	●	●
2018	智能制造	0.46%	2.97%	1.31%	-2.91%	-5.30%	-2.39%	-4.77%	●	●
	智能制造	6.43%	1.39%	7.51%	1.14%	-4.54%	3.57%	-6.97%	●	●
	工业互联网	13.11%	3.38%	19.03%	5.63%	-4.04%	4.96%	-1.86%	●	●
2019	新能源汽车	1.93%	0.48%	-0.87%	-6.59%	-11.17%	4.22%	-11.08%	●	●
	数字经济	3.12%	0.63%	-0.42%	-4.41%	-3.91%	11.67%	5.90%	●	●
	互联网	1.96%	0.74%	-0.12%	-3.15%	-5.09%	8.85%	1.31%	●	●
	工业母机	-0.09%	2.00%	1.44%	-6.14%	-8.72%	2.26%	-11.44%	●	●
	智能制造	0.25%	4.65%	1.83%	-5.35%	-6.67%	4.17%	-0.59%	●	●
2020	新能源汽车	-1.47%	-1.15%	-7.38%	-6.83%	-11.11%	-3.12%	-2.79%	●	●
	充电桩	-0.97%	8.65%	0.92%	-10.84%	-16.67%	-0.26%	-19.28%	●	●
	信息技术	-0.70%	-3.01%	-2.26%	9.90%	-0.46%	11.21%	-10.33%	●	●
	数字经济	-1.15%	-3.50%	-4.62%	12.45%	1.39%	13.58%	-3.21%	●	●
	5G	-2.77%	-2.31%	-4.07%	-2.22%	-16.52%	6.26%	-34.36%	●	●
	半导体	2.64%	-5.36%	0.15%	17.65%	-7.55%	40.37%	-4.21%	●	●
2021	中药	-1.47%	0.77%	-0.17%	-1.85%	-1.56%	1.15%	-13.40%	●	●
	创新药	0.29%	0.61%	6.50%	9.43%	5.19%	21.58%	-2.39%	●	●
	直播电商	-0.78%	17.59%	36.60%	7.60%	-12.65%	2.71%	-44.42%	●	●
	云平台	0.33%	0.61%	3.88%	12.37%	-9.95%	7.51%	-23.61%	●	●
	碳中和	0.33%	-3.54%	-3.60%	1.55%	32.04%	2.56%	37.06%	●	●
	核电	0.32%	5.49%	8.54%	-0.28%	-7.09%	-1.27%	24.32%	●	●
2022	光伏	-0.37%	-5.44%	-4.04%	3.62%	43.81%	-0.69%	62.53%	●	●
	风电	-1.56%	-1.47%	2.91%	-1.41%	1.87%	0.91%	54.42%	●	●
	自主可控	-0.17%	-4.53%	-3.27%	4.94%	21.74%	1.27%	27.92%	●	●
	政务信息化	0.10%	1.55%	2.49%	1.23%	1.41%	-14.82%	5.77%	●	●
	智能制造	0.34%	-2.29%	-0.02%	3.53%	23.14%	-2.27%	17.21%	●	●
2022	数字经济	-2.59%	-0.71%	-4.21%	-1.59%	-6.50%	-8.59%	-6.60%	●	●
	工业互联网	-1.27%	-1.99%	-4.31%	-7.08%	-6.19%	-1.08%	0.91%	●	●
	新能源汽车	-3.42%	-1.66%	-4.45%	-5.41%	17.15%	-6.16%	-4.67%	●	●
	专精特新	-3.11%	1.65%	-3.67%	-10.19%	0.25%	-4.68%	-7.41%	●	●
	集成电路	-2.61%	4.28%	-4.38%	-10.63%	-16.54%	-5.54%	-18.59%	●	●
	智能制造	-2.26%	2.24%	-4.34%	-8.79%	-8.72%	-4.46%	-9.58%	●	●
数据安全	0.12%	-0.55%	-3.71%	-14.49%	-17.26%	4.54%	0.37%	●	●	
超额收益平均值		0.30%	0.96%	1.49%	-0.14%	-1.05%	2.99%	0.04%		
超额收益中位数		0.11%	0.62%	-0.14%	-1.47%	-5.19%	2.41%	-3.14%		
超额收益概率		52.8%	61.1%	44.4%	44.4%	33.3%	61.1%	36.1%		

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理; 注: 红色和灰色分别表示后续行情与前续行情相比变强/变弱。

**产业政策得以延续情况下, 2017 年大气治理&环境治理板块在政策发布区间内优势显著, 全年超额收益稳健。**2017 年两会强调加大生态环境保护力度, 加快改善生态环境特别是空气质量, 坚决打好蓝天保卫战。对二氧化硫、氮氧化物的排放量提出了下降 3%的控制要求。全年视角下政策持续性较强, 政策发布区间超额收益显著, 其中: 1) 两会当月超额收益 12.85%; 2) 4 月 24 日第三批环保督察工作启动, 带动大气治理指数短期上行; 3) 8 月 7 日第四批环保督察工作启动, 实现全国各省全覆盖, 大气治理板块迎来拐点; 4) 9 月底《关于省以下环保机构监测监察执法垂直管理制度改革试点工作的指导意见》及《关于北方地区清洁供暖价格政策的意见》相继印发, 大气治理、环境治理板块在往后一个月内持续走强

图2: 大气治理主题 2017 年超额收益与政策刺激相关性强



资料来源：万得，国家发改委，中国政府网，国信证券经济研究所整理

2017 年新能源汽车相关政策频出，超额收益最显著的时间段领先于年内重要政策颁布 2 个月左右。2017 年 1-10 月，国家累计出台新能源汽车相关政策 30 余项，其中 9 月底颁布的《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》是年内最重要的政策，4 月发布的《汽车产业中长期发展规划》则描绘了往后 5-10 年内新能源汽车产业的目标格局，新能源汽车相对全 A 超额收益最显著的时间段为 6-10 月，整体领先于年内重要政策两个月左右。

图3: 新能源汽车产业 2017 年相对走势与产业政策



资料来源：万得，国家发改委，中国政府网，国信证券经济研究所整理

流动性对新兴产业的作用是正向的，会议期间重点提及的新兴产业，在流动性较为宽裕、风格偏成长的时段里，跑赢的持续性较强。广义社融与 A 股估值存在较强的相关性，2020Q1 以来，信用扩张、广义社融增速上行带动 A 股估值提升，同时考虑“价”维度的参考指标，2020-2021 年期间，DR007 多数时段内位于 0M07D 下方，整体流动性环境较为宽裕，同期美债收益率也在处于相对低位，从风格上看成长优势明显。2020 年 4 到 6 月，中小成长明显优于大盘价值，与之对应的是两会后 30 个交易日内，信息技术、半导体、数字经济、创新药等产业的持续跑赢。2021 年 4-7 月成长风格整体相对价值风格分别录得 5.26%、2.72%、5.66%和 5.28%的单月超额，碳中和（包括风光储氢核）、智能制造、数字政府等产业环节及主题在两会后 30 个交易日和两会后 90 个交易日的统计口径下均持续跑赢。

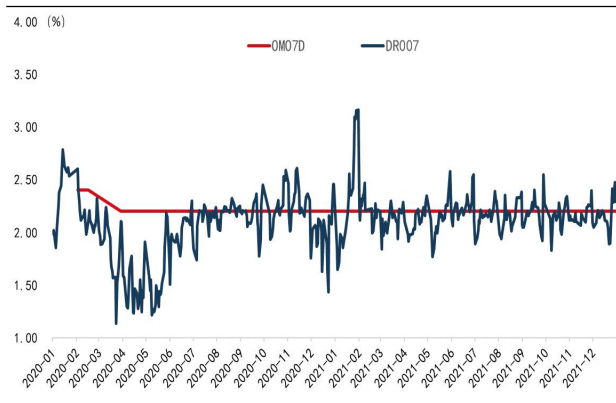


图4: 2020-2021 年市场风格相对更偏中小成长

	Jan-20	Feb-20	Mar-20	Apr-20	May-20	Jun-20	Jul-20	Aug-20	Sep-20	Oct-20	Nov-20	Dec-20	Jan-21	Feb-21	Mar-21	Apr-21	May-21	Jun-21	Jul-21	Aug-21	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dec-21
大盘价值	-4.30	-4.44	-0.47	-0.78	-2.86	-7.45	-6.71	1.55	3.35	1.57	6.06	-5.50	0.42	4.44	0.80	-5.75	-2.77	-5.96	-6.36	0.87	3.56	-1.41	-6.62	4.36
中盘价值	-4.24	-2.80	3.72	-3.42	-3.14	-5.78	0.94	0.83	-0.53	-2.37	3.79	-4.29	0.00	6.23	1.17	-2.06	-3.74	-3.94	-0.21	7.38	1.36	-6.11	-3.79	2.62
小盘价值	-1.18	-1.41	2.67	-2.69	-0.41	-2.04	1.28	-0.87	-0.93	-1.52	2.18	-5.24	-3.64	6.10	5.65	-1.36	-1.57	-3.53	2.87	11.16	2.19	-7.09	-3.57	4.03
大盘成长	-1.33	0.43	1.39	3.13	1.38	3.98	3.93	0.16	1.21	2.15	-1.26	10.31	5.93	-2.42	-3.23	3.84	-0.67	0.33	-6.57	-2.22	6.37	1.69	-2.95	-0.39
中盘成长	4.04	4.12	-4.60	4.19	0.74	2.44	-5.21	-1.53	0.54	0.12	0.24	2.60	4.05	-1.66	-2.02	4.09	-0.17	1.35	2.69	-2.50	-1.79	2.01	-1.30	-1.97
小盘成长	5.14	-0.09	-3.18	-0.26	0.87	1.31	-2.77	-1.59	-1.30	-1.04	0.18	0.76	0.59	-0.02	2.77	1.08	0.94	0.72	7.68	1.58	-3.37	-1.61	3.55	-1.05
成长/价值	3.84	3.66	-1.39	2.57	0.77	6.87	3.96	-2.02	-1.10	-0.59	-4.72	6.00	1.64	-6.66	-3.18	5.26	2.72	5.66	5.28	-6.47	-2.70	4.35	3.06	-4.91

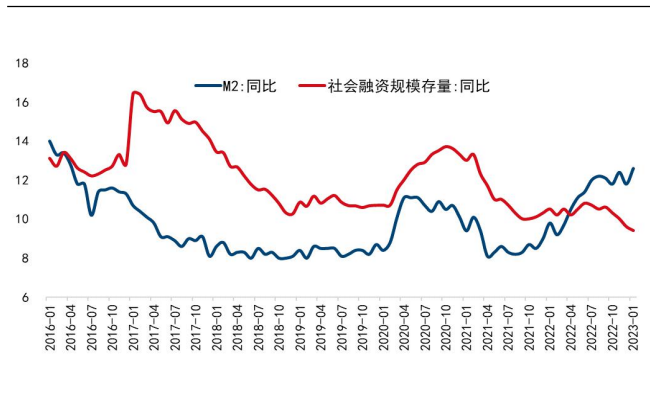
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图5: 2020-2021 年多数时段 DR007 低于 7 天逆回购利率



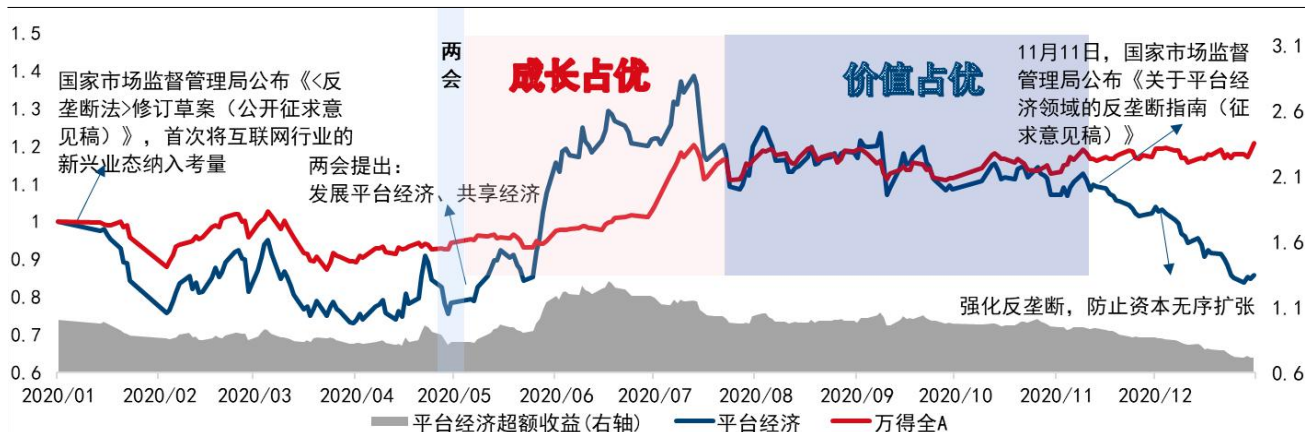
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图6: 2020 年社融存量同比上升, 市场处在宽信用环境中



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

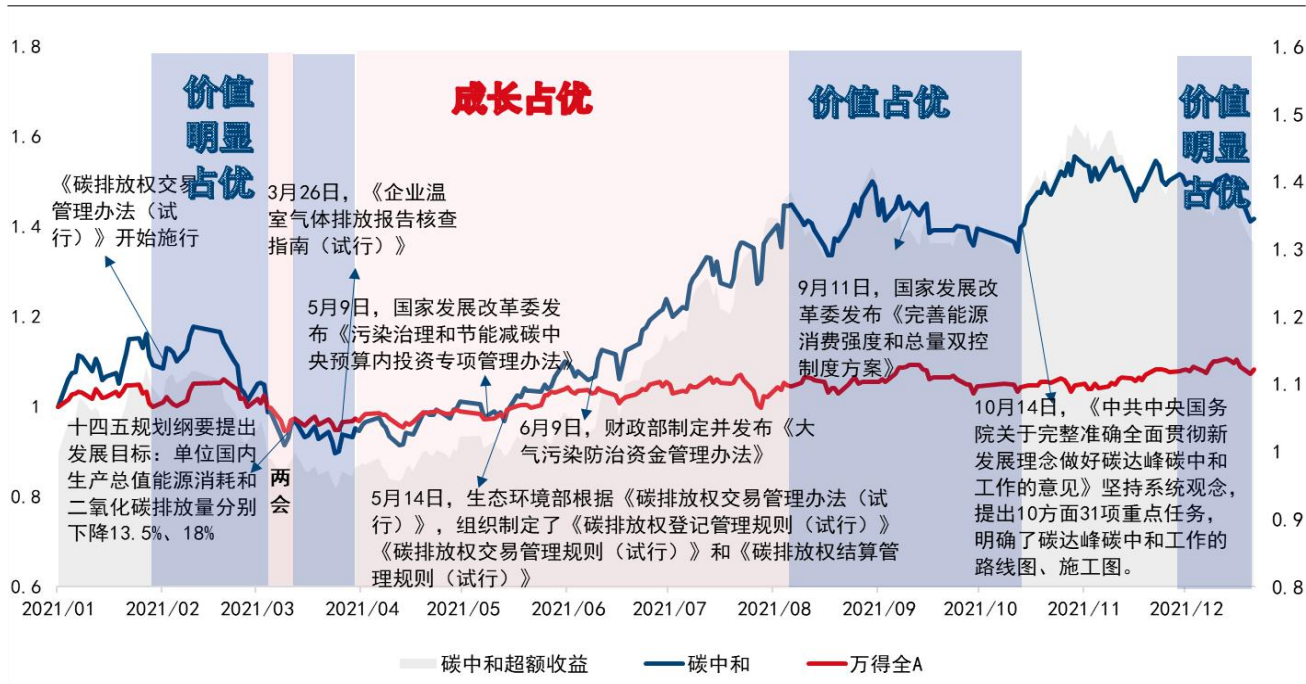
图7: 平台经济产业 2020 年相对全 A 走势与产业政策密切相关



资料来源: 万得, 国家发改委, 中国政府网, 国信证券经济研究所整理

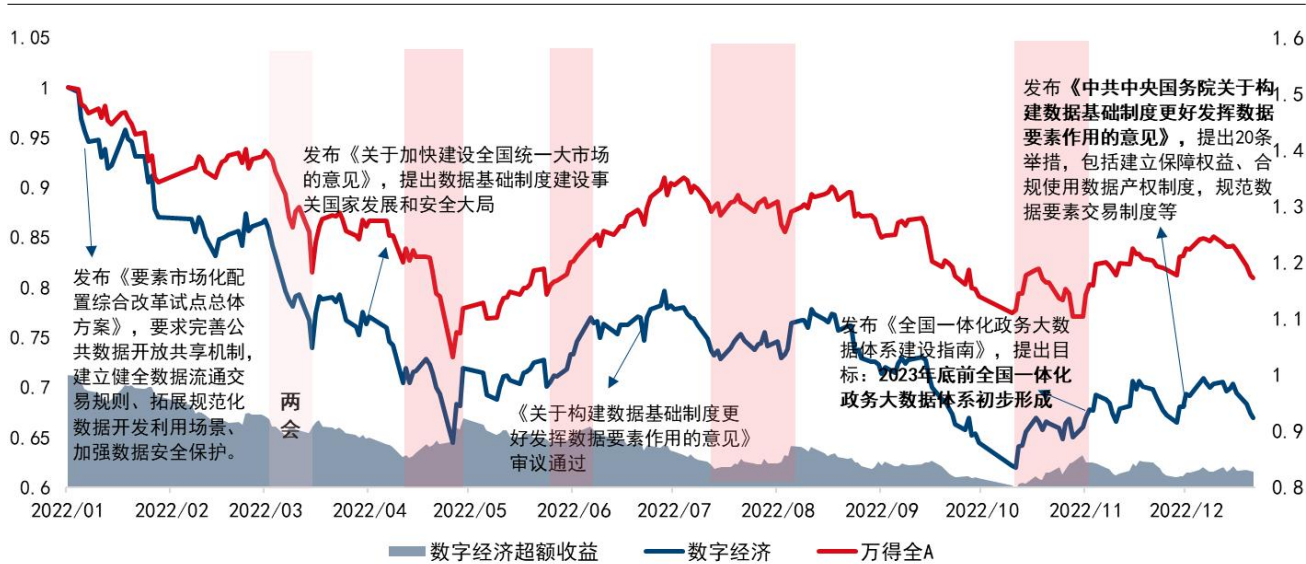
对比 2020 年的“平台经济”和 2021 年的“碳中和”，同样是两会中存在增量表述的新兴产业概念，在市场风格与新兴产业更加吻合的阶段里，能够跑出超额收益，但超额收益的持续性更取决于后续政策力度。2021 全年维度，碳中和政策力度较强，除了 2-3 月和 12 月价值明显占优的时段里，其他时段主题超额收益显著。

图8: 碳中和产业主题 2021 年走势与产业政策的演进



资料来源：万得，国家发改委，中国政府网，国信证券经济研究所整理

图9: 数字经济 2022 年走势与数据要素相关政策的演进



资料来源：万得，国家发改委，中国政府网，国信证券经济研究所整理



◆ 风险提示

政策刺激力度减弱，经济增速下滑。

相关研究报告：

- 《宏观经济数据前瞻-2023年2月宏观经济指标预期一览》——2023-03-01
- 《长假期间多数股指上涨-春节假期海外金融市场事项一览》——2023-01-29
- 《宏观经济数据前瞻-2022年12月宏观经济指标预期一览》——2023-01-03
- 《宏观经济数据前瞻-2022年11月宏观经济指标预期一览》——2022-12-01
- 《宏观经济数据前瞻-2022年10月宏观经济指标预期一览》——2022-11-01

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032