

宏观专题

2023年03月07日

研究员：沈忱

期货从业证号：

F3053225

投资咨询资格编号：

Z0015885

✉: shenchen_qh@chinastock.com.cn

从历年经济目标比较看今年的宏观政策趋向

正文：

周日，李克强总理在“两会”上作了《政府工作报告》，在该报告中确定了今年的经济和社会发展目标。根据新形势，比较历年的经济和社会发展目标，有助于我们把握今年的宏观政策趋向。

表1：历年经济和社会发展主要目标比较

目标	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
经济增长率%	6%-6.5%	不设目标，集中精力抓六保和六稳	6%以上	5.5%左右	5%
CPI	3%左右	3.50%	3%左右	3%左右	3%左右
M2和社会融资规模	广义货币M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，以更好满足经济运行保持在合理区间的需要	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，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年。保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。把服务实体经济放到更加突出的位置，处理好恢复经济与防范风险的关系。货币供应量和社融规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。进一步解决小微企业融资难题	扩大新增贷款规模，保持货币供应量和社融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。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。进一步完善货币政策传导机制，引导资金更多流向重点领域和薄弱环节，扩大普惠金融覆盖面。推动金融机构降低实际贷款利率、减少收费，让广大市场主体切身感受到融资便利度提升、综合融资成本实实在在下降	保持广义货币供应量和社融规模增速与名义经济增速基本匹配，支持实体经济发展。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定
新增就业	1100万，城镇调查失业率5.5%以内，城镇登记失业率4.5%以内	900万，城镇调查失业率6%以内，城镇登记失业率5.5%以内	1100万以上，城镇调查失业率5.5%以内	1100万以上，城镇调查失业率5.5%以内	1200万以上，城镇调查失业率5.5%以内
进出口	国际收支基本平衡，进出口稳中提质。优化进口结构，积极扩大进口	国际收支基本平衡，进出口稳中提质	进出口量稳质升，国际收支基本平衡	进出口保稳提质，国际收支基本平衡	进出口保稳提质，国际收支基本平衡
财政赤字率	2.8%，财政赤字2.76万亿元，其中中央财政1.83万亿元，地方9300亿元。今年财政支出超过23万亿元，增长6.5%。中央对地方均衡性转移支付增长10.9%。	3.6%以上，财政赤字规模比去年增加1万亿元，同时发行1万亿元抗疫特别国债。新增减税降费5000亿元。中央预算内投资安排6000亿元	3.2%左右，不再安排发行特别国债；中央预算内投资安排6100亿元	2.8%左右，但支出规模比去年扩大2万亿元以上，今年安排中央本级支出增长3.9%，其中中央部门支出继续负增长。中央对地方转移支付增加约1.5万亿元、规模近9.8万亿元，增长18%、为多年来最大增幅	3%，积极的财政政策要加力提效
地方专项债	2.15万亿元	3.75万亿元	3.65万亿元	3.65万亿元	地方政府专项债券3.8万亿元
单位耗能	单位国内生产总值能耗下降3%左右，主要污染物排放量继续下降	单位国内生产总值能耗、主要污染物排放量继续下降	单位国内生产总值能耗下降3%左右	没有提出具体目标	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，生态环境质量稳定改善

数据来源：公开资料整理、银河期货

1. 关于经济增长率

今年的经济增长率定在5%，考虑到去年的低基数原因，相对较低，低于市场预期，低

于历年水平。和地方政府的经济增长率相比也显得较低。如上海的经济增长率定在 5.5%。

笔者认为，将今年的经济增长率定在 5%，充分考虑到复杂多变的国内外经济形势。目前，全球经济面临着衰退的压力，国内经济稳固的基础还不扎实，还可能出现许多突发性的事件，不确定因素增加，稳经济的难度提升。因此，将经济增长率定为 5%的水平，是充分考虑到发展中的困难和问题。是中实事求是的表述。

其次，我国经济增长的发展模式已经改变了原有片面追求速度的模式，在重质提效中体现出中国式的现代化，注重结构优化和均衡发展，因此，速度问题不是最主要的政策目标。

第三，参考到去年的低基数，今年完成 5%的经济增长率的把握较大，甚至有可能超额完成，有助于提升市场信心，转变“预期转弱”。

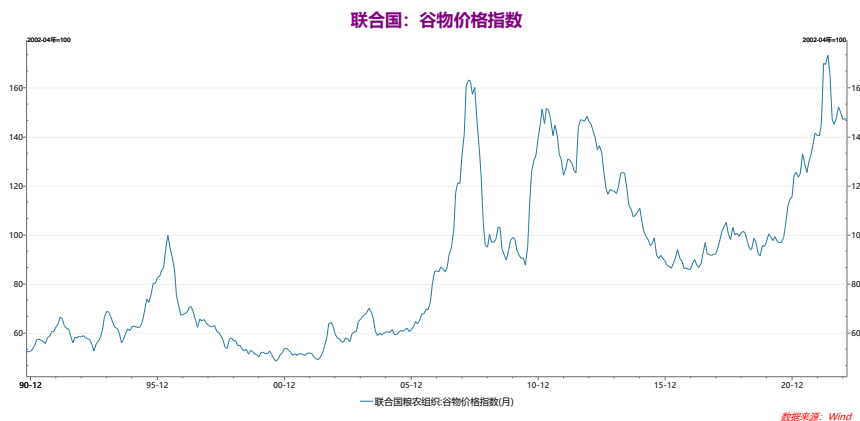
2. 关于 3%的物价水平

最近几年来，物价控制水平平均定在 3%，并取得了良好的效果。近 10 年来，平均物价水平控制在 2%左右，特别是全球通胀的环境下，取得如此成果是难能可贵的。

总体来看，今年的物价控制难度应该不大。但是，我们注意到央行在最近出刊的季度货币执行报告中依旧化了比较多的篇幅谈到了潜在的物价问题，将稳物价、稳就业和稳物价并重，明确提出要警惕通胀的反弹。

导致物价反弹的路径除了疫情后报复性消费导致的消费性动能回升等因素外，主要威胁来之于国外大宗商品的涨价对国内物价的传导，特别是地缘政治导致的粮价的大幅回升。从联合国提供的鼓舞价格指数看，依旧处于历史高位区。

图1：联合国谷物价格指数



数据来源：Wind、银河期货

因此，政府报告中提出：“稳定粮食生产和推进乡村振兴。稳定粮食播种面积，抓好油料生产，实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动。完善农资保供稳价应对机制。加强农田水利和高标准农田等基础设施建设。深入实施种业振兴行动。强化农业科技和装备支撑。发展乡村特色产业，拓宽农民增收致富渠道。巩固拓展脱贫攻坚成果，坚决防止出现规模性返贫。”

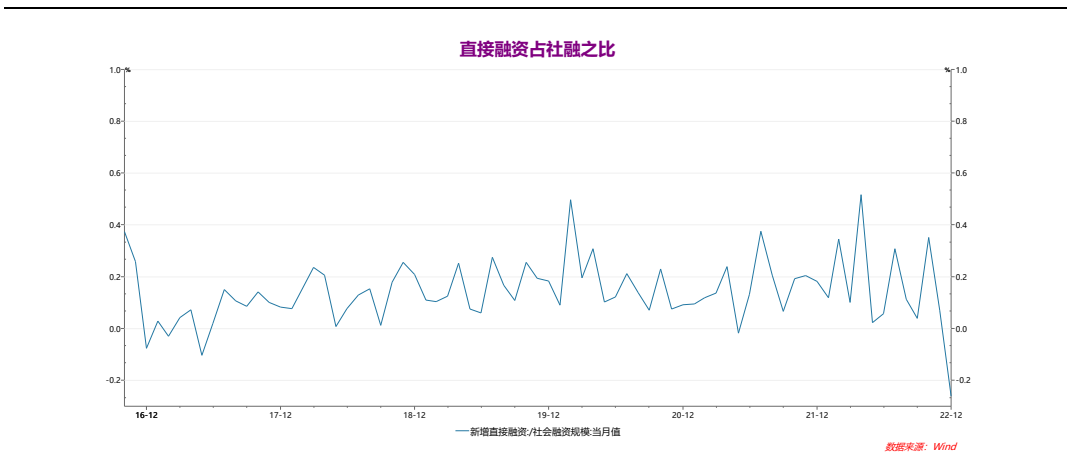
3. 关于 M2 和社融规模

在 M2 和社融规模上的表述基本沿用了去年的表述，即“保持广义货币供应量和社会融

资规模增速同名义经济增速基本匹配，支持实体经济发展”。但是去掉了去年的“扩大新增贷款规模”的表述。

这意味着在全面实现注册制的大背景下，融资结构将出现进一步的优化，即改变我国融资结构主要以间接融资为主，大力发展直接融资。

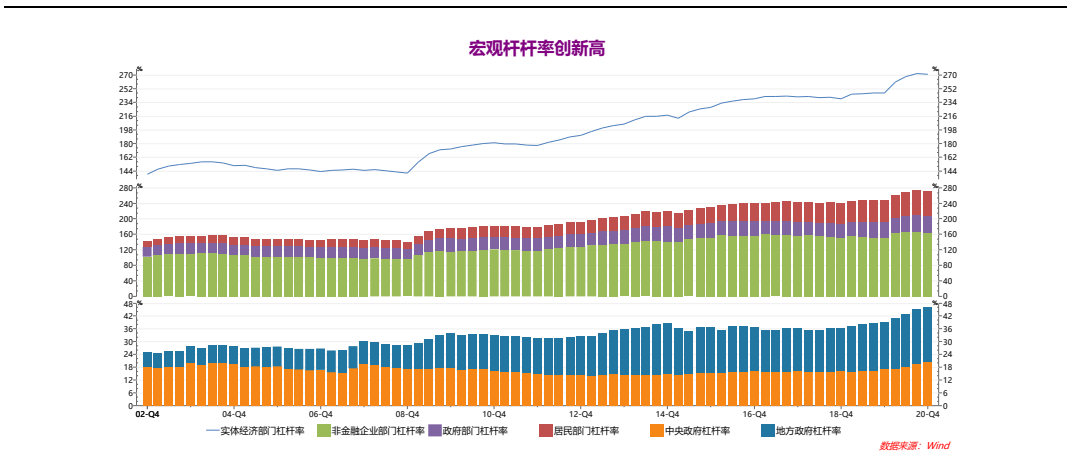
图2：直接融资占社融之比



数据来源：Wind、银河期货

特别是大力发展股权融资这也是降低宏观杠杆率的需要，是防范系统性金融风险的需要，也可以预期 IPO 将有明显的加快势头。

图3：宏观杠杆率



数据来源：Wind、银河期货

因此，政府报告中提出：“有效防范化解重大经济金融风险。深化金融体制改革，完善金融监管，压实各方责任，防止形成区域性、系统性金融风险。有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。防范化解地方政府债务风险，优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量。”

4. 关于进出口和人民币汇率

在人民币汇率的表述上沿用了去年的表述，即“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基

本稳定”。但是，同样的表述，背景却不同，去年的时候，人民币汇率在升值周期末端而处于相对高位，而今年，人民币兑美元汇率经过大幅调整后，并在近月出现了较大的震荡。重申“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，意味着高层对人民币汇率的调整和浮动持有开放态度。保持基本稳定不是汇率不动，而是有管理地浮动，发挥汇率对宏观经济和国际收支中的自动调节作用。所谓的合理均衡水平是动态的概念，在国内外格局出现大幅变化的情况下，今年的合理均衡水平一定不是去年的合理均衡水平。当然，央行也反对汇率大起大落，必定将以政府和市场的手段防止这一情况的出现，以防止出现系统性金融风险的出现。

5. 关于进出口和国际收支

在进出口上的表述从去年的“保稳提质”改成“促稳体制”。这一表述的变化显然考虑到全球需求变化对我国出口的挑战。尽管，我国还没有公布1月和2月的进出口数据，但从先行指标韩国今年的出口数据看，同比数据出现了明显的下跌。

在国际收支的表述上，也沿用了去年的表述，即“国际收支基本平衡”。但是，由于经常项目面临着顺差边际减少的趋势，而直接投资面临着持续逆差的挑战，基础性国际收支的顺差面临着萎缩的趋势。今年的挑战应高于去年，尽管“国际收支基本平衡”完全有可能是实现。

图4：韩国和我国出口增速比较

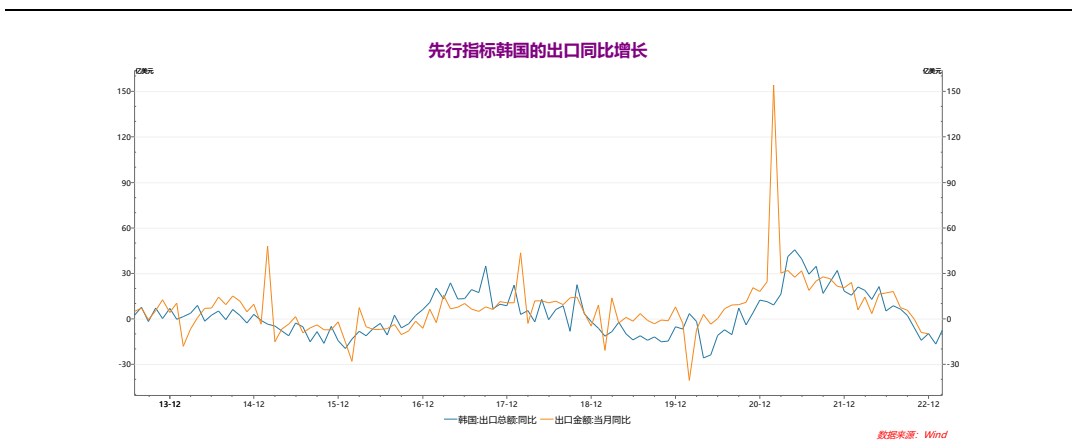
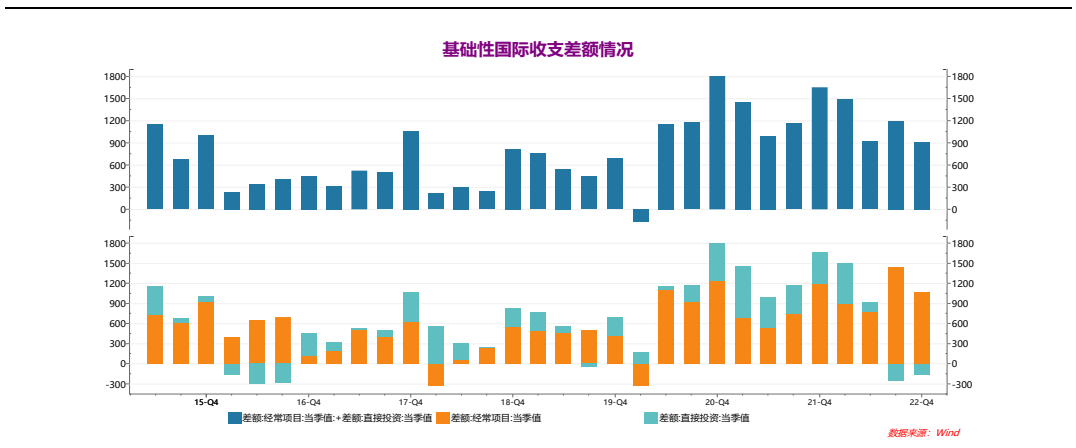


图5：基础性国际收支顺差萎缩



数据来源：Wind、银河期货

因此，政府报告中提出：“更大力度吸引和利用外资。扩大市场准入，加大现代服务业领域开放力度。落实好外资企业国民待遇。积极推动加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定（CPTPP）等高标准经贸协议，主动对照相关规则、规制、管理、标准，稳步扩大制度型开放。继续发挥进出口对经济的支撑作用。做好外资企业服务工作，推动外资标志性项目落地建设。”

6. 关于新增就业

新增就业 1200 万，高于去年的 1100 万，是历年最高的目标水平，显示出中央把稳就业放在经济大盘中更加突出的位置。大力发展民营企业、发展中小企业，稳定就业和经济大盘是基本的国策。

因此，政府报告中提出：“切实落实“两个毫不动摇”。深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。坚持分类改革方向，处理好国企经济责任和社会责任关系，完善中国特色国有企业现代公司治理。依法保护民营企业产权和企业家权益，鼓励支持民营经济和民营企业发展壮大，支持中小微企业和个体工商户发展，构建亲清政商关系。”

7. 关于赤字率和地方债额度

这 2 个数据均高于去年的水平，显示出宏观政策在加大结构性货币政策的同时，财政政策继续加大力度。

在财政安排上，从政府工作报告看，今年有如下几个重点：一是扩大国内需求。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。稳定大宗消费，推动生活服务消费恢复。加快实施“十四五”重大工程，实施城市更新行动，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。二是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。加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产。加快传统产业和中小企业数字化转型，着力提升高端化、智能化、绿色化水平。加快前沿技术研发和应用推广。完善现代物流体系。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。三是保障基本民生和发展社会事业。

8. 关于单位耗能

和去年不同，今年再提了单位能耗的指标，提出了“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，生态环境质量稳定改善。”这也是财政政策的一个发力点。环保行业和上市公司可能因此面临着一定的投资机会。

因此，政府报告中提出：“推动发展方式绿色转型。深入推进污染防治。加强城乡环境基础设施建设，持续实施重要生态系统保护和修复重大工程。推进煤炭清洁高效利用和技术研发，加快建设新型能源体系。完善支持绿色发展的政策，发展循环经济，推进资源节约集约利用，推动重点领域节能降碳，持续打好蓝天、碧水、净土保卫战。”

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799