

分析师：赵宏鹤

执业证号：S0100524030001

邮箱：zhaohonghe@mszq.com

2024年3月5日，十四届全国人大二次会议开幕，国务院总理李强做政府工作报告。由于报告发布之前已经可以通过前序高级别会议和地方两会前瞻部分信息，我们重点寻找报告中的增量信息。

► 主要量化目标：经济目标有挑战，政策目标有定力

经济增长目标 5.0%左右，CPI 目标 3%左右，与去年相同。2023 年实际 GDP 两年同比增速是 4.1%，其中 23Q4 是 4.0%，以此对标，今年要实现 5%左右的经济增速并不容易，报告也提到“实现今年预期目标并非易事”。

另外，经济和 CPI 的目标组合对应 8%左右的“目标名义 GDP 增速”，结合宏观政策逆周期和跨周期调节的导向，今年 M2 和社融的合意增速或在 8-9%之间，预计低于去年的 9.7%和 9.5%。

赤字率拟按 3.0%安排，赤字规模 4.06 万亿，统筹财政收入和调入资金等，一般公共预算支出 28.5 万亿元。按照“赤字率=赤字规模/名义 GDP”推算，赤字率 2.98%-3.02%对应 6.6%-8.1%的“隐含名义 GDP 增速”，对比 2023 年名义 GDP 增速 4.6%。2023 年一般公共预算支出 27.46 万亿元，按照“比上年增加 1.1 万亿”，同比增速是 4%左右，对比 2023 年增速是 5.4%，小幅下降。

拟连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，新增专项债 3.9 万亿元。过往惯例是特别国债不纳入赤字率，同专项债纳入政府性基金预算管理，因此 3%赤字率安排应不包括这部分。新增专项债比去年多 1000 亿，2021 年之后专项债额度增长显著放缓，而去年增发国债+今后几年发行特别国债，符合中央金融工作会议部署的“优化央地债务结构”。

财政节奏是今年重要的国内宏观变量。如果一般公共预算支出和 M2 增速下降，如何推动年内经济增速提升？我们认为大致有三种途径：一是加大广义财政如 PSL 等的投放力度，二是控制好地方隐性债务的压降力度，三是加快去年底增发国债和今年特别国债的支出进度。以上三点均存在调整节奏的空间，年初以来释放速度总体不快，后续应重点给予跟踪。

单位 GDP 能耗降低 2.5%左右。经历 2021 年的波折后，2022-23 年连续两年的政府工作报告没有明确降能耗的量化目标，2023 年国家能源局提出“降低 2%左右”，今年政府工作报告重提该目标，并稍作上调。作为对比，2021-23 年实际的单位 GDP 能耗同比分别是-2.7%、-0.1%、+0.5%，可见今年要实现-2.5%的目标还需要更多措施和努力。

相关研究

- 1.宏观年度报告：新平衡——2024 年宏观数据展望-2023/12/14
- 2.全球大类资产跟踪周报：等待信号-2023/12/10
- 3.全球大类资产跟踪周报：海外降息预期再升温-2023/12/03
- 4.全球大类资产跟踪周报：“遥遥领先”的北证 50-2023/11/26
- 5.全球大类资产跟踪周报：美国加息周期或将落幕-2023/11/19

➤ 宏观政策取向：关注货币新表述和三点新要求

“积极的财政政策要适度加力、提质增效”和“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”的表述与近期高级别会议没有变化，量化目标所映射的财政支出和货币融资增长空间也契合“适度”的要求。

值得关注的是货币政策的一段新表述：“畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转”。如何理解？去年11月全国人大网发布了《对金融工作情况报告的意见和建议》，提到“近期，我国M2增幅高，M1增幅低，两者不相匹配，原因之一在于货币资金在银行间空转，或在银行与大企业之间轮流转，面向中小企业的信贷资金渠道不畅。”

由此推测，沉淀与M2偏高有关，空转与M1偏低和银行间流动性有关，避免资金沉淀空转指向M2-M1剪刀差收敛和流动性保持合理充裕。前者着力于控M2、提M1，后者指向DR007继续围绕政策利率中枢甚至略高运行。

另外，报告中再次强调“增强宏观政策取向一致性”，而且提出三点具体要求：

1) 制定政策要认真听取和吸纳各方面意见，涉企政策要注重与市场沟通、回应企业关切；2) 实施政策要强化协同联动、放大组合效应，防止顾此失彼、相互掣肘；3) 研究储备政策要增强前瞻性、丰富工具箱，并留出冗余度，确保一旦需要就能及时推出、有效发挥作用。

以上三点均切中要害，有利于稳定企业预期、发挥政策效用、提高政策时效，最终有利于“营造稳定透明可预期的政策环境”，对于资本市场来说也是一件好事。

➤ 政府工作任务：新质生产力、科教兴国位居前两顺位

今年政府工作任务的次序比去年有所调整。去年扩大内需处于第一顺位、建设现代化产业体系处于第二顺位、“两个毫不动摇”处于第三顺位。今年的情况是，现代化产业体系建设来到第一顺位、并提出“加快发展新质生产力”，新增“科教兴国战略”至第二顺位，扩大内需处于第三顺位。

新质生产力是连接经济目标和传统政策缺口的桥梁。在当前人口和资本存量格局下，“提高全要素生产率”是稳定中长期经济潜在增速的根本途径。具体部署包括：人工智能+、制造业技术改造升级、中小企业专精特新、智能网联新能源汽车、氢能、新材料、创新药、生物制造、商业航天、低空经济、量子技术、生命科学等。

关于扩大内需的增量信息不多。投资方面明确了今年中央预算内投资拟安排7000亿元，去年是6800亿元，增长2.9%。对于专项债的安排是“合理扩大投向领域和用作资本金范围，额度分配向项目准备充分、投资效率较高的地区倾斜”，从年初的专项债发行情况来看，经济大省贡献了大部分额度，而“重债省”的发行规模明显偏低。

➤ 风险提示：地缘政治形势超预期变化，房地产和地方债务风险超预期暴露。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026