



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com

近期研究报告

《美通胀信号不明确，“外卷”需求加大》 - 2024.03.04

宏观研究

强化提质增效，稳住合理增长-学习 2024 年政府工作报告

● 核心观点

2024 年政府工作报告定调积极进取，关键目标与预期基本相符，持平市场预期上限，机遇与压力并存。宏观政策符合预期，基本延续中央经济工作会议精神基调，财政加大调控力度，新增发行 1 万亿超长期国债，加大中央对地方均衡转移支付力度。十大重点任务部署务实，稳增长与防风险并重。可关注传统设备更新改造、以及以氢能、数字经济等为代表的创新投资方向。

● 风险提示：

全球经济增长动能超预期放缓；中美贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧。

目录

1 关键目标：与预期基本相符，机遇与压力并存	4
2 政策延续中央经济工作会议精神基调	5
2.1 总体符合预期，延续中央经济工作会议定调	5
2.2 财政加大调控力度	5
3 消费：打通内循环	7
一是稳就业促增长，夯实消费基础	7
二是丰富产品供给，构建消费生态	8
三是提高居民保障水平，降低消费约束	8
4 投资：推动制造业投资回升	9
4.1 基建投资：总体平稳	9
4.2 房地产投资：逐步企稳	9
4.3 制造业投资：投资增速有望回升	10
5 创新：新质生产力引领，建设现代化产业体系	10
6 风险：统筹稳增长与防风险，基调未变	11
风险提示	11

图表目录

图表 1: 2021 年-2024 年政府工作报告预期目标对比	5
图表 2: 宏观政策表述对比	6
图表 3: 工业企业营收增速领先居民可支配收入增速	9

1 关键目标：与预期基本相符，机遇与压力并存

GDP 增速目标持平市场预期上限。GDP 目标 5%左右，持平 2023 年预期目标，市场预期 4.8%-5%，属于市场预期的上限。会议也指出，5%左右的增长目标考虑了促进就业、防范化解风险等需要，并与“十四五”规划和基本实现现代化的目标相衔接，也考虑了经济增长潜力和支撑条件。

考虑 GDP 增速目标与城镇新增就业人口关系，实现经济增长目标并非易事。2024 年城镇新增就业人数 1200 万以上，基本持平 2023 年，主要受高校毕业生人数制约，预计 2024 年高校毕业生人数超 1170 万人。从历史经验来看，2019 年以前，一个点的实际 GDP 增速可以带动 225 万左右的就业；尽管 2023 年，一个点的实际 GDP 增速带动了 239.23 万就业，增长就业弹性明显边际上升，但就业总量压力和结构性矛盾并存问题显现。按照 2024 年预期目标，一个点的实际 GDP 增速则需带动 240 万就业，弹性进一步上升。尽管 GDP 预期目标与实际 GDP 增速存在差异，但目前 GDP 增速目标已属于预期上限，经济增长目标任务压力并不小。

进出口目标不再设置数量目标。2021 年-2023 年，进出口预期目标分别是“量稳质升”“促稳提质”“促稳提质”，而 2024 年淡化进出口目标。理性分析，第一，全球经济增长动能放缓，出口拉动效应有所弱化；第二，我国经济发展模式有所变化，经济增长动能调整，经济结构调整，产业结构优化升级，传统劳动密集型制造业有内移外转的趋势，以初级加工制造业产品为主的出口贸易有所收窄，简单以量为纲的衡量标准不利于发展模式调整；第三，年内美国大选，特朗普当选新一届美国总统的预期较高，考虑此前特朗普以其在 2017 年-2021 年担任美国总统时的偏激做法博选民眼球，拜登政府亦可能采取对外强硬的措施来竞争选票，故而预期中美摩擦会有所加剧，增加中国外贸的不确定性。基于此，淡化进出口目标更为务实。

单位国内生产总值能耗衔接“十四五”规划考核目标，不会对经济增长形成明显制约。2016 年-2019 年，我国单位国内生产总值能效年均复合增速是-3.13%，尽管年度增速降幅边际放缓，但 2019 年仍保持-2.6%降幅。2024 年 2.5%的单位国内生产总值能耗降幅，不会成为影响“量的合理增长”的重要变量。（2020-2023 年因经济稳态增长路径被干扰，单位国内生产总值能效降幅参考性不高）

图表1：2021 年-2024 年政府工作报告预期目标对比

主要经济指标	2021	2022	2023	2024
实际 GDP（同比，%）	6%以上	5.5%左右	5%左右	5%左右
CPI（同比，%）	3%左右	3%左右	3%左右	3%左右
城镇调查失业率（%）	5.5%左右	5.5%以内	5.5%左右	5.5%左右
城镇新增就业人口（万人）	1,100 万人以上	1,100 万人以上	1,200 万人左右	1200 万人以上
居民收入	稳步增长	居民收入增长和经济增长同步	居民收入增长与经济增长基本同步	居民收入增长和经济增长同步
进出口	量稳质升，国际收支基本平衡	促稳提质，国际收支基本平衡	促稳提质，国际收支基本平衡	国际收支基本平衡
单位国内生产总值能耗	降低 3%左右	能耗强度目标在“十四五”规划期内统筹考核，并留有适当弹性	继续下降	降低 2.5%

资料来源：中国政府网，中邮证券研究所

2 政策延续中央经济工作会议精神基调

2.1 总体符合预期，延续中央经济工作会议定调

政策基调延续了 2023 年底中央经济工作会议精神，明确“稳中求进、以进促稳、先立后破”“多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策”，强调了“谨慎出台收缩性抑制性举措”，进一步突出稳字当头的基调。财政政策、货币政策等表述也沿用了中央经济工作会议内容，“积极的财政政策要适度加力、提质增效”“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”“要增强宏观政策取向一致性”，总体并未超预期。

2.2 财政加大调控力度

在财政政策方面：（1）新增“从 2024 年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，2024 年先发行 1 万亿元”，可以有效拉动基建投资增速。此处应注意，从字面表述理解，超长期特别国债并未明确时间，亦未说明未来每年的额度，仍要结合当前财政预算情况逐年裁定。与此同时，2024 年 1 万亿超长期特别国债发行可能需要货币政策相配合，提高年内降准概率。（2）新增“中央财政加大对地方均衡性转移支付力度、

适当向困难地区倾斜”，而在 2023 年成绩总结时，又表明经济大省可能承担更多建设任务，这可能产生区域性财政收支矛盾，可能需要财政体制进一步改革。

在货币政策方面：（1）新增“畅通货币政策传导机制，避免资金空转”。我国经济处于增速换挡期，以间接融资为主的金融体系，面向资金投向的全面重构，原有以基建、房地产为主的投资结构转向以科技创新、消费、乡村振兴为主的过程中，难免出现空转问题。报告提出畅通货币政策传导机制，有助于培育以创新为主导的新动能。这也意味着，在以支持实体经济为目标的要求下，货币政策应边走边看，而非一放了之。（2）新增“增强资本市场内在稳定性”，这是近年来报告首次提及，以资本市场为代表的直接融资，是间接融资支持实体经济的必要补充，增强其内在稳定性，首先要强调企业的优质性，再辅以货币政策的适时、适度的呵护。（3）新增“优化融资增信、风险分线、信息共享等配套措施，更好满足中小微企业融资需求”。中小微企业融资难是当前普遍存在问题，预计仍将是货币政策支持的薄弱领域。

图表2：宏观政策表述对比

主要经济指标	2021	2022	2023
2024 年政府工作报告	<p>积极的财政政策要适度加力、提质增效。综合考虑发展需要和财政可持续，用好财政政策空间，优化政策工具组合。赤字率拟按 3% 安排，赤字规模 4.06 万亿元，比上年年初预算增加 1800 亿元。预计今年财政收入继续恢复增长，加上调入资金等，一般公共预算支出规模 28.5 万亿元、比上年增加 1.1 万亿元。拟安排地方政府专项债券 3.9 万亿元、比上年增加 1000 亿元。为系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行 1 万亿元。现在很多方面都需要增加财政投入，要大力优化支出结构，强化国家重大战略任务和基本民生财力保障，严控一般性支出。中央财政加大对地方均衡性转移支付力度、适当向困难地区倾斜，省级政府要推动财力下沉，兜牢基层“三保”底线。落实好结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展。严肃财经纪律，加强财会监督，严禁搞面子工程、形</p>	<p>稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。加强总量和结构双重调节，盘活存量、提升效能，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度。促进社会综合融资成本稳中有降。畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转。增强资本市场内在稳定性。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。大力发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融。优化融资增信、风险分担、信息共享等配套措施，更好满足中小微企业融资需求。</p>	<p>增强宏观政策取向一致性。围绕发展大局，加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合，把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估，强化政策统筹，确保同向发力、形成合力。各地区各部门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。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。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。加强对政策执行情况的跟踪评估，以企业和群众满意度为重要标尺，及时进行调整和完善。精准做好政策宣传解读，营造稳定透明可预期的政策环境。</p>

象工程，坚决制止铺张浪费。各级政府要习惯过紧日子，真正精打细算，切实把财政资金用在刀刃上、用出实效来。

2023 年政府工作报告

积极的财政政策要**加力提效**。赤字率拟按 3% 安排。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。做好基层“三保”工作。

中央经济工作会议

积极的财政政策要**适度加力、提质增效**。要用好财政政策空间，提高资金效益和政策效果。优化财政支出结构，强化国家重大战略任务财力保障。合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围。落实好结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展。严格转移支付资金监管，严肃财经纪律。增强财政可持续性，兜牢基层“三保”底线。严控一般性支出。党政机关要习惯过紧日子。

稳健的货币政策要**精准有力**。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。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

稳健的货币政策要**灵活适度、精准有效**。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，盘活存量、提升效能，引导金融机构加大对科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济等方面的支持力度。促进社会综合融资成本稳中有降。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

产业政策要发展和安全并举。促进传统产业改造升级，培育壮大战略性新兴产业，着力补强产业链薄弱环节。科技政策要聚焦自立自强，也要坚持国际合作。完善新型举国体制，发挥好政府在关键核心技术攻关中的组织作用，支持和突出企业科技创新主体地位，加大科技人才及团队培养支持力度。社会政策要兜牢民生底线。落实落细就业优先政策，把促进青年特别是高校毕业生就业工作摆在更加突出的位置，切实保障好基本民生。

要增强宏观政策取向一致性。加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合，把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估，强化政策统筹，确保同向发力、形成合力。加强经济宣传和舆论引导，唱响中国经济光明论。

资料来源：中国政府网，中邮证券研究所

3 消费：打通内循环

政府工作报告从增加收入、优化供给、减少限制性措施等方面综合施策，激发消费潜能。考虑消费的核心支撑变量是居民可支配收入，取决于居民就业、收入和预期，领先指标是企业经营收入增速。预计 2024 年消费将保持稳健增长。

一是稳就业促增长，夯实消费基础

就业是最基本民生。报告指出多措并举稳就业促增收，如“加强财税、金融等政策对稳就业的支持，加大促就业专项政策力度”“落实和完善稳岗返还、专项贷款、就业和社保补贴等政策”。收入增加可以有效支撑消费增长。但收入增

长与企业经营发展息息相关，企业营收同比增速是居民收入同比增速的领先指标，工业企业营收企稳是消费持续稳健回升的关键。

二是丰富产品供给，构建消费生态

在当前政策持续发力方面，可关注银发经济、家政服务、教育产业等。报告指出“推动养老、育幼、家政等服务扩容提质，支持社会力量提供社区服务”，与之对应的是银发经济（适老化产品、老年用品和养老服务等）、托育服务、家政服务等。此外，报告明确提出加强高质量教育体系建设，“推动学前教育普惠发展”“办好特殊教育、继续教育，引导规范民办教育发展，大力提高职业教育质量”“大力发展数字教育”等，教育体系建设或将会带来教育消费扩容。

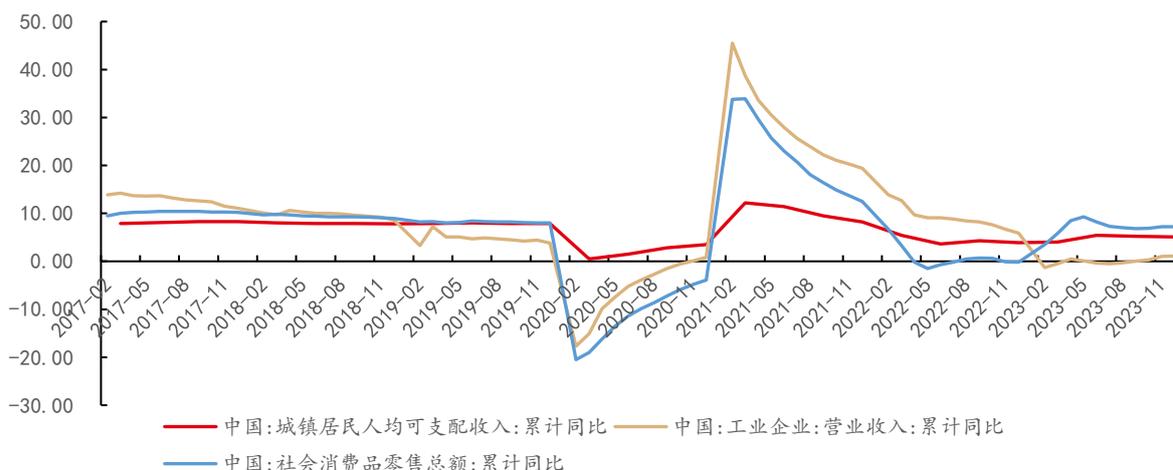
在新型消费方面，可关注智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”。报告明确提出“培育壮大新型消费，实施数字消费、绿色消费、健康消费促进政策，积极培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点”。

在传统消费方面，可关注以旧换新、新能源汽车、电子产品等大宗消费。报告提出“稳步和扩大传统消费，鼓励和推动消费品以旧换新，提振智能网联新能源汽车、电子产品等大宗消费。”

此外，可关注充电桩、冷链物流、寄送配送设施、电梯等方面消费扩容。在稳步推进农村改革发展方面，报告强调“加大充电桩、冷链物流、寄递配送设施建设”；在积极推进新型城镇化方面，报告强调“推动解决老旧小区加装电梯、停车等难题，加强无障碍、适老化设施建设”。

三是提高居民保障水平，降低消费约束

报告强调切实保障和改善民生，如“居民医保人均财政补贴标准提高 30 元”“城乡居民基础养老金月最低标准提高 20 元”，通过提高居民保障水平，降低居民消费约束，扩大居民消费潜力。此外，报告强调“把加快农业转移人口市民化摆在突出位置，让有意愿的进城农民在城镇落户”，同时报告亦强调增加保障房供给，推动城镇化建设，增加边际消费倾向更高的新市民数量，同时解决其住房需求，可进一步释放消费潜力。据此观察，不排除由地方助力购买商品住房转为保障房的新举措，亦可同时平衡商品房供需。

图表3：工业企业营收增速领先居民可支配收入增速


资料来源：Wind，中邮证券研究所

4 投资：推动制造业投资回升

4.1 基建投资：总体平稳

基建投资是托底经济的压舱石，新旧基建共同发力，支撑基建投资总体平稳。新旧基建涉及领域包括防洪排涝抗灾基础设施、“平急两用”基础设施、地下管网、老旧小区加装电梯等。

报告要求“发挥好政府投资的带动放大效应，重点支持科技创新、新型基础设施、节能减排降碳”“稳步实施城市更新行动，推进‘平急两用’公共基础设施建设和城中村改造，加快完善地下管网，推动解决老旧小区加装电梯、停车等难题”“加快实施‘十四五’规划重大工程项目”。在资金支持方面，报告明确2024年赤字3%，赤字规模4.06万亿元，较上年初预算仅增加1800亿元；地方政府专项债券3.9亿元，比上年仅增加1000亿元，但报告新增发行1万亿超长期特别国债，“从2024年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，2024年先发行1万亿元”，同时“扩大地方政府专项债券投向领域和用作资金金范围”，叠加结转2023年发行的1万亿元国债金额和5000亿的PSL金额，基础建设投资资金相对充足。

4.2 房地产投资：逐步企稳

新型城镇化建设，新市民增加带来房地产市场新需求，同时为满足低收入人群需求，保障性住房建设和供给加大，叠加房地产政策优化，预计年内房地产投资增速有望企稳。

一是报告延续了中央经济工作会议表述，“对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持，促进房地产市场平稳健康发展”“适应房地产市场供求关系变化，加快构建房地产发展新模式”，并新增“房地产政策优化”，继续释放稳定房地产市场信息。二是报告强调积极推进新型城镇化建设，“让有意愿的进城农民工在城镇落户”，新市民增加会带来房地产市场新需求。此外，在新型城镇化推进过程中，低收入人群存因收入限制而对保障性住房存在强烈需求，报告也强调“新型城镇化要处处体现以人为本”，结合“加大保障性住房建设和供给”，不排除政府购房转为保障房，亦可对房地产需求形成支撑。预计保障性住房建设和供给或将成为房地产投资有力支撑，并可能实现年内房地产需求的止跌企稳。

4.3 制造业投资：投资增速有望回升

报告要求“推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造”，这与前期中央经济工作会议、中央财经委员会会议提法一致。2018年，在“三去一降一补”的指导下，制造业设备更新改造带动投资显著回升，此次推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造有望带动制造业投资再现阶段性高点，可期待贴息贷款等支持政策的接续。

5 创新：新质生产力引领，建设现代化产业体系

“大力推进现代化产业体系建设”是十大任务的首要任务，核心是发展新质生产力。可关注以下几个方面：（1）产业链供应链优化升级方面，可关注传统产业高端化、智能化、绿色化转型；（2）新兴产业方面，可关注氢能、卫星互联网、固态电池等；（3）未来产业方面，可关注量子技术、生命科学等；（4）数字经济尤为重要，可关注数据确权、人工智能等领域。

6 风险：统筹稳增长与防风险，基调未变

牢牢守住不发生系统性风险仍是发展的底线，强调统筹稳增长与防风险，坚持高质量发展促进高水平安全，基本基调未发生明显转向。

报告首先强调必需品供给安全，新增“加强重点领域安全能力建设”，强调粮食安全、国家水网建设、国家储备体系、产业链供应链安全等。其次，房地产、地方债务及中小银行风险防范和化解方面，报告延续了中央经济工作会议的表述，继续强调了“化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，维护经济金融大局稳定”，整体释放维稳信号，与 2023 年中央经济会议定调一致。此外，在地方债务风险方面，报告强调“进一步落实一揽子化债方案，妥善化解存量债务风险、严防新增债务风险”，与 2023 年定调保持了一致，意味着当前与 2023 年的化债节奏和总体方针仍未发生变化，可关注进一步明确的新增信息。

风险提示

全球经济增长动能超预期放缓；中美贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048