

目标设定和政策基调更为积极

——2022 年政府工作报告解读

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

2022 年 3 月 5 日，国务院总理李克强代表国务院向十三届全国人大五次会议作《政府工作报告》（以下简称“报告”）。报告提出了 2022 年发展主要预期目标，对重大宏观政策做出安排部署。对此，我们做如下解读：

一、GDP 增速目标设定为“5.5%左右”。首先，这意味着今年我国经济将继续保持中高速增长，匹配当前经济潜在增长动能，同时也有助于防止增速目标过高导致宏观政策“大水漫灌”，为未来留下金融财政风险隐患。根据 2021 年 3 月 25 日央行发布的工作论文测算，十四五期间（2021-2025 年），我国潜在经济增速在 5.1%-5.7% 之间；另外，2021 年 9 月，央行行长易纲在《金融研究》刊发文章《中国的利率体系与利率市场化改革》，提出“中国的经济潜在增速仍有望维持在 5%-6% 的区间”。

其次，这一增速目标能够为“保就业”奠定坚实基础。常态下，我国 GDP 每增长一个百分点，对应拉动新增城镇就业 200 万左右，而今年新增就业目标为 1100 万。第三，与此前市场普遍预期的“5.0-5.5%”相比，这一增速目标略高于市场预期，有助于提振市场信心。受近期地缘政治冲突等因素影响，外部不确定性升温，更需要国内保持经济稳定较快增长，为二十大胜利召开创造平稳健康的经济环境。设定“5.5% 左右”的增长目标，将促使各部门、各地区政策进一步向有利于经济稳定方向调整，进而稳定市场预期。

二、目标财政赤字率为 2.8%，新增地方政府专项债规模为 3.65 万亿。这两个数量指标受到市场普遍关注，在一定意义上代表了今年的财政政策力度。首先，与去年相比，今年的目标财政赤字率下调了 0.4 个百分点，降至 3.0% 以下，与疫情前的 2019 年持平。这主要是从增强财政可持续性角度考虑，体现财政政策从疫情冲击阶段逐步回归常态。但与疫情前历年均值相比，2.8% 的赤字率仍处于较高水平，意味着当前宏观政策仍处于“稳增长周期”。

2022 年新增地方政府专项债规模为 3.65 万亿，与去年持平，没有调降，主要原因是受房地产市场波动影响，预计今年地方政府土地出让金收入将出现负增长，加之地方政府隐性债务会继续受到严格管控，“堵偏门、开正门”导向下，需要今年新增地方政府专项债继续保持较高规模。另外，鉴于专项债资金中约一半要投向基建（今年 1 月这一占比达到 67.4%），3.65 万亿的规模意味着今年基建投资提速已成定局。这将是当前对冲房地产投资下行、稳定宏观经济运行的重要政策工具。

需要指出的是，考虑到财政资金结转、特别是上年已发未用专项债资金中会有近1万亿规模要结转到今年使用，2022年实际财政支出力度将比上年显著增强。其中，政府工作报告中明确指出，财政“支出规模比去年扩大2万亿元以上”。减税降费方面，今年对增值税留抵退税做了具体安排，“退税减税规模高达2.5万亿，其中留抵退税约1.5万亿，退税资金全部直达企业。”这明显高于此前市场普遍预期，表明财政对实体经济支持力度显著增大。我们判断，当前财政结余规模比较大，也给减税降费提供了空间。

三、货币政策未直接提及“降准降息”，但要求“发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，为实体经济提供更有利支持”。“总量功能”是指要适度提高信贷、社融及M2等总量金融指标增速，主要体现逆周期调控要求。“结构功能”是指要引导信贷等金融资源更多投向小微企业、绿色发展、科技创新等重点领域。在2021年上半年经济下行压力显现前，发挥货币政策结构功能是重点；下半年伴随稳增长需求增强，发挥总量功能受到重视。这实际上意味着接下来货币政策要在稳增长方向进一步发力。

报告明确要求“扩大新增贷款规模”和“推动金融机构降低实际贷款利率”。考虑到当前的经济运行态势以及今年“5.5%左右”的增长目标，我们认为二季度货币政策仍有进一步实施降准降息的可能。降准是当前缓解银行中长期流动性瓶颈，扩大新增贷款规模的重要政策工具（另一项是增加MLF操作规模），而MLF降息则是带动LPR下调，进而“推动银行降低实际贷款利率”的最有效手段。着眼于稳定房地产市场运行，顶住上半年经济下行压力，我们判断接下来一段时间仍是货币政策集中发力期，主要目标是量价配合，既要使社融、信贷增速适度提上去，又要引导市场利率和企业贷款利率降下来（2021年企业贷款加权平均利率为4.61%，是改革开放四十年多来最低水平；今年至少在上半年，这一指标还会有进一步下调空间），即宽信用和宽货币同步推进。下半年经济回暖后，货币政策实施力度有可能回撤。最后在金融稳定方面，报告提出“设立金融稳定保障基金”。这主要体现托底救助安排，进一步夯实金融稳定基础。可以看到，2021年为防止部分地方大型国企违约风险扩散，各地设立的“信用保障基金”发挥了关键作用。

四、报告重申“房住不炒”，以及“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”。考虑到当前楼市仍处下行期，加之外部不确定性因素增多，政策面对稳住国内房地产市场的决心会进一步增强。我们预计房地产金融环境还会继续回暖，除房企信贷、发债环境改善外，一个关键指标是月度金融数据中的居民中长期贷款（其中近八成是按揭贷款）规模将趋势性走高。另外，以郑州放松限购为标志，因城施策下将会有更多二、三线城市跟进，适度放松各类行政性调控。

考虑到接下来居民房贷利率将进一步下行，年中楼市有望止跌，房地产行业将走出“销量放缓、房价下跌、投资下滑”的寒潮期。不过，当前监管层对“不将房地产作为短期刺激经济的手段”态度坚决，今

年基建投资提速将更多承担起稳增长角色。我们判断，房地产政策回暖取向更多是防御性的，主要是为了避免房企违约无序扩散，因此年内出现楼市显著升温、房价再度较快上涨的可能性很小。因城施策下，重点城市若出现迟到的小阳春行情，政策面将及时回调，防止当地楼市大起大落。

五、报告要求“有序推进碳达峰碳中和工作”，“坚持先立后破、通盘谋划，推进能源低碳转型”。我们认为，这意味着今年因推进“双碳”目标而导致上游原材料供应紧张、PPI大幅冲高的局面不会重现，将对稳定宏观经济运行起到重要作用。其中，一个主要政策安排是“推动能耗‘双控’向碳排放总量和强度‘双控’转变。”

总体上看，今年政府工作报告对经济增长目标设定、重大宏观政策安排部署较为积极，有利于对冲外部不确定性升温对国内经济运行及市场信心的冲击，引导疫情后期经济进一步修复。我们预计，全年GDP增速有望达到5.6%左右，这较我们此前预期提高0.3个百分点；受房地产行业走势及上年基数等因素影响，年内经济增速将“前低后高”，四个季度的GDP同比增速将分别为5.3%、5.0%、6.0%、5.9%。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。