

2023年3月5日

## 总体稳健，相机抉择，发力宜早—2023年政府工作报告解读

中证鹏元资信评估股份有限公司

研究发展部

吴进辉

[wujh@cspengyuan.com](mailto:wujh@cspengyuan.com)

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



### 独立性声明：

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 主要内容：

一、2023年面临的形势、发展目标和政策取向：以稳为主，扩内需，提信心。今年是政府换届之年，政府工作报告整体更为简洁，对比往年结构也有所侧重。今年是疫情优化调控后的第一年，经济内生动能有望逐步修复，政府工作报告的目标和政策总体均体现稳健，以稳为主，目前的刺激力度未超预期，均延续了二十大和中央经济工作会议的内容，增量信息有限。经济工作的重中之重是扩内需尤其是改善消费，其次是大力改善市场预期，提振发展信心。

二、如何理解“5%左右”的经济增长目标。2023年GDP增速预期目标为“5%左右”，这一目标似乎并不算高，靠近市场预期的下限，预计完成难度不大。目标设置的五点考量：一是“十四五”规划和二〇三五年远景目标的隐含增速要求年均4.7%；二是疫情三年后经济潜在增速可能已经降低；三是注重质的有效提升和量的合理增长；四是为新政府留出政策空间；五是超预期因素不少，各类黑天鹅、灰犀牛事件随时可能发生，外需转弱难以避免。

三、如何看新增就业人口目标的调高，对应的经济增速应该达到多少？新增就业人口目标是1200万人左右，往年目标值以1,100万人以上居多，今年高校毕业生将达到1,158万人，实际每年完成的新增就业人数一般超1,200万人，近10年均值是1,298万人，目标能实现。失业率目标由去年的5.5%以内调整为5.5%左右，要求有所降低。奥肯定律揭示了经济增长与失业率的反比关系，综合2019年和2021-2022年来看，GDP增一个点拉动就业人数均值221万人，那对应实现1200万人的新增就业目标需要的实际GDP增速中枢是5.4%。

四、财政政策：赤字率和专项债规模虽有所增加，但总体偏稳健，发力仍靠前。延续了中央经济工作会议的说法，赤字率拟按3%安排，比2022年提高0.2个百分点，符合市场一致预期。因2023年可动用的结存工具空间可能较小，赤字率提高至3%是稳健的，但对比近三年，我们认为2023年整体财政支出强度并不算特别大，低于2022年水平，正好保持必要的支出强

度。新增专项债券 3.8 万亿元，比去年高 0.15 万亿元，基本符合市场一致预期，此前已经下发提前批额度 2.19 万亿，均是历年最高。2023 年前 2 个月新增专项债发行规模为 8,269.37 亿元，达到全年进度的 22%，发行速度与 2022 年相当，发力仍靠前。减税降费预计有限，重点在做好已有政策的延续和优化。财政收支矛盾有所缓解但难言压力减轻。

**五、货币政策：精准有力，相机抉择，降息可能性下降，降准仍有窗口期。**政府工作报告传递的增量信息不多，结构性货币政策工具大有可为，政策性金融开发工具继续延续，流动性回归常态，资金利率围绕政策利率中枢变化。

**六、房地产：注重稳和防风险，关注小阳春的持续性。**与中央经济工作会议的表述基本一致，增加了“加强住房保障体系建设”。“十四五”时期，全国初步计划建设筹集保障性租赁住房近 900 万套（间），2021 年和 2022 年累计完成 359 万套（间），建设进度处于“十四五”时期的平均水平。30 城商品房成交面积已经达到了近年来的中等偏上水平。北京、上海、深圳等地二手房成交活跃，呈现楼市小阳春。但注意春节后的季节性反弹因素，后续持续性仍有不确定性，持续关注地产的改善情况。今年仍是地产企业风险逐步出清的一年，保交楼、保稳定仍是首要任务，政策注重防风险。

**七、城投：重点关注化债，隐债不增是底线，监管仍偏紧。**总体内容还是延续了《求是》杂志发表的总书记重要文章《当前经济工作的几个重大问题》。从地方两会报告来看，今年开年以来，城投债务置换、重组被提到重要位置。具体方式来看，还是以遏制增量、化解存量，时间换空间，优化债务期限结构，展期降息等，持续关注贵州、云南、山东等地区的城投化债方式。

**综上所述**，2023 年是换届之年，政府工作报告总体延续二十大和中央经济工作会议精神的内容，增量信息有限。总体目标和政策偏稳健，以稳为主，经济注重质的有效提升和量的合理增长。宏观政策优先扩内需尤其是促进消费改善，注重改善预期和提振发展信心。财政支出规模适度，预计弱于 2022 年，发力仍比较靠前。货币政策相机抉择，稳健偏中性，进一步大幅宽松的可能性较低，市场利率回归政策利率附近。防范和化解风险重点在地产和隐性债务。关注产业政策、科技、安全、数字经济等方面。

近期关注新总理的记者会、国常会和机构改革方案等，3 月即将公布经济数据，进一步验证经济恢复情况。中期紧盯 4 月的政治局会议（预计是增量政策出台的时点）。另外，今年四季度将举行党的二十届三中全会。

2023年3月5日，第十四届全国人民代表大会第一次会议在北京召开，今年是政府换届之年，国务院总理李克强作2023年政府工作报告，总结过去五年和2022年的工作，提出2023年政府工作建议。结合发改委和财政部提交的草案报告，我们对政府工作报告进行解读。

## 一、2023年面临的形势、发展目标和政策取向：以稳为主，扩内需，提信心

2023年是全面贯彻党的二十大精神开局之年，是实施“十四五”规划承上启下的关键之年，也是新一届政府的起步之年。从目前提议的《政府工作报告》初稿来看，今年的报告内容篇幅整体更为简洁，主要是因为今年是政府的换届之年。对比同为换届之年的2013年和2018年的报告，今年报告结构也有所侧重（往年一般是三部分，第二部分着重说明当年的总体要求和政策取向，今年没有单列，仅作简单说明）。后续重点关注总理的记者会和机构改革方案等。

**我们总结2023年面临的形势：**一是外部环境不稳定、不确定、难预料成为常态。大国博弈和地缘政治冲突加剧、粮食、能源安全问题突出，全球产业链供应链遭遇严重冲击，世界经济增长动能减弱等；二是当前我国疫情防控已进入“乙类乙管”常态化防控阶段，围绕保健康、防重症，重点做好老年人、儿童、患基础性疾病群体的疫情防控；三是需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力仍然较大，警惕黑天鹅和灰犀牛事件，经济恢复的基础尚不牢固。

**2023经济发展主要预期目标：**国内生产总值增长5%左右；城镇新增就业1,200万人左右，城镇调查失业率5.5%左右；CPI涨幅3%左右；居民收入增长与经济增长基本同步；进出口促稳提质，国际收支基本平衡；粮食产量保持在1.3万亿斤以上；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。

**2023年总体宏观政策要求：**要坚持稳字当头、稳中求进，保持政策连续性针对性，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效。稳健的货币政策要精准有力。产业政策要发展和安全并举。科技政策要聚焦自立自强。社会政策要兜牢民生底线。

与去年对比，主要经济发展预期目标中CPI涨幅、粮食产量、汇率等均未发现变化，单位能耗去年未设置目标值，今年发改委提交的国民经济和社会发展计划草案中明确了单位能耗降低2%左右。经济增速、就业指标、赤字率等比较重要，下文详细说明。总结来看，今年是疫情优化调控后的第一年，经济内生动能有望逐步修复，《政府工作报告》的目标和政策总体均体现稳健，以稳为主，目前的刺激力度未超预期，均延续了二十大和中央经济工作会议的内容，增量信息有限。政策已经多次明确，2023年经济工作的重中之重是扩内需尤其是改善消费，其次是大力改善市场预期，提振发展信心。

图表 1 历年政府工作目标

指标	2023 年目标	2022 年目标	2021 年目标	2020 年目标	2019 年目标	2018 年目标
GDP 增速	5%左右	5.5%左右	6%以上	未设置	6%-6.5%	6.5%左右
CPI 增速	3%左右	3%左右	3%左右	3.5%左右	3%左右	3%左右
新增就业人数	1200 万人左右	1100 万人以上	1100 万人以上	900 万人以上	1100 万人以上	1100 万人以上
城镇调查失业率	5.5%左右	5.5%以内	5.5%左右	6%左右	5.5%左右	5.5%以内
进出口	促稳提质	保稳提质	量稳质升	促稳提质	稳中提质	稳中向好
单位 GDP 能耗	“十四五”统筹考核，降低 2%左右	“十四五”统筹考核，并留有适当弹性	降低 3%左右	继续下降	下降 3%左右	下降 3%以上
赤字率	3%	2.8%左右	3.2%左右	3.6%以上	2.8%	2.6%
专项债券	3.8 万亿元	3.65 万亿	3.65 万亿	3.75 万亿	2.15 万亿	1.35 万亿
减税降费	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	退税减税约 2.5 万亿元，其中留抵退税约 1.5 万亿元	执行制度性、结构性减税政策	为企业新增减负超过 2.5 万亿元	减轻企业税收和社保缴费负担近 2 万亿元	为企业和个人减税 8000 多亿元，减轻非税负担 3000 多亿元
M2、社融增速	同名义经济增速基本匹配	与名义经济增速基本匹配	与名义经济增速基本匹配	明显高于去年	与国内生产总值名义增速基本匹配	合理增长
利率	推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降	降低实际贷款利率，减少收费，切身感受融资便利度提升，综合融资成本实实在在的下调	优化存款利率监管，推动实际贷款利率进一步降低，继续引导金融系统向实体经济让利	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	深化利率市场化改革，降低实际利率水平	深化利率汇率市场化改革
汇率	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定	保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定	完善汇率形成机制，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

**图表 2：我国经济和金融重要会议一览表**

机构	会议名称	时间	内容简介
党中央	中国共产党全国代表大会	5 年一次(逢 2 逢 7; 下半年)	中国共产党全国代表大会和它所产生的中央委员会为中国共产党最高领导机关。换届选举、政策取向、大会报告决定未来的发展方向。
党中央	中国国民经济和社会发展规划纲要(五年规划)	5 年一次(逢 1 逢 6; 上半年)	五年规划是中国国民经济计划的重要部分, 属长期计划为国民经济发展远景规定目标和方向。
党中央	全国金融工作会议	5 年一次(逢 2 逢 7)	金融领域最高规格的会议, 提出金融发展的目标、理念、方针, 设立新部门, 明确金融监管思路等。
党中央	中央财经委员会(财经委)会议	不定期召开	研究部署特定经济议题, 涵盖共同富裕、防范风险、平台经济、双碳、基建等国家中长期发展战略问题。
党中央	中央全面深化改革委员会(深改委)会议	不定期召开	审议深化改革有关制度, 涵盖生态、医疗、经济、科技等多方面。
党中央	中央经济工作会议	每年 12 月上中旬	我国最高级别经济工作会议, 部署第二年经济发展。
党中央	中央政治局季度会议	4 月、7 月和 12 月(10 月视情况)	是中央经济工作会议后, 季度宏观政策基调微调的窗口。
人大/政协/各级政府	全国两会(政府工作报告) 地方两会(政府工作报告)	每年 3 月上旬 每年 1-2 月	提出当年经济目标与具体任务
国务院	国务院常务会议(国常会)	一般每周三	布置工作任务, 一般每周召开, 经济内容居多, 部级单位实施。
人民银行	季度金融数据发布会	季初月	人民银行举办的新闻发布会, 除公布金融统计数据外, 还通过答记者问向社会公众传递货币政策信号。
人民银行	货币政策执行报告	季中月	基于预定的政策思路并运用货币政策后, 内容涉及货币信贷概况、货币政策操作、金融市场分析、宏观经济分析与政策展望等。
人民银行	货币政策委员会例会	季末月	主要会议分析国内外经济形势, 并对货币政策、利率制度、汇率制度、金融支持实体经济、房地产调控、金融开放等提出指导性意见。
人民银行、银保监会	货币信贷形势分析会	不定期召开	分析信贷形势, 引导金融机构加大信贷投放力度与优化信贷结构, 平衡稳增长与防风险关系。
财政部	全国财政预算报告	两会期间(会后公布)	财政部部长两会作的上年财政预算执行情况以及当年财政预算草案的报告
财政部	季度财政数据发布会	季初月	财政部举办的新闻发布会, 除公布财政收支数据外, 还通过答记者问向社会公众传递财政政策信号。

发改委	国民经济和社会发展规划草案报告	两会期间(会后公布)	发改委主任两会作的上年国民经济和社会发展规划执行和今年国民经济和社会发展规划草案
统计局、发改委	<b>国民经济数据发布会</b>	月中旬	当月经济数据的回顾与总结，并回答记者提问
国务院、部委等	<b>每周五下班的政策发布</b>	每周五下班	每周五下班是政策发布密集时间段

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

## 二、如何理解“5%左右”的经济增长目标

2023年GDP增速预期目标为“5%左右”，这一目标似乎并不算高，靠近市场预期的下限。此前市场人士预测的经济增速目标有5%以上、5%-5.5%、5%左右、5.5-6.0%等情况，其中以前两者占据多数。IMF一度在今年1月底将中国的经济增长预期上调了0.8%至5.2%，摩根大通、高盛分别预测2023年中国经济增速为5.6%、5.5%。此次“5%左右”目标是低于大部分预期的，为什么预期比较强，主要原因在于我国疫情防控优化后，经济内生动能修复，叠加低基效应，经济增长比较乐观。从地方政府工作报告来看，31个省市的数值范围在4%至9.5%之间，多数省市集中在5%至6.5%，以6%居多。

**“5%左右”的GDP目标有何考量：**一是按照“十四五”规划、二〇三五年远景目标、二十大报告要求：2021-2035年，人均GDP达到中等发达国家水平即翻一番，据此15年的平均GDP增速是4.7%左右，前高后低，三个五年平均增速依次为5.3%、4.8%、4.2%左右。人民银行调查统计司曾测算“十四五”期间我国潜在产出增速在5.1%-5.7%之间，2021-2025年的潜在增速分别为5.7%、5.5%、5.5%、5.3%、5.1%。因此2023年GDP有隐含增速要求；二是经历疫情三年，居民和企业资产负债表受损，经济潜在增速可能已经降低；三是注重质的有效提升和量的合理增长，不是一味追求过快增速，而是追求高质量发展；四是为新政府留出政策空间，未设置更高的目标体现了实事求是；五是当前超预期因素不少，各类黑天鹅、灰犀牛事件随时可能发生，外需转弱难以避免，三重压力难以快速减轻，经济恢复基础不牢固，适度而非更高的经济目标也有利于改善预期和信心的提升。

目标增速并不等同于实际增速，历史上GDP目标值设置在“左右”，往往是一个实际增速的最低要求，今年的实际GDP增速并不一定会低（预计在5.4%左右），预计完成政府目标的难度不大。从历史来看，绝大多数年份基本完成或超额完成了GDP增速目标，自2010年以来，只有2022年未完成GDP目标，2015年和2014年实际增速略低于目标值0.1个百分点。

**图表 3：近十多年以来我国 GDP：均完成目标，仅有 2022 年未完成，2014 年和 2015 年略低于目标值**

年份	GDP 增速预期目标	GDP 实际增速（最终核实）
2022	5.5%左右	3.0%
2021	6%以上	8.4%
2020	未设定目标	2.2%
2019	6%-6.5%	6.0%
2018	6.5%左右	6.7%
2017	6.5%左右	6.9%
2016	6.5%-7%左右	6.8%
2015	7%左右	6.9%
2014	7.5%左右	7.4%
2013	7.5%左右	7.7%
2012	7.5%	7.7%
2011	8%左右	9.3%
2010	8%左右	10.4%

资料来源：国家统计局，GDP 实际增速以最终核实数据为准，中证鹏元

### 三、如何看新增就业人口目标的调高，对应的经济增速应该达到多少？

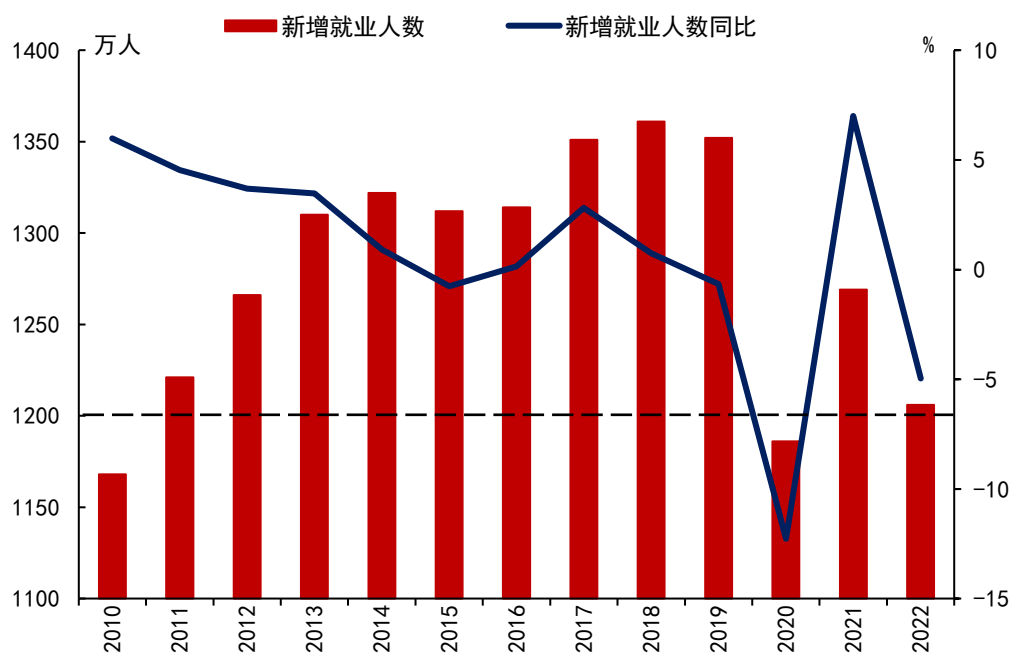
2023 年新增就业人口目标是 1200 万人左右，往年目标值以 1,100 万人以上居多，今年目标值有所调高，原因一是 2023 年就业规模较大，其中高校毕业生将达到 1,158 万人，目标与实际情况相适应；二是从实际每年完成的新增就业人数来看，基本每年完成的实际新增就业人数都超 1,200 万人，近 10 年均值是 1,298 万人，因而制定目标 1200 万人左右是符合事实的，可以实现目标。

2023 年城镇调查失业率目标由去年的 5.5% 以内调整为 5.5% 左右，失业率目标要求有所降低，主要考虑是当前我国失业率较高尤其是青年人就业压力大，2023 年 1 月失业率为 5.5%，较 2022 年 12 月持平，其中 16-24 岁青年人失业率较前值上行 0.6 个百分点至 17.3%。事实上，2022 年全年失业率平均为 5.6%，超过 5.5% 的年初预期目标。

那么，2023 年新增就业人口目标是 1200 万人对应的实际 GDP 增速是多少？我们知道，奥肯定律揭示了经济增长与失业率的反比关系。根据人社部，“十一五”期间我国 GDP 增长一个点，平均拉动就业 100 万人；“十二五”期间 GDP 增长一个点，平均拉动就业 170 万人；2018 年 GDP 增长一个点，拉动就业已经达到约 200 万人。根据 2019 年新增就业人数 1,352 万人，实际 GDP 增速是 6.0%，对应 GDP 增一个点拉动就业人数 225 万人。2021-2022 两年复合增速对应 GDP 增一个点拉动就业人数 217 万人（未剔除 2020 年的三年复合是 271，明显偏高）。综合 2019 年和 2021-2022 年来看，GDP 增一个点拉动就业人数均值 221

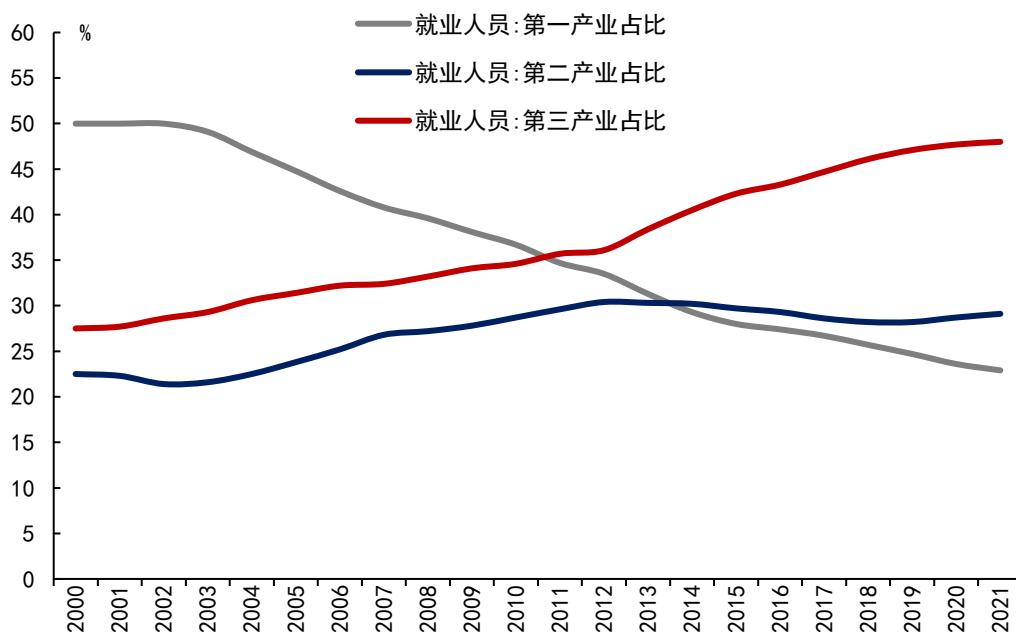
万人，那对应实现 1200 万人的新增就业目标需要的实际 GDP 增速中枢是 5.4%。

**图表 4 我国实际新增就业人数一般能超 1200 万人**



资料来源：Wind 中证鹏元

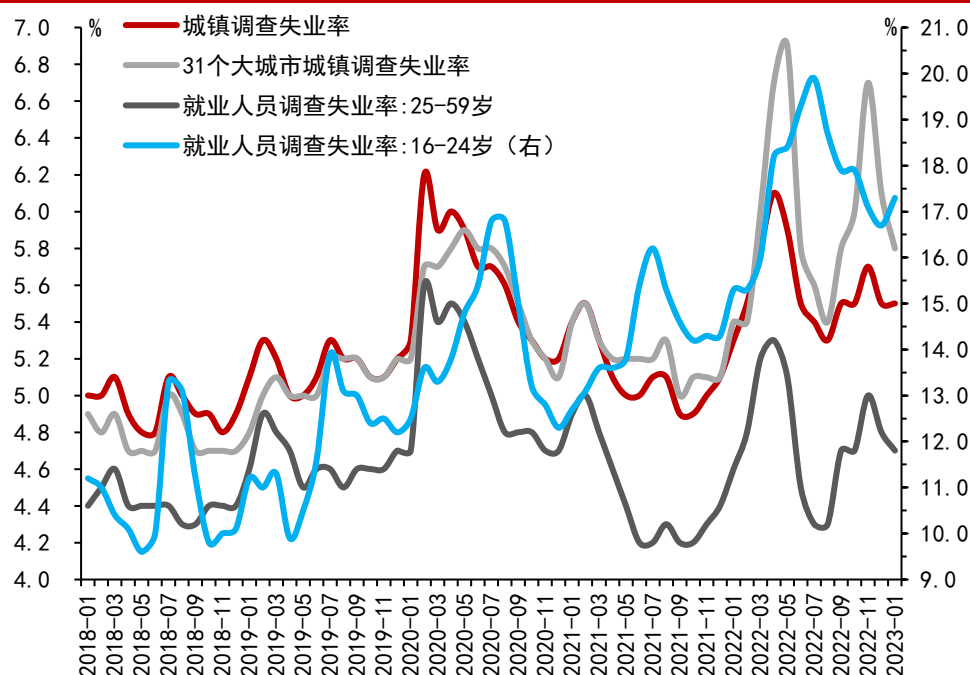
**图表 5 我国三大产业就业人员占比：目前第三产业就业人员占比接近 50%**



资料来源：Wind 中证鹏元



图表 6 我国失业率仍居高不下，尤其是青年人失业率处历史高点



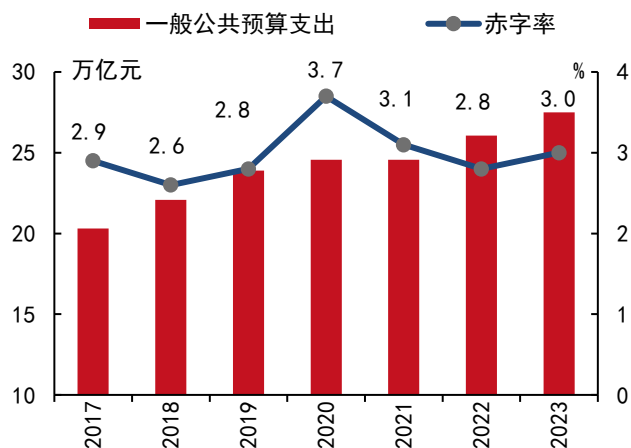
资料来源：Wind 中证鹏元

#### 四、财政政策：赤字率和专项债规模虽有所增加，但总体偏稳健，发力仍靠前

今年政府工作报告对财政政策的表述延续了中央经济工作会议的说法，会议指出“积极的财政政策要加力提效。保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。”重点关注落地的赤字率和新增专项债规模等这些数字目标，其余增量政策信息较少，贴息等工具也并未明确。

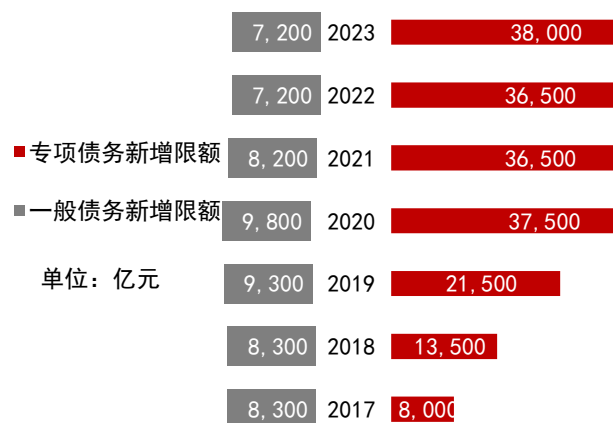
今年赤字率拟按 3% 安排，比 2022 年提高 0.2 个百分点，符合市场一致预期；赤字规模 3.88 万亿元，比 2022 年增加 5,100 亿元。赤字率是财政赤字占 GDP 的比重，它是衡量财政风险的重要指标。保持合理适度的财政赤字率水平，有利于增强财政可持续性。今年赤字率低于 2021 年和 2020 年赤字率分别为 3.1% 和 3.7%，这一水平与 3% 的国际警戒线持平，有利于保持财政可持续性，为今后应对各种风险挑战留出政策空间。今年的赤字率虽然高于 2022 年，但是支出强度不一定高于 2022 年。2022 年使用预算稳定调节基金、从政府性基金预算和国有资本经营预算调入资金、动用结转结余等因素比如央行依法上缴 1.13 万亿结存利润，2022 年的财政支出规模是非常可观的。今年全国一般公共预算支出达到 27.51 万亿元，比 2022 年多 1.45 万亿元。综合来看，因 2023 年可动用的结存工具空间可能较小，赤字率提高至 3% 是稳健的，但对比近三年，我们认为 2023 年整体财政支出强度并不算特别大，正好保持必要的支出强度水平。

图表 7 2017-2023 赤字率及一般公共预算支出



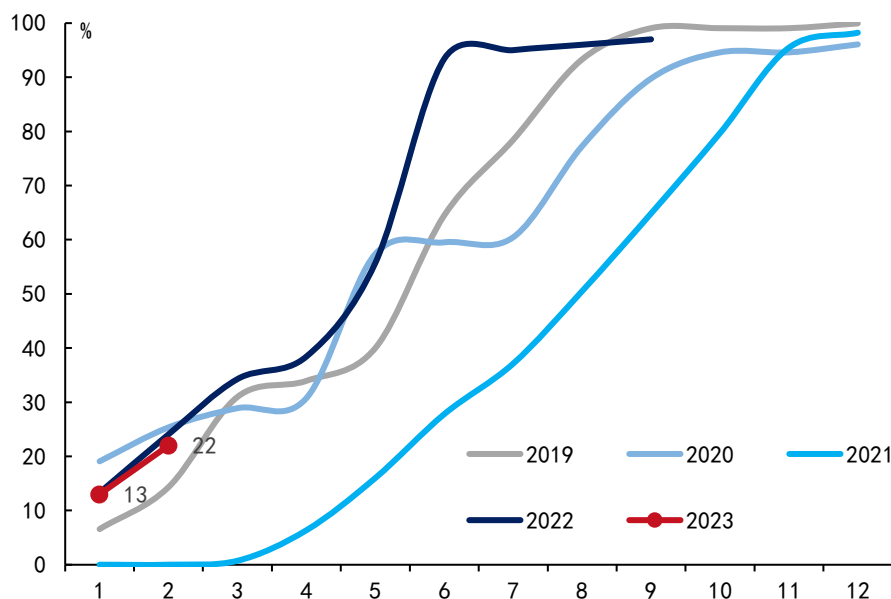
数据来源：财政部 中证鹏元整理

图表 8 2017-2023 地方政府新增一般债和专项债



数据来源：财政部 中证鹏元整理

图表 9 地方政府新增专项债发行进度：2023 年前 2 个月发行进度仍较快，持平 2022 年同期



资料来源：Wind 中证鹏元

今年地方政府新增专项债券 3.8 万亿，比去年高 0.15 万亿，基本符合市场一致预期。从绝对量来看，今年新增专项债 3.8 万亿是近年来的最高水平，略高于近三年的水平，此前已经下发的提前批额度 2.19 万亿，也是顶格下发且达到近年来提前批最高额度。从实物量来看，今年实际发行专项债形成实物量将不如 2022 年的 5.35 万亿（2021 年末已发行但剩余的 1.2 万亿+法定的 3.65 万亿+结存限额 0.5 万亿）。从发行进度来看，2023 年前 2 个月新增专项债发行规模为 8,269.37 亿元，达到全年进度的 22%，发行速度与 2022 年相

当，发力仍靠前。发改委在今年经济发展草案中提出“完善政策实施方式，增强时效性和精准性，与 2022 年宏观政策有效衔接，并靠前安排，力争尽早出台实施”。关于专项债投向和领域，财政部指出 2023 年将在重点支持现有 11 个领域项目建设基础上，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，形成实物工作量和投资拉动力，有效支持高质量发展。

减税降费预计有限，重点在做好已有政策的延续和优化，《政府工作报告》也是延续了财政部此前的相关表述，并未像去年提出具体的减税降费目标，一方面是考虑可用空间的问题，另一方面是为新政府留下政策工具箱。重点表述比如“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，突出对制造业、中小微企业、个体工商户以及特殊困难行业的支持。”

从今年的财政收支形势看，今年财政收支矛盾有所缓解但难言压力减轻。收入端有所增长：一是经济回升会带动财政收入的增加；二是去年实施大规模留抵退税，去年的基数就相应偏低；三是防疫相关的支出相对应减少。但刚性支出仍较大，科技攻关、乡村振兴、生态环保等重点支出刚性增加，养老、教育、医疗卫生等基本民生短板需要继续加强保障，2023 年财政收支矛盾依然突出。

## 五、货币政策：精准有力，相机抉择，降息可能性下降，降准仍有窗口期

今年政府工作报告对财政政策的表述也延续了中央经济工作会议的说法，会议指出“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。”

政府工作报告传递的增量信息不多，我们结合最近中国人民银行的发布会和四季度货币政策报告来看：

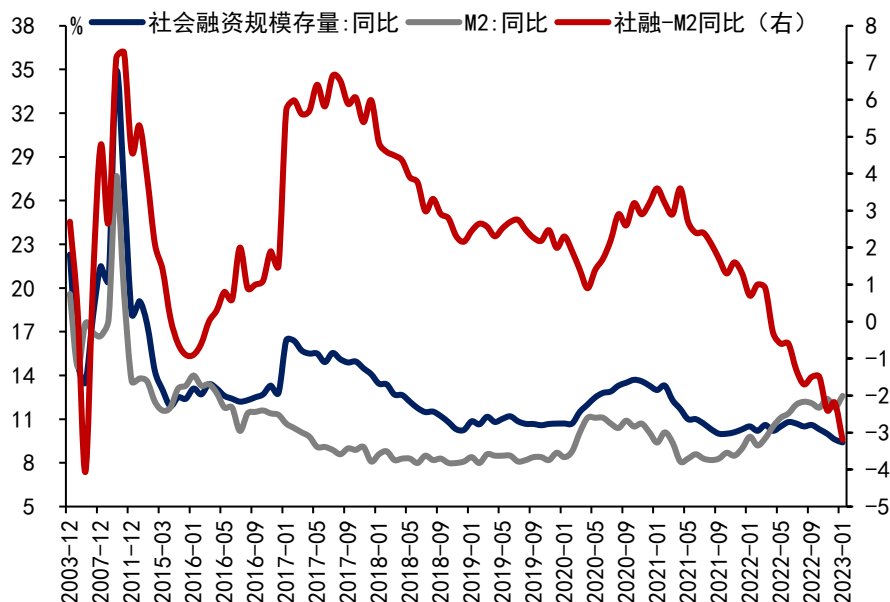
第一，结构性货币政策工具大有可为，政策性金融开发工具继续延续。人民银行强调，一方面货币信贷的总量要适度，节奏要平稳，要巩固实际贷款利率下降的成果。另一方面，还要适度发挥结构性货币政策的作用，继续对普惠小微、绿色金融、科技创新等领域保持有力的支持力度。

第二，降息的空间正在变小。易纲指出“目前我们货币政策的一些主要变量的水平是比较合适的，实际利率的水平也是比较合适的”，我们看到最新的企业贷款平均利率达到了 4.17% 的历史最低水平，目前经济正处于内生动能修复的向上期，人民银行认为当前的利率水平是合适的，因而进一步通过降息来降低利率的概率比较低。但是不排除超预期因素出现，人民银行根据经济发展、信贷等情况来综合考虑，相机抉择。

第三，当前降准仍有空间，优先于降息。易纲指出“降准的办法来提供长期的流动性，支持实体经济，综合考虑还是一种比较有效的方式，使整个流动性在合理充裕的水平上”，近期流动性收紧，实体融资需求上升，1 年期 AAA 存单利率达到了 MLF 利率，银行间隔夜利率一度达到 16%，叠加公开市场到期量较大。因而，后续有望通过降准来释放资金，保持流动性合理充裕。

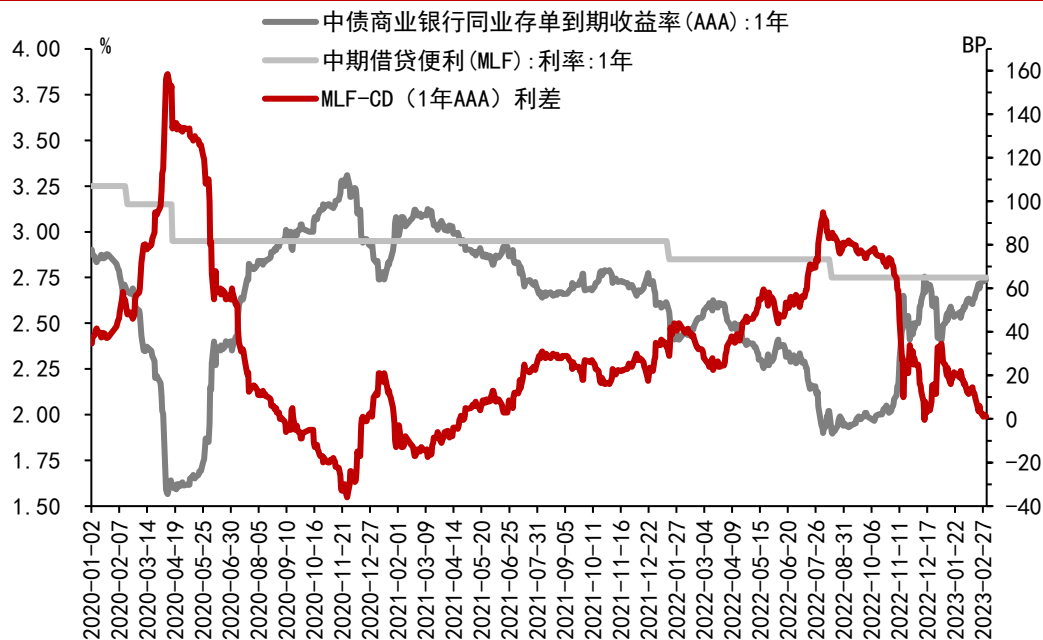
第四，流动性回归常态，资金利率围绕政策利率中枢变化。

图表 10 社融和 M2 剪刀差继续收窄



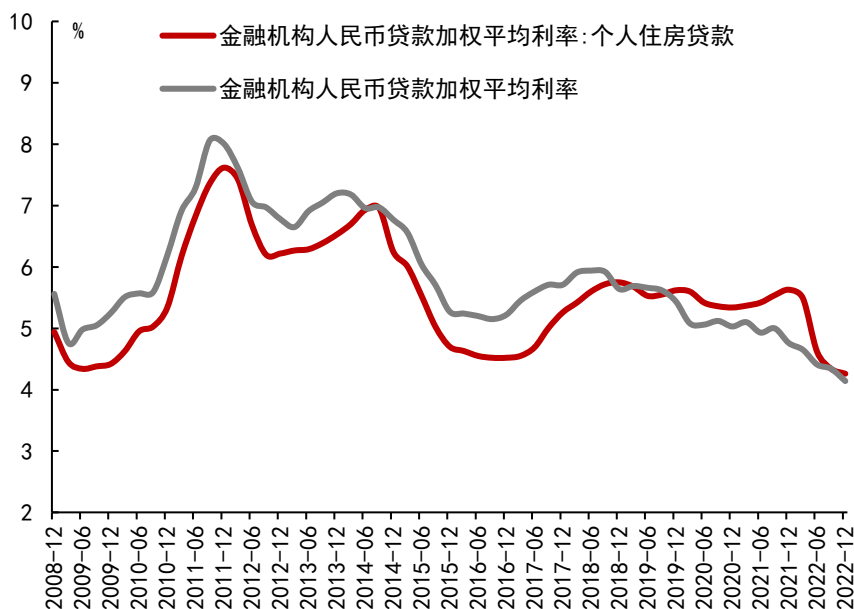
资料来源: Wind 中证鹏元

图表 11 存单利率大幅上行至 MLF 利率



资料来源: Wind 中证鹏元

图表 12 金融机构企业贷款利率已经降至历史低点



资料来源：Wind 中证鹏元

## 六、房地产：注重稳和防风险，关注小阳春的持续性

政府工作报告指出“加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题”，与中央经济工作会议的表述基本一致，增加了“加强住房保障体系建设”，重点介绍保障房：

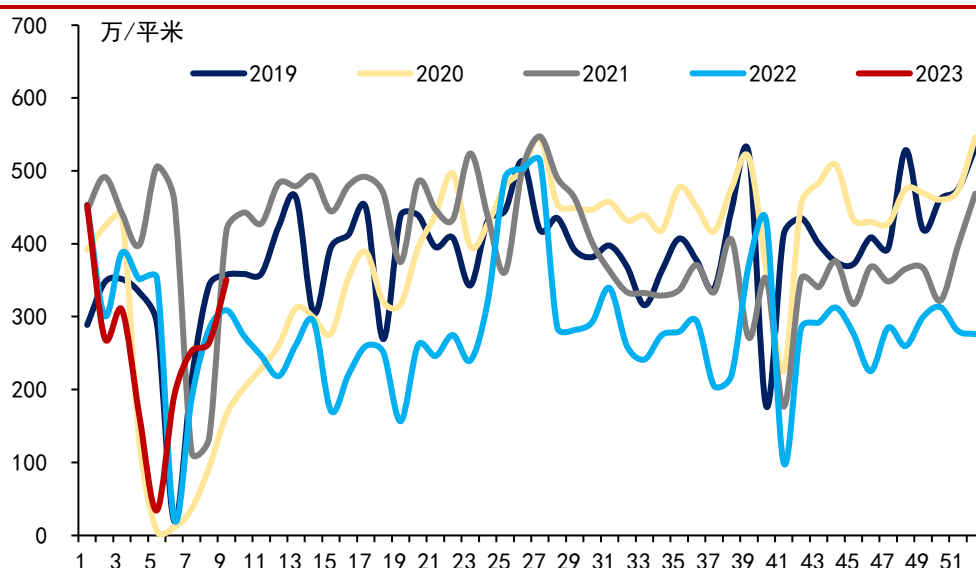
2021年，国务院办公厅发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》（国办发〔2021〕22号，以下简称国办发22号文），提出为解决符合条件的新市民、青年人等群体的住房困难问题，加快发展保障性租赁住房，并正式明确未来我国将搭建以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主的住房保障体系架构，保障性租赁住房一直是政策的支持重点。2月24日，人民银行、银保监会起草了《关于金融支持住房租赁市场发展的意见（征求意见稿）》（住房租赁“17条”），支持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，培育和发展住房租赁市场，促进房地产市场平稳健康发展。根据住建部要求，“十四五”时期，全国初步规划建设筹集保障性租赁住房近900万套（间），其中40个重点城市将建设筹集650万套（间），预计可解决2600多万新市民青年人的住房困难，可完成投资3万亿元左右。根据统计局年度统计公报，2021年、2022年，全国建设筹集保障性租赁住房94万套（间）、265万套（间），“十四五”前两年累计完成359万套（间），建设进度处于“十四五”时期的平均水平（年均180万套（间））。不仅如此，保障性租赁住房已经发行了四单公募REITs，创新了投融资工具，目前四单保障房REITs市值达到了58亿元，约占全市场市值的7%，较发行价格上涨16%。

再来看，房地产市场销售情况，1月份70个大中城市中商品住宅销售价格环比上涨城市个数增加；一线城市商品住宅销售价格环比转涨、二三线城市环比降势趋缓，一线城市商品住宅销售价格同比上涨、二三线城市同比下降。30城商品房成交面积已经达到了近年来的中等偏上水平。北京、上海、深圳等地二手房成交活跃，呈现楼市小阳春。但注意春节后的季节性反弹因素，后续持续性仍有不确定性，紧盯地产的改善情况。

总体来看，在稳经济的大背景下，稳地产是前提，因而地产供需两侧的宽松政策仍可期待。在2022年金融数据新闻发布会上，央行有关负责人表示，有关部门起草了《改善优质房企资产负债表计划行动方案》，预计政策将在3月落地。方案共21项工作任务，既包括抓好已经出台政策的落实，也包括设立全国性资产管理公司专项再贷款、设立住房租赁贷款支持计划等一系列新举措。方案设定了优质房企条件，没有具体名单，由金融机构自主把握。方案明确要完善针对30家试点房企的“三线四档”规则，在保持规则整体框架不变的基础上，完善部分参数设置。

进一步来看，今年仍是地产企业风险逐步出清的一年，保交楼、保稳定仍是首要任务，政策注重防风险，在政策支持下，进一步利好优质房企比如龙湖、万科、保利等。关注长租房市场的改革、房企新发展模式探索、房企参与公募REITs等。

图表 13 30大中城市商品房周度成交面积：2023年销售回暖较快



资料来源：Wind 中证鹏元

## 七、城投：重点关注化债，隐债不增是底线，监管仍偏紧

2023 年政府工作报告明确提出，“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”，2022 年政府工作报告并没有提及隐债化解的问题。总体内容还是延续了中央经济工作会议的表述，2 月 16 日，《求是》杂志发表总书记重要文章《当前经济工作的几个重大问题》（2022 中央经济工作会议上讲话的一部分，对隐债问题的内容更加具体），对隐性债务问题提出了更加明确的要求，具有纲领性指导作用。具体内容为“防范化解地方政府债务风险。要压实省级政府防范化解隐性债务主体责任，加大存量隐性债务处置力度，优化债务期限结构，降低利息负担，稳步推进地方政府隐性债务和法定债务合并监管，坚决遏制增量、化解存量。要禁止各种变相举债行为，防范地方国有企事业单位“平台化”。要加强对融资平台公司的综合治理，推动分类转型。要深化财税体制改革，完善财政转移支付体系，健全省以下财政体制，稳步推进地方税体系建设，夯实地方基本财力和自我发展能力”。其中“合并监管”一次最早在去年财政部部长刘昆《《健全现代预算制度》》提到，当时并未提出合并监管的定义，此次《当前经济工作的几个重大问题》明确了隐性债务和法定债务合并监管。

今年城投债监管大概率延续偏紧的趋势，政策可能有所优化，坚决遏制增量、化解存量是红线。财政部多次表态，要求进一步打破政府兜底预期，分类推进融资平台公司市场化转型。经济整体好转后，融资需求上升，基建资金仍有支撑，地产有望改善，财政压力减轻，城投基本面仍有支撑。2023 年重点关注各地隐性债务化解和重组，从地方两会政府工作报告来看，今年开年以来，城投债务置换、重组被提到重要位置。具体方式来看，还是以遏制增量、化解存量，时间换空间，优化债务期限结构，展期降息等，持续关注贵州、云南、山东等地区的城投化债方式。

综上所述，2023 年是换届之年，政府工作报告总体延续二十大和中央经济工作会议精神的内容，增量信息有限。总体目标和政策偏稳健，以稳为主，经济注重质的有效提升和量的合理增长。宏观政策优先扩内需尤其是促进消费改善，注重改善预期和提振发展信心。财政支出规模适度，预计弱于 2022 年，发力仍比较靠前。货币政策相机抉择，稳健偏中性，进一步大幅宽松的可能性较低，市场利率回归政策利率附近。防范和化解风险重点在地产和隐性债务。关注产业政策、科技、安全、数字经济等方面。

近期关注新总理的记者会、国常会和机构改革方案等，3 月即将公布经济数据，进一步验证经济恢复情况。中期紧盯 4 月的政治局会议（预计是增量政策出台的时点）。另外，今年四季度将举行党的二十届三中全会，历届三中全会都承担着经济发展和经济体制改革的使命。

## 免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
- 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
- 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
- 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。



## 中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际）三 楼 电话：0755-82872897 传真：0755-82872090	地址：北京市朝阳区建国路世茂 大厦 C 座 23 层 电话：010-66216006 传真：010-66212002	地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 总机：021-51035670 传真：021-51917360
湖南	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区湘府 东路 200 号华坤时代 2603 电话：0731-84285466 传真：0731-84285455	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室 电话：025-87781291 传真：025-87781295	地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号 电话：028-82000210
山东	陕西	香港
地址：山东自由贸易试验区济南 片区经十路华润中心 SOHO 办公 楼 1 单元 4315 室 总机：0531-88813809 传真：0531-88813810	地址：西安高新区唐延路 22 号 金辉国际广场 902 室 电话：029-88626679 传真：029-88626679	地址：香港中环皇后大道中 39 号 丰盛创建大厦 10 楼 1002 室 电话：+852 36158343 传真：+852 35966140