



中国宏观月刊

2024年3月

王丹 恒生中国首席经济学家



2024 两会：政策目标与现实

| | 2019目标 | 2019实际 | 2023目标 | 2023年实际 | 2024年目标 |
|----------------|-------------|--------|-------------------------------|----------------|-----------------------------|
| 实际GDP增速 (%) | 6-6.5 | 6.1 | 5左右 | 5.2 | 5左右 |
| CPI (%) | 3 | 2.9 | 3 | 0.2 | 3 |
| 新增城镇就业人数 (百万) | 11以上 | 13.5 | 12左右 | 12.4 | 12以上 |
| 城镇调查失业率 (%) | 5.5 | 5.2 | 5.5 | 5.1 | 5.5 |
| 货币供应 M2 (%) | 与名义经济增速基本匹配 | 8.7 | 与名义经济增速基本匹配 | 9.7 | 同经济增长和价格水平预期目标相匹配 |
| 赤字率* (%) | 2.8 | 4.9 | 3 | 4.6 | 3 |
| 一般公共预算支出 (万亿元) | >23 | 24.5 | 27.5 | 27.5 | 28.5 |
| 政府基金性支出 (万亿元) | 10 | 9.1 | 11.8 | 10.1 | 12 |
| 地方政府专项债 (万亿元) | 2.2 | 2.1 | 3.8 | 3.95 | 3.9 |
| 特别国债 (万亿元) | - | - | - | 1 (计入赤字) | 1 (计入政府性基金) |
| 减税降费 (万亿元) | 2 | 2.4 | 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 | 新增税费优惠超过2.2万亿元 | 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 |

数据来源：政府工作报告；国家统计局；财政部；恒生中国

注：*官方赤字率为一般公共预算支出与收入差额经过补充中央预算稳定调节基金、政府性基金预算、国有资本经营预算调入资金及使用结转结余调整后得到的赤字率；赤字率实际值的计算口径为一般公共预算收支差额与名义GDP之比。

两会为2024年设定了较高的经济增长目标。其中GDP预期增长“5%左右”以及CPI实现3%的目标均和去年持平。在提振市场信心的同时，较高的经济增速将会匹配1200万新增城镇就业目标。和2023年相比，今年实现目标有一定挑战。2023年有疫情开放红利，消费在2022年的低基数上大幅反弹，今年没有此上行因素。私营企业和消费者信心仍需进一步提升，投资和消费行为保守。因此，今年的经济表现取决于宏观政策力度。

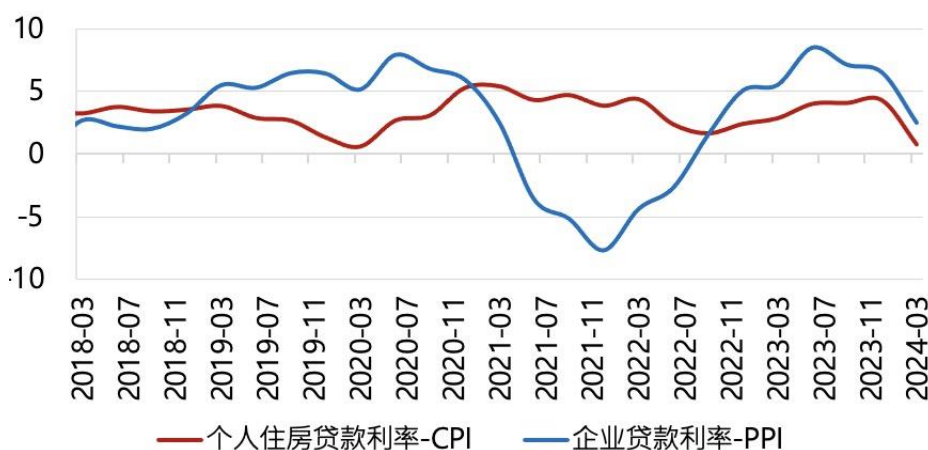
货币力度

2023年，货币政策名稳实紧。企业面对的平均贷款利率为3.88%（按照PPI调整后的实际贷款利率为6.88%）。国企和龙头民企可获得的银行贷款资金充足、利率极低，可低至3%以下。去年新增社融中，有27%是政府债券，而在2019年该比例仅为18%。房地产行业资金枯竭，主要压力来自购房需求不足。

今年情况和去年类似，政府仍然无意推高资产泡沫。两会中关于货币政策的论述和去年召开的全国金融工作会议一致，强调“灵活适度，精准有效”，而非扩张性的。这意味着，假如经济数据不及预期，央行仍会放松银根来稳定市场，但降息降准幅度均不会太大。

PSL（抵押补充贷款工具）是主要的结构性货币政策之一，由央行通过政策性银行向特定部门提供长期、低息资金。第一轮PSL于2014年展开，2014-2018年共计投放资金3.4万亿元，直接效果是推高了二三线城市的房价。今年PSL可能的投放方向是保障房、城中村改造和抗震救灾相关基建。2023年12月和2024年1月分别新增了3500和1500亿元，总体规模不及前次。本次启动PSL的主要效果是为投资托底，对经济的拉动效果会不及2014年。

消费者和企业的实际借款成本(%)



数据来源：国家统计局；中国人民银行；恒生中国

注：由于数据可得性，2020年之前的企业贷款利率是由所有贷款与个人住房贷款平均利率估算而得。

财政力度

2023年，财政明显紧缩，在年底有所发力。政府债务规模继续增长，债务负担从地方向中央转移。新增的1800亿元赤字全部由中央政府承担，中央预算赤字是历年来最高水平。预期未来几年，这种结构性转移将会持续。如果要达到全年的GDP增长目标，财政支出力度需要高于去年。



数据来源：财政部；恒生中国

减税降费是近几年主要的改革方向。2020-2023期间，每年减税降费力度分别为2.6，1.1，3.4和2.2万亿元。减税的主要受益人为企业。两会强调要做好“结构性减税降费”，专门针对科技创新和制造业企业。与此同时，个人所得税总额上升，从2019年1万亿元上升至2023年的1.5万亿元，占GDP的1.2%。个税中的可抵扣额度有所提高，但幅度不大，包括赡养老人、子女教育、租房和购房等。根据我们预测，2023年全年个税减免可达1000亿元。但目前中国仅有1亿多人缴纳个人所得税，占人口的10%左右。随着居民收入上升，未来个税税基仍可能扩大以补充财政缺口。

社保支出继续上升，会在边际上利好低收入人群。两会报告中提出将居民医保人均标准提高30元，城乡居民养老金最低标准提高20元。按照2022年底医保参保人数（9.8亿人）和养老金领取人数（1.6亿人）计算，财政支出将因此增加326亿元。这部分额外支出将会利好低收入人群，和共同富裕的政策一致。

土地财政下降是地方增长的主要限制。2021年土地出让收入为8.7万亿元，相当于地方一般公共财政收入的42%，2022和2023年分别下降了23%和13%。2023年土地出让金仅占地方财政收入的32%，其中很大部分土地拍卖的买家是国企。土地财政下降限制了地方政府启动项目的的能力。预期2024年土地拍卖和土地出让金收入会进一步下降，这意味着地方政府需要开发新的税源，并更依赖中央政府。

地方政府专项债和中央特别国债发行量继续上升，将给债券市场带来压力。目前，地方政府债务的年度利息支出约相当于1/3的新增专项债发行额，这将削弱新的基建项目支持。2024年计划新增3.9万亿元专项债，相当于提高赤字率3%，新增的1万亿超长期中央特别国债，相当于提高赤字率0.8%。总体上看，2024年的财政支出力度将高于去年，但实际推进仍然受限于项目质量和各地方政府的风险承受能力。

产业转型

2023年，房地产政策明松实紧。全年房地产投资下降9.6%，新房开工面积下降20.4%，住房销量下降8.5%。尽管地方政府有限价措施，一手房价格下降1%，二手房价格下降4%。事实上，房地产政策的目标仍然是尽量维持房价平稳下降，房地产企业继续去杠杆以控制金融风险。两会特别提到要“标本兼治化解房地产”风险，并推进“保交楼”，提高保障房建设和供给。此外没有任何信号表明政策将会尝试推高房价或者活跃地产交易。预期今年房价仍将下探。但由于一方面房价已经出现长期下行趋势，另一方面房价下跌幅度又受到政策限制，无法充分反应市场供需，这导致潜在购房者态度谨慎，观望时间延长。

2024年的资本流向十分清晰。会议提到的“新质生产力”或者“高质量发展”都意味着中国经济将持续向高新低碳绿色转型。新增资本将会通过产业投资基金、资本市场和银行流入新兴产业。会议中特别提到高新产业包括智能网联新能源汽车、新型氢能、新材料、创新药、生物制造、商业航天、低空经济、量子技术和生命科学。银行和资本市场将有更高比例的资本投向高新产业，逐步从房地产等传统行业撤出。

中国的重点城市群和产业基地优势将更加突出。粤港澳大湾区兼具“经济发展优势地区”和“保持香港、澳门长期稳定”的战略定位，将在经济增长中起到核心带动的作用。两会也提到要推动外贸“质升量稳”，优化“跨境结算、汇率风险管理”服务，支持企业“开拓多元化市场”，发展跨境电商。长三角和粤港澳区域在高新制造业和新业态跨境贸易中均享有巨大优势和国际竞争力，我们预期未来几年将会持续吸引投资和人口流入。

免责声明

本文件由恒生银行（中国）有限公司（“恒生中国”）发布。本文所载信息乃基于恒生中国认为可靠的资料来源，但该等资料来源未经独立核证。并且，本文包含的预测及意见只作为一般的市场评论，仅供参考。该等预测及意见为恒生中国或撰写本文件的（一位或多位）投资顾问于本文件刊发时的意见，可作修改而毋须另行通知。本文件并不构成，亦无意作为，也不应被诠释为有关投资于本文提及的任何证券或投资产品的投资建议，要约、要约邀请或推荐。

关于本文所含信息、预测或意见的公平性、准确性、完整性或正确性，以及任何该等预测或意见所依赖的基础，恒生中国不作任何明示或暗示的保证、陈述、担保或承诺，恒生中国亦不会就任何人使用或依赖本文所载任何该等信息、预测或意见而承担任何责任。阁下须自行评估本文所载信息、预测或意见的相关性、准确性及充足性，且如阁下认为必要或恰当，阁下可为该等评估开展相关独立调查。

恒生中国及其关联公司可能自营、承销本文提及的全部或任何证券和/或投资产品，或已经就此等交易建立头寸。恒生中国及其关联公司亦可能因进行本文提及的全部或部分证券和/或投资产品赚取佣金或费用。

本文提及的证券或投资产品可能并不适合所有投资者，且并未考虑各收件人的任何特定投资目标、财务状况或其他需要。在作出任何投资决定前，阁下须基于自身的投资目标、财务状况及特定需要而作出投资决定，如有需要，阁下应于作出任何投资前咨询阁下的专业顾问。

投资有风险。阁下应当注意投资价值可能向上或向下波动，且投资过去的表现不代表其未来表现。本文并不旨在识别相关证券或投资产品涉及的所有风险。

©版权[2024]「恒生中国」保留所有权利。未经「恒生中国」事先书面许可，不得将本文件之任何部分复制、储存于检索系统，或以任何形式或途径（包括电子、机械、复印、录制或其他）传送。