

两会后，变与不变

2024 年 03 月 05 日

2024 年《政府工作报告》当中有哪些关键点，两会召开后，债市核心“矛盾”又将如何演绎？本文聚焦于此。

➤ 《政府工作报告》有哪些关键点？

经济目标增速来看，本次政府工作报告提出今年 GDP 目标增速为 5% 左右，总体符合市场预期。(1) 宏观政策总基调来看，今年政策积极基调仍会延续，但整体力度或在温和适度的范围内，“稳”是大局和基础。(2) 财政政策来看，今年财政基调是“适度加力、提质增效”。目标赤字率仍按 3% 安排，或并未超出市场预期。拟安排新增地方专项债 3.9 万亿元，较去年扩张幅度有限。从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，一定程度超出市场预期。此外，化债将持续推进深化。(3) 货币政策来看，今年财政基调是“灵活适度、精准有效”。在经济修复内生动能偏弱、通胀低位运行之下，货币政策或将进一步致力于降成本，以助力稳增长以及稳物价。全年降息仍有可能，节奏上一方面需兼顾内外均衡问题，另一方面需考虑稳定银行负债成本，故而全年降准和存款利率调降也仍可期待。此外，结构性货币工具也有望继续加大运用，预计主要包括引导存量贷款向重点领域倾斜、聚焦“五大篇章”、继续增加对房地产的支持等。(4) 从具体抓手看，一是促进消费稳定增长，从多方面综合施策，主要包括增加收入、优化供给、减少限制性措施，二是积极扩大有效投资：一方面需要发挥好政府投资，另一方面则是鼓励和支持民间投资。其中，强调加快发展新质生产力，以科技创新提高全要素生产率，科技助力稳增长。

➤ 两会后，债市的“变与不变”

首先从历史观察，历年两会后，市场对后续政策力度往往有一定修正，但利率具体走势仍取决于当时经济基本面、资金面以及政策的边际变化，此外债市供需、市场情绪也是重要影响因素。

其次从本次两会召开后的情况看，债市的几点核心“矛盾”将如何演绎？

(1) 从政策力度看，《报告》当中表述总体符合市场预期，2024 年宏观政策延续积极发力，而不会“急转弯”，于债市而言，政策组合仍较“友好”；(2) 短期内而言，从当前经济修复内生动能的状态看，在政策刺激总体较温和的情况下，短期内经济的修复情况仍待进一步观察，或仍对债市走强有一定支撑。

(3) 从供需结构来看，增发 1 万亿元特别国债，或带来一定供给压力。假设今年 1 万亿元特别国债也在 6 月前开始发行，这便意味着地方债或将在 3 月以及二季度前置发行，综合来看供给压力或将较年初提升。(4) 货币和资金来看，央行或仍将进行对冲以维护流动性合理充裕，资金面所受扰动预计相对有限。但除了政府债发行缴款扰动，3 月还是传统的信贷投放放大月，再考虑到跨季因素扰动，今年 3 月资金利率中枢预计总体呈抬升趋势，特别是中下旬的波动和分层或将有所加大，但央行“呵护”之下总体波动预计可控。

综合来看，短期内而言，经济基本面修复情况仍待进一步观察，货币和资金预计仍维持稳健宽松，债市仍无较大的利空因素，做多仍有支撑。但从 3 月阶段性来看，需关注政府债发行、信贷投放和跨季因素影响下的资金波动，且曲线愈发平坦化的当下，短端若未进一步打开空间，期限利差进一步压缩或受限，特别是再考虑到超长债供给放量的预期，长端不排除阶段性调整的可能。

➤ 风险提示：政策不确定性；基本面变化超预期；可能存在信息滞后、更新不及时或不全面的风险。



分析师 谭逸鸣

执业证书：S0100522030001

邮箱：tanyiming@mszq.com

研究助理 郎赫男

执业证书：S0100122090052

邮箱：langhenan@mszq.com

相关研究

- 1.信用策略系列：超长信用债，趋势与浪潮-2024/03/05
- 2.区域经济财政债务专题：2023 各地经济财政债务“成绩单”-2024/03/04
- 3.可转债打新系列：益丰转债：区域性龙头医药零售连锁企业-2024/03/04
- 4.二永债周度跟踪 20240303：长端二永，阶段性防御？-2024/03/03
- 5.城投、产业、金融债利差跟踪周报 20240303：短端二永，估值回调-2024/03/03

目录

1 《政府工作报告》有哪些关键点？	3
2 两会后，债市的“变与不变”	12
3 小结	16
4 风险提示	18
插图目录	19
表格目录	19

2024 年 3 月 5 日上午 9 时，十四届全国人大二次会议召开，国务院总理李强代表国务院，向十四届全国人大二次会议作政府工作报告。

于债市而言，本次《政府工作报告》当中有哪些关键点，两会召开后，债市核心“矛盾”又将如何演绎？本文聚焦于此。

1 《政府工作报告》有哪些关键点？

于债市而言，本次《政府工作报告》（下称《报告》）当中有哪些关键点需重点关注？我们分别从经济工作目标、宏观政策基调及对应具体抓手来看。

首先，从经济目标增速来看：

本次政府工作报告提出今年 GDP 目标增速为 5%左右，CPI 同比目标 3%左右，基本符合市场预期。毕竟从今年各地两会来看，2024 年各地 GDP 目标加权增速为 5.4%，而从往年情况观察，地方加权目标增速通常略高于全国两会增速目标，前者通常为后者水平的 1.1 倍，故而市场对于今年全国 GDP 目标增速的预期值在 5%左右，此外各地 CPI 同比目标也均为 3%左右。

同时，就业目标也进一步增强，GDP 目标增速不变的情况下，城镇新增就业目标由去年的“1200 万人左右”提高为今年的“1200 万人以上”。

但考虑到基数的抬升，以及当前经济内生修复动能的实际情况，5%左右的目标增速，一方面反映政策端对于稳增长的诉求和决心，另一方面也意味着政策发力或需更为积极，加码助力实现 5%左右的增长目标。

对此，《报告》中也明确指出，目标的设定综合了多方面考量，实现预期目标并非易事，需要政策聚焦发力、加倍努力：

“提出上述预期目标，综合考虑了国内外形势和各方面因素，兼顾了需要和可能。经济增长预期目标为 5%左右，考虑了促进就业增收、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，体现了积极进取、奋发有为的要求。实现今年预期目标并非易事，需要政策聚焦发力、工作加倍努力、各方面齐心协力。”

表1：十八大以来，历年政府工作报告提出的经济发展目标

年份	对国内经济形势的判断	GDP目标	CPI目标	城镇新增就业	目标设立原因
2024	今年我国发展面临的环境仍是战略机遇和风险挑战并存，有利条件强于不利因素。	国内生产总值增长5%左右	居民消费价格涨幅3%左右	城镇新增就业1200万人以上，城镇调查失业率5.5%左右	经济增长预期目标为5%左右，考虑了促进就业增收、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，体现了积极进取、奋发有为的要求。实现今年预期目标并非易事，需要政策聚焦发力、工作加倍努力、各方面齐心协力。
2023	当前发展面临诸多困难挑战。	国内生产总值增长5%左右	居民消费价格涨幅3%左右	城镇新增就业1200万人左右，城镇调查失业率5.5%左右	—
2022	发展面临的风险挑战明显增多，必须爬坡过坎。	国内生产总值增长5.5%左右	居民消费价格涨幅3%左右	城镇新增就业1100万人以上，城镇调查失业率全年控制在5.5%以内	经济增速预期目标的设定，主要考虑稳就业保民生产防风险的需要，并同近两年平均经济增速以及“十四五”规划目标要求相衔接。这是高基数上的中高速增长，体现了主动作为，需要付出艰苦努力才能实现。
2021	今年我国发展仍面临不少风险挑战，但经济长期向好的基本面没有改变。	6%以上	3%左右	1100万人以上；5.5%左右	考虑了经济运行恢复情况，有利于引导各方面集中精力推进改革创新、推动高质量发展。经济增速、就业、物价等预期目标，体现了保持经济运行在合理区间的要求，与今后目标平稳衔接，有利于实现可持续健康发展。
2020	当前和今后一个时期，我国发展面临风险挑战前所未有		3.50%	城镇新增就业900万人以上；城镇调查失业率6%左右	我们没有提出全年经济增速具体目标，主要因为全球疫情和经贸形势不确定性很大，我国发展面临一些难以预料的影响因素。这样做，有利于引导各方面集中精力抓好“六稳”、“六保”。
2019	综合分析国内外形势，今年我国发展面临的环境更复杂更严峻，可以预料和难以预料的风险挑战更多更大，要做好打硬仗的充分准备。	6%-6.5%	3%左右	城镇新增就业1100万人以上；城镇调查失业率5.5%左右	上述主要预期目标，体现了推动高质量发展要求，符合我国发展实际，与全面建成小康社会目标相衔接，是积极稳妥的。实现这些目标，需要付出艰苦努力。
2018	综合分析国内外形势，我国发展面临的机遇和挑战并存。	6.5%左右	3%左右	城镇新增就业1100万人以上；城镇调查失业率5.5%以内	上述主要预期目标，考虑了决胜全面建成小康社会需要，符合我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段实际。从经济基本面和就业吸纳能力看，6.5%左右的增速可以实现比较充分的就业。城镇调查失业率涵盖农民工等城镇常住人口，今年首次把这一指标作为预期目标，以更全面反映就业状况，更好体现共享发展要求。
2017	我国发展处在爬坡过坎的关键阶段，经济运行存在不少突出矛盾和问题。	国内生产总值增长6.5%左右	3%左右	城镇新增就业1100万人以上；城镇登记失业率4.5%以内	年的经济增长预期目标，符合经济规律和客观实际，有利于引导和稳定预期、调整结构，也同全面建成小康社会要求相衔接。稳增长的重要目的是为了保就业、惠民生。今年就业压力加大，要坚持就业优先战略，实施更加积极的就业政策。城镇新增就业预期目标比去年多100万人，突出了更加重视就业的导向。从经济基本面和就业吸纳能力看，这一目标通过努力是能够实现的。
2016	从国内看，长期积累的矛盾和风险进一步显现，经济增速换挡、结构调整阵痛、新旧动能转换相互交织，经济下行压力加大。	6.5%-7%	3%左右	城镇新增就业1100万人以上；城镇登记失业率4.5%以内	考虑了与全面建成小康社会目标相衔接，考虑了推进结构性改革的需要，也有利于稳定和引导市场预期。稳增长主要是为了保就业、惠民生，有6.5%—7%的增速就能够实现比较充分的就业。
2015	我国经济下行压力还在加大，发展中深层次矛盾凸显，今年面临的困难可能比去年还要大。同时，我国发展仍处于可以大有作为的重要战略机遇期，有巨大的潜力、韧性和回旋余地。	7%左右	3%左右	城镇新增就业1000万人以上；城镇登记失业率4.5%以内	经济增长预期7%左右，考虑了需要和可能，与全面建成小康社会目标相衔接，与经济总量扩大和结构升级的要求相适应，符合发展规律，符合客观实际。以这样的速度保持较长时间发展，实现现代化的物质基础会更加雄厚。稳增长也是为了保就业，随着服务业比重上升、小微企业增多和经济体量增大，7%左右的速度可以实现比较充分的就业。各地要从实际出发，积极进取、挖掘潜力，努力争取更好结果。
2014	我国支撑发展的要素条件也在发生深刻变化，深层次矛盾凸显，正处于结构调整阵痛期、增长速度换挡期，到了爬坡过坎的紧要关口，经济下行压力依然较大。同时要看到，我国发展仍处于可以大有作为的重要战略机遇期，工业化、城镇化持续推进，区域发展回旋余地大，今后一个时期保持经济中高速增长有基础也有条件。我们必须防微虑远，趋利避害，一定要牢牢把握发展的主动权。	7.50%	3.5%左右	城镇新增就业1000万人以上；城镇登记失业率4.6%以内	国仍是一个发展中国家，还处于社会主义初级阶段，发展是解决我国所有问题的关键，必须牢牢扭住经济建设这个中心，保持合理的经济增长速度。经过认真比较、反复权衡，把增长预期目标定在7.5%左右，兼顾了需要和可能。这与全面建成小康社会的目标相衔接，有利于增强市场信心，有利于调整优化经济结构。稳增长更是为了保就业，既要满足城镇新增就业的需要，又要为农村转移劳动力进城务工留出空间，根本上是为了增加城乡居民收入、改善人民生活。实现今年经济增长目标有不少积极因素，但必须付出艰辛努力。
2013	我国发展仍处于可以大有作为的重要战略机遇期，经济社会发展具备很多有利条件和积极因素，也面临不少风险和挑战。	7.5%左右	3.5%左右	城镇新增就业900万人以上；城镇登记失业率4.6%以内	于经济增长目标。这是一个综合性指标，各方面高度关注。今年经济增长预期目标定为7.5%左右，主要基于两方面考虑：一方面，要继续抓住机遇、促进发展。这些年，我国制造业积累了较大产能，基础设施状况大为改善，支撑能力明显增强，储蓄率较高，劳动力总量仍然很大。必须优化配置和利用生产要素，保持合理的增长速度，为增加就业、改善民生提供必要条件，为转方式、调结构创造稳定环境；必须使经济增长与潜在增长率相协调，与生产要素的供给能力和资源环境的承受能力相适应。另一方面，要切实按照科学发展观的要求，引导各方面把工作重心放到加快转变经济发展方式和调整经济结构上，放到提高经济增长的质量和效益上，推动经济持续健康发展。综合权衡，今年的经济增长目标定为7.5%左右是必要的、适宜的，实现这个目标需要付出艰苦努力。

资料来源：新华社，中国政府网，民生证券研究院

其次，从政策基调及对应抓手看：

（1）宏观政策总基调来看，今年政策积极基调仍会延续，但整体力度或在温和适度的范围内，“稳”是大局和基础。《报告》强调，要多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，谨慎出台收缩性抑制性举措，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，加强政策工具创新和协调配合：

“我们要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破。稳是大局和基础，各地区各部门要多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，谨慎出台收缩性抑制性举措，清理和废止有悖于高质量发展的政策规定。进是方向和动力，该立的要积极主动立起来，该破的要在立的基础上坚决破，特别是在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取。强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。”

这当中，《报告》特别强调增强宏观政策取向一致性，确保同向发力、形成

合力，并营造稳定透明可预期的政策环境：

“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。”

表2：十八大以来，历年政府工作报告的宏观政策基调

年份	具体内容
2024	我们要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破。稳是大局和基础，各地区各部门要多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，谨慎出台收缩性抑制性举措，清理和废止有悖于高质量发展的政策规定。进是方向和动力，该立的要积极主动立起来，该破的要在立的基础上坚决破，特别是要在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取。强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。
2023	要坚持稳字当头、稳中求进，面对战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多，保持政策连续性稳定性针对性，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。
2022	宏观政策要稳健有效。要保持宏观政策连续性，增强有效性。政策发力适当靠前，及时动用储备政策工具，确保经济平稳运行。宏观政策有空间有手段，要强化跨周期和逆周期调节，为经济平稳运行提供有力支撑。
2021	保持宏观政策连续性稳定性可持续性，促进经济运行在合理区间。在区间调控基础上加强定向调控、相机调控、精准调控。宏观政策要继续为市场主体纾困，保持必要支持力度，不急转弯，根据形势变化适时调整完善，进一步巩固经济基本盘。
2020	守住“六保”底线，就能稳住经济基本盘；以保促稳、稳中求进，就能为全面建成小康社会夯实基础。加大宏观政策实施力度，着力稳企业保就业。
2019	要正确把握宏观政策取向，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，实施就业优先政策，加强政策协调配合，确保经济运行在合理区间，促进经济社会持续健康发展。长期积累的诸多风险隐患必须加以化解，但要遵循规律，讲究方式方法，按照坚定、可控、有序、适度要求，在发展中逐步化解，坚决避免发生系统性、区域性风险。在当前经济下行压力加大情况下，出台政策和工作举措要有利于稳预期、稳增长、调结构，防控风险要把握好节奏和力度，防止紧缩效应叠加放大，决不能让经济运行滑出合理区间。同时，也不能只顾眼前，采取损害长期发展的短期强刺激政策，产生新的风险隐患。
2018	今年要继续创新和完善宏观调控，把握好宏观调控的度，保持宏观政策连续性稳定性，加强财政、货币、产业、区域等政策协调配合。
2017	今年要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，在区间调控基础上加强定向调控、相机调控，提高预见性、精准性和有效性，注重消费、投资、区域、产业、环保等政策的协调配合，确保经济运行在合理区间。
2016	稳定和完善的宏观经济政策，保持经济运行在合理区间。我们宏观调控还有创新手段和政策储备，既要立足当前、有针对性地出招，顶住经济下行压力，又要着眼长远、留有后手、谋势蓄势。
2015	更加注重预调微调，更加注重定向调控，用好增量，盘活存量，重点支持薄弱环节。以微观活力支撑宏观稳定，以供给创新带动需求扩大，以结构调整促进总量平衡，确保经济运行在合理区间。
2014	完善宏观调控政策框架，守住稳增长、保就业的下限和防通胀的上限。要加强财政、货币和产业、投资等政策协同配合，做好政策储备，适时适度预调微调，确保中国经济这艘巨轮行稳致远。
2013	保持政策连续性和稳定性，增强前瞻性、针对性和灵活性。

资料来源：新华社，中国政府网，民生证券研究院

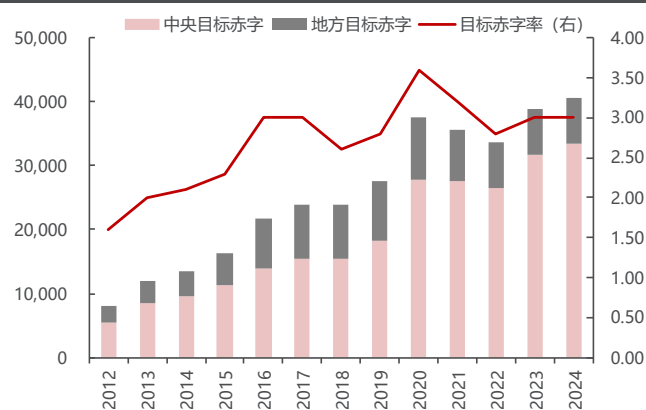
（2）从财政政策来看，今年财政基调是“适度加力、提质增效”，其中，“适度加力”对应综合考虑发展需要和财政的可持续性，“提质增效”对应需要

用好财政政策空间、优化政策工具组合。

目标赤字率来看，今年仍按 3% 安排，预算赤字规模 4.06 万亿元，或并未超出市场预期。一方面，回顾历年政府工作报告当中提出的目标赤字率，仅 2020 和 2021 年分别设定为 3.6%、3.2% 之外，其余年份目标赤字率均在 3% 及以下；但另一方面，去年四季度提出增发万亿国债后，赤字率提高至 3.8% 的水平，考虑到 2024 年稳增长诉求仍较强，市场对今年目标赤字率突破 3% 存在一定预期。综合来看，今年 3% 的赤字率安排，总体并未超出市场预期。

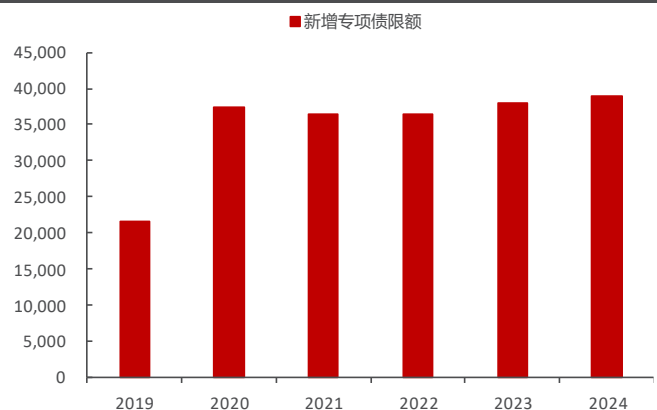
新增专项债方面，今年拟安排新增地方专项债 3.9 万亿元，较去年扩张幅度有限，考虑到化债背景下地方加杠杆的空间和能力均受限，今年新增专项债规模仅扩张 1000 亿元基本符合市场预期。

图1：历年目标赤字率及赤字规模（亿元，%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：历年新增专项债限额（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

值得关注的是，《报告》提出，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，今年先发行 1 万亿元，一定程度超出市场预期。综合考虑发展需要和财政的可持续性，市场对于今年特别国债存在一定预期，但本次《报告》指出从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，还是一定程度超预期。

“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。”

综合来看，2024 年在中央加杠杆、地方稳杠杆之下，债务结构将进一步优化。

此外，2024 年化债将持续推进深化。《报告》强调，要稳妥有序处置风险隐患、健全风险防控长效机制：

“统筹好地方债务风险化解和稳定发展，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。”

建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，完善全口径地方债务监测监管体系，分类推进地方融资平台转型。”

表3：十八大以来，历年政府工作报告的财政政策表述

年份	财政政策基调	赤字率安排	专项债、超长期特别国债
2024	积极的财政政策要适度加力、提质增效。	赤字率拟按 3% 安排。	拟安排地方政府专项债券 3.9 万亿元。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。
2023	积极的财政政策要加力提效。	赤字率拟按 3% 安排。	今年拟安排地方政府专项债券 3.8 万亿元。
2022	积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。	赤字率拟按 2.8% 左右安排。	今年拟安排地方政府专项债券 3.65 万亿元。
2021	在区间调控基础上加强定向调控、相机调控、精准调控。宏观政策要继续为市场主体纾困，保持必要支持力度，不急转弯，根据形势变化适时调整完善，进一步巩固经济基本盘。	3.2% 左右	今年拟安排地方政府专项债券 3.65 万亿
2020	积极的财政政策要更加积极有为。	3.6% 以上	发行 1 万亿元抗疫特别国债。今年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元。
2019	积极的财政政策要加力提效。	2.80%	今年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿
2018	积极的财政政策取向不变，要聚力增效。	2.60%	今年拟安排地方政府专项债券 1.35 万亿
2017	财政政策要更加积极有效。	3%	今年拟安排地方政府专项债券 8000 亿元
2016	积极的财政政策要加大力度。	3%	今年拟安排地方政府专项债券 4000 亿元
2015	积极的财政政策要加力增效。	2.30%	处理好债务管理与稳增长的关系，创新和完善地方政府举债融资机制。适当发行专项债券。保障符合条件的在建项目后续融资，防范和化解风险隐患。优化财政支出结构，大力盘活存量资金，提高使用效率。
2014	继续实施积极的财政政策	2.10%	由中央代地方发债 4000 亿元
2013	继续实施积极的财政政策。	2% 左右	代地方发债 3500 亿元。今年财政收入增长不会太快，但财政刚性支出增加，特别是要增加保障改善民生支出，保持对经济增长和结构调整的支持力度，适当扩大财政赤字和国债规模是必要的。

资料来源：新华社，中国政府网，民生证券研究院

(3) 从货币政策来看，今年财政基调是“灵活适度、精准有效”，这当中有几个关键点：

其一，《报告》总体延续 2023 年末中央经济工作会议的表述，强调“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”，这体现在经济修复内生动能偏弱、通胀低位运行之下，货币政策将进一步致力于降成本，以助力稳增长以及稳物价。

由此角度来看，叠加考虑到海外因素掣肘在减弱，全年降息仍有可能，关键在于时间节点和节奏的把握，这当中一方面需兼顾内外均衡问题，另一方面需考虑稳定银行负债成本，故而全年降准和存款利率调降也仍可期待。

表4：十八大以来，历年政府工作报告的货币政策表述

年份	总基调	社会融资规模、M2	汇率
2024	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。	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。	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
2023	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。
2022	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。	保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配。	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
2021	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。	货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕。	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
2020	稳健的货币政策要更加灵活适度。综合运用降准降息、再贷款等手段。	综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。	保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。
2019	稳健的货币政策要松紧适度。	广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配。	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。
2018	稳健的货币政策保持中性，要松紧适度。	管好货币供给总闸门，保持广义货币 M2、信贷和社会融资规模合理增长，维护流动性合理稳定，提高直接融资特别是股权融资比重。	深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
2017	货币政策要保持稳健中性。	今年广义货币 M2 和社会融资规模余额期增长均为 12% 左右。	坚持汇率市场化改革方向，保持人民币在全球货币体系中的稳定地位。
2016	稳健的货币政策要灵活适度。	增长 13% 左右	继续完善人民币汇率市场化形成机制，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。
2015	稳健的货币政策要松紧适度。	加强和改善宏观审慎管理，灵活运用公开市场操作、利率、存款准备金率、再贷款等货币政策工具，保持货币信贷和社会融资规模平稳增长。广义货币 M2 预期增长 12% 左右，在实际执行中，根据经济发展需要，也可以略高些。	保持人民币汇率处于合理均衡水平
2014	货币政策要保持松紧适度，促进社会总供求基本平衡，营造稳定的货币金融环境。	加强宏观审慎管理，引导货币信贷和社会融资规模适度增长。今年广义货币 M2 预期增长 13% 左右。	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，扩大汇率双向浮动区间，推进人民币资本项目可兑换。
2013	继续实施稳健的货币政策。	综合运用多种货币政策工具，调节市场流动性，保持货币信贷合理增长，适当扩大社会融资规模。广义货币 M2 预期增长目标拟定为 13% 左右。	稳步推进利率、汇率市场化改革，扩大人民币跨境使用，逐步实现人民币资本项目可兑换。

资料来源：新华社，中国政府网，民生证券研究院

其二，强调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。由此来看，除了总量政策的发力，今年结构性货币工具也有望继续加大运用。

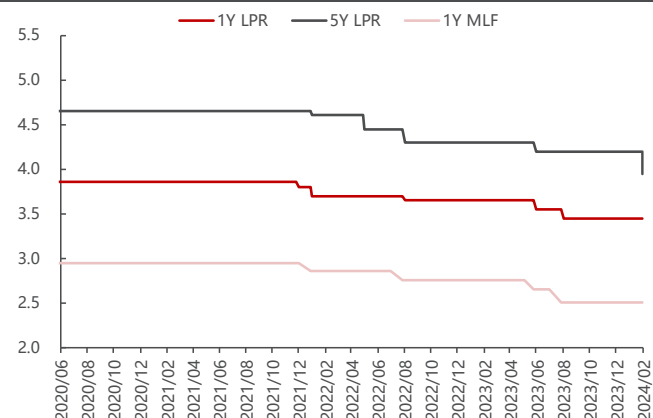
从结构性工具运用投向来看，我们预计或主要投向以下几方面领域：

(1) 引导存量贷款向重点领域倾斜：《报告》强调，要盘活存量、提升效能，由此来看央行将进一步关注存量贷款的持续效用，引导提升存量贷款的使用效率。

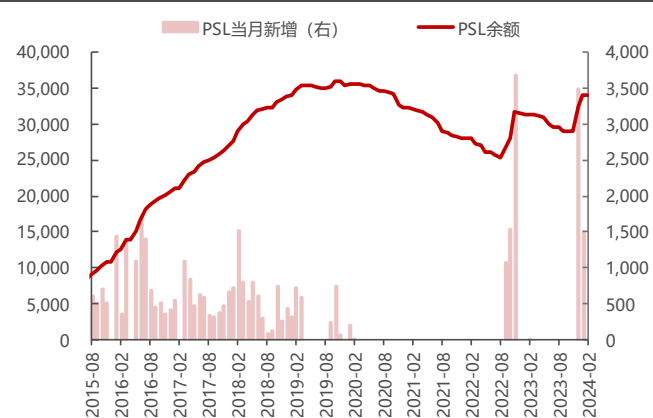
(2) 聚焦“五大篇章”：《报告》强调，大力发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融。优化融资增信、风险分担、信息共享等配套措施，更好满足中小微企业融资需求；

(3) 继续增加对房地产的支持，稳地产：《报告》指出，要优化房地产政策，

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，加快构建房地产发展新模式。此外，强调积极推进新型城镇化，推动“三大工程”，从此角度来看，2024 年政策性开发性金融机构仍将继续加大信贷支持力度，PSL 等广义财政工具也有望持续落地。

图3：MLF 与 LPR (%)


资料来源：wind，民生证券研究院

图4：PSL (亿元)


资料来源：wind，民生证券研究院

(4) 从具体抓手看，重点一是促进消费稳定增长，二是积极扩大有效投资，从而着力扩大国内需求，推动经济实现良性循环。具体而言：

一方面，激发消费潜能，促进消费稳定增长。从多方面综合施策，主要包括增加收入、优化供给、减少限制性措施，着力解决居民消费能力不足、消费意愿不强的问题。

重点措施来看，主要包括培育壮大新型消费 (数字消费、绿色消费、健康消费) 稳定和扩大传统消费 (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) 优化消费环境 (加强消费者权益保护，落实带薪休假制度) 实施标准提升行动。

二是积极扩大有效投资。这当中一方面需要发挥好政府投资，另一方面则是鼓励和支持民间投资。

政府投资方面，今年中央预算内投资拟安排 7000 亿元，合理扩大地方政府专项债券投向领域和用作资本金范围，发挥好政府投资的带动放大效应，重点支持经济社会薄弱领域补短板 and 重大工程项目假设。

民间投资方面，《报告》强调鼓励民间资本参与重大项目建设，实施政府和社会资本合作新机制，在更多领域让民间投资进得来、能发展、有作为。

其中，《报告》着重强调大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力，体现对科技创新的重视程度进一步提升。2024 年政府工作任务当中，排在第一位的就是“加快发展新质生产力”，其中重点落在推动产业链供应链优化

升级、积极培育新兴产业和未来产业、深入推进数字经济创新发展等，以科技创新提高全要素生产率，科技助力稳增长。

表5：十九大以来，历年政府工作报告的扩内需相关表述

年份	具体内容
2024	消费：促进消费稳定增长。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。培育壮大新型消费，稳定和扩大传统消费，优化消费环境，实施标准提升行动，加快构建适应高质量发展要求的标准体系，推动商品和服务质量不断提高，更好满足人民群众改善生活需要。 投资：积极扩大有效投资。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，加强民生等经济社会薄弱领域补短板，推进防洪排涝抗灾基础设施建设，推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造，加快实施“十四五”规划重大工程项目。今年中央预算内投资拟安排 7000 亿元。合理扩大地方政府专项债券投向领域和用作资本金范围，资金分配向项目准备充分、投资效率较高的地区倾斜。统筹用好各类资金防止低效无效投资。深化投资审批制度改革。着力稳定和扩大民间投资，落实和完善支持政策，实施政府和社会资本合作新机制，鼓励民间资本参与重大项目建设。进一步拆除各种藩篱，在更多领域让民间投资进得来、能发展、有作为。 房地产相关：适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快构建房地产发展新模式。加大保障性住房建设和供给，完善商品房相关基础性制度，满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求。
2023	消费：把恢复和扩大消费摆在优先位置。稳定汽车等大宗消费，推动餐饮、文化、旅游、体育等生活服务消费恢复。 投资：政府投资和政策激励要有效带动全社会投资。加快实施“十四五”重大工程。鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设，激发民间投资活力。 房地产相关：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，加快推进老旧小区和危旧房改造。
2022	消费：多渠道促进居民增收，完善收入分配制度，提升消费能力。推动线上线下消费深度融合，促进生活服务消费恢复，发展消费新业态新模式。继续支持新能源汽车消费，鼓励地方开展绿色智能家电下乡和以旧换新。加大社区养老、托幼等配套设施建设力度，在规划、用地、用房等方面给予更多支持。促进家政服务业提质扩容。加强县域商业体系建设，发展农村电商和快递物流配送。提高产品和服务质量，强化消费者权益保护，着力适应群众需求、增强消费意愿。 投资：积极扩大有效投资。围绕国家重大战略部署和“十四五”规划，适度超前开展基础设施投资。建设重点水利工程、综合立体交通网、重要能源基地和设施，加快城市燃气管道、给排水管道等管网更新改造，完善防洪排涝设施，继续推进地下综合管廊建设。中央预算内投资安排 6400 亿元。政府投资更多向民生项目倾斜，加大社会民生领域补短板力度。深化投资审批制度改革，做好用地、用能等要素保障，对国家重大项目要实行能耗单列。要优化投资结构，破解投资难题，切实把投资关键作用发挥出来。 房地产相关：有序推进城市更新，加强市政设施和防灾减灾能力建设，开展老旧建筑和设施安全隐患排查整治，再开工改造一批城镇老旧小区，支持加装电梯等设施，推进无障碍环境建设和公共设施适老化改造。
2021	消费：稳定和扩大消费。多渠道增加居民收入。健全城乡流通体系，加快电商、快递进农村，扩大县乡消费。稳定增加汽车、家电等大宗消费，取消对二手车交易不合理限制，增加停车场、充电桩、换电站等设施，加快建设动力电池回收利用体系。发展健康、文化、旅游、体育等服务消费。鼓励企业创新产品和服务，便利新产品市场准入，推进内外贸产品同线同标同质。保障小店商铺等便民服务业有序运营。运用好“互联网+”，推进线上线下更广更深融合，发展新业态新模式，为消费者提供更多便捷舒心的服务和产品。引导平台企业合理降低商户服务费。稳步提高消费能力，改善消费环境，让居民能消费、愿消费，以促进民生改善和经济发展。 投资：扩大有效投资。推进“两新一重”建设，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目，建设信息网络等新型基础设施，发展现代物流体系。政府投资更多向惠及面广的民生项目倾斜。简化投资审批程序，推进实施企业投资项目承诺制。 房地产相关：新开工改造城镇老旧小区 5.3 万个，提升县城公共服务水平。
2020	消费：支持餐饮、商场、文化、旅游、家政等生活服务业恢复发展，推动线上线下融合。促进汽车消费，大力解决停车难问题。发展养老、托幼服务。发展大健康产业。改造提升步行街。支持电商、快递进农村，拓展农村消费。要多措并举扩消费，适应群众多元化需求。 投资：重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设，主要是：加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展 5G 应用，建设数据中心，增加充电桩、换电站等设施，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级。增加国家铁路建设资本金 1000 亿元。 房地产相关：新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，支持管网改造、加装电梯等深入推进新型城镇化。发挥中心城市和城市群综合带动作用，培育产业、增加就业。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。完善便民、无障碍设施，让城市更宜居。
2019	消费：推动消费稳定增长。多措并举促进城乡居民增收，增强消费能力。落实好新修订的个人所得税法，使符合减税政策的约 8000 万纳税人应享尽享。要顺应消费需求的新变化，多渠道增加优质产品和服务供给，加快破除民间资本进入的堵点。促进家政服务业提质扩容。发展全域旅游，壮大旅游产业。稳定汽车消费，继续执行新能源汽车购置优惠政策，推动充电、加氢等设施建设。发展消费新业态新模式，促进线上线下消费融合发展，培育消费新增长点。健全农村流通网络，支持电商和快递发展。加强消费者权益保护，让群众放心消费、便利消费。我国 60 岁以上人口已达 2.5 亿。要大力发展养老特别是社区养老服务业。 投资：合理扩大有效投资。紧扣国家发展战略，加快实施一批重点项目。完成铁路投资 8000 亿元、公路水运投资 1.8 万亿元。再开工一批重大水利工程，加快川藏铁路规划建设，加大城际交通、物流、市政、灾害防治、民用和通用航空等基础设施投资力度，加强新一代信息基础设施建设。创新项目融资方式，适当降低基础设施等项目资本金比例，用好开发性金融工具，吸引更多民间资本参与重点领域项目建设。落实民间投资支持政策，有序推进政府和社会资本合作。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/986134131011010055>