



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

2022年3月5日

農銀國際政策透視

2022年中國政府工作報告：
宏觀、投資策略及行業分析



政策透視 

目錄

2022 年中國政府工作報告的宏觀解讀	3
專題探討：能源革命	7
中國銀行業	15
中國房地產業	18
中國教育業	20
中國消費業	22
中國科技/電子商貿業	24
中國電信業	26

2022年中國政府工作報告的宏觀解讀

中國實現 2021 年主要經濟預定目標

2022年3月5日中國總理李克強在第十三屆全國人民代表大會第五次會議上宣讀了本年度政府工作報告。報告主要分為三個部分，第一部分是對 2021 年的整體工作進行了回顧，第二部分主要介紹了 2022 年經濟社會發展總體要求和政策取向，第三部分說明了 2022 年政府工作任務。

如圖 1 所示，2021 年中國經濟實質增長 8.1%，大幅高于 6.0%以上的增長目標。有關就業的經濟指標城鎮新增就業亦圓滿實現目標，2021 年全年城鎮新增就業 1269 萬人，超過城鎮新增就業 1100 萬人以上的目標。2021 年城鎮調查失業率為 5.1%，低于 5.5%左右的目標。2021 年糧食產量 1.37 萬億斤，創歷史新高，實現 1.3 萬億斤以上的增長目標。2021 年中國新開工改造城鎮老舊小區 5.6 萬個，惠及近千萬家庭，亦高于 5.3 萬個的目標。此外，疫情防控成果持續鞏固，疫苗全程接種覆蓋率超過 85%，及時有效處置局部地區聚集性疫情，保障了人民生命安全和身體健康，維護了正常生產生活秩序。

圖 1：2021 年中國經濟指標—目標與實際比較

經濟指標	目標	實際
實質 GDP 增長, %	6.0 以上	8.1
城鎮新增就業, 百萬	11.0 以上	12.69
城鎮調查失業率, %	5.5 左右	5.1
糧食產量, 萬億斤	1.3 以上	1.37
新開工改造城鎮老舊小區, 萬	5.3	5.6
消費物價通脹, %	3.0 左右	0.9

來源: 2021 與 2022 政府工作報告、農銀國際證券

2022 年 GDP 增長目標下調為 5.5%左右

中國政府將 2022 年經濟增長目標設定為 5.5%左右，低于 2021 年 6.0%以上的增長目標（圖 2）。經濟增長目標下調一方面說明當前中央當局更注重增長的質量而非增長的速

政策透視

度，更強調經濟增長的底綫，另一方面亦說明今年經濟下行壓力較大，政府工作報告再次指出中國經濟發展面臨需求收縮、供給衝擊、預期轉弱三重壓力。今年經濟工作的核心是穩增長，特別是在房地產行業大幅放緩下找到新的增長點來阻止經濟明顯下滑。有見于低基數效應消退，我們相信 2022 年中國經濟增長將回歸常態。整體上我們預期 2022 年中國 GDP 增長 5.5%，與政府設定的 5.5% 左右的增長目標基本一致。強勁的外需和積極的財政政策將是主要的增長動力。相反，疲弱的房地產行業、沉重的債務負擔和潛在的新冠肺炎病毒大幅變異將是主要挑戰。

圖 2：中國 2022 年經濟增長目標

經濟指標	目標	農銀國際預測
實質 GDP 增長, %	5.5 左右	5.5
城鎮新增就業, 百萬	11.0 以上	12.0
城鎮調查失業率, %	5.5 以內	5.0
財政赤字占 GDP 比重, %	2.8 左右	3.0
消費物價通脹, %	3.0 左右	2.0

來源: 2022 政府工作報告、農銀國際證券預測

報告對今年的宏觀政策進行了定調，確定宏觀政策要穩健有效。穩健的意思是政策保持連續性、穩定性、可持續性，有效是指政策要有效果。報告提出要繼續實施積極的財政政策和穩健的貨幣政策。

財政政策方面，報告提出要提升積極的財政政策效能。今年赤字率擬按 2.8% 左右安排，比去年 3.2% 左右的赤字率有所下調。今年地方政府專項債券的安排為 3.65 萬億人民幣，與去年相同。今年中央對地方轉移支付增加約 1.5 萬億元、規模近 9.8 萬億元，增長 18%、為多年來最大增幅。根據上面的財政資源安排，說明今年的財政政策逐步回歸常態，財政政策措施主要集中于常態化的減稅降費、加大地方一般性轉移支付增長以及增加常態化財政資金直達機制規模。由于財政支出較財政收入的增長為高，我們預期 2022 年政府會再錄得小幅財政赤字，約占 GDP 的 3.0%。

貨幣政策方面，報告提出加大穩健的貨幣政策實施力度，擴大新增貸款規模，保持貨幣供應量和社會融資規模增速與名義經濟增速基本匹配，保持宏觀杠杆率基本穩定。保持人民幣匯率在合理均衡水平上的基本穩定。推動金融機構降低實際貸款利率、減少收費，讓廣大市場主體切身感受到融資便利度提升、綜合融資成本實實在在下降。有見于經濟放緩壓力較大，我們預期 2022 年人民銀行將繼續下調 RRR 與 LPR。我們預計 2022 年新增人民幣貸款與新增社會融資規模或分別達至 22 萬億元人民幣及 32 萬億元人民幣。2022 年

政策透視

底廣義貨幣供給(M2)預計增長 8.5%，基本上和名義 GDP 增速相匹配。此外，隨著今年名義 GDP 繼續增長，我們預期宏觀杠桿率會小幅回落。

就業方面，報告提出強化就業優先政策。大力拓寬就業渠道，注重通過穩市場主體來穩就業，增強創業帶動就業作用。2022 年城鎮新增就業目標為 1100 萬人，而城鎮調查失業率目標控制在 5.5% 以內，與 2021 年基本相同。我們相信上述兩個就業目標可以達到，因為儘管 2021 年中國經濟仍受到了新冠疫情的極大衝擊，但 2021 年城鎮新增就業人數實際達到 1269 萬人，而城鎮調查失業率僅為 5.1%。

本次政府工作報告提出堅定實施擴大內需戰略，增強內需對經濟增長的拉動力。一是推動消費持續恢復。多渠道促進居民增收，完善收入分配制度，提升消費能力。繼續支持新能源汽車消費，鼓勵地方開展綠色智能家電下鄉和以舊換新。二是積極擴大有效投資。圍繞國家重大戰略部署和“十四五”規劃，適度超前開展基礎設施投資。今年中央預算內投資安排 6400 億元，較去年 6100 億元為多。我們預計今年基建投資的財政支持將增加，加上去年較低的基數效應，基建投資有望在 2022 年低位回升。

2022 年消費物價通脹目標為 3.0% 左右，與 2021 年相同。然而，我們相信消費物價通脹更多屬□軟性指標而非硬性指標。我們預計 CPI 與 PPI 通脹剪刀差將在 2022 年縮小。由于食品價格上漲，尤其是豬肉價格可能會隨著供應趨緊在今年下半年上漲，我們預計 2022 年 CPI 通脹將從 2021 年的 0.9% 上升至的 2.0%。由于國內需求疲軟和高基數效應，我們預計 2022 年 PPI 通脹將從 2021 年的 8.0% 放緩至 3.0%。我們相信 2022 年的宏觀政策制定將不會受到通脹的制約。

科技政策方面，報告要求深入實施創新驅動發展戰略，提升科技創新能力，加大企業創新激勵力度，增強製造業核心競爭力，以及促進數字經濟發展。我們可以預計在未來相當長一段時間裏以美國為首的西方國家將加大對中國的技術封鎖力度，所以中國須加快形成核心技術突破體系，實現重大領域關鍵核心技術突破。通過科技創新提高全要素生產率，令投資回報率上升。我們預計中國將在芯片和半導體、軟件、精密機械、新材料等高科技領域加大投放資源，做到關鍵核心技術自主可控。擁有強大創新能力和核心技術的專精特新“小巨人”企業將獲得更多的財政及金融支持來實現技術突破、創新及升級。我們可以預見今年高科技板塊將獲得更多的增長空間。

環保政策方面，報告提出今年持續改善生態環境，推動綠色低碳發展。有序推進碳達峰碳中和工作。堅持先立後破、通盤謀劃，推進能源低碳轉型。推進大型風光電基地及其配套調節性電源規劃建設，提升電網對可再生能源發電的消納能力。推進鋼鐵、有色、石化、化工、建材等行業節能降碳。堅決遏制高耗能、高排放、低水平項目盲目發展。我們認為未來包括新能源產業、環保產業在內的綠色經濟將獲得長足的發展。綠色債權與股權融資的發展無疑有廣闊的空間。我們預計今年新增綠色貸款金額或突破 1 萬億人民幣水平。

政策透視

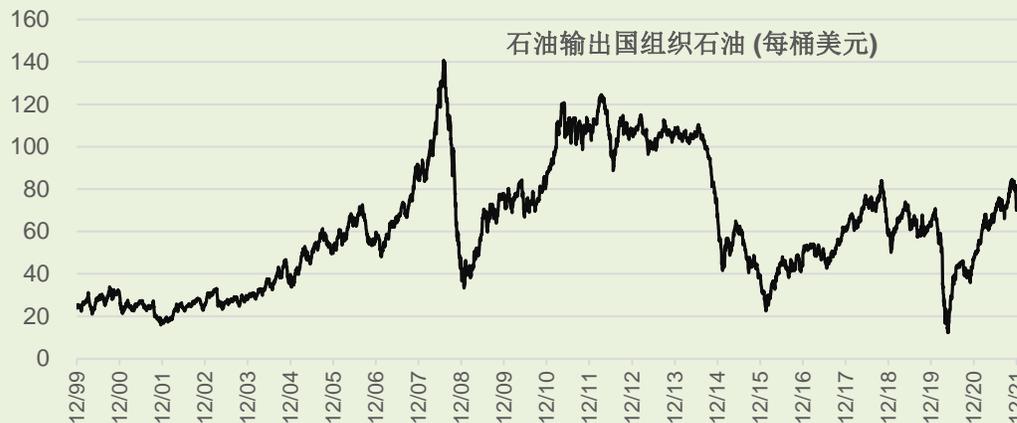
房地產政策方面，報告再次堅持房子是用來住的、不是用來炒的定位，堅持租購并舉，加快發展長租房市場，推進保障性住房建設，支持商品房市場更好滿足購房者的合理住房需求，穩地價、穩房價、穩預期，因城施策促進房地產業良性循環和健康發展。以上表述可以看出房地產政策大方向未見明顯改變，但報告中亦提及因城施策促進房地產業良性循環和健康發展，反映部分地區，特別是三四綫城市下行壓力較大，在限購限價政策方面或做出一些鬆動。

政策透視

專題研究：能源革命

研究部主管：陳宋恩

解決原油危機影響，加快推動能源革命



來源：石油輸出國組織、農銀國際證券

能源革命的緊迫性

2022 年政府工作報告明確提出推動能源革命。在當前環球政經環境下，從穩能源到保能源供應的緊迫性越見重要。中國需要加快可再生能源發展，引發一場能源革命。這場能源革命是通過優化能源結構，我們認為這不僅是滿足環保需求，更重要的是增強國家能源獨立性，為國家經濟可持續發展提供充足的風險緩衝，以抵消外部能源價格大幅波動帶來的不利影響。長綫投資者需要擴大考慮，從產業政策發展擴大到國家戰略發展的角度來考慮。我們相信能源革命已經開始，以下的分析說明了能源革命的緊迫性。

鑒于能源價格高企，中國迫切需要加快減少對進口能源的依賴。中國在進口能源資源的節約可以轉化成爲可用的財政資源來資助國內大量的大型可再生能源項目建設融資。中國進口的主要能源資源包括原油、天然氣、煤炭和成品油。2021 年，這四項商品的進口總額 23617 億元，同比增長 40%；但總進口量同比增長 1%，幾乎持平。由于 2021 年進口能源均價上漲 38%，我們推算中國額外支付了 6 千多億元的進口能源成本。A 股上市的三峽新能源 (600905 CH)正在廣東陽光建設三座海上風電場，總裝機容量 300 萬千瓦，總投資 411.69 億元。2021 年中國爲進口能源支付的額外 6 千多億元成本相當于三峽新能源建設 15-16 個 300 萬千瓦海上風電項目。

政策透視

圖 1：2019-2022 年政府工作報告：能源領域相關工作發展主要預期目標

	2019	2020	2021	2022
單位國內生產總值能耗	下降 3%左右	繼續下降	降低 3%左右	<p>能耗強度目標在“十四五”規劃期內統籌考核，並留有適當彈性，新增可再生能源和原料用能不納入能源消費總量控制。</p> <p>推動能耗“雙控”向碳排放總量和強度“雙控”轉變，完善減污降碳激勵約束政策，加快形成綠色生產生活方式。</p>
能源領域	<p>調整優化能源結構。推進煤炭清潔化利用。健全天然氣產供儲銷體系。</p> <p>大力發展可再生能源，加快解決風、光、水電消納問題。</p>	<p>保障糧食能源安全。</p> <p>增加充電樁、換電站等設施，推廣新能源汽車。</p> <p>保障能源安全。推動煤炭清潔高效利用，發展可再生能源，完善石油、天然氣、電力產供銷體系，提升能源儲備能力。</p>	<p>推進能源、交通、電信等基礎性行業改革，提高服務效率，降低收費水平。</p> <p>實施一批交通、能源、水利等重大工程項。</p> <p>優化產業結構和能源結構。推動煤炭清潔高效利用，大力發展新能源，在確保安全的前提下積極有序發展核電。</p> <p>加快建設全國用能權、碳排放權交易市場，完善能源消費雙控制度。促進新型節能環保技術、裝備和產品研發應用，培育壯大節能環保產業，推動資源節約高效利用。</p> <p>實施金融支持綠色低碳發展專項政策，設立碳減排支持工具。</p>	<p>推動能源革命，確保能源供應，立足資源稟賦，堅持先立後破、通盤謀劃，推進能源低碳轉型。</p> <p>加強煤炭清潔高效利用，有序減量替代，推動煤電節能降碳改造、靈活性改造、供熱改造。</p> <p>推進大型風光電基地及其配套調節性電源規劃建設，提升電網對可再生能源發電的消納能力。</p> <p>推進綠色低碳技術研發和推廣應用，建設綠色製造和服務體系，推進鋼鐵、有色、石化、化工、建材等行業節能降碳。</p> <p>堅決遏制高耗能、高排放、低水平項目盲目發展。</p> <p>推動能耗“雙控”向碳排放總量和強度“雙控”轉變，完善減污降碳激勵約束政策，加快形成綠色生產生活方式。</p>

來源：2019-2022 年政府工作報告、農銀國際證券

政策透視

圖 2：中國進口的主要能源資源。由于價格上漲，中國多支付了 6 千多億元的成本

2021 年 人民幣	數量 萬噸	同比 變化 數量	金額 億元	同比 變化 金額	平均價 元/噸	同比 變化 平均價
原油	51,298	-5.36%	16,618	34.43%	3,239.5	42.03%
天然氣	12,136	19.88%	3,601	56.27%	2,967.3	30.35%
煤及褐煤	32,322	6.56%	2,319	64.06%	717.6	53.96%
成品油	2,712	-4.04%	1,078	31.62%	3,975.2	37.16%
共計	98,467	1.01%	23,617	39.75%	2,398.4	38.35%
絕對值變化		986		6,717		664.8

來源：中國海關、農銀國際證券

2022 年情景分析

以 2021 年進口量計算，若 2022 年進口能源平均價格上漲 10-30%，將使國家額外支付 2362-7085 億元人民幣的進口成本。這筆額外 2-7 千多億元費用是在 2021 年額外支付 6 千多億費用之上。從可再生能源項目來看，項目本身的投資回報可能并不高。但如果該項目能夠每年持續節省國家進口能源成本，從國家總效益來看，可再生能源項目的總經濟效益將高于項目本身的財務效益。政府需要提出政策誘導企業及金融市場增加投入可再生能源從而加快發展，這才能推動能源革命成功發展。

圖 3：大多數綠色電力公司的資產收益率低于 10 年期國債收益率，都以高財務杠杆擴大資產規模及提高股東回報，但這會阻礙持續推動能源革命

	3 年平均資產 收益率 %	3 年平均股益 收益率 %	預測 2021 淨利潤 (人民幣 百萬)	資產負債率	資產/淨資產比率
中國廣核	2.45	11.05	10,188	63.9%	2.77
中國核電	1.51	10.26	7,913	69.5%	3.28
龍源電力	2.96	9.36	6,257	62.1%	2.64
三峽能源	3.22	8.15	5,301	67.6%	3.09
新天綠能	3.24	14.04	2,274	70.8%	3.43
中廣核新能 源	2.40	12.55	1,618	81.4%	5.38
大唐新能源	1.43	8.96	1,510	69.2%	3.24
節能風電	2.42	7.63	967	68.1%	3.13
晶科科技	2.36	9.25	448	61.9%	2.63
中國 10 年期 國債收益率	2.83				

來源：彭博、農銀國際證券

政策透視

能源安全

建設可再生能源項目需要數年時間，中短期內，中國仍需大量進口能源資源。能源供應安全成爲中短期支撐國內經濟發展的重要因素。

中國進口能源集中風險較高。爲了確保進口能源的穩定供應，與能源出口國的政治關係和安全的運輸路綫是重要因素。能源多元化、進口來源國多元化和國內大量建立可再生能源的供應是長期的解決方案。

原油進口是進口能源總成本的主要支出。原油進口方面，中國依賴俄羅斯、沙特阿拉伯、伊拉克、安哥拉和阿聯酋，這五個國家占 2021 年 12 月進口總量的 58%。俄羅斯和沙特阿拉伯占中國原油進口總量的 30%。前 10 大原油進口來源國占進口總量的 84%。

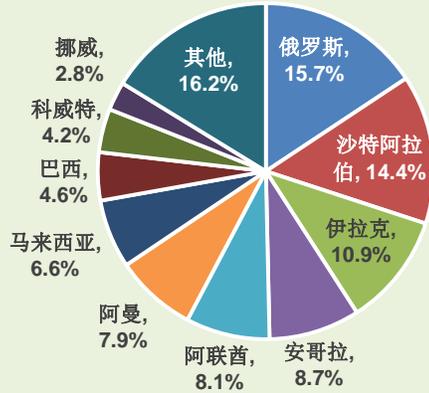
2021 年天然氣進口增長近 20%，成爲能源資源進口總額的第二大支出。中國通過連接鄰國的內陸管道或海路進口天然氣。我們估計約 35% 的進口天然氣來自管道。2021 年 12 月，中國從土庫曼斯坦、俄羅斯和哈薩克斯坦進口了 88% 的管道天然氣。其中 65% 的進口天然氣通過海路。2021 年 12 月，我們估計 78% 的海上航綫進口天然氣來自澳大利亞、卡塔爾、美國、馬來西亞和印度尼西亞。爲應對大幅上升進口天然氣，運輸能力的提升至關重要，中國的特鋼產能是關鍵因素。生產輸氣管道和液化天然氣油輪需要特重鋼。中信股份在能源工業用特種鋼生產方面具有優勢。

中國雖然擁有大量煤炭儲量，但需要進口高熱值的煤炭以滿足各種工業用途。2021 年中國進口煤炭增長 6.6%。我們估計約 60% 的進口煤炭是動力煤和煉焦煤。在進口動力煤和煉焦煤中，主要進口來源是印度尼西亞、俄羅斯和澳大利亞，約占進口總量的 74%，前五名進口來源地占總量的 87%。

中俄政治關係的和諧與互信十分重要。俄羅斯是中國第二大進口原油供應國（沙特是第一大），也是中國第二大進口天然氣供應國（管道和海路）（澳大利亞是第一大），第二大進口動力煤和煉焦煤供應國（印度尼西亞是第一大）。如果俄羅斯能源資源出口受到不利干擾，中國能源供應安全將受到影響。中澳和諧的政治關係也很重要。澳大利亞是中國進口天然氣第一大供應國，也是第三大進口動力煤和煉焦煤供應國。安全穩定的海路能源運輸至關重要。

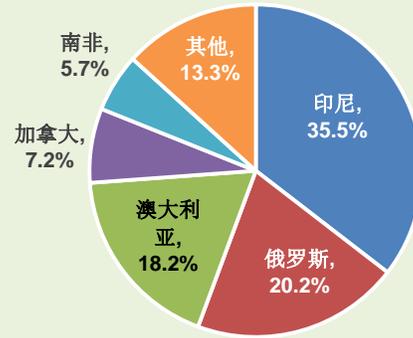
政策透視

圖 4：12/2021 中國原油進口量來源



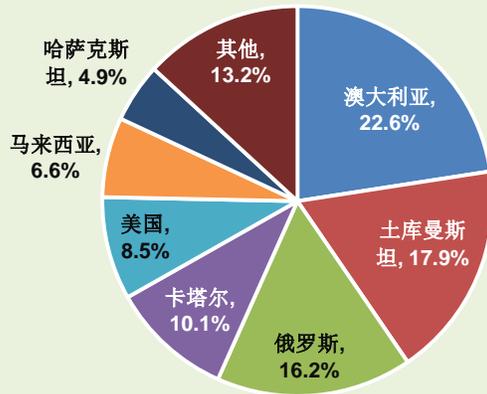
來源：中國海關、農銀國際證券

圖 5：12/2021 動力煤和煉焦煤進口來源



來源：中國海關、農銀國際證券

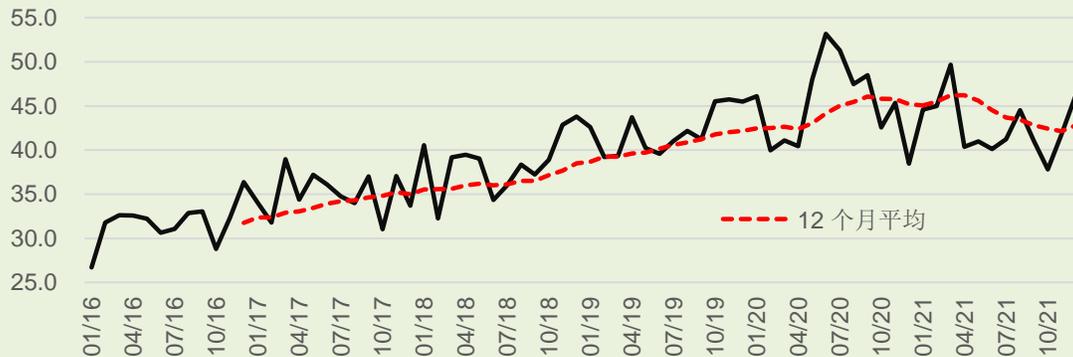
圖 6：12/2021 中國天然氣進口量來源



來源：中國海關、農銀國際證券

政策透視

圖 7：中國進口原油（百萬噸）



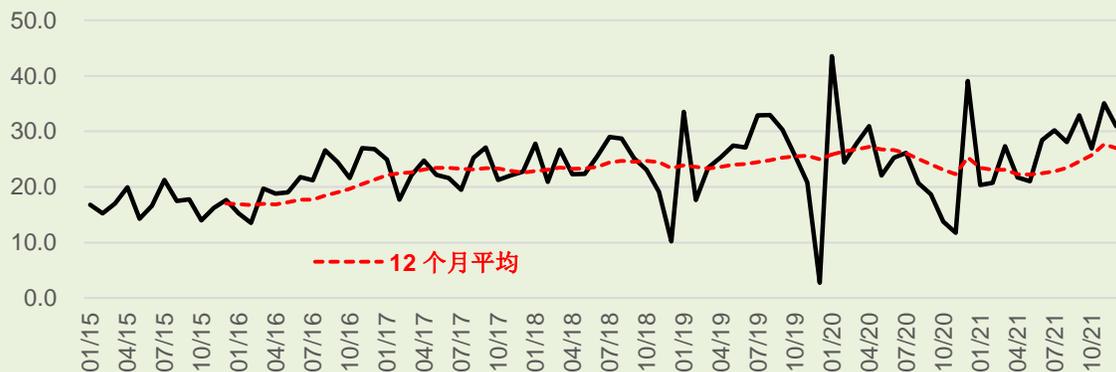
來源：中國海關、農銀國際證券

圖 8：中國進口天然氣（萬噸）



來源：中國海關、農銀國際證券

圖 9：中國進口煤及褐煤（百萬噸）



來源：中國海關、農銀國際證券

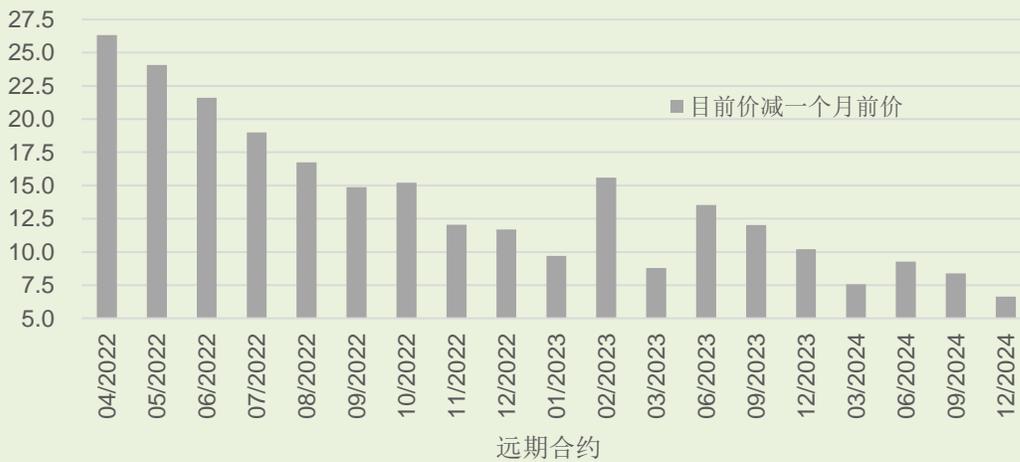
政策透視 

圖 10：中國石油期貨曲綫圖（換成每桶美元）



目前: 2022/3/4
 來源：上海國際能源交易中心、農銀國際證券

圖 11：目前中國石油期貨價比一個月前價變化（換成每桶美元）



目前: 2022/3/4
 來源：上海國際能源交易中心、農銀國際證券

政策透視

金融機構貸款投向：綠色貸款增長強勁利好綠色行業發展，但也帶來企業高財務杠杆風險

圖 12：本外幣綠色貸款趨勢



來源：中國人民銀行、農銀國際證券

圖 13：綠色貸款：清潔能源產業貸款趨勢



來源：中國人民銀行、農銀國際證券

圖 14：綠色貸款：基礎設施綠色升級產業貸款趨勢



來源：中國人民銀行、農銀國際證券



相關內容：

2019-2022 年政府工作報告比較

	2019	2020	2021	2022
政策主調	保持流動性合理充裕 守住不發生系統性風險的底綫	在新冠肺炎疫情的衝擊下，優先穩就業、穩企業、保民生 繼續強調對重大金融風險要有效防控 貨幣政策要更加靈活適度	堅決守住不發生系統性風險的底綫 金融機構要堅守服務實體經濟的本分 貨幣政策要靈活精準、合理適度	做好經濟金融領域風險處置工作，牢牢守住不發生系統性風險的底綫 穩健的貨幣政策要靈活適度，保持流動性合理充裕 今年工作要堅持穩字當頭、穩中求進
貸款	引導金融機構擴大信貸投放，精準有效支持實體經濟，不能讓資金空轉或脫實向虛 鼓勵大型商業銀行增加製造業中長期貸款和信用貸款 降低社會貸款成本	推動企業便利獲得貸款，推動利率持續下行 一定要讓綜合融資成本明顯下降 鼓勵銀行合理讓利	引導銀行擴大信用貸款、持續增加首貸戶，推廣隨借隨還 推動實際貸款利率進一步降低，繼續引導金融系統向實體經濟讓利	擴大新增貸款規模 引導金融機構增加製造業中長期貸款 加強金融對實體經濟的有效支持 推動金融機構降低實際貸款利率、減少收費，令綜合融資成本實實在在下降
重點支持領域	加大對中小銀行定向降准力度，釋放的資金全部用于民營和小微企業貸款 目標有效緩解實體經濟特別是民營和小微企業融資難融資貴問題	盡力幫助企業特別是中小微企業、個體工商戶渡過難關 一定要讓中小微企業貸款可獲得性明顯提高 中小微企業貸款延期還本付息政策再延長至明年 3 月底 對普惠型小微企業貸款應延盡延 鼓勵銀行大幅增加	資金更多流向科技創新、綠色發展，更多流向小微企業、個體工商戶、新型農業經營主體及受疫情持續影響行業企業 進一步解決小微企業融資難題 延續普惠小微企業貸款延期還本付息政策	引導資金更多流向重點領域和薄弱環節，擴大普惠金融覆蓋面 用好普惠小微貸款支持工具，增加支農支小再貸款 進一步推動解決實體經濟特別是中小微企業融資難題 推動普惠小微貸款明顯增長、信用貸

政策透視

		小微企業信用貸、首貸、無還本續貸 大型商業銀行普惠型小微企業貸款增速要高于 40%	大型商業銀行普惠小微企業貸款增長 30%以上 適當降低小微企業支付手續費	款和首貸戶比重繼續提升 引導金融機構準確把握信貸政策，繼續對受疫情影響嚴重的行業企業給予融資支持，避免出现行業性限貸、抽貸、斷貸
資本	支持大型商業銀行多渠道補充資本，增強信貸投放能力	推動中小銀行補充資本和完善治理，更好服務中小微企業	繼續多渠道補充中小銀行資本	深化中小銀行股權結構和公司治理改革
其他	改革優化金融體系結構，發展民營銀行和社區銀行 加強金融風險監測預警和化解處置 中央財政要開源節流，增加特定國有金融機構和央企上繳利潤	綜合運用降准降息、再貸款等手段，引導廣義貨幣供應量和社會融資規模增速上升	強化金融控股公司和金融科技監管，確保金融創新在審慎監管的前提下進行 優化存款利率監管	加快不良資產處置 推進涉企信用信息共享，加快稅務、海關、電力等單位與金融機構信息聯通 創新科技金融產品和服務，提升科技中介服務專業化水平

來源：2019-2022 年政府工作報告、農銀國際證券

行業影響：

- 總的來說，2022 年工作報告的政策大方向與過去幾年並無重大改變，有關未來金融板塊的整體情況與我們預期相乎，一如我們早前行業報告判斷，銀行業 2022 年的關鍵詞將是“穩定”，而這次工作報告中亦強調今年工作要堅持穩字當頭、穩中求進。具體來說政策重點維持在守住不發生系統性風險的底綫、保持貨幣政策靈活適度、維持流動性充裕等。值得注意的是，有別過去強調風險防範，今年特別提及做好經濟金融領域風險處置工作，這反映可能從政策層面上已注意到一些不可避免的風險，因此處置風險的能力變得更為重要。
- 貸款方面，工作報告明確要求銀行繼續擴大新增貸款規模、加強對實體經濟的有效支持、降低實際貸款利率、減少收費、增加製造業中長期貸款等。可見銀行讓利支持實體經濟仍是政策的大方向。實際上，由 LPR 改革帶來的影響在 2021 年已全部反映，銀行平均淨息差在過去幾個季度亦已穩定在 2.06%-2.08%之間。然而，隨著今年初 LPR 再度下調，可以預期未來銀行的平均貸款利率將再次下行，個別銀行資產負債表的管理能力將再次成為銀行在同業

政策透視

競爭中的關鍵。

- 有關需要金融支持的領域, 在 2022 年工作報告中, 引導資金更多流向重點領域和薄弱環節、擴大普惠金融覆蓋面、解決中小微企業融資難題、對受疫情影響嚴重的行業企業給予融資支持明顯仍是政策重點。但相比去年, 今年未有明確提出要對那些特定行業增加支持, 同時亦未有如過去兩年般為銀行定下普惠小微企業貸款增長目標。我們相信, 這意味著儘管需求仍然存在, 但當前宏觀形勢比較複雜, 政策或需較大彈性。此外, 經過近年銀行業的努力, 普惠小微企的貸款需求已獲得一定程度的舒緩, 迫切性較早年有所下降。另外, 工作報告亦有提及要銀行加快不良資產處置, 反映銀行資產質量上的壓力仍然存在。
- 與去年相比, 2022 年工作報告有關金融科技的部份較少, 只提到要創新科技金融產品和服務, 提升科技中介服務專業化水平。儘管未如去年明確需要強化金融控股公司和金融科技的監管, 我們認為由于金融科技板塊仍屬較新產業, 其所面對的政策性風險仍將較大。另外工作報告亦有提到一些較新的措施, 例如將推進涉企信用信息共享, 加快稅務、海關、電力等單位與金融機構信息聯通, 有利及早發現并防範金融系統性風險。

政策透視



中國房地產業

分析員：董耀基

相關內容：

2019-2022 年政府工作報告比較

	2019	2020	2021	2022
住房不炒		堅持房子是用來住的、不是用來炒的定位	堅持房子是用來住的、不是用來炒的定位	堅持房子是用來住的、不是用來炒的定位
因城施策	落實城市主體責任	因城施策，促進房地產市場平穩健康發展	解決好大城市住房突出問題	因城施策促進房地產業良性循環和健康發展
保障房	繼續推進保障性住房建設和城鎮棚戶區改造		切實增加保障性租賃住房和共有產權住房供給	加快發展長租房市場，推進保障性住房建設

來源：2019-2022 年政府工作報告、農銀國際證券

行業影響：

- 住房不炒定位不變。**政府工作報告再次強調住房不炒，因城施策，房地產政策方向未見明顯改變。雖然近月新房銷售明顯下滑，但未見房價出現大幅下跌，未來將繼續在政策方面進行邊際放鬆，穩定房地產市場。事實上一二綫城市房價已經有平穩下來跡象，但三綫城市房價依然面對較大壓力。1月份新建商品住宅銷售價格來看，一綫城市環比由上月下降0.1%轉為上漲0.6%；二綫城市由環比下降0.3%轉為上漲0.1%；三綫城市則繼續向下，環比下降0.2%。未來政策鬆動，將更多集中三四綫城市為主。報告內提及支持商品房市場更好滿足購房者的合理住房需求這字眼，或有更多城市推出首付比例下調和取消限貸等政策，以支持改善性二套房需求。我們預計這些支持政策出臺將驅使開發商銷售在下半年恢復上升趨勢。
- 保障性住房占新供應比例將提升。**保障性租賃住房建設目標在早前的國新辦發布會已經詳細介紹，預計2022年能夠建設籌集保障性租賃住房240萬套，比去年94.2萬套大幅增長超過1.5倍。此外，“十四五”期間，北京、上海、廣州、深圳等重點城市，都提高了新增保障性租賃住房的占比，普遍占新增住房供應量的40%至45%以上。未來土地供應偏重保障性租賃房，或意味可供出售的商品房供應量減少，開發商長遠提價空間或上升；可是土地短缺亦會帶來地價上漲，毛利率未必受惠。相反大量保障性租賃住房落成為物業管理公司帶來更多新項目的機會，而國有物管公司對管理公共類項目較有經驗，為政

政策透視

策最大收益者。



中國教育業

分析員：潘泓興

政策透視

相關內容：

2020-2022 年政府工作報告比較

	2020	2021	2022
學前及義務教育	加強鄉鎮寄宿制學校和縣城學校建設，辦好特殊教育、繼續教育，支持和規範民辦教育，幫助民辦幼兒園紓困。	推動義務教育優質均衡發展和城鄉一體化，加快補齊農村辦學條件短板，健全教師工資保障長效機制，改善鄉村教師待遇。 進一步提高學前教育入園率，完善普惠性學前教育保障機制，支持社會力量辦園。	推動義務教育優質均衡發展和城鄉一體化，依據常住人口規模配置教育資源，保障適齡兒童就近入學。 繼續做好義務教育階段減負工作。多渠道增加普惠性學前教育資源。加強縣域普通高中建設。辦好特殊教育、繼續教育，規範民辦教育發展。
高等教育及職業教育	資助以訓穩崗，今明兩年職業技能培訓 3500 萬人次以上，高職院校擴招 200 萬人，要使更多勞動者長技能、好就業。 推進一流大學和一流學科建設。	全面深化教育領域綜合改革。實現高職院校擴招 100 萬人目標。 增強職業教育適應性，深化產教融合、校企合作，深入實施職業技能等級證書制；分類建設一流大學和一流學科，加快優化學科專業結構。	改善職業教育辦學條件，完善產教融合辦學體制。推進高等教育內涵式發展，分類建設一流大學和一流學科，加快培養理工農醫類專業緊缺人才，支持中西部高等教育發展。

來源：2020-2022 年政府工作報告、農銀國際證券

行業影響：

- 今年政府工作報告繼續將義務教育的均衡發展作為重點工作之一，並進一步提出要做好義務教育階段減負工作。我們認為，“雙減”工作仍將會是今年義務教育板塊的重點；以上年公布的《關於進一步減輕義務教育階段學生作業負擔和消費培訓負擔的意見》作為指導“雙減”工作的基礎，今年各地陸續出臺的相關政策法規將會對義務教育階段的民辦學校以及校外培訓機構施加更多的壓力，相關的企業需要繼續在轉型的道路上探索。
- 職業教育繼續成為教育行業發展的重點。上年公布的《民辦教育促進法實施條例》以及《關於推動現代職業教育高質量發展的意見》均提出了多項措施鼓勵民辦教育機構在高等教育以及職業教育板塊內發展。我們認為，推動職業教育板塊發展的政策方向，以及相關

政策透視

政策所提供的發展空間，將會為民辦高等教育機構帶來更多的發展機會。

政策透視



中國消費業

分析員：潘泓興

相關內容：

2020-2022 年政府工作報告比較

	2020	2021	2022
居民消費價格	漲幅 3.5%左右	漲幅 3%左右	漲幅 3%左右
居民消費意願和能力	通過穩就業促增收保民生，提高居民消費意願和能力。	穩定和擴大消費。多渠道增加居民收入。	居民收入增長與經濟增長基本同步；多渠道促進居民增收，完善收入分配制度，提升消費能力。
消費業態	支持餐飲、商場、文化、旅游、家政等生活服務業恢復發展，推動綫上綫下融合。	運用好互聯網+，推進綫上綫下更廣更深融合，發展新業態新模式，為消費者提供更多便捷舒心的服務和產品。	推動綫上綫下消費深度融合，促進生活服務消費恢復，發展消費新業態新模式。

來源：2020-2022 年政府工作報告、農銀國際證券

行業影響：

- 今年的政府工作報告定下居民消費價格漲幅 3%左右的目標，與上年持平。我們認為，今年全球大宗商品價格面臨地緣政治、新冠疫情等不確定性，持續上漲的可能性較大，并對消費行業的企業成本帶來壓力。因此，我們預期，今年將會有更多的企業加入到提價的行列中，推動消費價格上漲。
- 今年的政府工作報告再次提出多渠道增加居民收入，但同時也提出居民收入增長目標與經濟增長（今年國內生產總值實際增長目標：5.5%）基本同步。根據國家統計局公布的數據，在 2021 年，全國居民收入實際增長 8.1%；而在 2019-2021 年這兩年的平均實際增長速度為 5.1%。我們認為，今年的居民收入增長目標低于 2021 年的實際增長速度，顯示宏觀經濟面臨的不確定性或將會提高居民收入增長速度放緩的風險，并導致今年政府或會出臺更多的相關政策來提高消費意欲。
- 統計局公布的數據顯示，在 2021 年，全國網上零售額同比增長 14.1%，比全國零售同比增速 12.5%要高。我們認為，網上零售在推動零售增長方面仍具有的重要地位，綫上

政策透視

消費模式仍將會為行業帶來更多靈活的銷售模式和增長機會，企業將會繼續探索更多線上消費模式。然而，隨著更多的法規出臺，以及網上零售的競爭日漸加劇，企業需要投入更多的資源到線上銷售渠道建設中。

政策透視



中國科技/電子商貿業

分析員：周秀成

相關內容:

2019-2022 年政府工作報告比較

	2019	2020	2021	2022
研發	強化工業基礎和技術創新能力。	穩定支持基礎研究和應用基礎研究。	“十四五”時期，全社會研發經費投入年均增長 7% 以上。	實施基礎研究十年規劃。實施科技體制改革三年攻堅方案。
重點產業	大數據、人工智能、高端裝備、生物醫藥、新能源汽車、新材料等新興產業集群。	餐飲、商場、文化、旅游、家政等生活服務業。	電商、農村快遞。	智慧城市、數字鄉村、工業互聯網，集成電路、人工智能、推動線上線下消費深度融合。
監管			強化金融控股公司和金融科技監管。	深化網絡生態治理。強化網絡安全、數據安全和個人信息保護。

來源：2019-2022 年政府工作報告、農銀國際證券

- 實施基礎研究十年規劃。實施科技體制改革三年攻堅方案。
- 推進科研院所改革，改進重大科技項目立項和管理方式。推進國際科技合作，完善人才發展體制機制。
- 加大企業創新激勵力度。加大研發費用加計扣除政策實施力度，將科技型中小企業加計扣除比例從 **75%** 提高到 **100%**，對企業投入基礎研究實行稅收優惠。
- 促進數字經濟發展，發展智慧城市、數字鄉村。加快發展工業互聯網，培育壯大集成電路、人工智能等數字產業。推動線上線下消費深度融合，促進生活服務消費恢復，發展消費新業態新模式。
- 加強和創新互聯網內容建設，深化網絡生態治理。強化網絡安全、數據安全和個人信息保護。

政策透視

行業影響：

- 工作報告對中國科技/電子商貿業的政策大致不變，即支持深入實施數字經濟發展戰略，完善數字基礎設施，培育新業態新模式，推進數字產業化和產業數字化等大方向。這些目標和之前的政府報告大致不變，顯示政策的連續性。
- 工作報告支持科技行業的持續科研及發展，特別是基礎研究。在去年工作報告提出“十四五”時期全社會研發經費投入年均增長7%以上的目標後，本年工作報告計劃提出實施科技體制改革三年攻堅方案，反映科技研發戰略目標越加具體。需持續關注科技體制改革三年攻堅方案的後續細節及受惠領域。
- 監管繼續成為政策重點。去年工作報告強調金融科技監管，而本年工作報告則重點提及網絡生態治理、網絡安全、數據安全和個人信息保護，這或意味著在金融科技監管取得一定進展後，監管機構將監管焦點移而下一領域。
- 監管部門在過去一段時間推出多項監管措施，涵蓋多個領域包括電商、綫上游戲、綫上廣告、社交媒體等。這些監管措施主要圍繞幾個大方向，包括反壟斷，限制大型互聯網平臺的不公平商業行為，保護消費者的利益，加強數據安全，限制無秩序資本擴張等。展望未來，雖然監管仍是政策重點，但從長遠的角度看，這或令行業的長遠發展更加健康及消費者的權益得到更多保障。
- 近期中國互聯網行業受到普遍宏觀經濟逆風影響而收入放緩。另一方面，大型互聯網平臺在新的監管環境下普遍需調整其商業模式而增加導致利率壓力。從監管的角度看，如何在監管力度和行業經營環境之間取得平衡成為一個挑戰。
- 工作報告提及擴大消費、推動綫上綫下消費深度融合，這對電商、快遞行業有利。

政策透視



中國電信業

分析員：黎柏堅

相關內容：

2019-2022 年政府工作報告比較

	2019	2020	2021	2022
電信業政策	持續推動網絡提速降費。今年中小企業寬帶平均資費再降低15%，移動網絡流量平均資費再降低20%以上，在全國實行“携號轉網”。	發展新一代信息網絡，建設數據中心，助力產業升級。寬帶和專線平均資費降低15%。	加強網絡安全、數據安全和個人信息保護。中小企業寬帶和專線平均資費再降10%。	建設數字信息基礎設施，促進產業數字化轉型，發展智慧城市、數字鄉村。加快發展工業互聯網，培育壯大集成電路、人工智能等數字產業，提升關鍵軟硬件技術創新和供給能力。
5G 網絡政策		拓展 5G 應用	加大 5G 網絡建設力度	推進 5G 規模化應用

來源：2019-2022 年政府工作報告、農銀國際證券

行業影響：

- 電信運營商將推進 5G 網絡，截至 2021 年底國內累計建成 5G 基站 142.5 萬個，預計 2022 年將新建 60 萬個 5G 基站，2022 年年底 5G 基站可達 202.5 萬個。截止 2021 年底，5G 用戶達 3.6 億，占整體移動的用戶 21.6%，預計 2022 年可上升至 35.0%。電信運營商將發展 5G 獨立網絡，以提高網絡速度和傳輸質量。
- 5G 網絡將帶動數字化和提升智慧城市的發展，支撐經濟增長。5G 網絡的低時延、高速的特性將有助雲計算、工業互聯網、娛樂等領域的發展。企業正積極引入 5G 技術，加速現代化、智能化、數字化發展。利用 5G 網絡與 VR/AR 技術融合，提升用戶體驗，推進 VR/AR 普及，VR/AR 可廣泛應用于消費、商業和企業市場之中，VR/AR 市場有望不斷擴張。
- 2022 年將加快發展工業互聯網，電信運營商將提升固定寬帶光纖網的覆蓋，推動大數據中心發展，將對支持物聯網、雲計算、車聯網、大數據、人工智能等發展，信息技術提升創新與突破。
- 2022 年將培育壯大集成電路，提升關鍵軟硬件技術創新和供給能力，預期政府將支持對關鍵芯片、核心器件研發的力度，支持產業界積極參與國際標準的制定和對接，同時要持續推

政策透視

進增強技術的研發能力，拓展與垂直行業的融合能力，豐富集成電路應用產品，有助舒緩芯片短缺的問題。

- 中國移動 (941 HK)將受惠于 5G 用戶的增長，中國移動整體的用戶市場份額為行業最高。預期中國移動 2022 年可維持 5G 用戶的高增長，并對公司的移動 ARPU 有正面的作用，公司有較大的用戶基數，將受惠于規模效應，可改善對公司的利潤率。

政策透視

農銀國際分析員



宏觀經濟 - 姚少華
yaoshaohua@abci.com.hk



專題研究-研究部主管陳宋恩
philipchan@abci.com.hk



中國銀行及互聯網金融業- 歐宇恒
johannesau@abci.com.hk



中國科技及電子商貿業 - 周秀成
stevechow@abci.com.hk



中國房地產業- 董耀基
kennethtung@abci.com.hk



中國教育業/消費業 - 潘泓興
paulpan@abci.com.hk



中國電信業-黎柏堅
rickylai@abci.com.hk



更多研究报告



權益披露

分析員陳宋恩、姚少華、歐宇恒、周秀成、董耀基、潘泓興、黎柏堅作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員并無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士並沒有持有研究報告內所推介股份的任何權益，并且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

農銀國際證券有限公司及/或與其有聯繫的公司，可能會向本報告提及的任何公司收取任何財務權益

評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 ≥ 市場回報(約 10%)
持有	負市場回報 (約-10%) ≤ 股票投資回報 < 市場回報(約 10%)
賣出	股票投資回報 < 負市場回報(約-10%)

注：股票收益率=未來 12 個月股票價格預期百分比變化+總股息收益率

市場回報率=自 2009 年以來的平均市場回報率（恒指總回報指數于 2009-21 年間平均增長率為 9.2%）

股票評級可能與所述框架有所偏離，原因包括但不限于：公司治理、市值、相對於相應基準指數的歷史價格波動率、相對於股票市值的平均每日成交量、公司于相應行業的競爭優勢等。

免責聲明

報告只為客戶使用，并只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告并不牽涉具體使用者的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等信息不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等并不保證該等信息的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立在大量的假設基礎上，我等并不承諾通知閣下該報告中的任何信息或觀點的變動，以及由于使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員(們)負責報告的準備，為市場信息采集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中信息的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的信息進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者(不包括投資銀行)決定。分析員薪酬不取決于投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入(包括投行和銷售部)有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等信息所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的信息可應要求而提供。

版權所有 2022 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發

辦公地址:香港中環紅棉路 8 號東昌大廈 13 樓農銀國際證券有限公司

電話: (852)2868 2183