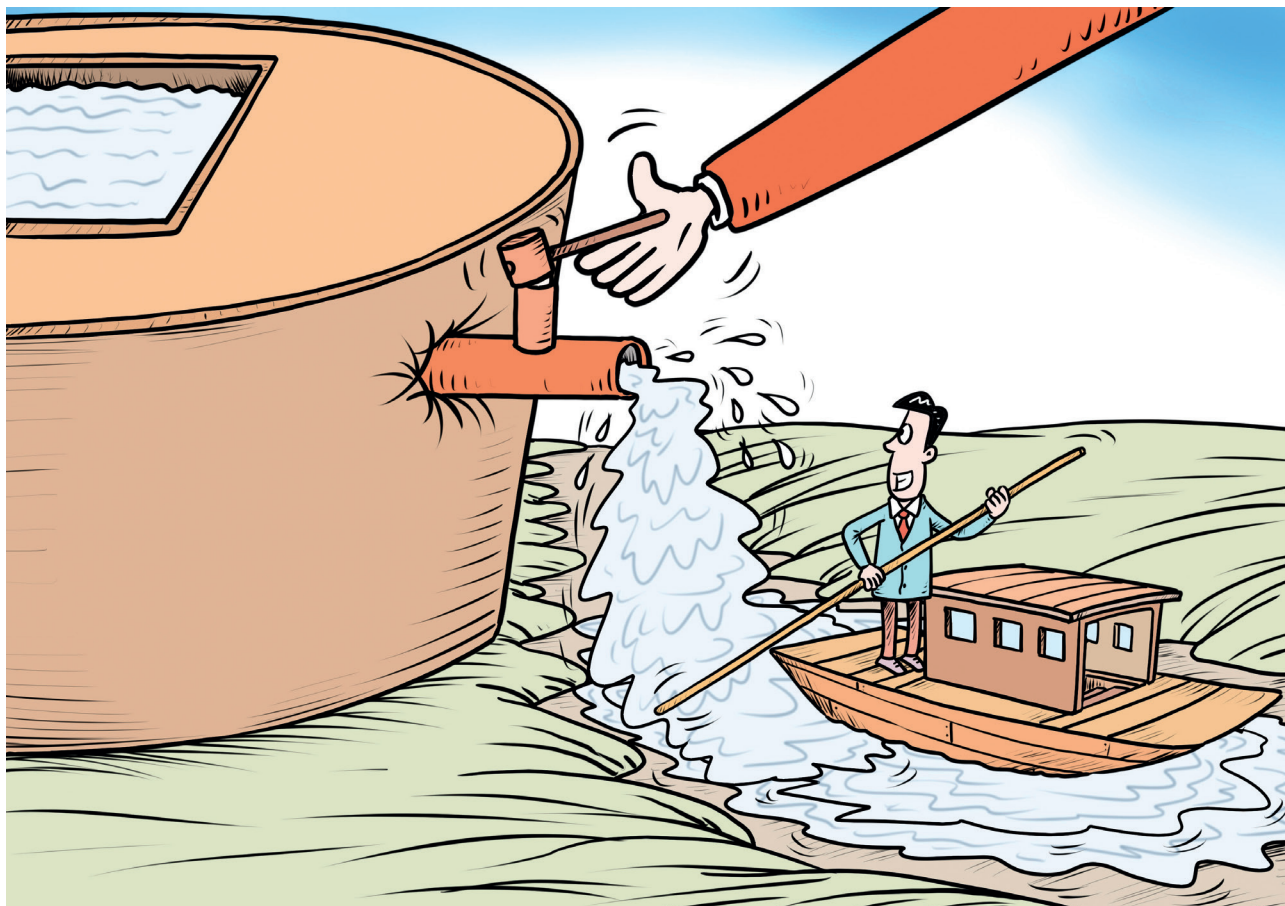


结构性工具 助力 2023 年稳增长

整体来看,结构性政策工具更加灵活精准,在确保基建增速、明确降息、补贴受损市场主体、帮助房地产市场脱困等方面,取得显著成效,预计 2023 年仍将是政策发力的重点。

文 | 熊园



回顾今年全年，国内经济面临的需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力较为显著；展望2023年，随着疫情防控政策持续优化、地产支持政策加码，经济有望逐步复苏，但受制于外需回落、疫情影响等约束，经济整体上承受的压力仍然较大。

与之相应，2023年的宏观经济政策预计将全力稳信心、稳增长、扩内需，“积极财政政策+稳健货币政策”有望协同发力。预计货币政策将延续宽松态势，降准降息可期，可进一步扩信贷、宽信用，而财政赤字率将有所提升、专项债额度保持在高位。此外，今年各类专项再贷款、政策性开发性金融工具等结构性政策工具成效明显，预计2023年仍将继续发力。

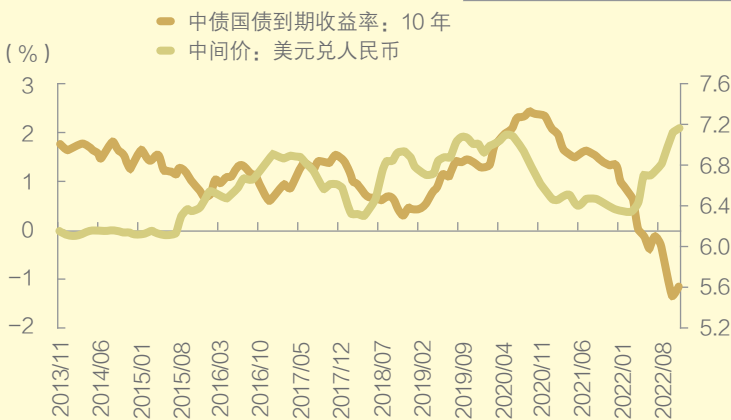
经济复苏在望 压力不容小觑

今年，在多重约束之下，国内经济下行压力整体大于预期。1~2月国内经济表现相对较好，一季度国内生产总值（GDP）增速达4.8%；3~5月随着上海等地疫情蔓延，二季度GDP增速大幅降至0.4%；5月底，疫情逐步受控，稳经济大盘的一揽子政策出台，6月经济明显回升；时至下半年，国内疫情再度反弹且波及范围更大，加之“断贷停供”现象冲击房地产市场，经济下行压力进一步凸显。数据显示，10月信贷社融规模大幅下跌，10月、11月30城地产成交面积在去年低基数基础上仍下滑超20%。

今年11月以来，带来重大利好的稳增长政策不断推出：一是优化疫情防控二十条措施、新十条措施先后出台，各地防疫政策进一步优化调整；二是地产支持政策持续加码，金融支持房地产十六条出台，信贷、债券、股权三个融资渠道“三箭齐发”。

2023年，预计经济将逐步进入复苏初期，但短期内疫情影响难以避免，且中长期内需求减弱、信心不足等约束仍然存在，叠加海外经

人民币汇率是货币政策的外部约束



数据来源：万得，国盛证券研究所

济趋于衰退、我国出口回落压力加大，预计经济增长压力仍然较大。

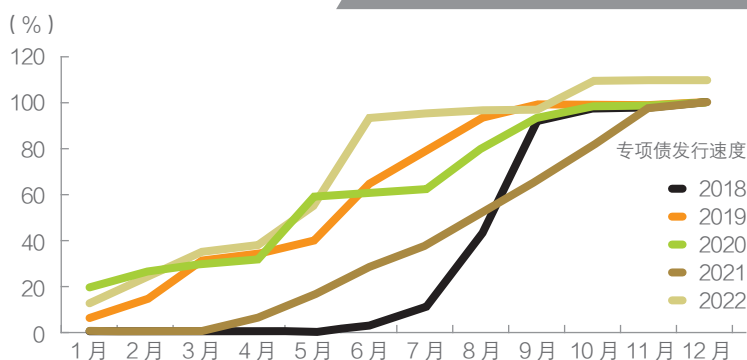
具体来看，内需修复，但外需回落，工业生产预计将保持总体稳定；消费、地产行业有望复苏，但短期内仍然承压，均衡水平可能偏低；基建、制造业投资在政策支持下，可能小幅回落，但韧性仍强；出口预计延续回落趋势，增速可能转负，对经济支撑力度进一步弱化。考虑到本轮生猪产能去化幅度有限、欧美国家逐步走向衰退，预计2023年通货膨胀水平将继续保持在低位。

“积极财政政策+稳健货币政策”协同发力

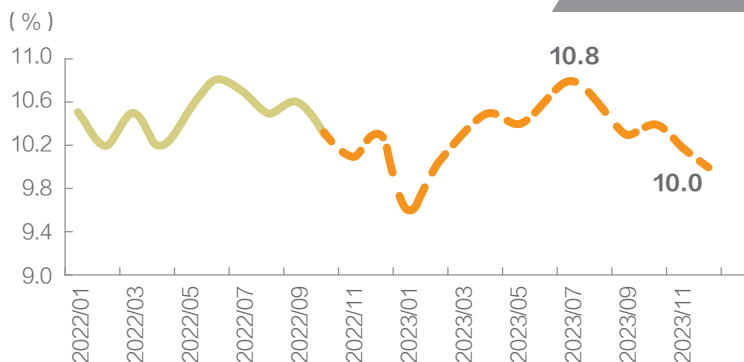
根据党的二十大报告中“坚持以经济建设为中心”“发展是党执政兴国的第一要务”“推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”等

2023年，预计经济将逐步进入复苏初期，但短期内疫情影响难以避免，且中长期内需求减弱、信心不足等约束仍然存在，叠加海外经济趋于衰退、我国出口回落压力加大，预计经济增长压力仍然较大。

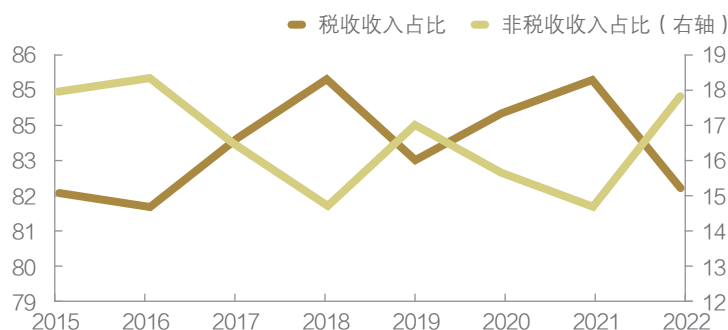
2022年专项债发行节奏明显前置



预计2023年社融增速10.0%，高点在二季度前后



2022年非税收入占比明显抬升



注：2022年数据为1~10月数据

数据来源：万得，国盛证券研究所

部署，2023年的宏观经济政策目标预计仍将聚焦稳增长，也需要政策措施多管齐下。具体可能包括以下方面：延续积极的财政政策，支持基建投资继续保持较高增速；加大稳健的货币政策实施力度，保持流动性合理充裕；加码对地产、消费行业的政策支持，促进内需恢复，保障民生就业。

2023年的货币政策料将着重精准有力。鉴于现阶段的经济基本面，近期我国货币政策的重点是“稳增长、扩内需”。

具体来看，在降准方面，央行11月25日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点后，流动性缺口明显缩小，短期内进一步降准的必要性不大，明年专项债发行节奏、稳地产相关资金值得关注。在降息方面，考虑到11月25日降准已降低银行负债成本，叠加今年以来存款利率市场化改革不断降成本，预计今年年底到明年年初大概率会下调贷款市场报价利率(LPR)，但考虑到中美利差、人民币汇率等因素，如果要调降中期借贷便利(MLF)等政策利率，央行会面临较大压力。后续若出现疫情反复等情况，经济也会受到扰动，全面降息仍是政策可选项。此外，政策可能更注重宏观层面的扩信贷、宽信用，短期内地产、消费等行业带来的经济内生动能仍然偏弱，基建、设备更新再贷款、政策性开发性金融工具等有望成为主要拉动因素。

2023年稳增长，财政方面需要进行逆周期调节，积极的财政政策着重加力提效。考虑到2023年央行利润上缴对财政支持力度将较今年有所减弱，预计赤字率可能小幅抬升至3.0%左右，对应一般财政赤字约3.8万亿元；鉴于今年专项债支持的新开工项目较多，2023年专项债仍需保持一定强度、确保项目顺利完工，预计2023年专项债额度可能与今年的3.65万亿元持平甚至更高。从结构来看，在地产弱修复情形下，地方政府财政可能仍然承压、导致加

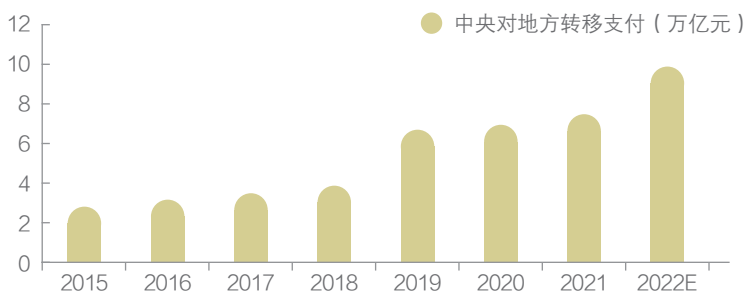
杠杆空间受限，因而主要由中央政府加杠杆的特征可能更加突出；从节奏来看，一季度经济下行压力仍然较大，支出节奏与实物工作量均可能前置。

结构性政策继续发力

今年各类结构性货币政策工具不断丰富，政策性开发性金融工具等具有“准财政”性质的结构性工具也陆续出台。年初以来，在财政投放、降准等政策支撑下，流动性较为充裕；在去年年底以来两次共计 20 基点的降息带动下，企业贷款加权利率较去年年底下降超 50 基点，但受制于疫情反复、地产景气下行、出口回落，流动性量价的改善并未带来信用端的明显好转；下半年以来，结构性货币政策工具逐步发力，在过往支农支小再贷款、再贴现、普惠小微贷款支持工具、煤炭清洁高效利用专项再贷款等基础上，7 月以来进一步增设了多项新工具，包括科技创新再贷款、普惠养老专项再贷款、交通物流专项再贷款、设备更新再贷款，以及时隔两年重启抵押补充贷款（PSL）为保交楼提供资金支持等。此外，还增设了 6000 亿元具有“准财政”性质的政策性开发性金融工具，用于支持交通、能源、水利等 8 大类 22 个领域重大项目建设，并同步调增 8000 亿元政策性银行新增信贷额度，为政策性开发性金融工具提供配套资金。

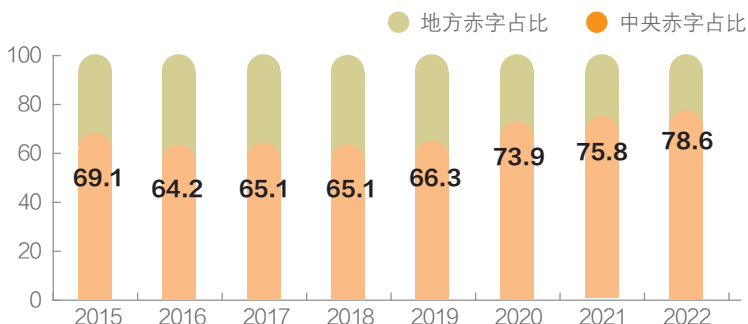
今年结构性工具成效明显，2023 年仍将是政策发力的重要抓手。数据显示，今年基建和制造业投资额度均维持在高位，1~10 月累计增速分别达 11.4%、9.7%，为稳经济提供了有力支撑。根据央行第三季度货币政策执行报告披露的数据，科技创新、普惠养老、交通物流专项再贷款共发放再贷款资金 907 亿元；碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款投放 3047 亿元；PSL 再度重启，9 月净增超 1000 亿元，10~11 月净增规模进一步加大。

2022 年中央对地方转移支付规模创历史新高



注：2022 年数据参考年初财政预算草案

近几年中央政府赤字规模占比明显抬升



> 数据来源：万得，国盛证券研究所

此外，根据农发行和进出口行的公告（农发行第一批投资本金 2459 亿元，带动项目总投资近 3 万亿元；进出口银行第二批投放资金 684 亿元，带动项目近万亿元），政策性开发性金融工具发挥了杠杆作用，今年带动基建总投资规模达 7 万亿~9 万亿元。整体来看，结构性政策工具更加灵活精准，在确保基建增速、明确降息、补贴受损市场主体、帮助房地产市场脱困等方面取得显著成效，预计 2023 年仍将是政策发力的重点。■

（作者系国盛证券首席经济学家、宏观首席分析师）

2022 年，各类结构性货币政策工具不断丰富，政策性开发性金融工具等具有“准财政”性质的结构性工具也陆续出台。