

财政货币协调配合，促进经济平稳增长

——2023 年中国财政货币政策展望

相关研究：

1. 《资金利率边际收敛，债市延续震荡态势——11月利率债市场预期展望》 2022.11.04
2. 《外储规模企稳回升，短期估值风险缓释——10月外汇储备数据点评》 2022.11.14
3. 《11月维持不变，降准有望打开LPR下行空间——11月LPR报价点评》 2022.11.28
4. 《加强政策合力，着力扩大内需——12月中央经济工作会议解读》 2022.12.20
5. 《银行负债成本走高，LPR下调或需降息助力——12月LPR报价点评》 2022.12.26

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel: 021-50295325

Email: hechao@xcsc.com

联系人：赵建武

Tel: 021-50295330

Email: zjw06921@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路 88 号
中国人寿金融中心 10 楼

核心要点：

□ 财政政策总基调仍旧保持积极，2023 年财政赤字率或将升至 3.2%

展望 2023 年，预计在国内外各种因素共同作用下，我国财政政策总基调仍旧保持积极。财政政策将继续保持前置发力特征，财政支出进度依旧偏快。财政赤字率或将升至 3.2%，具体规模方面，预计 2023 年赤字规模目标为 3.98 万亿。进一步结合中央、地方财政赤字占比来看，考虑到中央政府加杠杆空间相对更大，明年中央赤字占比或达到 82% 左右，预计明年中央财政赤字规模 3.26 万亿，地方财政赤字规模 7200 亿元，相应的明年国债净融资规模和地方政府一般债新增规模分别为 3.26 万亿和 7200 亿元。专项债方面，预计 2023 年地方专项债新增规模增量有限，或将与 2022 年持平，即新增专项债发行 41500 亿元。

□ 稳增长仍需基建支撑，准财政工具将继续发力

2023 年财政收入增速在低基数背景下应该有明显提升，但经济增速在出口下行、地产弱企稳背景下修复程度有限，与之相关的财政收入增速也难以大幅跳增，特别是土地相关税收对财政收入的拖累可能仍然存在。此外，考虑到 2023 年减税降费规模仍存，预计 2023 年公共财政收入端增长乏力，支出扩张空间有限，预算内资金对基建支撑减弱。由于 2023 年稳增长仍需基建支撑，2022 年实践已经证明政策性金融这一准财政工具的使用更为灵活，同时配套商业银行的信贷支持，在基建和制造业领域对预算内财政而言是非常重要的补充，预计明年基建扩张仍将依赖准财政工具持续发力。

□ 货币政策稳健偏宽松，总量层面降准降息仍有空间

人民银行将继续实施稳健偏宽松的货币政策，货币供应方面，考虑到明年货币政策或更重视为财政资金投放提供稳定的货币环境，总量宽松可能性仍较大。从总量工具来看，预计货币政策仍将维持充裕的流动性和低利率环境。一是继续维持公开市场精细化操作，通过 OMO、MLF 等工具向市场投放流动性。二是通过降准释放流动性。为满足市场流动性需求，保持流动性合理充裕状态，明年存款准备金率仍存在进一步下调的必要。但考虑到目前银行体系加权平均存款准备金率为 7.8%，距离以往最低水平 6.0% 已不足 2 个百分点，预计今后人民银行降准操作将较为克制，下调 0.25 个百分点的操作幅度可能会是常态。价格层面，若明年通胀不构成掣肘货币政策选择的因素，出于稳增长支持实体经济发展的初衷，降息操作仍有空间。

□ 结构层面“精准滴灌、定向支持”，加快宽货币向宽信用的转化

2023 年人民银行将继续创新和运用结构性货币政策工具精准滴灌，用好定向降准、再贷款、再贴现以及宏观审慎评估等工具，加强政策协调，支持推进供给侧结构性改革，在过去已经推出的绿色投资、普惠小微、高技术制造业、科技创新等多项低息专项再贷款的基础上，继续推进落地并

逐步做大规模，促进金融要素流向供需共同受益、具有乘数效应的领域。根据二十大会议“着力扩大内需，增强消费对经济发展的基础性作用和投资对优化供给结构的关键作用”的要求，预计 2023 年人民银行或将适时针对城市老旧小区改造、新型城镇化、居民消费等具有供给结构性潜能的领域新增新的结构性再贷款，挖掘经济增长结构性机会。信贷市场方面，加快宽货币向宽信用的转化、积极引导市场流动性有效传导到实体经济仍是 2023 年货币政策的重心。人民银行将采取多项措施缓解银行货币创造面临的流动性、资本、利率“三大约束”，着力疏通货币政策传导机制。

□ 风险提示

疫情超预期扩散；经济复苏力度不及预期；通胀超预期；全球地缘政治风险。

正文目录

1 2022 年财政政策回顾与 2023 年展望	3
1.1 财政积极靠前发力，支出进度显著加快	4
1.2 收支压力加大，支出重点向民生等领域倾斜	6
1.3 政策性金融发力明显，基建投资增速保持高速增长	8
1.4 财政基调依旧积极，准财政工具将继续发力——2023 年财政政策展望	9
2 2022 年货币政策回顾与 2023 年展望	12
2.1 政策基调总体稳健，保持流动性合理充裕	12
2.2 加大结构性货币政策运用，激励金融机构优化信贷结构	14
2.3 降低银行体系负债成本，推动实体经济融资成本下降	16
2.4 多政策工具引导市场预期，人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定	18
2.5 整体基调稳健偏宽松，降准降息仍有操作空间——2023 年货币政策展望	19
3 风险提示	23

图表目录

图 1 历年财政预算赤字率和新增专项债限额（%，亿元）	3
图 2 2017-2022 年新增减税降费规模（万亿元）	4
图 3 2022 年中央对地方转移支付规模及增幅显著高于往年（亿元，%）	5
图 4 2022 年新增专项债发行节奏较快（%）	6
图 5 2022 年整体财政收支不平衡压力加大（%）	6
图 6 2022 年政府性基金收入大幅下滑（%）	7
图 7 2022 年非税收入对政府财力拉动较为明显（%）	7
图 8 2022 年民生领域财政支出得到有力保障（%）	8
图 9 2022 年基建投资整体维持高增态势（%）	9
图 10 2023 年中央政府杠杆率或将上行（%）	11
图 11 地方政府债务率已进入预警区间（%）	12
图 12 2022 年公开市场操作整体较为稳健（亿元）	13
图 13 2022 年短端资金利率中枢处于近年低位（%）	14
图 14 2022 年同业存单发行利率持续低于 MLF 利率（%）	14
图 15 2022 年普惠小微贷款余额与增速稳步上行（亿元，%）	15
图 16 2022 年绿色贷款余额与增速稳步上行（亿元，%）	16
图 17 2022 年制造业中长期贷款余额同比增速稳步上行（%）	16
图 18 MLF 利率是 LPR 报价的锚（%）	17
图 19 2022 各项贷款加权平均利率已降至历史低位（%）	18
图 20 2022 年人民币汇率综合指数与 2021 年均值基本持平	19

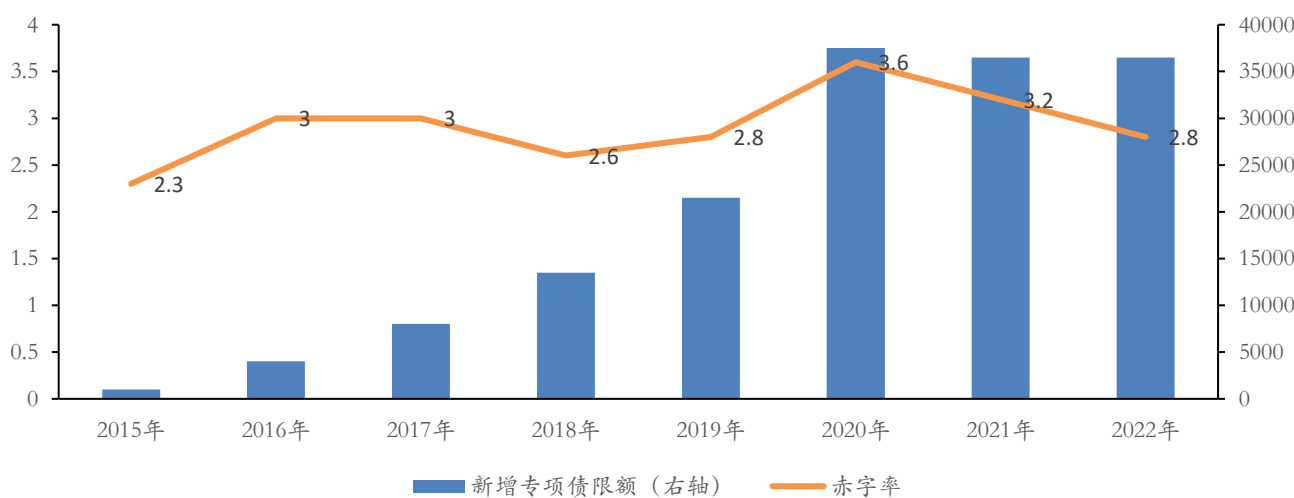
图 21 未来降准步长缩窄至 25BP 将成为常态 (%)	21
图 22 我国中小银行仍面临较大的资本金补充压力 (%)	22
图 23 2023 年 10 年国债收益率走势或呈到 V 型 (%)	23

1 2022 年财政政策回顾与 2023 年展望

2021 年底召开的中央经济工作会议提出“继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”，并且强调“积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续”。从总基调来看，在经历了贯穿 2021 年风险防范和整顿工作后，2022 年财政政策较上一年更加积极。但另一方面，由于经济发展阶段的变化，当前积极财政难以再像过去那样单纯的加大财政支出的力度，而是会兼顾风险、着力提升财政支出效能，即“更加注重精准、可持续”。

2022 年 3 月《政府工作报告》指出积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续，为稳定宏观经济出力。在 2022 年《政府工作报告》中财政赤字率从去年的 3.2% 下调到 2.8%，中央赤字及地方赤字分别为 26500 亿元和 7200 亿元，两者较 2021 年均有所下降。新增专项债限额 36500 亿元，与 2021 年持平。政策初衷在于减轻财政负担，实现可持续运行，让财政政策的施行有更健康的基础。

图 1 历年财政预算赤字率和新增专项债限额（%，亿元）



资料来源：Wind，湘财证券研究所

此外，2022 年《政府工作报告》提出扩大财政支出规模，“适度超前开展基础设施投资”，通过投资的乘数效应，进一步释放我国经济增长的潜力，使经济迈入新一轮的经济增长周期。报告明确全年退税减税约 2.5 万亿元，提振市场预期信心，保持我国经济运行在合理区间营造良好政策环境。此外，2022 年预算安排的一个亮点还在于中央财政大幅度增加对地方的转移支付，继续向困难地区和欠发达地区倾斜，保证基层财政的运转，兜牢基层‘三保’底线。

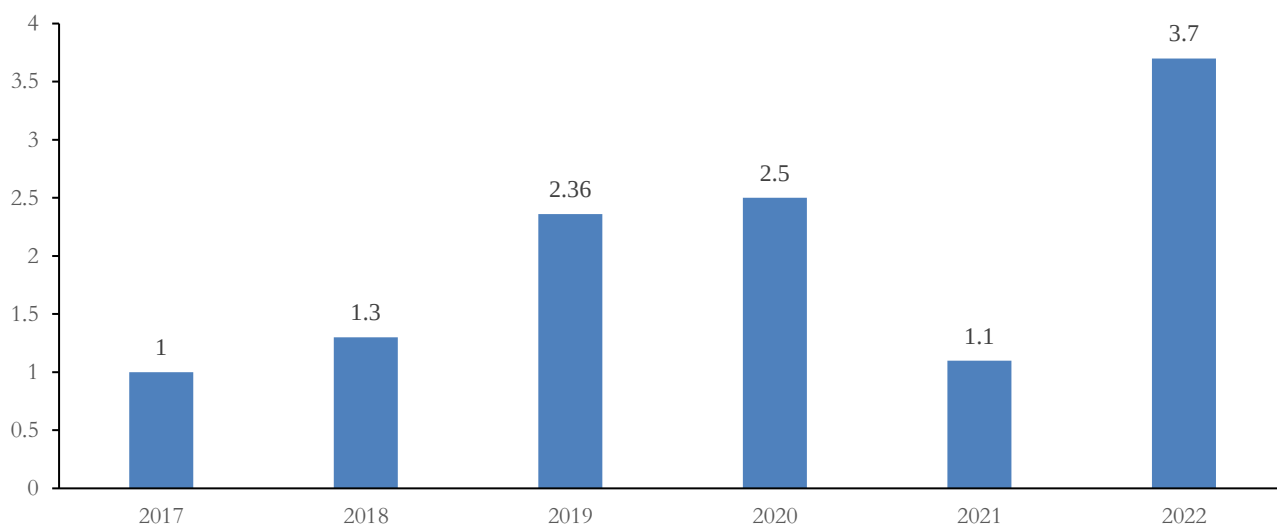
2022 年受疫情和俄乌冲突等超预期因素影响，同时伴随着房地产投资增速超预期下滑，我国经济运行面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重冲击，尤其是三季度以来出口受全球经济下行影响逐步下行，经济运行的两大支撑基建和出口转变为主要依靠基建，担任稳增长重任的财政政策备受关注。整体来看，2022 年财政部积极落实中央经济工作会议提出的“积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续”要求，加强财政资源统筹，实施新的组合式税费支持政策，合理安排债务规模，保证财政支出强度，优化支出重点和结构，持续改善民生，对稳定宏观经济大盘发挥了积极作用。在 2022 年这一特殊之年，财政政策运行呈现出有别于以往年份的特征。

1.1 财政积极靠前发力，支出进度显著加快

2022 年上半年我国经济发展受到内外部多重因素的挑战，俄乌冲突、美国滞胀使得我国外部约束趋紧，国内疫情二次冲击加大经济下行压力，在此背景下，2022 年财政积极靠前发力，有力地稳住了市场主体和经济大盘。

一是加快实施组合式减税降费支持政策，截至 2022 年 11 月 10 日，全国税务系统合计办理新增减税降费及退税缓税缓费 3.7 万亿元，其中已退到纳税人账户的增值税留抵退税款达 23097 亿元，超过去年全年退税规模的 3.5 倍，改善并增加了企业现金流，助力中小微企业纾困解难。

图 2 2017-2022 年新增减税降费规模（万亿元）



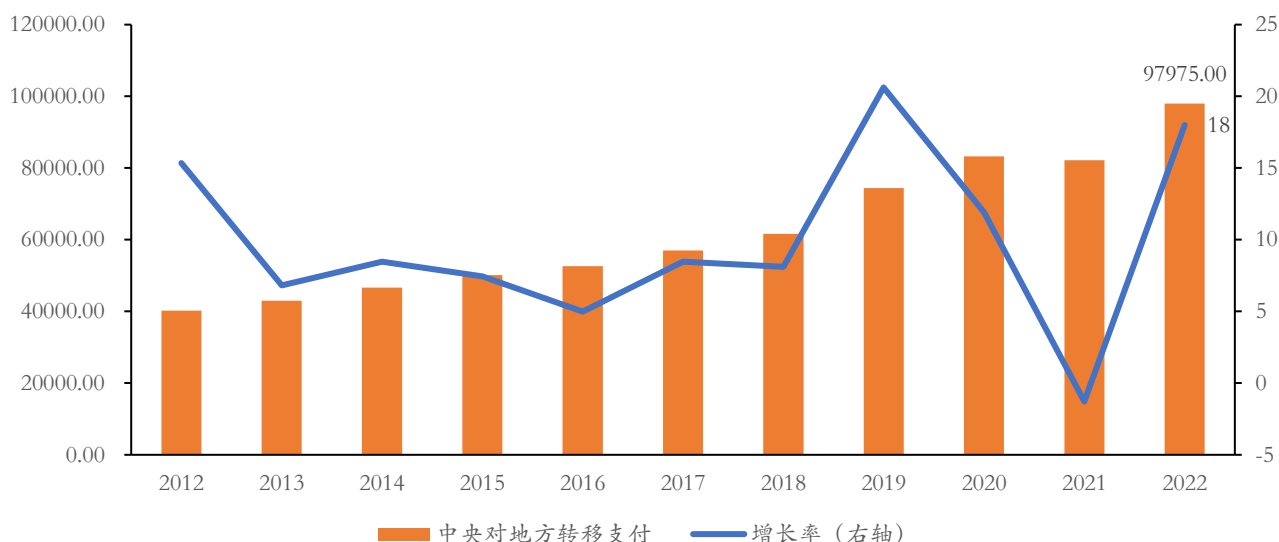
资料来源：Wind，湘财证券研究所（2022 年数据截止 11 月 10 日）

二是央行等金融机构加快上缴利润，配合退税进度，保障财政资金充足。2022 年全国财政预算报告提出今年特定国有金融机构和专营机构上缴利润 16500 亿元纳入政府性基金预算收入，其中央行上缴利润超 1 万亿，上半年

央行已向中央财政累计上缴利润 9000 亿，完成进度达 90%。

三是中央对地方转移支付进度超前。2022 年《政府工作报告》提出中央对地方转移支付近 9.8 万亿元，规模为历年来最大。从增幅来看，2022 年中央对地方转移支付比上年增加约 1.5 万亿元，增长 18%，增幅为近年来最高。财政部 6 月 2 日披露除据实结算、政策尚未确定等资金外，其他具备条件的转移支付已全部下达到位，转移支付进度较以往年度显著超前。

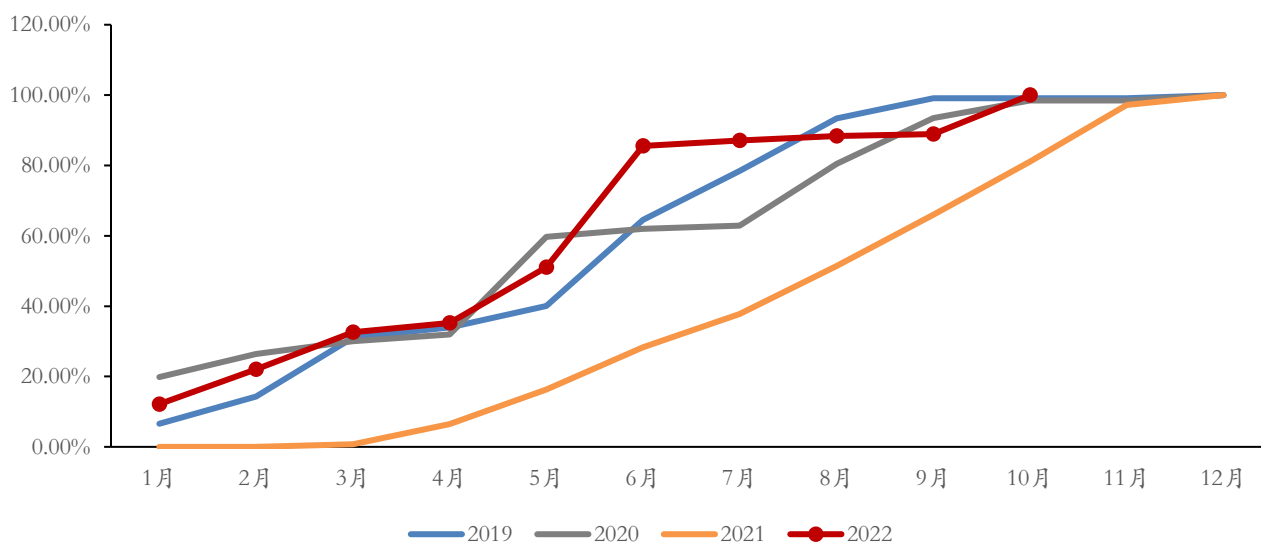
图 3 2022 年中央对地方转移支付规模及增幅显著高于往年（亿元，%）



资料来源：Wind，湘财证券研究所（2022 年数据截止 11 月 10 日）

四是地方政府债券发行规模创新高，且新增专项债发行进度超前。2022 年地方政府债和新增专项债发行均创下新高，根据中国债券信息网等公开信息，2022 年 1-11 个月地方债发行 7.3 万亿元，高于去年同期发行规模。由于今年宏观经济运行受多种因素影响而增长压力较大，为了进一步稳住经济大盘，专项债持续发力。按照今年的安排 2022 年专项债新增额度为 3.65 万亿元，叠加新增专项债限额 5000 亿元，年内新增专项债发行规模首次突破 4 万亿元。截至 12 月 5 日，2022 年内新增专项债发行规模已达 40312.17 亿元。考虑 2021 年结转 2022 年使用的近 1 万亿元，2022 年专项债实际使用资金规模已达 5 万亿元。此外，与往年相比，2022 年专项债发行节奏明显前置，5 月 30 日财政部要求各地加快支出进度，确保 2022 年新增专项债在 6 月底前基本发行完毕，力争在 8 月底前基本使用完毕。整体来看，2022 年专项债发行速度、支出进度均创近年来新高，为基建发力提供了充足的资金支持。

图 4 2022 年新增专项债发行节奏较快 (%)



资料来源：Wind，湘财证券研究所（2022 年数据截止 12 月 4 日）

1.2 收支压力加大，支出重点向民生等领域倾斜

2022 年一般公共预算财政收入整体呈现出增速放缓，收入承压的特点。主要原因一是大规模的增值税留抵退税冲减财政收入，由此拖累同比增速；二是国内疫情二次冲击，税基收缩导致财政减收。下半年随着大规模留抵退税基本执行完毕，叠加经济弱复苏，一般公共预算收入边际回暖，但依旧承压。

图 5 2022 年整体财政收支不平衡压力加大 (%)



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50561

