

宏观深度报告

报告日期：2023 年 01 月 05 日

有中国特色的财政货币配合新机制

——夺回失去的牛市系列研究七

核心观点

产业政策驱动经济结构转型升级将是未来我国经济发展的主线，但转型过程中可能面临财政收入不足、货币政策宽信用体量不够、经济增速承压等问题，我们认为核心解决之道在于财政货币的有效配合，未来将逐步形成产业政策驱动财政、货币协同发力的政策格局。在财政政策加力空间相对受限的情况下，货币政策的相关“准财政”工具仍是有效填补产业发展资金缺口的核心渠道，我们将其定义为“具有中国特色的财政货币配合新机制”，政策性银行将是重要抓手。我们认为 2023 年多重因素可能扰动我国财政政策进一步发力空间，政策将进一步强化货币与财政的协调配合，预计“新机制”将侧重于以下两个领域：其一，再贷款资金继续强化支持制造业，助力经济结构转型升级、推动科技自立自强、实现高质量发展；其二，PSL 资金放量、支持新市民公共基础设施及新型基础设施建设。

□ 产业政策驱动经济结构转型升级是未来我国经济发展主线

二十大报告提出“高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务”，推动高质量发展核心依赖经济结构转型升级，我国当前的经济结构调整主要体现为“告别房地产，拥抱制造业”，近年来，国家重大规划积极部署制造业尤其是高技术制造业发展，推动构建新发展格局。我们认为，产业政策驱动经济结构转型升级将是未来我国经济发展的主线，但转型过程中可能面临财政收入不足、货币政策宽信用体量不够、经济增速承压等问题，核心解决之道在于财政货币的有效配合，未来将逐步形成产业政策驱动财政、货币协同发力的政策格局。在财政政策加力空间相对受限的情况下，货币政策的相关“准财政”工具仍是有效填补产业发展资金缺口的核心渠道，我们将其定义为“具有中国特色的财政货币配合新机制”，政策性银行将是重要抓手。

□ 财政身兼数职负重前行

财政身兼数职负重前行，2023 年政策加力或将受限。中央经济工作会定调 2023 年财政加力提效，从具体落实层面看，我们预计 2023 年广义财政支出与 2022 年较为接近，更多侧重于通过专项债扩围、财政直达机制、财政贴息等手段发挥财政资金的引领和杠杆作用，实现财政政策提质增效；并且，疫后三年历史经验表明财政支出也有主次，更多的侧重于社保民生兜底和巩固抗疫成果，财政政策对经济增长的支持容易受到扰动。此外，房地产相关政府收入、中长期财政规划扰动逆周期政策持续性、防范政府债务风险等潜在因素也会扰动财政政策的实际运行和加力空间。总体来说，我们认为财政身兼数职、负重前行，政策加力空间相对受限。此时关注宏观政策协同，货币政策配合是关键。

□ 货币政策：构建中国特色的财政货币配合新机制

2022 年 12 月的中央经济工作会强调“加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力”，我们认为 2023 年将进一步强化货币与财政的协调配合，与海外多个经济体央行直接购买国债为财政提供融资不同，我国“具有中国特色的财政货币配合新机制”将体现为相关货币政策工具发挥“准财政”属性，为实体部门提供资金支持。这在 2022 年已有所体现，2022 年 6 月起，地产低迷拖累卖地收入进而扰动政府性基金支出，准财政工具及时出台、迅速落地，通过调增政策性开发性银行 8000 亿元信贷额度，设立两批共计 6000 亿元政策性开发性金融工具（截至 2022 年 10 月末，两批金融工具合计已投放 7400 亿元，金额超出计划额度），保障了重大基础设施项目建设的资金接续，维稳基建投资。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书号：S1230520070006

sunou@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书号：S1230521050001

zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

1 《房地产如何走过过渡期？——夺回失去的牛市系列研究六》

2023.01.03

2 《房地产新发展模式会怎样？——夺回失去的牛市系列研究四》

2023.01.02

3 《12 月数据预测：寒冬将止，静候春至》

2023.01.01

我们判断 2023 年，“新机制”将侧重于以下两个领域：其一，再贷款资金继续强化支持制造业；其二，PSL 资金放量、支持新市民公共基础设施及新型基础设施建设。

□ 再贷款资金继续强化支持制造业

“十四五”规划纲要提出“推进产业基础高级化、产业链现代化，保持制造业比重基本稳定，增强制造业竞争优势，推动制造业高质量发展”，二十大报告强调“建设现代化产业体系”，国家重大规划积极部署制造业发展，我们继续提示“新制造稳增长”格局的开启，产业政策定调下，金融信贷政策也已积极引导资金定向支持，预计 2023 年进一步发力：1）通过再贷款资金投放继续强化对制造业的支持，2022 年创设的科技创新再贷款、设备更新改造专项再贷款等工具可能进一步增加额度，央行也可能创设更多细分领域再贷款工具，实现更加有效的精准滴灌；2）预计碳减排支持工具将发挥更大作用，其支持领域及金融机构存在扩围可能性；3）制造业中民营小微企业占比高，预计金融政策继续多措并举支持民营小微企业。

□ PSL 为新市民公共基础设施及新基建提供资金支持

基建领域仍需“准财政”工具重点支持，我们预计 2023 年央行将继续增加 PSL 投放支持政策性金融机构为基建领域提供资金，专项建设基金作为资本金可能续期或常态化实施，支持基础设施建设。除传统的狭义基建外，我们认为发力方向将集中于两个领域，其一为城镇化推进过程中新市民基本公共服务设施建设，如学校、医院、体育设施等；其二为以能源、通信基础设施为典型代表的新型基础设施建设。

□ “夺回失去的牛市”行情开启

2023 年，积极的财政政策加力提效、稳健的货币政策精准有力，两者形成更为有效的协调配合机制，叠加我国疫情防控政策优化、两会左右房地产中长期规划有望出台、俄乌战局预计逐步进入动态均衡阶段及美联储有望在 2023 年 Q2 给出更为明确的政策转向信号等四个层面的转机，我们继续强调 2023 年夺回失去的牛市行情。结构上，我们认为以航空机场、旅游酒店、餐饮等恢复人流动带来的预期差最大，带来困境反转的投资机会。同时，未来重点关注后续美债收益率见顶后成长风格的投资机会，具体包括制造业强链补链（自主可控和进口替代，如半导体和机床母机）和产业基础再造领域。

□ 风险提示

新冠病毒再度变异对经济活动再次构成冲击，扰动货币政策决策；地产市场回暖不及预期，财政收支压力仍存。

正文目录

1 产业政策驱动经济结构转型升级是未来我国经济发展主线	5
2 财政政策：身兼数职，负重前行	7
3 货币政策：构建中国特色的财政货币配合新机制	11
3.1 2022 年“准财政”工具积极发力	11
3.2 再贷款资金继续强化支持制造业	13
3.3 PSL 为新市民公共基础设施及新基建提供资金支持	16
4 总结	18
5 风险提示	18

图表目录

图 1: 提升重点产业链供应链韧性和安全的五大重点方面	6
图 2: 2022 年第一批基础设施基金投向	12
图 3: 2022 年第二批基础设施基金投向	12
图 4: 2022 年 9、10、11 月 PSL 大幅增加	13
图 5: 2022 年基建投资增速维持稳健	13
图 6: 制造业中长期贷款增速维持高位	14
图 7: 制造业贷款占总贷款比重 2020 年以来重回稳健	14
图 8: 2021 年至今制造业投资增速维持高位	14
图 9: 制造业增加值占 GDP 比重自 2020 年起企稳回升	14
图 10: 2022 年专项债投向领域增加新基建、新能源项目	17
表 1: 2022 年 1-11 月, 卫生健康、社保就业及交通运输支出较快	8
表 2: 财政贴息助力短期缓解经营压力、长期配合产业政策发展:	9
表 3: 2022 年准财政工具积极发力维稳基建投资	11
表 4: 绿色贷款规模	15
表 5: 我国公共服务政策要求不断细化	16

本文为“夺回失去的牛市”系列研究第七篇，核心探讨具有中国特色的财政货币配合新机制。结合国家重大规划部署，我们认为**产业政策驱动经济结构转型升级将是未来我国经济发展的主线**，但转型过程中可能面临财政收入不足、货币政策宽信用体量不够、经济增速承压等问题，核心解决之道在于财政货币的有效配合，未来将逐步形成**产业政策驱动财政、货币协同发力的政策格局**。在财政政策加力空间相对受限的情况下，货币政策的相关“准财政”工具仍是有效填补产业发展资金缺口的核心渠道，我们将其定义为“具有中国特色的财政货币配合新机制”，政策性银行将是重要抓手。

2022年12月中央经济工作会议强调“加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力”，我们认为2023年多重因素可能扰动我国财政政策进一步发力空间，政策将进一步强化货币与财政的协调配合，预计“新机制”将侧重于以下两个领域：其一，再贷款资金继续强化支持制造业，助力经济结构转型升级、推动科技自立自强、实现高质量发展；其二，PSL资金放量、支持新市民公共基础设施及新型基础设施建设。

1 产业政策驱动经济结构转型升级是未来我国经济发展主线

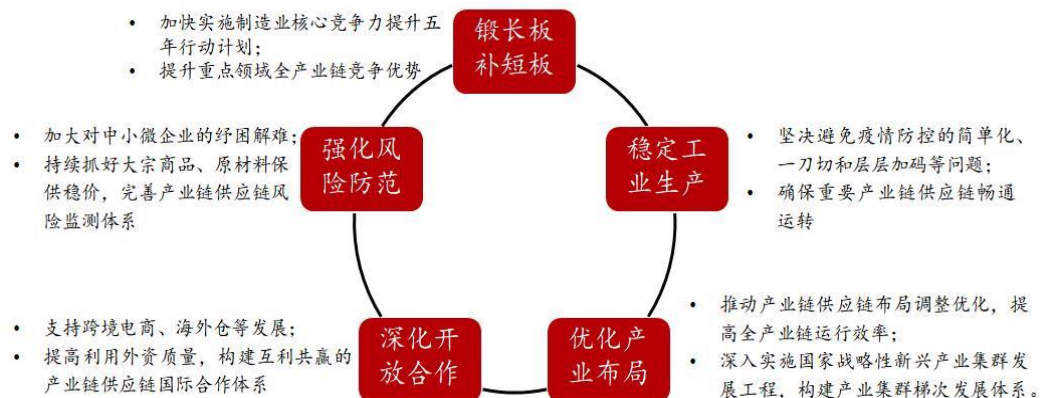
二十大报告提出“高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务”，推动高质量发展核心依赖经济结构转型升级，我国当前的经济结构调整主要体现为“告别房地产，拥抱制造业”，近年来，国家重大规划积极部署制造业尤其是高技术制造业发展，推动构建新发展格局。2017年末十九大报告强调“加快建设制造强国，加快发展先进制造业”，2021年初发布的“十四五”规划纲要提出“推进产业基础高级化、产业链现代化，保持制造业比重基本稳定，增强制造业竞争优势，推动制造业高质量发展”，2022年二十大报告提出“加快建设现代化经济体系，着力提高全要素生产率，着力提升产业链供应链韧性和安全水平”、“建设现代化产业体系，推进新型工业化，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国。实施产业基础再造工程和重大技术装备攻关工程，支持专精特新企业发展，推动制造业高端化、智能化、绿色化发展”。

根据二十大报告定调，统筹发展与安全将贯穿党和国家工作各方面全过程，涉及政治、经济、军事、科技、文化、社会、外交等多个领域。预计未来五年内，我国将逐步补齐制约发展与安全的短板，重点统筹外部安全和内部安全、国土安全和国民安全、传统安全和非传统安全、自身安全和共同安全。综合考虑我国面临逆全球化、保护主义、单边主义带来的不确定性，我们提示可能会在更长的时间内加强重点领域安全能力建设，特别是确保粮食、能源资源、重要产业链供应链安全。

- **粮食安全是国家安全的基础。**民以食为天，必须全方位夯实粮食安全根基，牢牢守住十八亿亩耕地红线，确保中国人的饭碗牢牢端在自己手中。一方面，完善农产品供给体系，确保口粮绝对安全、谷物基本自给、重要农副产品供应充足，降低重要农副产品的进口依赖度。另一方面，积极开展种源“卡脖子”技术攻坚，提高良种自主可控能力。
- **能源安全是国家安全的关键。**二十大报告要求“积极稳妥推进碳达峰碳中和，立足我国能源资源禀赋，坚持先立后破，有计划分步骤实施碳达峰行动，深入推进能源革命”。对此，十四五规划有明确部署，重点在于实现煤炭供应安全兜底、油气核心需求依靠自保、电力供应稳定可靠，并进一步完善能源风险应急管控体系、拓宽进口来源并维护战略通道和关键节点安全、提升储备安保能力和实施新一轮找矿突破战略行动。

- **重要产业链供应链安全既是国家安全的重要保障也是经济转型的着力点。**在逆全球化加剧的背景下，发达国家中断关键领域的技术、零部件等方面合作的风险加大，我国相关产业部门如工业母机、高端芯片、基础软硬件、开发平台、基本算法、基础元器件、基础材料等瓶颈仍然突出，解决产业链供应链的“卡脖子”问题根本上需要依靠自主可控的技术创新。

图1：提升重点产业链供应链韧性和安全的五大重点方面



资料来源：中国政府网，浙商证券研究所

由此我们认为，产业政策驱动经济结构转型升级将是未来我国经济发展的主线。对于未来的产业政策发力点，我们认为粮食安全方面科技支撑及加强收储调控更为关键，能源安全方面坚持先立后破，实现新旧能源的有序替代最为关键，确保重点产业链供应链方面，中长期来看，通过提升科技创新能力实现重点领域自主可控及全产业链竞争力是重点；中期来看，优化国内产业链供应链的区域布局，形成梯次发展体系支撑国内大循环是关键；短期来看，对内确保物的流动不受疫情影响、对外深化合作提升引进外资及技术质量是加快保障重点产业链供应链安全的重要抓手。

未来将逐步形成产业政策驱动财政、货币协同发力的政策格局。经济转型过程中，产业政策推进可能面临财政收入不足、货币政策宽信用体量不够、经济增速承压等问题：其中，房地产相关政府收入减少、中长期财政规划扰动逆周期政策持续性、防范政府债务风险等潜在因素可能扰动财政政策的实际运行和加力空间；宽信用层面，过去量级较大的房地产贷款需求减弱，金融对实体经济新增长点的支持质量和适配性需逐步提升；经济增长方面，制造业替代基建、地产等传统动能成为经济主驱动力的过程中，也大概率伴随经济增速中枢的回落压力。凡此种种，问题的解决之道在于财政货币的有效配合，我们认为，在财政政策加力空间相对受限的情况下，货币政策的相关“准财政”工具仍是有效填补产业发展资金缺口的核心渠道，2022年12月中央经济工作会议强调“加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力”，2023年将进一步强化货币与财政的协调配合，我们将其定义为“具有中国特色的财政货币配合新机制”，下文展开详细分析。

2 财政政策：身兼数职，负重前行

后疫情时代的财政政策——身兼数职、负重前行。2020 年疫情爆发以来，财政政策总体维持积极态势，围绕着疫情防控及缓解次生伤害、兜牢“三保”、落实“三稳”等目标，积极运用了一系列提升赤字、增加支出、扩大举债规模、减税降费降成本等财政政策工具来解决问题，总体上表现出“身兼数职”，为应对疫情大幅增加卫生健康支出并通过特别国债进行针对性融资支持；为配合社会民生托底政策大幅提升社保就业支出；为解决基础财力不足问题创设财政直达机制；为缓解疫情次生冲击对实体经济现金流量表和资产负债表的负面影响，持续通过大规模减退税降费政策缓解经营压力；身兼数职的财政政策有效发挥了宏观经济稳定器的作用，但也确实是负重前行，主要表现在政府杠杆率和政府债务融资规模的显著提升，部分薄弱地区的地方财政收支不匹配加剧，为应对短期压力使用了多年存量政策空间等等。

2022 年多重压力下，财政腾挪空间积极作为。2022 年，三重压力之下又面临内外突发冲击，地缘政治冲突与主流海外经济体货币政策收紧冲击我国外需，地产风波与疫情反复对内需也产生拖累，财政政策直面压力积极应对：

- **首先，广义支出规模大幅提升、创历史新高，多措并举满足支出需要。**2022 年一般公共预算与政府性基金预算的预算支出规模超过 40 万亿元，较 2021 年提升 4.6 万亿元，为满足支出需要财政多措并举筹集资金，要求特定金融机构上缴 1.65 万亿元补充财政资金；使用调入及结转结余资金 2.32 万亿元，较 2021 年新增 1.15 万亿元，其中预算稳定调节资金调入 2765 亿元；同时，为平衡央地及各地财力，中央对地方转移支付规模创历史新高达到 9.8 万亿元，较 2021 年增加近 1.5 万亿元。
- **内外突发冲击之下，财政利用留存政策空间予以应对。**2022 年 Q1 末起，海外地缘政治冲突与主流央行货币政策收紧冲击导致海外滞胀趋势显著升温，逐步提升对我国外贸部门冲击，国内疫情反复且地产修复受阻又再掀债务隐患风波，内外突发冲击导致财政政策收支平衡压力进一步加剧，一方面房地产行业的低迷表现导致卖地收入显著不及预算目标，经济下行压力、疫情扰动以及大规模减退税降费的应对政策，导致财政收入大幅承压，另一方面疫情防控、兜牢三保和托底经济又要求财政增加支出，财政政策适时调整，重点通过两大手段予以解决，一是已出台政策加速推进，特定机构上缴利润、专项债集中前置发行等缓解短期收入压力，二是积极出台增量工具，准财政工具和历年存量财政资金成为救火队员，前者先后两次筹集 3000 亿元政策性开发性金融工具、调增 8000 亿元政策性银行信贷额度，后者则增加 5000 亿元限额内专项债发行予以支持。

可以看到，2022 年在历史级广义财政支出的支持下，面对突发的内外部冲击，财政捉襟见肘，通过多种准财政工具并利用留存政策空间筹集资金才得以满足支出责任；2022 年 12 月中央经济工作会议明确“**积极的财政政策要加力提效**”的 2023 年政策基调，并提出“保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。要加大中央对地方的转移支付力度，推动财力下沉，做好基层“三保”工作”等政策方针。

如何理解？我们认为，2023 年财政政策重在“政府加杠杆发力”和“提升政策有效性”两方面，考虑经济结构调整、中期财政规划、防范债务风险等因素，从货币政策与财

从政策配合的角度来看，财政边际发力相对有限，更多需要货币政策支持，带动准财政及政策性金融工具等发挥作用：

- **2023 年广义支出维持高增，政府加杠杆提供资金来源。**在加力提效的财政基调下，我们预计 2023 年广义财政支出规模仍旧在 40 万亿元左右，资金来源主要依托三方面，一方面依托于政府加杠杆、债务融资的提升，预计 2023 年赤字率有望提升至 3.2%，与之对应的赤字规模超过 4.1 万亿元，为保持支出强度并抵补卖地收入不足，预计 2023 年新增专项债规模不低于 3.65 万亿元，另一方面金税四期等税收征管力度的加强和经济回升修复税基等逻辑有助于带动税收收入高增，此外预计 2023 年大规模减退税政策力度可能较 2022 年边际下降，也会提供增量资金。
- **担重任、兼数职，财政支出有主次。**广义财政支出维持高位的基础上，财政支出方向自然成为关注焦点，考虑政府事权与支出责任的主次，我们预计，巩固抗疫成果与兜牢“三保”仍将是重点方向，卫生健康、社保就业将继续保持较高支出比例，与 2020-2022 年的支出重点较为接近；二十大强调统筹发展与安全，我们预计公共安全、外交、国防等领域支出将有显著提升；此外，服务二十大提出的“建设社会主义现代化强国，建成教育强国、科技强国、文化强国、体育强国和健康强国”的中长期目标，科教文卫、交通运输和城乡社区是支出重点。从过往三年财政实际支出进度的经验来看，当财政收支阶段性陡增时，政策支持方向会更加注重社会民生政策和短期焦点问题，前者主要以稳就业和保市场主体为目标，后者主要是疫情因素。

表 1：2022 年 1-11 月，卫生健康、社保就业及交通运输支出较快

一般公共预算支出投向	2021		2022		22-21 绝对值	22-21 占比提	1-11 月财政支出进度
	数额（亿元）	占比（%）	数额（亿元）	占比（%）	提升 亿元	升	
农林水支出	22169	9.0%	24041	9.0%	1872	0.0%	78.9%
公共安全支出	13794	5.6%	14692	5.5%	898	-0.1%	
科学技术支出	9607	3.9%	10418	3.9%	811	0.0%	75.4%
社会保障和就业支出	33746	13.7%	37398	14.0%	3651	0.3%	88.3%
教育支出	37687	15.3%	41404	15.5%	3717	0.2%	82.4%
城乡社区支出	19459	7.9%	21103	7.9%	1643	0.0%	80.7%
外交、国防支出	14287	5.8%	15226	5.7%	939	-0.1%	
节能环保支出	5419	2.2%	5877	2.2%	458	0.0%	74.1%
一般公共服务支出	19952	8.1%	21103	7.9%	1151	-0.2%	

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_50879

