



李奇霖：中央经济工作会议 八个关注点



文/李奇霖（李奇霖为红塔证券研究所所长、首席经济学家）

一、结构优于总量，质量优于数量

通稿中提到了“我国经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，外部环境动荡不安给我国经济带来的影响加深”，要突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，通稿中还提到要加大宏观政策调控力度，所以，可以明确的是明年的重点工作肯定是发展实体经济。

但由于整个通稿提到了努力实现宏观增长目标，没提宏观经济目标究竟是多少，赤字率也没提，而且后文有相当长的篇幅在强调经济、金融重大风险防范和化解，其中防范化解地方政府债务风险还专门强调了坚决遏制增量，化解存量，可见，太大规模的刺激不会有，走老路也不会有。推动经济整体好转估计主要靠的是防疫优化后经济增长的内生动力恢复、市场信心提振及质量优化，主要靠技术进步提升全要素生产率而非市场预期的大规模刺激措施。

但毕竟明年的重点是实体经济，从通稿后面针对地产和平台经济的表述看，应该会极力避免出台具有收缩效应的政策，可能影响市场主体信心的一些提法通稿中也没看到。

因此，我们认为在疫情防控优化后，明年的重点工作应该是要放在实体经济上边，只是说不会通过大水漫灌、大搞刺激来发展经济（传统增长

模式主要是托底和防风险，要关注增长的可持续性)，同时不会出台影响市场预期收缩型政策（提振市场信心），而对发展和安全并举的一些重点领域，政策上应该会加力支持（为了高质量发展）。



二、政府债务结构将进一步优化

通稿中对地方政府债务的表述较多，在财政部分虽然提到了积极的财政政策要加力提效，但同时也说了要地方政府债务风险可控。后面关于有效防范化解重大经济金融风险的部分还专门讲到了“地方政府债务风险要坚决遏制增量，化解存量”。其中的意思很明显，那就是靠地方债务拉动

经济增长的模式已经是不可持续的了，必须加以遏制。

除了地方政府隐性债务外，其实地方显性债务压力也开始有所凸显。一是过去几年在持续的稳增长压力下，地方债务扩容存在刚性需求，但隐性债务新增被严格控制，所以导致地方显性规模较快扩张。当前地方政府负债率为 29.1%，而地方债务率已高于 100%。二是 2022 年专项债规模已经突破了 20 万亿，远高于政府基金预算收入，专项债的可持续性也需关注，估计明年专项债新增限额和今年应该维持在差不多的水平。

未来大概率会优化政府债务结构。一个是提高国债发行占比，由中央政府来加杠杆，这样既优化了政府债务结构，还可以弱化地方因举债空间受限不得不过度依赖融资平台举债的动机。二是继续开正门、堵偏门，持续压降隐性债务规模，预计会扩大全域无隐性债务试点范围，防止高成本、到期短、资金来源不合规的隐性债务持续地透支财政、诱发金融风险。三是强化政策性银行和大型央企在稳增长中的职能，严格控制地方债务增长，通稿中也提到了“政策性金融要加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持”。四是没有了特定机构利润上缴后，需通过财政赤字率扩张保持必要的财政支出强度，为稳增长、稳就业发力留有空间，为防范区域性、系统性金融风险留有余量。

三、货币政策要精准有力

与 12 月的政治局会议类似，本次中央经济工作会议强调货币政策要精准有力，不同的是“保持流动性合理充裕”的表述又回来了。我们认为

当前虽然疫情防控优化了，但因全球经济下行对我国出口形成拖累、服务业复苏滞后期长、地产修复进程较慢，公众对疫情仍有担忧导致生活半径在持续收缩、企业减员导致生产、经营、物流、消费短期均陷入停顿，而且 2023 年掣肘货币宽松的外部压力减弱，为积极支持扩大内需战略，提振经济恢复社会经济活力，维持合理充裕的流动性和稳定偏低的利率环境既有必要性也有可行性。

通稿中强调“引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度”，这也对应了未来还是会避免大水漫灌，货币政策仍然以结构优化为主的，PSL 和各类再贷款工具投放规模可能会加量。

此外，考虑到明年出口下行压力较大，可能需要适度提升宏观杠杆率以对冲外需下行的风险，且科技创新、绿色发展等领域是资金密集型，具有融资需求量大、对融资依赖度高且需长期投入等特点，需要给予金融机构低成本且稳定的负债来源，预计降准降息也不会缺席。

四、确保房地产市场平稳发展

通稿中关于地产的提法，在扩大国内需求的地方提及要“支持住房改善”，在有效防范化解重大经济金融风险中提到了要确保房地产市场平稳发展，有效满足行业合理融资需求，这主要是因为今年房地产对经济的拖累十分显著，1-11 月房地产开发投资累计同比已经下行至-9.8%。

在有效满足行业合理融资需求方面，当前金融 16 条已经发布了，支

持房企信贷、债券及股权融资的配套政策也有了，但从数据看，无论是购房需求的回升还是金融对房企的支持力度均低于预期。一是房地产销售数据尚未企稳，1-11 月房地产销售面积累计同比下行至-23.3%，尚未看到向上的拐点；二是 1-11 月房地产开发资金来源同比持续下行至-25.7%，即便是金融机构对房企的授信力度在加大，但国内贷款分项的同比读数还是比 10 月多降了 0.3 个百分点。可见，购房需求无法企稳，房企的基本面没有持续改善，金融政策支持至多只能防范房企短期信用风险无序释放，但解决不了根本问题。

一旦房企流动性收紧，就不得不被动去杠杆和缩规模，体现在数据上就是房企拿地增速大幅下滑，房地产新开工大幅减弱，比如 1-11 月土地购置面积累计同比下行至-53.8%，同期新开工面积下行至-38.9%。

因此，未来更需关注在“房住不炒”的大基调下，在房地产市场脱离了金融属性后，政策能否有效激活刚需和改善型需求入场，提振房企资金回笼能力才是最关键的，通稿中也提及要支持刚性和改善性住房需求。除了住房需求端刺激外，还要控制房企的信用风险，因为绝大多数一手房是预售盘，如果房企信用风险不收敛，购房者不敢贸然入场，所以在通稿中提及要“有效化解优质头部房企风险，改善资产负债状况”。房企只有在正常的销售回笼资金能力得以重建后，才能真正步入良性循环。后续房企信用风险释放的压力预计将有所缓解。

2023 年预计会有更多购房需求端的措施出台，限贷限购有望进一步放

松，但支持政策只是托底，因为“房住不炒”的大基调还在，满足的也只是房企合理的融资需求，房地产市场去金融化依然是大趋势。

五、消费是重点

通稿中强调：“着力扩大国内需求，要把恢复和扩大消费摆在优先位置，多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费”。可见，2023 年宏观经济的增量主要是靠消费了。

从外部形势看，考虑到全球央行加息对抗通胀，金融条件持续收紧，2023 年全球经济有下行风险，这对我国外需构成挑战，而在 2020 年-2022 年支撑我国经济增长的主要是出口，呈现出典型的“外需强于内需、出口好于消费”的特征。当出口拉动不可持续之后，通过扩大内需、促进消费提升就较为重要了。

虽然提到了住房改善、新能源汽车、养老服务这几个领域的消费，但促进消费最为关键的还是要把收入给提上去，而提高收入首要的是解决就业问题。在通稿的社会政策部分中也提到要“把促进青年特别是高校毕业生就业工作摆在更加突出的位置”。这一项目因头条业务在群体就业，且

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_50342

