

# 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

---

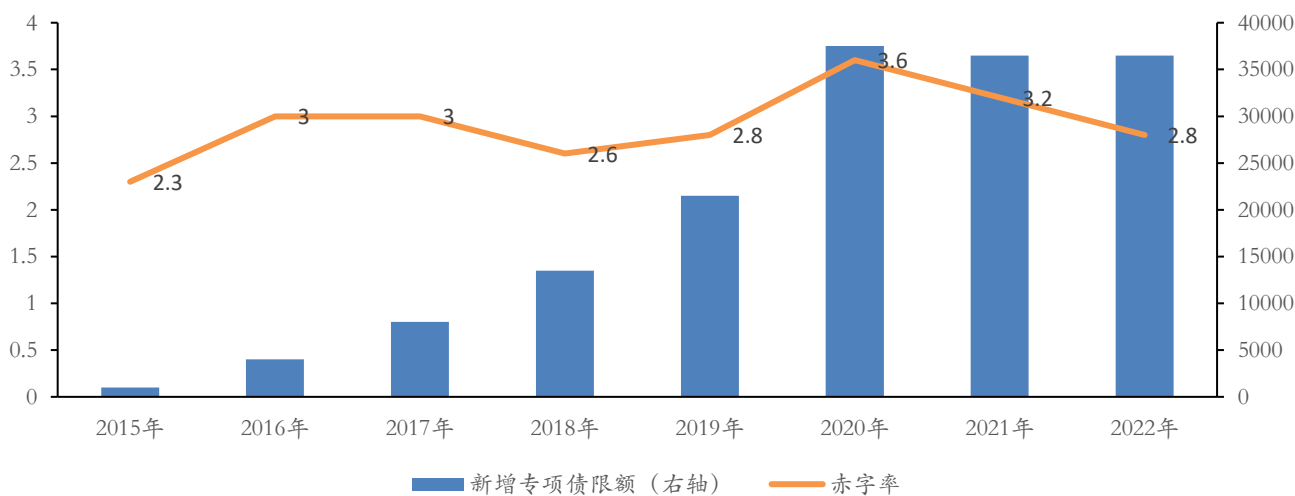
图 21 未来降准步长缩窄至 25BP 将成为常态 (%) .....	21
图 22 我国中小银行仍面临较大的资本金补充压力 (%) .....	22
图 23 2023 年 10 年国债收益率走势或呈到 V 型 (%) .....	23

## 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》中财政赤字率从上年的 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。

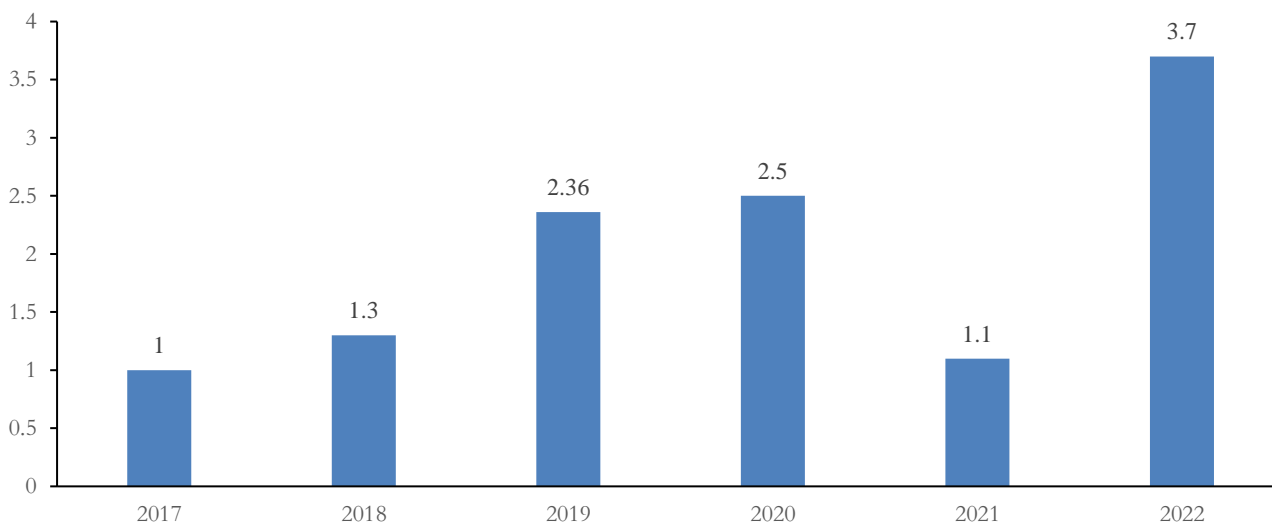
2022 年受疫情和俄乌冲突等超预期因素影响，同时伴随着房地产投资增速超预期下滑，我国经济运行面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重冲击，尤其是三季度以来出口受全球经济下行影响逐步下行，经济运行的两大支撑基建和出口转变为主要依靠基建，担任稳增长重任的财政政策备受关注。整体来看，2022 年财政部积极落实中央经济工作会议提出的“积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续”要求，加强财政资源统筹，实施新的组合式税费支持政策，合理安排债务规模，保证财政支出强度，优化支出重点和结构，持续改善民生，对稳定宏观经济大盘发挥了积极作用。在 2022 年这一特殊之年，财政政策运行呈现出有别于以往年份的特征。

### 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、美欧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）



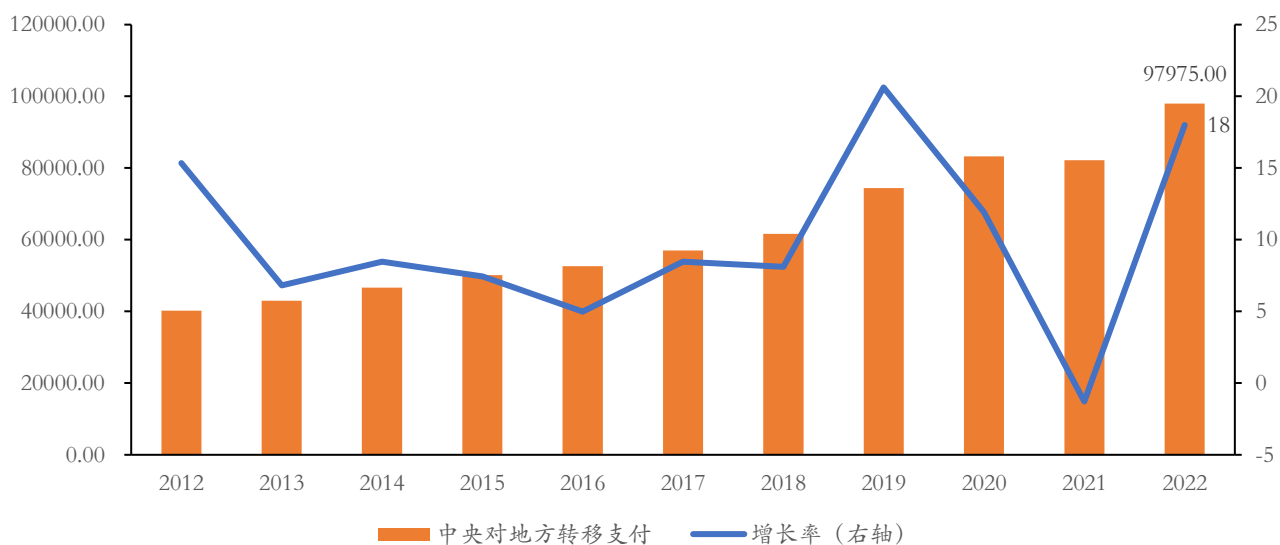
资料来源：Wind，湘财证券研究所（2022 年数据截止 11 月 10 日）

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。

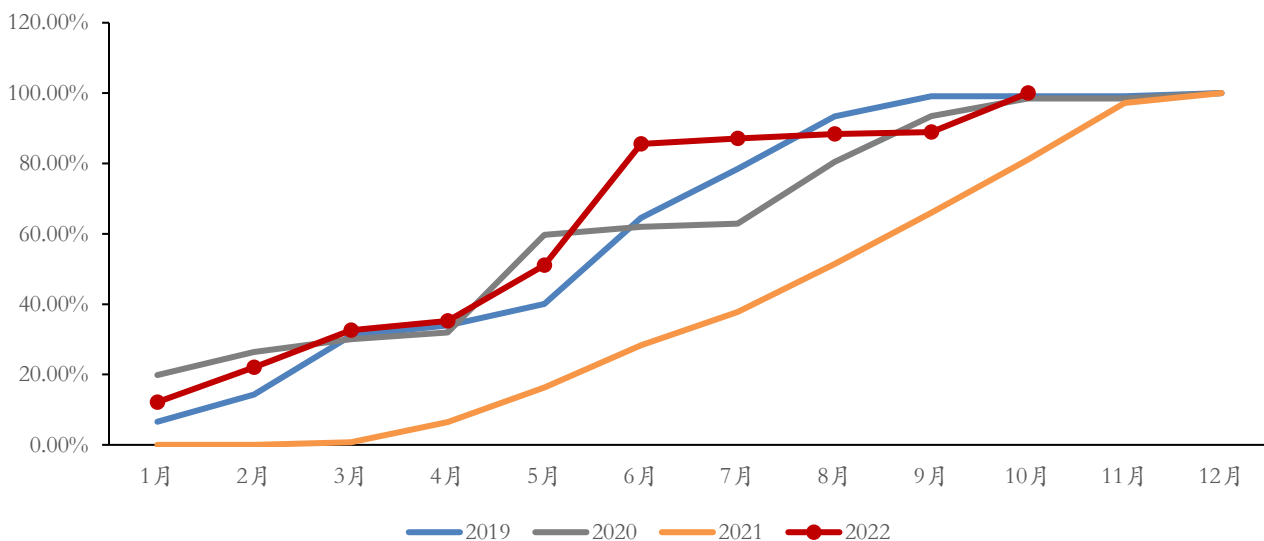
图 3 2022 年中央对地方转移支付规模及增幅显著高于往年（亿元，%）



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 (%)

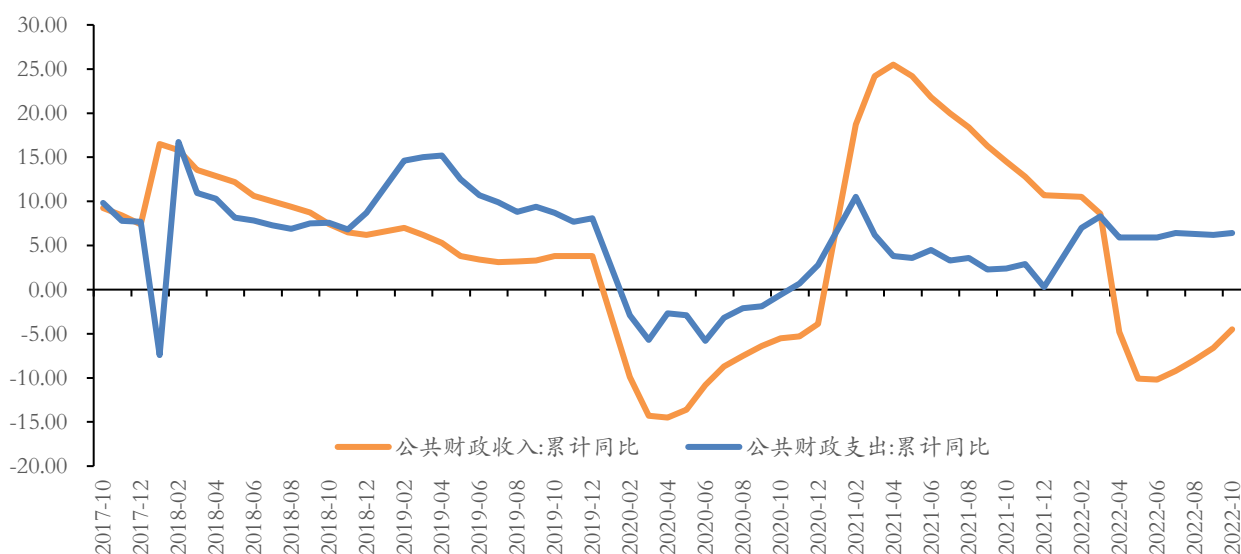


资料来源：Wind，湘财证券研究所（2022 年数据截止 12 月 4 日）

## 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 (%)

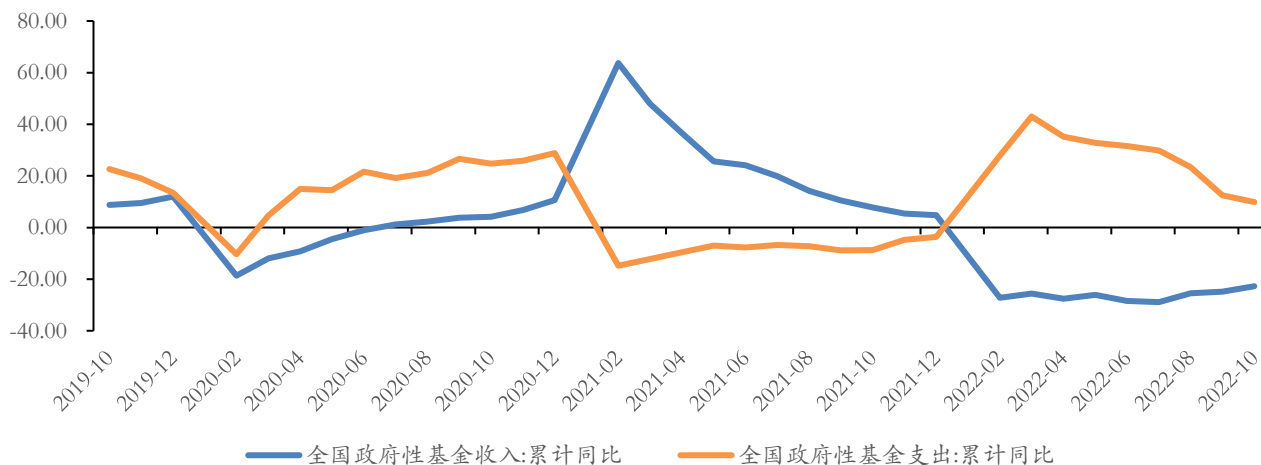


资料来源：Wind，湘财证券研究所



同时 2022 年房地产下行压力加大，受到疫情反复、部分地市楼盘烂尾等因素影响，居民购房能力及购房意愿趋势性下行，部分房企面临市场融资困难、销售回款转负等问题，房企整体预期较弱、拿地意愿下行致使地方政府卖地收入低迷，政府性基金收入在土地出让收入的拖累下大幅下滑。

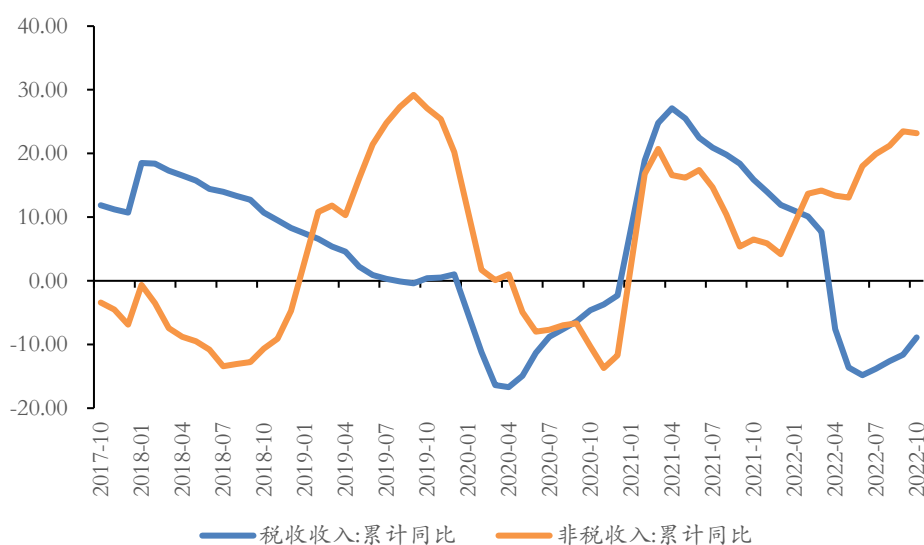
图 6 2022 年政府性基金收入大幅下滑 (%)



资料来源：Wind，湘财证券研究所

值得关注的是，2022 年非税收入增速持续高位运行，占公共财政收入比重已达到近十年以来最高，对政府财力拉动较为明显。主要原因在于 2022 年地方加大闲置资产盘活力度以及原油价格上涨带来的特别收益金专项收入等，预计 2023 年非税收入对财政收入的贡献难以持续。

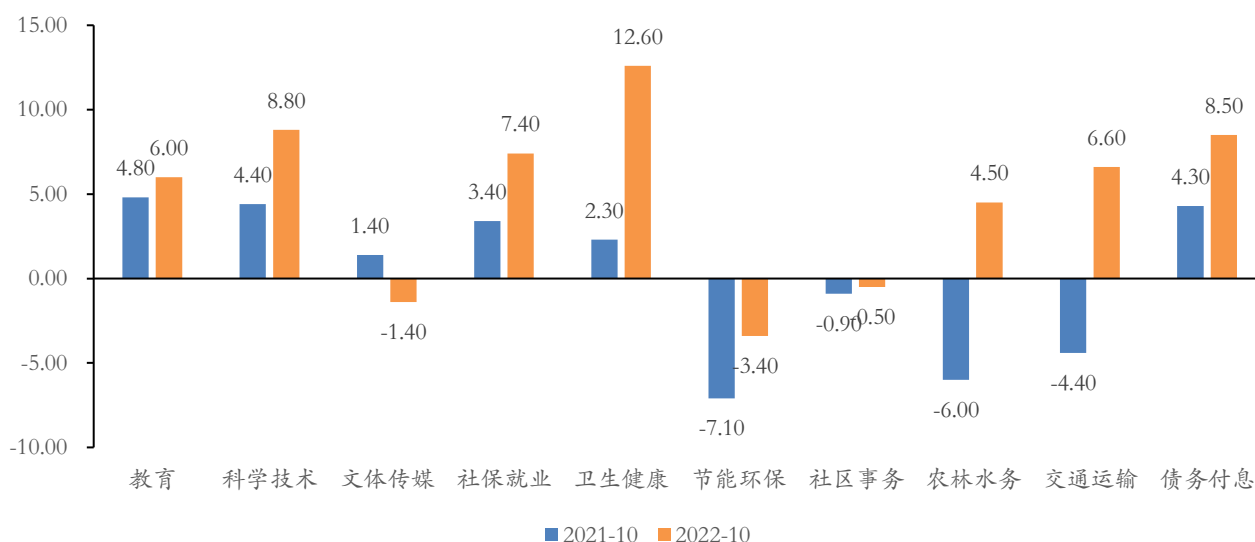
图 7 2022 年非税收入对政府财力拉动较为明显 (%)



资料来源：Wind，湘财证券研究所

支出方面，2022 年财政政策积极作为、靠前发力，在一般公共预算收入下行叠加土地出让收入大幅下滑的同时，财政支出在有效稳住全国经济大盘、弥补社会需求不足、促进科技创新和稳定就业等方面做出突出贡献。从支出进度来看，上半年财政支出进度较慢，三季度开始财政支出进度明显加快，从而推动财政资金尽快进入实体经济，截至 10 月底财政支出累计已完成预算进度的 77.24%，支出进度与去年和前年几乎持平。从支出结构来看，2022 年财政支出更多倾向于社保就业及医疗卫生等民生类支出。其中卫生健康支出增速最快，1-10 月卫生健康支出累计同比增长 12.6%，成为带动财政支出增长的主要因素。当前全国各地疫情相继爆发，疫情的持续发展以及核酸检测等常态化支出责任，已经对各地财政支出形成很大的压力。此外，由于就业压力较大，2022 年社保就业累计增速显著超过上一年。

图 8 2022 年民生领域财政支出得到有力保障 (%)



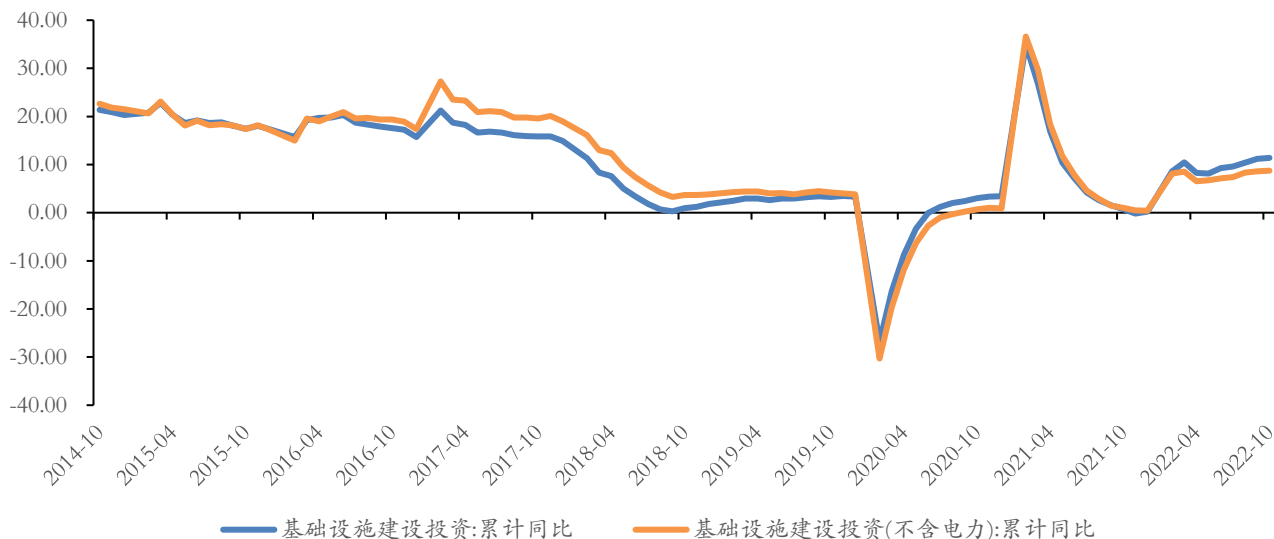
资料来源：Wind，湘财证券研究所

### 1.3 政策性金融发力明显，基建投资增速保持高速增长

2022 年专项债发行节奏及支出进度明显前置，为上半年基建发力提供了充足的资金支持。后续随着财政资金发力逐步弱化，需更多关注其他资金来源。下半年伊始政策性金融接力专项债，成为促进基建投资的重要工具。6 月 29 日国常会决定运用 3000 亿元政策性、开发性金融工具补充重大项目资本金；8 月 24 日，在之前 3000 亿元政策性开发性金融工具已落到项目的基础上，再增加 3000 亿元以上额度作为专项债搭桥资本金。此外，9 月 7 日国常会公布将对部分领域设备更新改造贷款阶段性财政贴息，对高校、职业院校和实训基地、医院、地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型和中小微企

业、个体工商户等设备购置和更新改造新增贷款，可享受中央财政贴息 2.5 个百分点，期限 2 年。此政策落实后四季度内更新改造设备的贷款主体实际贷款成本将不高于 0.7%。整体而言，2022 年一系列政策性金融工具起到了准财政的作用，有效支撑了基建投资增速保持高速增长的态势。

图 9 2022 年基建投资整体维持高增态势 (%)



资料来源：Wind，湘财证券研究所

## 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

展望 2023 年，我国经济发展面临的内外部压力仍然不小。从外部来看，动荡的政治环境和全球衰退的经济背景对中国经济带来一定程度的负面影响。另一方面，国内制约经济发展的因素仍未完全消退，房地产行业下行压力所带来的外溢效应仍然存在。与此同时明年疫情风险也不能完全排除，局部疫情可能仍然会不时扰动经济运行。为实现“十四五”规划和 2035 远景目标，经济增长仍是政府第一工作要务。2022 年 12 月中央政治局会议在分析研究 2023 年经济工作中指出“明年继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”、“积极的财政政策要加力提效”。在“稳中求进”的经济工作总基调下，2022 年 12 月中央经济工作会议提出五大政策协调配合，包括财政政策、货币政策、产业政策、科技政策、社会政策在内的政策体系。会议指出继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，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。关于财政政策，中央经济工作会议提出积极

的财政政策要加力提效。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。“加力提效”这一表述对应着更为积极的财政政策姿态，保证支出强度的提法延续。值得注意的一点变化是，去年底强调实施新的减税降费，而今年“优化组合赤字、专项债、贴息等工具”是积极财政的三个着力点。整体而言，预计2023年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，同时持续落实扩大内需战略，并将其同深化供给侧改革结合起来，共同推动经济稳步发展。

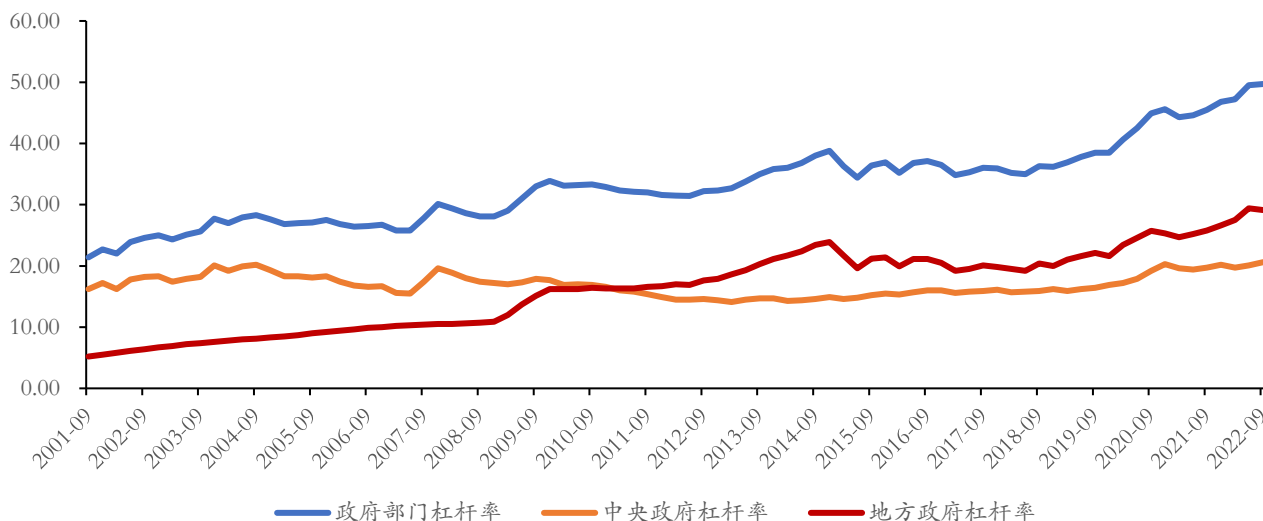
一是财政政策将继续保持前置发力特征。明年上半年在地产、出口、消费均面临挑战的背景下，要想实现稳增长目标，财政前置发力势在必行，预计明年财政支出进度依旧偏快。由于专项债是落实积极财政政策的重要抓手，在带动扩大有效投资、稳定宏观经济等方面发挥着重要作用。在积极财政政策背景下，明年专项债发行将保持适度规模，发行进度也将适度超前。同时将加快专项债券支出、使用进度，以尽快形成更多实物工作量。

二是财政赤字率或将升至3.2%，专项债新增规模或与2022年持平。2020年在疫情冲击下，政府杠杆率快速上升，目标赤字率上调0.8个百分点至3.6%，赤字规模目标为3.76万亿，此外还发行1万亿的抗疫国债；2021年在疫情整体受控下，国内经济逐步复苏，目标赤字率下调至3.2%，相应赤字规模为3.57万亿；2022年财政政策强调“要提升效能，更加注重精准、可持续”，目标赤字率为2.8%，赤字规模目标下降至3.37万亿。值得一提的是2022年财政赤字率能够下调主要得益于动用央行等特定国有金融机构和专营机构上缴利润16500亿元以及历年结余资金弥补了当年财政赤字。考虑到2023年为应对民生、防疫开支压力，以及进一步刺激内需，财政收支矛盾仍较为突出，政府上调一般预算内赤字必要性增强。由于可用结余资金空间相比2022年略显不足，预计2023年财政赤字率或将升至3.2%。同时考虑到地方政府债务压力较大，2023年中央政府或将提升加杠杆力度，国债发行规模较2022年显著提升，同时加大转移支付力度。

具体规模方面，目前市场普遍预测2022年GDP增速3.0%，2023年GDP增速介于5.0%-6.0%区间，我们取其中值5.5%，则预测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，2016-2019年占比平均值分别为65%、35%，疫情以来，2020-2022年的中央赤字财政占比稳步上升，分别为74%、77%、79%，环比增加均值为3个百分点。考虑到中央政府加杠杆空间相对更大，我们认为明年中央赤字占比或延续3个百分点的增长，可达到82%左右。结合2023年赤字规模目标为3.98万亿，则预计明年中央财

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。

图 10 2023 年中央政府杠杆率或将上行 (%)

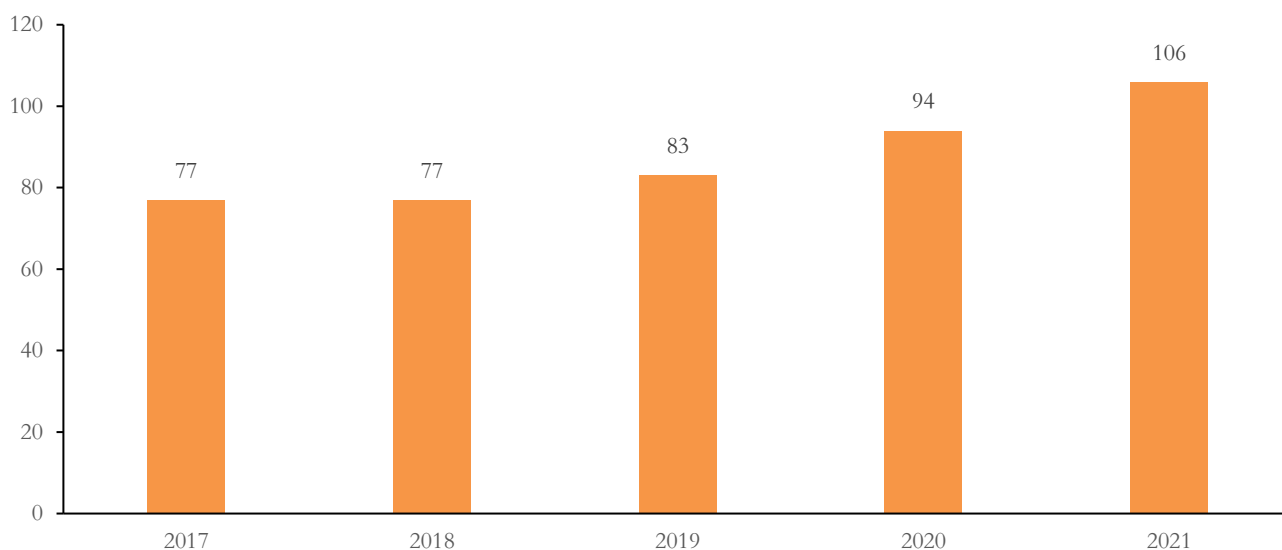


资料来源：Wind，湘财证券研究所

专项债方面，近年来为应对经济下行，地方政府专项债发行规模快速攀升，地方政府债务率快速攀升。2021 年地方政府债务率已达到 106%（2022 年将进一步上行），已进入国际通行的 100%-120% 的警戒区间。同时考虑到 2023 年土地财政收入依旧疲弱，地方政府还债付息压力较大，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（36500 亿+5000 亿限额）。此外，明年中国出口将会明显承压。如何实现增长动力的转换，着力扩大内需，这可能是 2023 年经济工作的重点。预计明年基建投资仍将保持一定的增速，但增速中枢较 2022 年或将有小幅下行，但预计下行幅度有限。此外，若出现疫情超预期爆发扰动经济基本面情况，特别国债作为“增量工具”的可选政策，仍有一定的发行空间。

三是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。

图 11 地方政府债务率已进入预警区间 (%)



资料来源：Wind，湘财证券研究所

## 2 2022 年货币政策回顾与 2023 年展望

### 2.1 政策基调总体稳健，保持流动性合理充裕

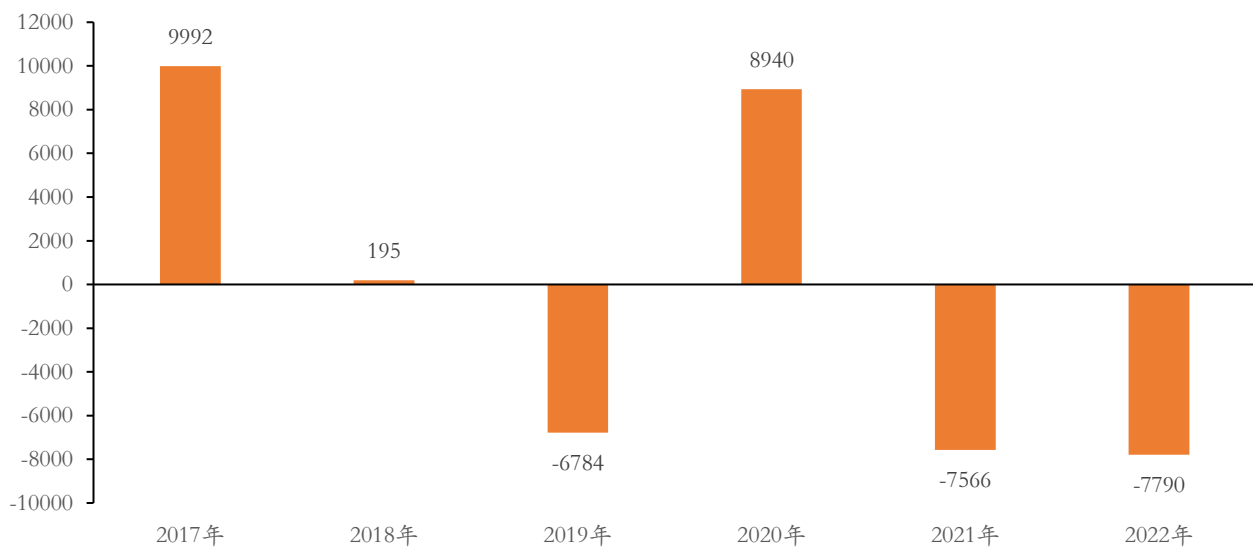
历届中央经济工作会议是定调下一年宏观经济政策最权威的风向标。货币政策方面，2021 年底中央经济工作会议指出，稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持。财政政策和货币政策要协调联动，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。实施好扩大内需战略，增强发展内生动力。

从总基调上来看，与 2020 年底中央经济工作会议中的货币政策相比，2021 年底中央经济工作会议对货币政策描述由“灵活精准、合理适度”转为“灵活适度”、“保持流动性合理充裕”，反映出 2022 年货币政策体现出前瞻性，面临稳增长要求时会及时出手。同时在跨周期调节下，货币政策力度不会过猛，避免引发经济大起大落，给未来留下风险隐患。2022 年 3 月《政府工作报告》总体延续了中央经济工作会议的政策思路，将货币政策的基调定为“稳健的货币政策灵活适度”。此外，在人民银行前三季度货币政策执行报告中均提出“稳健的货币政策”、“保持流动性合理充裕”，且随着疫情对经济基本面负面影响逐步弱化，2022 年二季度和三季度货币政策执行报告均再次提出“坚决不搞大水漫灌”，体现了人民银行坚持稳健取向，主动维护好我国在主要经济体中少数实行常态货币政策国家的地位。

从实操层面上来看，2022 年人民银行坚持稳健的总基调，综合考虑现金

投放回笼、财政收支、外汇占款、OMO 及 MLF 到期量等因素带来的流动性缺口及市场需求后灵活调整公开市场操作的规模和期限品种，逐步形成了在每月月中固定时间开展中期借贷便利（MLF）操作、每日连续开展公开市场操作的惯例，通过精细化公开市场操作充分满足金融机构流动性需求。考虑到 2022 年人民银行上缴万亿利润通过财政支出直达市场以及企业居民信贷需求较往年疲弱，银行间市场整体资金充裕，人民银行公开市场操作整体较为稳健，1-11 月累计净回笼 7790 亿元，体现了人民银行稳字当头、稳中求进，坚持不搞“大水漫灌”的政策思路。

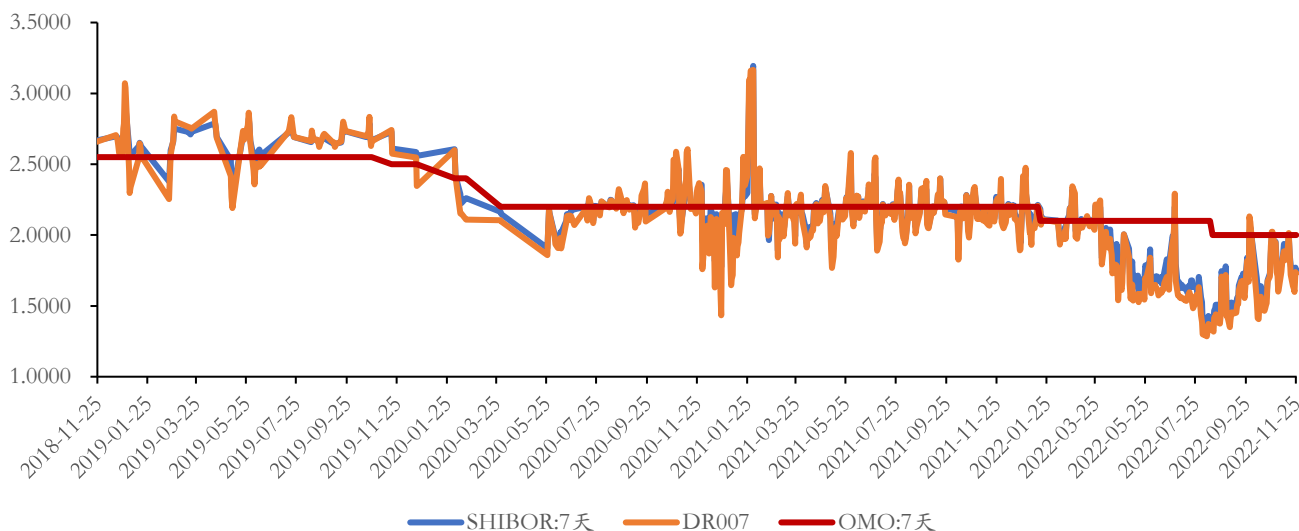
图 12 2022 年公开市场操作整体较为稳健（亿元）



资料来源：Wind，湘财证券研究所（2022 年数据截止 11 月 30 日）

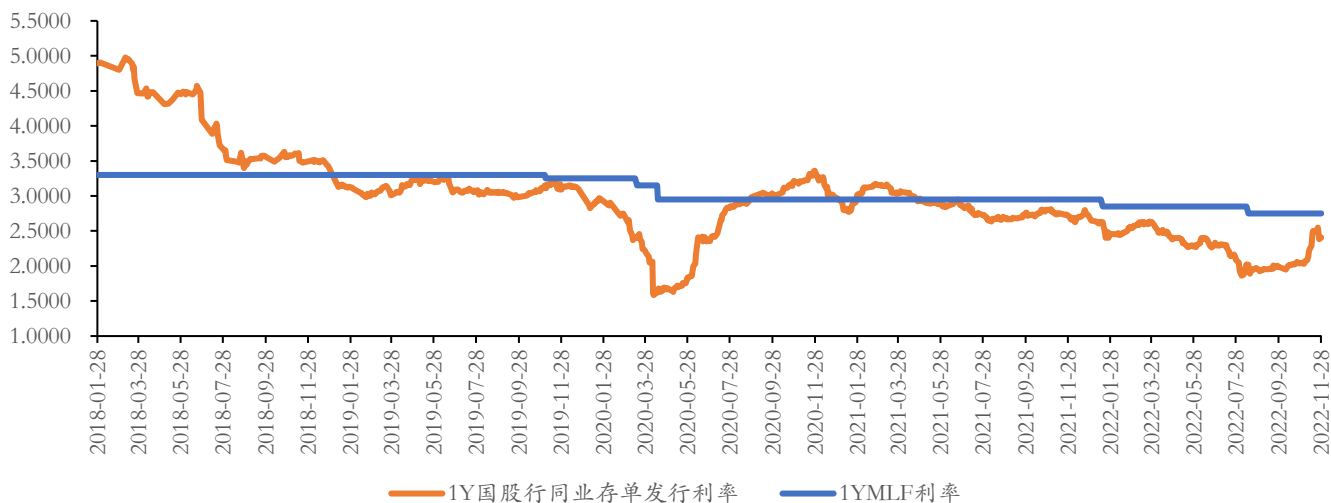
从效果上来看，2022 年银行间市场短端资金利率中枢处于近年低位，代表商业银行边际负债成本的同业存单发行利率持续低于 MLF 利率，实现了货币政策保持流动性合理充裕的调控目标。分时间段来看，对于存单利率 2022 年以来的走势，大体可分为四个阶段复盘：第一阶段区间为 1-4 月，特征是利率下行、曲线平坦。其中 1 年期同业存单利率在 3 月受存贷比承压影响，阶段性上行至 2.65% 后，大幅回落至 2.4% 附近。第二阶段区间为 5-6 月，特征是利率下行、曲线陡峭。1 年期同业存单利率进一步下行至 2.3%。这意味着金融机构资金成本降低，有利于商业银行资产端扩张，改善信贷投放期限结构，促进宽货币向宽信用链条的传导，让金融机构更好服务实体经济。第三阶段为 7-8 月，特征为信贷需求疲弱与资金淤积共振，推动同业存单利率加速下行，同业存单利率下行进一步加快。第四阶段为 9 月至今，随着经济逐步恢复，企业信贷需求回暖，银行间市场资金面边际收紧，同业存单利率逐步上行，并接近政策利率 MLF 利率。

图 13 2022 年短端资金利率中枢处于近年低位 (%)



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 14 2022 年同业存单发行利率持续低于 MLF 利率 (%)



资料来源：Wind，湘财证券研究所

## 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

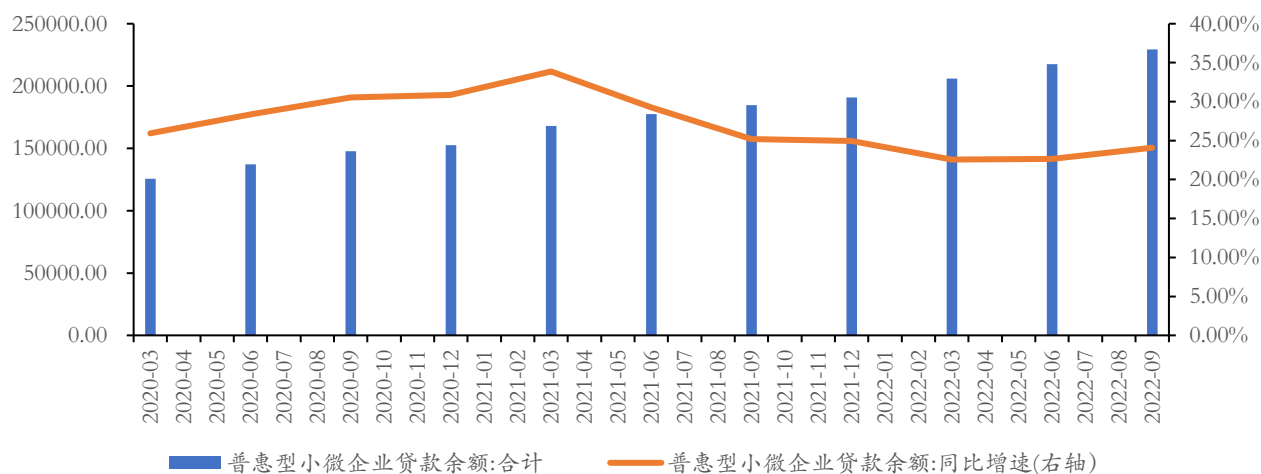
自 2020 年疫情爆发以来人民银行围绕支持普惠金融、绿色发展、科技创新等国民经济重点领域和薄弱环节，逐步构建了适合我国国情的结构性货币政策工具体系。2022 年人民银行始终强调发挥结构性货币政策的总量和结构



双重功能，聚焦供给侧结构性的堵点、难点，发挥结构性货币政策作用，持续加强对“三农”、小微企业、民营企业、绿色金融、高新技术制造业等领域的金融服务，推动普惠金融“量增、面扩、价降”。2022年8月19日人民银行官网发文介绍结构性货币政策工具表示结构性货币政策工具建立了“金融机构独立放贷、台账管理，人民银行事后报销、总量限额，相关部门明确用途、随机抽查”的机制，联通了金融机构贷款和央行再贷款“两本账”，有利于激励金融机构优化信贷结构，实现向普惠小微、绿色发展、科技创新等领域精准倾斜的效果。

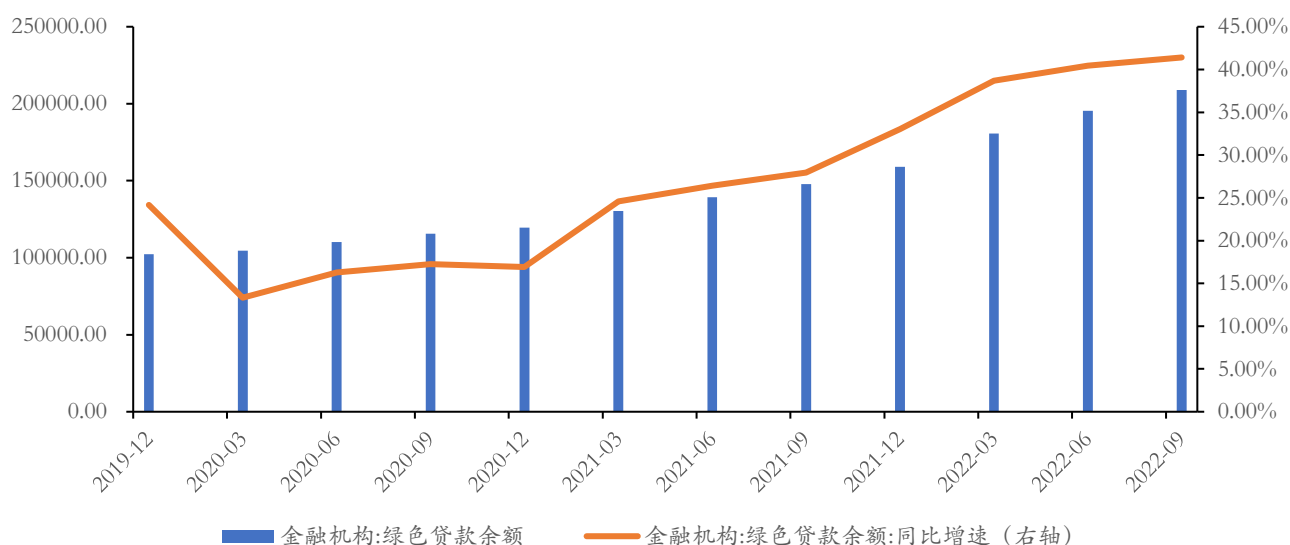
从执行效果来看，结构性政策工具发挥了促进信贷投放的关键作用。以普惠小微贷款为例，为了疫情冲击下的普惠小微企业度过难关，央行在运用传统的支小、支农再贷款等政策工具的基础上，还创设了普惠小微贷款支持工具与普惠养老专项再贷款两项新工具。根据Wind数据，截至2022年9月末，普惠小微贷款余额已达22.93万亿元，同比增速24.1%，总量余额与增速均呈稳步上行态势。绿色贷款方面，截至2022年9月末，绿色贷款余额已达20.9万亿元，同比增速41.4%。此外，2022年2月人民银行与发改委等部门联合发布《关于印发促进工业经济平稳增长的若干政策的通知》，提出加强对银行支持制造业发展的考核约束，2022年推动大型国有银行优化经济资本分配，向制造业企业倾斜，推动制造业中长期贷款继续保持较快增长。在各项信贷结构优化政策感召下，2022年制造业中长期贷款增速显著提升。考虑到2022年企业、居民等微观主体的信贷需求仍然疲弱，制约了宽货币向宽信用的传导效果。2022年人民银行加大结构性货币政策运用，充分发挥其在稳信用过程中精准滴灌、杠杆撬动的作用。

图 15 2022 年普惠小微贷款余额与增速稳步上行 (亿元, %)



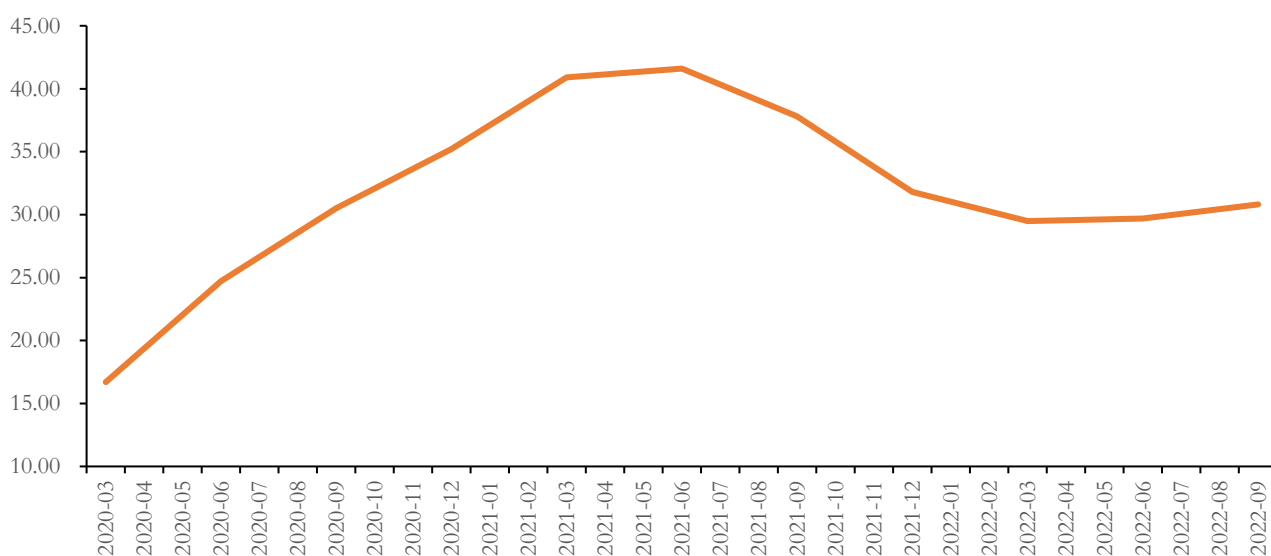
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 16 2022 年绿色贷款余额与增速稳步上行 (亿元, %)



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 17 2022 年制造业中长期贷款余额同比增速稳步上行 (%)



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

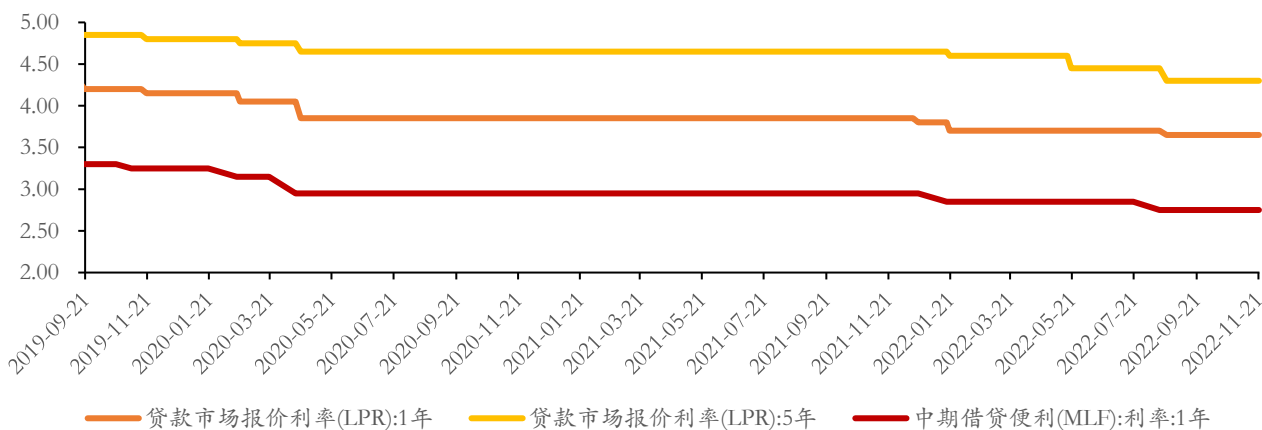
## 2.3 降低银行体系负债成本, 推动实体经济融资成本下降

当前我国已形成中期借贷便利(MLF)利率—LPR—贷款利率的利率传导机制, LPR 对贷款利率变动发挥着关键指引作用。根据当前 LPR 报价利率机制, LPR 利率定价在锚定 MLF 的同时, 其加点幅度取决于各家报价银行自身资金成本、市场供求、风险溢价等因素。因此为引导商业银行调降 LPR 报价利率,

降低个人和企业融资成本，最为关键的工作是降低商业银行负债端成本，一是下调锚利率 MLF，二是降低商业银行存款利率，三是通过降准降低银行负债成本。

MLF 利率方面，2022 年国内经济面临着疫情、房地产市场风波、中美博弈加剧、海外经济放缓等内外因素的影响，稳经济压力进一步加大。因此，为稳定国内经济预期达到预期的经济增长目标，人民银行先后于 1 月份和 8 月份下调 MLF 操作利率 10 个 BP。由于政策利率降息，1 月 20 日和 8 月 20 日的新一轮贷款市场报价利率（LPR）报价利率均下调。鉴于 2022 年房地产市场的压力，5 年期 LPR 下调幅度大于 1 年期 LPR，一方面引导金融机构降低中长期贷款利率成本，提振实体经济融资需求，另一方面有助于降低按揭贷款成本提振刚需住房需求，促进房地产平稳运行。

图 18 MLF 利率是 LPR 报价的锚 (%)



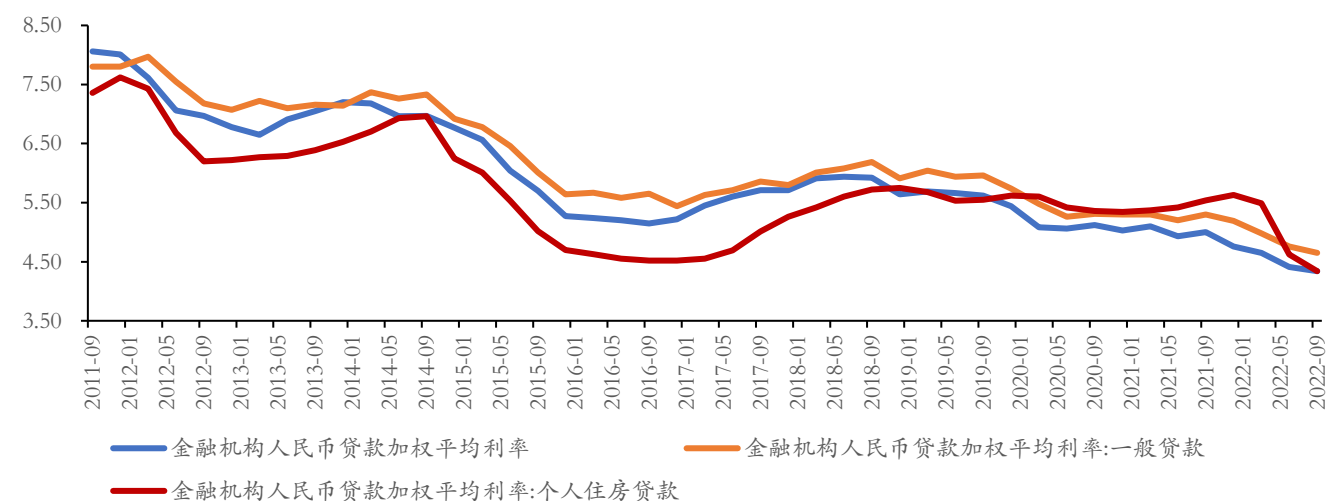
资料来源：Wind，湘财证券研究所

存款利率方面，自 2021 年 6 月人民银行优化存款利率上限形成方式以来，存款利率上限的杠杆效应逐渐缓解，定期存款利率期限结构明显优化。2022 年 4 月存款利率市场化机制推动成员银行参考以 10 年期国债收益率为代表的债券市场利率和以 1 年期 LPR 为代表的贷款市场利率，自律机制成员可根据自身情况，参考以十年期国债收益率为代表的债券市场利率和以一年期 LPR 为代表的贷款市场利率，自主合理确定其存款利率水平。这个机制建立以来，各家银行根据市场利率变化，主动调整了存款利率水平，明显提升了存款利率市场化的定价能力。例如 2022 年 9 月中旬国有商业银行主动下调了存款利率，带动其他银行跟随调整，其中很多银行还自 2015 年 10 月以来首次调整了存款挂牌利率。存款利率的下行，有利于稳定银行负债成本，对降低实体经济融资成本具有重要意义。

降准方面，人民银行分别于 2022 年 4 月和 12 月下调商业银行存款准备金

率，共释放长期资金约 10300 亿元。政策初衷在于通过降准释放长期限、低成本资金，降低银行负债成本，提升信用扩张能力，加大小微企业实体经济薄弱环节、基建等重点领域支持力度，满足房地产合理融资需求等。值得关注的是人民银行 2022 年两次降准均保持 0.25 个百分点的下调幅度，主要是考虑到当前国内降准空间日益收窄，央行珍惜正常政策空间。另一方面在于 2022 年国内经济面临环境复杂多变，货币政策需要平衡多个目标，既要保证实体经济融资需求又要避免大水漫灌，0.25 个百分点的下调幅度有助于提升货币政策精准质效。整体而言，通过下调政策利率、加快利率市场化进程以及降准释放长期低成本资金，人民银行有效降低商业银行负债端成本，增加报价行下调 LPR 报价加点的动力，进而降低企业和居民融资成本，激发实体经济信贷需求，以宽信用助力稳增长。

图 19 2022 各项贷款加权平均利率已降至历史低位 (%)



资料来源：Wind，湘财证券研究所

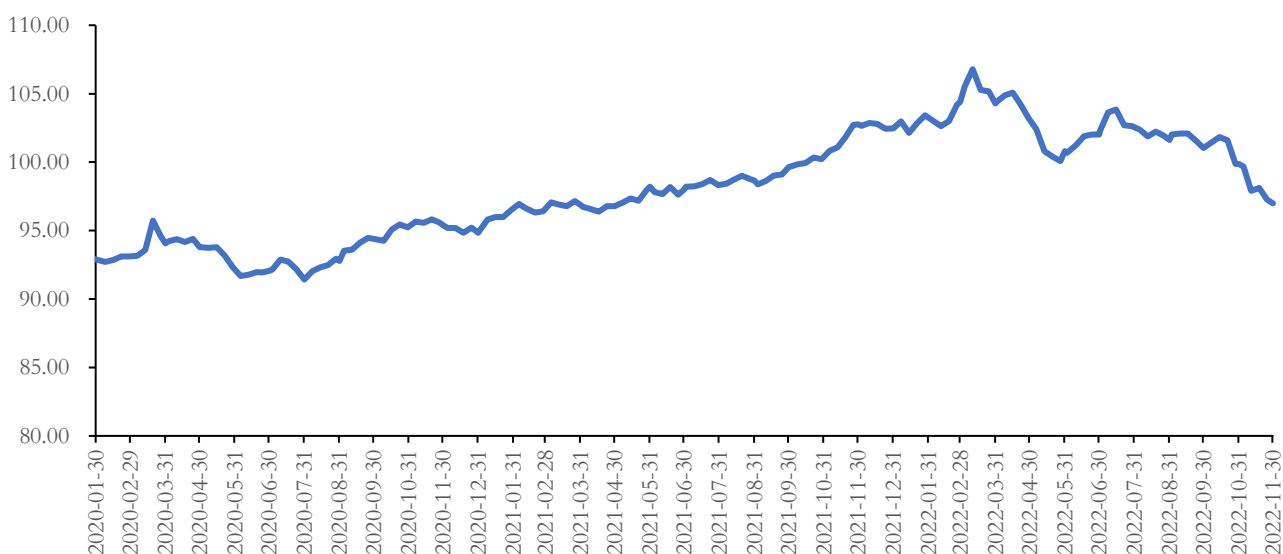
## 2.4 多政策工具引导市场预期，人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定

自“811”汇改以来外汇市场供求在汇率形成中的决定性作用进一步发挥，人民币汇率双向浮动、弹性增强，能够及时有效释放外部压力，有利于稳定市场预期。2022 年因通胀高企，美联储开启大幅加息步伐。在历史罕见加息力度的刺激下，美元指数大幅上涨，一度冲击 110 大关，创下近 20 年来的历史峰值。在强美元的背景下，2022 年全球主要货币面临贬值压力，人民币汇率在 4 月、8 月以及 10 月底均面临较大的贬值压力，尤其是 11 月 2 日离岸人民币即期汇率 (USDCNH)、在岸人民币即期汇率 (USDCNY) 分别急贬至 7.34

和 7.29，创下 2008 年 1 月以来的新低。

为防止单边贬值预期的产生，在人民币贬值加速的 4 月与 8 月，人民银行两度下调外汇存款准备金率，释放汇市维稳信号。9 月初国务院政策吹风会上，刘国强行长强调“汇率双向波动是一种常态，不会出现‘单边市’”。9 月下旬人民银行宣布将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 0% 上调至 20%，并召开全国外汇市场自律机制电视会议，稳定市场预期。10 月 25 日人民银行和外汇局宣布将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1 上调至 1.25，进一步释放稳汇率信号。2022 年稳汇率在货币政策权衡中的比重上升，后续若人民币继续单边贬值，央行政策篮子会审慎地做好准备，不排除会有更多的工具投入使用，例如继续下调外汇存款准备金、在人民币中间价定价机制中使用“逆周期因子”以及在离岸市场增加央票发行规模收紧离岸市场人民币流动性等。极端情形下，人民银行还可以动用外汇储备对市场进行适度干预。从实际效果来看，人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。11 月 30 日衡量人民币对一篮子货币强弱的 CFETS 人民币汇率指数报 97，与 2021 年均值 98.57 基本持平。从目前国际货币体系来看，年内人民币对欧元、英镑、日元明显升值，是目前世界上少数强势货币之一。

图 20 2022 年人民币汇率综合指数与 2021 年均值基本持平



资料来源：Wind，湘财证券研究所

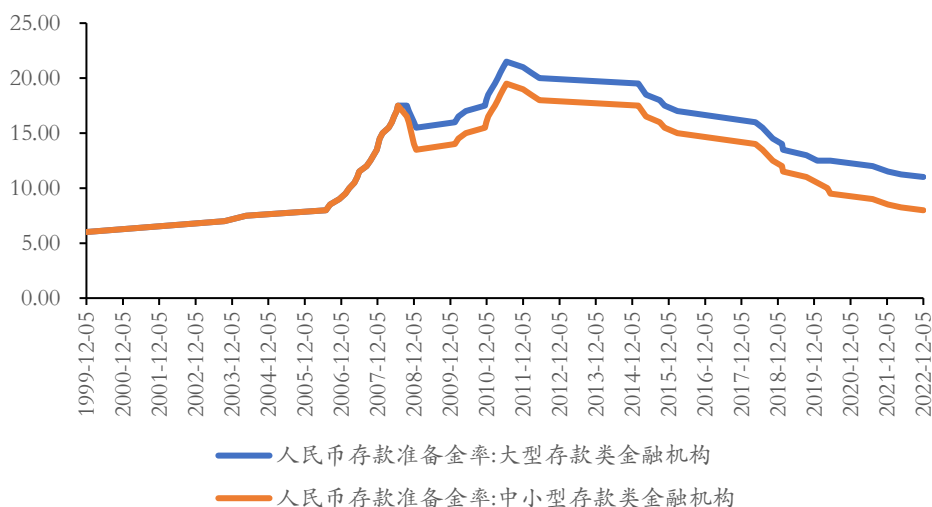
## 2.5 整体基调稳健偏宽松，降准降息仍有操作空间—2023 年货币政策展望

关于宏观经济政策，二十大指出需健全宏观经济治理体系，发挥国家发展规划的战略导向作用，加强财政政策和货币政策协调配合，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。对于货币政策而言，要全面贯彻落实党的二十大会议精神，坚持稳中求进工作总基调，全面深化改革扩大开放，把稳需求与深化供给侧结构性改革结合起来，加快创新驱动发展，增强微观市场主体活力，稳定市场主体信心，保持经济运行在合理区间。2022年12月中央政治局会议在分析研究2023年经济工作中指出“明年继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”、“稳健的货币政策要精准有力”。关于货币政策，2022年12月中央经济工作会议指出稳健的货币政策要精准有力，要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，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。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，强化金融稳定保障体系。“精准有力”意味着结构性货币政策的重要性上升。我们认为在需求低迷的情况下，总量的货币政策效果可能不佳，而直达性的结构性货币政策效果更加直接。预计2023年货币政策仍将维持稳健偏宽松基调，总量政策仍有空间，但是政策性金融的力度可能进一步加大。展望2023年，预计人民银行将继续实施稳健偏宽松的货币政策，努力保持货币供应量和社会融资规模增速同潜在经济增速和平稳合理的物价水平匹配。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。但由于明年央行利润上缴带动减弱，同时实体经济融资需求恢复资金空转效应弱化，叠加高基数效应，2023年M2增速或较2022年有所回落，预计全年M2增速10%左右。M1方面，明年经济复苏趋势明显，资金活化程度提高，2023年M1增速或较2022年有所提升，预计全年M1增速6.0%左右。“精准有力”要求结构性货币政策工具要适时调整、有进有退，通过和财政政策配合，引导金融机构保持对小微企业、绿色发展、科技创新、区域协调等重点领域和薄弱环节的支持力度。货币政策要统筹内外均衡，以稳定国内经济为主，防止资本大进大出，保持人民币在合理均衡水平的基本稳定。

从总量工具来看，根据二十大对于宏观经济政策“加强财政政策和货币政策协调配合”要求，为配合财政债务融资，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。2022年人民银行通过利润上缴向市场投放万亿流动性，2023年利润上缴已经缺乏空间。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。

图 21 未来降准步长缩窄至 25BP 将成为常态 (%)



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

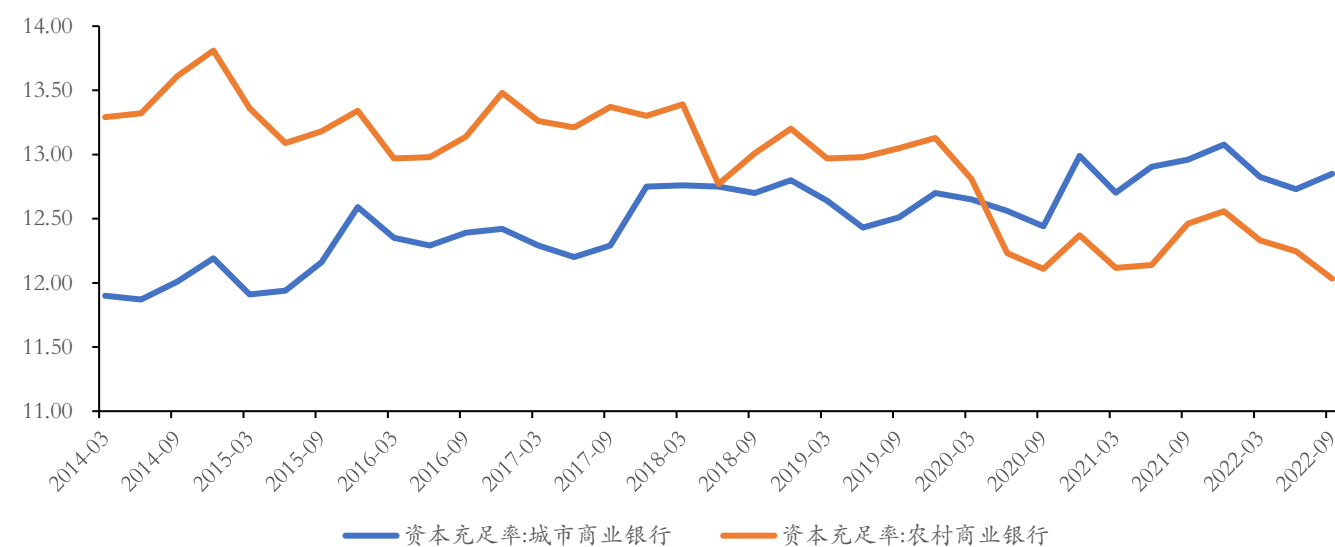
价格层面, 2022 年一般贷款加权平均利率目前已经降到历史最低水平, 存款利率也已是历史最低水平, 且短期市场利率也已处于近年低位。尽管 2023 年美联储加息已进入尾声, 人民银行政策抉择过程中面临的外部约束缓解。但随着疫情防控优化措施“二十条”的出台以及“金融 16 条”政策促进房地产市场平稳健康发展, 2023 年经济基本面运行状况将优于 2022 年, 且人民银行在 2022 年第三季度央行货币政策报告中指出要高度重视未来通胀升温的潜在可能性, 特别是需求侧的变化, 宽松措辞减少, 预计 2023 年人民银行降息操作将会更谨慎。另一方面, 若明年通胀不构成掣肘货币政策选择的因素, 出于稳增长支持实体经济发展的初衷, 降息操作仍有空间。

从结构性工具来看, 为引导金融机构能贷、愿贷、敢贷, 加大对符合新发展理念相关领域的支持力度, 在缓解地产信用萎缩的同时进一步补充信用创造和派生, 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。目前我国中小商业银行尤其是服务农村的农商银行面临的资本金约束仍较大，人民银行将继续推动中小商业银行通过发行永续债、二级资本债等途径多渠道补充资本，进一步提升中小银行服务实体经济和防范化解金融风险的能力。此外，预计2023年人民银行将继续以我为主，兼顾外部均衡，把握好保持人民币汇率弹性、完善跨境资本流动宏观审慎政策和加强国际宏观政策协调三方面的平衡，通过多政策工具引导市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。

图 22 我国中小银行仍面临较大的资本金补充压力 (%)

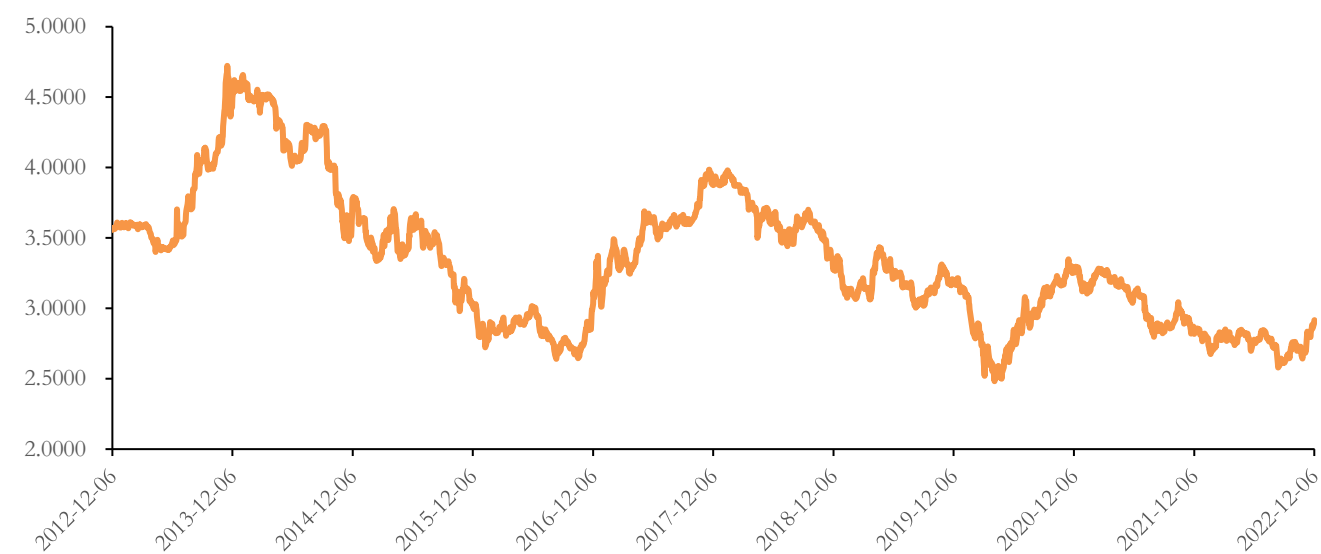


资料来源：Wind，湘财证券研究

利率走势方面，随着稳增长政策的前置发力，上半年经济复苏的确定性较高，债券的性价比将弱于权益资产，预计在上半年长端利率仍有进一步小幅上行的可能。从季度上看，一季度全面放开管制措施后疫情或将加重，居民线下消费恢复缓慢，整体仍处于“强预期”和“弱现实”的矛盾交织期，利率维持震荡态势。二季度随着疫情影响缓和消费反弹，叠加财政政策发力，国债以及地方政府债发行前置，利率逐步上行，达到年内高点。下半年后稳增长政策缺位，地产和出口或对经济形成明显拖累，长端利率可能会在明年下半年出现回落。2023年利率中枢或略高于2022年下半年，但低于2020年峰值，10年国债利率走势整体呈倒V型，波动区间2.6%-3.3%。



图 23 2023 年 10 年国债收益率走势或呈到 V 型 (%)



资料来源：Wind，湘财证券研究

### 3 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。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

## 重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。