

研究報告

歡迎掃碼關注
工銀亞洲研究



工銀亞洲東南亞研究中心

夏林峰 李盧霞

蘭瀾 黃斯佳 楊妍

順勢加乘，結構優先 ——中國經濟 2023 年度展望（政策篇）

閱讀摘要

疫情散發衝擊下，2022 年廣義財政收支增速料均低於疫情前水平，但“前置發力”、“精準加力”特點突出。伴隨疫情階段高峰過後，宏觀政策相機發力助推經濟全面回暖恰逢其時。2022 年 12 月 28 日全國發展和改革會議接連召開 2022 年 12 月 29 日全國財政工作會議、2023 年 1 月 4 日中國人民銀行工作會議接連召開，進一步厘清政策方向、明晰政策重點。

展望 2023 年，財政政策加力提效，由“穩定器”職能轉向發揮乘數效應，預計可動用的財政資金可達到 43 萬億左右，兩年複合增速 5.5%，超過 2021 年兩年複合增速 5.4%，除了繼續助力中小企業經營回暖、結構性支持基建和製造業投資，也將繼續支持地產市場回暖和提振消費信心。貨幣政策精準有力，仍以穩健為主基調，並著力配合財政和產業政策夯實經濟復蘇動能、挖掘新經濟增長亮點，預計上半年還有 1-2 次降准降息的可能，一季度落地可能性較大。產業政策強鏈補鏈，延續支持經濟高質量增長邏輯，著力推動製造業高端化、智能化、綠色化發展。

注：“工銀亞洲”是中國工商銀行（亞洲）有限公司的簡稱。

本報告的預測及建議只作為一般的市場評論，僅供參考，不構成任何投資建議。

本報告版權歸工銀亞洲東南亞研究中心所有，並保留一切法律權利。任何機構或個人未經授權，不得以任何形式修改、複製、刊登、引用或向其他人分發。

順勢加乘，結構優先

——中國經濟 2023 年度展望（政策篇）

一、財政政策：預期延續積極導向、節奏前置特點

疫情散發衝擊影響下，2022 年廣義財政收支增速低於疫情水平，但“前置發力”、“精准加力”的特點突出。

收入端：2022 年 1-11 月，全國一般公共預算收入同比增長-3.0%，扣除留抵退稅因素後增長 6.1%，低於疫情前水平（2015-2019 年均值為 6.3%），疫情衝擊經濟恢復沖蝕稅基以及落實大規模留抵退稅等是主因；同時，房地產市場低迷背景下，全國政府性基金收入累計同比跌-21.5%，兩項合計的廣義財政收入完成預算的 88.3%（見圖表 1）。

支出端：1-11 月全國一般公共預算支出同比增長 6.2%，亦低於疫情前水平（2015-2019 年均值為 9.8%），其中：全國政府性基金預算支出同比增長 5.5%，完成預算進度的 85.0%。年內專項債“前置發力”的特點突出，2022 年前三季度累計發行專項債額度已基本等於 2021 年全年水平，盤活的 5,000 億元結存限額也在 10 月底前基本完成發行；同時，政策性開發性金融工具等“准財政”精准加力，對財政資金收支降速可能產生的投資缺口進行對沖（見圖表 2）。

展望 2023 年，財政政策料依然保持積極基調。2022 年 12 月 29 日召開的財政工作會議提出“加力提效”、“優化結構”的工作目標¹。財政政策“加力”主要體現為：財政政

¹ 2022 年 12 月 29 日，全國財政工作（視頻）會議召開，提出了五方面部署。其中包括：一是完善稅費支持政策；二是加強財政資源統籌，優化組合財政赤字、專項債、貼息等工具，適度擴大財政支出規模；三是大力優化支持結構，堅持有保有壓；四是均衡區域間財力水平，持續增加中央對地方轉移支付；五是嚴

策發力的邏輯從逆週期“對沖”向順週期“加乘”方向過渡。在疫情衝擊期間，財政政策的主旨在於財政資金發力對沖微觀主體投資意願低迷；疫情阻滯漸退後，微觀主體主動作為意願回升，財政政策的主旨轉向提升微觀主體投資發力的節奏和力度。財政政策“提效”主要表現為更大限度發揮財政乘數效應。一方面，財政空間的分配發揮杠桿作用，有效撬動全社會的總投資。另一方面，財政政策向受困企業和低收入家庭傾斜，同時與貨幣與產業政策加強配合。

對於 2023 年財政空間的初步測算：

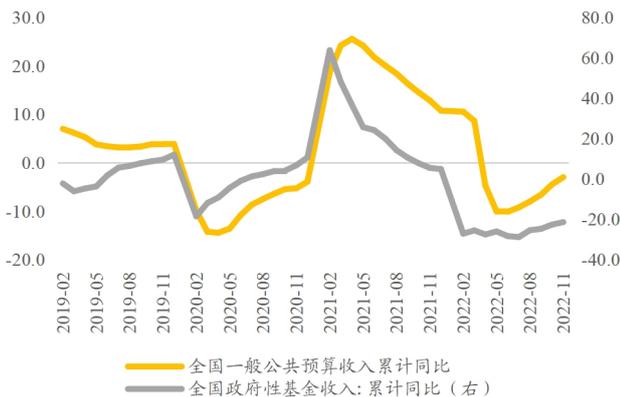
(1) 廣義財政收入：結合對 2023 年 GDP 增速預測及兩者呈現的顯著正相關關係，我們估算 2023 年財政收入增速為 12.2%（但其中含有 2022 年低基數的影響，如果算兩年複合增長率則為 4.2%），但疫情影響的拖尾效應以及外需走弱的節奏和深度可能導致公共預算收入增長仍面臨一定不確定性；其次，根據土地成交額與政府性基金收入的相關性估算 2023 年政府性基金收入同比增速約為 6.8%（見圖表 3-4）。

(2) 其他渠道：①2023 年料延續積極政策基調，同時兼顧財政可持續性，預期狹義財政赤字率大概率超過 3.0% 的水平，可能達到 3.2%（同 2021 年一致）；②地方政府專項債限額預期 4 萬億元左右；③- 國有資本經營預算收入上繳約 5,000 億元；④中央、地方結餘及調入資金 8,000、12,000

億元，總計財政空間達到 42.8 萬億，兩年複合增速 5.5%，
 小幅高於 2021 年兩年複合增速的 5.4%²。

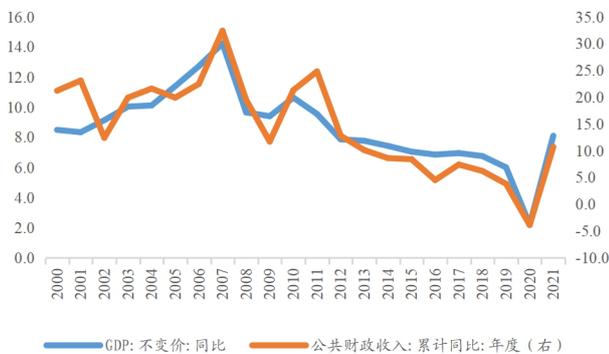
財政政策可能聚焦以下幾個方面：一是**財政直達提振消費**，通過消費補貼、稅費減免等措施提振消費信心；二是**助力中小企業經營回暖**，延續和優化稅收減免、增值稅留抵退稅等措施，提振企業投資信心的同時增加就業；三是**結構性支持基建和製造業投資**，用好專項債融資並結合“准財政”工具繼續支持傳統基建補短板和前瞻佈局新基建，以及新興產業及惠民安居工程等投資，長遠築牢經濟高質量增長基礎。

圖表 1：2022 年財政收入負增長



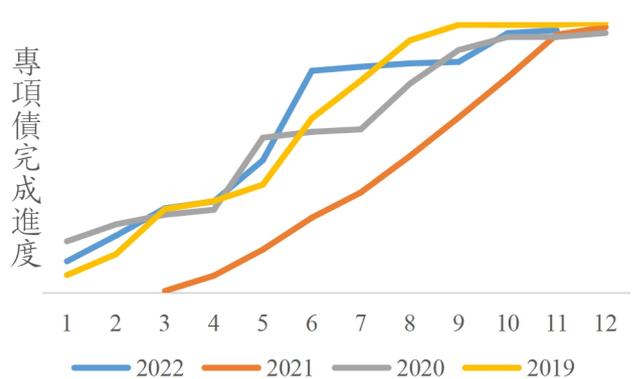
數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心
 注：2022 年為前 11 個月累計值

圖表 3：公共財政收入與 GDP 增速正相關



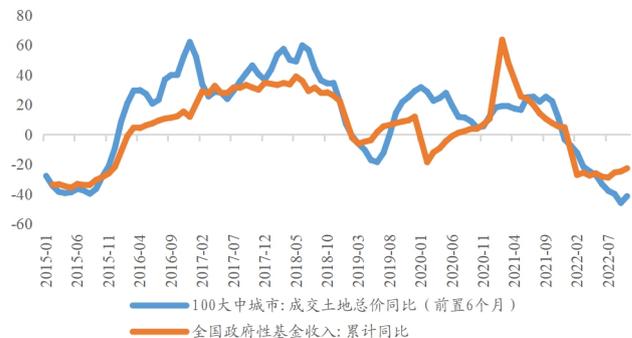
數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 2：專項債發行節奏靠前發力



數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心
 注：2022 年專項債限額 36500 億元+5000 億元結存額度

圖表 4：政府性基金收入與土地成交額正相關



數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

2 使用兩年複合增速主要為考慮剔除低基數效應。

圖表 5：2023 年財政空間測算表

| | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 預算 | 2023E | 2023E 增速 | |
|--|-------------------|------------------------|----------|----------|------------|----------|----------|-------|
| 公共預算 收支 | 中央 | 中央一般公共預算收入 | 89305 | 82771 | 91462 | 94880 | 99339 | |
| | | 中央預算穩定調節基金收入 | 2800 | 5300 | 950 | 2765 | 2000 | |
| | | 從政府性基金預算調入、從國有資本經營預算調入 | 394 | 3580 | 985 | 9900 | 6000 | |
| | | 中央支出總額 | 110799 | 119451 | 120897 | 134045 | 140335 | |
| | | 中央財政赤字（國債彌補） | 18300 | 27800 | 27500 | 26500 | 30227 | |
| | 地方 | 地方一般公共預算本級收入 | 101077 | 100124 | 111077 | 115260 | 120677 | 9.9% |
| 中央對地方轉移支付收入 | | 74415 | 83315 | 82216 | 97975 | 107710 | | |
| 地方預算穩定調節基金、政府性基金預算、國有資本經營預算調入資金及使用結轉結餘 | | 18966.95 | 17253.32 | 9778.52 | 10620 | 12000 | | |
| 地方支出總額 | | 203759 | 210492 | 211272 | 231055 | 249484 | 8.0% | |
| | 地方財政赤字（地方政府一般債彌補） | 9300 | 9800 | 8200 | 7200 | 6497 | | |
| 政府性基金 收支 | 中央 | 中央政府性基金預算收入 | 4039.62 | 3562 | 4088 | 4216.67 | 4214 | -0.1% |
| | 地方 | 地方政府性基金預算本級收入 | 80476 | 89927 | 93936 | 94420 | 101130 | 7.1% |
| | | 地方政府專項債務收入（限額） | 21500 | 37500 | 36500 | 41500 | 40000 | |
| | 全國國有資本經營預算收入 | 3967.12 | 5002.4 | 5179.55 | 5792.31 | 5000 | | |
| 總計 | | 全國一般公共預算收入 | 190382 | 182895 | 202539 | 210140 | 220017 | 12.2% |
| | | 全國政府性基金收入 | 84515.62 | 93489 | 98024 | 98636.67 | 105344 | 6.8% |
| | | 全國一般公共預算支出 | 314558.3 | 329943.5 | 332168.34 | 365100 | 389819 | 8.2% |
| | | 一般公共預算總赤字 | 27600.23 | 37599.92 | 35699.88 | 33700 | 42512 | |
| | | GDP（現價） | 986515.2 | 1013567 | 1143669.72 | 1218466 | 1328493 | 9.0% |
| | | 實際赤字率 | 2.80% | 3.71% | 3.12% | 2.77% | 3.20% | |
| | 可動用財政資金總計 | 346158.8 | 377617.2 | 384476.4 | 407261.7 | 427872 | 5.5% | |

數據來源：WIND、財政部、工銀亞洲東南亞研究中心

二、貨幣政策：結構性工具料繼續發力，總量工具相機配合

2022 年貨幣政策總基調為“以我為主”、“穩健寬裕”，總量和結構雙向發力，操作節奏上從明確寬鬆到審慎穩健。前三季度總量型貨幣政策更為積極，人行 1 月、8 月兩次下調 MLF 利率共 20BP，1 年期和 5 年期 LPR 跟隨分別下行 10BP、35BP，4 月降准 25BP。但在疫情擾動經濟內生融資動能趨弱背景下，居民和企業長期信貸持續承壓，金融政策向實體經濟的傳導途徑有所阻滯，市場資金利率顯著低於政策利率。

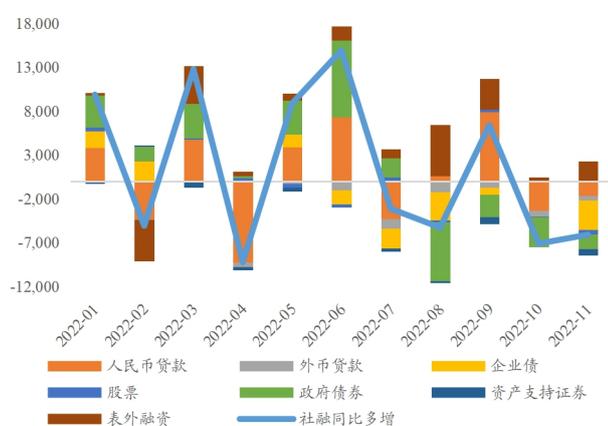
9-11 月，總量型寬鬆短暫偏審慎，人行未再實施降息操作，降准僅 1 次，LPR 按兵不動，MLF 連續縮量續作，逆回購操作回籠資金量亦明顯增加，市場利率中樞快速上行，但仍處於歷史 20 分位附近的較低水平；12 月-2023 年 1 月，為對沖年末稅期和節假日流動性波動、穩定市場寬貨幣預期，央行加大逆回購資金投放，同時連續兩個月重啟 MLF 超量續作，市場資金價格中樞維持低位，但受季節因素擾動有短暫沖高情況。與此同時，結構性貨幣政策接續發力，針對性地在科技創新、清潔能源、支農支小、保交樓、設備更新等領域施策，截至 2022 年底結構性貨幣政策工具餘額約 6.4 萬億³。

2023 年初中國人民銀行工作會議提出“精准有力地實施穩健的貨幣政策”，加大金融對國內需求和供給體系的支持力度等七項工作任務。**預期貨幣政策延續穩健主基調，政策相機、精准特點料更突出**，具體而言：1) **降息降准仍有空間**，一季度政策落地概率高，LPR 亦有跟隨調降可能。伴隨防疫政策調整，2023 年中國經濟增長料呈現顯著的“前低後高”趨勢，上半年全面復蘇仍需貨幣政策助力提振消費、投資意願。同時，當前國內通脹壓力尚未明顯升溫，復蘇信心提振人民幣匯率走強，政策掣肘因素較弱。預期上半年人行仍有 1-2 次降息降准的可能性，操作時點、力度料將緊密圍繞疫情演繹節奏，一季度政策落地概率增大。繼而，LPR 亦有跟隨下調的可能，尤其是配合其他穩地產政策，5 年期 LPR

³ http://www.gov.cn/xinwen/2023-01/14/content_5737010.htm

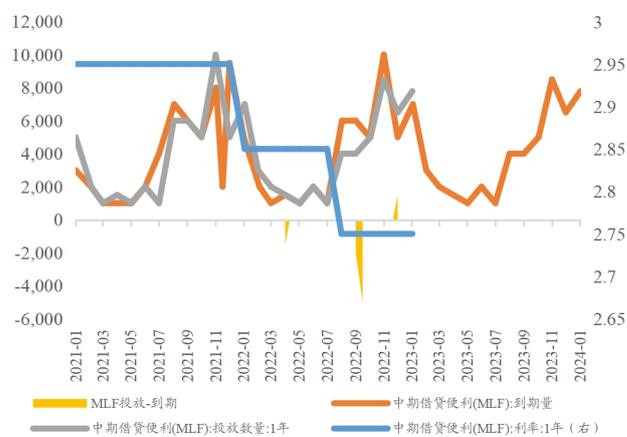
下調的概率或更高。但結合銀行利潤空間而言，連續大幅調降可能性不大，當前商業銀行淨息差已降至 2011 年有記錄以來最低水平，再加上 2023 年初大量個人住房存量貸款將面臨 LPR 重新定價，經營壓力或進一步凸顯。2) OMO 和 MLF 操作將繼續發揮“削峰填穀”的作用。考慮到 2023 年財政政策延續積極發力，地方政府專項債、信貸投放等因素，可能仍會對市場流動性造成短期擾動，因而人行或延續靈活、精準地運用逆回購等政策工具開展精細化調控，避免資金利率大幅波動。3) “精準有力”的結構性貨幣政策聚焦新經濟增長點外，亦將繼續支持地產市場回暖。根據 1 月 13 日央行新聞發佈會，除了聚焦普惠金融、綠色發展、科技創新等國民經濟重點領域和薄弱環節外，未來還可能推出針對性工具支持地產市場平穩運行，包括保交樓貸款支持計劃、住房租賃貸款支持計劃、民企債券融資支持工具等。

圖表 6：社融“脈衝式”變化，政府債券貢獻多



數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 7：2021 年至今降息和 MLF 收放操作



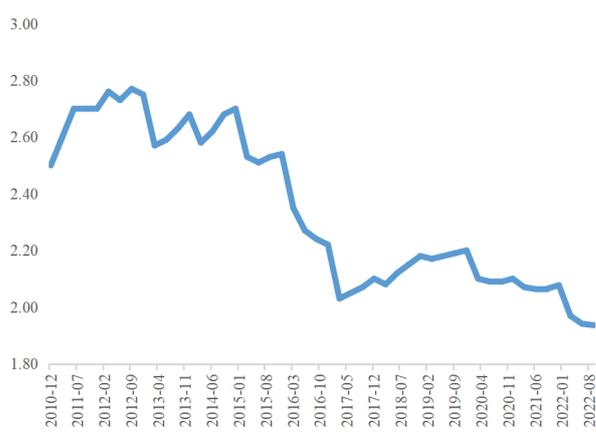
數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 8：M2 高增速，市場資金價格走低



數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 9：商業銀行淨息差已降至歷史最低水平



數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

三、產業政策：強鏈補鏈是核心導向，財政貨幣政策跨週期調節的結構線索

繼《擴大內需戰略規劃綱要（2022-2035）》（以下簡稱《擴內需綱要》）明確未來一段時間製造業投資“強鏈補鏈”的政策願景後，2022 年 12 月 28 日的全國發展和改革工作會議進一步明確了當前建設現代產業體系的重點方向，即：鞏固新能源汽車等優勢產業領先地位，優化石化等產業佈局，推動製造業高端化、智能化、綠色化發展；培育戰略性新興產業集群；促進現代服務業同先進製造業、現代農業深度融合；建設現代物流體系；積極穩妥推進碳達峰碳中和。

預計年內產業政策支持製造業強鏈補鏈的主線可能聚焦以下幾個領域：一是延續對新能源利用和推廣的支持。光伏、風電、儲能等上游產業環節以及新能源車等中下游產業鏈有望在 2023 年加大投資。二是推進實施先進製造業集群和試點計劃。政策聚焦新一代信息技術、高端裝備、新材料

等重點領域，可能圍繞創建國家製造業高質量發展試驗區等載體，加大投資支持力度。三是**聚焦支持傳統製造業改造升級**。《擴內需綱要》特別強調“加大製造業技術改造力度”，產業升級也是以珠三角為代表的傳統製造業地市打造“製造強市”的戰略突破口，未來較長一段時間這一趨勢料將延續，不同的是，疫情中製造業升級投資更多發揮對沖增長下行壓力的穩定器作用，疫後則成為經濟中長期增質的主線邏輯。

此外，持續加大產業投資力度，除了積極財政政策、結構化貨幣政策支持外，**積極推動制度性開放、提升對華產業投資的綜合吸引力，也是未來一段時間重要方向**。比如，2022年全國實際利用外資 12,326.8 億元、同比增長 6.3%，其中：製造業投資占比 26.3%、同比增長 46.1%。

附表 1：十四五規劃綱要制定的對高端製造業的發展目標

| 行業 | 發展目標 |
|-------------------|--|
| 1. 高端新材料 | 推動先進金屬和無機非金屬材料取得突破，加強高性能纖維及其複合材料、生物基和生物醫用材料研發應用，加快高性能樹脂和集成電路用光刻膠等電子高純材料關鍵技術突破。 |
| 2. 重大技術設備 | 推進 CR450 高速度等級中國標準動車組、譜系化中國標準地鐵列車、 高端機床裝備 、先進工程機械、核電機組關鍵部件、郵輪、大型 LNG 船舶和 深海油氣生產平臺 等研發應用，推動 C919 大型客機示範運營和 ARJ21 支線客機系列化發展。 |
| 3. 智能製造與機器人技術 | 重點研製工業控制裝備，突破 智能機器人 關鍵技術，發展增材製造。 |
| 4. 航空發動機及燃氣輪機 | 加快先進航空發動機 關鍵材料 等技術研發驗證，推進民用大涵道比渦扇發動機 CJ1000 產品研製，突破寬體客機發動機關鍵技術，實現先進民用渦軸發動機產業化。 |
| 5. 北斗產業化應用 | 突破通信導航一體化融合等技術，建設北斗應用產業創新平臺，在通信、金融、能源、民航等行業開展典型示範，推動北斗在 車載導航 、 智能手機 、 穿戴設備 等消費領域市場化規模化應用。 |
| 6. 新能源汽車和智能（網聯）汽車 | 突破新能源汽車 高安全動力電池 、 高效驅動電機 、 高性能動力系統 等關鍵技術，加快研發 智能（網聯）汽車基礎技術平臺 和關鍵部件。 |
| 7. 高端醫療設備和創新藥 | 突破 大型醫療設備 及 關鍵零部件 ，發展腦起搏器、全降解血管支架等 植入介入產品 ，推動康復輔助器具提質升級。研發重大傳染性疾病所需疫苗，開發治療惡性腫瘤、心腦血管等疾病特效藥。加強中醫藥關鍵技術裝備研發。 |
| 8. 農業機械設備 | 開發先進適用農業機械，發展丘陵山區農業生產 高效專用農機 。推動 先進糧油加工裝備 研發和產業化。研發 綠色智能養殖裝備 。研發造林種草等機械裝備。 |

數據來源：商務部、工銀亞洲東南亞研究中心整理

附表 2：2022 年國家層面針對高端製造業出臺的相關政策措施

| 行業 | 政策措施 |
|---------------|--|
| 1. 綜合 | <p>2022 年 1 月，工信部和銀保監會印發《關於開展 2021 年度重點新材料首批次應用保險補償機制試點工作通知》，應用於 5G 新一代信息技術、生物醫藥和高端醫療裝備、新能源和智能網聯汽車、農業機械、稀土稀有金屬、綠色低碳重大技術裝備、北斗導航系統推廣應用、先進交通高端檢測儀器、工業機器人等 13 條重點產業鏈，並於 2021 年期間投保重點新材料首批次應用綜合保險的企業，符合首批次保險補償工作相關要求，可提出保費補貼申請。</p> <p>2022 年 5 月，國務院發佈《關於印發扎實穩住經濟一攬子政策措施的通知》中強調要引導外資投向先進製造、高新技術、現代服務等。</p> <p>2022 年 8 月，工信部和財政部印發《關於開展財政支持中小企業數字化轉型試點工作的通知》，將製造業關鍵領域和產業鏈關鍵環節的中小企業作為數字化轉型試點的重點方向。重點向醫藥和化學製造、通用和專用設備製造、汽車零部件及配件製造、運輸設備製造、電氣機械和器材製造、計算機和通訊電子等行業中小企業傾斜。</p> <p>2022 年 10 月，發改委等六部門發佈《關於以製造業為重點促進外資擴增量穩存量提質量的若干政策措施》，文件要求在先進製造業和高新技術方面，重點鼓勵外商投資高端裝備、基礎元器件、關鍵零部件等領域；在節能環保方面，重點鼓勵外商投資新能源、綠色低碳關鍵技術創新和示範應用等領域。</p> <p>2022 年 11 月，工信部、發改委和國資委聯合印發《關於鞏固回升向好趨勢加力振作工業經濟的通知》，提出要鞏固裝備製造業良好勢頭，深入實施先進製造業集群發展專項行動，聚焦新一代信息技術、高端裝備、新材料、新能源等重點領域；啟動創建國家製造業高質量發展試驗區；開展智能製造試點示範行動；加快推進裝備數字化，遴選發佈新一批服務型製造示範。</p> <p>2022 年 12 月，中共中央、國務院印發《擴大內需戰略規劃綱要（2022-2035 年）》的通知，提出引導各類優質資源向製造業集聚，如加大傳統製造業優化升級投資力度、擴大先進製造領域投資、加大製造業技術改造力度、完善促進製造業發展的政策制度等。</p> |
| 2. 重大技術設備 | <p>2022 年 1 月，工信部印發《關於製造業質量管理數字化實施指南（試行）的通知》，面向機械、交通設備製造等行業，推進基於數字模型的產品質量設計和生產製造數字化管控；工信部、科技部和生環部聯合印發《環保裝備製造業高質量發展行動計劃（2022—2025 年）》的通知，圍繞深入打好污染防治攻堅戰對環保裝備的需求，以攻克關鍵核心技術為突破口，強化科技創新支撐，提升高端裝備供給能力。</p> |
| 3. 智能製造與機器人技術 | <p>2022 年 5 月，十一部門聯合印發《開展“攜手行動”促進大中小企業融通創新（2022-2025 年）》通知，提出打造融通發展區域生態，培育先進製造業集群、開展智能製造試點示範行動，遴選一批智能製造示範工廠和典型場景。</p> |
| 4. 北斗產業化應用 | <p>2022 年 1 月，工信部印發《關於大眾消費領域北斗推廣應用的若干意見》，提出提升產業基礎能力，突破關鍵核心技術和產品、構建北斗應用服務基礎設施；繁榮北斗大眾消費市場，豐富智能終端北斗位置服務和擴大車載終端</p> |

| | |
|-------------------|---|
| | <p>北斗應用規模。</p> <p>2022年8月，五部委聯合發佈《關於加快郵輪遊艇裝備及產業發展的實施意見》，提出加強郵輪系統集成和核心裝備研發，突破海上郵輪救援關鍵技術和裝備，加快大數據、雲計算、5G移動通信、人工智能、北斗導航、衛星通信等技術應用研究和試驗驗證。</p> |
| 5. 新能源汽車和智能（網聯）汽車 | <p>2022年3月，國家發改委、國家能源局聯合印發《氫能產業發展中長期規劃（2021-2035年）》，到2025年，燃料電池車輛保有量約5萬輛，部署建設一批加氫站。到2035年，形成氫能產業體系，構建涵蓋交通、儲能、工業等領域的多元氫能應用生態。</p> <p>2022年5月，國務院部署七方面21項舉措，開發利用模式上堅持分布式和集中式並舉，加快構建新型電力系統，項目建設方面簡化管理程序；國家發改委、國家能源局印發《關於促進新時代新能源高質量發展的實施方案》，提出創新新能源開發利用模式、加快構建適應新能源占比逐漸提高的新型電力系統、深化新能源領域“放管服”改革等。</p> <p>2022年6月，國家再次出臺針對乘用車（非新能源車型，燃油+普通混動）行業實施購置稅減半政策；新能源汽車購置補貼將於2022年12月31日退出。</p> <p>2022年7月，商務部、國家發改委、工信部等17部門印發《關於搞活汽車流通 擴大汽車消費若干措施的通知》，支持新能源汽車購買使用，全面取消二手車限遷政策，挖潛增建停車設施。</p> <p>2022年8月，工業和信息化部等五部門聯合印發《加快電力裝備綠色低碳創新發展行動計劃的通知》，為推動新型電力系統建設，加快電力裝備綠色低碳創新發展，主要任務是實施裝備體系綠色升級、電力裝備技術創新提升、網絡化智能化轉型發展、技術基礎支撐保障和推廣應用模式創新五項行動。</p> |
| 6. 高端醫療設備和創新藥 | <p>2022年1月，九部門聯合印發《關於“十四五”醫藥工業發展規劃的通知》，提出要強化關鍵核心技術攻關、推動創新藥和高端醫療器械產業化與應用和健全醫藥創新支撐體系。</p> |
| 7. 農業機械設備 | <p>2022年2月，國務院印發《“十四五”推進農業農村現代化規劃的通知》，提出要強化現代農業科技支撐，開展農業關鍵核心技術攻關，聚焦生物育種、智慧農業和農業機械設備等關鍵領域。</p> |

數據來源：工信部、人民政府網、工銀亞洲東南亞研究中心整理



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版權屬撰稿機構及/或作者
所有，不得轉載。**

**本文章發表的內容均為撰稿機構
及/或作者的意見及分析，並不代
表香港中資銀行業協會意見。**