

从财政资金看政府工作重心

——宏观专题研究

民生宏观周君芝 (S0100521100008)、周恺悦 (S0100121120011)



01

2023年政府支出力度如何衡量？

02

2023年财政支出结构如何观察？

03

2023年财政资金储备规模几何？

04

2023年预算外调控空间有多大？

05

风险提示

CONTENTS

目录



- 近期美国硅谷银行以及欧洲瑞信银行风险暴露，市场对全球经济稳定性的担忧加剧。
- **我们初步判断当前中小银行业危机频发，尚不足以开启一轮全球金融危机，然而海外中小银行业危机，或指向海外经济将走向衰退。**
- 面对不稳定的海外金融环境以及未来陷入深度衰退的海外需求，国内政策将做何应对？这是当下市场关切的问题。今年两会对全年政策布局并未过多阐述，我们尝试从另一条路径，财政收支预算，去捕捉2023年政府工作重心。
- **没有比财政预算那样务实的口径，能够如此清晰描述当年政府“真金白银”的收支预期。**
- 透过年初预算，我们重点关注以下问题：2023年政府逆周期政策力度较2022年扩张还是收敛；今年政府主要的支出重心落在何处；2023年政府可动用多少增量工具平衡收支；
- **透过年初财政预算，我们总结得到如下三点2023年政府财政运行特征。**
- **力度上**，今年财政总体较去年收敛，支出以及杠杆责任更多落在中央政府。
- **方向上**，今年中央在外交、国防、债务付息方面加大支出；地方政府在科教、民生领域加大支出。
- **节奏上**，支出力度或依然前倾，1-2月广义财政赤字达历史同期高值。

- **第一，政府逆周期意愿弱于2022年。**
- 2023年实际赤字率和实际使用专项债额度均低于2022年，意味着2023年宽财政力度弱于2022年。
- 2023年财政支出增速也显示，2023年财政力度弱于2022年。
- **第二，全年政府支出重点有所调整。**
- 2023年加大外交、国防、债务付息、科教、民生领域支出。
- 2023年相对调降基建和一般公共服务支出。
- **第三，2023年财政目前至少有两项储备政策可被使用。**
- 第一项工具，年中可动用1万亿结存资金；
- 第二项工具，尚有2.5万亿地方债结存额度可盘活。
- **第四，2023年或仍频繁使用预算外工具。**
- 第一项工具，政策性金融工具，三季度或发行0.3-0.5万亿
- 第二项工具，结构性货币工具，设备更新再贷款年中或扩容。
- **风险提示：政策效果不及预期，地缘政治风险超预期。**

01. 2023年政府支出力度如何衡量？

2023年财政政策力度明显收敛

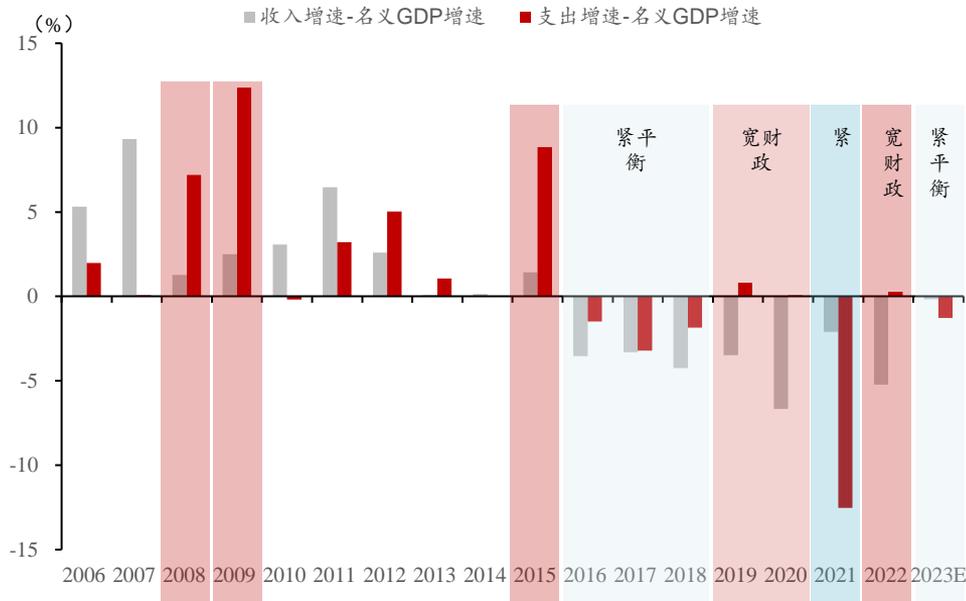
- **单纯从赤字率、专项债新增限额观察2023年财政力度存有偏颇。**
- 赤字率并不反映公共财政收支缺口，专项债限额没有包括往年结转资金的使用，如果考虑实际赤字率与实际使用专项债额度，2023年政府加杠杆力度不及2022年。
- **观察财政收支增速，发现减收力度退坡、支出增扩力度有限。**
- 观察账本一财政预算收支增速，发现公共财政收入增速基本与GDP名义增速持平，说明今年减税降费政策退坡；支出增速弱于GDP增速，逆周期调解力度有限。
- 观察账本二收支增速，发现中央再次对地方土地出让收入做出乐观预期，增速为正，即便在这种乐观预算下，2023年广义支出增速仍然弱于名义GDP增速。

2

3%赤字率并不意味着财政力度宽于去年

- 首先，2023年实际赤字率为4.5%，低于2022年水平（4.7%）。
- 其次，若某一年份支出增速大于GDP增速，收入增速小于GDP增速，那么为宽财政年份。
- 2022年为典型的宽财政年份，其财政收入增速低于GDP5个百分点，同时支出高于GDP0.3个百分点。
- 而2023年公共财政收入预算增速则与GDP预算名义增速基本持平，支出预算增速则低于GDP预算1.3个百分点。
- 总结而言，2023年减税降费规模退坡、支出力度走弱，财政宽松程度较2022年明显收敛。

图1：公共财政支出增速与GDP关系

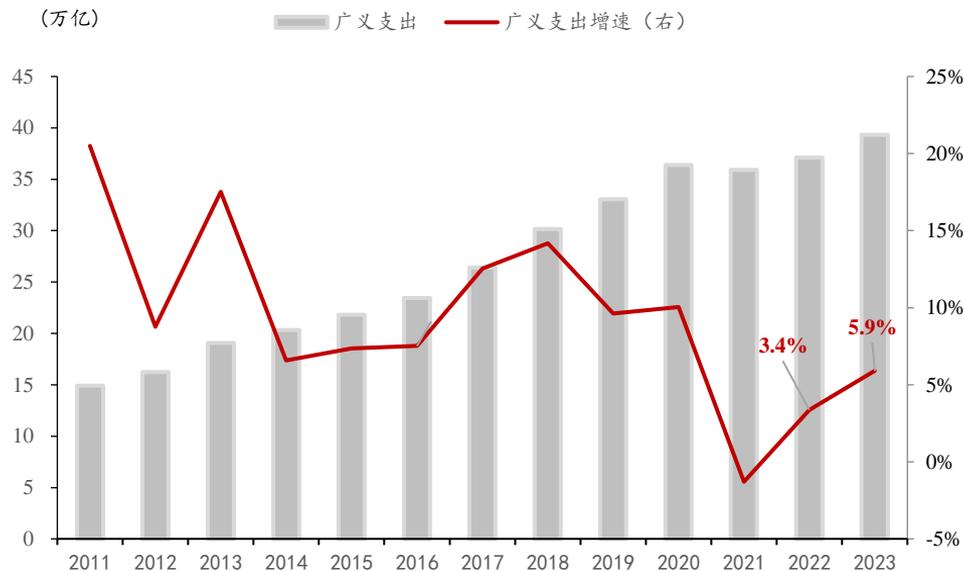


资料来源：财政部、wind，民生证券研究院

3.8万亿专项债额度也并不代表财政宽于去年

- **首先**，考虑专项债结转使用额度，2022年专项债实际使用4.85万亿，高于2023年专项债可使用额度。
- **其次**，在政府性基金收入转正的目标下，**2023年广义财政支出增速仅达5.9%**，仍然低于名义GDP增速，逆周期调节力度有限。
- 且政府性基金收入仍有减收风险，预算内财政支出力度并未显著增扩。

图2：公共财政支出增速与GDP关系



资料来源：财政部，民生证券研究院

02. 2023年财政支出结构如何观察？

1

2023年财政重点支持哪些领域？

- **2023年财政重点支出领域为外交国防、科教、民生。**
- 其中外交国防、科教、民生领域（就业、健康）支出为重中之重，贡献60%的支出增速；
- 农林水支出边际上行，债务付息压力持续加大，两项合计贡献17%的支出增速。
- **三公支出、基建投资相关支出则进一步走弱。**
- 一般公共服务支出下行至历史低值，反映财政落实过紧日子要求；
- 基建相关支出占比持续下行，延续2020年以来预算内与基建“脱钩”趋势，今年基建投资或更依赖预算外资金。

今年财政支出重心是外交国防、科教、民生领域

图3：2023年全国公共财政预算支出占比

项目	2023E	2022	2021	2020	2019	2018	2017
一、一般公共服务支出	7.8%	8.1%	8.1%	8.2%	8.5%	8.3%	8.1%
外交、国防与安全	11.4%	11.4%	11.4%	11.1%	11.2%	11.6%	11.5%
二、三 外交、国防支出	6.0%	5.9%	5.8%	5.5%	5.3%	5.4%	5.4%
四、公共安全支出	5.4%	5.5%	5.6%	5.6%	5.8%	6.2%	6.1%
科教、文旅	5.3%	5.3%	5.6%	5.4%	5.7%	5.4%	5.2%
六、科学技术支出	3.8%	3.8%	3.9%	3.7%	4.0%	3.8%	3.6%
七、文化旅游体育与传媒支出	1.5%	1.5%	1.6%	1.7%	1.7%	1.6%	1.7%
民生支出	38.4%	37.9%	36.8%	35.9%	33.8%	33.9%	34.1%
五、教育支出	15.3%	15.1%	15.3%	14.8%	14.6%	14.6%	14.8%
八、社会保障和就业支出	14.3%	14.1%	13.8%	13.3%	12.3%	12.2%	12.1%
九、卫生健康支出	8.8%	8.7%	7.8%	7.8%	7.0%	7.1%	7.1%
十九、住房保障支出	2.8%	2.9%	2.9%	2.9%	2.7%	3.1%	3.2%
基建支出	22.4%	22.7%	23.8%	25.4%	28.0%	27.5%	27.6%
十、节能环保支出	2.1%	2.1%	2.2%	2.6%	3.1%	2.9%	2.8%
十一、城乡社区支出	7.2%	7.4%	7.9%	8.1%	10.4%	10.0%	10.1%
十二、农林水支出	8.6%	8.6%	9.0%	9.7%	9.6%	9.5%	9.4%
十三、交通运输支出	4.5%	4.6%	4.6%	5.0%	4.9%	5.1%	5.3%
十四、资源勘探信息等支出	2.8%	2.8%	2.7%	2.5%	2.1%	2.3%	2.5%
廿三、债务付息支出	4.5%	4.4%	4.3%	4.0%	3.5%	3.4%	3.1%
全国一般公共预算支出	100.0%						

资料来源：财政部，民生证券研究院

- **2023年支出增扩领域：**
- 外交国防、科教、民生领域支出为重中之重，**贡献60%的支出增速。**
- 农林水支出边际上行，债务付息压力持续加大，**两项贡献17%的支出增速。**
- **2023年支出力度减弱领域：**
- 一般公共服务支出下行至历史低值
- **财政落实过紧日子要求。**
- 基建相关支出占比持续下行，延续2020年以来预算内与基建“脱钩”趋势。
- **今年基建投资或更依赖预算外资金。**

3

2023年中央政府支出重心在外交、国防、债务付息

图4：2023年中央公共财政预算支出占比

- 2023年中央预算支出增扩主要在国防和付息。
- 2023年中央财政支出增速为6.5%，外交国防支出拉高近3.2个百分点，付息支出拉高2个百分点，这两项成为中央扩支的核心领域。
- **国防投入**是中央支出占比最大项，近年中央国防投入连年增加。2023年中央国防支出占比较2022年进一步提升，占比达到41%。
- **债务付息**支出是近年中央另一支出大项，随债务存量规模上升，2023年预算债务付息占比进一步提升。

项目	2023E	2022	2021	2020	2019	2018	2017
一、中央本级支出	100%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
一般公共预算支出	4.1%	4.4%	4.5%	4.9%	5.7%	4.6%	4.3%
外交、国防与安全	48.0%	47.7%	45.5%	42.8%	40.9%	41.9%	42.2%
外交支出	1.4%	1.4%	1.4%	1.5%	1.8%	1.8%	1.7%
国防支出	41.0%	40.8%	38.7%	36.1%	33.9%	33.8%	34.3%
公共安全支出	5.5%	5.5%	5.4%	5.2%	5.2%	6.2%	6.2%
科教、文旅	9.1%	9.5%	9.7%	9.9%	10.9%	10.4%	10.4%
科学技术支出	8.7%	9.0%	9.1%	9.2%	10.0%	9.5%	9.5%
文化旅游体育与传媒支出	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%
民生支出	9.0%	9.0%	9.8%	10.7%	11.0%	11.1%	10.3%
教育支出	4.1%	4.3%	4.8%	4.8%	5.2%	5.3%	5.2%
社会保障和就业支出	2.6%	2.3%	2.5%	3.2%	3.5%	3.6%	3.4%
卫生健康支出	0.6%	0.6%	0.6%	1.0%	0.7%	0.6%	0.4%
住房保障支出	1.6%	1.7%	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%	1.4%
基建支出	2.6%	3.0%	4.8%	6.0%	7.0%	7.4%	7.5%
节能环保支出	0.4%	0.5%	0.8%	1.0%	1.2%	1.3%	1.2%
城乡社区支出	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.1%
农林水支出	0.6%	0.7%	1.4%	1.4%	1.5%	1.8%	2.4%
交通运输支出	1.6%	1.8%	2.3%	3.3%	4.1%	4.0%	3.9%
债务付息支出	19.1%	18.3%	16.7%	15.8%	13.0%	12.7%	12.7%

资料来源：财政部，民生证券研究院

2023年地方支出重心在科教、社保就业、卫生健康、农林水领域

图5：2023年地方公共财政预算支出占比

- 2023年地方政府支出重点在于科教和民生领域。
- 科教领域占地方支出两成，今年教育、科技支出进一步增扩，两项合计支出占比首次突破20%，拉高支出1.4个百分点。
- 社保就业、卫生健康领域支出力度不减。2020疫情后就业、健康支出力度加大，2023年延续这一趋势，两项支出拉高支出1.8个百分点。
- 农林水支出占比虽然不及2020年之前水平，但较2022年边际提升。今年或有更多资金投向农村基建，此项拉高地方支出0.6个百分点。

项目	2023E	2022	2021	2020	2019	2018	2017
地方合计支出	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
一般公共服务支出	8.4%	8.7%	8.7%	8.7%	9.0%	9.0%	8.8%
外交、国防与安全	5.6%	5.7%	5.7%	5.8%	6.0%	6.4%	6.2%
外交国防支出	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
公共安全支出	5.4%	5.5%	5.6%	5.7%	5.9%	6.2%	6.1%
科教、文旅	4.7%	4.6%	4.8%	4.7%	4.8%	4.5%	4.4%
科学技术支出	3.0%	3.0%	3.1%	2.8%	2.9%	2.8%	2.6%
文化旅游体育与传媒支出	1.7%	1.7%	1.8%	1.9%	1.9%	1.7%	1.8%
民生支出	46.3%	45.8%	44.5%	43.5%	40.9%	41.4%	41.9%
教育支出	17.1%	16.8%	16.9%	16.5%	16.2%	16.2%	16.5%
社会保障和就业支出	16.2%	16.0%	15.6%	14.9%	13.8%	13.7%	13.6%
卫生健康支出	10.1%	10.0%	9.0%	9.0%	8.1%	8.2%	8.3%
住房保障支出	3.0%	3.1%	3.1%	3.1%	2.9%	3.3%	3.5%
基建支出	25.6%	25.8%	26.9%	28.7%	31.7%	31.0%	31.0%
节能环保支出	2.4%	2.4%	2.5%	2.8%	3.4%	3.1%	3.0%
城乡社区支出	8.3%	8.6%	9.2%	9.4%	12.2%	11.7%	11.9%
农林水支出	9.9%	9.8%	10.2%	11.1%	11.0%	10.9%	10.6%
交通运输支出	5.0%	5.0%	5.0%	5.2%	5.1%	5.3%	5.5%
资源勘探信息等支出	3.1%	3.1%	3.0%	2.7%	2.2%	2.5%	2.7%
债务付息支出	2.2%	2.2%	2.2%	2.0%	1.9%	1.7%	1.4%

资料来源：财政部，民生证券研究院

03. 2023年财政资金储备规模几何?

1

预算内可动用的储备工具有哪些？

- 虽然年初预算财政力度偏弱，两会强调要加强政策储备，目前来看2023年至少有两项政策储备。
- **储备政策之一，预算内结存资金**
- 我们测算，2023年年初政府有存量资金3万亿，2023年年初预算列明调用1.9万亿财政余钱。
- 除去这笔资金，今年年中财政还有1万亿资金可盘活调用，应对减收风险或新增支出。
- **储备政策之二，地方债务结存限额**
- 历史上地方债结存限额有两项用途，一是用于发行特殊再融资债偿付隐性债务；二是用于支撑基建投资。
- 我们测算，2023年仍有2.5万亿地方债务结存额度可以使用。

2

储备政策一：预算内存量资金

- 2022年地方财政减支，合计新增财政余钱1.6万亿，2022年末财政共有结存资金3.0万亿。
- 2023年年初预算动用1.95万亿结存资金，还剩余1.03万亿财政资金可以在年中动用。
- 可用于隐性债务化解、支撑公共财政必要支出。

图6：2023年中仍有1万亿余钱可调用

	2020	2021	2022	2023
年初合计结存资金	26137	23490	35158	29874
调用结存资金 (C)	-21792	-10062	-14777	-19533
当期余钱 (新增结存资金) (X)	21793	25397	15761	
未纳入预算年中支出 (E)	-2649	-3666	-6268	
年末合计结存资金	23490	35158	29874	10341

资料来源：财政部，民生证券研究院

图7：2022年形成1.6万亿余钱

项目	2020	2021	2022
账本一收入	182914	202539	203703
账本一支出	245679	246322	260609
账本一收支缺口	-62765	-43783	-56906
账本二收入	93491	98024	77879
账本二支出	118058	113661	110583
账本二收支缺口	-24567	-15637	-32704
账本三收入	4778	5180	5689
账本三支出	2544	2625	3395
账本三收支缺口	2234	2555	2294
广义赤字 (A)	-85098	-56865	-87316
国债	27800	27500	26500
一般债	9800	8200	7200
专项债	47500	36500	36500
国有利润			18100
债务、央企利润合计 (B)	85100	72200	88300
调用结存资金 (C)	21792	10062	14777
当期余钱 (X=A+B+C)	21793	25397	15761

资料来源：财政部，民生证券研究院

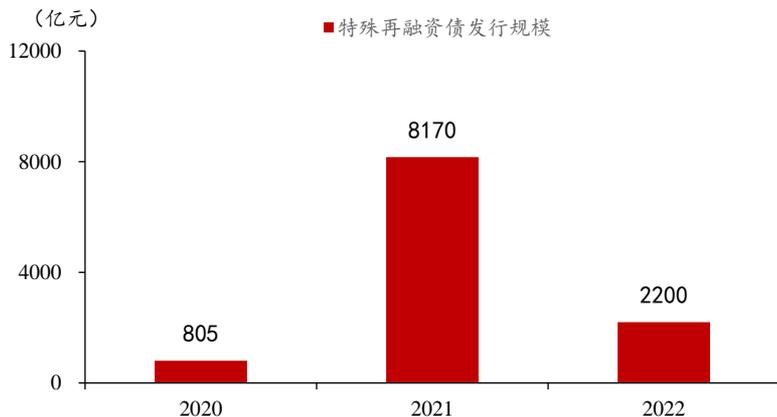
3

储备政策二：地方政府债务结存限额

➤ 历史上结存限额可以用于置换隐性债务、支撑年中基建投资。

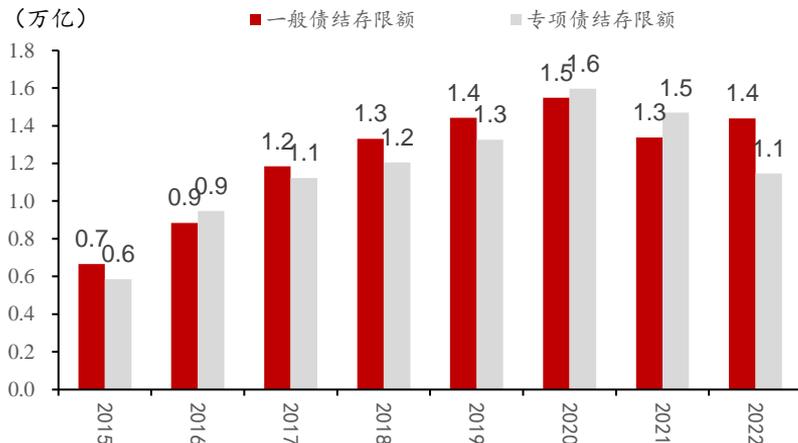
- 2020年下半年至2022年6月，地方政府利用债务结存限额先后开展两轮隐性债务化解工作，合计发行特殊再融资债1.1万亿元。先后帮助财力较弱的建制县化解隐债，帮助财力较强的上海广东完成全域无隐债试点。2022年年中，国务院动用0.5万亿结存限额支持当年基建投资。
- 2022年末，地方债务结存限额规模达到2.5万亿，或可在今年用于置换隐债，或支撑基建增扩。

图8：2020-2022年合计发行特殊再融资债1.1万亿



资料来源：wind，民生证券研究院测算

图9：2022年末地方债务结存限额达2.5万亿元



资料来源：wind，民生证券研究院测算

04. 2023年预算外调控空间有多大?

1

关注预算外工具的动用

- 《关于2022年国民经济和社会发展规划 执行情况与2023年国民经济和 社会发展计划草案的报告》明确今年应 “统筹用好中央预算内投资、地方政府专项债券、**政策性开发性金融工具**、**结构性货币政策工具**、**制造业中长期贷款**等 ”。
- 今年财政仍将相机动用预算外工具，主要是政策性金融工具以及结构性货币工具。
- 2022年政策行发行7399亿政策性金融工具，创设多项结构性货币工具，2023年这两项工具或继续发挥作用。

2

预算外工具之一，政策性金融工具

- 相较增扩赤字，增发地方专项债，政策性金融工具将有以下几点优势：

一是其发行使用较为机动灵活



时间上，可以在年中时点发行

流程上，不需要经过人大预算、调整预算限额等较为繁杂的程序

规模上，不受宏观杠杆约束；投资方向上，较专项债方向更广，譬如头向上包含“二十大”重视的**安全基础设施建设**。

二是其对投资的带动力度更大，而且政策行往往可以提供配套资金。

三是其资金使用效率更高，政策性开发工具是**先同意发债筹集资金再投放的模式**，而专项债是一个项目申请发行一笔**专项债**，效率上政策性工具更高。



譬如今年在年中成立政策行对应基金后，发改委迅速组织筛选了一大批备选项目，直接报送给政策行从中选取项目投放资金。

预算外工具之一，政策性金融工具

图10：政策性金融工具投放时间灵活

日期	事件	国开行	农发行	进出口	合计投放
6月30日	国务院提出第一期3000亿	2100亿	900亿		
7月15日	国务院同意农发行设立基金				
7月20日	农发行基金成立。				
7月21日	农发行完成首笔资金投放；国开行基金成立。				
7月22日	国开行完成首笔资金投放				
8月12日	农发行投放达148.96亿元，项目68个				
8月20日	农发行完成第一批900亿元投放		完成900亿		
8月24日	国务院提出第二期3000亿+	1500亿	1000亿	500亿	
8月26日	国开行完成2100亿投放	完成2100亿			完成3000亿
9月2日	进出口银行基金成立。				
9月6日	银保监会同意第二期农发行增资1000亿元				
9月16日	农发行完成第二批1000亿投放		完成1000亿		
9月20日	国开行完成1500亿投放	完成1500亿			
9月28日	进出口银行完成500亿投放			完成500亿	完成6000亿
10月12日	农发行完成559亿投放，进出口银行完成184亿投放		完成559亿	完成184亿	完成6743亿
11月16日	7399亿金融工具资金已全部投放完毕				完成7399亿

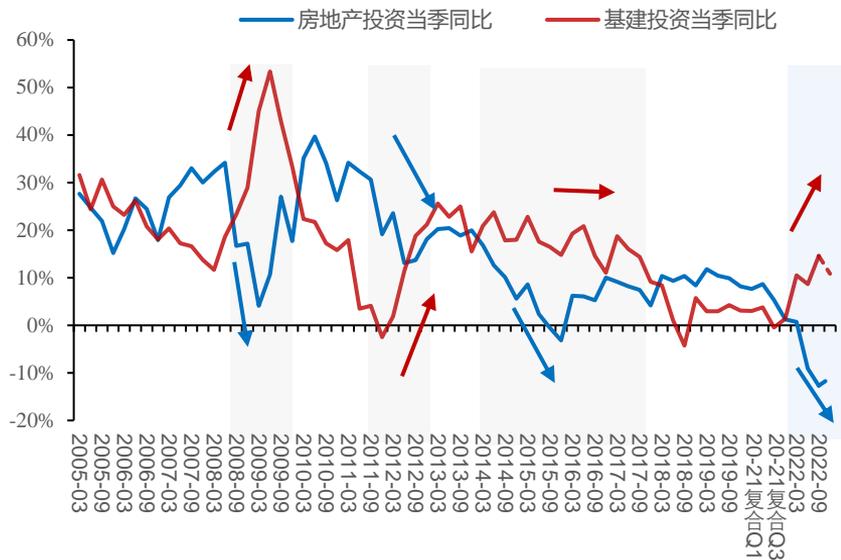
资料来源：政策性银行官网，民生证券研究院整理。注：合计投放=国开行+农发行+进出口行累计投放规模，红色代表政策新增额度，黄色代表额度使用。

2

预算外工具之一，政策性金融工具

- 中国经济短周期往往由地产主导，作为逆周期对冲项，基建与地产必然呈现出此强彼弱的周期关系。
- 2018年以来，地产与基建投资合计完成投资额增速维持在2%-6%之间，2023年，出口或将深度下行、消费边际企稳，我们预计地产和基建投资合计仍将维持2%-6%区间内，或达2018-2021年增速均值4%。
- 根据我们对2023年地产投资的测算，2023年地产投资增速或达-3.6%-5.1%，中性假设下增速或达1.5%。由此对应2023年基建投资增速的区间是3.3%-8.9%，**1.5%的中性地产投资增速下，对应5.7%的基建投资增速。**
- 可见，在地产在2023年企稳背景下，基建投资也将在2023年有所回落。

图11：基建与地产存在对冲关系



资料来源：wind，民生证券研究院

2

预算外工具之一，政策性金融工具

► 今年政策性金融工具规模或在0.3-0.5万亿。

- 沿用《预测一季度基建投资增速或达10%》测算方法，结合2023年财政预算，我们发现如果单纯依靠预算内资金以及其撬动的配套资金，2023年基建投资增速仅能达到-4.4%，远低于中性假设下的基建投资增速5.7%，需要其他增量资金让基建维持在合意水平。
- 根据不同的地产投资假设，我们得到今年政策性金融工具规模或落入0.3-0.5万亿区间。

图12：2023基建投资增速以及对应增量工具规模的三种情形

项目	地产与基建投资合计增速	地产投资增速	基建投资增速	预算内资金形成基建投资增速	增量工具需要形成基建投资规模(亿元)	增量工具规模(亿元)
乐观	4%	-3.6%	8.9%	-4.4%	16161	3232
中性		1.5%	5.7%		20790	4158
悲观		5.1%	3.3%		26741	5348

资料来源：wind, 民生证券研究院测算

2

预算外工具之一，政策性金融工具

➤ 政策性金融工具何时启用？或在三季度初发行。

- 2022年政策性金融工具在7月末开始发行，当时建设用专项债已经发行完毕，同时财政支出前置。
- 从今年1-2月专项债发行及财政支出节奏来看，财政发力前倾，专项债发行节奏、支出节奏均快于去年同期，这意味着政策性金融工具启用时间可能与2022年相仿，于三季度开始发行。

图13：1-2月账本一、二支出进度

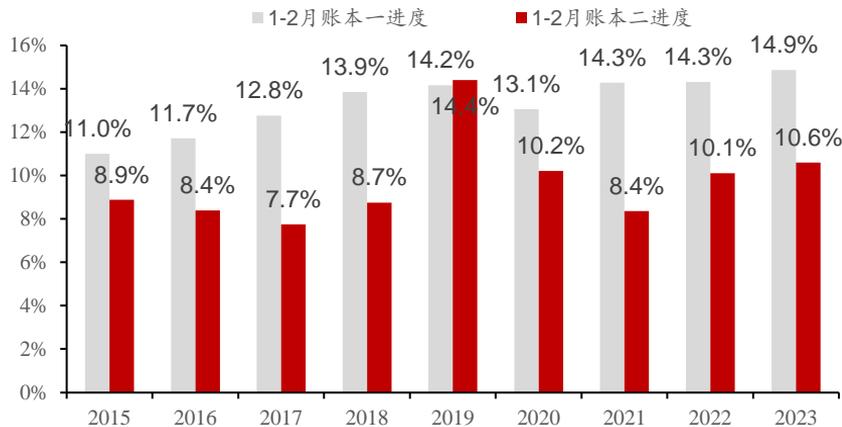
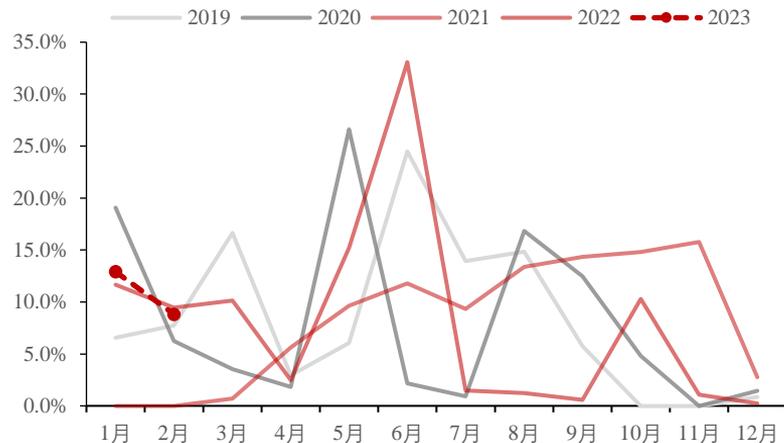


图14：专项债发行节奏



资料来源：wind, 民生证券研究院测算

预算外工具之二，结构性货币工具

➤ 设备更新再贷款工具或有扩容

- 2022年9月中央人民银行设立设备更新再贷款。
- 2022年9月，人民银行联合发展改革委、财政部、审计署、银保监会创设设备更新改造专项再贷款，发放对象为21家全国性金融机构，支持其向制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造提供贷款。对于符合要求的贷款，按贷款本金的100%予以低成本资金支持，实施期为2022年9月至2022年末，按月操作。
- 这使得学校、医院等事业单位的贷款更新设备时，可以获得央行流动性的支持，原则上是央行配合财政扩张的行为。
- 当前2000亿再贷款尚未用尽，关注后续额度是否扩容。

图15：去年9月央行创设设备更新再贷款工具

日期	会议/政策	内容
9月7日	国常会	会议指出，需求不足是当前突出矛盾，要着力以消费和投资拉需求、促进社会投资、以投资带动消费。支持经济社会发展薄弱领域设备更新改造，有利于增后劲提水平、增加制造业和服务业现实需求、提振市场信心。 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，实施阶段性鼓励政策，中央财政贴息2.5个百分点，期限2年。 申请贴息截至今年12月31日。相应增加货币政策对商业银行配套融资的支持。 同时，引导银行加大对教育、文化旅游、卫生和健身、养老托育、社区和家政服务、住宿餐饮等行业信贷支持，以扩大社会服务领域消费和投资。
9月28日	中国人民银行设立设备更新改造专项再贷款支持制造业等领域设备更新改造	为贯彻落实国务院常务会议关于支持经济社会发展薄弱领域设备更新改造的决策部署，增加制造业和服务业现实需求、提振市场信心，人民银行设立设备更新改造专项再贷款，专项支持金融机构以不高于3.2%的利率向制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造提供贷款。 设备更新改造专项再贷款额度为2000亿元以上，利率1.75%，期限1年，可展期2次，每次展期期限1年，发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、中国邮政储蓄银行、股份制商业银行等21家金融机构，按照金融机构发放符合要求的贷款本金100%提供资金支持。
10月15日	国务院办公厅关于印发第十次全国深化“放管服”改革电视电话会议重点任务分工方案的通知	(四) 抓紧研究支持制造业企业、职业院校等设备更新改造的政策，金融机构对此要增加中长期贷款投放。完善对银行的考核办法，银行要完善内部考评和尽职免责规定，形成激励机制。持续释放贷款市场报价利率改革和传导效应，降低企业融资和个人消费信贷成本。(人民银行、银保监会、国家发展改革委、财政部、教育部、工业和信息化部、人力资源社会保障部等国务院相关部门及各地区按职责分工负责) 具体举措： 继续深化利率市场化改革，发挥存款利率市场化调整机制作用，释放贷款市场报价利率(LPR)形成机制改革效能，促进降低企业融资和个人消费信贷成本。督促21家全国性银行完善内部考核、尽职免责和激励机制，引导商业银行扩大中长期贷款投放，为设备更新改造等配足融资。(人民银行、银保监会负责)

资料来源：中国人民银行，民生证券研究院整理

05. 风险提示

5

风险提示

- **政策效果不及预期。** 年中经济修复节奏超预期，逆周期政策执行力度或进一步低于预期。
- **地缘政治风险超预期。** 若年中地缘政治风险提升，宏观调控力度可能转向、产业政策方向可能调整。

THANKS 致谢

宏观经济研究团队：



分析师 周君芝

执业证号：S0100521100008
电话：15601683648
邮件：zhoujunzhi@mszq.com



分析师 谭浩弘

执业证号：S0100522100002
电话：18221912539
邮件：tanhaohong@mszq.com



研究助理 周恺悦

执业证号：S0100121120011
电话：15623945742
邮件：zhoukaiyue@mszq.com



研究助理 吴彬

执业证号：S0100121120007
电话：15171329250
邮件：wubin@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120
北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层； 100005
深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐 相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐 相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性 相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避 相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐 相对基准指数涨幅5%以上
		中性 相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避 相对基准指数跌幅5%以上

免责声明:

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。