

政策组合有哪些内容？

——2022年复盘与2023年的可循之迹

核心内容：

国务院总理李强6月16日主持召开国务院常务会议，研究推动经济持续回升向好的一批政策措施，这包括三个要点：

1.形势判断：当前我国经济运行整体回升向好，随着前期政策措施的出台实施，市场需求逐步恢复，生产供给持续增加，物价就业总体平稳，高质量发展稳步推进。同时外部环境更趋复杂严峻，全球贸易投资放缓等，直接影响我国经济恢复进程。

2.应对措施：针对经济形势的变化，必须采取更加有力措施，增强发展动能，优化经济结构，推动经济持续回升向好。会议围绕加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险等四个方面，研究提出了一批政策措施。

3.政策节奏：会议强调，具备条件的政策措施要及时出台、抓紧实施，同时加强政策措施的储备，最大限度发挥政策综合效应。

可见接下来的政策组合主要涵盖加大宏观政策调控力度、扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险四个方面，逻辑环环相扣，我们将在正文中给出具体措施的可循之迹（二十大报告、中央经济工作会议、扩大内需战略规划纲要、政府工作报告），并预测可能有如下效果：

1.加大宏观政策调控力度：目前情况是，由于通胀率为负（PPI为-4.6%、CPI为+0.2%），导致实际利率极高，货币政策效果受限。此时要先通过财政政策和重点行业调控措施减缓工业品价格下行，使通胀率回归正值，前期投放的货币才能通过乘数效应数倍驱动总需求的增长，这也能通过收入增长、债务压力缓解等扩大财政政策空间。

2.着力扩大有效需求：政策最终是要带动内生增长，但这需要时间，这需要要等工业品去库存逐渐完成（预计Q3）、美欧停止加息后中国出口到达底部（预计Q4）之后，前期政策才会逐渐见效，随后居民消费意愿与购房意愿、民营企业的投资意愿等才能进一步修复。

3.做强做优实体经济：政策支持重心必然是实体经济。从生产要素角度来看，吸收就业、积累人力资本积累、促进技术创新等，才是政策希望侧重的地方，而不是房地产和金融资产等价格的快速上升。但资产价格总是领先于实体经济，大起大落，政策制定者也需要容忍这种天然特征。

4.防范化解重点领域风险：始终会关注金融监管、房企、地方政府债等重点风险。也会警惕宏观调控加力后的资金空转和资产价格的大起大落。

2022年的稳经济措施始于4月末，可分为稳经济保就业、疫情防控优化、房地产调控等三个方面，其中5月、8月、11月最为重要。正文将详述。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

风险提示：

1.PPI持续为负的风险

2.政策时滞的风险

一、2022 年经济政策回顾

回顾 2022 年，重要的政策发布会议有四个：4 月 26 日中央财经委第十一次会议强调要“全面加强基础设施建设”，并要求各地区各部门在落实中央决策部署时要“加强评估督导，搞好综合平衡，有问题及时纠偏”。4 月 29 日中央政治局会议提出“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的政策目标，并贯穿全年。5 月 25 日全国稳住经济大盘电视电话会议召开，动员各地方各部门要加快落实稳经济一揽子政策措施，解决两难多难问题，实现经济实现合理增长和失业率尽快下降。7 月 29 日中央政治局会议将经济发展模板从“努力实现全年目标”调整为“力争实现最好结果”，更为务实、更重视内生增长。

总体而言，2022 年的政策目标是“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”，稳经济的一揽子措施主要包括稳经济保就业、疫情防控优化与纾困、房地产调控三方面。政策节奏有四个时间点要特别关注：

5 月：第一轮房地产调控措施出台（5 月中下旬，LPR 调降 15BP、首套房贷利率下限降至 LPR-20BP）。5 月下旬国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议，动员各地方加快落实“6 方面 33 条稳经济一揽子政策措施”，统筹疫情防控和经济社会发展，解决两难多难问题，实现二季度经济实现合理增长和失业率尽快下降。同时疫情防控体系优化升级，6 月上海恢复生产生活秩序，“九不准”和第九版疫情防控方案出台。

8 月：第二轮房地产调控措施出台（LPR 再调降 15BP，“保交楼”措施出台）。同时，“19 项接续政策”出台，新增内容除 3000 亿元以上政策性开发性金融工具额度、5000 多亿元专项债地方结存限额、2000 亿元能源保供特别债、核准开工一批基础设施项目之外，更重要的还是提出持续释放 LPR 改革和传导效应持续降低企业融资和个人消费信贷成本、允许地方“一城一策”灵活运用信贷政策。

国庆节前后，房地产调控政策接续出台。9 月 29 日实施差异化住房信贷政策、9 月 30 日出台支持居民换购住房有关个人所得税政策，10 月 1 日首套房公积金贷款利率下调 15BP。

11 月至 12 月：11 月 11 日优化疫情防控措施“二十条”出台，12 月 7 日优化疫情防控“新十条”出台。支持房企信贷、债券、股权融资的“三支箭”陆续出台。12 月中央经济工作会议召开，明确 2023 年经济工作以提振信心为入手点，主要包括四类政策措施和五项重点工作。其中要点包括从改善社会心理预期、提振发展信心入手；加大宏观政策调控力度，积极的财政政策加力提效，保持必要的支出强度，稳健的货币政策精准有力，保持流动性合理充裕；着力扩大内需；大力发展数字经济，支持平台企业大显身手；确保房地产市场平稳发展等。

从政策效果来看，2022 年国内经济、财政、金融等数据都承受了明显的压力，但也要看到，面对两难多难问题，我们总体兼顾了疫情、经济、安全，基本实现综合平衡。特别是相比于海外而言，我国完全避免了战争、疫情失控、能源与粮食短缺、严重通货膨胀等系统性风险，保持了战略定力，避免了饮鸩止渴，为长期发展和结构升级保留了实力，奠定了基础。

表 1: 2022 年稳经济一揽子政策的目标、具体措施与重要时间点

目标与措施	主要内容摘要
经济发展目标	<p>4月26日中央财经委第十一次会议:全面加强基础设施建设。要“加强评估督导,搞好综合平衡,有问题及时纠偏”;要“引导好市场预期,讲清楚政策导向和原则,稳定市场信心”。</p> <p>4月29日中央政治局会议:疫情要防住、经济要稳住、发展要安全。要加大宏观政策调节力度,扎实稳住经济,努力实现全年经济社会发展预期目标,保持经济运行在合理区间。</p> <p>7月28日中央政治局会议:全年经济发展要“力争实现最好结果”。疫情防控要算政治账。宏观调控上,财政货币政策要有效弥补社会需求不足。同时强调国家安全、改革开放、民生保障,以及调动各方面积极性(领导干部要敢为善为;经济大省勇挑大梁,力争完成全年目标;发挥企业和企业家能动性)。</p> <p>12月16日中央经济工作会议:从改善社会心理预期、提振发展信心入手;加大宏观政策的调控力度,积极财政政策加力提效,保持必要的支出强度,稳健货币政策精准有力,保持流动性合理充裕;着力扩大内需;大力发展数字经济,支持平台企业大显身手;确保房地产市场平稳发展等。</p>
	<p>5月25日全国稳住经济大盘电视电话会议:各地方各部门加快落实实现二季度经济合理增长和失业率尽快下降。</p> <p>5月31日印发《扎实稳住经济的一揽子政策措施》:涵盖财政政策、货币金融政策、稳投资促消费、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基本民生等6方面共33条措施。首要任务是保市场主体,从而保就业保民生,主要措施包括减税降费、普惠金融。其次包括加大以工代赈力度;放宽汽车限购,阶段性减征部分乘用车购置税;因城施策支持刚性和改善性住房需求;优化复工复产政策、保障货运通畅、航空业纾困;保能源安全;地方政府专项债8月底前基本使用到位,支持范围扩大到新型基础设施等;新开工一批项目;启动新一轮的农村公路建设改造;发行3000亿元铁路建设债券等。</p> <p>8月24日国务院常务会议“19项接续政策”:3000亿元以上政策性开发性金融工具额度、5000多亿元专项债地方结存限额、2000亿元能源保供特别债、核准开工一批基础设施项目;以及持续释放LPR改革和传导效应,持续降低企业融资和个人消费信贷成本;允许地方“一城一策”灵活运用信贷政策。</p>
	<p>5月5日中央政治局常务委员会:毫不动摇坚持“动态清零”总方针。</p> <p>5月16日国家卫健委:因时因势提速升级防控措施。完善常态化检测机制;完善分类救治体系;以老年人重点有序推进加强免疫接种;推进国产口服药研发和使用。</p> <p>6月1日上海进入全面恢复生产生活秩序阶段。各地陆续出台助企纾困政策。</p> <p>6月24日国务院联防联控机制要求各地严格落实疫情防控“九不准”要求,避免过度防疫行为。</p> <p>6月28日国务院联防联控机制公布《新型冠状病毒肺炎防控方案(第九版)》,优化疫情防控措施。</p> <p>11月11日优化疫情防控措施“二十条”出台,12月7日优化疫情防控“新十条”出台。</p>
疫情防控与纾困	
房地产调控	<p>5月:首套房贷款利率下限调整为相应期限LPR减20BP;5年期LPR报价4.45%,调降15BP。</p> <p>7月28日中央政治局会议:“稳定房地产市场,坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,因城施策用足用好政策工具箱,支持刚性和改善性住房需求,压实地方政府责任,保交楼、稳民生”。</p> <p>8月:政策性银行专项“保交楼”;5年期LPR报价4.30%,调降15BP;8月24日国务院常务会议。</p> <p>9月29日,人民银行、银保监会决定阶段性调整差别化住房信贷政策:2022年6-8月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市,2022年底前可放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限。</p> <p>9月30日,财政部、税务总局发布支持居民换购住房有关个人所得税政策。自2022年10月1日至2023年12月31日,对出售自有住房并在现住房出售后1年内重新购买住房的纳税人予以退税优惠。</p> <p>10月1日,人民银行下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点。5年以下(含5年)和5年以上利率分别调整为2.6%和3.1%。第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变。</p> <p>11月,支持房企信贷、债券、股权融资的“三支箭”出台。</p>

资料来源:共产党员网、中国政府网、新华社等,中国银河证券研究院整理

二、2023 年经济政策展望

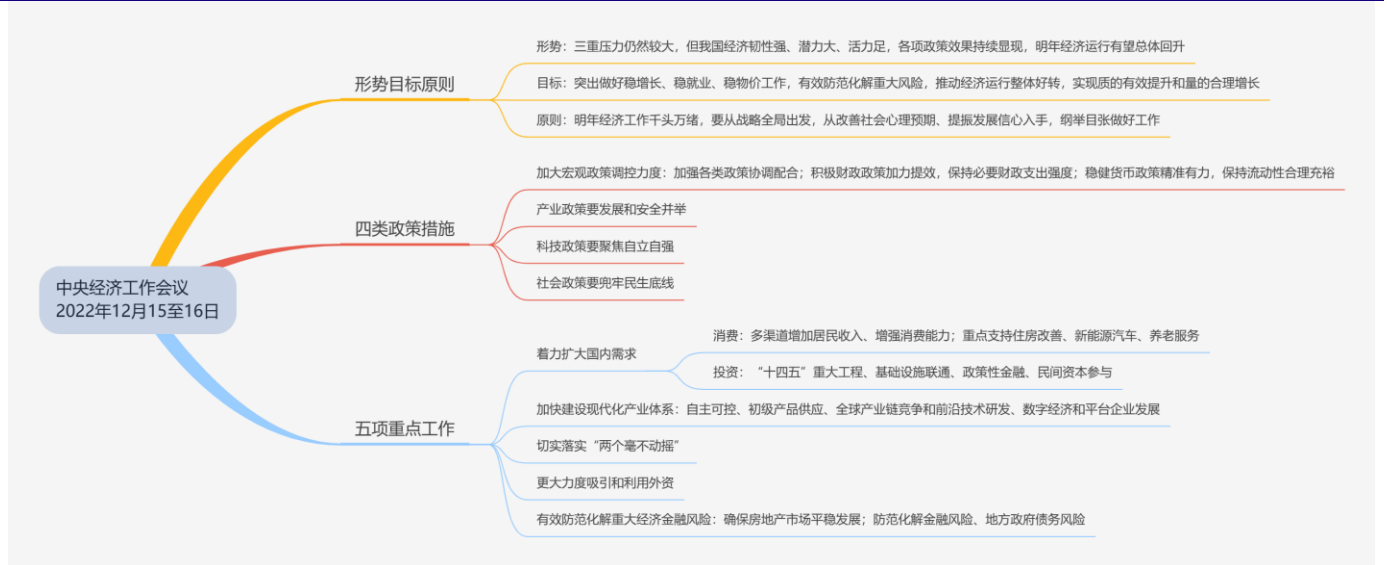
国务院总理李强 6 月 16 日主持召开国务院常务会议，研究推动经济持续回升向好的一批政策措施。会议指出，针对经济形势的变化，必须采取更加有力措施，增强发展动能，优化经济结构，推动经济持续回升向好。会议围绕加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险等四个方面，研究提出了一批政策措施。会议强调，具备条件的政策措施要及时出台、抓紧实施，同时加强政策措施的储备，最大限度发挥政策综合效应。

可以看出，下一阶段的政策组合主要包括加大宏观政策调控力度、扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险四个方面，四方面政策其实都有迹可循。

（一）宏观政策加力：参考 2022 年 12 月中央经济工作会议

2023 年经济工作要点包括从改善社会心理预期、提振发展信心入手；加大宏观政策调控力度，积极的财政政策加力提效，保持必要的支出强度，稳健的货币政策精准有力，保持流动性合理充裕；着力扩大内需；大力发展数字经济，支持平台企业大显身手；确保房地产市场平稳发展等。

图 1：思维导图：2022 年 12 月 15 日至 16 日中央经济工作会议的精神

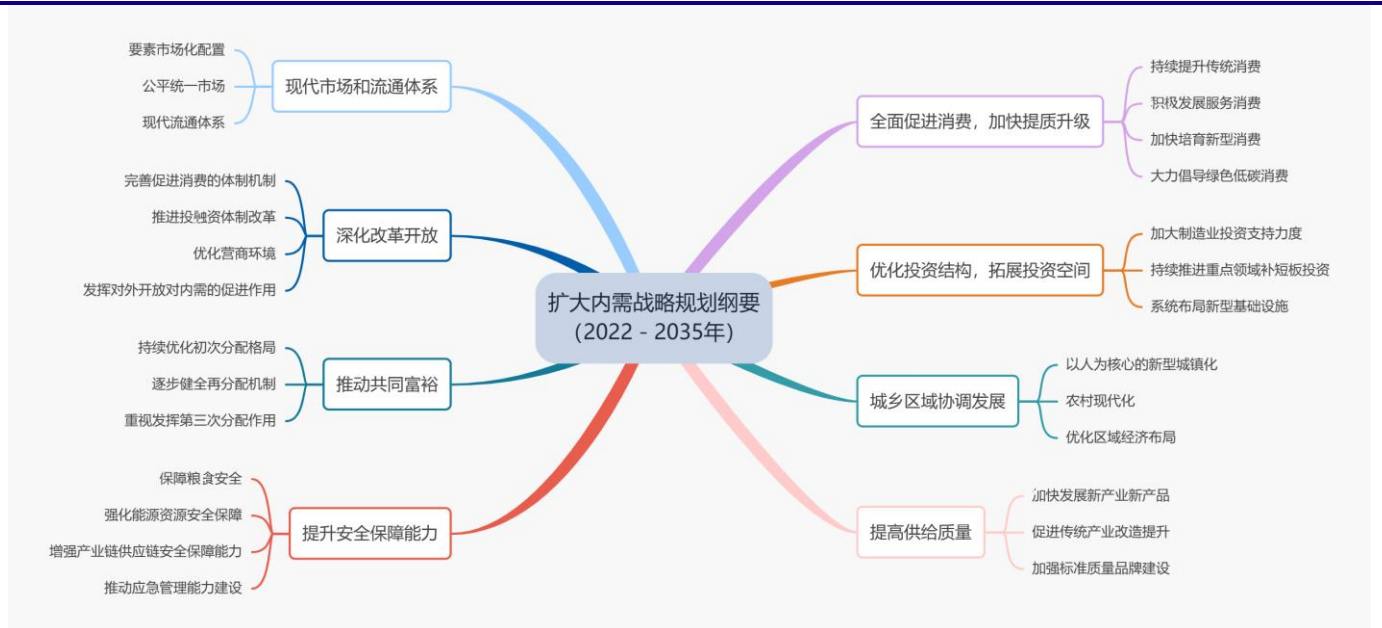


资料来源：共产党员网，中国银河证券研究院

（二）扩大有效需求：参考《扩大内需战略规划纲要》

2022 年 12 月 14 日中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要(2022—2035 年)》。其中的重点任务主要是解决中长期的堵点难点，特别是解决有效供给能力不足、分配差距较大、流通体系现代化程度不高、消费体制机制不健全、投资结构仍需优化等问题。

图 2：思维导图：《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》

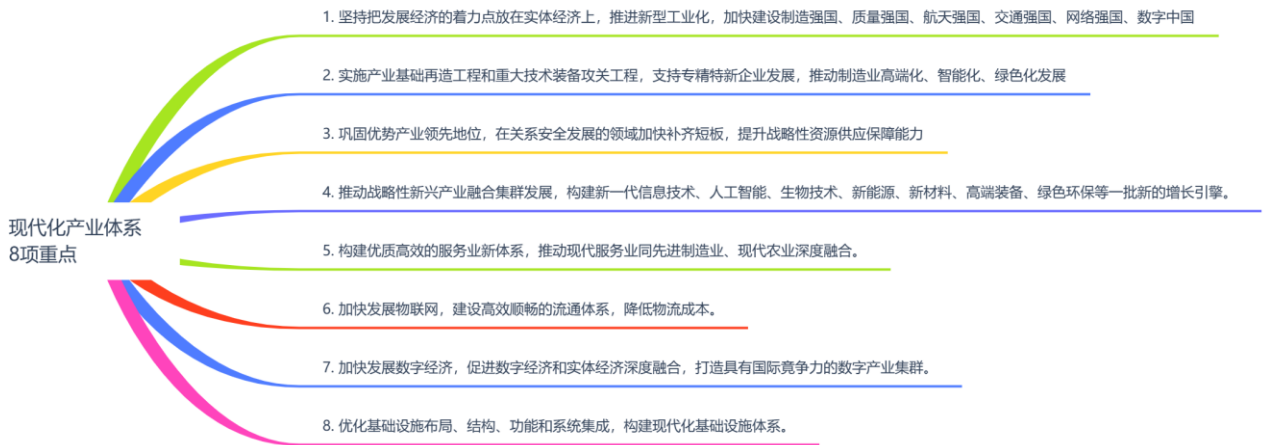


资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

（三）发展实体经济：参考二十大报告中的现代化产业体系

二十大报告指出了构建现代化产业体系的 8 个重点：实体经济、制造业高端化智能化绿色化、战略性资源保障、战略性新兴产业、现代服务业、物联网与流通体系、数字经济、现代化基础设施体系。

图 3：思维导图：党的二十大报告指出的现代化产业体系的 8 个重点



资料来源：共产党员网，中国银河证券研究院

（四）防范化解风险：参考 2023 年 3 月的政府工作报告

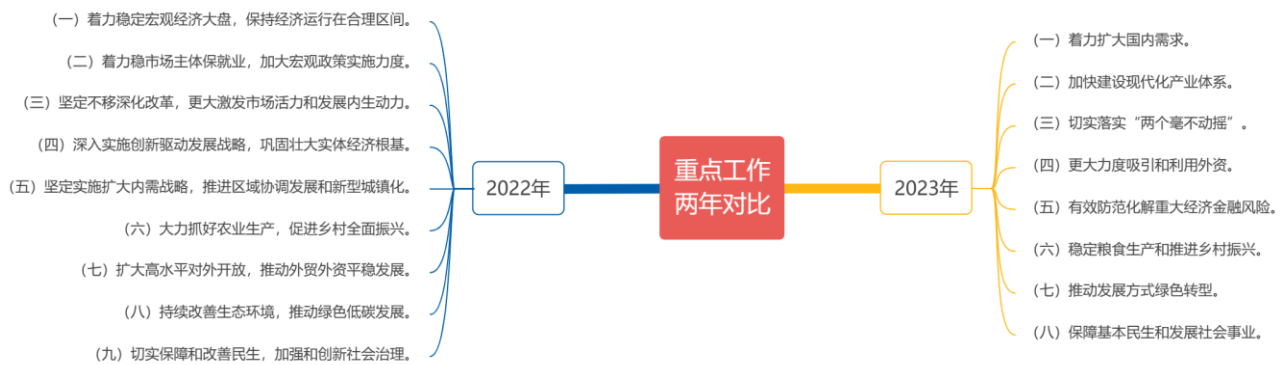
对比 2022 年与 2023 年《政府工作报告》重点工作的排序。其中最明显变化就是扩大内需成为 2023 年的首要工作，加快现代化产业体系建设位列第二，第三、第四项工作也都与国企改革、民营经济发展、稳外资稳外贸等总需求政策相关。第五项工作是新增重点，今年《政府工作报告》详细、全面论证了“有效防范化解重大经济金融风险”，包括金融监管、房企、地方政府债三个层面：

(1) 金融：深化金融体制改革，完善金融监管，压实各方责任，防止形成区域性、系统性金融风险。

(2) 房地产：有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。

(3) 地方债务：防范化解地方政府债务风险，优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量。

图 4：2022 年与 2023 年《政府工作报告》的重点工作排序对比



资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn