



## 宏观专题

### 证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

### 联系人

占烁

资格编号: S0120122070060

邮箱: zhanshuo@tebon.com.cn

### 相关研究

# GDP 若要 5%，谁来加杠杆？—— 2023 年度展望之国内经济篇

## 投资要点：

- **核心观点：**今年宏观经济经历了内外动能交替后，明年提振内需至关重要。当前微观主体的需求不足，必然要求公共部门加杠杆，继续以政府投资带动经济形成良性循环。但当前地方政府财力紧张和举债受限，**预计 2023 年加杠杆幅度：中央政府>地方政府>非金融企业>居民**，中央政府部门成为加杠杆主力，稳增长政策应出尽出和低基数效应下，明年经济增速能达到 **5% 左右**。
- **居民部门（房地产销售和消费）：**（1）2022 年，居民部门经历了一轮资产和收入预期的恶化。住房和股票价格下跌导致居民部门总资产至少收缩 6.8%，同时，居民对未来就业和收入的预期比 2020 年更差。资产和收入预期的恶化，导致居民负债和支出行为的收缩。  
（2）从负债行为来看，今年居民部门明显在主动去杠杆。代表负债行为的居民购房需求降至 2008 年以来最弱，导致当前房地产销售下行的深度和时间长度超过前几轮。考虑居民加杠杆意愿偏弱，我们基于按揭贷款余额的测算表明 2023 年商品房销售增速约为 1.1%。  
（3）从支出行为来看，资产收入恶化、消费场景受限等因素，导致居民部门减少消费支出、增加储蓄，同时消费结构方面出现“恩格尔系数”的倒退。结合两年平均增速，我们预计明年社零增长 6% 左右。
- **非金融企业部门（制造业投资和房地产投资）：**（1）今年超 3.3 万亿减税降费主要投向企业部门，财政政策加持下，企业的资产负债表情况好于居民部门，因而加杠杆的能力和意愿相对更强。  
（2）当前内需回升缓慢、生产仍未饱和，制造业产能利用率处于低位，投资扩产的必要性降低。但政策支持将是未来制造业投资的重要支撑。制造业投资与基建投资的驱动力正在逐渐同化，今年以来，制造业投资也在政策驱动下，承担起逆周期调节的作用，这一趋势在明年仍将持续。明年制造业投资可能降至 6% 左右的中速增长。

- (3) “低基数+‘保交楼’”将在上半年带动房地产投资降幅收窄，但高库存、期房交付风险等因素可能拉长销售回暖到投资修复的传导期，预计要到明年下半年地产销售的好转才会带来投资的明显改善。明年房地产投资增速预计在-2%左右。
- **政府部门（基建投资）：**（1）明年财政形势仍然严峻，往年积累“余粮”在今年大量使用，明年跨期可调用资金将明显减少。
- （2）未来地方政府性基金支出会受到土地出让收入的制约，难以实现往年的高增，专项债付息支出占比将会持续提升，逐渐接近 10%的警戒线。这一过程会直接限制专项债的继续扩容，地方政府加杠杆受到限制，中央政府会成为加杠杆的主力。
- （3）中央加杠杆关注三个问题：预算赤字率是否突破 3%、是否发行特别国债、政策性金融工具规模多大。今年前三季度实际赤字率达 8.2%，已超过 2020 年，明年如果增量资金预期充分兑现，基建投资仍能实现 7%左右的中高速增长。
- **经济增长 5%如何实现：**（1）2020 年以来，我们有过 4 段 5%的增长历史，分别是 2021 年的两年平均增速 5.1%，以及 20Q3/21Q3/22Q1 三个季度增速在 4.8%-4.9%。4 段“旧 5%”如何实现：出口领跑，整体投资持平，基建、消费落后。
- （2）“新 5%”的展望：出口回落，消费和基建成为新领跑项目。预计各分项同比增速为：社零 6%、固投 5%、出口-7%、CPI 为 2%、PPI 为-0.5%。其中，固定资产投资的三大分项分别为：基建 7%、制造业 6%、房地产-2%。
- **风险提示：**四季度经济形势如果发生变化会影响对明年的判断；发生突发性的疫情冲击；海外经济出现超预期变化。

## 内容目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 1. 谁来加杠杆? .....                 | 5  |
| 2. 居民部门: 加杠杆最弱 .....            | 6  |
| 2.1. 居民资产缩水, 对未来收入预期恶化 .....    | 6  |
| 2.2. 负债与支出, 房地产和消费 .....        | 8  |
| 2.2.1. 房地产销售预计明年增长 1.1% .....   | 8  |
| 2.2.2. 社零增长 6%左右 .....          | 11 |
| 3. 企业部门: 加杠杆意愿和能力更强 .....       | 14 |
| 3.1. 制造业投资: 降至 6%左右的中低速增长 ..... | 15 |
| 3.2. 房地产投资: 降幅收窄至-2%左右 .....    | 17 |
| 4. 政府部门: 中央政府是加杠杆的主力 .....      | 19 |
| 5. 经济增长 5%, 三驾马车跑多快? .....      | 23 |
| 6. 风险提示 .....                   | 26 |

## 图表目录

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图 1: 我国居民部门资产结构变动 .....                | 6  |
| 图 2: 沪深总市值较去年底缩水 17.1% .....           | 7  |
| 图 3: 70 城商品房价格已连续 13 个月下降 .....        | 7  |
| 图 4: 央行储户调查数据与统计局失业率数据背离 .....         | 8  |
| 图 5: 今年居民收入恢复偏慢 .....                  | 8  |
| 图 6: 对未来收入的预期比当期收入更加恶化 .....           | 8  |
| 图 7: 今年以来中长期的住房贷款增速比居民部门整体贷款增速低 .....  | 10 |
| 图 8: 当期房地产下行深度超前几轮 .....               | 10 |
| 图 9: 10 月 30 城成交面积同比降幅扩大 .....         | 11 |
| 图 10: 房贷利率持续下调, 二季度后商品房销售降幅开始收窄 .....  | 11 |
| 图 11: 今年以来, 居民部门投资和消费向储蓄转移 .....       | 12 |
| 图 12: 居民存款余额同比增量大幅上涨 .....             | 13 |
| 图 13: 居民部门消费倾向的回升被打断 .....             | 13 |
| 图 14: 2020 年以来消费场景对社零起到决定作用 .....      | 13 |
| 图 15: 今年企业部门杠杆率和投资前瞻指数相背离 .....        | 16 |
| 图 16: 票据融资增速较高, 中长期贷款增速仍处于相对低位 .....   | 16 |
| 图 17: 分行业的制造业投资和利润增速 (%) .....         | 16 |
| 图 18: 制造业投资和利润增速 .....                 | 17 |
| 图 19: 工业生产和产能利用率均处于相对低位 .....          | 17 |
| 图 20: 企业投资前瞻指数和制造业贷款需求均大幅下降后处于低位 ..... | 17 |
| 图 21: 房地产开发中的外源性融资 .....               | 18 |
| 图 22: 广义库销比位于历史较高阶段 .....              | 18 |
| 图 23: 商品房销售与竣工 .....                   | 19 |
| 图 24: 已售未完工期房的竣工所需时间越来越长 (月) .....     | 19 |
| 图 25: 专项债发行进度 .....                    | 20 |
| 图 26: “铁公机”增速偏慢 .....                  | 21 |
| 图 27: 能源、水利、市政三方面基建增速快 .....           | 21 |
| 图 28: 历史数据来看基数效应对基建全年增速的影响并不大 .....    | 22 |
| 图 29: 历年中央预算稳定调节基金余额 .....             | 23 |
| 图 30: 专项债付息支出及其占比 .....                | 23 |
| 图 31: 财政两本账的实际赤字率 .....                | 23 |

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图 32: PSL 时隔两年后重启.....               | 23 |
| 表 1: 各年度宏观杠杆率变化 (%) .....            | 5  |
| 表 2: 居民消费各类别占比 .....                 | 14 |
| 表 3: 2022 前三季度比 2021 年专项债投向的变动 ..... | 21 |
| 表 4: 4 段“旧 5%”如何实现.....              | 24 |
| 表 5: 2023 年经济数据预测.....               | 24 |

## 1. 谁来加杠杆？

当前宏观经济经历了内外动能交替，提振内需至关重要。出口增速在 7 月仍有约 18%，此后逐月回落，10 月降至-0.3%。内外需求交替从三季度的进行时，过渡到四季度的完成时。前三个季度基建+出口是经济的双支柱，四季度后出口成为经济的拖累项目，提振内需成为未来经济增长的核心问题。

同时，目前经济对政策的依赖远大于以前年份。往年基建投资是逆周期稳增长的抓手，但当前需求侧对政策的依赖已不止于基建投资，而是扩展到了经济的方方面面。房地产投资有赖于融资政策呵护房企，制造业投资需要留抵退税、中央财政贴息的设备更新贷款，消费复苏则需要防控政策对“层层加码”、“一刀切”等问题做出优化。经济对政策的依赖度提高，在另一方面也意味着微观主体的动能不足，私人部门在政策约束条件不变的情况下，需求难以出现扩张。

因此，明年提振内需必然要求公共部门加杠杆，继续以政府投资带动经济形成良性循环。回顾历史来看，过去两个典型稳增长年份，2009 和 2020 年，宏观杠杆率分别上升 31.8 和 23.6 个点。其中，2009 年非金融企业部门是主要加杠杆主体，其杠杆率提高 20.4 个点，对宏观杠杆率的贡献达到 64%。2020 年，企业部门加杠杆贡献比 2009 年有所下降，非金融企业、政府、居民三个部门对宏观杠杆率的贡献分别为 44.1%、30.1%、25.8%。2022 年前三季度，居民部门杠杆率基本稳定，仅提高 0.2 个点，非金融企业部门提高 7 个点，贡献了 70% 的宏观杠杆率。但今年非金融企业部门杠杆率提高，很大程度上是短期票据融资扩张的结果，更能代表内生需求的企业中长贷直到三季度才开始有所起色。

展望明年，居民、非金融企业、中央政府、地方政府，四个经济部门各自所面临的约束条件不同，加杠杆的意愿和能力都不相同，反映在国内经济基本面上，各部门加杠杆的结果将决定不同内需项目的增速。

表 1：各年度宏观杠杆率变化（%）

| 年份   | 居民   | 非金融企业 | 政府   | 中央   | 地方   | 总计   |
|------|------|-------|------|------|------|------|
| 2022 | 0.2  | 7.0   | 2.9  | 0.4  | 2.5  | 10.1 |
| 2021 | 0.0  | -7.5  | 1.2  | -0.1 | 1.3  | -6.3 |
| 2020 | 6.1  | 10.4  | 7.1  | 3.4  | 3.7  | 23.6 |
| 2019 | 4.0  | 0.9   | 2.3  | 0.7  | 1.6  | 7.2  |
| 2018 | 3.4  | -5.6  | 0.3  | 0.1  | 0.2  | -1.9 |
| 2017 | 4.0  | -1.0  | -0.6 | 0.1  | -0.7 | 2.4  |
| 2016 | 5.5  | 6.4   | -0.4 | 0.5  | -0.9 | 11.5 |
| 2015 | 3.2  | 8.7   | -1.9 | 0.6  | -2.5 | 10.0 |
| 2014 | 2.5  | 6.4   | 3.0  | 0.2  | 2.8  | 11.9 |
| 2013 | 3.5  | 7.8   | 3.5  | 0.3  | 3.2  | 14.8 |
| 2012 | 2.1  | 10.1  | 0.7  | -0.5 | 1.2  | 12.9 |
| 2011 | 0.6  | -2.4  | -1.3 | -1.7 | 0.4  | -3.1 |
| 2010 | 3.8  | 5.0   | -1.0 | -1.1 | 0.1  | 7.8  |
| 2009 | 5.6  | 20.4  | 5.8  | 0.5  | 5.3  | 31.8 |
| 2008 | -0.9 | -0.9  | -2.0 | -2.4 | 0.4  | -3.8 |

资料来源：Wind，社科院，德邦研究所

注：2022 为三季度末相比 2021 年末变动

## 2. 居民部门：加杠杆最弱

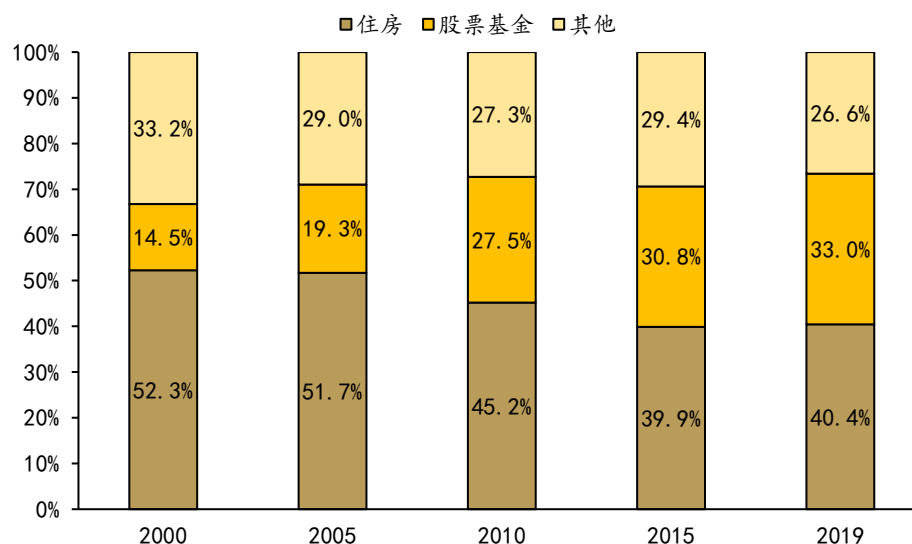
### 2.1. 居民资产缩水，对未来收入预期恶化

2022 年，居民部门经历了一轮资产负债表的恶化。

**资产价格下跌导致居民部门总资产收缩约 6.8%。**根据社科院数据，2019 年我国居民资产中，住房资产占 40.4%，股票和基金占 33%，这两者占到居民部门总资产的七成以上。而即将过去的 2022 年，无论房地产市场还是股票市场，其资产价格均出现了较大幅度的下跌。

**股票市场方面**，截至 9 月底，沪深股市总市值相比去年底下跌了 17.1%，而 10 月 31 日万得全 A 较去年下跌了 23%。假设居民部门资产结构与 2019 年维持不变，按 17% 跌幅粗略估算，今年股票市场价格下跌带来居民总资产缩水 5.6%。**房地产市场方面**，商品房价格自去年 9 月以来，已经连续 13 个月环比下降，持续时间创下历史记录。截至 9 月底，70 个大中城市新房价格同比下跌 2.3%，二手房价格同比下跌 3.5%。假设今年全国商品房价格平均下跌 3% 左右，因此带来的居民部门总资产缩水约 1.2%。**加总来看，住房和股票价格下跌导致居民部门总资产至少收缩 6.8%。**

图 1：我国居民部门资产结构变动



资料来源：Wind，社科院，德邦研究所



图 2：沪深总市值较去年底缩水 17.1%



资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：70 城商品房价格已连续 13 个月下降



资料来源：Wind，德邦研究所

除了资产端之外，今年居民部门收入情况也受到了经济增速的拖累，对未来就业和收入的预期降至历史最低水平。

**就业数据的三个信号表明当前就业形势仍严峻。**城镇调查失业率在 4 月达到 6.1%，是仅次于 2020 年 2 月 6.2% 的次高位。此后，尽管调查失业率数据在逐步改善，但呈现出三个不好的信号：一是 9 月调查失业率反弹 0.2 个点至 5.5%，反映出目前就业形势仍不稳定；二是青年失业率创下历史新高，7 月达到 19.9%，结构性失业问题突出；三是央行储户调查数据与统计局失业率数据背离，储户调查数据显示三季度就业感受指数环比下降 0.2 个点至 35.4%，且近两个季度该指数持续低于 2020 年 Q1，显示出就业形势仍然严峻。

**就业决定收入，当前居民收入恢复偏慢。**城乡一体化调查的可支配收入数据的参考意义不高，该数据与 GDP 增速的变动完全一致，仅能反映收入和经济增长的关系，不能反映居民收入的特殊波动。央行储户调查的当期收入感受指数更能刻画收入的波动。该指标在今年二季度达到 44.5% 的次低值，三季度仅提高 2.5 个点，达到 47%，相比之下，该指标在 2020 年 Q2 比 Q1 提高了 4.5 个点，可见今年三季度居民收入恢复仍较慢。

**对未来收入的预期大幅降至历史最低水平。**尽管当期收入仍在缓慢恢复，但居民部门对未来收入的预期降到了历史最低水平。我们用三个指标来交叉验证居民收入预期，分别是央行储户调查的未来收入信心指数、未来就业预期指数，以及统计局的消费者预期指数的收入分项。今年二三季度，未来就业预期连续两个季度低于 2020 年 Q1，未来收入预期指数也在三季度降至 15.7%，比 2020 年的 15.9% 低。

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\\_48836](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48836)

