

2023年GDP增速5%需要多大的政策发力？

2022年11月27日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dwwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dwwzq.com.cn

相关研究

《2023 年全球经济增速下滑=多大的出口逆风？》

2022-11-23

《2023 年全球经济会真的会陷入衰退吗？》

2022-11-22

- **2023年如果设定5%左右的GDP增速目标将如何实现？**虽然2022年迄今疫情冲击和地产下行这两大风险并未缓释，但考虑到2022年经济增长的低基数，以及历年在GDP增速目标从未下调超过0.5个百分点，因此年末的中央经济工作会议仍有可能将2023年的GDP增速目标设定在5%左右。当然，仅靠低基数尚不足以实现这一目标的，本文通过对GDP主要分项的测算，发现**2023年在财政赤字率上调和专项债扩容的前提下，还需要额外约2.7万亿的政策加码，才能填补5%增速下各行业累计的GDP缺口（图1）。**
- **根据我们计算，这2.7万的GDP缺口主要来源于净出口、房地产投资、以及居民消费对GDP增速的拖累。**但基建投资和政府消费仍将对5%的GDP增速产生正的贡献，以下是我们对上述每一项的测算过程。
- **房地产投资：2023年增速-5.8%，负缺口约为8600亿。**2023年房地产投资的预测分为建安支出和土地购置费两块。建安支出的预测参考了历史上其与施工面积在增速上的线性关系（图2），根据这一经验规律，考虑到当期的施工面积通过迭代可以换算成前期累积新开工面积（当前约为55个月），我们假设**2023年新开工面积同比增速-15%，则计算得到2023年建安支出增速-6.2%**。我们也考虑了乐观（新开工面积增速-5%）和悲观（新开工面积增速-30%）两种情形，对应的2023年建安支出增速分别为-5%和-7%（图3）。
- **土地购置费的预测我们参考了今年前三批集中供地的情况，**因为历史上土地成交价款往往领先土地购置三个季度，考虑到2021-2022年各类房企的拿地的变化（图4），我们假设**2022Q4-2023Q1央企和地方国资拿地同比增10%，民企拿地同比降30%（混合所有房企2/3等同央企和地方国资，1/3等同民企），则计算得到2023年土地购置费增速为-17.2%**。考虑乐观（央企和地方国资拿地20%，民企拿地-10%）和悲观（央企和地方国资拿地零增长，民企拿地-50%）两种情形，对应的2023年土地购置费增速分别为-14.7%和-21.8%。
- **除此之外，2023年保障性租赁住房可能额外拉动地产增速3个百分点。**参考东吴地产团队的测算，2022年和2023年新增的保障性租赁住房投资约为5465亿元和9450亿元，保障性租赁住房可能拉动地产投资约3个百分点（图5）。
- **基于上述结果可以得到中性情形下2023年房地产投资增速为-5.5%（乐观和悲观情形下分别为-4.3%和-7.7%），**但鉴于土地购置费不纳入GDP统计，因此中性情形下如果对标5%的实际增速，**房地产投资存在的GDP缺口为8598亿。**
- **居民消费：2023年增速4.7%，负缺口约为9560亿元。**鉴于疫情仍是影响2023年消费复苏的核心变量，我们预测假设的出发点为防疫政策严苛程度在不同情景下的演变。基本假设为一季度末，**二三线城市防疫政策大幅放松，而一线城市考虑到稳定因素、三线以外城市考虑到医疗资源有限，仍维持动态清零政策，但相对于2022年防疫政策边际放松（表1）。**根据后续防疫政策的严苛程度，我们对于居民消费的预测分为中性、乐观、悲观三种情景假设。
- **测算重点参考了22Q2我国香港和22Q3杭州在防疫政策放松后的社零增速（分别为2.8%、13%），基本设定为二三线城市增速领跑，一线和三线以外城市根据假设乘以0.75-0.85间的系数。**中性情形下，**假设防疫政策在23H2边际小幅收紧，预计2023年增速4.7%，对标5%的实际增速，社零缺口为9,559亿元。**乐观情形下（政策仅在23Q4边际收紧）和悲观情形下（假设23Q1政策放松后疫情大规模反弹，政策于6月大幅收紧，直至23Q4才放松），预计2023年增速分别为6.6%、1.9%。

- **对外贸易：2023年增速-1.4%，负缺口为10448亿元。**根据我们此前报告（《2023全球增速下滑=多大的出口逆风？》）测算，中性、乐观、悲观情形下，我国2023年出口增速分别为-1.4%、3.2%、-4.9%。若我们假设2023年进口增速为2%，上述三种情景对应的缺口/盈余（负数/正数）分别为-10448、5283、-15300亿元（表2）。
- **政府消费和基建投资：2023年增速为6.6%和6%，正缺口约为1990亿元。**对于2023年政府端支出的预测，如图7所示，我们采取从收入和融资端入手来估算支出（图7中是由右向左），其中政府消费的主要来源是一般公共预算，而基建既有财政端的资金来源（一般公共预算、土地出让金以及专项债），也有非政府资金的参与。
- **出口和土地收入拖累=赤字率上升、专项债保持高水平。**展望2023年，此前支持经济的出口将转为拖累，这意味着财政稳增长的压力更大，**预计赤字率将破3%**，则一般公共预算支出增速约为8%（约28万亿元）（图8），而为了对冲土地收入的继续萎缩（中性情形下2023年土地出让金同比增速为-17%），专项债发行规模需要维持在较高水平——考虑到2022年专项债规模约为41500亿元，**中性情形下2023年专项债依旧应该维持在大致相当的水平。**
- **2023年基建增速>5%，非财政资金也需发挥更大的作用。**2022年基建增速超过11%，高基数下2023年增速若要保持5%以上，除了财政发力外，非财政资金也要发挥更大的作用——**基建杠杆（基建规模/基建的财政端资金）需要适当上升（中性情形下，由2022年的1.94上升到2023年的2.02）**，这意味着一方面，准财政资金需要继续发力，政策性金融工具、PSL等工具的使用要继续且适当扩大；另一方面，要更加鼓励民间资金的参与，除了积极推进商业银行进行配套融资外，还应稳定和拓宽信托贷款、PPP以及Reits等多种渠道（图9）。
- 给予以上分析，我们估计中性情形下基建投资和政府消费的增速将分别为6.0%和6.6%（乐观情形下为8.4%和8.3%，悲观情形下为0.9%和4.1%）。**对标5%的实际增速，政府消费+基建的GDP正向贡献约为1990亿元。**
- **综合以上对于经济主要组成部分的测算，要达到5%的增速水平，仍有2.7万亿元的空间需要弥补，而主要的发力方向可能有以下三个：**
 - 一是财政政策的额外发力，例如动用特别国债、长期建设国债等工具，在不影响赤字的情况下进一步支持政府支出。
 - 二是继续支持和刺激制造业投资，通过重大项目建设以及低息专项贷款来支持企业扩大投资和进行设备更新升级。
 - 三是更加迅速地进行防疫优化、配合上必要的消费刺激，更快释放压抑的消费空间，当然这个选项背后存在较大的不确定性。
- **风险提示：**海外货币政策收紧下外需回落，国内疫情扩散超市场预期。海外经济提前进入衰退，我国出口大幅负增长可能提前到来。疫情反复，严格防控短期难以解除、持续时间拉长。

图1: 2023年GDP增速要达到5%, 还有多少发力空间?

进出口		中性情形	悲观情形	乐观情形
出口	增速	-1.4%	-4.9%	3.2%
进口	增速	2.0%	2.0%	2.0%
净出口 (亿美元)	缺口/盈余	-1493	-2186	755
	折合人民币	-10,448	-15,300	5,283

地产		中性情形	悲观情形	乐观情形
土地购置费	增速	-17.2%	-21.8%	-14.7%
地产投资 (不含土地购置费)	增速	-4.4%	-5.5%	-3.6%
	投资 (亿元): 国企+城投	72060	71138	72675
	民企	15462	15264	15594
	保障房	3316	3316	3316
	缺口 (亿元)	-8,598	-9,718	-7,851

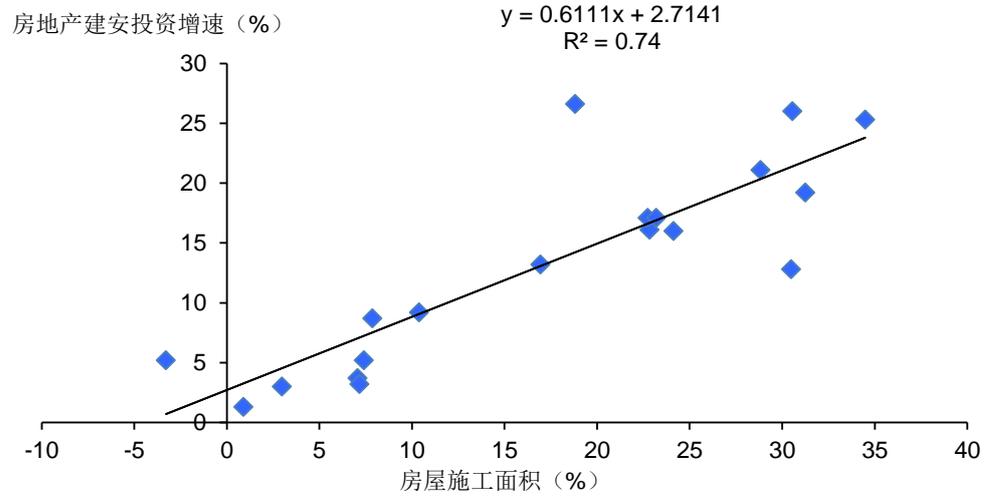
财政		中性情形	悲观情形	乐观情形
赤字率	(/GDP)	3.5%	3.0%	3.7%
专项债	名义规模 (亿元)	40000	37500	42000
基建杠杆	基建规模/财政资金	2.0	2.0	2.0
基建增速	增速	6.0%	0.9%	8.4%
政府消费	增速	6.6%	4.1%	8.3%
	缺口 (亿元)	1,990	-13,431	10,326

消费		中性情形	悲观情形	乐观情形
居民消费	增速	4.7%	1.9%	6.6%
	缺口 (亿元)	-9,559	-21,781	-1,053

总缺口 (亿元)	-26,614	-60,230	6,705
占2022年GDP比例	-2.2%	-5.0%	0.6%

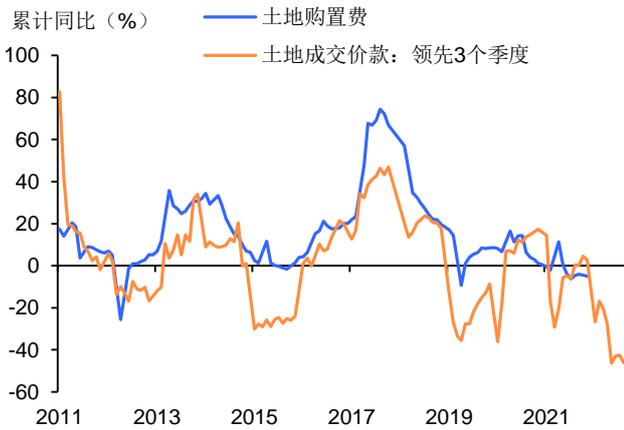
数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

图2: 地产建安投资和施工面积密切相关



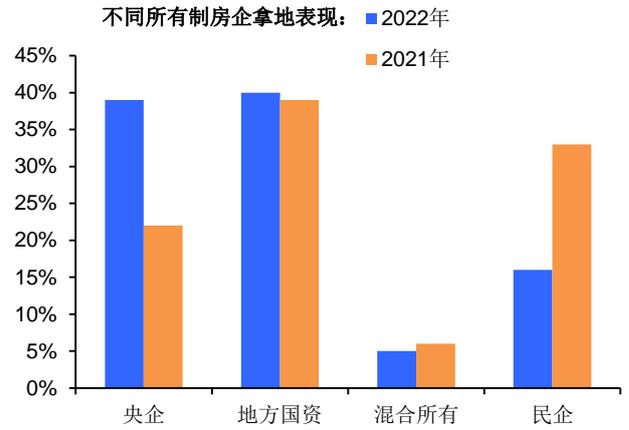
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图3: 土地成交价款领先土地购置费约为3个季度



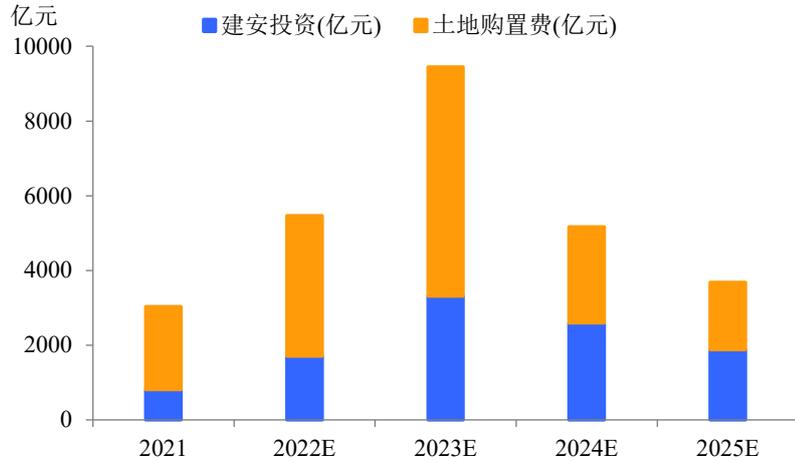
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2021-2022年不同类型房企的拿地情况



数据来源: 中指研究院, 东吴证券研究所

图5: 2021至2025年保障性租赁住房投资和预测



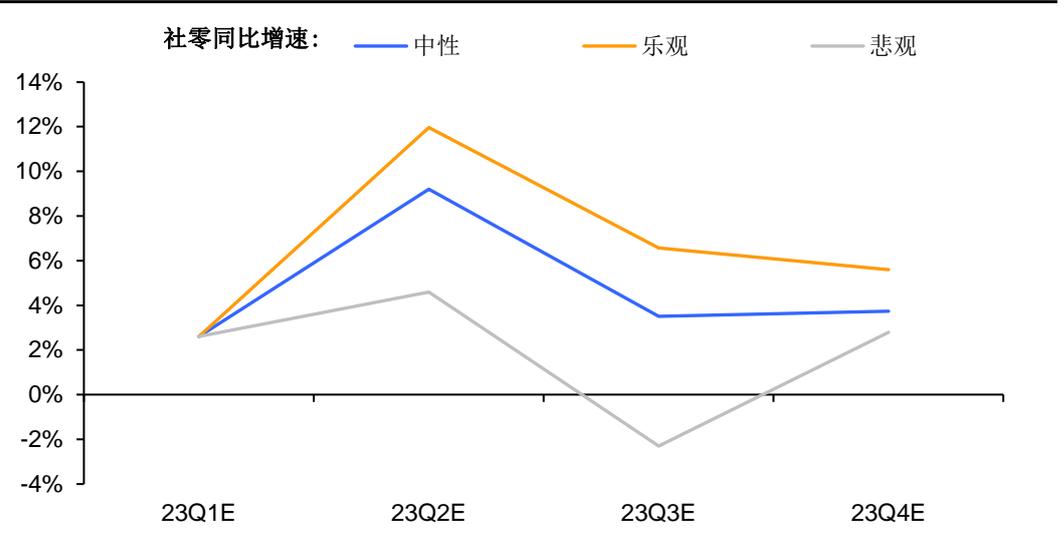
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

表1: 2023年防疫政策演变路径假设及对应消费缺口的测算

	23Q1E		23Q2至23Q4路径假设	同比增速	缺口(亿元)
基本假设	一季度末, 二三线城市政策大幅放松, 其他仍采取动态清零, 但相对于2022年政策边际放松(一线城市考虑到稳定因素, 三线以外城市考虑到医疗资源有限)	乐观情景	政策仅在23Q4边际收紧	6.6%	-1,453
		中性情景	防疫政策在23H2边际小幅收紧	4.7%	-9,959
		悲观情景	假设23Q1政策放松后疫情大规模反弹, 政策于6月大幅收紧, 直至23Q4才放松	1.9%	-22,181

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

图6: 2023年社零走势预测



数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

表2: 2023年对外贸易缺口的测算

2023E	中性情景	乐观情景	悲观情景
出口增速	-1.4%	3.2%	-4.9%
出口名义值(亿美元)	36,014	37,710	34,770
进口增速	2.0%		
进口名义值(亿美元)	28,114	27,562	27,562
贸易差额(亿美元)	7,900	10,148	7,207
5%实际增速对应贸易差额(亿美元)	9,393		
对外贸易缺口(亿美元)	-1,493	755	-2,186
折合人民币(亿元)	-10,448	5,283	-15,300

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

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_49343



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>