



Research and
Development Center

经济向上，牛市在望

——2023 年中国宏观经济展望

2022 年 12 月 15 日

宏观首席分析师 解运亮

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

经济向上，牛市在望

——2023年中国宏观经济展望

2022年12月15日

- **对冲当前经济下行压力，需要企业部门适度加杠杆。**借鉴海外经验，当房地产大周期的拐点出现后，居民部门在数年之内都很难再加杠杆，要想实现2023年经济企稳向好，需要企业部门和政府部门适度加杠杆。考虑到政府财力因疫情已经受损，可能尤其需要依靠金融加大力度支持企业部门加杠杆。在此情形下，2023年全年GDP增速有望达到5.1%，二季度和四季度可能是两个增长高峰，GDP增速有望分别达到6%和7%以上。
- **2023年需求端支撑主要来自于制造业投资、基建投资和消费。**中央提出，要充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。2023年新一轮设备更新周期有望启动，引领制造业投资继续保持两位数增长。地方专项债、政策性开发性金融工具、银行配套贷款三者形成合力，基建投资的资金来源已经得到较好解决。而随着疫情扰动逐渐消除，压抑已久的消费潜能有望逐步释放。然而，房地产投资和出口可能仍然低迷。
- **社融增速将再次回升，为经济提供强力支持。**近期支持宽信用的政策措施不断出台，在经济回到正常轨道之前，我们预计支持力度大概率不会减弱。货币金融条件预计将保持宽松，服务于稳增长大局。由于2023年正好避开了油价上升期和猪周期上行期，通胀有望保持温和，宽松政策存在较少阻碍。基于“社融增速=实际GDP增速+广义通胀增速+货币深化”框架，预测2023年社融增速将较2022年回升。
- **A股牛市回归值得期待。**在稳增长重新成为主基调、金融加大力度支持投资发挥关键作用、防控不断优化引发消费潜能逐步释放等条件下，2023年我们预计不仅有望迎来经济向上，也有望迎来牛市回归。考虑到当期货币金融条件友好与未来基本面改善形成组合，根据历史经验，价值股和成长股都有投资机会，价值股的持续性可能更好。
- **风险因素：**疫情反复感染拖累经济，政策发力不及预期等。

目录

一、总论篇：稳经济需要企业加杠杆.....	4
1.1 从资产负债表视角看经济下行压力	4
1.2 稳经济需要企业部门加杠杆	6
1.3 2023 年经济增长有望达到 5%	8
二、实体篇：投资端消费端接替发力.....	9
2.1 制造业投资：新一轮设备更新周期有望启动	9
2.2 基建投资：政策性金融工具帮助打通堵点	11
2.3 房地产投资：最差时候即将过去，但总体仍然低迷	13
2.4 消费：复苏节奏可能先慢后快	15
2.5 出口：受全球经济放缓影响，可能仍为低速增长	16
三、金融篇：社融回升提供强力支持.....	17
3.1 通胀：CPI 有望保持温和，PPI 可能小幅负增长	17
3.2 社融：企业部门作为主力，推动社融增速总体上升	20
四、资产篇：A 股牛市回归值得期待.....	22
风险因素	24

图目录

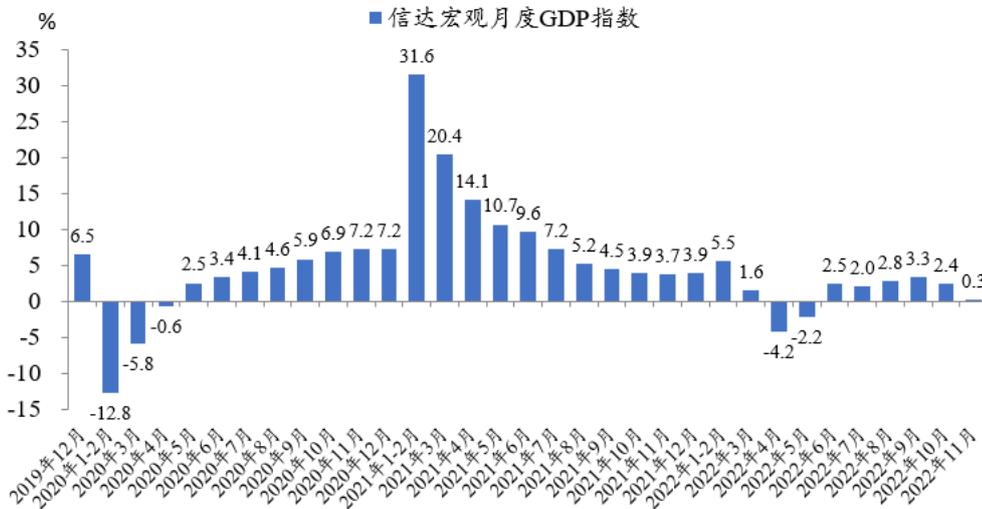
图 1：2022 年下半年以来，月度 GDP 维持在较低增速	4
图 2：制造业投资和基建投资热，房地产投资和消费冷	5
图 3：居民部门杠杆率连续几个季度走平	5
图 4：2022 年企业部门持续加杠杆	6
图 5：1991 年日本房价见顶后，企业小幅加杠杆	7
图 6：2006 年美国房价见顶后，企业小幅加杠杆	7
图 7：我国企业部门仍有一定加杠杆空间	8
图 8：2023 年下半年 GDP 环比增速有望明显好转	9
图 9：2023 年二季度和四季度可能是两个增长高峰	9
图 10：主要经济体都存在明显的设备更新周期	10
图 11：设备工器具购置在固定资产投资中占比不断下降	10
图 12：2023 年制造业投资增速高点可能出现在二季度	11
图 13：基础设施投资基金运作流程（股东借款模式）	12
图 14：历史上，委托贷款快速增长时期，基建增速都不低	12
图 15：今明两年基建投资增速均有望达到两位数左右	13
图 16：全国新房房价自 2021 年 8 月以来不断下跌	13
图 17：居民房贷领先于商品房销售	14
图 18：房地产投资增速的拐点可能出现在 2023 年一季度	14
图 19：居民消费同比≈就业同比+人均收入同比+消费倾向同比	15
图 20：疫情三年，社会集团消费增长始终慢于居民消费	16
图 21：在疫情扰动逐步消除假设下，消费有望持续复苏	16
图 19：本轮 PPI 触顶后进入下行通道	17
图 22：中国出口份额基本稳定略有上升	17
图 19：本轮 PPI 触顶后进入下行通道	17
图 23：2023 年中国出口增速可能仍为低速增长	17
图 24：2023 年上半年非食品基数高，下半年食品基数高	18
图 25：通胀即便要起来，也要等到 2023 年下半年	18
图 26：PPI 走势与全球出口走势高度相关	19
图 27：2023 年 PPI 可能小幅负增长	20
图 28：社融增速与名义 GDP 增速存在一定偏离	20
图 29：货币深化与宏观杠杆率之间的关系	21
图 30：2022 年企业部门已经成为加杠杆的主要部门	21
图 31：2023 年社融增速有望较 2022 年上升	22
图 32：企业加杠杆时期，A 股一般表现较好	22
图 33：企业中长贷上升期，价值股具有可持续的投资机会	23
图 34：2023 年债市收益率大方向为上行	23

一、总论篇：稳经济需要企业加杠杆

1.1 从资产负债表视角看经济下行压力

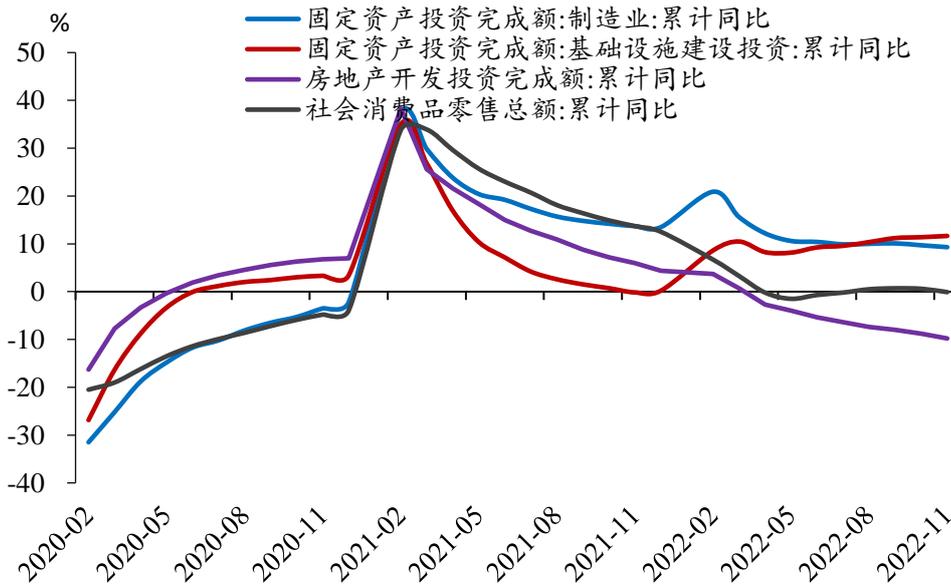
站在 2022 年底，回顾过去一年的中国经济，不容否认的一点是，当前经济运行面临一些突出矛盾和问题，经济下行压力仍然突出。今年一季度，中国经济开局良好，取得 4.8% 的经济增长。但 4-5 月上海等地疫情对经济产生较大冲击，二季度增速仅为 0.4%。随着国务院推出稳住经济大盘的一系列措施，经济有所修复，三季度经济增长录得 3.9%。进入四季度，疫情再次多发散发，经济增长再次迎来挑战。我们从 GDP 生产法核算的思路出发，利用有关官方数据，将 GDP 从季频提高到月频，得到月度 GDP 指数，从而能够更及时地观测经济动能的边际变化。结果显示，4-5 月 GDP 连续两月负增长，6 月进入修复阶段，目前已连续数月处于 2%-4% 区间（图 1）。今年 6-7 月市场上曾经出现过一种观点，认为下半年经济强劲复苏，甚至可能达到 6-7% 的过热状态，那么现在的反差之大就足以彰显经济面临的下行压力。

图 1：2022 年下半年以来，月度 GDP 维持在较低增速



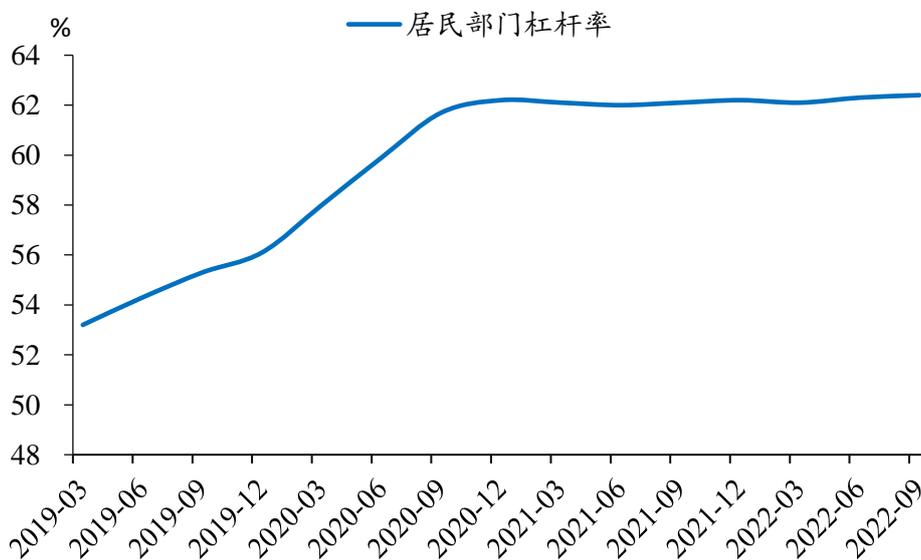
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

透过经济下行压力，从需求结构看，中国经济呈现出冷热不均的显著特征。一方面，制造业投资和基建投资热，在上年高基数的基础上，2022 年制造业投资再次录得高增长，1-11 月累计增长 9.3%；在政策强力推动下，基建投资时隔数年后重回两位数增长，1-11 月累计增长 11.7%。另一方面，房地产投资和消费冷，房地产投资景气度持续下降，1-11 月累计增长-9.8%；在疫情反反复复背景下，消费复苏一波三折，1-11 月累计增长-0.1%（图 2）。正是房地产投资和消费的疲弱，造成了总体上的经济下行压力。制造业投资和基建投资的共同点是受企业部门资产负债表的影响更大，房地产投资和消费的共同点是受居民部门资产负债表的影响更大，这就启示我们，可以从资产负债表角度探寻经济下行压力的根源。

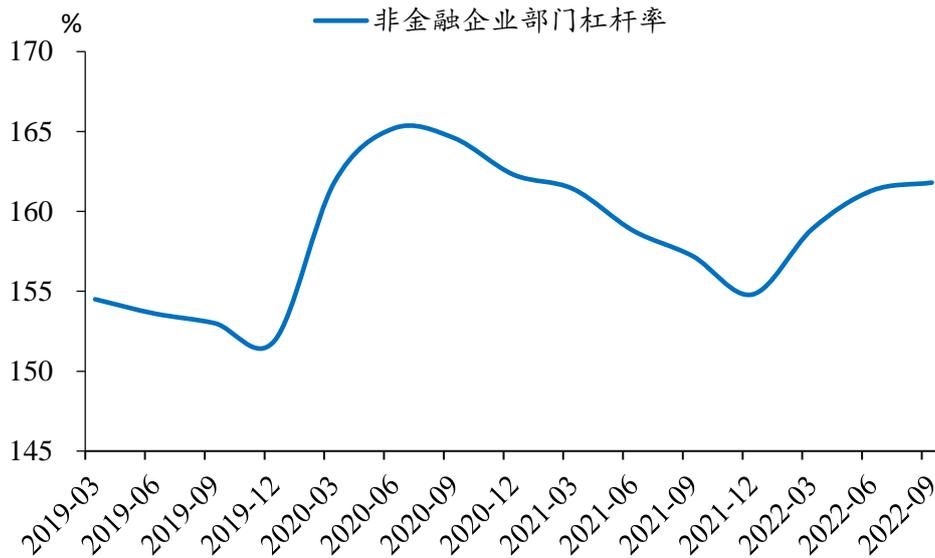
图 2：制造业投资和基建投资热，房地产投资和消费冷


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从资产负债表角度透视，需求端冷热不均，源于居民部门去杠杆和企业部门加杠杆。我国居民部门杠杆率已经连续几个季度走平，2020年四季度，居民部门杠杆率达到62.2%的高位，此后至今基本维持在这一水平不变，2022年三季度，居民杠杆率录得62.4%（图3）。正是在居民部门去杠杆背景下，需求端出现了房地产投资和消费都不景气的局面。反观企业部门，从2020年下半年到2021年底，企业部门杠杆率也曾一度下降，但进入2022年后，在鼓励信贷增长等一系列政策支持下重新上升，2022年三季度企业部门杠杆率录得161.8%，较上年底提高7个百分点（图4）。也正是在企业部门加杠杆背景下，需求端制造业投资和基建投资保持了较高的增速。在这个意义上，我们可以说，当前经济下行压力与居民去杠杆是脱不开关系的。

图 3：居民部门杠杆率连续几个季度走平


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：2022 年企业部门持续加杠杆


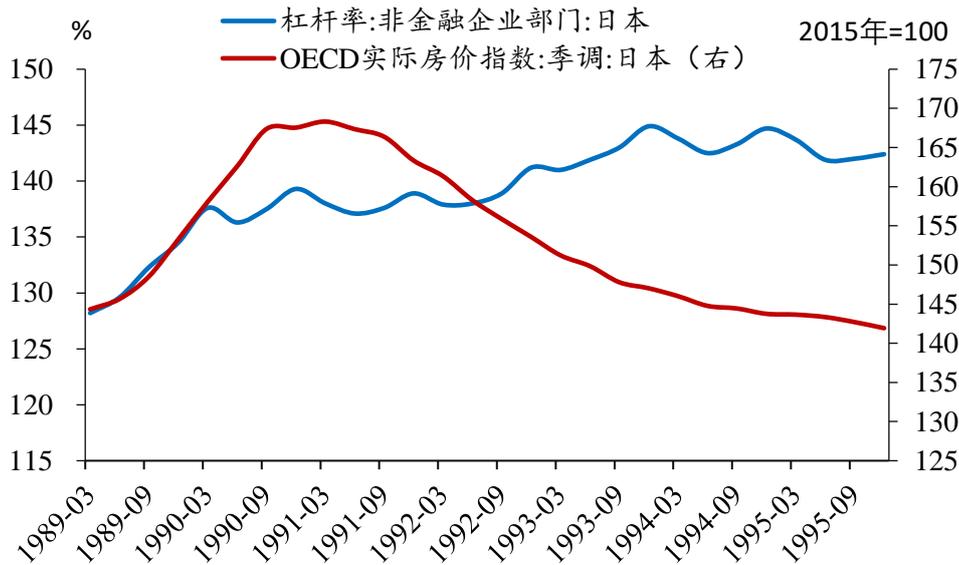
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 稳经济需要企业部门加杠杆

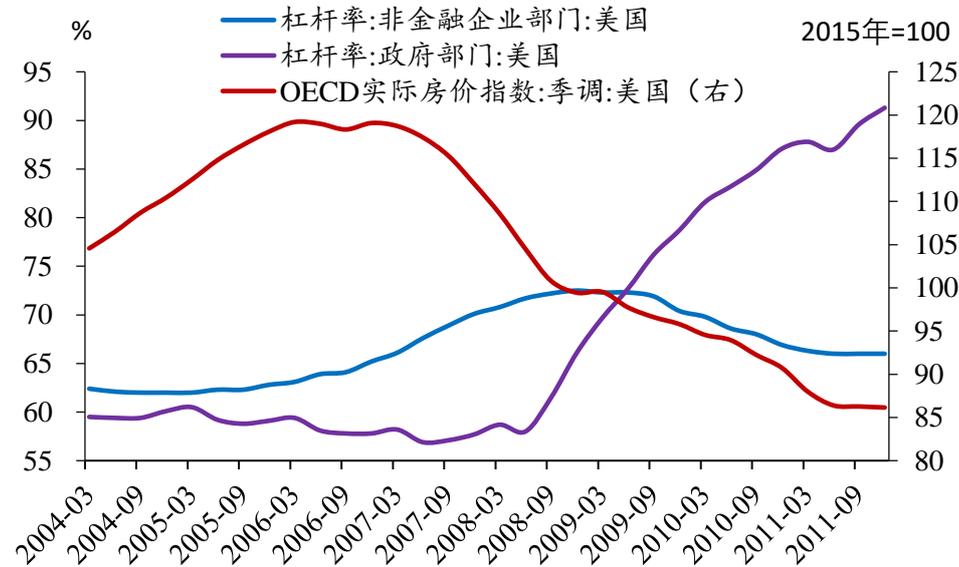
基于资产负债表视角，我们自然而然想要关心的一个问题是：为了对冲经济下行压力，2023 年居民和企业谁能加杠杆？居民去杠杆能否扭转？企业加杠杆能否延续？

居民杠杆率走势受房贷影响最大。由于居民部门不发行债券，居民部门债务主要就是贷款，包括四个组成部分：短期消费贷款（截至 2022 年三季度，占比 12.6%）、短期经营贷款（12.1%）、中长期消费贷款（房贷等，占比 62.5%）、中长期经营贷款（占比 12.8%）。可见，居民贷款的主体是房贷，房贷的走势对居民贷款的总体走势影响比较大。实际表现也确实如此：房贷和居民短期消费贷款走势颓弱，是居民去杠杆的主因，截至 2022 年 10 月，居民中长期消费贷款（房贷等）和短期消费贷款的同比增速分别为 4%、1.3%，较上年底分别回落 7.6 个、5.3 个百分点；居民短期和中长期经营贷款增长较强，截至 2022 年 10 月，居民中长期经营贷款和短期经营贷款的同比增速分别为 18.4%、13.9%，均保持两位数以上增速，但无改居民贷款大局。

借鉴海外经验可以发现，当房地产大周期的拐点出现后，居民部门在数年之内都很难再加杠杆，需要金融加大力度支持企业部门加杠杆来稳经济。以日本为例，整个 1980 年代，日本房地产市场都处于上行状态中，房价持续上涨，1991 年一季度，在日本央行主动收紧货币政策背景下，日本房价见顶，此后地产市场进入下行阶段。房价见顶后多年，日本居民部门不再加杠杆，依靠企业部门加杠杆勉力维持经济。1991Q1-1993Q4，日本居民杠杆率基本维持在 67-69% 之间，企业杠杆率则从 138% 上升到 144.9%，提高 6.9 个百分点（图 5）。再以美国为例，1997-2006 年，是美国房地产市场的黄金时代，房价一路上涨，2006 年四季度房价见顶，此后一直下降到 2012 年。房价见顶后，美国居民部门持续去杠杆，企业和政府轮番加杠杆来救经济。2006Q4-2008Q3，美国企业杠杆率从 65.2% 上升到 72.1%，提高 6.9 个百分点。2008Q3 开始，政府开始大力加杠杆（图 6）。

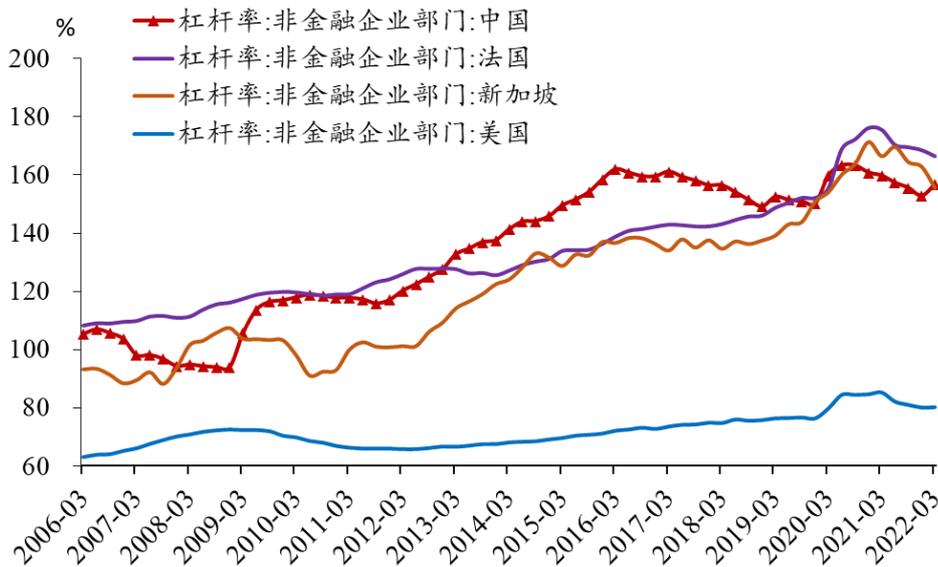
图 5：1991 年日本房价见顶后，企业小幅加杠杆


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：2006 年美国房价见顶后，企业小幅加杠杆


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

如今，我国同样处于房地产大周期的拐点出现后的阶段，这启示我们，2023 年同样要依靠企业加杠杆和政府加杠杆来稳经济。考虑到政府财力因疫情已经受损，可能尤其需要依靠金融加大力度支持企业部门加杠杆。不过，我们企业部门仍有一定加杠杆空间。我国企业部门杠杆率几经起落，金融危机后曾连续数年上升，到 2016 年一季度达到 161.8%，在主要经济体中最高。为防范金融风险起见，随后我国启动了去杠杆进程，2017-2019 年企业杠杆率不断下降。疫情发生后，又有起有落。横向比较来看，2020 年新冠疫情发生后，法国、新加坡等经济体企业部门大幅加杠杆，企业杠杆率均曾达到 170% 以上，已高于我国。企业部门加杠杆，确实帮助了这些经济体尽快走出疫情冲击，以此观照，我国企业部门仍有一定加杠杆空间，以促进经济增长（图 7）。

图 7：我国企业部门仍有一定加杠杆空间


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.3 2023 年经济增长有望达到 5.1%

已有多名政府智囊建议 2023 年经济增长目标定为 5%。日前，十三届全国政协经济委员会副主任刘世锦表示，中国经济的当务之急是使增长回到正常轨道或合理区间，即实际增速要达到潜在增长水平。他建议，明年应提出不低于 5% 的全年增长目标。这既是当下稳增长的要求，也是实现中国式现代化长期发展目标起步阶段的关键点。十三届全国政协常委、全国政协经济委员会副主任杨伟民也强调，未来 5 年是全面建设社会主义现代化国家开局起步的关键时期，明年非常重要非常艰巨的任务，就是促进经济增长重回合理区间。大致上，2023 年经济增长目标定为 5%，这可能代表了目前的市场共识。

考虑到疫情冲击，2022 年四季度 GDP 增速可能明显低于三季度，全年增速可能低于 3%。在疫情防控优化后生产生活秩序逐步恢复正常、政策支持企业部门适当加杠杆等假设条件下，2023 年经济增长将明显改善。12 月 7 日，国务院联防联控机制综合组发布了优化疫情防控“新十条”，推动生产生活秩序加快向正常回归。但考虑到短期内疫情感染可能增加，预计完全恢复正常仍需较长时间。因此，我们判断 2023 年上半年 GDP 环比增速可能略低于疫情前同期，而下半年恢复正常后将明显高于疫情前同期（图 8）。再结合一季度和三季度基数较高、二季和四季度基数较低等因素，判断 2023 年二季度和四季度可能是两个增长高峰，GDP 同比增速有望分别达到 6% 和 7% 以上，全年增速有望达到 5.1%（图 9）。也就是说，2023 年经济增长目标定为 5% 是大概率有望实现的。

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_50253



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>