

中国经济开年展望系列（五） 市场主体预期的新变化

相关研究报告

【平安证券】中国经济开年展望系列（一）：防疫调整对消费和物价的影响分析

【平安证券】中国经济开年展望系列（二）：结构视角下的中国经济

【平安证券】中国经济开年展望系列（三）：当前中国经济的新趋向、新挑战

【平安证券】中国经济开年展望系列（四）：春节恢复性消费出现了么

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn
常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn

研究助理

李泉剑 一般证券从业资格编号
S1060122030023
LIXIAOJIAN257@pingan.com.cn



平安观点：

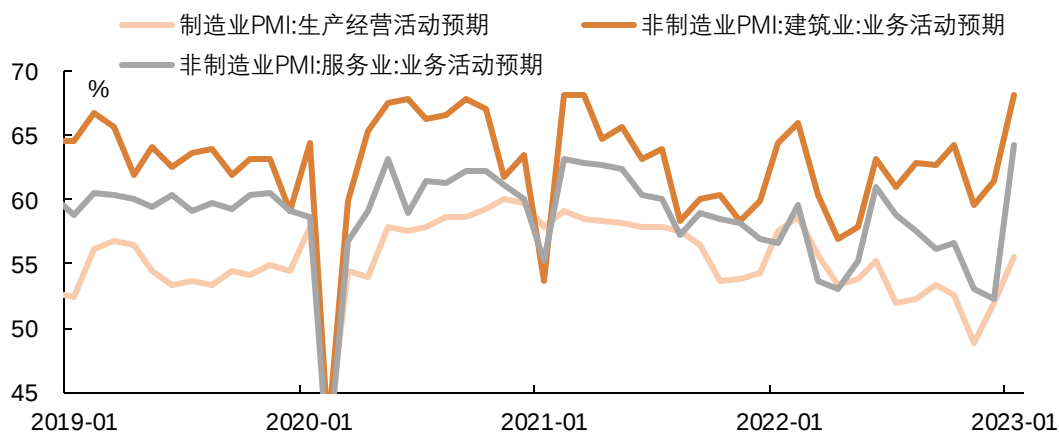
- 2022 年四季度至今，随着国内疫情和防控政策的变化，市场主体预期出现较大波动。考虑到市场预期通常领先于实体经济和资本市场表现，因此有必要对当前中国经济主体的预期变化情况进行梳理。本文结合 PMI、BCI、央行城镇储户问卷调查、国家统计局消费者信心指数等数据，观察总结近期我国市场主体预期走势特点，并在此基础上探讨如何能够有效提振预期。
- 企业部门：2023 年初，制造业、服务业、建筑业企业预期均出现回暖，但走势并不完全一致。一方面，服务业在 2022 年末预期转弱更加严重，但 2023 年开年恢复也更明显；制造业企业预期自 2022 年初便震荡下行，至 11 月已降至荣枯线以下；同时，建筑业企业预期较为平稳。另一方面，从绝对水平来看，当前服务业、建筑业等非制造业企业信心基本恢复至 2022 年初水平，但制造业与之仍有差距。此外，房地产企业预期可能尚未趋势性回暖。尽管近期房地产相关政策出现较大松动，但政策从出台到明显见效需要时间。从高频指标来看，当前 100 大中城市成交土地面积、溢价率等相对往年同期仍偏低，房企在拿地方面仍有顾虑，表明尽管当前政策已接连出台，房企预期回暖仍需时日。
- 居民部门：根据央行城镇储户问卷调查报告，2022 年四季度我国居民部门预期呈现以下特点。一是，居民收入、就业预期均降至有统计以来新低。二是，居民对未来房价的预期更加悲观，对消费品物价上涨的担忧升温。在此前一系列事件冲击下，居民对于房价的预期明显转弱，叠加近几年居民资产负债表明显受损，短时间内居民对于房地产市场的信心能否明显复苏、地产销售能否企稳反弹，仍存在不确定性。三是，居民储蓄意愿更加强烈，消费、投资意愿均降至低位。四是，居民在旅游、购房等方面的支出意愿下滑。从历史数据来看，消费者信心指数往往落后于 PMI 生产经营活动预期指数 3 个月左右，即居民部门预期修复通常落后于企业部门。因此我们认为，2023 年一季度居民部门的预期绝对值可能仍处偏低水平。
- 提振预期政策建议：一是，设定相对偏高、且可完成的 GDP 增速目标。考虑到 2023 年的实际情况（如低基数效应等），我们认为 GDP 增速目标在 5.5%甚至以上是合适的，其中的信号意义可能更为关键。二是，将赤字率设定在 3%以上。将赤字率目标从 2022 年的 2.8%左右提高至 3%以上，亦可向市场主体释放稳增长决心强的信号。三是，用实际行动改善预期，比如尽快集中推出一批绿灯投资案例等。四是，出台更多消费支持政策，提振居民消费意愿，推动“超额储蓄”向消费转化。五是，针对民众关注的就业、教育、医疗、养老等中长期问题，出台更多改革措施。

自 2021 年中央经济工作会议首次提出以来，供给冲击、需求收缩、预期转弱“三重压力”已成为我国新发展阶段中面临的主要困难。而相比于前两重压力，预期转弱的表现更加多样化，也更难直接观察。2022 年四季度至今，随着国内疫情及防控政策的变化，市场主体预期同样出现较大波动。考虑到市场预期通常领先于实体经济和资本市场表现，因此有必要对当前中国经济中的预期变化情况进行梳理。本文结合 PMI、BCI、央行城镇储户问卷调查、国家统计局消费者信心指数等数据，观察总结近期我国市场主体预期走势特点，并在此基础上探讨如何能够有效提振市场主体预期。

一、企业预期如何变化

2023 年初，制造业、服务业、建筑业企业预期均出现回暖，但走势并不完全一致。一方面，服务业在 2022 年末预期转弱更加严重，2023 年开年恢复也更加明显；制造业企业预期自 2022 年初便震荡下行，至 11 月已降至荣枯线以下；同时，建筑业企业预期较为平稳。另一方面，从绝对水平来看，当前服务业、建筑业等非制造业企业信心基本恢复至 2022 年初水平，但制造业与之仍有差距。

图表1 2023 年初各行业预期均出现回暖



资料来源：Wind, 平安证券研究所

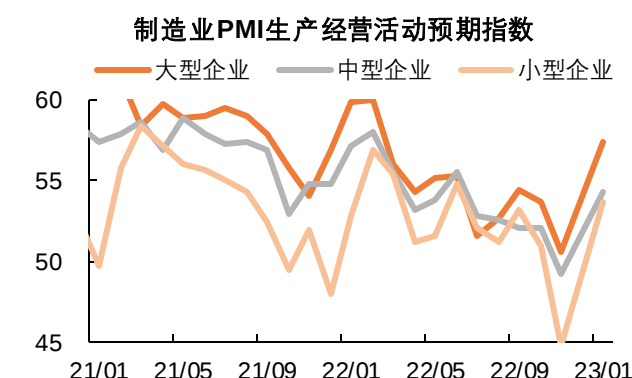
2022 年 1-11 月，制造业企业预期震荡转弱，并在 11 月触底。2022 年开年，在出口持续高景气、国内疫情得到较好控制等因素的支撑下，制造业企业整体预期较为平稳，2022 年 1、2 月制造业 PMI 生产经营活动预期指数分别为 57.5%、58.7%，处于较高景气区间。2022 年 3 月国内疫情升温后，制造业企业预期便持续转弱。尤其是 2022 年四季度初，疫情的反复以及外需的走弱使得制造业企业更加悲观，2022 年 11 月制造业 PMI 生产经营活动预期指数一度跌至荣枯线之下，为 2020 年疫情爆发以来首次。

不过，2022 年 12 月以来，制造业企业预期加速回暖。2022 年 12 月、2023 年 1 月，制造业 PMI 生产经营活动预期指数环比分别增加 3.0、3.7 个百分点，呈加速回升态势。但从绝对值来看当前制造业企业信心并没有完全恢复：2023 年 1 月，制造业 PMI 生产经营活动预期指数为 55.6%，仍低于 2022 年一季度平均水平。

分企业规模来看，2022 年四季度小型制造业企业预期转弱最为明显，但近期明显恢复。2022 年四季度开始，各类型制造业企业预期均明显转弱，11 月大、中、小型制造业企业生产经营活动预期指数分别下滑 3.1、2.9、6.2 个百分点，即小型制造业企业在疫情冲击中预期转弱更加明显。但在防疫政策优化调整后，小型企业预期回暖也更加明显，与 2022 年 11 月的低点相比，2023 年 1 月大、中、小型制造业企业生产经营活动预期指数分别回升 6.7、5.1、8.9 个百分点。

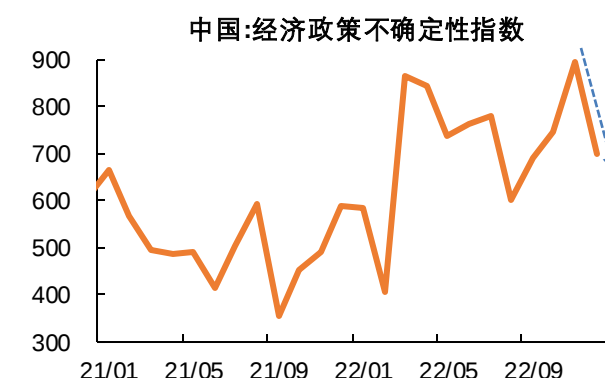
小型制造业企业预期明显回暖，同样意味着民营企业的信心有所增强。在我国，大型企业通常对应着位于产业链上游的国有企业，而小型企业则多为产业链下游的民营企业，可以认为当前民营经济的信心同样有所增强。除了防疫政策的优化调整外，近期政府针对民营经济的一系列表态亦起到了积极作用。2022 年 12 月中央经济工作会议指出，“针对社会上对我们是否坚持‘两个毫不动摇’的不正确议论，必须亮明态度，毫不含糊”，对当前社会舆论进行了有效纠偏，亦对民营企业家的担忧做出了有力回应。2022 年 12 月我国经济政策不确定性指数自 11 月的 893 大幅回落至 699，同样反映出民营企业面临的政策环境明显改善。在此背景下，民营企业信心出现一定修复。

图表2 小型企业预期转弱更加明显，反弹幅度也更大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

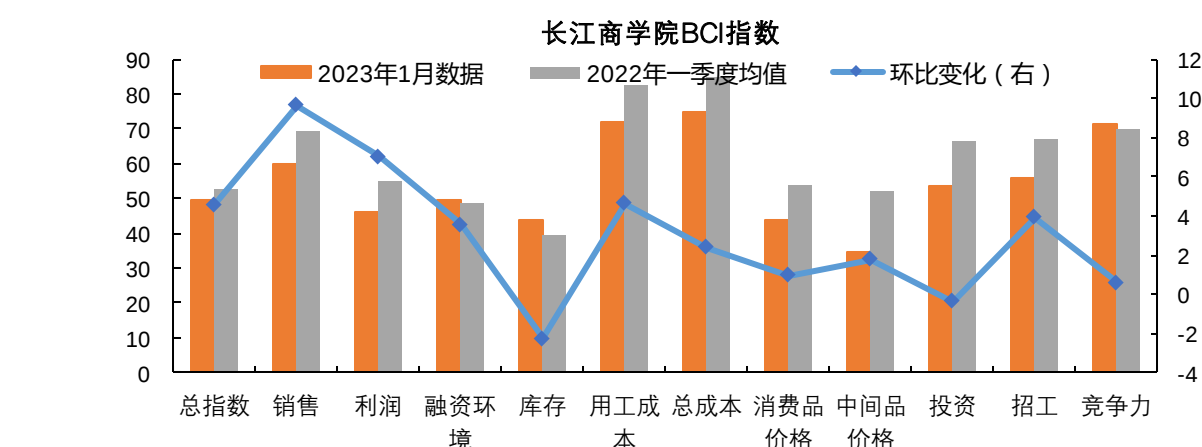
图表3 2022 年末中国经济政策不确定性指数明显回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

BCI 指数同样反映出民营企业的预期明显修复。由长江商学院搜集计算的长江商学院 BCI (Business Conditions Index) 指数，主要调查企业某一经营状况指标（例如销售额）在未来 6 个月与去年同期相比的变化情况。由于参加 BCI 调查的企业多为民营中小企业，可以认为 BCI 指数同样反映了民营企业预期的变化。BCI 指数显示，2022 年 11 月开始民营企业的信心便触底反弹，并在今年初加速回暖。尽管 2023 年 1 月 BCI 各分项指数全面改善，但与 2022 年初相比仍有一定差距。从绝对值来看，当前 BCI 指数仍然位于 50 的临界点之下。

图表4 BCI 指数表明民营企业预期明显修复



资料来源: Wind, 平安证券研究所

从分项数据来看，当前民营企业对于未来的预期有以下特点：

一是，企业对未来销售状况预期改善最为明显。2023 年 1 月 BCI 企业销售前瞻指数环比回升 9.62 至 59.89，为 2022 年 4 月以来最高点。但当与 2022 年一季度相比，当前企业对未来销售的预期仍然偏弱。

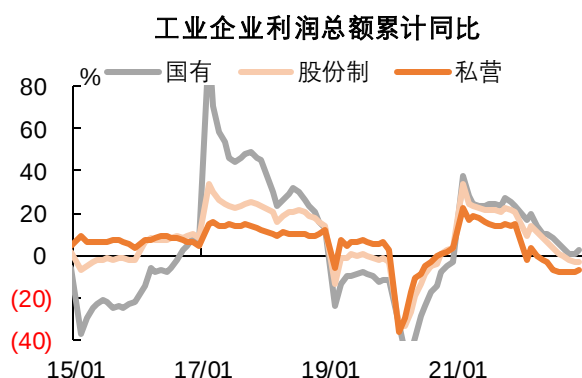
二是，企业对盈利的预期更偏乐观，但仍在临界点以下。2022 年以来，民营企业盈利状况持续弱化；2022 年全年私营工业企业利润总额累计同比下滑 7.2%，而同期国有企业增长 3.0%。2023 年 1 月 BCI 企业利润前瞻指数环比回升 7.02，改善幅度在所有分项指数中仅略低于销售前瞻指数。但从绝对值来看，尽管当前企业利润前瞻指数已升至 2022 年 4 月以来最高值，但仍低于 50 的临界点，相比于 2022 年一季度水平更存在明显差距，表明当前企业对于未来盈利预期尚未完全恢复。

三是，企业成本上涨压力或将增加。2023 年 1 月 BCI 企业用工成本前瞻指数、总成本前瞻指数环比分别上涨 4.64、2.38，至 72.16、74.87，两项指数回升至偏高水平，表明当前企业对未来成本上涨的预期更加明显。

四是，终端价格下滑或对企业盈利造成影响。2023 年 1 月 BCI 消费品价格前瞻指数环比仅回升 0.98 至 44.0，无论是回升幅度还是绝对水平均偏低，侧面反映出企业对未来终端消费品价格的走势看法悲观，叠加对成本压力上涨的担忧，企业整体盈利状况的改善仍需时日。

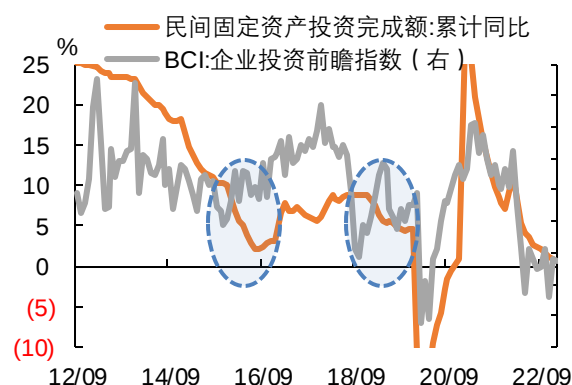
五是，企业投资意愿并未持续回暖。在经历了 2022 年 1 月的大幅反弹后，2023 年 1 月 BCI 企业投资前瞻指数并未继续改善，环比反而降低 0.36 至 53.63，表明当前企业对于投资、扩大生产意愿不足。从历史上看，BCI 企业投资前瞻指数与民间固定资产投资存在一定的相关性，尤其是 BCI 企业投资前瞻指数触底回升通常领先于民间固定资产投资，这或意味着短时间内民间投资仍将处于低位。

图表5 2022 年民营企业盈利能力持续弱化



资料来源：Wind, 平安证券研究所, 2021 年数据为两年平均

图表6 历史上，BCI 企业投资前瞻指数触底回升领先于民间固定资产投资

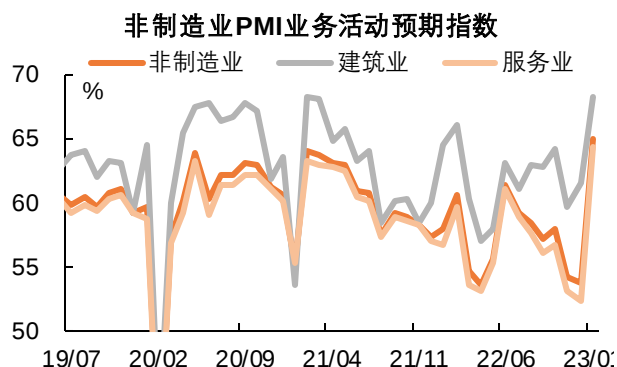


资料来源：Wind, 平安证券研究所

非制造业方面，服务业企业信心在跌至低谷后大幅增强，而建筑业企业预期整体保持平稳。2022 年下半年开始，国内疫情影响开始减弱，但服务业企业的预期却在持续回落，服务业 PMI 业务活动预期指数由 2022 年 6 月的 61.0% 降至 11 月的 52.3%。与此同时，受到基建投资持续高增的影响，建筑业企业信心整体保持平稳。2022 年 12 月国内防疫政策优化调整后，建筑业、服务业企业信心明显改善，尤其是服务业企业预期大幅回暖，2023 年 1 月服务业 PMI 业务活动预期指数已升至 64.3%，为近 10 年来最高值。

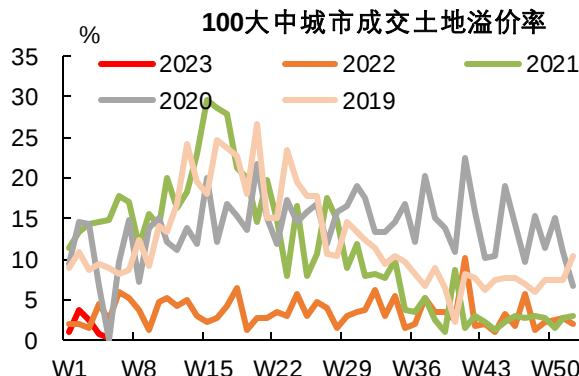
房地产企业的预期可能尚未趋势回暖。2022 年以来，尽管地方政府因城施策“松绑”房地产政策、央行银保监会推动房贷利率较大幅度下行，但房地产各项指标在底部区域徘徊。2022 年 11 月房企融资政策“三箭齐发”，更多向房地产企业（尤其是民营房企）融资端倾斜，相比前期更加务实，但政策从出台到明显见效需要时间。从高频指标来看，当前 100 大中城市成交土地面积、溢价率等相对往年同期仍偏低，房企在拿地方面仍有顾虑，表明尽管当前政策接连出台，但从政策落地到房企预期全面改善，仍需时日。

图表7 近期服务业企业预期经历大幅波动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 当前土地成交溢价率仍处于近年来低位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、居民预期如何变化

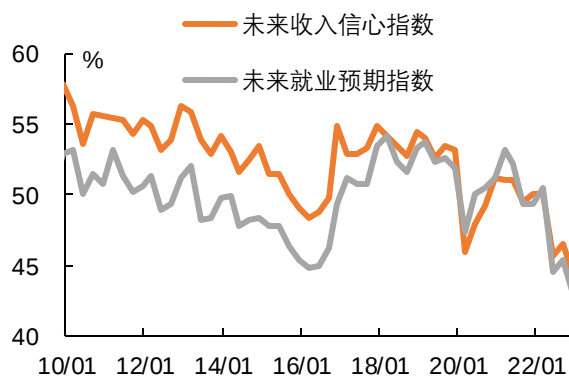
与企业相比,能够直接反映居民预期变化的相关指标并不多,主要包括国家统计局每月公布的“消费者信心指数”以及央行每季度进行的“城镇储户问卷调查报告”。接下来,本文尝试通过以上指标,观察我国居民部门预期的变化。

根据央行城镇储户问卷调查报告,2022年四季度我国居民部门预期呈现以下特点:

一是,居民收入、就业预期均降至有统计以来新低。2022年四季度,居民对未来的收入信心指数、就业预期指数环比分别下滑2.1、2.3个百分点,至44.4%、43.0%,甚至低于疫情爆发初期的2020年一季度,均创下了有统计以来新低。这表明在此前疫情冲击之下,居民部门对于未来的收入增长、就业形势的看法较为悲观。

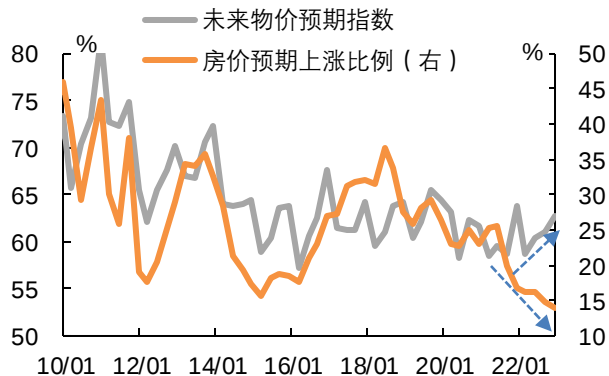
二是,居民对未来房价的预期更加悲观,对消费品物价上涨的担忧升温。2022年四季度,仅有14.0%的居民预期下季度房价将上涨,较上季度下滑0.8个百分点,已连续6个季度下滑,并创下有统计以来低点。在此前的一系列事件冲击之下,居民对于房价的预期明显转弱,叠加近几年居民资产负债表明显受损,短时间内居民部门对于房地产市场的信心能否明显复苏、地产销售能否企稳反弹,均存在不确定性。另外,居民对于物价的预期则与企业看法有所不同,尽管BCI指数显示企业预计终端消费品价格可能下滑,但2022年以来居民对于物价上涨的担忧却在持续升温。

图表9 居民对未来收入、就业预期持续转弱



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 居民对房价预期更为悲观,并担忧物价上涨

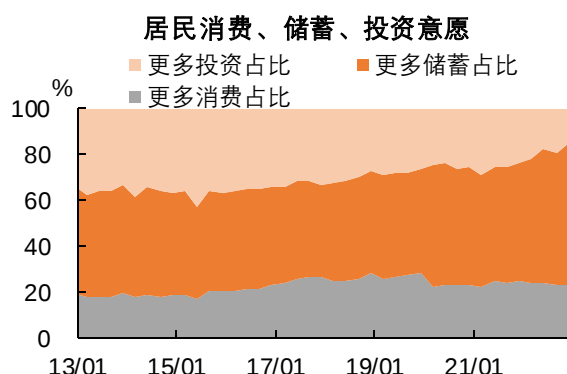


资料来源: Wind, 平安证券研究所

三是，居民储蓄意愿更加强烈，消费、投资意愿均降至低位。央行城镇储户问卷调查数据显示，2022 年四季度居民选择更多储蓄的占比环比增加 3.7 个百分点至 61.8%，创下有统计以来新高，选择更多消费的占比仍保持在 22.8%的历史低位，而选择更多投资的占比降至 15.5%。

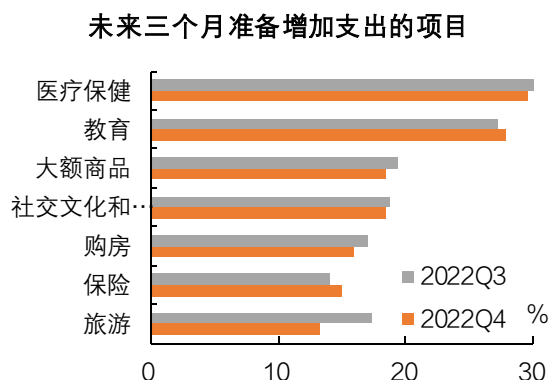
四是，居民在旅游、购房等方面的支出意愿下滑。从居民部门未来三个月准备增加支出的项目来看，居民选择比例由高到低排序为：医疗保健(29.6%)、教育 (27.9%)、社交文化和娱乐(18.5%)、大额商品(18.5%)、购房(16.0%)、保险(15.0%)、旅游 (13.3%)。与 2022 年三季度相比，除教育、保险外，其他项目的支出意愿均出现下滑，这同样反映出当前居民避险情绪较高、储蓄意愿较强。同时，准备增加购房支出的居民比例下滑 1.1 个百分点，同样指向居民对房地产市场的信心持续下滑。

图表11 2022 年居民储蓄意愿不断提升



资料来源：Wind, 平安证券研究所

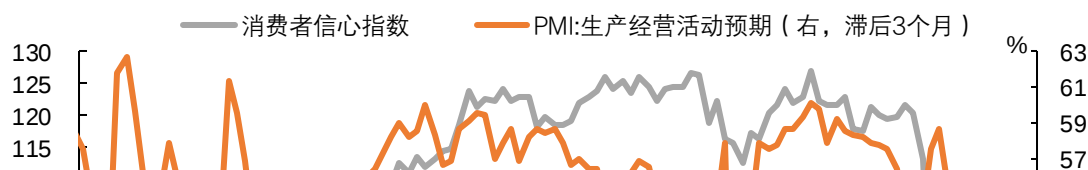
图表12 居民对于购房、旅游等项目的支出意愿下滑



资料来源：Wind, 平安证券研究所

相比企业，居民预期的修复可能需要更长时间。有关居民部门预期的统计数据公布较为滞后，当前最新数据仅反映了 2022 年末居民部门预期的变化。但从历史数据来看，消费者信心指数往往落后于 PMI 生产经营活动预期指数 3 个月左右，即居民部门预期修复通常落后于企业部门。因此我们认为，2023 年一季度居民部门的预期绝对值可能仍处偏低水平。

图表13 居民部门预期修复往往落后于企业部门



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_51971

