

分析师：周建华  
登记编码：S0730518120001  
zhoujh-yjs@ccnew.com 021-50586758  
研究助理：钮若洋  
niury@ccnew.com 021-50586356

## 冬去春来

——2023 年宏观年度报告

### 证券研究报告-宏观专题

发布日期：2022 年 11 月 25 日

#### 相关报告

《宏观专题：量化宏观基本面框架：动态因子模型》 2022-10-13

《宏观专题：增量政策有限，企稳势头待确认》 2022-07-27

《宏观专题：内外冲击下的有序复苏》 2022-06-27

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

#### 报告要点：

##### ● 盘点：2022 高质量发展推动的国内进展

**长期潜在增速仍在 5% 附近。**尽管 2022 年经济波动显著增加，但我国潜在增速并未受显著冲击，仍处在 5% 左右的区间，经济复苏的韧性仍然较强。**财政政策提升效能，货币政策延续稳健。**财政政策利用效率明显提高，货币政策及时响应宏观与微观环境，保持了流动性的合理充裕偏宽松。

##### ● 聚焦：高质量发展与现代产业体系构建

**经济驱动的基本盘：“地产投资+基建托底”：**地产领域的长期基调是“房住不炒”，但当前地产支柱产业的性质尚未改变。一是土地出让收入仍是我国财政税源主体；二是我国信贷主体仍是地产信贷，地产领域投资的快速下滑或导致信贷持续缩量；三是地产投资对我国上下游产业的拉动作用较大；因此我国地产领域需平稳过渡。上述背景下，地产市场亟需强政策注入流动性以及信心，我国出台了一系列地产领域供需两侧的优化政策。

##### ● 审视：2022 高质量发展推动的外部环境

**全球工业经济周期仍在下行：**全球工业周期在多数时间呈现出较强的一致性。根据中美日韩德的制造业景气指数，2022 年全球工业周期整体处在下行周期，但国家间存在一定分化。我国率先形成底部反弹，尽管仍然略有波动，但基本企稳；而美国周期下行力量仍然明显。

##### ● 展望：中国经济 2023——冬去春来

**2022 全年增速或在 3%-4%。**根据当前公布的高频数据及其趋势，我们使用模型进行估计，预计全年 GDP 不变价累计同比增速或在 3%-4% 的区间。

**2023 全年经济结构性复苏，全年或回归 5%。**2020 年疫情影响以来，我国经济复苏呈现出较强的反弹韧性，以至于我国潜在中枢并未受到显著冲击而仍然处在 5% 附近的区间，因此我国经济增长或在政策面配合下反弹至潜在增速水平。节奏上，2023 基准节奏或是“N 型”节奏。刨除基数效应，一季度复苏力度或偏弱，二季度后逐步走强。(1) 工业制造业或于 2023 年二季度形成有力反弹。出口需求与全球工业周期一致，短期或仍然承压。(2) 政策工具箱带动地产投资温和复苏，基建投资中枢延续。(3) 消费需求维持弱复苏。(4) 短期通缩压力主导，中长期或反升。

**2023 宏观政策力度或延续扩张。**我国经济驱动的基本盘仍为“基建+地产”，当前经济亟需回到潜在增速，全年货币与财政或均保持扩张。财政基建托底的基调或不会改变，地产政策支撑力度增强；在美联储加息周期逐步见顶的背景下，我国货币宽松的窗口增大，全年货币基调或依然整体偏宽松。

**风险提示：**疫情变化存在不确定性，政策落地效力有待观察

## 内容目录

|                                   |           |
|-----------------------------------|-----------|
| <b>1. 盘点：2022 高质量发展推动的国内进展</b>    | <b>4</b>  |
| 1.1. 2022 宏观基本面运行情况：长期潜在增速仍在 5%附近 | 4         |
| 1.2. 2022 宏观基本面运行情况：弱复苏中的难点       | 5         |
| 1.3. 2022 宏观基本面运行情况：弱复苏中的亮点       | 7         |
| 1.4. 2022 宏观政策：财政政策效能提升           | 9         |
| 1.5. 2022 宏观政策：货币政策延续稳健           | 14        |
| <b>2. 聚焦：高质量发展与现代产业体系构建</b>       | <b>16</b> |
| 2.1. 经济驱动的基本盘：“地产投资+基建托底”         | 17        |
| 2.2. 经济驱动的新增长极：“新兴制造+消费升级”        | 19        |
| <b>3. 审视：2022 高质量发展推动的外部环境</b>    | <b>19</b> |
| 3.1. 全球工业经济周期仍在下行                 | 19        |
| 3.2. 短期通缩压力主导，但通胀或结构性输入           | 21        |
| 3.3. 美联储持续加息，全球需求软着陆压力偏大          | 21        |
| <b>4. 展望：中国经济 2023——冬去春来</b>      | <b>22</b> |
| 4.1. 展望 2022：全年增速或在 3%-4%         | 22        |
| 4.2. 展望 2023：经济结构性复苏，全年或回归 5%     | 22        |

## 图表目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图 1：我国 GDP 不变价同比增速              | 4  |
| 图 2：我国 GDP 同比潜在增速（HP 滤波处理）      | 4  |
| 图 3：我国房地产施工面积增速                 | 5  |
| 图 4：我国房地产竣工面积增速                 | 5  |
| 图 5：我国房地产融资来源分项增速               | 5  |
| 图 6：70 大中城市新建商品住宅价格增速           | 5  |
| 图 7：我国非制造业商务活动指数                | 6  |
| 图 8：估算我国居民人均消费率                 | 6  |
| 图 9：我国限额以上企业消费品零售额增速            | 6  |
| 图 10：截至 2022 年 10 月我国商品零售分项累计同比 | 6  |
| 图 11：我国物流景气指数与 PMI 供货配送时间       | 7  |
| 图 12：我国社会物流总额与快递业务收入增速          | 7  |
| 图 13：我国公路、铁路货运量当月同比增速           | 7  |
| 图 14：我国集装箱运力周均值同比增速             | 7  |
| 图 15：我国工业增加值月度同比增速              | 8  |
| 图 16：我国工业增加值细分项目月度增速            | 8  |
| 图 17：截至 2022 年 10 月我国制造业分项累计同比  | 8  |
| 图 18：我国 PMI 库存周期                | 8  |
| 图 19：我国出口增速与全球 PMI              | 9  |
| 图 20：我国进出口同比增速                  | 9  |
| 图 21：我国出口分项对 GDP 增速贡献率          | 9  |
| 图 22：我国出口增速拉动科目分解               | 9  |
| 图 23：我国财政目标赤字率与当年实际赤字率          | 10 |
| 图 24：计算得我国两本账预算赤字               | 10 |
| 图 25：我国政府部门宏观杠杆率                | 10 |
| 图 26：粗估政府性基金预算赤字使用率             | 10 |

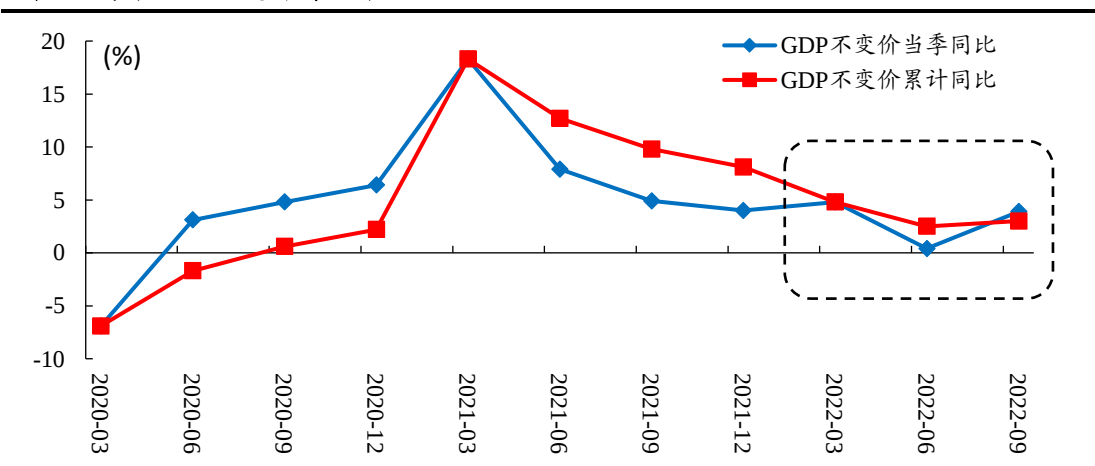
|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图 27: 我国全国政府性基金收支增速.....          | 11 |
| 图 28: 我国地方债发行与到期节奏 .....          | 11 |
| 图 29: 我国土地出让收入占财政收入比重 .....       | 11 |
| 图 30: 我国房地产开发企业资产负债率.....         | 11 |
| 图 31: 我国地方政府与城投债务余额.....          | 13 |
| 图 32: 我国城投债务余额同比增速 .....          | 13 |
| 图 33: 我国货币政策强度指数与 10 债收益率 .....   | 14 |
| 图 34: 我国银行间市场资金利率.....            | 14 |
| 图 35: 我国 M2 与社融存量同比增速 .....       | 15 |
| 图 36: 我国社融-M2 剪刀差与非银贷款增速.....     | 15 |
| 图 37: 我国普惠小微企业贷款余额与增速 .....       | 15 |
| 图 38: 我国存款准备金率与贷款加权平均利率 .....     | 16 |
| 图 39: 我国 MLF\LPR\住房贷款加权平均利率.....  | 16 |
| 图 40: 我国支出法分项对 GDP 增速拉动情况 .....   | 17 |
| 图 41: 我国固定资产投资主要分项比重 (估算) .....   | 17 |
| 图 42: 我国固定资产投资全部分项比重 (估算) .....   | 17 |
| 图 43: 我国代表性房企土地储备去化周期 .....       | 18 |
| 图 44: 我国土地购置面积累计同比增速.....         | 18 |
| 图 45: 全球主要经济体制造业景气周期.....         | 19 |
| 图 46: 全球工业周期与通胀和石油产量的传导机制.....    | 20 |
| 图 47: 全球工业周期合成指标 .....            | 20 |
| 图 48: 我国工业周期合成指标 .....            | 20 |
| 图 49: 全球主要经济体通胀周期.....            | 21 |
| 图 50: 美联储加息周期与通胀周期 .....          | 21 |
| 图 51: 芝商所隐含美联储加息概率 .....          | 21 |
| 图 52: 我国全年经济增速预测值.....            | 22 |
| 表 1: 我国各省市土地出让金收入变动情况.....        | 11 |
| 表 2: 2022 年上海市与广东省隐性债务化解情况.....   | 13 |
| 表 3: 2022 年以来我国主要房地产市场调控政策.....   | 18 |
| 表 4: 2022\2023 全年经济增速及分项预测值 ..... | 23 |

## 1. 盘点：2022 高质量发展推动的国内进展

### 1.1. 2022 宏观基本面运行情况：长期潜在增速仍在 5%附近

2022 年我国宏观经济走过了不平凡的一年，在疫情反复出现的社会背景下，我国前三季度经济增长呈现 V 型波动，经济中枢整体略有下移，前三季度 GDP 不变价累计同比增长 3%，三季度当季同比增长 3.9%。当前四季度复苏节奏整体偏缓，全年累计增速或在 4% 以内。

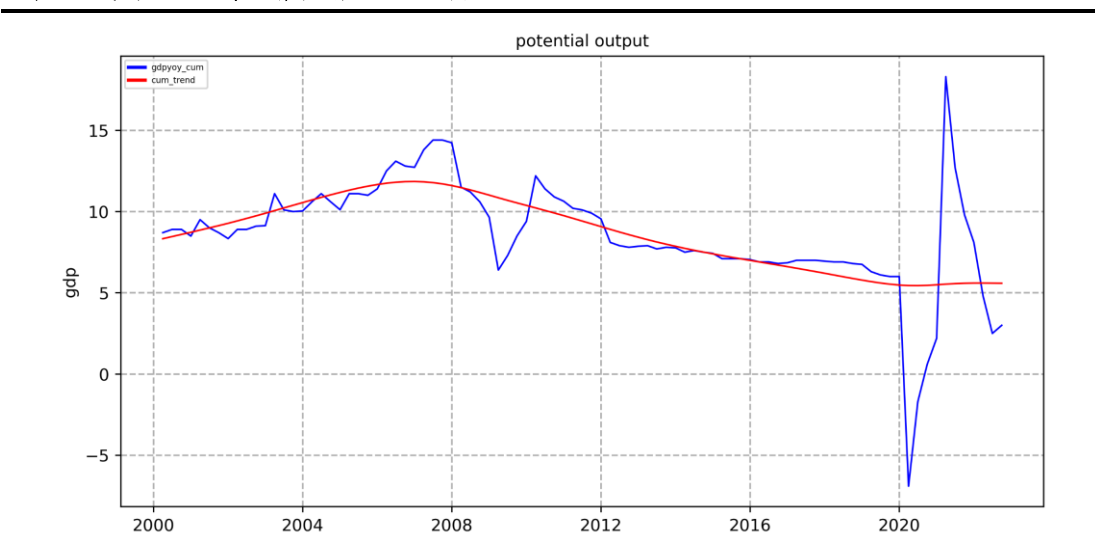
图 1：我国 GDP 不变价同比增速



资料来源：Wind，中原证券

尽管 2022 年经济波动显著增加，但我国长期潜在增速并未受到显著冲击，仍然处在 5% 左右的区间，经济复苏的潜在韧性仍然较强；例如 2020 年下半年以及 2021 年上半年我国疫情相对稳定的背景下，我国 GDP 增速实现强劲反弹，同期潜在中枢一度小幅上移，10 年期国债收益率一度突破 2019 年下半年的高点，经济整体呈现出强大的韧性。

图 2：我国 GDP 同比潜在增速（HP 滤波处理）



资料来源：Wind，中原证券

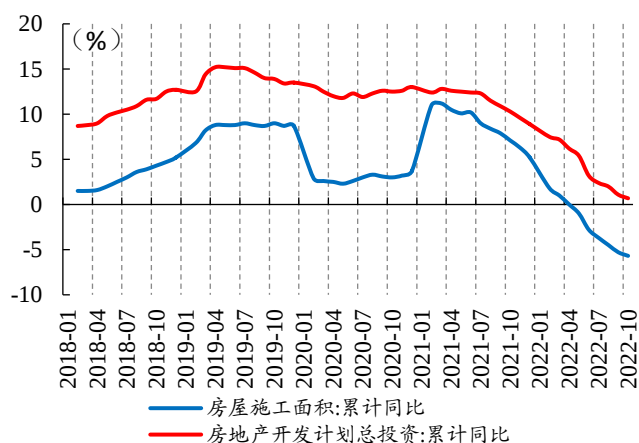
2022 年我国仍然面临“供给冲击、需求收缩、预期转弱”的三重压力，尽管经济复苏韧性依然存在，但若经济增速较长时间处在潜在水平之下，产业订单下滑、供应链受损、预期不稳定等因素将驱动供给能力趋于实质性收缩，全要素生产率或面临下行压力，因此经济复苏形势依然严峻，政策或将加大力度驱动经济增速回归潜在增速通道。

## 1.2. 2022 宏观基本面运行情况：弱复苏中的难点

### (1) 难点一：地产融资链受损，投资需求偏弱

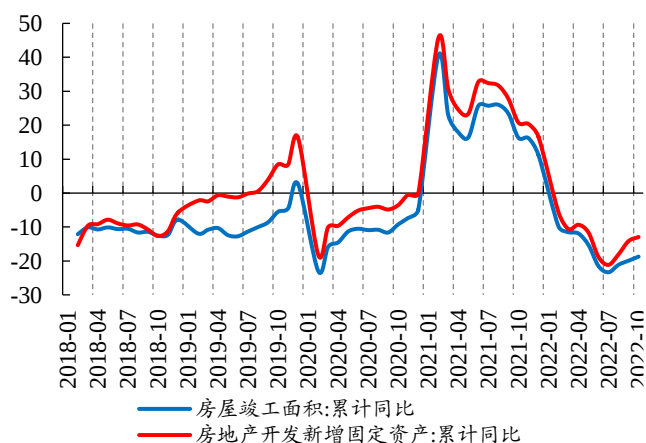
2021 年 2 月我国地产投资见顶后步入一轮较长的下行周期，2022 年我国地产投资持续下行至 10 月负增 8.8% 的水平，再次逼近 2020 年疫情冲击期间的低点。地产周期性下行一方面是疫情冲击下居民部门加杠杆意愿削弱，购房需求不强；另一方面地产融资政策收紧的背景下，多数房企原有经营模式受到冲击，流动性风险增强，部分民营房企出现“负债爆雷”问题。

图 3：我国房地产施工面积增速



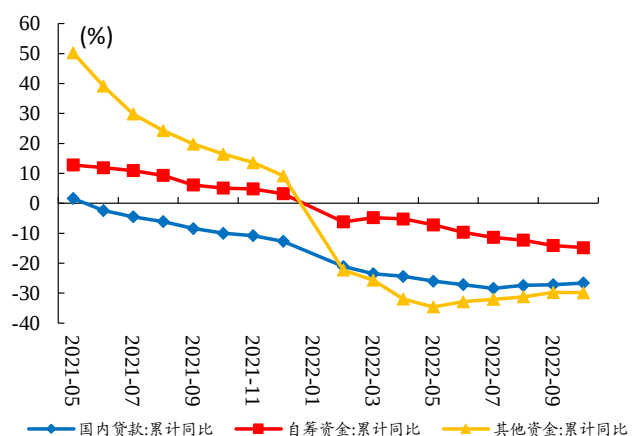
资料来源：Wind，中原证券

图 4：我国房地产竣工面积增速



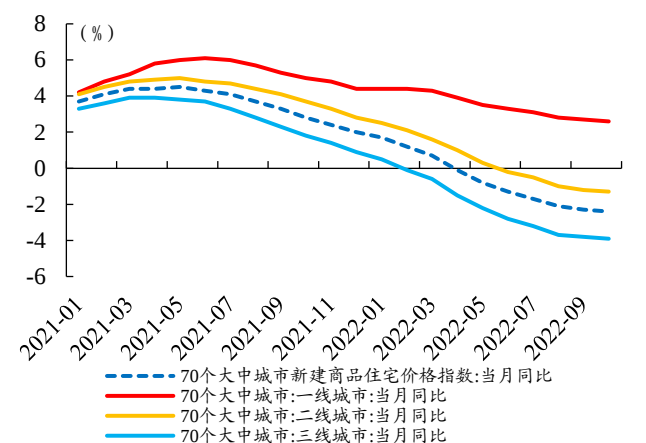
资料来源：Wind，中原证券

图 5：我国房地产融资来源分项增速



资料来源：Wind，中原证券

图 6：70 大中城市新建商品住宅价格增速



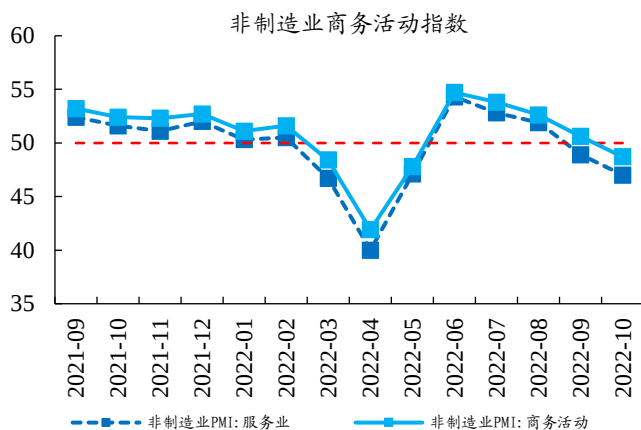
资料来源：Wind，中原证券

### (3) 难点二：服务供给不稳定，消费需求偏弱

2022 年我国服务业受到公共卫生事件显著冲击，4 月我国非制造业商务活动指数触达年内低点，下半年再度步入下行周期。与此同时，需求侧居民部门的消费意愿明显偏弱，估算的

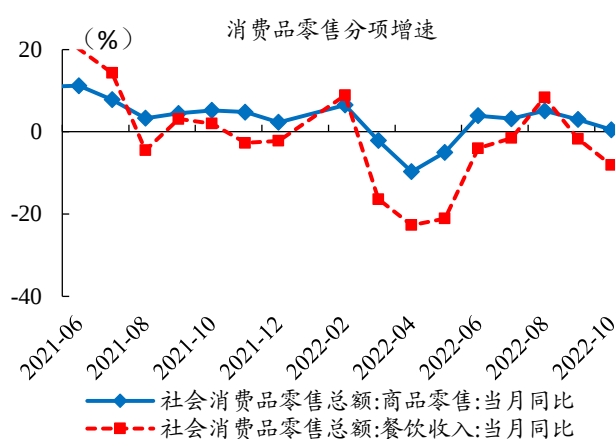
居民人均消费率季调后数据在 2022 年前三季度持续下滑，叠加服务供给主体的预期不稳定，反映在社会消费品零售上，餐饮零售波动特征明显，在底部连续反弹后三季度再次显著下滑至负增长区间，商品零售波幅相对偏小，二三季度整体小幅下滑。消费结构上，服装类累计负增幅度最大，同时地产类相关的下游产业链也受损明显，表现为装潢、家具、家电等负增明显。

图 7：我国非制造业商务活动指数



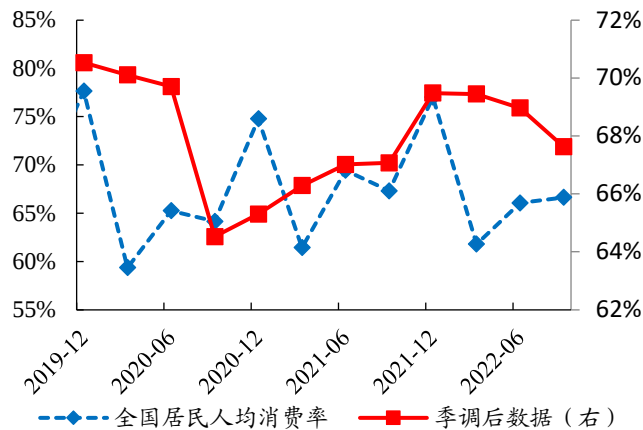
资料来源：Wind，中原证券

图 9：我国限额以上企业消费品零售额增速



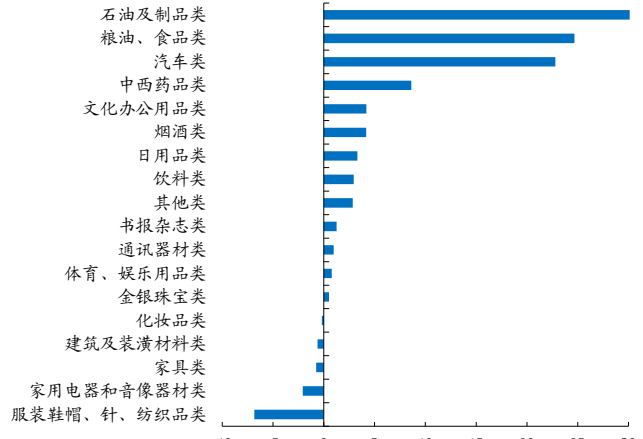
资料来源：Wind，中原证券

图 8：估算我国居民人均消费率



资料来源：Wind，中原证券

图 10：截至 2022 年 10 月我国商品零售分项累计同比

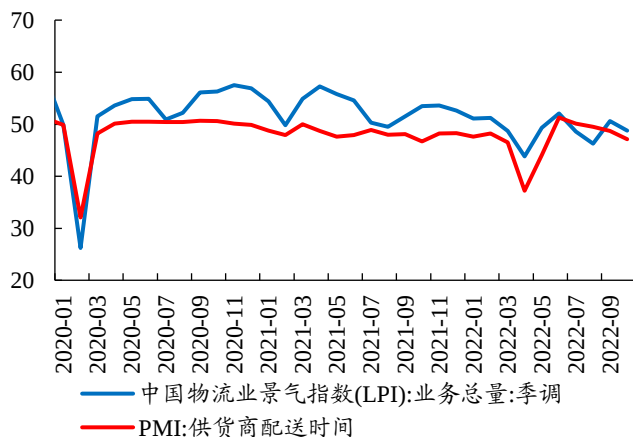


资料来源：Wind，中原证券

## (2) 难点三：供应链运转不畅，供给能力受限

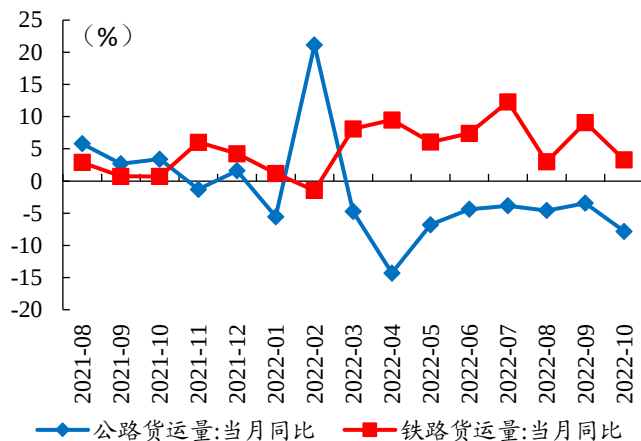
2022 年我国交通运输受到疫情政策约束，物流效率大大降低，反映在 PMI 供货商配送时间上，4 月与 8 月供货商配送时间均有显著增长（逆指标对应 PMI 分项下降）；同时物流人员不能及时返岗，物流订单缩量等因素导致物流景气程度显著下滑，社会物流总额累计增速 2022 年前三季度呈现中枢下滑状态。具体结构上，公路货运能力受冲击最为直接，前三季度均处在负增长区间，其中二季度稍微反弹，但仍未突破 0 上限，三季度则再次出现边际下滑；同时疫情冲击下，我国集装箱生产能力受限，导致外贸集装箱运力下滑，局部地区甚至出现“一箱难求”。其中二季度“中远集运”为代表的集装箱运力下滑最为显著，对外贸货物吞吐形成压制。

图 11：我国物流景气指数与 PMI 供货配送时间



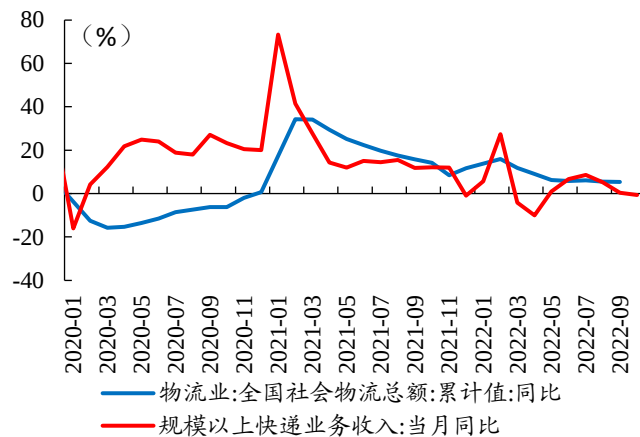
资料来源：Wind，中原证券

图 13：我国公路、铁路货运量当月同比增速



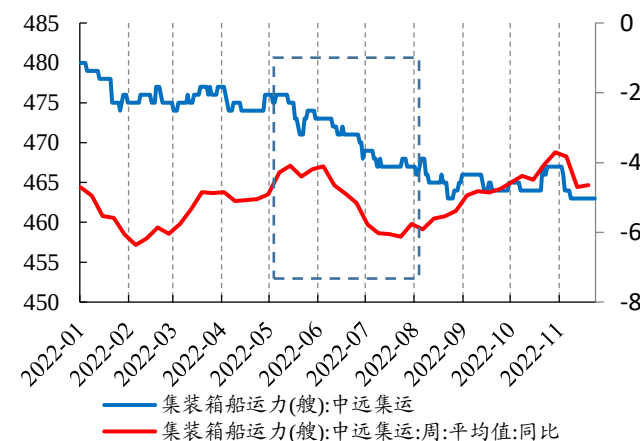
资料来源：Wind，中原证券

图 12：我国社会物流总额与快递业务收入增速



资料来源：Wind，中原证券

图 14：我国集装箱运力周均值同比增速



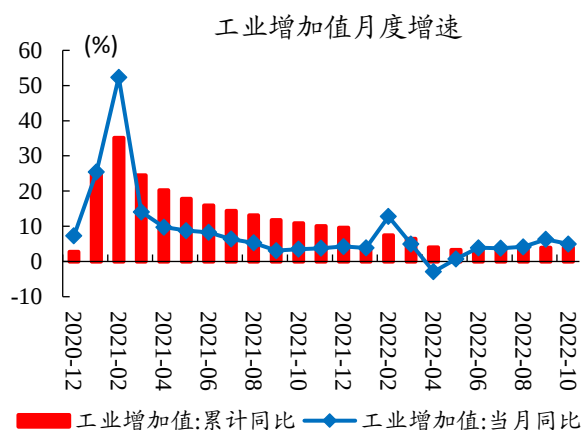
资料来源：Wind，中原证券

### 1.3. 2022 宏观基本面运行情况：弱复苏中的亮点

#### (1) 亮点一：工业生产韧性较强，二季度反弹明显

2022 年年初疫情冲击下，我国工业生产出现阶段性下滑，但疫情影响逐步稳定后，我国工业生产在底部迅速反弹至 9 月高点 6.3%，截至 10 月累计同比增长 4%，呈现出较强韧性。结构上，制造业的回弹韧性较为稳定，二三季度整体呈现波动上行，其中汽车制造、电气机械依然为核心支撑产业。库存周期来看，二季度伊始，我国工业原材料库存整体稳定，产成品库存去库得力，反映制造业需求有力回暖；三季度企业经营预期整体平稳，但产成品库存有所积压。

图 15：我国工业增加值月度同比增速



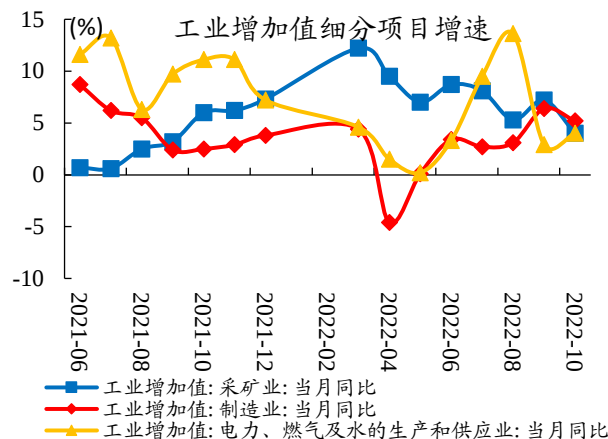
资料来源：Wind，中原证券

图 17：截至 2022 年 10 月我国制造业分项累计同比



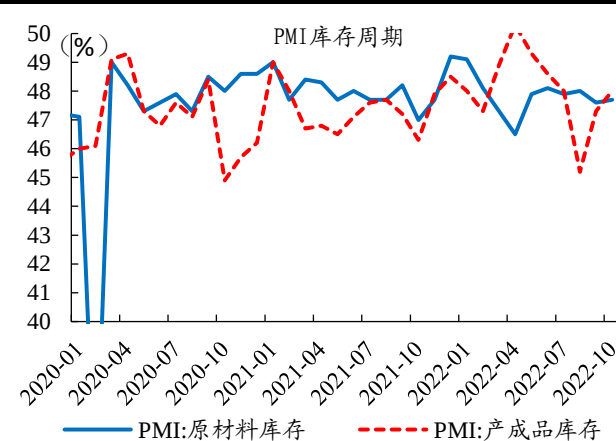
资料来源：Wind，中原证券

图 16：我国工业增加值细分项目月度增速



资料来源：Wind，中原证券

图 18：我国 PMI 库存周期



资料来源：Wind，中原证券

## （2）亮点二：上半年出口持续高增，外贸动能较强

我国出口增速与全球工业周期整体一致，但局部节奏存在一定分化；2022 年前三季度，受海外通胀率高涨、能源短缺、部分产能缺位等影响，我国外贸产品竞争优势抬升，出口增速整体保持在高位，并在二季度疫情影响逐步稳定后连续三个月上涨。从前三季度净出口对 GDP 的拉动来看，二三季度净出口科目对 GDP 的增速贡献均超过三成，处在 2015 年以来 GDP 贡

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\\_49643](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49643)

