

经济复苏中的波折与关键

——2023年宏观展望

◆ 核心观点

- 2023年经济增速预计在5.5%左右。二十大报告明确了新时代新征程中国共产党的中心任务，就是全面建成社会主义现代化强国，即2035年“人均国内生产总值达到中等发达国家水平”或者“经济总量或人均收入翻一番”，意味着2021-2035年十五年年均复合增长率不能低于4.73%。疫情三年以来，我国的年均经济增长速度连续偏低，促进经济增长重回合理区间是今年经济工作的重点。
- 2023年经济增长动力仍然偏弱。1) 消费：短期疫情升温仍会抑制消费复苏，但从海外经验来看，消费环境大概率是修复的，疫情期间形成的超额储蓄对消费复苏也有一定支撑。中央经济工作会议明确“要把恢复和扩大消费摆在优先位置，增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景”。在低基数效应下，社零增速有望回升至7%左右。2) 房地产：随着房地产纾困政策从需求端向供给端转变，部分受交付担忧影响的购房需求有望释放，但地产需求中枢下行，我们判断“十四五”末房地产内生的需求将逐渐回落到11.5亿平方米左右，对应2023-2025年销售平均降幅为4.5%，所以稳地产需要政府加杠杆提供保障性住房，“十四五”期间年均建设保障性住房可达1.2亿平方米，则房地产需求基本可以维持在0左右的增速，投资端才有望企稳。同时，基建投资仍然需要保持10%以上的增速对冲地产的拖累。3) 制造业：受出口与新兴产业带动，制造业投资增速整体抬升，1-11月制造业投资累计同比增速高达9.7%，明显高于疫前水平。在政策支持和金融倾斜的背景下，制造业投资存在中期较为确定性的红利，或将为新的经济周期引领者。4) 出口：海外货币紧缩政策效果显现，全球经济增长普遍放缓，欧美经济或将步入衰退，外需下行趋势相对确定，叠加中国出口份额的下降，预计2023年出口总额下降1.2%。
- 财政、货币或趋于双宽。经济面临“三重压力”，宏观政策需要加大力度，尤其是财政政策要发挥更大的作用。财政：2022年的财政收入预算执行情况低于预期，稳增长背景下，赤字率抬升至3%以上的可能性较高。专项债仍然是财政工具箱中的重要抓手，但债务约束下新增额度预计在3.8-4万亿元左右，后续可能动用剩余的1万亿专项债限额余额空间。政策性金融工具仍将持续发力。货币：货币政策需要维持偏宽松态势配合财政扩张，降成本也需要引导LPR下行。中央经济工作会议对货币政策的表述从2021年的“灵活适度”转向“精准有力”，总量政策工具将趋于谨慎，降息降准仍有可能，但压缩程度预计不大，主要以结构性工具支持实体。
- 大类资产判断。1) 权益资产相对有利。在一揽子稳增长举措和防疫措施的不断优化下，上半年经济有较大概率走向复苏。美联储加息节奏预计放缓，国内货币维持偏宽，“复苏+流动性宽松”的组合对权益资产较为有利，股市相对债市性价比较高，有较大概率取得超额收益。2) 利率或先上后下。预计年初稳增长措施落地更加靠前，宽信用预期仍然强烈，利率仍有上行空间，但由于需求整体不强，随着货币端发力，10年期国债收益率下半年仍有回落空间。3) 汇率相对平稳。美联储加息预期放缓构成美元指数的下行压力，但欧美经济差能否收敛仍然存疑，美元指数预计难以大幅下行。强美元对人民币汇率的压制逐渐趋缓，随着经济修复上半年人民币汇率有望进一步修复至6.8以内，但全年不宜过度乐观。

◆ 风险提示：国内稳增长政策不及预期、疫情发展超预期、地缘冲突超预期

作者

潘宇昕

分析师

资格证书：S0380521010004

联系邮箱：panyx@wanhesec.com

联系电话：(0755)82830333-128

相关报告

《策略周报-二十大报告学习：创新驱动、安全保障，推动高质量发展》2022-11-04

《宏观月报-逆风解意，向阳而生》2022-10-01

《宏观月报-疫情扰动、地产拖累》2022-09-01

《策略周报-宽松政策存续，维稳向上趋势不变》2022-08-23



正文目录

一、 经济增速：“现代化”目标要求的下限是 4.73%.....	4
二、 需求端：呈现弱复苏.....	5
（一） 消费：逐步修复.....	5
（二） 房地产：短期企稳概率上升，中期仍有调整压力.....	7
（三） 制造业：政策红利背景下有望延续扩张.....	10
（四） 出口：外需下行、份额回落.....	11
三、 通胀仍保持温和.....	16
四、 财政、货币或趋于双宽.....	17
五、 大类资产展望.....	19
（一） 权益资产相对有利.....	19
（二） 利率或先上后下.....	20
（三） 人民币兑美元保持相对平稳.....	21
六、 风险提示.....	21

图表目录

图 1 社零环比（%）.....	5
图 2 居民储蓄倾向提高（%）.....	7
图 3 房贷利率降至历史最低（%）.....	7
图 4 百城住宅价格指数同比增速回落（%）.....	7
图 5 8 月以来商品房销售仍然低迷（万平方米）.....	8
图 6 房地产资金仍然紧张（%）.....	8
图 7 商品房销售面积增速和新增城镇人口增速在 2015 年之前趋于收敛.....	9
图 8 商品房销售面积估算（万平方米）.....	10
图 9 高技术制造业投资保持了长期的高成长（%）.....	10
图 10 制造业贷款增速较快（%）.....	11
图 11 欧美日制造业 PMI（%）.....	12
图 12 美国 GDP 增速（%）.....	13
图 13 美国就业市场情况（%）.....	13
图 14 富国银行住房市场指数连续 4 月处于警示区间.....	13
图 15 美国非金融企业杠杆率处于历史高位（%）.....	13
图 16 美国企业盈利增速有所下滑（%）.....	14
图 17 美国消费者信心指数持续下降（%）.....	14
图 18 市场预期 9 月开始降息（截至 1 月 3 日）.....	14
图 19 欧元区通胀高于美国（%）.....	14
图 20 欧元区政府杠杆率处于高位（%）.....	14
图 21 中国主要出口地区出口增速（%）.....	15
图 22 对欧盟出口的化学品、有色金属保持高增速（%）.....	15
图 23 中国出口份额占比预计将有所回落（%）.....	16
图 24 出口价格指数与 PPI 同比走势较为同步（%）.....	16
图 25 猪肉价格预计 2023 年二季度到年中见顶（%）.....	16
图 26 油价、煤价（%）.....	16
图 27 螺纹钢价、铜价.....	17
图 28 一般公共财政收支情况（亿元）.....	18
图 29 政府性基金收入增速（%）.....	18
图 30 社融和 M2 增速（%）.....	19
图 31 上证指数 PE-TTM 和分位数（%）.....	20
图 32 沪深 300 指数 PE-TTM 和分位数（%）.....	20
图 33 股债性价比处于历史极值区域附近（%）.....	20
图 34 资金利率（%）.....	21
图 35 10 年期国债收益率（%）.....	21

图 36 2022 年人民币兑美元汇率受强美元周期影响显著 (点、USD/CNY)	21
---	----

表 1 2021 年主要经济体人均 GDP 水平 (美元)	4
表 2 2022 年主要经济指标表现 (%)	5
表 3 房地产相关政策表述	8
表 4 全球经济增长预期 (%)	12

一、经济增速：“现代化”目标要求的下限是 4.73%

二十大报告明确了新时代新征程中国共产党的中心任务，就是全面建成社会主义现代化强国，总的战略安排是分两步走：从 2020 年到 2035 年基本实现社会主义现代化；从 2035 年到本世纪中叶把我国建成富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国。

所谓“现代化”，是需基于不同经济体横向比较而得出的概念，其中经济水平是最重要的衡量指标。十四五规划对 2035 年目标的表述是“经济总量和城乡居民人均收入将再迈上新的大台阶，人均国内生产总值达到中等发达国家水平。”关于《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》的说明也指出“‘十四五’末达到现行的高收入国家标准、到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番，是完全有可能的”。

按照 IMF 的划分标准，2021 年发达国家人均 GDP 在 20000 美元以上，过去十年（2012-2021）发达国家在平均复合增速为 1.58%，从 08 年金融危机之后到疫前（2009-2019）的复合增速为 1.50%。以 20000 美元为基准，按 1.5%-1.6% 的复合增长率计算，则 2035 年发达国家标准为 2.45-2.50 万美元，对应中国 2022-2035 年的平均符合增速在 4.9-5.0% 之间。按人均收入翻一番的目标，则 2021-2035 年十五年年均复合增长率不能低于 4.73%，这实际蕴含了增长的底线。

表 1 2021 年主要经济体人均 GDP 水平（美元）

排名	国家	人均 GDP	排名	国家	人均 GDP
1	卢森堡	135682.8	31	斯洛文尼亚	29200.82
2	瑞士	93457.44	32	爱沙尼亚	27280.66
3	爱尔兰	99152.1	33	捷克	26378.5
4	挪威	89202.75	34	葡萄牙	24262.18
5	美国	69287.54	35	巴林	22232.33
6	丹麦	67803.05	36	立陶宛	23433.39
7	新加坡	72794	37	斯洛伐克	21087.85
8	冰岛	68383.77	38	圣基茨和尼维斯	18230.13
9	荷兰	58061	39	拉脱维亚	20642.17
10	瑞典	60238.99	40	希腊	20276.54
11	澳大利亚	59934.13	41	巴巴多斯	17033.94
12	卡塔尔	61276	42	匈牙利	18772.67
13	芬兰	53982.61	43	波兰	17840.92
14	奥地利	53267.93	44	乌拉圭	17020.65
15	德国	50801.79	45	特立尼达和多巴哥	15243.12
16	比利时	51767.79	46	阿曼	16439.3
17	以色列	51430.08	47	克罗地亚	17398.77
18	加拿大	52051.35	48	安提瓜和巴布达	14900.8
19	新西兰	48801.69	49	智利	16502.84
20	圣马力诺	59571.91	50	罗马尼亚	14861.91
21	英国	47334.36	51	巴拿马	14516.46
22	日本	39285.16	52	哥斯达黎加	12508.62
23	法国	43518.54	53	塞舌尔	13306.73
24	意大利	35551.28	54	马来西亚	11371.1
25	韩国	34757.72	55	中国	12556.33
26	波多黎各	31429.87	56	俄罗斯	12172.79
27	马耳他	33257.42	57	保加利亚	11634.97
28	塞浦路斯	30798.48	58	格林纳达	9928.62

29	文莱	31722.66	59	哈萨克斯坦	10041.49
30	西班牙	30115.71	60	阿根廷	10729.23

资料来源：IMF、Wind、万和证券研究所 注：阴影栏为 IMF 认定的发达国家；波多黎各、圣马力诺为 2020 年数据

2022 年前三季度我国 GDP 同比增长 3%，从 10 月、11 月的经济数据来看，全年增长也不会太高。疫情三年以来，我国的年均经济增长速度连续滑出合理区间，对经济发展后劲的影响很大，12 月中央经济工作会议延续经济面临“三重压力”的判断，所以，及时地扭转经济下滑态势，促进经济增长重回合理区间是今年经济工作的重点任务，我们判断 2023 经济增速在 5.5% 左右。

表 2 2022 年主要经济指标表现 (%)

类别	指标	前三季度	1-10 月	1-11 月
生产	工业增加值	7.78	4	3.8
	服务业生产指数	0.1	0.1	-0.1
消费	社会消费品零售总额	0.7	0.6	-0.1
	餐饮收入	-4.6	-5.0	-5.4
投资	固定资产投资	5.9	5.8	5.3
	房地产投资	-8.0	-8.8	-9.8
	制造业投资	10.1	9.7	9.3
	基建投资(广义)	11.2	11.39	11.65
出口	出口	12.5	11.1	9.0
房地产	商品房销售面积	-22.2	-22.3	-23.3
	商品房销售额	-26.3	-26.1	-26.6
	土地购置面积	-53	-53	-53.8

资料来源：Wind、万和证券研究所

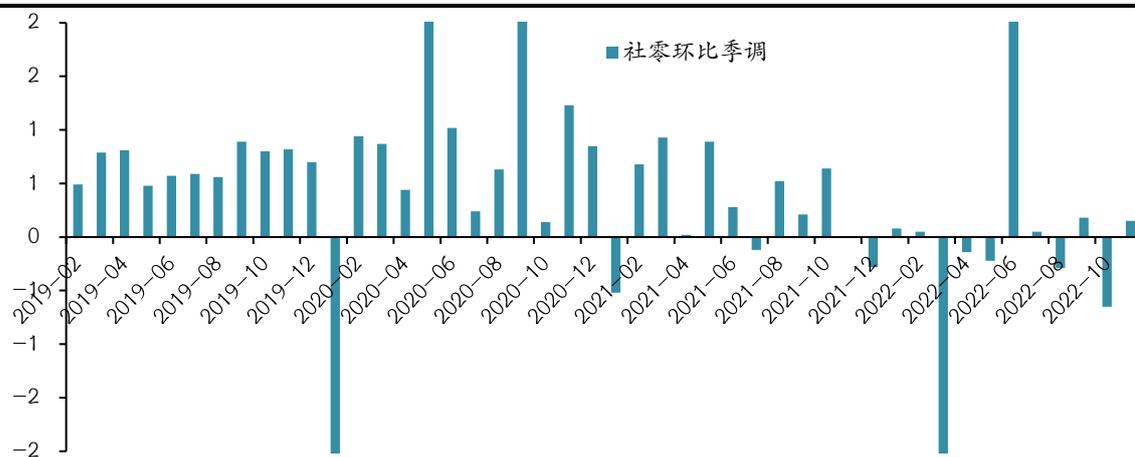
二、需求端：呈现弱复苏

(一) 消费：逐步修复

1. 短期消费依然受到疫情升温的抑制，但消费环境的大趋势仍是逐步修复的，消费环比增速中枢预计逐渐抬升。

2022 年 1-11 月社零累计同比-0.1%。从社零环比增速来观察消费，可以看出疫情爆发以来消费增速中枢经历了四个阶段的变化并呈逐渐下降的态势。第一阶段是 2020 年年初伴随疫情爆发的“消费砸坑”和随后增速逐级递减的修复阶段；第二个阶段是 2021 年的常态化防控阶段，消费季度环比增速分别为 0.4%、0.4%、0.2%、0.1%，增速逐季递减。第三个阶段是 2022 年 3 月“奥密克戎”成为新一代毒株以来，期间包括 3-5 月的区域性爆发和“消费砸坑”，以及二季度末短暂的消费修复，和之后各地方防控政策升级，消费环比增速基本在零增长附近。

图 1 社零环比 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

优化疫情防控措施“二十条”、“新十条”发布以来，进入第四个阶段。“二十条”除了缩短密接隔离时间、不再判定中风险地区、取消入境航班熔断机制、一般不按行政区域开展全员核酸检测之外，强调加强医疗资源建设。加快提高疫苗加强免疫接种覆盖率，特别是老年人群加强免疫接种覆盖率。“新十条”规定了不得随意扩大封控区域，除养老院、福利院、医疗机构、托幼机构、中小学等特殊场所外，不要求提供核酸阴性证明，不查验健康码。疫情管控大幅放松。12月26日，卫健委印发对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”总体方案，提及从2023年1月8日起取消入境核酸检测和集中隔离的要求。

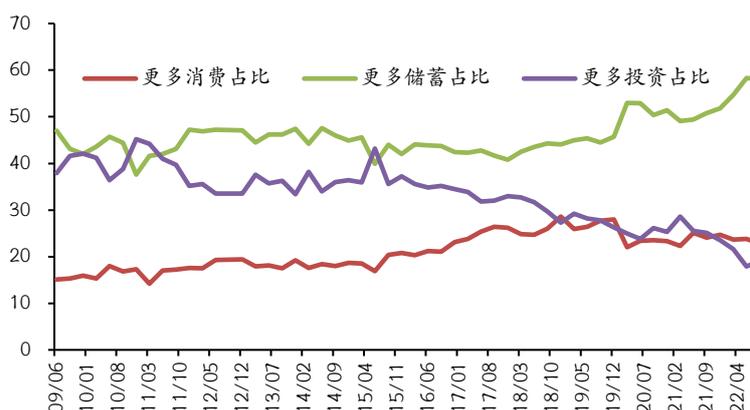
受疫情反弹和居民自我防护意识加强的影响，短期消费仍然承压，文化和旅游部数据显示，2023年元旦节假日，全国国内旅游出游人次和旅游收入同比增长0.44%和4%，分别为2019年同期的42.8%和35.1%，尽管疫情的演变仍然存在不确定性，但从海外的经验来看，逐渐走出疫情、消费环境逐渐改善的大方向是确定的，并且政策支持消费的力度预计将有所增大，中央经济工作会议明确2023年“要把恢复和扩大消费摆在优先位置，增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景。多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费”，在低基数的影响下，2023年社零增速有望回升至7%左右。

2. 疫情期间形成的“超额储蓄”对未来消费复苏有支撑

从央行问卷调查“更多储蓄占比”来看，在2019年底该指标大约为45.7%，到2022年三季度“更多储蓄占比”上升至58.1%。从居民存款来看，2019年末至2022年11月的城乡居民储蓄存款余额平均复合增长率为14.8%；而2016年底-2019年底的三年复合增长率为6.9%。居民储蓄倾向上升至少包含两方面的因素，一是受疫情防控影响，居民消费场景的减少导致储蓄率被动提升。二是居民对未来收入的预期下降以及疫情带来的收入不确定性上升，进而主动提高储蓄率。

随着消费环境的优化，第一项带来的超额储蓄存在释放空间，2022年1-11月居民新增存款同比增长87%，如果全国疫情趋于好转，超额储蓄对于消费向均值回归提供了支撑。而第二项关于收入的预期能否扭转则涉及到经济恢复的情况，在2023年宏观政策发力和疫情好转的情况下，收入增长预期应该是好于疫情常态化防控期间的。

图2 居民储蓄倾向提高(%)



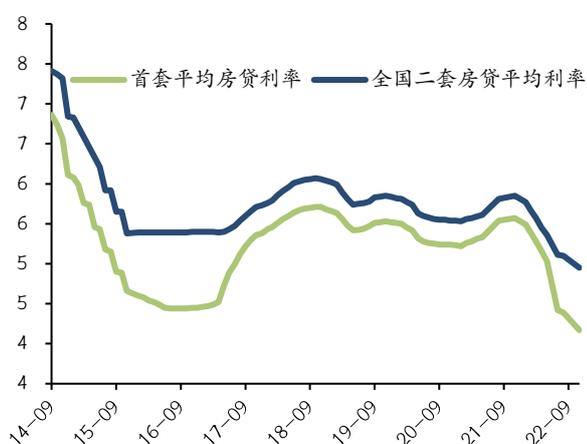
资料来源: Wind、万和证券研究所

(二) 房地产: 短期企稳概率上升, 中期仍有调整压力

1. 随着房地产纾困政策从需求端向供给端转变, 房地产短期有望企稳, 但地产需求中枢下行, 投资端改善可能相对有限。

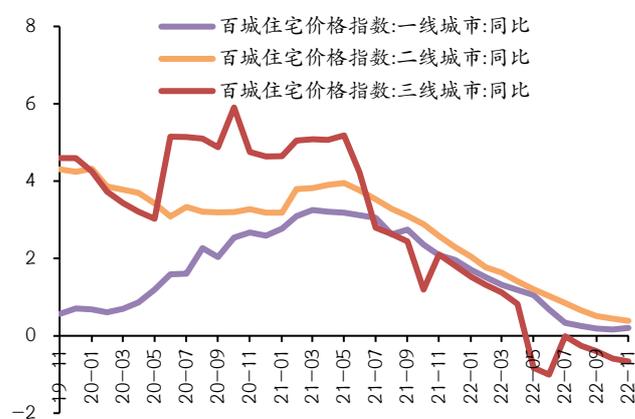
本轮需求刺激政策对地产改善的作用不显著。2022年以来, 在因城施策的鼓励和支持下, 多地围绕放松限购限贷、降低住房贷款利率、降低首付比例等推进房地产松绑, 并且宽松政策由三四线城市向二线城市扩散。年中开始总量政策开始发力, 5月15日央行下调首套个人按揭贷款利率下限为LPR-20bps, 9月29日, 允许新房销售价格同环比均连续下降的城市在2022年年底前阶段性放宽首套个人按揭贷款利率下限, 截至11月, 全国首套平均房贷利率和二套平均房贷利率分别为4.17%和4.95%, 较2021年底高点下降140bps和90bps, 信贷政策支持力度已经达到近5年来最高水平, 但是整体而言, 本轮需求刺激政策对地产改善的作用不显著。1-11月商品房销售面积和销售金额同比-23.3%和-26.6%, 较上半年未有明显改善; 新开工同比-38.9%、土地购置面积同比-53.8%、房地产开发投资累计下降-9.8%, 跌幅较年中继续扩大; 房地产配套资金来源仍疲软, 同比-25.66%, 较上半年未见改善。

图3 房贷利率降至历史最低(%)



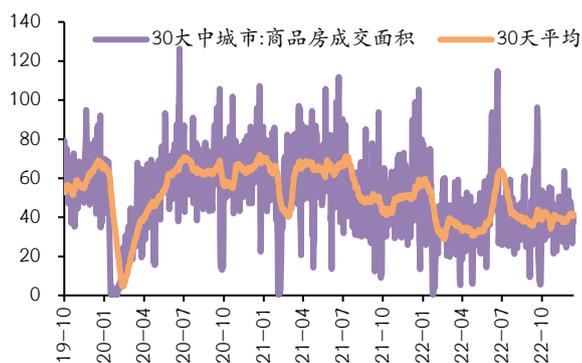
资料来源: Wind、万和证券研究所

图4 百城住宅价格指数同比增速回落(%)



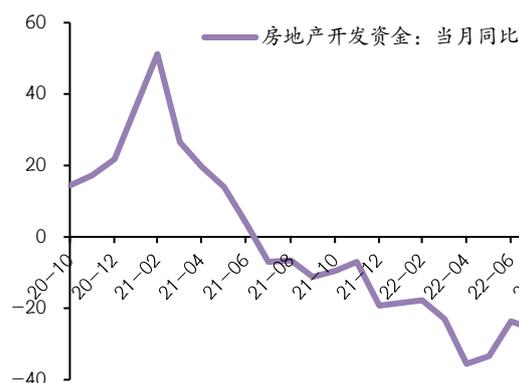
资料来源: Wind、万和证券研究所

图5 8月以来商品房销售仍然低迷(万平方米)



资料来源: Wind、万和证券研究所

图6 房地产资金仍然紧张(%)



资料来源: Wind、万和证券研究所

表3 房地产相关政策表述

时间	支持政策	内容
7月30日	中央政治局会议	首次提出“保交楼”，强调要稳定房地产市场，压实地方政府责任，保交付、稳民生。
8月以来	信用增进	中债信用增进公司通过直接增信方式推动民营企业发债融资，8月以来龙湖、美的、碧桂园、旭辉集团等民营房企获得支持
8月18日	国务院常务会议	允许地方“一城一策”运用信贷等政策，合理支持刚性和改善性住房需求
8月24日	住房和城乡建设部、财政部、人民银行等	完善政策工具箱，通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付
9月11日	中共中国人民银行委员会关于十九届中央第八轮巡视整改进展情况的通报	全面落实房地产长效机制，围绕稳地价、稳房价、稳预期目标，加强市场引导和预期管理，指导金融机构既要做好前期金融资源过度投入问题的纠偏，也要保持融资平稳有序。
11月8日	第二支箭：债券融资	中国银行间市场交易商协会提出继续推进并扩大民企债券融资支持工具，支持民营房企储架式发债融资，此次增信发债能重塑房企债券融资渠道，有利于改善促进民企融资的修复速度。
11月23日	第一支箭：信贷融资	人民银行、银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳发展工作的通知》，提出供给侧要保持地产融资的适度合理，各银行与优质房企签署战略合作协议，涉及开发贷、并购贷、保函置换预售监管资金、个人按揭贷款、租赁住房融资等方面
11月28日	第三支箭：民企股权融资支持工具	2022年11月28日，证监会宣布调整优化五项措施，放宽了对于并购重组、再融资、境外融资、RFlTc以及私募股权基金的限制，为房地产企业打开了股权融资通道

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_50832

