

中国经济开年展望系列（三）

当前中国经济的新趋向、新挑战

证券分析师

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

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

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



平安观点：

- **2023年一季，中国经济将迎来首轮疫情冲击波后的修复。**全国第一波疫情感染已于2022年12月下旬达峰，线下经济活动进入恢复通道。不过，春节效应一定程度上制约生产恢复强度，中国经济快速修复可能出现在2023年2月后。在新一届政府开局之年，**2023年中国有必要设置5%以上的GDP增速目标。**中央经济工作会议表示将“推动经济运行整体好转”，2023年各省GDP目标加权平均值为5.6%，以此推算全国GDP增速目标设置在5%以上的概率也较高。**然而，当前中国经济运行面临的挑战在于：三重压力仍然较大，即需求面临结构性收缩、脉冲式疫情或将冲击供给、预期偏弱情况较难扭转；“稳增长”的同时需“防风险”，重点关注房地产行业风险蔓延的可能性、地方政府隐性债务偿还压力加大、中小银行的风险显露等问题。**
- **从需求角度看，预计2023年中国外需趋弱，经济增长更需倚仗内循环。**各分项中：**出口**面临海外需求下滑的不利影响，重点在于中国市场份额能否稳中有升。**国内消费**增速有望在防疫政策优化与2022年的低基数下提升，但居民消费能力和意愿的回升需要时间，仅靠市场化力量2023年国内消费恢复的高度或有限。因此，发挥固定资产投资对国民经济的支撑作用尤为关键：**房地产投资**企稳有待政策持续发力、且较快落地见效；**基建投资**维持较高增速需重点解决后续资金问题；**制造业投资**内生动能趋降，避免增速较快下滑需寻找并扩大其中的结构性支撑因素。
- **当前宏观政策工具在落地使用中面临一定问题。**财政政策面临减税降费刺激效果变弱、地方政府债务风险上升、公共财政支出结构有待优化等问题。**货币金融政策**面临的问题在于“宽货币”到“宽信用”的传导不畅，结构性货币政策工具的使用进展缓慢，货币政策的中长期空间逐步趋于收窄；同时，政策在稳定微观金融市场方面存在一定困难，跨境资本流动相关监管政策需继续完善。**就业政策**面临重点人群稳就业难度增加，服务业就业吸纳能力减弱，出口产业链就业拉动能力下降等问题。
- **为推动中国经济运行整体好转，我们有以下政策建议：第一，**正视当前“三重压力”仍然较大的客观事实，加大宏观调控力度。**第二，**贯彻中央经济工作会议部署，把“改善预期”作为疫后中国经济走出困境的重要抓手。**第三，**继续维持宽货币环境，畅通宽货币到宽信用的梗阻，推动2023年全年社融能有两位数的增长。**第四，**积极财政着力点从收入端减税降费到支出端发力，同时优化支出结构，加大对消费领域的支持。**第五，**除将融资政策落到实处外，还可以通过有条件“赎买”等方式，推动房地产业尽快形成良性循环。**第六，**继续推动基建维持高增速，政策性开发性金融机构在补充资本金和解决配套融资方面扮演重要角色。**第七，**在扩大内需战略的同时，积极畅通外循环，维护产业链稳定。

正文目录

一、	当前中国经济形势分析	4
二、	稳定终端需求的新挑战	7
2.1	出口：重点在于稳定市场份额	7
2.2	消费：恢复高度存在不确定性	8
2.3	房地产投资：企稳有待政策落地见效	9
2.4	基建投资：维持高增需解决资金问题	10
2.5	制造业投资：避免较快下滑需寻支撑	11
三、	宏观政策工具落地中的问题	12
3.1	财政政策	12
3.2	金融政策	13
3.3	就业政策	13
四、	推动经济整体好转的政策建议	15

图表目录

图表 1	2022 年 12 月末起主要城市日均地铁客运量回升	4
图表 2	2022 年 12 月末起，一线城市交通拥堵程度加剧	4
图表 3	2022 年三季度以来，全国高炉开工率趋降	5
图表 4	2022 年 12 月以来，汽车半钢胎开工率持续走弱	5
图表 5	31 个省市自治区近年 GDP 增速政府预期目标的对比	5
图表 6	2023 年至 2025 年城投债偿还压力仍较大	7
图表 7	城农商行资产质量较差，资本补充压力较大	7
图表 8	2023 年中国出口面临外需回落压力	8
图表 9	2022 年中国相对主要区域的出口份额持稳	8
图表 10	2022 年四季度，城镇储户储蓄意愿提升	9
图表 11	占比较高的汽车消费在 2022 年已有所透支	9
图表 12	国有和民营房企的信用利差仍处高位	9
图表 13	2022 年 12 月民营房企债券融资规模转正	9
图表 14	预计 2022 年财政“余粮”已被明显消耗	10
图表 15	2022 年城投债净融资额较 2021 年缩量	10
图表 16	2022 年 1-11 月，制造业行业增加值增速拆分	11
图表 17	2022 年 4 月以来，中国经济政策不确定性指数高企	12
图表 18	我国年轻人群就业压力大于海外主要经济体	14
图表 19	2023 年高校毕业生人数环比进一步增加	14

第一波疫情感染达峰后，2023年中国经济回归常态之路的“迷雾”渐解。随着疫情防控措施的逐步优化，全国第一波疫情感染已于2022年12月下旬达峰。尽管2022年四季度疫情形势演变对中国经济造成短期冲击，但2022年中国实际GDP仍录得3.0%的增速，超出市场一致预期，折射出中国经济疫情防控放松后从“J曲线”底部走出的时间比预期更早。

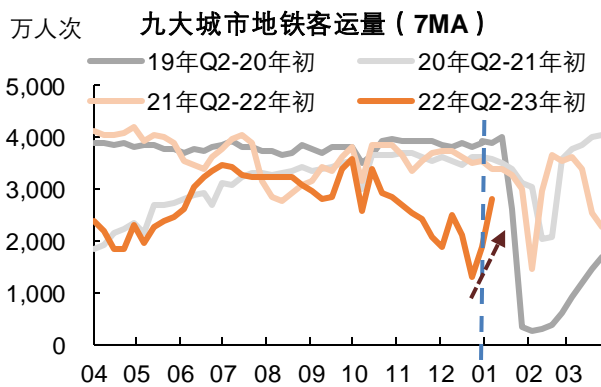
立足当下，我们认为，2023年一季度中国经济将迎来第一波疫情高峰后的较快修复，全年GDP增速目标有望设置在“5%以上”。然而，当前中国经济运行中的“三重压力”依然较大，亦需高度警惕其中的各类风险。实现5%的增速目标，需政策统筹发力，直击经济运行中的重点和难点。在此，我们评估当前各项终端需求面临的新挑战、主要政策工具落地中的新问题，提出推动经济整体好转的政策建议，以期较全面展现我们对当前宏观经济形势的研判。

一、当前中国经济形势分析

2022年四季度，疫情形势演变对中国经济造成短期冲击。中国经济处于疫情防控政策优化后“J”曲线效应的下行阶段。2022年四季度中国GDP增速2.9%，较三季度回落1个百分点；12月规模以上工业增加值同比实际增长1.3%，自9月的6.3%连续第三个月回落；12月服务业生产指数同比下降0.8%，连续两个月同比收缩。

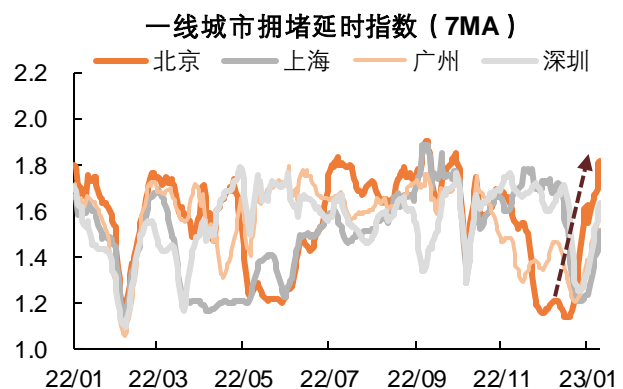
预计2023年一季度，中国经济将迎来第一波疫情高峰后的修复，2、3月份有望更快回升。全国第一波疫情感染或已于2022年12月下旬达峰。从百度指数看，作为疫情常见症状的“发烧”、“咳嗽”的搜索指数均自12月21日前后确认下行趋势，“新冠”搜索指数也于12月26日达峰。疫情人数达峰后，九大城市地铁客运量、一线城市拥堵延时指数自2022年12月最后一周开始显著回升，意味着线下活动进入恢复通道。

图表1 2022年12月末起主要城市日均地铁客运量回升



资料来源:Wind, 平安证券研究所 (注:9大城市分别为上海、广州、成都、南京、武汉、西安、苏州、郑州和重庆)

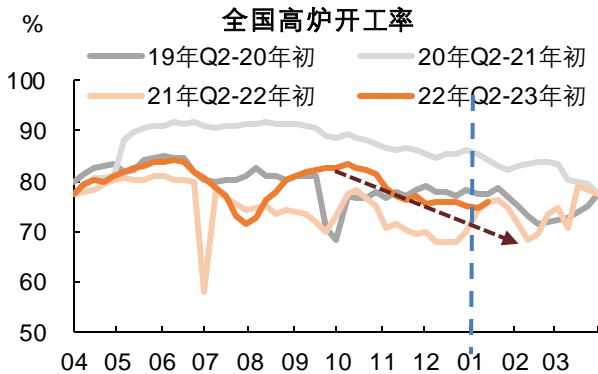
图表2 2022年12月末起，一线城市交通拥堵程度加剧



资料来源:Wind, 平安证券研究所

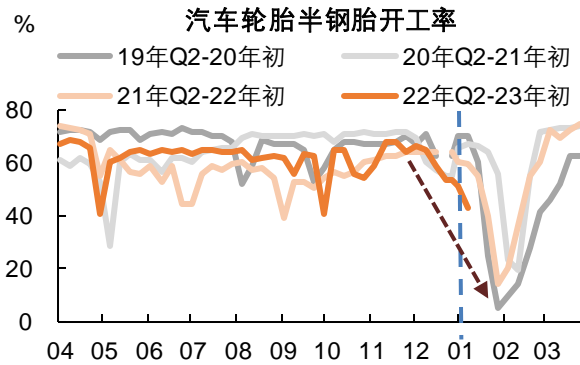
不过，中国经济整体修复可能出现在2023年2月之后。这主要基于三点原因：一是，在春节较早、外需偏弱、前期疫情多发的背景下，制造业工人返乡潮或有前置，生产活动季节性走弱。2022年12月工业增加值同比1.3%，创2022年6月以来新低。二是，内需恢复初期，叠加出口走弱，工业品整体仍供过于求。2022年12月工业产销率低于近年同期水平，企业生产恢复还需时日。三是，2023年春节在1月下旬，而2022年春节在2月上旬，1月中国主要经济数据还将受到春节“错位”的影响。

图表3 2022年三季度以来，全国高炉开工率趋降



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表4 2022年12月以来，汽车半钢胎开工率持续走弱

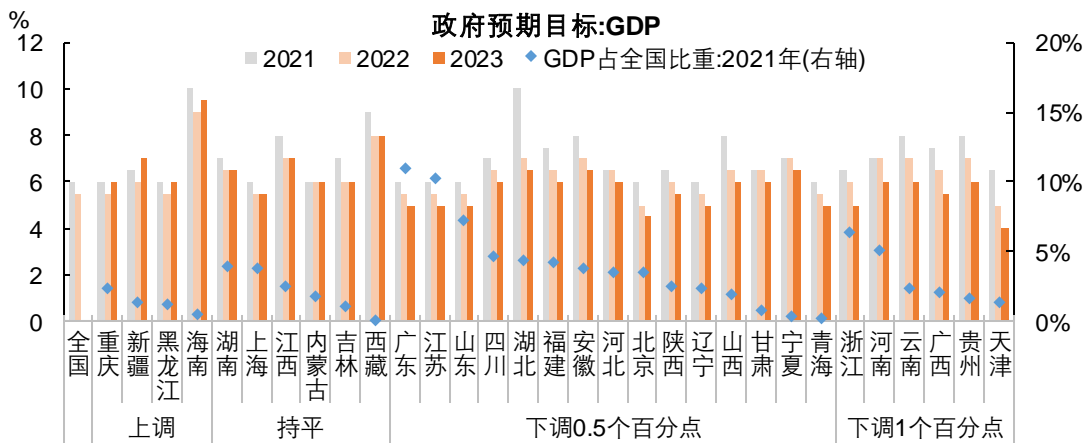


资料来源:Wind, 平安证券研究所

我们认为,2023年中国有必要设置5%以上的GDP增速目标。一方面,中央经济工作会议表示将“推动经济运行整体好转”,在新一届政府的开局之年,有必要保持GDP增速目标的连贯性。2012年-2022年期间,除2020年受疫情影响而未设增长目标外,其余年份的增速目标要么是持平于前一年,要么是较前一年的下调0.5个百分点,而2022年全国GDP增速目标为5.5%左右。另一方面,5%以上的增速目标是向中国潜在经济增速靠拢的体现。当前普遍认同的中国经济潜在增速水平仍在5%以上,2022年全年中国GDP增速仅有3%,低基数推升下,中国经济增速有望回归常态,这也将有助于稳就业和保市场主体。

从31个省市自治区公布的GDP增速目标看,我们也认为2023年GDP增速在5%以上的概率较高。31个省市自治区中,和2022年GDP目标增速相比,2023年有6个省市自治区下调1个百分点,15个省市自治区下调0.5个百分点,6个省市自治区基本维持不变;仅4个省市自治区上调预期增速,其中新疆上调1个百分点,其余3个省市自治区上调0.5个百分点。我们基于31个省市自治区已公布的2023年GDP增速目标,用各自GDP加权算得的平均值为5.6%。而2021年和2022年,各省市自治区加权平均GDP增速目标分别比全国GDP增速目标高出0.8和0.6个百分点。据此推断,2023年全国GDP增速目标可能设置在“5%左右”或“5%以上”。因2023年经济工作的重点之一是推动信心恢复,5%以上的GDP增速目标释放出集中力量搞经济的信号,有助于更好推动市场主体和居民信心的改善,我们认为5%以上的概率更大。

图表5 31个省市自治区近年GDP增速政府预期目标的对比



资料来源:Wind, 平安证券研究所

实现 5%的 GDP 增速目标，需政策统筹发力。2022 年前三季度，中国出口增速维持高位，“外循环”对中国经济增速的稳定起到至关重要的作用。但四季度中国出口同比持续收缩，2023 年全年货物和服务净出口对 GDP 累计同比增速的拉动较前三季度下滑 0.45 个百分点，至 0.51 个百分点。出口下滑除直接拖累经济外，还会通过制造业投资、就业和消费等渠道间接抑制经济。因此，2023 年有必要围绕扩大内需、畅通内循环，政策统筹发力。我们认为在各项政策支持下，2023 年 GDP 增速有望达到 5%以上。

当前中国经济运行的主要制约因素在于三重压力仍然较大。

- 一是，需求面临结构性收缩。需求的显性压力在于海外发达经济体放缓引致的外需回落、国内制造业投资或已进入下行周期。尽管消费和房地产投资在政策优化下有望回温，但其恢复高度仍然存在不确定性，能否对冲出口和制造业投资的放缓有待观察。
- 二是，脉冲式疫情或将冲击供给。全球奥密克戎不同毒株混杂交错，且其免疫逃逸能力较强，人群感染后防护效力多在 3-6 个月后下降，意味着疫情新增感染人数一年内可能出现 1-3 次波峰。因此，疫情可能阶段性冲击供给，尤其会对物流运输、服务业和劳动密集型制造业产生影响。
- 三是，预期偏弱情况较难扭转。预期偏弱往往使居民不敢花钱、企业不敢投资，经济内生需求偏弱。最新央行问卷调查数据显示，2022 年四季度城镇储户未来就业预期指数继续下滑，而选择“更多消费占比”亦处于近年来偏低水平。

推动经济回稳向上的同时，亦需“守住不发生系统性风险的底线”。当前中国经济面临的主要风险包括：房地产行业风险存在蔓延可能、地方政府隐性债务偿还压力较大、以及中小银行的风险显露。

- 一是，房地产行业虽有政策支持，但内生造血能力并未恢复，良性循环尚未形成，行业风险还可能进一步蔓延。

房地产相关链条在中国经济和金融体系中举足轻重：一则，房地产上下游产业链较长，对中国经济广义影响可达两到三成，与地方政府的财政收入也息息相关。二则，房产是我国居民的主要财产，大量银行贷款以房地产为抵押品投放。房地产市场的发展、变化和波动对全社会财富的影响较大，房企信用风险直接关系金融机构资产质量，因而是防范化解金融风险的核心所在。2023 年 1 月 17 日，国务院副总理刘鹤在世界经济论坛上表示，“房地产业是中国国民经济的支柱产业。与房地产相关的贷款占银行信贷的比重接近 40%，房地产业相关收入占地方综合财力的 50%，房地产占城镇居民资产的 60%。”

2022 年房地产相关政策迎多轮调整，2022 年 11 月以来房地产企业融资政策“三箭齐发”，中央经济工作会议定调“确保房地产市场平稳发展”。目前，已出险房企风险化解进展缓慢，房地产行业“销售-拿地-开工”链条并未盘活，良性循环尚未形成，不排除房企信用风险进一步暴露的可能性。短期看，地产融资支持政策力度较强，有助于解决行业面临的流动性问题，防止行业在负反馈中较快“崩塌”；中长期看，销售回款是房地产内生造血的来源，是“治本”的关键，若销售回款的内生现金流迟迟不能恢复，房地产企业的库存和债务将进一步累积，政策支持不过是延后出险时点。

- 二是，因土地收入减少、融资环境收紧，地方政府隐性债务偿还压力偏大，部分区域信用风险或进一步显现。

据中诚信国际推算，截至 2021 年底，我国地方政府存量隐性债务规模约 50.9 万亿元，是其显性债务的 1.60-1.87 倍。截至 2022 年末，Wind 口径城投债存量规模为 13.52 万亿元，同比增长近 9%。2022 年以来，房地产深度调整，地方政府财政收入锐减，隐性债务偿还压力加大：一则，薄弱区域财政收入承压，将带来债务率被动攀升，在“红橙黄绿”限制下，或加剧城投平台债券融资的难度；二则，为落实“保交楼”、托底土地一级市场，城投平台可能更多参与拿地和房地产问题项目的建设，继而加强“地产-城投”间的风险关联；三则，城投平台债务滚续更加依赖于土地收入以外的政府补助。

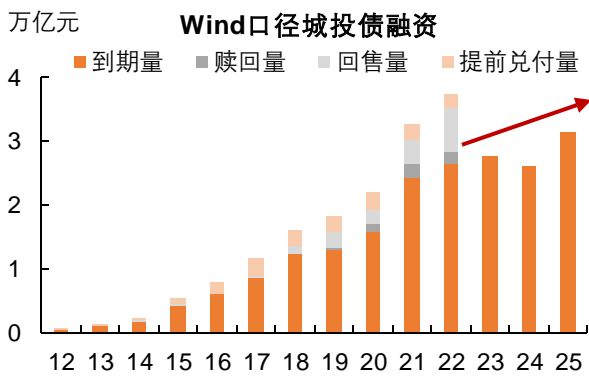
展望 2023 年，2020 年疫情爆发时期大规模发行的城投债进入偿还高峰期。中证鹏元预计，2023 年全年城投债偿付规模（到期及回售）将达到 4.37 万亿元，同比增长 3.2%。地方政府隐性债务信用风险大概率继续释放，欠发达区域及尾部城投平台的信用风险或进一步显现。

- 三是，作为金融系统薄弱环节，中小银行的风险隐患不容忽视。

中小银行是银行系统的薄弱环节，其发展存在网点不足、吸收存款难、人才缺乏等天然劣势，潜在的风险隐患不容忽视。截止 2021 年底，我国中小银行总资产在银行业总资产中占比为 29%，但在高风险金融机构中，中小行数量占比高达 84%。从银保监会公布的 2022 年三季度商业银行主要指标看：一，农村商业银行面临更大的资本补充压力，其资本充足率较 2021 年末低 53bp，较商业银行整体低 3.06 个百分点；二，农村商业银行资产质量相对更差，其不良贷款率达 3.29%，较商业银行整体高出 163bp；三，农村商业银行盈利能力更弱，其资产利润率仅 0.26%，较商业银行整体低 49bp。

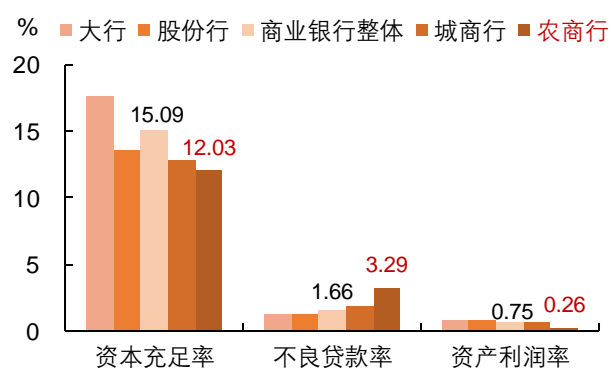
中国经济下行压力加大背景下，中小银行的风险正逐步显现，总体来看普遍存在公司治理不规范、内控体系不健全、风控制度执行缺位、股东资质良莠不齐等问题。中小银行风险涉及储户合法权益的保护，事关社会稳定，其风险蔓延可能引发局部性金融风险，冲击我国金融和信用体系。

图表6 2023 年至 2025 年城投债偿还压力仍较大



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表7 城农商行资产质量较差，资本补充压力较大



资料来源:Wind, 平安证券研究所

二、 稳定终端需求的新挑战

从需求角度看，预计 2023 年中国外需趋弱，经济增长更需倚仗内循环。各分项中，出口受制于海外需求下滑；国内消费增速有望在防疫政策优化与 2022 年的低基数下提升，但仅靠市场化力量恢复高度或有限；因而更需发挥固定资产投资对国民经济的支撑作用，体现为促进房地产投资企稳、保持基建投资较高增速、避免制造业投资增速较快下滑。

2.1 出口：重点在于稳定市场份额

回顾 2022 年，外循环对中国经济平稳运行至关重要，前三季度货物和服务净出口对 GDP 累计同比的贡献率达 32%，是 2009 年以来的同期新高。

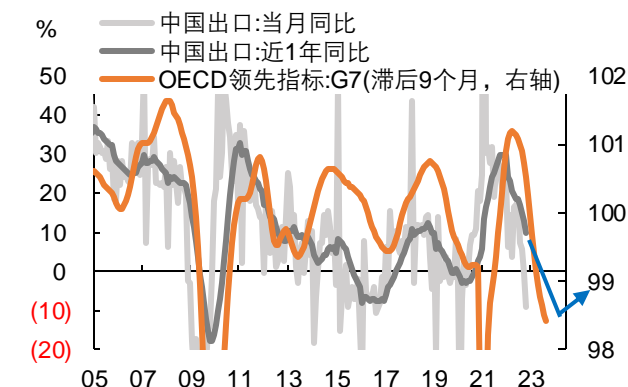
预计 2023 年中国出口将受外需下滑的拖累。一方面，受高通胀和紧货币影响，2023 年美欧经济或陷入衰退；另一方面，随着美国从补库存过渡到去库存，可能会放大中国外需回落的压力。

2023 年发力外循环的关键在于，稳定中国出口的市场份额。2020 年以来，中国相比全球主要区域，尤其是欧盟、日韩地区的出口额，都明显上了一个台阶。目前看，产品竞争力的不断增强、制造业的成本优势支撑中国出口的市场占有率处于高位。中国出口市占率面临的不利因素在于，欧美发达经济体对产业链供应链安全的诉求提升、关键领域大国博弈日益加剧等，中长期存在产业链供应链外迁的可能性。

疫情防控政策逐步优化后，线下交流更为便利，叠加微观层面“抢订单”主动出击，或有助于出口市占率的稳定。2022 年二三季度，受疫情影响，中国外贸企业难以及时赶赴境外参加各类展会，一定程度上限制了企业开拓新客户、承接新订单。随着疫情防控政策逐步优化，2022 年 11 月下旬，苏州市组织赴日包机；12 月 4 日，浙江省启动“千团万企拓市场抢订单行动”；12 月 9 日，无锡市与苏州市联合组织的赴欧洲包机启程；成都市、嘉兴市等地也开展了类似活动。“抢订单”或有助

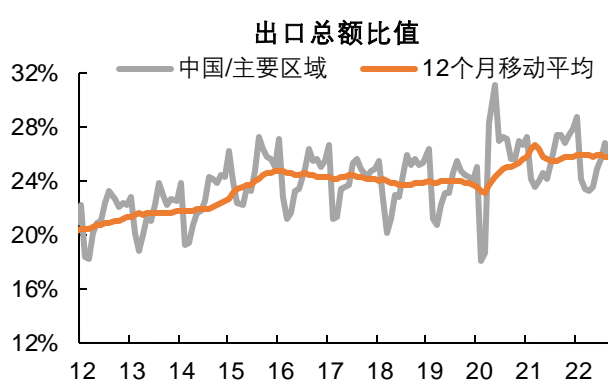
于稳定市占率，减缓外需下滑对中国出口的冲击。

图表8 2023年中国出口面临外需回落压力



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表9 2022年中国相对主要区域的出口份额持稳



资料来源:Wind, 平安证券研究所; 注: 主要区域包括美国、加拿大、墨西哥、欧盟、日本、韩国、东盟十国及印度

2.2 消费：恢复高度存在不确定性

疫情政策调整后，消费回暖的大趋势相对确定。参照我们前期报告《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》的结论，对比海外经验，我国防疫调整后的消费反弹速度有望较快，短期疫情扩散带来的“阵痛期”不必过忧。

2022年12月社会消费品零售总额已有改善，同比跌幅收窄4.1个百分点至1.8%。结构上，商品销售增速改善更强，12月同比跌幅收窄5.5个百分点至-0.1%，或受疫情扩散下防疫用药需求增加、汽车销售刺激政策年末退出带动需求集中释放、以及春节返乡潮提前带来的必需品囤货需求拉动。但餐饮收入跌幅走阔，从11月的-8.4%降至-14.1%，主要原因可能是疫情扩散期间居民外出和在外消费的频率下降。首轮疫情冲击波后，经济逐步向常态回归，后续餐饮收入的增速有望较快回暖。

然而，2023年消费复苏的空间存在较大不确定性，仅靠市场化力量国内消费恢复的高度或有限。

一是，疫情只是压制国内消费的原因之一。2020年下半年至2021年大部分时期，在Omicron病毒扩散前，国内本土病例很少，其实居民出行和大部分消费场景已经接近正常。但是，这段时期的消费复苏并不理想。2020年三季度到2021年四季度，全国居民人均消费支出平均增速为4.6%，不及2019年四个季度平均增速8.6%的六成。尽管2022年11月11日优化疫情防控“二十条”出台，但2022年四季度城镇储户问卷调查中选择更多储蓄的占比升至61.8%，创历史新高。

二是，居民消费能力和意愿的回升需要时间。除疫情防控的冲击外，居民消费还受到实际偿债压力大（2022年一季度中国居民可支配收入中用于还本付息的比例达15.7%，高于美、日、德、法、英等主要发达国家）、对经济和就业的预期偏弱等中长期因素有关，这些因素短期很难实质好转，消费复苏可能受到压制。

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_51509

