

## 2023年宏观年度报告

## 中江举帆

## 证券分析师

**钟正生** 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

**张璐** 投资咨询资格编号  
S1060522100001  
ZHANGLU150@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

## 研究助理

**范城恺** 一般证券从业资格编号  
S1060120120052  
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



## 平安观点：

- **2022年中国经济形势回顾。**2022年中国经济面临复杂、多变的局面，疫情持续多点散发和地产走弱是两个最大的超预期冲击。尽管货币和财政政策积极应对，且相继出台了33项稳经济一揽子政策和19项接续政策，但经济恢复动能仍弱，全年GDP实际增速和全国两会时确定的目标增速存在一定差距。
- **2023年中国外部需求趋弱，更需倚仗内循环。**预计2023年海外经济衰退风险逐渐加大，美欧货币政策将由紧转松。中国经济将从“外循环”更多转向依赖“内循环”，国内货币政策空间或逐步打开。提振“内循环”的关键点或在于疫情防控形势的演变和防疫政策的优化、细化。
- **2023年需实现5%增速，提振投资是关键所在。**在新一届政府开局之年，基于回归潜在增速和稳就业的考虑，中国经济增长目标有必要保持在5%左右。2023年国内疫情防控政策预计将继续优化，不过若新增确诊持续处于高位，出于安全担忧，居民可能自发减少外出和跨区域流动，消费恢复的高度存在不确定性。有鉴于此，实现5%左右的增速目标，需继续充分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、保持基建投资增速、争取制造业投资取得良好成绩。20大报告指出“增强消费对经济发展的基础性作用和投资对优化供给结构的关键作用”、“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”，在2023年或将有更多支持政策出台。
- **2023年财政和货币政策的看点。**财政方面，由于留抵退税拖累减弱、土地和房地产市场走出低谷、非税收入有望维持高增长，2023年财政减收压力将好转。预计2023年赤字率或设定在3%左右，新增专项债额度持平于近两年的3.65万亿，积极财政着力点或从减税降费转向支出端发力。**货币方面**，为保持流动性合理充裕和大致平稳的M2增长，预计存款准备金率有0.5-1个百分点的下调空间。“降成本”首先从深化存款利率市场化改革、巩固银行让利成效入手，待2023年二季度前后货币政策空间进一步打开，MLF政策利率有望适度调降。预计2023年年末社融增速约为10.3%。**人民币汇率方面**，预计2023年美元指数波动中枢下移至100左右，有望在二季度前后较快回落，人民币汇率或将更获支撑。
- **风险提示：**新冠疫情反复，国际地缘局势超预期，国内外通胀压力超预期，国际金融市场波动超预期，国内稳增长政策效果不及预期等。

# 正文目录

<b>一、 2022年中国经济形势回顾</b> .....	<b>6</b>
(一) 2022年中国经济运行特征 .....	6
(二) 2022年财政货币政策回顾 .....	7
<b>二、 外需趋弱，更需倚仗内循环</b> .....	<b>10</b>
(一) 出口面临回落压力 .....	10
(二) 货币政策空间打开 .....	13
(三) 防疫政策优化或有助“内循环” .....	18
<b>三、 提振投资，是破局关键所在</b> .....	<b>19</b>
(一) 房地产拖累或将趋弱 .....	20
(二) 基建投资仍需挑大梁 .....	23
(三) 制造业投资激发新动能 .....	26
<b>四、 2023年财政和货币政策看点</b> .....	<b>28</b>
(一) 2023年财政政策 .....	28
(二) 2023年货币政策 .....	31

## 图表目录

图表 1	2022 年工业生产和实际需求的累计增速对比 .....	6
图表 2	2022 年工业企业的产销率低于往年同期 .....	6
图表 3	2022 年前 10 个月服务业生产和社消的增速较低 .....	7
图表 4	货物和服务净出口对各年前三季度 GDP 累计同比的贡献率 .....	7
图表 5	最近两年固定资产投资及各分项的当月同比 .....	7
图表 6	10Y 国债收益率和国房景气指数有较强同步性 .....	7
图表 7	近年前 10 个月两本账的全年收入预算完成进度 .....	8
图表 8	2022 年两本账的广义赤字使用进度较快 .....	8
图表 9	2022 年前三季度贷款利率下行幅度高于 2020 年 .....	8
图表 10	2022 年以来，一般贷款付息规模同比增速转负 .....	8
图表 11	2022 年前 10 个月及上半年社会融资规模各分项同比增量 .....	9
图表 12	2022 年三季度新增企业中长期贷款结构 .....	9
图表 13	中国出口份额相比全球主要区域稳中有升 .....	10
图表 14	中国出口份额相比欧盟、日韩继续提升 .....	10
图表 15	中国 PPI 增速大幅低于美日欧发达经济体 .....	10
图表 16	“能源危机”冲击下的欧盟更加依赖进口 .....	10
图表 17	按中国对外出口金额加权的全球 PMI 对中国出口同比有约 3 个月领先性 .....	11
图表 18	美国步入去库存周期，中国对美出口面临更大回落压力 .....	11
图表 19	预计 2023 年出口同比增速落入负值区间 .....	12
图表 20	预计 2023 年中国进出口增速差逆转 .....	12
图表 21	美国在华企业供应链转移的主要影响因素 .....	12
图表 22	中国出口份额相比东盟十国和印度下行 .....	12
图表 23	全球贸易发展已明显放缓 .....	13
图表 24	出口在中国经济中的占比已趋于下降 .....	13
图表 25	2023 年美欧经济或将明显低于潜在增长水平 .....	13
图表 26	美国失业率反弹将施予美联储政策转向的压力 .....	13
图表 27	2023 年美国 CPI 通胀率或将显著回落 .....	14
图表 28	2023 年油价趋稳是美国通胀回落的重要背景 .....	14
图表 29	当前，美国（地产）、欧洲（债券）和日本（汇率）金融市场压力已经趋近于历史金融危机时刻 .....	14
图表 30	2023 年美联储或于 Q2 停止加息、Q4 降息 .....	15
图表 31	10 年美债利率往往领先于政策利率回落 .....	15
图表 32	2023 年中美国债利率倒挂程度有望减弱，考虑通胀因素的实际利差仍将保持有利水平 .....	15
图表 33	2022 年新兴市场资本流入显著放缓 .....	15

图表 34	社融增速往往领先核心 CPI 三到四个季度 .....	16
图表 35	核心 CPI、房租与商品房价格 .....	16
图表 36	2022 年下半年开始，本轮大宗商品“超级周期”已逐渐步入尾声 .....	17
图表 37	M1 增速领先 PPI 同比增速变化约三季度 .....	17
图表 38	2023 年 PPI 同比增速预测 .....	18
图表 39	2023 年 CPI 同比增速预测 .....	18
图表 40	企业预期相关指标仍低于 2022 年年初 .....	18
图表 41	疫情抑制可选消费行业投资活动 .....	18
图表 42	2021 年服务业就业人员占比为 48% .....	19
图表 43	2022 年居民新增储蓄规模持续抬升 .....	19
图表 44	2023 年中国经济主要指标的预测 .....	20
图表 45	2021 年三季度，房地产开发资金来源同比转负 .....	20
图表 46	近年商品房期房销售面积占比超过八成 .....	20
图表 47	本轮房贷利率下调并未有效带动销售回升 .....	21
图表 48	中国家庭部门偿债压力高于主要发达经济体 .....	21
图表 49	2022 年 10 月房地产领先指标的同比跌幅收窄 .....	21
图表 50	2022 年 10 月房企外源性融资的同比增速回升 .....	21
图表 51	民企开发商的销售相对于央、国企业的表现低迷 .....	22
图表 52	房地产企业中，国企和民企的信用利差升至高位 .....	22
图表 53	根据领先指标判断，新开工面积增速或将触底 .....	23
图表 54	商品房竣工面积大概率将加速 .....	23
图表 55	2022 年全口径基建投资当月同比走势 .....	24
图表 56	2022 年三季度建筑业和房地产业的 GDP 同比增速差创多年新高 .....	24
图表 57	2022 年前 10 个月公共财政基建相关支出占比处于低位 .....	24
图表 58	2022 年前三季度基建市场化融资同比少增 .....	24
图表 59	2022 年专项债资金沉淀现象明显好转 .....	25
图表 60	2022 年前 10 个月新发行专项债投向结构 .....	25
图表 61	现代化基础设施体系五大重点投向 .....	25
图表 62	2022 年前三季度，出口依然是制造业投资的重要支撑 .....	26
图表 63	产成品存货占总资产比例处 15 年以来偏高位置 .....	27
图表 64	工业产能利用率领先制造业新扩建投资约一年 .....	27
图表 65	中美间的战略竞争关系已明确 .....	28
图表 66	全球制造业产出分布 .....	28
图表 67	2022 年 4-8 月累计办理新增留抵退税 1.78 万亿 .....	29
图表 68	2022 年前 10 个月交易环节的契税和土地增值税同比降幅较大 .....	29
图表 69	各年前 10 个月非税占公共财政收入比例 .....	29

图表 70	近年的全国行政事业性单位国有资产总额 .....	29
图表 71	预计 2023 年公共财政+政府性基金的广义赤字将超过 2022 年 .....	30
图表 72	近年已大规模实施减税退税降费政策 .....	30
图表 73	中国的税收弹性持续下降 .....	30
图表 74	两个口径的各省市自治区 2022 年上半年一般公共预算收入同比 .....	31
图表 75	2021 年财政“修养生息”，但预计 2022 年财政“余粮”将被明显消耗 .....	31
图表 76	2021 年 8 月以来，城镇新增就业人数持续处于偏低位置 .....	32
图表 77	出口增速下行期间，国内流动性易松难紧 .....	32
图表 78	国务院关于金融工作情况的报告:下一步工作考虑 .....	33
图表 79	2022 年以来，基础货币对 M2 增速贡献率提升 .....	33
图表 80	2022 年的降准幅度为 2018 年以来最低值 .....	33
图表 81	货币政策实现“降成本”的路径 .....	34
图表 82	截至 2022 年三季度，结构性再贷款工具投放进度（亿元） .....	35
图表 83	2023 年社会融资规模分项展望 .....	36
图表 84	2022 年以来，人民币汇率相对美元经历两轮大幅贬值 .....	37
图表 85	今年以来我国国际收支顺差向均衡水平回归 .....	37
图表 86	2022 年证券投资项目呈现大额逆差 .....	37
图表 87	1970 年以来的数据显示，当美国失业率从底部反弹时，美元指数通常震荡或走弱 .....	38
图表 88	2023 年及以后，美国经济增速或明显落后于全球，美元指数或回落 .....	38
图表 89	当前美国货币供给增速已低于疫情前水平 .....	39
图表 90	美债利率往往领先于美元指数回落 .....	39

## 一、2022年中国经济形势回顾

2022年中国经济面临复杂、多变的局面，疫情持续多点散发和地产走弱，是两个最大的超预期冲击。尽管货币和财政政策积极应对，且相继出台了33项稳经济一揽子政策和19项接续政策，但经济恢复的动能仍弱，全年GDP实际增速和两会时确定的目标增速存在一定差距。

### （一）2022年中国经济运行特征

2022年四个季度，中国GDP同比的走势呈倒“N”型，预计全年GDP同比增长3.0%左右。2022年一季度疫情冲击较小，叠加低基数效应，一季度GDP同比增长4.8%。二季度疫情开始扩散，且部分大城市封控后，影响了产业链上、下游的生产。5月下旬出台33项稳经济一揽子政策，国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议，要求“努力确保二季度经济实现合理增长”，在各项稳增长政策推动下二季度GDP同比增长0.4%。三季度尽管地产行业遭遇事件性冲击，但在稳增长政策接续发力、国内疫情阶段性好转、基建实物工作量加快形成的支撑下，三季度GDP同比增长3.9%，略好于市场预期。

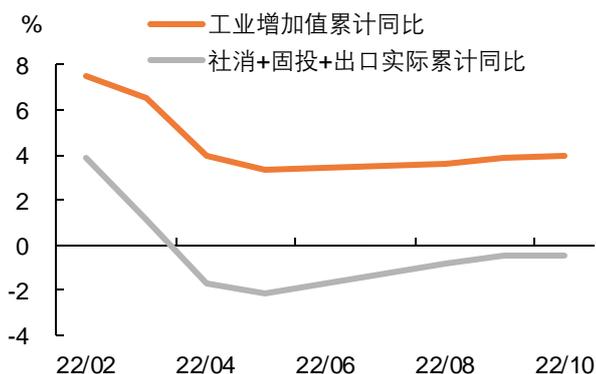
2022年四季度中国经济下行压力再度突显，预计当季GDP同比3.0%左右。经济下行压力，一是来自于高基数，2021年四季度能耗双控、房地产调控等政策陆续纠偏，GDP环比高于季节性均值1.1个百分点，这将拖累2022年四季度GDP的同比读数；二是进入秋冬季后，国内疫情再度持续、多点散发，抑制各类经济活动。2022年10月主要经济指标的同比均较9月放缓，尽管11月出台了优化疫情防控的二十条，但从高频指标和统计局PMI来看，11月中国经济大概率将进一步走弱；三是美欧经济放缓，对中国出口的负面冲击进一步体现。10月中国出口同比已转负，结合韩国出口同比（从10月的-5.7%降至11月的-14.0%）和中国出口集装箱运价指数的走势看，11月中国出口增速很可能进一步回落。

对比近期的两次国务院常务会议关于稳增长的定调，也可看出2022年四季度中国经济所面临的压力。2022年10月26日国常会指出“努力推动四季度经济好于三季度”，而11月22日国常会定调的是“力争实现较好结果”（这个提法和2022年7月政治局会议要求的“力争实现最好结果”也不相同）。这从侧面映射出当前经济下行压力在加大。

从供需两端看，2022年中国经济运行呈现以下特征：

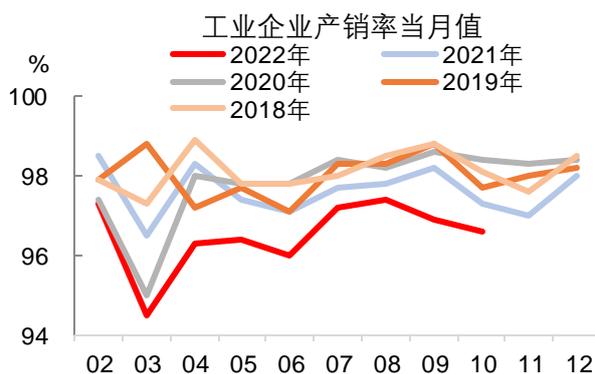
**第一，生产好于需求。**2022年前10个月工业增加值累计同比4.0%，剔除价格因素后的出口+固定资产投资+社会消费品零售总额累计同比-0.5%。需求持续弱于生产，导致今年的工业企业产销率持续低于近年同期。

图表1 2022年工业生产和实际需求的累计增速对比



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表2 2022年工业企业的产销率低于往年同期

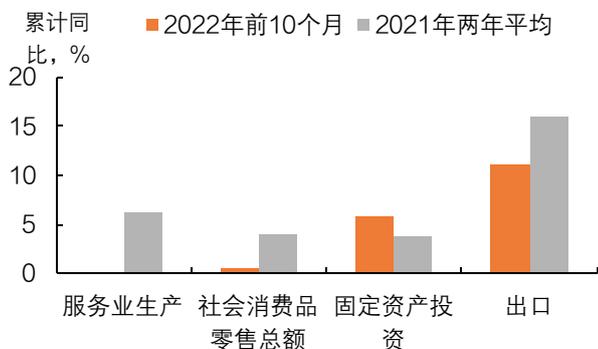


资料来源:Wind, 平安证券研究所

**第二，各终端需求中，消费表现最弱，出口最为强劲。**2022年前10个月中国服务业生产指数累计同比0.1%，社会消费品零售总额累计同比0.6%，明显低于固定资产投资（5.0%）和出口（11.1%）的增速。消费低迷除受疫情抑制消费场景、地产后周期相关消费弱势外，也同居民实际偿债压力高于主要发达经济体、对经济和就业市场的预期不乐观等中长期因素有关。

尽管四季度中国出口同比转负，但其韧性超过市场预期。支出法核算的 GDP 中，货物和服务净出口对前三季度中国 GDP 累计同比的贡献率为 32.0%，创 2009 年有统计以来的同期新高。

图表3 2022 年前 10 个月服务业生产和社消的增速较低



资料来源:Wind, 平安证券研究所

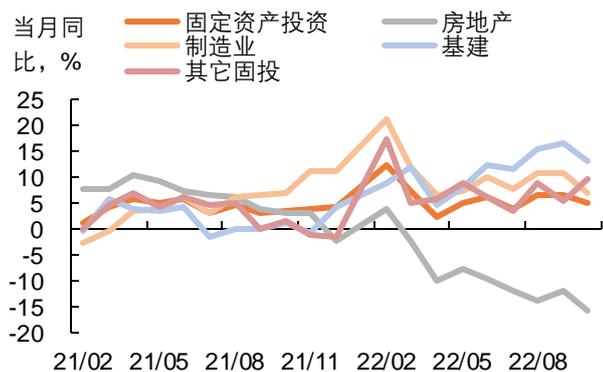
图表4 货物和服务净出口对各年前三季度 GDP 累计同比的贡献率



资料来源:Wind, 平安证券研究所

**第三，固定资产投资发力托底经济。**2022 年前 10 个月固定资产投资累计同比 5.8%，高于 2020-2021 年的两年平均增速 3.9%。基建投资是 2022 年最重要的稳增长抓手，前 10 个月全口径基建投资同比增长 11.4%，且三季度实物工作量开始加快形成。出口高景气和政策引导，今年前 10 个月制造业投资累计同比增长 9.7%，继续展现较强韧性。房地产行业是 2022 年中国经济最大的拖累，7 月行业遭遇事件性冲击，这延长了房地产行业见底的时间，前 10 个月房地产投资累计同比下降 8.8%。作为中国经济最重要的信用加速器，房地产产业链低迷，制约了各类稳信用政策的效果。除基建、制造业和房地产以外的其它固定资产投资，约占固定资产投资的 1/4，在新基建和医疗设施等投资的带动下，2022 年前 10 个月其它投资同比增长 7.3%，在托底经济中发挥积极作用。

图表5 最近两年固定资产投资及各项的当月同比



资料来源:Wind, 平安证券研究所 (2021 年数据为两年平均)

图表6 10Y 国债收益率和国房景气指数有较强同步性



资料来源:Wind, 平安证券研究所

## (二) 2022 年财政货币政策回顾

### 1、财政政策

**2022 年财政面临较大的少收压力。**受疫情持续多点散发、土地和房地产市场降温、退税规模超预期等不利因素的影响，2022 年前 10 个月公共财政+政府性基金两本账的收入完成全年预算进度仅为 73.1%，较前 7 年的同期均值低 12.3 个百分点。假定公共财政(考虑留抵退税因素后)、政府性基金 2022 年前 10 个月的实际收入完成进度，分别持平于前三年同期的 88.2%、75.2%，测算得公共财政、政府性基金 2022 年的全年收入，将分别比预算收入规模低 1.1 万亿和 2.3 万亿。

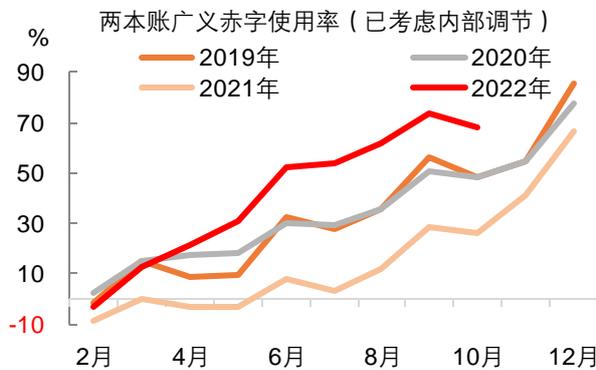
与此同时，稳增长压力下，2022年广义赤字使用进度较快。2022年前10个月公共财政+政府性基金两本账的广义赤字（考虑内部调节）使用率为68.4%，高于前三年同期的40.8%。将5000亿专项债结存限额考虑进去，在调入资金不变时，估算得2022年11-12月两本账的支出同比约为-5.2%，大幅低于前10个月的支出增速6.4%。若使2022年11-12月的公共财政支出增速持平于前10个月的，需额外调入约6100亿资金。

图表7 近年前10个月两本账的全年收入预算完成进度



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表8 2022年两本账的广义赤字使用进度较快



资料来源:Wind, 平安证券研究所

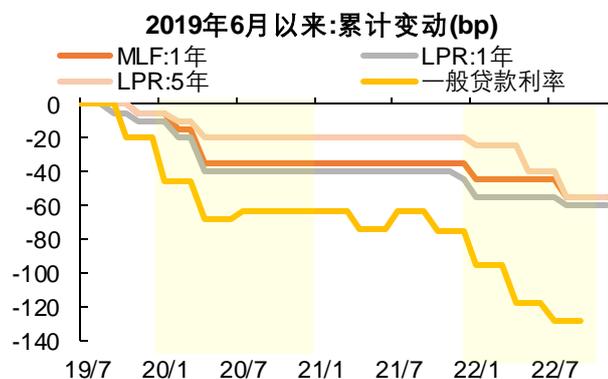
## 2、货币政策

2022年货币政策的总量操作较为积极。首先是降息，2022年1月、8月两次降息，累计调降MLF利率20bp，引导1年期、5年期以上LPR报价分别下行15bp、35bp。而后是降准，2022年4月、11月两次降准，累计全面降低存款准备金率50bp，其中4月叠加了定向降准，对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行额外多降25bp。此外，2022年1-9月，依法向中央财政上缴结存利润1.13万亿，形成相应规模的基础货币投放。

结构性货币政策工具大量推出。一是再贷款，央行新增2000亿元科技创新、400亿元普惠养老、1000亿元交通物流、2000亿元设备更新改造再贷款，增加煤炭高效利用再贷款额度1000亿元。二是普惠小微，完成两项直达实体经济的货币政策工具转换，并加大对银行投放普惠小微贷款的资金支持力度（从1%增至2%）。三是房地产领域，5月中旬调降首套房贷款利率下限；9月末对部分压力较大的城市阶段性放开首套房贷款利率下限，同时下调公积金贷款利率。

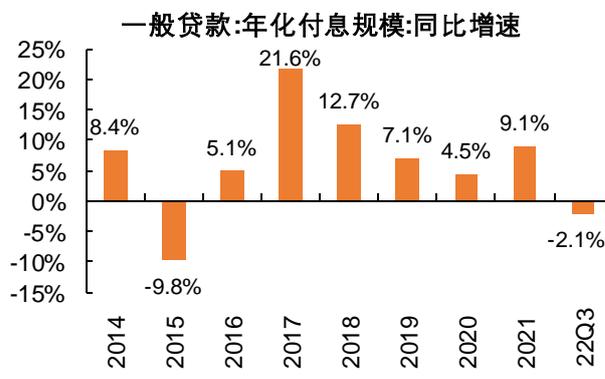
货币政策“降成本”的力度强于2020年。一是，2022年前三季度，金融机构一般贷款加权平均利率累计下行54bp，高于2020年年内48bp的最大降幅。二是，一般贷款付息增速较快下行，2022年三季度末同比收缩2.1%，达2015年以来低位。三是，2022年10月新发放个人住房贷款利率为4.3%，较上年末下降133个基点，达2008年统计以来最低水平。

图表9 2022年前三季度贷款利率下行幅度高于2020年



资料来源: Wind,平安证券研究所

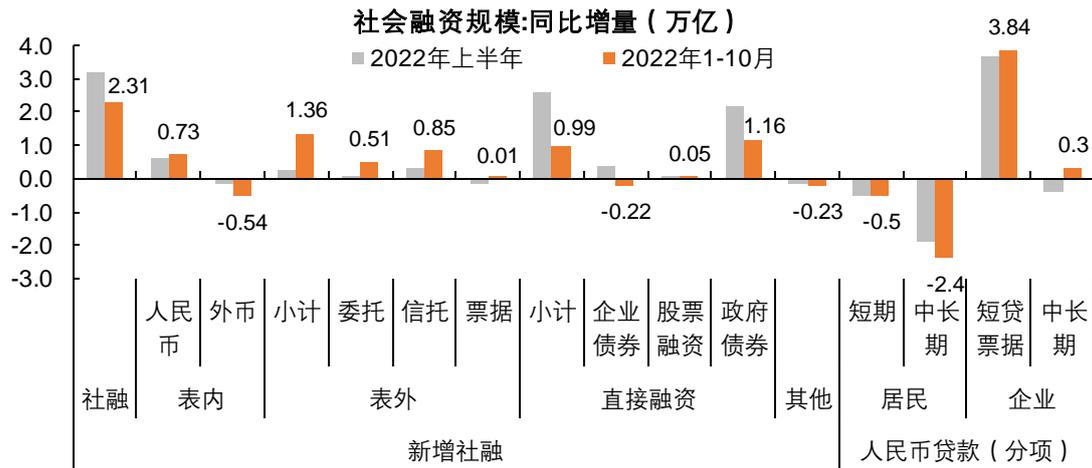
图表10 2022年以来，一般贷款付息规模同比增速转负



资料来源: Wind,平安证券研究所

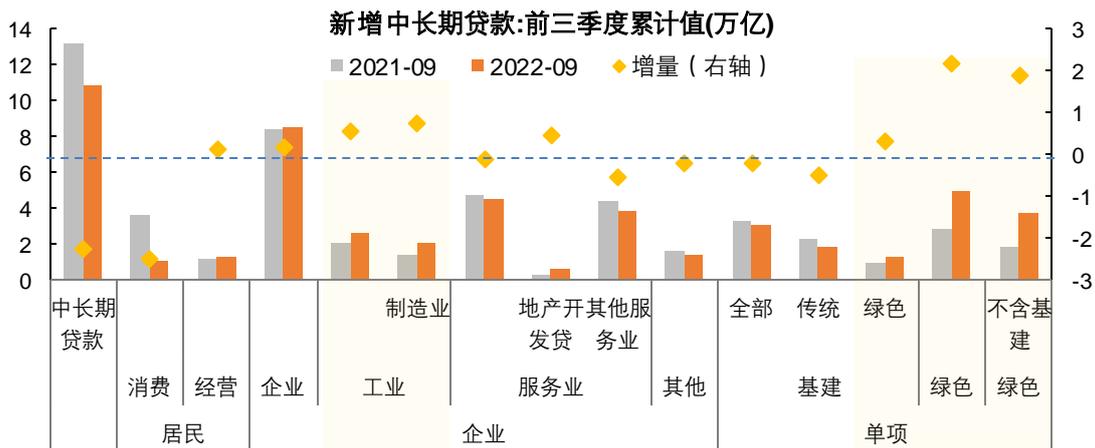
2022年，“稳信用”面临较大挑战，社融增速一波三折。经济下行压力骤增，导致实体经济融资需求不足。尽管金融机构继续加大对实体经济的支持力度，但信贷投放因需求不足而几度呈现“上月冲量、下月回落”的态势。结构上呈现以下特点：一是，表外融资对社融的支撑较强，既得益于金融监管阶段性边际松动，又受到7400亿元政策性开发性金融工具投放的影响。二是，政府债发行节奏“前置”，尽管政府债净融资总量相比上年的增幅不大，但发行节奏错位，使其对新增社融先有支撑，后又拖累。三是，表内信贷稳中有增，但结构问题依然突出。表内信贷的“稳”源于银行依靠票据、企业短期贷款的冲量行为。疫情、房地产销售的拖累下，居民端“降杠杆”形势严峻。

图表11 2022年前10个月及上半年社会融资规模各分项同比增量



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表12 2022年三季度新增企业中长期贷款结构



资料来源: Wind,平安证券研究所

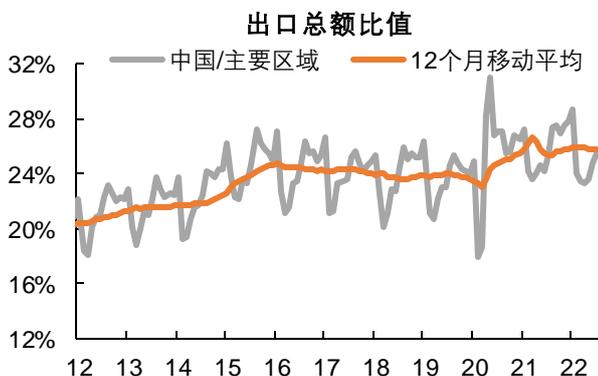
## 二、 外需趋弱， 更需倚仗内循环

回顾 2022 年，海外需求维持韧性，但俄乌冲突带来供给冲击，进一步推高全球通胀，引发以美联储为代表的主要央行强力紧货币。在此背景下：一方面，中国出口保持较高增速，“外循环”成为中国经济的重要支撑；“内循环”却遭遇地产下行、疫情散发的多重冲击。另一方面，国内外货币政策“松紧差”走阔，中美利差较快收窄，人民币汇率贬值及国际资本外流压力加大，中国货币政策宽松所面临的外部掣肘增强。展望 2023 年，预计海外经济衰退风险逐渐加大，通胀可能加速回落，美联储可能由加息转为降息。中国经济将从“外循环”更多转向依赖“内循环”，国内政策空间或逐步打开。

### (一) 出口面临回落压力

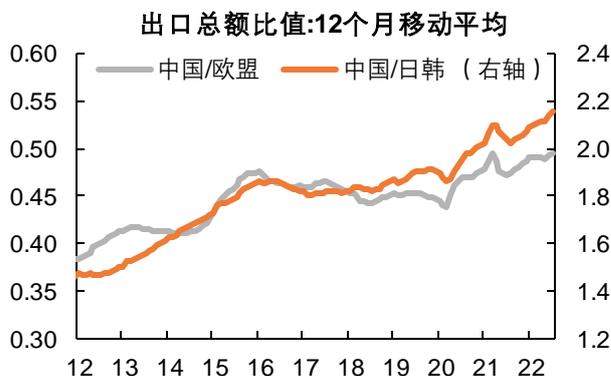
目前中国出口的市场占有率仍然保持着优势。为排除能源等大宗商品出口的影响，我们采用中国与主要制造业出口地区的出口总额之比（口径为：IMF 贸易方向统计的到岸价数据），来衡量中国出口市场占有率。2020 年新冠疫情至 2022 年 7 月，中国相比全球主要区域，尤其是欧盟、日韩地区的出口额，都明显上了一个台阶。

图表 13 中国出口份额相比全球主要区域稳中有升



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

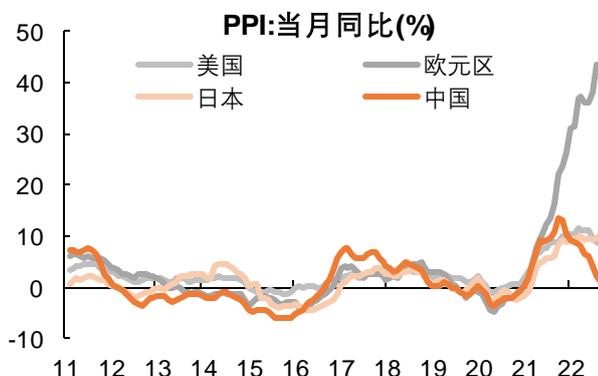
图表 14 中国出口份额相比欧盟、日韩持续提升



资料来源：Wind, 平安证券研究所

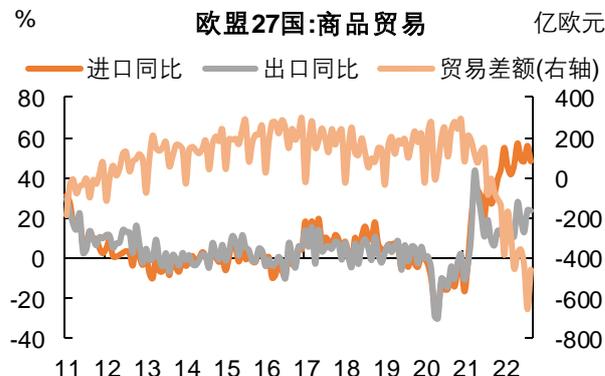
现阶段中国出口的优势源于：一方面，我国出口产品竞争力不断增强，在符合绿色转型诉求的相关领域优势尤为突出。汽车、新能源相关产品已逐步成为出口的重要拉动力量。另一方面，制造业的成本优势较强，尤其是国内能源、电力价格涨幅相对可控，在海外面临“能源危机”威胁的背景下，PPI 差值拉大，彰显价格优势。

图表 15 中国 PPI 增速大幅低于美日欧发达经济体



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 16 “能源危机”冲击下的欧盟更加依赖进口



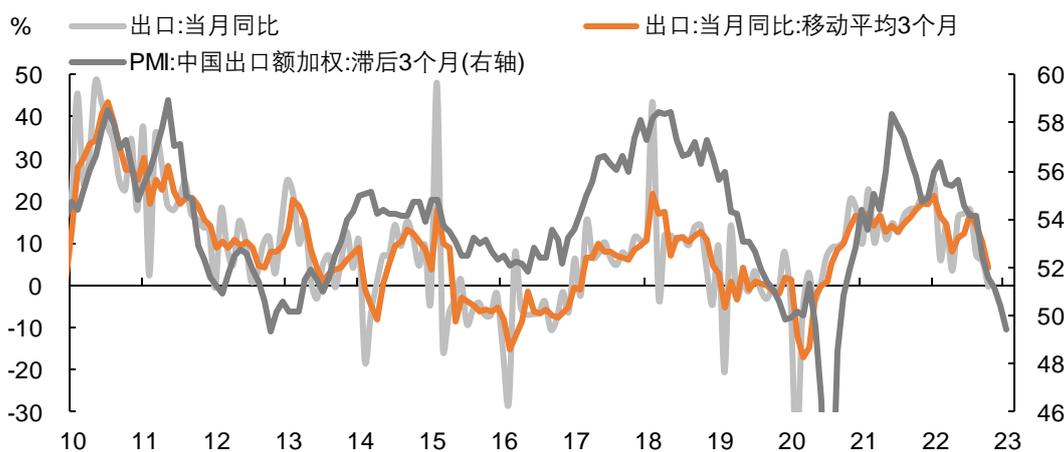
资料来源：Wind, 平安证券研究所

2023 年，中国出口市占率的优势有望延续，面临的主要压力是外需的收缩。

一是，受高通胀和货币紧缩影响，2023 年或是美欧经济衰退兑现之时。当前欧美经济已步入下行通道，用我国对外出口金额加权的全球 PMI 对中国出口同比有约 3 个月领先性。该指标自 2022 年 6 月起加速回落，10 月和 11 月降至 50 以下的低位（仅高于 2020 年海外疫情暴发初期），预示中国出口下行压力还将加速显现。

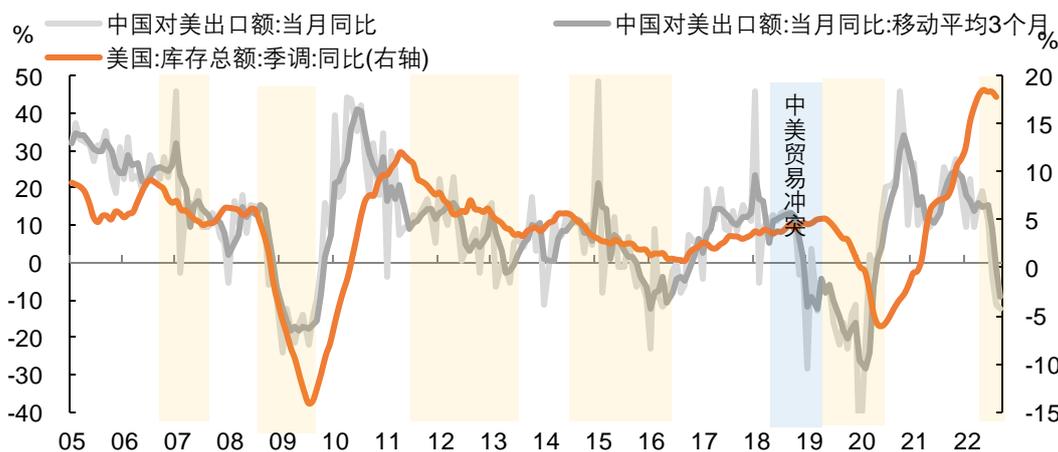
二是，随着美国从补库存过渡到去库存，可能会放大中国外需回落的压力。美国库存总额的同比增速于 2022 年 6 月续创历史新高后，7 月、8 月回落势头已现。美国经济近几轮去库存期间，中国对美出口均面临较大的回落压力。

图表 17 按中国对外出口金额加权的全球 PMI 对中国出口同比有约 3 个月领先性



资料来源：Wind, 平安证券研究所（注：2021 年出口增速为两年平均同比）

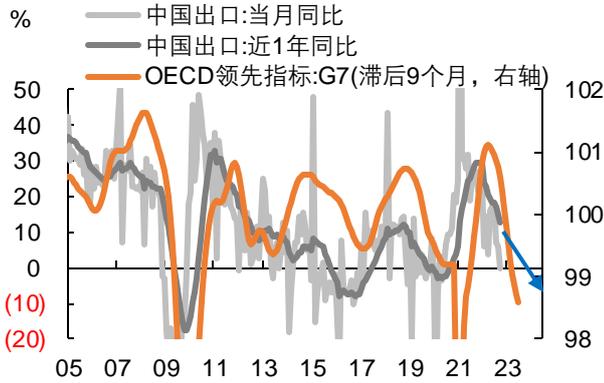
图表 18 美国步入去库存周期，中国对美出口面临更大回落压力



资料来源：Wind, 平安证券研究所（注：2021 年出口增速为两年平均同比）

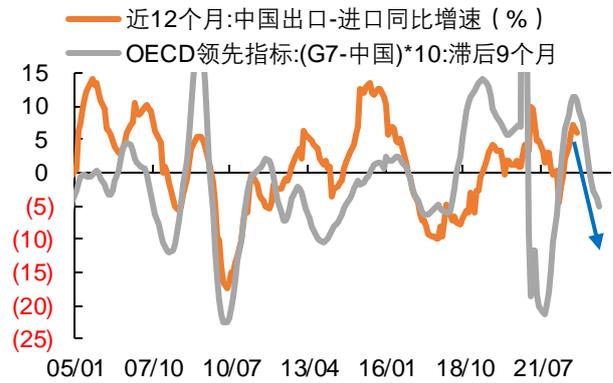
预计 2023 年全年，中国出口增速落入负值区间，进口维持小幅正增长。从 OECD 领先指标看，G7 国家领先指标目前仍处下行趋势，中国领先指标自 2022 年三季度已有企稳趋势，二者拐点分别早于中国出口、进口增速约三个季度。2023 年中国内需有望继续修复，但外需下行压力将进一步凸显，中国“出口-进口”增速差逆转。

图表19 预计 2023 年出口同比增速落入负值区间



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表20 预计 2023 年中国进出口增速差逆转

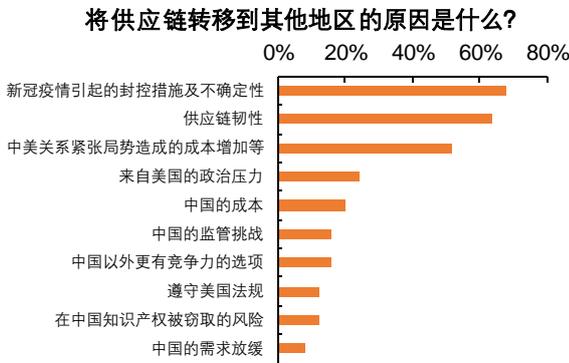


资料来源: Wind, 平安证券研究所

中长期看，全球供应链重置的可能性，会给中国出口的持续增长带来潜在压力。

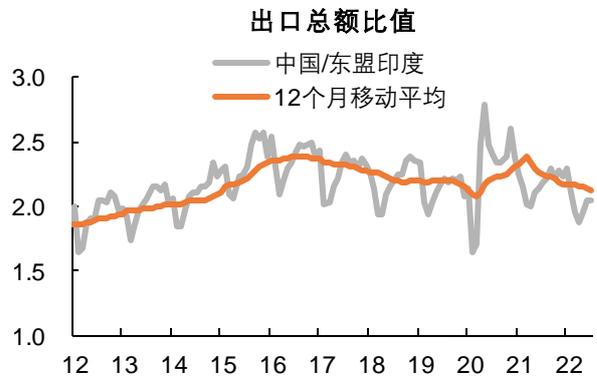
一方面，中国新冠疫情严格防控，已对供应链稳定性造成挑战。根据美中贸易全国委员会 2022 年 8 月发布的《中国商业环境调查》：新冠肺炎疫情导致的停工停产和供应链中断是影响美国在华企业业务和投资、拖累盈利增加、加快转移产业链和成本关切的首要因素。基于对疫情封控措施、供应链韧性和中美关系的考量，部分外资企业正考虑将供应链迁至其他地区。2021 年以来，尽管中国出口市占率整体维持高位，但相比于东盟十国和印度的出口份额下行。

图表21 美国在华企业供应链转移的主要影响因素



资料来源: 美中贸易全国委员会, 平安证券研究所

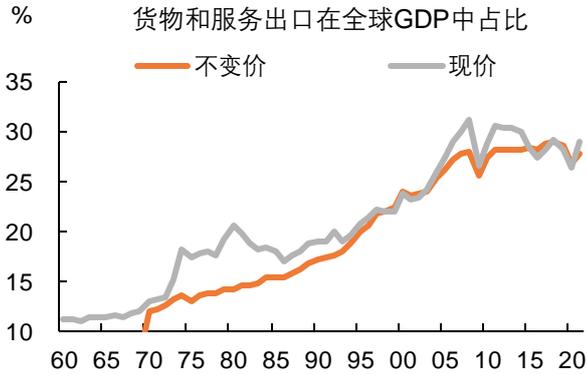
图表22 中国出口份额相比东盟十国和印度下行



资料来源: CEIC, 平安证券研究所

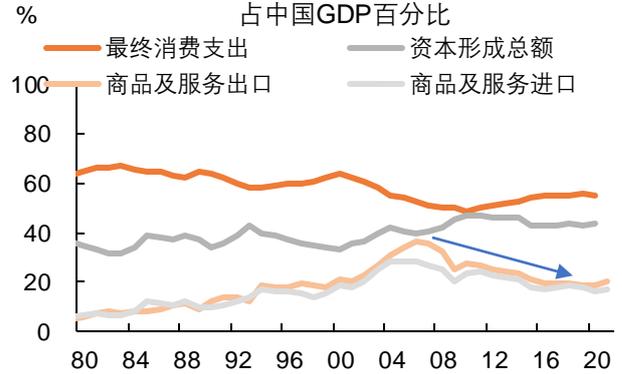
另一方面，欧美发达经济体对产业链安全的诉求提升、关键领域的大国博弈日益加剧。二十大报告指出我国外部环境的变化：“世纪疫情影响深远，逆全球化思潮抬头，单边主义、保护主义明显上升，世界经济复苏乏力，局部冲突和动荡频发，全球性问题加剧，世界进入新的动荡变革期。”事实上，2008 年全球金融危机后，全球化就开始放缓。货物和服务出口在全球 GDP 中的占比从 1995-2007 年的快速抬升，转为进入平台期；2018 年中美互加关税是“逆全球化”的标志性事件，2019 年以不变价计算的货物和服务出口在全球 GDP 中的占比开始呈现出回落，2021 年这一比例较 2018 年 29% 的高点下降了 1.1 个百分点。这一全球化放缓到呈现“逆全球化”的过程，鲜明地体现在中国经济增长的外需动能上：商品和服务出口在中国 GDP 中的占比，从 2007 年的 35% 以上趋势下滑，2019 年为 18.4%，疫情之后由于外需的爆发和中国的供应链优势，这一占比才有所回升。2020-2022 年中国出口的高速增长有很强的阶段性因素，但外部“逆全球化思潮抬头”、“世界经济复苏乏力”的大环境仍在演绎。新发展阶段下，我国经济发展必须更多依靠内循环，“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”。

图表23 全球贸易发展已明显放缓



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表24 出口在中国经济中的占比已趋于下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

## (二) 货币政策空间打开

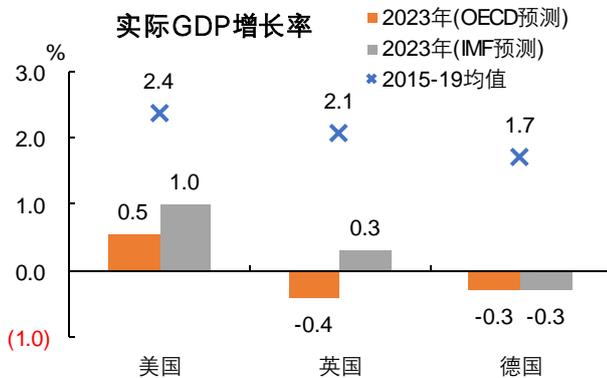
预计美联储加息的外溢效应减弱，国内核心 CPI 维持低位，有利于国内货币政策发力。外部环境方面，随着海外经济衰退风险逐渐加大，海外通胀可能加速回落，美联储或由加息转为降息，这意味着中国货币政策的自主性正进一步增强。国内物价方面，核心 CPI 有望维持低位，预计 2023 年距离 2% 的敏感水平尚远。历史上社融存量同比增速往往领先核心 CPI 约 3-4 个季度，尽管本轮社融增速自 2021 年四季度起震荡回升，但其斜率偏弱。同时，CPI 租赁房租项目受房地产周期的影响较大，2023 年房地产市场探底过程仍然存在不确定性，对核心 CPI 拖累或将持续。

### 1、海外紧货币外溢效应减弱

面对经济下行、通胀趋缓、金融风险上升三重压力，2023 年美欧货币由紧转松具备必要性与可行性。

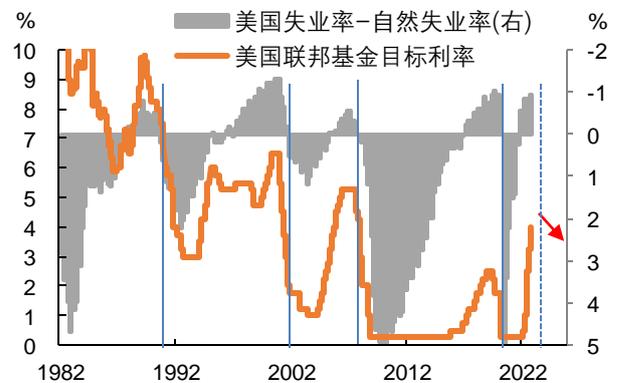
经济方面，受高通胀和货币紧缩影响，2023 年或是美欧经济衰退兑现之时。2015-2019 年，美欧实际 GDP 增速平均为 2% 左右，但 IMF 和 OECD 在今年四季度的最新预测显示，2023 年美欧经济增速或难超过 1%，欧洲经济更可能陷入负增长。美欧货币决策紧盯的就业市场指标，即便短暂受到供给因素扰动，在中期也将与经济增速走势保持同步性。虽然当前美欧失业率仍处于低位，但 2023 年势必将进一步靠近甚至超过“自然失业率”，施予货币政策转松的压力。以美国为例，1982 年以来当失业率超过自然失业率时，美联储均处于降息周期；事实上，当失业率边际上升时（即便绝对水平仍低），货币政策就会开始警惕。美国今年 10 月的失业率回升 0.2 个百分点至 3.7%，美联储 11 月会议释放了即将边际放缓加息的信号。

图表25 2023 年美欧经济或将明显低于潜在增长水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

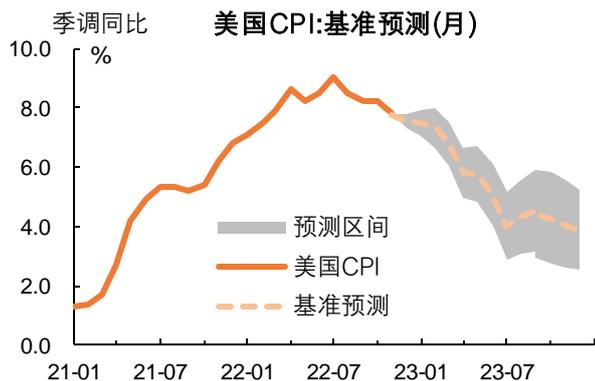
图表26 美国失业率反弹将施予美联储政策转向的压力



资料来源: Wind, 平安证券研究所

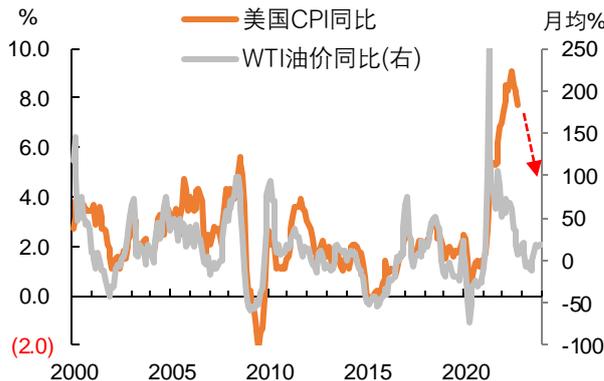
通胀方面，在不发生新的供给冲击的前提下，海外需求放缓将带动通胀回落。我们的基准预测显示，2022年末美国CPI通胀率为7.5%左右，2023年下半年回落至4%左右。美国通胀结构中，1) 能源、二手车等分项拉动已明显减弱，反映供给端压力缓和；2) 运输服务、食品等价格具有一定韧性，因其滞后于国际能源和食品价格，未来有望进一步回落；3) 住房租金仍在加速上涨，预计在未来几个月仍将维持高位，不过当前美国房价在急涨的房贷利率中已经开始降温，住房租金的回落可能只是时间问题。从更宏观的角度看，2023年国际油价对美欧通胀的抬升或将明显缓和。依据2000年以来美国CPI通胀率与WTI油价的相关性，2021和2022年油价同比增速平均分别达到88%和48%，分别抬升CPI同比2.5和1.3个百分点；即便假设2023年WTI油价均值达到100美元/桶，油价同比平均仅为6.5%，仅抬升CPI同比0.2个百分点。

图表27 2023年美国CPI通胀率或将显著回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

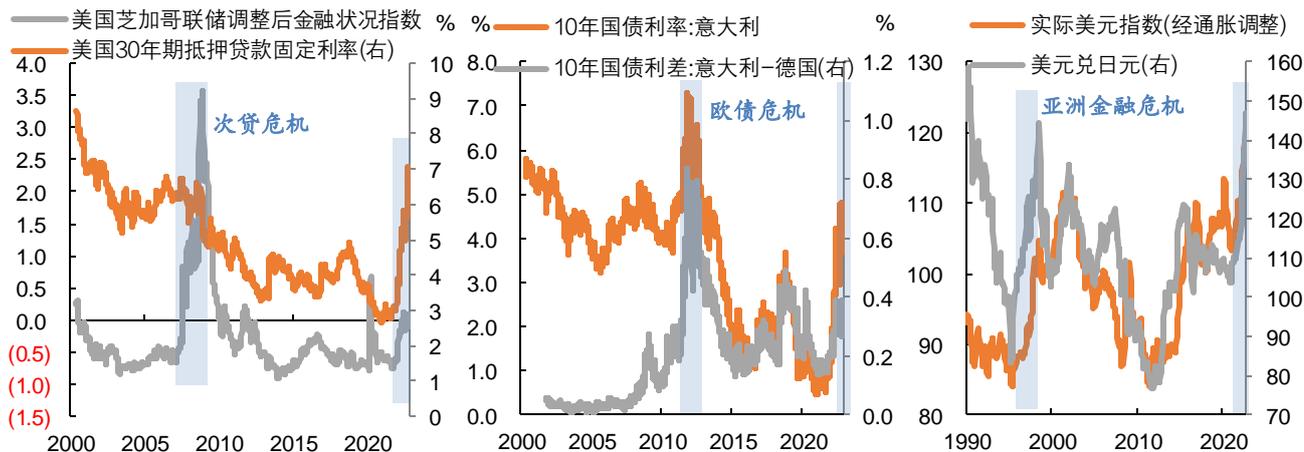
图表28 2023年油价趋稳是美国通胀回落的重要背景



资料来源: Wind, 平安证券研究所, 注: 假设2023年油价为100美元/桶

金融风险方面，金融体系压力也将进一步限制海外央行货币紧缩的空间。“金融稳定”是美联储以及绝大部分央行的隐含职责之一，也是货币紧缩以抗击通胀的隐含前提。伴随海外央行激进紧缩，金融风险信号已不断浮现。今年以来，欧洲和日本接连发生债券与外汇市场动荡。如果金融风险继续上升，央行很难心无旁骛地推进紧缩。正如欧央行仍在动用PEPP再投资、英国央行在国债市场动荡时期重启QE，日本央行不断加大购债以捍卫收益率曲线控制(YCC)等。

图表29 当前，美国（地产）、欧洲（债券）和日本（汇率）金融市场压力已经趋近于历史金融危机时刻

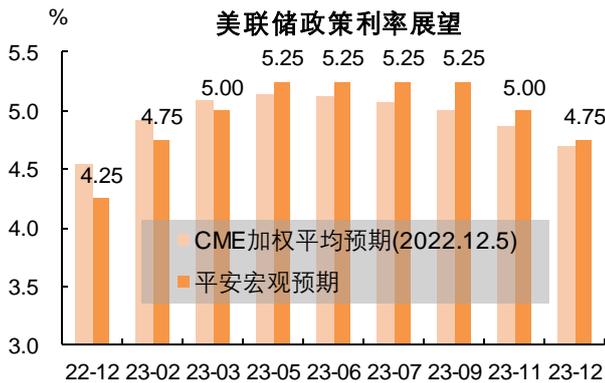


资料来源: Wind, 平安证券研究所

在美联储紧缩放缓的背景下，中美国债利率倒挂、美元回流问题缓解，中国货币政策可能获得更大自主性。

**2023 年美联储或于二季度停止加息、四季度或开始降息，美债利率上行动能不断减弱。**我们的基准预期是，美联储在 12 月和 2 月分别加息 50BP，3 月和 5 月分别加息 25BP，使政策利率达到 5.25%，并维持这一水平较长时间，或于四季度开始小幅降息。逻辑在于：1) 当前美国核心通胀仍高，加息不宜过快放缓；2) 明年二季度，美国经济下行压力较大，通胀率在高基数下有望快速回落，美联储具备停止加息的基础；3) 货币政策过早放松或引发通胀反复，鉴于此，美联储或尽量维持终端利率较长时间，直到美国通胀实质性缓和（或在四季度）。1980 年代以来的历史经验显示，在美国加息周期尾部，10 年美债利率往往领先于政策利率而回落，这反映出市场对于货币政策转向的高敏感性。我们判断，美联储逐步放缓紧缩的过程，美债利率上行动力将持续走弱；随着经济衰退风险加大、通胀压力实质性缓和，美债利率还有可能进一步下行。

图表30 2023 年美联储或于 Q2 停止加息、Q4 降息



资料来源：CME, 平安证券研究所

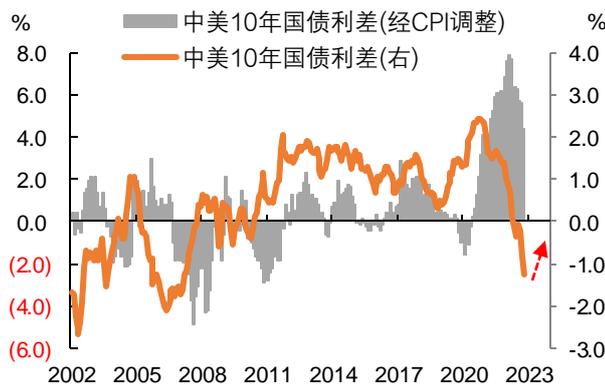
图表31 10 年美债利率往往领先于政策利率回落



资料来源：Wind, 平安证券研究所

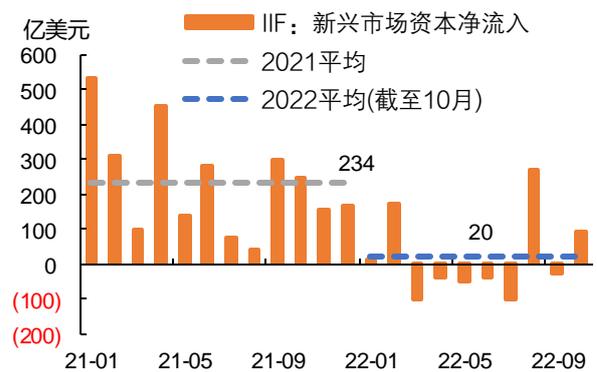
**中美国债利率倒挂程度有望减弱，资本外流压力将显著缓解。**2022 年以来，新兴市场资本流入明显放缓，在多个月份经历资金净流出，资本流出的空间不断缩小、资本回流的势能不断累积。据国际金融协会（IIF）数据，2022 年 1-10 月，新兴市场资金累计净流入仅 195 亿美元，远低于 2021 年同期的 2486 亿美元。2023 年，随着中美国债利率倒挂程度减弱，以及考虑通胀因素的实际利差仍将保持有利水平，资本回流中国等新兴市场将是顺势所趋。

图表32 2023 年中美国债利率倒挂程度有望减弱，考虑通胀因素的实际利差仍将保持有利水平



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表33 2022 年新兴市场资本流入显著放缓



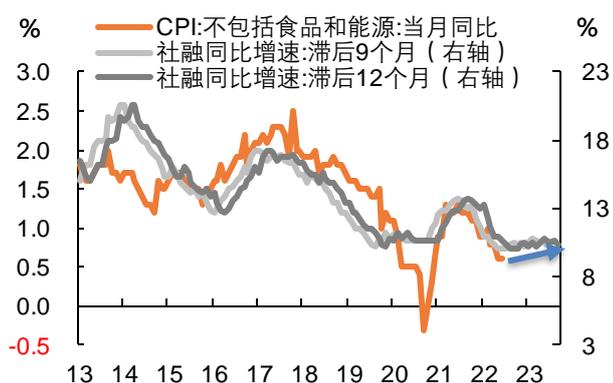
资料来源：IIF, 平安证券研究所

2、国内结构性通胀压力趋弱

我国货币政策的操作可能更加关注核心 CPI 的变化。回顾 2011 年以来的历史，历次降准降息操作都发生在核心 CPI 同比向下或平稳运行（绝对水平通常在 2% 以下）的背景下，如 2019 年下半年 CPI 同比上冲 5.4% 高点时、2021 年下半年 PPI 同比上冲 13.5% 高点时，都没有影响央行降准降息。

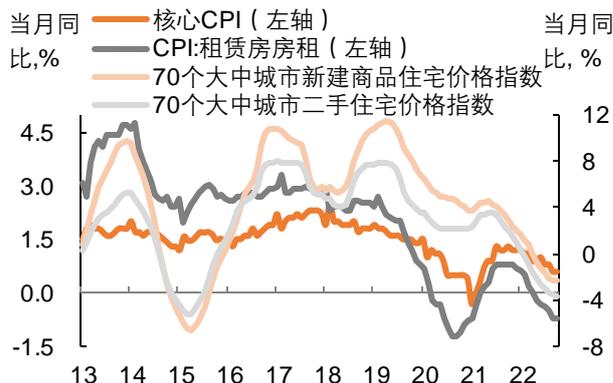
预计 2023 年核心 CPI 距离 2% 的敏感水平尚远。截至 2022 年 10 月，核心 CPI 同比尚位于 0.6% 的历史偏低位置。一是，从总量指标看，历史上社融增速往往领先核心 CPI 约 3-4 个季度，本轮社融自 2021 年四季度起震荡回升，但其斜率偏弱，对核心 CPI 的向上牵引力不强。二是，CPI 租赁房房租项目受房地产周期的影响较大，2021 年 12 月以来持续下行，2023 年房地产市场复苏斜率可能不高，对核心 CPI 拖累或将持续。不过，除房租以外的旅游、家庭服务等相关项目在核心 CPI 中权重不小，如若随着防控政策的不断优化，线下服务需求的有所释放，可能给核心 CPI 带来潜在上行压力。

图表 34 社融增速往往领先核心 CPI 三到四个季度



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 35 核心 CPI、房租与商品房价格



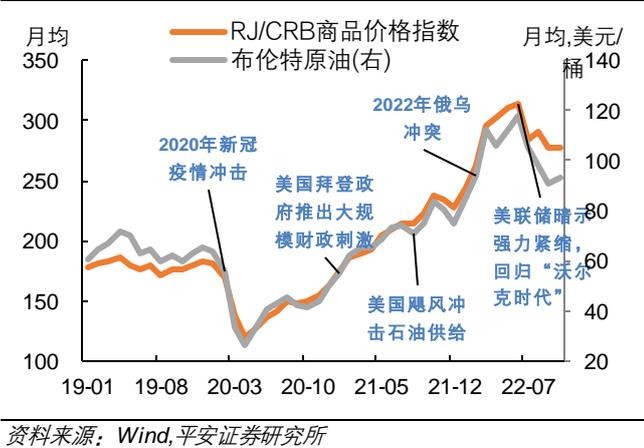
资料来源：Wind, 平安证券研究所

未来一年环比增速对 PPI 的贡献转负。国内方面，M1 增速领先 PPI 同比增速变化约三个季度，2022 年初震荡略有上行，但 8 月以来又明显回落，表明内需对 PPI 上行的支撑偏弱。海外方面，发达经济体央行“紧货币”下，全球制造业景气度下滑，海外定价的大宗商品需求回落，价格颓势逐渐显现。

2022 年下半年开始，本轮大宗商品“超级周期”已逐渐步入尾声。一是，高价格下供需逐渐走向平衡；二是，全球紧缩下商品金融属性弱化；三是，与俄乌冲突有关的供给担忧缓解。10-11 月，RJ/CRB 商品指数均值较二季度回落 10%，距离峰值回落 15%。10-11 月，布伦特原油均价为 93 美元/桶，较二季度回落 17%，距离峰值回落 27%。

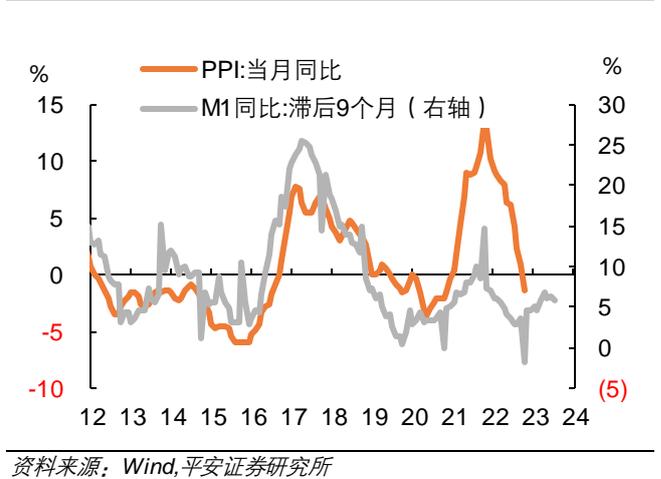
展望 2023 年，在不发生新的供给冲击的前提下，需求因素有望取代供给因素成为全球商品定价的核心因素。随着全球经济增长进一步放缓，以原油为代表的大宗商品价格波动中枢有望下移。我们的基准预测认为，国际油价（布伦特原油）波动中枢将下移至 75 美元/桶左右；本轮冬季能源需求对油价形成一定支撑，但随着海外经济衰退逐步兑现，2023 年春季以后下行趋势或更明显。

图表36 2022 下半年开始，本轮大宗商品“超级周期”已逐渐步入尾声



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表37 M1 增速领先 PPI 同比增速变化约三季度



资料来源: Wind, 平安证券研究所

除国际原油价格外，PPI 走势还需关注：一方面，内需定价的黑色商品价格存在阶段性上行风险。海内外动力煤价格倒挂的现象依然存在，螺纹钢为代表的产品库存持续去化，已至历史同期偏低位置，如若 2023 年地产、基建投资需求强于产业端预期，可能阶段性助推黑色产业链涨价。另一方面，警惕人民币汇率贬值压力的释放，这将助推输入性通胀风险。短期看，美元指数仍有进一步上冲动能，中美货币政策分化仍在继续，且国内出口下行压力逐渐显现，人民币汇率依然面临贬值压力。

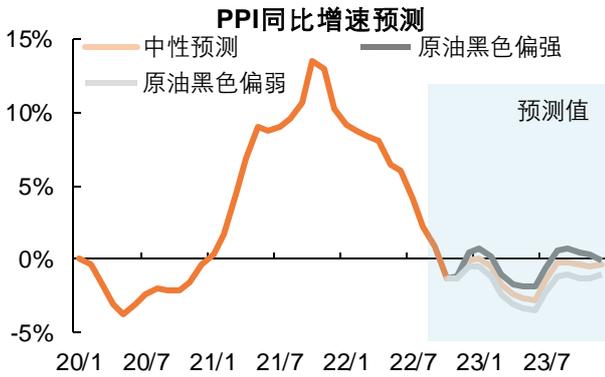
预计 2023 年 PPI 同比增速中枢下移至负值区间，呈低位震荡态势，2023 年 6 月前后到达阶段性低点。

- 中性情形下，假设 2023 年原油价格的中枢在 75 美元/桶左右，螺纹钢的价格中枢约为 3800 元/吨，动力煤(Q5500) 的价格中枢约 1350 元/吨，**预计 2023 年 PPI 中枢为-1.1%**。
- 油价与黑色系商品偏强情形下，假设 2023 年原油价格的中枢在 90 美元/桶左右（较中性情形约高出 15 美元/桶），螺纹钢的价格中枢约为 4300 元/吨，动力煤(Q5500) 的价格中枢约 1500 元/吨，**预计 2023 年 PPI 中枢为-0.3%**。
- 油价与黑色系商品偏弱情形下，假设 2023 年原油价格的中枢在 60 美元/桶左右（较中性情形大约低 15 美元/桶），螺纹钢的价格中枢约为 3500 元/吨，动力煤(Q5500) 的价格中枢约 1200 元/吨，**预计 2023 年 PPI 中枢为-1.8%**。

预计 2023 年 CPI 同比增速前高后低，中枢略低于 2022 年。受基数效应影响，2023 年 2 月达阶段性高点。具体地：

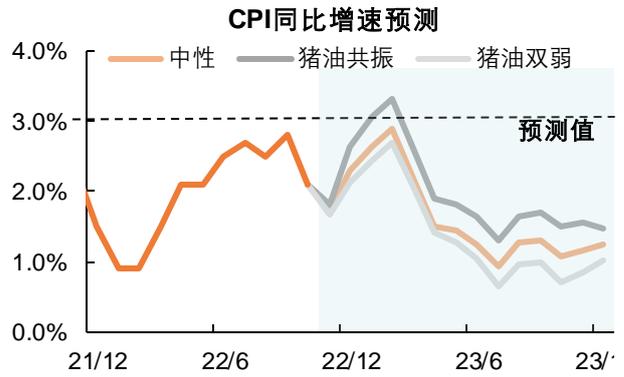
- 中性情形下，假设 2023 年猪肉价格中枢 30 元/公斤，布油价格中枢 75 美元/桶左右，**预计 2023 年 CPI 中枢为 1.6%**。
- 猪油偏强情形下，假设 2023 年猪肉价格中枢 35 元/公斤，布油中枢 90 美元/桶左右，**预计 2023 年 CPI 中枢为 2.0%**。
- 猪油双弱情形下，假设 2023 年猪肉价格中枢 28 元/公斤，布油中枢 60 美元/桶左右，**预计 2023 年 CPI 中枢为 1.3%**。

图表38 2023年PPI同比增速预测



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表39 2023年CPI同比增速预测



资料来源: Wind, 平安证券研究所

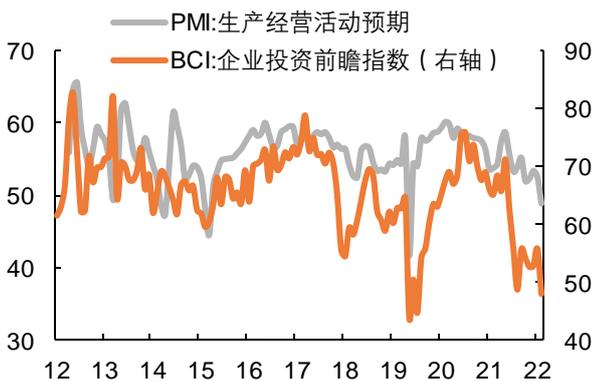
### (三) 防疫政策优化或有助“内循环”

2020年年初以来,新冠疫情对居民和企业的预期和信心产生根本性压制。这体现为:

一方面,企业不敢投资。可选消费行业需求受疫情冲击较大,2020年以来其占制造业投资比例显著回落。在奥密克戎变种影响下,企业部门的投资活动预期快速转弱,PMI生产经营活动预期指数和长江商学院编制的BCI企业投资前瞻指数均自2022年2月高位下滑,双双于2022年11月创年内新低。

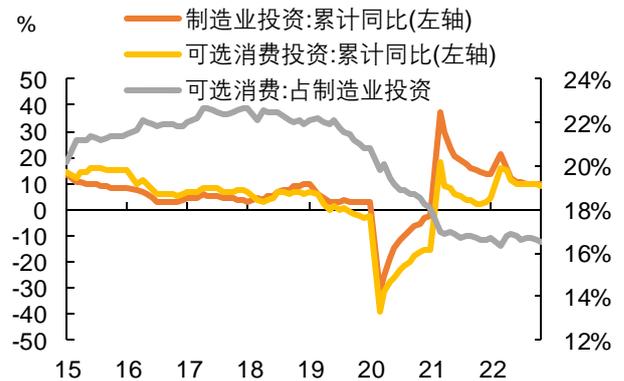
另一方面,居民不敢花钱。较为严格的疫情防控物理隔离措施反复阻碍“人流”和“物流”,可选消费、服务消费因缺乏消费场景往往大幅下降。同时,接触性服务业及住房建筑业表现低迷,就业市场的不确定性加大,居民预防性储蓄上升,消费意愿不足。

图表40 企业预期相关指标仍低于2022年年初



资料来源: Wind, 平安证券研究所

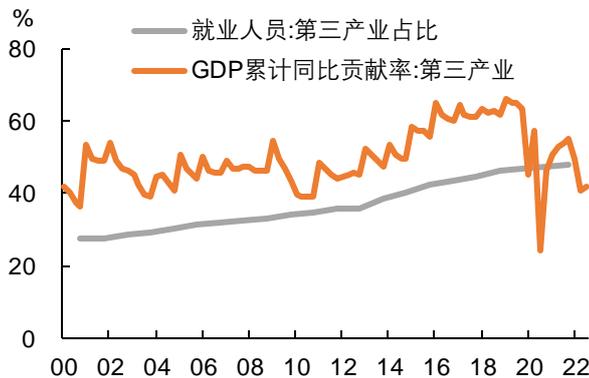
图表41 疫情抑制可选消费行业投资活动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2023年最大的不确定性在于疫情防控优化后国内疫情的演变。若疫情防控政策优化后,国内新增确诊病例和无症状感染者持续攀升,出于安全考虑,居民可能自发减少外出和跨区域流动。而若随着新冠病毒的变异,在毒性下降的同时,感染能力也下降的话,将有助于2023年消费恢复斜率的提升:首先,线下服务业消费需求能够较快释放;其次,线下服务业吸纳就业人口的能力增强,有助于居民就业及收入预期的改善;最后,近年居民部门的预防性储蓄增加,疫情好转后,前期的预防性储蓄中将有一部分会转化为消费。

图表42 2021年服务业就业人员占比为48%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表43 2022年居民新增储蓄规模持续抬升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

讨论消费修复需要关注一些重点商品消费的变化：一是**2023年汽车销售增速可能负增长**。2022年前10个月，汽车类限额以上批零企业零售额同比增长0.8%，受阶段性减半征收车辆购置税等政策的推动较大。从汽车类限额以上批零企业零售额的当月同比看，2022年5月同比-16.0%，各类促销售政策出台后，2022年6月其增速跳升至13.9%，并于2022年8月到达高点15.9%，随后开始回落，2022年10月已降至3.9%。因刺激政策对汽车消费的透支，预计2023年汽车销售可能重回负增长。二是**2023年地产后周期消费可能有明显改善**。限额以上消费中，2022年电器音像器材类、建筑及装潢材料类、家具类等地产后周期消费的增速靠后，同商品房延期交付密切相关。预计2023年“保交楼”将取得更具实质性的效果，期房交付后的装修需求，有望带动地产后周期消费改善。

从更长周期的视角看，20大报告提出“增强消费对经济发展的基础性作用”，消费在“内循环”过程中，被寄予了承担关键引擎职能的期望。提升消费的要素包括：增加居民收入（对经济增长和稳就业提出要求）、改善收入分配（“增加低收入者收入，扩大中等收入群体”、“着力维护和促进社会公平正义”）、增强消费信心（“健全社会保障体系”，其中包括“房住不炒”“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”）。

基于这一立足点，二十大报告对经济增长目标的规划体现了更多“分配”层面的内容：总体导向是“推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”；未来五年是“居民收入增长和经济增长基本同步，劳动报酬提高与劳动生产率提高基本同步”；到2035年是“人均GDP达到中等发达国家水平，中等收入群体比重明显提高”。

### 三、提振投资，是破局关键所在

**2023年中国经济有必要维持5%左右的增速目标**。这主要是基于三点考虑：一是，在新一届政府的开局之年，更有必要保持GDP增速目标的连贯性；二是，5%左右的增速目标是向中国潜在经济增速靠拢的体现，在2022年低基数的基础上有望回归常态；三是，基于保市场和稳就业的压力，有必要GDP维持中高速增长。

实现5%左右的增速目标，需充分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、保持基建投资增速、争取制造业投资取得良好成绩。

图表44 2023年中国经济主要指标的预测

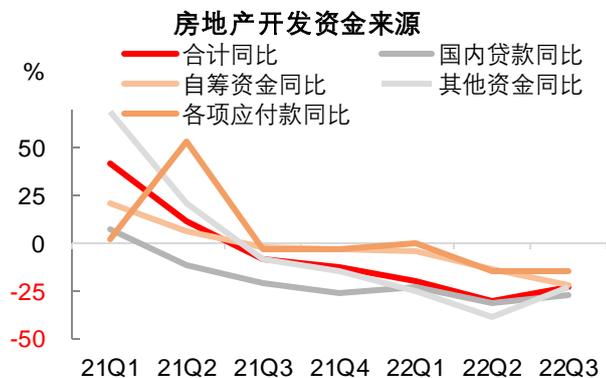
单位: %	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022Y	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023Y
GDP (当季同比)	4.8	0.4	3.9	3.0	3.0	4.0	6.5	5.4	4.1	5.0
工业增加值 (当季同比)	6.5	0.6	4.8	4.5	4.0	3.9	6.3	5.1	4.3	4.8
固定资产投资 (累计同比)	9.3	6.1	5.9	5.4	5.4	5.0	5.2	5.5	5.8	5.8
——房地产	0.7	-5.4	-8.0	-8.0	-8.0	-6.5	-5.5	-4.0	-3.0	-3.0
——基建	10.5	9.3	11.2	10.2	10.2	9.0	8.5	8.2	7.5	7.5
——制造业	15.6	10.4	10.1	9.0	9.0	5.0	5.5	4.8	4.5	4.5
社会消费品零售总额 (当季同比)	3.3	-4.6	3.5	1.0	0.6	2.0	8.0	6.0	6.5	5.5
出口 (当季同比)	15.8	12.4	10.2	-2.0	8.4	-8.0	-6.2	-3.5	3.0	-3.7
进口 (当季同比)	9.6	1.4	0.8	-0.2	2.9	0.2	2.8	3.2	3.5	2.4
CPI (当季同比)	1.1	2.2	2.7	2.0	2.0	2.6	1.4	1.2	1.2	1.6
PPI (当季同比)	8.7	6.8	2.5	-0.9	4.3	-0.7	-2.6	-0.6	-0.4	-1.1
社会融资规模 (存量同比)	10.6	10.9	10.6	10.3	10.3	10.1	9.8	10.2	10.3	10.3
M2 (存量同比)	9.7	11.4	12.1	11.3	11.3	10.2	9.6	9.2	9.3	9.3

资料来源: Wind, 平安证券研究所 (注: 2022Q4 开始的数据均为预测值)

### (一) 房地产拖累或将趋弱

2022年对中国房地产业冲击最大的是, 7月出现了事件性冲击。其根源在于, 融资政策收紧后, 2021年三季度开发商到位资金同比转负, 影响了商品房的施工和交付, 期房购买者迟迟不能拿到商品房, 问题最终爆发。近年商品房期房销售面积占比超过八成, 期房不能如期交付, 也抑制了居民购房意愿。央行城镇储户问卷调查显示, 2022年三季度预计未来3个月增加购房支出的居民比例处于近年低位。

图表45 2021年三季度, 房地产开发资金来源同比转负



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表46 近年商品房期房销售面积占比超过八成



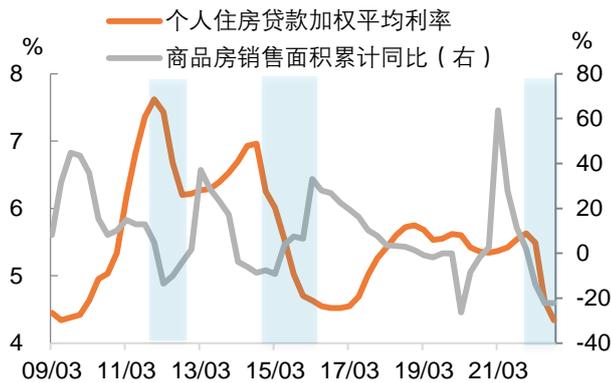
资料来源: Wind, 平安证券研究所

为推动房地产行业平稳健康发展, 2022年7月以来, 在房地产销售端出台了一系列政策: 1、2022年8月LPR报价利率非对称下调, 5年期LPR利率下调15bp; 2、2022年9月29日中国人民银行、银保监会阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限; 3、2022年9月30日中国人民银行下调首套个人住房公积金贷款利率15bp; 4、2022年9月30日财政部、国家税务总局联合发布公告, 宣布2022年10月1日至2023年12月31日, 对出售自有住房并在1年内买新房的购房者, 予以个人所得税的退税优惠; 5、2022年11月人民银行、银保监会联合发布的《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展的通知》中, 第二条明确指出支持个人住房贷款合理需求; 6、多个城市在首付比例、首套房认定标准、购房门槛、限售要求、公积金贷款上限等方面松绑, 如目前至少有30个城市首套房的首付比例降至两成。

2022年3季度个人住房贷款加权平均利率降至4.34%，较2022年4季度下降了129个bp，处于2008年公布数据以来的最低水平。但对比历次房地产调控周期，本次稳地产过程中，销售对房贷利率的敏感性下降，房地产销售趋势性好转可能还需时日。

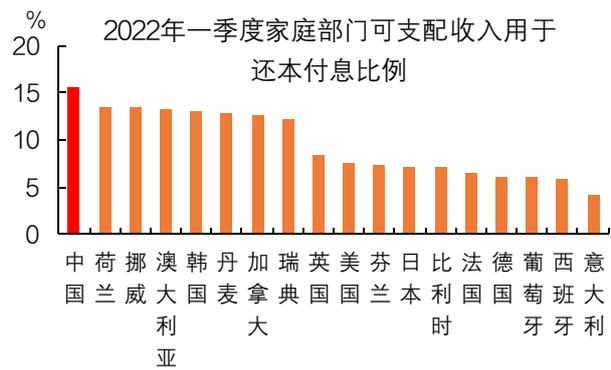
**多因素抑制本轮房地产促销政策的效果：**一是，居民资产负债表恶化，2022年一季度以还本付息额/可支配收入衡量的家庭部门偿债比率，中国家庭部门为15.7%，高于主要发达国家；二是，经济和就业不确定性较高，高债务压力下，居民部门预防性储蓄上升；三是，2016年商品房销售开始透支，我们测算2016年-2021年住宅实际销售面积，高于刚需和改善性需求共计16.3亿平方米；四是，房地产事件性冲击后，居民对期房可如期交付的信心下降。

图表47 本轮房贷利率下调并未有效带动销售回升



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表48 中国家庭部门偿债压力高于主要发达经济体

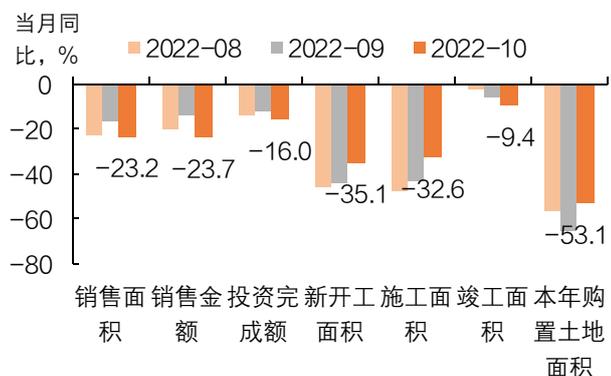


资料来源:Wind, BIS, 平安证券研究所

**加快推动“保交楼”，是促进房地产行业形成良性循环的最关键一步。2022年8-10月，在房企融资端也出台了一系列政策：**1、2022年8月，政策性银行设立2000亿元保交楼专项借款，央行重启PSL或与此有关；2、2022年8月，郑州、南宁等地陆续设立房地产纾困基金；3、2022年9月，中债信用增进公司为头部民营房企发债提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保支持；4、2022年10月，证监会允许自身及控股子公司涉房的企业中，最近一年房地产业务收入、利润占企业当期相应指标的比例不超过10%的企业可在A股市场融资，参股子公司涉房但最近一年房地产业务产生的投资收益占企业当期利润比例不超过10%的企业也可在A股市场融资；5、2022年10月，中国人民银行、外汇局将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1上调至1.25，民营房企的外债上限有望提高25%。

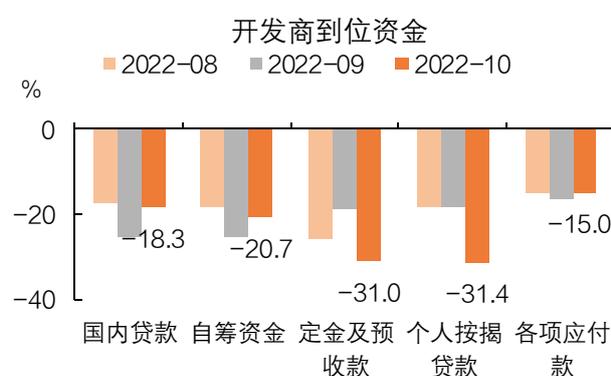
**相关政策取得了一定效果，2022年10月房地产相关指标的同比多数走弱，但出现了两个积极信号：**第一，本年购置土地面积和新开工面积这两个领先指标的当月同比，跌幅出现收窄；第二，房地产开发资金来源同比继续回落，但国内贷款和自筹资金这两个反映外部融资能力的指标当月同比均回升。

图表49 2022年10月房地产领先指标的同比跌幅收窄



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表50 2022年10月房企外源性融资的同比增速回升

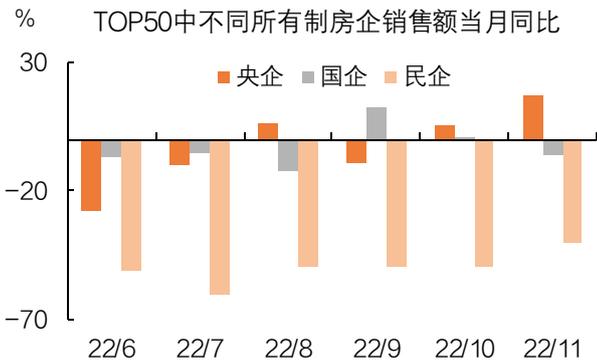


资料来源:Wind, 平安证券研究所

我们认为，尽管 2023 年房地产销售可能难以明显好转，但房地产投资对经济的拖累预计有望逐步趋弱：

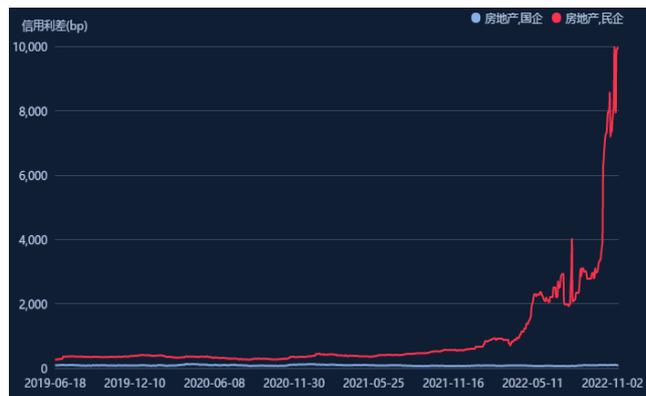
一方面，2022 年 11 月房地产融资政策进一步松绑，且相比于前期的政策更加务实，民营房企相对更为受益，它们的融资难有望逐步好转。和央企、国企的开发商相比，民企开发商销售回款和外部融资的能力都更羸弱。TOP50 房企中，2022 年 11 月央企和国企的开发商销售均已明显改善，但民企开发商的销售额同比降幅仍达四成。而外源性融资方面，2022 年 7 月事件性冲击后，民企开发商融资成本大幅上升，民营房企债券信用利差升至高位，而国企开发商的信用利差基本稳定。

图表51 民企开发商的销售相对于央、国企的表现低迷



资料来源:克而瑞, 平安证券研究所

图表52 房地产企业中, 国企和民企的信用利差升至高位



资料来源:DM, 平安证券研究所

围绕房企融资松绑，2022 年 11 月出台了一系列政策，“三箭齐发”有望缓解民营房企的融资困境：

一是，民营企业债券融资支持工具（第二支箭）延期并扩容，预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。民营房企是重点支持方向，在“第二支箭”框架下龙湖集团、美的置业和金辉集团，作为扩容后的首批增信民营房企，合计已完成融资 47 亿元。

二是，人民银行将推出 2000 亿元“保交楼”贷款支持计划。2022 年 11 月 21 日，人民银行行长在金融街论坛年会上指出“研究设立鼓励商业银行支持‘保交楼’结构性政策工具”。财新等媒体报道称，在同日召开的全国性商业银行信贷工作座谈会上，人民银行副行长介绍称“在前期推出的‘保交楼’专项借款的基础上，人民银行将面向 6 家商业银行推出 2000 亿元‘保交楼’贷款支持计划，为商业银行提供零成本资金”。

三是，“十六条”正式发布，在房地产产业链多个环节松绑融资。2022 年 11 月 23 日，中国人民银行、银保监会联合发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，涉及开发贷、信托贷款、并购贷、保交楼、房企纾困、贷款展期、建筑企业贷款、租赁融资、个人房贷和征信等房地产上下游多方面的融资。此外，该文件第一条明确指出“对国有、民营等各类房地产企业一视同仁”。

四是，三部委联合发布《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，放松预售资金监管。

五是，证监会在股权融资方面调整优化 5 项措施支持房地产市场平稳健康发展，具体包括恢复涉房上市公司并购重组及配套融资、恢复上市房企和涉房上市公司再融资、调整完善房地产企业境外上市政策、进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用和积极发挥私募股权基金作用。

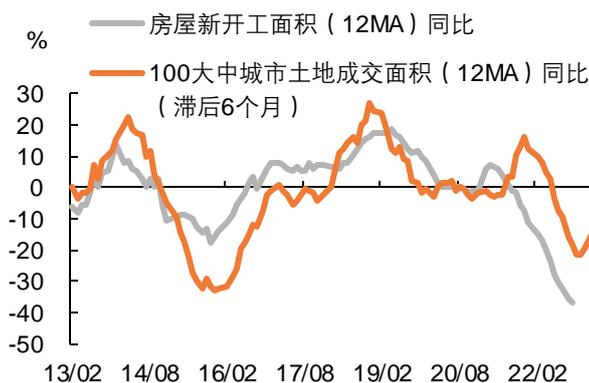
商业银行是改善房企流动性、推动保交楼的最主要资金提供方，在政策引导和推动下，11 月 23 日-25 日，3 天时间六大国有银行共向 17 家房企提供授信超万亿元。

11 月密集出台务实的房企融资政策，至少有两个积极信号：第一，在地方政府主导保交楼的同时，金融体系配合，可缓解地方政府自身财力不足的问题，这对于保交楼和推动行业形成良性循环至关重要。第二，在“保交楼”的同时，会赋予“保房企”更高权重。前期对房地产纾困策略的主流理解是“保市场不保主体”、“保行业不保主体”，这和开发商“要生存”的

目标可能冲突，“躺平”而不是积极配合“保交楼”，对部分民企开发商来说可能是更好的应对之策。“十六条”要求“对国有、民营等各类房地产企业一视同仁”，商业银行向民营房企提供授信，在改善民营房企预期同时，也能更好推进保交楼。

另一方面，根据领先指标判断，新开工面积同比短期或将触底，而竣工面积同比大概率将加速。100大中城市土地成交面积（12MA，即12个月移动平均）同比领先新开工面积（12MA）同比约半年，根据领先性判断，新开工面积同比短期或将触底。新开工面积（12MA）领先竣工面积（12MA）同比三年左右，2021年三季度到今年三季度，应竣工但实际未竣工的商品房面积持续累积。“保交楼”推动下，2022年10月竣工面积（12MA）同比见底回升，预计后续将进一步加速。存量项目施工面积占年施工面积的75%-80%，“保交楼”将对房地产投资产生积极影响。

图表53 根据领先指标判断，新开工面积增速或将触底



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表54 商品房竣工面积大概率将加速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

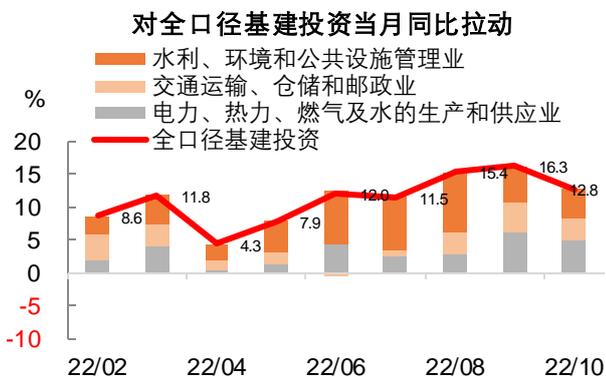
**展望 2023 年，房地产新发展模式可能得到进一步部署、落实。**2021 年 12 月召开的中央经济工作会议，首次针对房地产提出“探索新的发展模式”。何为房地产新的发展模式还没有明确定论，不过我们认为发展租赁住房是其中应有之义。从 20 大报告看，房地产未来将更突出保障属性，要“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”。

**郑州房地产纾困模式值得借鉴，这有助于保交楼和房地产市场尽快形成良性循环。**据财新等媒体报道，2022 年 7 月下旬郑州市政府相关部门组织 8 家房企举行在郑项目情况汇报会。会议明确了四种纾困模式：一是，“棚改统贷统还”模式，由政府平台公司接收，后期政府主导；二是，资产大于负债的项目，可选择“收并购”模式，由政府组织央国企、金融机构对接，解决企业现金流问题；三是，资不抵债的项目，可采用“破产重组”模式，由政府组织破产重组，以保证项目交付；四是，销售不畅、建设资金困难的，可选择“保障性租赁住房”模式，由政府组织专项建设贷款。其中第一、第三和第四种模式，政府及其部门都参与了问题项目的后续建设工作，并提供具有公共品属性的房子，符合房地产业新发展模式的转型方向。

## （二）基建投资仍需挑大梁

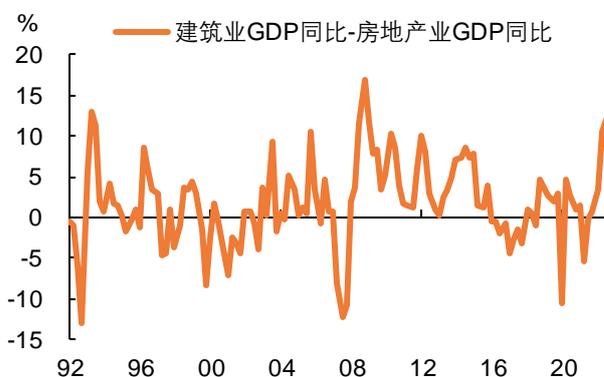
**基建是 2022 年托底经济的最重要力量，且三季度基建实物工作量已加快形成。**2022 年前 10 个月全口径基建投资同比增长 11.4%，在各终端需求中提升幅度最大。此外，**2022 年三季度基建实物工作量加快形成，体现在两点：第一**，2022 年三季度建筑业 GDP 同比 7.8%，在主要行业中位列第二，而房地产业 GDP 同比-4.2%，在主要行业最低，两者的增速差创 2009 年二季度以来的最大值；**第二**，高频的石油沥青装置开工率 2022 年三季度已恢复至 2021 年同期水平，而三季度水泥磨机运转率和往年同期比有较大差距。基建实物工作量形成，而地产施工低迷，是两个高频指标同比分化的原因。

图表55 2022年全口径基建投资当月同比走势



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表56 2022年三季度建筑业和房地产业的GDP同比增速差创多年新高



资料来源: Wind,平安证券研究所

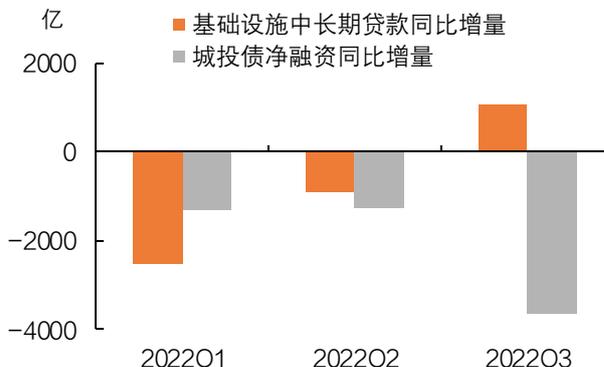
从资金来源看，2022年公共财政和市场化融资对基建的支持力度均有限。公共财政方面，2022年前10个月公共财政支出投向中，和基建相关的节能环保、城乡社区事务、农林水事务、交通运输这四个分项合计占比22.3%，是2009年以来同期的最低值。这可能是基建项目资本金不足，进而制约配套融资和实物工作量形成的重要原因。与此同时，隐性债务监管未放松和金融机构市场化考核加强，也制约了市场化融资对基建的支持：一是2022年上半年，本外币基础设施中长期贷款同比少增3419亿，政策推动下2022年三季度有所好转，但2022年前三季度仍累计同比少增2353亿；二是2022年前三季度城投债净融资同比少增6230亿。

图表57 2022年前10个月公共财政基建相关支出占比处于低位



资料来源: Wind,平安证券研究所

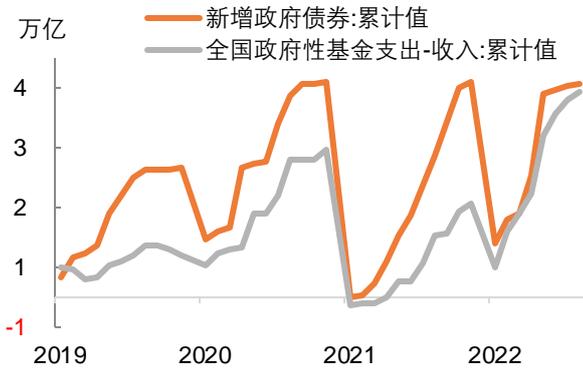
图表58 2022年前三季度基建市场化融资同比少增



资料来源: Wind,平安证券研究所

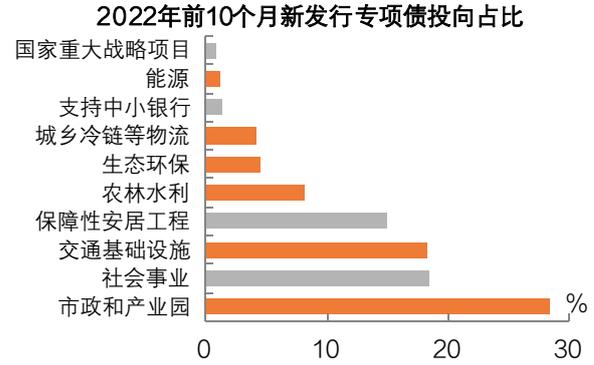
专项债和政策性银行助力2022年基建投资高增长。专项债为基建投资贡献主要增量资金：一是2022年新增专项债发行较快，上半年发行进度达93.3%；二是对比来看，2022年专项债资金沉淀现象明显好转；三是从专项债投向看，基建相关的占比近七成。此外，还使用了5000亿元以上专项债结存限额，2022年四季度发行和投放完毕。此外，广义财政通过政策性银行发力基建：一是分两批次设立政策性开发性金融工具，额度6000亿元以上，实际已投放7399亿，意在补充资本金；二是5月末调增政策性银行信贷额度8000亿。此外，还引导商业银行加大对基建的信贷支持。

图表59 2022年专项债资金沉淀现象明显好转



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表60 2022年前10个月新发行专项债投向结构



资料来源: Wind, 平安证券研究所

**2023年基建投资仍有必要保持较高增速,但财政“两本账”对基建的增量支持预计将有限:**一是2023年公共财政支出继续面临刚性支出的挤压,投向基建的增量资金有限;二是考虑到2022年使用了2021年末未使用的1.2万亿专项债资金、5000亿专项债结存限额,2023年专项债投向基建的规模大概率将同比少增。

**广义财政工具仍需继续发力。**一方面,2022年政策性开发性金融工具已为基建项目补充资本金7399多亿,投向以传统基建为主,撬动总投资比例在10倍左右。交通、水利等重大项目施工周期在3年左右,资本金不足问题缓解后,2023年需解决配套融资问题。由于隐性债务监管未放松、商业类金融机构市场化考核,预计2023年商业类金融机构对基建配套融资的意愿仍将低迷,需要政策性开发性金融机构加大基建类信贷投放。**另一方面,**公共财政对基建的支持力度不足,意味着2023年的部分新开工项目,或继续需通过政策性开发性金融工具补充资本金。

**在项目来源方面,预计2023年构建现代化基础设施体系将取得新进展,有助于缓解近年基建项目储备不足的问题。**2022年4月26日中央财经委员会第十一次会议,研究全面加强基础设施建设问题,构建现代化基础设施体系。从其战略重点谋划的方向看,和十四五规划一脉相承。20大报告中,也明确指出“优化基础设施布局、结构、功能和系统集成,构建现代化基础设施体系”。

图表61 现代化基础设施体系五大重点投向

基础设施类型	具体投向
<b>网络型基础设施</b>	加强交通、能源、水利等网络型基础设施建设,把联网、补网、强链作为建设的重点,着力提升网络效益。加快建设国家综合立体交通网主骨架,加强沿海和内河港口航道规划建设,优化提升全国水运设施网络。发展分布式智能电网,建设一批新型绿色低碳能源基地,加快完善油气管网。加快构建国家水网主骨架和大动脉,推进重点水源、灌区、蓄滞洪区建设和现代化改造。
<b>产业升级基础设施</b>	加强信息、科技、物流等产业升级基础设施建设,布局建设新一代超算、云计算、人工智能平台、宽带基础网络等设施,推进重大科技基础设施布局建设,加强综合交通枢纽及集疏运体系建设,布局建设一批支线机场、通用机场和货运机场。
<b>城市基础设施</b>	加强城市基础设施建设,打造高品质生活空间,推进城市群交通一体化,建设便捷高效的城际铁路网,发展市域(郊)铁路和城市轨道交通,推动建设城市综合道路交通体系,有序推进地下综合管廊建设,加强城市防洪排涝、污水和垃圾收集处理体系建设,加强防灾减灾基础设施建设,加强公共卫生应急设施建设,加强智能道路、智能电源、智能公交等智慧基础设施建设。
<b>农业农村基础设施</b>	加强农业农村基础设施建设,完善农田水利设施,加强高标准农田建设,稳步推进建设“四好农村路”,完善农村交通运输体系,加快城乡冷链物流设施建设,实施规模化供水工程,加强农村污水和垃圾收集处理设施建设,以基础设施现代化促进农业农村现代化。
<b>国家安全基础设施</b>	加强国家安全基础设施建设,加快提升应对极端情况的能力。

资料来源:新华社,平安证券研究所

### (三) 制造业投资激发新动能

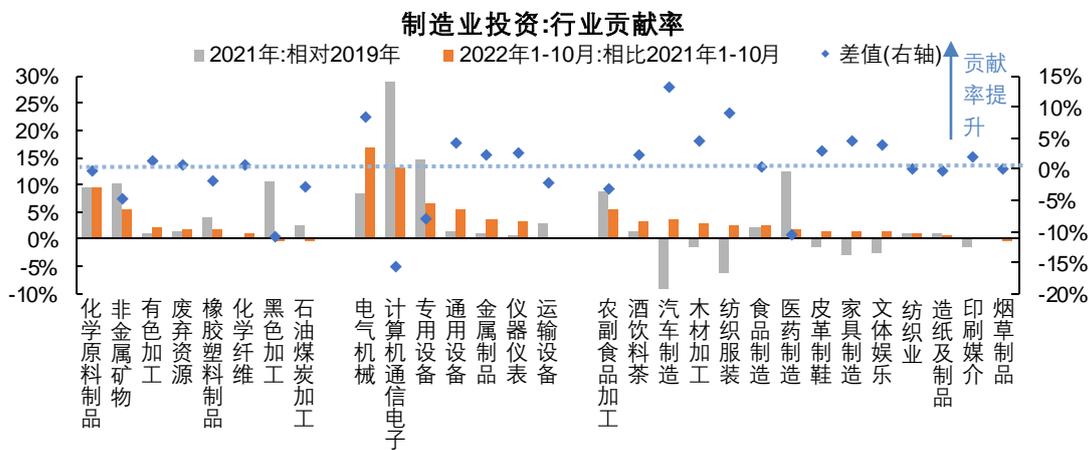
2022 年以来，多重因素扰动下制造业生产增速放缓，投资增速却维持在较高位置。从结构上看：

一是，出口需求偏强，依然是制造业投资最重要的支撑。出口依赖度较高的部分中游制造（电气机械、仪器仪表、通用设备、金属制品等）及可选消费行业（皮革制鞋、纺织服装、家具制造、文体娱乐用品等）投资贡献率提升。但前期强势的计算机、通信和其他电子设备，专用设备和医药制造业出口交货值下滑，对投资的拖累已经显现。

二是，国内消费需求在一定程度上支撑着汽车制造及部分可选消费行业的投资。2022 年 1-10 月，汽车制造业、酒饮茶制造和食品制造业的投资贡献率分别较 2021 年提升 13.0、2.1 和 0.3 个百分点。

不过，建筑产业链相关行业对制造业投资的贡献率下滑。尽管基建投资积极发力对冲，但对多数原材料行业需求提振的效果，尚未弥补地产投资下滑的缺口。2022 年 1-10 月，非金属矿物、黑色加工、石油煤炭加工三个代表性行业对制造业投资的贡献率较 2021 年显著下滑 18.5 个百分点至 7.0%。

图表 62 2022 年前三季度，出口依然是制造业投资的重要支撑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

从政策支持看，2022 年，财政、货币及其他金融政策共同发力，拓宽企业融资渠道，呵护企业现金流。

一是，财政留抵退税、缓缴税费等政策的支持。据国家税务总局数据，今年 1 月 1 日至 11 月 10 日，增值税留抵退税累计已退还 23097 亿元，其中制造业退税 6176 亿元；制造业中小微企业累计办理缓缴税费 5256 亿元。假设制造业相关企业将其中的 3000 亿元用以投资，我们估算对 2022 年制造业投资增速的拉动达 1.2 个百分点。

二是，货币政策积极支持制造业企业融资贷款。科技创新再贷款、碳减排支持工具、煤炭清洁高效利用等结构性货币政策对制造业企业融资构成支撑。截至 2022 年 9 月末，制造业中长期贷款余额 8.75 万亿元，同比增长 30.8%；前三季度增量约 2.1 万亿，较 2021 年同期多增 0.7 万亿。假设制造业中长期贷款中的 90%投向于固定资产投资项目，估算对 2022 年制造业投资增速的拉动达 2.5 个百分点。

三是，股票、债券直接融资相关支持。2022 年 1-10 月，制造业上市公司股权融资约 8077 亿元，同比多增近 750 亿元；制造业企业债券净融资近 700 亿元，同比多增近 2000 亿元。预计制造业企业股权、债券融资同比多增 3000 亿元，估算对 2022 年制造业投资增速的拉动达 1.2 个百分点。

展望 2023 年，制造业投资面临出口回落、库存高位、产能利用率领先下行的不利变化。

一是，出口回落将对制造业多个子行业，尤其是高资本支出行业的需求冲击较大。出口对中游制造和具备劳动密集型特征的下游消费行业需求拉动较强。

二是，企业“去库存”压力仍存，一定程度上挤压企业的现金流、抑制投资意愿。截至 2022 年 10 月，规模以上工业企业产成品存货占总资产的比例处 2015 年供给侧改革以来的偏高位置。

三是，领先制造业投资新扩建需求一年左右的产能利用率走弱，或抑制 2023 年上半年的制造业投资需求。工业企业产能利用率于 2021 年二季度出现见顶迹象。企业前期资本开支逐步建成投产，且 2022 年疫情再度冲击需求，二者叠加影响下，2022 年上半年制造业的产能利用率再下台阶。

图表63 产成品存货占总资产比例处 15 年以来偏高位置



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表64 工业产能利用率领先制造业新扩建投资约一年



资料来源：Wind,平安证券研究所

不过，制造业投资仍有结构性新动能，稳定 2023 年制造业投资需求并扩大支撑因素。

一是，制造业技术改造和新动能行业具备投资潜力，尤其是绿色低碳、智能制造、自主可控及汽车产业链等。技改投资已成为制造业投资的重要组成部分。据国家统计局数据解读，2022 年 1-10 月，制造业技改投资同比增长 10.4%，占全部制造业投资的比重为 40.9%。

二是，释放可选消费及线下服务业相关制造行业延后的投资需求。外需回落的背景下，有必要加快“内循环”，如果疫情形势好转或防疫政策进一步优化，并推动可选消费及线下服务业恢复，将有助于释放相关制造行业延后的投资需求。

三是，财政、货币及产业政策“续力”支持。我们测算，2022 年政策支持对制造业投资的拉动在 5 个百分点左右。党的二十大提出“推进新型工业化，加快建设制造强国”，十四五规划也明确要求“保持制造业占比基本稳定”，2023 年进一步的货币财政支持力度可期。

往后看，中国建设“制造强国”有着优异的产业链基础，在外部环境变化下又具备迫切的现实需要。

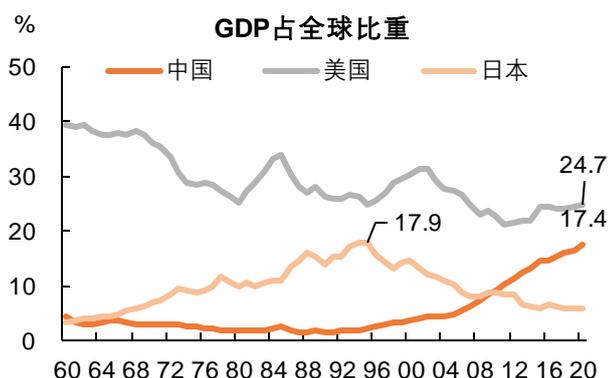
一方面，中国是名副其实的制造业大国，建设“制造强国”拥有优异的产业链基础。以 2018 年数据计算，中国制造业产出达到 4000 亿美元，是全球第二大制造业产出国美国的 1.74 倍，整个亚洲产业链贡献全球 52%的制造业产出，而中国在其中处于绝对核心地位。

另一方面，外部对我国产业链核心科技的打压随时可能升级，中国必须尽快增强产业链自主可控能力。2020 年中国 GDP 在全球的占比达到 17.4%，进一步接近于美国的 24.7%，中国作为世界第二大经济体对第一大经济体的赶超愈发临近，已与 1994 年日本的情况相似。正如二十大报告所指出的，当前已进入“国际力量对比深刻调整”的关键时期，中美间的战略竞争关系已然确立。二十大报告专章强调，“健全新型举国体制，强化国家战略科技力量”，专章阐述“推进国家安全体系和能力现代化，坚决维护国家安全和社会稳定”，且全文 91 次提及“安全”。

结合二十大报告“制造强国”精神，制造业投资的中长期增长动能的来源可以概括为一“升”一“补”一“抢”。具体地：

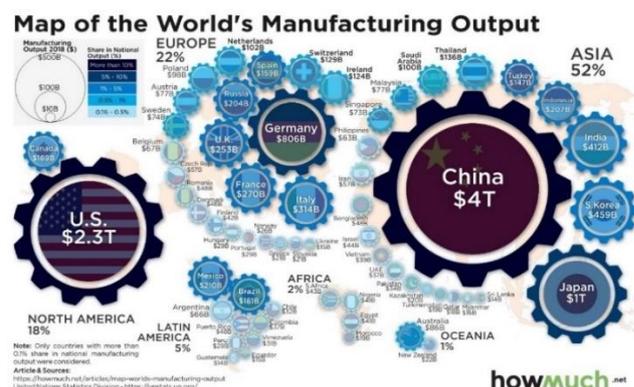
- 一是制造升级，存量的高端化、智能化、绿色化升级。实施产业基础再造工程和重大技术装备攻关工程，支持专精特新企业发展，推动制造业高端化、智能化、绿色化发展。
- 二是补短板，补足供应链安全、卡脖子领域短板。巩固优势产业领先地位，在关系安全发展的领域加快补齐短板，提升战略性资源供应保障能力。
- 三是强科技，抢占战略性新兴产业高地。推动战略性新兴产业融合集群发展，构建新一代信息技术、人工智能、生物技术、新能源、新材料、高端装备、绿色环保等一批新的增长引擎。加快发展物联网，建设高效顺畅的流通体系，降低物流成本。加快发展数字经济，促进数字经济和实体经济深度融合，打造具有国际竞争力的数字产业集群。

图表65 中美间的战略竞争关系已明确



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表66 全球制造业产出分布



资料来源: wind, 平安证券研究所

## 四、2023 年财政和货币政策看点

### (一) 2023 年财政政策

在未发生疫情等超预期外生冲击的情况下，2023 年财政收入压力或将小于 2022 年：

**第一，留抵退税对公共财政收入的拖累预计将减弱。**留抵退税冲减公共财政收入，2022 年 4 月-8 月已办理新增留抵退税 1.78 万亿，超过原计划的 1.64 万亿。由于 2022 年新增的留抵退税中，包括 2019 年 4 月以前的存量留抵税额，以及 2019 年 4 月以来除先进制造业外的其它行业 40% 的未退增量留抵税额，在 2022 年完成相关部分的退税后，2023 年增量留抵退税额大概率将低于 2022 年的。

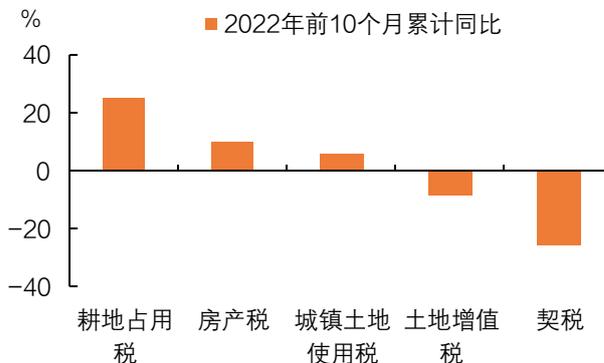
**第二，土地和房地产相关税收的跌幅有望收窄。**2022 年前 10 个月，房产税、契税、城镇土地使用税、耕地占用税、土地增值税这五个和土地、房地产相关税收的收入，合计同比下降 8.4%，其中主要由契税和土地增值税这两个交易环节的税种在拖累。政策推动下 2023 年土地和房地产市场有望企稳，预计相关税收的同比降幅收窄甚至转正。

图表67 2022年4-8月累计办理新增留抵退税1.78万亿



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表68 2022年前10个月交易环节的契税和土地增值税同比降幅较大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

**第三, 非税收入有望延续高增。**2022年前10个月, 非税收入同比增长23.2%, 拉动公共财政收入同比增长3.2个百分点。2022年前10个月非税收入占公共财政收入的比例为17.8%, 创2007年公布数据以来的同期新高。2022年非税收入同比高增, 和财政收支压力下, 地方政府多渠道盘活存量资产有关。

根据《国务院关于2021年度国有资产管理情况的综合报告》, 2021年年末全国行政事业性国有资产总额54.4万亿元、负债总额11.5万亿元、净资产42.9万亿元, 其中地方行政事业性国有资产的资产总额、负债总额和净资产分别为48.5万亿、9.9万亿和38.6万亿。2022年11月财政部印发《关于盘活行政事业性国有资产的指导意见》, 指出为落实政府过紧日子要求, 建立健全资产盘活工作机制, 通过自用、共享、调剂、出租、处置等多种方式提升资产盘活利用效率。**受政策推动, 2023年非税收入或将延续高增。**

图表69 各年前10个月非税占公共财政收入比例



资料来源: Wind, 平安证券研究所

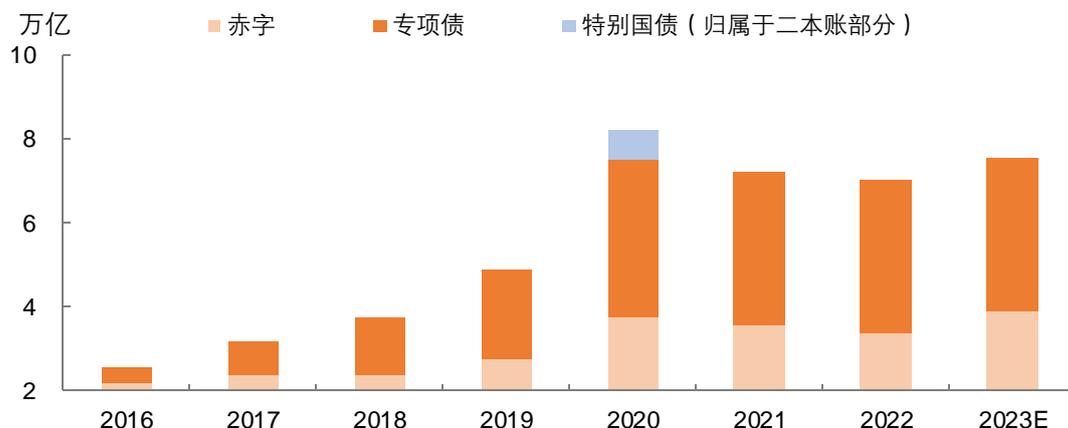
图表70 近年的全国行政事业性单位国有资产总额



资料来源: 财政部, 平安证券研究所

**预计2023年公共财政+政府性基金这两本账的广义赤字规模或将高于2022年。**公共财政赤字率方面, 2023年赤字率或设定在3%左右。2023年GDP实现5%左右的增长目标存在一定难度, 需财政继续发力。而疫情走势等不确定因素较多, 公共财政也或预留一定的逆周期调节空间。使用3%左右的公共财政赤字率测算, 2023年公共财政赤字约为3.9万亿, 较2022年增加5200亿。**新增专项债额度方面,**部分省市公布的、已提前下发的2023年新增专项债额度较2022年明显增长, 不过考虑到这可能是让地方政府更充分地储备项目、专项债余额已高达20.3万亿令部分地区可能濒临“财政重组”、和专项债相比政策性开发性金融工具使用更为灵活等原因, 我们认为2023年新增专项债的额度或持平于近两年的3.65万亿。

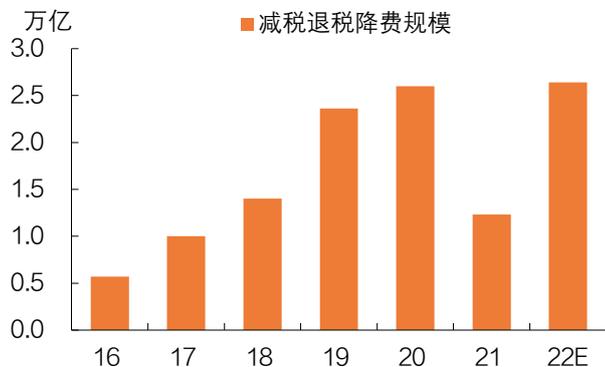
图表71 预计2023年公共财政+政府性基金的广义赤字将超过2022年



资料来源: Wind, 平安证券研究所

我们认为，2023年积极财政的着力点，可能从新增减税退税降费，转向支出端发力。近年已大规模实施减税退税降费，预计2022年将超过2.8万亿，缓解了纳税主体的现金流压力。但从撬动经济的角度看，近年中国税收弹性已较快回落，相关政策的作用已明显递减。减税降费以及新增退税等政策，有效的前提是企业有订单、有现金流、可盈利，而2023年终端需求面临较大的放缓压力，财政支出端发力对经济的拉动作用或更明显。

图表72 近年已大规模实施减税退税降费政策



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表73 中国的税收弹性持续下降



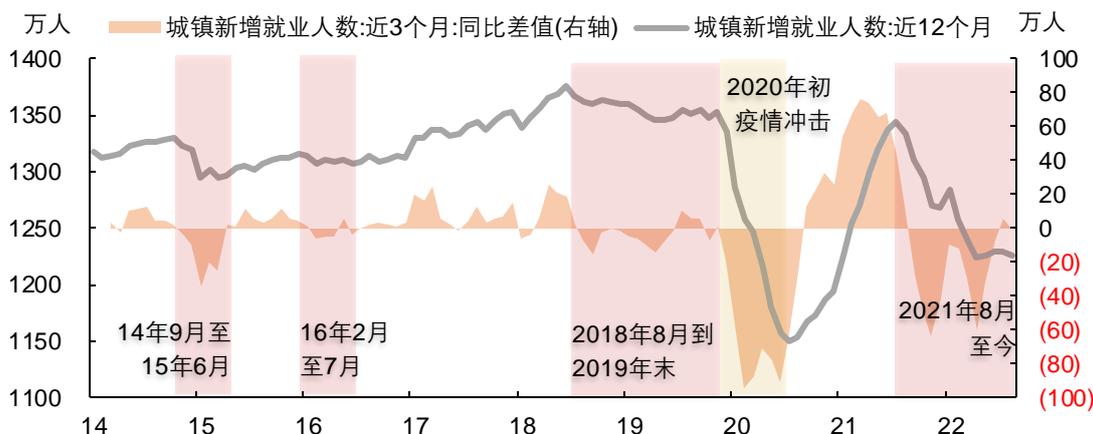
资料来源: 辛本艾 (2021), 平安证券研究所

尽管2023年财政减收压力趋弱、广义赤字可能进一步扩张，但2023年财政工作仍面临挑战：

一是疫情对经济的扰动仍面临不确定性。梳理各省级财政厅公布的数据，2022年上半年剔除留抵退税影响后的各省市自治区一般公共预算收入同比，吉林、天津和上海等靠后，疫情是最重要的影响因素。尽管目前国内防疫政策已明显优化，但实际执行层面仍有待进一步完善的地方，加之若疫情持续多点散发，企业和居民出于对疫情的担忧可能主动减少经济活动，疫情对财政收入的影响仍面临不确定性。

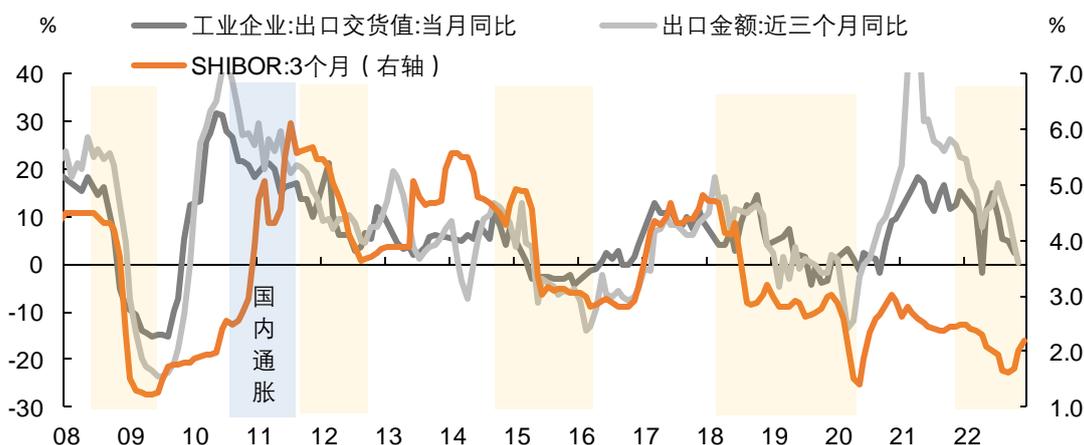


图表76 2021年8月以来，城镇新增就业人数持续处于偏低位置



资料来源: wind,平安证券研究所

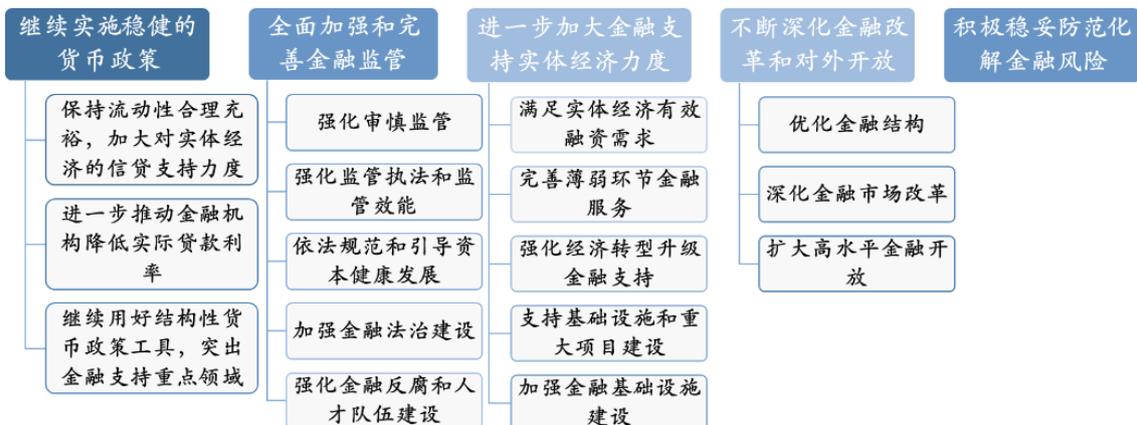
图表77 出口增速下行期间，国内流动性易松难紧



资料来源: wind,平安证券研究所

中长期看，货币政策宽松的大方向将得以延续。2022年10月28日，人民银行行长易纲在十三届全国人大常委会第三十七次会议上做《国务院关于金融工作情况的报告》，对下一步工作的考虑，围绕稳健货币政策、金融监管、进一步加大金融支持实体经济力度、金融改革开放、化解金融风险五大目标展开。其中，“稳健货币政策”明确围绕对实体经济加大支持力度，包括保持流动性合理充裕，加大信贷支持力度；进一步降低实际贷款利率；通过结构性工具突出对重点领域的支持。

图表78 国务院关于金融工作情况的报告:下一步工作考虑



资料来源: wind,平安证券研究所

1、“量”的宽松：合理充裕的流动性环境

从货币供给的角度出发，补充流动性缺口存在投放基础货币和提升货币乘数（可通过降准实现）两个途径。

2022年以来，基础货币投放在补充流动性缺口方面发挥了更大的作用。10月末基础货币同比增5.7%，而2021年末为-0.3%。央行前三季度上缴结存利润1.13万亿、结构性再贷款工具的使用，均形成基础货币的投放。这对降准形成了一定替代作用，2022年的全面降准幅度仅50bp，是2018年以来最低的。

如果央行无新增大规模上缴利润，考虑到再贷款再贴现扩张需要一个过程，且外需走弱下外汇占款有回落压力，要保持大致平稳的M2增长，预计2023年存款准备金率或有0.5-1个百分点的下调空间。

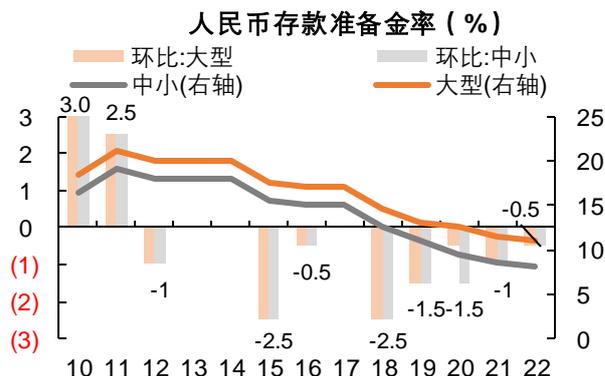
不过，中长期看，我国存款准备金率调降空间已经收窄。当前我国金融机构加权平均存款准备金率为7.8%，正接近5%的“隐形下限”（主要考虑我国的经济发展阶段、最优资源配置和金融机构自身稳健经营问题）。2022年4月、11月，央行两次降准仅25bp，较此前的50bp的步长缩窄，或正是出于对存款准备金率工具中长期空间的考虑。

图表79 2022年以来，基础货币对M2增速贡献率提升



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表80 2022年的降准幅度为2018年以来最低值



资料来源: Wind,平安证券研究所

2、“价”的支持：继续降低社会融资成本

从“价”的角度看，将货币政策进一步“降成本”措施的优先级由高到低的排序，依次为：

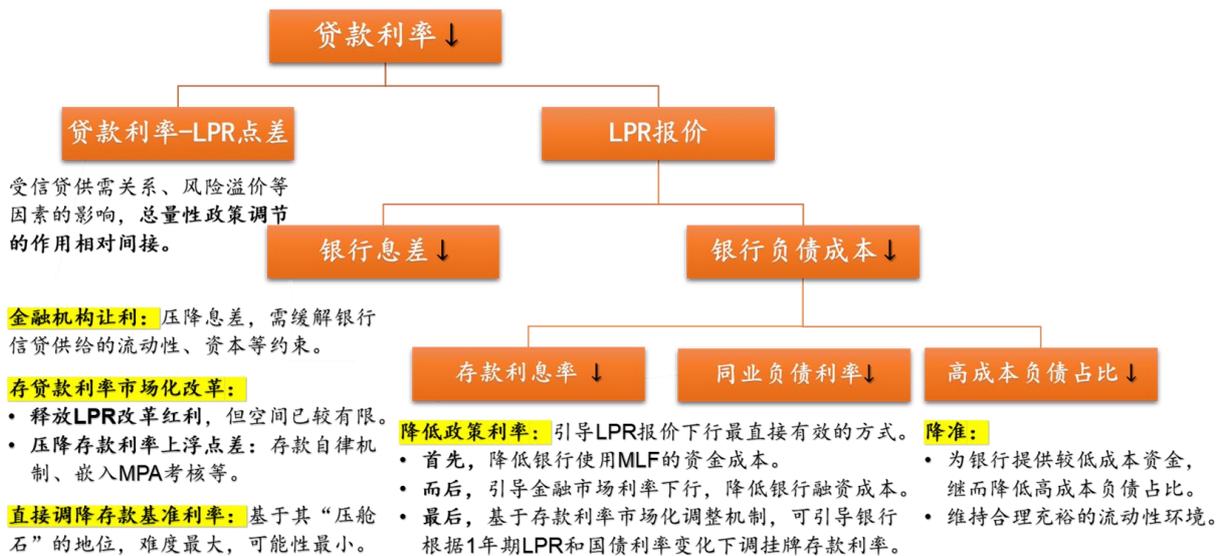
**首先是改革**，尤其是存款利率市场化改革，疏通“堵点”，推动贷款利率较 MLF 政策利率更大幅度下行。预计 2023 年改革红利的进一步释放，将有助于贷款利率下行 10-15bp。央行 2019 年以来持续推动 LPR 改革完善，当前绝大部分贷款已参考 LPR 定价，贷款利率市场化改革红利效能释放最快的时候已经过去。不过，后续存款利率可能跟随国债利率和 1 年期 LPR，趋于常态化调整。参考金投网数据，多家银行定期存款利率较人民币存款基准利率仍高出 30-60bp，是后续存款利率市场化改革的潜在空间。

**而后是让利**，促进银行净息差稳中有降。缓解商业银行的资本约束，将有助于巩固银行让利成效。预计 2023 年通过银行让利推动增量贷款利率下行的空间较为有限，可能在 5-10bp 左右。**一是**，银行息差水平已经较低：2022 年上半年银行净息差同比下行 12bp 至 2010 年以来低点，三季度息差环比持平；**二是**，银行经营压力将进一步凸显，因 2023 年初将面临大量存量房地产及浮动利率贷款重定价；**三是**，合理的净息差有助于商业银行长期稳健经营，提升服务实体经济和防范化解金融风险能力。

**再后是降准**，除补充流动性缺口外，降准通过置换 MLF 也可降低商业银行负债成本。我们估算，存款准备金率每调降 1 个百分点，约可引导商业银行 LPR 报价下行 5bp。不过，如前所述，当前存款准备金率水平已接近于“5%”的隐形下限，央行的降准操作更趋谨慎。

**最后是降息**，因“牵一发而动全身”，需考虑内外约束，在前述措施充分发力的基础上相机抉择。展望 2023 年，预计中国 CPI 增速将在一季度迈过阶段性高点，二季度前后海内外经济“增长差”逐步逆转、国际资本流动形势趋缓，国内货币政策空间逐步打开。届时，如经济恢复仍不及预期，央行或适度调降 MLF 政策利率，加大对实体经济的支持力度。

图表81 货币政策实现“降成本”的路径



资料来源：wind, 平安证券研究所

### 3、结构性工具：有进有退、尚待优化

**2022 年结构性再贷款工具投放进度偏慢。**2021 年四季度至今，央行共创设碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、科技创新再贷款、普惠养老专项再贷款、交通物流专项再贷款、设备更新改造专项再贷款等 6 项结构性再贷款工具，合计额度达 1.64 万亿。但 2022 年前三季度累计使用 3954 亿元，投放的进展不及预期。

央行在《区域金融运行报告（2022）》中指出碳减排工具投放面临的困难在于：**一是**，目前针对碳减排贷款的财政贴息、奖励等配套政策措施不足，财政货币政策的协同支持力度有待提高。**二是**，碳核算、环境信息披露等工作专业性较强，增加了

银行人力、管理、系统开发、购买第三方服务等成本，且银行基层绿色领域人才不足，对一线信贷人员的专业能力提出挑战。三是，碳信息共享机制有待健全，因其分散于发展改革、生态环境、统计等多个部门，信息孤岛下金融机构获取碳信息存在一定困难。

图表82 截至2022年三季度，结构性再贷款工具投放进度（亿元）

	工具名称	额度	余额	使用进度	单季变化：			
					21年Q4	22年Q1	22年Q2	22年Q3
结构性工具：前期	支农再贷款	7600	5587	73.5%	220	194	243	183
	支小再贷款	16400	13863	84.5%	2414	964	682	-134
	再贴现	7050	5449	77.3%	61	344	-102	-696
21年四季度以来新设	碳减排支持工具	8000	2469	30.9%	855	531	441	642
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	3000	578	19.3%	27	198	132	221
	科技创新再贷款	2000	800	40%	-	-	-	800
	普惠养老专项再贷款	400	4	1%	-	-	-	4
	交通物流专项再贷款	1000	103	10.3%	-	-	-	103
	设备更新改造专项再贷款	2000	0	0%	-	-	-	-
	对人民币信贷的直接贡献					4147	2585	1690

资料来源：wind,平安证券研究所；注：额度、余额及使用进度均截至22年9月

结构性再贷款工具部分为阶段性的支持，未来将“有进有退”。结构性再贷款工具大量推出之际，银行业金融机构对此也有一定诟病。原因在于，结构性工具的使用虽有助于“精准滴灌”，但其大规模的推出，对银行贷款结构和资金成本的影响增强，反而可能在一定程度上“扭曲”信贷资源的配置，降低金融支持实体经济发展的效率。在此背景下，2022年二季度货币政策执行报告首次指出，结构性工具将“聚焦重点、合理适度、有进有退”。央行随后公布结构性货币政策工具情况介绍，又进一步区分了长期和阶段性的结构性再贷款工具。

展望2023年，结合各类工具的支持方向及使用情况，我们预计交通物流专项再贷款为代表的阶段性工具可能逐步退出，而符合中长期方向的碳减排支持工具额度余量较高、科技创新再贷款工具尚未到期，或进一步延期、优化支持和使用方向。

#### 4、2023年社会融资规模展望

我们预计2023年新增社融约36万亿，年末增速约10.3%（基本持平于2022年末的预测值）。主要基于以下考虑：

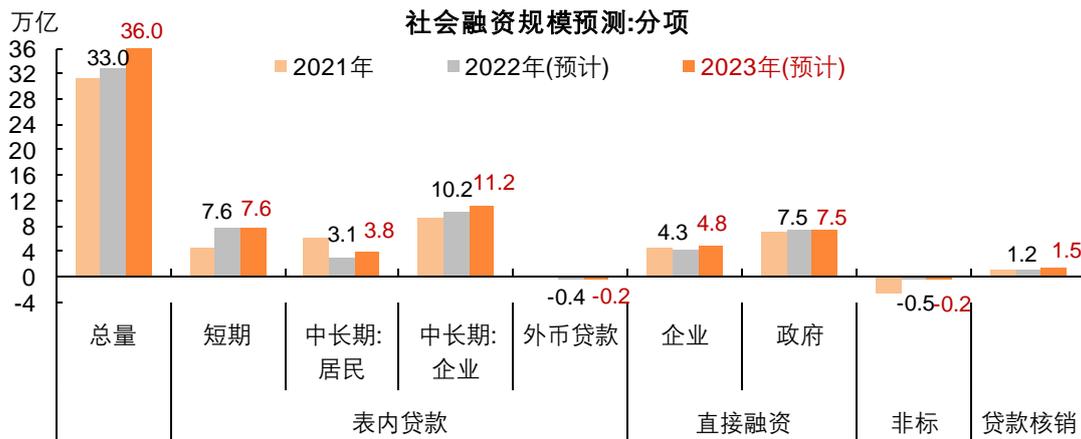
##### ■ 表内信贷：

- 1) 短期贷款及票据 2023年投放7.6万亿元，基本持平于2022年。货币政策维持宽松态势，助力短端信贷投放。
- 2) 企业中长期贷款 2023年投放11.2万亿元，预计比2022年多增1万亿元。预计2023年制造业中长期贷款投放潜力进一步释放，基建项目配套贷款持续支撑，而房地产企业开发贷款的拖累趋弱。
- 3) 居民中长期贷款 2023年投放3.8万亿元，预计比2022年多增7000亿元。预计2023年房地产政策逐渐见效将助力销售弱势企稳、防疫政策优化将助力居民信心恢复，居民中长期贷款需求增加、提前偿还情况减少。
- 4) 外币贷款 2023年减少2000亿元，预计比2022年少减2000亿元。随着中美基本面态势逆转、货币政策由分化走向收敛，人民币汇率有望企稳，但外需下行对出口及外币贷款需求仍有拖累。

- **贷款核销:** 预计 2023 年贷款核销规模升至 1.5 万亿元。2020 年因疫情影响, 银行计提贷款核销达 1.2 万亿元, 而 2018、2019 和 2021 年的增量都在 1 万亿左右元。近一年 (2021 年四季度至 2022 年三季度) 贷款核销规模约 1.16 万亿元, 接近于 2020 年的计提力度。2023 年外需偏弱、经济弱复苏环境下, 金融行业仍需加力支持实体经济。
- **政府债:** 预计 2023 年政府债净融资 7.5 万亿元, 持平于 2022 年。
  - 1) **公共财政方面,** 预计 2023 年赤字率设定在 3% 左右, 对应公共财政赤字约 3.9 万亿元, 较 2022 年增加 5200 亿。
  - 2) **地方政府专项债方面,** 尽管 2023 年基建稳增长对专项债仍有较高诉求, 不过因专项债余额已高达 20.4 万亿元, 2023 年新增专项债额度或持平于近两年的 3.65 万亿元。
- **企业直接融资:** 预计 2023 年非金融企业境内股权融资、债券融资合计规模为 4.8 万亿元, 较 2022 年多增 5000 亿元。畅通民营企业股权及债券融资渠道, 稳步推行注册制, 将有助于企业直接融资规模提升。
- **表外非标:** 预计 2023 年信托贷款、未贴现票据、委托贷款分别减少 4000 亿元、减少 1000 亿元、增加 2000 亿元, 三者分别较 2022 年少减 3000 亿元、基本持平、少增 2000 亿元。预计 2023 年金融监管趋松态势延续, 融资类信托压降趋缓, 但无新增政策性开发性金融工具额度。

从保持社会融资规模与名义 GDP 增速基本匹配的角度出发, 预计 2023 年 GDP 平减指数较 2022 年降低 2-3 个百分点 (从 3% 降至 0-1%), 2023 年实际 GDP 增速较 2022 年提升 2 个百分点左右 (从 3.3% 到 5% 左右), 因而 2023 年的名义 GDP 可能略低于 2022 年, 货币政策仍需加力支持实体经济, 以实现社融增速的“稳”。

图表 83 2023 年社会融资规模分项展望



资料来源: wind, 平安证券研究所

### 5、2023 年人民币汇率展望

**2022 年人民币汇率贬值的原因在于:** 1) 美元指数创 20 年新高, 对人民币汇率形成较强牵扯。2) 中美货币政策分化加深。在美联储强力紧货币的背景下, 中国央行坚持“以我为主”于 4 月降准、8 月降息, 成为人民币两轮快速贬值的催化剂。3) 在疫情反复、地产低迷的影响下, 中国经济下行压力较大, 进一步影响外资流入。4) 外需走弱拖累下, 中国出口增速自 8 月起出现拐点, 跨境资本流入形势面临由强转弱。

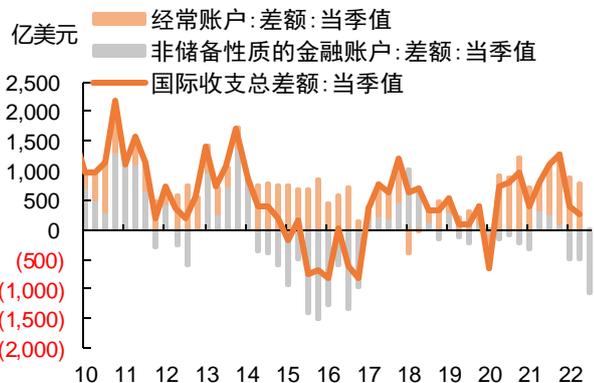
图表84 2022年以来，人民币汇率相对美元经历两轮大幅贬值



资料来源: wind,平安证券研究所

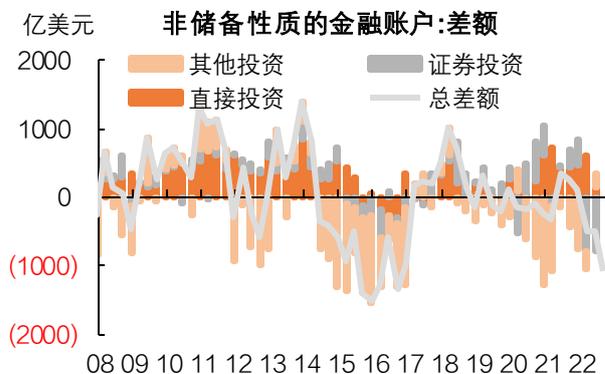
相比于人民币汇率的点位本身来说，中国的跨境资本流动形势更为关键。2023年我国跨境资本流动存在中美利差倒挂引致的即时压力，以及外需走弱的中期压力。2022年以来，国际收支已从2021年的大额顺差向均衡水平回归，国际收支的拖累因素主要在于金融账户，特别是其中的“证券投资”项目。而中美利差倒挂对于“证券投资”项目转为逆差形成了重要拖累，这一因素的缓解需要以美联储停止加息、转为降息为前提。同时，2023年由于出口形势转弱，国际收支的有利因素——经常项目高顺差，将面临不确定性。

图表85 今年以来我国国际收支顺差向均衡水平回归



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表86 2022年证券投资项目呈现大额逆差

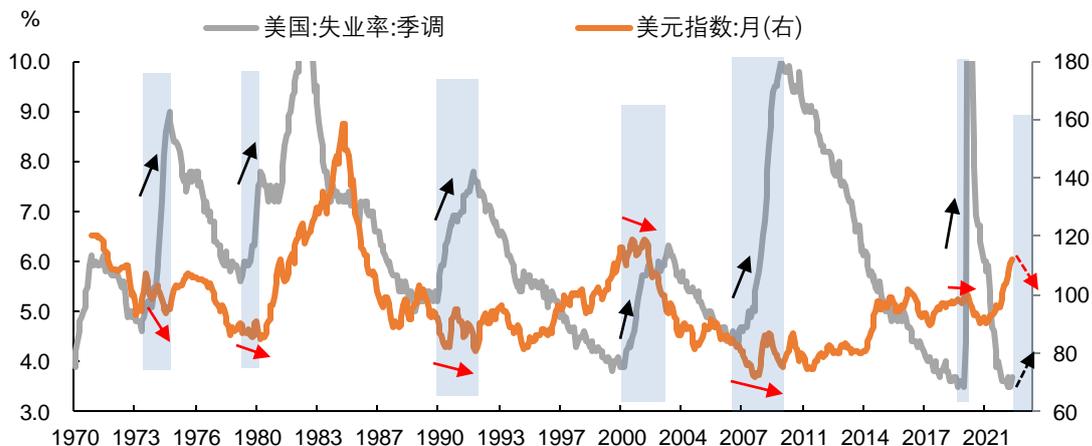


资料来源: Wind,平安证券研究所

2023年美元指数波动中枢有望下移至100左右，即较2022年9-11月均值水平回落10%左右；节奏上，或于二季度前后迎来较为明显的调整。

■ 视角一：美国经济周期。“强美元”通常离不开美国经济基本面的强劲。2022年美国严格而言仍处于“过热”阶段(GDP同比较高、失业率极低、通胀率走高)，为美元汇率提供了坚实基础；展望2023年，美国经济进一步下行(GDP同比下滑甚至转负、失业率反弹、通胀率回落)，对美元指数的支撑或减弱。1970年以来的数据显示，在过去所有6轮美国失业率从底部(6%以下)触底反弹的过程中，美元指数通常走弱或维持震荡走势，都未出现明显走强。

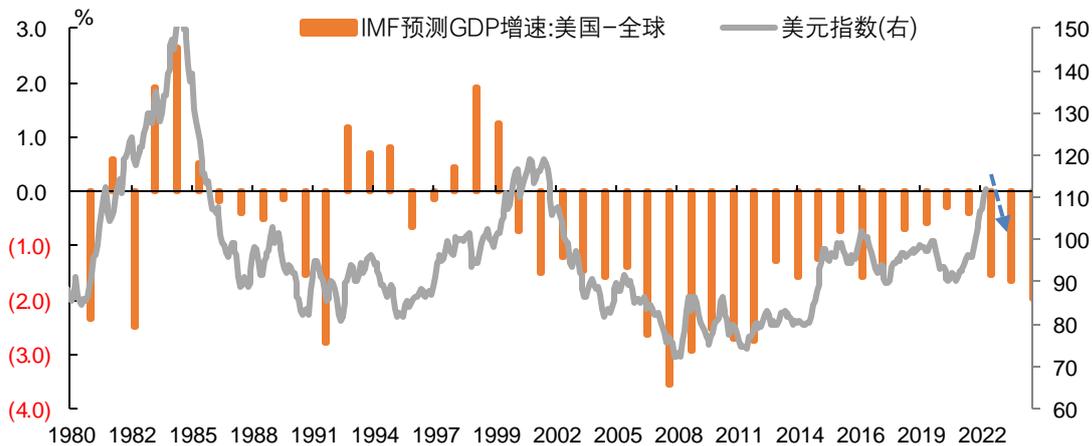
图表87 1970年以来的数据显示，当美国失业率从底部反弹时，美元指数通常震荡或走弱



资料来源: Wind, 平安证券研究所

■ **视角二：经济相对表现。**货币定价反映经济（以及与之相关的货币政策）的相对表现。但美元汇率的特殊之处在于，当全球经济风险较高时，美元因体现避险属性而走强，相对定价逻辑暂时被弱化。正如 2022 年美国并非明显好于全球经济，只不过地缘局势、能源危机、金融市场波动等，不断激发市场避险情绪，助推美元升值。展望 2023 年，美国经济增速仍将明显落后于全球（IMF 最新预测美国与全球经济增速差为-1.7%），以中国为代表的非美经济复苏、加上全球货币紧缩放缓，全球避险情绪有望退潮，美元汇率获得的支撑可能减弱。

图表88 2023年及以后，美国经济增速或明显落后于全球，美元指数或回落

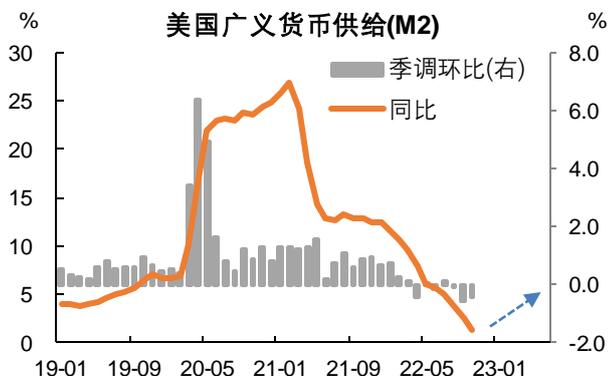


资料来源: Wind, 平安证券研究所

■ **视角三：美元流动性。**2023 年，随着美联储放缓紧缩，美元流动性不再边际趋紧，“美元荒”问题有望得以改善。截至 2022 年 10 月，美国广义货币供给（M2）同比增速仅 1.3%，预计 2023 年这一增速将逐步回升至新冠疫情前水平的 4-7% 左右。鉴于美债在全球的高流通性，美债利率的变化是美元流动性的“晴雨表”。金融危机以来，10 年美债利率对美元指数的领先性较为明显：美债利率见顶后，美元指数通常在 1-3 个月内见顶。当前这一规律仍然存在：2022 年 10 月下旬以来，10 年美债利率触及 4.3% 的顶部后开始回落，美元指数也于 11 月上旬由 113 左右的高位开始回落。

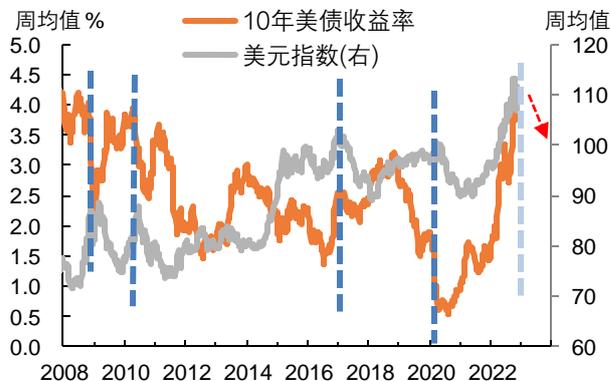
展望 2023 年，鉴于美国衰退压力上升，美联储或于二季度停止加息，且不排除减缓缩表的可能，继而美元指数有望于二季度前后迎来较为明显的调整。

图表 89 当前美国货币供给增速已低于疫情前水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 90 美债利率往往领先于美元指数回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

汇率的本质决定因素还是两国经济前景的相对变化，中国经济行稳致远是人民币汇率稳定的最根本保障。2023 年预计中国货币政策仍将“以我为主”，助力经济回暖，而把“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”的任务主要交给宏观审慎工具。2022 年 9 月 5 日，央行宣布下调外汇存款准备金率 2 个百分点；9 月 26 日，将外汇风险准备金率上调至 20%；10 月 25 日，调节全口径跨境融资宏观审慎调节参数从 1 上调回 1.25。除前述工具外，央行还可能以调节境内企业境外放款宏观审慎调节系数（例如从 0.5 下调回 0.3）抑制人民币贬值。2023 年随着美元指数有望在二季度前后进一步回落，届时人民币贬值压力或趋缓解。而如果出口韧性好于预期，或国内“稳增长”政策力度较强，人民币汇率有望重回升值通道。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层  
邮编：100033