



宏观专题

GDP 若要 5%，谁来加杠杆？—— 2023 年度展望之国内经济篇

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

联系人

占烁

资格编号：S0120122070060

邮箱：zhanshuo@tebon.com.cn

相关研究

投资要点：

- **核心观点：**今年宏观经济经历了内外动能交替后，明年提振内需至关重要。当前微观主体的需求不足，必然要求公共部门加杠杆，继续以政府投资带动经济形成良性循环。但当前地方政府财力紧张和举债受限，**预计 2023 年加杠杆幅度：中央政府>地方政府>非金融企业>居民，中央政府部门成为加杠杆主力，稳增长政策应出尽出和低基数效应下，明年经济增速能达到 5%左右。**
- **居民部门（房地产销售和消费）：**（1）2022 年，居民部门经历了一轮资产和收入预期的恶化。住房和股票价格下跌导致居民部门总资产至少收缩 6.8%，同时，居民对未来就业和收入的预期比 2020 年更差。资产和收入预期的恶化，导致居民负债和支出行为的收缩。
（2）从负债行为来看，今年居民部门明显在主动去杠杆。代表负债行为的居民购房需求降至 2008 年以来最弱，导致当前房地产销售下行的深度和时间长度超过前几轮。考虑居民加杠杆意愿偏弱，我们基于按揭贷款余额的测算表明 2023 年商品房销售增速约为 1.1%。
（3）从支出行为来看，资产收入恶化、消费场景受限等因素，导致居民部门减少消费支出、增加储蓄，同时消费结构方面出现“恩格尔系数”的倒退。结合两年平均增速，我们预计明年社零增长 6%左右。
- **非金融企业部门（制造业投资和房地产投资）：**（1）今年超 3.3 万亿减税降费主要投向企业部门，财政政策加持下，企业的资产负债表情况好于居民部门，因而加杠杆的能力和意愿相对更强。
（2）当前内需回升缓慢、生产仍未饱和，制造业产能利用率处于低位，投资扩产的必要性降低。但政策支持将是未来制造业投资的重要支撑。制造业投资与基建投资的驱动力正在逐渐同化，今年以来，制造业投资也在政策驱动下，承担起逆周期调节的作用，这一趋势在明年仍将持续。明年制造业投资可能降至 6%左右的中速增长。

- (3)“低基数+‘保交楼’”将在上半年带动房地产投资降幅收窄，但高库存、期房交付风险等因素可能拉长销售回暖到投资修复的传导期，预计要到明年下半年地产销售的好转才会带来投资的明显改善。明年房地产投资增速预计在-2%左右。
- **政府部门（基建投资）：**（1）明年财政形势仍然严峻，往年积累“余粮”在今年大量使用，明年跨期可调用资金将明显减少。
- （2）未来地方政府性基金支出会受到土地出让收入的制约，难以实现往年的高增，专项债付息支出占比将会持续提升，逐渐接近 10%的警戒线。这一过程会直接限制专项债的继续扩容，地方政府加杠杆受到限制，中央政府会成为加杠杆的主力。
- （3）中央加杠杆关注三个问题：预算赤字率是否突破 3%、是否发行特别国债、政策性金融工具规模多大。今年前三季度实际赤字率达 8.2%，已超过 2020 年，明年如果增量资金预期充分兑现，基建投资仍能实现 7%左右的中高速增长。
- **经济增长 5%如何实现：**（1）2020 年以来，我们有过 4 段 5%的增长历史，分别是 2021 年的两年平均增速 5.1%，以及 20Q3/21Q3/22Q1 三个季度增速在 4.8%-4.9%。4 段“旧 5%”如何实现：出口领跑，整体投资持平，基建、消费落后。
- （2）“新 5%”的展望：出口回落，消费和基建成为新领跑项目。预计各分项同比增速为：社零 6%、固投 5%、出口-7%、CPI 为 2%、PPI 为-0.5%。其中，固定资产投资的三大分项分别为：基建 7%，制造业 6%、房地产-2%。
- **风险提示：**四季度经济形势如果发生变化会影响对明年的判断；发生突发性的疫情冲击；海外经济出现超预期变化。

内容目录

1. 谁来加杠杆?	5
2. 居民部门: 加杠杆最弱	6
2.1. 居民资产缩水, 对未来收入预期恶化	6
2.2. 负债与支出, 房地产和消费	8
2.2.1. 房地产销售预计明年增长 1.1%	8
2.2.2. 社零增长 6%左右	11
3. 企业部门: 加杠杆意愿和能力更强	14
3.1. 制造业投资: 降至 6%左右的中低速增长	15
3.2. 房地产投资: 降幅收窄至-2%左右	17
4. 政府部门: 中央政府是加杠杆的主力	19
5. 经济增长 5%, 三驾马车跑多快?	23
6. 风险提示	26

图表目录

图 1: 我国居民部门资产结构变动	6
图 2: 沪深总市值较去年底缩水 17.1%	7
图 3: 70 城商品房价格已连续 13 个月下降	7
图 4: 央行储户调查数据与统计局失业率数据背离	8
图 5: 今年居民收入恢复偏慢	8
图 6: 对未来收入的预期比当期收入更加恶化	8
图 7: 今年以来中长期的住房贷款增速比居民部门整体贷款增速低	10
图 8: 当期房地产下行深度超前几轮	10
图 9: 10 月 30 城成交面积同比降幅扩大	11
图 10: 房贷利率持续下调, 二季度后商品房销售降幅开始收窄	11
图 11: 今年以来, 居民部门投资和消费向储蓄转移	12
图 12: 居民存款余额同比增量大幅上涨	13
图 13: 居民部门消费倾向的回升被打断	13
图 14: 2020 年以来消费场景对社零起到决定作用	13
图 15: 今年企业部门杠杆率和投资前瞻指数相背离	16
图 16: 票据融资增速较高, 中长期贷款增速仍处于相对低位	16
图 17: 分行业的制造业投资和利润增速 (%)	16
图 18: 制造业投资和利润增速	17
图 19: 工业生产和产能利用率均处于相对低位	17
图 20: 企业投资前瞻指数和制造业贷款需求均大幅下降后处于低位	17
图 21: 房地产开发中的外源性融资	18
图 22: 广义库销比位于历史较高阶段	18
图 23: 商品房销售与竣工	19
图 24: 已售未完工期房的竣工所需时间越来越长 (月)	19
图 25: 专项债发行进度	20
图 26: “铁公机”增速偏慢	21
图 27: 能源、水利、市政三方面基建增速快	21
图 28: 历史数据来看基数效应对基建全年增速的影响并不大	22
图 29: 历年中央预算稳定调节基金余额	23
图 30: 专项债付息支出及其占比	23
图 31: 财政两本账的实际赤字率	23

图 32: PSL 时隔两年后重启.....	23
表 1: 各年度宏观杠杆率变化 (%)	5
表 2: 居民消费各类别占比	14
表 3: 2022 前三季度比 2021 年专项债投向的变动	21
表 4: 4 段“旧 5%”如何实现.....	24
表 5: 2023 年经济数据预测.....	24

1. 谁来加杠杆？

当前宏观经济经历了内外动能交替，提振内需至关重要。出口增速在7月仍有约18%，此后逐月回落，10月降至-0.3%。内外需求交替从三季度的进行时，过渡到四季度的完成时。前三个季度基建+出口是经济的双支柱，四季度后出口成为经济的拖累项目，提振内需成为未来经济增长的核心问题。

同时，目前经济对政策的依赖远大于以前年份。往年基建投资是逆周期稳增长的抓手，但当前需求侧对政策的依赖已不止于基建投资，而是扩展到了经济的方方面面。房地产投资有赖于融资政策呵护房企，制造业投资需要留抵退税、中央财政贴息的设备更新贷款，消费复苏则需要防控政策对“层层加码”、“一刀切”等问题做出优化。经济对政策的依赖度提高，在另一方面也意味着微观主体的动能不足，私人部门在政策约束条件不变的情况下，需求难以出现扩张。

因此，明年提振内需必然要求公共部门加杠杆，继续以政府投资带动经济形成良性循环。回顾历史来看，过去两个典型稳增长年份，2009和2020年，宏观杠杆率分别上升31.8和23.6个点。其中，2009年非金融企业部门是主要加杠杆主体，其杠杆率提高20.4个点，对宏观杠杆率的贡献达到64%。2020年，企业部门加杠杆贡献比2009年有所下降，非金融企业、政府、居民三个部门对宏观杠杆率的贡献分别为44.1%、30.1%、25.8%。2022年前三季度，居民部门杠杆率基本稳定，仅提高0.2个点，非金融企业部门提高7个点，贡献了70%的宏观杠杆率。但今年非金融企业部门杠杆率提高，很大程度上是短期票据融资扩张的结果，更能代表内生需求的企业中长贷直到三季度才开始有所起色。

展望明年，居民、非金融企业、中央政府、地方政府，四个经济部门各自所面临的约束条件不同，加杠杆的意愿和能力都不相同，反映在国内经济基本上，各部门加杠杆的结果将决定不同内需项目的增速。

表 1：各年度宏观杠杆率变化（%）

年份	居民	非金融企业	政府	中央	地方	总计
2022	0.2	7.0	2.9	0.4	2.5	10.1
2021	0.0	-7.5	1.2	-0.1	1.3	-6.3
2020	6.1	10.4	7.1	3.4	3.7	23.6
2019	4.0	0.9	2.3	0.7	1.6	7.2
2018	3.4	-5.6	0.3	0.1	0.2	-1.9
2017	4.0	-1.0	-0.6	0.1	-0.7	2.4
2016	5.5	6.4	-0.4	0.5	-0.9	11.5
2015	3.2	8.7	-1.9	0.6	-2.5	10.0
2014	2.5	6.4	3.0	0.2	2.8	11.9
2013	3.5	7.8	3.5	0.3	3.2	14.8
2012	2.1	10.1	0.7	-0.5	1.2	12.9
2011	0.6	-2.4	-1.3	-1.7	0.4	-3.1
2010	3.8	5.0	-1.0	-1.1	0.1	7.8
2009	5.6	20.4	5.8	0.5	5.3	31.8
2008	-0.9	-0.9	-2.0	-2.4	0.4	-3.8

资料来源：Wind，社科院，德邦研究所
注：2022为三季度末相比2021年末变动

2. 居民部门：加杠杆最弱

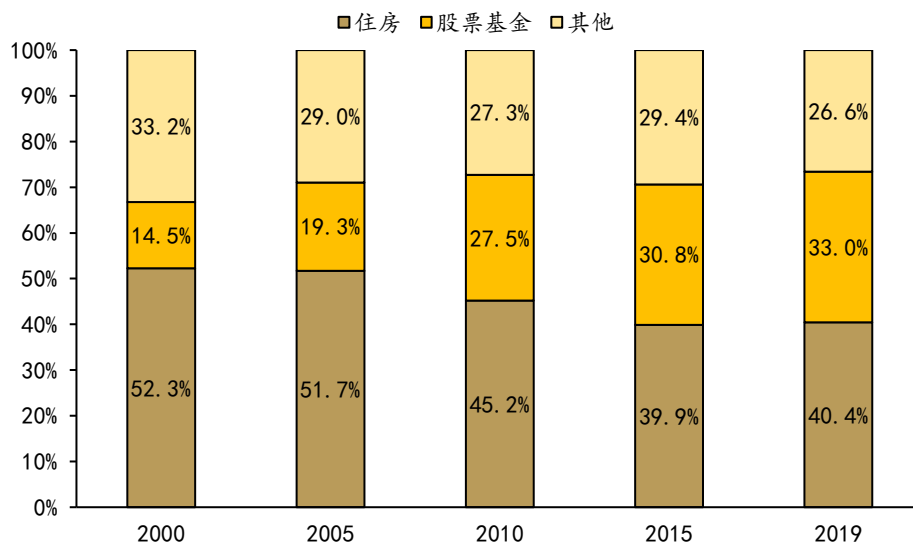
2.1. 居民资产缩水，对未来收入预期恶化

2022 年，居民部门经历了一轮资产负债表的恶化。

资产价格下跌导致居民部门总资产收缩约 6.8%。根据社科院数据，2019 年我国居民资产中，住房资产占 40.4%，股票和基金占 33%，这两者占到居民部门总资产的七成以上。而即将过去的 2022 年，无论房地产市场还是股票市场，其资产价格均出现了较大幅度的下跌。

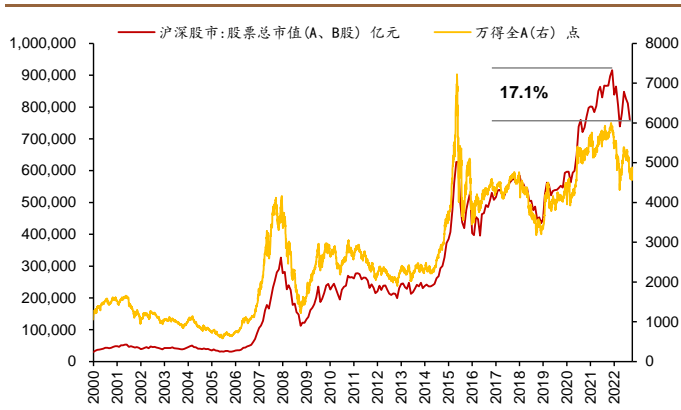
股票市场方面，截至 9 月底，沪深股市总市值相比去年底下跌了 17.1%，而 10 月 31 日万得全 A 较去年下跌了 23%。假设居民部门资产结构与 2019 年维持不变，按 17% 跌幅粗略估算，今年股票市场价格下跌带来居民总资产缩水 5.6%。房地产市场方面，商品房价格自去年 9 月以来，已经连续 13 个月环比下降，持续时间创下历史记录。截至 9 月底，70 个大中城市新房价格同比下跌 2.3%，二手房价格同比下跌 3.5%。假设今年全国商品房价格平均下跌 3% 左右，因此带来的居民部门总资产缩水约 1.2%。加总来看，住房和股票价格下跌导致居民部门总资产至少收缩 6.8%。

图 1：我国居民部门资产结构变动



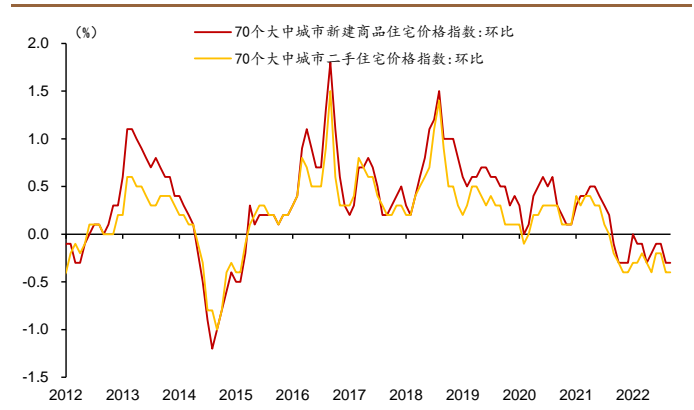
资料来源：Wind，社科院，德邦研究所

图 2：沪深总市值较去年年底缩水 17.1%



资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：70 城商品房价格已连续 13 个月下降



资料来源：Wind，德邦研究所

除了资产端之外，今年居民部门收入情况也受到了经济增速的拖累，对未来就业和收入的预期降至历史最低水平。

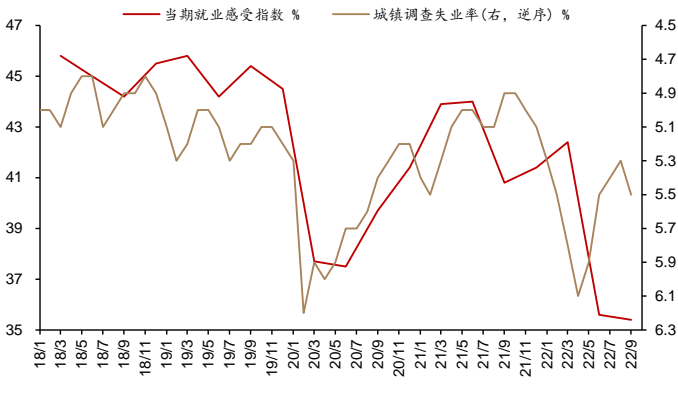
就业数据的三个信号表明当前就业形势仍严峻。城镇调查失业率在 4 月达到 6.1%，是仅次于 2020 年 2 月 6.2% 的次高位。此后，尽管调查失业率数据在逐步改善，但呈现出三个不好的信号：一是 9 月调查失业率反弹 0.2 个点至 5.5%，反映出目前就业形势仍不稳定；二是青年失业率创下历史新高，7 月达到 19.9%，结构性失业问题突出；三是央行储户调查数据与统计局失业率数据背离，储户调查数据显示三季度就业感受指数环比下降 0.2 个点至 35.4%，且近两个季度该指数持续低于 2020 年 Q1，显示出就业形势仍然严峻。

就业决定收入，当前居民收入恢复偏慢。城乡一体化调查的可支配收入数据的参考意义不高，该数据与 GDP 增速的变动完全一致，仅能反映收入和经济增长的关系，不能反映居民收入的特殊波动。央行储户调查的当期收入感受指数更能刻画收入的波动。该指标在今年二季度达到 44.5% 的次低值，三季度仅提高 2.5 个点，达到 47%，相比之下，该指标在 2020 年 Q2 比 Q1 提高了 4.5 个点，可见今年三季度居民收入恢复仍较慢。

对未来收入的预期大幅降至历史最低水平。尽管当期收入仍在缓慢恢复，但居民部门对未来收入的预期降到了历史最低水平。我们用三个指标来交叉验证居民收入预期，分别是央行储户调查的未来收入信心指数、未来就业预期指数，以及统计局的消费者预期指数的收入分项。今年二三季度，未来就业预期连续两个季度低于 20Q1，未来收入预期指数也在二季度降至 45.7%，比 20Q1 的 45.9% 更低。统计局的消费者预期指数的收入分项数据降幅更大，今年 4 月以来在 93%-97% 之间波动，而 2020 年 2 月这一数据为 112%。

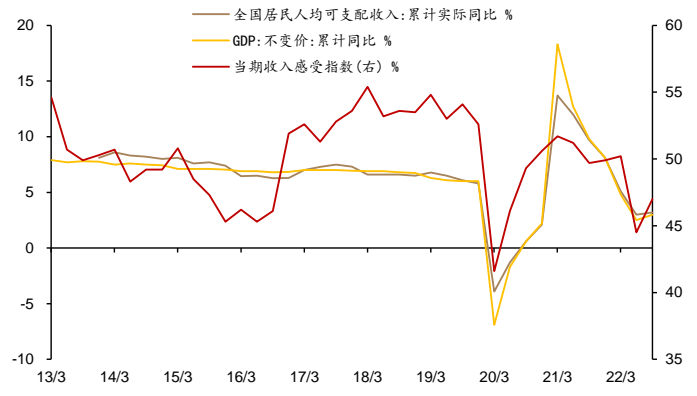
综合来看，尽管今年居民当期收入下降的幅度略小于 2020 年一季度，但对未来就业和收入的预期比 2020 年更差。2020 年全社会参照“非典”来看待新冠疫情，认为疫情短期将结束，对未来相对乐观；而今年以来，对疫情的持续预期明显较 2020 年拉长，这带来了未来预期的转弱。

图 4：央行储户调查数据与统计局失业率数据背离



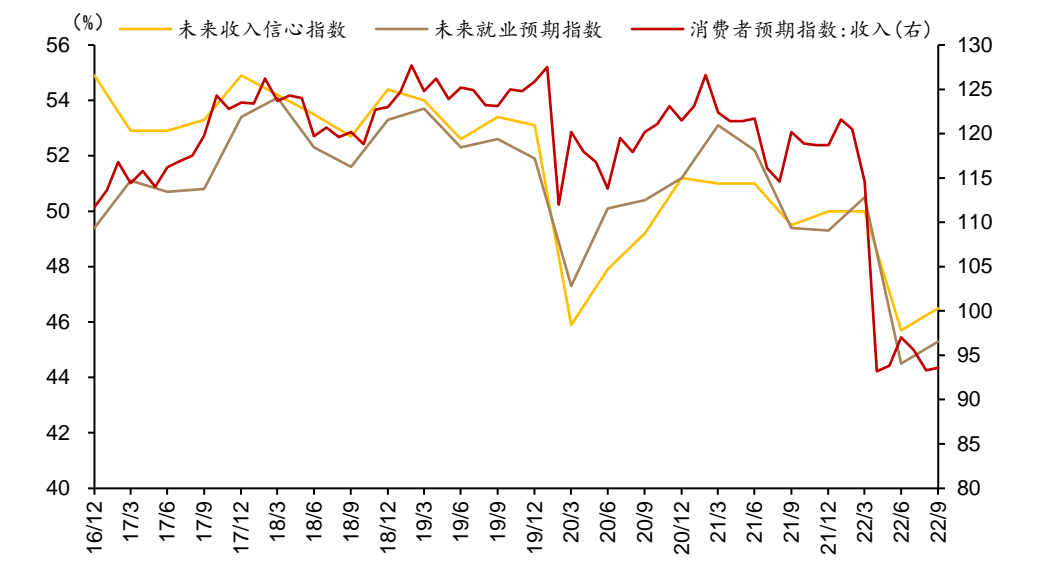
资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：今年居民收入恢复偏慢



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：对未来收入的预期比当期收入更加恶化



资料来源：Wind，德邦研究所

2.2. 负债与支出，房地产和消费

资产端的被动恶化，以及对未来收入预期的下降，导致居民部门在负债端和支出端的行为发生改变，对待负债和支出更加保守谨慎，从而带来需求的收缩。

2.2.1. 房地产销售预计明年增长 1.1%

从负债行为来看，今年居民部门明显在主动去杠杆。9 月，居民部门贷款余额的增速已经降至 7.2%，是 2008 年以来的最低增速水平。减少新增债务、偿还存量债务，成为居民部门的优先选择。并且，由于未来收入预期下降，居民对中长期债务更加谨慎。今年上半年，居民住房贷款余额增速为 6.3%，比居民部门整体贷款增速低 1.8 个百分点左右。

空前保守的负债行为，导致居民购房需求也降至 2008 年以来最弱，进一步导致当前房地产销售下行的深度和时间长度超过前几轮。我们将本轮下行周期与

前几轮比较。从降幅来看，本轮与 2008 年接近，销售面积单月最大降幅分别达 39%、35.7%，而 2012 和 2014 年两次下行区间的单月最大降幅均未超过 20%。从持续时间来看，本次市场下行已经超过 15 个月，而 2008、2012、2014 年分别为 10、8、13 个月。

今年以来房地产政策相对谨慎，未来仍有加码空间。全国层面的政策发力是今年 4 月才开始，此时地产销售已经连续下降 9 个月；并且在 10 月之前，全国统一政策仅限于下调 LPR 利率，放松限购只是在“因城施策”层面。直到国庆前后，连续出台三项边际放松政策，包括个人首套住房公积金贷款利率下调 0.15 个百分点，对出售自有住房并一年内购房的居民售房缴纳的个人所得税可以退税，放宽部分城市年底之前的首套住房贷款利率下限。但 10 月市场降幅比 9 月继续扩大，30 大中城市商品房成交面积同比下降 18%，降幅比 9 月进一步扩大 4.5 个点。未来房地产政策仍有调整空间，如继续下调首付比例和房贷利率。

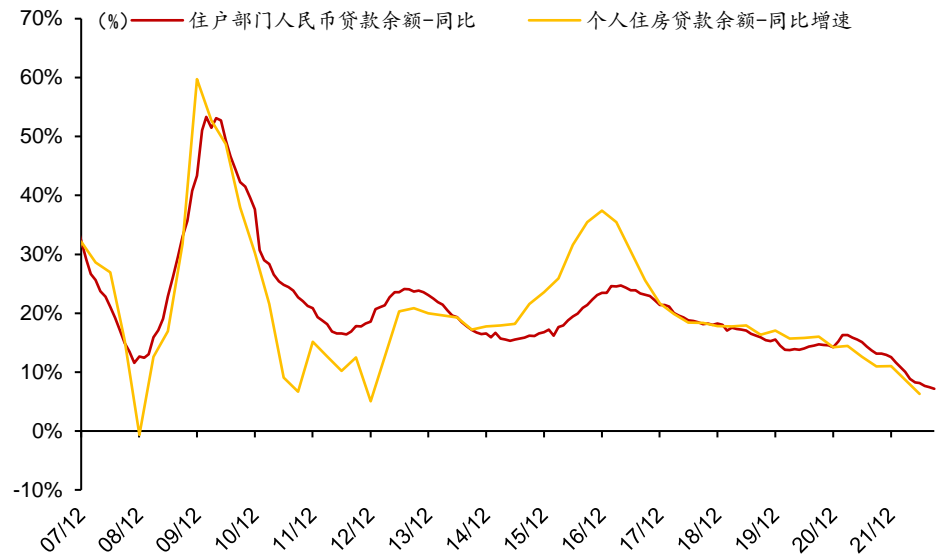
按照往年来看，房贷利率下调后一个季度左右，房地产销售就会回暖。但今年这个过程显然更长，房贷利率从年初开始松动，距今已经三个季度，但房地产销售仍然在二季度的底部震荡，尚未出现明显收窄降幅的迹象。

我们从居民加杠杆的角度可以推算 2023 年的房地产销售增速。上轮房地产周期中，2015 年按揭贷款净投放 2.5 万亿，2016 年为 4.9 万亿，增长 2.4 万亿，接近翻倍。根据央行发布的《2022 年三季度金融机构贷款投向报告》，今年三季度末相比去年末按揭贷款净投放仅 5900 亿，我们预计全年为 7000 亿。假设明年比今年增长 2 倍，达到 2.1 万亿左右，量的反弹低于 2016 年的 2.4 万亿。

假设：(1) 房贷偿还年限平均为 15 年；(2) 今年公积金贷款投放与房贷投放成比例变动；(3) 贷款对商品住宅销售额的撬动率为 2017-2021 年平均水平；(4) 今年商品住宅销售额同比下降 24.3%（前三季度为 28.6%）。

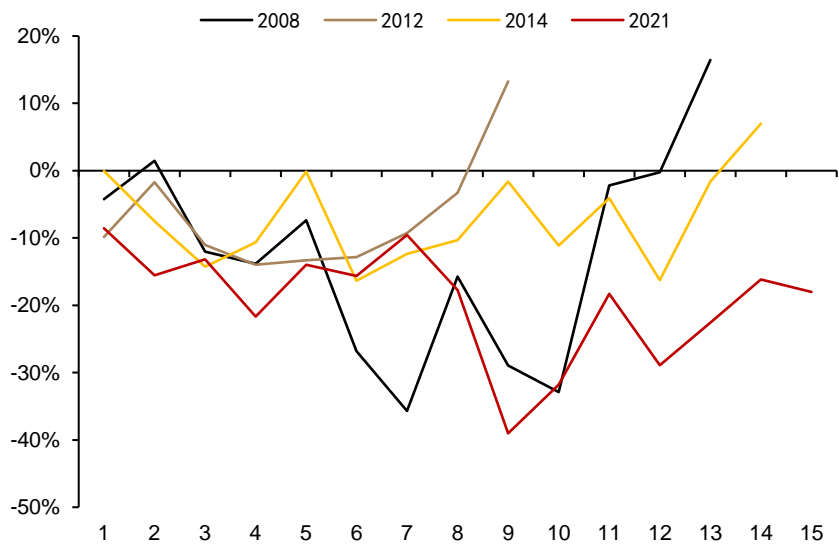
根据以上假设，可以计算得到明年商品住宅销售额同比增速为 1.1%左右。

图 7：今年以来中长期的住房贷款增速比居民部门整体贷款增速低



资料来源：Wind，德邦研究所

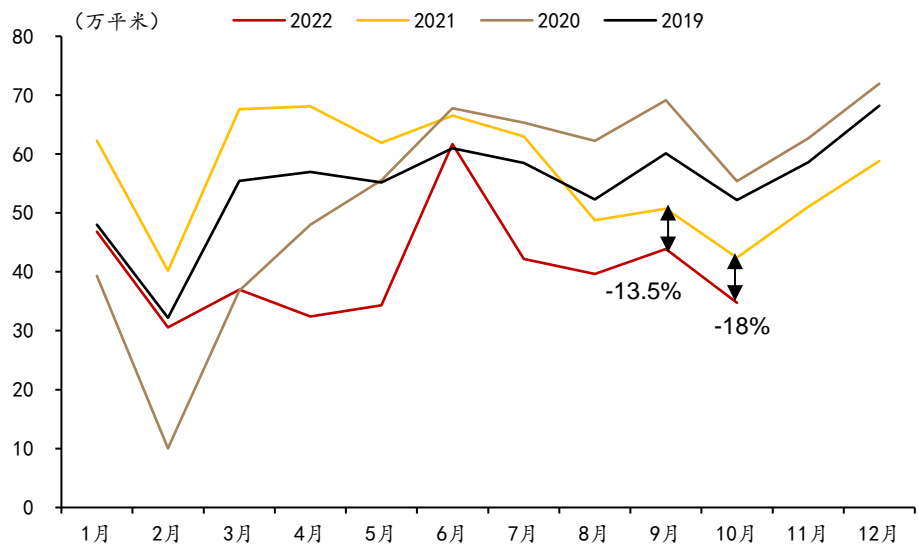
图 8：当期房地产下行深度超前几轮



资料来源：Wind，德邦研究所

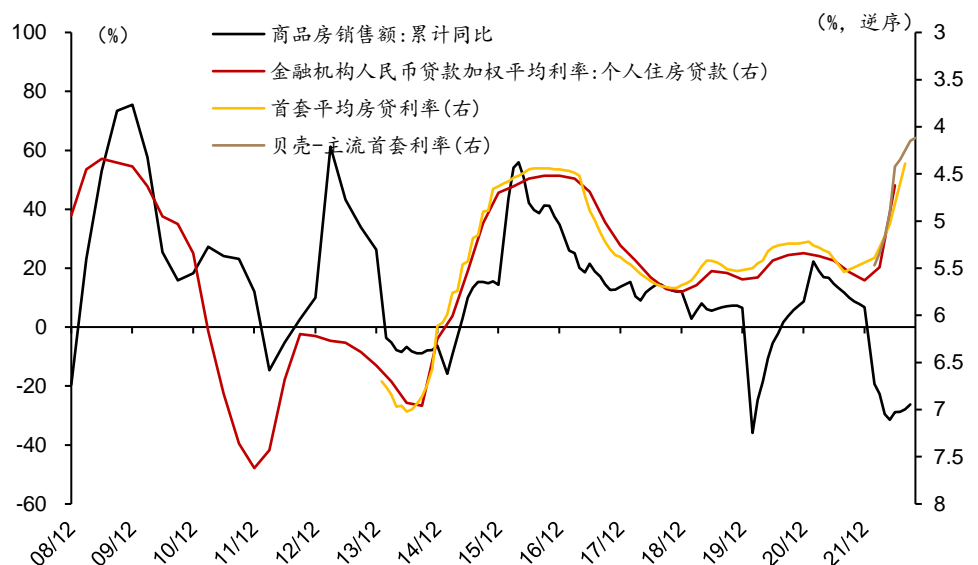
注：图为商品房销售面积的当月增速，其中横轴代表月，起点分别为 2008-02、2011-10、2014-02、2021-07。2022 年 10 月销售同比以 30 城成交面积同比变动代替

图 9：10 月 30 城成交面积同比降幅扩大



资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：房贷利率持续下调，二季度后商品房销售降幅开始收窄



资料来源：Wind，德邦研究所

注：2021 商品房销售增速为两年平均增速

2.2.2. 社零增长 6%左右

从支出行为来看，居民部门减少消费支出、增加储蓄的倾向十分明显。央行调查数据显示，今年三季度末，倾向消费、投资的储户占比分别比去年底下降了 1.9%和 4.4%，而倾向储蓄的储户占比大幅提高 6.3%。以金融机构信贷收支表的数据来看，今年 9 月末居民部门存款比去年同期增加 14.6 万亿，2020 年同期这一数据为 11.1 万亿左右，可见居民消费和投资向储蓄的“搬家”效应十分突出。

这导致居民消费倾向的复苏被打断。我们以可比较的前三季度累计数据来看，2020 年疫情冲击时，居民消费倾向一度降至 62.8%，去年恢复至 65.8%，但比疫

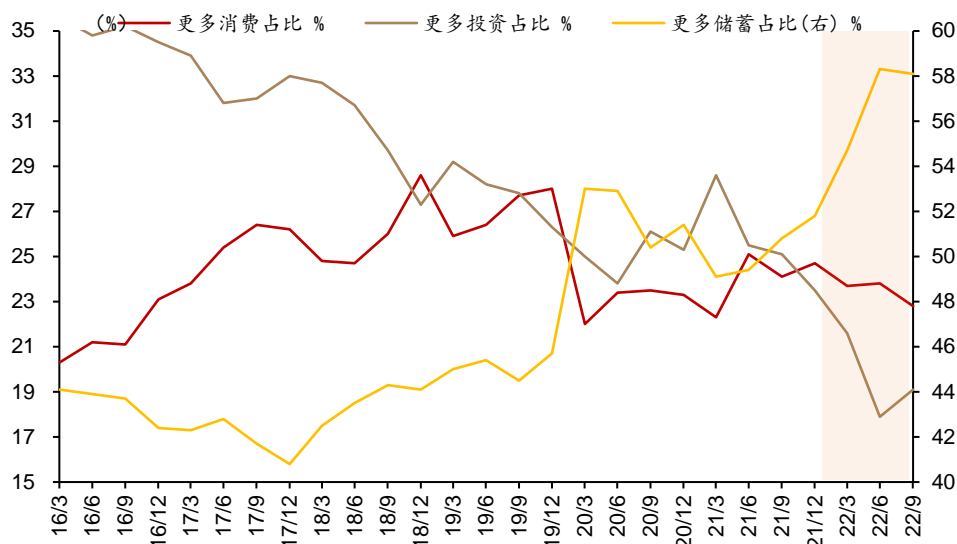
情前低 2 个点左右，仍有向上修复的空间。但今年同期，该指标降至 64.7%，居民消费倾向的复苏进程被打断。

除了资产端和收入端恶化之外，消费场景受限也是今年影响居民支出的主要因素。我们发现 2020 年以来，社零加权的百城拥堵指数对消费有很好的解释力。比如今年 9 月社零加权的百城拥堵指数同比增速从前值 3% 降至 -5%，对应社零也从 5.4% 大幅降至 2.5%，扣除价格因素后的实际社零增速从 2.2% 降至 -0.7%。

消费结构方面出现“恩格尔系数”的倒退。资产和收入恶化、消费场景受限，导致消费总量的增速下降之外，还对消费结构带来较大影响，可选消费让位于必需消费。我们将今年三季度末的居民消费支出结构与 2019 年末进行比较，发现非必需的可选消费占比均在下降，如教育文娱占比降低 1.6 个点，衣着消费降低 0.7 个点。而相对刚性的必需品消费占比在增加，典型的是食品支出占比提高了 2.2 个点。通常用食品支出占比作为衡量消费结构的“恩格尔系数”，我国的这一系数此前长期处于下降状态，但在今年和 2020 年出现了回升。

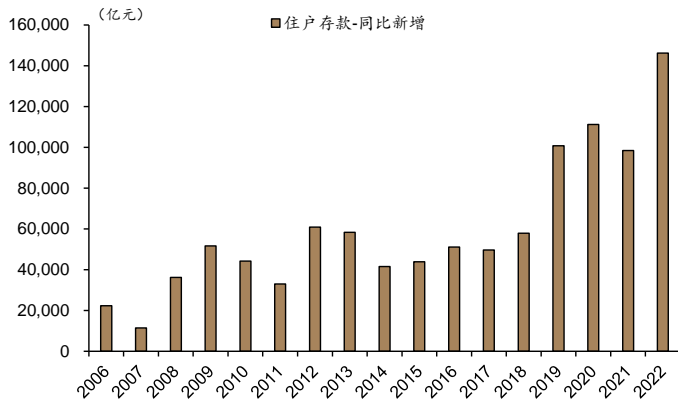
假设四季度社零比去年同比增长 3%，今年全年社零增速 1.3% 左右。2020-2021 年社零的两年平均增速为 4.0% 左右，如果今明两年平均增速也达到这个水平，对应明年社零增长 6.7%。但目前看，由于居民对未来收入预期比 2020 年更弱，两年平均增速可能低于 4%，我们预计明年社零增长 6% 左右，对应的两年平均增速为 3.6%。

图 11：今年以来，居民部门投资和消费向储蓄转移



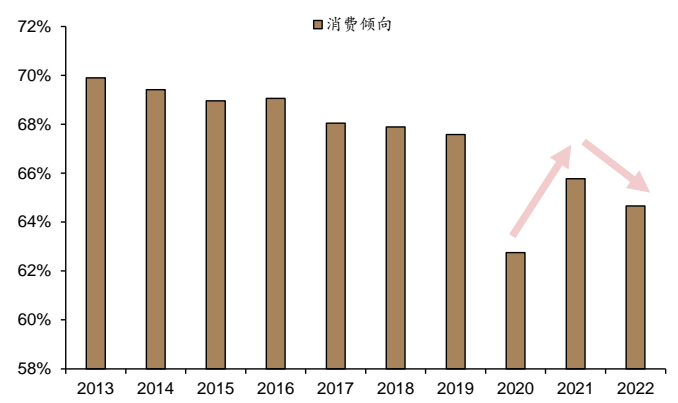
资料来源：Wind，德邦研究所

图 12: 居民存款余额同比增量大幅上涨



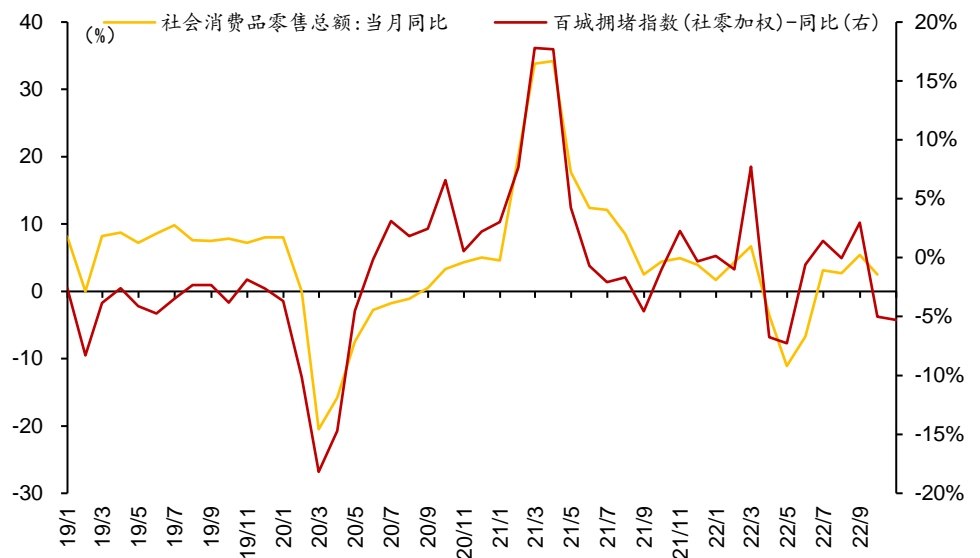
资料来源: Wind, 德邦研究所
注: 均为 9 月数据

图 13: 居民部门消费倾向的回升被打断



资料来源: Wind, 德邦研究所
注: 每年三季度累计数据, 消费倾向=消费支出/支配收入

图 14: 2020 年以来消费场景对社零起到决定作用



资料来源: Wind, 德邦研究所

表 2：居民消费各类别占比

	食品烟酒	衣着	居住	生活用品及服务	交通和通信	教育、文化和娱乐	医疗保健	其他用品及服务
比2019年底	2.2%	-0.7%	0.3%	-0.1%	-0.2%	-1.6%	0.1%	0.1%
2022-09	30.4%	5.5%	23.7%	5.8%	13.1%	10.0%	8.9%	2.5%
2022-06	31.3%	6.2%	23.9%	5.7%	12.7%	8.8%	8.9%	2.5%
2022-03	32.6%	7.1%	22.4%	5.6%	12.4%	9.1%	8.3%	2.5%
2021-12	29.8%	5.9%	23.4%	5.9%	13.1%	10.8%	8.8%	2.4%
2021-09	29.8%	5.8%	23.3%	5.9%	12.9%	10.8%	9.0%	2.4%
2021-06	30.8%	6.5%	23.1%	5.8%	12.7%	9.8%	8.8%	2.5%
2021-03	33.2%	7.3%	22.5%	5.7%	11.7%	9.1%	8.1%	2.3%
2020-12	30.2%	5.8%	24.6%	5.9%	13.0%	9.6%	8.7%	2.2%
2020-09	30.5%	5.7%	25.0%	6.0%	13.1%	8.6%	9.0%	2.2%
2020-06	31.9%	6.3%	25.4%	6.0%	12.7%	6.8%	8.7%	2.2%
2020-03	33.6%	7.3%	24.4%	5.6%	11.9%	6.9%	8.2%	2.2%
2019-12	28.2%	6.2%	23.4%	5.9%	13.3%	11.7%	8.8%	2.4%
2019-09	27.9%	6.2%	23.3%	6.0%	13.4%	11.4%	9.1%	2.6%
2019-06	28.6%	7.1%	23.1%	6.0%	13.4%	10.0%	9.1%	2.7%
2019-03	30.2%	8.1%	21.9%	5.8%	13.2%	9.9%	8.4%	2.6%
2018-12	28.4%	6.5%	23.4%	6.2%	13.5%	11.2%	8.5%	2.4%
2018-09	28.5%	6.5%	22.9%	6.3%	13.5%	10.9%	8.9%	2.5%
2018-06	29.3%	7.4%	22.4%	6.2%	13.4%	9.7%	8.9%	2.6%
2018-03	31.3%	8.5%	21.4%	6.0%	13.1%	8.8%	8.2%	2.6%
2017-12	29.3%	6.8%	22.4%	6.1%	13.6%	11.4%	7.9%	2.4%
2017-09	29.2%	6.8%	22.1%	6.2%	13.6%	11.2%	8.3%	2.6%
2017-06	30.3%	7.6%	21.7%	6.1%	13.7%	9.8%	8.1%	2.7%
2017-03	32.0%	8.4%	20.4%	5.8%	13.4%	10.0%	7.3%	2.6%
2016-12	30.1%	7.0%	21.9%	6.1%	13.7%	11.2%	7.6%	2.4%
2016-09	29.9%	7.1%	21.8%	6.2%	13.6%	11.0%	7.8%	2.4%
2016-06	30.9%	7.9%	21.6%	6.1%	13.4%	9.6%	7.8%	2.6%
2016-03	33.0%	9.1%	20.2%	6.0%	12.9%	9.5%	6.8%	2.6%
2015-12	30.6%	7.4%	21.8%	6.1%	13.3%	11.0%	7.4%	2.5%
2015-09	30.1%	7.5%	21.8%	6.2%	13.5%	10.6%	7.6%	2.6%
2015-06	31.0%	8.5%	21.5%	6.2%	13.4%	9.3%	7.5%	2.7%
2015-03	33.2%	9.8%	20.5%	6.1%	12.9%	8.1%	6.8%	2.7%

资料来源：Wind，德邦研究所

3. 企业部门：加杠杆意愿和能力更强

超 3.3 万亿减税降费主要投向企业部门，财政政策加持下，企业的资产负债表情况好于居民部门，因而加杠杆的能力和意愿相对更强。2020 年以来，西方国家财政刺激的主要方式是直接给居民“发钱”，相比之下我国宏观政策逻辑是优先给企业部门减税降费，通过保市场主体来保就业，从而传导到居民部门的就业和收入消费环节。截至 8 月底，今年“大规模留抵退税+减税降费+缓税缓费”合计超 3.3 万亿¹，其中留抵退税超 2.1 万亿²。减税降费对于企业减负、改善现金流，具有重要作用。

在企业部门层面，加杠杆与中长期的资本开支基本对应，BCI 投资前瞻指数与非金融企业部门杠杆率的走向基本一致（图 15）。但今年以来二者走向出现背离，主要因为今年企业杠杆率上升更多受到短期票据融资冲量的拉动，与资本开支对应的中长期贷款增速仍处于历史相对低位。但积极信号也已经出现，今年 5

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/piYZewP19taHF4jiO11YNQ>

² https://mp.weixin.qq.com/s/_KTMS6GapeUC3sxjfHNBtLq

月之后，票据融资增速下降，企业中长贷增速提高，成为拉动企业杠杆率的主要因素。

3.1. 制造业投资：降至 6%左右的中低速增长

今年制造业投资增速维持高位，离不开留抵退税政策驱动。

利润下降时，制造业投资通常不景气。今年前三季度，制造业利润总额同比下降 13.2%，31 个制造业行业中 20 个行业利润负增长。利润下降一方面意味着企业经营带来的现金流会收紧，另一方面，意味着大量企业亏损，增值税应纳税额为负，进项税超过销项税，会产生留抵，进一步占用企业资金。因此我们看到在企业利润下降时，制造业投资一般也不景气。2019 年，制造业利润同比下降 5.2%，当年制造业投资仅增长 3.2%。分行业来看，30 个制造业行业的投资和利润呈现正相关关系（图 17），但今年更多行业落入了第二象限，即利润下降，制造业投资却实现强劲增长，特别是电子、通用设备等机电行业。

但今年的大规模留抵退税政策，极大缓解了企业现金流紧张局面，对制造企业扩大资本开支起到支撑作用。对于制造业企业，两种情况下会产生大量留抵，占用资金：一是企业利润为负；二是企业发生设备购置等资本开支时，会产生高额进项税，但由于业务销售是逐月完成的，前期每月进项税都会高于销项税，产生留抵。今年刚好两种情况都存在，恰到好处的留抵退税政策，缓解了制造业资金紧张局面。4 月到 8 月 31 日，制造业企业退税 5377 亿³，今年前三季度制造业投资完成额比去年同期增加 1.7 万亿左右，行业退税规模大约是新增投资的 30% 左右。

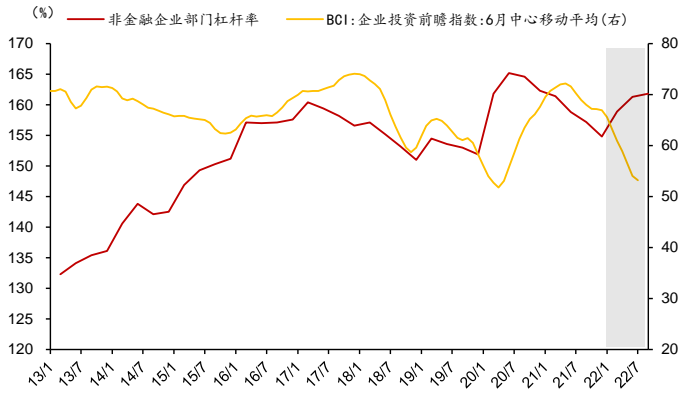
今年制造业投资可能实现 10%左右增速，明年预计降至 6%左右的中速增长。

当前需求回升缓慢、生产仍未饱和，制造业产能利用率处于低位，投资扩产的必要性降低。当工业生产和产能利用率同步上行，意味着需求高涨，企业产能已经得到充分利用，需要进一步投资扩产，制造业资本开支随之增加。本轮产能利用率的顶点在 2021 年 Q2，底部在今年 Q2。目前无论产能利用率还是工业生产，均处于较低水平，企业增加资本开支的内生动能不足。另外，BCI 企业投资前瞻指数在二季度经过深度下行后，至今仍处于历史低位区间，代表着企业对未来投资的弱预期。与之匹配的是制造业贷款需求，目前也显著低于前两年水平。以上各种迹象表明制造业企业当前的投资需求仍然偏低。

但政策支持将是未来制造业投资的重要支撑。制造业投资与基建投资的驱动力正在逐渐同化，今年以来，制造业投资也在政策驱动下，承担起逆周期调节的作用，这一趋势在明年仍将持续。我们注意到，在国家规划中的重大项目不只包含基础设施，也有工业产业相关投资。比如十四五规划的 102 项重大项目中，专门列出了制造业核心竞争力提升工程的 8 个项目。各省的规划中，产业投资也占到很大比例。我们在此前报告《扩投资、稳增长的主力军：重大项目》中梳理了部分省份年度重大项目投资额的结构情况，发现产业投资在大部分省份重大项目投资中占 30%左右。此外，9 月 7 日国常会出台设备更新贷款政策支持制造业等特定领域，中央财政贴息 2.5 个百分点，这将成为存量留抵退税之后的接续政策，拉动明年制造业投资的发展。

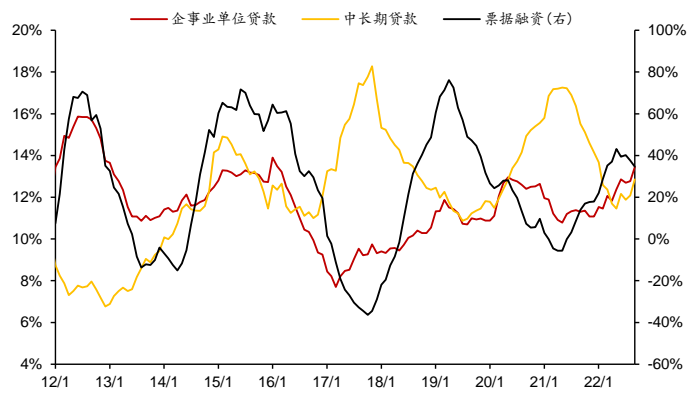
³ 留抵退税让制造业企业创新发展底气十足 (thepaper.cn)

图 15: 今年企业部门杠杆率和投资前瞻指数相背离



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 16: 票据融资增速较高, 中长期贷款增速仍处于相对低位



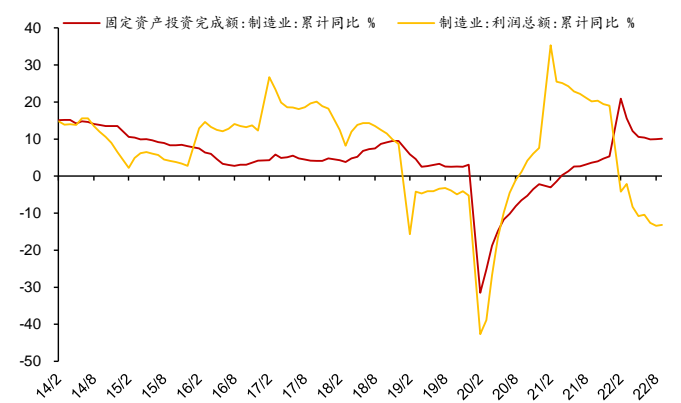
资料来源: Wind, 德邦研究所
注: 均为存量余额的同比增速

图 17: 分行业的制造业投资和利润增速 (%)



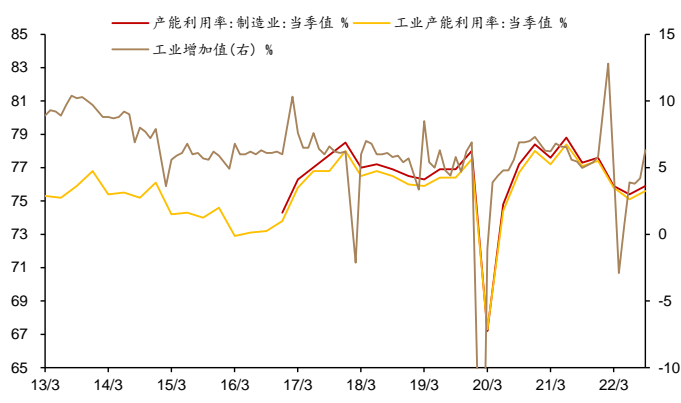
资料来源: Wind, 德邦研究所
注: 均为 1-9 月累计

图 18: 制造业投资和利润增速



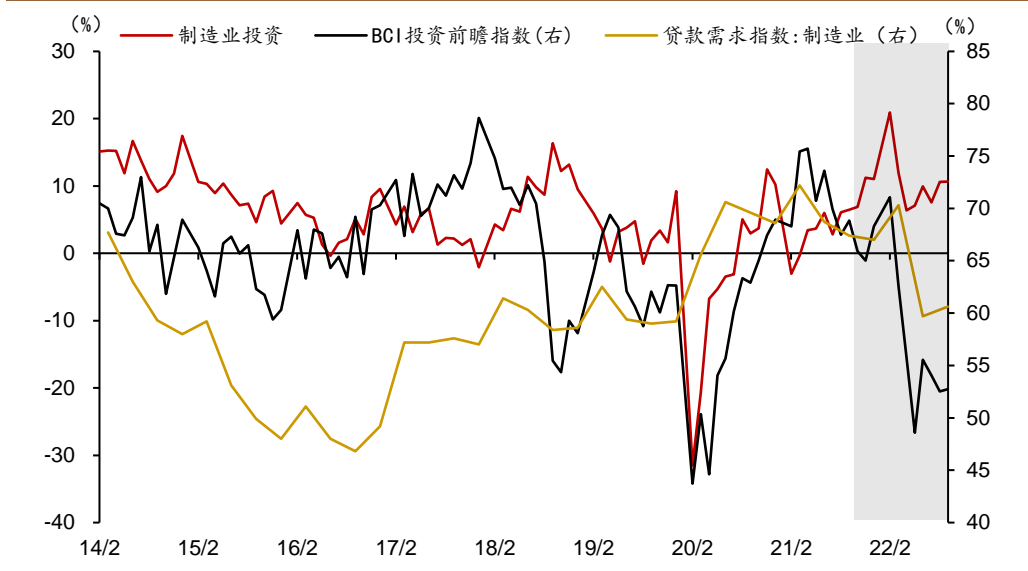
资料来源: Wind, 德邦研究所
注: 2021 为两年平均增速

图 19: 工业生产和产能利用率均处于相对低位



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 20: 企业投资前瞻指数和制造业贷款需求均大幅下降后处于低位



资料来源: Wind, 德邦研究所
注: 制造业投资为当月同比增速

3.2. 房地产投资: 降幅收窄至-2%左右

房企外源性融资仍然没有改善。考虑到房企融资特性,我们在房地产开发到位资金里面扣除定金及预收款、个人按揭贷款这两项,以剩下部分作为外源性融资来衡量房企的流动性状况。以当月增速来看,外源性融资从 2021 年 7 月开始转负,目前已持续 15 个月,且降幅逐渐扩大,今年以来均在 10% 以上(3 月除外),9 月下降 23.9%,还没有改善的迹象。

房地产投资的修复链条: 房贷利率下调→销售回暖→房企资金面改善→拿地和新开工好转→房地产投资修复。上述修复链条目前仍在传导第一步,即从利率下调到销售回暖,这一步的传导可能要到明年一季度才充分兑现。后续从销售端到投资端的传导受高库存、期房交付风险等因素影响,传导期限可能会进一步拉长。

广义库销比处于历史高位，会对房企开发投资的意愿形成约束。库存一端连接着房地产开发投资，另一端连接房地产销售，库存压力加大时，意味着房企去化困难，流动性危机会随之而至。根据完工情况的不同，将房企库存分为狭义和广义库存两部分。狭义库存即统计局披露的待售面积，代表已完工未销售部分；广义库存则是已开工未销售部分，相比狭义库存，多出在建未销售面积。用库销比衡量房企库存去化压力。上一轮周期中，狭义库销比自2015-2021年长期处于下降状态，仅2020年初受疫情扰动有所上升；广义库销比经过了2015-2017年的下降后，2018-2020年重新回升，2020-2021年又经历了一轮去库存历程。当前来看，无论广义库销比还是狭义库销比，自2021年6月后都开始上升，广义库销比已经超过2015年51.8的历史最高水平。

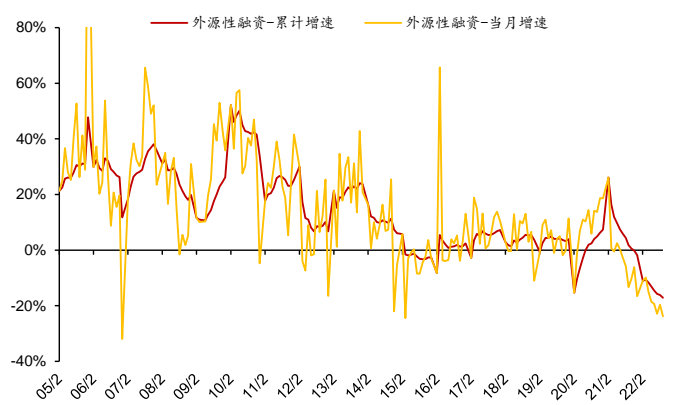
除高库存外，大量未完工期房也会影响房地产投资，房企在行为决策时会优先完成期房竣工，拿地和新开工速度放缓。我国商品房销售面积自2005年以来开始超过竣工面积，长期以来“施工”速度赶不上“卖房”速度，导致已销售未完工的期房越积越多，“烂尾”风险日益积累。今年7月以来，多个楼盘因“烂尾”出现业主“断供”，打击购房者信心，加剧了房地产风险扩散的广度和深度。用已售未完工期房的竣工所需时间来衡量烂尾风险，得到今年8月已售未完工期房为62亿平，以过去12个月平均竣工面积来看，仍需要77.2个月（约6.4年）才能完成现有期房的竣工。

“保交楼”的推进预计仍然是明年房地产政策的主线，并将从竣工端促进开发投资的增长。“保交楼”影响房地产投资的三条逻辑：一是停工楼盘交付强化购房者信心，有利于销售回暖，销售回款形成房企投资资金；二是“保交楼”促进竣工面积回升，拉高建安投资；三是“保交楼”后，对房地产开发投资的监管趋严，行业在拿地和开工等前端开发的扩张会更加谨慎。综合三条逻辑来看，“保交楼”在短期内会通过增加竣工，促进开发投资；但中长期内，拿地和新开工更加谨慎，将导致房地产投资的增长变得低位平坦化。

基于上述分析，我们认为明年“低基数+‘保交楼’”这两个因素将带动房地产投资降幅在上半年明显收窄。但由于今年拿地和新开工大幅减少，销售好转带来的房地产投资回暖则要来得更晚一些，预计下半年才会传导至投资端。

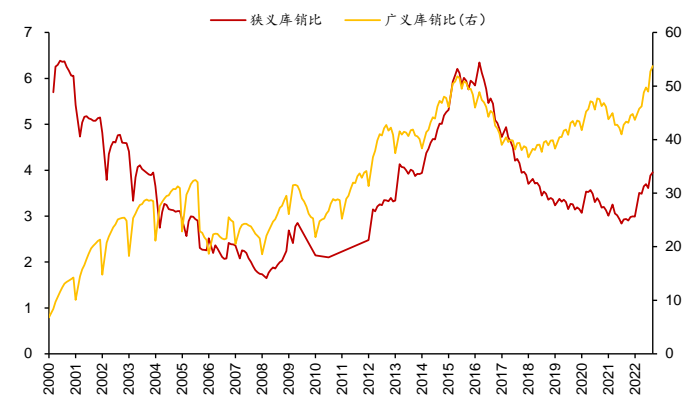
在今年的基础上，我们预计明年商品房施工面积同比-5%，土地购置面积同比-15%，对应地产投资增速-2.0%左右。

图 21：房地产开发中的外源性融资



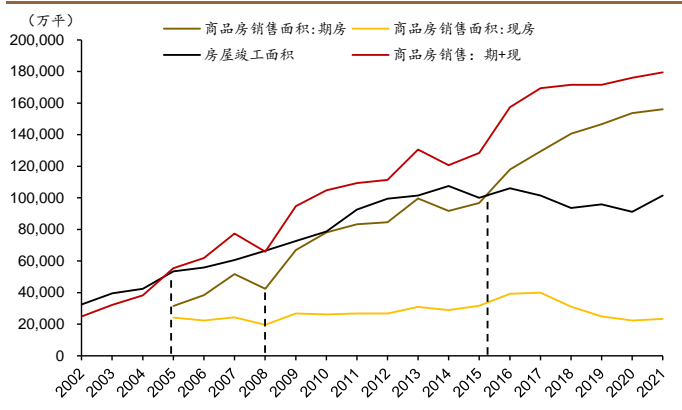
资料来源：Wind，德邦研究所

图 22：广义库销比位于历史较高阶段



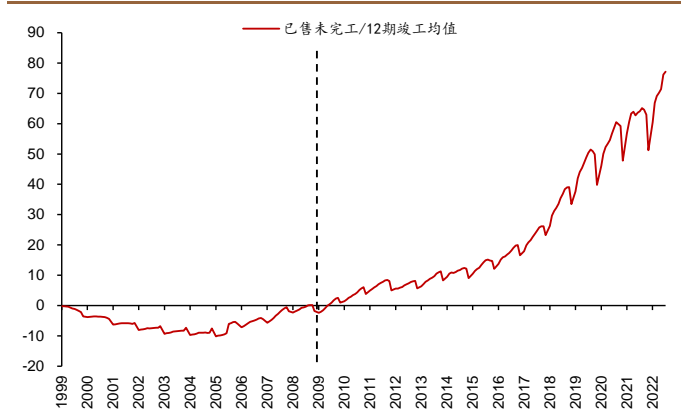
资料来源：Wind，德邦研究所

图 23: 商品房销售与竣工



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 24: 已售未完工期房的竣工所需时间越来越长 (月)



资料来源: Wind, 德邦研究所

4. 政府部门: 中央政府是加杠杆的主力

明年仍然是稳增长大年, 基建仍将是明年经济增长最重要的支撑。

回顾 2022, 基建高增有三方面原因: 增量资金多、项目储备足、流程堵点打通。今年基建投资一扫过去四年颓势, 自 2017 年以来首次重回两位数时代, 前三季度同比增长 11.2%。今年的基建高增长, 主要由于“财政+准财政”资金投入明显增加。但仅有增量资金不足以拉起基建, 如 2020 年新增特别国债 1 万亿+专项债扩容 1.6 万亿, 但当年基建增速只有 3.4%, 因此另外两方面因素也不容忽视, 即项目储备充足和流程堵点打通。

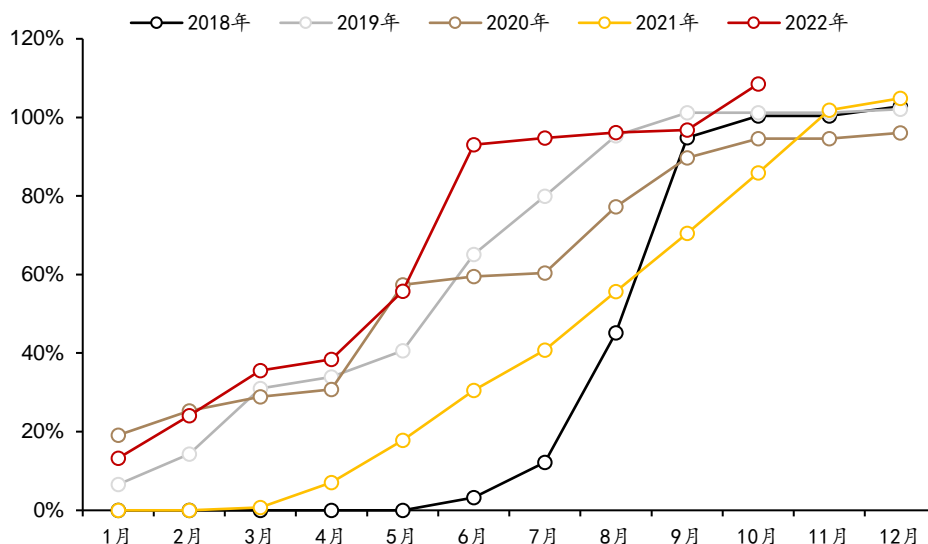
资金: 上半年 3.45 万亿专项债集中发行, 下半年超 1.1 万亿“准财政+专项债限额以下空间”形成接续。在稳增长压力之下, 今年上半年专项债加速发行, 截至 6 月末, 用于项目建设的 3.45 万亿专项债基本发行完毕, 而去年同期进度仅为 30%左右, 2020 年财政前置之下, 上半年发行进度也仅达到 60%左右。因此, 上半年比去年同期多发近 2.3 万亿专项债, 对基建增速形成了支撑。下半年开始后, 两批次合计超 6000 亿政策性金融工具, 以及 5000 多亿专项债限额以下空间使用, 为基建带来超过 1.1 万亿的资金增量。

专项债撬动基建投资的效果比政策性金融工具差。专项债资金用于项目包括两种方式, 一是用作资本金, 二是作为项目配套资金, 资本金部分最多可占到 25%, 但实际仅占 5%-7%左右。今年 3.45 万亿的项目建设专项债, 最多可有 25%用作项目资本金, 即 8625 亿左右。但由于相关项目要求严格, 符合标准的项目较少, 实际用作资本金的专项债比例远远达不到 25%。上半年大约有 2400 亿专项债用作项目资本金, 占比 7%左右⁴; 2021 年这一数字为 1700 亿左右⁵, 占比仅 5%左右。可见, 专项债实际用作资本金的规模是远小于 6000 亿政策性金融工具的, 其撬动效果偏低。

⁴ https://mp.weixin.qq.com/s/L-3h4_2B2hLqHlt3ZO1UQ

⁵ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1719305878812839184&wfr=spider&for=pc>

图 25：专项债发行进度



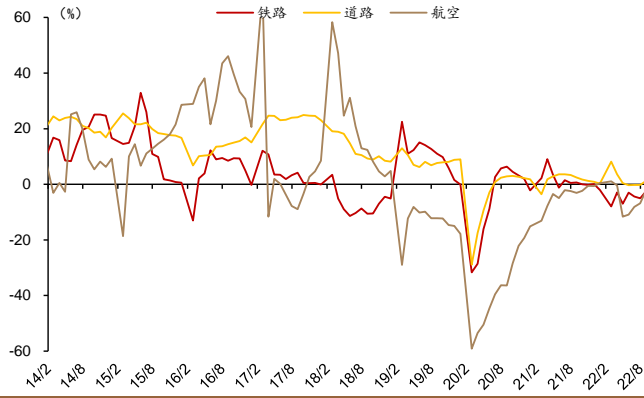
资料来源：Wind，德邦研究所

项目：今年能源、水利、市政三方面基建增速快，是基建的主要拉动项目，交通方面的“铁公机”增速偏慢。分行业看，今年前三季度能源、水利、公共设施（主体为市政）三类基建投资增速分别达到 21.4%、15.5%、12.8%，其中公共设施在基建二级行业中占比最大，约为 35%-40%。交通基建今年相对滞后，其中铁路、公路（即道路）和航空基建前三季度增速分别为-3.1%、2.5%、0%。不同项目增速的区别在今年的地方政府债券投向上也能反映出来，前述增速较快的行业，今年前三季度均增加了地方债投入，能源（及城乡冷链物流）、水利、市政三方面的地方债投入占比分别比去年提高 0.5、1.0、3.0 个点，而增速较慢的交通基建的比例较去年下降 0.8 个点。

流程改善带来专项债使用效率和拉动作用的提高。2021 年专项债发行进度偏慢拖累基建，主要因为重发行轻管理，出现资金闲置和使用效益低下的问题⁶。2022 年相关部门在专项债流程方面做了很多改进，包括提前储备项目、加强项目前期工作指导、建立专项债券支出进度通报预警制度等。因此尽管专项债总量与上年持平，但其使用效率和对基建的拉动作用明显要高于上年。

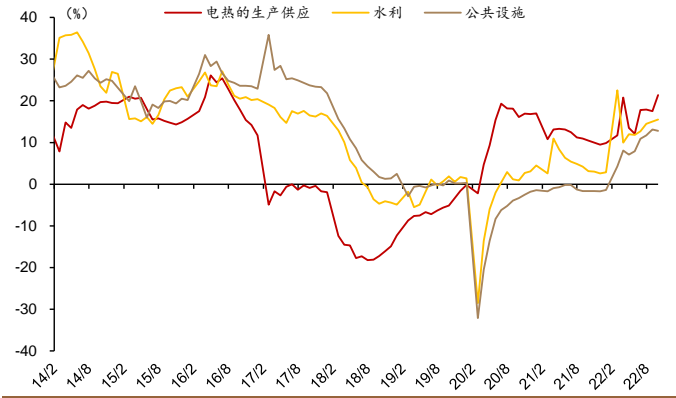
⁶ 国务院关于 2021 年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告 中国人大网 (npc.gov.cn)

图 26：“铁公机”增速偏慢



资料来源：Wind，德邦研究所
注：2021 为两年平均增速

图 27：能源、水利、市政三方面基建增速快



资料来源：Wind，德邦研究所
注：2021 为两年平均增速

表 3：2022 前三季度比 2021 年专项债投向的变动

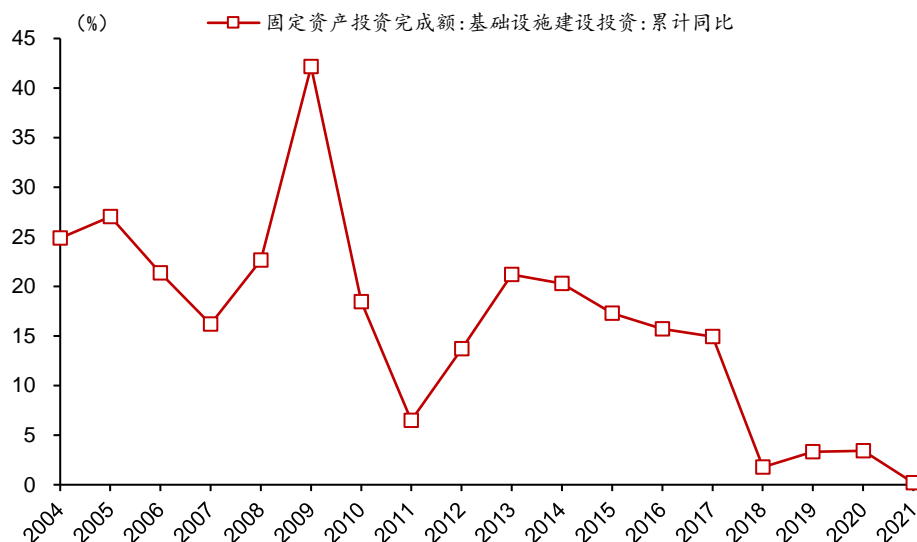
	变动	22 年 1-9 月	2021 全年
社会事业	1.2%	19.7%	18.5%
农林水利	1.0%	9.5%	8.5%
交通基础设施	-0.8%	17.6%	18.4%
能源、城乡冷链物流基础设施	0.5%	1.6%	1.1%
市政建设及产业园区基础设施	3.0%	31.7%	28.7%
保障性安居工程	-1.3%	13.4%	14.7%
生态环保	-0.6%	3.8%	4.4%
支持化解中小银行风险	0.9%	1.1%	0.3%
其他	-3.8%	1.6%	5.4%

资料来源：财政部，德邦研究所
注：投向数据包含新增专项债和一般债

展望明年，市场对基建投资可能存在两个顾虑，一是今年高基数是否会压制明年增速，二是明年增量资金能否得到保障。

对于第一个问题，我们认为不必担心基数效应对基建投资的影响。比如 2012-2017 年，基建投资连续 6 年实现两位数增速，前一年的高增长并没有导致下一年增速明显放缓。2018-2021 年，基建投资增速连续 4 年维持在 3.5% 以下，前一年的低增长也从来没有抬高过下一年的增速。基建投资更多是政府稳增长意愿和决心的体现，基数效应对其全年增速的影响并不大。

图 28：历史数据来看基数效应对基建全年增速的影响并不大



资料来源：Wind，德邦研究所

对于第二个问题，我们认为严峻的财政形势带来了一定隐忧，需要重点观察未来中央政府加杠杆筹资的情况。

明年财政形势仍然严峻，往年积累“余粮”在今年大量使用，明年跨期可用资金将明显减少。今年财政的一大特点是大量使用跨期资金，主要包括三方面，一是往年预算收入结转结余，如中央预算稳定基金调入 2765 亿元到中央一般预算。二是土地出让收入的往年结余，今年前三季度土地出让收入仅 3.85 万亿左右，但支出高达 4.36 万亿，5100 亿差额中很大一部分来自往年土地出让收入的结余。三是专项债限额以下结存空间，824 国常会提出“依法用好 5000 多亿元专项债地方结存限额”，9-10 月已发行 4520 亿左右。大量跨期资金在今年使用，明年财政“余粮”将明显减少。比如中央预算稳定调节基金在 2020 年余额降至 1131 亿元，经过 2021 年休养生息后，恢复至 3854 亿，但 2022 年又调出 2765 亿⁷，目前预计仅剩 1089 亿。

地方财力会更紧张，加杠杆要靠中央发力。一方面，房地产市场下行带来地方政府土地出让收入的下降，今年前三季度地方政府性基金收入同比下降 26% 左右。房企拿地预计要到明年下半年才有所回暖，明年的土地出让收入尽管不会像今年同比大幅下滑，但仍不乐观，对地方政府可用财力仍会形成一定制约。

另一方面，地方政府性基金收支减速，会限制专项债的进一步扩容。

2021 年专项债付息支出达到 4737.7 亿元，比上年增加 1060 亿元，占地方政府性基金收入比例从 3.8% 上升到 5%，占基金支出比例从 3.2% 提高到 4.3%。如果今年专项债付息支出继续上升 1000 亿达到 5700 亿左右，地方政府性基金支出与 2021 年持平，付息支出占基金支出比例将进一步上升至 5.2%。

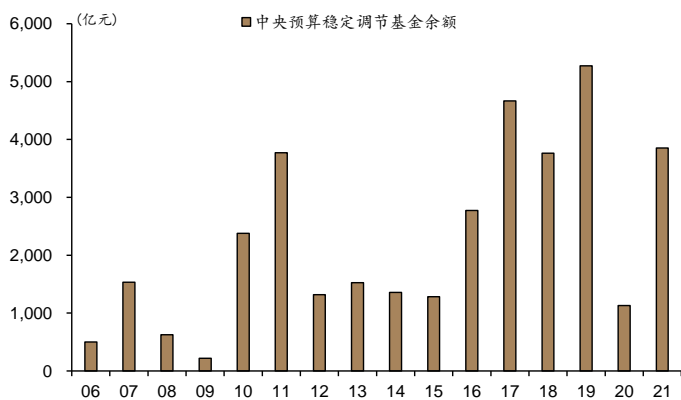
国办 2016 年 11 月印发的《关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知（国办函〔2016〕88 号）》指出“市县度一般债务付息支出超过当年一般公共预算支出 10% 的，或者专项债务付息支出超过当年政府性基金预算支出 10% 的，债务管理领导小组或债务应急领导小组必须启动财政重整计划。”

我们认为，未来分母端政府性基金支出会受到土地出让收入的制约，难以实现往年的高增，专项债付息支出占比将会持续提升，逐渐接近 10% 的警戒线。这

⁷ 关于 2021 年中央和地方预算执行情况与 2022 年中央和地方预算草案的报告 (mof.gov.cn)

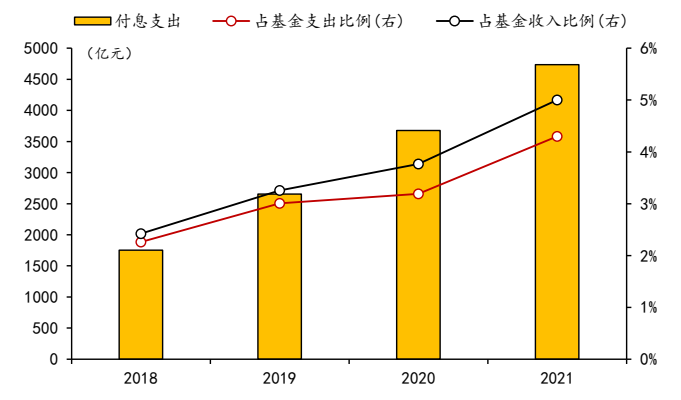
一过程中，一方面会有更多的地区触发财政重整条件，另一方面也会直接限制专项债的继续扩容，地方政府加杠杆受到限制。

图 29：历年中央预算稳定调节基金余额



资料来源：Wind，财政部，德邦研究所

图 30：专项债付息支出及其占比



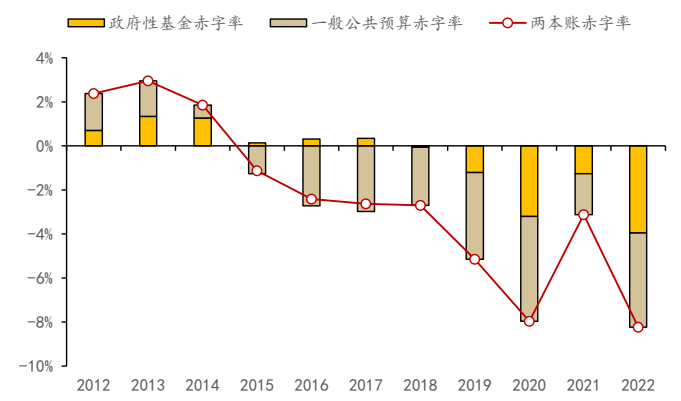
资料来源：Wind，财政部，德邦研究所

事实上，在 2020 年和 2022 年下半年，中央政府部门都成为了和地方政府部门并驾齐驱的加杠杆主体。2020 年，在专项债发行规模增加 1.6 万亿的同时，中央发行 1 万亿抗疫特别国债，当年央地杠杆率分别提高 3.4、3.7 个点。2022 年下半年，增发 6000 多亿政策性金融债用于重大项目资本金，同时地方专项债使用 5000 多亿限额以下空间，中央政府筹资规模大于地方政府。

因此，明年在地方财力紧张和举债受限的情况下，重点观察中央政府部门加杠杆的情况。一是关注明年预算赤字率会否突破 3%，2020 年曾达到 3.6%，今年降至 2.8%。但今年前三季度财政两本账的实际赤字率（收支差额/名义 GDP），已经超过 2020 年，达到 8.2%，创下历史新高。明年的预算赤字率有上升的空间和必要性。二是观察会否如 2020 年发行特别国债，用于基建投资和抗疫相关支出，不计入财政赤字。三是跟踪政策性金融工具的批次与规模。政策性金融工具大致 3000 亿一批，明年如果继续发行 5 批次，累计可筹资 1.5 万亿用于基建投资。今年 9 月开始，央行重启 PSL 为政策性银行筹资，PSL 已连续两个月净增超千亿，短期内预计不会暂停，仍会作为明年基建稳增长和“保交楼”的重要资金来源。

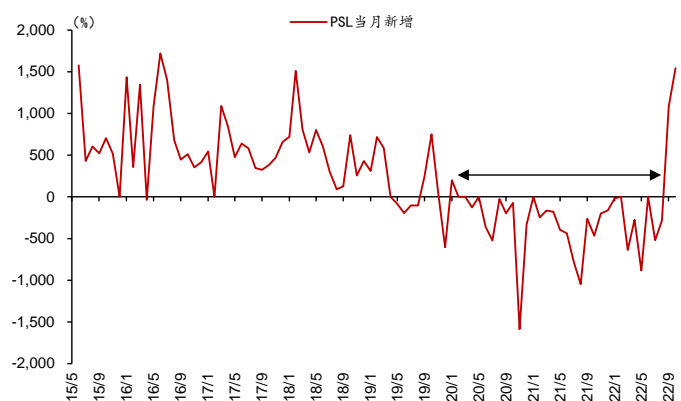
我们认为，在增量资金预期充分兑现的情况下，明年基建增速仍然能达到 7% 左右的中高速增长。

图 31：财政两本账的实际赤字率



资料来源：Wind，德邦研究所
注：均为前三季度累计数据

图 32：PSL 时隔两年后重启



资料来源：Wind，德邦研究所

5. 经济增长 5%，三驾马车跑多快？

今年经济增速预计仅比 2020 年高 1 个点左右，“低基数+政策加码”下，明年能达到 5% 左右。2020 年时经济增长 2.2%，低基数将次年增速抬高至 8.1%。即使只考虑基数效应，我们预计明年增速也能达到 4%-5%。考虑到当前经济增长的内生动能仍然较弱，且可能面临突发性的疫情冲击，明年各项稳增长政策将进一步发力。在“低基数+政策加码”两个条件之下，明年经济增速能够达到 5% 左右。

2020 年以来， we 有过 4 段 5% 的增长历史，分别是 2021 年的两年平均增速 5.1%，以及 20Q3/21Q3/22Q1 三个季度增速在 4.8%-4.9%。

4 段“旧 5%”如何实现：出口领跑，整体投资持平，基建、消费落后。以平均增速看，这 4 个时期出口均速为 16%，远高于经济增速；投资均速 5%，大致与经济增速持平；消费 3%，远低于经济增速。具体看投资中，制造业投资领先于经济增长，均速达到 7.9%，房地产投资为 4.4%，基建投资为 2.9%，是主要拖累。

“新 5%”的展望：出口回落，消费和基建成为新领跑项目。2023 年经济增速预计将迎来下一个 5%，增长结构方面与此前的 4 段 5% 将完全不同。出口增速将大幅回落，基建将略低于 2022 年，但仍有较高增速，消费在低基数基础上实现同比高增。

市场常用社零、固投、出口等月度指标观察三驾马车的变动，但这三个指标与 GDP 中的消费、投资、净出口区别较大，仅能反映趋势变化，不能完全代替三驾马车。我们用社零、固投、出口、CPI、PPI 五个指标拟合 1993-2021 年 GDP 增速，拟合优度 $R^2=81.6\%$ 。基于上述拟合，要实现 2023 年经济增长 5%，对应五个指标的组合为：社零 6%、固投 5%、出口-7%、CPI 为 2%、PPI 为-0.5%。其中，固定资产投资的三大分项分别为：基建 7%，制造业 6%、房地产-2%。

表 4：4 段“旧 5%”如何实现

(单位：%)	GDP	出口	消费	投资			
				整体	基建	制造业	房地产
2021 两年平均	5.1	16.0	4.0	3.9	1.8	5.4	5.7
22Q1	4.8	15.5	3.3	9.3	10.5	15.6	0.7
21Q3	4.9	24.2	5.0	-0.4	-6.9	8.9	-0.8
20Q3	4.8	8.4	-0.4	7.1	6.4	1.6	11.8
均值	4.9	16.0	3.0	5.0	2.9	7.9	4.4

资料来源：Wind，德邦研究所
注：季度数据均为当季平均增速

表 5：2023 年经济数据预测

	GDP	工业增加值	消费（社零）	基建	制造业	房地产投资	出口
2023	5.0%	5.5%	6.0%	7.0%	6.0%	-2.0%	-7.0%
2023年12月	4.3%	4.5%	4.5%	6.0%	4.0%	1.5%	-10.0%
2023年9月	4.5%	5.0%	4.5%	5.0%	6.0%	0.5%	-8.0%
2023年6月	7.0%	8.0%	11.0%	8.0%	8.0%	-3.0%	-5.0%
2023年3月	4.0%	4.5%	4.0%	9.0%	6.0%	-7.0%	-4.0%
2022	3.3%	4.4%	1.4%	11.0%	10.0%	-9.0%	9.2%
2022年12月	4.0%	4.9%	3.4%	11.0%	8.0%	-9.0%	-2.0%
2022年9月	3.9%	4.8%	3.5%	14.4%	9.6%	-12.8%	10.2%
2022年6月	0.4%	0.6%	-4.6%	8.6%	8.1%	-9.1%	12.9%
2022年3月	4.8%	7.2%	3.3%	10.5%	15.6%	0.7%	15.7%
2021年12月	4.0%	3.9%	3.5%	-2.9%	10.7%	-7.7%	22.9%
2021年9月	4.9%	4.9%	5.0%	-6.9%	8.9%	-0.8%	24.2%
2021年6月	7.9%	9.0%	13.9%	-0.5%	15.0%	9.3%	30.6%
2021年3月	18.3%	24.5%	33.9%	26.8%	29.8%	25.6%	48.8%

资料来源：Wind，德邦研究所测算

注：季度数据均为当季平均增速，2022年12月开始为预测数据

6. 风险提示

- (1) 四季度经济形势如果发生变化会影响对明年的判断；
- (2) 发生突发性的疫情冲击；
- (3) 海外经济出现超预期变化。

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家，中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）青年研究员，重阳金融研究院客座研究员，清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。