

相关报告

《宏观专题：量化宏观基本面框架：动态因子模型》 2022-10-13

《宏观专题：增量政策有限，企稳势头待确认》 2022-07-27

《宏观专题：内外冲击下的有序复苏》 2022-06-27

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

报告要点：

● 盘点：2022 高质量发展推动的国内进展

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

● 聚焦：高质量发展与现代产业体系构建

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

● 审视：2022 高质量发展推动的外部环境

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

● 展望：中国经济 2023——冬去春来

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

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

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

风险提示：疫情变化存在不确定性，政策落地效力有待观察

内容目录

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

图表目录

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

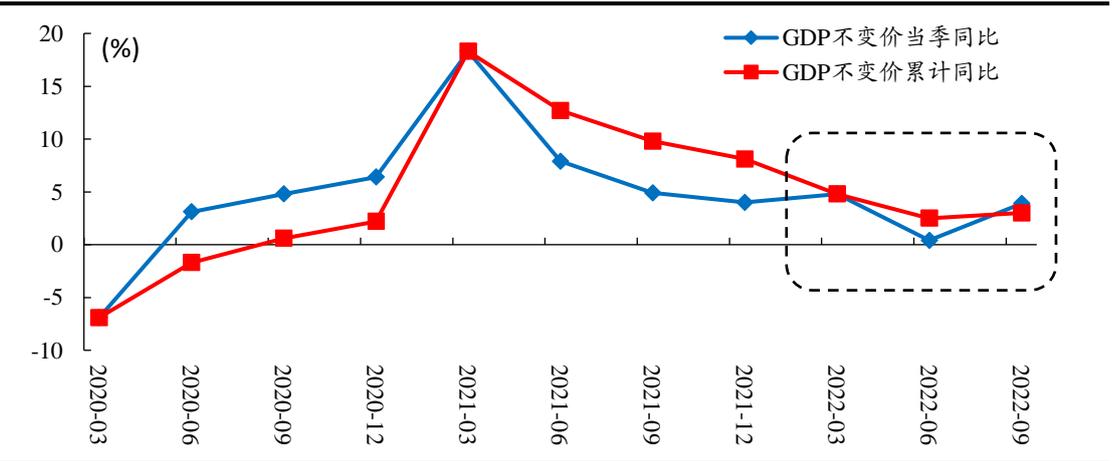
图 27: 我国全国政府性基金收支增速.....	11
图 28: 我国地方债发行与到期节奏	11
图 29: 我国土地出让收入占财政收入比重	11
图 30: 我国房地产开发企业资产负债率	11
图 31: 我国地方政府与城投债务余额.....	13
图 32: 我国城投债务余额同比增速	13
图 33: 我国货币政策强度指数与 10 债收益率	14
图 34: 我国银行间市场资金利率.....	14
图 35: 我国 M2 与社融存量同比增速.....	15
图 36: 我国社融-M2 剪刀差与非银贷款增速.....	15
图 37: 我国普惠小微企业贷款余额与增速	15
图 38: 我国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

1. 盘点：2022 高质量发展推动的国内进展

1.1. 2022 宏观基本面运行情况：长期潜在增速仍在 5%附近

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

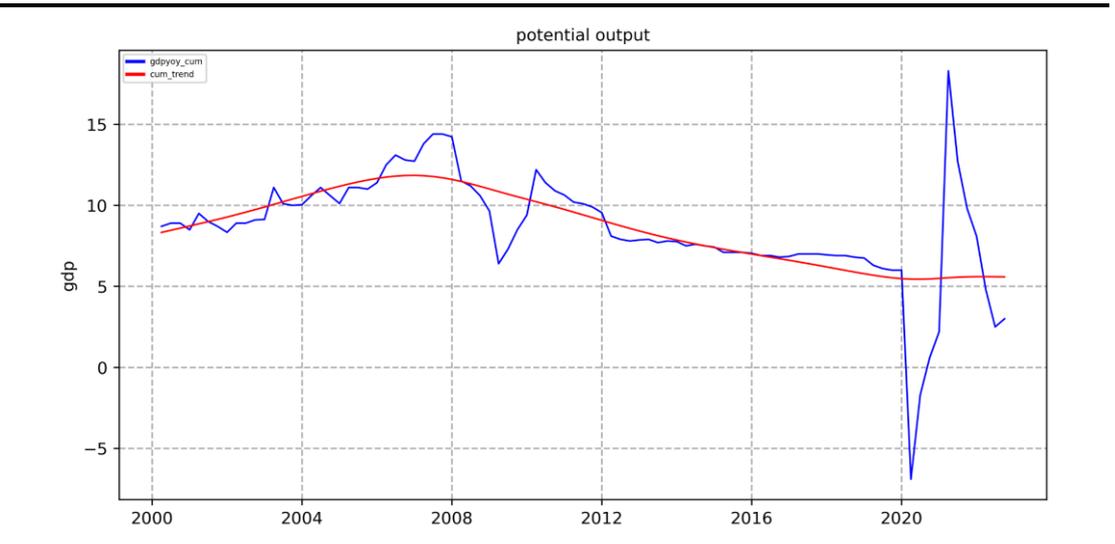
图 1：我国 GDP 不变价同比增速



资料来源：Wind，中原证券

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

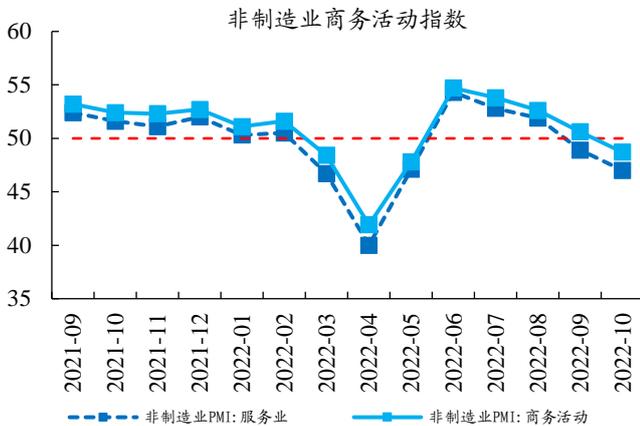
图 2：我国 GDP 同比潜在增速 (HP 滤波处理)



资料来源：Wind，中原证券

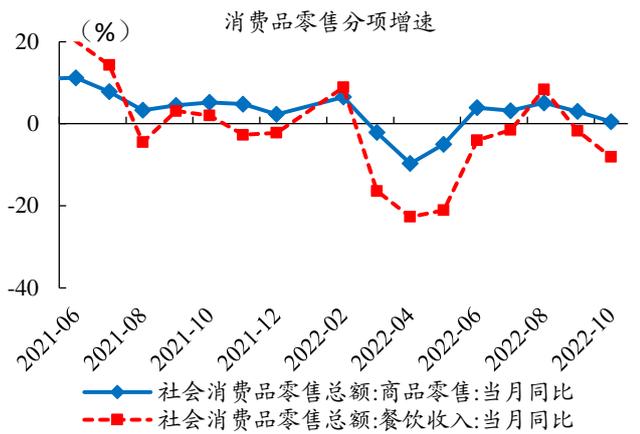
居民人均消费率季调后数据在 2022 年前三季度持续下滑，叠加服务供给主体的预期不稳定，反映在社会消费品零售上，餐饮零售波动特征明显，在底部连续反弹后三季度再次显著下滑至负增长区间，商品零售波幅相对偏小，二三季度整体小幅下滑。消费结构上，服装类累计负增幅度最大，同时地产类相关的下游产业链也受损明显，表现为装潢、家具、家电等负增明显。

图 7：我国非制造业商务活动指数



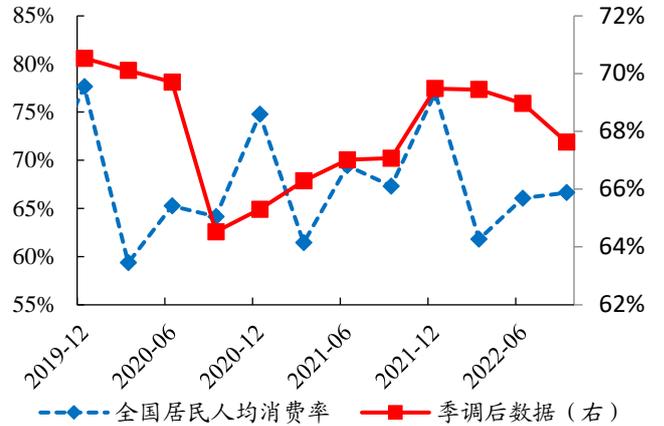
资料来源：Wind，中原证券

图 9：我国限额以上企业消费品零售额增速



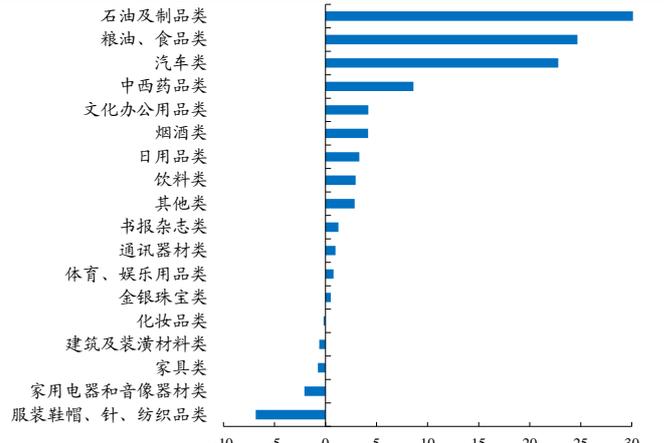
资料来源：Wind，中原证券

图 8：估算我国居民人均消费率



资料来源：Wind，中原证券

图 10：截至 2022 年 10 月我国商品零售分项累计同比

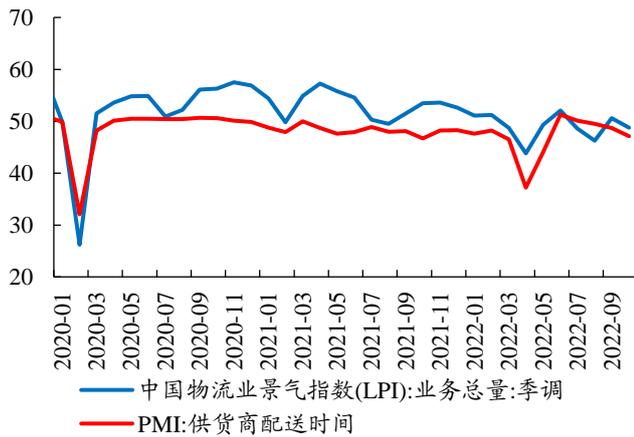


资料来源：Wind，中原证券

(2) 难点三：供应链运转不畅，供给能力受限

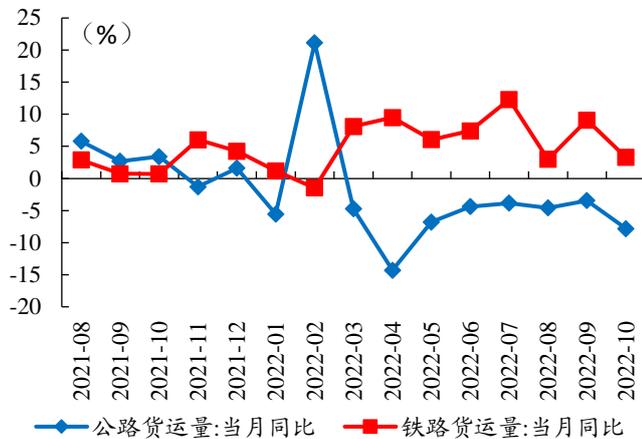
2022 年我国交通运输受到疫情政策约束，物流效率大大降低，反映在 PMI 供货商配送时间上，4 月与 8 月供货商配送时间均有显著增长（逆指标对应 PMI 分项下降）；同时物流人员不能及时返岗，物流订单缩量等因素导致物流景气程度显著下滑，社会物流总额累计增速 2022 年前三季度呈现中枢下滑状态。具体结构上，公路货运能力受冲击最为直接，前三季度均处在负增长区间，其中二季度稍微反弹，但仍未突破 0 上限，三季度则再次出现边际下滑；同时疫情冲击下，我国集装箱生产能力受限，导致外贸集装箱运力下滑，局部地区甚至出现“一箱难求”。其中二季度“中远集运”为代表的集装箱运力下滑最为显著，对外贸货物吞吐形成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

图 11：我国物流景气指数与 PMI 供货配送时间



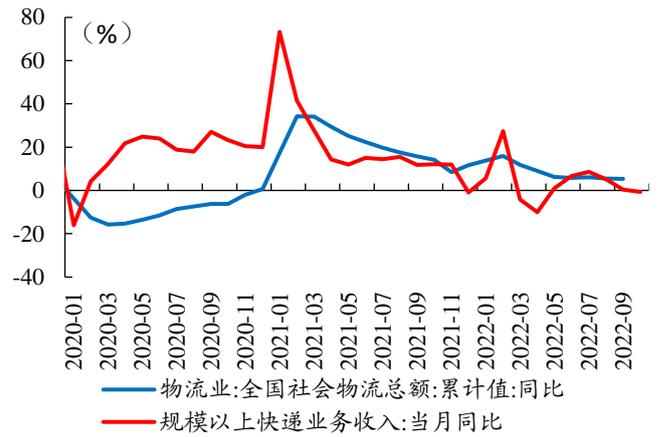
资料来源：Wind，中原证券

图 13：我国公路、铁路货运量当月同比增速



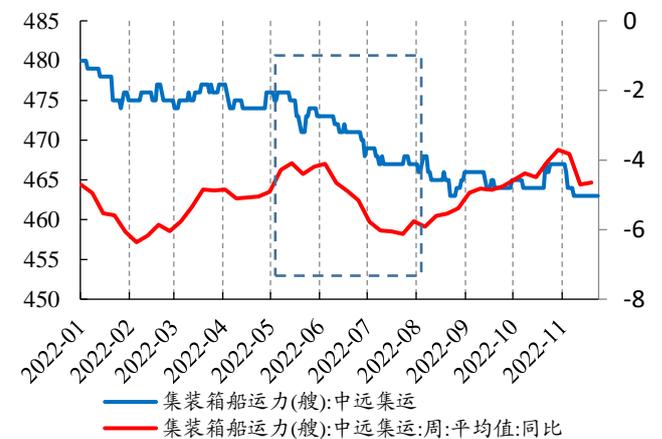
资料来源：Wind，中原证券

图 12：我国社会物流总额与快递业务收入增速



资料来源：Wind，中原证券

图 14：我国集装箱运力周均值同比增速



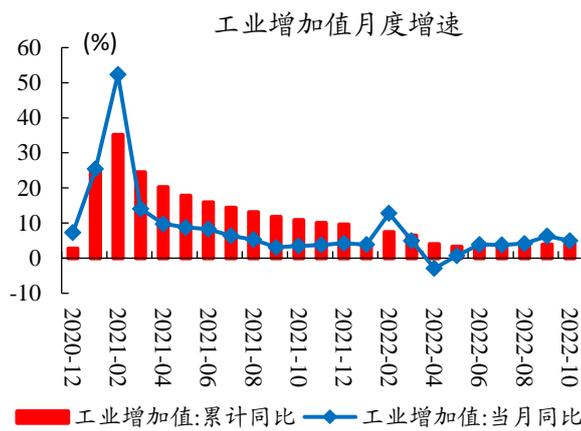
资料来源：Wind，中原证券

1.3. 2022 宏观基本面运行情况：弱复苏中的亮点

(1) 亮点一：工业生产韧性较强，二季度反弹明显

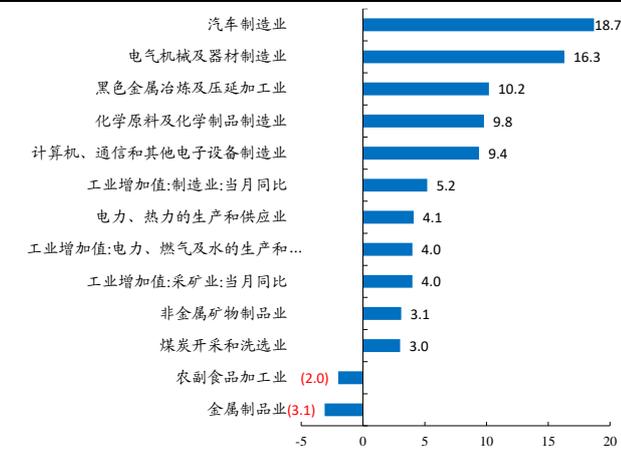
2022 年年初疫情冲击下，我国工业生产出现阶段性下滑，但疫情影响逐步稳定后，我国工业生产在底部迅速回弹至 9 月高点 6.3%，截至 10 月累计同比增长 4%，呈现出较强韧性。结构上，制造业的回弹韧性较为稳定，二三季度整体呈现波动上行，其中汽车制造、电气机械依然为核心支撑产业。库存周期来看，二季度伊始，我国工业原材料库存整体稳定，产成品库存去库得力，反映制造业需求有力回暖；三季度企业经营预期整体平稳，但产成品库存有所积压。

图 15: 我国工业增加值月度同比增速



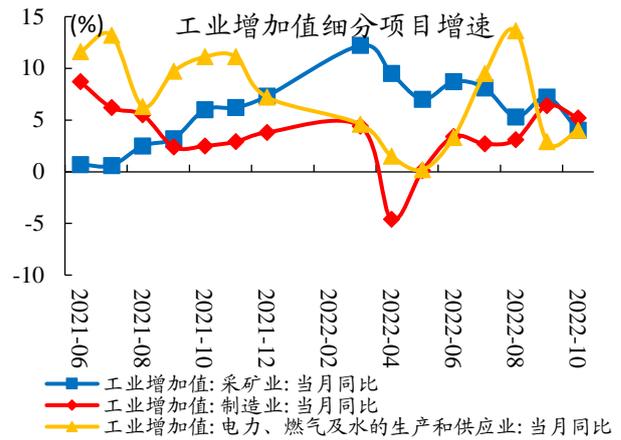
资料来源: Wind, 中原证券

图 17: 截至 2022 年 10 月我国制造业分项累计同比



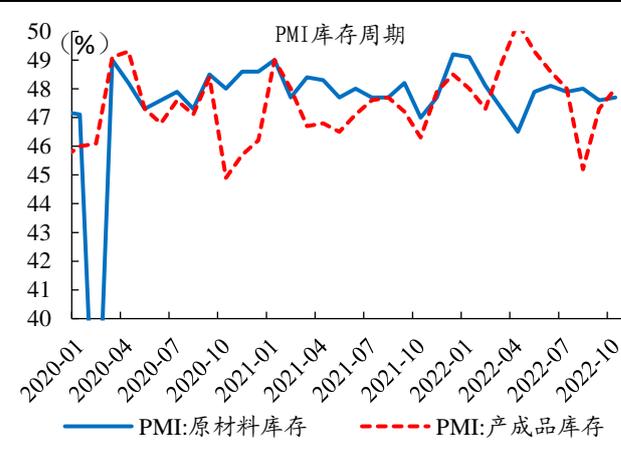
资料来源: Wind, 中原证券

图 16: 我国工业增加值细分项目月度增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 18: 我国 PMI 库存周期

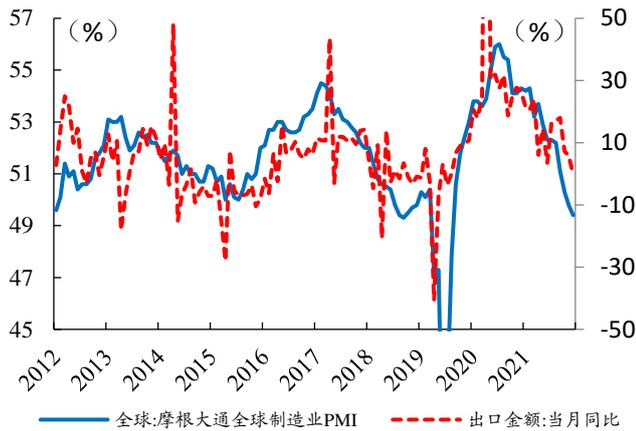


资料来源: Wind, 中原证券

(2) 亮点二: 上半年出口持续高增, 外贸动能较强

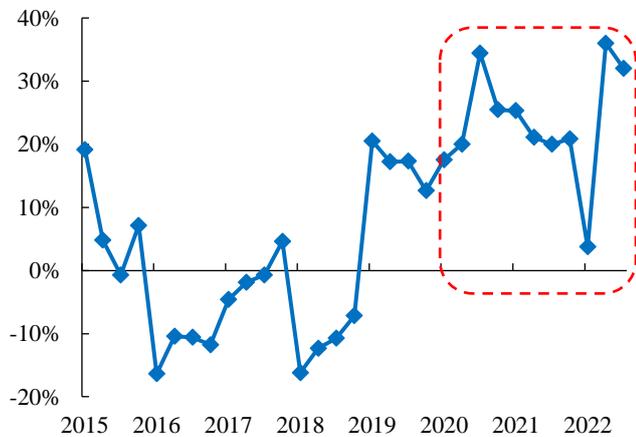
我国出口增速与全球工业周期整体一致, 但局部节奏存在一定分化; 2022 年前三季度, 受海外通胀率高涨、能源短缺、部分产能缺位等影响, 我国外贸产品竞争优势抬升, 出口增速整体保持在高位, 并在二季度疫情影响逐步稳定后连续三个月上涨。从前三季度净出口对 GDP 的拉动来看, 二三季度净出口科目对 GDP 的增速贡献均超过三成, 处在 2015 年以来 GDP 贡献率的相对高点。结构上, 二三季度出口高增的核心拉动项目分别为机械器具、贱金属制品、纺织制品、化工制品、塑料制品、运输设备六大项; 其中机械器具的强势项目为电脑、手机设备等; 运输设备的强势项目则为新能源汽车等。

图 19: 我国出口增速与全球 PMI



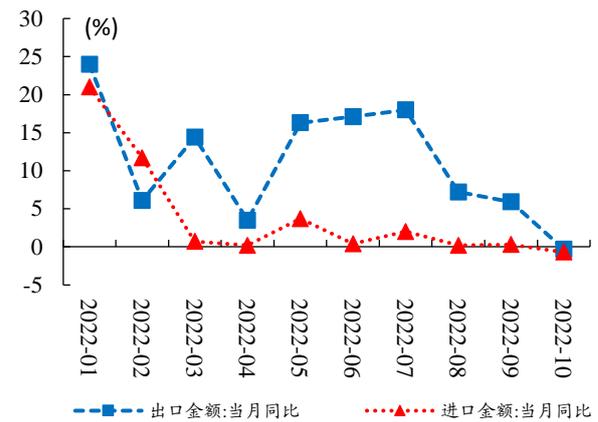
资料来源: Wind, 中原证券

图 21: 我国出口分项对 GDP 增速贡献率



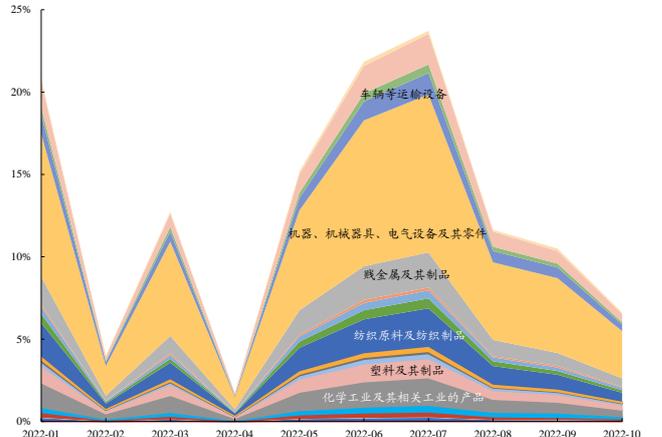
资料来源: Wind, 中原证券

图 20: 我国进出口同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 22: 我国出口增速拉动科目分解



资料来源: Wind, 中原证券

1.4. 2022 宏观政策: 财政政策效能提升

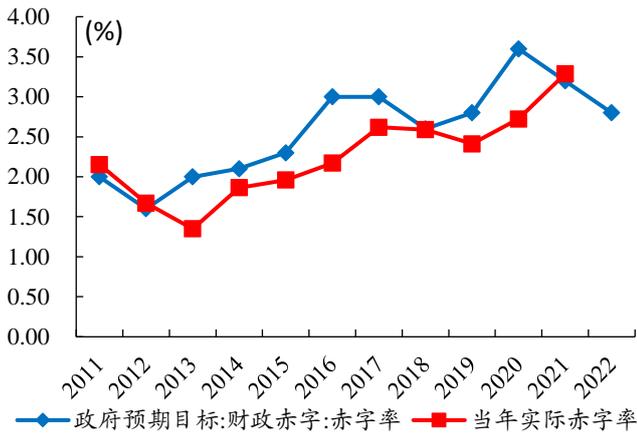
根据 2022 年政府工作报告, 2022 年我国继续实施积极的财政政策。具体部署方面要求: (1) 提升效能, 更加注重精准、可持续。(2) 要保证财政支出强度, 加快支出进度。(3) 实施新的减税降费政策, 强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度。(4) 适度超前开展基础设施投资。(5) 坚决遏制新增地方政府隐性债务。

2022 年前三季度整体来看, 我国财政政策运行有以下特征:

(1) 财政政策总量略有紧缩

根据财政部公布的《2022 年中央和地方预算草案》计算, 2022 年我国全年一般公共预算赤字 33700 亿, 其中中央赤字 26500 亿, 地方赤字 7200 亿; 政府性基金预算赤字 32500 亿, 其中中央赤字 4000 亿, 地方赤字 36500 亿; 两本账分别对应一般债计划发行 33700 亿, 专项债发行 36500 亿。对比近三年的财政预算情况来看, 尽管尽调仍然是“积极”的财政政策, 但整体扩张力度偏于谨慎, 赤字率 2022 年全年我国财政目标赤字率 2.8%, 较 2021 年目标赤字率 3.2% 有所下滑, 财政政策甚至略有紧缩。

图 23：我国财政目标赤字率与当年实际赤字率



资料来源：Wind，中原证券

图 24：计算得我国两本账预算赤字

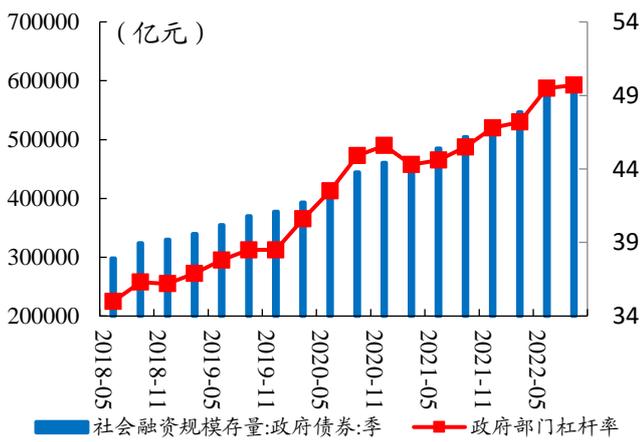
预算表	一般公共预算			政府性基金预算		
	中央	地方	全国	中央	地方	全国
2022年						
+本级收入	94880	115260	210140	4217	94420	98637
+转移支付		97975	97975		888	888
=预算收入	94880	213235	210140	4217	95308	98637
+调入预算/结转	12665	10620	23285	16855		16855
=收入总量	107545	223855	233425	21071	95308	115491
-本级支出	(36070)	(231055)	(267125)	(7183)	(131808)	(138991)
-转移支付	(97975)		(97975)	(888)		(888)
=预算支出	(134045)	(231055)	(267125)	(8071)	(131808)	(138991)
-调出预算/结转			0	(9000)		(9000)
=支出总量	(134045)	(231055)	(267125)	(17071)	(131808)	(147991)
财政盈余/赤字	(26500)	(7200)	(33700)	4000	(36500)	(32500)

资料来源：Wind，中原证券

(2) 财政政策相对强度显著提高

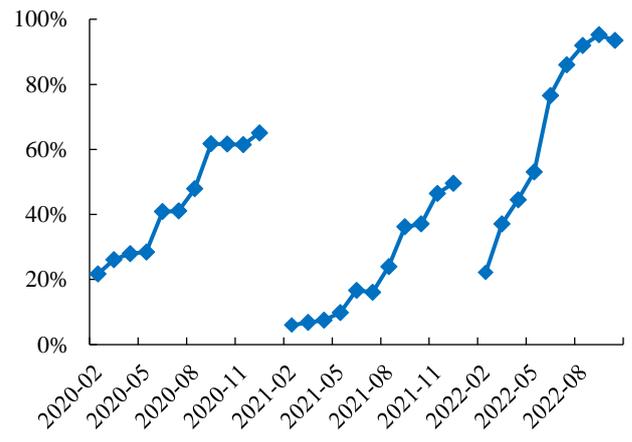
尽管绝对总量来看，财政扩张力度属近三年偏弱，但动态视角下由于 2022 年我国经济整体受到疫情冲击较大，经济增速有所下滑，偏弱的财政总量下政府部门宏观杠杆率反而持续抬升，反映出财政政策的相对力度较强，截至 2022 年三季度，我国政府部门宏观杠杆率为 49.7%，较一季度抬升 2.5%。同时，2022 年粗估（以近三年预算收支之差作为基准，不考虑结存与转移支付）政府性基金预算赤字的使用率显著高于过去两年，截至 2022 年 10 月，估计我国政府性基金预算赤字使用率在 93%。支出节奏上，以一般公共预算收支来看，前三季度公共预算支出增速大幅高于支出增速且逐月递减，呈现出非常显著的“财政前置特征”。地方债发行节奏上，地方债净融资也在一二季度集中放量，有效补充了我国上半年的财力。

图 25：我国政府部门宏观杠杆率



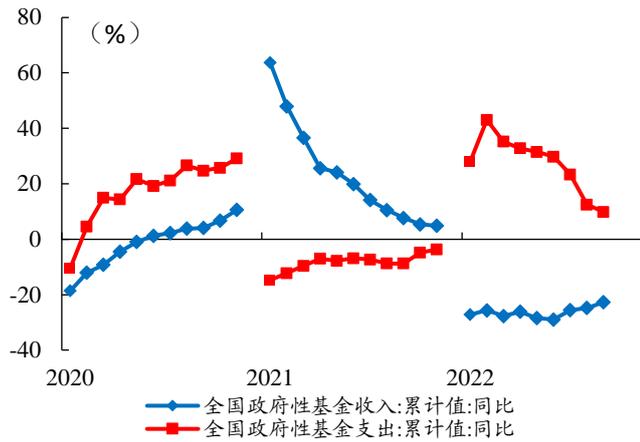
资料来源：Wind，中原证券

图 26：粗估政府性基金预算赤字使用率



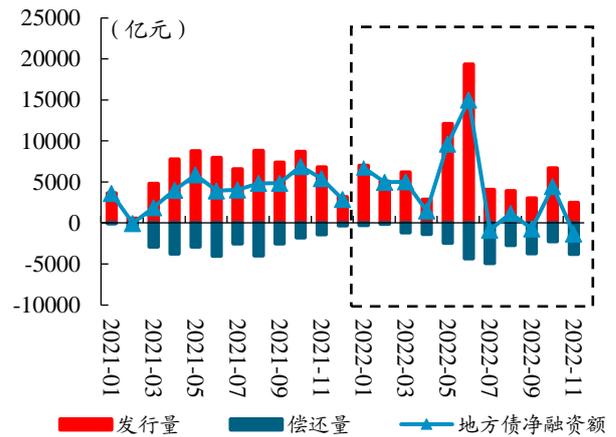
资料来源：Wind，中原证券

图 27: 我国全国政府性基金收支增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 28: 我国地方债发行与到期节奏



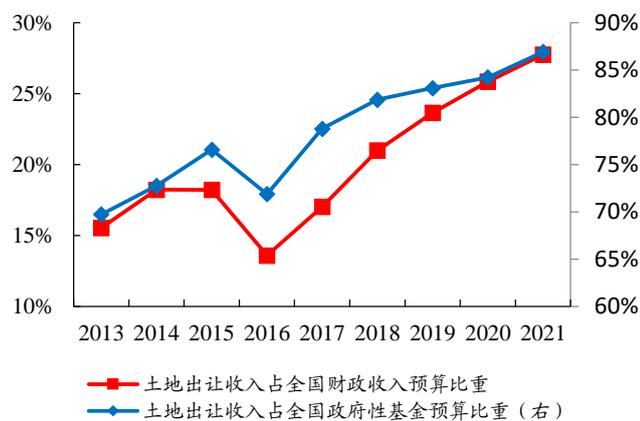
资料来源: Wind, 中原证券

(3) 财政收入压力有所加大

长期以来我国财政收入中政府性基金收入的主体为土地出让金,2021 年全年我国土地出让收入占全国财政收入比重达到 28%, 占政府性基金收入比重高达 87%, 因此也有“土地财政”一说。但 2022 年, 疫情冲击、房企行为等因素叠加, 对我国财政模式形成冲击。

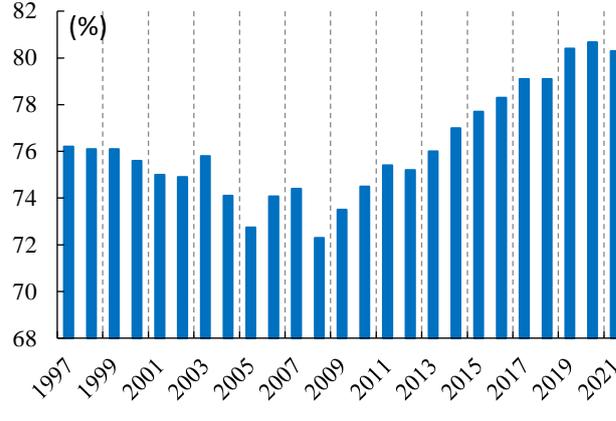
2021 年以来伴随着诸如“三道红线”等针对地产领域的融资收紧政策出台, 房企现金流难以支撑高企的杠杆率, 流动性风险陆续出清, 企业超前拿地行为逐渐改变。对于我国地方财政收入端的影响来看, 2022 年前三季度我国政府性基金收入始终处在同比负增区间; 2022 年一至七月, 我国各省市土地出让收入均有较大幅度同比回落; 政府性基金收入占比来看(可用于衡量对于土地出让收入的依赖度), 各省市均值在 41%; 整体形成了土地收入缩量, 但依赖度依然偏高的局面, 对我国财政收入的可持续性形成一定冲击。

图 29: 我国土地出让收入占财政收入比重



资料来源: Wind, 中原证券

图 30: 我国房地产开发企业资产负债率



资料来源: Wind, 中原证券

表 1: 我国各省市土地出让金收入变动情况

我国省市	土地出让金			一般公共预算收入	政府性基金收入	政府性基金收入占比
	2021 年	2022 年 1-7 月	1-7 月同比			
安徽省	2795.19	1243.66	-29.71%	3498.19	3516.18	50.13%

北京市	2343.26	1079.27	-24.03%	5932.31	2705.73	31.32%
福建省	2596.85	1046.25	-32.12%	3383.38	3342.72	49.70%
甘肃省	402.40	102.91	-57.06%	1001.8	589.4	37.04%
广东省	7054.27	1790.4	-51.93%	14103.43	8490.87	37.58%
广西壮族自治区	921.56	283.53	-48.78%	1800.12	1729.15	48.99%
贵州省	1887.80	321.54	-52.48%	1969.51	2380.70	54.73%
海南省	241.38	123.54	-3.63%	921.16	520.00	36.08%
河北省	2027.21	763.62	-31.19%	4167.58	2807.00	40.25%
河南省	2867.7	737.28	-55.89%	4347.40	3374.60	43.70%
黑龙江省	234.73	27.26	-82.08%	1300.50	370.3	22.16%
湖北省	3030.35	622.61	-62.35%	3283.30	3274	49.93%
湖南省	2842.67	831.89	-38.91%	3250.69	3805.7	53.93%
吉林省	791.42	89.41	-86.78%	1143.97	930.7	44.86%
江苏省	11859.52	3250.09	-47.99%	10015.16	13632.95	57.65%
江西省	2084.59	786.35	-22.42%	2812.3	2971.8	51.38%
辽宁省	1018.98	164.7	-72.79%	2764.70	1184.6	30.00%
内蒙古自治区	291.93	118.49	-37.85%	2349.90	504.8	17.68%
宁夏回族自治区	90.97	36.81	-30.12%	460.01	145.67	24.05%
青海省	146.24	46.17	-53.33%	328.76	199.29	37.74%
山东省	5982.44	1556.55	-34.60%	7284.45	7976.94	52.27%
山西省	729.73	230.59	-29.03%	2834.60	-	-
陕西省	1676.06	581.19	-32.29%	2775.27	2381.78	46.18%
上海市	3322.71	1941.59	-2.88%	7771.8	3769	32.66%
四川省	3336.82	1320.27	-9.99%	4773.27	4950.49	50.91%
天津市	1131.45	83.05	-87.89%	2141.04	1126.5	34.48%
西藏自治区	5.92	-	-	213	46.10	17.79%
新疆维吾尔自治区	492.69	186.01	-30.76%	1618.6	606.05	27.24%
云南省	435.31	172.22	-33.47%	2278.24	1087.02	32.30%
浙江省	9886.66	4118.78	-40.25%	8262.57	11647.28	58.50%
重庆市	1843.2	362.54	-66.23%	2285.45	2357.94	50.78%

资料来源：Wind，中原证券

(4) 隐性债务压力有所缓解

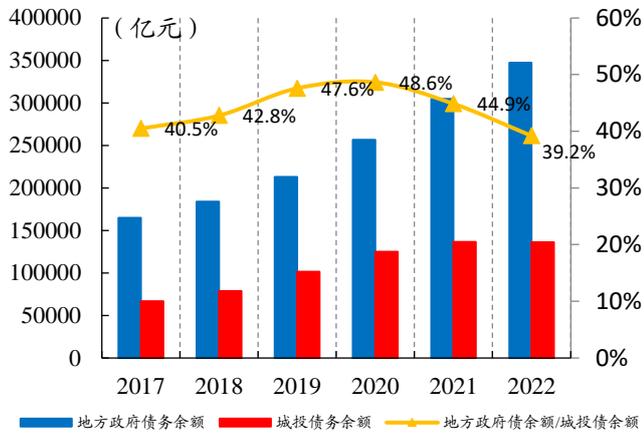
近年来我国财政政策部署中，“化解隐性债务问题”始终是核心部署之一，2022年政府工作报告指出“坚决遏制新增地方政府隐性债务”。

化解隐性债务的具体措施通常包括：(1) 健全政府隐性债务的常态化监测机制，加强日常监督管理；(2) 建立监督问责机制，终身问责、倒查责任；(3) 规范隐性债务数据变动程序和报备手续，加强数据审核；(4) 通过盘活存量资产资源、压缩开支、展期重组等方式，多渠道筹集资金化解政府债务；(5) 完善地方融资举债相关机制、实施办法，规范融资举债行为；(6) 融资平台市场化转型。2022年以来，各省市持续推进隐性债务化解，根据9月银保监会表述“地方政府隐性债务的增量风险已基本存量风险化解正有序推进”。

截至2022年三季度末，宏观层面来看，地方隐性债务的化解较为得力；一是地方政府债

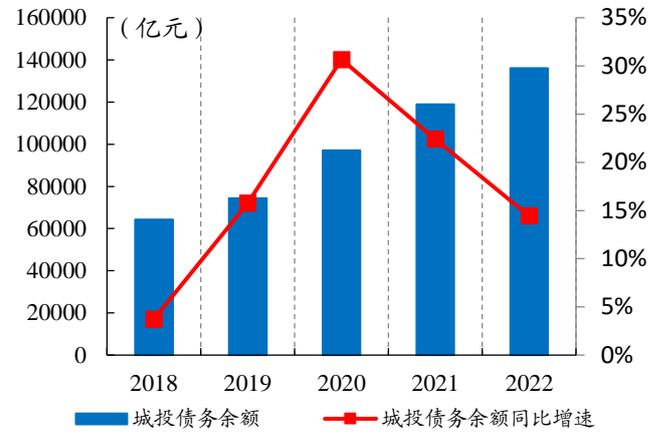
务余额与城投有息负债余额的比值自 2020 年以来持续下滑，2022 年 9 月末，这一比值下滑至 39.2%，一定程度反映出城投平台隐性债务的增量得到压制。从城投有息债务余额来看，每年 9 月末的城投债务余额同比增速自 2020 年以来持续下滑，2022 年这一增速下滑至 14.5%。

图 31：我国地方政府与城投债务余额



资料来源：Wind，中原证券

图 32：我国城投债务余额同比增速



资料来源：Wind，中原证券

2021 年广东、北京、上海启动全域无隐性债务试点，三省市可以发行地方再融资债券置换隐性债务，其原因在于三地隐性债务规模不高、政府债务率低，将隐性债务转化为政府债务后，政府债务率还在绿色区间。根据上海、广东两地政府对隐债化解进度的表述，广东已于 2022 年 1 月率先实现隐性债务清零；截至 2022 年上半年上海地区或也已完成隐债清零。

表 2：2022 年上海市与广东省隐性债务化解情况

省市	时间	区县	隐债化解进度
上海市	2022 年 5 月	浦东新区	浦东新区在上半年预算执行情况报告中表示，加强政府债务管理，全面梳理新区存量隐性债务情况，制定区属企业隐性债务化解方案。克服疫情影响，完成 5 月底前存量隐性债务清零的既定目标。
	2022 年上半年	奉贤区	奉贤区表示，加强对各镇、开发区的培训指导，通过统筹财政资金及争取置换债券，及时完成全域无隐性债务试点任务，实现本区政府隐性债务全部清零目标。
	2022 年 5 月	崇明区	崇明区称，上半年开展全域无隐性债务试点工作，切实化解债务风险。加强沟通对接，按照“应早尽早”的原则，协商做好提前偿还工作，截至今年 5 月底，已全面完成隐性债务清零，坚决打好防范化解重大风险攻坚战。
	2022 年上半年	金山区	金山区表示，上半年推进全域无隐性债务试点改革。统筹利用财政资金和再融资债券资金，提前偿还全部存量隐性债务和三类债务，构建财政可持续发展环境。
	2021 年 7 月	松江区	松江区今年 1 月的预算报告中表示，本区已在 2021 年 7 月通过预算安排及存量资金全部化解地方政府隐性债务，提前实现本区全域无隐性债务。
	2022 年 5 月	闵行区	闵行区披露，上半年稳妥化解政府隐性债务余额。根据上海市全域无隐性债务试点工作要求及《闵行区全域隐性债务清零操作方案》，通过再融资债券的形式化解债务 16.1 亿元，并于 5 月底前完成。
广东省	2022 年 1 月	2022 年 1 月 20 日，广东省政府工作报告表“广东实施新一轮预算管理制度改革，率先开展全省全域无隐性债务试点、如期实现存量隐性债务‘清零’目标”。	

资料来源：Wind，中原证券

1.5. 2022 宏观政策：货币政策延续稳健

根据 2022 年政府工作报告，我国货币政策基调为“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕”。具体部署上要求：“加大稳健的货币政策实施力度。发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，为实体经济提供更有力的支持。扩大新增贷款规模，保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。进一步疏通货币政策传导机制，引导资金更多流向重点领域和薄弱环节，扩大普惠金融覆盖面。推动金融机构降低实际贷款利率、减少收费，让广大市场主体切身感受到融资便利度提升、综合融资成本实实在在下降。”

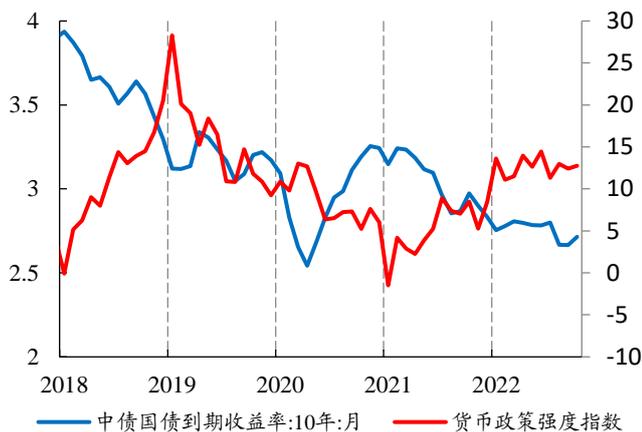
2022 年前三季度来看，货币政策的执行具有以下特征：

(1) 货币宽松力度较强，但信用传导效力偏弱

我们使用基础货币与货币乘数计算得到货币政策强度指数来衡量潜在的货币扩张空间。2022 年以来，货币政策整体延续宽松，5 月召开的“全国稳住经济大盘的电视电话会议”中人民银行行长易纲指出“将流动性总量保持在较合理充裕略高的水平”。截至 2022 年 11 月来看，银行间质押式隔夜逆回购利率在二三季度始终保持在较低水平，流动性整体较为充裕。

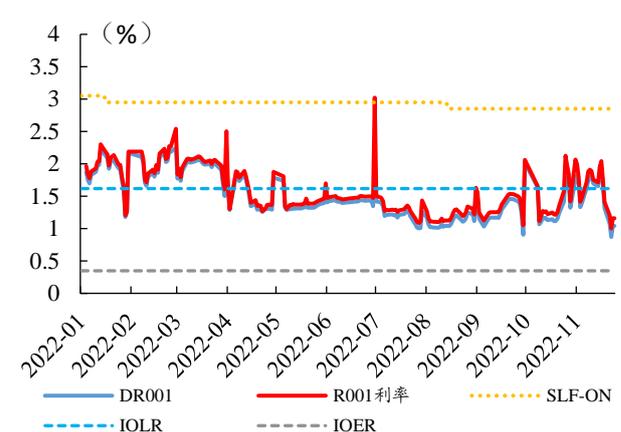
但受疫情冲击、地产周期下行等因素叠加影响，我国社会总需求偏弱，信贷扩张需求不足。在广义货币 M2 持续高增的同时，社会融资规模的增速相对平缓，进入四季度一度回跌。社融与 M2 剪刀差的扩张，反映出银行体系负债与资产流向的不匹配，表现为流动性在金融系统内部循环，银行间市场杠杆攀升，流动性趴在账上但没有流入实体经济。

图 33：我国货币政策强度指数与 10 债收益率



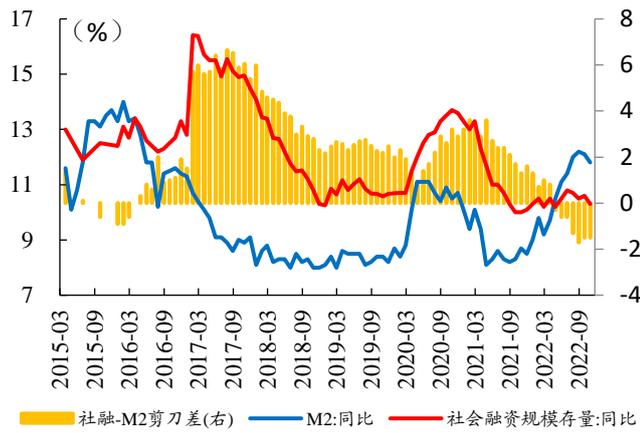
资料来源：Wind，中原证券

图 34：我国银行间市场资金利率



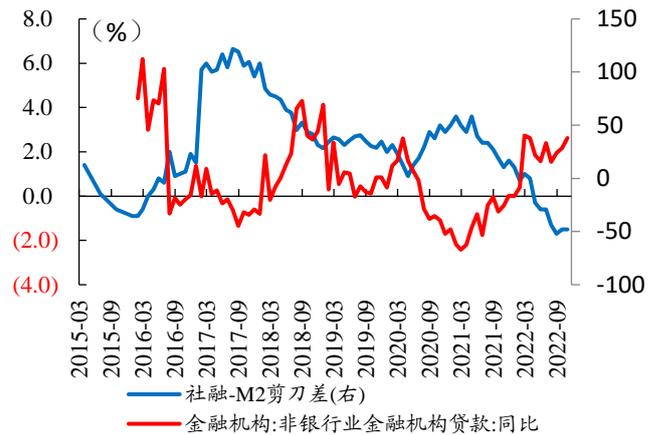
资料来源：Wind，中原证券

图 35：我国 M2 与社融存量同比增速



资料来源：Wind，中原证券

图 36：我国社融-M2 剪刀差与非银贷款增速



资料来源：Wind，中原证券

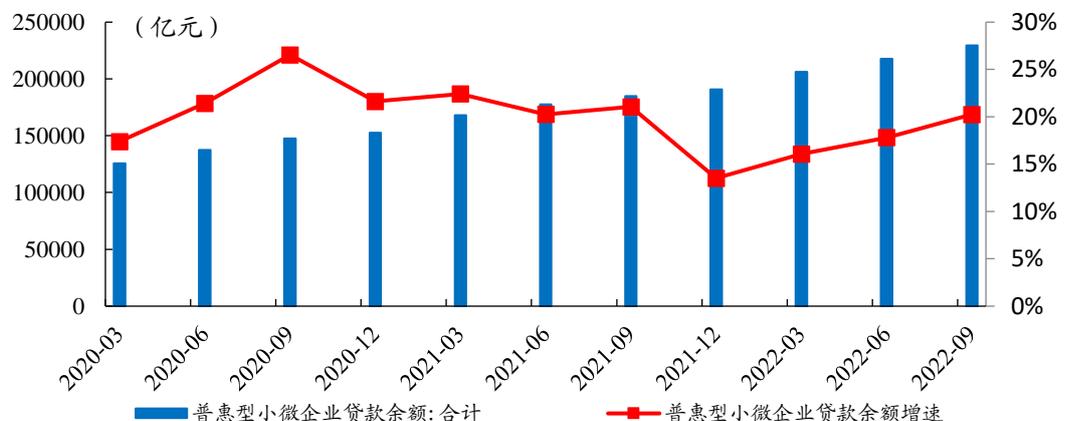
(2) 结构性工具重要性愈发凸显

2022 年我国货币政策部署要求“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，稳定宏观经济基本盘，提高政策精准导向和直达性”，结构性货币政策工具使用频率愈发提高。

新冠疫情发生以来，人民银行推出了一系列结构性货币政策工具，2020 年出台 1.8 万亿元支农支小再贷款和再贴现政策、推出两项直达实体经济的货币政策工具，2021 年推出碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，做好两项直达实体经济的货币政策工具接续转换工作，2022 年 4 月推出科技创新和普惠养老两项专项再贷款工具。从执行效果来看，结构性货币政策具有以下显著特征：

1、建立激励相容机制，发挥精准滴灌实体经济的独特优势。结构性货币政策工具设计了激励相容机制，将央行激励资金与金融机构的定向信贷支持直接、定量地挂钩，成为推动工具快速有效落地的“内驱力”。执行效果来看，小微贷款增速中枢较高，且 2022 年以来持续上扬；截至 2022 年三季度我国普惠性小微企业贷款余额约 22.9 万亿，同比增长 20.2%。

图 37：我国普惠小微企业贷款余额与增速



资料来源：Wind，中原证券

2、保持银行体系流动性合理充裕，支持信贷增长。各项结构性货币政策工具有序实施，

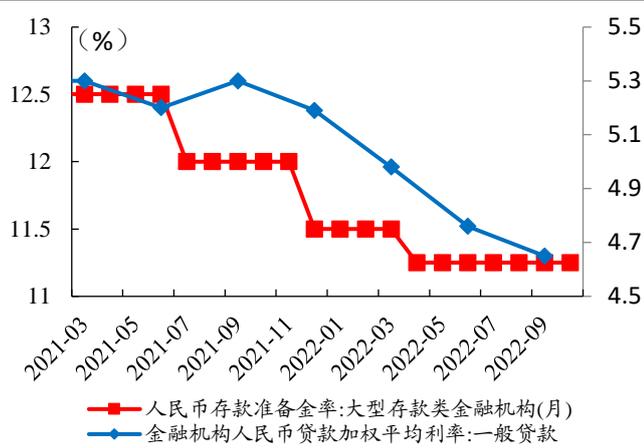
持续投放基础货币，2020年以来，人民银行综合运用降准以及公开市场业务操作和结构性货币政策工具等方式来主动投放和调节流动性，货币政策的自主性明显增强。

3、重点支持特定行业，助力市场主体纾困，促进实体经济发展。一是做好两项直达实体经济货币政策工具的接续转换工作，将普惠小微企业贷款延期支持工具转换为普惠小微贷款支持工具，并通过再贷款再贴现政策加强对受疫情影响较大的批发零售、住宿餐饮、物流运输、文化旅游等行业的支持。二是碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款加速落地，助力绿色经济发展，科学有序实现碳达峰碳中和目标。三是创设科技创新和普惠养老两项专项再贷款，支持科技强国和应对人口老龄化战略。

(3) 跨周期调节及时响应宏观环境，降准降息并举。

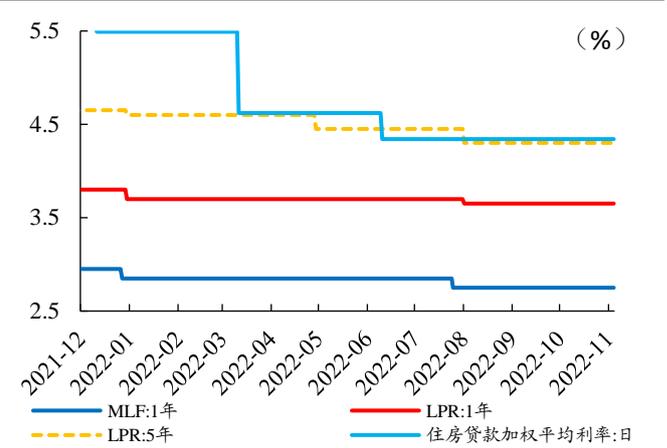
2022年以来我国地产领域遭受显著冲击，宽信用力度效力遭到削弱，这一背景下央行于2022年4月25日调降存款准备金率25BP，随后于5月20日调降5年期LPR15BP；2022年8月15日，央行再次调降MLF利率10BP，随后于8月22日如同时调降1年期LPR与5年期LPR各15BP。整体推动实体经济融资成本下降。

图 38：我国存款准备金率与贷款加权平均利率



资料来源：Wind，中原证券

图 39：我国 MLF/LPR/住房贷款加权平均利率



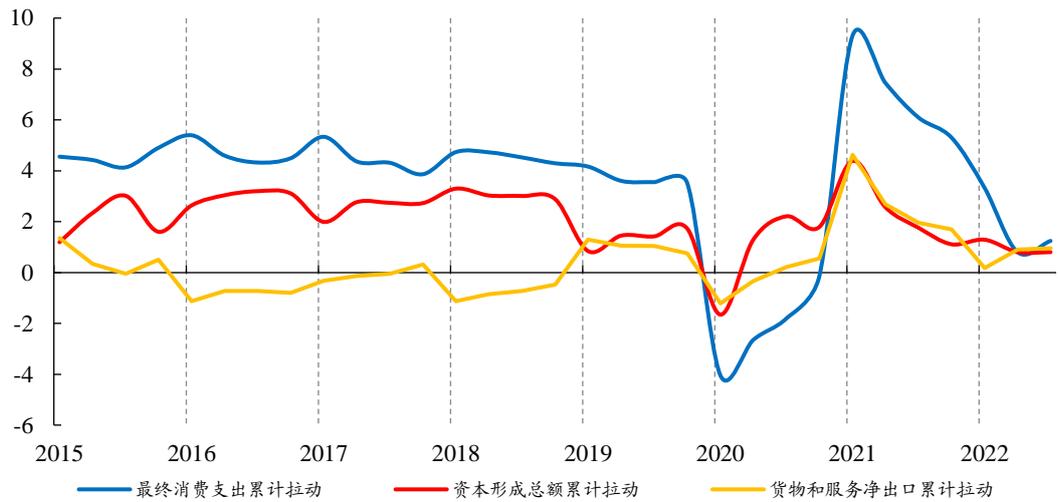
资料来源：Wind，中原证券

2022年11月，债券市场在防疫政策松动、资金面收敛的背景下出现大幅下跌，理财产品与货基出现赎回挤兑的问题，进一步形成下跌的正反馈；同期叠加基本面趋弱等因素下，11月22日召开的国常会上，总理表示“适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕”

2. 聚焦：高质量发展与现代产业体系构建

2015年以来，消费与投资成为我国经济增长的核心拉动力量；其中消费增长的顺周期惯性较强，在经济增长和复苏期，收入预期相对稳定，消费拉动力量较强；而投资部分政策意义较强，在经济冲击中往往起到托底和反弹起势的作用。

图 40：我国支出法分项对 GDP 增速拉动情况

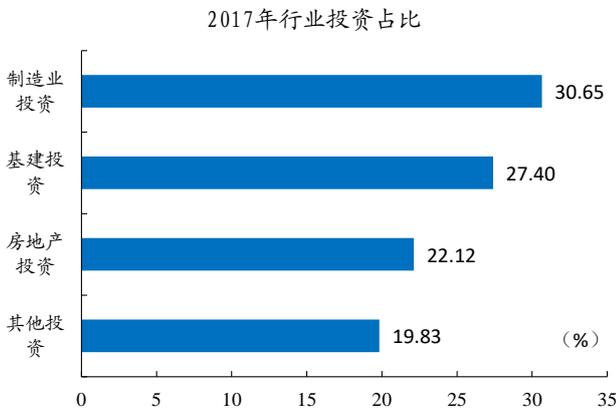


资料来源：Wind，中原证券

2.1. 经济驱动的基本盘：“地产投资+基建托底”

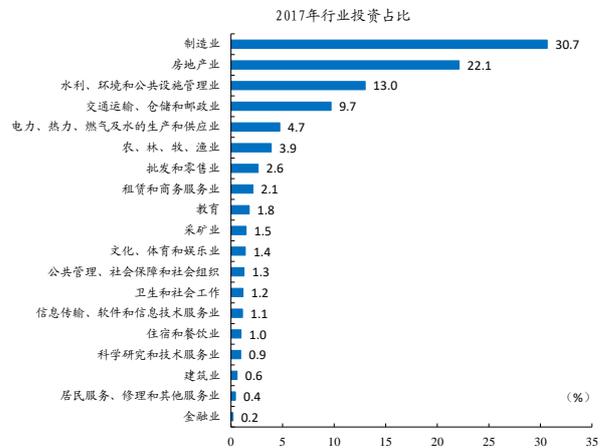
根据公布截至 2017 年的固定资产投资累计值数据，我国制造业投资占全行业投资比重 30.7%，基建投资占全行业投资比重 27.4%，房地产投资占全行业投资比重 22.1%；仅地产与基建两项占全行业投资比重接近 50%，是我国经济运行的“基本盘”。

图 41：我国固定资产投资主要分项比重（估算）



资料来源：Wind，中原证券

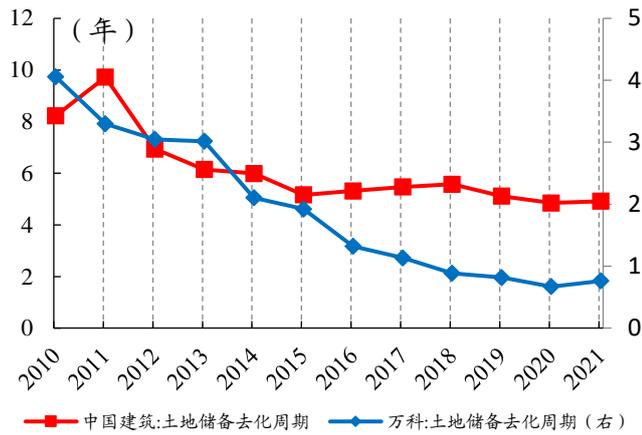
图 42：我国固定资产投资全部分项比重（估算）



资料来源：Wind，中原证券

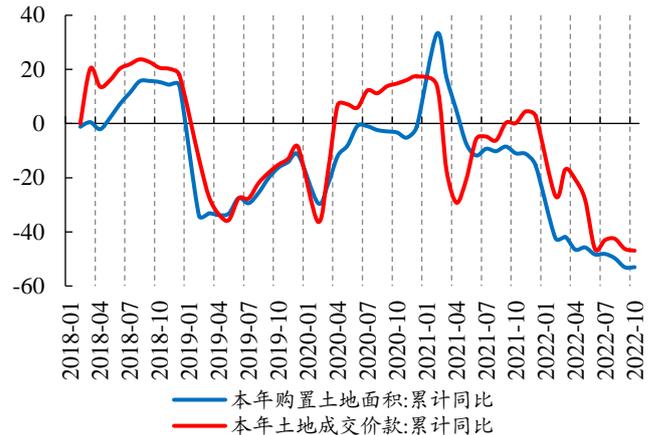
2022 年以来宏观背景偏弱叠加融资政策收紧，地产领域融资链条受损明显，房企流动性风险陆续出现；实际上近 10 年来，房企超前拿地行为正在持续修复，这一点在民营房企上更为突出，表现为中国建筑与万科的土地储备去化周期均有下滑，但万科的下滑幅度更大，持续时间更长，截至 2021 年末万科土地去化周期下滑至一年以内；表现在土地购置面积上，2022 年以来房企土地购置面积累计增速持续下滑。

图 43：我国代表性房企土地储备去化周期



资料来源：Wind，中原证券

图 44：我国土地购置面积累计同比增速



资料来源：Wind，中原证券

尽管地产领域的长期基调是“房住不炒”，但当前阶段地产领域的支柱产业的性质尚未改变。一是土地出让收入仍是我国财政税源主体；二是我国信贷主体仍是地产信贷，地产领域投资的快速下滑或导致信贷持续缩量，三是地产投资对我国上下游产业的拉动作用较大；因此三方面促使我国地产领域需要平稳过渡，以实现经济的可持续增长。在上述背景下，房地产市场亟需强政策注入流动性以及信心，我国出台了一系列房地产领域供给、需求两侧的优化政策。

表 3：2022 年以来我国主要房地产市场调控政策

时间	事件/政策名称	主要内容
2022 年 2 月	《全国性商品房预售资金监督管理办法》	明确预售资金额度监管为“重点额度监管”，由市县城乡建设部门根据工程造价合同等核定，能确保项目竣工所需的资金额度，当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由房企提取自由使用。
2022 年 4 月	《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》	金融机构区分项目风险与企业集团风险，加大对优质项目的支持力度，不盲目抽贷、断贷、压贷，不搞“一刀切”，保持房地产开发贷款平稳有序投放
2022 年 4 月	中央政治局会议	要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线，要坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策、支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管、促进房地产市场平稳健康发展
2022 年 5 月	《促进消费投资增长实现经济平稳高质量运行》	扩大保障性租赁住房供给，综合利用税费手段，加大保障性租赁住房金融支持力度。健全房地产金融审慎管理制度，因城施策实施好差别化住房信贷政策，支持房地产企业的合理融资需求
2022 年 11 月	《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》	1、保持地产融资：（1）稳定房地产开发贷款投放（2）支持个人住房贷款合理需求（3）稳定建筑企业信贷投放（4）支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期 2、保交楼：（1）支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款（2）支持商业银行提供配套融资支持 3、房企风险处置：（1）做好房地产项目并购金融支持（2）积极探索市场化支持方式 4、住房消费者金融：（1）鼓励依法自主协商延期还本付

		息(2)切实保护延期贷款的个人征信权益 5、监管政策阶段调整：(1)延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排(2)阶段性优化房地产项目并购融资政策(3)优化租房租赁信贷服务(4)拓宽租房租赁市场多元化融资渠道。
2022年11月	《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》	指导商业银行按市场化、法治化原则，向优质房地产企业出具保函置换预售监管资金。

资料来源：Wind，中原证券

2.2. 经济驱动的新增长极：“新兴制造+消费升级”

《十四五规划》要求“深入实施制造强国战略”，同时要求“发展壮大战略性新兴产业”。未来新兴制造业或将处在高速发展风口，主要包括“智能制造+绿色制造”，如新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保、航空航天、海洋装备等。

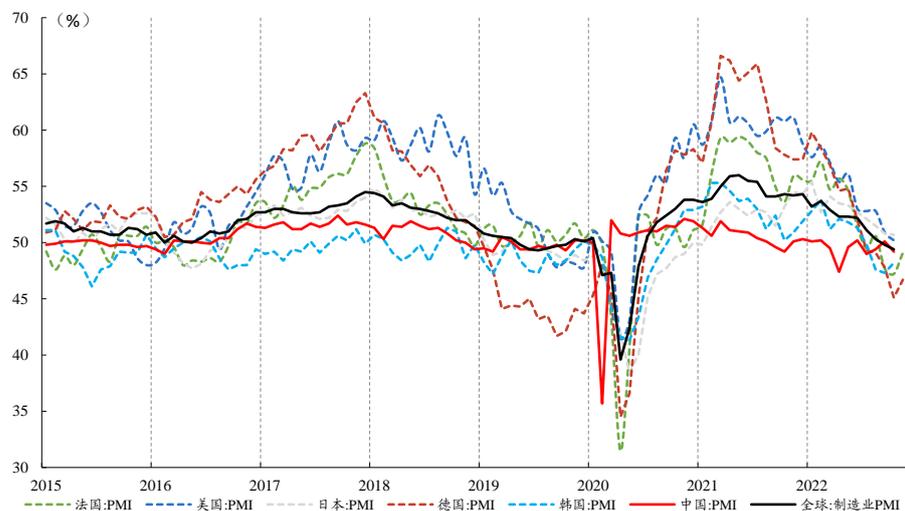
《十四五规划》要求“促进服务业繁荣发展”，“畅通国内大循环”。要求“深化供给侧结构性改革，提高供给适应引领创造新需求能力。适应个性化、差异化、品质化消费需求，推动生产模式和产业组织方式创新，持续扩大优质消费品、中高端产品供给和教育、医疗、养老等服务供给，提升产品和服务质量和客户满意度，推动供需协调匹配。”未来化妆品、服装、家纺、电子产品等消费品领域或将率先培育一批高端消费品牌。

3. 审视：2022 高质量发展推动的外部环境

3.1. 全球工业经济周期仍在下行

由于工业产品具有较强的可贸易性，全球工业周期在多数时间呈现出较强的一致性，表现为我国工业发电量、工业增加值、PMI 指数均与世界主要经济体的工业周期基本一致。根据中美日韩德的制造业景气指数，2022 年全球工业周期整体处在下行周期，但国家间存在一定分化。我国率先形成底部反弹，尽管仍然略有波动，但基本企稳；而美国周期下行力量仍然明显。

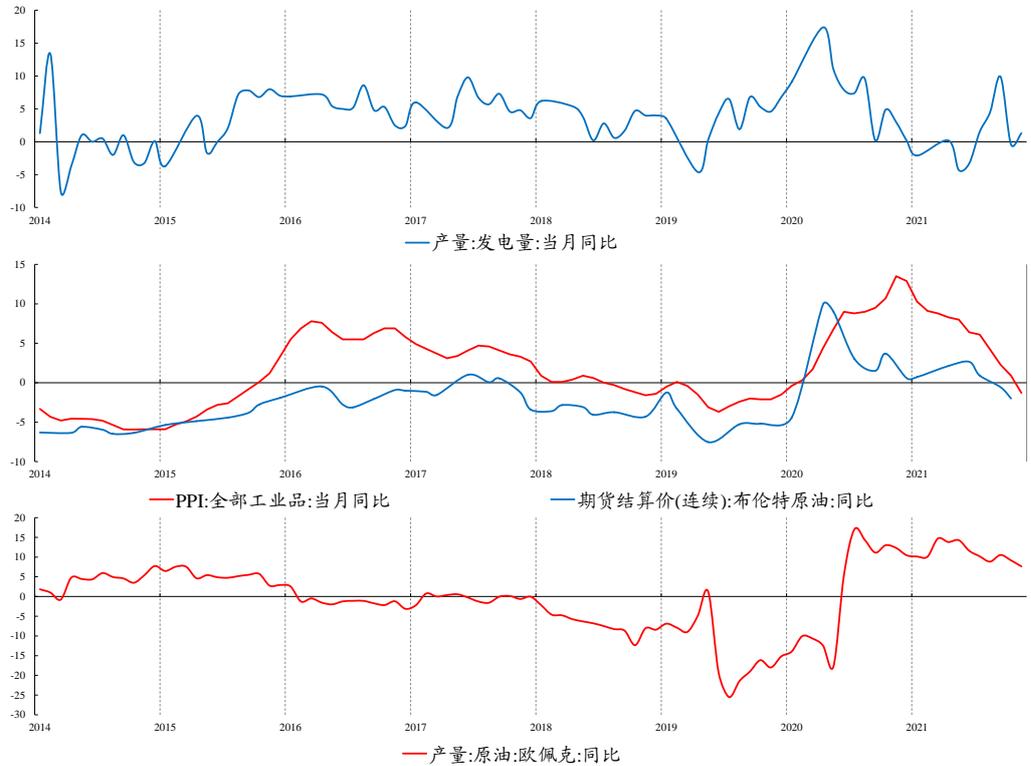
图 45：全球主要经济体制造业景气周期



资料来源：Wind，中原证券

全球的工业周期同步驱动了全球大宗商品的价格周期，最终反映为各国的 PPI 通胀水平，并进一步影响 OPEC 组织的石油供给行为，同时反向驱动商品价格。在时间维度上，全球工业周期通常领先价格周期 1 个月左右，并进一步领先 OPEC 的增产行为。这一规律与我国工业产量和工业通胀运行机制高度吻合。

图 46：全球工业周期与通胀和石油产量的传导机制



资料来源：Wind，中原证券

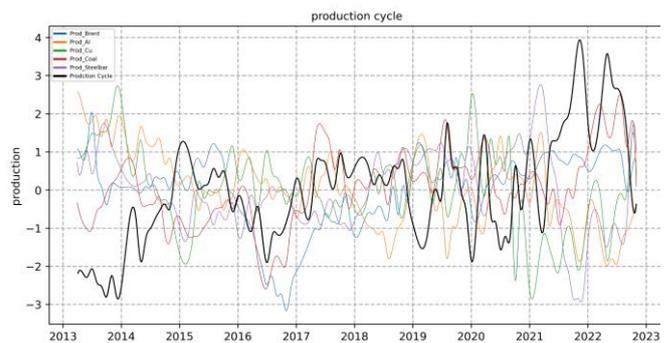
我们使用主成分分析的方法提取石油、铝、铜、煤、螺纹钢五项大宗商品的价格、国内产量共同频率，分别衡量全球的价格周期以及国内的产能周期。2022 年 4 月以来，全球工业周期持续趋于回落，商品价格周期也于 4 月见顶后趋于回落，背后反映了全球范围内的需求不足问题，初步预期美联储加息见顶在 2023 年二季度，短期内仍未能看到全球经济周期底部反转的驱动因素，因此我国工业生产周期或面临一定下行压力。

图 47：全球工业周期合成指标



资料来源：Wind，中原证券

图 48：我国工业周期合成指标

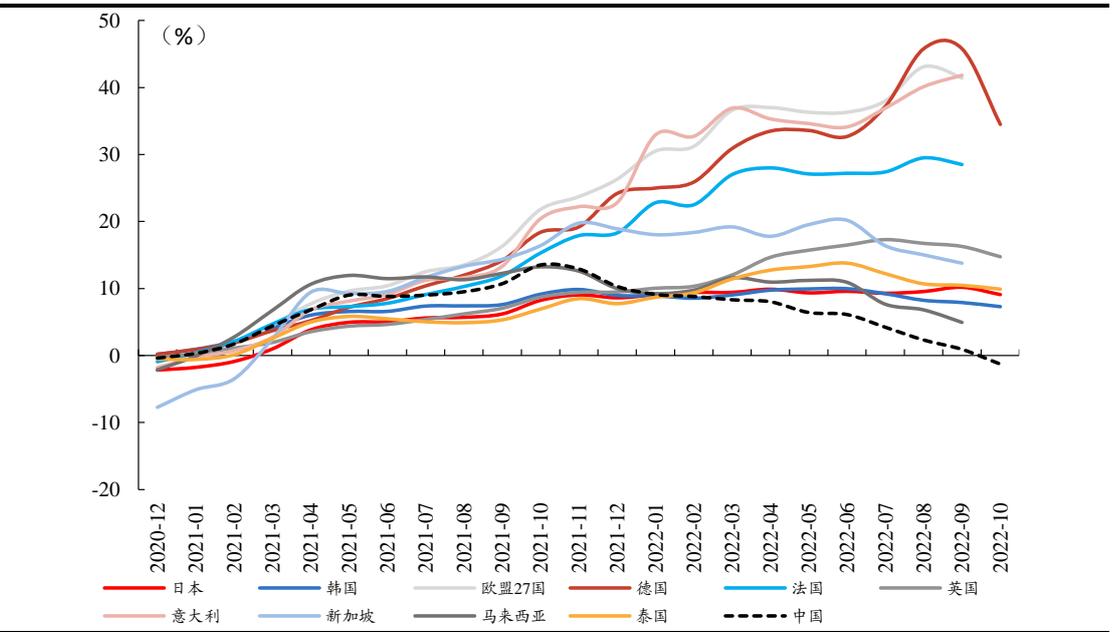


资料来源：Wind，中原证券

3.2. 短期通缩压力主导，但通胀或结构性输入

根据全球工业周期下行并驱动主要大宗商品价格增速下行的逻辑，全球通胀周期处在见顶回落期，节奏上存在一定错位。我国在这一周期中处在先行回落的位置，当前我国 PPI 已经步入通缩区间，在全球工业需求周期驱动下，我国短期可能仍有一定通缩压力；同时由于欧美等主要经济体通胀率远高于我国，尽管全球通胀边际回落，结构上仍然存在输入型通胀的可能。

图 49：全球主要经济体通胀周期

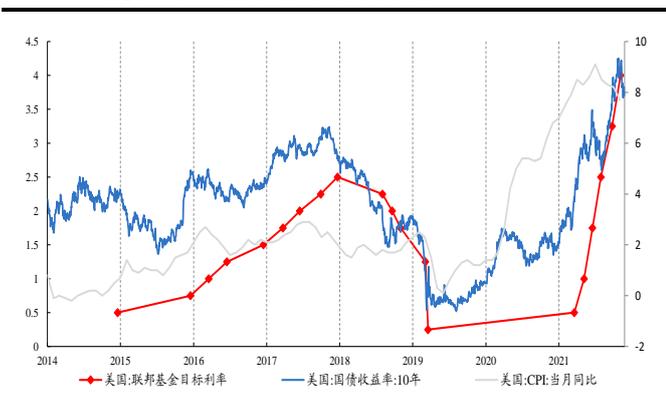


资料来源：Wind，中原证券

3.3. 美联储持续加息，全球需求软着陆压力偏大

2022 年美联储在高企的通胀问题下步入激进的加息周期，截至 11 月 3 日，美联储联邦基金目标利率上限已从年初的 0.5% 抬升至 350 个 BP 至 4%。美国 10 月 CPI 通胀数据公布为增长 7.7%，略低于市场预期，随后美联储加息预期有所放缓，目前根据 CME 统计的隐含市场预期，未来两次议息会议或将各加息 50BP。短期而言全球需求或仍面临一定下行压力，但美联储加息若于 2023 年 5 月左右见顶后，全球需求或逐步回暖。

图 50：美联储加息周期与通胀周期



资料来源：Wind，中原证券

图 51：芝商所隐含美联储加息概率

MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	75.8%	24.2%	0.0%	0.0%		
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	33.7%	52.9%	13.4%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.3%	39.6%	40.8%	9.3%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.5%	31.6%	40.5%	17.9%	2.5%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.3%	30.8%	40.2%	18.6%	3.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	11.4%	32.5%	36.4%	15.9%	2.5%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.4%	4.3%	17.7%	33.7%	30.3%	11.9%	1.8%
2023/11/1	0.0%	0.2%	2.3%	10.9%	25.6%	32.0%	21.2%	6.9%	0.9%
2023/12/13	0.1%	1.6%	7.9%	20.4%	29.7%	25.0%	12.0%	3.0%	0.3%

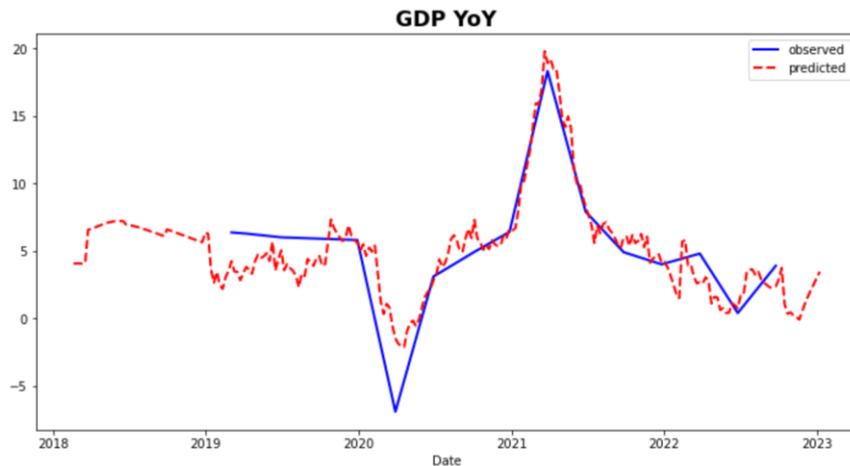
资料来源：Wind，CME，中原证券

4. 展望：中国经济 2023——冬去春来

4.1. 展望 2022：全年增速或在 3%-4%

根据当前公布的高频数据及其趋势，我们使用动态因子模型对全年 GDP 增速进行估计，当前模型的估计值为 3.46%；预计全年 GDP 不变价累计同比增速或在 3%-4% 的区间。

图 52：我国全年经济增速预测值



资料来源：Wind，中原证券

4.2. 展望 2023：经济结构性复苏，全年或回归 5%

根据前文对我国潜在增速中枢的分析，2020 年疫情影响以来，我国经济复苏呈现出较强的反弹韧性，以至于我国潜在中枢并未受到显著冲击而仍然处在 5% 附近的区间，因此我国经济增长或在政策面配合下反弹至潜在增速水平。

节奏上，考虑到 2022 年四季度复苏水平或低于三季度，2022 年全年经济或为“倒 N 型”走势，因此在基数效应影响下，2023 年的经济基准节奏或是“N 型”节奏。若刨除基数效应影响考虑，我国复苏的实质性拐点或是全球工业周期底部加速反弹的时期，当前市场普遍预期美联储加息于 2023 年 5 月见顶，因此我国一季度复苏力度或偏弱，二季度后逐步走强。

(1) 工业制造业或于 2023 年二季度形成有力反弹。出口需求与全球工业周期一致，短期或仍然承压。根据前文，当前全球制造业周期处在底部，但尚未看到反弹拐点，由于当前全球通胀问题严峻，加息政策或将持续拖累全球需求下行，短期或难以看到需求的快速修复。预计全球工业周期的拐点在二季度美联储加息见顶后，全球经济步入复苏期，我国工业制造业或将迎来有力反弹。此外，由于全球制造业产品多为可贸易品，因此出口需求与全球工业周期基本一致，出口短期或仍然承压。

(2) 政策工具箱带动地产投资温和复苏，基建投资中枢延续。根据前文，我国地产领域政策逐步落地，但目前政策以供给侧政策为主，旨在修复地产领域的融资能力，但短期居民部门加杠杆意愿不强的问题仍难以快速得到缓解，预计地产将于 2023 年年初呈现温和复苏。基建方面，2023 年提前批专项债额度已部分下达，多个省市较 2022 年均有所增长，加之基建仍

是经济驱动的基本盘，因此财政政策力度或将维持。

(3) 消费需求维持弱复苏。根据前文分析，2022 年以来我国居民部门消费率出现了连续下滑，反映出居民部门的消费意愿不强；而消费率的修复则需要稳定的收入预期，在经济恢复至较为稳定的中枢前，消费复苏的节奏或偏缓慢。

(4) 短期通缩压力主导，中长期或反升。根据前文分析，工业周期驱动下全球大宗商品价格短期或仍然处在下行周期，因此我国 PPI 短期或持续处在负增区间；CPI 而言，国内需求温和复苏下或整体维持平稳。

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

表 4：2022\2023 全年经济增速及分项预测值

指标	2022-Q4	2022 全年	2023-Q1	2023-Q2	2023-Q3	2023-Q4	2023 全年
GDP 同比 (%)	3.3%	3.5%	3.7%	6.5%	4.2%	4.8%	5.0%
工业增加值同比 (%)	-	4.3%	-	-	-	-	6.0%
固定资产投资累计同比 (%)	-	5.8%	-	-	-	-	6.3%
地产投资 (%)	-	-8.0%	-	-	-	-	0.0%
基建投资累计同比 (%)	-	10.5%	-	-	-	-	8.5%
制造业投资累计同比 (%)	-	10.0%	-	-	-	-	8.5%
社会消费品零售同比 (%)	-	1.6%	-	-	-	-	6.2%
出口同比 (美元计, %)	-	9.0%	-	-	-	-	2.0%
CPI 同比 (%)	-	2.2%	-	-	-	-	2.0%
PPI 同比 (%)	-	4.0%	-	-	-	-	-0.3%

资料来源：Wind，中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。