



Research and
Development Center

经济向上，牛市在望

——2023 年中国宏观经济展望

2022 年 12 月 15 日

宏观首席分析师 解运亮

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

经济向上，牛市在望

——2023年中国宏观经济展望

2022年12月15日

- **对冲当前经济下行压力，需要企业部门适度加杠杆。**借鉴海外经验，当房地产大周期的拐点出现后，居民部门在数年之内都很难再加杠杆，要想实现2023年经济企稳向好，需要企业部门和政府部门适度加杠杆。考虑到政府财力因疫情已经受损，可能尤其需要依靠金融加大力度支持企业部门加杠杆。在此情形下，2023年全年GDP增速有望达到5.1%，二季度和四季度可能是两个增长高峰，GDP增速有望分别达到6%和7%以上。
- **2023年需求端支撑主要来自于制造业投资、基建投资和消费。**中央提出，要充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。2023年新一轮设备更新周期有望启动，引领制造业投资继续保持两位数增长。地方专项债、政策性开发性金融工具、银行配套贷款三者形成合力，基建投资的资金来源已经得到较好解决。而随着疫情扰动逐渐消除，压抑已久的消费潜能有望逐步释放。然而，房地产投资和出口可能仍然低迷。
- **社融增速将再次回升，为经济提供强力支持。**近期支持宽信用的政策措施不断出台，在经济回到正常轨道之前，我们预计支持力度大概率不会减弱。货币金融条件预计将保持宽松，服务于稳增长大局。由于2023年正好避开了油价上升期和猪周期上行期，通胀有望保持温和，宽松政策存在较少阻碍。基于“社融增速=实际GDP增速+广义通胀增速+货币深化”框架，预测2023年社融增速将较2022年回升。
- **A股牛市回归值得期待。**在稳增长重新成为主基调、金融加大力度支持投资发挥关键作用、防控不断优化引发消费潜能逐步释放等条件下，2023年我们预计不仅有望迎来经济向上，也有望迎来牛市回归。考虑到当期货币金融条件友好与未来基本面改善形成组合，根据历史经验，价值股和成长股都有投资机会，价值股的持续性可能更好。
- **风险因素：**疫情反复感染拖累经济，政策发力不及预期等。

目录

一、总论篇：稳经济需要企业加杠杆.....	4
1.1 从资产负债表视角看经济下行压力	4
1.2 稳经济需要企业部门加杠杆	6
1.3 2023 年经济增长有望达到 5%.....	8
二、实体篇：投资端消费端接替发力.....	9
2.1 制造业投资：新一轮设备更新周期有望启动	9
2.2 基建投资：政策性金融工具帮助打通堵点	11
2.3 房地产投资：最差时候即将过去，但总体仍然低迷	13
2.4 消费：复苏节奏可能先慢后快	15
2.5 出口：受全球经济放缓影响，可能仍为低速增长	16
三、金融篇：社融回升提供强力支持.....	17
3.1 通胀：CPI 有望保持温和，PPI 可能小幅负增长	17
3.2 社融：企业部门作为主力，推动社融增速总体上升	20
四、资产篇：A 股牛市回归值得期待.....	22
风险因素	24

图目录

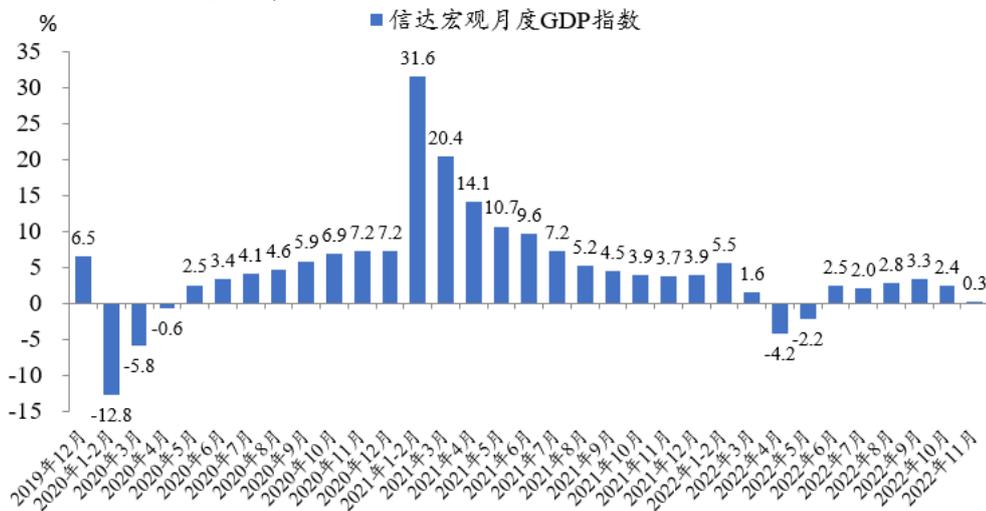
图 1：2022 年下半年以来，月度 GDP 维持在较低增速	4
图 2：制造业投资和基建投资热，房地产投资和消费冷	5
图 3：居民部门杠杆率连续几个季度走平	5
图 4：2022 年企业部门持续加杠杆	6
图 5：1991 年日本房价见顶后，企业小幅加杠杆	7
图 6：2006 年美国房价见顶后，企业小幅加杠杆	7
图 7：我国企业部门仍有一定加杠杆空间	8
图 8：2023 年下半年 GDP 环比增速有望明显好转	9
图 9：2023 年二季度和四季度可能是两个增长高峰	9
图 10：主要经济体都存在明显的设备更新周期	10
图 11：设备工器具购置在固定资产投资中占比不断下降	10
图 12：2023 年制造业投资增速高点可能出现在二季度	11
图 13：基础设施投资基金运作流程（股东借款模式）	12
图 14：历史上，委托贷款快速增长时期，基建增速都不低	12
图 15：今明两年基建投资增速均有望达到两位数左右	13
图 16：全国新房房价自 2021 年 8 月以来不断下跌	13
图 17：居民房贷领先于商品房销售	14
图 18：房地产投资增速的拐点可能出现在 2023 年一季度	14
图 19：居民消费同比≈就业同比+人均收入同比+消费倾向同比	15
图 20：疫情三年，社会集团消费增长始终慢于居民消费	16
图 21：在疫情扰动逐步消除假设下，消费有望持续复苏	16
图 19：本轮 PPI 触顶后进入下行通道	17
图 22：中国出口份额基本稳定略有上升	17
图 19：本轮 PPI 触顶后进入下行通道	17
图 23：2023 年中国出口增速可能仍为低速增长	17
图 24：2023 年上半年非食品基数高，下半年食品基数高	18
图 25：通胀即便要起来，也要等到 2023 年下半年	18
图 26：PPI 走势与全球出口走势高度相关	19
图 27：2023 年 PPI 可能小幅负增长	20
图 28：社融增速与名义 GDP 增速存在一定偏离	20
图 29：货币深化与宏观杠杆率之间的关系	21
图 30：2022 年企业部门已经成为加杠杆的主要部门	21
图 31：2023 年社融增速有望较 2022 年上升	22
图 32：企业加杠杆时期，A 股一般表现较好	22
图 33：企业中长贷上升期，价值股具有可持续的投资机会	23
图 34：2023 年债市收益率大方向为上行	23

一、总论篇：稳经济需要企业加杠杆

1.1 从资产负债表视角看经济下行压力

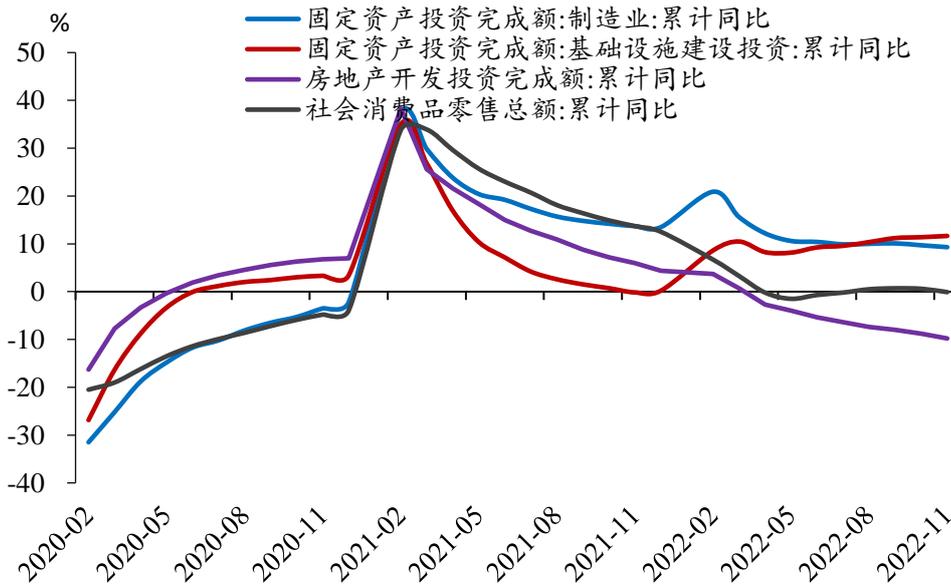
站在 2022 年底，回顾过去一年的中国经济，不容否认的一点是，当前经济运行面临一些突出矛盾和问题，经济下行压力仍然突出。今年一季度，中国经济开局良好，取得 4.8% 的经济增长。但 4-5 月上海等地疫情对经济产生较大冲击，二季度增速仅为 0.4%。随着国务院推出稳住经济大盘的一系列措施，经济有所修复，三季度经济增长录得 3.9%。进入四季度，疫情再次多发散发，经济增长再次迎来挑战。我们从 GDP 生产法核算的思路出发，利用有关官方数据，将 GDP 从季频提高到月频，得到月度 GDP 指数，从而能够更及时地观测经济动能的边际变化。结果显示，4-5 月 GDP 连续两月负增长，6 月进入修复阶段，目前已连续数月处于 2%-4% 区间（图 1）。今年 6-7 月市场上曾经出现过一种观点，认为下半年经济强劲复苏，甚至可能达到 6-7% 的过热状态，那么现在的反差之大就足以彰显经济面临的下行压力。

图 1：2022 年下半年以来，月度 GDP 维持在较低增速



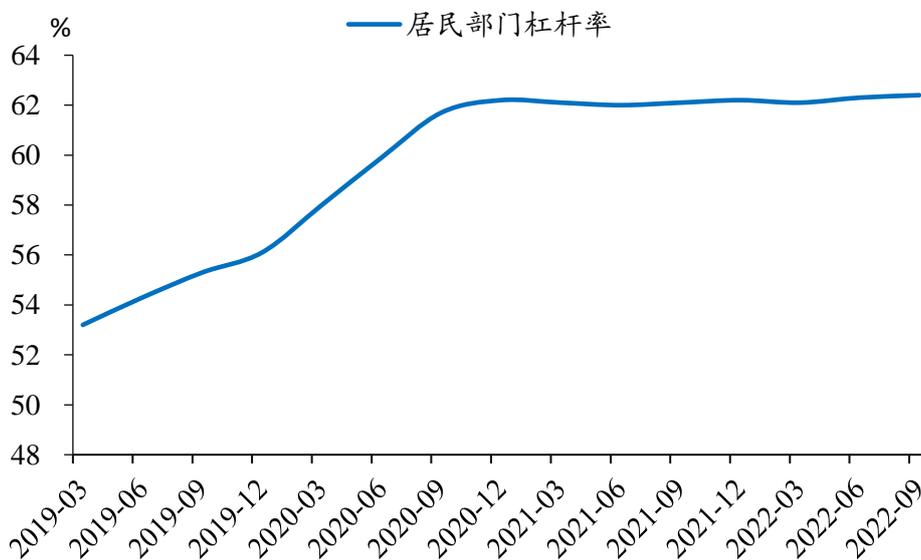
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

透过经济下行压力，从需求结构看，中国经济呈现出冷热不均的显著特征。一方面，制造业投资和基建投资热，在上年高基数的基础上，2022 年制造业投资再次录得高增长，1-11 月累计增长 9.3%；在政策强力推动下，基建投资时隔数年后重回两位数增长，1-11 月累计增长 11.7%。另一方面，房地产投资和消费冷，房地产投资景气度持续下降，1-11 月累计增长-9.8%；在疫情反反复复背景下，消费复苏一波三折，1-11 月累计增长-0.1%（图 2）。正是房地产投资和消费的疲弱，造成了总体上的经济下行压力。制造业投资和基建投资的共同点是受企业部门资产负债表的影响更大，房地产投资和消费的共同点是受居民部门资产负债表的影响更大，这就启示我们，可以从资产负债表角度探寻经济下行压力的根源。

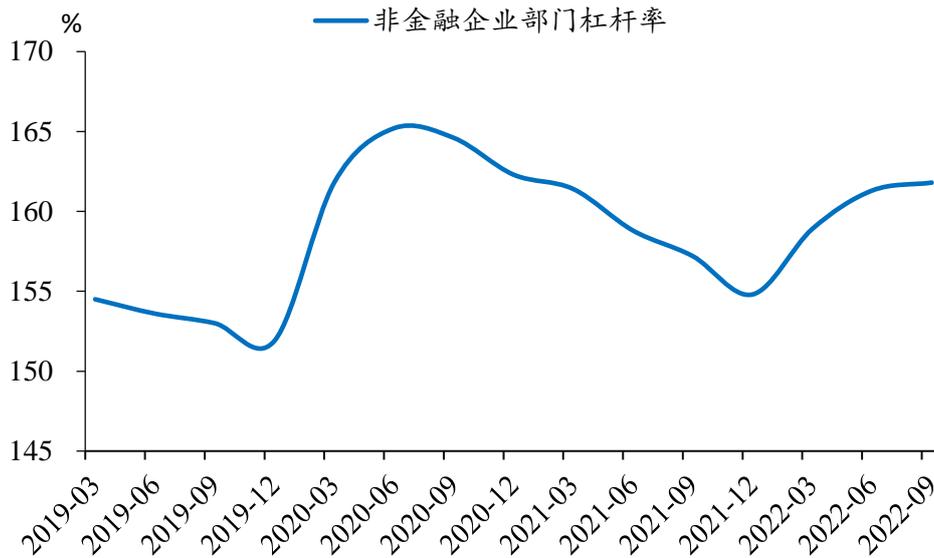
图 2：制造业投资和基建投资热，房地产投资和消费冷


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从资产负债表角度透视，需求端冷热不均，源于居民部门去杠杆和企业部门加杠杆。我国居民部门杠杆率已经连续几个季度走平，2020 年四季度，居民部门杠杆率达到 62.2% 的高位，此后至今基本维持在这一水平不变，2022 年三季度，居民杠杆率录得 62.4% (图 3)。正是在居民部门去杠杆背景下，需求端出现了房地产投资和消费都不景气的局面。反观企业部门，从 2020 年下半年到 2021 年底，企业部门杠杆率也曾一度下降，但进入 2022 年后，在鼓励信贷增长等一系列政策支持下重新上升，2022 年三季度企业部门杠杆率录得 161.8%，较上年底提高 7 个百分点 (图 4)。也正是在企业部门加杠杆背景下，需求端制造业投资和基建投资保持了较高的增速。在这个意义上，我们可以说，当前经济下行压力与居民去杠杆是脱不开关系的。

图 3：居民部门杠杆率连续几个季度走平


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：2022 年企业部门持续加杠杆


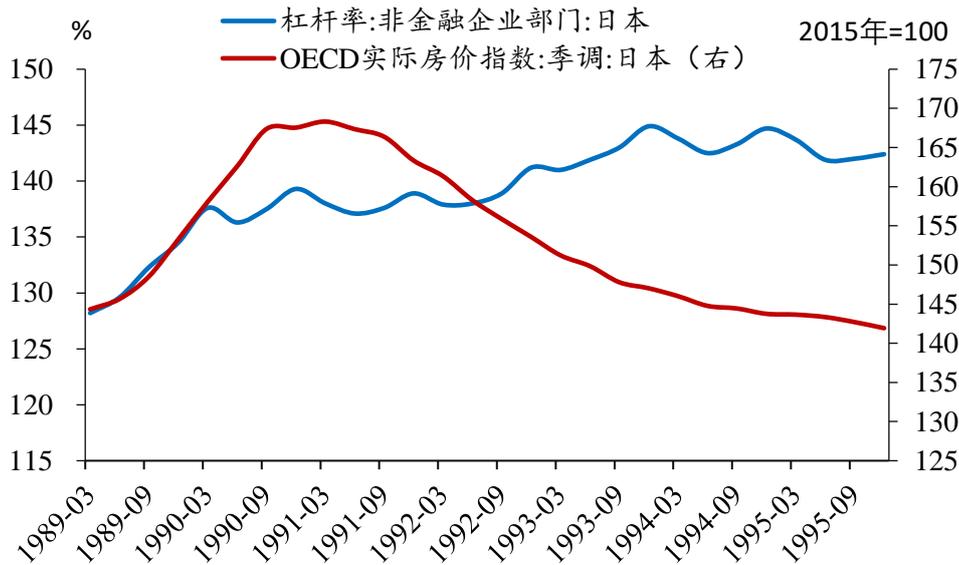
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 稳经济需要企业部门加杠杆

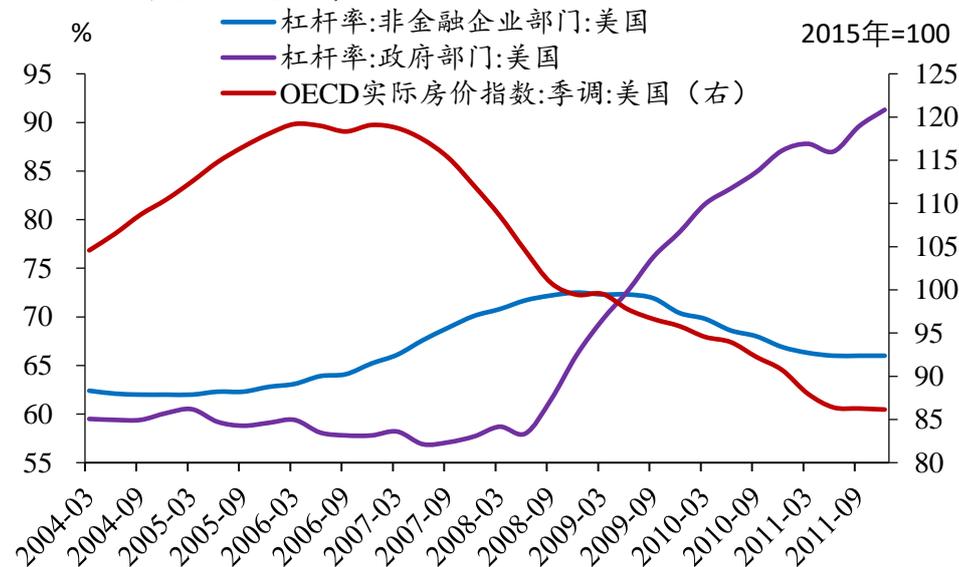
基于资产负债表视角，我们自然而然想要关心的一个问题是：为了对冲经济下行压力，2023 年居民和企业谁能加杠杆？居民去杠杆能否扭转？企业加杠杆能否延续？

居民杠杆率走势受房贷影响最大。由于居民部门不发行债券，居民部门债务主要就是贷款，包括四个组成部分：短期消费贷款（截至 2022 年三季度，占比 12.6%）、短期经营贷款（12.1%）、中长期消费贷款（房贷等，占比 62.5%）、中长期经营贷款（占比 12.8%）。可见，居民贷款的主体是房贷，房贷的走势对居民贷款的总体走势影响比较大。实际表现也确实如此：房贷和居民短期消费贷款走势颓弱，是居民去杠杆的主因，截至 2022 年 10 月，居民中长期消费贷款（房贷等）和短期消费贷款的同比增速分别为 4%、1.3%，较上年底分别回落 7.6 个、5.3 个百分点；居民短期和中长期经营贷款增长较强，截至 2022 年 10 月，居民中长期经营贷款和短期经营贷款的同比增速分别为 18.4%、13.9%，均保持两位数以上增速，但无改居民贷款大局。

借鉴海外经验可以发现，当房地产大周期的拐点出现后，居民部门在数年之内都很难再加杠杆，需要金融加大力度支持企业部门加杠杆来稳经济。以日本为例，整个 1980 年代，日本房地产市场都处于上行状态中，房价持续上涨，1991 年一季度，在日本央行主动收紧货币政策背景下，日本房价见顶，此后地产市场进入下行阶段。房价见顶后多年，日本居民部门不再加杠杆，依靠企业部门加杠杆勉力维持经济。1991Q1-1993Q4，日本居民杠杆率基本维持在 67-69% 之间，企业杠杆率则从 138% 上升到 144.9%，提高 6.9 个百分点（图 5）。再以美国为例，1997-2006 年，是美国房地产市场的黄金时代，房价一路上涨，2006 年四季度房价见顶，此后一直下降到 2012 年。房价见顶后，美国居民部门持续去杠杆，企业和政府轮番加杠杆来救经济。2006Q4-2008Q3，美国企业杠杆率从 65.2% 上升到 72.1%，提高 6.9 个百分点。2008Q3 开始，政府开始大力加杠杆（图 6）。

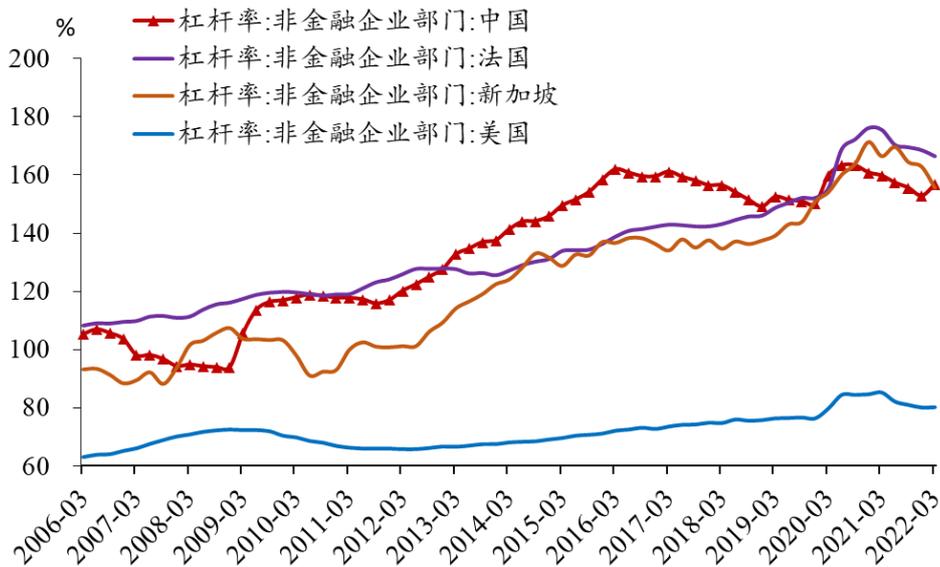
图 5：1991 年日本房价见顶后，企业小幅加杠杆


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：2006 年美国房价见顶后，企业小幅加杠杆


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

如今，我国同样处于房地产大周期的拐点出现后的阶段，这启示我们，2023 年同样要依靠企业加杠杆和政府加杠杆来稳经济。考虑到政府财力因疫情已经受损，可能尤其需要依靠金融加大力度支持企业部门加杠杆。不过，我们企业部门仍有一定加杠杆空间。我国企业部门杠杆率几经起落，金融危机后曾连续数年上升，到 2016 年一季度达到 161.8%，在主要经济体中最高。为防范金融风险起见，随后我国启动了去杠杆进程，2017-2019 年企业杠杆率不断下降。疫情发生后，又有起有落。横向比较来看，2020 年新冠疫情发生后，法国、新加坡等经济体企业部门大幅加杠杆，企业杠杆率均曾达到 170% 以上，已高于我国。企业部门加杠杆，确实帮助了这些经济体尽快走出疫情冲击，以此观照，我国企业部门仍有一定加杠杆空间，以促进经济增长（图 7）。

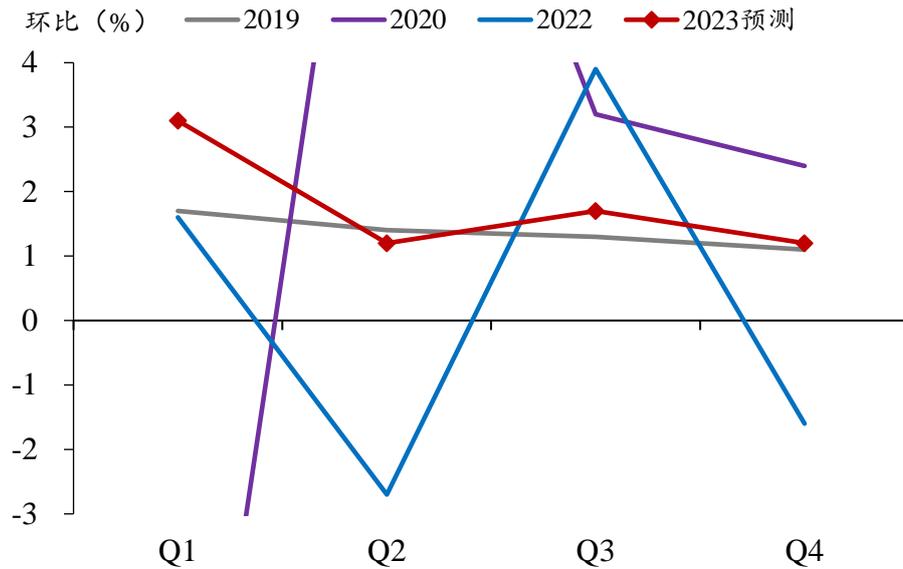
图 7：我国企业部门仍有一定加杠杆空间


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

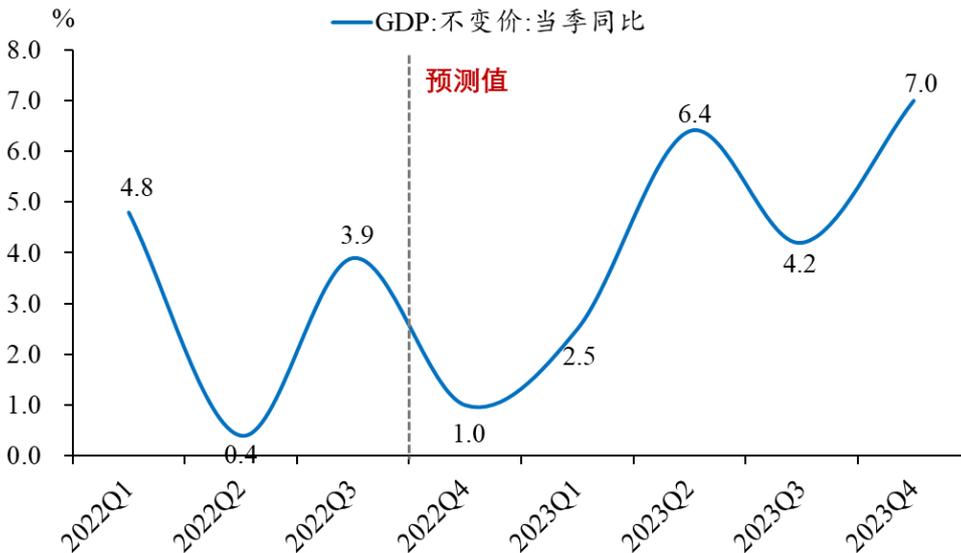
1.3 2023 年经济增长有望达到 5.1%

已有多名政府智囊建议 2023 年经济增长目标定为 5%。日前，十三届全国政协经济委员会副主任刘世锦表示，中国经济的当务之急是使增长回到正常轨道或合理区间，即实际增速要达到潜在增长水平。他建议，明年应提出不低于 5% 的全年增长目标。这既是当下稳增长的要求，也是实现中国式现代化长期发展目标起步阶段的关键点。十三届全国政协常委、全国政协经济委员会副主任杨伟民也强调，未来 5 年是全面建设社会主义现代化国家开局起步的关键时期，明年非常重要非常艰巨的任务，就是促进经济增长重回合理区间。大致上，2023 年经济增长目标定为 5%，这可能代表了目前的市场共识。

考虑到疫情冲击，2022 年四季度 GDP 增速可能明显低于三季度，全年增速可能低于 3%。在疫情防控优化后生产生活秩序逐步恢复正常、政策支持企业部门适当加杠杆等假设条件下，2023 年经济增长将明显改善。12 月 7 日，国务院联防联控机制综合组发布了优化疫情防控“新十条”，推动生产生活秩序加快向正常回归。但考虑到短期内疫情感染可能增加，预计完全恢复正常仍需较长时间。因此，我们判断 2023 年上半年 GDP 环比增速可能略低于疫情前同期，而下半年恢复正常后将明显高于疫情前同期（图 8）。再结合一季度和三季度基数较高、二季度和四季度基数较低等因素，判断 2023 年二季度和四季度可能是两个增长高峰，GDP 同比增速有望分别达到 6% 和 7% 以上，全年增速有望达到 5.1%（图 9）。也就是说，2023 年经济增长目标定为 5% 是大概率有望实现的。

图 8：2023 年下半年 GDP 环比增速有望明显好转


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：2023 年二季度和四季度可能是两个增长高峰


资料来源：Wind，信达证券研发中心

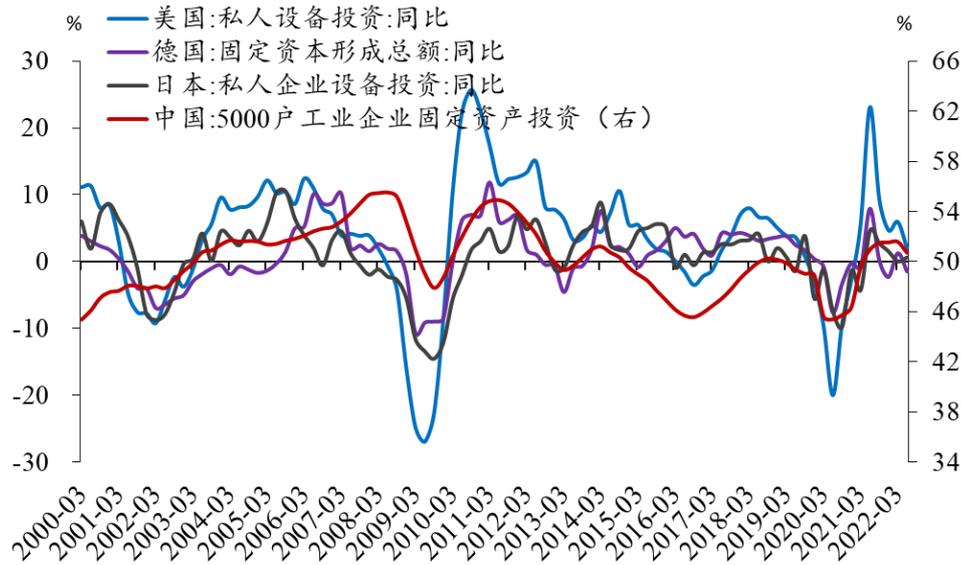
二、实体篇：投资端消费端接替发力

针对经济中面临的矛盾和问题，中央提出，要着力扩大国内需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。也就是说，要促成 2023 年经济向上向好，投资和消费一个都不能少。投资端，主要需要依靠制造业投资和基建投资发力。

2.1 制造业投资：新一轮设备更新周期有望启动

主要经济体都存在明显的设备更新周期。经济中存在长周期、中周期、短周期等各种周期，房地产周期属于典型的长周期；设备更新周期属于典型的中周期；库存周期属于典型的短周期。设备更新周期受设备更替和资本开支驱动，生产中由于机器设备存在磨损、技术进步等因素，往往过几年就需要更新，这种设备更替带动资本开支呈现出周期性变化，从而产生有规律的经济周期性变化。对设备投资类数据进行跨国比较可以发现，美国、德国、日本等主要经济体都存在明显的设备更新周期，中国当然也不例外（图 10）。此外，进入 2000 年之后，在全球化快速发展时代，主要经济体设备更新周期具有较强同步性，近年来随着全球化遇挫，同步性有所减弱。

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 9

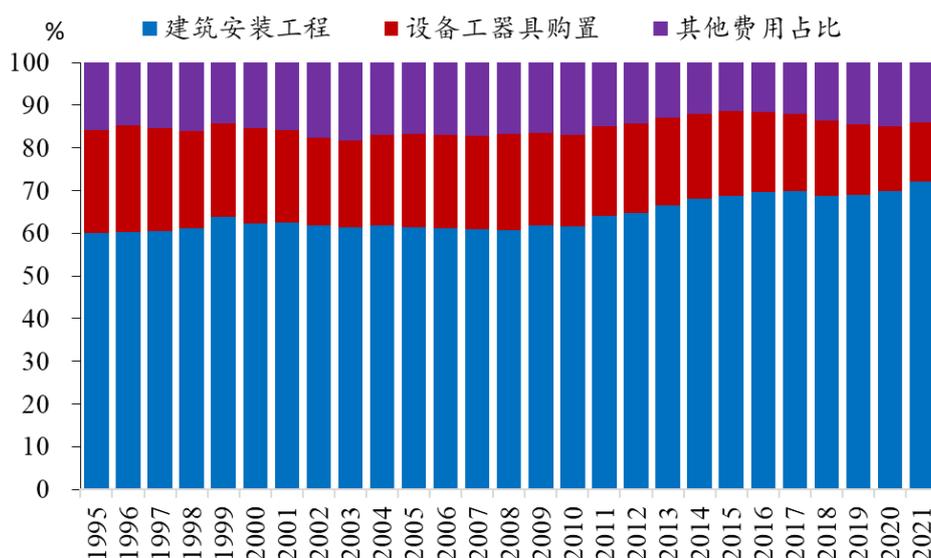
图 10: 主要经济体都存在明显的设备更新周期


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我们判断，2023 年中国有望迎来新一轮设备更新周期，主要依据在于：

第一，从周期轮回的角度看，2002-2009 年，加入 WTO 后，我国迎来一轮设备更新周期，整个周期时长约 7 年；2009-2016 年，金融危机后我国又迎来一轮设备更新周期，整个周期时长同样约 7 年；2016 年至今，供给侧改革后，我国再次迎来一轮设备更新周期，从经验规律看，目前已处于这轮周期的尾声。

第二，从产业升级的角度看，过去二十年，尤其是过去两轮设备更新周期的力度都不算强，导致设备工器具购置在固定资产投资中占比不断下降。上世纪 90 年代末，建筑安装工程在固定资产投资中占比为 60%，设备工器具购置为 24%；到了 2021 年，建筑安装工程占比提高 12 个百分点至 72%，设备工器具购置占比则下降了 10 个百分点至 14%（图 11）。出于产业升级的需要，设备投资到了在固投中占比由降转升的时候。在激烈的国际竞争中，中国制造业想要抢占高地，就需要加快设备更新的步伐。

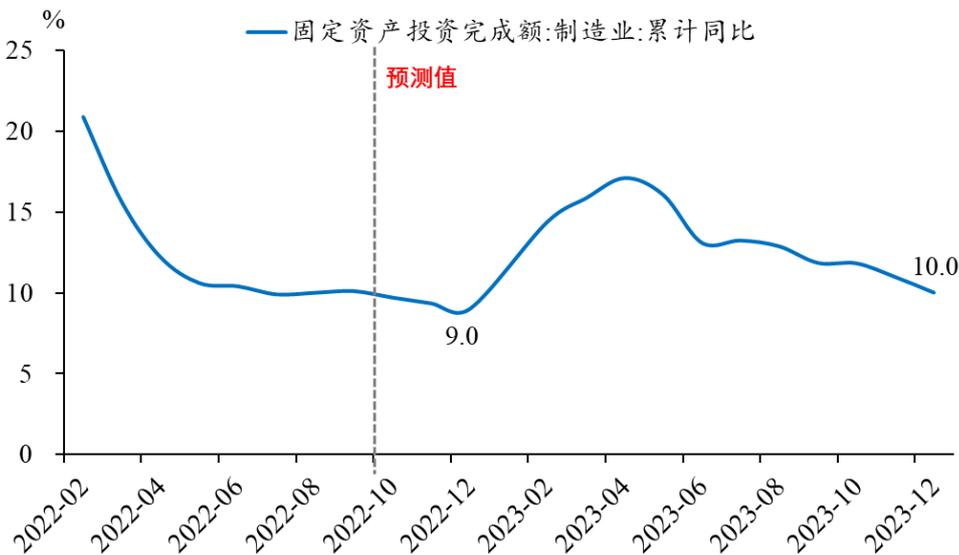
图 11: 设备工器具购置在固定资产投资中占比不断下降


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第三，从政策强力推动的角度看，大力发展制造业多次写入国家重要文件，体现了中央对制造业的重视，例如，二十大报告提出，坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，推进新型工业化，加快建设制造强国，推动制造业高端化、智能化、绿色化发展。过去几个月，国务院密集提出支持重点行业设备更新改造的鼓励性政策，包含设立设备更新改造专项再贷款，以及提出引导商业银行扩大中长期贷款投放，为重点项目建设、设备更新改造配足融资等。这些政策措施的推出，正好契合了设备更新周期轮回的背景和产业升级的需要。因此，这些政策措施的落地，同时也是企业加杠杆的体现，将助推新一轮设备更新周期加快启动。

在新一轮设备更新周期的带动下，2023年制造业投资有望取得两位数增长，为经济增长提供重要支撑。设备更新改造贷款等政策推动形成的设备投资实物工作量，预计将于2023年初开始落地，有利于增强制造业投资增长动能，此后，若本轮周期力度不弱于上一轮，则全年制造业投资有望达到10%增速。基于此，制造业投资占GDP比重有望继续提升，为固定资产投资和经济增长提供强力支撑，落实中央提出的发挥投资关键作用的要求。从节奏上看，2023年制造业投资增速高点可能出现在二季度，一方面，设备投资实物工作量年初开始逐步落地，另一方面，2022年二季度受疫情影响较大，基数较低（图12）。

图 12：2023 年制造业投资增速高点可能出现在二季度

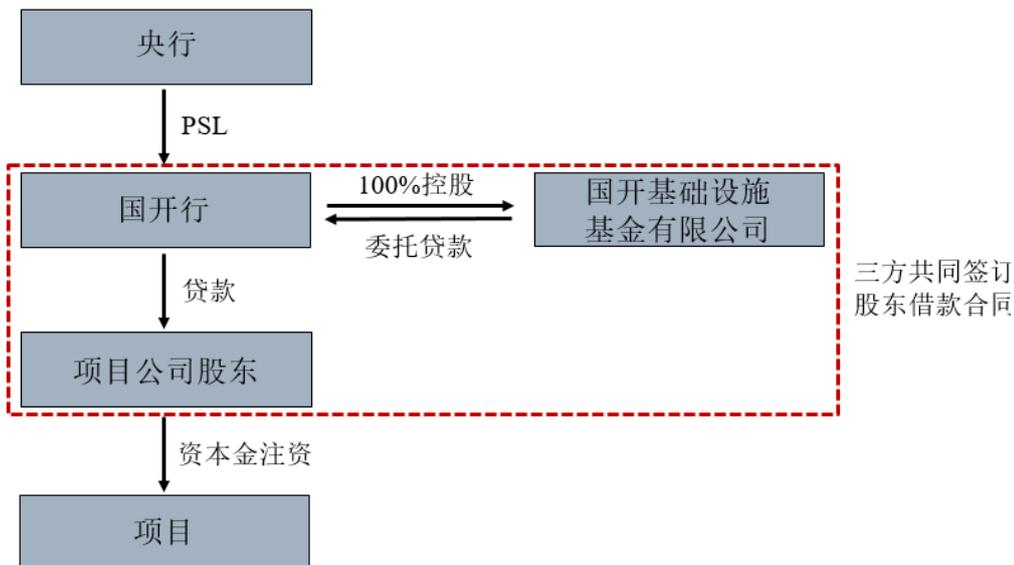


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

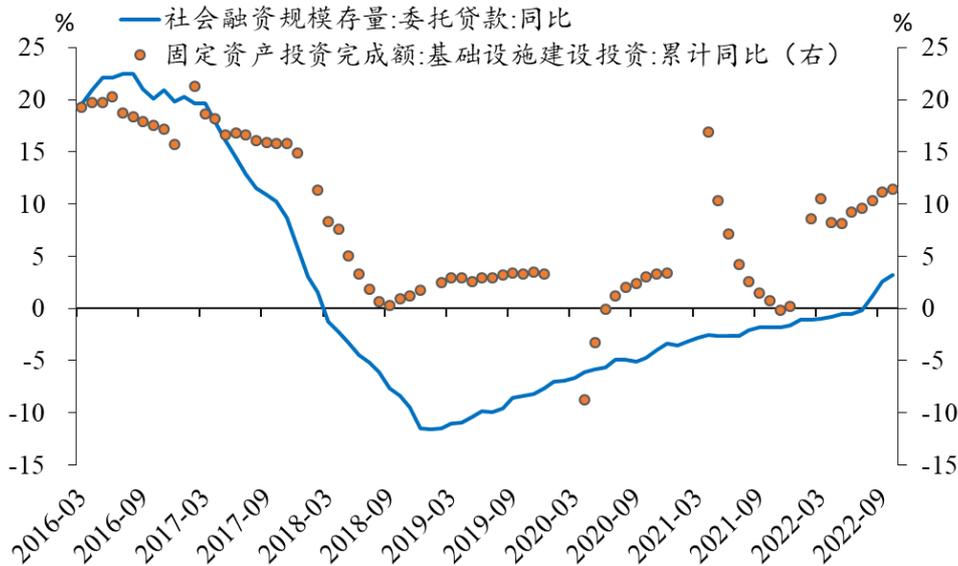
2.2 基建投资：政策性金融工具帮助打通堵点

基建项目投融资的堵点已经打通。政策性开发性金融工具是 2022 年下半年最重要的增量政策工具之一，截至 2022 年 10 月末，两批金融工具合计已投放 7400 亿元，有力补充了一批基础设施领域重大项目的资本金，商业银行则通过银团贷款等方式同步跟进重大项目配套融资。这一模式帮助打通了基建项目投融资的堵点，这已在今年基建投资的高增长中得到体现。

其机制在于：在政策性开发性金融工作的主要运作模式股东借款模式中，政策性银行、政策性银行基础设施基金公司、基建项目公司股东三方共同签订股东借款合同，以委托贷款的形式投放资金（图 13）。委托贷款对基建投资意义重大，可以说是基建投融资的重要支持工具，历史上，委托贷款快速增长时期，基建增速都不低，委托贷款大幅收缩时期，基建增速都不高（图 14）。地方专项债、政策性开发性金融工具、银行配套贷款三者形成合力，基建投资的资金来源已经得到较好解决。

图 13: 基础设施投资基金运作流程 (股东借款模式)


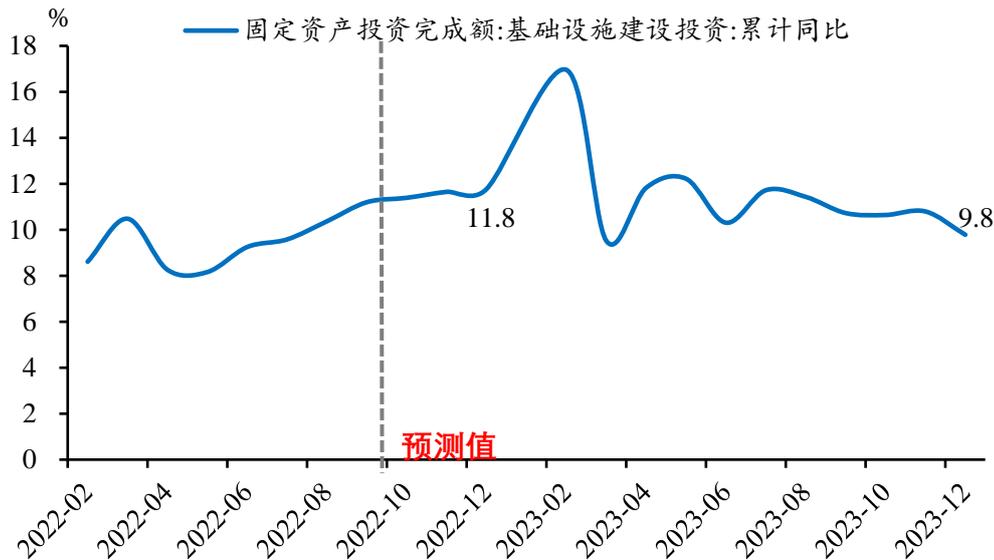
资料来源: 信达证券研发中心整理

图 14: 历史上, 委托贷款快速增长时期, 基建增速都不低


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

在政策支持下, 2022 年和 2023 年基建投资增速均有望达到两位数左右。2022 年 11 月, 国家发改委要求, 进一步做好政策性开发性金融工具的项目储备工作和项目前期工作, 为明年扩大有效投资打好基础。考虑到地方政府债务率接近警戒线、财政政策空间受限, 2023 年可能仍会使用政策性开发性金融工具。用政策性开发性金融工具补上专项债缺口, 本质上是用企业加杠杆补上了政府加杠杆的缺口, 将为基建投资保持较高增长提供充足动力。从节奏上看, 2023 年基建投资增速的高点可能出现在一季度, 这与 2022 年冬季疫情反扑, 影响了基建实物工作量落地, 部分实物工作量可能延后到 2023 年一季度落地有关 (图 15)。

图 15: 今明两年基建投资增速均有望达到两位数左右

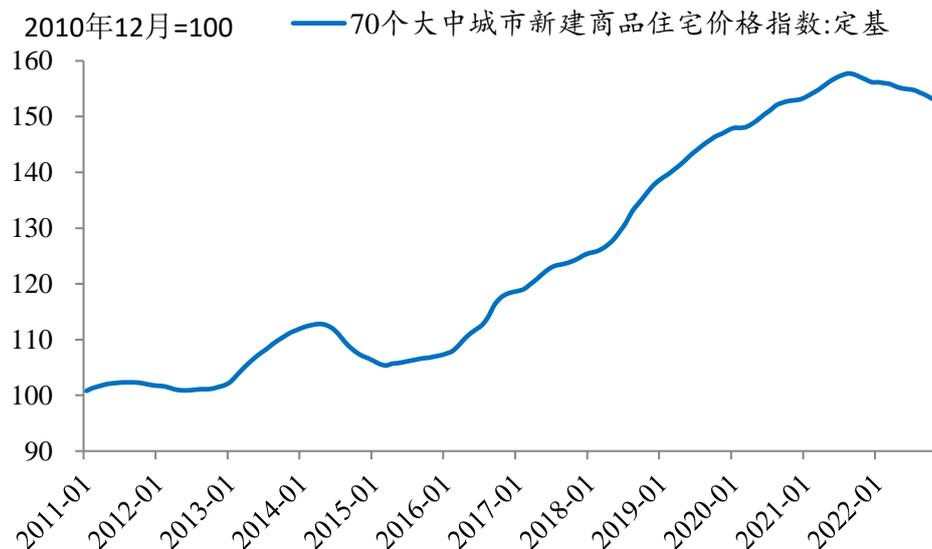


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.3 房地产投资: 最差时候即将过去, 但总体仍然低迷

房地产大周期的拐点已经出现。从 2015 年 3 月到 2021 年 8 月, 长达 6 年多的时间里, 全国新房房价持续上涨, 累计涨幅接近 50%。变化出现在 2021 年 8 月, 全国新房房价触顶, 此后进入下行周期, 至今已经下降一年有余, 持续时间比以往下降期更长 (图 16)。截至 2022 年 10 月, 较高点累计下跌 2.9%。二手房房价走势类似。居民购房行为和房价涨跌容易形成螺旋式影响, 要么是螺旋式上升, 即商品房销售回暖-房价上涨-商品房销售过热-房价快速上涨, 要么是螺旋式下降, 即商品房销售疲软-房价降温-商品房销售趋冷-房价继续下跌。目前来看, 房地产 16 条、支持房地产企业再融资等政策初步解决了企业端的融资问题, 房地产市场企稳迈出重要一步, 但消费者端的购房需求问题仍然较为低迷。从高频数据看, 一二三各线城市商品房销售仍深陷负增长之中。

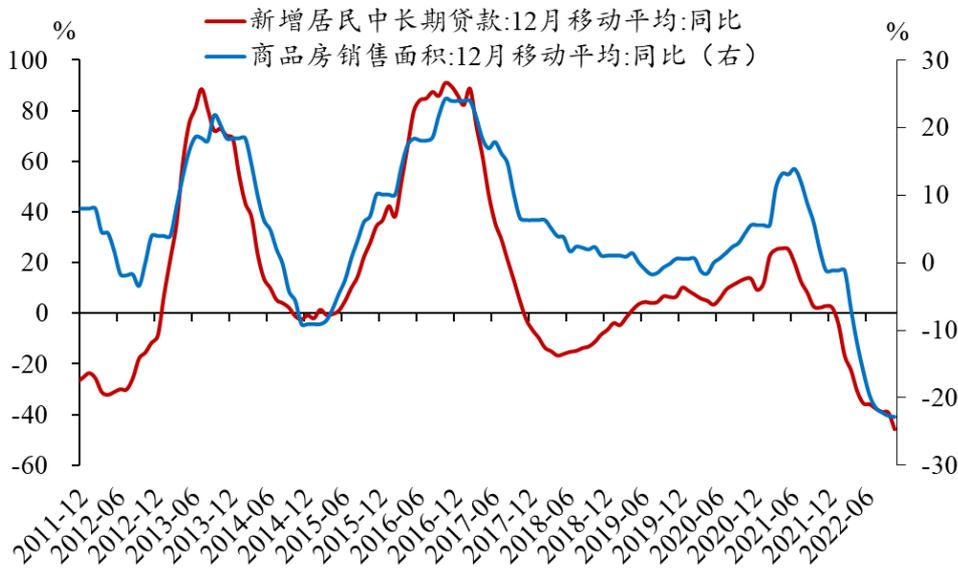
图 16: 全国新房房价自 2021 年 8 月以来不断下跌



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

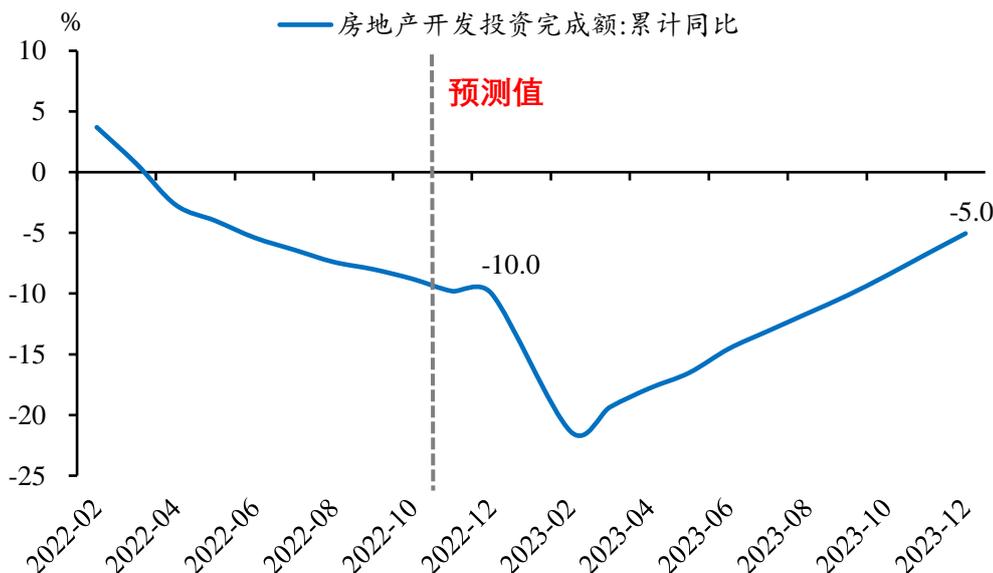
随着更多房地产支持政策出台和落地，2023 年一季度房地产投资有望触底企稳。经验规律上，居民房贷既领先于商品房销售，也领先于房价，是可以帮助我们预判商品房销售走势的关键变量（图 17）。居民房贷具有典型的周期性特征，一轮周期约为 3-4 年，本轮下降期始于 2021 年 5 月，至今已持续一年半。我们预计为促进房地产市场企稳，政策部门可能会继续推出更多支持政策，如降低 5 年期 LPR 促进居民房贷增长、支持居民合理购房需求等。如果相应政策出台落地，我们预计居民房贷有望于 2023 年上半年企稳，并带动商品房销售和房地产投资企稳。考虑到政策效果发挥需要时间，2022 年 12 月房地产投资的降幅可能还会继续扩大，全年降幅可能接近 10%。截至 2022 年 11 月，房地产投资当月值已弱于 2018-2021 年同期，随着一系列房地产政策落地见效，2023 年全年房地产投资额有望恢复到 2018-2019 年的水平。在此情形下，房地产投资增速的最低点可能出现在 2023 年一季度，考虑到基数一路走低，其后房地产投资降幅有望一路收窄，到 2023 年底回到-5%附近（图 18）。

图 17：居民房贷领先于商品房销售



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18：房地产投资增速的拐点可能出现在 2023 年一季度

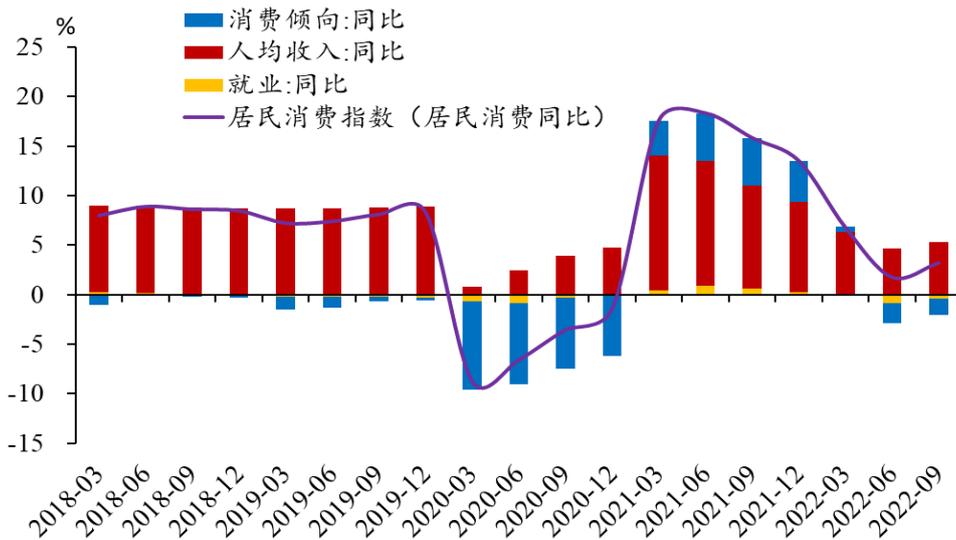


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.4 消费：复苏节奏可能先慢后快

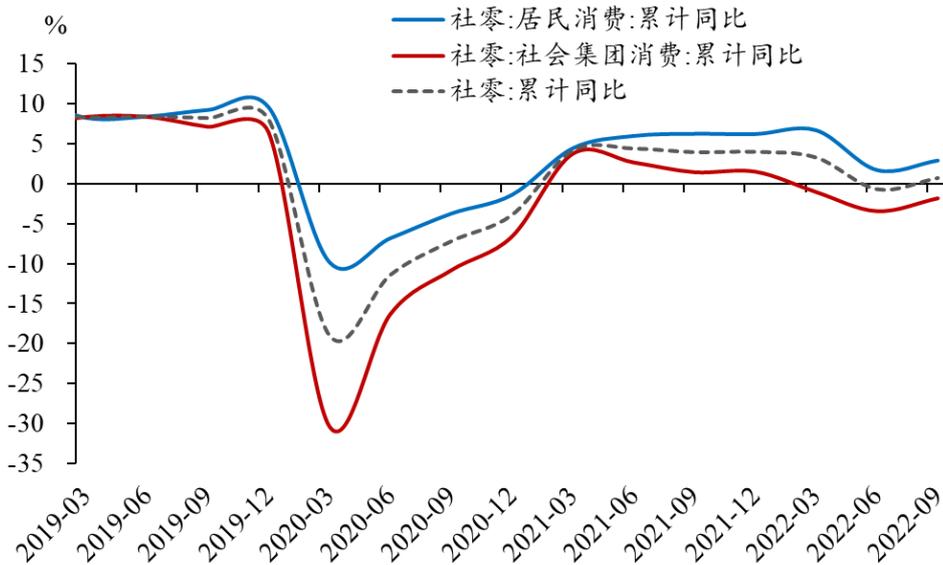
疫情通过就业、收入、消费倾向等多个渠道冲击居民消费。影响居民消费的因素很多，其中最重要的是就业、收入和消费倾向，大致上，居民消费总量 \approx 就业 \times 人均收入 \times 消费倾向，居民消费同比 \approx 就业同比+人均收入同比+消费倾向同比（图 19）。疫情三年来，消费复苏始终乏力，是因为就业、收入、消费倾向等均会受到疫情的冲击。疫情后失业率持续高于疫情前水平，疫情前的 2018-2019 年，调查失业率均值为 5%，而 2022 年 9 月仍高达 5.5%。截至 2022Q3，全国居民人均收入累计同比增速为 5.3%，比疫情前水平低 3.6 个百分点。疫情后消费倾向先是大幅下降，2021 年下半年恢复较好，但 2022 年出现反复，2020Q1 消费倾向与基准情形的差距比较大，2022Q3 差距仍有接近 1 个百分点。

图 19：居民消费同比 \approx 就业同比+人均收入同比+消费倾向同比



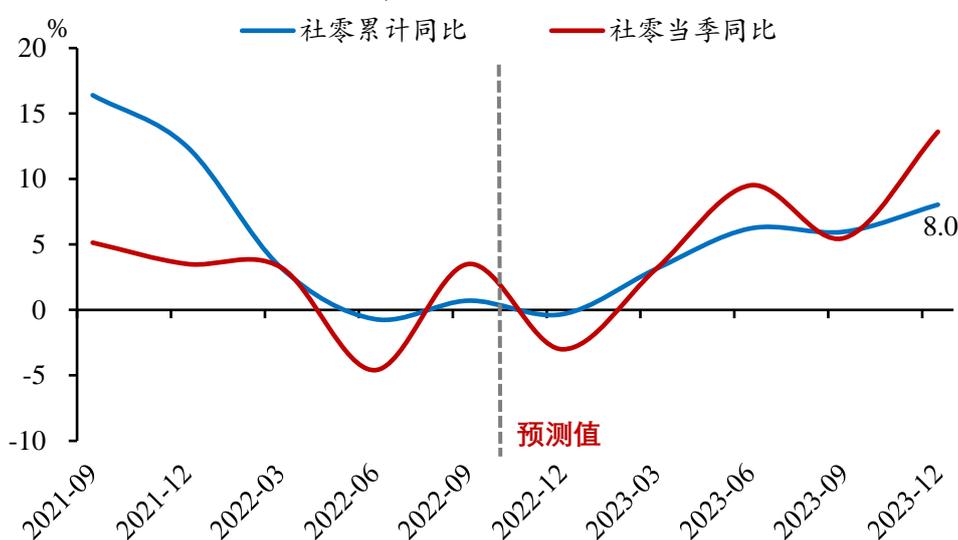
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

另外，不能忽视的是，疫情对社会集团消费的冲击甚至比对居民消费的冲击更大。社会消费品零售数据是基于销售方统计，包括居民消费和社会集团消费。2022 年前三季度，居民消费保持小幅正增长，但社会集团消费持续负增长（图 20）。所谓社会集团消费，指的是政府机关、部队、企事业单位等机构的消费，在全部社零中占比接近一半。社会集团消费之所以恢复慢，与疫情下各种机构的公务接待、公务出差、大型活动、大型会议等普遍减少是分不开的。由此可见，疫情扰动如果持续存在，那么居民消费复苏始终将背负重压。

图 20：疫情三年，社会集团消费增长始终慢于居民消费


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

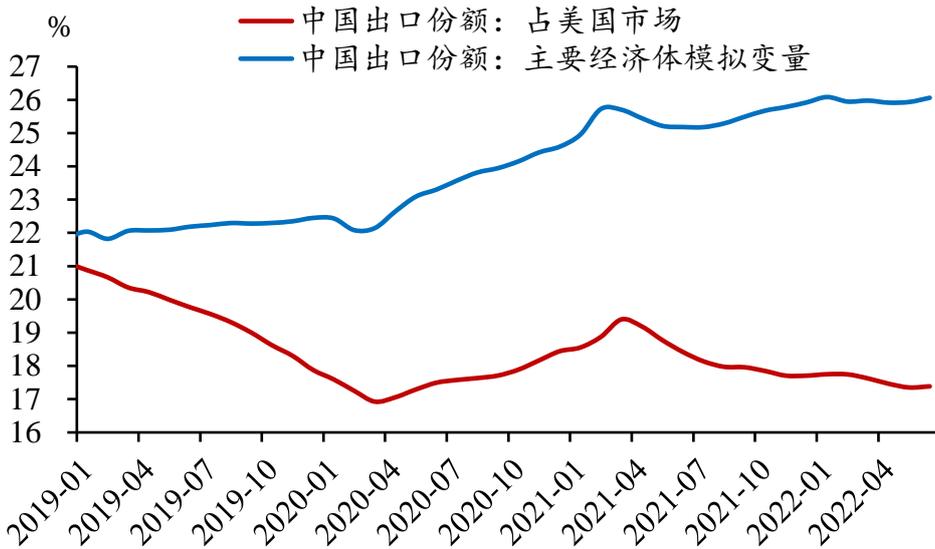
疫情防控不断优化，疫情扰动逐步消除，2023 年消费有望持续复苏。2022 年四个季度中，社零当季增速呈现出“高低高低”的特征，一季度和三季度恢复势头较好，二季度和四季度受疫情影响形成两个低谷，2022 年全年社零可能接近零增长。12 月 7 日，国务院联防联控机制综合组发布优化落实疫情防控“新十条”，疫情对经济的冲击有望逐步消除。假设 2023 年上半年为疫情扰动逐步消除的过渡期，下半年起生产生活秩序恢复正常，那么 2023 年全年社零增速有望达到 8% 左右。节奏上，2023 年二季度和四季度可能是社零当季增速的两个高峰，对应于两个低基数时期（图 21）。

图 21：在疫情扰动逐步消除假设下，消费有望持续复苏


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

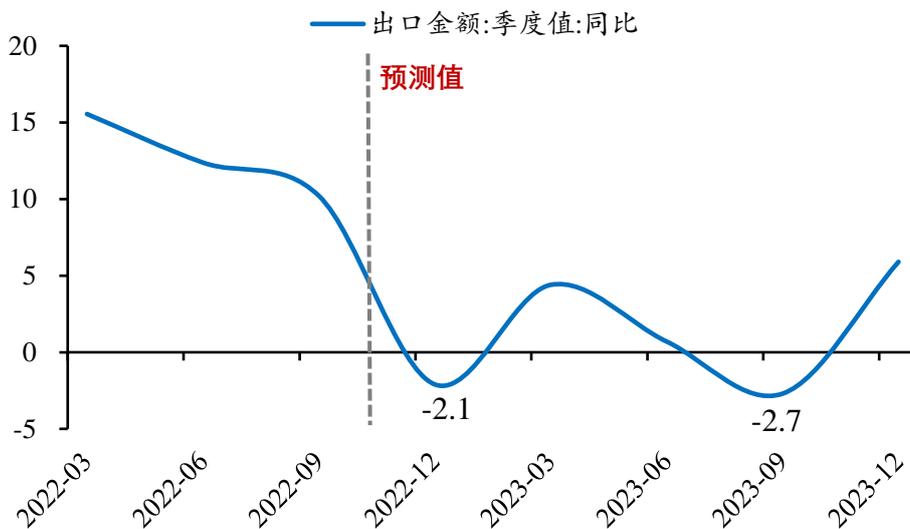
2.5 出口：受全球经济放缓影响，可能仍为低速增长

2022 年中国出口份额基本稳定略有上升。2022 年出口增速呈前高后低特征，下半年快速下降，自 10 月起落入负区间。但出口的回落主要是受全球经济放缓影响，如果观察中国出口份额的话，我们跟踪的数据显示，受益于中国制造的强大优势，2022 年中国出口份额在基本保持稳定的基础上甚至实现了小幅上升，现已突破 2021 年初的高点，再创新高（图 22）。即便 2023 年出口份额稳定在目前水平，总体看 2023 年出口份额相比 2022 年仍是略有上升的。

图 22：中国出口份额基本稳定略有上升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2023 年中国出口增速可能仍为低速增长。2022 年 10 月，WTO 预测 2023 年全球出口增速为 1%，原因是多重冲击对全球经济造成压力，致使全球贸易在 2022 年下半年失去动力，并将在 2023 年保持低迷。考虑出口份额与出口增速的关系，若中国出口份额上升，则中国出口增速高于全球增速；若中国出口份额下降，则中国出口增速低于全球增速。据此，我们预测 2023 年中国出口增速为 2%，略高于全球增速（图 23）。

图 23：2023 年中国出口增速可能仍为低速增长


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

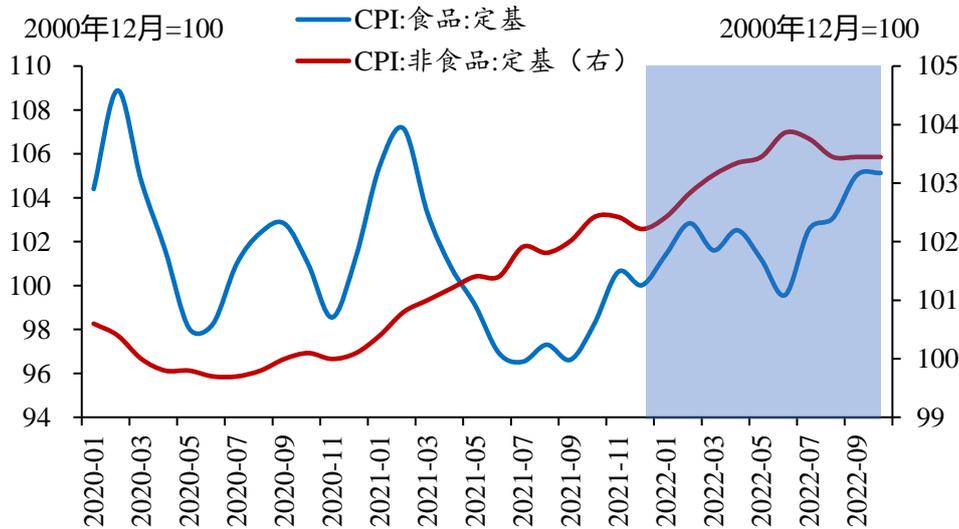
三、金融篇：社融回升提供强力支持

2023 年经济向上，需要社会融资规模回升提供强力支持。而 2023 年通胀总体环境仍有望保持温和，大概率不会对宽松政策形成制约，社融回升具有较好的基础。

3.1 通胀：CPI 有望保持温和，PPI 可能小幅负增长

疫情防控优化，正好避开了油价上升期和猪周期上行期。目前通胀处于低位，但过去的一年，通胀并非十分平稳。2022年上半年，在俄乌冲突、能源供给瓶颈等因素影响下，全球原油价格出现了一轮很大幅度的上涨，英国布伦特原油现货价格从2021年12月的70美元/桶上涨到高点137美元/桶，涨幅接近翻倍，2022年下半年逐渐回落。这一轮油价暴涨，既助推了美欧等主要经济体的高通胀，也助推了中国非食品价格走高。到了2022年下半年，油价逐渐回落，但新一轮猪周期展开，10月末22省市猪肉均价达37.2元/公斤，较4月初的低点涨幅同样接近翻倍。对于2023年的通胀来说，上半年面临油价上涨带来的非食品价格高基数，下半年面临猪肉价格上涨带来的食品价格高基数，这非常有利于抑制通胀快速上行（图24）。

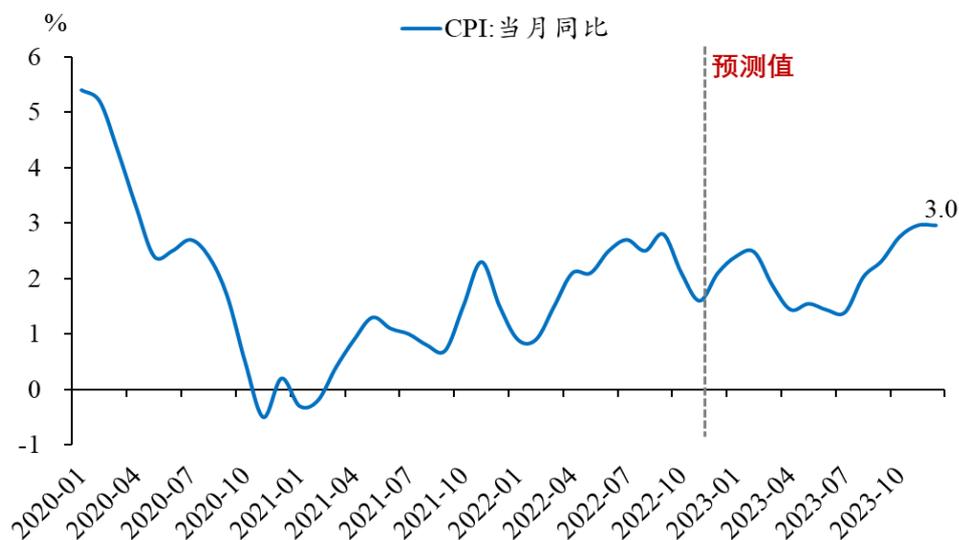
图 24：2023 年上半年非食品基数高，下半年食品基数高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2023 年 CPI 有望保持温和，即使会升高，大概率也要等到下半年。疫情防控优化后，很多地区并没有出现居民出行大量增加的现象，反而不少居民因为担心感染，自发选择了减少外出。尽管如此，各地发烧病例仍在大面积增加。社会秩序回归疫情前常态，可能需要几个月的过渡期。鉴于此，我们认为 2023 年上半年 CPI 上涨动能不会比往年正常季节性水平更强，但随着社会秩序恢复，居民消费热情释放，下半年上涨动能则可能比往年正常季节性水平更高。在这些假设条件下，我们预测 2023 年上半年 CPI 总体不高，下半年逐渐走高，到 2023 年底可能达到全年高点 3% 左右，全年中枢为 2.2% 左右（图 25）。

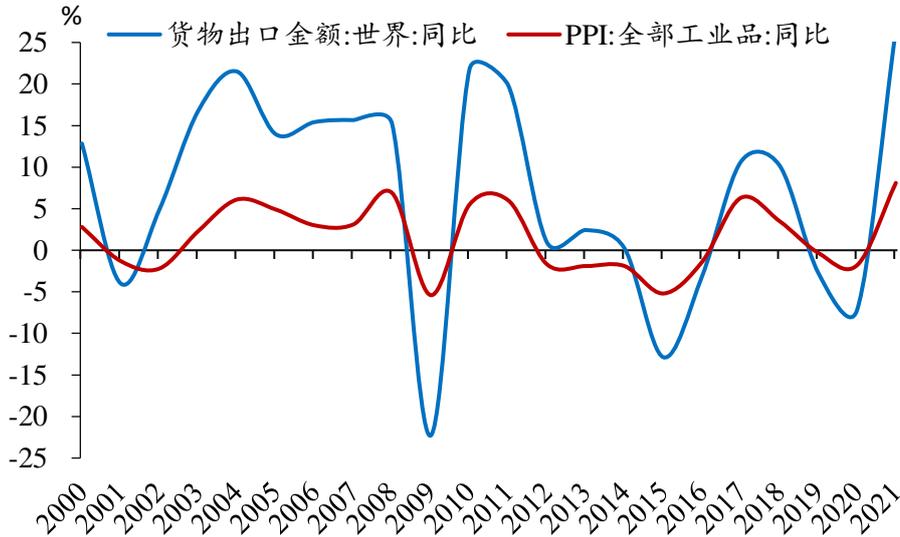
图 25：通胀即便要起来，也要等到 2023 年下半年



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

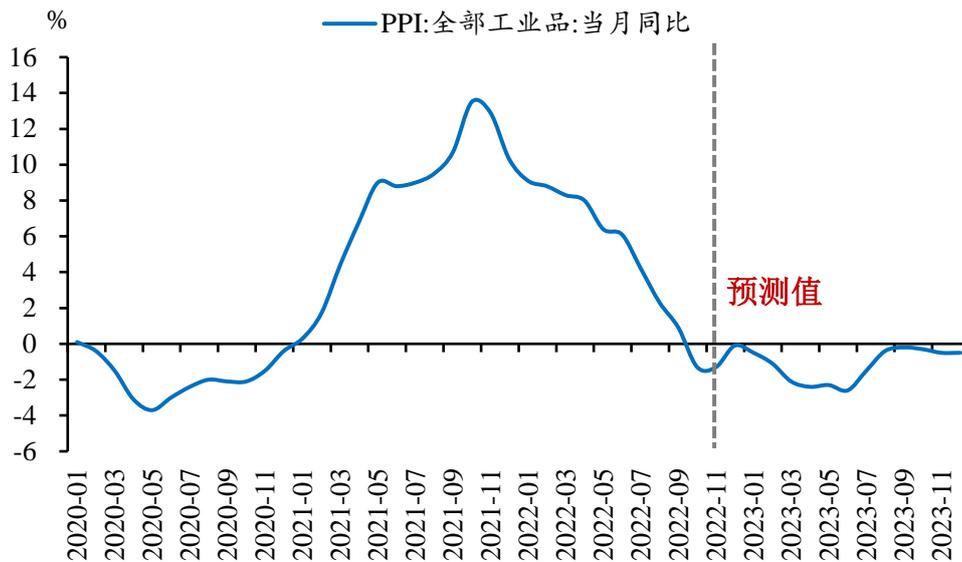
PPI 走势与全球出口走势高度相关。2022 年 PPI 同比增速呈一路下行态势，从年初 9.1% 的增速到 11 月份已经降至 -1.3%。前 11 个月中，PPI 环比下降的月份有 4 个，环比持平的月份有 1 个，环比上涨的月份有 6 个。可见，PPI 的上涨动能尽管不强，但月度同比增速之所以一路下行，更重要的原因还是在于高基数。如果从年度数据来看，考察全球出口和我国 PPI 的走势，可以发现一个很明显的规律——二者是高度相关的。当全球出口向好时，PPI 走势一般较强；当全球出口疲弱时，PPI 走势一般较弱（图 26）。背后的逻辑在于，PPI 反映工业品的价格，而工业品是全球可贸易的，因此全球出口即反映了工业品的全球需求。

图 26：PPI 走势与全球出口走势高度相关



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2023 年 PPI 可能小幅负增长。2022 年 PPI 前高后低，全年中枢或仍可达 4.3% 左右。而自 2022 年 10 月起，我国出口增速和 PPI 增速已双双落入负增长。国际货币基金组织 (IMF) 总裁克里斯塔利娜·格奥尔基耶娃 12 月 2 日在国际金融论坛 (IFF) 2022 全球年会上表示，世界经济正在放缓，IMF 预测 2023 年全球经济增长率为 2.7%，但实际增长率有 25% 的概率会低于 2%，全球至少三分之一的国家将陷入经济衰退。受全球经济放缓影响，全球贸易面临挑战，贸易增长正在失去动力。前文出口部分的分析我们已经提到，WTO 预测 2023 年全球出口增速仅为 1%。全球贸易低迷，意味着工业品需求缺少足够的支撑，PPI 可能仍将在负区间徘徊。我们预测，2023 年 PPI 中枢可能从 2022 年的 4.3% 降至 -1.3% 左右（图 27）。

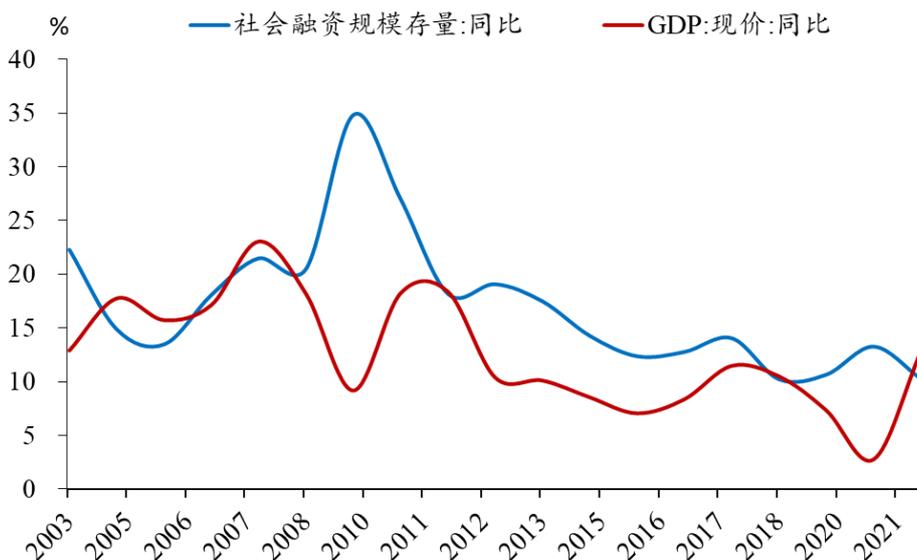
图 27：2023 年 PPI 可能小幅负增长


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

基于前述对 2023 年 CPI 总体温和和 PPI 小幅负增长的判断，我们预测 2023 年 GDP 平减指数为 1.5% 左右。

3.2 社融：企业部门作为主力，推动社融增速总体上升

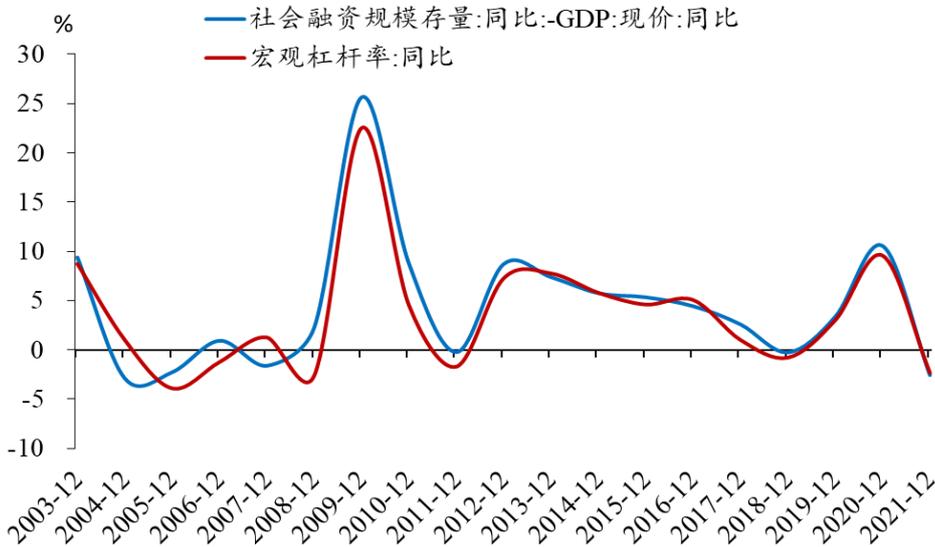
社会融资规模增速可以用一个三因素模型来预测，即社融增速=实际 GDP 增速+广义通胀增速+货币深化。理论上，经济增长需要相应的资金支持，广义通胀增长（此处用 GDP 平减指数更为合适）需要相应的资金增长，分别对应于模型的前两项。而所谓货币深化，即经济增长中更多的领域需要资金支持，或原有的领域需要更多的资金支持。由于名义 GDP 增速为实际 GDP 增速和 GDP 平减指数之和，上述三因素模型可简化为两因素模型，即社融增速=名义 GDP 增速+货币深化。在货币深化保持稳定的基础上，社融增速约等于名义 GDP 增速，这就是近年来央行反复强调的社融增速要和名义 GDP 增速保持基本匹配的理论基础。历史上看，社融增速在多数年份高于名义 GDP 增速，但也有少数年份低于名义 GDP 增速（图 28）。

图 28：社融增速与名义 GDP 增速存在一定偏离


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

上述三因素模型中，前两项都是容易理解的，唯有第三项货币深化略显抽象。更深入去分析，可以发现，货币深化其实代表了宏观杠杆率的增速。数学上可以证明：社融增速-名义GDP增速=宏观杠杆率增速。实证数据也显示，（社融增速-名义GDP增速）与宏观杠杆率增速高度一致（图29）。据此可知，货币深化反映了宏观杠杆率的增长情况。逻辑上，货币深化其实源于债务深化，经济增长需要经济体加杠杆增加更多债务提供支持，这就是债务深化。人类社会早已经告别实物交易时代，进入货币交易时代，因此货币深化和债务深化本来就是同一枚硬币的两面。理解了这一层，研究者们就不会孤立地理解社融和宏观杠杆率。

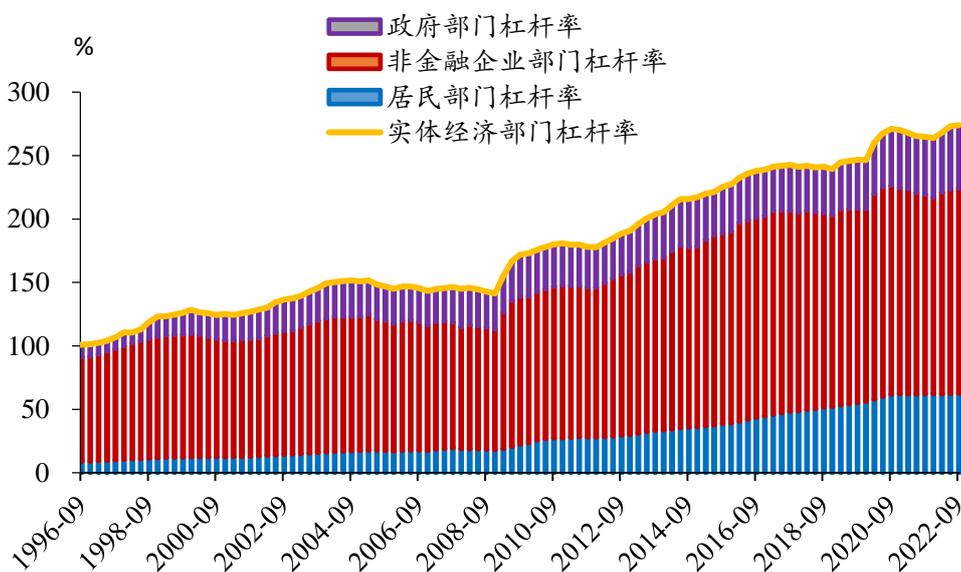
图 29：货币深化与宏观杠杆率之间的关系



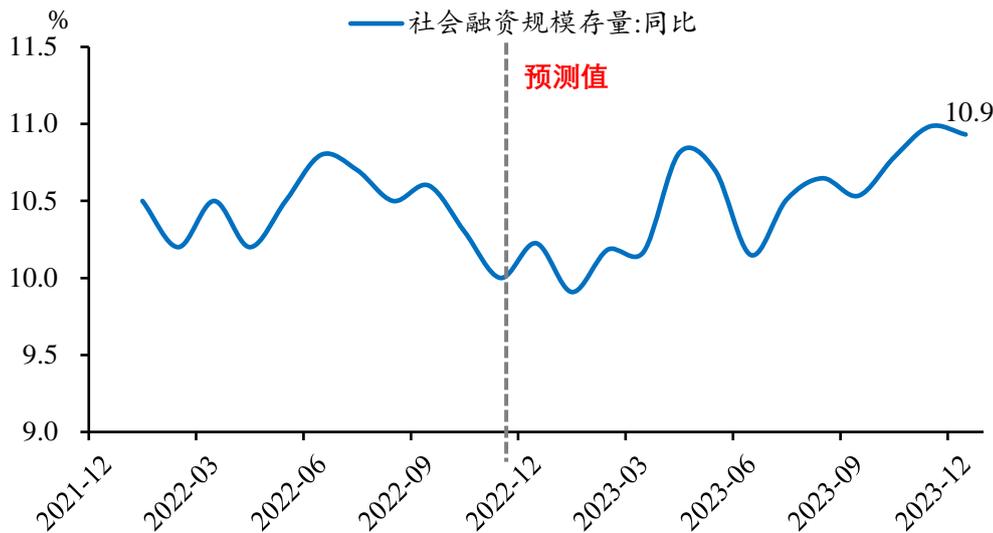
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

在企业部门加杠杆的推动下，预计2023年社融增速将较2022年上升。截至2022年三季度，中国宏观杠杆率为273.9%，比去年末提高10.1个百分点。其中，企业部门杠杆率上升了7个百分点，政府部门杠杆率上升了2.9个百分点，居民部门仅上升了0.2个百分点。可见，在房地产大周期拐点已经出现的背景下，2022年企业部门已经成为加杠杆的主要部门（图30）。前文已经探讨，这一局面在2023年仍会延续。截至2022年10月，企业贷款同比增速为13.1%，居民贷款增速为6.4%。我们预计2023年，企业贷款增速不低于13%，居民贷款增速为7%左右。在企业部门加杠杆的推动下，2023年全年社融增速可能达到10.9%，较2022年回升0.7个百分点。年内高点或出现于2023年4月份，对应于2022年4月疫情冲击下的低基数（图31）。

图 30：2022 年企业部门已经成为加杠杆的主要部门



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

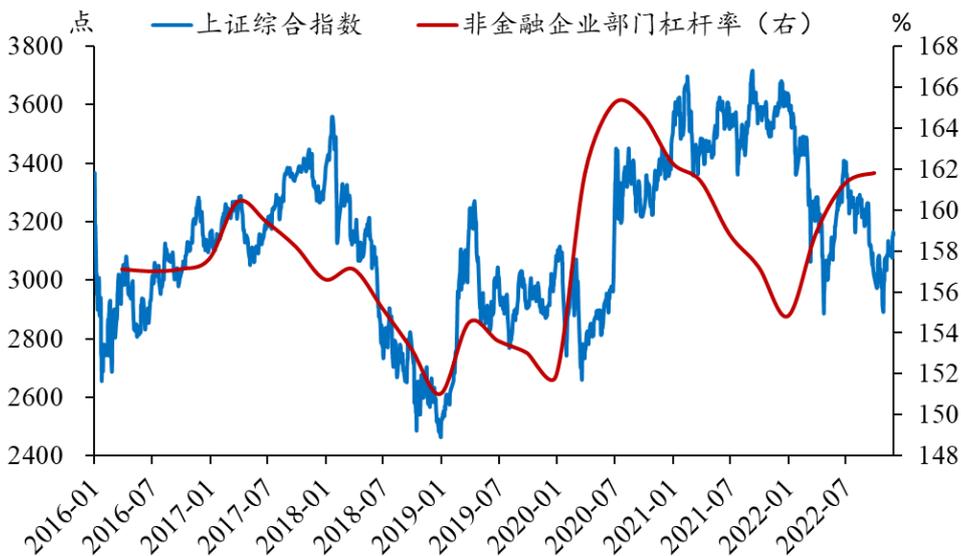
图 31：2023 年社融增速有望较 2022 年上升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

四、资产篇：A 股牛市回归值得期待

在稳增长重新成为主基调、金融加大力度支持投资发挥关键作用、防控不断优化引发消费潜能逐步释放等条件下，我们预计不仅有望迎来经济向上，也有望迎来牛市回归。

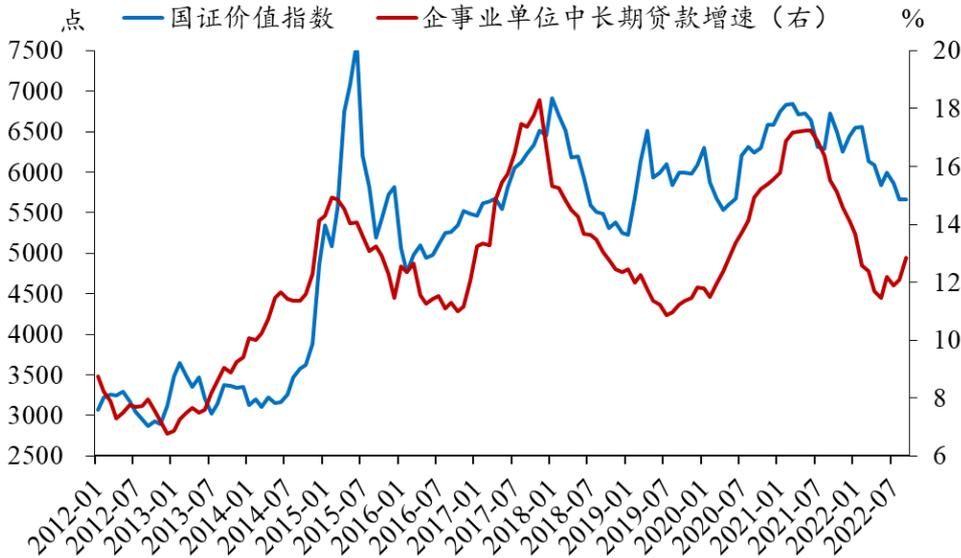
复盘 A 股历史可以发现，企业部门加杠杆时期，A 股一般表现较好。一方面，企业加杠杆离不开金融部门的大力支持，换言之，货币金融条件保持宽松；另一方面，企业加杠杆后，未来经济基本面往往随之改善。例如，2016Q2-2017Q1，企业部门杠杆率从 157% 上升 3.4 个百分点至 160.4%，2016 年上证指数从 2655 点涨到 3283 点，涨幅超过 20%；又如，2019Q4-2020Q2，企业部门杠杆率从 151.9% 上升 13.3 个百分点至 165.2%，2020 年上证指数从 2660 点涨到 3450 点，涨幅近 30%（图 32）。根据我们前文的分析，2023 年企业部门杠杆率可能上升 7-10 个百分点，将有望带来一轮可观的 A 股牛市。

图 32：企业加杠杆时期，A 股一般表现较好


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

根据历史经验，价值股和成长股都有投资机会，价值股的持续性可能更好。2023 年企业部门加杠杆，更直接的观察指标是企业中长期贷款。当前制造业中长贷政策、设备更新改造贷款政策、基础设施投资基金、新增专项债等多项政策共同推动企业中长贷回升，企业中长贷的新一轮上升期已经到来。历史经验显示，在企业中长贷上升期，价值股和成长股一般呈共振向好行情，价值股持续性可能更好（图 33）。归根结底，二者之所以形成共振，是当期货币金融条件友好和未来基本面改善组合的结果。2023 年，我们可能再次看到这一组合。

图 33：企业中长贷上升期，价值股具有可持续的投资机会



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2023 年债市收益率大方向为上行。社融主要反映实体企业融资状况，M2 主要反映广义流动性。根据历史经验，当社融和 M2 增速差收窄时，十年期国债利率一般走低，债市走牛，反之则相反。2022 年得益于居民储蓄意愿高企、大规模留抵退税等因素，M2 增长较快，但 2023 年这些因素不可持续，M2 增速将下降。与此同时，2023 年社融增速可能小幅上升，社融和 M2 增速差将趋于上行，我们预计债市收益率变动的大方向是上行（图 34）。更深层去看，这一趋势实则对应于稳增长发力、宽信用继续落地、经济基本面逐渐改善、松流动性难再持续等因素共同构建的宏观环境。

图 34：2023 年债市收益率大方向为上行



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

疫情再度恶化，政策推进不及预期。

附：2023 年主要经济指标预测表

经济指标	2022	2023	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
实际GDP（%，同比）	2.5	5.1	1.0	2.5	6.4	4.2	7.0
名义GDP（%，同比）	5.0	6.6	2.4	4.1	7.1	5.6	9.2
工业增加值（%，同比）	3.6	4.6	2.5	0.2	6.0	5.6	6.2
社会消费品零售（%，同比）	-0.3	8.0	-3.0	3.1	9.5	5.5	13.6
固定资产投资（%，累计同比）	5.1	6.2	5.1	5.0	5.2	6.0	6.2
房地产投资（%，累计同比）	-10.0	-5.0	-10.0	-19.4	-14.6	-10.2	-5.0
基建投资（%，累计同比）	11.7	9.8	11.7	9.5	10.2	10.7	9.8
制造业投资（%，累计同比）	9.0	10.0	9.0	15.8	13.0	11.8	10.0
出口（美元）（%，同比）	8.3	2.0	-2.1	4.4	0.7	-2.7	5.9
社融存量（%，同比）	10.2	10.9	10.2	10.2	10.2	10.5	10.9
CPI（%，同比）	2.0	2.2	2.0	2.3	1.5	2.0	2.8
PPI（%，同比）	4.3	-1.3	-1.0	-1.3	-2.5	-0.8	-0.4

资料来源：信达证券研发中心

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。