

中国经济开年展望系列（二）

结构视角下的中国经济

证券分析师

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

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

研究助理

李泉剑 一般证券从业资格编号
S1060122030023
LIXIAOJIAN257@pingan.com.cn



平安观点：

- 2022年四季度开始，欧美发达经济体外需明显走弱，疫情形势演变对国内经济的影响更加显性化。2022年四季度我国GDP当季同比为2.9%，从整体上看，中国经济面临的“三重压力”仍在演绎。但是，仅用“三重压力”难以完整描述当前中国经济运行中存在的结构性变化与挑战。因此，本文尝试从结构性视角出发，探寻不同行业、不同所有制、不同区域的中国经济运行特点，以及市场主体所面临的困难与挑战。
- 从产业视角来看，制造业、服务业、房地产行业各自面临挑战。制造业在外需转弱后，对内需依赖度更高，且不同行业需求来源差异较大，存在结构性问题。同时，中美在科技领域的摩擦愈发白热化，我国高端制造业发展面临遏制。服务业的挑战则主要来源于疫情影响的不确定性，以及前期监管政策的余波。房地产行业尚未趋势性回暖，且本轮房地产销售对房贷利率的敏感性下降，房地产市场低迷已从多方面对我国经济形成拖累。
- 从所有制视角来看，国有与民营企业之间出现一定分化。一是，国内疫情反复对民营企业生产经营活动影响更大，即使在疫情得到控制后民营企业的恢复也不及国有企业。二是，即使在2022年前三季度出口保持较高景气度、PPI-CPI剪刀差持续收窄等因素的支撑下，民营企业营收、盈利状况也未明显改善，反而持续下滑。三是，民营企业融资困难，及需求收缩下，库存积压、应收账款拖欠等现象的出现，令民企现金流更加紧张。
- 从区域视角来看，不同地区在生产、投资、信贷、财政等方面差异显著。生产方面，东部、东北地区整体表现弱于中西部地区。考虑到2023年我国出口回落趋势仍将延续，出口占比相对更高的东部沿海省份或将面临更大的经济下行压力。投资方面，中部省份整体表现平稳，东西部及东北地区分化明显，西藏、青海、天津等省份固定资产投资均出现了7%以上的负增长。信贷方面，东西部省份规模差距较大，东部信贷规模占有绝对优势。2022年前11个月，江苏、浙江、广东新增贷款规模均超过2万亿，而青海、西藏、海南、宁夏等地新增贷款规模均不足1000亿元。房地产方面，本轮房地产调整中，中部、东部地区受到影响相对较小，而东北、西部地区形势更加严峻。从商品房销售、房地产开发投资、房屋新开工、施工、竣工等主要指标来看，东北、西部地区均明显弱于中部、东部地区。财政方面，全国大部分省份财政收入均出现下降，而受煤炭等大宗商品景气度较高影响，山西、内蒙古、陕西等传统资源大省财政收入状况较好。

2022 年四季度开始，欧美发达经济体外需明显走弱，疫情形势演变对国内经济的影响更加显性化。2022 年四季度我国 GDP 当季同比为 2.9%，从整体上看，中国经济面临的“三重压力”仍在演绎。但是，仅用“三重压力”难以完整描述当前我国经济运行中存在的结构性变化与挑战。因此，本文尝试从结构性视角出发，探寻不同行业、不同所有制、不同区域的中国经济运行特点，以及市场主体面临的困难与挑战。

一、产业视角

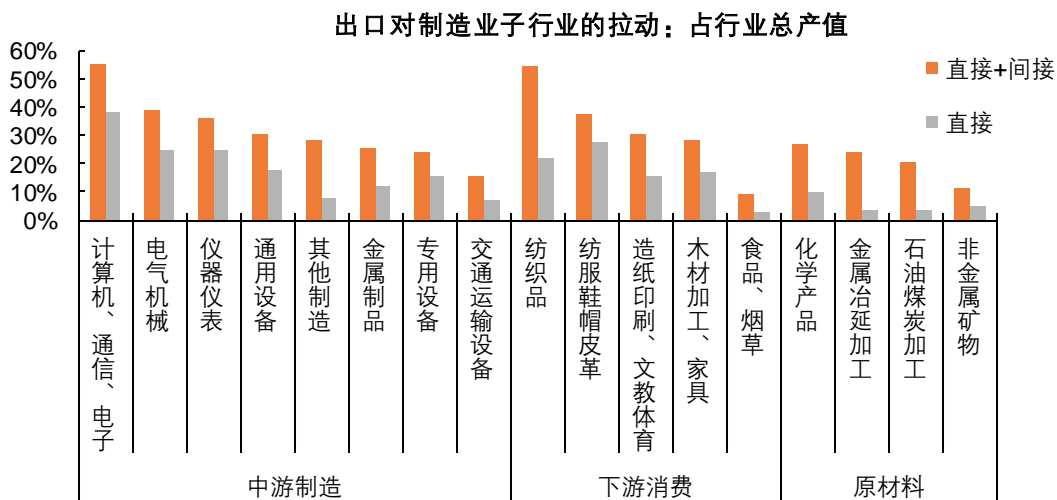
从产业视角来看，2022 年四季度以来中国经济下行压力加重，制造业、服务业景气水平均回落。1) 制造业供需均走弱，2022 年 12 月制造业 PMI 生产指数环比下降 3.2 个百分点，至 44.6%，新订单指数环比下降 2.5 个百分点，至 43.9%，二者均为 2020 年 3 月以来次低值，仅略好于 2022 年 4 月。2022 年 12 月工业增加值同比仅增长 1.3%，同样为疫情爆发以来次低值。2) 服务业受疫情冲击更强，更大幅度走弱。国家统计局 12 月调查的服务业企业中，反映受疫情影响较大的企业比重升至 61.3%，较上月高出 10 个百分点。服务业供需两端明显收缩，2022 年 11 月、12 月服务业生产指数更是连续两个月负增长。尤其是，零售、道路运输、住宿、餐饮、居民服务等接触性服务业表现更差。3) 房地产行业支持政策频出，但整体仍然较为低迷。2022 年 12 月，房地产开发投资完成额累计同比进一步下滑至-10.0%。

当前我国各行业面临的挑战不尽相同，具体来看：

1) 制造业

一是，外需转弱下制造业对内需的依赖度更高，但不同行业需求来源差异较大，存在结构性挑战。出口需求是疫情爆发后我国制造业生产的重要支撑。根据我们在报告《中国制造业全景图——基于需求的视角》中的测算，2021 年中游制造 9 个主要子行业均属高出口依赖型行业，下游消费板块中有文体娱乐用品、家具制造、皮革制鞋、纺织服装服饰、纺织业、医药制造 6 个高出口依赖型行业。2022 年下半年以来，我国出口增速较快下滑，12 月按美元计价的出口当月同比已降至-9.9%。往后看，受海外高通胀和紧货币影响，2023 年或是美欧经济衰退兑现之时，叠加美国库存周期从补库存过渡到去库存，我国出口面临的下行压力或更加明显。在产业层面看，内需能否对冲外需的回落，仍有一定不确定性。

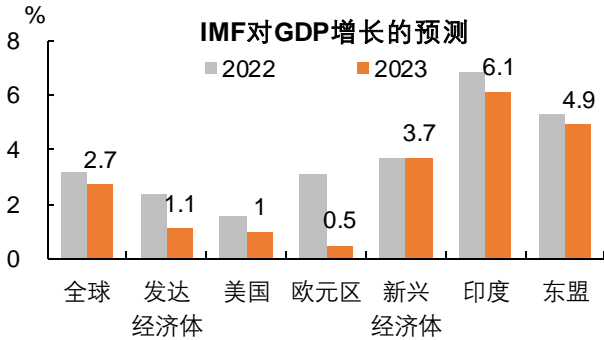
图表 1 我国中下游制造业对出口需求依赖度较高



资料来源：Wind, 平安证券研究所

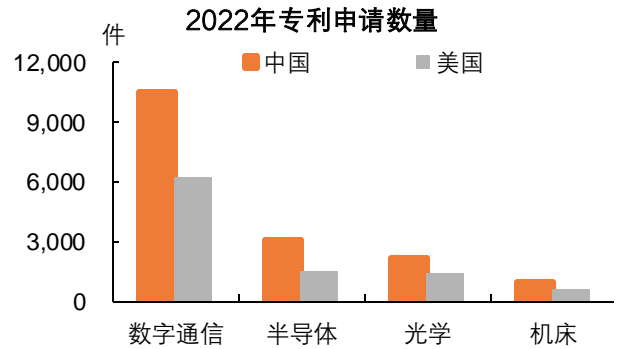
二是，中美在科技领域的摩擦愈发白热化，美国更加注重遏制我国高端制造业发展。近年来，我国科技水平不断提高，高铁、5G、量子计算等核心技术走在世界前列。据世界知识产权组织数据，2019年我国国际专利申请数量已位居世界首位，其中，我国在数字通信、半导体、光学、机床等领域的专利申请数量更是明显高于美国。拜登政府上台后，注重在核心技术及高端制造业上对中国形成遏制。近两年来，我国实体企业、科研机构不断被列入美国“实体清单”。美国政府更是推出旨在遏制中国的《美国竞争法案》，并试图另起炉灶建立以美国为主导、将中国排除在外的供应链体系，旨在制约我国制造业的高端化转型。

图表2 2023年我国外需或将进一步减弱



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表3 我国在部分领域专利申请数量已超美国



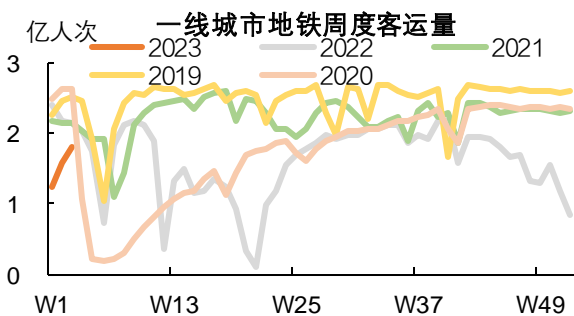
资料来源：Wind, 平安证券研究所

2) 服务业

一是，疫情形势演变对服务业的影响尚不确定。近期我国疫情防控政策不断优化调整，但在此过程中服务业或受到短期冲击，尤其是服务消费的恢复仍有不确定性。尽管越南、新加坡等国经验显示防疫政策快速调整后消费的“阵痛期”较短，但我国国情具有特殊性，目前居民主观防范意识较强，住宿餐饮、旅游业、居民服务、文体娱乐业等生活性服务业复苏幅度及斜率尚不确定（可参考报告《中国经济开年展望系列（一）：防疫调整对消费和物价的影响分析》）。从地铁客运量来看，2023年开年全国主要城市地铁客运量恢复至2020年同期的60-70%左右。元旦期间的数据亦指向这一点：交通运输部统计数据显示，元旦假期三天，全国公路、水路预计发送旅客总量达6143.68万人次，与2022年基本持平。

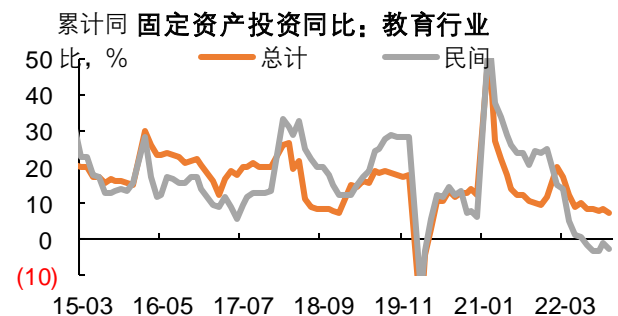
二是，前期行业监管政策的余波仍在。目前“双减”、互联网行业整顿等政策对服务业的影响尚未完全消散。以教育行业为例，2021年下半年“双减”政策出台后，教育行业固定资产投资增速不断下滑，2022年前11个月累计同比增长7.5%，处于有统计以来偏低位置，尤其是教育行业的民间投资更是陷入低谷，2022年前11个月同比增长-2.7%。互联网行业同样面临困境，2022年前11个月信息传输、软件和信息技术服务业的服务业生产指数累计同比仅增长11.0%，为有统计以来次低值，仅略强于2020年疫情爆发初期。

图表4 2023年开年居民出行意愿尚未完全恢复



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表5 教育行业民间投资陷入低谷



资料来源：Wind, 平安证券研究所

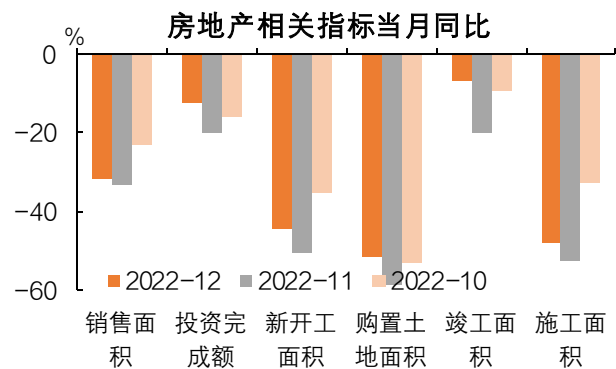
3) 房地产行业

2022年12月房地产市场有所改善，但尚未趋势性回暖。销售方面，商品房销售面积和金额的当月同比，分别从2022年11月的-33.3%和-32.2%，提高至-31.5%和-27.7%。投资方面，房地产投资完成额、竣工面积和施工面积的当月同比，分别从2022年11月的-19.9%、-20.2%和-52.6%，回升至-12.2%、-6.6%和-48.3%。领先指标方面，本年购置土地面积和新开工面积的当月同比分别从2022年11月的-58.5%和-50.8%，回升至-51.7%和-44.3%。

对比历次房地产调控周期，本轮房地产销售对房贷利率的敏感性下降。背后主要原因在于：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，居民对期房能否如期交付信心下降，而近年期房占商品房销售比例在八成以上。

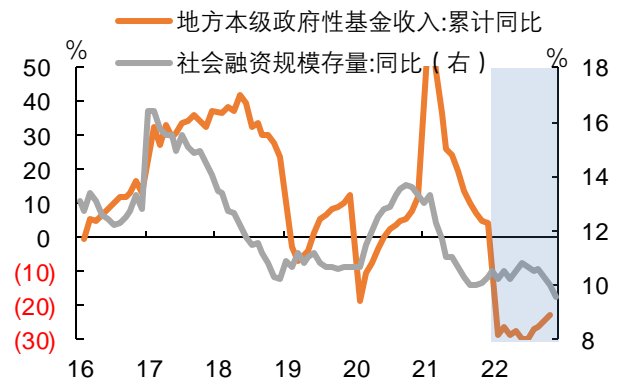
房地产市场低迷从多方面对我国经济形成拖累。一是，地方政府收入减少，“土地财政”模式运转受阻。2022年前11个月，地方政府性基金收入累计同比下滑22.8%，其中国有土地使用权出让收入下滑幅度达到24.4%。二是，“宽信用”面临掣肘。房地产市场低迷以及部分事件性因素冲击导致居民和房企（尤其是民营房企）信心明显转弱，借贷意愿下滑，对宽信用形成了明显掣肘。2022年以来，我国社融增速保持低位震荡，全年累计同比增速仅为9.6%，处于有统计最低水平。三是，地产产业链上下游行业需求下滑。根据2020年中国投入产出表计算可知，房地产对非金属矿物、黑色加工、煤炭加工、木材加工等行业的影响较大，房地产行业低迷无疑会对这些行业形成冲击。

图表6 2022年12月房地产相关指标略为改善



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 房地产低迷制约地方政府收入和信用扩张



资料来源: Wind, 平安证券研究所

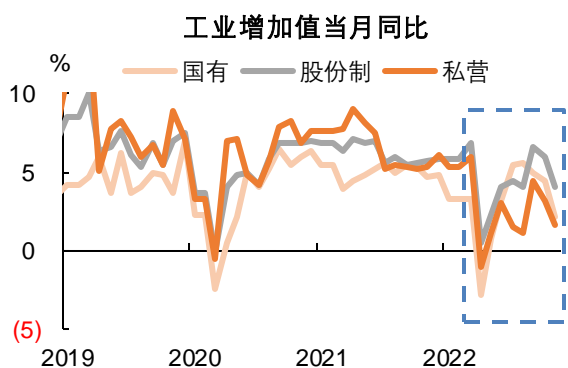
参考日本“泡沫经济”破灭经验，房地产稳定对于整体经济至关重要。首先，房地产市场剧烈调整将损害实体经济部门的资产负债表，抑制居民、企业部门的消费、投资意愿，最终损害长期经济增长潜力；其次，实体部门资产负债表受损也会使得金融部门中出现大量不良债权，抑制金融系统正常运转。根据日本大藏省的调查，截至1996年2月，仅七家“住专”公司不良资产总规模就达到8.13万亿日元，不良资产比例为75.9%，其中近5万亿日元贷款或将无法追回，而日本金融系统整体坏账规模可能超过百万亿日元；最后，日本房地产泡沫的膨胀和破裂与产业空心化现象的出现之间存在着千丝万缕的联系。土地价格上涨导致制造业企业营业成本增加，盈利能力下降，企业向境外转移的意愿更强；资产泡沫膨胀导致银行信贷扭曲，资金过度流向房地产领域，进而引发产业结构不利调整等。

二、所有制视角

民营经济是中国经济的重要组成部分，在2023年达沃斯世界经济论坛上，刘鹤副总理再度指出“毫不动摇支持民营经济发展壮大”。但当前国有与民营企业之间出现了一定的分化，主要体现在：

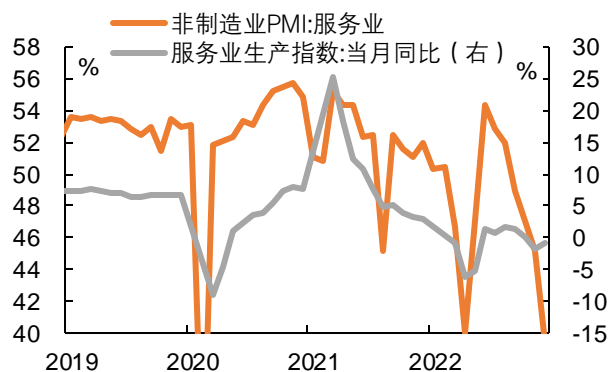
一是，2022年国内疫情反复对于民营企业生产经营活动影响更大，在疫情得到控制后民营企业的恢复也不及国有企业。2022年一季度，私营、股份制工业企业生产活动较国有企业更加活跃，工业增加值增速较快，但4月开始随着国内疫情升温，私营、股份制企业的生产经营活动受到了更大影响，私营企业工业增加值当月同比由3月的6.0%降至4月的1.1%，降幅高于国有工业企业，且此后的恢复情况也相对低迷。并且，此后疫情反复对以民企为主的服务业造成了持续影响，在6月的“深蹲反弹”后，服务业PMI指数、服务业生产指数又转头向下，2022年11月、12月服务业生产指数已连续两个月负增长，便指向这一点。

图表8 私营工业企业受到疫情反复影响更大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 以民企为主的服务业景气度持续下滑

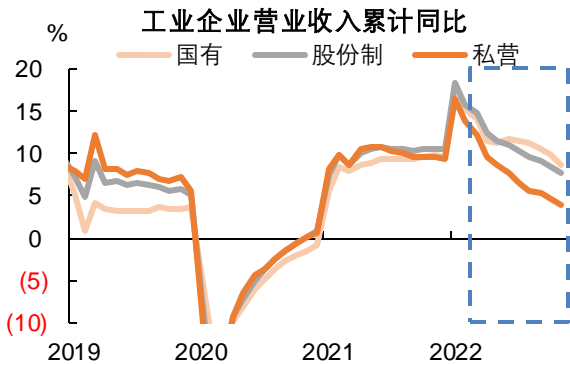


资料来源: Wind, 平安证券研究所

二是，民企营收、盈利情况均弱于国企。基数作用下，2022年以来PPI同比增速出现较快回落，12月PPI当月同比已降至-0.7%，连续三个月同比负增长；而CPI同比小幅回升，PPI-CPI剪刀差持续收窄，上游原材料价格上涨对于中下游企业盈利的侵蚀减弱。同时，在外需暂稳、汽车产业链竞争力增强、人民币贬值等因素支撑下，2022年前三季度我国出口仍表现出一定韧性，1-9月出口累计同比（按美元计）增长12.5%，全年累计同比亦高达7.0%。不过，民营企业营收、盈利状况并未明显改善，反而持续下滑：2022年初至11月，私营工业企业营业收入累计同比从13.8%降至4.0%，下滑幅度达到9.8个百分点，而同期国有工业企业仅下滑6.6个百分点；私营工业企业利润总额累计同比增速由2022年初的-1.7%降至11月的-7.9%，而同期国有工业企业利润仍保持正增长。

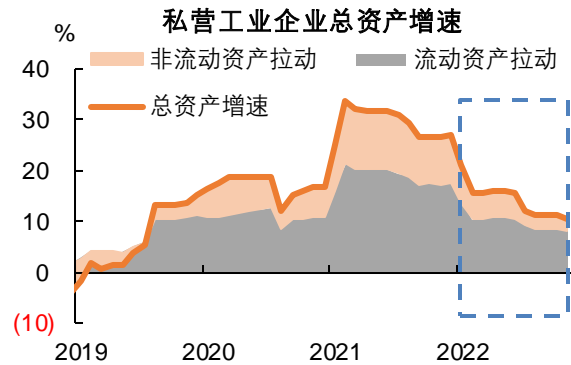
三是，民营企业现金流压力较大。一方面，当前民企融资仍存在制约，尤其是民营房地产企业融资仍较艰难。从信用债融资来看，2022年以来民营房企净融资金额持续为负，且与国有房企间的差距明显加大：2022年全年民营房企信用债净融资金额为-716亿元，而国有房企为915亿元。另一方面，需求收缩下，库存积压、应收账款拖欠等现象令民企现金流更加紧张。根据规模以上工业企业经济效益数据的披露情况可将总资产增长划分为：流动资产（包括存货、产成品资金、应收账款、其它流动资产）和非流动资产。2022年前三季度，私营工业企业总资产同比增长11.4%，其中流动资产的拉动达到8.6个百分点，拉动贡献率为74.8%，相比之下流动资产对国有工业企业总资产增速的拉动贡献率仅为46.8%。这反映出，2022年以来私营企业资产扩张主要是由于存货、产成品资金等流动资产的拉动，进而说明需求收缩下，库存积压、应收账款拖欠等现象令民企现金流更加紧张，致使2022年以来私营工业企业资产负债率保持高位。

图表10 2022年私营企业营收下滑更加明显



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 2022年私营企业总资产扩张主要来自流动资产扩张的贡献



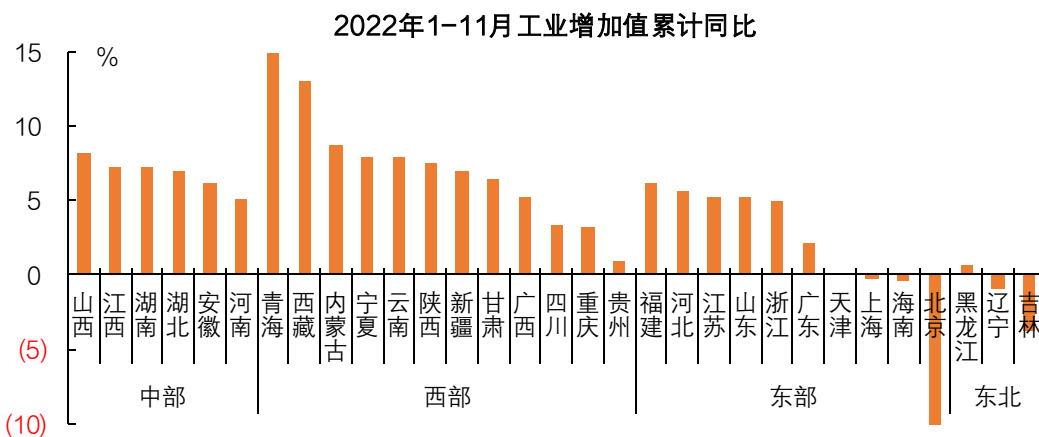
资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、区域视角

分区域来看,我国不同地区在生产、投资、信贷、财政等方面同样差异显著。

生产方面,东部、东北地区整体表现弱于中西部地区。从工业增加值累计同比来看,东部及东北地区工业生产状况相对弱于中西部地区。2022年1-11月,工业增加值累计同比增速排名前五的省份分别为青海(14.9%)、西藏(13.1%)、内蒙古(8.7%)、山西(8.2%)、宁夏(8.0%),均为中西部地区,而排名靠后的北京(-17.0%)、吉林(-3.8%)、辽宁(-1.0%)、海南(-0.4%)、上海(-0.3%)等,均为东部及东北地区。2022年四季度以来,外需明显回落,我国出口同比陷入负增长,预计2023年这一趋势仍将延续,出口占比相对更高的东部沿海省份或将面临更大的经济下行压力。

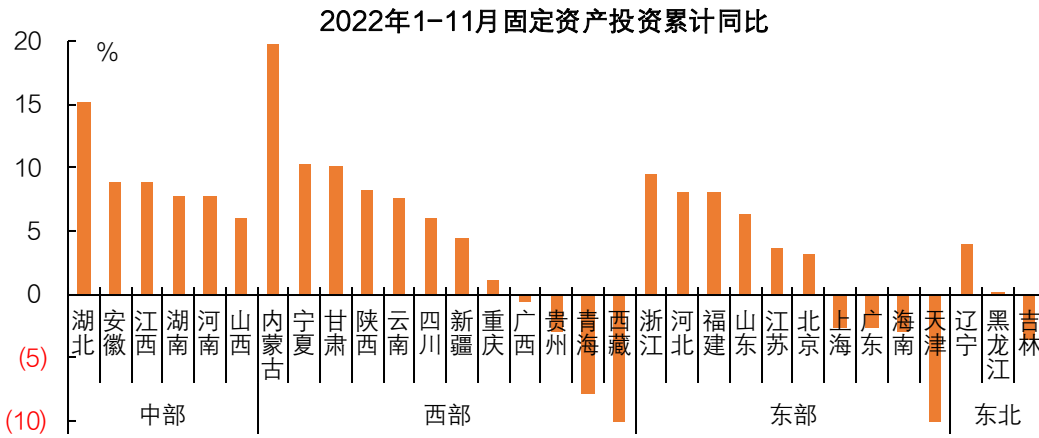
图表12 2022年以来东部、东北地区工业生产表现弱于中西部地区



资料来源: Wind, 平安证券研究所

投资方面,中部省份整体表现平稳,东西部及东北地区分化明显。2022年1-11月,湖北、安徽、江西等中部省份固定资产投资增速均在5%以上,整体差距不大。而东部、西部及东北地区出现了较为明显的分化,其中西部的内蒙古、宁夏、甘肃、陕西以及东部的浙江、河北、福建等省份累计同比增速均在8%以上,而西藏、青海、天津等省份固定资产投资均出现了7%以上的负增长。

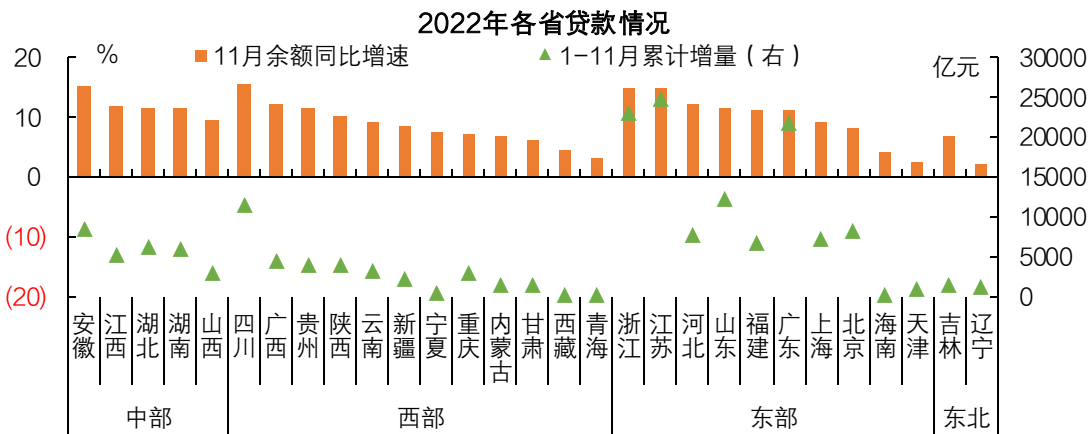
图表13 2022年以来中部省份固定资产投资整体表现平稳



资料来源: Wind,平安证券研究所

信贷方面,东西部省份规模差距较大,东部信贷规模占有绝对优势。2022年前11个月,我国各项贷款余额同比增速为11.1%,整体保持平稳增长。不过从区域角度来看,东部省份新增贷款规模占有绝对优势,江苏、浙江、广东新增贷款规模均超过2万亿,而青海、西藏、海南、宁夏等地新增贷款规模均不足1000亿元。从信贷增速来看,中部地区整体表现较好,而东部及西部地区出现明显分化,东北地区则相对低迷。

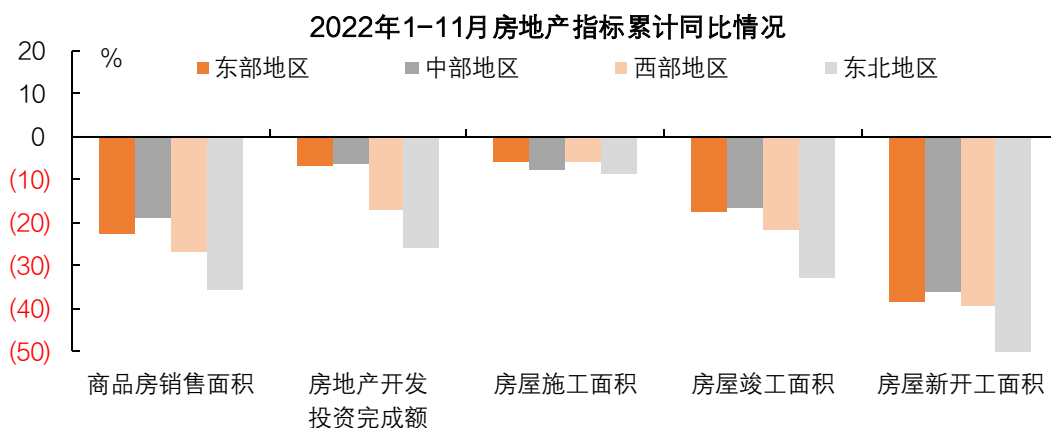
图表14 2022年以来东部省份在信贷规模方面占有绝对优势



资料来源: Wind,平安证券研究所。注:黑龙江、河南数据尚未发布

房地产方面,本轮房地产调整中,中部、东部地区受到影响相对较小,而东北、西部地区形势更加严峻。从销售来看,东北、西部地区商品房销售面积下滑更加明显,二者2022年前11个月分别下降35.9%、27.0%,而东部、中部地区分别下滑22.8%、19.0%。销售疲软也使得东北、西部地区房地产投资更加低迷:2022年前11个月,东北、西部地区房地产开发投资完成额分别下滑25.8%、17.1%,中部、东部地区仅下滑6.3%、6.9%。同时,从房屋新开工、施工、竣工等指标来看,东北、西部地区同样明显弱于中部、东部地区。

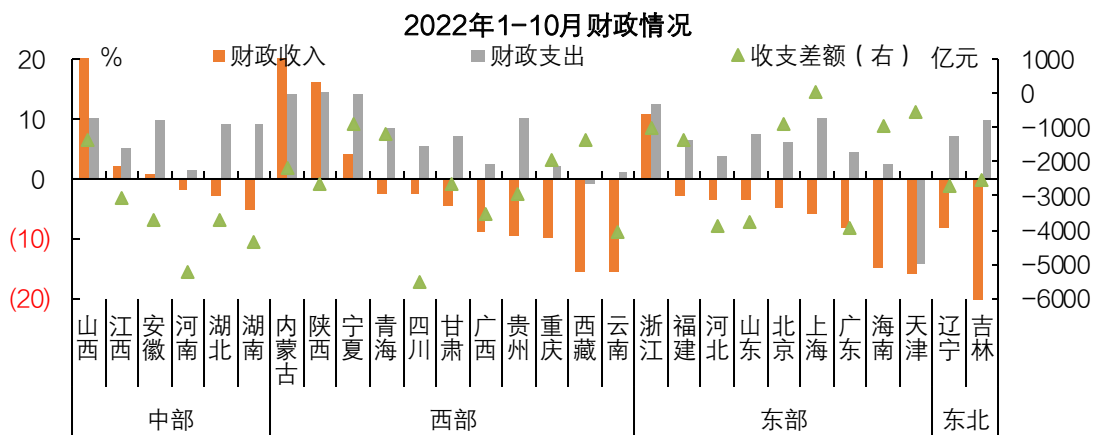
图表15 2022年以来东北、西部地区房地产市场形势更加严峻



资料来源: Wind,平安证券研究所。

财政方面,大宗商品高景气影响下,北方资源型省份财政收入表现相对较好。收入方面,受疫情反复、留底退税等因素影响,2022年1-10月全国大部分省份财政收入均出现下降,而山西、内蒙古、陕西等我国传统资源大省受煤炭等大宗商品景气度较高的影响,财政收入状况较好。支出方面,2022年财政政策在稳增长、保市场主体等方面发挥了重要作用,财政支出压力明显增加。1-10月除天津、西藏等少数省份外,多数省份财政支出均明显增长,其中内蒙古、陕西、宁夏、浙江、上海、山西等省份财政支出增速均在10%以上。

图表16 2022年1-10月山西、内蒙古、陕西等资源大省省份财政收入状况较好



资料来源: Wind,平安证券研究所

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

深圳市福田区福田街道益田路 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

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