

中国经济开年展望系列（三）

当前中国经济的新趋向、新挑战

证券分析师

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

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

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



平安观点：

- **2023年一季，中国经济将迎来首轮疫情冲击波后的修复。**全国第一波疫情感染已于2022年12月下旬达峰，线下经济活动进入恢复通道。不过，春节效应一定程度上制约生产恢复强度，中国经济快速修复可能出现在2023年2月后。在新一届政府开局之年，**2023年中国有必要设置5%以上的GDP增速目标。**中央经济工作会议表示将“推动经济运行整体好转”，2023年各省GDP目标加权平均值为5.6%，以此推算全国GDP增速目标设置在5%以上的概率也较高。**然而，当前中国经济运行面临的挑战在于：三重压力仍然较大，即需求面临结构性收缩、脉冲式疫情或将冲击供给、预期偏弱情况较难扭转；“稳增长”的同时需“防风险”，重点关注房地产行业风险蔓延的可能性、地方政府隐性债务偿还压力加大、中小银行的风险显露等问题。**
- **从需求角度看，预计2023年中国外需趋弱，经济增长更需倚仗内循环。**各分项中：**出口**面临海外需求下滑的不利影响，重点在于中国市场份额能否稳中有升。**国内消费**增速有望在防疫政策优化与2022年的低基数下提升，但居民消费能力和意愿的回升需要时间，仅靠市场化力量2023年国内消费恢复的高度或有限。因此，发挥固定资产投资对国民经济的支撑作用尤为关键：**房地产投资**企稳有待政策持续发力、且较快落地见效；**基建投资**维持较高增速需重点解决后续资金问题；**制造业投资**内生动能趋降，避免增速较快下滑需寻找并扩大其中的结构性支撑因素。
- **当前宏观政策工具在落地使用中面临一定问题。**财政政策面临减税降费刺激效果变弱、地方政府债务风险上升、公共财政支出结构有待优化等问题。**货币金融政策**面临的问题在于“宽货币”到“宽信用”的传导不畅，结构性货币政策工具的使用进展缓慢，货币政策的中长期空间逐步趋于收窄；同时，政策在稳定微观金融市场方面存在一定困难，跨境资本流动相关监管政策需继续完善。**就业政策**面临重点人群稳就业难度增加，服务业就业吸纳能力减弱，出口产业链就业拉动能力下降等问题。
- **为推动中国经济运行整体好转，我们有以下政策建议：第一，**正视当前“三重压力”仍然较大的客观事实，加大宏观调控力度。**第二，**贯彻中央经济工作会议部署，把“改善预期”作为疫后中国经济走出困境的重要抓手。**第三，**继续维持宽货币环境，畅通宽货币到宽信用的梗阻，推动2023年全年社融能有两位数的增长。**第四，**积极财政着力点从收入端减税降费到支出端发力，同时优化支出结构，加大对消费领域的支持。**第五，**除将融资政策落到实处外，还可以通过有条件“赎买”等方式，推动房地产业尽快形成良性循环。**第六，**继续推动基建维持高增速，政策性开发性金融机构在补充资本金和解决配套融资方面扮演重要角色。**第七，**在扩大内需战略的同时，积极畅通外循环，维护产业链稳定。

正文目录

一、	当前中国经济形势分析	4
二、	稳定终端需求的新挑战	7
2.1	出口：重点在于稳定市场份额	7
2.2	消费：恢复高度存在不确定性	8
2.3	房地产投资：企稳有待政策落地见效	9
2.4	基建投资：维持高增需解决资金问题	10
2.5	制造业投资：避免较快下滑需寻支撑	11
三、	宏观政策工具落地中的问题	12
3.1	财政政策	12
3.2	金融政策	13
3.3	就业政策	13
四、	推动经济整体好转的政策建议	15

图表目录

图表 1	2022 年 12 月末起主要城市日均地铁客运量回升	4
图表 2	2022 年 12 月末起，一线城市交通拥堵程度加剧	4
图表 3	2022 年三季度以来，全国高炉开工率趋降	5
图表 4	2022 年 12 月以来，汽车半钢胎开工率持续走弱	5
图表 5	31 个省市自治区近年 GDP 增速政府预期目标的对比	5
图表 6	2023 年至 2025 年城投债偿还压力仍较大	7
图表 7	城农商行资产质量较差，资本补充压力较大	7
图表 8	2023 年中国出口面临外需回落压力	8
图表 9	2022 年中国相对主要区域的出口份额持稳	8
图表 10	2022 年四季度，城镇储户储蓄意愿提升	9
图表 11	占比较高的汽车消费在 2022 年已有所透支	9
图表 12	国有和民营房企的信用利差仍处高位	9
图表 13	2022 年 12 月民营房企债券融资规模转正	9
图表 14	预计 2022 年财政“余粮”已被明显消耗	10
图表 15	2022 年城投债净融资额较 2021 年缩量	10
图表 16	2022 年 1-11 月，制造业行业增加值增速拆分	11
图表 17	2022 年 4 月以来，中国经济政策不确定性指数高企	12
图表 18	我国年轻人群就业压力大于海外主要经济体	14
图表 19	2023 年高校毕业生人数环比进一步增加	14

第一波疫情感染达峰后，2023年中国经济回归常态之路的“迷雾”渐解。随着疫情防控措施的逐步优化，全国第一波疫情感染已于2022年12月下旬达峰。尽管2022年四季度疫情形势演变对中国经济造成短期冲击，但2022年中国实际GDP仍录得3.0%的增速，超出市场一致预期，折射出中国经济疫情防控放松后从“J曲线”底部走出的时间比预期更早。

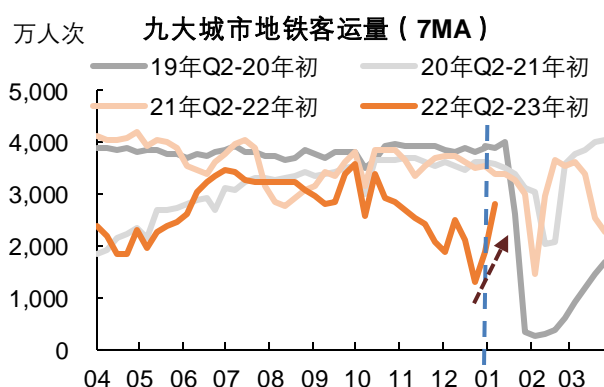
立足当下，我们认为，2023年一季度中国经济将迎来第一波疫情高峰后的较快修复，全年GDP增速目标有望设置在“5%以上”。然而，当前中国经济运行中的“三重压力”依然较大，亦需高度警惕其中的各类风险。实现5%的增速目标，需政策统筹发力，直击经济运行中的重点和难点。在此，我们评估当前各项终端需求面临的新挑战、主要政策工具落地中的新问题，提出推动经济整体好转的政策建议，以期较全面展现我们对当前宏观经济形势的研判。

一、当前中国经济形势分析

2022年四季度，疫情形势演变对中国经济造成短期冲击。中国经济处于疫情防控政策优化后“J曲线”效应的下行阶段。2022年四季度中国GDP增速2.9%，较三季度回落1个百分点；12月规模以上工业增加值同比实际增长1.3%，自9月的6.3%连续第三个月回落；12月服务业生产指数同比下降0.8%，连续两个月同比收缩。

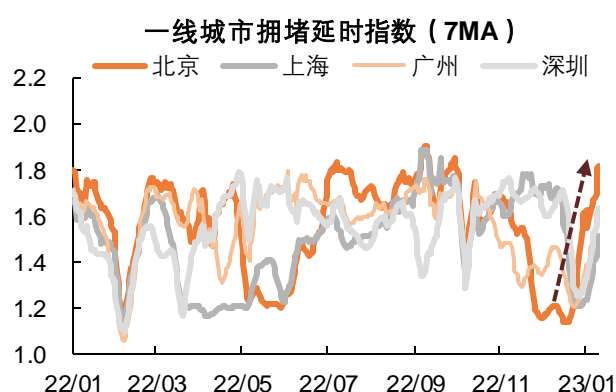
预计2023年一季度，中国经济将迎来第一波疫情高峰后的修复，2、3月份有望更快回升。全国第一波疫情感染或已于2022年12月下旬达峰。从百度指数看，作为疫情常见症状的“发烧”、“咳嗽”的搜索指数均自12月21日前后确认下行趋势，“新冠”搜索指数也于12月26日达峰。疫情人数达峰后，九大城市地铁客运量、一线城市拥堵延时指数自2022年12月最后一周开始显著回升，意味着线下活动进入恢复通道。

图表1 2022年12月末起主要城市日均地铁客运量回升



资料来源:Wind, 平安证券研究所 (注:9大城市分别为上海、广州、成都、南京、武汉、西安、苏州、郑州和重庆)

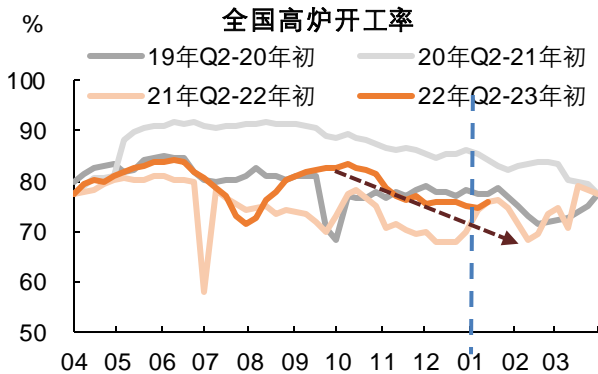
图表2 2022年12月末起，一线城市交通拥堵程度加剧



资料来源:Wind, 平安证券研究所

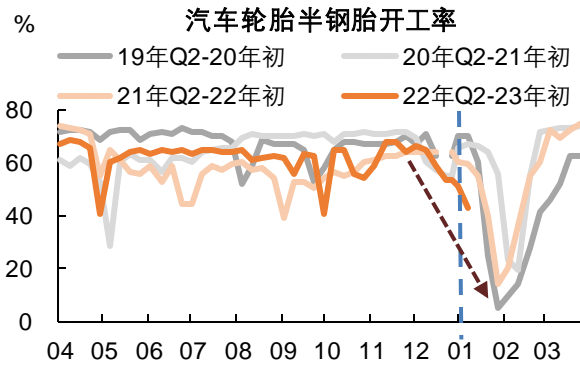
不过，中国经济整体修复可能出现在2023年2月之后。这主要基于三点原因：一是，在春节较早、外需偏弱、前期疫情多发的背景下，制造业工人返乡潮或有前置，生产活动季节性走弱。2022年12月工业增加值同比1.3%，创2022年6月以来新低。二是，内需恢复初期，叠加出口走弱，工业品整体仍供过于求。2022年12月工业产销率低于近年同期水平，企业生产恢复还需时日。三是，2023年春节在1月下旬，而2022年春节在2月上旬，1月中国主要经济数据还将受到春节“错位”的影响。

图表3 2022年三季度以来，全国高炉开工率趋降



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表4 2022年12月以来，汽车半钢胎开工率持续走弱

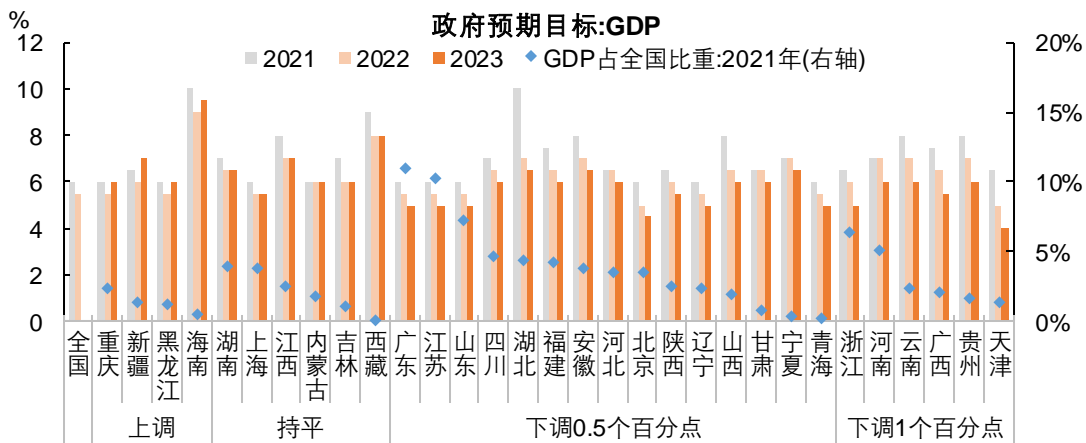


资料来源:Wind, 平安证券研究所

我们认为,2023年中国有必要设置5%以上的GDP增速目标。一方面,中央经济工作会议表示将“推动经济运行整体好转”,在新一届政府的开局之年,有必要保持GDP增速目标的连贯性。2012年-2022年期间,除2020年受疫情影响而未设增长目标外,其余年份的增速目标要么是持平于前一年,要么是较前一年的下调0.5个百分点,而2022年全国GDP增速目标为5.5%左右。另一方面,5%以上的增速目标是向中国潜在经济增速靠拢的体现。当前普遍认同的中国经济潜在增速水平仍在5%以上,2022年全年中国GDP增速仅有3%,低基数推升下,中国经济增速有望回归常态,这也将有助于稳就业和保市场主体。

从31个省市自治区公布的GDP增速目标看,我们也认为2023年GDP增速在5%以上的概率较高。31个省市自治区中,和2022年GDP目标增速相比,2023年有6个省市自治区下调1个百分点,15个省市自治区下调0.5个百分点,6个省市自治区基本维持不变;仅4个省市自治区上调预期增速,其中新疆上调1个百分点,其余3个省市自治区上调0.5个百分点。我们基于31个省市自治区已公布的2023年GDP增速目标,用各自GDP加权算得的平均值为5.6%。而2021年和2022年,各省市自治区加权平均GDP增速目标分别比全国GDP增速目标高出0.8和0.6个百分点。据此推断,2023年全国GDP增速目标可能设置在“5%左右”或“5%以上”。因2023年经济工作的重点之一是推动信心恢复,5%以上的GDP增速目标释放出集中力量搞经济的信号,有助于更好推动市场主体和居民信心的改善,我们认为5%以上的概率更大。

图表5 31个省市自治区近年GDP增速政府预期目标的对比



资料来源:Wind, 平安证券研究所

实现 5% 的 GDP 增速目标，需政策统筹发力。2022 年前三季度，中国出口增速维持高位，“外循环”对中国经济增速的稳定起到至关重要的作用。但四季度中国出口同比持续收缩，2023 年全年货物和服务净出口对 GDP 累计同比增速的拉动较前三季度下滑 0.45 个百分点，至 0.51 个百分点。出口下滑除直接拖累经济外，还会通过制造业投资、就业和消费等渠道间接抑制经济。因此，2023 年有必要围绕扩大内需、畅通内循环，政策统筹发力。我们认为在各项政策支持下，2023 年 GDP 增速有望达到 5% 以上。

当前中国经济运行的主要制约因素在于三重压力仍然较大。

- 一是，需求面临结构性收缩。需求的显性压力在于海外发达经济体放缓引致的外需回落、国内制造业投资或已进入下行周期。尽管消费和房地产投资在政策优化下有望回温，但其恢复高度仍然存在不确定性，能否对冲出口和制造业投资的放缓有待观察。
- 二是，脉冲式疫情或将冲击供给。全球奥密克戎不同毒株混杂交错，且其免疫逃逸能力较强，人群感染后防护效力多在 3-6 个月后下降，意味着疫情新增感染人数一年内可能出现 1-3 次波峰。因此，疫情可能阶段性冲击供给，尤其会对物流运输、服务业和劳动密集型制造业产生影响。
- 三是，预期偏弱情况较难扭转。预期偏弱往往使居民不敢花钱、企业不敢投资，经济内生需求偏弱。最新央行问卷调查数据显示，2022 年四季度城镇储户未来就业预期指数继续下滑，而选择“更多消费占比”亦处于近年来偏低水平。

推动经济回稳向上的同时，亦需“守住不发生系统性风险的底线”。当前中国经济面临的主要风险包括：房地产行业风险存在蔓延可能、地方政府隐性债务偿还压力较大、以及中小银行的风险显露。

- 一是，房地产行业虽有政策支持，但内生造血能力并未恢复，良性循环尚未形成，行业风险还可能进一步蔓延。

房地产相关链条在中国经济和金融体系中举足轻重：一则，房地产上下游产业链较长，对中国经济广义影响可达两到三成，与地方政府的财政收入也息息相关。二则，房产是我国居民的主要财产，大量银行贷款以房地产为抵押品投放。房地产市场的发展、变化和波动对全社会财富的影响较大，房企信用风险直接关系金融机构资产质量，因而是防范化解金融风险的核心所在。2023 年 1 月 17 日，国务院副总理刘鹤在世界经济论坛上表示，“房地产业是中国国民经济的支柱产业。与房地产相关的贷款占银行信贷的比重接近 40%，房地产业相关收入占地方综合财力的 50%，房地产占城镇居民资产的 60%。”

2022 年房地产相关政策迎多轮调整，2022 年 11 月以来房地产企业融资政策“三箭齐发”，中央经济工作会议定调“确保房地产市场平稳发展”。目前，已出险房企风险化解进展缓慢，房地产行业“销售-拿地-开工”链条并未盘活，良性循环尚未形成，不排除房企信用风险进一步暴露的可能性。短期看，地产融资支持政策力度较强，有助于解决行业面临的流动性问题，防止行业在负反馈中较快“崩塌”；中长期看，销售回款是房地产内生造血的来源，是“治本”的关键，若销售回款的内生现金流迟迟不能恢复，房地产企业的库存和债务将进一步累积，政策支持不过是延后出险时点。

- 二是，因土地收入减少、融资环境收紧，地方政府隐性债务偿还压力偏大，部分区域信用风险或进一步显现。

据中诚信国际推算，截至 2021 年底，我国地方政府存量隐性债务规模约 50.9 万亿元，是其显性债务的 1.60-1.87 倍。截至 2022 年末，Wind 口径城投债存量规模为 13.52 万亿元，同比增长近 9%。2022 年以来，房地产深度调整，地方政府财政收入锐减，隐性债务偿还压力加大：一则，薄弱区域财政收入承压，将带来债务率被动攀升，在“红橙黄绿”限制下，或加剧城投平台债券融资的难度；二则，为落实“保交楼”、托底土地一级市场，城投平台可能更多参与拿地和房地产问题项目的建设，继而加强“地产-城投”间的风险关联；三则，城投平台债务滚续更加依赖于土地收入以外的政府补助。

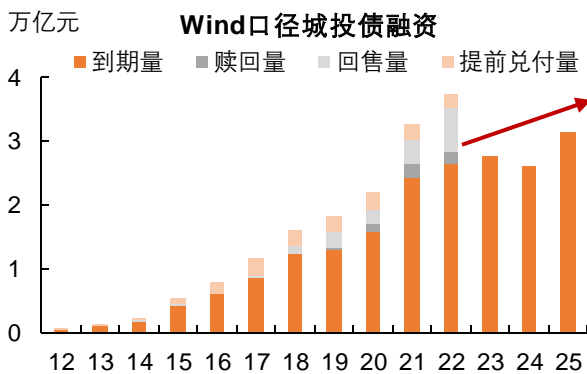
展望 2023 年，2020 年疫情爆发时期大规模发行的城投债进入偿还高峰期。中证鹏元预计，2023 年全年城投债偿付规模（到期及回售）将达到 4.37 万亿元，同比增长 3.2%。地方政府隐性债务信用风险大概率继续释放，欠发达区域及尾部城投平台的信用风险或进一步显现。

- 三是，作为金融系统薄弱环节，中小银行的风险隐患不容忽视。

中小银行是银行系统的薄弱环节，其发展存在网点不足、吸收存款难、人才缺乏等天然劣势，潜在的风险隐患不容忽视。截止 2021 年底，我国中小银行总资产在银行业总资产中占比为 29%，但在高风险金融机构中，中小行数量占比高达 84%。从银保监会公布的 2022 年三季度商业银行主要指标看：一，农村商业银行面临更大的资本补充压力，其资本充足率较 2021 年末低 53bp，较商业银行整体低 3.06 个百分点；二，农村商业银行资产质量相对更差，其不良贷款率达 3.29%，较商业银行整体高出 163bp；三，农村商业银行盈利能力更弱，其资产利润率仅 0.26%，较商业银行整体低 49bp。

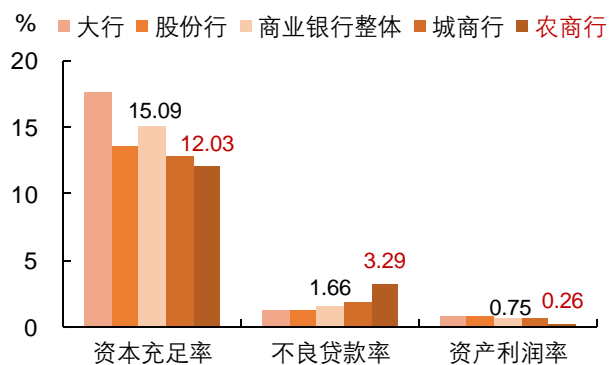
中国经济下行压力加大背景下，中小银行的风险正逐步显现，总体来看普遍存在公司治理不规范、内控体系不健全、风控制度执行缺位、股东资质良莠不齐等问题。中小银行风险涉及储户合法权益的保护，事关社会稳定，其风险蔓延可能引发局部性金融风险，冲击我国金融和信用体系。

图表6 2023 年至 2025 年城投债偿还压力仍较大



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表7 城农商行资产质量较差，资本补充压力较大



资料来源:Wind, 平安证券研究所

二、 稳定终端需求的新挑战

从需求角度看，预计 2023 年中国外需趋弱，经济增长更需倚仗内循环。各分项中，出口受制于海外需求下滑；国内消费增速有望在防疫政策优化与 2022 年的低基数下提升，但仅靠市场化力量恢复高度或有限；因而更需发挥固定资产投资对国民经济的支撑作用，体现为促进房地产投资企稳、保持基建投资较高增速、避免制造业投资增速较快下滑。

2.1 出口：重点在于稳定市场份额

回顾 2022 年，外循环对中国经济平稳运行至关重要，前三季度货物和服务净出口对 GDP 累计同比的贡献率达 32%，是 2009 年以来的同期新高。

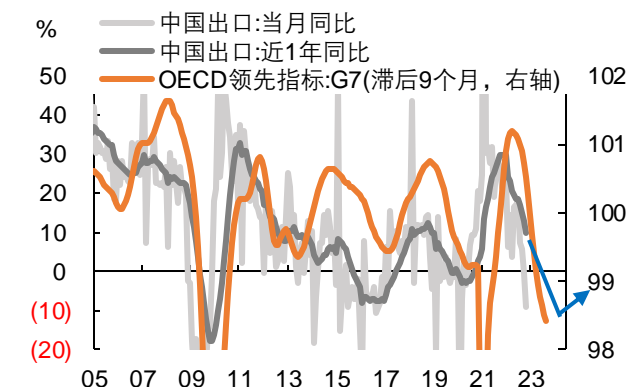
预计 2023 年中国出口将受外需下滑的拖累。一方面，受高通胀和紧货币影响，2023 年美欧经济或陷入衰退；另一方面，随着美国从补库存过渡到去库存，可能会放大中国外需回落的压力。

2023 年发力外循环的关键在于，稳定中国出口的市场份额。2020 年以来，中国相比全球主要区域，尤其是欧盟、日韩地区的出口额，都明显上了一个台阶。目前看，产品竞争力的不断增强、制造业的成本优势支撑中国出口的市场占有率处于高位。中国出口市占率面临的不利因素在于，欧美发达经济体对产业链供应链安全的诉求提升、关键领域大国博弈日益加剧等，中长期存在产业链供应链外迁的可能性。

疫情防控政策逐步优化后，线下交流更为便利，叠加微观层面“抢订单”主动出击，或有助于出口市占率的稳定。2022 年二三季度，受疫情影响，中国外贸企业难以及时赶赴境外参加各类展会，一定程度上限制了企业开拓新客户、承接新订单。随着疫情防控政策逐步优化，2022 年 11 月下旬，苏州市组织赴日包机；12 月 4 日，浙江省启动“千团万企拓市场抢订单行动”；12 月 9 日，无锡市与苏州市联合组织的赴欧洲包机启程；成都市、嘉兴市等地也开展了类似活动。“抢订单”或有助

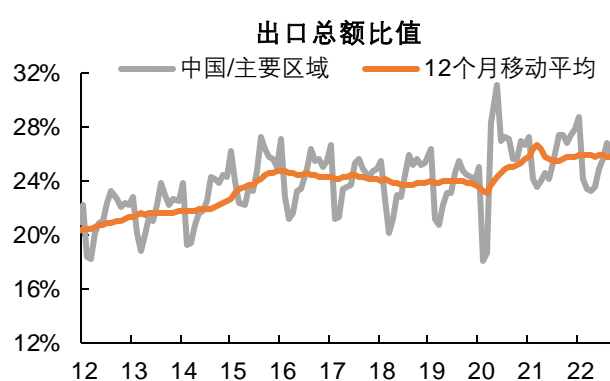
于稳定市占率，减缓外需下滑对中国出口的冲击。

图表8 2023年中国出口面临外需回落压力



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表9 2022年中国相对主要区域的出口份额持稳



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

2.2 消费：恢复高度存在不确定性

疫情政策调整后，消费回暖的大趋势相对确定。参照我们前期报告《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》的结论，对比海外经验，我国防疫调整后的消费反弹速度有望较快，短期疫情扩散带来的“阵痛期”不必过忧。

2022年12月社会消费品零售总额已有改善，同比跌幅收窄4.1个百分点至1.8%。结构上，商品销售增速改善更强，12月同比跌幅收窄5.5个百分点至-0.1%，或受疫情扩散下防疫用药需求增加、汽车销售刺激政策年末退出带动需求集中释放、以及春节返乡潮提前带来的必需品囤货需求拉动。但餐饮收入跌幅走阔，从11月的-8.4%降至-14.1%，主要原因可能是疫情扩散期间居民外出和在外消费的频率下降。首轮疫情冲击波后，经济逐步向常态回归，后续餐饮收入的增速有望较快回暖。

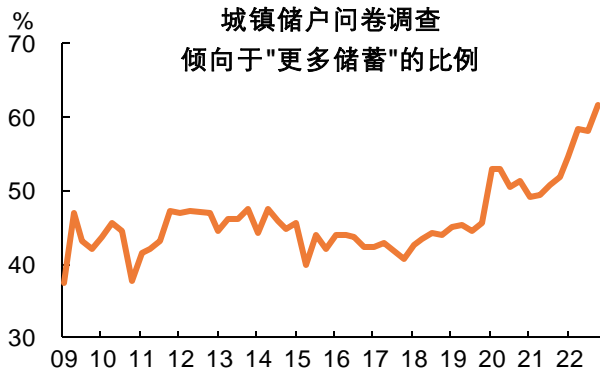
然而，2023年消费复苏的空间存在较大不确定性，仅靠市场化力量国内消费恢复的高度或有限。

一是，疫情只是压制国内消费的原因之一。2020年下半年至2021年大部分时期，在Omicron病毒扩散前，国内本土病例很少，其实居民出行和大部分消费场景已经接近正常。但是，这段时期的消费复苏并不理想。2020年三季度到2021年四季度，全国居民人均消费支出平均增速为4.6%，不及2019年四个季度平均增速8.6%的六成。尽管2022年11月11日优化疫情防控“二十条”出台，但2022年四季度城镇住户问卷调查中选择更多储蓄的占比升至61.8%，创历史新高。

二是，居民消费能力和意愿的回升需要时间。除疫情防控的冲击外，居民消费还受到实际偿债压力大（2022年一季度中国居民可支配收入中用于还本付息的比例达15.7%，高于美、日、德、法、英等主要发达国家）、对经济和就业的预期偏弱等中长期因素有关，这些因素短期很难实质好转，消费复苏可能受到压制。

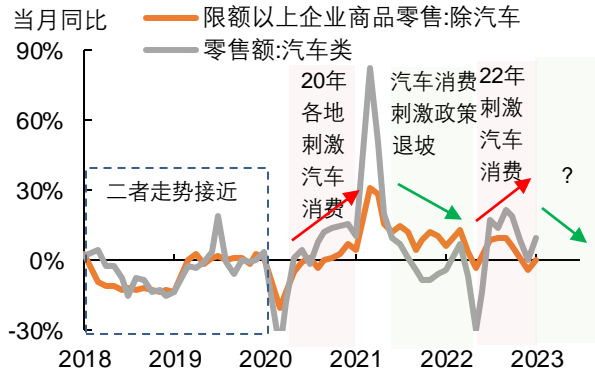
三是，作为占比最高的消费品，汽车消费已在2022年明显透支。用2021年6月-2022年5月限额以上汽车类零售额（限额以上汽车类零售额，和用国家统计局公布的社会消费品零售总额减去汽车以外的社会消费品零售总额，所估算的汽车整体零售非常接近）的同比，作为没有政策刺激下的趋势性增速，我们估算汽车消费刺激政策拉动2022年6月-12月限额以上汽车类零售4658亿，占2021年全年限额以上汽车零售额的10.6%，占2021年社会消费品零售总额的1.1%。透支及透支带来的高基数，若没有额外的消费刺激政策，将令2023年国内汽车销售增速面临较大的放缓压力。

图表10 2022年四季度，城镇储户储蓄意愿提升



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表11 占比较高的汽车消费在2022年已有所透支



资料来源:Wind, 平安证券研究所

2.3 房地产投资：企稳有待政策落地见效

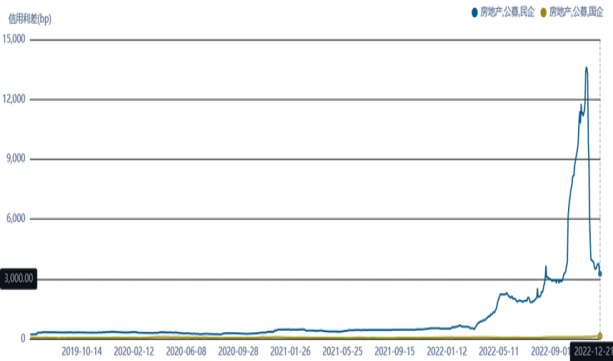
2022年以来，尽管地方政府因城施策“松绑”房地产政策、央行银保监会推动房贷利率较大幅度下行，但房地产各项指标在底部区域徘徊。2022年11月房企融资政策“三箭齐发”，更多向房地产企业（尤其是民营房企）融资端倾斜，相比于前期更加务实，但政策从出台到明显见效需要时间。2022年11月房地产相关数据全线走弱，12月竣工加速下房地产投资有所恢复，商品房销售和土地购置面积自低位边际有所改善。

可从资金和建设两个维度看房地产投资面临的问题。

房地产投资的资金问题在于，商品房销售暂未回暖，市场良性循环尚未形成。尽管政策对房地产企业融资的态度已经转向，但其落地仍需时日，实际规模可能有限。据中指研究院不完全统计，“三箭齐发”以来，截至2022年12月27日，已有超过60家银行向120多家房地产企业提供超过4.8万亿的意向性授信额度，已有30余家房企宣布配股或定向增发计划。然而，上市公司股权再融资往往需要一到两个季度落地；金融机构的意向授信额度不等于实际发放规模，房企申请使用时还需“一事一议”，着重考虑项目的预期现金流及还款能力。

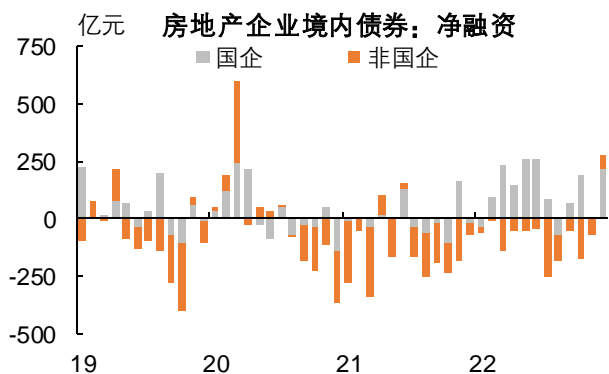
目前来看，“第二支箭”债券融资出现了边际改善。2022年12月房地产企业债券净融资规模为277.2亿元，其中民营房企债券净融资规模61.4亿元，系2021年7月以来首次转正；截至2022年12月30日，DM统计的公募民营房企信用利差为3112bp，远高于国有房企的129.7bp，但已较11月22日12627bp的高位显著回落。总体来看，金融体系对房地产企业仍是“救急不救穷”，“输血”并非长久之计，房地产行业良性循环还需倚仗销售回款的恢复和存量资产的盘活。

图表12 国有和民营房企的信用利差仍处高位



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表13 2022年12月民营房企债券融资规模转正



资料来源:Wind, 平安证券研究所

房地产投资集中于未完工项目的建设，而拿地和新开工下滑或给后续地产投资和商品房供给埋下隐患。2022年7月以来，在“保交楼”诉求下，过去积压的已开工未完工项目加速建设，拿地及新开工却仍低迷不振。这主要是因为，2021年下半年以来，房企面临的资金压力加大、对未来的预期转弱，因而减少拿地规模。这或对2023年末或2024年的房地产投资增速产生滞后拖累。

更需警惕的是，中长期视角下人口达峰后商品房需求可能面临下行压力。国家统计局公布的2022年末中国人口14.12亿，较2021年末减少85万。这一方面是因出生人口较快下降，放开二胎等政策实际效果不及预期。另一方面，可能和疫情对老人等群体的冲击更大有关，其死亡人数增长2.6%，是2009年以来的最高值。鉴于国内生育意愿短期难以改善，而人口老龄化提速，我们认为中国人口已经达峰，其对中国中长期商品房需求的影响值得深入探究。

不过，更多“稳地产”政策工具还在途中，“强政策”的托底与“弱预期”的演绎在赛跑。2023年1月13日，央行在2022年金融统计数据新闻发布会中表示：一方面，央行目前在研究推出另外几项结构性工具，重点支持房地产市场平稳运行，包括保交楼贷款支持计划、住房租赁贷款支持计划等；另一方面，有关部门已起草《改善优质房企资产负债表计划行动方案》，行动方案聚焦专注主业、合规经营、资质良好、具有一定系统重要性的优质房企，重点推进“资产激活”、“负债接续”、“权益补充”、“预期提升”四个方面共21项工作任务。

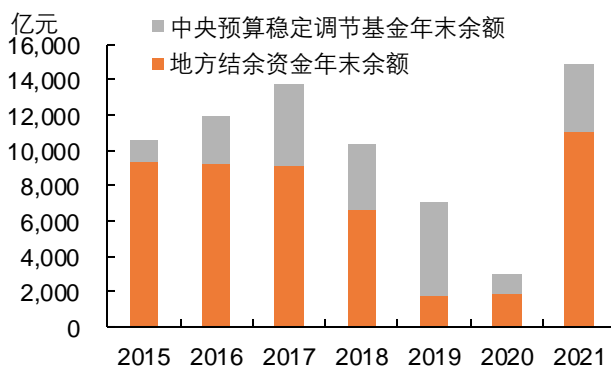
2.4 基建投资：维持高增需解决资金问题

回顾2022年，在专项债和政策性银行的助力下，基建投资高速增长，成为托底经济的最重要力量。从资金来源看，2022年公共财政和市场化融资对基建的支持力度均有限，基建投资增量资金主要源于地方政府专项债资金的盘活和广义财政工具的支持。

展望2023年，保持基建投资较高增速的有利因素在于：一，2022年政策性开发性金融工具已为基建项目补充资本金7399多亿，撬动杠杆率在10倍以上，测算其拉动的基建项目总投资达7-9万亿，投向以传统基建为主，施工建设周期在3年左右。若项目后续资金支持及时到位，将在2023年形成更多实物工作量，可对基建投资形成持续支撑。二，项目储备工作正前置进行，且构建现代化基础设施体系有望在2023年取得新进展，这有助于缓解近年来基建项目储备不足的问题。

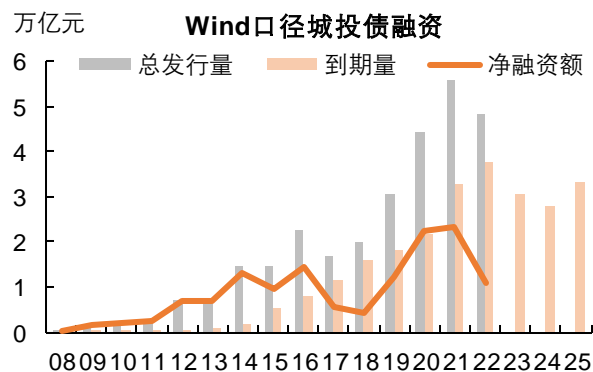
基建投资“挑大梁”需重点解决资金问题。一，2023年专项债资金对基建投资的支持或受限制。考虑到2022年使用了2021年末未使用的1.2万亿专项债资金、5000亿专项债结存限额，2023年专项债投向基建的规模可能同比少增。二，基建“稳增长”有赖广义财政的继续发力。公共财政对基建的支持力度不足，意味着2023年的部分新开工项目或需继续通过政策性开发性金融工具补充资本金。在政策性开发性金融工具补充资本金后，配套融资还有赖于政策性开发性金融机构加大基建类信贷投放。三，若财政货币政策能够更好配合，疏通商业银行贷款、城投债融资等市场化配套融资渠道，将更有助于解决基建投资的资金难题。

图表14 预计2022年财政“余粮”已被明显消耗



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表15 2022年城投债净融资额较2021年缩量

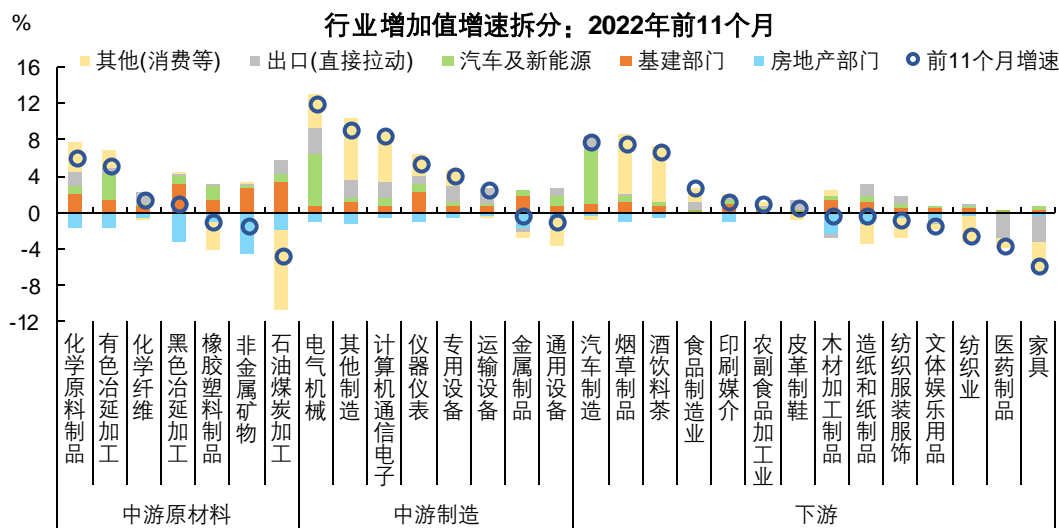


资料来源:Wind, 平安证券研究所

2.5 制造业投资：避免较快下滑需寻支撑

回顾 2022 年，多重因素扰动下制造业投资增速维持在较高位置。一方面，出口是我国制造业终端需求中最重要的支撑因素，房地产建筑链条对制造业投资的贡献率下滑；另一方面，财政的留抵退税、缓缴税费，货币政策支持制造业企业信贷，其他金融政策畅通企业直接融资渠道，均对制造业投资形成有力支撑。

图表 16 2022 年 1-11 月，制造业行业增加值增速拆分

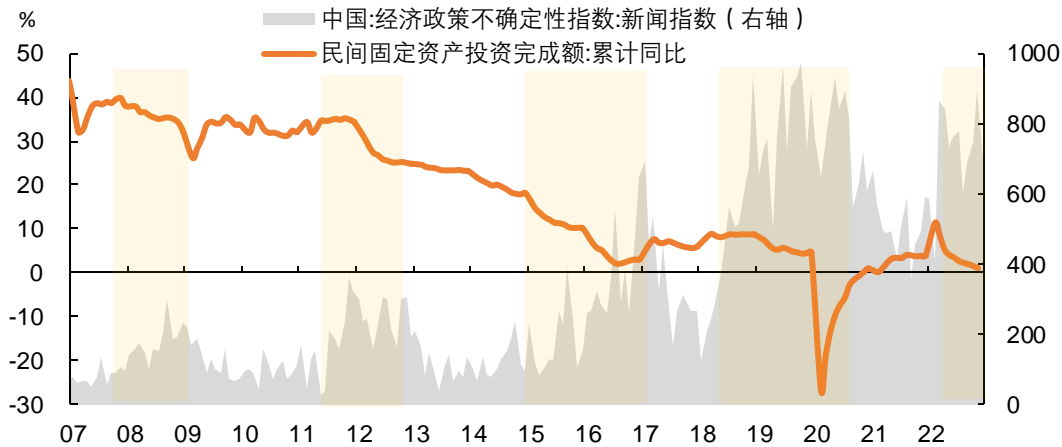


资料来源：Wind, 平安证券研究所

展望 2023 年，因出口回落、库存高位、产能利用率领先下行、民营企业信心偏弱等不利变化，制造业投资增速或趋下滑。一是，出口回落将对制造业多个子行业，尤其是高资本支出行业的需求冲击较大。二是，库存偏高（规模以上工业企业产成品存货占总资产的比例处在 2015 年结构性供给侧改革以来的偏高位置），一定程度上挤压企业现金流。三是，领先制造业投资新扩建需求一年左右的产能利用率走弱，可能抑制 2023 年上半年制造业投资需求。四是，经济政策不确定性指数高企，民营企业信心偏弱或对制造业投资构成拖累。与民企信心负相关的中国经济政策不确定性新闻指数自 2022 年 3 月起快速上冲，12 月仍处较高位置，高于 2021 年均值和 87.9% 的历史区间。

稳定 2023 年制造业投资，需寻求并扩大其中的结构性支撑。一方面，寻找符合中长期发展方向的制造业投资需求，例如技术改造、安全发展、绿色低碳、可选消费等方向。另一方面，财政、货币及产业政策协同配合、“续力”支持。这也是对中央经济工作会议“加快建设现代化产业体系”、党的二十大“加快建设制造强国”，十四五规划“保持制造业占比基本稳定”等顶层设计的响应。

图表17 2022年4月以来，中国经济政策不确定性指数高企



资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、宏观政策工具落地中的问题

3.1 财政政策

新冠疫情以来，积极财政政策在稳增长、保市场主体等方面发挥了重要作用。但财政工具面临边际效用递减、地方政府债务风险上升、公共财政支出结构有待优化等问题。

第一，减税降费刺激效果变弱。近年来中国实施了大规模减税退税降费政策。截至12月15日，2022年全国已办理增值税留抵退税2.4万亿，新增减税降费8840亿，累计办理缓税缓费7331亿，有效缓解了纳税主体的现金流压力。但从撬动经济的角度看，近年中国税收弹性已较快回落，相关政策的作用已明显递减。此外，减税降费和新增退税等政策若有效，前提是企业的订单、有现金流、可盈利。而近年终端需求不足，制约了减税降费等收入端宽财政的政策效果。

第二，土地出让收入下降后，面临“财政重整”城市增多，抑制专项债规模扩张。根据《地方政府性债务风险应急处置预案》（国办函〔2016〕88号），如果“市县年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”，必须启动相应的财政重整计划。2022年末地方政府专项债券余额20.65万亿，按2022年10月3.1%的平均发行利率估算，年付息规模约为6400亿，测算得约占2022年地方政府性基金支出的5.9%。

从百城土地成交面积、全国土地购置面积等领先指标看，2023年全国土地出让金收入可能仍有两位数的同比跌幅。考虑到不同城市土地市场分化较大，我们认为2023年可能会有更多城市和黑龙江鹤岗市一样，面临“财政重整”。这也是2022年中央经济工作会议强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”的原因之一。我们预计，2023年新增专项债额度较2022年的3.65万亿增量有限。

第三，公共消费率偏低，与“扩大内需战略”的新要求不匹配，公共财政支出结构有待优化。以GDP中政府最终消费支出占比衡量的公共消费率，中国长期低于全球平均水平，2020中国和全球的公共消费率分别为17.1%、17.8%。2020年3月中央政治局会议首次指出“合理增加公共消费”，但截至目前成效并不明显。

实施扩大内需战略、畅通内循环是未来需求侧管理的重点，其中恢复和扩大消费尤为重要。学术研究显示，公共消费对私人消费有“挤入”效应，即增加教育、医疗、卫生等公共消费可以促进私人消费。我们认为，在中国家庭部门实际偿债压力高于主要发达国家的情况下，目前的公共财政支出结构难以满足以消费为重点的扩大内需战略的需要，有必要加快调整公共财政支出结构，适当加大对消费领域的支持。

3.2 金融政策

一是，货币政策面临“推绳子”效应，“宽货币”到“宽信用”的传导不畅。2022年货币政策操作较为积极，“降成本”的力度强于2020年。这体现为三个方面：一则，2022年前三季度，金融机构一般贷款加权平均利率累计下行54bp，高于2020年年内48bp的最大降幅；二则，一般贷款付息增速较快下行，2022年三季度末同比收缩2.1%，达2015年以来低位；三则，2022年10月新发放个人住房贷款利率为4.3%，较上年末下降133个基点，达2008年统计以来最低水平。然而，与2020年社融增速较快回升不同，2022年实体经济融资需求偏弱，社融增速一波三折，“稳信用”面临较大困难，“推绳子”下货币政策宽松的效果相对有限。

二是，结构性货币政策工具的使用进展缓慢，配套支持有待进一步优化。2022年4月央行外管局的“23条”指出，“再贷款等结构性货币政策工具……预计带动金融机构贷款投放多增1万亿元”，平均每季度需拉动人民币贷款2500亿元。我们测算，2022年前三季度，9项结构性再贷款工具在对人民币信贷的直接带动作用分别为2585亿元、1690亿元和2084亿元。可见，2022年二、三季度结构性再贷款工具的使用进展相对缓慢，均低于预期。央行在《区域金融运行报告（2022）》中指出，碳减排工具投放面临的困难在于：一则，目前针对碳减排贷款的财政贴息、奖励等配套政策措施不足，财政货币政策的协同支持力度有待提高；二则，碳核算、环境信息披露等工作专业性较强，增加了银行人力、管理、系统开发、购买第三方服务等成本，且银行基层绿色领域人才不足，对一线信贷人员的专业能力提出挑战；三则，碳信息共享机制有待健全，因其分散于发展改革、生态环境、统计等多个部门，信息孤岛下金融机构获取碳信息存在一定困难。

三是，我国货币政策的中长期空间正逐步收窄。就存款准备金率而言，当前我国金融机构加权平均存款准备金率为7.8%，正逼近5%的“隐形下限”（主要考虑我国的经济发展阶段、最优资源配置和金融机构自身稳健经营问题）。2022年4月、11月，央行两次全面降准仅25bp，较此前的50bp的步长缩窄，或正是出于对存款准备金率工具中长期空间的考虑。就政策利率而言，2022年央行累计调降MLF利率20bp至2.75%，扣除通货膨胀率后，中长期实际利率的下调空间已然缩窄。

四是，流动性分层体系下，政策在稳定微观金融市场方面存在一定困难。目前，理财净值化转型已基本完成，金融机构负债稳定性成为市场波动的重要影响因素。2022年11月以来，“稳增长”政策加码，债券市场对疫情与房地产高度一致的预期被打破，利率较快上行，散户见产品“破净”而大量赎回，引发信用债市场的“踩踏式卖出”。非银、理财子等资管机构与银行自营的债券持仓偏好存在较大差异，且其资金有赖自上而下的传导，相对间接和滞后。尽管央行公开市场操作一度加大资金投放力度，但受限于流动性分层的市场环境，信用债抛压迟迟较难缓解。央行在2022年三季度货币政策执行报告中提出，“加强对流动性供求形势和金融市场变化的分析监测”、“提升债券定价的有效性 & 传导功能”。当前政策在维护金融市场稳定方面存在一定梗阻，后续或需研究解决流动性分层的定向支持工具。

五是，随着金融对外开放加速推进，跨境资本流动相关金融监管政策需继续完善。2018年以来，中国金融领域深化对外开放，先后推出50多项金融开放政策，有120多家外资银行保险机构新落户中国。近日，中国人民银行、外汇局决定自2023年1月3日起，延长银行间外汇市场交易时间至次日3:00，覆盖亚洲、欧洲和北美市场更多交易时段。金融业对外开放为跨境资本流入提供制度便利，中长期看有助于提升人民币资产的吸引力，我国证券投资项目顺差一度大幅扩张。不过，金融业对外开放也对金融监管政策提出挑战。2022年以来，我国跨境资本流动面临中美利差倒挂引致的即时压力，境外机构持有债券规模自2022年1月持续下滑。在此背景下，央行先后动用外汇存款准备金率、外汇风险准备金率、全口径跨境融资宏观审慎调节参数从1上调回1.25等宏观审慎工具，平抑资本外流及人民币汇率贬值压力。往后看，金融监管有必要进一步完善跨境资本流动相关政策工具箱，警惕大量外资进入后风险跨境传染的可能性，维护金融体系稳定。

3.3 就业政策

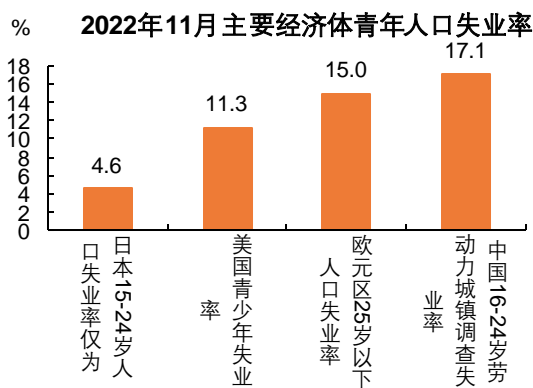
2022年四季度，在疫情升温的影响下，稳就业压力再度浮现。2022年11月城镇调查失业率为5.7%，较10月提升0.2个百分点，而31个大城市城镇调查失业率更是增加0.7个百分点至6.7%，接近2022年5月的相对高位。尽管12月城镇调查失业率有所下行，城镇劳动参与率也下降了1.1个百分点，春节临近部分劳动力返乡，退出劳动力市场，就业人员、失业人员均有所减少。从2022年12月的PMI数据来看，制造业、服务业、建筑业从业人员指数均明显回落，其中服务业从业人员指数更是下滑2.8个百分点至42.4%，已接近2020年2月疫情爆发初期。

尤其是，年轻人仍面临较大的就业压力。目前高校毕业季已过，但年轻人失业率并未迅速回落。2022年12月我国16-24岁年轻人失业率仍达到16.7%，较去年同期高出了2.4个百分点，虽较2022年7月高点下滑，但仍处于有统计以来较高位置。教育部数据显示，2023年全国考研报名人数达到474万人，较2022年增加17万人，侧面表明当前我国年轻人就业压力较大。对比来看，2022年11月美国青少年失业率为11.3%，欧元区25岁以下人口失业率为15.0%，日本15-24岁人口失业率仅为4.6%，我国年轻人群稳就业压力明显大于海外主要经济体。

当前我国就业政策主要面临以下问题：

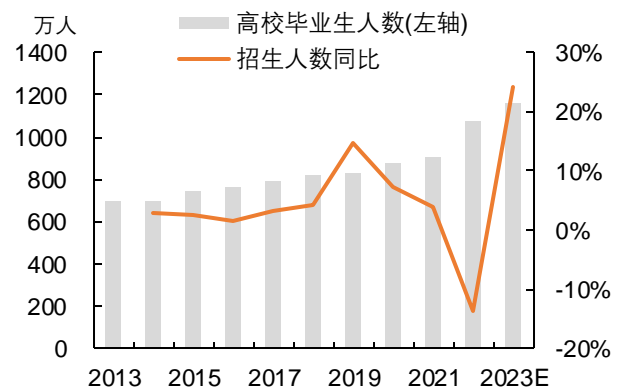
一是，重点人群稳就业难度增加。当前我国年轻人群面临较大就业压力，主要是高校毕业生就业面临挑战。2022年以来我国对未就业毕业生政策支持力度增加，如对困难毕业生开展结对帮扶、提供“一人一档”“一生一策”专项服务、加快事业单位等公共部门招录进度、做好“三支一扶”等基层项目招募、集中发布城乡基层岗位等。但是，近年来高校毕业生人数也持续增长：2022年高校毕业生人数大幅上升167万人，至1076万人，2023年将再创新高，达到1158万人。这无疑加大了我国稳就业政策的难度。未来在继续落实好当前政策的同时，更重要的是通过市场主体稳就业、创造更多就业岗位，积极推动高校毕业生在制造业、服务业中形成有效劳动供给。

图表18 我国年轻人群就业压力大于海外主要经济体



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表19 2023年高校毕业生人数环比进一步增加



资料来源:Wind, 平安证券研究所

二是，服务业持续受疫情影响，就业吸纳能力面临减弱。2020年我国总就业人数达到7.5亿人，其中服务业就业人数就有3.6亿人，占比为47.7%，已成为就业吸纳的主力。从2022年12月PMI数据来看，各行业中服务业从业人员指数下降最为明显，受到冲击最大。因此，需进一步强化政策对服务业的托底作用，通过保服务业市场主体的方式实现稳就业。同时，服务业就业中存在大量灵活就业人员，如外卖骑手、网约车司机等，这部分就业人员抗风险能力相对较差，更易受到疫情冲击影响。尽管目前我国已通过开展新就业形态就业人员职业伤害保障试点、加强零工市场建设等手段，逐步健全灵活就业劳动用工和社会保障政策，但灵活就业人员仍时常面临保障不足、合法权益得不到维护等困难。因此，需进一步加强对灵活就业人员的政策支持力度。

三是，出口下行压力增大，出口产业链对就业的拉动能力下降。外贸是拉动经济增长的“三驾马车”之一。目前我国有进出口业务存续外贸企业约641万家，创造就业岗位超过2000万个，带动就业约1.8亿人。2022年12月举行的中央经济工作会议提出，要更大力度吸引和利用外资，提升贸易投资合作质量和水平，扩大市场准入，加大现代服务业领域开放力度。而当前我国已在保障外贸外资企业生产经营稳定、助力企业拓市场抓订单、加大外资吸引力度等多方面出台了一系列政策，这对于稳就业同样具有积极意义。同时，在外需大概率继续回落背景下，更重要的是进一步提振“内循环”，增强内需对于就业的拉动作用。

四、推动经济整体好转的政策建议

为推动中国经济运行整体好转，我们有以下政策建议：

■ 第一，正视当前“三重压力”仍然较大的客观事实，加大宏观调控力度。

供给方面，三年疫情期间部分市场主体退出，从近期国家统计局制造业 PMI、工业企业利润数据等来看，存续经营的企业也在主动去库存，生产意愿并不强。需求方面，推动疫后中国经济快速复苏的出口和房地产这两大增长动能，在 2023 年都难担稳增长大任。由于疫情爆发以来居民资产负债表受损，我们认为 2023 年中国消费恢复高度有限，难以充分发挥经济“压舱石”的作用。预期方面，近期公布的 2022 年第四季度央行问卷调查结果显示，城镇储户、银行家、企业家的预期全面走弱，而此时距离优化疫情防控“二十条”发布已过去了一个半月。

2023 年是新一届政府的开局之年，也是中国从疫情向常态化回归的第一年，推动经济平稳运行至关重要，事关企业和居民对未来的预期。因此，有必要按照中央经济工作会议“加大宏观政策调控力度”的要求，多措并举，尽快扭转当前“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的局面。

■ 第二，贯彻中央经济工作会议部署，把“改善预期”作为疫后中国经济走出困境的重要抓手。

三年疫情和相对严格的防控政策，对企业和居民预期的影响是深远的，反过来又会抑制投资和消费行为。2022 年中央经济工作会议称，“明年经济工作...从改善社会心理预期、提振发展信心入手”。我们认为，这样的定调很积极、很务实，关键是如何去落实，以期能够真正扭转信心走弱的趋势，而不是停留在口号上。

短期可以做的，一是，将 GDP 增速目标设定在 5% 以上。GDP 增速目标对地方政府施政、企业生产经营均具指导意义。我们认为 2023 年 GDP 增速目标定在 5% 以上是合适的，一方面体现了稳增长的决心，另一方面又可完成（若连续两年都完不成，会削弱 GDP 增速目标的指导意义）。二是，将赤字率设定在 3% 以上。赤字率可能是每年政府工作报告中关注度仅次于 GDP 增速的指标，将赤字率目标从 2022 年的 2.8% 左右提高至 3% 以上，可向市场主体释放稳增长决心强的信号。三是，用实际行动改善预期，比如尽快集中推出一批绿灯投资案例、树立严厉打击政策朝令夕改的反面典型等。对民企而言，在改善预期前需先有稳定的预期，政策连续性差可能恶化企业的预期。比如建议按照 2022 年 7 月政治局会议的部署，尽快将“集中推出一批‘绿灯’投资案例落到实处”。再比如针对发现的政策连续性差的问题，可以树立反面典型并广泛宣传，让企业可产生政策可稳定的预期，进而在这一稳定预期下做出决策。

■ 第三，继续维持宽货币环境，畅通宽货币到宽信用的梗阻，推动 2023 年全年社融能有两位数的增长。

尽管坚持“以我为主”，但海外主要央行加息、人民币贬值，2022 年仍然给中国货币宽松施以一定掣肘。2023 年，来自发达经济体央行加息的约束减弱，国内通胀压力可控，中国货币政策具备继续宽松的基础。我们认为，可以按照“总量要够、结构要准”的要求部署 2023 年货币政策。

除宽货币外，还需要尽快推动宽信用见效：一是，房地产业是中国最重要的信用加速器，近年中国房地产业低迷，制约了各类宽信用政策的效果。2023 年需重点围绕房地产业，尽快推动中国信用周期上行。房企融资方面，重点是落实已出台的“三箭齐发”政策，尤其是信贷发放。改善民营房企融资，是推动保交楼、进而促进房地产业形成良性循环的必要环节。房贷方面，我们认为可以围绕一线城市和头部二线城市的改善性住房需求，适当放松房贷要求。二是，如果财政、货币政策能够更好配合，也将有助于宽信用和稳增长。一方面，疏通基建配套融资的市场化渠道，有利于解决基建投资的资金问题；另一方面，可以推出更多类似于“货币政策再贷款+财政贴息”的政策，定向支持重点行业中长期贷款，或有助于稳定制造业投资增速。

2023 年有必要推动全年社融增速在 10% 以上。一方面是因为，2022 年 12 月社融增速在 9.6%，从稳增长和改善预期的角度，2023 年社融增速有必要高于 2022 年。另一方面，我们目前预计 2023 年 GDP 增速在 5% 左右，GDP 平减指数在 0%-1%，加上一到两个百分点的上修幅度，10% 的社融增速还有两到三个百分点的超额，能够对 2023 年中国经济形成有力支持。

■ 第四，积极财政着力点从收入端减税降费到支出端发力，同时优化支出结构，加大对消费领域的支持。

在中国经济从防疫模式向常态化回归后，总需求不足问题仍然突出，此时财政政策加码支出的效果，相比于在收入端减税降费更显著。2022年中央经济工作会议指出“保持必要的财政支出强度”，2022年全国财政工作会议指出“完善税费支持政策，根据实际情况，该延续的延续，该优化的优化，着力纾解企业困难”。从上述定调看，我们认为2023年大规模新出台增量减税降费政策概率较低，重点是在保持支出强度，有必要将这一财政工作思路落到实处。

在支出结构上，有必要加大对消费领域的支持。中央经济工作会议指出“要把恢复和扩大消费摆在优先位置”，是需求侧管理重点方向的一个转变。但我们认为，疫情只是压制国内消费的原因之一，居民消费受偿债压力、悲观预期等因素的影响，若仅靠市场化力量2023年中国消费恢复的高度有限。为使2023年消费能更好发挥经济“压舱石”的作用，公共财政可适当加大对消费领域的支持，包括适当增加公共消费、向特定群体发放较大规模的消费券等。

■ 第五，除将融资政策落到实处外，还可以通过有条件“赎买”等方式，推动房地产业尽快形成良性循环。

我们认为推动房企销售好转是推动房地产行业形成良性循环更治本的办法，政府可以“赎买”的形式参与其中。中央经济工作会议指出“推动房地产业向新发展模式平稳过渡”。尽管目前还没有官方机构公开明确新发展模式的内涵，但我们认为发展租赁住房是其中应有之义。地方政府可在有条件的情况下，加大对问题楼盘项目的购买，在改善房企现金流的同时，还推动了“保交楼”工作，也在撬动房地产销售“淬了一把火”。

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

■ 第六，继续推动基建维持高增速，政策性开发性金融机构在补充资本金和解决配套融资方面扮演重要角色。

2022年基建实物工作量开始加快形成，在稳增长中发挥了积极作用。2022年全年，全口径基建投资同比增长11.5%，较2021年0.2%的增速大幅提升。

2023年基建投资仍有必要维持较高增速。原因在于：2023年中国出口很可能负增长、进而抑制制造业投资，房地产投资虽对经济的拖累减弱、但全年负增长的概率较高，而国内消费恢复的高度有限。**在资金来源方面**，需要继续通过政策性开发性金融工具为基建项目补充资本金和解决配套融资。**在项目储备方面**，预计2023年构建现代化基础设施体系将取得新进展，有助于缓解近年基建项目储备不足的问题。2022年4月26日中央财经委员会第十一次会议，研究全面加强基础设施建设问题，构建现代化基础设施体系。从其战略重点谋划的方向看，与十四五规划一脉相承。20大报告中也明确指出，“优化基础设施布局、结构、功能和系统集成，构建现代化基础设施体系”。

■ 第七，在扩大内需战略的同时，积极畅通外循环，维护产业链稳定。

改革开放和加入WTO，是中国经济腾飞的两个重要时点。外循环的重要意义在于，让中国发挥成本优势获得资本积累、提供“干中学”机会、使引进技术成为可能、壮大创新需要的市场规模等。

近年国际形势风险变幻，全球产业链加速重构，对中国的影响也开始显现。从存量看，在华外企外迁压力整体可控。根据美中贸易全国委员会2022年8月发布的《中国商业环境调查》，尽管遭遇疫情和封控等外生冲击，但2019年-2021年，考虑或已开始将制造或采购转移出中国的美国在华企业比例维持在17%不变。**从增量看**，中国产业链受到的冲击已然显现：**一是**，对华技术和产品出口限制已明显抑制中国的相关进口。2022年全年，中国集成电路进口数量同比下降15%，系1995年统计以来首次负增长；**二是**，未来一两年中国FDI面临大幅放缓的压力。根据fDi Markets的统计，2022年上半年中国宣布了110个绿地投资项目，总价值62亿美元，是加入WTO以来的同期最低值。绿地投资从项

目确立到实际落地通常需要 1-2 年时间，因此未来一两年中国 FDI 很可能大幅回落。

中国有必要尽快采取措施，畅通外循环和维护产业链稳定：一是，通过充分释放需求引导国内产业链升级，比如公共部门采购时，在满足使用要求和安全性的前提下，可逐步加大对国产品牌的支持力度；二是，充分用好各项支持制造业转型升级的政策，并形成合力。我们测算发现，2022 年中国支持制造业发展的货币、财政和产业等政策，拉动制造业投资增长 5 个百分点左右。2023 年可继续将推动制造业转型升级作为稳增长的重要抓手，继续通过结构性货币政策工具、税费减免和产业政策倾斜等，推动制造业高质量发展；三是，制造业企业是创新的主体之一，尽快出台看得见、获得感强的政策，推动民营企业信心恢复；四是，在全球贸易增速放缓甚至缩量的背景下，通过组织企业集体拜访客户等方式多措并举抢订单；五是，尽快落实中央经济工作会议对“更大力度吸引和利用外资”的部署，包括扩大市场准入、落实好外资企业国民待遇、积极推动加入高标准经贸协定和推动外资标志性项目落地建设等。

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