

中国经济开年展望系列（五）

市场主体预期的新变化

相关研究报告

【平安证券】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

【平安证券】中国经济开年展望系列（二）：结构视角下的中国经济

【平安证券】中国经济开年展望系列（三）：当前中国经济的新趋向、新挑战

【平安证券】中国经济开年展望系列（四）：春节恢复性消费出现了么

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：

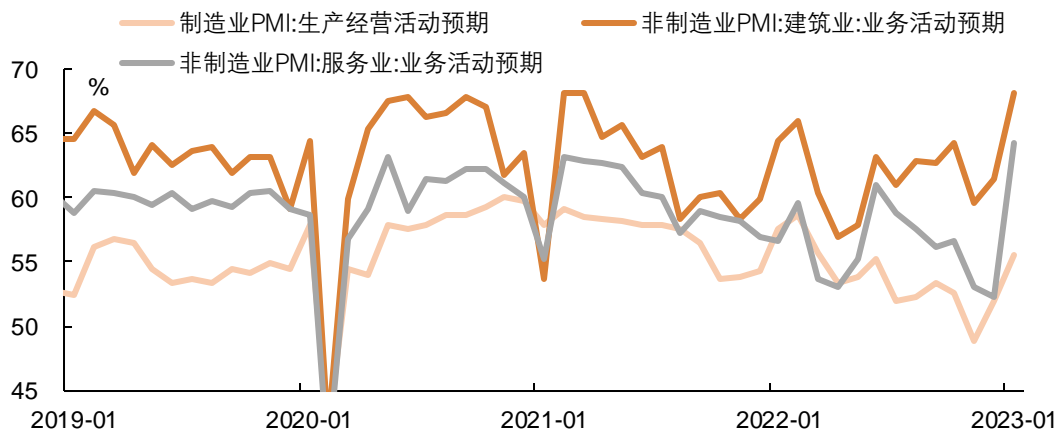
- 2022年四季度至今，随着国内疫情和防控政策的变化，市场主体预期出现较大波动。考虑到市场预期通常领先于实体经济和资本市场表现，因此有必要对当前中国经济主体的预期变化情况进行梳理。本文结合 PMI、BCI、央行城镇储户问卷调查、国家统计局消费者信心指数等数据，观察总结近期我国市场主体预期走势特点，并在此基础上探讨如何能够有效提振预期。
- **企业部门：2023年初，制造业、服务业、建筑业企业预期均出现回暖，但走势并不完全一致。**一方面，服务业在2022年末预期转弱更加严重，但2023年开年恢复也更明显；制造业企业预期自2022年初便震荡下行，至11月已降至荣枯线以下；同时，建筑业企业预期较为平稳。另一方面，从绝对水平来看，当前服务业、建筑业等非制造业企业信心基本恢复至2022年初水平，但制造业与之仍有差距。此外，**房地产企业预期可能尚未趋势性回暖。**尽管近期房地产相关政策出现较大松动，但政策从出台到明显见效需要时间。从高频指标来看，当前100大中城市成交土地面积、溢价率等相对往年同期仍偏低，房企在拿地方面仍有顾虑，表明尽管当前政策已接连出台，房企预期回暖仍需时日。
- **居民部门：根据央行城镇储户问卷调查报告，2022年四季度我国居民部门预期呈现以下特点。**一是，居民收入、就业预期均降至有统计以来新低。二是，居民对未来房价的预期更加悲观，对消费品物价上涨的担忧升温。在此前一系列事件冲击下，居民对于房价的预期明显转弱，叠加近几年居民资产负债表明显受损，短时间内居民对于房地产市场的信心能否明显复苏、地产销售能否企稳反弹，仍存在不确定性。三是，居民储蓄意愿更加强烈，消费、投资意愿均降至低位。四是，居民在旅游、购房等方面的支出意愿下滑。从历史数据来看，消费者信心指数往往落后于PMI生产经营活动预期指数3个月左右，即居民部门预期修复通常落后于企业部门。因此我们认为，2023年一季度居民部门的预期绝对值可能仍处偏低水平。
- **提振预期政策建议：**一是，设定相对偏高、且可完成的GDP增速目标。考虑到2023年的实际情况（如低基数效应等），我们认为GDP增速目标在5.5%甚至以上是合适的，其中的信号意义可能更为关键。二是，将赤字率设定在3%以上。将赤字率目标从2022年的2.8%左右提高至3%以上，亦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等。四是，出台更多消费支持政策，提振居民消费意愿，推动“超额储蓄”向消费转化。五是，针对民众关注的就业、教育、医疗、养老等中长期问题，出台更多改革措施。

自 2021 年中央经济工作会议首次提出以来，供给冲击、需求收缩、预期转弱“三重压力”已成为我国新发展阶段中面临的主要困难。而相比于前两重压力，预期转弱的表现更加多样化，也更难直接观察。2022 年四季度至今，随着国内疫情及防控政策的变化，市场主体预期同样出现较大波动。考虑到市场预期通常领先于实体经济和资本市场表现，因此有必要对当前中国经济中的预期变化情况进行梳理。本文结合 PMI、BCI、央行城镇储户问卷调查、国家统计局消费者信心指数等数据，观察总结近期我国市场主体预期走势特点，并在此基础上探讨如何能够有效提振市场主体预期。

一、企业预期如何变化

2023 年初，制造业、服务业、建筑业企业预期均出现回暖，但走势并不完全一致。一方面，服务业在 2022 年末预期转弱更加严重，2023 年开年恢复也更加明显；制造业企业预期自 2022 年初便震荡下行，至 11 月已降至荣枯线以下；同时，建筑业企业预期较为平稳。另一方面，从绝对水平来看，当前服务业、建筑业等非制造业企业信心基本恢复至 2022 年初水平，但制造业与之仍有差距。

图表1 2023 年初各行业预期均出现回暖



资料来源: Wind, 平安证券研究所

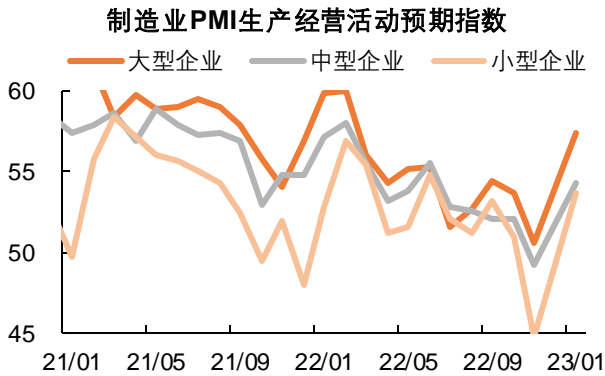
2022 年 1-11 月，制造业企业预期震荡转弱，并在 11 月触底。2022 年开年，在出口持续高景气、国内疫情得到较好控制等因素的支撑下，制造业企业整体预期较为平稳，2022 年 1、2 月制造业 PMI 生产经营活动预期指数分别为 57.5%、58.7%，处于较高景气区间。2022 年 3 月国内疫情升温后，制造业企业预期便持续转弱。尤其是 2022 年四季度初，疫情的反复以及外需的走弱使得制造业企业更加悲观，2022 年 11 月制造业 PMI 生产经营活动预期指数一度跌至荣枯线之下，为 2020 年疫情爆发以来首次。

不过，2022 年 12 月以来，制造业企业预期加速回暖。2022 年 12 月、2023 年 1 月，制造业 PMI 生产经营活动预期指数环比分别增加 3.0、3.7 个百分点，呈加速回升态势。但从绝对值来看当前制造业企业信心并没有完全恢复；2023 年 1 月，制造业 PMI 生产经营活动预期指数为 55.6%，仍低于 2022 年一季度平均水平。

分企业规模来看，2022 年四季度小型制造业企业预期转弱最为明显，但近期明显恢复。2022 年四季度开始，各类型制造业企业预期均明显转弱，11 月大、中、小型制造业企业生产经营活动预期指数分别下滑 3.1、2.9、6.2 个百分点，即小型制造业企业在疫情冲击中预期转弱更加明显。但在防疫政策优化调整后，小型企业预期回暖也更加明显，与 2022 年 11 月的低点相比，2023 年 1 月大、中、小型制造业企业生产经营活动预期指数分别回升 6.7、5.1、8.9 个百分点。

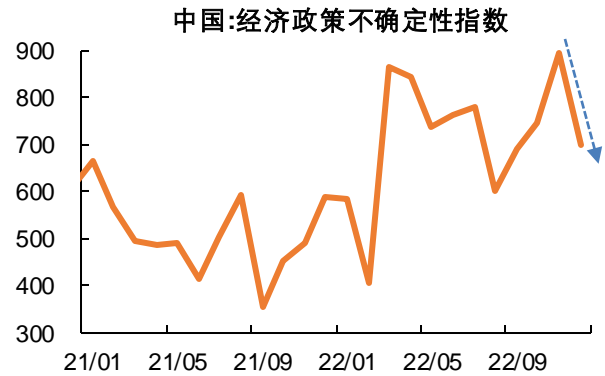
小型制造业企业预期明显回暖，同样意味着民营企业的信心有所增强。在我国，大型企业通常对应着位于产业链上游的国有企业，而小型企业则多为产业链下游的民营企业，可以认为当前民营经济的信心同样有所增强。除了防疫政策的优化调整外，近期政府针对民营经济的一系列表态亦起到了积极作用。2022年12月中央经济工作会议指出，“针对社会上对我们是否坚持‘两个毫不动摇’的不正确议论，必须亮明态度，毫不含糊”，对当前社会舆论进行了有效纠偏，亦对民营企业家的担忧做出了有力回应。2022年12月我国经济政策不确定性指数自11月的893大幅回落至699，同样反映出民营企业面临的政策环境明显改善。在此背景下，民营企业信心出现一定修复。

图表2 小型企业预期转弱更加明显，反弹幅度也更大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

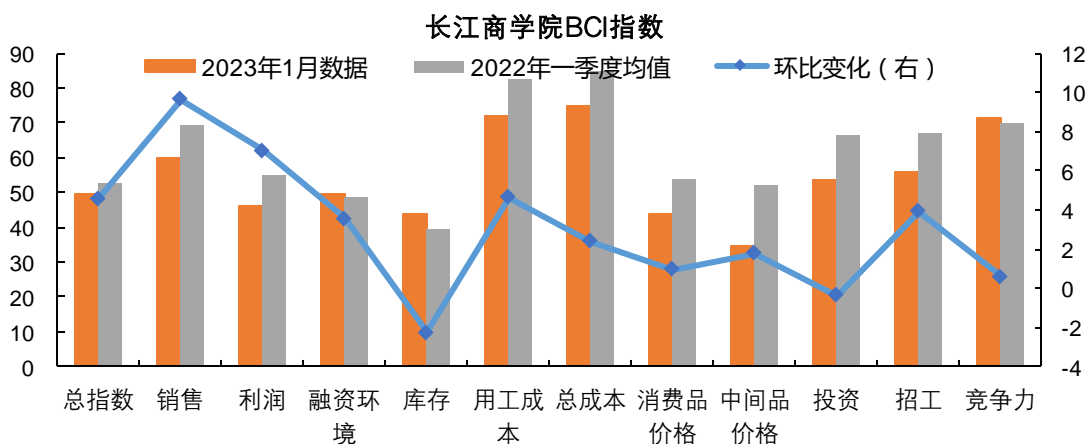
图表3 2022年末中国经济政策不确定性指数明显回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

BCI 指数同样反映出民营企业的预期明显修复。由长江商学院搜集计算的长江商学院 BCI (Business Conditions Index) 指数，主要调查企业某一经营状况指标（例如销售额）在未来 6 个月与去年同期相比的变化情况。由于参加 BCI 调查的企业多为民营中小企业，可以认为 BCI 指数同样反映了民营企业预期的变化。BCI 指数显示，2022 年 11 月开始民营企业的信心便触底反弹，并在今年初加速回暖。尽管 2023 年 1 月 BCI 各分项指数全面改善，但与 2022 年初相比仍有一定差距。从绝对值来看，当前 BCI 指数仍然位于 50 的临界点之下。

图表4 BCI 指数表明民营企业预期明显修复



资料来源: Wind, 平安证券研究所

从分项数据来看，当前民营企业对于未来的预期有以下特点：

一是，企业对未来销售状况预期改善最为明显。2023年1月BCI企业销售前瞻指数环比回升9.62至59.89，为2022年4月以来最高点。但当与2022年一季度相比，当前企业对未来销售的预期仍然偏弱。

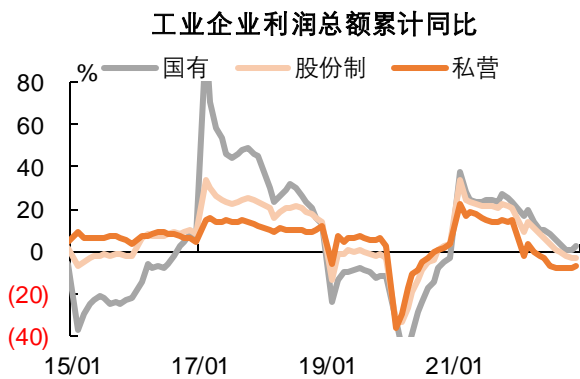
二是，企业对盈利的预期更乐观，但仍在临界点以下。2022年以来，民营企业盈利状况持续弱化；2022年全年私营工业企业利润总额累计同比下滑7.2%，而同期国有企业增长3.0%。2023年1月BCI企业利润前瞻指数环比回升7.02，改善幅度在所有分项指数中仅略低于销售前瞻指数。但从绝对值来看，尽管当前企业利润前瞻指数已升至2022年4月以来最高值，但仍低于50的临界点，相比于2022年一季度水平更存在明显差距，表明当前企业对于未来盈利预期尚未完全恢复。

三是，企业成本上涨压力或将增加。2023年1月BCI企业用工成本前瞻指数、总成本前瞻指数环比分别上涨4.64、2.38，至72.16、74.87，两项指数回升至偏高水平，表明当前企业对未来成本上涨的预期更加明显。

四是，终端价格下滑或对企业盈利造成影响。2023年1月BCI消费品价格前瞻指数环比仅回升0.98至44.0，无论是回升幅度还是绝对水平均偏低，侧面反映出企业对未来终端消费品价格的走势看法悲观，叠加对成本压力上涨的担忧，企业整体盈利状况的改善仍需时日。

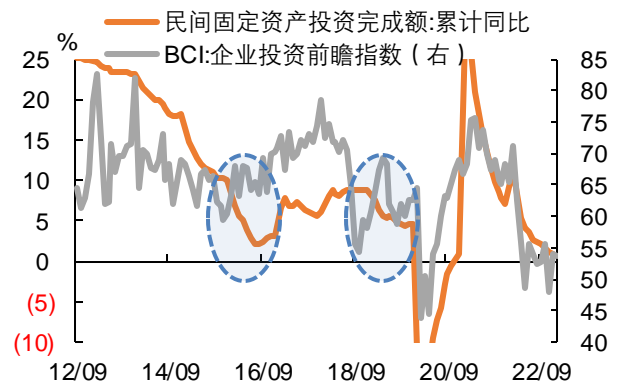
五是，企业投资意愿并未持续回暖。在经历了2022年1月的大幅反弹后，2023年1月BCI企业投资前瞻指数并未继续改善，环比反而降低0.36至53.63，表明当前企业对于投资、扩大生产意愿不足。从历史上看，BCI企业投资前瞻指数与民间固定资产投资存在一定的相关性，尤其是BCI企业投资前瞻指数触底回升通常领先于民间固定资产投资，这或意味着短时间内民间投资仍将处于低位。

图表5 2022年民营企业盈利能力持续弱化



资料来源：Wind, 平安证券研究所, 2021年数据为两年平均

图表6 历史上，BCI企业投资前瞻指数触底回升领先于民间固定资产投资

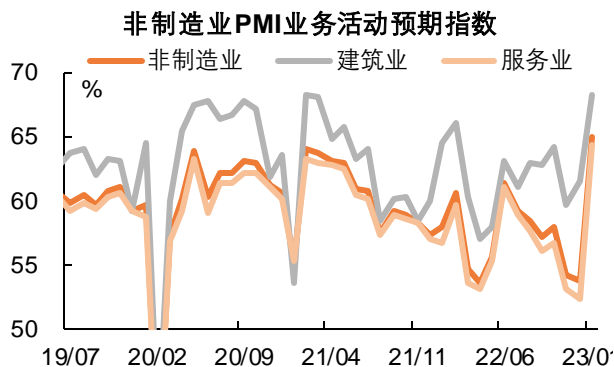


资料来源：Wind, 平安证券研究所

非制造业方面，服务业企业信心在跌至低谷后大幅增强，而建筑业企业预期整体保持平稳。2022年下半年开始，国内疫情影响开始减弱，但服务业企业的预期却在持续回落，服务业PMI业务活动预期指数由2022年6月的61.0%降至11月的52.3%。与此同时，受到基建投资持续高增的影响，建筑业企业信心整体保持平稳。2022年12月国内防疫政策优化调整后，建筑业、服务业企业信心明显改善，尤其是服务业企业预期大幅回暖，2023年1月服务业PMI业务活动预期指数已升至64.3%，为近10年来最高值。

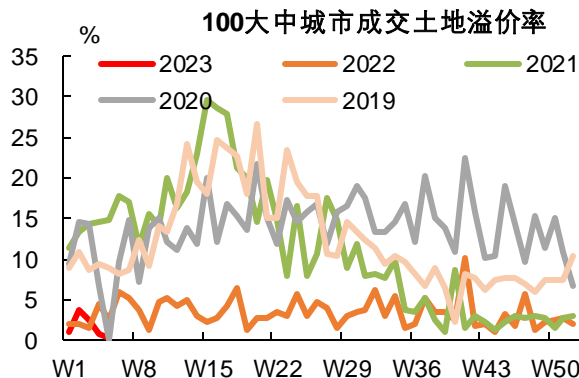
房地产企业的预期可能尚未趋势回暖。2022年以来，尽管地方政府因城施策“松绑”房地产政策、央行银保监会推动房贷利率较大幅度下行，但房地产各项指标在底部区域徘徊。2022年11月房企融资政策“三箭齐发”，更多向房地产企业（尤其是民营房企）融资端倾斜，相比前期更加务实，但政策从出台到明显见效需要时间。从高频指标来看，当前100大中城市成交土地面积、溢价率等相对往年同期仍偏低，房企在拿地方面仍有顾虑，表明尽管当前政策接连出台，但从政策落地到房企预期全面改善，仍需时日。

图表7 近期服务业企业预期经历大幅波动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 当前土地成交溢价率仍处于近年来低位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、居民预期如何变化

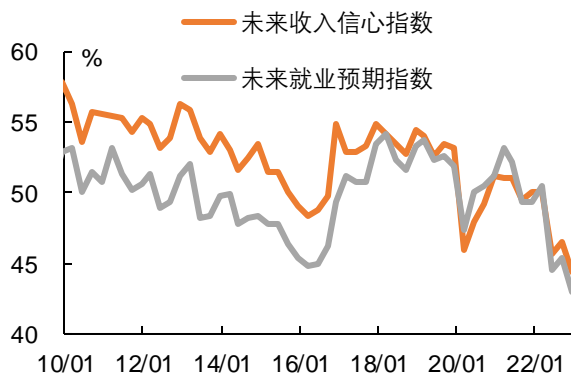
与企业相比，能够直接反映居民预期变化的相关指标并不多，主要包括国家统计局每月公布的“消费者信心指数”以及央行每季度进行的“城镇储户问卷调查报告”。接下来，本文尝试通过以上指标，观察我国居民部门预期的变化。

根据央行城镇储户问卷调查报告，2022年四季度我国居民部门预期呈现以下特点：

一是，居民收入、就业预期均降至有统计以来新低。2022年四季度，居民对未来的收入信心指数、就业预期指数环比分别下滑2.1、2.3个百分点，至44.4%、43.0%，甚至低于疫情爆发初期的2020年一季度，均创下了有统计以来新低。这表明在此前疫情冲击之下，居民部门对于未来的收入增长、就业形势的看法较为悲观。

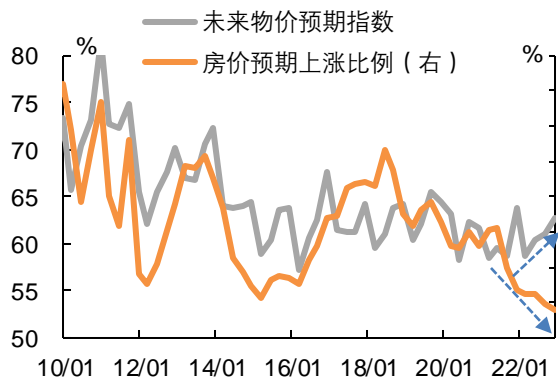
二是，居民对未来房价的预期更加悲观，对消费品物价上涨的担忧升温。2022年四季度，仅有14.0%的居民预期下季度房价将上涨，较上季度下滑0.8个百分点，已连续6个季度下滑，并创下有统计以来低点。在此前的一系列事件冲击之下，居民对于房价的预期明显转弱，叠加近几年居民资产负债表明显受损，短时间内居民部门对于房地产市场的信心能否明显复苏、地产销售能否企稳反弹，均存在不确定性。另外，居民对于物价的预期则与企业看法有所不同，尽管BCI指数显示企业预计终端消费品价格可能下滑，但2022年以来居民对于物价上涨的担忧却在持续升温。

图表9 居民对未来收入、就业预期持续转弱



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 居民对房价预期更为悲观，并担忧物价上涨

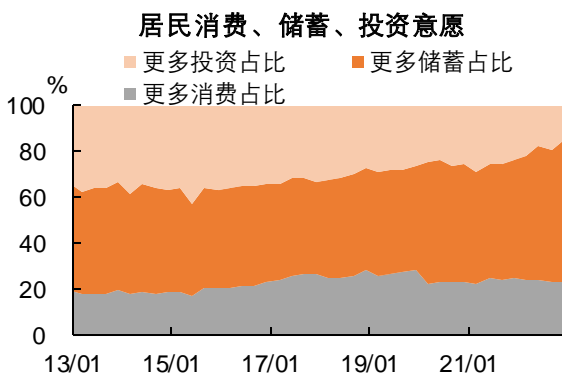


资料来源: Wind, 平安证券研究所

三是，居民储蓄意愿更加强烈，消费、投资意愿均降至低位。央行城镇储户问卷调查数据显示，2022年四季度居民选择更多储蓄的占比环比增加3.7个百分点至61.8%，创下有统计以来新高，选择更多消费的占比仍保持在22.8%的历史低位，而选择更多投资的占比降至15.5%。

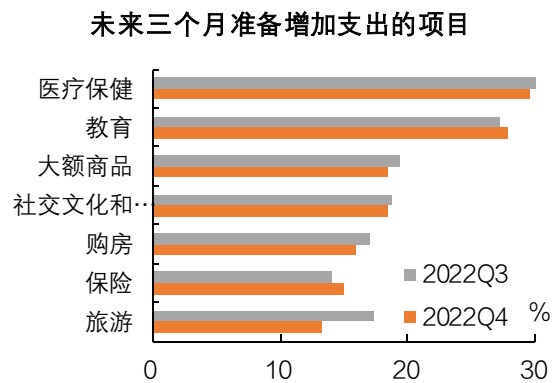
四是，居民在旅游、购房等方面的支出意愿下滑。从居民部门未来三个月准备增加支出的项目来看，居民选择比例由高到低排序为：医疗保健(29.6%)、教育(27.9%)、社交文化和娱乐(18.5%)、大额商品(18.5%)、购房(16.0%)、保险(15.0%)、旅游(13.3%)。与2022年三季度相比，除教育、保险外，其他项目的支出意愿均出现下滑，这同样反映出当前居民避险情绪较高、储蓄意愿较强。同时，准备增加购房支出的居民比例下滑1.1个百分点，同样指向居民对房地产市场的信心持续下滑。

图表11 2022年居民储蓄意愿不断提升



资料来源: Wind,平安证券研究所

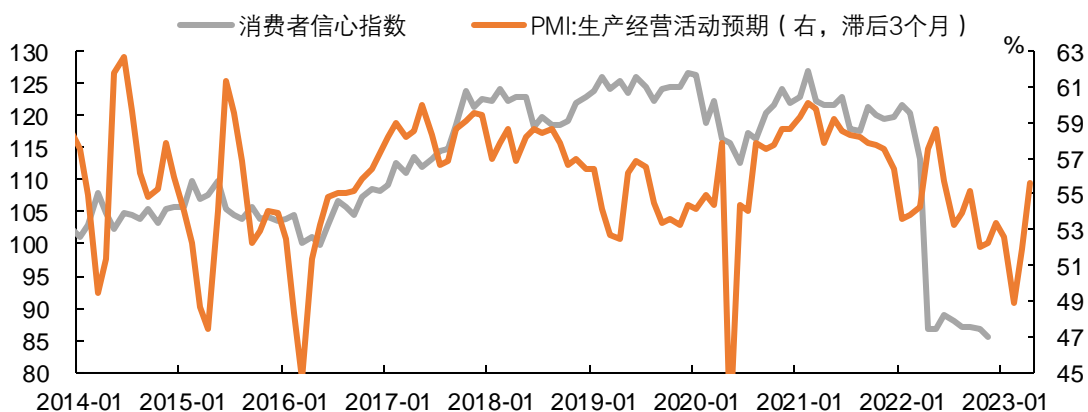
图表12 居民对于购房、旅游等项目的支出意愿下滑



资料来源: Wind,平安证券研究所

相比企业，居民预期的修复可能需要更长时间。有关居民部门预期的统计数据公布较为滞后，当前最新数据仅反映了2022年末居民部门预期的变化。但从历史数据来看，消费者信心指数往往落后于PMI生产经营活动预期指数3个月左右，即居民部门预期修复通常落后于企业部门。因此我们认为，2023年一季度居民部门的预期绝对值可能仍处偏低水平。

图表13 居民部门预期修复往往落后于企业部门



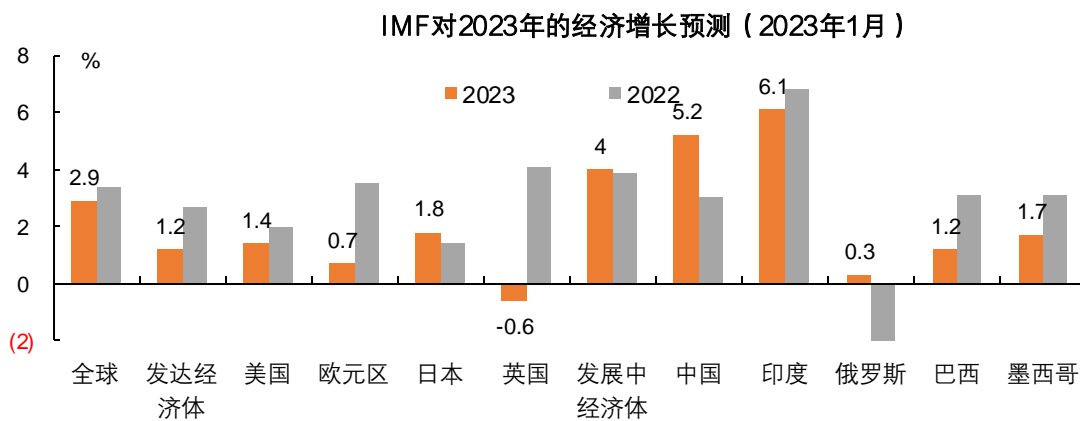
资料来源: Wind,平安证券研究所

三、政策建议

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。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。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，把“改善预期”作为疫后中国经济走出困境的重要抓手，多措并举，尽快扭转当前预期转弱的局面。具体来说：

一是，设定相对偏高、且可完成的 GDP 增速目标。GDP 增速目标对地方政府施政、企业生产经营都具有指导意义。2022 年 GDP 增速目标在 5.5% 左右，按照历史惯例，2023 年 GDP 增速目标可能在 5% 或 5.5%。IMF 在 2023 年 1 月发布的《世界经济展望报告》预计，2023 年中国经济或可实现 5.2% 的增长。考虑到 2023 年的实际情况（如低基数效应等），我们认为 GDP 增速目标定在 5.5% 甚至更高是合适的，这一方面体现了稳增长的决心，另一方面又应可完成（若连续两年都完不成，会削弱 GDP 增速目标的指导意义）。

图表 14 IMF 预计 2023 年我国经济增速或达 5.2%



资料来源：IMF(2023.1), 平安证券研究所

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的强烈信号。尤其是，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。

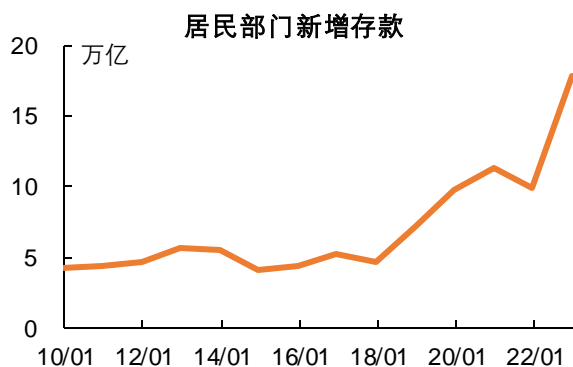
三是，用实际行动改善预期。比如尽快集中推出一批绿灯投资案例、树立严厉打击政策朝令夕改的反面典型等。对民营企业和居民来说，重点不是政府说了什么，而是政府做了什么。比如，对民企来说，政府对平台企业的监管具有很强的风向标意义。中央经济工作会议称“支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中尽显身手”，这是偏中长期的目标。从短期来看，尽快将 2022 年 7 月政治局会议提出的“集中推出一批‘绿灯’投资案例落到实处”则具有重要意义。再比如，针对发现的政策连续性差的问题，可以树立反面典型并广泛宣传，让企业产生政策稳定的预期，进而在这一稳定预期下做出决策。

四是，出台更多消费支持政策，提振居民消费意愿，推动“超额储蓄”向消费转化。短期来看，直接的消费支持政策对于提振消费意愿具有明显作用。2022 年以来，居民储蓄意愿高增，央行数据显示 2022 年全年住户存款增加 17.84 万亿元，同比多增 7.94 万亿元，而这部分超额储蓄的释放有望对消费形成支撑。因此，短期内提振消费的一大重点便是推动居民部门“超

额储蓄”向消费转化。我们认为，一方面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；另一方面，对于住房、汽车、旅游等大宗消费的增量政策同样应该继续加码。

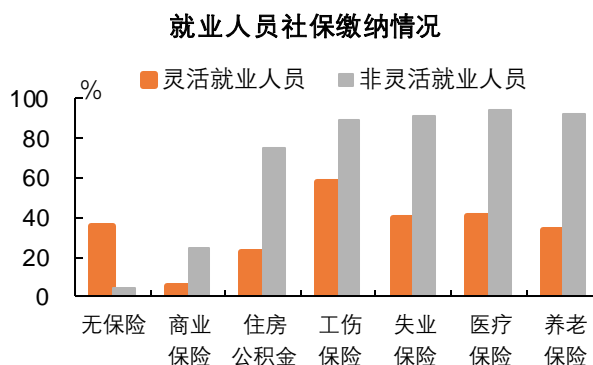
五是，针对民众关注的就业、教育、医疗、养老等中长期问题，出台更多改革措施。居民消费意愿的改善，不仅在于短期、直接的消费刺激政策，就业、教育、医疗、养老等中长期因素同样也是制约居民消费意愿的重要因素。近年来我国在相关领域的改革力度较大，但制度体系仍存在一定不足之处，尤其是社会保障体系的覆盖程度需要进一步提高。例如，当前我国灵活就业人员约有 2 亿人，但其得到的保障却远少于正式就业人员，《中国灵活用工发展报告（2022）》的调查显示，未缴纳任何保险的灵活就业人员比重高达 35.4%。只有对于就业、收入的预期保持稳定，对于教育、医疗、养老等问题没有后顾之忧，居民消费意愿才会真正回暖。

图表15 2022年我国居民部门存款高增



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表16 我国灵活就业人员社会保障覆盖较少



资料来源: 《中国灵活用工发展报告(2022)》, 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