

首席观点

2023年2月16日

上调中国经济展望： 愿望可否成真？

丁安华 招商银行首席经济学家

☎ 0755-83146635 ✉ dinganhua@cmbchina.com



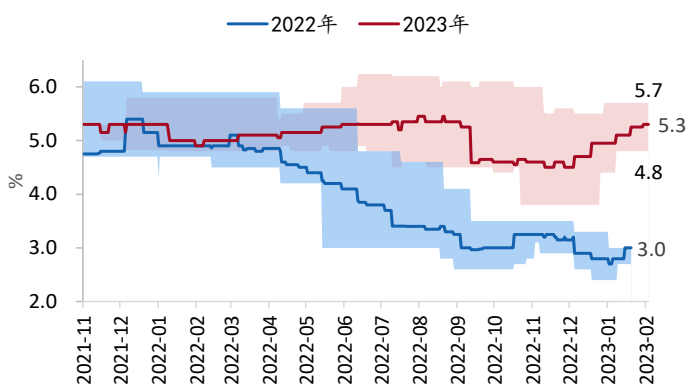
春节过后，新冠疫情进入低流行阶段，我国的经济活动呈现加速的势头。市场情绪逐渐恢复，各大机构纷纷上调全年经济展望。我们将基准情形下 2023 年 GDP 增速预测由 4.9%上调至 5.6%。现在的关键问题是，愿望是否最终能够成为现实，毕竟任何经济预测都基于一定的假设条件。我们认为，这取决于中国经济的增长范式能否顺利完成“双重转换”，即实现由外需向内需、自公共部门向私人部门的动能转换。这将最终决定此轮经济修复的力度和高度。

一、不能免俗：上调全年经济预测

去年底和今年初，我连续出差新加坡和香港，与中外机构投资者进行了十几场闭门交流。形势变化之快，让人措手不及。年度报告中关于中国经济的预测刚刚发布就失去了准绳，假设条件需要重构。在所有的场合我都表达了上调今年中国经济预测的意愿。春节过后，各大国际组织和金融机构纷纷更新了对中国经济的展望，IMF 将今年的增长预期由 4.4%上调至 5.2%；国际主要投行的预期中位数从 4.5%上调至 5.3%（图 1），大致位于 5.1%-5.6%区间；国内主要券商的预期中位数也由 5.0%上调至 5.3%，预测位于 5.0%-6.2%区间。我们也不能免俗，将全年增长预测由 4.9%上调至 5.6%（图 2）。

图 1：国际主要投行纷纷上调 2023 年中国经济预测

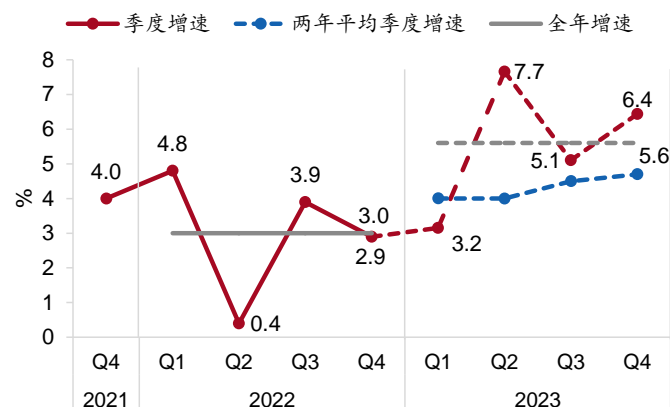
十大国际投行中国 GDP 预测中位数



资料来源：Bloomberg，招商银行研究院

图 2：2023 年中国经济增长预测

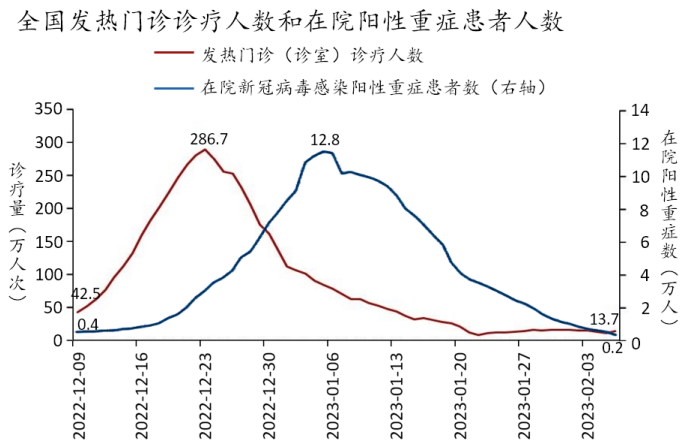
2023 年季度 GDP 增速预测



资料来源：国家统计局，招商银行研究院

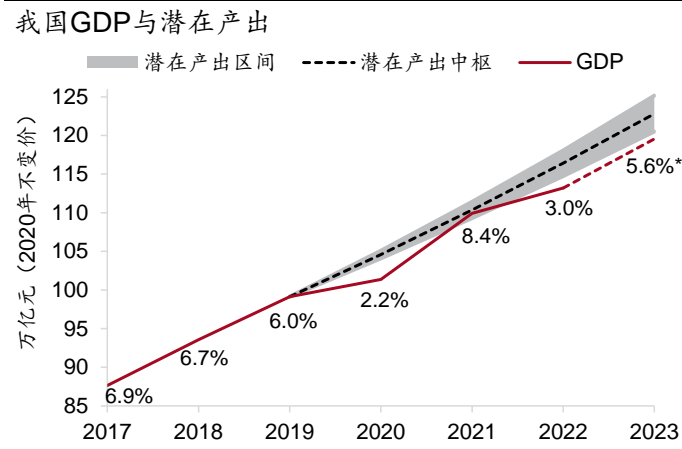
导致各大机构纷纷上调预测的原因，是显而易见的。新冠疫情剧烈而短暂的冲击，显著改变了我国经济重启和修复的节奏。一方面，去年末急剧的“阵痛”压低了四季度乃至全年的基数；另一方面，疫情冲击斜率陡峭而时长缩短，经济重启的时点得以提前。在疫情防控上，海外是通过压平曲线（Flattening the curve）减缓医疗体系的压力；我国防疫政策调整优化的结果是曲线更陡（Steepening the curve），医疗体系承受了更大压力，但也达到了快速过峰的目的。城市感染高峰在年初就过去了，春节返乡也没有出现农村地区的另一个感染高峰。根据中国疾病预防控制中心数据，疫情于去年 12 月中下旬达峰，截至 2 月 6 日，就诊人数较峰值下降了 95.2%；在院重症患者数据较峰值下降了 98.1%，发展滞后两周左右，城乡之间基本同步。疫情发展至元月末已至尾声，进入低流行阶段（图 3）。

图 3：中国的疫情发展曲线陡峭而短暂



资料来源：中国疾病预防控制中心，招商银行研究院

图 4：三年疫情造成了永久性的产出损失



资料来源：国家统计局，招商银行研究院

注：模拟的潜在产出区间为自 2020 年每年 GDP 增长 5%-6% 对应的规模，中枢对应增速为 5.5%，2023 年 GDP 为预测值

从经济重启的角度，我们的时点得以显著提前，“稳增长”成为各个地方政府“开年第一会”的主题。今年是全面贯彻二十大精神的开局之年，宏观政策的基调趋于友善和积极，“提振信心”被摆在了最为突出的位置。中央强调“要把思想和行动统一到党的二十大精神和党中央关于经济工作的决策部署上来”，“努力实现经济发展主要预期目标”，这将为各地创造性抓好经济工作提供指引。中央要求“新班子要有新气象新作为”，政策的协调性、一致性和执行力有望得到提升。

综合考虑疫情冲击的形态、经济重启提前和宏观政策的友善态度，我们将今年中国经济增速预测由 4.9% 上调至 5.6%，这一水平大致处于目前市场预期中间偏上的位置。

二、永久疤痕：如何理解疫情造成的损失？

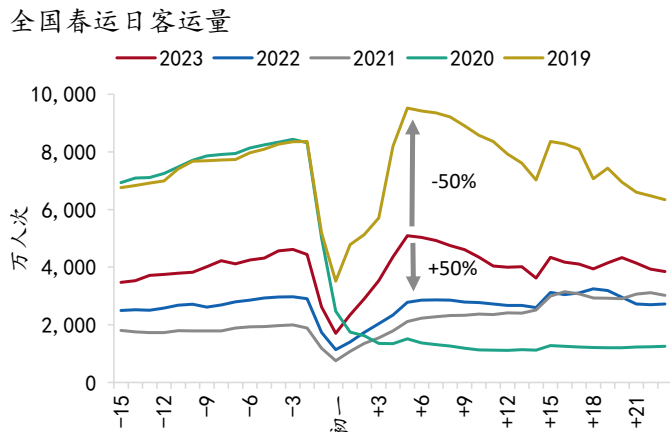
假定我们的预测是对的，5.6% 的增速是否恢复到了潜在水平？目前我国经济潜在增速大致位于 5%-6% 之间（易纲，2021）¹。记得 2021 年初，我曾与某国家级研究机构人士讨论当年的经济增长目标，他对我们超过 8% 的预测不以为然，认为不大可能超过 6% 的潜在水平。问题的关键是，潜在水平既可以是产出的绝对规模，也可以是产出的相对增速。2020 年的极低基数（2.2%）扭曲了 2021 年的增长数据，低于潜在水平的产出由于基数原因导致高于潜在增速的增长。今年和 2021 年一样，很可能出现这种异常。

为了消除异常年份的影响，一个简单的方法是观察两年的平均增速。2018-2019 年我国经济的平均增速是 6.3%，2020-2021 年平均是 5.3%，而我们预测 2022-2023 年两年平均为 4.3%，低于我国经济潜在增速区间的下限。这意味着即便今年我国经济增速达到 5.6%，疫情冲击还是对我国经济造成了永久性的产出损失（图 4）。

¹ 易纲. 中国的利率体系与利率市场化改革[J]. 金融研究, 2021, 495(9): 1-11.

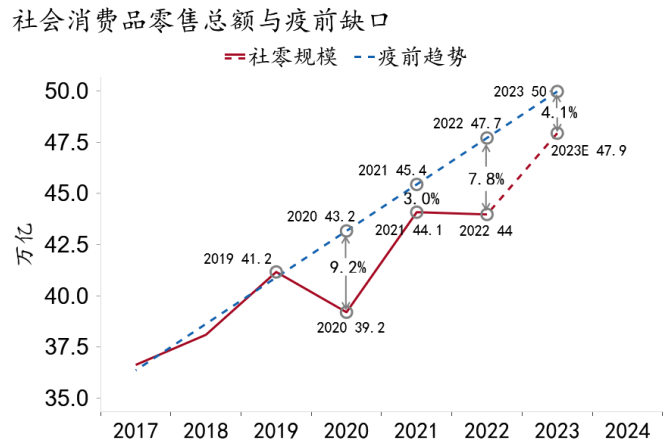
理解疫情造成的永久疤痕，可以观察一下出行和消费相关的数据。随着疫情高峰过去，今年以来线下活动迎来快速修复。北京、石家庄、保定等第一波疫情“早达峰”城市，人员流动均在感染人数见顶后一周内触底并快速反弹，春节前北京交通拥堵状况已接近疫前水平。春节前后全国人员流动大幅改善，交通部数据显示春运客运量高峰相较去年农历同期增长约五成，不过较疫前水平仍存在约五成的差距（图 5）。

图 5：春运客运量明显改善，但与疫前水平仍存差距



资料来源：Wind，交通运输部，招商银行研究院

图 6：预计今年社零较疫前趋势水平仍存 4% 的缺口



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

经济活动正常化将显著修复消费场景、提振消费动能，叠加扩消费政策落地生效，消费特别是服务消费增速有望大幅反弹。但是，三年疫情令私人部门预期转弱，居民资产负债表出现收缩迹象，而公共部门债务压力上升，都将制约消费复苏的节奏及斜率。我们预计今年的社会消费品零售总额同比增速有望达到 9%，高于名义 GDP 增长 1.5 个百分点，但相较疫前三年的潜在趋势水平仍然存在 2 万亿差距，可以理解为疫情期间部分社零消费的永久损失（图 6）。

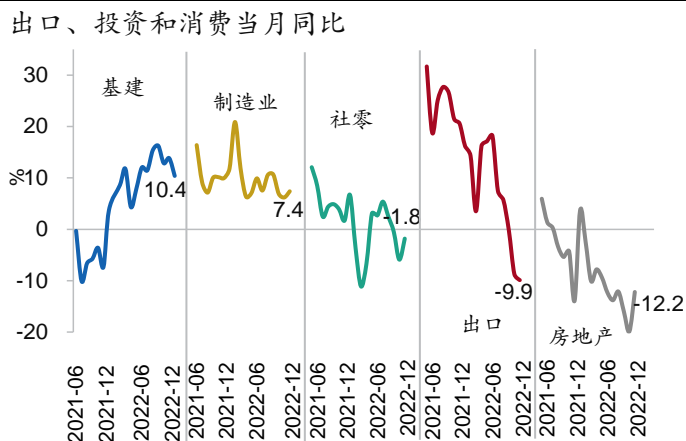
从中长期看，我国经济增速自 2007 年以来趋势性下行，潜在增速也在持续放缓。疫情冲击留下的疤痕或导致我国经济潜在增速加速下移，步入中速增长的“新常态”。

三、双重转换：愿望如何才能变成现实？

上调预测，代表着一种普遍乐观的情绪和愿望。气氛已经烘托到这个份上了，现在的问题是愿望如何才能成为现实？要知道，这些年专业的经济预测常常被打脸，美好的愿望与残酷的现实之间有着巨大的鸿沟。

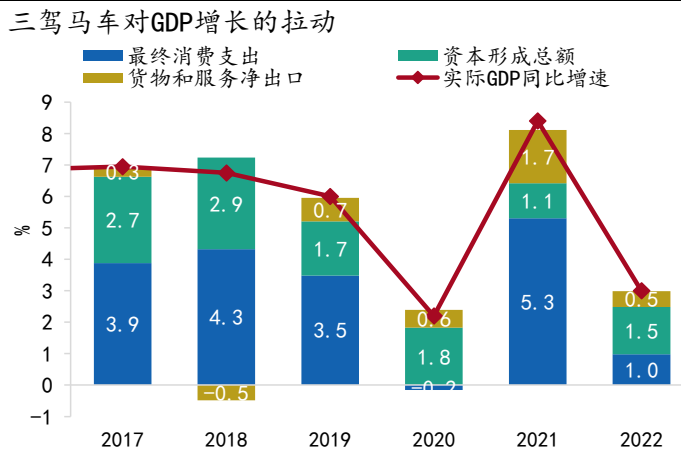
有一位基金经理对我说，以现有趋势简单外推，或能确保 5% 的增长，但要实现 5.6% 的增长目标，仍需增量的政策支持，需要满足更多的前提条件。我非常赞同这一观点，要争取更好的结果，必须完成增长范式的转换，即在增长动力上实现由外需向内需、自公共部门向私人部门的“双重转换”。我以为，这将最终决定我们的预测是否能够成真。

图 7: 公共部门和外需支撑疫情下经济增长



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 8: 经济“三驾马车”对 GDP 增速的拉动



资料来源: Wind, 招商银行研究院

过去三年,我国经济增长主要受公共部门和外部需求的托举(图7)。一方面,私人部门信心不足、预期趋弱,逆周期政策主要依靠公共部门,基建投资成为经济增长的主要拉动力量。另一方面,全球供应链不畅,海外商品消费需求受欧美的现金补贴刺激,使得我国出口保持了高景气,并对上下游产业形成拉动。从支出法测算看,货物和服务净出口对经济增长的贡献明显高于疫前水平;资本形成总额由于房地产投资下行抵消了大部分基建投资的增长,贡献小幅下降;疫情冲击下最终消费支出贡献大幅下行(图8)。

可见,我们面临的第一个范式转换,是由外需转向内需。事实上,去年下半年以来,我国出口发生逆转,增速显著下行,今年这一趋势或将加剧。一方面,随着美欧经济放缓甚至走向衰退,外需已经开始明显回落。美国政策利率年内或维持高位,实际利率将由负转正,对其经济的抑制作用进一步增强,甚至可能引致温和衰退;欧洲受俄乌冲突影响,其经济衰退的概率和程度预计均高于美国。IMF估计2022年全球货物和服务贸易实际增速由2021年的10.4%降至5.4%,预计2023年进一步放缓至2.4%。另一方面,我国出口的替代效应出现逆转。一是海外供给修复、我国低端制造业外迁、以及跨国企业采取“中国加一”策略在海外进行生产备份,都可能拉低我国在全球出口中所占份额。二是逆全球化逆风或进一步加剧,近期美国加大了对华科技“脱钩”的力度,将对我国高科技行业出口造成不利影响。出口收缩叠加我国经济重启支撑进口增长,货物贸易顺差将收窄;同时国际旅行正常化将推动服务贸易逆差扩大。诸多因素共同作用,经常项下顺差或显著收敛,对我国经济增长形成负面影响。

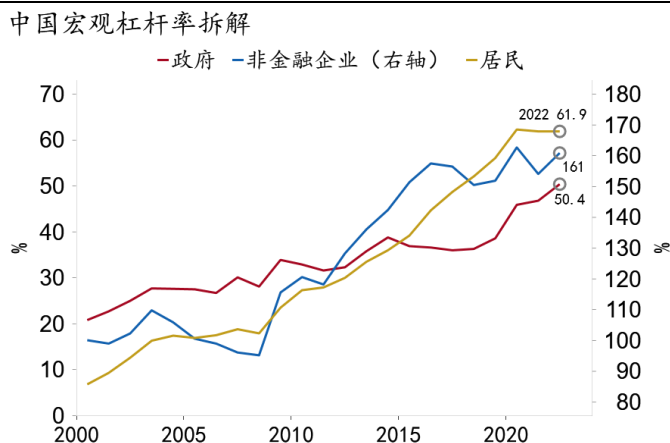
在外需萎缩之下,我们只能更多地依靠内需来实现增长,别无他法。首先,当然是消费特别是服务消费的增长,这是最大的确定性,也将成为经济复苏的最主要驱动力。其次,受到政策与产业周期的双重支撑,基建和制造业投资有望稳健增长。不过,近两年基建持续发力,各地合意项目储备逐渐消耗,新项目增长乏力,叠加疫情期间地方财政压力上升,对基建投资增速造成一定制约。制造业投资一方面受新动能行业周期及支持政策的支撑,另一方面则受出口下行拖累,总体有望维持一定韧性。三是房地产投资。虽然我们可以大致说房地产行业有望筑底修复,其上下游的投资和消费也有望相应改善。但房地产销售回暖的程度,不敢有所奢望。几乎可以肯定的

是，居民部门信心修复仍需时日，人口增长出现拐点和城镇化进程放缓，都将压低房地产中长期需求，政策的周期性影响正在钝化，不可能再现过去几轮上行周期所达到的高点。

经济动能由外需转向内需，或许足够支持一个 5% 左右的增长。今年经济修复的力度和高度，取决于另一更重要的范式转换，那就是经济发展的重心从公共部门向私人部门的转换，这将决定上调经济预测是否最终能够成为现实。

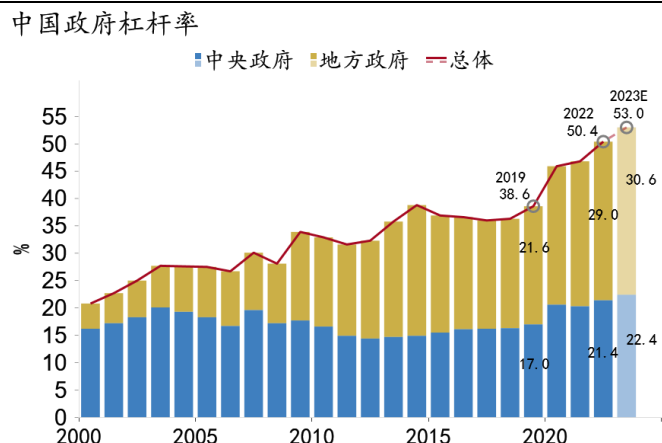
去年，我国公共部门和私人部门的经济行为明显分化，表现为政府部门加杠杆（扩张资产负债表）、私人部门去杠杆（收缩资产负债表）。按照社科院国家资产负债表研究中心测算，2022 年居民部门杠杆率（债务余额/名义 GDP）为 61.9%，与上年持平，一改此前数十年居民部门杠杆率持续上升的势头；政府部门杠杆率持续上行，全年抬升了 3.6 百分点至 50.4%；企业部门杠杆率由跌转升，上行 6.8 百分点至 161%（图 9）。

图 9：公共部门加杠杆，私人部门降杠杆



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 10：地方政府杠杆率上升最为明显



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

政府部门主动加杠杆是为了稳住经济大盘。结构上看，地方政府杠杆率上行了 2.5 百分点，显著高于中央政府杠杆率上升幅度（1.1 百分点）（图 10）。居民部门去杠杆最为明显，在就业和收入前景恶化的背景下，资产负债表出现收缩迹象。去年，居民户新增人民币贷款同比少增 4.09 万亿（-51.6%）；新增存款同比多增 7.94 万亿（+80.2%）。企业部门杠杆率波动上行，国有和民营企业分化严重。央行调查显示企业家经营景气指数持续走弱，我们去年多地调研也显示民营企业信心不足、资本开支增长明显放缓。社科院数据的缺陷是将企业部门大而化之，没有国企和民企的细分项。不过，我们仍可以从其它线索进行分析，从政府加杠杆的行为，可以推断国企部门应该也在加杠杆；从居民去杠杆的动机，可以推断私企部门杠杆率或许在下降。总之，一个不大可能出错的判断是，去年公共部门（政府和国企）加杠杆以保增长，私人部门（居民和私企）降杠杆收缩资产负债表。这正是预期减弱、信心不足的表现。

这种情况可否持续？仅仅依靠公共部门能否拉动中国经济庞大的身躯？答案应该是否定的。尽管今年的财政安排的总盘子不会弱于去年，但政府继续加杠杆的风险越来越大。政府债务特别是地方债务的可持续性问题持续困扰金融市场，新增的合意的专项债项目正在枯竭（低垂的果实

已经摘完了)，部分地方融资平台深陷债务泥潭。说到底，公共部门（政府和国企）只占中国经济的三分之一，追求更高质量的增长，必须完成最为重要的范式转移，只有进一步激发占中国经济三分之二的私人部门的活力，高质量发展才能事半功倍、水到渠成。

我对今年的中国经济深抱期望，随着经济活动修复带动预期改善，市场化改革提振私人部门信心，居民和私企部门有望重启扩张性资产负债行为，接棒公共部门发挥扩大内需的作用。这将确保中国经济尽快重回潜在水平，实现高质量发展。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。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。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号