



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济月度数据分析会（总第61期）

修复预期加强的中国经济与资产负债表演化

主办单位：

中国人民大学国家发展与战略研究院

中国人民大学经济学院

中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：

中国人民大学经济研究所

2023年1月



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济月度数据分析会（第61期）

修复预期加强的中国经济与资产负债表演化

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限公司

承办单位：中国人民大学经济研究所



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济月度数据分析会（第61期）

修复预期加强的中国经济与资产负债表演化

报告人：袁海霞

中国宏观经济论坛（CMF）主要成员

中诚信国际研究院副院长

2023年1月

目 录

- 一、 “寒意虽存、春山可望”：修复预期加强的中国经济
- 二、 防患未然：关注经济修复进程中可能的资产负债表收缩等风险
- 三、 政策关注：着眼短期与中长期，动态调整应对挑战

□ 2022年主要宏观经济数据及2023年预测一览表

| | 2022年 | | | | 变化 1 | 2021年 | | | | | | | | 2023年* | 变化 2 |
|-----------------|-------|------|------|------|------|-------|------|-----|------|-----|------|-----|------|-------------|------|
| | Q4 | Q3 | Q2 | Q1 | | Q4* | Q4 | Q3* | Q3 | Q2* | Q2 | Q1* | Q1 | 全年 | |
| GDP (当季, %) | 2.9 | 3.9 | 0.4 | 4.8 | ↓ | 5.2 | 4.0 | 4.9 | 4.9 | 5.5 | 7.9 | 5.0 | 18.3 | 5.3 | ↑ |
| GDP (累计, %) | 3 | 3 | 2.5 | 4.8 | ↓ | 5.1 | 8.1 | 5.2 | 9.8 | 5.3 | 12.7 | 5.0 | 18.3 | 5.3 | ↑ |
| 第二产业 (累计, %) | 3.8 | 3.9 | 3.2 | 5.8 | ↑ | - | 2.5 | - | 3.6 | - | 7.5 | 6.0 | 24.4 | 6.4 | ↑ |
| 第三产业 (累计, %) | 2.3 | 2.3 | 1.8 | 4.0 | ↓ | - | 4.6 | - | 5.4 | - | 8.3 | 4.7 | 15.6 | 3.4 | ↑ |
| 工业增加值 (累计, %) | 3.6 | 3.9 | 3.4 | 6.5 | ↓ | 6.1 | 9.6 | 6.4 | 11.8 | 7.0 | 15.9 | 6.8 | 24.5 | 4.8 | ↑ |
| 服务业生产指数 (累计, %) | -0.1 | 0.1 | -0.4 | 2.5 | ↓ | 6.0 | 13.1 | - | 16.3 | - | 21.5 | 6.8 | 29.2 | 4.1 | ↑ |
| 投资 (累计, %) | 5.1 | 5.9 | 6.1 | 9.3 | ↑ | 3.9 | 4.9 | 3.8 | 7.3 | 4.4 | 12.6 | 2.9 | 25.6 | 5.9 | ↑ |
| 基建 (累计, %) | 9.4 | 8.6 | 7.1 | 8.5 | ↑ | - | 0.4 | - | 1.5 | - | 7.8 | - | 29.7 | 8.0 | ↓ |
| 制造业 (累计, %) | 9 | 10.1 | 10.4 | 5.6 | ↓ | - | 13.5 | - | 14.8 | - | 19.2 | - | 29.8 | 5.0 | ↓ |
| 房地产 (累计, %) | -8 | -8 | -5.4 | -0.7 | ↓ | - | 4.4 | - | 8.8 | - | 15 | - | 25.6 | -3.0 | ↑ |
| 社零额 (累计, %) | -0.2 | 0.7 | -0.7 | 3.3 | ↓ | 3.9 | 12.5 | 3.9 | 16.4 | 4.4 | 23.0 | 4.2 | 33.9 | 5.5 | ↑ |
| 出口: 累计 (% , 美元) | 7 | 12.5 | 13.9 | 15.5 | ↓ | - | 29.9 | - | 33.0 | - | 38.6 | - | 49.0 | -8 | ↓ |
| 进口: 累计 (% , 美元) | 1.1 | 3.9 | 5.7 | 10.6 | ↓ | - | 30.1 | - | 32.6 | - | 36.0 | - | 28.0 | 4.0 | ↑ |
| 贸易顺差 (累计, 亿美元) | 8776 | 6444 | 3783 | 1542 | ↑ | - | 6764 | - | 4275 | - | 2515 | - | 1164 | 4200 | ↓ |
| CPI (累计, %) | 2.0 | 2 | 1.7 | 1.1 | ↑ | - | 0.9 | - | 0.6 | - | 0.5 | - | 0.0 | 2.1 | ↓ |
| PPI (累计, %) | 4.1 | 5.9 | 7.7 | 8.7 | ↓ | - | 8.1 | - | 6.7 | - | 5.1 | - | 2.1 | 0.1 | ↓ |
| M2: 同比 (%) | 11.8 | 12.1 | 11.4 | 9.7 | ↑ | - | 9.0 | - | 8.3 | - | 8.6 | - | 9.4 | 9.2 | ↓ |
| 社融规模 (当季值, 万亿元) | 4.2 | 6.8 | 8.9 | 12.1 | ↓ | - | 6.6 | - | 7.0 | - | 7.5 | - | 10.3 | 33 | ↑ |
| 社融增速 (存量, %) | 9.6 | 10.6 | 10.8 | 10.6 | ↓ | - | 10.3 | - | 10.0 | - | 11.0 | - | 12.3 | 10.5 | ↑ |

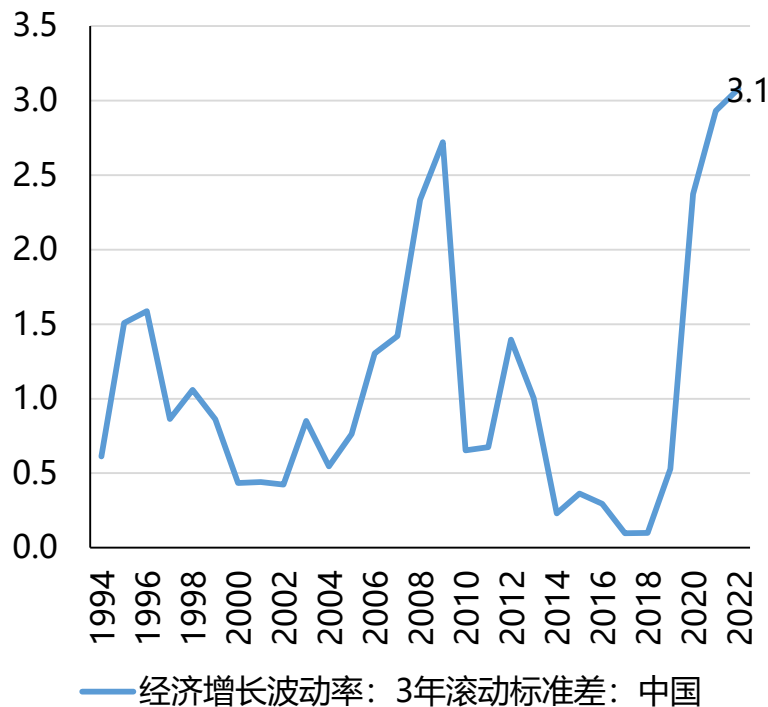
1. 经济增长：2022年经济两度“乍暖还寒”，2023年修复预期加强

- » 疫情冲击下中国经济于二季度、四季度两度“乍暖还寒”，修复一波三折；受防控放开后的全民免疫高峰影响，四季度经济再度走弱，当季同比增长2.9%，全年增长3%
- » 疫情放大经济波动：2020-2022年经济增速波动率高于2008-2009年金融危机期间（2020-2022年波动率均值为2.8，2008-2009年波动率均值为2.4）
- » 2023年修复预期加强：2023年经济运行中积极因素有所增多，修复或有望加快，增速波动也将降低

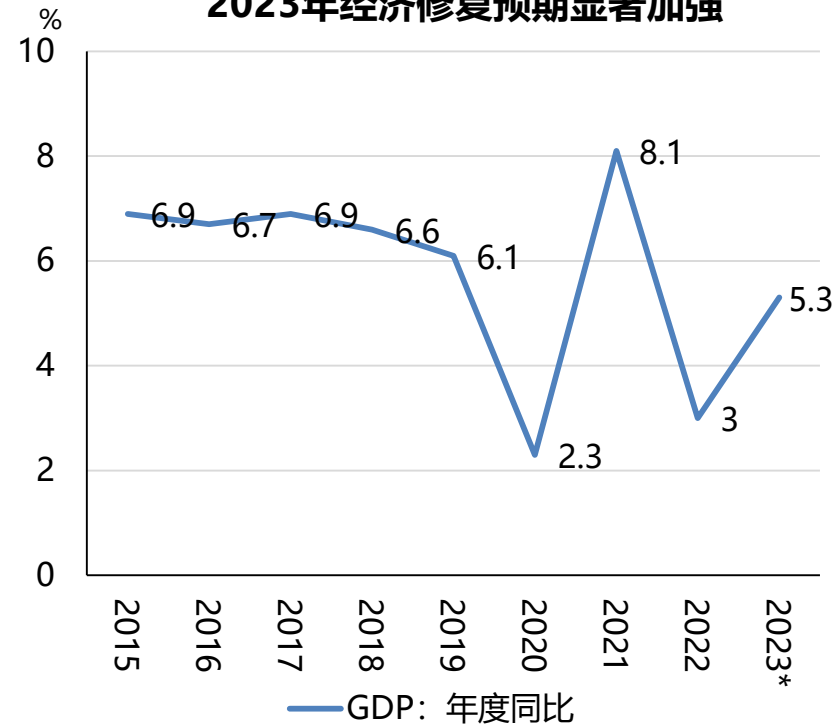
疫情冲击2022年GDP增速两度走弱



疫情期间GDP波动率大幅上行



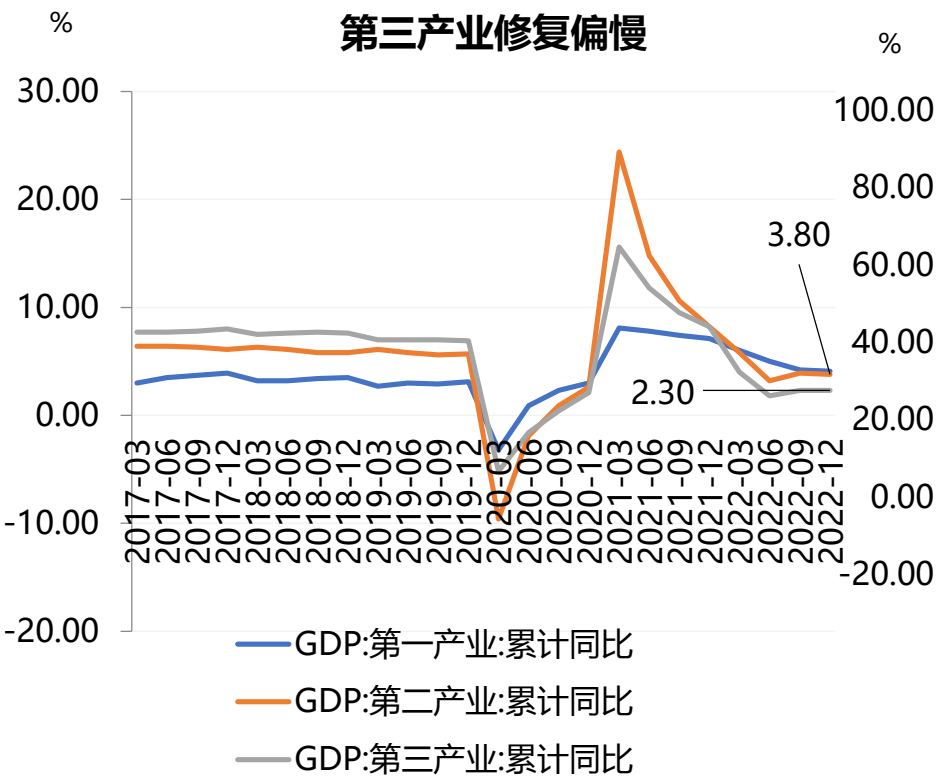
2023年经济修复预期显著加强



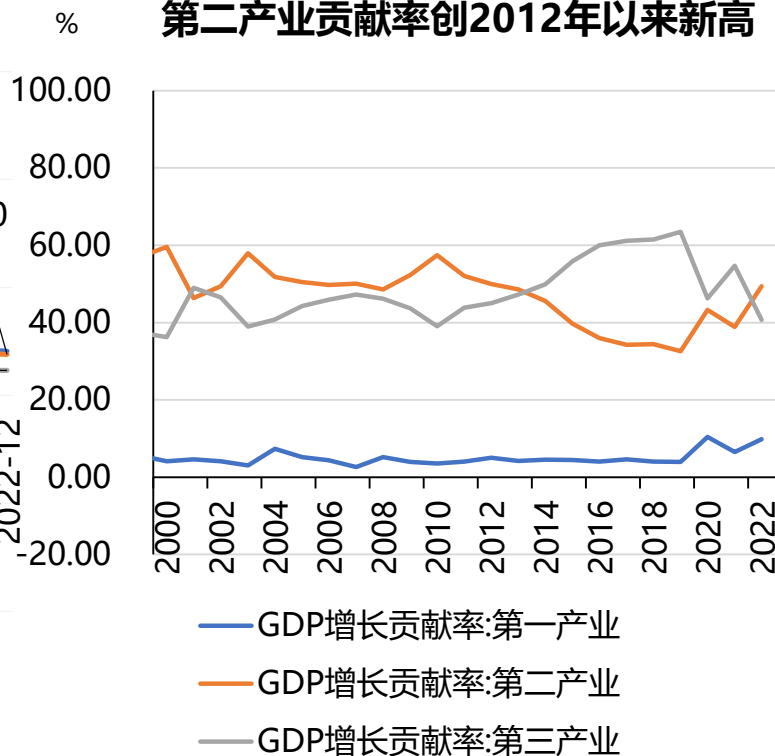
➤ 动力转换：第二产业对经济增长贡献率达到十年来新高，资本形成对经济增长的贡献率走高

- 从三次产业来看，受疫情冲击较小的第一产业增长相对较快；第二产业次之，第三产业对消费场景依赖更为严重，第三产业修复力度最小，其占经济增长的比重和贡献率都有所下降，达到了2010年的阶段性新低，而第二产业对经济增长的贡献则达到了2012年以来的新高
- 从需求结构来看，受国内总需求疲弱影响，最终消费对经济增长的贡献率（32.8%）降至到1978年有数据以来的次低点（2020年为-6.8），资本形成的贡献率继2013年以来再次超过50%，比上年同期提升近37个百分点，净出口贡献率略有回落，但仍处于相对高位

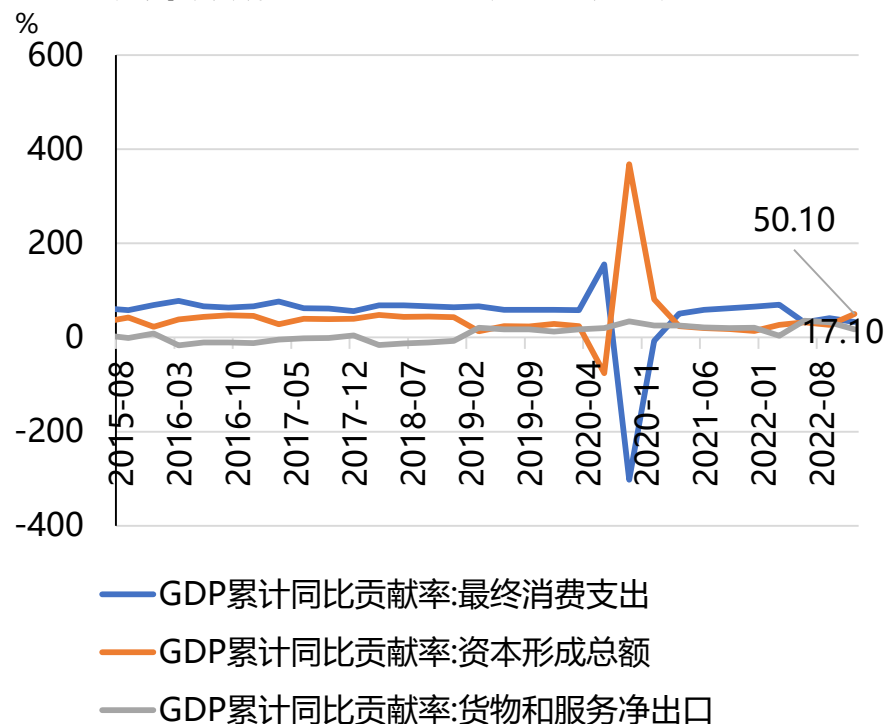
第三产业修复偏慢



第二产业贡献率创2012年以来新高



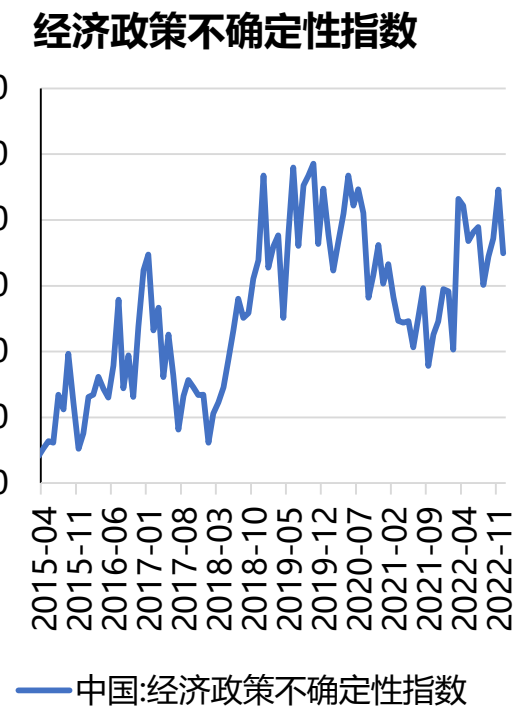
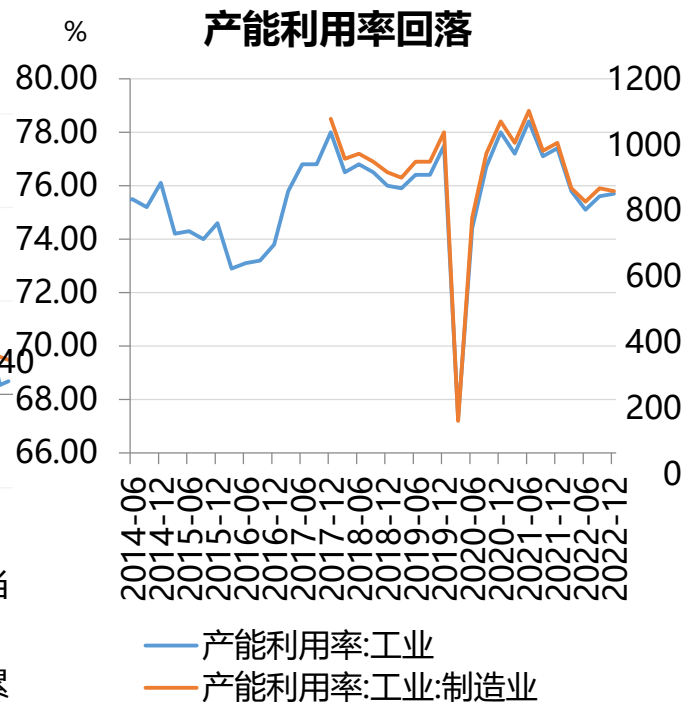
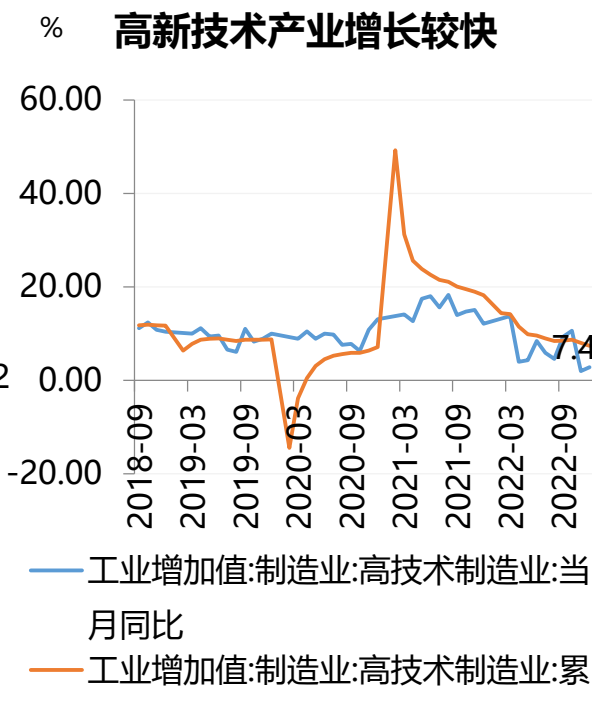
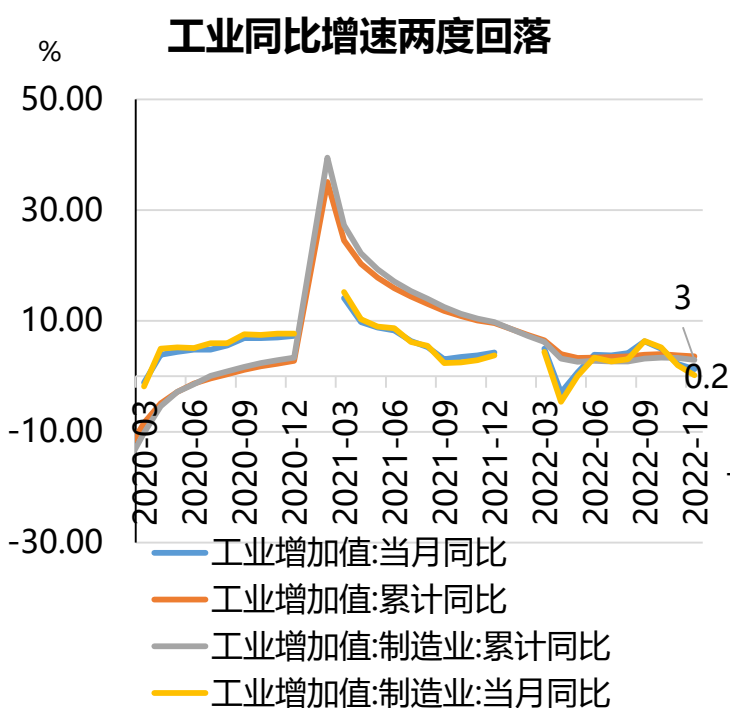
资本形成对GDP的贡献率再次超过50%



2. 供给：服务业改善尤可期待，但需关注预期差

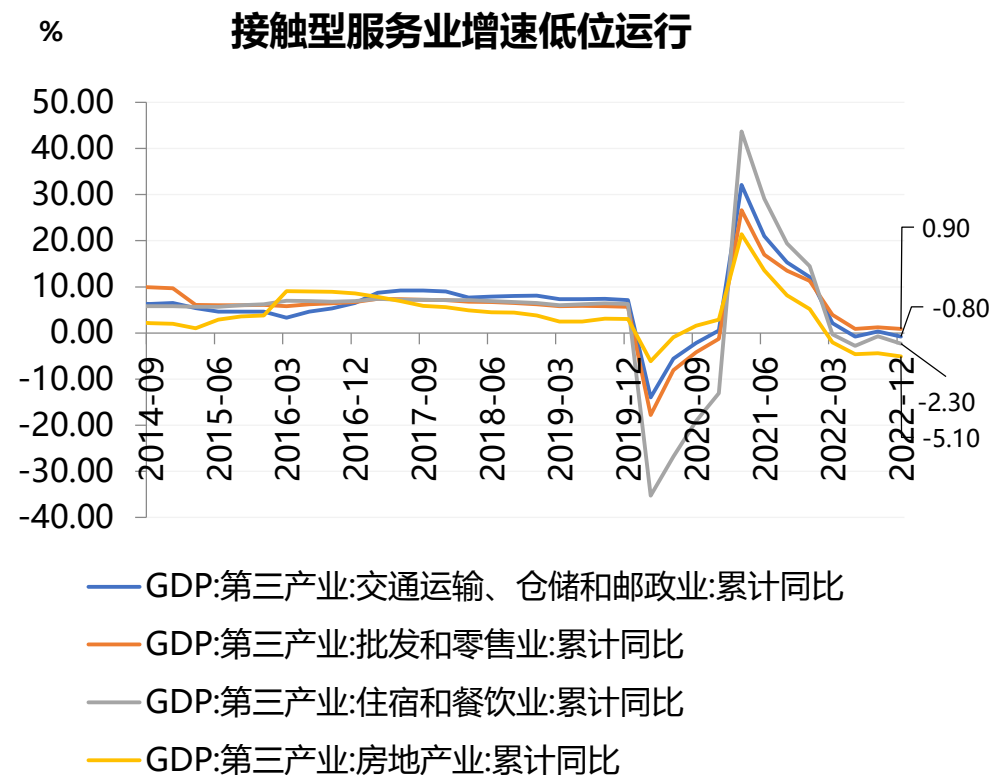
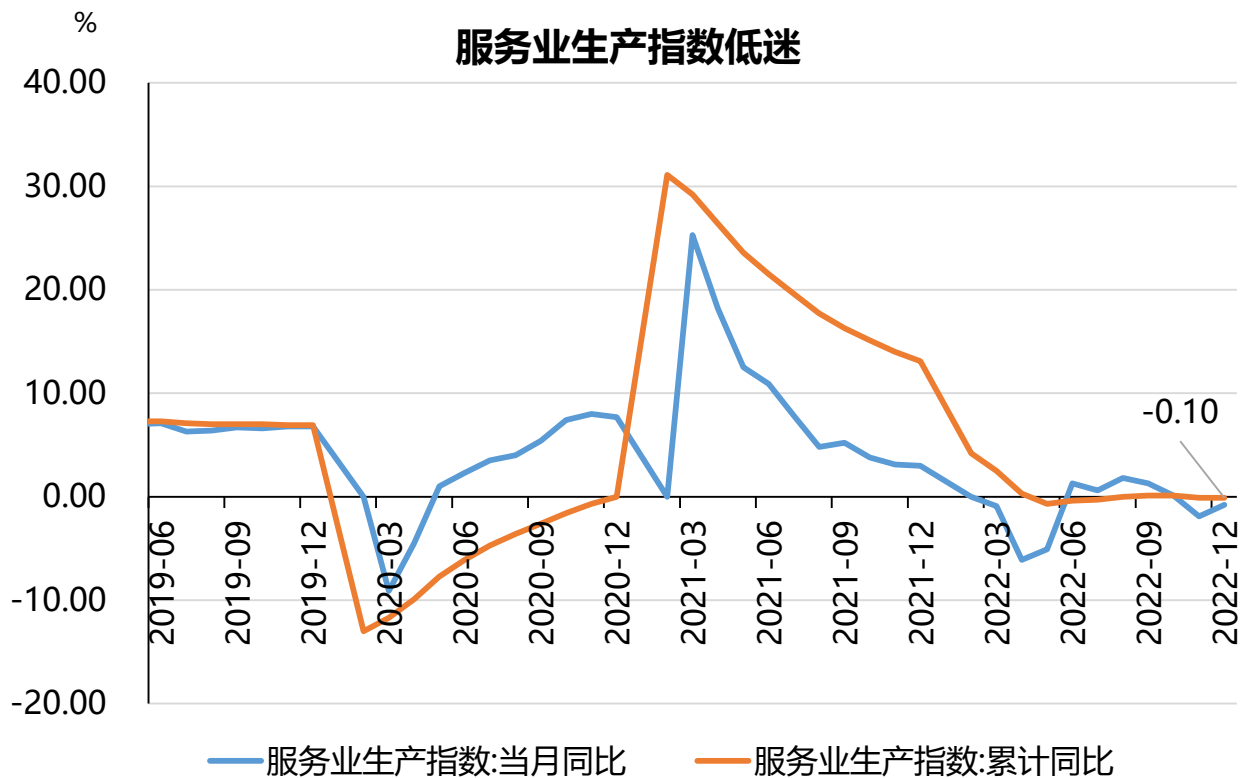
2-1. 疫情冲击工业生产两度回落，新的一年改善可期但仍有隐忧

- » 2022年，受疫情冲击影响，工业生产分别于二季度、四季度两度回落，疫情带来的供给冲击影响持续
- » 2023年制造业生产改善可期：疫情防控政策调整使得疫情对生产的制约减轻；技改对工业生产带来支撑；二十大报告强调“建设现代化产业体系”、“推进新型工业化”、“加快建设制造强国”，政策继续加大对制造业的支持
- » 关注工业生产面临的不利因素：大国博弈下的产业链供应链风险；下游需求疲弱、外部需求走弱；库存去化下产能利用率回落；经济政策的不确定性



2-2. 服务业受疫情扰动较大，服务业回暖或成2023年最大期待之一

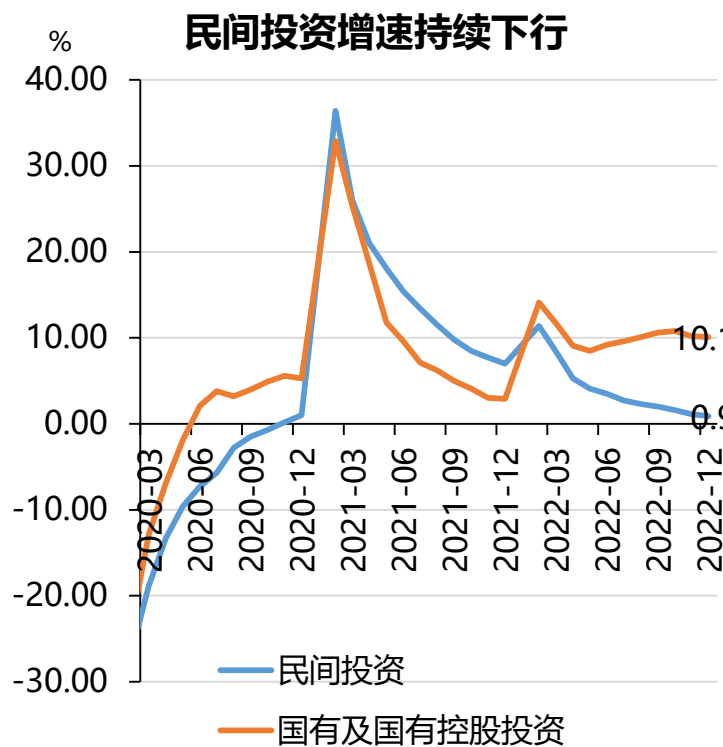
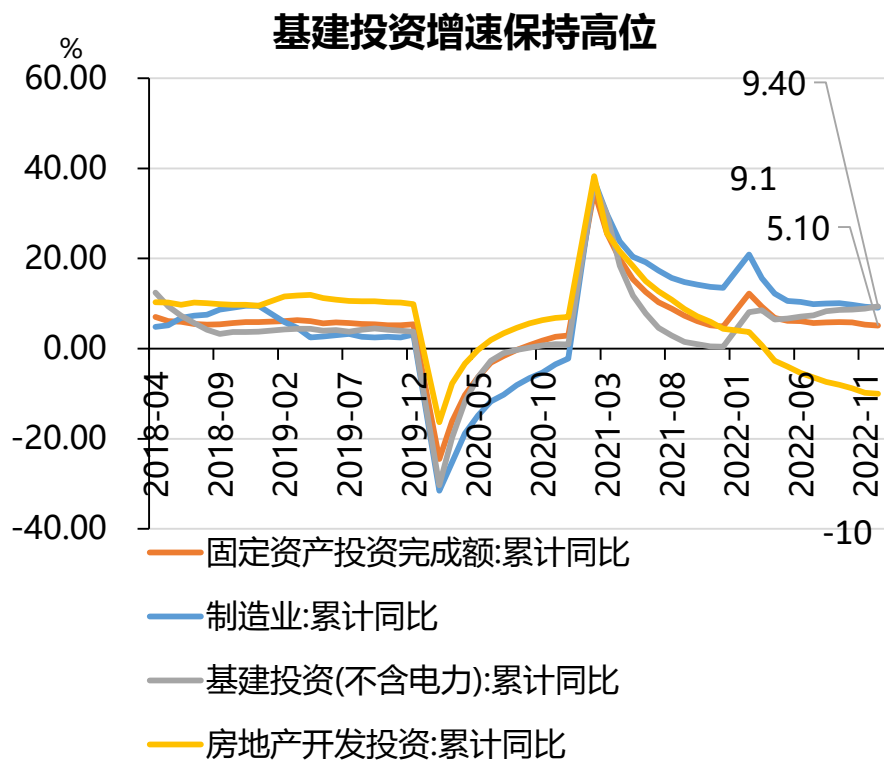
- » 2022年，疫情之下，服务业消费场景受限，服务业持续低迷，全年增长2.3%，服务业生产指数下滑0.1%；展望2023年，随着疫情防控措施的调整，居民行动受限的情况得到明显改观，服务业的修复或成为2023年最可期待的因素之一
- » 服务业修复隐忧犹存：疫情三年，居民消费观念和消费习惯已经有所改变，全民免疫高峰过后疫情潜在风险仍有可能存在，低基数下服务业同比增速或有望出现较为明显反弹，但服务业实际修复情况或仍然受限，持续关注服务业修复预期与实际修复情况之间的差异



3.需求：从内需弱、外需较强转向内需向好、外需走弱

3-1. 投资：基建加码对冲地产投资下行，稳增长政策加持投资后续改善可期

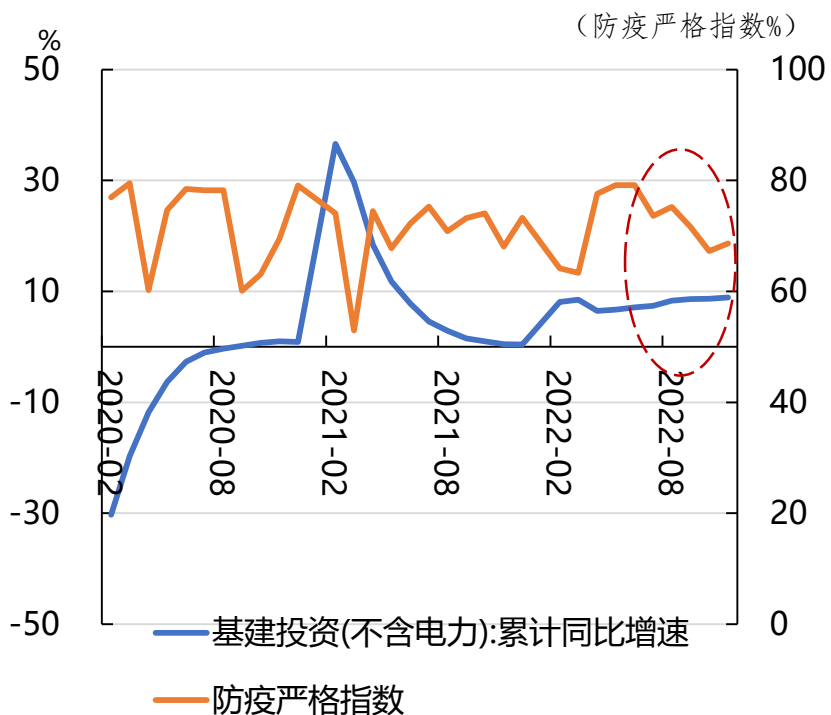
- » 2022年，地产投资成为投资的最大拖累项，政策稳增长下基建投资保持较高增长，制造业投资保持较高增速
- » 分所有制来看，民间投资持续较弱情况值得关注，国有及国有控股投资持续高于民间投资
- » 2023年投资基建仍将保持较高水平运行，地产投资边际改善，制造业投资保持平稳增长，投资改善可期，但对改善的幅度和力度仍不应过分期待



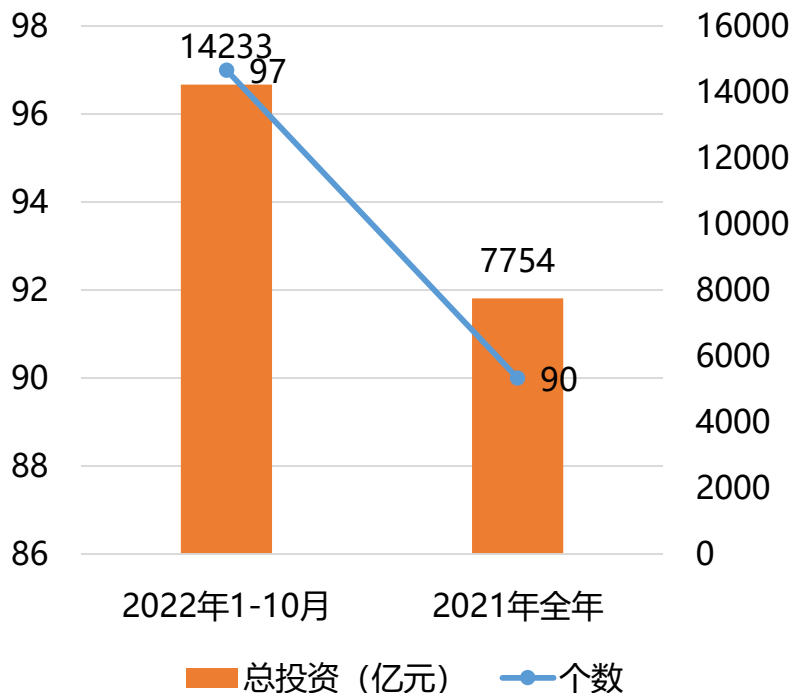
➤ 政策稳增长加力下基建仍将保持较高增速但难以大幅上行

- » 2022年，专项债和下半年的开发性金融工具是基建投资的重要资金支撑，2023年基建仍要持续发力，但考虑到基建项目数量以及专项债稳增长的空间的制约，或难以出现大幅上行
- » **中央经济工作会议**：要通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资，加快实施“十四五”重大工程，加强区域间基础设施联通

疫情防控对基建的制约减轻



发改委审批核准固定资产投资项目



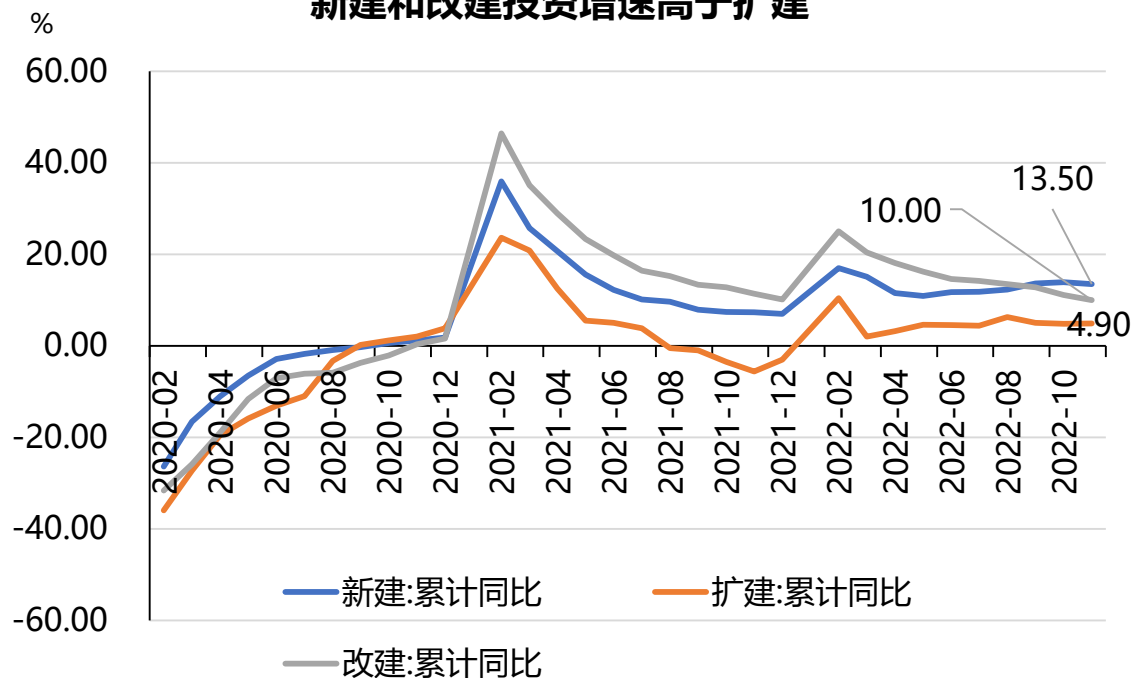
2022年专项债或拉动约5万亿基建投资

| 项目开始时间 | 项目期限 | 估算指标 | 估算规模 |
|--------------|------|----------------------------|-------------|
| 2022年之前 | / | 专项债当年投入 | 2.41 |
| 2022年 | ≤1年 | 项目总投资规模 (按80%到位) | 1.08 |
| | >1年 | 项目资本金合计 (按10%到位) | 0.48 |
| | | 专项债当年投入 (非资本金项目) | 1.04 |
| 2022年之后 | / | 专项债当年投入 | 0.0041 |
| 专项债拉动基建投资估算1 | / | / | 5.01 |
| 政策性金融工具 | / | 调增贷款+两批基础设施基金 (按5%支持专项债项目) | 0.08 |
| 专项债拉动基建投资估算2 | / | / | 5.09 |

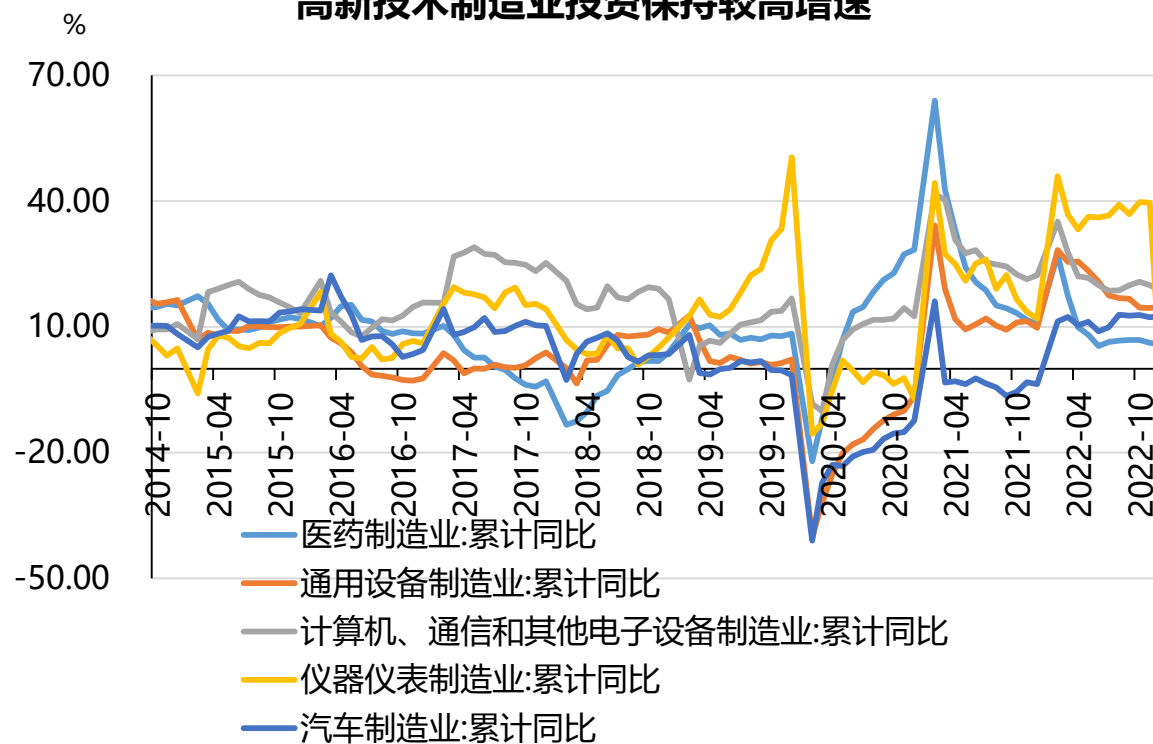
制造业投资或有望较为平稳运行，但增速中枢或弱于上年

- 2022年制造业投资虽然增速波动回落，但全年仍然保持了较高增速（9.1%），结合按建设性质分的新建、改建增速远高于扩建增速分析，这或表明制造业结构调整或有所加速，新技术、新产能的投入力度加大，同时“双碳”带来的环保压力下企业加快设备更新换代
- 随着疫情影响缓解、技改投资继续高位运行，制造业投资继续有望保持较为平稳运行，但基数较高、需求偏弱仍将制约制造业投资，且制造业投资中民间投资占比较高，民间投资的疲弱也将影响制造业投资的修复

新建和改建投资增速高于扩建



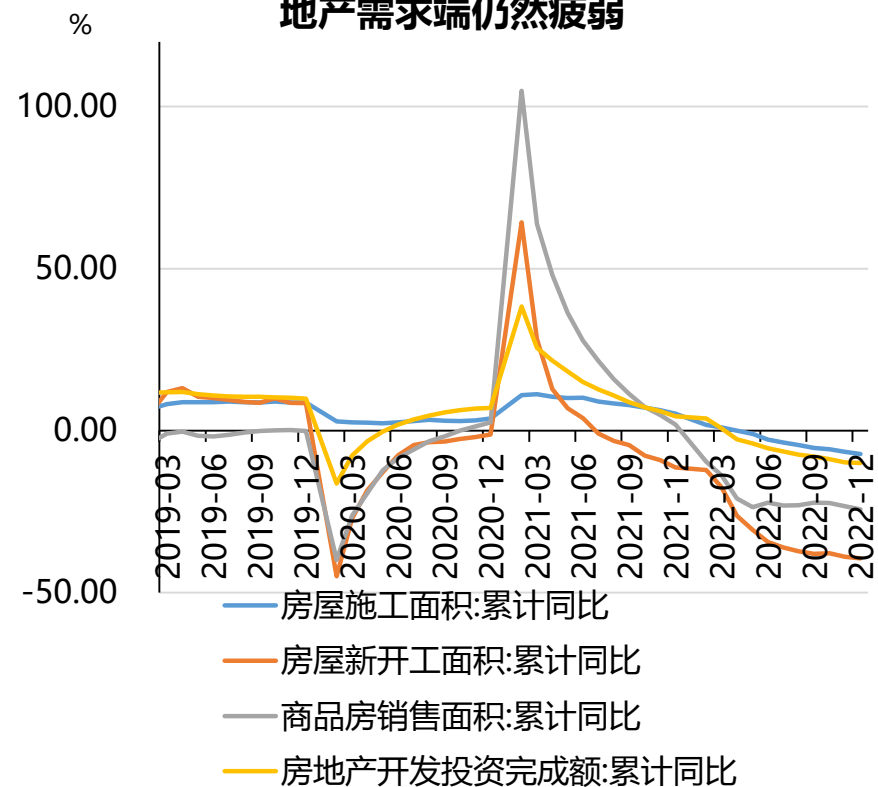
高新技术制造业投资保持较高增速



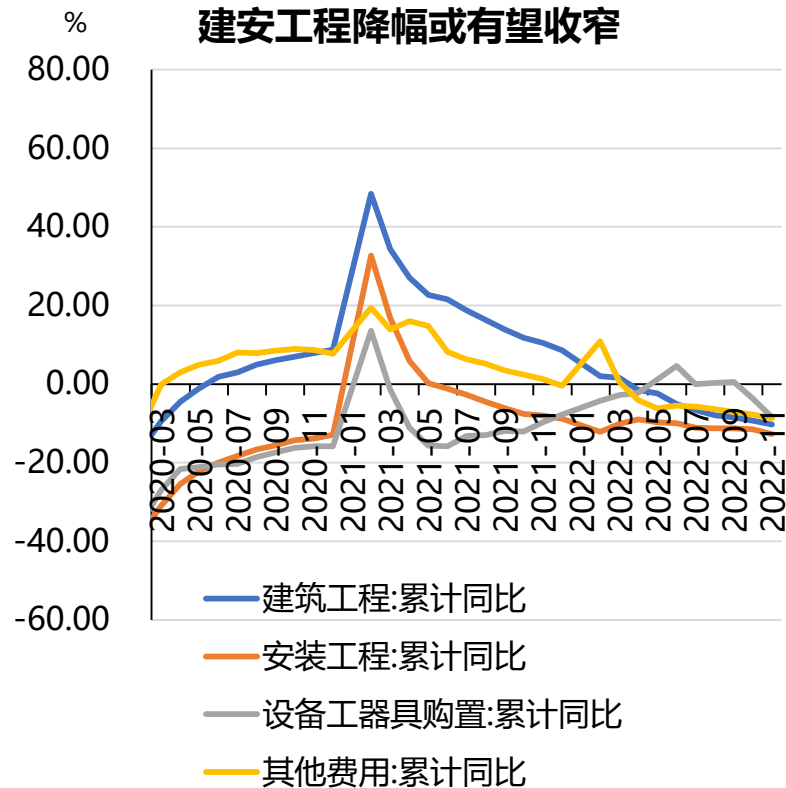
➤ 房地产投资大幅下行态势有望得到遏制，但或难以大幅改善

- » 2022年投资和中国经济的最大拖累，尤其是7月烂尾楼事件冲击，极大的冲击了购房人的信心，也延长了行业见底的时间
- » 2023年房地产政策会有两条底线——“保交楼”的民生底线，“不走高杠杆的老路”的风险底线；在两条底线的约束下，明年房地产政策的重心大概率会落在供给端的存量项目建设以及保障优质主体之上，房地产项目竣工进度或将有所加快，建安设备投资对房地产投资的拖累将有所减轻；但在市场需求依然疲弱、非头部地产企业流动性压力仍然较大土地购置持续低迷的情况下，地产新开工改善有限，从而制约地产投资修复的力度

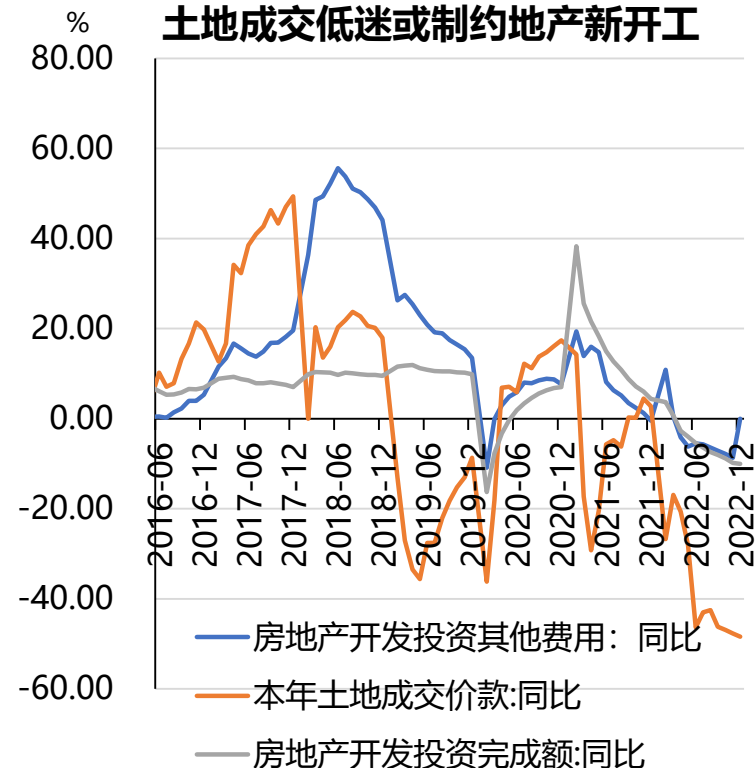
地产需求端仍然疲弱



建安工程降幅或有望收窄

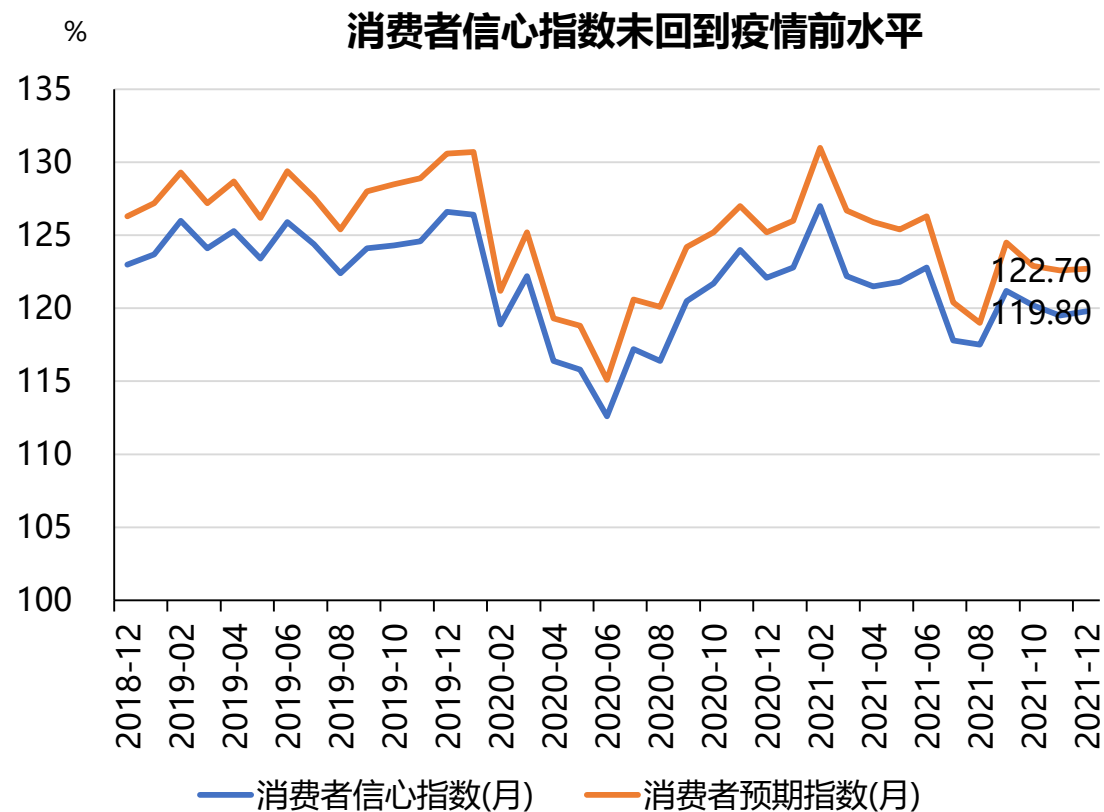
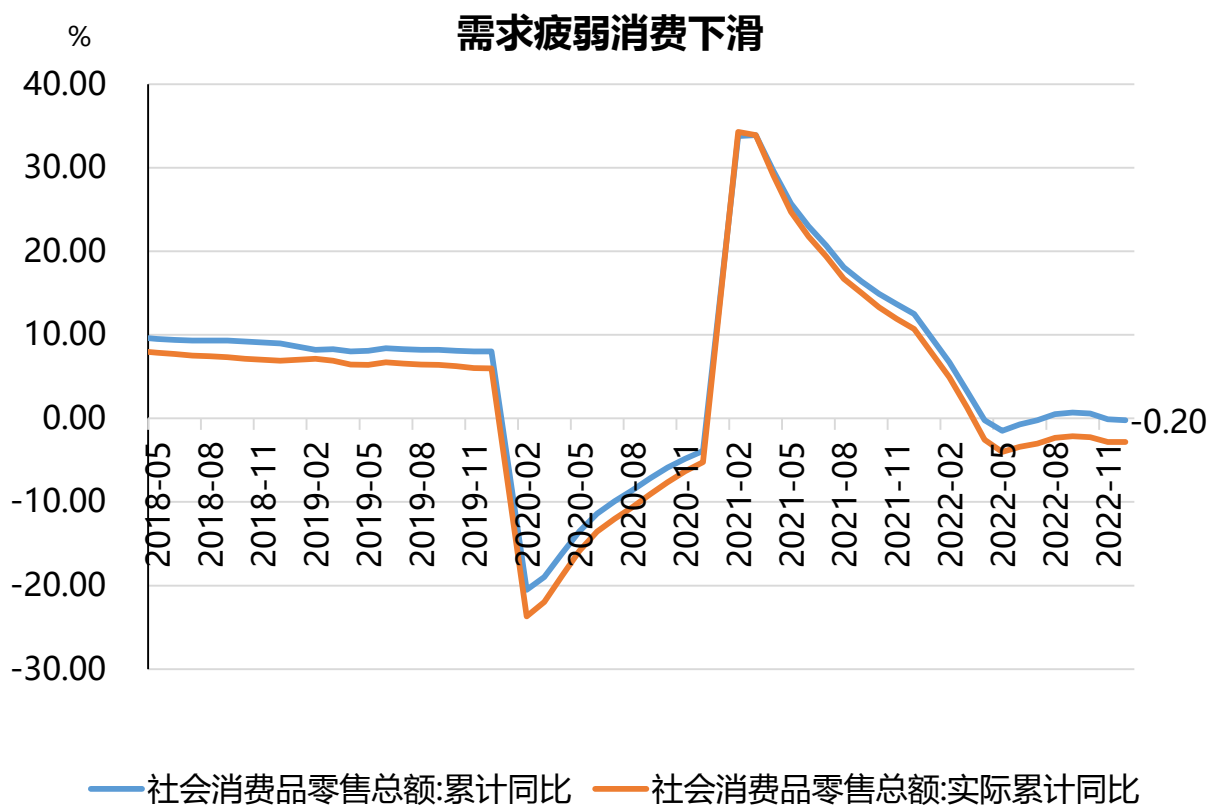


土地成交低迷或制约地产新开工



3-2. 消费：低迷态势贯穿2022全年，2023年仍需政策加力呵护扩大内需

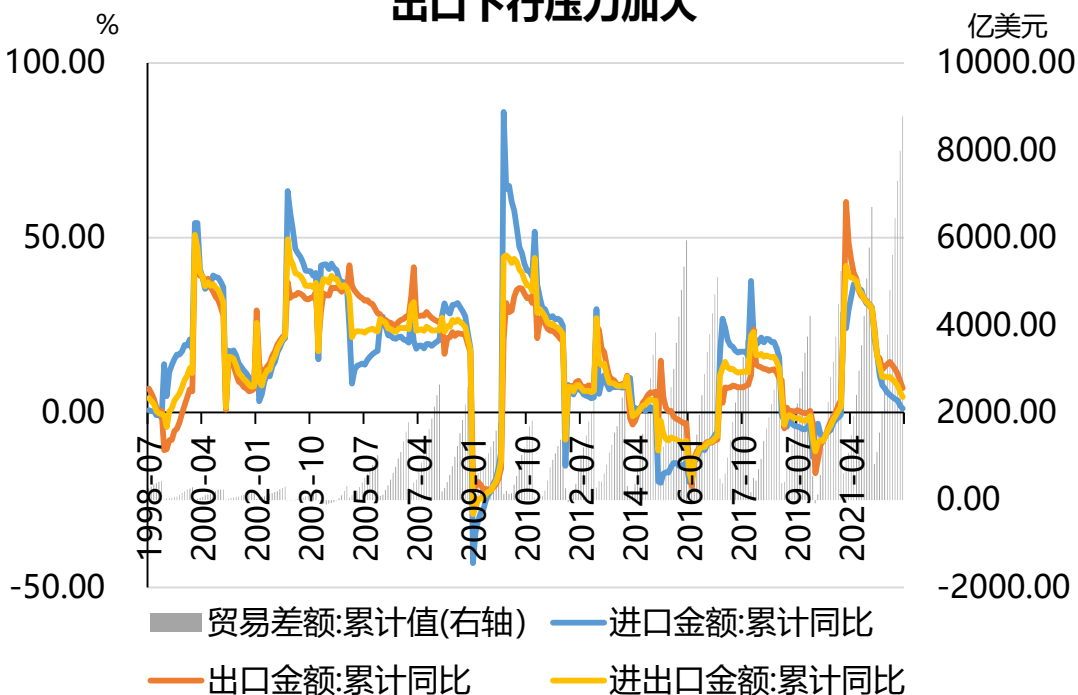
- 疫情频发、居民消费倾向不足制约2022年消费；展望2023，全民疫情免疫高峰过后，疫情对经济运行的影响或将弱化，疫情对居民消费的负面影响将减轻，为新一年消费修复提供了条件，但仍需关注就业压力给消费带来的制约，居民杠杆持续位于高位，消费改善幅度是影响2023年经济修复程度的关键所在，不确定性仍较大，仍需政策加大支持力度



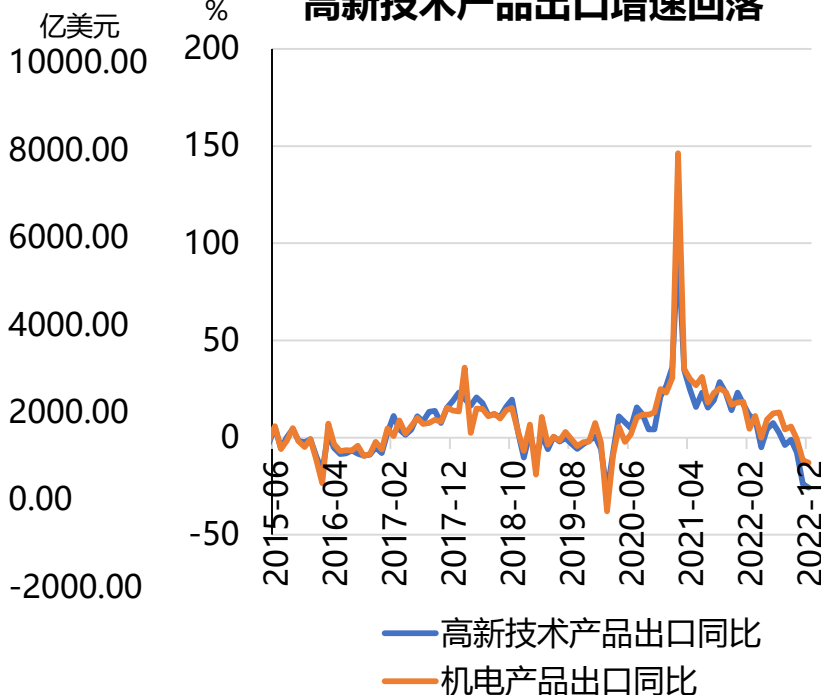
3-3. 出口全年走势“前高后低”，新的一年下行压力仍存

- » 2022年下半年尤其是四季度以来，出口下行压力持续显现，当月同比连续三月为负
- » 2023年影响出口的负面因素：全球经济滞胀风险加大下外需疲弱（WTO预测2023年全球贸易仅贸易增长1%，2022年为3.5%）；中国出口错峰增长优势弱化；西方国家遏制制约高科技产品的出口
- » 2023年出口仍存一定积极因素：中国出口占比较高，具备全产业链优势；钢铁、化肥、电池等能源密集型企业将业务转移出欧洲，给相关行业带来机遇；RECP对我国出口的带动

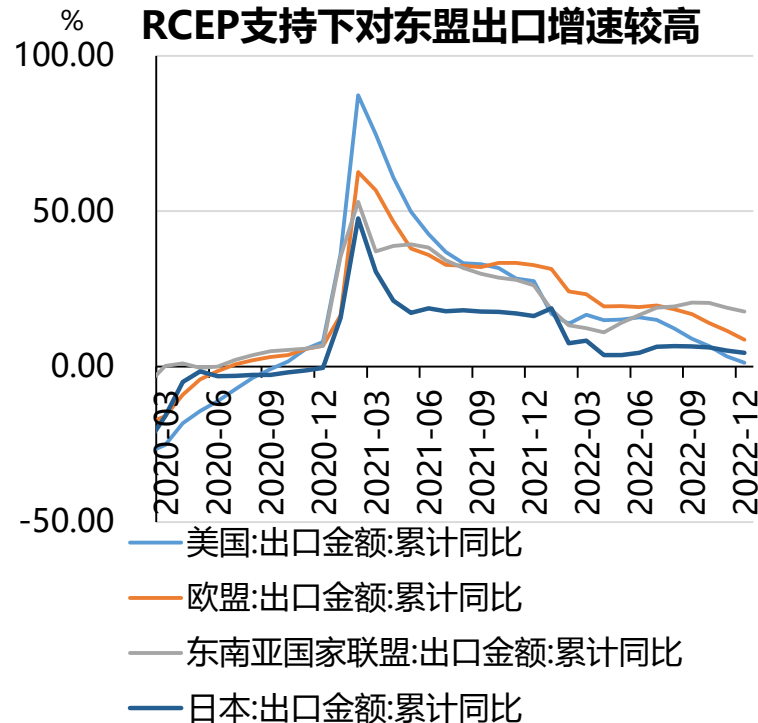
出口下行压力加大



高新技术产品出口增速回落



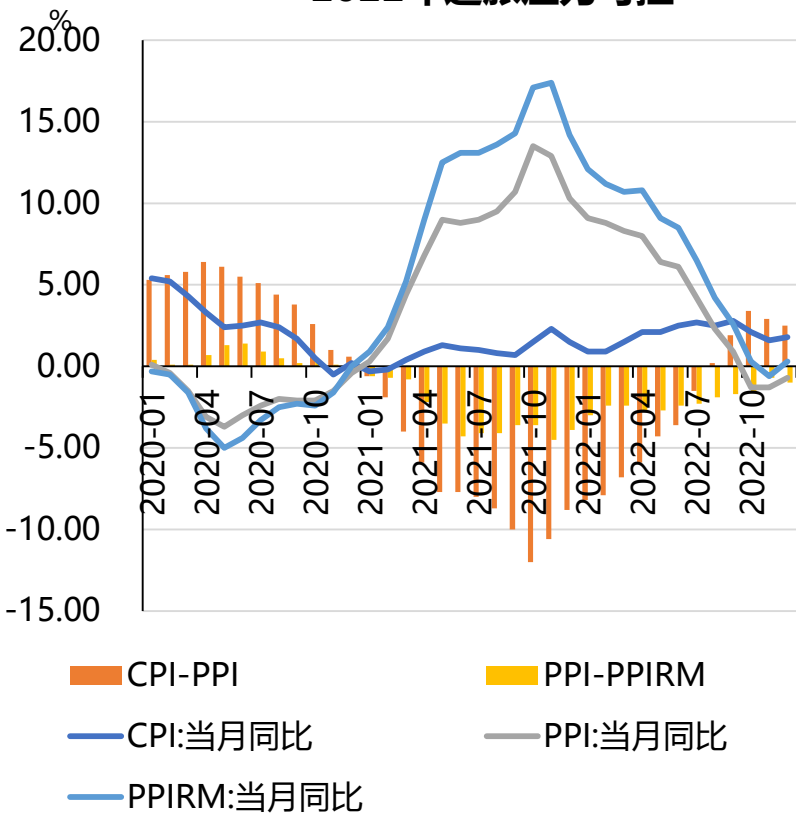
RCEP支持下对东盟出口增速较高



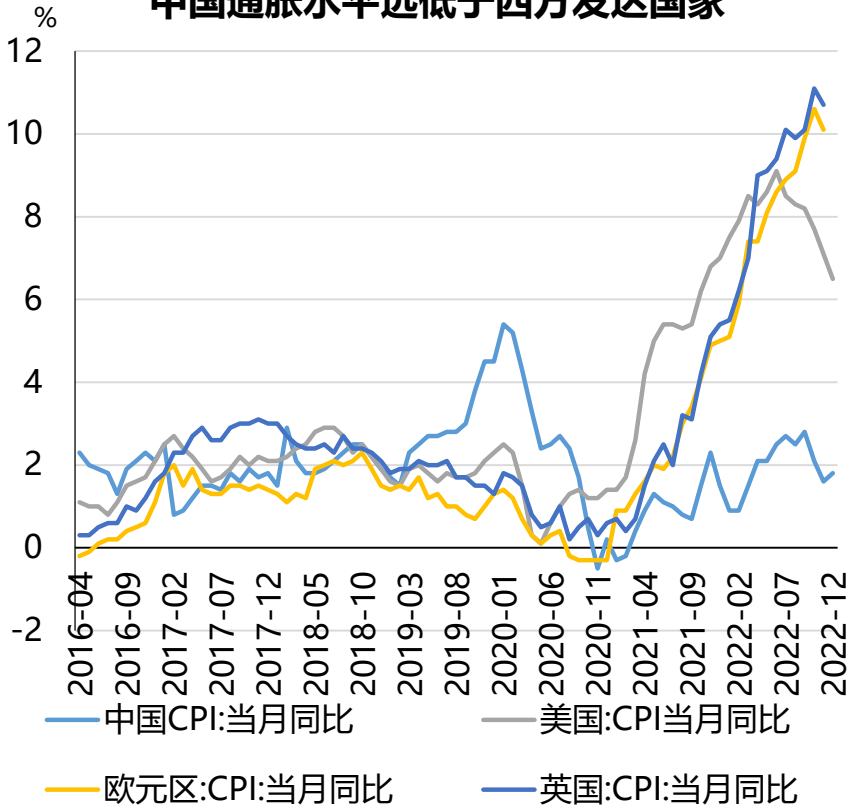
4. 通胀：通胀压力逐步缓解，2023年通胀整体仍可控

- » 2022年CPI年末走低，全年增长2%，核心CPI持续处于1%以内，猪肉、蔬果价格回落是直接原因；受石油等大宗商品价格波动影响，2022年PPI“前高后低”
- » 展望2023年，综合考虑猪肉价格、大宗商品走势及翘尾因素影响，2023年CPI或“前高后稳”全年2.1%左右，PPI走势或“前低后稳”

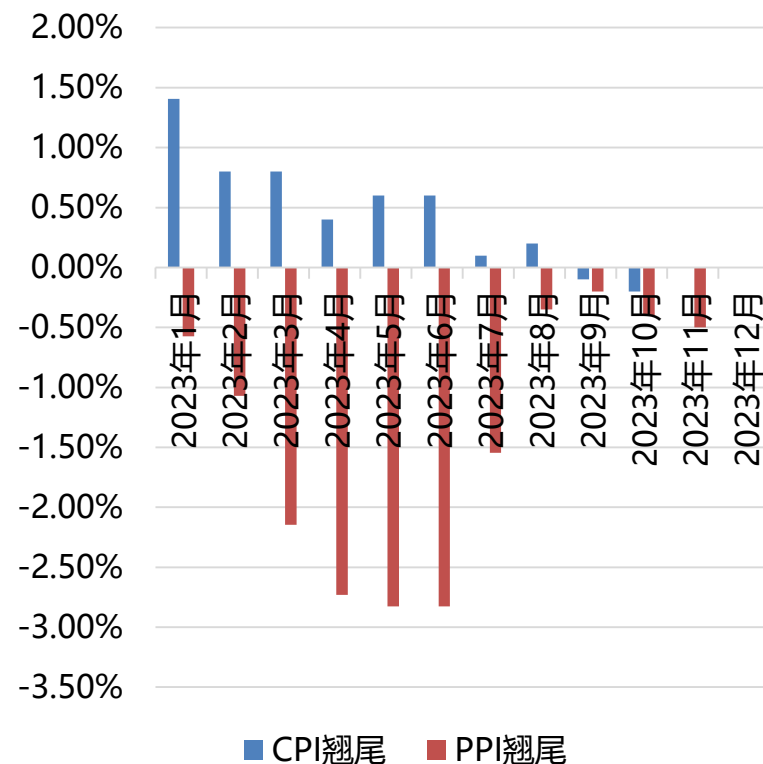
2022年通胀压力可控



中国通胀水平远低于西方发达国家



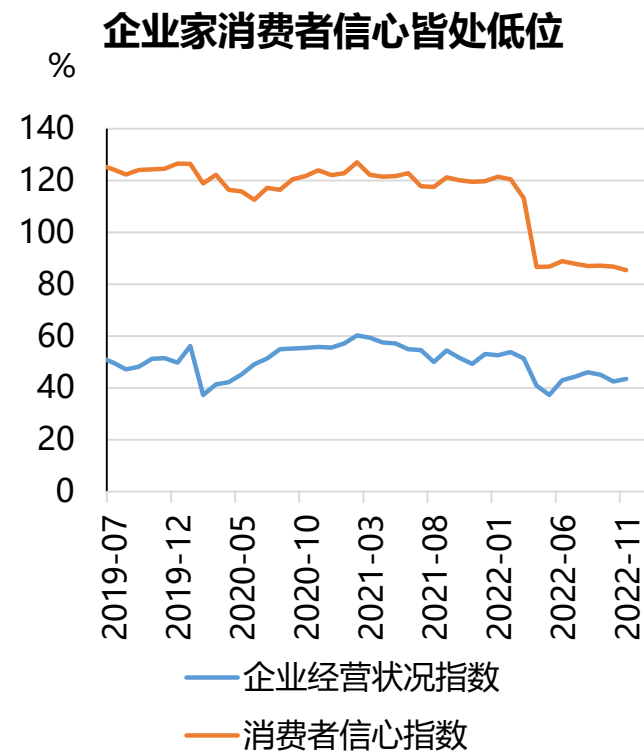
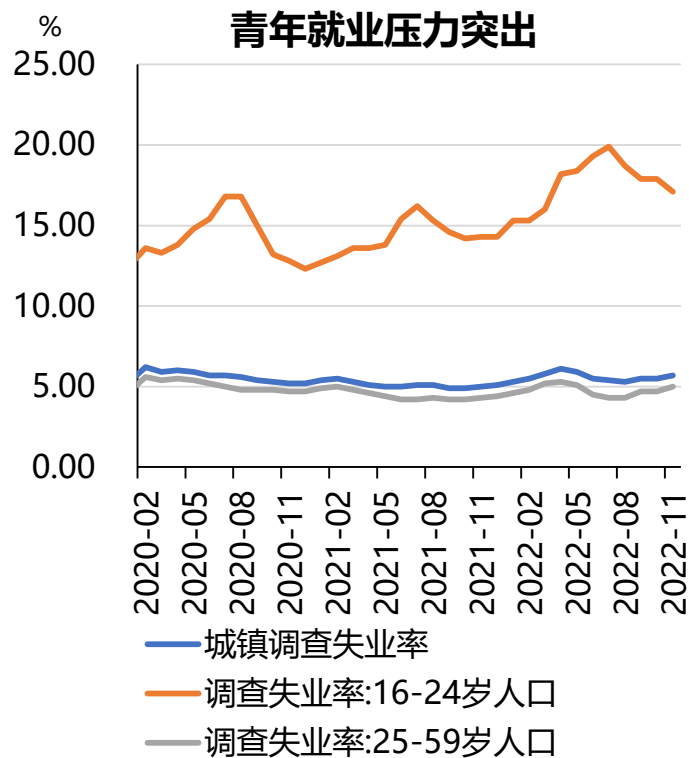
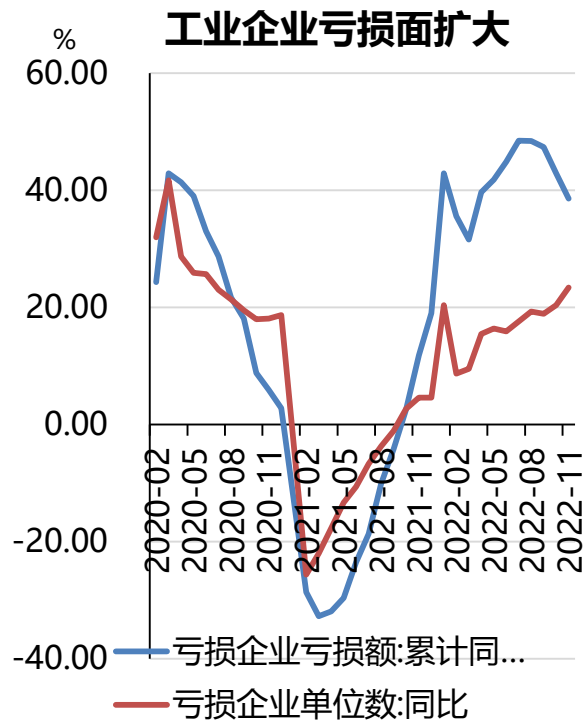
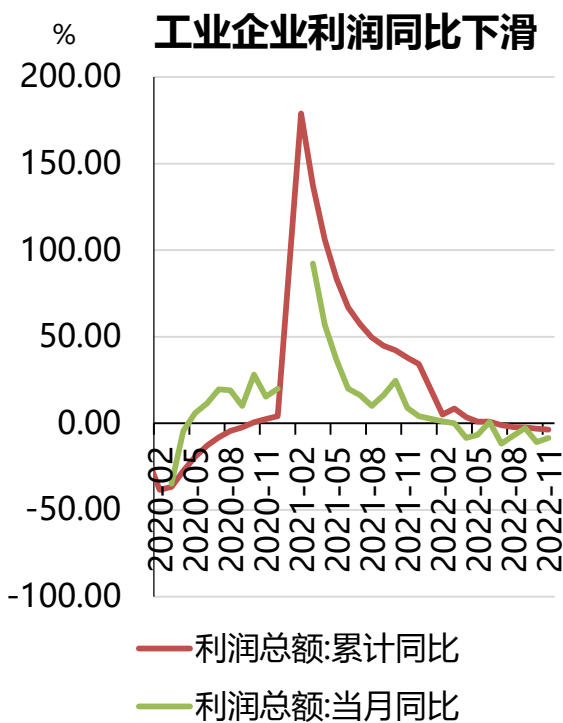
2023年CPI、PPI翘尾



5. 实体经济效益与融资：微观主体生产经营状况进一步恶化，仍需警惕“最后贷款人消失”

5-1. 疫情三年，微观主体状况进一步恶化，预期走弱

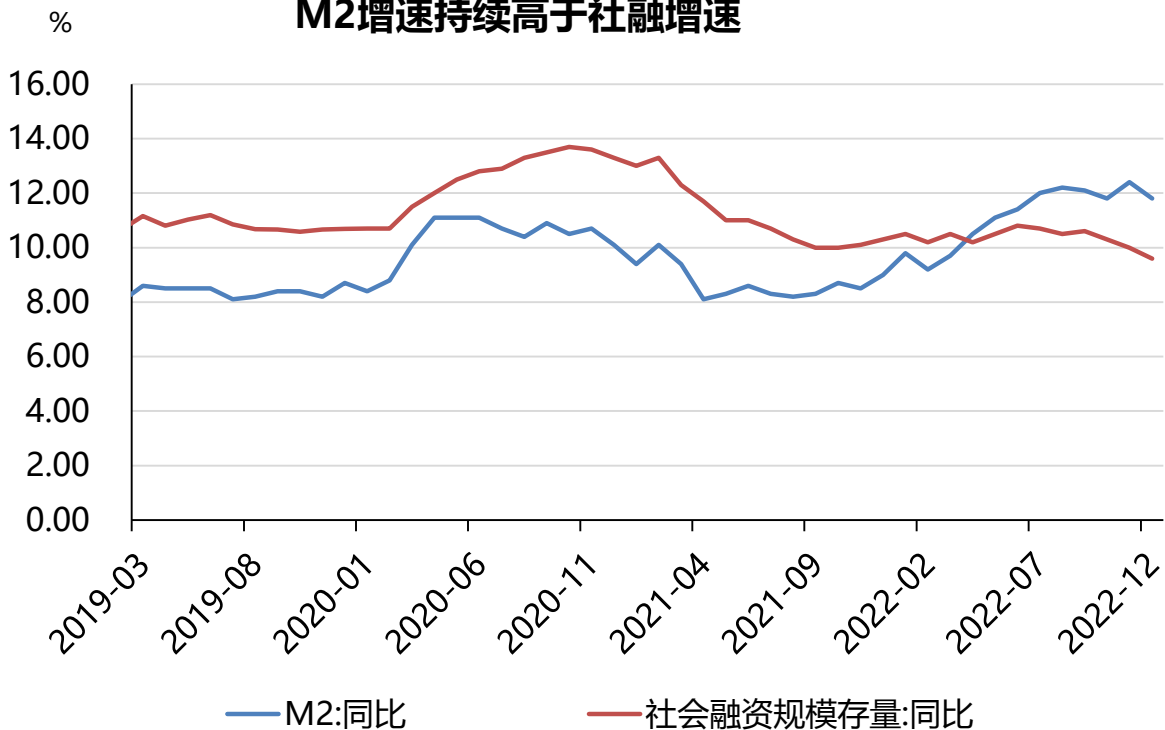
- » 在终端需求偏弱的情况下，企业部门的生产经营始终处于较为疲弱的情况，2022年持续频发的疫情进一步加剧了企业尤其是中小企业面临的风险和压力，企业利润降幅扩大，规模以上工业企业亏损面和亏损额扩大
- » 居民部门就业压力加大，青年就业压力尤为突出



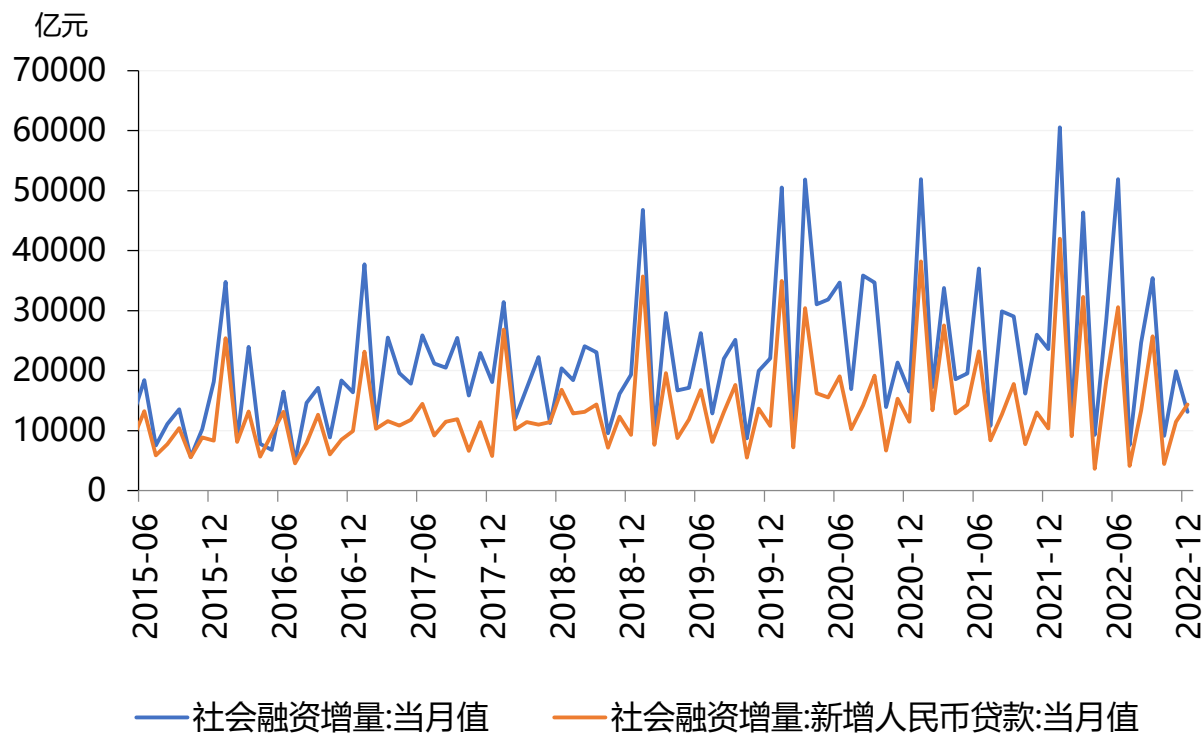
5-2. 预期偏弱、实体经济低迷情况下“宽信用”受限

- » 货币政策稳中偏松，叠加居民谨慎性储蓄提升，M2同比增长11.8%，较上年回升2.8个百分点。但是，宽货币并未带来信用的大幅提升，全年社融存量同比增长9.6%，较上年回落0.7个百分点，社融同比增速持续在M2同比之下运行，反映了“宽货币”向“宽信用”传导不畅
- » 社融主要依赖政策性因素的拉动，当政府债融资及政策性金融工具投放出现空档期时，社融增速便出现显著回调

M2增速持续高于社融增速



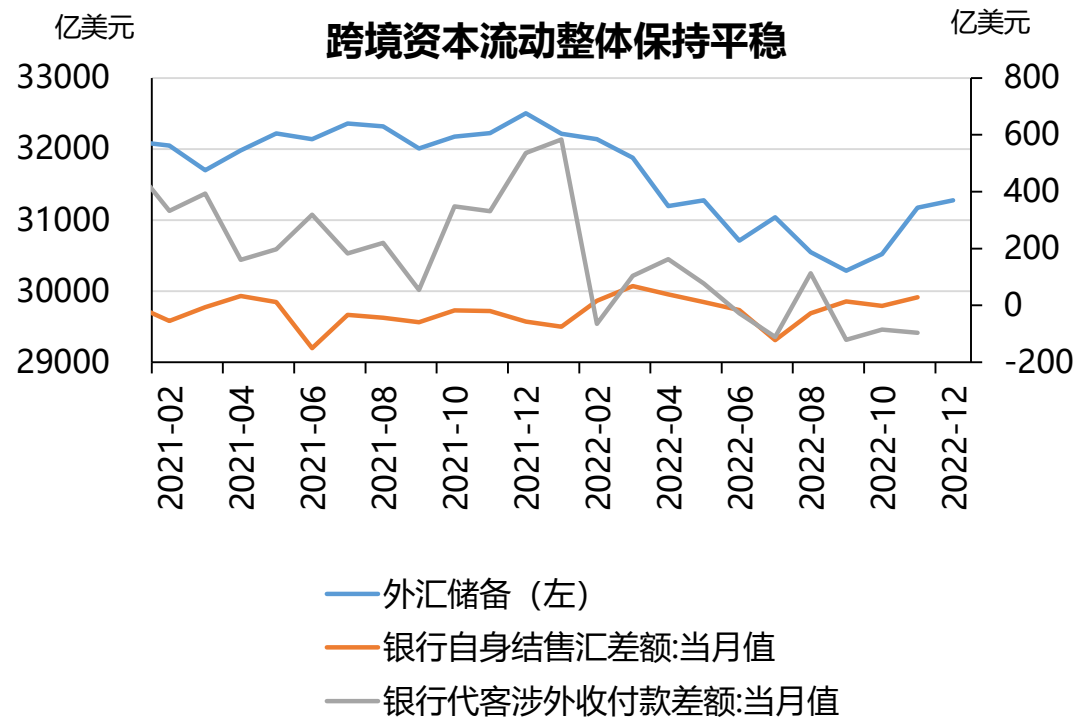
新增社融出现多次收缩



6. 外汇市场：人民币贬值压力虽有加大，但资本流出压力仍可控

- » 2022年，受国内经济修复一波三折、中美货币政策走势分化等因素影响，人民币对美元汇率分别于4月中旬至5月中旬、8月中旬至11月中旬出现两乱快速贬值行情，但随着中国经济修复预期加强，近期以来人民币汇率有所走强，已经回落至7以内；虽然人民币贬值压力加大，但跨境资本流动压力基本可控
- » 展望2023年，随着中国经济的持续修复、美联储加息缩表力度的弱化，人民币贬值势头或有望得到扭转，人民币总体仍将保持宽幅波动态势，跨境资本流出压力持续可控

人民币贬值压力有所加大



7. 2023年中国经济运行压力仍存但积极因素增多，可谓“寒意虽存，春山可望”

制约因素

- ✓ 影响2022年经济运行的一些拖累因素依然会延续一段时间：
 - 需求疲弱的情况短时间或难以缓解，尤其是外部需求疲弱的情况将持续；
 - 微观主体预期偏弱的情况仍然存在
 - 疫情防控放开以后的疫情高峰将对2023年一季度的经济运行带来较大扰动
 - 财政收支压力较大，制约政策稳增长空间

积极因素

- ✓ 相比2022年，2023年经济运行中的积极因素有所增多：
 - 疫情防控的放开使得疫情及其对全年经济增长的影响明显减轻；
 - 稳增长政策的延续、扩大内需战略的实施给经济增长带来支撑，政治周期转换也将增强地方政府发展经济的积极性；
 - 经济结构调整转型推动高新技术产业较快发展
 - 房地产对经济的拖累将有所减轻

➤ 政治周期转换之下地方政府发展经济的积极性和动力增强

- » 地方政治周期转换加之疫情防控的约束弱化，地方政府发展经济的积极性和动力增强，2023地方两会中**31个省的加权平均GDP增速目标为5.5%**，多数省份的GDP增长目标设定在5.5%至6.5%区间，仅有北京和天津目标增速低于5%

2023地方两会各个省份提出的GDP增长目标加权平均数为5.5%

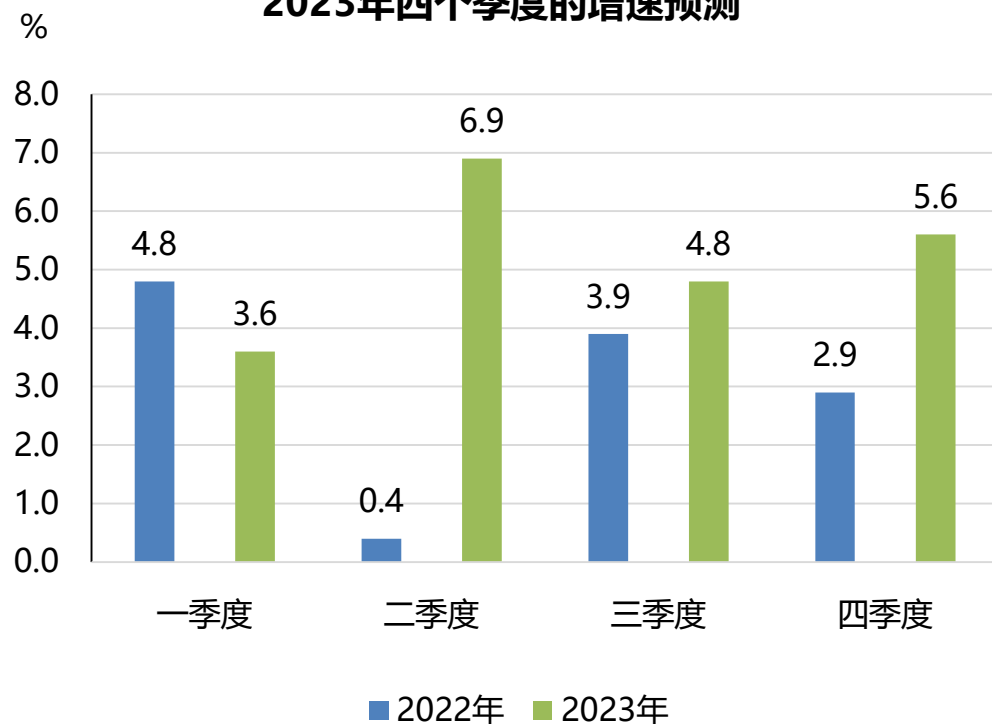
| 序号 | 地区 | GDP占比 | 2023年增长目标 | 序号 | 地区 | GDP占比 | 2023年增长目标 | 序号 | 地区 | GDP占比 | 2023年增长目标 |
|----|----|-------|-----------|----|-----|-------|-----------|----|-----|-------|-----------|
| 1 | 广东 | 10.8% | 5% | 12 | 河北 | 3.5% | 6% | 23 | 天津 | 1.4% | 4% |
| 2 | 江苏 | 10.1% | 5% | 13 | 北京 | 3.5% | 4.5% | 24 | 新疆 | 1.4% | 7% |
| 3 | 山东 | 7.2% | 5% | 14 | 江西 | 2.6% | 7% | 25 | 黑龙江 | 1.3% | 6% |
| 4 | 浙江 | 6.4% | 5% | 15 | 陕西 | 2.6% | 5.5% | 26 | 吉林 | 1.2% | 6% |
| 5 | 河南 | 5.1% | 6% | 16 | 重庆 | 2.4% | 6% | 27 | 甘肃 | 0.9% | 6% |
| 6 | 四川 | 4.7% | 6% | 17 | 云南 | 2.4% | 6% | 28 | 海南 | 0.6% | 9.5% |
| 7 | 湖北 | 4.4% | 6.5% | 18 | 辽宁 | 2.4% | 5% | 29 | 宁夏 | 0.4% | 6.5% |
| 8 | 福建 | 4.2% | 6% | 19 | 广西 | 2.2% | 5.5% | 30 | 青海 | 0.3% | 5% |
| 9 | 湖南 | 4% | 4.5% | 20 | 山西 | 2% | 6% | 31 | 西藏 | 0.2% | 8% |
| 10 | 上海 | 3.8% | 5.5% | 21 | 内蒙古 | 1.8% | 6% | | | | |
| 11 | 安徽 | 3.7% | 6.5% | 22 | 贵州 | 1.7% | 6% | | | | |

注：GDP占比为各省2021年的GDP比重

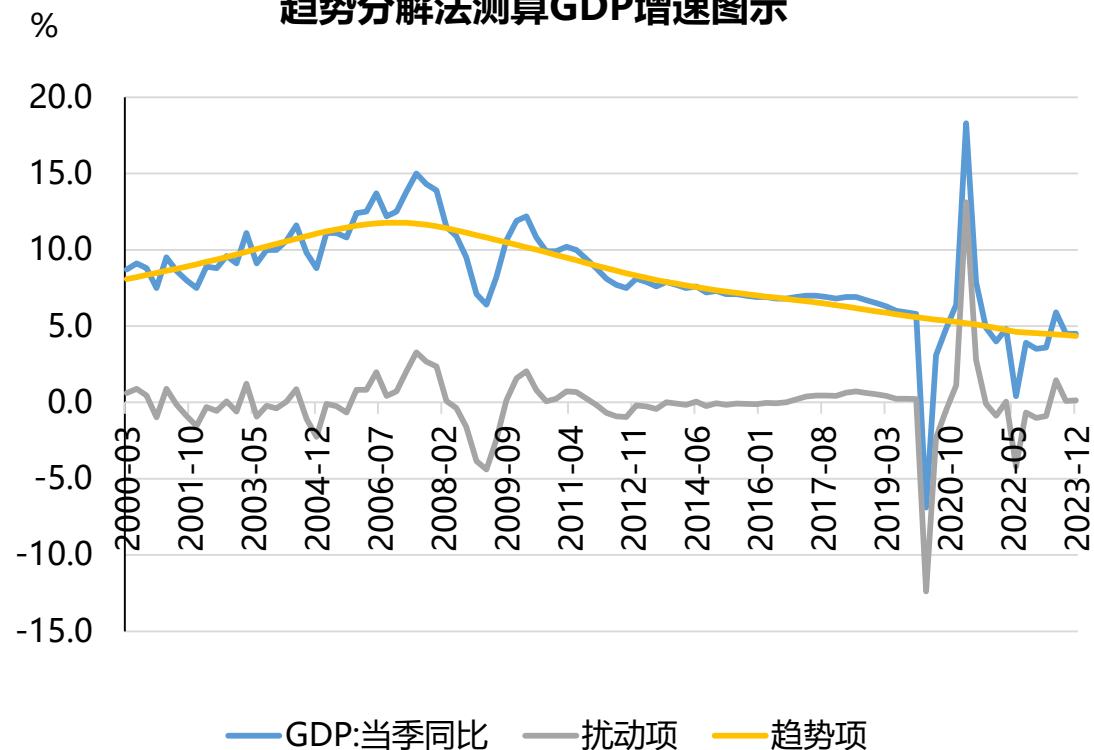
➤ 2023年宏观经济或呈“N字型”修复，全年增速或为5.3%左右

- » 考虑到二季度后疫情冲击缓和以及低基数的影响，2023年或总体呈现出“N”字型修复；模型估算四个季度的增速或分别为3.6%、6.9%、4.8%、5.6%，全年增速或为5.3%左右，较之2022年修复预期明显加强，一季度为全年低点
- » 2020-2022年的三年复合增长率为4.4%，2020-2023年的四年复合增长率或将修复至4.6%，复合增速进一步向潜在增速回归

2023年四个季度的增速预测



趋势分解法测算GDP增速图示



目 录

- 一、 “寒意虽存、春山可望”：修复预期加强的中国经济
- 二、 防患未然：关注经济修复进程中可能的资产负债表收缩等风险
- 三、 政策关注：着眼短期与中长期，动态调整应对挑战

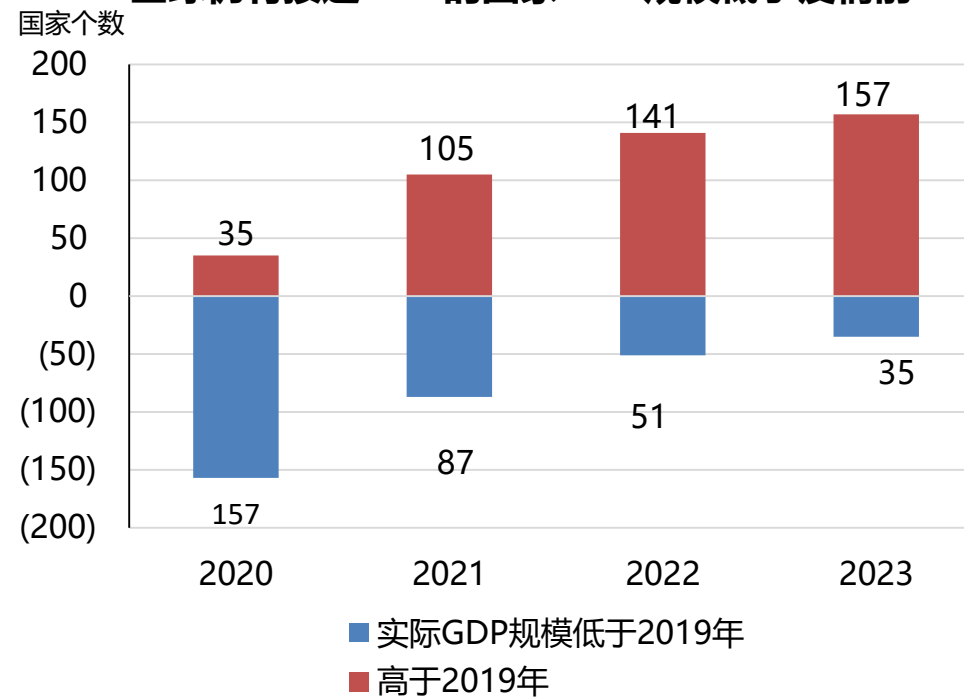
1. 外部风险：地缘政治风险叠加全球经济走弱，外部不确定性、不稳定性仍存

- » 全球增长预期走弱：2022年10月IMF将2023年预期增长率下调至2.7%，较7月预测下滑0.2个百分点，较4月预计下滑0.9个百分点；世界银行2023年1月将2023年全球经济预测从2022年6月的3%下调至1.7%，这是近三十年来第三低增速，仅次于2009年和2020年
- » 根据IMF预测，全球有经济统计的192个经济体中，2023年仍然有35个国家（国家数量占比为18.3%）的实际GDP规模低于疫情前的2019年，有72个国家的实际人均GDP低于疫情前的2019年

IMF预测2023年全球经济增速将进一步回落至2.7%

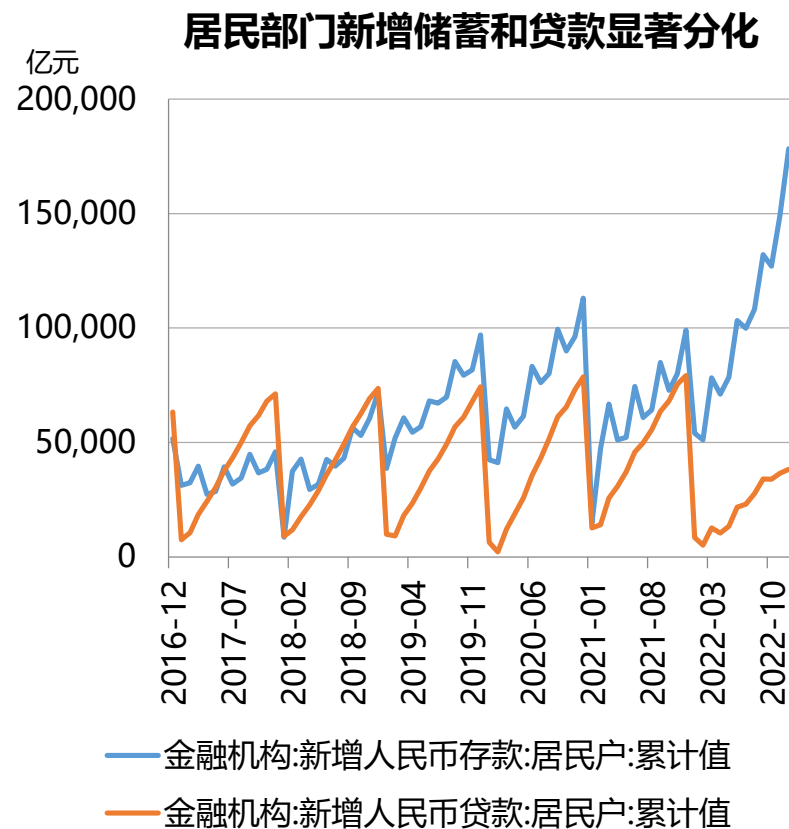
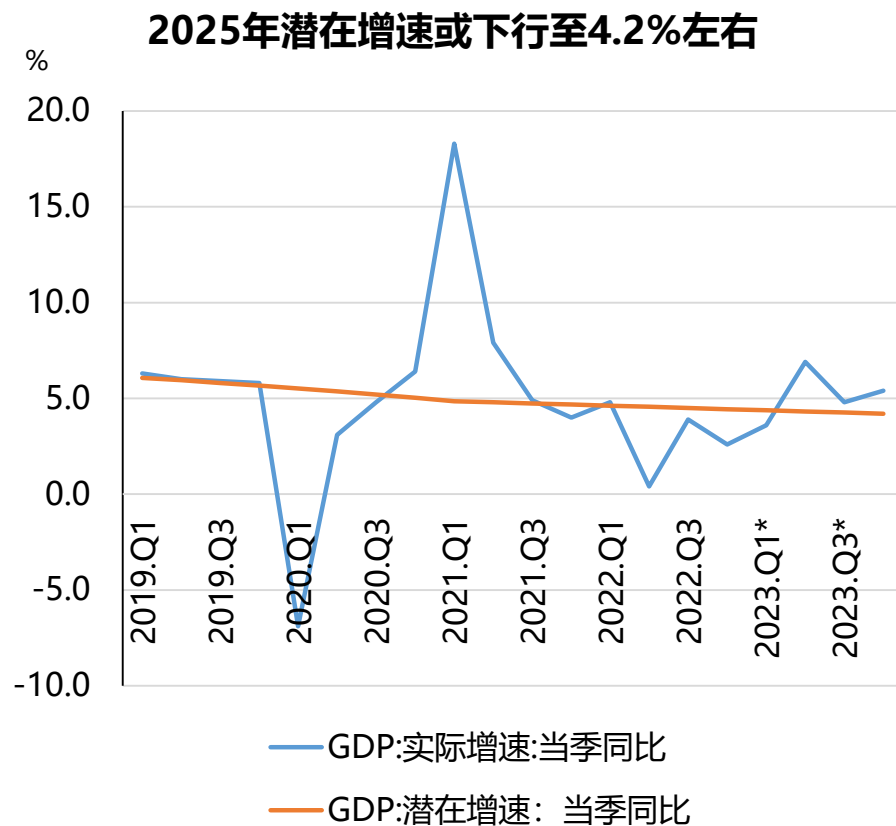
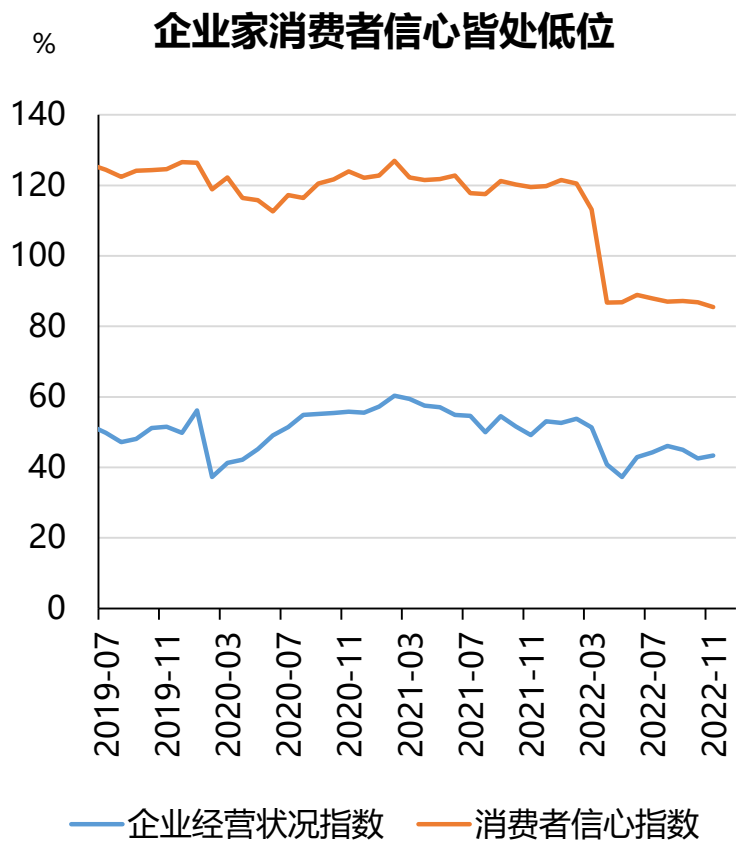
| | 2021 | 2022年E | | | 最新预测 较上次预测 变化 | 2023年E | | | 最新预测 较上次预测 变化 |
|-------------|------|--------|-----|-----|---------------------|--------|-----|-----|---------------------|
| | | 10月 | 7月 | 4月 | | 10月 | 7月 | 4月 | |
| 全球 | 6.0 | 3.2 | 3.2 | 3.6 | 0 | 2.7 | 2.9 | 3.6 | -0.2 |
| 发达经济体 | 5.2 | 2.4 | 2.5 | 3.3 | -0.1 | 1.1 | 1.4 | 2.4 | -0.3 |
| 美国 | 5.7 | 1.6 | 2.3 | 3.7 | -0.7 | 1 | 1 | 2.3 | 0 |
| 欧元区 | 5.2 | 3.1 | 2.6 | 2.8 | 0.5 | 0.5 | 1.2 | 2.3 | -0.7 |
| 德国 | 2.6 | 1.5 | 1.2 | 2.1 | 0.3 | -0.3 | 0.8 | 2.7 | -1.1 |
| 法国 | 6.8 | 2.5 | 2.3 | 2.9 | 0.2 | 0.7 | 1 | 1.4 | -0.3 |
| 英国 | 7.4 | 3.6 | 3.2 | 3.7 | 0.4 | 0.3 | 0.5 | 1.2 | -0.2 |
| 新兴市场和发展中经济体 | 6.6 | 3.7 | 3.6 | 3.8 | 0.1 | 3.7 | 3.9 | 4.4 | -0.2 |
| 中国 | 8.1 | 3.2 | 3.3 | 4.4 | -0.1 | 4.4 | 4.6 | 5.1 | -0.2 |
| 印度 | 8.7 | 6.8 | 7.4 | 8.2 | -0.6 | 6.1 | 6.1 | 6.9 | 0 |
| 东盟五国 | 3.4 | 5.3 | 5.3 | 5.3 | 0 | 4.9 | 5.1 | 5.9 | -0.2 |

全球仍有接近20%的国家GDP规模低于疫情前



2. 信心与行为模式：微观主体行为发生变化，信心不足问题持续

- » 受外部地缘政治风险不改、疫情冲击加大经济下行压力等因素影响，叠加前两年监管政策调整带来社会思潮变异，企业家和居民对未来经济增长前景较为悲观，使得微观主体行为发生改变，包括居民消费更加谨慎、企业行为较为保守，导致内部需求持续疲弱
- » 当前，随着中国经济修复预期加强、政策适时调整，预期或边际改善，但微观主体行为的改变并非一朝一夕之功，仍需持续提振微观主体信心

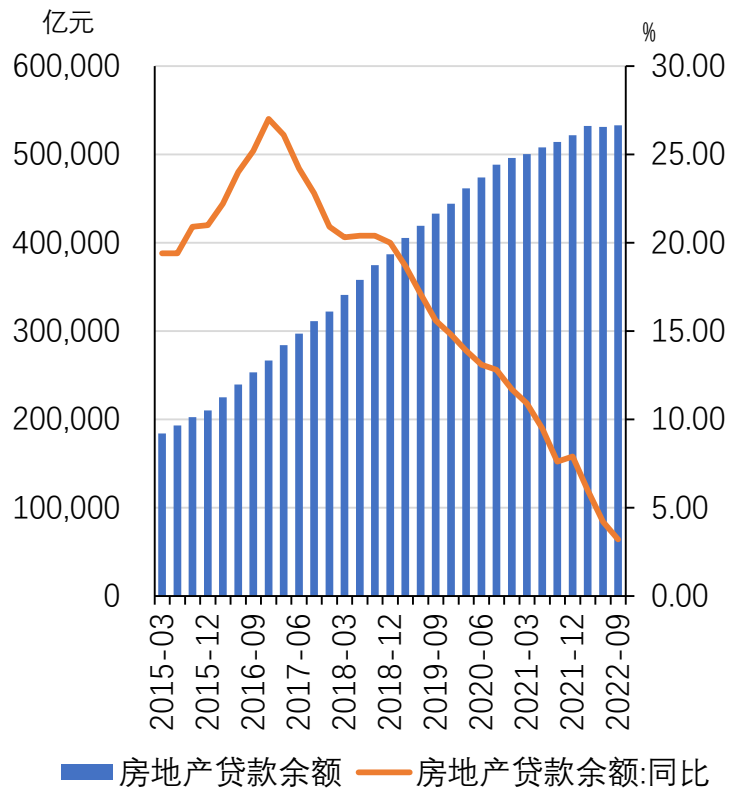


3. 重点领域：政策托底地产拖累减弱，仍需关注高债务压力下的尾部风险及对相关产业链的影响

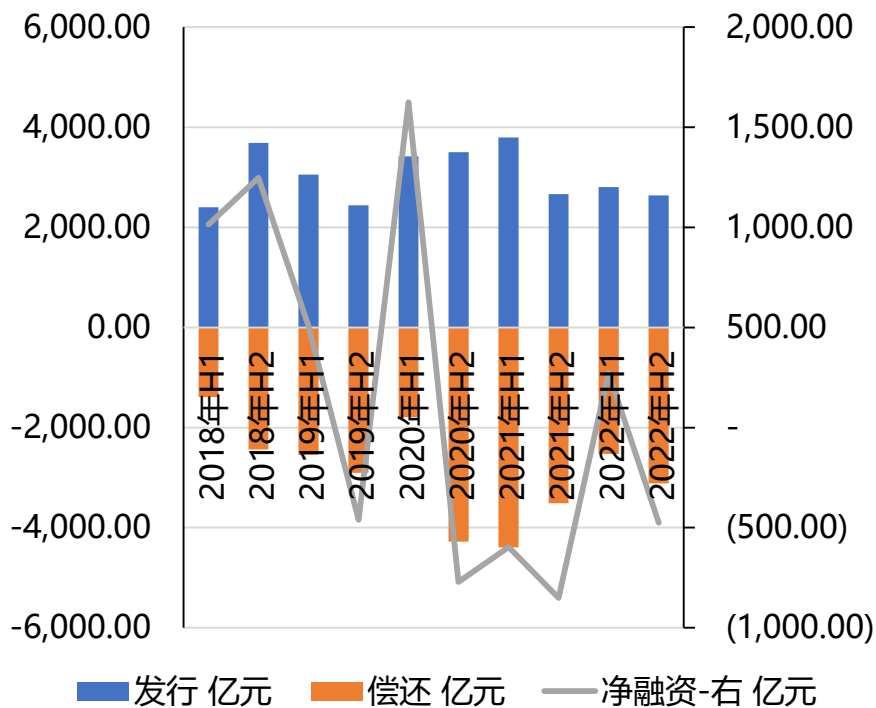
3-1. 2021年下半年以来，房地产进入深度调整，同时也经历了一轮较为明显的缩表过程

» 过去两年，受房地产行业“三条红线”、集中供地等行业严监管政策和市场需求疲弱等因素影响，房地产行业经历了一次较为明显的缩表过程，房地产企业债务扩张放缓，债务风险加速释放

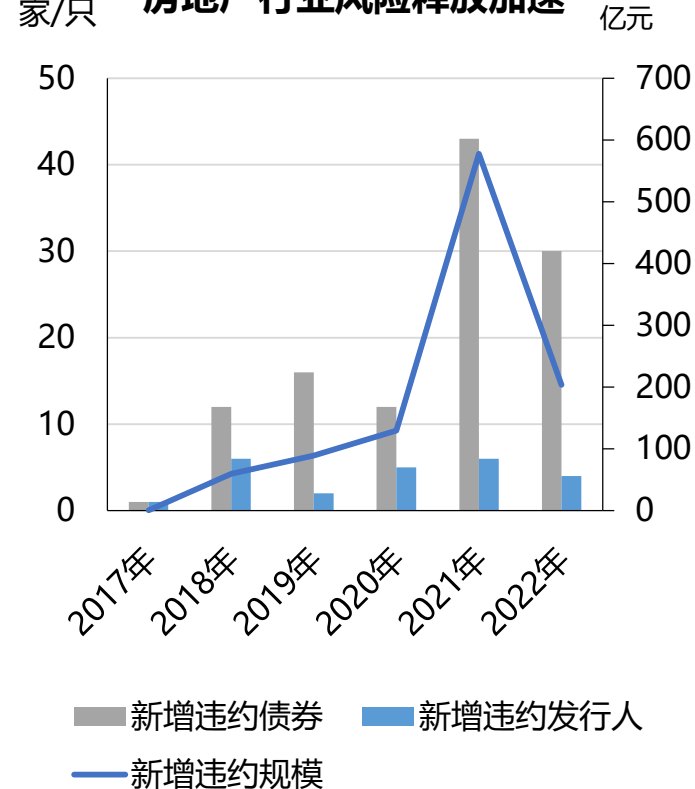
房地产贷款余额增速回落



房地产债券净融资持续为负

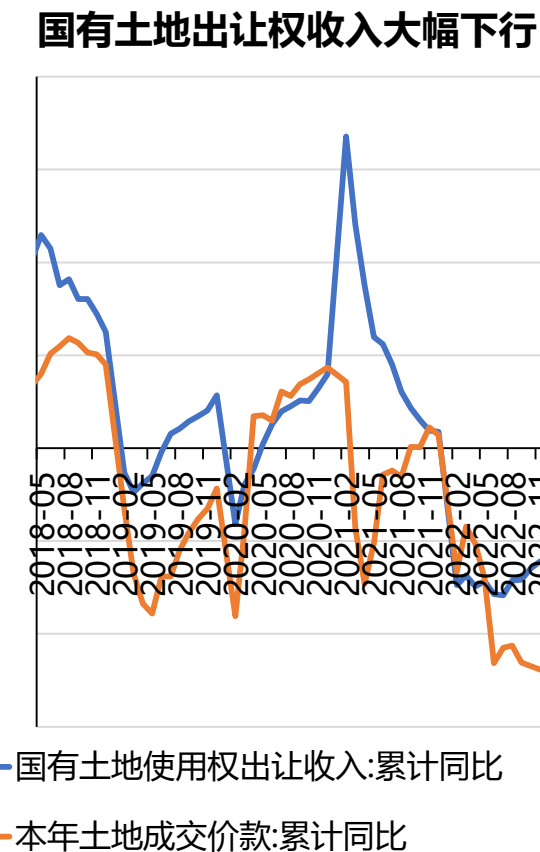
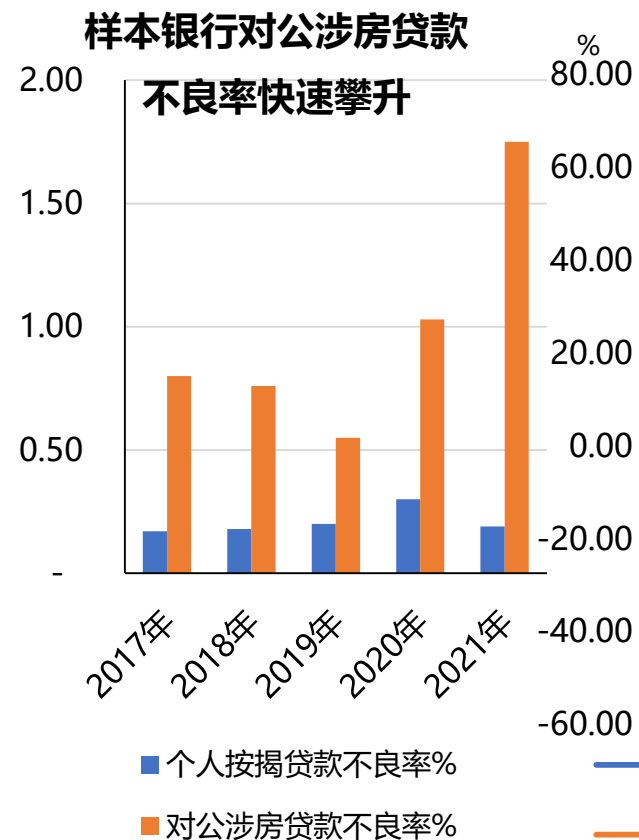
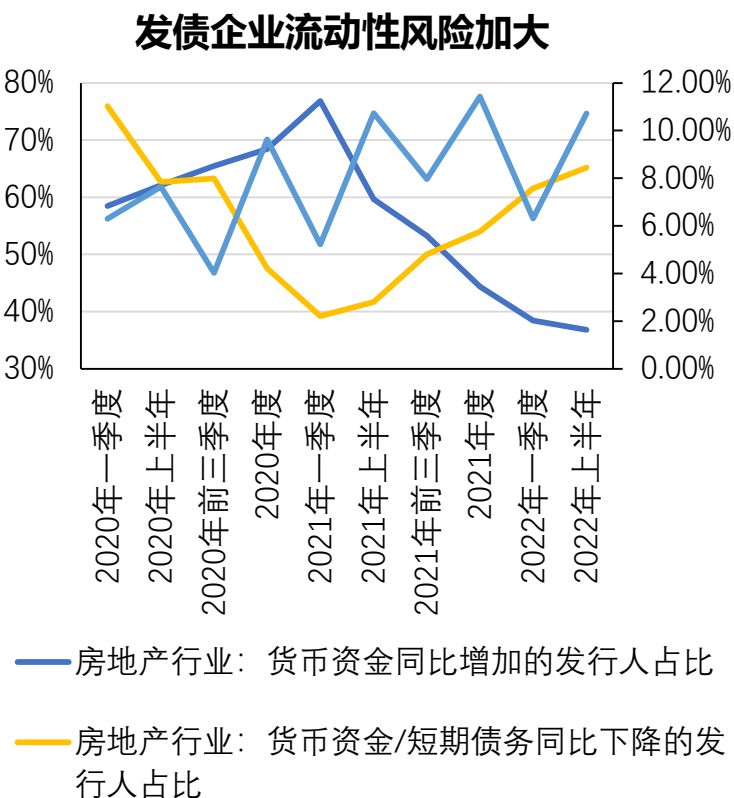
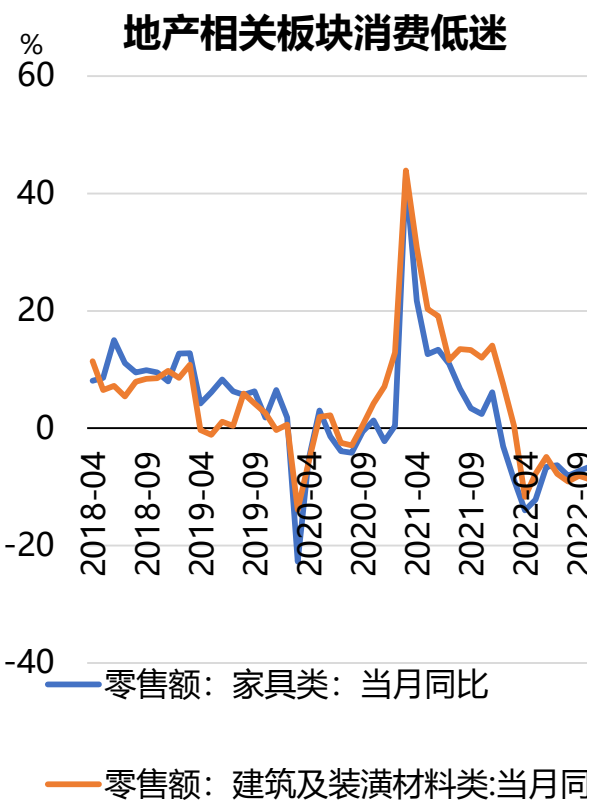


房地产行业风险释放加速



3-2. 房地产行业缩表产生了多方面的冲击

» 房地产行业缩表的影响：房地产投资下滑，对稳投资、稳增长带来制约；房地产板块相关消费持续疲弱，制约消费修复；地市场低迷，土地财政弱化加大地方财政收支压力；地产企业流动性风险向金融部门有所传导，进一步冲击市场信心；房地产企业流动性风险向居民部门传导，引发“强制断贷”风波



3-3. 随着房地产调控政策的调整，地产行业风险减轻

- » 254号文“金融16条”纾困房地产行业落地，推出“稳地产三支箭”，从信贷、债券、股权融资角度缓解地产企业资金压力
- » 中央经济工作会议：推动房地产业向**新发展模式**平稳过渡，所谓新发展模式，或指多主体供给、多渠道保障、租购并举

稳地产三支箭

- 第一支箭：央行通过定向降准、中期借贷便利（MLF）等方式，为金融机构支持民营企业提供长期、成本适当的资金
- 第二支箭：交易商协会扩大房企债券融资支持工具，预计支持2500亿元民企债券融资
- 第三支箭：证监会恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策；发挥REITs盘活房企存量资产作用；发挥私募股权投资基金作用

房企境内债整体展期有效缓解债务压力，降低前期快速缩表

2022年12月7日，龙光集团境内债整体展期事项获得债券投资人表决通过，已展期债券及ABS展期期限为36个月，未展期债券及ABS展期期限为48个月，累计展期规模为223.6亿元

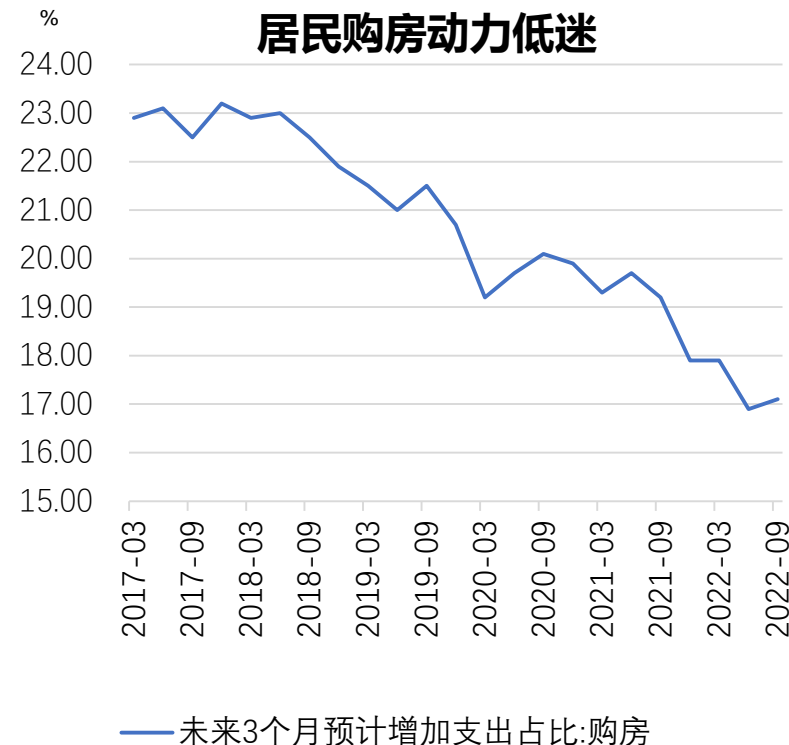
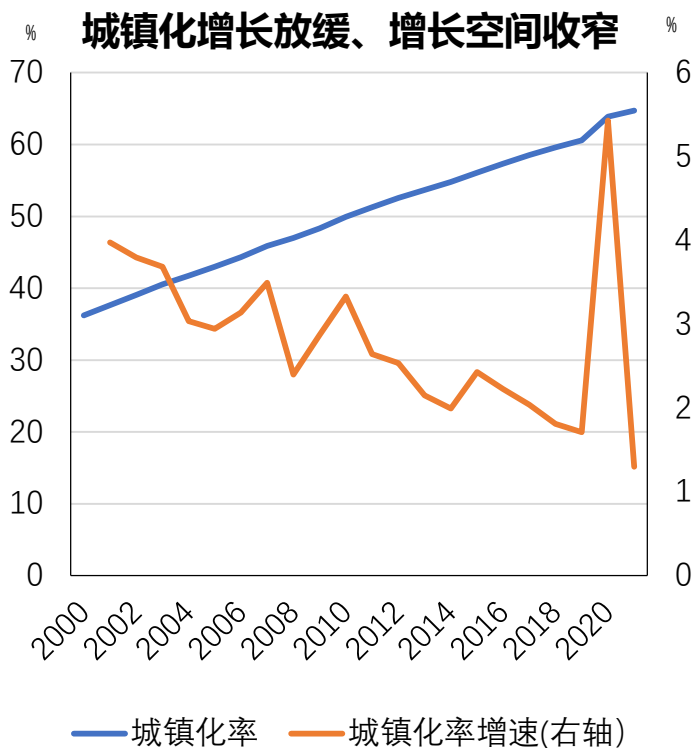
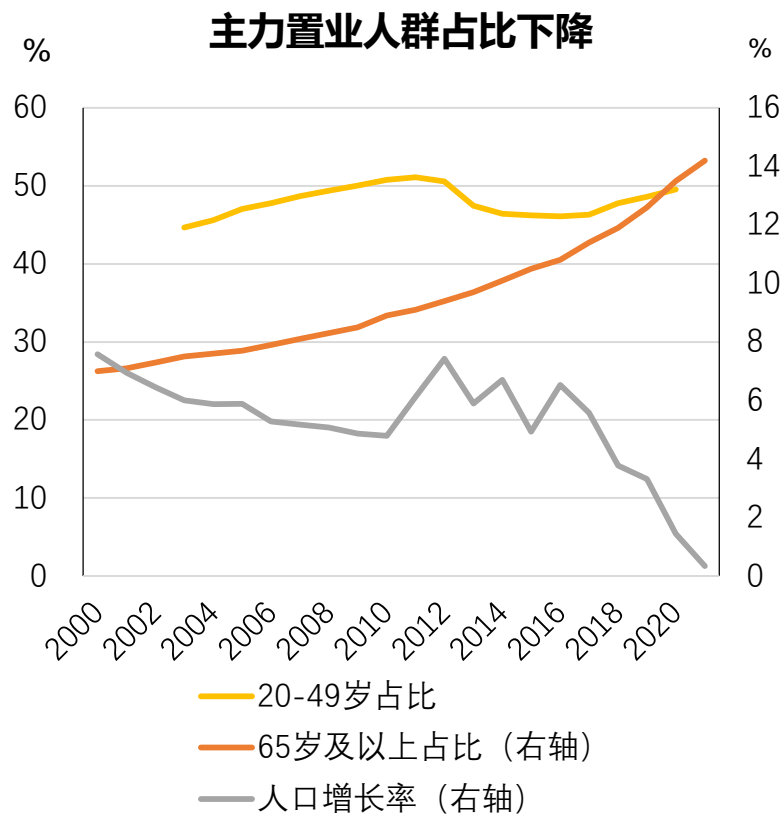
首家债券整体展期

2022年11月10日，富力地产境内交易所8笔公司债券、共计135亿整体展期事项已获得债券持有人会议通过；此前富力地产已于7月11日完成10只美元票据整体展期，金额合计49.43亿美元，为亚洲最大的同意征求交易之一

2023年1月4日，融创房地产总计160亿元的境内债券整体展期方案获债券持有人会议表决通过，共涉及10笔存续的公司债券及供应链ABS，加权平均展期期限3.51年。同时，融创还以多处资产作为展期偿付保障，并创新设计了现金支付+小额兑付机制。

3-4. 政策调整难以扭转长周期拐点，未来房地产或“强政策、弱表现”

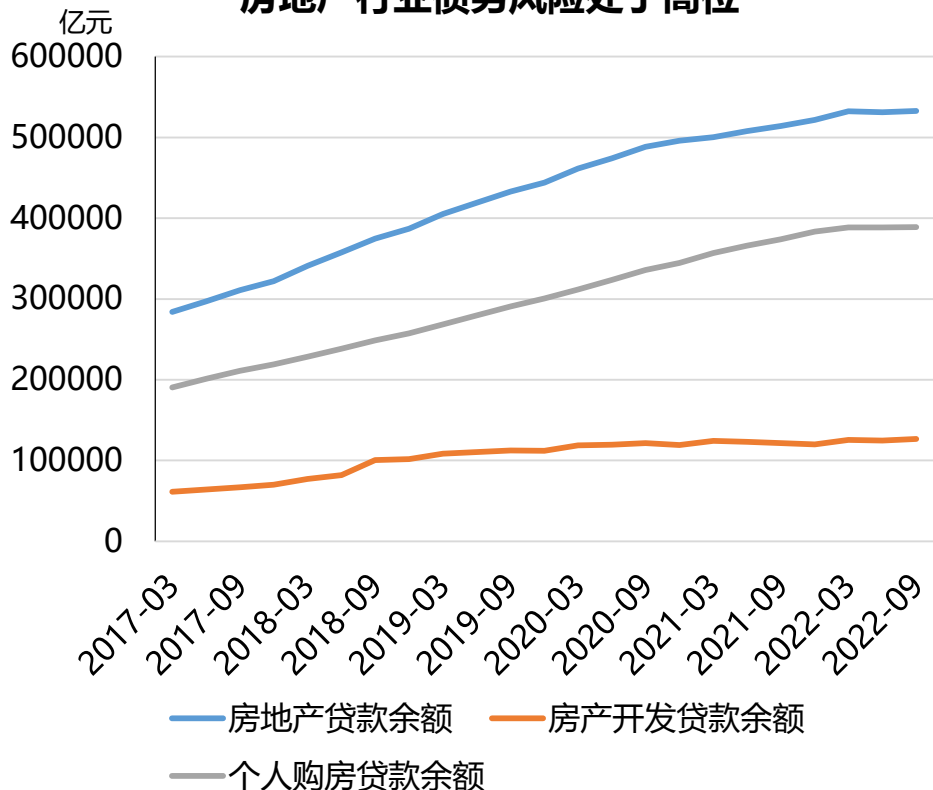
» 当前房地产行业面临的问题是行业中长期问题在疫情等阶段性短期因素刺激下的深度体现，站在经济结构调整与行业发展长周期上看，房地产行业已迎来转型发展的重要节点，人口结构变化和城镇化速度降低等因素表明房地产行业已从供不应求阶段转向供需结构性调整阶段



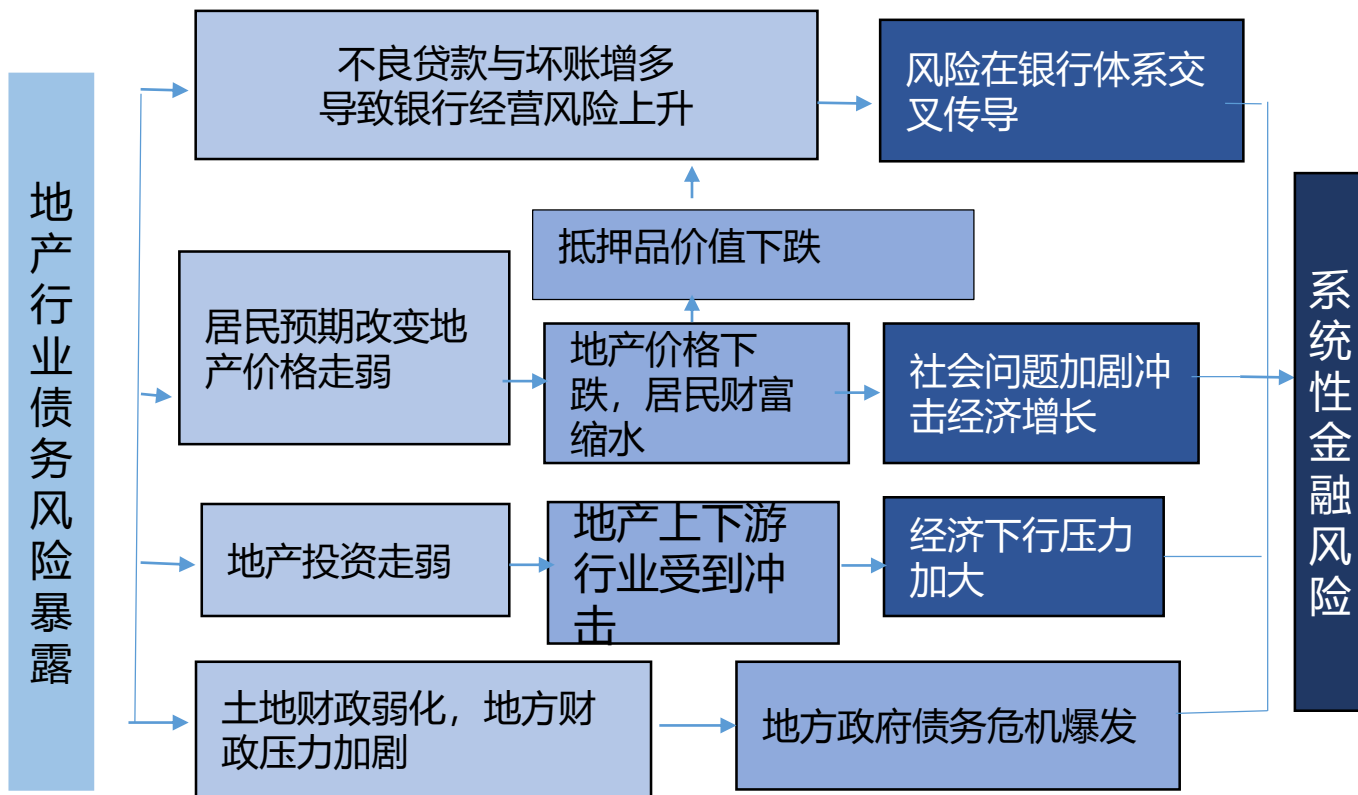
3-5. 房地产行业债务总量大，仍需持续警惕其风险传导

- 根据中诚信国际估算，截至2021年底，房地产领域所承担的债务（包括贷款、信托、债券融资）总规模达到55.73万亿元，占当年度GDP的比重接近50%（48.7%）。截至2022年三季度末，这一数字已经攀升至56.34万亿元（主要受房地产贷款增加影响，房地产信托融资、债券融资存量较上年底有所收缩）。剔除居民部门承担的按揭贷款后，我国房地产企业所承担的债务总规模约在17.4万亿元左右

房地产行业债务风险处于高位



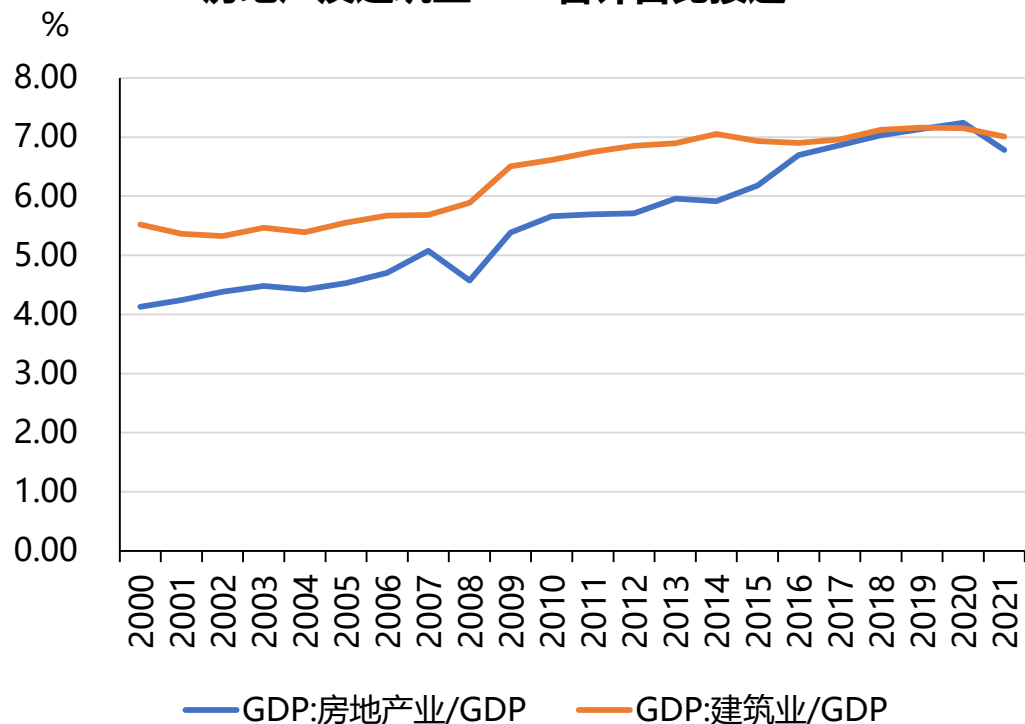
房地产领域风险诱发系统性风险的可能传导路径



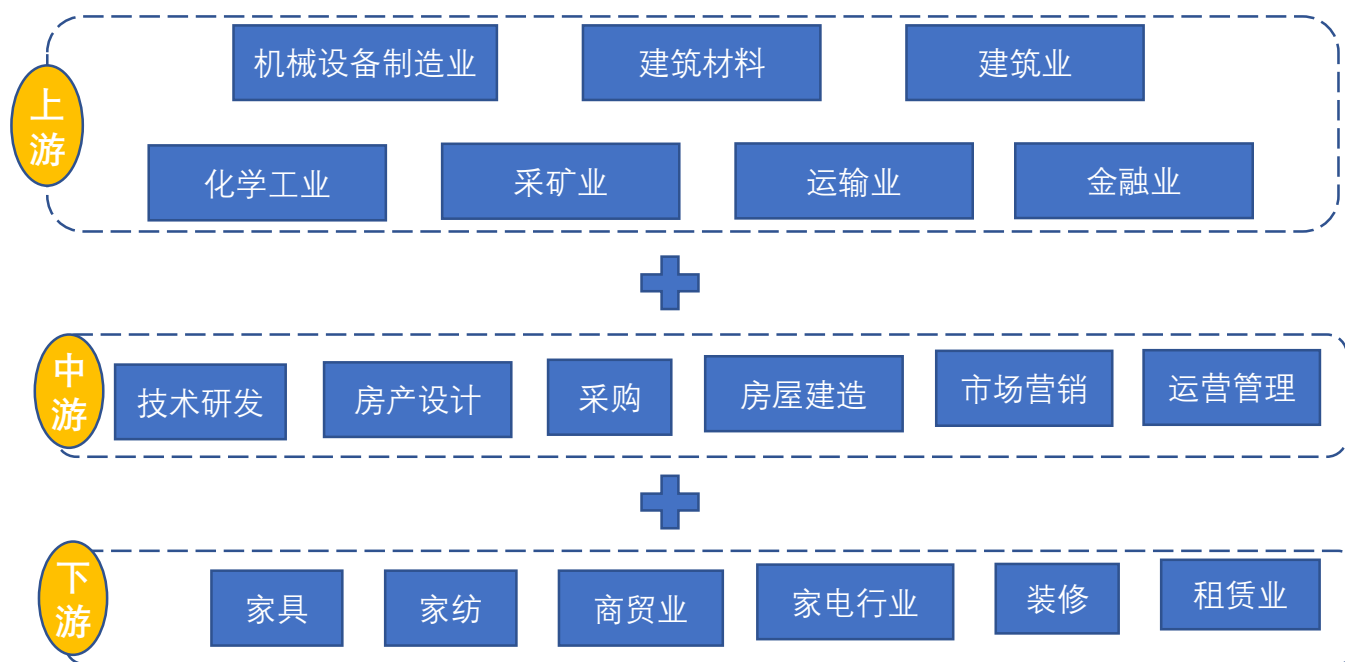
3-5. 房地产行业对上下游产业链长，仍需持续关注其影响

- » 刘鹤在达沃斯论坛发言，再提房地产支柱产业地位，房地产相关收入占地方综合财力的50%，占居民资产的60%
- » 房地产对中国经济的增长依然有着重要影响，房地产业、建筑业产值占GDP的比重接近14%，如果考虑房地产其他上下游产业，房地产行业影响会更大

房地产及建筑业GDP合计占比接近14%



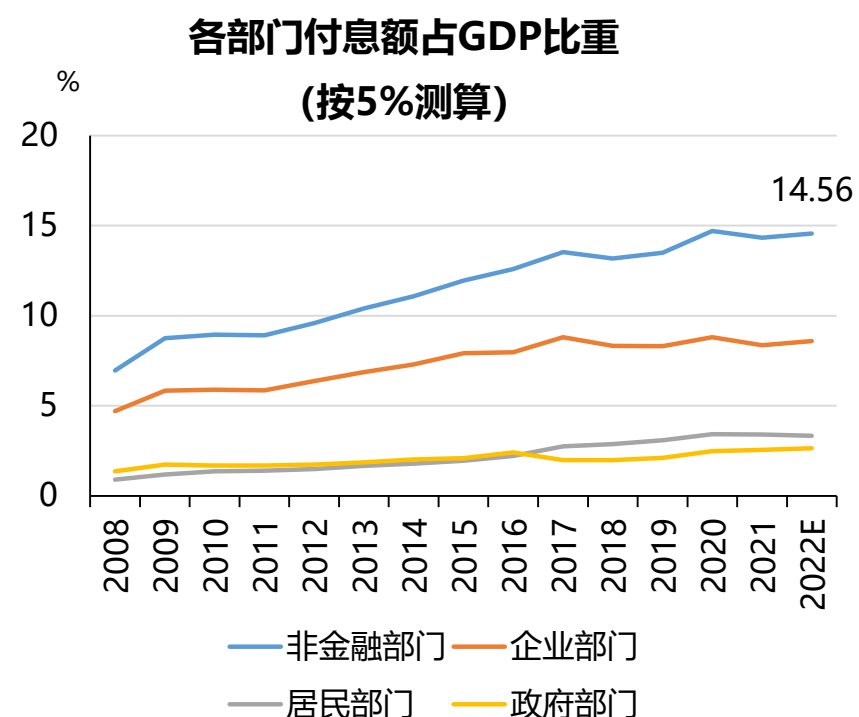
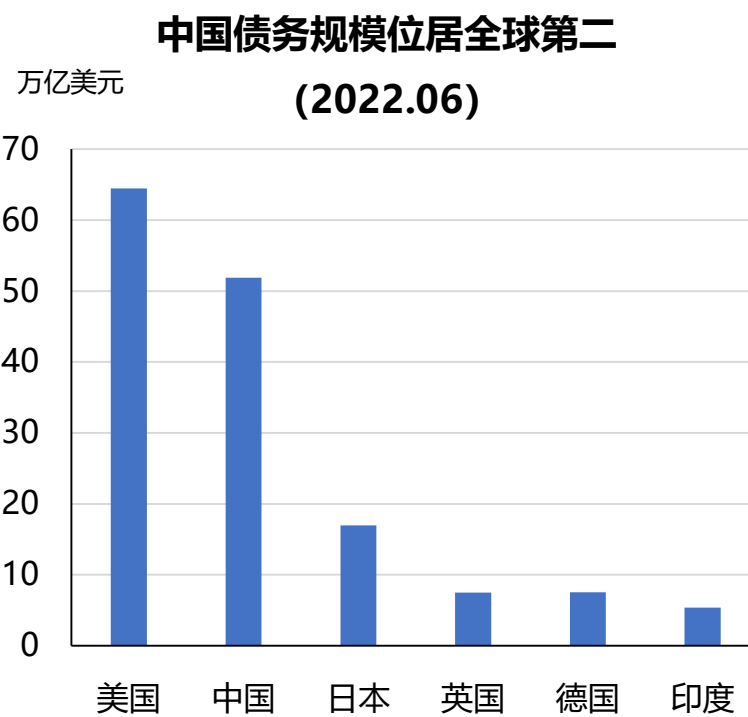
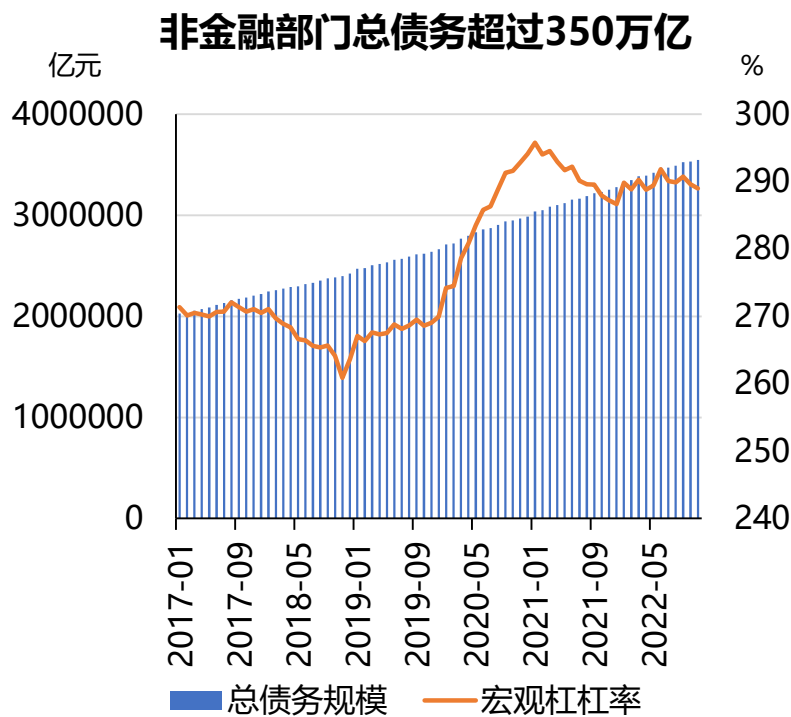
房地产行业产业链



4. 宏观债务与资产负债：警惕高债务水平下的资产负债表收缩风险

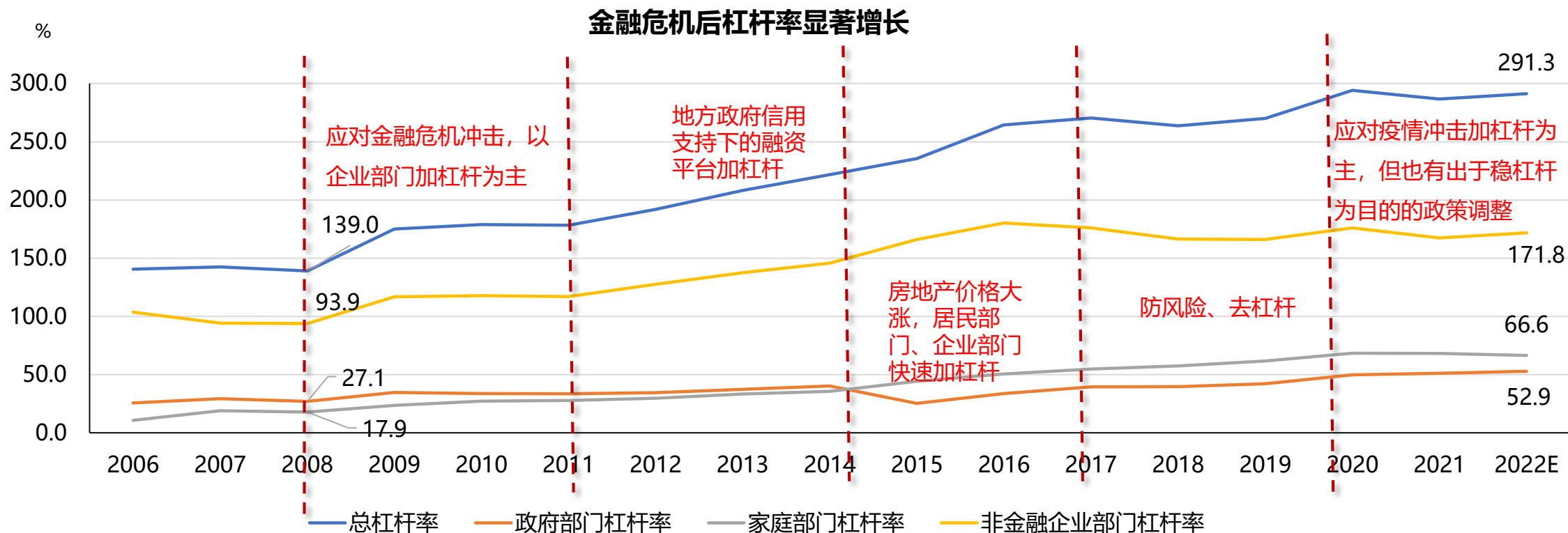
4-1. 我国宏观债务水平处于高位，还本付息压力突出

- » 稳增长政策导致债务风险高位累积，还本付息压力加大。根据中诚信国际的测算，截至2022年11月底我国非金融部门总债务为354.7万亿元，杠杆率为288.97%。在此债务水平下，如果平均融资成本为3%，则每年的利息支出约为GDP的9%；如果平均融资成本为5%，则每年的利息支出占GDP的比重达到14%以上
- » BIS统计的全球债务数据也显示，我国债务总量位居前列



疫情冲击导致我国债务风险高位波动

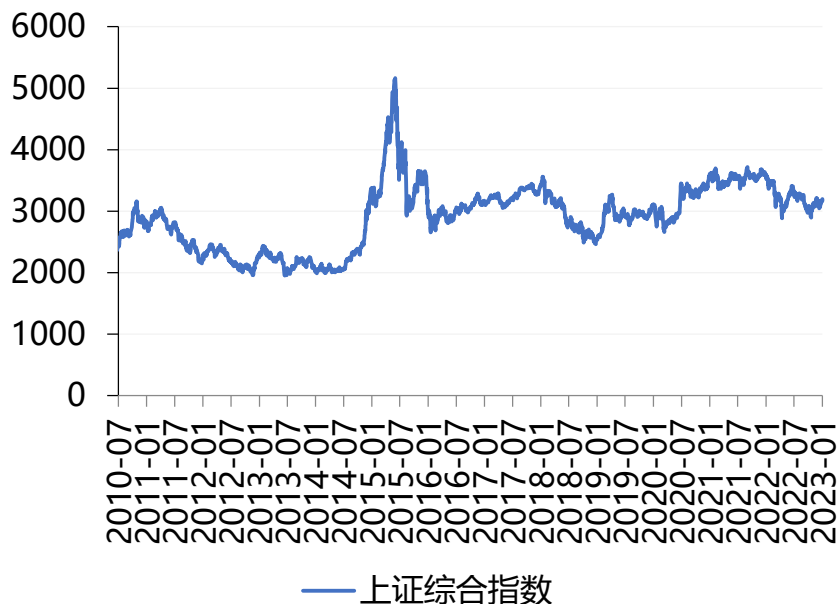
- » 金融危机后，为应对经济短期波动，宏观政策逆周期调节，我国经历了多轮加杠杆过程，非金融部门杠杆率2008年末的139%攀升至290%左右（中诚信国际预计2022年的宏观杠杆率为291%），企业、政府、居民各部门轮番加杠杆，导致我国债务风险攀升至高位
- » 2017-2019随着宏观调控重心转向防风险，宏观杠杆率有所降低，但疫情以来，稳增长政策发力导致整体杠杆率高位波动



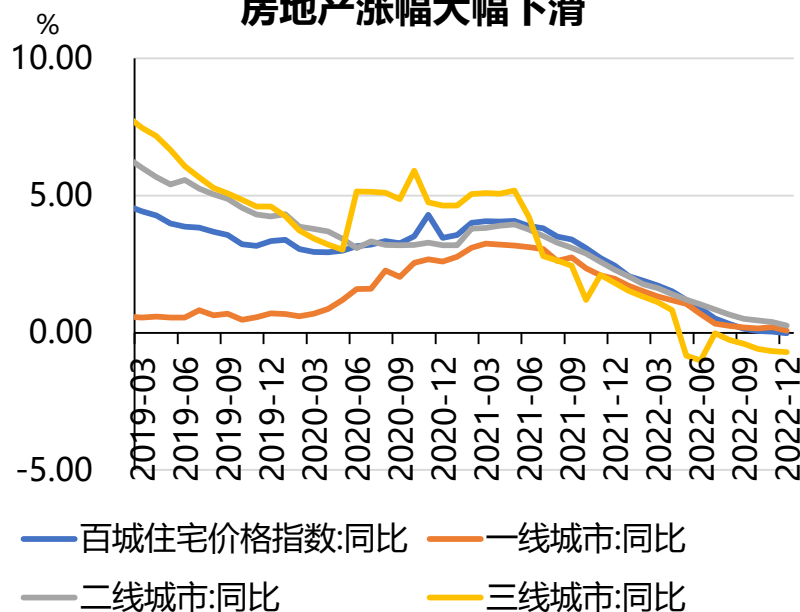
4-2. 疫情三年，资产缩水、预期偏弱下资产负债表收缩压力隐现

- » 根据的资产负债表衰退理论，在资产价格泡沫破灭之后，负债企业资产负债表的资产端严重缩水，而负债端价值不变，使得企业面临资不抵债的境地；企业的生产经营目标会由“利润最大化”转为“负债最小化”，在一致性预期下，有可能会导致“合成谬误”，导致经济体陷入持久衰退，即**“资产负债表衰退”**
- » 我国虽尚未出现大幅度的资产价格下跌，但疫情三年，企业现金流恶化，资产缩水，虽然企业主动缩减负债，但可能带来资产负债表受损下的杠杆率被动抬升或者收缩；那么资产价格一度面临下行压力，尤其是信心不足导致微观主体行为发生改变，使得资产负债表衰退压力隐隐显现

上证综合指数长期在4000点以下



房地产涨幅大幅下滑

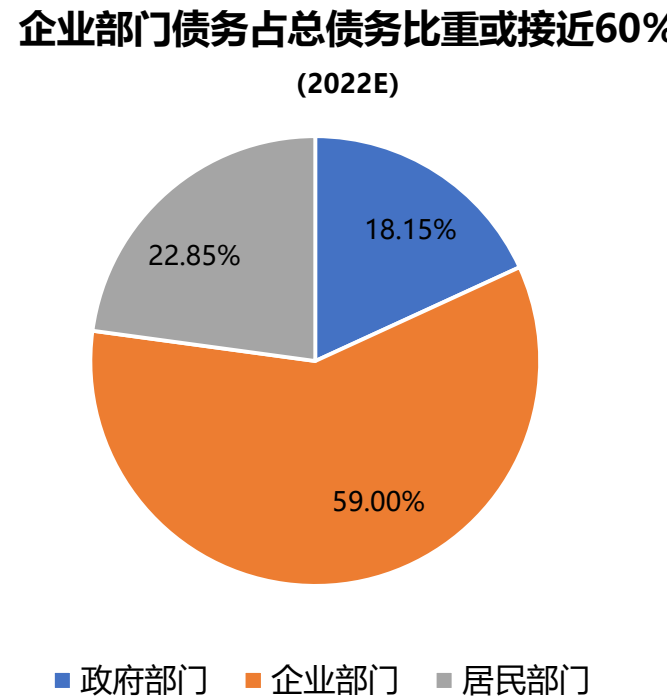
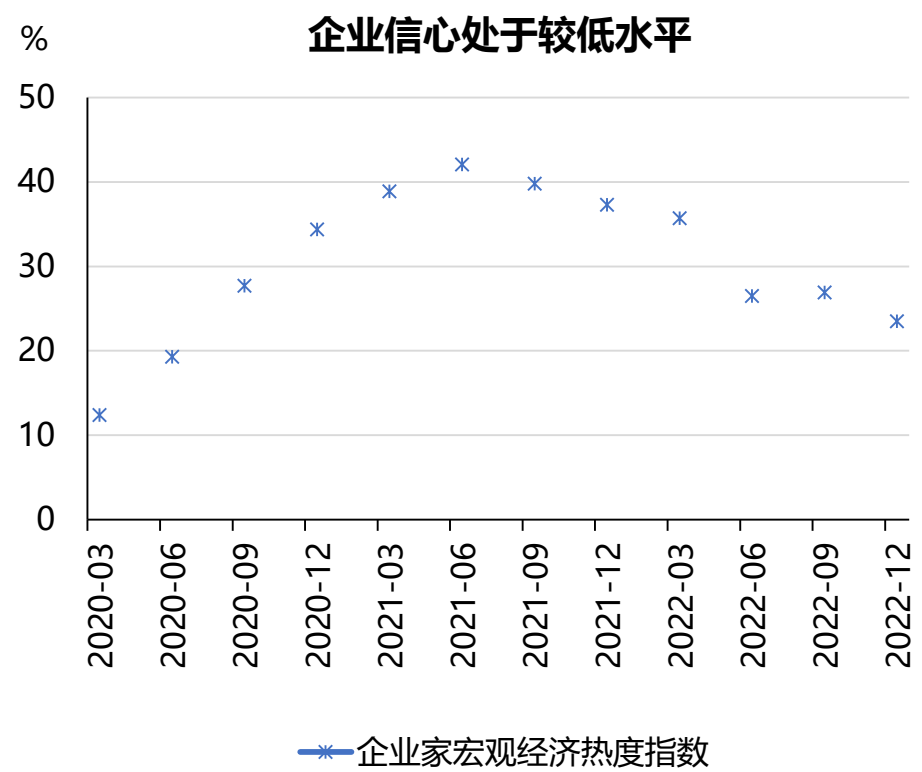
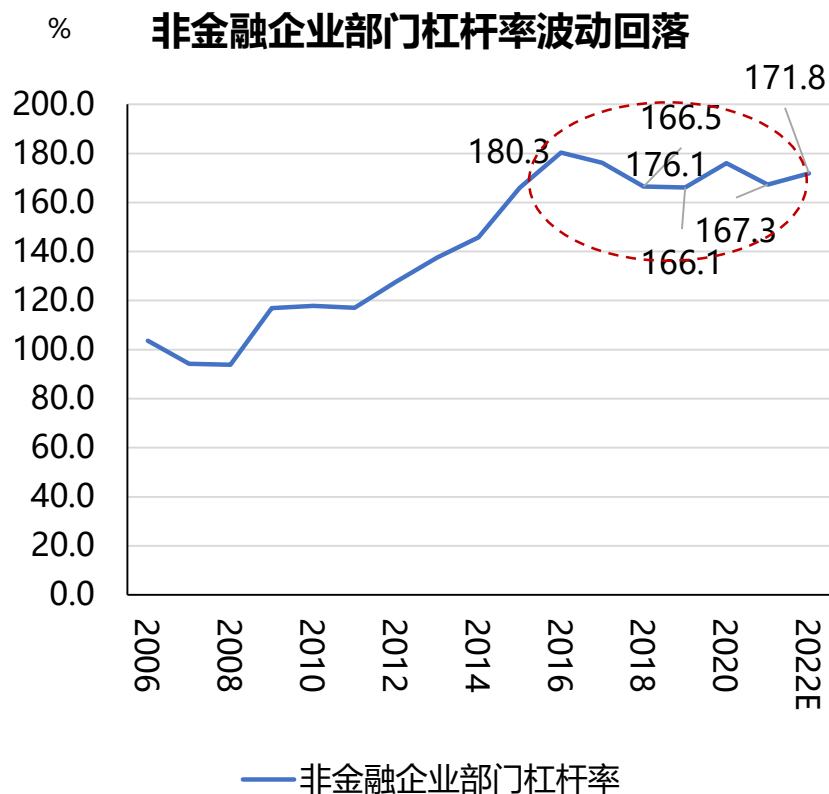


人民币贬值压力曾有所加大



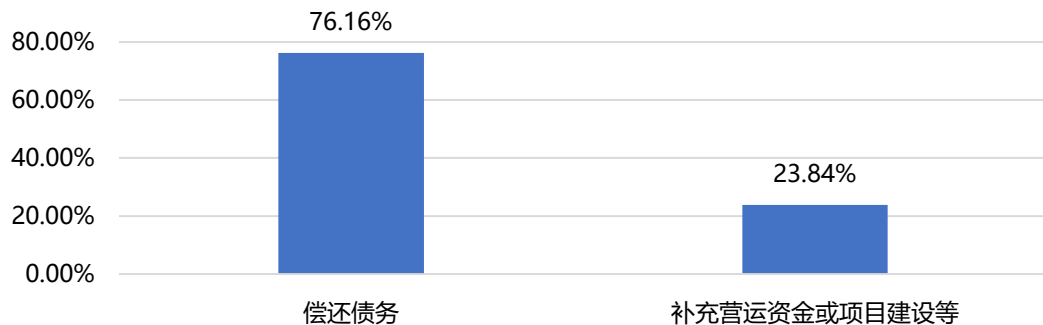
4-3. 非金融企业部门：企业扩张动力不足，存在缩表可能性

- 自2018年以来，在防风险、去杠杆措施以及后续在疫情冲击等因素影响下，我国非金融企业部门加杠杆的能力和动力都有所弱化。据中诚信国际预计，到2022年底非金融企业部门杠杆率或为171.8%，较2017年180.3%的历史高点回落近9个百分点
- 展望后续，在企业部门预期偏弱背景下，如无政策及时干预，需要警惕企业部门资产负债表持续收缩可能导致的“债务-通缩”风险，尤其是考虑到当前企业部门存在的巨量债务（截至2021年底已经达到191万亿元，站总债务的比重超过50%，2022年或将超过210万亿元），如果企业部门资产负债表收缩过快，同样不利于经济平稳增长



➤ 2022年非金融企业信用风险释放虽然趋缓，但“缓流其外，暗礁其中”

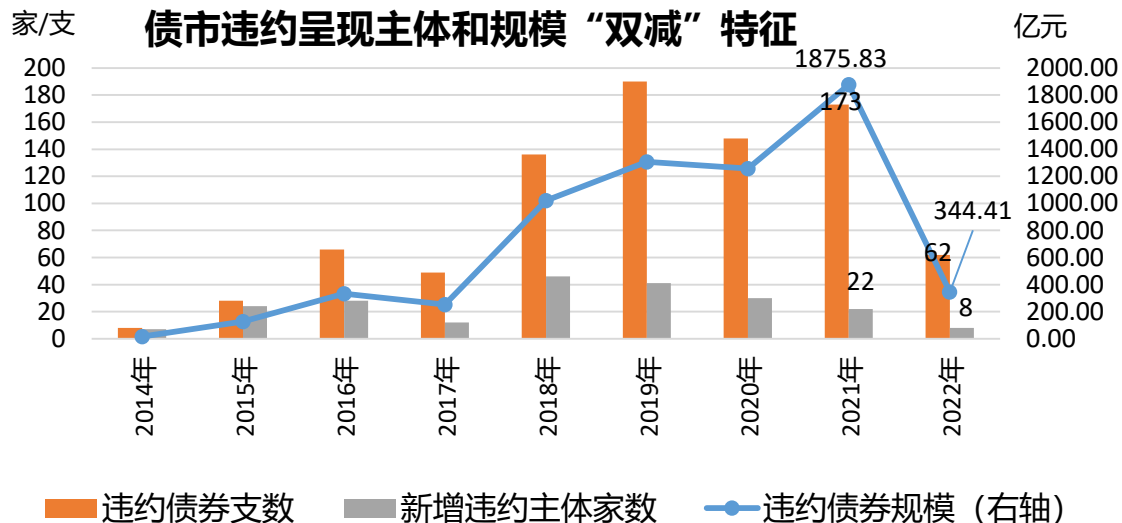
2022年信用债募集资金用途中
用于偿还债务的比重超过3/4



信用风险缓释的本质原因——

防风险基调延续
维护市场稳定

主要监管部门均将债务风险防范与处置放在更加重要的位置，维护市场稳定的意图更加明显



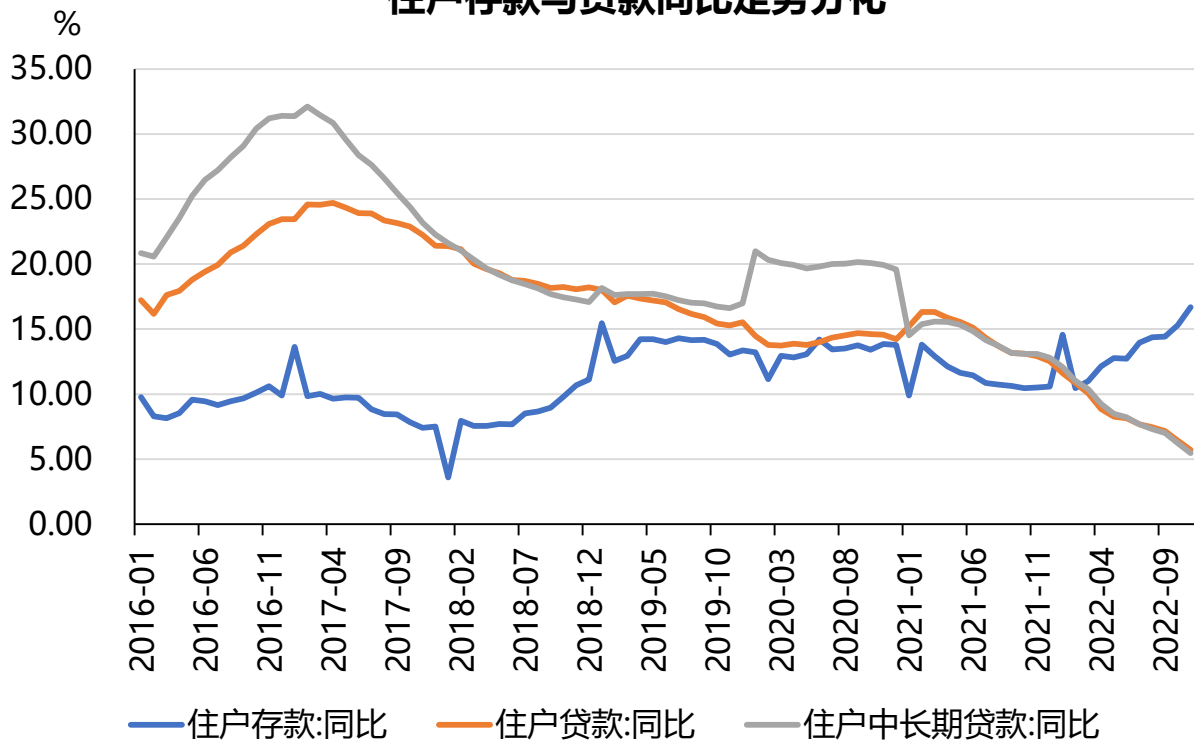
展期方式运用增多
信用风险软着陆

更多风险主体运用风险缓释方式提前化解短期兑付风险，信用风险“硬着陆”的发行人明显减少

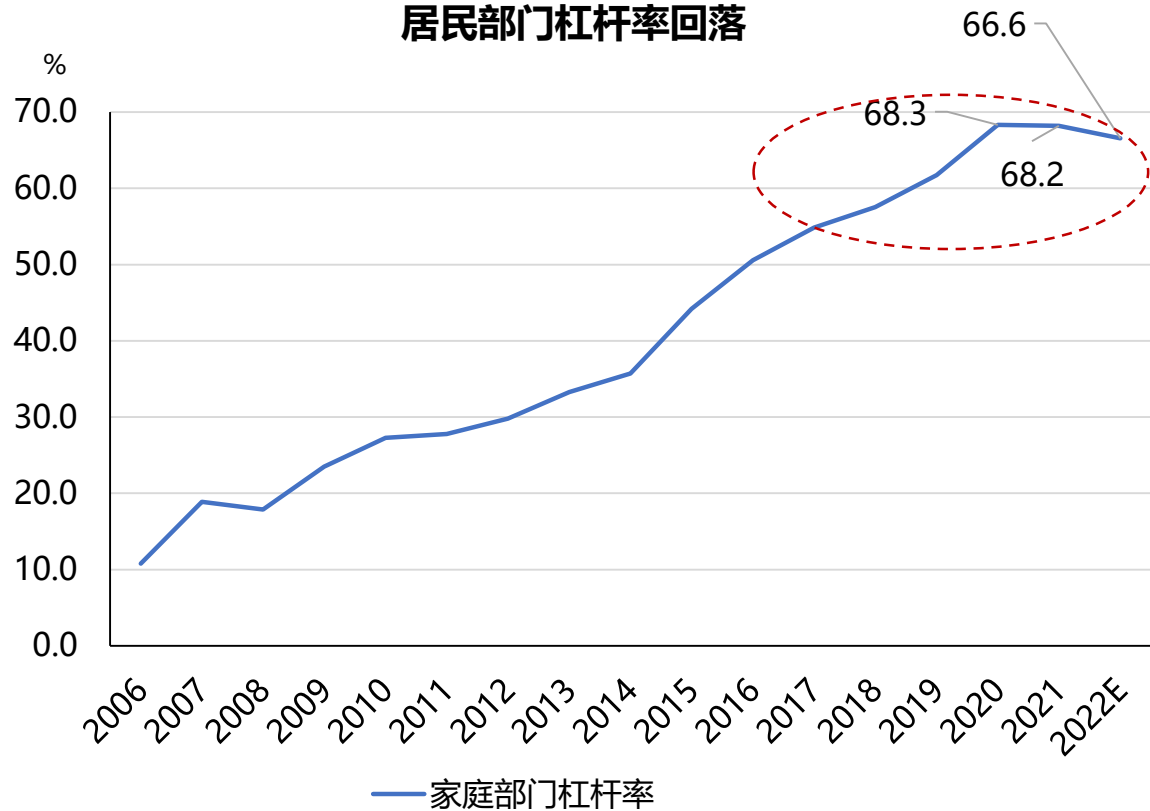
4-4. 居民部门：受房地产市场调整等因素影响，居民部门杠杆率金融危机以来首现收缩

- » 受房地产市场低迷居民房贷增长放缓、疫情冲击之下居民谨慎性动机增强，2020年以来居民部门杠杆率持续波动回落，这是金融危机以来首次出现这一现象；值得一提的是，居民部门谨慎性动机存款增加也是M2同比反超社融同比的原因之一
- » 中诚信国际预计截至2022年末居民部门杠杆率将回落至66.6%，较2020年底的高点回落1.7个百分点，较上年回落1.6个百分点

住户存款与贷款同比走势分化

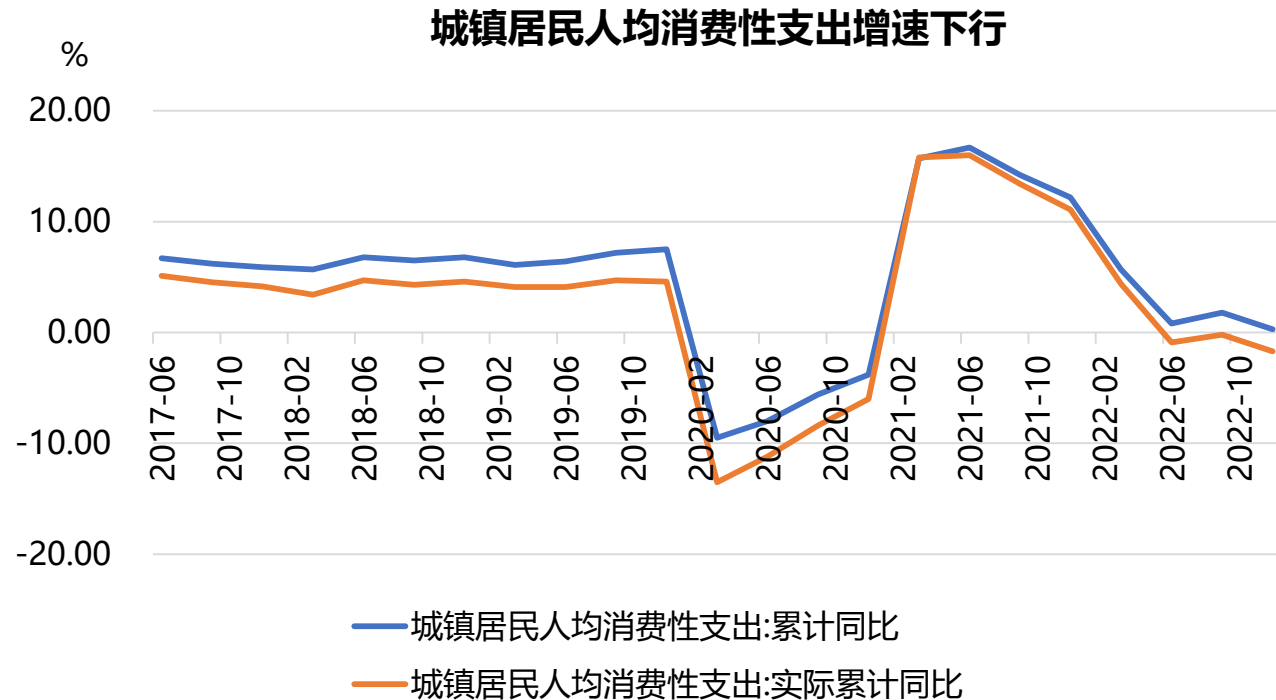
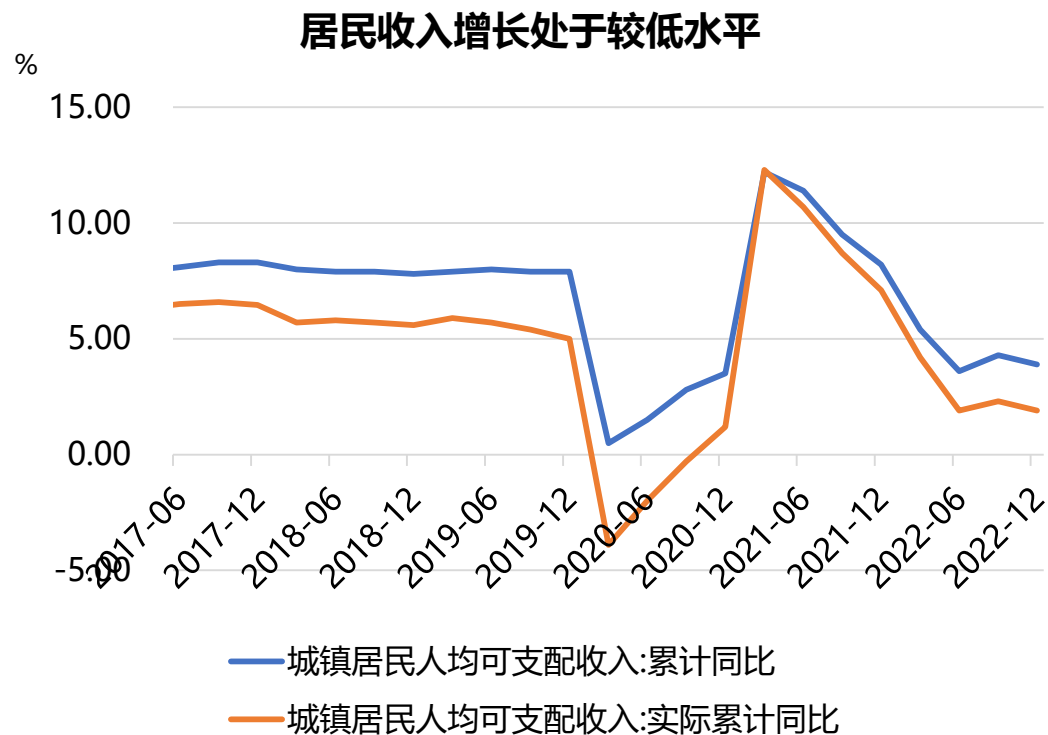


居民部门杠杆率回落



关注居民债务压力的局部释放及房地产行业风险演化对居民资产负债表的影响

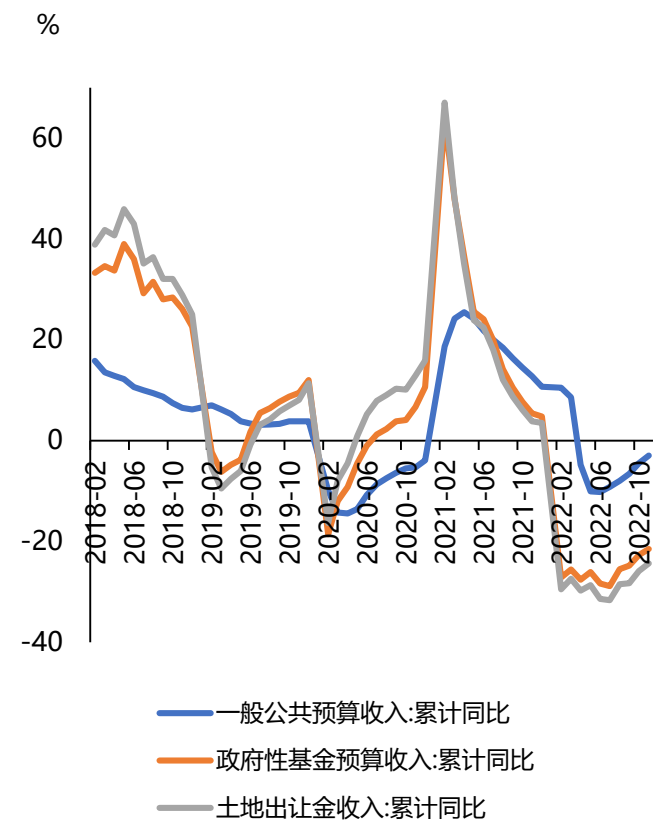
- 房地产占居民资产的60%左右，从更底线思维的角度来看，需要警惕房地产价格大幅下跌对居民部门资产负债表的负面冲击，2022年出现的“强制停贷”现象即是房地产风险向居民部门传导的一个缩影



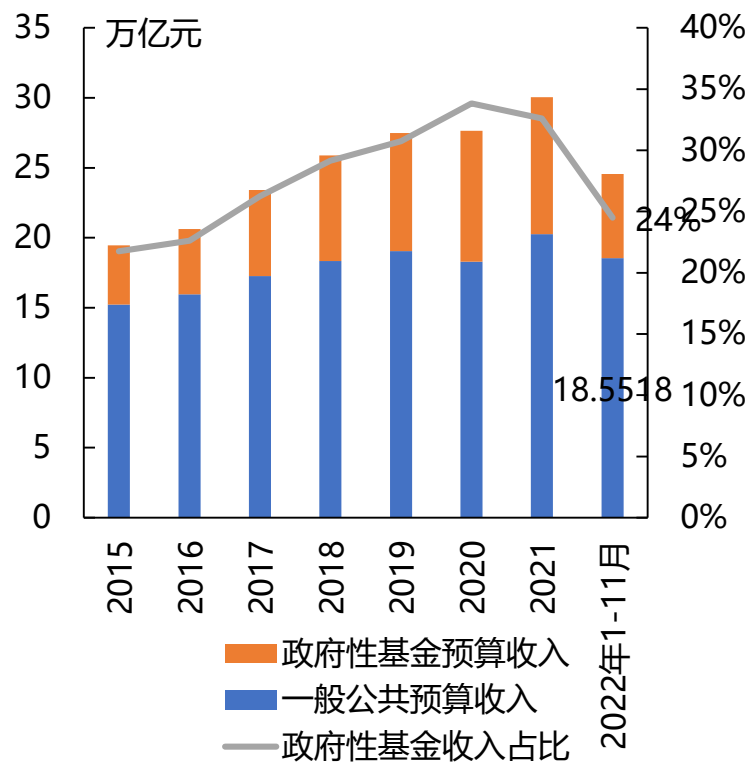
4-5. 地方政府：经济下行、土地财政弱化背景下地方政府收支压力加大，扩表受到制约

➤ 疫情反复叠加土地财政弱化，加剧地方财政收支矛盾

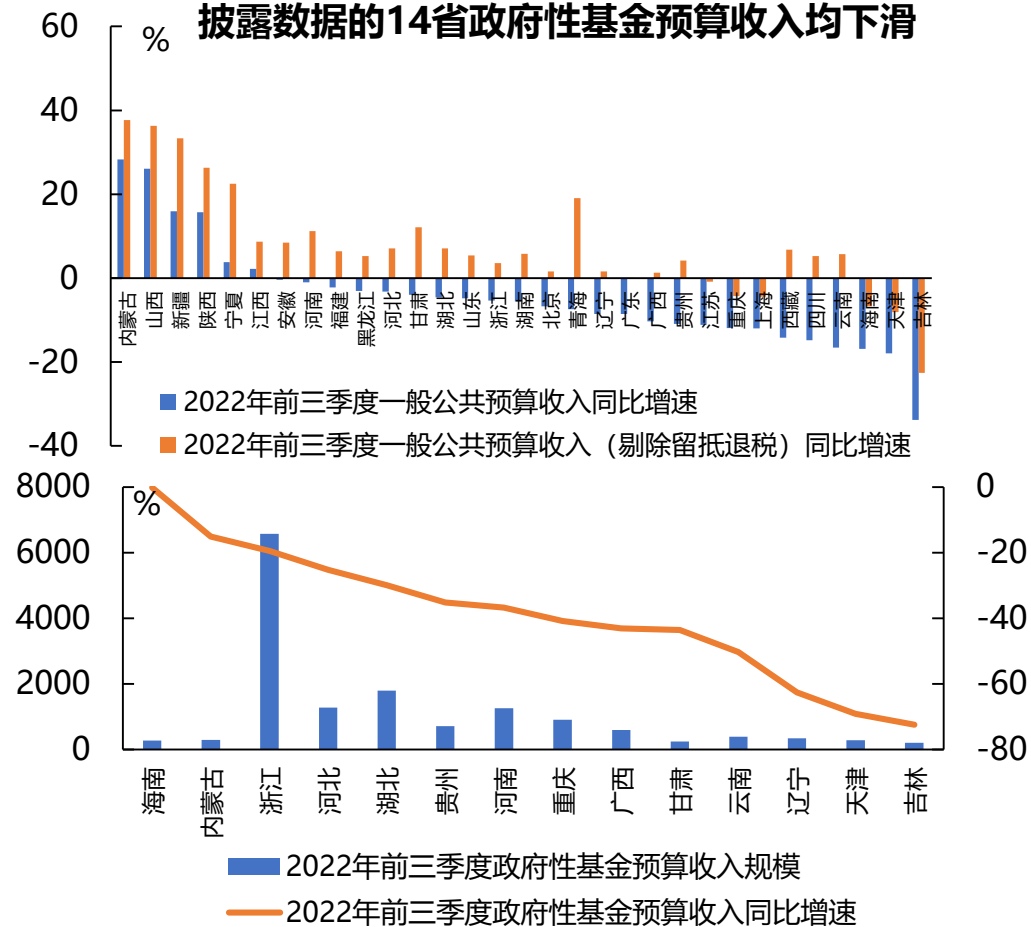
财政收入大幅下滑



政府性基金预算收入占比回落明显

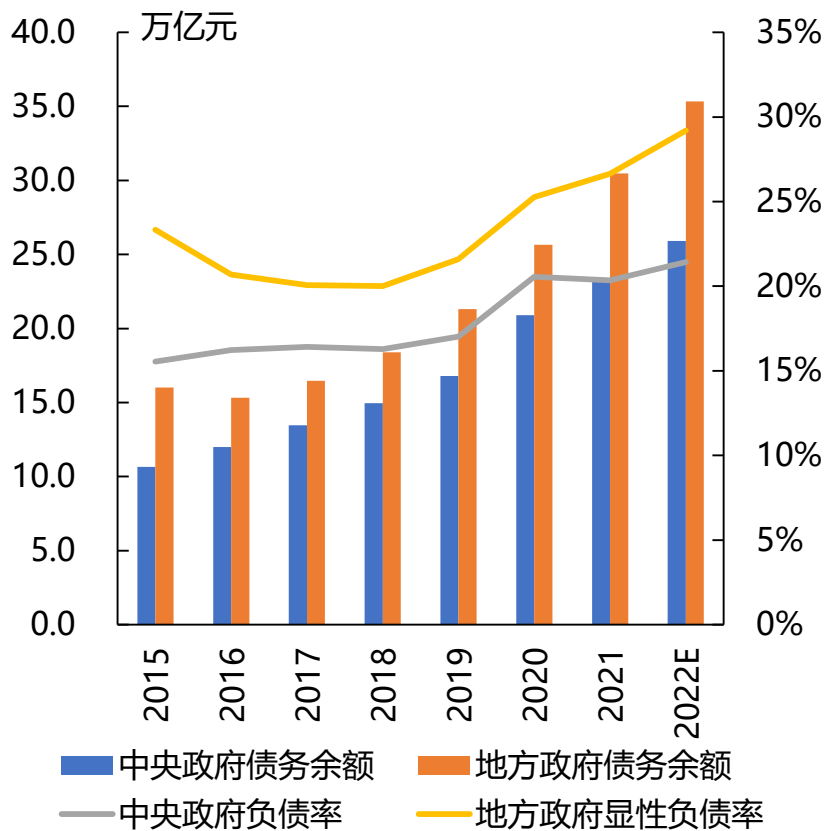


2022年前三季度仅5省一般公共预算收入正增长 披露数据的14省政府性基金预算收入均下滑

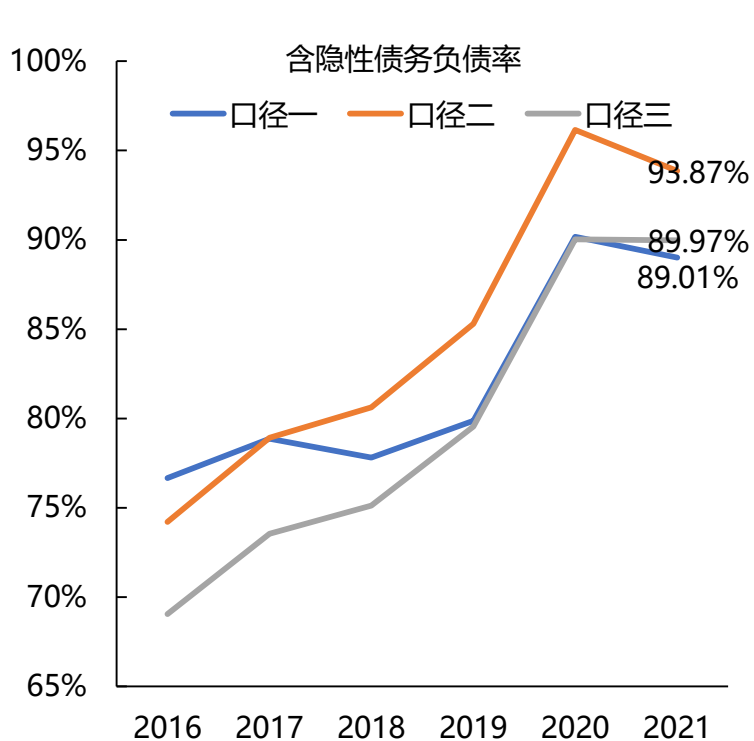


地方政府债务规模快速上升，区域风险分化进一步加剧

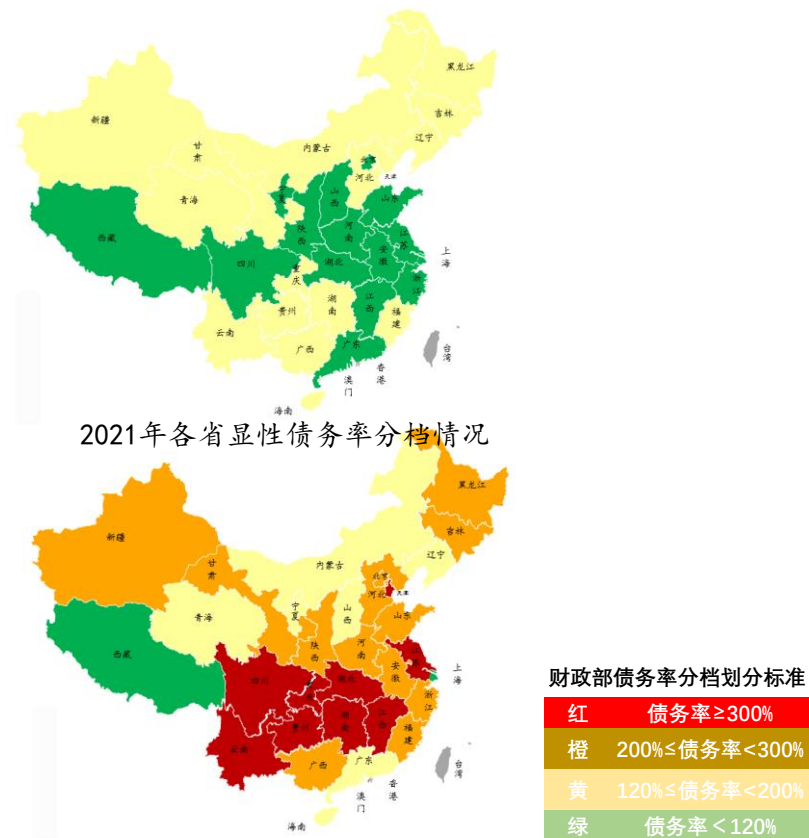
地方债快速扩容，显性债务风险上升



隐性债务风险缓释但仍较突出



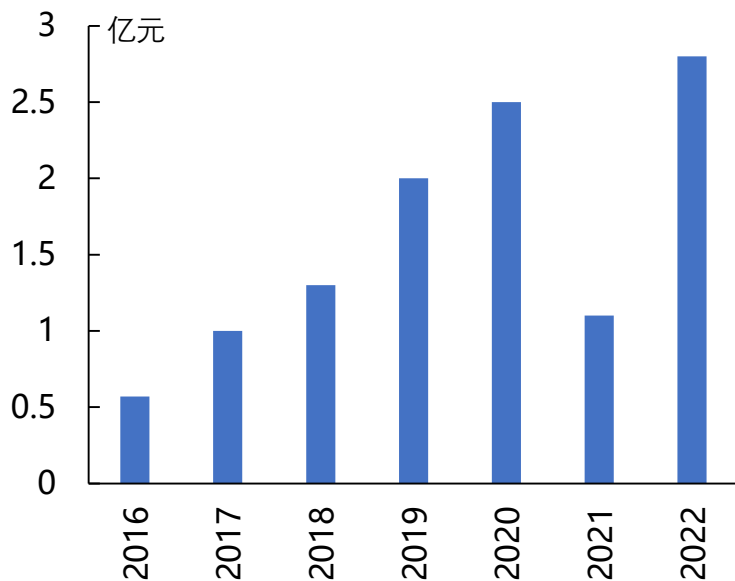
绝大多数省份债务率进入警戒区间



➤ 2023年地方财政有支撑因素，但整体仍受约束

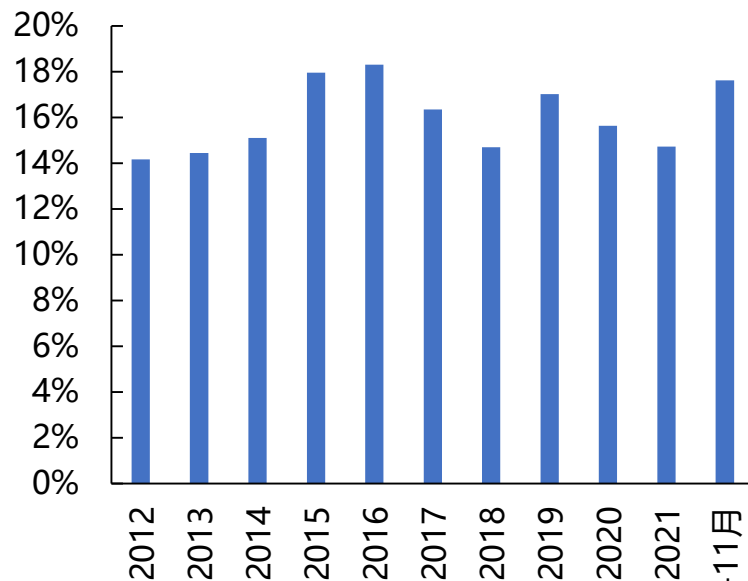
- » 在近年已实施较大规模减税降费的基础上，2023年或不会有更大规模的退税政策出台，对财政收入的拖累或将减弱；同时，在各地继续“挖潜”、多渠道盘活存量资产的背景下，**非税收入有望延续增长**；此外，随着**房地产市场逐步企稳**，政府性基金预算收入大概率边际改善
- » 受长达三年的疫情冲击，财政结余资金大幅下降，2023年**可用于调节预算的资金规模可能锐减**，叠加**央行继续上缴利润存在不确定性**，将对地方政府扩表等形成制约

留抵退税对财政收入的拖累预计将减弱



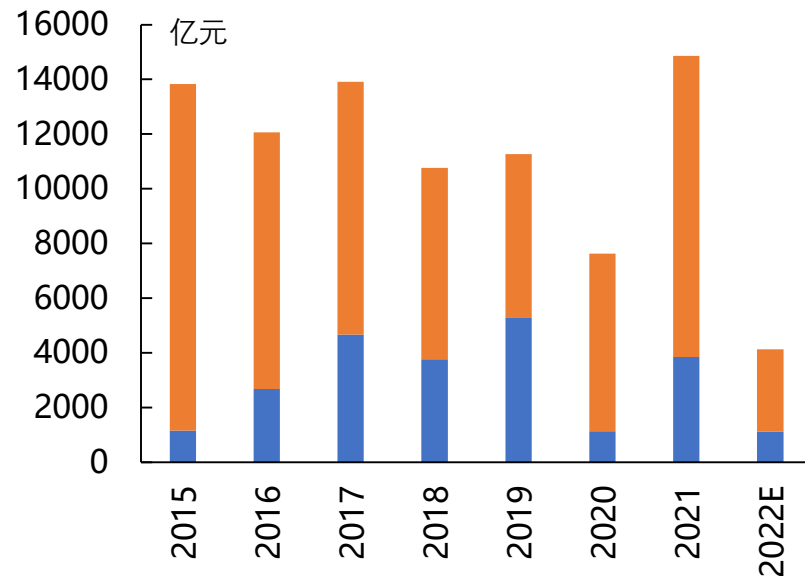
■ 新增减税降费规模

非税收入有望延续高增



■ 非税收入占一般公共预算收入比例

可用于调节预算的资金规模可能锐减

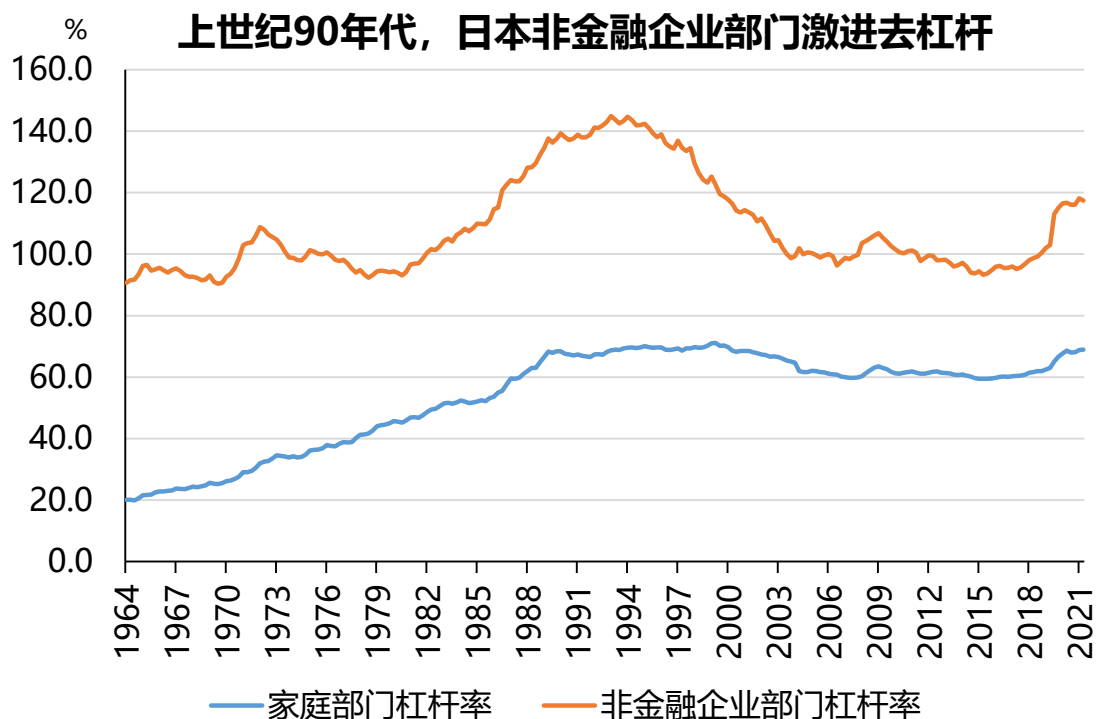


■ 地方财政结余资金余额

■ 中央预算稳定调节基金余额

4-6. 资产负债表收缩态势有望边际缓解，但仍需警惕资产负债表衰退

- » 虽然随着中国经济修复预期加强、政策调整，资产负债表缩表态势或将有所缓解，但在当前经济修复仍然面临多重压力、预期整体偏弱情况下，仍需持续关注资产负债表演化，警惕资产负债表衰退
- 上世纪90年代日本非金融企业部门激进去杠杆，日本经济陷入资产负债表衰退，日本经济进入“失去的三十年”



中国发生资产负债表衰退的可能后果

- **对传统经济增长模式带来挑战：**
 - 传统的“债务—投资”增长模式难以为继，经济增长动力难以持续
- **可能导致债务风险的超预期爆发**
 - 鉴于我国债务水平处于高位，缩表可能导致“债务-通缩”风险，导致债务风险超预期爆发，进而危及经济增长

目 录

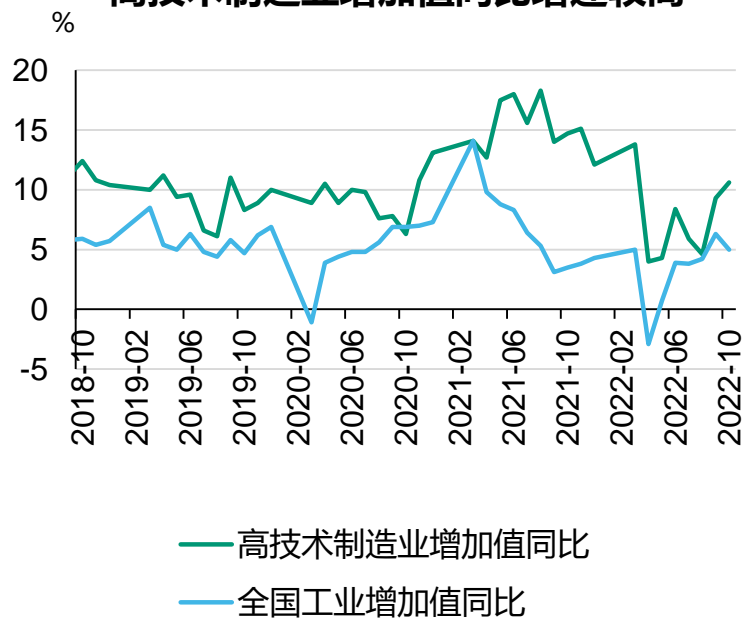
- 一、 “寒意虽存、春山可望”：修复预期加强的中国经济
- 二、 防患未然：关注经济修复进程中可能的资产负债表收缩等风险
- 三、 政策关注：着眼短期与中长期，动态调整应对挑战

1. 从中长期来看，着眼于双循环新发展格局，将供给侧改革与扩大内需战略有机结合

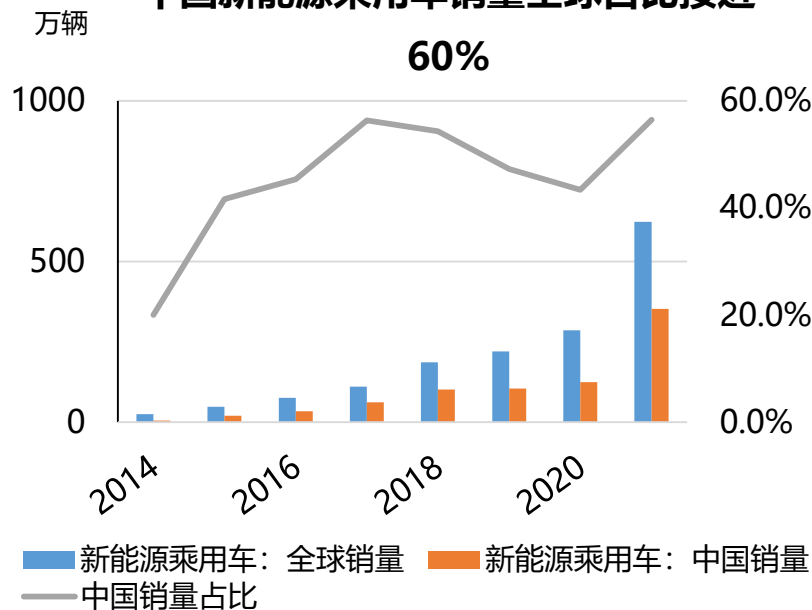
1-1. 发挥超大规模市场优势，通过供给侧改革推动产业升级和消费升级

» 其一，通过扩大开放与畅通国内循环的有机结合，充分发挥我国的超大规模市场优势；其二，通过供给侧改革推动产业升级，发挥高技术制造业的辐射带动作用，例如当前我国已成为全球新能源汽车的最大市场，电池、电机、自动驾驶等行业进一步扩容具有较大潜力；其三，通过供给侧结构性改革引导消费升级，在养老、医疗、文娱等短板领域增加高质量供给引导消费，例如“十四五”时期我国60岁及以上老年人口总量将突破3亿、占比将超过20%，在养老服务领域形成较大市场需求和空间

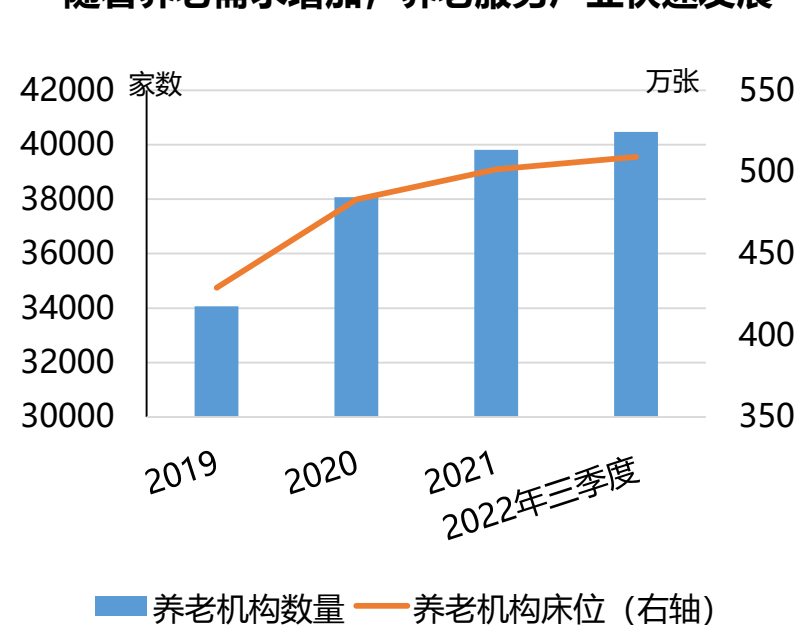
高技术制造业增加值同比增速较高



中国新能源乘用车销量全球占比接近



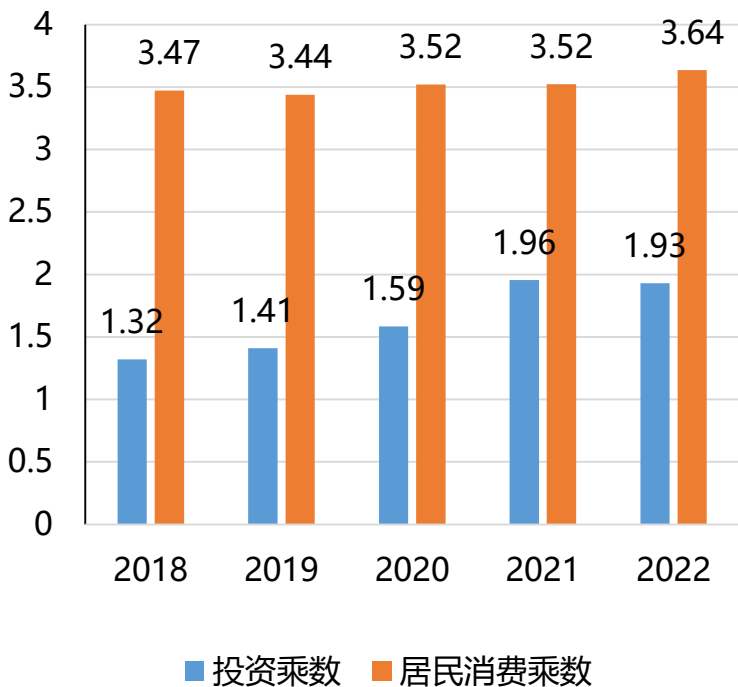
随着养老需求增加，养老服务产业快速发展



1-2. 刺激消费发挥消费乘数的撬动作用，持续发挥区域增长极的辐射和带动

- 其四，以修复和扩大消费为重要抓手扩大内需，我们测算近年来中国的消费乘数（3.5）显著大于投资乘数（1.6），建议必要时可启用一定规模的消费券甚至现金发放；
- 其五，京津冀、长三角、粤港澳、长江中游及成渝都市圈等区域增长极，仍有较大的增长潜力和较强的市场活力，可以成为覆盖我国东、西、南、北、中五个方位的区域发展引擎

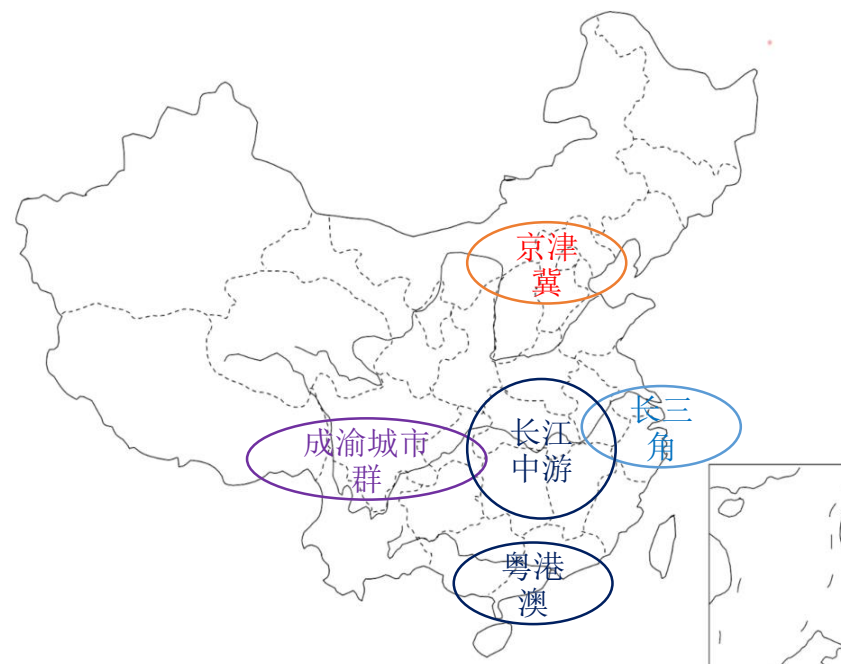
消费乘数显著大于投资乘数



五大区域增长极仍有较大增长潜力

| 区域 | GDP (万亿元, 2021) | 年均人口流入 (万人, 2015-2019) | 优势产业 |
|-------|-----------------|------------------------|----------------|
| 京津冀 | 9.6 | 42.7 | 总部经济、信息技术、智能装备 |
| 长三角 | 27.6 | 101 | 电子、汽车、高技术服务业 |
| 粤港澳 | 12.6 | 142.2 | 科创产业、信息技术、现代金融 |
| 长江中游 | 7.6 | 87.3 | 钢铁、新能源、生物工程 |
| 成渝经济圈 | 9.7 | 63.8 | 电子制造、医药生物、新能源 |

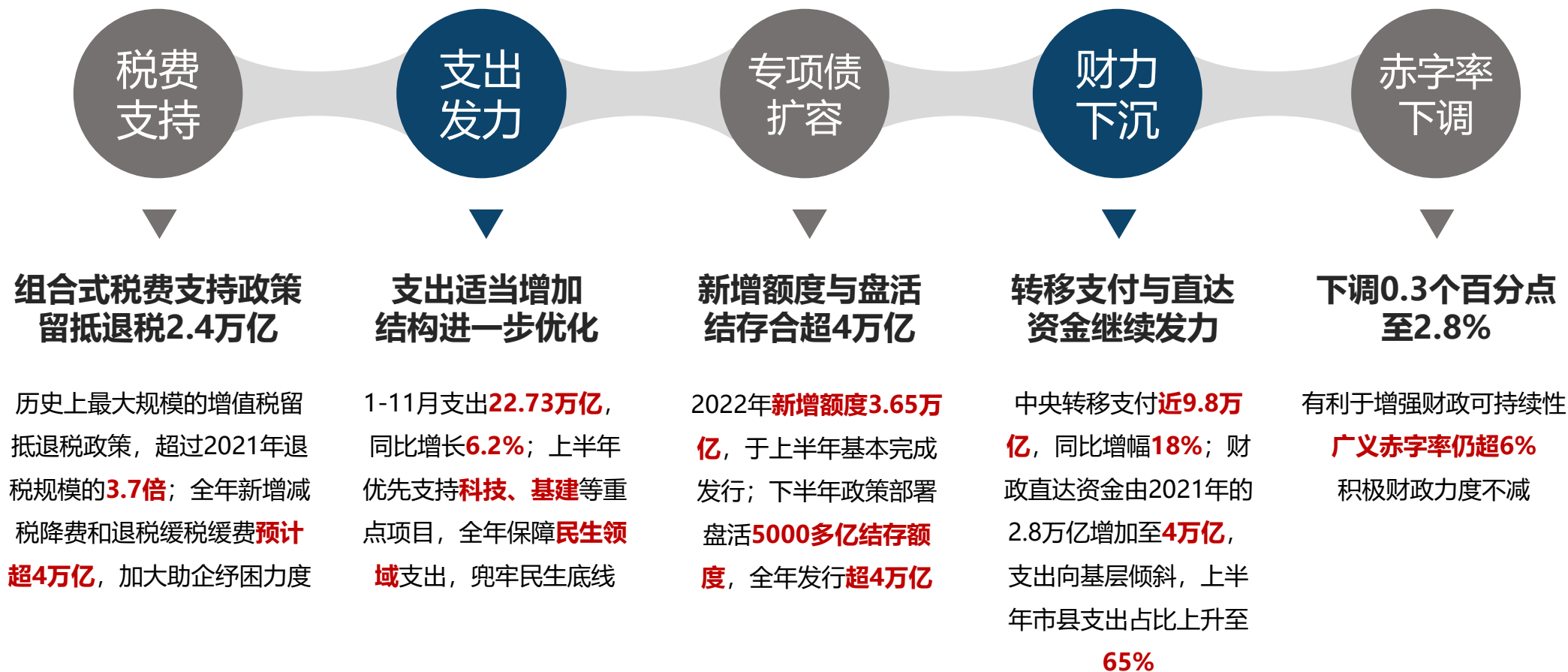
五大增长极覆盖我国各个方位的区域经济



2. 从短期来看，政策仍需加力稳增长、稳信心，从关键领域着手守住不发生系统性风险底线

2-1. 积极财政政策加力提效，同时兼顾风险防范

➤ 2022年：收支发力财力下沉，注重精准、可持续



➤ 2023年：总量加力使用提效，并兼顾风险防范



总量加力，聚焦基建

提升赤字率至**3.0%或以上**

政府部门杠杆率低于警戒线及发达国家水平，仍有一定举债空间，可适当提升赤字率至3.0-3.2%

中央政府加大加杠杆力度

国债净融资可上升至3万亿左右，发行安排9.3-9.5万亿；必要时增发万亿特别国债，用于基建及基层三保

增加专项债额度至**3.8万亿**

新增额度可上升至3.8万亿左右，继续支撑“两新一重”助力稳增长及补短板

延续使用**准财政工具**

2023年财政对基建的增量支持预计有限，可延续政策性金融工具，扩大投放规模及领域，弥补基建资金缺口

1

2

3

4



注重提效，防范风险

税费政策提效呵护微观主体

延续相关税费支持政策，提升精准性和针对性；对于阶段性措施需考虑接续问题，平缓退坡力度，稳定市场预期

着重稳投资促消费**扩大内需**

促基建的同时要注重促居民消费，如完善消费基础设施建设、发放消费券或现金补贴、推动新一轮家电/汽车下乡等

提升**专项债**使用效率

支持范围及资本金领域扩大，强化全周期管理，避免闲置挪用等问题；引导金融机构加大融资支持

保障财政可持续及**债务风险可控**

加强财政资源统筹，严格收支管理；关注地方财政困境，加大资金直达基层力度；规范融资平台管理，进一步打破政府兜底预期

1

2

3

4

2-2. 货币政策：精准有力，进一步加大结构工具使用力度（1）

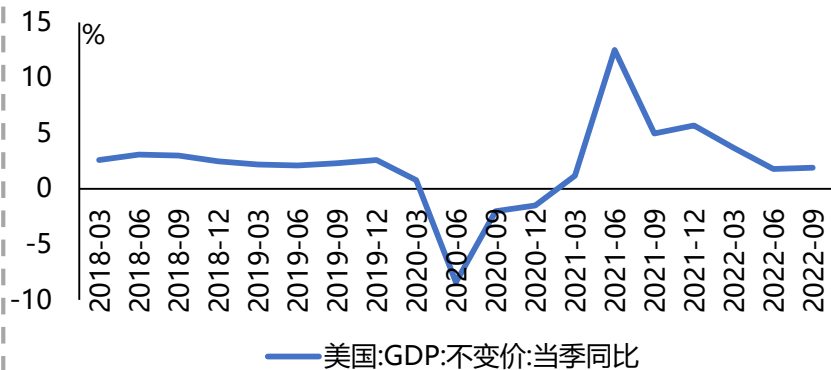
2022年总量和结构工具齐发力，加大对实体经济支持力度



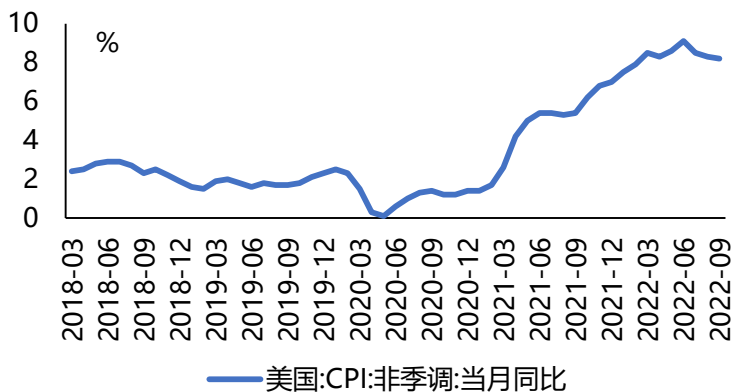
货币政策：精准有力，进一步加大结构工具使用力度（2）

海外环境

美国经济下行压力较大



美国通胀有所放缓

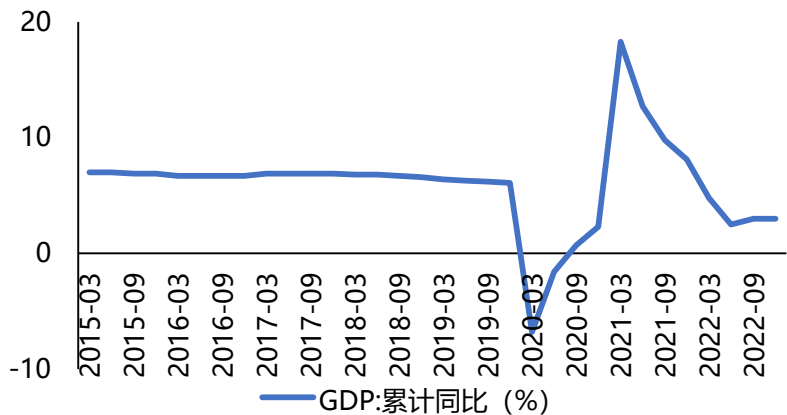


货币政策仍需精准有力

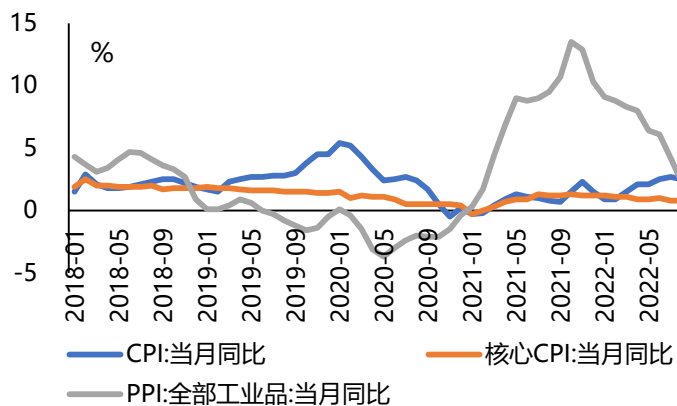
- 海外环境：美国经济下行压力较大、通胀减缓背景下，**货币政策或前紧后松，对国内货币政策的掣肘作用减轻**，但仍需持续关注中美利差倒挂情况

国内环境

我国经济修复基础仍不稳固



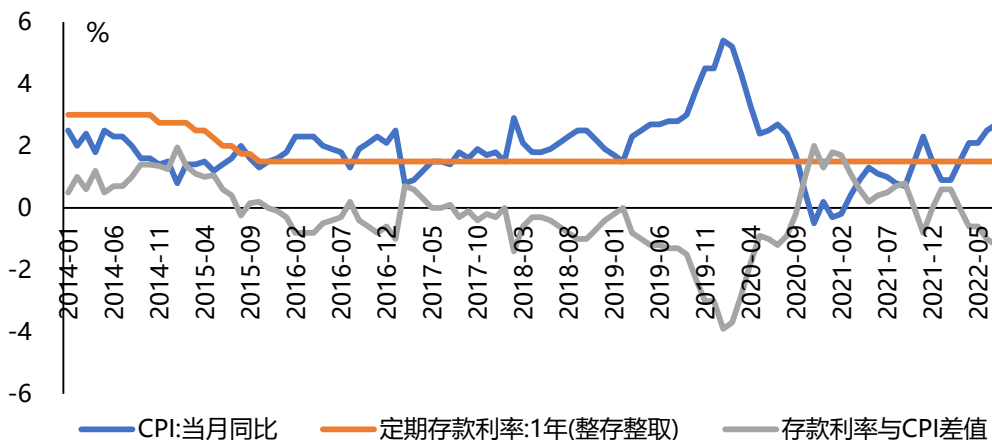
我国通胀水平仍可控



- 国内环境：核心CPI处于低位，**我国通胀仍可控**，经济边际回暖但**修复基础尚不牢固**，微观主体仍需持续呵护，**货币政策仍需精准有力**

➤ 货币政策：精准有力，进一步加大结构工具使用力度（3）

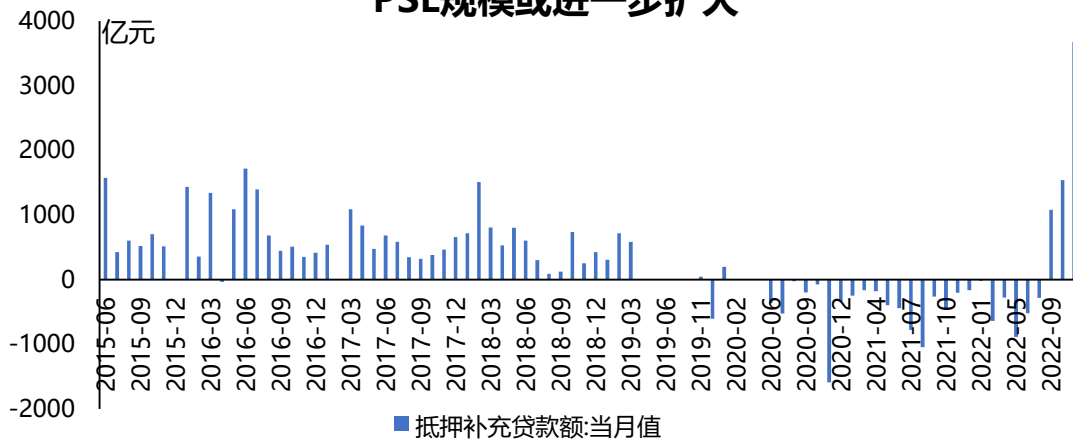
存款利率与CPI差值已处于负水平



降息操作或需要更为谨慎

- 经济修复基础仍不稳固，融资成本仍需压降，降准降息仍存在一定的空间
- 存款利率与CPI差值已处于负水平，货币政策需避免大水漫灌，如启动降息降准，操作幅度应更为谨慎

PSL规模或进一步扩大

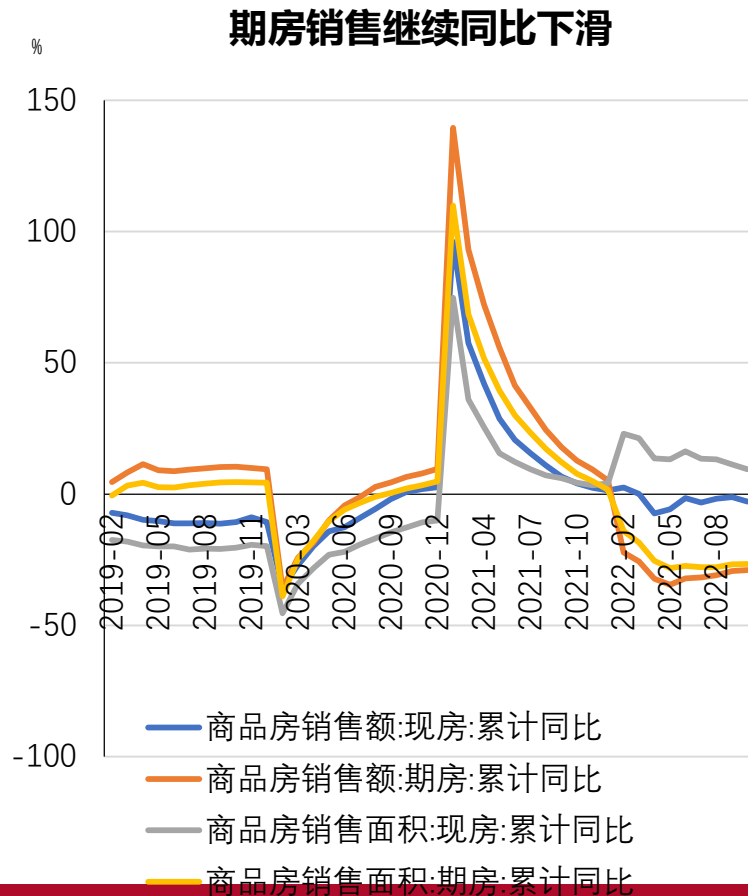
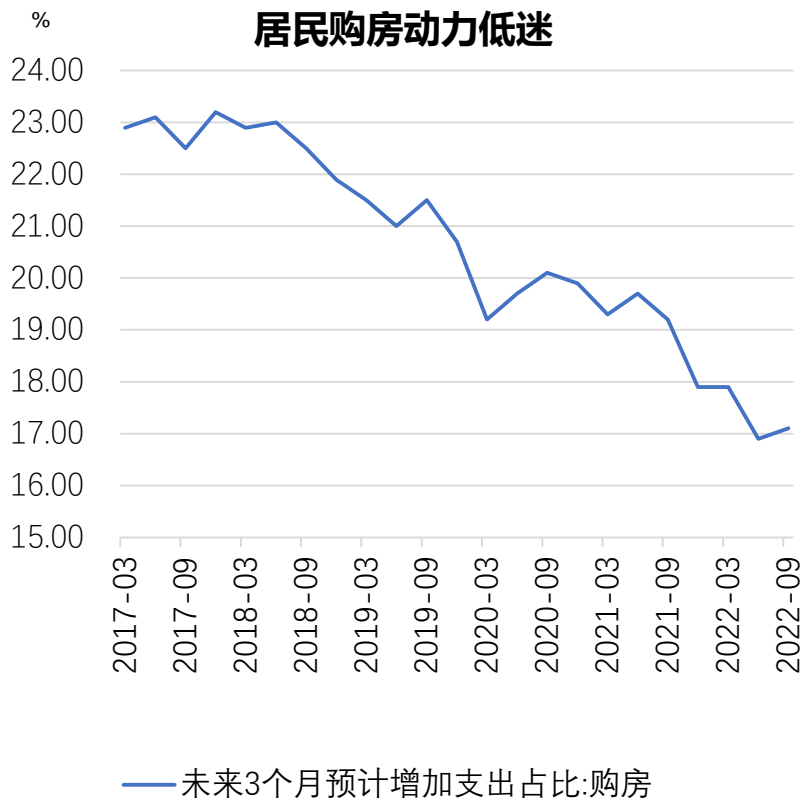


货币政策可更多使用结构性工具

- **再贷款**：额度和类型或继续增加，精准支持重点行业；**碳减排支持工具**使用力度也将进一步加大，支持我国经济向绿色低碳方向转型
- **PSL**：政策性开发性工具规模或继续增加，**PSL规模或进一步扩大为政策性银行提供资金支持**

2-3. 以房地产为重点守住不发生系统性风险底线，适时适度加大地产需求端政策支持

- » 房地产行业已从供不应求阶段转向供需结构性调整阶段；从需求的层面来看，在没有大规模的需求刺激政策的前提下，居民对房地产市场的悲观预期难有明显改善，房地产销售有望改善，但难见大幅反弹



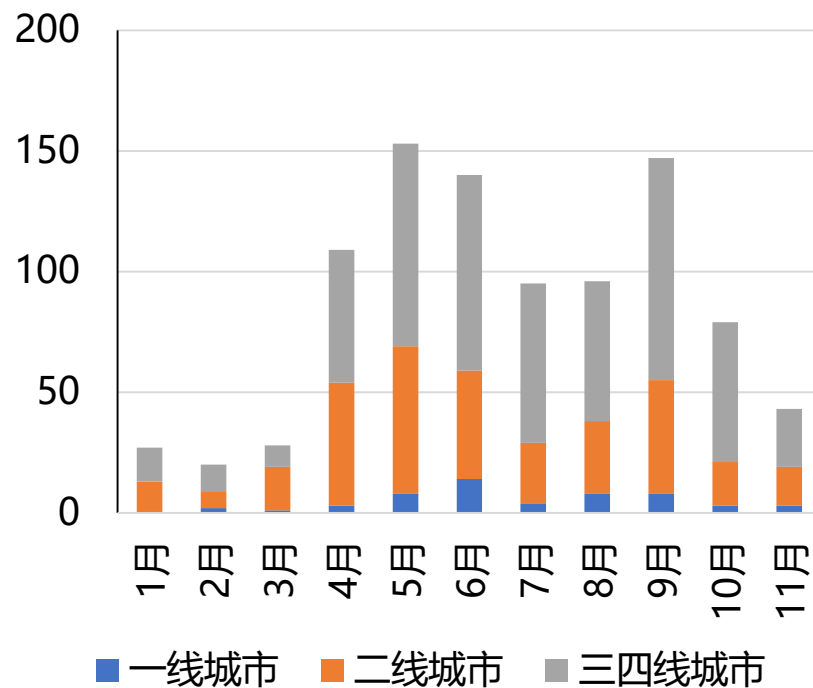
2-3. 以房地产为重点守住不发生系统性风险底线，适时适度加大地产需求端政策支持

- 一方面，继续关注前期出台的**保交楼、稳民生、稳地产**政策的实施效果，**做好房地产领域的风险防范**，推进房地产供给侧改革、完善长效机制
- 另一方面，当前地产销售低迷态势不改，**适时加大需求端政策支持**，如“认房又认贷”、普通住房标准的调整；尤其是一二线城市政策空间有望进一步释放

稳房地产适时加大需求端政策支持

- 结合人口、人才、产业政策对限购、限贷、限价政策进一步梳理，**加大刚需、改善型需求的支持力度**。
- 降低首付款、贷款利率：建立首套房贷利率动态调整机制，下调公积金贷款利率。
- 进一步优化限价、限购、限售政策，降低交易税费等。
- 发放购房补贴、加强人才引进等。
- “认房又认贷”等方面政策存在调整空间
- 做到租购并举，**租房买房个税扣除应该一视同仁**，目前北京市租赁住房每月最高可扣除1500元，贷款买房只能扣除1000元
- 可对普通住房标准进行动态调整**，如从房价、住房标准等方面重新进行定义。
- 从城市能级而言，前期地产政策调控多聚焦三四线城市，可进一步**加大核心一二线城市需求端政策空间力度**。

2022年各层级城市地产调控政策



数据来源：CRCIS，中诚信国际研究院整理

2-4. 信心比黄金重要，持续出台措施提振微观主体信心

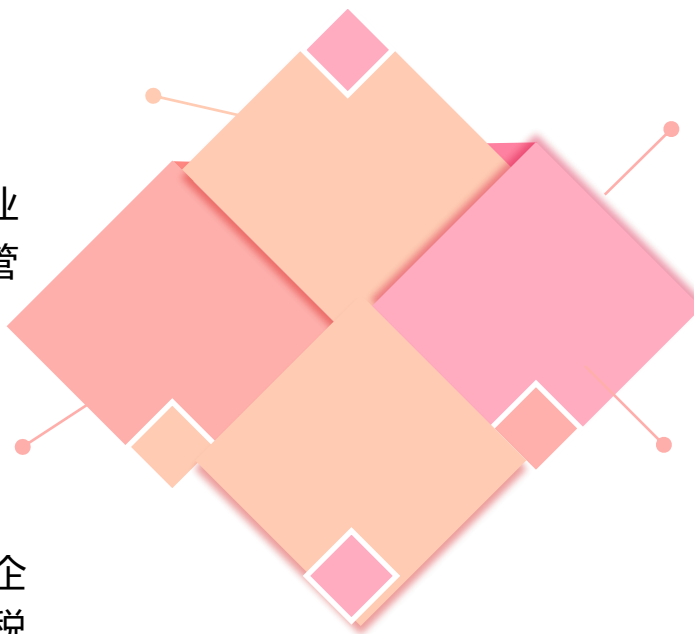
- » 信心修复是引导宏观经济供需正向循环的关键步骤，2022年底中央经济工作会议提出“明年经济工作千头万绪，要从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好工作”
- » 具体而言，谨慎避免收缩性政策的出台，企业纾困政策应适当延续，加大释放鼓励和弘扬企业家精神的政策信号，以及对前期收缩政策进一步纠偏等措施有助于提振微观主体的信心

谨慎避免收缩性政策出台

- 除狭义宏观政策之外，产业政策、外贸政策、行业监管政策等建议增强包容性

企业纾困政策应适当延续

- 对受疫情冲击严重的小微企业和服务业，仍适度延续税收、融资以及用工成本方面的纾困政策



进一步鼓励企业家精神

- 坚持“两个毫不动摇”，优化营商环境、破除民营企业投资壁垒、减少对于企业家的不当负面言论

对前期的收缩性政策进行纠偏

- 促进高技术产业发展的同时不应忽略甚至否定房地产等传统产业的作用；进一步发挥平台企业在降成本等领域的作用

□ 小结：

- » 2022年疫情冲击下中国经济两度“乍暖还寒”，经济修复之路并非一帆风顺；2023年经济运行压力仍存，但积极因素有所增多，预计全年经济增长5.3%，修复预期增强，正所谓“**寒意虽存，春山可望**”
- » 经济修复虽可期，但仍需警惕内外风险，尤其是需关注三年疫情冲击下的资产负债表演化。展望2023年，政策调整下资产负债表收缩压力虽有减轻，但仍需**防患于未然**，持续警惕可能的资产负债表衰退风险
- » 宏观政策应中长期与短期结合，长期来看持续推进经济结构调整与转型，短期来看继续加大稳增长力度，以房地产行业为重点守住不发生系统性风险底线，尤其需重视改善社会心理预期、提振发展信心，**信心比黄金重要**

谢谢!



CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇



CMF 中国宏观经济月度数据分析报告发布：修复预期加强的中国经济与资产负债表演化

1月19日，由中国人民大学国家发展与战略研究院、经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司联合主办的CMF宏观经济月度数据分析会（2023年1月）于线上举行。

本期论坛由中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛(CMF)联合创始人、联席主席**杨瑞龙**主持，**聚焦“修复预期加强的中国经济与资产负债表演化”**，来自政界、学界、企业界的知名经济学家及行业专家**黄海洲、闫衍、汪涛、陆挺、徐奇渊、袁海霞**联合解析。

论坛第一单元，中中国宏观经济论坛（CMF）主要成员，中诚信国际研究院副院长**袁海霞**代表论坛发布CMF中国宏观经济月度数据分析报告。

报告围绕以下三个方面展开：

一、“寒意虽存、春山可望”：修复预期加强的中国经济

二、防患未然：关注经济修复进程中可能的资产负债表收缩等风险

三、政策关注：着眼短期与中长期，动态调整应对挑战

一、“寒意虽存、春山可望”：修复预期加强的中国经济

1、疫情冲击下2022年经济修复“乍暖还寒”



□ 2022年主要宏观经济数据及2023年预测一览表

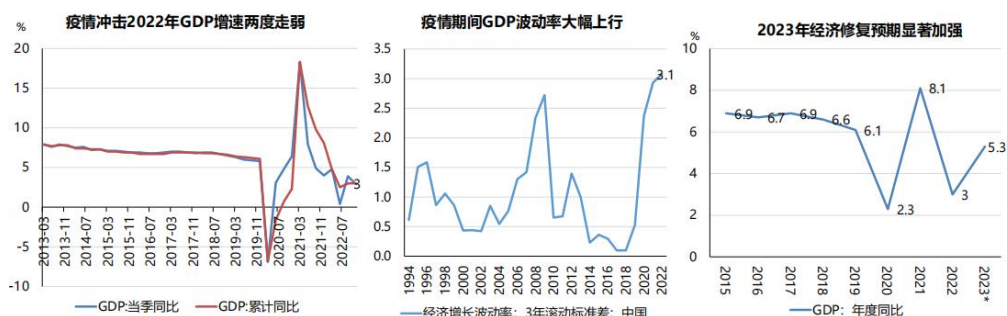
| | 2022年 | | | | | 2021年 | | | | | 2023年* | | | | |
|-----------------|-------|------|------|------|-----|-------|------|-----|------|-----|--------|-----|------|------|-----|
| | Q4 | Q3 | Q2 | Q1 | 变化1 | Q4* | Q4 | Q3* | Q3 | Q2* | Q2 | Q1* | Q1 | 全年 | 变化2 |
| GDP (当季, %) | 2.9 | 3.9 | 0.4 | 4.8 | ↓ | 5.2 | 4.0 | 4.9 | 4.9 | 5.5 | 7.9 | 5.0 | 18.3 | 5.3 | ↑ |
| GDP (累计, %) | 3 | 3 | 2.5 | 4.8 | ↓ | 5.1 | 8.1 | 5.2 | 9.8 | 5.3 | 12.7 | 5.0 | 18.3 | 5.3 | ↑ |
| 第二产业 (累计, %) | 3.8 | 3.9 | 3.2 | 5.8 | ↑ | - | 2.5 | - | 3.6 | - | 7.5 | 6.0 | 24.4 | 6.4 | ↑ |
| 第三产业 (累计, %) | 2.3 | 2.3 | 1.8 | 4.0 | ↓ | - | 4.6 | - | 5.4 | - | 8.3 | 4.7 | 15.6 | 3.4 | ↑ |
| 工业增加值 (累计, %) | 3.6 | 3.9 | 3.4 | 6.5 | ↓ | 6.1 | 9.6 | 6.4 | 11.8 | 7.0 | 15.9 | 6.8 | 24.5 | 4.8 | ↑ |
| 服务业生产指数 (累计, %) | -0.1 | 0.1 | -0.4 | 2.5 | ↓ | 6.0 | 13.1 | - | 16.3 | - | 21.5 | 6.8 | 29.2 | 4.1 | ↑ |
| 投资 (累计, %) | 5.1 | 5.9 | 6.1 | 9.3 | ↑ | 3.9 | 4.9 | 3.8 | 7.3 | 4.4 | 12.6 | 2.9 | 25.6 | 5.9 | ↑ |
| 基建 (累计, %) | 9.4 | 8.6 | 7.1 | 8.5 | ↑ | - | 0.4 | - | 1.5 | - | 7.8 | - | 29.7 | 8.0 | ↓ |
| 制造业 (累计, %) | 9 | 10.1 | 10.4 | 5.6 | ↓ | - | 13.5 | - | 14.8 | - | 19.2 | - | 29.8 | 5.0 | ↓ |
| 房地产 (累计, %) | -8 | -8 | -5.4 | -0.7 | ↓ | - | 4.4 | - | 8.8 | - | 15 | - | 25.6 | -3.0 | ↑ |
| 社零额 (累计, %) | -0.2 | 0.7 | -0.7 | 3.3 | ↓ | 3.9 | 12.5 | 3.9 | 16.4 | 4.4 | 23.0 | 4.2 | 33.9 | 5.5 | ↑ |
| 出口: 累计 (%美元) | 7 | 12.5 | 13.9 | 15.5 | ↓ | - | 29.9 | - | 33.0 | - | 38.6 | - | 49.0 | -8 | ↑ |
| 进口: 累计 (%美元) | 1.1 | 3.9 | 5.7 | 10.6 | ↓ | - | 30.1 | - | 32.6 | - | 36.0 | - | 28.0 | 4.0 | ↑ |
| 贸易顺差 (累计, 亿美元) | 8776 | 6444 | 3783 | 1542 | ↑ | - | 6764 | - | 4275 | - | 2515 | - | 1164 | 4200 | ↓ |
| CPI (累计, %) | 2.0 | 2 | 1.7 | 1.1 | ↑ | - | 0.9 | - | 0.6 | - | 0.5 | - | 0.0 | 2.1 | ↓ |
| PPI (累计, %) | 4.1 | 5.9 | 7.7 | 8.7 | ↓ | - | 8.1 | - | 6.7 | - | 5.1 | - | 2.1 | 0.1 | ↓ |
| M2: 同比 (%) | 11.8 | 12.1 | 11.4 | 9.7 | ↑ | - | 9.0 | - | 8.3 | - | 8.6 | - | 9.4 | 9.2 | ↓ |
| 社融规模 (当季值, 万亿元) | 4.2 | 6.8 | 8.9 | 12.1 | ↓ | - | 6.6 | - | 7.0 | - | 7.5 | - | 10.3 | 33 | ↑ |
| 社融增速 (存量, %) | 9.6 | 10.6 | 10.8 | 10.6 | ↓ | - | 10.3 | - | 10.0 | - | 11.0 | - | 12.3 | 10.5 | ↑ |

数据来源: 国家统计局、中诚信国际研究院, 中诚信国际宏观利率数据库。注: 1、变化1指2022年Q4与2021年Q4、变化2指2023年全年预测较2022年数据增长、下降, *代表2020-2021年两年复合增速



1. 经济增长: 2022年经济两度“乍暖还寒”, 2023年修复预期加强

- 疫情冲击下中国经济于二季度、四季度两度“乍暖还寒”, 修复一波三折; 受防控放开后的全民免疫高峰影响, 四季度经济再度走弱, 当季同比增长2.9%, 全年增长3%
- 疫情放大经济波动: 2020-2022年经济增速波动率高于2008-2009年金融危机期间 (2020-2022年波动率均值为2.8, 2008-2009年波动率均值为2.4)
- 2023年修复预期加强: 2023年经济运行中积极因素有所增多, 修复有望加快, 增速波动也将降低



数据来源: 中诚信国际研究院计算, Worldbank, Wind

2022年全年, 在新冠疫情、俄乌冲突等超预期因素的冲击下, 叠加地产周期下行、需求疲弱等周期性因素影响, 供给冲击、需求收缩、预期走弱“三重压力”进一步加大。经济虽然波动修复, 但整体仍保持低位运行态势。全年GDP同比增长3%, 显著低于上年同比增速及前两年复合增速。其中, 新冠疫情依然是影响2022年经济运行的最主要因素。疫情多点反复频发以及与之伴随的严格疫情防控措施对经济运行产生了直接冲击, 经济于2022年二季度、四季度两度“乍暖还寒”, 修复一波三折。

► **动力转换：第二产业对经济增长贡献率达到十年来新高，资本形成对经济增长的贡献率走高**

- » 从三次产业来看，受疫情冲击较小的第一产业增长相对较快；第二产业次之，第三产业对消费场景依赖更为严重，第三产业修复力度最小，其占经济增长的比重和贡献率都有所下降，达到了2010年的阶段性新低，而第二产业对经济增长的贡献则达到了2012年以来的新高
- » 从需求结构来看，受国内总需求疲弱影响，最终消费对经济增长的贡献率（32.8%）降至1978年有数据以来的次低点（2020年为-6.8%），资本形成的贡献率继2013年以来再次超过50%，比上年同期提升近37个百分点，净出口贡献率略有回落，但仍处于相对高位



数据来源：中诚信国际整理，Wind

从增长动力的转换来看，第二产业对经济增长贡献率达到十年来新高，资本形成对经济增长的贡献率走高。受疫情冲击较小的第一产业增长相对较快，随着生产节奏的调整及资源配置的持续优化；疫情冲击之下，第二产业修复同样相对较快，但受人流、物流影响较大；对消费场景依赖更重的第三产业受到疫情冲击以及防控政策的影响更为明显，在三次产业中修复力度最小，对经济增长的贡献率下滑，达到了2010年的阶段性新低。第二产业对经济增长的贡献则达到了2012年以来的新高，接近50%。

从需求结构来看，受国内总需求疲弱影响，最终消费对经济增长的贡献率降至32.8%，为1978年有数据以来的次低点（2020年为-6.8%）；资本形成贡献率自2013年以来首次超过50%；净出口贡献率略有回落，但仍处于相对高位。

2、生产：工业生产两度走低、服务业弱势不改，新的一年改善可期



2. 供给：服务业改善尤可期待，但需关注预期差

2-1. 疫情冲击工业生产两度回落，新的一年改善可期但仍有隐忧

- 2022年，受疫情冲击影响，工业生产分别于二季度、四季度两度回落，疫情带来的供给冲击影响持续
- 2023年制造业生产改善可期：疫情防控政策调整使得疫情对生产的制约减轻，技改对工业生产带来支撑；二十大报告强调“建设现代化产业体系”、“推进新型工业化”、“加快建设制造强国”，政策继续加大对制造业的支持
- 关注工业生产面临的不利因素：大国博弈下的产业链供应链风险；下游需求疲弱、外部需求走弱；库存去化下产能利用率回落；经济政策的不确定性



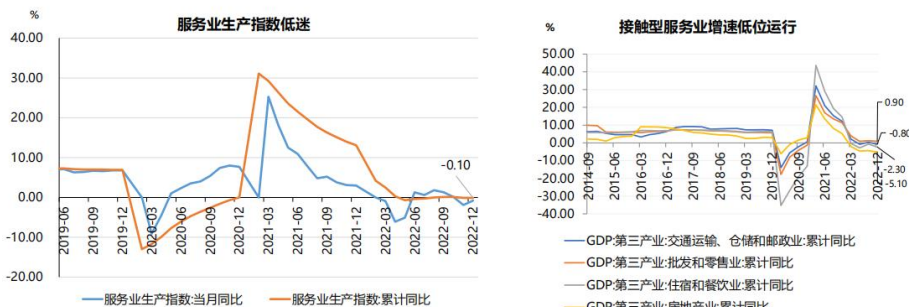
数据来源：中诚信国际整理，Wind

疫情冲击工业生产两度回落，新的一年有望改善但仍有隐忧。受疫情冲击影响，2022年工业生产分别于二季度、四季度两度回落。展望2023年，疫情防控政策调整使得疫情对生产的制约减轻，技改对工业生产带来支撑，且“建设现代化产业体系”、“推进新型工业化”、“加快建设制造强国”背景下，政策继续加大对制造业的支持，制造业生产有望保持比较快的增长。但大国博弈下，产业链、供应链风险仍存，并需关注下游需求疲弱、外部需求走弱、产能利用率回落、经济政策不确定性等制约因素。



2-2. 服务业受疫情扰动较大，服务业回暖或成2023年最大期待之一

- 2022年，疫情之下，服务业消费场景受限，服务业持续低迷，全年增长2.3%，服务业生产指数下滑0.1%；展望2023年，随着疫情防控措施的调整，居民行动受限的情况得到明显改观，服务业的修复或成为2023年最可期待的因素之一
- 服务业修复隐忧犹存：疫情三年，居民消费观念和消费习惯已经有所改变，全民免疫高峰过后疫情潜在风险仍有可能存在，低基数下服务业同比增速或有望出现较为明显反弹，但服务业实际修复情况或仍然受限，持续关注服务业修复预期与实际修复情况之间的差异



数据来源：中诚信国际整理，Wind

服务业受疫情扰动较大，服务业回暖或成2023年最大期待之一。2022年，疫情冲击下服务业消费场景受限，服务业持续低迷。展望2023年，随着疫情防控措施的调整，

居民行动受限的情况得到明显改观，服务业的修复或成为 2023 年最可期待的因素之一。但疫情三年来，居民消费观念和消费习惯或已经有所改变。全民免疫高峰过后，疫情潜在风险仍存在，服务业实际修复情况或将仍然受限，需要持续关注服务业修复预期与实际修复情况之间的差异。

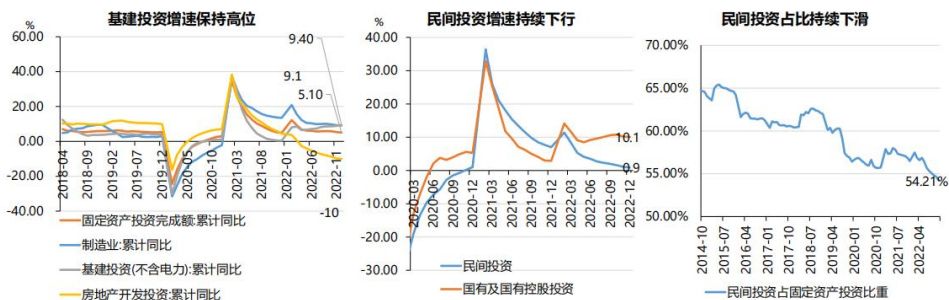
3、需求：从内需弱、外需较强转向内需向好、外需走弱



3. 需求：从内需弱、外需较强转向内需向好、外需走弱

3-1. 投资：基建加码对冲地产投资下行，稳增长政策加持投资后续改善可期

- » 2022年，地产投资成为投资的最大拖累项，政策稳增长下基建投资保持较高增长，制造业投资保持较高增速
- » 分所有制来看，民间投资持续较弱情况值得关注，国有及国有控股投资持续高于民间投资
- » 2023年投资基建仍将保持较高水平运行，地产投资边际改善，制造业投资保持平稳增长，投资改善可期，但对改善的幅度和力度仍不应过分期期待



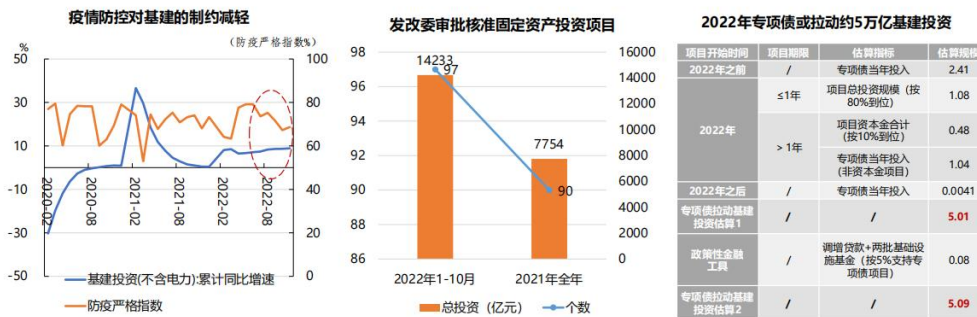
数据来源：中诚信国际整理，Wind

回顾 2022 年，内需持续疲弱，外需四季度以来走弱压力凸显。展望 2023，内外需整体较为疲弱的态势仍将持续一段时间，但从趋势来看，内外需走势分化，疫情防控政策调整下内需有望边际改善，外需继续边际走弱。



政策稳增长加力下基建仍将保持较高增速但难以大幅上行

- 2022年，专项债和下半年的开发性金融工具是基建投资的重要资金支撑，2023年基建仍要持续发力，但考虑到基建项目数量以及专项债增长空间的制约，或难以出现大幅上行
- 中央经济工作会议：要通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资，加快实施“十四五”重大工程，加强区域间基础设施联通

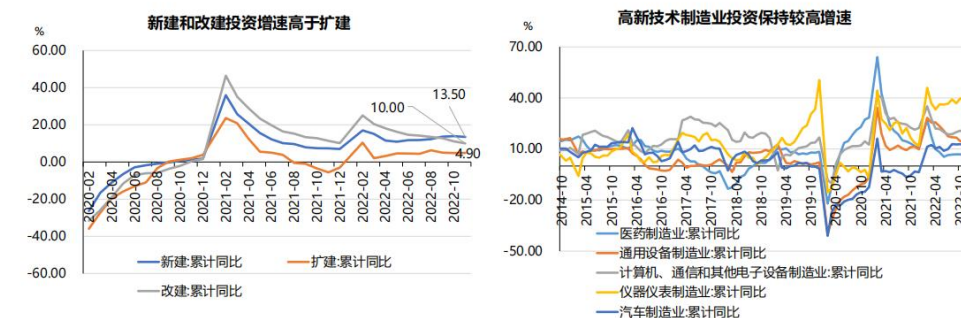


数据来源：中诚信国际整理，Wind



制造业投资或有望较为平稳运行，但增速中枢或弱于上年

- 2022年制造业投资虽然增速波动回落，但全年仍然保持了较高增速（9.1%），结合按建设性质分的新建、改建增速远高于扩建增速分析，这或表明制造业结构调整或有所加速，新技术、新产能的投入力度加大，同时“双碳”带来的环保压力下企业加快设备更新换代
- 随着疫情影响缓解、技改投资继续高位运行，制造业投资继续有望保持较为平稳运行，但基数较高、需求偏弱仍将制约制造业投资，且制造业投资中民间投资占比较高，民间投资的疲弱也将影响制造业投资的修复



数据来源：中诚信国际整理，Wind

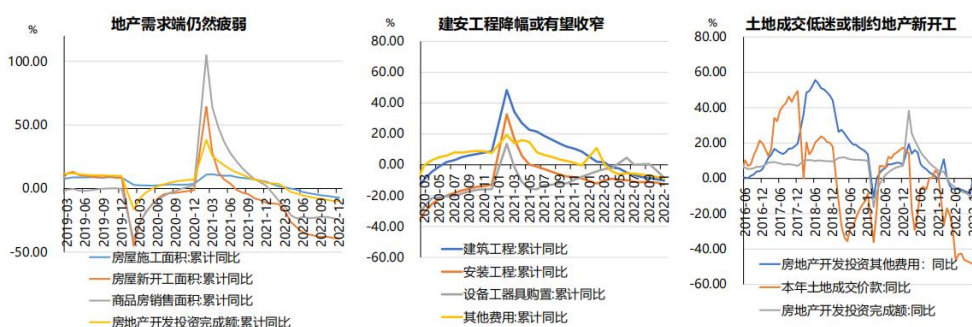
从投资来看，基建加码对冲房地产投资下行，稳增长政策加持投资后续改善可期。2022年，地产投资成为投资和中国经济的最大拖累项。政策稳增长下，基建投资保持较高增长是稳增长、稳投资的主力军，结构持续调整以及外需支撑下制造业投资保持较高增速。分所有制来看，国有及国有控股投资持续高于民间投资，民间投资持续较弱情况值得关注。2023年投资改善可期，但对改善的幅度和力度仍不应过分期期待。具体来看，政策稳增长加力下，尤其是一定规模的专项债以及准财政性金融工具依然会支撑基建将保持较高增速。但考虑到基建项目数量、财政收支制约以及基数效应等因素，基建

投资或难以出现大幅上行，增速较 2022 年略有回调。疫情扰动减轻、技改投资持续保持高位运行有望对制造业投资带来较为平稳的支撑。但基数较高、需求偏弱仍将制约制造业投资，且制造业投资中民间投资占比较高，民间投资的疲弱也将影响制造业投资的修复。



► 房地产投资大幅下行态势有望得到遏制，但或难以大幅改善

- » 2022 年投资和中国经济的最大拖累，尤其是 7 月烂尾楼事件冲击，极大的冲击了购房人的信心，也延长了行业见底的时间
- » 2023 年房地产政策会有两条底线——“保交楼”的民生底线，“不走高杠杆的老路”的风险底线；在两条底线的约束下，明年房地产政策的重心大概率会落在供给端的存量项目建设以及保障优质主体之上，房地产项目竣工进度或将有所加快，建安设备投资对房地产投资的拖累将有所减轻；但在市场需求依然疲弱、非头部地产企业流动性压力仍然较大土地购置持续低迷的情况下，地产新开工改善有限，从而制约地产投资修复的力度

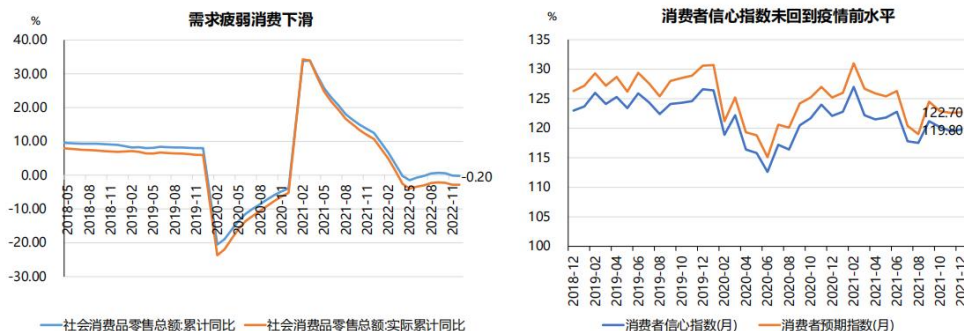


数据来源: 中诚信国际整理, Wind

在“保交楼”的民生底线与“不走高杠杆老路”的风险底线这两条底线的约束下，2023 年年房地产政策的重心大概率会落在供给端的存量项目建设以及保障优质主体之上。房地产项目竣工进度或将有所加快，建安设备投资对房地产投资的拖累将有所减轻。但在市场需求依然疲弱，非头部地产企业流动性压力仍然较大，土地购置持续低迷的情况下，地产新开工改善有限，从而制约地产投资修复的力度。

3-2. 消费：低迷态势贯穿2022全年，2023年仍需政策加力呵护扩大内需

- 疫情频发、居民消费倾向不足制约2022年消费；展望2023，全民疫情免疫高峰过后，疫情对经济运行的影响或将弱化，疫情对居民消费的负面影响将减轻，为新一年消费修复提供了条件，但仍需关注就业压力给消费带来的制约，居民杠杆持续位于高位，消费改善幅度是影响2023年经济修复程度的关键所在，不确定性仍较大，仍需政策加大支持力度



数据来源：中诚信国际整理，Wind

消费低迷态势贯穿 2022 全年，2023 年仍需政策加力呵护扩大内需。2022 年国内消费整体保持低迷态势，疫情频发、居民消费倾向不足制约了 2022 年的消费。2023 年疫情对居民消费的负面影响将减轻，为新一年消费修复提供了条件，但仍需关注就业压力给消费带来的制约。居民杠杆持续位于高位，消费改善幅度的不确定性仍较大，仍需政策加大支持力度。

3-3. 出口全年走势“前高后低”，新的一年下行压力仍存

- 2022年下半年尤其是四季度以来，出口下行压力持续显现，当月同比连续三月为负
- 2023年影响出口的负面因素：全球经济滞胀风险加大下外需疲弱（WTO预测2023年全球贸易仅贸易增长1%，2022年为3.5%）；中国出口错峰增长优势弱化；西方国家遏制制约高科技产品的出口
- 2023年出口仍存一定积极因素：中国出口占比较高，具备全产业链优势；钢铁、化肥、电池等能源密集型产业将业务转移出欧洲，给相关行业带来机遇；RECP对我国出口的带动



数据来源：中诚信国际整理，Wind

出口全年走势“前高后低”，新的一年下行压力仍存。在全球经济滞胀预期升温下，外需放缓压力进一步加大。2022 年下半年尤其是四季度以来，出口下行压力持续显现，

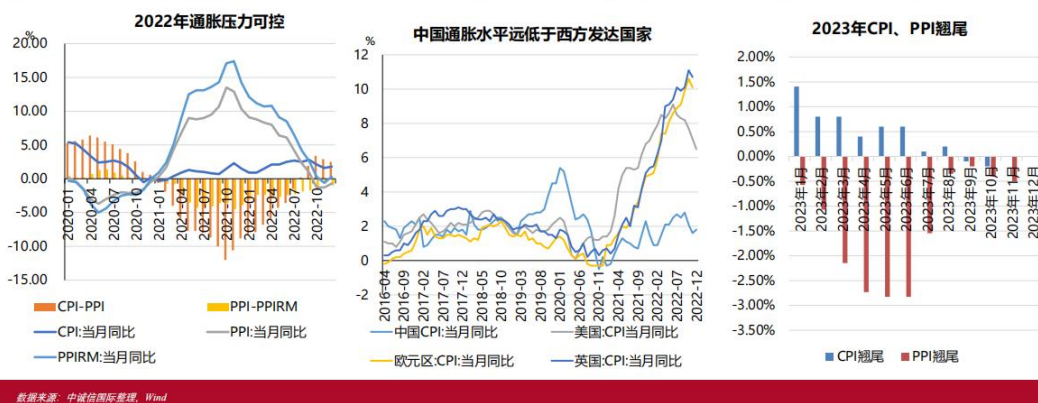
不过受上半年出口高增长支撑，全年出口同比仍实现了 7% 的较高增长水平。2023 年，全球经济滞胀风险加大，外需疲弱、中国出口错峰增长优势弱化以及西方国家遏制高科技产品的出口等因素导致出口仍存下行压力。但中国出口在全球占比较高，同时具备全产业链优势，且钢铁、化肥、电池等能源密集型企业将业务转移出欧洲也将给相关行业带来机遇。此外，RCEP 也将继续对我国出口带来支撑。

4、通胀：通胀压力逐步缓解，2023 年通胀整体仍可控



4. 通胀：通胀压力逐步缓解，2023 年通胀整体仍可控

- 2022 年 CPI 年末走低，全年增长 2%，核心 CPI 持续处于 1% 以内，猪肉、蔬果价格回落是直接原因；受石油等大宗商品价格波动影响，2022 年 PPI “前高后低”
- 展望 2023 年，综合考虑猪肉价格、大宗商品走势及翘尾因素影响，2023 年 CPI 或 “前高后稳” 全年 2.1% 左右，PPI 走势或 “前低后稳”



通胀压力逐步缓解。2022 年，CPI 全年增长 2%，其中受猪肉、蔬果价格回落影响，CPI 年末走低。但受需求疲弱影响，2022 年以来核心 CPI 持续处于 1% 以内。受石油等大宗商品价格波动影响，2022 年 PPI 呈现 “前高后低” 走势特征。

新的一年通胀整体仍可控。综合考虑猪周期调整、疫情政策调整下消费修复需求提升、服务消费价格有所回升以及翘尾等因素，2023 年 CPI 中枢将高于 2022 年，全年上涨 2.1% 左右，节奏上呈现 “前高后稳” 态势。从 PPI 来看，随着内需边际改善，房地产等重点领域的改善将对中游相关行业需求、价格带来一定支撑，但大宗商品价格仍存在一定不确定性。同时，考虑到翘尾因素，全年走势或 “前低后稳”，整体通胀仍然比较低。值得一提的是，CPI 与 PPI 剪刀差从 2022 年 8 月由负转正，对中下游企业利润

空间挤压减轻。

5、实体经济效益与融资：微观主体生产状况进一步恶化，仍需警惕“最后贷款人消失”



经济修复力度趋弱，三重压力下稳增长政策托底

5. 实体经济效益与融资：微观主体生产经营状况进一步恶化，仍需警惕“最后贷款人消失”

5-1. 疫情三年，微观主体状况进一步恶化，预期走弱

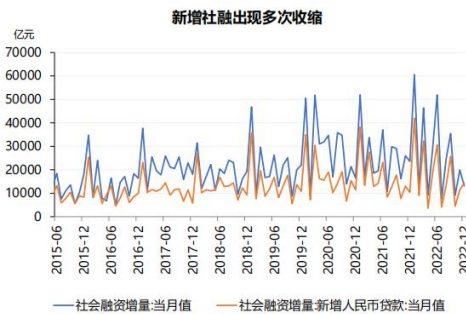
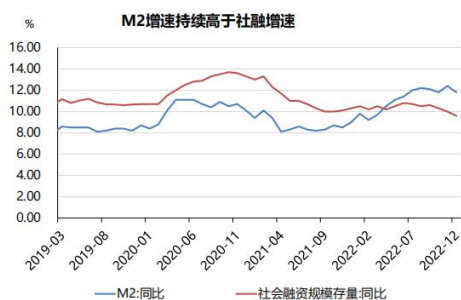
- 在终端需求偏弱的情况下，企业部门的生产经营始终处于较为疲弱的情况，2022年持续频发的疫情进一步加剧了企业尤其是中小企业面临的风险和压力，企业利润降幅扩大，规模以上工业企业亏损面和亏损额扩大
- 居民部门就业压力加大，青年就业压力尤为突出



疫情三年，微观主体状况进一步恶化，信心走弱。在终端需求偏弱的情况下，企业部门的生产经营始终处于较为疲弱的情况。2022年持续频发的疫情进一步加剧了企业尤其是中小企业面临的风险和压力，企业利润降幅扩大，规模以上工业企业亏损面和亏损额扩大，注销、破产等消失的企业数量抬升至历史高位；企业投资扩产信心不足，不敢投、不愿投、不能投的现象屡屡发生。生产经营与预期疲弱的负向循环也加大了就业压力，居民部门就业压力加大，青年就业压力尤为突出，居民信心也进一步走弱。

5-2. 预期偏弱、实体经济低迷情况下“宽信用”受限

- » 货币政策稳中偏松，叠加居民谨慎性储蓄提升，M2同比增长11.8%，较上年回升2.8个百分点。但是，宽货币并未带来信用的大幅提升，全年社融存量同比增长9.6%，较上年回落0.7个百分点，社融同比增速持续在M2同比之下运行，反映了“宽货币”向“宽信用”传导不畅
- » 社融主要依赖政策性因素的拉动，当政府债融资及政策性金融工具投放出现空档期时，社融增速便出现显著回调

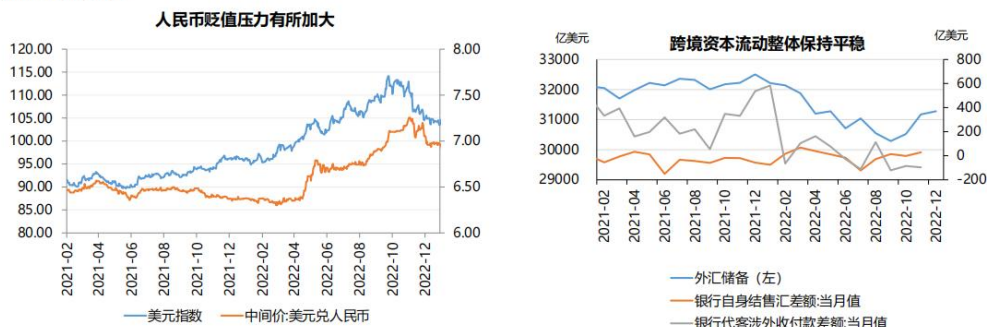


信心偏弱、实体经济低迷情况下，“宽信用”受限。2022年5月以来，社融同比增速持续在M2同比之下运行，反映了“宽货币”向“宽信用”传导不畅。且社融主要依赖政策性因素的拉动，当政府债融资及政策性金融工具投放出现空档期时，社融增速便出现显著回调。展望2023年，社融增长存在多方面的支撑因素：稳增长政策仍将持续发力；随着消费回暖、房地产销售可能出现改善，居民部门的融资需求将迎来修复窗口期；需求复苏支撑企业信心走强及资本开支的扩大，市场自发融资需求有望回暖。综合来看，全年社融存量增速有望重回10.5%以上的水平。

6、人民币贬值压力虽有加大，但资本流出压力仍可控

6. 外汇市场：人民币贬值压力虽有加大，但资本流出压力仍可控

- » 2022年，受国内经济修复一波三折、中美货币政策走势分化等因素影响，人民币对美元汇率分别于4月中旬至5月中旬、8月中旬至11月中旬出现两轮快速贬值行情，但随着中国经济修复预期加强，近期以来人民币汇率有所走强，已经回落至7以内；虽然人民币贬值压力加大，但跨境资本流动压力基本可控
- » 展望2023年，随着中国经济的持续修复、美联储加息缩表力度的弱化，人民币贬值势头或有望得到扭转，人民币总体仍将保持宽幅波动态势，跨境资本流出压力持续可控



数据来源：中诚信国际整理，Wind

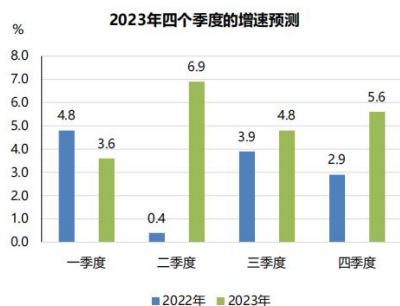
2022年，受国内经济修复一波三折、中美货币政策走势分化等因素影响，人民币对美元汇率分别于4月中旬至5月中旬、8月中旬至11月中旬出现两轮快速贬值行情。但随着中国经济修复预期加强，近期以来人民币汇率有所走强，已经回落至7以内。尤为值得一提的是，2022年虽然人民币贬值压力加大，但跨境资本流动压力仍然基本可控。随着中国经济的持续修复以及美联储加息缩表力度的弱化，2023年人民币贬值势头或有望得到扭转。人民币总体仍将保持宽幅波动态势，跨境资本流出压力持续可控。

7、2023年经济运行压力仍存但积极因素增多，预计GDP同比增长5.3%

展望2023年，中国经济运行压力仍存，但积极因素增多，可谓“寒意虽存，春山可望”。一方面，影响2022年经济运行的一些拖累因素依然会延续一段时间，包括需求疲弱、微观主体预期偏弱、全民免疫高峰对经济运行带来的短期冲击、财政收支压力加大，制约稳增长政策空间等。另一方面，相比2022年，2023年经济运行的积极因素有所增加，包括疫情防控的放开使得疫情对全年经济增长的影响明显减轻；稳增长政策的延续、扩大内需战略的实施给经济增长带来支撑；政治周期的转换也将增强地方政府发展经济的积极性；经济结构调整转型将推动高新技术产业较快发展；房地产对经济的拖累将有所减轻等。

► 2023年宏观经济或呈“N字型”修复，全年增速或为5.3%左右

- » 考虑到二季度后疫情冲击缓和以及低基数的影响，2023年或总体呈现出“N”字型修复；模型估算四个季度的增速或分别为3.6%、6.9%、4.8%、5.6%，全年增速或为5.3%左右，较之2022年修复预期明显加强，一季度为全年低点
- » 2020-2022年的三年复合增长率为4.4%，2020-2023年的四年复合增长率或将修复至4.6%，复合增速进一步向潜在增速回归



数据来源：中诚信国际研究院

综合来看，2023年总体或将呈现出“N”字型修复，预计四个季度的增速分别为3.6%、6.9%、4.8%、5.6%，全年增速为5.3%左右。相比2022年，修复预期明显加强，其中一季度为全年低点。

二、防患未然：关注经济修复进程中资产负债表收缩风险

尽管2023年经济修复预期加强，但经济的修复并非一帆风顺，仍需持续关注经济修复进程中的风险。具体来看，需重点关注以下几方面的风险：

1、外部风险：地缘政治风险叠加全球经济走弱，外部不确定性、不稳定性仍存

1. 外部风险：地缘政治风险叠加全球经济走弱，外部不确定性、不稳定性仍存

- 全球增长预期走弱：2022年10月IMF将2023年预期增长率下调至2.7%，较7月预测下滑0.2个百分点，较4月预计下滑0.9个百分点；世界银行2023年1月将2023年全球经济预测从2022年6月的3%下调至1.7%，这是近三十年来第三低增速，仅次于2009年和2020年
- 根据IMF预测，全球有经济统计的192个经济体中，2023年仍然有35个国家（国家数量占比为18.3%）的实际GDP规模低于疫情前的2019年，有72个国家的实际人均GDP低于疫情前的2019年

IMF预测2023年全球经济增速将进一步回落至2.7%

| | 2021 | | | | 2022年E | | | | 2023年E | | | |
|-------------|------|-----|-----|---------------------|--------|------|-----|---------------------|--------|----|----|---------------------|
| | 10月 | 7月 | 4月 | 最新预测 较上次预测 变化 | 10月 | 7月 | 4月 | 最新预测 较上次预测 变化 | 10月 | 7月 | 4月 | 最新预测 较上次预测 变化 |
| 全球 | 6.0 | 3.2 | 3.2 | 3.6 | 0 | 2.7 | 2.9 | 3.6 | -0.2 | | | |
| 发达经济体 | 5.2 | 2.4 | 2.5 | 3.3 | -0.1 | 1.1 | 1.4 | 2.4 | -0.3 | | | |
| 美国 | 5.7 | 1.6 | 2.3 | 3.7 | -0.7 | 1 | 1 | 2.3 | 0 | | | |
| 欧元区 | 5.2 | 3.1 | 2.6 | 2.8 | 0.5 | 0.5 | 1.2 | 2.3 | -0.7 | | | |
| 德国 | 2.6 | 1.5 | 1.2 | 2.1 | 0.3 | -0.3 | 0.8 | 2.7 | -1.1 | | | |
| 法国 | 6.8 | 2.5 | 2.3 | 2.9 | 0.2 | 0.7 | 1 | 1.4 | -0.3 | | | |
| 英国 | 7.4 | 3.6 | 3.2 | 3.7 | 0.4 | 0.3 | 0.5 | 1.2 | -0.2 | | | |
| 新兴市场和发展中经济体 | 6.6 | 3.7 | 3.6 | 3.8 | 0.1 | 3.7 | 3.9 | 4.4 | -0.2 | | | |
| 中国 | 8.1 | 3.2 | 3.3 | 4.4 | -0.1 | 4.4 | 4.6 | 5.1 | -0.2 | | | |
| 印度 | 8.7 | 6.8 | 7.4 | 8.2 | -0.6 | 6.1 | 6.1 | 6.9 | 0 | | | |
| 东盟五国 | 3.4 | 5.3 | 5.3 | 5.3 | 0 | 4.9 | 5.1 | 5.9 | -0.2 | | | |

数据来源：中诚信国际整理，IMF，中银国际

全球仍有接近20%的国家GDP规模低于疫情前



为抑制高企的通胀水平，发达经济体央行先后紧缩货币政策，全球需求收缩压力加剧，叠加疫情冲击，欧美等全球主要经济体经济增速明显下行，全球经济增长前景走弱。2022年10月，IMF将2023年预期增长率下调至2.7%，较7月预测下滑0.2个百分点，较4月预计下滑0.9个百分点；2023年1月，世界银行更是将全球经济预测从2022年6月的3%下调至1.7%，这是近三十年来的第三低增速，仅次于2009年和2020年。此外，根据IMF预测，在全球有经济统计的192个经济体中，仍将有35个国家2023年的实际GDP规模低于疫情前的2019年，有72个国家的实际人均GDP低于疫情前的2019年。全球经济低迷叠加中美博弈等地缘政治风险，中国经济运行的外部不确定性、不稳定性持续存在。

2. 信心与行为模式：微观主体行为发生变化，信心不足问题持续

受外部地缘政治风险不改、疫情冲击加大经济下行压力等因素影响，叠加前两年监管政策调整带来社会思潮变异，企业家和居民对未来经济增长前景较为悲观，使得微观主体行为发生改变，导致内部需求疲弱。



2. 信心与行为模式：微观主体行为发生变化，信心不足问题持续

- 受外部地缘政治风险不改、疫情冲击加大经济下行压力等因素影响，叠加前两年监管政策调整带来社会思潮变异，企业家和居民对未来经济增长前景较为悲观，使得微观主体行为发生改变，包括居民消费更加谨慎、企业行为较为保守，导致内部需求持续疲弱
- 当前，随着中国经济修复预期加强、政策适时调整，预期或边际改善，但微观主体行为的改变并非一朝一夕之功，仍需持续提振微观主体信心



从居民部门来看，在就业压力加大的背景下，出于对未来收入增长的担忧，居民部门消费倾向弱化。居民将更多的资金用于储蓄而不是消费，导致居民部门存款增速在经济下行背景下逆势走高，与居民部门贷款同比走势明显分化。

从企业部门来看，疫情冲击下，企业生产经营压力明显加大，加杠杆扩张的动力和能力都受到限制，使得投资尤其是民间投资持续疲弱。

展望后续，随着经济修复预期加强和政策的调整，微观主体信心不足的问题或将有所缓解。但经历了三年的疫情冲击，微观主体的修复和信心的恢复并非一朝一夕之功，仍需政策持续加力呵护。

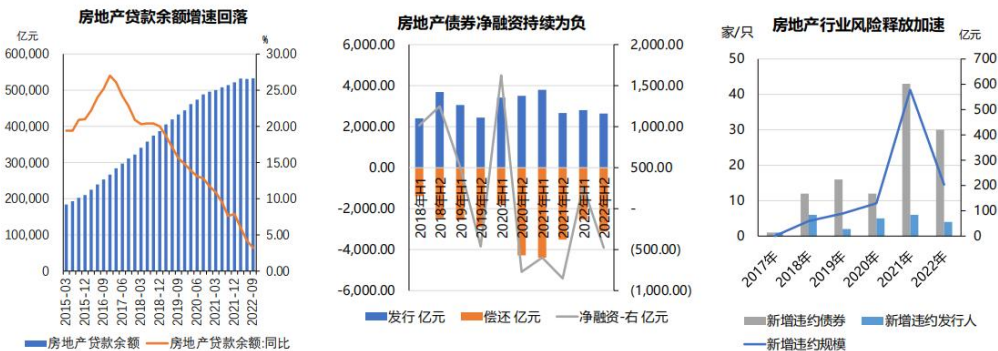
3、重点领域：政策托底地产拖累减弱，仍需关注高债务压力下的尾部风险及对相关产业链的影响



3. 重点领域：政策托底地产拖累减弱，仍需关注高债务压力下的尾部风险及对相关产业链的影响

3-1. 2021年下半年以来，房地产进入深度调整，同时也经历了一轮较为明显的缩表过程

过去两年，受房地产行业“三条红线”、集中供地等行业监管政策和市场需求疲弱等因素影响，房地产行业经历了一次较为明显的缩表过程，房地产企业债务扩张放缓，债务风险加速释放



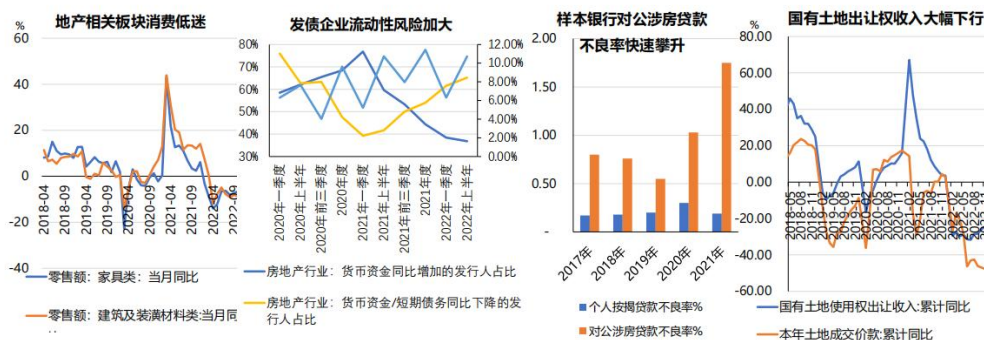
数据来源: wind, 中诚信国际宏观债务风险数据库

受经济下行压力加大、新冠疫情多点反复、前期政策整体保持严调控以及风险释放等因素影响，2021年下半年以来，房地产行业加速进入了超常态化的深度调整。在这个过程中，房地产行业经历了一次较为明显的缩表过程，房地产企业债务扩张放缓，债务风险加速释放。



3-2. 房地产行业缩表产生了多方面的冲击

房地产行业缩表的影响：房地产投资下滑，对稳投资、稳增长带来制约；房地产板块相关消费持续疲弱，制约消费修复；地市场低迷，土地财政弱化加大地方财政收支压力；地产企业流动性风险向金融部门有所传导，进一步冲击市场信心；房地产企业流动性风险向居民部门传导，引发“强断贷”风波



数据来源: wind, 中诚信国际整理

刘鹤副总理在达沃斯论坛的发言指出，房地产行业是我国国民经济的支柱产业，房地产相关收入占地方综合财力的50%，占居民资产的60%。鉴于房地产行业在国民经济运行中的重要地位，房地产行业调整对经济运行产生了多方面的冲击：其一，房地产投

资大幅下滑，对稳投资、稳增长带来较大拖累；其二，建筑材料等房地产板块相关消费持续疲弱，制约消费修复；其三，房地产企业流动性压力加大、拿地意愿较低，土地市场低迷、土地财政弱化，加大了地方财政的收支压力；其四，地产企业流动性风险向金融部门传导，带来银行等机构资产质量的下行，不良率的抬升等；最后，房地产企业流动性风险向居民部门传导，引发“强制断贷”风波等。

2022年下半年以来，稳地产政策持续出台。254号文提出“金融16条”纾困房地产行业，推出“稳地产三支箭”，从信贷、债券、股权融资角度缓解地产企业资金压力。2022年底，中央经济工作会议也明确指出“推动房地产业向新发展模式平稳过渡”。在政策支持下，多家房企境内债务实现展期，融资改善，有效缓解了其债务压力，房地产“缩表”风险趋缓。



3-4. 政策调整难以扭转长周期拐点，未来房地产或“强政策、弱表现”

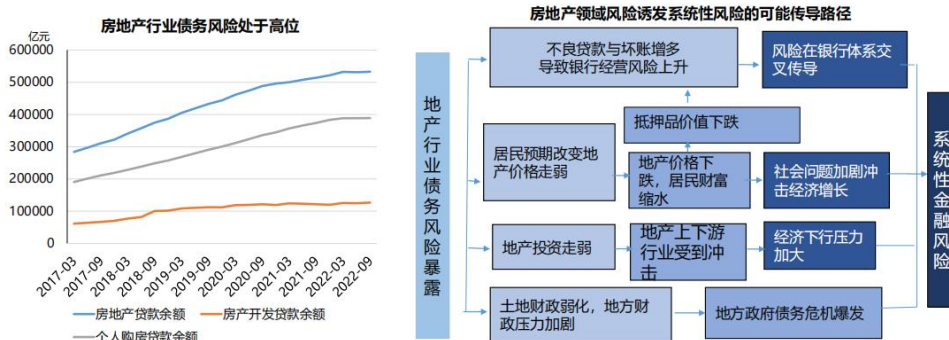
- 当前房地产行业面临的问题是行业中长期问题在疫情等阶段性短期因素刺激下的深度体现，站在经济结构调整与行业发展长周期上看，房地产行业已迎来转型发展的重要节点，人口结构变化和城镇化速度降低等因素表明房地产行业已从供不应求阶段转向供需结构性调整阶段





3-5. 房地产行业债务总量大，仍需持续警惕其风险传导

根据中诚信国际估算，截至2021年底，房地产领域所承担的债务（包括贷款、信托、债券融资）总规模达到55.73万亿元，占当年度GDP的比重接近50%（48.7%）。截至2022年三季度末，这一数字已经攀升至56.34万亿元（主要受房地产贷款增加影响，房地产信托融资、债券融资存量较上年底有所收缩）。剔除居民部门承担的按揭贷款后，我国房地产企业所承担的债务总规模约在17.4万亿元左右



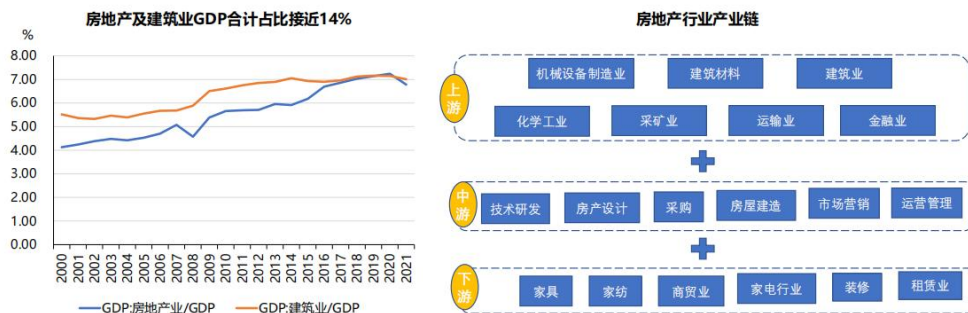
数据来源：中诚信国际研究院，中诚信国际宏观利率数据库，wind



3-5. 房地产行业对上下游产业链长，仍需持续关注其影响

刘鹤在达沃斯论坛发言，再提房地产支柱产业地位，房地产相关收入占地方综合财力的50%，占居民资产的60%

房地产对中国经济的增长依然有着重要影响，房地产业、建筑业产值占GDP的比重接近14%，如果考虑房地产其他上下游产业，房地产行业影响会更大



数据来源：中诚信国际研究院，wind

需要关注高债务压力下的房地产行业风险传导及对经济增长的影响。本质上，当前房地产行业面临的问题是行业中长期问题在疫情等阶段性短期因素刺激下的深度体现。站在经济结构调整与行业发展长周期上看，房地产行业已迎来转型发展的重要节点。人口结构变化和城镇化速度降低等因素表明，房地产行业已从供不应求阶段转向供需结构性调整阶段，政策调整难以扭转长周期拐点，未来房地产或呈“强政策、弱表现”态势。鉴于房地产行业债务总量大，仍需持续警惕其债务风险向金融体系、居民、地方政府部门传导。同时，房地产对中国经济的增长依然有着重要影响，房地产业、建筑业产值占GDP的比重接近14%，如果考虑房地产其他上下游产业，房地产行业影响会更大，

仍需关注地产运行态势对经济增长的影响。

近期，国家统计局再提房地产作为支柱产业，对于稳经济、稳民生有重要作用，行业稳定发展仍是当下首要任务。这也是房地产行业转型转向新发展模式的重要前提，在这点上政策还是要继续有所为。

4、宏观债务与资产负债：警惕高债务水平下的资产负债表收缩风险



4. 宏观债务与资产负债：警惕高债务水平下的资产负债表收缩风险

4-1. 我国宏观债务水平处于高位，还本付息压力突出

» 稳增长政策导致债务风险高位累积，还本付息压力加大。根据中诚信国际的测算，截至2022年11月底我国非金融部门总债务为354.7万亿元，杠杆率为288.97%。在此债务水平下，如果平均融资成本为3%，则每年的利息支出约为GDP的9%；如果平均融资成本为5%，则每年的利息支出占GDP的比重达到14%以上

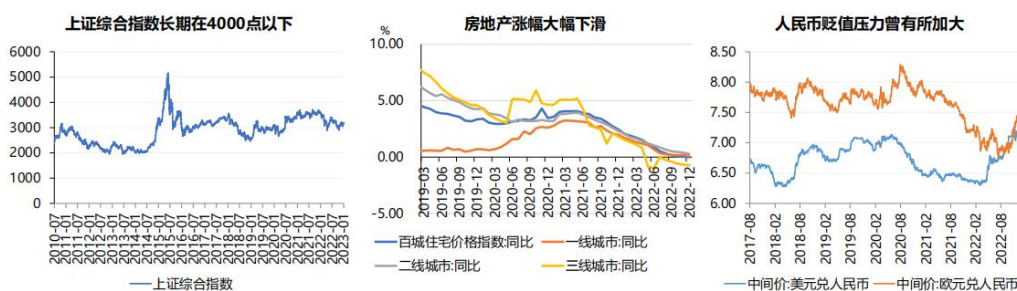
» BIS统计的全球债务数据也显示，我国债务总量位居前列



我国宏观债务水平处于高位，还本付息压力突出。根据中诚信国际测算，截至2022年11月底，我国非金融部门总债务为354.7万亿元，杠杆率为288.97%。在此债务水平下，如果平均融资成本为3%，则每年的利息支出约为GDP的9%；如果平均融资成本为5%，则每年的利息支出占GDP的比重达到14%以上，这将加大债务脆弱性。

4-2. 疫情三年，资产缩水、预期偏弱下资产负债表收缩压力隐现

- 根据的资产负债表衰退理论，在资产价格泡沫破灭之后，负债企业资产负债表的资产端严重缩水，而负债端价值不变，使得企业面临资不抵债的境地；企业的生产经营目标会由“利润最大化”转为“负债最小化”，在一致性预期下，有可能会产生“合成谬误”，导致经济体陷入持久衰退，即“资产负债表衰退”
- 我国虽尚未出现大幅度的资产价格下跌，但疫情三年，企业现金流恶化，资产缩水，虽然企业主动缩减负债，但可能带来资产负债表受损下的杠杆率被动抬升或者收缩；那么资产价格一度面临下行压力，尤其是信心不足导致微观主体行为发生改变，使得资产负债表衰退压力隐隐显现



疫情三年，资产缩水、预期偏弱下资产负债表收缩压力隐现。根据资产负债表衰退理论，在资产价格泡沫破灭之后，负债企业资产负债表的资产端将严重缩水，而负债端价值不变，使得企业面临资不抵债的境地。企业的生产经营目标会由“利润最大化”转为“负债最小化”，在一致性预期下，有可能会产生“合成谬误”，导致经济体陷入持久衰退，即“资产负债表衰退”。我国虽尚未出现大幅度的资产价格下跌，但疫情三年，企业现金流恶化，尤其是信心不足导致微观主体行为发生改变，企业主动缩减负债，资产价格一旦面临下行压力，资产负债表衰退压力隐隐显现。

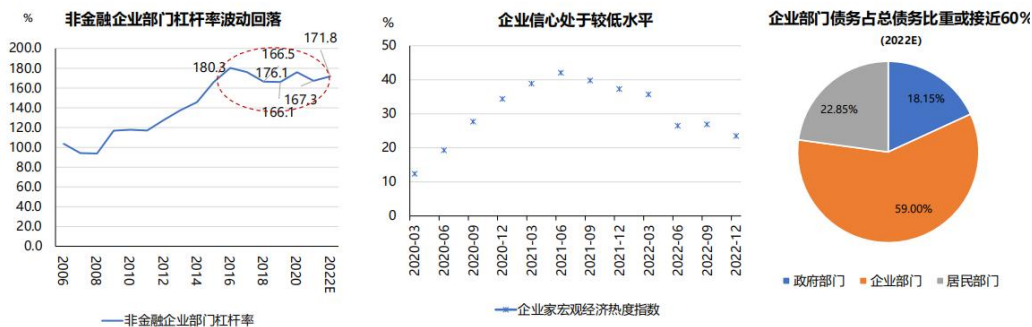
分部门分析资产负债表演化情况：

1) 非金融企业部门



4-3. 非金融企业部门：企业扩张动力不足，存在缩表可能性

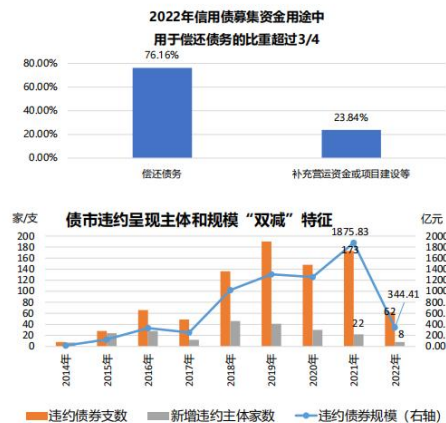
- 自2018年以来，在防风险、去杠杆措施以及后续在疫情冲击等因素影响下，我国非金融企业部门加杠杆的能力和动力都有所弱化。据中诚信国际预计，到2022年底非金融企业部门杠杆率或为171.8%，较2017年180.3%的历史高点回落近9个百分点
- 展望后续，在企业部门预期偏弱背景下，如无政策及时干预，需要警惕企业部门资产负债表持续收缩可能导致的“债务-通缩”风险，尤其是考虑到当前企业部门存在的巨量债务（截至2021年底已经达到191万亿元，占总债务的比重超过50%，2022年或将超过210万亿元），如果企业部门资产负债表收缩过快，同样不利于经济平稳增长



数据来源: wind, 中诚信国际宏观债务风险数据库



2022年非金融企业信用风险释放虽然趋缓，但“缓流其外，暗礁其中”



数据来源: 中诚信国际整理, wind

信用风险缓释的本质原因——

防风险基调延续 维护市场稳定 主要监管部门均将债务风险防范与处置放在更加重要的位置，维护市场稳定的意图更加明显

展期方式运用增多 信用风险软着陆 更多风险主体运用风险缓释方式提前化解短期兑付风险，信用风险“硬着陆”的发行人明显减少

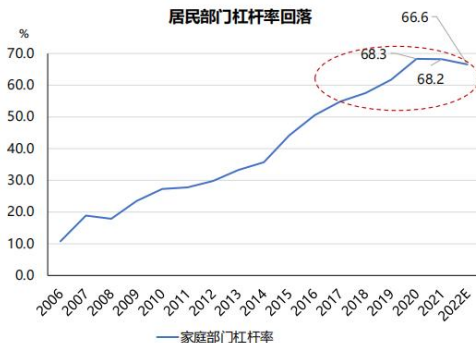
企业扩张动力不足，存在缩表可能性。自2018年以来，在防风险、去杠杆措施以及后续在疫情冲击等因素影响下，我国非金融企业部门加杠杆的能力和动力都有所弱化。据中诚信国际预计，到2022年底非金融企业部门杠杆率为171.8%，较2017年180.3%的历史高点回落近9个百分点，债务规模或达到210万亿元。展望后续，在企业部门预期偏弱背景下，如无政策及时干预，需要警惕企业部门资产负债表持续收缩可能导致的“债务-通缩”风险，尤其是考虑到当前企业部门存在的巨量债务，如果企业部门资产负债表收缩过快，同样不利于经济平稳增长。

2) 居民部门



4-4. 居民部门：受房地产市场调整等因素影响，居民部门杠杆率金融危机以来首现收缩

- 受房地产市场低迷居民房贷增长放缓、疫情冲击之下居民谨慎性动机增强，2020年以来居民部门杠杆率持续波动回落，这是金融危机以来首次出现这一现象；值得一提的是，居民部门谨慎性动机存款增加也是M2同比反超社融同比的原因之一
- 中诚信国际预计截至2022年末居民部门杠杆率将回落至66.6%，较2020年底的高点回落1.7个百分点，较上年回落1.6个百分点



数据来源: wind, 中诚信国际整理



关注居民债务压力的局部释放及房地产行业风险演化对居民资产负债表的影响

- 房地产占居民资产的60%左右，从更底线思维的角度来看，需要警惕房地产价格大幅下跌对居民部门资产负债表的负面冲击，2022年出现的“强制停贷”现象即是房地产风险向居民部门传导的一个缩影



数据来源: wind, 中诚信国际整理

受房地产市场调整等因素影响，居民部门杠杆率金融危机以来首现收缩。受房地产市场低迷居民房贷增长放缓、疫情冲击之下居民谨慎性动机增强。2020年以来，居民部门杠杆率持续波动回落，这是金融危机以来首次出现这一现象。虽然后续支撑居民扩表的因素依然存在，尤其是如果房地产需求端出台更多刺激政策，居民部门资产负债表或将有所修复，但从收缩到扩表需要时间，且房地产占居民资产的60%左右，从更底线

思维的角度来看，仍然需要警惕房地产价格大幅下跌对居民部门资产负债表的负面冲击。

3) 地方政府



4-5. 地方政府：经济下行、土地财政弱化背景下地方政府收支压力加大，扩表受到制约

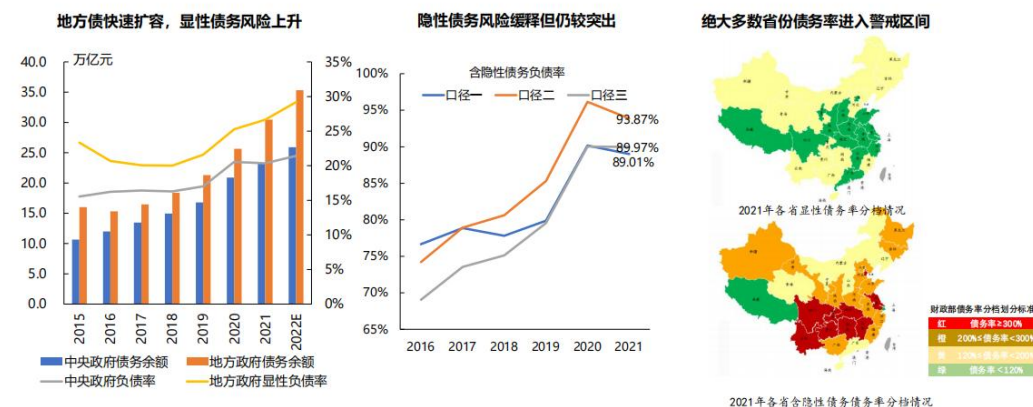
疫情反复叠加土地财政弱化，加剧地方财政收支矛盾



数据来源：中诚信国际研究院，中诚信国际区域风险数据库，wind



地方政府债务规模快速上升，区域风险分化进一步加剧



数据来源：中诚信国际研究院，中诚信国际区域风险数据库，wind

经济下行、土地财政弱化的背景下，地方政府收支压力加大，扩表受到制约。近三年来，疫情反复叠加土地财政弱化，地方财政收支矛盾加剧，尤其是政府基金收入快速

下滑，带来综合财力的弱化。2022 年前三季度，仅 5 省一般公共预算收入正增长，披露数据的 14 省政府性基金预算收入均下滑。与此同时，近年来稳增长压力下，地方政府债务规模快速上升，区域风险分化进一步加剧。展望后续，2023 年留抵退税对财政收入的拖累预计将减弱，非税收入有望延续增长，叠加房地产市场企稳对土地财政的拖累边际减轻，2023 年地方财政仍有支撑因素。但受疫情冲击影响，**财政结余资金大幅下降，2023 年可用于调节预算的资金规模或锐减，或从 2022 年的接近 1.5 万亿元回落至仅 0.41 万亿元。**且央行继续上缴利润存在不确定性，财政收支压力仍然较大，将对后续地方政府扩表形成制约。

综合来看，随着中国经济修复预期加强、政策调整，资产负债表缩表态势或将有所缓解。但在当前经济修复仍然面临多重压力、预期整体偏弱情况下，仍需持续关注资产负债表演化，警惕资产负债表快速衰退对经济增长和债务风险的影响。

三、政策关注：着眼短期与中长期，动态调整应对挑战

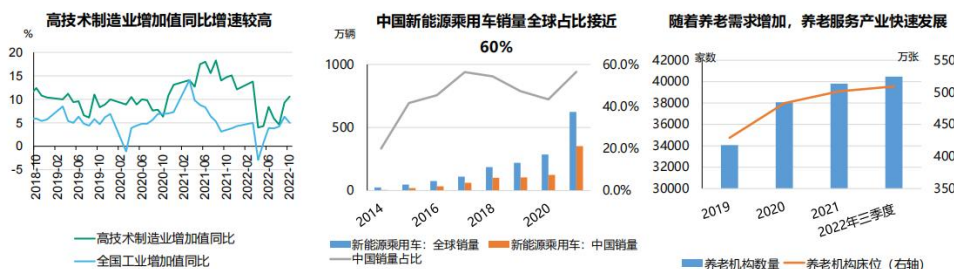
宏观经济修复预期“春山可望”，但从预期转为现实仍需要宏观政策的引导与支撑。政策应着眼于中长期与短期结合，长期来看应持续推进经济结构调整与转型，短期来看应继续加大稳增长力度，以房地产行业为重点守住不发生系统性风险底线，尤其需重视改善社会心理预期、提振发展信心，信心比黄金重要。

1、从中长期来看，着眼于双循环新发展格局，将供给侧改革与扩大内需战略有机结合

1. 从中长期来看，着眼于双循环新发展格局，将供给侧改革与扩大内需战略有机结合

1-1. 发挥超大规模市场优势，通过供给侧改革推动产业升级和消费升级

- 其一，通过扩大开放与畅通国内循环的有机结合，充分发挥我国的超大规模市场优势；其二，通过供给侧改革推动产业升级，发挥高技术制造业的辐射带动作用，例如当前我国已成为全球新能源汽车的最大市场，电池、电机、自动驾驶等行业进一步扩容具有较大潜力；其三，通过供给侧结构性改革引导消费升级，在养老、医疗、文娱等短板领域增加高质量供给引导消费，例如“十四五”时期我国60岁及以上老年人口总量将突破3亿、占比将超过20%，在养老服务领域形成较大市场需求和空间



数据来源：中诚信国际研究院，wind，公开资料

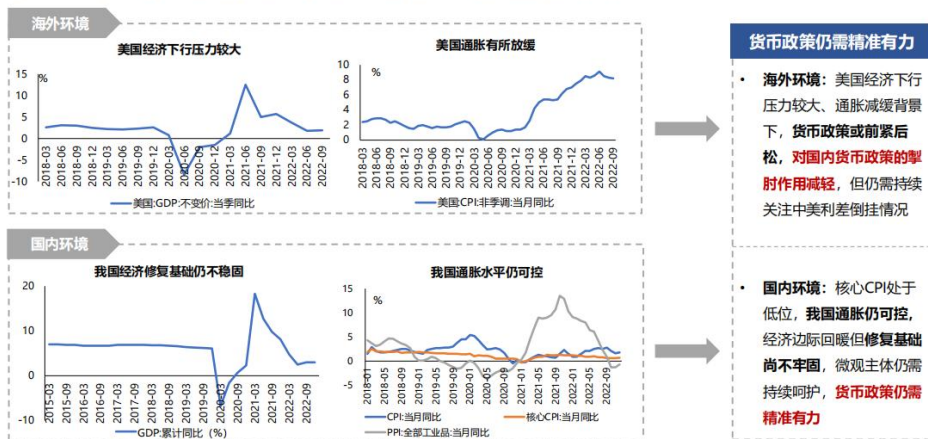
着眼于双循环格局构建，通过供给侧改革推动产业升级和消费升级，持续发挥区域增长极的辐射和带动。其一，通过扩大开放与畅通国内循环的有机结合，充分发挥我国的超大规模市场优势；其二，通过供给侧改革推动产业升级，发挥高技术制造业的辐射带动作用。例如当前我国已成为全球新能源汽车的最大市场，电池、电机、自动驾驶等行业进一步扩容具有较大潜力；其三，通过供给侧结构性改革引导消费升级，在养老、医疗、文娱等短板领域增加高质量供给引导消费；其四，通过修复和扩大消费为重要抓手扩大内需。我们测算近年来中国的消费乘数（3.5）显著大于投资乘数（1.6），建议必要时可启用一定规模的消费券甚至现金发放；其五，通过推进京津冀、长三角、粤港澳大湾区、长江中游及成渝都市圈等区域增长极持续发展，在我国东、西、南、北、中五个方位打造区域发展引擎。

2. 从短期来看，财政与货币政策仍需加力稳增长、稳信心

财政政策首先应以“加力提效”为主线，同时注重风险防范。在总量加力方面：其一，可适当提升赤字率至3.0-3.2%，我国政府部门杠杆率低于警戒线及发达国家水平，仍有一定举债空间；其二，中央政府加大加杠杆力度，国债净融资可上升至3万亿左右，发行安排9.3-9.5万亿，必要时增发万亿特别国债，用于加大基建及基层三保；其三，专项债新增额度可上升至3.8万亿左右，继续支撑“两新一重”助力稳增长及补短板；其四，延续政策性金融工具，扩大投放规模及领域，弥补基建资金缺口。

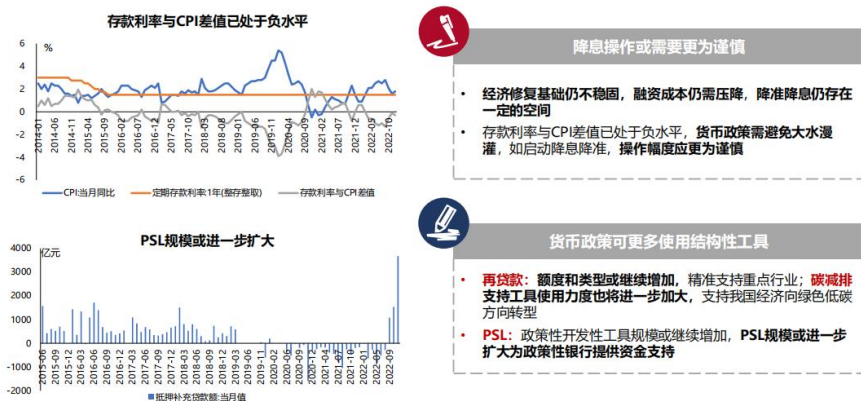
在使用提效及风险防范方面：其一，延续相关税费支持政策，提升精准性和针对性，对于阶段性措施需考虑接续问题，平缓退坡力度，稳定市场预期；其二，提升专项债使用效率，支持范围及资本金领域扩大，强化全周期管理，避免闲置挪用等问题；其三，保障财政可持续及债务风险可控，加强财政资源统筹，严格收支管理，关注地方财政困境，加大资金直达基层力度，规范融资平台管理，进一步打破政府兜底预期。

CMF
中国宏观经济论坛
货币政策：精准有力，进一步加大结构工具使用力度（2）



数据来源：中诚信国际研究院，中诚信国际宏观利率数据库，wind

CMF
中国宏观经济论坛
货币政策：精准有力，进一步加大结构工具使用力度（3）



数据来源：中诚信国际研究院，中诚信国际宏观利率数据库，wind

货币政策应精准有力，进一步加大结构性工具使用力度。2023年，随着欧美等经济体通胀压力趋缓，美联储和欧洲央行加息缩表节奏将放缓，国内货币政策受海外因素制约的情况有所减轻，这为新的一年货币政策继续发力稳增长提供了空间。在具体政策

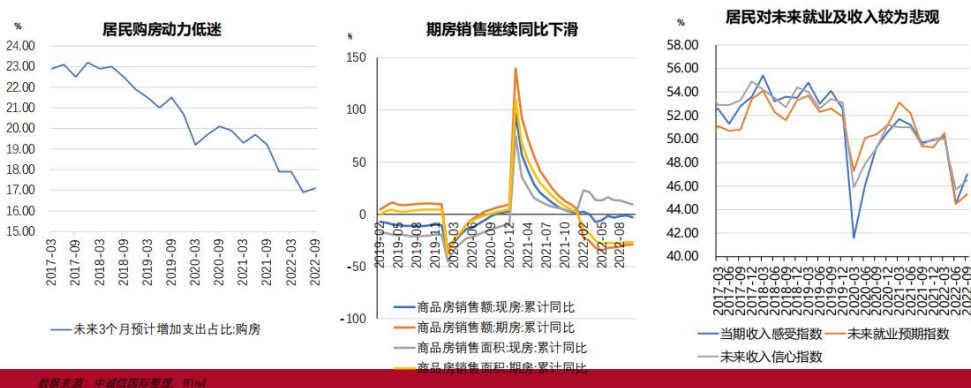
措施上：其一，可以进一步增加结构性货币政策工具的使用。比如继续增加再贷款额度和类型，精准支持重点行业；进一步加大碳减排支持工具使用力度，支持我国经济向绿色低碳方向转型；继续增加政策性开发性工具规模，扩大PSL规模，为政策性银行提供资金支持。其二，降准降息虽仍有空间但仍需更为谨慎。经济修复基础仍不稳固，降准降息仍有一定必要性。但存款利率与CPI差值已处于负水平，货币政策需避免大水漫灌，若要启动降息降准，操作幅度应更为谨慎。

3、从重点领域来看，以房地产为重点守住不发生系统性风险底线



2-3. 以房地产为重点守住不发生系统性风险底线，适时适度加大地产需求端政策支持

- 房地产行业已从供不应求阶段转向供需结构性调整阶段；从需求的层面来看，在没有大规模的需求刺激政策的前提下，居民对房地产市场的悲观预期难有明显改善，房地产销售有望改善，但难见大幅反弹



数据来源：中诚信国际整理，Wind



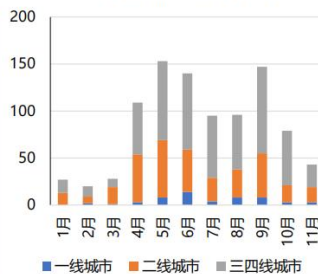
2-3. 以房地产为重点守住不发生系统性风险底线，适时适度加大地产需求端政策支持

- 一方面，继续关注前期出台的**保交楼、稳民生、稳地产**政策的实施效果，**做好房地产领域的风险防范**，推进房地产供给侧改革、完善长效机制
- 另一方面，当前地产销售低迷态势不改，**适时加大需求端政策支持**，如“认房又认贷”、普通住房标准的调整；尤其是一二线城市政策空间有望进一步释放

稳地产适时加大需求端政策支持

- 结合人口、人才、产业政策对限购、限贷、限价政策进一步梳理，**加大刚需、改善型需求的支持力度。**
- 降低首付、贷款利率：建立首套房贷款利率动态调整机制，下调公积金贷款利率。
- 进一步优化限价、限购、限售政策，降低交易税费等。
- 发放购房补贴、加强人才引进等。
- “认房又认贷”等方面政策存在调整空间
- 做到租购并举，**租房买房个税扣除应该一视同仁**，目前北京市租赁住房每月最高可以扣除1500元，贷款买房只能扣除1000元
- 可对**普通住房标准进行动态调整**，如从房价、住房标准等方面重新进行定义。
- 从城市能级而言，前期地产政策调控多聚焦三四线城市，可进一步**加大核心一二线城市需求端政策空间力度。**

2022年各层级城市地产调控政策



数据来源：CRCIS，中诚信国际研究院整理

数据来源：CRCIS，中诚信国际研究院整理

适时适度加大地产需求端政策支持，努力扭转房地产“强政策、弱表现”的局面。房地产行业已从供不应求阶段转向供需结构性调整阶段，在没有大规模的需求刺激政策的前提下，居民对房地产市场的悲观预期难有明显改善。房地产销售有望改善，但难见大幅反弹。因此，在继续关注前期出台的保交楼、稳民生、稳地产政策的实施效果，做好房地产领域的风险防范，推进房地产供给侧改革、完善长效机制的同时，**建议适时适度加大地产需求端政策支持**。在具体政策措施上，可以从以下几个方面着手：一是加大对刚需、改善型住房需求的支持力度，适当调整“认房又认贷”的认定方式；二是进一步根据各地情况优化限价、限购、限售政策；三是做到租购并举，租房买房个税扣除应该一视同仁；四是对普通住房标准进行动态调整，如从房价、住房标准等方面重新进行定义。此外，就城市能级而言，前期地产政策调控边际放松多聚焦三四线城市，可进一步加大一二线城市需求端政策力度。

4、信心比黄金重要，持续出台措施提振微观主体信心

信心修复是引导宏观经济供需正向循环的关键步骤。2022年底中央经济工作会议提出“明年经济工作千头万绪，要从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好工作”。建议从企业纾困政策接续、激发企业家精神、激活民间投资热情、增强行业监管包容性等方面入手，积极提振微观主体信心。

论坛第二单元，结合CMF中国宏观经济月度数据分析报告，各位专家围绕“支撑今年经济复苏的动力、经济复苏面临的风险”等问题展开讨论。

中国人民大学经济研究所副所长、中国宏观经济论坛（CMF）副主席，中诚信国际信用评级有限责任公司董事长、总裁闫衍指出，支撑2023年经济复苏的有以下几个因素：1) 疫情影响的减弱速度超预期；2) 地方政府换届，经济发展动能将大幅提升；3) 经济结构转型持续推进；4) 消费和服务业修复速度较快；5) 房地产投资对中国经济的拖累会明显减弱。

政策建议：1) 适度增加中央部门杠杆，小幅提高赤字率水平；2) 合理扩容地方债，优化一般地方政府债权和专项债券结构；3) 提升专项债使用效率，进一步用足用好，

加大专项债撬动杠杆作用；4) 继续完善税费政策，提升财政政策的精准性和针对性；5) 着力发挥财政稳投资、促消费的作用；6) 用好贴息等总财政政策工具，加强财政和货币政策协调配合，促进有效投资持续增长。

瑞银亚洲经济研究主管、首席经济学家汪涛认为，支撑今年经济复苏和增长的两大动力一是中国经济走出疫情，二是房地产企稳反弹，对经济的拖累降低。目前，消费者的短期消费意愿仍然不高，但随着疫情高峰过去，消费者信心有一定恢复。

超额储蓄的释放以及就业和收入的增长将支撑今年消费的反弹。预计今年实际消费增长有望达到 6.7% 左右，全年 GDP 增长大概在 5% 左右，消费增长明显快于 GDP 增长。此外，随着经济复苏，房地产对于经济的拖累幅度会明显减弱。

政策建议：1) 适当扩大财政赤字，可以扩大债券发行或者给消费者和消费企业发放补贴；2) 适当降低首付比例和按揭利率，以此促进居民购房需求的释放；3) 减少对民营企业的干预，增强企业信心。

野村证券中国首席经济学家陆挺认为，中国经济复苏的背后有两个关键原因：第一是疫情清零政策的结束，二是房地产政策的大幅度调整。预计今年中国经济增速在 5%，复苏的同时，经济也面临着第二波、第三波疫情冲击和消费反弹不及预期的风险。

陆挺指出，今年的房地产不会因为疫情的根本性逆转和政策的调整，就马上出现 V 型复苏反弹，而可能会在接近触底后缓慢复苏，并在达到一定程度时结束复苏。地方财政在今年春季以后不太可能出现突然的明显改善。此外，受外需影响，2023 年中国出口增长预计在 -5%。最后，今年大部分时间的 CPI 将维持在 3% 以下，政策总体处于宽松局面。

总体而言，在今年面临的诸多挑战中，最关键的一点是如何从政策角度恢复国内经济参与者对中国经济的信心。

中国社科院世经政所副所长徐奇渊认为，应该依靠维护消费者信心来扩大内需。从

投资方面来说，2023年制造业投资面临着两个不利因素，一是产能利用率明显偏低，二是出口外部市场需求不太乐观。因此，制造业投资接下来的发展将取决于消费反弹以及基建地产行业的投资消费力度等。

在2022年的低基数下，2023年的消费反弹值得期待，但也面临几个风险点：一是和政府相关的就业和收入的信心。疫情防控等支出使得地方政府财政结余出现锐减，这已经影响到地方公务员群体的收入；二是和市场相关的就业和收入的信心。外部需求不景气和疫情冲击均对个体工商户等小型业主的收入和就业预期产生了比较大的负面影响。

徐奇渊指出，消费和投资不是对立的关系，而是相互促进的。在此过程中，要把市场信心的第一把火点燃起来，推动良性循环。

中金公司董事总经理**黄海洲**指出，若中国2023年能够实现5.5%的增长，对世界经济增长的贡献将达到40%以上。由于不少国家面临着衰退的风险，外需对中国增长的贡献将明显下降。在这种情况下，中国通过内需拉动全球经济增长，将有利于稳定全球经济，甚至在边际上缓解某些国家的衰退风险。

全球经济面临着以下几个潜在风险：1) 全球经济增长受通胀、疫情、地缘政治等方面影响产生的下行风险；2) 若欧美发达国家的通胀无法回落，可能会倒逼其央行持续加息，使得其经济面临更严重的衰退。

黄海洲：海外视角下的经济增长预期分析

黄海洲 中金公司董事总经理

以下观点整理自黄海洲在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 61 期）上的发言

一、国际视角下中国的GDP增速低于国内预期

总体上国内对今年 GDP 的增长预期相对乐观，认为中国经济有一个明显的反弹，GDP 增速 5%至 5.5%，甚至略高一点。但是一些海外投资者的看法有所不同，国际机构对中国经济 2023 年的增速也有一些不同的看法，比如世界银行的预测是 4.5%。世界银行将 2023 年全球 GDP 增长预测下调至 1%，正常情况下是在 3%以上，IMF 上一轮对全球经济增长的预测是 2.6%。按照 1%的全球 GDP 增长，中国如果增速 5.5%，相当于中国一国 GDP 增速对全球 GDP 增速的贡献可能会超过 40%。2020 年新冠疫情暴发时，中国是大国中唯一 GDP 正增长的国家。2021 年、2022 年中国对世界经济增长的贡献比例都没有到 40%这么高。2008-2009 年美国发生大的金融危机，波及全球市场。中国在 2008 年以后也推出 4 万亿人民币的财政刺激措施。实际上，2008 年、2009 年中国增长对全球 GDP 增长的贡献超过 30%，往后几年中美两国对全球 GDP 增长的贡献加起来大约 50%，基本上中国占 30%左右，美国占 20%左右。世界银行把美国 2023 年 GDP 增速下调到 0.5%，美国作为全球第一大经济体，其增速和对全球 GDP 增长的贡献均明显回调，这是一个大的图景。

在这个大的图景中，由于全球 GDP 增长回落，全球不少国家 2023 年面临衰退的风险。世界银行把欧元区国家的 GDP 增速调到 0%，欧元区有若干个国家会进入衰退。美国是 0.5%，也在衰退边缘。过去两年中国出口增长对 GDP 增长的贡献明显，但是 2023 年这个贡献力度明显要回落，因为国际外需不利，不少国家陷入衰退，而这些国家在两年中，尤其是 2022 年面临比较大的通胀，所以这些国家的央行也在大力度加息，后果现在逐渐显现。

但是，中国过去几年在对外经济关系上面临挑战和一些摩擦，比如中美关系。如果中国对全球 GDP 增长的贡献大幅度提升到 40%左右，也为对外开放创造了过去没有的新的条件。中国自身的消费和投资提升，会带来中国的进口有比较大幅度的提升。在全球经济面临衰退的风险下，中国通过自身内需来拉动全球经济增长，有利于稳定全球经济。对一些国家而言，可能在边际上能够减缓衰退的风险，或者使衰退变成一个所谓温和而不是严重的衰退。即使对面临比较严重衰退风险的国家，中国的内需对他们的出口产生的较大的支持力度，也有利于其国内经济政策进一步落地，有利于全球的增长。

二、全球经济增长存在的潜在风险

一是**通胀、疫情反复，地缘政治叠加的下行风险**。全球经济增长主要受通胀影响，疫情也有可能反复，还有地缘政治方面的风险，这几个风险叠加，可能导致一些国家的衰退比预期还要更严重。

二是**美欧通胀延迟回落导致的美联储加息风险**。市场比较一致的预期是，到今年下半年美国和欧洲的通胀可能会快速回落到 3%至 4%，在这种前提下，美国有可能躲过衰退，美联储停止加息，2024 年经济开始恢复性增长，这对资本市场、对各方面是相对乐见其成的结果。但是若美国包括欧洲的通胀迟迟不能回落，或者回落速度比较慢，下半年美联储还会加息，尽管概率较小，但也是一个值得关注的风险。若是美联储持续加息，会倒逼主要发达国家的央行持续加息，一两年过后回看可能会用力过猛，使得这些国家的经济陷入更明显更严重的衰退。当然如果中国经济增长有超预期的表现，下半年比较强劲的话，可能会拉动大宗原材料的价格，这对全球 CPI 通胀会产生一定的影响。

闫衍：建议财政政策从六方面加力提效促进稳定复苏

闫衍 中国人民大学经济研究所副所长、中国宏观经济论坛 (CMF) 副主席，
中诚信国际信用评级有限责任公司董事长、总裁

以下观点整理自闫衍在中国宏观经济论坛 (CMF) 宏观经济月度数据分析会 (总第 61 期) 上的发言

2022 年 GDP 增长相较预期目标有所差距，但随着宏观经济运行中的积极因素显著增多，2023 年经济修复预期显著加强，但仍需要稳增长政策的持续呵护与支撑。由于当前经济运行结构失衡仍主要体现在需求端，货币政策宽信用效果受限，积极的财政政策应当承担起稳增长的主力作用，建议围绕调整与优化中央部门杠杆率、地方专项债新增额度及使用效率、准财政政策工具接续等六大方面推动我国财政政策加力提效。

一、2022 年经济增长不及预期，但 2023 年经济修复预期加强

2022 年宏观经济修复一波三折、整体偏弱，但支撑 2023 年宏观经济改善的因素明显增多，经济修复预期显著加强。

2022 年宏观经济运行呈现五个显著特征。2022 年，受疫情扰动影响 GDP 增速不及年初预期目标。具体来看，五个特征主要体现如下：其一是疫情扰动下的经济修复两度受阻，第二、四季度经济增速分别仅有 0.4%、2.9%，疫情依然是 2022 年经济的主要影响因素；其二是微观主体的预期持续走弱，一方面是居民消费信心和购房信心走弱，另一方面是企业景气度显著下滑，PMI 从 2022 年 2 月的 50.2% 波动下行至 12 月的 47%；其三是需求结构延续分化，投资内部基建投资走强而房地产投资走弱，内外需之间内需偏弱而外需支撑相对较强，前三季度出口高速增长支撑了制造业投资保持在 9% 的高位，而全年社零额增速却下滑了 0.2%；其四是需求疲弱向生产端有所传导，随着二、四季度居民部门消费受阻，工业增加值同比从 9 月份的 6.3% 下行至 12 月的 1.3%，下行斜率

较大；最后是房地产行业在“三支箭”政策的支持下略有改善，面对房地产市场持续收缩的局面，2022年房地产纾困政策持续落地，12月份房地产相关指标均出现改善，房地产的领先指标土地购置面积和新开工面积出现边际回升，房地产相关指标整体好转。

展望2023年宏观经济，经济修复幅度或将显著加强，有以下五个因素或支撑全年增速达到5.0%以上：其一是疫情影响的减弱速度或超预期，1月初大多数省份感染率已超过50%，广东、山东、湖北等省的感染率已超过70%，浙江、江苏、北京等省则接近70%，基本达到免疫峰值；其二是随着疫情影响的消退，消费和服务业或将较快修复，2022年12月服务业生产指数和社零额增速的降幅显著收窄，相较11月分别收窄了1.1和4.1个百分点；其三是地方政治周期转换之下发展经济的动力或大为提高，今年两会各省的加权增速目标为5.5%，表明各地对于经济增长相对积极；其四是经济结构转型持续推进，高技术制造业、战略性新兴产业韧性强、景气度高，或将在疫情之后更快的拉动产业升级与产业扩容；其五是房地产投资对中国经济的拖累将明显减弱。保稳定、保交楼，房企融资进一步好转，三支箭刺激政策效果逐步显现，房企融资将继续改善，2022年12月房地产开发资金来源同比增速从前值-35.04%回升至-28.7%，同月百强典型房企融资环比增长84%。随着房企融资改善，保交楼取得更大进展，将推动存量项目加快施工，对新开工项目也会有一定支撑。

二、2022年积极财政政策提升效能，更加注重精准及可持续

2020年以来，为了对冲新冠疫情导致的经济下行风险，我国财政政策采取更加积极有为的举措，但也在一定程度上导致了财政风险的攀升；2021年超预期的经济恢复使得积极财政政策向“可持续性”倾斜，下调2022年预算赤字率至2.8%；但在内外部不确定性因素增多、我国经济持续面临三重压力的背景下，积极财政力度依然不减，2022年考虑专项债后的广义赤字率仍超过6%，并着力在防范化解财政风险中提质增效，更加注重精准、实现可持续。全年财政政策主要表现为四个“加力”与两个“四万亿”。

其一，加大组合式税费政策支持力度。2022年，我国实施了历史上最大规模的增值税留抵退税政策，总规模约2.4万亿，超过2021年退税规模的3.7倍；同时，加大

对中小微企业、个体工商户和特殊困难行业的减税力度，阶段性降低和缓缴社保费，全年新增减税降费和退税缓税缓费预计超 4 万亿。**其二，加大财政支出力度。**1-11 月公共财政支出同比增长 6.2%，同时支出结构也不断优化，上半年优先支持纳入“十四五”规划等重点项目，全年看社保就业、卫生健康等基本民生领域支出力度有所加大，坚决兜牢民生底线。**其三，加大地方政府专项债发行力度。**稳基建稳投资背景下，3.65 万亿新增额度与 5000 多亿结存额度齐发力，全年专项债发行超 4 万亿，并进一步扩大募投领域，将消费、新基建、新能源纳入募投范围。**其四，加大财力下沉力度。**常态化财政直达资金机制进一步完善，全年直达资金规模达 4 万亿、较 2021 年增长超万亿，且支出重点向基层倾斜；同时，中央对地方转移支付安排近 9.8 万亿，同比增幅达 18%，省级财政也最大限度下沉财力，有力支撑基层“三保”。

三、2023 年财政政策需加力提效，六大方面有效支持经济稳定复苏

2022 年底中央经济工作会议指出当前我国经济恢复的基础尚不牢固，三重压力依然较大，积极的财政政策要加力提效。我认为，2023 年财政政策需坚持扩张取向，通过制定多层次、有针对性的措施持续聚焦公共风险防范化解，并在腾挪可利用财政空间的基础上切实提升政策效能。可重点围绕六大方面有效支持我国经济的高质量发展，既在财政支出强度、推动财力下沉、专项债投资拉动上进一步加力，同时在税费支持政策、财政支出结构、政策配合上持续提效。

其一，适度增加中央政府部门杠杆，小幅提高赤字率水平至 3.0%-3.2%。与美国、日本等发达国家相比，目前我国政府部门杠杆率尤其是中央政府杠杆率相对较低，仍有一定举债空间。在“积极的财政政策要加力提效”的要求下，2023 年赤字率可小幅上升至 3.0%-3.2%。同时，考虑到地方财政尤其是基层财政持续承压，中央政府可适当加大加杠杆力度，国债净融资可上升至 3 万亿左右，并加大转移支付力度，继续完善常态化财政资金直达机制，必要时也可灵活启动特别国债，为基建及基层“三保”提供支持。

其二，适当提高地方债新增额度，并优化一般债与专项债结构。稳基建背景下，地方债可继续合理扩容，并进一步优化债券结构。考虑到土地财政弱化下政府性基金大

幅减收拖累地方财力，且地方财政支出端刚性仍较强，可适当提高地方财政赤字比重，提升新增一般债额度至 0.9 万亿左右；同时考虑到财政紧平衡下基建领域仍面临较大资金缺口，稳投资压力下新增专项债额度可继续保持高位，小幅上升至 3.8 万亿左右。整体看，地方债新增额度可上升至 4.7 万亿左右。

其三，提升专项债使用效率，进一步用好用足，加大专项债撬动杠杆。目前专项债对基建投资的拉动仍显不足，主要与新开工项目占比不高、存量项目撬动效应边际减弱、疫情扰动下项目开工建设进度不及预期、专项债作资本金比例不高、市场化融资较少等有关。后续需进一步用好用足，一是支持范围及项目储备可向投资拉动大的领域倾斜，二是适当提高专项债用作资本金比例并扩大资本金应用范围，三是积极引导金融机构加大配套融资支持，此外还需强化全周期管理，避免闲置挪用等问题，提升政府“债务-资产”转化效率。

其四，继续完善税费支持政策，提升财政政策施策精准性和针对性。2022 年增值税留抵退税政策力度空前，但疫情冲击下大量企业注销、未能受益，且目前留抵退税政策实施中仍面临一定问题，如未纳入新设企业、行业划分标准单一、监管审批待加强等，影响政策实际效果。在经济恢复基础尚不牢固的情况下，延续相关税费支持政策仍有必要，且当前疫情形势好转、市场主体活跃度提升为政策执行创造了良好基础，可通过延续留抵退税政策、扩大政策惠及范围、提高政策落地的及时性与精准性等，呵护微观主体；同时，对于阶段性减免措施需考虑接续问题，平缓政策退坡力度，稳定市场预期。

其五，着力发挥财政稳投资促消费作用，支持扩大内需。2022 年中央经济工作会议五次提到“内需”，着力扩大国内需求将是后续经济工作的重点内容。**就政府部门而言**，可通过专项债、REITs、政府产业引导基金等进一步发挥财政资金“四两拨千斤”的撬动作用，带动有效投资，并完善仓储、物流等消费相关基础设施建设。**从企业部门看**，可进一步加大企业融资支持，并继续对不裁员少裁员企业发放失业保险稳岗返还补贴，落实创业担保贷款贴息及奖补措施，稳住就业、保障居民收入来源。**从居民部门看**，可通过投放消费券、财政补贴等拉动改善性和基础性消费，同时可积极推行房地产、汽车等主要领域的税收减免，并推动新一轮家电下乡、汽车下乡等刺激消费。

其六，用好贴息等准财政工具，加强财政与货币政策协调配合。2022年两批共7399亿政策性开发性金融工具快速落地，有效支持了基础设施建设。2023年，可继续结合稳基建稳投资需求，适当扩容政策性开发性金融工具，并扩大支持范围。同时，进一步加强财政政策与货币政策协调联动，通过财政贴息、政府担保、奖励资金等支持优质项目，促使项目加速落地，带动有效投资持续增长。

汪涛：消费复苏和房地产反弹支撑中国经济增长

汪涛 瑞银亚洲经济研究主管、首席经济学家

以下观点整理自汪涛在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 61 期）上的发言

一、对今年经济形势的判断和展望

支撑今年经济复苏和增长的两大动力，一是中国走出疫情，经济重启，二是房地产企稳反弹，对经济的拖累降低。与此同时，出口会有一定下降，外需可能对经济增长形成拖累。

1、目前经济活动已经开始反弹

1) 高频数据表明居民出行和经济活动已经开始触底反弹

各方面的信息，包括百度大数据对新冠搜索的指数，都说明大多数地区和城市的疫情高峰已经过去，很多人都已经感染并阳康了。从具体指标来看：全国 18 个大城市地铁客运指数在 12 月同比下降 46%左右，而到 1 月上旬，降幅收窄至 18%左右，虽然相比往年差了一些，但比 12 月有明显好转；百城城市拥堵指数在 12 月同比下跌 12%左右，而到 1 月上旬同比下跌 3%左右，降幅也有明显收窄；30 个城市每天的房地产交易数量在 1 月上旬也有明显好转；货车整车货运量也有一些修复，不过仍然比较差。

这些指标反映了目前居民端的活动在恢复，但生产端仍然比较差，这与实体经济的需求以及出口下行等其他方面有关。在去年的一些补贴政策到期后，今年前 15 天的汽车销售是比较差的。最近一个月的港口数据没有报出来，但是由于外需的影响，预计并不会有明显好转。

2) 瑞银消费者调查显示消费者短期谨慎、对全年恢复抱有信心

瑞银对 1000 多位消费者做了关于春节期间及 2023 年出行和消费意愿的调查。调查时间是 12 月 14 日-22 日，当时大多数城市正值疫情高峰或者在去往高峰的路上，因此消费者对春节消费的意愿是比较谨慎的。出行方面，由于很多限制，包括隔离政策等都已经取消了，因此人们的出行意愿有所上升。但是大家对于线下消费仍然比较谨慎，消费意愿甚至比前一年略低。不过虽然大家对于春节期间的线下消费意愿不是很高，但是对于 2023 年全年的消费意愿明显上升，这与消费者对 2023 年收入增长的预期是直接相关的。调查发现，消费者对 2023 年收入增长的预期平均在 8% 左右，高于 2022 年春节预期的 6.7%，也远高于 2022 年 7 月预期的百分之三点多。

总结来说，根据目前对消费者意愿的调查，大家短期内的态度比较谨慎，但对 2023 年是有信心的。谨慎的态度和当时正处于疫情高峰有关，估计现在大多数人阳康后，信心应该已经有一定的恢复。

2、超额储蓄的释放和就业及收入的增长将支撑消费的反弹

今年消费修复和反弹到底有多快，有多大的力度，取决于三个因素：一是超额储蓄到底有多大，多大程度上释放出来；二是就业和收入的增长能够多快恢复，增速有多高；三是是否有收入和消费方面的补贴。

预计今年不会有大规模的对中低收入人群的收入或者消费的补贴。也许有条件的地方政府会出台一些消费券，但是从宏观层面看，力度不足以产生比较重大的影响。随着经济活动的重启，以及隔离等限制的取消，很多线下活动，比如小商、小贩、小餐馆，以及旅游出行等线下服务行业会开始重启。这将会带动很多相关就业，以及居民收入的增长，从而支撑消费稳定复苏。

储蓄是居民没有消费掉的部分，而比往年更多的储蓄就是超额储蓄。超额储蓄不同于储蓄存款。老百姓的储蓄可以去投资房地产，投资股票和债券，也可以放在理财和存款，储蓄存款只是储蓄的一种方式。根据统计局家庭调查数据以及我们的消费者调查，疫情期间居民储蓄率比平时高了约三个点，形成了 4-5 万亿的累积超额储蓄。今年超额储蓄的释放速度，取决于信心和经济修复的速度。如果政府有一定补贴，经济修复比较

快，增速比较高，老百姓的信心也会恢复得比较快，超额储蓄就会比较快、比较多地释放一部分出来，今年的储蓄率就会明显下降。

对今年消费的预测：预计今年实际消费增长有望达到 6.7%左右，全年 GDP 增长大概在 5%左右，消费增长明显快于 GDP 增长。社会零售总额是名义值，因此预计增长达到 9%左右。

3、房地产对经济拖累会降低

过去一年多的房地产调整，主要出于以下几方面因素：一是前期政策收紧；二是房地产需求的基本面，包括人口见顶、城市化放慢等，已经出现了重大的变化；三是疫情对房地产带来了额外的重大冲击。2022 年下半年房地产新开工面积比 2020 年下半年下跌了 55%，销售比 2021 年上半年下跌了 40%左右。从目前的水平看，房地产的供需方面都存在超调。

随着中国走出疫情，经济重启，老百姓的就业和收入逐渐恢复，房地产政策也开始出现了重大调整。比如对开发商各方面融资的支持，很多城市取消或放松了限购政策，按揭利率也下调了很多等。房地产销售和新开工面积目前处于低位，预计 3、4 月份会出现环比反弹，预计季节调整后的环比增长将达两位数，但全年销售和新开工将略低于 2022 年。因此房地产对经济的拖累幅度会明显减弱。1 月上旬的房地产销售已经出现了一些反弹，而且瑞银调查发现 2022 年老百姓的购房意愿相比 2021 年也有好转。这主要是由于按揭利率下行、按揭可获得率上升、房价有些下调、可支付性提高等因素。因此，还是有一些需求可以释放。

从出口来说，预计今年全球经济会比较弱，美国和欧洲经济都将有一个温和衰退，因此外需比较弱。此外，虽然政府对制造业投资和基建投资有政策上的支持，但由于去年基数较高，今年将会稍微减缓。

二、政策建议：加大财政支持力度

1、适当扩大财政赤字

中央政府应该扩大债券发行。因为中央政府的信用是最好的，杠杆率也是最低的。由于去年经济较差，卖地收入下降，税收收入也下降，地方政府财力非常紧张，而我们又要控制地方政府的债务风险，因此，中央政府应该进一步扩大赤字和债务率。

若要让财政支持更加有效，有两种方式：一是**扩大财政对基础设施建设的支持力度**，直接花钱做投资。去年也有扩大财政支持，但是广义财政支持大部分都用在了退税减费方面。退税减费在经济下行周期的乘数效应非常低，因为企业并不会用退税减费的钱扩大生产增加就业，而是用来维持企业生存。

另一个乘数效应比较高的方式是**直接给消费者以及小微企业一些补贴**。受疫情影响，在过去一两年中，消费者的就业和收入受到了很大的影响。虽然有一部分人有超额储蓄，但也有一部分人失业或者收入相比往年大幅降低，消费能力不够。此时如果政府给予一定补贴，就能够比较快地促进消费，尤其是中低收入人群的消费。消费的增加也会增加小微企业的现金流和收入。我们常常说要帮助造血而不仅仅是输血，但是消费者也是市场主体，把钱给到老百姓手里，让老百姓去花钱，企业就有了收入，这样就会形成一个良性循环。所以输血给老百姓也能帮助造血。因此，今年可以适当考虑从中央财政或者是发行债务方面来增加对消费者的补贴。

2、适当降低首付比例和按揭利率

目前出台了支持房地产开发商融资的政策，支持力度也在不断增加，下一步是怎样使这个行业进入良性循环。这就需要不断恢复开发商或房地产企业稳定的现金流，也就是提高需求。居民部门仍然有一定的买房意愿，但是受疫情影响无法释放。可以调整房地产需求方面的一些政策，比如适当降低首付比例，按揭利率也还有下调空间。

3、增强企业投资信心

由于2022年外需不断放缓，企业收入也有所下降，导致今年制造业企业的投资信

心并不足。要增强企业信心，除了经济的恢复外，在政策方面，一是要放宽民营企业在很多行业的准入，减少对民营企业的干预；二是过去疫情期间对中小企业采取的退税减费措施，应该逐渐退出，不能突然退出，否则会对企业造成比较负面的影响。

陆挺：2023 年中国经济增长反弹关键在于提升国民信心

陆挺 野村证券中国首席经济学家

以下观点整理自陆挺在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 61 期）上的发言

目前国际资本市场对中国普遍乐观，大部分投资者看好中国整体金融市场的表现，认为今年中国经济复苏是必然的。中国经济复苏的背后有两个关键原因：第一是疫情清零政策的结束，二是房地产政策的大幅度调整。年末疫情的快速过峰奠定了 2023 年中国经济复苏的基础，同时加上 11 月份起房地产政策的大幅度调整，今年房地产市场不会大幅度萎缩，甚至会看到一部分复苏。这两个原因奠定了中国经济在今年的重启和复苏。

一、中国经济增长的两个关键问题

需要讨论的关键问题在于两个方面：一是中国经济今年增长究竟是多少？二是国内外各经济参与者应该怎样看待中国经济面临的挑战、问题和风险？尤其经过了今年春季、夏季一部分的报复性反弹之后，今年下半年增长又一次趋缓，届时该怎样看待整个中国经济所面临的潜在问题，有哪些问题需要更加重视，接下来将展开讲述。

1、问题一：中国经济今年增长预计是多少？

今年中国经济 5% 左右的增长是比较实事求是的一个预测，从国家制定 GDP 增长目标来看，5% 也是比较合适的。虽然有些学者或机构考虑到 2022 年的低基数，以及 5%-5.5% 左右的年均潜在增长率，预测今年可能会有高增长，但也需要认识到今年复苏道路上存在的不少风险和挑战。

2、问题二：中国经济未来面临哪些风险和挑战？

挑战一：第二、三波疫情冲击。疫情放开之后，今年一月份经济受到了很大的冲击，未来几个月可能会面临第二波、第三波疫情冲击。尽管可能第二波、第三波对经济影响会小很多，但仍然还是会有一定的影响。周边经济体过去一两年的经历也表明确实如此，比如中国台湾地区，在2020年第二季度受到德尔塔冲击后，GDP增速明显下降。2022年再次遭受奥密克戎的影响，导致增速环比从一季度的1.6%下降到二季度的-1.8%，说明经历了第一波冲击之后，面对第二波还是有可能造成有一些负面影响。日本和韩国也是类似的情况。

挑战二：消费反弹需谨慎预期。今年肯定仍存在报复性消费的问题，但我认为这种报复性消费增长大概率不会到达或超过10%。预测的时候要根据实际情况理性估计今年的复苏情况，具体有几个因素使得今年消费的反弹需谨慎预期。

首先，**中国的疫情持续时间较长，部分居民受损严重。**中国居民经历了三年疫情，比美国、欧洲和世界上其他地方都要长。一部分的居民在过去三年除了个别季度之外，一直都受到很大的影响，尤其从事旅游、交通、餐饮方面的家庭收入锐减，储蓄大量消耗。

其次，**中国房地产行业萎缩，导致居民资产负债表的恶化。**过去这几年，房地产行业的萎缩是二三十年以来最严重的一次，全国很多地方房价下跌，严重影响居民资产负债表。2022年中国实现了8万亿超额储蓄，但居民资产负债表中，银行储蓄存款只占比不到20%，甚至不到15%，60-70%是住房等固定资产储蓄，因此**房价下跌对很多居民造成较大的影响。**所以要关注房地产萎缩对家庭资产负债表的恶化，这对今年消费复苏可能有一定的负面影响。另一方面，中国的失业率相对比较高，尤其年轻人的失业率高达11%。就业今年会有所改善，但不会因为疫情结束或接近尾声就快速复苏，因为就业问题还受到比如房地产、教育培训和平台经济等其他方面的影响，不可能非常快速的复苏。

再次，**中国的情况与其他国家直接做比较参考性不大。**美国在2020年、2021年通过央行大规模印钞等财政支出，将钱转移支付到居民的账户上，从而实现超额储蓄。但

是中国家庭的超额储蓄主要并不是来自于政府的财政支出。过去几年中国大量的财政支出都被用到了核酸检测、方舱等项目中，对于居民的储蓄和资产负债表没有太正面的影响。而且因为土地财政收入的锐减，体制内人士的工资和其他收入在全国各地普遍出现了不同程度的下跌。

最后，过去已消耗了较多需求的方面未必产生报复性消费。消费中最重要的板块就是汽车，而汽车在过去七个多月中，因为购置税减半已经被提前消耗了很多的需求。在6、7、8、9、10几个月，汽车销售同比增长都超过20%，但最后两个月明显下行，虽然12月份有所上升，但只有4%左右的水平，今年年初前十天左右，汽车销售已经跌至-20%的增长水平。因此不能断定疫情结束了各方面的消费都会上升，一些消费的确会报复性反弹，但某些方面因为之前的刺激政策前置了消费，反而造成今年的一些压力。

二、2023年中国经济预测及政策建议

消费方面，去年新增储蓄存款相比2021年增加了8万亿，但其中超过三分之一的部分都来自于减少的买房支出，而且这部分钱大概率会未来继续用于购买房子，不大可能用来消费。另一方面，理财收益下行导致了一些理财资金的转入。真正因为消费降低而造成的额外储蓄可能还不到这8万亿中的三分之一。

尽管消费是今年中国经济复苏的主力军，但如果需要快速反弹，房地产的复苏是非常重要的。今年的房地产不会因为疫情的根本性逆转和房地产政策的调整，就马上出现V型复苏反弹，可能会在接近触底后缓慢复苏，并在复苏到一定程度后打住。过去一年半，房地产下行幅度非常大，和高点相比萎缩了40%左右的水平。背后的原因是多样的，除了五道红线和疫情这两个因素之外，还源于中国潜在经济增速下降的潜在因素，中国的城市化在减速，年轻人口在萎缩。据中国官方统计，2022年是几十年来第一次总人口下降，尤其经过多年的高增长，城市住房存量已经高企。还有一个很重要的因素是周期因素，2015年至2018年货币化棚改中，中央通过直接印钞刺激地方城市的住房需求，这已经前置了很多地方未来的住房需求，那时候的很多资金错配导致过去几年房价下跌。2017年以后很多地方的房价就开始明显下跌，疫情期间更是如此，这使得很

多居民在低线城市购房的信心非常缺乏。

中国地方财政方面，今年春季以后不太可能出现突然间明显的改善，因为地方财政的改善非常需要房地产行业改善的支撑。刘鹤副总理最近提到房地产行业相关收入占地方综合财力的 50%。即使房地产行业今年春季有明显复苏，但经过过去两年的冲击，很多房地产开发商会比较谨慎，大幅度增加买地支出的可能性很小，而且整个中国房地产未来未必能够复苏到之前的水平。所以，**地方政府在财政方面要进入到一种新均衡，改变之前对土地财政高度依赖的局面。**这样的转变非常痛苦，可能会带来一些螺旋式的对总需求的下行压力，尤其公务员、老师等各种事业单位的薪酬不升反降所带给经济的压力，这方面未来几个月不可能有特别大的改善。

最后出口方面，今年外需是很大的挑战。2021 年中国经济增长最后达到了 8.4%，出口增长速度是 30%，**2023 年中国出口增长速度很有可能是负**，去年最后两个月平均是 -10%左右，即使考虑到一定的改善，今年**全年还会在-5%左右**，这相对 2021 年增长速度要少 30 多个百分点。考虑到出口对 GDP 的贡献，可能也要比 2021 年少几个百分点。这也是为什么预测今年 GDP 会有接近 8%的增长时，还一定要考虑到出口不大可能同样幅度增长，疫情结束出现比较稳定的增长的概率非常小。很重要的原因是今年全球经济增长大概率是大幅度下行，美欧经济将由去年 2%降到 0%或者以下，还有一个原因是后疫情时代下，别的国家的消费结构从实物到服务都会影响到出口。因此，综合来说，今年经济增长速度比较合理的是 5%左右的一个水平。

通胀和政策方面，今年可能在个别月份，因为报复性消费，一些服务业价格可能会有所上升，但总的来讲，出口负增长在内的很多因素都能够很大程度上降低通胀压力。另一方面，消费反弹并不会非常强，加上过去几年政策上没有像美国那么宽松，所以相信今年中国通胀大部分时间 CPI 维持在 3%以下，总体而言政策还是维持在宽松的局面。实际上，今年以很快的速度达到了接近群体免疫，这很好的铺垫了今年中国经济增长的复苏前提。在这种背景下，今年货币和财政政策还是维持较为宽松的状态，但是未来几个月大幅度推出各种大规模刺激政策的可能性不是特别大，比如给居民发钱、推出新一轮货币化棚改、降息的可能性都不大。今年最重要的是把货币和财政政策结合起来看，

今年信贷增速可能和 2022 年比较接近，背后包括了整个政府债务的扩张和增长，相信今年总体而言社会融资规模增长和去年比较接近，预计在 10-11% 之间。

最后，今年会面临的诸多挑战中，最关键的一点是**如何从政策角度恢复国内经济参与者对中国经济的信心**。如果大家信心完全恢复，那么不仅今年经济会明显反弹，甚至明年和后年也能持续复苏。所以，相信今年对政府来讲最重要的任务，就是让国际社会和国内经济参与者看到支持整个经济方面的政策，包括对企业、对开放的政策，通过政策给大家建立信心，从而使中国疫后经济回到正常发展的轨道。

徐奇渊：投资和消费也是相互促进的

徐奇渊 中国社科院世经政所副所长

以下观点整理自徐奇渊在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济月度数据分析会（总第 61 期）上的发言

从金融市场上来看，最近有一些积极的反应，这表明市场对 2023 年的预期明显在改善，经济修复预期比较显著。在这个过程中，外资对中国经济恢复的信心也比较强，国外的聪明钱也持续流入。我对 GDP 增速预测相对乐观，认为 5% 的增速肯定能够达到，并且通过努力，我们有可能争取到比 5% 更高一些的增速。结构上来看，2023 年的内需比较强，外需相对较弱，出口方面可能会经历一个下调的过程。

这里我关注一个主要的问题，2023 年扩大内需主要靠投资还是靠消费？这是在最近讨论方面比较多的问题。我倾向于还是要靠消费，靠提振消费者信心来扩大内需。

固定资产投资方面：从三大支柱来分析

第一个支柱是基建投资，2022 年基建投资增速已经相当强劲，在政策的支撑下，名义增速达到了 10% 左右。在这个基础上，2023 年还要以更大的力度来支撑，才能让基建增速稳定或提高，从这一点来看难度是比较大的。**第二个支柱是房地产投资**，今年房地产行业的表现可能是强政策弱表现，难以重回到经济增长的引擎地位。

第三大支柱是制造业投资，2022 年全年制造业产能利用率总体比 2021 年下降 1.9 个百分点，这说明对工业制造业来说存在一定的产能闲置。分行业看，产能利用率上升或比较稳定的行业都属于上游的矿采选业、石油天然气这些能源大宗商品的行业，对应到地理空间上我们也看到，山西、陕西、内蒙等省份的财政状况相对好一些。所以从工业行业细分来看，剔除掉上游的矿采选业、石油天然气行业，剩下的制造业产能利用率下降幅度会更高，降幅应该是明显大于 2 个百分点，这些行业在此前受到的冲击更大。

总体来看，制造业投资在 2023 年能否走强，有这样两个不利因素，一是目前制造业的产能利用率明显偏低，二是出口来看，外部市场需求不太乐观。制造业投资的发展接下来将取决于消费反弹以及基建、地产行业的表现。所以，制造业投资在 2022 年表现比较强、基数比较高的情况下，会得到内需反弹的支撑，但因为外需的减弱和当前产能利用率下降的因素，也同样面临压力。

消费方面：从两类群体来看就业和收入信心

消费需求在 2022 年受到一些抑制，表现比较弱，甚至社零指标出现了负增长。在这样低的基数下，2023 年消费反弹值得期待，消费很可能成为 2023 年经济恢复的主要拉动力量。但目前消费也面临着不容忽视的压力。收入信心和就业情况这是决定消费的最直接因素，我们可以从两类收入、就业渠道来进行分析，一类是和政府相关群体的就业和收入信心，另一类是和市场相关群体的就业和收入信心。

1、政府相关的就业和收入信心：公务员和事业单位群体

和政府相关的就业，有一个很大的群体是公务员。从一些东部地区代表性的城市来看，不少地方的公务员收入在疫情之前开始有所调整，当时是因为东部地区向中西部地区和全国平均水平看齐，是出于共同富裕的总体考虑。之后，在疫情影响下的过去三年中，由于收支两个方面的共同影响，地方政府财政结余出现锐减，这已经影响到了一部分地方公务员群体的收入。

而且要注意到，每个地方的公务员收入其实也是一个参考的基准线。如果公务员收入出现下降，大学、学校等事业单位就业人员，这些参照公务员标准的就业群体收入也受到一定影响。目前，有的地方所属的大学甚至出现了拖欠津贴和部分工资的情况。公务员和事业单位就业，这两个群体在一般地方都占有相当的比例，会进一步传导到其他社会群体。公务员、事业单位就业这两类已经是收入相对稳定的群体，如果他们的收入预期都受影响的话，其他社会群体的收入信心也会受到影响。

我们要实事求是的看到这些困难，要避免这些短期的挑战拖延下去成为更长时间的

困难。所以要遏制住这种趋势，一方面在疫情反弹的时候，消费经济循环重新打通，市场活力增强，地方政府的税源会有明显改善。但是因为房地产收入和土地出让金难以在未来一年的短时间内就有显著改善，所以需要通过更强有力的政策激活地方经济活力。另一方面要加快地方政府债务处置，包括央地两级财政关系的理顺，着眼于大局、着眼于长远，让地方财政状况更加健康。除了要重视地方政府债务问题对金融风险的影响之外，还要看到地方政府财政困难也可能会对消费需求的修复、经济复苏产生影响。

2、市场相关的就业和收入信心：个体工商户等民营企业

对于市场的就业信心，需要注意以下几个方面的压力。

一是外部需求的不景气。全球经济在 2023 年陷入衰退的风险越来越大，2023 年我国出口增速会出现下降，甚至可能出现一定程度的负增长。这对外贸行业影响会比较大，特别是东部沿海地区的出口会受到影响，这样会有一部分人群的就业、收入信心受到影响。

二是疫情冲击导致的市场主体淘汰、出清，可能并没有优化资源配置，甚至是相反。过去的疫情三年期间，导致了市场主体被淘汰出清、或者正处于这样的困境边缘。我们在教科书上会看到，市场机制下的优胜劣汰，是带来资源优化配置、效率提高，有利于经济增长。但是过去三年的疫情冲击，这种淘汰的过程和市场竞争优胜劣汰的淘汰机制很不一样。疫情影响之下的三年中，一些市场主体经营困难甚至面临失败，但这类失败很大程度上并不是企业、市场主体本身的经营决策错误，而是一种不可预期的因素、或者不可抗力导致的灾难性冲击。

而且我们本身还处在经济改革发展转型过程中，国有企业和民营企业在一些方面仍然面临着不太一致的竞争环境。2022 年 12 月的经济工作会议给市场释放了信心，特别指出要给国有企业和民营企业有平等的待遇，继续“坚持两个毫不动摇”，这是非常好的信号。但是在过去三年疫情冲击下，如果企业的资金链出现问题，最容易出现问题的肯定还是民营企业、或者是个体工商户。这部分市场主体本身可能是很有活力的，对广大消费者的就业、收入信心也很重要，但在疫情冲击之下往往也是最脆弱的环节。

所以，疫情冲击不但不是一个优胜劣汰的淘汰机制，甚至可能优先淘汰了民营企业 and 个体工商户。在这种冲击过程中，特别需要注意对民营企业、个体工商户提供一些额外的帮助。全国范围内注册的市场主体有1亿几千万个，这当中90%的市场主体都是民营经济，但这些市场主体受疫情冲击的影响最大，这方面“伤痕效应”的修复有一个过程。这个伤痕如果几天就好了，那么痛苦的记忆就比较短，对将来的消费、投资影响就比较小。如果过了好几个月、甚至几年才好，那么心理阴影面积就会比较大，就会对将来的消费、投资行为产生深远的影响。所以我们要重视经济重启刚开始的过程中、这个短暂的时间窗口期，尽快把个体工商户、小业主、民营企业的信心重塑起来。这个群体的角色往往同时既是生产者也是消费者，对于消费需求的刺激有助于修复这个群体的心理伤痕。

我们需要认识到，信心也是一种公共产品，具有外部性，这是需要政策干预、提拔信心的理论基础。通常来讲市场失灵有很多种情况，其中就包括外部性。而市场信心也有外部性，同时也是一种公共产品。如果一部分人没有信心、比较悲观的话，这是会传染的，反过来，一部分群体有信心、很乐观，这也是会传染的，会感染到周围每一个人。特别是投资企业之间互动的行为，消费者和企业之间行为的互动。而作为单个消费者和单个企业，都很难影响整体宏观经济的信心，只有政府才能改变市场信心或者进一步激发市场的信心。与欧美日等主要经济体相比，我国的财政、货币政策空间都明显更大，因此我们完全有能力去做这些事情，从这个意义上来看，2023年的内需修复和经济增长值得期待。

消费和投资也存在相互促进关系

当前，关于2023年经济靠投资还是靠消费，仍然存在一些争议。一种观点认为要靠消费，要刺激消费者信心。另外一种观点认为，消费不能提高供给潜在增长率，要靠投资增加要素投入或技术进步才能提高潜在增速。事实上，消费和投资是具有一致性的，我们不能把这两者割裂、完全对立来看。特别要看到，消费、投资也是相互促进的，具有更强的一致性。

提高人民群众的生活水平，这是经济发展的最终目标。当前我们社会的基本矛盾是：人民群众日益增长的对美好生活的需要和发展不平衡、不充分之间的矛盾。而要提高人民生活水平，这个过程就是扩大消费、扩大内需的过程。所以，消费是一个最终目标，投资增长最后都是为消费来服务的。当然，消费需求得到改善，必须要有供给方面的改善才能够得以持续。

在分析国民经济循环的过程中，我们经常提到生产、流通、分配、消费这四个环节，其中断掉一个环节都不行。如果消费不行，生产再多只会造成库存，造成产能利用率下降。去年以来我们已经出现产能利用率下降的问题，现在消费是国民经济循环过程中的一个瓶颈，如何激发消费需求是我国经济当前的主要挑战。

消费和投资也可以互相促进、互相强化，比如刺激新能源车的消费可以同时让新能源车的生产企业的预期改善、投资增加。所以，在这个过程中，政策一定要时间上前置、力度上给足，在经济重启的第一时间，要把市场信心的第一把火点燃起来，推动良性循环。



把脉中国经济 传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forecasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站：<http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号：

