

上调中国经济展望：愿望可否成真？

- 去年底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。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预测。我们将基准情形下 2023 年 GDP 增速预测由 4.9% 上调至 5.6%。
- 我们的预测对应 2022-2023 年两年平均增速为 4.3%，低于我国目前潜在增速区间的下限。疫情冲击造成了对产出造成了永久疤痕，这也体现在消费数据中。我们估算，经济活动正常化将显著提振消费动能，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。今年的社零消费相较疫前三年的潜在趋势水平或仍然存在 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。
- 现在的关键问题是，如何能够实现预想的高质量发展。我认为，这取决于中国经济的增长范式能否顺利完成“双重转换”，即实现由外需而内需、自公共部门向私人部门的转换。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。今年我们面临的第一个范式转换，是由外需转向内需，这一转换或许足够支持一个 5% 左右的增长。但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，只有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。

丁安华，首席经济学家

(852) 3761 8901

dinganhua@cmbchina.com

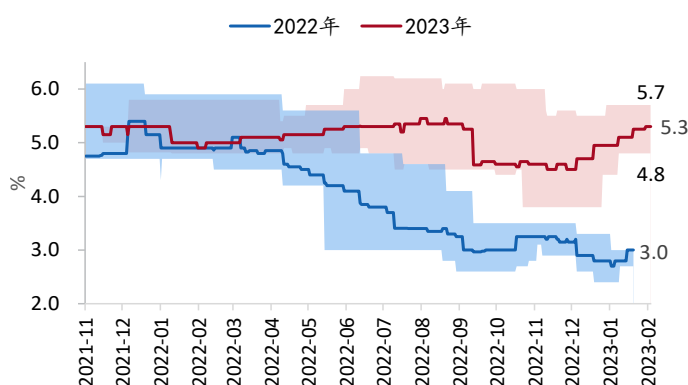
春节过后，新冠疫情进入低流行阶段，我国的经济活动呈现加速的势头。市场情绪逐渐恢复，各大机构纷纷上调全年经济展望。我们将基准情形下2023年GDP增速预测由4.9%上调至5.6%。现在的关键问题是，愿望是否最终能够成为现实，毕竟任何经济预测都基于一定的假设条件。我们认为，这取决于中国经济的增长范式能否顺利完成“双重转换”，即实现由外需向内需、自公共部门向私人部门的动能转换。这将最终决定此轮经济修复的力度和高度。

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

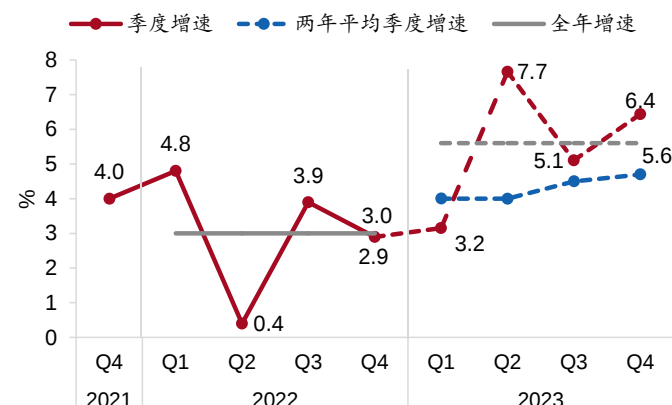
十大国际投行中国GDP预测中位数



资料来源：Bloomberg，招商银行研究院

图 2: 2023 年中国经济增长预测

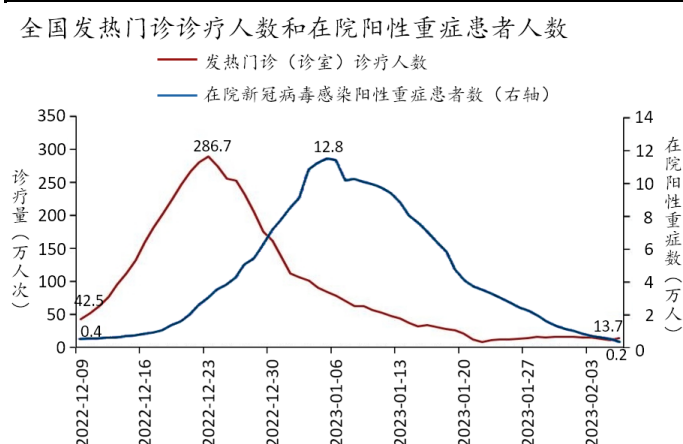
2023年季度GDP增速预测



资料来源：国家统计局，招商银行研究院

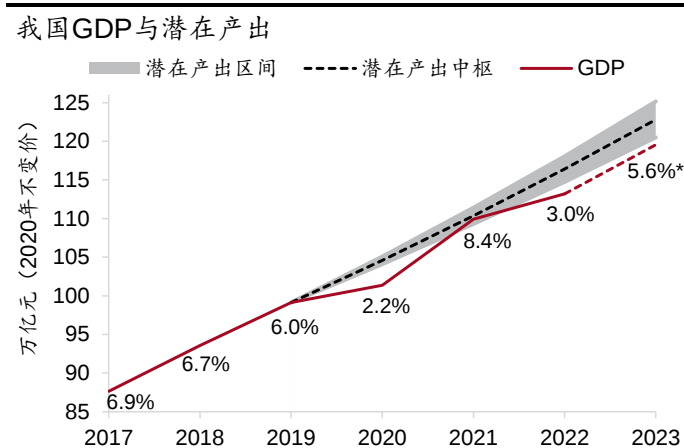
导致各大机构纷纷上调预测的原因，是显而易见的。新冠疫情剧烈而短暂的冲击，显著改变了我国经济重启和修复的节奏。一方面，去年末急剧的“阵痛”压低了四季度乃至全年的基数；另一方面，疫情冲击斜率陡峭而时长缩短，经济重启的时点得以提前。在疫情防控上，海外是通过压平曲线（Flattening the curve）减缓医疗体系的压力；我国防疫政策调整优化的结果是曲线更陡（Steepening the curve），医疗体系承受了更大压力，但也达到了快速过峰的目的。城市感染高峰在年初就过去了，春节返乡也没有出现农村地区的另一个感染高峰。根据中国疾病预防控制中心数据，疫情于去年12月中下旬达峰，截至2月6日，就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, 很可能会出现这种异常。

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

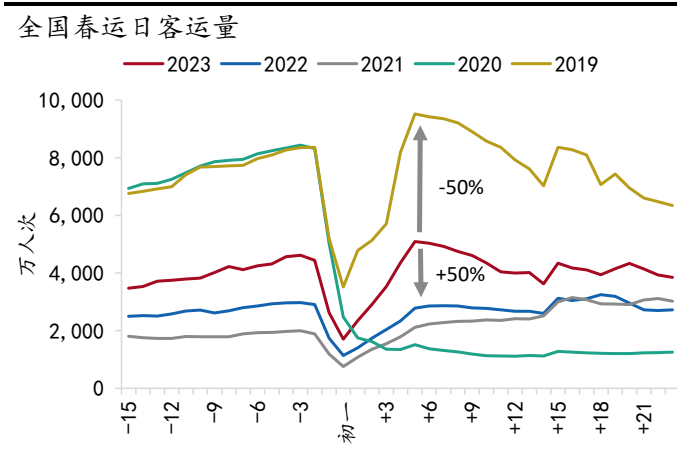
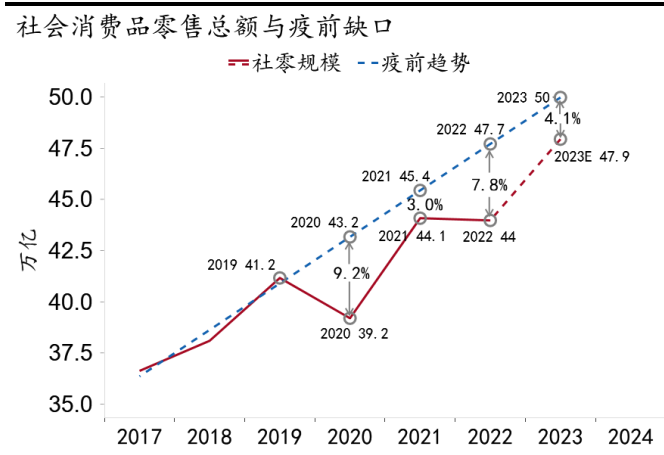


图 6: 预计今年社零较疫前趋势水平仍存 4% 的缺口



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）。

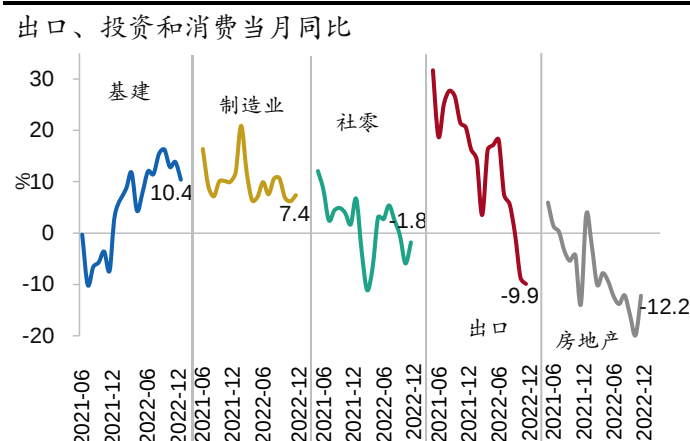
从中长期看，我国经济增长自 2007 年以来趋势性下行，潜在增速也在持续放缓。疫情冲击留下的疤痕或导致我国经济潜在增速加速下移，步入中速增长的“新常态”。

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。

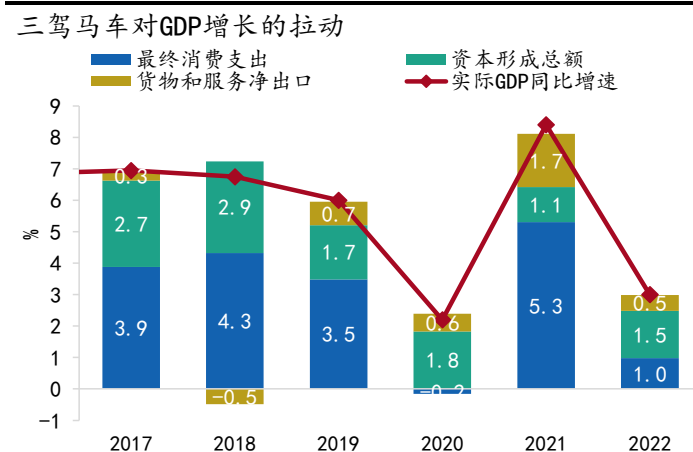
有一位基金经理对我说，以现有趋势简单外推，或能确保 5% 的增长，但要实现 5.6% 的增长目标，仍需增量的政策支持，需要满足更多的前提条件。我非常赞同这一观点，要争取更好的结果，必须完成增长范式的转换，即在增长动力上实现由外需向内需、自公共部门向私人部门的“双重转换”。我以为，这将最终决定我们的预测是否能够成真。

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。

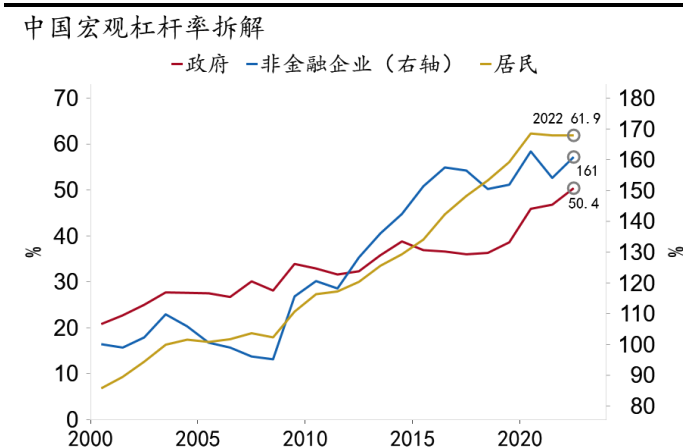
在外需萎缩之下,我们只能更多地依靠内需来实现增长,别无他法。首先,当然是消费特别是服务消费的增长,这是最大的确定性,也将成为经济复苏的最主要驱动力。其次,受到政策与产业周期的双重支撑,基建和制造业投资有望稳健增长。不过,近两年基建持续发力,各地合意项目储备逐渐消耗,新项目增长乏力,叠加疫情期间地方财政压力上升,对基建投资增速造成一定制约。制造业投资一方面受新动能行业周期及支持政策的支撑,另一方面则受出口下行拖累,总体有望维持一定韧性。三是房地产投资。虽然我们可以大致说房地产行业有望筑底修复,其上下游的投资和消费也有望相应改善。但房地产销售回暖的程度,不敢有所奢望。几乎可以肯定的是,居民部门信心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

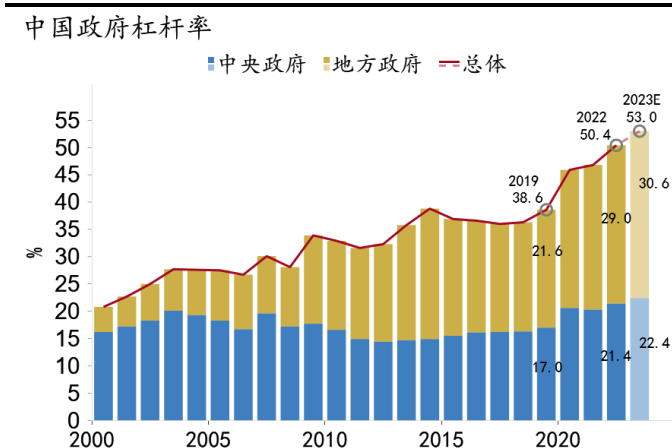
去年，我国公共部门和私人部门的经济行为明显分化，表现为政府部门加杠杆（扩张资产负债表）、私人部门去杠杆（收缩资产负债表）。按照社科院国家资产负债表研究中心测算，2022年居民部门杠杆率（债务余额/名义GDP）为61.9%，与上年持平，一改此前数十年居民部门杠杆率持续上升的势头；政府部门杠杆率持续上行，全年抬升了3.6个百分点至50.4%；企业部门杠杆率由跌转升，上行6.8个百分点至161%（图9）。

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个百分点，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。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	：股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	：招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场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。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。