



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

2023 年中国经济增速将大幅反弹

2023 年 1 月 17 日

农银国际证券研究部



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

目录

2023 年中国经济增速将大幅反弹.....	3
宏观经济分析.....	3
银行业.....	6
房地产业.....	6
互联网媒体与消费商业.....	7
电信业.....	8
消费业.....	8
权益披露.....	9

2023 年中国经济增速将大幅反弹

宏观经济分析

经济师姚少华

中国 2022 年第 4 季经济增长 2.9%

受外需放缓、房地产行业疲弱以及新冠疫情的再度爆发，2022 年第 4 季中国经济同比增长 2.9% (图 1)，较第 3 季 3.9% 的增速为低，但大幅优于市场所预计的 1.6% 的增速。从按季增长看，2022 年第 4 季中国经济增长 0.0%，较第 3 季 3.9% 的增速明显回落。2022 年全年中国经济增长 3.0%，GDP 总量达到 1210207 亿元。分产业看，第一产业增加值 88345 亿元，比上年增长 4.1%；第二产业增加值 483164 亿元，增长 3.8%；第三产业增加值 638698 亿元，增长 2.3%。

图 1: 中国 GDP 增长 (%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

2022 年规模以上工业增加值比上年实际增长 3.6%，其中 12 月份规模以上工业增加值同比实际增长 1.3%。2022 年社会消费品零售总额 439733 亿元，比上年下降 0.2%。其中 12 月份社会消费品零售总额 40542 亿元，同比下降 1.8%。2022 年全国固定资产投资（不含农户）572138 亿元，比上年增长 5.1%。其中，民间固定资产投资 310145 亿元，比上年增长 0.9%。从环比看，12 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.49%。2022 年全国房地产开发投资 132895 亿元，同比下降 10%；商品房销售额 133308 亿元，同比下降 26.7%；房地产开发企业到位资金 148979 亿元，同比下降 25.9%。



12月单月的宏观数据有以下方面值得关注。首先，房地产行业仍较疲弱。12月单月的房地产投资仍录得大幅下跌，跌幅为12.7%。房地产销售在12月亦疲弱，销售面积及金额增速分别下跌31.7%及27.5%。其次，受基建投资以及制造业投资反弹带动，12月单月整体固定资产投资增速从11月的0.7%回升至3.1%。其中，12月当月基建以及制造业投资分别增长14.3%及7.4%，而11月分别增长10.6%及6.2%。12月基建投资的大幅回升主要受益于开发性政策性金融工具相继落地带动项目开工建设加快形成实物工作量。第三，尽管受到疫情冲击，但12月消费在中西药品类以及汽车类带动下明显反弹。12月零售销售同比下跌1.8%，较11月5.9%的跌幅明显收窄，亦大幅优于市场所预期的9.0%跌幅。根据我部的测算，撇除价格因素，12月份消费品零售实际增速由11月的-7.6%反弹至-3.7%。由于疫情在12月大幅升温，带动12月中西药品类零售销售大涨39.8%，远高于11月8.3%的涨幅。汽车行业的补贴政策将在2023年逐步退出，亦带动汽车类销售在12月上漲4.6%，而11月下跌4.2%。

就业方面，2022年全年城镇新增就业1206万人，超额完成1100万人的全年预期目标任务。受益于防疫措施的优化，12月份全国城镇调查失业率为5.5%，比11月下降0.2个百分点。12月31个大城市城镇调查失业率为6.1%，比11月下降0.6个百分点。值得指出的是，12月16-24岁人口调查失业率为16.7%，较11月份下降0.4个百分点，反映年轻人尤其是大学生失业率略有好转。

展望未来，有见于防疫措施以及显著优化以及房地产行业获得进一步的政策支持，我们相信2023年中国经济增速或明显反弹。整体上我们维持2023年中国GDP增长5.0%的预测不变，大幅高于2022年3.0%的增速(图2)。消费的强劲反弹和房地产行业的温和复苏将是主要的增长动力。相反，疲弱的外需和潜在的新冠肺炎病毒大幅变异将是主要挑战。

图 2：经济预测

经济指标	2021年	2022年	2023年预测
实质GDP增长，%	8.1	3.0	5.0
固定资产投资增长，%	4.9	5.1	8.0
零售销售增长，%	12.5	-0.2	6.0
以美元计出口增长，%	29.9	7.0	1.5
以美元计进口增长，%	30.1	1.1	2.5
工业产出增长，%	9.6	3.6	6.0
消费物价通胀，%	0.9	2.0	2.0
生产物价通胀，%	8.1	4.2	0.0
M2增长，%	9.0	11.8	11.0
社会融资规模增量，十亿人民币	31,400	32,010	35,500
整体新增人民币贷款，十亿人民币	19,900	21,310	23,000
年底每美元兑人民币在岸现货价	6.3561	6.8986	6.6500
1年期LPR，%	3.80	3.65	3.55
5年期LPR，%	4.65	4.25	4.10

来源：国家统计局、中国人民银行、农银国际证券预测



内需方面，我们投资整体固定资产投资有望在 2023 年低位回升，主要因为对房地产开发商融资以及居民按揭贷款或进一步得到政策支持，房地产投资在 2023 年或温和反弹。在居民购房意愿上升下房地产销售料低位回暖。有见于外需放缓，2023 年制造业投资以及民间投资或略有放缓，然而，高新技术制造业投资或在宏观政策的支持下获得快速增长。2023 年基建投资将在财政政策支持下维持快速增长。整体而言，我们预计 2023 年整体固定资产投资增长 8.0%，较 2022 年 5.1%的增速为高。由于防疫措施优化，消费者信心改善以及 2022 年较低的基数效应，我们预期 2023 年社会消费品零售销售的增长或显着反弹。我们预计 2023 年零售销售增长 6.0%，高于 2022 年-0.2%的增速。

外需方面，由于全球经济在大多数经济体收紧金融环境、通胀仍高企以及俄乌冲突持续下放缓，2023 年中国出口增长特别是对发达经济体的出口预计将明显放缓。不过，RECP 的生效将显着帮助中国在 2023 年与亚洲经济体的贸易。我们预计 2023 年进口增速将略有反弹，主要因为中国的经济或显著回升。整体而言，我们预计 2023 年中国出口与进口分别增长 1.5%与 2.5%，相比之下，2022 年出口与进口分别增长 7.0%与 1.1%。



银行业

分析师欧宇恒

踏入 2023 年,政策主调在于支持宏观经济加快恢复及解决房地产领域相关风险,可以看到银行业在 2022 年末已经开始跟随政策目标逐步提高信贷规模,其中 12 月末人民币新增贷款同比增速较 11 月末微升至 11.1%。我们预期 2023 年新增贷款总量为 23 万亿元,接近期监管机构说明,信贷投放将集中在基建投资、小微企业、科技创新、制造业、绿色发展、医疗物资、房地产等重点领域。由于信贷投放方向与 2022 年政策方向基本一致,相信银行不需在经营策略上作大调整。然而,早前央行及银保监会召开的主要银行信贷工作座谈会提及要银行要合理把握信贷投放节奏,适度靠前发力,意味着银行或在第一季及第二季加大信贷规模以支持宏观经济恢复。另外为了配合宏观经济恢复,政策仍要求银行着力降低市场主体融资成本,持续降息及过去降息所带来的贷款重定价将继续压抑银行净息差水平。尽管如此,银行保持信贷投放力度将有助部份抵消利率下行对净息差带来的影响。总体而言,我们预计 2023 年行业平均净息差将同比下降 10-17 个基点。

另一方面,宏观经济增速有序恢复将有利银行业资产质量表现,逐步释除市场对银行业的忧虑。仍然,我们认为房地产相关行业的资产质量风险或在 2023 年上半年滞后显露,令银行整体不良率出现小幅但可控的上升。个别银行的风险态度及不良贷款处置力度将成为基本面差异化的决定性因素。有关房地产业的支援政策近期持续加强,除了一直以来对融资端的支持,政策方向正不断优化,目标从根源为房地产业纾困。总的来说,投资者将仍然偏好风险抵补能力较强的银行。而由于目前投资者已充分将宏观经济,净息差收窄,资产质量恶化等不利因素反映在估值之中,如果未来银行经营数据优于预期,将触发行业估值修复。仍然,估值修复的决定性因素在于中国宏观经济恢复势头及政策方向的发展。面对当前较复杂的内外部因素,大型银行无疑需承担较大的社会责任,但其相对稳定的基本面及股息收益率令我们维持对大型银行的偏好。

房地产业

分析师董耀基

2022 年商品房销售额同比下跌 26.7%至 13.33 万亿人民币;商品房销售面积则同比下跌 24.3%至 13.58 亿平米。受民营开发商债务危机和烂尾楼风险所影响,加上疫情在去年底明显升温,去年销售明显下挫。随着疫情好转,加上低基数效应,第一季销售将有所好转。2022 年房屋竣工面积同比下跌 15.0%至 8.62 亿平



米，反映民营开发商资金链紧张，工程进度放慢；部分更可能成为烂尾楼，拖累整体竣工水平。竣工面积下挫亦影响物业管理行业管理费增长。土地购置面积同比下降 53.4%至 1.01 亿平方米；土地成交价款则同比下降 48.4%至 9166 亿元人民币。因资金链紧张，民营开发商去年土地收购放慢将影响 2023 年可售资源，影响其销售反弹力度。2023 年随着《改善优质房企资产负债表计划行动方案》将落实推进，优质房地产企业将在融资以及销售端继续改善。近日监管机构亦公布一些政策放松后的量化成果，证明优质房企的融资环境明显改善。去年 9 月到 11 月，房地产开发贷款累计新增 1700 多亿元，同比多增 2000 多亿元。去年第四季，境内房地产企业债券发行 1200 多亿元，同比增长 22%。披露更多房地产融资面改善的数据将增强投资者的信心。至于房价方面，12 月份，70 个大中城市中，新建商品住宅销售价格环比下降城市有 55 个，比上月增加 4 个。12 月份，一、二及三线城市新建商品住宅销售价格分别环比持平、跌 0.3%及跌 0.3%。虽然房价因 12 月份受疫情升温影响下跌，但一月初公布的房贷利率政策动态调整机制将为房贷利率带来更多下降空间，对房价带来一定提振。新政策将容许新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。利好措施不断出台将继续成为房地产板块股价上升动力，但销售表现将继续分化，国有房企表现将继续跑赢民营企业。除了购房者对民营企业信心需时间修复外，国有企业过去一年较积极的土地收购将为公司提供更充裕的可售资源，提升市场份额。

互联网媒体与消费商业

分析师周秀成

2022 年全国网上零售额 137853 亿元，同比增长 4.0%。其中，实物商品网上零售额 119642 亿元，增长 6.2%，占社会消费品零售总额的比重为 27.2%。实物商品网上零售在 2022 年增速比 2021 年的 12.0% 低，反映疫情及经济增速放缓的影响。从渗透率的角度看，2022 年网络购物渗透率为 27.2%，较 2021 年的 24.5%高，反映消费者购物行为持续从线下到线上转移，而这趋势在疫情其间尤其明显，并利好电商平台。总结过去数年，网络购物渗透率从 2015 年的 10.8%升至 2022 年的 27.2%，反映这趋势是结构性。

在实物商品网上零售额中，吃类商品 2022 年增长 16.1%，大大高于整体增长水平，反映用户对食品电商的需求持续高企。总体而言，食品和杂货等消费必需品在电子商务市场的表现近期一直优于非必需消费品。

此外，实物商品网上零售在 2022 年增速比 2022 年 1-11 月的 6.4% 略低，反映实物网上零售在 12 月较 11 月小幅放缓，这反映近期防疫政策放松导致疫情



上升的影响，而这趋势在短期内应会持续。从好的角度看，疫情有望在未来数月达峰而续渐回落，居民生活续渐正常化，网上零售或会随经济复苏续渐改善。

电信业

分析师黎柏坚

预计 2023 年国内将有更多政策支持电信业和 5G 的发展，5G 网络有助促进数字经济，支持各种应用如自动驾驶、无人配送等技术，推动 5G、人工智能、大数据等技术与各行业的融合，提升 5G 的使用率。电信营运商在 2023 年发展新兴业务，新兴业务成为电信业务主要的增长动力，因数据中心、云计算、大数据、物联网等业务快速增长。未来 5G、大数据、人工智能等新技术的应用将日渐普及，支撑数字经济产业的发展。国内正加速发展电信运营商将配合建设电信基建，提升 5G 网络覆盖和数据中心建设。2023 年底 5G 用户渗透率将达 35.0%，因电信运营商进一步提升 5G 网络覆盖和推出进取定价策略。

消费业

分析师潘泓兴

最新的宏观经济数据显示疫情在 2022 年第 4 季拖累消费市场表现。全国零售销售在 2022 年 12 月录得 1.8% 的同比下跌，为连续第三个月出现下跌；同期，多数消费品也出现零售销售下跌，而“粮油、食品类”和“中西药品类”均录得超双位数的零售销售增长。此外，在 2022 年第 4 季，全国居民人均可支配收入同比增长出现放缓，而全国居民人均消费支出则出现同比下跌。

我们认为，尽管 2022 年 12 月或第 4 季的数据出现波动，但是在经历疫情快速过峰以后，消费市场复苏在望。在疫情过后消费市场的复苏将会拉动市场需求回升，消费市场中各子板块都将会受益；短期内经济复常对非必需消费品所带来的正面作用将会更大。然而，鉴于目前疫情的发展仍然具有一定的不确定性，我们预期消费市场的复苏在今年第 1 季末开始将会逐步踏上正轨。



权益披露

分析员姚少华、欧宇恒、周秀成、董耀基、潘泓兴、黎柏坚作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2023 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址: 香港中环红棉路 8 号东昌大厦 13 楼农银国际证券有限公司

电话:(852)21478863