

# 中国经济观察

2023年一季度

[kpmg.com/cn](http://kpmg.com/cn)



# 目录

	<b>行政摘要</b>	<b>2</b>
	<b>经济走势</b>	<b>5</b>
	□ 四季度经济增速回落，但疫情防控放开加速经济复苏	6
	□ 基建和制造业拉动投资增长	12
	□ 疫情防控放开将推动消费反弹	19
	□ 通胀保持平稳	23
	□ 货币政策更加精准有力	26
	□ 出口下行压力加大，人民币汇率企稳	30
	□ 中国香港经济	35
	□ 全球经济	37
	<b>政策分析</b>	<b>43</b>
	□ 中央发布扩大内需战略规划纲要	44
	□ 我国进一步扩大鼓励外商投资范围	48
	□ 个人养老金制度正式启动	51
	□ 我国部署构建数据基础制度	56
	□ 探索建立具有中国特色的估值体系	61
	<b>附表：主要经济指标</b>	<b>65</b>

# 行政摘要

2022年中国经济全年增长3.0%，四季度中国经济同比增长2.9%，高于市场预期。从环比来看，四季度经济总量与三季度持平。回顾去年，疫情反复、房地产市场持续承压，美联储快速加息引发全球经济和金融市场大幅波动，同时地缘政治不确定性加剧，几大挑战叠加使得去年我国经济增速不及两会时提出的预期目标。尽管经济增速有所回落，但我国经济总量再上新台阶，去年我国GDP达到121万亿元人民币，超大规模市场的优势进一步加强。展望2023年，中国从疫情防控中快速走出，宏观政策更加突出稳增长，消费有望加速修复，科技创新和绿色转型推动制造业投资，基建投资增速有望保持平稳，同时房地产市场对经济的拖累也将减少。国际方面，通货膨胀率回落使得美联储放缓加息步伐，人民币汇率、资本市场压力有所缓解，有助于我国金融市场稳定。此外，2022年基数较低，也有利于今年同比增速提升。我们预期中国经济将加快复苏，全年实现5.7%的增长。展望海外，世界经济面临多重挑战，预期全球经济增速放缓。中国提速、海外降速。在这样的背景下，中国经济有望再次成为世界经济增长的主引擎。

去年12月7日，国务院联防联控机制出台“新十条”措施，进一步优化调整疫情防控工作，国内各地也相继迎来感染高峰。本轮疫情大部分感染者都显现出一定症状，感染后通常会减少外出。因此，各个城市的交通拥堵情况和当地的疫情传播存在较高的相关性：交通最不拥堵的日期，通常也是疫情传播的高峰。例如，北京交通拥堵延时指数在12月18日达到阶段低点，由此推测这段时间也可能是北京的感染高峰。我们整理了全国99个大中城市（不含香港）的交通拥堵情况，这些城市GDP合计占全国经济总量的70%左右。分析这些城市的交通情况可以帮助我们了解疫情在全国各地的传播时间以及经济恢复情况。数据显示，全国范围内疫情传播的高峰发生在12月27日左右，当天全国有15个城市交通拥堵指数出现最低点（即疫情达峰）。截至1月2日，全部

主要城市疫情传播均已达峰。中国疾控中心流行病学首席专家吴尊友在1月21日也表示，全国80%的人已经感染过疫情。

此外，我们比较了各个城市今年春节前后20天分别与2019年同期相比的交通恢复情况。在春节前，99个城市中有25个城市出行状况已超过2019年同期的水平，春节后这一数字进一步提升至68个城市，全国经济活动正加速回归正常化。可以看到，中国正快速从疫情中走出，为2023年经济复苏提供了坚实保障。

- 产出方面，全国规模以上工业增加值2022年同比增长3.6%，较前三季度回落0.3个百分点。其中，四季度工业增加值同比增长2.8%，较三季度回落2个百分点。12月以来国内各地相继迎来感染高峰，工业企业生产时长回落，供需双弱。此外，交通物流同样受到限制，企业供应链压力有所加大，拖累工业生产。而房地产投资持续下行对钢铁、水泥、机械设备等行业生产造成影响。同时出口增速回落，工业企业出口交货值四季度同比下降3.8%，使得工业生产承压。展望未来走势，地铁客运量、货运量等高频数据显示经济活动触底反弹，1月以来工业生产正在稳步修复过程中，将支持今年经济复苏。
- 在需求端，2022年我国消费总体恢复依然缓慢，疫情对线下接触性的服务消费尤其产生明显影响。2022年全国社会消费品零售总额累计同比下降0.2%，显著低于疫情前的平均增速水平。受疫情扩散影响，四季度全国社会消费品零售总额同比下降2.7%，较三季度回落约6.2个百分点。居家生活和必需品商品销售良好，但餐饮收入降幅较大。从全球消费复苏经验来看，疫情高峰过后，消费随着防疫措施的放松均出现一定反弹，消费增速较疫情前有所提升，预计2023年一季度消费将加速修复。春节期间，全国假期出行和消费已经出现明显改善。

- 投资方面，2022年全年固定资产投资同比增长5.1%，其中，四季度固定资产投资同比增长3.0%，较三季度放慢2.6个百分点。在投资的三大支柱中，制造业、基建、房地产投资2022年全年同比分别增长9.1%、11.5%、-10.0%。制造业和基建投资是2022年固定资产投资增长的重要支撑点，房地产市场则表现低迷，投资总额出现历史上首次负增长。民间固定资产投资2022年全年同比增速低于全部固定资产投资，增速仅为0.9%，较2021年下降约6个百分点。主要是由于房地产投资中，民营企业占比为80%左右，房地产市场下行，对民间投资形成明显的影响。同时，制造业和基建领域民间投资继续保持了较快增长。
- 出口方面，2022年全年出口增长7.0%，较前三季度回落5.5个百分点。受全球经济下行压力加大，外需明显走弱影响，10月开始我国出口增速转负，且下滑幅度持续扩大。近几个月我国对美国、欧盟、日本和韩国出口都出现负增长，不过我国对东盟出口仍然录得正增长，成为出口的主要贡献项。汽车出口快速增长是中国出口的新亮点，特别是新能源汽车出口对外贸促进作用明显，中国已跃居全球第二大汽车出口国。展望未来，我们预计今年全球经济及国际贸易将继续减速，外需放缓给中国出口带来压力，净出口对中国经济的贡献可能转负。

宏观政策方面，2022年公共财政收入20.4万亿元，比上年增长0.6%。政府实施大规模增值税留抵退税，是财政收入增速放慢的主要原因。全年已退到纳税人账户的增值税留抵退税款达2.4万亿元，扣除留抵退税因素后，全年我国财政收入同比增长9.1%。此外，政府性基金是我国财政收入的重要组成部分。2022年全国政府性基金收入为7.8万亿元，较上年同期下降20.6%。2022年由于房地产开发商面临较大的资金压力，土地购置意愿不足，地方政府供地力度减弱，土地拍卖收入表现低迷。数据显示，2022年全年国有土地使用权出让收入仅为6.7万亿元，较上年同期下降23.3%。从广义财政来看，2022年我国公共财政收入和政府性基金收入总计同比下降6.3%，给未来财政空间和公共投资力度带来一定影响。

中央经济工作会议指出，今年积极的财政政策要加力提效。财政部表示将继续加大财政政策的扩张力度，加大中央对地方转移支付，适度扩大财政支出规模，并在专项债投资拉动上加力，确保政府投资力度不减并适当扩大专项债券资金投向领域和用作项目资本金范围。此外，财政政策要加强与货币、产业、科技、社会政策的协调配合，形成政策合力，推动经济运行整体好转。我们预计政策性、开发性金融工具将进一步发挥重大作用，拉动有效投资。

货币政策方面，四季度货币政策延续支持经济稳增长的取向，在总量和结构两个维度持续发力，强化对重点领域和薄弱环节的支持。总量方面，12月5日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点，增强银行信贷投放能力，并降低银行资金成本，保持流动性合理充裕。结构方面，一是抵押补充贷款（PSL）自2022年9月以来显著放量，特别是11月PSL净新增规模与期末余额创下2022年年内新高，配合前期推出的政策性开发性金融工具，重点支持基建和房地产领域的融资需求，形成精准有效投资，助力经济稳增长；二是2022年9月底建立设备更新改造专项再贷款，12月创设保交楼贷款支持计划，结合去年早些时候创设的科技创新、普惠养老、交通物流专项再贷款，继续聚焦重点领域精准发力。

中央经济工作会议对今年货币政策定调为精准有力，要发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，保持流动性合理充裕，加大金融对国内需求和供给体系的支持力度。我们认为，总量方面，当前我国货币政策的数量工具和价格工具都仍有空间，降准降息概率依旧存在，持续降低居民房贷利率，与以“三支箭”为代表的房企金融支持政策相配合，从供需两端持续发力支持楼市尽快企稳回暖。结构方面，继续落实好一系列结构性货币政策，做到合理适度、有进有退，持续加大对普惠小微、科技创新、绿色发展、基础设施等重点领域和薄弱环节的支持力度。

国际方面，国际方面，1月IMF发布了最新的《世界经济展望》报告，报告指出，各国央行为应对高通胀所采取的加息政策以及俄乌冲突将继续对2023年的经济活动造成干扰，但随着中国重新放开，以及一些新兴市场经济体韧性强于预期，经济下行风险有所缓和，IMF预计今年全球经济增长2.9%，较10月份的预测上调了0.2个百分点，但这一增速依然低于去年的3.4%，也显著低于3.8%的历史平均水平。发达经济体方面，IMF预计2023年增长率为1.2%，较10月的预测提高0.1个百分点，但该增速较2022年2.7%的增速大幅降低，90%的发达经济体增速将在2023年较2022年有所放缓。新兴市场和发展中经济体经济增速较10月调升0.3个百分点至4.0%。由于全球货币政策收紧导致经济活动疲软，国际大宗商品价格下跌，IMF预计84%的经济体2023年通胀水平将低于2022年的水平，全球通胀将从2022年的8.8%降至2023年的6.6%。发达经济体的年均通胀预计将从2022年的7.3%下降到2023年的4.6%，新兴市场和发展中经济体的通胀率预计将从2022年的9.9%下降到2023年的8.1%。

## 中央经济工作会议

2022年中央经济工作会议于12月15-16日在北京举行。会议指出，当前我国经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，但我国经济韧性强、潜力大、活力足，各项政策效果持续显现，2023年经济运行有望总体回升。

会议强调，2023年是二十大的开局之年，经济工作要坚持稳字当头、稳中求进。突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，保持经济运行在合理区间。家庭、企业等市场主体信心和预期的仍需改善，经济工作要从改善社会心理预期、提振发展信心入手，体现了预期、信心的重要性。

扩内需是本次中央经济工作会议的重点。会议提出把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来。把恢复和扩大消费摆在优先位置。着力消除制约居民消

费的不利因素，增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景。支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费。要通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。政策性金融要加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持。2022年政策性、开发性金融工具，有效支持了基建投资的扩张，全年投放约7,400亿元政策性、开发性金融工具，支持项目2,700多个，有利于形成精准有效投资，引导社会资本参与，助力稳定经济大盘、带动就业、促进消费的综合效应。预计今年政策性、开发性金融工具将进一步发挥重大作用，拉动有效投资。

此外，中央经济工作会议强调科技政策要聚焦自立自强，要着力发展实体经济，依靠创新培育壮大发展新动能。会议要求布局实施一批国家重大科技项目，完善新型举国体制，发挥好政府在关键核心技术攻关中的组织作用，突出企业科技创新主体地位。金融是推动科技进步的重要动力，要发挥金融对科技创新和产业振兴的支持作用，让科技成果能够及时产业化，加强产学研的深度融合，推动“科技—产业—金融”的良性循环。

关于数字经济和平台经济，会议强调要大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中大显身手。近年来，我国数字经济发展势头强劲，数字经济规模从2012年的11万亿元增长到2021年的45万亿元，占GDP比重由21.6%提升到39.8%，年平均增速达到15.9%，是疫后促进经济快速复苏的重要力量。此外，依托平台企业的灵活就业人数在近几年快速增长，平台经济对稳就业也发挥了重要作用。可见政府对平台经济的管理不断向规范化、常态化发展，有利于提振市场主体信心。

本次中央经济工作还强调在产业政策上要发展和安全并举。在疫情冲击和国际地缘政治变化的影响下，各国经济政策纷纷加强对安全的重视。安全也是二十大报告中和创新并重的核心主线，我国将力求在经济社会发展和确保国家安全之间实现合理平衡，健全覆盖金融、科技、能源、粮食、数据、产业链供应链等多方面的国家安全体系。

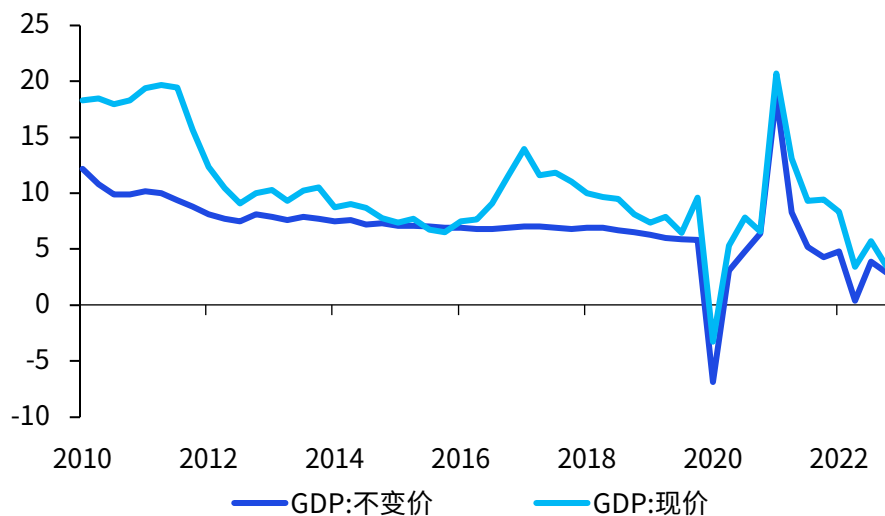
# 经济走势



# 四季度经济增速回落 但疫情防控放开加速经济复苏

2022年中国经济累计同比增长3.0%，四季度中国经济同比增长2.9%，比三季度增速放慢1个百分点，但高于市场预期（图1）。从环比来看，四季度经济总量与三季度持平。疫情反复、房地产市场持续承压，美联储快速加息引发全球经济和金融市场大幅波动，地缘政治不确定性加剧，这几大挑战叠加使得2022年我国经济增速低于预期目标（5.5%左右）。尽管全年经济增速有所回落，但中国经济总量再上新台阶，全年国内生产总值达到121万亿元人民币。展望2023年，中国从疫情防控中快速走出，宏观政策更加突出稳增长，消费有望持续修复，科技创新和绿色转型推动制造业投资，基建投资增速有望保持平稳，同时房地产市场对经济的拖累也将减少。国际方面，通货膨胀率回落使得美联储放缓加息步伐，人民币汇率、资本市场压力有所缓解，有助于我国金融市场稳定。此外，2022年基数较低，也有利于今年同比增速提升。我们预期中国经济2023年有望实现5.7%的增长。

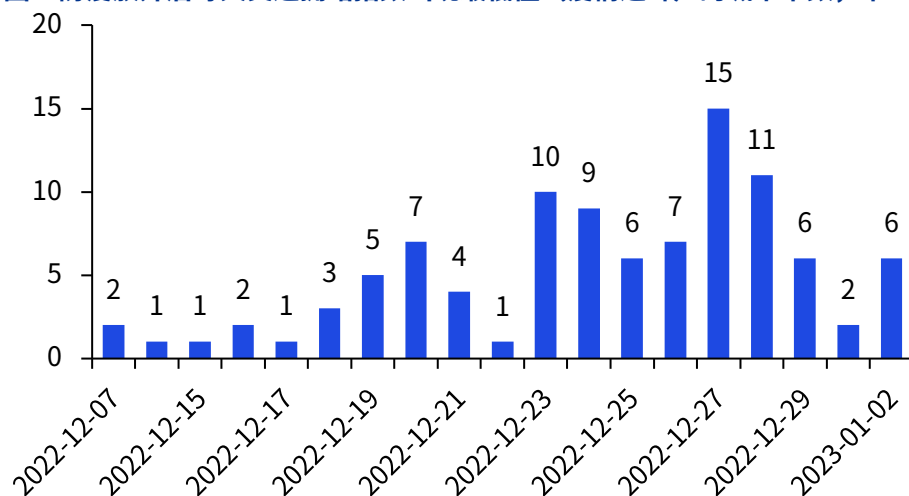
图1 GDP增速，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

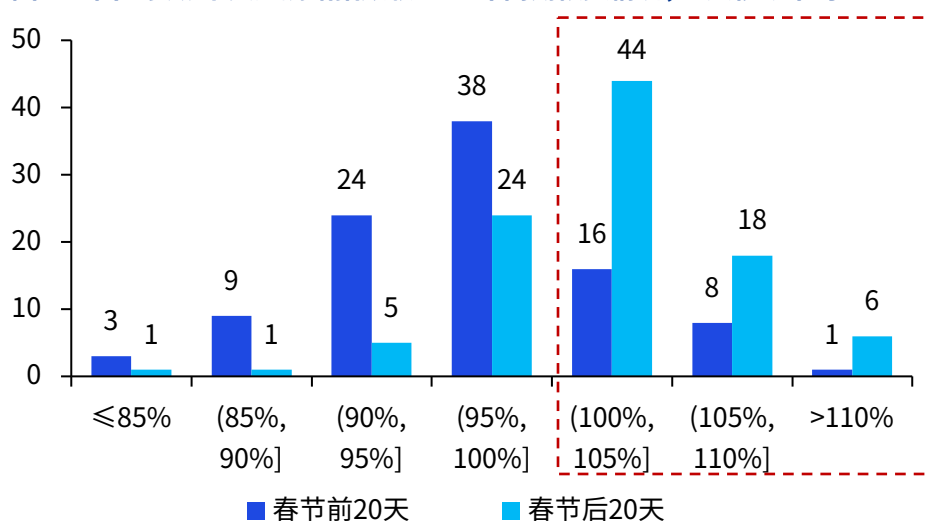
12月7日，国务院联防联控机制出台“新十条”措施，进一步优化调整了疫情防控工作，国内各地也相继迎来感染高峰。本轮疫情大部分感染者都显现出一定症状，感染后通常会减少外出。因此，各个城市的交通拥堵情况和当地的疫情传播存在较高的相关性：交通最不拥堵的日期，通常也是疫情传播的高峰。例如，北京交通拥堵延时指数在12月18日达到低点，由此推测这段时间也可能是北京的感染高峰。我们整理了全国99个大中城市（不含香港）的交通拥堵情况，这些城市GDP合计占全国经济总量的70%左右。数据显示，全国范围内疫情传播的高峰发生在12月27日左右，当天全国有15个城市交通拥堵指数出现最低点（即疫情达峰）。截至1月2日，全部主要城市疫情传播均已达峰（图2）。中国疾控中心流行病学首席专家吴尊友在1月21日也表示，全国80%的人已经感染过疫情。此外，我们比较了各个城市今年春节前后20天分别与2019年同期相比的交通恢复情况。春节前，99个城市中有25个城市出行状况已超过2019年同期的水平，春节后这一比例进一步提升至68个城市。全国经济活动正加速回归正常化（图3）。可以看到，中国正快速从疫情中走出，为2023年经济复苏提供了坚实保障。

**图2 防疫放开后每天交通拥堵指数出现最低值（疫情达峰）的城市个数，个**



数据来源：Wind，毕马威分析

**图3 全国主要城市交通拥堵指数较2019年同期恢复情况，7天移动平均**

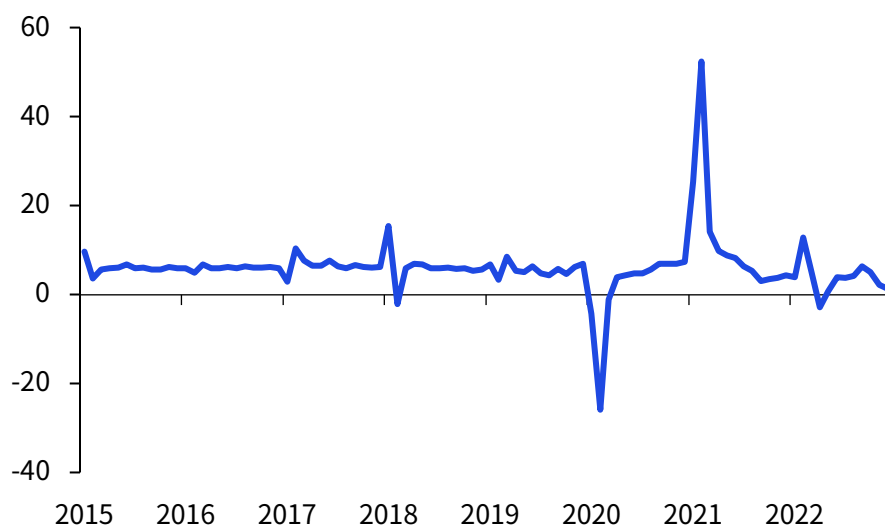


数据来源：Wind，毕马威分析



产出方面，全国规模以上工业增加值2022年累计同比增长3.6%，较前三季度回落0.3个百分点，较上年回落6个百分点（图4）。其中，四季度工业增加值同比增长2.8%，较三季度回落2个百分点。12月以来国内各地相继迎来疫情感染高峰，导致工业企业生产时长低于往常，工业生产供需双弱。此外，交通物流同样受到限制，企业供应链压力有所加大，拖累工业生产。而房地产投资持续下行对钢铁、水泥、机械设备等行业生产存在一定扰动。此外，出口增速回落，工业企业出口交货值四季度同比下降3.8%，使得工业生产同样承压。

**图4 规模以上工业增加值，当月同比，%**

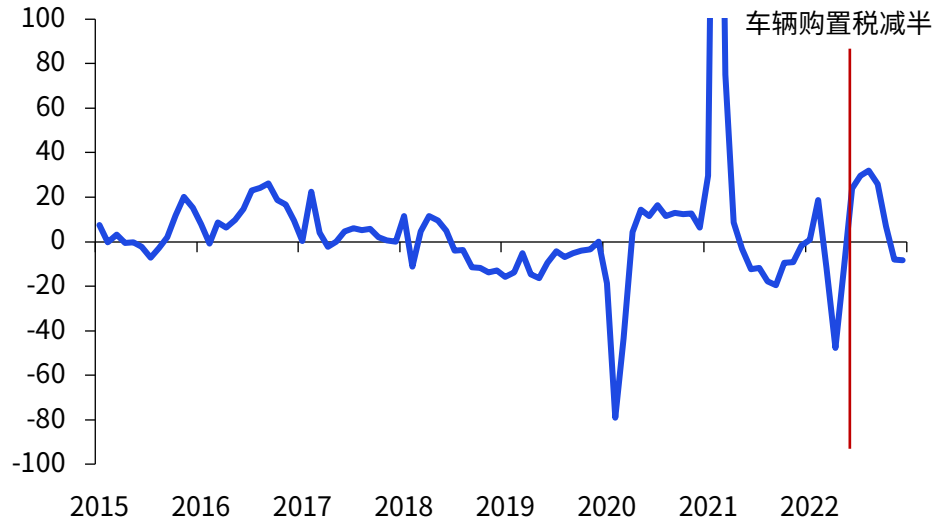


数据来源：Wind，毕马威分析

分产业来看，去年5月底财政部发布公告，对购置日期在2022年6月1日至12月31日期间内且单车价格（不含增值税）不超过30万元的2.0升及以下排量乘用车，车辆购置税减半。汽车消费在政策支持下明显回暖，汽车销量6-9月平均同比增长速达到27.8%（图5）。需求端改善带动汽车制造业工业增加值显著回升，2022年全年累计同比增长6.3%，较上年增速提高0.8个百分点。此外，高技术制造业、装备制造业增加值全年分别增长7.4%、5.6%，增速分别比规模以上工业快3.8、2.0个百分点。与此同时，采矿业工业增加值同比增长达到7.3%，确保发电量和工业生产稳定。

从地铁客运量、货运量等高频数据来看，经济活动在四季度已经触底，1月以来工业生产正在稳步修复过程中，将对今年经济复苏起到一定的支撑作用。

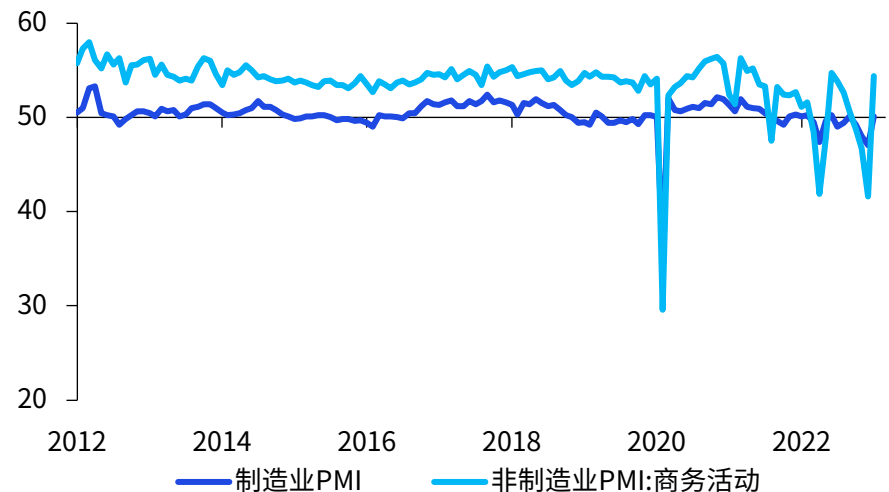
图5 全国汽车销量，当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

从经济景气指数来看，经过3个月的萎缩，制造业PMI在2023年1月再次返回荣枯线之上，达到50.1，较12月提升3.1个百分点。制造业供需两端景气度均明显回升（图6）。从供给端来看，随着人流、物流的有序恢复，供应商配送时间指数较12月大幅回升，表明配送时间有所改善，企业供应链压力有所减轻。此外，从业人员指数为47.7，较上月上升2.9个百分点，制造业企业用工景气度有所上升。综合来看，生产指数为49.8%，比上月上升5.2个百分点，表明制造业生产水平较快回暖。同时，与需求相关的订单指数同样出现快速修复，新订单指数由12月的43.9升至50.9，显示疫情后内需恢复速度较快。而海外主要市场经济面临经济衰退风险，对我国出口形成制约，新出口订单指数依然低位徘徊。由于国内疫情快速过峰以及春节假期等因素影响，非制造业商务活动指数在连续四个月保持在收缩区间后，重回至54.4，较12月大幅提升12.8个百分点。住宿、餐饮等服务业环比增幅较大，反映了服务类企业对后续经济预期显著回升。

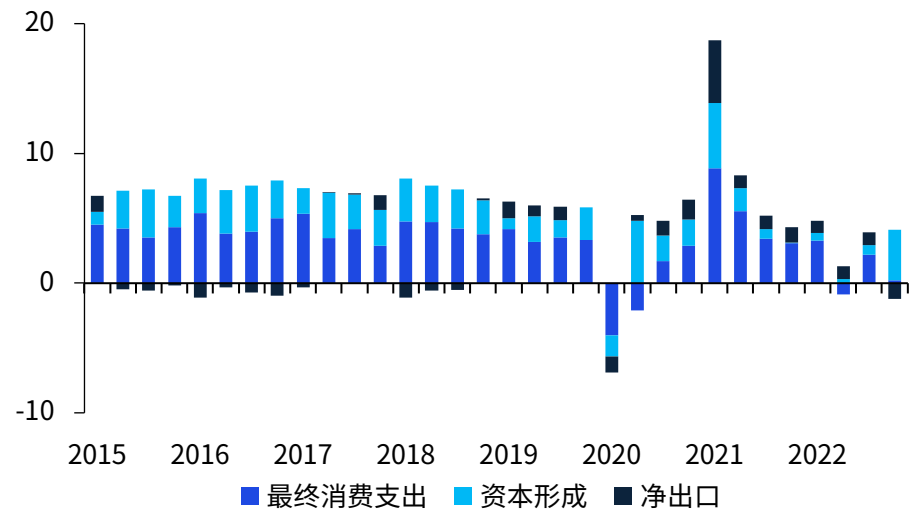
图6 中国制造业PMI和商务活动PMI，当月值，%



数据来源：Wind，毕马威分析

从需求端来看，受疫情多点散发影响，2022年我国消费恢复依然较慢。疫情对服务消费影响尤为明显，餐饮企业恢复程度较低，而汽车、必需品等商品消费则对消费市场总体形成一定支撑。最终消费支出拉动去年经济增长1个百分点，对经济增长的贡献率为32.8%。投资方面，房地产投资全年出现历史上首次下降，制造业投资稳中有升，基建投资在政策的支持下继续大幅提升，是全年经济增长的重要支撑。总体来看，资本形成总额对经济增长的贡献率为50.1%，支撑全年经济增长约1.5个百分点。自去年下半年以来，欧美等经济体的景气度出现下滑，外需放缓对中国出口形成较大拖累，使得货物和服务净出口承压，全年拉动经济增长约0.5个百分点，较上年同期回落1.2个百分点，对经济增长的贡献率为17.1%（图7）。

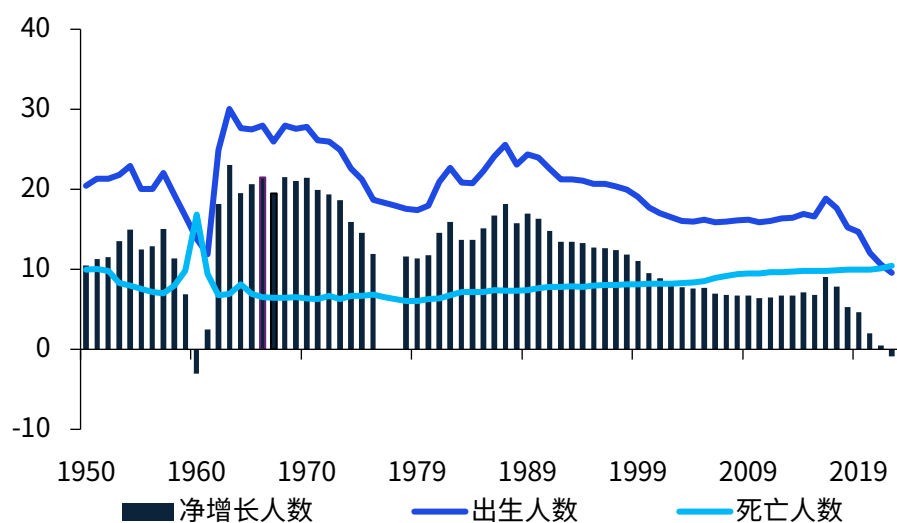
**图7 三大需求对GDP的增长拉动，当季值，百分点**



数据来源：Wind，毕马威分析

国家统计局发布2022年最新人口数据显示，2022年末全国人口为14.11亿人，比上年末减少85万人（图8）。这是自1961年以来我国人口首次出现负增长，早于此前专家预测的可能在2026-2030期间迎来人口拐点的时间点。出生率较低是我国人口增长放慢的主要原因。2022年全年出生人口956万人，自1950年以来，年出生人口首次跌破1,000万。此外，我国老龄化速度明显加快，2022年全国65岁以上人口超过2.09亿人，占比达到14.9%，较2021年上升0.7个百分点，全年死亡人口达到1,041万人。老龄人口的增加预计将导致每年死亡人口逐步增多。采取更积极的人口政策，鼓励生育，降低养育成本对我国人口长期发展具有重要的现实意义。

**图8 中国每年出生和死亡人口，百万人**



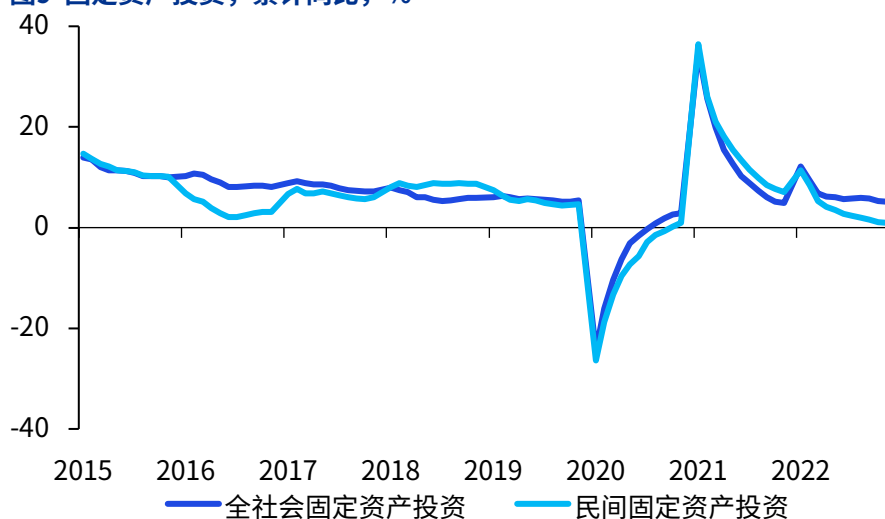
数据来源：Wind，毕马威分析



# 基建和制造业拉动投资增长

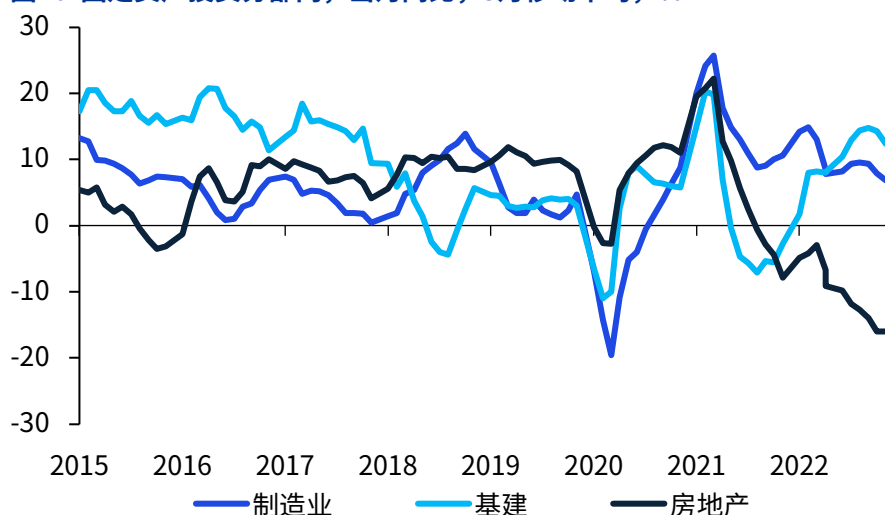
2022年全年固定资产投资同比增长5.1%（图9），其中，四季度固定资产投资同比增长3.0%，较三季度放慢2.6个百分点。在投资的三大支柱中，制造业、基建、房地产投资2022年全年同比分别增长9.1%、11.5%、-10.0%（图10）。制造业和基建投资是2022年固定资产投资增长的重要支撑点，房地产市场则表现低迷，投资总额出现历史上首次负增长。民间固定资产投资2022年全年同比增速低于全部固定资产投资，增速仅为0.9%，较2021年下降约6个百分点。主要是由于房地产投资中，民营企业占比为80%左右，房地产投资下行，对民间投资形成明显的影响，但制造业和基建民间投资继续保持了快速增长。

图9 固定资产投资，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图10 固定资产投资分部门，当月同比，3月移动平均，%

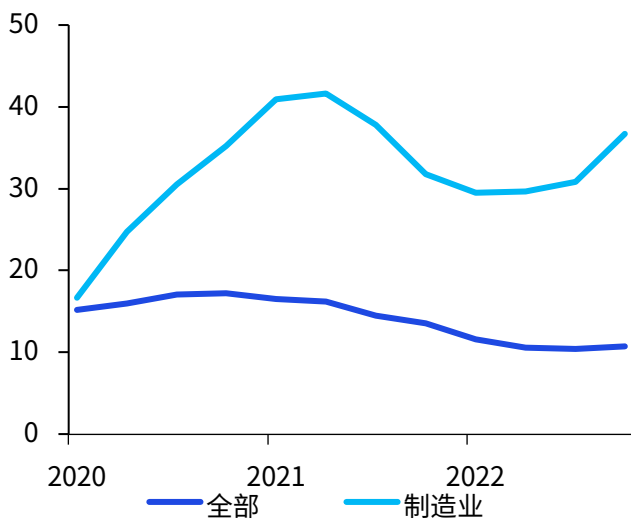


数据来源：Wind，毕马威分析

## 高技术制造业投资增长强劲

2022年全年我国制造业投资同比增长9.1%，其中，四季度制造业投资同比增速为6.8%，高于全部投资3.7个百分点。制造业投资受稳增长政策发力的影响，2022年表现出较强韧性，是固定资产投资的重要着力点。一方面，产业政策效用稳步显现。制造业投资受产业基础再造、强链补链等政策支撑具有较强韧性，制造业技术改造投资增长全年同比增长8.4%，占制造业投资比重达到40.6%。另一方面，金融机构发挥总量和结构双重功能，持续加大对实体经济的支持。制造业企业的信贷结构持续优化，综合融资成本稳中有降。全年投向制造业的中长期贷款余额同比增长36.7%，比各项贷款增速高26个百分点（图11）。与此同时，财政也加大了对制造业投资的支持。2022年全年新增减税降费及退税缓税缓费近1.5万亿元，占比35%左右，是受益最明显的行业<sup>1</sup>。

图11 金融机构中长期贷款余额同比增速，%

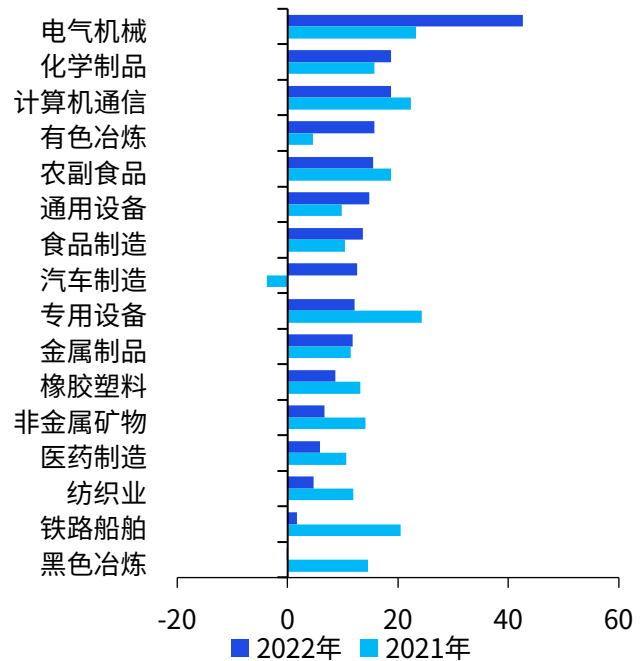


数据来源：Wind，毕马威分析

从制造业投资细分行业来看，高技术制造业增长继续保持强势。2022年规模以上高技术制造业投资类比同比增长22.2%，快于全部制造业投资13.1个百分点。其中，电气机械、计算机通信等继续保持着较强的投资增速，同比分别增长42.6%和18.8%。此外，新材料项目的启动，带动化学制造业相关投资大幅增加，全年同比增长达到18.8%。受产业政策、供应链恢复、需求好转等因素影响，汽车行业投资加速修复，全年同比增长12.6%，

较上年增加16.3个百分点。与此同时，受疫情防控的影响，居民必需品消费保持韧性，叠加基数较低的影响，农副食品以及食品制造两个行业全年均保持不错的投资增速。不过由于环保限产，以及受下游房地产市场下行的影响，黑色冶炼行业的投资同比有所下降（图12）。

图12 制造业分行业投资，同比增速，%



数据来源：Wind，毕马威分析

制造业在我国经济未来转型升级的过程中具有核心作用。“十四五”规划提出要保持制造业比重基本稳定，我国制造业增加值占GDP比重筑底企稳，由2020年低点的26.3%回升至2022年末的27.6%。展望下一阶段，国家将继续加大对产业优化升级、专精特新等高技术制造业的支持力度。金融机构将重点支持高技术制造业、战略性新兴产业，推进先进制造业集群发展，提高制造业企业自主创新能力。我们认为，未来产业政策将继续释放效能，加快国内新旧动能转换，叠加信贷支持政策发力，将利好高技术制造业投资的快速发展。此外，PPI-CPI价格剪刀差的逐渐回落将有助于中下游制造业缓解成本压力，促进下一阶段制造业企业投资扩产。春节期间，大规模的人口流动并未导致疫情感染高峰再次出现，节后返工人流快速提升，同样为企业复工复产提供有利条件。伴随市场信心的逐步修复，制造业投资将继续保持稳定增长态势。

1 去年新增减税降费及退税缓税缓费超4.2万亿，中国政府网，2023年2月，[http://www.gov.cn/xinwen/2023-02/03/content\\_5739811.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2023-02/03/content_5739811.htm)

## 基建拉动投资增长 水利投资首次破万亿

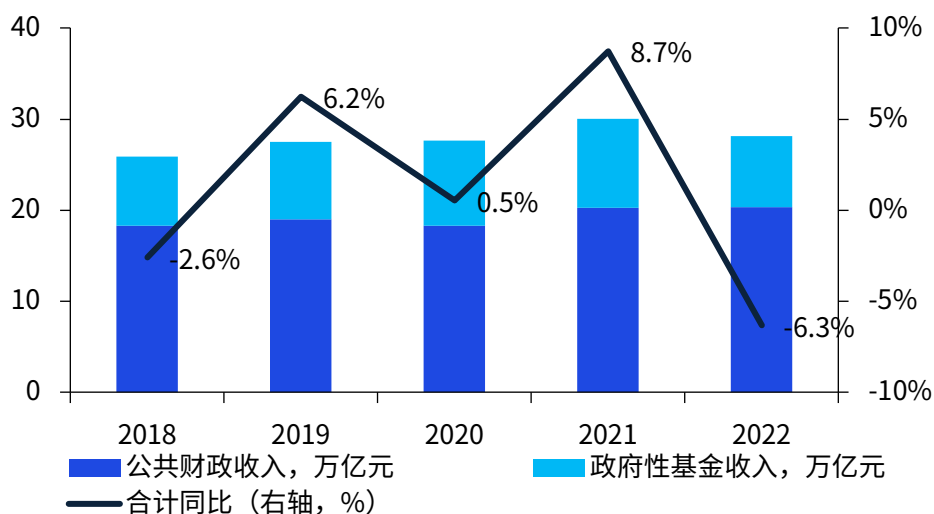
2022年全年广义基建投资同比增长11.5%。受全国疫情扩散影响，基建施工进度受到一定扰动，四季度基建投资同比增长12.3%，较第三季度的14.6%回落2.3个百分点。由于前期地方政府专项债发行使用进度加快，政策性开发性金融工具资金有效投放，基建投资去年实现了较快增长，是经济稳增长的重要抓手。2022年全年，各地方政府新增地方政府专项债券约4万亿元，创历史新高，较2020年增加约4,000亿元人民币。此外，去年下半年以来，央行通过政策性银行发行政策性、开发性金融工具，补充重大项目资本金，为专项债项目资本金搭桥，支持了基础设施建设融资，全年共投放近7,400亿元的金融工具资金，并带动基础设施领域的中长期贷款余额同比增长13%。另一方面，国家发改委近期形成了新一批专项债准备项目清单，当前专项债项目储备相对充分，提高资金使用效率。专项债和政策性、开发性金融工具的加快盘活，有利于形成精准有效投资，引导社会资本参与，助力稳定经济大盘，实现扩大有效投资、带动就业、促进消费的综合效应。

分行业来看，2022年全国新开工重大水利工程累计达47项，投资规模4,577亿元，重大水利工程开工数量、投资规模均创历史纪录。与此同时，水利投资完成也创下历史新高。2022年，我国完成水利建设投资达10,893亿元，比2021年增长44%，首次突破1万亿元关口，带动水利管理业投资累计同比增速达到13.6%。此外，仓储业、水上运输业也均有不错的表现。在“双碳”目标驱动下，越来越多的企业正不断提升可持续发展，加大对ESG的关注。电力、热力的生产和供应业投资增速在四季度继续保持高速增长，全年累计同比增速达到24.3%，较前三季度提升近3个百分点。未来新能源投资有望保持快速增长。

2022年公共财政收入20.4万亿元，比上年增长0.6%，增速较前三季度提高7.2个百分点，但依然低于去年财政预算目标的3.8%。2022年政府实施大规模增值税留抵退税，是财政收入下滑的主要原因。全年已退到纳税人账户的增值税留抵退税款达2.4万亿元，扣除留抵退税因素后，全年我国财政收入同比增长9.1%，较上半年提高5.8个百分点。值得注意的是，四季度财政收入延续下半年以来的回升态势，相较二季度已大幅改善，当季同比增长31.2%。一方面留抵退税政策基本完成，叠加2021年四季度基数相对较低因素影响，增值税修复明显，当季同比增速达到14.6%。另一方面由于使用以前年度结转资金，四季度出口退税金额较上年同期大幅减少，对财政收入的拖累也随之降低。2022年全年非税收入进一步加速上升，这主要是由于特定国有金融机构和专营机构上缴利润入库、原油价格上涨带动石油特别收益金专项收入增加等拉动，全年非税收入同比增长24.4%，有效补充了部分公共财政收入。

此外，政府性基金是我国财政收入的重要组成部分。2022年全国政府性基金收入为7.8万亿元，较上年同期下降20.6%。土地收入是全国政府性基金收入的重要资金来源。2022年由于房地产开发商面临较大的资金压力，土地购置意愿疲软，地方政府供地力度减弱，土地拍卖收入表现低迷。数据显示，2022年全年国有土地使用权出让收入仅为6.7万亿元，较上年同期下降23.3%。从广义财政来看，2022年我国公共财政收入和政府性基金收入总计同比下降6.3%，预计将给未来财政空间和公共投资力度带来一定影响（图13）。

**图13 历年全国公共财政和政府性基金收入**



数据来源：Wind, 毕马威分析

为切实保障民生、确保经济运行在合理区间，2022年我国财政支出进一步增长。全年公共财政支出总额达到26万亿元，同比增长6.1%，完成全年预算的97.6%，由于财政收入回落，四季度财政支出小幅下降。2022年财政赤字金额5.7万亿元，低于2020年。分领域来看，民生领域支出得到有力保障：卫生健康、社会保障和就业、教育支出分别增长17.8%、8.1%、5.5%。另外，全国政府性基金支出约为11万亿元，较上年同比下降2.5%，完成预算值的80%。

展望下一阶段，中央经济工作会议指出，积极的财政政策要加力提效。财政部表示将继续加大财政政策的扩张力度，加大中央对地方转移支付，适度扩大财政支出规模，并在专项债投资拉动上加力，确保政府投资力度不减并适当扩大专项债券资金投向领域和用作项目资本金范围。此外，财政政策要加强与货币、产业、科技、社会政策的协调配合，形成政策合力，推动经济运行整体好转。我们预计政策性、开发性金融工具将进一步发挥重大作用，拉动有效投资。基建投资将在一季度继续保持较高增速，稳定经济增长。

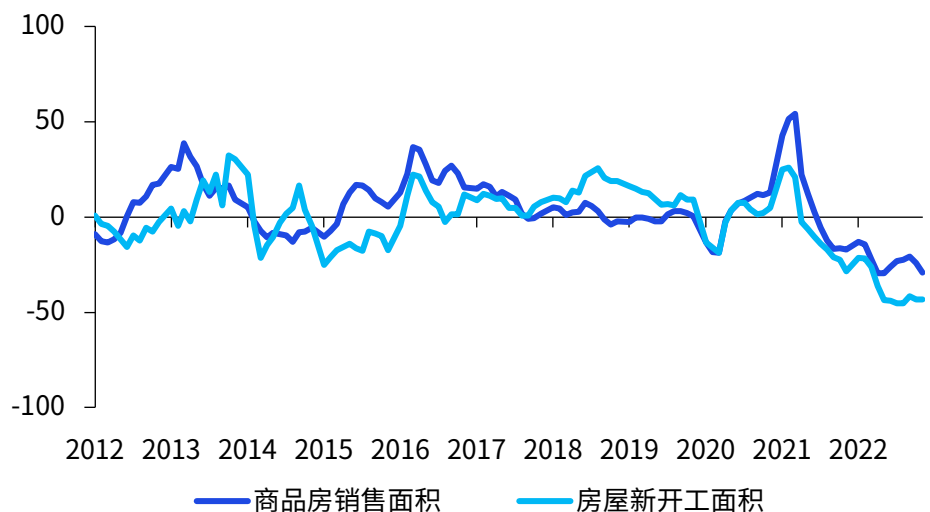


## 房地产市场持续承压

2022年房地产市场持续承压，全年房地产开发投资同比下降10%，历史上首次出现下降。其中，四季度当季房地产开发投资同比下降16.3%，降幅较三季度进一步扩大3.5个百分点。为了稳定房地产市场，2022年我国出台了多项支持政策。11月以来，政府从供给侧出发，相继出台一系列政策稳定市场主体，包括支持房地产开发贷款的“十六条措施”，支持债券融资的“第二支箭”，以及支持房地产企业股权融资的“第三支箭”。房地产融资政策的“三箭齐发”能够在一定程度上改善房地产企业的资产负债表，缓解企业的信用风险，帮助优质民营房企更好地开展融资活动。值得注意的是，当前房企资金压力仍然较大，开发商开工意愿不强，房屋新开工面积回落至2009年以来的最低值，全年累计同比下降近39%。随着“保交楼、稳民生”政策力度增强，竣工面积降幅有所改善，2022年全年竣工同比下降15%，较9月末回升近5个百分点。

房地产销售方面，受2022年中停贷风波的影响，居民购房情绪受到一定影响，销售活动低迷。为刺激购房需求，许多地方政府在需求端放宽了购房限制，降低了贷款利率和税费等购房成本，支持刚性和改善型住房需求，但房地产销售依然表现疲软，全年商品房销售面积和销售额同比分别为-24.3%和-26.7%（图14），为2015年以来的最低值，并致使全年居民部门新增中长期贷款下滑至2.75万亿元，较上年同期大幅下降55%。2023年1月5日，人民银行、银保监会发布通知，建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，对于评估期内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，阶段性取消首套住房商业性个人住房贷款利率下限，部分城市贷款利率已经下调至4%以下，此举有望进一步降低购房者的资金成本。但居民购房仍需要信心和收入的持续改善，只有房地产销售企稳回升才能带动新开工和房地产投资改善，从而实现市场良性循环。增强购房者信心，稳房价、稳预期是未来政策发力重点。

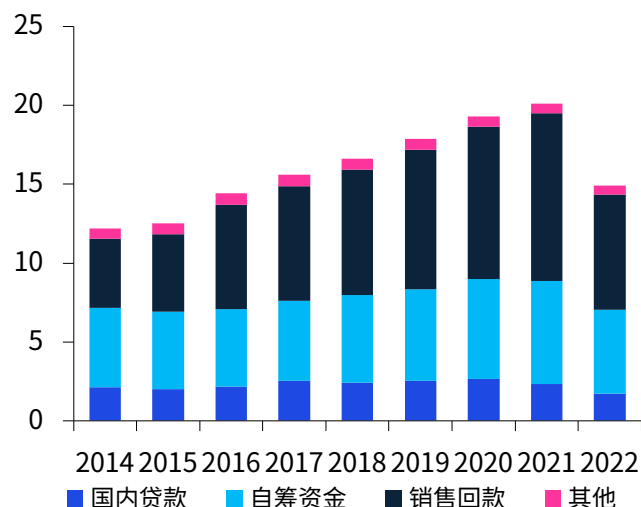
图14 房屋新开工及销售面积，当月同比，3个月移动平均，%



数据来源：Wind，毕马威分析

资金来源方面，2022年房企到位资金总额为14.8万亿元，较上年同比下降25.9%（图15）。一方面，在房地产资金来源中，来自销售回款的部分占到全部资金来源的近50%。销售活动的低迷，致使房地产企业来自销售回款的资金下降。另一方面，受监管政策的约束，金融机构放缓对房地产开发端相关信贷的发放，房企从银行贷款规模明显减少。数据显示，2011-2019年间房地产贷款余额平均增速达到近20%。但是近年来，随着银行对房地产贷款的收紧，12月末，房地产贷款余额增速下降至1.5%。此外，去年房企债券违约事件多发，投资者风险偏好降低，包括债券融资在内的房企自筹资金同比降幅继续扩大，全年累计同比下降19.1%。可以看到，尽管11月以来的多项政策正在从资金供给端帮助房地产企业缓解资金流动性压力，但政策效能有待进一步显现，当前房地产企业资金流动性依然相对紧张，将对后续地产活动相关投资形成影响。

**图15 历年房地产开发投资资金来源，万亿元**



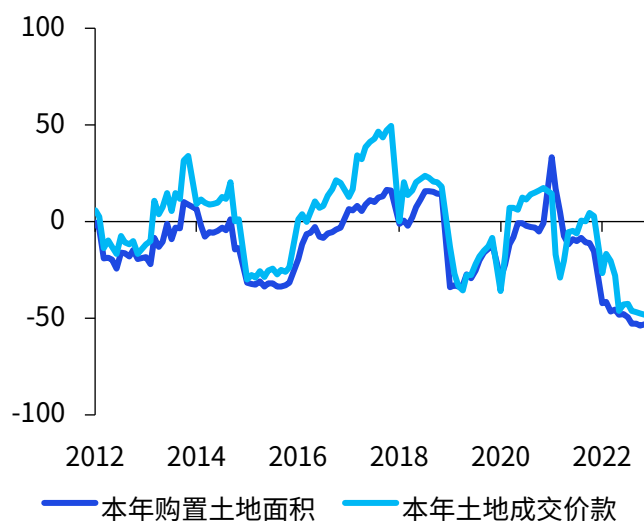
数据来源：Wind，毕马威分析

注：销售回款包含定金及预收款和个人按揭贷款

土地成交方面，受市场下行、房企资金链紧张导致拿地意愿降低等因素影响，政府供地规模较上年同期有所下降，2022年全年土地交易市场持续低迷，房企购置土地面积和土地成交价款继续下探，同比分别下降53.4%和48.4%（图16）。城市之间出现一定分化，热门城市、优质地块依然保有热度，但二线城市底价成交现象频现。为了降低房企资金压力、提高成交量，多个城市增加了供地批次，全年共出现六批次集中供地，但底价成交

象依然没有显著改善。从购地主体来看，地方国企拿地金额占比达到了42%，央企占比为37.4%，而民营企业受资金制约，拿地热情依然不高，全年占比仅15.8%。预计在市场全面回暖之前，土地交易仍将低位徘徊。

**图16 土地购置面积和成交价款，累计同比，%**



数据来源：Wind，毕马威分析

展望下一阶段，我们预期2023年房地产市场依然处于修复周期，总体依然偏弱。居民购房仍需要信心的持续改善，近期房地产销售依然疲软。此外，证监会在资本市场支持房地产的政策中也强调对房企资金的支持不能用于拿地拍地、开发新楼盘。我们预计今年新开工和土地购置表现仍将偏弱，但施工和竣工在“保交楼、稳民生”政策的支持下有望保持稳定。2022年12月央行设立了2,000亿元保交楼结构性贷款工具，2023年“保交楼”资金规模有望进一步加大，以期稳定购房者预期和信心。我们预期今年房地产投资增速降幅将有所收窄，对经济的拖累减小。

值得注意的是，“第三支箭”意味着房地产并购重组、股权融资全面放开。我们认为，该方式一方面能够帮助优质集团更好地进行融资，盘活并注入优质资产。另一方面，当前全国房地产市场处于低位，此时开启并购重组，企业将有望获得未来资产价值修复所带来的红利。中央经济工作会议提到，要推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，预计将会有更多房地产企业进行并购重组，房地产行业有望加速整合。

从长期看，我国政策目标是建立健全房地产长效机制，实现房地产市场平稳健康发展。中央经济工作会议指出，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位。尽管短期内房地产市场依然面临较大的下行风险，但从长远来看，中国城市化进程空间尚存，家庭对改善型住房的需求不断增长，将会支撑中国房地产市场的平稳发展。



# 疫情防控放开将推动消费反弹

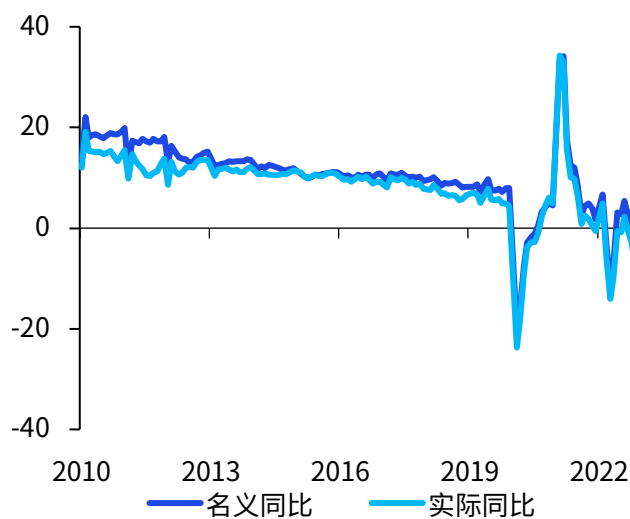
2022年我国消费总体恢复依然缓慢，疫情对线下接触性的服务消费尤其产生明显影响。2022年全国社会消费品零售总额累计同比下降0.2%，显著低于疫情前的平均增速水平。受疫情扩散影响，四季度全国社会消费品零售总额同比下降2.7%，较三季度回落约6.2个百分点（图17）。剔除价格因素后，全年社零实际同比下降2.8%，较前三季度回落0.7个百分点。从全球消费复苏经验来看，疫情高峰过后，消费随着防疫措施的放松均出现了不同程度上的反弹，消费增速较疫情前的水平有所提升，预计2023年一季度消费将加速修复。

从消费形态来看，疫情使得居家生活和必需品商品销售表现较好，全年商品零售累计同比增长0.5%，较全部社会消费品零售总额高出0.7个百分点（图18）。餐饮收入较上年同比下降6.3%，降幅较前三季度进一步扩

大，其中四季度餐饮收入当季同比下降10.3%。不过，伴随各地疫情在1月初均已经达峰回落，线下消费场景在2023年春节期间持续改善，预计2023年服务消费将有所修复。

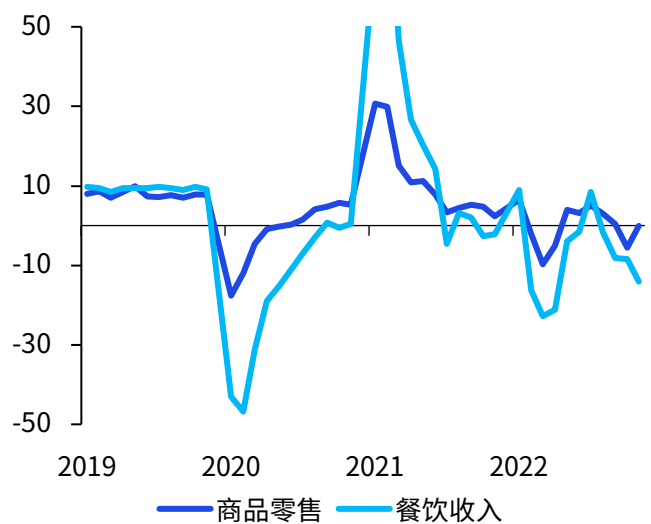
从消费渠道来看，由于物流受到年末疫情扩散的影响，全年快递件数累计同比增速为1.2%，较前三季度回落1.6个百分点，并使得线上消费增速有所收窄，2022年全年实物商品网上零售额累计同比增速6.2%，较上年增速回落近6个百分点。值得注意的是，尽管遭受疫情反复冲击，我国网上商品零售额增速依然明显快于社会消费品零售总额，线上零售占比在12月末达到27.2%，较上年提高2.7个百分点。我国是全球第一大网络零售市场，市场规模优势依然明显<sup>2</sup>。

图17 社会消费品零售总额，当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图18 商品零售和餐饮收入，当月同比，%



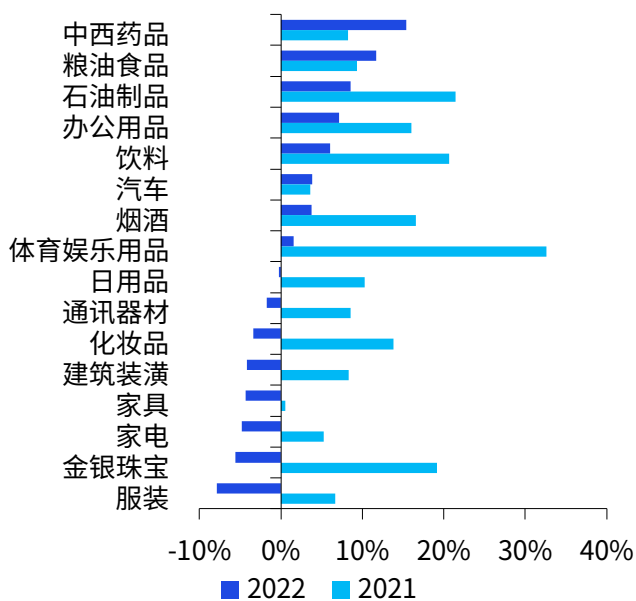
数据来源：Wind，毕马威分析

<sup>2</sup> 国民经济运行情况新闻发布会，国家统计局，2023年1月，

<http://www.scio.gov.cn/xwfbh/xwfbh/wqfbh/49421/49478/wz49480/Document/1735488/1735488.htm>

从消费品类别来看，受疫情扩散的影响，居家生活必需品零售额增速表现亮眼，中西药品、粮油食品2022年全年同比增长15.4%和11.7%，分别较上年同期提高7.2和2.3个百分点（图19）。此外，生产和供应链的恢复，以及降低车辆购置税等刺激政策的出台，使得汽车类消费2022年全年同比增长3.8%，特别是新能源汽车销量2022年全年同比增长近100%，占比稳步提升至30%，是带动消费好于市场预期的主要原因。石油制品消费增速在价格因素支撑下，消费增速与其他品类相比仍居于较高水平，全年实现同比增长8.6%。但部分可选消费品持续承压，化妆品、金银珠宝、服装等同比增速较上年同期相比，降幅明显。受房地产市场疲软的影响，建筑装潢类、家具类全年消费增速同比分别下降4.2%和4.3%，对社会消费品零售总额形成拖累。

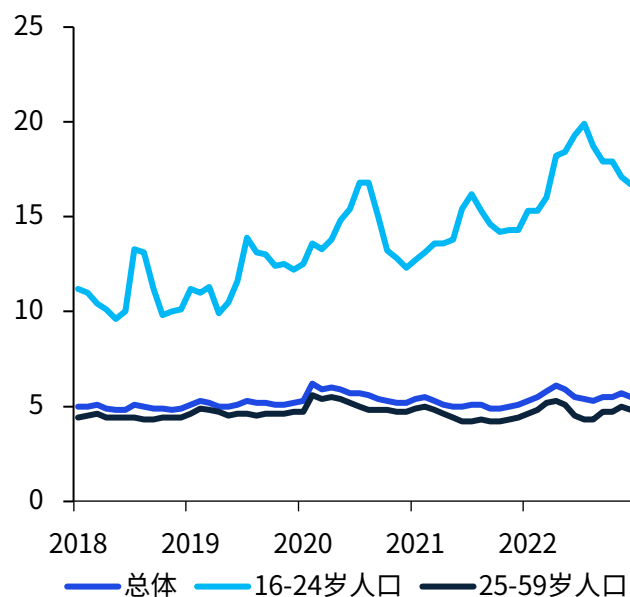
图19 分类别消费增速，%



数据来源：Wind，毕马威分析

2022年我国受疫情反复冲击影响，稳就业面临挑战增大。5月下旬以来，政府出台了一系列强有力的措施稳定就业。截至12月末，全年城镇新增就业1,206万人，超额完成1,100万人的预期目标。12月份全国城镇调查失业率为5.5%，比11月份下降了0.2个百分点（图20）。外来农业户籍劳动力城镇调查失业率为5.4%，比11月下降0.6个百分点。值得注意的是，青年群体的失业率尽管有所回落，但就业压力依然较大，2023年我国高校毕业生规模预计超过1,150万人，就业市场仍将面临结构性挑战，政府需进一步加大保就业稳增长措施，提振就业市场。

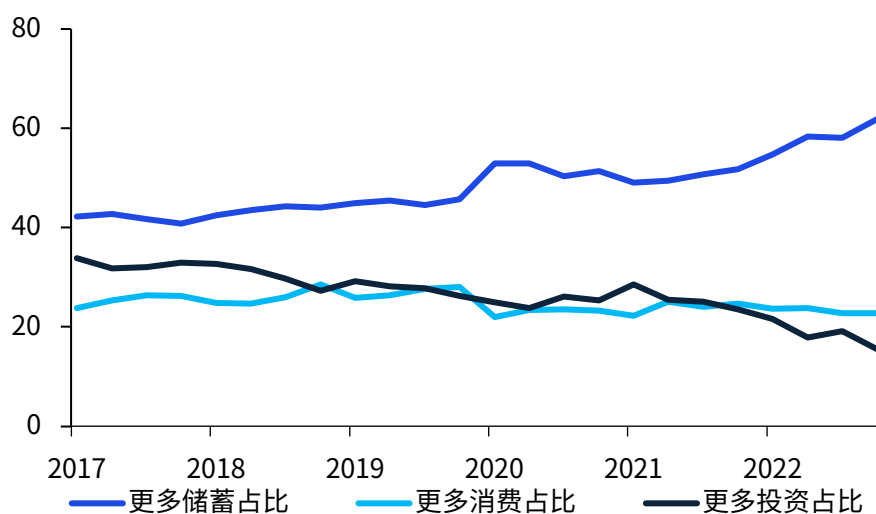
图20 城镇调查失业率，%



数据来源：Wind，毕马威分析

根据央行城镇储户调查，受疫情防控、国际环境复杂多变等因素的影响，金融市场波动较大，2022年我国居民消费、投资活动表现低迷。倾向于“更多消费”的居民占22.8%，较2021年末回落1.9个百分点。倾向于“更多投资”的居民占15.5%，较2021年末回落8个百分点。倾向于“更多储蓄”的居民占61.8%，较2021年末提高10个百分点，处于历史较高水平（图21）。可以看到，疫情对消费能力、消费意愿、消费场景的制约在客观上积累了一部分超额储蓄。根据我们的测算，和历史趋势线相比，我国过去3年储蓄存款多增加了近10万亿元。随着疫情的缓解、居民信心的加强，有助于家庭对就业预期、收入信心的修复，一部分超额储蓄有望转化成消费，助力消费复苏，对今年中国经济增长起到关键的作用。当然也要看到，新增的这部分超额储蓄分布可能并不平均，对低收入群体和受疫情影响较大群体的救助依然十分必要。

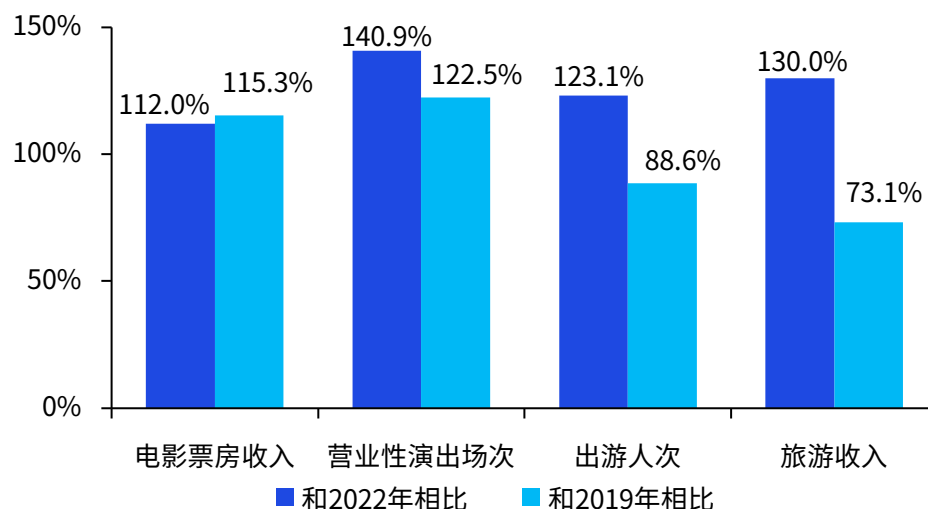
图21 央行季度城镇储户调查问卷，%



数据来源：Wind，毕马威分析

随着疫情防控的全面放开以及中国经济的复苏，我们预期今年消费将加速回暖。春节期间，全国假期出行和消费已经显著改善，餐饮、观影等消费也加快修复。国家文旅部数据显示，今年春节假期全国国内旅游出游3.08亿人次，同比增长23.1%，恢复至2019年同期的88.6%；实现国内旅游收入3758.43亿元，同比增长30%，恢复至2019年同期的73.1%（图22）。出游人次和旅游收入显著高于过去三年的平均水平。过去三年中消费的恢复一直落后生产、出口，后续伴随着社会活动恢复正常，消费修复的空间很大。同时，政府也在出台更多的政策促进消费的复苏。例如，多个地方政府工作报告提出要把扩内需、促消费放在优先位置，提升传统消费、培育新型消费，部分省市也已发放消费券，帮助消费回暖。随着线下消费场景逐步恢复，消费需求将进一步得到释放，尤其是服务类、接触类、体验类消费将得到明显改善，支撑经济增长。

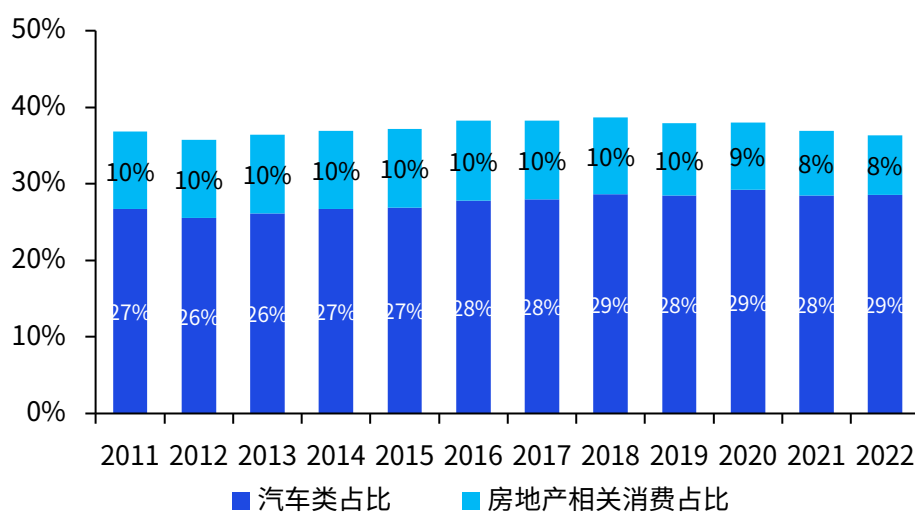
图22 2023年春节消费情况



数据来源：艺恩数据，国家文旅部，毕马威分析

也要看到，汽车、房屋在居民消费开支中仍占有重要比例。根据限额以上零售消费数据计算<sup>3</sup>，汽车类和房地产相关消费（家电、家具、装修建材等）合计占比达到36%（图23）。由于今年新能源汽车补贴和乘用车购置税减半等全国性汽车消费刺激政策的退出，叠加目前房地产销售依然有待改善，汽车、住房的企稳对消费复苏十分重要。

图23 汽车和房地产相关消费占限额以上零售比例，%



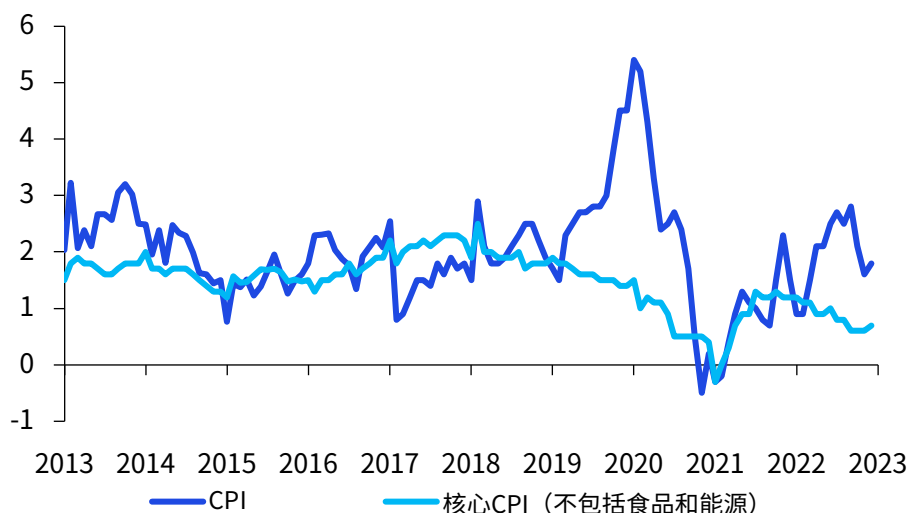
数据来源：Wind，毕马威分析

<sup>3</sup> 限额以上零售数据包括年商品销售总额在2000万元及以上的批发企业（年末从业人员在20人以上），以及年商品销售总额在500万元的零售企业（年末从业人员在60人以上）。

# 通胀保持平稳

2022年全年CPI累计同比上涨2.0%，全年通胀最高点出现在9月的2.8%，均低于年初制定的3.0%的通胀目标，与欧美等发达经济体高通胀形势出现明显分化。按月来看，12月CPI同比上涨1.8%（图24），较上月小幅提高0.2个百分点，除基数因素外，其涨幅变化主要由猪肉和鲜菜价格波动主导。扣除食品和能源的核心CPI同比上涨0.7%，较上月小幅回升0.1个百分点，但仍然处于偏弱位置，显示内需修复较为缓慢。

图24 居民消费价格指数（CPI），当月同比，%



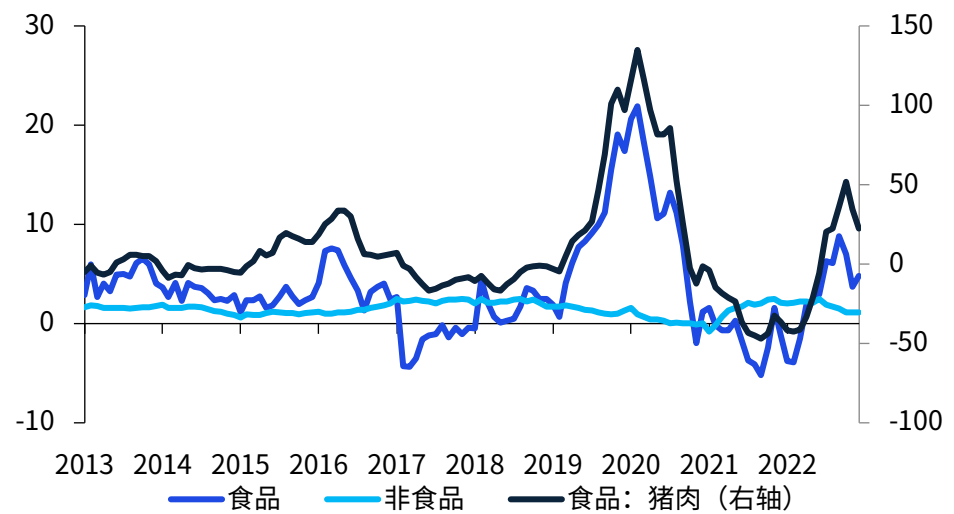
数据来源：Wind，毕马威分析

从CPI分项来看，12月食品价格同比涨幅较上月扩大了1.1个百分点至4.8%（图25），主要原因在于当月蔬菜价格上涨较快，一定程度对冲了猪肉价格下跌对CPI涨幅的拖累。2022年年底猪价持续回落，12月猪肉价格同比涨幅由上月的34.4%大幅下降至22.2%，一方面，前期猪价快速上涨引发部分养殖户压栏和二次育肥等行为，但年底猪价意外回落，养殖户预期转向从而加速出栏，导致年年底生猪市场供应显著增加；另一方面，12月初国内防疫政策调整之后出现阶段疫情感染多发期，猪肉需求较往年偏弱。蔬菜方面，由于入冬以来天气变化以及疫情多发产生的物流扰动，12月鲜菜价格同比降幅较上月大幅收窄，对CPI产生明显的拉动作用。



非食品方面，在上年同期基数走低的情况下，12月非食品价格却仍然延续了前两个月1.1%涨幅，没有明显变化。一方面国际原油价格下行，国内成品油价格在11月22日、12月6日和12月20日三连降，拉低交通工具用燃料分项表现。另一方面，PPI同比持续转负，工业消费品价格走势偏弱。不过，随着疫情防控政策优化调整，出行及娱乐活动逐步恢复，根据统计局给出的数据，12月飞机票、电影及演出票、交通工具租赁费价格环比分别上涨7.7%、5.8%和3.8%，但也仅带动服务价格同比较上月小幅提升0.1个百分点至0.6%，对非食品价格拉动不大。

图25 食品和非食品CPI，当月同比，%



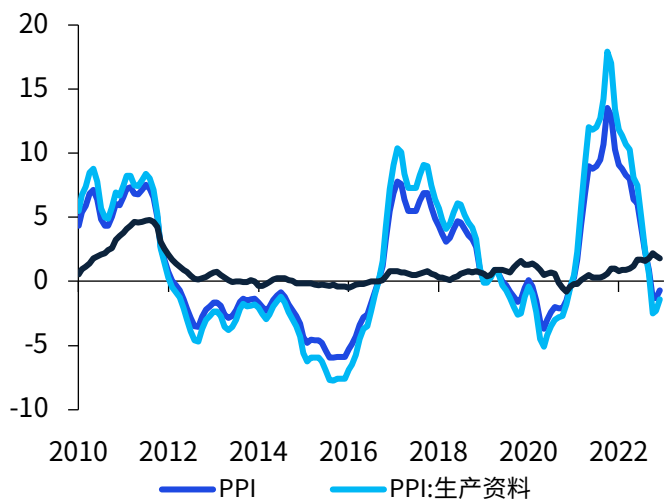
数据来源：Wind，毕马威分析

PPI方面，2022年全部工业品价格自年初以来延续下行趋势，四季度已降至通缩区间，全年累计涨幅4.1%，较上年下降4.0个百分点。按月来看，受上年同期基数走低影响，12月PPI同比降幅较上月小幅收窄0.6个百分点至-0.7%（图26），其中生产资料降幅也有所收窄，生产资料三个分项采掘、原材料和加工工业同比也均呈现出跌幅收窄或涨幅扩大态势。12月生活资料PPI同比涨幅较上月回落0.2个百分点至1.8%，其中食品项是主要拖累，衣着和耐用消费品同比涨幅均有所回升。

分行业来看，原油产业链价格同比涨幅有所回落，受稳增长政策支持的行业价格涨幅有所扩大。一方面，2022年底国际原油价格回落，布油均价由10月的93.5美元/桶下降至12月的81.2美元/桶，WTI原油价格也同样是由87.0美元/桶下降至76.5美元/桶（图27），受上游原油成本走弱影响，石油和天然气开采业同比涨幅有所回落；另一方面，政策面支持下国内基建项目加快施工，以及保交楼政策持续落地，上游煤炭开采、黑色金属采选、黑色金属压延、有色金属压延等工业行业价格同比涨幅均有所扩大。此外，农副食品加工和食品制造等行业价格同比涨幅回落明显。

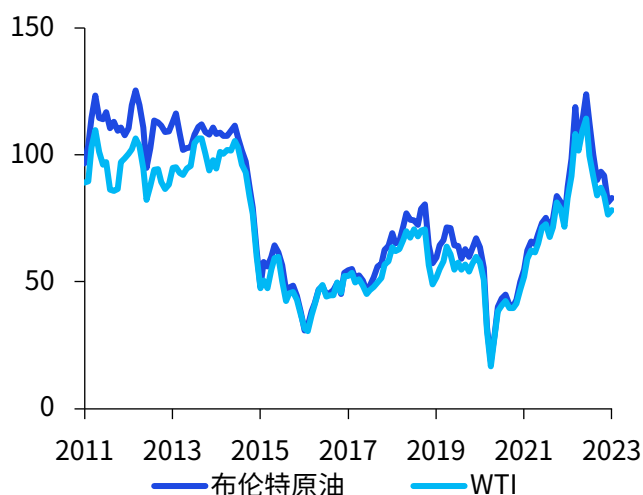
展望2023年，随着内需逐步修复，特别是与服务消费相关的文娱旅游、机票酒店等需求大幅增加，会给CPI带来一定上行压力，我们认为今年CPI涨幅中枢会有所抬高。但考虑到疫情三年对居民收入影响明显，居民消费能力和消费意愿的修复仍需一段时间，居民消费反弹以及对物价的推升幅度都将表现较为温和，再加上美欧等经济体收紧货币政策带动海外通胀有所降温，对我国通胀的外溢影响减弱，我们预计今年通胀风险不大，全年CPI增长2.4%。

图26 工业生产者出厂价格指数（PPI），当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图27 国际原油现货价，美元/桶

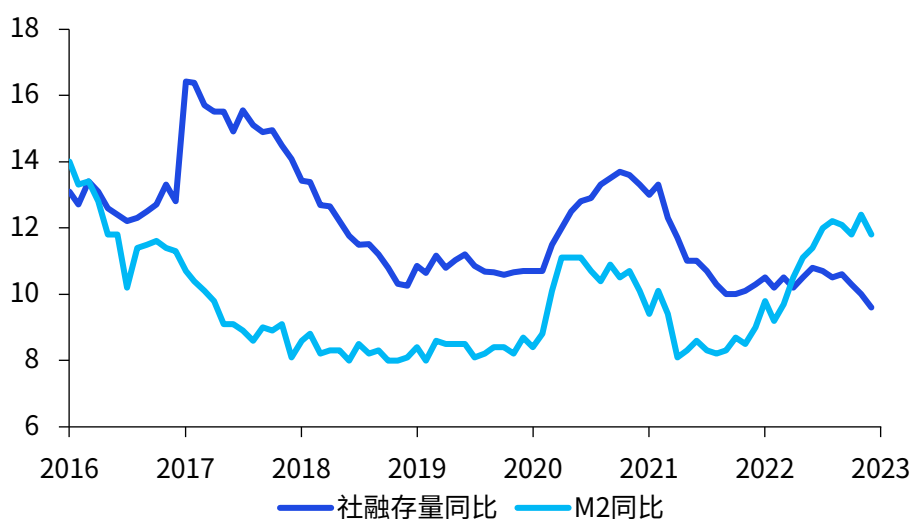


数据来源：Wind，毕马威分析

# 货币政策更加精准有力

2022年全年我国新增社会融资规模32.0万亿元，较上年同期多增6,689亿元。四季度新增社融数据表现不佳，各月同比均录得少增，拖累年末社融存量增速下滑至9.6%，为有数据以来的最低值（图28）。货币供给方面，11月债市大跌引发理财产品的赎回潮，不少投资者赎回理财产品转而购买银行存款类产品，带动广义货币供给M2增速大幅反弹至12.4%，达到近6年峰值。12月债市收益率有所回落，理财赎回压力边际放缓，居民存款多增幅度也较上月有所回落，M2增速较上月放缓0.6个百分点。从全年来看，在社融存量增速放缓背景下，M2增速逆势高增主要原因在于二季度的财政退税和四季度的理财产品赎回，前者直接增加企业存款，后者会使得居民存款高增，并非央行显著增加货币发行量。

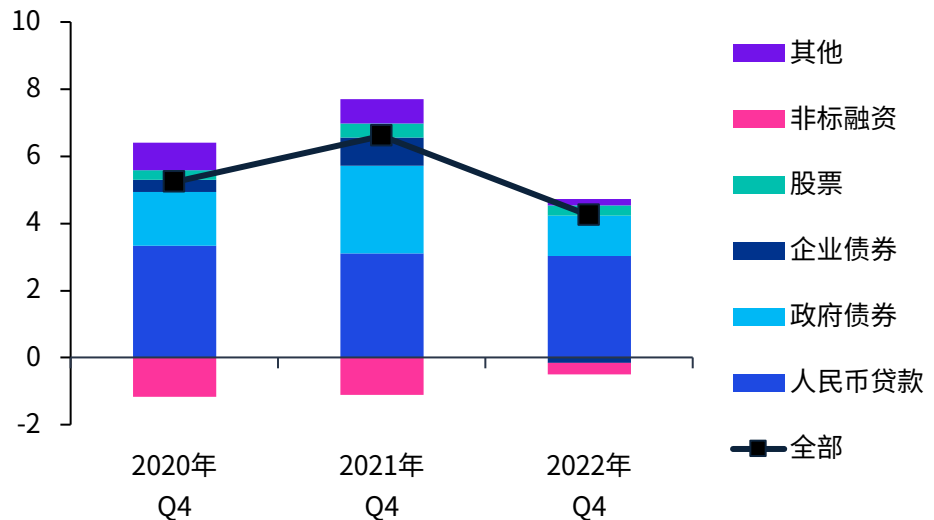
图28 社会融资规模存量与M2增速，%



数据来源：Wind，毕马威分析

四季度新增社融规模4.2万亿元，较上年同期少增2.4万亿元，较2020年同期少增1.0万亿元（图29）。从社融分项来看，政府债券和企业债券是主要的拖累项。政府债券融资方面，2022年专项债发行显著前置，用于项目建设的额度在上半年已经基本发行完毕，虽然10月份加发了5,000多亿元专项债结存限额，但由于年末债券到期量偏大，加之2021年同期仍为债券发行高峰期，导致四季度政府债券融资同比少增1.4万亿元；企业债方面，由于债券融资成本上升较快，理财赎回潮冲击信用债市场，企业债取消发行规模增加，四季度企业债净融资转负，同比多减1.0万亿元；非标三项四季度又转为负增，主因是9月底第二批3,000亿元基础设施基金投放完毕，对委托贷款的拉动作用减弱，不过得益于公积金贷款条件的放宽，非标三项较上两年同期均明显少减；四季度投向实体经济的人民币贷款同比少增890亿元，尽管政策层面加大信贷支持，各类市场主体自主融资需求仍有待修复。

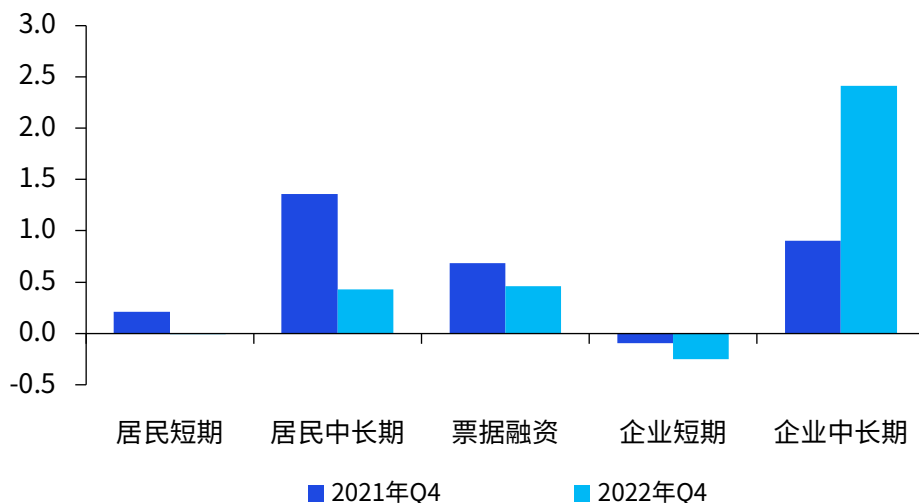
图29 社会融资规模结构，万亿元



数据来源：Wind，毕马威分析

信贷结构方面，四季度信贷投放结构仍表现出企业强、居民弱的特征。得益于政策层面引导银行加大对基建、制造业、房地产等领域的信贷支持力度，四季度企业中长贷表现强劲，较去年同期大幅多增1.5万亿元（图30），企业短贷和票据融资表现偏弱，反映出在政策面的支持下，企业贷款结构进一步改善。居民中长贷受房地产市场仍低迷的影响表现偏弱，而年底防疫放开之后疫情高发也对居民消费形成冲击，居民短贷新增转负。

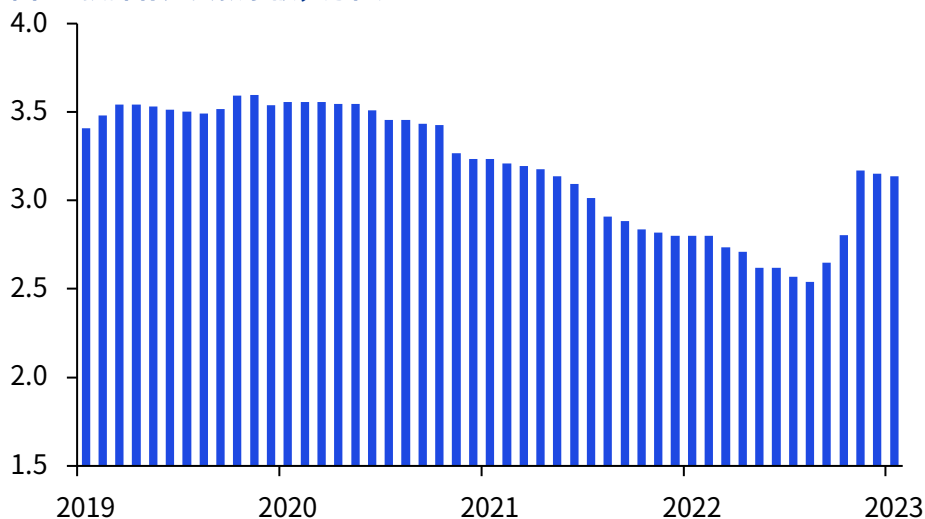
图30 新增人民币贷款结构，万亿元



数据来源：Wind，毕马威分析

货币政策方面，四季度货币政策延续支持经济稳增长的取向，在总量和结构两个维度持续发力，强化对重点领域和薄弱环节的支持。总量方面，12月5日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点，释放长期资金约5,000亿元，增强银行信贷投放能力，并降低银行资金成本，保持流动性合理充裕（图31）。结构方面，一是抵押补充贷款（PSL）时隔30个月，于2022年9月起再次向政策性银行提供资金，9-11月共提供贷款6,300亿元，特别是11月PSL新增规模与期末余额创下2022年内新高，配合前期推出的政策性开发性金融工具，重点支持基建和房地产领域的融资需求，形成精准有效投资，助力经济稳增长（图31）。二是2022年9月建立设备更新改造专项再贷款，12月创设保交楼贷款支持计划，结合去年早些时候创设的科技创新、普惠养老、交通物流专项再贷款，继续聚焦重点领域精准发力。

图31 抵押补充贷款余额，万亿元



数据来源：Wind，毕马威分析

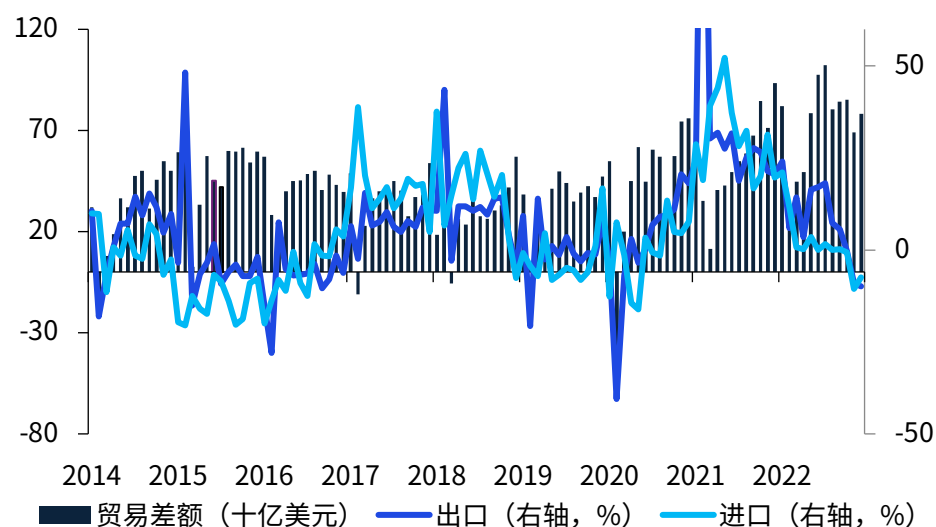
中央经济工作会议对今年货币政策定调为精准有力，要发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，保持流动性合理充裕，加大金融对国内需求和供给体系的支持力度。我们认为，总量方面，当前我国货币政策的数量工具和价格工具仍有空间，降准降息概率依旧存在。结构方面，继续落实好一系列结构性货币政策，做到合理适度、有进有退，持续加大对普惠小微、科技创新、绿色发展、基础设施等重点领域和薄弱环节的支持力度。



# 出口下行压力加大 人民币汇率企稳

2022年全年我国出口（以美元计价）同比增长7.0%，较前三季度回落5.5个百分点。受全球经济下行压力加大，外需明显走弱影响，10月开始我国出口转为负增长，且下滑幅度持续扩大，12月出口额同比下降至-9.9%（图32）；进口方面，2022年全年进口同比增长1.1%，处于偏低水平，尤其是四季度进口进入负增长区间，内需疲弱对进口需求造成较大拖累。12月贸易顺差为780.1亿美元，较上月有所扩大。

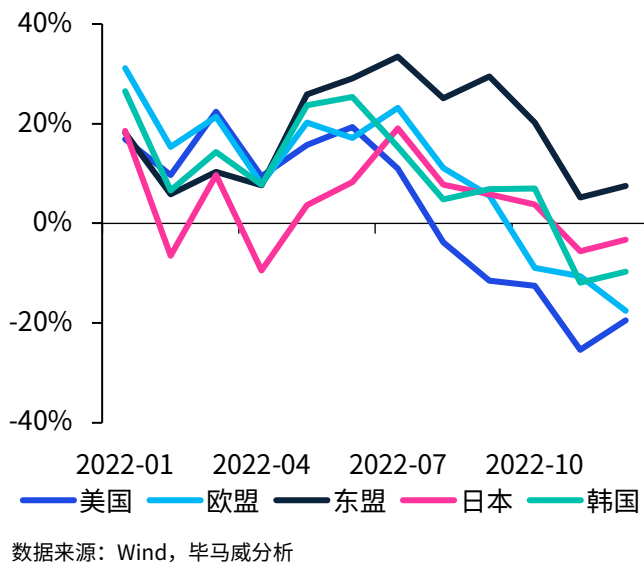
图32 进出口活动，当月值



数据来源：Wind，毕马威分析

从出口国家和地区来看，我国对美出口已连续5个月负增长，12月降幅虽有所收窄（图33），但下跌幅度仍然较大，主要源于美联储前期大幅加息对美国总需求形成抑制，以及疫情后美国消费逐渐由商品转向服务；对欧盟出口也连续3个月保持负增长，且跌幅逐步扩大，与欧盟经济景气度指数收缩相印证。我国对美欧出口占中国总出口的30%以上，其需求放缓拖累中国出口大幅下滑；同时，我国对日韩出口也自11月开始转入负增，与其国内进口需求疲弱直接相关。值得注意的是，我国对东盟出口仍然维持正增长，成为出口的主要贡献项，RCEP的正式实施促进双方经贸往来更加密切。

图33 对主要国家和地区的出口增速，同比，%



中国出口结构也在不断升级，逐步向高端制造业和装备制造业转化，其中汽车出口是一个有代表性的亮点。2022年以来中国汽车出口量不断创新高，特别是8月以来，月出口量均保持在30万辆以上（图34），全年出口量突破300万辆，超过德国，成为仅次于日本的全球第二大汽车出口国（图35）。国内汽车出口占比也从之前的不足4%提升到目前的13.6%，对我国外贸促进作用明显。中国在汽车出口上的突破，新能源汽车功不可没，去年新能源汽车出口67.9万辆，同比增长1.2倍。当前全球各国正积极推出和不断加强新能源汽车的支持政策，比如财政补贴、降低进口关税等，预计今年汽车出口尤其是新能源汽车出口仍将是一大亮点。

图34 中国汽车出口

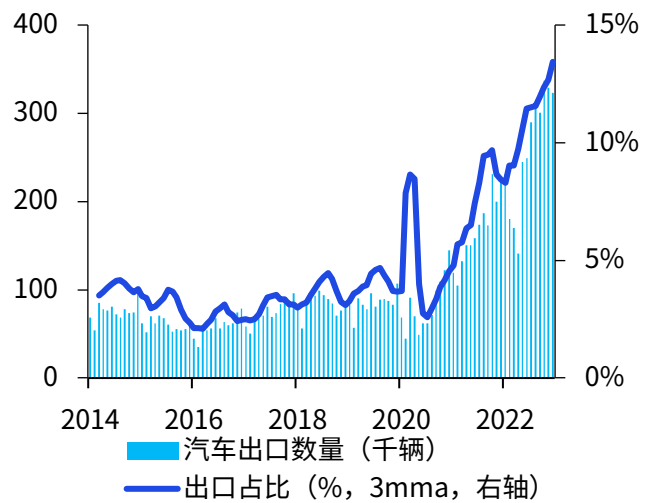
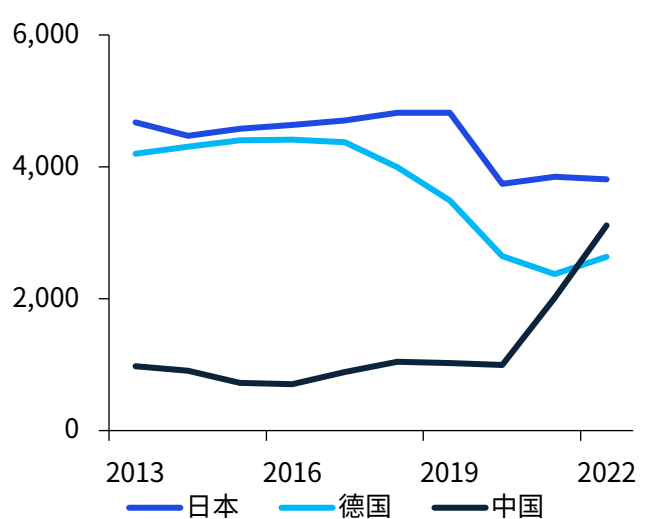


图35 中日德三国汽车出口量，千辆

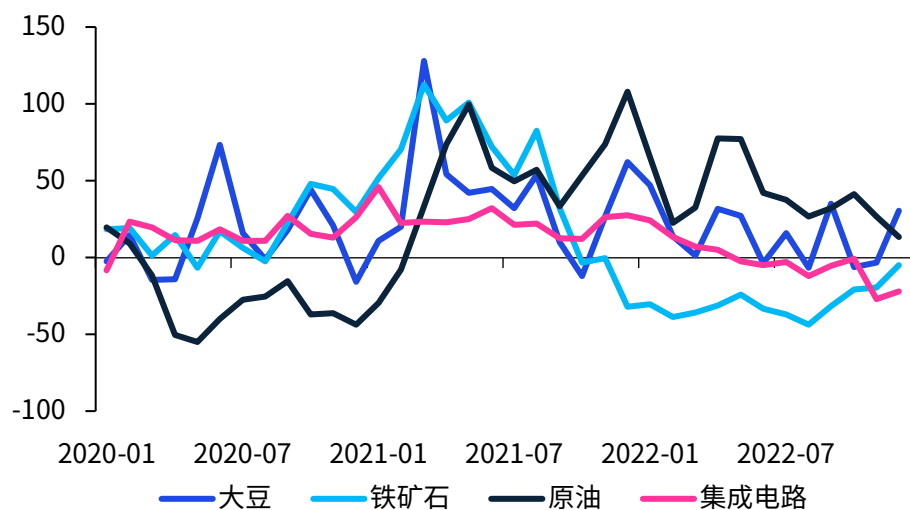




进口方面，受全球经济下行压力加大影响，国际大宗产品价格整体走弱，价格因素对进口同比增速的拉动作用有所减弱，再加上四季度疫情高发对工业生产和消费形成扰动，供需两端的景气度均出现下滑，内需疲弱对进口需求造成较大拖累。综合作用下，四季度进口同比增速转入负增，12月进口增速降幅虽有所收敛，但主要与上年基数走低有关。考虑到今年春节提前至1月，春节错位效应或使1月份进口同比降幅进一步扩大，2月份进口增速会出现明显反弹，后续随着疫情影响逐步消退，进口需求有望回暖，并带动进口增速转入正增长。

从主要进口商品来看，原油方面，由于原油价格持续走低且上年基数较高，四季度原油进口额同比增速持续下探，由10月的41.3%大幅下滑至12月的13.4%（图36）；大豆方面，四季度大豆价格虽有所走低，但年底大豆进口数量大幅增加，带动12月大豆进口额同比由上月的-3.3%大幅转正回升至30.4%；铁矿石方面，铁矿石进口价格延续下行，但降幅有所收敛，而进口量同比在年底大幅转正，带动铁矿石进口额同比降幅收窄；集成电路方面，受疫情、芯片短缺等因素影响，年底集成电路进口数量延续负增，且降幅与11月基本持平，不过其进口价格有所反弹，带动进口额降幅较上月收窄。

**图36 主要商品进口金额增速，当月同比，%**



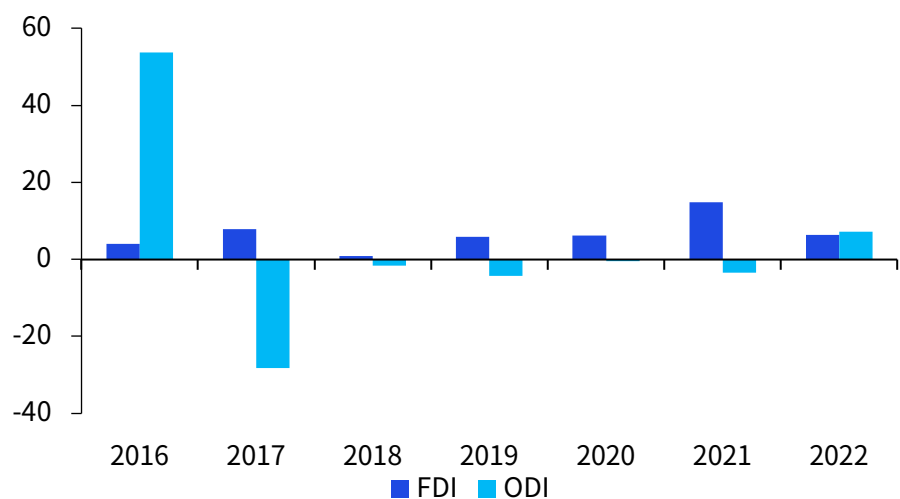
数据来源：Wind，毕马威分析

展望前期，我们预计今年全球经济及国际贸易将继续减速，数据显示，近几个月美欧日等发达经济体的制造业PMI指数持续位于荣枯线以下，越南等发展中经济体景气度也出现下滑。外需进一步放缓为中国出口带来下行压力，出口增速将大幅放缓，货物贸易顺差将有所收窄，净出口对中国经济增长的贡献率也会进一步减小。

利用外资方面（FDI），2022年我国实际利用外资1.2万亿元，同比增长6.3%（图37），保持了稳定增长态势，从全年维度看，上半年FDI保持高增，三季度以来受疫情等因素影响，我国吸收外资增速放缓。从来源地看，韩国、德国、英国对华投资同比分别增长64.2%、52.9%和40.7%。引资结构也持续优化，制造业实际使用外资同比增长46.1%，占全国26.3%，较2021年提升7.8个百分点。高技术产业实际使用外资同比增长28.3%，占全国36.1%，较2021年提升7.1个百分点。2023年1月1日，新版鼓励外商投资产业目录正式生效施行，比上一版增加了200多条目。近期还出台了鼓励制造业引资和外资设立研发中心等专项政策，引导外资投向先进制造、现代服务、节能环保、科技创新等重点领域。中国坚持扩大开放，市场快速升级，营商环境不断优化，创新配套设施也越来越完善，对外资依然具有强大吸引力。

对外投资方面（ODI），去年在疫情反复、全球外商投资波动频繁的背景下，中国对外投资表现出了逆势增长的态势，2022年中国非金融类对外直接投资同比增长7.2%，从2021年的下行转为上升。对外投资结构不断优化，批发和零售业、制造业是中企对外投资热点，同比增速分别为19.5%和17.4%。对一带一路沿线国家投资增速3.3%，占同期总额的17.9%，与2021年同期持平。展望2023年，我国对外投资将面临新机遇，一方面，利用中国制造业优势，更多制造业企业将加速布局品牌国际化战略，提高中国制造业品牌的国际认可度；另一方面，今年是一带一路倡议实施10周年，RCEP正式生效也已满一周年，未来供应链的区域投资布局将不断加强，有助于我国企业加大对东南亚地区以及一带一路沿线地区的对外直接投资。

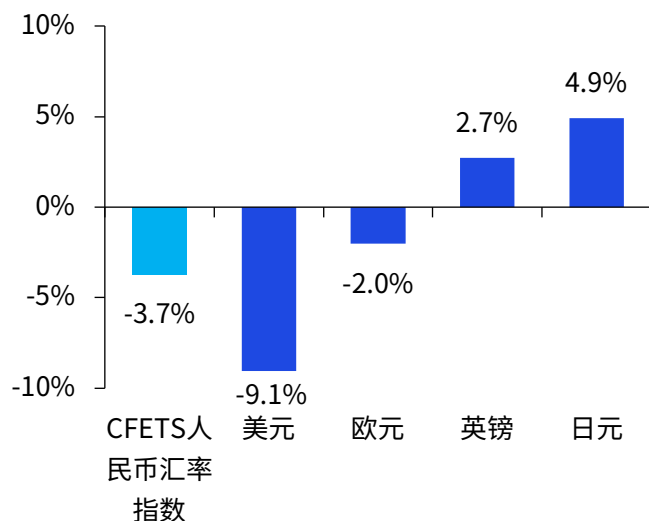
**图37 我国实际使用外资（FDI）与对外直接投资（ODI），人民币计价，年度同比，%**



数据来源：Wind，毕马威分析

汇率方面，2022年人民币汇率双向波动、弹性增强，在合理均衡水平上保持基本稳定。尽管受到疫情对经济的超预期影响，以及美联储快速加息给人民币汇率带来的压力，人民币2022年总体在全球主要货币中表现相对稳健，人民币汇率指数（CFETS）从2021年底的102.47小幅回落至年末的98.67，较一揽子货币汇率指数贬值3.7%。其中，人民币兑美元贬值9.1%，兑欧元贬值2%，但是人民币兑英镑和日元均有所升值（图38）。一方面，国际收支保持稳健，全年贸易顺差达到创下历史新高，同时外商直接投资保持净流入，经常账户、直接投资等基础性国际收支顺差支撑了人民币汇率保持稳定。另一方面，人民币在跨境使用中的占比不断提升，有助于降低跨境交易的货币错配风险，使得我国跨境资金流动更趋均衡，有助于人民币汇率保持稳定。

图38 2022年人民币与主要货币汇率变化，%

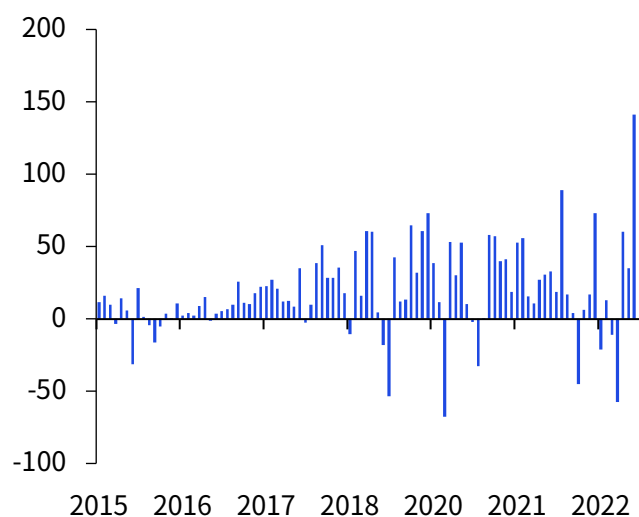


数据来源：Wind，毕马威分析

随着疫情放开放开、政府稳经济政策力度加强，我国经济基本面预期将在2023年持续改善。此外，随着美联储加息步伐放缓，预期美元指数转弱，人民币兑美元汇率有望回升。而美联储加息放缓同样将带动美国国债收益率转弱，中美利率倒挂缩小，中国跨境资金流出现象将有所改善。2022年12月以来，境外投资者持续恢复对我国证券市场投资。外管局数据显示，2022年12月，境外投资者净增持境内债券和股票分别为73亿和84亿美元。而2023年1月金融市场北向资金净买入累计达到1,412亿元，创下月度新高（图39）。我们看到，截至

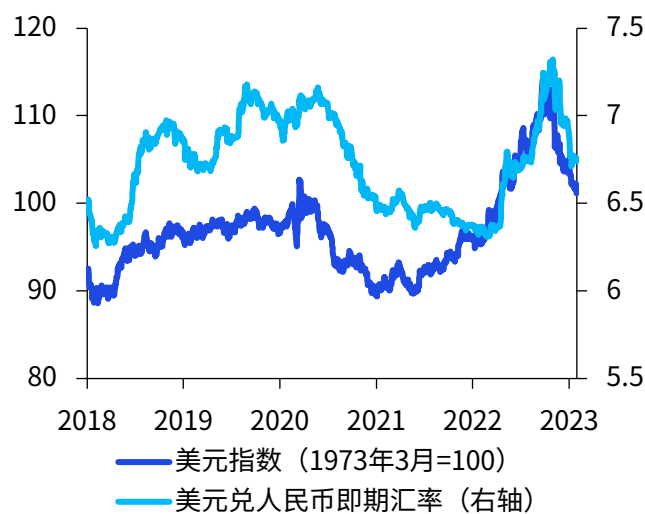
1月末，人民币汇率指数（CFETS）较年初升值1.2%，人民币兑美元汇率较年初升值3%（图40）。良好的经济增长预期，叠加国际收支顺差，将在未来一段时间内支撑人民币汇率继续保持韧性。

图39 北向资金净流入，十亿元人民币



数据来源：Wind，毕马威分析

图40 美元指数和人民币即期汇率

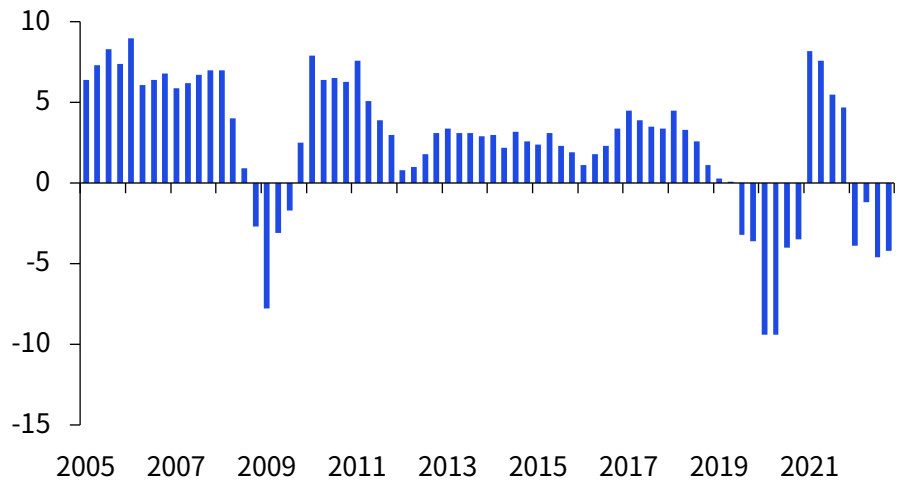


数据来源：Wind，毕马威分析

# 中国香港经济

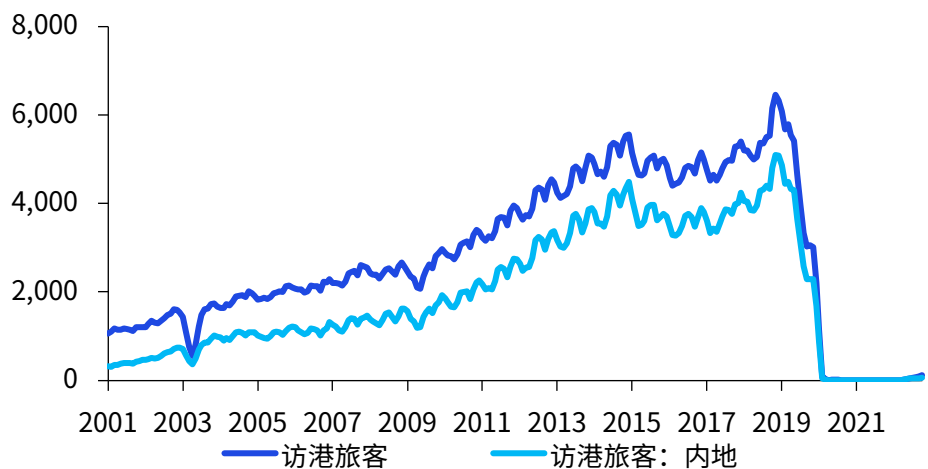
受疫情、地缘冲突以及加息等多重因素影响，去年香港特区经济面临较大下行压力，全年GDP增速再次落入收缩区间，同比下滑3.5%。四季度GDP同比下降4.2%，降幅较三季度小幅收窄0.4个百分点（图41）。展望2023年，全球经济增速放缓将会对香港经济带来一定影响。不过，随着疫情影响逐步消退，香港特区于2月6日起与中国内地全面恢复通关。疫情前每月访港旅客平均约500万人，其中四分之三来自内地。但是疫情期间，每月访港旅客一度降至不足万人，对香港零售、文旅、住宿、餐饮等行业带来极大影响。随着香港恢复全面通关，预计今年访港旅客，特别是来自内地的访港旅客数量将从过去三年的超级低谷大幅反弹（图42），带动香港本地零售、餐饮等行业加速复苏，为香港经济恢复提供动力。我们预计2023年香港特区经济将重返增长区间。

图41 中国香港GDP实际增速，当季同比，%



数据来源：Wind，香港特区政府统计处，毕马威分析

图42 访港旅客数量，当月值，3个月移动平均，千人



数据来源：Wind，毕马威分析

就业市场方面，随着疫情受控和经济逐步好转，再加上稳就业政策的提振，香港特区就业市场继续改善。四季度季调失业率由3.8%逐月下降至3.5%，失业人数逐月减少至12.6万人。按行业分析，与消费及旅游相关的行业合计失业率下降0.3个百分点至4.7%，其中餐饮和零售业失业率分别下降0.1和0.4个百分点至5.0%和4.6%。其他多个行业的失业情况也显著改善。展望前期，随着香港特区与外部实现通关，访港旅客将会大幅增加，带动零售、住宿和餐饮等行业持续复苏，从而进一步带动相关就业市场的改善，预计失业率在2023年将进一步下降。

对外贸易方面，受到外需放缓及跨境陆运持续受阻的拖累，四季度香港特区出口继续承压，出口跌幅进一步扩大。12月出口增速录得-28.9%，较上月的-24.1%进一步下滑。主要国家和地区方面，输往内地、美国及欧盟的出口均继续大幅下跌，输往其他主要亚洲市场的出口也录得不同程度的跌幅。主要货品方面，大部分商品类别出口总额均下跌，其中机电产品和通讯设备出口减少额排在前两位。展望2023年，由于全球经济增速下滑，外需进一步放缓，短期内香港特区出口仍将保持低迷。不过，中国内地作为香港特区最大的出口目的地，两地通关之后，会使得香港特区与内地之间的贸易与物流更加通畅，香港特区贸易活动效率将会有所提高，其出口增速有望止跌回升。

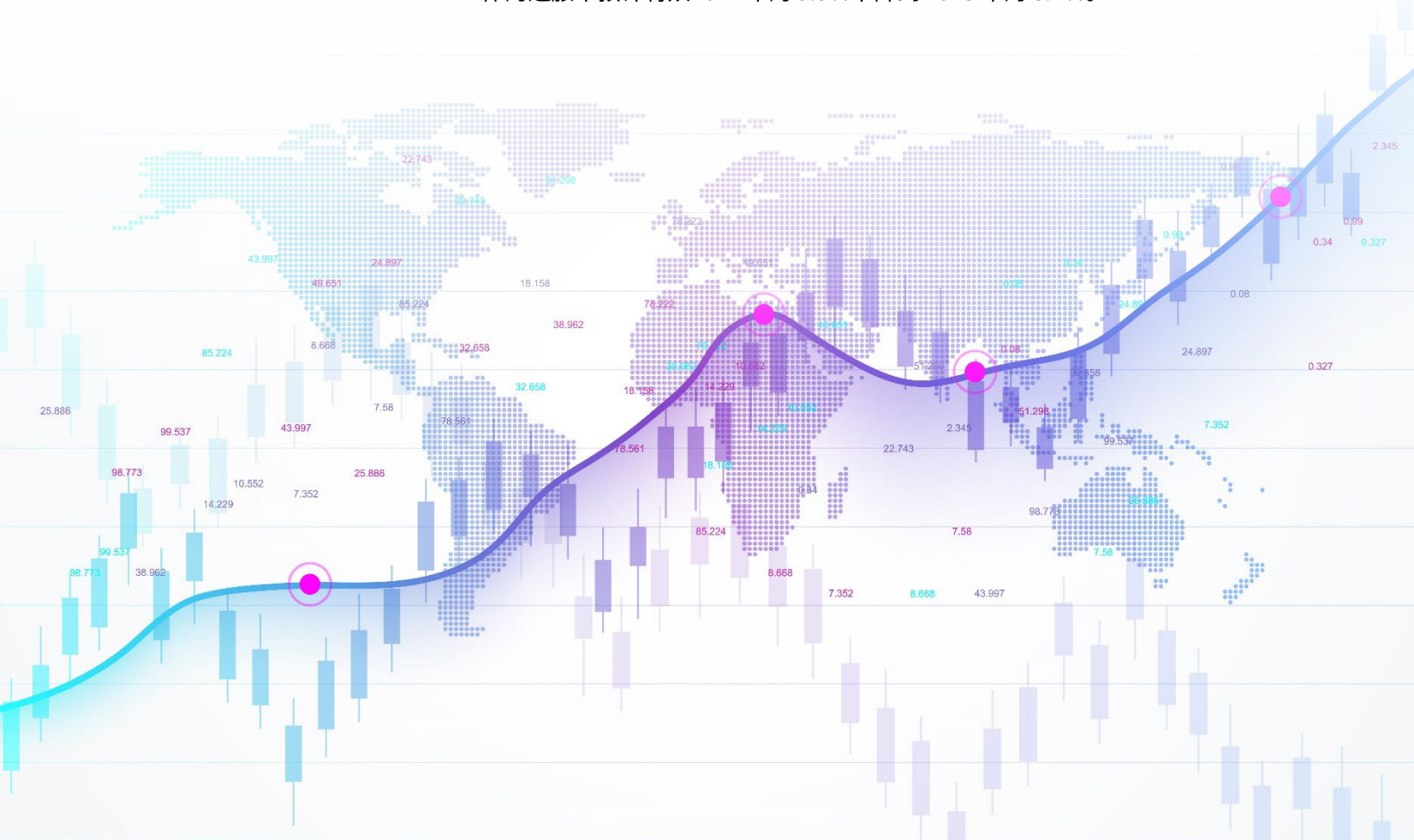
资本市场方面，去年受通胀、加息以及地缘政治等因素影响，港股大盘整体交投活跃度放缓，港股IPO市场表现不佳，上市总数和首发募资总额均创2013年以来的新低。不过，港股IPO活动在下半年有所增加，显现出复苏迹象。分行业来看，2022年新股数量前三大行业为信息技术、医疗保健、工业市场三大板块，地产领域新股数量较2021年减少较多<sup>4</sup>。中概股受到美国退市摘牌风险影响，回流港股热度持续，年内共有11家中概股回归香港上市，较2021年多出4家。展望2023年，随着中国经济逐步复苏，叠加去年一些外部扰动因素减弱，市场情绪有望回升，港股有望迎来修复行情，从而对港股IPO形成支撑。

---

4 《中国内地和香港IPO市场：2022年回顾及2023年展望》，毕马威中国，2022年12月，  
<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/cn/pdf/zh/2022/12/chinese-mainland-hk-ipo-markets-2022-review-2023-outlook.pdf>

# 全球经济

国际方面，1月IMF发布了最新的《世界经济展望》报告，报告指出，各国央行应对高通胀所采取的加息政策以及俄乌冲突将继续对2023年的经济活动造成干扰，但随着中国放开疫情防控，以及一些新兴市场经济体韧性强于预期，经济下行风险有所缓和，IMF预计今年全球经济增长2.9%，较10月份的预测上调了0.2个百分点，但这一增速依然低于去年的3.4%，也显著低于3.8%的历史平均水平。发达经济体方面，IMF预计2023年增长率为1.2%，较10月的预测提高0.1个百分点。值得注意的是，该增速较2022年的2.7%大幅下降，90%的发达经济体增速将在2023年较2022年有所放缓。新兴市场和发展中经济体经济增速较10月调升0.3个百分点至4.0%。由于全球货币政策收紧导致经济活动疲软，国际大宗商品价格下跌，IMF预计84%的经济体2023年的通胀水平将会低于2022年的水平，全球通胀将从2022年的8.8%降至2023年的6.6%。发达经济体年均通胀预计将从2022年的7.3%下降到2023年的4.6%，新兴市场和发展中经济体的通胀率预计将从2022年的9.9%下降到2023年的8.1%。

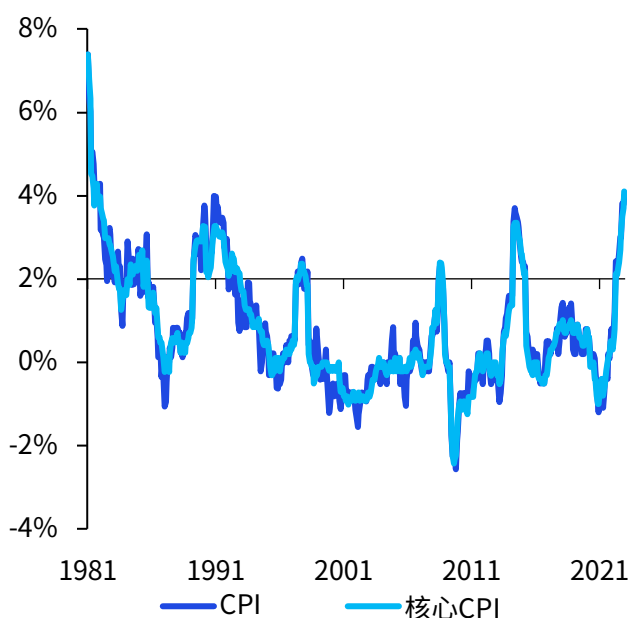


我们就全球32个主要经济体的货币政策进行了梳理，本轮加息周期以来，截至1月末，10个发达经济体中有9个将政策利率进行了上调，平均上调幅度为324个基点，过去三个月平均上调幅度为67个基点。日本是主要发达经济体中唯一保持政策利率不变的国家，将短期国债收益率维持在-0.1%，10年期国债收益率维持在0%（收益率曲线控制，YCC）。但日本央行于12月20日宣布将10年期国债收益率目标区间上限从此前的0.25%上调至0.5%，以调整国债市场功能，使国债收益率曲线更为平滑。这一举措推动10年期国债收益率与30年期国债收益率利差较10月下旬的高点有所回落，但依然处于较高的水平。而伴随着日本就业市场持续改善，工资增速和物价水平均出现上升态势，核心通货膨胀

率创下40年来的新高（图43），日本央行行长日前表示通缩已经不再成立。当前日本政策调整步伐明显落后于其他发达经济体，4月日本央行将迎来新任行长植田和男，目前市场认为日本央行大概率将逐渐退出YCC政策。

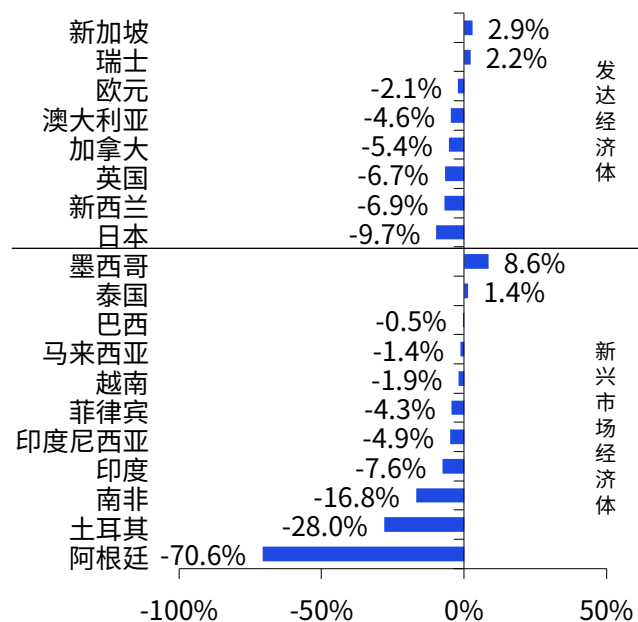
22个新兴市场经济体中有20个经济体上调了政策利率，整体利率上调幅度也继续扩大，平均加息764个基点，较10月末提升74个基点。大幅度的加息政策效能正在逐步显现，企业借贷成本上升，投资、消费、房地产市场面临较大的下行压力，全球经济活动正在放缓。而全球融资环境收紧可能会加剧新兴市场经济体的债务困境，需要企业重点关注（图44）。

图43 日本通货膨胀率，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图44 全球主要经济体自美联储3月份首次加息以来（3月17日）货币兑美元的汇率变化，%

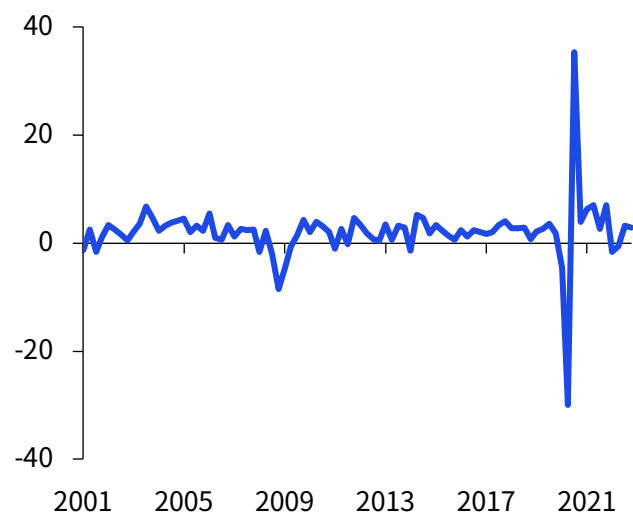


数据来源：Wind，毕马威分析

## 美国

2022年美国GDP总量达到25.5万亿美元，实际同比增长2.1%。四季度美国经济环比年化增长率为2.9%，较三季度回落0.3个百分点，连续两个季度环比实现正增长（图45）。从同比角度来看，美国四季度GDP实际同比增长1.0%，较三季度回落0.9个百分点。由于通胀依然维持在较高水平，货币和金融市场环境持续紧张，对居民和企业开支造成一定影响，家庭服务消费支出环比年化增速回落，商业投资也表现疲软，房地产活动继续下探，环比年化增速已经连续七个季度负增长。此外，石油之外的非耐用品出口下滑，对四季度GDP形成一定扰动。值得注意的是，石油、煤制品、化学制品等制造业产品四季度库存大幅增长，在一定程度上支撑GDP增速。尽管四季度美国经济好于市场预期，有助于提升市场信心，不过美联储货币紧缩政策的影响也在不断体现，预计美国经济增长在2023年将继续放缓。

图45 美国实际GDP，季调环比折年率，%

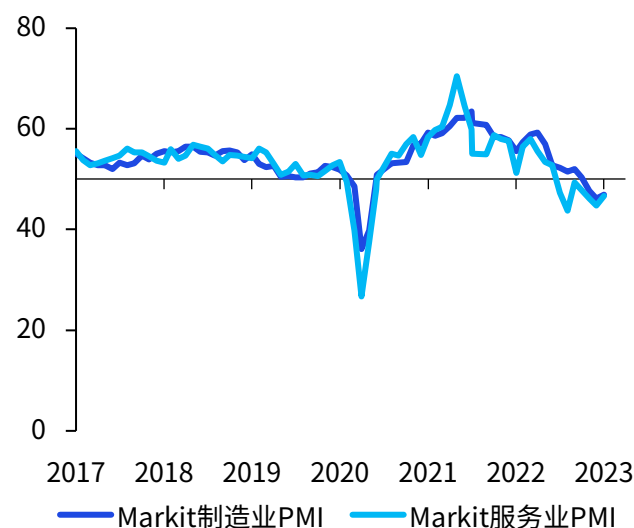


数据来源：Wind，毕马威分析

四季度美国消费在超额储蓄的支撑下，继续保持正增长，是美国经济的重要支柱。但是由于通货膨胀持续保持在较高水平，家庭实际购买能力下降，美国居民消费增速有所回落。从环比折年率来看，四季度私人消费支出增长2.1%，较三季度下降0.2个百分点，拉动经济增长1.4个百分点。由于四季度是传统节假日旺季，商品消

费增速有所回升，食品、饮料、石油等非耐用品消费较三季度小幅增长，而汽车消费在经历两个季度的负增长后，也有所修复。但餐饮、住宿、金融保险等服务消费增速下降明显，使服务消费环比折年率回落至2.6%，较三季度下降1.1个百分点。企业需要关注持续的货币政策紧缩对需求端的影响，2023年1月服务业PMI较12月小幅回升至46.6，连续7个月处于荣枯线之下。美国消费者购买力的下降，信心依然较为疲软，叠加企业经营成本加大，使得服务业企业商业信心有所下降（图46）。

图46 美国Markit制造业和服务业PMI，季调



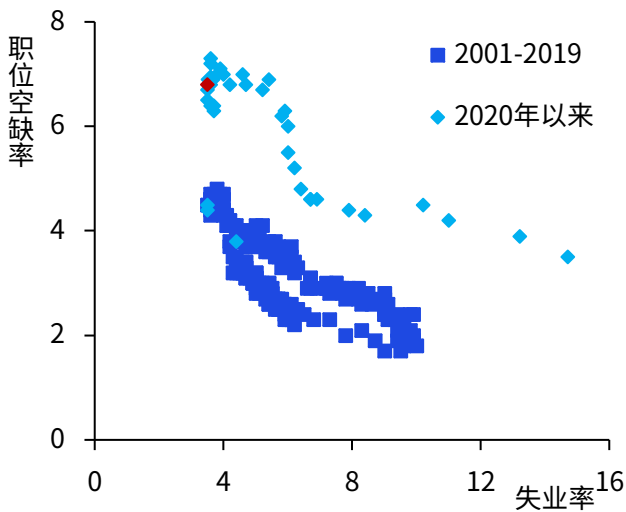
数据来源：Wind，毕马威分析

四季度的美国私人投资增速由负转正，环比折年率为1.4%，较三季度回升11个百分点。这主要是受私人库存大幅增加的影响，而商业投资尤其是设备投资、房地产投资受货币政策紧缩的影响，企业和居民贷款成本增加，投资增速回落明显。三季度居民住房投资环比年化增速为-26.7%，拖累经济下滑1.29个百分点。需要注意的是，私人部门库存大幅增加可能是由于企业生产活动放缓导致的库存被动上升。制造业PMI在2023年1月较12月小幅回升0.7个百分点至46.9，但依然处于荣枯线之下，预计2023年美国政策利率将在高水平维持一段时间以控制通胀，投资成本的上升或将继续对私人投资修复动能产生扰动。



就业方面，当前美国劳动力市场供给依然短缺。长期的财政刺激和补助降低了劳动力的就业意愿，叠加部分劳动力受疫情影响，选择离职或提前退休，有意愿且有能力工作的劳动力减少，四季度新增非农就业人口仅为74.7万，较三季度少增近36万人。尽管1月劳动力数据显示新增非农就业达到51.7万人，但职位空缺数依然处于较高水平。而相对较低的劳动力参与率，则是失业率快速回落的原因之一。2023年1月，美国的失业率下降至3.4%，处于53年以来的最低值。需要注意的是，与疫情前相比，相同失业率的情况下，疫情后美国职位空缺率处于相对较高的水平，12月达到6.7%，劳动力市场预计在未来一年可能继续保持相对紧张的态势，或将推动工资增速继续保持在较高水平（图47）。而相对较低的职位匹配效率，同样会在短期内继续给供给带来一定的冲击。

图47 美国职位空缺率和失业率，%



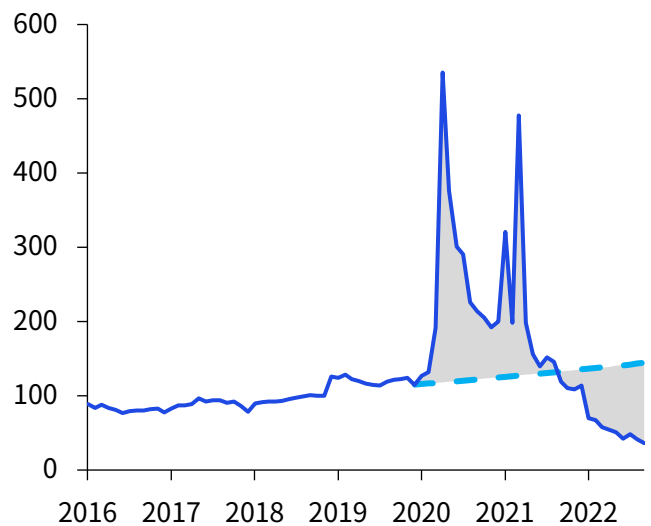
数据来源：Wind, 毕马威分析

通胀方面，超大规模政府支出、供应链瓶颈、紧张的劳动力市场以及俄乌冲突引发的大宗商品供给冲击，这一系列原因共同导致2022年通货膨胀率和持续的时长远高于此前预期。而相对较高的基数和加速收紧的货币政策逐步显效，使得美国通胀自下半年起开始回落。截至12月末，CPI同比增长6.5%，较6月份顶点的9.1%明显下降。能源、交通运输价格增速伴随着国际原油价格的下幅而回落，并推动通胀压力有所缓和。但食品价格

增速依然保持在较高水平，达到10.4%，是美国通胀维持在高位的主要因素。剔除波动性较大的能源和食品后的核心CPI在12月同样继续回落，达到5.7%，较11月下降0.3个百分点。

为了缓解持续的高通胀风险，美联储自3月以来已连续加息8次，加息幅度达到450个基点。尽管当前通胀有所缓和，但劳动力市场依然紧张，工资增速处于较高水平，美联储主席鲍威尔强调未来可能仍有几次加息的可能性，加息终点可能会高于5%，并将政策利率在高位维持一段时间，直至通货膨胀率回落至2%的目标区间。截至2022年12月底，美国家庭在疫情期间积累的约2.3万亿美元的超额储蓄存款，已经消耗了近1.2万亿美元，预计2023年美国消费动能将有所减弱（图48）。此外，2023年美国政策利率长时间处于较高水平，或将美国经济产生一定扰动。IMF预计2023年美国GDP增速为1.4%，较2022年的增速下降0.7个百分点。需要注意的是，美国内需放缓，会对全球其他地区经济体产生更加一定的溢出效应，影响全球经济增长，需要企业重点关注。

图48 美国私人储蓄当月值，季调，十亿美元

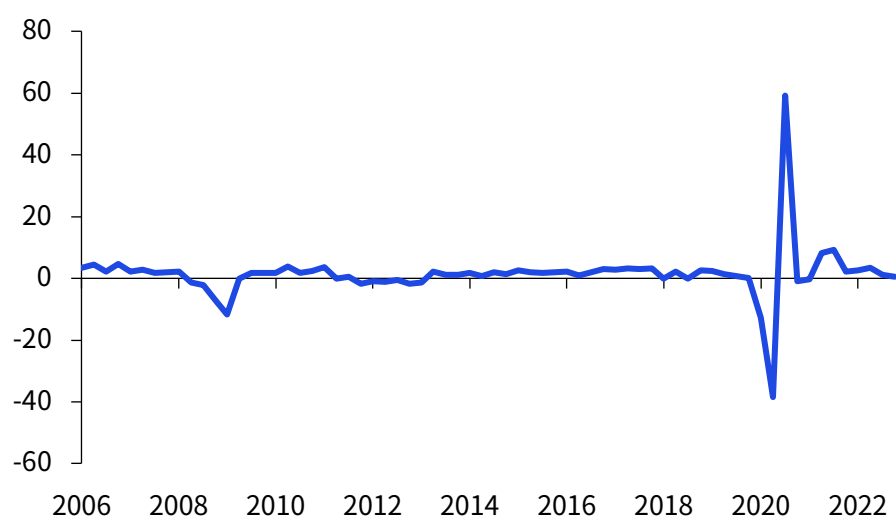


数据来源：Wind, 毕马威分析

## 欧洲

去年受地缘政治危机影响，欧元区面临严重的能源危机和通胀问题，经济面临较大下行压力，特别是3季度以来经济显著放缓，最后两个季度GDP季调环比折年率分别录得1.2%和0.5%，增速较前两个季度有较大下滑（图49）。欧元区经济在去年避免陷入衰退主要得益于欧洲暖冬天气部分缓解了欧洲的能源短缺危机，而且天然气批发价格也在持续下降。但目前欧盟主要成员国中多数经济处于接近零增长或轻度萎缩态势，欧洲经济未能真正摆脱衰退的风险。展望2023年，欧洲能源供给仍受到俄乌冲突后续发展的影响，去年12月中旬欧盟通过了针对俄罗斯的第九轮制裁措施，包括能源领域和矿产领域等，2023年欧洲仍可能会面临能源短缺问题，通胀压力仍持续存在。随着货币政策持续收紧，欧洲的投资和消费活动仍将受到抑制，经济陷入温和衰退的风险不断上升。

图49 欧元区实际GDP，季调环比折年率，%



数据来源：Wind，毕马威分析

实体经济景气度方面，欧元区制造业PMI自去年11月开始连续3个月回升，但仍处于荣枯线以下。服务业活动恢复较多，今年1月服务业PMI较去年12月回升0.9个百分点至50.7%（图50），自2022年8月以来首次超过荣枯线。先行指标的上行或与欧洲能源价格回落和通胀放缓有关，但考虑到当前欧洲通胀仍处较高水平，未来欧央行预计将持续加息控制通胀，投资和消费活动仍会面临一定压力。

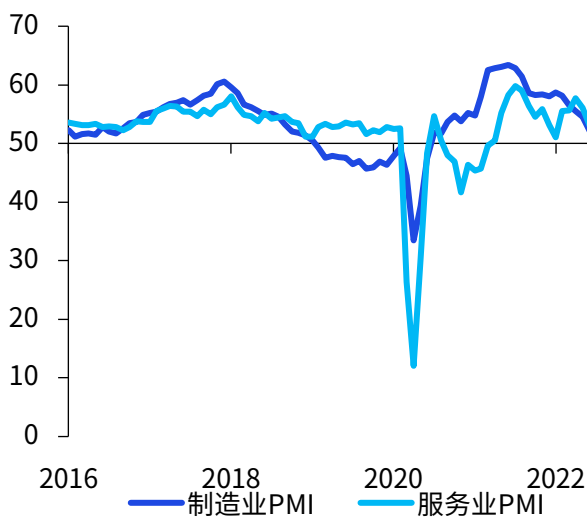
零售方面，去年四季度以来欧元区消费者信心指数降幅持续收窄，但当前仍处低位，较高的能源成本使得家庭收支压力增加，利率上升也进一步削弱了居民的消费意愿和能力，短期内消费者信心难以明显改善。

就业方面，欧元区劳动力市场颇具韧性，去年四季度连续3个月都维持在6.6%的水平，该数字低于疫情前的水平且是历史低点。就业市场的韧性会在一定程度上减轻欧央行对进一步提高政策利率的担忧。

通胀方面，欧元区CPI自去年11月开始下降，12月降至个位数9.2%，今年1月又继续下降至8.5%，其中能源价格仍然是支撑高通胀的主因。虽然在持续加息下欧元区CPI已连续3个月回落，但仍远高于欧央行设定的2%的通胀目标，而且剔除能源和食品的核心CPI连续2个月都维持在5.2%的历史高位，仍没有出现下降迹象。今年欧元区面临的通胀压力仍然较大。

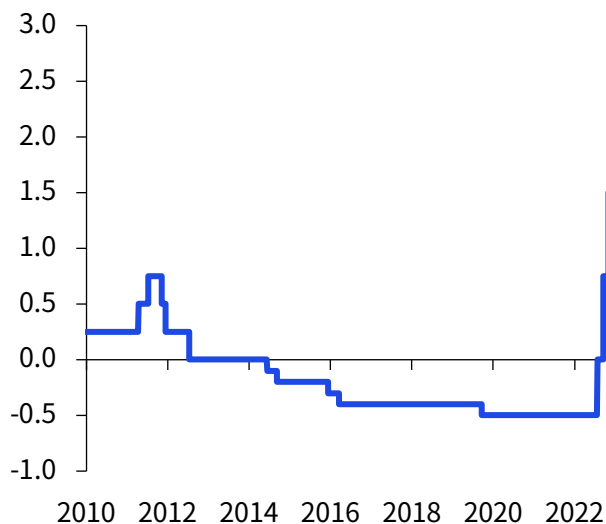
货币政策方面，欧央行表示将继续收紧融资条件来对抗通胀。自去年7月以来，欧央行已经进行五次加息，总加息幅度为300个基点，当前欧央行边际贷款利率上升为3.25%，主要再融资利率为3.0%，存款便利利率调升为2.5%（图51）。鉴于潜在的通胀压力，管理委员会拟在今年3月的下一次货币政策会议上再加息50个基点，然后再根据数据评估货币政策的后续路径。同时，欧央行还宣布将于2023年3月启动缩表。英国央行也自2021年12月以来，连续十次加息，将基准利率推升至4.0%，英央行表示未来仍有可能进一步提高利率。

图50 欧元区采购经理指数（PMI），月



数据来源：Wind，毕马威分析

图51 欧央行存款便利利率，%



数据来源：Wind，毕马威分析

# 政策分析



# 中央发布扩大内需战略规划纲要

2022年12月14日，中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》<sup>5</sup>（以下简称《纲要》）。《纲要》明确，坚定实施扩大内需战略、培育完整内需体系，是加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局的必然选择，是促进我国长远发展和长治久安的战略决策。

近年来，我国国内供给质量水平不断提升，国内市场需求持续释放，内需对强国内市场的形成、经济发展的支撑作用明显增强。根据国家统计局数据，2022年，我国社会消费品零售总额稳定在44万亿元左右，是全球第二大商品消费市场。从支出方面看，最终消费支出超过60万亿元，对GDP全年贡献率为32.8%，略高于上半年的32.1%，消费整体呈好转趋势；资本形成总额对累计GDP贡献率为50.1%，投资保持稳定增长，对经济增长的拉动作用持续增强。总的来说，2022年我国消费和投资两项内需数据合计对经济增长的贡献达到82.9%，比上年提高了3.8%。内需依然是我国经济增长的核心动力。

坚定实施扩大内需战略意义重大。12月15日至16日，中央经济工作会议在北京举行。会议五次提到了“内需”，在谈及2023年要抓好的五个方面重点工作时，会议将“着力扩大国内需求”摆在首位，提出“要把恢复和扩大消费摆在优先位置，要更好统筹供给侧结构性改革和扩大内需，通过高质量供给创造有效需求，支持以多种方式和渠道扩大内需”。《纲要》亦明确，实施扩大内需战略是满足人民对美好生活向往的现实需要；是充分发挥超大规模市场优势的主动选择；是应对国际环境深刻变化的必然要求；是更高效率促进经济循环的关键支撑。

《纲要》指出，展望未来一段时期，我国这一全球最有潜力的消费市场还将不断成长壮大。与此同时，我国扩大内需仍面临不少制约。如劳动力、土地、环境等要素趋紧制约投资增长，创新能力不能完全适应高质量发展要求，群众个性化、多样化消费需求难以得到有效满足；城乡区域发展和收入分配差距较大，民生保障存在短板，财政金融等领域风险隐患不容忽视，制约内需潜力释放的体制机制堵点仍然较多；国际竞争日趋激烈，把我国打造成国际高端要素资源的“引力场”任重道远。

针对上述情况，《纲要》按照生产、分配、流通、消费、投资再生产的扩大内需全链条，从全面促进消费、优化投资结构、推动城乡区域协调发展、提高供给质量、健全现代市场和流通体系、深化改革开放、扎实推动共同富裕、提升安全保障能力等八个方面对培育完整的内需体系作出部署。

5 中共中央 国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》，国务院，[http://www.gov.cn/zhengce/2022-12/14/content\\_5732067.htm](http://www.gov.cn/zhengce/2022-12/14/content_5732067.htm)

## ➤ 全面促进消费，加快消费提质升级

消费是经济增长的持久动力。《纲要》提出，要持续提升传统消费，提高吃穿等基本消费品质，释放出行消费潜力，促进居住消费健康发展，更好满足中高端消费品消费需求；要积极发展服务消费，扩大文化和旅游消费，增加养老育幼服务消费，提供多层次医疗健康服务，提升教育服务质量，促进群众体育消费，推动家政服务提质扩容，提高社区公共服务水平；要加快培育新型消费，支持线上线下商品消费融合发展，培育“互联网+社会服务”新模式，促进共享经济等消费新业态发展，发展新个体经济；要大力倡导绿色低碳消费，积极发展绿色低碳消费市场，倡导节约集约的绿色生活方式。

## ➤ 优化投资结构，拓展投资空间

《纲要》提出，要聚焦关键领域和薄弱环节，努力增加制造业投资，加大重点领域补短板力度，系统布局新型基础设施，着力提高投资效率，促进投资规模合理增长、结构不断优化，增强投资增长后劲。要加大制造业投资支持力度；要持续推进重点领域补短板投资，加快交通基础设施建设，加强能源基础设施建设，加快水利基础设施建设，完善物流基础设施网络，加大生态环保设施建设力度，完善社会民生基础设施；要系统布局新型基础设施，加快建设信息基础设施，全面发展融合基础设施，前瞻布局创新基础设施。

## ➤ 推动城乡区域协调发展，释放内需潜能

推动城乡区域协调发展是释放内需潜能、促进产业升级的重要举措。《纲要》提出，要推进以人为核心的新型城镇化，推进农业转移人口市民化，培育城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，推进城市设施规划建设和城市更新；要积极推动农村现代化，实施乡村建设行动，完善乡村市场体系，丰富乡村经济形态，健全城乡融合发展体制机制；要优化区域经济布局，依托区域重大战略打造内需新增长极，推动区域协调发展完善内需增长空间格局。

### ➤ 提高供给质量，带动需求更好实现

《纲要》提出，要面向需求结构变化和供给革命，顺应新一轮科技革命和产业变革趋势，推动供需在更高水平上实现良性循环；要加快发展新产业新产品，实现科技高水平自立自强，壮大战略性新兴产业，加强创新产品应用，加快推动数字产业化和产业数字化，激发人才创新活力；要积极促进传统产业改造提升，大力发展现代农业，推进制造业高端化、智能化、绿色化，优化区域产业产能布局，持续推动生产性服务业向高端延伸；要着力加强标准质量品牌建设，健全产品和服务标准体系，持续提高产品和服务质量，深入实施商标品牌战略。

### ➤ 健全现代市场和流通体系，促进产需有机衔接

《纲要》提出，要推动形成全国统一大市场，加快健全市场体系基础制度，建设现代流通体系，优化生产要素配置，有效提高市场运行和流通效率，促进生产与需求紧密结合。要提升要素市场化配置水平，推进劳动力要素有序流动，推动经营性土地要素市场化配置，完善知识、技术、数据要素配置机制；要加快建立公平统一市场，完善公平竞争的市场秩序，加快构建全国统一大市场；要建设现代流通体系，优化现代商贸体系，发展现代物流体系。

### ➤ 深化改革开放，增强内需发展动力

《纲要》提出，要用足用好改革这个关键一招，实行更高水平开放，为深挖国内需求潜力、拓展扩大最终需求提供强大动力。要完善促进消费的体制机制，持续释放服务消费潜力，加强消费者权益保护；要推进投融资体制改革，加大对民间投资支持和引导力度，持续完善投资管理模式，健全投资项目融资机制；要优化营商环境激发市场活力，深化“放管服”改革，健全现代产权制度，完善社会信用体系；要发挥对外开放对内需的促进作用，高质量共建“一带一路”，持续提升利用外资水平，打造高水平、宽尺度、深层次的开放高地，稳步推进多双边贸易合作，扩大重要商品和服务进口。

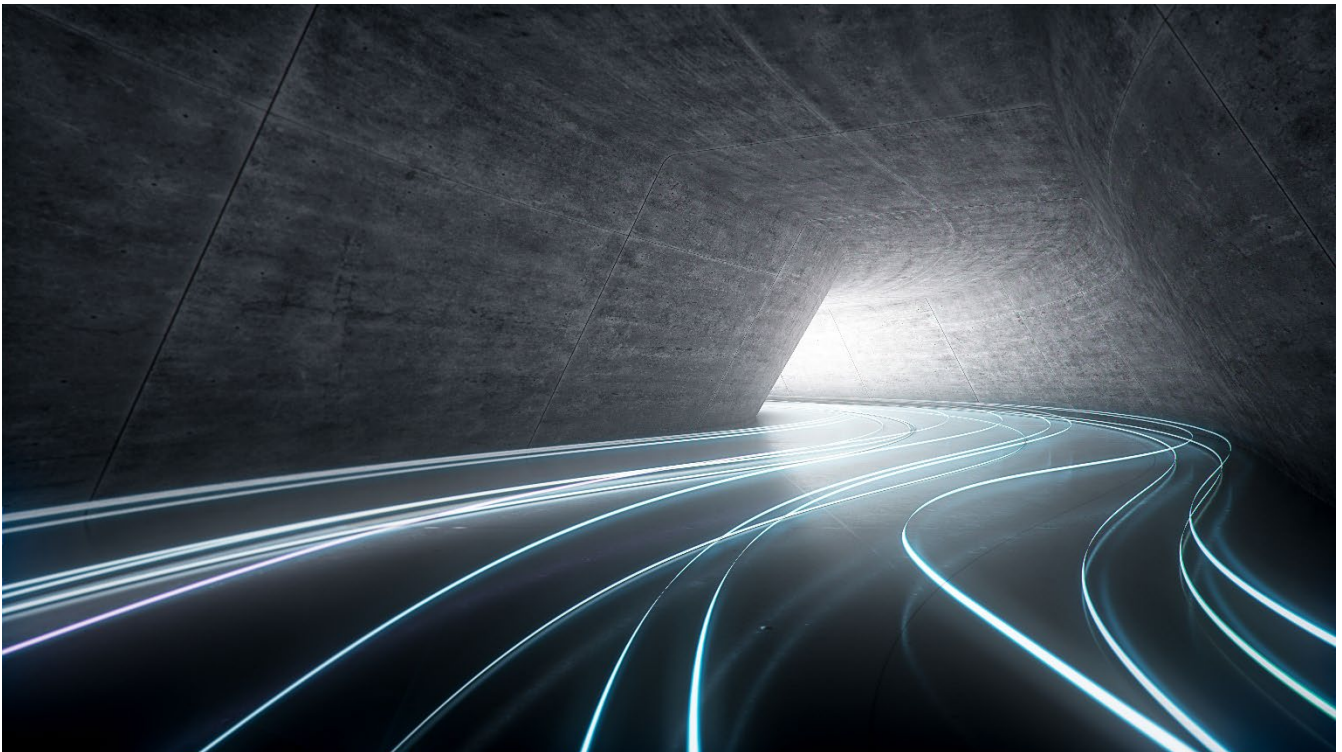
### ➤ 扎实推动共同富裕，厚植内需发展潜力

共同富裕是社会主义的本质要求，是中国式现代化的重要特征。《纲要》提出，要持续优化初次分配格局，提升就业质量增加劳动者劳动收入，提高劳动报酬在初次分配中的比重，健全各类生产要素参与分配机制，扩大中等收入群体规模；要逐步健全再分配机制，加大财税制度对收入分配的调节力度，健全社会保障制度；要重视发挥第三次分配作用，发展慈善事业，健全志愿服务体系。

## ► 提升安全保障能力，夯实内需发展基础

《纲要》提出，把安全发展贯穿扩大内需工作各领域和全过程，着力提升粮食、能源和战略性矿产资源等领域供应保障能力，不断提高应对突发应急事件能力。要保障粮食安全，推进粮食稳产增产，健全粮食产购储加销体系，加强种子安全保障；要强化能源资源安全保障，增强国内生产供应能力；要增强产业链供应链安全保障能力，推进制造业补链强链，保障事关国计民生的基础产业安全稳定运行；要推动应急管理能力建设，增强重特大突发事件应急能力，加强应急救援力量建设，推进灾害事故防控能力建设。

为深入贯彻落实《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》和《纲要》，12月15日，国家发展改革委印发《“十四五”扩大内需战略实施方案》<sup>6</sup>（以下简称《实施方案》）。《实施方案》针对制约扩大内需的主要因素、对标《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》提出的八个方面重点任务，针对“十四五”时期能够落实或取得明显进展的工作，进一步细化实化了相关政策举措。一系列政策的出台，有望进一步激发我国内需的潜力，从而发挥内需的拉动作用，推动我国社会经济进一步平稳健康可持续发展，为加快构建我国新发展格局提供有力支撑。



6 国家发展改革委印发《“十四五”扩大内需战略实施方案》，国家发展改革委，[https://www.ndrc.gov.cn/xxgk/zcfb/tz/202212/t20221215\\_1343551.html?code=&state=123](https://www.ndrc.gov.cn/xxgk/zcfb/tz/202212/t20221215_1343551.html?code=&state=123)



# 我国进一步扩大鼓励外商投资范围

2022年10月26日，国家发展改革委、商务部联合发布了《鼓励外商投资产业目录（2022年版）》<sup>7</sup>（以下简称《鼓励目录》），进一步鼓励外资投向先进制造业、生产性服务业及中西部和东北地区的优势产业。

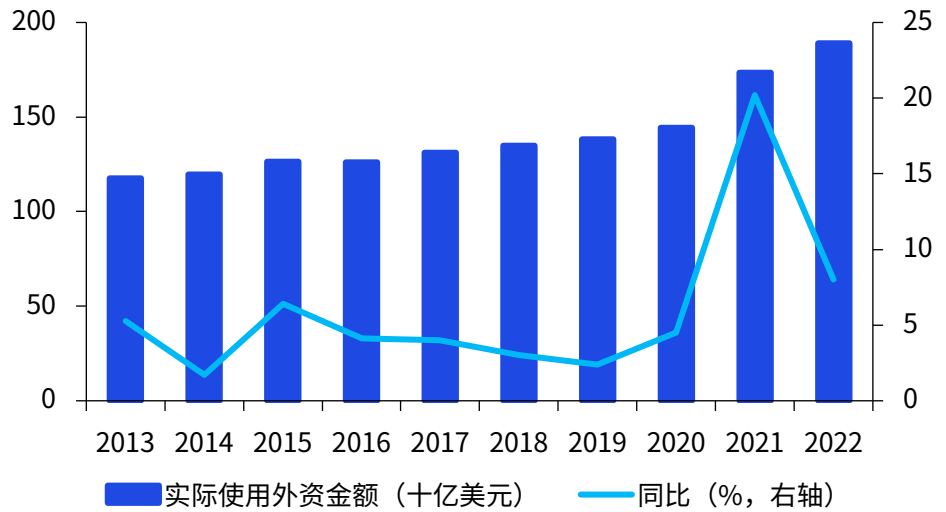
《鼓励目录》源自于《外商投资产业指导目录》项下的鼓励类外商投资产业目录。1995年，我国发布首部《外商投资产业指导目录》（以下简称《指导目录》），将外商投资产业分为鼓励类、限制类、禁止类和允许类四类。《指导目录》历经了7次修订，最后一版修订于2017年，为配合外商投资备案管理制的实施，《指导目录》将外商投资产业分类修改为鼓励类和负面清单类。2018年，发改委和商务部发布《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2018年版）》，将《指导目录》中的负面清单类废止；2019年，我国出台《外商投资法》，决定将《指导目录》下的鼓励类以及《中西部地区外商投资优势产业目录》合并修订为《鼓励目录》予以发布。目前《鼓励目录》已发布三版（2019年、2020年、2022年）。

我国一直高度重视吸引外资，党和中央对不断修订扩大鼓励外商投资产业目录。2021年11月，习近平总书记在第四届中国国际进口博览会开幕式上表示，中国将修订扩大鼓励外商投资产业目录，引导更多外资投向先进制造业、现代服务业、高新技术、节能环保等领域，投向中西部和东北地区；2022年3月，李克强总理在政府工作报告中指出，将扩大鼓励外商投资范围，支持外资加大中高端制造、研发、现代服务等领域和中西部、东北地区投资；5月，国务院发布《扎实稳住经济一揽子政策措施》的通知，提出加快修订《鼓励外商投资产业目录》，引导外资更多投向先进制造、科技创新等领域以及中西部和东北地区。

在一系列鼓励外商投资政策的积极作用下，2022年我国实际使用外资金额达1.23万亿元人民币，按可比口径同比增长6.3%（折合1891.3亿美元，增长8%），实际使用外资稳定增长，我国作为全球主要外资流入目的地的地位持续巩固。

<sup>7</sup> 国家发展改革委关于发布《鼓励外商投资产业目录（2022年版）》的令2022年第52号，国家发展改革委，[https://www.ndrc.gov.cn/xxgk/zcfb/fzggwl/202210/t20221028\\_1339662.html?code=&state=123](https://www.ndrc.gov.cn/xxgk/zcfb/fzggwl/202210/t20221028_1339662.html?code=&state=123)

图52 我国实际使用外资情况



资料来源：Wind，毕马威分析

修订后的《鼓励目录》总条目为1474条，与2020年版相比净增加239条，增幅达19.4%。值得注意的是，中西部地区外商投资优势产业目录较上一个版本条目数新增了200条，增幅达26.5%，目前共有955条，利用不同区域优势实施针对性鼓励外商投资政策的态度明显。《鼓励目录》的主要变化包括以下三点：

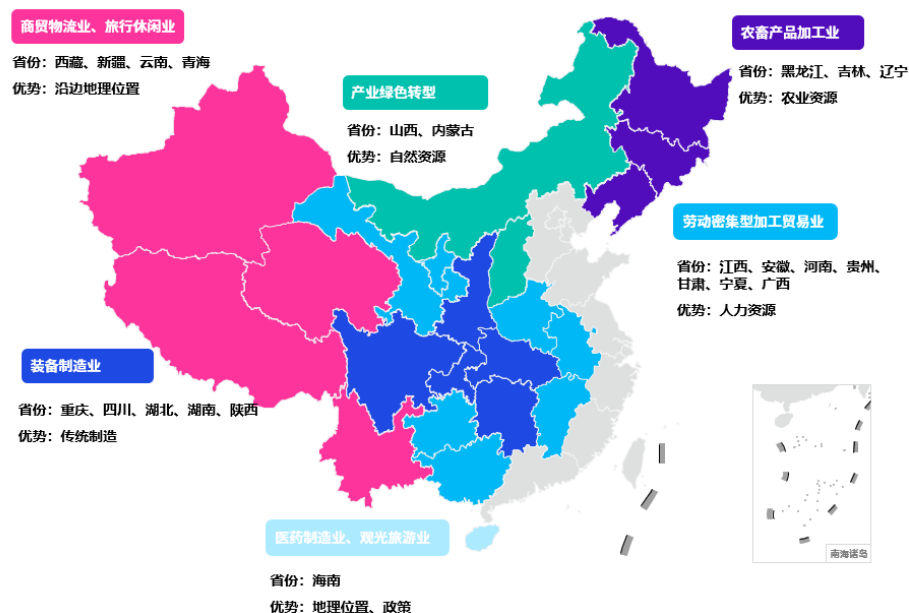
一是全国目录继续将制造业作为鼓励外商投资的重点方向，提升产业链供应链水平。终端产品领域，新增或修改航空地面设备、辉光放电质谱仪、透射电子显微镜、工业节水相关装备等条目。零部件领域，新增或修改盾构机轴承、自动驾驶相关关键零部件、高性能轻金属等条目。原材料领域，新增或修改高纯电子化学品、高性能涂料、有机高分子材料等条目。

针对制造业，10月25日，国家发展改革委联合多部门印发《关于以制造业为重点促进外资扩增量稳存量提质量的若干政策措施》，进一步加大制造业引资力度，重点鼓励外商投资高端装备、基础元器件、关键零部件、研发设计、现代物流新能源、绿色低碳关键技术创新和示范应用等领域，推动利用外资高质量发展。

二是全国目录将促进服务业和制造业融合发展作为修订重点。技术服务领域，新增低碳环保绿色节能节水的先进系统集成技术及服务，环境友好型技术开发应用，海上风电装备和海洋新能源装备设计研发等条目。商务服务领域，新增或修改退役风电叶片及废弃光伏组件回收处理，传统能源清洁运营、工程施工与技术服务，语言服务等条目。

三是结合各地劳动力、特色资源等比较优势扩大中西部目录鼓励范围。发挥人力资源优势，在江西、安徽、河南、贵州、甘肃、宁夏、广西等省区新增劳动密集型加工贸易相关产业条目。发挥传统制造优势，在重庆、四川、湖北、湖南、陕西等省市新增装备制造等条目。立足农业资源优势，在黑龙江、吉林、辽宁等省新增农畜产品加工等条目。提升沿边外向型经济发展水平，在西藏、新疆、云南等省区新增商贸物流、旅游休闲等条目。推动资源型地区绿色转型，在山西、内蒙古等省区新增相关条目。

图53 《鼓励外商投资产业目录（2022年版）》中西部地区部分调整条目



资料来源：毕马威分析

《鼓励目录》是我国外商投资促进重要政策文件，对高质量吸引外资、引导外资产业投资、优化外资区域布局发挥了重要作用。根据国家发展改革委有关负责人表示，当前外资鼓励类项目享受的支持政策主要包括：一是对于鼓励类外商投资项目，在投资总额内进口自用设备，除《进口不予免税的重大技术装备和产品目录》《外商投资项目不予免税的进口商品目录》外，实行免征关税政策；二是对于符合条件的西部地区和海南省鼓励类产业的外商投资企业，减按15%征收企业所得税；三是对于集约用地的鼓励类外商投资工业项目优先供应土地，在确定土地出让底价时可按不低于所在地土地等别相对应全国工业用地出让最低价标准的70%执行<sup>8</sup>。

随着我国踏上以中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴的新时代、新征程，实施更高水平更加精准的鼓励外商投资政策将进一步促进我国高水平对外开放，同时对助力我国产业转型升级、促进区域协调发展，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局具有重要意义。

8 国家发展改革委有关负责人就2022年版鼓励外商投资产业目录答记者问，国家发展改革委，[https://www.ndrc.gov.cn/xxgk/jd/202210/t20221028\\_1339631.html?code=&state=123](https://www.ndrc.gov.cn/xxgk/jd/202210/t20221028_1339631.html?code=&state=123)

# 个人养老金制度正式启动

2022年10月26日，人力资源社会保障部、财政部、国家税务总局、银保监会、证监会联合发布《个人养老金实施办法》<sup>9</sup>（以下简称《实施办法》），对个人养老金参加流程、资金账户管理、机构与产品管理、信息披露、监督管理等方面做出具体规定，意味着个人养老金制度进入实质性落地阶段。25日，个人养老金制度正式启动，北京、上海、广州、西安、成都等36个城市和地区成为“先行者”。

早在2022年4月，国务院办公厅印发《关于推动个人养老金发展的意见》，标志着我国个人养老金制度的建立。随着制度设计日益完善，2022年下半年，我国密集出台多个配套措施。

表1 2022年我国相关部门出台的个人养老金政策

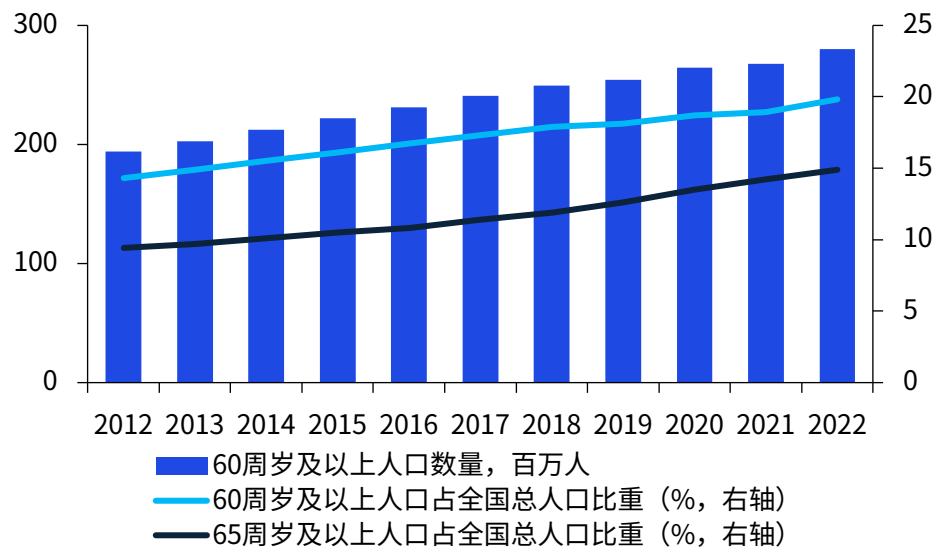
序号	发布日期	发文机关	法规名称	摘要
1	2022.04.08	国务院办公厅	关于推动个人养老金发展的意见	明确在中国境内参加城镇职工基本养老保险或者城乡居民基本养老保险的劳动者，可以参加个人养老金制度。
2	2022.10.26	人社部,财政部,国家税务总局,银保监会,证监会	关于印发《个人养老金实施办法》的通知	对个人养老金参加流程、资金账户管理、监督管理等内容具体规定。
3	2022.11.03	财政部,国家税务总局	关于个人养老金有关个人所得税政策的公告	明确个人养老金实施递延纳税优惠政策。
4	2022.11.04	证监会	个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定	明确基金管理人、基金销售机构开展个人养老金投资基金业务的总体原则和基本要求。
5	2022.11.17	银保监会	中国银保监会关于印发《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法》的通知	明确商业银行、理财公司个人养老金业务的范围和产品类型，并提出相关要求。
6	2022.11.17	人社部,财政部,国家税务总局	人力资源社会保障部办公厅 财政部办公厅 国家税务总局办公厅关于公布个人养老金先行城市（地区）的通知	包括北京、上海、广州、西安、成都等36个先行城市或地区入选个人养老金先行城市。
7	2022.11.21	银保监会	中国银保监会关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知	明确保险公司开展个人养老金业务资质条件。

资料来源：威科先行，毕马威分析

9 人力资源社会保障部 财政部 国家税务总局 银保监会 证监会关于印发《个人养老金实施办法》的通知，人力资源社会保障部，[http://www.mohrss.gov.cn/xxgk2020/fdzdgknr/zcfg/gfxwj/shbx/202211/t20221104\\_489354.html](http://www.mohrss.gov.cn/xxgk2020/fdzdgknr/zcfg/gfxwj/shbx/202211/t20221104_489354.html)

个人养老金是指政府政策支持、个人自愿参加、市场化运营、实现养老保险补充功能的制度，是我国社会保障体系建设顶层设计中的一个重要制度安排，是应对人口老龄化的重要举措。当前，人口老龄化已成为今后一段时期我国的基本国情。根据Wind数据，截至2022年末，我国60周岁及以上老年人口28004万人，占总人口的19.8%；全国65周岁及以上老年人口20978万人，占总人口的14.9%，60周岁以上老年人口占比以及65周岁以上人口占比较2012年均提高5.5%。人口老龄化的程度进一步加深，将进一步加重养老保险负担，为经济社会的可持续发展带来新挑战。

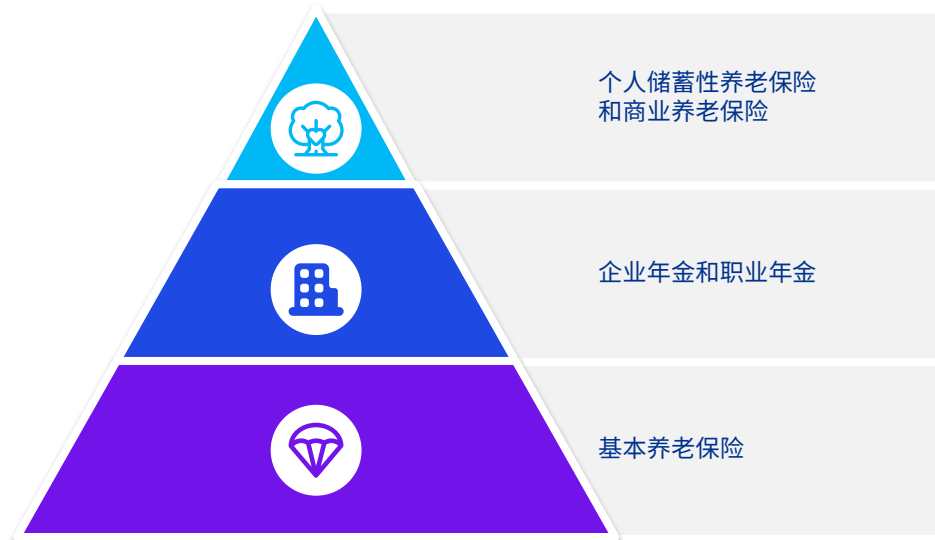
图54 我国老龄化程度示意图



资料来源：Wind，国家卫健委，毕马威分析

党的二十大报告提出，要健全社会保障体系，完善基本养老保险全国统筹制度，发展多层次、多支柱养老保险体系。个人养老金制度是多层次、多支柱养老保险体系的重要组成部分。根据人社部有关负责人介绍，具体而言，即要努力构建以基本养老保险为基础、以企业年金和职业年金为补充、与个人储蓄性养老保险和商业养老保险相衔接的“三支柱”养老保险体系<sup>10</sup>。

图55 “三支柱”养老保险体系示意图



资料来源：毕马威分析

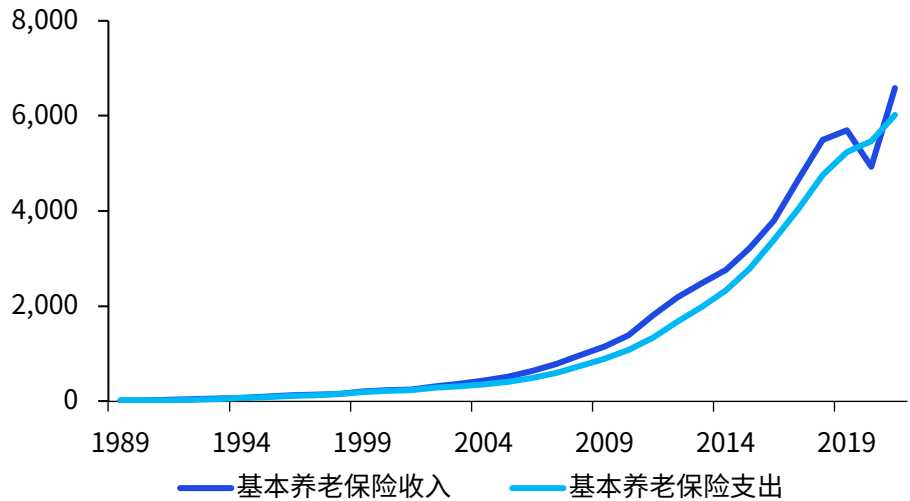
第一支柱为基本养老保险，是主体部分，包括城镇职工基本养老保险和城乡居民基本养老保险。第一支柱立足于保基本，采取社会统筹与个人账户相结合的模式，体现社会共济，已具备相对完备的制度体系。截至2021年底，参加基本养老保险的人数已超过10.5亿人<sup>11</sup>，累计结存超过6万亿元<sup>12</sup>；据统计，2021年基本养老保险基金年度收支合计达到12.6万亿元，基金运行总体平稳，待遇按时足额发放。

10 政府政策支持、个人自愿参加、市场化运营的补充养老保险——个人养老金制度正式实施，人民日报，[http://www.gov.cn/zhengce/2022-11/07/content\\_5725060.htm](http://www.gov.cn/zhengce/2022-11/07/content_5725060.htm)

11 人力资源和社会保障部举行2022年四季度新闻发布会，国新办，<http://www.scio.gov.cn/xwfbh/gbwxwfbh/xwfbh/rlzyhshbzb/Document/1735649/1735649.htm>

12 政府政策支持、个人自愿参加、市场化运营的补充养老保险——个人养老金制度正式实施，人民日报，[http://www.gov.cn/zhengce/2022-11/07/content\\_5725060.htm](http://www.gov.cn/zhengce/2022-11/07/content_5725060.htm)

图56 1989年至2021年我国基本养老保险基金年度收支规模，十亿元



资料来源：Wind，毕马威分析

第二支柱为企业年金、职业年金，由用人单位及其职工建立，主要发挥补充作用，已有良好的发展基础。截至2021年底，参加企业（职业）年金的职工7200多万人，积累基金近4.5万亿元，补充养老作用初步显现<sup>13</sup>。

第三支柱为个人养老金和其他个人商业养老金融业务，是第三支柱的重要组成部分。二者互相补充、相互促进。个人养老金制度的推进实施，是规范发展第三支柱养老保险的重要举措，是满足人民群众多层次多样化养老保险需求的必然要求，也是促进社会保障事业高质量发展、可持续发展的关键步骤。

《实施办法》规定，在中国境内参加城镇职工或者城乡居民基本养老保险的劳动者，均可参加个人养老金。同时明确，参加人每年缴纳个人养老金额度上限为12000元，可以按月、分次或者按年度缴纳，缴费额度按自然年度累计，次年重新计算。缴费额度上限将根据经济社会发展水平、多层次养老保险体系发展情况等因素进行适时调整。

《实施办法》明确，个人养老金资金账户里的资金，可以自主选择购买符合规定的理财产品、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等个人养老金产品。根据证监会及银保监会的公开信息，目前首批开办个人养老金业务的金融机构包括23家银行（其中包括6家国有大型商业银行、12家股份制银行、5家城市商业银行）、11家理财公司、14家证券公司、7家独立基金销售机构和6家保险公司等，涉及个人养老金产品共计136款。

13 政府政策支持、个人自愿参加、市场化运营的补充养老保险——个人养老金制度正式实施，人民日报，[http://www.gov.cn/zhengce/2022-11/07/content\\_5725060.htm](http://www.gov.cn/zhengce/2022-11/07/content_5725060.htm)

为了进一步推动个人养老金规模增长，9月的国务院常务会议决定，对政策支持、商业化运营的个人养老金实行个人所得税优惠。对缴费者按每年12000元的限额予以税前扣除，投资收益暂不征税，领取收入的实际税负由7.5%降为3%。11月，为了进一步明确个人养老金税收计算方式、平台管理等具体事宜，财政部、国家税务总局发布《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》，有望进一步促进居民参与个人养老金的积极性的提升。





# 我国部署构建数据基础制度

2022年12月19日，中共中央、国务院出台《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》<sup>14</sup>（以下简称《数据二十条》），就如何建立和健全关于数据要素基础制度体系提出了全面、系统的意见，为未来构建适应我国国情的数据交易市场体系提供了基本遵循和行动指南。

2019年，党的十九届四中全会发布的《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》首次将数据列为生产要素。2020年，中共中央、国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，数据被列为继土地、劳动力、资本、技术后的“第五大生产要素”。作为新型生产要素，数据是数字化、网络化、智能化的基础，已快速融入生产、分配、流通、消费和社会服务管理等各环节，深刻改变着生产方式、生活方式和社会治理方式。

图57 关键生产要素演变



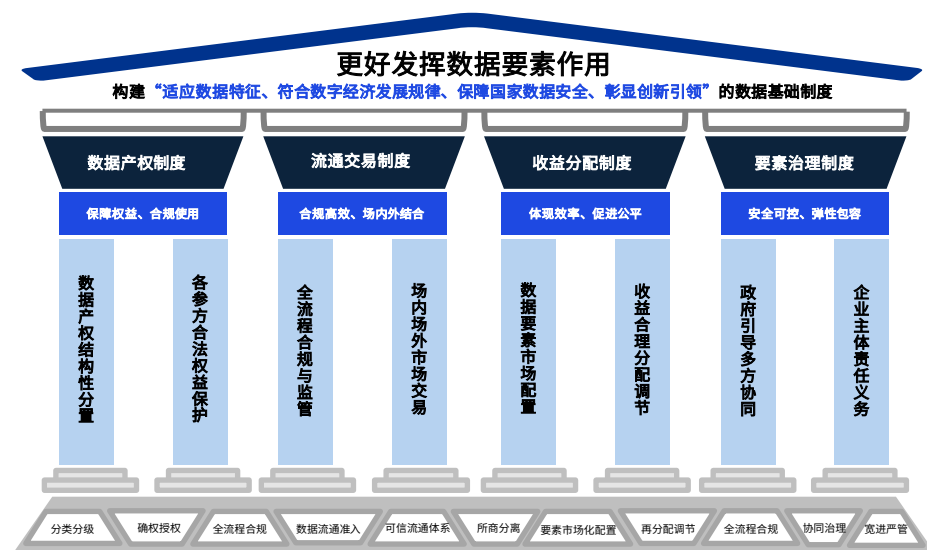
数据来源：毕马威分析

14 中共中央、国务院关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见，国务院，[http://www.gov.cn/zhengce/2022-12/19/content\\_5732695.htm](http://www.gov.cn/zhengce/2022-12/19/content_5732695.htm)

根据中国网络空间研究院、中国信息通信研究院发布《国家数据资源调查报告（2021）》显示，2021年我国数据资源产量达到6.6ZB<sup>15</sup>，同比增加29.4%，占全球数据总产量的9.9%，仅次于美国（16ZB），位列全球第二。全国数据资源总存储量达到598.4EB<sup>16</sup>，同比增长27.4%，占全球数据总存量的14.1%，数据资源总量庞大<sup>17</sup>。

为了有效破除阻碍数据要素供给、流通、使用的体制机制障碍，深入推进我国数字化发展和推动我国数据要素市场化配置改革，《数据二十条》提出要把握一条主线，即坚持促进数据合规高效流通使用、赋能实体经济，以充分实现数据要素价值、促进全体人民共享数字经济发展红利为目标。《数据二十条》明确，构建数据基础制度体系，关键在于构建“四个制度”。

图58 中国数据基础制度的“四梁八柱”<sup>18</sup>



资料来源：毕马威分析

数据产权制度方面，《数据二十条》提出要探索数据产权结构性分置制度，即建立数据资源所有权、数据加工使用权、数据产品经营权等分置的产权运行机制；要推进数据分类分级确权授权使用和市场化流通交易，健全数据要素权益保护制度，逐步形成具有中国特色的数据产权制度体系。此外，《数据二十条》进一步阐述了公共数据、企业数据、个人信息数据的数据财产权的具体形态，明确要推进数据分类分级确权授权机制。要推进公共数据授权使用、加强企业数据供给激励、探索个人数据受托机制。在充分保障数据活动各参与方的正当权益的同时，调动各方当事人的参与积极性、激活数据要素价值创造，培育、壮大健康有序的数据要素市场。

15 ZB (Zettabytes)，泽字节，计算机存储容量单位，1ZB=2<sup>70</sup>B

16 EB (Exabyte)，艾字节，计算机存储容量单位，1EB=2<sup>60</sup>B

17 完善数据资产新蓝图释放数据要素新价值，国家发展改革委，

[https://www.ndrc.gov.cn/xxgk/jd/jd/202212/t20221219\\_1343661.html?code=&state=123](https://www.ndrc.gov.cn/xxgk/jd/jd/202212/t20221219_1343661.html?code=&state=123)

18 毕马威“数据二十条”解读分析及金融机构应对之道-上篇，毕马威中国，

[https://mp.weixin.qq.com/s/af9De3K0bHN4TCJs\\_8RMaA](https://mp.weixin.qq.com/s/af9De3K0bHN4TCJs_8RMaA)

图59 “数据三权”递进关系图<sup>19</sup>



资料来源：毕马威分析

数据要素流通和交易制度方面，《数据二十条》提出要完善和规范数据流通规则，建立数据来源可确认、使用范围可界定、流通过程可追溯、安全风险可防范的数据可信流通体系。当前，我国数据交易格局逐渐明晰，数据交易市场集聚效应逐渐显现。据不完全统计，全国新建数据交易机构80多家，其中省级以上政府提出推进建设数据交易场所的近30家，全国共有大数据企业6万余家，专业数据人才30余万人，我国数据交易市场呈现交易规模持续扩大、交易类型日益丰富、交易环境不断优化的发展特点<sup>20</sup>。一方面，《数据二十条》提出要培育多类型多层次的数据交易场所，为潜在数据交易需求方提供便捷的信息发布、交易撮合和技术支持等基础服务；另一方面，《数据二十条》强调数据流通服务生态建设，要求加强数据服务商在信息发布、合规认证、资产评估、数据托管等方面的制度建设，规范我国正在兴起的数据经纪人和数据经济业务，促进数据要素的高效、有序流通。与此同时，《数据二十条》亦强调了国家顶层设计和统筹布局，明确通过出台数据交易所管理办法，搭建区域性和国家性的数据交易所互联互通平台，构建规范、高效、有序的数据交易市场体系。

19 毕马威“数据二十条”解读分析及金融机构应对之道-上篇，毕马威中国，

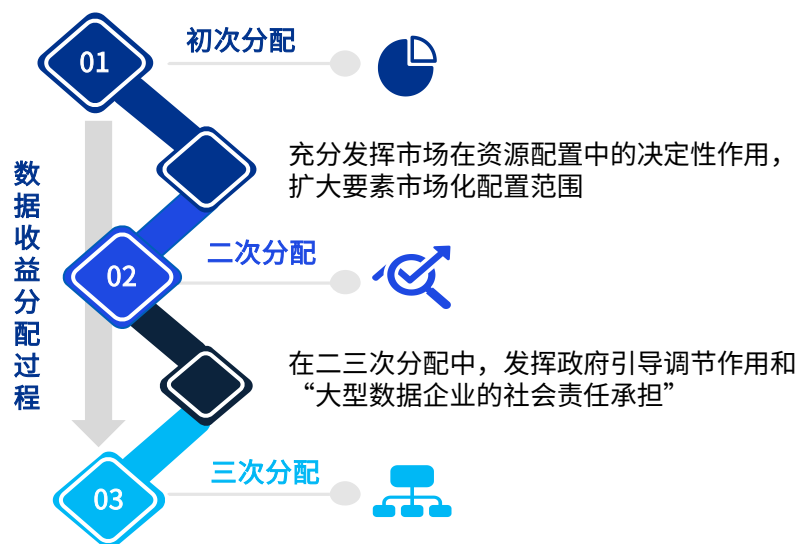
[https://mp.weixin.qq.com/s/af9De3K0bHN4TCJs\\_8RMaA](https://mp.weixin.qq.com/s/af9De3K0bHN4TCJs_8RMaA)

20 加快构建数据基础制度，助推数字经济和数字文明建设，国家发展改革委，

[https://www.ndrc.gov.cn/xxgk/jd/jd/202212/t20221219\\_1343657.html?code=&state=123](https://www.ndrc.gov.cn/xxgk/jd/jd/202212/t20221219_1343657.html?code=&state=123)

数据要素收益分配制度方面，《数据二十条》坚持在市场化资源配置机制的指导下，按照“谁投入、谁贡献、谁受益”的原则依法依规保护各参与方的投入产出收益，确保在开发挖掘数据要素价值各环节的投入有相应回报，强化基于数据价值创造和价值实现的激励导向。同时，要确立按贡献决定报酬的分配机制，符合每个人得其所应得的公平原则的基本要义，同时具有维护各方当事人合理利益预期、鼓励各方当事人积极参与数据要素的生产和流通、激活数据要素价值的重要作用。值得注意的是，也特别强调数据分配的区域公平性与群体公平性。《数据二十条》提出要通过发挥政府的引导调节作用，充分利用数据生产要素超越地理空间限制的能力，消除不同地区、不同人群间的数字鸿沟；企业方面，《数据二十条》提出要推动在数字经济活动中处于优势地位的大型数据企业承担社会责任，防止数据垄断和数据孤岛现象，帮扶中小微企业提升数字化生产能力。对于公共数据资源，要探索建立公共数据资源分类分级管理和可持续开放机制，允许和鼓励各类企业依法依托公共数据资源开发提供公益服务。

图60 数据要素收益分配过程<sup>21</sup>

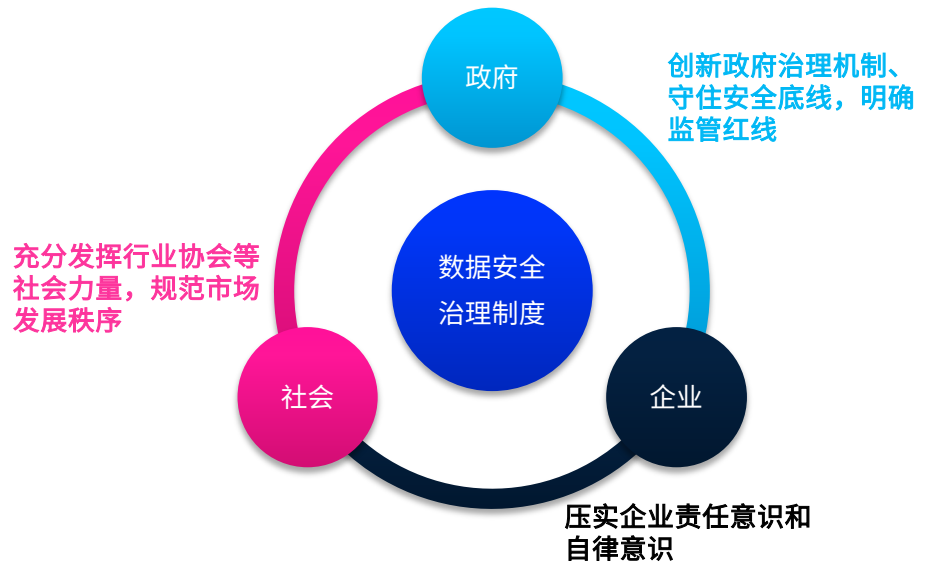


资料来源：毕马威分析

数据要素治理制度方面，《数据二十条》提出要建立安全可控、弹性包容的数据要素治理制度，构建政府、企业、社会多方协同的治理模式，形成有效市场和有为政府相结合的数据要素治理格局。政府层面，《数据二十条》强调建立安全可控、弹性包容的多元协同共治的数据要素治理体系；充分发挥政府的引导和规范作用，强化各参与方在数据要素生产、使用和流通环节中的责任和义务，通过系统完备的制度建设促进数据市场的健康有序发展；企业层面，《数据二十条》要求牢固树立企业数据治理责任意识，防止资本与数据要素结合而产生的无序扩张和市场垄断问题，强化大型数字平台的数据安全意识和社会责任；社会层面，《数据二十条》鼓励行业协会等社会力量积极参与数据要素市场建设，建立数据要素市场信用体系，推动各部门各行业完善元数据管理、数据脱敏、数据质量、价值评估等标准体系。

21 毕马威“数据二十条”解读分析及金融机构应对之道- 上篇，毕马威中国，  
[https://mp.weixin.qq.com/s/af9De3K0bHN4TCJs\\_8RMaA](https://mp.weixin.qq.com/s/af9De3K0bHN4TCJs_8RMaA)

图61 数据安全治理制度



资料来源：毕马威分析

近年来，我国陆续修改和出台了《中华人民共和国国家安全法》、《中华人民共和国网络安全法》、《中华人民共和国数据安全法》、《中华人民共和国个人信息保护法》等多部法律法规以及配套的行政法规和部门规章，基本形成了较为完备的数据安全法律体系。《数据二十条》的出台，初步搭建我国的数据基础制度体系，为逐步形成具有中国特色的数据产权制度体系提供了方向指引，将推动我国数据产业新发展格局的构建，促进数据产业高质量发展，大力推进数字中国建设。

# 探索建立具有中国特色的估值体系

2022年11月21日，证监会主席易会满在2022金融街论坛年会上发表主题演讲（以下简称“讲话”）<sup>22</sup>，阐述了中国特色现代资本市场的建设路径，并提出要把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。

易会满主席指出，从全球金融史来看，不同国家和地区的金融发展道路、发展模式总是与特定的经济体制、发展阶段和社会环境相适应的。我国资本市场是在建立健全社会主义市场经济体制的过程中发展壮大起来的。当前，世界正经历百年未有之大变局，我国经济发展的内外部环境正在发生深刻变化，既有错综复杂国际环境带来的新矛盾新挑战，也有我国社会主要矛盾变化带来的新特征新要求。在这样的背景下，探索建设具有中国特色的现代资本市场发展道路变得愈发重要。

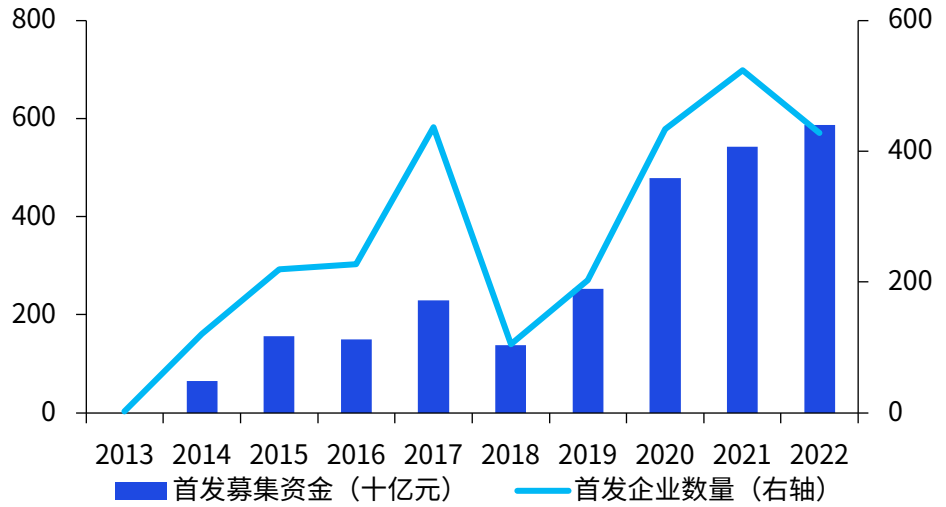
2022年8月，易会满主席在《求是》杂志中发表文章《努力建设中国特色现代资本市场》，首次提出“中国特色现代资本市场”的概念，文章也同时明确指出现代资本市场具有服务经济高质量发展的重要功能。此次讲话再次提及“中国特色现代资本市场”，进一步强化了我国建设中国特色现代资本市场的决心，同时也进一步明确了中国特色现代资本市场的发展方向。

我国不断加强打造规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。经过多年努力，在注册制政策的推动下，我国A股上市公司数量于2022年突破5000家。根据Wind数据，2022年A股市场通过首次公开发行股票（IPO）、增发、配股、可转债等方式融资1.68万亿元，与2021年相比下降7.1%。其中，有428家公司进行IPO，融资额达5868.85亿元，较2021年上升8.2%，IPO年内融资规模实现历史新高，占全球IPO募资总额的近一半，位居全球股市之首。

---

22 易会满主席在2022金融街论坛年会上的主题演讲，证监会，  
<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c106311/c6609543/content.shtml>

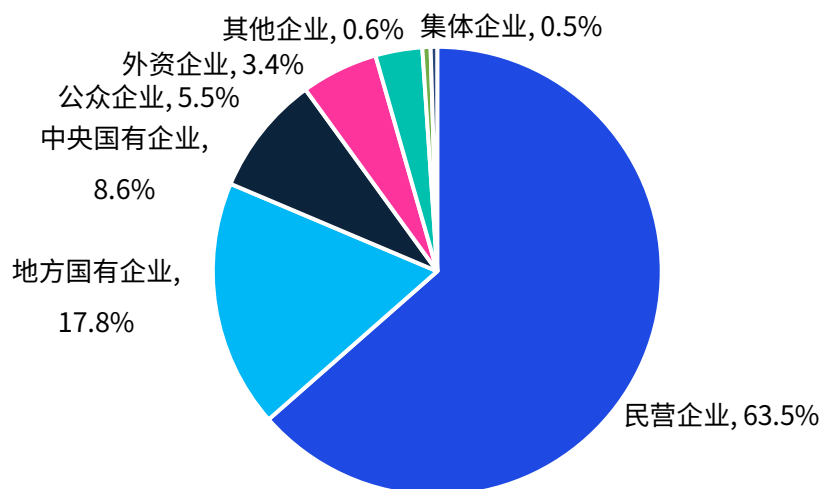
图62 近年A股IPO市场募资情况



资料来源：Wind，毕马威分析

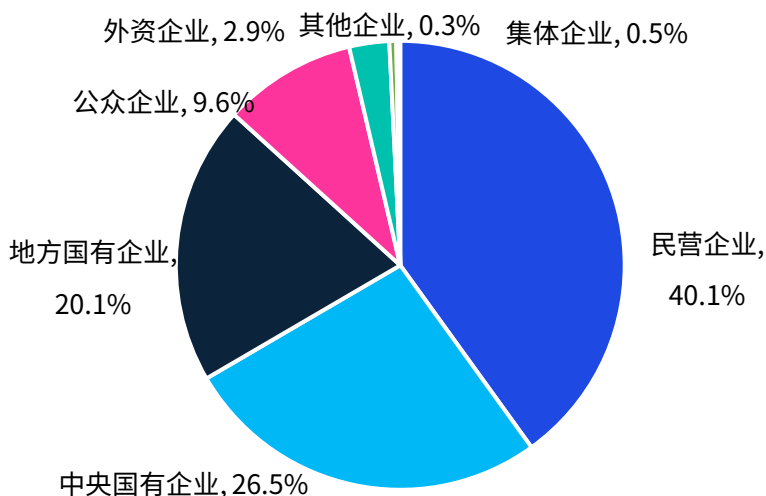
易会满主席指出，我国资本市场具有明显的新兴加转轨特征，上市公司结构也体现出与经济体制演进变化、产业结构转型升级相适应的趋势。数据显示，在2022年428家IPO企业中，战略性新兴产业公司高达392家，占比超过90%。此外，我国亦始终坚持“两个毫不动摇”，支持各种所有制经济利用资本市场发展壮大。截至2022年12月31日，我国A股上市公司中共有3219家民营上市企业，约占全部上市公司的2/3，市值接近34万亿元，在各市场主体类型企业的市值中排第二，占比超40%；国有上市企业（包括中央国有企业和地方国有企业）共有1342家，占全部上市公司的26%，市值接近40万亿元，占比近一半，排名第一，是我国A股资本市场以及我国国民经济的重要支柱。针对上述情况，易会满主席提出，要把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。

图63 2022年A股上市企业数量情况（按市场主体类型）



资料来源：Wind，毕马威分析  
注：数据为2022年12月31日数据。

图64 2022年A股上市企业市值情况



资料来源：Wind，毕马威分析  
注：截止2022年12月31日数据。

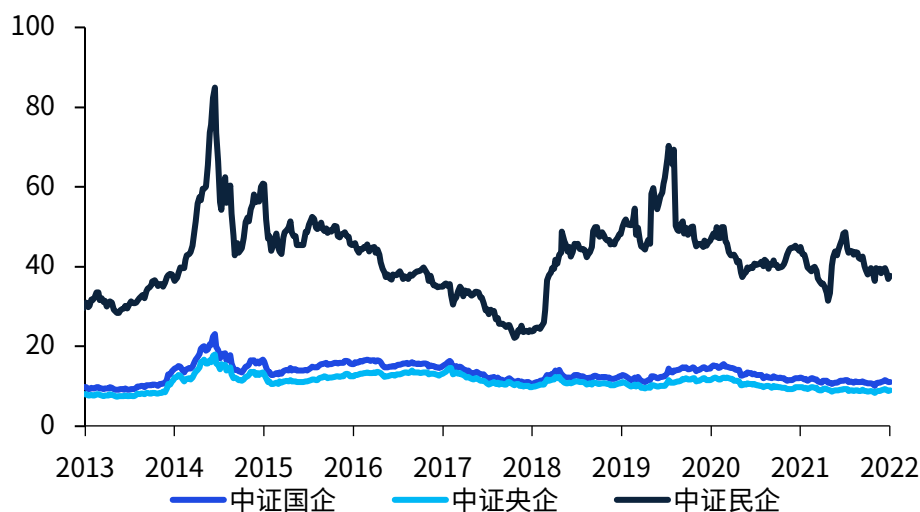
估值高低直接体现了市场对上市公司的认可程度。值得注意的是，易会满主席在讲话中特别强调了国有企业上市公司的估值问题。从市盈率（PE）角度看，目前业界通常认为PE低于13倍意味着公司价值被低估<sup>23</sup>。截至2022年12月31日，在1342家国有上市公司中，有528家国有上市公司的PE低于13倍，约占40%。从中证国企指数近10年的情况来看，该指数市盈率（TTM）最大值为22.99，平均值为13.02，最低值为9.06。截至2022年12月30日，该指数值为11.08，处于相对较低的位置，仍有较大的成长空间。相比之下，中证民企市盈率的波动大幅高于国企，但平均值达到41，估值明显高于国企。

23 “中国特色的估值体系”引市场关注业界认为国有上市企业估值中枢存提升空间，证券日报，  
[https://mp.weixin.qq.com/s?\\_biz=MjM5MTg0NDY1Mw==&mid=2653914881&idx=4&sn=6812e721c488d24bbb66945f3847a8f6&chksm=bd7477438a03fe55ecf6739b9edefc1987e316aa9477921fccc365469ecf3043a75063949628&scene=27](https://mp.weixin.qq.com/s?_biz=MjM5MTg0NDY1Mw==&mid=2653914881&idx=4&sn=6812e721c488d24bbb66945f3847a8f6&chksm=bd7477438a03fe55ecf6739b9edefc1987e316aa9477921fccc365469ecf3043a75063949628&scene=27)



当然也要看到，国企所在的行业经常是相对传统的行业，涉及民计民生，不一定以追求经济利益最大化为企业核心目标，国企和民企之间市盈率的差别有更深层次的社会原因，不能简单对比。但是，如何提升市场对国企未来增长前景的认可，也是国企需要提升的领域。就此，易会满主席要求上市公司尤其是国有上市公司，一方面要“练好内功”，加强专业化战略性整合，提升核心竞争力；另一方面，要进一步强化公众公司意识，主动加强投资者关系管理，让市场更好地认识企业内在价值，这也是提高上市公司质量的应有之义。

**图65 中证民企、中证国企以及中证央企市盈率情况，倍数**



资料来源：Wind，毕马威分析

就提高上市公司质量，我国各部委陆续发布多个文件。2020年，国务院发布《关于进一步提高上市公司质量的意见》，要求从提高治理水平、解决突出问题、推动做优做强等七方面提高上市公司质量；2022年11月，证监会出台《推动提高上市公司质量三年行动方案（2022-2025）》，在优化制度规则体系、公司治理、完善信息披露制度、上市公司整体结构、推动上市公司稳健发展、健全打击重大违法长效机制、加快上市公司监管转型、加强协作联动等8个方面制定落实举措；随后沪深交易所分别制定各自的提高上市公司质量三年行动计划，意味着资本市场改革的重点从注册制改革逐渐过渡到提升上市公司质量。同时，上交所还针对央企制定了《中央企业综合服务三年行动计划》，旨在进一步提升市场对于央企的认可度，引导央企估值回归合理水平。

党的二十大报告明确，高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务，并提出要坚持以推动高质量发展为主题，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，加快建设现代化经济体系，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。这也为之后我国实体经济发展与资本市场发展指明了方向。探索建设具有中国特色的估值体系，这将有利于进一步促进我国资本市场资源配置效率的提升，充分发挥资本市场支持实体经济的功能，更好服务构建新发展格局、推动高质量发展。

## 附表：主要经济指标

			2020	2021	2022					
	指标	单位	年度	年度	7月	8月	9月	10月	11月	12月
主要经济活动指标	名义国内生产总值	万亿元	101.4	114.9	30.9			33.6		
	实际国内生产总值	同比, %	2.2	8.4	3.9			2.9		
	规模以上工业增加值	同比, %	2.8	9.6	3.8	4.2	6.3	5.0	2.2	1.3
	工业企业利润总额	累计同比, %	4.1	34.3	-1.1	-2.1	-2.3	-3.0	-3.6	-4.0
	社会消费品零售总额	同比, %	-3.9	12.5	2.7	5.4	2.5	-0.5	-5.9	-1.8
	固定资产投资完成额	累计同比, %	2.9	4.9	5.7	5.8	5.9	5.8	5.3	5.1
	房屋新开工面积	累计同比, %	-1.2	-11.4	-36.1	-37.2	-38.0	-37.8	-38.9	-39.4
	房屋销售面积	累计同比, %	2.6	1.9	-23.1	-23.0	-22.2	-22.3	-23.3	-24.3
	房地产业土地购置面积	累计同比, %	-1.1	-15.5	-48.1	-49.7	-53.0	-53.0	-53.8	-53.4
	中国制造业采购经理指数	指数	49.9	50.5	49.0	49.4	50.1	49.2	48.0	47.0
对外贸易及投资	出口金额	同比, %	3.6	29.6	18.1	7.4	5.6	-0.3	-9.0	-9.9
	进口金额	同比, %	-0.6	30.1	1.6	0.0	0.2	-0.7	-10.6	-7.5
	贸易顺差	十亿美元	524.0	670.4	102.2	80.3	84.0	84.9	69.1	78.0
	实际使用外资金额(非金融类)	美元同比, %	4.5	20.2	18.6	11.0	9.1	2.3	-35.9	-32.1
	对外直接投资(非金融类)	美元同比, %	-0.4	3.2	21.4	22.4	10.0	18.2	-25.6	-2.2
金融市场	人民币汇率	美元/人民币	6.90	6.45	6.73	6.79	6.96	7.13	7.16	6.98
	人民币实际有效汇率指数	指数	100.0	103.1	103.4	101.9	101.1	99.4	96.8	97.4
	上证综合指数(期末值)	指数	3473.1	3639.8	3253.2	3202.1	3024.4	2893.5	3151.3	3089.3
	货币供应量(M2)	同比, %	10.1	9.0	12.0	12.2	12.1	11.8	12.4	11.8
	社会融资规模存量	同比, %	13.3	10.3	10.7	10.5	10.6	10.3	10.0	9.6
	新增社会融资规模	万亿元	34.9	31.4	0.8	2.5	3.5	0.9	2.0	1.3
	新增人民币贷款	万亿元	19.6	19.9	0.7	1.3	2.5	0.6	1.2	1.4
	DR007	%	2.02	2.17	1.56	1.42	1.60	1.65	1.78	1.76
价格	居民消费价格指数	同比, %	2.5	0.9	2.7	2.5	2.8	2.1	1.6	1.8
	工业生产者出厂价格指数	同比, %	198.2	208.1	4.2	2.3	0.9	-1.3	-1.3	-0.7
	原油	美元/桶	39.5	68.1	99.8	91.5	84.0	87.0	84.1	76.5
	螺纹钢	元/吨	3748.4	5005.0	4027	4127	3991	3967	3804	3932
	70个大中城市新建商品住宅价格指数	同比, %	4.9	3.6	-1.7	-2.1	-2.3	-2.4	-2.3	-2.3

数据来源: Wind, 毕马威分析

# 联系人



**邹俊**  
北方区首席合伙人  
毕马威中国  
+86 (10) 85087038  
jacky.zou@kpmg.com



**杨洁**  
华东及华西区首席合伙人  
毕马威中国  
+86 (21) 22122466  
tracy.yang@kpmg.com



**黄文楷**  
华南区首席合伙人  
毕马威中国  
+86 (20) 38138833  
ricky.wong@kpmg.com



**韦安祖**  
香港首席合伙人  
毕马威中国  
+852 28267243  
andrew.weir@kpmg.com



**江立勤**  
客户与业务发展主管合伙人  
毕马威中国  
+86 (10) 85087077  
michael.jiang@kpmg.com



**康勇**  
首席经济学家  
毕马威中国  
+86 (10) 85087198  
k.kang@kpmg.com

研究团队：曾远, CFA; 郑亚男; 孟璐; 范嘉怡; 孙艺航 (实习生)  
设计：朱政

[kpmg.com/cn/socialmedia](https://kpmg.com/cn/socialmedia)



如需获取毕马威中国各办公室信息，请扫描二维码或登陆我们的网站：

<https://home.kpmg.com/cn/en/home/about/offices.html>

本刊物所载资料仅供一般参考用，并非针对任何个人或团体的个别情况而提供。虽然本所已致力提供准确和及时的资料，但本所不能保证这些资料在阁下收取时或日后仍然准确。任何人士不应在没有详细考虑相关的情况及获取适当的专业意见下依据所载资料行事。

© 2023 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国有限责任公司，毕马威会计师事务所 — 澳门特别行政区合伙制事务所，及毕马威会计师事务所 — 香港特别行政区合伙制事务所，均是与英国私营担保有限公司 — 毕马威国际有限公司相关联的独立成员所全球性组织中的成员。版权所有，不得转载。

毕马威的名称和标识均为毕马威全球性组织中的独立成员所经许可后使用的商标。

二零二三年二月印刷