

宏观经济信用观察

(二零二二年年报)

回首 2022，多重因素冲击经济继续下行 展望 2023，内需支撑有望重回复苏轨道

摘要：

主要经济指标	单位：%			
指标名称	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
GDP (万亿)	98.65	101.36	114.92	121.02
GDP 同比增速	6.00	2.20	8.40 (5.25)	3.00
工业增加值	5.70	2.80	9.60 (6.15)	3.60
固定资产投资	5.40	2.90	4.90 (3.90)	5.10
房地产投资	9.90	7.00	4.40 (5.69)	-10.00
基建投资	3.80	0.90	0.40 (0.65)	9.40
制造业投资	3.10	-2.20	13.50 (5.36)	9.10
消费	8.00	-3.90	12.50 (3.98)	-0.20
出口增速	0.51	3.62	29.62	7.00
进口增速	-2.68	-0.60	30.05	1.10
CPI 涨幅	2.90	2.50	0.90	2.00
PPI 涨幅	-0.30	-1.80	8.10	4.10
调查失业率	5.15	5.62	5.12	5.58
社融存量增速	10.69	13.30	10.30	9.60

注：1.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价格计算；2.工业增加值、固定资产投资、社零、出口、CPI、PPI 增速为累计同比增速，基建投资不含电力；3.出口、进口增速均以美元计价；4.社融存量增速为期末值；5.城镇调查失业率为年度均值；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

数据来源：国家统计局、中国人民银行、Wind，联合资信整理

- 2022 年，世界经济下行压力加大，国内经济受到疫情、极端天气等多重超预期因素冲击，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，经济继续下行，工业、服务业经济承压运行、消费同比出现下降、房地产投资持续低迷、出口回落，我国经济恢复的基础尚不牢固。2023 年在外需回落的背景下，“内循环”的重要性和紧迫性更加凸显，内需有望支撑我国经济重回复苏轨道。
- 信用环境方面，2022 年社融规模同比小幅扩张，但信贷结构持续分化，居民贷款需求持续走弱，企业债券融资节奏总体放缓。货币市场流动性总体宽松，实体经济综合融资成本明显下降。展望 2023 年，预计社融规模相对 2022 年边际有所改善，信贷结构逐步优化，市场流动性继续保持合理充裕，实体经济融资成本有望继续稳中有降。
- 政策环境方面，2022 年，面对国内疫情冲击超预期、国际环境日趋复杂严峻，党中央、国务院坚持稳中求进总基调，果断加大宏观政策实施力度，及时出台并持续落实好稳经济一揽子政策和接续政策，审时度势，不断优化疫情防控措施，着力稳住经济大盘，保持经济运行在合理区间。12 月召开中央经济工作会议为 2023 年经济工作定向领航，出台扩大内需战略顶层设计，为推进高质量发展加快构建新发展格局提供关键着力点。
- 行业方面，房地产基本面仍处于深度调整阶段，资金面压力仍然较大，到期债务规模较高、销售恢复缓慢、融资渠道不畅的房企信用风险值得关注；地方财政持续承压，弱资质城投企业的偿债压力较大，非标违约、商票逾期、银行贷款展期等信用风险事件持续发生；汽车行业整体复苏向好，全年产销实现正增长，其中新能源车景气度较高，2023 年需关注油价下行、电池级碳酸锂价格等原材料价格压力、补贴退坡等不利因素。

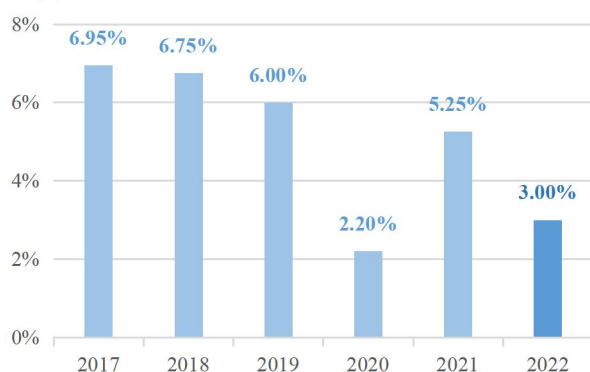


一、宏观经济与行业运行情况

2022 年，百年变局和世纪疫情交织叠加，地缘政治局势动荡不安，世界经济下行压力加大，国内经济受到疫情散发多发、极端高温天气等多重超预期因素的反复冲击，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力在持续演化，发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，我国经济恢复的基础尚不牢固。

经初步核算，2022 年全年国内生产总值 121.02 万亿元，经济总量突破 120 万亿元，不变价同比增长 3.00%，低于年初设定的 5.50% 增长目标。逐季来看，一季度 GDP 稳定增长，二季度 GDP 同比增速大幅回落；三季度同比增速反弹至 3.90%；四季度疫情规模、传播范围要大于二季度，12 月疫控政策优化放开后疫情冲击短期内加剧，经济增长显著回落。

图 1. 2017-2022 年 GDP 同比增速（不变价）



注：2021 年数据为两年平均增速，下同

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图 2. GDP 当季同比增速（不变价）

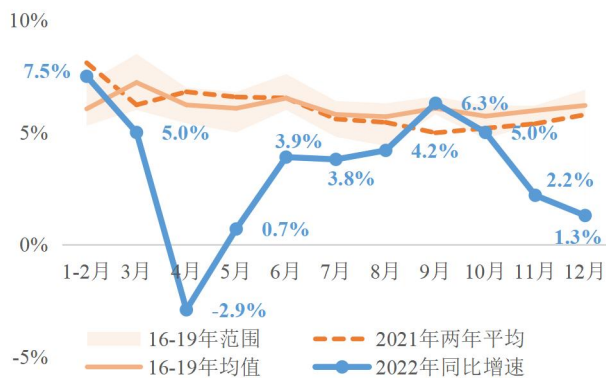


2022 年俄乌冲突推升能源价格，加剧了全球的通胀压力；2023 年在美欧货币紧缩的作用下，全球经济增长或将进一步放缓，通胀压力有望缓和，世界经济滞胀风险上升。在外需回落的背景下，2023 年“内循环”的重要性和紧迫性更加凸显，随着政策积极发力、疫情防控措施优化效果显现，内需有望支撑我国经济重回复苏轨道。

1. 生产端：工业、服务业承压运行

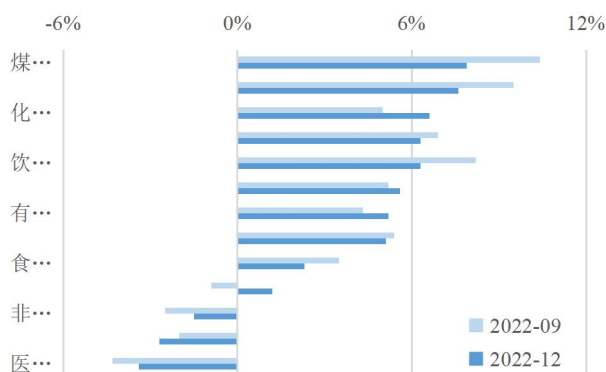
工业生产方面，四季度以来工业增加值同比增长逐月下滑，12 月感染高峰对劳动力供给产生负面影响，工业增加值当月同比增速下滑至 1.3%，较 9 月大幅回落 5 个百分点；2022 年全年同比增长 3.60%，较上年大幅回落 6 个百分点。行业方面，得益于能源保供稳价政策持续推进，2022 年能源行业生产高位运行，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采、电力热力生产和供应业增加值增长较快。2022 年制造业增加值同比增长 3.00%，其中民生消费品供给充足，食品制造业、酒饮料茶行业增加值分别增长 2.30%、6.30%；电子设备、化学制品、汽车制造等行业增长较快；医药制造、纺织、非金属矿等行业增加值有所下降。

图 3. 工业增加值当月同比增速¹



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图 4. 主要工业行业增加值累计同比增速²



注：2021 年数据为两年平均增速

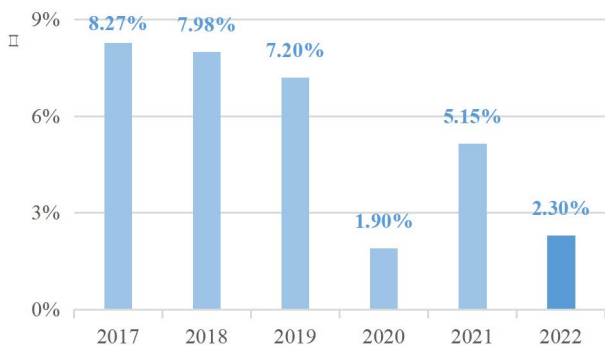
¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

² 图中煤炭开采为煤炭开采和洗选业；电子设备为计算机、通信和其他电子设备制造业；饮料制造为酒、饮料和精制茶制造业；油气开采为石油和天然气开采业；化学制品为化学原料及化学制品制造业；有色金属为有色金属冶炼及压延加工业；黑色金属为黑色金属冶炼及压延加工业。

服务业方面，经初步核算，2022 年服务业增加值同比增长 2.30%，较上年回落 2.85 个百分点。从主要行业来看，2022 年信息传输、软件和信息技术服务业以及金融业发展较好，增加值同比增速超过 5%；交通运输、仓储和邮政业受到四季度疫情冲击影响，行业增加值由前三季度的增长 0.30% 转为四季度下降 0.80%；而房地产、住宿和餐饮业增加值同比下降明显，且降幅较前三季度进一步扩大。

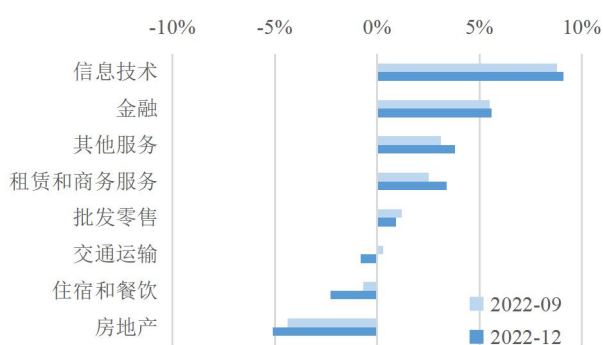
2023 年随着稳经济各项政策效应持续释放，生产生活秩序恢复常态，服务业经济有望回稳向好。12 月中下旬以来，随着各地先后度过感染高峰，各大商圈客流量明显增长，跨省游、长途游需求上升，人流量、车流量明显增加；2023 年元旦假期全国邮政快递业揽收、投递包裹同比分别增长 15.20% 和 11.50%；元旦假期电影票房突破 5.50 亿元，全国影院营业率恢复至 85%；同时城市客运情况明显回升。

图 5. 2017-2022 年服务业增加值同比增速



注：2021 年数据为两年平均增速

图 6. 服务行业增加值累计同比增速³



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

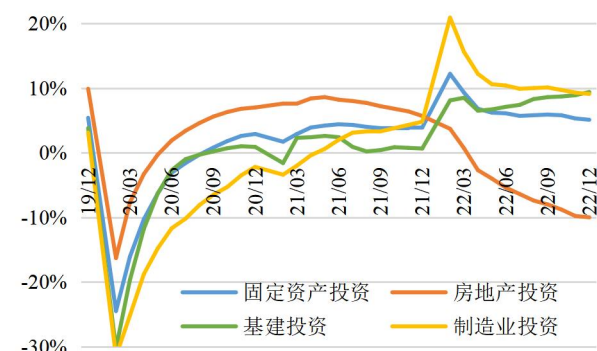
³ 图中信息技术、交通运输全称分别为信息传输、软件和信息技术服务业、交通运输、仓储和邮政业。

2. 需求端：政策推动固定投资平稳增长，消费同比出现下降，出口下行压力显现

稳投资作为稳增长的主要抓手，固定投资增长总体平稳。2022 年，全国固定资产投资完成额（不含农户）57.21 万亿元，同比增长 5.10%，整体呈小幅回落态势。三大领域方面，**房地产开发投资增速持续探底**，2022 年房地产投资同比降幅扩大至 10.00%，是固定投资的主要拖累项；**基建投资持续提速**，增速连续 8 个月加快，加快项目审批落地等稳投资政策效应不断显现；**制造业投资增长较快**，电子及通信设备、医疗仪器设备等高技术制造业投资是主要的驱动力。

注：2021 年数据为两年平均增速，基建投资不含电力。

图 7. 固定资产投资累计同比增速

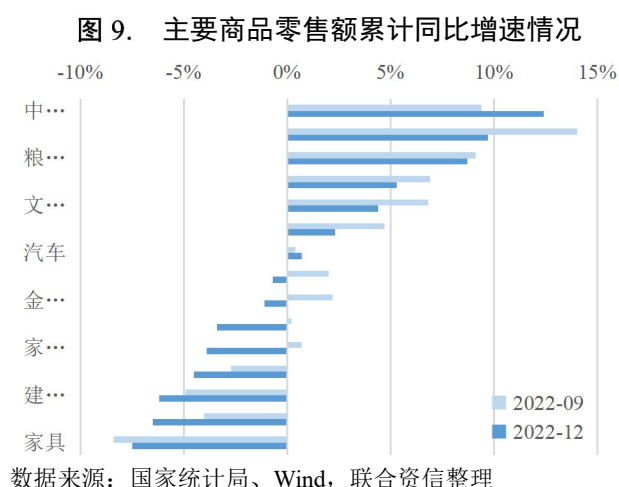
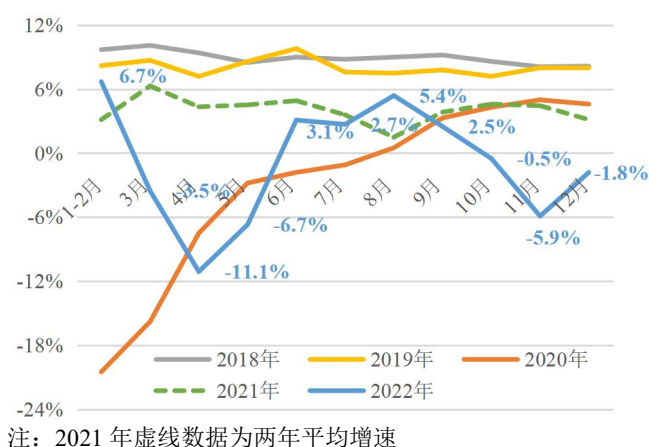


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

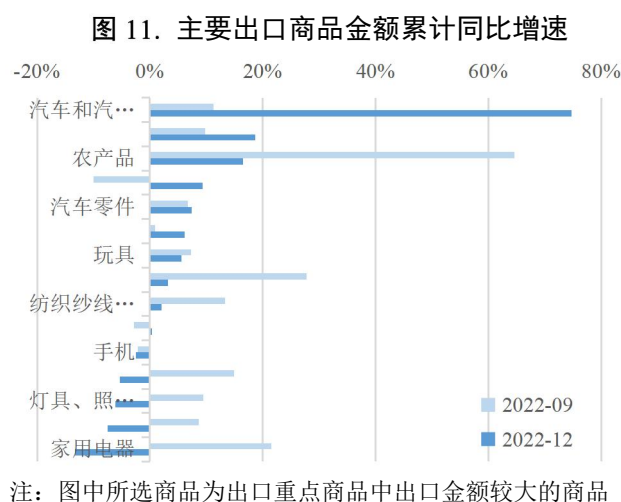
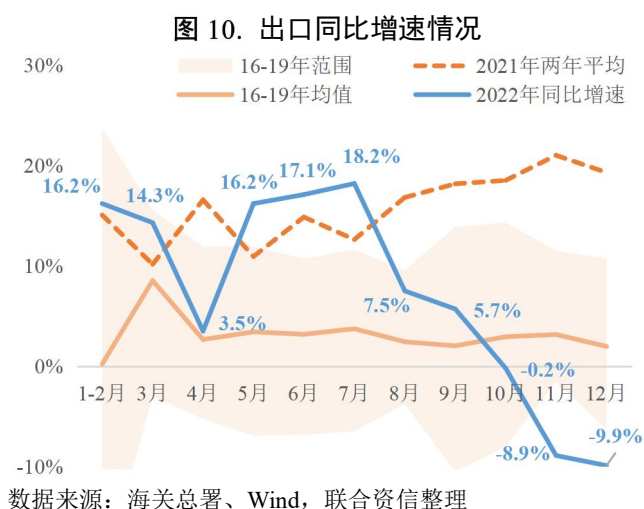
表 1. 三大领域投资增速

2022 年消费同比小幅下降，非生活必需品以及部分房地产链条商品销售承压。2022 年社会消费品零售总额（下称“社零”）43.97 万亿元，同比下降 0.20%，上半年为下降 0.70%。其中，2022 年餐饮收入同比下降 6.40%，餐饮恢复仍然较为缓慢。逐月来看，1—2 月消费修复较快；4 月降至低点；6 月开始恢复增长；9—11 月受疫情影响持续回落；12 月随着疫情感染度过高峰，居民外出活动增加，社零降幅收窄。限额以上商品方面，中西药品、粮油、食品以及饮料等生活必需品销售额增长较快；油价支撑石油及制品销售额同比涨幅较高；汽车零售额小幅增长；服装鞋帽、化妆品等非生活必需品以及家具、建筑及装潢材料等房地产链条商品销售额同比降幅较大。	三大领域	2022 年 1-12 月	2022 年 1-11 月	2021 年 1-12 月 两年平均
	房地产	-10.00	-9.80	5.69
	基建	9.40	8.90	0.65
	制造业	9.10	9.30	4.80

图 8. 社零当月同比增速情况



出口下行压力渐现。2022 年，我国出口 3.59 万亿美元，进口 2.72 万亿美元，贸易顺差 8776 亿美元。2022 年出口同比增长 7.00%，较上年（29.62%）大幅回落。四季度以来出口同比转为负增长，主要是受到海外需求收缩、疫情对生产和运输产生拖累作用、叠加高基数效应的影响。主要出口商品方面，2022 年汽车和汽车底盘出口金额实现大幅增长；家用电器、自动数据处理设备及其零部件、灯具、照明装置及类似品、家具及其零件以及手机出口金额同比有所下降。未来外需大概率继续走弱，2023 年中国出口仍将面临下行压力，还需特别关注外需回落对于半导体、新能源汽车和消费电子等海外收入占比相对较高行业的拖累作用。



3. 价格：生产者出厂价格同比由涨转降，人民币对美元即期汇率显著走弱

CPI 同比涨幅先扩后缩。2022 年，全国居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.00%，低于 3%的预期目标，物价保持总体平稳。逐月来看，CPI 同比涨幅呈现先扩后缩的特点。1—2 月受国际大宗商品价格上涨和春节等因素影响，CPI 同比涨幅均为 0.90%；在国内疫情多点散发、能源和猪肉价格上涨、去年同期基数较低等因素共同作用下，3—7 月 CPI 同比涨幅持续扩大至 2.70%；8 月国际油价下行，疫情影响部分服

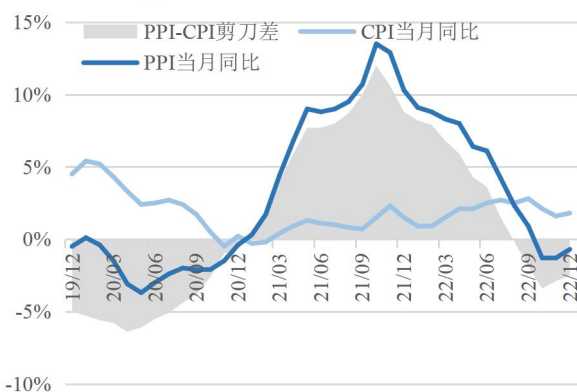
务消费需求，CPI 环比转为下降，同比涨幅回落至 2.50%；9 月受季节性因素影响，CPI 同比涨幅扩大至 2.80%；受节后需求回落、去年同期对比基数走高等因素影响，10 月份和 11 月份同比涨幅分别回落至 2.1% 和 1.6%；12 月份临近春节，涨幅回升至 1.8%。

分项来看，**食品价格波动较大**，2022 年食品价格由 2021 年下降 1.40% 转为上涨 2.80%，其中猪肉价格自 3 月份起触底回升，全年平均下降 6.80%；**能源价格涨幅较高**，2022 年能源价格上涨 11.20%，涨幅比 2021 年扩大 2.90 个百分点，其中汽油、柴油和液化石油气价格上涨明显；**疫情影响下服务消费需求偏弱**，服务价格全年平均上涨 0.80%，涨幅比 2021 年回落 0.10 个百分点，宾馆住宿和景点门票价格均有所下降。

PPI 同比由涨转降。2022 年，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）上涨 4.10%，涨幅较 2021 年回落 4.00 个百分点。逐月来看，受上年同期基数走高影响，PPI 同比涨幅由 1 月的 9.10% 持续回落至 6 月的 6.10%，7—9 月回落速度有所加快；10—11 月在高基数的作用下，同比由涨转降；12 月同比降幅收窄至 0.70%。

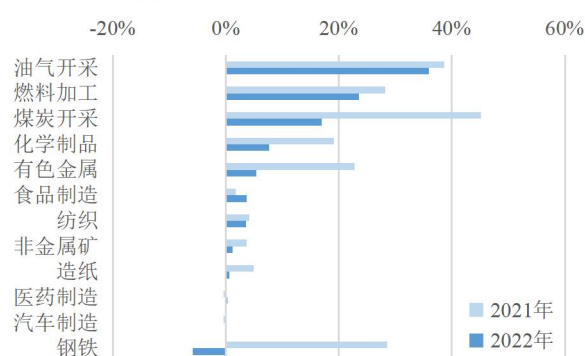
从主要行业来看，**输入性价格传导影响国内相关行业价格波动**，2022 年国际原油、天然气、铜等大宗商品价格先后高位回落，下半年与进口大宗商品价格关联程度较高的石油、有色金属等相关行业价格涨幅较上年回落；**能源保供稳价成效显著**，煤炭等行业先进产能平稳有序释放，增产增供力度加大，产量持续增加，市场供给有所改善，煤炭开采和洗选业价格涨幅比上年明显回落；**非金属矿、钢铁行业价格受下游需求偏弱拖累**，其中钢铁价格同比有所下降。

图 12. PPI-CPI 剪刀差情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图 13. 主要行业 PPI 增长情况



汇率方面，2022 年人民币对美元即期汇率显著走弱。2022 年 12 月 30 日，人民币对美元即期汇率报 6.95，较上年年末（6.37）贬值约 8.32%。从全年走势看，人民币对美元即期汇率先后经历了“小幅震荡升值—快速贬值—窄幅震荡—快速贬值—快速升值”五个阶段。**年初至 2 月底**，受益于我国经济稳定恢复、出口延续韧性、美元指数上行动力减弱及俄乌冲突爆发后人民币呈现一定避险属性，人民币对美元即期汇率小幅震荡升值。**3 月初至 5 月中旬**，受国内疫情冲击和海外需求回落影响，我国经济下行压力持续加大，

叠加中美货币政策加速分化、美元指数不断攀升、中美利差持续收窄甚至倒挂，人民币对美元即期汇率持续快速贬值。**5月下旬至8月上旬**，国内疫情防控形势稳中向好，稳经济一揽子政策措施持续落地见效，加之美元指数触顶回落及中美经贸关系出现缓和迹象，人民币对美元即期汇率由贬转升，并维持窄幅震荡。**8月中旬至11月初**，美元指数快速上行，国内疫情反复叠加房地产项目交付问题、出口转弱等因素拖累经济复苏，中美国债利差倒挂程度加深导致资本外流压力加大，人民币对美元即期汇率再次快速贬值。**11月初至年底**，美联储加息节奏放缓带动美元指数回落，中美国债利差倒挂程度减轻缓解资本外流压力，国内疫情防控政策不断优化、稳增长政策持续加码有效提振市场信心，加之年末外贸企业结汇需求旺盛，带动人民币对美元即期汇率快速升值。

展望 2023 年，人民币对美元即期汇率具备逐步企稳的基础，大幅升值或贬值的动力都不强。随着美国通胀持续回落，美联储紧缩政策步伐或将放缓，美元指数大幅上行动力不足，但短期内美联储紧缩政策取向不会改变，美元指数或将延续高位震荡态势。从国内看，2022 年 12 月中央经济工作会议定调明年要坚持稳字当头、稳中求进，加大宏观政策调控力度，大力提振市场信心，叠加疫情防控政策持续优化，国内经济预期将进一步回稳向好，对人民币汇率形成有效支撑。但中美货币政策继续分化或致中美国债利差继续低位运行甚至倒挂，同时，受美欧经济放缓拖累外需走弱及 2022 年出口高基数效应影响，2023 年我国出口增速或将承压下行，将对人民币对美元即期汇率形成一定贬值压力。综上所述，人民币对美元即期汇率具备逐步企稳的基础，但大幅升值或贬值的动力都不强，预计将在震荡中小幅升值。

图 14. 人民币汇率走势



数据来源：中国外汇交易中心、Wind，联合资信整理

4. 就业：就业形势面临挑战，稳就业仍需加力

2022 年，全国城镇调查失业率均值为 5.58%，高于上年 0.46 个百分点。逐月来看，1—2 月，全国就

业形势总体稳定，城镇调查失业率接近上年同期水平，环比小幅上升主要是春节假期的影响，符合季节性变化规律；3—4月受国内局部疫情加重影响，就业压力较大，城镇调查失业率上升至4月的6.10%；5月以后疫情防控形势有所好转，一系列稳经济稳就业政策措施落地显效、复工复产加快，全国城镇调查失业率开始回落，降至8月的5.30%；9—11月受疫情多发散发影响，调查失业率上升至5.70%；12月城镇调查失业率下降的主要原因是劳动参与率下降，由于农民工提前返乡、感染后在家调养、休息，从而导致劳动的参与程度较低。

重点群体就业面临挑战。2022年，受疫情反复冲击影响，中小企业经营困难增多，重点群体就业难度也在加大，尤其是青年失业率有所上升，稳就业面临的挑战比较大。随着一系列援企稳岗的就业帮扶政策落实落地，对高校毕业生、农民工等重点群体的就业稳定产生了积极的影响，16-24岁人口城镇调查失业率连续5个月下降；全年农民工总量达到了2.96亿人，同比增加311万人，超过了疫情前2019年的规模。

2023年稳就业仍需加力。2023年我国高校毕业生规模将再创新高、外来农业户籍劳动力调查失业率也依然偏高，就业总量的压力仍然存在，结构性的矛盾仍然突出。但是随着经济的好转、就业需求的扩大，2023年稳就业仍具备有力条件：**一是**随着疫情防控优化措施逐步落实，生产生活秩序逐步回归常态，企业生产经营也将逐步改善，将带动用工需求逐步恢复扩大；**二是**随着交通物流、居民出行活动增加，住宿、餐饮、旅游等就业容量较大的服务业恢复改善，有利于发挥服务业吸纳就业体量大的优势；**三是**各地区各部门持续强化就业优先政策，深入实施减负稳岗扩就业的措施，加大对重点群体，包括大学毕业生就业的帮扶，也将为就业稳定提供有力的保障；**四是**新动能的快速发展也将持续创造更多新的工作岗位，将成为扩大就业、提升就业质量的重要推力。

图 15. 城镇调查失业率

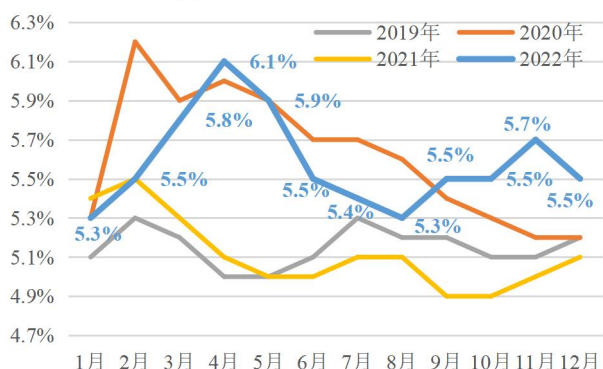
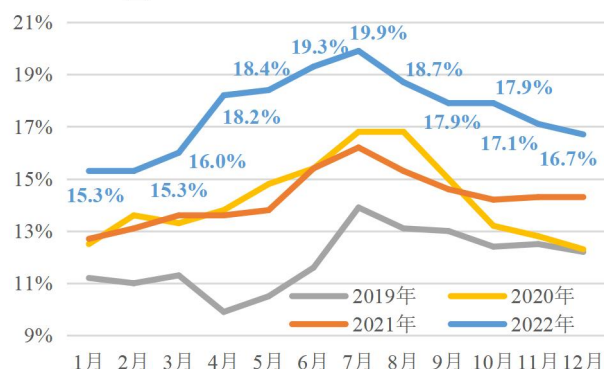


图 16. 16-24 岁人口调查失业率



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

二、宏观信用环境

2022年，央行通过降准降息、公开市场操作、创设结构性货币政策工具等多种方式投放流动性，为稳定宏观经济大盘提供了适宜的流动性环境，社融规模同比小幅扩张，但信贷结构持续分化，居民贷款需求

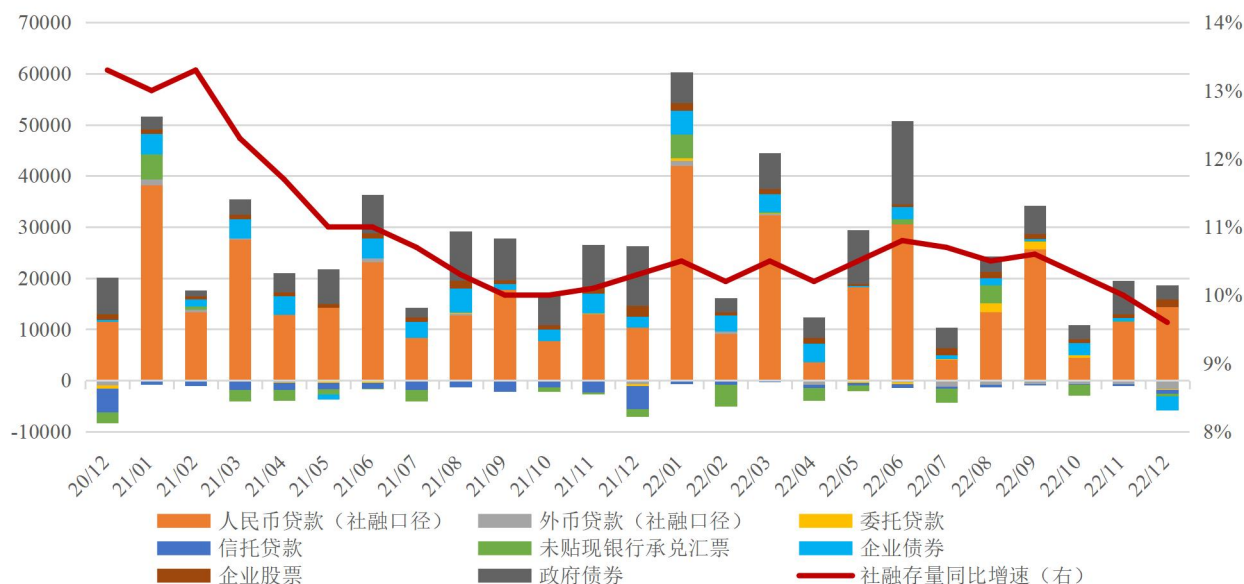
持续走弱，企业债券融资节奏总体放缓各概念板块分化明显。货币市场流动性总体宽松，实体经济综合融资成本明显下降。展望 2023 年，预计社融规模维持小幅扩张，信贷结构逐步优化，市场流动性继续保持合理充裕，实体经济融资成本有望继续稳中有降。

1. 社融规模小幅扩张，信贷结构持续分化，居民贷款需求持续走弱

社融口径人民币信贷、表外融资和政府债券净融资推动社融规模小幅扩张。2022 年全年新增社融规模 32.01 万亿元，同比多增 6689 亿元，其中 12 月份新增社融规模 1.31 万亿元，同比少增 1.05 万亿元；12 月末社融规模存量为 344.21 万亿元，同比增长 9.6%，增速比上年同期低 0.7 个百分点。分项上看，2022 年全年社融口径人民币贷款同比多增 9746 亿元，表外融资项下委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票同比分别多增 5275 亿元、少减 1.41 万亿元、少减 1505 亿元，政府债券净融资同比多增 1074 亿元，是社融规模扩张的主要支撑因素。企业债券净融资、社融口径外币贷款（折合人民币）、非金融企业境内股票融资同比分别少增 1.24 万亿元、多减 6969 亿元、少增 376 亿元，是全年社融主要的拖累因素。

展望 2023 年，2022 年 12 月中央经济工作会议指出“明年要坚持稳字当头、稳中求进，稳健的货币政策要精准有力，保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。”在此政策基调下，预计 2023 年社融规模继续维持小幅扩张，考虑到疫情的影响以及房地产回暖尚需时日，社融规模扩张或呈“前低后高”态势。

图 17. 社融存量增速和增量结构（亿元）



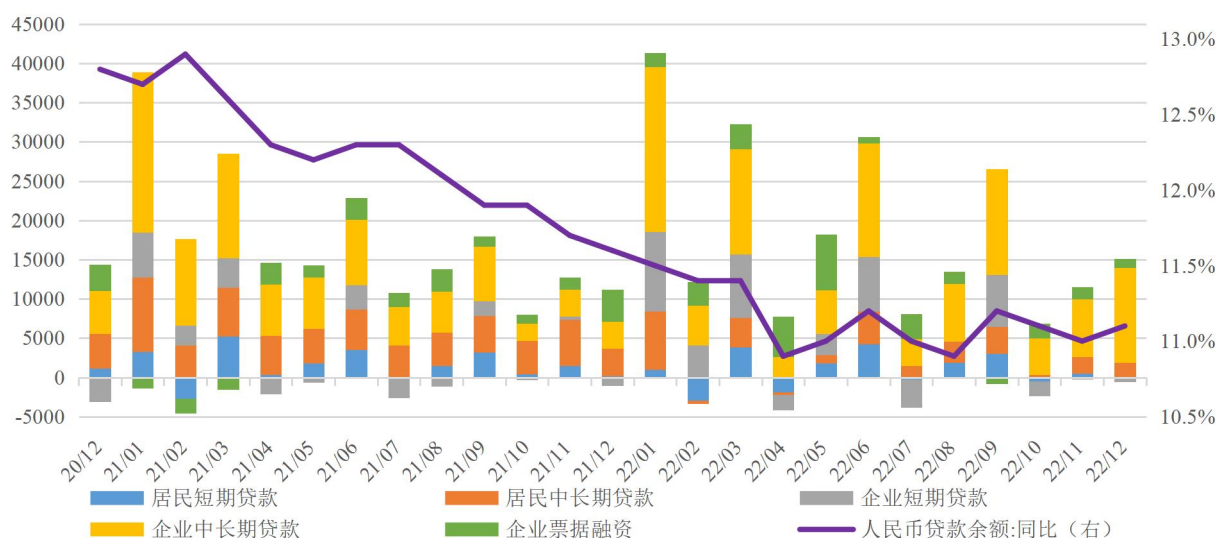
数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

信贷总量扩张、结构分化，居民贷款需求持续走弱。2022 年全年金融机构口径人民币贷款增加 21.31 万亿元，同比多增 1.36 万亿元，其中 12 月份金融机构口径人民币贷款增加 1.4 万亿元，同比多增 2665 亿元；12 月末金融机构口径人民币贷款余额 213.99 万亿元，同比增长 11.1%，增速比上年同期低 0.5 个百分

点。结构上看，2022 年全年居民短期、中长期贷款新增规模同比分别少增 7600 亿元、3.3 万亿元，反映出居民消费和购房需求持续疲弱。企业短期贷款、中长期贷款和票据融资同比分别多增 2.08 万亿元、1.83 万亿元和 1.46 万亿元，贷款结构短期化特征明显，但 8 月份以来，在基建、制造业投资及稳房企融资等政策的有力支持下，企业中长期贷款需求持续改善。

展望 2023 年，2022 年 12 月中央经济工作会议指出“要着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置，确保房地产市场平稳发展，因城施策，支持刚性和改善性住房需求。”2023 年 1 月 10 日央行、银保监会信贷工作座谈会要求“加大金融对国内需求和供给体系的支持，做好对基建投资、小微企业、科技创新、制造业、绿色发展等重点领域的金融服务，保持房地产融资平稳有序，因城施策更好支持支持刚性和改善性住房需求。”总体来看，在政策支持下企业中长期贷款预计将继续保持韧性，居民消费和购房需求有望企稳回暖，促进信贷结构逐步优化。

图 18. 金融机构新增人民币贷款结构（亿元）

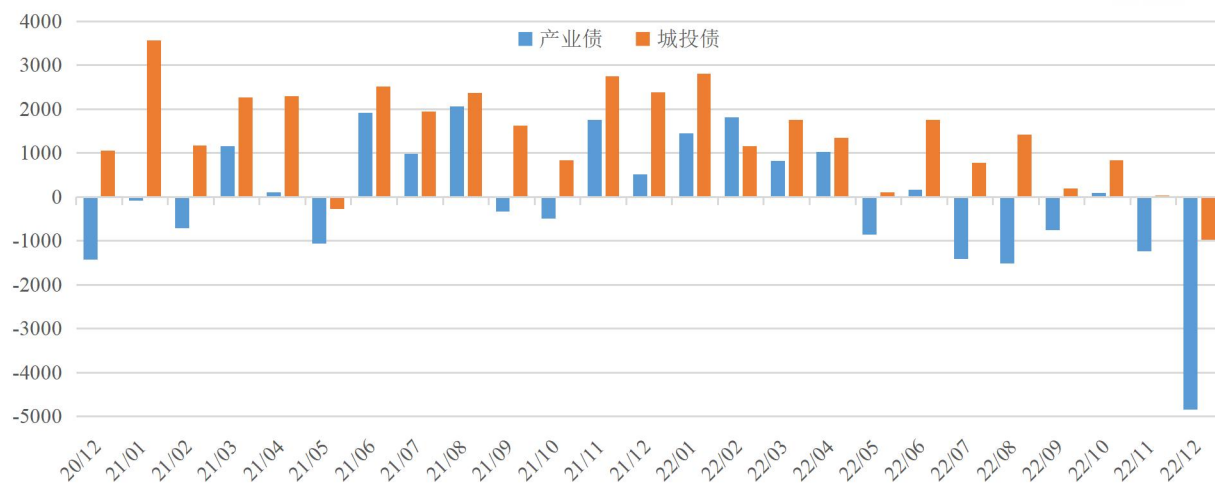


数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

2. 企业债券融资节奏总体放缓，各概念板块分化明显

在企业债券融资节奏总体放缓的同时，各概念板块分化明显。2022 年产业债和城投债净融资规模同比大幅收缩，产业债全年净融资额-5261.99 亿元，同比少增 1.11 万亿元；城投债全年净融资额 1.12 万亿元，同比少增 1.22 万亿元。从企业性质看，2022 年国企债净融资规模同比大幅收缩，民企债券净融资规模继续为负。国企债全年净融资额 2.57 万亿元，同比少增 4.07 万亿元；民企债全年净融资额-2038.25 亿元，同比少减 0.03 亿元，规模与上年基本持平。从区域结构看，2022 年广东、贵州、辽宁、甘肃等 13 省市企业债券净融资额为负，省市数量较上年（10 省市）有所增加；广东、北京、浙江、上海、江苏等 20 个省市企业债券净融资规模同比出现不同程度收缩。

图 19. 产业债和城投债净融资额（亿元）



注：城投债为 Wind 口径

图 20. 国有企业净融资额（亿元）

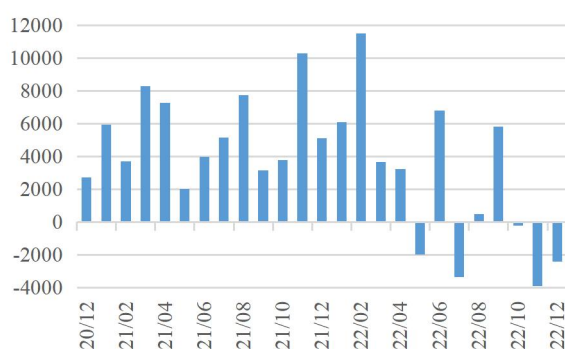


图 21. 民营企业净融资额（亿元）

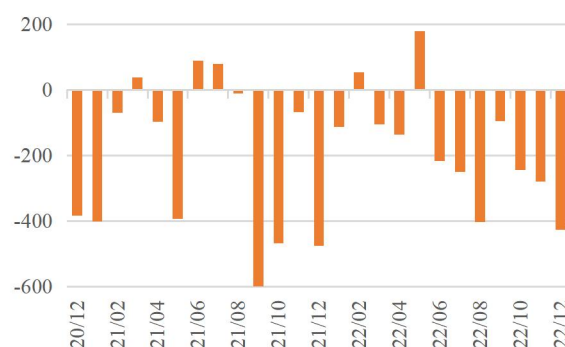
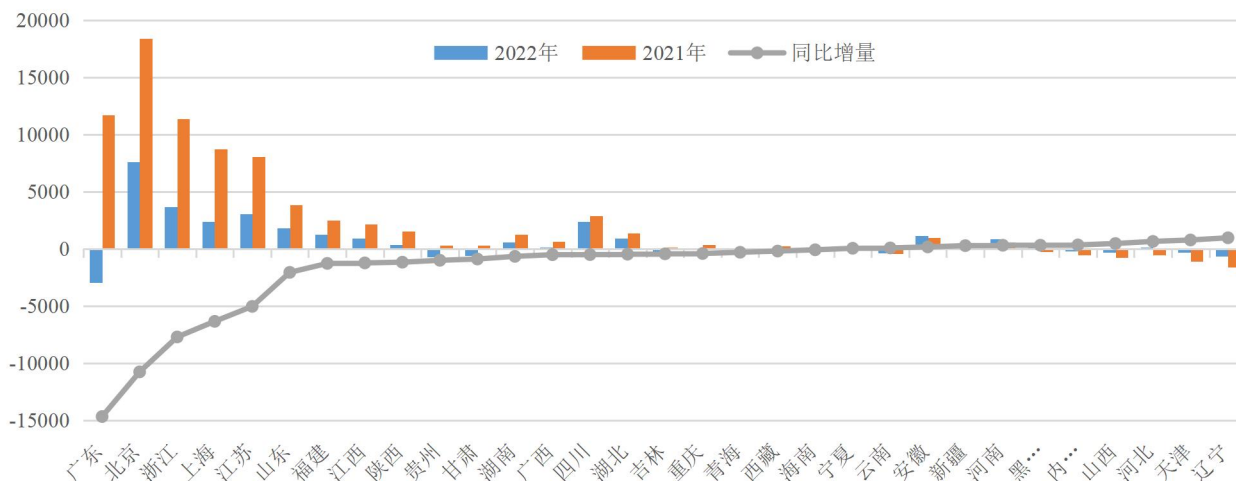


图 22. 31 省市信用债净融资额（亿元）



数据来源：Wind，联合资信整理

3. 市场流动性总体宽松，实体经济综合融资成本明显下降

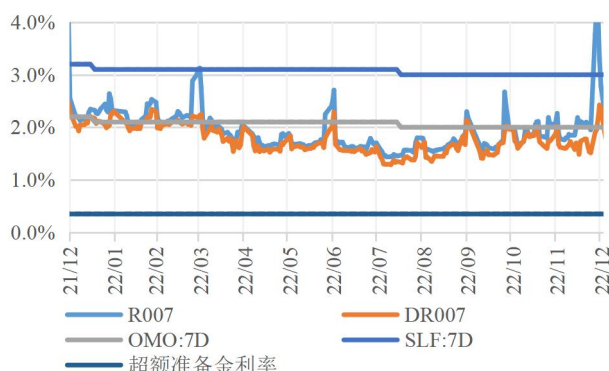
市场流动性总体宽松。一季度，央行通过灵活开展公开市场操作有效熨平了春节假期、财政收支及政府债发行等因素导致的短期资金面扰动，保持了银行体系流动性总体平稳，DR007 等短期市场利率围绕政策利率中枢小幅波动。二季度以来，受央行下调准备金率、向中央财政上缴结存利润，财政部加快增值税留抵退税进度、加大财政支出稳增长力度等因素影响，加之实体经济融资需求持续偏弱，银行间市场流动性较为宽松，DR007 等短期市场利率持续显著低于政策利率中枢。自 10 月下旬开始，受地方政府债集中发行、防疫政策优化调整、稳地产政策密集出台等因素影响，银行间市场流动性边际趋紧，带动 DR007 等短期市场利率快速向政策利率中枢靠拢。临近年末，受跨年资金需求增加影响，银行间市场流动性快速收敛，导致 DR007 等短期市场利率显著高出政策利率中枢。

实体经济综合融资成本明显下降。2022 年以来，央行继续健全市场化利率形成和传导机制，释放利率改革红利，推动降低实体经济综合融资成本。全年央行先后两次累计下调 1 年期 MLF 和 7 天逆回购利率各 20 个基点，带动 1 年期和 5 年期 LPR 累计分别下降 15 个基点和 35 个基点；指导利率自律机制建立存款利率市场化调整机制，加强存款利率监管，以提升银行存款利率市场化定价能力，稳定银行负债成本。数据显示，2022 年新发放企业贷款加权平均利率为 4.17%，比上年低 34 个基点，新吸收定期存款加权平均利率比上年低 11 个基点⁴，处有统计数据以来历史低位。2022 年公司债、企业债和中期票据发行加权平均票面利率分别为 3.38%、4.29%、3.48%，分别比上年低 53 个、34 个、51 个基点，均创历史新低。

展望 2023 年，央行 2023 年工作会议指出“精准有力实施好稳健的货币政策。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配。多措并举降低市场主体融资成本。”在上述政策基调下，预计 2023 年市场流动性继续保持合理充裕，实体经济融资成本继续稳中有降。

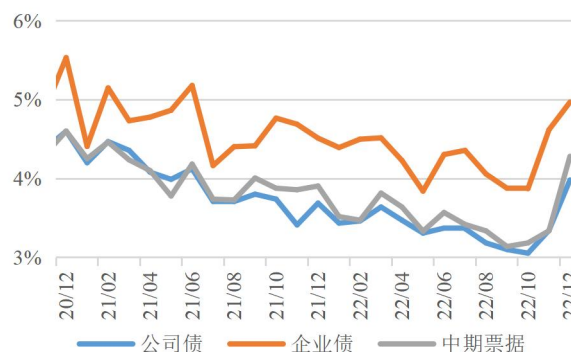
⁴ 见 2023 年 1 月 13 日中国人民银行网站《2022 年金融统计数据新闻发布会文字实录》

图 23. 市场利率变化趋势



数据来源：Wind，联合资信整理

图 24. 债券发行加权平均票面利率变化趋势



三、宏观政策环境⁵

2022 年，面对国内疫情冲击超预期、国际环境日趋复杂严峻，党中央、国务院坚持稳中求进总基调，果断加大宏观政策实施力度，及时出台并持续落实好稳经济一揽子政策和接续政策，审时度势，不断优化疫情防控措施，着力稳住经济大盘，保持经济运行在合理区间。12 月召开中央经济工作会议为 2023 年经济工作定向领航，出台扩大内需战略顶层设计，为加快推进高质量发展、构建新发展格局提供关键着力点。

1. 2023 年经济工作：稳中求进，做好“六个统筹”，提振发展信心

2022 年 12 月 15 日至 16 日，中央经济工作会议召开，总结 2022 年经济工作，分析当前经济形势，部署 2023 年经济工作。会议强调，做好明年经济工作，要坚持稳中求进工作总基调，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，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，有效防范化解重大风险，推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步。要更好统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹经济质的有效提升和量的合理增长，更好统筹供给侧结构性改革和扩大内需，更好统筹经济政策和其他政策，更好统筹国内循环和国际循环，更好统筹当前和长远。会议要求，明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。会议指出，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：一是着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置，二是加快建设现代化产业体系，三是切实落实“两个毫不动摇”，四是更大力度吸引和利用外资，五是有效防范化解重大经济金融风险。

⁵限于篇幅，此处只梳理 2022 年第四季度主要宏观政策，不再赘述前三季度主要宏观政策，请参阅《稳增长政策提振市场信心，基建、制造业推动经济修复——宏观经济信用观察季报（2022 年 9 月）》

2. 出台扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）和“十四五”时期实施方案

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）》。《纲要》明确，2035 年实施扩大内需战略的远景目标是：消费和投资规模再上新台阶，完整内需体系全面建立；新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化基本实现，强大国内市场建设取得更大成就；城乡居民人均收入再迈上新的大台阶，中等收入群体显著扩大；改革对内需发展的支撑作用大幅提升，现代流通体系全面建成；我国参与全球经济合作和竞争新优势持续增强，国内市场的国际影响力大幅提升。“十四五”时期实施扩大内需战略的主要目标是：促进消费投资，内需规模实现新突破；完善分配格局，内需潜能不断释放；提升供给质量，国内需求得到更好满足；完善市场体系，激发内需取得明显成效；畅通经济循环，内需发展效率持续提升。《纲要》针对我国中长期扩大内需面临的主要问题，部署加快培育完整内需体系、促进形成强大国内市场、支撑畅通国内经济循环等三大重点任务，并提出八个方面政策举措培育完整的内需体系。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》。《实施方案》对标对表《纲要》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。

3. 持续深入抓实抓好稳经济一揽子政策和接续政策全面落地见效

2022 年 10 月 26 日，国务院常务会议部署持续落实好稳经济一揽子政策和接续措施，推动经济进一步回稳向上。会议指出，要通过抓落实持续释放政策效应，稳就业稳物价，努力推动四季度经济好于三季度。继续狠抓稳经济一揽子政策和接续措施落地。深入落实退税缓税降费、稳岗补贴等政策，保障能源稳定供应，继续抓好交通物流保通保畅，促进平台经济持续健康发展。更大激发市场活力和社会创造力，稳定市场预期，提振市场主体信心。11 月 22 日，国务院常务会议指出，四季度经济运行对全年经济十分重要，要深入落实稳经济一揽子政策措施，稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间。一是推动重大项目加快建设，年内形成更多实物工作量；二是加快设备更新改造落地；三是稳定和扩大消费；四是持续保障交通物流畅通；五是加大金融对实体经济支持力度；六是切实保障基本民生。12 月 20 日，国务院常务会议指出，稳经济一揽子政策和接续措施仍有释放效应空间，特别是重大项目建设和设备更新改造，在当前和未来一段时间对扩投资带消费仍将发挥重要作用。要抓住时间窗口，狠抓政策落实。一是落实稳经济一揽子政策措施，抓好填平补齐，确保全面落地；二是推动重大项目建设和设备更新改造形成更多实物工作量，符合冬季施工条件的项目不得停工；三是坚持“两个毫不动摇”，支持民营企业提振信心、更好发展。

4. 进一步优化落实疫情防控措施，更好统筹疫情防控和经济社会发展

2022 年 11 月 11 日，国务院联防联控机制印发《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》，发布进一步优化防控工作的二十条措施。主要包括：对密切接触者，将“7 天集中隔离+3 天居家健康监测”调整为“5 天集中隔离+3 天居家隔离”；将高风险区外溢人员“7 天集中隔离”调

整为“7天居家隔离”；取消入境航班熔断机制；对入境人员，将“7天集中隔离+3天居家健康监测”调整为“5天集中隔离+3天居家隔离”。12月7日，国务院联防联控机制印发《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，发布进一步优化调整疫情防控的“新十条”措施。主要包括：科学精准划分风险区域，按楼栋、单元、楼层、住户划定高风险区，不得随意扩大到小区、社区和街道（乡镇）等区域，不得采取各种形式的临时封控；进一步优化核酸检测，不按行政区域开展全员核酸检测，除特殊场所外不要求提供核酸检测阴性证明，不查验健康码；优化调整隔离方式，具备居家隔离条件的无症状感染者和轻型病例一般采取居家隔离，也可自愿选择集中隔离收治；保障群众基本购药需求，不得限制群众线上线下购买退热、止咳、抗病毒、治感冒等非处方药物。12月27日，国务院联防联控机制印发《关于对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”的总体方案》，明确自2023年1月8日起，对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”。对新冠病毒感染者不再实行隔离措施，不再判定密切接触者；不再划定高低风险区；检测策略调整为“愿检尽检”；不再对入境人员和货物等采取检疫传染病管理措施。

5. 多项重磅政策陆续出台，支持房地产市场平稳健康发展

2022年11月8日，银行间市场交易商协会发文称，继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。11月11日，央行、银保监会联合印发《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，围绕保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度等6方面发布16项具体政策措施。11月14日，银保监会、住建部、央行联合印发《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，指导商业银行按市场化、法治化原则，支持优质房地产企业合理使用预售监管资金，促进房地产市场平稳健康发展。2023年1月5日，央行、银保监会发布通知，决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制。自2022年第四季度起，各城市政府可于每季度末月，对当地新建商品住宅销售价格变化情况进行动态评估。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，可自主决定自下一个季度起，阶段性维持、下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限。1月10日，央行、银保监会信贷工作座谈会明确，要有效防范化解优质头部房企风险，实施改善优质房企资产负债表计划，聚焦专注主业、合规经营、资质良好、具有一定系统重要性的优质房企，开展“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四项行动，综合施策改善优质房企经营性和融资性现金流，引导优质房企资产负债表回归安全区间。

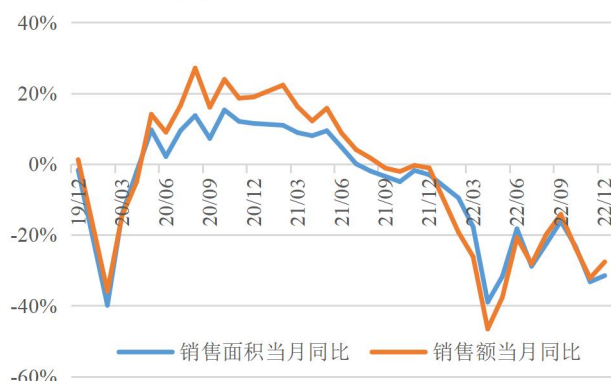
四、行业信用风险观察

1. 房地产基本面仍处于深度调整阶段，信用风险需持续关注

房地产基本面处于深度调整阶段。2022年以来，各地区、各部门坚持“房住不炒”，积极推进因城施策，用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，加大保交楼力度，促进房地产市场稳定发展。在政策

放松的背景下，5月开始房地产销售情况波动修复，但10—11月降幅再次扩大。房地产投资端同比降幅持续扩大，房企的拿地能力以及意愿均不足，4月以来新开工面积同比降幅持续在40%以上，基本处于历史最低水平，尚未出现转暖迹象。而在“保交楼”的推动下，房地产项目复工完工加快，竣工端出现改善，同比降幅大幅收窄。12月房地产的各项指标降幅都在收窄，商品房销售面积、销售额、到位资金、房屋新开工面积等指标降幅均出现不同程度的收窄，2023年房地产对整个经济的拖累有望小于2022年。

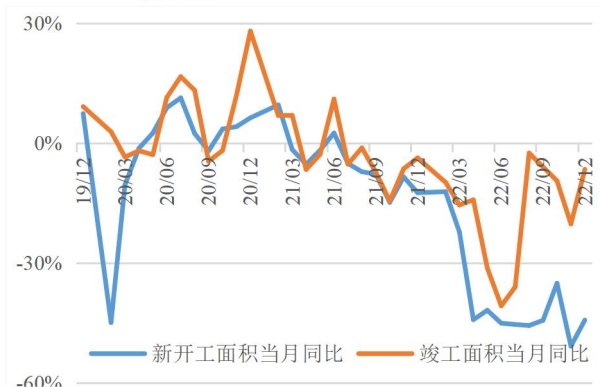
图 25. 房地产销售情况



注：2021 年数据为两年平均增速

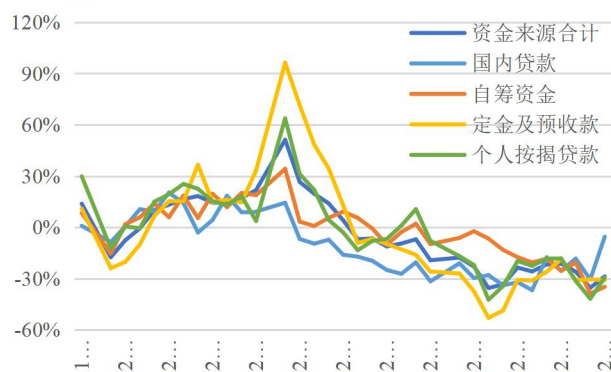
数据来源：Wind，联合资信整理

图 26. 房屋新开工、竣工情况



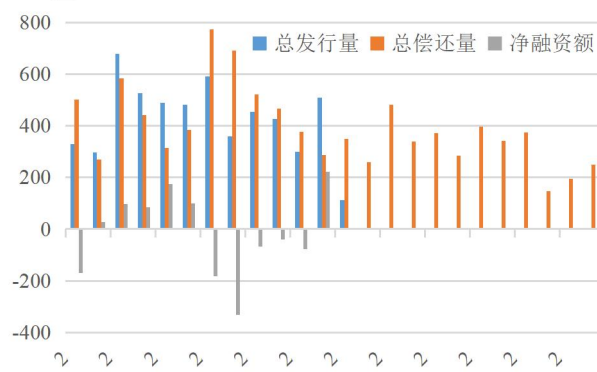
房企资金压力持续存在，信用风险需持续关注。从房地产资金面来看，2022 年房地产企业到位资金 14.90 万亿元，同比下降 25.90%；12 月到位资金同比降幅收窄至 28.72%，资金面压力仍然较大。2022 年房地产行业风险持续释放，境内外债券违约事件频发、展期规模明显提升。尽管房地产行业度过了 2022 年 7—8 月的偿债高峰期，偿还压力有所缓和，但考虑到“房住不炒”仍为主基调，政策以维稳及托底为主，地产销售端仍在筑底，部分出险房企销售恢复面临较大困难，且境内融资环境尚未回暖，除部分国企和少数优质民营房企外，大部分房企尚不能实现“借新还旧”，到期债务规模较高、销售恢复缓慢、融资渠道不畅的非优质头部房企信用风险值得关注。

图 27. 房地产资金来源当月同比增速情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图 28. 房地产企业债券净融资情况（亿元）



2. 地方财政持续承压，弱资质城投企业的偿债压力较大

财政承压或对城投企业的经营回款和债务偿付产生负面影响。2022 年 1—11 月，全国一般公共预算收入 18.55 万亿元，扣除留抵退税因素后增长 6.10%，按自然口径计算下降 3%，其中地方一般公共预算本级收入 9.98 万亿元，扣除留抵退税因素后增长 5.40%，按自然口径计算下降 3%；全国一般公共预算支出 22.73 万亿元，比上年同期增长 6.20%。2022 年 1-11 月，全国政府性基金预算收入 6.02 万亿元，比上年同期下降 21.50%，其中地方政府性基金预算本级收入 5.63 万亿元，比上年同期下降 22.80%，国有土地使用权出让收入 5.12 万亿元，比上年同期下降 24.4%；同期全国政府性基金预算支出 9.60 万亿元，比上年同期增长 5.50%。政府收入下降而支出刚性增长，土地财政明显承压，城投企业来自政府的经营回款困难增大，同时获得政府支持的力度减弱，或对城投企业债务偿付产生负面影响。

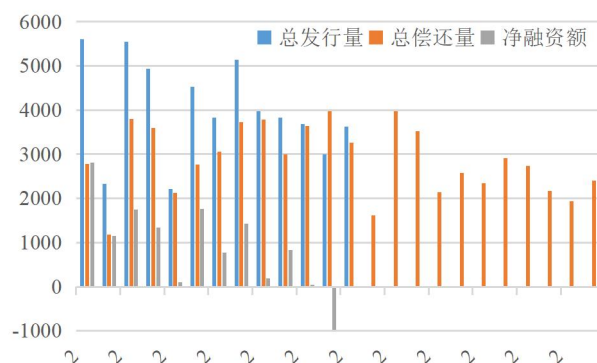
图 29. 地方财政收支累计同比增长情况 (%)



注：采用 wind 城投口径，12 月发行量为截至 21 日数据。

数据来源：Wind，联合资信整理

图 30. 城投债发行到期情况



非标违约、商票逾期、银行贷款展期等信用风险事件持续发生。2022 年，部分经济财政较弱、债务负担较高的区域出现了技术性违约、非标违约、商票逾期以及银行贷款展期等事件。根据公开资料整理，涉及城投平台的非标违约共 25 只，涉及 17 家平台；其中城投平台作为融资方的有 14 只，作为担保方的有 11 只，主要集中在贵州、云南、甘肃等弱区域的区县级平台。2022 年以来涉及商票逾期的城投平台数量显著增加也引发了市场关注，逾期主体主要集中在山东省和贵州省的区县级平台和 AA 级为代表的弱资质城投。此外，兰州城投技术性违约、遵义道桥银行贷款展期等，也对区域融资产生了负面影响。此外，2022 年共有 31 家城投企业评级被下调（包括展望调整为负面），其中贵州省有 19 家，且多分布在遵义、安顺、毕节等区县平台。整体来看，城投企业虽然没有在债券市场出现实质违约，但在政策监管趋严、融资边际弱化引发市场担忧过程中，流动性压力明显增大，信用风险事件持续发生。

城投行业再融资环境较为紧张，偿债压力较大。2022 年，政策方面延续对地方政府隐性债务“控新增化存量”的管控基调，根据 Wind 口径统计，城投债全年净融资额 1.12 万亿元，同比少增 1.22 万亿元，再

融资环境整体较为紧张，偿债压力较大。2023 年偿债高峰出现在 3、4 月，偿还规模超过 3500 亿元。在财政承压或对城投企业的经营回款产生负面影响、融资环境紧张、而城投债到期偿量仍然较大的背景下，部分弱区域、弱资质城投企业面临较大的债务偿付压力，信用风险值得关注。

3. 汽车产销全年实现正增长，新能源车市景气度较高

汽车行业整体复苏向好，全年产销实现正增长。2022 年汽车行业受到疫情散发频发、芯片结构性短缺、动力电池原材料价格高位运行等诸多不利因素冲击，但在购置税减半等一系列稳增长、促消费政策的有效拉动下，我国汽车产销分别完成 2702.10 万辆和 2686.40 万辆，同比增长 3.40%和 2.10%。逐月来看，前两个月汽车产销稳定增长；3—5 月受上海、长春大规模疫情冲击，汽车产销断崖式下降；6 月以来，受上年同期低基数、车辆购置税优惠政策举措逐步显现效果、车市促销力度保持高位，主流车企优惠力度加大等因素影响，汽车销量增速较快；四季度的疫情一方面导致终端消费市场增长乏力，消费者购车需求释放受阻，另一方面疫情调整也对生产端造成一定压力，汽车产销增速回落。出口方面，由于海外供给不足和中国车企出口竞争力的增强，2022 年中国汽车出口首次突破 200 万辆，达 311.10 万辆，同比增长 54.40%，实现跨越式突破。

图 31. 汽车销量季节性图（万辆）

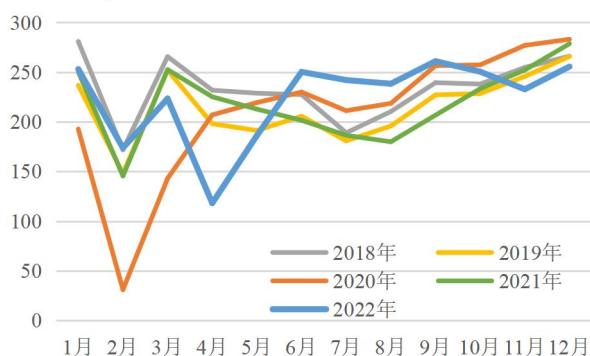
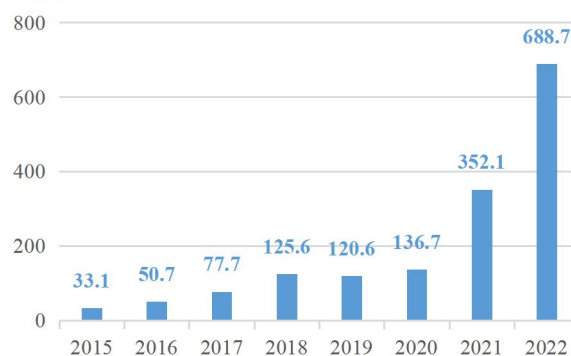


图 32. 2015-2022 年新能源汽车销量（万辆）



数据来源：中国汽车工业协会，联合资信整理

新能源汽车市场景气度较高。2022 年新能源汽车产销分别达到 705.80 万辆和 688.70 万辆，同比分别增长 96.90%和 93.40%，市场占有率较 2021 年上升 12.28 个百分点至 25.64%，其中纯电动汽车、插电式混合动力汽车和燃料电池汽车产销继续保持高速增长。2023 年新能源汽车有望继续维持高景气度，同时也需关注油价下行、电池级碳酸锂价格等原材料价格压力、补贴退坡等不利因素。

免责声明

本报告涉及的内容仅供参考，不构成对某种决策的最终操作建议，更不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。联合资信评估股份有限公司就本报告涉及的内容不对接收方做出任何担保，对于本报告涉及内容导致的任何直接的或者间接的投资盈亏等后果，联合资信评估股份有限公司不承担任何责任。

本报告涉及的内容版权仅为联合资信评估股份有限公司所有。如引用发布，需注明出处为联合资信评估股份有限公司，且不得对本报告涉及的内容进行有悖原意的（包括但不限于）引用、删节和修改。

DISCLAIMER

The content provided in this report is for reference only; therefore it does not constitute any final operational advice for certain decision, and is less able to be served as the basis for investment research decisions, as well as any moral, liable or legal basis or evidence, with or without warranty of any kind, either express or implicit. **China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.** assumes no guarantee for the content in the report, nor bears any liability or responsibility for any investment gains and losses, either directly or indirectly, arising from or in reliance upon the content of the report.

The copyright of the content contained in this report are solely owned and reserved by **China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.** A reference to **China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.** shall be made in any citation, and no citation, abbreviation and modification may be made to the content against the original meaning.