

进退有度，内外分化

——2023 年度策略报告

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669 号

报告要点

2023 年美欧核心服务通胀压力仍大，继续加息控通胀；美国经济弱衰退，但就业不会很差，美联储不太可能转向降息；高通胀和加息将使得欧元区经济步入衰退。2023 年我国外需下降、房地产弱修复、消费修复但仍偏弱，稳增长力度有望进一步加大，我国经济弱修复。预计 2023 年我国国债收益率小幅上行，股市相对积极；海外抗通胀背景下大宗商品总体震荡偏弱，但国内相关品种价格相对偏强。

摘要：

一、2023 年美欧仍需加息控通胀，经济趋于弱衰退。长期新冠持续抑制劳动力供应是海外高通胀的重要原因。目前 7.0% 的美国成年人存在长期新冠症状，2.0% 的成年人因此活动严重受限，这足以对劳动力供应产生显著的抑制。从目前趋势来看，2023 年新冠流行将继续抑制海外劳动力供应。预计美国 CPI 住房租金同比涨幅在 2023 年上半年继续扩大，下半年缓慢回落，年底仍高达 6%-7%。考虑到长期新冠对劳动力供应的持续抑制以及服务业略微增长对劳动力需求的支撑，预计 2023 年美国劳动力供需紧张的缓解不会很快；2023 年上半年美国核心服务 CPI 同比维持高位，下半年有所回落，但年底仍较高。2023 年一季度美联储继续加息至 5% 左右；考虑到 2023 年美国核心服务通胀仍较高，美国就业不会很差，美联储不太可能转向降息。美国 CPI 同比回归 2% 需要核心商品 CPI 同比下降；2023 年美国利率水平将提高至限制性高位，商品需求将明显下降；美国服务消费将略微增长，整体经济弱衰退。由于新冠流行抑制劳动力供应，欧元区通胀回归 2% 也并非易事，2023 年欧央行继续加息控通胀。欧元区经济已经显现衰退迹象，高通胀和加息将使得欧元区经济步入衰退。

二、2023 年我国稳增长力度加大，经济趋于弱复苏。2023 年海外经济增长将进一步放缓，我国外需仍存在下行压力。从人口趋势来看，我国新增合理住房需求的峰值可能已经出现。当前商品房销售低于中期趋势水平，2023 年有望修复。但考虑到我国新增合理住房需求已经触顶，“房住不炒”继续抑制投资和投机性需求，预计 2023 年商品房销售改善幅度不大。今年以来我国房屋新开工面积明显低于商品房销售面积，反映资金紧张对开发商的拿地和开工构成约束。最近我国金融机构对开发商融资的支持力度显著加大，预计 2023 年房屋新开工与土地购置将有所修复。考虑到前期房屋新开工面积大幅下降对房地产投资的滞后传导效应，预计 2023 年上半年房地产投资低位企稳，下半年才会小幅改善。考虑到防疫政策的优化与防疫经验的累积，2023 年国内疫情有望缓解，消费趋于修复。疫情缓解可能并非一帆风顺，消费可能仍在一定程度上受疫情抑制。2022 年我国 GDP 增速显著低于目标，预计 2023 年稳增长力度进一步加大，基础设施建设力度有望进一步加大，我国经济总体弱修复。

三、投资策略：美元指数与美债收益率可能已经处于顶部区域，但美股可能尚未回调到位。在国内经济弱修复的背景下，预计我国国债收益率小幅上行。考虑到目前股市估值较低，国内股市预计有相对积极的表现。海外抗通胀需要适当压低商品价格，2023 年大宗商品价格整体震荡偏弱，国内相关品种价格相对偏强。

风险因素：国内疫情反复、海外经济下滑高于预期



宏观研究团队

研究员：

刘道钰

021-80401723

liudaoyu@citicsf.com

从业资格号：F3061482

投资咨询号：Z0016422

目 录

摘要:	1
2022 年宏观经济与资产表现回顾.....	4
一、2023 年美欧仍需加息控通胀, 经济趋于弱衰退.....	5
(一) 2023 年长期新冠继续抑制海外劳动力供应.....	5
(二) 2023 年上半年美国核心服务通胀维持高位, 下半年小幅回落.....	8
(三) 2023 年一季度美联储继续加息至 5%左右, 年内不太可能转向降息.....	10
(四) 2023 年美国商品需求明显下降, 服务消费略微增长, 整体经济弱衰退.....	11
(五) 2023 年欧央行继续加息控通胀, 欧元区经济将步入衰退.....	13
二、2023 年我国稳增长力度加大, 经济趋于弱复苏.....	14
(一) 2023 年海外经济增长将进一步放缓, 我国外需仍存在下行压力.....	14
(二) 2023 年上半年我国房地产投资低位企稳, 下半年小幅改善.....	14
(三) 2023 年国内疫情有望缓解, 消费会有所修复, 但可能仍部分受到疫情抑制.....	18
(四) 2022 年我国 GDP 增速显著低于目标, 预计 2023 年稳增长力度进一步加大.....	19
(五) 稳增长仍需基建发力, 预计 2023 年我国经济趋于弱复苏.....	19
三、投资策略.....	20
免责声明.....	21

图目录

图表 1: 美国 CPI 同比与联邦基金利率.....	4
图表 2: 美国 10 年国债收益率与纳斯达克指数.....	4
图表 3: 全国日均新增新冠病例与消费增速.....	4
图表 4: 中国 10 年国债收益率与沪深 300 指数.....	4
图表 5: 美国和欧元区的 CPI 与核心 CPI 同比.....	5
图表 6: 部分国家当前及 2019 年的核心 CPI 或 CPI 同比.....	5
图表 7: 美国与澳大利亚职位空缺数 (千人)	6
图表 8: 欧元区与新加坡职位空缺率 (%)	6
图表 9: 部分经济体疫情后三年与疫情前三年 GDP 年平均增速及两者之差.....	6
图表 10: 美国长期新冠患者占成年人的比重.....	7
图表 11: 美国劳动参与率与非劳动力人口数量.....	7
图表 12: 英国长期新冠患者数量 (千人)	7
图表 13: 英国非劳动力人口数量与失业率.....	7
图表 14: 美国核心商品 CPI 同比及环比.....	8
图表 15: 美国核心服务 CPI 同比及环比.....	8
图表 16: 美国 CPI 住房租金同比及环比.....	9
图表 17: 美国住房租金、非农时薪同比以及房租时薪比.....	9
图表 18: 美国住房租金指数、房价指数及两者比值.....	9
图表 19: 美国出租房屋空置率与存量房屋空置单元数量.....	9
图表 20: 美国失业率与劳动参与率 (%)	10

图表 21: 美国劳动力人口及劳动年龄人口 (千人)	10
图表 22: 美国居民收入与支出相对于疫情前的变化	10
图表 23: 美国不同部门的新增非农就业人数 (千人)	10
图表 24: 美国个人消费支出不变价折年数 (十亿美元)	11
图表 25: 美国消费支出同比增速与消费者信心指数	11
图表 26: 美国抵押贷款利率与新屋销售	12
图表 27: 美国新屋库存与新屋开工	12
图表 28: 美国 GDP 不变价 (十亿美元)	12
图表 29: 三季度美国 GDP 及其分项的环比变化 (十亿美元)	12
图表 30: 欧元区 PPI 与 CPI 同比	13
图表 31: 10 月份欧元区 CPI 及其主要分项当月同比 (%)	13
图表 32: 欧元区基准利率与 10 年期国债收益率	13
图表 33: 欧元区制造业与服务业 PMI	13
图表 34: 出口金额与数量当月同比 (2021 年为两年平均增速)	14
图表 35: 全球制造业 PMI 与我国出口增速	14
图表 36: 常住人口城镇化率及其年增量	15
图表 37: 中国 20-34 岁、35-54 岁人口数量	15
图表 38: 我国每年结婚登记对数	15
图表 39: 我国每年出生人数	15
图表 40: 商品房销售面积增速	16
图表 41: 历年 8-10 月份商品房销售面积	16
图表 42: 历年 1-10 月房屋新开工面积与商品房销售面积	16
图表 43: 商品房待售面积 (万平方米)	16
图表 44: 近期我国金融领域加大对房地产市场的支持力度	17
图表 45: 房地产相关指标当月同比 (2021 年为两年平均增速)	17
图表 46: 房屋施工及竣工面积累积同比 (剔除基数效应)	17
图表 47: 社会消费品零售总额同比增速 (剔除基数效应)	18
图表 48: 居民收入增速与消费增速	18
图表 49: 2022 年 10 月限额以上消费品零售总额的当月同比增速	18
图表 50: 我国 GDP 增速政府预期目标与实际值	19
图表 51: 部分国家的人均 GDP	19
图表 52: 固定资产投资当月同比 (2021 年为两年平均增速)	20
图表 53: 我国 GDP 增速	20

2022 年宏观经济与资产表现回顾

2022 年，海外经济体普遍面临高通胀问题，并且为了遏制通胀而大幅加息。其中，美联储大幅加息对市场的影响最大。这导致美元大幅升值，非美货币因此普遍贬值。美联储加息也推动美债收益率大幅上升，美股承压下跌，其中对利率敏感的纳斯达克指数跌幅尤其较大。

2022 年，国内疫情反复对宏观经济和风险资产价格构成明显抑制。由于国内疫情多点散发，我国消费明显受到抑制，宏观经济因此偏弱运行。再加上美联储加息抑制全球风险偏好，我国股市承压下跌。海外高通胀给我国带来输入性通胀压力，为了防范通胀，我国货币政策放松幅度有限。因此，在宏观经济偏弱的背景下，我国国债收益率并未趋势性下行，而是低位震荡。

图表1：美国 CPI 同比与联邦基金利率



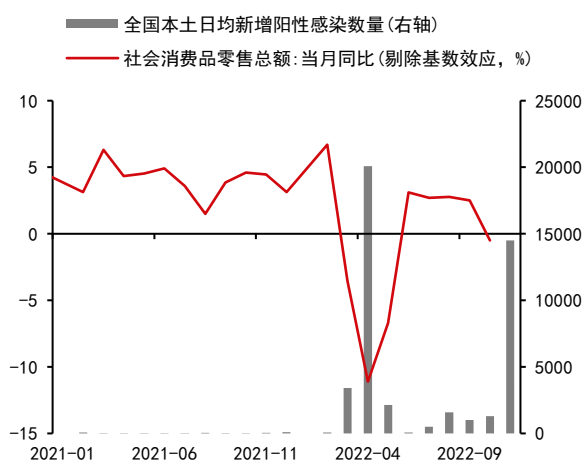
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表2：美国 10 年国债收益率与纳斯达克指数



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表3：全国日均新增新冠病例与消费增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表4：中国 10 年国债收益率与沪深 300 指数



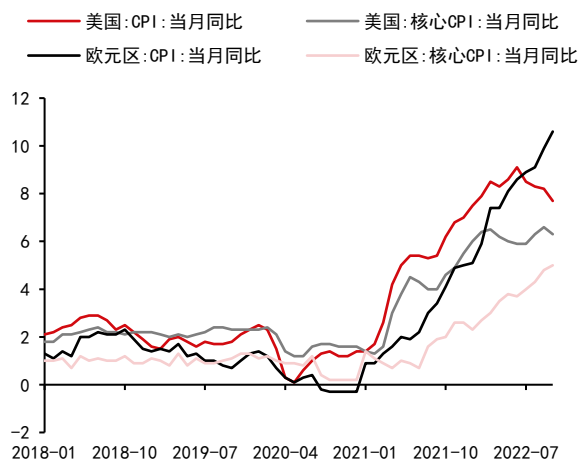
资料来源：Wind 中信期货研究所

一、2023 年美欧仍需加息控通胀，经济趋于弱衰退

（一）2023 年长期新冠继续抑制海外劳动力供应

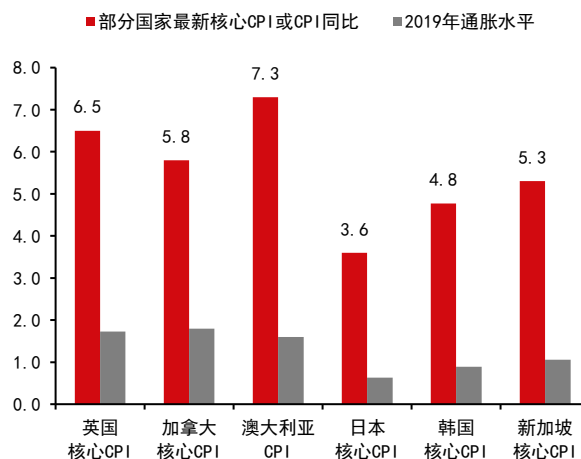
今年海外经济体普遍面临高通胀的问题；即便剔除掉能源和食品，海外主要经济体的核心通胀也较高。今年 10 月份，美国和欧元区 CPI 同比分别高达 7.7%、10.6%。虽然较高的能源和食品价格是推高通胀的原因之一，但是剔除掉能源和食品，美国与欧元区的核心 CPI 同比也分别高达 6.3%、5.0%，远高于 2% 的央行控制目标。其他主要经济体也普遍面临高通胀问题。10 月份英国、加拿大、日本、韩国核心 CPI 同比分别为 6.5%、5.8%、3.6%、4.8%，分别比疫情前（2019 年）高 4.8、4.0、3.0、3.9 个百分点。澳大利亚三季度 CPI 同比上涨 7.3%，新加坡 9 月核心 CPI 同比上涨 5.3%，也远高于疫情前水平。

图表5：美国和欧元区的 CPI 与核心 CPI 同比



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表6：部分国家当前及 2019 年的核心 CPI 或 CPI 同比

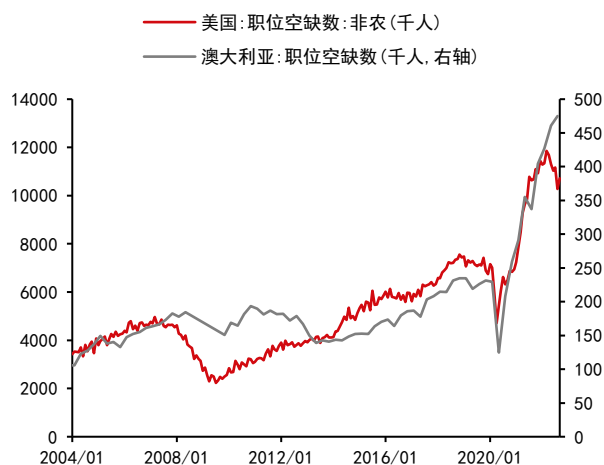


资料来源：Wind 中信期货研究所

劳动力短缺是很多海外经济体高通胀的重要推动因素。今年很多海外经济体存在劳动力短缺问题。由于数据的可得性，这里我们仅展示美国、欧元区、澳大利亚、新加坡的数据。9 月份美国非农职位空缺数高达 1072 万，仍比疫情前高 50% 左右；8 月份澳大利亚职位空缺数高达 47.5 万，比疫情前高 100% 左右；二季度末欧元区职位空缺率为 3.2%，比疫情前高 1 个百分点；新加坡职位空缺率高达 5.6%，比疫情前高 3.3 个百分点。对于这几个经济体，劳动力供需均为近 10 年最紧张的状态，这是高通胀的重要推动因素。

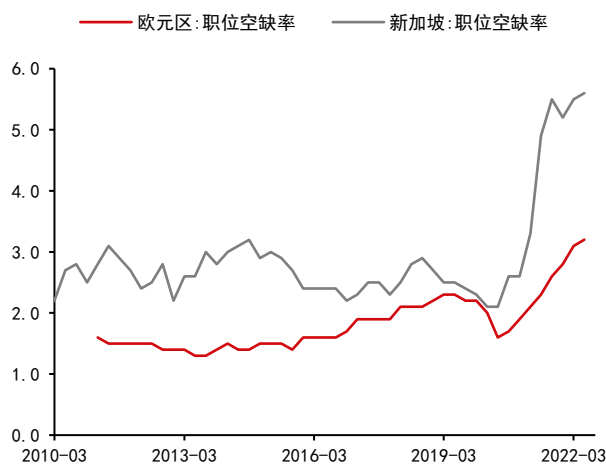
海外经济体劳动力短缺并非因为经济高速增长导致劳动力需求旺盛。美国、欧元区、澳大利亚、新加坡疫情后三年 GDP 年平均增速（2022 年三季度 GDP 相对于 2019 年三季度，澳大利亚为二季度）分别比疫情前三年的 GDP 年平均增速（2019 年三季度 GDP 相对于 2016 年三季度）低 1.0、1.4、0.2、1.2 个百分点。这说明疫情后三年劳动力需求的增长并不快，劳动力短缺并非因为劳动力需求旺盛。

图表7：美国与澳大利亚职位空缺数（千人）



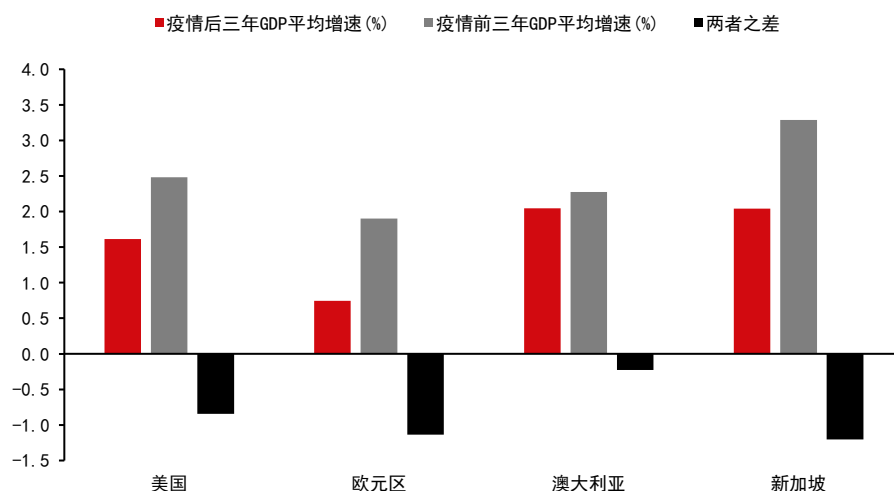
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表8：欧元区与新加坡职位空缺率(%)



资料来源: Wind 欧盟统计局 中信期货研究所

图表9：部分经济体疫情后三年与疫情前三年 GDP 年平均增速及两者之差

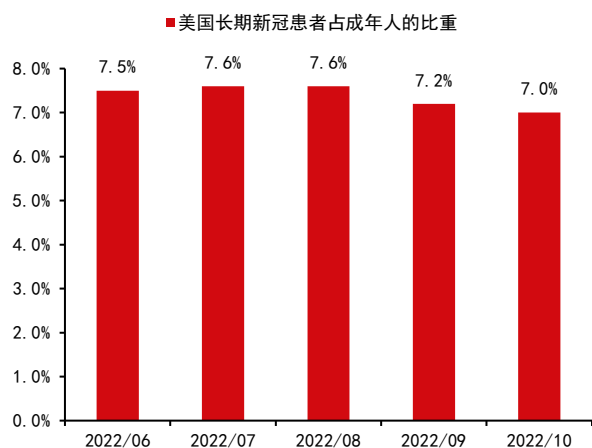


资料来源: Wind 中信期货研究所

海外经济体劳动力短缺主要因为长期新冠持续抑制劳动力供应；从目前趋势来看，2023 年新冠流行将继续抑制海外劳动力供应。根据美国人口普查局的抽样调查以及疾控中心的统计分析^{注1}，截至 10 月 17 号，7.0%的美国成年人存在长期新冠症状，2.0%的成年人因此活动严重受限，14.2%的成年人曾经出现长期新冠症状。美国 7.0%的成年人口存在长期新冠症状足以对劳动力供应产生显著的抑制。虽然大多数的长期新冠患者会继续工作，但工作时间和效率会有所降低，而且少数长期新冠患者症状严重，不得不退出劳动力市场。疫情之后，美国劳动参与率显著降低，非劳动力人口显著增加，这与疫情对劳动力供应的抑制是有关系的。值得注意的是，长期新冠患者数量随着时间推移并未显著减少（今年 9、10 月份美国长期新冠患者比例略有降低，但降低幅度并不显著）。大多数的长期新冠是可以康复的，但是新冠的持续流行使得长期新冠患者不断出现，抵消了早期长期新冠患者康复的影响。今年 3 月份以来美国劳动参与率并未进一步修复，仍比疫情

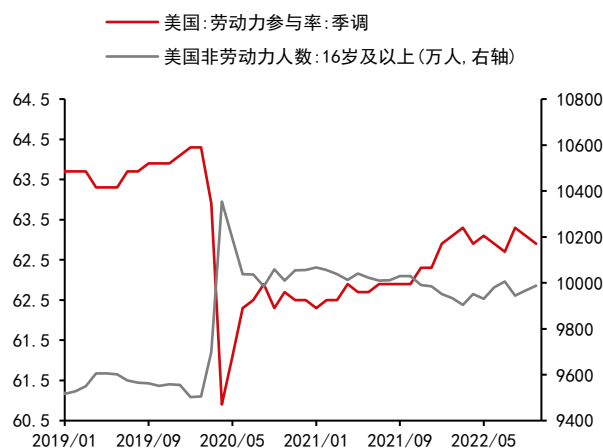
前低 1.2 个百分点;非劳动力数量也并未进一步减少,仍比疫情前多 450 万左右,这从侧面印证长期新冠对劳动力供应的抑制并未随着时间而显著减弱。英国长期新冠数据与美国类似。根据英国统计局发布的抽样调查数据,截至 10 月 1 号,英国有 210 万长期新冠患者,占总人口的 3.3%,其中奥密克戎时期新出现的长期新冠患者约为总人口的 1.2%。疫情以来,英国非劳动力人口数量异常增加,截至 9 月份比疫情前多了 80 万左右。虽然奥密克戎毒株的症状严重程度较德尔塔毒株显著降低,但今年以来英国长期新冠患者数量并未减少,反而较去年年底有所增加。今年 9 月份英国失业率处于 3.6%的历史低位水平从侧面反映英国存在劳动力供需紧张。不管美国还是英国,长期新冠患者数量并未随着时间推移而显著减少。从这个趋势来看,2023 年新冠流行将继续抑制海外经济体的劳动力供应。

图表10: 美国长期新冠患者占成年人的比重



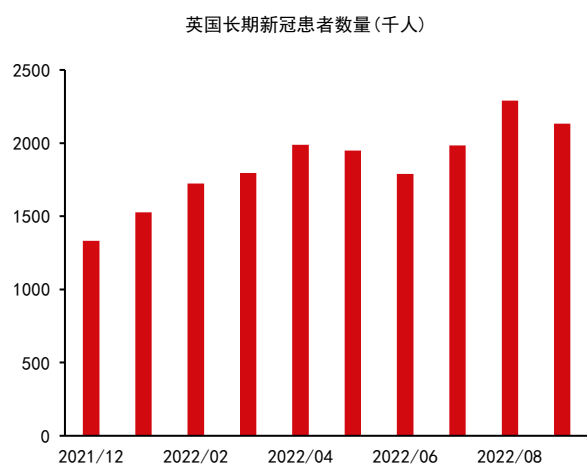
资料来源: 美国疾控中心网站 中信期货研究所

图表11: 美国劳动参与率与非劳动力人口数量



资料来源: Wind 中信期货研究所

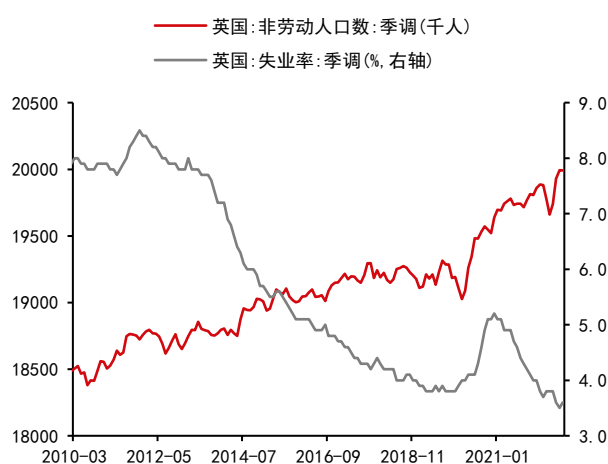
图表12: 英国长期新冠患者数量 (千人)



资料来源: 英国统计局 中信期货研究所

说明: 2022 年 7 月、8-9 月数据与之前数据口径有一定差异

图表13: 英国非劳动力人口数量与失业率



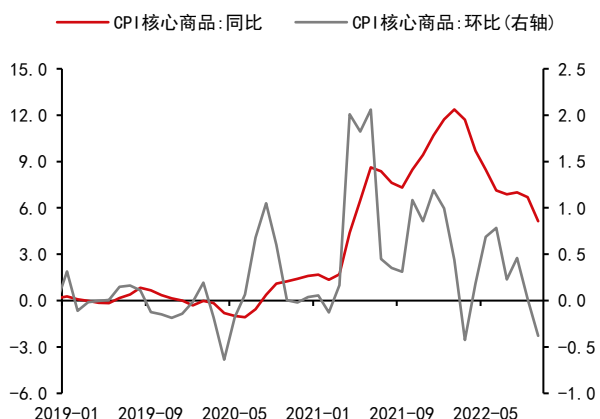
资料来源: Wind 中信期货研究所

注 1: 美国长期新冠数据来源: <https://www.cdc.gov/nchs/covid19/pulse/long-covid.htm>

（二）2023 年上半年美国核心服务通胀维持高位，下半年小幅回落

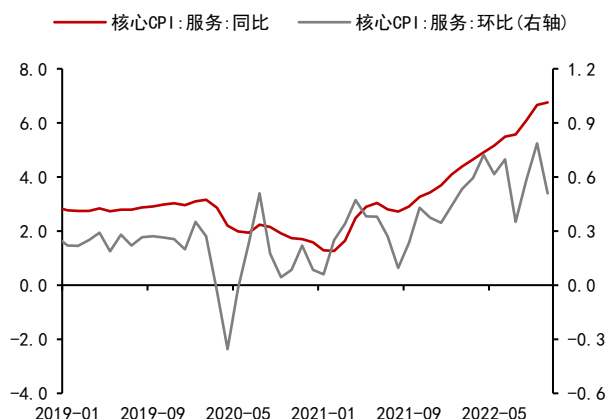
目前美国核心 CPI 同比拐点或已出现，但核心服务通胀压力仍大。美国 10 月 CPI 同比上涨 7.7%，连续 4 个月趋于回落，CPI 同比拐点已经出现。10 月份美国核心 CPI 同比触顶回落，拐点也可能已经出现。美国核心 CPI 同比回落主要因为核心商品价格回落。10 月份核心商品 CPI 环比下跌 0.4%，其中二手车、服装价格分别环比下跌 2.4%、0.7%。不过，美国核心服务通胀压力仍大，10 月份核心服务 CPI 同比仍略有上升，环比涨幅仍高达 0.5%。

图表14：美国核心商品 CPI 同比及环比



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表15：美国核心服务 CPI 同比及环比



资料来源：Wind 中信期货研究所

美国通胀有两个重要的推动力：一是美国住房租金上涨较快，推升核心服务 CPI 同比；二是劳动力供需紧张导致工资上涨偏快，进而给通胀带来支撑。

预计美国 CPI 住房租金同比涨幅在 2023 年上半年继续扩大，下半年缓慢回落，年底仍高达 6%-7%。住房租金占美国 CPI 的权重约 1/3，对美国 CPI 的影响较大。今年 10 月份美国住房租金同比涨幅进一步扩大 0.3 个百分点至 7.0%；住房租金环比上涨 0.7%，涨幅较高。中长期来看，住房租金主要取决于收入水平。疫情以来美国住房租金累计上涨 11.8%，涨幅仍低于个人总收入 14.6% 的增幅。按照目前租金与收入的上涨速度，到明年年中住房租金累计涨幅才会追上收入增速；

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49277

