

守冬待春 ——2023年宏观经济与资本市场展望

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qizq.com.cn



研究助理：谢钰、刘雅丽



相关报告

1 宏观专题 20221114: 疫情约束放松, 海外消费如何修复? ——消费系列研究之一

2 宏观专题 20221122: 财政稳增长: 资金、工具及投向——财政系列研究之四

3 穷则思变——2023年海外宏观年度展望

投资要点

近期政策层面约束逐渐放松, 开启了经济和市场环境修复的契机。展望明年, 经济恢复态势有多强劲? 各类资产价格走势如何? 本报告对此进行展开分析。

- **东盟接棒支撑出口, 全年走势前低后高。** 预计美国经济在未来 1-2 个季度内就会步入衰退, 欧洲和日本则更严峻。全球经济放缓使得明年出口增速或有调整。但东盟对我国出口的贡献明显上升, 其将支撑出口不至于失速。通过价值链拆解发现, 东盟的市场需求和区域协作以 RCEP 国家为主, **海外发达经济体需求扰动对于东盟出口虽存在影响, 但占比有限。** 我们预计, 明年全年我国出口增速中枢约在 **-5%~0%** 的水平, 节奏或呈前低后高。
- **疫情约束弱化, 消费会有多好?** 近期随着疫情防控措施的优化, 市场对于消费的回暖抱有很大期待, 不过从海外经验来看, **一是** 财政刺激力度决定着消费恢复的高度; **二是** 人口老龄化程度制约消费恢复速度; **三是** 不论防控措施如何, 疫情变化决定经济走势。对于我国而言, 财政给予居民的补助金额有限, 而居民财产增长速度同步显著放缓, 两者均制约着消费恢复高度, 况且我国人口老龄化程度不低, 消费恢复可能相对迟缓, 对消费复苏不宜期待过高。今年的消费刺激政策, 效果在明年也会减弱。我们预计, 明年消费恢复环境大体和 2021 年可比, 全年社零增速约在 **4%** 左右。
- **财政会更积极, 货币依然配合。** 从财政政策来看, 今年财政收支缺口弥补较好。对于明年财政政策, 我们预计, **相较于今年积极程度有所加码。** 我们预计, 2023 年新增专项债额度约为 4.75 万亿, 较今年多增 6 千亿元。对于货币政策, **结构性宽松代替了过去的全面性宽松, 成为了货币政策释放资金的主要方式。** 央行的这种政策选择和当前社会融资需求的特点高度相关, 结构性工具“输血”更为精准、有效。
- **基建、制造业不容低估, GDP 突破 5%。** 我们对明年投资增长较乐观。首先, 政策性金融工具是支撑基建投资的重要力量, 而其对于基建的拉动具有持续性, 我们预计, 明年基建投资增速仍有望达到双位数。其次, 设备改造贷款或将带动制造业投资的增长。这部分以医教和文旅领域居多, 低碳和数字化转型也有涉及, 部分公司披露实际贷款成本几乎为零。最后, 对于地产投资而言, 近来对房企融资持续松绑, 但需求偏弱还未缓和, 这是制约地产恢复的关键。一方面, 二套房贷利率调降幅度不高; 另一方面, 购房者对于期房信心不足。我们认为, 地产需求中枢尚可维持, 但供给收缩较强, 而房企融资改善传导到投资会有时滞, 地产投资明年恢复节奏仍较迟缓。总结来看, 我们预计明年 GDP 增速约在 **5.2%**。
- **短期利率调整未完, 明年关注周期共振。** 短期来说, 增长“韧性”强于预期“弹性”。一是权益市场机会或在**机械**等内需为主导的**中游加工组装行业**; 二是经济恢复会推动利率水平上升, **债市调整未完, 高点或在 3%**。三是**黄金等贵金属价格迎来上涨趋势**。中期来看, 疫情约束放松助力消费恢复, 但具备**必需属性**的消费行业**涨幅更高**。此外, 明年下半年很可能会迎来新一轮的**中美复苏周期共振**, 而上半年会看到**顺周期行情启动**。对于人民币汇率, 尽管出口走弱, 但美元指数回落下预计将回到均衡水平。
- **风险提示: 政策变动, 经济恢复不及预期, 测算偏差。**

内容目录

1. 东盟接棒支撑出口，全年走势前低后高	- 5 -
2. 疫情约束弱化，消费会有多好?	- 9 -
3. 财政会更积极，货币依然配合	- 14 -
4. 基建、制造业不容低估，GDP 突破 5%	- 17 -
5. 短期利率调整未完，明年关注周期共振	- 23 -

图表目录

图表 1: 美国国债收益率与消费支出变化 (%)	5 -
图表 2: 美国居民收入结构变化 (%)	6 -
图表 3: 美国国债收益率与房屋开工情况 (%)	6 -
图表 4: 各国贸易逆差情况 (亿美元)	7 -
图表 5: 主要经济体对我国出口增速贡献 (%)	7 -
图表 6: 东盟 DVA 去向经济体分布 (%)	8 -
图表 7: 东盟 FVA 来源经济体分布 (%)	8 -
图表 8: 中国“真实”出口去向经济体分布 (%)	9 -
图表 9: 美国失业率、CPI 与有效基金利率 (%)	9 -
图表 10: 美国失业率与经济增速 (%)	9 -
图表 11: 为疫情付出的财政支出占 GDP 比重 (%)	10 -
图表 12: 亚洲主要国家消费者信心恢复程度 (%)	10 -
图表 13: 主要经济体疫情防控措施与经济变化	11 -
图表 14: 美国消费支出较疫情前恢复程度 (%)	12 -
图表 15: 我国居民各类收入增速及下滑幅度 (%)	12 -
图表 16: 2021 年我国居民部门资产结构 (%)	13 -
图表 17: 城镇调查失业率 (16-24 岁) 与百城房价同比 (%)	13 -
图表 18: 乘用车购置税与销量增速 (%)	14 -
图表 19: 一般公共预算收入和支出增速及目标值 (%)	14 -
图表 20: 财政收支缺口及资金弥补情况	15 -
图表 21: 提前下达预算资金 (亿元)	15 -
图表 22: 各省 2022 年提前批专项债额度 (亿元)	16 -
图表 23: 历年提前批专项债限额的最大值及实际值	16 -
图表 24: 央行结构性政策工具的额度 (亿元)	16 -
图表 25: 居民中长贷脉冲与贷款利率 (%)	17 -
图表 26: 政策性开发性金融工具部署和投放时间	17 -
图表 27: 对明年基建投资增速的带动 (百分点)	18 -
图表 28: 农发行和进出口银行额度投向 (%)	18 -
图表 29: 设备更新改造贷款的优惠政策	19 -
图表 30: 公司公告提及贴息贷款的公司行业分布 (个)	19 -
图表 31: 各领域贴息贷款金额 (亿元)	19 -
图表 32: 房地产开发贷增速和 PSL 月新增额	20 -
图表 33: 首套和二套房贷利率与两者之差 (%)	20 -

图表 34: 全国商品房中期房和现房销售比例及增速.....	- 21 -
图表 35: 我国住宅销售面积及估计 (亿平米)	- 21 -
图表 36: 集中供地城市计划完成率 (%)	- 22 -
图表 37: 土地购置面积领先新开工增速 (%)	- 22 -
图表 38: 各行业投资增速 (%)	- 23 -
图表 39: 中美国债利率与人民币汇率.....	- 24 -
图表 40: 我国十年期国债利率每年低点、高点与两者之差 (%)	- 24 -
图表 41: 美国 CPI 与国债利率计算的隐含通胀率 (%)	- 25 -
图表 42: 全面放开后三个月消费子行业涨跌幅 (%)	- 25 -
图表 43: 中美货币增速之和与工业原料 CRB 指数同比 (%)	- 26 -
图表 44: 我国出口增速与人民币汇率.....	- 26 -

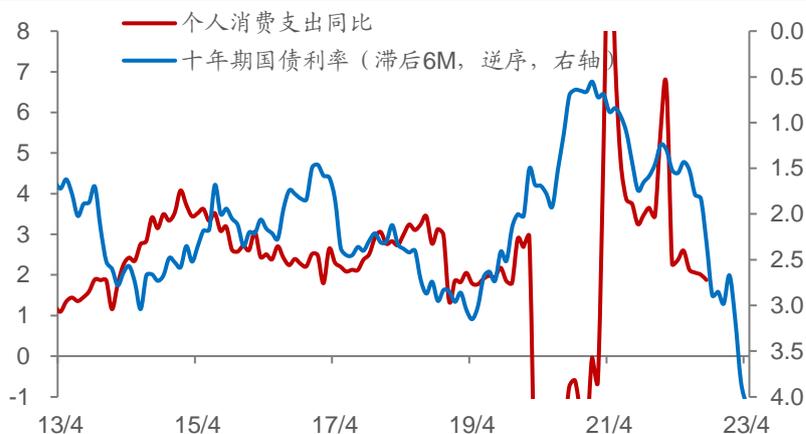
回顾即将过去的 2022 年，海外环境动荡的背景下，国内受到新冠疫情反复的冲击，经济增长态势仍显疲弱。不过，近期政策层面约束逐渐放松，开启了经济和市场环境修复的契机。展望明年来看，经济恢复态势有多强劲？各类资产价格走势如何？本报告对此进行展开分析。

1. 东盟接棒支撑出口，全年走势前低后高

供需缺口收敛，加息带来衰退。从外部环境来看，正如我们在《穷则思变——2023 年海外宏观年度展望》报告中所指出，今年美国经济增长韧性较强，引发美联储的持续加息进程。这在给全球经济带来调整压力的同时，使得美国自己也很难独善其身。根据我们构建的美国“衰退时钟”模型估计，未来的一到两个季度内，很可能美国经济增长就会步入实质性衰退。

利率持续攀升，消费受到抑制。美国经济的重心在于消费，一方面，持续加息会制约居民资产规模的扩张，限制家庭购买力进而抑制消费；另一方面，个人消费本身也会受到利率变动的影 响，利率上升使得居民消费贷款成本上行，同样约束消费的增长。我们发现，美国国债收益率大体与消费呈现反向变动，并且领先消费约半年左右。

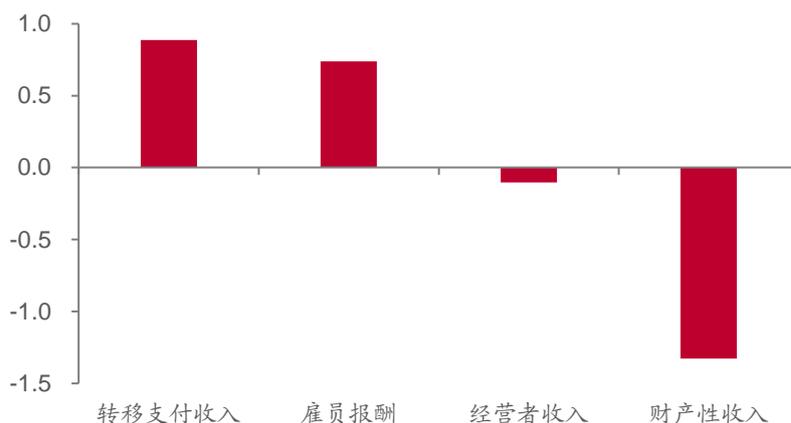
图表 1: 美国国债收益率与消费支出变化 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

财政收紧补贴减缓，给予消费更大压力。此外，今年支撑着美国居民收入显著增长的财政补贴，在明年美国紧财政的背景下，也将有较为明显的下降。而疫情期间累积起来的美国居民超额储蓄，同样正在逐渐耗尽，均给予消费乃至美国经济增长压力。

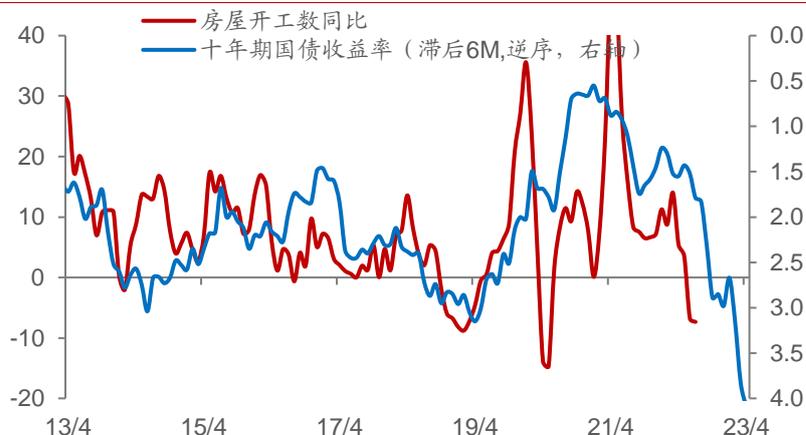
图表 2: 美国居民收入结构变化 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

收紧压力加强, 投资也受约束。虽然投资在美国经济结构之中的占比相对不高, 但利率水平抬升之下, 增速同样会受到较为明显的抑制。以住宅投资为例, 美国国债收益率走势领先新屋开工约半年左右, 且呈现反向变动, 即利率越高, 开工所带动的房屋投资增速则越低。与此同时, 新屋销售与房贷利率同样呈现反向变动关系, 房贷利率上行推动购房成本抬升, 压降购房需求, 从而也会压低投资。

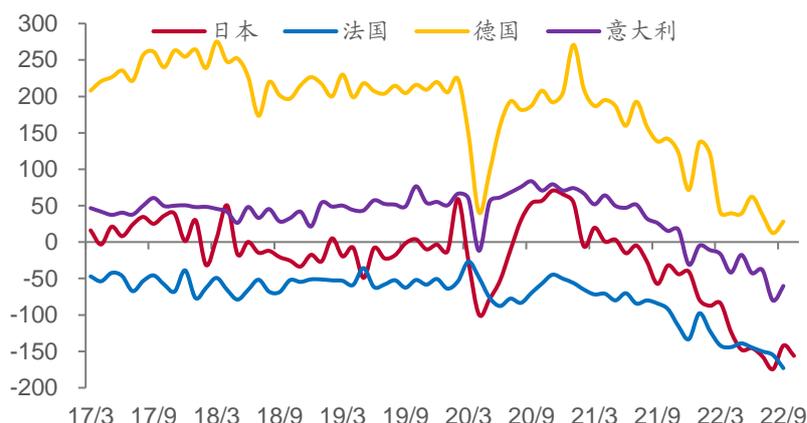
图表 3: 美国国债收益率与房屋开工情况 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

欧日情况更严峻, 外需面临调整。尽管美国经济存在着衰退的风险, 但在今年可以说体现出了较强的增长韧性, 欧洲和日本的情况则更为严峻。全球通胀显著攀升的背景之下, 进口价格走高使得贸易逆差明显扩大, 甚至此前很多常年顺差的经济体也出现了贸易逆差的情况。全球经济趋于放缓使得明年我国外需的压力显著增强, 出口增速较今年或将出现大幅调整, 疫情后我国的高顺差特征恐怕也难以维持。

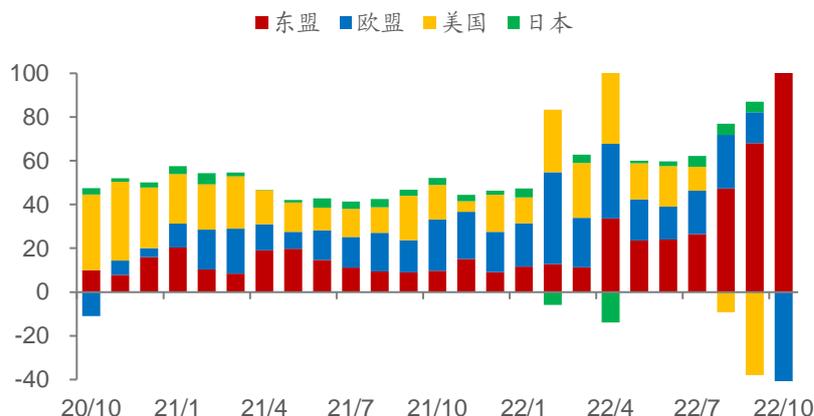
图表 4: 各国贸易逆差情况 (亿美元)



来源: WIND, 中泰证券研究所

出口拉动东盟接棒。不过,值得重视的是,从主要经济体对我国出口拉动的贡献来看,随着欧美主要经济体经济放缓乃至步入衰退,其对中国出口拉动的作用虽然有所减弱。但与此同时,东盟对我国出口增速的贡献率明显上升,已经成为拉动我国出口增长的绝对主力,其将支撑我国出口虽有回落,但不至于大幅失速。

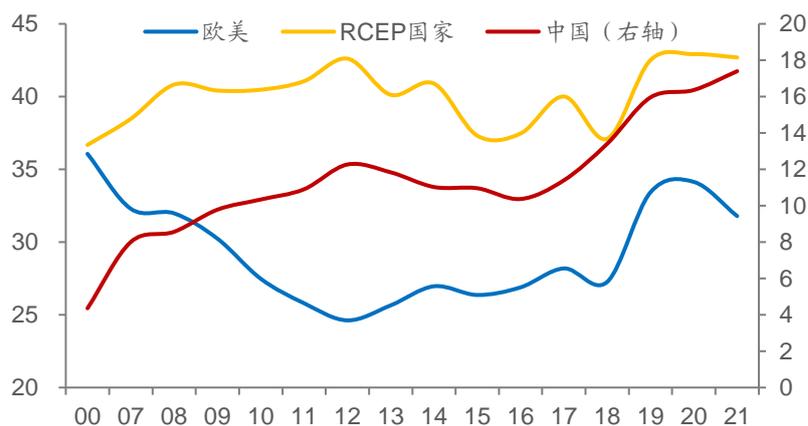
图表 5: 主要经济体对我国出口增速贡献 (%)



来源: CEIC, 中泰证券研究所

东盟市场需求, RCEP 为主。部分观点担心海外发达经济体外需回落,同样也会影响到东盟的市场需求,进而拖累我国出口。不过,我们通过价值链拆解发现,东盟的市场需求还是以 RCEP 国家为主,欧美主要发达国家对东盟“真实”出口的贡献近期出现回落,约在三成左右。而 RCEP 国家(包括中国)对东盟 DVA 的贡献在四成以上,只看中国单独的贡献也在两成左右。东盟出口需求的区域化趋势较为明显,这也决定了,海外发达经济体需求扰动对于东盟出口虽存在影响,但占比有限。

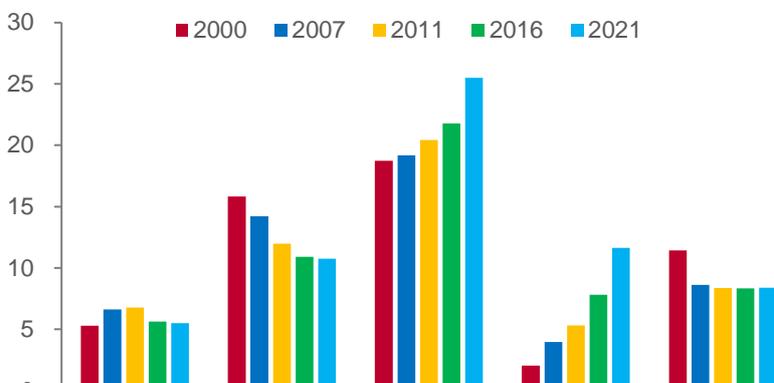
图表 6: 东盟 DVA 去向经济体分布 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

东盟内部协作, 我国影响更大。另外, 东盟贸易的区域协作效应, 同样和 RCEP 国家更为紧密, 并且我国的影响力显著上升, 已经超过欧美。在一国出口价值链拆分中, **FVA 代表某国总出口中来自国外部分的增加值**。FVA 的来源国分布间接反应了该国与来源国在国际生产链条中分工协作的程度。FVA 比重越大, 表明该国与来源国合作越密切。自 2000 年以来, 东盟在贸易协作方面区域化同样明显, FVA 来自 RCEP 国家比重大幅上行, 2021 年占整体比重约四分之一, 来自欧美主要经济体比重持续回落至 10%, 来自中国比重快速上行至 11.6%。

图表 7: 东盟 FVA 来源经济体分布 (%)



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_49750



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn