

宏观专题报告

2022 年 12 月 10 日

复苏之路

——2023 年宏观经济十大预测

核心内容：

复苏, Recovery, 身体恢复健康, 经济回归常态。在投资时钟里, 是债券牛市的尾巴, 是股票牛市的前奏。这样一个难得的词, 要在 2023 年出现了。

复苏, 道路是曲折的, 但前途是光明的。需要外部冲击的缓解与消退, 需要积极政策的发力和坚持, 需要市场主体的预期改善, 还需要时间, 足够的时间。时间可以带来需求的内生修复, 进而促进供给的提升和改善, 最终推动供需双方相互促进进入上行循环。这些事情, 在 2023 年都要逐渐出现了。

外部冲击的缓解与消退: 地缘政治的影响将从能源和粮食转向科技与贸易; 全球通胀动力切换, 联储停止加息; 美国经济软着陆, 强美元从政策和基本面双驱动减退为基本面驱动; 上半年中国出口降速, PPI 负增长, 企业盈利依靠内需驱动; 但新冠疫情进入大结局, 困境反转时刻, 消费增速反弹幅度要明显大于收入增速。

积极政策的发力和支持: 房地产政策加速出台, 住宅销售滞后 3 季度见效, 开发投资滞后 5 季度见效。货币政策方面, 人民币贬值缓解, CPI 小幅上行, 约束有一定缓解; 随着房地产市场的修复信用扩张回归内生驱动。财政政策方面, 收入回升之后, 支出稳中有升, 基础设施有五个重点投向。

无论是经济复苏还是资产价格回升, 都要经历情绪性修复、流动性支撑、基本面改善三个阶段。 11 月以来, 全球资本市场进入情绪性修复行情。海外, G20 峰会之后地缘政治出现趋于缓和的预期, 国际油价回落, 11 月 2 日美联储加息后市场预期加息幅度见顶, 美元指数与美国国债收益率趋于下行, 引发工业金属价格与权益资产反弹。国内方面, 金融纾困房地产“三支箭”出台, 防疫政策开始快速优化, A 股也实现较好涨幅, 其中涨幅居前的正是两个方向, 一是房地产产业链, 二是消费困境反转。但是, 情绪性修复行情是剧烈而短暂的, 接下来要看流动性支撑与基本面修复。流动性支撑方面, 特别要关注中美利差倒挂的反转, 将释放国内货币政策空间, 同时增加人民币资产的全球吸引力。基本面改善方面, 价格、信用都是领先指标, 因此要重点观测 PPI 见底回升或中长期贷款增速上行的信号。

风险提示: 地缘政治事件、海外经济衰退

分析师

高明

☎: 18510969619

✉: gaoming-yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522120001

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

詹璐

☎: (86755) 8345 3719

✉: zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码: 0130522110001

分析师助力: 于金潼

目 录

一、地缘政治：影响从初级产品扩散至科技与贸易	3
二、全球通胀：上行动力每年都有不同，但下行力量却始终如一	4
三、世界经济：强美元从政策与经济双驱动减退为单一驱动	6
四、上半年中国出口降速，PPI 负增长，企业盈利依靠内需驱动	7
五、疫后复苏：消费增速反弹幅度一般都大于收入增速	8
六、地产政策：住宅销售滞后 3 季度，开发投资滞后 5 季度	9
七、货币金融：人民币贬值缓解，CPI 小幅上升；信用扩张回归内生驱动	10
八、财政政策：收入回升，支出加力提效；基础设施有五个重点投向	11
九、GDP 增长 5.8%=真实增长 4.6%+基数效应 1.2%	12
十、投资建议：从情绪性修复，到流动性支撑，最终到达基本面改善	13

一、地缘政治：影响从初级产品扩散至科技与贸易

俄乌冲突的可能发展：俄罗斯实际GDP增速处于-4.0%以下的低位，同时失业率也处于4.0%以下的历史低位，这一矛盾组合指向俄罗斯进一步扩大常规战争的能力下降。此外，全球能源价格已经进入回落趋势，这也不利于俄罗斯的经济与财政。

俄乌冲突的长期影响：当下最重要影响是欧洲 REPowerEU 计划引发的全球能源体系重构。长期影响主要是打破冷战结束以来的大国协调机制；导致大国竞争成为美国战略核心，也使得贸易、金融、科技等成为制裁工具；多国军事预算永久提升（欧盟已承诺为GDP的2%以上）。

图 1：俄罗斯 2022Q3、Q4 实际 GDP 增速分别为-4.1%、-4.0%

图 2：俄罗斯失业率持续下降至 4.0% 以下的历史低位



资料来源：TradingEconomics，中国银河证券研究院

资料来源：TradingEconomics，中国银河证券研究院

特别是，作为美国最高层次安全战略文件，2022 年 10 月 12 日最新版《国家安全战略》明确提出：未来十年是大国竞争的决定性十年；中国是美国头号军事挑战；将在投资、外交、军事等领域与中国展开战略竞争，其中印太地区处于“最前线”；技术与军事的领先优势则是美国的关切重点。当然，美国战略也存在内在矛盾，包括难以兼顾欧亚、激励资源有限、触碰盟友利益、影响美国企业经营等。

图 3：2022 年 10 月 12 日美国《国家安全战略》摘要



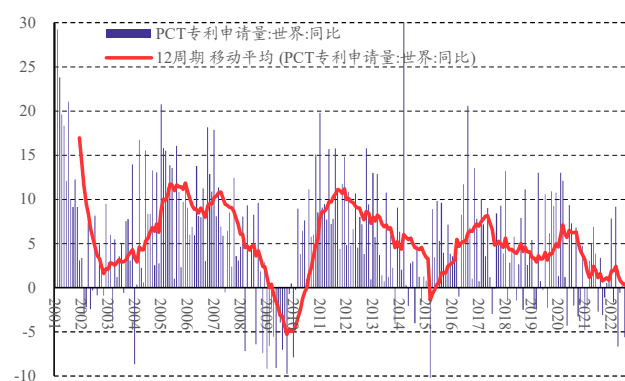
资料来源：远望智库 2022 年 10 月 31 日文章《美国新版〈国家安全战略〉的主要内容及初步分析》，中国银河证券研究院

总体而言，2023 年地缘政治的影响重点可能从初级产品领域回归到政治、科技、军事、经济贸易等领域。特别是，全球技术周期可能持续下行，中美博弈也将更趋激烈。

从全球 PCT 专利申请总量同比增速来看，目前全球技术周期处于下行期。这一下行趋势始于 2018 年中美贸易摩擦，2019 年第一阶段协议之后短期上升，但新冠疫情再次引发下行。

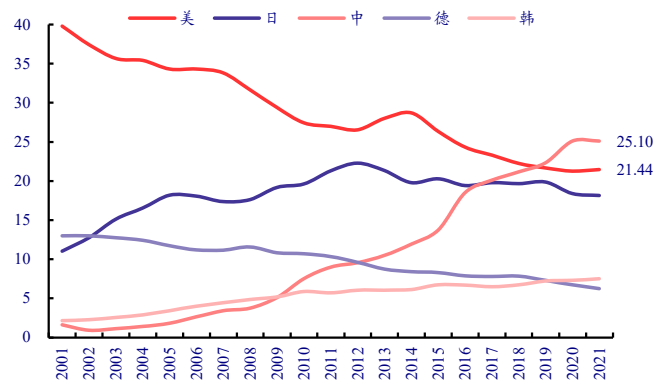
从国别对比来看，中国 PCT 国际专利申请量自 2019 年以来持续超过美国，东亚正在超越欧美：美国占全球比重从 2001 年的 40% 左右降至 2021 年的 21.4%；中国占比从 2001 年的 1.6% 上升至 2021 年的 25.1%。另外，日本占比从 2012 年的峰值 22.3% 降至 2021 年的 18.1%；德国占比从 2001 年的 13.0% 降至 2021 年的 6.2%；韩国占比则从 2001 年的 2.1% 升至 2021 年的 7.5%。

图 4：全球 PCT 专利申请量增速趋于下行并接近 0 增长



资料来源：世界知识产权组织 (WIPO)，中国银河证券研究院

图 5：全球 PCT 专利申请量全球前 5 占总体比重 (%)

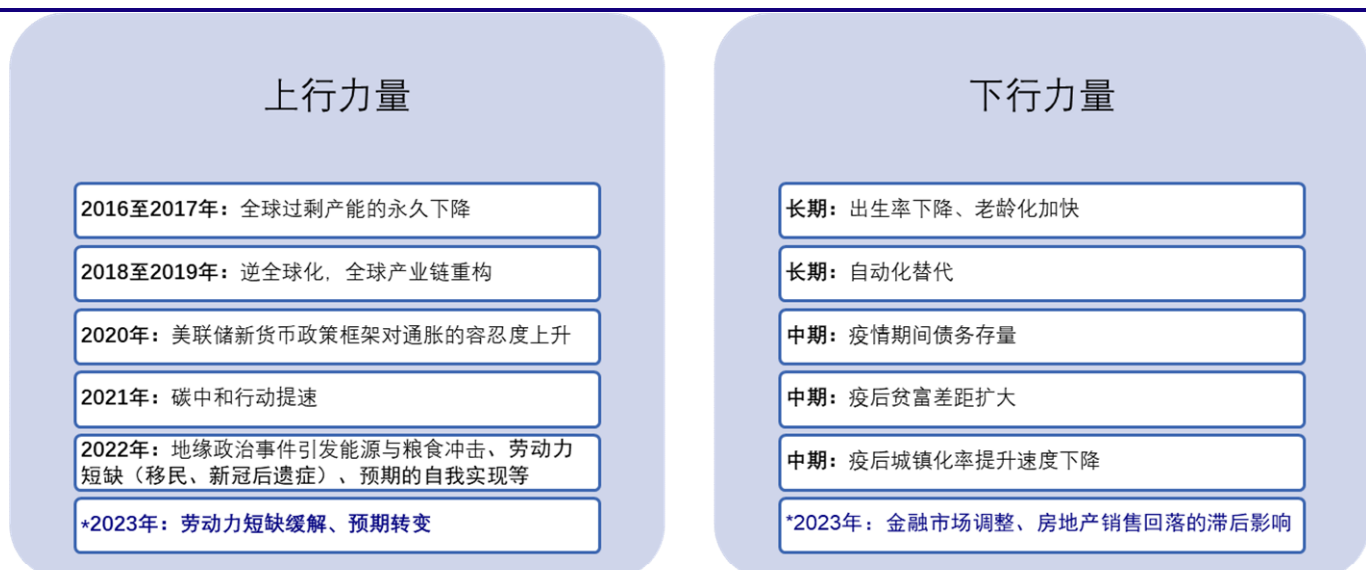


资料来源：世界知识产权组织 (WIPO)，中国银河证券研究院

二、全球通胀：上行动力每年都有不同，但下行力量却始终如一

2016 年以来，推动全球通胀率上行的因素每年都是不同的，而压制全球通胀率的普遍是中长期因素，尤其是疫后债务存量问题加剧、人口老龄化加速、贫富差距扩大、城镇化放缓。

图 6：2016 年以来，推动全球通胀率上行的因素每年都有不同，而压制全球通胀率的普遍是中长期因素



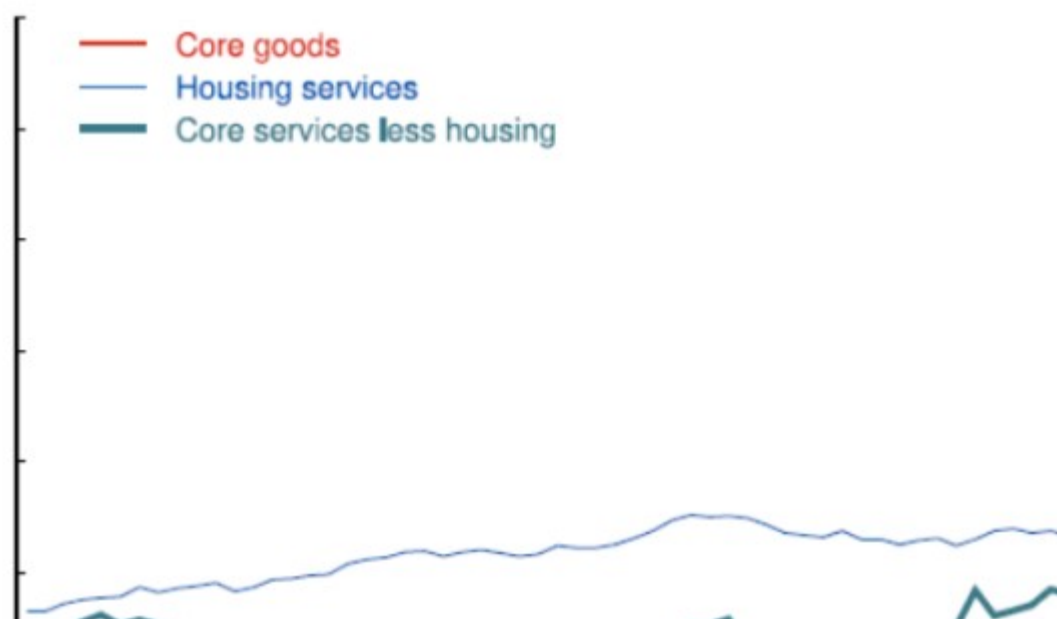
资料来源：中国银河证券研究院

2023 年，预计地缘政治冲击将从军事转向外交层面；由新冠后遗症与净移民放缓引发的劳动力短缺问题也有望缓解；同时主要央行持续加息有助于改变通胀预期，也会通过股市调整与房地产销售回落滞后影响总需求。

2022 年 12 月 1 日美联储主席鲍威尔表示，经济运行已经放缓至长期趋势以下，货币政策具有滞后性，目前效果还没有完全显现。利率已经接近足以控制通胀的水平，因此可以放缓加息幅度，最快将在 12 月 14 日议息会上。但通胀发展路径仍不确定。其中主要包括三方面。核心商品方面，供应链问题正在缓和，燃料和非燃料进口价格有所下降，制造商支付的价格也在下降，预计未来几个月形成通胀下行压力。住房服务方面，新租约同比增速在年中已经达峰，之后开始急剧下降。随着存量租约重置以追赶新租约，住房服务项通胀将持续上升，这种情况会持续到明年。但只要新租约通胀率保持下降，住房服务整体通胀率也 2023 年也将最终下降。核心服务核心 PCE 一半以上，工资是主要影响因素。目前的劳动力缺口大约为 350 万，既反映人口增长低于预期（人口出生率、净移民人数等），也反映了劳动参与率的下降（Long-Covid、超额退休等），这是货币政策难以解决的问题。

图 7：美国经济分析局将核心 PCE 通胀率分解为三个部分：目前房租和薪资仍在上行趋势之中

Figure 2. Components of core PCE



资料来源：美国经济分析局（BEA），中国银河证券研究院

11 月 2 日美联储加息 75BP 之后，市场就已经形成了 12 月 14 日加息幅度下降至 50BP，2023 年 2 月 1 日或 3 月 22 日加息幅度降至 25BP；5 月 3 日停止加息的预期。今年以来，美联储已经加息 6 次，累计幅度 375 个基点（3 月 16 日 25BP、5 月 4 日 50BP、6 月 15 日 75BP、7 月 28 日 75BP、9 月 22 日 75BP、11 月 2 日 75BP）。

图 8：11 月 2 日美联储加息 75BP 之后，市场就已经形成了美联储加息逐步放缓的预期

Fed Funds: Current Futures Implied Probabilities

Source: CME Group

Meeting	Fwd rate	3.5-3.75	3.75-4	4-4.25	4.25-4.5	4.5-4.75	4.75-5	5-5.25	5.25-5.5	5.5-5.75	5.75-6
2022-12-14	4.36 %				78.2 %	21.8 %					
2023-02-01	4.72 %					46.1 %	44.9 %	8.9 %			
2023-03-22	4.80 %					16.2 %	45.7 %	32.3 %	5.8 %		
2023-05-03	5.00 %					12.6 %	39.1 %	35.3 %	11.7 %	1.3 %	
2023-06-14	5.00 %				0.5 %	13.6 %	39.0 %	34.4 %	11.3 %	1.2 %	
2023-07-26	4.96 %			0.1 %	3.4 %	19.3 %	38.0 %	29.2 %	9.0 %	1.0 %	
2023-09-20	4.89 %		0.0 %	1.2 %	8.8 %	25.6 %	35.0 %	22.4 %	6.3 %	0.6 %	
2023-11-01	4.75 %	0.0 %	0.8 %	5.8 %	18.8 %	31.2 %	27.5 %	12.8 %	2.9 %	0.3 %	
2023-12-13	4.58 %	0.5 %	4.4 %	15.2 %	27.8 %	28.5 %	16.8 %	5.6 %	1.0 %	0.1 %	

MACROBOND

资料来源：MacroBond，中国银河证券研究院

三、世界经济：强美元从政策与经济双驱动减退为单一驱动

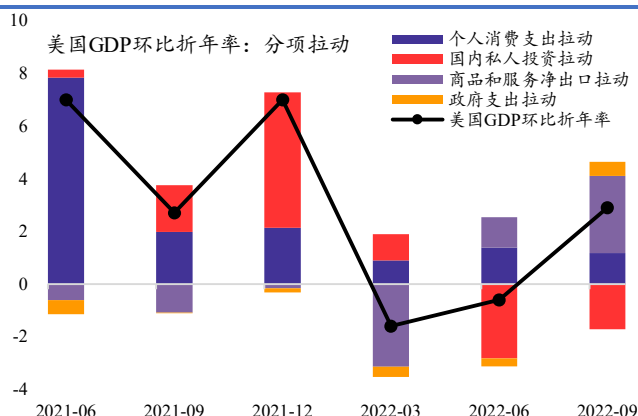
美国经济衰退主要反映为房屋销售回落、存货投资下降、以及进口收缩（对 GDP 增速的贡献反而为正），占绝大部分的消费相对稳定。美国三季度 GDP 同比 1.77%（前值 1.80%）；环比折年率 2.6%（前值-0.6%）。其中，个人消费支出贡献 0.97 个百分点、私人投资贡献-1.59 个百分点（住宅投资-1.37、存货投资-0.70）、净出口贡献 2.77 个百分点（其中出口增长的贡献为 1.63、进口收缩的贡献为 1.14）、政府支出贡献 0.42 个百分点。从月度数据来看，目前成屋销售回落较为明显，但就业与消费相对稳定。

欧元区困难更大，但问题正在缓解。欧元区 11 月调和 CPI(HICP)同比 10.0%(前值 10.7%)，出现回落，核心 HICP 持平前值 5.0%。今年欧央行已经加息 3 次，累计幅度达到 200 个基点（7 月 21 日 50BP、9 月 8 日 75BP、10 月 27 日 75BP）。目前市场预期欧央行会在 12 月再次加息 50 个基点。此外，纽约联储发布的“全球供应链压力指数”领先于德国 PPI 约 9 个月，今年下半年已经明显回落。

IMF 最新经济展望显示：全球 GDP 增速将从 2022 年的 3.20%回落至 2023 年的 2.66%，2024 将再次回升。其中，2023 年回落幅度较大的经济体主要是欧元区、商品出口国如巴西和澳大利亚、其次才是美国；而 RCEP 经济体回落幅度较小，其中印度、越南、印尼等仍将保持较高增速、日本、韩国也快于美国和欧元区；中国则从 2022 年的 3.2%升至 2023 年的 4.4%。

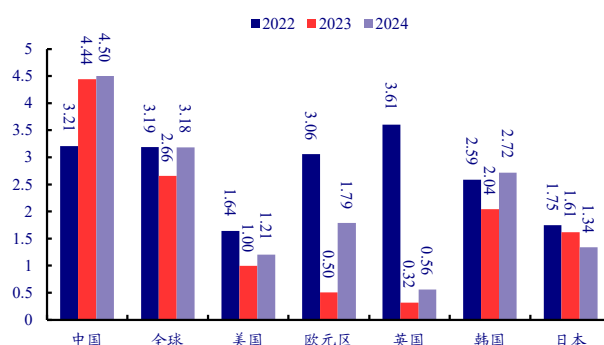
对于投资而言，这意味着美元指数将从政策和基本面双重驱动放缓为单一驱动。美联储比欧央行率先退出加息，这从金融账户对美元指数形成下行驱动力；但美国的经济景气度可能继续好于欧元区与英国，这又会从基本面对美元指数形成支撑。

图 9：美国 GDP 增速分解：消费稳定、投资回落



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：IMF 预期全球经济回落，欧元区、英国回落幅度大于美国

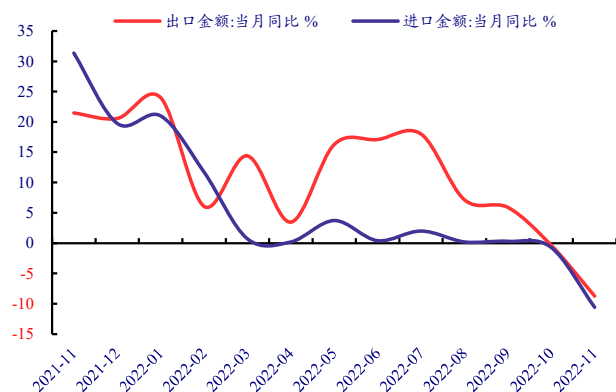


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、上半年中国出口降速，PPI 负增长，企业盈利依靠内需驱动

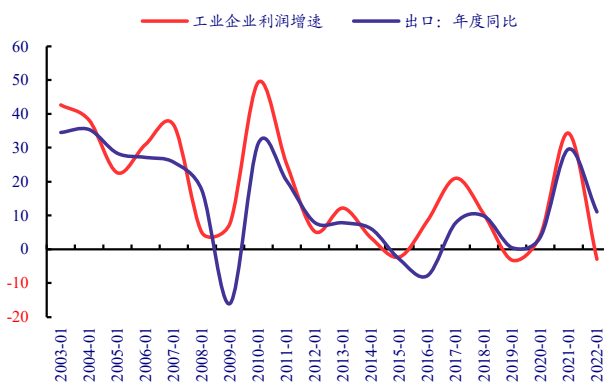
国际贸易对中国工业企业利润具有决定性影响。无论出口还是进口，都是企业进行资源配置和价值交换的重要渠道。2021 年，进口额占名义 GDP 的 17.4%，出口额占名义 GDP 的 20%。2022 年中国出口增速已经从 1-7 月的 15% 以上降至 8 至 10 月的 5% 左右，未来仍有可能进一步下行，直至 2023 年下半年美联储加息影响消退、美国经济“软着陆”之后，再次企稳回升。

图 11：2022 年进口增速持续低迷，出口增速下半年趋于回落



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

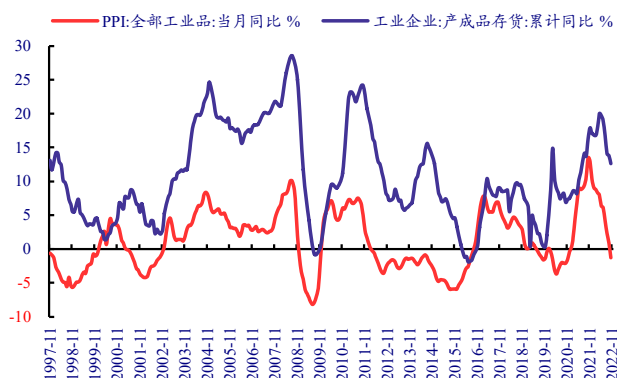
图 12：长期来看，出口增速是工业企业利润的重要影响因素



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

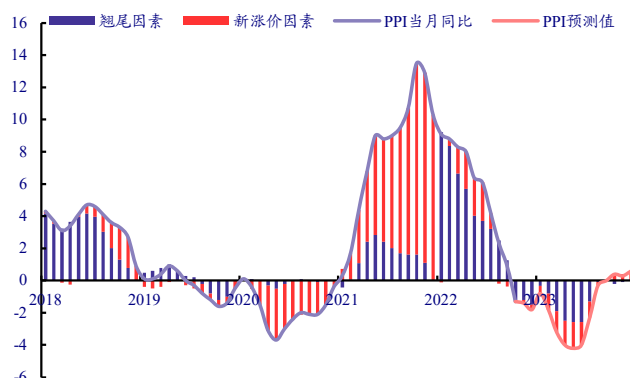
国内工业品存货周期趋于下行，2023 年上半年 PPI 可能持续为负，也都不利于工业企业利润增长。2022 年工业产成品存货同比增速在 4 月见顶，开启了下行趋势（尽管疫情期间的工业品存货变动受到多重因素扰动，但可以与 PPI 下行进行相互验证）。2023 年上半年，PPI 可能持续为负，其中基数效应的贡献可能在二季度达到 -2.5 个百分点；新涨价因素主要来自全球能源价格的下降，以及国内房地产等需求低迷的拖累。预计三季度随着联储加息影响缓解以及国内需求修复，逐步筑底回升。

图 13: 工业产成品存货开始趋于下行, PPI 持续降至负值



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 14: 2023 年上半年 PPI 可能持续为负, 也不利于工业企业利润



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、疫后复苏: 消费增速反弹幅度一般都大于收入增速

疫情大结局时刻已经到来, 2023 年将迎来困境反转时刻: 按照国际经验, 疫情“闯关”过程可能需要 2 个季度左右; 同时考虑气温变化, 预计 2022 年 12 月至 2023 年 3 月会是传播高峰期, 期间可能会发生局部城市的医疗资源挤兑, 并影响经济社会发展。但由于病毒变异已趋向致病性减弱, 同时也有一定应对基础和可供借鉴的经验, 因此可以预测 2023Q2 前后消费终将迎来困境反转时刻。而数据显示, 在恢复期, 消费增速的反弹幅度会比收入增速更大。

消费的中长期问题: 只有闯过防疫这一关口之后, 居民消费与购房的意愿、能力下降, 人口出生率下降、城镇化率提升速度下降、疫情期间导致的贫富差距扩大等中长期问题才有可能得到应对。需要提示, 这些中长期问题, 是二十大精神、十四五规划关注的重要。

预测: 2022 年社会消费品零售额增长 0.6%, 2023 年增长 7.5%, 两年平均增长 4.0%, 这与 2020 年至 2021 年相当 (2020 年-3.9%、2021 年+12.5%, 两年平均+4.0%)。

图 15: 进入经济上行期后, 消费增速反弹斜率要大于收入恢复

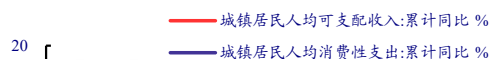
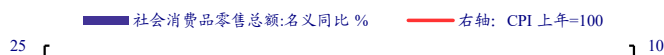


图 16: 消费降速是长期趋势, 疫情冲击进一步加剧



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_50020

