

2023 年，新时代“朱格拉周期”元年

宏观年度报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

联系人：李欣越

lixinyue@gjzq.com.cn

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）

yang_fei@gjzq.com.cn

联系人：侯倩楠

houqiannan@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）

majieying@gjzq.com.cn

联系人：李雪莱

lixuelai@gjzq.com.cn

2023 年年度报告

2023 年，“非经济因素”干扰弱化，“回归”将成宏观关键词；经济“东升西降”，资产配置优选“中国股市+美国债市”。眼下，国内经济预期已过度悲观；2023 年政治新起点，或将是新时代“朱格拉周期”启动元年。

2022 年，乱花迷人眼？政治周期轮回，经济周期错位

2022 年，“非经济因素”干扰过大加剧经济波动，经济金融环境极不稳定，以至大家开始习惯以“乱纪元”描述当下；其中，尤以中国基本面的超常规回落、海外金融环境的超常规收紧，最具代表。国内而言，疫情影响下流通速度的压降导致经济修复的“天花板效应”，越贴近终端需求越明显。继而出现两个有别正常周期的经济现象：1、人和物的流动速度受抑制下，经济螺旋式下滑趋势难以阻断；2、稳增长过程中的被动补库，会使托底效果的弹性、持续性不足。

海外类同，疫情从供需两端推升通胀，同时导致美联储加息启动晚于正常周期 1 年左右；“赶作业式”加息的强度本就高于常规，“俄乌冲突”下能源通胀压力飙升，倒逼美联储收缩强度进一步升级。过激的加息周期，导致全球经济金融体系稳定性明显下降，对全球经济的“伤害”或也将大于过往。“非经济因素”干扰过大，还引发内外部“长期问题”的短期集中释放，如海外长期资本开支不足下的供需矛盾、国内人口红利消退与债务杠杆抬升对经济影响加大。

2023 年，何处是归途？新时代“朱格拉周期”元年

2023 年，“非经济因素”干扰会显著减弱，政治新起点下，托底政策“累积效应”或将显现；全年 GDP 增速预计在 5.5% 左右，内需驱动为主。外需拖累严重下，稳增长加码势在必行，投向广义依然“重基建轻地产”、基建“新旧兼备”。传统基建，实际推进或明显改善、区域关注中西部、产业关注交通类；新基建支持下，制造业投资或成最靓丽的宏观指标，地产拖累减弱；消费修复是大势所趋，重点关注企业补偿式需求与居民收入两端消费等，前者弹性或存低估。

新时代“朱格拉周期”即将开启，产业升级、补链强链等紧迫性提升，或带来新一轮产业投资周期；战略安全、自主可控相关产业或将一马当先、首先受益。与传统“朱格拉周期”核心驱动主要来自需求端不同（如设备更新需求等），新时代“朱格拉周期”或带有明显的供给端特色，政策引导下生产与消费环节加快转型升级。2022 年财政端“留抵退税”、货币端“设备更新再贷款”等结构性工具，对企业报表起到良好保护，2023 年政策续力下，“累积效应”将现。

最优配置思路：经济东升西落，中国股市+美国债市

经济东升西落，海外经济“硬”衰退、货币环境从紧缩周期向宽松“回归”。持续宽松掩盖了诸多问题，史无前例的加息周期带来的经济问题暴露才刚开始。对美国而言，企业杠杆行为“逆转”或在所难免、经济衰退的压力或存“低估”；欧洲问题更加凸显，民粹主义下的政治经济问题交织、债务危机或将“魅影再现”等。2023 年，美债利率的下行趋势确定；美联储收紧主要盯的居民端指标逐一见顶，或指向加息止步于 2023 年上半年，降息或最早在下半年。

2023 年“回归”之年，资产配置优选“中国股市”与“美国利率债”。国内环境“利股不利债”，股市或“先价值后成长”、全年“N”型走势，债券“熊市”或已开启、阶段性超调或在所难免。基本面等多重因素影响共振下，2023 年 10 年期国债收益率表现，3.3%或非终点、3.5%亦有可能。海外市场，权益市场受盈利下修影响中短期或将延续大幅震荡调整，美国利率债、黄金等避险资产配置价值凸显；衰退阶段，高收益债违约潮或现，阶段性利于避险资产表现。

风险提示

政策效果不及预期，疫情反复的干扰，全球经济衰退超预期

目录

一、2022 年，乱花迷人眼？政治周期轮回，经济周期错位	5
1.1 周期轮回？非正常因素干扰，明显放大了波动	5
1.2 所谓“乱纪元”，更是持续透支“后遗症”的集中暴露	7
二、2023 年，何处是归途？日出东方，新时代“朱格拉周期”元年	9
2.1 国内经济：总量修复空间受限、结构亮点值得关注	10
2.2 “朱格拉周期”元年：新时代的产业逻辑支撑或存在低估	14
三、经济东升西落，最优资产配置：中国股市+美国债市	18
3.1 海外市场：经济“硬”衰退、货币环境转松	18
3.2 最优配置思路：“中国股市”+“美国债市”	21
风险提示	25

图表目录

图表 1： 疫情三年，物流和人流强度逐步回落	5
图表 2： 2022 年消费和地产明显走弱，工业生产较好	5
图表 3： 较高的库存仍可能阶段性压制经济弹性	5
图表 4： 本轮美联储加息呈现明显“赶作业式”特征	6
图表 5： 劳动力供给制约或将长期存在	6
图表 6： 美国职位空缺数修复快于非农就业人数	6
图表 7： 美国薪资增速持续高企	6
图表 8： 历届中选后，执政党参议院席位数往往下降	7
图表 9： 美欧持续升级对俄制裁，助推油价及通胀	7
图表 10： 杠杆不断抬升过程中，资金利用效率下降	7
图表 11： 中国人口红利得益于两波婴儿潮	7
图表 12： 2022 年，居民就业压力依然突出	8
图表 13： 地产销售和新开工持续低迷	8
图表 14： 一些地区城投债募资 100%用于“借新还旧”	8
图表 15： 部分土地依赖度高的地区“借新还旧”比例较高	8
图表 16： 过去 10 余年，资本开支持续低迷	8
图表 17： 过去 10 年美国页岩油厂商资本开支增速缩水	8
图表 18： “俄乌冲突”后，主要能源巨头撤资情况	9
图表 19： “俄乌冲突”背景下，能源空间错配问题凸显	9
图表 20： 通胀的快速上升，带来美联储紧缩政策的持续强化	9

图表 21:	过激的加息周期驱动美债利率明显抬升	9
图表 22:	主要资本市场的波动率快速攀升	9
图表 23:	2022 年初以来, 贷款利率创新低、M2 加快增长	10
图表 24:	2022 年经济实际波动大于预期	10
图表 25:	2022 年, 疫情反复过程中防疫不断优化	10
图表 26:	随着防疫优化, 物流开始有所修复	10
图表 27:	地方财政收支和债务压力双双上升	11
图表 28:	2022 年上半年稳增长落地偏慢	11
图表 29:	公共设施和道路交通为基建投资主要贡献	11
图表 30:	交运仓储发力或推动基建投资维持高位	11
图表 31:	近年来, 专项债对基建支持加强	11
图表 32:	基础设施基金投向交通项目较多	11
图表 33:	民营房企报表已出现明显收缩	12
图表 34:	拿地和新开工低迷或影响未来供给	12
图表 35:	货币金融环境转松并未带动地产销售改善	12
图表 36:	柳州受疫情扰动较小, 但地产销售依然低迷	12
图表 37:	居民就业压力加大、储蓄意愿上升	13
图表 38:	2020 年疫后, 部分可选和必须消费品修复较快	13
图表 39:	中国对主要经济体出口均回落	13
图表 40:	WTO 和 IMF 均预测 2023 年全球贸易增长放缓	13
图表 41:	欧洲电价快速攀升	14
图表 42:	欧洲出口份额持续下降, 中国份额保持高位	14
图表 43:	随着企业持续亏损, 资产负债表增长放缓	14
图表 44:	利润大幅下降, 但制造业投资表现强劲	14
图表 45:	2022 年实施大规模留抵退税	15
图表 46:	中上游制造业留抵退税返还金额较大	15
图表 47:	制造业企业保持较高现金流	15
图表 48:	近年来, 制造业贷款持续高增长	15
图表 49:	“二十大”对安全的重视度明显提升	16
图表 50:	2023 年或开启新时代“朱格拉周期”元年	16
图表 51:	出口对制造业生产的影响大于资本开支	16
图表 52:	制造业分行业利润、现金流与投资情况	17
图表 53:	国内主要指标预测	17
图表 54:	10 年期美债见顶领先最后一次加息交易日数	18
图表 55:	10 年美债利率领先政策利率 1-2 个季度见顶	18

图表 56: 房价增速的顶点已出现	18
图表 57: CPI 住房或也接近拐点	18
图表 58: 本轮美国 CPI 通胀高点已过	19
图表 59: 美国失业率或在 2022 年底见底	19
图表 60: 主要央行持续扩表, 遇上利率的快速攀升	19
图表 61: 过去两年, 美国高收益债发行量加快增多	19
图表 62: 欧洲“边缘国”杠杆率大多明显抬升	19
图表 63: 美国投机级信用利差和欧洲国别利差多走阔	19
图表 64: 美国企业杠杆率高企	20
图表 65: 美国金融、科技等行业高收益债信用利差走势	20
图表 66: 美国工业、通讯等行业高收益债信用利差走势	20
图表 67: 美国分行业高收益债信用利差所处分位数	20
图表 68: 欧盟、德国先后出现贸易逆差	21
图表 69: 欧元经济景气大幅回落先于美国需求的收缩	21
图表 70: 当前, 股票相对债券性价比处历史极值水平	21
图表 71: 2013 年, 创业板表现明显强于沪深 300	21
图表 72: 货币市场利率逐步向政策利率靠拢	22
图表 73: 随着基本面修复, 债券市场多面临调整	22
图表 74: 2023 年, 广义赤字规模或继续扩张	22
图表 75: 经历“长牛”后, 债券“熊市”步伐临近	22
图表 76: 经济衰退开始后美股继续回调深度与月数	22
图表 77: 衰退中, 股市通常经历杀估值、盈利两阶段	22
图表 78: 美股企业盈利或仍有一定下修空间	23
图表 79: 美元的韧性对美股企业海外收入造成冲击	23
图表 80: 历轮美国经济衰退期, 黄金价格涨多跌少	23
图表 81: 2 年期美债利率已基本消化终点利率预期	23
图表 82: 衰退前夕, 美债期限利差趋于回落	23
图表 83: 美国经济衰退阶段往往会爆发高收益债违约潮	23
图表 84: 中债上行、美债下行或将推动中美利差转正	24
图表 85: 近年来, 债市呈现典型的“熊短牛长”	24

2023 年，“非经济因素”干扰弱化，“回归”将成宏观关键词；经济“东升西降”，资产配置优选“中国股市+美国债市”。眼下，国内经济预期已过度悲观；2023 年政治新起点，或将是新时代“朱格拉周期”启动元年。

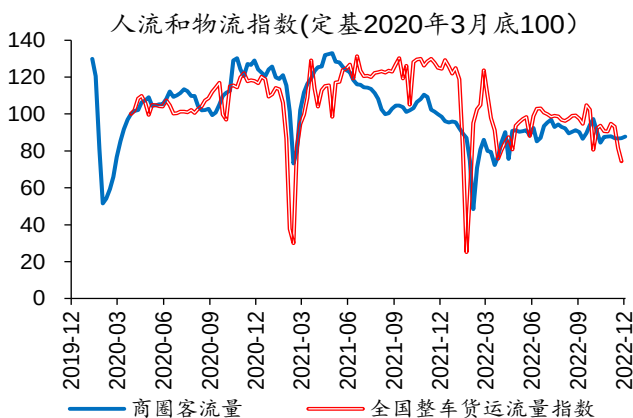
一、2022 年，乱花迷人眼？政治周期轮回，经济周期错位

2022 年，“非经济因素”干扰过大，加剧经济波动。其中，疫情对国内经济、欧美加息节奏的干扰等，最为典型；加之政治周期等多重影响，促使长期问题短期“集中”暴露，宏观环境极不稳定、乱象丛生，乃至市场开始习惯用“乱纪元”描述当下。

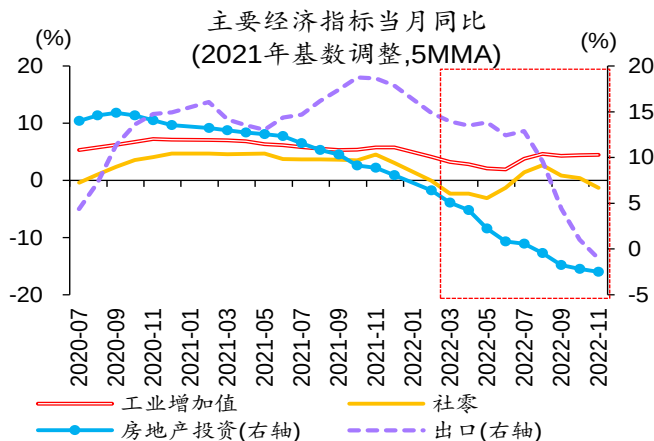
1.1 周期轮回？非正常因素干扰，明显放大了波动

国内经济而言，统筹“防控”与“发展”的过程中，流通速度的压降会导致经济修复的“天花板效应”。卡车物流、商圈客流的对比，可以直观的展现，越贴近终端需求端，“天花板效应”越显著。如此势必会带来两个经济现象：1、流动速度受抑的问题不解决，经济“螺旋式”下滑的趋势就很难阻断；2、稳增长过程中的被动补库，会使托底政策效果的弹性、持续性不足。宏观指标亦有直观体现，主要指标增速逐年下降、需求回落幅度大于生产等。

图表1：疫情三年，物流和人流强度逐步回落



图表2：2022 年消费和地产明显走弱，工业生产较好

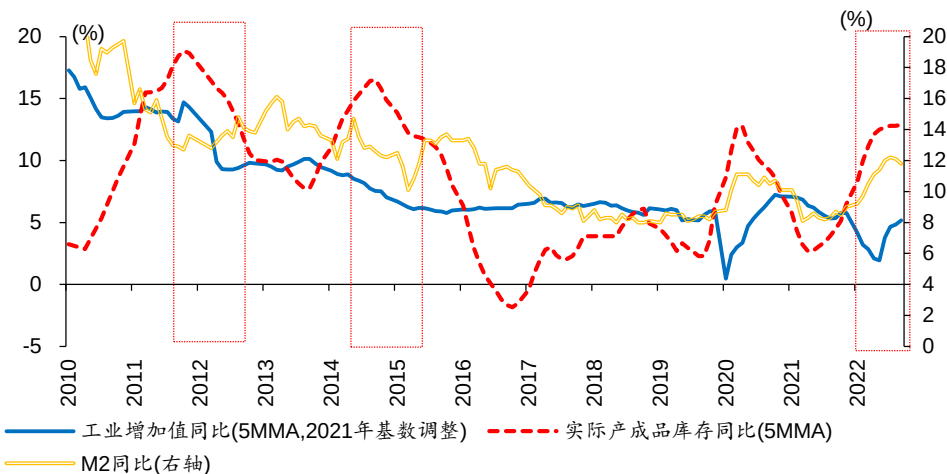


来源：国金数字未来 Lab、G7 物联、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

实际库存处于历史高位的现实，对疫情期间国内经济修复的弹性空间、可持续性会形成约束。疫情反复下，居民购房意愿受到压制，与前期调控政策的滞后影响共振，导致地产投资和销售同比下降超 40%和 20%；社零同比最高也只有 5.4%、疫情反复时常现负增长。需求受抑制的背景下，实际库存偏高压制生产端修复空间、弹性，且去库阶段还会拖累经济。这种现象在 2012 年前后和 2015 年前后也曾出现过；2022 年经济修复只持续了 1 个季度左右，10 月中旬前后高频指标即开始回落，即与实际库存偏高的逻辑有一定关联。

图表3：较高的库存仍可能阶段性压制经济弹性



来源：Wind、国金证券研究所

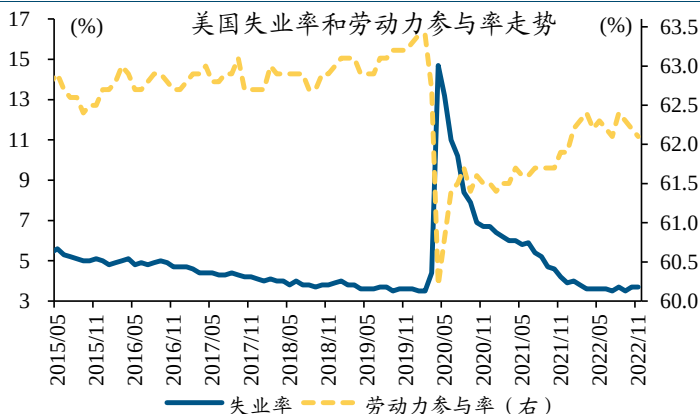
海外而言，疫情影响下，美联储操作较传统周期“晚一拍”，不得不以更急的速度加息；疫后劳动供给的系统性减少导致就业景气的持续，进一步形成扰动。疫情扰动下，美国加息启动时点相较正常周期晚了三四个季度。持续宽松的货币环境导致美国经济韧性强于过往，招工需求的释放极为快速，职位空缺数不足1年就修复至疫前水平以上、且持续超过1000万。但在新冠后遗症及移民等因素的影响下，劳动参与率相比疫情前下滑超1个百分点，对应400万左右的劳动力“减员”。作为就业市场景气的直接表征，时薪同比维持在5%附近，比疫情前十年均值的2.4%高出一倍左右。

图表4：本轮美联储加息呈现明显“赶作业式”特征



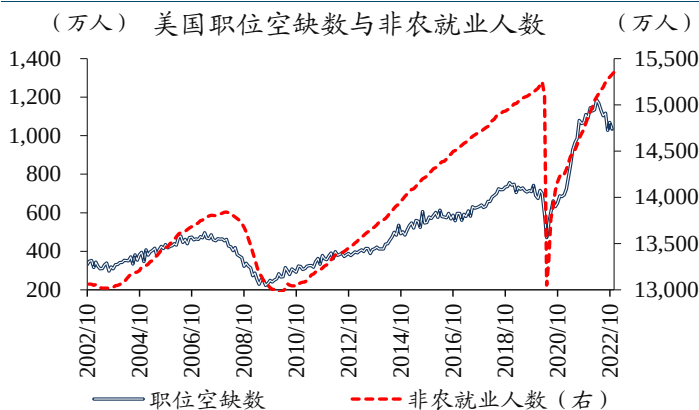
来源：Fred、Wind、国金证券研究所

图表5：劳动力供给制约或将长期存在



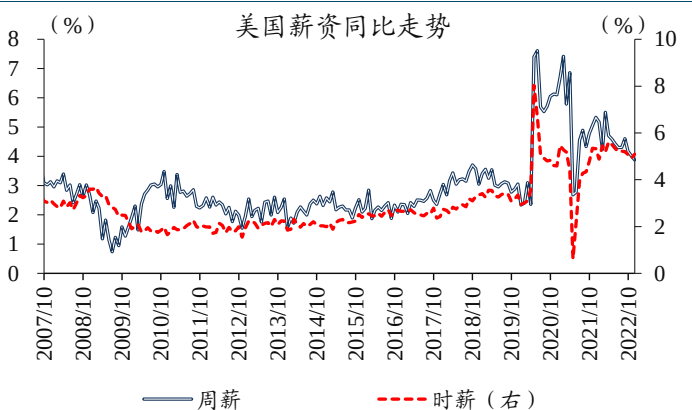
来源：Wind、国金证券研究所

图表6：美国职位空缺数修复快于非农就业人数



来源：Wind、国金证券研究所

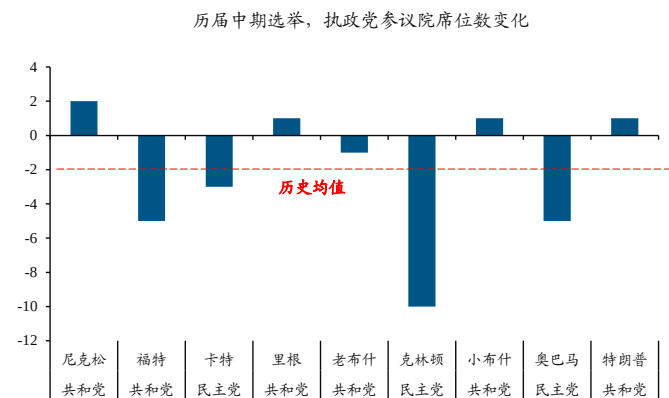
图表7：美国薪资增速持续高企



来源：Wind、国金证券研究所

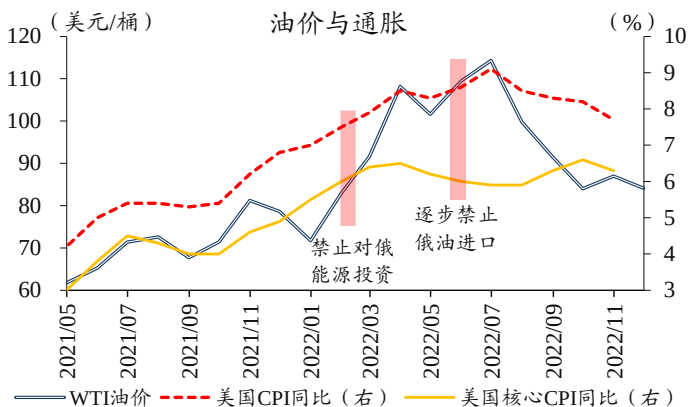
2022年美国中期选举的背景下，拜登政府内政施展不开、外政集中发力；地缘冲突的升温进一步推升通胀。参考历届中期选举结果来看，执政党往往处于相对劣势，平均失去2个参议院席位、30个众议院席位。为了挽救不利的选情，拜登政府接连出台《芯片与科学法案》、《通胀削减法案》、减免学生贷款的行政命令，但随后的内政发力空间越来越受限。为了挽回支持率，拜登政府不断对外施压，反而加剧了国内矛盾。例如，“俄乌冲突”背景下，美国联合欧盟不断加大对俄罗斯的制裁力度，持续增加对乌克兰的军事援助等。

图表8：历届中选中后，执政党参议院席位数往往下降



来源：Wind、国金证券研究所

图表9：美欧持续升级对俄制裁，助推油价及通胀



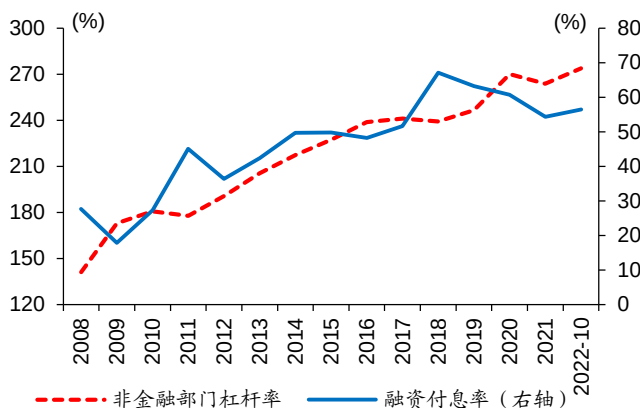
来源：Wind、国金证券研究所

1.2 所谓“乱纪元”，更是持续透支“后遗症”的集中暴露

2022 年，海内外暴露出来的诸多问题，是在短期冲击下，固有模式持续透支后的集中显露。刻画市场环境常提到的所谓“乱纪元”，是长期问题短期集中释放的结果。

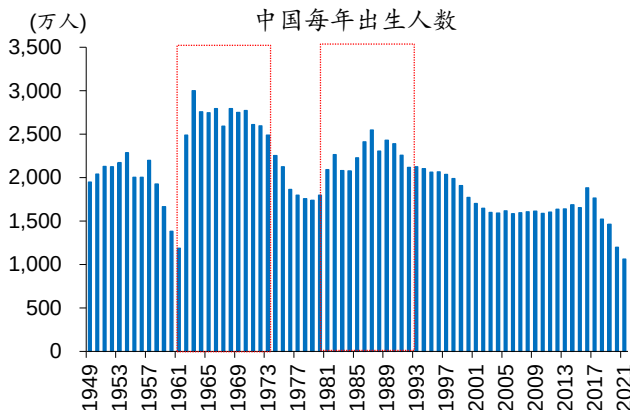
国内而言，实体杠杆持续抬升、人口红利逐步消退等“慢变量”的影响，近些年已明显加快，疫情影响下进一步放大经济波动。近些年，经济高速增长的同时，债务规模持续累积，实体杠杆率由 1998 年 100% 左右到 2003 年前后 150% 左右，2008 年之后由 140% 快速抬升至 2022 年 3 季度末的 270% 以上；存量债务累积对现金流自由度的压制显著增强，我们构建的融资付息率指标 2009 年 17.8%，2018 年之后持续在 60% 左右甚至更高。建国以来两波婴儿潮的支撑力同步减弱，加剧长期逻辑对地产链条的压制。

图表10：杠杆不断抬升过程中，资金利用效率下降



来源：Wind、国金证券研究所

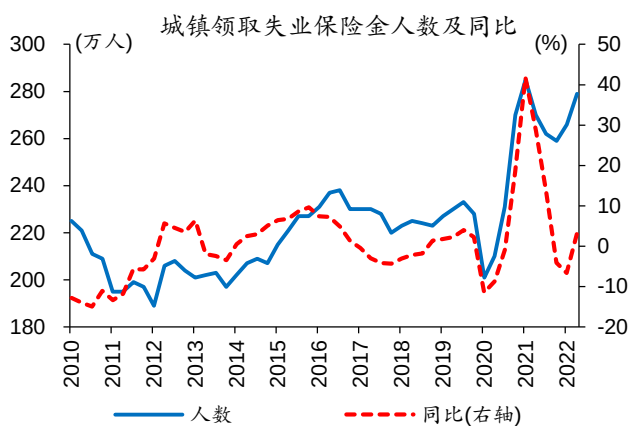
图表11：中国人口红利得益于两波婴儿潮



来源：Wind、国金证券研究所

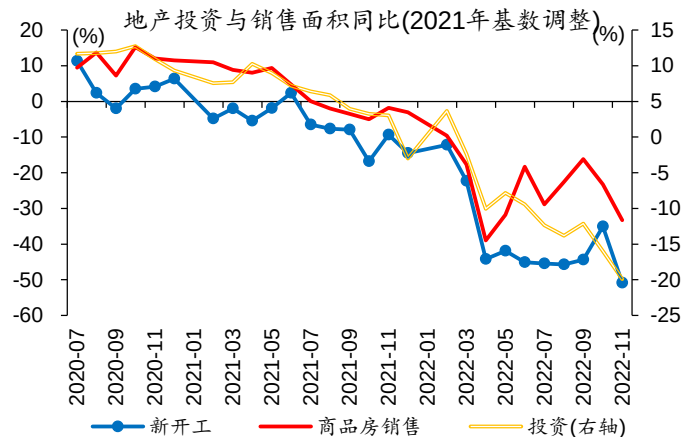
疫情期间，微观主体的现金流状况受到直接冲击，导致债务、人口等长期因素的影响在短期集中“爆发”。疫情影响下，就业压力明显加大，2 季度城镇申请失业保险金人数 279 万，仅略低于 2021 年 1 季度 285 万的历史极值。地产项目停工等，进一步影响居民购房意愿，加大房企现金流压力、影响拿地意愿，继而又将压力传递至地方财政。城投平台发债融资中借新还旧比例显著提升、部分地区高达 100%，侧面刻画地方债务压力的上升。

图表12：2022年，居民就业压力依然突出



来源：Wind、国金证券研究所

图表13：地产销售和新开工持续低迷



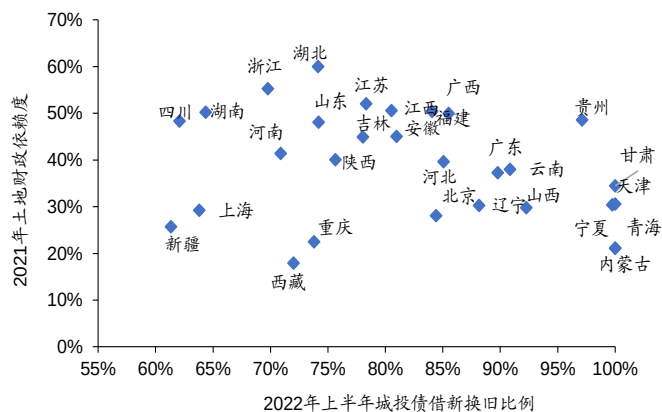
来源：Wind、国金证券研究所

图表14：一些地区城投债募资100%用于“借新还旧”

城投债新还旧比例	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
东部							
山东	33%	53%	63%	69%	76%	79%	71%
江苏	52%	72%	85%	87%	90%	88%	76%
北京	45%	83%	69%	84%	86%	86%	88%
上海	60%	76%	85%	85%	86%	85%	53%
广东	31%	76%	77%	81%	70%	80%	92%
浙江	46%	64%	71%	80%	77%	79%	72%
福建	52%	83%	81%	79%	82%	83%	93%
天津	78%	98%	95%	89%	97%	100%	100%
河北	37%	82%	87%	80%	85%	88%	96%
江西	45%	68%	82%	83%	76%	82%	91%
中部							
湖南	22%	46%	66%	77%	76%	82%	57%
湖北	36%	32%	73%	80%	74%	73%	59%
安徽	30%	53%	72%	79%	88%	81%	88%
山西	55%	65%	79%	86%	87%	89%	95%
河南	50%	61%	76%	75%	72%	70%	67%
广西	54%	78%	81%	82%	74%	87%	72%
陕西	58%	44%	88%	84%	79%	84%	77%
宁夏	44%	50%	93%	88%	97%	78%	100%
西部							
贵州	29%	27%	43%	75%	70%	82%	100%
云南	55%	75%	81%	87%	88%	91%	85%
新疆	27%	70%	76%	91%	89%	91%	74%
四川	44%	59%	75%	79%	71%	70%	76%
重庆	47%	61%	80%	84%	79%	85%	60%
青海	100%	100%	100%	98%	96%	100%	100%
内蒙古	34%	59%	94%	82%	100%	100%	/
甘肃	57%	82%	92%	71%	85%	100%	/
黑龙江	29%	57%	52%	76%	93%	100%	100%
辽宁	27%	18%	28%	65%	86%	80%	100%
吉林	81%	93%	94%	99%	89%	91%	100%
东北							

来源：Wind、国金证券研究所

图表15：部分土地依赖度高的地区“借新还旧”比例较高



来源：Wind、国金证券研究所

对海外而言，本轮通胀形成机理，与过往需求驱动型大为不同；传统行业资本开支持续低迷、“俄乌冲突”带来新的风险暴露，是不能忽视的背景。回溯历史，主要经济体有10年左右的资本开支周期规律；2008年之后，周期规律弱化、投入强度下降。以美国为例，过去十余年的资本开支增速由10%左右回落至5%左右。能源转型的背景下，以油气为代表的传统能源行业资本开支更是持续缩水，“俄乌冲突”爆发，进一步加剧供给端风险暴露。以美国石油为例，俄罗斯石油出口量占其总出口量的比重从2017年的10%左右上升至2022年的20%左右。

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_50373

