

2023-01-13  
宏观研究报告

## 厚积薄发——2023 年宏观环境展望

### 报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

**2023 年的主线之一是美联储加息周期的终结。**从长期来看，美国政府债务与利率水平的组合已经不可持续，在缓解债务压力的过程中，货币政策往往更容易妥协。从短期来看，美国经济最有效的前瞻性指标大多已经亮起“红灯”，美国经济进入衰退的概率很高，意味着美联储在年中或下半年转向降息周期的可能性很大。总体上外部的流动性环境继续恶化的空间有限，且有较大概率边际好转。

**2023 年的主线之二是防疫政策放开后中国经济复苏。**市场上有较多担忧疫后经济的“疤痕效应”，尤其是很多海外的经验来看似乎疫情防控放开后经济景气度改善有限。但我们认为在全球经济大周期下行的背景之下，用一些国家经济数据不佳来论证疫情的长期影响，其方法论本身存在较大漏洞。我们认为疫后人员流动率、劳动参与率和平均工作时长是衡量疫情长期影响的较好指标，而从这些指标来看，疫情对于海外各国经济的长期影响实际上很小。

**中国经济的衰退是短期的而非长期的。**短期的经济衰退通常是“现金流”的衰退，而长期的经济衰退往往是“资产负债表”的衰退。虽然中国 2022 年的经济表现和“资产负债表衰退”理论有些相似，但本质不同。中国并不存在严重的资产泡沫，也不存在泡沫破裂的情况，资产负债表没有实质上的损伤。所以中国经济的困境主要源自于企业和居民预期的走弱，是现金流式的损伤。随着疫情防控解除带来的预期改善和现金流恢复，中国经济复苏有较强的基础。

**预计中国经济前低后高。**预计 2023 年中国经济增速为 5.4%。从外需转向内需是大的趋势。消费和制造业投资有望随着经济重启而逐级向上，房地产投资在下半年也有望出现明显改善，基建的逆周期调节作用在上半年仍然重要，下半年可能逐步弱化。全年通胀可能存在结构性压力，但全面性通胀的概率不高。如果经济复苏的趋势符合预期，年中可能是政策由松向紧转变的时点。

**对于 2023 年大类资产配置的建议：**我们认为 2023 年股市机会优于债市。人民币汇率已经进入升值周期之中。贵金属有望开启长期上涨行情，工业品可能阶段性承压。

**风险提示：**1.美国通胀持续超预期。2.中国房地产行业复苏不及预期。3.疫情不断反复且峰值或致死率提升。

## 目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 1. 第一部分：2022 年回顾.....          | 5  |
| 2. 第二部分：2023 年主线逻辑.....        | 9  |
| 2.1. 美联储加息周期即将停止.....          | 9  |
| 2.2. 疫情第一波冲击过后中国经济有望迎来强复苏..... | 11 |
| 2.3. 中国经济衰退是短期的而非长期的.....      | 21 |
| 3. 第三部分：主要数据预测.....            | 22 |
| 3.1. 从外需转向内需.....              | 22 |
| 3.2. 全面性通胀的压力不大.....           | 24 |
| 3.3. 政策预计前松后紧.....             | 26 |
| 4. 第四部分：大类资产配置建议.....          | 26 |
| 4.1. 股市的机会优于债市.....            | 26 |
| 4.2. 人民币转入升值周期.....            | 27 |
| 4.3. 贵金属优于工业品.....             | 28 |

## 图表目录

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 图表 1: 国内外经济和政策周期反向是重要的宏观背景 .....           | 5  |
| 图表 2: 中国通缩, 海外通胀 .....                     | 6  |
| 图表 3: 2022 年中国财政政策力度较强 .....               | 7  |
| 图表 4: 2022 年中国货币政策力度较强 .....               | 7  |
| 图表 5: 居民预期持续下滑 .....                       | 7  |
| 图表 6: 企业预期持续下滑 .....                       | 7  |
| 图表 7: 本轮周期中投资对经济的拉动效果不佳 .....              | 8  |
| 图表 8: 以往稳增长周期中房地产发挥主要作用 .....              | 8  |
| 图表 9: 各经济体所处周期示意图 .....                    | 8  |
| 图表 10: 美国利率水平对于财政付息压力有滞后性影响 .....          | 9  |
| 图表 11: 美国公众持有的政府债务占 GDP 比重的历史数据及未来预测 ..... | 10 |
| 图表 12: 10 年来美国政府债务率基本是按照当年预测的最快路径发展的 ..... | 10 |
| 图表 13: 多数美国经济衰退的前瞻性指标已经发出预警 .....          | 11 |
| 图表 14: 各类别国家的动态新增病例数和超额死亡率 .....           | 12 |
| 图表 15: 各大城市地铁客运量已经出现拐点 .....               | 13 |
| 图表 16: 市场对于疫情的长期影响有较多担忧 .....              | 14 |
| 图表 17: 疫情影响经济的途径 .....                     | 15 |
| 图表 18: 美国人员流动恢复状况不理想 .....                 | 16 |
| 图表 19: 德国人员流动恢复状况很好 .....                  | 16 |
| 图表 20: 日本人员流动恢复状况不理想 .....                 | 16 |
| 图表 21: 韩国人员流动恢复状况很好 .....                  | 16 |
| 图表 22: 印度人员流动恢复远超过疫情前水平 .....              | 17 |
| 图表 23: 巴西人员流动恢复远超过疫情前水平 .....              | 17 |
| 图表 24: 美国劳动参与率始终未恢复疫情前的水平 .....            | 18 |
| 图表 25: 欧元区劳动参与率已经创下新高 .....                | 18 |
| 图表 26: 东亚文化圈内劳动参与率已经恢复并超过了疫情前的水平 .....     | 18 |
| 图表 27: 中国年轻人失业率仍然较高 .....                  | 19 |
| 图表 28: 人均 GDP 越低的国家人员流动恢复的状况越好 .....       | 20 |
| 图表 29: 此前三年农民工数量减少 .....                   | 20 |
| 图表 30: 居民贷款意愿大幅降低 .....                    | 21 |
| 图表 31: 企业信贷需求大幅下降 .....                    | 21 |
| 图表 32: 日本 90 年代资产价格暴跌 .....                | 22 |
| 图表 33: 中国资产价格未出现暴跌 .....                   | 22 |
| 图表 34: 2023 年主要经济指标预测 .....                | 22 |
| 图表 35: 消费下降幅度远大于收入降幅 .....                 | 23 |
| 图表 36: 中国居民存款增速为过去十年来高位 .....              | 23 |
| 图表 37: 房地产政策在四季度开始显著发力 .....               | 23 |
| 图表 38: 2022 年猪价已经超涨 .....                  | 25 |
| 图表 39: 能繁母猪持续补栏 .....                      | 25 |
| 图表 40: 预计 CPI 同比为“U”型走势 .....              | 25 |
| 图表 41: 2022 年货币供给增速远高于名义 GDP 增速 .....      | 26 |
| 图表 42: 2022 年美联储加息背景下外资金流入大幅减少 .....       | 27 |
| 图表 43: 人民币汇率几个阶段的决定因素 .....                | 28 |

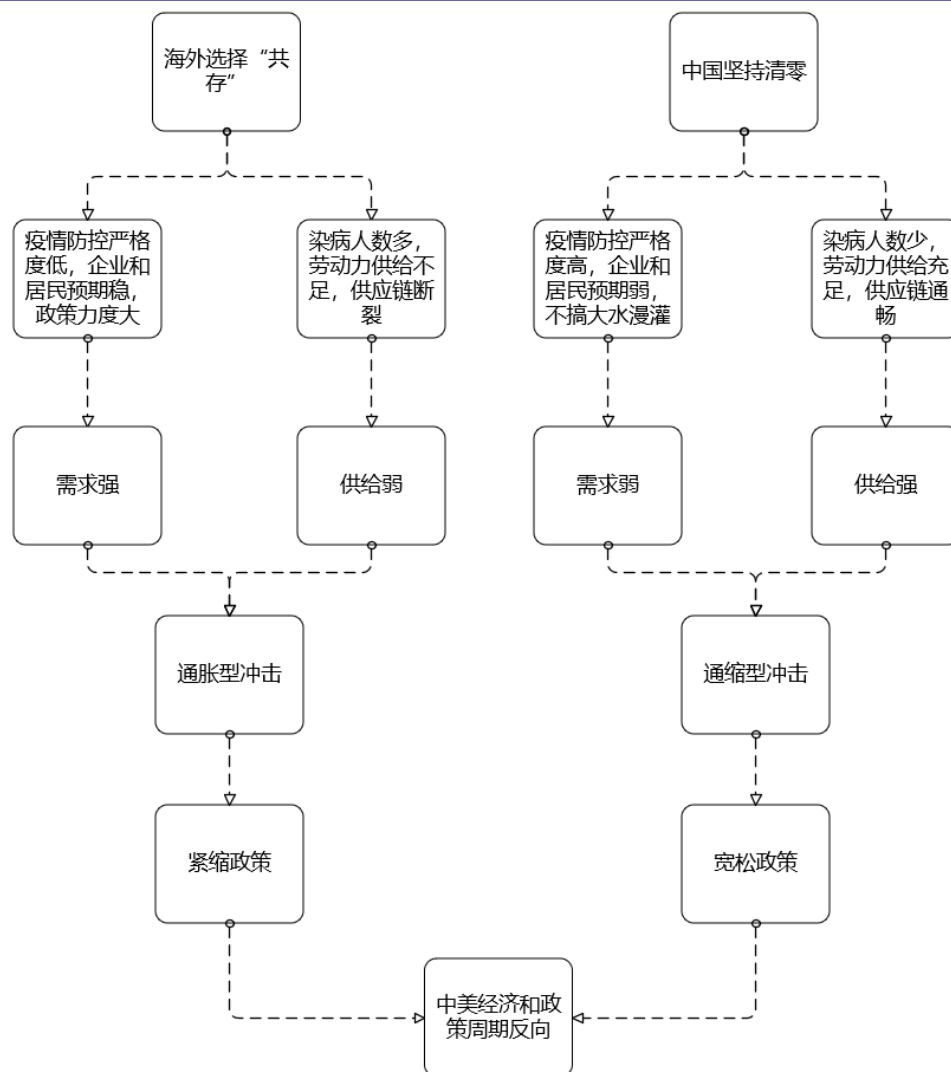
---

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图表 44：美国短期通胀与长期通胀预期严重背离 ..... | 29 |
| 图表 45：全球央行大幅购买黄金 .....        | 29 |
| 图表 46：工业品价格与全球经济走势高度相关 .....  | 29 |

## 1. 第一部分：2022 年回顾

2020 年全球新冠疫情爆发以来，中国和海外的经济周期在大多数时间内都是反向的，这是疫情后非常重要的宏观背景。我们认为这一反向的根本原因在于三年以来国内外对疫情防控的应对方式不同。

图表 1：国内外经济和政策周期反向是重要的宏观背景



资料来源：太平洋证券研究院

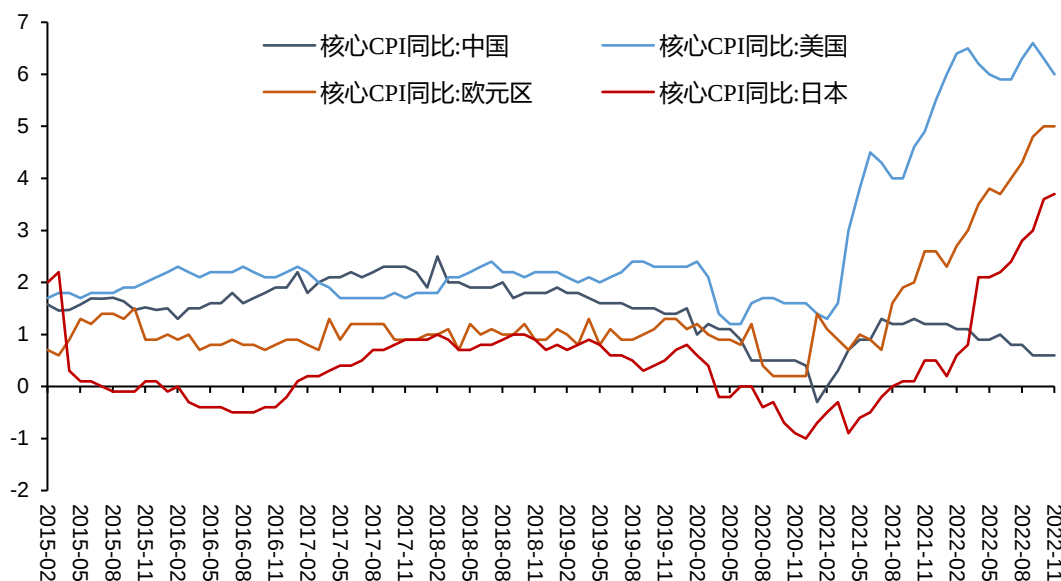
中国在 2022 年 11 月之前都是坚持“清零”或者“动态清零”的。其优势在于国内疫情形势大多数时间内较为稳定，对于劳动力供给和供应链的稳定有较强的保障。但劣势在于可能会出现难以预期的人流管控甚至大面积封城，给企业和居民的预期带来非常高的不确定性，加之疫情后国内政策刺激经济的力度整体上较为克制，所以总需求始终非常疲软。这一组合带来的就是很明显的“通缩性冲击”。

海外各国由于政治制度上的差异，无法做到“动态清零”，只能被迫选择与病毒共存。其优势

在于居民和企业对于社会政策的预期较为稳定，所以消费和投资的意愿较强，加之海外多数国家疫情期间的政策刺激力度非常强，所以总需求旺盛。但是劣势在于疫情形势不稳定，由此带来供应链的不稳定。此外，年初爆发的俄乌冲突也加剧了供给端的冲击。**供弱需强的格局决定了疫情后海外各国整体上受到是“通胀性冲击”。**

也就是说，虽然 2022 年国内外经济都面临下行压力，但是类型是不同的。从数据上可以非常明显地看到这一点。在全球主要经济体中，只有中国的核心 CPI 从 2021 年年中以来持续下行，显示出非常明显的通缩压力，而美国、欧元区甚至长期处于通缩环境中的日本，其核心 CPI 都出现了快速上扬。中国“通缩”、海外“通胀”的背离决定了 2022 年中国整体政策环境是宽松的，而海外宏观政策是收紧的。这一背离导致中国全年的汇率和资本流动都面临了较大的压力，宽松政策的空间和力度也受到了一定程度上的制约。

图表 2：中国通缩，海外通胀

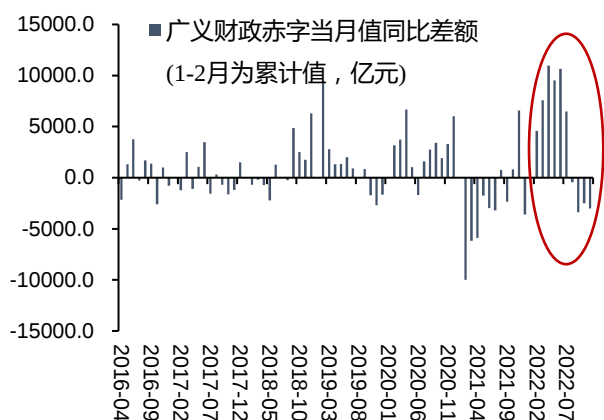


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

不过，虽然面临着海外的制约，2022 年中国在“稳增长”的主基调下，政策宽松的力度整体上仍是比较强的。财政政策方面，2022 年广义财政赤字同比差额远远高于过去几年的水平，甚至远高于 2020 年第一波疫情期间的力度。货币政策方面，自 2016 年“供给侧改革”以来，中国政策总体上重视供给侧调整而淡化需求侧刺激，所以货币供给增速出现了系统性的下降，但 2022 年中国货币供给 M2 增速达到了 2016 年以来的最高值，也就是说货币政策实际上力度也是比较强的。

但在比较“给力”的政策之下，实际经济效果并不好。2022 年前三季度 GDP 实际累计增速只有 3%，全年预计也在 3% 左右，这距离 5.5% 的政策目标有较大的差距。这是历史上比较少见的中国“稳增长”政策力度较强但实际效果大幅不及预期的年份。我们认为其原因主要有两点。

图表 3：2022 年中国财政政策力度较强



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

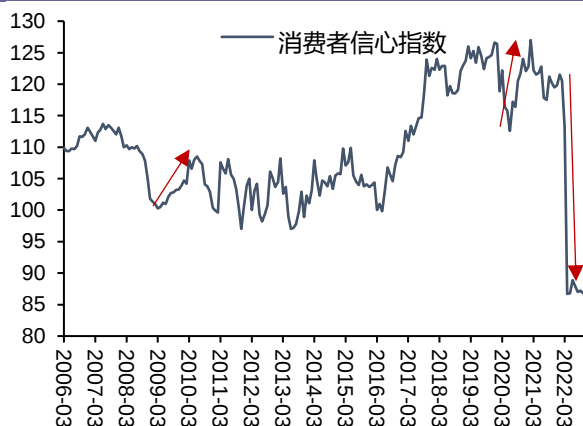
图表 4：2022 年中国货币政策力度较强



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

首先，疫情防控政策的不确定性对居民和企业预期的损伤程度加深。在以往的稳增长周期之中，一旦经济触底、政策发力，企业和居民的预期就会出现持续回升。但是 2022 年并未出现这一现象。虽然政策不断发力，且 4 月份上海疫情过后诸多经济数据也出现了“V”型反弹，但是居民和企业的信心却没有相应反弹，这与 2020 年疫情时的演绎完全不同。我们认为 **2022 年疫情最大的影响在于彻底扰乱了居民和企业的预期**，不断增加的封控风险给居民收入及企业投资带来的巨大的不确定性，所以居民消费和企业投资的行为都发生了改变，风险偏好大大降低，所以全社会信用扩张受到了很大负面冲击，“稳增长”政策的效果也因而大打折扣。

图表 5：居民预期持续下滑



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 6：企业预期持续下滑

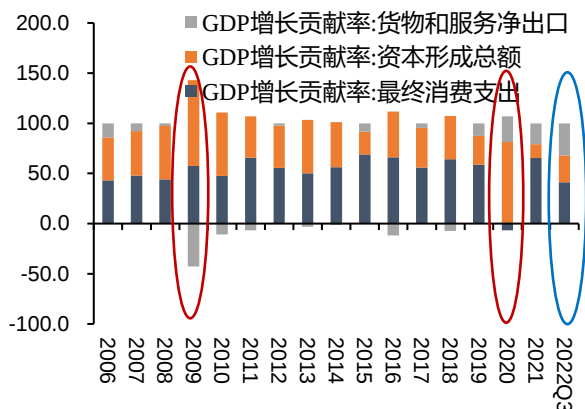


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

其次，本轮“稳增长”政策的侧重点有所变化。中国历来“稳增长”的核心都是稳投资，所以可以看到典型的“稳增长”年份比如 2009 年和 2020 年，投资对经济的贡献率均有非常显著的上升。而 2022 年“稳增长”周期中投资对经济的贡献率却没有明显上升，反映出政策对经济的拉动力不足。究其原因，我们认为政策发力点的变化。以往“稳增长”周期中，通常政策放松力度最强的领域在于房地产，其次是基建及制造业，所以房地产行业回暖速度较快。而本轮周期中，房地产相关政策始终较为犹豫，直到四季度才明显发力，房地产投资也持续下滑。而政策的主要支持方向为制造业，其次是基建。这一转变是经济结构优化的标志，但对于整体经济的拉动乘数而言，房地产投资>基建投资>制造业投资。所以新的思路之下，政策对于经济的乘数效果是降低的，也就意味着要达到和以往周期中相同的效果，当前政策所

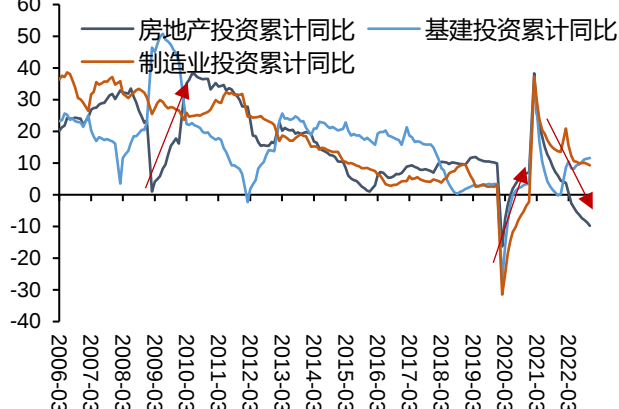
需的力度更大。

图表 7：本轮周期中投资对经济的拉动效果不佳



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 8：以往稳增长周期中房地产发挥主要作用

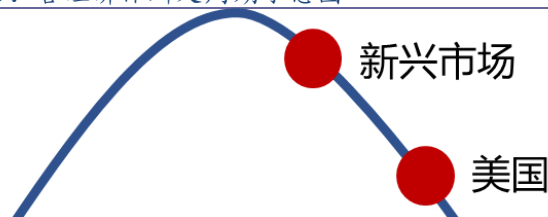


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

国内外周期的反向决定了虽然中国货币政策处于宽松周期之中，但外资大量流出使得资本市场的流动性并未有明显的改善。而国内“稳增长”政策效果不佳，导致大部分企业盈利也面临较大下行压力。所以 2022 年中国权益市场出现了“戴维斯双杀”。

从当前的经济周期角度来看，我们认为中国正处于周期的底部，即将进入复苏周期之中；欧洲和美国等发达经济体正在进入衰退周期之中；新兴市场的整体表现相对较好，除了部分高债务国家受到了美联储加息冲击较大之外，多数新兴经济体相对健康，尤其是亚洲新兴市场和资源型国家。从这一趋势上看，2023 年可能是中国和其它新兴市场表现相对优于发达经济体的一年。

图表 9：各经济体所处周期示意图



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\\_51404](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51404)

