

2022年12月08日

通往繁荣之路——2023年宏观展望

宏观研究团队

——宏观深度报告

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

● 第一篇 通往繁荣之路

1933年3月，《泰晤士报》发表了凯恩斯“通往繁荣之路”系列文章，记录其对英国繁荣之路的思考，并将宏观调控推广至世界。本文引用其表述，主要考虑：第一，2023年是中国疫后复苏关键之年，寄予“通往繁荣”之希冀，表达中国经济总体复苏向上的观点；第二，面对不确定性，阶段性的反复和资产波动加大恐难避免，疫后复苏需要一个过程；第三，采取扩张政策，财政应有所作为。回顾过往，“宏观不可测”由主客观原因造成，指向既要保持高频跟踪，又要抓住本质，向“金字塔”顶层寻求答案，即经济-政策-哲学-人性。展望未来，疫后关键词聚焦“后疫情时代、和平红利弱化、中国式现代化”，指向全球存在走向长期类滞胀的可能，而中国则要“统筹发展与安全”。

● 第二篇 海外主线：通胀与衰退交织角力

衰退与通胀或将成为2023年海外经济的两条主线。美国方面，通胀缓慢回落；衰退前瞻指标叠加经济、就业的放缓指向美国经济实现软着陆难度较大；为控制通胀，美联储在2023年可能不会降息。欧洲方面，大概率陷入滞胀局面。新兴市场方面，发生大规模债务危机的可能性很小，但经济可能陷入衰退。

● 第三篇 国内主线：短期疫后复苏，长期增速承压，预计2023 GDP增速5.1%

(1) 全球效率往事与中国式现代化：人口红利消失致潜在增速中枢下移，测算我国未来五年潜在增速可能落在5.2%-5.4%，疫情或额外向下冲击1.3个百分点。因此，“中国式现代化要求实现高质量发展”，向技术进步和结构升级要动能。

(2) 疫后复苏主线：防疫将优化，经济望回暖，节奏先慢后快，波动先大后小。

➢ 地产端：政策“托而不举，托底无忧”，供需端有望接续加码；基本面稳中有升，结构更趋分化。疫后居民消费半径回升将在短期为地产销售提供显著支撑；但居民真实购房意愿修复不足、在房住不炒的主基调下，商品房销售短期仍有城镇化支撑，长期回归人口基本面。预计2023年地产投资增速3%、地产销售增速0%。

➢ 消费端：国内疫情优化进入1.0阶段，各地“走小步不停步”，博弈之下后续防疫优化节奏或可变。海外经验指向防疫放松后工业生产大多恢复，消费表现不一。对于我国，消费在T+1期（按季度）可能波动加大，T+2、T+3后稳步修复，测算疫后国民超额储蓄累计1.7万亿元、叠加消费券等政策加码，预计2023年社零修复至6.0%，其中场景消费和高端消费弹性更大。

➢ 其他分项：制造业：预计制造业投资增速为7%，利润传导+政策支持+自主可控+国家安全，高端先进制造或有长足发展空间。基建：2022年项目持续推进、地方政府专项债扩容、政策性金融工具有支持，民间资本、一带一路等新动能支撑下，预计基建增速约为6%。出口：外需拖累出口，全年预计负增，汽车出口和东盟贸易可能成为结构亮点。

(3) 通胀：CPI平稳回落，PPI小幅回升，CPI-PPI年中或迎来拐点。

(4) 汇率：短期破“7”或仍将反复，后续双向波动或成常态。

● 第四篇 国内政策：宽财政宽信用，货币端边际收敛

政策走向：2023年可能是宽财政+宽信用+货币端逐渐收敛。(1) 宽财政：预计专项债扩容至4.5万亿、赤字率提高至3.2%左右、准财政或将常态化发力、测算广义财政赤字预计为8.6万亿元，广义财政赤字率可能升至6.7%；(2) 宽信用：预计社融、信贷增速回升，节奏可能前低后高；(3) 货币端先宽松，后逐渐收敛。预计短期货币维持宽松；待2023年Q2经济逐步企稳回升，货币端可能边际收敛，但速度预计不会太快。结构性政策继续支持基建、制造业，稳地产，加大对绿色、科技创新、小微、普惠养老等扶持力度。

政策创新研判：财政直达消费，货币直达风险。当下中国面临的最主要问题是需求不足，考虑财政直达消费；同时对于化解重点领域风险，考虑货币直达风险。

● 第五篇 资产配置：国内股好于债，海外波动加大

国内：预计股好于债。年初关注预期，随后关注基本面改善。行业方面，“预期”角度可关注防疫优化升级带来的消费改善，以及地产宽松；兑现角度，看好下半年高端制造业和消费的趋势性复苏（例如可选消费、高端消费和场景消费）。

海外：波动性与不确定放大。美元、美债先高位震荡再回落，美股震荡。短期来看美元>美股>美债>黄金>原油；再往后：美债>黄金>美股>美元>原油。

● 风险提示：国内疫情反复超预期，俄乌冲突反复超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《疫情防控优化1.0：走小步不停步——宏观周报》-2022.12.4

《美联储或迈向更高加息终点——美国11月非农就业数据点评——宏观经济点评》-2022.12.4

《警惕短期疫后消费弱修复——兼评11月PMI数据——宏观经济点评》-2022.11.30

目 录

1、 第一篇 通往繁荣之路	5
1.1、 宏观分析逻辑遵循“金字塔结构”	5
1.1.1、 回顾过往，“宏观不可测”由主客观原因造成，向“金字塔”顶层寻求答案	5
1.1.2、 展望未来，疫后三大因素交织，统筹发展与安全	6
1.2、 2023 年的宏观运行主线	6
1.2.1、 国内：疫后恢复的关键之年	6
1.2.2、 海外：通胀与衰退交织角力	7
1.3、 2023 年资产配置主线	7
1.4、 政策创新研判：财政直达消费，货币直达风险	8
2、 第二篇 海外：通胀与衰退交织角力	8
2.1、 美国：通胀缓慢回落，经济软着陆难度较大，美联储 2023 年难降息	12
2.1.1、 美国通胀或将会缓慢回落	12
2.1.2、 美国经济软着陆难度较大	15
2.1.3、 美联储 2023 年预计不会降息	18
2.2、 欧洲：滞胀可能性加大，欧央行加息尚未结束	19
2.2.1、 欧洲经济可能将陷入滞胀	19
2.2.1、 欧央行短期内将会坚持较快加息	20
2.3、 新兴市场：债务危机风险较小，但经济可能陷入衰退	21
3、 第三篇 国内经济：短期疫后复苏，长期增速承压	21
3.1、 经济增速：全球效率往事与中国式现代化	21
3.1.1、 中国式现代化与潜在增速	22
3.1.2、 疫情可能拖累潜在增速约 1.3 个百分点	24
3.2、 疫情：海外稳步放开管控，国内稳步推进防疫优化	25
3.2.1、 防疫放松后，美国经济边际提速、欧亚修复偏弱	26
3.2.2、 国内进入疫情优化 1.0：走小步不停步	26
3.3、 国内经济：内需发力，稳步修复	27
3.3.1、 地产：政策仍需发力，预计供给修复好于需求	27
3.3.2、 制造业：预计 2023 年增速约为 7%	30
3.3.3、 消费：三维度支撑总量修复至 6.0%，结构分化趋显	32
3.3.4、 基建：仍为稳增长主抓手、预计全年增速 6%	35
3.3.5、 出口：外需回落，难有起色	36
3.4、 通胀：CPI 平稳回落，PPI 小幅回升，CPI-PPI 年中或迎来拐点	37
3.5、 汇率：破“7”仍将反复，双向波动或成常态	39
4、 第四篇 国内政策：宽财政宽信用，货币端边际收敛	40
4.1、 货币端可能边际收敛，更注重结构性调节	40
4.2、 宽信用持续，支持投资端贷款需求	42
4.3、 财政政策更加积极：赤字率提高、专项债扩容、准财政发力	43
5、 第五篇 资产配置：国内股好于债，海外波动加大	46
5.1、 国内资产配置：股好于债，关注结构特征	46
5.2、 海外资产配置：波动性与不确定放大	46
6、 风险提示	48

图表目录

图 1: 发达国家通胀水平在 2022 年创下数十年最高.....	9
图 2: 新兴市场国家通胀水平亦有较大幅度提升.....	9
图 3: 部分央行 2022 年加息幅度与当前利率水平汇总.....	10
图 4: 部分国家政府严格指数下降较快.....	10
图 5: 欧美等国当前疫情基本稳定.....	10
图 6: 全球国家对国际旅行的限制措施.....	11
图 7: 俄乌冲突推升全球石油价格.....	11
图 8: 俄乌冲突推升全球粮食价格.....	11
图 9: 核心服务在美国通胀中的作用越来越强.....	12
图 10: 美国零售汽油价格有一定程度下滑.....	13
图 11: 粮食期货价格近期小幅上涨.....	13
图 12: 全球供应链压力进一步放缓.....	13
图 13: 曼海姆指数显示二手车价格仍会进一步下降.....	13
图 14: 市场租金显示房租通胀短期内还将继续上升.....	14
图 15: 真实个人收入增速已经持续放缓.....	15
图 16: 工业生产指数环比增速放缓.....	16
图 17: 美国 ISM 制造业 PMI 逐渐放缓.....	16
图 18: 美国房贷利率大幅上升.....	16
图 19: 美国新屋销售与开工数量持续下降.....	16
图 20: 美国劳动力缺口已经在逐步减小.....	17
图 21: Sahm 规则下美国经济衰退概率持续上升.....	17
图 22: 10Y-3M 美国国债期限利差转负.....	17
图 23: 美国实际政策利率尚未转正.....	18
图 24: 能源项是欧元区通胀中的最重要驱动因素.....	19
图 25: 供给与需求共同拉动通胀走高.....	20
图 26: 欧元区制造业 PMI 与消费者信心指数处于低位.....	20
图 27: 新兴市场国家利率水平相对美国更高.....	21
图 28: 部分新兴市场国家制造业 PMI 持续下降.....	21
图 29: 全球产出效率下行.....	22
图 30: 2000 年以来主要经济体人口红利接连殆尽.....	22
图 31: 我国增加值率于 2016 年进入上行通道.....	23
图 32: 西欧、东亚和拉美经济发展呈俱乐部收敛.....	23
图 33: 东亚经济体收敛较快.....	23
图 34: 未来五年我国经济增速中枢或落在 5.2%-5.4%.....	24
图 35: 疫情可能拖累潜在增速 1.3 个百分点.....	25
图 36: 全球稳步放开、亚洲趋平.....	25
图 37: 欧美完全放开水平居前.....	25
图 38: 中国防疫严格指数下降.....	25
图 39: 各地防疫政策优化情况图.....	27
图 40: 60 岁以上接种待加强.....	27
图 41: 80 岁以上接种进度缓慢.....	27
图 42: 高能级城市宽松占比 8 月达到高位.....	28
图 43: 2023 年居民生活和消费半径回升有助于地产销售修复.....	28

图 44: 居民真实购房意愿修复不足	29
图 45: 我国城镇化率仍有空间	29
图 46: 生产者比例见顶后, 美国、中国、日本住宅销售降速	30
图 47: 民企主体逐步修复制造业投资“失地”	30
图 48: 民企利润筑底、国民分化收窄	30
图 49: 利润传导重启	31
图 50: 利润传导重启	31
图 51: 美国机械设备制造萎缩	31
图 52: 2020 年我国制造业增加值率与美国差距仍较大	32
图 53: 储蓄意愿见顶	33
图 54: 2022Q3 消费率出现改善趋势	33
图 55: 2020、2021 年国民超额储蓄率为 0.6%、0.2%	33
图 56: 疫后三年居民超额储蓄率为 4.4%、1.7%、5.7%	33
图 57: 取消动态清零政策后, 亚洲地区私人消费改善但斜率并不陡峭	35
图 58: 2022 年重大投资项目年初规划增速为 12.0%	36
图 59: 全球经济景气度正在逐渐回落	37
图 60: 我国汽车出口保持强劲	37
图 61: CPI 前高后低, PPI 前低后高	38
图 62: 2023 年 CPI 与 PPI 剪刀差将见顶回落	38
图 63: 美元指数上行带动人民币被动贬值	40
图 64: 2022 年资金利率处于低位	41
图 65: 基建、制造业、地产贷款余额增长	41
图 66: 9-11 月 PSL 净投放 6300 亿	42
图 67: 2023 年社融回升, 预计前低后高	43
图 68: 截至 10 月, 公共财政收支完成情况略差	44
图 69: 截至 10 月, 政府性基金收入仅完成目标的 53%	44
图 70: 地方政府债务负担率逐年增加	46
图 71: 2023 年赤字率将上升	46
表 1: 2022 年消费券拉动效应约为 9.5 倍	34
表 2: 2020 年消费券拉动效应约为 6.4 倍	35
表 3: 2022 年以来各行业 CTIC (价格传导指数) 历史分位数	39
表 4: 2022 年以来央行再贷款情况梳理	42
表 5: 2022 年财政收支预测	44
表 6: 2022 年广义财政缺口约为 3.1 万亿元	45
表 7: IMF 对全球经济预测	47
表 8: OECD 对全球经济预测	48
表 9: 2023 年关键数据预测	48

1、第一篇 通往繁荣之路

1933年3月,《泰晤士报》发表了由四篇文章组成的一个系列,凯恩斯将之命名为“通往繁荣之路”,记录了其对英国繁荣之路的思考,并将宏观调控逐渐从一国推广至世界。本文引用其描述,主要有三点考虑:第一,2023年是中国疫后复苏关键之年,寄予“通往繁荣”之希冀,表达我们认为中国经济总体复苏向上的观点;第二,面对不确定性,阶段性的反复和资产波动加大恐难避免,疫后复苏需要一个过程;第三,采取扩张政策,财政应有所作为,财政扩张程度、方向对国民收入增加和经济恢复具有重要作用。

第一篇“通往繁荣之路”是我们年度策略报告的先导和概括,主要包括四个部分:第一,对过去一年宏观运行框架的反思总结。第二,2023年海外和国内宏观运行主线概括。第三,2023年资产配置核心结论。第四,两点政策创新研判。

1.1、宏观分析逻辑遵循“金字塔结构”

1.1.1、回顾过往,“宏观不可测”由主客观原因造成,向“金字塔”顶层寻求答案

反思:市场一致预期出错,归咎于谁?

站在2021年这个时点,市场对2022年国内宏观环境的判断突出“稳字当头”,对“稳增长”的预期一致偏强,然而现实却非“一帆风顺”;年初海外俄乌冲突、国内疫情反复两大“黑天鹅”冒头,宏观环境被“弱现实”与“强预期”主导;年中之后总量政策力度边际放缓,结构支持加码,疫情亦有反复,“预期”与“现实”在动态调整中逐渐缩小缺口;临近年底,“强预期”终难带来“强现实”。回顾2022年的宏观环境演绎,为何市场一致预期是错的?我们认为有两点解释:第一,宏观环境愈加复杂,内有疫情反复,外有和平红利弱化,客观上更难预判,“黑天鹅”频出。第二,主观上,市场善于做趋势外推,而对本质把握不够,需修炼内功。

启示:灵活应对不确定性,向“金字塔”顶层寻求本质。

百年变局,波动加剧,过去一年我们至少可以得到两点启示:第一,保持灵活,应对不确定性。对于客观上难以把握和预测的宏观事件,做好高频跟踪,例如疫情进展,俄乌冲突等,做好“不确定性”下的及时定位。第二,尽量抓住问题的本质,向“金字塔”顶层寻求答案。把宏观研究比作一个金字塔,越靠近塔尖的越是本质,也越具确定性,下一层某种程度上是由上一层决定的。一个公认的事实是,跳出经济本身看,从低至高的顺序应是:经济、政治、哲学、人性。若经济基本面有不确定性,就向上找政策的确定性;若政策也不确定,就向上从哲学角度分析,而本质即是人性。在这一框架下,疫后修复中,恐难对短期消费、地产弹性太乐观;但政策大概率向疫情优化方向演变,节奏和方式是一个博弈的过程,中长期一定是乐观的。这种思考方式帮助我们在不确定中寻找确定性的方向,且在关键时点做出改变。

庆幸:“不可测的一年”我们仍做出了一些可贵的预判。

第一,基建持续向好,美联储加息提速。当政策具有较大确定性时,我们赋予政策分析更高权重,判断国内基建一枝独秀且韧性持久;当“宏大叙事”的逻辑存在多重扰动时,我们赋予基本面分析更高权重,预判美联储会坚持鹰派加息。

第二,政策重要,那就高频跟踪。我们从经济增长、基建、就业、货币、财政、地产、消费等方面周度高频跟踪政策,对政策把握总体正确、及时。

1.1.2、展望未来，疫后三大因素交织，统筹发展与安全

试着勾勒一个“疫后三角”图景，即三大关键词——后疫情时代、和平红利弱化、中国式现代化相互交织影响。首先，“后疫情时代”决定疫后复苏阶段过去之后，疫情可能对经济增长造成中长期的向下冲击，导致全球潜在经济增速中枢整体下移。其次，和平红利弱化叠加能源变革，使疫后需求恢复与能源、劳动力的供需失衡交织，通胀变得异常韧性，通胀中枢中长期整体上移；同时，能源、粮食、产业链安全重要性提升。最后，中国式现代化要求坚持中国共产党领导，坚持中国特色社会主义，是人口规模巨大的现代化，重视高质量发展、全过程人民民主、精神文明、共同富裕、绿色、和平等方面，决定了经济增速并非单一衡量指标，技术进步和结构升级带来发展新动能，同时评估体系更趋多样化。

因此，对于全球，上述背景指向未来需警惕长期类滞胀的可能性，要采取更加灵活有效的宏观调控政策予以应对。对于国内，更加复杂多变的宏观环境决定了要“统筹发展与安全”。我们理解：一方面，要发展，没有发展就没有安全，经济需保持一定的增速。另一方面，“发展要安全”，例如关注粮食、能源、产业链供应链安全等。

1.2、2023 年的宏观运行主线

1.2.1、国内：疫后恢复的关键之年

2023 年是疫后修复的关键之年，仍需保证一定的经济增速，预计 GDP 同比可能在 5% 以上。关键词是“后疫情时代”、疫后修复、地产维稳、宽财政宽信用。

第一条主线：人口红利消失导致潜在增速中枢下移，测算我国未来 5 年潜在增速可能落在 5.2%，疫情可能额外向下冲击 1.3 个百分点。因此，“中国式现代化要求实现高质量发展”，向技术进步和结构升级要动能。

自互联网泡沫以来的二十年间，全球产出效率持续处于下行通道。主要经济体在 2000 年以来人口红利接连殆尽，盲目扩张追求增长不可取。我国人口增长先于技术进步，2016 年生产者比率见顶回落，同年增加值率进入上行通道，一定程度承接了人口红利的消退。从潜在增速看，若与东亚经济体对标，未来 5 年中国 GDP 增速中枢或落在 5.2%-5.4%，但新冠肺炎可能额外向下冲击 1.3 个百分点。在此背景下，“中国式现代化要求实现高质量发展”，指向要向技术进步和结构升级要动能。

第二条主线：疫后复苏关键之年，防疫将优化，消费望回暖，节奏先慢后快，波动先大后小，消费恢复弹性可能介于东南亚和欧美之间。

政策面看，2022 年 11 月以来，国内疫情优化进入 1.0 阶段，各地“走小步不停步”；同时提高疫苗接种率，药物、后遗症研究等储备为进一步优化提供基础；随着“两害相权取其轻”的博弈演变，防疫优化节奏也可能发生改变。基本面看，海外经验显示，防疫放松后美国经济边际提速、欧亚修复偏弱；工业生产大多恢复，消费表现不一。对于我国，预计消费在防疫放松的 T+1 期可能存在不确定性，T+2、T+3 期（此处按季度算）后有望稳步修复。从超额储蓄、消费券加码、亚洲地区放开经验三个维度分析，预计 2023 年社零修复至 6.0%，其中场景消费和高端消费弹性更大。

第三条主线：地产政策“托而不举，托底无忧”，基本面稳中有升，结构更趋分化；预计 2023 年地产投资增速 3%、地产销售增速 0%。总体看，短期仍有城镇化

空间支撑、长期回归人口基本面。

政策层面看，2022年地产宽松从需求端、到保交楼、再到供给端逐渐加码，经历了三阶段的发展。供给端，地产已形成信贷、发债、预售资金等多个维度的融资支持政策体系，且预计后续仍会加码政策，房企和相关链条信用修复的确定性较强；需求端仍有望维持宽松，房贷利率继续下调。**基本面角度看**，预计全年地产投资增速3%、地产销售增速0%。一方面，疫情对居民消费半径的制约逐步消退，可阶段性显著改善地产销售。另一方面，居民真实还本付息率和居民杠杆率空间有限，真实购房意愿修复不足，地产修复可能更趋分化。总体看，短期仍有城镇化空间支撑、长期回归人口红利消退的基本面。

第四条主线，实施积极的财政政策，包括地方政府专项债扩容、提高赤字率、视情况使用政策性金融工具等，助力宽信用。

2022年财政政策较以往加大力度，包括大规模专项债发行，6000亿以上政策性金融工具、5000亿专项债结存限额、减税降费、大规模留抵退税等。我们测算2022年广义赤字约有7.52万亿，广义赤字率达6.2%。展望2023年，财政将继续扮演重要角色。我们预计地方政府专项债可能扩容至4.5万亿，赤字率扩大至3.2%，由此判断，广义财政赤字预计为8.6万亿(4.5+4.1万亿)，广义财政赤字率可能升至6.7%。此外，准财政或将常态化发力以支持基建等的增长。因此，2023年宽财政仍然是宽信用的重要抓手。

1.2.2、海外：通胀与衰退交织角力

回顾2022年的海外经济，我们可以整理出以下4条主线：一是数十年未见的高通胀；二是高通胀引起的全球央行加息潮；三是疫情防控逐渐“躺平”；四是地缘政治黑天鹅突发。**展望2023年，我们认为衰退与通胀或将成为2023年海外经济的两条主线。**

美国方面，我们认为其通胀将会缓慢回落，但经济在2023年实现软着陆难度较大，一则部分经济先行指标指向美国经济持续放缓，二则就业数据虽显示韧性，但亦在经历放缓；三则经济衰退前瞻指标显示美国经济将进入衰退。为控制通胀，美联储在2023年可能不会进行降息。

欧洲方面，2023年欧元区通胀面临较大的不确定性，总体可能保持在一个较高的水平。其经济增长也将受制于高企的能源价格与央行的不断加息，很可能陷入到衰退之中，呈现出高通胀与低增长相伴随的滞胀局面。

新兴市场方面，我们认为发生大规模债务危机的可能性很小，但是其经济发展将会受到内外双重压力，很有可能陷入到衰退之中。

1.3、2023年资产配置主线

综合以上分析，对于资产配置，国内债市可能是长期牛市，但2023年可能不乐观且波动加大。权益方面，2023年权益牛市，股市结构性行情突出，抓住行业轮动机会。海外方面，受通胀和衰退交织影响，美元、美债先高位震荡再回落，美股维持震荡。

国内：股好于债，结构性特征趋显。

预计股好于债。年初关注预期，随后关注基本面改善。行业方面，“预期”角度

可关注防疫优化升级带来的消费改善，以及地产宽松；兑现角度，看好下半年高端制造业和消费的趋势性复苏（例如可选消费、高端消费和场景消费）。

海外：波动性与不确定放大。

我们认为 2023 年海外各大类资产将围绕这经济衰退与通胀两条主线持续演绎，且资产价格的波动性与不确定性较 2022 年有所放大，配置顺序如下：短期来看美元 > 美股 > 美债 > 黄金 > 原油；再往后：美债 > 黄金 > 美股 > 美元 > 原油。美元大概率已经触顶。2023 年上半年美联储加息仍在持续，美国经济相对欧洲保持一定韧性，美元有可能保持高位震荡。下半年随着美国经济可能陷入衰退，美元或将出现持续回落；美债：美债收益率在短期内将保持较高位震荡，待到美国经济放缓或通胀有显著下行，美债收益率将会进一步下行，但中枢不会很低；美股预计保持震荡，一方面美联储加息大概率放缓，对美股估值压力减轻，但利率水平仍高，压力仍存；另一方面美国经济增长仍在逐渐放缓，企业盈利承压，因此美股可能开启较宽幅震荡；原油：供需双弱下，2023 年原油价格预计震荡下行；黄金：短期内黄金价格或不会有较为明显的上涨机会，但是随着全球经济逐渐放缓，陷入衰退的概率加大，黄金价格有望迎来较为明显的上涨。

1.4、政策创新研判：财政直达消费，货币直达风险

客观研判来看，我们认为 2023 年可能是宽财政+宽信用+货币端逐渐收敛。总体而言，(1)宽财政：专项债扩容、赤字率提高、政策性金融工具逐渐下达；(2)宽信用：信贷政策继续支持基建、制造业、中小微企业以及稳地产，宽财政通过支持基建等助力宽信用；(3)货币端逐渐收敛，预计短期维持宽松；待 2023 年 Q2 经济逐步企稳回升，货币端可能边际收敛，但速度预计不会太快。

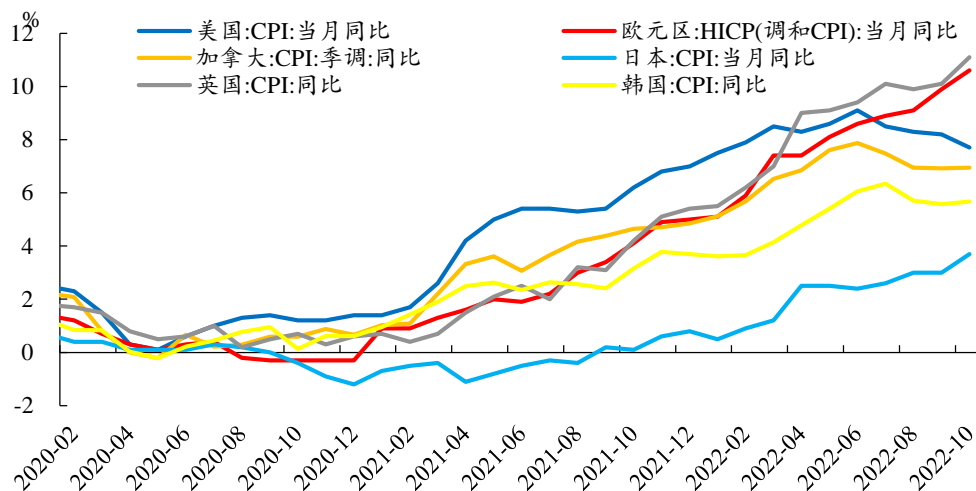
政策创新研判方面，我们认为当下中国面临的最主要问题是需求不足，提出财政直达消费；同时对于化解重点领域风险，提出货币直达风险。第一，疫情优化可以同步放开供给和需求端，但从海外经验来看，供给端的恢复是相对顺利的，但需求端恢复一波三折。因此，待疫情优化趋于稳定，社会运行接近常态，特别是 2023 年年中之后，或考虑“财政直达消费”政策。第二，继续创新防风险领域货币政策工具，或研究更加高效的“货币直达风险”机制。近些年，央行在重点行业和重点风险领域已经创新多种货币政策工具：一是在支持受疫情冲击的行业、中小企业、制造业等方面创新了诸如专项再贷款等直达机制；二是出台多种地产纾困政策，例如保交楼专项借款、免息再贷款；民企发债“第二支箭”；拓宽房贷利率下限等。往后看，我们认为可能在防风险方面有进一步的政策创新，更好化解风险。

2、第二篇 海外：通胀与衰退交织角力

回顾 2022 年的海外宏观经济，我们可以整理出以下几个关键主线：

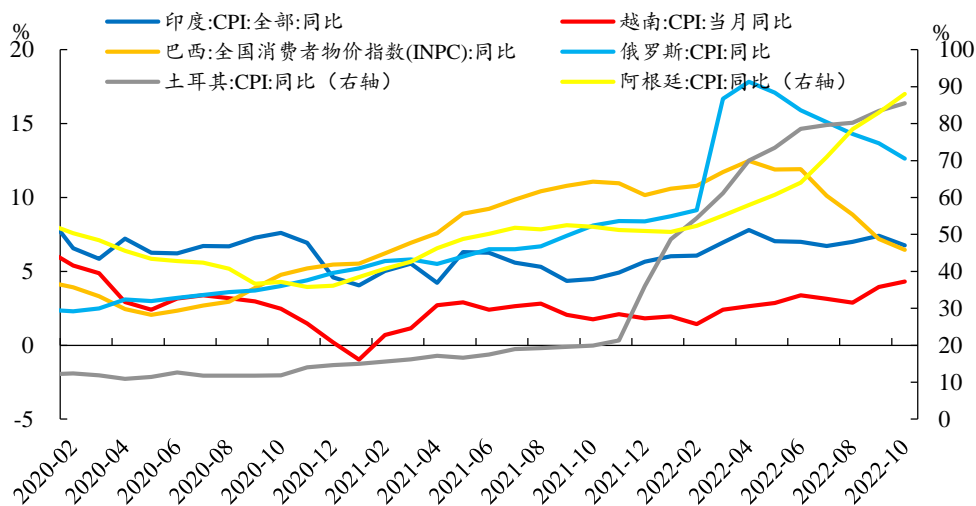
一是数十年未见的高通胀。在大规模的财政刺激和货币宽松之下，海外主要经济体的通货膨胀在 2021 年已经开始迅速上升，2022 年则在 2021 年的基础上更进一步，6 月份美国 CPI 同比上升 9.1%，创下 40 余年来最高，欧元区 HICP 在 10 月份同比上升 10.6%，增速突破两位数。部分新兴市场国家通胀情况则更为严重，两位数以上的通胀并不罕见。目前除日本通胀水平相对较低外，海外主要国家通胀水平较疫情前均有较大幅度的提升。

图1：发达国家通胀水平在 2022 年创下数十年最高



数据来源：Wind、开源证券研究所

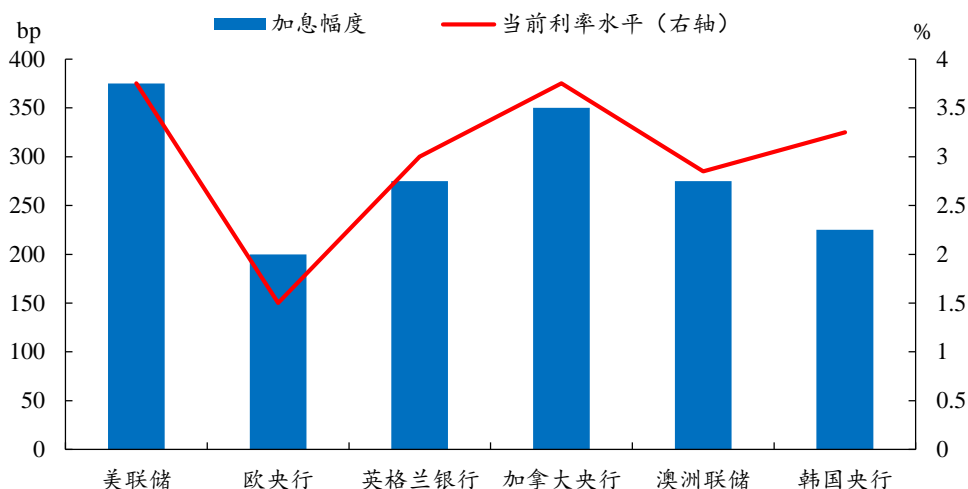
图2：新兴市场国家通胀水平亦有较大幅度提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

二是高通胀引起的全球央行加息潮，且加息节奏与水平不断超出预期。以美联储为例，截止到 11 月 FOMC 会议，2022 年已累计加息 375bp，且市场预期 12 月份还将加息 50bp，加息节奏为 20 余年来最快。欧央行分别于 7、9、11 月加息 50 bp、75 bp、75bp，正式告别负利率。其它央行也于 2022 年进行了较为激进的加息，英格兰银行 2022 年以来累计加息 300bp，加拿大央行 2022 年合计加息 350bp，并表示政策利率需要进一步提高。除日本外，全球央行似乎陷入了“加息竞赛”。较快的鹰派加息，对全球经济和资本市场表现产生了较为明显的冲击，全球经济增长动能在 2022 年逐步放缓，全球主要股指亦遭遇较大跌幅。

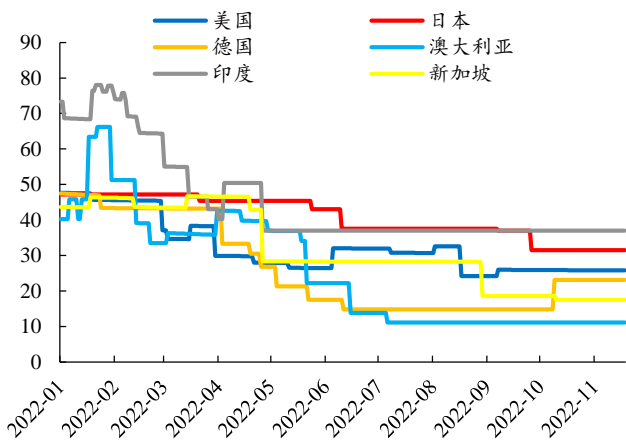
图3：部分央行 2022 年加息幅度与当前利率水平汇总



数据来源：Wind、开源证券研究所，注：数据截止 2022.11.30。

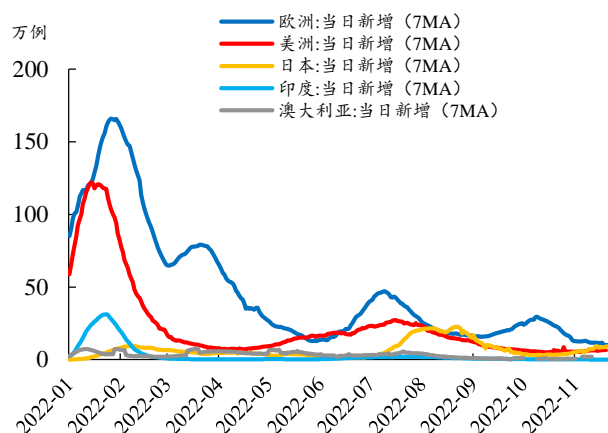
三是海外疫情防控逐渐“躺平”，防控政策思路基本转向与疫情共存，疫情对其经济扰动逐渐减弱。自奥密克戎在全球大范围传播，由于其传播力强，致死率相对较低，叠加各国疫苗接种率逐步上升，在考虑到封锁对经济造成较大负面影响后，海外各国很多放弃了对于疫情的严密管控。根据牛津大学对于全球各国新冠疫情限制指数的跟踪，目前欧美等国对于新冠的政策限制程度明显下降，疫情也逐步稳定。

图4：部分国家政府严格指数下降较快



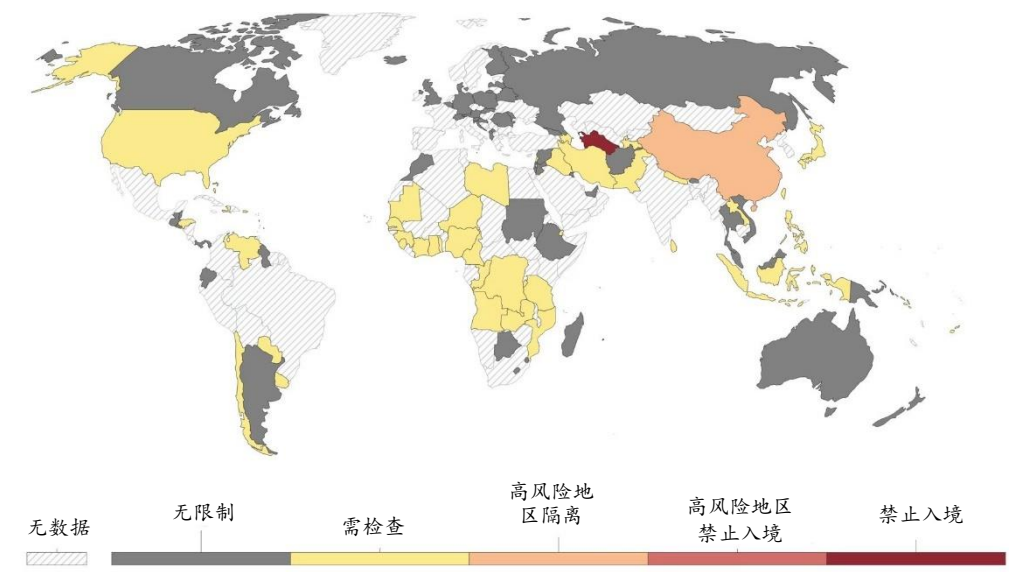
数据来源：牛津大学、Our World in Data、开源证券研究所

图5：欧美等国当前疫情基本稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所，数据截至 2022.11.21。

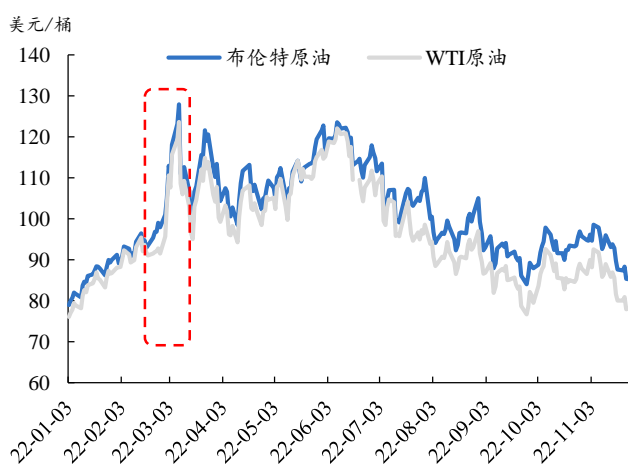
图6：全球国家对国际旅行的限制措施



数据来源：Our World in Data、开源证券研究所，注：数据截至 2022.11.24。

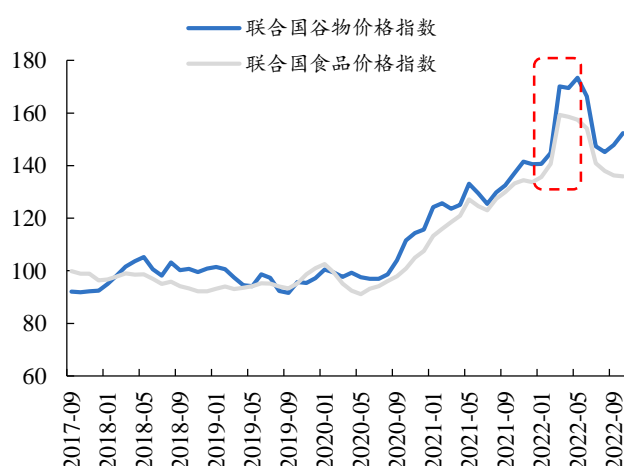
四是地缘政治黑天鹅突发，对全球经济和大宗商品市场造成负面影响。自 2 月 24 日俄罗斯在顿巴斯地区开展特别军事行动以来，俄乌冲突已经持续超过 250 天，且目前暂未看到和平曙光。作为 2022 年最大的地缘政治风险事件，俄乌冲突对于全球的政治、经济、能源产生一定大的负面影响。冲突发生后，西方国家与俄罗斯相互之间发动了多轮制裁，涵盖了经济、金融、能源和文化等多个领域。由于俄罗斯和乌克兰是世界上重要的能源、农产品以及部分稀有原材料的出口国，冲突和制裁的不断升级，使得全球能源、粮食价格脉冲式上升，推升全球通胀水平，对世界经济造成了较大的伤害。

图7：俄乌冲突推升全球石油价格



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：俄乌冲突推升全球粮食价格



数据来源：Wind、开源证券研究所

从上述 4 条主线来看，2022 年全球经济虽然仍处于疫后的复苏之中，但是由于全球央行在高通胀的压力下被迫强硬加息，复苏进程已然放缓。摩根大通全球制造业 PMI 在 9 月份跌破 50% 荣枯线，显示当前全球经济或已陷入衰退边缘。展望 2023 年，我们认为衰退与通胀或将成为 2023 年海外经济的两条主线，一方面，在全球央行的加息效应以及经济周期自身的运行节奏下，全球经济预计将会在 2022 年的基础

之上继续放缓。考虑到海外主要经济体当前经济增长动能正在较快减弱，其经济陷入衰退的概率亦在不断提升，因此会对全球经济产生重要的影响；另一方面高通胀可能在短期内难以快速回落。从当前的情况来看，由于俄乌冲突等地缘政治问题尚未解决，以及 OPEC+ 的可能减产，全球能源价格或将很难顺畅回落，从而对通胀形成一定的支撑。

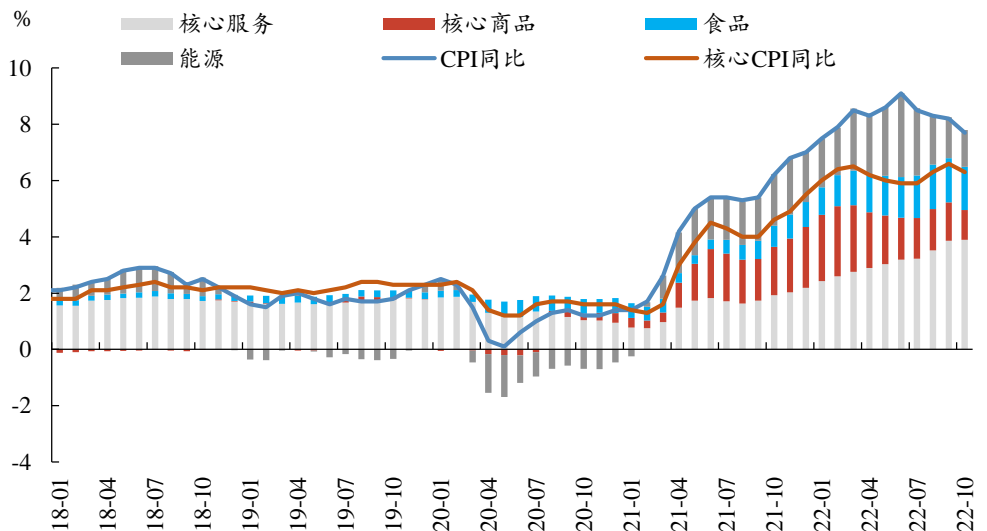
总的来看，由于海外疫情管控的不断放松以及地缘政治冲突对经济的影响逐渐钝化，通胀与衰退这两条主线或将处于相互交织角力的过程之中，成为 2023 年海外经济和资本市场的重要变量。高通胀会使得央行难以快速转向货币政策宽松，从而加大经济衰退的可能性。持续性的高利率和紧缩政策，将会对经济需求端产生抑制，使得经济供需两端更加均衡，助力通胀下行。从这一点来看，经济衰退与通胀是此消彼长的角力关系。但如果通胀显示出较强的韧性，甚至逆势上涨，迫使央行采取更强力度的紧缩，经济或将更快陷入衰退，短期内可能出现滞胀局面。全球资产价格预计也将围绕这两大主线不断进行演绎。

2.1、美国：通胀缓慢回落，经济软着陆难度较大，美联储 2023 年难降息

2.1.1、美国通胀或将会缓慢回落

2022 年，美国经历了过去 40 年未曾经历过的高通胀，6 月份时 CPI 同比增速录得 9.1%，10 月份 CPI 同比增速虽然有所下降，但仍有 7.7%，绝对水平仍高。不断抬升的通胀水平迫使美联储不断加息，带动全球资本市场大幅震荡。对过去一年的美国通胀结构进行分析可以发现，2022 年上半年由于国际大宗商品价格的提升，能源与粮食通胀在推动美国通胀上升的过程中发挥了重要的作用。但随着美联储的加息和原油等大宗商品的价格下降，能源和粮食通胀逐步回落，核心商品通胀亦逐渐下降。但是核心服务对于通胀的支撑作用却在不断加强，成为通胀走势的最核心因素。

图9：核心服务在美国通胀中的作用越来越强



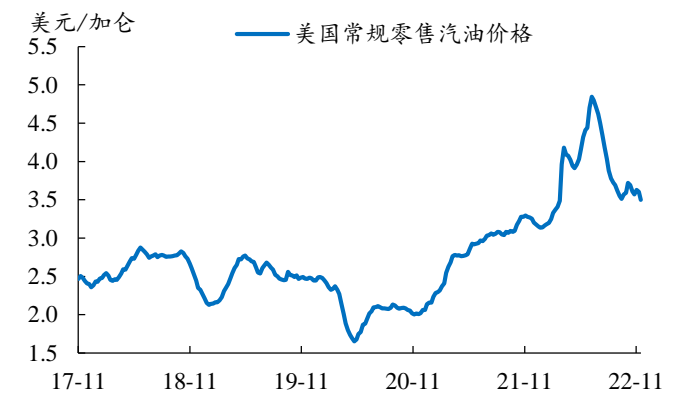
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

我们采取自下而上的方法，对美国通胀中的关键结构进行拆分，探寻美国通胀的可能走向：

能源与粮食方面，我们认为能源与粮食价格将有一定支撑，且存在反复的可能

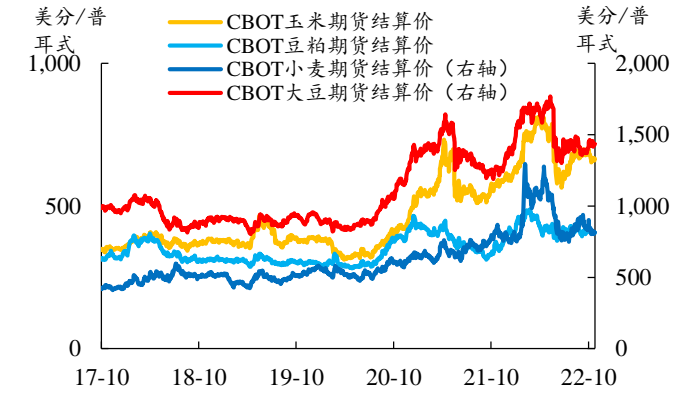
性，但基准情形下，对通胀难以起到较大的推动作用。**能源方面**，美国零售汽油价格自6月份触及4.84美元/加仑的高点以来，截至11月21日，零售汽油价格已经回落至3.5美元/加仑。但由于零售汽油价格不仅受国际油价影响，且有相当一部分受到经销商与消费者之间的定价博弈影响，若国际原油价格无法在短期内实现较大幅度回落，美国能源价格预计难有较大的下行空间。而国际原油价格虽然近期受全球衰退预期影响，有一定回落，但考虑到产油国组织的可能减产，国际油价可能是震荡缓慢下行，极端情况下甚至可能出现价格反复，从而推动通胀上行。**粮食方面**，虽然俄乌冲突对全球粮食价格的冲击已经在边际弱化，但是考虑到冲突仍没有结束，全球粮食的供需局势尚有较大的不确定性，粮食价格预计仍将高于冲突前。

图10：美国零售汽油价格有一定程度下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

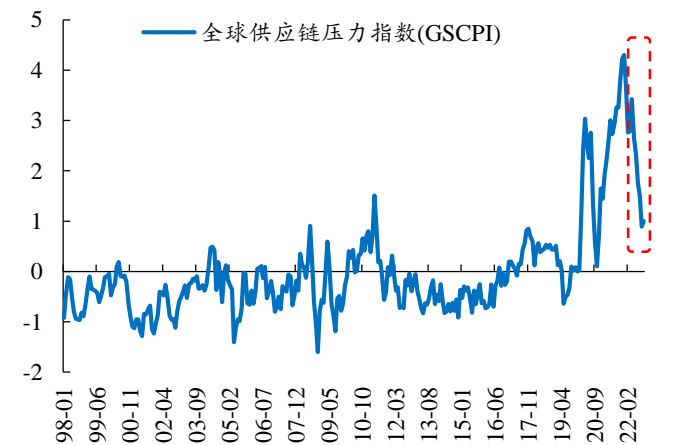
图11：粮食期货价格近期小幅上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

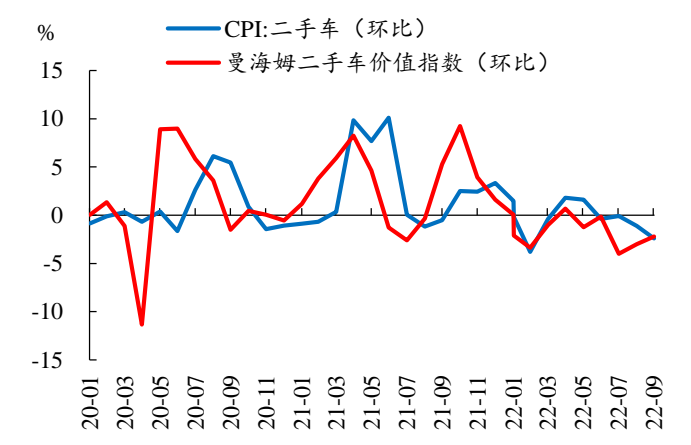
核心商品方面，我们认为核心商品对通胀的推动作用将会逐渐减弱。首先从核心商品中占比最高的汽车类项目上来看，**新车方面**，10月份CPI数据显示新车价格增速持续放缓，或反映当前汽车产能正在持续恢复，相关的供需关系正在改善。后续来看，根据纽约联储的全球供应链压力指标数据，全球供应链瓶颈仍在持续改善，考虑到相关的关键零部件（芯片等）供给充裕，美元升值等影响，新车价格增速有望继续放缓；**二手车方面**，从领先的曼海姆二手车价格指数来看，其已经连续5个月环比负增长，且降幅较大。二手车通胀虽然环比降幅相对较小，显示出经销商可能正在设法减缓价格下降，但从趋势上来看，最终还是会展导至二手车通胀上。此外，供应链的恢复使得其它核心商品价格也进一步放缓。

图12：全球供应链压力进一步放缓



数据来源：纽约联储、开源证券研究所

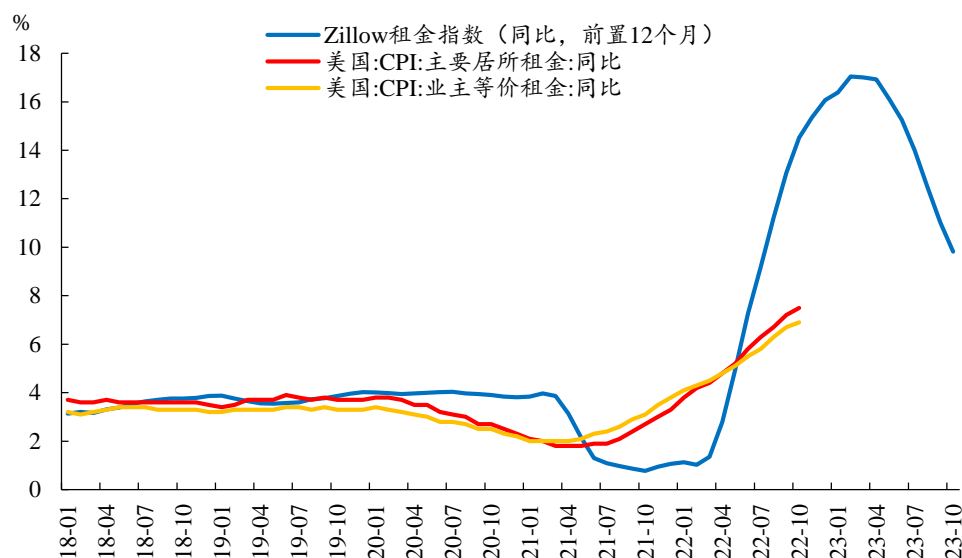
图13：曼海姆指数显示二手车价格仍会进一步下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

核心服务方面，我们认为核心服务将会是后续美国通胀最有力的支撑，但随着工资增速的逐渐放缓，核心服务通胀将会缓慢回落。当前美国经济仍处在从商品消费向服务消费的切换之中，因此**核心服务通胀一定程度上可以决定后续通胀的整体走势**。作为核心服务中的最大头，**房租项占整个核心服务通胀比重超过 50%**，从前瞻的 Zillow 市场租金指标来看，当前美国房租已经出现了较为明显的降温。但考虑到租金 CPI 是一个滞后指标，包含了新旧租约在内，大量的旧租约的存在对于当前租金 CPI 具有一定的拖累作用。而根据美国劳工局最新的论文¹，当前市场化的租金可能领先 CPI 租金 12 个月左右，因此我们使用市场租金进行前置 12 个月来考察后续房租的可能走向。从图 14 中可以发现，租金通胀在短期内还将保持较高增速，可能要到 2023 年中才会迎来较为明显的降温。核心服务中另外一项重要构成项**医疗保险服务方面**，由于使用间接法²来进行计算，在 2023 年医疗服务通胀预计将会成为核心服务通胀中的通缩项，从而拖累核心服务通胀。**总的来看，由于当前美国服务消费的恢复过程还没有完全结束，劳动力市场还相对紧张，工资增速仍然较高，因此工资上涨对于服务通胀的支撑作用预计将会持续发挥，整体核心服务通胀的下滑速度预计将会偏慢。**

图14：市场租金显示房租通胀短期内还将继续上升



数据来源：Bloomberg、Wind、开源证券研究所

综合上面几个方面的分析，我们可以看到能源与粮食通胀预计难以对通胀起到持续的支撑作用，但也不会成为通胀的重要拖累项；核心商品则可能成为通胀回落的重要推动力量，核心服务短期内预计还将会对整体通胀起到一定的支撑作用，但随着房租通胀的逐步回落、医疗服务通胀的负面影响，核心服务通胀或将缓慢回落，最终带动整体通胀水平在 2023 年缓慢回落。

¹ <https://www.bls.gov/osmr/research-papers/2022/pdf/ec220100.pdf>

² 具体而言，该项指标使用健康保险公司的留存收益来间接衡量医疗成本，如果相关保险公司的留存收益（利润）上升，该项 CPI 指标就上升，反之亦然。2021 年由于疫情防控的逐渐开放，就医需求上升，相关报销增多，保险公司利润下降，后续该项 CPI 将会减少。

2.1.2、美国经济软着陆难度较大

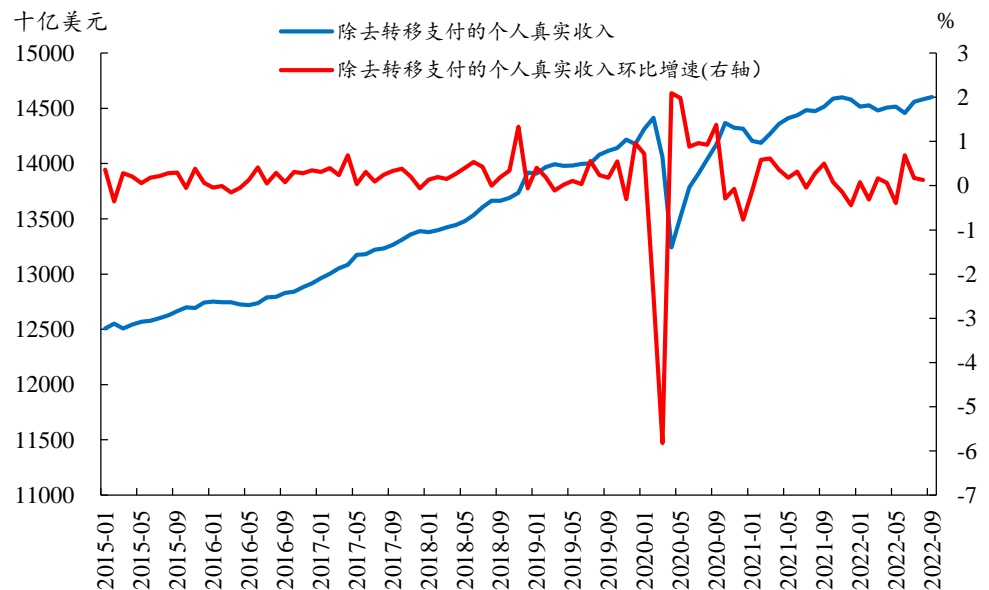
2022年1、2季度美国GDP环比折年率分别录得-1.6%、-0.6%，陷入“技术性衰退”，引发市场对美国经济衰退的担忧，并一度带动市场交易主线转向衰退交易。3季度美国GDP环比折年率录得2.9%，美国经济陷入衰退被证伪。但不可否认的是，在美联储的快速加息之下，当前美国经济正在逐步放缓，我们认为美国经济在2023年实现软着陆难度较大。具体而言：

(1) 部分经济先行指标指向美国经济持续放缓

NBER对美国经济衰退有较为详细的定义，其主要参考的指标共有6个指标，涵盖真实收入、就业、消费支出和工业产出四大方面，且就业是理解经济衰退的关键因素。从当前的情况来看，这些指标大多已经出现较为明显的放缓迹象。

真实个人收入方面，由于疫后部分劳动力退出市场、经济快速恢复带来的岗位需求增加，造成美国劳动力供需关系紧张，工资上涨速度较快。但随着疫情的放开和就业的逐步恢复，美国劳动力市场虽然依旧紧张，但是薪资上升的幅度已经开始边际放缓，后续随着美联储加息对需求端的压制逐步体现，薪资水平上升速度将会继续放缓。金融资产收入方面，年初以来美股调整较多，相关的收入有相当程度的下滑。因此综合来看，美国个人收入在中短期内会面临一定的下行压力，其增速总体将会放缓，如果考虑到通胀水平持续居高不下，其真实的收入则面临更大的下行压力，这将会对相关的消费支出带来一定的压力。

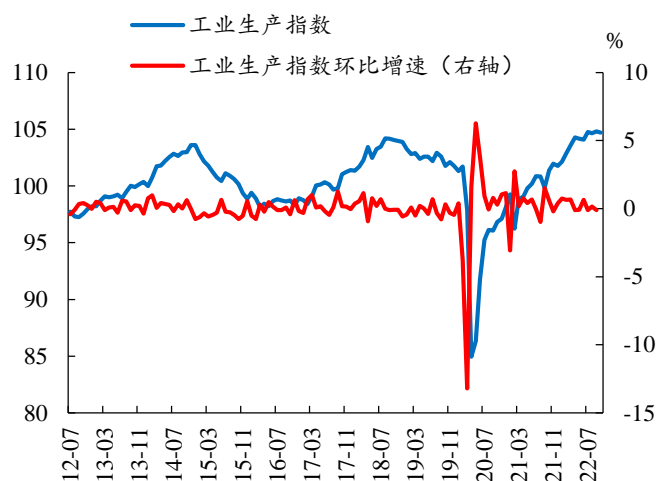
图15：真实个人收入增速已经持续放缓



数据来源：FRED、开源证券研究所

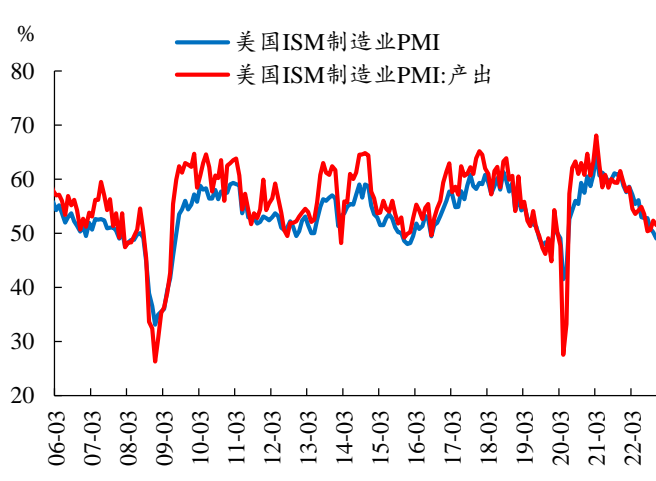
工业生产方面，我们使用NBER最为关注的工业生产指数，当经济陷入衰退时该指数会呈现较为明显的下行。截止到2022年10月份，该指数为104.68，已经出现放缓迹象。ISM制造业PMI也出现相同的趋势，已经连续5个月下降，并于11月降至50%荣枯线以下。因此总的来看，美国当前工业生产水平处于较高水平，但增速正在逐渐放缓。

图16: 工业生产指数环比增速放缓



数据来源: FRED、开源证券研究所

图17: 美国 ISM 制造业 PMI 逐渐放缓



数据来源: Wind、开源证券研究所

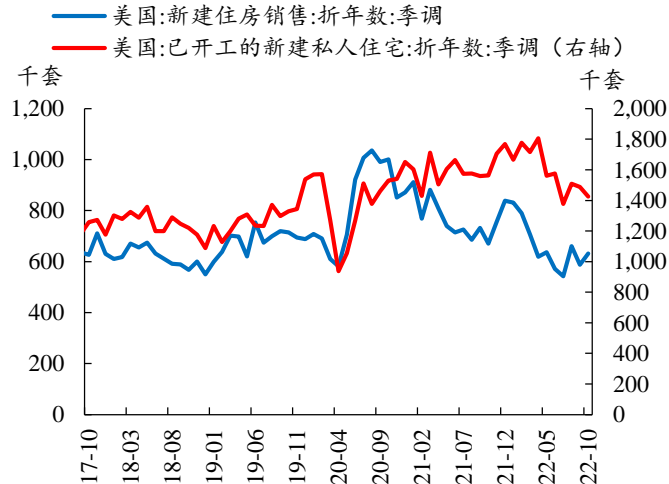
地产投资方面, 在美联储的快速加息之下, 美国的房贷利率快速上升。截至 11 月 23 日, 美国 30 年抵押贷款固定利率为 6.58%, 较年初上升超过 300bp, 居民的房贷压力大大增加。相应的美国新屋销售和开工数量也回落较多, 10 月份分别为 63.2 万套和 142.5 万套, 较年初分别下降 18 万套、34 万套。后续来看, 美联储加息的进程尚未结束, 预计房贷利率难有较大的回落, 对于地产投资的抑制作用将持续存在, 因此地产投资预计将持续放缓, 可能成为经济增长的一大拖累项。

图18: 美国房贷利率大幅上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 美国新屋销售与开工数量持续下降



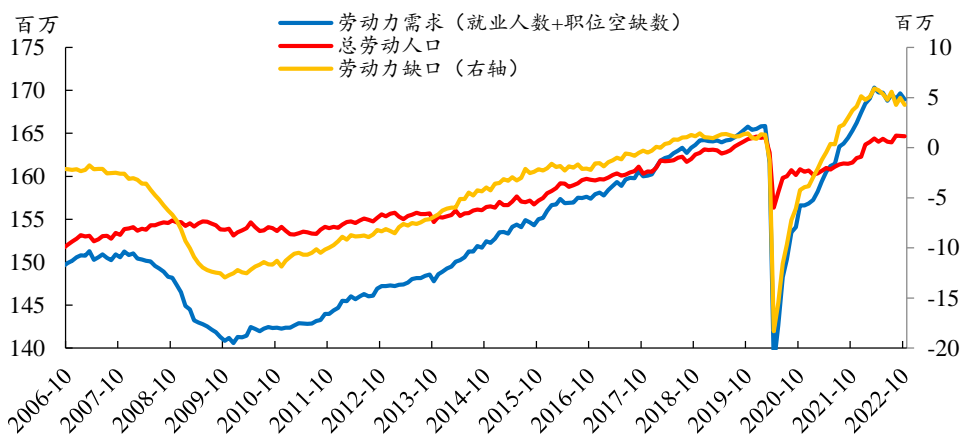
数据来源: Wind、开源证券研究所

(2) 就业数据显示韧性, 但亦在经历放缓

作为美国经济运行过程中最重要的因素, 美国就业市场在 2022 年屡超市场预期, 不仅推动美国通胀持续超预期, 也是美国经济韧性增长的重要因素。从 11 月份的美国经济数据来看, 当前美国新增非农就业显示出较强的韧性, 虽然新增就业数量持续放缓, 但失业率还维持低位。因此需要从就业市场的供需关系和结构出发, 考察当前强劲的就业市场是否可以持续。我们以当前总体就业人数加上空缺职位数来代表当前美国劳动力市场的总需求, 以全体的劳动力人数来代表美国劳动力市场的总供给, 来衡量当前美国劳动力市场的总体供需关系, 截至 2022 年 9 月, 美国劳动力市场存在约 400 万的缺口, 虽然仍然较多, 但是已经持续放缓, 并带动薪资增长速

度持续放缓。后续来看，随着美联储加息效应的不断体现，经济增速的进一步放缓，相应的职位空缺将会减少，美国就业数据也将会逐渐放缓，我们近期已经可以看到美国大型科技企业招聘放缓甚至裁员的计划屡屡推出。

图20：美国劳动力缺口已经在逐步减小

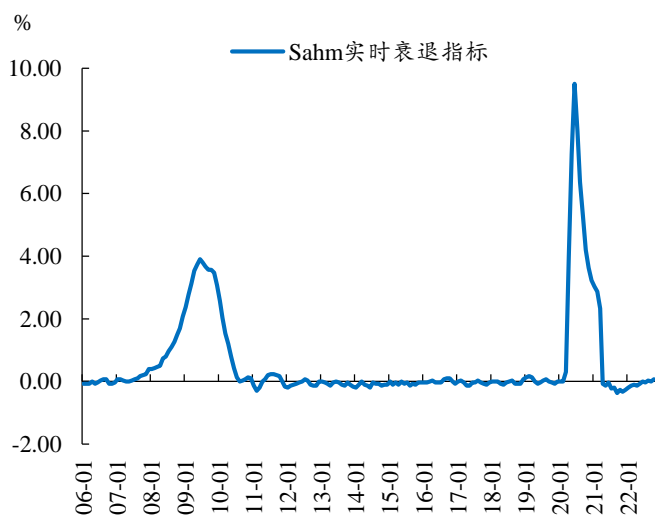


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 经济衰退前瞻指标显示美国经济将进入衰退

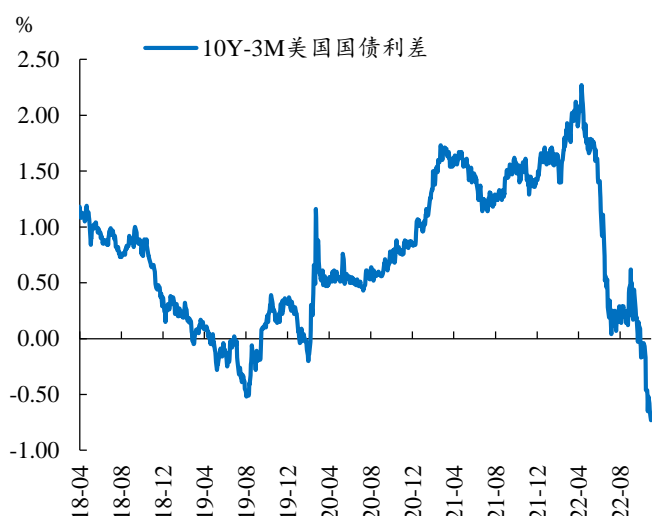
在当前主流的预测美国经济衰退的指标中，效果较好的指标有两个：一是以 Claudia Sahm 命名的 Sahm 规则，该规则以失业率为基础，认为当全国失业率的三个月移动平均值超过前 12 个月的最低值 0.5 个百分点时，经济便已经进入衰退。截至 2022 年 10 月，该指标为 0.07%，虽未达到衰退区间，但是已经连续上升超过 6 个月，显示当前美国经济衰退的概率在持续上升；二是美国国债不同期限的收益率差值，其中又以 10 年期与 3 个月国债利差表现的比较好，当该差值为负时，美国经济一般在 4-6 个季度内衰退。而该项指标已经在 10 月底转为负值，显示美国经济将会陷入衰退。

图21：Sahm 规则下美国经济衰退概率持续上升



数据来源：FRED、开源证券研究所

图22：10Y-3M 美国国债期限利差转负



数据来源：FRED、开源证券研究所，数据截至 11 月 30 日。

2.1.3、美联储 2023 年预计不会降息

在 2022 年，由于误判通胀形势导致货币紧缩政策落后于曲线，美联储采取了非常强硬的加息行动，且在经济预测中不断提高政策利率终点，在最新的 9 月份经济预测中，美联储预计本轮加息终点利率为 4.6%，较 3 月份上涨 180bp。我们认为美联储有较大可能在 12 月份的 FOMC 会议上再次上调本轮加息终点利率至 5% 以上，且在 2023 年保持该利率水平。

首先，从美联储控制通胀的传导路径来看，美联储若想通过加息来抑制需求、控制通胀，其中重要的一点是要保证其实际政策利率为正，如此才可以减少居民通过信贷来进行消费或者投资，最终做到对需求端进行抑制、控制通胀。这也是 1980 年代沃尔克得以成功降低高通胀的关键因素之一。截至 10 月份，美联储实际政策利率尚未转正。考虑到当前通胀水平较高且短期内不会快速回落，我们以民众的通胀预期为基准，来考虑后续政策利率的实际作用。10 月份美国密歇根大学一年通胀预期为 5%，且近期基本保持稳定，因此美联储如果想要政策利率持续发挥作用，结合通胀的可能走势以及民众的通胀预期，我们认为美联储需要将终点利率上升至 5% 以上，才能够确保其实际政策利率为正。基准情况下，可能会在 12 月以及 2023 年 1 月份 FOMC 会议各加息 50bp，2023 年 3 月份再次加息 25bp，使得终点利率达到 5%。

其次，我们认为基准情形下美联储大概率在 2023 年不会选择降息。一方面，政策发挥作用需要一定的时间，虽然 2023 年美国通胀会逐渐降低，但是从我们前述分析可知，通胀的不确定因素和支撑力量尚存，2023 年或很难使通胀水平恢复至 2% 左右的目标区间；另一方面，从 70 年代的历史经验可知，长期处于高通胀可能会使得居民的通胀预期失去有效锚定，过早的降息可能会再度刺激通胀水平上升。当前美国民众已经经历了 2 年时间的高通胀，其通胀失去锚定的概率在不断提升，因此美联储可能会选择牺牲一定的经济增长来确保高通胀不会发生反复，以避免 70 年代高通胀的历史重演。

图23：美国实际政策利率尚未转正



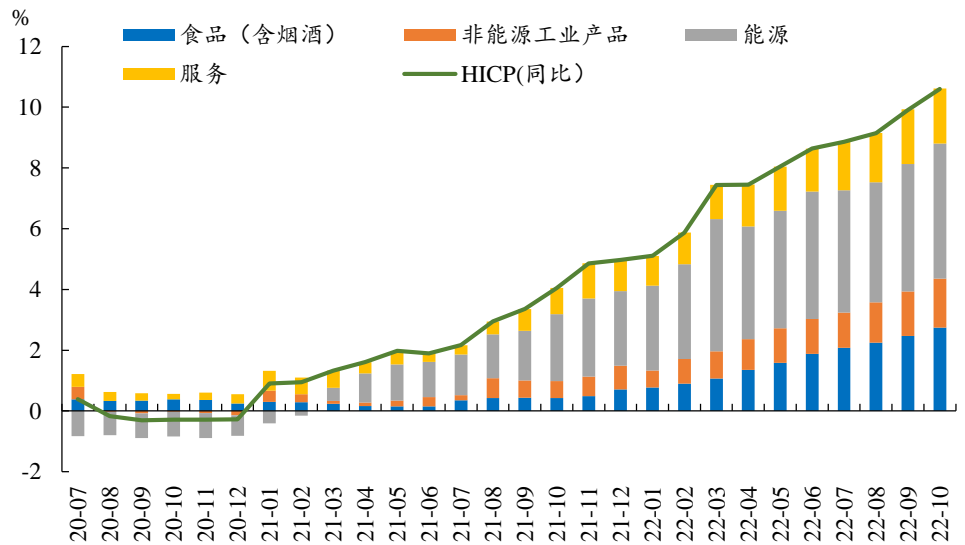
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

2.2、欧洲：滞胀可能性加大，欧央行加息尚未结束

2.2.1、欧洲经济可能将陷入滞胀

由于能源供应高度依赖俄罗斯，俄乌冲突加剧后，双方相互之间的制裁使得欧洲的能源形势迅速恶化，能源价格快速上升，欧元区通胀水平也在能源价格的上涨带动下不断提升。截至 2022 年 11 月，欧元区 HICP 同比增速为 10%，其中能源项占全部通胀比重约为 40%。考虑到欧洲是重要的能源进口国家，能源项导致的高通胀不仅会促使央行加快紧缩，也会导致欧洲企业生产成本上升，贸易逆差扩大，削弱欧洲经济的增长动能。

图24：能源项是欧元区通胀中的最重要驱动因素



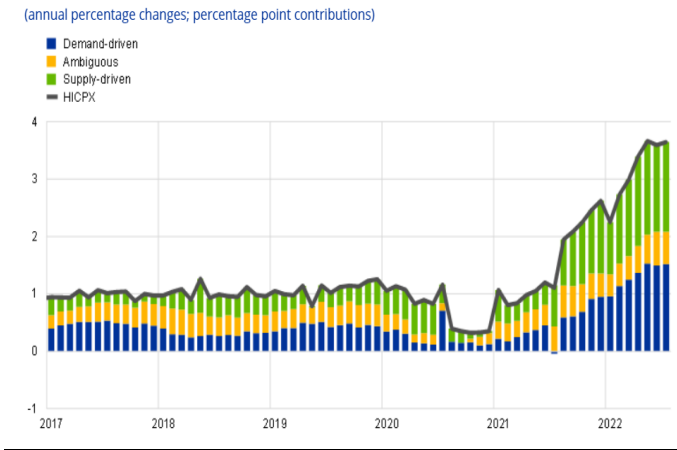
数据来源：欧盟统计局、开源证券研究所

后续通胀的走势方面，我们可以参照欧央行的分析框架，从供给拉动与需求拉动两方面来进行研究。根据欧盟委员会的数据，自 2021 年 3 季度以来，欧元区通胀主要是由供给端的反复冲击所致，但疫情防控放松后需求端的影响也在逐渐上升。往后看，**供给端方面**，虽然当前欧盟天然气库存填充率已经达到 90% 以上，并带动天然气价格回落。但这一方面是由于当前欧洲气温较高，供暖需求有所下降；另一方面是企业以及民众缩减相关需求。在决心与俄罗斯能源脱钩的前提下，若后续欧洲天气转冷，天然气需求上升，相关能源价格将会再度上升。即使 2022 年天然气足够使用，但是 2023 年的天然气供应仍然面临很大挑战，因此后续供给端的冲击对通胀还会有很强的推动作用；**需求端方面**，随着疫情放开后服务业的恢复，相关的需求在不断的恢复，虽然居民的真实收入在高通胀的侵蚀下有所降低，但是当前欧元区部分国家薪资已经出现了上涨，结合政府给予民众的能源补贴，我们认为后续需求端也将为通胀水平提供一定的支撑。综合来看，2023 年欧元区通胀面临较大的不确定性，总体可能保持在一个较高的水平。

经济增长方面，能源推动的高通胀不断侵蚀居民的真实收入，并迫使居民将大量的收入用于能源消费上。天然气等能源价格的不断上涨，不仅使得欧洲工业企业生产的成本大幅提升，迫使很多企业停止生产或是将生产转移至其他国家，对欧洲经济产生较为严重的负面影响。此外，能源价格的不断上升还恶化了欧元区国家的经常账户，使得其出现较多的贸易逆差。考虑到美元对欧元汇率处在相对高位，在以美元为计价的大宗商品体系下，欧洲国家的相关情况更加严重。因此我们可以看

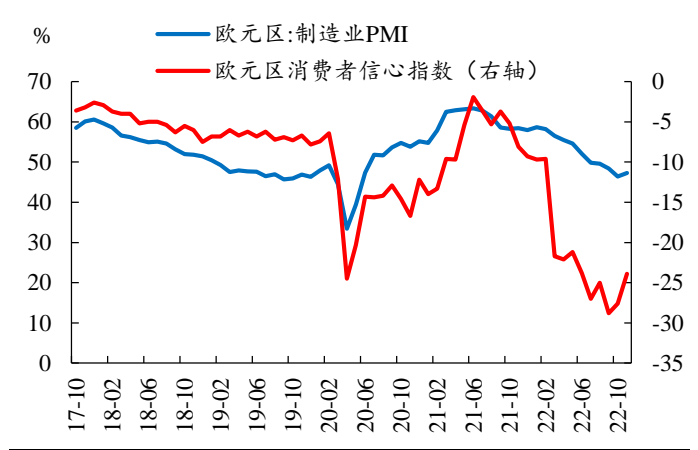
到自 2022 年中以来，欧元区制造业 PMI 持续下行，并较长时间处于 50% 荣枯线以下，消费者信心指数也处于较低位置。若当前能源冲击无法得到有效解决，我们认为欧元区经济将会呈现出高通胀与低增长相伴随的局面，短期内很可能陷入明显的滞胀之中。

图25：供给与需求共同拉动通胀走高



数据来源：欧盟统计局

图26：欧元区制造业 PMI 与消费者信心指数处于低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2.1、欧央行短期内将会坚持较快加息

2022 年 7 月至今，欧央行已经累计加息 200bp，但由于之前实施负利率政策，当前欧洲的利率水平相较于美联储而言还相对较低，考虑到当前欧洲比较严峻的通胀形势，欧央行短期内仍将会坚持加息。从近期欧央行行长拉加德的发言来看，其认为当前欧元区通胀前景并不乐观，虽然天然气价格有所下降，带动 11 月通胀水平回落，但是目前不确定因素还较多，若考虑到能源价格向零售渠道的传导，则通胀压力更加难以快速下行。因此虽然经济正在持续放缓，但为了对通胀进行有效的压制，仍需要采取相对严厉的措施。

我们认为，对于欧央行而言，虽然当前欧元区的通胀主要由能源供给冲击所引致，但通胀目前已经传导到需求端，且各分项都有较多的增长，显示当前通胀水平正在变得广泛，若欧央行不采取较为严厉的货币紧缩政策，民众对于通胀的锚定存在失去控制的风险。考虑到 11 月份欧元区 CPI 在近期天然气价格的带动下有所下行，欧央行可能会在 12 月份的议息会议上将加息幅度从 75bp 降低至 50bp，并对缩表的相关事项进行讨论，随后在 2023 年 2 月份的会议上继续加息 50bp。若再后欧元区的通胀能有较为明显的改善，考虑到欧元区部分国家的债务水平和经济增长的不断放缓，其加息速度有望进一步放缓。但是若后续的通胀水平超预期再度上行，欧央行或提高后续的加息幅度。两种情形下，欧央行本轮加息终点利率或都将超过 3%。

总的来看，为了保证通胀能够得到有效控制，欧央行可能会以牺牲一定的经济增长为代价来对通胀进行控制。同时，考虑到货币紧缩政策效果的传导需要一定的时间，我们认为欧央行会像美联储一样，将高利率水平保持较长的一段时间，以观察对通胀和经济的可能影响。因此其短期内还会保持一定的加息幅度。后续在利率超过 3% 后，维持较长的一段时间，即使经济增长乏力甚至陷入衰退，也不会快速降息，以确保通胀能够得到有效管理。

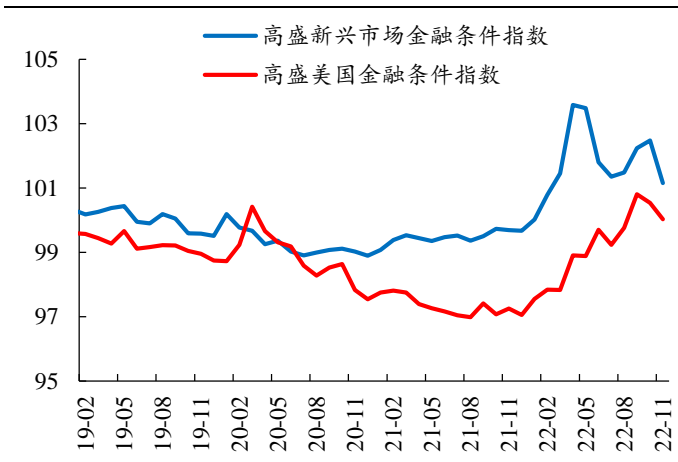
2.3、新兴市场：债务危机风险较小，但经济可能陷入衰退

在过去几轮美联储加息期间，部分新兴市场国家由于过度举借外债，在遇上美联储加息时，一方面外资从本国流出，导致汇率和经济发展承压；另一方面，很多借款是以浮动利息计价，加息时相关的偿债压力也大为增加，部分国家往往没有足够的外汇储备以偿还外债。在此情况下，容易造成金融市场大幅波动且经济发展停滞甚至倒退。

在 2022 年美联储加息期间，部分新兴市场国家是资源的净出口国，因此在本轮大宗商品价格上升期间，积累了较多的贸易顺差，经常账户情况较好，有比较充足的外汇盈余。除土耳其与阿根廷外，大部分国家的短期外债占其外汇储备的比重皆比较低。而且与过去不同，为了应对美联储的加息可能导致的资本外流、维护自身汇率稳定、打击通胀，部分新兴市场国家选择在美联储加息之前“抢跑”，其央行的加息幅度也远超过美联储。我们使用高盛金融条件指数作为央行加息力度的代理指标，可以发现当前新兴市场国家的利率水平较美国要高，因此外资流出的压力也较小。因此综合来看，当前新兴市场国家发生债务危机的可能性较低。

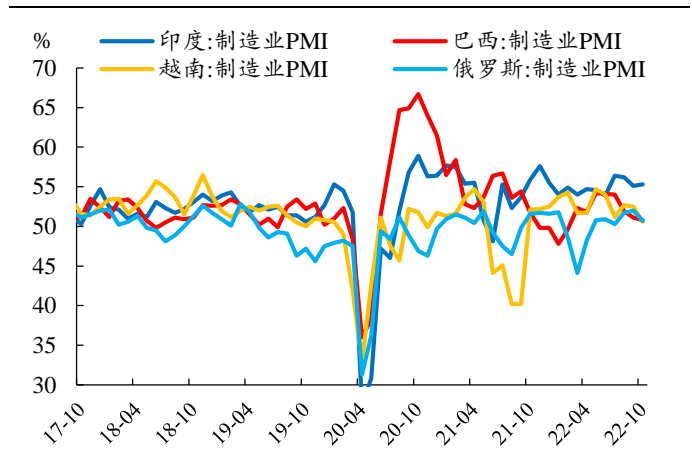
但在全球央行的大幅加息之下，我们可以看到当前包括新兴市场国家在内的经济发展正在逐渐变慢。新兴市场国家一方面受到本国经济内生需求放缓的压力，另一方面欧美等发达国家经济如果放缓甚至陷入衰退，会使得相关新兴市场国家的出口变慢。也就是说其经济发展会受到内外的双重压力，因此在 2023 年新兴市场国家经济陷入衰退的可能性并不低。

图27：新兴市场国家利率水平相对美国更高



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图28：部分新兴市场国家制造业 PMI 持续下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

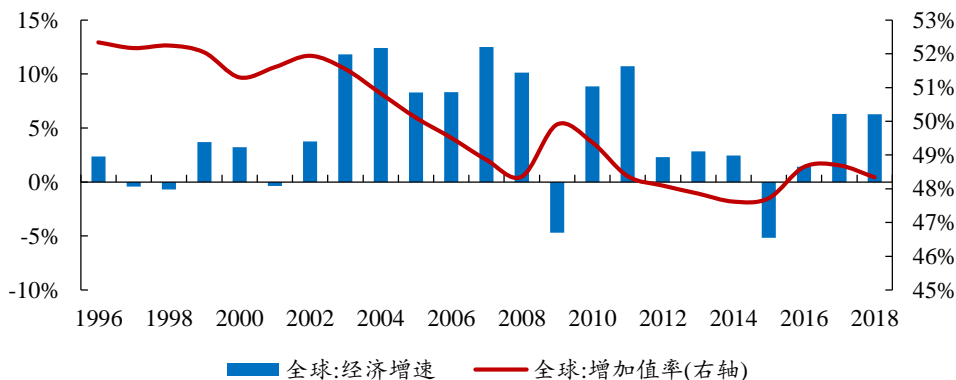
3、第三篇 国内经济：短期疫后复苏，长期增速承压

3.1、经济增速：全球效率往事与中国式现代化

自互联网泡沫以来的二十年间，全球产出效率持续处于下行通道。我们测算全球产出效率从 2002 年的 51.9% 下行至 2018 年的 48.3%。“三低”时代的本质在于经济增长动能缺失、产出效率下行，而政策利率匹配经济增长，主要经济体选择长期处于接近零的水平并辅以一系列非常规货币政策操作。当长期停滞理论试图描述金融危机以后的全球低迷，实则在金融危机之前已然注定。2002-2008 年不妨称之为“虚

假的繁荣”，债务周期高速扩张下经济增长动能未能有效耦合，全球产出效率急剧下滑。金融危机后的逆全球化无法解答这段时间的效率丧失，或许人口红利消退是最终答案。

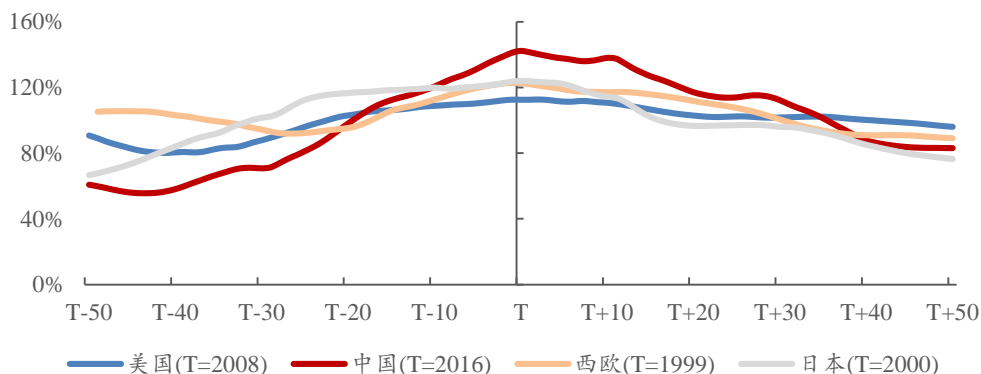
图29：全球产出效率下行



数据来源：OECD、开源证券研究所

人口和技术是索洛增长模型的两大重要变量，但技术在一定程度上是人口的函数。人口增长创造需求迫使技术迭代和生产率提升，人口红利时代劳动力相对过剩，资本获利于投资而更容易发生技术进步。我们观察到主要经济体在2000年以来人口红利接连殆尽，西欧、日本、美国的生产者比率³分别于1999年、2000年、2008年进入下行通道，因而2002年至2008年经济停滞的苗头初步显现，随后全球“三低一高”时代到来。

图30：2000年以来主要经济体人口红利接连殆尽



数据来源：世界银行、开源证券研究所

3.1.1、中国式现代化与潜在增速

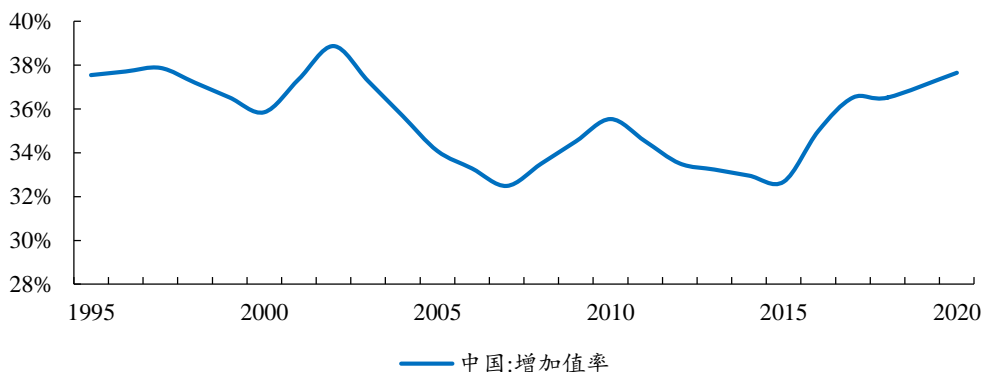
欧美国家的人口增长与技术进步较为同步，而我国老龄化进程明显偏快偏陡，这意味着我国的人口增长先于技术进步。2016年我国生产者比率见顶回落，我们理解其更多意味着经济动能的转换而非中枢下行，即经济动能将更多来自于技术进步和结构升级。十三五”时期我国发展指导思想要求“以提高发展质量和效益为中心，加快形成引领经济发展新常态的体制机制和发展方式”。从数据上来看，我国增加值

³ 生产者比率=生产者/消费者，考虑到15至24岁人群消费者角色大于生产者，我们将25至64岁人群作为生产者，剩余为消费者。
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

率于 2016 年进入上行通道，在一定程度上承接了人口红利的消退。

“中国式现代化要求实现高质量发展”具有深刻的经济内涵。从全球经验来看，人口红利殆尽后盲目扩张追求增长不可取，在实现“中国式现代化”的过程中走好经济增速与高质量发展的平衡木是应对挑战驾驭大局的关键。

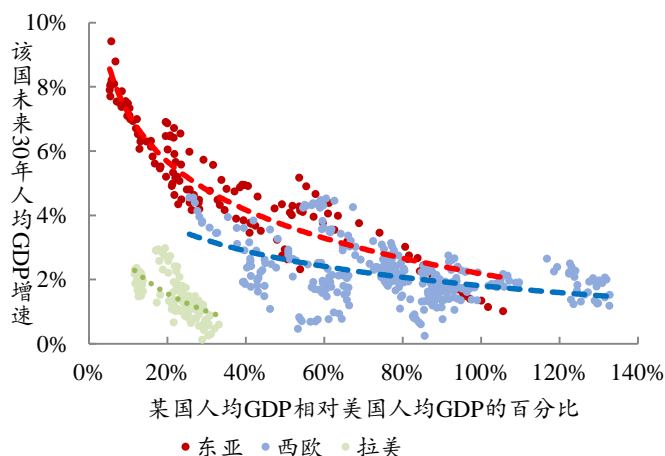
图31：我国增加值率于 2016 年进入上行通道



数据来源：OECD、开源证券研究所

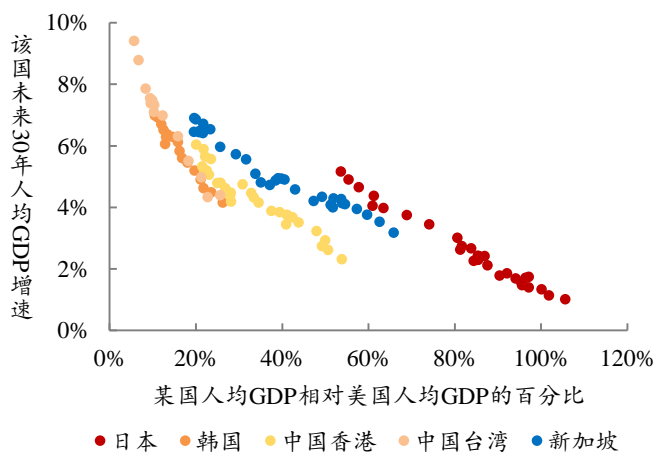
我们曾根据“收敛俱乐部”理论提出“若中国经济发展向东亚模式收敛，未来 5 年 GDP 增速中枢或落在 5.2% 左右”。“收敛俱乐部”理论指出，不同地区依其初始条件差异会在发展上形成不同的俱乐部，俱乐部内部条件相似的地区在发展中出现收敛。借鉴白重恩和张琼（2017）论文⁴，我们挑选了三类具有代表性的经济体，着重考察本国相对美国人均 GDP 比值与该国内未来人均 GDP 增速的关系。西欧“俱乐部”经济发展程度较高、收敛速度明显放缓；东亚“俱乐部”发展路径相似、收敛速度较快；而拉美“俱乐部”均衡水平较低。因此，东亚经济收敛的历史经验对研判我国经济降速趋势具有较大借鉴意义。此外，Eichengreen et al.（2011）的研究也认为当人均 GDP 达到某一特定水平时，高速增长将结束，经济增速趋于收敛。

图32：西欧、东亚和拉美经济发展呈俱乐部收敛



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：东亚经济体收敛较快

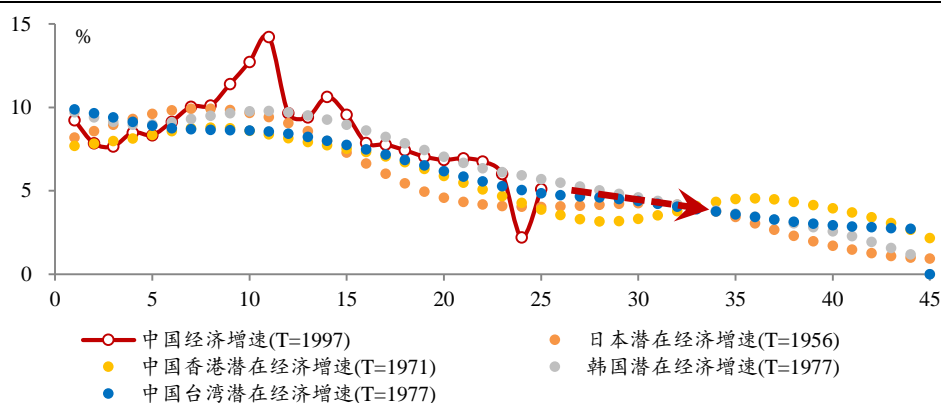


数据来源：Wind、开源证券研究所

⁴ 白重恩, 张琼. 中国经济增长潜力预测: 兼顾跨国生产率收敛与中国劳动力特征的供给侧分析[J]. 经济学报, 2017(4):1-27

将中国当下阶段与东亚经济体对标, 预计未来 5 年中国的 GDP 增速中枢或落在 5.2%-5.4%。回顾全球产业转移变迁史, 20 世纪 50-60 年代美国向日本转移劳动密集型产业; 70-80 年代日本在承接美国技术密集型产业的同时对亚洲四小龙进行直接投资, 实现劳动密集型产业的二次转移; 迈入 90 年代, 随着韩国“科技立国”、新加坡大力发展新兴产业, 我国逐步承接低端制造业。结合人均 GDP 占美国比值来看, 韩国和中国台湾发展水平相近, 中国香港领先韩国 5-10 年。因此我们将日本(1956)、中国香港(1971)、韩国(1977)、中国台湾(1977)和中国(1997)作为基期, 通过 HP 滤波计算其潜在经济增速并进行历史投影。从 T+23 期往后推五年, 东亚经济体潜在经济增速平均下滑 0.9 个百分点, 我国当前阶段和韩国最为相似, 但 2021、2022 年已低于潜在增速。不考虑疫情的情况下, 以韩国和东亚经济体降速幅度来看, 2021-2025 年我国 GDP 增速中枢或落在 5.2%-5.4%。

图34: 未来五年我国经济增速中枢或落在 5.2%-5.4%



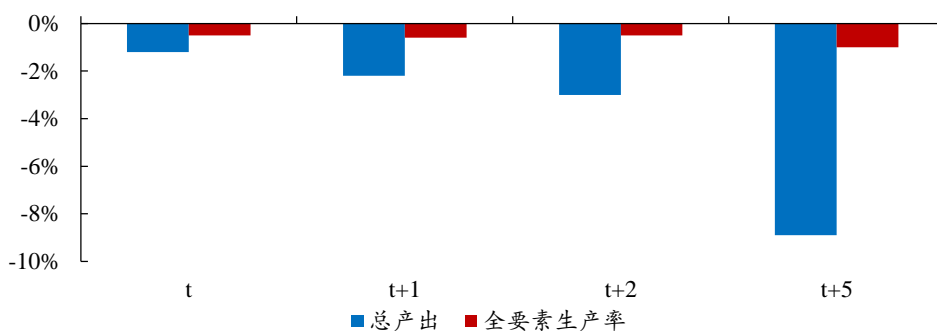
数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 我国 2021 年经济增速取两年复合平均增速

3.1.2、疫情可能拖累潜在增速约 1.3 个百分点

2023 年一大重要命题在于经济能否顺利回归既定的潜在增速。11 月 21 日国常会对经济增长的表述为“力争实现较好结果”, 结合近期高频数据和本轮疫情扰动, 全年经济大概率落在 3.0%-3.5%。11 月 18 日全国政协经济委员会副主任刘世锦指出“力争今明两年经济平均增速达到 5%左右”, 11 月 21 日中国社科院世界经济与政治研究所副所长张斌表示“2023 年增长目标至少在工作层面仍要朝着 6%以上努力”。若要实现 2022、2023 两年经济平均增速达到 5%, 则 2023 年 GDP 需达到 6.5%-7.0%, 需要付出极大努力。

诸多论文讨论过衰退会导致潜在增速下降, 世界银行曾基于 5 次重大疫情、116 个经济体的数据, 测算发现在发生疫情的 T、T+1、T+2、T+5 期全要素生产率累计下降了 0.5、0.6、0.5、1.0 个百分点, 总产出累计下降了 1.2、2.2、3.0、8.9 个百分点。从全球经验来看, 2021-2025 年间新冠疫情可能拖累潜在增速 1.0%-1.8%, 平均为 1.3 个百分点。

图35：疫情可能拖累潜在增速 1.3 个百分点

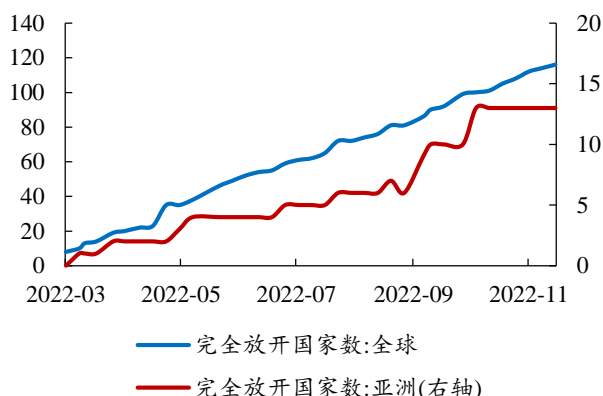


数据来源：EM-DAT、World Bank、开源证券研究所

3.2、疫情：海外稳步放开管控，国内稳步推进防疫优化

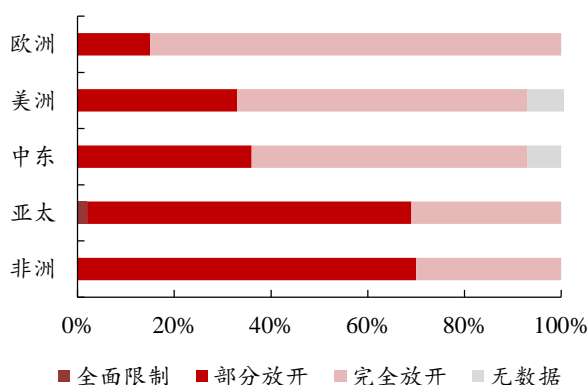
免疫水平提升叠加新冠变种致死率下行，2022 年以来海外稳步放开疫情管控。根据世界旅游组织 (UNWTO) 数据，截至 11 月 28 日全球已有 116 个国家完全放开。其中，欧洲、美洲、亚太、非洲、中东分别完全放开 46、31、16、15、8 个国家/地区，完全放开比例分别为 85%、60%、31%、30%、57%。全球放开水平基本上呈线性增长，亚太地区放开水平较低，但 9 月、10 月步伐稍有加快。

图36：全球稳步放开、亚洲趋平



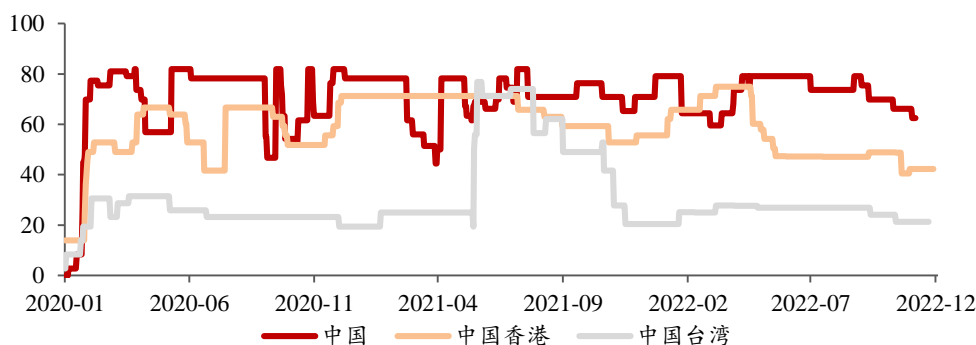
数据来源：IATA、开源证券研究所

图37：欧美完全放开水平居前



数据来源：IATA、开源证券研究所

图38：中国防疫严格指数下降



数据来源：牛津大学 OxCGRT、开源证券研究所

3.2.1、防疫放松后，美国经济边际提速、欧亚修复偏弱

欧美国家疫情放松时间相对一致，基本都于2022年3-6月份逐步放松防疫政策，转向与病毒共存路线。美国方面，自疫情逐步放松后，美国的工业生产得以继续有较快的恢复，无论是工业生产指数还是产能利用率，都有一定的增长。消费方面，我们从零售销售金额和个人消费支出来看，疫情逐渐放松初期对于消费有一定的拉动和增长作用，但是由于通胀不断上升，以不变价衡量的消费支出以及个人消费支出在7月份以后增速逐渐放缓，仅有食品服务等细项的增速再度提升，说明疫情的放开带动了社交的恢复，从而带动相关消费增长。欧洲方面，恢复相对美国较弱。虽然在2月份欧洲便已经开始启动疫情防控措施的放松，但是由于俄乌冲突的升级，欧洲经济深受能源通胀之苦。数据上来看，工业生产指数有一定的恢复，但是产能利用率、制造业PMI和工业信心指数持续下滑。消费方面，危机之初，零售销售同比增速快速跌入负值，并保持至今，显示消费较为疲弱。

亚洲国家方面，日本自3月份逐渐放松防疫以来，其工业生产逐渐反弹恢复，产能利用率和工业生产指数均有所上升，消费方面，虽然疫情管控放松，但是消费方面却没有显著回升，消费整体尚未回归至疫情前水平。韩国在4月份放开以后，工业生产相关指标持续向下，消费方面保持震荡态势，总体消费数量指数已经超过疫情前。

中国台湾和中国香港方面，中国台湾地区工业生产指数在2022年8月达到近期高点141，但是随后一直降低；消费方面，零售业和餐饮消费均有所增长。中国香港在防疫放松后，工业生产有较快的恢复，但是8月份以后有一定的放缓，消费方面在放松后也有一定的恢复和反弹，但是整体消费水平仍远低于2019年同期。

3.2.2、国内进入疫情优化1.0：走小步不停步

11月以来我国疫情防控优化逐步迈入新阶段。最大的变化来自于“处分防疫不力”向“整治层层加码”的转变，我们统计8、9、10、11月因防疫不力处分为13、13、6、3起，呈现下滑态势，且11月5日国务院联防联控首提“依法依规严肃问责”，将层层加码上升到了防疫不力的位置，其后“二十条”优化落地。其次，关切指标从表观疫情转向重症率死亡率，9月14日世卫组织提出6项措施，使用死亡率指标而非发病指标，广州本轮新冠肺炎本土阳性感染者16.27万例，重症、危重症4例，无死亡病例，指向奥密克戎变异株的致病力和毒力明显低于之前的原始株和“关切变异株”。11月28日至12月4日当周，中央和地方同向优化。国务院副总理孙春兰指出“奥密克戎病毒致病力在减弱，我国疫情防控面临新形势新任务，要充分发挥各方专家优势、总结基层经验做法，推动防控措施持续优化”，12月2日广州解除临时管控区域、12月4日浙江10城取消常态化核酸，打开了地方落实防疫政策优化的空间。

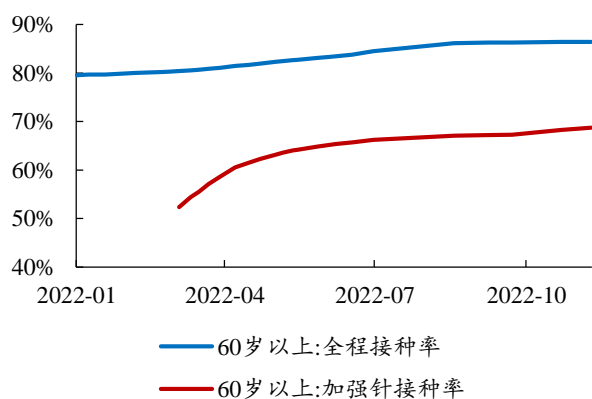
图39：各地防疫政策优化情况图



数据来源：人民日报、国家卫健委、央视新闻等、开源证券研究所

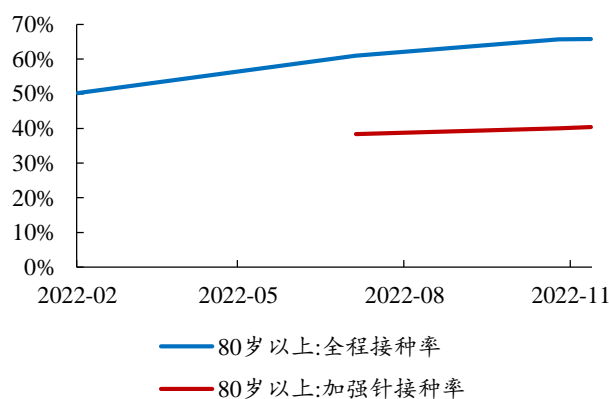
从中国香港和新加坡经验来看，疫情放开后作为免疫洼地的老年群体在重症、死亡方面付出了较大的代价。我国在大幅稳步优化防疫的过程中，需全力补齐老年人疫苗接种短板。11月29日国务院联防联控机制发布《加强老年人新冠病毒疫苗接种工作方案》提出“要继续做好60~79岁，特别是80岁以上人群全程接种和加强免疫工作”，截至11月29日60岁以上全程接种率和加强针接种率分别为86.42%、68.75%，80岁以上分别为65.80%、40.38%。老年人疫苗接种需加快推进，从而巩固防疫政策优化的免疫基础。

图40：60岁以上接种待加强



数据来源：国务院联防联控机制、开源证券研究所

图41：80岁以上接种进度缓慢



数据来源：国务院联防联控机制、开源证券研究所

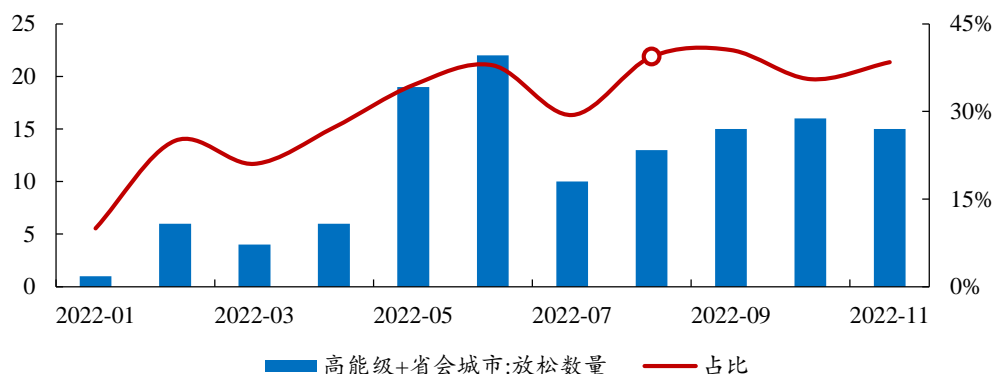
3.3、国内经济：内需发力，稳步修复

3.3.1、地产：政策仍需发力，预计供给修复好于需求

2022年地产政策逻辑清晰，市场走势同样明朗。(1)自2021年9月“两维护”

适度纠偏、2月以来多地放开，地产走出“小阳春”行情；(2)4月29日政治局会议后需求端小幅稳步宽松，全面“降息”与结构化宽松相结合引导各地“因城施策”的空间；(3)8月高能级城市宽松占比攀升至39%，宁波等高能级城市放开限购打开需求端宽松预期，但“金九银十”失守，指向需求端宽松提振销售回款改善房企融资的政策路径不畅，监管层重心逐步向供给端倾斜，包括“地产16条”、保函置换、“三支箭”齐落地，地产已形成信贷、发债、预售资金等多个维度的融资支持政策体系，房企和相关链条信用修复的确定性较强。

图42：高能级城市宽松占比8月达到高位

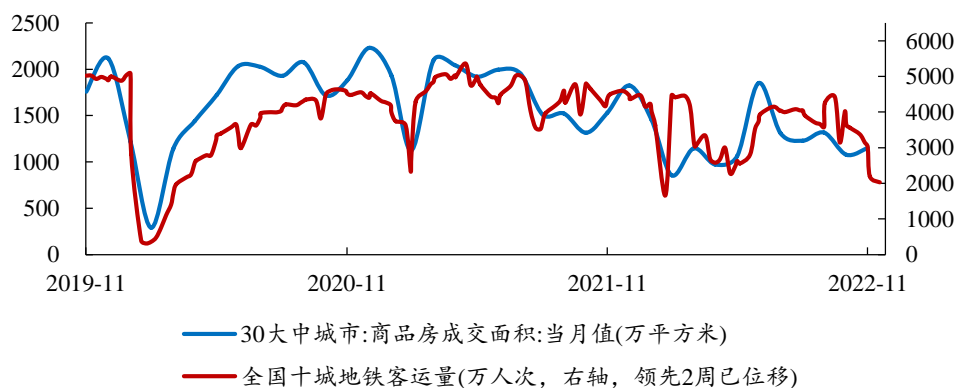


数据来源：各地住建局、开源证券研究所

相对供给端而言，2023年地产消费的修复情况仍是未知数。需求端宽松仍可期，保交楼多措并举叠加融资端改善，提振居民信心，若高能级城市在可控范围内进一步放松（例如放开二套房限购），改善性需求将助力居民销售回暖。房企和地产链的信用修复是显性而快速的，我们从3个维度认为地产消费有望改善但难孕育新周期。预计全年地产投资增速3%、地产销售增速0%。

(1)疫情对居民消费半径的制约逐步消退。疫情缩小了居民生活和消费半径、导致部分消费需求无法被满足。地产作为消费的重要分项，高度依赖线下实地场景。以地铁客运量作为居民生活和消费半径的衡量指标，该指标领先30城商品房成交面积约2周，指示了6月、10月等关键节点的销售变化。若2023年小幅稳步放开，消费半径回升有望为地产销售修复提供一定支撑。

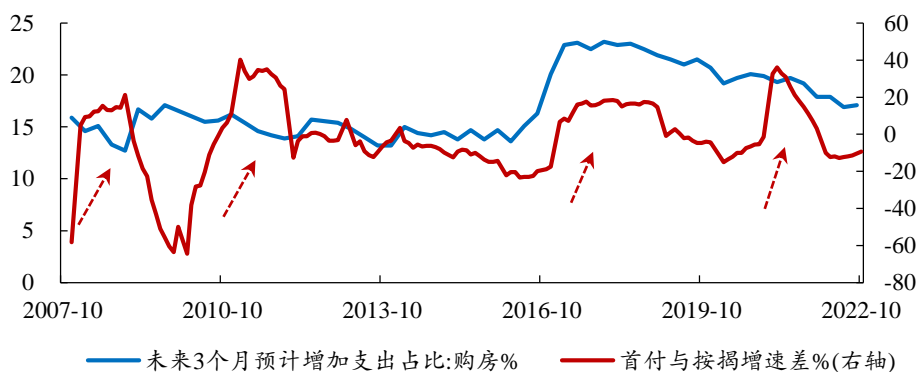
图43：2023年居民生活和消费半径回升有助于地产销售修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)居民真实购房意愿修复不足。首付增速与按揭贷款增速差表征居民真实购房意愿,我们曾根据该指标在6月触底回升判断“地产消费进入小幅稳步加杠杆通道”,但下半年以来需求端宽松效果不及预期、金九银十明显缺席。复盘来看,我们可能低估了2021年加杠杆对居民资金的消耗程度。2007年以来发生了4轮居民主动购房周期,区别在于2008、2011年居民可支配收入增速较高,2016-2018年棚改资金助推,2021年部分信贷资金违规流入地产+居民自筹+民间借贷。在经济下行+地产收紧的环境中,2021年居民加杠杆的后果在于偿债比率进一步恶化。从数据来看显示,2021年Q1、Q2房地产按揭和首付增量远大于居民杠杆指标的增量。“资金不足”可能是2022年地产消费偏弱的重要原因。在房住不炒的主基调下,商品房销售最终回归人口红利消退的基本面。

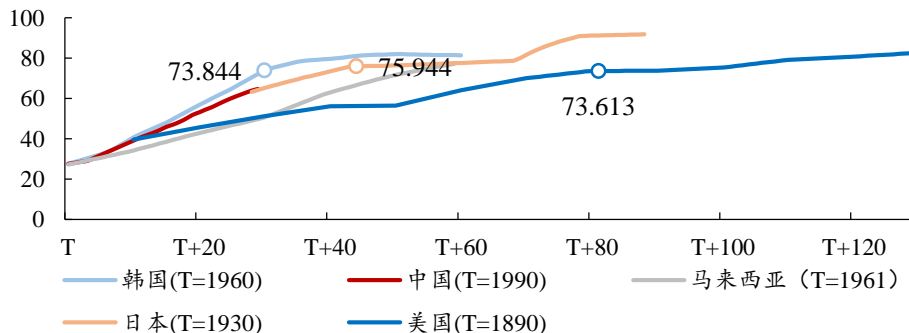
图44: 居民真实购房意愿修复不足



数据来源: Wind、开源证券研究所

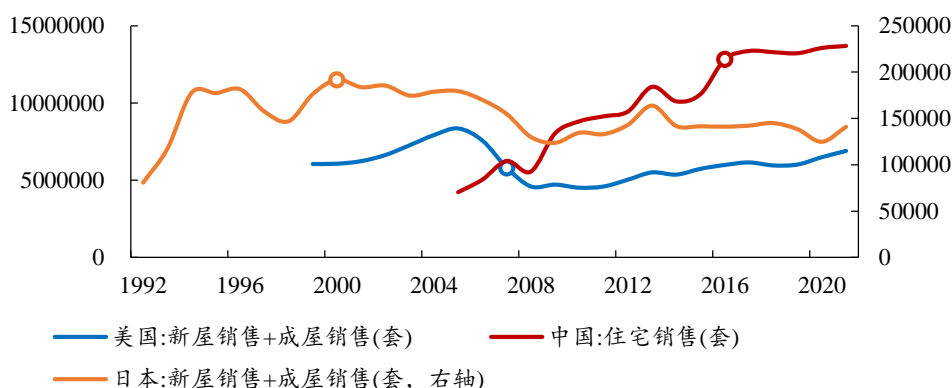
(3)短期城镇化仍支撑, 长期回归人口基本面。东亚国家在1960-2000三次产业转移中城镇化速率极快, 远超欧美国家, 达到75%后出现降速、其后缓步升超80%, 韩国、日本城镇化降速时点分别为1992年(75.7%)、1977年(75.0%)。我国从1980年开启大规模城镇化浪潮, 趋势上与韩国、日本较为相似, 2021年我国为64.7%, 分别对应韩国的1985年、日本的1962年, 调整基期后的曲线表明我国现在所处的阶段, 城镇化速率稍慢于韩国、稍快于日本, 即我国城镇化降速时点可能落在2026-2030年。但长期来看, 人口红利消退将制约地产销售面积增长。美国、中国、日本分别于2008、2016、2000年生产者/消费者比例见顶, 随后住宅销售增速出现收窄。

图45: 我国城镇化率仍有空间



数据来源: 世界银行、开源证券研究所

图46：生产者比例见顶后，美国、中国、日本住宅销售降速

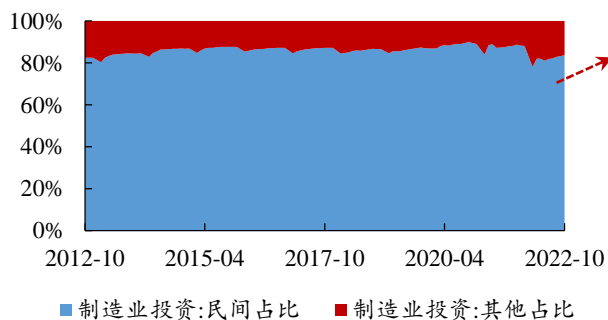


数据来源：世界银行、开源证券研究所；注：圆点表示该国生产者/消费者比例见顶

3.3.2、制造业：预计 2023 年增速约为 7%

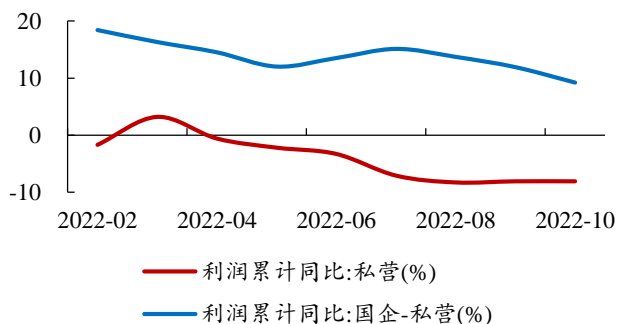
2022 年制造业的两大关键词，政策支持、利润传导。政策发力贯穿全年，上半年清洁生产、能效提升、煤炭清洁利用等专项计划在政策导向和资金配套方面逐步加码，三季度以来包括 2000 亿以上设备更新再贷款在内的结构性工具和支持政策密集出台，旨在引导扩大制造业投资。从数据上来看，2022 年 1-10 月制造业投资民企占比为 84%、低于前五年 88% 的平均水平。民企投资失位一方面在于俄乌冲突以来大宗商品通胀持续演绎，采矿业大幅蚕食制造业企业利润，进而削弱其投资扩产意愿；另一方面则是疫情冲击下“国强民弱”特征的进一步显性化。好的方面在于两大制约正在逐步消退，我们曾指出“下半年回归 CPI-PPI 上行的利润传导主线是最大的确定性”，6 月利润传导进程重新启程，三季度以来“国民”分化出现收窄，民企投资占比逐步修复。向后看，政策支持和基本面回升，2023 年制造业投资有望成为稳增长的较大动能。

图47：民企主体逐步修复制造业投资“失地”



数据来源：Wind、开源证券研究所

图48：民企利润筑底、国民分化收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

图49：利润传导重启

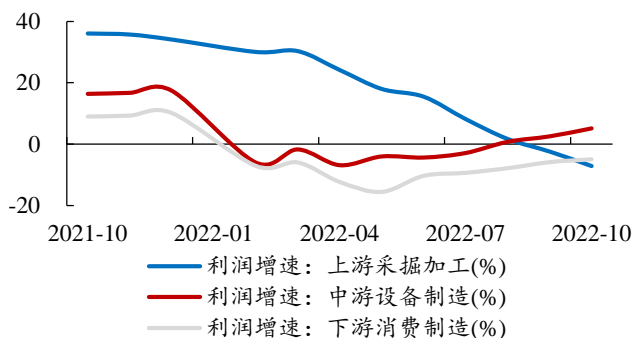
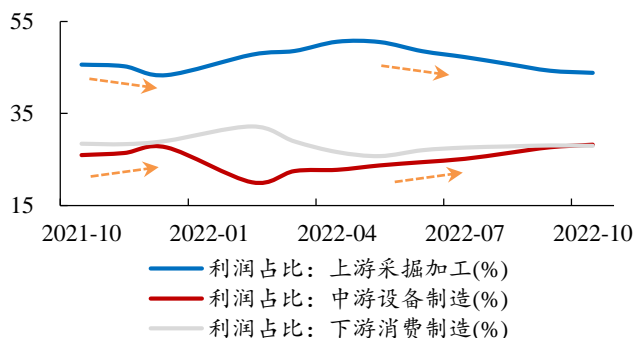


图50：利润传导重启



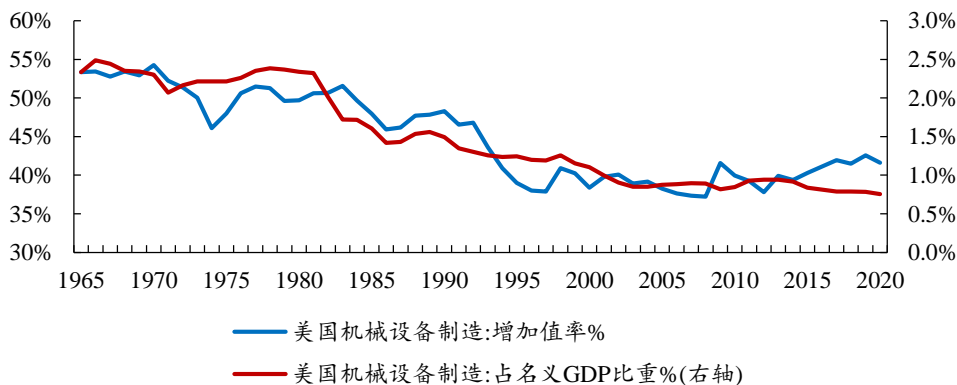
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

数据来源：Wind、开源证券研究所

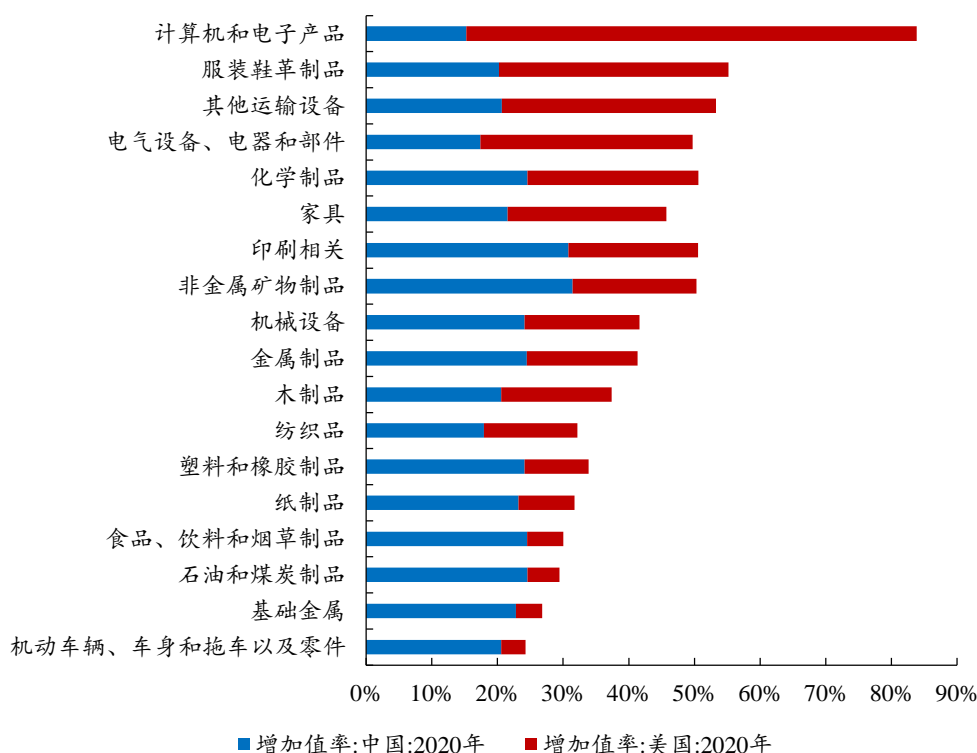
需要探讨的是，2023 年是否会孕育一轮朱格拉周期？复盘过去二十年的中国经济，实际上我们很难从固定资产投资或是设备制造工业品的走势观测到稳定的朱格拉周期。个中原因，可能是贸易、人口、地产等要素在经济周期波动中占据主导地位。但金融危机以来逆全球化和民粹主义兴起，以及我国生产者比例见顶、“房住不炒”宏观调控下，在未来可预期的一段时间里，制造业结构升级、内外双循环促消费将会扮演愈发重要的角色。在二十大“坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，推进新型工业化”、“推动制造业高端化、智能化、绿色化发展”等战略规划下，政策将继续加大对制造业的支持力度，预计 2023 年制造业投资增速为 7%。

结构升级方向我们或许可以借鉴美国经验。2020 年我国制造业增加值率为 23.1%，而美国 41.0%。分行业来看，我国在计算机电子产品、服装鞋革制品、电气设备、化学制品等制造业与美国差距较大，差距分别为 68.6、34.9、32.3、26.0 个百分点。但过去 60 年间，美国机械设备制造产出效率和增加值占比齐头向下，中游设备制造萎缩可能潜存我国的市场替代机遇。叠加自主可控、国家安全等逻辑，综合来看，我国在计算机电子、电气设备、化学制品、机械设备等高端先进制造或有充足发展空间。

图51：美国机械设备制造萎缩



数据来源：统计局、BEA、开源证券研究所

图52：2020年我国制造业增加值率与美国差距仍较大


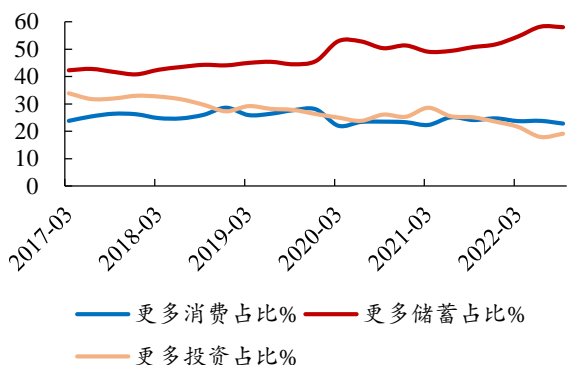
数据来源：统计局、BEA、开源证券研究所

3.3.3、消费：三维度支撑总量修复至6.0%，结构分化趋显

疫情防控优化后消费修复斜率几何？我们从超额储蓄、消费券加码、亚洲地区放开经验三个维度进行分析，预计2023年社零修复至6.0%，其中场景消费和高端消费弹性更大。

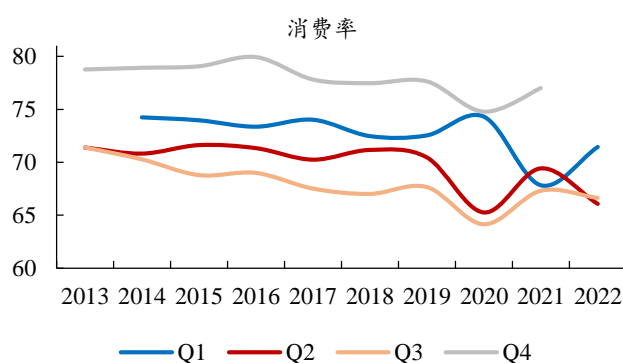
(1)疫情防控持续优化，超额储蓄拉动社零0.8个百分点。疫后三年（2020至2022年）居民消费欲望持续受抑，被动性提升预防性储蓄以避险。从央行城镇储户问卷调查来看，疫情前后三年，储蓄比例从均值的43.6%上行至52.7%，消费比例从均值的26.2%下滑至23.5%。超额储蓄指个人储蓄较疫情前平均储蓄水平多出的部分，发达国家实施大规模财政刺激补贴居民导致超额储蓄远高于发展中国家。根据牛津经济研究院的研究，2020年澳大利亚、日本、中国超额储蓄占GDP分别为6.4%、4.6%和2.4%。我们参考其方法，测算2020、2021年我国国民总储蓄率为45.1%、44.7%，则超额储蓄率分别占当年名义GDP的0.6%、0.2%；疫后三年（2020至2022年）居民部门超额储蓄率分别为4.4%、1.7%、5.7%，参考该趋势，2022年国民超额储蓄率可能稍高于2020年，我们按此测算疫后国民超额储蓄累计达到1.7万亿元。

图53: 储蓄意愿见顶



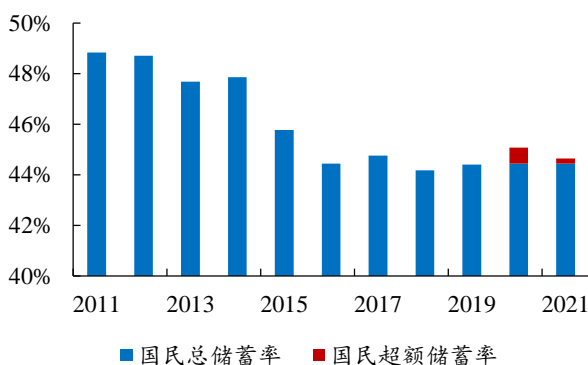
数据来源: Wind、开源证券研究所

图54: 2022Q3 消费率出现改善趋势



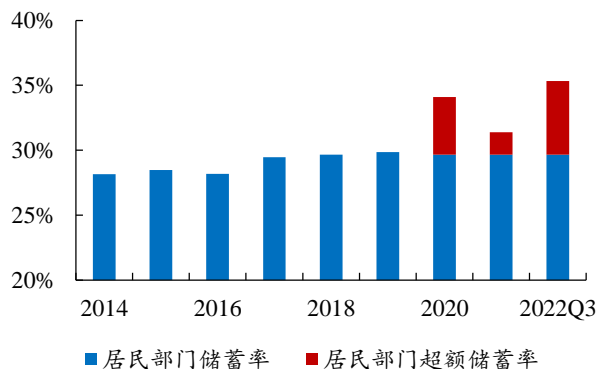
数据来源: Wind、开源证券研究所

图55: 2020、2021 年国民超额储蓄率为 0.6%、0.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图56: 疫后三年居民超额储蓄率为 4.4%、1.7%、5.7%



数据来源: Wind、开源证券研究所

一方面，超额储蓄并非居民直接收入，难以有效转化为实际消费；另一方面大部分超额储蓄是由高收入群体所积累，通常来说高收入群体的边际消费倾向(MPC)偏低。纽约联储对三轮刺激计划家庭支出情况的调查显示，居民疫情期间财政补贴的边际消费倾向分别为 29%、26%、25%。假设 2020 至 2023 年我国累计超额储蓄的 20%转化为实际消费，则对 2023 年社零的拉动约为 0.8 个百分点。与高收入群体相关的免税、航空、旅游消费可能修复弹性更高。

(2)2023 年稳内需迫切性上升，消费券和消费政策预计持续加码。2022 年消费券投向侧重于汽车、家电等大宗消费，省级促销政策和消费券中，汽车、家电、餐饮行业的覆盖率为 40.5%、32.4%、25.7%；城市促销政策和消费券中，餐饮、汽车、家电行业的覆盖率为 44.9%、25.4%、24.1%。2020 年消费券主要面向餐饮、零售和文旅，占比分别为 85%、72%、40%。

2022 年消费券总体拉动约为 9.5 倍，高于 2020 年的 6.4 倍。总体拉动包含了在没有消费券发放的情况下人们的必要消费意愿和支出，和因发券使得购买行为变得更便宜之后新增的消费金额。根据北京大学国发院《消费券的中国实践》，2020 年消费券的拉动效应约为 6.4 倍，我们梳理了 2022 年 28 轮消费券数据，测算 2022 年消

消费券总体拉动为 9.5 倍，其中威海、天津等涉汽车消费券的乘数效应明显超过同类消费券。需要指出的是，地方财力制约了消费券的“用好用足用准”，截至 2022 年 11 月 27 日，我们统计省级、城市消费券发放约 142 亿元，考虑到信息收集可能存在遗漏，2022 年全国发放消费券约为 200 亿元，仅相当于 2020 年 1-5 月的消费券发放水平（190 多亿元）。我们预计，2023 年稳内需迫切性上升、消费向疫前修复亟待引导，假设 2023 全年发放消费券翻倍至 400 亿元，则拉动居民消费 3800 亿元、改善社零增速 0.9 个百分点。

表1：2022 年消费券拉动效应约为 9.5 倍

城市	时间	消费券金额 (亿元)	拉动消费 (亿元)	实际/预计	拉动比率
郑州	3月8日	0.3	2.3	实际	7.5
青海	3月31日	1.9	12.0	预计	6.3
无锡	4月30日	0.1	1.0	预计	8.3
晋城	5月1日	0.5	5.0	预计	10.0
海南	5月27日	1.2	10.0	预计	8.3
广东		6.1	35.8	实际	5.9
广西	五一	0.0	0.3	实际	13.5
佛山	2月-5月	0.1	1.0	实际	17.1
太原	5月31日	1.3	10.0	实际	7.7
义乌	6月3日	0.1	0.6	实际	5.0
大同	6月3日	0.0	0.1	实际	7.1
杭州	7月8日	2.9	30.0	实际	10.5
涿州	7月8日	0.0	0.1	实际	6.0
天津	7月15日	0.3	3.0	预计	8.8
北京	7月18日	1.0	6.0	预计	5.9
丹东	7月30日	0.0	0.3	实际	22.4
宁波	8月4日	6.6	71.6	实际	10.8
蚌埠	8月17日	0.1	3.0	实际	29.6
大同	8月30日	0.4	4.2	实际	10.8
南海	9月7日	0.8	0.2	实际	0.2
天津	9月12日	1.2	38.0	实际	32.8
鄂尔多斯	8月31日	0.2	1.3	实际	6.7
威海	9月22日	0.7	18.2	实际	25.8
西昌	10月6日	0.3	0.8	实际	3.4
榆林	10月10日	0.3	1.2	预计	4.8
广东省	9月21日	11.3	100.0	实际	8.8
内蒙古	10月18日	0.1	0.1	实际	2.4
天津	11月4日	0.2	5.0	预计	25.0
总计		37.8	361.1		9.5

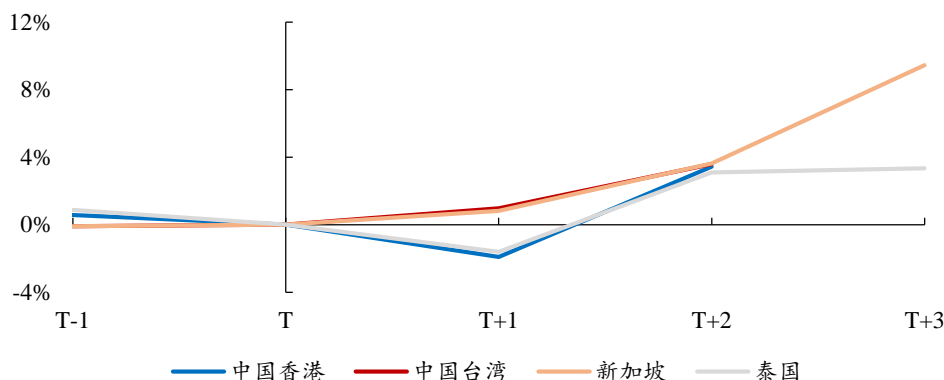
数据来源：各地人民政府网、开源证券研究所

表2：2020年消费券拉动效应约为6.4倍

城市	时间	统计时间段	发放总额 (万元)	核销金额 (万元)	核销率	拉动消费	拉动消费/ 发放总额	拉动消费/ 核销金额
晋城	3.22	03.22-04.19	1500	1442	96.1%	17300	11.5	12.0
杭州	3.27	03.27-04.16	37500	32100	85.6%	342200	9.1	10.7
嘉兴	3.31	03.31-04.16	10600		0.0%		0.0	
佛山	4.01	04.01-04.11	5000	3870	77.4%	13600	2.7	3.5
内江	4.10	04.10-04.24		243		821		3.4
沈阳	4.10	04.10-04.24	2000	944	47.2%	6459	3.2	6.8
衢州	4.03	04.03-04.13	3390	1846	54.5%	10147	3.0	5.5
郑州	4.03	04.03-04.16	5000	3925	78.5%	55200	11.0	14.1
赤峰	4.05	04.05-04.20	500	364	72.8%	3692	7.4	10.1
呼和浩特	4.05	04.05-04.14	1000	86	8.6%	719	0.7	8.4
绍兴	4.05	04.05-04.12	7500	2333	31.1%	10900	1.5	4.7
宁波	4.17	04.17-04.23	1070	515	48.1%	5321	5.0	10.3
乌鲁木齐	4.18	04.18-04.24	4786	330	6.9%	5498	1.1	16.7
温州	4.18	04.18-04.25	19720	13000	65.9%	98200	5.0	7.6
总计			99566	60998	68.3%	570057	6.4	9.3

数据来源：北京大学国发院《消费券的中国实践》、开源证券研究所

(3)亚洲地区放开经验指向短期消费修复斜率可能不陡峭。考虑到不同国家/地区疫情反弹节奏不同，我们以(当季私人消费/2019年同期私人消费-100%)作为指标，亚洲多个国家/地区取消动态清零政策后，T+1季度私人消费走势出现分化，T+2、T+3季度均有改善但修复斜率并不陡峭。

图57：取消动态清零政策后，亚洲地区私人消费改善但斜率并不陡峭


数据来源：Wind、开源证券研究所

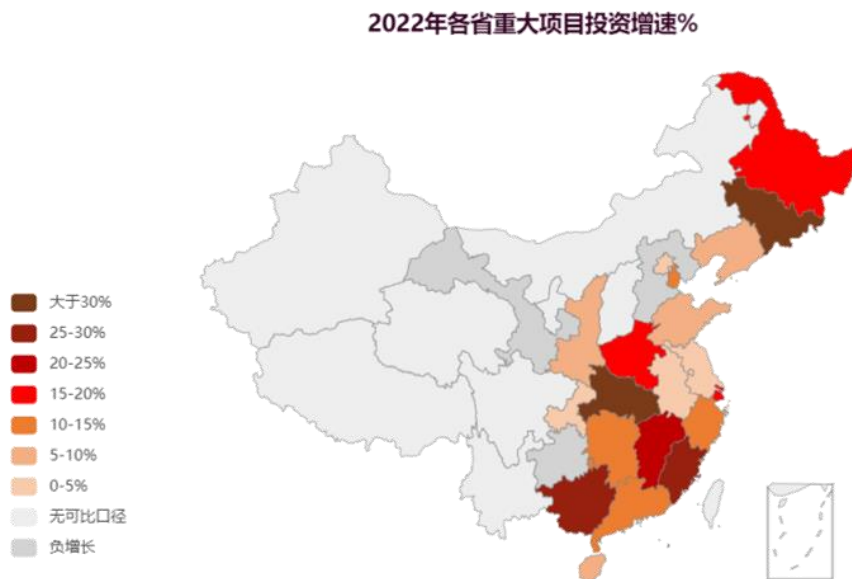
3.3.4、基建：仍为稳增长主抓手、预计全年增速6%

2022年基建演绎了从“项目等资金”到“资金项目齐头并进”的转变。截至4月底，26省重大项目年内计划投资总额为11.2万亿元，可比口径⁵下23省重大项目年内计划投资总额9.71万亿元、同比增速12.0%。但疫情冲击、大规模减税退税、房企拿地仍谨慎等因素综合作用下，地方财政压力增大，上半年基建呈现“项目等资金”。6月以来，两批政策性金融工具和5000亿地方限额空间接续下，投放快、杠杆高，基建资金迅速补足，各地抢抓实物工作量，预计2022年全年基建增速落在

⁵ 若某省未披露重大项目年内投资额，则以重点项目年内投资额替代，若无则以一季度开工重大项目的年内投资额替代，可比口径表示2021年和2022年均披露相同口径的数据。

11.5%-12.0%，基本实现年初 12.0%的重大项目年内规划同比增速。

图58：2022年重大投资项目年初规划增速为 12.0%



数据来源：各地人民政府网、开源证券研究所

向后看，基建仍为 2023 年稳增长的较大抓手，地方专项债将扩容，政策性金融工具可能会视稳增长诉求和项目储备情况做动态调整。此外，11 月 7 日发改委印发《关于进一步完善政策环境加大力度支持民间投资发展的意见》、11 月 10 日证监会扩大 REITs 试点范围并鼓励符合条件的民间投资项目发行 REITs，民间资本有望为 2023 年基建投资注入额外动能，以及中国“重启”线下外交可能推动一带一路基建项目，我们预计 2023 年基建增速可能为 6%。

3.3.5、出口：外需回落，难有起色

在疫情发生初期，我国由于疫情控制得当，生产快速恢复，相关的产品出口较为旺盛，我国出口占全球的比重有所上升。2022 年上半年，在海外需求逐渐放缓以及我国本土疫情反复的情况下，出口曾短期遭遇逆风。疫情得到有效控制后，我国出口出现较为强势的脉冲式反弹，但在 10 月份同比增速转负，出口整体回落速度偏快。展望 2023 年，我们认为出口在外需回落的大背景下将难有起色，2023 年出口预计增长-1.4%。

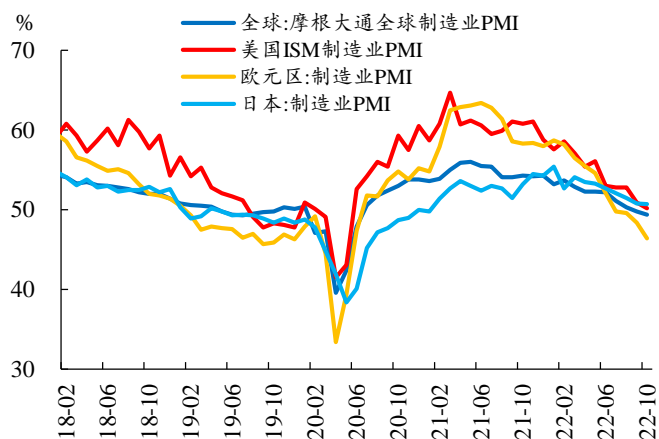
首先，2023 年全球经济有较大概率陷入衰退，外需羸弱之下，我国出口很难有较好表现。我们在报告前面的海外经济分析中认为，2023 年欧美等发达经济体很有可能陷入到经济衰退之中，特别是欧洲国家，有较大的可能陷入到滞胀之中。而美国和欧洲目前是我国第 2、3 大贸易伙伴，如果美国和欧洲经济陷入衰退，我国出口将会遭受一定程度的负面影响。当前全球经济已经开始放缓，10 月份摩根大通全球制造业 PMI 录得 49.4%，较上月下降 0.4 个百分点，已经连续 2 个月低于 50% 荣枯线。WTO 也在最新的报告中认为全球贸易在 2022 年下半年失去动力，并在 2023 年保持低迷，增长率预计仅为 1%。外需持续回落之下，我国出口也将难有起色。

其次，汽车等产品的出口以及与东盟地区的贸易可能成为出口的结构性亮点。

虽然外需回落，但是我们可以看到，在 2022 年的出口产品中，我国汽车产品的出口

一直在保持高速增长，一方面我国新能源车在全球具有较高竞争力，另一方面欧洲地区等传统的汽车生产国由于能源形势严峻，生产遭遇一定困难。后续来看，这两方面有望在 2023 年继续保持，汽车行业的出口有望成为 2023 年出口中的结构性亮点。东盟目前为我国第一大贸易伙伴，2022 年与我国的贸易一直保持较快的增速，我们认为随着 RCEP 协议进一步发挥作用，与东盟之间的贸易往来有望保持较快增长。

图59：全球经济景气度正在逐渐回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图60：我国汽车出口保持强劲



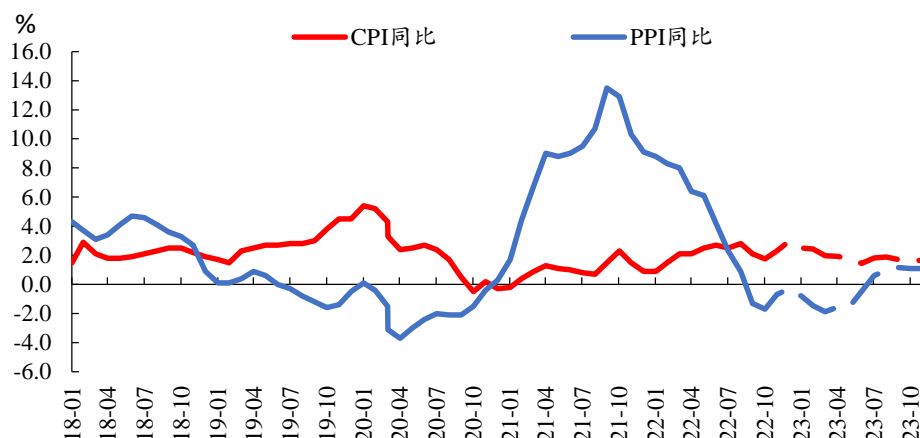
数据来源：Wind、开源证券研究所，注：2021 年为两年复合增速。

3.4、通胀：CPI 平稳回落，PPI 小幅回升，CPI-PPI 年中或迎来拐点

我们认为 2023 年通胀总体来看压力不大。CPI 前高后低，总温和。受基数、猪周期等影响，年初个别月份同比可能接近 3%，一季度整体在 2% 以上，但后续预计趋于回落，全年同比 2% 左右。核心假设如下：(1) 目前核心 CPI、服务 CPI、特别是与真实就业相关的房租、低端劳动力等价格仍处于低位，甚至是通缩状态。市场担心疫后消费修复带动核心 CPI 上涨、服务 CPI 上涨，但我们认为这一趋势可能在 2023 年二季度之后才更趋明显。(2) 基于能繁母猪存栏同比等前瞻指标，预计 2023 年 4 月之后猪周期压力将减轻，猪周期可能迎来向下的拐点。(3) 2023 年原油市场可能供需双弱，一面是全球衰退拖累能源需求；另一面是俄乌冲突延续、OPEC+ 减产拖累能源供给，总体看，我们认为原油价格将逐渐跌至 80 美元以下。综合三个因素来看，二季度之后上行和下行压力互为对冲，有助于稳定通胀压力。

PPI 前低后高，通缩时间将较长，二季度之后可能迎来筑底反弹的拐点。 PPI 做全年精准预测是比较难的，因为其季节性规律不明显，可把握其周期规律，但弹性难判断。受高基数、国内地产偏弱、海外景气度逐步下行等影响，预测 2023 年上半年 PPI 同比整体通缩，二季度触底反弹，下半年整体向上，全年同比-0.3% 左右。考虑到 PPI 包括生产资料和生活资料两部分，因此上述我们对猪价、油价运行的核心假设仍保存，即猪周期在 2023 年 4 月之后迎来向下拐点，油价逐步回落至 80 美元以下。此外，由于 2023 年国内外宏观环境可能面临分化，中国向上（特别是地产稳步回升、基建仍有一定韧性），海外向下（受海外主导的大宗品价格可能回落），对于 PPI 的其他部分，环比我们采用了 2018-2022 年同期环比均值作为参考。

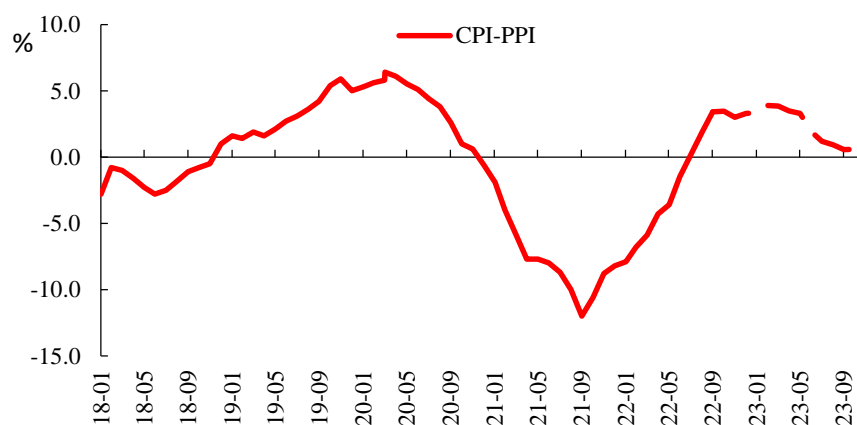
图61: CPI 前高后低, PPI 前低后高



数据来源: Wind、开源证券研究所








































CPI 和 PPI 结合来看, 预计有两个特征: 第一, 广义通胀先降后升, 季度 GDP 平减指数在二季度将为负, 然后下半年逐渐回升。年度 GDP 平减指数可能从 2022 年的 2.8% 左右降至 2023 年的 0.5% 左右。第二, 价格延续传导, 体现为 PPI 上游向下游的传导, 以及 PPI 向 CPI 的传导, 但年中或迎来拐点。一方面, 从 PPI 上下游传导来看, 我们持续跟踪的 CTIC (价格传导指数) 显示, 2021 年以来, 中下游价格传导能力加强, 特别是计算机等电子设备制造业、农副食品加工业、酒、饮料和精制茶制造业、纺织服装服饰业、皮革制品业、医药制品、橡胶和塑料制品等, 我们判断 2023 年上半年这一传导仍有一定的延续性。另一方面, 从 CPI-PPI 剪刀差来看, 自 2021 年 11 月开始触底反弹, 判断这一过程将延续到 2023 年 4 月, 然后开始见顶回落, CPI-PPI 逐渐下降。

图62: 2023 年 CPI 与 PPI 剪刀差将见顶回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

表3：2022年以来各行业CTIC（价格传导指数）历史分位数

各行业k值较自身历史分位数（2003年以来）		2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	迷你图
上游	煤炭开采和洗选产品	68.60%	65.80%	73.20%	74.60%	72.20%	70.60%	73.30%	76.70%	84.40%	77.80%	
	石油和天然气开采产品	71.30%	74.40%	81.40%	81.90%	84.10%	87.20%	88.50%	92.40%	95.70%	98.30%	
	黑色金属矿采选产品	8.00%	7.90%	7.80%	12.30%	1.50%	1.40%	94.10%	88.40%	87.10%	81.60%	
	有色金属矿采选产品	50.00%	52.30%	54.60%	55.30%	54.50%	44.70%	42.60%	42.00%	44.20%	87.30%	
	非金属矿采选产品	46.00%	46.80%	45.20%	43.30%	46.10%	48.00%	57.60%	67.00%	87.80%	96.60%	
	石油、煤炭及其他燃料加工业	64.70%	56.70%	53.40%	70.80%	60.20%	51.40%	53.80%	48.50%	43.60%	32.20%	
	化学原料及化学制品制造业	61.20%	53.90%	28.10%	21.50%	24.20%	25.30%	22.00%	7.20%	5.70%	98.50%	
	化学纤维制品	12.90%	9.50%	4.60%	4.60%	10.60%	11.90%	11.70%	8.60%	28.50%	47.80%	
	非金属矿物制品业	61.70%	60.60%	57.70%	48.40%	44.00%	34.80%	36.40%	35.40%	3.30%	97.40%	
	黑色金属冶炼及压延加工业	53.20%	44.40%	29.60%	24.60%	15.10%	5.90%	95.50%	91.30%	92.80%	92.90%	
	有色金属冶炼及压延加工业	48.80%	49.20%	40.60%	24.60%	16.60%	14.90%	10.20%	4.30%	95.70%	91.50%	
	废弃资源和废旧材料回收加工业	51.90%	51.60%	51.40%	50.20%	48.00%	47.80%	0.40%	95.30%	90.60%	81.30%	
	电力、热力生产和供应	66.90%	72.70%	69.30%	70.80%	81.60%	84.20%	86.40%	93.60%	96.20%	97.90%	
	燃气生产和供应	64.70%	64.00%	73.20%	78.90%	79.40%	77.80%	80.50%	82.20%	82.30%	89.50%	
	水的生产和供应	35.60%	33.70%	35.30%	35.60%	35.00%	32.70%	34.70%	38.80%	39.40%	41.40%	
中游	金属制品	91.30%	90.00%	91.80%	92.20%	94.80%	95.70%	3.30%	16.00%	23.90%	29.20%	
	通用设备制造业	72.90%	72.30%	70.90%	67.20%	81.70%	83.40%	96.00%	11.60%	16.10%	20.60%	
	专用设备制造业	79.50%	75.60%	78.20%	80.00%	82.50%	88.10%	96.00%	13.90%	18.40%	31.20%	
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	78.20%	84.40%	88.30%	89.20%	94.80%	96.10%	97.40%	98.70%	7.90%	13.30%	
	电气机械及器材制造业	72.60%	74.00%	76.20%	76.80%	79.00%	80.40%	86.80%	97.80%	1.20%	5.00%	
	计算机、通信和其他电子设备制造业	25.20%	25.90%	23.70%	21.80%	23.50%	25.10%	20.30%	5.00%	0.40%	92.80%	
	仪器仪表	75.60%	74.40%	68.10%	75.10%	82.90%	88.00%	90.20%	94.00%	99.50%	1.20%	
	其他制造产品	41.20%	43.90%	49.00%	46.80%	50.40%	57.30%	61.70%	88.70%	99.00%	4.60%	
	金属制品、机械和设备修理服务	33.60%	30.80%	32.20%	29.60%	66.60%	77.90%	91.40%	95.30%	2.30%	12.20%	
	农副食品加工业	14.50%	12.60%	21.80%	40.00%	45.40%	53.70%	57.30%	60.80%	62.80%	67.60%	
下游	食品制造业	88.70%	93.60%	87.50%	61.50%	56.00%	50.70%	45.50%	43.40%	38.50%	36.60%	
	酒、饮料和精制茶制造业	17.70%	14.20%	20.30%	24.60%	24.20%	23.80%	17.60%	39.10%	44.20%	63.30%	
	烟草制品	66.10%	66.60%	67.10%	67.60%	65.10%	61.10%	64.70%	71.00%	71.40%	77.40%	
	纺织业	69.10%	70.50%	76.70%	76.30%	71.30%	68.00%	70.70%	72.50%	47.40%	36.80%	
	纺织服装服饰	27.40%	26.90%	20.30%	23.00%	36.30%	70.10%	76.40%	89.80%	94.20%	98.50%	
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	41.90%	41.20%	35.90%	26.10%	31.80%	47.70%	50.00%	68.10%	74.20%	77.40%	
	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品	58.00%	57.10%	64.00%	64.60%	66.60%	64.10%	63.20%	78.20%	85.70%	2.80%	
	家具	48.30%	52.30%	50.00%	50.70%	72.70%	82.00%	83.80%	86.90%	95.70%	4.20%	
	造纸和纸制品	17.70%	9.50%	7.80%	9.20%	7.50%	8.90%	14.70%	20.20%	5.70%	16.90%	
	印刷和记录媒介复制业	77.40%	79.30%	82.80%	81.50%	66.60%	79.10%	79.40%	86.90%	94.20%	2.80%	
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	72.50%	77.70%	87.50%	86.10%	87.80%	92.50%	92.60%	95.60%	98.50%	21.10%	
	医药制品	40.30%	46.00%	46.80%	46.10%	45.40%	49.20%	50.00%	49.20%	55.70%	12.60%	
	橡胶和塑料制品业	38.70%	38.00%	34.30%	29.20%	28.70%	25.30%	20.50%	11.50%	10.00%	92.90%	
	汽车制造	50.00%	57.10%	62.50%	63.00%	63.60%	58.20%	70.50%	33.30%	61.40%	50.70%	

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：图中数据为中间投入成本传导指数（CTIC）的历史分位数，公式为： $CTIC_j = \Delta p_j / \sum_{i=1}^n \Delta p_i a_{ij}$ ，该指数越高，代表价格传导能力越强。

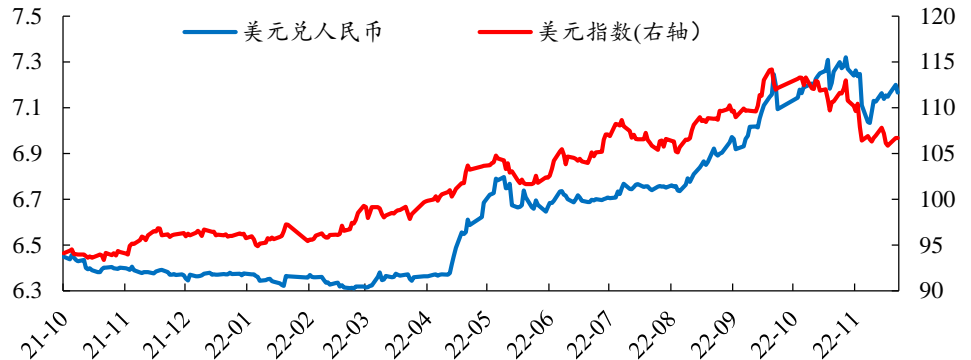
3.5、汇率：破“7”仍将反复，双向波动或成常态

2022年，人民币对美元汇率经历了两波快速贬值，第一次是在4-5月份，美元兑人民币汇率从6.4左右快速攀升至6.8左右；第二次则是在8-10月份，美元兑人民币汇率从6.75左右快速攀升至7.3左右。截至12月5日，人民币兑美元2022年以来已经累计贬值超过9%。我们曾指出由于美元保持强势、美债利率较难下行，人民币汇率面临较为严峻的外部环境，因此短期贬值压力较难缓解。但决定人民币汇率的关键仍然在内，2022年两次人民币汇率快速贬值期间，我国经济运行都有所承压，导致预期较差，带动人民币汇率贬值。而5月份人民币汇率企稳的一个关键因素在于当时上海、吉林等地疫情得到较好控制，复工复产快速推进，我国经济较快恢复的预期得以增强。

后续来看，我们认为美元兑人民币汇率短期内破“7”态势仍将反复，一则是当前我国疫情政策调整仍在动态优化中，经济短期内还将继续承压，叠加出口较快下行，因此人民币汇率受到一定的压力；二则是当前美联储还将继续加息，因此美元指数以及美债收益率不存在快速下行的基础，短期内大概率保持宽幅震荡，被动贬值压力并无显著缓解。再往后看，随着欧美经济逐步走弱甚至陷入衰退，我国经济增长中的积极动能正在累积，最快2023年上半年可能就将看到双方经济周期相对位置的互换，届时人民币汇率将会获得经济基本面的有力支撑，叠加央行的相关稳汇率举措，

我们认为后续人民币兑美元汇率大概率将保持双向波动。总体看，预计汇率波动区间在 6.9-7.2 区间范围内。

图63：美元指数上行带动人民币被动贬值



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、第四篇 国内政策：宽财政宽信用，货币端边际收敛

2023 年，货币政策以稳为主、货币端可能边际收敛，更注重结构性调节；宽信用拉动固定资产投资端信贷需求。财政政策更加积极、扩大赤字率和专项债规模，准财政运用有望趋向常态化。

4.1、货币端可能边际收敛，更注重结构性调节

我们判断，2023 年稳健的货币政策基调不会改变，但二季度之后货币可能边际收敛。央行第三季度货币政策执行报告中提到下一步工作任务：“加大稳健货币政策实施力度，搞好跨周期调节，兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞‘大水漫灌’，不超发货币，为实体经济提供更有力的、更高质量的支持。”和 Q2 货执报告相比，删去了“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振信心”表述，但基本态度不变。2023 年上半年经济仍承压，稳增长仍然是货币政策最重要的目标。且美联储紧缩放缓，为我国降准降息打开操作空间；但随着疫情积极优化、地产暖风不断，2023 年后半程经济将逐渐企稳复苏，总量程度难再有大幅宽松，我们认为短期货币维持宽松。2022 年整体资金利率处在政策利率下方，与近年来相比持续偏低。2023 年下半年资金面预计会边际收紧。预计短端和长端利率中枢将有所上升。

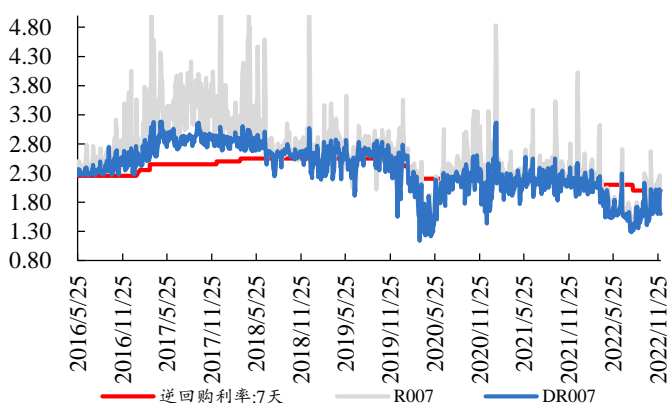
引导综合融资成本下行，LPR 降息可期。2022 年内两次小幅降准一定程度上为后续降息打开空间。银行负债端成本得到释放，我们测算 2022 年两次全面降准共降低银行负债端成本 121.7 亿元，约提高银行净息差 1.11bp。叠加 4 月的存款利率市场化调整、9 月的多家银行定期存款利率下调等，LPR 存在调降空间。在房地产信贷支持加码的背景下，1 年期、5 年期 LPR 仍有下调可能。

深化创新结构性政策，总量调节或趋谨慎。2022 年四季度，央行的操作风格透露出相对克制的特征。除当前流动性合理充裕原因外，还有前期已释放部分流动性、对未来空间的考量等因素。央行也提出“综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕”。我们认为，基于目前经济内需不足、政策利率下降传导不够通畅的现状，预计 2023 年央行将更加注重结构性货币政策，重点支持地产保交楼、制造业设备更新改造、基建等投资端领域，以及加大对绿色、科技创新、小微、普惠养老等领域

的扶持力度。

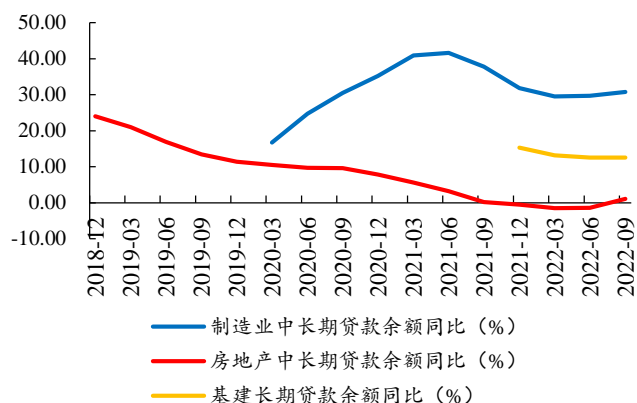
央行有多种宽松方式可选择，PSL 支持长期信贷或可持续。2022 年新增 5 种专项再贷款，总额度超过 8400 亿，精准直达科技、养老、制造业等领域。其中，PSL “重出江湖”引起市场关注。抵押补充贷款（PSL）是央行向政策性银行提供的资金支持，期限一般为 3-5 年。2022 年 PSL 净投放增加是在 7 月政治局会议首提“保交楼”后，叠加 PSL 期限较长、发放对象为政策行等特点，PSL 大概率用来支持地产等投资端领域信贷，有一定的“财政”特征。此外，PSL 作为央行的货币政策工具，从货币供给方面释放了千亿流动性。通过央行近期使用 PSL 平抑流动性波动的操作，我们推断，未来 PSL 工具有可能持续为央行所用，精准支持地产等领域的同时投放基础货币。

图64：2022 年资金利率处于低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图65：基建、制造业、地产贷款余额增长

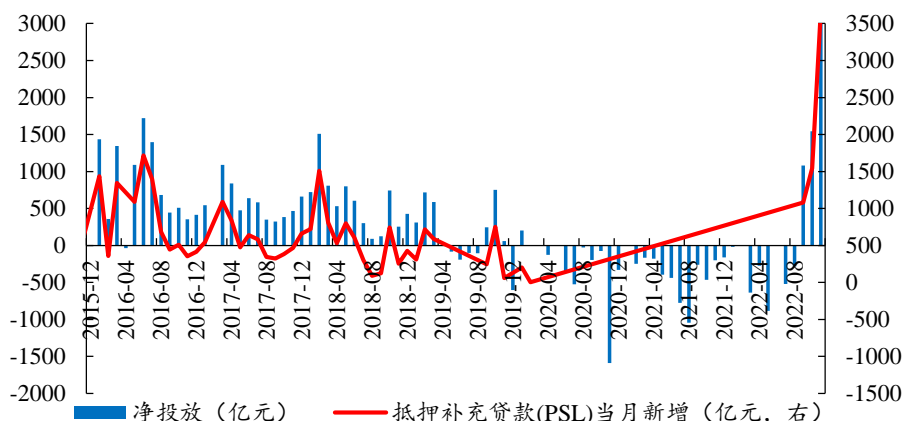


数据来源：Wind、开源证券研究所

制约因素方面，海外紧缩将放缓、警惕疫后复苏通胀风险。(1) 央行持续关注并警惕通胀风险，或许也是 2022 年总量政策较为克制的原因之一。我们认为，短期内通胀并不会对经济、政策有较多实质影响。若 2023 年经济复苏较快、需求回升，通胀势头较猛，则央行总量方面的操作力度和空间或受到一定压缩。

(2) 海外发达经济体制约减弱。2022 年以来，尽管货币政策始终坚持“以我为主”，并未因海外紧缩而改变方向，但 2022 年总量上的降准降息相对克制。我们认为央行仍顾及国内外政策错位以及中美利差倒挂等因素，央行也在第三季度货币政策执行报告中新增“密切关注国内国外经济金融形势和主要央行货币政策变化”。考虑美联储将放缓加息，这份制约在 2023 年或将有所松动。

继续创新防风险领域货币政策工具，我们认为或可研究更加高效的“货币直达风险”机制。央行三季度货币政策执行报告指出“以制定金融稳定法和设立金融稳定保障基金为契机，进一步健全和固化金融风险防范、化解、处置长效机制”，“密切关注重点领域风险”，体现央行对风险防范化解的重视。近些年，央行在重点行业 and 重点风险领域已经创新多种货币政策工具：一是在支持受疫情冲击的行业、中小企业、制造业等方面创新了诸如专项再贷款等直达机制；二是出台多种地产纾困政策，例如保交楼专项借款、免息再贷款；民企发债“第二支箭”；拓宽房贷利率下限等。往后看，我们认为可能在防风险方面有进一步的政策创新，更好化解风险。

图66: 9-11月PSL净投放6300亿


数据来源: Wind、开源证券研究所

表4: 2022年以来央行再贷款情况梳理

工具	发起时间	支持领域	额度	期限	利率区间	第三季度 发放资金	对象	现状或备注
科技创新再贷款	2022/4/1 (2022年10月增加2000亿)	科技创新企业	2000亿 +2000亿	1Y	1.75%	800亿	国开行、政策性银行、国有和股份制商业银行等21家金融机构	“先贷后借”，按贷款本金60%提供再贷款资金支持。
普惠养老专项再贷款	2022年4月	试点普惠养老项目	400亿	1Y	1.75%	4亿	(试点) 国开行、进出口行、工商银行、农行、中行、建行、交行	“先贷后借”，按贷款本金等额提供资金支持，试点400亿元。
交通物流专项再贷款	2022年5月	道路货物运输经营者和中小微物流(含快递)企业	1000亿	1Y	1.75%	103亿	工农中建交、邮储、农发行	7家银行以低于市场平均水平利率向符合条件的交通物流企业贷款。
支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	2022年5月(增加1000亿)	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	3000亿	1Y	1.75%	222亿元	工农中建交、开发银行、进出口银行	“先贷后借”直达机制，按月发放。
设备更新改造专项再贷款	2022年9月	教育、卫生健康、文旅体育、实训基地、充电桩、城市地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型、重点领域节能降碳改造升级、废旧家电回收处理体系等领域设备购置与更新改造。	2000亿 以上	1Y	1.75%		国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、中国邮政储蓄银行、股份制商业银行等21家金融机构	“先贷后借”，对于以不高于3.2%的利率向清单内项目发放的合格贷款，人民银行按贷款本金等额提供资金支持。

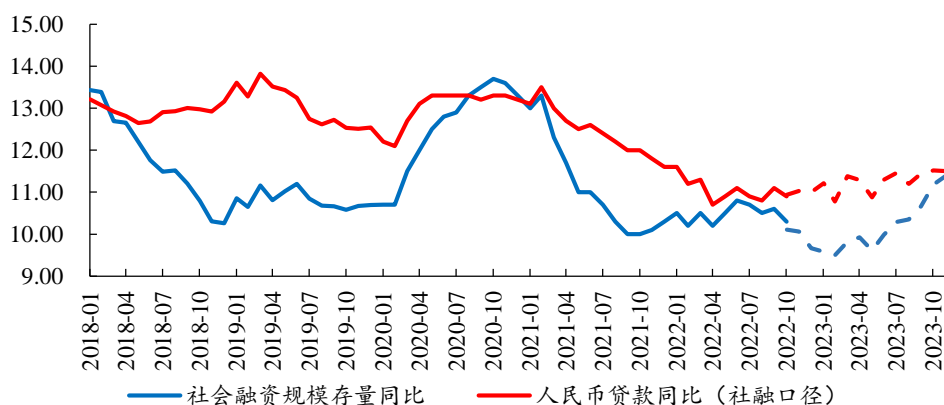
资料来源: 中国人民银行、开源证券研究所

4.2、宽信用持续，支持投资端贷款需求

展望 2023 年，稳增长依然是经济工作重心，宽信用或将持续，货币和信用政策将继续支持基建、制造业，托底地产，拉动实体经济融资需求回暖。2022 年社融存量预计为 344.9 万亿元，新增人民币贷款预计为 21.1 万亿元，贷款余额同比增速预计约为 11%。8000 亿政策性信贷以及 7400 亿元的政策性金融工具投向两千多个交通、能源、水利、市政、产业升级基础设施等领域重大项目，基建配套贷款有效支撑了企业融资。2000 亿“保交楼”专项借款也定向支持稳地产。2022 年 9 月推出的设备更新改造专项再贷款总额度预计高于 2000 亿元，以浙江省为例，浙江省发改委在 10 月 12 日的部分领域设备购置与更新改造贷款财政贴息工作专题推进会上披露，共有 733 个项目推送给银行，贷款需求 568.3 亿元，总投资 2423.57 亿元。根据浙江省贷款占比，粗略估算拉动全国贷款需求 6900 亿元。随着专项再贷款的继续推进，对中长期制造业贷款需求有提振作用。

四季度地产支持“三支箭”落地，地产端的政策加码料将会持续到 2023 年。判断 2023 年宽信用将继续大力支持基建、制造业投资，稳定房地产市场。信用环境偏宽松，地产回暖，拉动企业和居民端贷款需求增长。全年社融增速将回升。我们假设非标融资较 2022 年放松，政府债券按全年 8.6 万亿计（约等于广义赤字）。预计 2023 年全年新增社融 39.3 万亿，社融存量同比约为 11.4%（存量增速测算调节项误差可能 0.4 个百分点左右，也就是实际值可能在 11%左右）。宽信用的路径可能是前低后高。预计 2023 年人民币信贷余额增速为 11.5%，平稳回升。

图67：2023 年社融回升，预计前低后高



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：虚线为预测值。

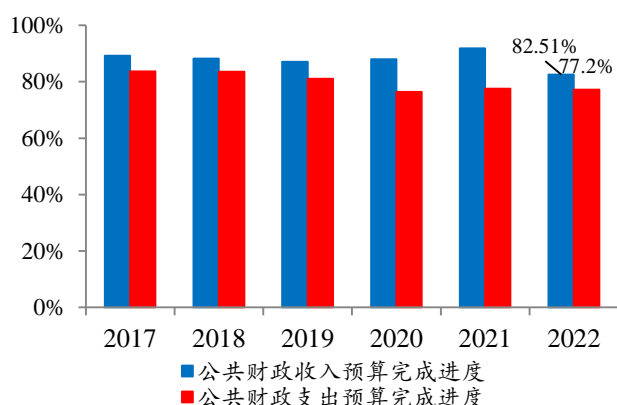
4.3、财政政策更加积极：赤字率提高、专项债扩容、准财政发力

2022 年财政政策较以往加大力度，增量资金方面，上半年大规模专项债发行量拉动基建投资，下半年推出 6000 亿政策性金融工具、5000 亿专项债结存限额等；税收政策方面，2022 年实施空前的减税降费政策、大规模留抵退税等支持助企纾困，叠加制造业中小微企业缓税免税政策、减征车辆购置税政策等助力保市场主体、促消费。

财政收支方面，2022 年受疫情等因素影响，可比口径下的财政收入持续走弱。1-10 月财政收入完成计划的 82.5%，低于近五年平均完成进度 89%；财政支出则完成计划的 77.2%，与疫情后两年的平均水平相当。政府性基金则受地产拖累严重，收支或均难以完成预算计划。政府性基金收入完成进度仅有 53%，远低于 81%的五年

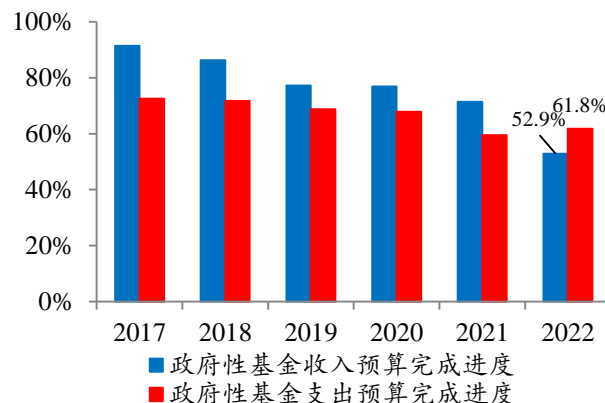
平均水平；政府性支出同样由于土地财政歉收少支，仅完成 61.8%。

图68：截至 10 月，公共财政收支完成情况略差



数据来源：Wind、开源证券研究所

图69：截至 10 月，政府性基金收入仅完成目标的 53%



数据来源：Wind、开源证券研究所

根据前 10 个月的公共财政收入 17.3 万亿，我们测算 2022 年广义财政收入约为 26.9 万亿元，同比增速为-10.5%。假设财政支出完成预算目标值，则新增广义财政资金缺口约为 3.1 万亿元。根据 6% 的名义 GDP 测算，2022 年广义赤字（3.37 万亿一般赤字+4.15 万亿专项债）共约 7.52 万亿元，广义赤字率达 6.2%。

表5：2022 年财政收支预测

时间	一般公共预算收入 (决算)	政府性基金预算收入 (决算)	广义财政收入合 计	广义财政收入 增速	一般公共预算收 入(预算)	政府性基金预算 收入(预算)
2016	159,552	46,619	206,171	6.0%	157,200	37,174
2017	172,567	61,462	234,029	13.5%	168,630	47,175
2018	183,352	75,405	258,757	10.6%	183,177	64,165
2019	190,382	84,516	274,898	6.2%	192,500	77,948
2020	182,895	93,489	276,384	0.5%	180,270	81,446
2021	202,539	98,024	300,563	8.7%	197,650	94,527
2022M1-10	173,397	52,166	225,563	-9.4%	210,140	98,637
2022E	195,000	74,000	269,000	-10.5%		

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：单位：亿元；红色为预测值

表6：2022年广义财政缺口约为3.1万亿元

分类	细分项	金额
一般公共预算	决算收入	195,000
	预算支出	267,125
政府性基金	决算收入	74,000
	预算支出	138,991
广义财政缺口总计（决算）		(137116)
预算数收支缺口		(97340)
预算安排的资金	国债+一般债	33700
	特定国有金融机构和专营机构上缴利润	16500
	地方政府专项债	41500
	国有资本经营预算调入	2272.12
	预算稳定调节基金、结转结余资金调入	12012.88
广义财政新增收支缺口（计划外）		(31131.34)

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：单位：亿元；红色为预测值，负值代表赤字

展望2023年，经济复苏目标仍对财政政策有较高的要求，且财政缺口需增量资金弥补，判断财政政策将更加积极。近年来，地方政府债务负担加重，加杠杆能力受到约束，我们预计中央将加大一般赤字力度，通过国债弥补。我们测算如下：

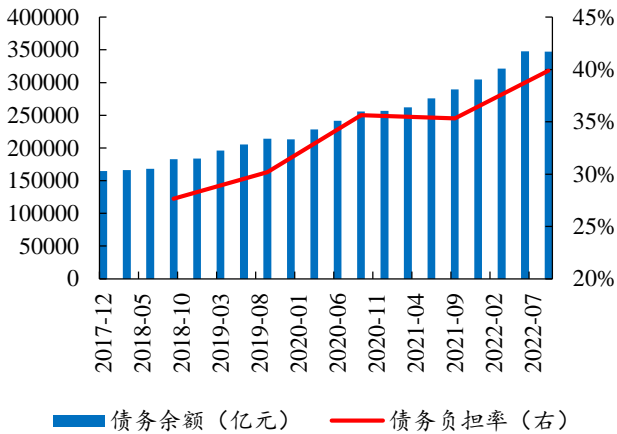
(1) 预计适度扩大宏观杠杆率，赤字率可能进一步扩大至3.2%（2022年为2.8%），在6%的名义GDP假设下，我们测算一般赤字约为4.1万亿元。

(2) 专项债规模较2022年增加。据福建省财政厅，福建省已下达2023年新增政府债务限额1034亿元，比上年增长33.9%。地方提前批额度扩大，可以推断全国专项债发行规模或将增长。我们假设2023年新增专项债总额度为4.5万亿元。由此判断，广义财政赤字预计为8.6万亿元(4.5+4.1万亿)，广义财政赤字率可能升至6.7%。

(3) 准财政或将常态化发力。2022年准财政的规模可概括为6000亿政策性开发性金融工具发行金融债券+政策性银行8000亿元信贷额度。由于6000亿政金债可用作基建重大项目资本金或为专项债项目搭桥，8000亿信贷额度可以作为配套融资资金，支持基建项目。共计1.4万亿的增量资金是弥补专项债三四季度发行动力不足的资金缺口，故有财政政策的意味。从落地效果来看，央行披露，截至10月末，两批政策性金融工具已投放7400亿元，目前各银行为金融工具支持的项目累计授信额度已超3.5万亿元。有力支撑了三季度资金空缺期的基建投资增长。

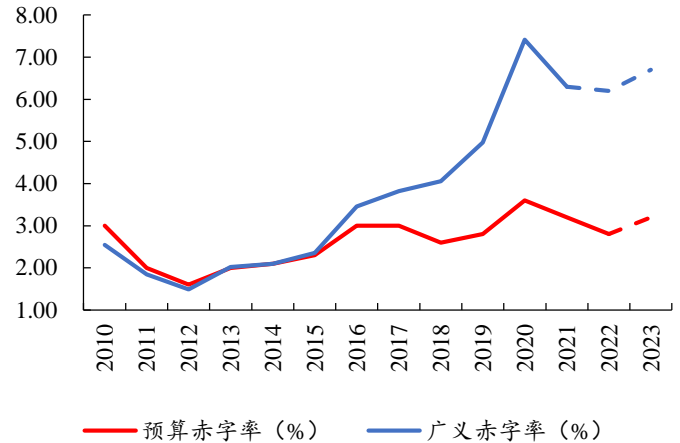
总体来看，我们认为2023年可能是宽财政+宽信用+货币端逐渐收敛。(1) 宽财政：专项债扩容、赤字率提高、政策性金融工具逐渐下达；(2) 宽信用：信贷政策继续支持基建、制造业、中小微企业以及稳地产，宽财政通过支持基建等助力宽信用；(3) 货币端逐渐收敛，短期维持宽松，待2023年Q2经济逐步企稳回升，货币端可能边际收敛，但速度预计不会太快。

图70：地方政府债务负担率逐年增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

图71：2023年赤字率将上升



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：虚线为预测值

5、第五篇 资产配置：国内股好于债，海外波动加大

5.1、国内资产配置：股好于债，关注结构特征

我们判断 2023 年股好于债，结构性特征趋显。

总体看，从政策导向和内生动能来讲，全年可关注高端先进制造、消费恢复、基建（央国企改革+一带一路+稳增长）。节奏方面，年初关注预期，随后关注基本面改善。行业方面，“预期”角度可关注防疫优化升级带来的消费改善，以及地产宽松，但结合海外经验，也要警惕疫后的 T+1 个季度消费的可能波动；兑现角度，看好下半年高端制造业（例如计算机电子、医疗设备、电新等）和消费的趋势性复苏（例如可选消费、高端消费和场景消费等）。

5.2、海外资产配置：波动性与不确定放大

根据我们上述的宏观分析，我们认为 2023 年海外各大类资产将围绕这经济衰退与通胀两条主线持续演绎，且资产价格的波动性与不确定性较 2022 年有所放大，配置顺序如下：短期来看美元>美股>美债>黄金>原油；再往后：美债>黄金>美股>美元>原油。

美元：2022 年在美联储强势加息以及美欧经济强弱分化下，美元表现强劲。我们认为美元大概率已经触顶，往后看，在 2023 年上半年美联储加息仍在持续，美国经济相对欧洲保持一定韧性，美元有可能保持高位震荡。下半年随着美国经济可能陷入衰退，美元或将出现持续回落；

美债：2022 年在美联储强势加息下，美债收益率快速上行，10 年期美债收益率一度突破 4.3%，创下十余年来新高。10 月美国通胀超预期下跌后，市场认为美联储加息节奏将会放缓，美债收益率有所回落。我们认为美债收益率在短期内将保持高位震荡，待到美国经济放缓或通胀有显著下行，美债收益率将会进一步下行，但中枢不会很低；

美股：2022 年美股由于面临美国经济增长下行和美联储鹰派加息双重压力，回调幅度较大。展望 2023 年，我们认为美股预计保持震荡，一方面美联储加息大概率放缓，对美股估值压力减轻，但利率水平仍高，压力仍存；另一方面美国经济增长仍在逐渐放缓，企业盈利承压，因此美股可能开启较宽幅震荡；

原油：2022 年原油经历了倒 U 型走势，俄乌冲突升级后，原油价格快速走高，后续随着全球经济放缓，原油价格逐渐回落。我们认为 2023 年原油价格会震荡下行，一则全球经济放缓带动原油需求下行，原油价格下行趋势明显；二则原油供应国家有可能会削减产量，导致原油价格出现短期反复；

黄金：2022 年初，受俄乌冲突带来的避险需求影响，黄金价格有一定幅度的上涨。但随着美债收益率和美元指数的不断上行，黄金价格受到较大的压制。我们认为短期内黄金价格或将不会有较为明显的上涨机会，但是随着全球经济逐渐放缓，陷入衰退的概率加大，黄金价格有望迎来较为明显的上涨。

表7：IMF 对全球经济预测

国家/地区	2021 年	2022 年 (预测)	2023 年 (预测)
世界产出	6.0	3.2	2.7
发达经济体	5.2	2.4	1.1
美国	5.7	1.6	1.0
欧元区	5.2	3.1	0.5
日本	1.7	1.7	1.6
英国	7.4	3.6	0.3
新兴市场和发展中经济体	6.6	3.7	3.7
中国	8.1	3.2	4.4
印度	8.7	6.8	6.1
俄罗斯	4.7	-3.4	-2.3
巴西	4.6	2.8	1.0
墨西哥	4.8	2.1	1.2
沙特阿拉伯	3.2	7.6	3.7

数据来源：IMF、开源证券研究所，单位：%

表8: OECD 对全球经济预测

国家/地区	2021 年	2022 年 (预测)	2023 年 (预测)
世界产出	5.9	3.1	2.2
G20 国家	6.2	3.0	2.2
OECD 国家	5.6	2.8	0.8
美国	5.9	1.8	0.5
欧元区	5.3	3.3	0.5
日本	1.6	1.6	1.8
非 OECD 国家	6.2	3.4	3.3
中国	8.1	3.3	4.6
印度	8.7	6.6	5.7
巴西	4.9	2.8	1.2
全球贸易真实增长	10.0	5.4	2.9

数据来源: OECD、开源证券研究所, 单位: %

表9: 2023 年关键数据预测

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023 全年
GDP 实际	3.0	7.5	4.5	5.5	5.1
GDP 名义	3.2	7.1	5.2	6.6	5.5
GDP 平减指数	0.2	-0.6	0.8	1.3	0.4
固定资产投资*	2.8	4.2	5.3	6.0	6.0
制造业*	5.0	6.5	7.0	7.5	7.5
地产*	-5.0	-2.0	1.0	3.0	3.0
基建*	9.0	7.5	6.5	6.0	6.0
社零*	2.0	7.5	7.0	7.5	7.5
出口	-2.3	-1.8	-3.0	1.2	-1.4
进口	-2.1	4.6	3.0	5.0	2.7
CPI	2.6	1.9	1.7	1.7	2.0
PPI	-0.9	-1.6	0.4	1.1	-0.3
汇率	7.0-7.2	7.0-7.2	6.8-7.0	6.8-7.0	6.8-7.2
信贷	11.0	11.1	11.2	11.5	11.5
社融	9.5	9.6	10.4	11.4	11.4
M2	9.7	11.1	10.7	9.9	9.0

数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 单位: %, *表示累计同比

6、风险提示

1. 国内疫情反复超预期: 如果疫情防控优化政策反复不定, 或者优化之后经济存在短期扰动, 那么经济可能存在超预期下行压力。
2. 俄乌冲突反复超预期: 如果俄乌冲突再度超预期升温, 那么可能造成通胀再

度攀升。

3. 美国经济超预期衰退：如果美国经济超预期衰退，可能对全球金融市场带来不稳定因素。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn