

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、触礁盟友利益、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



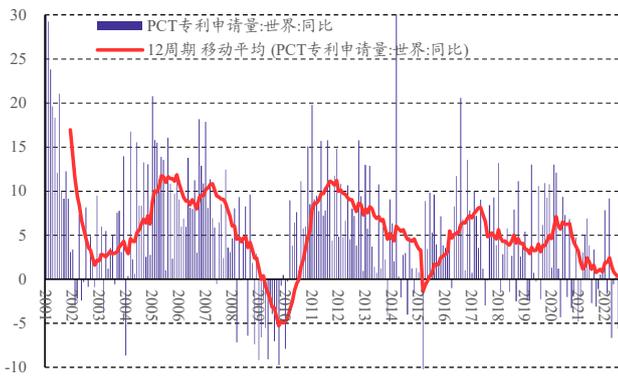
资料来源：远望智库 2022 年 10 月 31 日文章《美国新版〈国家安全战略〉的主要内容及初步分析》，中国银河证券研究院

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。

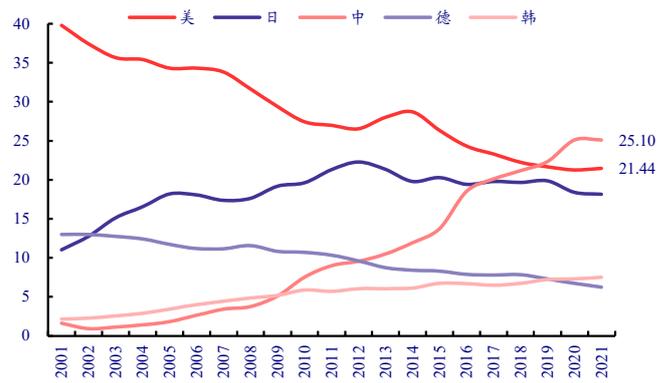
从国别对比来看，中国 PCT 国际专利申请量自 2019 年以来持续超过美国，东亚正在超越欧美：美国占全球比重从 2001 年的 40% 左右降至 2021 年的 21.4%；中国占比从 2001 年的 1.6% 上升至 2021 年的 25.1%。另外，日本占比从 2012 年的峰值 22.3% 降至 2021 年的 18.1%；德国占比从 2001 年的 13.0% 降至 2021 年的 6.2%；韩国占比则从 2001 年的 2.1% 升至 2021 年的 7.5%。

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

上行力量	下行力量
2016至2017年：全球过剩产能的永久下降	长期：出生率下降、老龄化加快
2018至2019年：逆全球化，全球产业链重构	长期：自动化替代
2020年：美联储新货币政策框架对通胀的容忍度上升	中期：疫情期间债务存量
2021年：碳中和行动提速	中期：疫后贫富差距扩大
2022年：地缘政治事件引发能源与粮食冲击、劳动力短缺（移民、新冠后遗症）、预期的自我实现等	中期：疫后城镇化率提升速度下降
*2023年：劳动力短缺缓解、预期转变	*2023年：金融市场调整、房地产销售回落的滞后影响

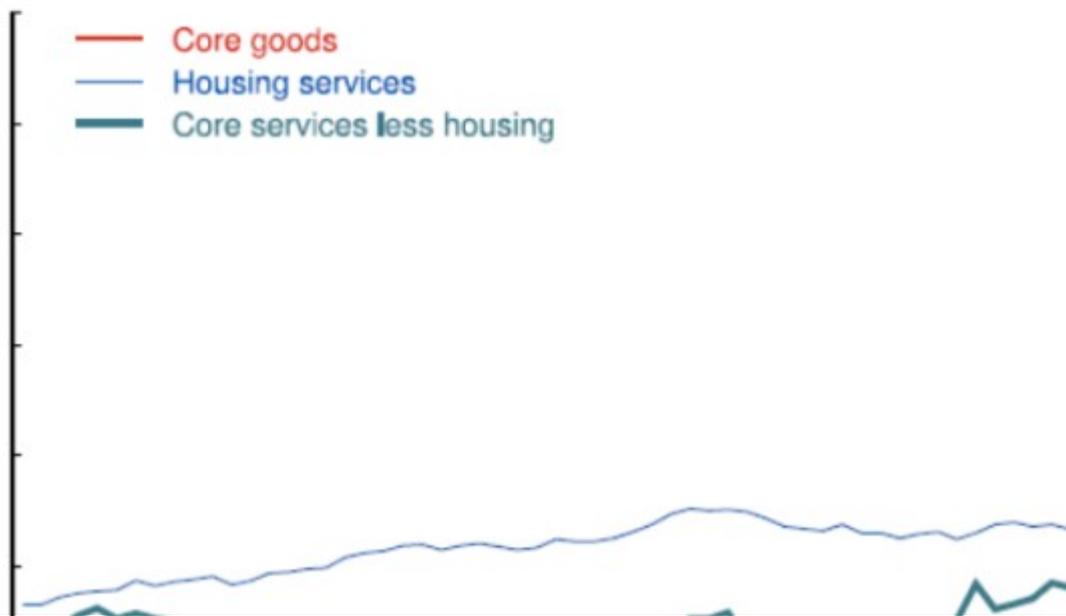
资料来源：中国银河证券研究院

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

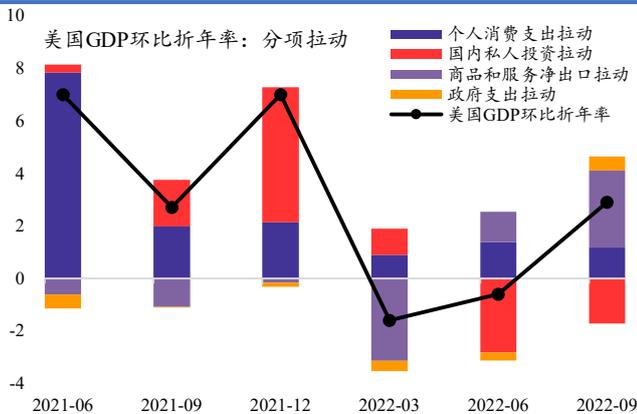
美国经济衰退主要反映为房屋销售回落、存货投资下降、以及进口收缩(对 GDP 增速的贡献反而为正), 占绝大部分的消费相对稳定。美国三季度 GDP 同比 1.77% (前值 1.80%); 环比折年率 2.6% (前值-0.6%)。其中, 个人消费支出贡献 0.97 个百分点、私人投资贡献-1.59 个百分点(住宅投资-1.37、存货投资-0.70)、净出口贡献 2.77 个百分点(其中出口增长的贡献为 1.63、进口收缩的贡献为 1.14)、政府支出贡献 0.42 个百分点。从月度数据来看, 目前成屋销售回落较为明显, 但就业与消费相对稳定。

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%。

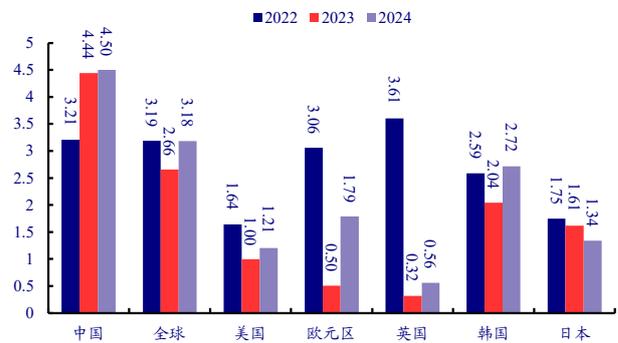
对于投资而言, 这意味着美元指数将从政策和基本面双重驱动放缓为单一驱动。美联储比欧央行率先退出加息, 这从金融账户对美元指数形成下行驱动力; 但美国的经济景气度可能继续好于欧元区与英国, 这又会从基本面对美元指数形成支撑。

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

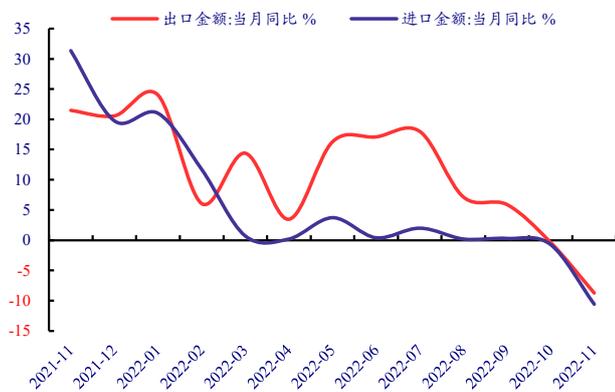


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、上半年中国出口降速，PPI 负增长，企业盈利依靠内需驱动

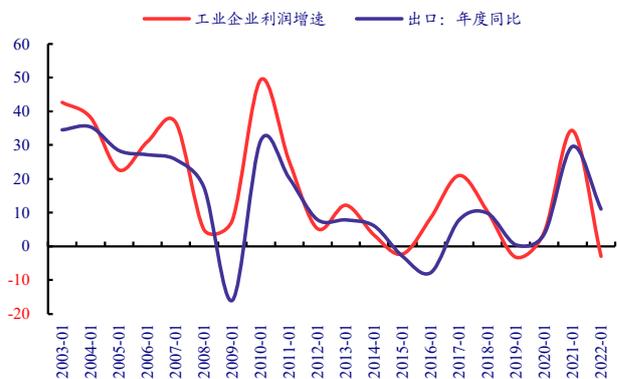
国际贸易对中国工业企业利润具有决定性影响。无论出口还是进口，都是企业进行资源配置和价值交换的重要渠道。2021 年，进口额占名义 GDP 的 17.4%，出口额占名义 GDP 的 20%。2022 年中国出口增速已经从 1-7 月的 15% 以上降至 8 至 10 月的 5% 左右，未来仍有可能进一步下行，直至 2023 年下半年美联储加息影响消退、美国经济“软着陆”之后，再次企稳回升。

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

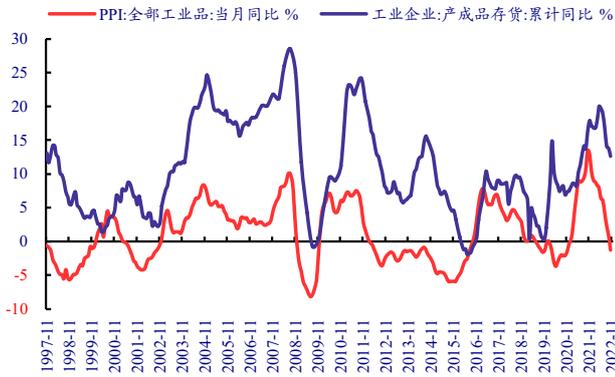
图 12：长期来看，出口增速是工业企业利润的重要影响因素



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

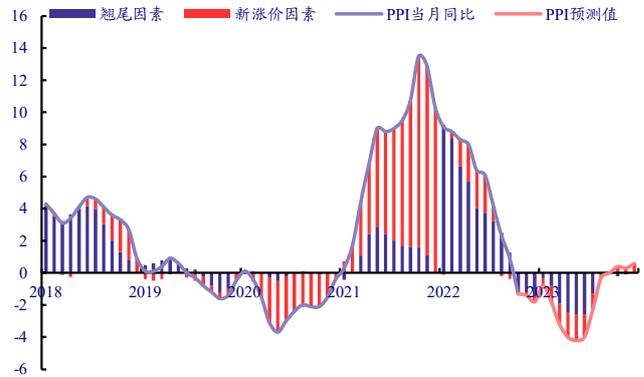
国内工业品存货周期趋于下行，2023 年上半年 PPI 可能持续为负，也都不利于工业企业利润增长。2022 年工业产成品存货同比增速在 4 月见顶，开启了下行趋势（尽管疫情期间的工业品存货变动受到多重因素扰动，但可以与 PPI 下行进行相互验证）。2023 年上半年，PPI 可能持续为负，其中基数效应的贡献可能在二季度达到 -2.5 个百分点；新涨价因素主要来自全球能源价格的下降，以及国内房地产等需求低迷的拖累。预计三季度随着联储加息影响缓解以及国内需求修复，逐步筑底回升。

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。

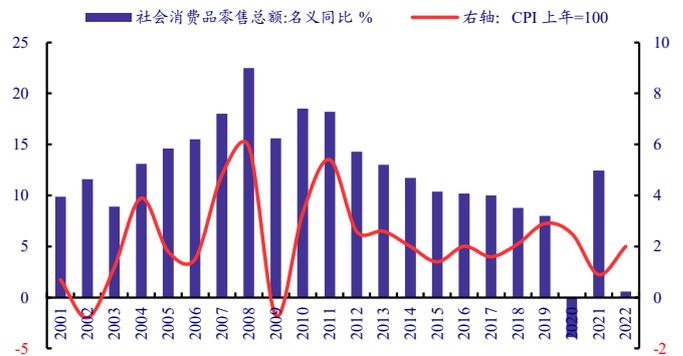
预测: 2022 年社会消费品零售额增长 0.6%, 2023 年增长 7.5%, 两年平均增长 4.0%, 这与 2020 年至 2021 年相当 (2020 年-3.9%、2021 年+12.5%, 两年平均+4.0%)。

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



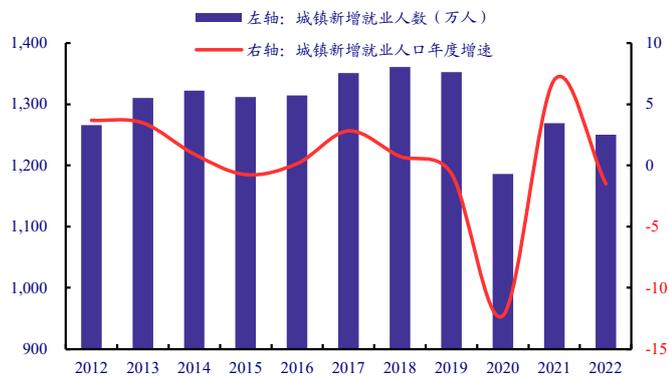
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 16: 消费降速是长期趋势, 疫情冲击进一步加剧



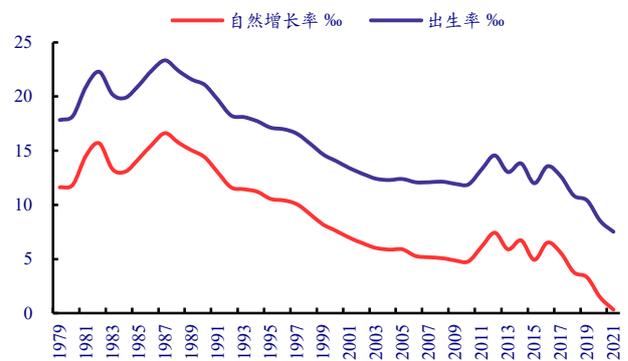
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17: 城镇新增就业数从疫情前 1350 万降至疫情后 1250 万



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 18: 疫情发生以来中国人口出生率出现了加速下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

六、地产政策: 住宅销售滞后 3 季度, 开发投资滞后 5 季度

今年金融纾困房地产政策四次发力: 第一是 5 月中下旬, LPR 调降 15BP、首套房贷利率下限调降至 LPR-20BP; 第二次是 8 月中下旬以来, LPR 再次调降 15BP, “保交楼”措施出台; 第三次是 9 月 30 日, 实施了差别化房贷利率政策、换购住房个税退税、首套个人住房公积金贷款利率调降 0.15 个百分点。第四次是 11 月, 支持房企融资的“三支箭”出台。截至 9 月末, 住房贷款平均利率已有明显下降。

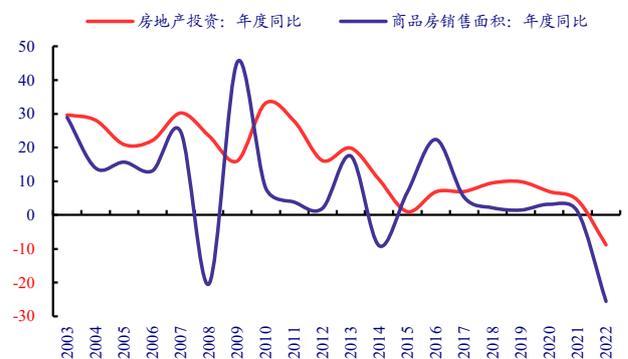
政策效果预测: 参考 2014 年 9 月 30 日的政策, 住宅销售面积 2015 年 3 月明显收窄降幅, 2015 年 5 月实现转正, 时滞 8 个月; 叠加 2015 年连续降息, 最终 2014 年、2015 年、2016 年住宅销售面积分别增长-9.1%、6.9%、22.4%; 房地产开发投资增速则 2016 年才开始出现回升, 时滞 5 个季度。本次政策时滞可能更长、斜率更低——与以往不同的是, 此前房地产政策会让市场产生买房能获得大幅增值的预期, 所以会引发买房热潮; 但当前政策可能并不能形成显著的增值预期, 这也导致房地产销售很难会有较大幅度或较快的上行。

图 19: 2022 年二、三住房贷款平均利率下行速度相对加快



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 20: 历年住宅销售面积增速与房地产开发投资增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

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

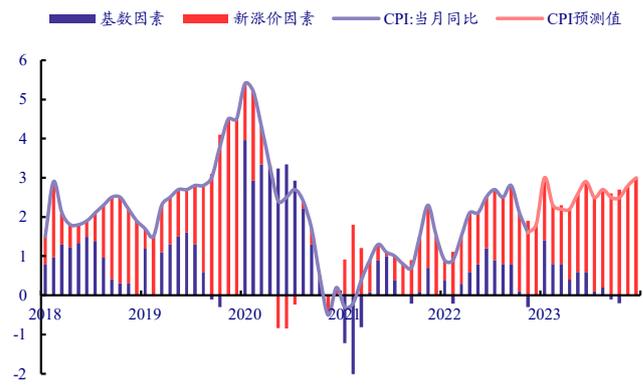
货币政策层面，虽然人民币贬值压力缓解，但疫情结束与房地产市场修复可能带来 CPI 上行预期（正如人民银行三季度《货币政策执行报告》所述），因此预测 2023 年的货币政策在上半年会延续“精准有力”（结构精准、措施有力，这是 12 月 6 日中央政治局会议的要求）。其中，房企纾困、疫情纾困是短期重点。下半年经济步入内生增长后，逐步回归“货币供应量、社会融资同名义 GDP 基本同步”的规则。

人民币贬值压力将趋于缓解，主要原因是全球经济周期进入中国复苏、美国衰退状态；同时随着美联储加息进程放缓，中美利差倒挂程度已经有所缓解。

预测 2023 年 CPI 可能运行在 2.6 ± 0.4 的较高区间。虽然前瞻指标显示猪周期将在 2023Q2 进入下行区间，但房地产与消费开启的困境反转可能引发服务项价格的上行。2022Q2 以来 CPI 已经运行在 2.4% 左右，如果未来 CPI 环比保持正增长，CPI 同比就有可能在 2023 年部分月份接近 3.0%——三季度最有可能，原因是疫情度过“闯关期”、房地产政策在销售端见效等。

图 21：11 月联储加息后美元指数回落，人民币贬值压力缓解

图 22：但 2023 年 CPI 可能运行在 2.6 ± 0.4 的高位区间



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

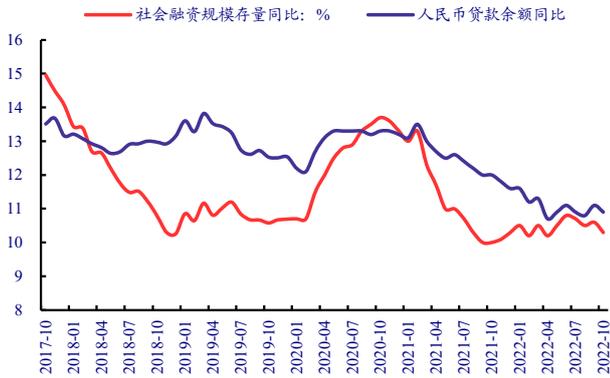
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

金融层面，**房地产债务控制是本轮信贷增速下行的起点，也是本轮利率下行的起点；而疫情冲击只是进一步强化了下行趋势**。具体而言，2020 年 8 月“三条红线”出台；年末房贷集中度管理，之后贷款余额与企业债券余额增速快速下降，利率趋于下行。这反映了随着债务约束的显著强化，部分房企发生债务违约；同时叠加疫情冲击，房地产销售急剧下降。多重冲击叠加导致负向循环持续强化，并波及民营企业整体融资和房地产上下游行业。这是本轮信贷收缩与利率下行的主要形成机制。

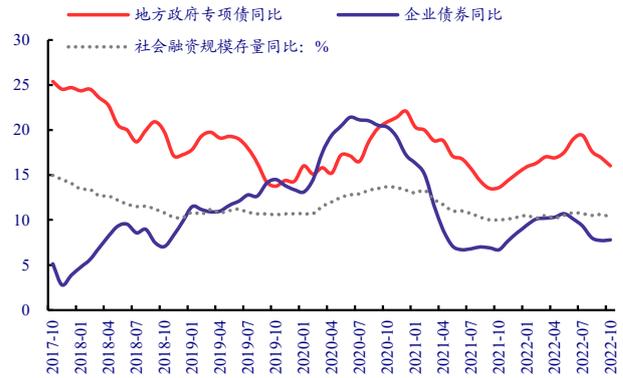
如果 2023 年的逻辑有所反转，那么将会看到信贷扩张、社会融资增速回升、利率回升。

图 23：2020Q4 房企债务约束强化，信贷增速开始持续下行

图 24：2020Q4 房企债务约束强化，企业债券增速快速下行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

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

2023 年开始财政政策空间有望从收入端得到拓展。正如 12 月 6 日中央政治局会议要求, “积极的财政政策要加力提效”, 亦即力度增加、效率提升。

公共财政账户: 财政收入占 GDP 比重从 2015 年以来连续下降(既有经济增速换挡的原因, 也有主动减税退税的原因)。财政支出占比则保持较高水平(以应对 2018 年的中美贸易摩擦与 2020 年新冠疫情爆发连续两次冲击), 导致 2018 年至 2020 年广义实际赤字率出现了显著上升。2021 年以来, 财政支出占 GDP 比重明显下降, 实际赤字率则回落至 2018 年之前的水平, 主要压力就是来自财政收入下降与积压债务。

政府性基金账户: 2022 年前三季度资金缺口占 GDP 比重达到 3.2%, 主要反映房地产市场低迷引发的土地出让收入显著下降(1-10 月累计同比-25.9%)。随着房地产政策的逐步见效, 这一部分财政收入有望逐渐得到恢复(时滞参考房地产开发投资增速, 预计月 5 个季度)。

图 25: 公共财政账户: 2015 年以来收入占 GDP 比重持续下行, 2021 年至 2022 年支出占比低于之前水平



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 26: 政府性基金账户: 疫情三年以来收支差额明显, 2022 年因土地出让收入的拖累, 收支差额进一步扩大



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

根据 2022 年 4 月 26 日召开的中央财经委第十一次会议，提出要全面加强基础设施建设，重点投向有五个方面：1. 交通、能源、水利等网络型基础设施，以联网、补网、强链为重点，着力提升网络效益；2. 信息、科技、物流等产业升级基础设施；3. 城市基础设施；4. 农业农村基础设施；5. 国家安全基础设施。

图 27：全面加强基础设施建设的五个重点方向



资料来源：中央财经委第十一次会议，中国银河证券研究院

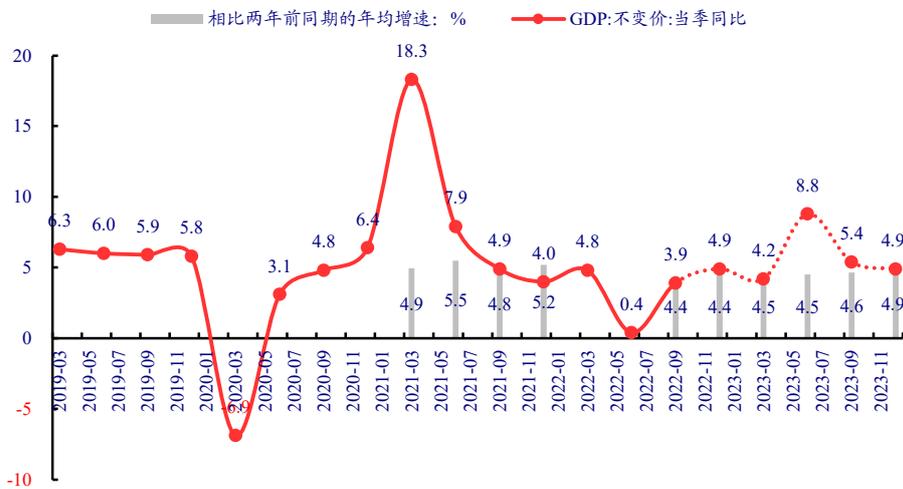
九、GDP 增长 5.8%=真实增长 4.6%+基数效应 1.2%

如前所述，初步预测 2023 年实际 GDP 增速为 5.8%，剔除二季度低基数的影响为 4.6%。主要驱动力预测如下：

需求侧：2023 年社会消费品零售增速 7.5%左右，固定资产投资增速 6.2%左右，扣除外需回落的影响，名义 GDP 增长可预估为 6.6%；而通胀平减指数可能降至 0.8%（CPI 年度增速 2.6%，PPI 年度增速-1.6%），对应实际 GDP 增速为 5.8%。

供给侧：2023 年工业增加值增速提升至 5.5%左右，服务业指数增速明显回升至 6.0%左右。

图 28：2023 年 GDP 增速全年平均 5.8%，2022 年至 2023 年两年平均增速为 4.6%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

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

11 月以来全球资本市场进入了情绪性修复行情。海外方面，G20 峰会之后地缘政治出现趋于缓和的预期，国际原油价格显著调整，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降，引发全球风险资产反弹(包括工业金属价格、权益资产)。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板块，一是房地产产业链(房地产、建材、建筑以及银行等)；二是疫情消退之后消费的困境反转(食品饮料、消费者服务、商贸零售等)。

图 29：全球大类资产：2022 年 11 月以来原油价格调整，美元回落，全球权益资产、工业金属上涨

大类	风险资产	2022M1	2022M2	2022M3	2022M4	2022M5	2022M6	2022M7	2022M8	2022M9	2022M10	2022M11	2022M12	2022年
		涨幅	涨幅	*	*									
A股	万得全A	-8.9	2.8	-7.2	-10.2	5.9	11.2	-1.3	-2.9	-8.9	-3.5	7.8	2.4	-14.4
	上证综指	-7.1	3.0	-5.8	-6.7	4.6	7.9	-3.2	-1.6	-6.3	-4.9	8.1	1.8	-11.4
	沪深300	-7.3	0.4	-7.7	-5.6	1.9	11.3	-5.7	-2.2	-6.6	-8.3	8.8	3.9	-18.8
	创业板指	-12.5	-1.0	-6.9	-14.0	3.7	19.6	-3.5	-3.7	-12.4	-2.9	4.2	3.5	-27.2
港股	恒生指数	3.0	-3.6	-3.4	-5.1	1.5	3.5	-8.4	-1.0	-13.7	-14.4	25.1	9.3	-13.9
美股	道琼斯指数	-3.5	-2.4	1.8	-6.4	0.0	-7.3	5.9	-4.1	-9.6	12.0	5.3	-1.1	-8.0
	标普500	-5.5	-1.3	3.3	-10.2	0.0	-9.0	8.2	-4.2	-10.0	6.4	4.6	-0.6	-17.7
	纳斯达克指数	-9.5	-0.1	3.8	-14.6	-2.1	-9.1	10.8	-4.6	-11.0	2.3	3.3	0.2	-30.1
欧股	英国富时指数	0.8	-0.1	0.4	-0.5	0.8	-5.7	1.5	-1.9	-6.4	3.1	7.5	-0.5	1.0
	法国CAC40指数	-2.4	-4.4	-1.4	-3.1	-1.0	-9.7	6.9	-5.0	-7.2	10.4	7.4	0.1	-6.9
	德国DAX指数	-2.6	-5.6	-1.0	-3.5	2.1	-12.3	3.7	-4.8	-6.5	10.7	8.7	0.1	-9.5
商品	CRB工业指数	9.0	6.4	11.6	2.3	2.7	-9.2	-2.4	-0.6	-8.6	1.1	2.6	-3.3	13.9
	布伦特原油	14.5	8.1	11.4	-3.6	13.4	-4.4	-6.7	-12.0	-9.2	4.1	-10.8	-4.1	2.7
	LME铜	-1.6	3.7	5.0	-6.3	-3.4	-13.7	-5.7	-1.6	-4.8	-1.3	9.7	6.2	-11.9
	螺纹钢	11.8	-1.5	10.0	-1.4	-3.7	-5.1	-8.6	-8.4	-3.0	-11.4	6.6	4.5	-8.7
	伦敦金	-1.0	6.6	2.5	-1.9	-3.1	-2.6	-2.9	-3.1	-3.6	-1.6	7.5	2.2	-1.4
货币	美元指数	0.7	-0.5	1.9	5.5	-1.4	3.0	0.7	2.7	3.1	-0.3	-4.2	-1.9	9.2

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院; 数据截至至 12 月 9 日

但我们知道，情绪性修复行情是剧烈而短暂的，接下来还要看流动性支撑与基本面修复。

流动性支撑方面，需要强调中美利差倒挂的反转，将释放国内货币政策空间。今年以来，美国国债收益率的剧烈上行不但对全球风险资产形成压制，引发全球风险资产普跌，也导致了人民币资产相对境外资产吸引力的下降，引发人民币对美元贬值以及人民币资产的调整。但11月以来，中美利差倒挂程度从此前最多达到-150BP左右持续缩小，截至目前已收窄至-60BP左右，驱动因素除了美国利率回落之外，中国利率也受防疫政策优化、金融纾困房地产政策等的驱动出现了上行。2023年，预计这两方面驱动因素仍会持续一段时间。

图 30：“811”汇改以来中美利差对 A 股影响较为明显



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 31：PPI 影响工业企业利润，因此与 A 股走势有一定相关性



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

价格、信用领先于实体经济。因此基本面改善的重要观测指标是 PPI 或中长期贷款增速。PPI 反映的是工业品供需格局的边际变化。2023 年将会出现生产秩序趋于稳定，需求对供给的驱动力恢复正常的局面，供需相互促进进入上行循环，价格温和上升，之后积极政策逐步退出，这是复苏的应有之义。同时，2022 年运行不畅的“积极政策——信用扩张——经济增长”的传导机制，在复苏中也将恢复正常功能。内生的信用扩张，将是经济增长最有效的的领先指标。

图 32：社会融资、人民币信贷增速对 A 股有一定领先性



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 33：国债收益率、沪深 300 指数、商品价格走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 俄罗斯 2022Q3、Q4 实际 GDP 增速分别为-4.1%、-4.0%.....	3
图 2: 俄罗斯失业率持续下降至 4.0%以下的历史低位.....	3
图 3: 2022 年 10 月 12 日美国《国家安全战略》摘要.....	3
图 4: 全球 PCT 专利申请量增速趋于下行并接近 0 增长.....	4
图 5: 全球 PCT 专利申请量全球前 5 占总体比重 (%).....	4
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.....	4
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.....	5
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.....	6
图 9: 美国 GDP 增速分解: 消费稳定、投资回落.....	7
图 10: IMF 预期全球经济回落, 欧元区、英国回落幅度大于美国.....	7
图 11: 2022 年进口增速持续低迷, 出口增速下半年趋于回落.....	7
图 12: 长期来看, 出口增速是工业企业利润的重要影响因素.....	7
图 13: 工业产成品存货开始趋于下行, PPI 持续降至负值.....	8
图 14: 2023 年上半年 PPI 可能持续为负, 也不利于工业企业利润.....	8
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.....	8
图 16: 消费降速是长期趋势, 疫情冲击进一步加剧.....	8
图 17: 城镇新增就业数从疫情前 1350 万降至疫情后 1250 万.....	9
图 18: 疫情发生以来中国人口出生率出现了加速下降.....	9
图 19: 2022 年二、三住房贷款平均利率下行速度相对加快.....	9
图 20: 历年住宅销售面积增速与房地产开发投资增速.....	9
图 21: 11 月联储加息后美元指数回落, 人民币贬值压力缓解.....	10
图 22: 但 2023 年 CPI 可能运行在 2.6±0.4 的高位区间.....	10
图 23: 2020Q4 房企债务约束强化, 信贷增速开始持续下行.....	10
图 24: 2020Q4 房企债务约束强化, 企业债券增速快速下行.....	10
图 25: 公共财政账户: 2015 年以来收入占 GDP 比重持续下行, 2021 年至 2022 年支出占比低于之前水平.....	11
图 26: 政府性基金账户: 疫情三年以来收支差额明显, 2022 年因土地出让收入的拖累, 收支差额进一步扩大.....	11
图 27: 全面加强基础设施建设的五个重点方向.....	12
图 28: 2023 年 GDP 增速全年平均 5.8%, 2022 年至 2023 年两年平均增速为 4.6%.....	13
图 29: 全球大类资产: 2022 年 11 月以来原油价格调整, 美元回落, 全球权益资产、工业金属上涨.....	13
图 30: “811”汇改以来中美利差对 A 股影响较为明显.....	14
图 31: PPI 影响工业企业利润, 因此与 A 股走势有一定相关性.....	14
图 32: 社会融资、人民币信贷增速对 A 股有一定领先性.....	14
图 33: 国债收益率、沪深 300 指数、商品价格走势.....	14

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun-yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru-yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling-bj@chinastock.com.cn