

# 2023年全球宏观经济展望

中国银河证券研究院 宏观团队

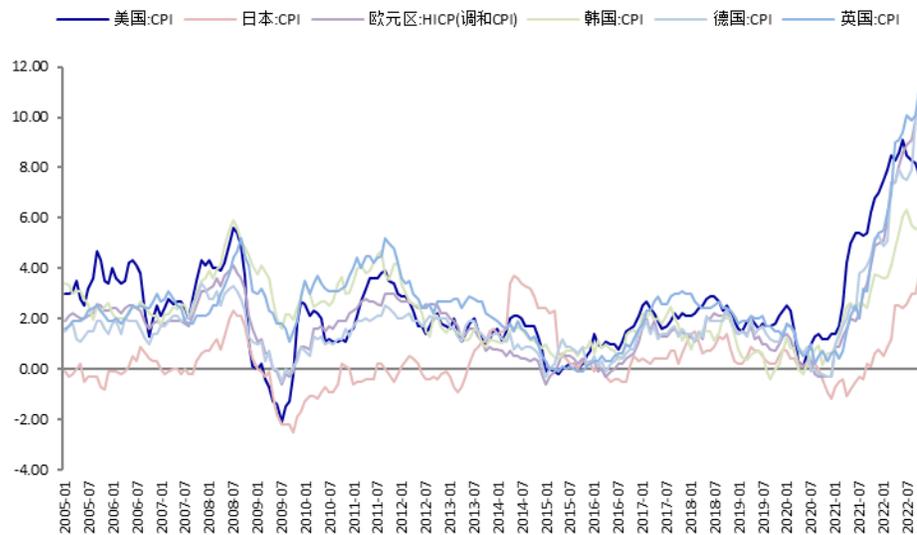
2022.12

# 一 全球流动性风险减弱，衰退交易需等待

# (一) 全球通胀运行

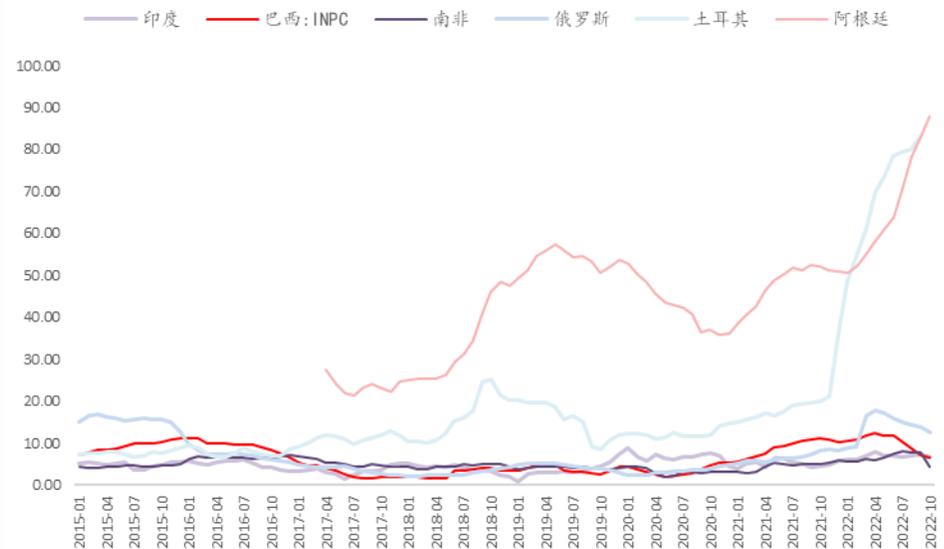
- 美国通胀确定性下行，其他发达国家通胀在未来也会回落。
- 发展中国家中，巴西、印度、南非通胀走低。

### 发达国家通胀水平有所回落



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 发展中国家CPI继续上行，土耳其通胀已经超过70%

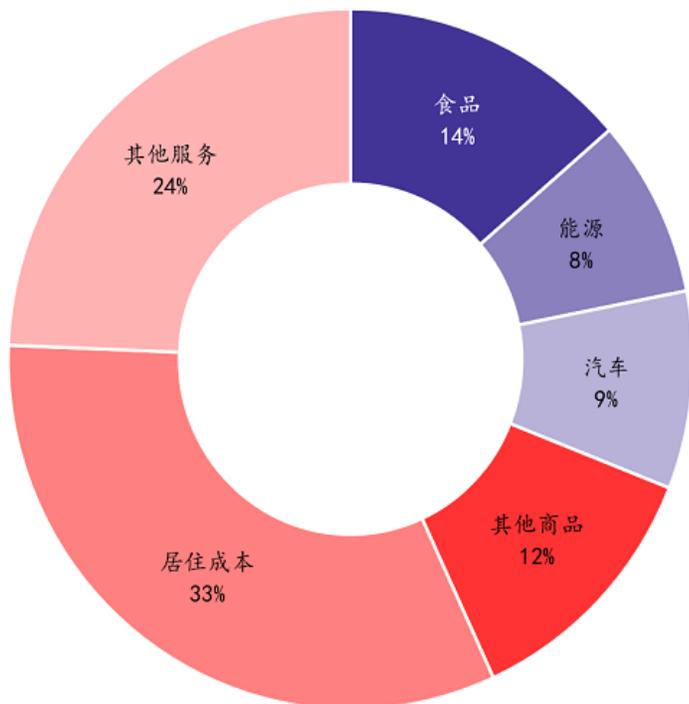


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## (二) 美国CPI分解与预测

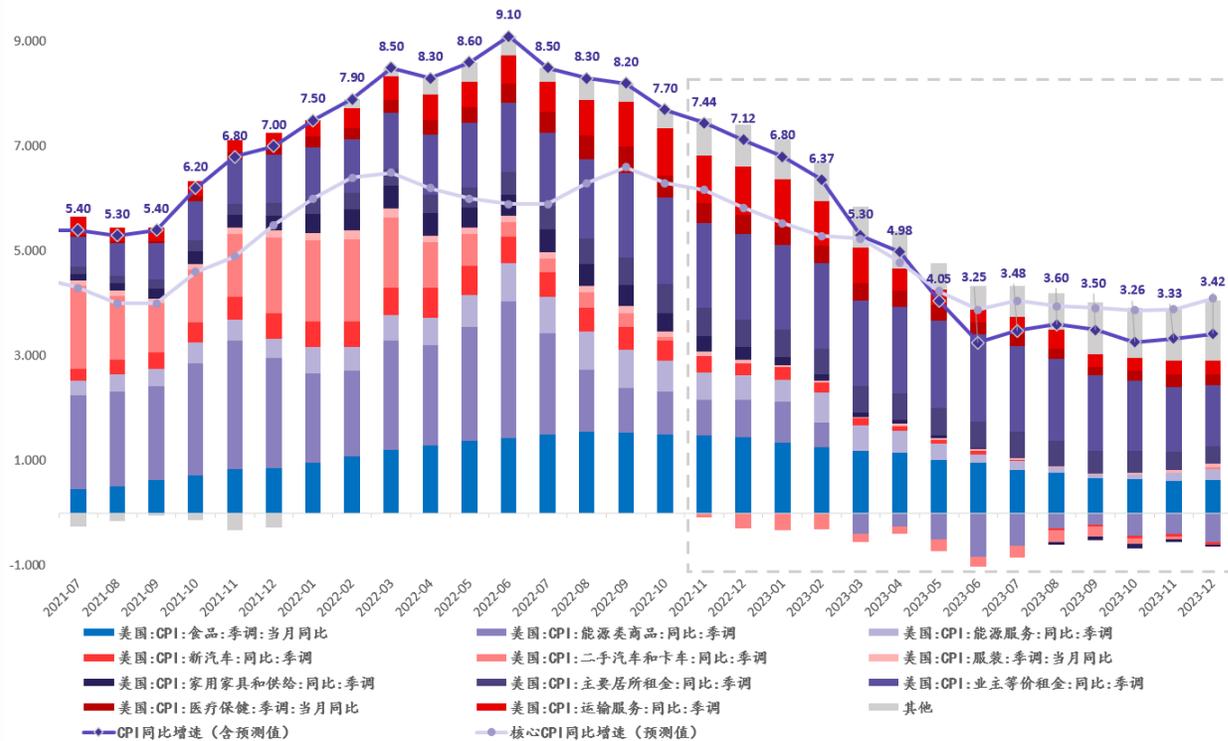
- 美国CPI可以分解为能源、食品、商品、居住成本和服务几个部分。
- 现阶段能源、食品 and 商品开始逐渐回落，居住成本由于统计滞后保持高增速，服务价格粘性较强。
- 预计2023年前两个季度通胀在高基数下回落，下半年核心CPI增速高于名义CPI。

CPI各部门比例



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2023年美国CPI增速预测 (%)

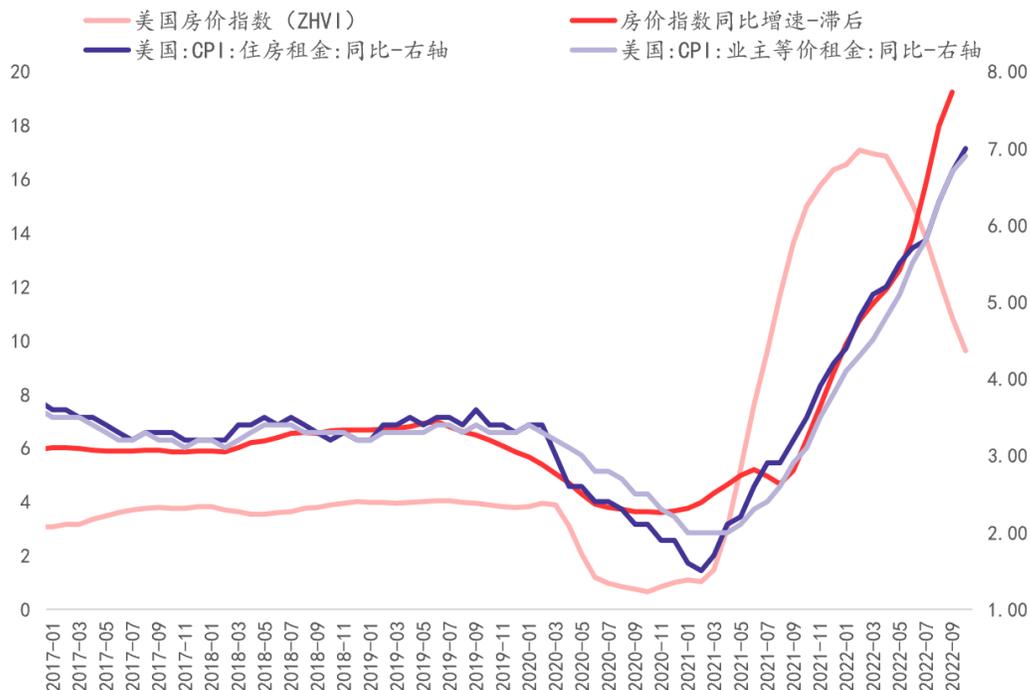


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## (三) 居住成本、服务粘性较强

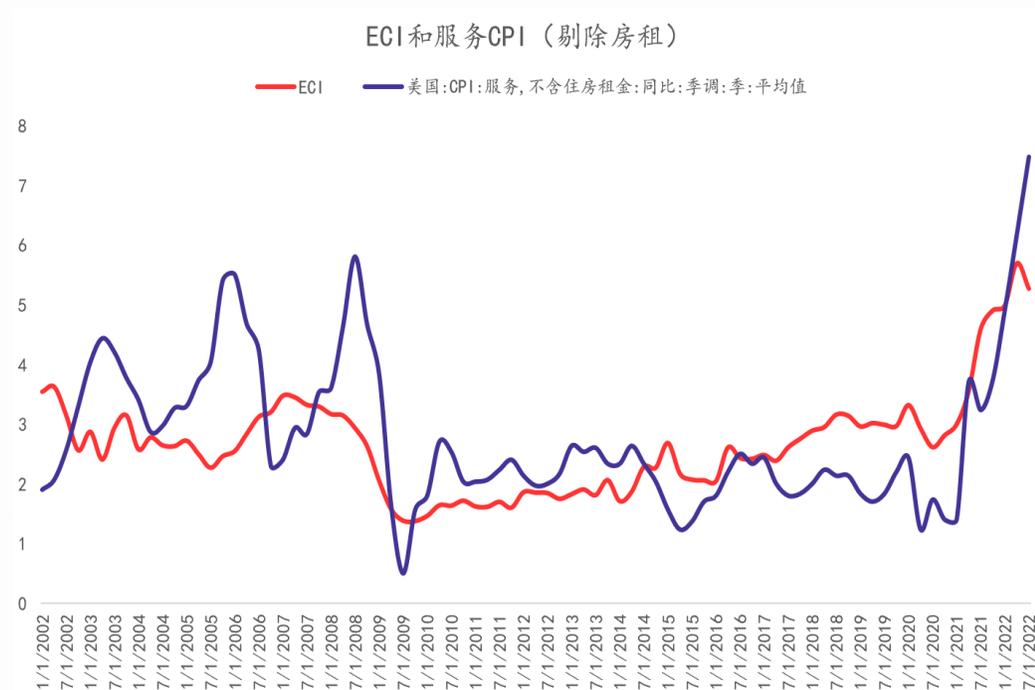
- 房租滞后各类房价指数12-16个月，至今仍然拉动核心CPI上行，2023年上半年仍将保持高位。
- 美国劳动市场供不应求，工资高增速对服务价格形成持续压力。

### 居住成本滞后于房价



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 工资对服务价格粘性做出贡献



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

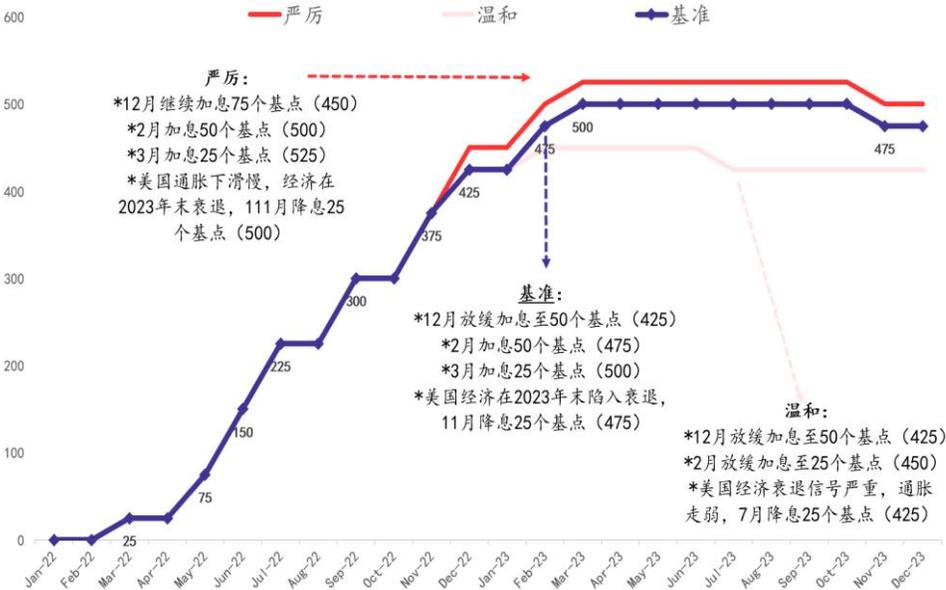
# (四) 美联储坚持通胀优先

## 美联储持续鹰派：需要等待通胀持续回落

- 美联储预期利率上行至4.75%左右。美国加息节奏可能平稳，预计加息在2023年2季度停滞，降息至少等到2023年末。
- 缩表在2023年继续，预计2023年末美联储资产负债表下行至7.5万亿美元左右。
- 利率曲线持续倒挂，美国衰退风险加大。

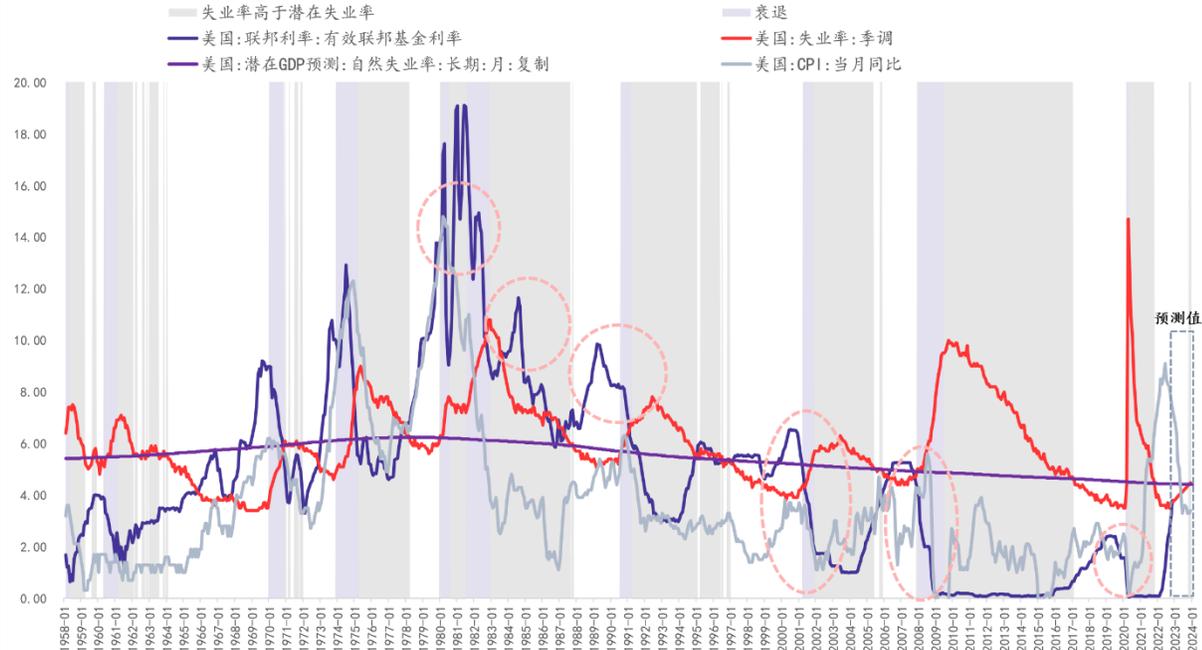
## 美国加息路径

联邦基金利率FFR下限路径预测 (基点)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

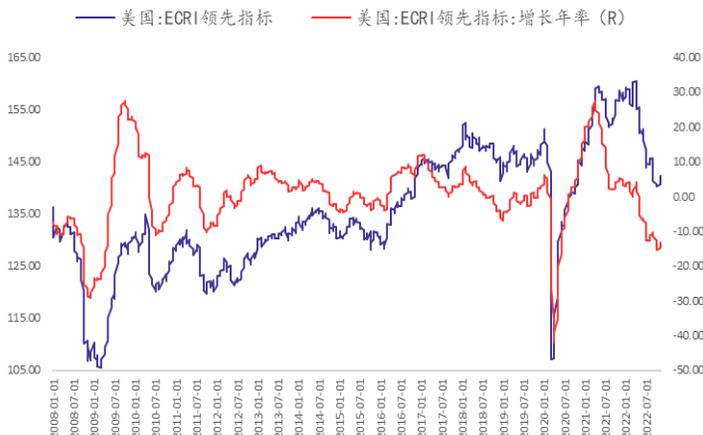
## 实际利率回正后美联储可能停止加息



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

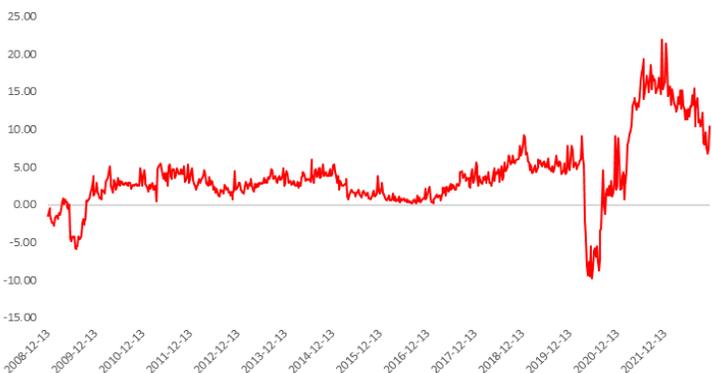
# (五) 美国经济先行指数下滑：衰退的信号在闪烁

## 经济先行指标回落



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理  
消费零售先行指数回落

美国:红皮书商业零售销售:周同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理  
创造财富 / 担当责任

## 美国经济同比指标

美国:ECRI同步指标:增长年率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理  
美国职位空缺 (万)

美国:职位空缺数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

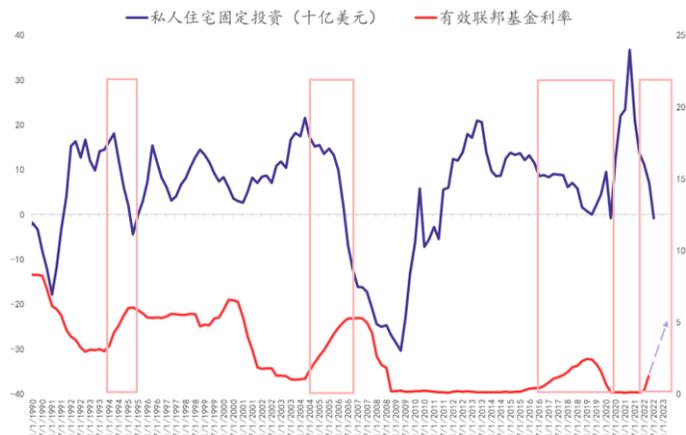
## 美国经济先行指标和同步指标回落

- 美国产能利用率已经到达高点, 意味着美国工业制造业对GDP的贡献到达顶点。
- 随着利率水平上行, 新建住宅下滑。
- PMI指数快速回落, 但依然在扩张区间。
- 社会零售持续下滑。
- 美国经济同步指标增速下滑至1.5%, 而继续下滑至0附近就意味着美国经济进入衰退。

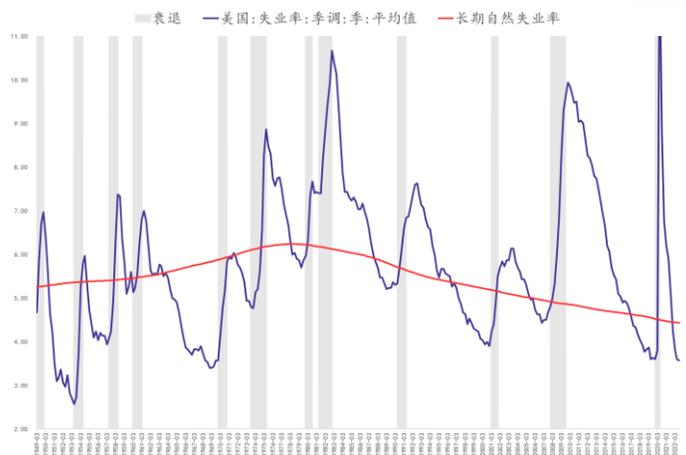
衰退已经进入视野, 从通胀到衰退是2023年-2024年金融市场资产变化最重要的变量

# (六) 美国经济先行指数下滑：衰退的信号在闪烁

## 美国房价带动固定资产投资下行

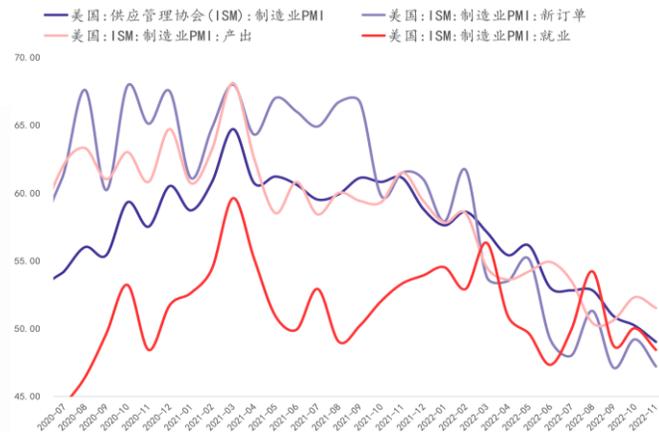


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理  
潜在的失业率上行预示衰退



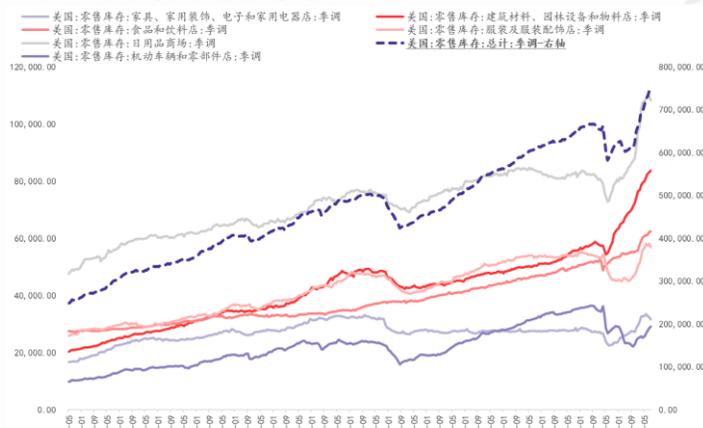
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 美国PMI进入萎缩区间



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 零售库存处于高位



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 美国经济先行指标和同步指标回落

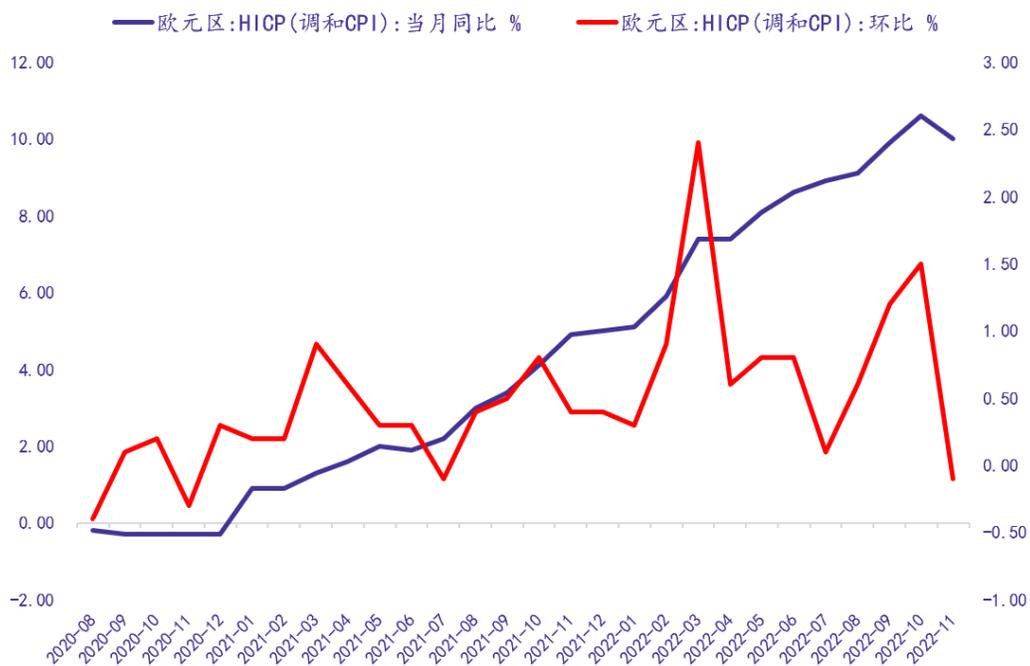
- 美国产能利用率已经到达高点，意味着美国工业制造业对GDP的贡献到达顶点。
- 随着利率水平上行，新建住宅下滑。
- PMI指数快速回落，但依然在扩张区间。
- 社会零售持续下滑。
- 美国经济同步指标增速下滑至1.5%，而继续下滑至0附近就意味着美国经济进入衰退。

**衰退已经进入视野，从通胀到衰退是2023年-2024年金融市场资产变化最重要的变量**

# (七) 欧洲经济下行

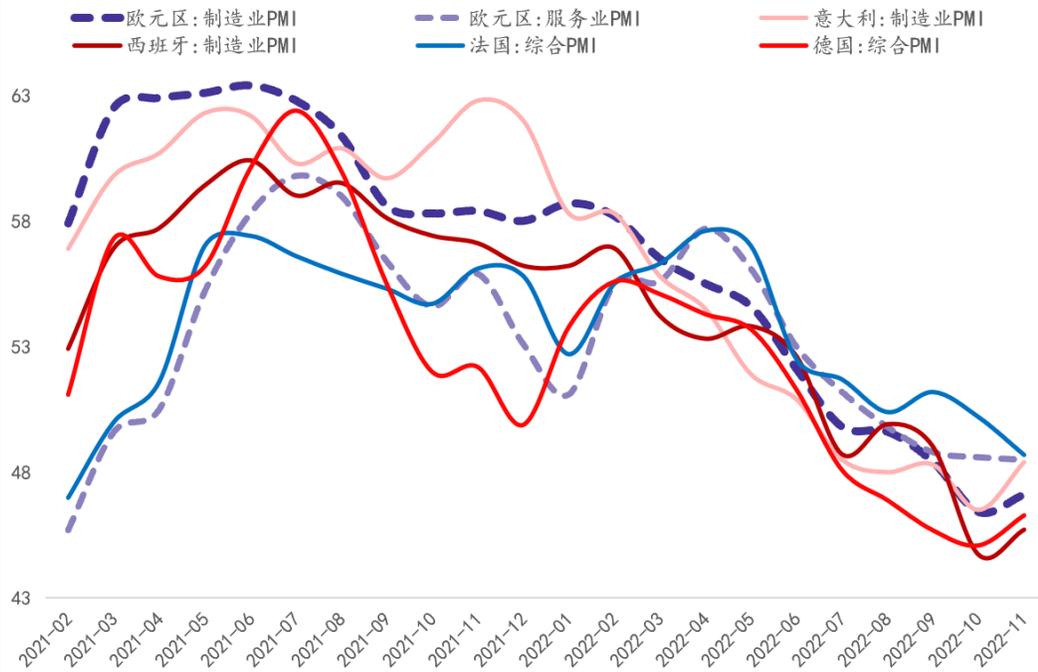
- 高通胀和能源扰动下欧洲经济下行快于美国。
- 以德国为首的欧元区PMI连续下行，消费信心低迷，生产下滑。
- 欧元区就业状况和薪资增速均弱于美国。

### 欧元区通胀从高位边际缓和



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 欧元区主要国家PMI

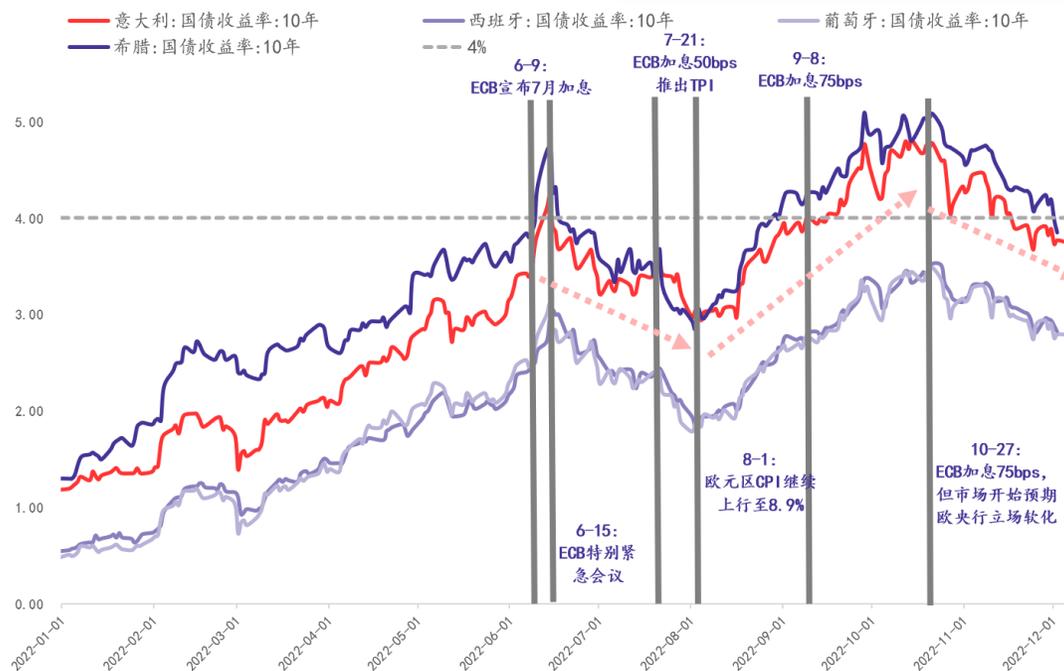


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

# (八) 欧央行加息稍显犹豫

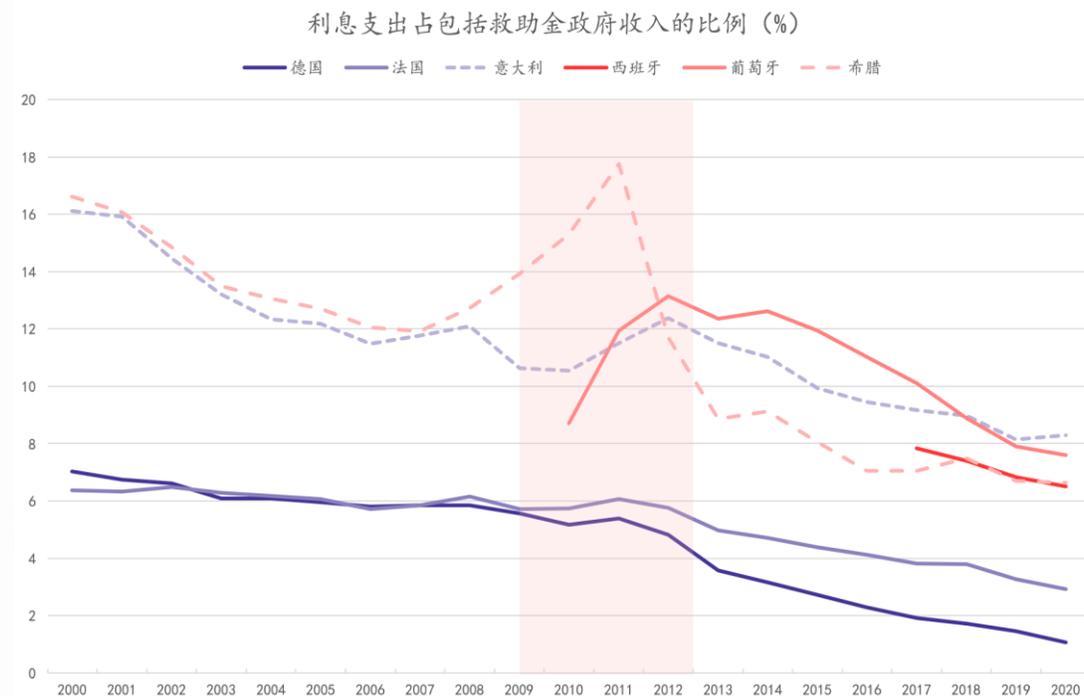
- ▶ 以意大利为首的南欧国家国债利率仍处于危险区间，欧央行推出TPI防止加息碎片化。
- ▶ 不同于上一轮房产泡沫下的欧债危机，本轮各国利息支出占比处于低位，欧央行处理危机的速度和经验大大加强。

## 南欧国家国债利率仍处于危险区间



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 各国利息支出占政府收入比例处于相对低位



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

# (九) 美元高位已过，但更可能震荡

## 美元指数的高位需要等待美联储加息停滞

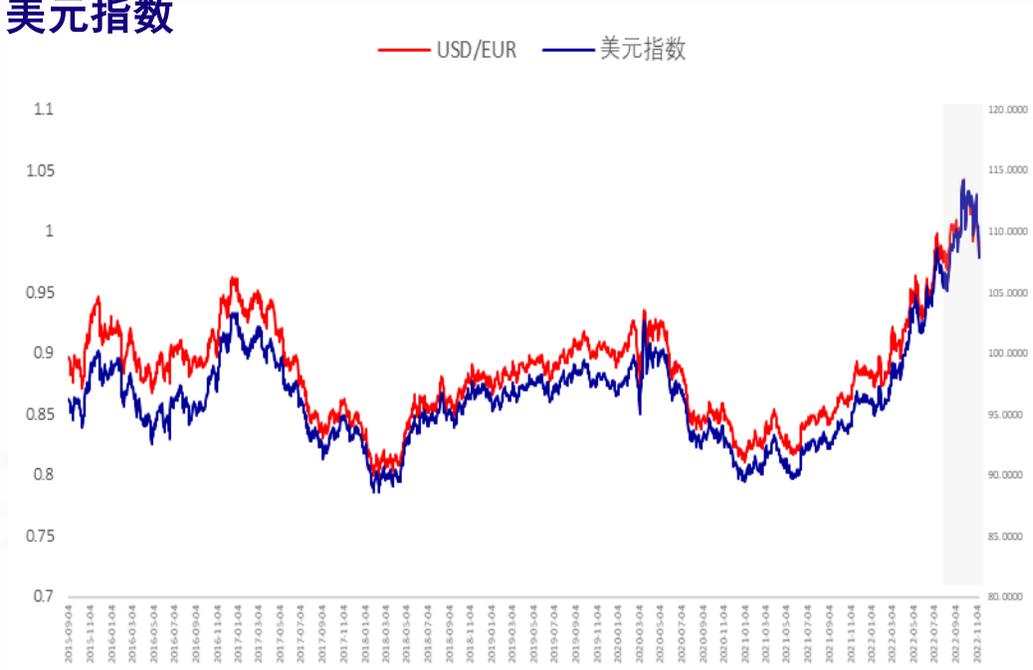
- 美国对比欧洲经济仍然偏强。
- 发达国家市场加息是由于通胀被迫进行，带来而来汇率市场的变化。

### 美国和欧洲经济差



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 美元指数

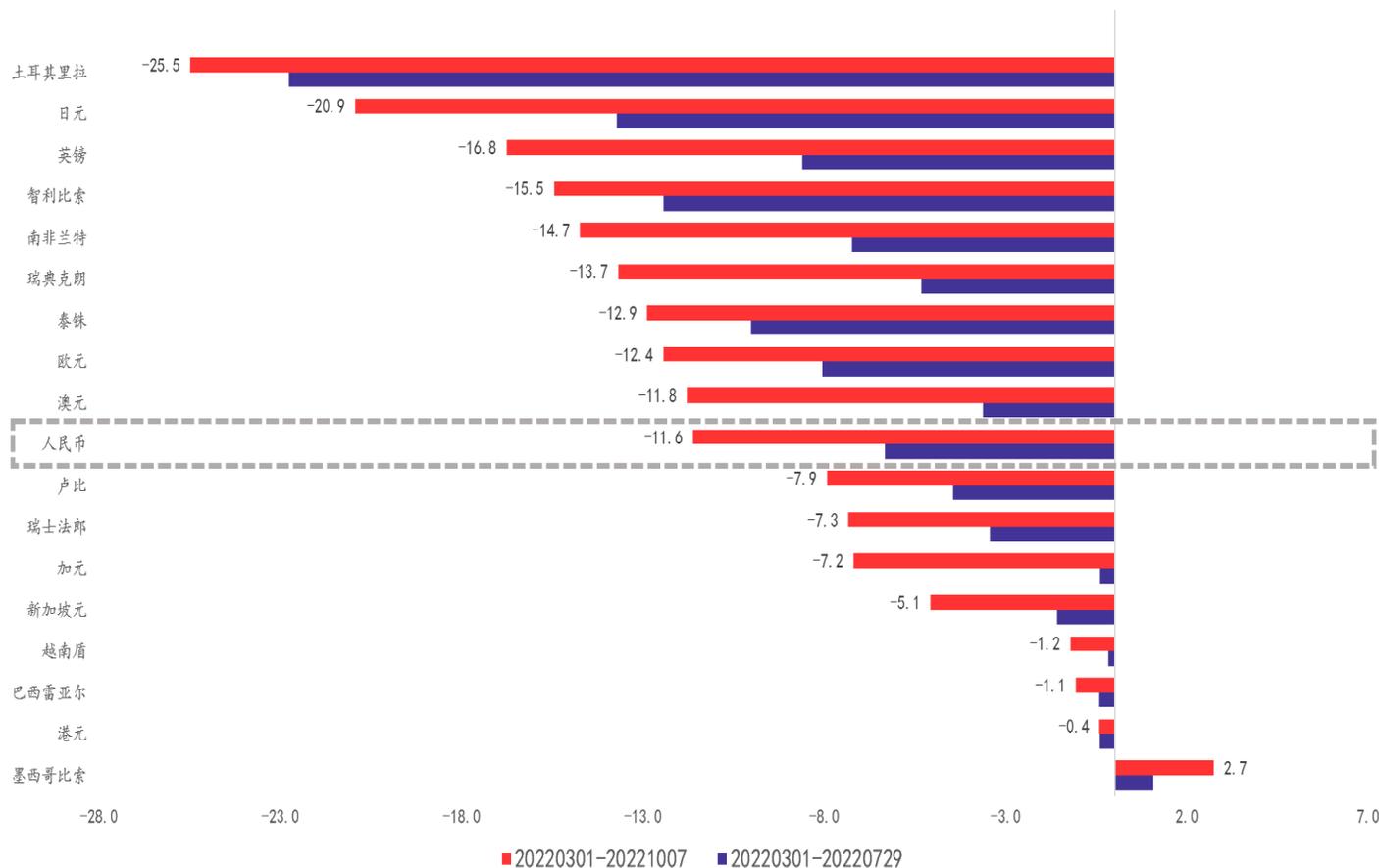


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

# (十) 各国货币反转

## 各国货币贬值的幅度

各国货币兑美元贬值幅度 (%)



## 美元持续走高给全球各国货币带来压力

- 强势美元带来的压力。
- 需要等到美联储态度放缓，或者，欧央行收紧，或者，欧洲经济预期超过美国经济预期。
- 全球各国汇率均贬值。
- 发达国家市场：英镑、日元。
- 新兴市场国家：阿根廷、韩元、南非兰特、澳元。
- 人民币贬值幅度仍然属于中等范围。

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 二 中国经济回升曲折 但不确定性减弱

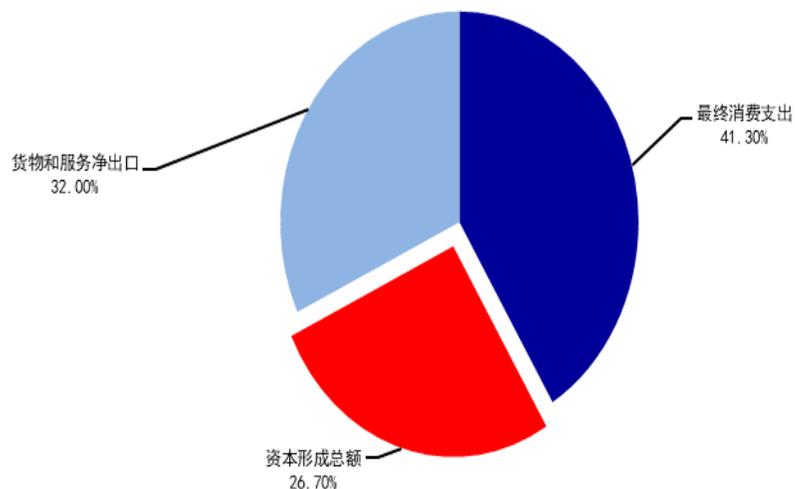


# (一) 2022年出口对经济的贡献大增

- 消费保持弱势
- 投资相对平稳
- 依靠出口拉动经济

## 2022年支出法GDP的比例

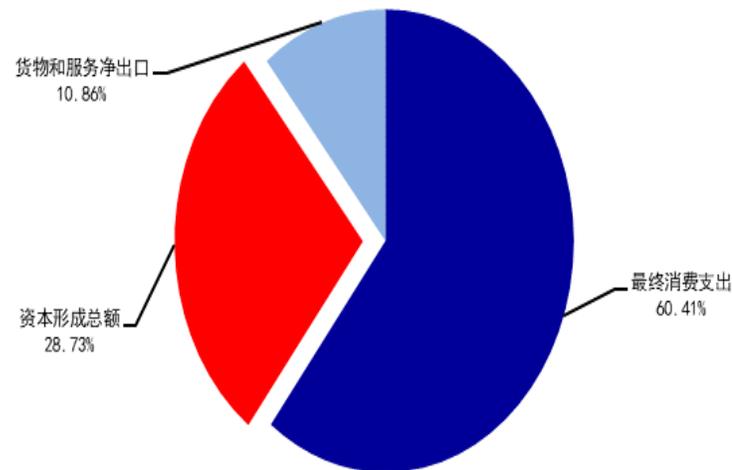
2022年：GDP累计同比贡献



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 2023年支出法GDP的比例

2023年：GDP累计同比贡献



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

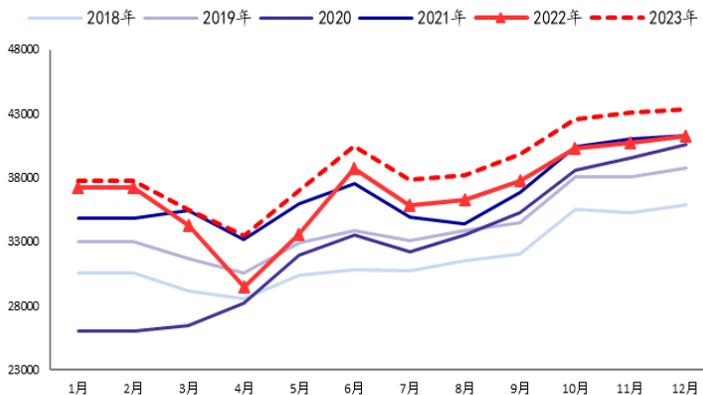
## (二) 2023年经济预测

%	GDP	工业增加值	社会消费零售总额	固定资产投资(当季同比)				出口	CPI	PPI
				总投资(累计同比)	制造业	房地产	基建			
2016	6.8	6.0	10.4	8.1	4.2	6.9	15.7	-7.7	2.0	-1.4
2017	6.9	6.6	10.2	7.2	4.8	7.0	14.9	7.9	1.6	6.3
2018	6.7	6.2	9.0	5.9	9.5	9.5	1.8	9.9	2.1	3.5
2019	6.1	5.7	8.0	5.4	3.1	9.9	3.3	0.2	2.9	-0.3
2020	2.2	2.8	-3.9	2.9	-2.2	7.0	3.4	3.6	2.5	-1.8
2021	8.1	9.6	12.5	4.9	13.5	4.4	0.4	29.9	0.9	8.1
<b>2022</b>	<b>3.0</b>	<b>4.3</b>	<b>-0.1</b>	<b>5.7</b>	<b>8.7</b>	<b>-9.2</b>	<b>8.0</b>	<b>8.9</b>	<b>2.1</b>	<b>4.3</b>
2022Q1	4.8	7.2	1.6	9.3	15.6	0.7	8.5	14.7	1.1	8.7
2022Q2	0.4	0.6	-4.9	6.0	10.4	-5.4	7.1	12.4	2.2	6.8
2022Q3	3.9	4.8	3.5	5.9	10.1	-8.0	8.6	10.2	2.7	2.5
<b>2022Q4</b>	<b>3.0</b>	<b>4.6</b>	<b>-0.4</b>	<b>5.7</b>	<b>8.7</b>	<b>-9.2</b>	<b>8.0</b>	<b>-1.6</b>	<b>2.5</b>	<b>-0.7</b>
<b>2023</b>	<b>6.2</b>	<b>5.2</b>	<b>5.8</b>	<b>4.8</b>	<b>5.6</b>	<b>-1.0</b>	<b>5.7</b>	<b>1.0</b>	<b>2.3</b>	<b>0.6</b>
2023Q1	4.5	4.5	2.6	4.1	4.2	-12.2	6.2	4.5	2.5	0.2
2023Q2	8.1	6.1	9.5	4.5	5.1	-5.5	6.1	-1.0	2.1	-0.8
2023Q3	6.0	5.0	5.0	4.6	5.2	-4.3	6.0	-4.2	2.4	1.5
2022Q4	6.2	5.1	6.0	4.8	5.6	-1.0	5.7	4.5	2.3	1.5

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

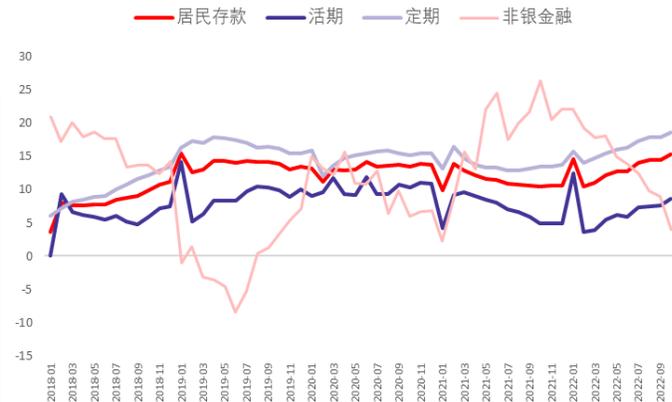
# (三) 封控减弱下社会零售消费回升

## 社会零售消费额 (亿元)



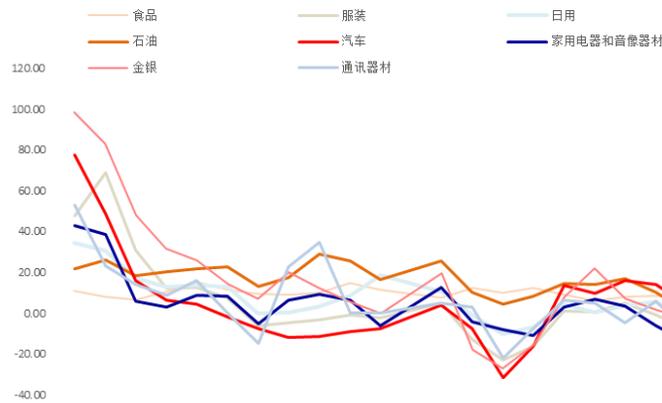
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 居民存款上行%



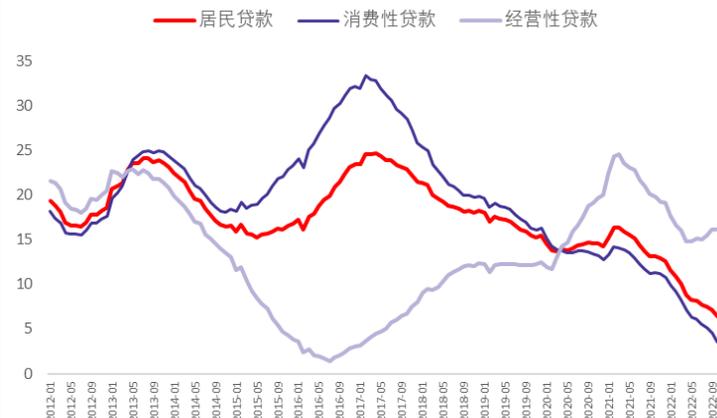
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 各行业消费增速%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 居民贷款增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 疫情封控出现变化

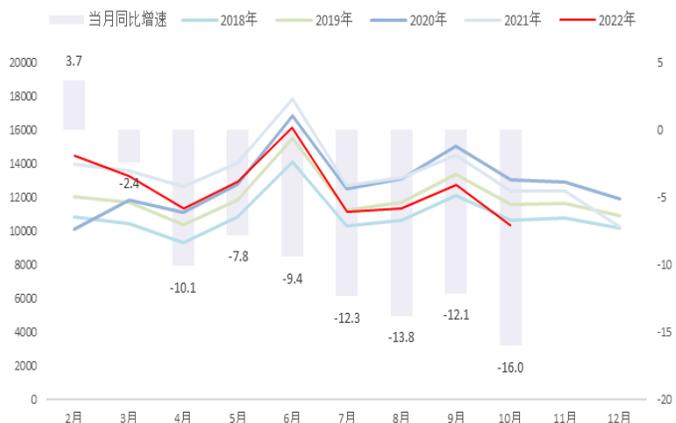
- 疫情封控新20条：防止层层加码
- 石家庄、广州先后宣布恢复正常生活秩序。国务院20条和北京9不准得到落实。
- 清零并未放弃，未来反复。

## 消费未来回升

- 封控减缓的情况下人员流动逐步恢复。
- 正常的服务类消费恢复。
- 居民存款走高，贷款处于低位。
- 2022年基数较低。

# (四) 中国信贷消费源泉房地产放松

## 房地产投资完成额 (亿, %)

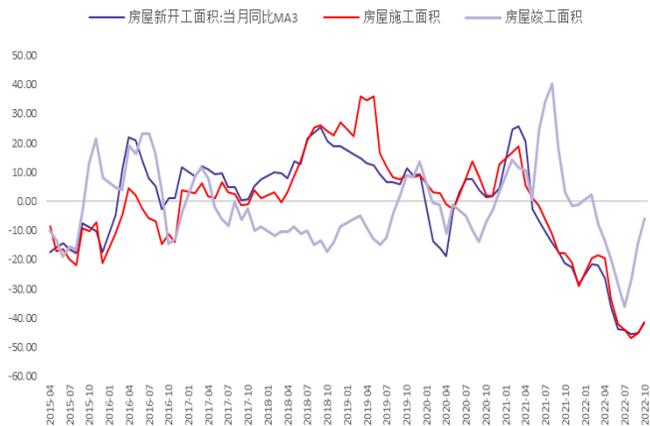


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理  
**房地产单月增速 (%)**



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 商品房竣工回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理  
**房地产企业到位资金情况**



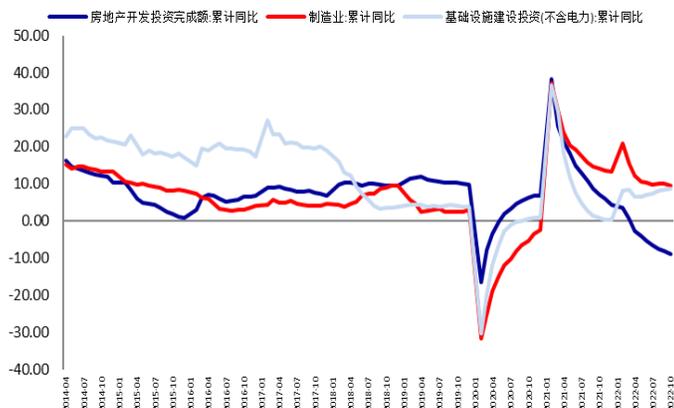
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 房地产先行指标稍有好转

- 土地购买有所好转
- 商品房购买稳定
- 房屋新开工上行
- 政策有所变化
- 11月8日, 交易商协会民营企业债券融资支持工具2500亿元。
- 11月11日, 央行和银保监会联合印发《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》, 出台6大类16条措施支持房地产。
- 11月28日, 资本市场对房地产行业放开, 代表政策层态度转向。

# (五) 投资是政策发力的方向

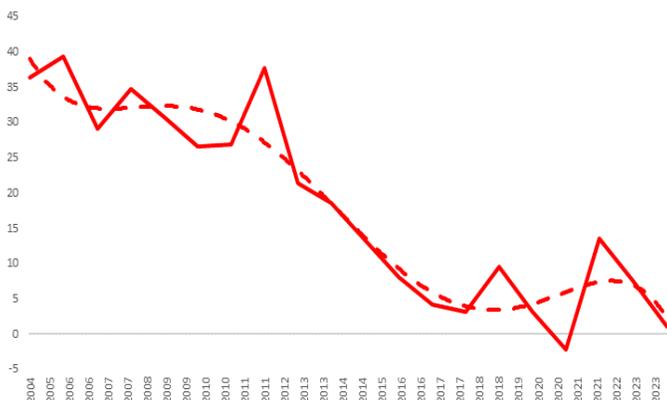
## 制造业投资和基建投资稳定 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

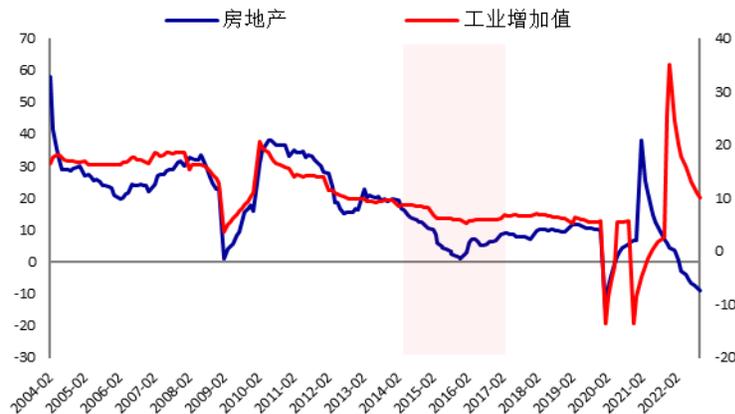
## 制造业投资增速%

制造业投资



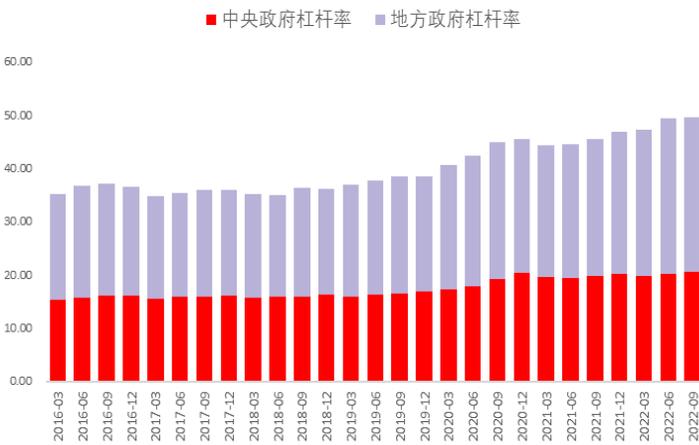
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 房地产增速稳定有利于工业生产稳定%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 政府杠杆仍然有空间 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 房地产投资处于底部区域

➤ 房地产投资可以带动工业生产。

## 基建投资依靠中央财政

➤ 政府有杠杆空间。

➤ 基建托底经济思路不变。

## 制造业投资下滑

➤ 企业利润持续下滑。

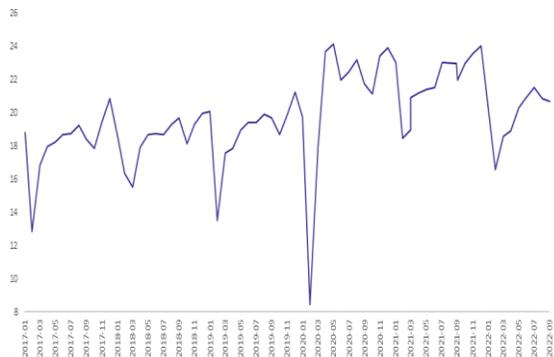
➤ 金融支持的持续性。

➤ 仍然是政策发力的方向。

# (六) 出口下滑

## 中国出口占比

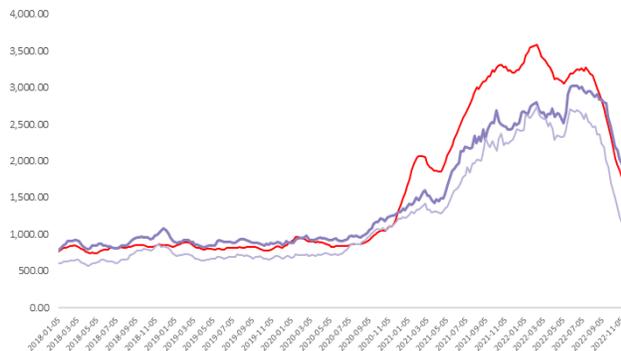
中国出口占前20国总出口比例



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

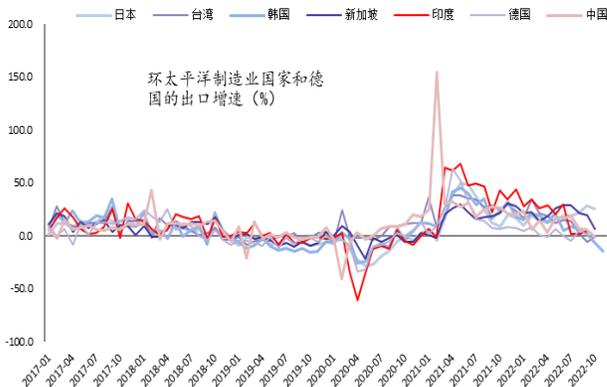
## 上海集装箱出口指数

CCFI:综合指数 CCFI:美东航线 CCFI:美西航线



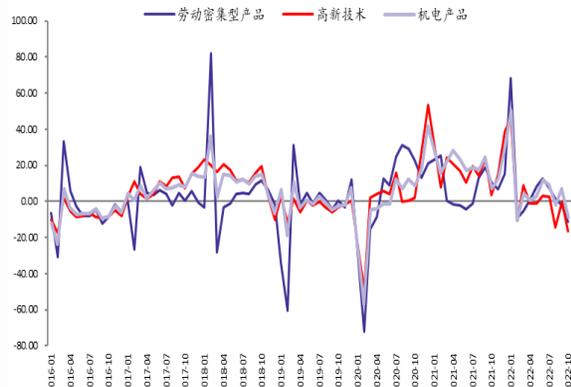
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 生产国出口



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 各大类产品出口



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

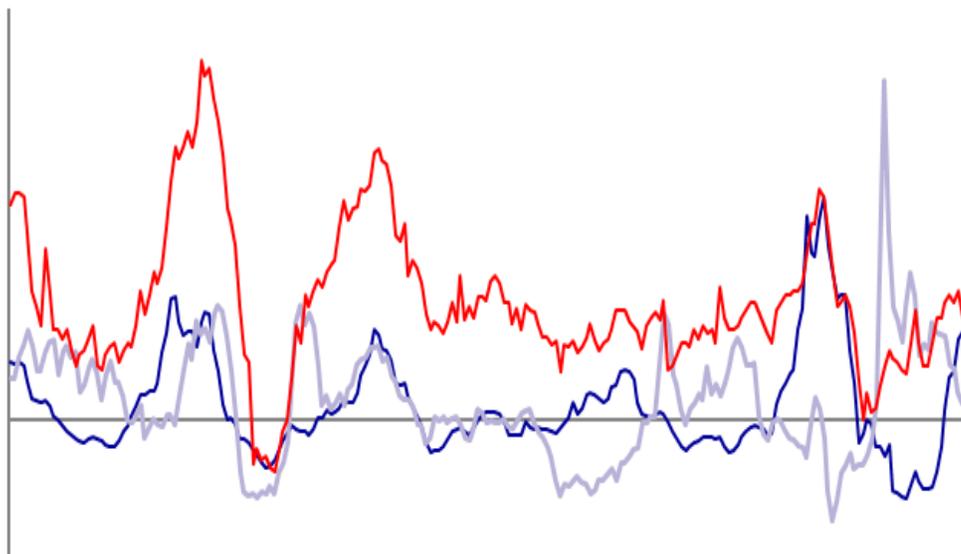
- 中国出口占比无法上行，并有小幅回落的态势。
- 物流好转。
- 全球需求减弱，生产国出口回落。韩国11月份出口增速-14.0%。
- 我国大类产品出口增速下滑。
- 2022年基数较高。

# (七) 通胀整体温和：需求脉冲短时影响CPI

- 猪肉和原油均可控。
- 消费需求上行，但供给不足，短时影响CPI。这种供给不足的消费需求仍然是可选消费，是有弹性的。
- 通胀传导路径不足，需求的回升带有脆弱性。

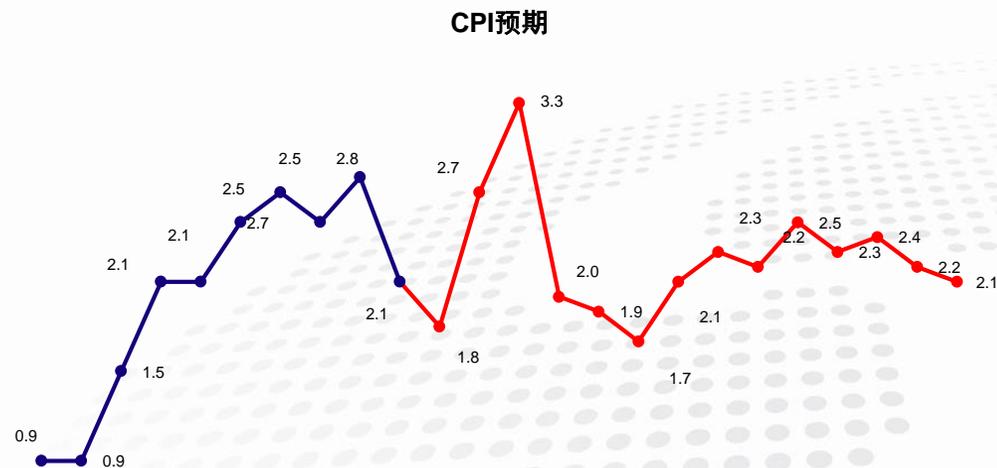
## 原油、猪肉和CPI%

— 猪肉:当月同比 — 原油现货价布伦特:同比 — CPI:当月同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

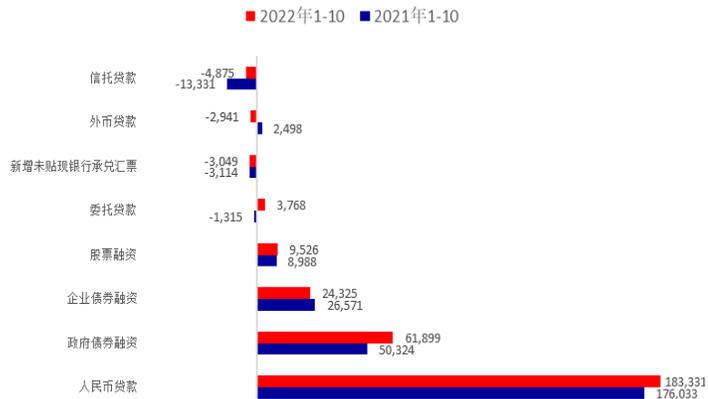
## 2023年CPI预期%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

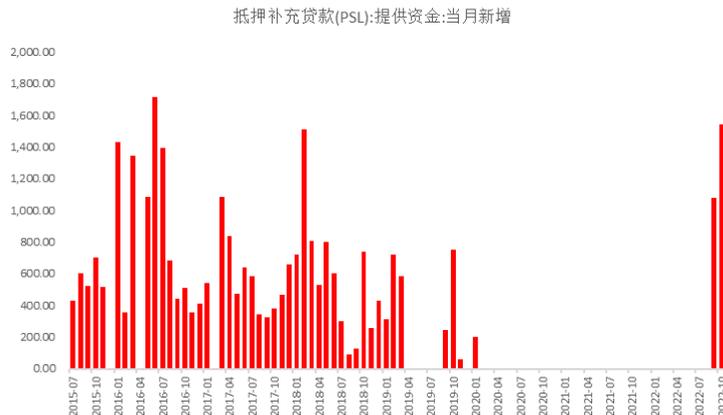
# (八) 央行的宽货币宽信用延续

## 社会融资总额 (亿)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 抵押补充贷款



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 居民中长期贷款



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 企业贷款



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

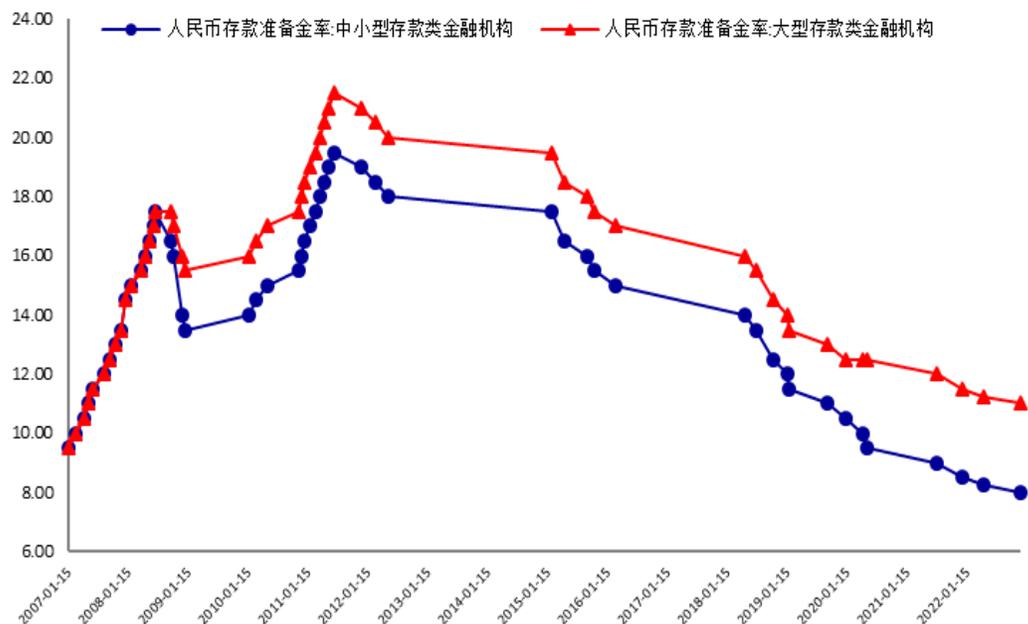
## 央行的宽货币持续

- 社会融资总额继续上行, 主要是贷款和政府债券发行。
- 贷款的上行主要来自于企业短期贷款, 企业中长期贷款近3个月回升。
- 居民中长期贷款持续低迷。
- 央行开始货币便利工具、再贷款贴息下放信贷, 增加抵押补充贷款支持政策性银行支持经济。

# (九) 稳定经济为主：降息箭在弦上

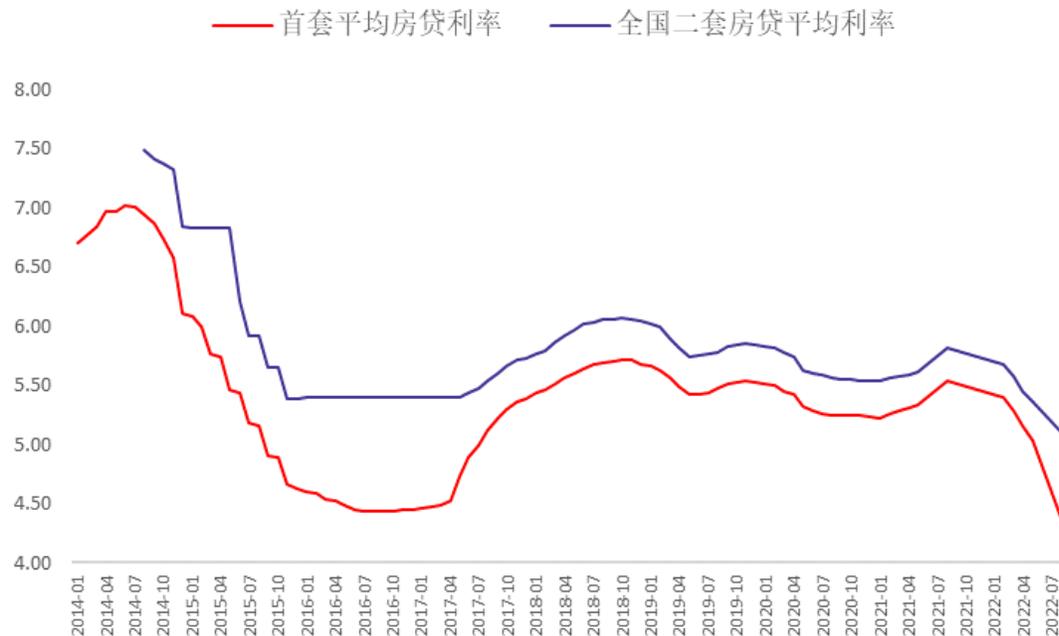
- 12月5日降准0.25%，稍低于市场预期。稳定房地产是现阶段的任务。
- 房地产需求侧的非线性下行是疫情封控、居民收入下降、商品房价格下跌、行业严厉监管与经济下行的综合影响。2009年和2016年的房地产行业好转均是居民加杠杆实现，现阶段政策的利好仍然不足以启动居民杠杆。
- 未来1个季度，房地产贷款利率下降仍然是可以期待的选项，即长端LPR利率可能继续下行。

### 存款准备金率%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 房地产贷款利率%

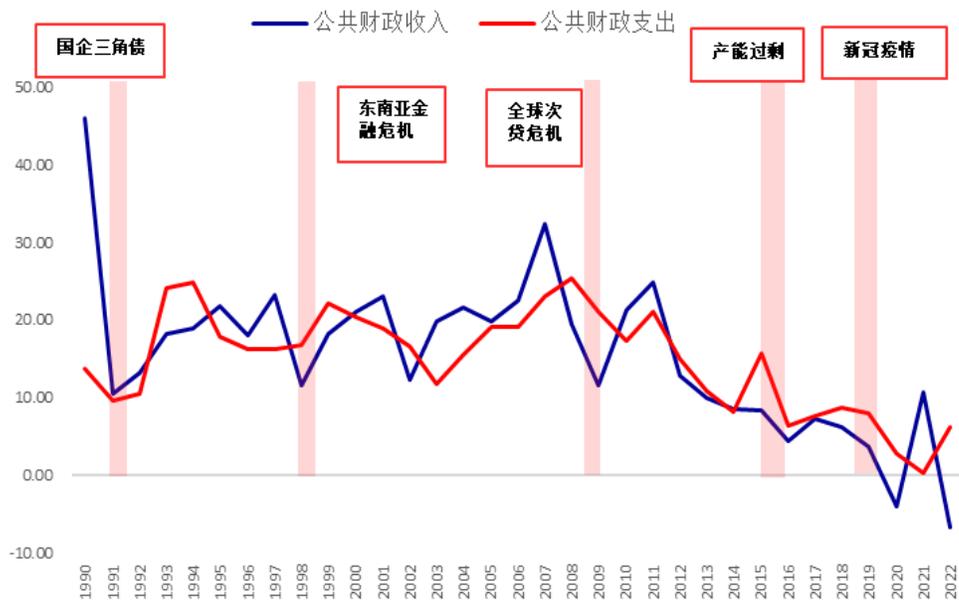


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

# (十) 酝酿中的变化

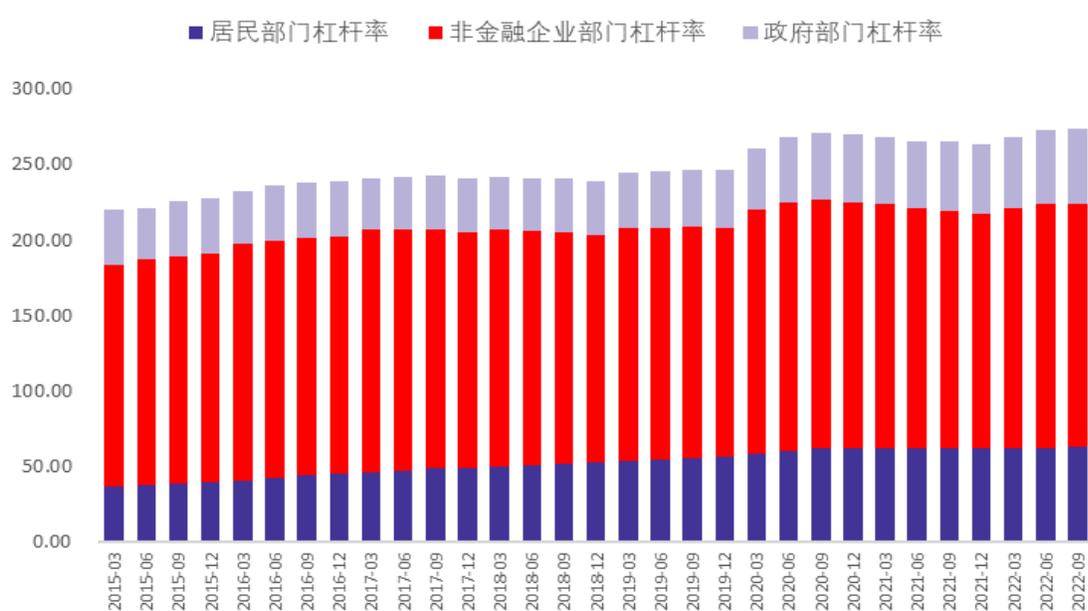
- 全社会杠杆率可能上行。
- 公共财政的下滑带来了需要正视的变化：房地产税提速。

## 公共财政收入大幅下滑%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 全社会杠杆率%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 分析师简介

许冬石

简介：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。

Tel: (8610) 8092 7609

Email: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130513050003



詹璐

简介：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。

Tel: (86755) 8345 3719

Email: zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522110001



### 分析师承诺

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、未来也不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

# 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）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

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所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。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份，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机构专业投资者，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，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

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。

银河证券版权所有并保留一切权利。



**谢 谢 !**

创造财富 担当责任

股票代码：601881.SH 06881.HK