

# 2023年，新时代“朱格拉周期”元年

## 宏观年度报告

证券研究报告

### 宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

联系人：李欣越

lixinyue@gjzq.com.cn

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）

yang\_fei@gjzq.com.cn

联系人：侯倩楠

houqiannan@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）

majieying@gjzq.com.cn

联系人：李雪莱

lixuelai@gjzq.com.cn

## 2023 年年度报告

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

### 2022年，乱花迷人眼？政治周期轮回，经济周期错位

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

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

### 2023年，何处是归途？新时代“朱格拉周期”元年

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

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

### 最优配置思路：经济东升西落，中国股市+美国债市

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

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

### 风险提示

政策效果不及预期，疫情反复的干扰，全球经济衰退超预期

## 内容目录

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

## 图表目录

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

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

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

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

## 一、2022年，乱花迷人眼？政治周期轮回，经济周期错位

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

### 1.1 周期轮回？非正常因素干扰，明显放大了波动

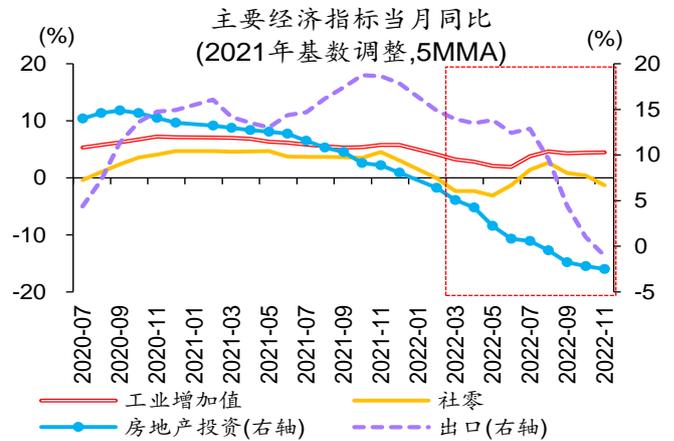
国内经济而言，统筹“防控”与“发展”的过程中，流通速度的压降会导致经济修复的“天花板效应”。卡车物流、商圈客流的对比，可以直观的展现，越贴近终端需求端，“天花板效应”越显著。如此势必会带来两个经济现象：1、流动速度受抑的问题不解决，经济“螺旋式”下滑的趋势就很难阻断；2、稳增长过程中的被动补库，会使托底政策效果的弹性、持续性不足。宏观指标亦有直观体现，主要指标增速逐年下降、需求回落幅度大于生产等。

图表1：疫情三年，物流和人流强度逐步回落



来源：国金数字未来 Lab、G7 物联、国金证券研究所

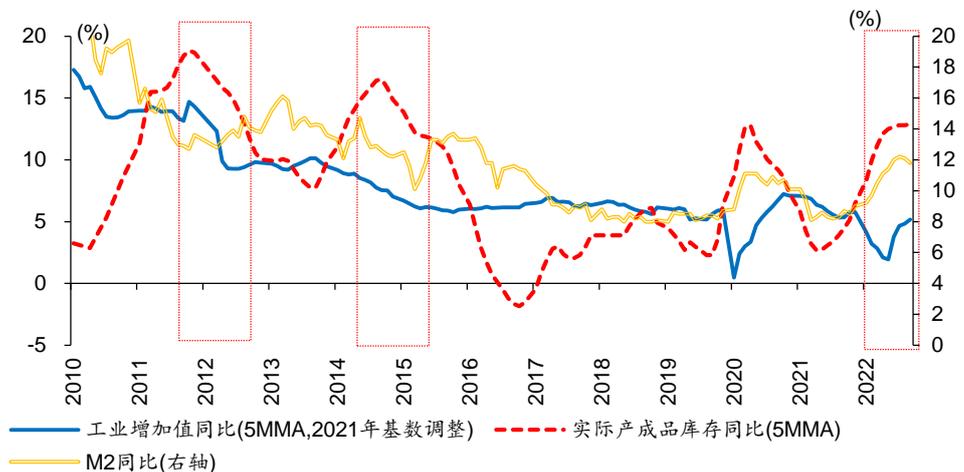
图表2：2022年消费和地产明显走弱，工业生产较好



来源：Wind、国金证券研究所

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

图表3：较高的库存仍可能阶段性压制经济弹性

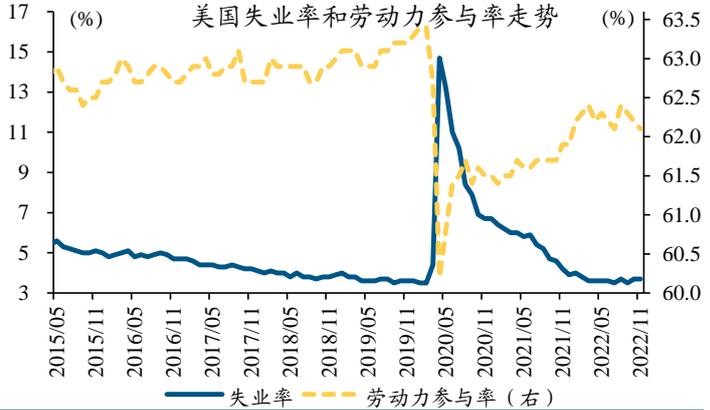


来源：Wind、国金证券研究所

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

图表4：本轮美联储加息呈现明显“赶作业式”特征

图表5：劳动力供给制约或将长期存在

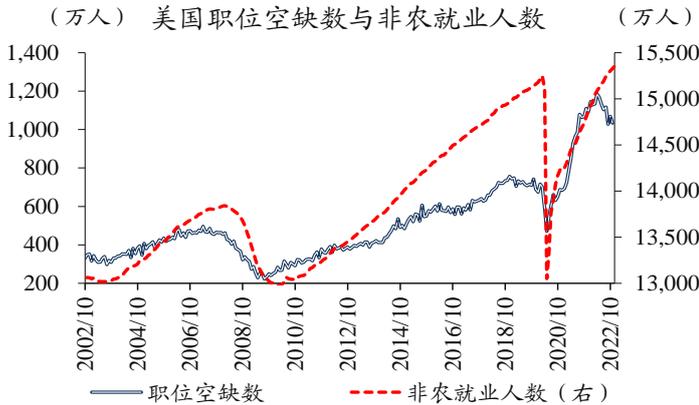


来源：Fred、Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表6：美国职位空缺数修复快于非农就业人数

图表7：美国薪资增速持续高企

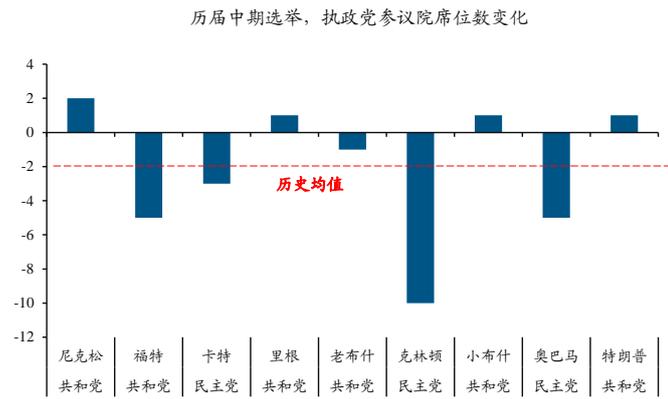


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

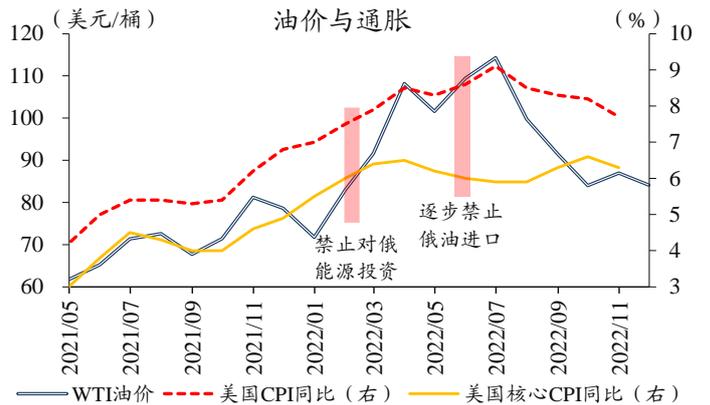
2022年美国中期选举的背景下，拜登政府内政施展不开、外政集中发力；地缘冲突的升温进一步推升通胀。参考历届中期选举结果来看，执政党往往处于相对劣势，平均失去2个参议院席位、30个众议院席位。为了挽救不利的选情，拜登政府接连出台《芯片与科学法案》、《通胀削减法案》、减免学生贷款的行政命令，但随后的内政发力空间越来越受限。为了挽回支持率，拜登政府不断对外施压，反而加剧了国内矛盾。例如，“俄乌冲突”背景下，美国联合欧盟不断加大对俄罗斯的制裁力度，持续增加对乌克兰的军事援助等。

图8: 历届中选后, 执政党参议院席位往往下降



来源: Wind、国金证券研究所

图9: 美欧持续升级对俄制裁, 助推油价及通胀



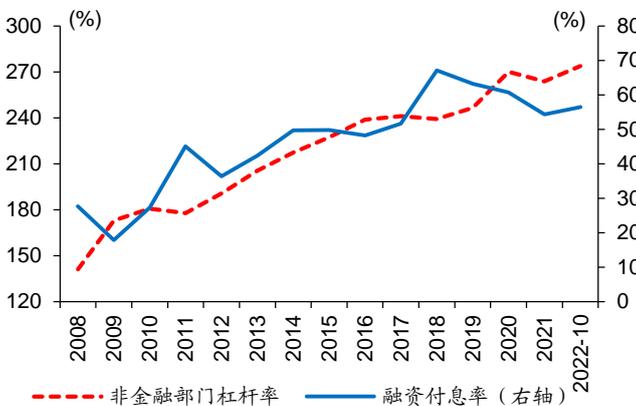
来源: Wind、国金证券研究所

### 1.2 所谓“乱纪元”，更是持续透支“后遗症”的集中暴露

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

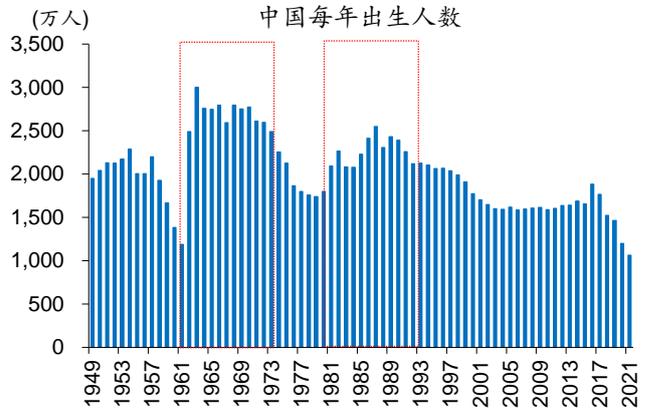
国内而言，实体杠杆持续抬升、人口红利逐步消退等“慢变量”的影响，近些年已明显加快，疫情影响下进一步放大经济波动。近些年，经济高速增长的同时，债务规模持续累积，实体杠杆率由1998年100%左右到2003年前后150%左右，2008年之后由140%快速抬升至2022年3季度末的270%以上；存量债务累积对现金流自由度的压制显著增强，我们构建的融资付息率指标2009年17.8%，2018年之后持续在60%左右甚至更高。建国以来两波婴儿潮的支撑力同步减弱，加剧长期逻辑对地产链条的压制。

图10: 杠杆不断抬升过程中, 资金利用效率下降



来源: Wind、国金证券研究所

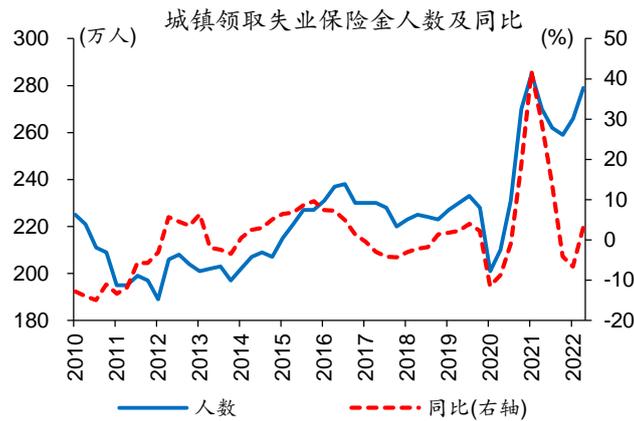
图11: 中国人口红利得益于两波婴儿潮



来源: Wind、国金证券研究所

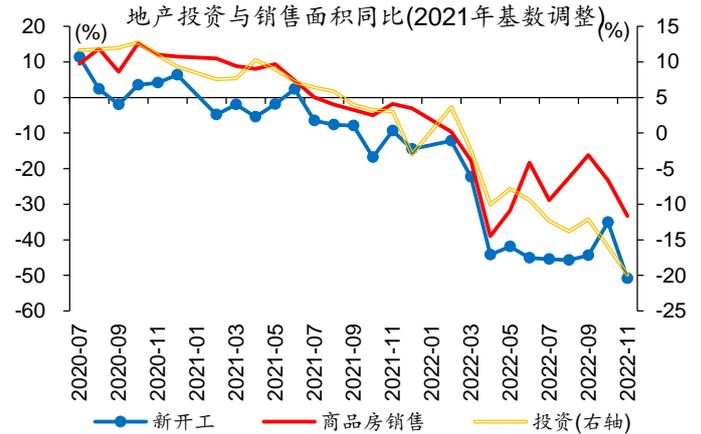
疫情期间，微观主体的现金流状况受到直接冲击，导致债务、人口等长期因素的影响在短期集中“爆发”。疫情影响下，就业压力明显加大，2季度城镇申请失业保险金人数279万，仅略低于2021年1季度285万的历史极值。地产项目停工等，进一步影响居民购房意愿，加大房企现金流压力、影响拿地意愿，继而又将压力传递至地方财政。城投平台发债融资中借新还旧比例显著提升、部分地区高达100%，侧面刻画地方债务压力的上升。

图表12: 2022年, 居民就业压力依然突出



来源: Wind、国金证券研究所

图表13: 地产销售和新开工持续低迷



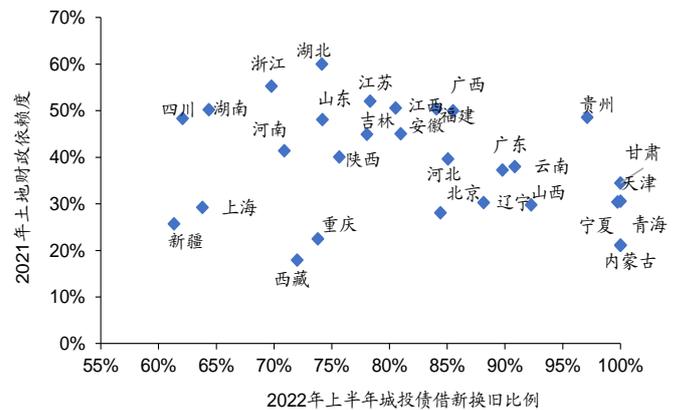
来源: Wind、国金证券研究所

图表14: 一些地区城投债募资100%用于“借新还旧”

城投债新还旧比例	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
东部							
山东	33%	53%	63%	69%	76%	79%	71%
江苏	52%	72%	85%	87%	90%	88%	76%
北京	45%	83%	69%	84%	86%	86%	88%
上海	60%	76%	85%	85%	86%	85%	53%
广东	31%	76%	77%	81%	70%	80%	92%
浙江	46%	64%	71%	80%	77%	79%	72%
福建	52%	83%	81%	79%	82%	83%	93%
天津	78%	98%	98%	95%	99%	97%	100%
河北	37%	82%	87%	80%	85%	88%	98%
江西	45%	68%	82%	83%	76%	82%	91%
湖南	22%	46%	66%	77%	76%	82%	57%
湖北	36%	32%	73%	80%	74%	73%	59%
安徽	30%	53%	72%	79%	88%	81%	88%
山西	55%	65%	79%	86%	87%	89%	95%
河南	50%	61%	76%	75%	72%	70%	67%
广西	54%	78%	81%	82%	74%	87%	72%
陕西	58%	44%	88%	84%	79%	84%	77%
宁夏	44%	50%	93%	88%	97%	78%	100%
贵州	29%	27%	13%	13%	75%	82%	100%
云南	55%	75%	81%	87%	88%	91%	85%
新疆	27%	70%	76%	91%	89%	91%	74%
四川	44%	59%	75%	79%	71%	70%	76%
重庆	47%	61%	80%	84%	79%	85%	60%
青海	100%	100%	100%	98%	96%	100%	100%
内蒙古	34%	59%	94%	82%	100%	100%	/
甘肃	57%	82%	92%	71%	85%	100%	/
黑龙江	29%	57%	52%	76%	93%	100%	100%
辽宁	27%	18%	28%	65%	86%	80%	100%
吉林	81%	93%	94%	99%	89%	91%	100%

来源: Wind、国金证券研究所

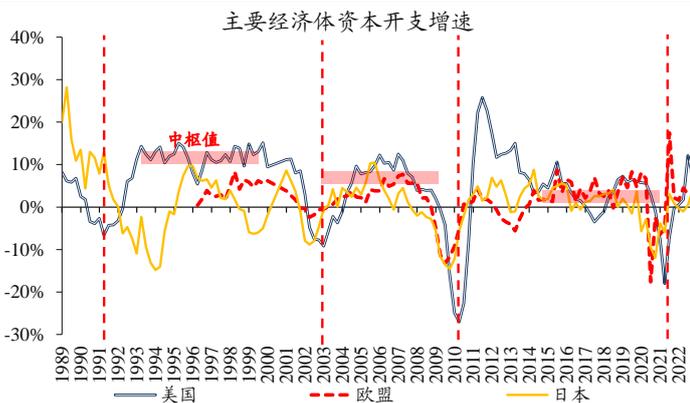
图表15: 部分土地依赖度高的地区“借新还旧”比例较高



来源: Wind、国金证券研究所

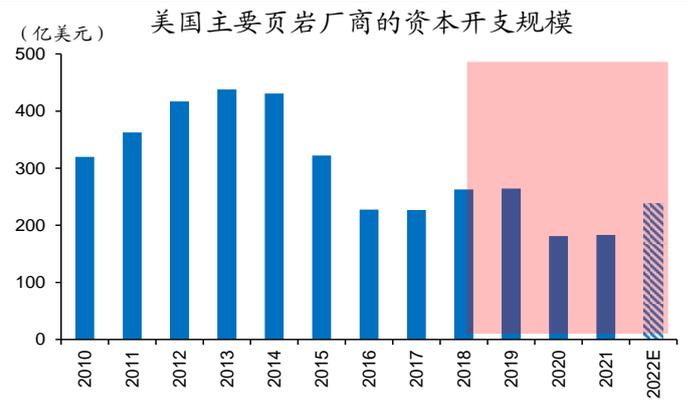
对海外而言, 本轮通胀形成机理, 与过往需求驱动型大为不同; 传统行业资本开支持续低迷、“俄乌冲突”带来新的风险暴露, 是不能忽视的背景。回溯历史, 主要经济体有 10 年左右的资本开支周期规律; 2008 年之后, 周期规律弱化、投入强度下降。以美国为例, 过去十余年的资本开支增速由 10% 左右回落至 5% 左右。能源转型的背景下, 以油气为代表的传统能源行业资本开支更是持续缩水, “俄乌冲突”爆发, 进一步加剧供给端风险暴露。以英国石油为例, 俄罗斯产油占其总产油量的比重超过 3 成, 撤资规模超过 200 亿美元。

图表16: 过去 10 余年, 资本开支持续低迷



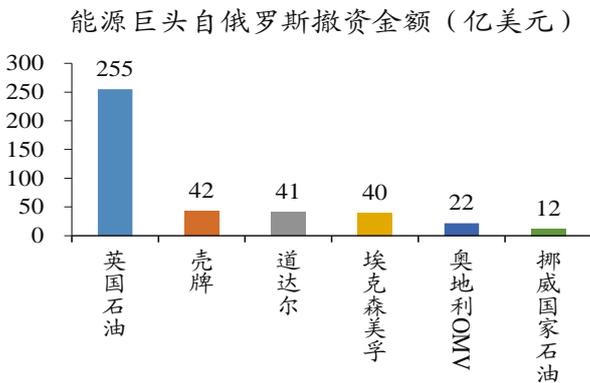
来源: Wind、国金证券研究所

图表17: 过去 10 年美国页岩油厂商资本开支增速缩水



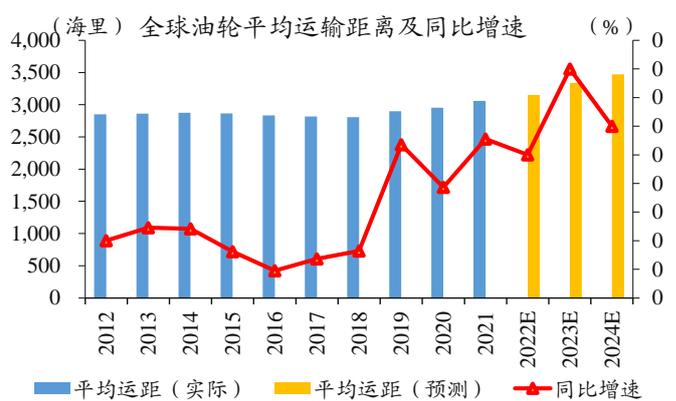
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表18：“俄乌冲突”后，主要能源巨头撤资情况



来源：Wind、国金证券研究所

图表19：“俄乌冲突”背景下，能源空间错配问题凸显



来源：Clarksons、国金证券研究所

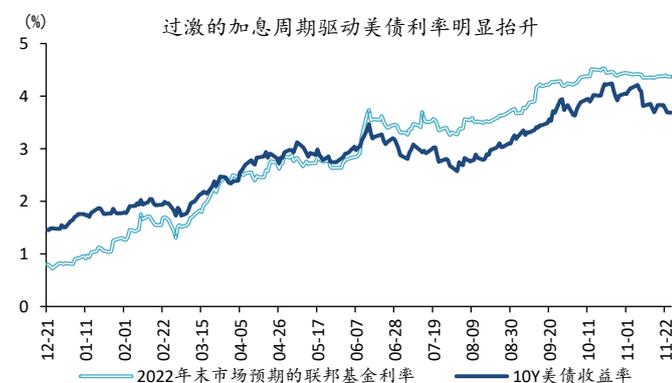
疫情的出现打乱了美国的政策周期规律，货币政策正常化进程严重滞后于经济正常化；通胀的快速上升，导致美联储加息周期启动后的不断强化。美国CPI同比自2021年4月升破4%后，美联储在长达半年的时间里持续淡化通胀压力、咬定通胀是“暂时的”；2021年11月以来，伴随通胀压力的持续累积，美联储才摒弃“通胀暂时论”、加速政策正常化。2022年2月以来，美联储持续强调“通胀”居高不下，自3月起连续加息25bp、50bp、75bp、75bp、75bp、75bp；并且自6月起每月缩表475亿美元，9月起速度翻倍。过激的加息周期导致问题暴露加快，全球经济金融体系的稳定性明显下降。

图表20：通胀的快速上升，带来美联储紧缩政策的持续强化

期间	2021										2022									
	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
CPI同比	4.2	5.0	5.4	5.4	5.3	5.4	6.2	6.8	7.0	7.5	7.9	8.5	8.3	8.6	9.1	8.5	8.3	8.2	7.7	
核心CPI同比	3.0	3.8	4.5	4.3	4.0	4.0	4.6	4.9	5.5	6.0	6.4	6.5	6.2	6.0	5.9	5.9	6.3	6.6	6.3	
美联储表述	通胀暂时 (transitory) 上升					通胀暂时 (transitory) 居高不下			通胀继续上升 (摒弃“通胀暂时论”)			通胀居高不下 (Inflation remains elevated)								

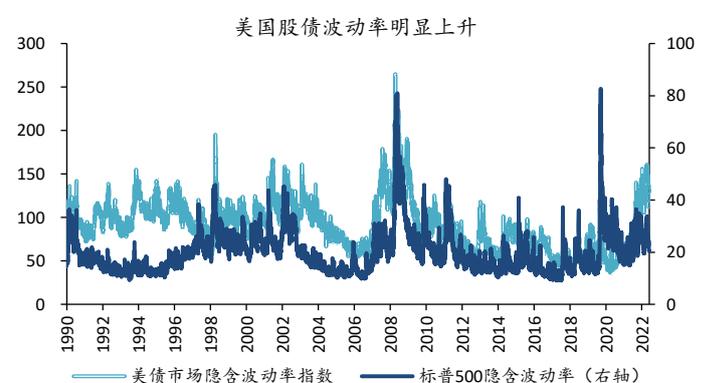
来源：Wind、Fed、国金证券研究所

图表21：过激的加息周期驱动美债利率明显抬升



来源：Bloomberg、Wind、国金证券研究所

图表22：主要资本市场的波动率快速攀升



来源：Bloomberg、Wind、国金证券研究所

## 二、2023年，何处是归途？日出东方，新时代“朱格拉周期”元年

2023年，“非经济因素”干扰会显著减弱，政治新起点下，或迎来新时代“朱格拉周期”启动。全年经济增速在5.5%左右，以内需驱动为主、外需拖累明显；其中，制造业和消

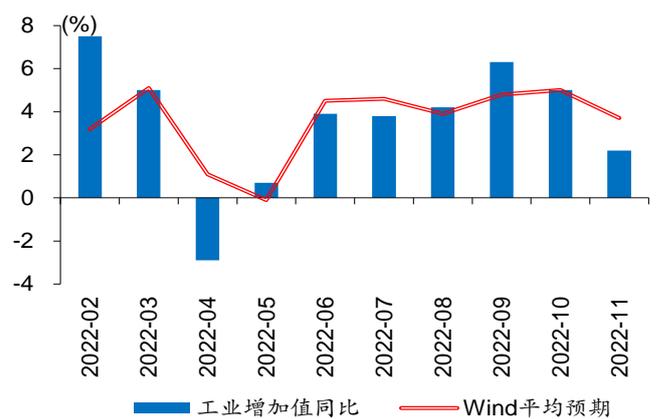
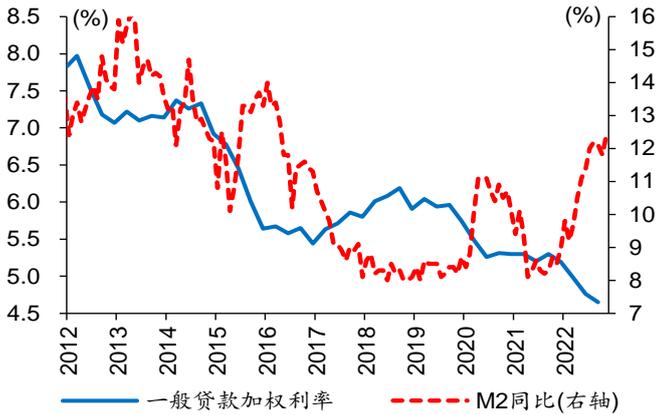
费的结构性亮点、基建投资的实际推进加快值得重点关注，地产链拖累减弱。

### 2.1 国内经济：总量修复空间受限、结构亮点值得关注

2023 年，疫情干扰会明显减弱、政治周期新起点下，稳增长政策的“累积效应”或将显现，新时代“朱格拉周期”值得期待。2022 年，稳增长政策力度较大，一般贷款利率只有 4.65%、创有数据以来新低，M2 增速抬升至 12% 左右、明显高于经济增速，但疫情反复等因素影响下，政策托底效果欠佳，导致宏观数据及经济预期剧烈波动<sup>1</sup>。2023 年，疫情对经济的拖累会明显减弱，“二十大”之后新征程启动，新时代“朱格拉周期”开启，预期和信心有所恢复之后，稳增长政策的“累积效应”方才集中体现出来。

图表23：2022 年初以来，贷款利率创新低、M2 加快增长

图表24：2022 年经济实际波动大于预期

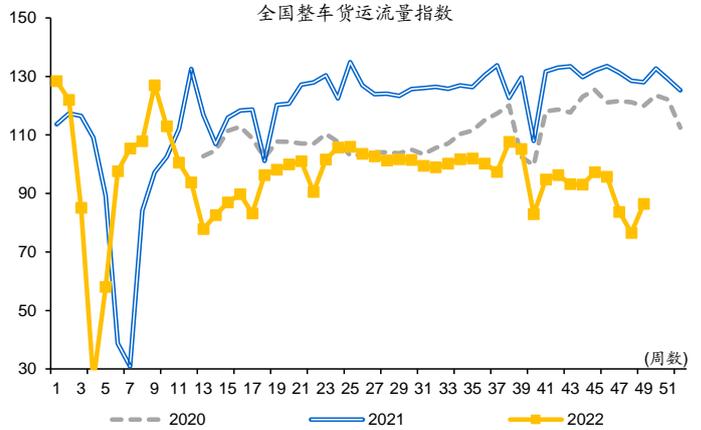
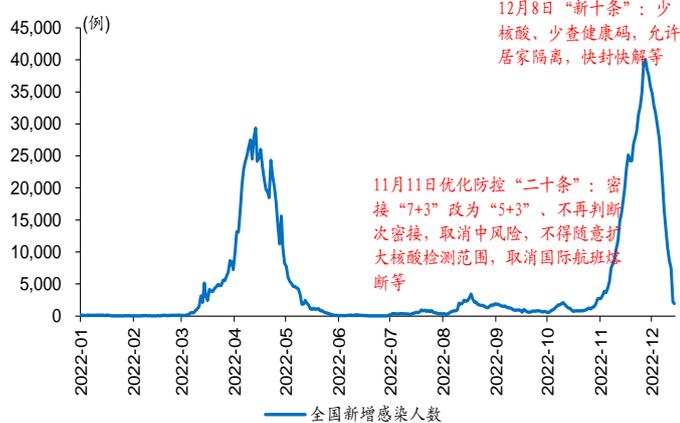


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表25：2022 年，疫情反复过程中防疫不断优化

图表26：随着防疫优化，物流开始有所修复



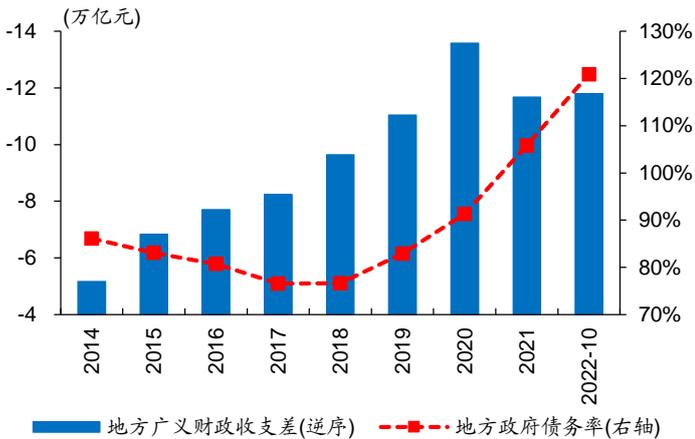
来源：Wind、新华社、国金证券研究所

来源：G7 物联、国金证券研究所

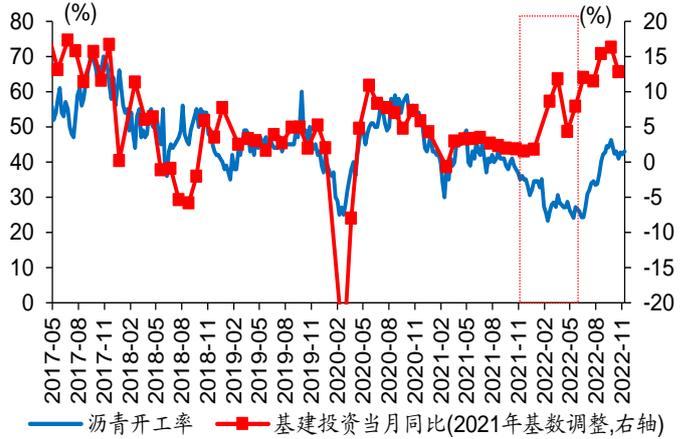
2023 年，稳增长续力或由中央“加杠杆”主导，“准财政”或成重要支持，政策“累积效应”显现、稳增长落地效果明显改善。近年地方债务率抬升速度较快，2021 年已超过 100% 的警戒线、2022 年或进一步超过 120%，对地方加杠杆的空间和效力形成制约；2023 年或转向中央“加杠杆”主导，其中准财政或成重要支持项。土地财政缩减等对 2022 年地方综合财力拖累显著，导致稳增长实际推进效果受累，基建投资与沥青开工率，可以分别用来刻画稳增长的宏观和中观指标体现，二者历史走势高度吻合，2022 年背离明显。2023 年拖累因素或出现改善，政策“累积效应”体现。

<sup>1</sup> 2022 年经济预期波动剧烈，3 月底之前经济预期持续上修，随后疫情反复导致预期快速下修；5 月底政策加码后，市场对政策有所期待但数据不被证实，预期越发冷淡、至 8 月预期已一致性转向悲观；9 月之后有所修复，10 月中旬之后国内高频指标的走弱等牵动新一轮预期下修。

图表27: 地方财政收支和债务压力双双上升



图表28: 2022年上半年稳增长落地偏慢

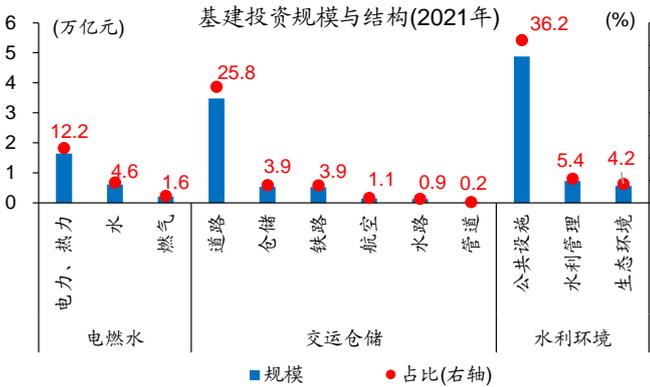


来源: Wind、国金证券研究所

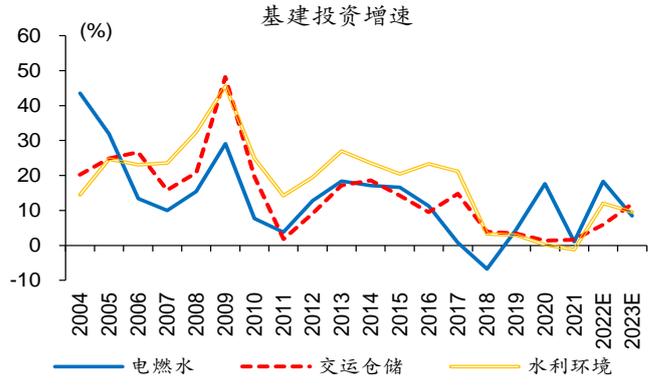
来源: Wind、国金证券研究所

“重基建轻地产”、基建投资“新旧兼备”，仍将是稳增长的重要特征。其中，基建投资或继续维持两位数增长，传统基建中“交通运输”值得关注，新基建，更多体现在对产业层面的支持。中性情景下，乘数效应更强的政策性、开发性金融工具可能增加1万亿元左右，与贷款、债券等配套融资，足以支持10%左右基建投资增长、规模或接近16.5万亿元；结构性工具重点支持的交通领域，或成为2023年的亮点。

图表29: 公共设施和道路交通为基建投资主要贡献



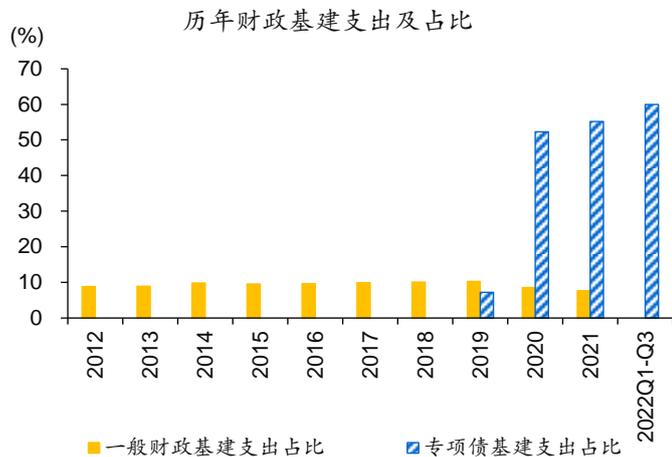
图表30: 交运仓储发力或推动基建投资维持高位



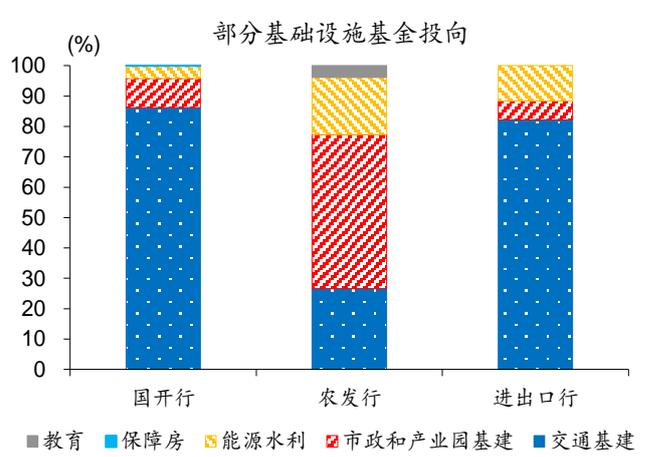
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表31: 近年来, 专项债对基建支持加强



图表32: 基础设施基金投向交通项目较多

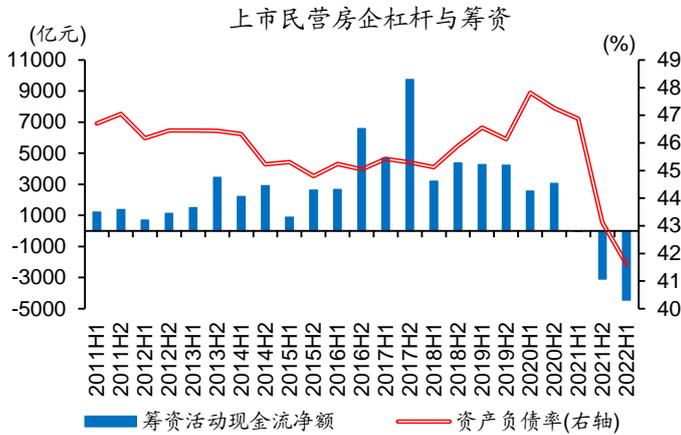


来源: 财政部、国金证券研究所

来源: 国开行、农发行、进出口行、国金证券研究所

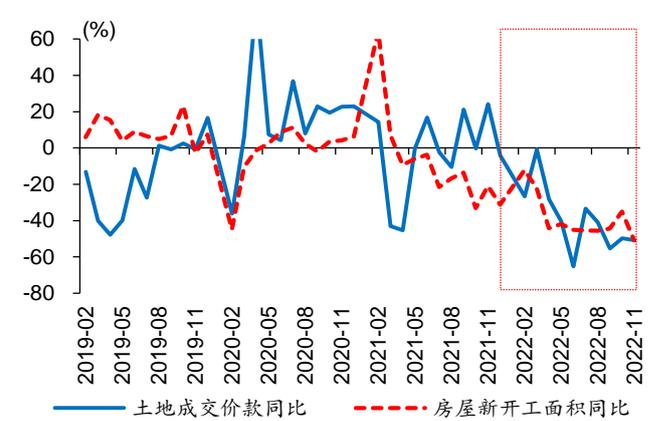
2023年，地产链条的拖累减弱，但大周期逆转下，总体修复空间或相对有限。供给端的“三支箭”，有利民营房企融资环境修复，但资产负债表收缩、筹资现金流净减等，对中期拿地开发能力和意愿仍将形成掣肘。2022年上半年，上市民营房企资产负债率持续显著回落，筹资现金流净减少近4500亿元、创历史新低。需求端，尽管按揭利率已降至历史最低的4.34%，销售依然低迷；柳州等受疫情扰动较小的城市，销售持续低迷，或反映人口、债务等“慢变量”影响已加速暴露。占比更高的低线城市，修复有限拖累总体表现。

图表33：民营房企报表已出现明显收缩



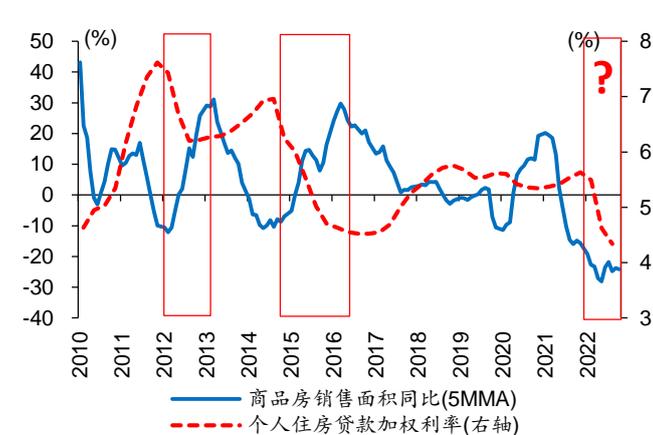
来源：Wind、国金证券研究所

图表34：拿地和开工低迷或影响未来供给



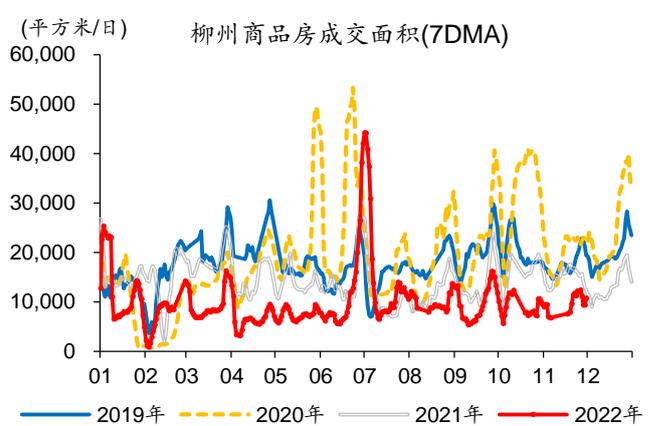
来源：Wind、国金证券研究所

图表35：货币金融环境转松并未带动地产销售改善



来源：Wind、国金证券研究所

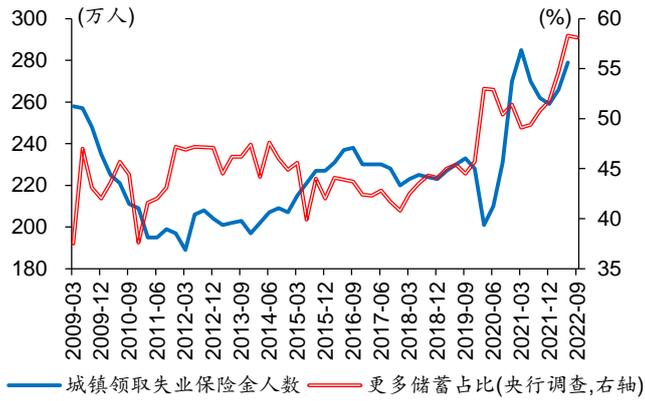
图表36：柳州受疫情扰动较小，但地产销售依然低迷



来源：Wind、国金证券研究所

疫后消费修复是大势所趋，预计全年增速7%，结构性亮点或体现在：社会集团类消费、高收入和中低收入群体的消费等。疫情反复对前者影响非常直接，疫后恢复的过程中受益也较为直接。不同收入群体的消费行为，受宏观因素的影响不同。疫后消费场景的修复、就业形势和收入状况的改善，分别对高收入与中低收入群体的消费行为形成支持。疫情期间，财务状况受到的冲击，对中等收入群体行为模式的影响可能更大，“加杠杆”到“稳杠杆”的倾向变化，或导致该群体消费行为修复的慢于其他。2020年以来，疫情阶段性平复时段，消费品中珠宝手表、纺织服装的修复较快，对应的即是如上逻辑。

图表37: 居民就业压力加大、储蓄意愿上升



来源: Wind、国金证券研究所

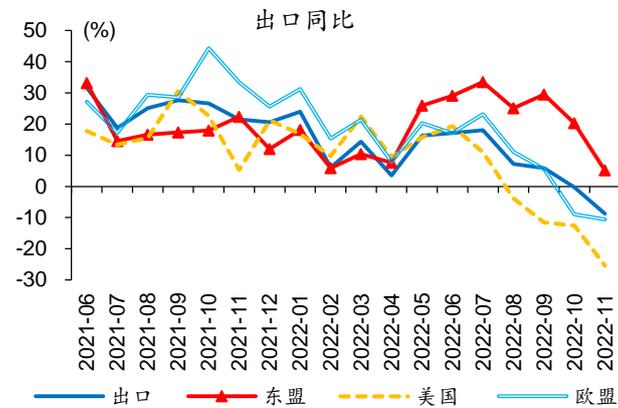
图表38: 2020年疫后, 部分可选和必须消费品修复较快

目录	2019-12	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11	2020-12	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06
<b>必选消费</b>																	
食品饮料	54%	28%	55%	72%	57%	57%	49%	45%	62%	48%	38%	27%	49%	22%	12%	7%	3%
医药健康	45%	24%	49%	28%	26%	72%	32%	76%	70%	69%	69%	62%	73%	23%	16%	13%	11%
家居日用	36%	16%	42%	47%	55%	41%	28%	41%	35%	27%	28%	30%	53%	23%	13%	9%	12%
<b>可选消费</b>																	
家用电器	30%	0%	9%	19%	43%	40%	29%	46%	42%	46%	24%	38%	84%	45%	27%	14%	22%
个人护理	46%	21%	32%	27%	28%	53%	47%	40%	37%	44%	42%	37%	59%	33%	22%	24%	4%
3C数码	22%	12%	25%	17%	27%	22%	20%	14%	14%	16%	23%	27%	29%	17%	16%	9%	32%
化妆品	44%	26%	26%	25%	28%	21%	1%	12%	9%	27%	8%	4%	33%	12%	13%	35%	13%
<b>出行</b>																	
纺织服装	27%	-7%	1%	12%	32%	29%	29%	42%	58%	51%	25%	36%	66%	54%	35%	22%	14%
户外运动	34%	7%	16%	27%	34%	28%	13%	32%	23%	29%	24%	27%	56%	39%	23%	13%	20%
<b>地产&amp;婚庆</b>																	
家具家装	39%	2%	19%	41%	54%	38%	23%	26%	34%	37%	27%	41%	108%	62%	43%	39%	30%
珠宝首饰	4%	17%	38%	52%	47%	45%	34%	5%	42%	72%	53%	46%	71%	31%	22%	21%	5%

来源: 国金数字未来 Lab、国金证券研究所

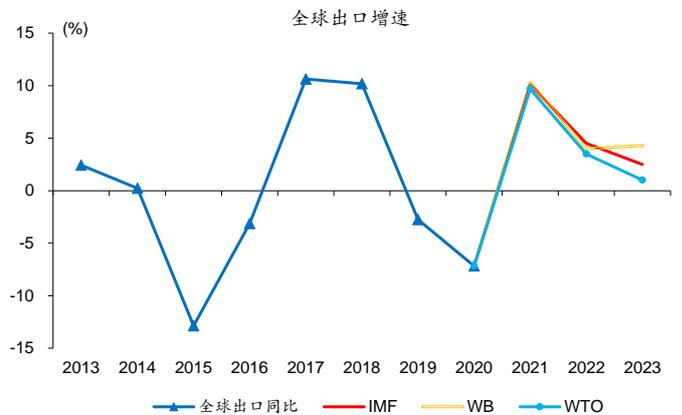
2022年8月以来出口加速回落已成事实;站在眼下展望2023年,出口增速下滑的幅度,或依然是被市场低估的。欧美消费型经济体的衰退程度或存低估,本文后续还会进一步论证;中国的出口份额也会加速“回吐”,进一步拖累出口增速。疫情前两年,海外保需求、国内保供给,导致中国出口份额显著抬升至16%左右;能源价格飙涨下,能源结构的不同,导致内外能源价差拉大,中国的出口竞争优势提升,保证了出口份额持续高位。以上两个前提,分别在2022年3月后、8月后逐步打破。中性情景下,2023年预计全球出口增速0%、中国份额14.5%,对应中国出口增速或下滑5.6%左右,单月两位数负增可能很快见到。

图表39: 中国对主要经济体出口均回落



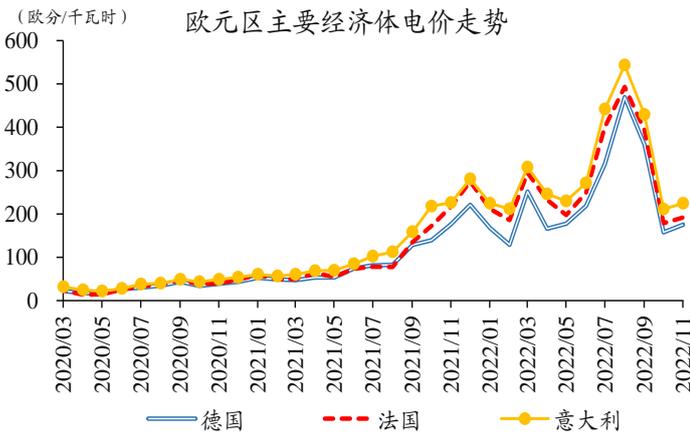
来源: Wind、国金证券研究所

图表40: WTO和IMF均预测2023年全球贸易增长放缓



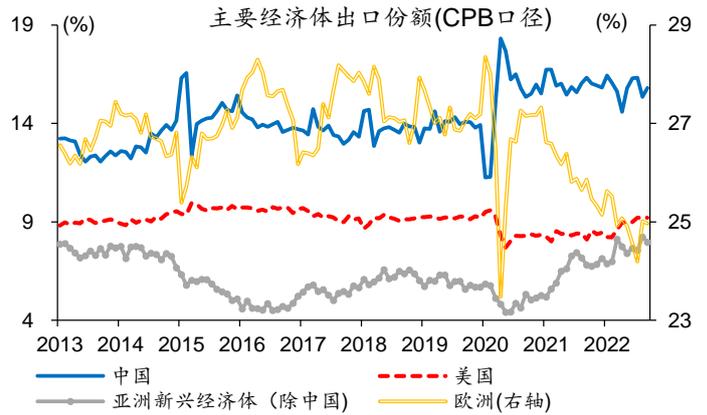
来源: Wind、IMF、WB、WTO、国金证券研究所

图表41：欧洲电价快速攀升



来源：Wind、国金证券研究所

图表42：欧洲出口份额持续下降，中国份额保持高位

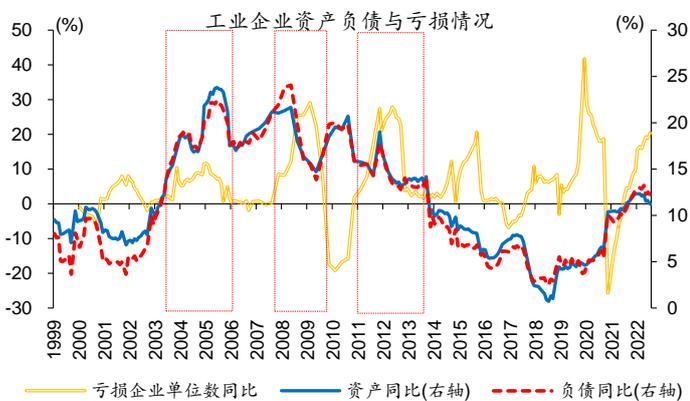


来源：CPB、国金证券研究所

## 2.2 “朱格拉周期”元年：新时代的产业逻辑支撑或存在低估

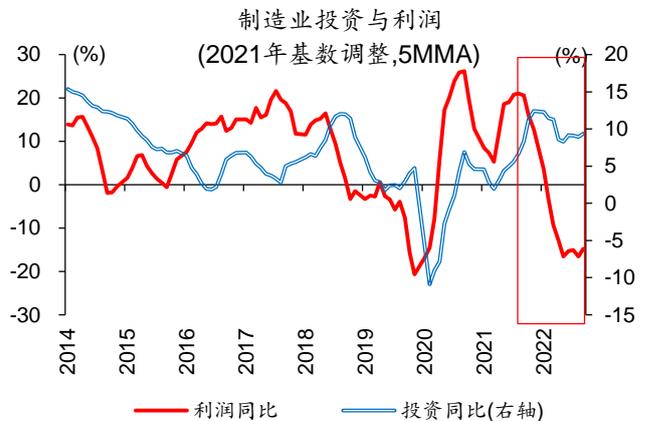
年初以来，“资产负债表衰退”担忧出现，历史经验也在提示我们风险，导致大家对制造业企业的预期非常悲观。经验显示，企业连续两年亏损之后，资产增速会先见顶回落，负债增速紧随其后，2004年、2008年、2012年最为典型；疫情期间，亏损企业数量持续增加。经验显示，利润增速是投资的领先指标，2021年中以来制造业企业利润增速持续回落；在此背景下，制造业投资增速依然强劲，也在提示我们，新时代产业逻辑支持可能被低估。结构性政策的支持是表象，新时代“朱格拉周期”的启动，可能才是最值得重视的。

图表43：随着企业持续亏损，资产负债表增长放缓



来源：Wind、国金证券研究所

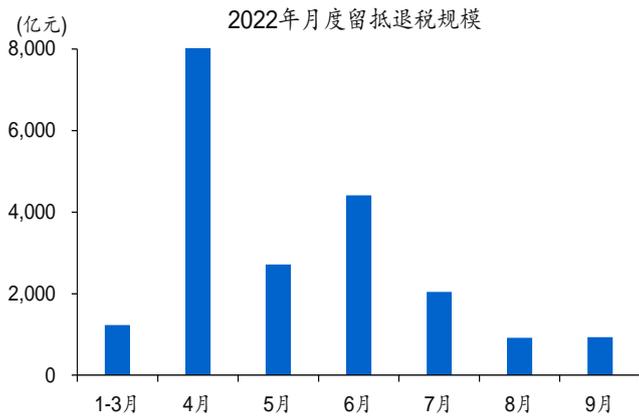
图表44：利润大幅下降，但制造业投资表现强劲



来源：Wind、国金证券研究所

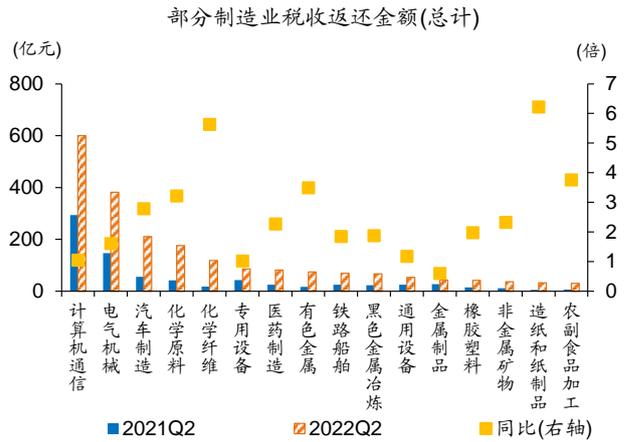
表象来看，逆周期政策有效保护了企业报表：财政端“留抵退税”、货币端“设备更新再贷款”等结构性工具，对现金流量表和资产负债表起到良好保护作用。2022年，“留抵退税”合计规模或超2.3万亿元，对中上游制造业支持尤为明显；主要集中在2季度落地，一定程度缓解了疫情反复对企业带来的冲击(详见《留抵退税“落袋”，企业怎么“花”？》)。结构性货币工具，为企业提供了更好的融资环境，前三季度制造业贷款占比较2021年提升约6个百分点至30%左右；其中，中长期贷款增速30%左右，显著高于疫情前的15%左右，也明显高于其他分项的中长期贷款增速(详见《制造业景气跟踪：来自信贷的视角》)。

图表45: 2022年实施大规模留抵退税



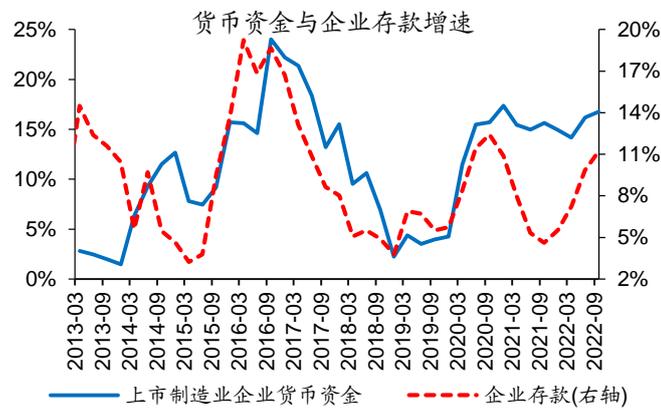
来源: 财政部、国金证券研究所

图表46: 中上游制造业留抵退税返还金额较大



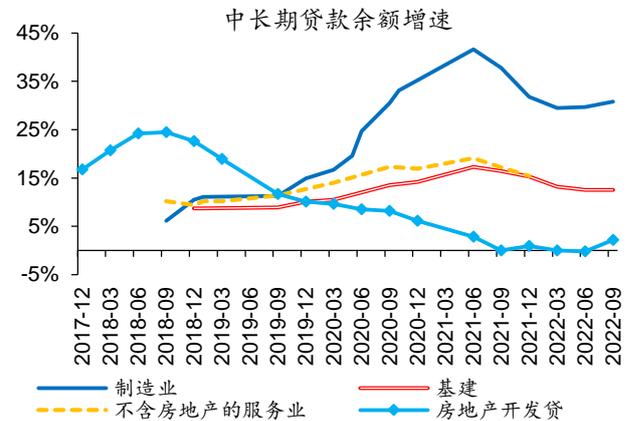
来源: Wind、财政部、国金证券研究所

图表47: 制造业企业保持较高现金流



来源: Wind、国金证券研究所

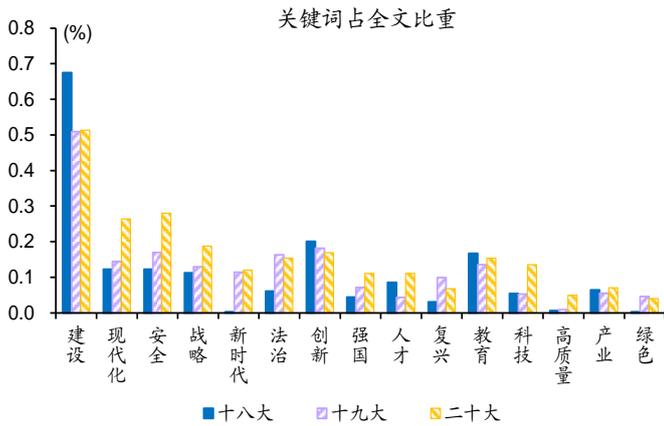
图表48: 近年来, 制造业贷款持续高增长



来源: Wind、中国人民银行、国金证券研究所

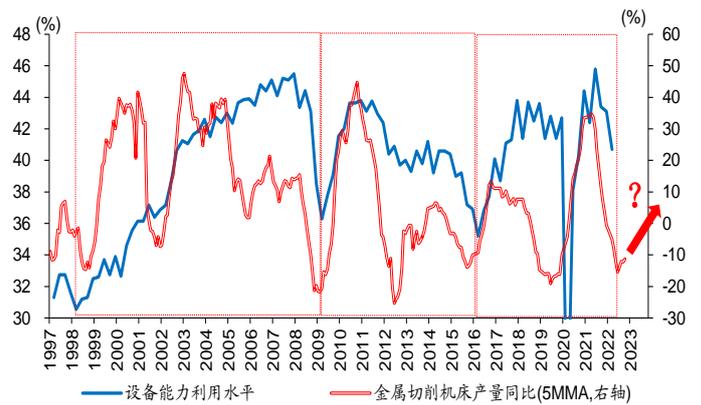
过往“朱格拉周期”核心驱动主要来自需求端,如设备更新需求等,新时代“朱格拉”周期或带有明显供给端特色;制造业或将成为2023年最值得关注的亮点之一。在二十大报告指引下,产业政策与财政金融政策协同发力,加快推进“中国式现代化”。产业转型升级、补链强链等紧迫性提升,或带来新一轮产业投资周期;安全相关产业或率先启动,如上游涉及生产要素安全的产业和中游设备制造国产化、高端化相关产业等,推动制造业加快扩张。2022年3季度末启用的“设备更新再贷款”等工具,实际带动效果尚未充分显现;2023年“累积效应”或加速体现、并形成更广泛的支撑,开启新时代“朱格拉周期”。

图表49：“二十大”对安全的重视度明显提升



来源：新华社、国金证券研究所

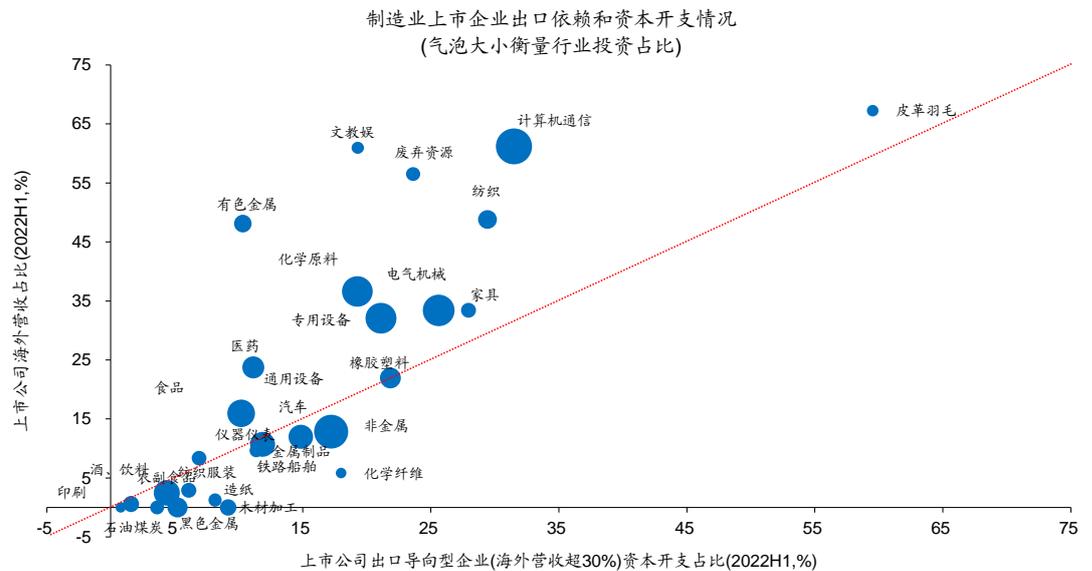
图表50：2023年或开启新时代“朱格拉周期”元年



来源：Wind、中国人民银行、国金证券研究所

出口回落对制造业的拖累，或被新时代“朱格拉周期”下的资本扩张抵消。市场同仁担心出口增速下滑，对制造业投资形成明显拖累，大可不必。近几年，制造业利润与投资的关系有所弱化（如图46），主要源于供给侧政策引导重要性上升，政治周期新起点下，政策力度或进一步加强。出口依赖度高的行业，如计算机、通讯、电子等，在国产替代进程加速的过程中，资本开支或逆势增长。

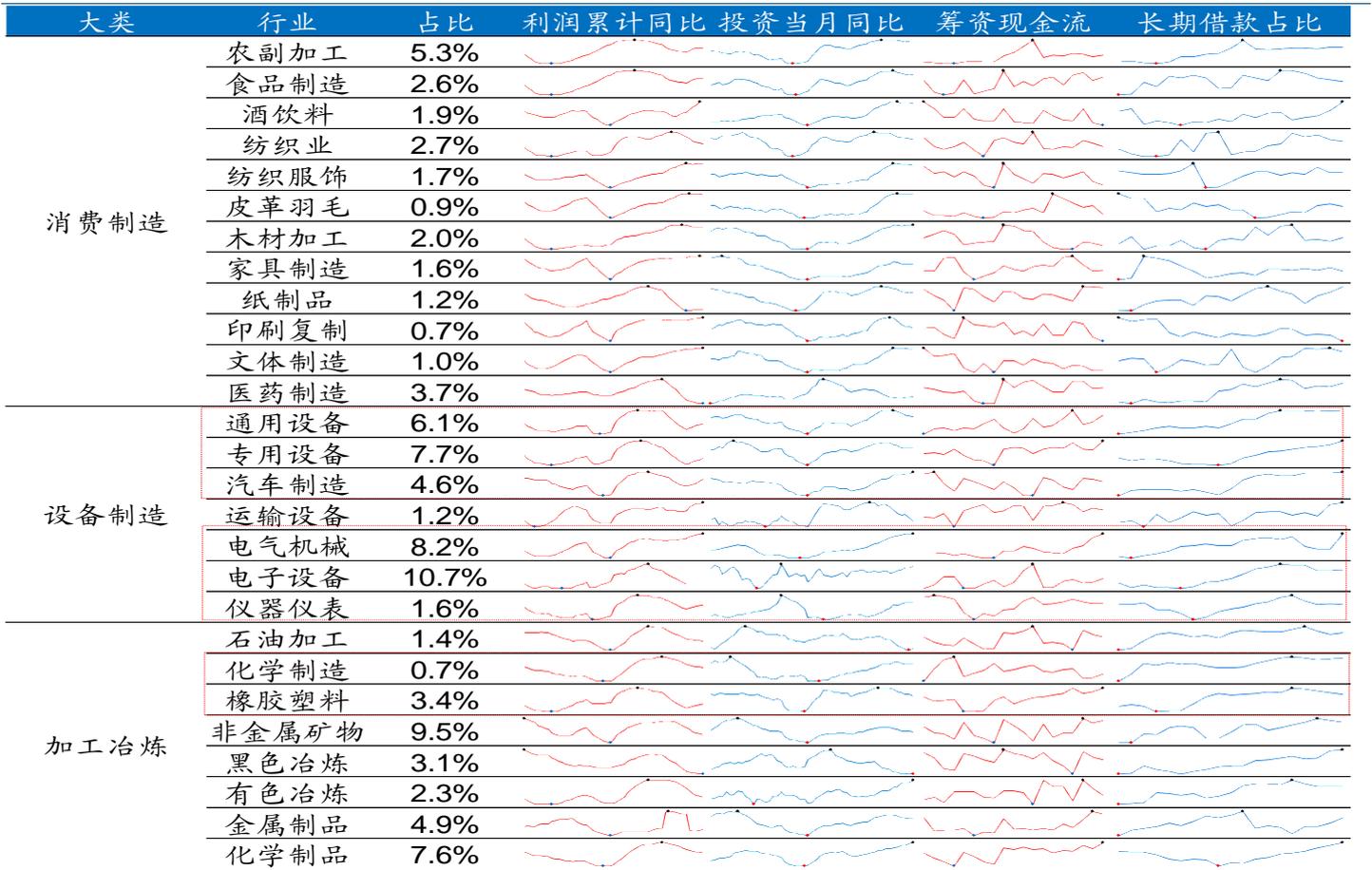
图表51：出口对制造业生产的影响大于资本开支



来源：Wind、国金证券研究所

综合利润和融资表现等来看，三个逻辑链值得关注：1、新时代“朱格拉周期”受益行业，通用设备、专用设备、电子设备、仪器仪表等（占制造业板块的权重约30%）、2、能源安全与能源转型受益行业，包括电气机械、金属、橡胶、汽车制造、化工等（行业权重加总约30%）；3、符合长期转型升级方向，财政金融政策支持下逆势扩张行业，农副加工、食品饮料、酒饮料、纺织服装、纸制品等（行业权重加总约15%）。

图表52: 制造业分行业利润、现金流与投资情况



来源: Wind、国金证券研究所

2023年,或将是新时代“朱格拉周期”元年,财政金融政策的配合上也可能有新的变化(可参见《付息视角,看明年地方债空间》),配合全面推进“中国式现代化”。站在眼下展望未来,无论对于经济还是资本市场都不宜过于悲观,指标预测来看,总量指标弹性有限、结构亮点突出,其中,制造业亮点尤其值得关注。具体预测如下:

图表53: 国内主要指标预测

主要指标	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
GDP 同比(%)	6.9	6.7	6.0	2.2	8.1	2.8	5.5
工业增加值同比(%)	6.6	6.2	5.7	2.8	9.6	3.7	5.6
固定资产投资同比(%)	7.2	5.9	5.4	2.9	4.9	5.6	8.8
基建投资同比(%)	14.9	1.8	3.3	3.4	0.2	11.7	10.0
制造业投资同比(%)	4.8	9.5	3.1	-2.2	13.5	9.0	13.3
房地产投资同比(%)	7.0	9.5	9.9	7.0	4.4	-9.8	-2.0
出口同比(%)	7.9	9.9	0.5	3.6	29.9	7.5	-5.6
社会消费品零售总额同比(%)	10.2	8.8	8.0	-3.9	12.5	-0.5	7.0
CPI 同比(%)	1.6	2.1	2.9	2.5	0.9	2.0	2.3
PPI 同比(%)	6.3	3.5	-0.3	-1.8	8.1	4.3	1.0
社融存量同比(%)	14.1	10.3	10.7	13.3	10.3	9.9	10.9

来源: Wind、国金证券研究所

### 三、经济东升西落，最优资产配置：中国股市+美国债市

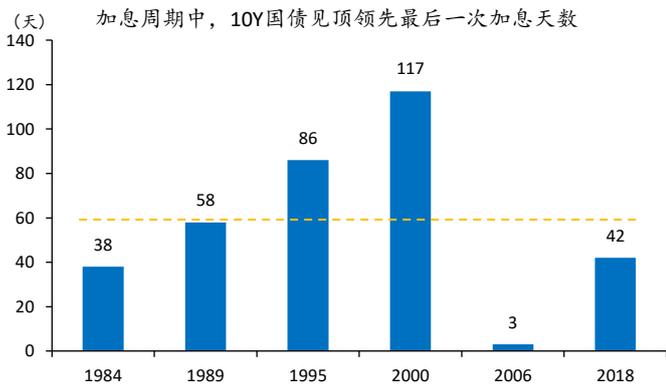
伴随“非经济因素”干扰弱化，2023年“回归”将成宏观关键词；经济“东升西降”，资产配置优选“中国股市”与“美国利率债”。

#### 3.1 海外市场：经济“硬”衰退、货币环境转松

经验显示，美债利率走势领先于政策利率1-2个季度，伴随着加息周期的即将收尾，市场利率顶部确认在即，近期美债市场多头思维兴起，是有历史规律可循的。1982年后，美联储将货币政策中介目标由数量型目标M2增速转向价格型目标货币市场利率；此后的6轮加息周期里，10Y美债收益率多领先政策利率约1-2个季度见顶<sup>2</sup>。近期美国宏观指标“外强中干”的迹象显露，或指向美联储加息操作止步于2023年上半年。随着美国经济衰退程度的逐步加深，海外市场的流动性环境或将再度朝“宽松”转向。

图表54：10年期美债见顶领先最后一次加息交易日数

图表55：10年美债利率领先政策利率1-2个季度见顶



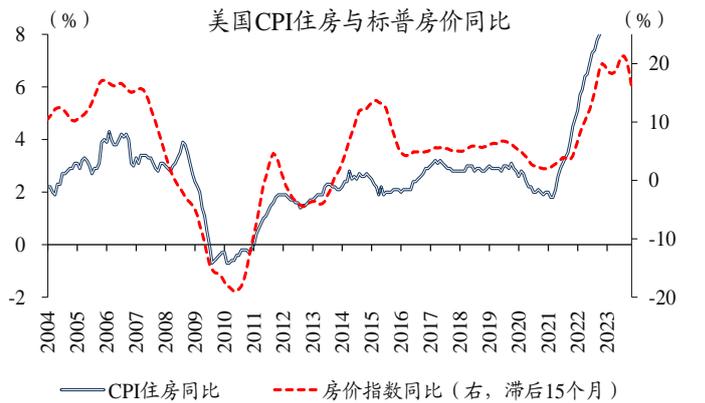
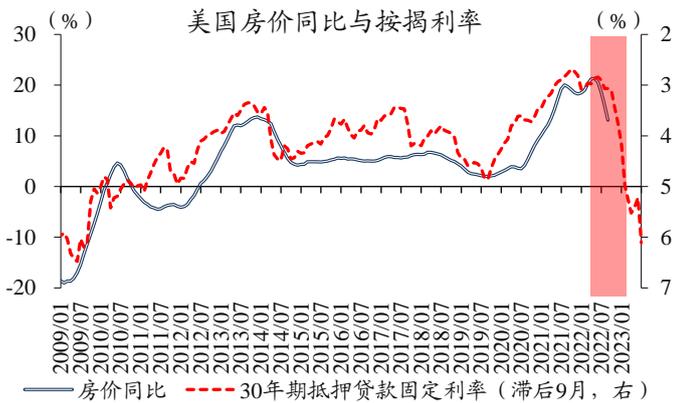
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、Fed、国金证券研究所

物价和就业相关指标的逐一见顶，也意味着加息周期已步入尾声。历史经验显示，房价领先CPI住房约4个季度；房价于2022年初步入顶部区间、年中附近开始回落，意味着CPI住房价格上行风险已明显弱化。薪资增速也已筑顶，其他服务项价格也不具备进一步大幅涨价的基础，CPI通胀有望在2023年上半年持续回落至4%附近。美联储“加息看通胀、降息看就业”的经验规律下，加息终点大概率出现在2023年上半年，政策利率高点或在5-5.25%；降息周期打开的时点，或最早出现在2023年下半年。

图表56：房价增速的顶点已出现

图表57：CPI住房或也接近拐点

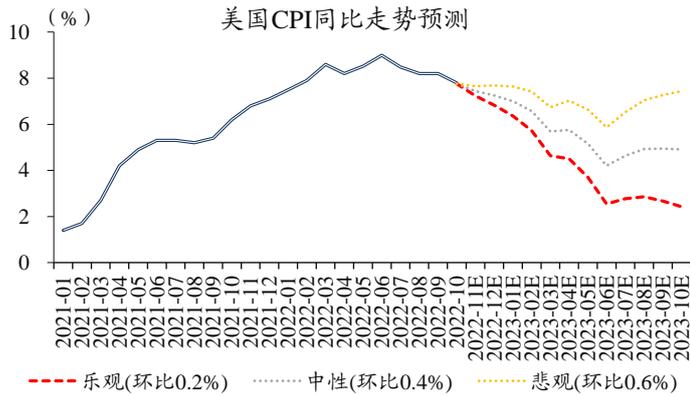


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

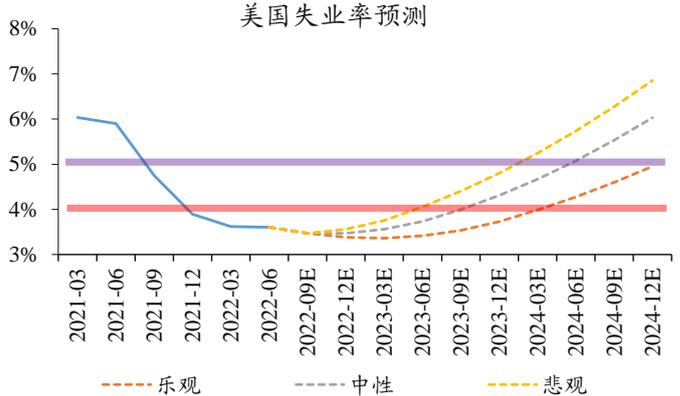
<sup>2</sup> 相对特殊的2006年，在地产风险隐现时加息戛然而止，10Y美债利率与政策利率几乎同步见顶。

图表58: 本轮美国CPI通胀高点已过



来源: Wind、国金证券研究所

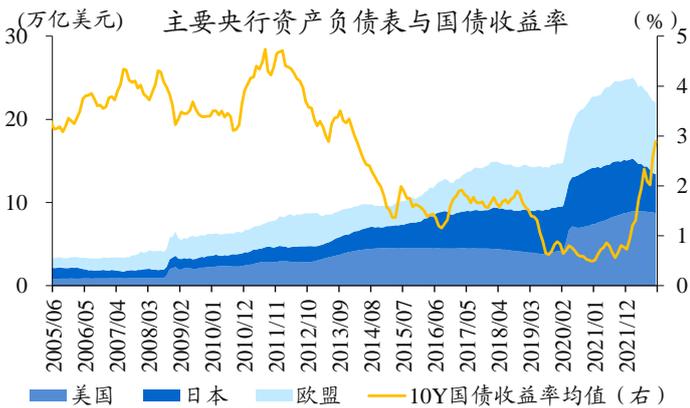
图表59: 美国失业率或在2022年底见底



来源: 美国劳工部、Wind、国金证券研究所

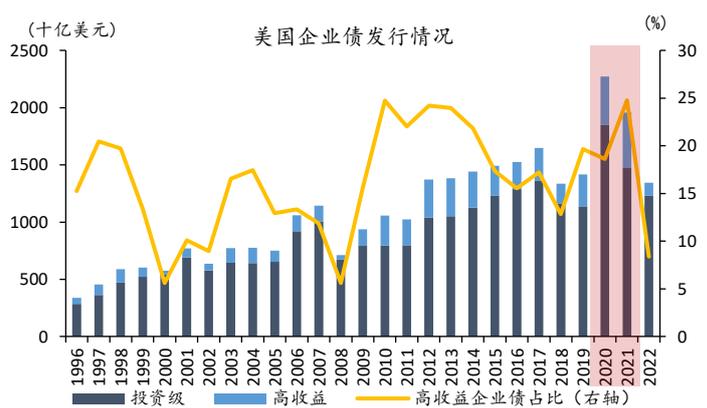
早年持续宽松掩盖了诸多问题，史无前例的加息周期带来的经济问题暴露才刚开始。2008年金融危机之后，主要央行大幅扩表；与此同时，资金成本持续下行鼓励杠杆行为不断推高；然而，持续快速的加息，让长期累积的问题开始暴露。金融危机之后，全球经济增长中枢、通胀中枢、利率中枢出现持续下移，鼓励低效率部门的加杠杆行为。美国为例，表现为投机级债券发行量的不断上升；欧洲则表现为边缘国债务规模的不断膨胀。

图表60: 主要央行持续扩表，遇上利率的快速攀升



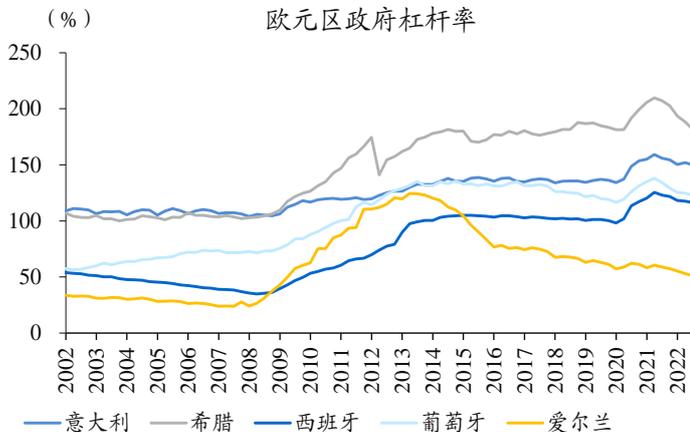
来源: Wind、国金证券研究所

图表61: 过去两年，美国高收益债发行量加快增多



来源: Wind、国金证券研究所

图表62: 欧洲“边缘国”杠杆率大多明显抬升



来源: Wind、国金证券研究所

图表63: 美国投机级信用利差和欧洲国别利差多走阔

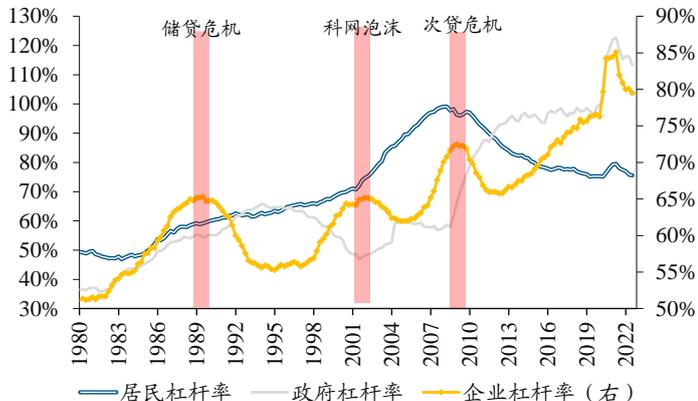


来源: Wind、国金证券研究所

对美国而言，企业杠杆行为“逆转”或在所难免、经济衰退的压力或存“低估”。以史为

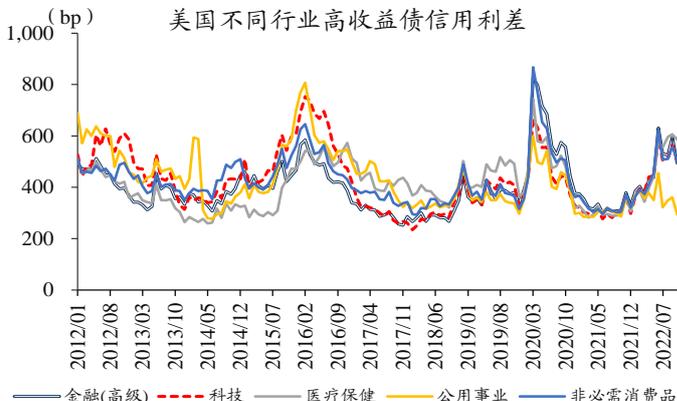
鉴，美国存在 10 年左右出现一次“危机”的周期规律，触发因素多与企业或居民杠杆行为的逆转有关。本轮情形可类比 2000 年前后，但企业杠杆率要高出 10 个百分点、创历史新高。传统周期，企业景气度回落 3-4 个季度即已进入降息周期，本轮已持续回落 1 年，政策还在继续收紧、紧缩效应还在加剧。此外，错位的加息周期，债务偿付压力在正式进入衰退阶段时反而较之前会进一步抬升，财政货币政策应对的及时性、有效性也大打折扣。

图表64：美国企业杠杆率高企



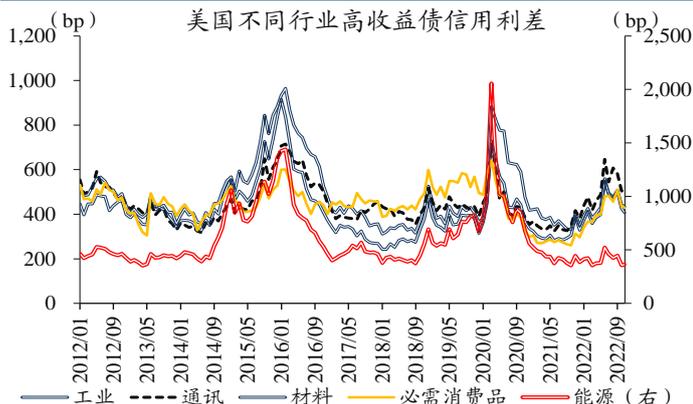
来源：Wind、国金证券研究所

图表65：美国金融、科技等行业高收益债信用利差走势



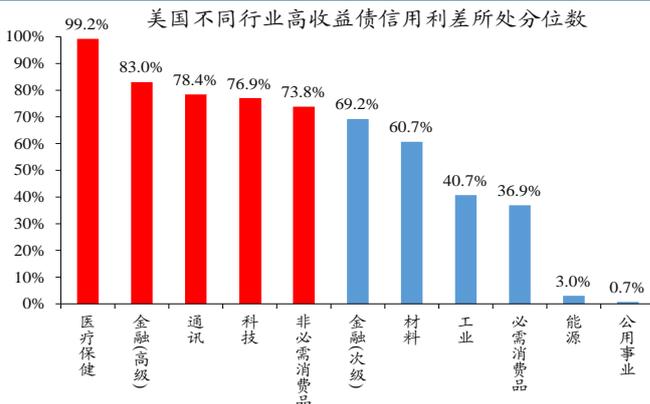
来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表66：美国工业、通讯等行业高收益债信用利差走势



来源：Wind、国金证券研究所

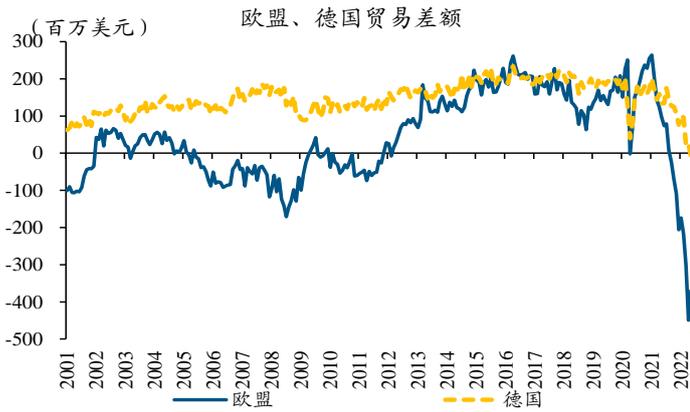
图表67：美国分行业高收益债信用利差所处分位数



来源：Bloomberg、国金证券研究所

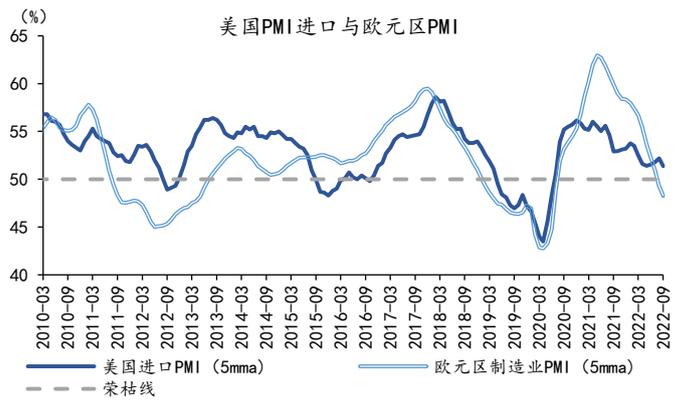
欧洲情况更复杂，有别于过往的三点：1、核心国核心竞争力大幅削弱；2、早在终端需求国收缩之前即已开始走弱；3、民粹主义下，政治经济社会问题容易互相影响。与 10 年前不同，作为欧元区“核心国”的德国、法国本轮也面临着极大挑战。“火车头”德国深受能源危机之苦、30 多年来首现贸易逆差，经济表现尽显疲态、托底能力难比以往；反欧思潮下，法国极右翼实力大幅扩大，或使得财政一体化面临更多阻力。更重要的是，眼下欧元区“边缘国”债务在 2023 年后到期规模大，并且内部成员国持有占比较高，未来债务的不稳定性或将进一步凸显。

图表68: 欧盟、德国先后出现贸易逆差



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表69: 欧元经济景气大幅回落先于美国需求的收缩

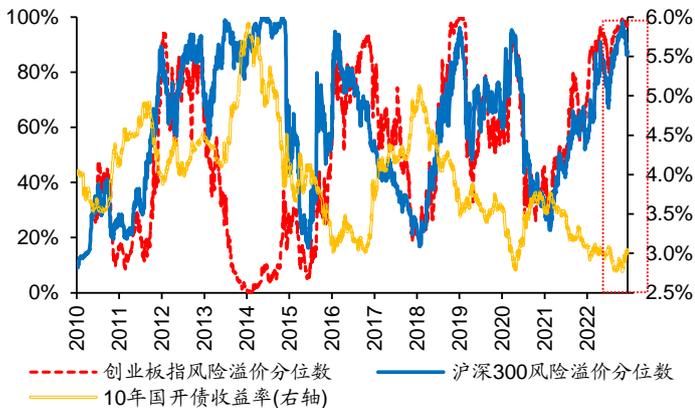


来源: Bloomberg、国金证券研究所

### 3.2 最优配置思路：“中国股市”+“美国债市”

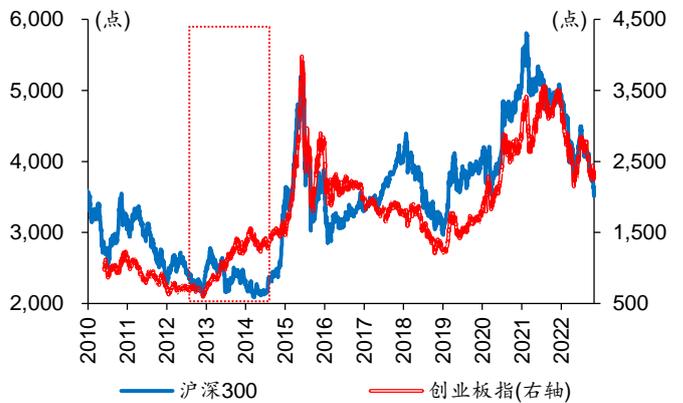
2023年，国内经济回归常态的过程，有利资金风险偏好抬升，大环境“利股不利债”；其中，股市或“先价值后成长”、债市或存阶段性超调风险。历史从不会重演，但2012年之后的宏观环境与市场反应，或可提供一个视角。与彼时相近，当下也存在增速换挡与周期因素“共振”导致的经济超调，股债性价比再次达到历史极高水平；在随后经济回归“新稳态”过程中，资产配置的天平是倾向股票的。需要留意，市场回归基本面的过程中，盈利分化导致的市场表现分化，2013年表现为创业板持续走牛、沪深300震荡走弱。考虑2023年总量经济弹性有限、结构亮点为主，或意味中短期依然是结构性行情为主。

图表70: 当前，股票相对债券性价比处历史极值水平



来源: Wind、国金证券研究所

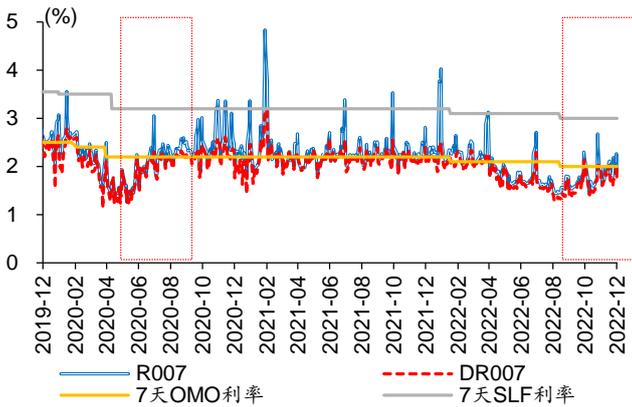
图表71: 2013年，创业板表现明显强于沪深300



来源: Wind、国金证券研究所

国内债市2023年上半年风险集中，四大利空或导致阶段性超调，10Y国债破3.3%概率较大、不排除破3.5%的可能，短期经济“二次探底”阶段可借机调仓、缩短久期。政策底夯实、经济底将现、流动性环境逐步收敛等宏观背景，或导致2023年一二季度之交，债市面临来自基本面的多重压力。稳增长续力带来的债券供给、资金波动等，会阶段性干扰交易行为，在市场“深度”恶化的背景下，加剧市场波动。

图表72: 货币市场利率逐步向政策利率靠拢



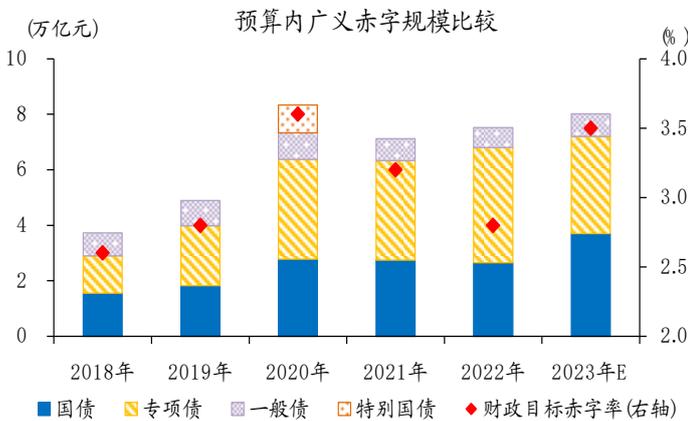
来源: Wind、国金证券研究所

图表73: 随着基本面修复, 债券市场多面临调整



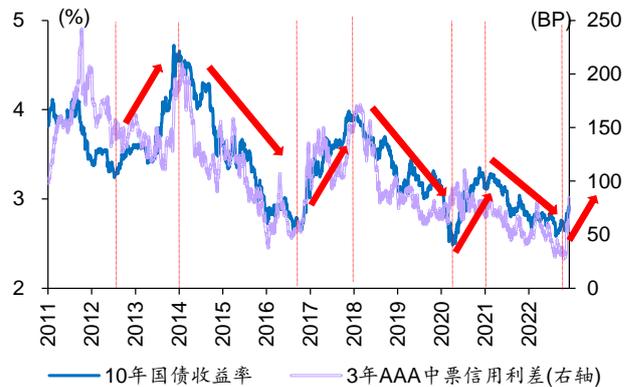
来源: Wind、国金证券研究所

图表74: 2023年, 广义赤字规模或继续扩张



来源: Wind、国金证券研究所

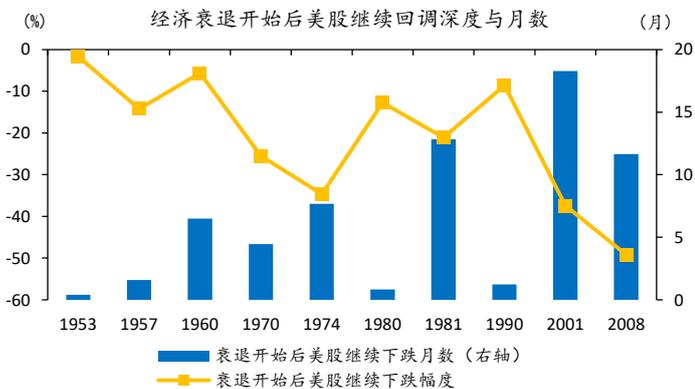
图表75: 经历“长牛”后, 债券“熊市”步伐临近



来源: Wind、国金证券研究所

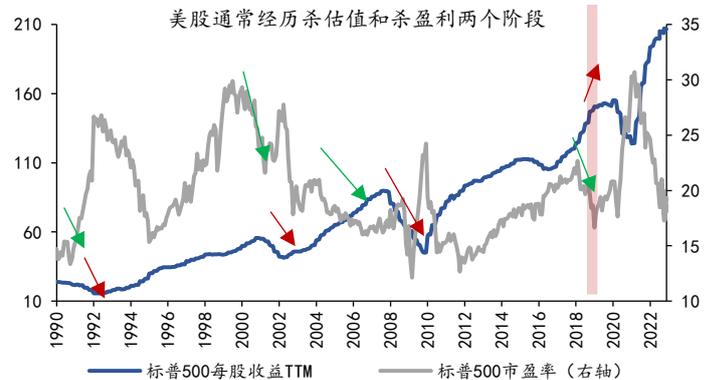
海外市场, 伴随加息周期的收尾, 紧缩交易带来的估值压制减弱、盈利走弱的影响显现, 中短期来看, 市场波动或依然较大。经验显示, 受盈利下滑拖累, 衰退初期的1-2个季度, 美股多仍面临下调风险。经济下行压力下, 生产率下滑、海外收入减少均可能对美股盈利端造成冲击: 1) 历史上看, 非农生产率与EPS走势多为同步指标, 2022年Q2美国非农生产率同比下降2.4%, 已回落至十年低位, 或显示盈利下调仍未结束; 2) 美元的韧性对美股海外收入形成明显侵蚀, 三季度标普500成分股海外收入占比已回落至约31%。

图表76: 经济衰退开始后美股继续回调深度与月数



来源: Wind、国金证券研究所

图表77: 衰退中, 股市通常经历杀估值、盈利两阶段



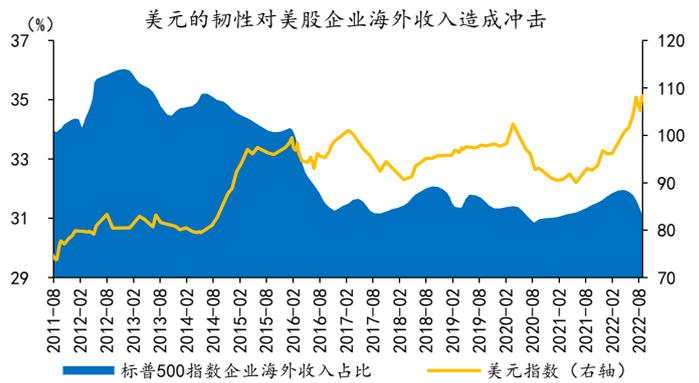
来源: Wind、NBER、国金证券研究所

图表78: 美股企业盈利或仍有一定下修空间



来源: Bloomberg、国金证券研究所

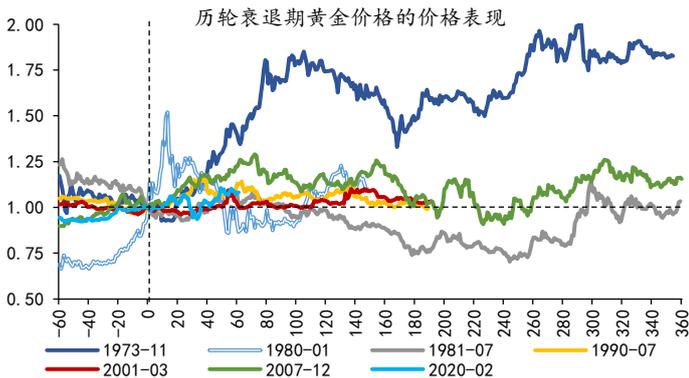
图表79: 美元的韧性对美股企业海外收入造成冲击



来源: Bloomberg、国金证券研究所

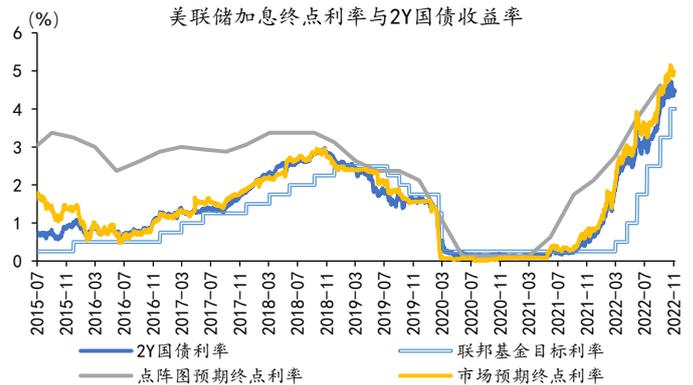
伴随着经济周期的走弱、加息周期的收尾,美国的利率债、类债的黄金等避险资产配置价值越发凸显;同时,海外信用债市场的潜在风险目前市场关注不够。美国利率债成为绝佳的配置品种,其中,截至2022年12月上旬,10Y美债利率依然在3.6%左右、2Y美债利率依然在4.4%左右。黄金阶段性受益两条逻辑支持:货币环境转松、避险情绪驱动。市场关注不够的是美国信用债市场的风险暴露。目前,美国企业债规模创历史新高,经济衰退推高风险溢价、持续加息抬升无风险利率,高收益债违约潮或将爆发。

图表80: 历轮美国经济衰退期, 黄金价格涨多跌少



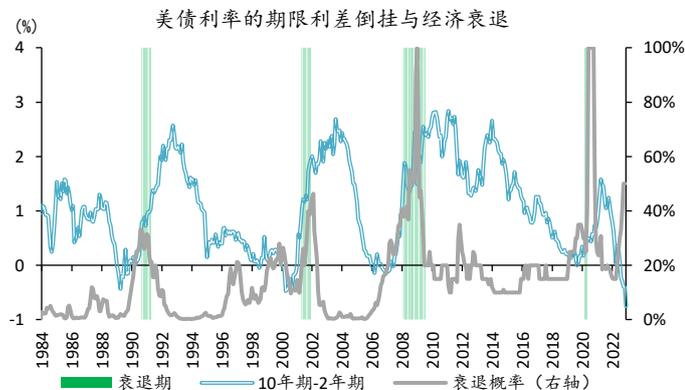
来源: Wind、NBER、国金证券研究所

图表81: 2年期美债利率已基本消化终点利率预期



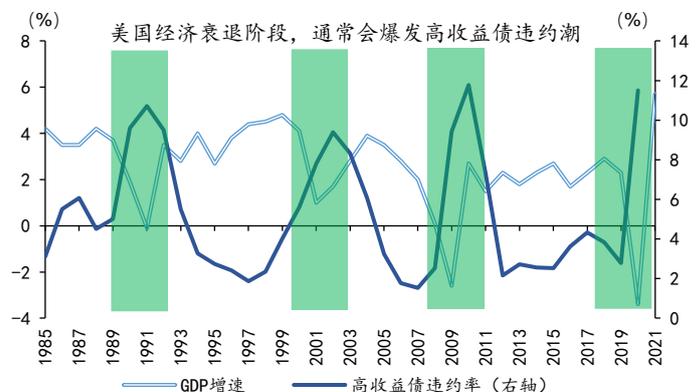
来源: Bloomberg、Wind、国金证券研究所

图表82: 衰退前夕, 美债期限利差趋于回落



来源: Wind、NBER、国金证券研究所

图表83: 美国经济衰退阶段往往会爆发高收益债违约潮



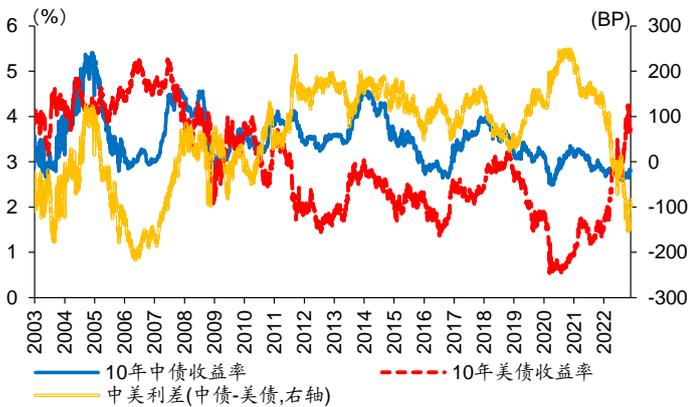
来源: Bloomberg、Wind、国金证券研究所

伴随中美核心指标的“回归”,中美利差也将重新回正。2008年美联储实施量化宽松政策以来,伴随着美债利率中枢的持续下行,中美利差在正常经济周期中均维持正值;仅在2008年等流动性危机暂时推高美债收益率时,中美利差出现过短暂倒挂。截至12月1日,

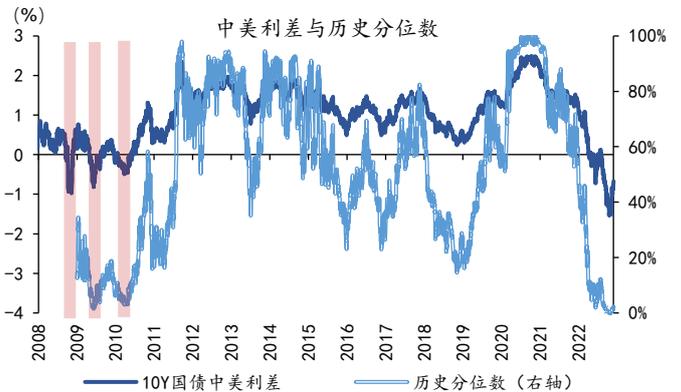
中美利差已倒挂至 67bp，处于正常年份最低水平附近。2023 年，中国基本面、与美国货币环境的回归，将驱动中美利差再度转正，10Y 中美国债利率交错破“3%”将再现。

图表84：中债上行、美债下行或将推动中美利差转正

图表85：近年来，债市呈现典型的“熊短牛长”



来源：Wind、国金证券研究所



来源：Wind、国金证券研究所

经过研究，我们发现：

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

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

3) 2023 年，“非经济因素”干扰会显著减弱，政治新起点下，托底政策“累积效应”或将显现；全年 GDP 增速预计在 5.5% 左右，内需驱动为主。外需拖累严重下，稳增长加码势在必行，投向广义依然“重基建轻地产”、基建“新旧兼备”。传统基建，实际推进或明显改善、区域关注中西部、产业关注交通类；新基建支持下，制造业投资或成最靓丽的宏观指标，地产拖累减弱；消费修复是大势所趋，重点关注企业补偿式需求与居民收入两端消费等，前者弹性或存低估。

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

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

6) 2023 年“回归”之年，资产配置优选“中国股市”与“美国利率债”。国内环境“利股不利债”，股市或“先价值后成长”、全年“N”型走势，债券“熊市”或已开启、阶段性超调或在所难免。基本面等多重因素影响共振下，2023 年 10 年期国债收益率表现，3.3% 或非终点、3.5% 亦有可能。海外市场，权益市场受盈利下修影响中短期或将延续大幅震荡调整，美国利率债、黄金等避险资产配置价值凸显；衰退阶段，高收益债违约潮或现，阶

段性利于避险资产表现。

## 风险提示

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量、疫情反复等拖累稳增长需求释放；房企债务、居民购房意愿等，继续拖累地产投资和销售。
- 2、疫情反复的干扰。疫情反复对线下活动，尤其是消费和服务业的抑制加大。
- 3、海外经济衰退超预期。欧美经济“硬着陆”、债务危机集中爆发等潜在风险，或加剧全球衰退程度和持续时间。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦7楼	地址：中国北京西城区长椿街3号4层	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号 嘉里建设广场 T3-2402