

## 全球正在转向

——2022年11月至12月政策月报

### 核心内容：

**11月以来海外政策进入转折时刻，控制通胀初步见效，应对衰退开始受到关注。**

**2022年中期美国选举国会两院席位全部出炉。**民主党、共和党分获国会参议院和众议院的控制权。拜登政府在未来两年将面临“分裂的国会”。共和党人期待的“红色浪潮”仅仅呈现了“浪花”。2024年美国大选的号角已经吹响。

**G7与欧盟设定俄罗斯原油售价上限，OPEC+延续减产协议。**12月2日七国集团、欧盟决定将俄罗斯原油价格上限设定为每桶60美元。12月4日，OPEC+部长级会议决定延续减产决定：从11月至2023年底，将石油产量每天减少200万桶，约占世界需求的2%，且保留在2023年6月4日下一次会议前进一步行动的选项。

**美国与欧元区通胀压力初步缓解，货币当局放缓加息。**7月以来美国通胀率趋于回落，美联储11月2日加息75个基点，12月14日加息50个基点。市场预期2023年2月加50个基点，3月加25个基点，5月3日停止。欧央行10月27日加息75个基点，12月15日加息50个基点，11月欧元区调和CPI年内首次回落。

**日本央行调整收益率曲线控制（YCC）。**其原因是日元贬值会导致日本贸易行业受损，以及日本国债市场流动性下降。对YCC的调整意味着日央行可能进一步改变对超宽松政策的坚持，2023年3月黑田东彦离任之后将迎来时机。

**国内重点是房地产“三支箭”出台，防疫政策快速优化，中央经济工作会议召开。**

**中央经济工作会议召开。**2023年经济工作要以提振信心为入手点，主要包括四类政策措施和五项重点工作。其中要点包括加大宏观政策调控力度，积极财政政策加力提效，保持必要支出强度，稳健货币政策精准有力，保持流动性合理充裕；加强各类政策协调配合，着力扩大内需，把恢复和扩大消费摆在优先位置；大力发展数字经济、支持平台企业大显身手；确保房地产市场平稳发展。

**防疫政策快速优化。**11月11日“二十条”出台，12月7日“新十条”出台，各核心城市快速进入群体免疫。按照国际经验，“闯关”过程可能要2个季度左右。

**支持房企信贷融资、债券融资、股权融资的“三支箭”出台。**是年内房地产政策的第四次发力。按照经验，政策到销售端时滞3个季度，到投资端时滞5个季度。

**宏观政策待时而动。**11月以来货币政策仅有降准25BP，财政收入虽然有所恢复但支出增速边际下降。当前国内正处于疫情“闯关”期，同时出口下行，逆周期力度有必要进一步增加。政策执行层面，汇率与通胀压力可控，但疫情“闯关”可能影响政策执行，不但增加时滞，反而导致短期通胀。

**产业政策主要关注扩大内需，以及数字经济、乡村振兴、现代物流、职业教育等。**

**风险提示：全球经济衰退、疫情持续期加长**

### 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：S0130522110001

特别感谢：于金潼

## 目 录

<b>一、全球形势观察</b> .....	<b>3</b>
(一) 美国中期选举两院席位全部出炉, 2024 年总统大选吹响号角.....	3
(二) G7 与欧盟设定俄罗斯原油售价上限, OPEC+延续减产协议.....	3
(三) 美国与欧元区通胀压力初步缓解, 货币当局放缓加息.....	4
(四) 日本央行调整 YCC, 政策目标可能进一步调整.....	4
(五) 中美审计监管合作取得成效, 中概股退市风险基本解除.....	5
<b>二、宏观政策分析</b> .....	<b>5</b>
(一) 中央经济工作会议.....	5
(二) 疫情防控措施进一步优化.....	5
(三) 房地产“三支箭”出台.....	6
(四) 货币政策执行: 贷款与社融增速持续下行, 降息必要性上升.....	6
(五) 财政政策执行: 收入逐步修复, 但支出边际降速.....	7
<b>三、产业政策动态</b> .....	<b>7</b>
(一) 《“十四五”扩大内需战略实施方案》.....	7
(二) 构建数据基础制度的“数据二十条”.....	7
(三) 乡村振兴、职业教育、现代物流.....	8

## 一、全球形势观察

### (一) 美国中期选举两院席位全部出炉，2024 年总统大选吹响号角

中新社 12 月 19 日电：随着 12 月初佐治亚州的决选结果产生，2022 年美国中期选举国会两院席位终于全部出炉。民主党、共和党分获国会参议院和众议院的控制权，其中参议院中，民主党 51 席、共和党 49 席；而众议院中，共和党 222 席、民主党 213 席。目前特朗普已正式宣布参与总统竞选。拜登也已经表示有意参选。2024 年总统大选的号角已经吹响。

**民主党：**拜登政府在未来两年将面临“分裂的国会”，在国会通过重大立法难度加大。但总体来看，民主党保住参议院、在众议院“小输”的结果属于“意外之喜”。据美国布鲁金斯学会统计，此次中期选举是 88 年以来总统第一任期内执政党表现最好的一次。

**共和党：**共和党人所期待的“红色浪潮”仅仅呈现了“红色浪花”。在 40 个关键席位的争夺中，特朗普支持的候选人胜率仅为 40%。共和党内部正在商议就竞选策略做出调整，Marit 调查显示 54% 的共和党人认为应该推出新人参加大选。

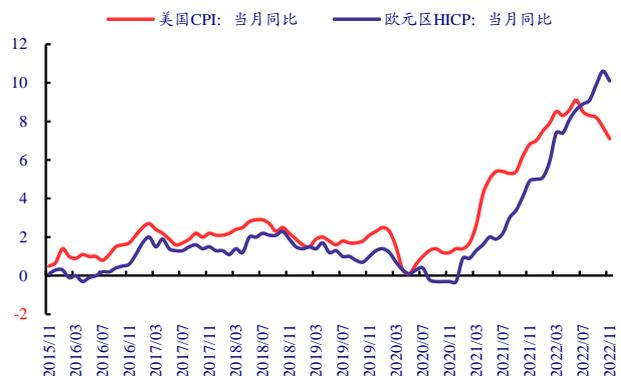
### (二) G7 与欧盟设定俄罗斯原油售价上限，OPEC+ 延续减产协议

12 月 2 日，七国集团、欧盟决定将俄罗斯原油价格上限设定为每桶 60 美元。如果俄罗斯向第三方国家出售的原油价格高于每桶 60 美元，那么欧盟和七国集团的企业将禁止为俄罗斯原油运输提供保险、金融等服务。俄罗斯可能小幅减少石油产量。

12 月 4 日，OPEC+ 部长级会议决定延续 10 月会议上的决定，即从 11 月至 2023 年底，将石油产量每天减少 200 万桶，约占世界需求的 2%。同时在会后声明中表示，为稳定原油市场的平衡，未来可能会采取额外措施以适应市场发展，亦即在 2023 年 6 月 4 日下一次 OPEC+ 部长级会议之前就会面并采取行动。

图 1：11 月以来国际油价延续下行，但工业金属出现反弹

图 2：7 月以来美国 CPI 连续下降，11 月欧元区 HICP 首次回落



资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

### (三) 美国与欧元区通胀压力初步缓解，货币当局放缓加息

#### 1. 美联储年内第7次加息，幅度放缓至50个基点

11月2日美联储加息75个基点，12月14日加息50个基点，联邦基金利率目标升至4.25%-4.50%，同时量化紧缩继续执行。目前市场对美联储加息的预期是2023年2月加50个基点，3月加25个基点，5月3日停止，联邦基金利率目标最终到达5.00%-5.25%。今年以来美联储总共加息7次，累计幅度425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、12月14日50BP)。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。

#### 2. 欧央行年内第4次加息，幅度放缓至50个基点

12月15日欧央行加息50个基点，主要再融资利率上升至2.50%；同时将从2023年3月开始缩减资产购买计划。今年欧央行已经加息4次，累计幅度250个基点(此前三次为7月21日50BP、9月8日75BP、10月27日75BP)。11月，欧元区调和CPI(HICP)同比10.1%(前值10.6%)，出现了年内首次回落，核心HICP持平前值5.0%。此外，欧元区PPI已经从8月的峰值43.4%开始连续回落，作为领先指标也显示欧元区通胀压力有所缓解。

图3: 11月以来美国长端利率回落，短端利率也逐步见顶

图4: 10月以来美元指数持续回落，美元兑日元汇率也反弹



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

### (四) 日本央行调整YCC，政策目标可能进一步调整

12月20日，日本央行发布政策声明，将日本10年期国债收益率波动上限调升至0.5%，高于此前0.25%的波动区间上限，以增强宽松货币政策的可持续性。此外增加每月债券购买规模，从目前计划的7.3万亿日元增加到9万亿日元。

**日央行调整YCC的原因：**一是今年日元大幅贬值，导致日本贸易行业受损；二是YCC导致日本国债市场流动性下降(日央行无限量购入国债以实现利率目标区间，使得日央行成为日本国债市场中持有比例超过50%的“唯一玩家”)；扩大资产和国债购买规模也是为了应对央行以外的投资者对日本国债的抛售，以稳定市场预期。

**日央行调整 YCC 的影响：**作为负利率的“最后守望者”，日央行货币政策边际转向，使国际市场担心能通过日元拆借得到的流动性可能减少，因此会对金融资产价格形成短期冲击。同时，市场预期美联储将在 2023 年逐渐退出加息进程，此时日本货币政策边际转向，会强化美日利差缩小的预期。日元虽然难以回到疫情前的中枢，但会有短期的反弹。最后，对 YCC 的调整可能意味着日央行将在 2023 年改变对超常规宽松政策的坚持，2023 年 3 月黑田东彦的离任可能是公布更大变化的合适时机。

### （五）中美审计监管合作取得成效，中概股退市风险基本解除

12 月 15 日，美国公众公司会计监督委员会（PCAOB）发布报告，确认 2022 年度可以对中国内地和香港会计师事务所完成检查和调查，撤销 2021 年对相关事务所做出的认定。中美审计监管合作取得初步成效，中概股的退市风险基本解除。自 8 月 26 日中国证监会、财政部与美国 PCAOB 签署中美审计监管合作协议以来，双方对相关会计师事务所的检查和调查活动已纳入双边监管合作框架。

## 二、宏观政策分析

### （一）中央经济工作会议

2023 年经济工作以提振信心为入手点，主要包括四类政策措施和五项重点工作。其中的要点包括从改善社会心理预期、提振发展信心入手；加大宏观政策调控力度，积极的财政政策加力提效，保持必要的支出强度，稳健的货币政策精准有力，保持流动性合理充裕；着力扩大内需；大力发展数字经济，支持平台企业大显身手；确保房地产市场平稳发展等。

图 5：思维导图：2022 年 12 月 15 日至 16 日中央经济工作会议精神



资料来源：共产党员网，中国银河证券研究院

### （二）疫情防控措施进一步优化

11月11日优化疫情防控措施“二十条”出台，12月7日优化疫情防控“新十条”出台。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。但参考2020年至2021年的经验，预计2023年二季度消费终将迎来困境反转时刻：2020年社会消费品零售额同比下降3.9%，2021年疫情得到控制后反弹至+12.5%，两年平均增长+4.0%；假设2022至2023年的平均增速也能接近+4.0%，那么2023年社会消费品零售总额增速将会反弹至+8.0%左右。

### （三）房地产“三支箭”出台

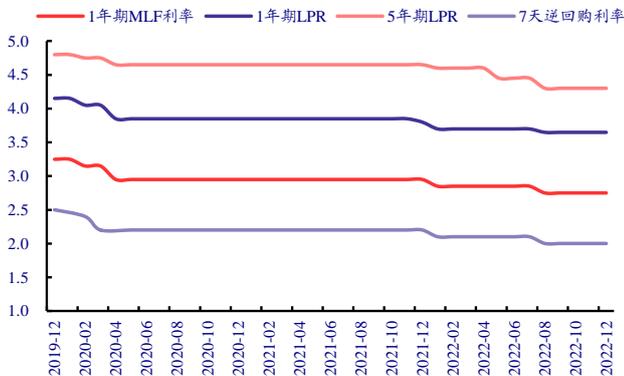
**今年金融纾困房地产政策四次发力：**第一是5月中下旬，LPR调降15BP、首套房贷利率下限降至LPR-20BP；第二次是8月中下旬，LPR再调降15BP，“保交楼”措施出台；第三次是9月30日，实施差别化房贷利率政策、换购住房个税退税、首套个人住房公积金贷款利率调降0.15个百分点。第四次是11月，支持房企信贷、债券、股权融资的“三支箭”出台。

**政策效果预测：**参考2014年9月30日的房地产促进政策，住宅销售面积在2015年5月实现转正，时滞约3个季度；同时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指导2016年才开始出现回升，时滞约5个季度。本次政策时滞可能更长、斜率更低——不同之处在于，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；但当前政策还没有这样的效果。

### （四）货币政策执行：贷款与社融增速持续下行，降息必要性上升

11月以来货币政策仅有降准25BP，没有调降利率。当前国内经济趋于下行，主要城市正经历疫情“闯关”，同时出口增速已经降至负值，逆周期力度有必要进一步增加。而货币政策的实施可能有以下三个方面考虑。一是外部压力。目前美联储加息节奏放缓，对新兴经济体金融账户资金外流的压力有所缓解；二是政策时滞。目前主要城市正经历“疫情闯关”，生产有阶段性停滞的现象，此时政策执行存在时滞，反而会加剧通胀；三是远期通货膨胀。人民银行11月16日发布《三季度货币政策执行报告》，提出“要警惕未来通胀反弹压力”。目前前瞻性指标显示猪周期即将进入下行区间，虽然房地产市场修复与消费困境反转可能引发服务项价格上行，但通胀压力总体可控——预测2023年CPI均值2.6%，峰值3.0%。

图 6：11 月以来货币政策操作没有调降利率



资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

图 7：人民币贷款和社会融资仍然低迷



资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

### (五) 财政政策执行：收入逐步修复，但支出边际降速

**公共财政账户：**1-11月全国公共财政收入18.55万亿元，同比-3.0%（前值-4.5%），降幅进一步收窄。其中，税收收入15.28万亿元，同比-7.1%（前值-8.9%），非税收入3.27万亿元，同比+22.2%（前值+23.2%）。1-11月全国公共财政支出22.73万亿元，同比+6.2%（前值+6.4%），维持4月以来的5.9%至6.4%区间。

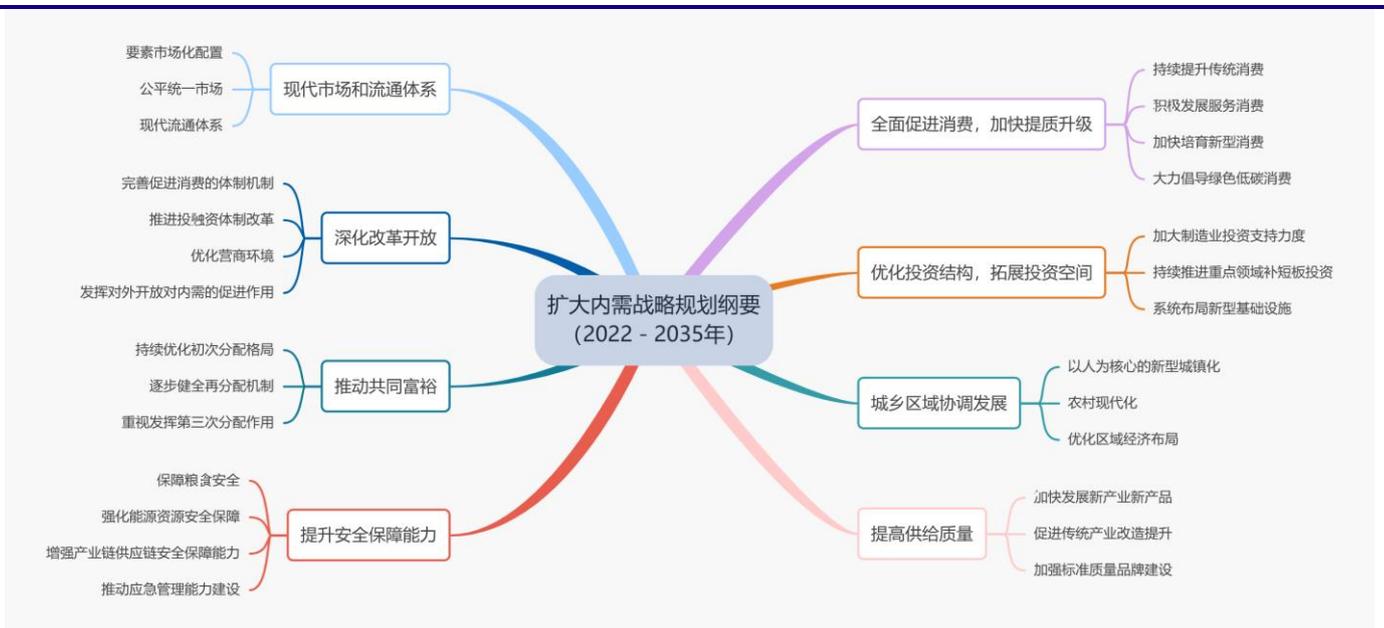
**政府性基金账户：**1-11月，全国政府性基金收入6.02万亿元，同比-21.5%（前值-22.7%），其中国有土地使用权出让收入5.12万亿元，同比-24.4%（前值-25.9%）。1-11月，全国政府性基金支出9.60万亿元，同比+5.5%（前值+9.8%），自7月以来出现加速回落趋势。

## 三、产业政策动态

### (一) 《“十四五”扩大内需战略实施方案》

12月14日消息，中共中央、国务院近日印发《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》，以促进“十四五”时期的消费与投资，实现内需规模新突破。其中重点任务主要是针对中长期的堵点难点，特别是有效供给能力不足、分配差距较大、流通体系现代化程度不高、消费体制机制不健全、投资结构仍需优化等。主要工作里面，全面促进消费、拓展投资空间是重中之重。

图8：思维导图：中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》的八项重点工作



资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

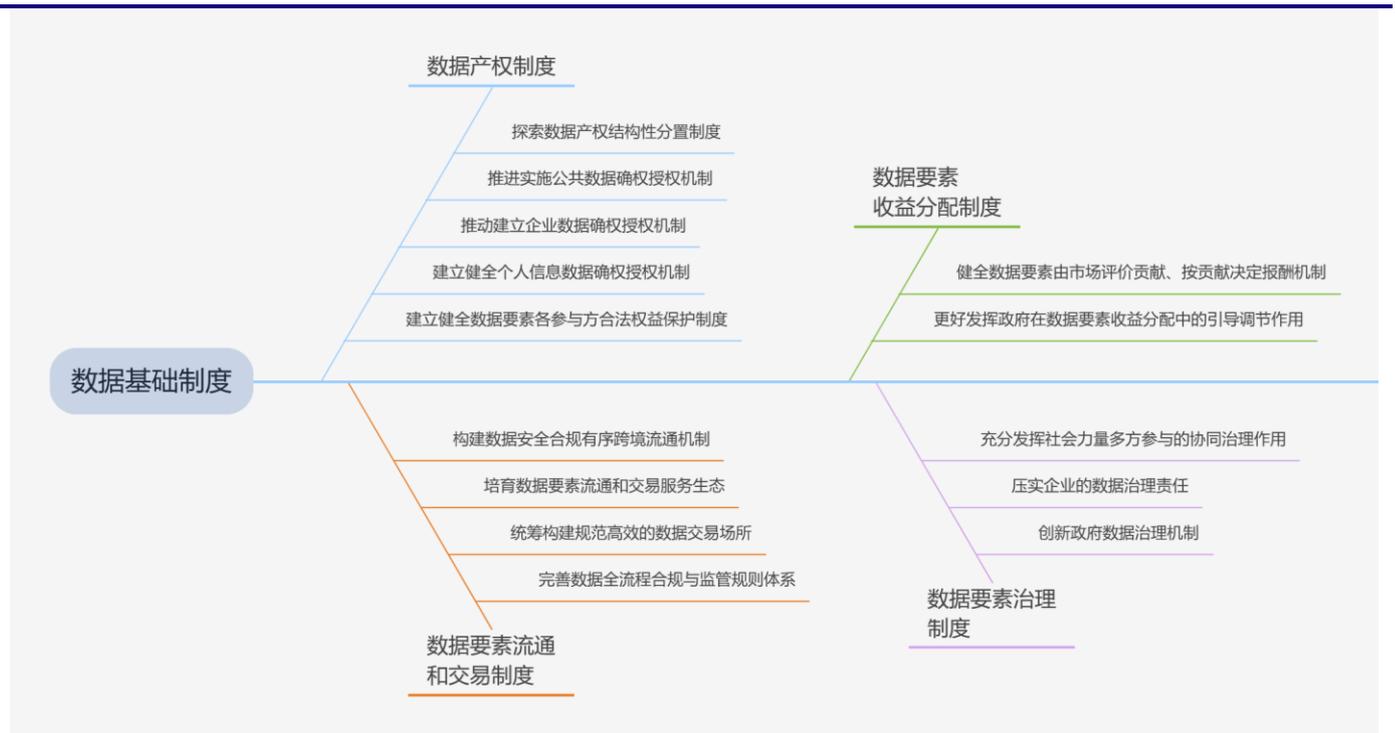
### (二) 构建数据基础制度的“数据二十条”

12月19日消息，中共中央、国务院于12月2日发布《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》。下一阶段数据基础制度建设的重点工作包括：1.建立保障权益、合规

使用的数据产权制度；2.建立合规高效、场内外结合的数据要素流通和交易制度；3.建立体现效率、促进公平的数据要素收益分配制度；4.建立安全可控、弹性包容的数据要素治理制度。

其中，**数据产权结构性分置制度是最基础性的制度**。“数据二十条”要求“建立公共数据、企业数据、个人数据的分类分级确权授权制度。根据数据来源和数据生成特征，分别界定数据生产、流通、使用过程中各参与方享有的合法权利，建立数据资源持有权、数据加工使用权、数据产品经营权等分置的产权运行机制”。

图 9：思维导图：《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》



资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

### （三）乡村振兴、职业教育、现代物流

12月23日至24日中央农村工作会议召开，强调全面推进乡村振兴、加快建设农业强国。此前在12月13日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《乡村振兴责任制实施办法》。要求省市县乡村五级书记抓乡村振兴，并部署部门责任、地方责任、社会动员、考核监督、奖惩等实施办法。

12月21日，中共中央办公厅、国务院办公厅近日印发《关于深化现代职业教育体系建设的意见》。主要目标是切实提高职业教育的质量、适应性和吸引力，培养更多高素质技术技能人才、能工巧匠、大国工匠。战略任务包括三项，分别是探索省域现代职业教育体系建设新模式、打造市域产教联合体、行业产教融合共同体。

12月15日，国务院办公厅公布5月17日成文的《“十四五”现代物流发展规划》。提出到2025年，基本建成供需适配、内外联通、安全高效、智慧绿色的现代物流体系。

图表目录

图 1: 11 月以来国际油价延续下行, 但工业金属出现反弹 .....	3
图 2: 7 月以来美国 CPI 连续下降, 11 月欧元区 HICP 首次回落 .....	3
图 3: 11 月以来美国长端利率回落, 短端利率也逐步见顶 .....	4
图 4: 10 月以来美元指数持续回落, 美元兑日元汇率也反弹 .....	4
图 5: 思维导图: 2022 年 12 月 15 日至 16 日中央经济工作会议精神 .....	5
图 6: 11 月以来货币政策操作没有调降利率 .....	6
图 7: 人民币贷款和社会融资仍然低迷 .....	6
图 8: 思维导图: 中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要 (2022 - 2035 年)》的八项重点工作 .....	7
图 9: 思维导图: 《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》 .....	8

## 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，本报告清晰准确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