

宏观报告：2023年宏观经济年度报告

2023年1月4日



中航证券有限公司

AVIC SECURITIES CO., LTD.

转折之年：且听风吟，静待花开

2023年宏观经济展望

符旻 分析师
SAC执业证书：S0640514070001
联系电话：010-59562469
邮箱：fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC执业证书：S0640520030001
联系电话：010-59219572
邮箱：liuqd@avicsec.com

刘倩 研究助理
SAC执业证书：S0640122090025
联系电话：010-59562515
邮箱：liuqian@avicsec.com

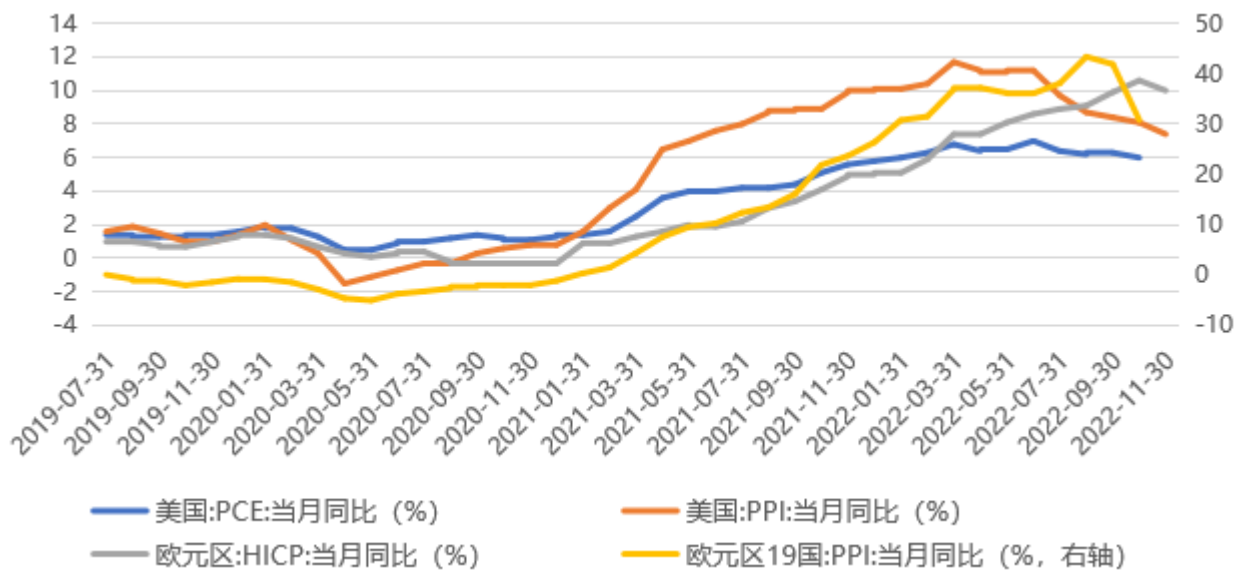
- 1. 美国通胀已经见顶，但美国高薪资增速仍具韧性，会制约通胀回落速度。
- 2. 美联储快速加息压制需求，多项指标反映经济动能持续衰减，2023年全球经济走弱已成为市场共识。
- 3. 2023年美联储关注焦点会从通胀逐步切换至经济，计价美联储政策逐步转鸽有望成为2023年的资本市场重要主线。
- 4. 日本央行放宽十年期国债收益率波动范围引发市场担忧，我们认为日央行大幅转向收紧尚不足以作为2023年的基本假设。
- 5. 俄乌和谈曙光初现，但双方分歧的调和与和谈的达成可能需要双方付出更大的战争成本或外部力量的强力介入干预才能实现。
- 6. 我国外部形势严峻，安全问题日益突出，中美关系博弈是长期性的，缓和或只是阶段性的。
- 7. 全球经济走弱预期下，2023年我国出口面临严峻的形势，预计美元计价全年出口同比下滑6%左右，月度增速可能持续为负。
- 8. 疫情防控放开解除了疫情与经济的强关联性，2023年我国经济进一步复苏的趋势较为明确，但短期内大量居民感染将继续对经济产生阶段性的抑制，同时需要警惕疫情是否会对我国劳动力市场造成长期影响。

- 9. 防控放开后的报复性消费不具有持续性，主要影响的是消费节奏，持续三年的疫情对居民就业和收入的影响短期内无法弥补，这决定了2023年消费复苏的力度不会很强。预计2023年消费增速回升至8%左右。
- 10. 房地产政策调控已划清了上下边界，“三支箭”令房企融资环境明显改善，销售端尚未见明显起色，但后续环比改善概率较高，预测2023年房地产开发投资增速有望回升至5%左右，对GDP增速的拖累效应明显降低。
- 11. 财政政策将继续在基建投资和税费补贴等方面发力，赤字率目标有望升至3%，节奏上维持前置发力。
- 12. 住户贷款是2022年宽信用的主要拖累因素，2023年随着疫情防控放开和房地产利好政策持续积累，预计居民部门信贷有望改善并带动宽信用进程向前迈进。
- 13. 2023年国内货币政策的外部约束降低，内部约束权重提升，货币政策需在稳增长和防风险之间保持动态平衡。政策应重点放在推动宽货币向宽信用的转化，央行或将降准以提供货币支持，一季度降准可期。央行进一步降息需要考虑对人民币汇率的影响，相对于降准，央行在降息上或将更为谨慎。
- 14. 预计2023年经济总体修复，全年GDP有望达到4.5%-5%之间。节奏上看，2022年Q2和Q4的低基数，对应2023年Q2和Q3形成同比高点，全年GDP震荡上行。
- 15. 预计2023年我国CPI同比会在2.5%左右，PPI同比在0左右，总体上看通胀压力有望维持温和。

美欧通胀顶部已现，能源、食品价格涨幅最高，服务价格最具韧性

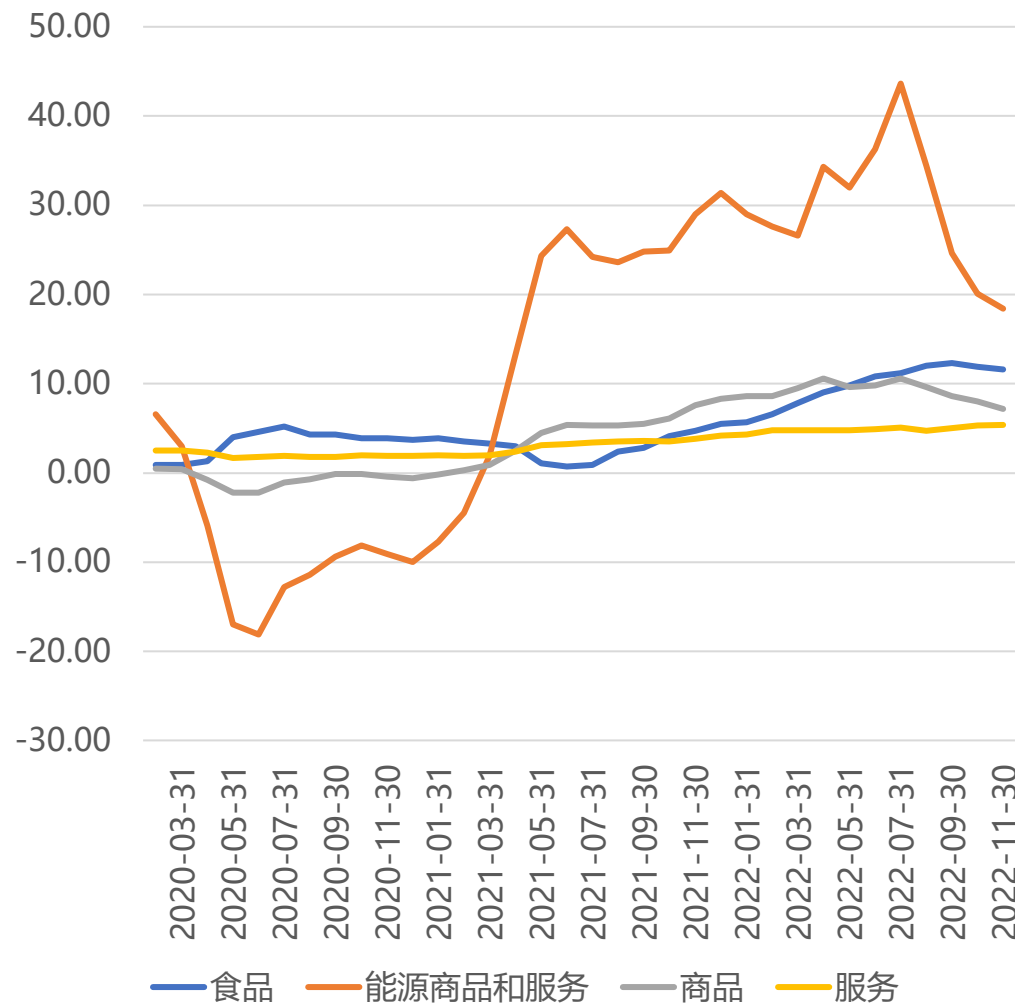


- 总体上看，欧美通胀已经见顶。其中美国PCE、PPI同比和欧元区的PPI同比均已见顶回落，欧元区HICP同比的顶部仍需进一步确认。
- 美国PCE分项显示，目前高通胀主要来自于能源和食品，服务通胀目前最低，但仍在上升，为总体通胀增加了韧性。



数据来源: Wind, 中航证券研究所

美国PCE分项同比 (%)

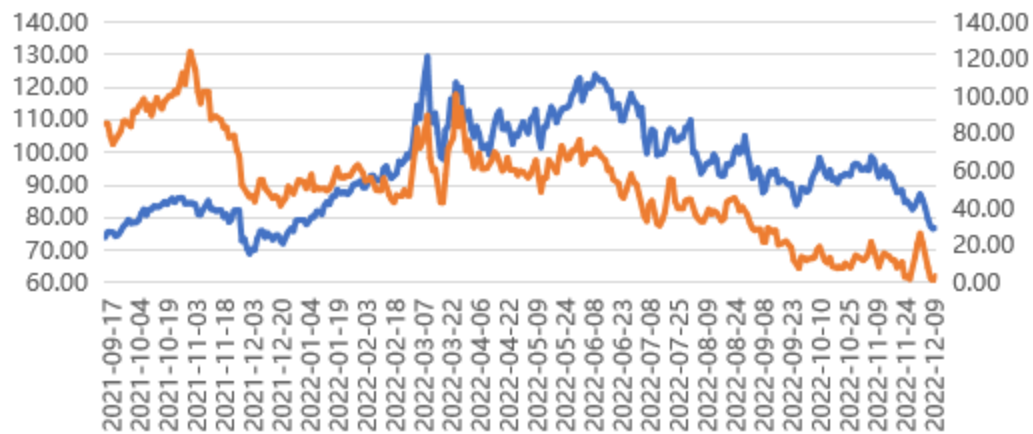


数据来源: Wind, 中航证券研究所

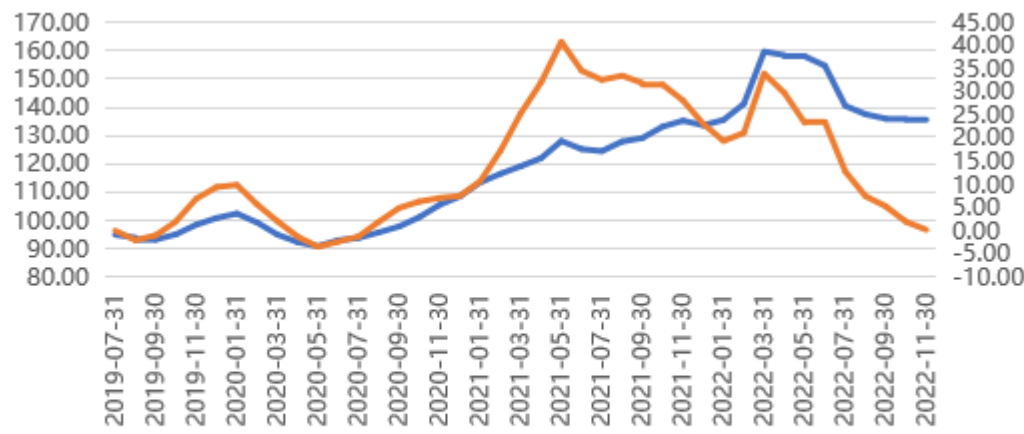
国际能源和粮食价格已经见顶回落，2023年上半年同比或加速下行



- ▶ 国际油价在2022年一季度快速上行，二季度高位震荡，下半年开始趋势性回落。基于2022年上半年的高基数，2023年上半年国际油价同比有望加速下行，推动通胀走低。
- ▶ 与国际原油价格走势相近，联合国粮食和农业组织（FAO）发布的全球粮食价格指数2022年一季度冲高，二季度高位，下半年明显回落。基于2022年上半年的高基数影响，2023年上半年国际粮食价格同比也有望进一步下行，进入通缩区间，从而推动全球通胀压力得到进一步缓解。



— 期货收盘价(连续):布伦特原油:ICE (美元/桶)
— 期货收盘价(连续):布伦特原油:ICE:同比 (%，右轴)

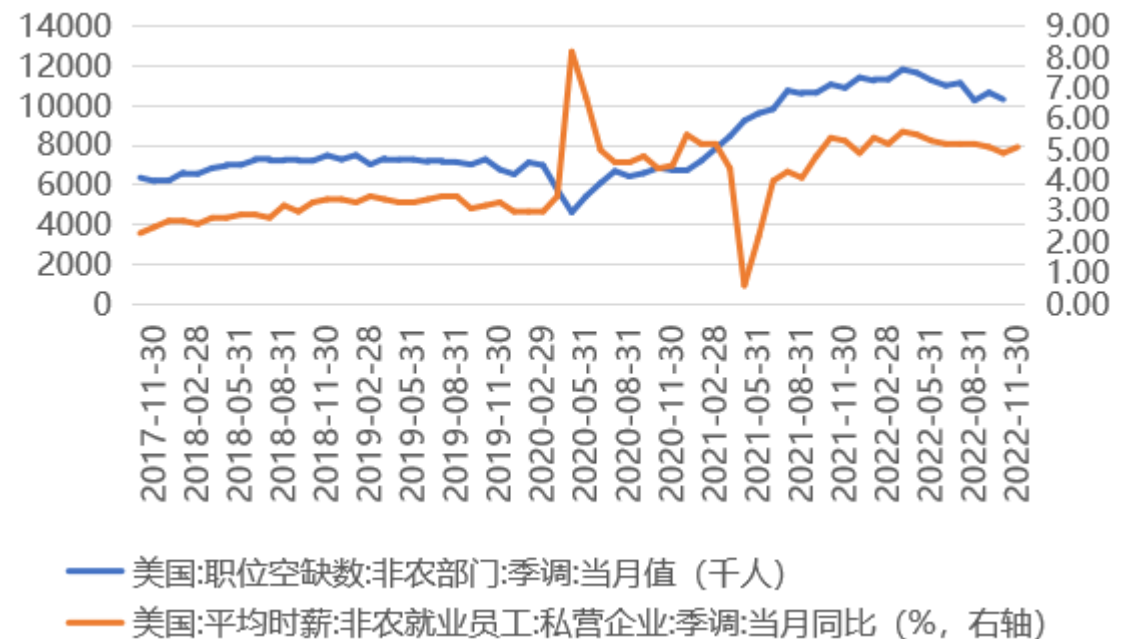
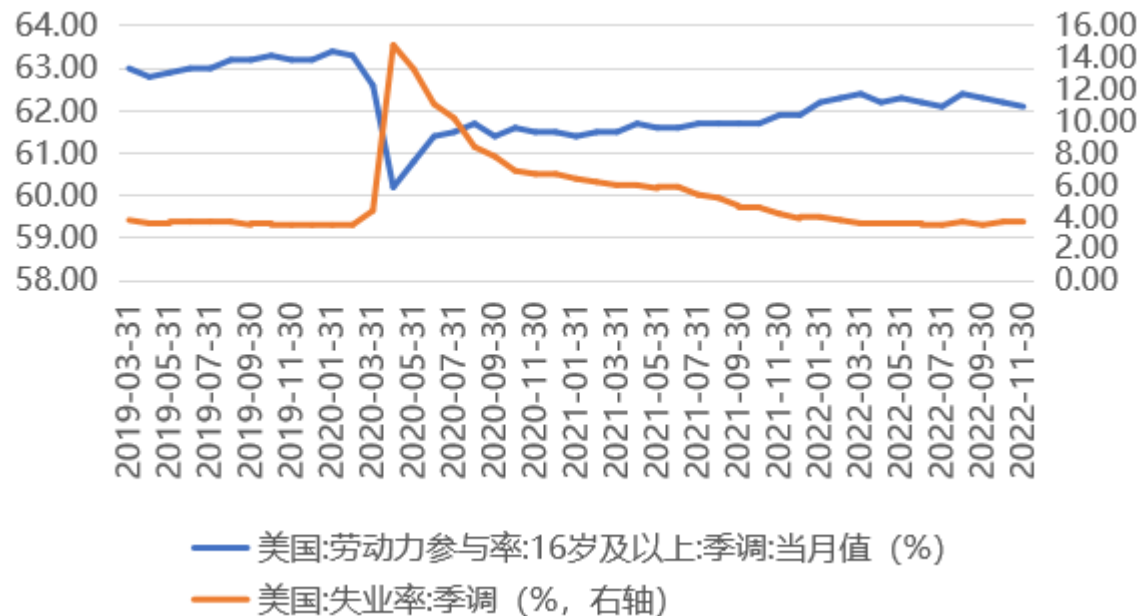


— 联合国粮农组织:价格指数:食品
— 联合国粮农组织:价格指数:食品:同比 (%，右轴)

美国劳动力市场依然偏紧，高薪资增速会制约通胀回落速度



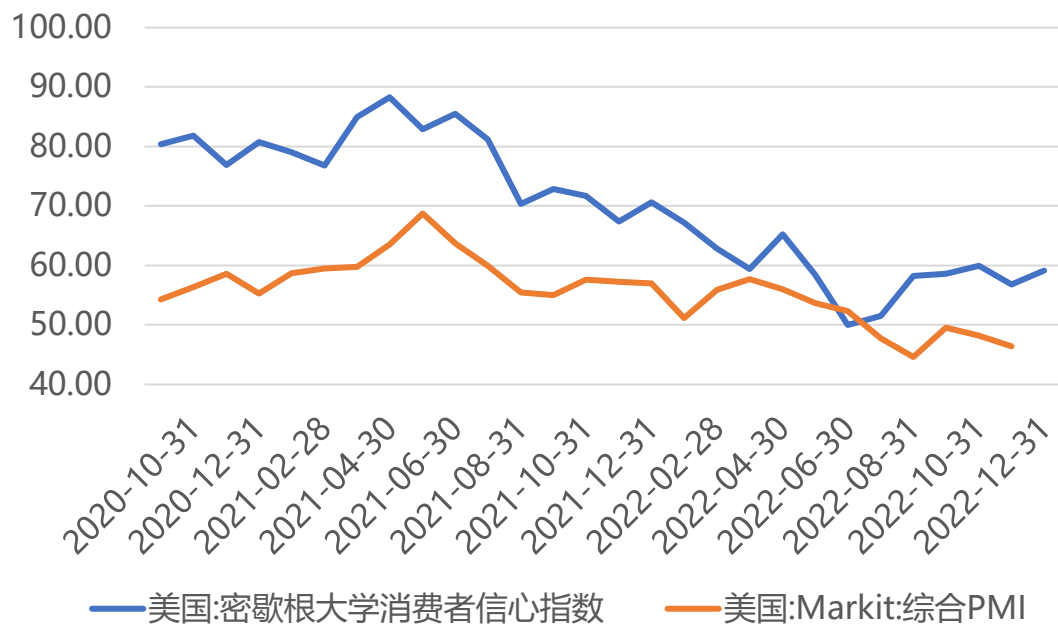
- 美国失业率已经降至疫情前的较低水平，但劳动参与率仍低于疫情前，职位空缺数已经见顶回落，但仍处1000万的高位水平，各项数据总体上反映目前美国劳动力市场供给并未从疫情冲击中完全恢复，劳动力市场供需仍处于偏紧状态，导致平均时薪同比仍处于5%左右的较高水平。
- 薪资增长是推动通胀的重要因素，高薪资增速使得美国通胀仍具有韧性，降低通胀回落的速度。预计2023年随着美国经济进一步走弱，用工需求回落会缓解劳动力市场供需紧张的状况，从而带动薪资增速走低。



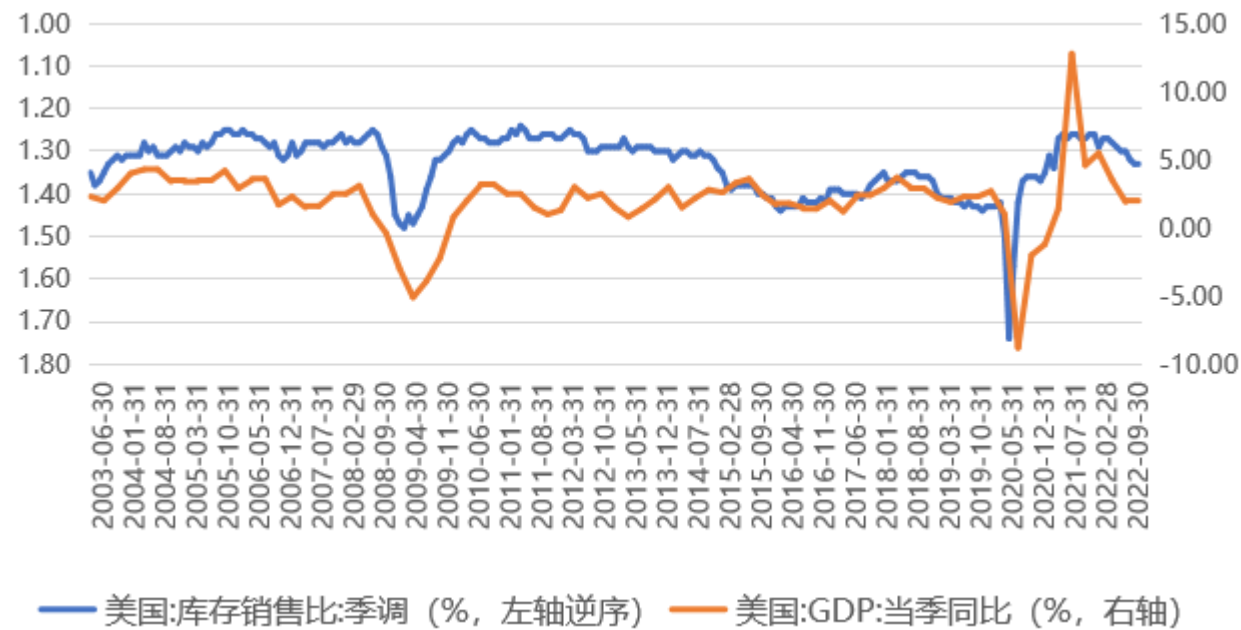
美联储快速加息压制需求，经济下行



- 2022年为抗击通胀，美联储采取了40年来最大力度的加息政策，在12月加息50BP后，美联储2022年已连续7次加息，且其中连续4次加息75BP，利率的迅速抬升能够通过压低需求来控制通胀，代价是经济受损。
- 美国消费者信心指数、制造业PMI等已经较高点明显回落，反映生产、消费逐步趋弱。美国库存销售比数据是GDP的反向领先指标，目前该数据指示经济增速大概率继续下行。
- 随着美联储后续进一步抬升利率，2023年美国经​​济下滑风险较大。

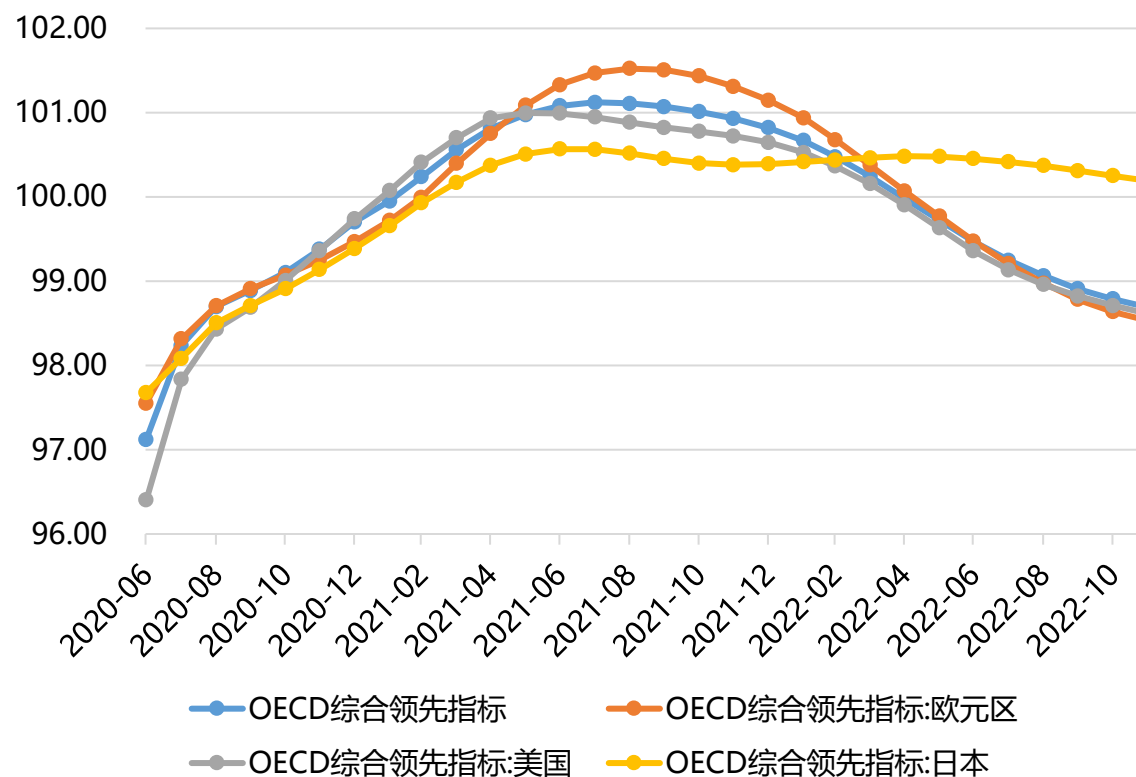
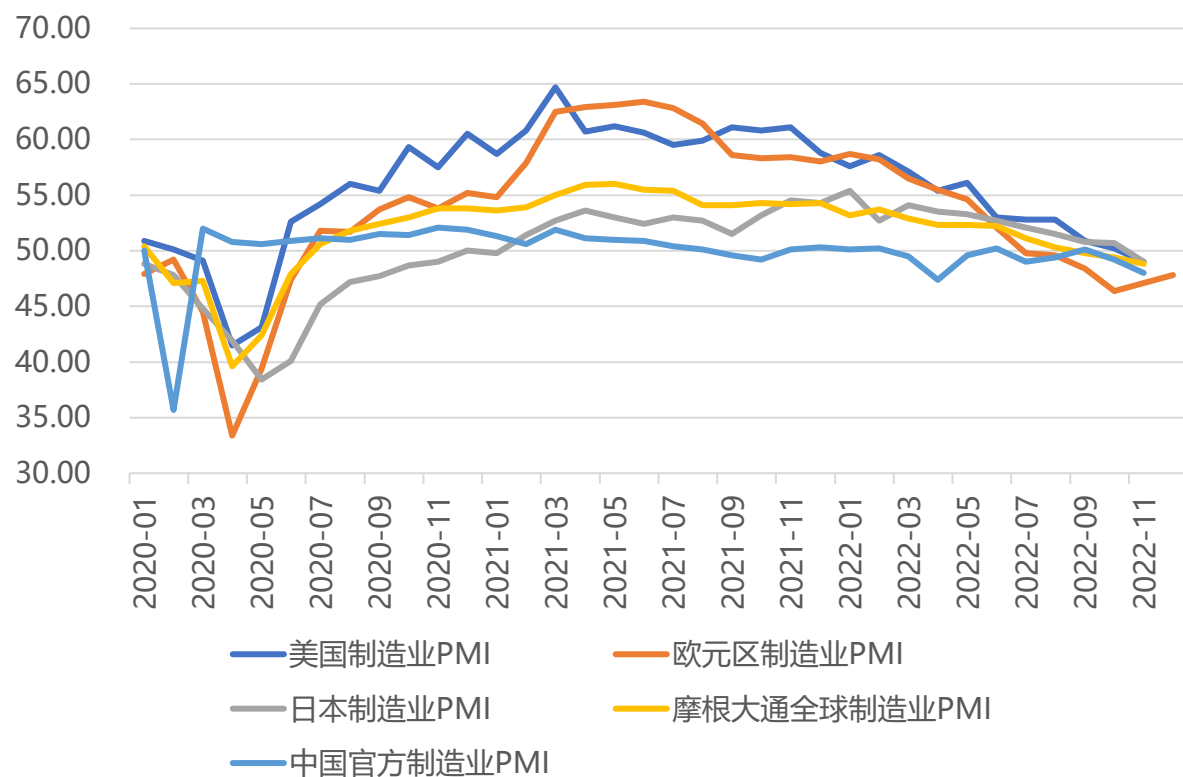


数据来源: Wind, 中航证券研究所



数据来源: Wind, 中航证券研究所

- ▶ 全球来看，主要经济体制造业PMI均趋于回落，摩根大通全球制造业PMI已经低于50%，进入收缩区间。
- ▶ OECD综合领先指标同样下行，发达经济体普遍走弱。



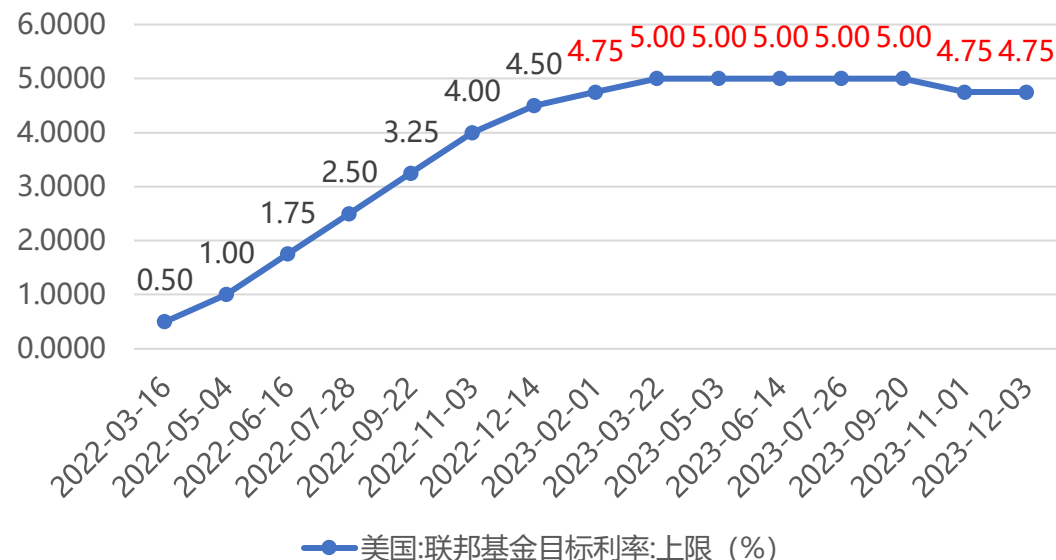
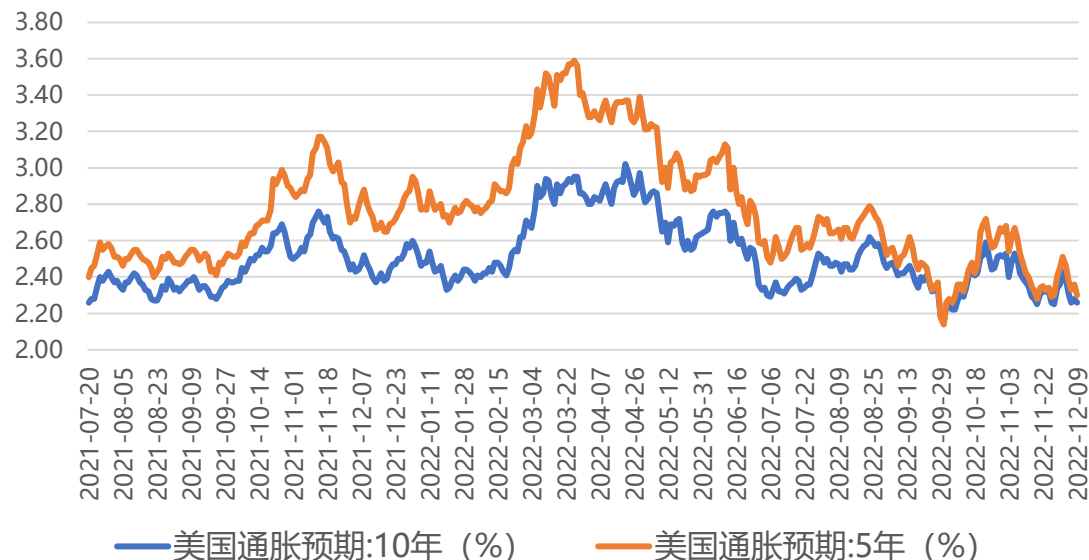
- 主要国际机构对2022年和2023年的经济增速预测显示，2023年经济增速大概率较2022年出现下滑。
- 2023年1月1日，国际货币基金组织(IMF)总裁格奥尔基耶娃表示，对于大部分全球经济体来说，2023年将是艰难的一年，这是因为美国、欧洲等全球经济增长“主要引擎”的经济活动在“同时放缓”，同时新冠疫情的肆虐也将拖累全球经济增长，**预计全球三分之一地区的经济在2023年将遭受衰退的打击**。她警告称，**2023年将是比过去12个月更“艰难”的一年**。

国际机构的全球经济增速预测

	2022	2023
世界银行	2.9%	1.9%
IMF	3.2%	2.7%
OECD	3.1%	2.2%
联合国	3.2%	2.2%

数据来源：新浪财经，中航证券研究所

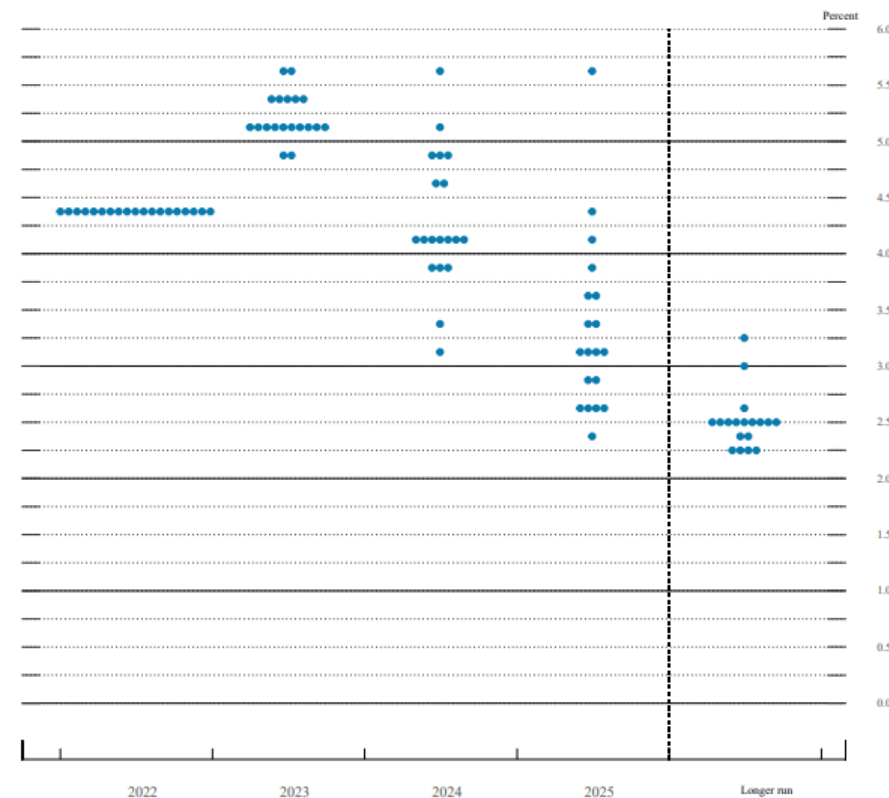
- ▶ 随着通胀数据的见顶回落，美国国债收益率隐含的远期通胀预期已经趋于稳定，并逐步靠近2%的水平，这降低了美联储继续激进加息的必要性。
- ▶ 美联储12月加息50BP，加息幅度放缓，意味着美联储鹰派顶点已过，虽然美联储表示加息持续时间和终点利率水平可能高于预期，但目前市场对后续加息空间的预期并不高。2023年随着通胀从高位持续回落，同时经济下行风险进一步暴露，美联储的政策关注焦点会从通胀逐步切换至经济。从截至1月3日的市场预期来看，5%或将成为本轮加息的终点，四季度有望开启降息，计价美联储政策逐步转鸽有望成为2023年的资本市场重要主线。



- 决定美联储利率水平的联邦公开市场委员会（FOMC）2023年将迎来四位票委的更换，从更换人选的政策倾向来看，2023年FOMC票委中的鸽派力量会有所增强。鹰鸽阵营的此消彼长有助于令美联储加息的终点利率水平更低且更早地步入降息周期。
- 但从美联储12月的点阵图来看，所有委员对2023年利率水平的预期分歧并不算大，绝大多数官员都认为美联储的目标利率到2023年年底将超过5%。因此，人选变动只是次要因素，决定货币政策走向的关键还是美国经济、就业与通胀数据的变化。

2022年票委	政策倾向	政策倾向	2023年票委
圣路易斯联储主席James Bullard	鹰	鹰	达拉斯联储主席Lorie Logan
克利夫兰联储主席Loretta Mester	鹰	鹰	明尼阿波利斯联储主席Neel Kashkari
堪萨斯城联储主席Esther George	鹰	鸽	芝加哥联储主席Austan Goolsbee
波士顿联储主席Susan Collins	中立偏鹰	鸽	费城联储主席Patrick Harker

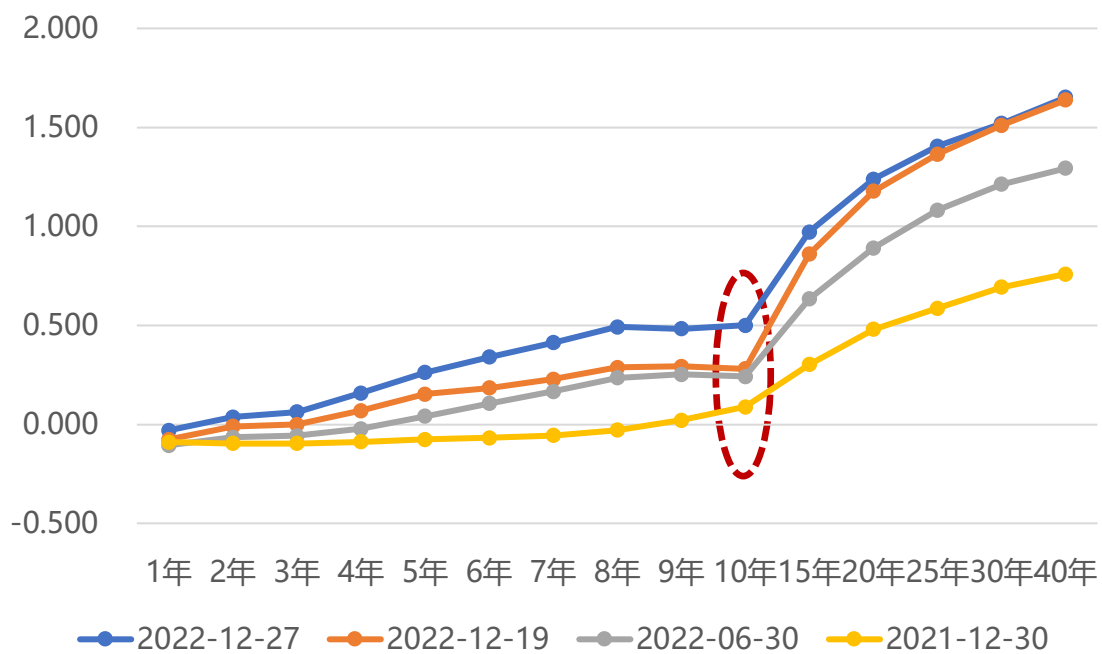
数据来源：中航证券研究所整理



数据来源：美联储官网，中航证券研究所

➤ 12月20日，日本央行主动放宽十年期国债收益率的波动范围（ $\pm 0.25\% \rightarrow \pm 0.5\%$ ）。截至9月底，按市值计算，在日本不含短期国库券的国债发行余额中，日央行的持有比例为50.3%，超过6月底的49.6%，达到历史最高水平。由于采取货币宽松政策，日本银行把长期利率控制在0%左右，但利率上升压力加大，导致国债购买规模不断扩大。结果造成中央银行持有已发行国债一半以上的罕见局面。这显著降低了日本国债的流动性。

日本国债收益率曲线 (%)

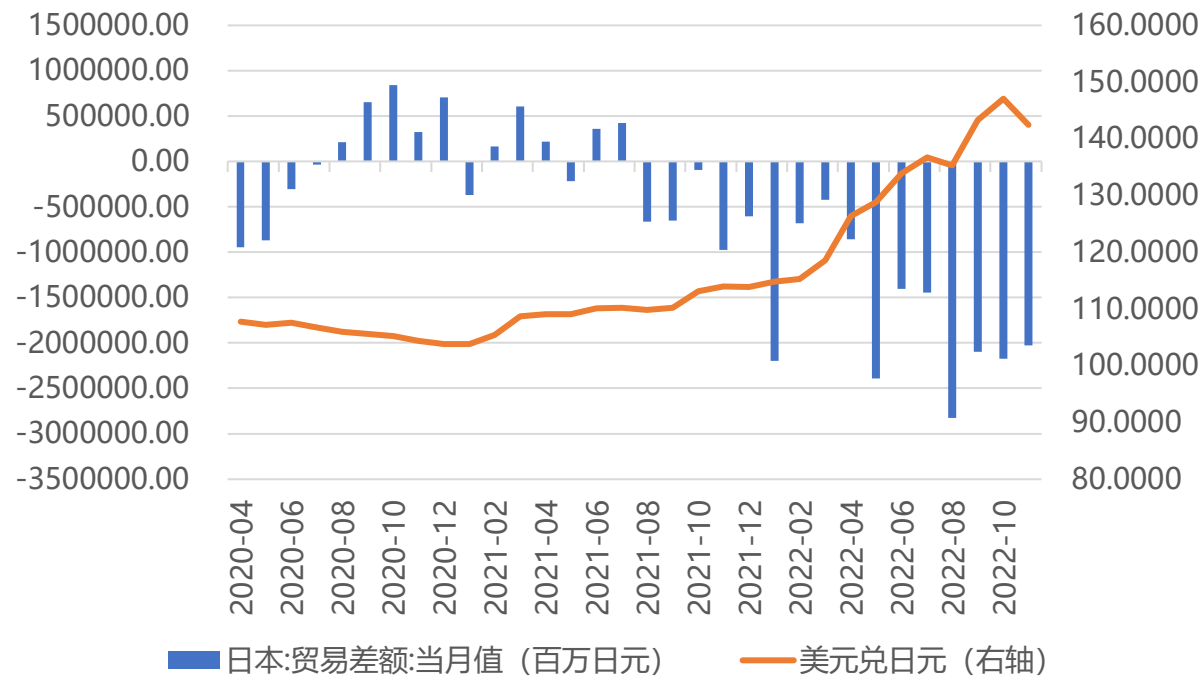
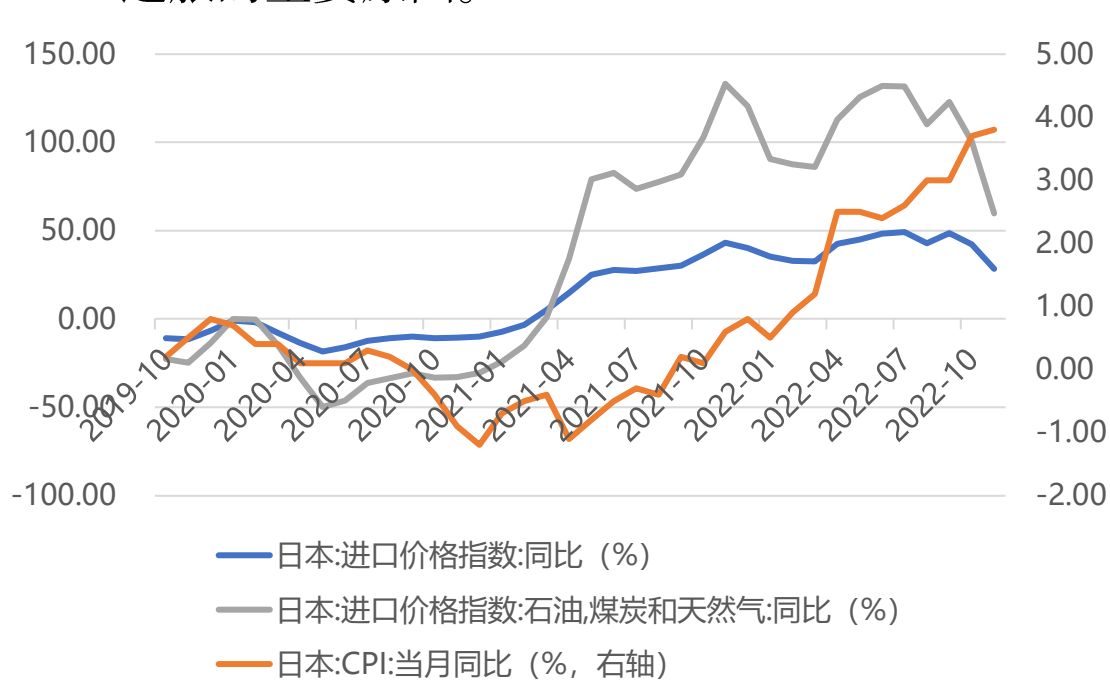


- 2022年日本长端国债收益率已经明显抬升，由于日央行YCC对应的国债购买主要集中在10年期，可以看到10年期利率被显著压低，进而令整个国债收益率曲线出现了明显的扭曲。
- 在日央行将10年期上限上调至0.5%后，国债收益率曲线中间部分迅速上移，但曲线依然扭曲，显示目前10年期收益率依然被抑制在明显低于市场认为的合理水平。——这意味着为缓和曲线的扭曲，后续日央行可能继续上调10年期利率上限，或进一步引导市场预期，压低其他期限收益率。

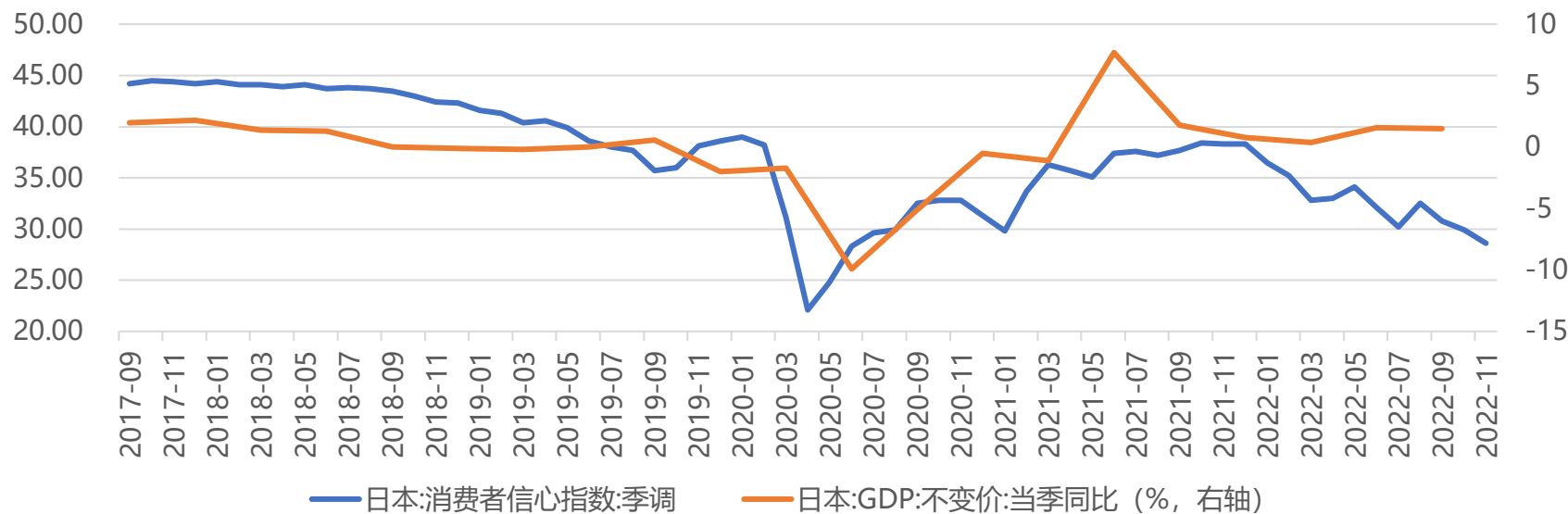
日元套息交易推动日元贬值，增加日本输入性通胀压力



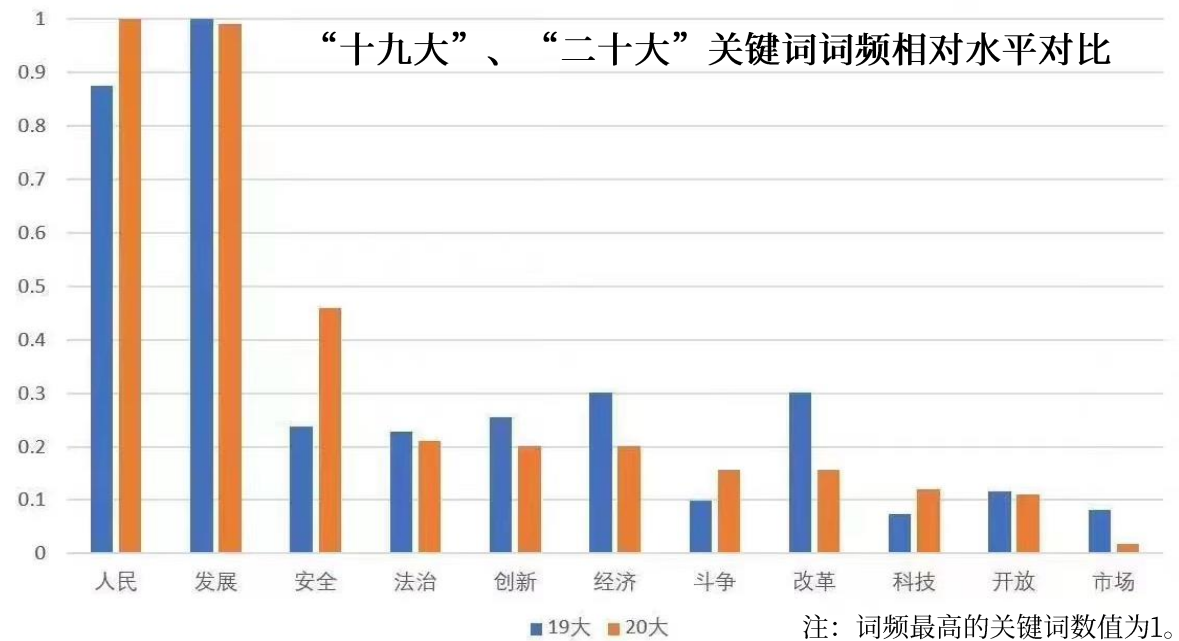
- ▶ 日本2022年CPI增速持续快速上行，4月起持续高于2%目标值，11月已升至3.8%。
- ▶ 2022年进口价格指数的大幅上涨（11月同比28.24%）是推动国内通胀的重要因素，其中进口能源价格大涨（11月同比59.65%）是主要推动力。进口价格大涨也导致日本2022年贸易出现严重逆差，拖累经济。
- ▶ 而日央行将日本利率压在低位，美日利差走阔催生套息交易，进而助推日元汇率大幅贬值，是造成输入性通胀的重要原因。



- 目前日本经济动能持续走弱，叠加2023年全球经济总体下行概率较大，日本经济将继续承压，这对央行收紧货币政策形成重要制约。但同时，日元的贬值、国内债市流动性的丧失以及收益率曲线的扭曲又使得央行有必要对宽松的货币政策作出一定的修正。
- 12月26日，日本央行行长黑田东彦强调，该行对债券收益率控制计划的最新调整并非退出货币宽松政策，而是要使其可持续且平稳地运行。同时，黑田东彦承诺将维持宽松的货币政策，以支持日本经济。
- 日央行大幅转向收紧可以作为2023年的潜在风险给予关注，但作为2023年外部环境的基本假设的依据尚不充分。



- 10月16日，中国共产党第二十次全国代表大会在北京人民大会堂隆重举行。“二十大”报告较以往的不同方面主要如下：
 - 1、对外部环境的判断更为严峻。“二十大”中的描述为“世界之变、时代之变、历史之变正以前所未有的方式展开”、“世界又一次站在历史的十字路口”，而“十九大”中的描述为“和平与发展仍然是时代主题”、“国际力量对比更趋平衡”，“十八大”为“和平与发展仍然是时代主题”、“国际力量对比朝着有利于维护世界和平方向发展”；
 - 2、发展与安全的平衡问题日益突出。二十大报告中，“安全”和“发展”的词频分别为“安全”50次，“发展”108次，首次出现“以新安全格局保障新发展格局”；而在“十八大”（“安全”35次，“发展”296次）和“十九大”（“安全”55次，“发展”232次）中“发展”的词频要高于“安全”。



外部挑战

俄乌冲突仍存不确定性

北约向亚太渗透，显著增大我国周边地缘局势的复杂性

上合组织国际影响力不断提升，或加剧与西方的博弈

西方频频宣扬中国与俄罗斯威胁论，不断在中国台湾地区问题上挑衅中国

- 美国作为目前世界唯一超级大国，在俄乌冲突中扮演重要角色，美国政府对冲突的态度影响着冲突的走向。
- 美国中期选举结果显示，**共和党重新掌控了众议院，而民主党依然锁定参议院的控制权**。共和党通过掌控众议院，可对拜登政府形成有效牵制。
- 近期美国国内对于援乌问题的态度出现了转变，不论共和党还是民主党，都对美国不断加大对乌克兰的援助表达了担忧甚至反对。美国众议院共和党领袖凯文·麦卡锡曾在10月公开表示，**如果共和党赢得众议院的多数席位，他预计美国对乌克兰的额外援助将很难在众议院获得通过**。11月4日，共和党众议员马乔里·泰勒·格林对选民发表讲话时表示，“**如果共和党赢得美国大选，乌克兰将不会得到一分钱**”。同时，民主党内部也开始传递出希望改变美国在俄乌冲突中的策略，寻求促成停火的信号。
- 在中期选举之后，美国国家政策可能更多转向“**美国优先**”，对乌支持的减弱可能成为影响俄乌战局的重要因素。

- 12月22日，普京表示，“我们的目标不是转动军事冲突的飞轮，而是结束这场战争。我们将努力确保这一切结束，当然越快越好。”
- 但双方在领土等关键问题上仍存在严重分歧，如俄罗斯希望就前线的现状进行谈判，并将其征服地区视为俄罗斯领土。然而，乌克兰只想在所有俄罗斯士兵撤出乌克兰后才开始谈判，包括撤出俄罗斯已于2014年吞并的克里米亚。
- 这些分歧的调和与和谈的达成可能需要双方付出更大的战争成本或外部力量的强力介入干预才能实现。
- 综上，目前似乎能看到一些通过和谈终止俄乌冲突的曙光，但过程预计难以一帆风顺。
- 对全球金融市场而言，俄乌冲突的演进仍将是2023年全球经济和资本市场的潜在风险，但基于现状外推，冲突或已经进入到后半程，对资本市场的影响在逐步钝化。

外部挑战

俄乌冲突转折可能要等到美国中期选举之后甚至下次大选

北约向亚太渗透，显著增大我国周边地缘局势的复杂性

上合组织国际影响力不断提升，或加剧与西方的博弈

西方频频宣扬中国与俄罗斯威胁论，不断在中国台湾地区问题上挑衅中国

- 北约除了利用不断东扩威胁俄罗斯生存空间外，也出现了向亚太渗透的趋势，增加我国周边地缘风险。
- 6月29日，北约峰会在西班牙首都马德里举行。本次峰会上，北约在新出台的战略概念文件中首次提及中国，**并强调中国对北约造成了系统性挑战**。同时，**日本、韩国、澳大利亚、新西兰四个亚太国家领导人首次受邀赴会**。外界分析普遍认为，本次北约峰会针对中国的意图明显。以日韩为首，亚洲有些国家已经参与到北约的活动中，例如：**韩国和日本分别于2022年5月和11月正式加入北约网络防御中心**；2022年5月，日本与英国签署名为《互惠准入协定》的新防务协议等。以美国为首的北约希望亚太国家和北约建立更密切的联系，目的之一就是**为了应对中国**。
- **未来如果北约亚太化和亚太北约化趋势进一步演进，将显著增大我国周边地缘局势的复杂性。**

- 日本宣布新政策，让日本在地区和全球安全事务中发挥更大的作用，这是日本松动战后军事约束采取的重要措施。
- 根据新的“国家安全保障战略”和两份12月公布的其它文件，日本将在未来五年内把国防开支增加一倍，并首次部署能够打击其它国家军事目标的导弹。
- 日本此前根据美国二战后起草的和平宪法相对约束了其国防态势，而上述政策击碎了几十年的日本禁区。
- 德国马歇尔基金会日本政治专家兼副主任哈里斯（Tobias Harris）表示，“实现这三份文件明确的愿景后，日本可能最终在防卫能力方面成为一个‘正常国家’。”

外部挑战

俄乌冲突转折可能要等到美国中期选举之后甚至下次大选

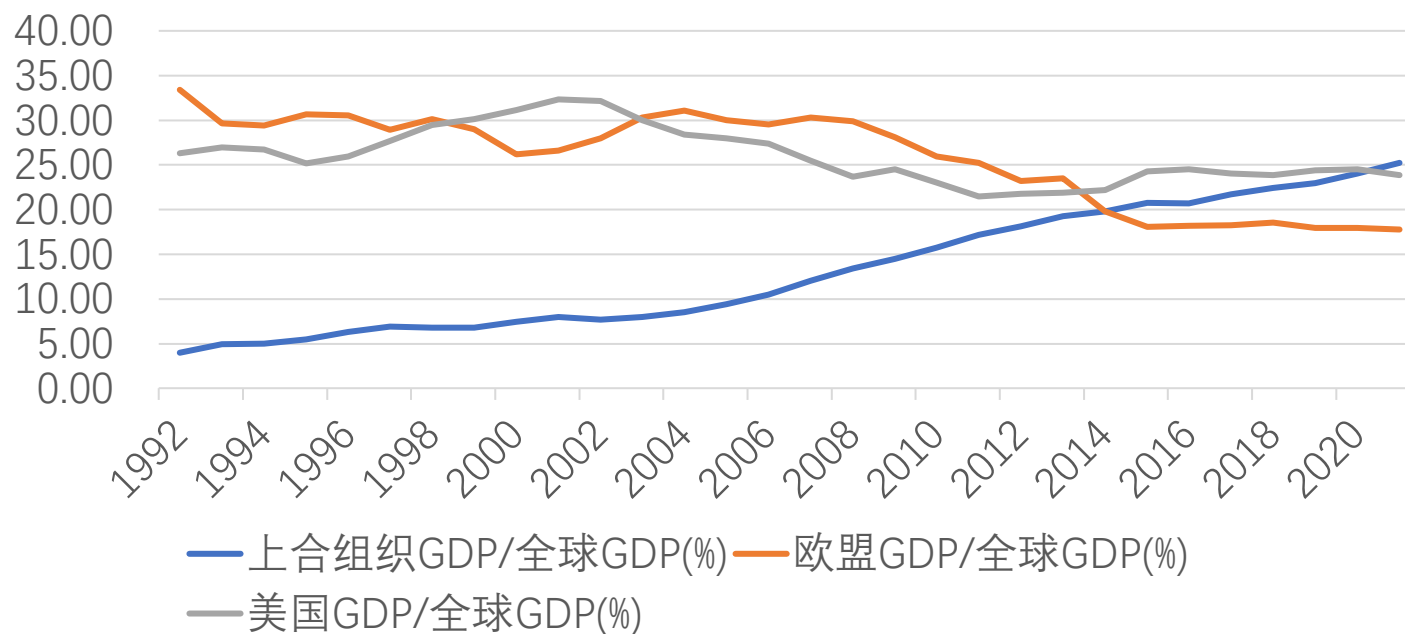
北约向亚太渗透，显著增大我国周边地缘局势的复杂性

上合组织国际影响力不断提升，或加剧与西方的博弈

西方频频宣扬中国与俄罗斯威胁论，不断在中国台湾地区问题上挑衅中国

- 2022年9月16日，上合组织成员国元首理事会第二十二次会议在乌兹别克斯坦撒马尔罕国际会议中心举行。本次会议上，上合组织迎来新一轮扩员进程，上合组织吸纳伊朗成为第9个成员国，同时启动接收白俄罗斯为成员国的程序，签署了给予埃及、沙特、卡塔尔上合组织对话伙伴地位的备忘录，批准了给予巴林、马尔代夫、阿联酋、科威特、缅甸对话伙伴地位的决议。
- 上合组织成员国中包含两个联合国常任理事国，扩员意味着上合组织的国际地位、影响力和话语权进一步提升，有更大能力引领全球和区域治理的方向。例如，在能源方面，新加入成员国的伊朗是重要的产油国，伊朗政府宣称其全国油气资源储量位于世界第一，再加上沙特、卡塔尔等重要产油国加入对话伙伴，这使得上合组织在全球能源安全等领域将具有更大的话语权。

- ▶ 伊朗加入后，上合组织9个成员国2021年人口总量达到33.3亿，占全球总人口的42.49%，2021年经济总量达到24.3万亿美元，占全球GDP的25.26%。近年来，上合组织的全球经济占比快速提升（按最新的9个成员国统计），成为全球经济重要的增长极，而欧盟和美国的全球经济占比呈现衰落之势，已被上合组织赶超。



数据来源：Wind，中航证券研究所

- 上合组织作为新兴经济体代表，主张捍卫以联合国为核心的多边主义，反对单边主义，反对霸权霸凌和强权政治，其诉求与美国为首的西方发达国家存在明显差异，**上合组织的发展壮大对美国的国际霸权地位构成了挑战。**
- 同时，**上合组织成员之间在军事上也有加强合作的空间。**在9月份上合组织的峰会上，代表普京政府出席会议的俄罗斯防长绍伊古提议，各成员国应该通过共同改进军队训练方式、举行联合军演、构建信息共享机制等手段，共同提升上合组织的军事潜力。**一旦上合组织未来在军事合作方面形成突破，或有助于稳固我国及周边区域的军事安全，但可能引发上合组织与美国为首的北约之间形成针锋相对的格局，强化与西方之间的军事博弈。**

外部挑战

俄乌冲突转折可能要等到美国中期选举之后甚至下次大选

北约向亚太渗透，显著增大我国周边地缘局势的复杂性

上合组织国际影响力不断提升，或加剧与西方的博弈

西方频频宣扬中国与俄罗斯威胁论，不断在中国台湾地区问题上挑衅中国

- 在6月底召开的北约峰会上，**北约对中国构成的“全球挑战”**发出警告。
- 美国国防部10月27日正式发布《2022年美国国防战略(NDS)》。该报告指出，**虽然俄罗斯发动了在乌克兰的战争，但是中国仍然是美国最大的安全挑战**。报告警告，中国正在试图“破坏”美国在印太地区的联盟关系，并利用其不断加强的军力来“胁迫”和“威胁”近邻。
- 种种信号显示，西方通过频频宣扬中国与俄罗斯威胁论，加剧博弈。**俄罗斯在俄乌冲突爆发后受到的西方国家的各种制裁很有可能是中国的前车之鉴**，如果中国与西方的矛盾升级，**需要谨防未来西方国家可能会像对待俄罗斯一样地对待中国**。

- 8月2日，**美国国会众议院议长佩洛西不顾中国强烈反对和严正交涉，率团窜访中国台湾地区**；当日晚间，东部战区宣布解放军于北京时间8月4日12时至7日12时，在中国台湾周围海域空域，进行重要军事演训行动，并组织实弹射击；8月10日，国台办、国务院新闻办公室发表《台湾问题与新时代中国统一事业》白皮书。
- **在佩洛西窜访中国台湾地区前后，还有西方多国政客频频窜访中国台湾地区**，试图煽动“台独”分裂势力，严重危害台海和平稳定，也严重影响中国与西方关系的健康稳定发展。
- 有望当选下一届美国众议院议长的麦卡锡曾叫嚣如果他当选美国众议长，将率团窜访中国台湾地区。

西方多国政客窜访中国台湾地区

抵台时间	国家或组织	主要人员
12月15日	欧洲议会	外委会资深议员福蒂加
12月10日	日本	日本自民党政调会长萩生田光一
12月4日	美国	美国爱达荷州州长利特尔
11月30日	英国	英国下议院外交委员会主席卡恩斯
11月3日	英国	英国贸易大臣兼国会议员汉兹
11月1日	欧洲议会	欧洲议会驻华关系代表团团长比蒂科夫
10月26日	乌克兰、立陶宛	乌克兰议员卢迪克、立陶宛欧洲事务委员会副主席帕吉格
10月11日	美国	美国众议院情报委员会国防情报暨战士支持小组共和党首席议员温斯卓普、美国众议院军事委员会战备小组共和党首席议员沃兹
10月2日	德国	德国国会“友台小组”主席魏尔胥
9月26日	美国	前国务卿蓬佩奥
9月18日	捷克	前捷克科学院院长、前总统候选人伊日·德拉霍什
9月7日	法国	参议院欧洲事务委员会副主席贝勒发
8月30日	美国	亚利桑那州州长道格·杜西
8月25日	美国	参议院商业和军事委员会共和党籍议员玛莎·布莱克
8月22日	日本	自民党议员、“日华议员恳谈会”会长古屋圭司
8月21日	美国	印第安纳州州长埃里克·霍尔科姆
8月14日	美国	参议院外交委员会亚太小组主席马基
8月7日	立陶宛	交通与通讯部副部长爱格涅
8月2日	美国	众议院议长佩洛西
7月27日	日本	前防卫大臣石破茂、滨田靖一（8月就任防卫大臣）

- 更为严重的是，2022年9月14日美国国会参议院外交委员会以17:5的投票结果通过了《2022年台湾政策法案》。该法案堪称中美建交以来最为恶劣的法案，该法案一旦在美国国会通过，将严重动摇中美建交的政治基础。

在外交上

- 将“台北经济文化代表处”更名为“台湾代表处”，违反了1979年中美建交公报中的明确承诺。
（“美利坚合众国承认中华人民共和国政府是中国的唯一合法政府。在此范围内，美国人民将同台湾人民保持文化、商务和其他非官方关系。”）

在政治上

- 将中国台湾地区列为美国“主要的非北约盟友”，而目前美国的非北约盟友包括澳大利亚、埃及、以色列、日本、韩国等18个主权国家，因此可视同于违反“一中原则”。

在军事上

- 法案抛出了所谓“台湾安全援助倡议”，试图增强对中国台湾地区的军事支持，法案计划在未来五年内为中国台湾地区提供65亿美元安全援助，这一规模约占2021年中国台湾地区年度防卫支出的一半。

- 11月14日，国家主席习近平在印度尼西亚巴厘岛同美国总统拜登举行会晤。这是中美元首三年来首次面对面会晤，是中美各自完成2022年国内重大议程后两国最高领导人的首次互动，是拜登总统执政后两位领导人首次面对面会晤。
- 拜登总统表示美方尊重中国的体制，**不寻求改变中国的制度，不寻求打“新冷战”，不寻求强化同盟关系反对中国，无意同中国冲突，无意围堵中国，美方坚持一个中国政策，不支持“台独”，不支持“两个中国”或“一中一台”，不寻求把台湾问题作为工具遏制中国。**
- 众议院共和党领袖凯文·麦卡锡曾多次发表对华强硬立场，指责中国“窃取美国知识产权”。凯文·麦卡锡已于11月15日顺利赢得角逐众议院议长提名。如若麦卡锡在2023年1月成功在众议院全体成员投票中获得过半数支持，则将取代众议院现任议长、民主党人佩洛西成为下一任众议院议长。
- 美国国务院12月16日成立“中国事务协调办公室”（非正式名称为“中国组”），并表示新成立的部门将确保美国能够“负责任地管理”与北京的竞争，并推进对一个开放、包容的国际体系的愿景。
- 因此，**尽管中美元首会晤释放中美关系阶段性缓和的信号，但是对中美博弈的长期性和复杂性仍需保持高度的警惕，美国在国家战略层面遏制中国崛起的意图很难改变。**

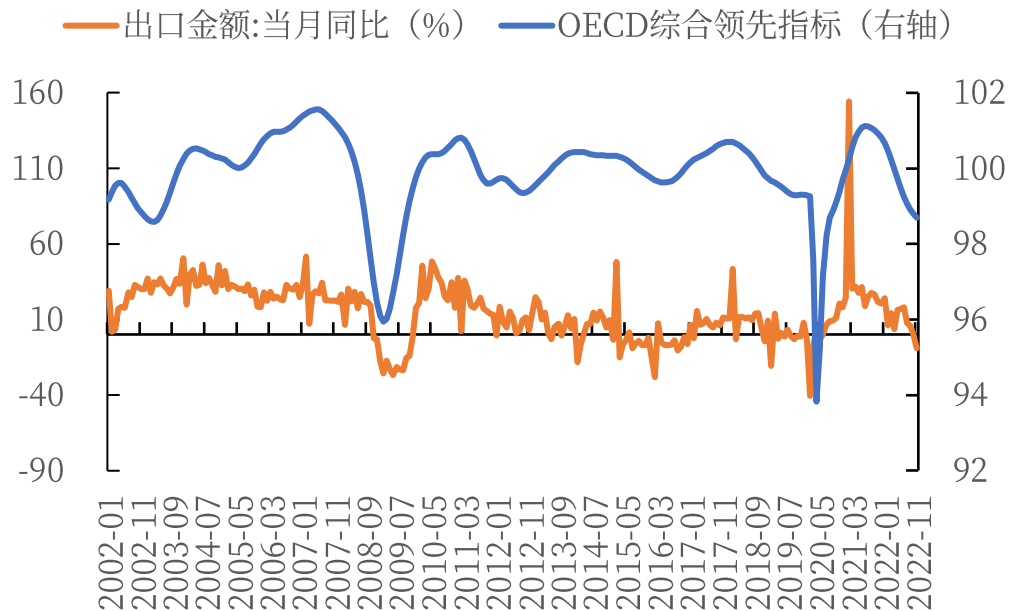
- ▶ 与2021年全年数据对比，2022年前三季度GDP同比3%，较2021年的8.1%明显下降，消费和房地产投资是经济最大的拖累，而基建投资增速较2021年明显提升，显示财政发力是2022年经济的主要支撑项。
- ▶ 出口和制造业投资增速也较2021年下滑，但仍明显高于GDP增速，对经济提供了向上的拉动。

指标名称	2021年 (%)	2022年 (GDP截至三季度, 消费、投资、出口截至11月)
GDP:累计同比	8.10	3.00
社会消费品零售总额:累计同比	12.50	-0.10
固定资产投资(不含农户)完成额:累计同比	4.90	5.30
房地产开发投资:累计同比	4.40	-9.80
制造业投资:累计同比	13.50	9.30
基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业):累计同比	0.40	8.90
出口总值(人民币计价):累计同比	20.99	11.90

出口：全球经济走弱预期下，23年我国出口面临严峻的形势



- 在新冠疫情的持续影响、俄乌冲突的延续以及全球加息的影响下，2023年全球经济走弱目前已成为市场共识。世界银行在10月将2023年全球经济增长从此前预测的3%下调到了1.9%，同月，IMF将2023年全球经济增速预期下调为2.7%，较7月预测值低0.2PCTS。全球经济走弱的预期在2022年以来持续下行的OECD综合领先指数中亦有体现。
- 历史数据看，我国出口的增速与全球经济周期具有较强相关性，而2021年年末以来OECD综合领先指数的下行与我国出口增速的下行几乎同步，更进一步体现出全球经济走弱对我国出口的压制作用。从更加高频且与全球贸易相关性更强的BDI指数走势看，2022年5月以来全球贸易即处在持续放缓的趋势中。2023年，在全球经济走弱和贸易放缓之下，我国出口面临的形势较为严峻。



数据来源：Wind，中航证券研究所

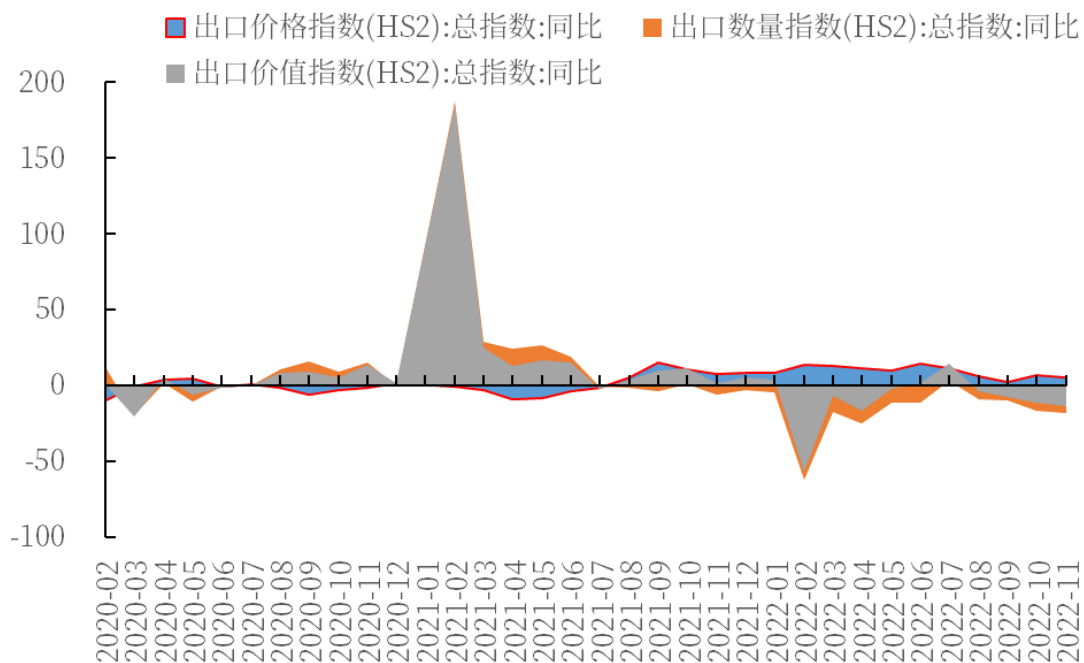


数据来源：Wind，中航证券研究所

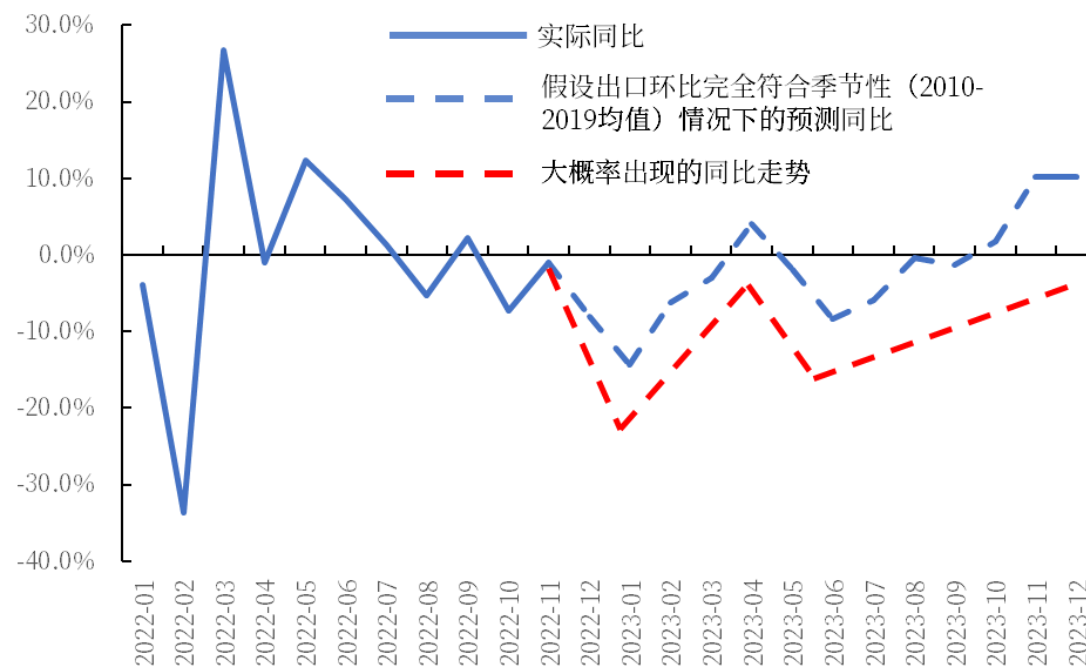
2023年外贸对经济的拉动作用将明显减弱，需更多依靠内需发力



- 除全球经济的走弱对外需的抑制外，2023年出口还面临着更多的不利因素：1，2023年全球持续加息叠加经济走弱之下，通胀大概率趋缓，2022年全年对出口值有支撑作用的价格因素将在2023年减弱甚至由支撑变为压制。2，疫情防控放开之后，2023年一季度我国工业生产可能因劳动力短缺承受一定压力，进而影响出口。总体上，预计我国2023年出口下滑幅度将明显高于1.4%。
- 金融危机期间，我国2009年出口同比下滑了16%。未来的全球经济走弱幅度应不及2009年，因此预计2023年出口下滑不会超过16%。如假设2023年各月出口环比与季节性（2010-2019年各月环比均值）一致，则2023年，以美元计的出口将较2022年下滑1.4%。综合考虑2023年出口下滑的下限和上限，**预计我国2023年出口整体或下滑6%左右，月度增速可能持续为负**。考虑到我国2023年经济较2022年复苏的趋势下，内需修复将带动进口增速较2022年上行，结合下滑的出口，预计2023年我国贸易顺差将显著收窄，外贸对经济增长的支撑作用将明显减弱。



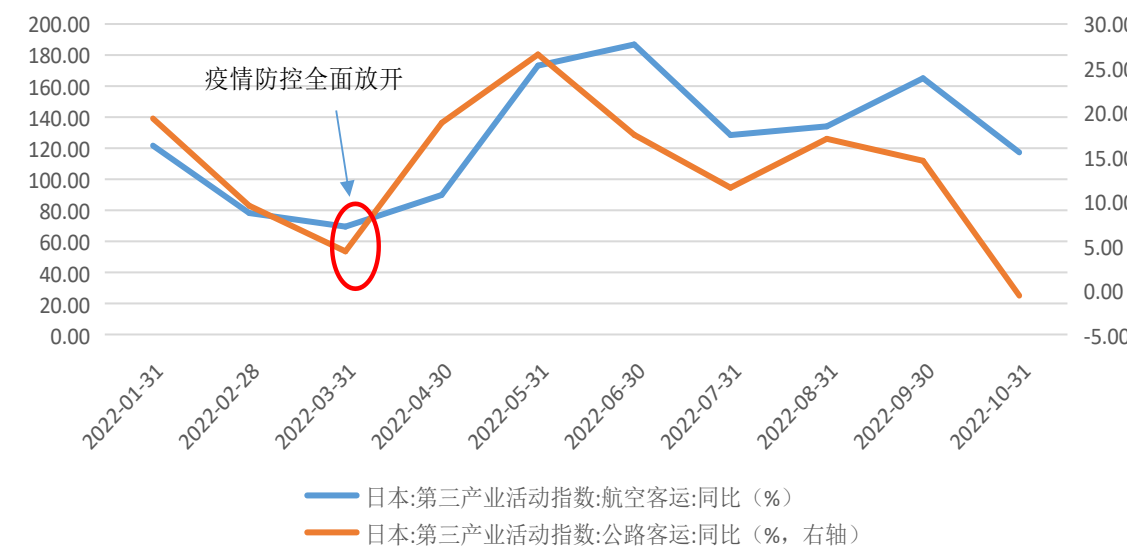
数据来源: Wind, 中航证券研究所



数据来源: Wind, 中航证券研究所

- 中央经济工作会议提出：“要更好统筹疫情防控和经济社会发展，因时因势优化疫情防控措施，认真落实新阶段疫情防控各项举措，保障好群众的就医用药，重点抓好老年人和患基础性疾病群体的防控，着力保健康、防重症。”
- 疫情防控放开，其重要意义在于逐步解除疫情与经济的强关联性，2023年我国经济进一步复苏的趋势较为明确。同时，疫情防控政策放开带来的短期内大量居民感染，将对未来几个月的经济复苏速度产生较明显的抑制。
- 中国疾病预防控制中心首席专家吴尊友12月17日指出，今冬疫情可以概括为“一峰三波”。从12月中旬到1月中旬将是第一波疫情，第一波以城市为主，逐渐会上升起来。第二波是1月下旬到2月中旬，春节前的人员流动造成第二波疫情上升。第三波是2月下旬到3月中旬，春节后返岗返工。这三波疫情构成了今冬的新冠流行峰，持续大概三个月左右。
- 12月9日，钟南山院士及团队成员接受媒体采访时表示，根据团队模型测算，预计广州第一波感染峰值可能会在2023年一月中上旬到二月中期到来，三月份中上旬进入平稳阶段，乐观估计在2023年上半年可恢复到疫情前的生活状态。
- 综合相关专家的研判，预计2023年一季度有望迎来第一轮感染高峰，此后即便再出现感染高峰，程度上也会较第一轮明显减轻。

- ▶ 从日本经验来看，日本于2022年3月21日全面解除疫情管控，放开后单周确诊病例数自6月末才开始加速增长，约5个月后于8月6日达第一波单周确诊高峰。
- ▶ 受疫情感染扩散影响，放开后的日本经济修复存在波折。出行方面，3月放开后，4月日本公路客运指数同比、国内航空客运指数同比均出现短暂抬升。但随着感染加剧，6月日本公路客运指数同比即回落，10月同比已下滑至明显低于全面放开前水平；7月日本国内航空客运指数同比也转为下行。日本单周确诊病例数虽在10月15日降至低位，但出行情况并未好转。消费方面，全面放开后日本商业零售额同比增速由3月的0.66%提升至10月的4.31%，整体呈上行趋势，但波折也很明显，如6月日本商业零售额同比增速由5月的3.70%放慢至1.54。

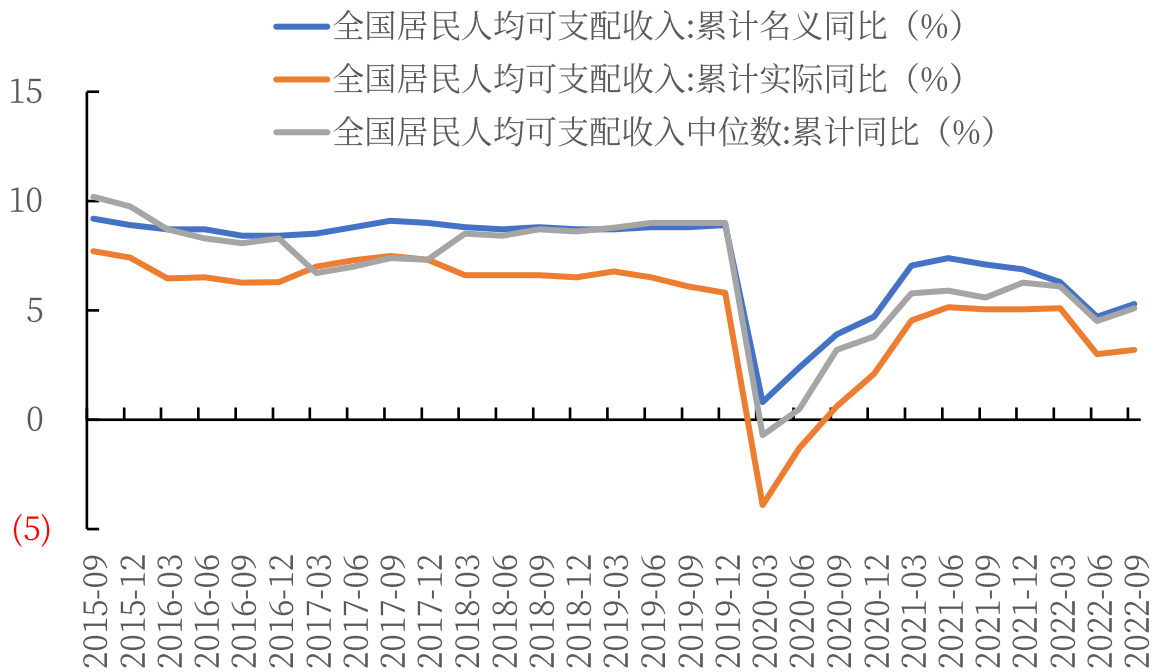


- 美国劳动力供给一直未恢复到疫情前的水平。
- 美联储主席鲍威尔在2022年11月30日于布鲁金斯学会发表讲话时表示，造成美国当前劳动力缺口的三大原因是：
 - ① 因为感染新冠病毒或“长新冠”而导致部分人员不能返回劳动力市场；
 - ② 新冠对老年人生活健康的损害导致了超额的退休人员——即退休人数超出了由人口老龄化所推算的正常水平；
 - ③ 净移民人数的骤减和疫情期间死亡人数的激增。
- 其中前两点原因对我国有借鉴意义，我国目前刚处于第一轮大规模感染期，疫情大面积感染对我国劳动力供给是否有中长期影响还需要继续观察。

疫情对居民就业与收入形成冲击，从而抑制消费

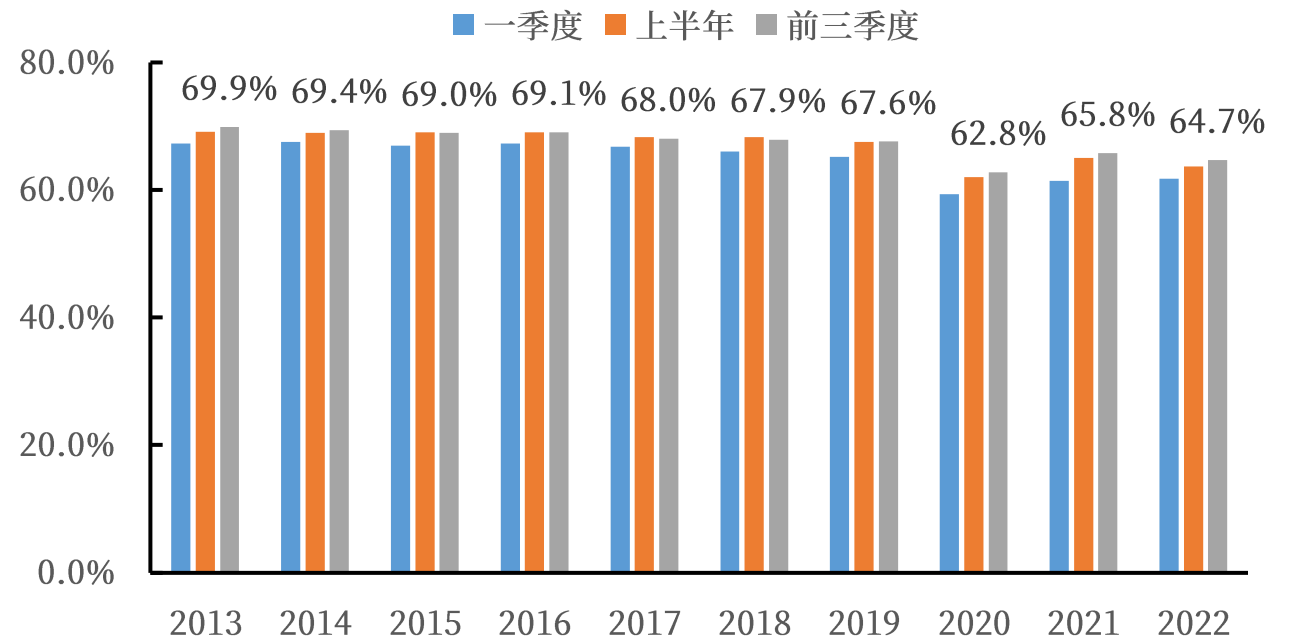


- 2020年疫情以来，消费的持续走弱，除疫情的断续冲击对居民消费场景的限制这一短期因素外，经济逐步走弱之下，居民收入的增速的下滑和居民消费倾向的降低是相对中长期的影响因素。
- 在经济周期走弱的中长期因素和疫情冲击的短期因素作用下，2020年疫情以来，消费出现了增速中枢下滑，同时波动明显加大的特点。



数据来源: Wind, 中航证券研究所

全国居民人均消费支出/全国居民人均可支配收入

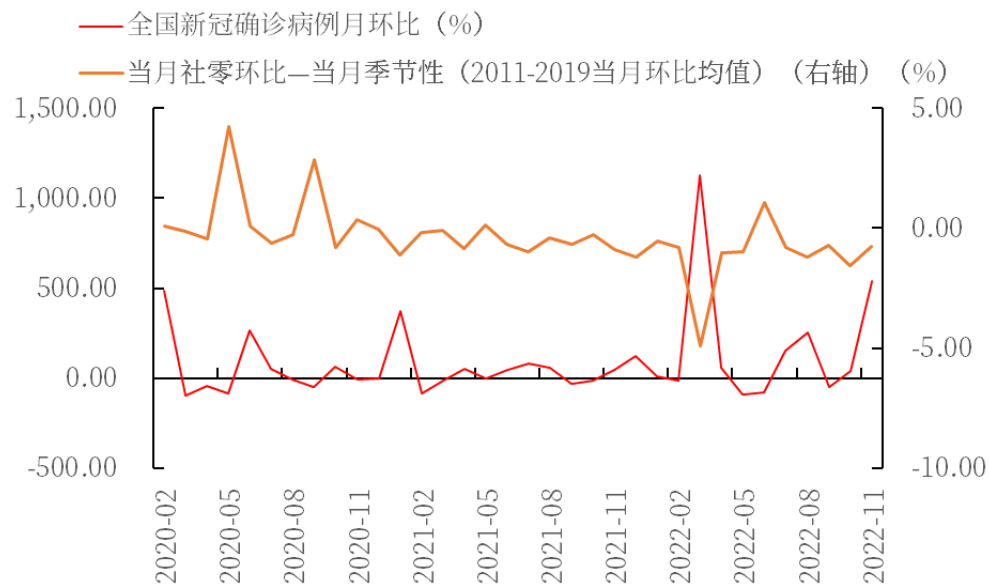


数据来源: Wind, 中航证券研究所

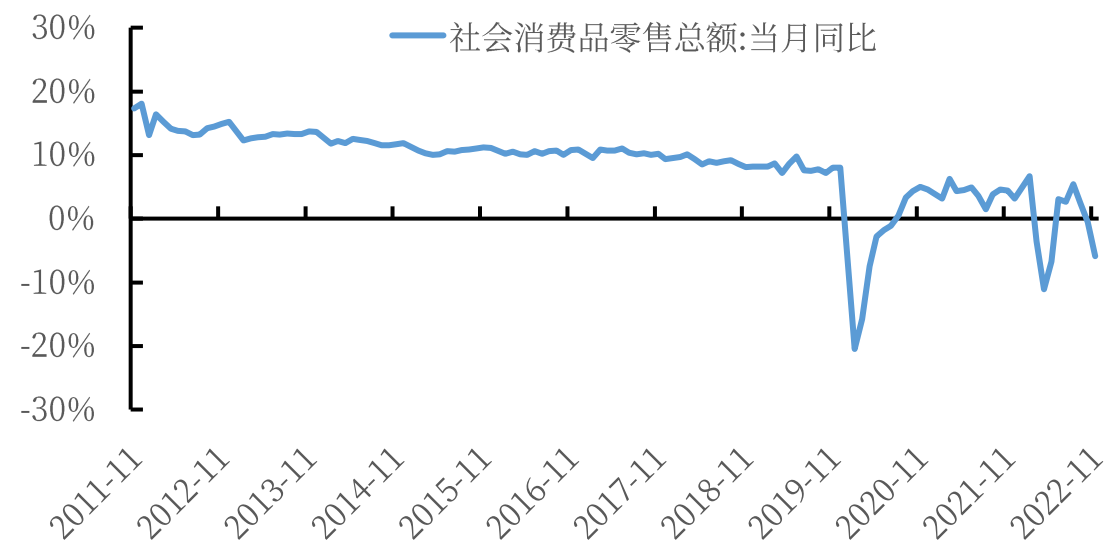
2020年以来，消费增速中枢下移，各月疫情波动是消费波动的核心原因



- 2020年疫情爆发以来，我国消费增速中枢持续下移：疫情前的2019年，各月社零同比在+7.2%到+9.8%之间；2020年疫情冲击下，各月社零同比落到-20.5%到+5.0%区间；2021年由于2020年的低基数，社零同比较高，但以两年复合增速论，全年各月社零同比在+1.5%到6.3%之间，与疫情前差距较大；2022年1月到11月，社零同比在-11.1%到+6.7%之间，显示继2020年后，全年消费再次受到疫情的较大冲击。
- 我们以当月社零环比与当月社零季节性环比的差值（2011-2019年当月社零环比均值）表征2020年以来各月社零环比偏离季节性的情况，与各月全国新冠确诊病例环比相对照，可以发现，2020年以来，新增确诊病例环比的变化与社零环比偏离季节性情况呈现明显负相关。当新增确诊病例环比明显增加时，社零即环比超季节性走弱，当新增确诊病例较上月减少时，社零环比即出现超季节性上行（主要系前月低基数）。此外亦可发现，全年各月新增确诊病例变化较平稳的2021年，也是疫情以来社零环比对季节性的偏离相对较小的一年。总体来看，**疫情的波动是2020年以来各月消费波动的主要原因。**



数据来源：Wind，中航证券研究所

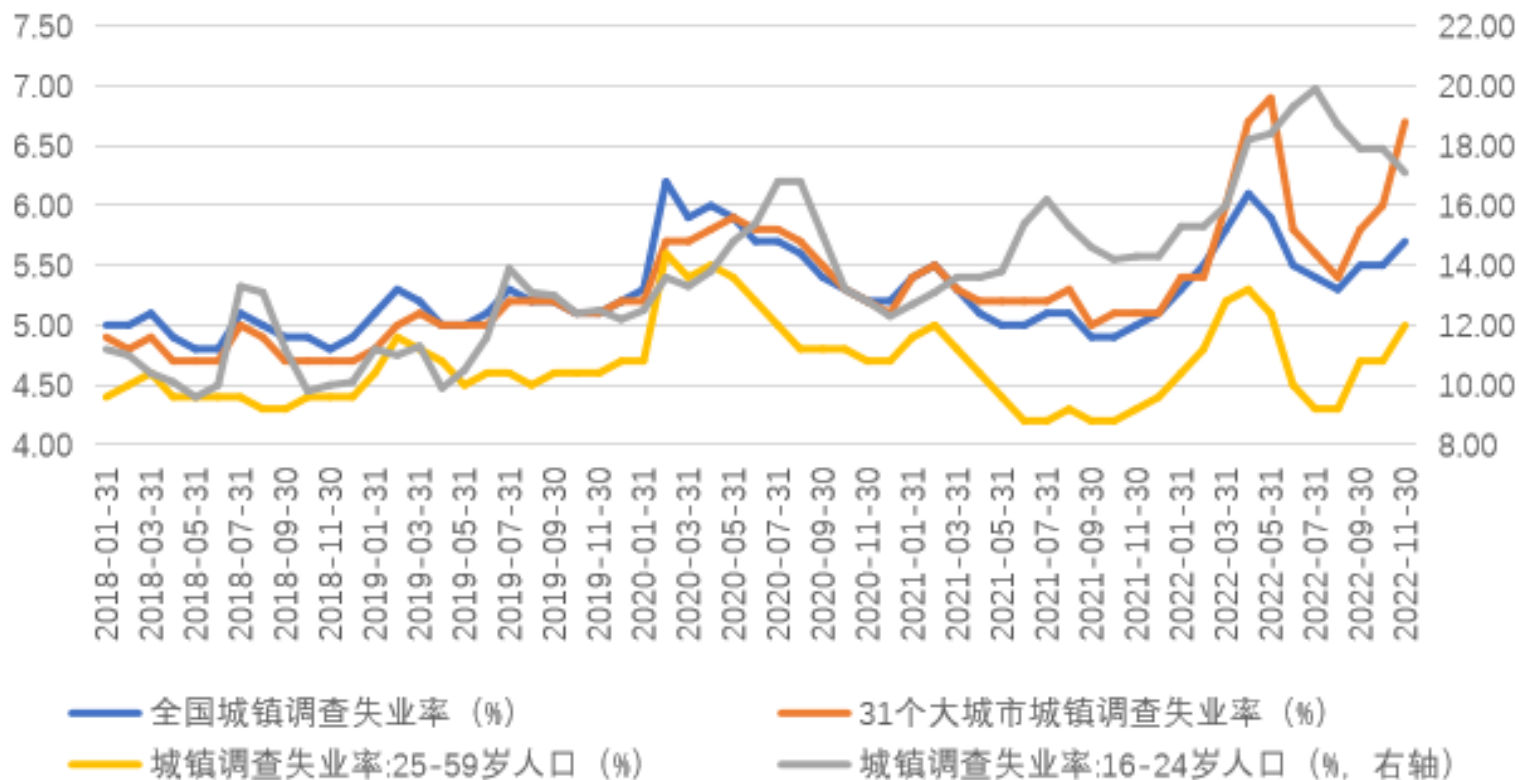


数据来源：Wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

疫情对居民就业与收入形成冲击，从而抑制消费



- ▶ 消费恢复缓慢一定程度受制于居民就业与收入。11月全国城镇调查失业率和31个大城市城镇调查失业率分别为5.7%和6.7%。16-24岁人口调查失业率为17.1%，比10月回落0.8个百分点；25-59岁人口调查失业率为5.0%，比10月上升0.3个百分点。



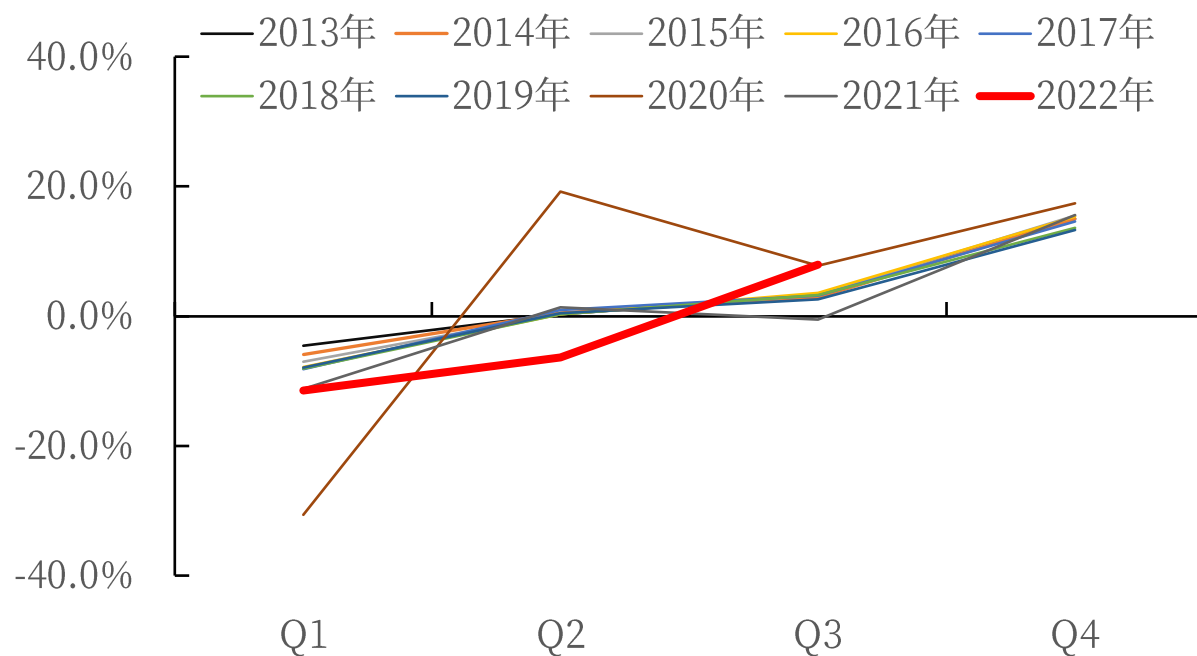
2023年消费展望：全年8%左右，二、四季度较高，一、三季度较低



- 2022年全年社零增速为负几成定局，预计四季度社零增速或录得-3%左右。展望2023年，疫情防控放开决定了2023年消费将呈现复苏的方向，从复苏力度来看，市场对疫情放开后出现报复性消费存有预期，但我们认为报复性消费不具有持续性，主要影响的是消费的节奏（全年消费的分布），持续三年的疫情对居民就业和收入的影响短期内无法弥补，这决定了过去疫情导致的消费损失很大部分已经无法补回，同时也意味着2023年消费复苏的力度不会很强。考虑到2022年的低基数，预计2023年消费增速回升至8%左右。
- 从历史数据来看，正常年份里，消费在四个季度的分布为前低后高，但基本都在25%左右，偏差不大。2023年一季度的第一波疫情达峰可能继续对消费形成一定的压制，因此一季度消费可能部分后移至二季度，下半年如果不再出现显著的疫情反弹，预计消费能够回归正常年份的节奏。据此预计全年四个季度消费的全年占比分别为：23.00%、24.21%、24.76%和28.03%，结合2022年各季度基数变化，预计2023年Q1到Q4社零同比增速分别为0%、12.4%、6.5%和11.2%，呈现二、四季度高，一、三季度相对低的态势。

历年各季度社零占当年社零比例

	四季度	三季度	二季度	一季度
2021	27.85%	24.08%	24.20%	23.87%
2020	30.27%	25.78%	23.90%	20.05%
疫情前10年均值	28.03%	24.76%	23.59%	23.62%
2019	27.93%	24.65%	23.67%	23.76%
2018	28.00%	24.75%	23.56%	23.70%
2017	28.14%	24.79%	23.63%	23.43%
2016	28.24%	24.78%	23.51%	23.48%
2015	28.20%	24.76%	23.55%	23.50%
2014	27.91%	24.75%	23.67%	23.66%
2013	27.97%	24.77%	23.60%	23.66%
2012	27.87%	24.71%	23.61%	23.81%
2011	27.82%	24.82%	23.68%	23.68%
2010	28.16%	24.82%	23.48%	23.53%



房地产的持续下行严重拖累2022年GDP增速

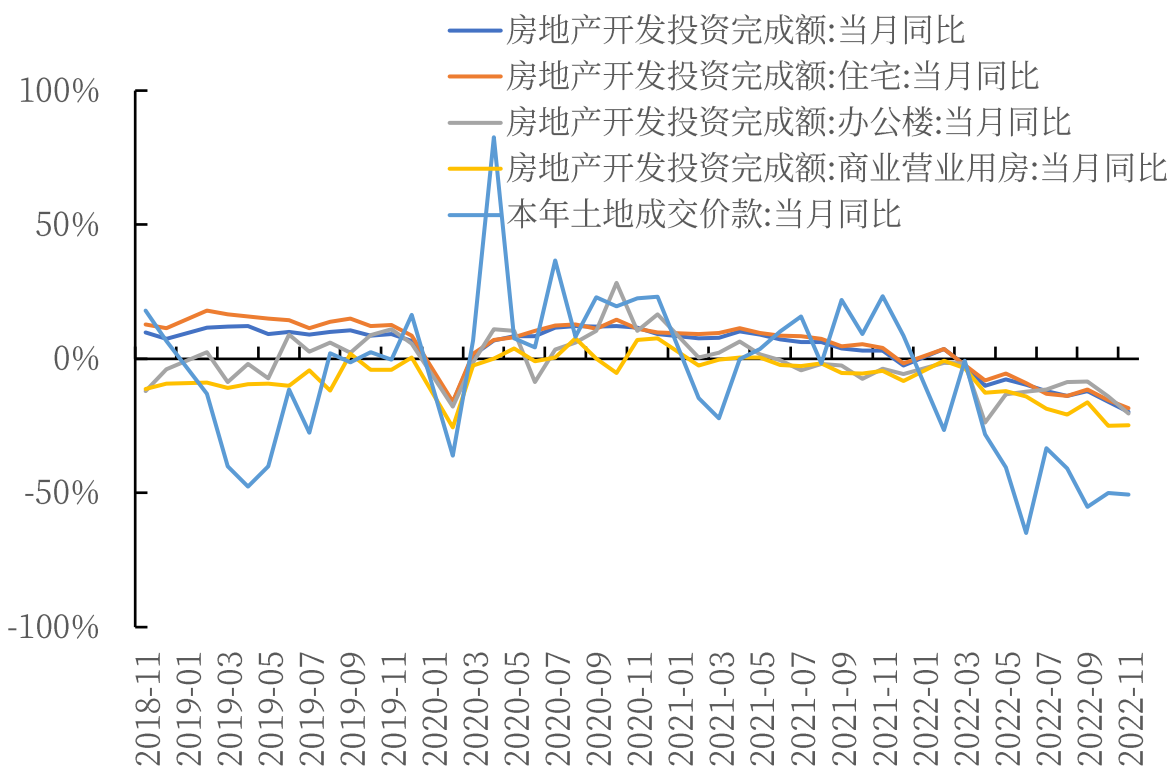


- 2022年房地产投资增速的持续下行，对GDP增速起到了较大的拖累作用。2022年前11个月，房地产开发投资完成额同比-9.8%。2022年前三季度，房地产业对GDP累计同比贡献率达到了-10.29%，对GDP累计同比的拉动达到了-0.31%，与疫情前的2019年三季度对GDP正向拉动0.2%形成鲜明对比。

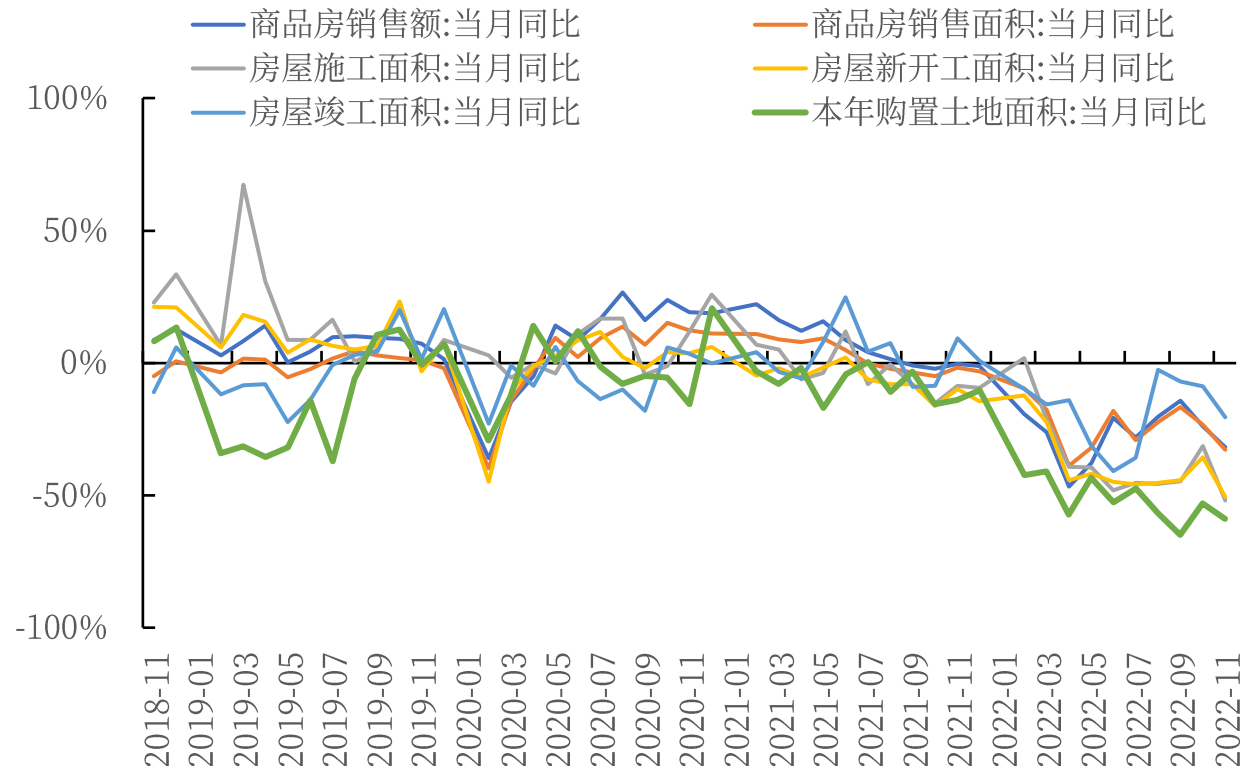
		2022-09	2022-06	2022-03	2021-12	2021-09	2021-06	2021-03	2020-12	2020-09	2020-06	2020-03	2019-12	2019-09	2019-06	2019-03
GDP累计同比贡献率 (%)	农林牧渔业	9.61	11.46	6.19	6.74	5.30	3.67	2.30	11.87	37.46	-3.71	1.57	4.02	3.30	2.90	2.10
	工业	40.02	43.29	44.02	37.94	38.01	39.46	41.34	36.59	48.90	33.07	38.87	26.89	26.30	27.30	27.90
	建筑业	10.51	6.97	1.42	0.93	2.93	4.22	5.61	9.33	17.63	9.18	13.22	6.33	6.10	5.30	4.70
	交通运输、仓储和邮政业	0.42	-1.33	1.77	7.15	6.31	6.59	6.61	1.67	-17.38	12.26	8.29	4.88	5.20	5.00	4.80
	批发和零售业	3.85	3.45	8.00	12.32	12.98	12.58	13.31	-4.21	-80.73	40.61	25.09	9.27	9.30	9.50	9.40
	住宿和餐饮业	-0.35	-1.63	-0.10	2.78	2.80	2.98	3.00	-14.70	-91.27	29.97	10.86	1.69	1.60	1.60	1.60
	金融业	15.27	18.76	9.95	3.90	4.03	3.47	3.00	21.99	104.54	-24.26	-6.22	8.67	9.10	9.50	9.40
	房地产业	-10.29	-13.56	-3.27	3.00	6.15	8.05	8.71	4.48	-1.59	9.54	8.05	3.13	3.30	2.70	2.70
	信息传输、软件和信息技术服务业	11.71	15.64	10.08	7.76	7.70	6.77	5.21	29.87	132.60	-32.15	-8.24	11.60	12.40	13.50	14.10
	租赁和商务服务业	2.51	1.08	3.45	4.24	2.10	1.75	1.50	-3.99	-39.06	10.65	3.33	4.77	4.50	4.30	4.70
对GDP累计同比的拉动 (%)	其他服务业	16.75	15.89	18.50	13.25	11.70	10.45	9.41	7.11	-11.11	14.84	5.19	18.74	18.90	18.60	18.70
	农林牧渔业	0.29	0.29	0.30	0.57	0.52	0.47	0.42	0.26	0.22	0.06	-0.11	0.24	0.20	0.20	0.10
	工业	1.20	1.08	2.11	3.19	3.72	5.01	7.57	0.80	0.29	-0.56	-2.68	1.61	1.60	1.70	1.80
	建筑业	0.32	0.17	0.07	0.08	0.29	0.54	1.03	0.21	0.11	-0.16	-0.91	0.38	0.40	0.30	0.30
	交通运输、仓储和邮政业	0.01	-0.03	0.08	0.60	0.62	0.84	1.21	0.04	-0.10	-0.21	-0.57	0.29	0.30	0.30	0.30
	批发和零售业	0.12	0.09	0.38	1.03	1.27	1.60	2.44	-0.09	-0.48	-0.69	-1.73	0.56	0.60	0.60	0.60
	住宿和餐饮业	-0.01	-0.04	0.00	0.23	0.27	0.38	0.55	-0.32	-0.55	-0.51	-0.75	0.10	0.10	0.10	0.10
	金融业	0.46	0.47	0.48	0.33	0.39	0.44	0.55	0.48	0.63	0.41	0.43	0.52	0.50	0.60	0.60
	房地产业	-0.31	-0.34	-0.16	0.25	0.60	1.02	1.59	0.10	-0.01	-0.16	-0.56	0.19	0.20	0.20	0.20
	信息传输、软件和信息技术服务业	0.35	0.39	0.48	0.65	0.75	0.86	0.95	0.66	0.80	0.55	0.57	0.70	0.70	0.80	0.90
租赁和商务服务业	0.08	0.03	0.17	0.36	0.21	0.22	0.27	-0.09	-0.23	-0.18	-0.23	0.29	0.30	0.30	0.30	
其他服务业	0.50	0.40	0.89	1.11	1.15	1.33	1.72	0.16	-0.07	-0.25	-0.36	1.12	1.10	1.10	1.20	

数据来源：Wind，中航证券研究所

➤ 2022年房地产行业持续筑底，房地产开发投资完成额当月同比从3月开始持续为负。分房企和居民两个主体看，房企买地和居民购房均持续低迷。其中，居民购房意愿的走低（需求端）和房企融资环境（融资端）的恶化是房企扩张意愿下降的两个直接原因。



数据来源: Wind, 中航证券研究所 (注: 2021年为两年复合增速)



数据来源: Wind, 中航证券研究所 (注: 2021年为两年复合增速)

- 目前地产政策面已经做出明显调整，2022年房地产对经济形成明显拖累的状况在2023年将有明显改观。
- 近期房地产支持政策密集出台，稳定房地产融资已形成了信贷、债券、股权融资的“三箭齐发”态势。
- 楼市供给端的风险和抑制因素已经明显缓解，但需求端的销售数据依然低迷。

第一支箭——信贷

- 11月23日，中国人民银行、银保监会发出《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展的通知》，被称为“金融16条”。其中明确，将稳定房地产开发贷款投放。

第二支箭——债券

- 11月18日，中国银行间市场交易商协会网站发布消息，在人民银行的支持和指导下，交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。

第三支箭——股权

- 11月28日证监会发布消息，决定在股权融资方面调整优化5条措施，包括：恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策；进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用。

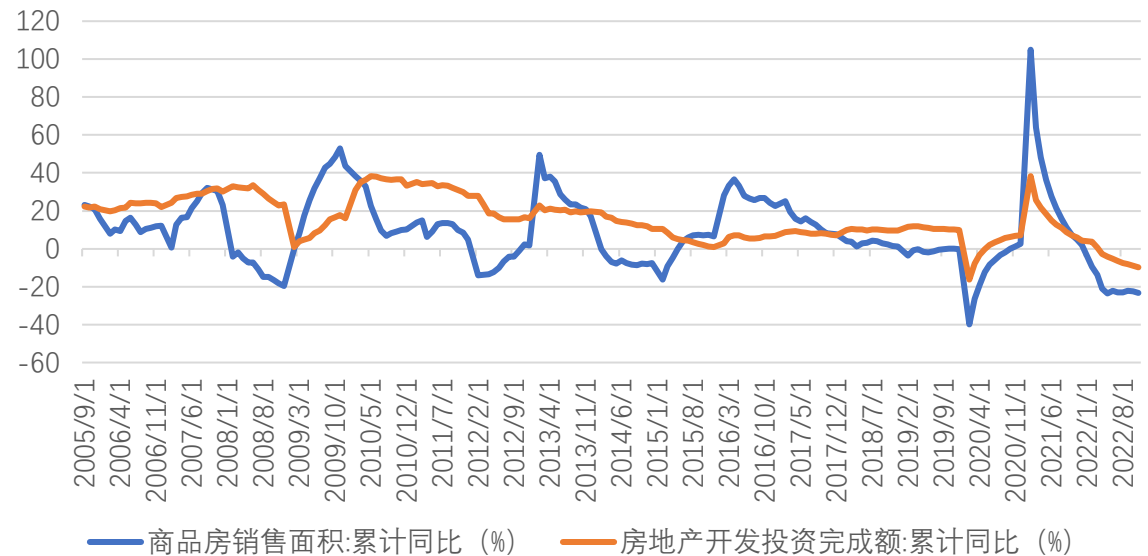
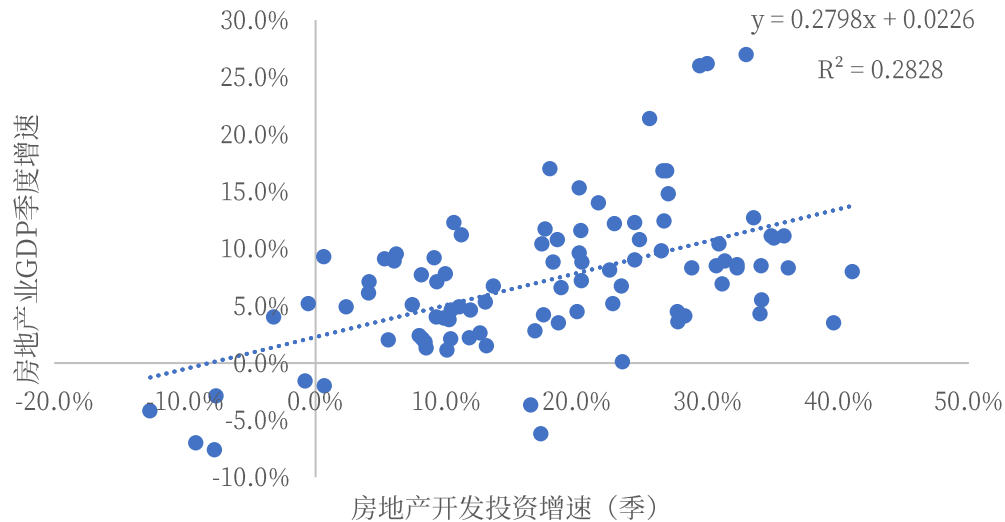
- 关于房地产，中央经济工作会议提出：“**有效防范化解重大经济金融风险**。要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，**推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险**，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。**要因城施策，支持刚性和改善性住房需求**，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。**要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位**，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。”
- 在2021年中央经济工作会议中，针对房地产的相关表述放在“结构政策要着力畅通国民经济循环”部分，而**2022年将其放在了“有效防范化解重大经济金融风险”部分**，体现了中央对房地产调控的重点是**风险防控**。
- “推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险”，这体现了政府对房企风险的救助和托底将主要集中在头部企业。**未来房企结构分化或进一步加剧，房地产领域洗牌不可避免。**

- 12月15日，国务院副总理刘鹤在第五轮中国—东盟工商领袖和前高官对话上发表书面致辞中表示：“**房地产是国民经济的支柱产业**，针对当前出现的下行风险，我们已出台一些政策，**正在考虑新的举措，努力改善行业的资产负债状况，引导市场预期和信心回暖。未来一个时期，中国城镇化仍处于较快发展阶段，有足够需求空间为房地产业稳定发展提供支撑。**”
- 中央经济工作会议继续强调了“要因城施策，支持刚性和改善性住房需求”，**但也再次强调了“房住不炒”**，我们认为这是为房地产政策调控划清了上下边界。
- 政策边界一边是稳定房地产销售与投资，减少对经济的拖累，一边是稳定房价，防止房价再次大幅攀升。一边是短期稳增长的诉求，一边是长期控风险、调结构的诉求。
- 将刺激力度控制在适度的范围内，考验政府的调控能力。

2023年房地产投资增速有望回升至5%

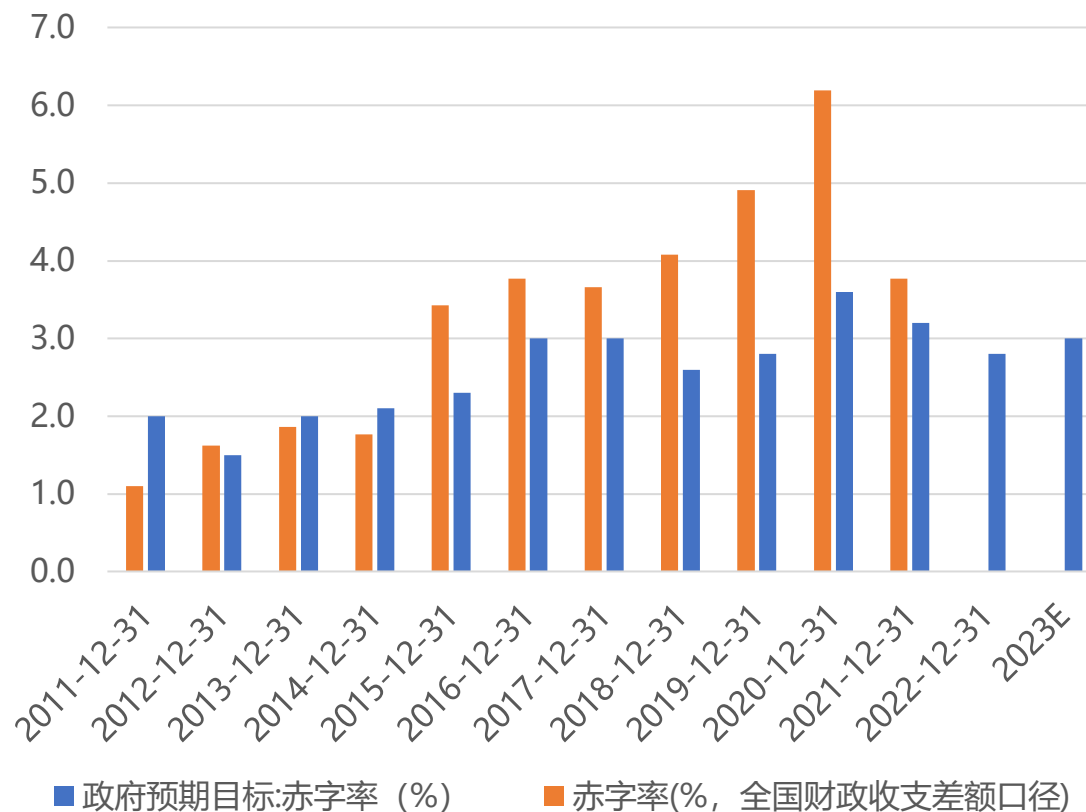


- 虽然“三支箭”令房企融资环境目前改善较明显，但房地产价值链的最终价值出口仍然是居民加杠杆购房。房地产投资回升通常需要先看到商品房销售的回升，而目前商品房销售增速尚未见明显起色。但在利好政策不断积累下，后续地产销售环比改善概率较高，结合2022年的低基数，2023年地产销售和投资同比增速有望较2022年提升，只是提升幅度仍存在着较大不确定性。
- 回归分析显示，房地产开发投资增速每增加1PCTS，对应房地产业GDP增速抬升0.28PCTS左右。因此，若2023年GDP增速目标设为4.5%，中性贡献下，房地产业GDP亦实现4.5%的增速，对应2023年房地产开发投资年增速要达到8.0%，如果GDP增速要达到5%，对应房地产投资增速要达到9.8%。预测2023年房地产开发投资增速有望回升至5%左右，对GDP增速的影响主要体现为拖累效应明显降低。



- 考虑到2023年上半年依然处于经济逐步走出疫情影响的过渡期，经济复苏基础仍不稳固，财政政策需要继续发力，一方面通过基建投资提振内需，另一方面通过税费补贴等激发经济内生动力。
- 预计2023年财政赤字率目标值会维持在较高水平，预计不会低于2022年的2.8%，可能会升至3%左右，专项债额度或也不低于2022年的3.65万亿元规模。
- 财政节奏上预计与2022年类似，依然是前置发力，以确保上半年经济平稳走出疫情影响。

历年预算赤字率和实际赤字率对比（%）

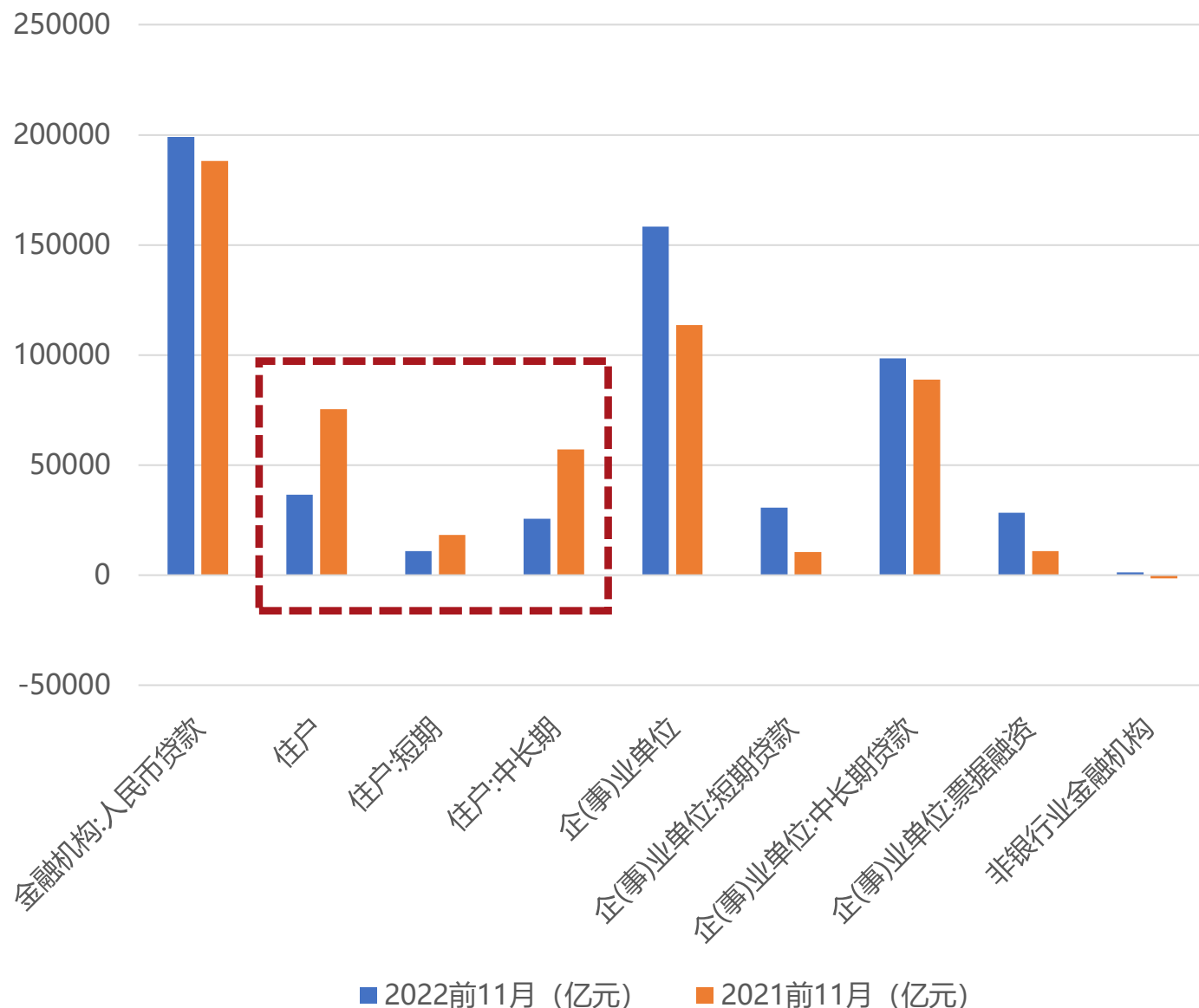


数据来源：Wind，中航证券研究所

2022年居民部门拖累整体信贷表现，2023年预计会有改善



- 2022年的金融机构口径人民币贷款较2021年同期有所增长，但增长偏弱、结构不佳。
- 2022年前11个月住户贷款较2021年同期大幅下滑，是2022年宽信用的主要拖累因素，主要体现了疫情和房地产行业出现长周期拐点对居民部门消费和购房的冲击。
- 企业部门信贷较2021年增长较多，但主要来自于短期贷款和票据融资的贡献，中长期贷款增长较少。
- 2023年随着疫情防控放开和房地产利好政策持续积累，预计居民部门信贷有望改善并带动宽信用进程向前迈进。



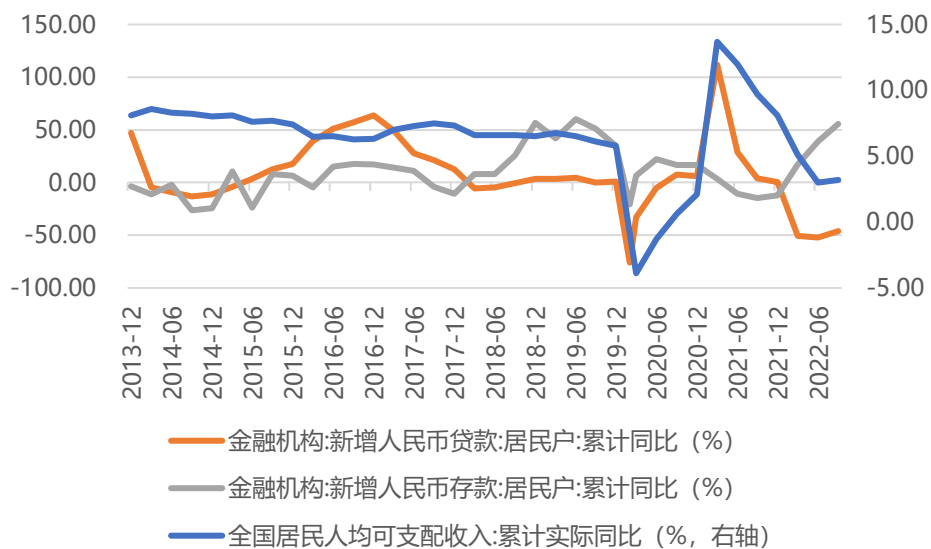
居民信贷、收入增速下降，存款增速上升，反映的是支出意愿的大幅下降



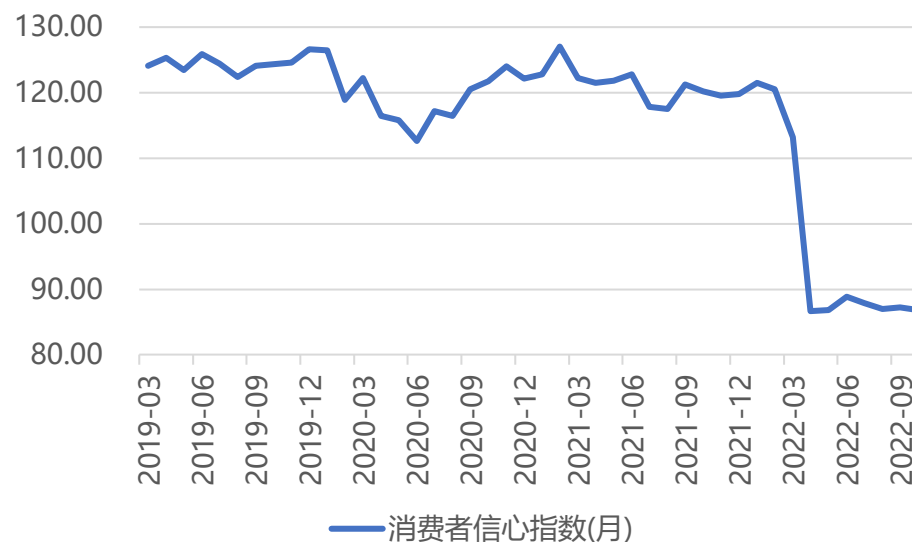
➤ 2022年居民收入和贷款增速走低，但存款增速走高，出现明显背离。

$$\text{居民存款}\uparrow = \text{负债}\downarrow + \text{收入}\downarrow - \text{支出（消费、投资）}\downarrow\downarrow$$

➤ 从等式关系来看，这种背离反映的是居民支出的大幅下滑，主要源于疫情对居民消费能力和消费意愿造成显著冲击，对未来收入预期的下降和对未来不确定性的担忧严重制约了居民的消费意愿，从而增加了预防性的储蓄。随着疫情放开，这一状况有望改善，但幅度有待观察，消费意愿存在长期受损的可能。

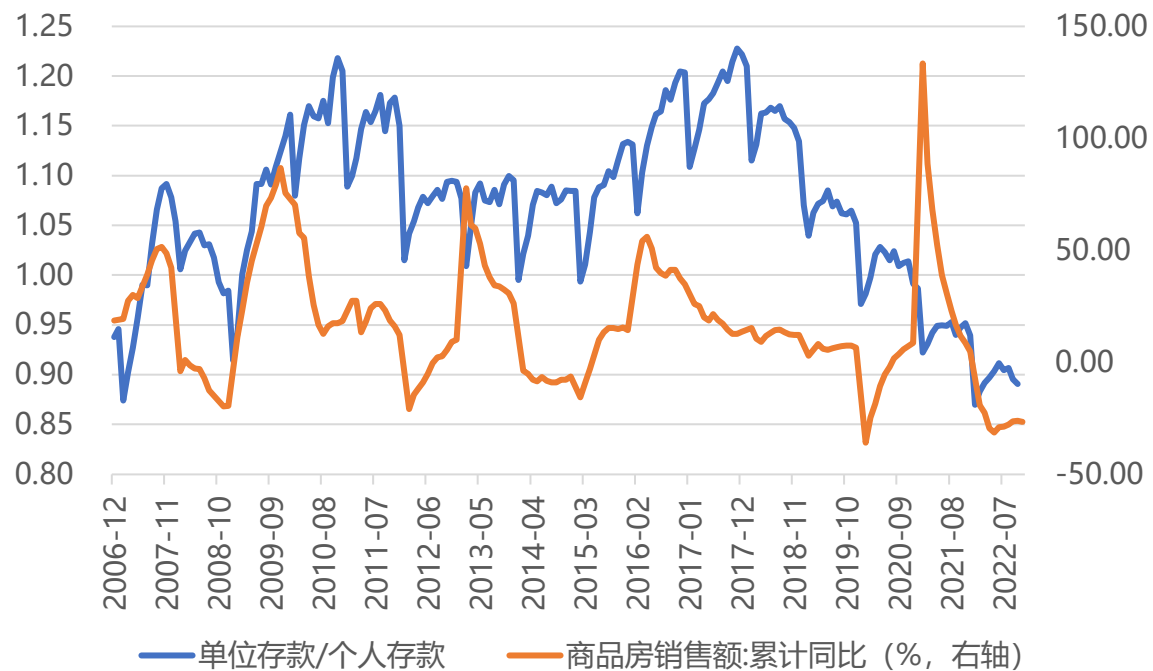
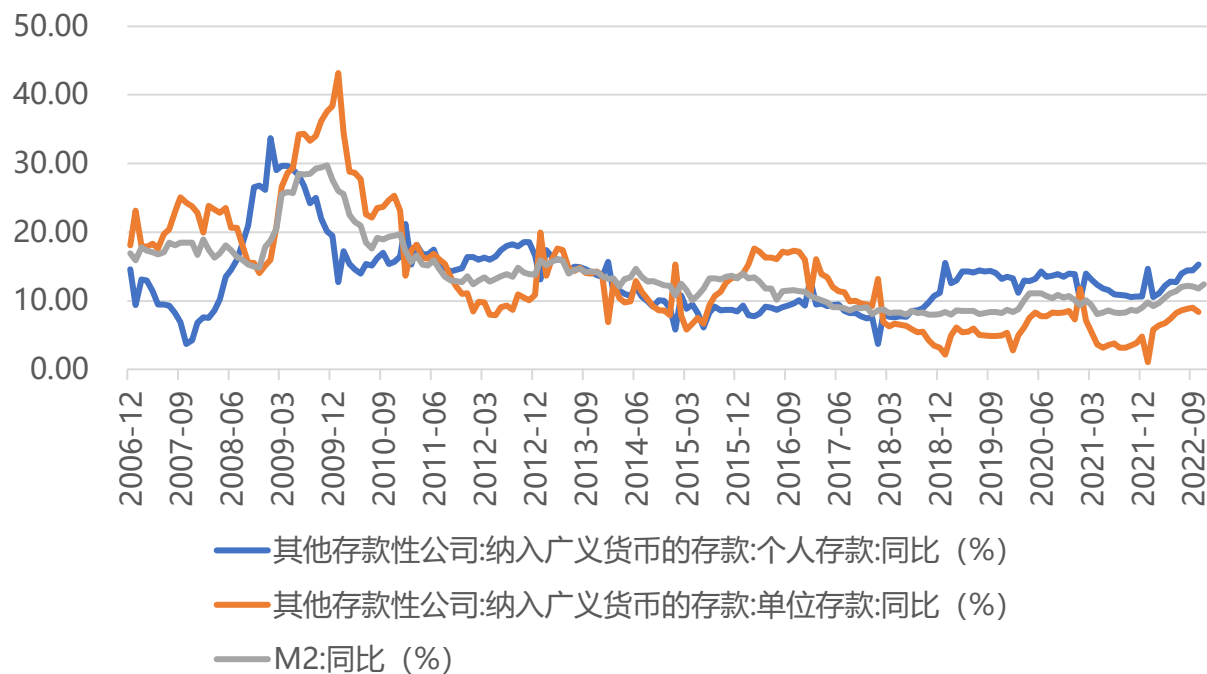


数据来源: Wind, 中航证券研究所

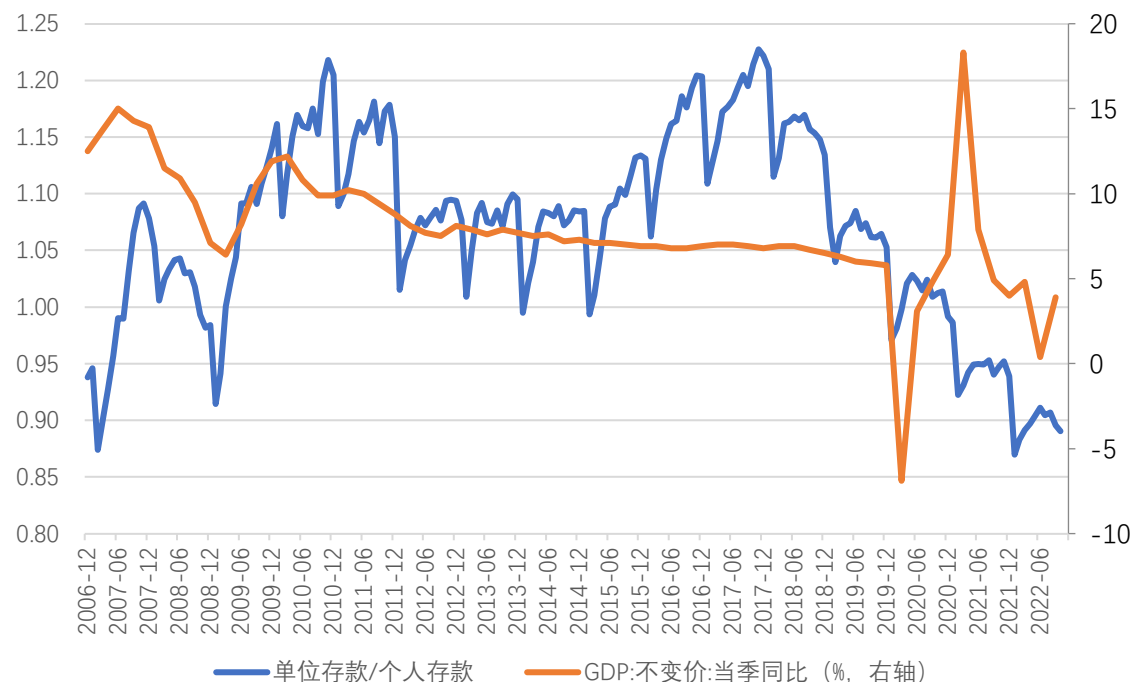


数据来源: Wind, 中航证券研究所

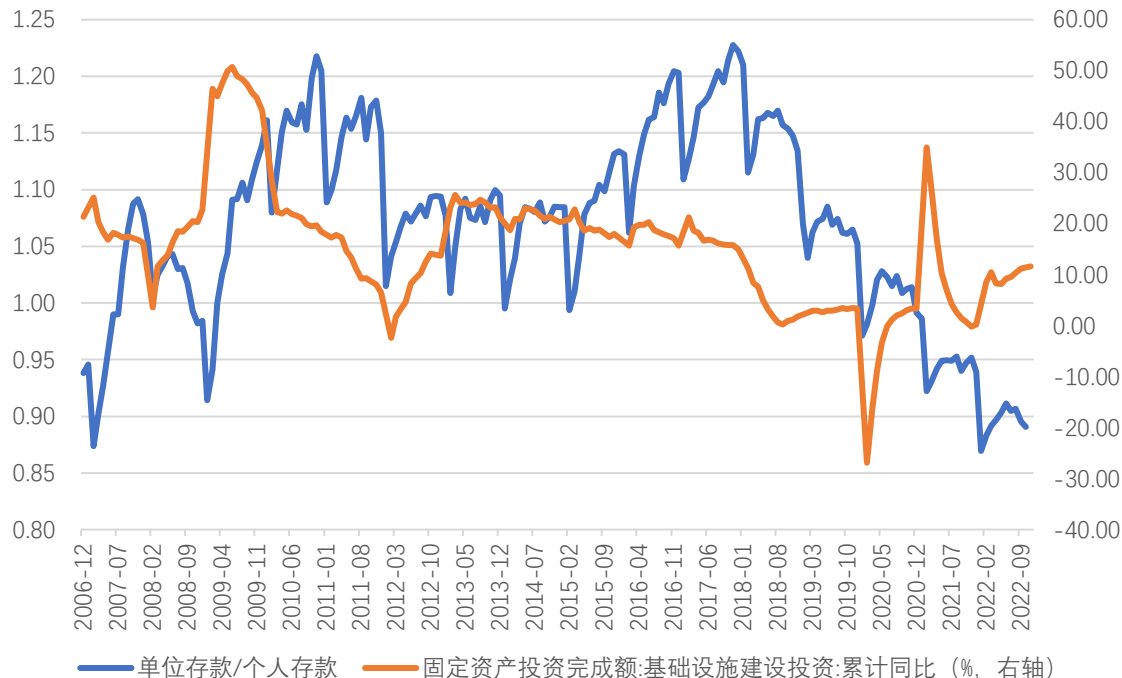
- ▶ 2022年货币政策加大了稳增长力度，M2增速出现抬升，但拆分结构来看，居民存款增速始终快于单位存款增速。这种状态从2018年一直持续至今。
- ▶ 房地产销售是驱动居民存款向单位存款流转的重要渠道，居民存款增速更高（单位存款/居民存款持续下滑）反映的是居民消费、特别是购房行为的走弱，其背后是房地产大周期与房地产政策调控的共振，以及2020年之后的疫情影响。



- ▶ 单位存款/居民存款的变化反映居民和企业部门之间发生经济行为的活跃程度，体现了经济循环的活力，因此一定程度上可以用来表征经济增长的内生动能，其在长期趋势上与GDP增速保持一致。
- ▶ 可以看到，基建投资作为逆周期变量，经常在单位存款/居民存款指标低迷时承担稳定经济的重任。这在近几年疫情期间的表现较为明显。



数据来源: Wind, 中航证券研究所



数据来源: Wind, 中航证券研究所

2023年货币政策外部约束降低，内部约束权重提升



- ▶ 2022年美债收益率随着美联储快速加息而大幅攀升，中美利差走向深度倒挂并驱动人民币之前大幅贬值，这对国内货币宽松形成了外部约束。
- ▶ 2023年美债收益率有望随着通胀和经济弱化而回落，而我国国债收益率有望随着信用扩张和经济进一步复苏而抬升，中美利差倒挂的状态有望持续收窄，人民币贬值压力有望明显缓解。
- ▶ 2023年国内货币政策的外部约束降低，内部约束权重提升。

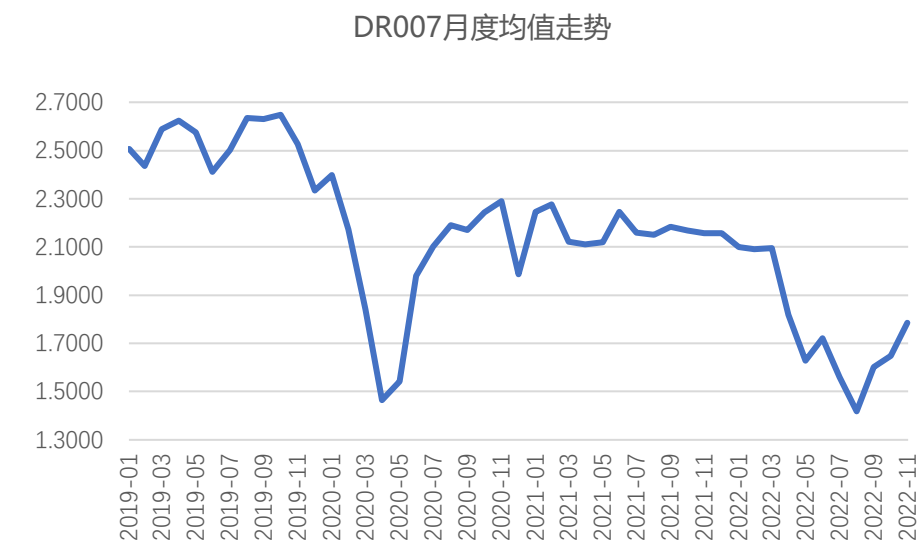


数据来源: Wind, 中航证券研究所



数据来源: Wind, 中航证券研究所

- 2022年二三季度，货币市场资金利率中枢走低，DR007月均值显著低于政策利率，流动性环境整体较为宽松，金融系统杠杆率升高。
- 进入四季度，央行持续引导宽货币向宽信用转变，市场利率触底反弹，向政策利率靠拢趋势明显。银行理财产品净值曲线失稳，进而引发赎回潮，对债券市场造成流动性冲击。央行通过降准、加大逆回购操作等手段及时回应市场关切，目前债市企稳趋势明显。
- 相对应的，银行间市场质押式回购交易量自4月以来持续上行，连续两个季度维持高位，进入10月后略有下降，12月开启显著下行趋势，赎回潮冲击过后，当前债市加杠杆情绪回落至较低水平，风险得到了一定程度的释放，但信用风险仍处于高位。
- 中央经济会议提出，要防范化解金融风险，压实各方责任，防止形成区域性、系统性金融风险。要防范化解地方政府债务风险，坚决遏制增量、化解存量。



数据来源：Wind，中航证券研究所

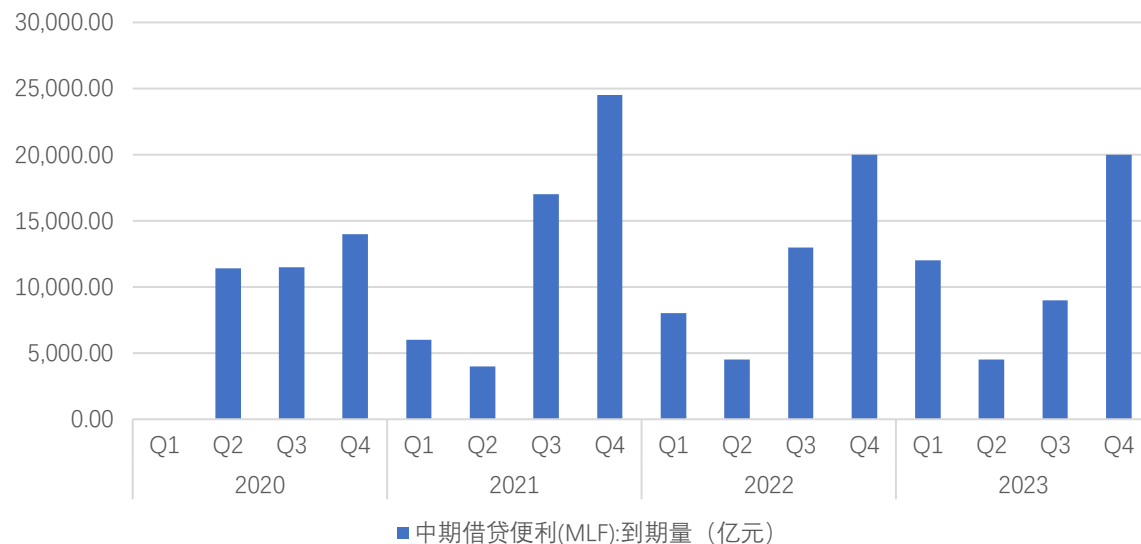
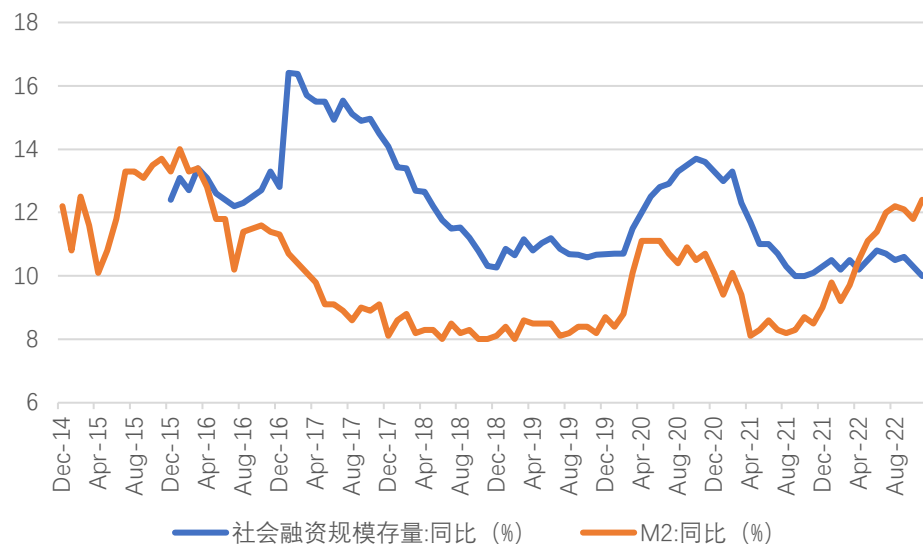
➤ 货币政策需进一步落实稳增长与防风险之间的动态平衡。

时间	事件	内容
2022年11月16日	央行发布《2022年第三季度货币政策执行报告》	下一阶段，加大稳健货币政策实施力度，搞好跨周期调节…，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模合理增长。
2022年12月6日	中共中央政治局会议	外需走弱背景下，会议强调“要着力扩大国内需求”，消费是基础、投资是关键，基建和制造业投资或仍是稳增长重要抓手。“积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力。
2022年12月16日	中央经济工作会议	2023年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。
		要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。
		有效防范化解重大经济金融风险。
2022年12月17日	2022-2023中国经济年会	中国人民银行副行长刘国强表示，就中央经济工作会议提出的货币政策要求而言，可概括为“总量要够、结构要准”，而总量要够，就是2023年货币政策的力度不能小于2022年。

宽货币需向宽信用转化，央行或将降准以提供货币支持



- 目前宽信用的约束主要不在货币供给端，而在融资需求端，即企业和居民部门遭受资产负债表衰退，融资需求受限。11月M2和社融存量增速差达到2.4PCTS，处在2016年以来高位，反映实体经济信用扩张的速度慢于货币增速，宽货币向宽信用的转化仍需进一步发力。
- 如果企业和居民部门融资意愿逐步修复，信用扩张之下，银行对基础货币的需求会相应提升，**央行需要补充基础货币以维持偏低的利率水平，这意味着进一步降准的可能**。同时，地方债及再融资债券的发行、基建投资的保障推进等都需要货币政策协调配合。政府债券发行带来的缴款需求会使得银行间资金市场流动性趋紧，抬升债券的融资成本。**为了配合财政融资量的提升，央行也需要通过降准投放长期低成本流动性**，以维持资金面平稳运行。



定向降准和全面降准结合，保持市场流动性合理充裕



大宗商品持续上涨，降低企业融资成本

2021年7月15日

全面降准0.5个百分点
金融机构加权平均存款准备金率为8.9%

加强跨周期调节，优化金融机构的资金结构

2021年12月15日

全面降准0.5个百分点
金融机构加权平均存款准备金率为8.4%

疫情影响下稳定市场预期，增强市场主体信心

2022年4月25日

全面降准0.25个百分点
金融机构加权平均存款准备金率为8.1%

为稳增长、宽信用、降成本提供适宜的流动性环境

2022年12月5日

全面降准0.25个百分点
金融机构加权平均存款准备金率为7.8%。

2020年4月25日

中小银行定向降准0.5个百分点

随着复工复产推进，中小企业经营困难和还款压力亟需缓解

2020年3月16日

普惠金融定向降准0.5-1个百分点

疫情对海内外经济和金融市场冲击全面显现

2020年1月6日

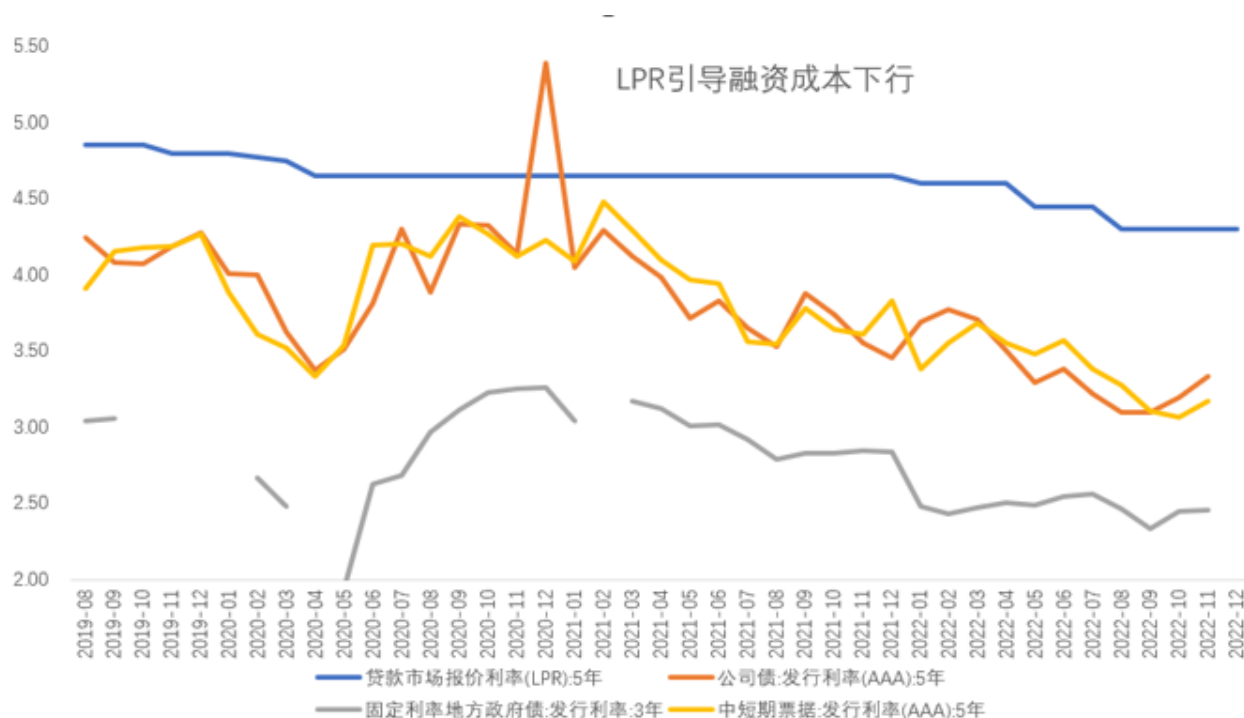
全面降准0.5个百分点
金融机构加权平均存款准备金率为8.9%

满足节前流动性需求，降低长期融资成本

2023年一季度降准可期

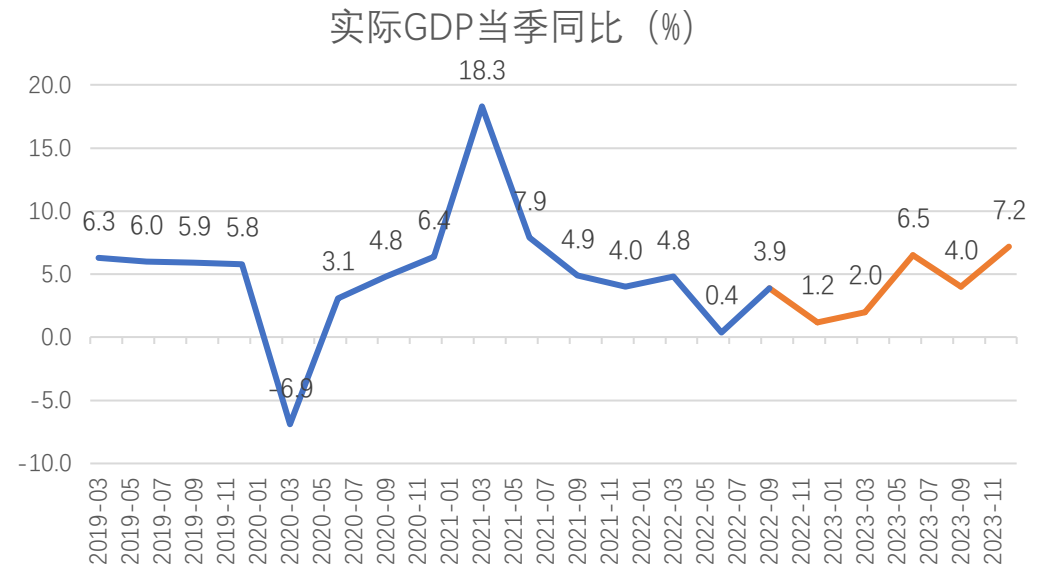
- 政府债发行密集
- MLF集中到期
- 节前高涨的流动性需求
- 目前金融机构加权存款准备金率约为7.8%，较之发达国家还有较为充裕的调整空间

- 2023年在稳增长目标的指引下，可能通过进一步下调MLF、OMO等政策利率，引导LPR利率下行，打通银行向实体经济进行低成本信贷支持的通道，降低企业融资成本，切实减轻企业负担，促进经济在合理区间内运行。
- 但上半年美联储基准利率还将进一步提升，随后也将维持高位，央行进一步降息需要考虑对人民币汇率的影响。相对于降准，央行在降息上或将更为谨慎。



数据来源：Wind，中航证券研究所

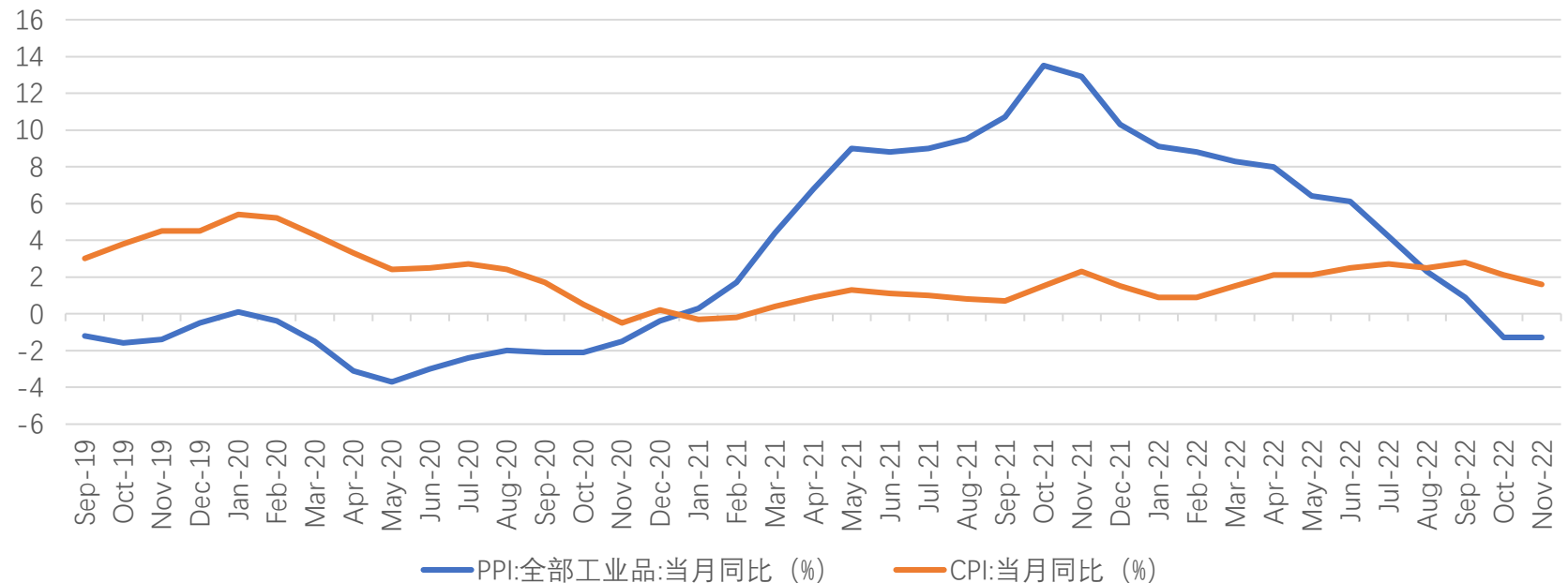
- 中央经济工作会议指出：“当前我国经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，外部环境动荡不安，给我国经济带来的影响加深。但要看到，我国经济韧性强、潜力大、活力足，各项政策效果持续显现，2023年经济运行有望总体回升。”
- 2023年全球经济下行，出口仍不乐观，经济复苏的关键在消费和地产的恢复。疫情影响减弱叠加促消费政策不断落地，消费增速有望成为2023年内需增长的重要动力；房地产回落势头减弱，对经济的拖累效应降低。
- 2023年需求修复带动制造业投资维持较高增速。2023年上半年基建将继续发力，下半年经济进一步复苏之下，逆周期的基建投资增速或有一定回落。
- 预计2023年经济总体修复，全年GDP有望达到4.5%-5%之间。节奏上看，2022年Q2和Q4的低基数，对应2023年Q2和Q3形成同比高点，全年GDP震荡上行。



数据来源：Wind, 中航证券研究所

- ▶ 中央经济工作会议强调“突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作”，对比之下，2021年中央经济工作会议强调的是“六稳”（即稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期）。“六稳”变为“三稳”，体现的是我国经济主要风险和政策重心的变化。
- ▶ 在2021年的中央经济工作会议公报中，“就业”出现了8次，未提到“物价”；本次中央经济工作会议公报中，“就业”出现了7次，“物价”出现了4次，可见，更明显的变化在于中央加强了对稳物价的重视。

▶ 当前我国总体通胀水平依然较低（11月CPI同比1.6%，PPI同比-1.3%），预计2023年我国CPI同比会在2.5%左右，PPI同比在0左右，总体上看通胀压力有望维持温和。



数据来源：Wind，中航证券研究所



研究团队介绍:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入** : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有** : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间
- 卖出** : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持** : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性** : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持** : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。