

经济复苏中的波折与关键

——2023年宏观展望

◆ 核心观点

- 2023年经济增速预计在5.5%左右。二十大报告明确了新时代新征程中国共产党的中心任务，就是全面建成社会主义现代化强国，即2035年“人均国内生产总值达到中等发达国家水平”或者“经济总量或人均收入翻一番”，意味着2021-2035年十五年年均复合增长率不能低于4.73%。疫情三年以来，我国的年均经济增长速度连续偏低，促进经济增长重回合理区间是今年经济工作的重点。
- 2023年经济增长动力仍然偏弱。1) 消费：短期疫情升温仍会抑制消费复苏，但从海外经验来看，消费环境大概率是修复的，疫情期间形成的超额储蓄对消费复苏也有一定支撑。中央经济工作会议明确“要把恢复和扩大消费摆在优先位置，增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景”。在低基数效应下，社零增速有望回升至7%左右。2) 房地产：随着房地产纾困政策从需求端向供给端转变，部分受交付担忧影响的购房需求有望释放，但地产需求中枢下行，我们判断“十四五”末房地产内生的需求将逐渐回落到11.5亿平方米左右，对应2023-2025年销售平均降幅为4.5%，所以稳地产需要政府加杠杆提供保障性住房，“十四五”期间年均建设保障性住房可达1.2亿平方米，则房地产需求基本可以维持在0左右的增速，投资端才有望企稳。同时，基建投资仍然需要保持10%以上的增速对冲地产的拖累。3) 制造业：受出口与新兴产业带动，制造业投资增速整体抬升，1-11月制造业投资累计同比增速高达9.7%，明显高于疫前水平。在政策支持和金融倾斜的背景下，制造业投资存在中期较为确定性的红利，或将为新的经济周期引领者。4) 出口：海外货币紧缩政策效果显现，全球经济增长普遍放缓，欧美经济或将步入衰退，外需下行趋势相对确定，叠加中国出口份额的下降，预计2023年出口总额下降1.2%。
- 财政、货币或趋于双宽。经济面临“三重压力”，宏观政策需要加大力度，尤其是财政政策要发挥更大的作用。财政：2022年的财政收入预算执行情况低于预期，稳增长背景下，赤字率抬升至3%以上的可能性较高。专项债仍然是财政工具箱中的重要抓手，但债务约束下新增额度预计在3.8-4万亿元左右，后续可能动用剩余的1万亿专项债限额余额空间。政策性金融工具仍将持续发力。货币：货币政策需要维持偏宽松态势配合财政扩张，降成本也需要引导LPR下行。中央经济工作会议对货币政策的表述从2021年的“灵活适度”转向“精准有力”，总量政策工具将趋于谨慎，降息降准仍有可能，但压缩程度预计不大，主要以结构性工具支持实体。
- 大类资产判断。1) 权益资产相对有利。在一揽子稳增长举措和防疫措施的不断优化下，上半年经济有较大概率走向复苏。美联储加息节奏预计放缓，国内货币维持偏宽，“复苏+流动性宽松”的组合对权益资产较为有利，股市相对债市性价比较高，有较大概率取得超额收益。2) 利率或先上后下。预计年初稳增长措施落地更加靠前，宽信用预期仍然强烈，利率仍有上行空间，但由于需求整体不强，随着货币端发力，10年期国债收益率下半年仍有回落空间。3) 汇率相对平稳。美联储加息预期放缓构成美元指数的下行压力，但欧美经济差能否收敛仍然存疑，美元指数预计难以大幅下行。强美元对人民币汇率的压制逐渐趋缓，随着经济修复上半年人民币汇率有望进一步修复至6.8以内，但全年不宜过度乐观。

◆ 风险提示：国内稳增长政策不及预期、疫情发展超预期、地缘冲突超预期

作者

潘宇昕 分析师
资格证书：S0380521010004
联系邮箱：panyx@wanhesec.com
联系电话：(0755)82830333-128

相关报告

《策略周报-二十大报告学习：创新驱动、安全保障，推动高质量发展》2022-11-04

《宏观月报-逆风解意，向阳而生》2022-10-01

《宏观月报-疫情扰动、地产拖累》2022-09-01

《策略周报-宽松政策存续，维稳向上趋势不变》2022-08-23



正文目录

一、 经济增速：“现代化”目标要求的下限是 4.73%.....	4
二、 需求端：呈现弱复苏.....	5
（一） 消费：逐步修复.....	5
（二） 房地产：短期企稳概率上升，中期仍有调整压力.....	7
（三） 制造业：政策红利背景下有望延续扩张.....	10
（四） 出口：外需下行、份额回落.....	11
三、 通胀仍保持温和.....	16
四、 财政、货币或趋于双宽.....	17
五、 大类资产展望.....	19
（一） 权益资产相对有利.....	19
（二） 利率或先上后下.....	20
（三） 人民币兑美元保持相对平稳.....	21
六、 风险提示.....	21

图表目录

图 1 社零环比（%）.....	5
图 2 居民储蓄倾向提高（%）.....	7
图 3 房贷利率降至历史最低（%）.....	7
图 4 百城住宅价格指数同比增速回落（%）.....	7
图 5 8 月以来商品房销售仍然低迷（万平方米）.....	8
图 6 房地产资金仍然紧张（%）.....	8
图 7 商品房销售面积增速和新增城镇人口增速在 2015 年之前趋于收敛.....	9
图 8 商品房销售面积估算（万平方米）.....	10
图 9 高技术制造业投资保持了长期的高成长（%）.....	10
图 10 制造业贷款增速较快（%）.....	11
图 11 欧美日制造业 PMI（%）.....	12
图 12 美国 GDP 增速（%）.....	13
图 13 美国就业市场情况（%）.....	13
图 14 富国银行住房市场指数连续 4 月处于警示区间.....	13
图 15 美国非金融企业杠杆率处于历史高位（%）.....	13
图 16 美国企业盈利增速有所下滑（%）.....	14
图 17 美国消费者信心指数持续下降（%）.....	14
图 18 市场预期 9 月开始降息（截至 1 月 3 日）.....	14
图 19 欧元区通胀高于美国（%）.....	14
图 20 欧元区政府杠杆率处于高位（%）.....	14
图 21 中国主要出口地区出口增速（%）.....	15
图 22 对欧盟出口的化学品、有色金属保持高增速（%）.....	15
图 23 中国出口份额占比预计将有所回落（%）.....	16
图 24 出口价格指数与 PPI 同比走势较为同步（%）.....	16
图 25 猪肉价格预计 2023 年二季度到年中见顶（%）.....	16
图 26 油价、煤价（%）.....	16
图 27 螺纹钢价、铜价.....	17
图 28 一般公共财政收支情况（亿元）.....	18
图 29 政府性基金收入增速（%）.....	18
图 30 社融和 M2 增速（%）.....	19
图 31 上证指数 PE-TTM 和分位数（%）.....	20
图 32 沪深 300 指数 PE-TTM 和分位数（%）.....	20
图 33 股债性价比处于历史极值区域附近（%）.....	20
图 34 资金利率（%）.....	21
图 35 10 年期国债收益率（%）.....	21

图 36 2022 年人民币兑美元汇率受强美元周期影响显著 (点、USD/CNY)	21
---	----

表 1 2021 年主要经济体人均 GDP 水平 (美元)	4
表 2 2022 年主要经济指标表现 (%)	5
表 3 房地产相关政策表述	8
表 4 全球经济增长预期 (%)	12

一、经济增速：“现代化”目标要求的下限是 4.73%

二十大报告明确了新时代新征程中国共产党的中心任务，就是全面建成社会主义现代化强国，总的战略安排是分两步走：从 2020 年到 2035 年基本实现社会主义现代化；从 2035 年到本世纪中叶把我国建成富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国。

所谓“现代化”，是需基于不同经济体横向比较而得出的概念，其中经济水平是最重要的衡量指标。十四五规划对 2035 年目标的表述是“经济总量和城乡居民人均收入将再迈上新的大台阶，人均国内生产总值达到中等发达国家水平。”关于《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》的说明也指出“‘十四五’末达到现行的高收入国家标准、到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番，是完全有可能的”。

按照 IMF 的划分标准，2021 年发达国家人均 GDP 在 20000 美元以上，过去十年（2012-2021）发达国家在平均复合增速为 1.58%，从 08 年金融危机之后到疫前（2009-2019）的复合增速为 1.50%。以 20000 美元为基准，按 1.5%-1.6% 的复合增长率计算，则 2035 年发达国家标准为 2.45-2.50 万美元，对应中国 2022-2035 年的平均符合增速在 4.9-5.0% 之间。按人均收入翻一番的目标，则 2021-2035 年十五年年均复合增长率不能低于 4.73%，这实际蕴含了增长的底线。

表 1 2021 年主要经济体人均 GDP 水平（美元）

排名	国家	人均 GDP	排名	国家	人均 GDP
1	卢森堡	135682.8	31	斯洛文尼亚	29200.82
2	瑞士	93457.44	32	爱沙尼亚	27280.66
3	爱尔兰	99152.1	33	捷克	26378.5
4	挪威	89202.75	34	葡萄牙	24262.18
5	美国	69287.54	35	巴林	22232.33
6	丹麦	67803.05	36	立陶宛	23433.39
7	新加坡	72794	37	斯洛伐克	21087.85
8	冰岛	68383.77	38	圣基茨和尼维斯	18230.13
9	荷兰	58061	39	拉脱维亚	20642.17
10	瑞典	60238.99	40	希腊	20276.54
11	澳大利亚	59934.13	41	巴巴多斯	17033.94
12	卡塔尔	61276	42	匈牙利	18772.67
13	芬兰	53982.61	43	波兰	17840.92
14	奥地利	53267.93	44	乌拉圭	17020.65
15	德国	50801.79	45	特立尼达和多巴哥	15243.12
16	比利时	51767.79	46	阿曼	16439.3
17	以色列	51430.08	47	克罗地亚	17398.77
18	加拿大	52051.35	48	安提瓜和巴布达	14900.8
19	新西兰	48801.69	49	智利	16502.84
20	圣马力诺	59571.91	50	罗马尼亚	14861.91
21	英国	47334.36	51	巴拿马	14516.46
22	日本	39285.16	52	哥斯达黎加	12508.62
23	法国	43518.54	53	塞舌尔	13306.73
24	意大利	35551.28	54	马来西亚	11371.1
25	韩国	34757.72	55	中国	12556.33
26	波多黎各	31429.87	56	俄罗斯	12172.79
27	马耳他	33257.42	57	保加利亚	11634.97
28	塞浦路斯	30798.48	58	格林纳达	9928.62

29	文莱	31722.66	59	哈萨克斯坦	10041.49
30	西班牙	30115.71	60	阿根廷	10729.23

资料来源：IMF、Wind、万和证券研究所 注：阴影栏为 IMF 认定的发达国家；波多黎各、圣马力诺为 2020 年数据

2022 年前三季度我国 GDP 同比增长 3%，从 10 月、11 月的经济数据来看，全年增长也不会太高。疫情三年以来，我国的年均经济增长速度连续滑出合理区间，对经济发展后劲的影响很大，12 月中央经济工作会议延续经济面临“三重压力”的判断，所以，及时地扭转经济下滑态势，促进经济增长重回合理区间是今年经济工作的重点任务，我们判断 2023 经济增速在 5.5% 左右。

表 2 2022 年主要经济指标表现 (%)

类别	指标	前三季度	1-10 月	1-11 月
生产	工业增加值	7.78	4	3.8
	服务业生产指数	0.1	0.1	-0.1
消费	社会消费品零售总额	0.7	0.6	-0.1
	餐饮收入	-4.6	-5.0	-5.4
投资	固定资产投资	5.9	5.8	5.3
	房地产投资	-8.0	-8.8	-9.8
	制造业投资	10.1	9.7	9.3
	基建投资(广义)	11.2	11.39	11.65
出口	出口	12.5	11.1	9.0
房地产	商品房销售面积	-22.2	-22.3	-23.3
	商品房销售额	-26.3	-26.1	-26.6
	土地购置面积	-53	-53	-53.8

资料来源：Wind、万和证券研究所

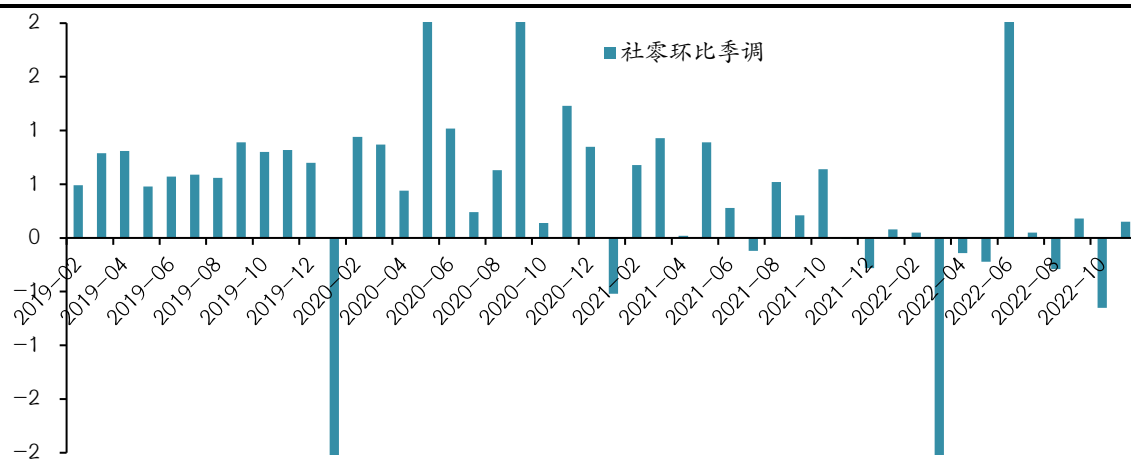
二、需求端：呈现弱复苏

(一) 消费：逐步修复

1. 短期消费依然受到疫情升温的抑制，但消费环境的大趋势仍是逐步修复的，消费环比增速中枢预计逐渐抬升。

2022 年 1-11 月社零累计同比-0.1%。从社零环比增速来观察消费，可以看出疫情爆发以来消费增速中枢经历了四个阶段的变化并呈逐渐下降的态势。第一阶段是 2020 年年初伴随疫情爆发的“消费砸坑”和随后增速逐级递减的修复阶段；第二个阶段是 2021 年的常态化防控阶段，消费季度环比增速分别为 0.4%、0.4%、0.2%、0.1%，增速逐季递减。第三个阶段是 2022 年 3 月“奥密克戎”成为新一代毒株以来，期间包括 3-5 月的区域性爆发和“消费砸坑”，以及二季度末短暂的消费修复，和之后各地方防控政策升级，消费环比增速基本在零增长附近。

图 1 社零环比 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

优化疫情防控措施“二十条”、“新十条”发布以来，进入第四个阶段。“二十条”除了缩短密接隔离时间、不再判定中风险地区、取消入境航班熔断机制、一般不按行政区域开展全员核酸检测之外，强调加强医疗资源建设。加快提高疫苗加强免疫接种覆盖率，特别是老年人群加强免疫接种覆盖率。“新十条”规定了不得随意扩大封控区域，除养老院、福利院、医疗机构、托幼机构、中小学等特殊场所外，不要求提供核酸阴性证明，不查验健康码。疫情管控大幅放松。12月26日，卫健委印发对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”总体方案，提及从2023年1月8日起取消入境核酸检测和集中隔离的要求。

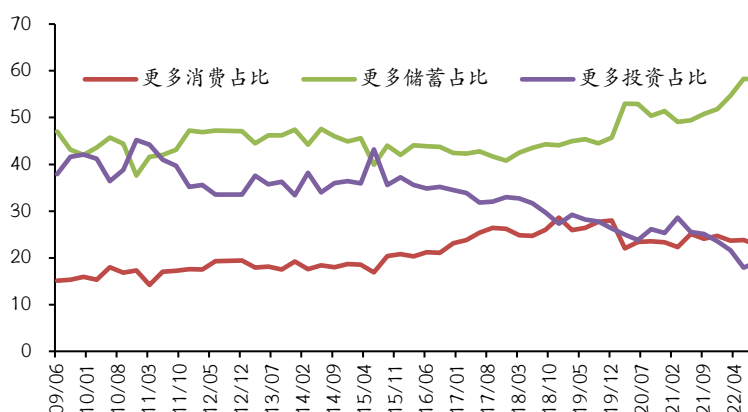
受疫情反弹和居民自我防护意识加强的影响，短期消费仍然承压，文化和旅游部数据显示，2023年元旦节假日，全国国内旅游出游人次和旅游收入同比增长0.44%和4%，分别为2019年同期的42.8%和35.1%，尽管疫情的演变仍然存在不确定性，但从海外的经验来看，逐渐走出疫情、消费环境逐渐改善的大方向是确定的，并且政策支持消费的力度预计将有所增大，中央经济工作会议明确2023年“要把恢复和扩大消费摆在优先位置，增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景。多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费”，在低基数的影响下，2023年社零增速有望回升至7%左右。

2. 疫情期间形成的“超额储蓄”对未来消费复苏有支撑

从央行问卷调查“更多储蓄占比”来看，在2019年底该指标大约为45.7%，到2022年三季度“更多储蓄占比”上升至58.1%。从居民存款来看，2019年末至2022年11月的城乡居民储蓄存款余额平均复合增长率为14.8%；而2016年底-2019年底的三年复合增长率为6.9%。居民储蓄倾向上升至少包含两方面的因素，一是受疫情防控影响，居民消费场景的减少导致储蓄率被动提升。二是居民对未来收入的预期下降以及疫情带来的收入不确定性上升，进而主动提高储蓄率。

随着消费环境的优化，第一项带来的超额储蓄存在释放空间，2022年1-11月居民新增存款同比增长87%，如果全国疫情趋于好转，超额储蓄对于消费向均值回归提供了支撑。而第二项关于收入的预期能否扭转则涉及到经济恢复的情况，在2023年宏观政策发力和疫情好转的情况下，收入增长预期应该是好于疫情常态化防控期间的。

图2 居民储蓄倾向提高(%)



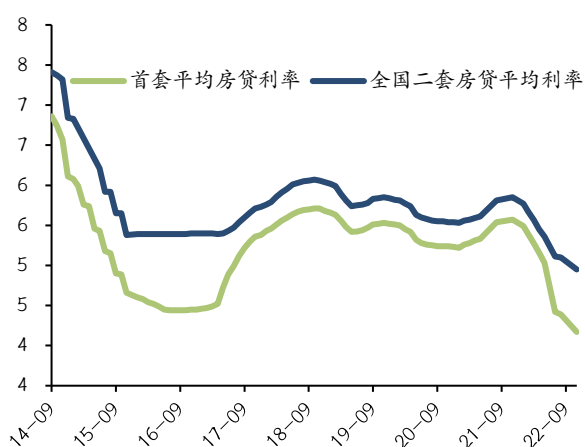
资料来源: Wind、万和证券研究所

(二) 房地产: 短期企稳概率上升, 中期仍有调整压力

1. 随着房地产纾困政策从需求端向供给端转变, 房地产短期有望企稳, 但地产需求中枢下行, 投资端改善可能相对有限。

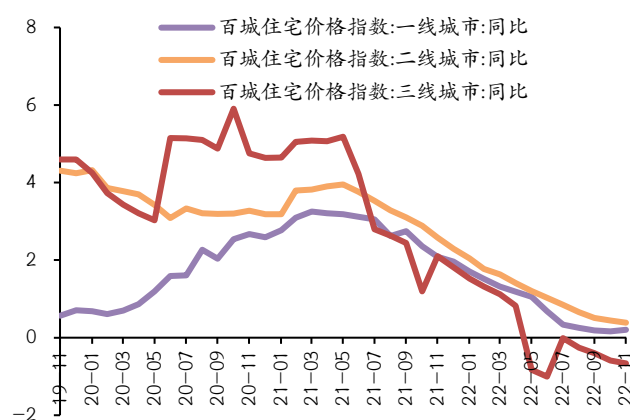
本轮需求刺激政策对地产改善的作用不显著。2022年以来, 在因城施策的鼓励和支持下, 多地围绕放松限购限贷、降低住房贷款利率、降低首付比例等推进房地产松绑, 并且宽松政策由三四线城市向二线城市扩散。年中开始总量政策开始发力, 5月15日央行下调首套个人按揭贷款利率下限为LPR-20bps, 9月29日, 允许新房销售价格同环比均连续下降的城市在2022年年底阶段性放宽首套个人按揭贷款利率下限, 截至11月, 全国首套平均房贷利率和二套平均房贷利率分别为4.17%和4.95%, 较2021年底高点下降140bps和90bps, 信贷政策支持力度已经达到近5年来最高水平, 但是整体而言, 本轮需求刺激政策对地产改善的作用不显著。1-11月商品房销售面积和销售金额同比-23.3%和-26.6%, 较上半年未有明显改善; 新开工同比-38.9%、土地购置面积同比-53.8%、房地产开发投资累计下降-9.8%, 跌幅较年中继续扩大; 房地产配套资金来源仍疲软, 同比-25.66%, 较上半年未见改善。

图3 房贷利率降至历史最低(%)



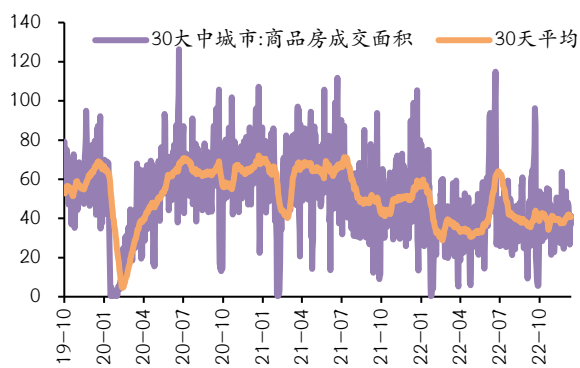
资料来源: Wind、万和证券研究所

图4 百城住宅价格指数同比增速回落(%)



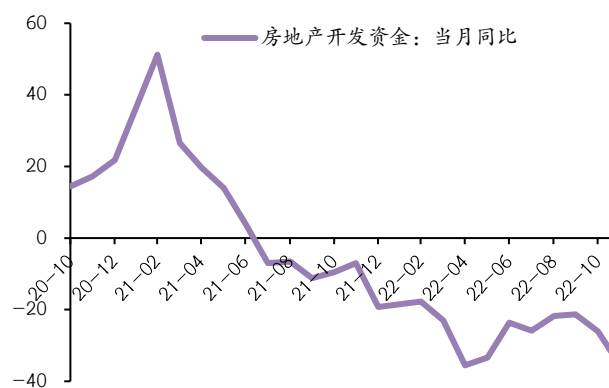
资料来源: Wind、万和证券研究所

图5 8月以来商品房销售仍然低迷(万平方米)



资料来源：Wind、万和证券研究所

图6 房地产资金仍然紧张(%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

表3 房地产相关政策表述

时间	支持政策	内容
7月30日	中央政治局会议	首次提出“保交楼”，强调要稳定房地产市场，压实地方政府责任，保交付、稳民生。
8月以来	信用增进	中债信用增进公司通过直接增信方式推动民营企业发债融资，8月以来龙湖、美的、碧桂园、旭辉集团等民营房企获得支持
8月18日	国务院常务会议	允许地方“一城一策”运用信贷等政策，合理支持刚性和改善性住房需求
8月24日	住房和城乡建设部、财政部、人民银行等	完善政策工具箱，通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付
9月11日	中共中国人民银行委员会关于十九届中央第八轮巡视整改进展情况的通报	全面落实房地产长效机制，围绕稳地价、稳房价、稳预期目标，加强市场引导和预期管理，指导金融机构既要做好前期金融资源过度投入问题的纠偏，也要保持融资平稳有序。
11月8日	第二支箭：债券融资	中国银行间市场交易商协会提出继续推进并扩大民企债券融资支持工具，支持民营房企储架式发债融资，此次增信发债能重塑房企债券融资渠道，有利于改善促进民企融资的修复速度。
11月23日	第一支箭：信贷融资	人民银行、银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳发展工作的通知》，提出供给侧要保持地产融资的适度合理，各银行与优质房企签署战略合作协议，涉及开发贷、并购贷、保函置换预售监管资金、个人按揭贷款、租赁住房融资等方面
11月28日	第三支箭：民企股权融资支持工具	2022年11月28日，证监会宣布调整优化五项措施，放宽了对于并购重组、再融资、境外融资、REITs以及私募股权基金的限制，为房地产企业打开了股权融资通道

资料来源：证监会、中国人民银行、证监会、中债信用增进投资公司等，万和证券研究所

2. 房地产短期企稳概率较高，但是中期房地产重新均衡的位置取决于内生需求的趋势。

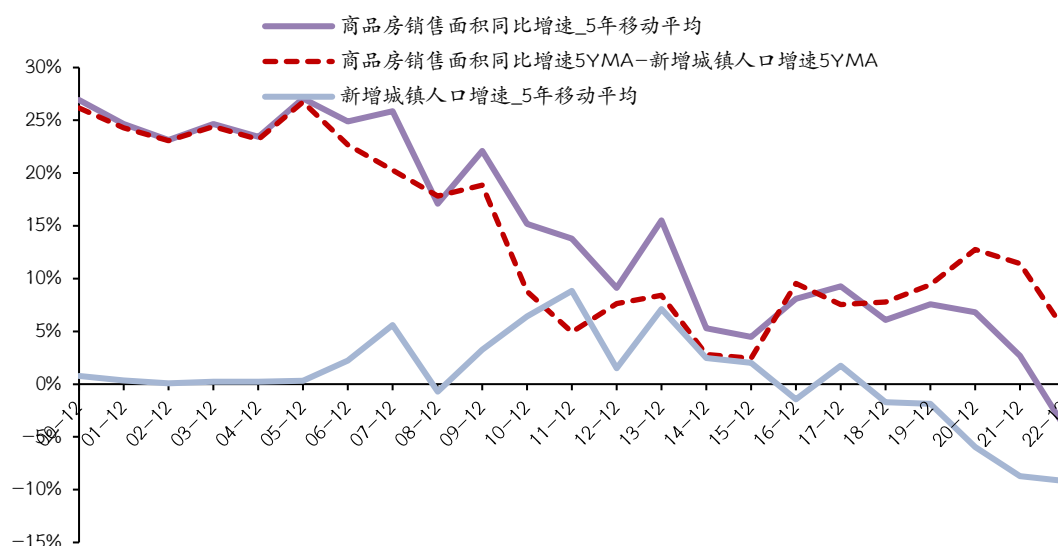
在“房住不炒”的大背景下，需求端刺激政策能发挥多大作用需要判断的是住房需求在多大程度上已经得到满足，房地产销售面积的均衡位置在哪里。我们基于宏观数据的观察和模型的测算结果得出，2022-2025年中国内生的住房需求平均大约在11.85亿平方米/年。

理论上，居民内生住房需求(S)受总人口(P)、城镇化率(M)、住房渗透率(F)、人均住房面积(A)以及存量住房的更新率(R)影响，即 $S = P * M * F * A * (1 + R)$ 。在住房需求达到极限条件下，基于中国的情况，对模型提出三个假定：

- 1) 第一个假定是更新率难以出现大幅增长。中国房地产市场的蓬勃增长大约是进入 2000 年以后才正式展开,在此之前形成的城市住房存量较小,2000 年之后的大规模新建房屋在 2050 年之前不会进入大规模的淘汰过程,我们按 50-70 年的房屋使用寿命设定 R 为 1.5-2%之间的常数。
- 2) 第二个假定是城镇居民人均住房面积 A 已经达到较为稳定的水平。根据统计局数据,2020 年我国城市家庭人均居住面积为 36.52 平方米,与日本、韩国、新加坡等亚洲国家人均居住面积较为接近。
- 3) 第三个假定是居民的住房渗透率 F 已经饱和,即有能力、有意愿购房的城市居民均已经购房。

在接受以上假定的基础上,新增住房需求 ΔS , 等于 $(\Delta P * M + \Delta M * P) * (F * A * (1 + R))$, 其中, $(\Delta P * M + \Delta M * P)$ 近似等于新增城镇人口数量, $(F * A * (1 + R))$ 为常数, 进一步可得 $d(\Delta S) / \Delta S = d(\Delta P * M + \Delta M * P) / (\Delta P * M + \Delta M * P)$, 意味着在住房需求增长达到极限条件下, 商品房销售面积的增速等于新增城镇人口的增速, 二者在长期内应该逐步收敛。

图 7 商品房销售面积增速和新增城镇人口增速在 2015 年之前趋于收敛



资料来源: Wind、万和证券研究所

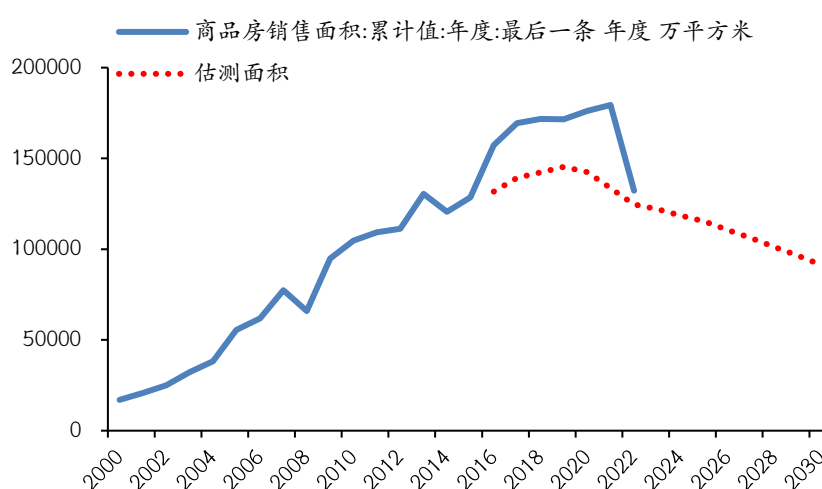
实际计算结果显示, 商品房销售面积的增速与新增城镇人口的增速的差值在 2000-2015 年整体向 0 轴收敛, 与我们的预测较为一致。而 2015-2020 年期间这一差值出现了明显的上升, 我们认为这是由于对房地产市场的刺激引起的一次性背离。2016-2018 年期间, 着眼于房地产去库存的需要, 大规模棚改货币化加速了存量住房的淘汰过程, 将许多安置需求推送到商品房市场。2019 年金融条件的放松、受新冠疫情影响下的 2020 年货币信贷异常宽松, 也刺激了房地产市场的短期需求。结合联合国对中国人口数量和城镇化率的预测, 我们判断“十四五”末房地产内生的需求将逐渐回落到 11.5 亿平米, 2023-2025 年每年商品房销售平均 11.85 亿平米左右。2022 年房地产销售面积大约回落至 13.2 亿平方米左右, 对应 2023-2025 年销售平均降幅为 4.5%。

2022 年地产信用风险影响了一些居民刚需和改善性购房的意愿, 随着地产纾困政策转向“保交楼、保主体”, 房地产企业信用修复的概率上升, 在需求侧和供给侧政策的共同推动下, 2023

年商品房销售有望企稳，但没有大幅反弹的基础，房企信用和信心难以迅速改善，房地产投资可能仍然是负增长。

然而要推动经济增速回到合理区间，稳地产是非常重要的。由于人口趋势短期难以逆转，大规模棚改或者货币化手段刺激房地产也不可取，提升房地产需求主要是从提升城镇化水平和政府加杠杆提供保障性住房入手。我国有 3 亿左右的人口处于在城镇就业居住、但未落户的流动状态，所以居民住宅仍有需求。党的十九大报告、十九届四中全会和六中全会的文件先后三次强调，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，党的二十大再次强调，要加快建立这一住房制度。根据住建部，“十四五”期间，全国计划筹集建设保障性租赁住房 870 万套间，按每户 70 平方米计算，“十四五”期间年均建设保障性住房可达 1.2 亿平方米，那么总的房地产需求基本可以维持在 0 左右的增速。所以，房地产能否企稳，长效制度的改革和供给是关键。

图 8 商品房销售面积估算（万平方米）

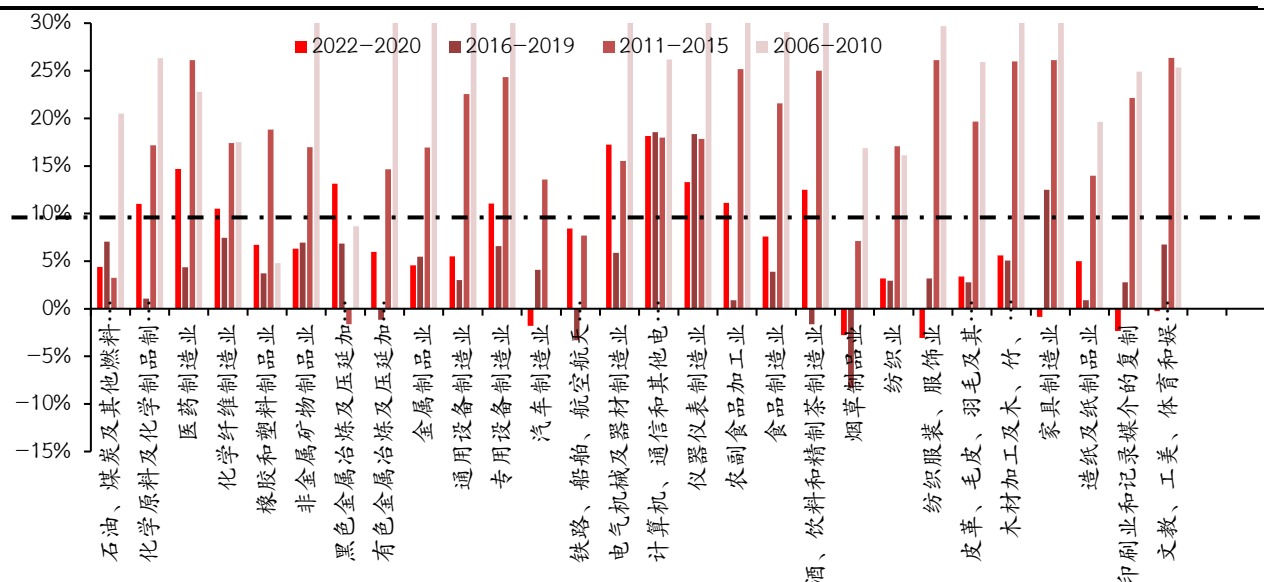


资料来源：Wind、万和证券研究所

（三）制造业：政策红利背景下有望延续扩张

受出口与新兴产业带动，制造业投资增速整体抬升。疫情发生以来，制造业投资累计同比增速在 2020 年一季度触底后快速反弹，2022 年 1-11 月累计增速仍然高达 9.3%，明显高于疫前水平。从结构来看，中游装备制造业与上游原料制造业是投资增速最快最有韧性的两项，它们的需求正好对应出口与新兴产业。俄乌冲突后，欧盟与俄罗斯形成的稳定能源供需格局被打破，受制于欧洲能源危机的影响，除了对高能耗产品的需求扩大，欧洲部分高耗能产业链也面临被迫转移的压力，将给我国制造业带来一定机遇。以更长时间维度（2006-2022）的数据来观察，可以发现纺织、家具、水泥等传统制造业投资增速经历了较大幅度的下滑，而装备制造业和医药、电子等高技术制造业保持了长期的高成长，显示出制造业转型升级的过程。

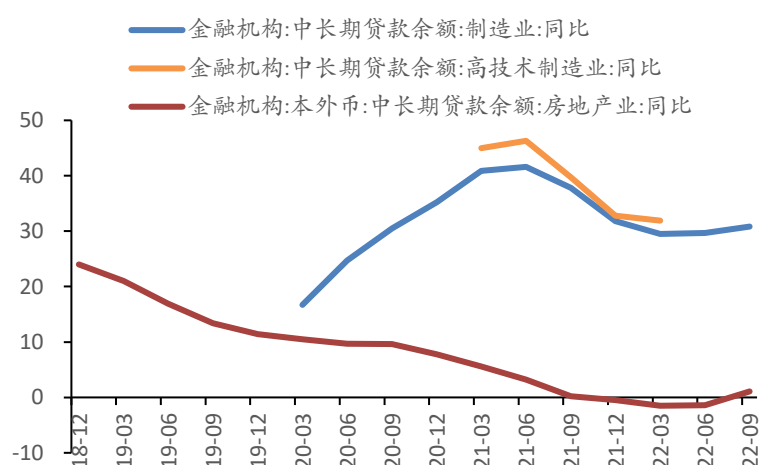
图 9 高技术制造业投资保持了长期的高成长（%）



资料来源：Wind、万和证券研究所

在政策支持和金融倾斜的背景下，制造业投资存在中期较为确定性的红利。“十四五”规划纲要将“加快推进制造强国、质量强国建设”列为重点任务，明确要求“推进制造业补链强链，强化资源、技术、装备支撑”、新型基础设施建设中的绝大多数产品来自高技术制造业，如5G、光伏、特高压设备、新材料等。2020年以来，金融政策明显倾向于制造业，制造业中长期贷款余额同比增速在疫情之后迅速攀升，2022年前三季度同比增长30.8%。十四五纲要强调“扩大制造业中长期贷款、信用贷款规模，增加技改贷款，推动股权投资、债券融资等向制造业倾斜”，2022年下半年，银保监会发布《关于进一步推动金融服务制造业高质量发展的通知》要求，银行机构要扩大制造业中长期贷款、信用贷款规模，重点支持高技术制造业、战略性新兴产业，推进先进制造业集群发展。围绕高新技术企业、“专精特新”中小企业、科技型中小企业等市场主体，增加信用贷、首贷投放力度。在政策和金融的支持下，现代制造产业或将替代地产成为新的经济周期引领者。

图 10 制造业贷款增速较快 (%)

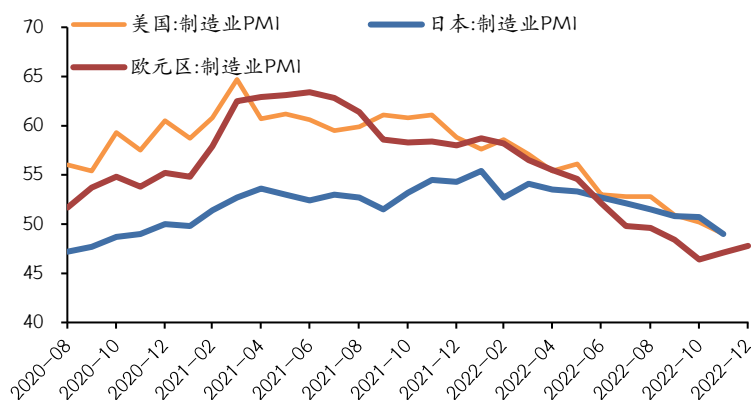


资料来源：Wind、万和证券研究所

（四）出口：外需下行、份额回落

海外货币紧缩政策效果显现，2023年全球经济增长普遍放缓，外需下行相对确定。2022年面对国内散点疫情冲击国内供应链、海外地缘政治冲突、外需逐步回落等多因素扰动，我国出口仍然体现出了较强的韧性，前11个月出口金额同比增长9%。随着美国加息，全球融资条件大幅收紧，叠加能源问题和全球供应链紧张，实体经济衰退预期上升。四季度发达国家经济景气度边际走弱，美、欧、英、日等主要经济体制造业PMI均已降至50%的荣枯线以下。IMF和OECD预测2022年全球经济增速3.2%和3.1%，并下调2023年增长预测至2.7%和2.2%，发达经济体和新兴市场增速普遍下降。

图 11 欧美日制造业 PMI (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

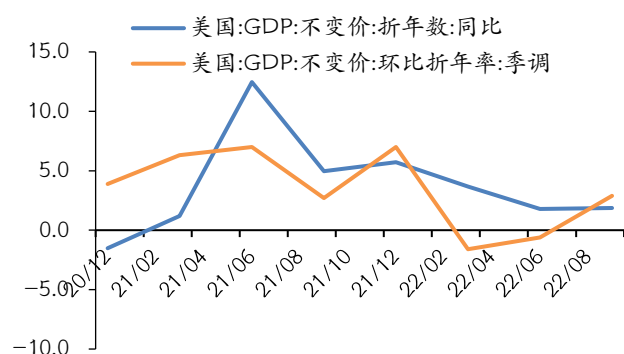
表 4 全球经济增长预期 (%)

	2021	2022	2023
全球经济增长	6	3.2	2.7
发达经济体	5.2	2.4	1.1
美国	5.7	1.6	1
欧元区	5.2	3.1	0.5
德国	2.6	1.5	-0.3
法国	6.8	2.5	0.7
意大利	6.7	3.2	-0.2
西班牙	5.1	4.3	1.2
日本	1.7	1.7	1.6
英国	7.4	3.6	0.3
加拿大	4.5	3.3	1.5
其他发达经济体	5.3	2.8	2.3
新兴市场和发展中经济体	6.6	3.7	3.7
中国	8.1	3.2	4.4
印度	8.7	6.8	6.1
东盟五国	3.4	5.3	4.9
俄罗斯	4.7	-3.4	-2.3
拉丁美洲和加勒比	6.9	3.5	1.7
中东和中亚	4.5	5	3.6

资料来源：IMF、万和证券研究所

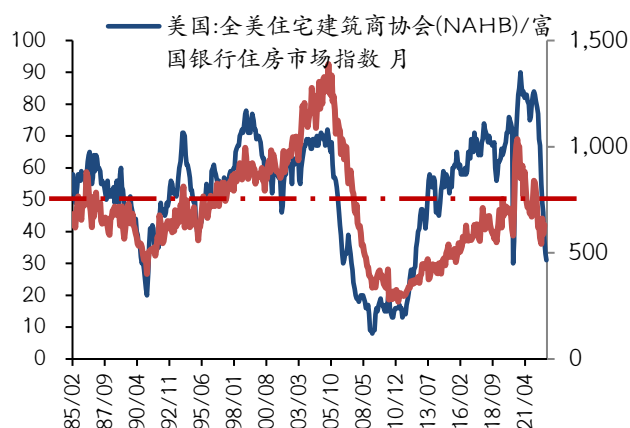
美国或于2023年下半年步入衰退。2022年上半年美国GDP连续两个季度负增长，但三季度增速环比回升，并且就业市场仍然比较强劲，整体经济尚未正式进入衰退。目前，美国职位空缺率处于高位，薪酬增长仍然较快，但在美联储持续加息的影响下，就业市场还将进一步降温，民众消费预期下降，房地产市场多项指标显示出房地产市场已步入衰退阶段，并且当前美国企业杠杆率处于历史高位，高利率对企业的投资需求和盈利的影响预计将逐步显现。从CME利率市场交换合约来看，市场认为本轮美联储更有可能在2023年上半年继续加息或者保持高位，三季度之后由于衰退风险美联储将采取降息的措施。

图 12 美国 GDP 增速 (%)



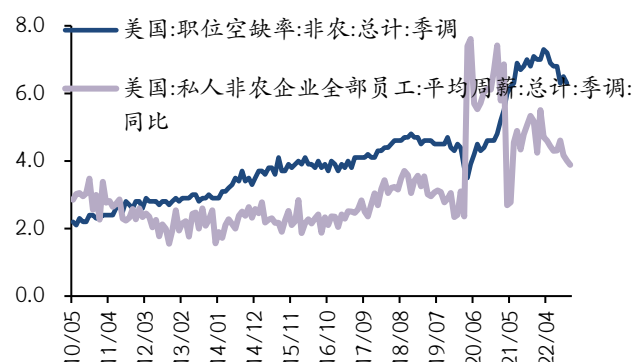
资料来源：Wind、万和证券研究所

图 14 富国银行住房市场指数连续 4 月处于警示区间



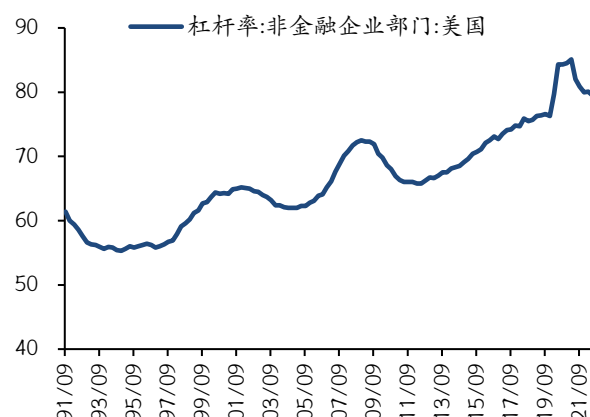
资料来源：Wind、万和证券研究所

图 13 美国就业市场情况 (%)



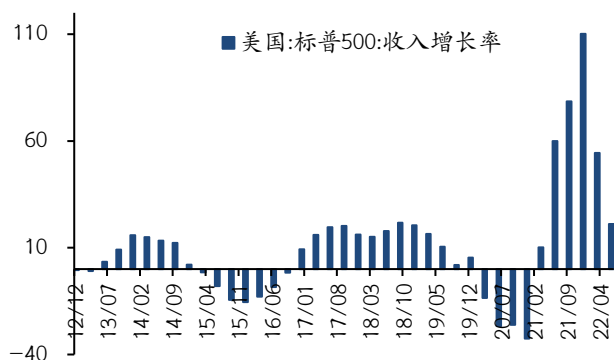
资料来源：Wind、万和证券研究所

图 15 美国非金融企业杠杆率处于历史高位 (%)



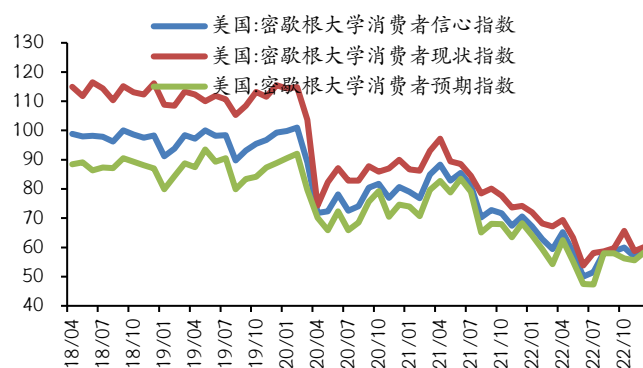
资料来源：Wind、万和证券研究所

图 16 美国企业盈利增速有所下滑 (%)



资料来源: Wind、万和证券研究所

图 17 美国消费者信心指数持续下降 (%)



资料来源: Wind、万和证券研究所

图 18 市场预期 9 月开始降息 (截至 1 月 3 日)

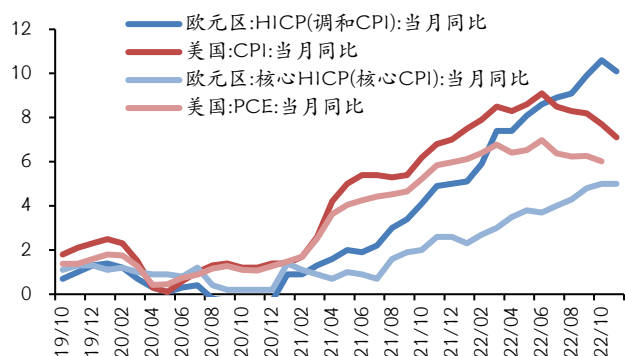
MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2/1/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	75.2%	24.8%	0.0%	0.0%	0.0%
3/22/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.3%	65.0%	19.8%	0.0%	0.0%
5/3/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.8%	47.1%	36.1%	7.1%	0.0%
6/14/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.9%	43.8%	37.0%	9.7%	0.6%
7/26/2023	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	17.6%	42.1%	30.2%	7.4%	0.5%
9/20/2023	0.0%	0.0%	0.7%	7.3%	25.7%	38.2%	22.7%	5.1%	0.3%
11/1/2023	0.0%	0.3%	3.4%	14.9%	30.9%	31.8%	15.4%	3.1%	0.2%
12/13/2023	0.2%	2.3%	10.8%	25.2%	31.5%	21.2%	7.5%	1.2%	0.1%

资料来源: CME、万和证券研究所

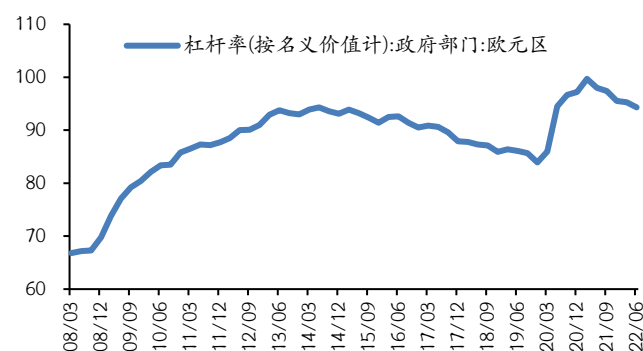
欧洲的经济前景弱于美国。欧洲经济增长在疫情前已长期低迷,2022 年第三季度欧元区和欧盟国内生产总值(GDP)环比均增长 0.2%,同比则分别增长 2.1%和 2.4%,增速创 2021 年一季度以来新低,IMF 预测欧元区 2023 年仅仅增长 0.5%。制造业 PMI 连续 5 个月低于 50,经济活动受到能源危机严重打击,生活成本压力飙升,11 月欧元区调和通胀率(HICP)同比增长 10.0%,尽管较上月增速有所回落,但仍处于历史高位,核心通胀率保持在 5.0%的水平,依然较为顽固。同时,疫情和能源危机加重了欧元区边缘国家的政府债务负担和财政赤字,目前欧洲债务率高于欧债危机时期。欧元区面临能源-债务-通胀三重矛盾困境,经济增长和通胀前景均差于美国。

图 19 欧元区通胀高于美国 (%)

图 20 欧元区政府杠杆率处于高位 (%)



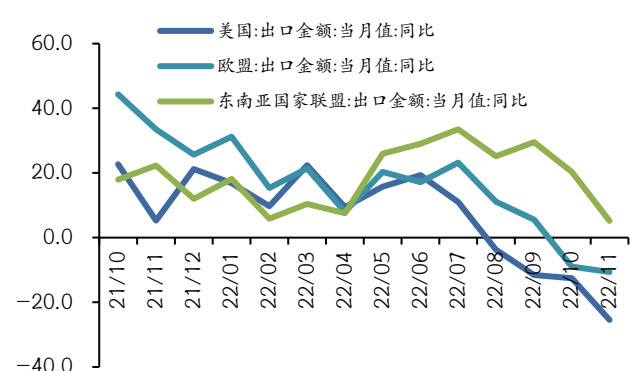
资料来源：Wind、万和证券研究所



资料来源：Wind、万和证券研究所

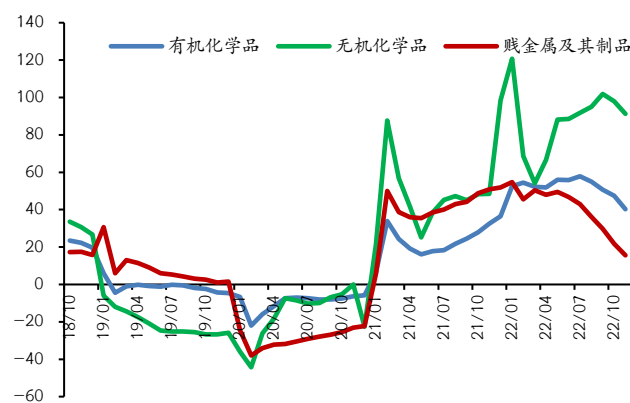
欧美外需低迷拖累我国出口表现，但欧洲对高能耗产品的需求以及与 RCEP 的贸易创造效应或对出口有所支撑。2022 年以来由于欧洲能源成本的高企，包括有色金属、化工等在内的高耗能行业产能受到一定限制，我国相关产品的出口形成了一定替代效应。此外，在 RCEP 框架的激励下，中国大陆对亚洲主要贸易伙伴的出口持续增长，成为我国 2022 年出口韧性的主要来源。11 月，中国大陆对美国出口增速-25.53%，已连续 4 个月同比负增长，对东盟出口同比增长 5.18%，仍然具备了较强的韧性。

图 21 中国主要出口地区出口增速 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 22 对欧盟出口的化学品、有色金属保持高增速 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

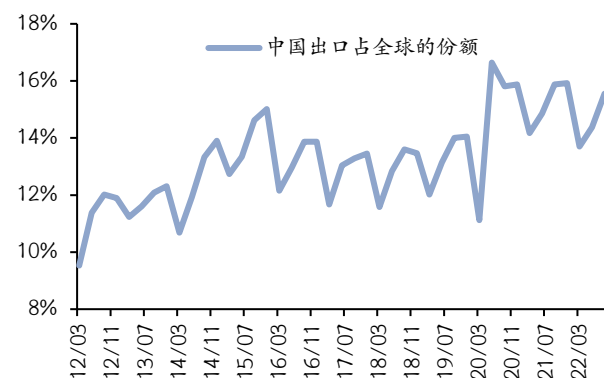
基于全球需求变化，我们从出口数量和出口金额两个方面进行估算，2023 年出口预计下降 1.2%，如果出口下行斜率过大，则需要更大规模的内需对冲。

出口数量方面，出口数量指数=出口份额变化率*总需求变化率。2022 年前三季度，中国商品出口的全球市场份额为 14.55%，随着海外生产秩序逐渐恢复，出口替代效应将有所减弱，但考虑到我国出口产品的技术升级和成本优势依然存在，我国制造业产品的出口竞争力仍然高于疫情前的水平，我们认为 2023 年我国出口实际份额将下降至 2019 年和 2022 的平均值，即 13.9%，总需求方面，IMF 预计全球货物出口增长 2%，则出口数量指数为 96.8%，对应出口数量下滑 3.2%。

价格方面，随着 PPI 增速中枢从 4.2%回落至 0%，价格指数对出口金额的支撑或将显著放缓，预计 2023 年中国出口价格增速约为 2.1%¹。

¹ 朱鹤“2023 年我国贸易盈余或显著收窄”，新金融评论工作论文，2022 年 12 第 13 期，中国金融四十人论坛

图 23 中国出口份额占比预计将有所回落 (%)



资料来源：WTO、万和证券研究所

图 24 出口价格指数与 PPI 同比走势较为同步 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

表 5 2023 年出口增速预测 (%)

	2022E	2023E
PPI 同比	4.2	0
出口价格指数	112.2	102.1
全球货物贸易增长	3.5	1.0
出口数量指数	99.5	96.8
出口价值指数	111.6	98.8

资料来源：Wind、中国金融四十人论坛、万和证券研究所

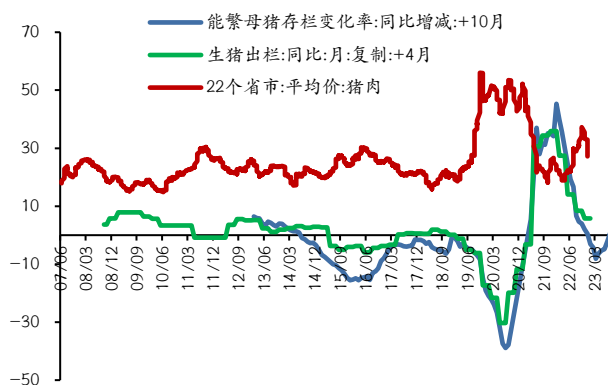
三、通胀仍保持温和

CPI 前高后低，全年预计维持相对偏低位。从猪价走势来看，2023 年 CPI 走势预计呈前高后低，全年仍处于温和区间。历史上的猪周期中能繁母猪同比拐点领先猪价拐点约 10 个月，猪价上涨阶段大约一年半到两年，本轮能繁母猪同比增速于 2022 年 5 月触底反弹，并且产能去化时间与之前的三轮相比较短，猪价反弹的时间可能也较短，预计猪价高点在 2023 年二季度到年中附近。由于 2022 年猪价走势前低后高，2023 年 CPI 应该是前高后低。上半年消费环境预计仍然受疫情约束，核心 CPI 上行幅度应该不会太高，预计全年同比在 2% 左右。

PPI 大概率于二季度触底回升。上半年基数效应相对偏高，2023 年 PPI 或呈前低后高的“V 型”走势。原油价格及其滞后项对 PPI 同比增速的解释力度超过 80%，2023 年欧美经济下行趋势相对确定，原油需求端偏弱，但是俄乌冲突未缓和的背景下，原油供应仍存在不确定性，基准假设为 2023 年油价保持相对稳定。此外，动力煤、螺纹钢、铜等受国内需求影响较大的工业品对 PPI 影响较大，2023 年以上品种在需求端存在支撑。我们判断 PPI 大概率在二季度触底回升。

图 25 猪肉价格预计 2023 年二季度到年中见顶 (%)

图 26 油价、煤价 (%)

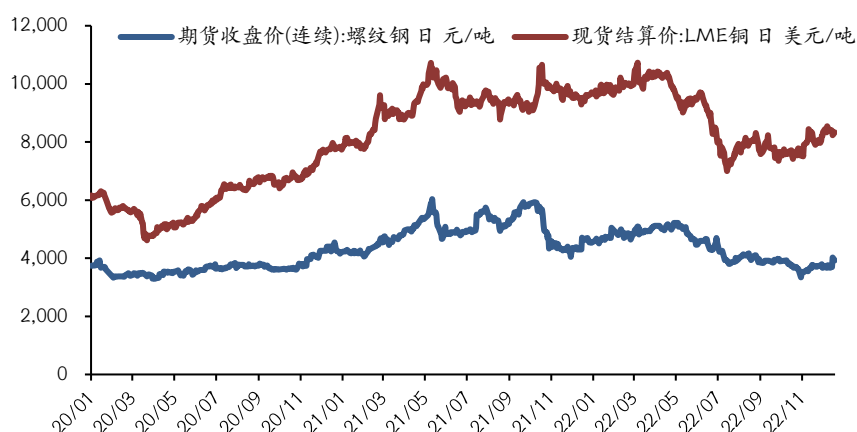


资料来源：Wind、万和证券研究所

图 27 螺纹钢价、铜价



资料来源：Wind、万和证券研究所



资料来源：Wind、万和证券研究所

四、财政、货币或趋于双宽

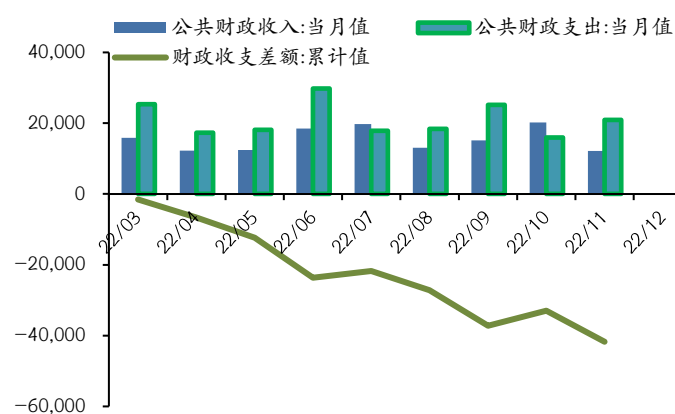
2023 年需求复苏弹性有限，宏观政策需要发力。虽然疫情管控的影响在减弱，但短期之内由于居民自我防控意识的加强、对未来预期仍然不确定，消费复苏不是一蹴而就的；地产在融资支持下，市场企稳的可能性大，但未来房地产需求中枢下台阶，房地产销售大幅反弹的基础并不存在，地产商的信用和信心难以迅速扭转，地产投资预计仍然负增长；发达经济体紧缩货币政策的效果逐渐显现，海外需求回落确定性较高，出口面临较大压力，工业企业利润增速承压。除了周期性的因素以外，中国宏观环境面临着长期因素的变化，一方面是 2023 年开始中国将进入到人口负增长时代，大概在 2030 年前后将进入高度老龄化社会。人口负增长除了导致潜在增长率下降，对经济增长带来的很大一部分冲击还在于需求侧。另一方面，供应链脱钩和重塑导致全球生产成本和摩擦大幅上升，正如二十大报告对国际环境的判断——百年未有之大变局，世界进入新的动荡变革期。为了使经济增速保持在较高水平，总量政策需要加码，特别是财政政策应该发挥更大的作用，不论是建设保障房以稳住地产投资，还是加强基础设施建设以对冲总需求不足，还是以补贴或转移支付的方式刺激消费，包括引导固定资产投资都需要充足的财政支持。

1. 财政应当更加积极

2022 年的财政收入预算执行情况低于预期，稳增长背景下，2023 年赤字率抬升至 3% 以上的可能性较高。在大规模留抵退税和疫情冲击的影响下，2022 年税收收入明显下降，截止 10 月的预算完成度为 82.5%，为 2018 年以来最低。同时，受土地出让收入大幅退潮影响，政府性基金收

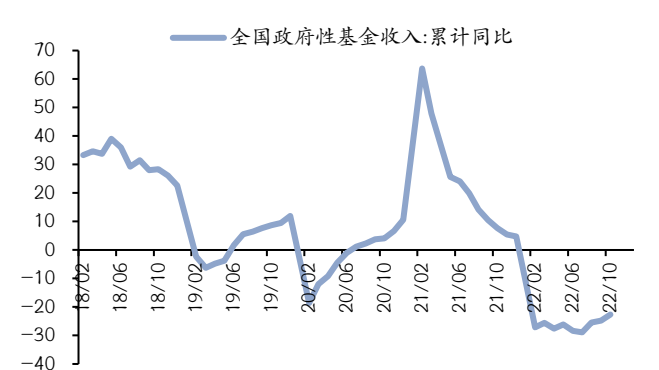
入预算完成度仅有 52.9%。2022 年的预算赤字率从 3.2% 下调至 2.8%，但在预算赤字率下调的同时，2021 年跨年结转资金的额度较高，央行和专营机构的利润上缴，实际赤字率是在抬升的。2023 年期待大额跨年资金结转和央行继续高额上缴利润不现实，2023 年的实际可用财力可能低于 2022 年。根据中央经济工作会议的最新指示，维持财政稳增长力度仍有必要，同时考虑到赤字率的中期衔接性，预计 2023 年目标赤字率上行至 3.0%–3.2%，对应赤字规模在 3.8 万亿元–4.2 万亿元左右，较 2022 年的 33700 亿元环比多增 5000–8000 亿元。

图 28 一般公共预算收支情况（亿元）



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 29 政府性基金收入增速（%）



资料来源：Wind、万和证券研究所

表 6 财政赤字规模测算（万亿）

名义 GDP 增速假设	赤字率	
	3.00%	3.20%
7%	3.87	4.12
7.50%	3.88	4.14
8.0%	3.90	4.16

资料来源：Wind、财政部、万和证券研究所

专项债仍然是财政工具箱中的重要抓手，但债务约束下新增额度预计在 3.8–4 万亿元左右。土地出让收入是专项债偿债付息的最重要资金来源之一，土地收入的下滑直接引发地方债还债压力攀升。在中央经济工作会议中，对财政政策提出了加力提效的要求，但防范化解重大经济金融风险的底线思维依然没有动摇，财政部长刘昆在“十四五”规划《纲要》解读文章中也提到“专项债务限额与政府性基金预算收入及项目收益相匹配”、“完善以债务率为主的地方政府债务风险评估指标体系，健全地方政府偿债能力评估机制。”综合考虑稳增长和债务压力，我们认为专项债额度环比上年应该小幅扩张，后续可能在剩余的 1 万亿专项债限额余额中拓展空间。考虑到目前经济仍处于修复阶段，专项债可能延续 2022 年发行前置的模式。

准财政政策工具的扩容依然是趋势。2022 年上半年预算内财政缺口较大的情况下，政策性金融工具加快落地，缓解了基建资金缺口。据央行报告，截至 10 月末，两批政策性开发性金融工具合计已投放 7400 亿元，有力补充了一批交通、能源、水利、市政、产业升级基础设施等领域重大项目的资本金。2023 年对基建稳增长仍有诉求，预计政策性金融工具仍将持续发力，总额不会低于 7400 亿的规模。

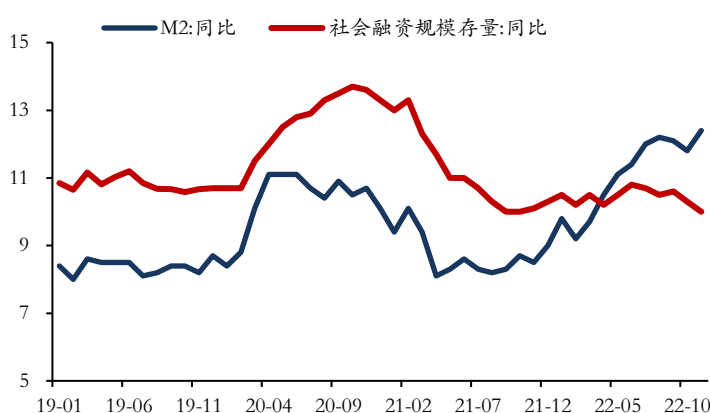
2. 货币维持偏宽，但更强调精准

货币政策需要维持偏宽松态势配合财政扩张，降成本也需要引导 LPR 下行。12 月中央经济工作会议对于货币政策的表述是“稳健的货币政策要精准有力，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”。整体基调延续稳健，既要保持流动性合理充裕，也要发挥结构性政策工具精准支持实体经济的作用。相较于 2021 年，货币政策从“灵活适度”转向“精准有力”，意味着未来更需要关注经济修复中的结构性问题，宽信用、降成本以支持实体经济的目标更为明确。三季度货币政策执行报告强调“一段时间以来我国 M2 增速处于相对高位，若总需求进一步复苏升温可能带来滞后效应”。

往后看，随着基本面稳步修复，总量政策工具将趋于谨慎，降息降准仍有可能，但压缩程度预计不大。降准方面，主要是在财政债券集中发行阶段或者流动性缺口较大的情况下熨平流动性波动。降息方面，随着下半年全球经济步入衰退，美联储停止加息，国内调降 OMO/ML 进而引导 LPR 下行的窗口或将到来，此外，类似于科技创新再贷款、支农支小再贷款等结构性工具将持续发力。

图 30 社融和 M2 增速 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

五、大类资产展望

(一) 权益资产相对有利

在一揽子稳增长举措和疫情防控措施的不断优化下，上半年经济有较大概率走向复苏。实现现代化的目标标示了国内经济中期增速的底线，当前经济基本面显示出较大压力，11 月经济数据的全面下探是对近期经济压力的再一次确认，12 月中央经济工作会议延续经济面临“三重压力”的判断。但是随着防疫策略优化、政策端不断支持地产修复以及新一轮扩大内需战略的落地，国内经济有较大概率度过压力峰值。

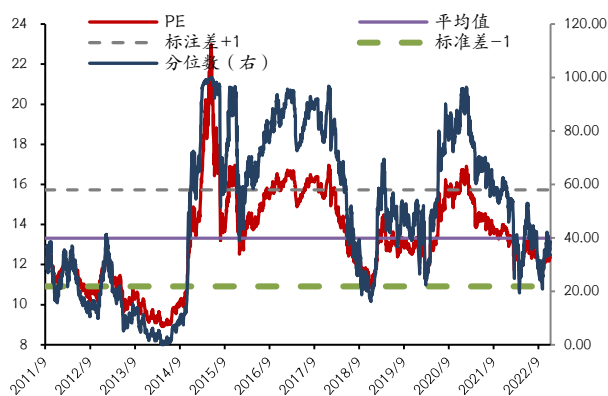
美联储加息影响减弱，国内货币维持偏宽。虽然美国到 2023 年上半年仍然延续加息，但是美国通胀拐点基本已经确认，且基准利率已至 4% 的高水位，美联储加息的节奏预计将放缓，对于全球流动性的影响将有所减弱。国内复苏弹性有限，货币政策需要维持偏宽以推动企业融资成本下行。

“复苏+流动性宽松”的组合对权益资产较为有利，但股市波动可能较大。目前市场的预期领先现实，未来仍需要数据验证，但中国复苏的路径和弹性并非没有隐忧，疫情放开和内生动能的修复并不会一蹴而就，预计现实和预期之间的差异会导致市场波动较大。但是经济总体方向向

好的概率大于恶化的概率，这一变化趋势与欧美发达市场相比更为突出，欧美经济步入的衰退的概率较大，从全球范围来看中国资产吸引力相对较高。

A股估值比较有吸引力，相对债券有望取得超额收益。截至2022年12月22日，上证指数、沪深300、创业板指的PE(TTM)分别为12.2、11.2、38.14倍，分别处于历史十年35%、30%、16%分位。当前股债性价比（ $100 \times \text{沪深300PE倒数} - 10\text{年期国债收益率}$ ）处于历史极值区域附近，未来一年股市相对债市取得超额收益的可能性较高。

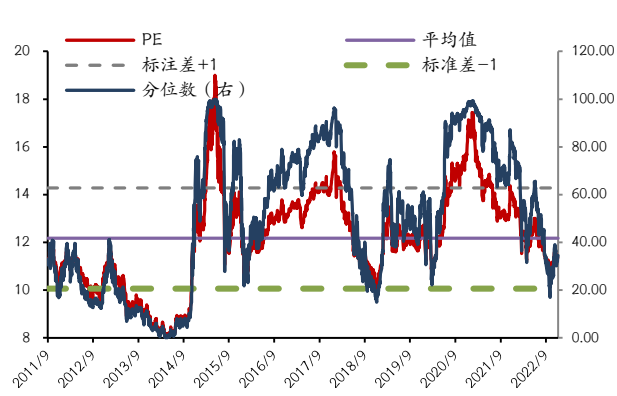
图 31 上证指数 PE-TTM 和分位数 (%)



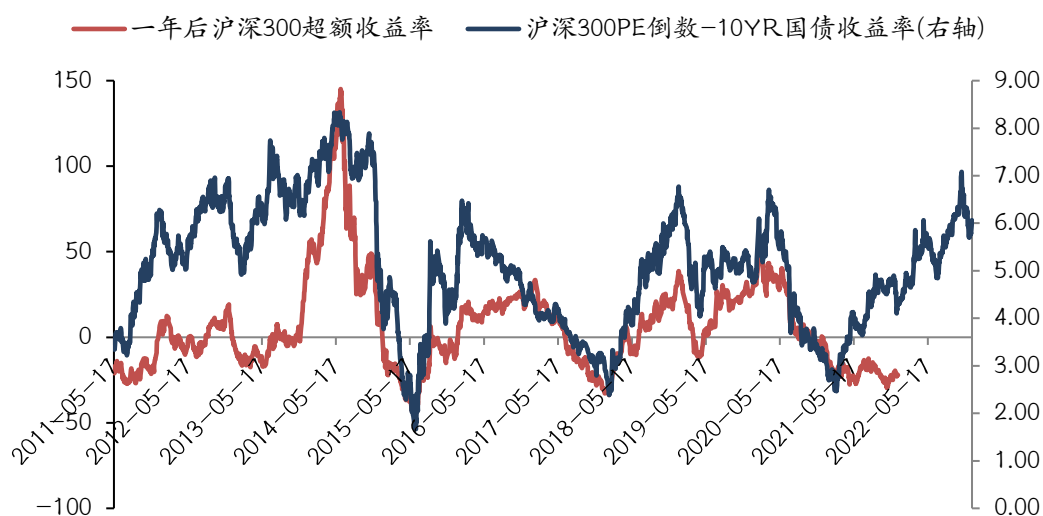
资料来源：Wind、万和证券研究所

图 33 股债性价比处于历史极值区域附近 (%)

图 32 沪深 300 指数 PE-TTM 和分位数 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

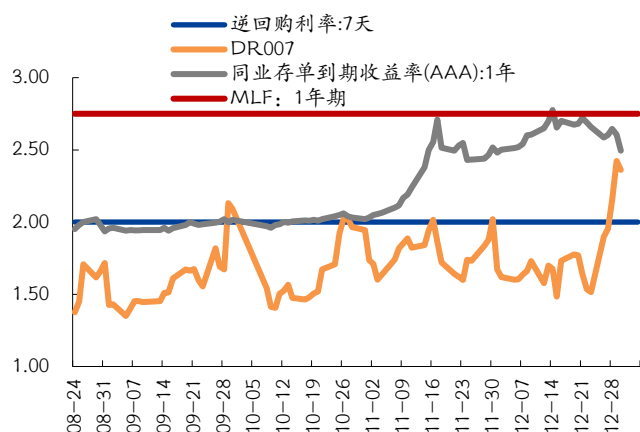


资料来源：Wind、万和证券研究所 注：超额收益=沪深300指数同比-中债新综合全价指数同比

（二）利率或先上后下

预计年初稳增长政策推动利率上行，下半年货币政策发力引导利率回落。2022年四季度以来，债市受资金紧张、地产和防疫政策优化、理财赎回等影响，收益率出现快速上行。年底的中央经济工作要求财政政策“加力提效”，货币政策“精准有力”，预计2023年稳增长措施落地更加靠前，叠加疫情的改善，经济上半年修复的趋势比较明确，货币政策的重心转向宽信用，社融增速预计上行，利率仍有继续上行的空间。但进入下半年，由于经济内生动能不强、外需走弱风险加大，需要货币政策进一步放松，预计10年期国债收益率筑顶后下半年仍有回落空间。

图 34 资金利率 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 35 10 年期国债收益率 (%)



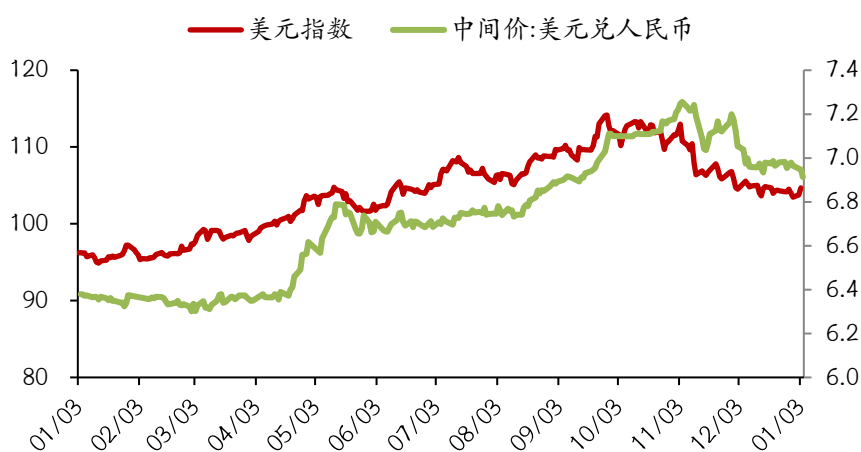
资料来源：Wind、万和证券研究所

(三) 人民币兑美元保持相对平稳

在中美经济周期和货币政策分化的影响下，2022 年人民币兑美元总体呈现贬值状态。11 月 4 日，美元兑人民币中间价跌至 7.26，年内人民币贬值幅度达 13.80%；但是自 11 月 4 日后，随着美国通胀回落和国内持续推进疫情防控优化，以及金融政策加码支持房地产领域复苏，人民币对美元汇率呈现持续修复态势，至 12 月 30 日，美元兑人民币中间价已修复至 6.96，期间人民币升值 4.18%。

往后看，随着美国通胀见顶，美联储加息预期放缓构成美元指数的下行压力，美元指数或已见顶，但从相对经济差的角度来看，欧洲通胀高烧不退，经济修复疲弱，欧美经济差能否收敛仍然存疑，美元指数预计难以大幅下行。总体而言，强美元对人民币汇率的压制逐渐趋缓，国内经济状态将成为人民币汇率的主导因素，上半年人民币汇率有望进一步修复至 6.8 以内，但全年不宜有过度乐观的预期。

图 36 2022 年人民币兑美元汇率受强美元周期影响显著 (点、USD/CNY)



资料来源：Wind、万和证券研究所

六、风险提示

国内稳增长政策不及预期、疫情发展超预期、地缘冲突超预期

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本研究报告作者与本文所涉及的上市公司不存在利益冲突，且作者配偶、子女、父母未担任上市公司董监高等职务。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>