



建银国际证券 | 研究

宏观视野：2023 宏观展望 – 后疫情时代的经济复苏和展望

中国有望逐步走出新冠疫情的影响，进入增长修复期。解除疫情封控的步伐开始加快，但经济短期仍然面临下行压力。随着疫苗接种率上升，未来几个月防控措施预计进一步放开。我们预计财政政策将保持宽松，以辅助经济复苏并持续对经济的定向支持、包括弥补地方财政的缺口，政府融资需求仍高。而经济复苏将伴随着价格回暖，限制货币宽松的空间。随着经济复苏和再通胀，加上松财政稳货币的政策组合，预计国内利率继续朝中期均衡水平回升。

适时退出疫情封控有助中国实现高质量增长并降低债务风险，但消费持续修复仍需时间。过往几年中国经济产业周期逐步摆脱债务驱动模式：地产外多数行业的杠杆率都有所下降，而制造业增长保持坚挺，产业升级是主要带动。制造业升级加上区域贸易的发展亦有利保持对外贸易的竞争力。预计制造业增长继续是明年中国经济的亮点。但与此同时，就业和债务压力上升，消费占比下滑。经济走出疫情有助减轻房地产行业和地方财政的流动性压力。但消费的持续提振则需要收入增长的支持。促进就业，特别是服务业就业仍是疫后经济的一个挑战，短期反弹后，消费复苏预计仍然滞后。

全球经济增长将在金融收紧中继续放缓，道路仍然颠簸。金融条件收紧下，未来几个季度美国和欧洲出现温和衰退的可能性较大。全球通胀见顶但通胀降温预计缓慢，特别是在地缘政治和绿色转型的背景下，能源价格可能会维持区间震荡，为去通胀形成制约。我们预计发达国家央行将继续收紧货币政策，但将进入缓行期。全球利率有所回落但在加息持续中下行幅度有限。预计仍有更多的债务问题出现，但预计不会出现全球性金融危机。

美元降温有利新兴市场和人民币兑美元汇率。随着美联储放缓紧缩步伐，叠加明年中国经济增长提速的预期，强势美元已有所回落。我们预计，随着美元走软以及新兴市场增长和通胀基本面改善，明年资金将回流新兴市场。人民币兑美元明年将小幅升值，中期则保持区间波动。中资美元债仍面临较大的再融资需求。地产行业的进一步整合意味着离岸债市的分化仍会持续。

请参见第5、9和17页表格我们对美国经济、中国经济以及中国财政赤字的预测。

崔历

(852) 3911 8274
cuili@ccbintl.com

谢炫

(852) 3911 8241
kevinxie@ccbintl.com

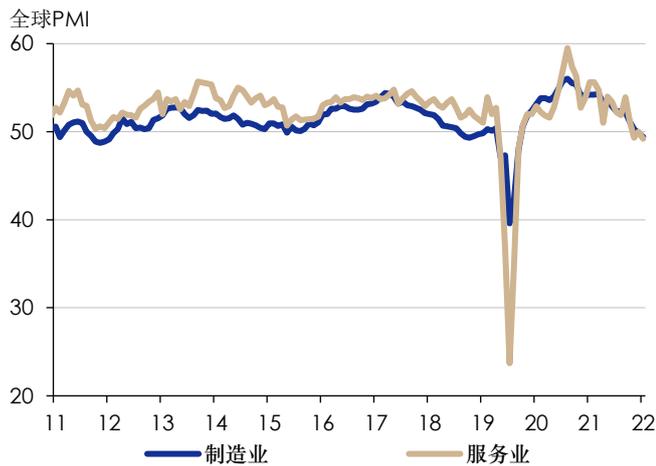
2023 全球宏观：增长进一步放缓，利率高位回落，债市仍然颠簸

2022 年全球地缘政治紧张局势升级，新冠疫情影响持续，使得本已上升的通胀压力更加恶化，迫使发达市场央行大幅收紧政策给需求降温（图 1）。全球金融条件快速收紧对全球经济的整体冲击尚且有限。发达市场私营部门稳健的资产负债表以及新兴市场的经济韧性缓解了经济增速放缓的影响。

接下来还有更多考验：全球经济势将进一步放缓。虽然通胀将在未来几个月内见顶，通胀水平回落到预期的政策区间仍需时间。发达市场央行一方面需给通胀降温，另一方面要维持金融稳定避免利率上行对债务冲击过大。这一平衡在增长放缓的情形下更具挑战。2023 年初降通胀预计仍将是发达国家的政策焦点，促使其进一步收紧政策。但明年晚些时候发达国家政策可能转向支持增长和就业。新兴市场（尤其是中国）的复苏将有助缓解全球增长放缓，但难以扭转全球经济周期放缓的趋势。全球贸易也将放缓，但支持企业投资的结构性因素仍为全球贸易保持增长提供支持。

2023 年几方面宏观趋势预计将主导市场：1) 随通胀回落，市场和政策对全球滞胀的关注将转为对衰退压力的担忧；发达国家国债收益率略有下降（图 2）；2) 债务仍受利率上升和增长放缓的双重压力。虽然全球性金融危机的可能性有限，但财政薄弱国家的主权信用、非银行金融和高收益企业部门等仍面临债市风险。3) 支持发达市场企业投资的结构性因素将持续，支持全球贸易增长；4) 新兴市场相对发达国家增长表现提升，叠加美元见顶，将利好新兴市场资产。5) 中国将走出疫情，预计消费和生产反弹。中期产业升级继续主导增长，而消费和服务业提升滞后。6) 中国仍将坚持高质量增长和债务审慎。预计政策仍将通过定向宽松和阶段性流动性支持来解决当前的债务问题，避免全面宽松引起新的债务累积。

图 1: 全球经济运行领先指标走弱



数据来源: CEIC, 建银国际证券

图 2: 通胀降温仍需时日，预计全球利率有限回落



数据来源: CEIC, 建银国际证券

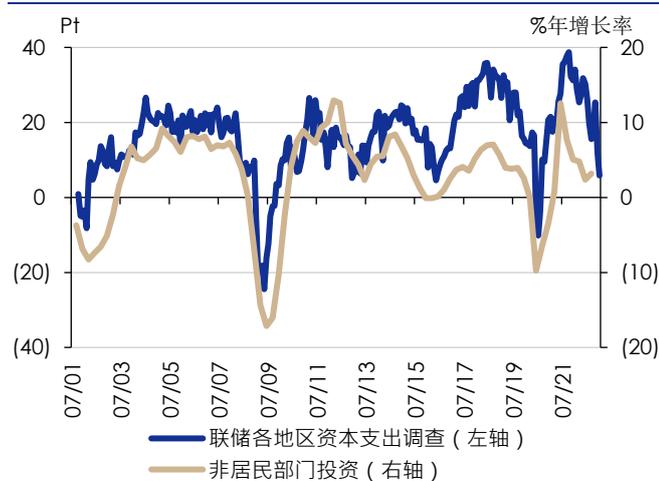
发达国家经济和政策：经济增长走弱，通胀降温仍需时日，央行收紧进入缓行

发达国家通胀正在见顶，但完全降温仍需时日：如我们去年底的预测，发达国家为应对全球疫情而推出的前所未有的货币和财政刺激措施，已将通胀推至近几十年未有的高位。近期美国通胀有见顶迹象：随着能源和食品价格的下降，商品通胀逐渐缓解，特别是全球供应链压力缓解有利货物价格的回落。但通胀压力并未根除：一是能源价格对其他价格的传导：例如国际货币基金组织的**研究**显示，通胀环境中能源价格对薪资增速和核心通胀的推升更为明显。二是发达国家内需：尽管美国就业市场从近期高位回落，但仍趋紧，继续支持家庭收入和消费者支出。如**之前讨论**，先行指标显示美国房屋相关的通胀可能要到2023年年中才会完全降温（图3）。欧洲通胀压力尚未减弱，反映了俄乌战争对能源供应的冲击。三是大宗商品走势预计进入分化期：鉴于能源转型所需的供需失衡，2023年全球能源价格可能会维持在近期价格区间的顶部（图4）。俄乌局势、西方国家对俄罗斯的制裁以欧佩克的供应决定，可能会继续引发能源市场的波动。食品通胀的压力则可能会小于2022年，尤其是对许多新兴经济体而言。俄罗斯和乌克兰之间的黑海谷物协议缓解了粮食危机，并在近几个月抑制了粮食价格。

明年美国和欧洲均有可能出现小幅衰退。资本市场的先行指标特别是美国国债利率倒挂，表明美国明年衰退可能性较大（图5）。尽管家庭资产负债表较为强劲有助消费的韧性，但随着经济前景走弱和失业率上升，加上通胀调整后的实际家庭收入被通胀侵蚀，预计消费在2023年继续放缓。另外，今年以来美国利率大幅上升，30年期固定抵押贷款利率反弹至2008年金融危机以来的高位，削弱人们的住房负担能力和对房市的需求。相应美国住宅投资已大幅走弱，预计将会持续到2023年。不过，非住宅行业投资的先行指数仍较为坚挺，得益于较为稳定的公共和私人投资以及绿色转型等结构性支持（图6）。

发达国家的财政取态预计将加大经济下行。在高通胀和公共债务激增之后，美国为应对下一次衰退而实施财政刺激的门槛提高，财政支出规模可能会受到限制。中期选举后的分化政府意味着拜登政府将更难通过额外的财政立法，甚至可能出现紧缩财政的压力。欧洲的财政压力同样紧迫：在英国，继前特拉斯政府推出的“迷你预算”引发灾难性后果后，苏纳克政府在最近几周公布了财政紧缩措施。总的来说，财政刺激不太可能成为发达国家明年增长的主要动力。

图3: 美国住房通胀的下跌仍需时间



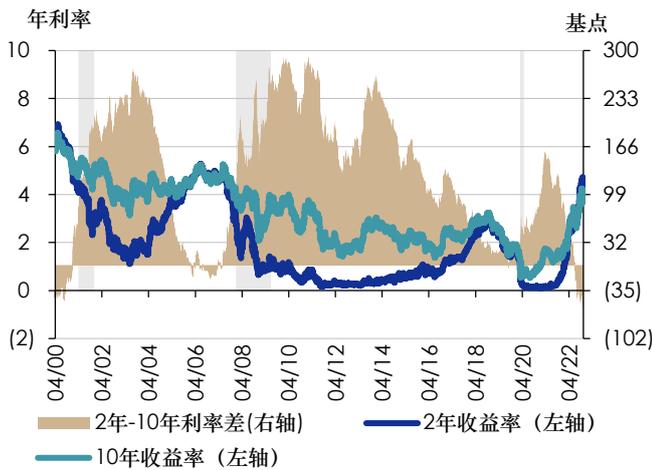
数据来源: CEIC, 建银国际证券

图4: 全球能源价格预计仍将高位波动



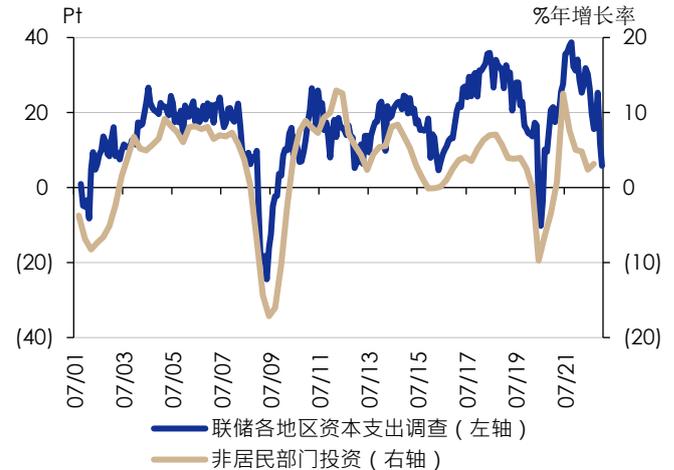
数据来源: CEIC, 建银国际证券

图 5: 市场预计美国明年进入衰退



数据来源: CEIC, 建银国际证券

图 6: 商业投资放缓, 但仍处于稳健的水平

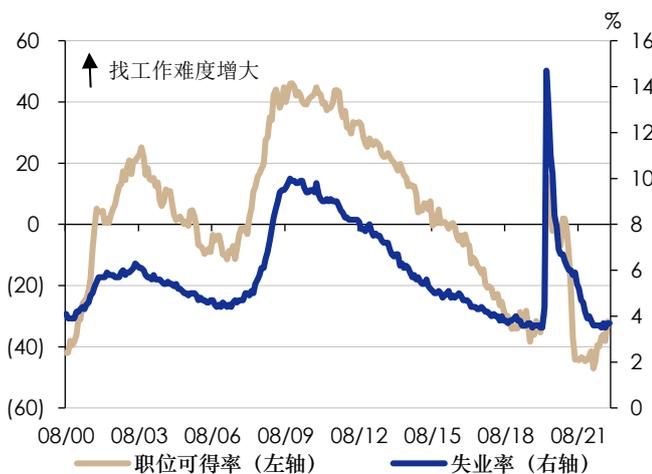


数据来源: CEIC, 建银国际证券

劳动力市场的走势预计可能是美联储转向鸽派的主要诱因: 虽然 11 月份非农就业仍然强劲, 领先指标已开始指向美国劳动力市场有所降温 (图 7), 体现在随着企业利润放缓, 企业开始缩减招聘计划, 职位空缺已经减少。展望未来, 我们预计失业率攀升将在 2023 年下半年变得更加明显, 反过来将有助于降低工资增长和通胀预期。美联储 9 月份的预测到 2023 年底失业率将微升至 4.4%, 仅仅比今年 10 月份高出 0.7 个百分点。然而, 过往经验看经济衰退期间失业率的攀升要陡峭得多 (图 8)。在我们看来, 美国失业率可能会在 2023 年下半年较快上升, 并可能在 2023 年底达到 5%。提前退休和人口老龄化降低了劳动参与率, 可部分对冲失业压力但幅度相对较小 ([点击查看布鲁金斯的研究](#))。

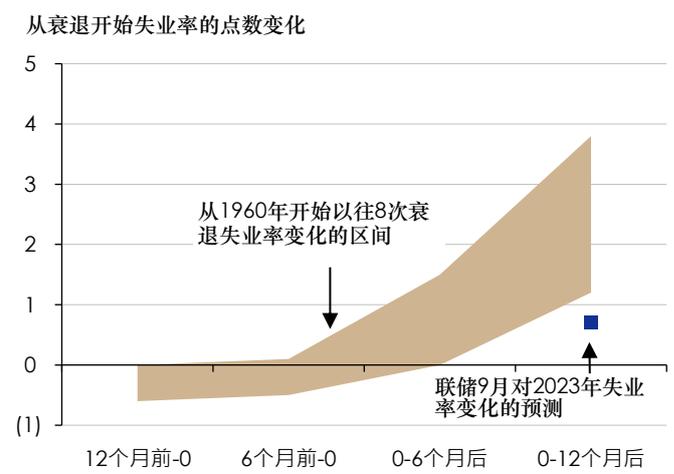
预计未来联储将放缓加息步伐但维持收紧。我们维持**前期观点**, 即美联储将进入一个更温和的紧缩阶段, 在 12 月加息 50 个基点后, 在 2023 年 2 月和 3 月各加息 25 个基点。在 2023 年下半年出现明显的通胀放缓和失业率上升的迹象后, 预计美联储应该会转向偏鸽派的政策立场, 并可能在 2023 年第四季度进行首次降息。如前所述, 就业市场走弱快于预期将是美联储政策在 2023 年下半年转向鸽派立场的主要因素, 而在就业市场出现广泛疲弱迹象之前, 美联储预计将维持利率高位。管理通胀预期的需要使其难以迅速逆转紧缩政策。即使未来减息, 步伐也会较慢。相应全球利率将回到 2008 前较为“正常”的区间。预计明年下半年 10 年期美债利率小幅下降到 3.5%-3.6%左右。表 1 列出了我们的美国经济和利率预测。

图 7: 美国先行指标预示就业市场将走弱



数据来源: CEIC, 建银国际证券

图 8: 美国未来失业率的上升可能快于联储的预测



数据来源: CEIC, 建银国际证券

表 1: 美国经济和利率预测

	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
美国经济年增长率	1.8	0.3	0.6	0.5	-0.4	-0.1
个人消费核心物价指数增长率	4.9	5.1	4.8	4.5	3.9	3
联邦基金目标利率(期末值)	3.00-3.25	4.25-4.50	4.75-5.00	4.75-5.00	4.75-5.00	4.50-4.75
美国 2 年国债收益率(期末值 %)	4.2	4.5	4.3	4.1	4	3.8
美国 10 年国债收益率(期末值 %)	3.8	3.8	3.8	3.7	3.6	3.5

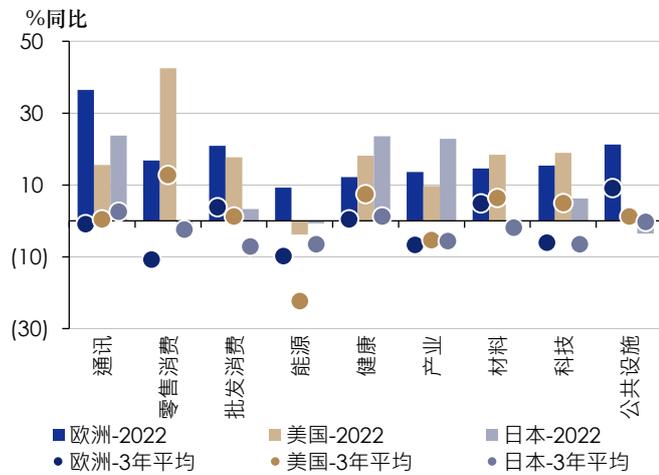
Source: CEIC, 建银国际

发达国家趋势：企业投资仍受结构因素支持，托底全球贸易

自疫情以来，在劳动力短缺、供应受限和技术升级的推动下，发达国家企业投资增长强劲，特别是通讯、汽车、科技和医疗保健等行业（图 9）。未来支持企业投资的因素仍然存在：供应链压力促使今年产能利用率提高和投资增加（图 10）。虽然全球供应链压力较去年峰值有所缓解，但供应压力仍远高于疫情前的水平（图 11），反映出疫情的持续影响和能源危机对全球生产，特别是欧洲生产造成的冲击。供应链压力刺激企业投资，提升供应安全。最近的能源危机加速了欧盟向可再生能源的转型。例如，欧盟委员会正在考虑一项计划草案，在 2030 年之前向电网投资 584 亿欧元，以支持电动汽车和可再生能源的使用。技术投资也会保持强劲。企业预计继续加大投资提高自动化，以应对紧张的劳动力市场。拜登政府的《芯片与科学法案》预计将提供 2800 亿美元的资金，带动企业的科技投资。随着电信公司投资 5G 网络，这些领域的资本支出可能会保持在高位。

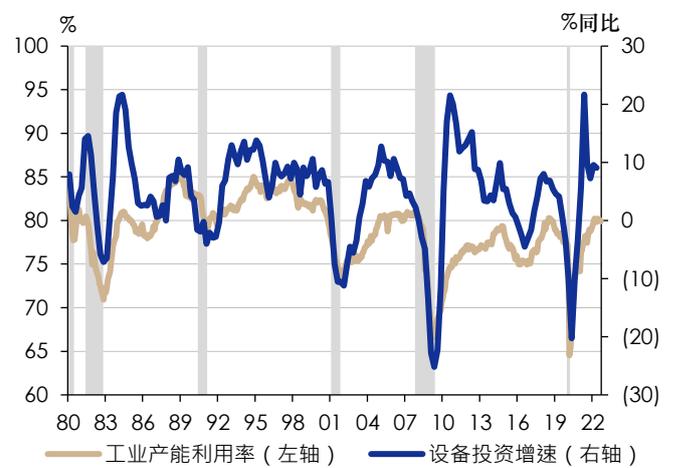
未来几年，尽管金融条件收紧，行业和企业支出的结构性驱动因素预计仍将是增长的动力，并推动更广泛的企业支出。在我们看来，这将有助于抵消消费支出和住房市场更为显著的放缓，并提振全球贸易，对亚洲贸易仍是利好（图 12）。

图 9: 在通讯, 汽车和科技行业带领下, 发达国家投资提速



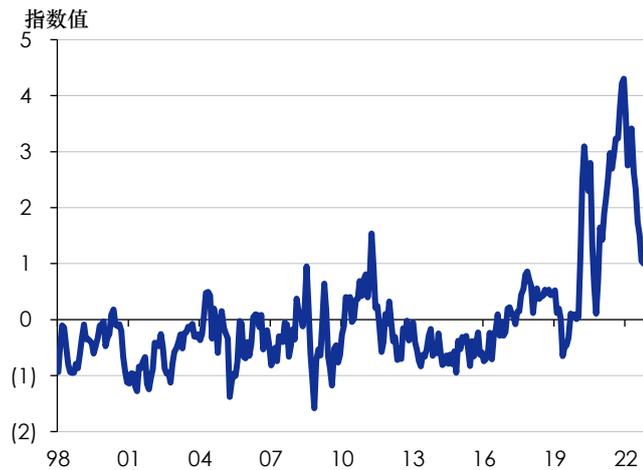
数据来源: CEIC, 建银国际证券

图 10: 美国: 供给短缺带来更多投资和更高的产能利用率



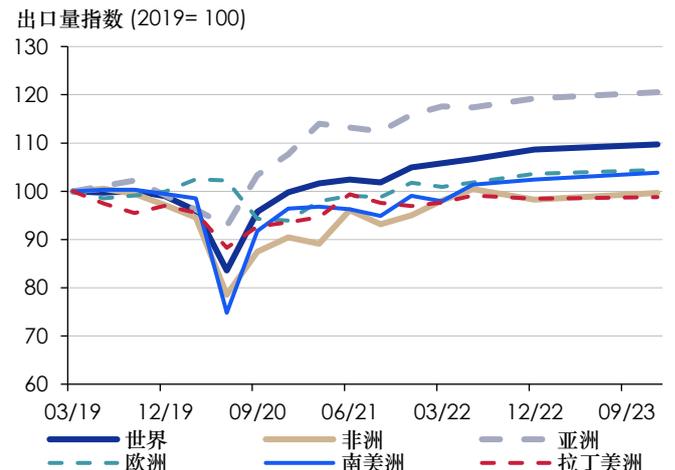
数据来源: CEIC, 建银国际证券

图 11: 全球供应链瓶颈缓解, 但尚未完全恢复



数据来源: 纽约联储, 建银国际证券

图 12: 疫情以来亚洲贸易增长最快



数据来源: 世界贸易组织, 建银国际证券

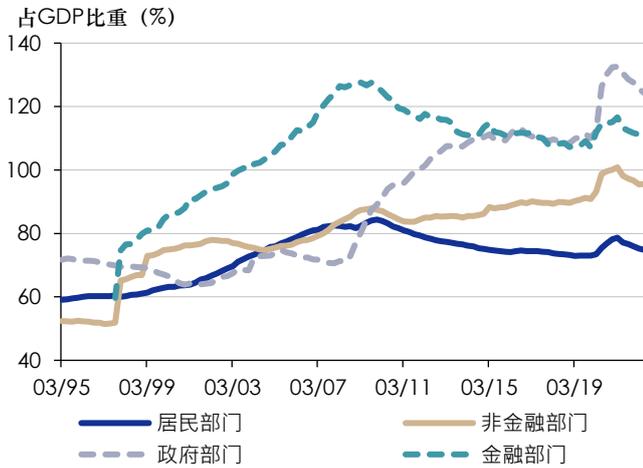
全球金融条件收紧，增长和债务压力加大

增长回落和全球利率上行在债务大幅飙升的背景下展开，预计全球债市风险持续。疫情以来发达市场负债上升主要集中在政府和企业部门。和2007年相比，家庭的负债率较低，资产负债表也较坚实，金融部门的杠杆有所降低（图13）。与此同时，发达国家的政府和企业部门的债务持续攀升。

在2022年出现的利率波动，可能仍将是2023年年初的主题，金融市场将继续聚焦未来政策的走势并调整预期。如上所述，主要国家的金融部门和家庭资产负债表总体较为强劲，减少出现全球性金融危机的可能性。但在金融条件收紧和经济增速放缓的情况下，财政压力较大的国家主权信用、非银行金融和高收益企业债仍较脆弱。

财政方面，预计未来几年发达市场政府债务和财政赤字将有所提高，利息支付增加，挤压未来政府通过财政支持经济的空间（图14）。例如受利率上升影响，美国的财政赤字可能会较疫情之前的水平翻一番（图15），可能引发两党关于“债务上限”的争论并限制未来财政扩张的空间。部分欧洲国家也面临财政紧缩的压力或是主权信用的风险，并可能波及到其他机构。最近英国养老基金出现回购压力，凸显随着全球利率上升后的债务和流动性压力。此外，经济放缓的情况下企业偿债能力减弱。尽管总体企业盈利增长较强，为债务提供了缓冲，但弱势企业债务风险有所上升（图16）。

图 13: 发达国家债务上升，特别是政府和企业部门



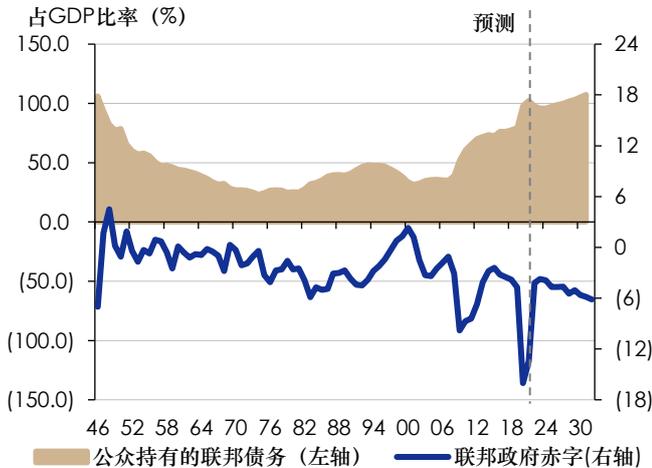
数据来源: IIF, 建银国际证券

图 14: 发达国家利息支出上升，挤压财政扩张的空间



数据来源: 国际货币基金组织

图 15: 美国财政赤字和联邦债务疫情以来攀升



数据来源: 美国会预算办公室 2022年7月, 建银国际证券

图 16: 美国企业债务偿付压力仍在低位，但边际上升



数据来源: CEIC, 万得, 建银国际证券

中国：随着经济走出新冠疫情，增长动力重现

2022年中国经济受疫情冲击而总体承压，其中制造业保持坚挺，与经济转型的方向一致。受全球需求、国内产业升级以及政府投资等推动，制造业保持增长。如我们之前的讨论，中国制造业的扩张与信贷密集型建筑行业的联系日益脱钩。疫情以来数字化、自动化、能源转型、供应链安全等结构性趋势进一步加快步伐，推动企业投资。传统行业也加快了升级，以满足新的技术和环境要求。产业升级和区域贸易也使中国贸易在供应链重塑中受益。与此同时，消费和就业增长滞后明显，房地产下行，债务压力上升。

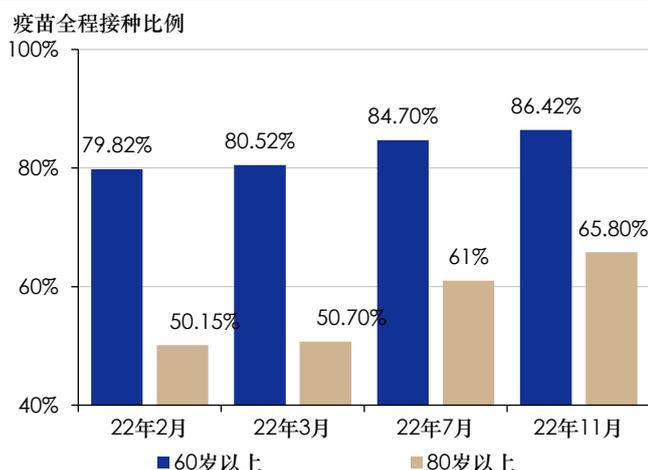
中国共产党的二十大提出未来经济发展的纲领（参见之前的点评）。中国将继续支持提振内需和支持开放的“双循环”战略，追求高质量的增长，并注重加强实体经济。将积极推进中国式现代化，特别是优先促进绿色发展和共同富裕，与近年来的政策重点相一致。我们认为，中国政府实现可持续增长的政策目标没有改变。另外，为实现2035年基本实现社会主义现代化的目标，未来十年的平均增长率预计将保持在4.5%-5%之间，发展仍是经济的首要任务。

近年来中国在制造业升级、技术创新、环境保护、对外开放和区域一体化方面已经取得了稳步进展。与此同时，继续应对地缘政治局势的不确定性，维持内外经济平衡，并在成本上升，全球金融条件收紧的情况下管理内外债务，是中国未来几年面临的重要宏观挑战。

疫情防控加速调整

适时调整疫情防控有助中国应对这些挑战。中国政府在11月以来宣布了一系列针对疫情防控的放宽措施，强调降低防控的经济和社会成本。我们预计中国将逐步放开防疫措施。疫苗接种的进展将是保证经济疫后重启的关键措施之一。尽管中国的整体疫苗接种率与其他主要经济体相当，但老年人的疫苗接种率相对较低。截至11月，80岁以上人群的全程接种率为65.8%，和夏天相比只是稍高（图17），未来预计提速。继11月初的“20条优化措施”出台后，卫健委在2022年11月29日的新闻发布会上再次重申老年人接种的重要性，并宣布了提高老年人接种率的明确计划。此外，和其他国家一样，在最近这波奥米克戎疫情变种传播中无症状患者为主（图18）。允许无症状或轻症患者在家里自我隔离将减轻对医疗资源的挤兑和日常生活的干扰，有利支持经济复苏。预计未来数月管控范围继续收窄，防控要求进一步放松，例如放宽入境要求，或缩短隔离时间等。

图 17: 国内老年人群全程接种率今年上升，但仍然较低



数据来源: 国家卫健委, 建银国际证券

图 18: 绝大多数的新增感染为无症状



数据来源: CEIC, 万得, 建银国际证券

预计2023年中国随经济走出疫情而复苏。经济和产业增长预计反弹，消费将回暖，但力度仍受制于就业修复的步伐，可能仍弱于疫情之前。政策总体支持但全局性放松的空间收窄。图2是我们对未来两年的中国经济指标预测。

图 2: 中国经济预测

	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022F	2023F	2024F
实际GDP (% 同比)	3.7	7.6	5.3	5.1	8.1	3.3	5.4	5.3
工业增加值 (% 同比)	2.7	8.8	5.5	5.7	10.5	4.0	5.7	5.9
固定资产投资 (% 同比, 年初至今)	4.5	6.0	6.2	6.1	4.9	6.0	6.1	5.0
社会消费品零售总额 (% 同比)	-1.9	10.7	7.1	9.8	12.4	0.3	6.5	6.4
出口 (美元, % 同比)	-4.2	3.0	4.4	14.1	29.6	7.9	4.6	5.0
进口 (美元, % 同比)	-1.0	3.2	5.2	3.0	30.0	2.1	2.7	3.3
消费价格指数 (% 同比)	3.0	1.6	2.2	3.2	0.9	2.0	2.5	2.7
生产价格指数 (% 同比)	0.1	-1.2	1.6	1.9	8.1	4.3	0.6	1.3
社会融资规模 (% 同比)	10.8	10.8	11.3	11.0	10.3	10.8	11.0	10.0
美元/人民币 (期末值)	7.0	6.9	6.8	6.7	6.4	7.0	6.7	6.6
七天回购利率 (% 期末值)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.2	2.0	2.0	2.0
大型银行存款准备金率 (% 期末值)	10.75	10.50	10.50	10.50	11.5	11.0	10.5	10.5
中国十年期国债收益率 (% 期末值)	2.9	3.0	3.1	3.1	2.8	2.9	3.1	3.2

* 包括官方预算赤字以及财政存款净提取和从其他财政账户转移

来源: 国家统计局, CEIC, 彭博, 建银国际

中国：产业周期继续坚挺

疫情期间制造业增长仍是亮点，并未受制于地产下行：产业升级在疫情之后加快步伐，数字化、能源转型和供应链安全等行业趋势的支持下，企业投资提速。上游行业盈利受全球价格回暖支持，亦增加了升级支出以满足新技术和环保的要求。结构性因素利好制造业周期的景气，制造业投资继续坚挺，与地产投资下行形成对比（图 19 和 20）。受益于全球再通胀和科技需求上升，高科技行业和上游行业盈利较为坚挺（图 21）。这些发展印证我们之前的观点，结构调整意味着中国的制造业增长与信贷密集型的建筑和住房部门逐步脱钩（[建银国际-虽有信贷收紧，产业周期持续坚挺 2021年4月](#)）。外部需求也有所助益。中国贸易在疫情后全球市场份额走高（图 23），显示制造业的对外竞争力有所提升。

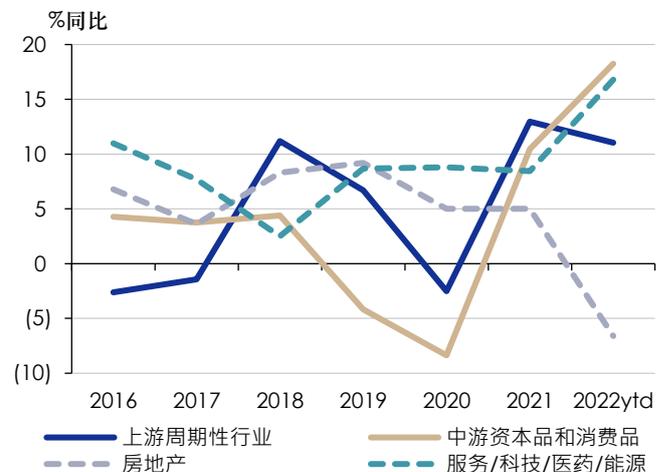
预计结构和政策性因素继续支持制造业成长：近年来，能源转型支出超过传统基建如交通设施等(图 22)，可再生能源新增能源装机容量也远超化石燃料。国际能源署估计，到 2030 年中国每年用于绿色转型的总投资可达 4 万亿元人民币，较过去五年的投资水平增长 10% 以上。此外，技术创新和制造升级也将继续提供关键助力。

图 19: 中国制造业投资坚挺，与地产周期脱钩日益明显



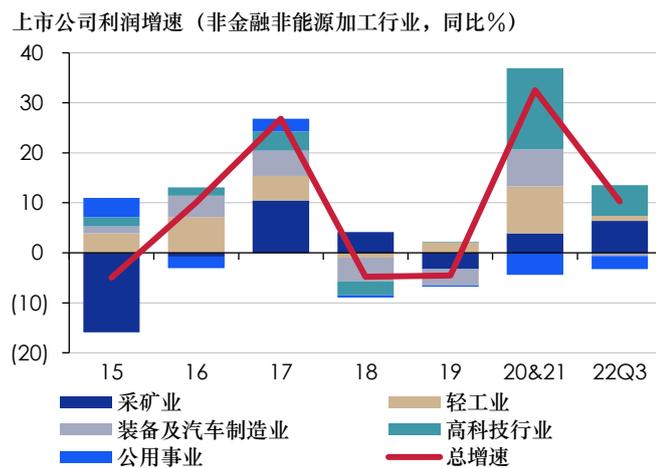
数据来源: CEIC, 建银国际证券

图 20: 除地产外的大部分行业投资保持强劲



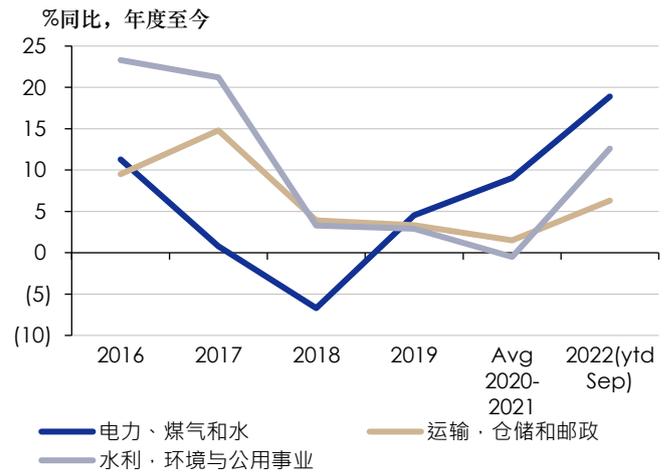
数据来源: CEIC, 建银国际证券

图 21: 企业利润今年受全球再通胀和科技需求支持



数据来源: CEIC, 建银国际证券

图 22: 能源和环保项目拉动基建投资



数据来源: CEIC, 建银国际证券

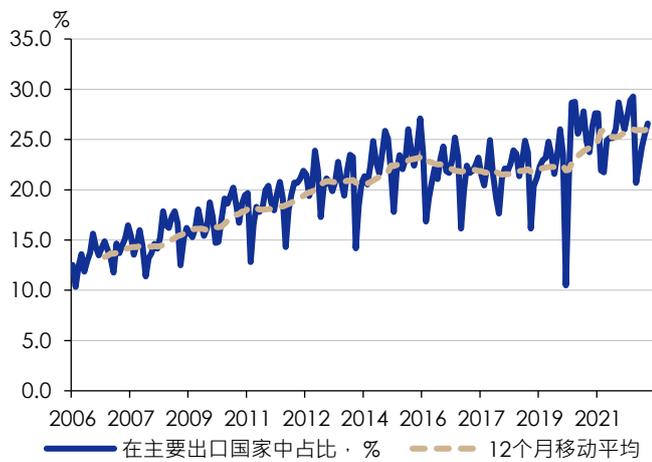
对外开放促进贸易和投资

作为“双循环”的关键组成，中国近年来在逆全球化压力中持续推进开放。疫情以来，贸易增长一直是中国制造业活动的关键支撑。与中国和亚洲的贸易则有助于发达市场抑制通胀压力。在过去两年，中国的出口增速超过了世界水平，其市场份额在后疫情时期不断上升（图 23）。

过往几年，区域化贸易的增长和国内供应能力的持续增强对中国的贸易有所提振（详见建银国际：[供应链重构下的贸易红利，2022年3月14日](#)）。亚洲的产业链贸易快速提升，远超过全球（图 24）。区域经济贸易协定（RCEP）促进亚洲经济体之间进一步的产业链合作，对电子和机械等产业链较长的行业最为有利。

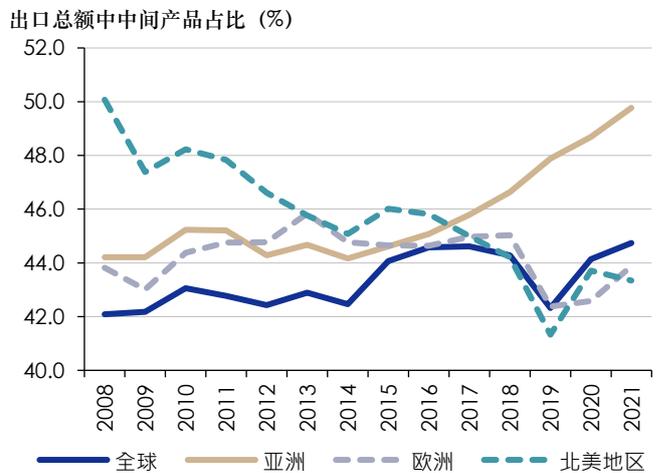
产业升级是提升制造业全球竞争力的关键，在中国体现在多方面：近年来汽车行业带动了中国的出口，而半导体等关键部件技术能力的提高降低了中国对进口的技术依赖（图 25），成为支持中国对外顺差的结构性因素。迄今为止金融脱钩的迹象有限：尽管在全球金融条件收紧的背景下证券投资下降，但在制造业的推动下，过去两年外国直接投资激增（图 26）。

图 23: 中国的贸易市场占比在疫情后走高



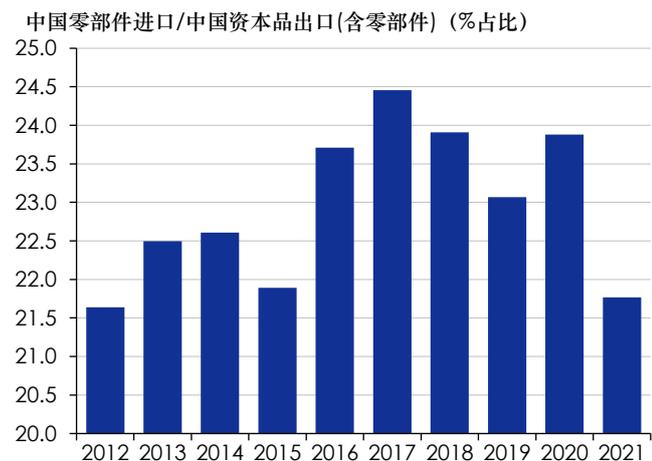
Source: CEIC, 建银国际证券

图 24: 亚洲供应链贸易上升



Source: CEIC, 建银国际证券

图 25: 中国出口的自主率上升



数据来源: CEIC, 建银国际证券

图 26: 外商直接投资近来提速



数据来源: CEIC, 建银国际证券

中国：经济分化中债务压力持续，定向宽松管理风险

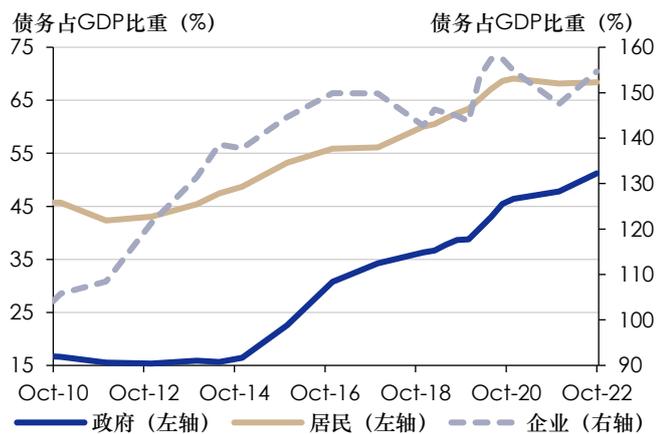
企业整体杠杆率持稳，债务压力有限：近年来，中国对房地产以外的企业部门进行了整合和去杠杆化。得益于债务重组、盈利回升和低利率，企业债务和偿债负担有所减轻。政府同时加强了对房地产行业 and 地方政府融资平台的控制。并将影子债务纳入政府负债，公共杠杆率自较低水平攀升。疫情期间宏观政策较为审慎，公共杠杆率的增幅远低于发达市场(图 27)。2022 年企业债务小幅增加。上游价格回暖而利率走低，企业偿债负担进一步降低(图 28)。地产行业以外，总体企业债务压力仍然有限。

短期趋稳，但未来几年地产行业仍面临去杠杆压力。虽然政策放松，但我们预计受收入复苏力度影响，明年上半年地产行业将保持低迷(图 29)。受收入增长影响我们预计房地产销售同比仍有个位数的下降，房地产行业投资持平，继续落后于经济增长，公共住房投资部分对冲私人投资的低迷。房地产市场的下行周期将促使该行业内部进一步去杠杆和整合。大型和稳健企业受益。民企总体债务率较高，债务压力持续。

对地产行业的定向支持预计持续：最近几个月，政策加大支持优质房地产开发商筹集资金，指导政策性银行为现有住房项目提供资金，减少对住房交易的限制等，以缓解开发商的资金压力(图 30)。我们预计，政策将持续定向宽松以降低行业流动性压力的尾部风险。但同时将抑制行业扩张的冲动。基本面较弱的企业将继续承压。展望未来几年，随着城市化率的上升和人口快速老龄化，中国的房地产增量需求增长下降。但居民收入的进一步提升和高储蓄率仍将支持住房的升级需要，住房销售和投資有望实现年均个位数的增长。

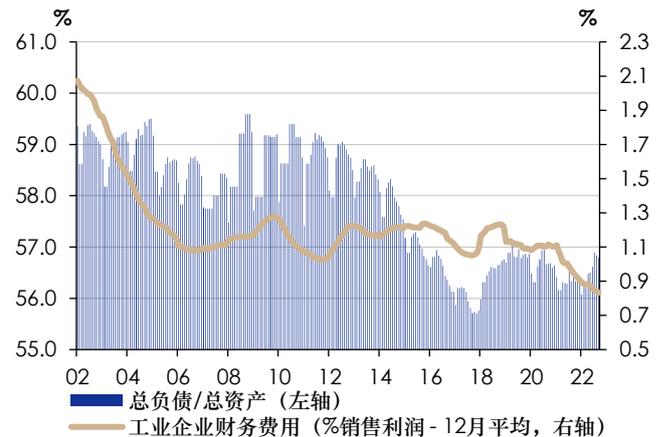
关注平台债务风险。由于经济放缓和土地销售下降(图 31)，财政缺口今年扩大，政策性银行贷款和部分专项债的发行提前，补充了财政缺口。目前先行指数仍较低迷，明年的土地销售收入仍可能有两位数的降幅。专项债的额度可能预计与今年持平甚至更高。地方财政压力较大，预计将继续拖累平台债务(图 32)。

图 27: 公共部门的杠杆继续上升，私人部门的杠杆趋于稳定



数据来源: CEIC, 建银国际证券

图 28: 工业企业负债率仍处低位，偿债压力下降



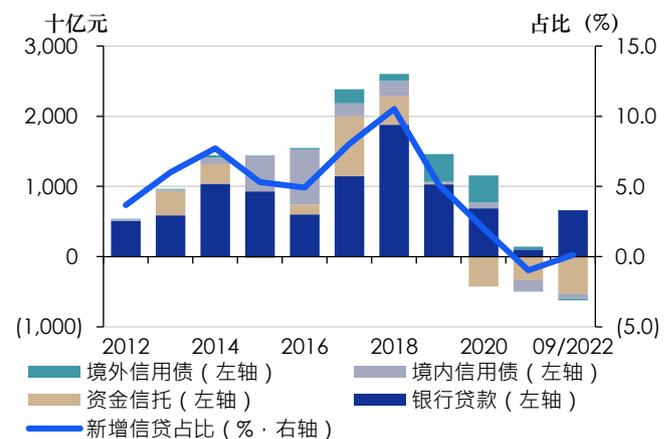
数据来源: 万得, 建银国际证券

图 29: 房屋销售总体疲软，预计修复较慢



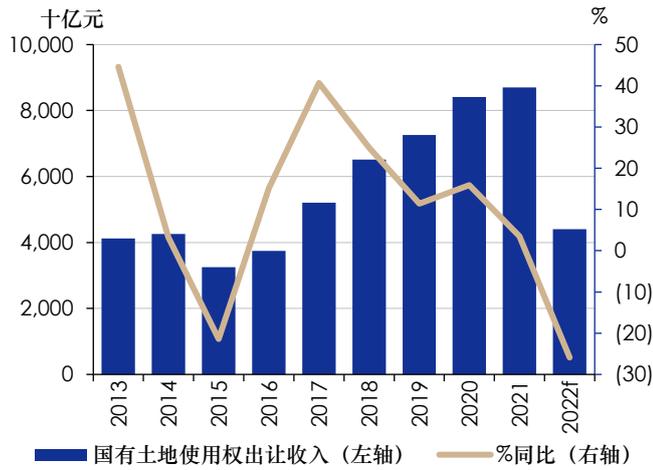
数据来源: CEIC, 建银国际证券

图 30: 针对开放商的宽松政策对冲其流动性压力



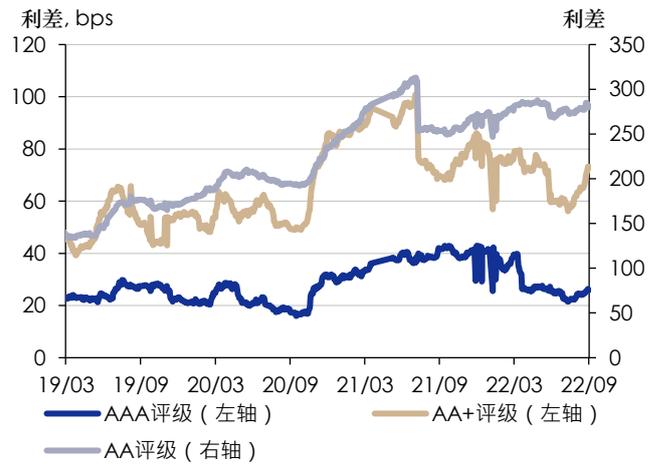
数据来源: CEIC, 建银国际证券

图 31: 土地销售低迷, 预计明年继续萎缩



Source: CEIC, 建银国际

图 32: 体现债务管理和区域差异, 境内城投债利差分化加大



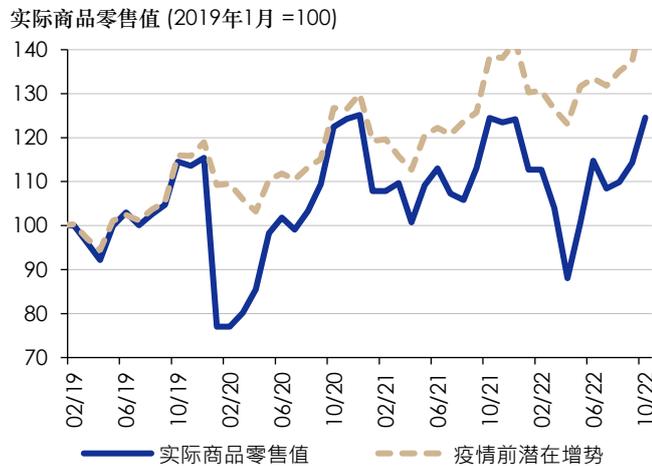
Source: CEIC, 建银国际

持续复苏挑战：消费不振，就业和收入增长承压

在过去几年中，由于疫情拖累了经济，就业不振，国内消费大幅落后其疫情前的趋势值（图 33）。与国际经验相似，疫情中线下服务较为低迷，在线销售以及电子产品、手机、汽车等耐用消费品表现较好。而疫情封控结束后服务业多会反弹，总体消费也会有所回升。2020 年后疫情期间家庭储蓄率上升，2021 年则有所下降，预示则疫情封控过后储蓄意愿有望下降，消费力度有望提升。

尽管如此，不利于消费的因素可能比疫情持续的时间更长：2008 年后中国致力于实现经济向消费的再平衡，但按照国际标准，中国的居民收入和消费占 GDP 的份额仍然较低（图 36）。近年来则进一步下滑（图 35）。特别是居民收入增长过往五年落后于 GDP 增速。也就是说，消费不振的原因并非只是疫情下不能消费，而更多来自收入增长的放缓。也意味着内需的结构性疲软。其中一个原因可能是产业结构中资本密集型的提升。制造业的就业前景强劲，而服务业就业前景趋向疲软（图 37）。国际经验表明，经济中资本密集度的提高、减少劳动力需求的技术革新以及资本加速折旧等都可能降低劳动者收入的相对份额。周期来看，国内持续的低利率环境促使资源从居民部门转向企业部门，也会抑制家庭收入和消费。

图 33: 国内消费远低于疫情前趋势的预测值



Source: CEIC, 建银国际证券

图 34: 就业指标大幅走弱



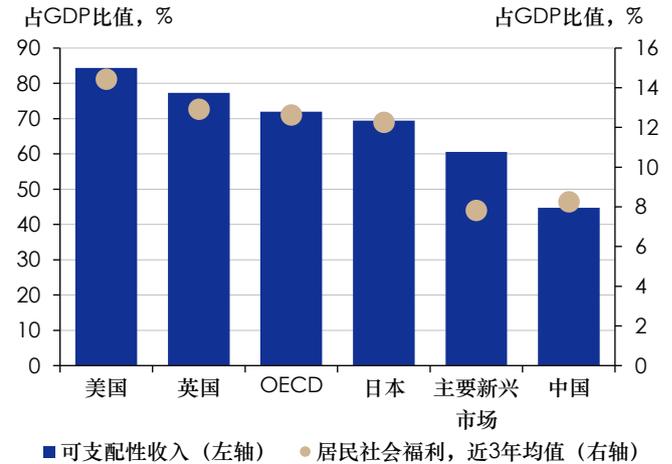
Source: 万得, 建银国际证券

图 35: 居民消费占 GDP 比重下降，收入占比下降为主因



Source: OECD, CEIC, 建银国际证券

图 36: 居民可支配收入和社会福利的国际比较



Source: OECD, CEIC, 建银国际证券

就业前景的疲软通常伴随收入水平的分化，不利于实现政府提出的“共同富裕”的愿景。“共同富裕”包含了几个关键因素：包括推动中小企业发展的包容性增长，遏制垄断；扩大中等收入阶层，增强社会保障，促进公平的公共服务；以及通过税收和监管等手段遏制住房投机，支持农业收入，鼓励慈善和捐赠等，以促进财富和收入再分配，减少贫富差距。抑制收入分化（图 38）是其中的核心。政府需要推进多方面改革，包括公共财政和税收领域的政策，支持中小企业的产业和金融政策，以及遏制垄断的监管政策等，并增加公平性和透明度。

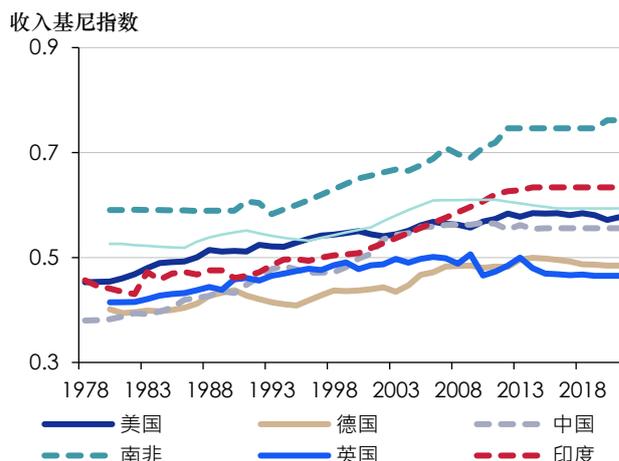
而促进就业是提升劳动者收入的关键。特别是服务业就业的提升。党的二十大报告中强调就业优先。需要鼓励创新和扩大投资，以保持经济活力，增加就业水平。预计政策细化仍然需要时间，未来几年消费增长仍可能受到制约。

图 37: 服务行业的就业增长前景不断走弱



数据来源: CEIC, 建银国际证券

图 38: 跨国收入分配基尼系数



数据来源: OECD, CEIC, 建银国际证券

中国周期经济和宏观政策

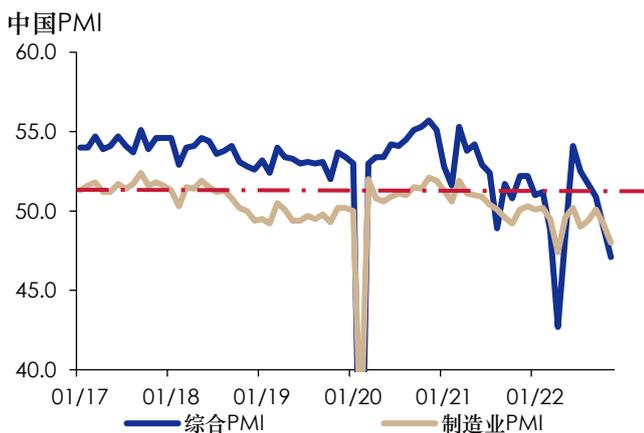
中国经济短期内仍有下行压力。自10月份以来，新冠病例再次激增，现在单日确诊病例超过了4月份的高位，许多大城市实施了新的封锁措施，预计短期对经济仍形成下行压力。价格方面，鉴于国内消费疲软，核心通胀保持温和，但在猪肉价格的带动下食品通胀强劲。未来生猪存栏的供应改善将有助于缓解猪肉通胀（图39）。但随着经济走出疫情，消费回暖预计会推高明年服务业通胀。今年大宗商品价格的不断上涨挤压了下游行业。随着全球大宗商品价格放缓，进一步的成本压力应该会在明年有所缓解，但前期部分成本压力可能向下游传导。我们预计，到2023年底CPI将升至3%。

国内利率预计随经济回暖继续反弹。由于增长前景疲软，国内流动性宽松，无风险利率在下半年有所下降，而11月以来随着市场情绪的改善，境内利率明显反弹。随着经济复苏，国内持续宽松可能推升大宗价格并增加债务风险，使未来收紧政策更为困难。预计政策短期将保持宽松的流动性环境，但随着明年经济增长和国内需求的复苏将谨慎收紧。国内利率继续随经济复苏回升。

预计信用扩张审慎：随着全球金融条件收紧，房地产和地方政府融资平台等高负债行业不能再依赖离岸市场，这增加了它们的债务压力。如我们之前的讨论，政府宏观政策框架较为审慎，将信贷支持限制在少数目标领域，信贷总量扩张不大（图40），信贷结构则与经济转型方向一致。此外，定向宽松加大，以银行贷款和发行在岸债券等渠道筹集资金，加大对资金紧张的房地产开发商的流动性支持。预计政策继续保持信用审慎扩张，避免资源错配和债务风险，同时继续偏重结构性信贷政策支持结构转型。

预计2023年财政政策保持积极。我们估计2022年实际有效赤字较2021年将增加2.1个百分点。经济疲软时的财政补贴和疫情相关费用使得财政支出上升而收入下降，增加赤字压力。地方财政压力加大，2022年前10个月，土地出让金同比下降25.9%，加剧地方财政缺口。今年专项债发行前置有助于支持基础设施固定资产投资的温和复苏。2023年，我们预计预算内财政赤字将定在GDP的3%左右，略高于2022年2.8%的目标，以显示政策支持，专项债额度预计为3.6-4万亿元人民币。（表3，图42）。

图 39: 疫情防控预计继续影响国内经济，幅度预计小于二季度



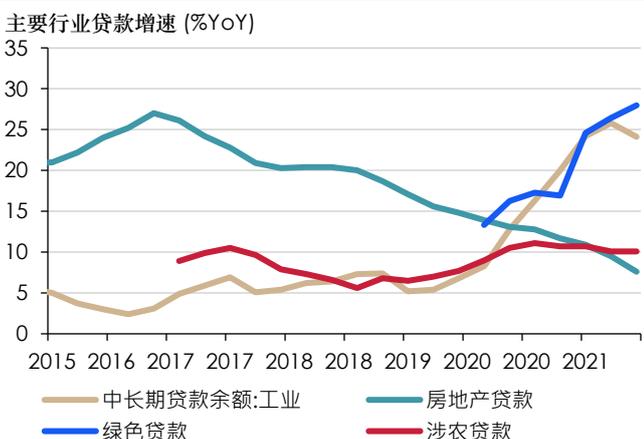
数据来源: CEIC, 建银国际证券

图 40: 央行继续采取低利率和紧信用结合的政策



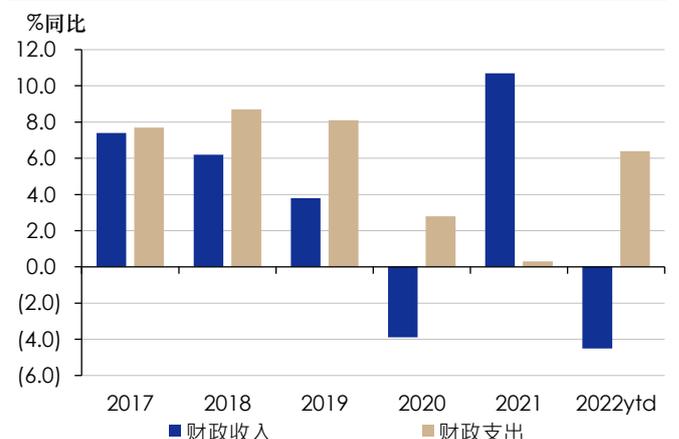
数据来源: 彭博, CEIC, 建银国际证券

图 41: 结构性目标引导信贷政策



数据来源: CEIC, 万得, 建银国际证券

图 42: 2022年财政支出提速



数据来源: CEIC, 万得, 建银国际证券

表 3: 有效财政赤字预计在明年有所上升

占 GDP 的比重 (%)	2018	2019	2020	2021	2022f	2023f	2024f
预算赤字	(2.6)	(2.8)	(3.7)	(3.1)	(2.9)	(3.0)	(2.9)
预算收入	19.9	19.3	18.0	17.7	16.7	16.9	17.3
预算支出	24.0	24.2	24.2	21.5	22.6	22.9	23.1
财政存款净提取和从其他财政账户转移	6.7	7.7	9.9	6.9	8.8	9.0	8.7
有效预算内赤字	(4.1)	(4.9)	(6.2)	(3.8)	(6.0)	(6.0)	(5.8)
中央政府特别国债	0	0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
新增专项债	1.5	2.2	3.6	2.8	3.6	3.2	3.0
土地出让收入	1.8	1.5	1.7	1.6	0.8	0.9	0.9
广义财政赤字 (建银国际证券定义)	(7.4)	(8.6)	(12.4)	(8.2)	(10.3)	(10.2)	(9.8)

数据来源: 财政部, 万得, 建银国际证券

人民币汇率：美元强势逆转；人民币兑美元汇率回升，中期仍在区间震荡

2022年强势美元的主题占据主导地位。美国和其他发达经济体之间的利差扩大以及全球增长放缓都支持美元走强。由于美联储收紧放缓，美元升势有所放缓。从历史上看，美联储收紧政策的放缓往往会导致美元走弱（图46）。不过，联储持续加息，欧洲经济今年底明年初可能陷入衰退，意味着美元仍可能保持相对强势。美联储进一步减缓紧缩政策，加上中国经济增长的反弹，则可能导致美元从2023年第二季度更明显走弱（图47）。

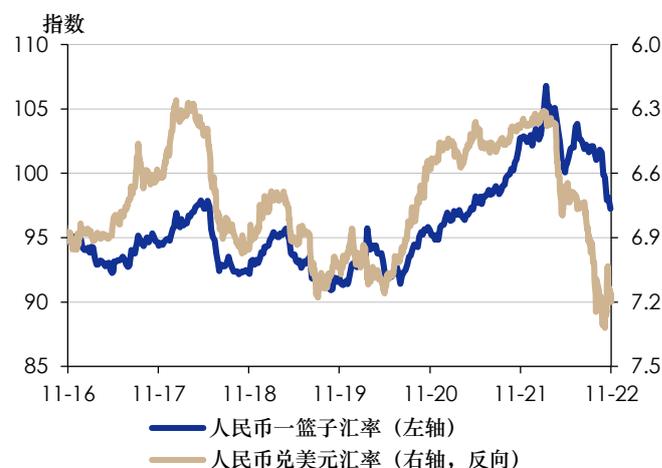
今年人民币汇率相对美元走弱，但一篮子汇率仍远高于过往5年的平均值，中国强劲的贸易顺差仍对一篮子汇率提供基本面的支持（图43&44）。中国贸易以资本品出口为主（图45），受益于强劲的企业投资和产业链重构（[详见建银国际：供应链重构下的贸易红利，2022年3月14日](#)）。我们仍预计2023年顺差继续保持强劲，对一篮子汇率形成支持。预计人民币汇率兑美元汇率短期在7-7.3之间波动，但随着经济走出疫情，我们预计到2023年底人民币兑美元汇率升至6.7。

图 43: 贸易顺差支持了人民币对一篮子货币



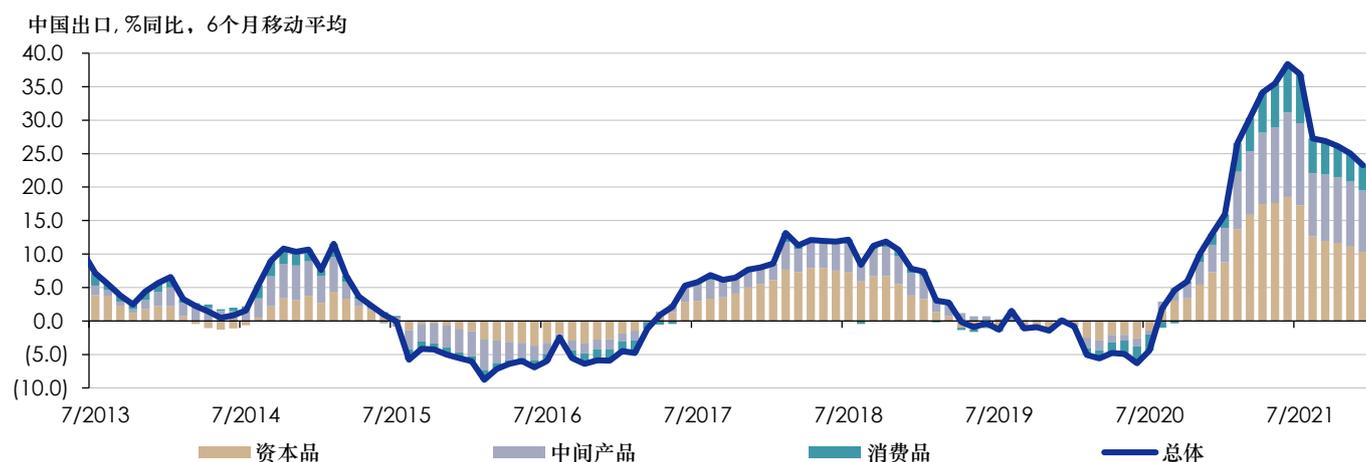
数据来源: CEIC, 建银国际证券

图 44: 在强美元背景下，人民币对美元贬值



数据来源: CEIC, 建银国际证券

图 45: 中国出口受资本品和中间品支持



Source: CEIC, 建银国际证券

新兴市场投资前景提升

由于 2022 年美元走强，中国以外的新兴市场国家的资本流入大幅放缓(图 48)。部分新兴市场国家面临通胀飙升、增长势头减弱和全球利率上升的不利影响，债务压力加大。

尽管如此，整体上新兴市场汇率对美元的贬值幅度小于发达市场货币(图 49)，增长也较坚挺，区别与历史经验中美元走强时新兴市场的增长和汇率大幅走弱的情况。新兴市场外部韧性提升，体现在经常账户赤字下降、外汇储备增加等方面；疫情下政策扩张相对谨慎、汇率趋向灵活，以及全球较为强劲的贸易环境都有所助益。流入东盟和中国的外国直接投资保持强劲。与此同时，新兴市场国家之间存在着显著的差异，经常账户赤字和通胀高企的国家债务问题更严重，汇率更加疲软。

新兴市场的 2023 年前景有所提升。由于通胀压力预计将从历史高点回落，美联储预计将开始减缓收紧步伐，随着美元接近峰值，流向新兴市场的资本预计出现反弹。此外，食品价格回落将在一定程度上缓解新兴市场通胀，抵消新兴市场购买力下降的影响。包括美国在内的主要发达市场预计将出现温和衰退，将会影响新兴市场整体的增长前景。但中国可能在 2023 年复苏，对亚洲新兴市场的外需环境有所支持。

图 46: 美元强势在加息早期较为明显，随加息进程通常走弱



Source: 彭博, 建银国际

图 47: 但全球经济的衰退风险仍对美元有所支持



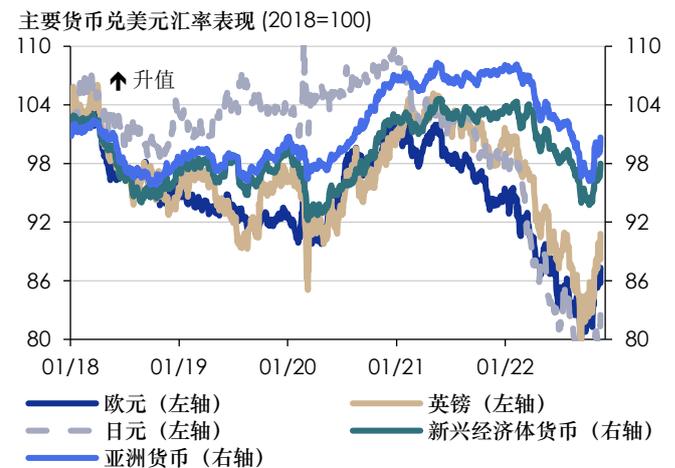
Source: 彭博, IIF, 建银国际

图 48: 随着美元趋弱，新兴市场的资本流入预计 2023 年修复



Source: 彭博, 建银国际

图 49: 与发达国家汇率相比，新兴市场汇率更为坚挺



Source: 彭博, IIF, 建银国际

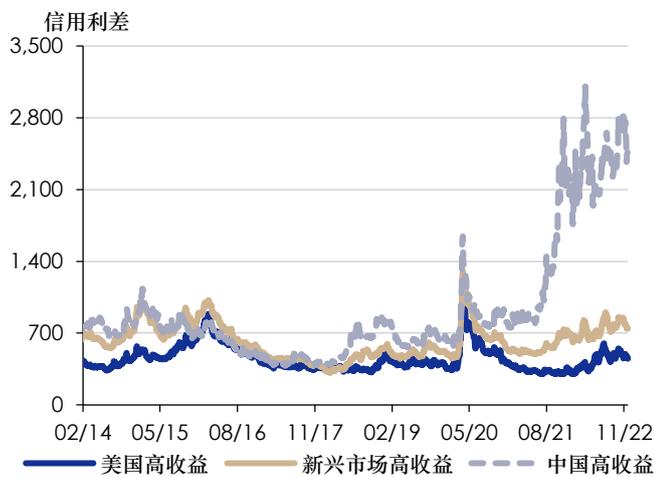
中国离岸债券：行业整合和融资压力下，高收益债券仍然分化

2022年对中资美元债券市场来说是艰难的一年，特别是对中国高收益债券（图50）。2023年可能稍好，但存在很大的不确定性，高收益债券发行机构之间继续分化。最近，市场对中国新冠疫情政策放松、对房地产行业的流动性措施以及美国通胀可能见顶的猜测，使得中资美元债券收益率得到一些改善。虽然预计明年美债利率高位回落、美元走弱，但在美国可能出现温和衰退、中国经济复苏缓慢以及中国债券违约率上升的情况下，对中资美元债券的整体风险偏好可能仍然低迷。

我们预计，定向宽松加上最近的支持措施，可能会稳定房地产行业，缓解房地产开发商面临的资金紧张，从而为优质开发商发行的现有美元债券提供支持。全行业的整合将继续进行，将加剧高收益债券发行机构之间的分化。

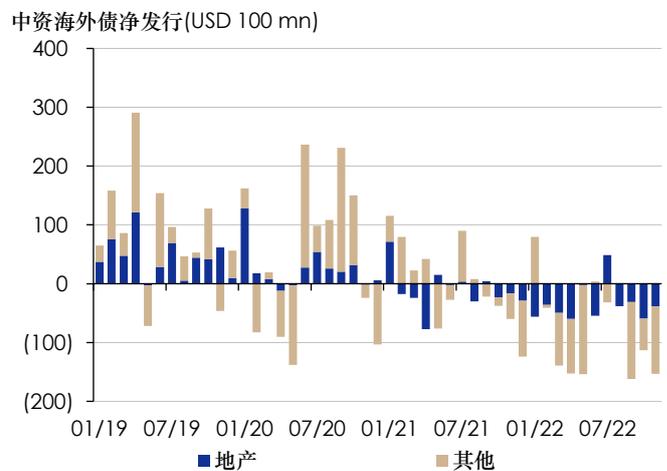
在一级市场上，美元债券净发行量可能会在2023年继续下降，尽管速度会放缓（图51）。由于未来两年有大量的债券到期，再融资任务仍然艰巨（图52）。多家房地产开发商在离岸美元债券违约后撤回了评级协议。因此，它们不太可能在短期内重返离岸美元债券市场。而全球利率正常化和中国债券“南向通”的推出提振了离岸人民币债券的发行，这一趋势有望持续（图53）。

图 50: 中国高收益美元债在 2022 年表现不佳



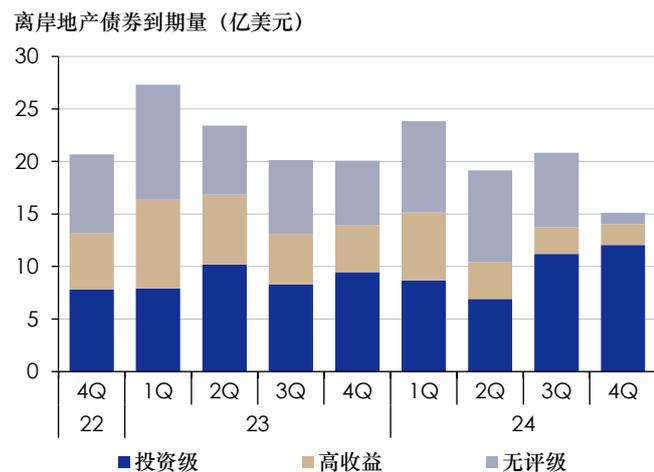
数据来源: CEIC, 建银国际证券

图 51: 中国离岸美元债净发行量下滑



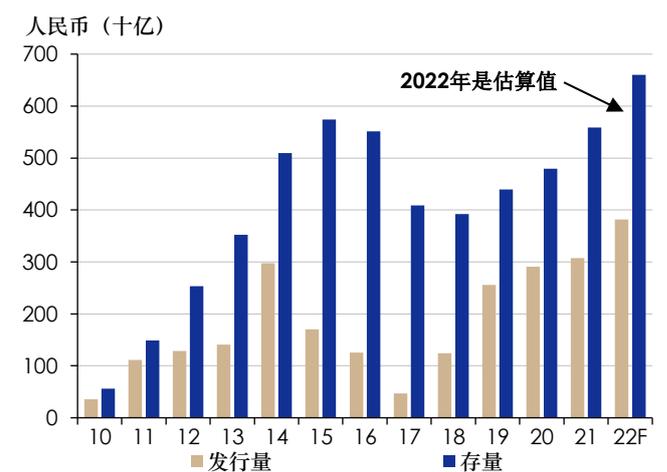
数据来源: 彭博, 建银国际证券

图 52: 未来两年离岸美元债的到期压力仍很巨大



数据来源: 万得, 彭博, 建银国际证券

图 53: 点心债发行量的上升支持人民币国际化使用



数据来源: 万得, 彭博, 建银国际证券

评级定义：

优于大市 — 于未来 12 个月预期回报为高于 10%
中性 — 于未来 12 个月预期回报在-10%至 10%之间
弱于大市 — 于未来 12 个月预期回报低于-10%

分析师证明：

本文作者谨此声明：(i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关；及 (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本文发行日期之前的 30 个日历日内曾买卖或交易过本文所提及的股票，或在本文发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易过本文所提及的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提及的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提及的证券的任何金融利益。

免责声明：

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际（控股）有限公司（「建银国际控股」）和中国建设银行股份有限公司（「建行」）全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司，其关联公司及/或附属公司（统称「建银国际证券」）不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证（不论明示或默示）。当中的意见及预测为我们于本文日的判断，并可更改，而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性（或相关投资）做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失（不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的）概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；(ii) 过去表现不反应未来业绩；(iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的（至少 12 个月），且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；(iv) 未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证（不论明示或默示）。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源（如有）的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性、安全性作任何担保、陈述及保证（不论明示或默示）。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前，使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及/或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和/或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团集团公司发表的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块，仅为建银国际的机构和专业客户所提供，本文不应

提供给零售客户。

如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或1986年《美国国内税收法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发给任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，那该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发: 本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号 201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（“建银国际证券”）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡 Financial Advisers Act 规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡 Financial Advisers Regulations 第 32C 条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过+ 65-68071880 与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司 2021。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司

香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦12楼
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097