

## 云开雨霁，待而后生

### ——2023 年宏观经济展望

2023 年 02 月 14 日

- 回顾 2022 年，经济增速放缓，基建拉升作用加强，房地产给经济带来较大拖累，消费表现疲弱，出口起到拉动作用。外部扰动和政策溢出效应，给我国经济造成了一定负面影响。政策和经济走势对全年的大类资产价格形成较强驱动作用。
- 随防疫政策调整，2023 年，我国经济有望迎来疫后复苏。二十大提出推动经济运行整体好转，发展和安全将是未来的主要方向。2022 年低基数作用和政策扶持下，2023 年经济增速目标预期超过 5%，国内经济表现预期明显好于海外，宏观环境逐步回归正常化。
- 地产投资拖累减少，基建、制造业支撑作用延续，增速中枢回落。房地产融资端政策逐步放松，“因城施策”方向下，需求端刺激政策持续放开，非一线城市的限购、限贷、限价、限售、公积金贷款等限制性的措施有望放松，市场观望情绪仍待转换。房地产投资增速将触底回升，但仍处于偏弱周期，“保交楼”政策效果逐步显现，建安、竣工指标将显著转好，但新开工增速仍将承压。政策助推制造业发展，汽车、交运、新兴产业仍是建设重点，制造业增速预期维持高景气，但出口存在一定拖累。基建引领经济作用延续，财政资源集中度下调，叠加高基数作用，全年中枢下台阶。
- 消费托举作用加强，居民消费意愿和消费信心有待提振。防疫政策放开为重要转折，未来消费有望逐步修复，但恢复到疫情前状态的时间长度仍有不确定性。高收入群体的消费场景逐步放开，服务业需求有望增加；低收入群体的收入和就业有望受疫后修复而改善，居民超额储蓄存在潜在的消费能力。地产端需求有待政策放宽和居民购房信心恢复，部分刚需有望释放。扩内需政策下，地方政府或将推进发展绿色消费、投放消费券等，来刺激消费需求。
- 出口走势逆风，进口支撑力量加强。海外经济下行压力增加，全球整体的进口需求回落。并且美国逐步进入去库存周期，对我国商品需求承压。海外消费结构逐步向疫情前回归，服务消费支出的比重渐渐提升，海外疫情期间商品对服务需求的替代和透支作用，给我国耐用品出口带来一定利空。“一带一路”战略规划下，我国对东盟的出口支撑力量延续。伴随生产、消费进一步修复，进口增速有望低位回暖，走势前低后高。
- 核心 CPI 压力小于海外，服务项通胀边际回升。2023 年疫情影响逐步减弱，居民消费回暖、地产销售修复或推动核心通胀整体上行。国务院保供稳价仍将呵护商品价格走势，2023

分析师：徐飞

执业证书编号：S0270520010001

电话：021-60883488

邮箱：xufei@wlzq.com.cn

分析师：于天旭

执业证书编号：S0270522110001

电话：17717422697

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

年 CPI 预期整体上行压力较小，对政策掣肘有限。PPI 同比预期前低后高，全年维持低位，海外输入性通胀压力暂缓，海外需求回落，大宗商品价格涨幅有限。

- **海外经济下行压力增加，流动紧缩周期步入尾声。**美国通胀中枢持续回落，商品、服务、工资通胀有望放缓，薪资上行带来的成本上涨可能向服务项进一步传导，通胀仍有粘性。美国 2023 年旺盛的消费需求或难以为继，投资端预期中枢回落，加息效果尚未传导到就业端。随着需求转弱，美国大概率进入浅衰退阶段，经济预期将实现“软着陆”。美联储加息接近尾声，仍将维持高政策利率至 2023 年四季度，以避免通胀再度反弹，预期保持缩表。欧洲衰退压力大于美国，预期年中停止加息。日本货币政策或转向收紧，可能给全球市场流动性带来阶段性的冲击风险。对比海外，中国经济相对占优，和海外呈现明显的周期错位。
- **货币政策保持宽松，结构性工具投放更加精准。**货币政策逐步疏通地产端信贷的落地渠道，消费场景放开，居民信贷需求有望反弹。结构性政策仍将注重精准投放，工具有望“增量加码”。社融-M2 剪刀差有望收窄，宽信用稳步落地，资金将从银行负债端流向实体经济。2023 年降准依然可期，房贷利率对降息依赖减弱。
- **财政政策保持积极，赤字率有望提升。**财政政策注重加力提效，地方债务掣肘了地方政府加杠杆空间，中央政府仍有加杠杆空间，预期中央对地方的转移支付力度增加。专项债将持续形成投资拉动力。政策投向领域有所侧重，科技攻关、绿色发展、乡村振兴、区域重大战略、教育、基本民生等将是重点领域。减税降费措施仍将延续，助力企业纾困。
- **大类资产：**1) 股票：估值与盈利双驱，把握轮动行情。可以关注疫后修复、成长、地产链条的三大主线，疫后修复的一年，消费预期迎来脉冲式行情；成长板块中，关注政策战略扶持，景气度上行的行业；房地产下游有望受政策驱动，迎来阶段性轮动机会。2) 债券：利率债在经济恢复的背景下，牛市接近尾声，预期利率中枢上行，把握阶段性交易机会。信用债的信用利差提供了一定安全垫，预期表现好于利率债，可以关注资质较好的区域和城投，资质良好的地产债。3) 大宗商品：贵金属迎来上行周期，黄金配置价值凸显，白银阶段性性价比加强。工业品情绪修复，美元逐步走弱，铜、铝等或迎来阶段性反弹。4) 外汇：人民币汇率转向升值，美元指数高位回落。
- **风险因素：**地产销售持续偏弱，海外流动性超预期收紧，地缘政治冲突发展超预期，疫情出现新变种毒株带来致死率、传播率攀升。

## 正文目录

<b>1 国内经济</b>	<b>6</b>
1.1 投资：地产投资拖累减少，基建、制造业中枢回落	6
1.1.1 政策有望继续放松，房地产投资缓步回升	6
1.1.2 出口干扰制造业投资，政策向战略产业倾斜	8
1.1.3 基建引领作用减弱，财政支持力度或边际回落	9
1.2 消费托举作用加强，信心有待提振	10
1.3 贸易：出口走势逆风，进口支撑力量加强	11
1.4 就业压力逐步缓解	13
<b>2 核心 CPI 压力小于海外，服务项通胀边际回升</b>	<b>14</b>
2.1 通胀压力整体可控，CPI 尚不形成政策掣肘	14
2.2 PPI 前低后高，工业品通胀压力可控	16
<b>3 海外经济下行压力增加，流动紧缩周期步入尾声</b>	<b>17</b>
3.1 美国政策利率居于高位，经济下行压力增加	17
3.1.1 通胀中枢下台阶，但仍具一定粘性	17
3.1.2 经济预期实现软着陆，劳动力缺口逐步回补	18
3.1.3 美联储加息放缓，利率仍将延续高位	19
3.2 欧洲衰退压力大于美国，预期年中停止加息	20
3.3 通胀、政策周期错位，日本货币政策或转向收紧	22
<b>4 政策助力扩内需，货币、财政均保持宽松</b>	<b>23</b>
4.1 货币政策“精准扩容”，宽信用有待缓步落地	23
4.2 财政政策保持积极，赤字率有望提升	25
<b>5 大类资产表现与配置</b>	<b>26</b>
5.1 股票：估值与盈利双驱，轮动行情延续	26
5.2 债券：利率债信用债延续分化	28
5.2.1 利率债：需求恢复背景下，把握阶段性交易机会	28
5.2.2 信用债：票息收益占优，仍需防范风险	29
5.3 大宗商品：贵金属迎来上行周期，国内经济复苏工业品或阶段性上行	30
5.4 外汇：人民币汇率转向升值，美元指数高位回落	30
<b>6 风险因素</b>	<b>31</b>

## 图表目录

图表 1：房企新开工、施工面积增速低迷（%）	6
图表 2：商品房销售放缓，库存上行（%）	6
图表 3：政策预期从激励机制、需求端等方面进一步放宽	7
图表 4：房企销售低迷情况有待好转	7
图表 5：首套平均房贷利率持续下探（%）	7
图表 6：企业销售和利润有待进一步修复	8
图表 7：工业企业进入去库存阶段（%）	8
图表 8：出口回落给制造业投资带来一定影响（%）	9
图表 9：制造业投资与产成品库存回落（%）	9

图表 10:	2022 年基建投资逆周期调节作用加强 (%)	9
图表 11:	电热气水供应、交运仓储业增速上行 (%)	9
图表 12:	消费信心受疫情和防控政策影响较大	10
图表 13:	餐饮、地产下游消费偏弱 (%)	10
图表 14:	新增存款持续攀升, 防御储蓄增加 (%、亿元)	11
图表 15:	居民可支配收入增速较疫情前放缓 (%)	11
图表 16:	美国制造业进入主动去库存阶段 (%)	12
图表 17:	发达经济体经济增速预计放缓 (%)	12
图表 18:	WTO 分区域商品进口增速预测 (%)	13
图表 19:	出口增速预测	13
图表 20:	大宗商品价格给进口带来的支撑减弱 (%)	13
图表 21:	人民币贬值压力有望缓释 (%)	13
图表 22:	疫情导致就业压力增加 (%)	14
图表 23:	城镇新增就业速度放缓 (%)	14
图表 24:	CPI 全年位于 3% 以下 (%)	15
图表 25:	CPI 非食品项通胀处于低位 (%)	15
图表 26:	燃料类通胀随油价下跌 (%)	15
图表 27:	服务项通胀 (%)	15
图表 28:	PPI-CPI 剪刀差转负 (%)	16
图表 29:	上游价格回落, 中下游企业压力减轻 (%)	16
图表 30:	M1 走势领先通胀指标 (%)	17
图表 31:	海外出口需求回落, 输入性通胀减弱 (%)	17
图表 32:	美国 CPI、PPI 已经由高点回落 (%)	17
图表 33:	美国房地产价格增速放缓 (%)	17
图表 34:	消费增速缓步回落 (%)	18
图表 35:	制造业持续去库存 (%)	18
图表 36:	失业率降至低位, 劳动参与率提升 (%)	19
图表 37:	接触性服务业为主要新增就业方向 (千人)	19
图表 38:	联邦目标基金利率持续上行 (%)	20
图表 39:	长短端利差倒挂压力延续 (%)	20
图表 40:	制造业 PMI 表现疲弱 (%)	21
图表 41:	OECD 领先指标持续低位 (点)	21
图表 42:	通胀下行仍存在粘性 (%)	21
图表 43:	ZEW 景气指数在 12 月下滑至低点	21
图表 44:	欧央行开启加息晚于美国、英国 (%)	22
图表 45:	意大利、德国债券利差走扩 (%)	22
图表 46:	原油输入性通胀效果显现 (%)	23
图表 47:	日本国债长短端利差明显走扩 (%)	23
图表 48:	央行结构性工具投放更加精准	24
图表 49:	社融-M2 剪刀差有望收窄 (%)	25
图表 50:	企业贷款利率中枢有望继续下移 (%)	25
图表 51:	财政收支走势 (%)	25
图表 52:	财政支出投向民生领域增长 (%)	25
图表 53:	股债走势和年度事件回顾 (%)	27
图表 54:	中国企业经营状况好转	27
图表 55:	企业融资环境改善	27
图表 56:	社融-M2 预期上行, 国债中枢走高 (%)	29

图表 57: 信贷脉冲预期反弹上行 (%) .....	29
图表 58: 不同等级期限利差走势缩窄 (%) .....	29
图表 59: 信用利差有所走高 (%) .....	29
图表 60: 随美国通胀下行, 金银比价有望回落 (%) .....	30
图表 61: 钢材需求企稳有待进一步验证 (%) .....	30
图表 62: 美元指数已从高点回落 .....	31
图表 63: 中美利差倒挂压力减轻 (%) .....	31

## 1 国内经济

2022年政策、经济层面对市场的影响显著加强，宏观大年特征显著。宏观政策注重稳增长，基建拉升作用加强，房地产给经济带来较大拖累，消费表现疲弱，出口起到较强拉动作用。外部扰动和政策溢出效应下，给我国经济造成了一定负面影响，全年经济增速放缓。政策和经济走势对全年的大类资产价格形成较强驱动作用。

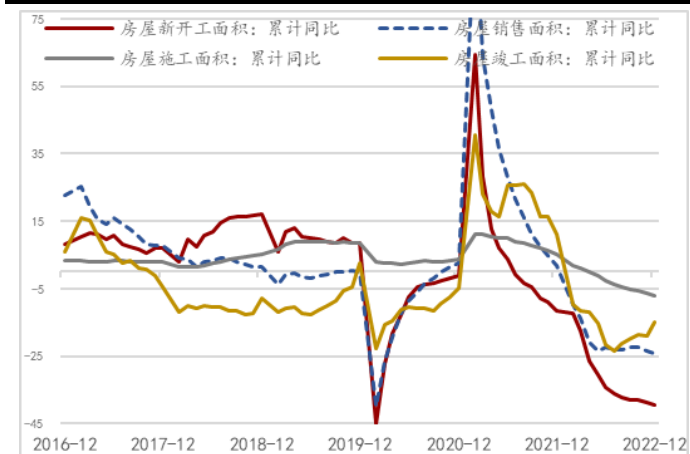
随着防疫政策调整，我国经济有望迎来疫后复苏，政策注重“扩内需”。二十大提出推动经济运行整体好转，发展和安全将是未来的主要方向。2022年底基数作用和政策扶持下，2023年经济增速目标预期超过5%，国内经济表现预期明显好于海外，宏观环境逐步回归正常化。出口面临较大逆风，房地产的拖累减少，消费支撑经济的重要性凸显，一季度经济仍存在一定压力，货币政策将保持宽松，财政政策继续积极，扶持经济稳步发展。

### 1.1 投资：地产投资拖累减少，基建、制造业中枢回落

#### 1.1.1 政策有望继续放松，房地产投资缓步回升

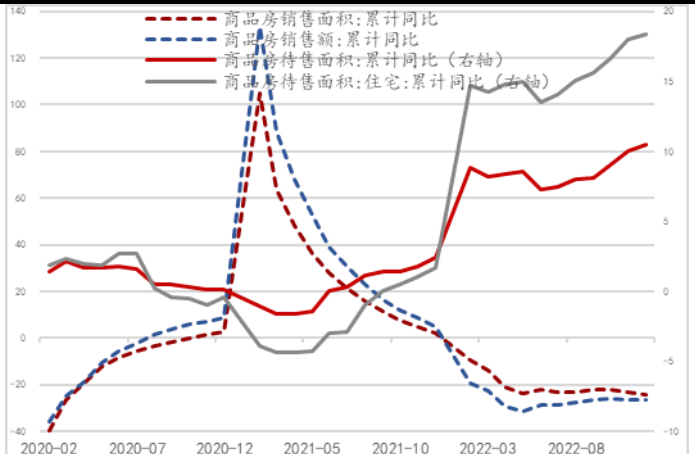
2022年房地产投资给经济造成一定拖累。2022年全年，房地产投资增速下降10%，商品房销售面积、新开工面积和施工面积分别下跌24.3%、39.4%和7.2%，增速持续下探。房企资金链承压，拿地谨慎，新开工严重不足，销售端疲弱。2022居民住房信贷政策的宽松并未转化为房地产投资的实质性回升，在疫情、房地产长周期下行、房企信用风险暴露等影响下，居民对于购房更加谨慎，居民中长期贷款回落，储蓄率持续上行。

图表1：房企新开工、施工面积增速低迷（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表2：商品房销售放缓，库存上行（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

**房地产政策融资端政策逐步放松，防范化解优质主体风险。**金融十六条、房地产政策三支箭等房企融资端政策陆续出台。这些融资端政策举措旨在通过保障金融资源，让房地产行业以时间换空间，有望缓解优质房企的流动性压力。参考2018、2019年对于民营企业的政策扶持方向，后续政策预计从“三支箭”、激励机制等方面进一步放宽，央行也提出将推出保交楼贷款支持计划、住房租赁贷款支持计划、民企债券融资支持工具等，满足行业合理融资需求。

**房地产需求端刺激政策有望继续放开，市场观望情绪仍待转换。**房地产市场销售当前依然低迷，未来对于刚性和改善性住房有望出台更多鼓励政策。2023年年初央行和银保监会宣布建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，允许满足新房价格连续3个月

下降的城市探索降低首套房贷利率。“因城施策”预期仍是主要方向，对于非一线城市的限购、限贷、限价、限售、公积金贷款等限制性的措施有望放松。一线城市的房地产销售相对其他城市依然旺盛，如果房地产销售持续低迷，一线城市的限制性政策也有一定放松的可能，来支持合理住房需求。房地产政策的放松，有助于提振居民信心，还需要重点关注房价企稳的时点，对于居民购房信心反弹有重要支撑作用。房地产销售的转好，有助于拉动居民的长端贷款增长，也是宽信用的落脚点之一。

图表3: 政策预期从激励机制、需求端等方面进一步放宽

重点政策		2022年	2018、2019年
顶层政策导向		满足行业合理融资需求，有效防范化解优质头部房企风险（经济工作会议）	民营企业座谈会
融资端	信贷支持工具（第一支箭）	国有六大行率先向优质房企提供了万亿级的授信额度，后陆续其他商业银行向房企提供授信。	创设定向中期借贷便利，增强对小微企业、民营企业的信贷供给能力
	债券融资支持工具（第二支箭）	央行支持房企债券融资（额度2500亿）	设立“民企债券融资支持工具”
	股权支持（第三支箭）	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	加快民营企业首发上市和再融资审核进度
	激励机制	-	制定民营企业服务目标，银保监会按季监测，制定实施差异化考核方案；MPA考核增设专项指标进行考察；提高不良考核容忍度，建立健全民营企业贷款尽职免责和容错纠错机制。
需求端	差异化调整住房信贷政策	首套住房商业性个人住房贷款利率下限下调为LPR-20bp；个人住房公积金贷款利率下调15bp；阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限。	

资料来源：央行、国务院等政府官网，万联证券研究所

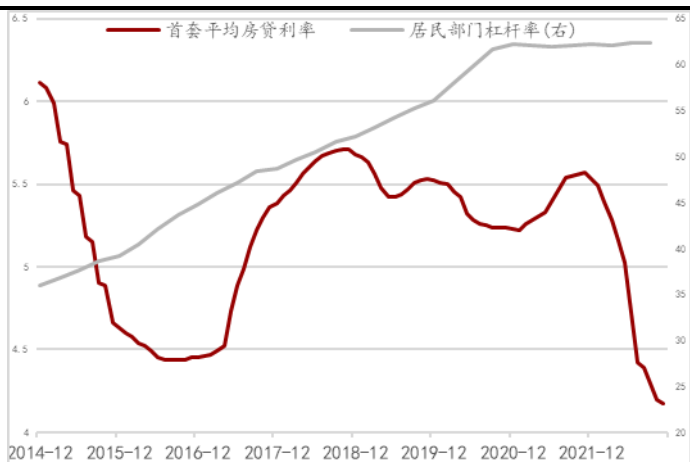
房地产投资增速有望触底回升，但仍处于偏弱周期，对经济的拖累明显减弱。预期地产修复沿着“政策端→库存端→销售端→投资端”的链条传导，政策仍将继续放松。“保交楼”政策效果逐步显现，预期建安、竣工指标将显著转好。2022年房企拿地大幅回落，供给端边际缩量，如果库存指标回落，供给出现不足，房地产价格或出现一定抬升，进而影响销售端出现修复。支持住房改善等政策推动，叠加地产政策持续放松对居民信心的提振、疫情防控政策的优化等，地产销售有望底部回暖，疫情管控政策的优化，也有助于地产销售的恢复。房企资金链的回暖，有助于推动房企拿地、开工好转，进而带动房地产投资端景气度上行。但在人口下行的长周期下，房地产投资回暖幅度预期有限，全年增速预期由2022年的-10%附近上行至-4%左右。

图表4: 房企销售低迷情况有待好转



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表5: 首套平均房贷利率持续下探（%）

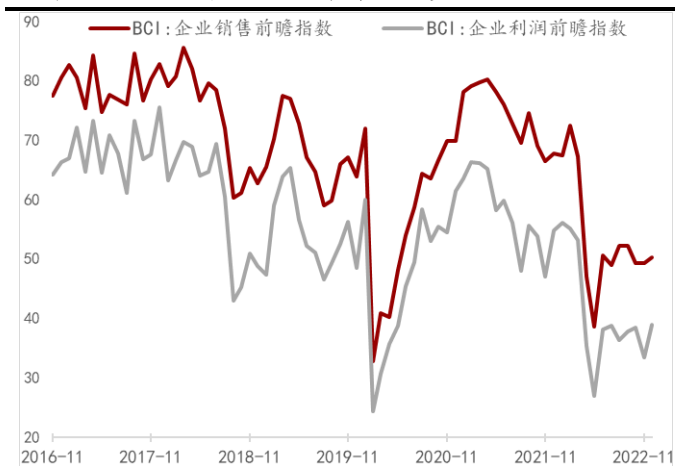


资料来源：Wind，万联证券研究所

### 1.1.2 出口干扰制造业投资，政策向战略产业倾斜

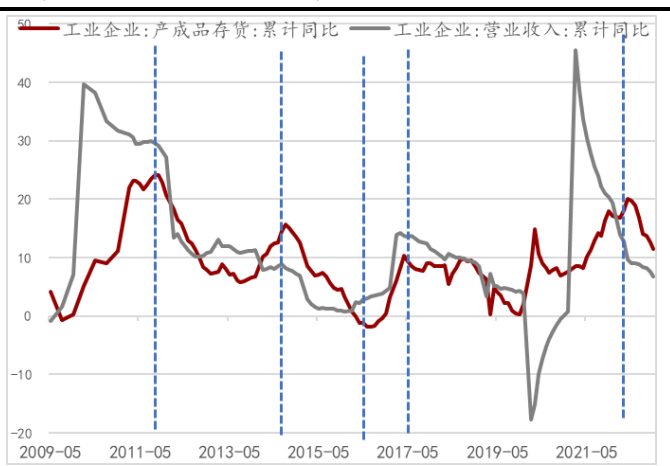
疫后出口强势、政策倾斜的双轮驱动下，制造业投资保持高景气度。疫情以来，制造业对经济起到了较强的支撑作用。2022年全年，制造业投资累计增速9.1%，增速保持高位，在四季度边际回落。上游原材料加工业受到大宗商品价格边际下行拖累，叠加出口回落，制造业增速逐步放缓。2022年前三季度出口保持旺盛，在稳增长政策扶持下，实体经济借贷利率中枢持续下调，减税降费的纾困政策共同支撑了制造业投资保持高景气，其中，新兴产业领跑制造业整体增速。

图表6: 企业销售和利润有待进一步修复



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 工业企业进入去库存阶段 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

制造业投资增速预期维持高景气，但出口存在一定拖累。内需的基建需求仍将保持韧性，地产、建筑业需求有望低位上行，给制造业形成一定支撑。外需是2023年制造业投资面临的主要风险，出口走弱将拖累中下游设备制造业投资。制造业投资和出口、工业企业产成品库存均存在较高的相关性，企业去库存周期通常对应制造业投资下行，疫后库存波动情况受到较多因素扰动，当前尚未走出库存回落阶段，随着库存逐步见底和经济好转，下半年有望进入主动补库存阶段。预期制造业投资全年走势呈现上半年放缓、下半年回升的态势，全年增速或在6%-8%左右。

政策持续助推新兴产业发展，帮扶中小企业政策短期不会退出。我国提出十四五期间加快推进制造强国、质量强国的建设，加强产业基础能力建设，提升产业链供应链现代化水平，推动制造业优化升级，实施制造业降本减负行动，并提出“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”。政策对于制造业倾斜较大，金融资源也在向制造业集中。央行的科技创新等专项再贷款有望继续扩容，对中小企业的支持力度加大，减税降费等帮扶政策仍将延续，政策扶持下制造业投资中期存在较强的确定性红利。

汽车、交运等行业仍是建设重点。从已经公布的地方两会工作报告来看，多数省份和城市将能源、交通放在投资领域前列，在政策支持下，加速产业升级，重大项目建设有望保持较快增长，汽车制造、电器机械、有色金属、交通设备等行业仍将是制造业的重要投资方向。政策推动下，信息化和数字化转型等高端制造业建设也将保持高速发展。



图表8: 出口回落给制造业投资带来一定影响 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表9: 制造业投资与产成品库存回落 (%)

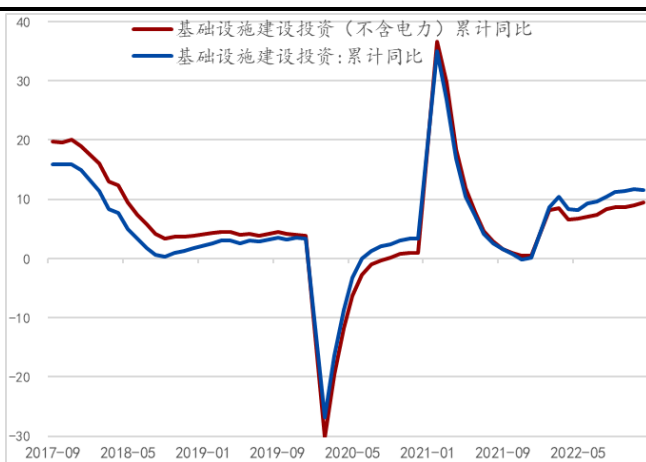


资料来源: Wind, 万联证券研究所

### 1.1.3 基建引领作用减弱, 财政支持力度或边际回落

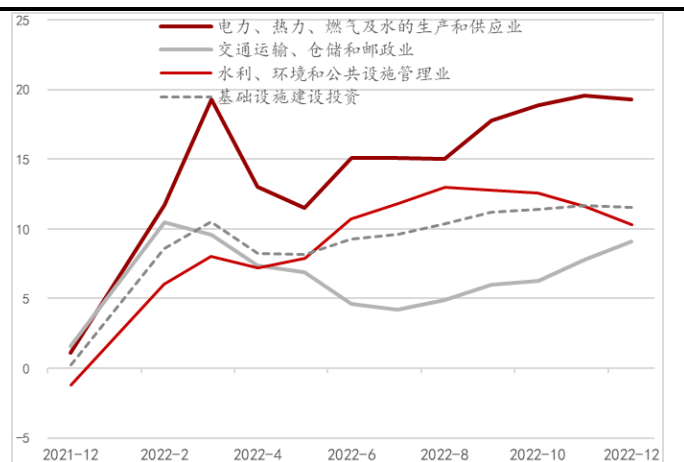
2022年基建为经济的重要支撑项,在疫情防控和房地产承压的拖累下,政策逆周期调节诉求加强。2022年,基建投资增速达到11.52%,新增3.65万亿专项债,叠加2021年结存的专项债余额、政策性开发新金融工具和政策性银行信贷额度,广义和狭义的财政资金多集中流向基建投资。政策重点关注基建项目落地和资金到位情况,成立督察小组确保基建资金到位、项目落地。在三大组成部分中,电力、热力、燃气及水的供应业增速保持上行,水利、环境和公共设施管理业在前三季度为主要支撑力,交通运输、仓储和邮政业在四季度接力上行。

图表10: 2022年基建投资逆周期调节作用加强 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表11: 电热气水供应、交运仓储业增速上行 (%)



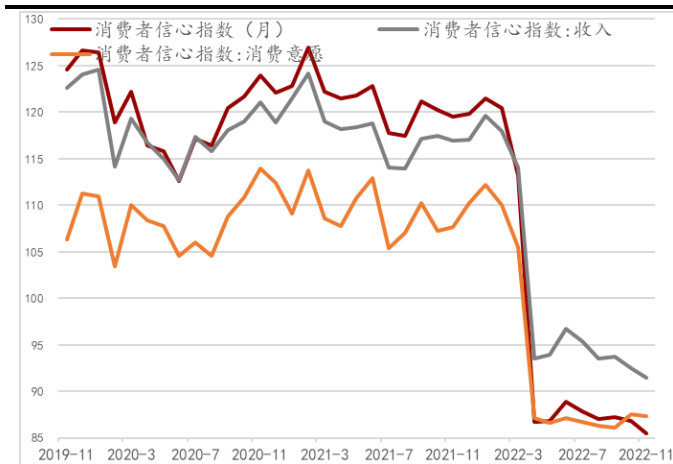
资料来源: Wind, 万联证券研究所

基建引领经济作用延续,财政资源集中度下调,叠加高基数作用,全年中枢下台阶。经济尚未企稳的背景下,基建投资建设的引领作用仍将延续。中央、地方财政压力高于2022年,地方政府卖地收入下降,政策更强调围绕支持民生、恢复市场主体信心等领域,政策对于基建的依赖或有所下降。随着消费增速企稳回升,房地产投资触底上行,基建的逆周期调节需求减弱。在高基数作用下,预期基建较2022年增速下一个台阶,整体走势前高后低,投放节奏适度靠前,地方政府也在超前布局基建投资。基建中的能源、通信等基础设施建设行业仍将保持稳步增长。

## 1.2 消费托举作用加强，信心有待提振

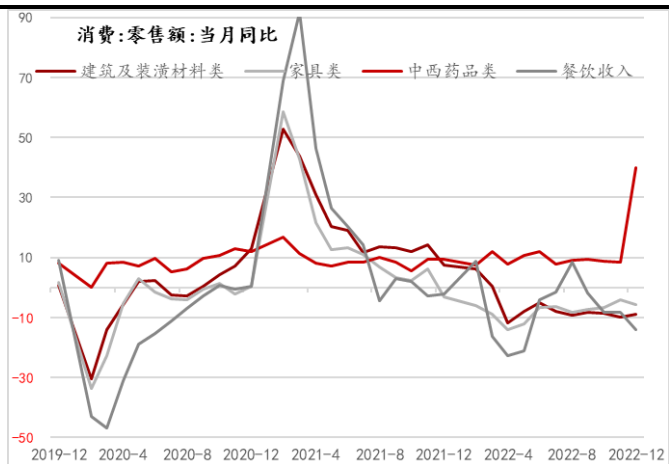
疫情重创消费，2022年负增长，线下消费受到约束。连续三年疫情严重约束了居民消费场景和消费半径，居民对收入不确定性的担忧，失业率上行，导致居民消费和信心持续回落。居民购房等投资减少，居民新增存款同比高增。疫情防控政策在11、12月出现明显拐点后，防控政策对于经济的负面影响正在逐渐衰减，但也迎来感染人数首次激增，消费端短期仍受到一定压制，疫情对于房地产相关产业链、服务业等影响较大。

图表12: 消费信心受疫情和防控政策影响较大



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表13: 餐饮、地产下游消费偏弱 (%)



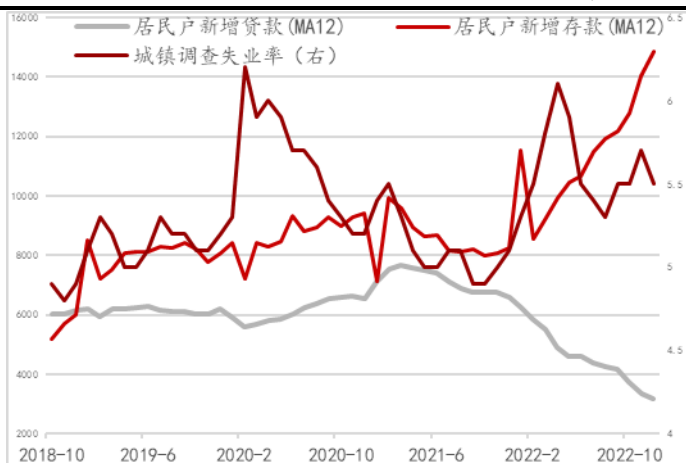
资料来源: Wind, 万联证券研究所

**防疫政策放开为重要转折，未来消费有望逐步修复。**随着疫情高峰的消退，人口流动已经开始恢复，但未来恢复到疫情前状态的时间长度仍有一定不确定性。从其他国家放松防疫政策的修复情况来看，通常在3到5个月左右。我国2023年一季度GDP增速依然承压，但春节加速带动了人口流动和线下消费修复，第二季度线下消费有望迎来明显反弹。从交通、消费场景数据来看，一线城市疫情达峰和转好速度较快，预期消费恢复速度也整体较快，3年疫情后，第一次政策层面的放开，商务、旅行需求有望迎来爆发性增长。但疫情依然存在二次感染的风险，如果传播范围较大可能会冲击需求的修复斜率。

**内需支撑作用加强，消费意愿和消费信心需要政策的驱动。**外需走弱，出口回落的背景下，国内消费的经济托举重要性加强。随着投资端回报率的下降，其对经济的拉动效应也将放缓。提振内需为经济的重要支撑项，扩内需是2023年经济和政策的重要方向。国务院在2022年12月印发了《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》，提出全面促进消费，加快消费提质升级。新一年政府上台，政府发展的意愿也较强。预期政策采取多种措施鼓励消费：新能源汽车消费政策仍将支持，并延续之前的燃油车购置税减免政策，增加二手车市场活力。发展消费新业态方面，推动绿色智能家电下乡和以旧换新，提供一定消费补贴。消费券投放有望加大力度，促进消费需求增长，助力餐饮、旅游等行业恢复发展。政策发力下，有望带动市场预期转好。

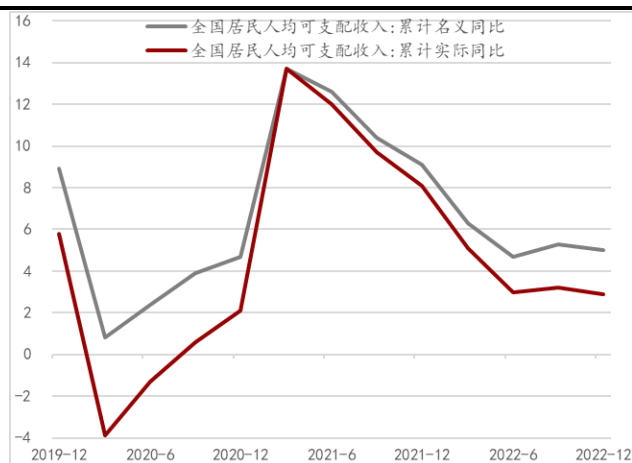
**转化为消费需要消费场景放开和政策刺激。**在疫情影响下，居民储蓄达到历史高位。受到收入预期转弱、连续3年疫情、失业率抬升的影响，居民消费支出增速下滑速度超出收入降幅，居民购房需求收紧，防御性储蓄增加，未来消费信心和预期的修复仍是主要问题。高收入群体消费受到场景约束影响较大，消费受储蓄影响相对更小，服务类消费支出更多。低收入群体受到收入的影响较强，且就业集中在劳动密集行业，收入改善有助于提振疫后消费修复。地产端需求也有待政策出台的刺激下，恢复居民对地产的信心，并释放部分刚需。

图表14: 新增存款持续攀升, 防御储蓄增加 (%、亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表15: 居民可支配收入增速较疫情前放缓 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

消费增速预期前低后高, 起到托举经济的作用。预期2023年增速中枢有望突破5%, 随着疫情影响逐步减弱, 消费在二季度有望迎来明显好转。但仍需关注到, 消费已经经历了疫后3年的持续低迷, 增速和线下消费场景的修复仍需和疫情前做对比, 当年同比数据表现或偏乐观。

### 1.3 贸易: 出口走势逆风, 进口支撑力量加强

2022年海外需求逐步走弱, 大宗商品价格下跌, 出口增速逐步下台阶, 进口表现疲软。回顾2022年, 全年出口同比达到7%, 上半年出口表现强势, 但随着全球进入流动性收紧阶段, 美联储快速加息, 欧洲能源危机等, 带动了全球经济增速放缓, 海外需求逐步走弱, 全球贸易进入收缩阶段, 我国出口和进口增速均呈回落态势, 四季度出口受到大宗商品价格下行和外需回落拖累。从国别来看, 对欧盟、美国出口下行速度较快, 对东盟等出口依然相对旺盛; 从商品来看, 机电类商品出口有所转弱, 服饰等劳动密集型产品形成一定支撑, 海外经济重启后消费结构边际转变, 尚未进入衰退阶段。疫情和防控政策下, 居民就业和收入受到一定冲击, 地产持续处于底部, 内需整体偏弱, 进口也表现低迷。

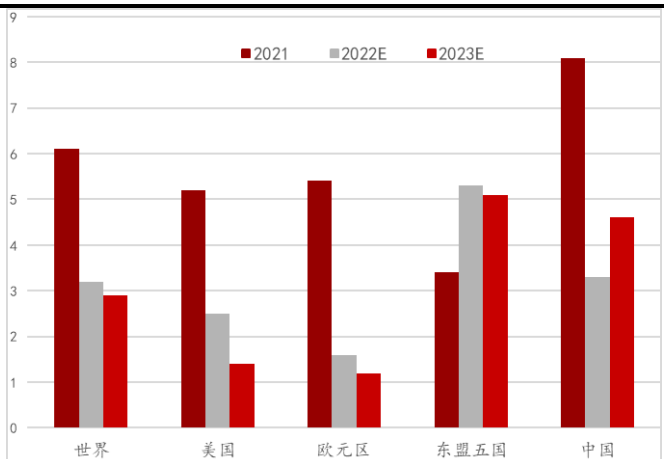
预期2023年在出口高基数和外需回落的背景下, 出口增速承压。欧美紧缩的货币政策影响在2023年将延续, 海外经济下行压力增加, 全球整体的进口需求回落。并且美国逐步进入去库存周期, 对我国商品需求承压。预期2023年粮食、能源价格中枢较2022年有所回落, 但整体仍处于较高水平, 欧美等国的能源价格补贴政策或逐步退出, 俄乌冲突的影响延续, 未来将对居民的消费造成一部分挤出效应。2020、2021、2022年我国出口金额累计增速分别为3.62%、29.62%和7%, 疫后全球贸易需求共振, 我国出口整体表现不弱, 2023年上半年增速面临高基数作用的影响。

图表16: 美国制造业进入主动去库存阶段 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表17: 发达经济体经济增速预计放缓 (%)



资料来源: IMF, 万联证券研究所

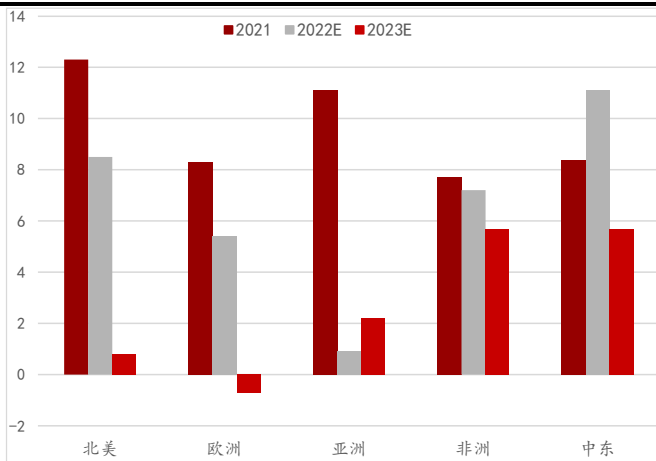
**外需结构逐步转变, 给我国耐用消费品出口带来一定利空。**随着疫情对欧美居民生活的影响逐步日常化, 消费结构逐步向疫情前回归, 美国居民个人消费支出中, 耐用消费品占比有所降低, 服务消费支出的比重渐渐提升, 并且海外疫情期间商品对服务需求的替代作用, 也造成我国贸易增长的透支。外需结构的变化, 将影响我国机电等耐用消费品的出口。

**中美关系进入短暂稳定期, 俄乌冲突给全球带来的负面影响延续。**随美国中期选举暂告一段落, 中美进出口制裁、关税相关文件出现一定缓和, 中美关系进入短暂的休息期, 但对台问题上仍存在较大不确定性, 中期来看两国关系仍存在较强的博弈。俄乌冲突事件尚未结束, 欧美制裁的影响下, 能源、粮食等大宗商品价格波动性延续, 给全球通胀和地缘政治带来的不确定性依然存在。

**人民币汇率波动对我国出口影响比较有限。**2022年10月以来, 美元指数高位持续回落, 英镑、欧元兑美元汇率逐步回温, 日本央行的宽松政策在逐步调整, 日元有所升值, 美元短期进入区间震荡, 2023年随着美联储加息放缓, 人民币贬值压力也有望逐步缓释。人民币汇率有望进入合理震荡区间, 大幅波动给企业带来的冲击将弱于2022年。

**全年出口增速负增长压力较大, 对不同国家出口分化。**参考对海外进口增速预测指标, 我国出口后续或延续回落的趋势, 欧洲经济衰退压力大于美国, 预期我国对欧盟出口增速全年负增, 对美国出口增速也将下一个台阶。日本货币政策转向收紧可能性增加, 我国对日本出口预期转负。我国“一带一路”战略规划下, 对东盟的出口支撑力量延续, 疫情影响带来的全球各国经济增速错位, 发展中国家与地区或将保持一定增长。

图表18: WTO分区域商品进口增速预测 (%)



资料来源: WTO, 万联证券研究所

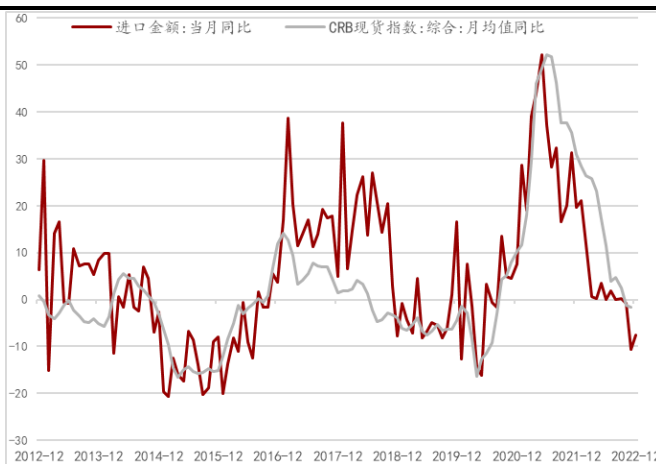
图表19: 出口增速预测

	出口占比	中性情景	乐观情景	悲观情景
东盟	16.50%	2%	10%	-3%
美国	16%	-2%	3%	-4%
欧盟	15.50%	-5%	-1%	-8%
日本	4.80%	-2%	2%	-5%
韩国	4.60%	-3%	3%	-7%
越南	4.10%	4%	6%	3%
印度	3.30%	1%	4%	-1%
其他	35%	1%	2%	-3%
2023年出口增速预测		-0.45%	3.29%	-3.90%

资料来源: Wind, 万联证券研究所

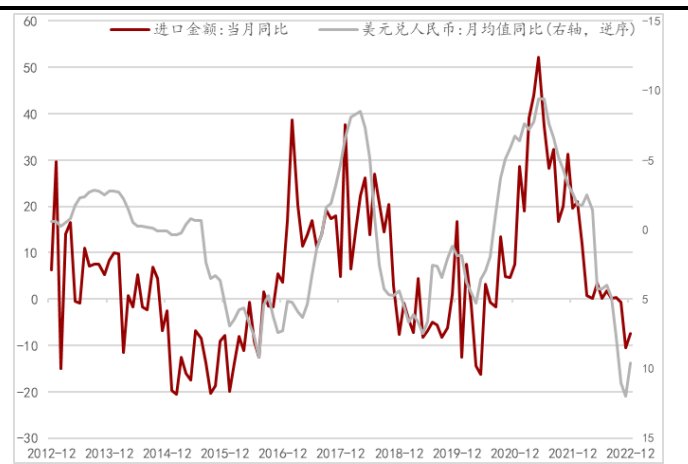
伴随生产、消费进一步修复,进口增速有望低位回暖,走势前低后高。制造业、基建投资支撑经济作用仍将延续,地产行业有望由底部回暖,消费也从低位拉升,多重内需因素共同驱动下,给进口增速带来一定支撑。大宗商品价格已经从高位有所回落,给进口带来的支撑减弱,随着人民币贬值压力逐步缓释,对于进口的压制有望边际缓解。扩内需政策扶持、疫后需求修复的背景下,我国内需逐步上行,进口增速有望明显回暖,预期2023年进口增速前低后高。

图表20: 大宗商品价格给进口带来的支撑减弱 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表21: 人民币贬值压力有望缓释 (%)



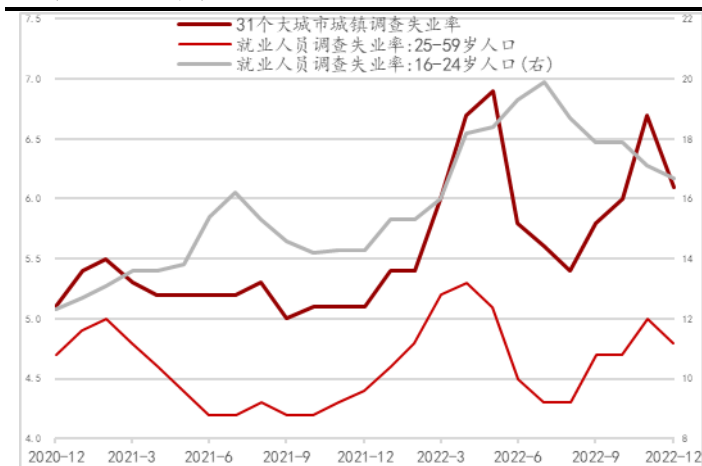
资料来源: Wind, 万联证券研究所

### 1.4 就业压力逐步缓解

疫情、地产、行业政策等多方面因素影响下,就业持续承压。2022年城镇失业率达到5.5%,新增就业人数同比负增。青年群体就业形势依然较为严峻,16-24岁人口失业率达到16.7%,一方面是高校毕业季恰逢疫情,应届生就业承压,另一方面,灵活就业也缺乏一定稳定性,相应的公务员、事业单位等岗位需求增加。新增失业变动受到多重因素影响,除了疫情冲击,房地产下行周期影响外,行业政策调整下,教育培训行业的就业岗位持续收缩;近几年破产企业数量增加,裁员也带来一定负面影响。制造业等转型升级,机器替代人的行业陆续增加,也不可避免的带来就业岗位缩减。

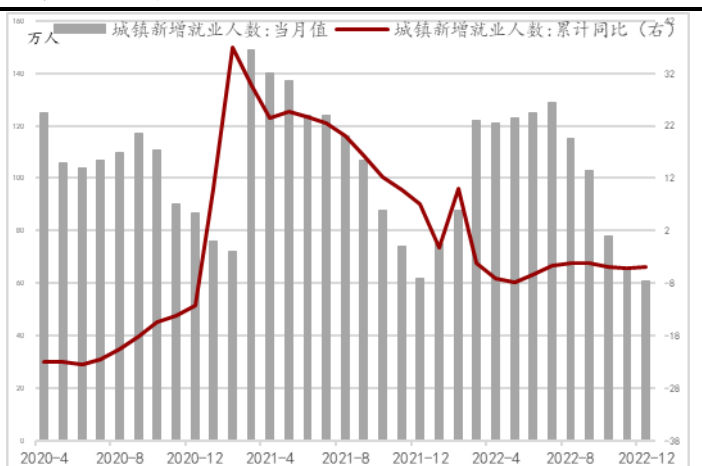
**就业压力有望逐步缓解。**随着疫情管控的放开，2022年11、12月的失业率数据依然堪忧，大面积感染造成了劳动力阶段性“减员”，2023年一季度就业压力依然显著。稳增长政策下，保就业的重要性也同等重要。随着线下新消费的逐步修复，叠加政策支持服务业发展，优化服务业结构布局，服务业有望增加更多就业岗位，也对于低收入群体的收入提供一定保障。另一方面宽信用政策推动扩大企业投资需求，有助于增加更多就业岗位。

图表22: 疫情导致就业压力增加 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表23: 城镇新增就业速度放缓 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

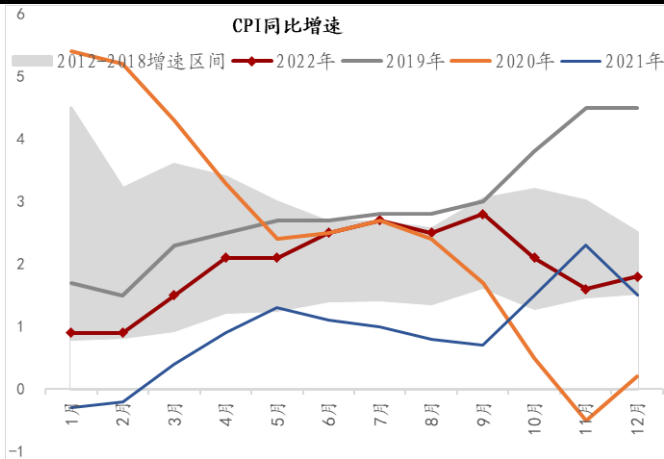
## 2 核心 CPI 压力小于海外，服务项通胀边际回升

### 2.1 通胀压力整体可控，CPI 尚不形成政策掣肘

**CPI 全年维持在3%以下，内部分项走势分化。**2022年，我国食品分项CPI同比增速稳步提升，一季度为负增长，二季度转正，三季度以来均维持在6%以上，猪肉价格在低基数影响下，猪周期上行压力放大，国务院适时投放猪肉储备，保障了猪肉市场供应和价格平稳运行。非食品CPI同比增速缓慢下行，剔除原油和食品项的核心CPI自2022年下半年以来持续回落，受疫情防控政策变化及地产周期影响，教育文娱项目和居住项目CPI持续下跌。

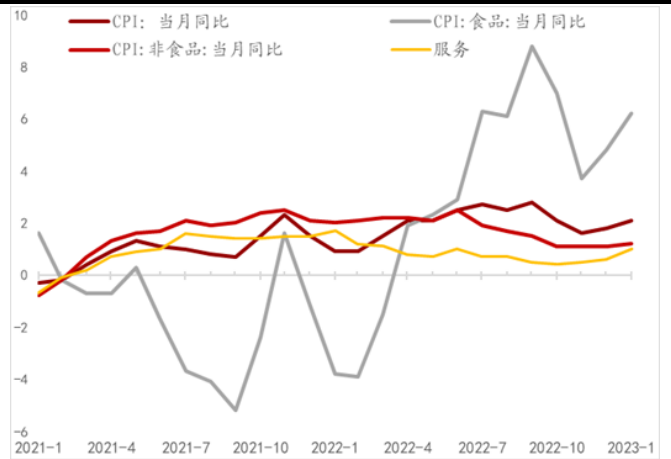
**全球通胀压力下，国内外驱动因素有所差异。**海外2022年高通胀高企，同时受到前期大量财政补贴拉动、疫情影响消退和经济周期高位等多重因素影响。中国内需相对疲弱，疫情和防控政策约束下，服务项通胀延续低位，并且中国的财政政策力度适当，国内核心通胀压力要小于海外。

图表24: CPI全年位于3%以下 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表25: CPI非食品项通胀处于低位 (%)



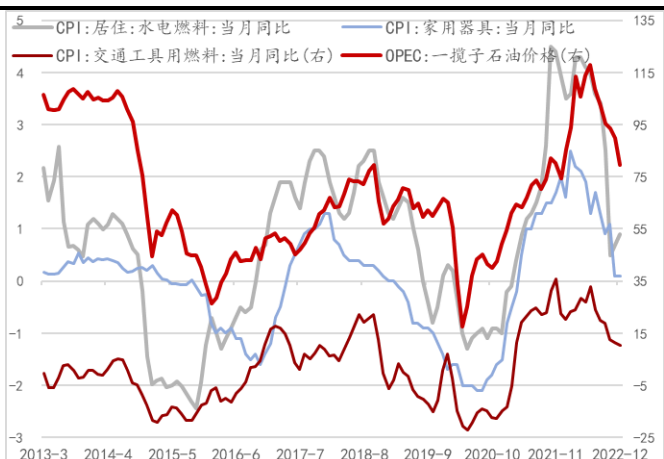
资料来源: Wind, 万联证券研究所

**核心CPI压力小于海外, 服务通胀预期拉动作用加强。**预期CPI通胀中枢抬升, 但高度依然远低于欧美。2023年疫情影响逐步减弱, 服务业通胀预期边际回升, 居民消费回暖、地产销售修复或推动核心通胀整体上行。海外通胀上行幅度受到社会福利政策推升, 大规模的社会福利支出提振了居民的新消费需求, 但也制约了劳动力供给。我国财政政策力度合理适当, 服务项通胀整体可控。租房受到房价下行周期的影响, 上行压力较小, 但下半年可能受地产周期修复的带动, 出现小幅上行。

**食品项、能源项波动延续, 猪价压力有限。**参考海外经济体开放后的价格走势, 食品、核心商品受到影响较小, 能源主要受到地缘政治因素影响, 劳动力和可选商品价格的上行弹性相对更大。猪肉价格带来的通胀影响整体可控, 从能繁母猪数量的领先指标来看, 2023年下半年猪肉价格或开启下行周期, 并且国务院投储也有助于防止价格上涨超预期。

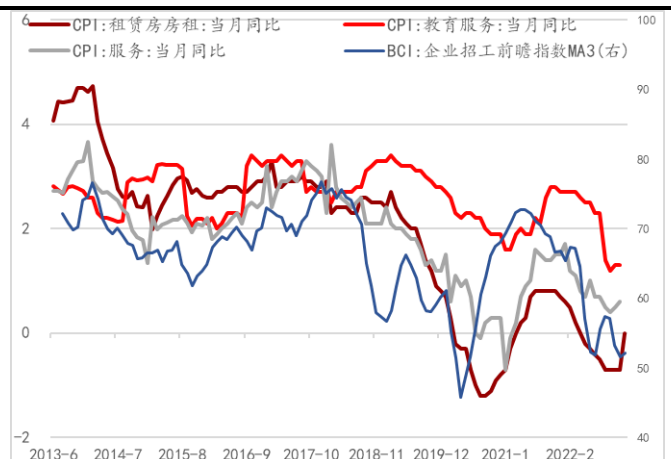
**2023年CPI预期整体上行压力较小, 对政策掣肘有限。**疫后服务项通胀回升, 但国内通胀尚不构成核心风险, 整体来看, 对货币政策影响有限, 通胀不是迫在眉睫的问题。未来CPI走势主要关注猪肉价格和服务项涨价压力, 核心CPI四季度或存在一定上行压力。

图表26: 燃料类通胀随油价下跌 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表27: 服务项通胀 (%)

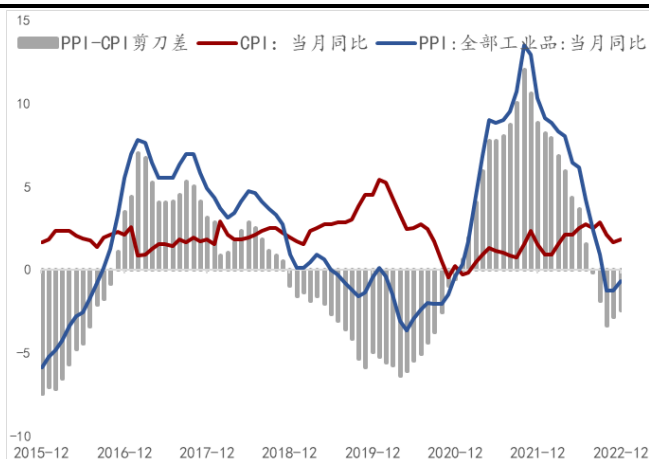


资料来源: Wind, 万联证券研究所

## 2.2 PPI 前低后高，工业品通胀压力可控

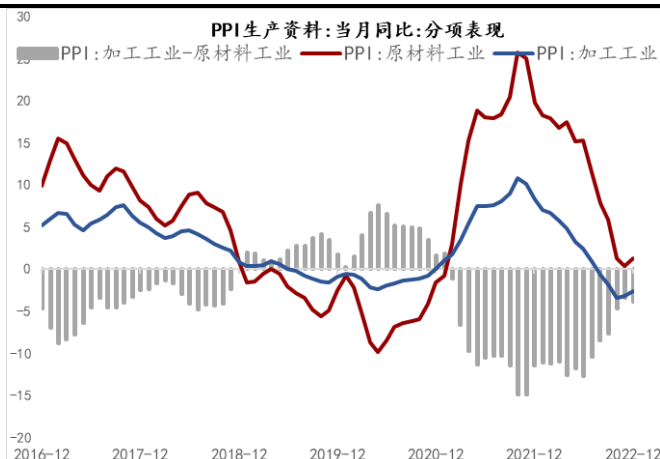
2022年PPI呈持续回落态势。受2月份俄乌冲突事件的冲击，原油、天然气等能源价格迅速上涨，二季度 PPI 回落速度放缓。下半年以来，煤炭保供稳价，房地产行业快速调整等，对应的国内定价大宗商品的价格显著下跌；地缘政治影响下，原油价格高位回落，叠加高基数作用，PPI 呈现快速下行趋势，四季度同比转负。整体上看，随着供应链问题逐步缓解，航运价格下跌，欧美等经济体激进加息，海外需求回落，大宗商品价格下跌。

图表28: PPI-CPI剪刀差转负 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表29: 上游价格回落，中下游企业压力减轻 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

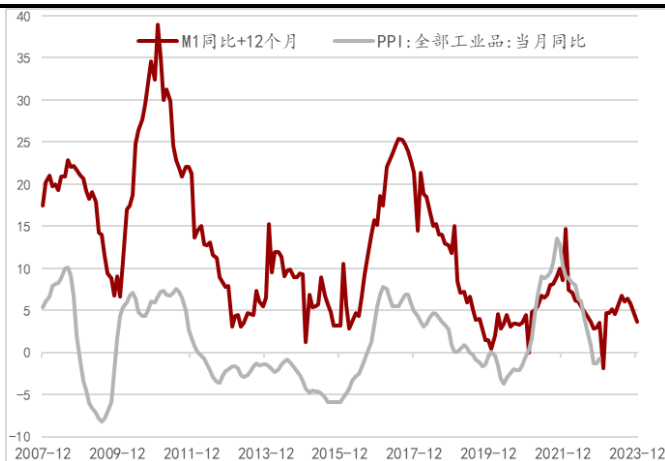
**海外输入性通胀压力暂缓。**外需下降的趋势下，海外经济偏弱难以对大宗商品价格形成强力推升，工业品价格将受到一定压制。原油需求端预期回落，但OPEC+减产仍会带来一定供给瓶颈。随着欧美通胀率的逐步回落，输入性通胀压力整体不大。

**地产预期带动钢材、水泥等需求，煤炭价格相对平稳。**地产政策扶持下，国内地产投资有望缓步修复，对于钢材、水泥等品种的需求可能会逐步回升，或将带动相关价格稳步提升。在国内政策引导下，煤炭价格预期趋稳，但煤企开支保持谨慎，经济回暖过程中，煤炭或仍存在一定供需缺口。我国经济逐步复苏，并且在碳中和政策下，中国对于铜、铝等有色金属需求仍强，美元弱周期也将部分影响铜、黄金等具有金融属性的大宗商品价格上行。

**PPI 同比预期前低后高，全年维持低位。**2023年上半年基数效应较强，欧美经济放缓，欧洲暖冬等，抑制了原油、天然气能源需求减弱，国内地产上行仍需要时间来消化，预期PPI一季度延续低位，二季度或由负转正。下半年，国内地产投资周期有望迎来好转，带动钢材、水泥等价格上行，工业品逐步走出通缩阶段，但全年PPI同比增速中枢处于相对低位。同时，基于M1对PPI进行前瞻性判断，2023年PPI预计也将呈现前低后高的态势。



图表30: M1走势领先通胀指标 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表31: 海外出口需求回落, 输入性通胀减弱 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

### 3 海外经济下行压力增加, 流动紧缩周期步入尾声

#### 3.1 美国政策利率居于高位, 经济下行压力增加

##### 3.1.1 通胀中枢下台阶, 但仍具一定粘性

通胀主导了2022年海外资产价格趋势, 货币政策收紧和衰退预期都紧跟通胀走势。2020年3月新冠疫情开启, 美联储大规模的QE、扩大财政赤字、宽松的货币政策给通胀埋下伏笔, “工资-物价”螺旋上涨, 美联储货币政策操作滞后, 增加了本轮通胀下行的难度。货币政策大幅收紧的作用逐步显现, 美国CPI通胀在2022年10月迎来下行拐点, 已经度过升温期的冲击。当前降温领域主要集中在核心商品, 原油价格也从高位下行, 汽车等耐用品价格见顶回落, 服务项是核心支撑力量。

图表32: 美国CPI、PPI已经由高点回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表33: 美国房地产价格增速放缓 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

预期美国通胀中枢持续回落, 商品、服务、工资通胀有望放缓。展望2023年, 美联储持续加息的效果将逐步显现, 房地产、汽车和商品的需求已经开始降温。随抵押贷款利率抬升, 房地产市场大幅转冷, 房地产价格回落逐步传导至房租价格, 住房通胀回落效果逐步显现。随供应链压力持续缓和, 商品通胀在继续缓和, 并且疫后经济重启的滞后需求已经逐步消化, 商品、服务消费通胀预期持续回落, 但服务需求退坡速度

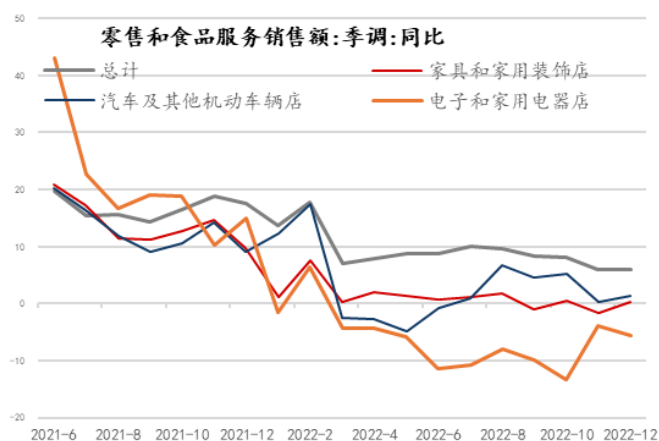
偏缓。能源问题隐忧仍存，OPEC+有意维持高油价，俄乌冲突带来全球能源供应链重构，地缘政治不确定性难以消减，未来仍是通胀不确定性的最大来源。预期美国通胀将持续回落，三季度CPI有望降至4%左右，年底降至3%附近，但达到2%的通胀目标仍有较大难度。

**薪资上行带来的成本上涨可能向服务项进一步传导，通胀仍然具有一定粘性。**劳动参与率下降，老年人口提前退休及国际移民减少，导致美国劳动力供给修复缓慢。疫情增加了就业匹配难度，劳动力供给缺口依然较大，短期内难以得到有效解决。劳动力市场的紧张，导致工资上涨仍有韧性。美国居民的超额储蓄仍处于较高水平，在一、二季度仍将支撑消费，消费下行速度预期相对较慢。随着低收入群体超额储蓄的消耗，未来薪资增速有望逐步放缓。但薪资放缓业形成下游传导，通胀存在一定粘性。

### 3.1.2 经济预期实现软着陆，劳动力缺口逐步回补

**2022年美国仍具韧性，投资端、消费端边际走弱。**美联储持续加息，投资端数据已经有所回落，美国经济走弱的迹象有所显现，市场对于经济衰退的预期提前开启，美股受情绪影响有所下跌。随着加息的滞后性效果逐步显现，房地产市场和商品需求已经在持续降温。房贷利率在2022年涨幅扩大，带来房贷申请数量明显回落，房地产销售下滑压力增加。受内部需求转弱，企业盈利恶化，以及欧洲等经济回落影响企业产品外销影响，企业资本开支和投资有所下滑。居民消费也出现边际回落迹象。

图表34: 消费增速缓步回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表35: 制造业持续去库存 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

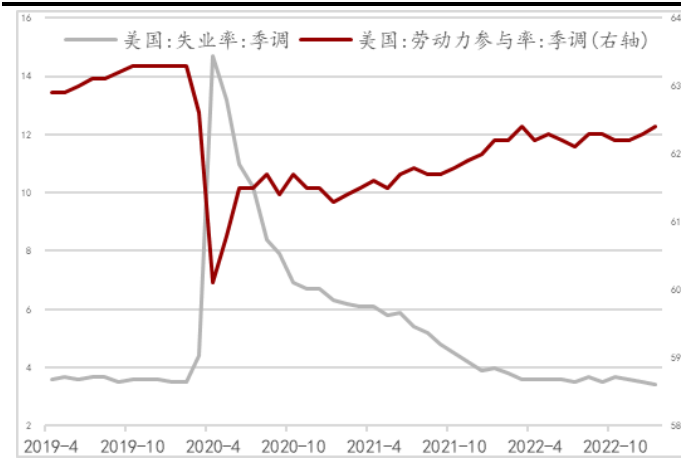
**旺盛的消费需求或在2023年难以为继，投资端预期中枢回落。**居民个人实际可支配收入同比已经出现转弱迹象，财政补贴给低收入群体带来的超额储蓄正逐步消耗殆尽，实际薪资增速也开始下行，随着2023年经济活动趋弱，劳动力市场紧张局面有望逐步缓解，居民实际服务消费强度预期逐步衰减。美联储加息影响下，2023年房地产销售、新开工压力增加。需求回落的背景下，企业资本开支和投资难以反弹上行，政府财政支出和基建投资增速中枢预期下滑，美国中期选举仍有一定不确定性，两党很难在扩大财政赤字上达成一致，但债务上限制约了美联储财政政策的宽松空间，财政基调预期难以发生根本性变化。

**就业市场表现强劲，加息对需求的传导效果仍需时间消化。**2022年，劳动力市场维持比较紧张的状态，工资通胀粘性持续。美国2023年1月非农就业数据表现持续亮眼，新增非农就业人数51.7万，大幅超出市场预期，失业率3.4%，劳动参与率也提升至

62.4%，接触性服务业为主要新增就业人口，非农时薪同比增速由4.8%降至4.4%。1月数据存在一定统计口径调整，前期大学劳工罢工工人返岗也带来一定影响。强劲非农数据下，市场对美联储紧缩预期大幅升温。不过，当前非农职位空缺率仍处于高位，劳动力供给缺口仍存。

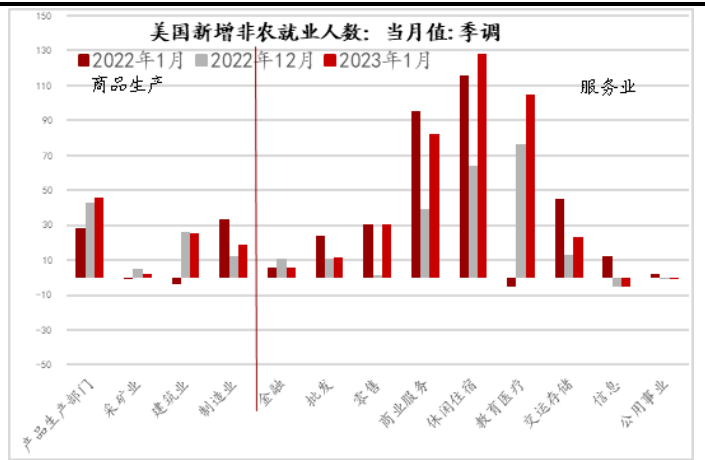
**劳动参与率逐步修复，工资涨幅逐步放缓。**整体而言，劳动力市场供给已经出现修复，疫情对出行的限制减弱，政策对出入境限制更加友好，高薪资的吸引下，移民减少的结构性问题逐步得到解决。受劳动力成本压力拖累，以及加息带来的利息支出增加，企业盈利端的下行压力加剧，预期企业的用工需求将出现下滑，用工岗位逐渐减少，劳动力市场需求放缓。未来就业市场预期将转向劳动参与率提升，失业率缓步上行，工资涨幅趋缓的状态。

图表36: 失业率降至低位，劳动参与率提升 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表37: 接触性服务业为主要新增就业方向 (千人)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

虽然经济承压,但不会陷入深度衰退。从历史经验来看,即使美国经济陷入深度衰退,也会在2-3个月内快速反弹。随着需求转弱,美国大概率进入浅衰退阶段,经济预期将实现“软着陆”。

### 3.1.3 美联储加息放缓，利率仍将延续高位

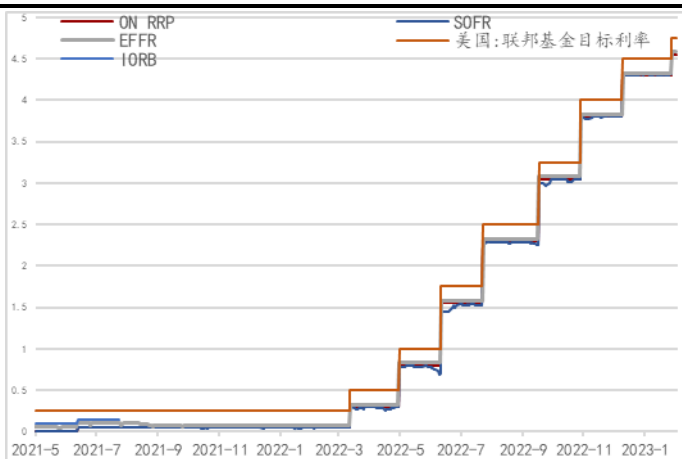
**美联储冲刺式加息，以求压降通胀。**2022年美国通胀和就业是货币政策的主导因素，通胀的位置决定了美联储政策何时转向收紧。2022年美联储共加息7次，联邦目标基准利率已经上行至4.25%-4.5%，全年累计加息425bp。随着通胀数据开始降温，美联储12月加息步伐放缓至50bp，但美国通胀回落依然相对缓慢。2023年2月加息25bp，美联储正进入加息节奏放缓的阶段，欧洲通胀也从高位回落，也加强了美联储加息步伐减慢的信心。

**加息接近尾声，预期保持缩表。**2023年预期美联储二季度停止加息。随着控通胀效果在2023年一季度出现一定进展，从泰勒规则以及实际利率角度来看，加息终点水平略高于5%为合意的紧缩水平。美联储仍将维持缩表，整体来看加息已经接近尾声。

**美联储政策转向过程中，利率往往在高位维持一段时间。**参考历史经验，联邦目标利率在90年代和00年代，加息终点利率水平都超过了5%，从加息到开启降息分别经历了5个月和超过1年。根据经济、就业形势变动，美联储更倾向于相机抉择，当前就业情

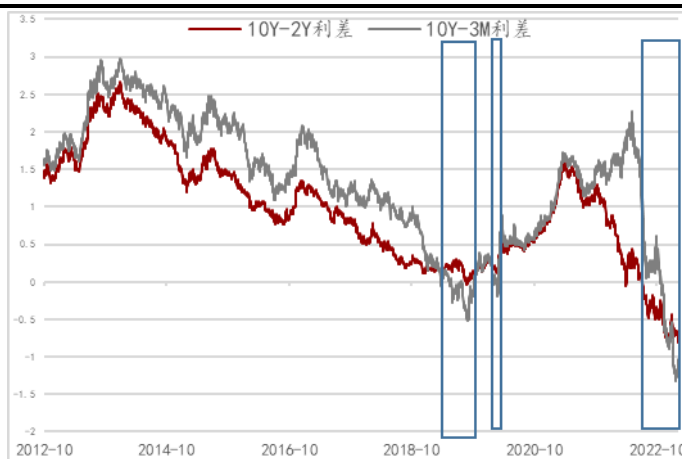
况也给了紧缩政策更多信心，可以关注年中政策表态的变化，预期美联储仍将维持高政策利率至2023年四季度，以避免通胀再度反弹。但也不排除出现黑天鹅事件，导致美联储危机模式下提前开启大幅降息的可能。如果失业率上行突破5%，可能影响美联储货币政策立场转向。当前形势下，我们预期美联储将在2024年开启降息，反向放松货币政策。

图表38: 联邦目标基金利率持续上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表39: 长短端利差倒挂压力延续 (%)



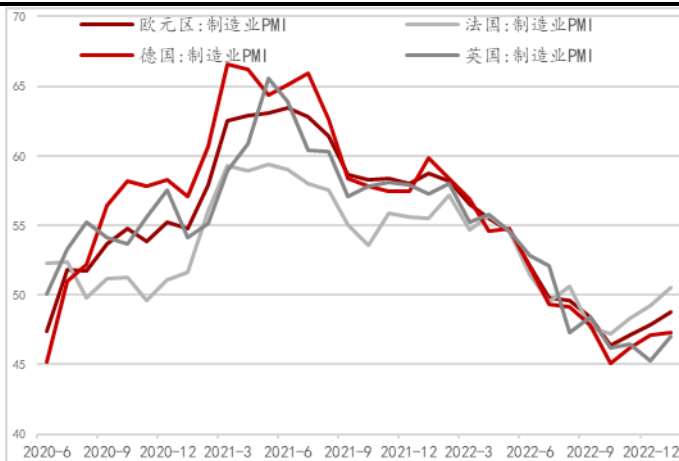
资料来源: Wind, 万联证券研究所

### 3.2 欧洲衰退压力大于美国，预期年中停止加息

**2022年欧元区面临通胀攀升、经济放缓、汇率跌破平价诸多问题。**俄乌冲突和欧美的八轮制裁影响下，能源危机压力加剧，并进一步扩散至非能源工业品、服务等粘性更强的商品，导致生产、生活成本大幅上升。欧元区货币政策收紧节奏滞后，2022年6月开始加息和结束资产净购买，加息幅度也落后于美国、加拿大、英国等发达经济体央行，欧元兑美元一度跌破汇率平价。通胀带来企业成本上涨，工业企业生产放缓，出口减少，从OECD领先指标来看，欧元区经济增长动能逐步走弱。欧洲经济状况表现弱于美国，PMI连续5个月处于收缩区间，ZEW欧元区经济状况评估指数已经接近2012年欧债危机的水平。

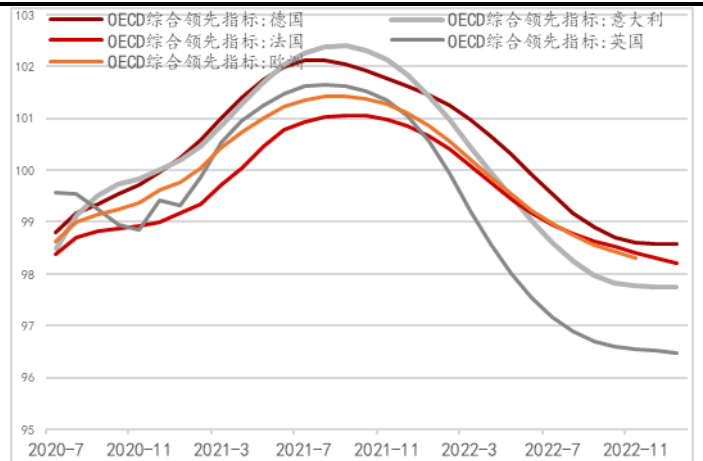
**通胀下行存在粘性，能源问题仍将是欧元区通胀走势的关键。**欧元区财政政策保持宽松，与货币政策缺乏协调，加剧了抵抗通胀的难度。欧元区推出的财政补贴和能源补贴措施，来应对能源成本飙升，但补贴仅能暂时性降低能源价格，如果政策退出，对抗能源通胀的压力或再度加剧。受到能源价格带来成本上行的影响，化工等制造业外迁，也带来长期经济增长潜力下降的压力。疫后随着欧盟就业保护政策逐步退出，劳动力市场缺口暴露时，工资持续上涨，将面临“工资-物价”螺旋式上涨的风险。

图表40: 制造业PMI表现疲弱 (%)



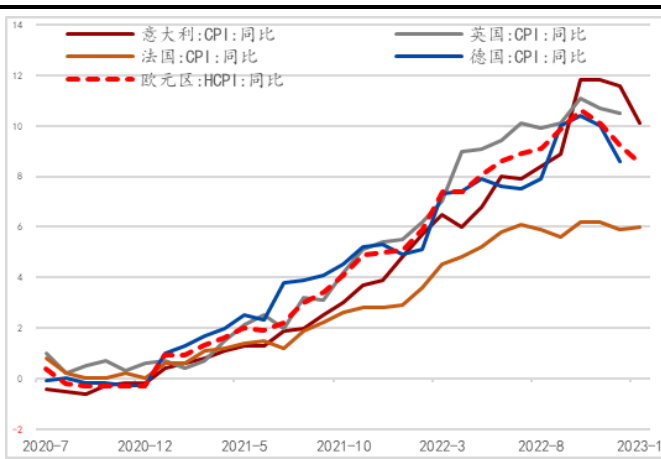
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表41: OECD领先指标持续低位 (点)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表42: 通胀下行仍存在粘性 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表43: ZEW景气指数在12月下滑至低点

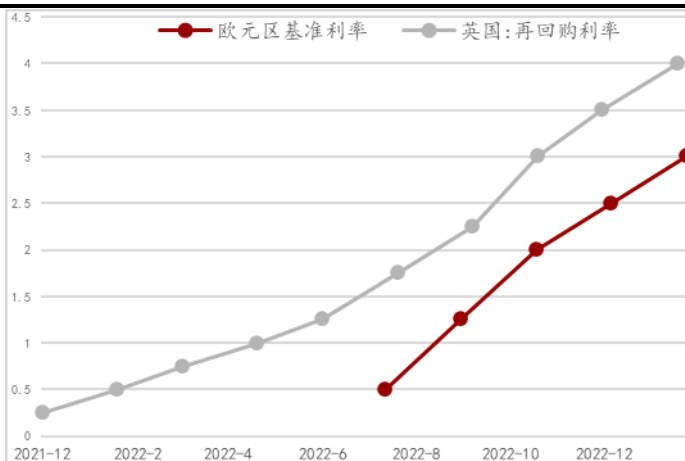


资料来源: Wind, 万联证券研究所

**欧元区经济压力仍存。**虽然2023年1月欧元区通胀、经济景气指数边际转好，但地缘政治、经济环境均不明朗的背景下，居民消费和企业投资意愿或将持续走弱，企业信心不足，制造企业生产基地受制于成本压力而外迁的可能性增加，经济增长潜力可能被削弱。在能源不确定性等压力下，欧元区经济表现预期弱于美国。

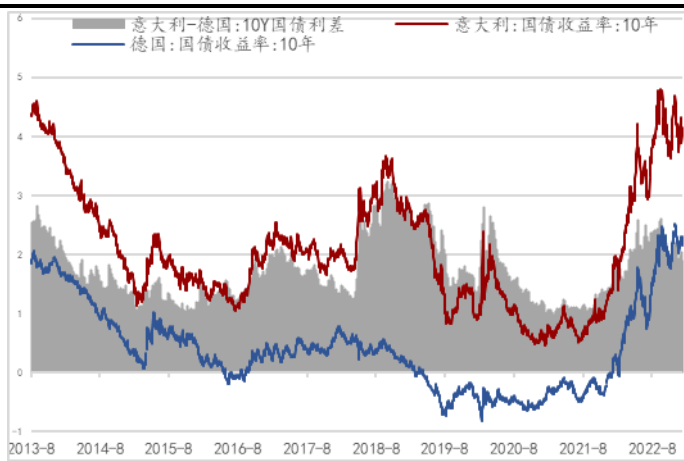
**欧央行在2023年加息空间大于美国，预期年中停止加息。**欧元区基准利率已经上升至3%，英国再回购利率上涨到4%。在经济和通胀的双重压力下，预期欧央行将在2023年3月将继续加息50bp，或在5月停止加息，英国央行或暂缓加息。欧央行开启加息时点晚于美国，欧洲工资上涨也慢于美国，并且欧央行要调和不同国家需求，兼顾金融稳定，在经济衰退压力下，通胀出现边际缓和，紧缩政策退出节奏较快。而工资在服务业通胀中发挥关键作用，工资持续上行将给通胀带来一定追赶效应，未来通胀下行或仍具粘性。

图表44: 欧央行开启加息晚于美国、英国 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表45: 意大利、德国债券利差走扩 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

### 3.3 通胀、政策周期错位，日本货币政策或转向收紧

**日本央行2022年年底释放货币政策转紧信号。**日本央行在2022年12月20日搭上2022年的加息“末班车”，宣布调整收益率曲线控制（YCC）政策目标，将10年期国债收益率波动上限由0.25%上调至0.5%，每月日债购买量自7.3万亿日元上调至9万亿日元。本次调整有助于改善日债流动性，减轻日元“恶性”贬值的压力。

**日本政策、通胀周期错位，政策面临两难抉择。**受到通胀周期差异的影响，日本在政策周期是与欧美等经济体存在一定错位。日本2022年1-3季度现价GDP当季同比增速分别为0.8%、1.4%和1.3%，经济的正向增长一定程度上支撑了逐步退出负利率的政策环境。后续如果继续调高YCC政策目标，资产价格和金融机构将受到一定冲击。但如果保持YCC利率上行，债券市场抛售压力延续，日本央行持续购债又集聚了压力。

**流动性、贬值、通胀压力下，政策调整诉求显现。**在商品价格高企、货币贬值等输入性通胀压力下，日本通胀已经持续高于央行2%的政策目标，日元兑美元汇率也一度跌破150，为了防止出现“逆差-贬值”的恶性循环出现，货币政策调整的需求显现。在YCC政策调整前，没有纳入收益率曲线管理的15到40年期的日债收益率攀升幅度明显超过10年期日债，日债市场流动性压力也显著上行。

**日本央行将于2023年4月换届，未来政策向正常化回归可能性提升。**日本央行行长黑田东彦即将卸任，央行可能调整当前负利率与YCC政策。在经济、通胀、外汇多重压力下，央行政策将逐步收紧。全球负利率经济体基本清零，“便宜钱”已经大幅减少，在安全性和收益性的综合考虑下，日本海外投资可能会出现一定程度的回流，可能给全球市场流动性带来阶段性的冲击风险。

图表46: 原油输入性通胀效果显现 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表47: 日本国债长短端利差明显走扩 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

对比海外, 中国经济相对占优, 和海外呈现明显的周期错位。在海外政策收紧作用下, 预期全球通胀将有所回落, 但仍具有一定粘性, 不同国家的驱动因素存在明显差异。欧美等主要经济体将逐步放缓加息步伐, 但利率仍将维持在限制性水平。疫情、能源危机期间政府补贴支出增加, 债务杠杆压力加剧, 海外财政政策扩张空间有限, 预期整体中性偏紧。美国政策对经济脆弱的发展中国家和地区冲击更大, 对我国外溢风险有限。

## 4 政策助力扩内需, 货币、财政均保持宽松

### 4.1 货币政策“精准扩容”, 宽信用有待缓步落地

信贷走势“一波三折”, 防疫、地产影响宽信用落地渠道。2022年信贷开门红之后, 3月上海等城市的封控政策, 影响信贷大幅下行, 5月、8月央行稳增长政策礼包+信贷形式分享座谈会组合下, 新增信贷有所反弹, 但实体需求偏弱, 政策刺激带来阶段性需求透支, 后续增速再度回落。从根源上来讲, 疫情防控政策制约了居民线下消费, 购房意愿也明显降低, 宽信用落地的地产、消费渠道堵塞。

货币政策保持宽松, 结构性工具投放更加精准。2022年, 4月、12月各降准0.25个百分点, 释放长期流动性约1.03万亿元, 向中央财政上缴结存利润1.13万亿元, 2次累计下调OMO7天和MLF利率20个bp。央行出台了金融16条政策支持房地产市场平稳健康发展, 全国首套住房商业性个人住房贷款利率下限下调为LPR减20个bp, 首套个人住房公积金贷款利率下调15个bp, 阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限, 5年期LPR下调3次, 累计降幅35bp。货币政策更加注重精准有力, 再贷款工具聚焦于绿色、普惠、科技创新、制造业等领域。

图表48: 央行结构性工具投放更加精准

结构性工具	开始时间	支持领域	总额度 (亿元)
碳减排支持工具	2021年11月	清洁能源、节能减排、碳减排技术	8000
煤炭清洁高效利用专项再贷款	2021年11月	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	3000
科技创新再贷款	2022年4月	高新技术、专精特新、国家技术创新示范企业等科技型中小企业, 覆盖近5万户	2000
普惠养老专项再贷款	2022年4月	浙江、及江苏、河南、河北、江西试点, 普惠养老项目	400
交通物流专项再贷款	2022年5月	道路货物运输经营者和中小微物流(含快递)企业	1000
开发性金融工具	2022年8-10月	基础设施重点领域	36000
设备更新改造专项再贷款	2022年9月	制造业、服务业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	2000
保交楼专项再贷款	2022年10月	住房城乡建设部核定的保交楼专项借款支持项目、逾期难交付住宅项目	3500

资料来源: 中国人民银行官网, 万联证券研究所

**信贷投放适度超前发力, 助力扩张企业信贷端需求。**第一季度经济下行压力仍存, 政策在一季度存在一定的宽松加码的空间, 扩大内需在全年重点事项中排名靠前。科创、中小微企业融资扶持依然被放在首位, 政策将持续推动企业贷款利率中枢继续下移, 降低企业的综合融资成本, 企业中长期贷款预期保持向好态势。

**政策疏通地产端信贷的落地渠道, 消费场景放开, 居民信贷需求有望反弹。**地方“因城施策”的降低房贷利率、首付比例等地产需求端政策有望陆续放松, “保交房”将持续推进。国常会提出合理增加消费信贷, 组织开展丰富多样的促消费活动, 促进接触型消费加快修复。随着居民消费场景的放开, 消费信心和消费预期均有待提振, 未来预期将有更多支持居民端加杠杆政策出台, 助力宽信用落地。居民消费贷业务有望反弹上行。

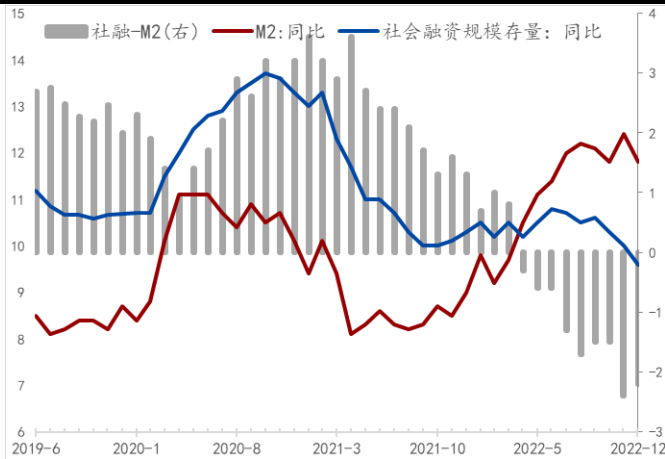
**结构性政策仍将注重精准投放, 工具有望“增量加码”。**我国实体经济有效需求不足的问题下, 需要政策助力信贷投放, 通过外生力量驱动融资需求回暖, 进而带动内生的需求恢复。结构性货币政策将持续发挥定向支持信贷、稳投资的作用, 助力稳信用。对于结构性工具投资方向, 将聚焦于经济重点领域和薄弱环节, 包括能源安全、电子信息、科研、双碳等领域, 疫情相关的阶段性工具有望逐步退出。

**社融-M2剪刀差有望收窄, 宽信用稳步落地, 资金将从银行负债端流向实体经济。**随着实体经济的逐步回暖, 融资需求有望迎来修复, 金融部门资金预期将流向实体企业。推动M2的动能减弱, 增速将逐步回落至社融增速下方, 股、债市场的超额流动性宽松环境可能出现改变。

**2023年降准依然可期, 房贷利率对降息依赖减弱。**货币政策将兼顾总量与结构, 随着社融、M2剪刀差收敛, M2中准货币向M1迁移, 银行间流动性或阶段性承压, 央行预期将适时降准以缓解阶段性的流动性压力, 预期每次降准步长为25个bp。2023年1月5日, 央行、银保监会公布首套住房贷款利率动态调整机制, 更多城市将下调首套房贷利率至4%以下。5年期LPR对于住房按揭贷款实际执行利率的约束阶段性趋弱, 使得调降5年期LPR的必要性降低。货币政策助力稳经济的背景下, 中央财政也需要货币政策的量价配合。如果居民消费持续低迷, 企业信贷需求偏弱, 2023年仍有降息的可能。

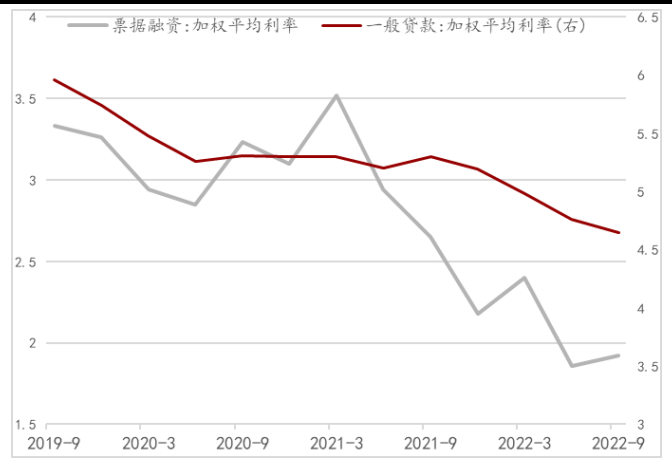


图表49: 社融-M2剪刀差有望收窄 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表50: 企业贷款利率中枢有望继续下移 (%)



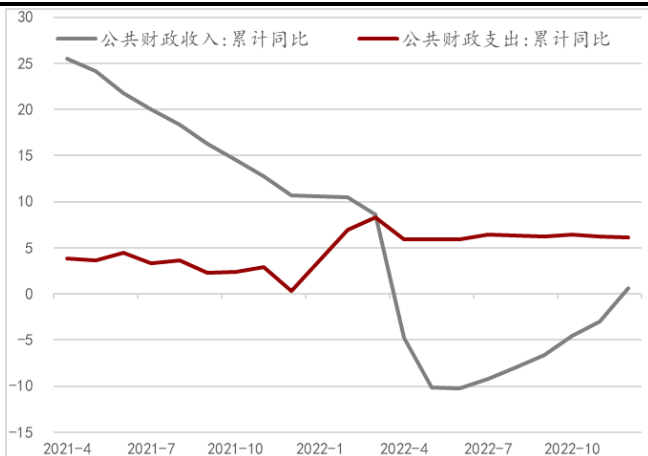
资料来源: Wind, 万联证券研究所

## 4.2 财政政策保持积极，赤字率有望提升

2022年财政政策积极发力，节奏前置并注重落地情况，高强度支出支撑了基建的高增速。2022年财政支出节奏整体前置，财政“增支减收”。全国一般公共预算收入增长0.6%，扣除留抵退税因素后增长9.1%。全国一般公共预算支出同比增长6.1%，民生等重点领域支出得到有力保障。央行上缴利润、6000亿元政策性金融工具和5000亿元专项债限额，均给广义财政带来资金支撑。2022年9月以来，PSL延续大额正增长，新增PSL主要用于支持发放基建相关的贷款，全年基建增速达到10%以上。

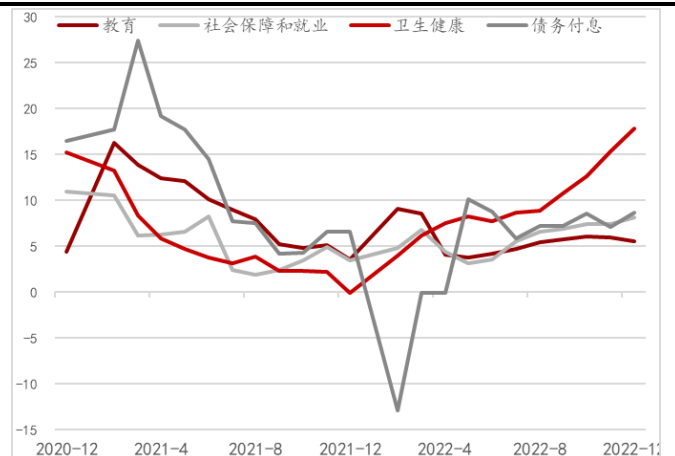
财政收入下滑，留抵退税扶持企业度过难关，税收、非税收入分化。受海内外不确定因素影响，二季度经济下滑压力较大，财政实施大规模的增值税留抵退税政策，税收收入下降3.5%。下半年随着稳经济一揽子措施逐步落地生效，工业企业生产等经济活动有所恢复，税收收入有所增长。2022年，非税收入增长24.4%，中央非税收入主要是特定国有金融机构等利润上缴、原油涨价带动石油特别收益金专项收入增加等特殊因素拉动，地方非税收入主要是地方多渠道盘活闲置资产、与矿产资源有关的收入增加拉动。

图表51: 财政收支走势 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表52: 财政支出投向民生领域增长 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

**财政政策加力提效，中央财政赤字空间打开。**2023年，政策仍将发力稳经济，中央政治局会议对财政政策表述由“更加注重精准、可持续”变动为“加力提效”，可见财政支出强度上仍将发力。扩内需需要增量资金扶持，2022年财政呈现“增支减收”的特点，结余资金相对往年更为紧缺，而地方土地财政收入压力延续，给地方财政提出更多挑战。中央政府仍有加杠杆空间，预期2023年，赤字率在3%附近，中央对地方的转移支付力度增加，将推出更多开发性金融工具，来撬动相关配套融资，弥补地方财力的不足。

**地方债务掣肘地方政府加杠杆空间。**由于土地出让收入的下行，地方财政2022年明显依赖非税收入的增长。非税收入主要包含罚没、行政性收费、国有资源使用权等，部分收入具有不可持续的特点。从土地成交领先指标来看，地方政府土地出让金收入下行压力依然较大。随着经济增长向好，未来扩内需的政策效果显现，有望带动地方财政收入增加，有助于平衡地方财政收支压力，降低地方政府的债务率和负债率。中央对地方转移支付也将增加，提高地方财力保障水平。

**专项债将持续形成投资拉动力。**专项债仍将是广义财政资金的重要来源之一，稳经济政策下，基建投资仍是经济的重要支撑项，新增专项债额度较2022年持平或有所增加，新增专项债金额预期或在3.65-4万亿元左右。

**政策投向领域有所侧重，财政支出投向民生领域保持上升。**政策更强调围绕市场主体需求施策，恢复市场主体信心。扩内需政策下，对于民生的投向将保持稳步增长，财政也将发力提振居民和企业信心。对于具体投向方面，财政仍将积极支持科技攻关、乡村振兴、区域重大战略、教育、基本民生、绿色发展等重点领域。各个城市对于三胎补贴政策将继续发力，防范人口增速持续下滑。

**减税降费措施仍将延续，助力企业纾困。**2022年实施了大规模的增值税留抵退税，有助于改善市场主体预期，并帮助企业度过难关。2023年对于企业的减税降费政策有望延续，并持续优化，规模可能低于2022年。政策支持群体主要是中小微企业、科创企业、个体工商户以及特困行业等。

## 5 大类资产表现与配置

### 5.1 股票：估值与盈利双驱，轮动行情延续

2022年股票市场表现偏弱，全年宽幅震荡。国内疫情和防控政策、俄乌冲突、海外激进加息等影响下，市场避险情绪较强，政策保持宽松呵护经济，但经济走势依然承压，市场对于2023年有较多预期，在2022年年底也出现了经济弱现实、强预期的交易逻辑。

**2023年A股有望迎来小牛市，全年呈现N型走势。**一季度强预期助推小级别牛市，两会召开之后，随着经济复苏逐步落地，二季度初市场一致预期有望好转。二季度末在估值调整和国内政策可能收缩的扰动下回调，下半年在盈利修复驱动下再次拉升，会有更夯实的一波上涨。业绩与估值端均有望受益于居民储蓄释放。股票相对债券更具估值优势，一方面受到估值修复带动，另一方面，受到盈利增长驱动上行。

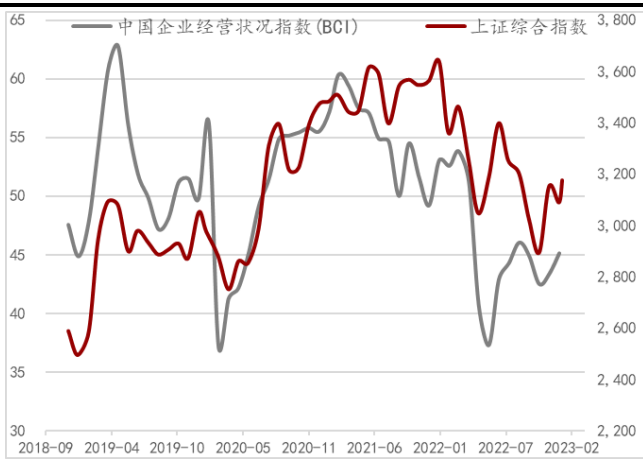
图表53: 股债走势和年度事件回顾 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

A股对外资吸引力加强，市场信心修复有助于资金流入股市。美国在紧缩和衰退的预期差下，美股波动风险依然较高，A股市场相对美股或表现更优。我国持续推动更高水平的对外开放，互联互通持续扩容，有助于外资回流A股。随着我国经济修复数据得到验证，企业经营和融资环境好转，市场信心回暖，也有助于资金流入股市。个人养老金入市，也有望给A股带来更多长线资金。但另一方面，企业响应扩内需政策，将前期的投资A股的资金用于生产，或带来部分流动性的撤离。

图表54: 中国企业经营状况好转



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表55: 企业融资环境改善



资料来源: Wind, 万联证券研究所

全年市场呈现轮动行情，把握阶段性行业和概念机会。基于我国经济走势和政策调整，预期各风格、行业均存在轮动的投资机会，不同行业基于景气带来的估值超额上涨可能会被拉平。可以把握三大主线：一是疫后修复的大消费板块，二是成长板块的政策扶持、高景气的行业，三是地产链条的相关机会。

**疫后修复的一年，消费预期迎来脉冲式行情。**消费服务增速修复，有助于带动行业业绩回暖，消费行业的好转将早于二季度。春节期间返乡人数的大幅反弹，走访亲友、喜宴、丧宴等白酒消费，有助于带动行业上行。第一阶段的场景放开，利好餐饮、啤酒、调味品、预制菜等行业；消费的第二阶段行情，有望在政策刺激的驱动下到来，相关汽车、家居、家电、区域酒、高端白酒有望受到一定提振；第三阶段，在经济的确定性复苏带动下，酒店，次高端白酒有望迎来上涨。

**成长板块中，关注政策战略扶持，景气度上行的行业。**2023年发展和安全的主题下，政策将持续扶持高端制造、自主可控和国家安全相关行业。信创、数字经济、半导体等行业有望保持增长，景气度较高。十四五规划中提出“数字经济核心产业增加值占GDP比重由7.8%提升至10%”，凸显了数字经济的重要性。在制造业转型的大背景下，储能、风电、光伏等新能源行业赛道仍有趋势性机会。

**房地产相关产业链相关的轮动机会。**政策仍处于放松阶段，随着政策利好落地，“保交房”效果逐步显现，房地产竣工增速有望提升，地产产业链中的建材、家电、家具等下游行业景气度有望改善，居民端购房需求回升尚需时日。在经济和房地产回暖向好的背景下，信贷资产质量改善下的银行也具备一定配置价值。

汽车政策在2022年有一定透支，关注2023年政策放松；Tesla价格下调，相应价格区间的整车端格局有所恶化。超跌反弹的机会，阶段性的行情。

**港股具备较好弹性。**国内经济向上，美联储加息趋缓，互联网监管政策回归常态化，港股在盈利、估值、流动性方面均有望好转。美债收益率和美元处于下行周期时，港股市场表现可期。

## 5.2 债券：利率债信用债延续分化

### 5.2.1 利率债：需求恢复背景下，把握阶段性交易机会

**利率债牛市接近尾声。**2022年经济和防疫、货币政策走势，主导了利率债的趋势性行情。随着市场对经济复苏的预期加强，2022年末市场的“强预期”推动了利率债上行。利率债2022年整体表现好于信用债，利率债发行占比也有所提升。

**稳经济、扩内需驱动政府加杠杆，利率债供给增加。**相对于地方政府受到土地收入的拖累，中央政府加杠杆的空间更大，政府债发行或同比多增。企业预期仍是加杠杆的主力，杠杆幅度也将有所抬升。

**利率中枢上行，波动区间加大，把握阶段性交易机会。**随着经济进入复苏阶段，利率债基本面走弱。货币政策仍将保持稳健偏宽松，结构性政策仍是重点。疫后经济在波动中修复，债市将以震荡为主，利率中枢较2022年抬升，而大幅下跌概率较低。宏观基本面转好，利率上行或导致利率债交易难度增加，仍可把握住过度杀估值带来的阶段性交易机会，逢高配置利率债。相较于疫情前的利率走势，预期十年期国债持续破3%的难度较大，而波动区间将较2022年走扩。

图表56: 社融-M2预期上行, 国债中枢走高 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表57: 信贷脉冲预期反弹上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

### 5.2.2 信用债: 票息收益占优, 仍需防范风险

2022年利率债与信用债走势分化, 违约事件频发, 民企违约较多, 并且市场交易盘也带来一定影响, 信用债表现弱于利率债。2023年, 在经济修复的背景下, 信用债、利率债迎来逆转。信用债的信用利差相对于国债上行仍有一定安全垫, 在通过赚取票息收益, 预期表现好于利率债。

**城投债关注供给和整合强度, 利差“K型”分化概率增加。**受到土地市场低迷和留抵退税政策大规模实施影响, 地方财政收入普遍出现下滑。地方政府隐性债务监管政策或趋严, 预期2023年城投再融资环境仍将呈现紧平衡状态, 城投公司负面融资、负面评级事件可能会增加。部分尾部城投的现金流状况偏紧, 政府回款、补助和自身债务滚续方面的挑战都明显放大。从区域基本面来看, 2023年分化将加剧, 遵义道桥银行贷款进行展期、降息事件具有较强信号意义, 债务重组或将成为更多平台、区域的可选项, 极端情况下存在波及存量债券的重组的可能, 又会给偏尾部的城投估值造成连带冲击。整体而言, 尾部、高估值城投风险较大, 但短期内城投刚兑的风险较小。建议规避低资质、低评级、低层级的城投平台, 而腰部以上区域和城投则有望受益于2023年广义财政的发力, 估值冲击整体可控, 资金流也更加青睐这些实力较好的区域, 未来可能“马太效应”加剧。

图表58: 不同等级期限利差走势缩窄 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表59: 信用利差有所走高 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

**房企信用质量或将继续分化。**2022年地产债迎来违约潮，行业在2023年整体依然面临一定压力，但环境出现改善。前期积累的高额债务，并且在现金流承压的情况下，仍需要一定时间来消化前期积累的高杠杆率。行业结构预期将出现转变，拥有稳定再融资能力的央企、国企将成为行业的主导者，土地购置方面将成为主力军。低能级城市的房地产市场需求仍将面临较大压力。民营房企信用质量将进一步分化，“三支箭”重点支持的为资质良好、财务总体健康，但面临阶段性资金压力的企业，资质较弱、大量布局低能级城市的房企压力较大。整体而言，随着政策改善，民企违约风险整体降低，但对即将到期债务覆盖能力较弱的公司仍存在违约的概率。

### 5.3 大宗商品：贵金属迎来上行周期，国内经济复苏工业品或阶段性上行

**黄金配置价值凸显，白银阶段性性价比加强。**美联储紧缩周期步入尾声，滞胀逻辑给黄金价格带来支撑。美国经济陷入“浅衰退”的压力和市场预期影响下，黄金有望获得上行动力。从相关指标来看，美元、美债收益率逐步回落，黄金价格可能会继续上行。白银相比黄金具有更多工业品属性，白银的库存处于历史相对低位，投资需求下，白银的波动幅度预期大于黄金，可以关注金银比偏离均值时的投资机会。

**工业品情绪修复，或迎来阶段性反弹。**美国加息预期降温，美元逐步走弱，工业品情绪或边际修复，叠加我国地产开工缓步修复，可能带动部分工业品金属上行。但海外需求下行压力下，铜、铝等大宗商品价格依然承压。

**地产政策逐步回暖，财政政策继续托底发力的背景下，钢材需求预期企稳回升。**受到两会举办、新项目启动后延影响，实际需求启动时点或在二季度之后。房地产销售回暖仍需时间，房企资金来源依然承压，新开工增速难以快速上行，需求回温幅度有限。

图表60: 随美国通胀下行，金银比价有望回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表61: 钢材需求企稳有待进一步验证 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

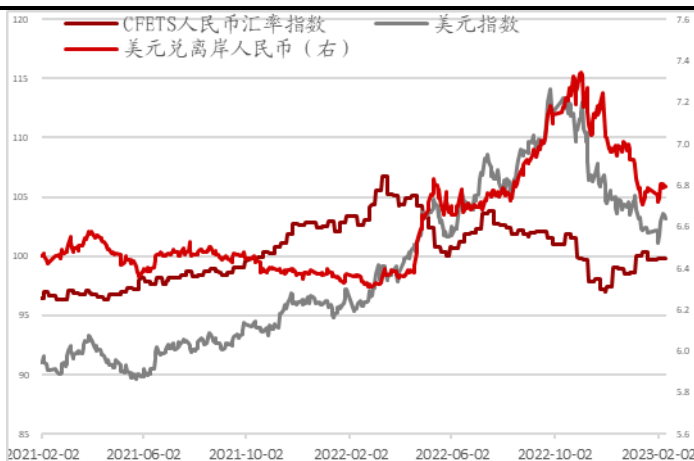
### 5.4 外汇：人民币汇率转向升值，美元指数高位回落

**美元指数强势周期接近尾声。**当前美联储加息尚未结束，美元指数已经从113的高位明显回落，但11、12月美联储间歇性释放鹰派信号也未出现明显反弹。随着欧美政策周期分化程度收敛，欧美利差逐步收窄，日本央行政策边际收紧，预期美元指数将逐步回落，但美元指数的节奏和斜率仍有不确定性。美元的避险属性仍可能给美元指数带来一定支撑。如果美元指数降至110-115的区间，仍有较强的反弹风险。

2022年人民币汇率波动幅度超过15%，创近年来新高，给市场预期带来一定冲击。人民币对美元汇率一度上行至7.3，贬值压力已经得到充分释放，未来贬值的空间有限。

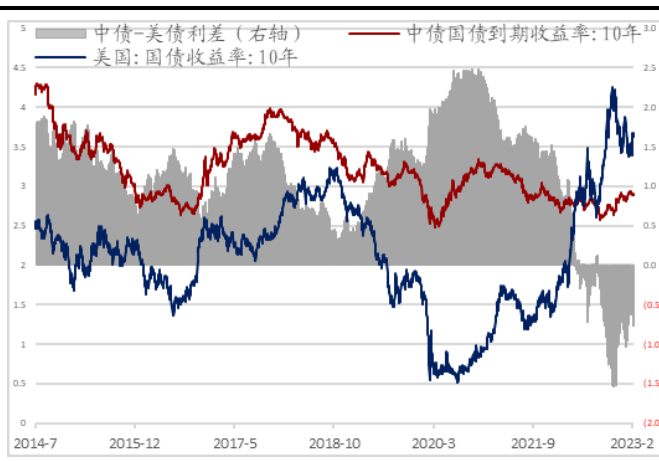
但人民币经历过2022年10、11月的迅速反弹后，难言进入升值通道，后续或趋向于双向波动一段时间。2023年二季度之后，随着美联储加息步入尾声，国内稳经济等相关政策效果显现，预期人民币或将转向升值。预期2023年人民币汇率的波动幅度较2022年收窄。

图表62: 美元指数已从高点回落



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表63: 中美利差倒挂压力减轻 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

## 6 风险因素

地产销售持续偏弱，海外流动性超预期收紧，地缘政治冲突发展超预期，疫情出现新变种毒株带来致死率、传播率攀升。

## 行业投资评级

强于大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大势：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场