

## 中国扩大内需，美国提升赤字

——2023年1月至2月政策月报

### 核心内容：

**近期中央多次强调要大力实施扩大内需战略。同时鼓励生育政策正在加快落实，财政政策与货币政策预计也将在两会之后进一步发力。**

**扩大内需：**1月31日中央政治局第二次集体学习要求“坚决贯彻落实扩大内需战略规划纲要，尽快形成完整内需体系，着力扩大有收入支撑的消费需求、有合理回报的投资需求、有本金和债务约束的金融需求。”2月15日《求是》杂志发表习近平总书记重要文章，指出“我国通过扩大内需有效应对了1998年亚洲金融危机、2008年国际金融危机、2020年以来新冠肺炎疫情冲击，积累了成功经验，要优化政策举措，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。”

**人口政策：**2021年以来鼓励生育的三个基础性政策已经形成体系，由于2022年人口负增长，2023年以来各地方正在加速落实。

**财政与货币政策即将进一步发力：**2022年降息的时间发生在1月、5月、8月，都是中央政治局会议之后的月份。预计今年3月两会之后扩大内需政策可能密集出台，直至4月中下旬中央政治局会议评估政策效果之后再行接续。提前下达的地方政府新增专项债额度总规模达到2.19万亿元，随着2月发行规模的提升，预计社会融资增速将迎来底部。

**《质量强国建设纲要》出台。**这是二十大报告中仅次于制造强国的发展战略，也是唯一一个覆盖所有行业的“横向”战略，而不是指向特定行业的“纵向”战略。

**海外方面：《美国新时代的产业政策》一文综述拜登政府产业政策；美欧经济都好于预期，货币当局短期鹰化；美国国会预算办公室预测美国赤字率显著扩张。越南通过《2021-2030年（至2050年愿景）国家总体规划》。**

**美国产业政策。**拜登任期之内美国政府通过《基础设施投资和就业法案》、《芯片和科学法案》、《降低通胀法案》三大产业政策。三个项目都是基于公私合营模式；鼓励各州和地方政府参与；注重劳动力吸收；同时跨部门和跨政府实施。

**2月1日美联储放缓加息至25BP。但市场预期5月加息25BP之后6月再加息25BP的概率上升，导致美元指数与美国国债收益率出现上行。**美国1月数据的扰动形成了巨大市场分歧，美股与全球股市都需要在美联储加息幅度和美国经济衰退之间进行选择。但我们提示，2022年加息进程是核心变量，但目前政策拐点已过，而经济走势还在拐点左侧，可能是更重要的变量。

**美国政府债务再次触及上限。**CBO最新预算2023年至2024年要产生超过3万亿美元赤字，因此拜登政府与麦卡锡的国会需要尽快就突破债务上限达成共识，且提升赤字的规模应明显高于2021年通过的2.5万亿美元。目前，净利息支付是美国赤字率上升的首要原因，其次拜登政府的产业政策也显著扩张了财政支出。这意味着，美国通胀率回到2%中枢的难度正在加大，美联储降息可能会比市场预期（2023年末）推迟，高利率也将比预期持续更久。

### 分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

特别感谢：于金潼

### 风险提示：

1. 地缘政治冲突；
2. 美联储更鹰派；
3. 地方政府债务。

## 目 录

一、国内政策.....	3
(一) 中央多次强调要大力实施扩大内需战略 .....	3
(二) 人口自然增长率降为负值，鼓励生育的政策加速出台 .....	3
(三) 财政与货币政策即将进一步发力 .....	4
(四) 质量强国建设纲要：覆盖所有行业的“横向”战略 .....	6
(五) 中央一号文件：土地制度、种业振兴、价格调控 .....	6
二、海外政策.....	6
(一) 《美国产业政策的新时代》一文综述拜登政府产业政策 .....	6
(二) 美欧经济好于预期，双方货币当局都呈现鹰派立场 .....	7
(三) 中美关系与地缘政治的新进展 .....	9
(四) 美国动态：麦卡锡当选众议院议长，政府债务再次触及上限.....	9
(五) 越南通过《2021-2030年（至2050年愿景）国家总体规划》 .....	10

## 一、国内政策

### （一）中央多次强调要大力实施扩大内需战略

1月31日，中央政治局就加快构建新发展格局进行第二次集体学习。习近平主持学习并发表了重要讲话，主要有五个方面重点：1.统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革。2.要加快科技自立自强步伐，解决外国“卡脖子”问题。3.新发展格局以现代化产业体系为基础，经济循环畅通需要各产业有序链接、高效畅通。4.要全面推进城乡、区域协调发展，提高国内大循环的覆盖面。5.要进一步深化改革开放，增强国内外大循环的动力和活力。其中第1部分提出“坚决贯彻落实扩大内需战略规划纲要，尽快形成完整内需体系，着力扩大有收入支撑的消费需求、有合理回报的投资需求、有本金和债务约束的金融需求。”

2月7日，学习贯彻党的二十大精神研讨班开班，习近平总书记在开班式上就正确理解和大力推进中国式现代化发表重要讲话。强调了推进中国式现代化必须抓好开局之年的工作。进一步引导经营主体强信心、稳定社会预期，努力实现经济运行整体好转。

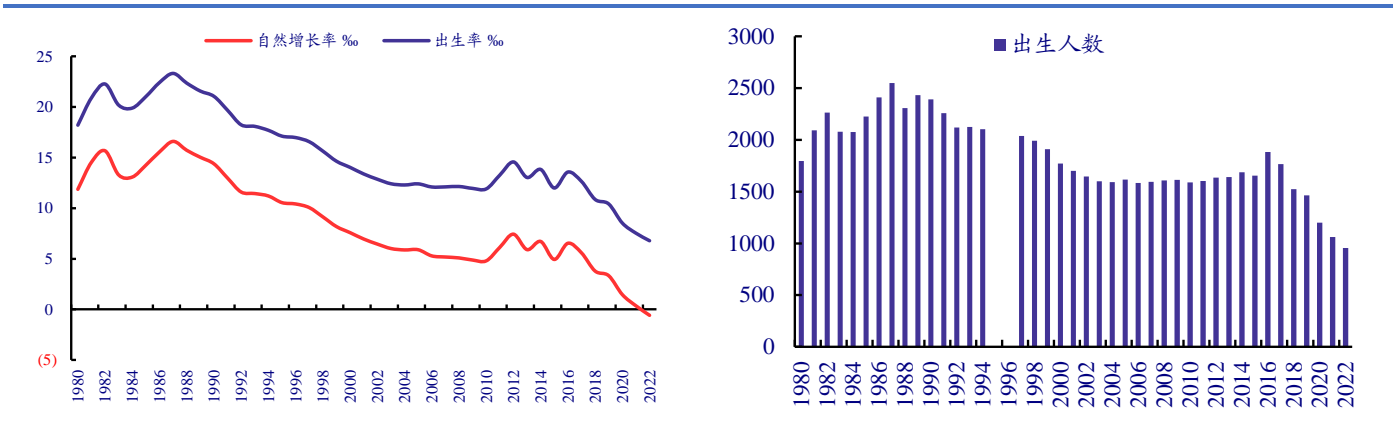
2月15日，《求是》杂志发表习近平总书记重要文章《当前经济工作的几个重大问题》。这是总书记2022年12月15日在中央经济工作会议上讲话的一部分，主要包括五个方面要点：1.着力扩大国内需求；2.加快建设现代化产业体系；3.切实落实“两个毫不动摇”；4.更大力度吸引和利用外资；5.有效防范化解重大经济金融风险。文章明确指出“总需求不足是当前经济运行面临的突出矛盾。必须大力实施扩大内需战略，采取更加有力的措施，使社会再生产实现良性循环。我国通过扩大内需有效应对了1998年亚洲金融危机、2008年国际金融危机、2020年以来新冠肺炎疫情冲击，积累了成功经验，要优化政策举措，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。”扩大内需的主要措施一是把恢复和扩大消费摆在优先位置，包括多渠道增加城乡居民收入，特别是要提高消费倾向高、但受疫情影响大的中低收入居民的消费能力；合理增加消费信贷，支持住房改善、新能源汽车、养老服务、教育医疗文化体育服务等消费。二是通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。

### （二）人口自然增长率降为负值，鼓励生育的政策加速出台

1月17日，国家统计局发布数据显示，2022年末全国人口141175万人，比上年末减少85万人。全年出生人口956万人，出生率为6.77‰；死亡人口1041万人，死亡率为7.37‰；人口自然增长率为-0.60‰。

2021年以来，鼓励生育政策体系已经成型，具体措施正在加速推出。三个基础性文件是：2021年6月26日，中共中央、国务院《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》出台；2021年8月20日，《中华人民共和国人口与计划生育法（2021年版）》出台；2022年07月25日，国家卫生健康委、发展改革委等19部委联合发布《关于进一步完善和落实积极生育支持措施的指导意见》。2023年以来，各地方加速出台落实措施，例如取消生育登记的结婚限制与数量限制；积极实施“三孩”生育的政策；推行递进式差异化育儿补贴等。

图 1: 2022 年人口出生率显著下降, 人口自然增长率降至负值 图 2: 出生人数连续第 6 年下降, 2022 年降至 956 万人



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

### (三) 财政与货币政策即将进一步发力

#### 1. 地方两会公布 GDP 增速目标, 加权平均达到 5.6%

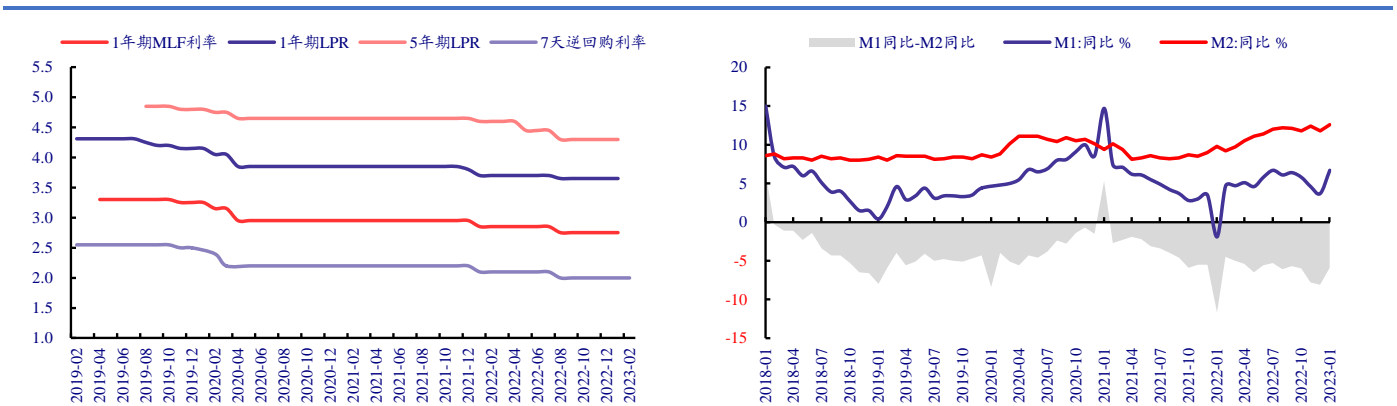
截至 1 月 15 日, 全国 31 个省市公布了 2023 年 GDP 增速目标, 加权平均值达到 5.6%。其中规模排名前列的省市之中, 广东、山东、浙江的目标为 5.0% 以上, 江苏目标为 5.0% 左右, 河南、四川、福建的目标为 6.0% 左右, 湖北、湖南、安徽目标为 6.5% 左右。

#### 2. 货币政策延续 2022 年 11 月以来没有降息的状态

2022 年降息的时间发生在 1 月、5 月、8 月, 都是中央政治局会议之后的月份。2022 年 11 月以来总需求压力较大但国内防疫政策快速调整导致生产受到影响, 刺激需求反而会引发供需缺口的拉大, 因此货币政策、财政政策都没有明显发力。综合考虑 2023Q1 的经济形势与疫情形势, 预计今年 3 月两会之后扩大内需政策就可能密集出台, 直至 4 月中下旬中央政治局会议评估政策效果之后再行接续。

图 3: 2022 年 11 月以来主要利率都没有调降

图 4: 2023 年 1 月 M2 增速升至 12.6%, M1 增速反弹至 6.7%



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

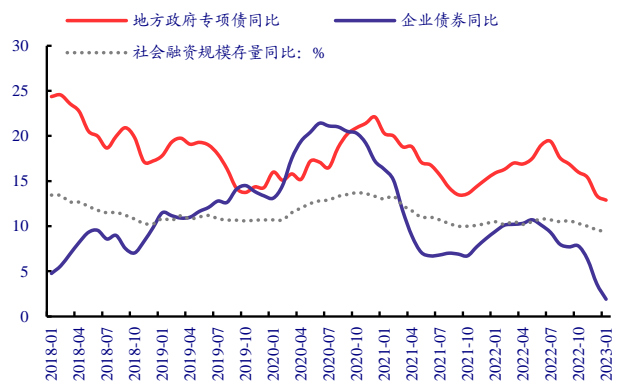
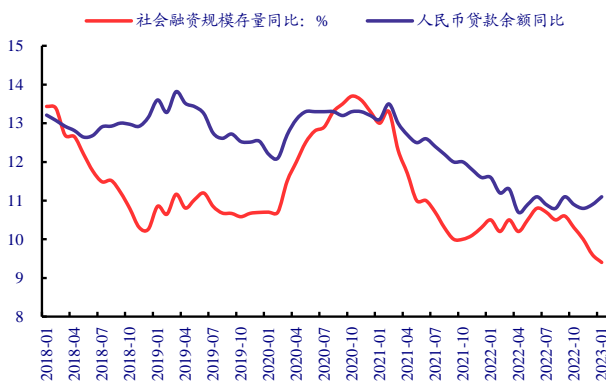
资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

### 3. 债券发行拖累社融增速，但提前批专项债额度达到 2.19 万亿

社会融资增速从 2022 年 6 月的 10.8% 持续下降至 2023 年 1 月的 9.4%。同期人民币贷款增速维持在 11.0% 左右，但专项债、企业债余额增速都出现持续下行。而根据 31 省份 2022 年预算执行情况和 2023 年预算草案报告，今年财政部顶格提前下达的地方政府新增专项债额度总规模达到 2.19 万亿元，比上一年增长 50%。截至 2 月 12 日新增专项债发行规模已经超过 5700 亿元。预计社会融资增速将在 2023Q1 迎来底部。同时，由于近年新增专项债规模相对 GDP 比例稳定在 3.4% 左右，预计 2023 年专项债规模将扩大至 4.4 万亿元。

图 5：1 月贷款增速上升但社会融资增速持续下行

图 6：政府债、企业债发行持续降速是社会融资降速的主因



资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

### 4. 人民银行、银保监会建立首套住房贷款利率政策动态调整机制

1 月 5 日，人民银行、银保监会发布通知，决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制。新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。

### 5. 人民银行延续实施三项结构性货币政策工具

1 月 29 日，人民银行印发通知，将延续实施三项结构性货币政策工具。一是碳减排支持工具延续至 2024 年末，并扩大范围。二是支持煤炭清洁高效利用专项再贷款延续至 2023 年末。三是交通物流专项再贷款延续至 2023 年 6 月末，并扩容至中小微物流仓储企业。

### 6. 人民银行 2023 年金融市场工作会议：要服务于扩大国内需求、建设现代化产业体系

2 月 10 日，人民银行召开 2023 年金融市场工作会议。会议强调要提高金融服务扩大国内需求和建设现代化产业体系的能力，支持加快构建新发展格局。政策工具涉及到政策性开发性金融工具、设备更新改造专项再贷款；普惠小微、绿色发展、科技创新等政策工具机制；中小微企业金融服务能力提升工程，进一步健全融资配套机制；拓展民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”）支持范围；加强农业强国金融服务。**特别是房地产市场：**要求动态监测分析房地产市场边际变化，因城施策实施好差别化住房信贷政策，落实好金融支持房地产市场平稳健康发展的 16 条政策措施，积极做好保交楼金融服务，加大住房租赁金融支持，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。

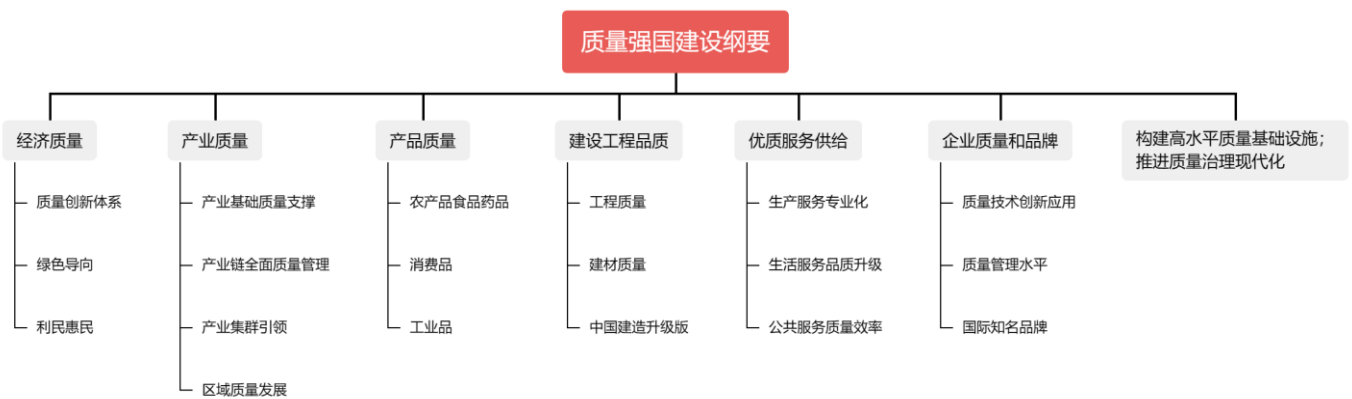


#### (四) 质量强国建设纲要：覆盖所有行业的“横向”战略

2月6日中共中央、国务院印发《质量强国建设纲要》，内容包括经济质量、产业质量、产品质量、建设工程品质、优质服务供给、企业质量和品牌发展能力、质量基础设施与治理等。

质量强国是仅次于制造强国的发展战略，也是唯一一个覆盖所有行业的“横向”战略，而不是指向特定行业的“纵向”战略。二十大报告提出“坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，推进新型工业化，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国”。1月31日，中央政治局第二次集体学习再次强调“要扎实推进新型工业化，加快建设制造强国、质量强国、网络强国、数字中国”。

图 7：思维导图：《质量强国建设纲要》



资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

#### (五) 中央一号文件：土地制度、种业振兴、价格调控

2月13日“中央1号文件”即中共中央、国务院关于做好2023年全面推进乡村振兴重点工作的意见（2023年1月2日）公布。主要内容包括粮食和重要农产品稳产保供、农业基础设施建设、农业科技和装备支撑、巩固拓展脱贫攻坚成果、乡村产业发展、农民增收致富渠道、宜居宜业和美乡村建设、乡村治理体系等。宏观层面更关注：1. 加强耕地保护和用途管控，严格耕地占补平衡管理；2. 赋予农民更充分的财产权益。研究制定第二轮土地承包到期后再延长30年试点工作指导意见。探索宅基地“三权分置”有效实现形式。3. 实施种业振兴行动，确保全国粮食产量保持在1.3万亿斤以上；4. 统筹做好粮食和重要农产品调控，尤其是“落实生猪稳产保供省负总责，强化以能繁母猪为主的生猪产能调控。”

## 二、海外政策

### (一) 《美国产业政策的新时代》一文综述拜登政府产业政策

1月2日，加州大学伯克利分校的 Laura Tyson 和 Lenny Mendonca 发表《America's New Era of Industrial Policy》一文，综述了美国拜登政府的三大产业政策。在拜登的任期之内，美国政府已经通过了《基础设施投资和就业法案》(5500 亿美元)、《芯片和科学法案》(2800 亿

美元)和《降低通胀法案》(3940 亿美元)。这些都不是传统的刺激总需求的措施。相反正如财政部长耶伦所说,这些政策都是供给侧投资,旨在提高美国经济整体竞争力以及半导体、可再生能源等关键领域的经济能力。这些产业政策主要有四个方面的特征:

**1. 虽然个别条款和融资流程不同,但这三个项目都是基于公私合营模式(Public-Private Model),这种模式在过去一个世纪中对美国竞争力至关重要。**其目的是吸引和加速私人投资,而不是取代私人投资。因此很大一部分资金支持是以企业税收抵免的形式出现的。这在《降低通货膨胀法案》和《芯片和科学法案》中体现得尤为明显。

**2. 这些计划还将鼓励各州和地方政府进行更多支持性的监管改革。**各地方政府需要实施“可持续和公平”的产业政策,其特点包括注重基于地方优先事项的区域经济发展、强调边缘社区的建设能力,与中学后教育和劳动力发展的明确联系,以及与卫生和教育等部门的跨部门整合。各州和地方政府也会为新的资金和投资而竞争。如《芯片和科学法案》中用于投资国内半导体制造业的 390 亿美元将由商务部分配;以及与相关企业、非营利组织一起竞争《降低通胀法案》下的 1220 亿美元的气候相关资金。这些产业政策也会在州和地方层面上形成补充,例如加州推出了社区经济复原力基金,以支持区域合作和包容性发展,预算为 4 年 6 亿美元;凤凰城已承诺提供地方资金,并进行监管改革,以吸引台积电的 400 亿美元投资。

**3. 健康、熟练的劳动力是吸引和留住关键行业的雇主和企业的最重要因素,拜登政府的三大产业政策都为技能发展提供对雇主的税收抵免等支持。**同时许多州、城市和地区一直在增加对劳动力发展的投资,以确保其居民拥有合适技能,从基础设施、半导体和采矿相关行业的新就业机会中受益。

**4. 根据设计,新区域经济发展的实施是跨部门和跨政府的,从州和地方一级到联邦一级。**区域发展工作往往由一个或多个骨干机构牵头,并与其他社区组织和关键部门和机构(如教育和卫生保健提供者)合作。

## (二) 美欧经济好于预期, 双方货币当局都呈现鹰派立场

### 1. 美联储放缓加息至 25BP, 美国 1 月非农就业、CPI、零售都强于预期

2 月 1 日美联储放缓加息至 25BP。从 CME 联邦基金利率期货隐含加息预期来看,市场目前认为 5 月加息 25BP 之后 6 月再加息 25BP 的概率上升,导致美元指数与美国国债收益率出现上行。从经济和通胀来看,1 月经济与就业数据好于预期,缓解另外美国经济衰退的预期,但却为美联储进一步加息提供了基础;同时 CPI 也强于预期,提升了进一步加息的必要。

但我们提示,目前 CME 预期也认为 12 月可能会降息一次,预期 6 个月从加息转入降息,这反映了美国 1 月数据扰动之下的市场巨大分歧。首先,1 月美国非农就业数据、CPI 都存在口径调整的扰动<sup>①</sup>。其次,美股与全球股市都需要在美联储加息幅度和美国经济衰退之间进行选择,2022 年加息进程是核心变量,但目前政策拐点已过,而经济走势还在拐点左侧,可能是更重要的变量——今年更重要的是美股的盈利底,而不是美联储加息 25BP 还是 50BP。

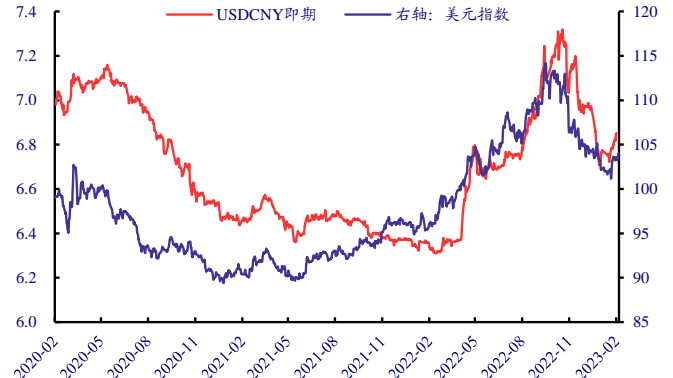
<sup>①</sup> 新增非农就业 51.7 万人中,商品生产多增 4.6 万人,而服务生产多增 39.7 万人,显著高于前两个月。剔除政府影响后,私人非农就业新增 44.3 万人。CPI 权重方面,居住成本权重上调和二手车权重下调分别拉动 CPI 向上 0.10 和 0.11 个百分点,剔除权重影响之后的 CPI 同比增速约为 6.2%,和预测值较为一致。1 月 CPI 超预期并不改变上半年的快速回落趋势。

图 8: 2 月以来美国长端利率反弹, 短端利率也出现了上行



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 9: 2 月以来美元指数从 101 反弹至 104

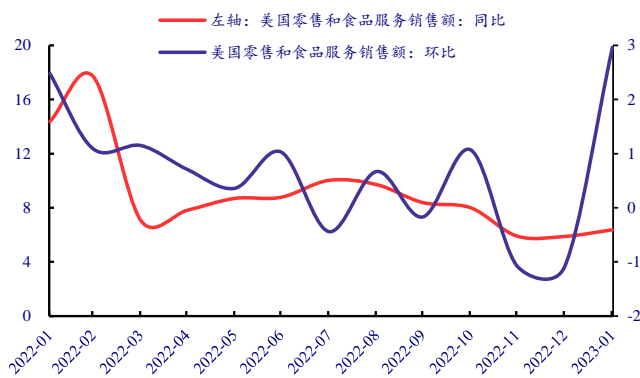


资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

### 2. 欧元区经济好于预期, 通胀略缓和但压力依然较高, 支持欧央行进一步加息

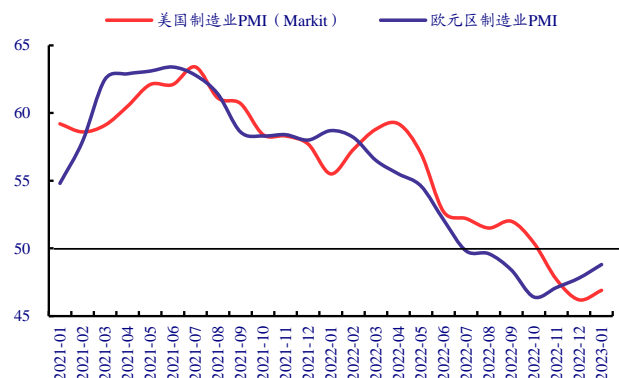
2月2日, 欧洲央行加息 50BP。欧央行表示会坚持提高利率, 将其保持在足够限制通胀的水平, 并计划在 3 月的会议上再加息 50 个基点。欧元区四季度保持 0.1% 的环比增长, 意外避免收缩。拉加德评价说“经济韧性超过预期, 且应该在未来的几个季度恢复”。通胀方面, 欧元区 1 月 HICP 同比+8.5% (前值+9.2%); 核心 HICP 同比+5.2%, 持平前值。总体上欧元区经济正增长与出现缓和但需要进一步确认的通胀数据均指向, 短期欧央行会比美联储更鹰派。

图 10: 1 月美国零售增速环比大增, 同比增速从 5.9% 升至 6.4%



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 11: 2 月欧元区和美国 PMI 都进一步向景气区间收敛



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

### 3. 植田和男将出任日本央行行长, “安倍经济学” 即将落幕

日本政府已经决定由植田和男接替黑田东彦出任日本银行行长, 并在 2 月 14 日提交国会。关于收益率曲线控制 (YCC), 植田和男认为控制利率比较麻烦, 不仅给投机者留出攻击日债的机会, 也不适合小幅调整货币政策, 同时达成 2% 的通胀目标可能需要很长时间。目前看, 随着在 4 月 8 日黑田东彦的卸任, 日本“安倍经济学”的时代最终落幕, 超常规宽松也将逐步退出。



### （三）中美关系与地缘政治的新进展

#### 1. 中美关系：刘鹤会见耶伦，布林肯取消访华，

1月16日-20日，世界经济论坛2023年年会在瑞士举行，主题为“在分裂的世界中加强合作”。年会汇聚全球约2700名政界、商界、学界和媒体代表，侧重如何应对粮食和能源危机，如何应对高通胀、低增长和高负债，如何应对工业不景气，如何应对社会脆弱性问题，如何应对地缘政治风险等五大议题。1月18日国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤与美财政部长耶伦举行会谈。

美国国务卿布林肯原计划于2月5日至6日访华。这将是布林肯出任国务卿以来的首次访华，也是拜登政府上台两年多来访华的级别最高的美国官员。但由于中国“气球”的影响，布林肯推迟了此次行程。不确定性上升也是引发美元指数反弹的因素之一。

美国与半导体相关的对华出口管制将扩大到日本和荷兰企业。中国外交部发言人表示，美方应当停止非法的单边制裁和“长臂管辖”。此前拜登政府于2022年10月引入管制措施，限制面向中国开发和出口超级计算机、人工智能用半导体尖端技术和制造装备，日本和荷兰也将引入美国政府已经启动的部分对华出口管制措施，但有可能需要数月后才能实施。

#### 2. 欧盟宣布第十轮对俄制裁方案

2月15日，欧盟委员会当天正式提交第十轮对俄制裁措施，涉及100余个个人和实体，包括俄方军事、政治和宣传人员。制裁内容包括价值超过110亿欧元的出口禁令，以及进一步限制军民两用产品和高科技产品出口，建议对47种可用于俄罗斯武器系统（无人机、导弹、直升机）的新型电子元件进行管控。此外，欧盟在本轮制裁中首次添加了7个伊朗实体。

#### 3. 伊朗总统访华，中伊签署联合声明，习近平主席接受访伊邀请

2月14日至16日伊朗总统对中国进行国事访问，2月16日中伊签署联合声明。伊朗总统邀请习近平主席对伊朗进行国事访问。习近平主席欣然接受邀请，表示愿在方便时访问伊朗。2021年3月27日，中国与伊朗签署了为期25年的中伊全面合作协议，这是伊朗首次与外国签署全面战略合作协议。

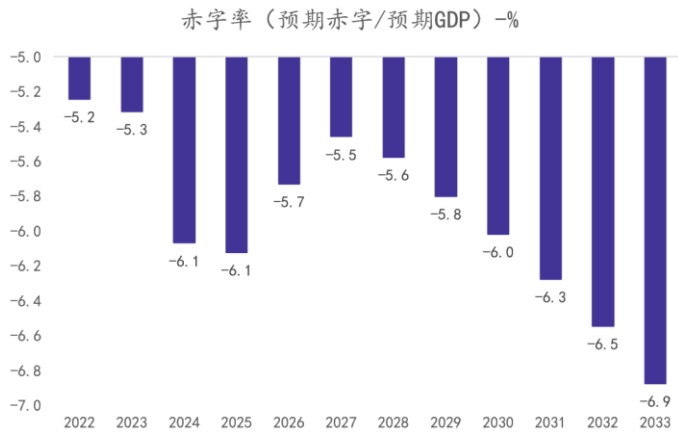
### （四）美国动态：麦卡锡当选众议院议长，政府债务再次触及上限

1月3日至1月7日历经5天共15次投票，美国国会众议院议长选举落下帷幕，众议院共和党领袖麦卡锡成功当选第55任美国众议院议长。这次选举是164年以来耗时最长的一次议长选举记录。

美国联邦政府触及债务上限，财政部开始采取特别措施，避免发生债务违约。美国国会预算办公室（CBO）更新了经济预测和政府预算，2023年政府赤字率预计为GDP的5.32%，2024年为6.07%，2025年6.12%。虽然2026和2027年赤字略有减少，但仍处于5.5%以上，并在2028年至2033年连续上升，最终达到6.88%。2024到2033年平均赤字率6.1%。这份新预算对于2023至2032年的赤字规模比2022年5月的预测上升3.1万亿。仅2023与2024年预算就需要产生超过3万亿美元赤字，因此拜登政府与麦卡锡控制的国会需要尽快就突破债务上限达成共识，且提升赤字的规模应明显高于2021年通过的2.5万亿美元。尽管高利率下攀升的净利息支付是赤字率上升的首要原因，但拜登政府在产业政策和绿色政策方面的雄心也

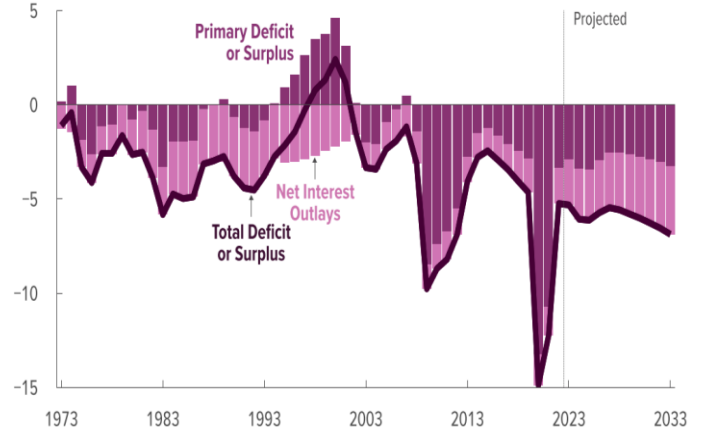
显著扩张了财政支出，这意味着美国通胀率回到 2% 中枢的难度正在加大，降息可能会比市场主流预期（2023 年末）推迟，高利率也将比预期持续更久。

图 12: CBO 最新预算：未来美国财政赤字率将持续扩大



资料来源：美国国会预算办公室 (CBO)，中国银河证券研究院

图 13: 净利息是美国赤字率扩大的主因，其次是产业政策支出

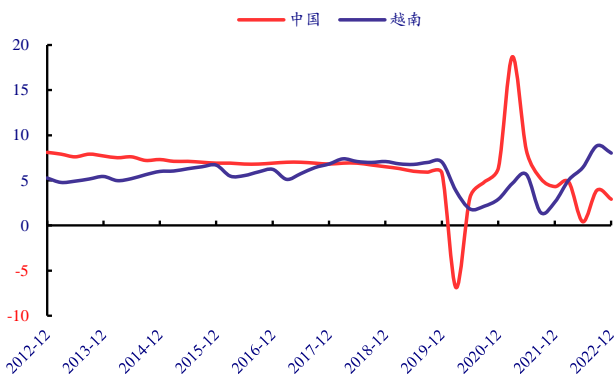


资料来源：美国国会预算办公室 (CBO)，中国银河证券研究院

### (五) 越南通过《2021-2030 年（至 2050 年愿景）国家总体规划》

1 月 9 日，越南第十五届国会第二次特别会议闭幕。会议通过《2021-2030 年（至 2050 年愿景）国家总体规划》等决议。规划提出，2031 年至 2050 年间，越南力争 GDP 年均增长率为 6.5% 至 7.5%。到 2050 年按现价计算人均 GDP 将达到 2.7 万美元至 3.2 万美元。2050 年的愿景是，越南成为一个发达的高收入国家，拥有完整、同步、现代化的社会主义定向市场经济体制，一个公平、民主和文明的社会，通过完善的数字平台实施社会治理工作。越南经济将以数字经济、绿色经济、循环经济的模式运行，科学、技术和创新是主要的增长动力。

图 14: 2022 年越南 GDP 增速开始超过中国



资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

图 15: 2022 年 11 月以来越南制造业 PMI 也降至临界值以下

制造业 PMI	美国	欧元区	英国	日本	韩国	中国	印度	越南	巴西	俄罗斯	墨西哥
2023-01	46.9	48.8	47.0	48.9	48.5	50.1	55.4	47.4	47.5	52.6	48.9
2022-12	46.2	47.8	45.3	48.9	48.2	47.0	57.8	46.4	44.2	53.0	51.3
2022-11	47.7	47.1	46.5	49.0	49.0	48.0	55.7	47.4	44.3	53.2	50.6
2022-10	50.4	46.4	46.2	50.7	48.2	49.2	55.3	50.6	50.8	50.7	50.3
2022-09	52.0	48.4	48.4	50.8	47.3	50.1	55.1	52.5	51.1	52.0	50.3
2022-08	51.5	49.6	47.3	51.5	47.6	49.4	56.2	52.7	51.9	51.7	48.5
2022-07	52.2	49.8	52.1	52.1	49.8	49.0	56.4	51.2	54.0	50.3	48.5
2022-06	52.7	52.1	52.8	52.7	51.3	50.2	53.9	54.0	54.1	50.9	52.2
2022-05	57.0	54.6	54.6	53.3	51.8	49.6	54.6	54.7	54.2	50.8	50.6
2022-04	59.2	55.5	55.8	53.5	52.1	47.4	54.7	51.7	51.8	48.2	49.3
2022-03	58.8	56.5	55.2	54.1	51.2	49.5	54.0	51.7	52.3	44.1	49.2
2022-02	57.3	58.2	58.0	52.7	53.8	50.2	54.9	54.3	49.6	48.6	48.0
2022-01	55.5	58.7	57.3	55.4	52.8	50.1	54.0	53.7	47.8	51.8	46.1

资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 2022 年人口出生率显著下降, 人口自然增长率降至负值.....	4
图 2: 出生人数连续第 6 年下降, 2022 年降至 956 万人.....	4
图 3: 2022 年 11 月以来主要利率都没有调降.....	4
图 4: 2023 年 1 月 M2 增速升至 12.6%, M1 增速反弹至 6.7%.....	4
图 5: 1 月贷款增速上升但社会融资增速持续下行.....	5
图 6: 政府债、企业债发行持续降速是社会融资降速的主因.....	5
图 7: 思维导图:《质量强国建设纲要》.....	6
图 8: 2 月以来美国长端利率反弹, 短端利率也出现了上行.....	8
图 9: 2 月以来美元指数从 101 反弹至 104.....	8
图 10: 1 月美国零售增速环比大增, 同比增速从 5.9%升至 6.4%.....	8
图 11: 2 月欧元区和美国 PMI 都进一步向景气区间收敛.....	8
图 12: CBO 最新预算: 未来美国财政赤字率将持续扩大.....	10
图 13: 净利息是美国赤字率扩大的主因, 其次是产业政策支出.....	10
图 14: 2022 年越南 GDP 增速开始超过中国.....	10
图 15: 2022 年 11 月以来越南制造业 PMI 也降至临界值以下.....	10

## 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**高明：**宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

**许冬石：**宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

**詹璐：**宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)