

# 万里风云，峰回路转

## ——2023年宏观年度策略报告

### 核心观点

全球正在经历百年未有之大变局，万里风云，地缘政治将持续影响经济和市场。展望2023年，扰动市场的宏观不确定性因素将逐一淡化，峰回路转，权益市场也将迎来新的转机。

转机源自四大层面，经济层面主要是房地产中长期规划出台后政策预期的明朗化；疫情层面主要是联合国定义“大流行”结束后我国疫情防控体系在“动态清零”框架下进一步优化；地缘层面主要是2022年冬季来临后俄乌战局将逐步进入动态均衡阶段，战事不确定性下降；海外层面主要是欧债压力风险出清后，金融稳定的压力和美国通胀的回落驱动美联储在2023年Q2给出更为明确的政策转向信号，海外流动性紧缩的最大不确定因素将转向并趋于宽松。

综合考虑全球不确定性因素拐点的潜在时间，我们认为2023年两会后市场预期将迎来转折，权益市场将在上半年进入慢牛通道。

### □ 风险提示

1. 美国中期选举之后对华政策加强。
2. 欧洲通胀失控走向螺旋式上升进而战争扩大化。
3. 美联储紧缩政策持续超预期薄弱经济体危机爆发向全球演变。
4. 全球政治格局走向Y型分化。
5. 疫情、自然灾害及粮食危机爆发。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书号：S1230520070006

sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书号：S1230520080001

zhangdi@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书号：S1230521050001

zhanghao1@stocke.com.cn

研究助理：潘高远

pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

## 正文目录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1 万里风云、峰回路转，宏观四大不确定性消除预期全面反转！</b>                       | <b>8</b>  |
| <b>2 国内经济：逐步回到潜在增速附近波动</b>                                 | <b>10</b> |
| 2.1 预计 2023 年固定资产投资增速可达到 7.4%                              | 10        |
| 2.1.1 预计 2023 年制造业投资增速将达到 11.4%                            | 11        |
| 2.1.2 中长期规划出台+地产需求组合拳继续发力投资逐步企稳，预计 2023 年地产投资增速 1.4%       | 12        |
| 2.1.3 预计 2023 年基建投资增速 5.3%                                 | 15        |
| 2.2 疫情防控持续优化，消费潜力有所释放                                      | 17        |
| 2.2.1 疫情防控水平进一步提升，消费场景有望逐渐活跃                               | 17        |
| 2.2.2 预防性储蓄增加，疫情对于消费的冲击逐渐“长期化”                             | 18        |
| 2.2.3 预计 2023 年社会消费品零售总额名义增速为 6.6%                         | 20        |
| 2.3 进出口：出口关注供给优势，进口跟随内需节奏                                  | 21        |
| 2.4 支出法看 GDP：消费稳步修复，投资动能较强                                 | 23        |
| 2.5 生产法看经济：高质量转型与疫情影响是关键变量                                 | 24        |
| <b>3 通胀形势：物价维持可控水平</b>                                     | <b>26</b> |
| 3.1 预计 CPI 逐季回落，一季度有冲高压力                                   | 26        |
| 3.1.1 生猪产能有所去化，猪价处于温和上涨周期                                  | 26        |
| 3.1.2 俄乌冲突常态化，产油国默契减产，预计 2023 年油价维持高位震荡                    | 27        |
| 3.1.3 春节错位，一季度 CPI 冲高，之后逐季回落                               | 28        |
| 3.2 预计 PPI 先抑后扬，两种力量相互对冲                                   | 29        |
| 3.3 预计 2023 年 GDP 平减指数为 1.7%                               | 30        |
| 3.4 预计 2023 年名义 GDP 先升后降，全年增速为 6.9%                        | 30        |
| 3.5 工业企业利润增速承压   | 30        |
| <b>4 就业形势：就业是政策底线</b>                                      | <b>32</b> |
| <b>5 汇率展望：比差逻辑与汇率预期改善</b>                                  | <b>36</b> |
| <b>6 货币政策：结构性特征愈加明显</b>                                    | <b>38</b> |
| 6.1 建设现代中央银行制度核心要义之一是简化货币政策最终目标体系                          | 38        |
| 6.2 预计 2023 年货币政策宽松幅度边际收敛                                  | 39        |
| 6.3 货币政策工具：结构性工具为主   | 41        |
| 6.4 预计 2023 年末信贷、社融、M2 同比增速分别为 10.5%、10.3%、9%              | 42        |
| <b>7 财政政策：政策不急转向，财政积极有为</b>                                | <b>46</b> |
| <b>8 产业政策：休养生息与安全思维增强</b>                                  | <b>51</b> |
| 8.1 双碳政策密集落地，“先立后破”休养生息                                    | 51        |
| 8.2 招商引资重在高技术制造，投资助力休养生息                                   | 52        |
| 8.3 安全思维产业政策或将更具前瞻性  | 56        |
| <b>9 海外经济：表观衰退、实则滞胀，MMT 大清算导致的金融稳定风险可能迫使全球央行在 Q2 出现急转弯</b> | <b>59</b> |
| 9.1 高通胀背景下 MMT 国家面临清算压力，欧洲压力首当其冲                           | 59        |
| 9.2 美国经济全年低于潜在增速，联储最早 Q2 起货币政策可能转向宽松                       | 59        |
| 9.2.1 美国通胀压力缓慢回落，2023 年 Q4 通胀中枢预计位于 3.5% 附近                | 64        |
| 9.2.2 美国失业率缓慢回升，年末预计位于 4.5% 附近                             | 66        |
| 9.2.3 美国货币政策受制于金融稳定压力，最早可能在 Q2 迎来拐点                        | 68        |
| 9.3 欧洲债务压力面临清算 Q1 可能出现欧债危机，欧央行被迫向通胀妥协                      | 72        |

|   |           |
|---|-----------|
| 9.3.1 预计欧洲在通胀压力的裹挟下，2023 年可能面临债务危机的严峻考验.....            | 72        |
| 9.3.2 主权债务压力以外，以养老金为代表的欧洲金融体系也面临利率上行冲击.....             | 75        |
| 9.3.3 欧债危机爆发后欧央行可能暂停加息启动量化宽松，为回归 MMT 不排除上调通胀目标的可能性..... | 75        |
| 9.3.4 受制于债务危机和能源压力，欧元区经济可能在 2023 年陷入负增长.....            | 76        |
| 9.4 日央行掌门人换届适逢全球紧缩压力缓解，未来可能继续保持宽松立场.....                | 77        |
| <b>10 大类资产：结构性机会依然凸显.....</b>                           | <b>80</b> |
| 10.1 预计 A 股呈现结构化行情，重点关注强链补链和产业基础再造.....                 | 80        |
| 10.2 预计 10 年期国债收益率维持震荡.....                             | 80        |
| 10.3 预计大宗商品高位回落.....                                    | 81        |
| 10.4 预计房地产市场机会较少.....                                   | 81        |
| 10.5 美元指数前高后低 Q1 可能上破 120，欧债危机是重要影响变量.....              | 81        |
| 10.6 美债利率 Q1 高位震荡 Q2 拐头全年趋于下行，低点可能回落至 2% 以下.....        | 81        |
| 10.7 Q1 谨慎风险偏好冲击，Q2 联储宽松预期明朗化后美股全年趋于上行.....             | 81        |
| 10.8 黄金极具配置价值，Q1 欧债压力利多黄金、Q2 宽松预期利多黄金.....              | 81        |
| <b>11 万里风云：风险因素长期值得关注.....</b>                          | <b>83</b> |
| 11.1 中美博弈：美国中期选举之后的对华政策加强.....                          | 83        |
| 11.2 欧洲通胀失控走向螺旋式上升进而战争扩大化.....                          | 83        |
| 11.3 美联储紧缩政策持续超预期的薄弱经济体危机爆发向全球演变.....                   | 84        |
| 11.4 全球政治格局是否会走向 Y 型分化.....                             | 85        |
| 11.5 疫情、自然灾害及粮食危机爆发.....                                | 85        |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 2023 年地产投资增速预测图 (%)                  | 14 |
| 图 2: 2022 年以来新增净停工面积累计同比估算 (%)            | 14 |
| 图 3: 土拍成交面积增速对新开工的领先期约 2 个季度 (%)          | 14 |
| 图 4: 施工是地产投资的基本盘 (%)                      | 14 |
| 图 5: 中国城镇化率走势 (%)                         | 15 |
| 图 6: 部分发达国家的城镇化率走势 (%)                    | 15 |
| 图 7: 新冠确诊人数中枢下移                           | 17 |
| 图 8: 新冠死亡人数中枢下移 (单位: 例)                   | 17 |
| 图 9: 60 岁以上人口新冠疫苗全程接种率已达 85% 以上           | 18 |
| 图 10: 全国自 5 月 27 日后未出现新冠肺炎死亡病例            | 18 |
| 图 11: 央行城镇储户调查显示, 疫情后储蓄意愿不断上升             | 19 |
| 图 12: 储蓄增速与收入增速之差不断走阔                     | 19 |
| 图 13: 消费者信心指数回落幅度较大                       | 19 |
| 图 14: 城乡一体化调查显示, 居民平均消费倾向逐年下移             | 19 |
| 图 15: 预计 2023 年社零增速为 6.6%, 二季度为全年高点       | 20 |
| 图 16: IMF 最新全球经济预测                        | 21 |
| 图 17: 中美利差反映基本面相对预期, 海外衰退预期对我国出口的预期走势较为悲观 | 21 |
| 图 18: 海外经济频发罢工事宜, 冲击生产制造、物流运输等供给体系        | 22 |
| 图 19: 出口价格指数跟随进口价格指数开始回落                  | 23 |
| 图 20: 2022 年二季度猪价开启了一轮新的上行周期 (元/公斤)       | 26 |
| 图 21: 生猪存栏有所去化, 但幅度有限                     | 26 |
| 图 22: 生猪屠宰量显著连续回落                         | 26 |
| 图 23: 猪饲料产量相较 2021 年同比回落 (万吨)             | 26 |
| 图 24: 二季度开始, 能繁母猪存栏开始上升                   | 27 |
| 图 25: 上行周期猪粮比走势比较 (% , 以周期起始年的 5 月对齐)     | 27 |
| 图 26: 美国今年以来完工油井数基本走平                     | 27 |
| 图 27: 2022 年美国原油产量已上升至历史同期最高水平            | 27 |
| 图 28: 春节发生在 1 月时, 1 月 CPI 环比往往比较强势        | 28 |
| 图 29: 预计 2023 年 CPI 同比+2.2%, 呈现出逐季回落的趋势   | 28 |
| 图 30: 海外经济体 PMI 连续回落                      | 29 |
| 图 31: M1 领先 PPI 时长约 10 个月                 | 29 |
| 图 32: 全球总需求回落, 预计金属价格承压                   | 29 |
| 图 33: 铜价与美国 5 年期通胀预期同步回落                  | 29 |
| 图 34: 预计 2023 年 PPI 同比+0.9%, 节奏上先抑后扬      | 30 |
| 图 35: 工业产能利用率与工业企业营收成本呈现负相关关系             | 31 |
| 图 36: 2023 年工业企业利润增速预测                    | 31 |
| 图 37: 预计 2023 年调查失业率为 5.2%, 较 2022 年显著回落  | 32 |
| 图 38: 工业产能利用率与城镇调查失业率呈反比                  | 32 |
| 图 39: 2022 年下半年工业园区夜光指数一直处于低位             | 32 |
| 图 40: 过去几年第三产业吸纳了较多劳动力                    | 33 |
| 图 41: 疫后住宿餐饮和生活服务业农民工数量下降 (万人)            | 33 |
| 图 42: 16-24 岁调查失业率趋势上升                    | 33 |

|       |   |    |
|-------|---|----|
| 图 43: | 2022 年高校毕业生将再创新高.....                           | 33 |
| 图 44: | 制造业十大重点领域人才缺口高达 3000 万人.....                    | 34 |
| 图 45: | “最缺工”职业排行中, 生产制造类职业占到四成.....                    | 34 |
| 图 46: | 1962 年起我国出生人口大幅上升.....                          | 34 |
| 图 47: | 2023 年退休人数较多.....                               | 34 |
| 图 48: | 人民币汇率贬值压力仍然较大.....                              | 37 |
| 图 49: | 2022 年美元指数和美债收益率上行, 冲击外汇储备估值.....               | 37 |
| 图 50: | 预计 2023 年 CFETS 汇率指数也将上行.....                   | 37 |
| 图 51: | 现代中央银行制度主要内容.....                               | 38 |
| 图 52: | 建设现代中央银行制度的重大举措.....                            | 38 |
| 图 53: | 我国货币政策最终目标体系将由过往的七目标简化为四目标.....                 | 39 |
| 图 54: | 2016 年至今我国货币政策基调转换时点.....                       | 39 |
| 图 55: | 2022 年 9 月起银行间质押式回购交易规模有所回落.....                | 40 |
| 图 56: | 2022 年债市杠杆率(估算)宽幅震荡.....                        | 40 |
| 图 57: | 绿色贷款规模.....                                     | 41 |
| 图 58: | 结构性货币政策.....                                    | 42 |
| 图 59: | 2020 年以来, 支小、支农再贷款及再贴现快速增加.....                 | 42 |
| 图 60: | 2022 年 9 月 PSL 环比大幅增加.....                      | 42 |
| 图 61: | 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.....                  | 43 |
| 图 62: | 2023 年信贷增速走势预测(%).....                          | 44 |
| 图 63: | 预计 2023 年信贷结构有所改善.....                          | 44 |
| 图 64: | 2023 年社融增速走势预测.....                             | 45 |
| 图 65: | 2023 年社融各项同比多增情况.....                           | 45 |
| 图 66: | 2023 年 M2 增速走势预测(%).....                        | 45 |
| 图 67: | 预计 2023 年赤字率 3.2%、赤字规模超 4 万亿(万亿).....           | 47 |
| 图 68: | 财政收入修复较为积极.....                                 | 47 |
| 图 69: | 2022 年 1-9 月, 社保就业、卫生健康及交通运输支出较快.....           | 47 |
| 图 70: | 预计 2023 地方政府专项债新增规模 3.65 万亿(亿).....             | 48 |
| 图 71: | 卖地收入修复较慢, 扰动政府性基金支出.....                        | 48 |
| 图 72: | 财政贴息有助于降低部分行业融资成本.....                          | 50 |
| 图 73: | 十四五期间高耗能行业重点领域节能降碳改造升级路线已明确, 2023 年相关投资易落地..... | 52 |
| 图 74: | 实际使用外资累计同比接近历史高位.....                           | 53 |
| 图 75: | 2020 年 2 月以来新设外资项目数总体平稳.....                    | 53 |
| 图 76: | 我国实际利用外资行业分布.....                               | 54 |
| 图 77: | 高技术产业外商直接投资累计同比显著高于服务业.....                     | 54 |
| 图 78: | 中西部地区实际使用外资加速, 东部地区平稳.....                      | 54 |
| 图 79: | 部分省份实际利用外资累计同比走势.....                           | 55 |
| 图 80: | 2022 年以来全国及部分省份稳外资举措.....                       | 56 |
| 图 81: | 安全思维需要从“应对补救式”向“前瞻预防式”政策优化(以光伏产业政策为例).....      | 57 |
| 图 82: | 提升重点产业链供应链韧性和安全的五大重点方面.....                     | 58 |
| 图 83: | 2023 年美国 GDP 增速预测(%).....                       | 60 |
| 图 84: | 美国危机后经济增速中枢逐步下移(%).....                         | 61 |
| 图 85: | 美国疫情管控力度指数进入 2022 年后持续下行.....                   | 61 |
| 图 86: | 美国财政回归常态化阶段(%).....                             | 61 |
| 图 87: | 美国当前职位空缺数仍位于历史高位(千人).....                       | 61 |



|   |    |
|---|----|
| 图 88: 美国企业资本开支与企业库存行为高度相关 (%)                               | 62 |
| 图 89: 美国企业总库存及分项增速 (%)                                      | 62 |
| 图 90: 美国消费自 2021 年 4 月起突破疫前趋势线 (十亿美元)                       | 63 |
| 图 91: 美国最末 20% 低收入群体的资产负债率 (%)                              | 63 |
| 图 92: 美国成屋销售拐点领先耐用品消费 (%)                                   | 63 |
| 图 93: 成屋销售和美债利率有较强负相关关系 (%)                                 | 63 |
| 图 94: 美国消费各大分项走势 (十亿美元, 耐用品和非耐用品对应右轴)                       | 63 |
| 图 95: 美联储对通胀压力贡献的拆解 (%)                                     | 64 |
| 图 96: 美国逐季通胀增速中枢预测 (%)                                      | 64 |
| 图 97: OPEC 减产执行率持续走高, 刻意维持油价紧平衡                             | 65 |
| 图 98: 美国页岩油资本开支意愿较弱 (左轴: 个, 右轴: 美元)                         | 65 |
| 图 99: 美国就业市场总需求的增长自 2022 年 3 月以来陷入停滞                        | 67 |
| 图 100: 美国当前非农职位空缺数仍处高位 (千人)                                 | 67 |
| 图 101: 欧洲主权利差和企业信用利差走势图 (%)                                 | 68 |
| 图 102: 美联储政策利率和通胀的共性关系 (% , 1982 年以前为贴现率, 此后为联邦基金利率)        | 70 |
| 图 103: 美国不同货基的净资产规模 (百万美元)                                  | 71 |
| 图 104: 美国政府货基投向的标的资产占比 (%)                                  | 71 |
| 图 105: 美国政府货基国债持有量剩余期限占比 (%)                                | 71 |
| 图 106: 美国非政府货基国债持有量剩余期限占比 (%)                               | 71 |
| 图 107: 财政当前的平均债务久期位于 1980 年以来最高点                            | 72 |
| 图 108: 财政部债务结构中 1 年期以下短债占比较低 (%)                            | 72 |
| 图 109: 欧洲过去 5 年平均每月的天然气消费量                                  | 73 |
| 图 110: 俄罗斯对欧洲各条天然气管线的输送量                                    | 73 |
| 图 111: 欧洲债务压力国的政府部门 2013 年后整体加杠杆 (%)                        | 73 |
| 图 112: 欧元区基准利率和 10 年意债收益率即将触及 2011 年水平 (%)                  | 74 |
| 图 113: 英国 2021 年末涉及 LDI 的养老金计划达 1.5 万亿英镑                    | 75 |
| 图 114: 2022 年以来 EURIBOR 利率也面临较大上行压力 (%)                     | 75 |
| 图 115: 欧债的持仓结构 (%)  | 76 |
| 图 116: 日本杠杆率在美欧日等 MMT 经济体中位于首位                              | 78 |
| 图 117: 日本通胀压力相对可控 (%)                                       | 78 |
| 图 118: 欧洲 CPI 上行主要源自能源价格上涨                                  | 84 |
| 图 119: 2022 年 IMF 两次关于 GDP 增速的预测情况                          | 85 |
| 图 120: 2022 年 IMF 两次关于通胀率的预测情况                              | 85 |
| 图 121: XBB 变种导致新加坡确诊病例加速上升                                  | 86 |
| 图 122: 2019-2022 年全球食品价格指数变动                                | 86 |
| 图 123: 2019-2022 年全球食品价格指数变动——谷物类                           | 86 |
| 表 1: 2023 年分季度固定资产投资增速预测 (所有数值均为当季名义同比, 单位: %)              | 10 |
| 表 2: 我国国防军费开支 (单位: 亿元)                                      | 12 |
| 表 3: 各类型企业在地产投资中的占比   | 13 |
| 表 4: 消费分化特征显著收敛, “宅经济”有所降温                                  | 20 |
| 表 5: 2023 年分季度 GDP 及三驾马车增速预测 (除实际 GDP 外所有数值均为当季名义同比, 单位: %) | 24 |
| 表 6: 2023 年生产法 GDP 预测值                                      | 25 |
| 表 7: 2023 年分季度名义 GDP 增速预测 (所有数值均为当季同比, 单位: %)               | 30 |
| 表 8: 疫后美国财政刺激规模总览   | 60 |

|  |    |
|--|----|
| 表 9: 美国核心工会情况.....                           | 66 |
| 表 10: 2022 年以来美国企业裁员清单不完全统计 (裁员人数千人以上) ..... | 67 |
| 表 11: 美国主体跨境持有欧债的规模及占比情况 (%) .....           | 69 |
| 表 12: 2023 财年美国财政部债务结构估算 (亿美元) .....         | 72 |
| 表 13: 欧央行购债对欧洲债务压力国的支持力度 .....               | 74 |
| 表 14: 俄罗斯断气对欧洲经济的冲击程度 (%) .....              | 76 |
| 表 15: 安倍经济学和岸田文雄的新资本主义理念比较 .....             | 78 |
| 表 16: 日本央行小幅下调经济增长预期、小幅上调通胀预期 (%) .....      | 78 |
| 表 17: 2022 年 9 月至 10 月全球发生多次大地震 .....        | 87 |
| 表 18: 2023 年宏观经济数据预测 .....                   | 88 |

## 1 万里风云、峰回路转，宏观四大不确定性消除预期全面反转！

全球正在经历百年未有之大变局，万里风云，地缘政治将持续影响经济和市场。展望2023年，扰动市场的宏观不确定性因素将逐一淡化，峰回路转，权益市场也将养精蓄锐迎来新的转机。转机主要源自四大层面，经济层面主要是房地产中长期规划出台后政策预期的明朗化；疫情层面主要是联合国定义“大流行”结束后我国疫情防控体系在“动态清零”框架下进一步优化；地缘层面主要是2022年冬季来临后俄乌战局将逐步进入动态均衡阶段，战事不确定性下降；海外层面主要是欧债压力风险出清后，金融稳定的压力和美国通胀的回落驱动美联储在2023年Q2给出更为明确的政策转向信号，海外流动性紧缩的最大不确定因素将转向并趋于宽松。综合考虑全球不确定性因素拐点的潜在时间，我们认为2023年两会后市场预期将迎来转折，权益市场将在Q2起进入慢牛通道。

**地缘政治层面**，预计2022年冬季来临后俄乌战局将逐步进入动态均衡阶段。我们认为俄乌战争自2022年2月24日爆发后共经历三大阶段：2月末至4月初以俄军出兵基辅为标志，处于俄罗斯进攻阶段；4月初-9月初以马里乌波尔围攻为标志，俄乌进入僵持阶段；9月初以哈尔科夫区域的反攻为标志，乌克兰进入反攻阶段，在此期间俄乌战事的反复、升级，尤其是克里米亚刻赤大桥被轰炸后核战争概率的小幅提升均放大市场波动。9月以来以乌克兰四大区公投为标志，俄罗斯的战术目标逐步明确。俄罗斯方面，9月俄罗斯的局部军事动员也说明俄罗斯军力及后勤存在困难。乌克兰方面，美国中选后对乌克兰军援的力度可能下降；从当前选情看，中选后两院分立共和党执掌众议院的概率较大，众议院共和党领袖麦卡锡近期明确表述如果共和党拿下众议院将削减对乌克兰的援助。在俄乌均可能逐步乏力且俄罗斯目标逐步明确后，俄乌双方战争进入动态均衡状态或进行谈判的概率上升，地缘冲突对市场的扰动将逐步下降。即便俄乌战争在2022年冬季扩大化，从目前双方消耗来看，也会在2023年上半年边际减弱。

**海外流动性层面**，在经历欧债压力的风险出清后，预计金融稳定的压力和美国通胀的回落将驱动美联储在2023年Q2给出更为明确的政策转向信号，海外流动性紧缩的最大不确定因素将转向并趋于宽松。伴随俄乌战争在冬天延续，能源供给压力可能进一步推升欧洲通胀并倒逼欧央行持续紧缩。欧央行的大幅紧缩可能在2023年Q1挤破欧洲的主权债务泡沫。从金融稳定的角度来看，欧债压力的风险是当前全球面临最严重的金融稳定问题。我们认为这一风险可能成为美联储货币政策转向的重要诱发因素。此外，叠加美国自身通胀增速回落至政策利率以下，美联储政策可能在Q2迎来拐点。2022年以来美联储超预期紧缩、美债利率上行冲击全球风险资产、美元上行冲击全球汇市和各国央行货币政策的不确定性因素将转向并逐步趋向宽松方向。

**疫情方面**，我们认为伴随联合国定义“大流行”结束，海外疫情管控将进一步放松，我国的疫情防控体系也将在“动态清零”的框架下进一步优化，疫情对国内经济的扰动将逐步淡化。2022年9月联合国大会第77届会议中，联合国曾提出将制定过渡计划，在2023年3月结束疫情。同时，联合国也指出：“结束疫情不代表病毒本身会终结，而是各国有能力对疫情做好管理，并且防护体系要适应新的变异毒株”。根据联合国，这一目标可以通过以下途径实现：一是要持续推进疫苗注射，实现全球70%的疫苗覆盖率目标（根据World In Data，当前全球接受1针及以上疫苗注射的比例约为68.4%），其中医疗工作人员、危险人群（老年人以及免疫力低下人群）的注射覆盖率要达到100%（根据联合国，当前各国卫生工作人员和老年人的平均接种率约为75%）。在此基础上进一步推进增强针的注射。二是要消除检测缺口，在新变异毒株的潜在威胁下，不能轻易放松检测力度。三是进一步研发新冠药物。在新冠疫苗、核酸检测、新冠药物等防护体系逐步完善的情况下，联合国可能定义“大



流行”结束，各国将进一步放松疫情管控（根据全球疫情应对严格指数，当前全球各国的管控力度仍高于 2020 年初的疫前水平），我国的疫情防控体系也将在“动态清零”框架下进一步优化。

国内基本面方面，预计地产中长期规划将在 2023 年两会后出台，地产政策及市场预期将进一步明朗、明确，伴随停工停贷的逐步改善和需求侧组合拳的配合，2022 年经济的最大拖累项地产投资将企稳回升。二十大报告明确提出“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”；2022 年 3 月国务院金融委会议中曾提出：“要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施”。我们认为按照二十大总体要求，未来将进一步推出房地产的中长期规划文件，对应金融委会议提出的“新发展模式”。从时间点来看，预计 2023 年两会可能对地产规划有进一步指引明确，中长期规划在两会后出台的概率更大。2022 年各项保交楼及纾困措施稳步推进后卓有成效，预计这一风险在 2022 年内将得到有效控制。2023 年起，我们认为将逐步推进中长期规划，对应金融委会议中提出的时间顺序。我们预计规划的核心将引导房地产行业将进一步公用事业化，保障性质的租赁住房占比将进一步提升，国有性质的主体要更多参与并在住房供应和保障体系中发挥更大的作用。

万里风云、峰回路转，综合考虑海内外不确定性因素的拐点，我们认为 2023 年两会前后市场预期将迎来转折，权益市场将在 Q2 起进入慢牛通道。

## 2 国内经济：逐步回到潜在增速附近波动

### 2.1 预计 2023 年固定资产投资增速可达到 7.4%

从先行指标看，2023 年投资需求将稳定增长。2022 年前三季度，新开工项目计划总投资同比增长 20.8%，投资项目（不含房地产开发投资）到位资金增长 21.3%。同时，我们判断 2023 年将落实盘活地方专项债结存限额、专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造、加快农业农村基础设施建设等系列举措，推动扩大有效投资。

我们预计，2023 年固定资产投资（不含农户）同比增长 7.4%，较 2022 年有所提升。分领域看，资本开支动能分化明显，基础设施投资同比增长 5.3%，制造业投资同比增长 11.4%，房地产开发投资同比增长 1.4%。

第一，投资动能持续，制造业延续挑大梁格局。2022 年 1-9 月份，制造业投资同比增长 10.1%，增速高于全部投资 4.2 个百分点。最值得关注的是，外生产业政策驱动下的资本开支成为制造业投资的核心增量，高技术制造业投资保持良好增势。其中，电子及通信设备制造业投资增长 28.8%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长 26.5%，计算机及办公设备制造业投资增长 12.6%。

第二，政策扶持带动基建保持一定韧性。2022 年下半年以来经济下行压力依旧较大，增量政策持续加码。2022 年 4 月 26 日中财委会议明确要求推进现代化基建体系建设，基建作为稳住宏观经济大盘的抓手，准财政工具开始积极发力，6 月 1 日起央行调增政策性银行 8000 亿元信贷额度，6 月 29 日宣布通过发行金融债券等筹资 3000 亿元，此类工具可以通过准财政方式代替财政发挥一定的作用，补充资金缺口，特别是非专项债覆盖的、以卖地收入、预算内资金支持的低收益和公益类项目，填补资金缺口促进实物工作量更快形成。我们认为，随着相关政策大概率延续至 2023 年，宏观政策不会出现急转弯，有望支持后续基建维持较高增速。

第三，2023 年地产投资走势仍有不确定性。近期央行公布数据显示，2022 年 9 月抵押补充贷款（PSL）净新增 1082 亿元，期末余额为 26481 亿元。这是自 2020 年初以来央行再度启用 PSL 工具，且力度超过初次发行以来的大多数月份。PSL 是指央行以质押方式向政策性银行提供的特种贷款，主要用于支持国民经济重点领域、薄弱环节和社会事业发展，是保交楼和稳民生的重要抓手。我们认为，房地产行业供给与需求两端的核心矛盾仍在于居民预期问题。2022 年 1-9 月地产投资累计增速-8.0%，较前值继续下滑 0.6 个百分点，地产投资延续下滑，停工停贷仍是当前地产核心矛盾，基本面难以出现实质性改善。

表1：2023 年分季度固定资产投资增速预测（所有数值均为当季名义同比，单位：%）

| 时间段       | 固定资产投资 | 制造业  | 基础设施建设<br>(不含电力) | 房地产   |
|-----------|--------|------|------------------|-------|
| 2023 年 Q1 | 2.0    | 9.5  | 1.2              | -12.3 |
| 2023 年 Q2 | 9.3    | 15.0 | 8.0              | -1.0  |
| 2023 年 Q3 | 9.3    | 10.6 | 7.2              | 8.6   |
| 2023 年 Q4 | 8.2    | 10.5 | 3.3              | 8.4   |
| 2023 年    | 7.4    | 11.4 | 5.3              | 1.4   |

资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

### 2.1.1 预计 2023 年制造业投资增速将达到 11.4%

制造业投资是 2023 年的经济强变量，并且已经积累较大市场预期差。当前，国际发展环境日趋复杂，产业链安全存在威胁，工业母机、高端芯片、基础软硬件、开发平台、基本算法、基础元器件、基础材料等瓶颈仍然突出，关键核心技术受制于人的局面没有得到根本性改变。整体来看，我们认为制造业资本开支将主要集中在中上游一系列短板领域，强链补链和产业基础再造是驱动制造业投资的两条主线，国防军费开支同样会成为制造业投资向上弹性的重要支撑，全年制造业投资增速大概率实现 11.4%。

国家安全的重要性提升引领制造业资本开支扩大。新冠肺炎疫情爆发以来，部分西方国家单边主义、保护主义抬头加剧，发起全球范围的贸易战，并将其视为大国竞争的手段工具，通过长臂管辖实现强权目的，对我国产业链供应链稳定构成威胁。围绕强链补链的重要任务，各地依次设计了“链长制”的创新组织方式，在制造业投资的重点项目和重点工程中，形成了有为政府和有效市场的组合。我们认为，加快建设现代化经济体系需要着力提高全要素生产率，围绕产业基础再造和重大技术装备攻关两大工程，推动制造业实现质和量的有效提升。

我们预计，在链长制纵深推进的过程中，2023 年会有更多区域推进“亩均论英雄”的探索，通过财税、土地、用能、人才等政策，在政府性评奖评优、试点项目申报、重点科技项目攻关等方面给予倾斜，在信用评级、贷款准入、贷款授信、担保和还款方式创新、利率优惠等金融服务方面给予制造业重点支持。“亩均论英雄”综合改革，旨在通过亩均效益综合评价和资源要素差别化配置，以最小的资源环境代价获得最大的产出效益。早在 2006 年，浙江绍兴县（现柯桥区）就提出“亩产论英雄”理念。浙江省目前在新一代信息技术、高端装备、现代消费与健康、绿色石化与新材料等领域，以亩均税收、亩均增加值、全员劳动生产率、单位能耗增加值、单位排放增加值、研发经费支出占营业收入之比等 6 项指标为主，结合行业特点设置评价体系，分行业遴选产生领跑企业。

此外，随着俄乌冲突的爆发并表现为常态化的特征，预计 2023 年全球军费开支将会大幅上升，我国未来几年将持续增加国防支出，正向拉动制造业资本开支。如果按用途划分，主要由人员生活费、训练维持费和装备费构成。其中装备费主要用于武器装备的研究、试验、采购、维修、运输、储存等。2019 年发布的《新时代的中国国防》白皮书正显示，国防开支中的装备费用自 2010 年以来不断上升，2017 年这一比例已经攀升至 41.1%，成为占比最大的国防支出细项，高于市场一致预期。

随着军改影响逐步减弱、新式武器装备加速列装、国际地缘政治局势趋于紧张，我们预计未来国防支出或出现加速增长。近年来增长的国防费主要用于加大武器装备建设投入，淘汰更新部分落后装备，升级改造部分老旧装备，研发采购航空母舰、作战飞机、导弹、主战坦克等新式武器装备，稳步提高武器装备现代化水平。

**表2: 我国国防军费开支(单位: 亿元)**

|      | 人员生活费   |        |             | 训练维持费   |        |             | 武器装备费   |        |             |
|------|---------|--------|-------------|---------|--------|-------------|---------|--------|-------------|
|      | 人员生活费   | 增速     | 占比 (%)      | 训练维持费   | 增速     | 占比 (%)      | 装备费     | 增速     | 占比 (%)      |
| 2010 | 1859.31 |        | <b>34.9</b> | 1700.47 |        | <b>31.9</b> | 1773.59 |        | <b>33.2</b> |
| 2011 | 2065.06 | 11.07% | <b>34.3</b> | 1899.43 | 11.70% | <b>31.5</b> | 2063.42 | 16.34% | <b>34.2</b> |
| 2012 | 1955.72 | -5.29% | <b>29.2</b> | 2329.94 | 22.67% | <b>34.8</b> | 2406.26 | 16.62% | <b>36</b>   |
| 2013 | 2002.31 | 2.38%  | <b>27</b>   | 2699.71 | 15.87% | <b>36.4</b> | 2708.6  | 12.56% | <b>36.6</b> |
| 2014 | 2372.34 | 18.48% | <b>28.6</b> | 2679.82 | -0.74% | <b>32.3</b> | 3237.38 | 19.52% | <b>39.1</b> |
| 2015 | 2818.63 | 18.81% | <b>31</b>   | 2615.38 | -2.40% | <b>28.8</b> | 3653.83 | 12.86% | <b>40.2</b> |
| 2016 | 3060.01 | 8.56%  | <b>31.3</b> | 2669.94 | 2.09%  | <b>27.4</b> | 4035.89 | 10.46% | <b>41.3</b> |
| 2017 | 3210.52 | 4.92%  | <b>30.8</b> | 2933.5  | 9.87%  | <b>28.1</b> | 4288.35 | 6.26%  | <b>41.1</b> |

资料来源:《新时代的中国国防》, 浙商证券研究所

综合研判, 我们认为 2023 年制造业投资将会延续强劲态势, 持续引领固定资产投资。我们重点提示, 统筹发展与安全意味着强链补链和产业基础再造已成为制造业投资的新动能, 当前已积累较大的市场预期差。

### 2.1.2 中长期规划出台+地产需求组合拳继续发力投资逐步企稳, 预计 2023 年地产投资增速 1.4%

#### 一、预计 2023 年房地产领域将有更明确的中长期规划出台

我们曾于前期报告《二十大解读: 统筹发展与安全》中指出, 二十大侧重于长期性的顶层路径规划, 会议进一步明确要求的“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”可能会在未来进一步制度化从而形成房地产的中长期规划文件。我们预计规划的核心将引导房地产行业将进一步公用事业化, 保障性性质的租赁住房占比将进一步提升, 国有性质的主体要更多参与并在住房供应和保障体系中发挥更大的作用。考虑 2022 年金融委会议曾明确提出向新发展模式转型的配套措施, 这一规划可能在 2023 年地产风险逐步化解后出台。

2022 年 3 月国务院金融委会议中曾提出: “要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案, 提出向新发展模式转型的配套措施”。结合实际情况来看, 2022 年房地产领域的核心工作主要是防范化解停工停贷衍生的相关风险, 2022 年各项保交楼及纾困措施稳步推进后卓有成效, 从竣工数据来看自 2022 年 8 月起竣工当月增速和银行信贷资金到位情况, 已有明显改善, 我们预计这一风险在 2022 年内将得到有效控制。2023 年起, 我们认为将逐步推进下一阶段工作, 推出房地产向新发展模式转型的配套措施和中长期规划。

有关房地产新发展模式和中长期规划, 2022 年 10 月 16 日中共二十大会议稿中对房地产市场提出的要求为: “加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”(下文简称“要求”)。对于“要求”的具体内涵, 2018 年两会期间住建部长王蒙徽曾进行解释:

“一是大力发展住房租赁市场, 二是因地制宜发展共有产权住房; 三是促进大中小城市协同发展; 四是大力推进棚户区 and 公租房建设, 将外来人口和城市无房户纳入公租房保障体系。”结合上述定义以及部分过往相关文件, 我们认为:

多主体供给的核心是丰富地产市场的参与主体, 尤其是国有性质的主体要更多参与并在住房供应和保障体系中发挥更大的作用。2021 年住建部发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》, 新闻发布会解读中进一步明确“多主体供给”是指农村集体经济组织、企事



业单位、园区企业、住房租赁企业、房地产开发企业等主体均可以参与发展，集体经营性建设用地、企事业单位自有闲置土地、产业园区配套用地、存量闲置房屋、新供应国有建设用地等均可以加以利用，改变政府作为居住用地唯一供应者、房地产开发商作为住房唯一供应者的情况。在“多渠道保障”的要求下，意味着未来供给体系中除商品房外，保障房的供给也要进一步提升。保障房的盈利性低于商品房，客观上需要国有性质主体在未来地产投资中发挥更大的主导作用。自十九大首提“要求”以来，我国地产投资确实呈现国有化占比提高的特征：根据统计局数据，2018年地产投资中国有占比不足5%，2020年已升至6.4%，我们预计这一方向会在地产的中长期规划中进一步明确，这一趋势也将进一步加速。

**表3：各类型企业在地产投资中的占比**

|      | 总计       | 内资       | 国有     | 私营       | 港澳台    | 外商投资   |
|------|----------|----------|--------|----------|--------|--------|
| 2020 | 141442.9 | 134209.8 | 9026.3 | 125183.5 | 4863.8 | 2369.3 |
| 2018 | 120164.7 | 113907   | 5478   | 108429   | 4179.1 | 2078.7 |
|      | 占比       | 内资       | 国有     | 私营       | 港澳台    | 外商投资   |
| 2020 | 100%     | 94.9%    | 6.4%   | 88.5%    | 3.4%   | 1.7%   |
| 2018 | 100%     | 94.8%    | 4.6%   | 90.2%    | 3.5%   | 1.7%   |

资料来源：统计局，浙商证券研究所

**多渠道保障的核心是完善保障性住房的供给体系。**《关于加快发展保障性租赁住房的意见》一文中曾明确指出加快完善以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系。其中：保障性租赁住房主要针对人口净流入重点城市中新市民和新青年的住房问题；公共租赁住房主要针对城镇住房和收入双困难家庭，目前已经基本解决，未来不再是发力重心；共有产权住房主要帮助有一定经济实力但买不起房子的居民尽快改善居住条件。三种类型中，保障性租赁住房将是未来政策的重要抓手，住建部住房保障司司长曹金彪曾表示“新市民和青年人多、房价偏高或上涨压力较大的城市，在“十四五”期间，新增保障性租赁住房占新增住房供应总量的比例应力争达到30%以上”。**租购并举则是对“要求”前两条的进一步明确，未来住房租赁尤其是保障性住房租赁将在房屋体系中发挥更为重要的作用。**

综合考虑地产投资趋势以及重要会议的时间节点安排，我们认为相关规划最早在Q2出台的概率较大。一是综合考虑基数效应和停工停贷风波后地产投资的复苏进程，我们认为2023年Q1地产投资增速仍将有一定压力，Q2起增速进一步企稳是出台规划的更好时间点；二是预计2023年两会可能对地产规划有进一步指引明确，中长期规划在两会后出台的概率更大。

二、预计全年地产投资增速1.4%，Q1仍有较大压力，Q2起明显反弹

**预计2023年全年地产投资增速1.4%，Q1、Q2、Q3、Q4逐季增速分别为-12.3%、-1%、8.6%和8.4%。**

**2023年，我们预计当前楼市需求侧的组合拳将继续发力。一是存量政策在居民预期改善背景下政策可以发挥更好效果。**根据克尔瑞统计，仅2022年Q3便有121省市区域累计出台148项地产松绑政策。但2022年6月以来发酵的停工停贷风波反复破坏购房者预期，使得需求侧刺激难以发挥应有效果。7月末以来全国保交楼措施陆续出台，除全国性纾困措施外（政策性银行专项借款方式支持已售逾期交付的住宅项目完成建设交付）；9月以来有13城陆续出台保交楼措施（中指统计数据），竣工数据也于2022年8月起出现明显改善，保交楼的稳步推进改善停工状况也有助于修复市场预期，当前既有的需求侧政策可以发挥更大的作用（尤其是以930个税退税激励新政为代表的政策）。**二是预计2023年在地产需求**



端仍有增量政策。一方面部分存量到期政策可续期，如2022年9月人民银行银保监会发布通知，对于2022年6-8月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，在2022年底前阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限，到期后可能在2023年进行展期。另一方面新增政策依然可期如棚改货币化，伴随央行于预计2022年9月重启PSL（9月新增1082亿余额），除了可能用于保交楼以外，棚改货币化也可能成为潜在投向，考虑到当前三、四线城市房市仍有明显压力，我们认为未来可能仍有部分非核心二线以及三、四线商品房库存较高城市进一步推进棚改货币化安置，拉动地产销售需求。销售的改善有助于改善现金流并提振房企信心。

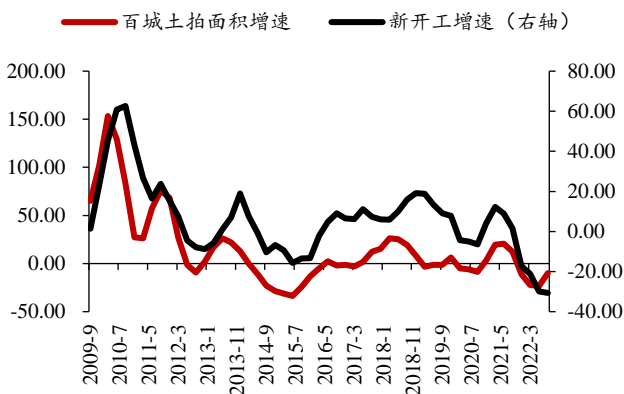
施工是地产投资的基本盘，预计保交楼措施改善停工状况将助力地产投资在2023年逐步企稳。土地成交面积对新开工存在2个季度的领先期，在2022年下半年土地成交面积同比增速持续走低的情况下，我们预计2023年上半年新开工仍将保持低迷，下半年起预计将有明显回暖。然而新开工在地产投资中占比相对较低，施工面积存量较大，是地产投资的基本盘。2022年Q2起停工停贷风波导致年内新增的净停工面积累计同比增速明显抬升，对地产投资形成了明显拖累。2023年保交楼相关措施预计将助力停工项目逐步复工，基本盘的修复有望助力地产投资回归正增长。我们预计2023年全年地产投资增速1.4%，Q1、Q2、Q3、Q4逐季增速分别为-12.3%、-1%、8.6%和8.4%。全年地产投资的渐进修复一是源于停工停贷项目的渐进修复，二是源于需求侧政策进一步发挥实际效果并带动地产投资上行，三是源于基数效应，四是源于地产中长期规划落地后进一步明确市场预期。

图1：2023年地产投资增速预测图（%）



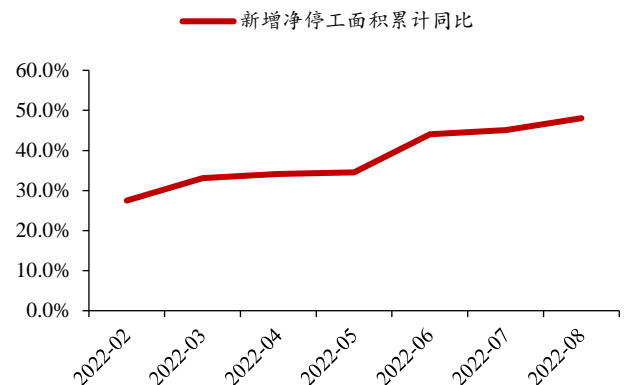
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：土拍成交面积增速对新开工的领先期约2个季度（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：2022年以来新增净停工面积累计同比估算（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：施工是地产投资的基本盘（%）



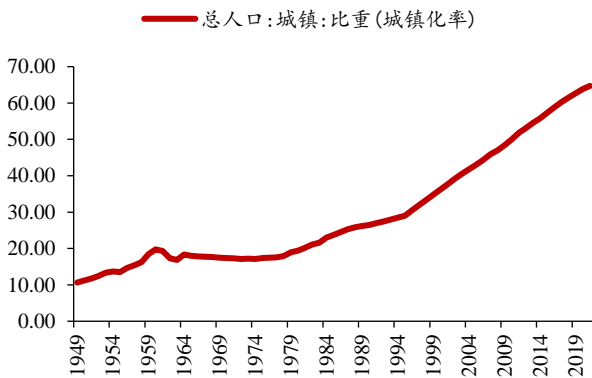
资料来源：Wind，浙商证券研究所

土地成交面积方面，我们预计 2023 年土地购置面积增速将位于-10%至-15%区间，且未来土地购置面积的负增长可能成为常态。一是我们认为经济的长期转型方向是逐步减少地产依赖、转向拥抱制造业，对应地方政府也需要逐步摆脱对土地财政的依赖，未来的财政缺口将更多由政策性金融工具进行填补。二是我国的地产市场正在逐步从增量市场转向存量市场。习近平总书记于 2020 年 10 月在《求是》中发表《国家中长期经济社会发展战略若干重大问题》（以下简称《战略》），其中对我国未来的城镇化战略作出重要规划：

一方面城镇化仍会继续发展，但将逐步从“高速发展”转向“高质量发展”。当前我国城镇化率水平为 64.7%，十四五期间将迈入 65%-70%区间。从发达国家经验来看，城镇化率在达到 70%后城镇化速度将明显减慢；我国自 2015 年以来城镇化速度逐步递减，预计未来城镇化也将逐步从“高速发展”转向“高质量发展”，高质量发展的重点是以人为核心，使城市更健康、更安全、更宜居，成为人民群众高品质生活的空间。

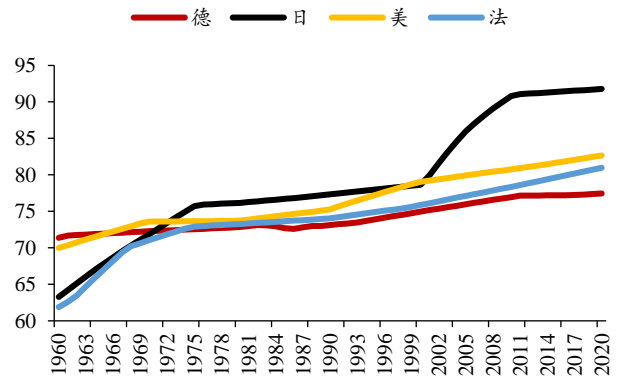
另一方面城镇化转向“高质量发展”后人口密度需合理控制。总书记在《战略》中指出“全国城市都要根据实际合理控制人口密度，大城市人口平均密度要有控制标准”，例如北京市在《北京城市总体规划(2016 年—2035 年)》中提出要降低人口密度。到 2020 年中心城区集中建设区常住人口密度由现状 1.4 万人/平方公里下降到 1.2 万人/平方公里左右，到 2035 年控制在 1.2 万人/平方公里以内。人口密度的合理控制意味着未来房地产市场的（尤其是一线城市）“增量开发”将逐步进入发展瓶颈（密度提升的速率放缓），转向“存量改造”。在这一背景下，未来土地成交面积的中枢可能长期维持低增长或负增长，城市更新等存量改造投资将在地产投资中发挥更大作用（经我们估算，十四五期间城市更新的年均投资规模将达到 2.0-2.5 万亿，详细请参考前期的城市更新系列报告）。

图5：中国城镇化率走势（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图6：部分发达国家的城镇化率走势（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 2.1.3 预计 2023 年基建投资增速 5.3%

预计 2023 年基建投资增速 5.3%，考虑 2022 年的高基数、十四五规划预计复合增速仅为 2-3%、2020 至 2021 年基建投资同比仅为 0.9%和 0.4%、PPI 等价格支撑下降等逻辑，综合来看，2023 年基建投资 5.3%虽然较 2022 年环比回落，但总体维持积极增长态势；主因在于：1）宏观政策保持连续性和稳定性，内疫地产扰动、外需承压、消费隐忧的背景下，基建仍是重要布局方向，推动稳增长、稳就业、稳预期等目标落地。2）地方政府积极性提升，二十大元年已至、十四五规划进入攻坚期，疫情应对等掣肘边际下降，各地方政府积极性提升。3）财政资金、重大项目投资等具有较强惯性，各类财政、准财政及信贷政策支

持下，投向基建领域资金预计保持较高增速。从节奏上来看，考虑基数因素等因素，预计表现为倒U型，Q1至Q4分别达到了1.2%、8%、7%和3.3%。

**宏观政策要保持稳定，基建发力是重要抓手。**我们2023年基建仍将是重要的政策抓手，首先，当下我国三重压力仍未完全化解，疫情、地产等对内需修复仍有压力，海外滞胀预期施压出口，考虑政策实施的有效性、把握政策的冗余度和提前量，我们认为基建是重要的政策抓手；其次，预计2023年将继续强调保持宏观政策的稳定性和连续性，2022年基建适度超前发力扮演重要角色，宏观政策的稳定和持续意味着对基建领域的支持也将延续，预计2023年相对积极的财政及货币政策将成为基建发力的有效保障。其三，政策惯性较强有望支撑，我们在2022年4月外发的报告《现代化基建，着眼长远，兼顾当前》和《首提全面扩大国内需求》提出，年内基建发力并非是突破十四五规划的扩围，而是沿着十四五规划适度超前建设现代化基建体系，各类项目加速开工、推进和建设，我们认为这意味着政策和项目的惯性较强，2023年预计延续2022年的积极特征。

**地方政府积极性提升，攻坚之年基建发力。**我们认为，2023年地方政府积极性有所提升，有助于推进重大项目建设力度，进而带动基建发力。一方面，由于各地方政府存在诸多事权，以收定支的财政纪律决定了地方政府治理的有限性，自然是在不同阶段把握主要矛盾予以应对，回顾疫后三年，2020至2021年，“基本面长期向好”基础下宏观政策更强调从供给侧托底经济、就业等，疫情防控、落实三保是各地方政府关切重点，基建投资增速维持低位增长，显著低于预期。2022年，三重压力之下宏观政策从扩大需求和供给托底两方面发力，基建成为重要抓手实现较高增长。2023年，我们预计，在常态化疫情应对方式、经济动能持续修复的影响下，各地方政府在疫情防控及应对、落实三保托底就业的“精力”将适当下降，有更多“精力”得以谋发展，特别是在十四五规划进入攻坚之年，全面推进十四五规划各项部署的重要性提升，又正值二十大元年地方政府换届完成，预计各地方政府积极性显著提升，谋划经济发展推动重大项目及基建项目建设。

**预计各类投向基建资金较多，成为保障基建发力的重要支持。**基建项目的完整周期包括立项和审批、融资、施工建设和竣工，由于全国各地施工建设的强度、节奏等不同和统计数据获得性较差的原因，较难直接通过汇总投资得到，因而退而求其次，从融资端入手，通过计算投向基建的资金比例来估测基建投资增速。一般来说，投向基建的资金主要分为：1、一般公共预算，主要是交通运输、农林水和城乡社区等支出领域；2、政府性基金中，国有土地使用权出让收入形成的支出；3、地方政府专项债；4、银行信贷，包括商业银行及政策性银行，用于基建项目的配套贷款；5、城投平台融资用于支持基建；6、其他资金，包括非标及PPP项目对基建的支持，专项建设基金等也包含在内。我们预计2023年各类投向基建资金较多，将成为保障基建发力的重要支持：

**首先，财政稳步发力，预算资金有保障；**预计2023年财政资金对基建的支持力度较强，一般公共预算支出规模有望进一步提升至27万亿，新增专项债规模与投向基建比例预计和2022年较为接近，预计2023年卖地收入适当修复带动其投向的基建资金体量回升。

**其次，准财政工具预计仍将发挥重要作用。**2022年下半年为填补财政收支缺口动用了一系列准财政工具，如调增政策性银行贷款、增加专项建设基金等方式支持基础设施建设。2023年我们预计准财政工具仍将发挥积极作用，一方面央行增加PSL投放支持政策性金融机构服务基建，另一方面专项建设基金作为资本金可能续期或常态化实施支持基础设施建设，将是基建发力的重要方向。

**其三，信贷、债券等资金支持较强。**基建项目作为商业银行的重要投向，在房地产整体相对低迷的状态下吸引力显著提升；未来，随着房地产公用事业化改革的推进和完成，

预计央企、国企等参与房地产积极性提升，从商业模式上来看，国企、央企作为基建投资参与主体，可以进一步从事统筹房地产与广义基建的城市整体开发业务。我们预计 2023 年新增信贷有望进一步提升至 22.5 万亿元，2022 年受地产和终身追责扰动的城投平台融资也将适当改善。

综合来看，我们根据基建到位资金递推基建投资增速，预计 2023 年基建投资同比增速为 5.3%。

## 2.2 疫情防控持续优化，消费潜力有所释放

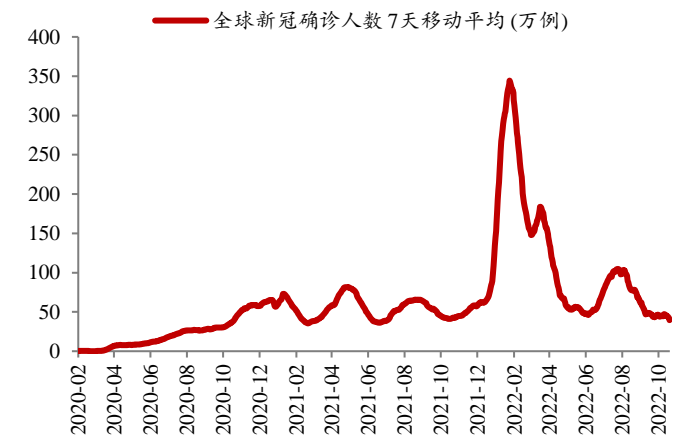
预计 2023 年全年社会消费品零售总额名义增速为 6.6%，相较 2022 年显著提升，低于疫前 8~9% 的增速水平。一方面，疫情防控会进一步优化，消费场景将逐渐活跃，消费潜力有望释放，但另一方面，由于疫情的反复冲击，居民的收入预期不稳定，预防性储蓄行为增加，居民边际消费倾向下降，消费增速中枢短期内较难回到疫情前水平。

### 2.2.1 疫情防控水平进一步提升，消费场景有望逐渐活跃

国际组织宣布“大流行”结束后，我国疫情防控体系将在“动态清零”大框架下进一步优化，消费场景有望逐渐活跃。

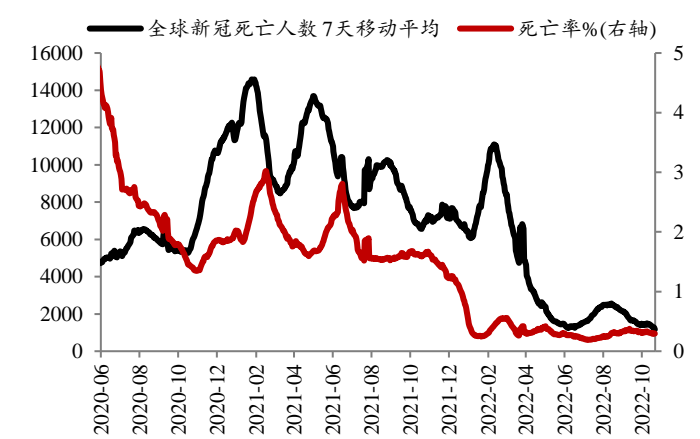
一方面，2022 年 9 月联合国大会第 77 届会议中，联合国曾提出将制定过渡计划，在 2023 年 3 月结束大流行定义。奥密克戎从 2021 年 11 月被发现并成为主要流行毒株以来，近一年没有出现新的流行变异毒株，之前从阿尔法、贝塔、伽马、德尔塔到奥密克戎每 3~4 个月出现一个新流行毒株的规律被打破，新冠病毒不断迭代升级导致的不确定性有所下降。另外，WHO 数据显示，全球的新冠确诊人数和死亡人数中枢均有所下降。

图7：新冠确诊人数中枢下移



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8：新冠死亡人数中枢下移（单位：例）

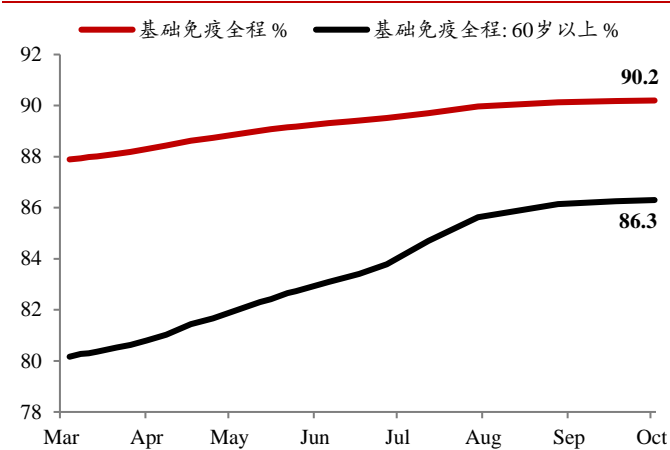


资料来源：Wind，浙商证券研究所

另一方面，新冠疫情发生两年多以来，我国做了大量的抗疫准备工作，并积累了丰富的疫情防控经验。其一，疫苗接种工作取得重大进展。截至9月底，我国新冠疫苗全程接种率已经达到90%以上，60岁以上人口全程接种率达到86.3%，其中加强针接种率达到67%，有效地降低了重症率、死亡率，5月27日以来我国累计报告新冠感染者超10万例，报告死亡0例。其二，基层医院不断提升新冠疫情的应对能力。政策重点支持县级新冠肺炎定点医院、后备定点医院基本医疗服务能力和新冠肺炎患者收治能力，谨防医疗资源挤兑的可能性。其三，新冠特效药研发持续开展，多款国产新冠口服药物进入临床试验阶段，为居家隔离和自主治疗提供良好条件。

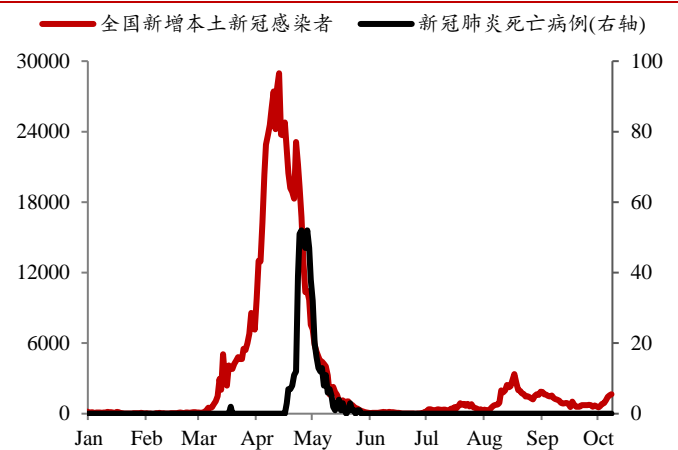


图9: 60岁以上人口新冠疫苗全程接种率已达85%以上



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图10: 全国自5月27日后未出现新冠肺炎死亡病例



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

从第九版防控方案的改进、行程卡去星、全国核酸互认、中国香港试验“0+0”等各方面的努力中，我们可以看出，**疫情防控思路的重点之一就是尽量不以严格限制人的流动为代价来控制疫情**。2022年4月，中共中央、国务院印发《关于加快建设全国统一大市场的意见》，指出建设全国统一大市场是构建新发展格局的基础支撑和内在要求，其中物资、人员的畅通流动是其中的重要一环。

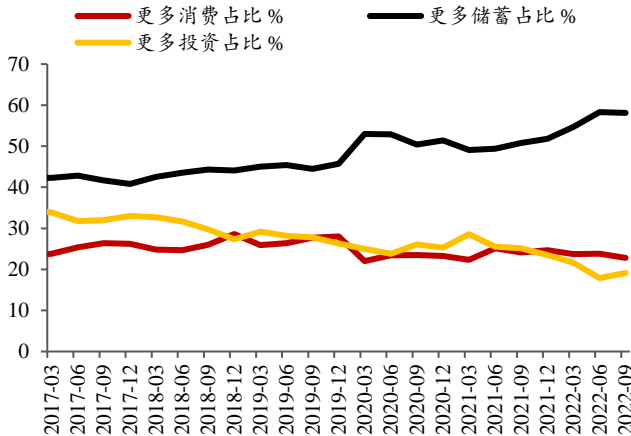
随着我们对于病毒的了解更加深入，**防控经验更加丰富，疫情防控水平有望进一步提升，消费场景有望逐渐活跃**。2022年1-2月社零同比增长6.7%，大幅超出市场预期，最重要的原因就是2022春节不强制“就地过年”，要求各地不能层层加码，走亲访友、家庭聚餐等线下消费场景修复，带动餐饮业等行业加速修复。随着防控方案的进一步优化，零星疫情的出现将不再影响居民正常出行以及线下消费场所的正常经营。消费场所能够稳定营业，消费者能够安心消费，经济进入“消费复苏→企业盈利上升→就业形势好转、员工收入上升→消费复苏”的正向循环，消费将逐步进入供需双向扩张的新常态。

### 2.2.2 预防性储蓄增加，疫情对于消费的冲击逐渐“长期化”

由于疫情的反复冲击，居民的收入预期不稳定，**预防性储蓄行为增加，边际消费倾向有所下降**。央行城镇储户调查显示，疫情之后居民储蓄意愿不断上升，2022年上半年居民人均可支配收入累计名义同比增速为5.3%，但同期金融机构储蓄存款余额同比增速高达14.5%，二者之差不断扩大。统计局数据显示，2022年4月份起消费者信心指数跌入历史低位，下降幅度远超2020年疫情发生之初。从城乡一体化住户调查中也可以看出，居民的平均消费倾向有逐年下降的趋势。

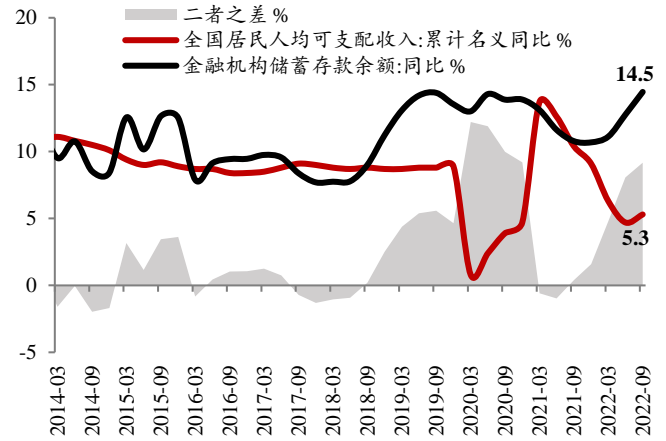


图11: 央行城镇储户调查显示, 疫情后储蓄意愿不断上升



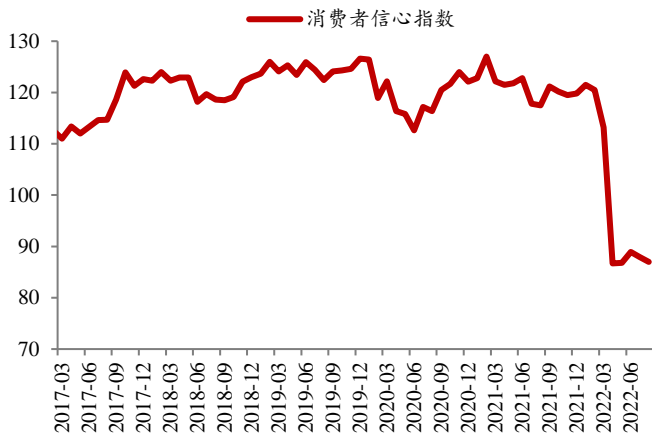
资料来源: 中国人民银行, 浙商证券研究所

图12: 储蓄增速与收入增速之差不断走阔



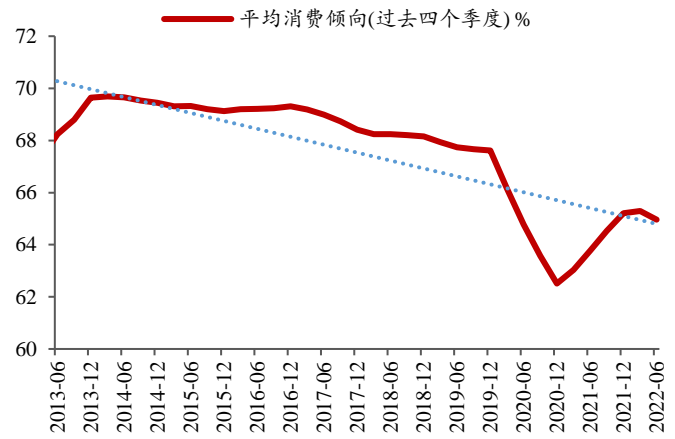
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 消费者信心指数回落幅度较大



资料来源: Wind, 国家统计局, 浙商证券研究所

图14: 城乡一体化调查显示, 居民平均消费倾向逐年下移



资料来源: 国家统计局《住户收支与生活状况调查》, 浙商证券研究所

社零的结构数据也可以从侧面说明, 消费者开始从“有钱没处花”逐渐转向“留钱省着花”。2020年疫情发生以来, 为了打赢疫情防控保卫战, 一些聚集性、接触性消费经营场景受到抑制, 使得相应的消费行为转向了具备“宅经济”属性的消费品, 如通讯器材、体育娱乐用品、文化办公用品等, 这证明了居民的消费意愿依然较强, 储蓄更多是“被动式”上升, 2021年这个特征依然显著, “宅经济”和“必需品”的增速依然强劲。

但是, 进入2022年以来, “宅经济”类消费品的增速也略显疲态, 通讯器材、文体用品的增速都显著回落, 消费结构分化的特征开始收敛, 疫情对消费影响开始“长期化”——从冲击消费场景逐渐转向影响收入预期。

表4: 消费分化特征显著收敛, “宅经济”有所降温

| 消费分类  | 社零分项   | 2020年受疫情冲击程度    |             | 2021年消费分化修复 |               | 2022年分化特征收敛 |  |
|-------|--------|-----------------|-------------|-------------|---------------|-------------|--|
|       |        | 2020增速 - 2019增速 | 2021年两年复合增速 | 2021年两年复合增速 | 2022年1-9月社零增速 |             |  |
| “宅经济” | 通讯器材   | 4.4             | 13.7        |             | 0.2           |             |  |
|       | 饮料     | 3.6             | 17.2        |             | 6.9           |             |  |
|       | 文化办公用品 | 2.5             | 12.1        |             | 6.8           |             |  |
|       | 体娱用品*  | 0.4             | 15.0        |             | 1.0           |             |  |
| 必需品   | 粮油食品   | -0.3            | 10.3        |             | 9.1           |             |  |
|       | 中西药品   | -1.2            | 8.8         |             | 9.4           |             |  |
|       | 烟酒     | -2.0            | 13.0        |             | 4.7           |             |  |
|       | 日用品    | -6.4            | 10.9        |             | 2.0           |             |  |
| 社交属性低 | 汽车     | -1.0            | 2.8         |             | 0.4           |             |  |
|       | 书报杂志*  | -7.6            | 5.2         |             | 6.6           |             |  |
|       | 建筑装潢   | -5.6            | 8.2         |             | -4.9          |             |  |
|       | 家电     | -9.4            | 2.9         |             | 0.7           |             |  |
|       | 家具     | -2.1            | 3.2         |             | -8.4          |             |  |
| 社交属性高 | 化妆品    | -3.1            | 11.7        |             | -2.7          |             |  |
|       | 金银珠宝   | -5.1            | 11.2        |             | 2.2           |             |  |
|       | 纺织服装   | -9.5            | 2.6         |             | -4.0          |             |  |
|       | 石油及制品  | -5.7            | 1.8         |             | 14.0          |             |  |
|       | 餐饮     | -26.0           | -0.5        |             | -4.6          |             |  |

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

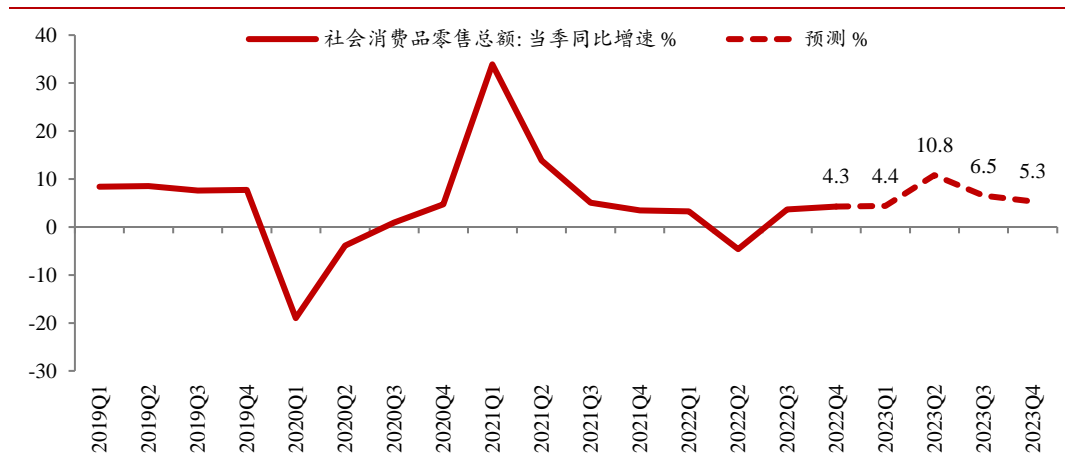
注1: 按照受疫情冲击的大小程度, 我们把消费品分为四类: 必需品包括粮油食品、烟酒、日用品、中西药品; “宅经济”包括通讯器材、饮料、文化办公用品、体娱用品; “低社交属性”包括汽车、书报杂志、家具、家电、建筑装潢; “高社交属性”包括餐饮、石油及制品、纺织服装、金银珠宝、化妆品。

注2: 体娱用品和书报杂志9月数据暂未更新, 表中为1-8月累计增速。

### 2.2.3 预计2023年社会消费品零售总额名义增速为6.6%

综上所述, 我们预计2023年社会消费品零售总额名义增速为6.6%。未来疫情防控与经济发展之间会取得一个更加有效的均衡, 疫情管控持续优化, 消费经营场所更加稳定, 消费场景更加丰富, 消费潜力有望得到进一步释放。不过, 由于疫情的反复冲击, 居民的收入预期不稳定, 预防性储蓄行为增加, 边际消费倾向有所下降, 消费增速中枢短期内较难回到疫情前水平。从节奏上来看, 2022年Q4社零同比增速为4.3%, 2023年四个季度分别为4.4%、10.8%、6.5%和5.3%, 整体呈现倒U型, 二季度因为基数较低成为全年高点。

图15: 预计2023年社零增速为6.6%, 二季度为全年高点



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

从分项上来看，如上文所述，我们认为消费结构分化的特征开始收敛，“宅经济”消费的优势有所弱化，未来重点关注三个方面：第一，海外风险尚未解除，疫情仍有反复概率，居民将保持“防御性”的消费需求，必需品消费仍将保持强势；第二，随着人员流动强度恢复，以出行、餐饮为代表的高社交属性消费有较大改善空间；第三，预计汽车购置税减半政策阶梯式退出，2023年符合要求的乘用车购置税税率预计减征至7.5%，与2017年的情况类似，购置税优惠政策的延续仍将对车市形成一定支撑。

### 2.3 进出口：出口关注供给优势，进口跟随内需节奏

2023年，预计我国供给优势将助力出口维持韧性，人民币计价出口增速2.7%，内需逐步渐进回暖，人民币计价进口增速达到4.8%，货物贸易顺差较2022年下降3%，略超过6万亿元。

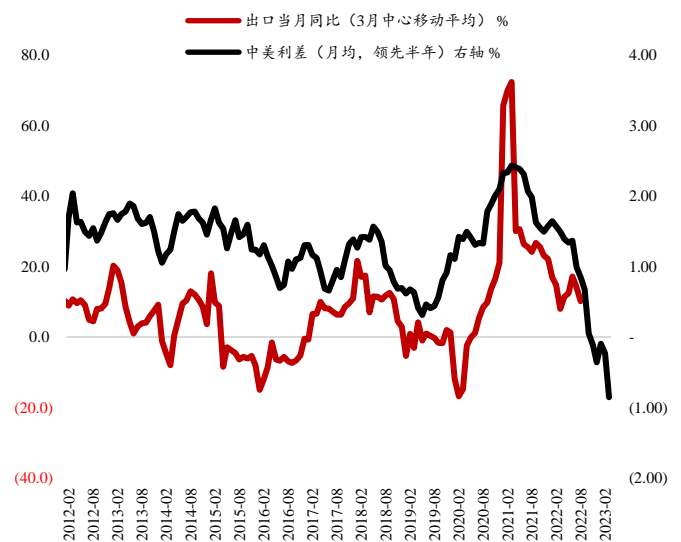
**海外从滞胀到衰退，外需回落几成定局。**2022年地缘政治冲突、能源危机等因素导致海外经济体出现了显著的滞胀特征，为应对历史级的通胀压力，美联储、欧央行等先后连续加息、开启缩表以收紧货币政策应对通胀及通胀预期，预计2023年受货币政策收紧的和通胀成本冲击的滞后影响，海外经济衰退几成定局，我们预计2023年美国 and 欧盟经济增速分别为1.3%和0左右，此前10月中旬IMF公布了最新一期全球经济预测，再次调低主要经济体2023年经济增长预测，根据IMF预测2023年全球经济增速将进一步下行至2.7%（2022年预计为3.2%）。作为全球外贸第一大国，全球总需求回落将对我国外需产生一定拖累，进而施压出口。中美利差是可以反映中美两国的未来基本面相对预期，且对出口有一定领先性左右（大概半年），当前资产价格反映的是“美国较高的利率水平会加剧其未来衰退走势进而拖累我国出口”，且预期较为悲观。

图16：IMF最新全球经济预测

| 2022年10月IMF最新全球经济展望 |      |       |       |
|---------------------|------|-------|-------|
| 实际GDP增速             | 2021 | 2022f | 2023f |
| 世界                  | 6.0  | 3.2   | 2.7   |
| 发达经济体               | 5.2  | 2.4   | 1.1   |
| 美国                  | 5.7  | 1.6   | 1.0   |
| 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                 | 6.6  | 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   |
| 亚洲新兴市场和发展中经济体       | 7.2  | 4.4   | 4.9   |
| 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   |
| 欧洲新兴市场和发展中经济体       | 6.8  | 0.0   | 0.6   |
| 俄罗斯                 | 4.7  | -3.4  | -2.3  |
| 拉美和加勒比地区            | 6.9  | 3.5   | 1.7   |
| 巴西                  | 4.6  | 2.8   | 1.0   |
| 墨西哥                 | 4.8  | 2.1   | 1.2   |
| 中东和中亚               | 4.5  | 5.0   | 3.6   |
| 沙特阿拉伯               | 3.2  | 7.6   | 3.7   |
| 撒哈拉以南非洲             | 4.7  | 3.6   | 3.7   |
| 尼日利亚                | 3.6  | 3.2   | 3.0   |
| 南非                  | 4.9  | 2.1   | 1.1   |
| 新兴市场和中等收入经济体        | 6.8  | 3.6   | 3.6   |
| 低收入发展中国家            | 4.1  | 4.8   | 4.9   |

资料来源：IMF，浙商证券研究所

图17：中美利差反映基本面相对预期，海外衰退预期对我国出口的预期走势较为悲观



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**2023年出口韧性核心来源于供给侧。**2020年，在全球总需求低迷的背景下，我国疫情防控及疫后修复领先全球，奠定了我国供应链优势填补海外供给缺口，继而实现了较强一段时间的出口超预期。站在2022年展望2023年，我们认为在海外经济滞胀预期不断加剧且兑现的过程里，中国的供给优势有望进一步显现：

一方面源于我国可持续的疫情应对方案保障了供应链的畅通，在动态清零的总方针下，通过一系列常态化应对方式较好的维护了物流的有序畅通，2022年4月、8月的两轮

压力测试可以看到国内疫情对出口的扰动基本控制在一个月以内，主要港口外贸吞吐量等数据修复较快已有反映，正如我们在2020年7月《两个大循环的另类观：从供给侧视角看净出口持续超预期》提出的，当下一系列风险事件（俄乌冲突、能源危机、工人罢工、新冠疫情等等）既冲击需求又冲击供给，我国依靠国内大循环的有序畅通奠定供给优势，进而促进国际国内大循环来促进出口、抢占海外经济体的贸易份额，两个大循环的有序畅通有助于我国出口发挥供给优势。

另一方面我国供给优势源于海外供给的低迷，海外供给在供应链的稳定性、新增产能意愿等均受到显著冲击，具体表现在：

1、社会撕裂、工人罢工。疫情、高通胀等因素加剧贫富差距，体现为社会撕裂和民粹主义抬头，工人提高工资诉求提升，工会对抗力量增强，在挪威、韩国、加拿大、美国等地接连出现大规模工人罢工，物价-工资螺旋式上升与罢工冲击供应链稳定性施压海外供给。根据我们梳理，年内海外已发生超过20起大范围工人罢工事件。以美国为例，根据BLS统计，今年8月全美共有4轮涉及停工人数千人以上的大规模罢工，是过去10年的最高水平；根据康奈尔大学统计，2022年全美范围曾累计爆发罢工298起，如果未来其他强势工会也效仿铁路工会主导罢工并要求提薪，罢工可能进一步加剧，冲击美国供应链，未来存在罢工风险的可能有：1）教育行业，对应全国教育协会是全美最大的单一行业协会；2）护士等保健工作行业，对应服务业国际联盟是全美第四大工会；3）运输司机行业，对应国际运输司机协会是全美第六大工会；4）食品、汽车、钢铁等也需关注。

2、全球供应链在采购、生产、制造、物流、仓储等方面受到各类冲击。受疫情、地缘政治因素、成本冲击等因素影响，根据我们梳理，全球供应链仍面临多重不确定性冲击，采购、生产、物流、仓储、分销等领域均有表现，根据我们的梳理，物流不畅、生产停滞表现较为突出。

3、滞胀环境下，资产负债表受挫，企业扩产意愿受限。由于持续的疫情和成本通胀冲击，企业资产负债表和现金流量表在2020年后显著恶化仍未痊愈，破产、倒闭企业不胜枚举，叠加2023年海外经济体滞胀走势进一步加剧，需求下降、成本上行的组合冲击，企业扩产意愿受限，供给能力较弱。

图18：海外经济频发罢工事宜，冲击生产制造、物流运输等供给体系

| 2022年海外罢工情况           |                             |                       |  |
|-----------------------|-----------------------------|-----------------------|--|
| 时间                    | 相关人员                        | 罢工原因                  | 解决方案   |
| 2022年12月28日-2022年3月2日 | 韩国快递工会                      | 不满合同“当日配送”要求，无法避免过劳   | 签署以现有合同剩余期限为合同期的新标准合同，并就附属协议进行磋商             |
| 2022年3月14日            | 西班牙运输业                      | 燃油价格上涨                | 西班牙政府与运输业群体达成燃油价格补贴的协议                       |
| 2022年3月21日            | 加州雪佛龙炼油厂                    | 不满薪资                  | 雪佛龙与工会签署临时协议                                 |
| 2022年4月1日             | 巴西央行员工                      | 不满薪资                  | 巴西政府计划提高公共工资                                 |
| 2022年4月5日             | 秘鲁                          | 物价高涨                  | 进入紧急状态并实施宵禁                                  |
| 2022年4月8日             | 意大利天然气相关行业                  | 天然气价格上涨               | 延长削减燃料消费税措施、取消天然气消费税、将增值税降至5%                |
| 2022年5月9日             | 斯里兰卡                        | 不满现政府                 | 原总理、多位部长辞职<br>总统出逃，总理代行总统职权                  |
| 2022年6月3日             | 福特汽车印度金奈工厂工人                | 不满裁员方案                | 提供遣散费，提出相关保障方案                               |
| 2022年6月7日             | 韩国全国民主劳动组合总联盟旗下货运工会“货物连带本部” | 对政府安全运费限期制度和工资率不满     | 国土交通部和货物连带就持续推进安全运费制度等达成协议                   |
| 2022年6月21日至至今         | 英国运输业                       | 薪酬纠纷                  | 仍未解决   |
| 2022年6月9日             | 壳牌澳洲液化天然气工厂                 | 薪资之争                  | 壳牌(SHEL.US)和澳大利亚近海Prelude浮动液化天然气设施的工会达成了劳工协议 |
| 2022年6月10日            | 挪威石油天然气工人                   | 劳资纠纷                  | 挪威石油和天然气协会与三个海上平台工人工会达成工资协议                  |
| 2022年6月20日            | 比利时                         | 抗议高通胀导致的物价上涨          | 提出工资自动指数法机制覆盖率                               |
| 2022年6月21日            | 秘鲁卡车司机工会                    | 燃料价格上涨                | 协商未果，管控道路秩序                                  |
| 2022年7月5日             | 挪威石油行业                      | 劳资纠纷                  | 挪威政府通过强制工资委员会对罢工干预                           |
| 2022年7月5日             | 法国铁路工人、法国工会                 | 通胀                    | 法国公司直接帮助消费者<br>企业增加员工的工资                     |
| 2022年7月19日            | 北欧航空飞行员                     | 不满雇佣和薪资问题             | 签订集体合同，被解雇的560名飞行员将重新就业                      |
| 2022年7月27日-9月2日       | 德国汉莎航空员工                    | 薪酬纠纷                  | 已就工资纠纷达成协议                                   |
| 2022年9月6日             | 西班牙航空公司                     | 不满薪资，通货膨胀             | 仍未解决   |
| 2022年9月7日             | 美国华盛顿州最大公立学区                | 不满薪资和教育服务资源           | 仍未解决   |
| 2022年9月15日            | 美国全国铁路工人                    | 不满薪资和劳工协议             | 达成临时协议                                       |
| 2022年9月16日            | 法国全国空中交通管制员                 | 不满薪资，通货膨胀             | 仍未解决   |
| 2022年9月21日            | 比利时工会                       | 不满能源价格飞涨、生活成本激增而政府无作为 | 仍未解决   |

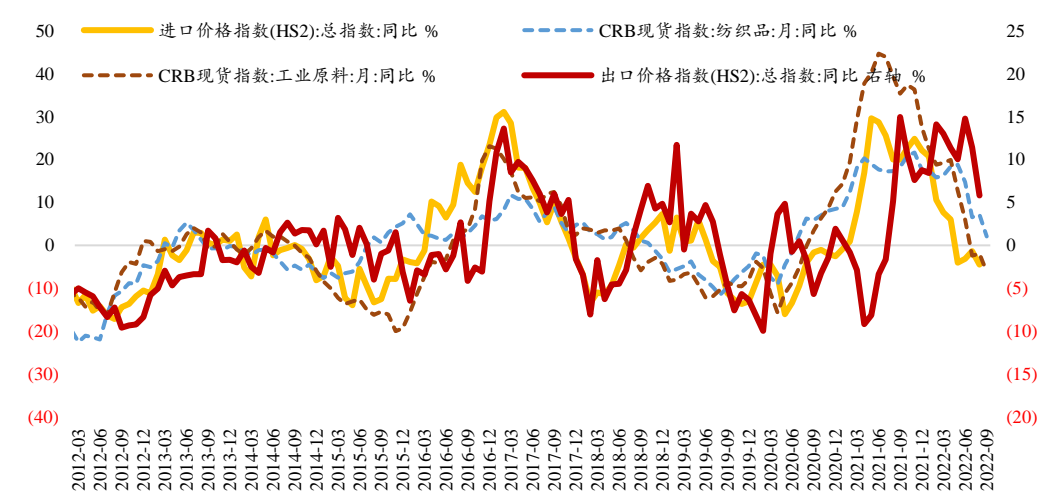
资料来源：Wind，浙商证券研究所



**进口跟随内需节奏，内需渐稳决定进口稳升。**2022年Q4预计随着地产和疫情扰动的下降，经济有望从Q3实际GDP同比3.9%的基础上进一步向潜在增速回归。展望2023年，我们认为在宏观政策保持稳定性、持续性的背景下，三重压力逐步化解，我国经济增长逐步回归到潜在增速附近，我们预计2023年实际GDP增速有望达到5.1%，Q1至Q4分别达到4%、7.7%、4.9%和4%，内需回升有助于进口保持修复态势。

**关注汇率与商品价格因素的扰动。**汇率及商品价格因素对进出口名义值及美元、人民币计价数据有较大影响，商品价格抬升有助于进出口名义值数据提高，汇率变化则会改变贸易汇率，进而影响不同计价标准的名义出口增速。2021年，受美元兑人民币汇率集中升值因素影响，美元计价进出口数据显著高于人民币计价；2022年4月底以来，美元兑人民币汇率经历了较快的贬值阶段，截至10月下旬离岸人民币汇率已经突破7.3，汇率贬值导致人民币计价数据显著高于美元类计价数据。展望2023年，考虑全球进入比差逻辑中国相对占优、海外央行货币政策可能逐步转向，我们预计人民币汇率将渐进升值，Q1至Q4美元兑人民币汇率逐步回升至6.5，汇率升值可能逐步拉大美元计价与人民币计价的出口增速之差。此外，商品价格层面，由于2022年的高基数，2023年商品价格增幅收窄，对出口名义值的支撑也将下降，从CRB及进出口价格指数来看，截至2022年10月，进口及出口价格指数同比增速均已经进入下行阶段。

图19：出口价格指数跟随进口价格指数开始回落



资料来源：Wind，浙商证券研究所

因此，综合考虑中国供给优势、内需渐进修复、汇率升值、商品价格支撑下降、低基数等逻辑，我们预计2023年人民币计价出口同比增长2.7%，节奏上呈现为前高后低，Q1至Q4分别为11%、8.5%、0%、-5.5%；人民币计价进口同比增长4.8%，节奏上表现上半年高、下半年低，Q1至Q4分别为12%、10%、0.5%、-2.4%。

## 2.4 支出法看GDP：消费稳步修复，投资动能较强

近年来，世界百年未有之大变局加速演进，新冠肺炎疫情影响持续显现，世界经济逐年放缓，我国是推动世界经济增长的第一动力。据我们测算，我国2023年实际GDP增速可实现5.1%左右，逐步向潜在增速中枢收敛。据央行通过生产函数法测算，测算“十四五”期间我国潜在产出增速在5.0%-5.7%，保持中高速增长。我们认为，2023年我国经济的复苏动力将有所增强，主要源自地方政府产业招商的积极性提高，叠加疫情扫尾阶段的防控政策边际调整，投资端亦会延续2022年以来的高景气度，尤其是制造业投资受益于产业政策将保持较强的韧性。



我们预计，2023年四个季度的实际GDP增速分别为4.0%、7.7%、4.9%和4.0%。我国GDP增速大概率高于全球主要发达经济体，对世界经济增长的贡献率继续超过G7国家贡献率的总和。总体来看，二季度是2023年全年宏观经济的最高位置，主要考虑2022二季度边际走弱形成相对低的基数效应。我们预计，2023年我国政策基调将保持相对宽松，总体按照疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求，高效统筹疫情防控和经济社会发展，内需的潜力逐步释放将推高经济增速的读数，保持经济运行在合理区间。

表5：2023年分季度GDP及三驾马车增速预测（除实际GDP外所有数值均为当季名义同比，单位：%）

| 时间段     | 名义GDP | 实际GDP | 最终消费支出 | 资本形成总额 | 净出口   |
|---------|-------|-------|--------|--------|-------|
| 2023年Q1 | 5.9   | 4.0   | 6.4    | 5.5    | 8.0   |
| 2023年Q2 | 8.7   | 7.7   | 10.4   | 6.8    | 0.0   |
| 2023年Q3 | 6.8   | 4.9   | 7.3    | 7.6    | -12.0 |
| 2023年Q4 | 6.4   | 4.0   | 6.7    | 7.3    | -12.0 |
| 2023年   | 6.9   | 5.1   | 7.7    | 6.6    | 0.0   |

资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

## 2.5 生产法看经济：高质量转型与疫情影响是关键变量

2023年统筹发展与安全的高质量转型是贯穿全年工业生产的主要方向，疫情反复的风险是扰动服务业的关键。此外，2022年疫情扰动带来的低基数影响下将抬升生产法GDP读数。

从供给侧的角度来看，统筹发展与安全的高质量转型背景下，高技术制造业有望保持积极增长态势，是引领工业增长的新动能。一方面，在各地地方双碳实施方案明确任务后，先立后破，产业新能源化有望提速，将加快新能源行业及其上中游行业发展，对新能源新材料产品如太阳能工业用超白玻璃、多晶硅、单晶硅等新材料产品、充电桩、风力发电机组、光伏电池等新能源产品需求大增，有助于其产量扩张。另一方面，粮食、能源安全需要相关新增或更新先进农机、采矿等设备，重点产业链供应链安全需要强链补链（工业母机、半导体），优化汽车、集成电路等产业链较长的产能布局，有助于提升相关高技术制造业的生产，同时能源安全要求也有助于提升采矿业的产量。

从需求端来看，2023年对工业生产的支撑因素中，内需分化，其中内需以制造业投资为主力。消费逐步复苏有支撑，基建投资有韧性，地产投资弱修复企稳，外需回落但国内供应链稳定优势或使出口有韧性。

由于疫情在2022年Q2剧烈冲击供应链导致工业生产停滞，以及Q3地产不振的影响下，使得工业增加值增速基数相对较低，因此对Q2、Q3的工业增加值读数有一定支撑作用。我们预计规模以上工业增加值2023年同比增速为5.8%，四个季度分别为5.2%、8.5%、5.2%、4.5%。

新冠疫情持续变异加大传播速度和防治难度，但我们认为，常态化核酸检测对快速发现及遏制疫情仍有积极作用，在一定程度上有效保障人员流动，保障线下消费场景不被大面积关停，有助于服务业逐步复苏。但服务业向潜在增速的恢复仍需待疫情因素消退。

粮食安全的底线要求下，各地方政府仍将保持较高的种粮积极性，充分利用耕地应种尽种，同时保障务农人员的正常流动，确保粮食生产平稳增长。从气候条件来看，2023年拉尼娜年份，我国冬季偏冷的概率比较大，我国农业应对寒潮天气的技术总体来看已较为成熟，我们认为农业有望平稳增长。

从季度节奏上来看，由于2022年Q2基数较低，使得工业、服务业增速将在2023年Q2冲高录得最高点，随后逐季回落。综合来看，预计生产法GDP2023年全年增速5.1%，四个季度分别为4.0%、7.8%、4.9%和4.0%。

表6: 2023年生产法GDP预测值

| 预计增速    | 第一产业 | 第二产业 | 工业   | 第三产业 | 生产法GDP |
|---------|------|------|------|------|--------|
| 2023Q1E | 3.0% | 5.0% | 5.2% | 3.5% | 4.0%   |
| 2023Q2E | 3.5% | 8.3% | 8.5% | 7.9% | 7.8%   |
| 2023Q3E | 4.0% | 5.4% | 5.2% | 4.7% | 4.9%   |
| 2023Q4E | 4.2% | 4.3% | 4.5% | 3.7% | 4.0%   |
| 全年预测值   | 3.8% | 5.7% | 5.9% | 4.9% | 5.1%   |

资料来源：Wind，浙商证券研究所

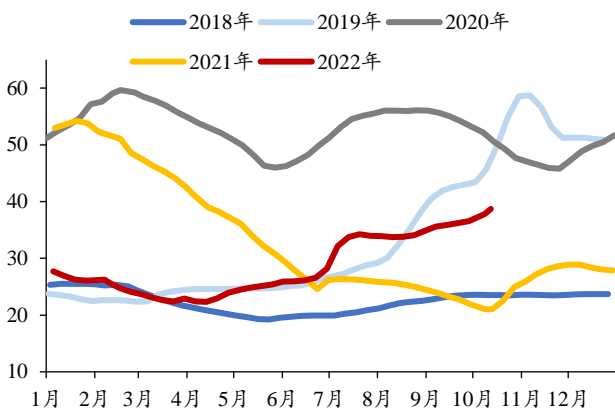
### 3 通胀形势：物价维持可控水平

#### 3.1 预计 CPI 逐季回落，一季度有冲高压力

##### 3.1.1 生猪产能有所去化，猪价处于温和上涨周期

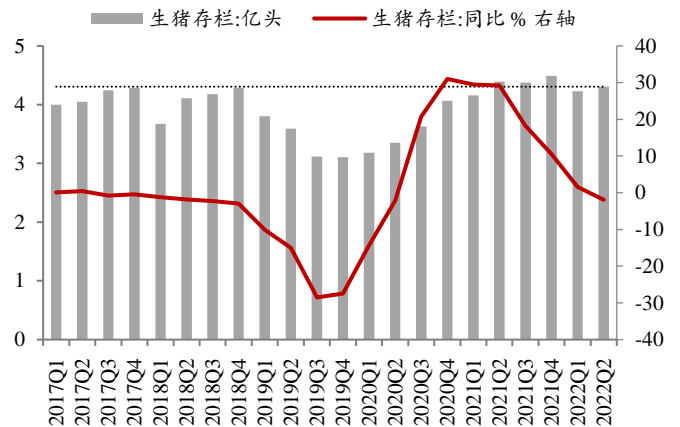
2022 年二季度以来，猪价开启了新一轮上行周期，前期产能去化取得一定效果，与我们在 2020 年 11 月 9 日报告《大国博弈与跨周期调节》的判断一致。从近期生猪存栏、定点企业屠宰量、猪饲料产量等数均可以看出，生猪产能相较 2021 年显著回落。不过，由于本轮生猪产能去化并未受到瘟疫等外生冲击影响，产能去化的幅度有限。

图20：2022 年二季度猪价开启了一轮新的上行周期（元/公斤）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图21：生猪存栏有所去化，但幅度有限



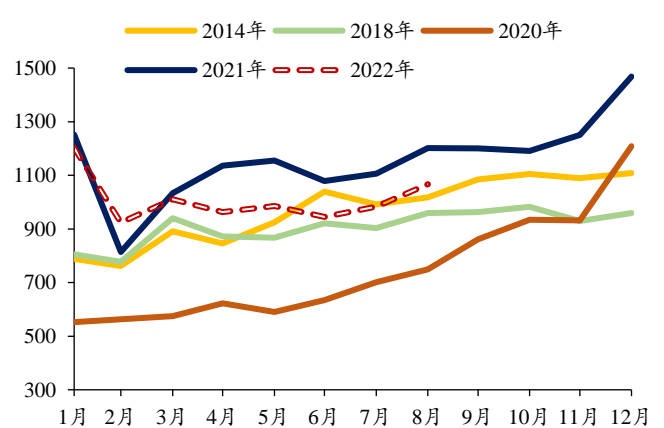
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图22：生猪屠宰量显著连续回落



资料来源：Wind，浙商证券研究所

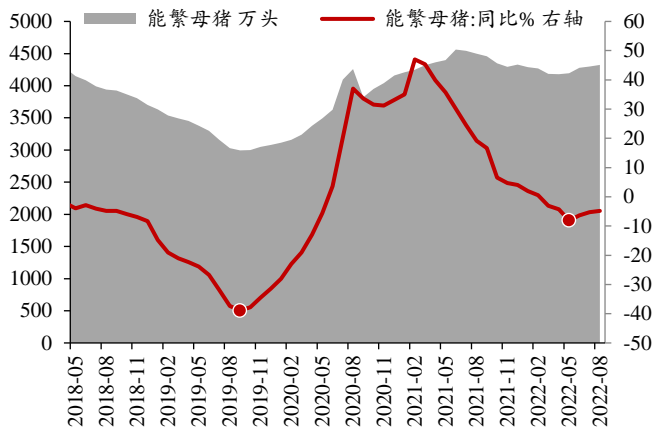
图23：猪饲料产量相较 2021 年同比回落（万吨）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

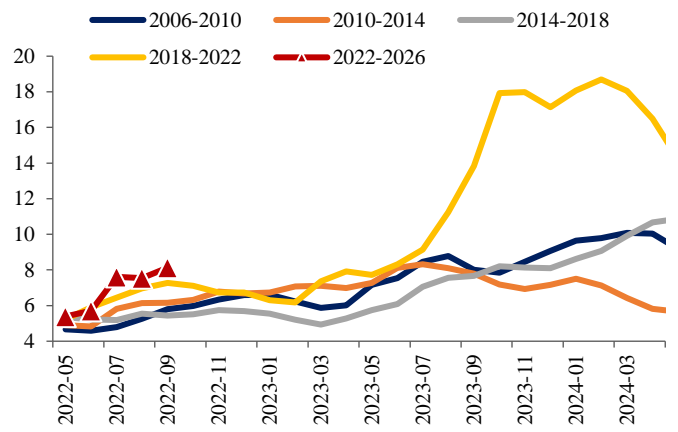
2023 年生猪产能有望回补，本轮猪周期更有可能呈现温和上涨，预计猪价震荡上行，全年均值约为 42 元/公斤，高点约为 45~48 元/公斤。2022 年二季度以来，猪价回暖带动养殖利润快速反弹，猪粮比从 3 月份的 4.31 上行至 9 月份的 8.13，猪农补栏意愿回升。根据农业农村部披露，2022 年 4 月份之后，能繁母猪存栏连续回升，截至 8 月份已回升至 4324 万头，较 4 月低点已回升 147 万头。能繁母猪存栏量领先生猪出栏量 3~4 个季度，这意味着 2023 年一季度之后，生猪产能会一定程度回补。

图24: 二季度开始, 能繁母猪存栏开始上升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图25: 上行周期猪粮比走势比较 (%) , 以周期起始年的5月对齐



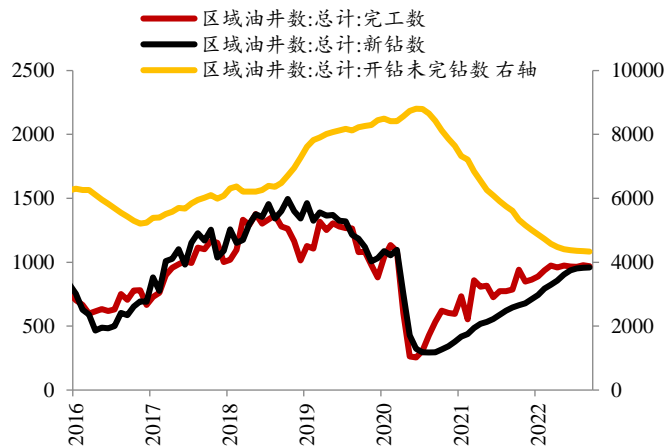
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 3.1.2 俄乌冲突常态化, 产油国默契减产, 预计2023年油价维持高位震荡

**预计2023年油价维持高位震荡, 节奏上前高后低。**一方面, 俄乌局势尚不明朗, 目前仍未找到化解危机的方式, 双方冲突在短时间内化解的几率较小, 西方国家制裁或继续升级, 能源供应方面的不确定性依然很高。另一方面, 碳中和大变局之下, 传统能源大国之间的合作程度极高, 油价回落可能会触发产油国的默契减产, 即使总需求回落, 供需平衡的状态或将长期维持。

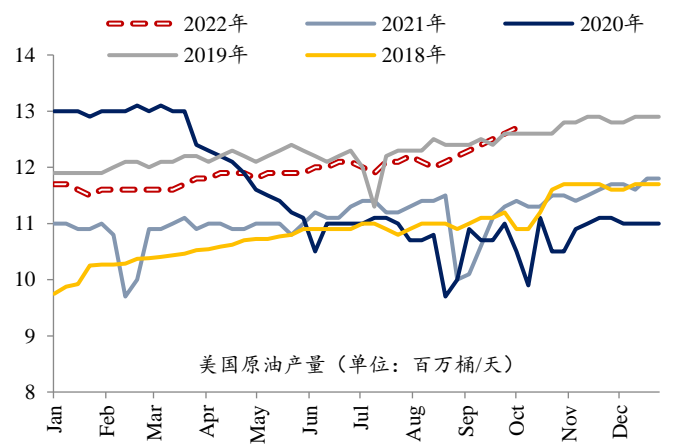
美国方面, 预计2023年原油产量温和回升, 但空间有限。最新数据显示, 10月美国原油产量已上行至1270万桶/日, 达到历史同期最高水平。由于能源企业出于长期能源结构转型的考虑, 资本开支意愿显著低于2010~2015年, 新钻油井数低于疫前水平, 2022年以来完工油井数基本走平。页岩油生产周期很短, 完工后3~6个月即达到产量峰值, 因此美国原油供给水平与油井开工情况密切相关, 预计2023年产量温和回升。

图26: 美国今年以来完工油井数基本走平



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图27: 2022年美国原油产量已上升至历史同期最高水平



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**OPEC+方面, 成员国对油价稳定的诉求较强, 不排除未来进一步减产的可能性。**10月OPEC+会议再度启动大规模减产, 自2022年11月起, OPEC+石油产量将在8月的产量水平基础上下调200万桶/日, 并维持到2023年年底。在此减产力度之下, 原油供需格局将再度发生逆转, 油价将再次进入上行通道。OPEC+多个成员国表示希望油价维持90美元/桶左

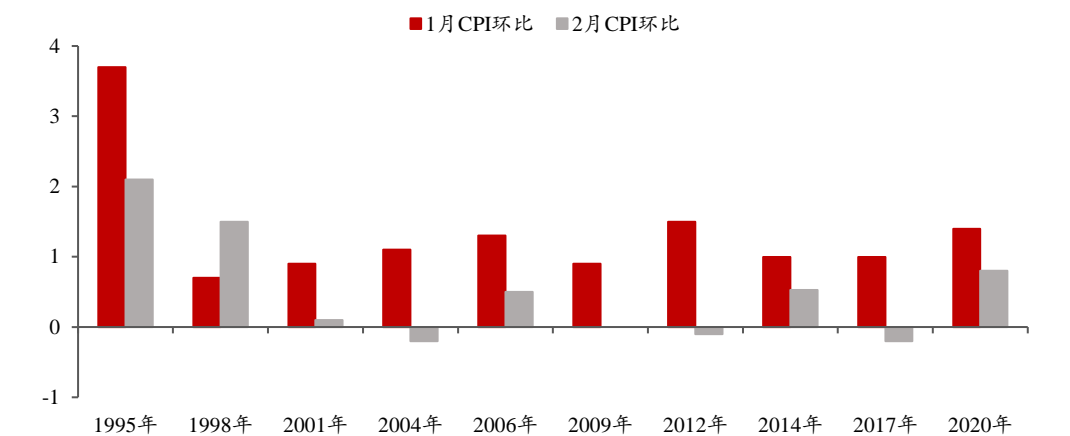
右，尼日利亚石油部长表态“油价下跌，OPEC 只能被迫减产”。我们认为，碳中和大变局之下，传统能源大国之间的合作程度极高，油价回落可能会触发产油国的默契减产，即使总需求回落，供需紧平衡的状态或将长期维持。

节奏上，近期俄乌冲突有升温迹象，叠加冬季供暖、用电需求上升，预计 Q1 原油价格中枢上行至 110 美元。二季度之后，随着全球需求回落，海外经济衰退，预期油价中枢震荡回落，Q2~Q4 分别为 95、95、90 美元。

### 3.1.3 春节错位，一季度 CPI 冲高，之后逐季回落

2023 年春节发生在 1 月份，春节错位效应或使得 2023 年 1 月份 CPI 有阶段性破“3”压力。历史上，春节所在月份往往需求更强、供给偏弱，消费品涨价动力比较充足，因此当春节发生在 1 月时，1 月 CPI 环比往往比较强势。结合翘尾因素，我们认为 2023 年一季度 CPI 整体处于高位，1 月份有破“3”压力。

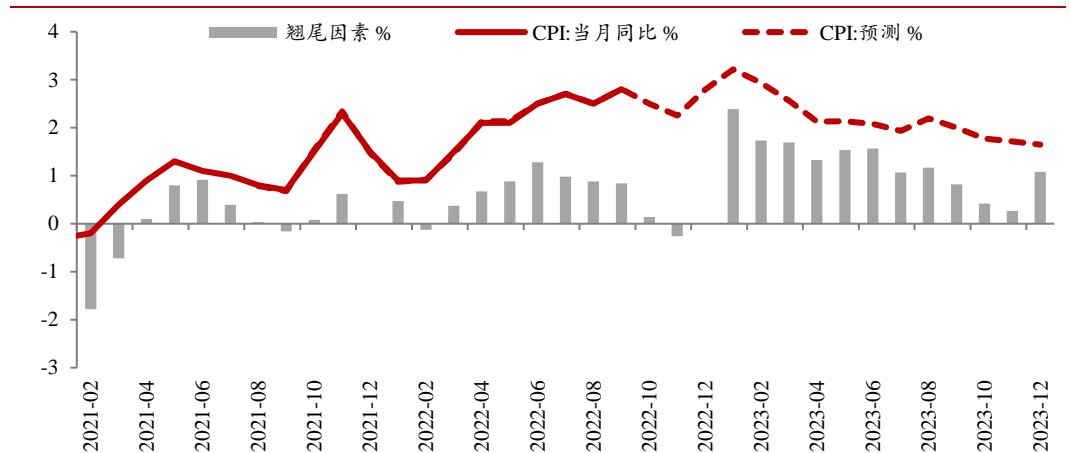
图28：春节发生在 1 月时，1 月 CPI 环比往往比较强势



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

综上所述，猪价稳中有升，油价先高后低，经济修复、消费回暖的大背景下，预计核心 CPI 探底之后小幅回升。我们预计 2023 年 CPI 同比+2.2%，四个季度的预测值分别为 +2.9%、+2.1%、+2.0%、+1.7%。

图29：预计 2023 年 CPI 同比+2.2%，呈现出逐季回落的趋势



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

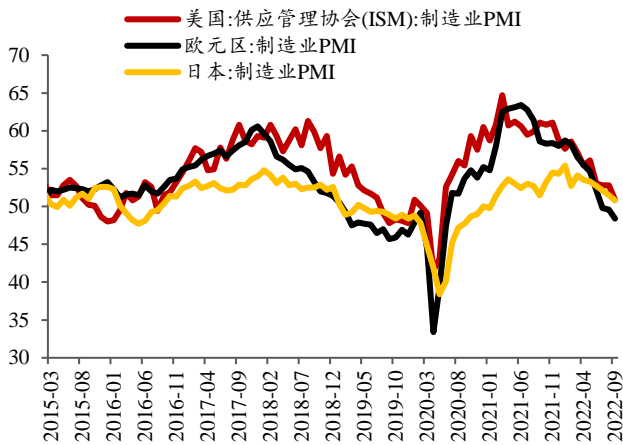


### 3.2 预计 PPI 先抑后扬，两种力量相互对冲

预计 2023 年 PPI 同比+0.9%，增速较 2022 年进一步回落，整体涨幅不大，主要有两种力量相互对冲：其一，海外和中国对冲。海外经济衰退迹象已现，而中国经济则呈现弱修复态势。其二，能源和金属对冲。全球总需求回落，金属价格承压，但俄乌冲突、地缘政治、碳中和等多重因素影响下的能源价格预计维持在高位震荡。

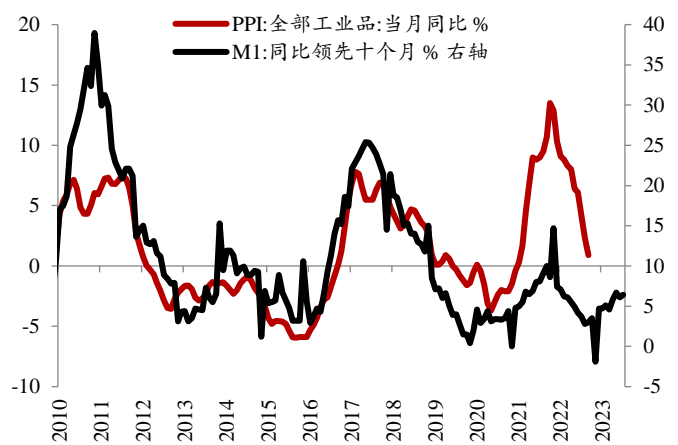
首先，海外和中国对冲。2022 年，地缘冲突、能源短缺、通胀高企、金融条件猛烈收紧等多重因素共振下，海外经济增长动力已经衰竭。为了对抗通胀，鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会释放强烈鹰派信号，不惜以经济衰退的代价应对高通脹，美联储开启历史上速度最快的加息，欧央行等全球主要央行均采取了紧缩政策。美、欧、日等经济体 PMI 连续回落，其中欧洲受俄乌冲击影响，PMI 指数已跌破荣枯线，预计 2023 年保持衰退状态。中国经济则与海外形成一定错位，国务院 5 月、8 月两次部署稳经济一揽子政策，经济开启弱修复模式，主要工业行业开工率有所提振，稳增长初见成效，预计 2023 年随着地产触底企稳、消费空间打开，经济增速有望持续向潜在增长空间靠拢。

图30：海外经济体 PMI 连续回落



资料来源：Wind，浙商证券研究所

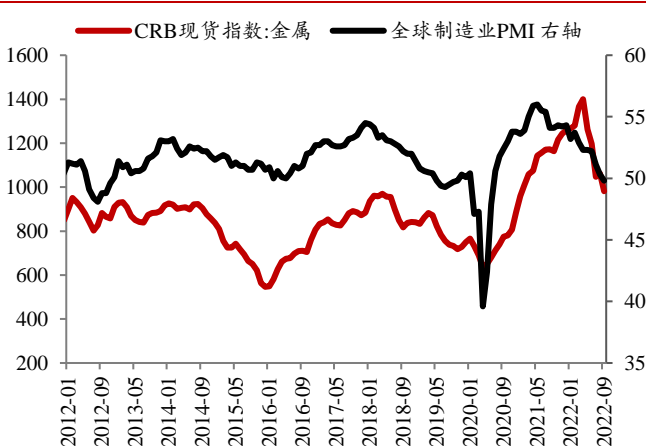
图31：M1 领先 PPI 时长约 10 个月



资料来源：Wind，浙商证券研究所

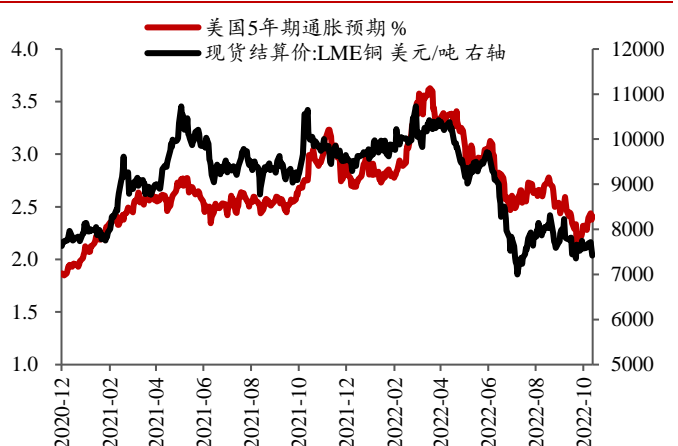
其次，能源和金属对冲。2023 年海外经济衰退大背景下，预计工业品需求总体回落，预计矿石、金属价格随之回落，但俄乌冲突、地缘政治、碳中和等多重因素影响下的能源价格预计维持在高位震荡。历史数据显示，金属价格与全球总需求高度相关，全球制造业 PMI 下行趋势已定的情形下，预计金属价格持续回落。不过，由于能源价格维持高位，预计能源依赖度较高的化工品、电解铝等价格有一定韧性。

图32：全球总需求回落，预计金属价格承压



资料来源：Wind，浙商证券研究所

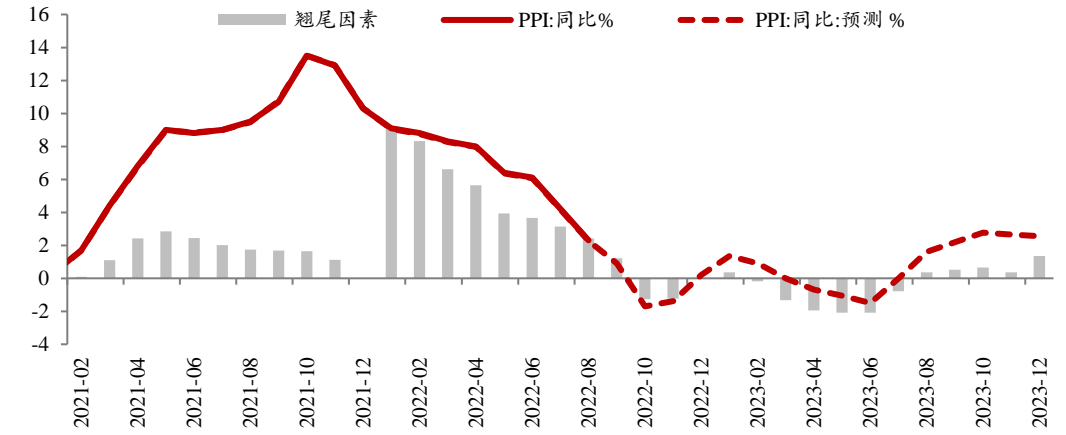
图33：铜价与美国 5 年期通胀预期同步回落



资料来源：Wind，浙商证券研究所

预计 2023 年 PPI 同比+0.9%，节奏上先抑后扬。今年冬季的能源供应紧张可能或导致一季度 PPI 同比转正，之后二次探底，随着海外金融条件边际放松及中国逐季进入补库周期，PPI 开始向上修复。其中，四个季度的预测值分别为+0.7%、-1.1%、1.3%和 2.7%。

图34： 预计 2023 年 PPI 同比+0.9%，节奏上先抑后扬



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

### 3.3 预计 2023 年 GDP 平减指数为 1.7%

PPI 先抑后扬、CPI 渐次回落，综合而言，预计全年 GDP 平减指数为 1.7%，其中四个季度分别为 1.9%、0.9%、1.8%、2.3%，呈现耐克型走势。

### 3.4 预计 2023 年名义 GDP 先升后降，全年增速为 6.9%

预计 2023 年 GDP 名义增速达到 6.9%左右，经济大概率继续向疫情前的潜在增速收敛，全年实际 GDP 增速 5.1%。分季度看，我们预计 2023 年第一、二、三、四季度的 GDP 名义同比增速分别为 5.9%、8.7%、6.8%和 6.4%，其中二季度达到名义增速的峰值，对应 10 年期国债收益率的高点。

表7： 2023 年分季度名义 GDP 增速预测（所有数值均为当季同比，单位：%）

| 时间段       | GDP 名义同比 | GDP 实际同比 | GDP 平减指数 |
|-----------|----------|----------|----------|
| 2023 年 Q1 | 5.9      | 4.0      | 1.9      |
| 2023 年 Q2 | 8.7      | 7.7      | 0.9      |
| 2023 年 Q3 | 6.8      | 4.9      | 1.8      |
| 2023 年 Q4 | 6.4      | 4.0      | 2.3      |
| 2023 年    | 6.9      | 5.1      | 1.7      |

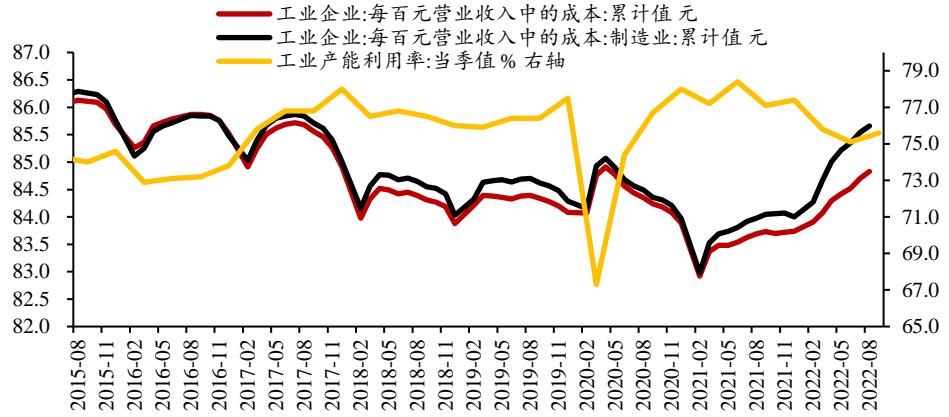
资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

### 3.5 工业企业利润增速承压

工业品价格回落及营收利润率向历史中枢回归是导致工业企业利润增速在 2023 年有所下行的主要因素，工业增速向好则对工业企业利润有积极支撑。我们预计 2023 年全年工业企业利润增速为-2.0%，前三个季度累计同比增速分别为-5.8%、-9.6%、-4.7%。

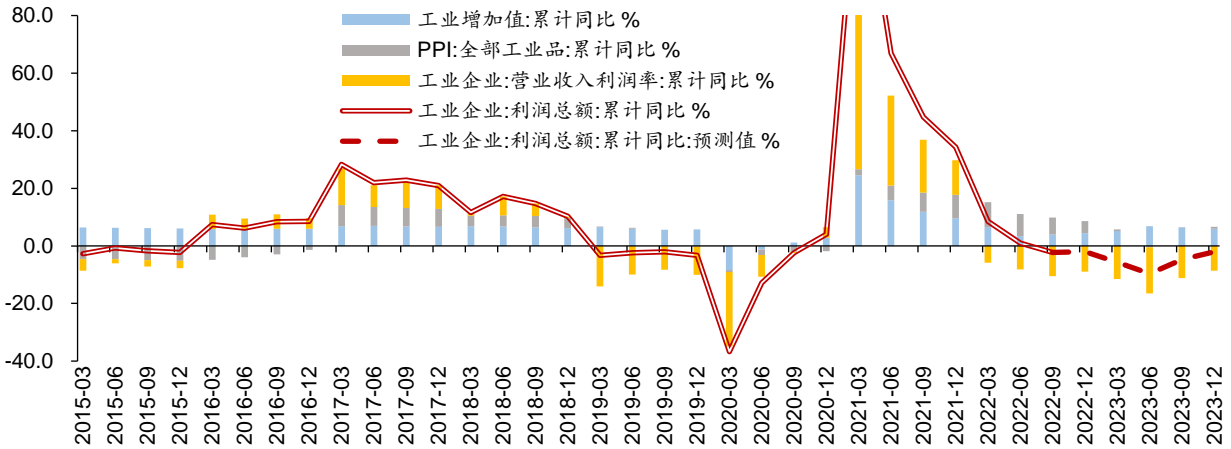
在产能利用率高企规模效应强及减税降费作用下，2021 至 2022 年上半年营收利润率处于历史高位，但这两个有利因素在 2022 年下半年已发生变化，使得 2023 年营收利润率回归历史中枢，从而对利润增速带来一定压力。在弱复苏背景下，工业企业产能利用率难有起色，使得规模效应弱化，导致单位产品的成本抬升，压低营收利润率，进而压制企业盈利增速。同时，新冠疫情以来持续的减税降费政策的边际改善空间已较有限，对营收成本的对冲作用趋弱。

图35： 工业产能利用率与工业企业营收成本呈现负相关关系



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图36： 2023 年工业企业利润增速预测



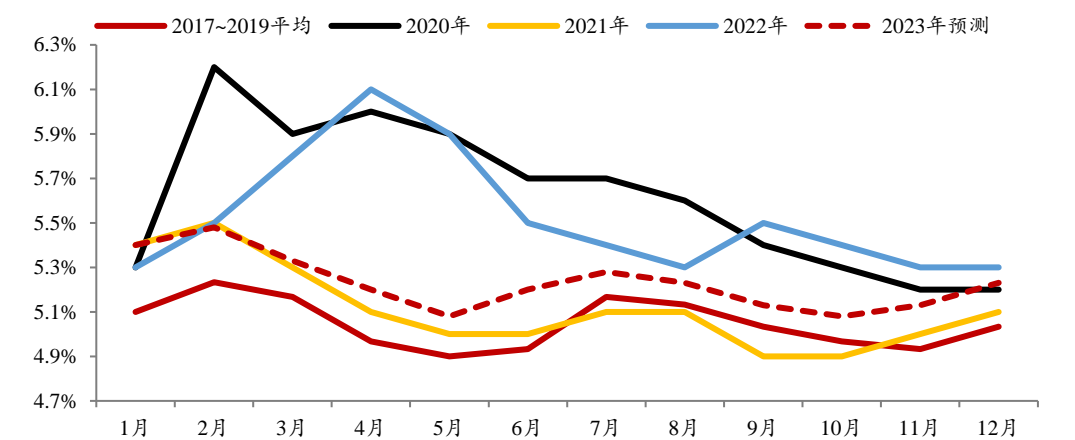
资料来源：wind，浙商证券研究所

注：2021 年 3 月读数过高为阅读方便图中暂不显示

## 4 就业形势：就业是政策底线

2022 年受疫情多点频发、经济增速回落、企业利润下行等因素影响，城镇调查失业率中枢较 2021 年有所抬升。展望 2023 年，我们认为调查失业率整体将保持稳定，全年中枢 5.2% 左右，较 2022 年中枢显著回落，但高于 2021 年水平。其一，目前经济已呈现修复状态，企业开工率拾级而上，预计 2023 年经济增速较 2022 年显著回升，企业用工需求有一定保障；其二，随着疫情防控水平进一步优化，消费场景有望渐次放开，有助于发挥第三产业吸纳劳动力的重要作用，如住宿餐饮业、交通运输业等。不过，2023 年高校毕业生人数仍将处于高位，新增劳动力人数较多，新就业岗位需求大，青年失业压力依然突出。

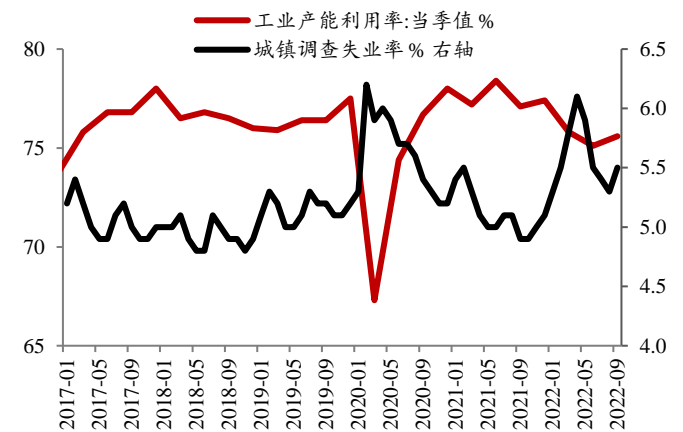
图37： 预计 2023 年调查失业率为 5.2%，较 2022 年显著回落



资料来源：Wind，浙商证券研究所

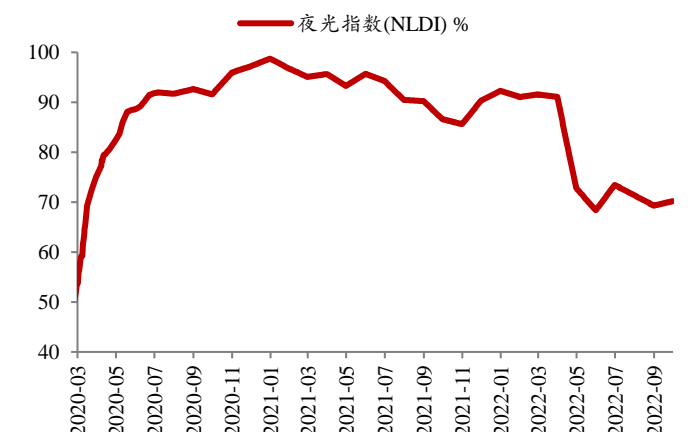
其一，预计 2023 年经济增速较 2022 年显著回升，企业用工需求有一定保障。2022 年面临俄乌战争爆发、国内疫情多点散发等意外冲击，我国经济下行的三重压力更加突出，从工业产能利用率和工业园区夜光指数等数据可以看出，企业开工率较低，相对应地，企业用工需求也会偏弱。但 8 月份以来，在稳增长政策助力下，经济进入弱修复状态，主要行业开工率已经显著提升。2023 年经济增长有望保持修复态势，持续向潜在增速继续靠拢，劳动力市场需求有一定保障。

图38： 工业产能利用率与城镇调查失业率呈反比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图39： 2022 年下半年工业园区夜光指数一直处于低位

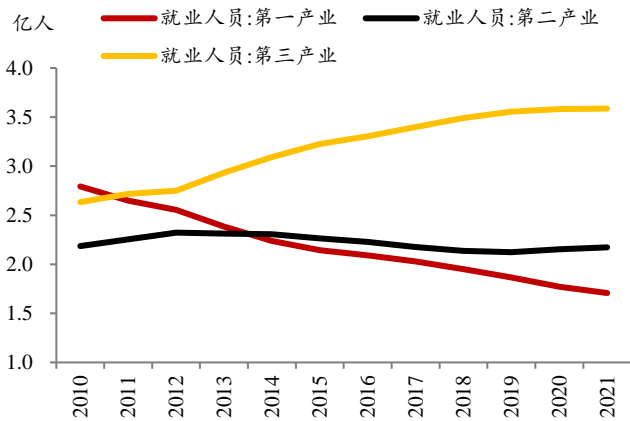


资料来源：Wind，浙商证券研究所



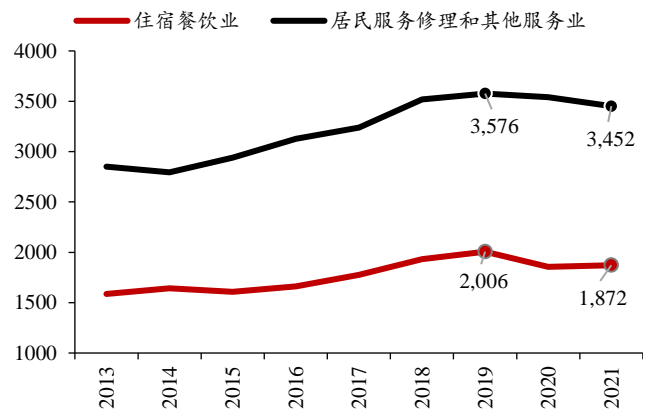
其二，随着疫情防控水平进一步优化，消费场景有望渐次放开，有助于发挥第三产业吸纳劳动力的重要作用，尤其是助力接触型、聚集型行业，如住宿餐饮业、批发零售业、交通运输业、租赁和商务服务业以及其他生活服务业等。疫情的间歇性冲击影响了线下消费的稳定，企业扩张意愿下降，用工需求回落。我们根据《农民工监测调查报告》测算，与2019年相比，2021年在住宿餐饮业、居民服务修理和其他服务业从业的农民工分别少了134万人、125万人。线下消费恢复常态化增长后，这部分岗位需求将显著回升。

图40：过去几年第三产业吸纳了较多劳动力



资料来源：Wind，浙商证券研究所

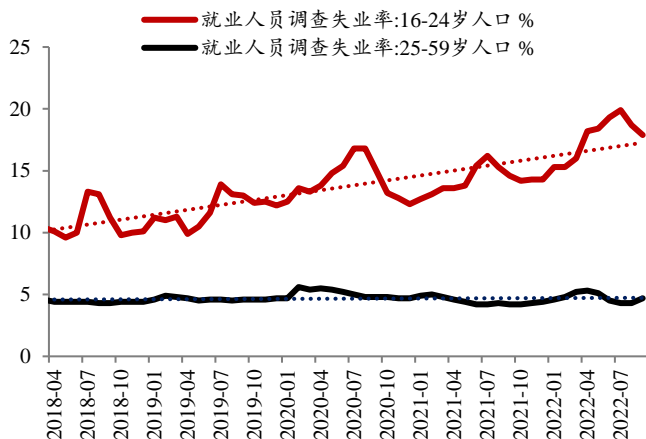
图41：疫后住宿餐饮和生活服务从业农民工数量下降 (万人)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

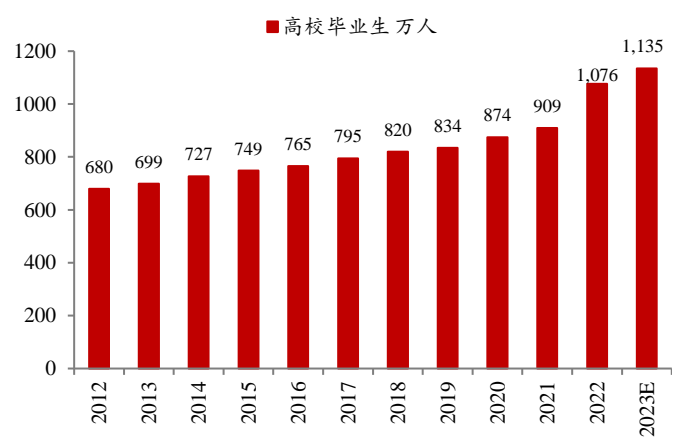
不过，2023年高校毕业生人数仍将处于高位，青年失业压力依然突出。2020年疫情发生之后，为了缓解彼时的就业压力，专科、专升本、硕士研究生都进行了扩招，而这部分学生将陆续在2023~2024年毕业。根据我们测算，2023年高校毕业生人数或超1100万，再创历史新高。从过去几年的时间序列来看，16-24岁人员调查失业率自公布以来一直趋势升高：一则高校毕业生数量不断增多，对于新岗位的需求不断增多；二则经济转型过程中所需要的劳动力与教育体系的匹配度不高，过去几年大学生更多地从事了互联网、教育等行业，学习并扎根制造业就业的人数较少，这导致就业市场出现结构性错配。预计大学生就业难问题将在2023年延续，青年人群结构性失业压力依然突出。

图42：16-24岁调查失业率趋势上升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

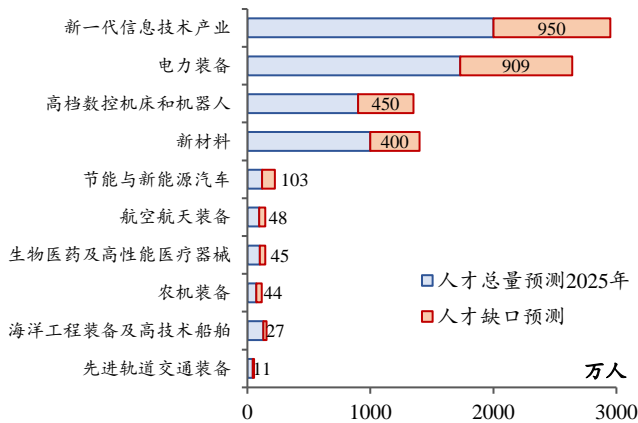
图43：2022年高校毕业生将再创新高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

由于教育体系和劳动力需求匹配度较低，制造业招工难和大学生就业难的现象同时存在，这是当前就业市场面临的核心矛盾之一。《中国制造 2025》方案提出后，教育部、人社部、工信部曾联合发布《制造业人才发展规划指南》，显示制造业十大重点领域人才缺口高达 3000 万人。国家统计局 2021 年发布的一项包括 9 万家规模以上工业企业的调查中，44% 的企业反馈招工难是他们面临的最大的问题。人社部近期发布的 2022 年第二季度全国招聘大于求职“最缺工”的 100 个职业排行中，生产制造类职业占到了 39 个，其中电子、工程机械、汽车等行业缺工情况普遍。改善青年失业率需要做好教育和就业的匹配。

图44：制造业十大重点领域人才缺口高达 3000 万人



资料来源：教育部，人社部，工信部，浙商证券研究所

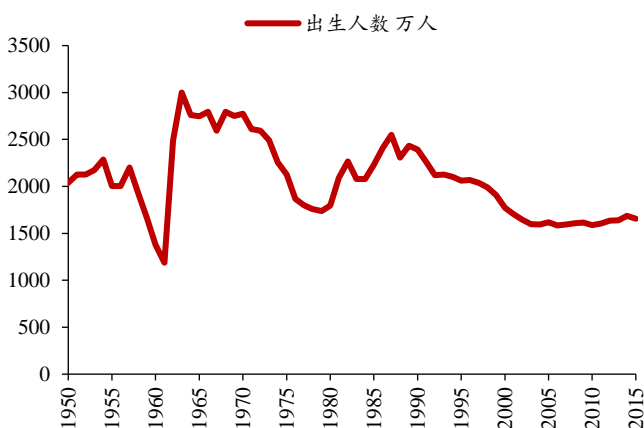
图45：“最缺工”职业排行中，生产制造类职业占到四成

| “最缺工”职业      | 2022Q2 | 2022Q1 | 排名变化 |
|--------------|--------|--------|------|
| 车工           | 3      | 4      | 上升   |
| 电子产品制版工      | 9      | /      | 新进   |
| 包装工          | 12     | 10     | 下降   |
| 机械制造工程技术人员   | 14     | 13     | 下降   |
| 焊工           | 15     | 11     | 下降   |
| 缝纫工          | 19     | 16     | 下降   |
| 装配钳工         | 20     | /      | 新进   |
| 质检员          | 22     | /      | 新进   |
| 汽车生产线操作工     | 28     | 14     | 下降   |
| 电工           | 29     | 17     | 下降   |
| 机械设备安装工      | 30     | 21     | 下降   |
| 多工序数控机床操作调整工 | 35     | 49     | 上升   |
| .....        |        |        |      |

资料来源：人社部，浙商证券研究所

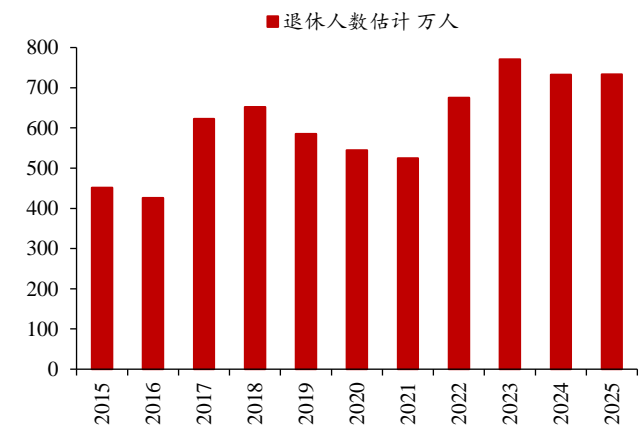
2023 年退休人口增多有助于缓解劳动力市场压力。1959 年~1961 年三年，我国平均每年的出生人口仅为 1411 万人，1962 年起人口出生数大幅增加，1962 年达到 2491 万人，1963~1970 年都在 2700 万人以上，因此 2022 年之后我国适龄退休人口数量也将显著增加。根据我们测算，2023 年退休人数达到 770 万人，较 2022 年增加近 100 万人，就业岗位释放显著增多。

图46：1962 年起我国出生人口大幅上升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图47：2023 年退休人数较多



资料来源：Wind，浙商证券研究所

我们认为，就业是重要的政策底线。党的二十大报告强调，就业是最基本的民生。我国仍处于城镇化进程当中，每年新进入城镇的劳动力（如高校毕业生和农民工）约 1000 万

人，需要一定的经济增速和政策倾斜以创造新的就业岗位。就业是民生之本，收入乃民生之源，充分就业不仅仅是经济发展的关键要素，更是社会稳定的重要保障。经济增长目标淡化的大背景下，就业目标的重要性逐渐凸显。

**预计 2023 年调查失业率目标为 5.5%，从预测结果来看，能够顺利完成就业目标。**

2018 年政府工作报告首次设置城镇调查失业率目标为 5.5%，除 2020 年因疫情因素上调为 6.0% 以外，其余年份均将目标值设置为 5.5%，十四五规划中也提到要保持调查失业率在 5.5% 以内，因此我们预计 2023 年的调查失业率目标仍将定为 5.5%，根据预测结果，我们认为全年完成难度不大，重点需要关注青年失业率连年走高的结构性问题。

## 5 汇率展望：比差逻辑与汇率预期改善

人民币对美元双边汇率走势受两国经济基本面之差、货币政策差、国际收支状况等因素的综合影响。2022年，我国国内疫情多点散发及地产风险事件扰动经济基本面，货币政策维持稳健略宽松，而美国劳动力市场表现强劲，美联储持续加息抑制通胀，中美利差倒挂，欧洲陷入困境使得美元指数大幅上行，各项因素综合触发人民币汇率大幅走贬，人行通过多项工具积极维稳。

展望未来，我们认为短期看欧洲情况演变仍是美元走势的关键影响因素，进而影响人民币汇率，预计欧债压力仍有加剧风险，尤其是进入冬季，欧债危机概率正逐步加大，美元走势可能维持高位震荡，使得人民币汇率承压，一旦欧债危机爆发，美元或上冲至120，使得人民币继续走贬，预计时间点在于2023年一季度。

**2023年，在中美“比差逻辑”下，预计人民币兑美元汇率预期改善，转向升值。**我们认为中美经济对比存在“比差逻辑”和“比好逻辑”，2023年全年来看，全球主要经济体表现是衰退实质是滞胀，美国经济增速大概率降至潜在增速下方，我国也在疫后修复期，全球处于“比差逻辑”中，而在此环境下我国经济独具韧性，将支撑人民币汇率升值。

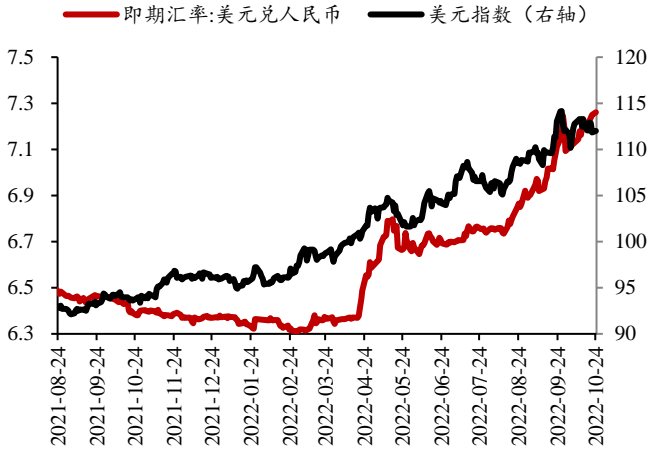
**对于我国**，虽然全球经济回落也将冲击我国出口，但我国统筹发展与安全，在双循环驱动下，内需企稳对冲外需转弱。其中，产业体系现代化、国家安全将驱动制造业投资保持强韧性，逐步替代基建、地产成为经济主驱动力；地产长效机制有望推出，从根本上为地产领域风险化解提供解决方案，地产投资、销售状况也将明显改善；此外，预计我国疫情防控体系将在“动态清零”大框架下进一步优化，有利于降低消费波动率。综合看，我国经济表现将显著强于全球主要经济体。我们预测2023年我国GDP实际增速为5.1%，高于2022年水平。

但2023年的美国经济将受2022年的货币政策紧缩及2023年的财政回归中性而面临较大回落压力，预计全年GDP增速为1.5%，低于其潜在增速，也明显低于我国经济增速。虽然受基数影响，全年美国经济将是逐季向上的走势，但财政中性、货币紧缩将是核心掣肘，我们预计2023年美国赤字率4.5%，回归疫前水平且低于2019年的4.7%，美国财政支出力度明显减弱；虽然2023年货币政策可能转向降息但考虑通胀压力也较难回落至中性利率以下。从经济结构看，最大的压力来自投资，预计2022年Q3起美国将正式进入新一轮去库周期，可能延续至2023年Q3或Q4。

综上，中美经济基本面“比差逻辑”下，我国更具优势，叠加全年维度看，我国货币政策宽松幅度或有收敛，而美联储将转向宽松的“货币政策差”，我们预计2023年人民币对美元汇率全年震荡升值，年初欧债危机导致的低点或在7.4附近，年内震荡升值至6.6。

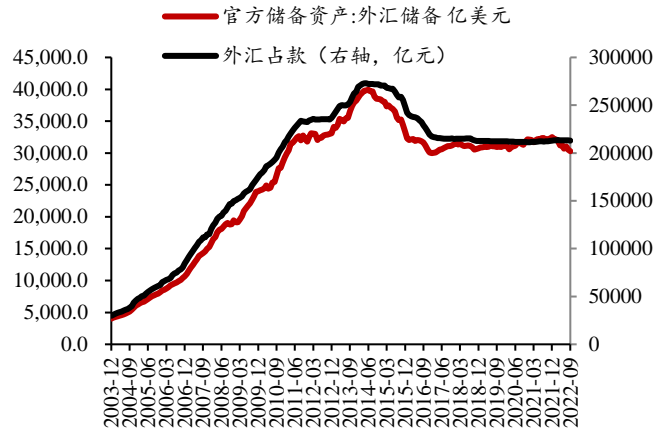


图48: 人民币汇率贬值压力仍然较大



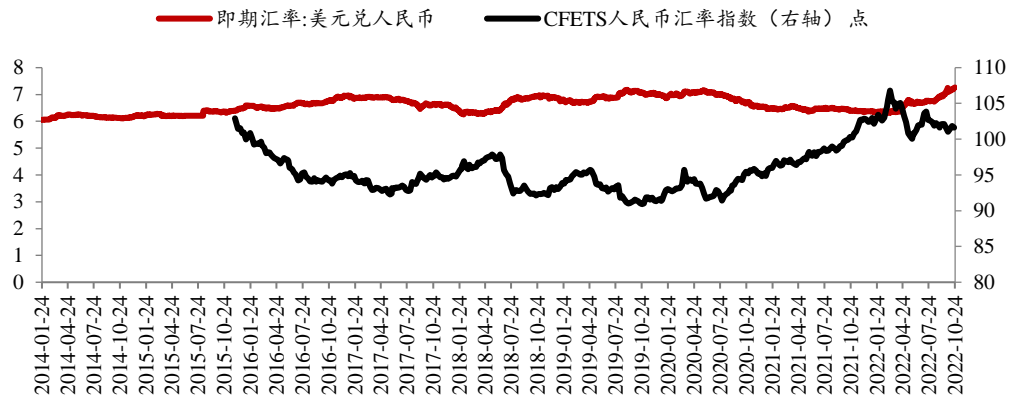
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图49: 2022年美元指数和美债收益率上行, 冲击外汇储备估值



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图50: 预计2023年CFETS汇率指数也将上行



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 6 货币政策：结构性特征愈加明显

### 6.1 建设现代中央银行制度核心要义之一是简化货币政策最终目标体系

党的十九届五中全会提出“建设现代中央银行制度”，二十大报告对此作出重申，指明了我国中央银行制度的改革方向。据易纲行长在2020年12月发表于人民日报上的文章《建设现代中央银行制度》的阐述，现代中央银行制度是现代货币政策框架、金融基础设施服务体系、系统性金融风险防控体系和国际金融协调合作治理机制的总和。建设现代中央银行制度的目标是建立有助于实现币值稳定、充分就业、金融稳定、国际收支平衡四大任务的中央银行体制机制，管好货币总闸门，提供高质量金融基础设施服务，防控系统性金融风险，管控外部溢出效应，促进形成公平合理的国际金融治理格局。

图51：现代中央银行制度主要内容

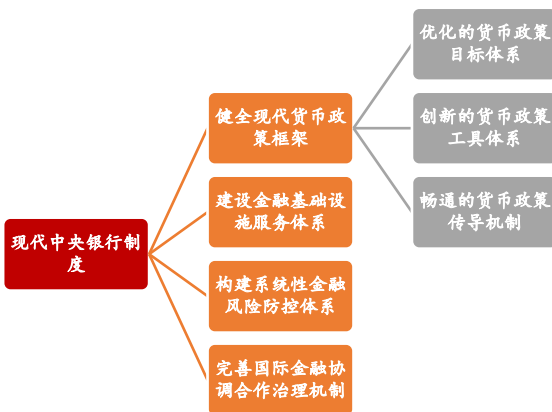
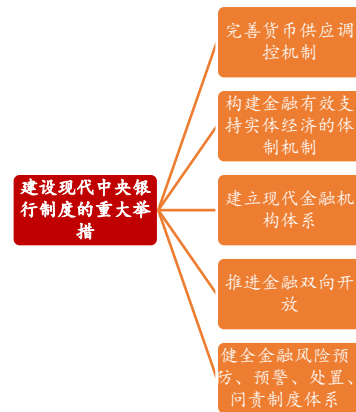


图52：建设现代中央银行制度的重大举措



资料来源：《建设现代中央银行制度》，浙商证券研究所

资料来源：《建设现代中央银行制度》，浙商证券研究所

我们重点提示健全现代货币政策框架对于市场把握货币政策决策机制及前瞻性预判政策操作的重要性，我们认为，现代货币政策框架核心要义之一是简化货币政策最终目标体系。我国货币政策实行多目标制，依据2016年6月，前央行行长周小川在IMF研讨会上的表述，我国货币政策有7个最终目标：经济增长、物价稳定、充分就业、国际收支平衡、金融稳定，及转轨时期的金融改革和开放、发展金融市场两项目标。最终目标过多加大了货币政策决策难度，随着我国经济发展及金融体系的转型升级，央行的制度安排和最终目标体系也必然走向简化。从当前政策层对建设现代中央银行制度的把握，我们认为我国货币政策最终目标体系将由过往的七目标简化为四目标，即：币值稳定、充分就业、金融稳定、国际收支平衡。

首先，弱化GDP增速目标，更加重视就业目标；其次，更加重视币值稳定，对内体现为物价稳定，对外体现为汇率稳定，央行较为注重增强人民币汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定；此外，由于我国经济转轨初期的价格扭曲、税收体系扭曲、资源配置低效等问题已经逐步解决，其对银行体系的拖累逐步缓解，随着改革开放及我国健康金融体系的构建，货币政策对金融改革和开放、发展金融市场两项目标的考量也将逐步弱化。

图53: 我国货币政策最终目标体系将由过往的七目标简化为四目标

| 过往货币政策七目标 | 现代中央银行制度货币政策四目标 |
|-----------|-----------------|
| 经济增长      | 币值稳定            |
| 物价稳定      | 充分就业            |
| 充分就业      | 金融稳定            |
| 国际收支平衡    | 国际收支平衡          |
| 金融稳定      |                 |
| 金融改革和开放   |                 |
| 发展金融市场    |                 |

资料来源: 中国人民银行, 浙商证券研究所

## 6.2 预计 2023 年货币政策宽松幅度边际收敛

我们将稳健的货币政策分为 4 类: 略宽松、略紧缩、中性、灵活适度, 由于货币政策多目标, 在判断货币政策取向时只能抓主要矛盾, 随着国内、国际经济背景的变化, 对央行最终目标的重要性进行排序, 来判断央行当前最关注的逻辑, 从而判断其货币政策取向。

图54: 2016 年至今我国货币政策基调转换时点



资料来源: 中国人民银行, 浙商证券研究所

梳理 2023 年货币政策各项最终目标, 我们认为一季度货币政策首要目标可能在充分就业与国际收支、汇率稳定之间进行高频切换, 二季度起随着经济企稳回升驱动就业市场稳健、汇率转向升值, 货币政策首要目标缺失, 基调将转为稳健灵活适度。

1、对于币值稳定, 其一为物价稳定。我们预计 2023 年 CPI 走势前高后低, 全年 2.2%, 1 月由于春节倒挂, 仍有单月上 3% 风险, 但春节月份过后, 较难有大幅上冲压力, 对货币政策制约不大。虽然疫情防控政策的优化及消费边际改善将推动核心 CPI 弱复苏, 但从猪价、油价看, 本轮猪周期较为温和, 预计 2023 年猪价延续小幅回升趋势, 随全球需求回落, 预计能源价格四个季度趋势是震荡回落, 两者对通胀施加压力均较为可控。

其二为汇率稳定, 央行注重保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定, 该项目标可与国际收支平衡目标同时探讨, 预计两者 2023 年一季度存在一定维稳压力。2022 年, 我国国内、外因素叠加触发汇率大幅走贬, 美元和美债收益率上行使得我国外储估值受到较

大冲击，4月起外储回落幅度加大并向其经验性警戒线3万亿美元逼近，国际收支出现失衡风险。汇率稳定及国际收支平衡也是央行货币政策最终目标，但2022年稳增长保就业的压力更大，因此央行并未改变稳健略宽松的政策基调，优先通过汇率本身的工具加以引导。对于2023年，正如上文所述，我们认为一季度欧债危机爆发的风险较大，美元或继续上冲使得人民币汇率承压，从货币政策对各项最终目标的权衡看，汇率稳定及国际收支平衡的重要性将明显提高，二季度后逐步得到缓解。

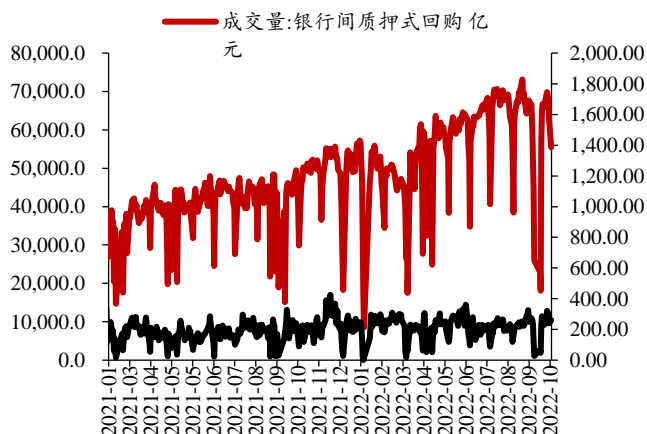
对于充分就业目标，2023年一季度也需密切关注。一方面，冬季疫情形势及地产风险事件的演进仍具有不确定性，其对就业的影响仍不可忽视；另一方面，欧债危机风险加大，可能冲击我国出口扰动就业；此外，春节附近停工停产往往伴随着失业率季节性上行，若叠加其他因素冲击，调查失业率仍有上冲风险。我们预计二季度起，经济将逐步企稳回升，经济增长与就业是一体两面，就业市场也将逐步回暖，尤其是近两年劳动力市场退休人数增加，失业率存在内生性维稳机制，货币政策的维稳压力将有所缓解。

此外还需关注金融稳定目标对短端流动性的扰动。受2022年4月起的宽货币影响，银行间质押式回购交易量不断攀升，单日数据于8、9月最高均上冲至7万亿体量，创历史峰值，我们测算的月度债市杠杆率也持续宽幅震荡。我们认为短期看，机构加杠杆行为可从监管角度适度压制，但仍存在央行从金融稳定角度考量、收紧短端流动性的可能，关键跟踪指标为地产销售，而政策信号主要看国常会表述变化，如出现防止金融空转等相关措辞。

宏观杠杆率方面，2022年受经济回落及货币政策宽信用影响，我国宏观杠杆率有所上行，截至6月末，我国宏观杠杆率273.1%（社科院口径），较上年末提高9.3个百分点，其中，居民、非金融企业及政府部门杠杆率分别为62.3%、161.3%、49.5%，较上年末提高0.1、6.5和2.7个百分点。2022年杠杆率上行幅度弱于2020年同期，政策把握“冗余度”，保持了合理适度，2023年随经济企稳及宽松政策的边际收敛，杠杆率也会是一个自然回落的过程。

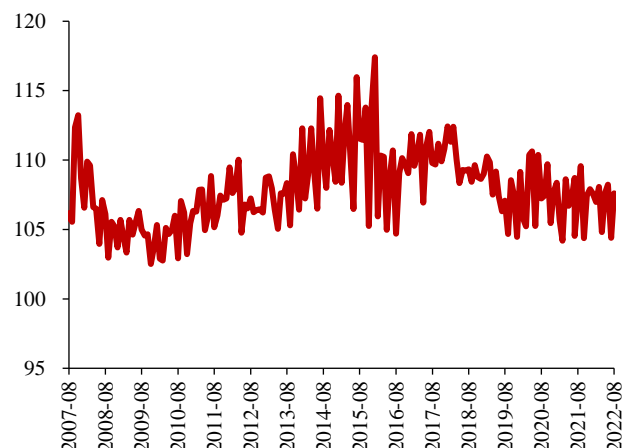
综上，我们认为2023年一季度货币政策首要目标可能在就业稳定与国际收支/汇率稳定间进行高频切换，政策基调将在稳健略宽松及稳健中性间进行灵活切换，工具选择大概率相机抉择，也需关注金融稳定目标对短端流动性的扰动。但二季度起，经济形势趋稳、汇率贬值压力及国际收支失衡风险也将有所缓解，货币政策首要目标缺失，政策基调转变为稳健灵活适度。

图55：2022年9月起银行间质押式回购交易规模有所回落



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图56：2022年债市杠杆率（估算）宽幅震荡



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 6.3 货币政策工具：结构性工具为主

基于上文对货币政策基调的判断，我们认为 2023 年总量性宽松工具如全面降准、降息较难出现，货币政策将以结构性调控为主，侧重定向引导、精准滴灌。

政策工具选择上，我们提示一季度不排除有定向降准的可能性，核心考虑是国内外风险事件对基本面的冲击带来阶段性就业压力以及 1 月或大幅走低的社融数据，由于 2023 年春节在 1 月下旬，金融数据将是季节性低值，叠加 2022 年 1 月的高基数，当月社融增速或大幅走低降至 10% 下方。

2023 年重点关注再贷款等结构性工具，预计央行继续引导银行加大对制造业、科技、小微、绿色等领域的信贷支持，也可能加大对服务业的支持力度。2022 年，央行继续强化结构性货币政策工具，除支农支小再贷款外，2021 年末至今，央行先后创设碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用、科技创新、普惠养老、交通物流、设备更新改造专项再贷款，增加民航应急贷款，调增政策性银行 8000 亿元信贷额度，推动设立共计 6000 亿元政策性开发性金融工具，发挥准财政属性，拉动基建投资。预计 2023 年货币政策结构性特征愈加明显，2022 年 8 月 19 日，央行官网介绍结构性货币政策工具，对上述结构性政策工具进行了详细介绍，2022 年 9 月，PSL 自 2020 年初以来首次大幅放量，为政策性银行提供资金支持。我们认为，央行不断创新结构性货币政策工具、增强与市场的预期引导，意味着后续将继续强化结构性工具使用，这与我国经济结构转型升级、高质量发展相匹配。

结构性货币政策工具中，预计碳减排支持工具将在双碳的推进中发挥更大的作用。截至 2022 年二季度末，我国本外币绿色贷款余额 19.55 万亿元，同比增长 40.4%，高于各项贷款增速 29.6 个百分点，上半年增加 3.53 万亿元。其中，投向具有直接和间接碳减排效益项目的贷款分别为 8 和 4.93 万亿元，合计占绿色贷款的 66.2%。我们预计碳减排工具存在进一步扩围加码的可能性，一方面是支持领域的扩围，目前工具重点支持清洁能源、节能环保和碳减排技术三个碳减排领域，未来可能范围拓宽；另一方面是将支持主体从全国性金融机构（政策性+六大行+股份制）进一步拓展至中小金融机构的可能性。此外，央行也可能将碳减排贷款纳入优质抵押品范围，提高银行投放积极性。

此外，我们认为央行或将继续发挥 MPA 考核的结构性引导作用，维持对银行的制造业中长期贷款占比、民营小微企业信贷投放的相关考核，进而引导信贷结构优化。

图 57：绿色贷款规模

|         | 本外币绿色<br>贷款余额<br>(万亿) | 投向具有直接<br>碳减排效益项<br>目 (万亿) | 投向具有间接<br>碳减排效益项<br>目 (万亿) | 具碳减排效<br>益项目合计<br>(万亿) | 具碳减排效<br>益项目贷款占绿<br>色贷款比重 |
|---------|-----------------------|----------------------------|----------------------------|------------------------|---------------------------|
| 2021 Q1 | 13.03                 | 6.47                       | 2.29                       | 8.76                   | 67.23%                    |
| 2021 Q2 | 13.92                 | 6.79                       | 2.58                       | 9.37                   | 67.31%                    |
| 2021 Q3 | 14.78                 | 6.98                       | 2.91                       | 9.89                   | 66.91%                    |
| 2021 Q4 | 15.9                  | 7.3                        | 3.36                       | 10.66                  | 67.04%                    |
| 2022 Q1 | 18.07                 | 7.79                       | 4.22                       | 12.01                  | 66.46%                    |
| 2022 Q2 | 19.55                 | 8                          | 4.93                       | 12.93                  | 66.2%                     |

资料来源：人民银行，浙商证券研究所

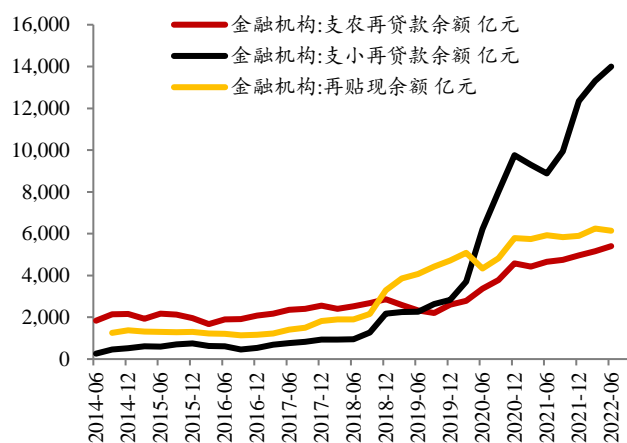


图58: 结构性货币政策

| 结构性货币政策工具情况表 |                 |                               |                       |         |                   |       |
|--------------|-----------------|-------------------------------|-----------------------|---------|-------------------|-------|
| 工具名称         | 支持领域            | 发放对象                          | 利率(1年期)/激励比例          | 额度(亿元)  | 余额(亿元,截至2022年6月末) |       |
| 长期性工具        | 支农再贷款           | 涉农领域                          | 农商行、农合行、农信社、村镇银行      | 2%      | 7600              | 5404  |
|              | 支小再贷款           | 小微企业、民营企业                     | 城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行 | 2%      | 16400             | 13997 |
|              | 再贴现             | 涉农、小微和民营企业                    | 具有贴现资格的银行业金融机构        | 2%(6个月) | 7000              | 6145  |
| 阶段性工具        | 普惠小微贷款支持工具      | 普惠小微企业                        | 地方法人金融机构              | 2%(激励)  | 400               | 44    |
|              | 抵押补充贷款          | 棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等            | 开发银行、农发行、进出口银行        | 2.80%   |                   | 26203 |
|              | 碳减排支持工具         | 清洁能源、节能减排、碳减排技术               | 21家全国性金融机构            | 1.75%   | 8000              | 1827  |
|              | 支持煤炭清洁高效利用专项再贷款 | 煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备            | 工农中建交、开发银行、进出口银行      | 1.75%   | 3000              | 857   |
|              | 科技创新再贷款         | 科技创新企业                        | 21家全国性金融机构            | 1.75%   | 2000              | 0     |
|              | 普惠养老专项再贷款       | 浙江、江苏、河南、河北、江西试点,普惠养老项目       | 工农中建交、开发银行、进出口银行      | 1.75%   | 400               | 0     |
|              | 交通物流专项再贷款       | 道路货物运输经营者和中小微物流(含快递)企业        | 工农中建交、邮储、农发行          | 1.75%   | 1000              | 0     |
|              | 设备更新改造专项再贷款     | 制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造 | 21家全国性金融机构            | 1.75%   | 2000亿元以上          |       |
| 合计           |                 |                               |                       |         | 53977             |       |

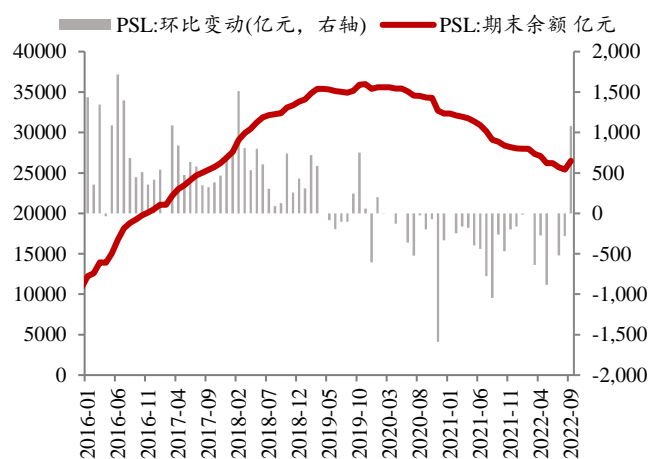
资料来源: 人民银行, 浙商证券研究所

图59: 2020年以来,支小、支农再贷款及再贴现快速增加



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图60: 2022年9月PSL环比大幅增加



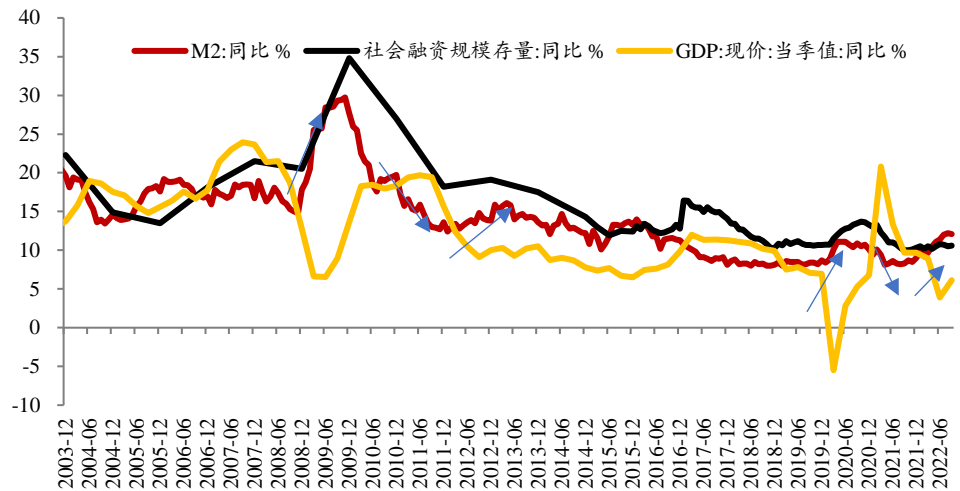
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 6.4 预计2023年末信贷、社融、M2同比增速分别为10.5%、10.3%、9%

十四五规划提出保持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,从而清晰明确地界定了货币政策框架的“锚”,我们认为这一中介目标的锚定方式,有利于协调跨周期调节与逆周期调节,更有效地实现货币政策最终目标。

我们认为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的内涵在于，当经济下行压力加大，宽松的货币政策发挥逆周期属性，托底经济稳增长，而当经济增速企稳回升，货币政策调控回归常态化，强化跨周期调节，为未来的经济周期性波动储存政策子弹。由此，在 2023 年我国经济大概率逐步企稳的情况下，全年宽松幅度将有所放缓，体现在金融数据上，是信贷、社融、M2 增速的回落，以实现中期与名义 GDP 增速基本匹配。

图61：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



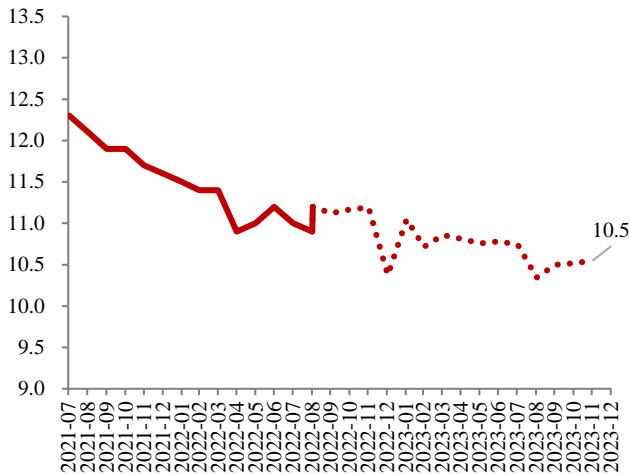
资料来源：Wind，浙商证券研究所

对于信贷，预计 2023 年全年新增信贷规模 22.6 万亿，较 2022 年预测值 21.6 万亿同比多增约 1 万亿，预计 2023 年末信贷增速 10.5%，较 2022 年末预测值 11.2% 回落 0.7 个百分点，全年走势是震荡回落，1 月（春节错月）、9 月为两个低值。

信贷投向仍将主要集中于制造业、基建等领域，减碳、地产领域贷款也将是重要的边际增量。我们预计 2023 年强链补链、产业基础再造等逻辑支撑及利润回暖的带动下，制造业投资 2023 年仍可维持 10% 左右高位，企业资本开支意愿提高，带动稳健的信贷需求，尤其是设备更新改造再贷款等专项再贷款大概率继续提供定向支持；2023 年基建增速虽会相比 2022 年略降，推进现代化基础设施体系建设的背景下，优化基础设施布局仍在持续推进，基建领域信贷需求或仍然较强；双碳推进，碳减排工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款及支持煤炭开发使用和增强储能的再贷款共同发力，减碳贷款有望继续放量；预计 2023 年房地产长效机制大概率推出，或助推地产国企公用事业化转型，国企拿地加大投资，地产投资增速有望转正，地产销售有望回暖，地产领域相关贷款均将较 2022 年有所改善。

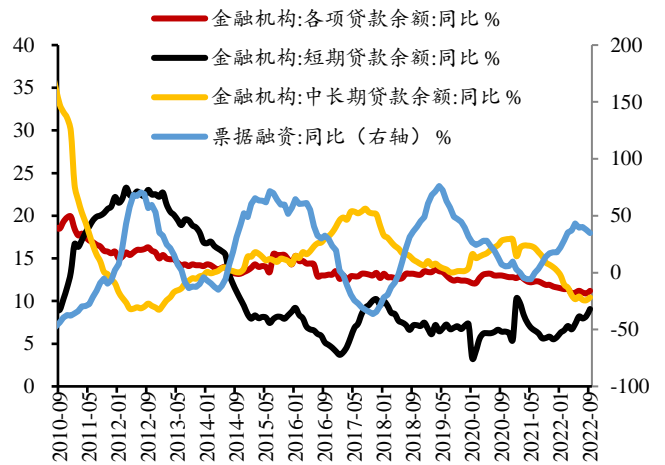
虽然全年信贷增速回落，但我们预计，由于经济形势改善，企业中长期贷款需求回升，银行不再依赖票据或短贷维稳信贷，信贷结构将有所改善。

图62: 2023年信贷增速走势预测(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图63: 预计2023年信贷结构有所改善

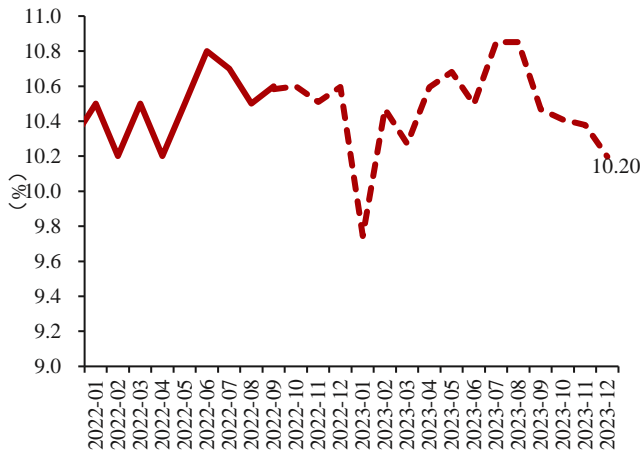


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

对于社融, 预计2023年全年新增37.2万亿, 较2022年预测值34.8万亿同比多增约2.4万亿, 预计2023年末社融增速10.3%, 较2022年末预测值10.6%回落0.3个百分点, 其中, 由于1月春节错月可能导致数据大幅走低, 降至10%下方, 1月为全年低点。

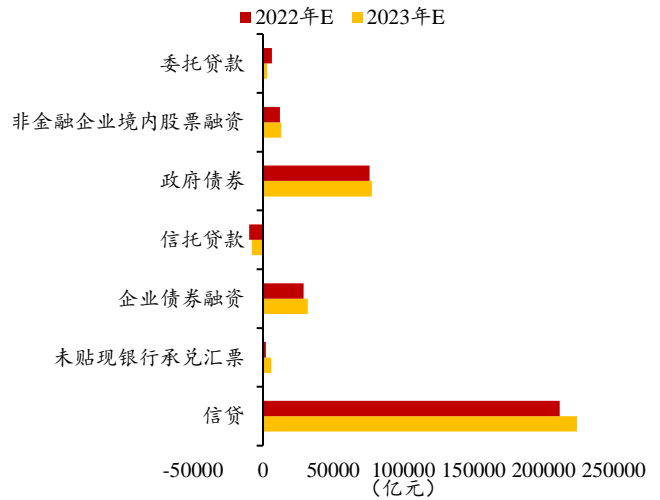
结构中, 社融同比多增的项目为信贷、未贴现票据、企业债券及信托贷款, 而委托贷款或同比少增, 预计政府债券、股票融资保持稳健。其中, 未贴现票据与经济走势相关度高, 且随着表内票据贴现行为弱化, 未贴现票据体量大概率实现同比多增; 企业债券也将受益于风险情绪的修复有所改善; 2023年融资类信托监管大概率持续, 其净融资规模仍将维持负值, 总量继续压降, 但由于规模逐步收缩, 同比将实现少减。对于政府债券, 我们预计2023年预算内赤字体量有所增加, 预计超4万亿, 预计专项债额度为3.65万亿, 由于2022年在年初预算基础上新增5000亿限额内专项债发行, 因此2023年政府债券项目或与2022年体量基本相当。对于委托贷款, 2022年8月起委托贷款项目大增, 与政策性银行的政策性开发性金融工具(作为政策性金融, 该机构子公司委托政策性金融机构的资本金贷款)或以委托贷款形式投放相关, 若2023年不再接续, 则该因素将使得委贷较2022年同比少增, 预计幅度可控, 公积金贷款也计入委托贷款, 相关城市公积金贷款政策放松, 后续有利于委贷回升。

图64: 2023年社融增速走势预测



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

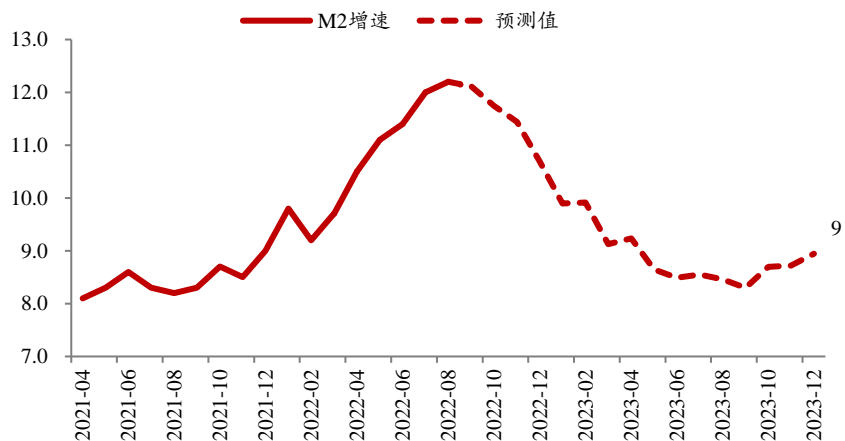
图65: 2023年社融各项同比多增情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

预计2023年末M2增速9%，较2022年明显回落，但仍高于GDP实际增速+CPI增速。财政存款不计入M2，2022年，特定国有金融机构和专营机构上缴利润增强财政可用财力维稳财政支出，而减税降费、留抵退税拖累财政收入，两者共同作用使得财政存款向居民、企业存款迁移的幅度高于往年，推动M2增速大幅走高。而特定机构上缴利润和留抵退税支持实体经济均不影响社融，使得M2增速与社融出现明显背离。预计上述财政收支及居民、企业存款状况在2023年将有所转变，叠加2022年基数较高，共同推动2023年M2增速回落。

图66: 2023年M2增速走势预测 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 7 财政政策：政策不急转向，财政积极有为

**2023 年财政政策积极有为，保持政策连续性，布局长远兼顾短期。**展望 2023 年财政政策基调，我们预计将延续 2022 年特征，维持积极有为基调：

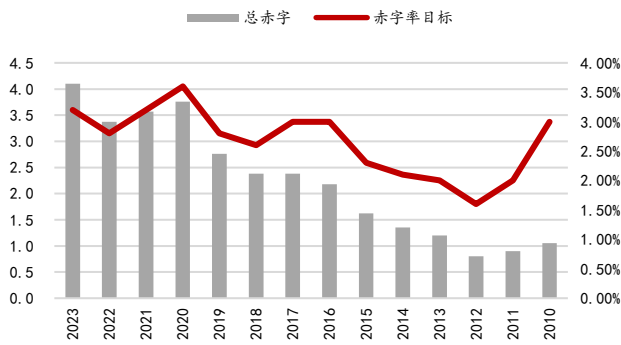
- 首先，三重压力仍存，2021 年底中央经济工作会提出“各部门各地方协同发力”稳增长以应对“三重压力”，2022 年受国内疫情、地产风波、高温限电等因素扰动，一系列宏观政策效果未能有效根本上化解“压力”，由此催生了 2022 下半年“稳住经济大盘”的定调，目前来看，我们认为导致施压“中国经济基本面长期向好”的疫情、地产、地缘政治等掣肘仍未根本性扫除，特别是扭转“预期转弱”并非短期易事，宏观政策仍有维稳压力，决定了财政政策大概率维持积极有为基调。
- 其二，参考前期政策经验，宏观政策保持连续性、稳定性概率较高；2020 年全球疫情爆发，我国在 Q2 便实现了疫情的有效防控并带动经济快速修复，进入 2020 年 Q4 实际 GDP 增速已经达到 6.5% 高位，2020 年底在经济良好修复的背景下中央经济工作会仍旧明确表示“宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性……不急转弯，把握好政策时度效”，不论从横向“中国较海外国家的经济增长相位差优势下降”还是纵向“国内经济动能仍未修复”，预计宏观政策延续性较高。
- 其三，外部掣肘与内部增长诉求，决定了财政政策需要积极有为“布局长远兼顾当下”。百年变局与外部掣肘决定了宏观政策要兼顾跨周期和逆周期调节诉求，既要关注短期稳增长、稳就业、稳预期等目标，又要服务于十四五规划、2035 远景目标等，为双循环、制造强国、创新驱动、共同富裕等提供财政保障；我们认为，2023 年外部仍有地缘政治、大国博弈、债务危机等压力，又是十四五规划攻坚之年和二十大开局之年，财政政策积极有为布局长远兼顾当下。

**财政积极有为，预计赤字率 3.2%。**赤字率是反映财政基调的重要指标，考虑保持政策连续性的需要、内外压力与长短目标的协调平衡和前期政策经验，我们预计 2023 年赤字率目标将设定为 3.2%，较 2022 年 2.8% 保持提升了 0.4 个百分点，与 2021 年的 3.2% 保持一致，略低于 2020 年疫情年份的 3.6%，其中值得注意的是 2022 年赤字率调低至 2.8%，我们认为主因在于 2020 与 2021 年财政政策执行过程中出现超过万亿的“超收节支”资金，可以结转结余至 2022 年使用，因此无需过度依赖债务性收入（赤字）来补充财力。赤字规模方面，我们预计 2023 年与赤字率 3.2% 相对应的赤字规模有望突破 4 万亿，高于 2020、2021 及 2022 年的 3.76 万亿、3.57 万亿和 3.37 万亿。

**广义财政支出与 2022 年较为接近。**2022 年，为统筹政策回归中性和服务经济开门红的目标，财政政策采取了“赤字率调降”与“广义财政支出显著提升”这种组合。结合前文分析，我们预计 2023 年财政政策组合大概率有所调整——赤字率提升，而广义财政支出与 2022 年较为接近。2022 年广义财政支出预算目标为 40.6 万亿元（较 2021 年增加 4.5 万亿以上），结合前三季度财政数据，考虑卖地收入低迷进而拖累支出与准财政替代财政发力等逻辑，我们预计 2022 年广义财政支出决算可能接近 39.5 万亿元，结合我们对一般公共预算及政府性基金预算支出（后文有具体展开）的测算，预计 2023 年广义财政支出在 40 万亿左右，与 2022 年决算较为接近。

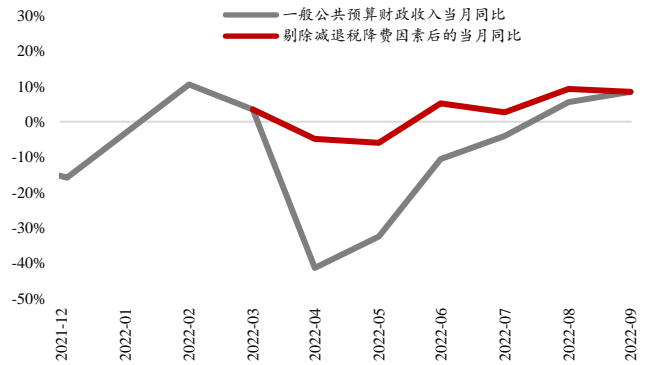


图67: 预计2023年赤字率3.2%、赤字规模超4万亿(万亿)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图68: 财政收入修复较为积极



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

完善税制加强征管，财政收入平稳增长，减税降费政策适当延续。2022年疫情及大规模集中减税降费一定程度上扰动了财政收入节奏，进入下半年从剔除减税降费视角来看，财政收入已显著回暖、连续3个月实现同比正增长，在“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的政策基调下，预计2022年一般公共预算收入大概率能完成预算目标。在此基础上，我们预计2023年全国一般公共预算收入同比增长2%，规模超过23万亿，主因在于：

- 2023年服务于保市场主体稳就业目标和财政政策保持连贯性要求，预计减税降费政策中部分减税政策有望延续，拖累财政收入。
- 对疫情防控、经济发展、安全发展等问题的综合宏观治理能力提升，预计2023年经济增速回暖有望改善税基稳定财政收入。
- 建设现代财税制度是十四五规划的重点方向，是全面建设社会主义现代化国家的重要保障，完善现代税收制度是重点方向，主要布局三方面，一是健全地方税体系、培育地方税源，建议关注消费税征收环节后移并下划地方，扩大省级税收权限和非税收入改革；二是健全直接税体系；三是深化税收征管制度，我们认为这一点较为重要，过去两年，借助互联网、大数据等方式提升税收征管能力，税收收入在居民收入不稳的情况下保持了较高增速，预计2023年逐步完善和加强的税收征管体系有助于财政税收平稳增长。

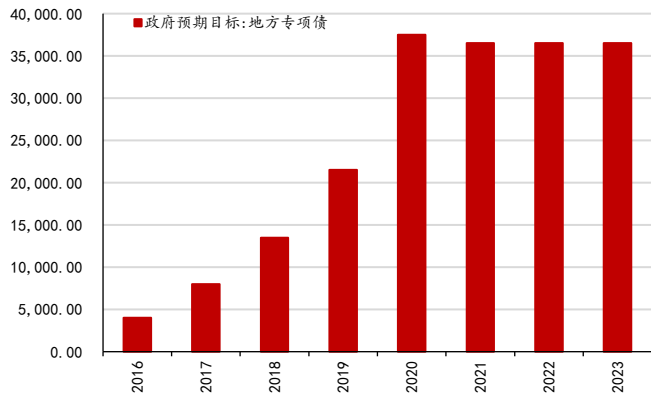
图69: 2022年1-9月，社保就业、卫生健康及交通运输支出较快

| 一般公共预算支出投向               | 2021   |        | 2022   |        | 22-21绝对值提升<br>亿元 | 22-21占比提升 | 1-9月财政支出进度 |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|------------------|-----------|------------|
|                          | 数额(亿元) | 占比(%)  | 数额(亿元) | 占比(%)  |                  |           |            |
| 农林水支出                    | 22169  | 9.0%   | 24041  | 9.0%   | 1872             | 0.0%      | 66.3%      |
| 公共安全支出                   | 13794  | 5.6%   | 14692  | 5.5%   | 898              | -0.1%     |            |
| 科学技术支出                   | 9607   | 3.9%   | 10418  | 3.9%   | 811              | 0.0%      | 62.5%      |
| 社会保障和就业支出                | 33746  | 13.7%  | 37398  | 14.0%  | 3651             | 0.3%      | 76.1%      |
| 教育支出                     | 37687  | 15.3%  | 41404  | 15.5%  | 3717             | 0.2%      | 68.6%      |
| 城乡社区支出                   | 19459  | 7.9%   | 21103  | 7.9%   | 1643             | 0.0%      | 68.1%      |
| 外交、国防支出                  | 14287  | 5.8%   | 15226  | 5.7%   | 939              | -0.1%     |            |
| 节能环保支出                   | 5419   | 2.2%   | 5877   | 2.2%   | 458              | 0.0%      | 61.8%      |
| 一般公共服务支出                 | 19952  | 8.1%   | 21103  | 7.9%   | 1151             | -0.2%     |            |
| 资源勘探工业信息等支出              | 6651   | 2.7%   | 6945   | 2.6%   | 295              | -0.1%     |            |
| 文化旅游体育与传媒、灾害防治及应急管理等其他支出 | 15518  | 6.3%   | 17096  | 6.4%   | 1578             | 0.1%      |            |
| 债务付息支出                   | 10346  | 4.2%   | 11219  | 4.2%   | 874              | 0.0%      |            |
| 交通运输支出                   | 11331  | 4.6%   | 12021  | 4.5%   | 690              | -0.1%     | 74.0%      |
| 住房保障支出                   | 7143   | 2.9%   | 7747   | 2.9%   | 603              | 0.0%      |            |
| 卫生健康支出                   | 19213  | 7.8%   | 20836  | 7.8%   | 1623             | 0.0%      | 78.0%      |
| 总计                       | 246322 | 100.0% | 267125 | 100.0% | 20803            |           | 71.3%      |

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

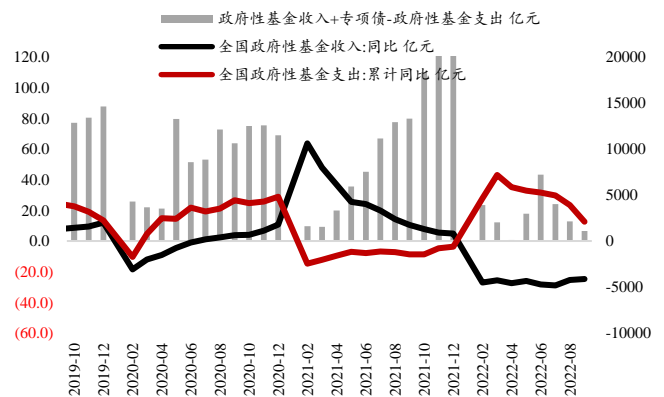
**保持支出强度、不急转弯，支出结构布局长远兼顾当下。**2022年全国一般公共预算支出规模达到26.7万亿，综合经济修复和财政收入回升的特征来看，我们预计2022年全国一般公共预算支出规模有望超过26.5万亿元，完成全年支出目标概率较高。2023年，考虑保持政策连续性和服务于高质量发展的现实需求，我们预计2023年全国一般公共预算支出同比增速有望达到3%，支出规模有望达到超过27万亿（2022年全国一般公共预算支出），再创历史新高。**预计支出结构与2020至2022年三年较为接近，布局长远、兼顾当下**，首先，预计2023年疫情防控与稳就业压力仍存，预计财政支出仍将较为重视社保就业与卫生健康支出；其次，服务于十四五规划高质量增长要求，二十大明确提出的“建成现代化经济体系，基本实现新型工业化、信息化、城镇化和农业现代化；建设社会主义现代化强国，建成教育强国、科技强国、文化强国、体育强国和健康强国”的中长期目标，预计财政支出在科教文卫、交通运输、城乡社区等领域加大支持；第三，当前外部环境挑战加剧，二十大强调“统筹发展与安全，以新安全格局保障新发展格局”，我们预计公共安全支出、外交与国防支出可能进一步提升、支出占比有所提高。

图70： 预计2023地方政府专项债新增规模3.65万亿（亿）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图71： 卖地收入修复较慢，扰动政府性基金支出



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

**政府性基金收入：卖地收入适当回升，新增专项债持平。**政府性基金收入来源于地方政府卖地收入与地方政府专项债融资两大方面，2022年由于卖地收入不足（预计2022年国有土地使用权出让收入规模可能在7万亿左右），财政积极使用财政工具（限额内专项债、特定机构利润集中上缴）和准财政工具（政策性金融机构信贷额度、专项建设基金等）来平衡收支，用以满足政府事权需要，但权宜之计不能解决长久问题，2023年如何平衡政府性基金财政收支？

我们认为，展望2023年，其一，卖地收入适当回升，预计房地产市场逐步回升修复，一方面断供停贷风波的扰动下降，2022年下半年出台的一系列房地产宽松政策有望带动地产销售回暖，继而稳定市场预期、助力市场信心，进而带动土地市场逐步回暖；另一方面房地产中长期规划有望在2023年靴子落地，公用事业化改革提升国企央企等主体参与积极性、拿地积极性提升；我们预计2023年国有土地使用权出让收入在7.5万亿至8万亿区间，较2022年有所回升。

其二，新增专项债预计与2022年持平，仍为3.65万亿元；此前我们在2021年11月外发的《先立后破，产业突围》中提出，由于财政中期规划对地方政府杠杆率的要求决定了地方政府举债及债务发行的基本思路，可以据此对新增债务规模进行研判，2023年面临的是再融资规模较大、卖地收入不足和政府杠杆率限制。

2023年地方政府到期债务规模达到了3.63万亿，显著高于2020至2022的2.07、2.67和2.76万亿，根据前期经验地方政府再融资比例较高，接近99%，因此2023年再融资地

方政府债规模可能也在 3.6 万亿元左右；我们认为政府杠杆率的限制更多体现在各类地方政府债的总发行规模，增幅不应过快，结果中再融资规模的上升可能需要减少新增专项债规模予以调节。因此在卖地收入低于历史同期水平的情况下，政府性基金需要兼顾再融资发行需求和新增债务性收入填补资金缺口的需求，我们预计 2023 年地方政府债总发行规模可能超过 7.6 万亿，其中新增专项债规模预计为 3.65 万亿，与 2022 年保持一致。

**调节中央地方事权范围，准财政工具存常态化可能。**根据《新预算法》，政府性基金是专项用于特定公共事业发展的收支预算，简单理解就是财政重点推进经济建设的财政预算。我国土地财政的依赖性反映在政府性基金对卖地收入的依赖之上，2022 年卖地收入不足导致政府性基金支出受到扰动，决策层通过一系列准财政工具填补资金缺口、满足地方政府事权需要，取得了较好地效果。我们认为部分准财政工具存在常态化可能：

其一，我国房地产发展的大周期拐点已至，房住不炒、共同富裕等政策要求下，卖地收入难以持续保持高增长，更无法根本上满足政府推进经济建设事权所需的资金，增加债务性收入是可选方向，但受到存量历史债务（隐性债务）、债务风险和财政持续性等扰动，需要新工具来匹配地方政府事权需要；

其二，2020 年特殊转移机制在“兜牢三保”方面发挥积极作用，后续进行常态化落实，转变成为财政直达机制，成为改善基层财力的重要政策手段。

其三，十四五规划明确提出“建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地方财政关系...减少并规范中央和地方共同事权”，通过逐步分离、减少地方政府的部分事权，借助专项建设基金等准财政工具，让国企、央企通过市场化方式参与更多优质项目，是降低土地财政依赖、平稳地方政府债务规模的一个合适选择。

**关注结构性财政政策，精准施政、定向支持。**我们提示，2023 年也许关注部分结构性财政政策，首先是财政直达机制，2021 年部署 2.8 万亿资金实际形成 2.67 万亿支出，其中近 2 万亿用于养老、义务教育、基本医疗、基本住房等基本民生方面的支出，2022 年则进一步提升财政直达资金规模至 4 万亿，有效发挥直达机制在保障民生和支持基层运作中的重要作用，我们预计 2023 年财政直达机制规模仍有望保持较高规模，补充基层财力。其次是定向财政贴息，2022 年我国定向实施了一系列财政贴息政策，5 月以来先后对教育、民族贸易及特需商品、初创企业和个体工商户、高校医院等进行贴息支出，我们预计 2023 年可能会进一步扩围加码，围绕高质量发展和结构转型进行定向支持，通过贴息方式降低企业融资成本，服务实体经济发展。

图72: 财政贴息有助于降低部分行业融资成本

| 政策出台时间     | 投向  | 财政贴息政策梳理  | 资金规模               | 贴息水平                       |
|------------|---|---|--------------------|----------------------------|
| 2022年9月13日 | 制造业、服务业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户                                  |   | 2000亿元以上, 尽量满足实际需求 | 2.50%                      |
| 2022年9月7日  | 高校、职业院校和实训基地、医院、地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型和中小微企业、个体工商户等设备购置和更新改造 | 据实拨付, 申请贴息截至2022年12月31日   |                    | 贴息2.5个百分点, 期限2年            |
| 2022年7月13日 | 符合条件的初创企业和个体工商户   | 单个企业最高20万元  |                    | 全额贴息                       |
| 2022年5月31日 | 民族贸易贷款和民族特需商品贷款   | 各地上报预算后财政部测算引导资金分配方案  |                    | 按照不得高于贷款本金金额2.88%的水平安排财政贴息 |
| 2022年5月11日 | 国家助学贷款  | 预计免息20多亿元、延期还本50多亿元   |                    | 全额贴息                       |
| 2020年2月25日 | 农业、中小微企业  |   | 5000亿元             | 2.50%                      |
| 2020年2月5日  | 重点医疗防控物资和生活必需品生产、运输和销售的重点企业包括小微企业                           | 据实拨付  |                    | 贴息一半, 确保低于1.6%             |
| 2019年5月28日 | 生猪养殖企业  | 从中央财政农业生产发展资金中的适度规模经营资金中统筹安排  |                    | 原则上不超过2%                   |
| 2018年3月27日 | 创业担保贷款对象、农村自主创业农民   | 据实拨付  |                    | 对个人贷款按2年(第1年、第2年)全额贴息      |
| 2009年7月9日  | 原料奶收购贷款   | 据实拨付  |                    | 3.105%                     |
| 2009年5月20日 | 下岗失业人员小额担保贷款微利项目  | 据实拨付  |                    | 全额贴息(不含东部七省市)              |
| 2005年5月17日 | 重点家禽养殖、加工企业   | 据实拨付, 由中央财政按东部地区20%、中部地区50%、西部地区80%的比例负担(对国家扶贫工作重点县提高10个百分点), 其余贴息资金由省级财政承担 |                    | 按现行半年期流动资金贷款利率的一半据实贴息      |

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 8 产业政策：休养生息与安全思维增强

受近年来疫情冲击及外部环境逐步恶化的影响，以及国内限制类产业政策的推进，我国经济既需要休养生息也需要提升安全韧性。因此，我们认为短期内产业政策将兼顾长期转型需要与短期经济情况、兼顾发展与安全，2023年将更侧重休养生息与安全思维。

休养生息思维体现在统筹经济恢复程度与限制类产业政策推进速度，在经济稍未完全恢复前暂时放缓限制类产业政策的收紧，重点支持鼓励类产业加快发展，通过做大鼓励类产业的增量来促使产业结构高质量转型，具体表现为双碳政策坚持先立后破，地方加大招商引资力度。安全思维则将体现在对粮食、能源与重要产业链供应链领域，有助于提升安全韧性的重要生产环节、技术有望被鼓励发展。

### 8.1 双碳政策密集落地，“先立后破”休养生息

自2021年中央层面的《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》和《2030年前碳达峰行动方案》发布以来，我国碳达峰、碳中和“1+N”政策体系和实施路径逐步清晰。

从行业角度来看，2022年2月发布的《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南（2022年版）》对炼油、煤化工、纯碱、黄磷等17个细分行业作出明确的节能降碳改造规划。2022年3月发布的《“十四五”现代能源体系规划》指出在能源消费侧：实施重点行业领域节能降碳行动；大力推动煤炭清洁高效利用，全面推动煤电节能降碳改造、灵活性改造、供热改造“三改联动”；在能源供给侧：到2025年非化石能源发电量比重达到39%左右，“十四五”期间提高5.8个百分点。

从区域角度来看，各地方政府已根据自身情况编制碳达峰方案，截至2022年10月中旬已有八个省份出台双碳行动方案，从新能源、煤炭、化工、钢铁、有色、建材、交通运输、建筑、碳汇等领域进行详细部署。我们预计其余省份也将尽快明确具体路径，各省份碳达峰的主要目标、任务较为明确，有助于政策落地形成实物工作量。

我们认为在“先立后破”基调下，加快对高于能效标杆和基准水平的产能建设投资仍将是2023年的重点，新能源如光伏、风电、储能等终端产品以及用于生产新能源的产业链有望加大投资和生产，高耗能行业重在推动技改而非一刀切关停。能耗双控制度逐步转向碳排放总量和强度“双控”制度，使得新能源终端需求扩张时，其上中游高耗能行业能同步扩产，产业新能源化将稳步推进。

双碳政策如能坚持先立后破有序推进，将不同于2021年其刚推行双碳政策时带来的经济收缩性，而将呈现出一定经济扩张性，各地方政府将有更大积极性推动政策落地，对经济的休养生息有支撑作用。



图73：十四五期间高耗能行业重点领域节能降碳改造升级路线已明确，2023年相关投资易落地

| 行业        | 能效标杆水平                 |                         |                        |              | 基准水平              |                           |                        |              | 年均置换产<br>能比重<br>(%) |            |       |
|-----------|------------------------|-------------------------|------------------------|--------------|-------------------|---------------------------|------------------------|--------------|---------------------|------------|-------|
|           | 达标条件                   | 2020年底情况<br>(优于标杆水平的产能) | 2025目标<br>(能效标杆水平以上产能) | 需提升比例<br>(%) | 达标条件              | 2020年底情况<br>(能效低于基准水平的产能) | 2025目标<br>(能效基准水平以下产能) | 需退出比例<br>(%) |                     |            |       |
| 炼油行业      | 7.5千克标准油/(吨·吨油因数)      | 约占25%                   | 比例达到30%                | 5            | 8.5千克标准油/(吨·吨油因数) | 约占20%                     | 加快退出                   | 20           | 5                   |            |       |
| 乙烯行业      | 590千克标准油/吨             | 约占20%                   | 比例达到30%以上              | 10           | 640千克标准油/吨        | 约占30%                     | 有序开垦或选提升               | 不确定          | 2.5以上               |            |       |
| 对二甲苯行业    | 380千克标准油/吨             | 约占23%                   | 比例达到50%                | 27           | 550千克标准油/吨        | 约占18%                     | 基本清零                   | 18           | 6.75                |            |       |
| 现代煤化工行业   | 以煤为原料的煤制甲醇             | 1550千克标准煤/吨             | 煤制甲醇行业：约占15%           | 比例达到30%      | 2000千克标准煤/吨       | 煤制甲醇行业：约占25%              | 基本清零                   | 25           | 6.25                |            |       |
|           | 以天然气为原料的煤制甲醇           | 1400千克标准煤/吨             |                        |              | 1800千克标准煤/吨       |                           |                        |              |                     |            |       |
|           | 煤制烯烃 (MTO路线)           | 2800千克标准煤/吨             | 约占48%                  | 比例达到50%      | 2                 | 3300千克标准煤/吨               | 全部产能高于基准水平             | 0            | 0.5                 |            |       |
|           | 煤制乙二醇                  | 1000千克标准煤/吨             | 约占20%                  | 比例达到30%      | 10                | 1350千克标准煤/吨               |                        | 40           | 10                  |            |       |
| 合成氨行业     | 以优质无烟煤为原料的合成氨          | 1100千克标准煤/吨             | 约占7%                   | 比例达到15%      | 1350千克标准煤/吨       | 约占19%                     | 基本清零                   | 19           | 4.75                |            |       |
|           | 以非优质无烟煤为原料的合成氨         | 1350千克标准煤/吨             |                        |              | 1520千克标准煤/吨       |                           |                        |              |                     |            |       |
|           | 以天然气为原料的合成氨            | 1000千克标准煤/吨             |                        |              | 1150千克标准煤/吨       |                           |                        |              |                     |            |       |
| 电石行业      | 905千克标准煤/吨             | 约占3%                    | 比例达到30%                | 27           | 940千克标准煤/吨        | 约占25%                     | 基本清零                   | 25           | 6.75                |            |       |
| 烧碱行业      | 离子膜法液碱 (≥30%)          | 315千克标准煤/吨              | 约占15%                  | 比例达到40%      | 350千克标准煤/吨        | 约占25%                     | 基本清零                   | 25           | 6.25                |            |       |
|           | 离子膜法液碱 (≥45%)          | 420千克标准煤/吨              |                        |              | 470千克标准煤/吨        |                           |                        |              |                     |            |       |
|           | 离子膜法固碱 (≥98%)          | 620千克标准煤/吨              |                        |              | 685千克标准煤/吨        |                           |                        |              |                     |            |       |
| 纯碱行业      | 氨碱法 (轻质) 纯碱            | 320千克标准煤/吨              | 约占35%                  | 比例达到50%      | 370千克标准煤/吨        | 约占10%                     | 基本清零                   | 10           | 3.5                 |            |       |
|           | 氨碱法 (轻质) 纯碱            | 160千克标准煤/吨              |                        |              | 245千克标准煤/吨        |                           |                        |              |                     |            |       |
|           | 氨碱法 (重质) 纯碱            | 390千克标准煤/吨              |                        |              | 420千克标准煤/吨        |                           |                        |              |                     |            |       |
|           | 氨碱法 (重质) 纯碱            | 210千克标准煤/吨              |                        |              | 295千克标准煤/吨        |                           |                        |              |                     |            |       |
| 磷铵行业      | 传统法 (粒状) 的磷酸一铵         | 255千克标准煤/吨              | 约占20%                  | 比例达到30%      | 275千克标准煤/吨        | 约占55%                     | 低于30%                  | 25           | 6.25                |            |       |
|           | 传统法 (粒状) 的磷酸一铵         | 240千克标准煤/吨              |                        |              | 260千克标准煤/吨        |                           |                        |              |                     |            |       |
|           | 采用料浆法 (粒状) 的磷酸一铵       | 170千克标准煤/吨              |                        |              | 190千克标准煤/吨        |                           |                        |              |                     |            |       |
|           | 传统法 (粒状) 的磷酸一铵         | 165千克标准煤/吨              |                        |              | 185千克标准煤/吨        |                           |                        |              |                     |            |       |
|           | 料浆法 (粒状) 的磷酸一铵         | 185千克标准煤/吨              |                        |              | 200千克标准煤/吨        |                           |                        |              |                     |            |       |
| 黄磷行业      | 电炉法                    | 2300千克标准煤/吨             | 约占25%                  | 比例达到30%      | 5                 | 2800千克标准煤/吨               | 约占30%                  | 基本清零         | 30                  | 7.5        |       |
|           | 水炉法                    | 100千克标准煤/吨              | 约占5%                   | 比例达到30%      | 25                | 117千克标准煤/吨                | 约占24%                  | 基本清零         | 24                  | 6.25       |       |
| 平板玻璃行业    | 平板玻璃 (生产能力≥800吨/天)     | 8千克标准煤/重量箱              | 小于5%                   | 比例达到20%      | 15                | 12千克标准煤/重量箱               | 约占8%                   | 基本清零         | 8                   | 3.75       |       |
|           | 平板玻璃 (500≤生产能力<800吨/天) | 9.5千克标准煤/重量箱            | 小于5%                   | 比例达到30%      | 25                | 13.5千克标准煤/重量箱             | 约占5%                   | 基本清零         | 5                   | 6.25       |       |
| 建筑、卫生陶瓷行业 | 吸水率≤0.5%的陶瓷砖           | 4.7千克标准煤/平方米            | 小于5%                   | 比例达到30%      | 7.7千克标准煤/平方米      | 小于5%                      | 基本清零                   | 5            | 6.25                |            |       |
|           | 0.5%<吸水率≤10%的陶瓷砖       | 3.7千克标准煤/平方米            |                        |              | 4.8千克标准煤/平方米      |                           |                        |              |                     |            |       |
|           | 吸水率>10%的陶瓷砖            | 3.5千克标准煤/平方米            |                        |              | 4.5千克标准煤/平方米      |                           |                        |              |                     |            |       |
|           | 卫生陶瓷                   | 300千克标准煤/吨              |                        |              | 630千克标准煤/吨        |                           |                        |              |                     |            |       |
| 钢铁行业      | 高炉工序                   | 361千克标准煤/吨              | 约占4%                   | 比例达到30%      | 435千克标准煤/吨        | 约占30%                     | 基本清零                   | 30           | 7.5                 |            |       |
|           | 转炉工序                   | -30千克标准煤/吨              | 约占6%                   |              | 24                |                           |                        |              |                     | -10千克标准煤/吨 | 约占30% |
|           | 电炉炉冶炼 (30吨≤公称容量<50吨)   | 67千克标准煤/吨               | -                      |              | -                 |                           |                        |              |                     | -          |       |
|           | 电炉炉冶炼 (公称容量≥50吨)       | 61千克标准煤/吨               | -                      |              | -                 |                           |                        |              |                     | -          |       |
| 焦化行业      | 炼焦工序                   | 110千克标准煤/吨              | 约占2%                   | 比例超过30%      | 135千克标准煤/吨        | 约占40%                     | 基本清零                   | 40           | 10                  |            |       |
|           | 捣固炼焦                   | 110千克标准煤/吨              | 140千克标准煤/吨             |              |                   |                           |                        |              |                     |            |       |
| 铁合金行业     | 硅铁合金                   | 1770千克标准煤/吨             | 约占4%                   | 比例达到30%      | 1900千克标准煤/吨       | 约占30%                     | 基本清零                   | 30           | 7.5                 |            |       |
|           | 锰硅合金                   | 860千克标准煤/吨              |                        |              | 950千克标准煤/吨        |                           |                        |              |                     |            |       |
|           | 高碳铬铁合金                 | 710千克标准煤/吨              |                        |              | 800千克标准煤/吨        |                           |                        |              |                     |            |       |
| 有色金属冶炼行业  | 铜冶炼                    | 260千克标准煤/吨              | 约占40%                  | 比例达到50%      | 10                | 350千克标准煤/吨                | 约占10%                  | 10           | 2.5                 |            |       |
|           | 铝电解                    | 13000千瓦时/吨              | 约占10%                  | 比例达到30%      | 20                | 13550千瓦时/吨                | 约占20%                  | 20           | 5                   |            |       |
|           | 铅冶炼                    | 230千克标准煤/吨              | 约占40%                  | 比例达到50%      | 10                | 300千克标准煤/吨                | 约占10%                  | 10           | 2.5                 |            |       |
|           | 锌冶炼                    | 1100千克标准煤/吨             | 约占30%                  | 比例达到50%      | 20                | 1280千克标准煤/吨               | 约占15%                  | 15           | 5                   |            |       |

资料来源：国家发改委网站，浙商证券研究所

## 8.2 招商引资重在高技术制造，投资助力休养生息

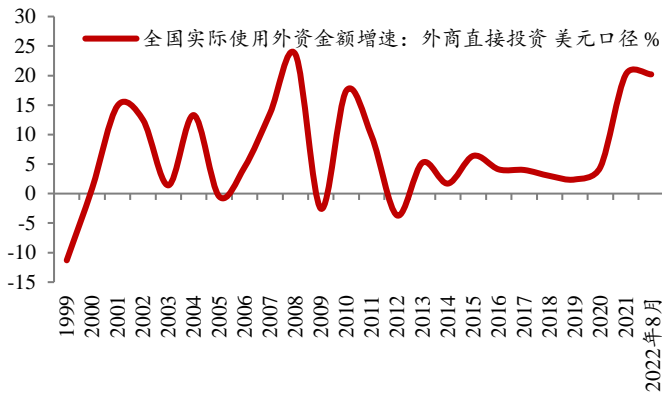
欧洲迫于能源及通胀压力制造业转移需求或增强，我国当前的三大比较优势及两大需要则可能形成未来几年各地方加大招商引资力度的机遇期。三大比较优势是：相对完备的产业链及稳定的供应链；人口质量红利；国内较低的能源价格及通胀水平。两大需要是：短期内投资对经济休养生息的支撑作用；中长期产业结构尤其是制造业高质量结构转型。

2022年10月13日，国家发展改革委等六部门发布《关于以制造业为重点促进外资扩增量稳存量提质量的若干政策措施》，文件要求：在先进制造业和高新技术方面，重点鼓励外商投资高端装备、基础元器件、关键零部件等领域。在现代服务业方面，重点鼓励外商投资研发设计、现代物流等领域；在节能环保方面，重点鼓励外商投资新能源、绿色低碳关键技术创新和示范应用等领域；在区域布局方面，给予中西部和东北地区基础制造、适用技术、民生消费等领域政策支持。

我们认为，从行业角度来看，招商引资政策重点在高技术制造业；从区域角度来看，中西部和东北相比东部地区更具成本优势，结合共同富裕、平衡发展及产业安全的因素招商引资优惠政策向中西部倾斜的力度可能更大；从政策配套措施的角度来看，优化投资营商环境、实现商务人员更为便利的国际往来是关键；从政策落地的角度来看，国家层面已形成明确导向，相关措施较为完备，地方政府为各地区发展有较强的落实动力，预计2023年招商引资将有显著效果。

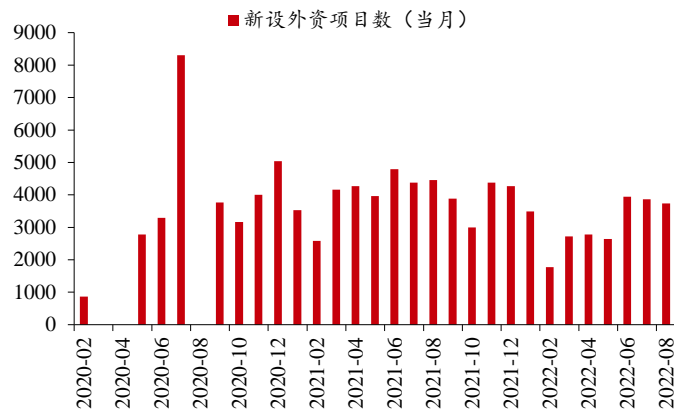
总体来看，我国招商引资已有较好基础，2020年以来我国吸引外资规模持续扩大。其一，从实际利用外资数据来看，近十年，我国引资规模一直稳居全球前三位，2021年我国实际使用外资达到1.15万亿元人民币，位居世界第二，较2012年增长62.9%。截至2022年1-8月，全国实际利用外资1384.1亿美元，同比增长20.2%，在去年高基数基础上依然保持了两位数增长。其二，从新设外资项目数来看，外资项目支撑作用也明显增强，1-8月新设外资项目数为24935个，处于疫情后的较高水平。

图74：实际使用外资累计同比接近历史高位



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

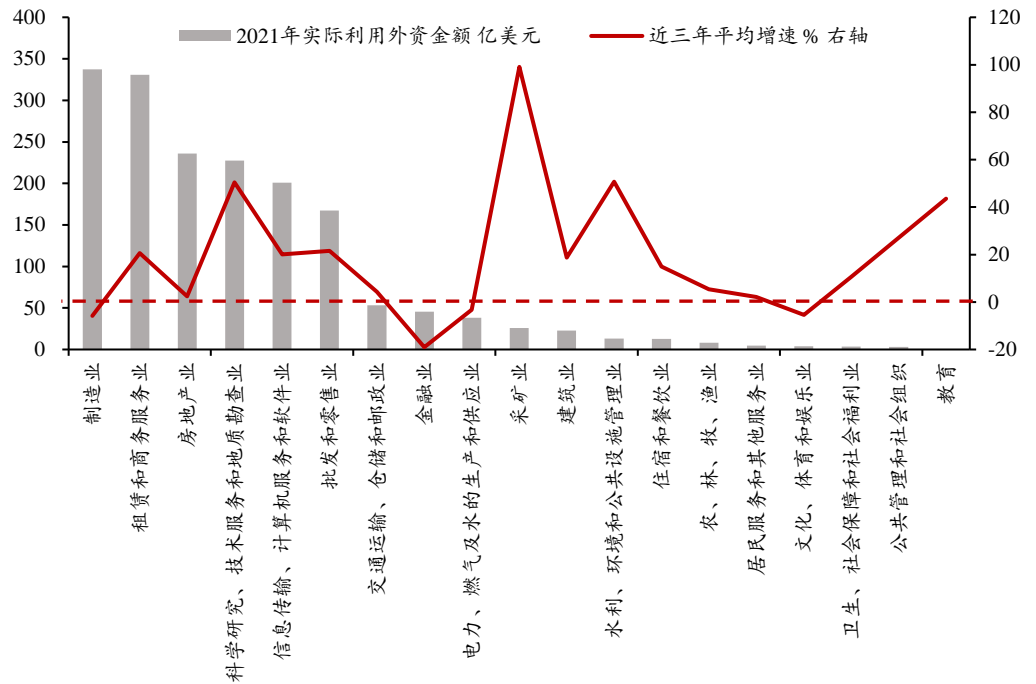
图75：2020年2月以来新设外资项目数总体平稳



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

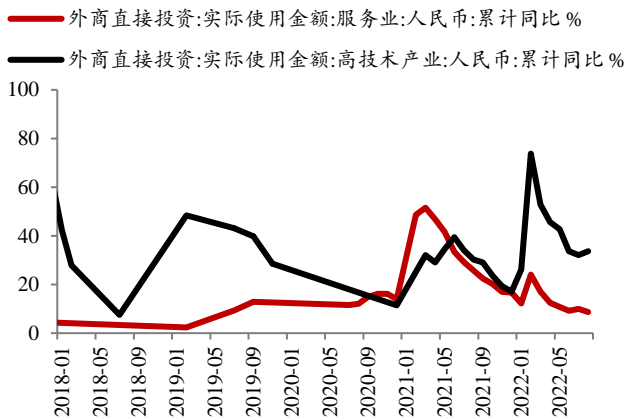
从行业角度来看，高技术产业增速快于服务业增速，高技术服务业加快发展，当前主要问题在于制造业吸引外资规模虽居前但增速较不乐观。高技术增速保持明显的领先优势，2022年1-8月服务业实际使用金额为累计同比增速为8.7%，高技术产业累计同比增速为33.6%。2021年实际利用外资规模前五的行业分别为制造业、租赁和商务服务业、房地产业、科学研究、技术服务和地质勘查业以及信息传输、计算机服务和软件业，共占当年所有实际利用外资的76.8%。但在增速上，这五个行业最近三年平均增速分别约为-5.9%、20.6%、2.4%、50.5%和20.1%。制造业在十九个行业分类里倒数第三，从2011年以来，制造业实际利用外资增速在2012年以来多年录得负增，这与我国人口数量红利消退有关。

图76: 我国实际利用外资行业分布



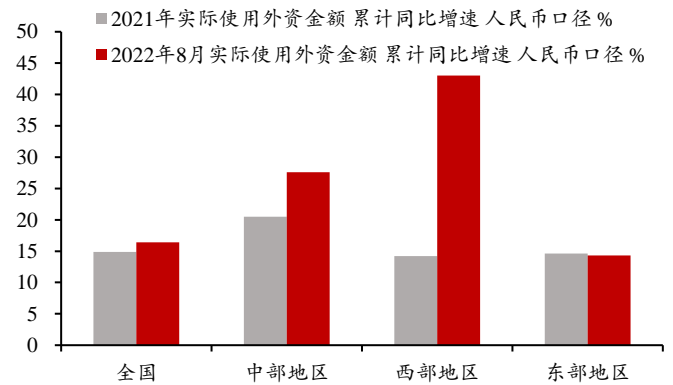
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图77: 高技术产业外商直接投资累计同比显著高于服务业



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

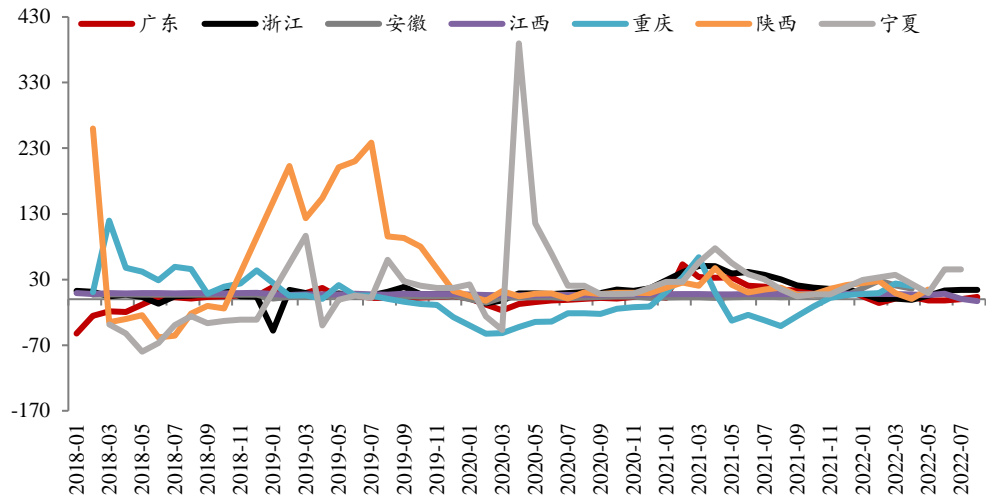
图78: 中西部地区实际使用外资加速, 东部地区平稳



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

从地区分布上, 西部地区增速最快, 中部次之, 东部相对放缓但平稳。从可获得数据的省份来看, 宁夏、重庆、浙江增速较快, 而传统的吸引外资大省广东相对放缓。宁夏实际利用外资累计同比增速提升最快, 1-7月增速为45.5%, 其次是重庆和浙江, 1-4月重庆实际利用外资增速为19.9%, 1-8月浙江实际利用外资增速为14.2%, 与之相对的, 传统的吸引外资大省广东增速却逐步放缓, 1-8月广东省实际利用外资增速仅为3.5%。行业结构方面, 地区的实际利用外资行业数据也体现出结构持续优化的特征, 以上海为例, 信息传输软件和信息技术服务业、科学探究和技术服务业的实际使用外资金额在总额中保持了较高的占比, 截至2022年8月分别为22.22%与22.11%。

图79：部分省份实际利用外资累计同比走势



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

**政策端，国家牵头出台重要举措，地方也在积极行动。**受新冠肺炎疫情、全球经济增速回落、国外需求收缩等因素影响，今年中国吸引外资和进出口都面临着严峻挑战，稳定外贸外资的压力加大。稳外贸外资已成为经济内生修复的重要着力点，为此5月国务院发布《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》中强调要引导外资投向先进制造、高新技术、现代服务等领域及中西部和东北地区；支持制造业外商投资企业进出口，引导制造业外商投资企业国内梯度转移。同月，国家发改委及商务部颁布了《鼓励外商投资产业目录（2022年版）（征求意见稿）》，引导外资投向先进制造、高新技术、现代服务等领域及中西部和东北地区；支持制造业外商投资企业进出口，引导制造业外商投资企业国内梯度转移。

各地也相继出台稳外贸外资举措：新疆出台23条举措稳外贸外资，在强化投资促进和招商引资，着力促进外资保稳促优；浙江出台了关于支持稳外贸稳外资十条措施，对新认定的跨国公司地区总部和外资研发中心等功能性机构，分别给予一次性开办支持；安徽也出台了稳外贸稳外资促消费行动方案，强调促进外资的保稳提质和提质增效。



图80: 2022年以来全国及部分省份稳外资举措

| 地区 | 时间         | 文件/举措   | 核心内容   |
|----|------------|---|--|
| 全国 | 2022年5月31日 | 国务院关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知                       | 30. 加快推进重大外资项目积极吸引外商投资。在已纳入工作专班、开辟绿色通道推进的重大外资项目基础上, 充分发挥重大外资项目牵引带动作用, 尽快论证启动投资数额大、带动作用强、产业链上下游覆盖面广的重大外资项目。加快修订《鼓励外商投资产业目录》, 引导外资更多投向先进制造、科技创新等领域以及中西部和东北地区, 支持外商投资设立高新技术研发中心等。进一步拓宽企业跨境融资渠道, 支持符合条件的高新技术和“专精特新”企业开展外债便利化额度试点。建立完善与在华外国商会、外资企业常态化交流机制, 积极解决外资企业在华营商便利等问题, 进一步稳住和扩大外商投资。   |
| 全国 | 2022年5月10日 | 《鼓励外商投资产业目录(2022年版)(征求意见稿)》                   | 引导外资投向先进制造、高新技术、现代服务等领域及中西部和东北地区; 支持制造业外商投资企业进出口, 引导制造业外商投资企业国内梯度转移。   |
| 新疆 | 2022年8月22日 | 新疆出台23条举措稳外贸外资                                | 新疆出台23条举措稳外贸外资: 在强化投资促进和招商引资, 着力促进外资保稳促优方面, 《措施》提出, 要压实地州市及园区外资招商责任, 吸引港澳台地区及“一带一路”沿线国家围绕“投资新疆”开展投资; 出台《外商投资企业投诉工作办法》; 推动外资项目加快落地, 密切跟踪项目进展, 加大支持力度; 把握国际国内产业转移新动向, 发挥商务援疆机制作用, 争取落地一批科技含量高、带动引领性强的外资项目; 增强制造业引资力度, 鼓励各地“一企一策”给予配套支持; 加强对外资企业的服务与保障, 编制中英俄三种文字外商投资指引   |
| 浙江 | 2022年7月13日 | 关于支持稳外贸稳外资十条措施                                | 对新认定的跨国公司地区总部和外资研发中心等功能性机构, 分别给予一次性开办支持。对符合条件的外资研发中心, 根据核定的研发投入金额, 按一定比例予以一次性奖励  |
| 安徽 | 2022年7月5日  | 安徽省人民政府办公厅关于印发稳外贸稳外资促消费行动方案的通知(皖政办秘〔2022〕44号) | 《行动方案》围绕稳外贸、稳外资、促消费提出三大任务, 共20条具体举措。一是促进外贸保稳提质, 包括挖掘增长潜能、稳住市场份额、增强竞争优势、发展业态模式、保障产业链条畅通、加大信保支持、强化金融服务、提升汇率风险应对能力等8条措施。二是促进外贸提质增效, 包括着力新兴产业招引、支持外企总部和研发中心建设、强化重点项目包保服务等3条措施。三是促进消费加快恢复, 包括创新消费促进活动、引育商贸主体、促进汽车消费、繁荣活跃餐饮、培育新型消费、增强商圈活力、发展便民消费、加强县域商业体系建设、积极扩大农产品消费等9条措施。  |
| 北京 | 2022年4月12日 | 北京市商务局印发《北京市关于进一步加强稳外资工作的若干措施》的通知             | 5. 鼓励外资设立研发中心。研究制定我市设立外资研发中心的相关鼓励政策措施, 增强全球资源配置和科技创新策源功能。<br>6. 提升开放平台示范引领效应。开展“两区”立法, 深入开展投资贸易自由化便利化改革创新, 增强自贸试验区外资聚集效应。<br>19. 进一步提高投资便利度。打造一站式网上服务平台, 依托政府国际门户网站, 打造集政策发布、公共服务、咨询交流等功能于一体的一站式、多语种互联网国际化服务平台, 围绕投资引导、投资落地、投资促进、投资服务等4个环节, 发布拟对外招商的空间资源清单, 提供全流程的外商投资服务。  |
| 江苏 | 2022年3月20日 | 省政府办公厅印发关于做好跨周期调节进一步稳外贸若干措施的通知                | 十四、健全外贸外资运行监测机制。发挥省外贸外资协调机制和重点外资项目、重点出口企业工作专班作用, 强化对重点外贸外资企业的实时监测和常态化走访, “一企一策”协调解决企业实际困难。持续完善重点外贸企业用工信息监测平台, 分级分类开展企业用工情况分析研判。落实阶段性社保降费率、缓缴社保费政策和失业保险稳岗返还政策, 实施失业保险援企稳岗“护航行动”, 对上年度失业保险基金滚存结余备付期限在1年以上的统筹地区, 对2022年度符合条件的中小微企业返还比例从60%最高提至90%, 稳定外贸企业就业。  |
| 山东 | 2022年3月11日 | 2021年度招商引资奖励扶持意见(试行)                          | 完成实物工作量2亿元以上及世界500强、中国500强投资项目和利用海上风电、光伏等我市资源引进的产业项目, 实行“一事一议”政策。对新设立的商贸综合体、文化旅游、教育体育医疗等生活性现代服务业项目, 完成实物工作量达到1亿元的, 给予不高于2%的奖励扶持; 完成实物工作量达到2亿元以上的, 给予不高于4%的奖励扶持。对现有企业新上智能制造设备进行技术改造、当年设备投入达到200万元以上的, 实行“机器换人”或新上工业互联网设备进行技术改造、当年设备投入达到100万元以上(以设备购置发票为准, 自制设备不在扶持范围内)的项目, 在项目竣工投产和设备投入使用后, 按设备投资额的5%给予奖励扶持, 单个企业奖励最高不超过200万元。  |
| 上海 | 2022年3月4日  | 上海市人民政府办公厅关于印发《2022年上海市深化“放管服”改革工作要点》的通知      | 推动外贸外贸高质量发展。持续优化外商投资促进服务和交流平台, 为外商投资企业提供信息咨询、项目精准对接等服务。鼓励外资开放式创新平台建设, 争取更多跨国公司地区总部落地。落实国家新版外商投资准入负面清单, 推进服务业扩大开放综合试点, 积极探索放宽电信、医疗等领域市场准入限制。深化国际贸易“单一窗口”特色功能建设, 由口岸通关向口岸物流、贸易服务等全链条拓展, 实现全流程作业无纸化, 推进多式联运发展, 提升跨境贸易便利化水平。落实《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP), 不断扩大与RCEP成员国间进出口贸易规模, 深化双向投资合作。优化进口展品、商品通关检流程, 促进优质消费资源集聚, 助力国际消费中心城市城市建设。   |
| 河南 | 2022年1月21日 | 河南省人民政府关于印发河南省“十四五”开放型经济新体制和开放强省建设规划的通知       | 聚焦新型显示和智能终端、智能装备、智能传感器、新一代人工智能、新材料、生物医药、节能环保、新能源及智能网联汽车、网络安全、5G等新兴产业, 围绕薄弱环节、缺失环节、重点配套环节, 引进落地一批带动效应强的龙头型旗舰型企业、项目, 促进相关产业规模化、集群化、高端化发展。着眼量子信息、氢能与储能、区块链、类脑智能、生命科学、未来网络、前沿新材料、6G等未来产业, 以关键共性技术、前沿引领技术、现代工程技术和颠覆性技术创新为突破口, 前瞻性招引高增长科技型企业和重大平台, 打造国家未来产业先导示范区。立足装备、食品、汽车、轻纺和钢铁、有色、化工、建材等传统行业, 吸引外商投资高端制造、智能制造、绿色制造等领域, 完善上下游配套产业, 提高产业链供应链稳定性和现代化水平。有序扩大服务业开放, 积极争取服务业扩大开放综合试点, 放宽服务业外资市场准入限制, 促进现代服务业与先进制造业融合发展。 |
| 广东 | 2022年1月16日 | 广东省外商投资权益保护条例                                 | 第十六条 县级以上人民政府科技等有关部门支持外商投资企业加强自主研发, 建设高水平研发机构; 鼓励外商投资企业与其他企业、科研机构、高等学校建立联合研发机构, 开展研发合作。  |

资料来源: 相关政府网站, 浙商证券研究所

### 8.3 安全思维产业政策或将更具前瞻性

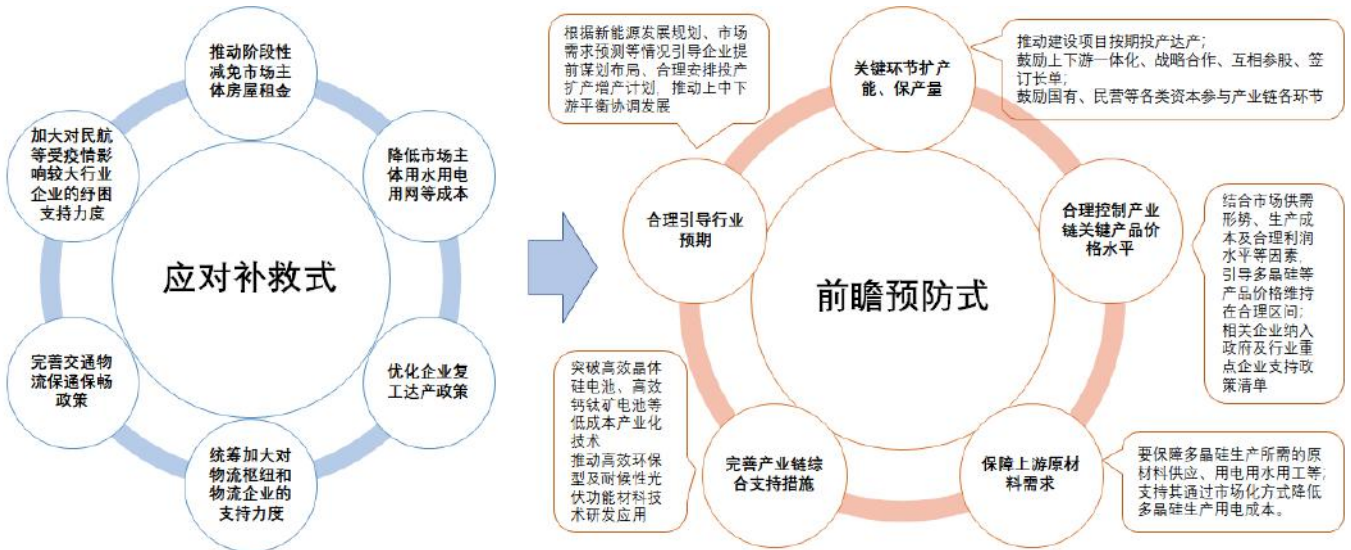
重要产业链供应链安全方面, 在过去应对疫情冲击下已有一定实践基础, 应对式补救政策有所成效。但我们认为, 应对式政策事后补救难以挽回遭受冲击时带来的经济损失, 需要在已有成功经验基础上, 出台更具有系统性的政策文件针对重点产业、区域、企业进行前瞻性部署, 居安思危防范于未然。



2022 年的国内疫情冲击对我国产业链供应链安全相当于一次测验，我国采取强有力的措施使得产业链供应链得到及时恢复，“应对补救式”政策已有较好基础。2022 年 5 月 24 日国务院关于印发《扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》，保产业链供应链稳定政策分别从降低市场主体用水用电用网等成本、推动阶段性减免市场主体房屋租金、加大对民航等受疫情影响较大行业企业的纾困支持力度、优化企业复工达产政策、完善交通物流保通保畅政策、统筹加大对物流枢纽和物流企业的支持力度六大方面推进，针对受到冲击的行业、供应链及企业进行补救支持。

但我们认为，为确保重要产业链供应链安全提升经济系统的韧性，既需要“应对补救式”政策，更需要“前瞻预防式”政策，未来或将有更多具有针对性、前瞻性的产业政策支持，各行业规划将提升安全相关内容权重。以国家发展改革委 2022 年 10 月底发布的《关于促进光伏产业链健康发展有关事项的通知》为例，提出“要纾解光伏产业链上下游产能、价格堵点，提升光伏发电产业链供应链配套供应保障能力”，在文件中八大方面举措中有六个方面实际上对应着光伏产业链安全平稳发展的需要，安全权重较大。我们根据文件具体措施总结来看，产业政策主要包含关键环节扩产能保产量、合理控制产业链关键产品价格水平、保障上游原材料需求、完善产业链综合支持措施、合理引导行业预期五个角度，从产业链上中下游、当前与未来产能、关键技术、价格等多维度提升产业链安全。

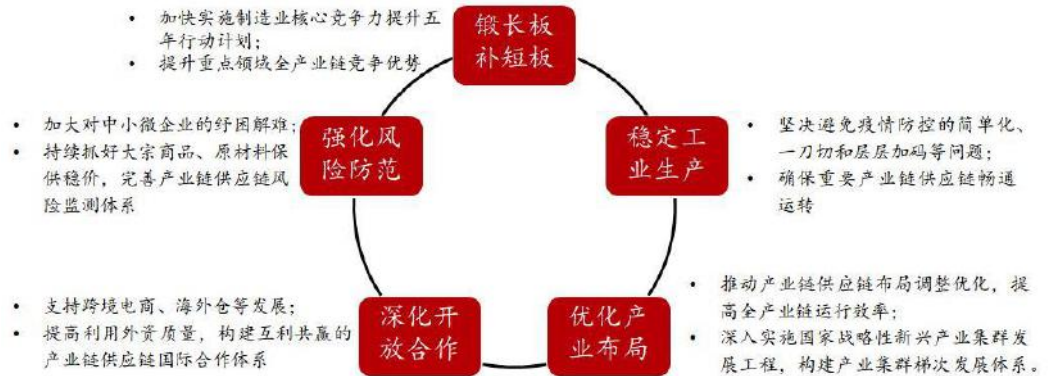
图 81：安全思维需要从“应对补救式”向“前瞻预防式”政策优化（以光伏产业政策为例）



资料来源：中国政府网，浙商证券研究所

此外，2022 年原本为应对疫情冲击筛选的白名单，或将不再仅仅是应对疫情的阶段性措施，有可能成为重点产业链供应链未来动态调整的依据。据工信部披露，根据产业链节点企业复工复产情况动态调整企业‘白名单’，截至 2022 年 5 月共有 1722 家企业纳入部级‘白名单’，纳入省级‘白名单’的企业 2.08 万家。白名单主要涉及防疫医疗物资、居民生活必需物资、农业生产重要物资、战略性产业关键物资 4 大领域，同时加大对产业链条较长、供应链层级多的行业例如汽车、集成电路等重要产业支持力度。

图82：提升重点产业链供应链韧性和安全的五大重点方面



资料来源：中国政府网，浙商证券研究所

总体来看，粮食、能源安全领域相关政策已较为完备，2023年有望加快落地。一方面，粮食、能源安全在十四五规划中已有明确指标，政策连续性强，另一方面，新旧能源的替代原则已明确，新能源加快发展的同时、旧能源也需发挥压舱石作用，纲举目张有助于相关产业政策落地。

在确保粮食安全方面，我们认为相关政策重点在种业和粮食流通，当前已有较明确的方案及条例，步骤清晰主体明确，有助于加快落地实施。2021年7月9日中央全面深化改革委员会第二十次会议审议通过《种业振兴行动方案》，按照“一年开好头、三年打基础、五年见成效、十年实现重大突破”的总体安排，明确了分物种、分阶段的具体目标任务，提出了实施种质资源保护利用、创新攻关、企业扶优、基地提升、市场净化等五大行动。2021年7月30日，国家发展改革委、农业农村部联合印发《“十四五”现代种业提升工程建设规划》主要涵盖农作物种业、畜禽种业、水产种业能力提升三个方面。2021年新修订的《粮食流通管理条例》出台，在过去粮食安全省长责任制做法的基础上，明确规定省、自治区、直辖市应当落实粮食安全党政同责，承担保障本行政区域粮食安全的主体责任，对收购、销售、储存、运输、加工、进出口等经营活动形成明确规范。

与确保能源安全相关的产业政策已逐步发布，我们认为将由研究部署阶段进入密集实施落地期，坚持先立后破，实现新旧能源的有序替代仍是关键。在旧能源方面，需关注煤炭、煤电的产能优化及设备改造，2022年6月发布的《煤炭清洁高效利用重点领域标杆水平和基准水平（2022年版）》及2021年10月发布的《全国煤电机组改造升级实施方案》已对煤炭、煤电的优化全面部署，发挥煤炭的压舱石作用和煤电的基础性调节性作用需要相关政策尽快落地。新能源方面，坚持先立后破，加快能源结构中新能源占比提升，丰富我国能源结构来源的多样性，有助于能源安全。

## 9 海外经济：表观衰退、实则滞胀，MMT 大清算导致的金融稳定风险可能迫使全球央行在 Q2 出现急转弯

### 9.1 高通胀背景下 MMT 国家面临清算压力，欧洲压力首当其冲

2008 年金融危机以后，以美、欧、日为代表的发达经济体陆续践行 MMT（现代货币理论）。MMT 的核心理念是：在通胀可控的情况下，具有货币自主权的主权国家可以持续增发货币为财政融资。

MMT 的运行基础是低通胀，而过去 10 年以来全球低通胀的基础主要源于两大方面：供给端依赖以中国为代表的国家向全球输出的廉价产成品和以俄罗斯为代表的国家向全球输出的廉价能源品；需求端则源于 2008 年金融危机后发达经济体需求不振，货币政策传导效率弱化，货币乘数持续下行。

伴随着逆全球化、新冠疫情、碳中和等供给端的冲击，全球通胀开始失控，美国 CPI 增速于 2022 年 7 月突破 9%，欧元区于 2022 年 9 月突破 10%，日本 CPI 于 2022 年 8 月突破 3%。通胀压力的失控意味着货币政策面临紧缩压力（除美联储以就业和通胀为双目标外，欧央行和日央行均以通胀作为单一目标），而财政支出则在新冠疫情反复、地缘风险频发的背景下迅速扩张。在此背景下，MMT 的运行基础遭到破坏，部分主权国家逐渐面临债务清算的压力。

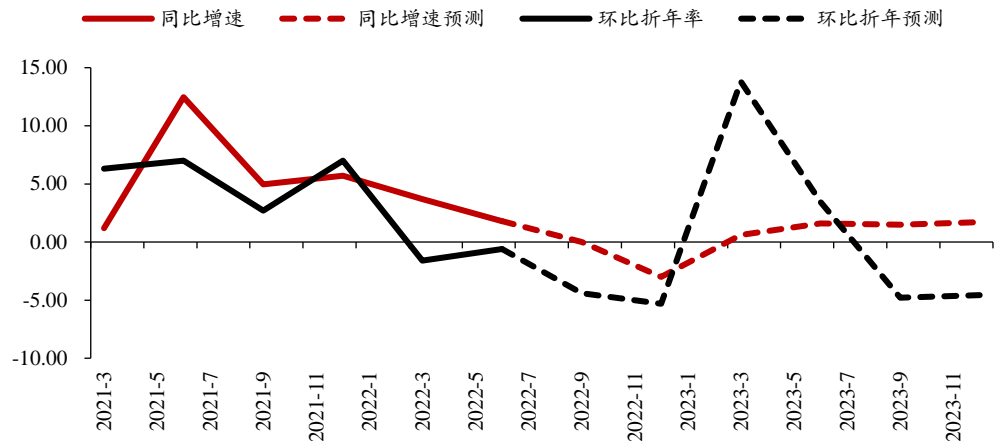
从 MMT 的典型代表国家来看，美国当前通胀压力大但美元作为全球核心结算货币，可以抵御本轮货币紧缩；此外企业和居民部门资产负债表相对较为健康，本轮爆发系统性风险的概率较小。日本政府杠杆率居高不下，但通胀压力相对可控（当前核心 CPI 尚不足 3%），当前尚可以维持宽松的货币环境为财政融资。欧洲则是通胀和债务压力兼具，一方面俄乌危机持续演绎背景下通胀有进一步恶化的风险，欧央行可能进入“沃尔克时刻”加码紧缩货币，另一方面意大利等债务压力国当前的债务杠杆率远高于 2010 年欧债危机时期的水平，在此背景下紧货币和高杠杆的共振可能使得欧洲的债务风险出现清算。我们认为欧债危机的演绎以及后续全球央行的应对方式将是 2023 年海外宏观的重要主线。

### 9.2 美国经济全年低于潜在增速，联储最早 Q2 起货币政策可能转向宽松

预计美国全年 GDP 增速 1.5% 低于潜在增速，整体经济自 Q2 起逐步企稳。

整体来看，我们预计 2023 年美国 GDP 增速 1.5%，低于当前潜在增速，但略高于当前美联储预测值（主要源于货币政策可能在 2023 年转向）。GDP 同比增速预计逐步向上，主要源于货币政策转向和基数效应影响，预计 Q1-Q4 逐季增速分别为 0.6%、1.6%、1.5% 和 1.7%。

图83: 2023年美国GDP增速预测(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

对于2023年的美国经济,我们认为在总量层面应把握两点核心主线:

一是2023年起美国经济正式进入疫后的常态化轨道,预计未来长期经济增速中枢将低于疫前水平。2022年起,美国逐步进入“疫情共存”阶段,防疫力度逐步下行。从防疫严格指数来看,美国当前管控力度约为2020年峰值水平的37%;从过去两年的放松速度看,预计2023年将正式回归疫前水平。换言之,2023年起,预计美国经济将正式进入疫后的常态化轨道。2000年至今,美国历轮危机后的经济修复都会经历GDP增速的下台阶。2000年互联网泡沫破裂后,科技要素对全要素生产率和GDP的拉动逐步趋弱;2008年金融危机后,居民作为核心的加杠杆主体进入去杠杆周期,企业资本开支意愿偏弱无法有效替代居民部门进一步加杠杆;疫情过后,我们认为常态化的美国经济同样将面临经济增长中枢的下修压力,核心原因源自于疫情对就业市场的破坏,劳动力参与率较难修复至疫前水平,劳动力缺口将损伤美国经济;超过200万人因提前退休离开劳动力市场,从当前适龄劳动力数量来看(当前总数约为2.64亿人),提前退休对劳动力参与率的影响约为1%(详细请参考前期报告《充分就业式衰退是短期还是长期现象?》)。

二是财政中性、货币紧缩的2023年美国将低于潜在增速。疫情后美国实施了大规模的财政和货币刺激,财政方面,美国财政部实施各项刺激计划投放规模累计5.8万亿;货币方面,美联储扩表总规模4.8万亿,联邦基金目标利率降至零区间。2023年起,美国财政支出力度将正式回归疫前水平,根据拜登政府公布的2023财年预算,预计2023年美国赤字率为4.5%,低于2019年4.7%的疫前赤字率(20、21、22年赤字率分别为15.0%、12.4%和5.8%,其中2022年为预估值)。货币方面,虽然2023年货币政策可能转向降息但考虑通胀压力也较难回落至中性利率以下,货币政策仍将处于限制性立场。在财政中性、货币紧缩的背景下预计美国经济将低于潜在增速。

表8: 疫后美国财政刺激规模总览

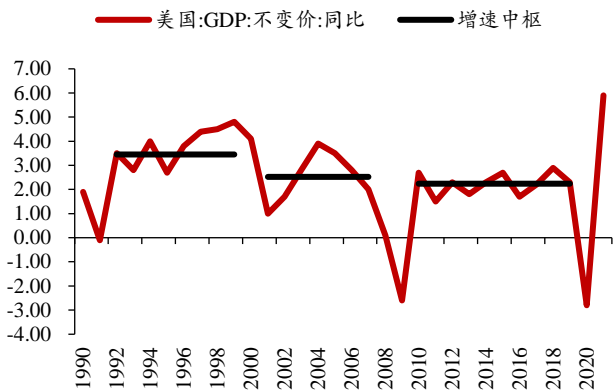
| 新冠病毒应对       | 立法金额(亿美元) | 实际使用金额 | 使用率   |
|--------------|-----------|--------|-------|
| 整体财政补贴       | 57800     | 50900  | 88.1% |
| 各类援助型贷款和债务减免 | 14100     | 13800  | 97.9% |
| 居民补助金(失业补贴)  | 9060      | 8490   | 93.7% |
| 地方政府援助       | 8840      | 7480   | 84.6% |
| 居民现金直接发放     | 8690      | 8170   | 94.0% |



|      |      |      |       |
|------|------|------|-------|
| 医疗支出 | 6820 | 4960 | 72.7% |
| 税收减免 | 5720 | 4680 | 81.8% |
| 其他消费 | 4540 | 3270 | 72.0% |

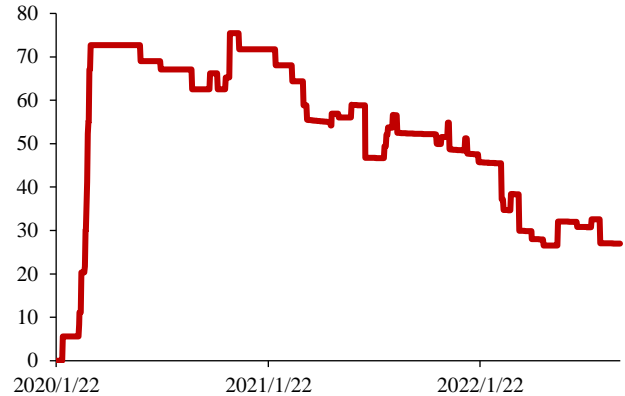
资料来源: CovidMoneyTracker, 浙商证券研究所

图84: 美国危机后经济增速中枢逐步下移(%)



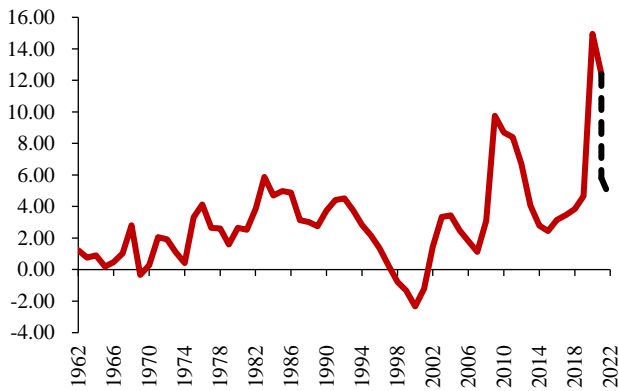
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图85: 美国疫情管控力度指数进入2022年后持续下行



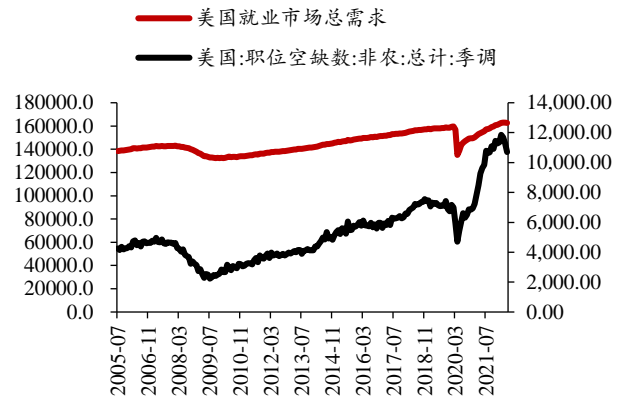
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图86: 美国财政回归常态化阶段(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图87: 美国当前职位空缺数仍位于历史高位(千人)

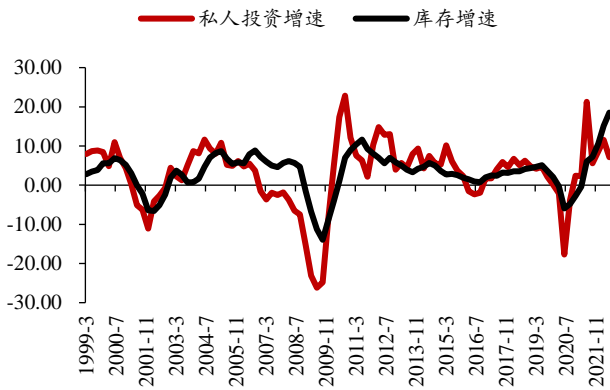


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

从美国经济的各个核心分项来看,投资方面,我们认为企业资本开支增速将逐季向下,主要源于美国处于新一轮去库周期。美国企业的资本开支与库存增速高度相关,本轮库存周期于2020年Q2启动,库存增速持续向上直至2022年7月库存增速出现拐点(从结构上看,制造商和批发商库存已先后出现拐点),预计2022年Q3起美国将正式进入新一轮去库周期。美国过去8轮库存周期平均时长约34个月,从历史时间规律来看,本轮去库延续时长预计在12月-18个月之间;换言之,库存增速下行趋势可能延续至2023年Q3或Q4,从而带动企业资本开支全年增速逐步下行。

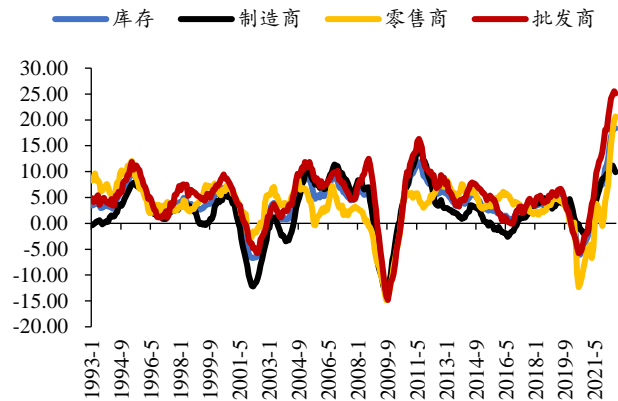


图88: 美国企业资本开支与企业库存行为高度相关 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图89: 美国企业总库存及分项增速 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

消费方面, 预计 2023 年全年增速将在 2022 年基础上小幅上修; 从节奏上看, 2023 年 Q1 预计将是全年增速低点。

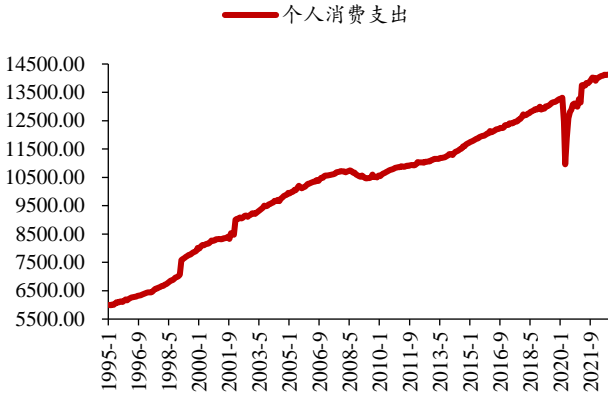
2022 年个人消费的核心逻辑是趋势回归, 2023 年的核心逻辑是则是回归完成后的趋势上行。从斜率上看, 预计 2023 年的消费增速将略高于 2022 年水平。从美国消费变化的整体趋势来看, 自 2009 年以来美国消费便保持了较为稳定的增长趋势; 受益于宽货币和宽财政, 自 2021 年 4 月起美国个人消费支出突破疫情前的趋势线。此后伴随政策转向逐渐向疫前中枢回归, 预计 2023 年内将消费将回归内生趋势。

从居民资产负债表来看, 低收入群体资产负债情况的改善也为 2023 年的消费增速小幅改善提供了基础。低收入群体是美国居民中边际消费倾向较高的群体, 收入水平排在最低 20% 的居民资产负债率在 2020 年和 2021 年期间曾阶段性恶化; 进入 2022 年后, 伴随经济常态化, 低收入群体逐渐返岗就业 (对应酒店服务员等低收入行业), 这一群体的资产负债率持续改善, 截至报告时负债率已降至疫后最低水平的 13.9%, 低收入群体资产负债情况的改善也为 2022 年的消费增速的弱修复提供了基础。

从各大分项来看, 金融环境边际改善地产销售的回暖可能对耐用品消费形成支撑。美国房贷利率挂钩美债利率, 因此美国成屋销售和长期美债利率有较强的负相关性。考虑到 2023 年全年利率趋于下行, 预计将连带房贷成本重回下行区间, 新屋及成屋销售数据将有所起色, 并带动耐用品消费修复 (美国成屋销售对耐用品增速有较好领先性)。

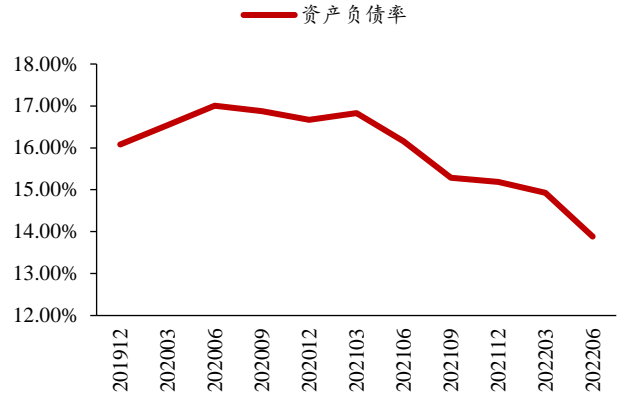
从节奏上看, 预计 2023 年 Q1 消费增速将是全年低点, 一是从绝对水平来看, 2023 年 Q1 消费基数相较疫前中枢仍有较高基数效应, 全年基数效应逐季消退; 二是预计货币政策将于 2023 年 Q2 转松, 将对此后消费发挥提振作用。三是房屋销售对耐用品增速的大致存在 3-4 个季度的领先性, 房屋销售增速的拐点预计将于 2022 年 Q3 出现, 对应耐用品的拉动作用将在下半年逐步显现。

图90: 美国消费自 2021 年 4 月起突破疫前趋势线 (十亿美元)



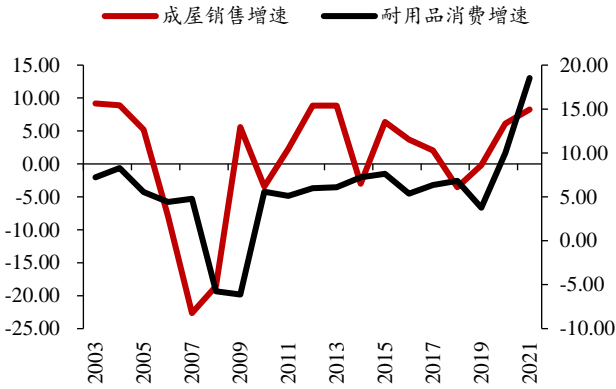
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图91: 美国最末 20%低收入群体的资产负债率 (%)



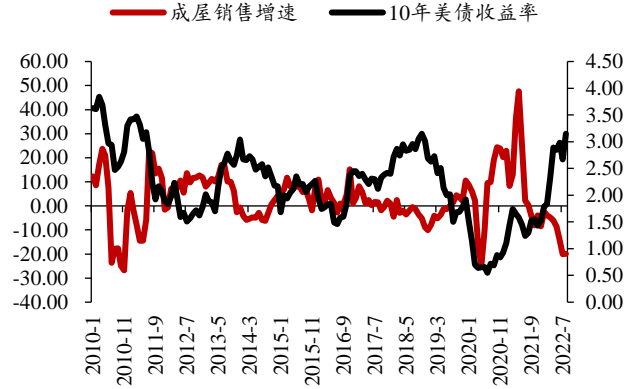
资料来源: 美联储, 浙商证券研究所

图92: 美国成屋销售拐点领先耐用品消费 (%)



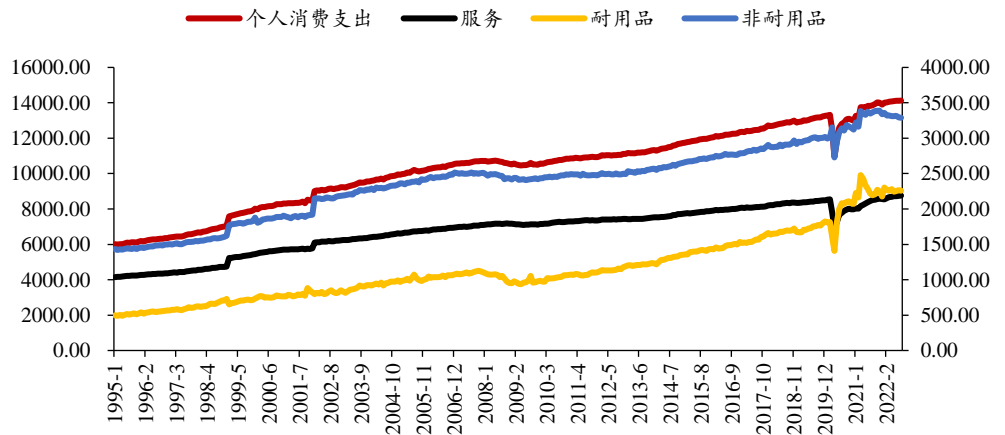
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图93: 成屋销售和十美债利率有较强负相关关系 (%)



资料来源: 美联储, 浙商证券研究所

图94: 美国消费各大分项走势 (十亿美元, 耐用品和非耐用品对应右轴)

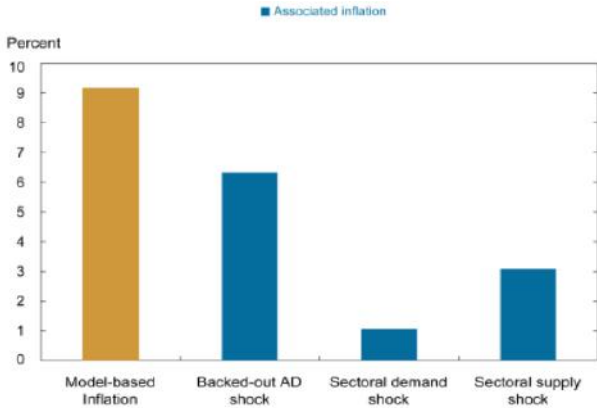


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

9.2.1 美国通胀压力缓慢回落，2023 年 Q4 通胀中枢预计位于 3.5% 附近

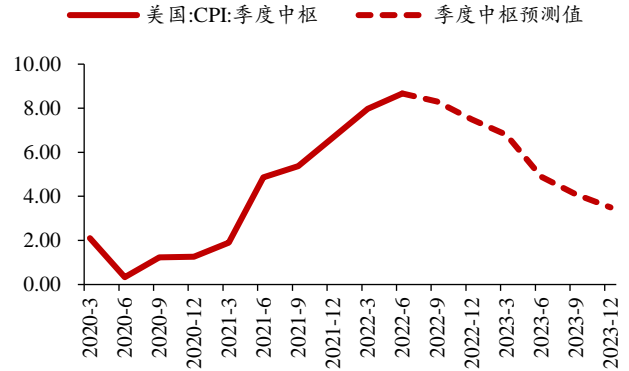
预计 2023 年美国通胀的回落速度将较为缓慢，Q1 至 Q4 逐季中枢分别为 6.8%、4.9%、4.1% 和 3.5%。美国本轮通胀源于供需两端压力的共振，根据纽约联储对本轮通胀压力的拆解测算：约 40% 的通胀压力由供给端贡献、60% 由需求侧贡献。美联储的紧缩政策主要作用于需求侧，进入 2022 年以来剧烈的政策收缩可以迅速打压需求；但碳中和、俄乌战争、劳动力缺口以及通胀衍生的工会罢工压力等中长期供给侧因素较难消退，短期将使得供给侧驱动的通胀呈现较强的粘性。

图95： 美联储对通胀压力贡献的拆解（%）



资料来源： 纽约联储， 浙商证券研究所

图96： 美国逐季通胀增速中枢预测（%）

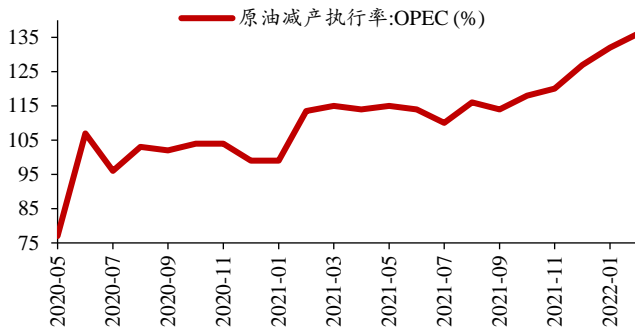


资料来源： 美联储， 浙商证券研究所

从各大分项来看，住房分项预计先下后上；能源和食品等俄乌冲突相关分项预计 Q1 冲高，Q2 小幅回落后维持高位震荡（碳中和背景下产油意愿确实也会制约能源回落速度）；其余广义消费分项将伴随衰退压力逐步下行，但劳动力缺口和罢工压力会影响其回落速度。从供给侧因素拆分开来看：

碳中和影响方面，我们认为未来传统产油方均将处于减产追赶衰退预期的状态，俄乌危机和衰退压力是油价大方向的决定因素，产油方的供给意愿在既有方向的基础上决定了油价向下的弹性不足。OPEC 方面，未来预计继续执行超额减产。以 2022 年 10 月 200 万桶/日的减产为例（本轮减产延续至 2023 年末），本轮减产表面幅度较大但实际效果有限，主要原因是核心产油国在决议之前已自愿执行超额减产，因此减产决议对产量形成的实际约束有限。以 OPEC 核心 10 国为例，2022 年 8 月协议生产配额约为 2668.9 万桶/日，对应 8 月实际产量仅为 2528 万桶/日。本轮决议减产后协议配额降至 2541.6 万桶/日，但仍然高于 8 月实际产量。当前能源转型背景下产油国的产油意愿普遍偏低，预计未来 OPEC 可能在最新减产基础上进一步执行超额减产的可能性。美国页岩油企业方面，受制于拜登的碳中和战略整体资本开支意愿仍然较弱，2020 年 Q4 以来新钻井数量仍明显落后于油价。

图97: OPEC 减产执行率持续走高, 刻意维持油价紧平衡



资料来源: 纽约联储, 浙商证券研究所

图98: 美国页岩油资本开支意愿较弱 (左轴: 个, 右轴: 美元)



资料来源: 美联储, 浙商证券研究所

**俄乌战争影响方面**, 我们预计俄乌冲突以及相关衍生的制裁可能在 22 年 Q4 和 23 年 Q1 (即欧洲冬天用暖季) 进一步剧烈发酵, 能源和粮食价格可能在 Q1 进一步冲高; 此后战争未必结束, 但伴随欧债压力爆发欧洲和俄罗斯可能在乌克兰问题上形成动态均衡, 相关制裁也不再升级, 能源价格可能在 Q2 起中枢明显回落, 但传统产油方减产和美联储潜在宽松预期可能在下半年对能源价格形成支撑。全年来看能源价格以及相关分项预计呈 L 型走势。

**劳动力影响方面**, 我们认为除能源、粮食和住房以外的广义消费分项将伴随衰退压力逐步下行, 但劳动力缺口和罢工压力抬升薪资压力会影响其回落速度。一是劳动力缺口, 退休是导致劳动力缺口的核心原因。我们曾于前期报告多次进行分析, 除正常退休外, 疫后美国还出现了大量提前退休人群, 根据圣路易斯联储估计, 疫情后约有 260 万提前退休人群, 从当前适龄劳动力数量来看 (当前总数约为 2.64 亿人), 提前退休对劳动力参与率的影响约为 1%, 该部分缺口将长期化。二是罢工压力, 我们曾于前期报告《谨慎联储短期纠偏宽松预期》指出, 罢工事件可能是未来美国通胀的最大上行风险。2022 年 9 月全美铁路罢工中劳资双方达成协议, 协议主要内容包括提高工人工资 24%, 一次性发放 5000 美元奖金等, 对于劳方而言收益较为显著。在此背景下, 我们认为未来需要警惕高通胀压力下, 罢工压力频发抬高薪资压力延缓通胀回落速度。从强势工会的构成来看, 我们认为存在涨薪风险的行业主要分布于: 一是教育行业, 对应全国教育协会是全美最大的单一行业协会; 二是护士等保健工作行业, 对应服务业国际联盟是全美第四大工会; 三是运输司机行业, 对应国际运输司机协会是全美第六大工会 (此前的铁路行业罢工便有部分成员隶属于该工会)。四是食品、汽车、钢铁等也需关注 (对应联合食品和商业工人协会、联合汽车工人工会、联合钢铁工人工会均是全美的前 10 大工会)。

**需求侧来看**, 参考上文观点, 我们认为全年美国经济将在潜在增速之下保持弱势震荡 (当期增速的差异较大程度由基数导致), 产出缺口持续为负, 需求端对通胀主要是下行贡献。其中, Q1 预计需求侧对通胀的下行贡献较为显著, 一方面美国利率水平持续位于高位压制需求, 另一方面欧债危机也可能冲击全球需求。Q2 起潜在货币宽松预期带动利率水平下行可能小幅提振需求, 需求侧对通胀的下行贡献小幅弱化。

**表9: 美国核心工会情况**

| 中文名称           | 成员人数       | 成员描述  |
|----------------|------------|---|
| 美国劳工联合会和工业组织大会 | 12,500,000 | 58 个不同行业的工会组成的联盟  |
| 战略组织中心         | 4,000,000  | 服务业雇员国际工会 (SEIU)、国际卡车司机协会 (IBT)、美国通信工人工会 (CWA) 和美国农场工人工会 (UFW)组成的联盟 |
| 全国教育协会         | 3,000,000  | 公立学校员工, 包括但不限于教师、教育支持专业人员、自助餐厅工作人员、公交车司机、辅导员、护士、行政助理、秘书、心理学家和图书馆员。  |
| 服务业雇员国际联盟      | 1,901,161  | 注册护士、专业、技术和非专业卫生保健工作者; 公职人员; 门卫和保安人员。                               |
| 美国州、县和市雇员联合会   | 1,459,511  | 州、县和市政府的雇员。   |
| 国际卡车司机协会       | 1,400,000  | 卡车司机; 仓库工人; 杂项交易。   |
| 联合食品和商业工人      | 1,300,000  | 零售店和分销员工。   |
| 联合汽车工人         | 990,000    | 汽车、卡车、农用设备和建筑设备制造工人。  |
| 联合钢铁工人         | 860,264    | 钢厂工人; 相关交易。   |
| 美国教师联合会        | 828,512    | 公立学校教师、注册护士、专业、技术和非专业卫生保健工作者。                                       |

资料来源: Wikipedia, 浙商证券研究所

### 9.2.2 美国失业率缓慢回升, 年末预计位于 4.5%附近

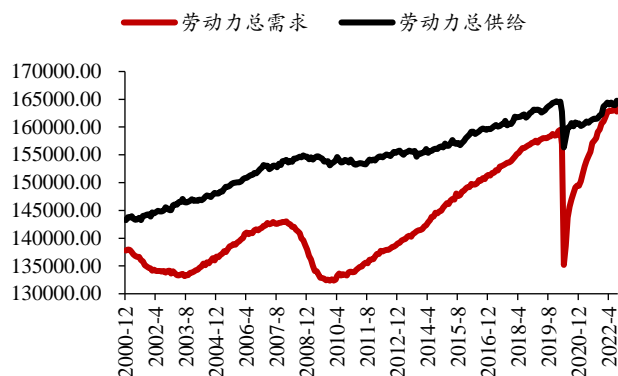
预计美国失业率将在 2023 年 Q1 突破 4%，全年来看 Q2 可能面临较大的就业压力，失业率上行较快；与此同时美联储货币政策可能迎来拐点，政策转松后失业率上升的速度将在 Q3、Q4 逐步放缓，年末失业率预计位于 4.5%附近。

经济衰退压力下，美国企业用工需求减少本身面临较大裁员压力。根据 PWC 普华永道的一项调查显示（全美不同行业共计 700 家代表企业高管参与调查），调查对象中 51% 的企业已经开始裁员或正在制定裁员计划，19% 的调查企业正在考虑裁员；调查对象中 52% 的企业已经冻结公司招聘计划，18% 的调查企业正在考虑冻结招聘计划。从典型企业代表来看，2022 年以来全美裁员人数超过 1000 人的公司达 26 家。

我们曾于前期报告指出，2022 年以来经济数据和就业数据持续性背离主要源于职位空缺自身基数较大对就业形成了保护作用，而职位空缺数高则主要源于劳动力供给修复较慢。如果从就业市场的供需来看，美国就业市场总需求的增长自 2022 年 4 月以来已基本陷入停滞状态；但劳动力总供给仍保持增长态势。在此背景下，美国就业市场的安全垫岗位空缺数自 2022 年 3 月起便处于持续回落状态，截至报告日岗位空缺数 1005 万个，距离疫情前水平仍有 289 万个岗位冗余。如按照 2022 年以来的回落速度（平均每月减少 36 万个），岗位空缺预计将于 2023 年 Q1 末回到疫前水平。就业安全垫消耗完后，美国失业率的压力可能逐步增加，Q2 可能面临较大的就业压力。与此同时，Q2 我们认为美联储货币政策可能迎来拐点，政策转松后失业率上升的速度将在 Q3、Q4 逐步放缓。

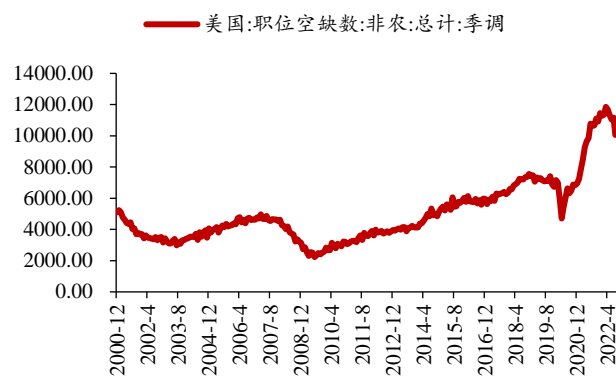


图99: 美国就业市场总需求的增长自 2022 年 3 月以来陷入停滞



资料来源: 纽约联储, 浙商证券研究所

图100: 美国当前非农职位空缺数仍处高位(千人)



资料来源: 美联储, 浙商证券研究所

表10: 2022 年以来美国企业裁员清单不完全统计(裁员人数千人以上)

| 序号 | 行业      | 裁员公司            | 宣布裁员时间 | 裁员人数   | 裁员比例 |
|----|---------|-----------------|--------|--------|------|
| 1  | 能源及公用事业 | Amgen           | Sep-22 | 1100   | 20%  |
| 2  | 汽车      | Ola             | Sep-22 | 1000   |      |
| 3  | 能源及公用事业 | PowerHome Solar | Sep-22 | 1100   |      |
| 4  | 汽车      | Opel            | Sep-22 | 1100   |      |
| 5  | 电商      | Cazoo           | Sep-22 | 1500   | 30%  |
| 6  | 金融服务    | Credit Suisse   | Sep-22 | 5000   |      |
| 7  | 互联网     | Tencent         | Aug-22 | 5500   |      |
| 8  | 健身器械    | Peloton         | Aug-22 | 5600   | 40%  |
| 9  | 电商      | Alibaba         | Aug-22 | 10000  | 4%   |
| 10 | 可再生能源   | Siemens Gamesa  | Aug-22 | 2500   |      |
| 11 | 汽车      | Ford            | Jul-22 | 8580   |      |
| 12 | 生物科技    | Invitae         | Jul-22 | 1000   |      |
| 13 | 金融服务    | LoanDepot       | Jul-22 | 2000   |      |
| 14 | 数字货币    | Coinbase        | Jun-22 | 1100   | 18%  |
| 15 | 汽车      | Tesla           | Jun-22 | >10200 | 10%  |
| 16 | 媒体      | CBBC            | May-22 | 1000   |      |
| 17 | 电商      | Getir           | May-22 | 4480   |      |
| 18 | 汽车零售    | Carvana         | May-22 | 2500   |      |
| 19 | 航空      | Tunisair        | Mar-22 | 1000   |      |
| 20 | 零售      | J Sainsbury PLC | Mar-22 | 2000   |      |
| 21 | 网约车     | Didi            | Feb-22 | 3000   | 20%  |
| 22 | 零售      | Tesco           | Feb-22 | 1600   |      |
| 23 | 运输      | Vinasun         | Jan-22 | 2500   |      |
| 24 | 消费品     | Unilever        | Jan-22 | 1500   |      |
| 25 | 娱乐      | Cineplex        | Jan-22 | 5000   |      |
| 26 | 媒体      | QVC             | Jan-22 | 1900   |      |

资料来源: IMF, 浙商证券研究所

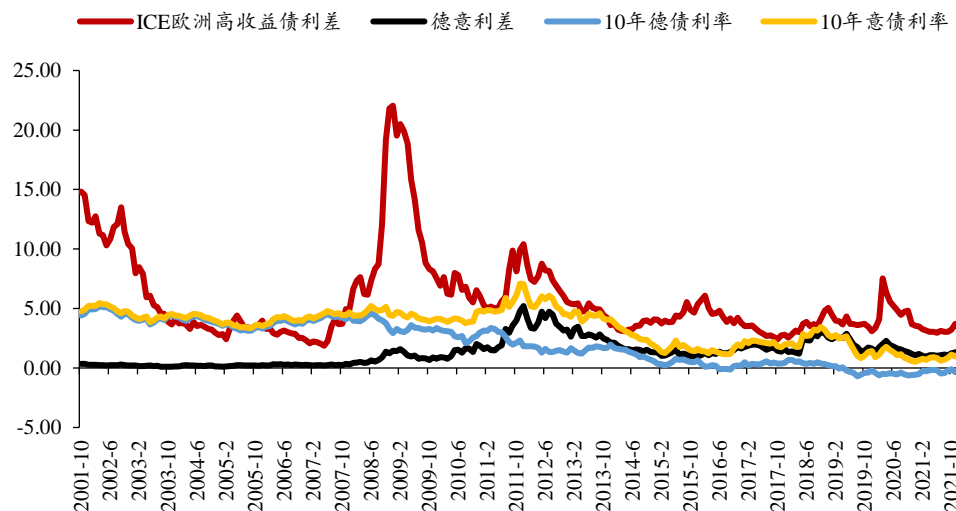
### 9.2.3 美国货币政策受制于金融稳定压力，最早可能在 Q2 迎来拐点

流动性方面，我们认为美联储最早可能在 2023 年 Q2 通过点阵图（例如在点阵图中下修 2024 或 2025 年的远期政策预期）或政策指引传递宽松预期，下半年通胀进一步回落后可能出现降息。缩表方面，缩表速度同样可能下调（或中止）但时间点可能滞后降息，2023 年美国可能出现降息+缩表并行的政策组合。

沃尔克是历任美联储主席中抗击通胀最强硬的代表，典型特征是通过超预期紧缩、层层递进的紧缩政策打击通胀，包括加息和控制货币供应量。这位“抗通胀先锋”最终选择在 1981 年末期将货币政策转向宽松的过程中，最重要的考量便是墨西哥债务危机。彼时美国 CPI 同比增速仍位于 10% 以上，但墨西哥债务压力使得美国金融机构遭受金融稳定挑战。根据相关估算，美银、花旗、大通曼哈顿、汉华和摩根信用担保 5 家美国总资产规模最大的金融机构将因墨西哥违约事件损失 35%-73% 不等的资本金，在金融稳定的压力下沃尔克最终在通胀有所回落但仍居高位的背景下选择降息应对。借鉴 80 年代沃尔克的经验，我们认为 2023 年的美联储同样面临与沃尔克类似的抉择。

从金融稳定的角度来看，欧债压力的风险是当前全球面临最严重的金融稳定问题。我们认为这一风险可能在本轮欧洲的冬季用暖季爆发并成为美联储货币政策转向的重要诱发因素。欧债风险如果爆发，对美国金融体系的压力传导将不仅局限在部分债务压力国的主权债，美国持有的欧洲企业债和德国等国的主权债同样将面临较大的下跌压力。从美国的风险敞口规模看，当前美国同样持有较多欧债头寸，截至 2021 年末，从欧元区 19 国看，美国共计持有欧债 8555 亿美元，占美国持有所有海外债券头寸的 20%，其中政府主权债 1770 亿美元；从欧洲五大债务压力国看，美国共计持有相关欧债 2327 亿美元，其中政府主权债 615 亿美元。根据 2010 年欧债危机经验，除了意大利等债务压力国主权债信用利差在危机期间大幅走高以外，欧洲整体企业信用利差也将伴随基本面的恶化而走阔。与 2010 年欧债危机不同的是，本轮欧债压力德法等经济火车头收益率同样面临大幅上行压力。以德、法为代表的欧洲经济火车头国家在 2010 年欧债危机期间由于自身信用状况良好且欧央行维持货币宽松，国债收益率并未出现明显的上行；本轮欧洲通胀压力较大，欧央行可能进入沃尔克时刻连续加息，德、法等欧洲经济火车头的主权债收益率同样面临大幅上行压力。综上，我们认为欧债压力爆发的潜在时间点位于本轮欧洲冬季用暖季（2023 年 Q1），则 Q2 起美联储受迫于金融稳定问题可能进行政策立场可能逐渐转鸽。

图 101：欧洲主权利差和企业信用利差走势图（%）



资料来源：Eurostat，浙商证券研究所

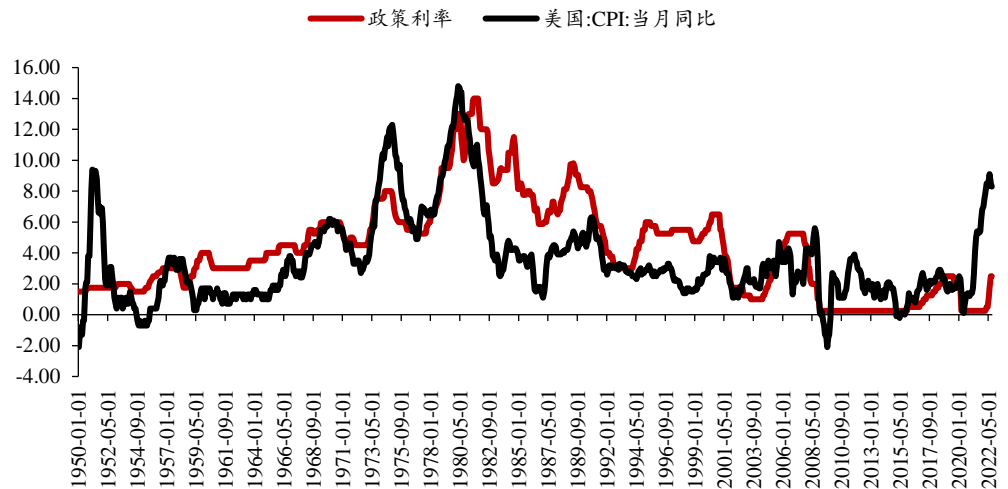
表11: 美国主体跨境持有欧债的规模及占比情况(%)

| 发行国家              | 总持有量            | 债券发行主体         |                 |                 |                |                 |
|-------------------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|
|                   |                 | 银行             | 其他金融机构          | 其他              | 政府             | 非金融机构           |
| 奥地利               | 149.99          | 9.78           | 55.09           | 55.09           | 46.68          | 38.43           |
| 比利时               | 119.95          | 4.64           | 1.8             | 1.8             | 69.41          | 44.09           |
| 塞浦路斯              | 7.67            | 0.28           | 0.01            | 0.01            | 6.76           | 0.62            |
| 爱沙尼亚              | 0.48            | 0              | 0               | 0               | 0              | 0.48            |
| 芬兰                | 150.85          | 37.37          | 53.77           | 53.77           | 36.3           | 23.41           |
| 法国                | 2169.03         | 608.35         | 512.26          | 512.26          | 541.94         | 506.48          |
| 德国                | 1037.91         | 446.18         | 34.95           | 34.95           | 357.55         | 199.24          |
| 希腊                | 24.41           | 0.16           | 0.03            | 0.03            | 23.74          | 0.48            |
| 爱尔兰               | 1193.23         | 7.79           | 574.04          | 574.04          | 28.85          | 582.55          |
| 意大利               | 547.31          | 150.6          | 15.78           | 15.78           | 301.44         | 79.49           |
| 拉脱维亚              | 0.98            | 0              | 0               | 0               | 0.98           | 0               |
| 立陶宛               | 5.34            | 0              | 0               | 0               | 5.23           | 0.11            |
| 卢森堡               | 714.92          | 74.6           | 178.73          | 178.73          | 12.9           | 448.7           |
| 马耳他               | 4.1             | 0              | 1.57            | 1.57            | 0              | 2.53            |
| 荷兰                | 1855.88         | 251.78         | 343.31          | 343.31          | 66.53          | 1194.25         |
| 葡萄牙               | 26.65           | 0.79           | 1.35            | 1.35            | 21.72          | 2.8             |
| 斯洛伐克              | 0               | 0              | 0               | 0               | 0              | 0               |
| 斯洛文尼亚             | 11.62           | 0.23           | 0.84            | 0.84            | 10.42          | 0.13            |
| 西班牙               | 535.05          | 154.49         | 14.6            | 14.6            | 239.12         | 126.83          |
| <b>全球债券持有量</b>    | <b>42647.26</b> | <b>8638.58</b> | <b>10088.22</b> | <b>10088.22</b> | <b>9065.93</b> | <b>13189.31</b> |
| <b>欧洲债券持有量</b>    | <b>8555.37</b>  | <b>1747.04</b> | <b>1788.13</b>  | <b>1788.13</b>  | <b>1769.57</b> | <b>3250.62</b>  |
| <b>欧债持有量占比</b>    | <b>20.1%</b>    | <b>20.2%</b>   | <b>17.7%</b>    | <b>17.7%</b>    | <b>19.5%</b>   | <b>24.6%</b>    |
| <b>欧5国债券持有量</b>   | <b>2326.65</b>  | <b>313.83</b>  | <b>605.8</b>    | <b>605.8</b>    | <b>614.87</b>  | <b>792.15</b>   |
| <b>欧5国债券持有量占比</b> | <b>5.5%</b>     | <b>3.6%</b>    | <b>6.0%</b>     | <b>6.0%</b>     | <b>6.8%</b>    | <b>6.0%</b>     |

资料来源: IMF, 浙商证券研究所

从通胀的角度来看, 1950年至今, 美国曾经历12轮较为完整的加息周期, 除1974年加息周期以外均存在一个共性规律: 即每一轮降息周期启动时, 通胀水平均低于政策利率水平。1974年时任美联储主席伯恩斯由于独立性较差, 受制于政治端压力应对通胀过于软弱而饱受诟病, 我们认为这一案例不具有太强的代表价值, 除此之外包括沃尔克任期内强硬的政策风格同样适用于这一规律。考虑到这一规律的广泛适用性, 我们可以将这一规律作为美联储降息的一项“隐性标准”。从当前情况来看, 本轮美联储加息的利率终点预计位于4.5%一线, 根据我们上文预测, Q2、Q3美国的通胀中枢分别为4.9%、4.1%。因此从单月增速来看, 中性估计美国CPI可能最早在Q3即满足美联储降息的“隐性标准”, 下半年通胀进一步回落后存在降息可能性。

图102: 美联储政策利率和通胀的共性关系(%, 1982年以前为贴现率, 此后为联邦基金利率)



资料来源: Wind, Fred, 浙商证券研究所

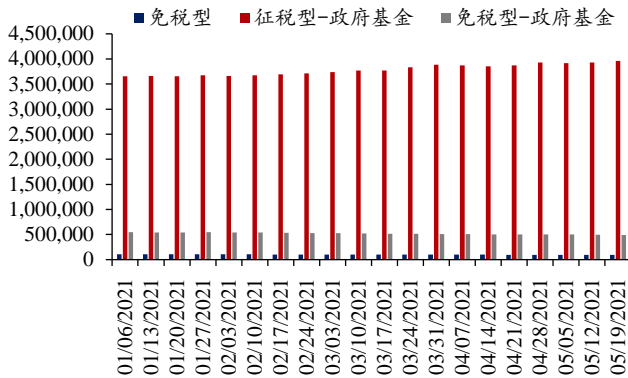
从就业的角度来看, Q2 联储同样存在政策立场转鸽的动因。我们上文曾提出美国失业率将在 2023 年 Q1 突破 4%, 全年来看从 Q2 起岗位空缺的安全垫耗尽后可能面临较大的就业压力, 失业率上行较快; 为此, 美联储可能给就业赋予更多权重。

综上, 我们认为美联储最早可能在 2023 年 Q2 出现政策立场的转向, 通过点阵图(例如在点阵图中下修 2024 或 2025 年的远期政策预期)或政策指引传递宽松预期, 下半年通胀进一步回落后可能出现降息。

缩表方面, 美联储数量型政策的拐点往往滞后于利率政策, 我们认为缩表速度的下调(或中止)可能滞后降息, 2023 年美国可能出现降息+缩表并行的政策组合。当前纽约联储公开市场操作评估报告给出的缩表中性路径为: 缩表将持续至 2025 年年中, 缩表规模共计 2.5 万亿美元; 缩表终点对应的资产负债表规模约为 5.9 万亿美元(预计占 GDP 的 22%), 对应准备金规模占 GDP 的比重达到 8%。2023 年缩表的拐点同样可能出现但滞后于加息的原因是: 本轮缩表对流动性和金融市场的冲击相对有限。主要源于两方面因素:

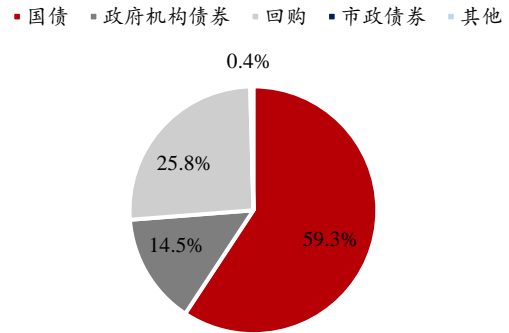
一是当前美联储隔夜逆回购中尚存有 2.2 万亿美元的冗余流动性, 可以成为本轮缩表的安全垫。逆回购市场的最重要参与方是美国的货币市场基金。美国货币市场基金主要分为三类, 一是征税型政府货基, 主要投资于政府债券以及政府担保的金融资产; 二是征税型非政府货基, 主要投资于商票、存单等货币市场工具; 三是免税货基, 主要投向免税的市政债券。不管从存量还是流量角度来看, 三种类型中征税型政府货基是美国货基的绝对主力。征税型政府货基主要投向两类标的, 1 年期以下的短期国债与美联储的逆回购。换言之, 在当下的货币市场中, 上述二者是互为替代的资产。2023 年短债供给的上升可以从隔夜逆回购(ONRRP)中吸引更多的资金流出, 从而对冲缩表的流动性收缩。

图103: 美国不同货基的净资产规模(百万美元)



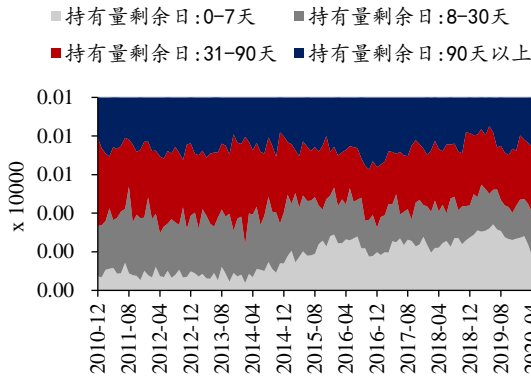
资料来源: ICI, 浙商证券研究所

图104: 美国政府货基投向的标的资产占比(%)



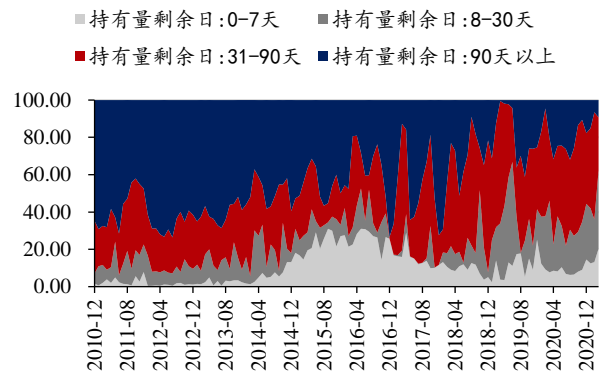
资料来源: 美联储, 浙商证券研究所

图105: 美国政府货基国债持有量剩余期限占比(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图106: 美国非政府货基国债持有量剩余期限占比(%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

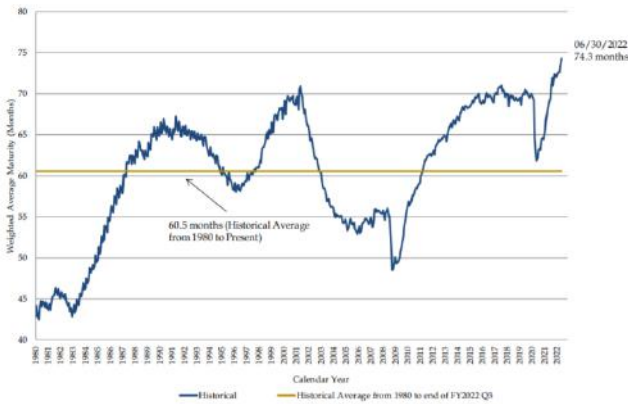
二是本轮缩表伴随国债供给萎缩,对美债实际供需的影响有限。国债供给的萎缩源自于两方面,一方面是美国财政常态化后赤字率的下降,2023财年赤字率将降至4.5%(2022财年赤字预计为5.8%),对应2023年财政净融资规模相较2022年将下降2610亿美元(估算值)。另一方面财政久期再平衡策略下1年期以上债券发行占比下降(本轮缩表的主要对象是1年期以上国债),当前美国财政部的平均债务久期约为74.3个月,是1980年数据统计以来的最高值(历史平均久期是60.5个月);财政存量债务结构中1年期以下短债占比为15.1%,靠近历史最低值(历史平均占比为22.6%)。美国财政部在2022年8月的融资讨论会中明确提出:“希望将1年期以下美债的占比提升至15%-20%的区间中值”,即17.5%,对应1年期以上债券的发行占比将在总量萎缩的基础上进一步下降。

如根据上述的久期规划和拜登政府对2023财年的整体预算进行估算,2023年美国财政部的债务发行结构中,1年期以下的美债增量约为8056亿美元,1年期以上的美债增量约为3915亿美元;如果和2022年的发债规模相比,相当于1年期以上美债发行减少了2.2万亿美元,1年期以下美债发行增加了8436亿美元(2022财年数据为:1年期以下美债萎缩380亿美元,1年期以上美债增加25900亿美元)。从流动性的净影响来看,假设2023年按国债600亿美元/月不变的速度进行缩表,则全年收缩流动性7200亿美元,1年期以下的增量短债发行可以吸引足额的逆回购资金(8436亿美元)流出并对其进行对冲。从供需面来看,



1 年期以上美债的增量需求减少 7200 亿美元,但增量供给相较 2022 年减少近 2.2 万亿美元,供需面大幅改善。

图107: 财政当前的平均债务久期位于 1980 年以来最高点



资料来源: 纽约联储, 浙商证券研究所

图108: 财政部债务结构中 1 年期以下短债占比较低 (%)



资料来源: 美联储, 浙商证券研究所

表12: 2023 财年美国财政部债务结构估算 (亿美元)

|                     | 2021 财年 | 2022 财年  | 2023 财年  |
|---------------------|---------|----------|----------|
| 公众持有的债务规模           | 222840  | 248360   | 260330   |
| 1 年期以下短债占比          | 17.00%  | 15.10%   | 17.50%   |
| 1 年期以下短债绝对规模        | 37882.8 | 37502.36 | 45557.75 |
| 1 年期以下美债增量          | /       | -380.44  | 8055.39  |
| 1 年期以上美债增量          | /       | 25900.44 | 3914.61  |
| 按当前计划 2023 年国债缩表总规模 | /       | /        | 7200     |

资料来源: 美国财政部, SIFMA, 浙商证券研究所

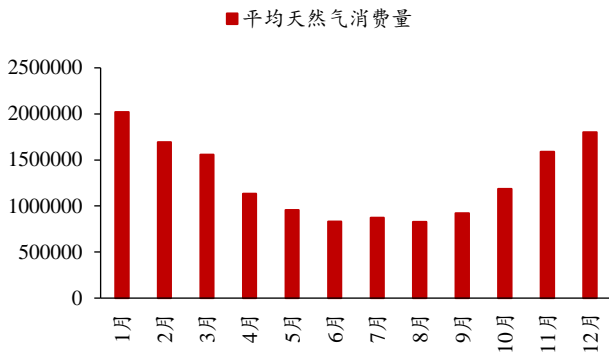
综上, 从金融稳定的角度来看, 当前美联储政策工具箱中对市场冲击更大的是加息而非缩表。因此利率政策的转向可以有效缓解市场压力; 缩表对市场的冲击相对较小可以继续推进拐点将滞后出现, 一方面可以一定程度继续发挥压制通胀的作用 (美联储 6 月发布官方工作论文进行测算, 2.5 万亿美元的缩表规模相当于加息 56BP 的政策效果; 对 10 年期美债收益率期限溢价的影响约为 60BP), 另一方面也可以为未来的宽松赚取政策空间。

### 9.3 欧洲债务压力面临清算 Q1 可能出现欧债危机, 欧央行被迫向通胀妥协

#### 9.3.1 预计欧洲在通胀压力的裹挟下, 2023 年可能面临债务危机的严峻考验

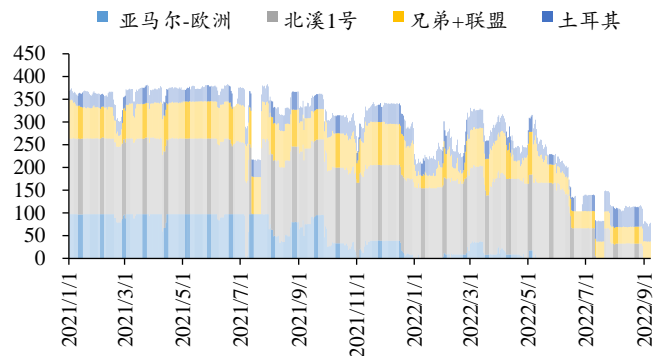
俄乌冲突下, 欧美俄之间基本形成了欧美伴随战局升级持续支援乌克兰、制裁俄罗斯, 俄罗斯通过能源供给反制的循环。从目前俄乌形势来看, 战事大概率将延续至冬季, 且不排除进一步升级风险。欧洲在当年 11 月至次年 2 月将进入冬季用暖季, 天然气消费量将迅速提升。俄罗斯可能在冬季进一步收紧对欧洲的能源供给。虽然当前北溪管线已处于全面停运状态, 但俄罗斯向欧洲输送天然气的管道仍有多条处于运行状态, 如兄弟管线 (Brotherhood Pipeline)、联盟管线 (Soyuz)、土耳其管线 (TurkStream) 等, 如果未来制裁力度升级, 则俄罗斯对欧的天然气供给仍有进一步压缩空间; 此外, 普京在 2022 年 10 月上旬分别电话会晤沙特国王、当面会晤阿联酋总统, 俄罗斯同样存在与中东协同收紧能源供给抬高价格的可能。在此背景下, 全球供应链和能源的紧张程度可能进一步加剧。

图109: 欧洲过去5年平均每月的天然气消费量



资料来源: Eurostat, 浙商证券研究所

图110: 俄罗斯对欧洲各条天然气管线的输送量



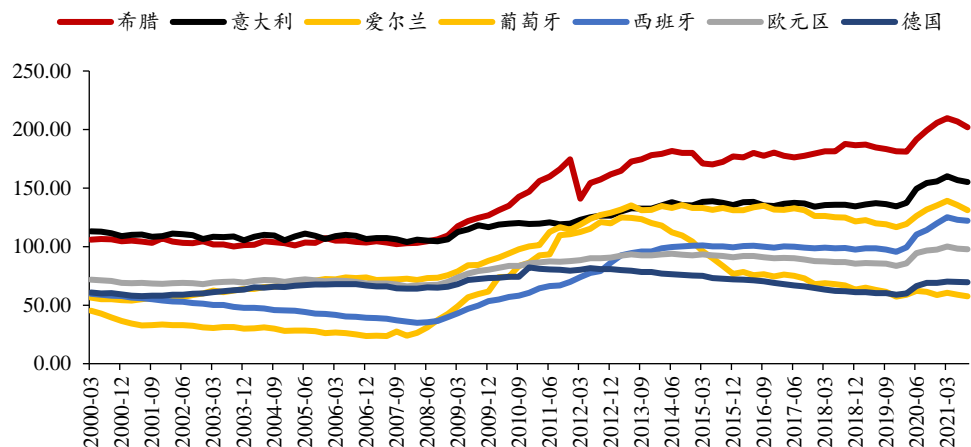
资料来源: Nordstream, Turkstream, Hydrocarbon, 浙商证券研究所

我们曾于上文指出, 美、欧、日作为 2008 年金融危机后实质性践行 MMT 的三大经济体, 唯有欧洲在当前面临通胀和资产负债表的双重压力。我们预计在本轮全球性货币紧缩中, 欧洲将面临极大的主权债务清算压力, 欧债危机可能在 2023 年 Q1 爆发。

通胀方面, 能源供给压力可能进一步推升欧洲通胀, 我们预计 2023 年 Q1 欧元区通胀仍将维持在 8%-9% 的高位区间 (年末预计回落至 4%-5% 区间)。在此背景下, 欧央行作为紧盯通胀的单目标制央行, 在金融体系出现重大风险前并对货币政策形成重大掣肘前难以停止加息步伐, 2022 年 Q4 至 2023 年 Q1 期间欧元区的金融条件将持续收紧, 欧央行可能继续以单次 75BP 的步幅保持紧缩 (具体可参考前期报告《欧央行或启动“沃尔克”式加息》), 主权债务压力将持续增加。

资产负债表方面, 欧洲在 2009 年末至 2012 年间经历欧债危机, 2013 年危机平息后至 2021 年, 作为风险暴露核心的政府部门并未经过去杠杆的过程, 杠杆率在此期间反而大幅提升。同期欧元区杠杆率整体提升 7.2%; 从五大欧洲的债务压力国来看, 意大利、西班牙、希腊和葡萄牙的政府部门杠杆率分别提升了 28.7%、35.7%、40.1% 和 2.0% (仅爱尔兰政府部门处于去杠杆进程)。

图111: 欧洲债务压力国的政府部门 2013 年后整体加杠杆 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

从政策工具上看，通胀压力的存在从根本上约束了欧央行救助债务压力的政策空间。数量政策方面，欧央行的购债计划在疫情期间成为了欧元区国家尤其是部分债务“压力国”的“唯一买家”（压力国主要指意大利、西班牙、葡萄牙、爱尔兰、希腊五国），欧央行停止量化宽松后以上国家的国债发行压力将显著增加。经我们估算，上述五国在疫情期间（2020年3月至2021年12月）的一般政府债务规模共计增长4985亿欧元，欧央行对上述五国国债的净购买量达到6471亿欧元。欧央行的购债对五国债务增量的覆盖率达到129%。虽然欧央行储备了TPI等临时性工具应对债务压力，但在通胀压力的裹挟下无法持续性放水，难有作为（参考2022年10月英国央行在养老金的巨大压力下依然撤回了临时性量化宽松转向缩表）。利率政策方面，欧央行受制于通胀压力将大幅加息，债务压力国的还本付息以及再融资压力将进一步增加。

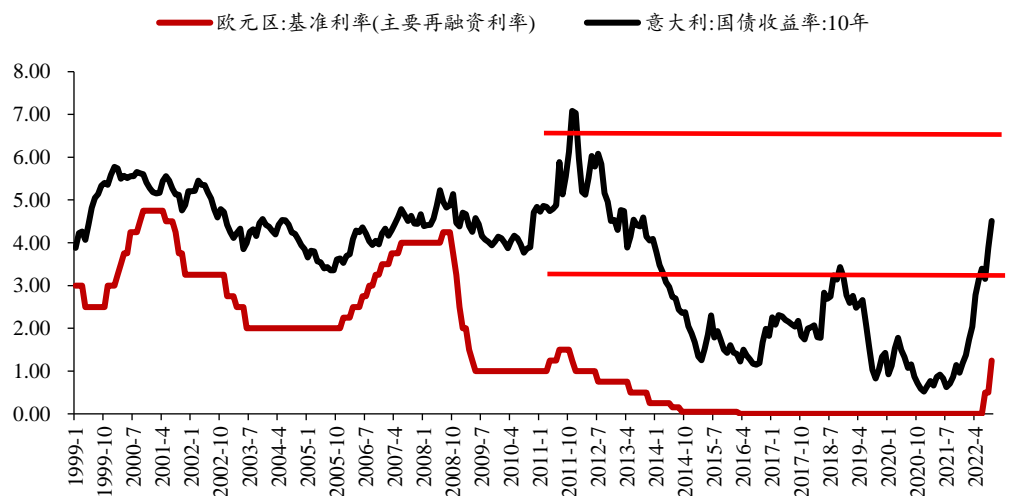
表13: 欧央行购债对欧洲债务压力国的支持力度

|               | 意大利    | 希腊    | 爱尔兰   | 葡萄牙   | 西班牙    |
|---------------|--------|-------|-------|-------|--------|
| 政府债务规模增长(亿欧元) | 2442.8 | 264.4 | 233.1 | 171.1 | 1874.4 |
| PEPP 购债       | 2684.1 | 368.7 | 253.3 | 338.6 | 1816.2 |
| APP 购债        | 469.5  | 0     | 65.6  | 88.4  | 387.2  |
| 购债比例对债务增量的覆盖率 | 129%   | 139%  | 137%  | 250%  | 118%   |

资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所

考虑到欧债危机爆发的薄弱环节（意大利、西班牙、葡萄牙等欧洲各大债务压力国的政府部门杠杆率）在危机后并未经历实质性的结构调整和风险去化，杠杆率反而进一步恶化，本轮全球货币共振紧缩背景下可能继续成为容易爆发尾部风险的薄弱环节。欧央行的大幅紧缩可能在2023年Q1挤破欧洲的主权债务泡沫。2023年Q1冬季是欧洲通胀压力最大的时间，也是欧央行持续紧缩力度的峰值阶段，意大利10年国债利率和欧元区政策利率将全面突破2011年意大利债务压力爆发时的水平，欧债危机可能自此爆发。

图112: 欧元区基准利率和10年意债收益率即将触及2011年水平(%)



资料来源：Eurostat，浙商证券研究所

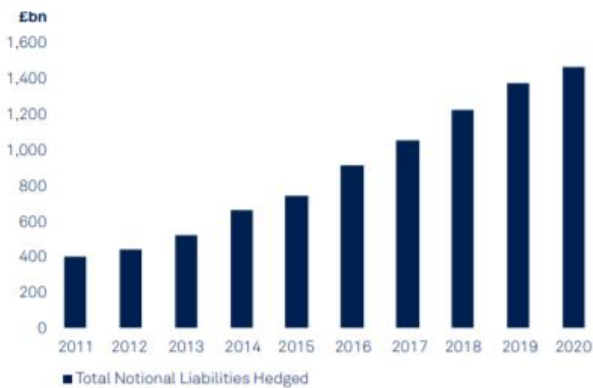
### 9.3.2 主权债务压力以外，以养老金为代表的欧洲金融体系也面临利率上行冲击

除了主权债务问题外，欧洲的金融体系也面临利率上行的冲击。2022年9月的英国养老金危机便是这一压力的典型例证，在欧洲央行持续紧缩的步伐下，类似养老金的压力可能在欧洲范围内出现传导。2022年9月英国的养老金危机主要源于其LDI投资策略。LDI名为负债驱动型投资，主要常见于固定收益型的养老金计划，策略核心是将资产端规模、久期与负债端完全匹配，以此足额应对养老金的支出需求。由于养老金负债久期较长，因此LDI策略的构建过程中会在资产端运用大量衍生品提高久期敞口，而英国养老金常用的衍生品主要是支付浮息，收取固定收益的利率互换协议，押注长端利率下行。今年以来英国利率剧烈上行（尤其是特拉斯公布减税计划后），资产端净值和负债端折现值均大幅下挫，依然保持匹配，但资产端由于大量运用衍生品，在净值下挫的同时还额外涉及保证金追加的问题。由于涉及保证金追加的规模较大，英国养老金被迫卖出英国国债折现并追加保证金，自此利率上行和英国长债的抛售形成了恶性螺旋。LDI型的养老金计划在英国的资产规模共计1.5万英镑，英国国债整体规模约为2.3万英镑，较高的占比也放大了养老金的风险。

欧元区国家中，荷兰是LDI规模最庞大的经济体。荷兰养老金整体规模共计1.9万亿美元，是GDP总规模的214%，其中约90%投资于固定收益的养老金计划（LDI在此类计划中最为常见）。根据荷兰中央银行的统计，荷兰养老金的压力主要挂钩于6月期的EURIBOR利率，能够承受的压力极限是利率在48小时内上升50BP，或在3个月内上升100BP。如果未来欧央行持续加息引发主权债务压力，不排除利率迅速上行引发荷兰养老金体系的压力。

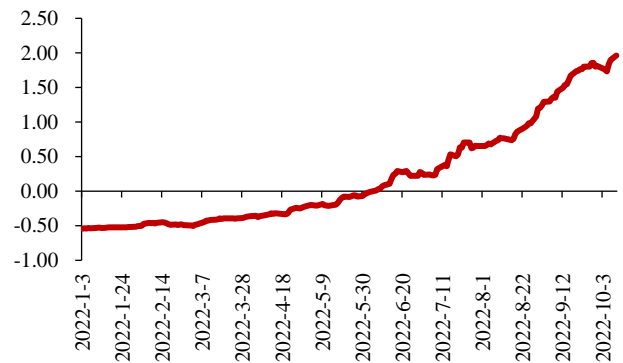
欧元区国家中，除了荷兰以外，LDI策略在德国、丹麦、爱尔兰等国同样有较为广泛的运用。MERCER（美世咨询）在2014年对欧洲资管行业的调查显示（调查对象覆盖14个国家，涉及1200个养老金管理计划），约29%的养老金计划均涉及LDI投资。

图113：英国2021年末涉及LDI的养老金计划达1.5万英镑



资料来源：英国投资协会，浙商证券研究所

图114：2022年以来EURIBOR利率也面临较大上行压力（%）



资料来源：美联储，浙商证券研究所

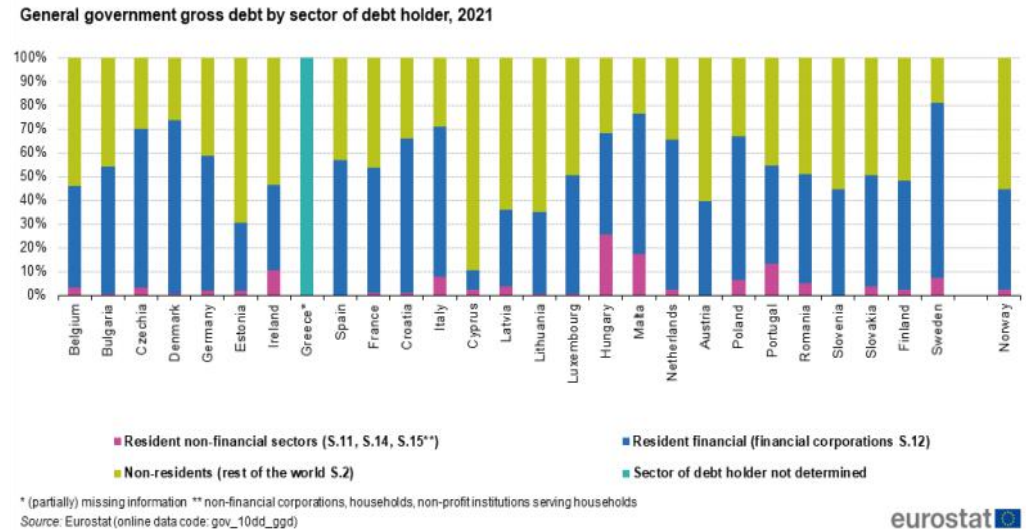
### 9.3.3 欧债危机爆发后欧央行可能暂停加息启动量化宽松，为回归MMT不排除上调通胀目标的可能性

从部分欧洲债务压力国债券的海外持仓看，意大利国债的海外持仓比例超过30%，葡萄牙和西班牙国债的海外持仓比例均超过40%，爱尔兰国债的海外持仓占比超过50%。因此，欧债危机一旦爆发具备进一步向外部传播压力的特征。美联储货币政策受此影响可能转向，欧央行自身的货币政策在Q1欧洲债务问题爆发后出于金融稳定考虑可能出现妥协，再次启动量化宽松，加息步伐可能因此暂停。



欧债问题一旦爆发，欧央行面临的困局是欧洲各大债务压力国对宽货币存在客观需求，但通胀压力短期难解且中期来看在能源对俄脱钩并转型背景下可能持续居高不下。在此背景下，为了在债务压力爆发后再度回归 MMT，我们认为欧央行可能在政策目标中提高对通胀的容忍度，不排除上调 2% 通胀目标的可能性。

图115: 欧债的持仓结构 (%)



资料来源: Eurostat, 浙商证券研究所

### 9.3.4 受制于债务危机和能源压力，欧元区经济可能在 2023 年陷入负增长

在能源约束的压力下，欧洲在经济和通胀两方面均将承受较大压力。经济方面，我们预计德、法等欧洲经济火车头国家均受能源约束（前者直接受俄罗斯天然气供给约束，后者受极端天气影响核能生产受阻，详细请参考前期报告《能源压力助长欧债风险强化黄金配置价值》），当前 IMF 评估俄罗斯天然气的断供对欧盟、德、法、意的 GDP 影响（悲观场景下）分别为-1.8%、-2%、-0.8%和-3.7%，如果欧盟优先保护家庭用电，则工业可能进一步受损，对欧盟、德、法、意的 GDP 影响将扩大为-2.7%、-2.8%、-1.1%和-5.7%（欧盟自 8 月起将天然气需求压降 15%，并优先保证居民家庭用电，工业部门供气可能受严重冲击，工业在整体天然气需求中占比 30%，可能被限制一半以上的用气量）。即便俄乌战争在 2023 年有所缓和，欧洲仍然面临能源体系与俄罗斯脱钩的长期转型压力，能源供给依旧将保持紧张。德国经济部最新预测德国 2023 年 GDP 增速为-0.4%。除能源压力外，欧债危机一旦爆发也将进一步拖累欧洲经济，我们预计 2022 年欧洲 GDP-0.5%陷入负增长。

表14: 俄罗斯断气对欧洲经济的冲击程度 (%)

| 经济体 | 高摩擦成本预测 |          | 低摩擦成本预测       |                 |
|-----|---------|----------|---------------|-----------------|
|     | 基准      | 优先保证家庭用电 | 欧盟融入全球 LNG 市场 | 欧盟未能融入全球 LNG 市场 |
| 欧盟  | -1.8    | -2.7     | -1.1          | -1.4            |
| 德国  | -2.0    | -2.8     | -0.4          | -1.3            |
| 法国  | -0.8    | -1.1     | -0.2          | -0.8            |
| 意大利 | -3.7    | --5.7    | -0.6          | -2.1            |

资料来源: IMF, 浙商证券研究所



## 9.4 日央行掌门人换届适逢全球紧缩压力缓解，未来可能继续保持宽松立场

整体来看，我们认为日本央行在 2023 年尤其是 Q2 掌门人换届后不会出现大的政策转向。通胀压力相对可控以及政府杠杆率位于 MMT 国家最高水平两大客观条件决定了日本央行在大方向上仍将维持宽松政策立场，潜在的政策微调空间可能存在于收益率曲线控制区间的拓宽等方面。

一是日本央行掌门人换届适逢全球紧缩压力缓解。现日央行长黑田东彦的任期将于 2023 年 4 月正式到期。黑田东彦是安倍理念的核心践行者，安倍经济学的核心理念是三支箭，即宽松的货币政策、积极的财政政策以及结构性改革。其中最具代表性的便是宽松的货币政策。在安倍任期内的积极主张下日本央行实行了大规模的量化宽松和负利率政策，为了使得宽松政策得以持续，安倍上任初期日本央行还在 2013 年 1 月将通胀目标由 1% 提升至 2%，同年黑田东彦也上任开始执掌日本央行。预计本轮任期日本央行将更换掌门人，当前竞争力最强的候选人分别为：一是现日本央行副行长雨宫正佳，是一位政策风格灵活的实用主义者，作为黑田东彦的副手曾主导涉及较多非常规的宽松货币政策，是日本长期宽货币的重要践行者之一。与此同时，2017 年也曾发声质疑收益率曲线控制政策，认为这一政策将使日本在 MMT 的道路上无法回头。二是前日本央行副行长中曾宏，政策理念相对鹰派，反对安倍经济学理念下货币政策对市场的过度干预，在 2006 年日本央行退出量化宽松的过程中发挥重要作用。主张通过以下方式逐步退出宽松：一是提高超额准备金利率；二是减少量化宽松的到期再投资。综上，两位最有力的候选人的政治理念都不反对“鹰派”立场，因此未来日央行货币政策可能获得更多灵活抉择的空间。

二是从日本当下的现实环境来看，对宽松的货币政策仍有诉求。我们曾于上文指出，日本当前可以继续践行 MMT 的基础在于通胀压力相对可控。从杠杆来看，日本当前政府杠杆率高达 231%，是所有 MMT 国家的最高水平，政府杠杆率过高客观上确实存在宽货币的诉求。从通胀来看，日本央行认为通胀确实存在明显上行风险，但对 2022 和 2023 年末的通胀预期仍然可控，尤其是核心 CPI 仍远低于 2%，对紧货币的迫切程度相对较低。日本央行在最近一次预测中对 2022 和 203 年年末目标 CPI 预期分别为 2.2%-2.4%、1.2%-1.5%，核心 CPI 预期分别为 1.2%-1.4%、1.2%-1.4%。日本的通胀压力主要衍生于能源风险，一旦能源压力边际缓解，日本通胀失控风险的概率较小。从经济来看，日本央行对于 2023 年的经济增长仍较为悲观，预期 GDP 增速为 1.7%-2.1%，相较 2022 年水平进一步下修。日本央行评估未来增长的不确定性主要源于四大因素，分别是疫情、乌克兰战争导致的商品尤其是粮食价格、海外金融市场的波动和碳中和对企业预期的影响。尤其是能源端的供给约束仍会对日本形成挑战。

表15: 安倍经济学和岸田文雄的新资本主义理念比较

|       | 安倍经济学                                   | 新资本主义  |
|-------|---|--|
| 货币政策  | 主张宽松货币政策，通过无限制量化宽松政策以实现 2% 的通胀目标和日元的贬值。 | 未有过多阐述，没有表现出明显的偏好。   |
| 财政政策  | 主张积极财政政策，扩张政府支出同时调整税收结构，即增加消费税的同时下调法人税  | 对提高工资的企业给予税收优惠；增加金融收入税率（暂不推行）  |
| 结构性改革 | 推出定向的税收优惠政策，放松规则以鼓励企业投资与创新              | <p><b>对人的投资：</b>上调基础工资；3 年投入 4000 亿日元加强教育培训投资，增加人力资本的储备。扩充小额投资免税制度（NISA），鼓励国民把储蓄转向资产投资，执行“资产收入倍增计划”。</p> <p><b>科技和创新投资：</b>提出人工智能、量子、生物、数字和脱碳这五大领域的国家战略。鼓励响应国家战略、增加研发投入的企业</p> <p><b>初创企业投资：</b>建立初创企业校园；全面扩充针对初创企业的“小企业创新研究”（SBIR）制度；吸引海外风险资本（VC）以及公共资本参与投资。</p> <p><b>绿色和数字投资：</b>2050 年实现碳中和，2030 年实现温室气体减排 46%。为达到这一目标，日本官民协作进行相关投资，2030 年达 17 万亿日元，未来十年达 150 万亿日元。5 年内实现 5G 和光纤 99% 的覆盖率。</p> |

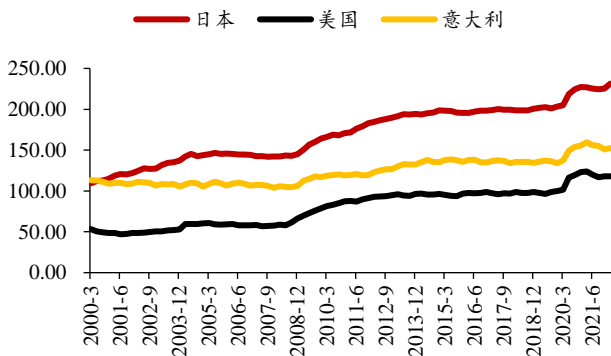
资料来源：日本首相办公室，浙商证券研究所

表16: 日本央行小幅下调经济增长预期、小幅上调通胀预期（%）

|               | 批准规模        | 2022    | 2023    | 2024    | 长期  |
|---------------|-------------|---------|---------|---------|-----|
| 实际 GDP 增长     | 22 年 07 月预测 | 2.2-2.5 | 1.7-2.1 | 1.1-1.5 | 1.8 |
|               | 22 年 04 月预测 | 2.6-3.0 | 1.5-2.1 | 1.1-1.3 | 1.8 |
| 目标 CPI（剔除食品项） | 22 年 07 月预测 | 2.2-2.4 | 1.2-1.5 | 1.1-1.5 | 4.0 |
|               | 22 年 04 月预测 | 1.8-2.0 | 0.9-1.3 | 1.0-1.3 | 4.0 |
| 核心 CPI        | 22 年 07 月预测 | 1.2-1.4 | 1.2-1.4 | 1.4-1.7 |     |
|               | 22 年 04 月预测 | 0.8-1.0 | 1.1-1.3 | 1.2-1.5 |     |

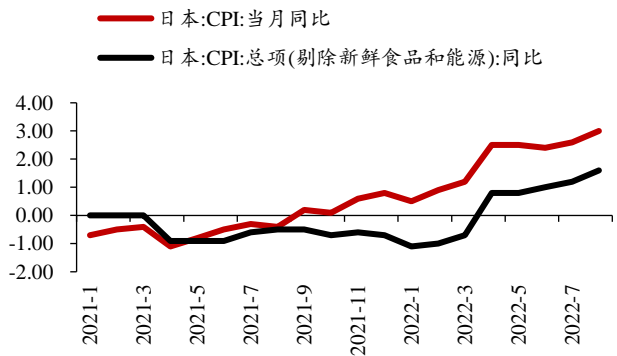
资料来源：日本央行，浙商证券研究所

图116: 日本杠杆率在美欧日等 MMT 经济体中位于首位



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图117: 日本通胀压力相对可控（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

三是日本央行换届之后适逢全球紧缩压力缓解。我们曾于上文指出，美联储和欧央行均可能在欧洲金融稳定出现重大风险后，在 2023 年 Q2 出现政策转向，全球利率水平趋于下行，金融环境将逐渐趋于宽松。2023 年日本央行行长换届后适逢全球紧缩压力缓解，汇率等货币政策逆势而行的负面效应均将有所缓和，日央行维持宽松的掣肘减小。

综上，虽然日本央行行长换届可能为日本货币政策的转向进一步打开空间，但通胀压力相对可控以及政府杠杆率位于 MMT 国家最高水平两大客观条件决定了日本央行在大方向上仍将维持宽松政策立场，潜在的政策微调空间可能存在于收益率曲线控制区间的拓宽等类似领域，10 年期日债锚定的利率区间可能进一步拓宽 20-30BP 至 $\pm 0.5\%$ 附近。

## 10 大类资产：结构性机会依然凸显

党的二十大报告指出“统筹发展和安全，全力战胜前进道路上各种困难和挑战，依靠顽强斗争打开事业发展新天地。”我们认为，统筹发展与安全将贯穿党和国家工作各方面全过程，涉及政治、经济、军事、科技、文化、社会、外交等多个领域。预计未来较长时间内，我国将逐步补齐制约发展与安全的短板，重点统筹外部安全和内部安全、国土安全和国民安全、传统安全和非传统安全、自身安全和共同安全。**大类资产配置方面，我们提示把握国家安全的多维度结构性机会，综合考虑我国面临逆全球化、保护主义、单边主义带来的不确定性，我们提示特别关注粮食、能源、产业链供应链安全。**

### 10.1 预计 A 股呈现结构化行情，重点关注强链补链和产业基础再造

预计 A 股行情将表现为结构化特征，我们认为以航空机场、旅游酒店、餐饮等恢复人流动带来的预期差最大，带来困境反转的投资机会。我们提示，未来重点关注后续美债收益率见顶后成长风格的投资机会。具体包括制造业强链补链（自主可控和进口替代）和产业基础再造领域。在供给短缺和内循环补短板背景下，持续看好制造业强链补链（半导体和机床母机）的投资机遇。

**一是强链补链。**我们判断，重大技术装备攻关工程是健全关键核心技术攻关新型举国体制的重要抓手，主要是指围绕工业母机、新能源汽车、海工装备、能源装备、农机装备、轨道交通装备、工程机械等重点领域，由产业政策支持有条件的领军企业联合行业上下游、产学研力量，分领域组建创新联合体，采取“揭榜挂帅”、“选马赛马”、“立军令状”等机制，加快攻克关键核心技术。2022 年 9 月 6 日，中央全面深化改革委员会第二十七次会议审议通过了《关于健全社会主义市场经济条件下关键核心技术攻关新型举国体制的意见》。会议指出，健全关键核心技术攻关新型举国体制，要推动有效市场和有为政府更好结合，强化企业技术创新主体地位。

**二是产业基础再造。**产业基础可以被界定为国民经济中各类产业的基础性产业链环节以及提供基础性支撑的一系列要素和环境的集合，主要包括基础零部件、基础电子元器件、基础材料、基础软件、基础工艺、产业技术基础等领域。产业基础一般处于产业链的上游或中间环节，而不直接面向终端消费者，由于其基础性地位和功能，因而是构建自主可控现代产业体系和塑造可持续国家竞争优势的基础条件和力量源泉。

此外，我们继续提示关注建议关注以航空机场、旅游酒店、餐饮等板块受益于跨区域人流修复带来的景气度改善，以及与之相对应的困境反转下的投资机会。2022 年实施常态化疫情检测之后，高频次人员筛查有助于第一时间发现“火苗”并及时扑灭，在付出一定时间和财务成本的基础上，实现人与物的自由流动，使经济再次回到复苏轨道。未来一段时间，即使有零星疫情出现，也难以形成规模性反弹，出现严格静态管理的概率也大大降级，经济将回归常态化增长模式。随着疫情影响趋弱、消费场景恢复正常运营，综合考虑小微企业出清叠加大企业利用市场份额提升涨价的动力，预计 2023 年涨价因素也会成为股市向上弹性的催化剂。

### 10.2 预计 10 年期国债收益率维持震荡

预计 2023 年固定收益类资产价格窄幅波动，信用违约概率较低，信用利差总体处于收窄区间。我们判断，货币政策将延续总量略宽松基调，收缩型政策在 2023 年出台的概率较低，叠加后续名义 GDP 先上后下的趋势（见前文分析），长端收益率预计在二季度达到高点 2.9%，此后 10 年期国债收益率在 2.6%-2.9% 区间震荡。

### 10.3 预计大宗商品高位回落

在先立后破的整体基调下，预计 2023 年大宗商品价格难有系统性机会，部分农产品和原油可能有阶段性表现。大豆、玉米、糖等局部农产品受拉尼娜现象以及极端气候影响价格仍有上行空间。原油价格预计 2023 年高位震荡，节奏上呈现前高后低走势，尤其是一季度仍有上行空间，冬季供暖、用电高峰有望进一步提升天然气需求。基本金属方面，预计在全球总需求放缓的背景下震荡下行，部分发达经济体有惯性进入衰退的风险。从产业层面来看，基本金属的供给相对充裕。尽管当前国内库存依然偏低，但从供需时点上来看，库存继续大幅去化的可能性在降低，甚至将出现一定程度的累库。

### 10.4 预计房地产市场机会较少

在房地产长效机制的调控下，各地陆续发布稳定楼市的政策，支持刚性和改善性住房需求，逐步优化商品房预售资金监管，防范系统性金融风险。我们认为，房价从内涵上取决于供需缺口，随着新市民向三四五线城市聚集逐渐缓解房价压力，一二线核心城市的房价仍有一定上行空间，但上涨幅度整体不宜高估。

### 10.5 美元指数前高后低 Q1 可能上破 120，欧债危机是重要影响变量

欧债危机是全年美元指数的重要影响变量。根据上文，我们认为 Q1 是欧债危机风险集中释放的时间点，Q2 起欧债危机难以彻底平复但欧央行的货币政策可能为此作出妥协转向宽松并维持金融稳定，全年不排除欧央行出于债务杠杆的客观压力回归 MMT 并上调通胀目标的可能性。在此背景下，我们对美元指数全年走势判断如下：

全年来看，我们认为美元指数将保持前高后低走势，在欧债压力的冲击下，我们预计 Q1 美元仍有进一步冲高空间，最高点可能触及 120。Q2 起伴随欧债压力风险的释放以及美联储货币政策转松预期，美元指数可能趋于下行，但全年欧洲债务压力难以根本性缓解制约了美元整体水平仍处高位，年末预计美元指数仍将位于 100 以上。

### 10.6 美债利率 Q1 高位震荡 Q2 拐头全年趋于下行，低点可能回落至 2% 以下

10 年美债利率的重要决定变量是美联储的利率政策。驱动美联储转向宽松的触发因素可能来自两方面：一是通胀明显回落，二是全球金融稳定问题爆发。我们预计两项触发因素在 Q1 难以满足，因此美联储为打压通胀预期仍将维持鹰派立场并纠偏期间可能出现的宽松预期，对应 Q1 的 10 年美债利率可能维持高位震荡。

Q2 起预计美联储货币政策引导转向宽松将驱动美债利率逐步回落，第一阶段回落的目标位预计将是 2.5%，主要原因是 2.5% 作为美联储的中性利率，也是美联储区分宽松以及紧缩政策立场的分水岭。在美国 CPI 距离 2% 仍有较远距离的情况下，即便降息美联储也较难将政策切换至绝对宽松的立场。此后突破 2.5% 进一步下行需要美联储对未来政策预期进行更明确的引导或者有更实质性的政策行为落地（比如降息兑现并在点阵图中引导未来降息预期或暂停缩表），全年低点可能回落至 2% 以下。

### 10.7 Q1 谨慎风险偏好冲击，Q2 联储宽松预期明朗化后美股全年趋于上行

我们预计 2023 年美股将有较好表现。Q1 仍需警惕欧债潜在压力等全球系统性金融风险对风险偏好的冲击，美股可能有较为明显的震荡。Q2 起，上行趋势将进一步明确。从盈利端来看，美国经济自 Q2 起逐步企稳，EPS 将不再有明显的下修压力；从估值端来看，Q2 货币政策的潜在拐点带动利率下行将对估值端形成利好，纳斯达克可能有更为明显的相对收益。

### 10.8 黄金极具配置价值，Q1 欧债压力利多黄金、Q2 宽松预期利多黄金



黄金全年来看具有较高的配置价值，一季度欧债的潜在压力将利多黄金，主要源于避险逻辑（从2010年经验来看，美元、黄金两大避险资产在欧债危机期间均有较好表现）。二季度起美联储宽松预期驱动实际利率回落，也将对黄金行情利多，我们认为伦敦金将在2023年再次挑战2070的前高位。

## 11 万里风云：风险因素长期值得关注

### 11.1 中美博弈：美国中期选举之后的对华政策加强

中美博弈加剧成为未来中美关系的主基调。当前对华强硬不仅成为美国民主党和共和党的共识，还是两党争取选票的重要抓手，在美国国内反华共识越演越烈、甚至逐步向“政治正确”演变的当下，美国政客主张对华强硬有助于争取选民支持。且随着中国国家实力的不断增强，美国对华遏制与打压或也将升级，中美的结构性矛盾在相当长的时间内较难改变。

民主党擅长将军事安全、意识形态、人权等领域作为外交博弈的砝码，美国中期选举之后，警惕其在以上领域对我国持续实施强压。中选后，一旦民主党失去参众两院的其中之一，或者全部失去，民主党在国内内政问题的发言权将大幅削弱，美国拜登政府可能会转而对外，采取对华更加强硬的战略，包括发动科技战、干涉我国新疆西藏内政，或重打“台湾牌”。

### 11.2 欧洲通胀失控走向螺旋式上升进而战争扩大化

欧洲正在经历创记录通胀，警惕欧洲通胀失控走向螺旋式上升。欧盟统计局公布的最新数据显示，欧元区9月调和消费者物价指数（CPI）同比上升10%，创造历史新高并首次站上两位数，高于预期的9.7%，并为连续第五个月超过预期，我们认为2023年欧洲通胀存在走向螺旋式上升的风险：

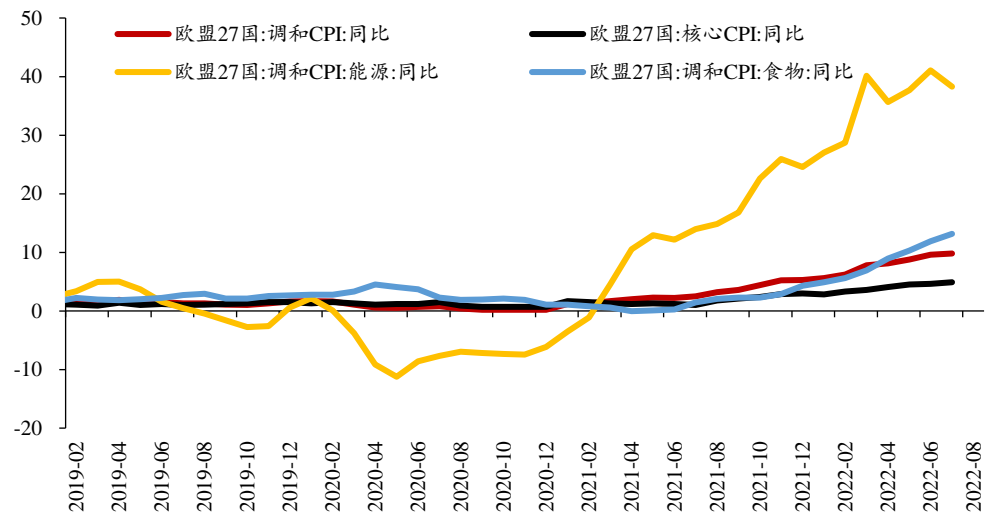
一是供给端，寒冬将至、能源短缺。9月欧元区CPI超预期，从细分项看，9月能源价格仍是涨幅最高的分项，同比上涨40.8%（前值为38.6%），通胀成为作为紧盯通胀单目标制的欧洲央行面临的首要难题。国际能源署10月3日发布天然气市场季度报告，警告欧洲在今年冬天将面临史无前例的天然气短缺风险。这意味着，欧洲能源价格一旦因为供给短缺而失控，可能会导致欧洲通胀问题更趋复杂和难解。

二是政策端，危机爆发、宽松应对。我们预计在本轮全球性货币紧缩中，欧洲将面临极大的主权债务清算压力，欧债危机可能在2023年Q1爆发，如果欧央行宽松应对债务危机，将推动物价进一步上涨，当居民预期商品价格要上涨时可能将会加速购买，或引发囤货、抢货等行为，这将导致恶性通胀。

西方试图将通胀归咎于俄罗斯，将进一步加剧冲突风险，或使得战争扩大化走向失控。2021年11月，波兰总理莫拉维茨基就曾在采访中表示俄罗斯是本次欧洲通胀高企的“罪魁祸首”，若其他欧洲领导人也采取类似的方式，选择转移国内矛盾，即将国内高通胀问题完全归咎于俄罗斯，对俄实施新制裁，这将使得西方和俄罗斯的对立进一步激化。9月21日普京在战争动员讲话中表示，俄军将使用“所有武器装备”和“一切军事力量”完成使命，俄方存在动用核武器的可能性，战争可能走向失控。

俄乌冲突加剧可能使得通胀高企难下，引发全球供应链担忧，加剧全球通胀压力。第一，俄罗斯是全球关键的原材料和能源生产国，乌克兰是全球重要的粮食生产国，俄乌冲突升级对俄乌两国是否会延长乌克兰粮食出口协议增加了变数，引发全球粮食供应担忧。第二，俄罗斯是部分原材料金属的重要生产国，核战争爆发或将引发局部商品价格上涨。第三，俄罗斯是欧洲天然气最主要的供应商，北溪管道被炸将欧洲天然气供应问题推向高潮，拉尼娜寒冬可能造成欧洲天然气超季节性消耗，天然气资源紧缺导致其他能源需求增加，造成原油等能源价格上涨，导致欧洲通货膨胀压力持续存在。

图118: 欧洲 CPI 上行主要源自能源价格上涨



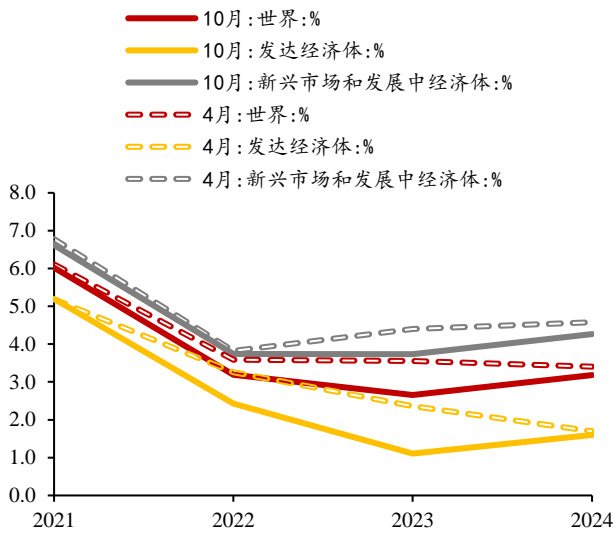
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 11.3 美联储紧缩政策持续超预期的薄弱经济体危机爆发向全球演变

**美联储紧缩政策可能持续超预期。**疫情下，供应链中断使得美国面临近 40 年来最高的通胀率，倘若中美博弈或俄乌冲突加剧导致全球供应链断裂，进而使得美国国内通胀居高不下，不排除联储持续紧缩应对通胀压力。美联储政策收紧过程中，美债收益率作为无风险利率，其大幅走升或将压制其他金融市场的走势，或进一步加剧美国金融市场波动及其对全球市场的负面的外溢效应。

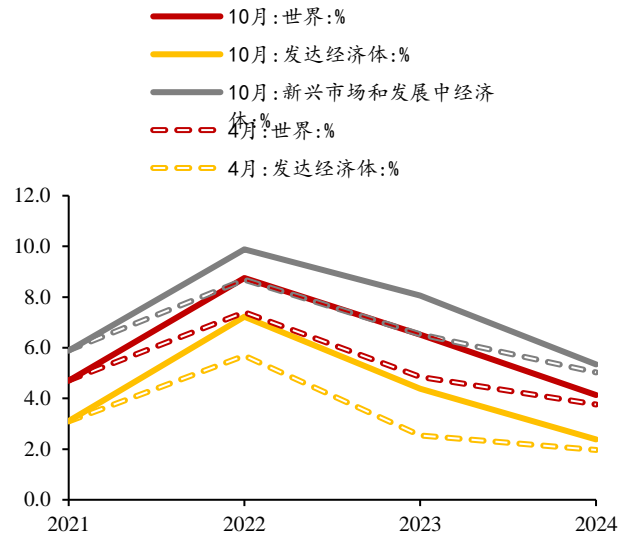
**发展中国家的债务危机已经成为今年全球经济的一个重要风险，如果发展中国家危机爆发，国内危机将通过流动性、外需、金融市场等链条向全球传导。**自 2020 年疫情爆发引发经济急速衰退以来，美联储实施超宽松货币政策带动全球流动性大增，为金融市场注入流动性，一方面，导致全球流动性过剩，新兴市场国家的热钱急剧增加，加剧资产价格泡沫，另一方面，也导致发展中经济体债务进一步增长。一旦美联储加快收紧货币政策将引发美元升值并降低全球流动性，不仅将推高新兴市场发展中经济体的偿债成本，而且流向这些经济体的资金减少，进一步影响其经济复苏和偿债能力。IMF 最新数据显示，近 60% 的低收入国家已陷入债务危机或处于债务高风险状态，而中等收入发展中国家的偿债负担已经处于 30 年来最高水平，蕴含危机的风险。

图119: 2022年IMF两次关于GDP增速的预测情况



资料来源: 浙商证券研究所

图120: 2022年IMF两次关于通胀率的预测情况



资料来源: 浙商证券研究所

### 11.4 全球政治格局是否会走向Y型分化

俄乌冲突深刻影响世界格局，全球政治格局可能走向Y型分化。俄乌冲突虽然战场在乌克兰，但背后却折射出了大国地缘政治竞争，这场冲突将深刻影响未来世界地缘政治格局。它使地缘政治和世界秩序发生较大变化，也进一步加速了世界地缘政治力量的分化与重组。

俄乌冲突开始之后，西方空前团结一致发动一系列对俄严厉制裁，北约通过各种手段不断介入俄乌冲突，使得冲突向扩大化和长期化方向演绎。不局限于军事斗争，美国和欧洲接连发动了对俄经济战、外交战和舆论战等，在全球范围内掀起了对俄罗斯的制裁风波。美欧不惜违反一系列基本国际准则打压俄罗斯，企图通过经贸、金融和技术制裁来扼杀俄罗斯经济，以压垮俄罗斯政权。西方对俄制裁的力度、广度都是史无前例的，国际金融市场、能源供应和全球产业链出现剧烈动荡。

当今世界主要的地缘政治势力包括美国、中国、欧盟、俄罗斯、日韩、印度、东盟和阿拉伯集团等。在错综复杂的地缘政治关系中，最有实力的地缘政治力量还是美国、中国、欧盟和俄罗斯这四家。俄乌冲突爆发之后，阵营化趋势不断强化，欧盟迅速倒向美国一边，俄罗斯则进一步与中国站到了一起。从目前世界各国在俄乌问题上的立场表态上看，我们预计伴随对抗加剧，未来世界局势可能向三级演变：第一级力量主要是美欧；第二级力量主要是中俄；第三级主要是亚非拉等国家，这些国家不愿在两极之间选边站，往往奉行独立自主的外交政策，因此形成了世界第三级。

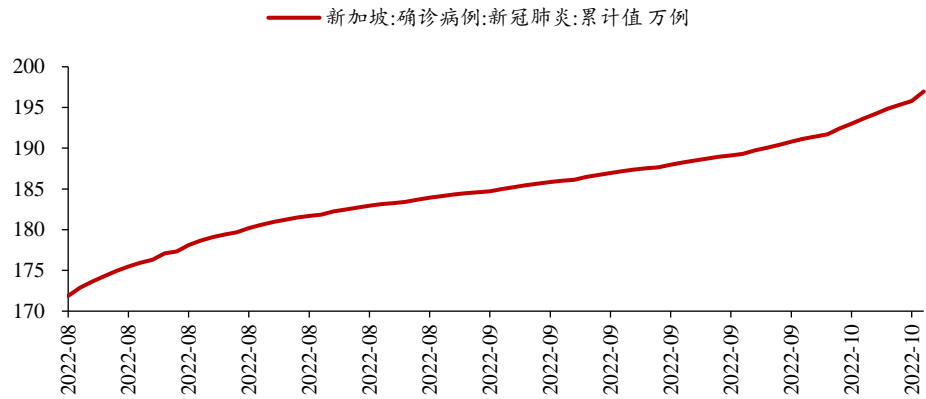
### 11.5 疫情、自然灾害及粮食危机爆发

奥密克戎新变种传染性持续增强，或导致全球疫情反复。奥密克戎新变种不仅传染性更强，而且具有更强的逃脱免疫能力。2022年9月，呼和浩特市确诊新变种病毒BF.7感染者，几天内扩散至500多人确诊感染；2022年9月7日，新加坡确诊首例XBB病例，导致新加坡确诊人数快速增加。截至9月末，全球有15个国家和地区，共30座城市报告该毒株，XBB变种能够逃脱人体所有免疫手段，或将成为传播速度最快的变异毒株。美国

传染病专家福奇表示，美国 2022 年冬天可能出现“可以躲避疫苗免疫机制”的更危险的新冠病毒变种。

**冬季将至，出现新变种病毒的可能性也进一步提升。**警惕病毒变异及其超预期全球扩散，可能造成国内、国外疫情不确定性持续升温，冲击全球经济修复预期。

图121: XBB 变种导致新加坡确诊病例加速上升

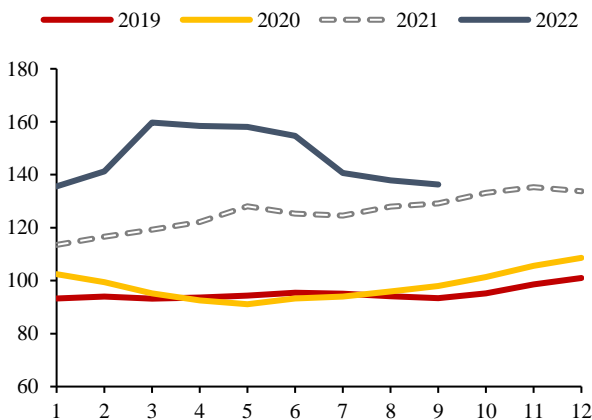


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**拉尼娜事件及全球寒冬对全球气候、粮食产量等均可能造成严重影响。**2022 年将迎来三峰拉尼娜年（即 2020、2021、2022 年连续 3 年都是拉尼娜），导致全球寒冬和异常气候现象。受拉尼娜现象影响，2022 年我国多地受到冷空气南下影响，全国平均气温较往年偏低，部分地区甚至一夜入冬。2022 年 8 月，世界气象组织预测，当前拉尼娜现象或将持续至 2023 年，持续至 2022 年 9 月至 11 月的概率为 70%，持续至 2022/2023 年 12 月至 2 月的概率逐渐降低至 55%。

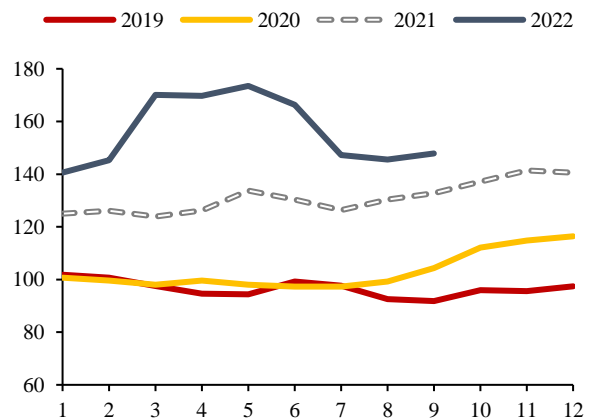
拉尼娜现象已经对我国秋冬季区域气候产生重要影响，例如华西秋雨、南方秋旱、北方秋汛等现象。此外，2020 年，拉尼娜引发的干旱异常气候造成美洲大豆、玉米产量收缩预期，国际粮食价格上涨带动我国大豆和玉米价格上涨。第三，连续三年偏冷天气可能助长批发商或消费者囤货需求，带动菜价、肉价和部分粮食价格超预期上行。

图122: 2019-2022 年全球食品价格指数变动



资料来源: FAO, 浙商证券研究所

图123: 2019-2022 年全球食品价格指数变动——谷物类



资料来源: FAO, 浙商证券研究所



**全球多地发生大地震，对生产及当地经济造成严重影响。**2022年9月5日，我国四川甘孜州泸定县发生6.8级地震，震中磨西镇、燕子沟镇通信中断，得妥镇山体滑坡与房屋受损较严重，冷碛镇道路中断。地震还造成甘孜、雅安等地部分变电站和输电线路停运。9月19日墨西哥西部米却肯州发生7.7级大地震，造成多人死亡，建筑物严重损毁，部分道路出现山体滑坡。

**干旱、洪水等极端气候频发，“南旱北涝”现象明显。**2022年以来，我国气候呈现以下特点：第一，全国平均高温天数为1961年以来历史同期最多，南方多地出现极端高温情况，长江流域发生严重夏伏旱。第二，全国降雨呈现“北多南少”，北方局部地区河流超警超保，青海、内蒙古、四川等地突发山洪灾害，造成人员伤亡。第三，受极端高温天气影响，全国森林火灾较常年同期明显偏多，主要集中在重庆、四川、湖南、江西等地。

表17：2022年9月至10月全球发生多次大地震

| 时间          | 地区     | 地震情况                             |
|-------------|--------|----------------------------------|
| 2022年10月11日 | 土耳其南部  | 土耳其南部奥斯曼尼耶省杜兹奇区发生5.1级地震，震源深度7公里。 |
| 2022年10月2日  | 墨西哥    | 墨西哥拉里维拉以东70公里处发生5.6级地震。          |
| 2022年10月2日  | 南桑维奇群岛 | 南桑维奇群岛发生5.4级地震，震源深度30千米。         |
| 2022年10月1日  | 日本     | 日本九州岛附近海域发生5.7级地震，震源深度30千米。      |
| 2022年9月29日  | 南桑维奇群岛 | 南桑维奇群岛发生6.5级地震，震源深度10千米。         |
| 2022年9月19日  | 墨西哥    | 墨西哥西部米却肯州发生7.7级地震，震源深度15千米。      |
| 2022年9月18日  | 中国台湾   | 中国台湾花莲县发生6.9级地震，震源深度10千米。        |
| 2022年9月5日   | 中国四川   | 四川甘孜州泸定县发生6.8级地震，震源深度16千米。       |

资料来源：公开信息整理，浙商证券研究所

表18: 2023 年宏观经济数据预测

|                 | 2022 全年 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2023 全年 |
|-----------------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|
| GDP             |         |        |        |        |        |         |
| (当季同比, %)       | 3.5     | 4      | 7.7    | 4.9    | 4      | 5.1     |
| 规模以上工业增加值       |         |        |        |        |        |         |
| (当期同比, %)       | 5.2     | 5.2    | 8.5    | 5.2    | 4.5    | 5.9     |
| 城镇固定资产投资 (不含农户) |         |        |        |        |        |         |
| (累计同比, %)       | 5.8     | 2      | 7.2    | 6.5    | 7.4    | 7.4     |
| 社会消费品零售总额       |         |        |        |        |        |         |
| (当期同比, %)       | 1.5     | 4.4    | 10.8   | 6.5    | 5.3    | 6.6     |
| CPI             |         |        |        |        |        |         |
| (当期同比, %)       | 2.1     | 2.9    | 2.1    | 2      | 1.7    | 2.2     |
| PPI             |         |        |        |        |        |         |
| (当期同比, %)       | 4.3     | 0.7    | -1.1   | 1.3    | 2.7    | 0.9     |
| 出口              |         |        |        |        |        |         |
| (美元计价当期同比, %)   | 10      | 3      | 5      | 3.7    | 2.3    | 3.4     |
| 进口              |         |        |        |        |        |         |
| (美元计价当期同比, %)   | 3       | 4      | 6.5    | 4.3    | 5.6    | 5.2     |
| 贸易差额            |         |        |        |        |        |         |
| (亿美元)           | 7200    |        |        |        |        | 7000    |
| M2              |         |        |        |        |        |         |
| (同比, %)         | 10.6    | 9.1    | 8.5    | 8.3    | 9      | 9       |
| 社会融资总额          |         |        |        |        |        |         |
| (存量同比, %)       | 10.6    | 10.3   | 10.6   | 10.6   | 10.3   | 10.3    |
| 人民币贷款           |         |        |        |        |        |         |
| (存量同比, %)       | 11.2    | 10.7   | 10.8   | 10.3   | 10.5   | 10.5    |
| 全国城镇调查失业率       |         |        |        |        |        |         |
| (期末, %)         | 5.5     | 5.4    | 5.2    | 5.2    | 5.1    | 5.2     |
| 一年期定期存款利率       |         |        |        |        |        |         |
| (期末, %)         | 1.5     | 1.5    | 1.5    | 1.5    | 1.5    | 1.5     |
| 人民币兑美元汇率        |         |        |        |        |        |         |
| (期末)            | 7.3     | 7.3    | 6.9    | 6.6    | 6.6    | 6.6     |

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>