

云开雨霁，待而后生

——2023 年宏观经济展望

2023 年 02 月 14 日

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

分析师：徐飞

执业证书编号：S0270520010001

电话：021-60883488

邮箱：xufei@wlzq.com.cn

分析师：于天旭

执业证书编号：S0270522110001

电话：17717422697

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

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

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

正文目录

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

图表目录

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

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

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

1 国内经济

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

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

1.1 投资：地产投资拖累减少，基建、制造业中枢回落

1.1.1 政策有望继续放松，房地产投资缓步回升

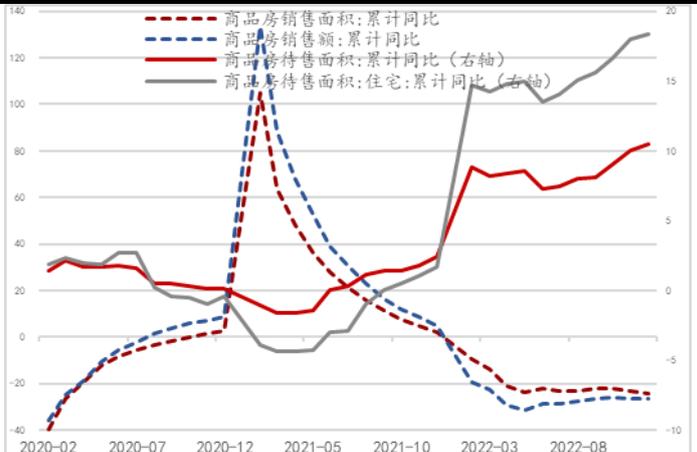
2022年房地产投资给经济造成一定拖累。2022年全年，房地产投资增速下降10%，商品房销售面积、新开工面积和施工面积分别下跌24.3%、39.4%和7.2%，增速持续下探。房企资金链承压，拿地谨慎，新开工严重不足，销售端疲弱。2022居民住房信贷政策的宽松并未转化为房地产投资的实质性回升，在疫情、房地产长周期下行、房企信用风险暴露等影响下，居民对于购房更加谨慎，居民中长期贷款回落，储蓄率持续上行。

图表1：房企新开工、施工面积增速低迷（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表2：商品房销售放缓，库存上行（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

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

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

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

图表3: 政策预期从激励机制、需求端等方面进一步放宽

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

资料来源：央行、国务院等政府官网，万联证券研究所

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

图表4: 房企销售低迷情况有待好转



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表5: 首套平均房贷利率持续下探（%）

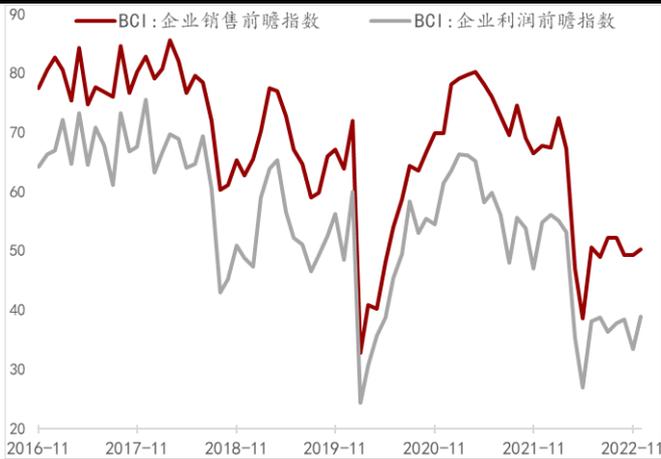


资料来源：Wind，万联证券研究所

1.1.2 出口干扰制造业投资，政策向战略产业倾斜

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

图表6: 企业销售和利润有待进一步修复



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 工业企业进入去库存阶段 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

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

政策持续助推新兴产业发展，帮扶中小企业政策短期不会退出。我国提出十四五期间加快推进制造强国、质量强国的建设，加强产业基础能力建设，提升产业链供应链现代化水平，推动制造业优化升级，实施制造业降本减负行动，并提出“扩大制造业中长期贷款、信用贷款规模，增加技改贷款，推动股权投资、债券融资等向制造业倾斜”。政策对于制造业倾斜较大，金融资源也在向制造业集中。央行的科技创新等专项再贷

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52242



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>