

【中信证券】

2023年国内外宏观经济形势

程强 博士 CFA CPA

中信证券研究部 宏观经济首席分析师

2022年12月6日

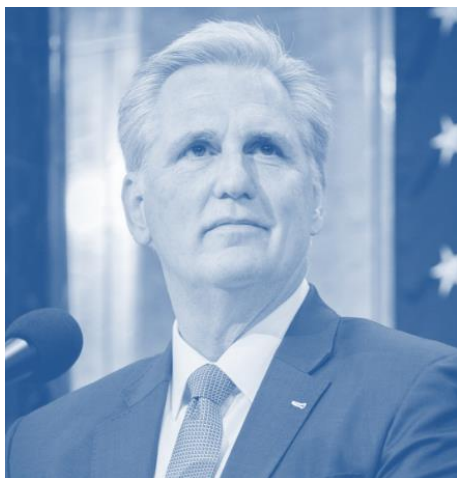
CONTENTS

目录

1. 突出重围：对外部宏观环境的分析
2. 迎难而上：对明年经济走势的判断
3. 制造强国：对长期发展战略的思考

1.突出重围：对外部宏观环境的分析

- 俄乌战争以及其衍生出来的一系列影响从根本上改变了全球治理秩序，美国从一个经贸全球化、市场自由主义的引领者和规则制定者转变成了事实上的破坏者，世界从“春秋时代”转向“战国时代”，正如二十大报告中的判断：“世界进入新的动荡变革期”。
- 中美关系仍是世界各国普遍关切的问题。美国中期选举后，两党分治格局基本形成，这有可能成为全球地缘政治不确定性的又一个风险点。



2022年11月15日，麦卡锡赢得共和党众议院议长提名，麦卡锡11月20日接受美国福克斯新闻采访时宣称，他如果当选美国国会众议院议长，将成立一个所谓的“中国问题特别委员会”，他还指责拜登政府“对抗中国不力”。

- 中期选举后，尽管短期内两党为了选票进一步出台恶化中美关系政策的可能性降低，但中长期来看，在共和党的配合下，美国政府未来或将在军事、科技及贸易方面持续出台不利于中美关系的政策。
- 两党在对华鹰派立场上并无本质差异，共和党在军事、贸易等方面配合民主党破坏对华关系较为激进，叠加民主党惯用的在科技、供应链方面的遏制政策，中美仍是博弈态势。
- 民主党倾向于推进光伏储能、风电、电动车、充电桩等新能源政策，而共和党倾向于推进页岩油、可燃冰、清洁煤等非非常规化石能源政策。因此，在石油政治博弈问题上，美国与中东产油国关系或边际好转但极为有限。

1993年以来美国总统、两院多数党以及我国地缘政治风险压力情况

届数	时期	时任总统	参议院多数党		众议院多数党		总统所在党两院控制程度	中国地缘政治风险指数及重大负面事件
			党派	席数	党派	席数		
第 103 届	1993-1995	克林顿	民主党	57	民主党	258	俱在	银河号事件 李登辉窜访 轰炸驻南联盟大使馆
第 104 届	1995-1997		共和党	52	共和党	230	全失	
第 105 届	1997-1999		共和党	55	共和党	226	全失	
第 106 届	1999-2001		共和党	55	共和党	223	全失	
第 107 届	2001-2003	小布什	/	/	共和党	221	/	PP计划开始
第 108 届	2003-2005		共和党	51	共和党	229	俱在	
第 109 届	2005-2007		共和党	55	共和党	233	俱在	
第 110 届	2007-2009	奥巴马	民主党	49	民主党	233	全失	“亚太再平衡”战略 南海对峙 钓鱼岛 科技战
第 111 届	2009-2011		民主党	57	民主党	257	俱在	
第 112 届	2011-2013		民主党	51	共和党	242	跛脚	
第 113 届	2013-2015		民主党	53	共和党	234	跛脚	
第 114 届	2015-2017	特朗普	共和党	54	共和党	247	全失	佩洛西窜访
第 115 届	2017-2019		共和党	51	共和党	241	俱在	
第 116 届	2019-2021		共和党	53	民主党	235	跛脚	
第 117 届	2021-2023	拜登	民主党	50	民主党	222	俱在	
第 118 届	2023-2025		民主党		共和党	221	跛脚	

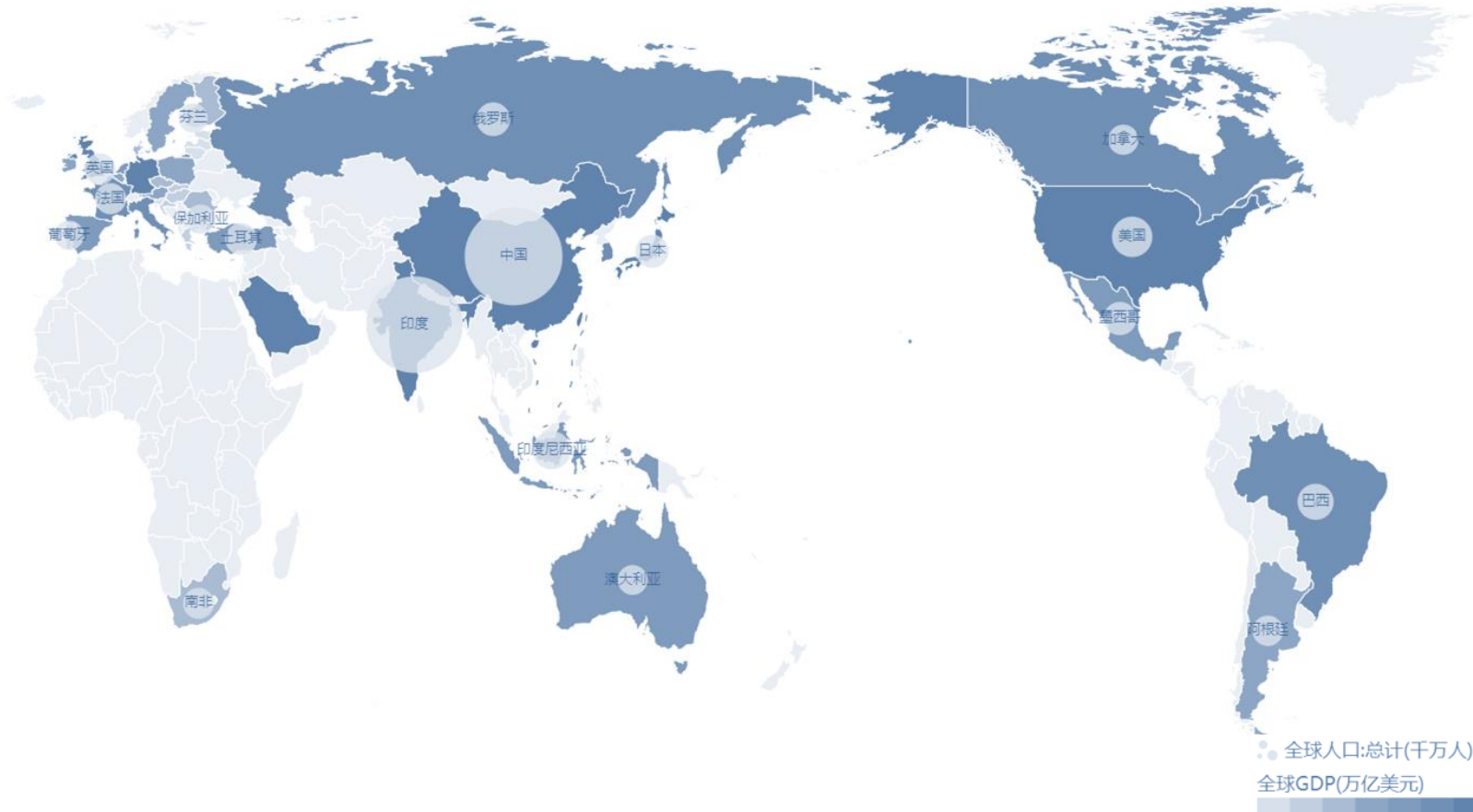
资料来源：美国白宫，美国参议院，美国众议院，Policyuncertainty，中信证券研究部（总统一栏：红色代表共和党人，蓝色代表民主党人；参议院多数党席位数第81~85届（含）共96席，自第86届开始共100席；众议院席位数总计435席；第107届参议院多数党频繁在两党中轮换，无明显多数党）

■ 党的二十大之后，外交领域取得重要成果：

- 习近平赴印尼出席二十国集团领导人第十七次峰会（G20）、赴泰国出席亚太经合组织第二十九次领导人非正式会议（APEC）并对泰国进行访问。
- 12月1日，欧洲理事会主席米歇尔访华，中欧双方举行了会谈，并达成了一系列重要共识。
- 12月1日，中国外交部发布了《新时代的中阿合作报告》，详细阐述了中阿关系源远流长。

共建“一带一路”致力于亚欧非大陆及附近海洋的互联互通，建立和加强沿线各国互联互通伙伴关系，构建全方位、多层次、复合型的互联互通网络，实现沿线各国多元、自主、平衡、可持续发展。

——《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》（2015年3月）



- 自拜登政府2021年初执政以来，一直以国家安全为名，用科技封锁围堵中国发展。
- 美国的《2022通胀削减法案》，名不副实，将重点内容聚焦至新能源及光伏行业的补贴政策方面。
- 中国全社会研发投入从2012年的1.03万亿元增长到2021年的2.79万亿元，研发投入强度从1.91%增长到2.44%。一些关键核心技术实现突破，战略性新兴产业发展壮大，载人航天、探月探火、深海深地探测、超级计算机、卫星导航、量子信息、核电技术、新能源技术、大飞机制造、生物医药等取得重大成果，进入创新型国家行列。
- 二十大报告在对2035年远景目标的表述中，将“**关键核心技术实现重大突破，进入创新型国家前列**”升级为“**实现高水平科技自立自强，进入创新型国家前列**”。

2021年6月美国《百日审查报告》的主要结论

供应链	主要表述	重点关注对象
半导体和高级封装	美国在全球半导体生产中的份额已经从1990年的37%降至目前的12%。美国公司（包括主要的无晶圆厂半导体公司）依赖国外半导体资源，特别是亚洲的资源，造成了供应链风险。	中国大陆、韩国、欧盟、日本、中国台湾地区、新加坡、以色列
高容量电池，如用于电动汽车的电池	美国在所有主要电池组件和电池制造方面的产能占全球市场份额不到10%。与此相比，中国拥有超过75%的全球电池制造产能。	澳大利亚、中国大陆、欧盟、芬兰、印度、日本和韩国
关键矿物和原材料	预计到2040年，中国将控制全球55%的稀土开采能力和85%的稀土精炼能力。	加拿大、澳大利亚、日本、欧盟、中国大陆
原料药	由于缺乏数据和供应链透明度，很难估算从国外进口的美国关键药品和原料药的准确份额，据估计，中国和印度将控制供应链的重要部分。	欧盟、加拿大、印度、中国大陆

资料来源：美国白宫，Wind，中信证券研究部

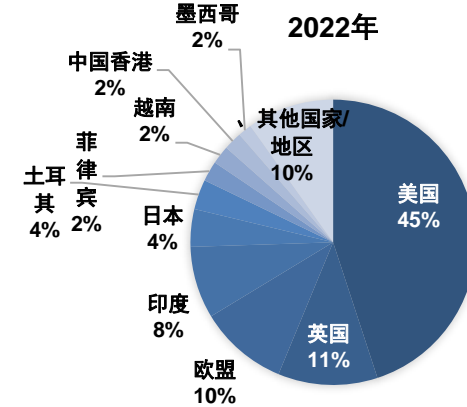
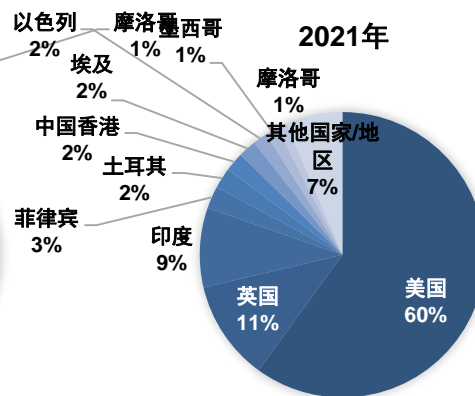
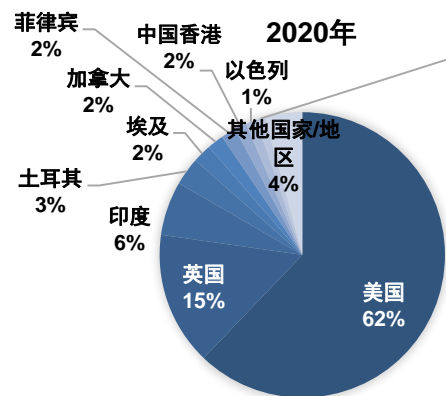
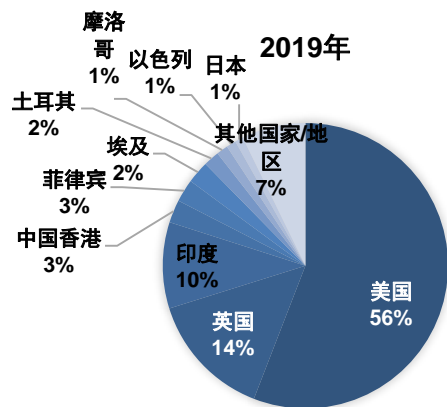
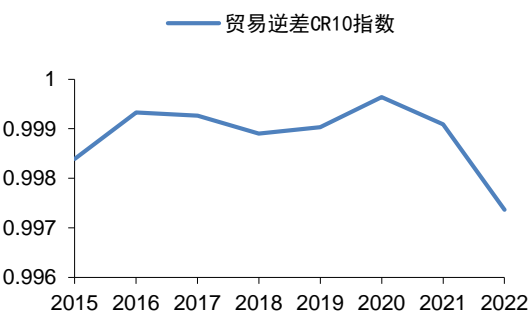
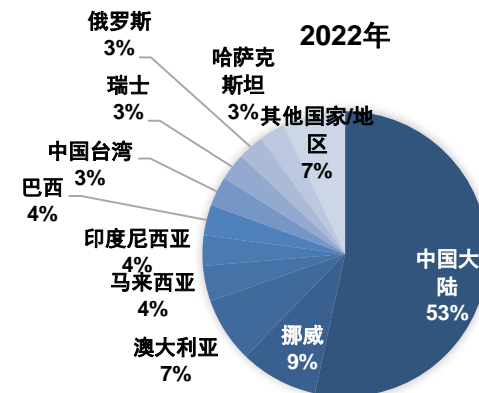
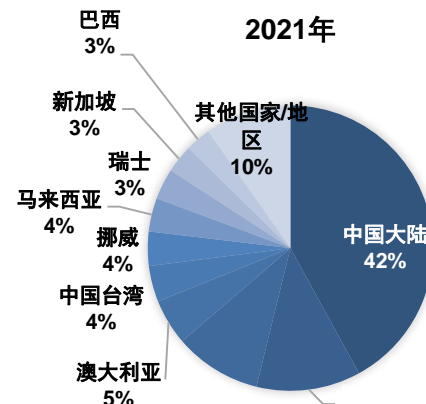
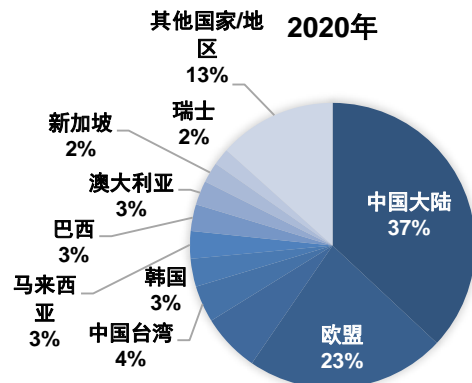
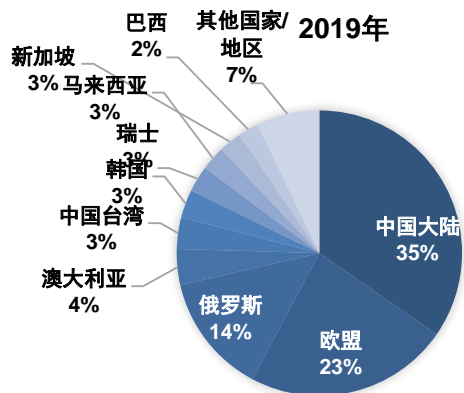
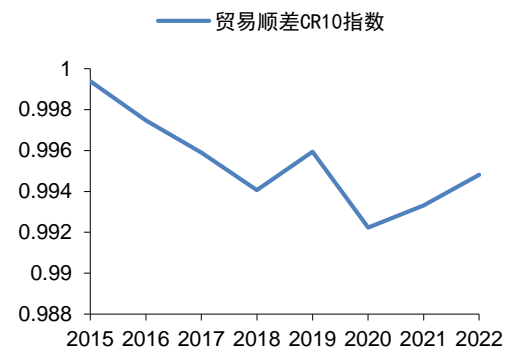
美国《通胀削减法案》的主要项目（亿美元，2022-2031）

收支	类目	项目	金额	结算
财政开支	能源与气候	清洁电力税收抵免	-1610	-3860
		空气污染、有害物质、交通基建	-400	
		个人清洁能源激励措施	-370	
		清洁制造税收抵免	-370	
		清洁燃料和车辆税收抵免	-360	
		农林业保护及发展	-350	
		建筑效率、电气化、传输、工业、能源部门贷款和赠款	-270	
	其他能源和气候支出	-140		
	卫生保健	扩大 ACA（平价医疗法案）补贴的延期（三年）	-640	-980
		医保D 部分重新设计、LIS 补贴、疫苗覆盖率	-340	
财政支出及减免合计			-4850	
财政收入及储蓄合计（最大贡献是向年收入超10亿美元公司征税15%，3130）			7900	
净赤字削减			3050	

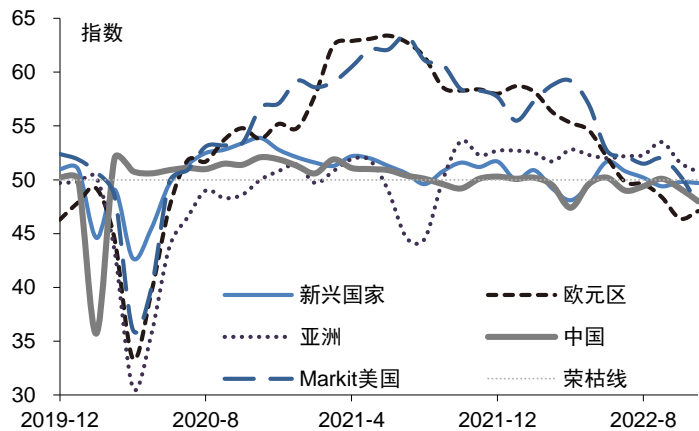
资料来源：CRFB官网（含预测）、CBO官网，中信证券研究部

产业突围：全产业链优势和供应链安全

- 新冠疫情的长期影响，俄乌战争带来的粮食安全和能源安全问题，都对供应链安全问题提出严峻挑战。
- 贸易顺差集中度指数（CR10）近3年明显上升，贸易顺差集中度不断提升，贸易顺差向中国集中的特点展现的越来越明显。
- 贸易逆差集中度指数（CR10）近3年明显下降，贸易逆差分散化程度越来越高。2021年欧盟在贸易顺差中份额显著降低，2022年更是成为贸易逆差国。

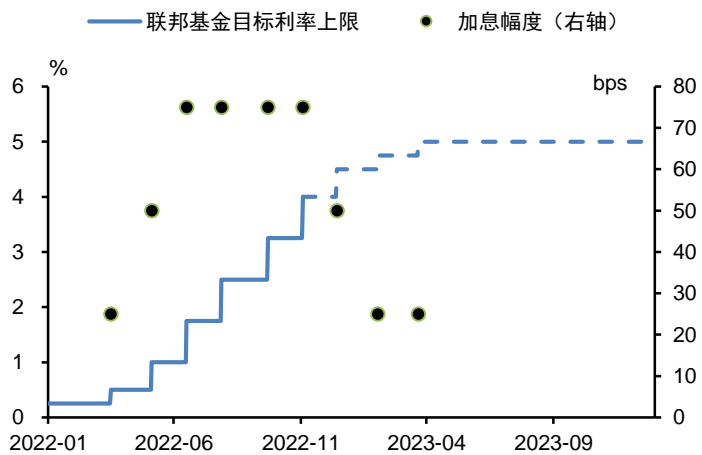


全球主要地区制造业PMI情况



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

美联储后续加息路径预测



资料来源：Bloomberg，Wind，中信证券研究部预测

- 全球经济正在步入衰退。
- 以美联储为代表的主要央行进入加息尾声。

全球各国家或地区制造业PMI

区域	国家或地区	2022年												2021年												2020年											
		11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	
全球及区域	全球	49	49	50	50	51	52	52	52	53	54	53	54	54	54	54	54	55	56	56	56	55	54	54	54	54	53	52	52	51	48	42	40	47	47	50	
	欧元区	47	46	48	50	50	52	55	55	56	58	59	58	58	58	59	61	63	63	63	63	63	58	55	55	54	55	54	52	52	47	39	33	45	49	48	
	欧盟	47	46	48	49	49	52	54	56	57	58	59	58	58	58	58	61	63	63	63	62	62	58	55	55	54	55	54	52	52	47	40	33	44	49	48	
	新兴国家	50	50	49	50	51	52	50	48	49	51	50	52	51	52	51	50	51	51	52	52	51	52	52	53	54	53	53	53	51	50	45	43	49	45	51	
	亚洲	51	52	54	52	52	52	52	53	52	53	53	53	52	54	50	45	45	49	52	52	51	50	51	51	50	49	48	49	47	44	36	31	43	50	50	
亚洲	中国大陆	49	49	50	50	49	52	48	46	48	50	49	51	50	51	50	51	50	49	50	51	52	52	51	51	52	53	55	54	53	51	51	49	50	51	51	51
	日本	49	51	51	52	52	53	53	54	54	53	55	54	55	53	52	53	53	52	53	54	53	51	50	50	49	49	48	47	45	40	38	42	45	48	49	
	韩国	49	48	47	48	50	51	52	52	51	54	53	52	51	50	52	51	53	54	54	55	55	55	53	53	53	51	50	49	47	43	41	42	44	49	50	
	中国台湾	42	42	42	43	45	50	50	52	54	54	55	56	55	55	55	59	60	58	62	62	61	60	60	59	57	55	55	52	51	46	42	42	50	50	52	
	马来西亚	48	49	49	50	51	50	50	52	50	51	51	53	52	52	48	43	40	40	51	54	50	48	49	49	48	49	49	49	49	50	51	46	42	41	49	
	泰国	51	52	56	54	52	51	52	52	52	53	52	50	51	51	49	48	49	50	48	51	49	47	49	51	50	51	50	50	46	44	42	37	47	50	50	
	越南	47	51	53	53	51	54	55	52	52	54	54	53	52	52	40	40	45	44	53	55	54	52	51	52	50	52	52	46	48	51	43	33	42	49	51	
	菲律宾	53	53	53	51	51	54	54	54	53	53	50	52	52	51	51	46	50	51	50	49	52	53	53	49	50	49	50	47	48	50	40	32	40	52	52	
	缅甸	45	46	43	47	47	48	50	50	47	47	49	49	47	43	41	37	34	42	40	33	28	28	48	45	43	31	36	53	52	49	39	29	45	50	53	
	印度	56	55	55	56	56	54	55	55	54	55	54	55	54	56	58	56	54	52	55	48	51	56	55	58	58	56	56	59	57	52	46	47	31	27	52	55
	印尼	50	52	54	52	51	50	51	52	51	51	54	54	54	57	52	44	40	54	55	55	53	51	52	51	51	48	47	51	47	39	29	28	45	52	49	
欧洲	德国	46	45	48	49	49	52	55	55	57	58	60	57	57	58	58	63	66	65	64	66	67	61	57	58	58	58	56	52	51	45	37	35	45	48	45	
	英国	47	46	48	47	52	53	55	56	55	58	57	58	58	58	57	60	60	64	66	61	59	55	54	58	56	54	55	53	50	41	33	48	52	50		
	法国	48	47	48	51	50	51	55	56	55	57	56	56	56	54	55	58	58	59	59	59	59	56	52	51	50	52	52	41	32	43	40	50	51			
	意大利	48	47	48	48	49	51	52	55	56	58	58	62	63	61	60	61	60	62	61	60	57	55	53	52	54	53	53	52	48	45	31	40	49	49		
	西班牙	46	45	49	50	49	53	54	53	54	57	56	56	57	57	58	60	59	60	59	58	57	53	49	51	50	53	51	50	54	49	38	31	46	50	49	
	俄罗斯	53	51	52	52	50	51	51	48	44	49	52	52	52	52	50	47	48	49	52	50	51	52	51	50	46	47	49	51	48	49	36	31	48	48	48	
	土耳其	46	46	47	47	47	48	49	49	49	50	51	52	52	51	53	54	54	51	49	50	53	52	54	51	51	54	53	54	54	41	33	48	52	51		
	波兰	43	42	43	41	42	44	49	49	52	53	55	55	56	54	54	53	56	58	59	57	54	54	53	52	52	51	51	51	53	47	41	32	42	48	47	
	捷克	42	42	45	47	47	49	52	54	55	57	59	59	57	55	58	61	62	63	62	59	58	57	57	57	54	52	51	49	47	45	40	35	41	47	45	
	希腊	48	48	50	49	49	51	54	55	55	58	58	59	59	59	58	59	57	59	58	54	52	49	50	47	42	49	50	49	49	49	41	30	43	56	54	
	奥地利	47	47	49	49	52	51	57	58	59	58	62	59	58	61	63	62	64	67	66	65	63	58	54	54	52	54	52	51	53	47	40	32	46	50	49	
荷兰	46	48	49	53	55	56	58	60	58	61	60	59	61	63	62	66	67	69	67	65	60	59	58	54	50	53	52	48	45	41	41	51	53	50			
爱尔兰	49	51	52	51	52	53	56	55	56	58	60	59	60	62	60	63	64	64	61	57	52	52	57	52	50	50	52	57	51	39	36	45	51	51			
大洋洲	澳大利亚	51	53	54	54	56	56	56	59	58	57	55	58	59	58	57	52	57	59	60	60	57	57	57	56	56	54	55	54	54	51	44	44	50	50	50	
	美国	48	50	52	52	52	53	57	59	59	57	56	58	58	58	61	61	63	62	62	61	59	59	59	57	57	53	53	53	51	50	40	36	49	51	52	
	加拿大	50	49	50	49	55	57	56	59	57	56	57	57	58	57	57	56	57	57	57	59	55	54	58	56	56	56	55	53	48	41	33	46	52	51		
	墨西哥	51	50	50	49	52	51	49	49	48	46	49	49	49	49	47	50	49	48	48	46	44	43	42	44	44	42	41	40	39	38	35	48	50	49		
	巴西	44	51	51	52	54	54	54	52	52	48	48	50	50	52	54	54	57	56	54	52	53	58	57	62	64	67	65	65	58	52	38	36	48	52	51	
哥伦比亚	47	50	53	52	50	56	54	54	52	52	53	53	55	54	56	53	54	48	47	54	52	50	53	52	52	52	50	51	54	55	37	28	49	53	53		

资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

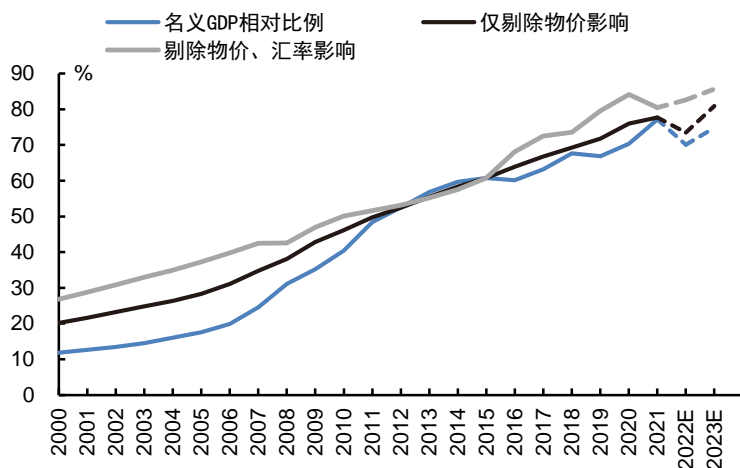
- 内生动能缺乏与逆全球化趋势将使明年全球总体经济增长趋缓，海外经济前景不容乐观。
- 尽管明年全球通胀或有回落，但是通胀粘性仍强，回落幅度料将有限。

海外主要经济体的经济指标预测

预测	2022				2023				2022	2023	2024
	Q1	Q2	Q3	Q4F	Q1F	Q2F	Q3F	Q4F	全年F	全年F	全年F
实际GDP											
美国	3.7	1.8	1.8	0.3	0.7	0.8	-0.1	-0.3	1.9	0.3	1.4
欧元区	5.5	4.3	2.1	0.9	0.0	-0.7	-0.2	0.7	3.0	-0.1	1.5
日本	0.6	1.6	1.6	1.2	1.6	1.1	1.7	1.5	1.3	1.5	1.1
CPI											
美国	8.0	8.7	8.3	7.3	5.9	4.2	3.6	3.0	8.0	4.1	2.5
欧元区	6.1	8.0	9.3	9.5	8.1	6.4	5.0	3.4	8.2	5.6	2.1
日本	0.9	2.5	2.9	3.0	2.4	1.7	1.2	0.8	2.2	1.5	0.8

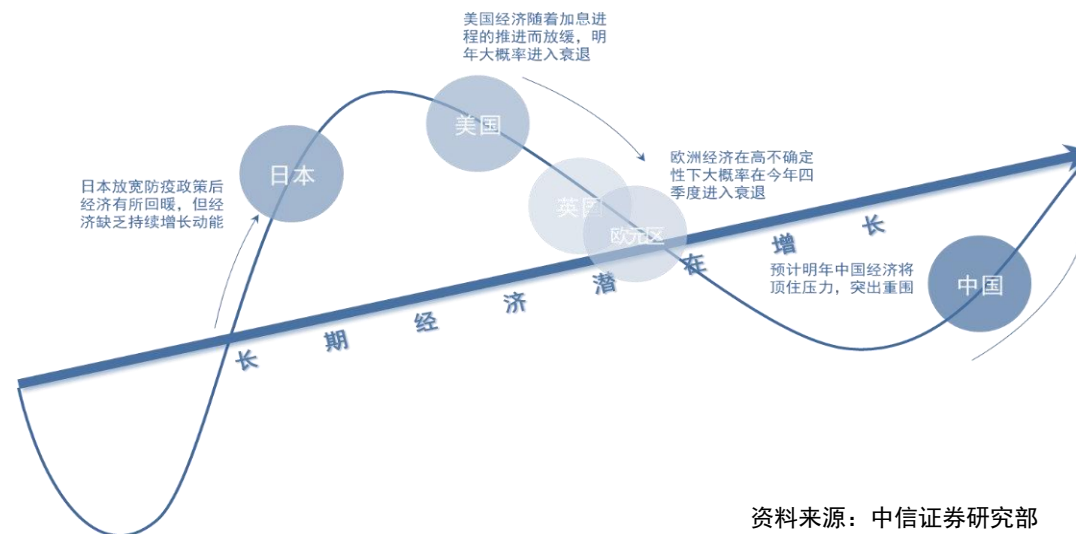
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部预测

中国GDP相对美国GDP比重



资料来源：Bloomberg，Wind，中信证券研究部预测

中国与海外主要经济体经济运行阶段的比较

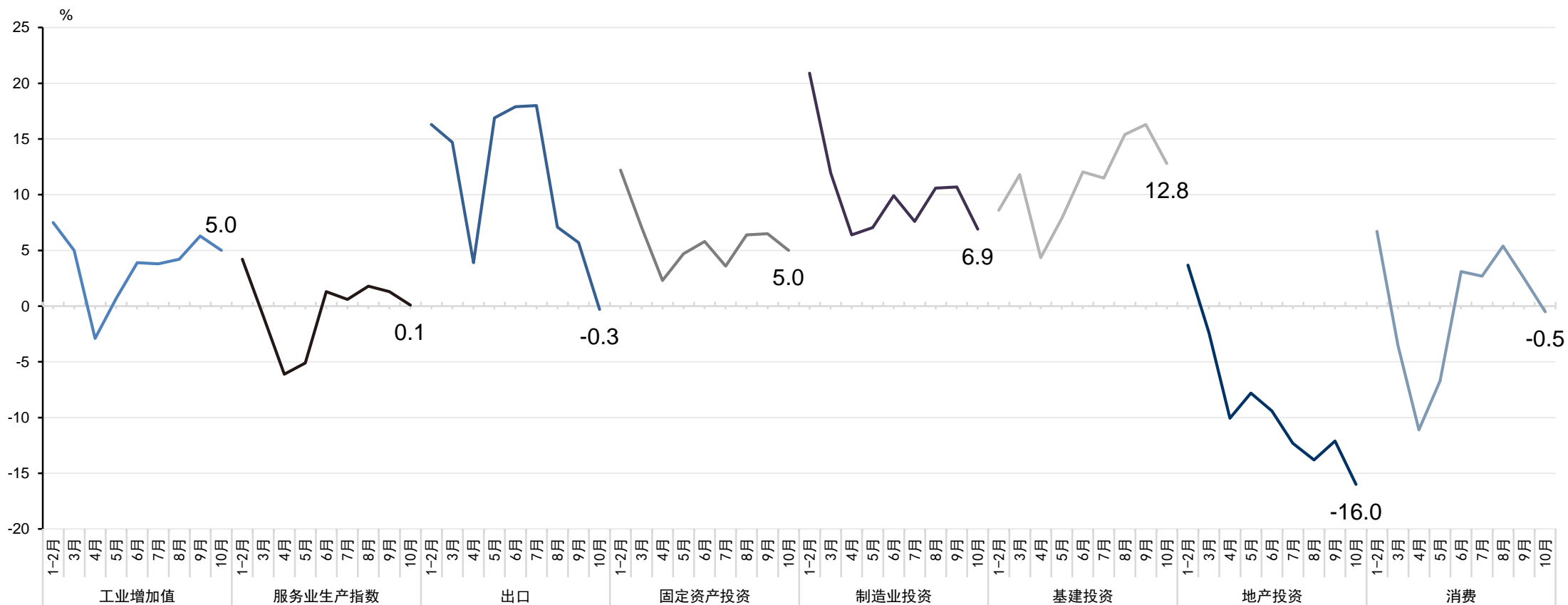


资料来源：中信证券研究部

2.迎难而上：对明年经济走势的判断

今年中国经济一波三折、探底下行

今年各月经济各项数据运行情况（单月同比）



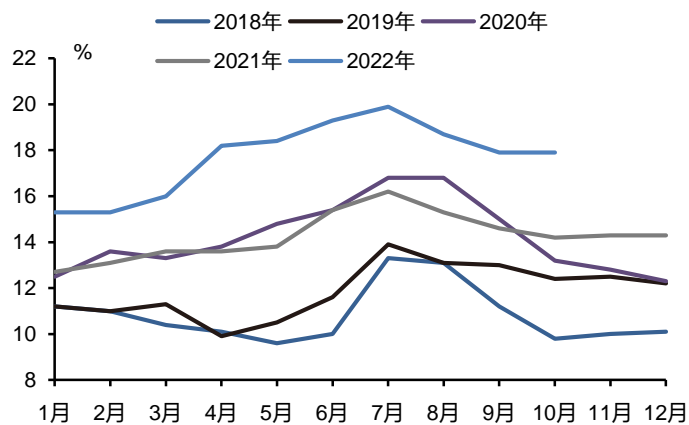
正视中国经济当下存在的困难

■ 核心问题是流动不畅：人流、物流、资金流、信息流

- 人流不畅，导致失业问题。
- 物流不畅，导致工业生产效率偏低。
- 资金流不畅，导致居民资产负债表收缩，信贷传导机制出现堵塞，财政压力也有所增加。
- 信息流不畅，导致谣言较多，预期不稳。

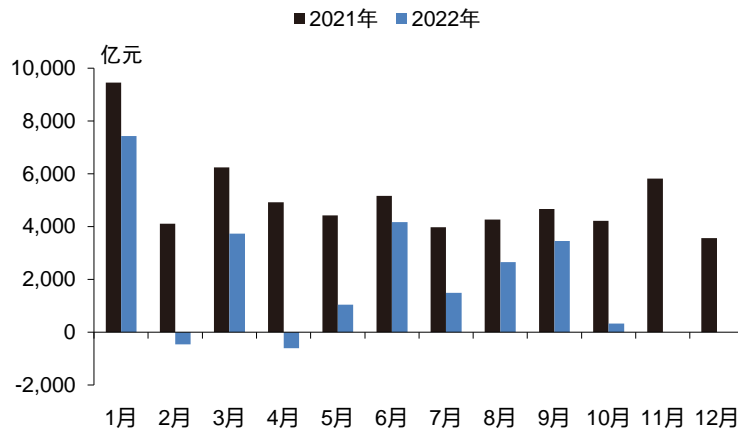


年轻人口的失业率



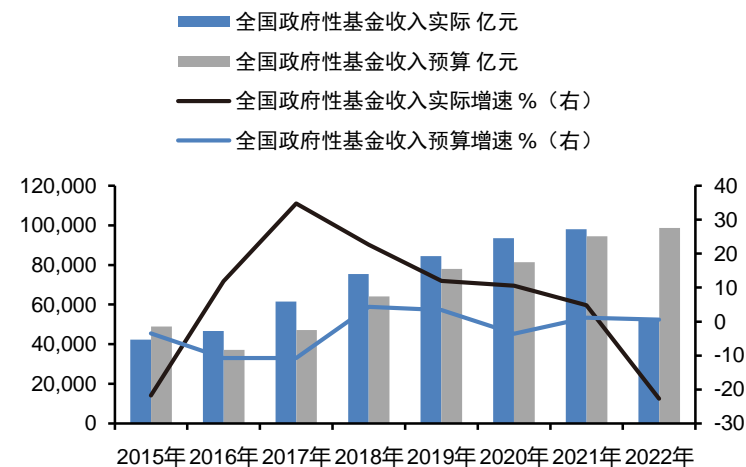
资料来源：Wind，中信证券研究部

居民降负债、增储蓄



资料来源：Wind，中信证券研究部

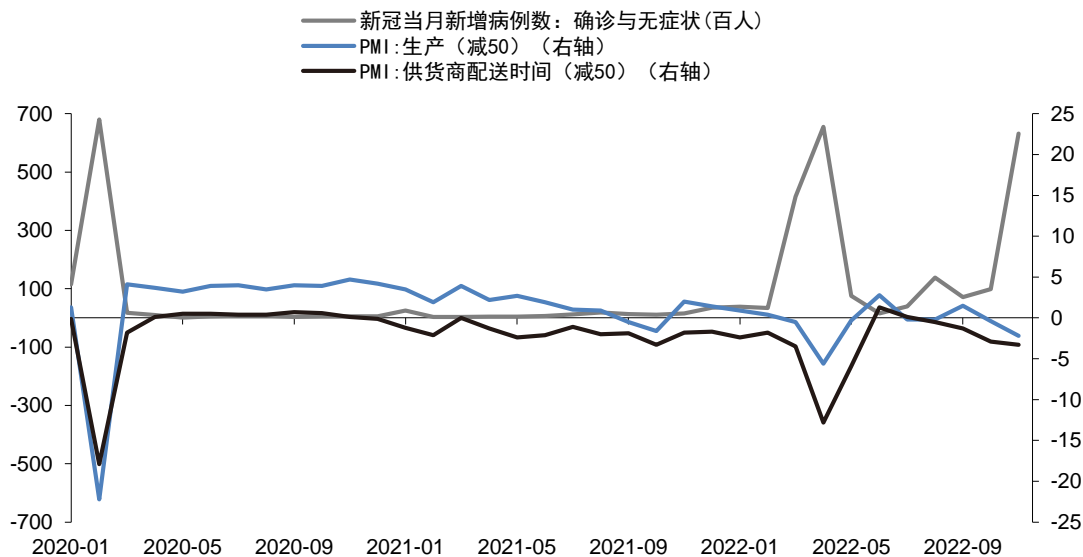
地方财政压力凸显



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2022年全国政府性基金收入实际及增速数据截至10月

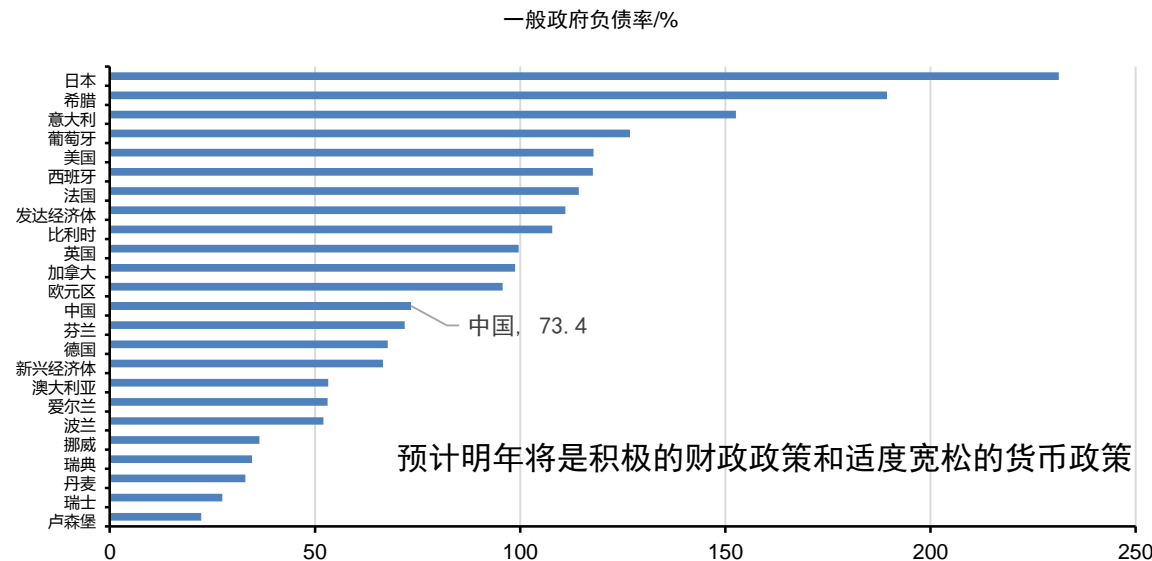
- 疫情、地产对经济的制约减轻。
- 低基数条件可抬升经济增速。
- 稳增长政策空间依旧较大。
- 一些风险因素仍不容忽视：
 - 外需步入衰退周期，对我国出口导向的加工制造业、劳动密集型制造业可能产生较大冲击。
 - 疫情管控措施优化过程中，可能短时增加大量感染、或骤然遭遇新生恶性变异毒株，疫情闯关能力承受考验。
 - 房地产已过人口大周期顶点，进一步放松地产调控的撬动作用有限。

从受疫情冲击时PMI下跌的幅度来看，精准防控下疫情影响在减弱



资料来源：Wind，中信证券研究部

与很多国家相比，我国政策空间较大

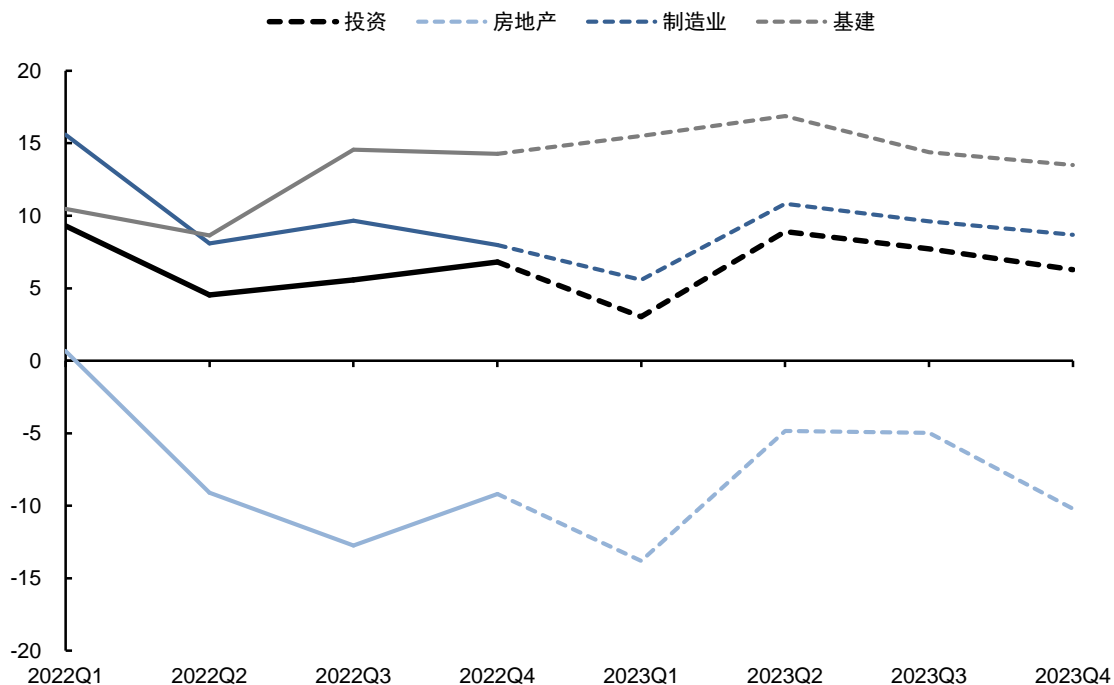


资料来源：Wind，中信证券研究部

投资：基建制造业延续高增长，房地产持续调整

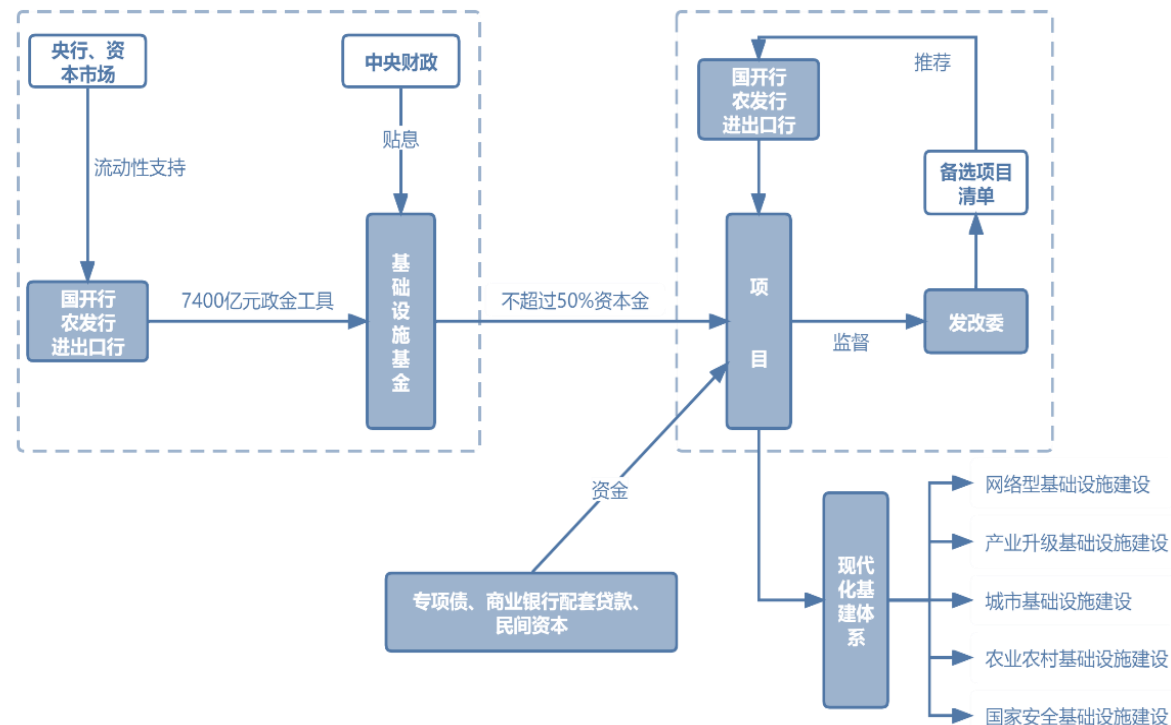
- 固定资产投资依然是稳定经济增速的压舱石和促进国内大循环的重要抓手。
- 在当前形势下，固定资产投资增速大概率高于名义GDP增速，以弥补社会需求不足。
- 预计2023年固定资产投资将呈现基建领先、制造振兴、地产持续调整的格局，全年固定资产投资增速有望达到7%左右。

分季度投资增速预测



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

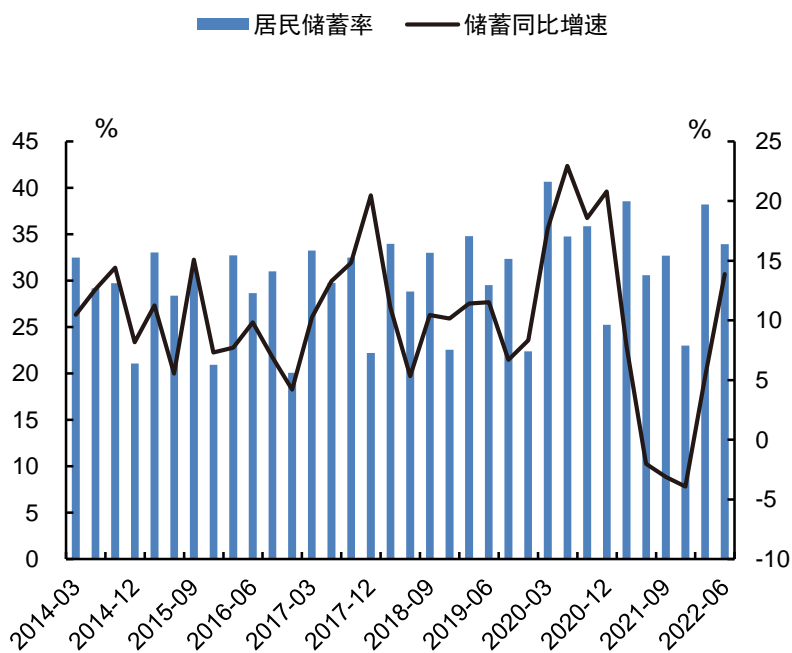
创新财政工具支持基建



资料来源：中信证券研究部绘制

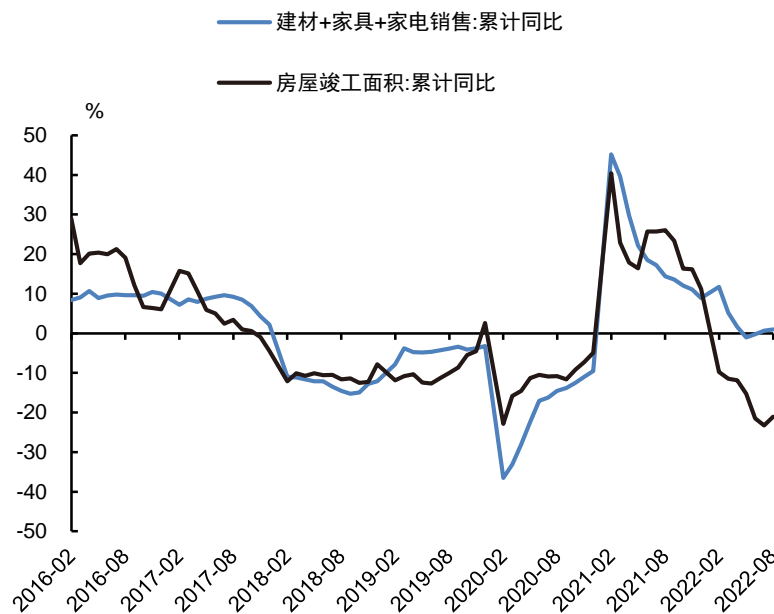
- 考虑到消费有诸多制约因素，潜在增长中枢仍然低于疫情前，因此今年到明年的两年复合增速将呈现出弱复苏。
- 但考虑基数因素，预计明年消费增速的直接读数有望达到5.7%左右。受益于更低的基数，消费增长的直接读数将高于GDP增长。

居民预防性储蓄持续攀升，消费增长中枢受限



资料来源：Wind，中信证券研究部

地产销售竣工恢复的程度决定地产相关消费



资料来源：Wind，中信证券研究部

汽车消费受到购置税政策的刺激效果显著

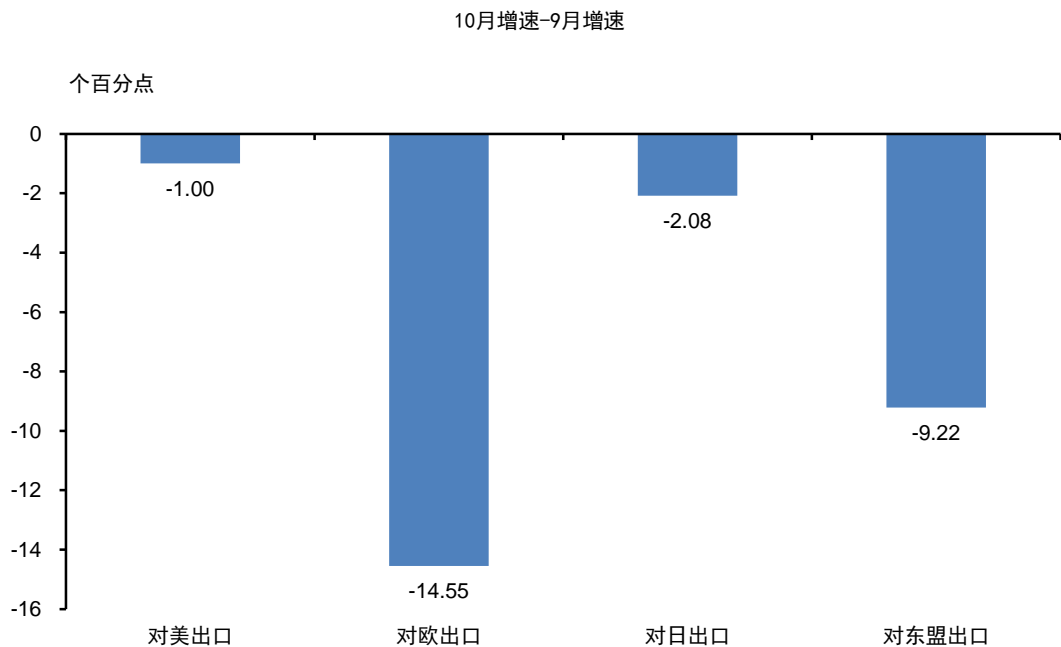


资料来源：Wind，中信证券研究部

出口：海外衰退致使出口增速中枢下移

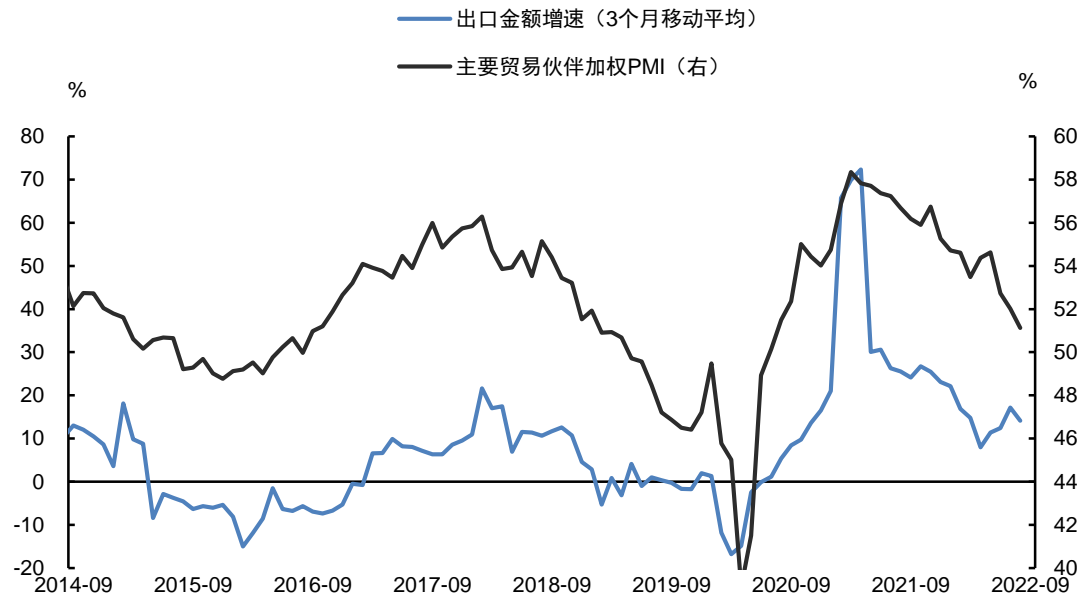
- 出口主要决定因素还是海外经济景气，海外衰退致使出口增速中枢下移，但是海外能源危机持续的背景下，预计对中国部分商品需求增加。特别是海外各国还将有一定程度的资本开支需求，而中国的工业资本品可能将有所受益从而对整体出口形成支撑。
- 预计全年出口增速回落到-4%左右。

10月出口已经呈现明显减速迹象



资料来源：Wind，中信证券研究部

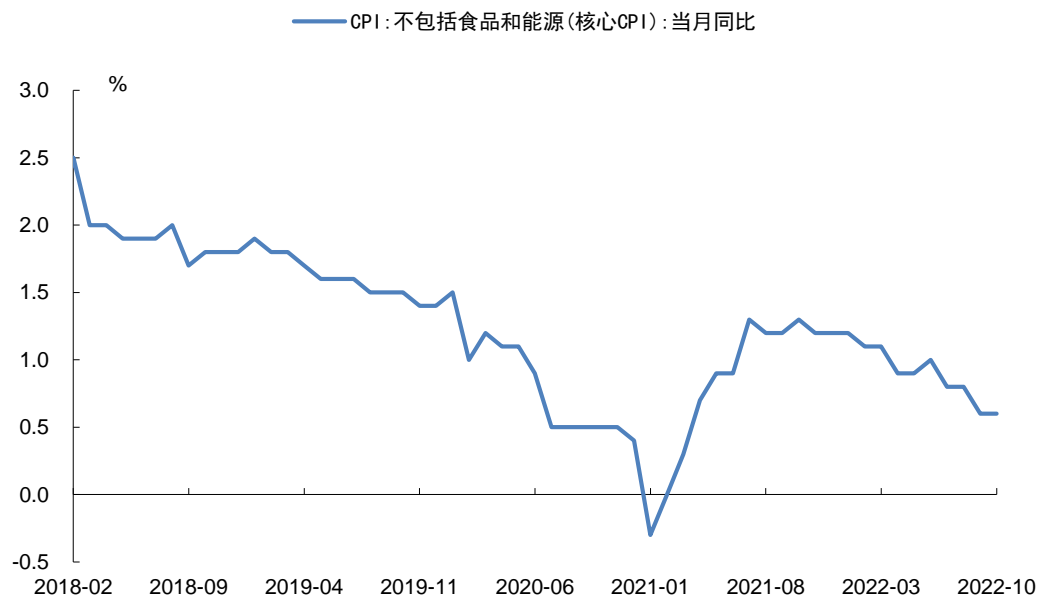
外需回落导致出口低景气



资料来源：Wind，中信证券研究部

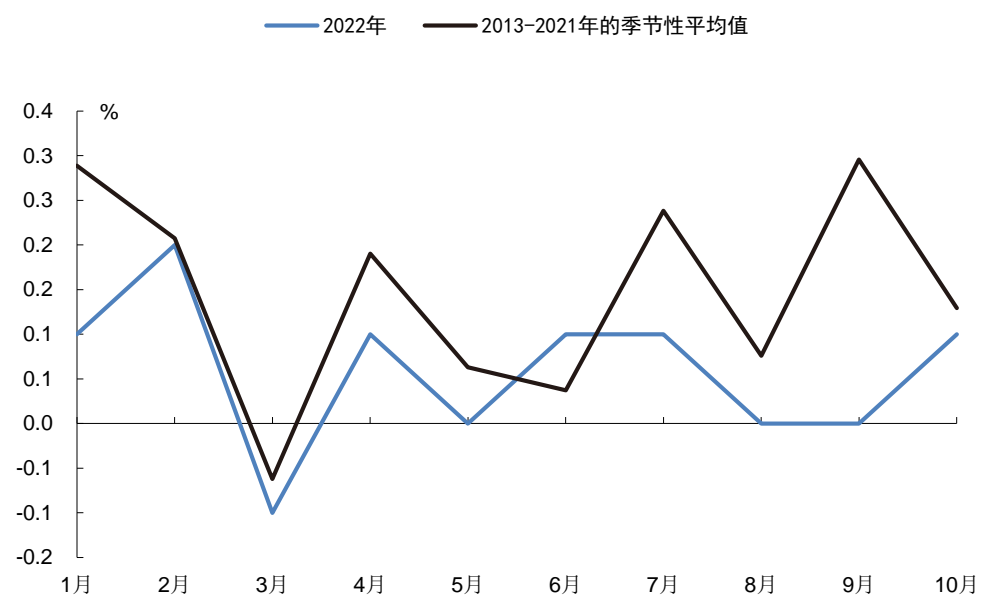
- 中国不具备大幅通胀的条件。核心CPI同比增速或开始企稳回升，但回升幅度可能相对有限，中枢约在1%-1.2%附近。猪周期已启动5个月左右，拉动食品项CPI上行，明年一季度后压力料将逐渐缓解。全年CPI预计在1.8%左右。
- 海外衰退制约大宗商品需求，明年PPI同比增速均值或在-0.2%附近。

今年我国核心CPI同比读数处于下行区间



资料来源: Wind, 中信证券研究部

今年我国核心CPI环比读数多弱于历史季节性水平



资料来源: Wind, 中信证券研究部

指标	2020	2021	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4 E	2022E	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	2023E
国内宏观经济指标												
GDP同比（当季，%）	2.2	8.1	4.8	0.4	3.9	3.0	3.0	3.0	7.5	4.3	5.1	5.0
规上工业增加值同比（当季，%）	2.8	9.6	6.5	0.7	4.8	3.9	3.9	2.4	8.1	5.4	6.2	5.5
社零总额同比（当季，%）	-3.9	12.5	3.3	-4.6	3.5	-0.5	0.4	1.5	11.0	5.0	5.7	5.7
固定资产投资同比（当季，%）	2.9	4.9	9.3	4.5	5.6	6.8	6.1	3.0	8.9	7.7	6.3	7.0
制造业	-2.2	13.5	15.6	8.1	9.7	8.0	9.4	5.6	10.8	9.6	8.7	9.1
基建（全口径）	3.4	0.2	10.5	8.6	14.6	14.3	12.1	15.5	16.9	14.4	13.5	15.0
房地产开发投资	7.0	4.4	0.7	-9.1	-12.7	-9.2	-8.3	-13.8	-4.8	-5.0	-10.2	-8.0
进口同比（当季，%）	-0.7	30.1	10.6	1.4	0.8	-3.0	2.1	-3.5	0.6	4.1	7.6	2.3
出口同比（当季，%）	3.6	29.9	15.6	12.5	10.1	-2.5	8.2	-3.0	-3.4	-4.0	-5.4	-4.0
物价指标												
CPI同比（期间平均）	2.5	0.9	1.1	2.2	2.7	2.1	2.0	2.4	1.6	1.5	1.8	1.8
PPI同比（期间平均）	-1.8	8.1	8.7	6.8	2.5	-0.5	4.4	-0.4	-2.3	0.6	1.1	-0.2
货币金融指标												
社融存量同比（期末，%）	13.3	10.3	10.6	10.8	10.6	10.1	10.1	10.3	10.3	10.1	10.1	10.1
M2同比（季末，%）	10.1	9.0	9.7	11.4	12.1	11.5	11.5	11.2	10.9	10.6	10.3	10.3
准备金率变化（当季，个百分点）	-1.00	-2.00	0.0	-0.25	0.0	-0.25	-0.50	0.0	0.0	0.0	-0.5	-0.5
1年期MLF利率（期末，%）	2.95	2.95	2.85	2.85	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.65	2.65	2.65
7天逆回购利率（期末，%）	2.20	2.20	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9
人民币汇率（中间价，期末）	6.9	6.4	6.4	6.8	7.1	7.2	6.9	6.9	6.8	6.7	6.6	6.8
财政指标												
财政预算赤字率（当年，%）	3.6	3.2			2.8					3-3.5		
新增专项债规模（当年，万亿元）	3.75	3.65			3.65					4-4.5		
国际宏观经济指标												
美元指数(期间平均，%)	96	96	99	105	112	108	105	103	100	97	95	99
美联储联邦基金利率（期末，%）	0.25	0.25	0.50	1.75	3.25	4.50	4.50	5.00	5.00	5.00	4.75	4.75
美10年期国债收益率（期末，%）	0.9	1.6	2.4	3.5	3.8	4.2	4.2	3.8	3.5	3.3	2.8	2.8

3.制造强国：对长期发展战略的思考

人口规模巨大的现代化

- 十四亿多人口整体迈进现代化社会
- 规模超过现有发达国家人口的总和

人口
规模

物质文明与精神文明相协调的现代化

- 物质富足、精神富有是社会主义现代化的根本要求
- 物质贫困不是社会主义，精神贫乏也不是社会主义

物质与
精神文明

全体人民共同富裕的现代化

- 共同富裕是中国特色社会主义的本质要求
- 共同富裕也是一个长期的历史过程

共同
富裕

人与自然和谐共生的现代化

- 人与自然是生命共同体
- 坚持可持续发展，坚持节约优先、保护优先、自然恢复为主的方针

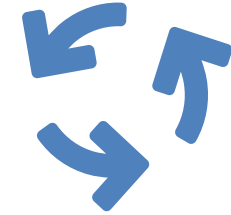
人与
自然

走和平发展道路的现代化

- 不走一些国家通过战争、殖民、掠夺等方式实现现代化的老路
- 高举和平、发展、合作、共赢的旗帜

和平
发展





■ 中国的劳动力红利：充足、低价的劳动力资源

- 自2001年中国加入WTO之后，中国依赖其充足、低价的劳动力资源在沿海地区大力发展加工与制造业，加入“国际大循环”，逐渐成为了“世界工厂”。

■ 有为政府：中国政府可以实施强有力的宏观调控政策

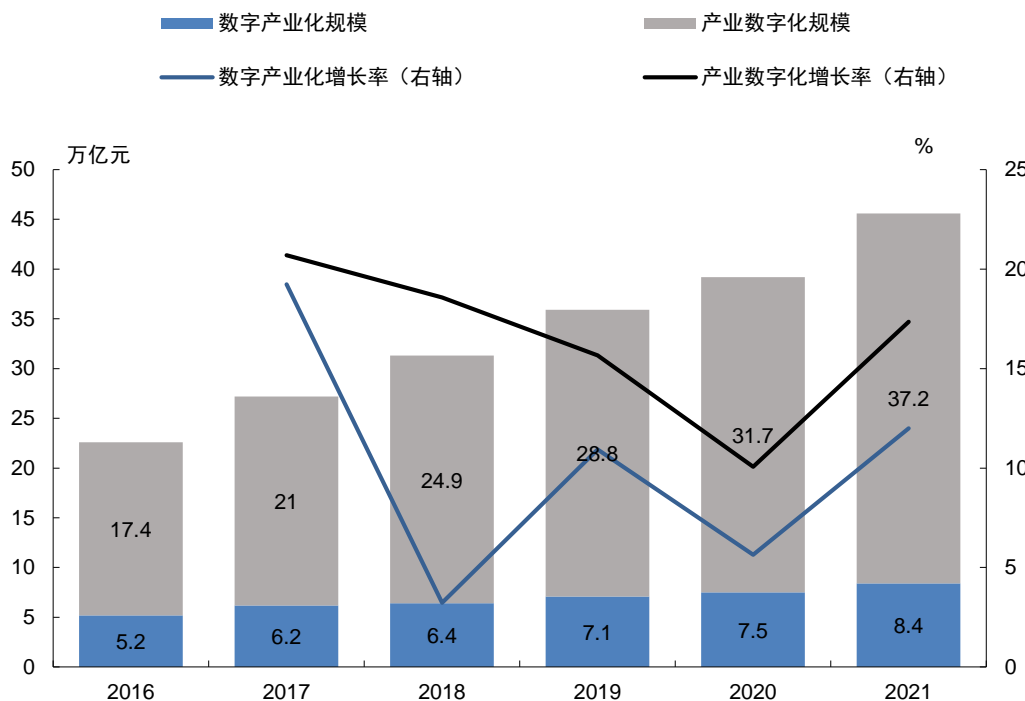
- 1999-2008年，中国政府财政收入年度增速始终保持着高于20%的水平。
- 自2006年以来，中国多年来一直保持超过1万亿元的贸易顺差。
- 大量的财政与贸易顺差使中国政府有能力出台“4万亿”、“十大产业振兴”等政策刺激2008年全球金融危机冲击下的中国经济。
- 政府搭台、企业唱戏，造就了中国互联网的黄金十年，以及民营中小微企业和创新型企业的大发展。

■ 全产业链和大市场：中国逐渐形成了“双循环”的发展格局与战略优势

- 中国拥有完整且富有弹性的产业链。
- 中国有全球最大的国内市场。

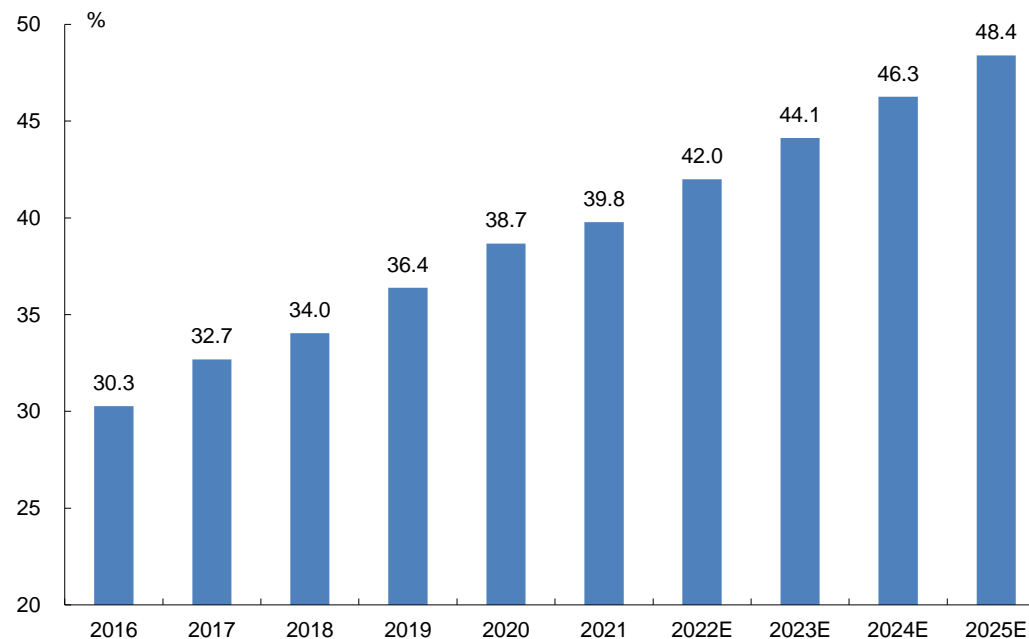
- “数字产业化”发展正由量的扩张转向质的提升，ICT服务部分在数字产业化增加值中占据主导地位。
- “产业数字化”部分是指传统产业应用数字技术所带来的产出增加和效率提升部分（即“乘数效应”部分），体现数字经济对经济增长的间接带动。伴随数字技术创新演进，互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合，企业积极践行数字化转型，降低交易成本并提升运营效率，“产业数字化”对数字经济增长贡献更加主导。

我国数字经济产业规模与增速变化



资料来源：信通院，中信证券研究部

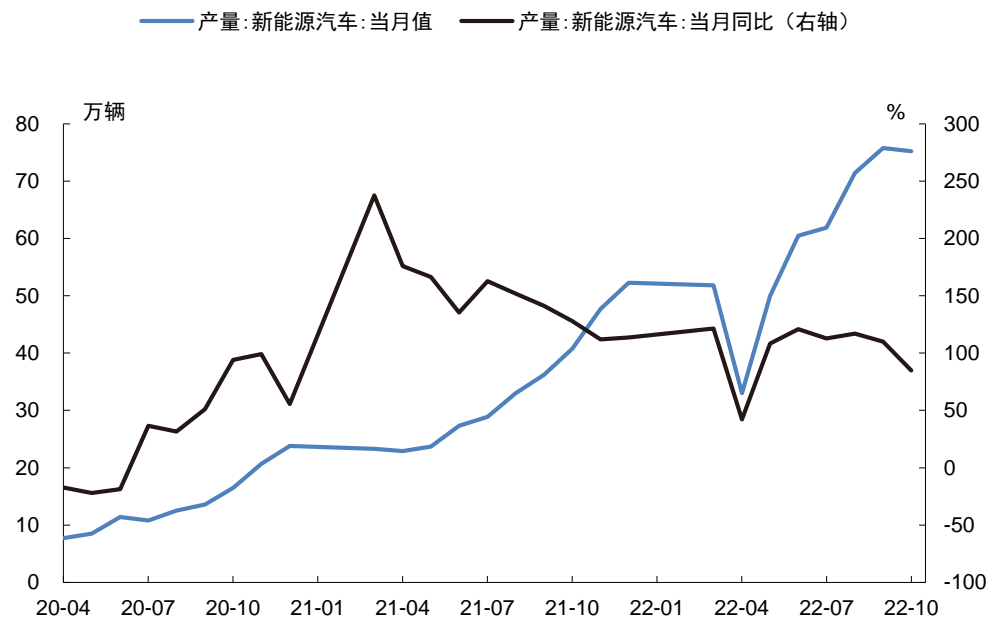
我国数字经济产业规模占GDP之比的变化与预测



资料来源：信通院，中信证券研究部预测

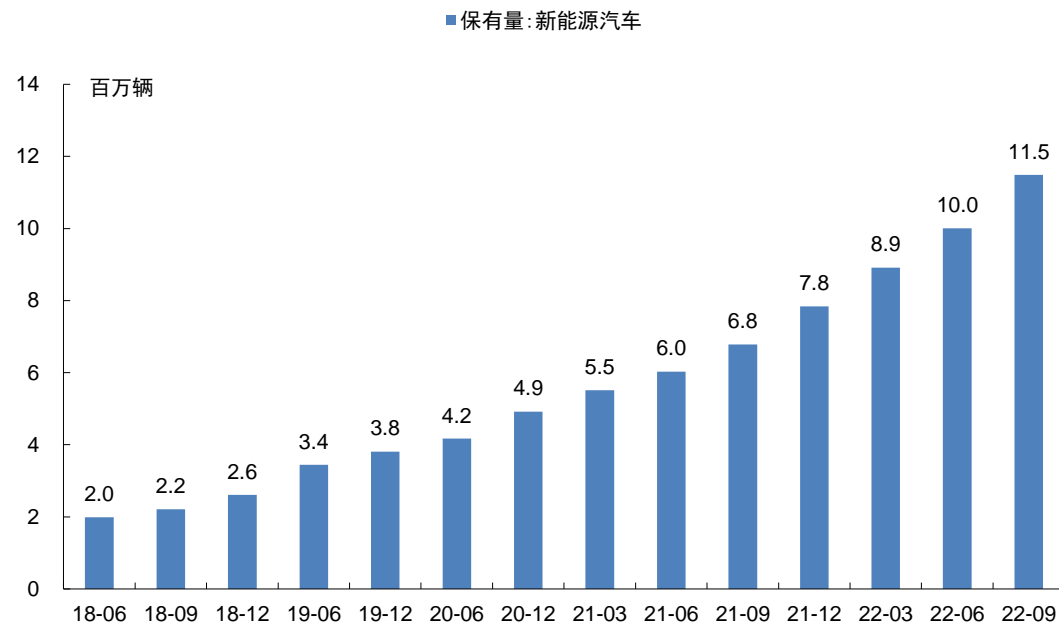
- 《2030年前碳达峰行动方案》中强调，我国要全面推进风电、太阳能发电大规模开发和高质量发展，力争到2030年，风电、太阳能发电总装机容量达到12亿千瓦以上。按照2060年非化石能源消费比重达到80%以上测算，风电、太阳能发电等新能源发电装机将达到数十亿千瓦，成为电力供应主体。
- 发展新能源汽车是我国从汽车大国迈向汽车强国的必由之路，近年我国把新能源汽车作为重要突破方向，在电池、电机、电控等核心关键领域取得了重要进展，正形成整车正向研发体系。

新能源汽车产量快速增长



资料来源: Wind, 中信证券研究部

新能源汽车的使用认可度逐渐提升

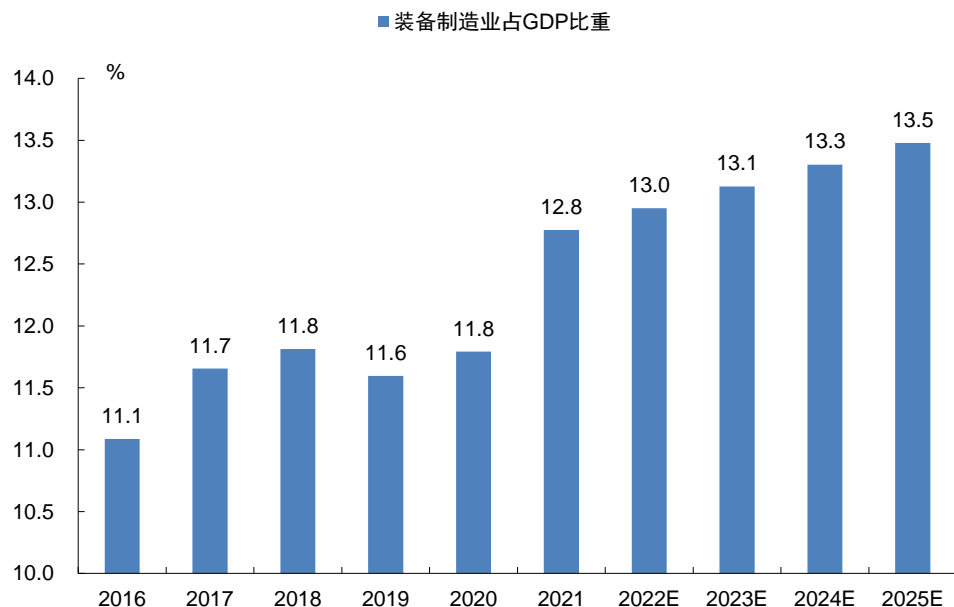


资料来源: Wind, 中信证券研究部

装备制造业高端化是我国迈向“制造强国”的重要途径

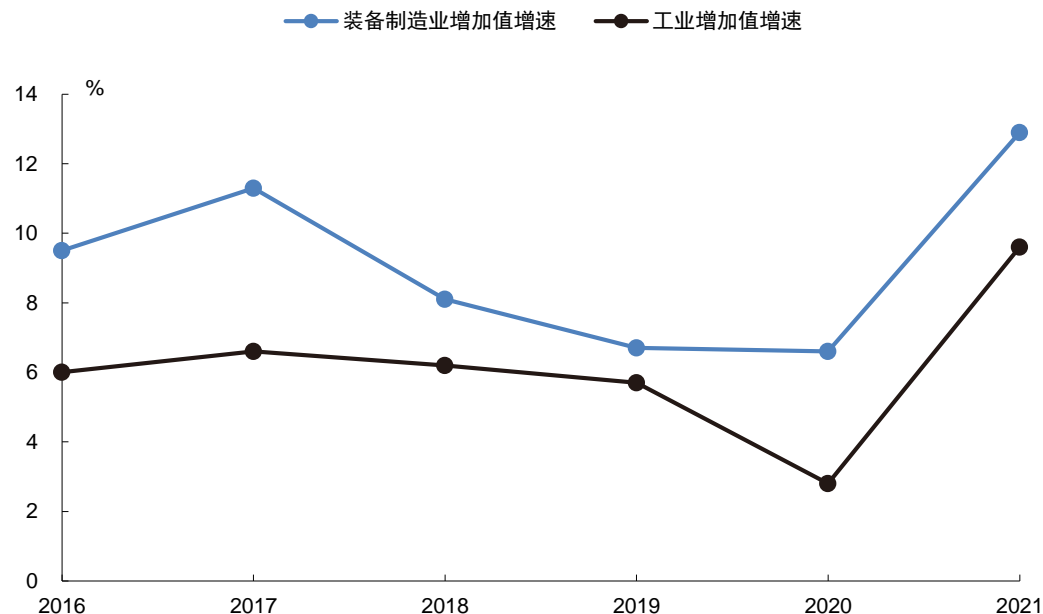
- 高端装备制造业主要包括航空装备业、卫星制造与应用业、轨道交通设备制造业、海洋工程装备制造业、智能制造装备业等。目前，我国装备制造业正处于向中高端制造业迈进的关键阶段。
- 据工信部统计，我国高技术制造业、装备制造业增加值的增速大幅高于制造业增加值的平均增速，2021年对规上工业贡献率分别达28.6%、45%。至2021年底，装备工业规上企业达10.51万家，较2012年增长约45%。高端装备制造占比逐步提升，涌现出C191航空客机、蛟龙号载人潜水器、百万千瓦水轮发电机组白鹤滩水电站、“华龙一号”三代核电机组等高端装备产品，未来能源装备、石化装备、矿山机械、工程机械、数控机床、工业机器人等领域或长期保持较高景气。

我国装备制造业占GDP的比重不断增长



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

我国装备制造业增加值增速高于规上工业增加值增速

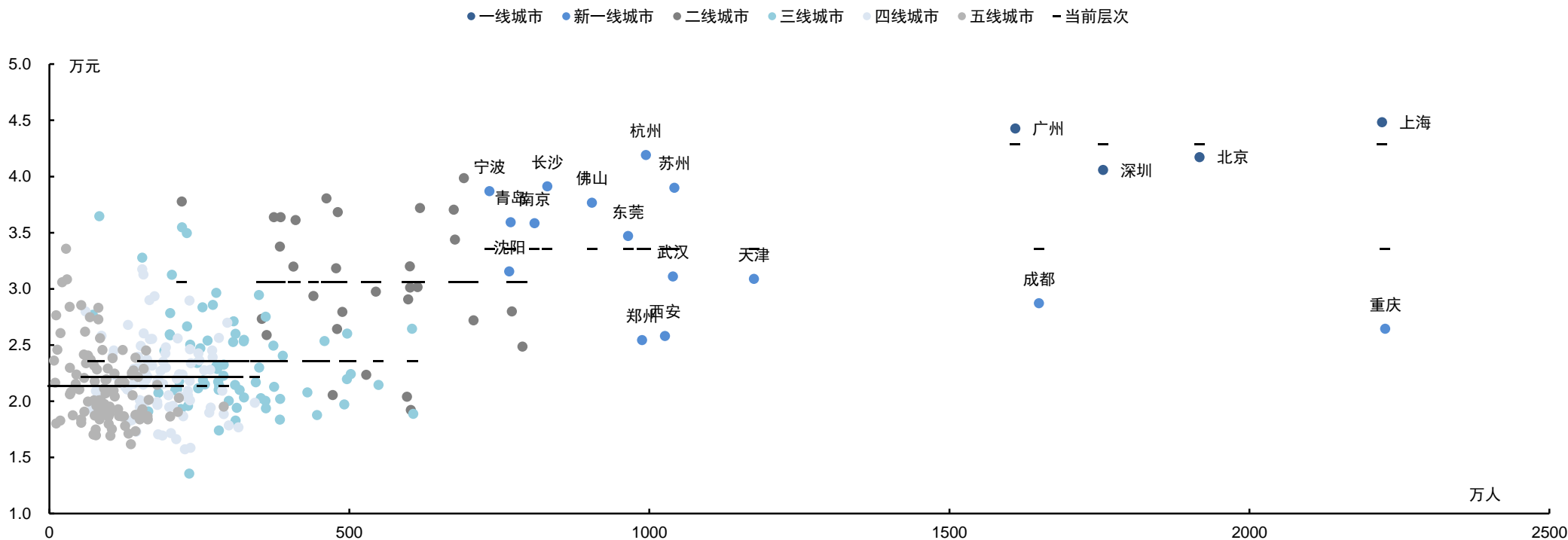


资料来源：Wind，中信证券研究部

城市功能升级有助于各层级城市消费水平阶梯式提升

- 城市功能升级的内容包括智慧城市运营、智慧社区建设、物流快递网点、文体娱乐场所、养老托育设施、家政配套、步行街改造、老旧小区升级、城市停车场建设等城市运营设施和服务，以及广义城市交通、水、能源、环卫、园林绿化等系统升级，建设更多宜居、绿色、韧性、智慧、人文城市。
- 与过去相比，城市功能升级的支撑更多是高端制造业和现代生活性服务业的发展，而不简单是基建和地产的发展。
- 城市功能升级之后，人均城镇消费支出有望提升，带动内循环更好发挥作用。

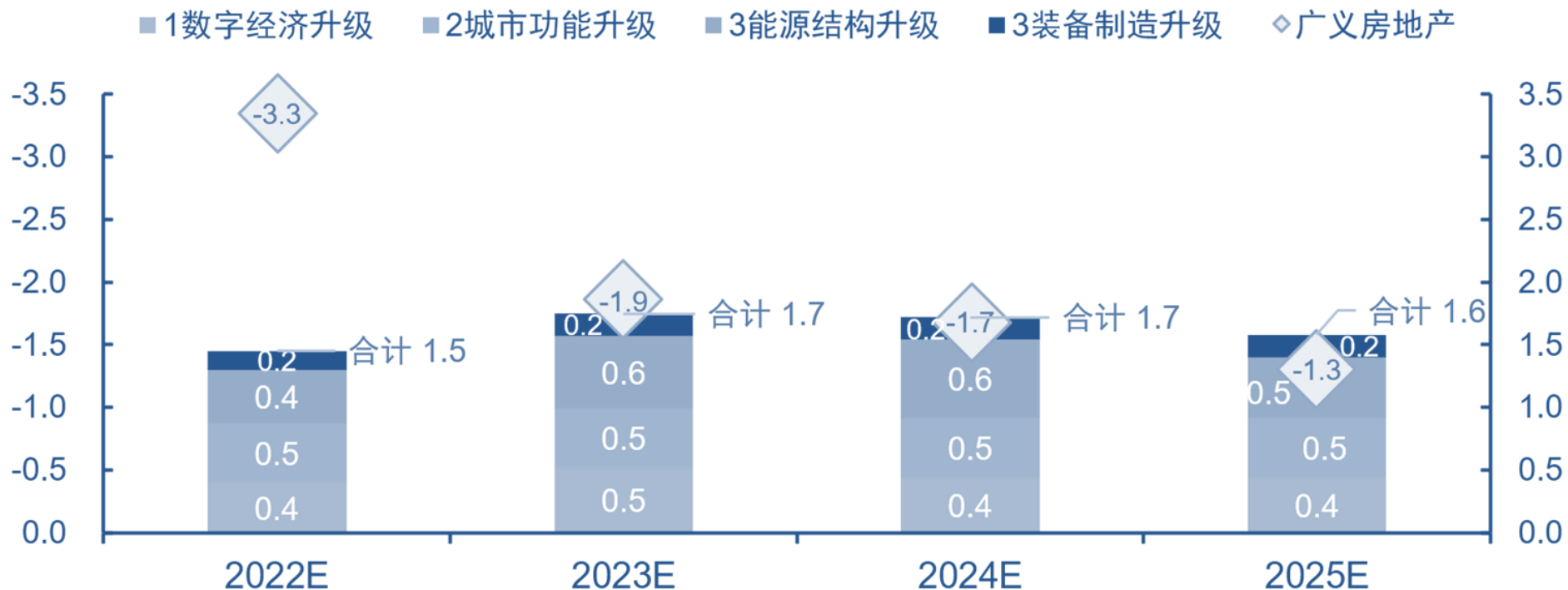
各线城市的城镇人均消费（2020年）



“四个升级”将成为中国式现代化在经济发展的最重要注脚

- 数字经济升级、能源结构升级、装备制造升级和城市功能升级这四个方面都将以强大的制造业系统能力作为依托，并且反过来进一步提升制造业的综合竞争力。
- 数字经济核心产业、城市升级相关产业、广义新能源、装备制造等已初具规模，预计今年基本可以部分对冲地产下行。
- 预计2023年以后地产下行速度逐渐放缓，新经济发展壮大，新旧动能基本完成转化，经济将进入一轮新动力驱动的新周期。

“四个升级”将成为中国式现代化在经济发展的最重要注脚



- 俄乌战争以及其衍生出来的一系列影响从根本上改变了全球治理秩序，美国从一个经贸全球化、市场自由主义的引领者和规则制定者转变成了事实上的破坏者，世界从“春秋时代”转向“战国时代”，正如二十大报告中的判断：“世界进入新的动荡变革期”。面对百年未有之大变局深度演进，中国大道之行、行稳致远，已经逐步实现外交突围、科技突围、产业突围，明年也将在全球衰退中逆势而上，实现经济突围。
- 我国发展面临的内外部环境有望总体改善，主要得益于疫情防控压力的减轻、经济增速的低基数以及全球流动性压力减弱。尤其是临近年底，各项政策加速落地调整，疫情防控优化“二十条”有望提升“动态清零”的科学化、精准化水平，金融支持房地产“十六条”有望扭转房地产市场的悲观预期，促进房地产市场加快回到正循环。两大政策的落地实施，对减轻疫情和地产对经济的压力至关重要。
- 中央仍将坚持发展是第一要务，以相对较高的目标增速指引经济稳中向好，并且加力实施稳投资、扩信用、宽货币等措施，尤其是聚焦在制造业领域，瞄准“制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国”，加大力度形成中国制造业在全球的突出优势，并引领中国经济增长。综合判断，我们预计明年中国经济可以实现5%左右的增速。
- 从中国城市化进程和人口结构变化的中长期因素分析，房地产的“黄金时期”正在消退。我们认为今年之后，房地产对经济的拉动力仍将逐步减弱，取而代之的是“四个升级”——数字经济升级、能源结构升级、装备制造升级和城市功能升级。这四个方面都将以强大的制造业系统能力作为依托，并且反过来进一步提升制造业的综合竞争力，预期2023年以后地产下行速度逐渐放缓，新经济发展壮大，新旧动能基本完成转化，经济将进入一轮新动力驱动的新周期。

感谢您的信任与支持！

THANK YOU

程强

宏观经济首席分析师

S1010520010002

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问<https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由CLSA Europe BV分发；在英国由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由CLSA Limited分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第571章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA客户应联系CLSA Limited的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则界定且CLSA Americas, LLC提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及CLSA的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就CLSA Singapore Pte Ltd.可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd.豁免遵守《财务顾问法》（第110章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA业务条款的新加坡附件中证券交易服务C部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的CLSA Europe BV分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于1994年11月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA及其关联方在过去12个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@cls.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2022版权所有。保留一切权利。