

【中信证券】

---

# 2023年宏观经济的要点和拐点

明明

中信证券研究部 首席经济学家

2022年12月6日

- **全球宏观：全球衰退的风险在加大，哪些长期问题值得我们关注？**
  - 欧洲能源和产业链的重塑
  - 美国经济衰退和美联储停止加息
  - 房地产到地方债务风险还有多远？
  - 居民资产负债表会收缩多久？
- **国内经济：经济阶段性复苏，从地产周期到新兴制造周期**
  - 预计明年GDP走势先上后下，全年增速5%左右
  - 新兴制造业替代地产成为新的经济周期引领者
  - 关注明年上半年阶段性的通胀风险
- **政策组合：大财政+结构货币政策，靠前发力稳经济**
  - 大财政：预计提高赤字比率，增加新增专项债额度
  - 结构货币：预计降息降准较为谨慎，结构性工具做加法
- **大类资产展望：股债跷跷板，先股后债**
  - 权益资产等待经济复苏信号
  - 利率先上后下，城投债不悲观
  - 内外商品有区别，看好贵金属
  - 汇率弱勢震荡
- **风险因素**
  - 美联储加息路径转变；海外大宗商品价格波动；疫情对经济的扰动持续存在；银行间流动性收紧

# CONTENTS

## 目录

---

1. 全球宏观：哪些长期问题值得我们关注？
2. 国内经济：从地产周期到新兴制造周期
3. 政策组合：加强宏观政策协调配合，靠前发力稳经济
4. 大类资产展望
5. 风险因素

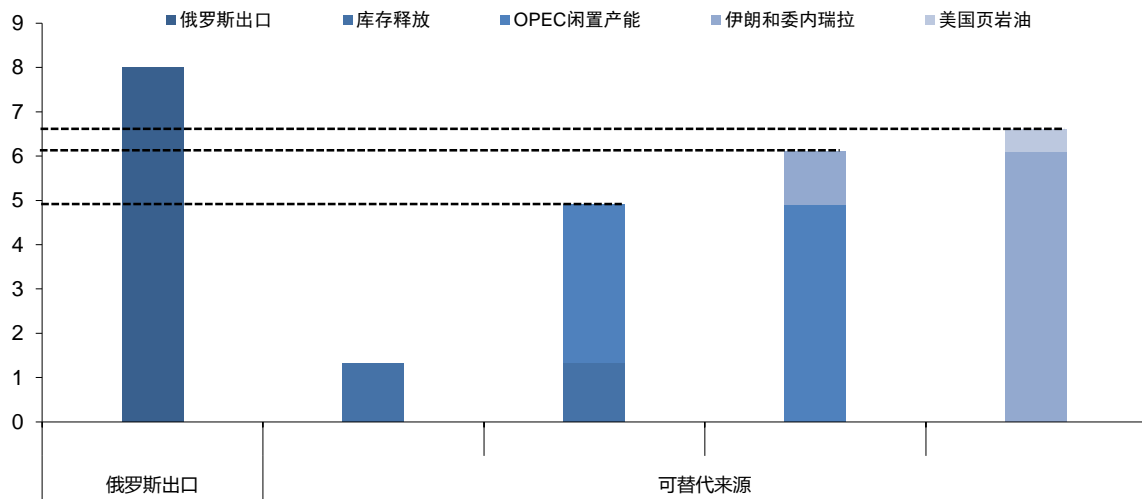
# 1.全球宏观经济要点

---

- I. 俄乌冲突和全球制造业转移
- II. 美国经济和通胀的拐点是否已经出现？
- III. 土地财政收入下降是否危及地方政府信用？
- IV. 居民资产负债表收缩的陷阱

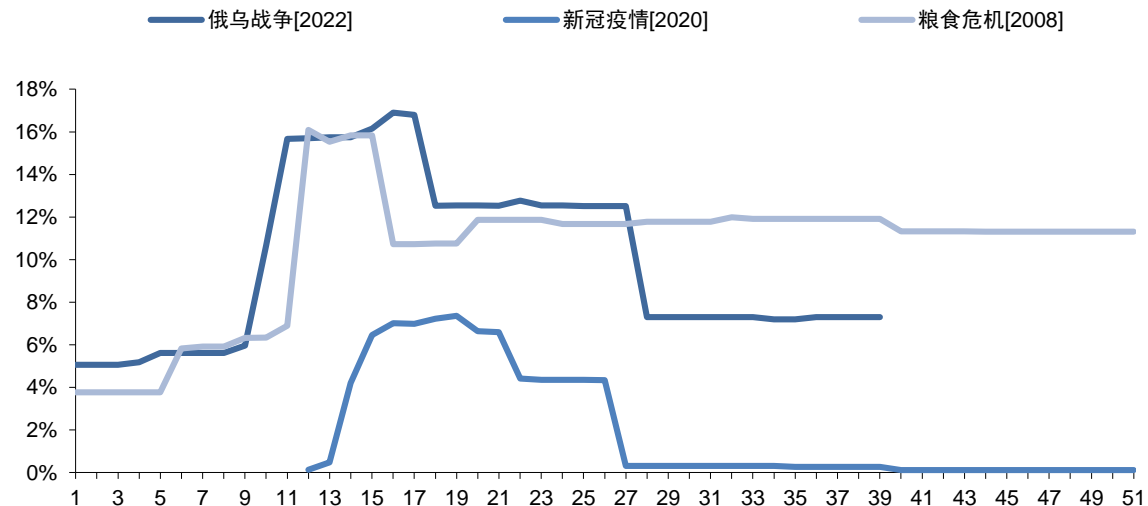
- **俄乌冲突将能源危机的严重程度推至了高峰，能源价格大幅攀升**
  - 短期内俄乌冲突局势较难缓和，并存在冲突加剧的风险，对于能源的供给修复仍存在限制。同时，OPEC+强势控制原油供给以支撑90美元/桶的价格底线。
- **俄罗斯和乌克兰是粮食和化肥的主要出口国，越来越多国家禁止小麦等粮食出口，粮食危机持续恶化**
  - 俄罗斯与乌克兰分别作为世界上最大和第五大小麦出口国，2021年二者小麦出口量合计占世界小麦出口量的32.5%（俄罗斯22%，乌克兰10.5%），并且俄罗斯也是葵花籽油、化肥等商品的重要出口国家，乌克兰也是葵花籽油、玉米等商品的重要出口国家。

俄罗斯石油和石油产品出口的可替代来源规模有限（百万桶/天）



资料来源：世界银行集团，中信证券研究部 注：库存释放是指包括美国在内的 IEA 成员当前宣布的石油释放量；OPEC剩余产能仅指伊拉克、沙特阿拉伯和阿联酋

2008年以来三次粮食危机中粮食出口限制国家占全球贸易的份额

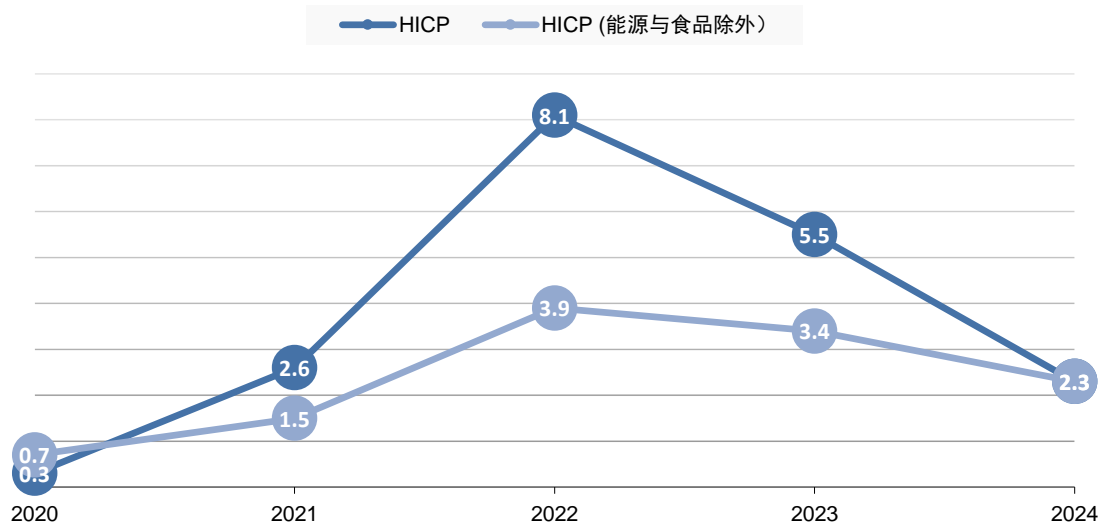


资料来源：IFPRI，中信证券研究部 注：以卡路里计算占比；X轴表示为当年中的第几周，1表示为当年的第一周；数据截止至2022年10月4日

# 欧洲：通胀“高烧难退”，经济前景承压

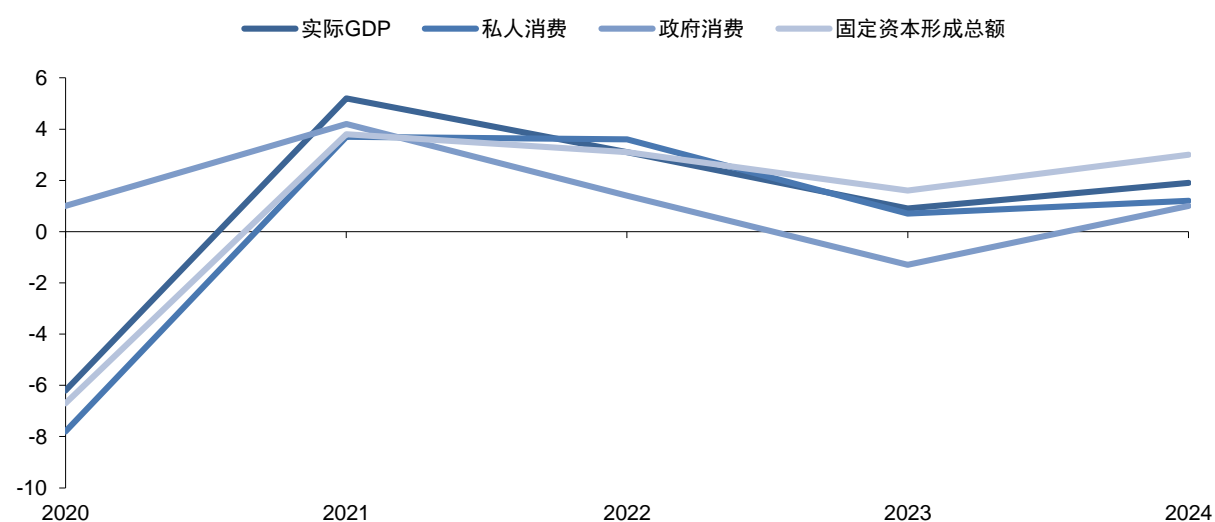
- 由于能源和食品价格大幅上涨，欧元区通胀“高烧难退”，欧央行预计2022年剩余时间HICP通胀率或将保持在9%以上，全年通胀率将从2022年的平均8.1%下降至2023年的5.5%和2024年的2.3%
  - 高企的能源价格对非能源通胀有一定滞后效应、叠加欧元近期贬值、强劲的工资增长，预计2024年欧元区整体通胀率仍将保持在欧洲央行2%的目标之上。
- 在能源供应中断、通胀加剧的压力下，欧洲经济前景承压，欧央行预计2023年欧元区实际GDP增速将明显放缓至0.9%
  - 能源供应的不确定性导致欧洲国家采取预防性的天然气节约和减产措施；
  - 高通胀压制收入，利率攀升阻碍投资。

### 预计2024年欧元区整体通胀仍将保持在欧央行2%的目标之上（%）



资料来源：ECB, 中信证券研究部 注：2022、2023、2024年为ECB预测值

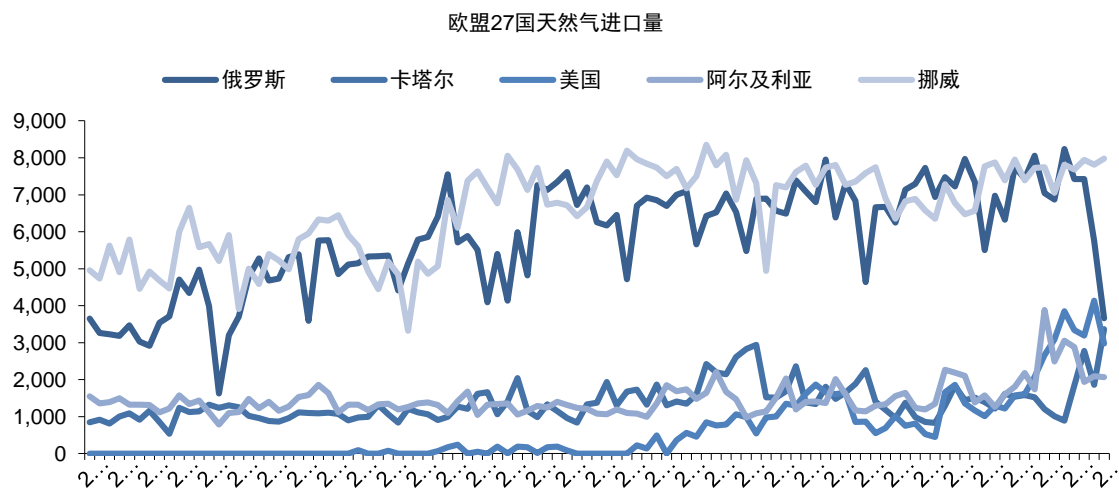
### 欧元区实际GDP增速明年或进一步放缓至0.9%（%）



资料来源：ECB, 中信证券研究部 注：2022、2023、2024年为ECB预测值

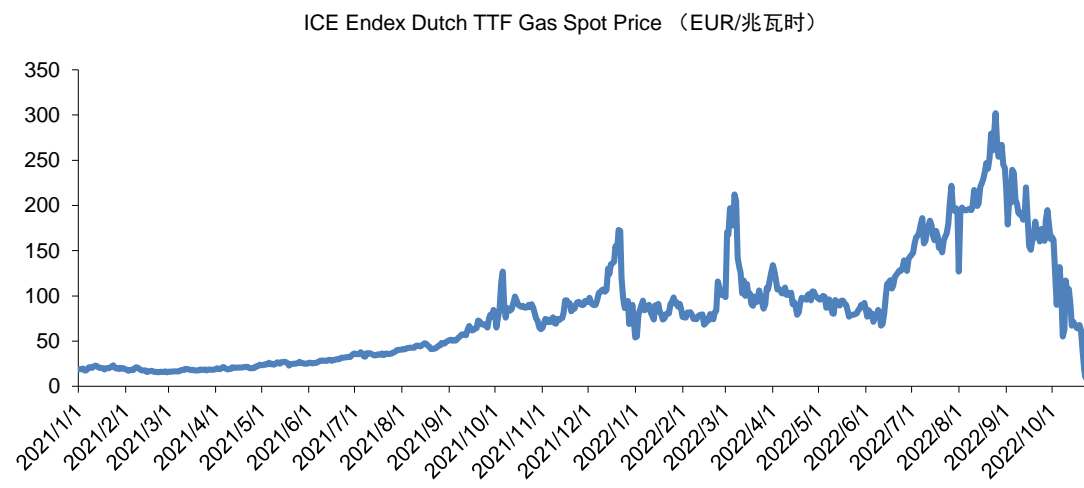
- 此次全球能源危机从2021年下半年逐步开始发酵，或是历史上影响程度最深的一次能源危机
  - 诱因复杂：疫情导致的供应链紊乱 & 复杂多变的天气 & 俄乌冲突冲击等；
  - 覆盖了所有主要的传统化石能源，包括石油、天然气以及煤炭；
  - 波及范围广，影响程度深，引发全球高通胀、海外加息潮，或将带来全球共振衰退的风险。
- 俄乌冲突后能源格局开始重塑，此前欧盟与俄罗斯形成的稳定能源供需格局被打破，欧盟能源进口来源的结构正在发生变化
- 当前欧洲天然气价格冲高回落，短期库存充足，长期能源安全仍存在风险。

### 欧盟天然气进口结构正在发生变化（百万立方米）



资料来源：欧盟统计局，中信证券研究部

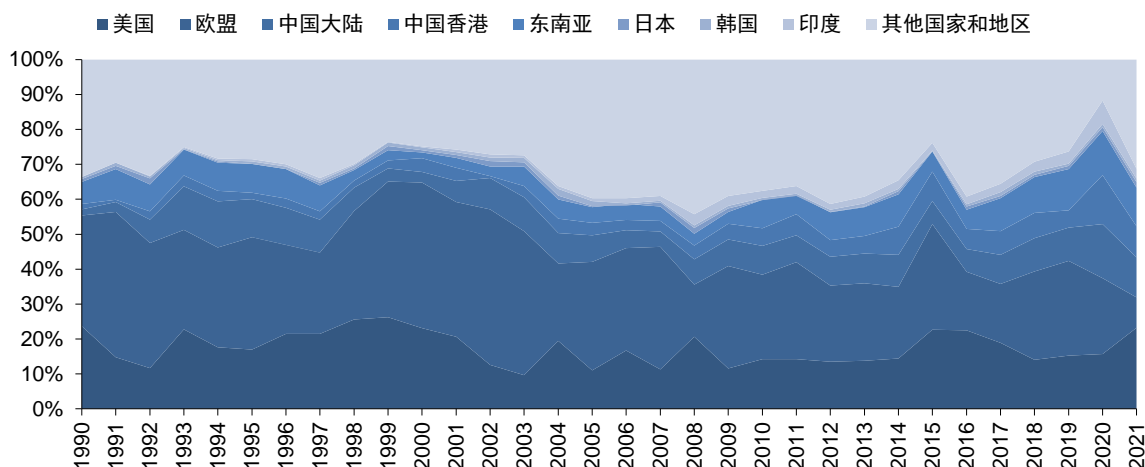
### 库存接近储存上限，欧洲天然气价格冲高回落



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

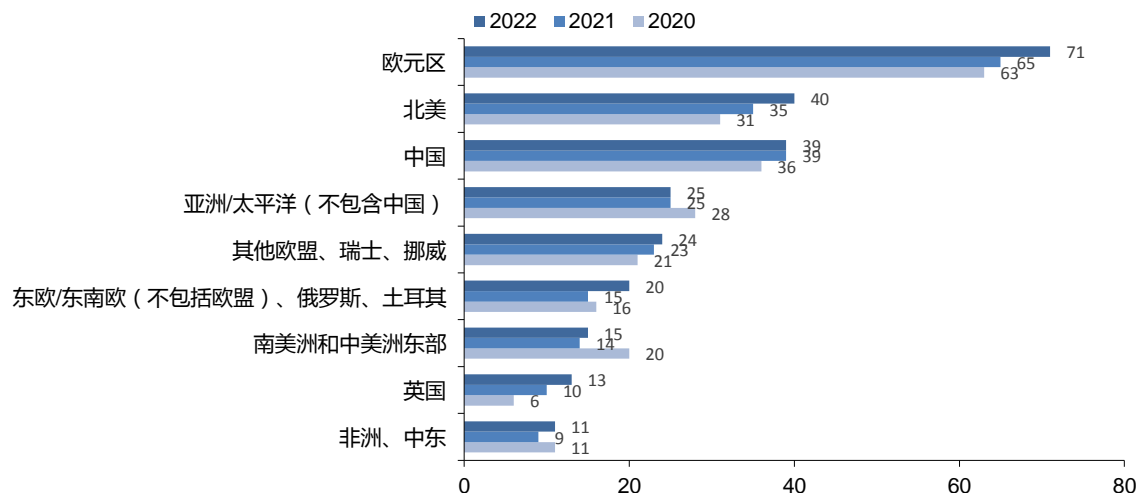
- 能源格局的重塑必将带来产业链的重塑，欧洲部分高耗能产业链面临被迫转移的压力
  - 2021年，受制于欧洲能源危机的影响，欧洲的FDI流入量持续走下坡路。
- 欧洲产业链的重塑给我国带来的机遇：一方面在于承接欧洲产业链的转移，另一方面在于我国产品的替代
  - 在地缘政治不确定性的扰动下，对于我国对欧洲产业链的承接也不能过度理想化。若欧洲制造业发生转移，在复杂多变的全球局势下，则大概率呈现多元化布局趋势。
  - 在德国工商业联合会2022年的调查结果中显示，欧元区、北美国家和中国是德国企业海外投资的前三大目的地，中国是第三大投资目的地，略低于北美。

全球FDI流入量主要以欧美为主，欧洲大幅回落，我国后来居上（%）



资料来源：UNCTAD，中信证券研究部

欧元区、北美、中国是德企海外投资的主要目的地（%）



资料来源：德国工商业联合会，中信证券研究部 注：图中数据为计划外国投资的德国公司的比例



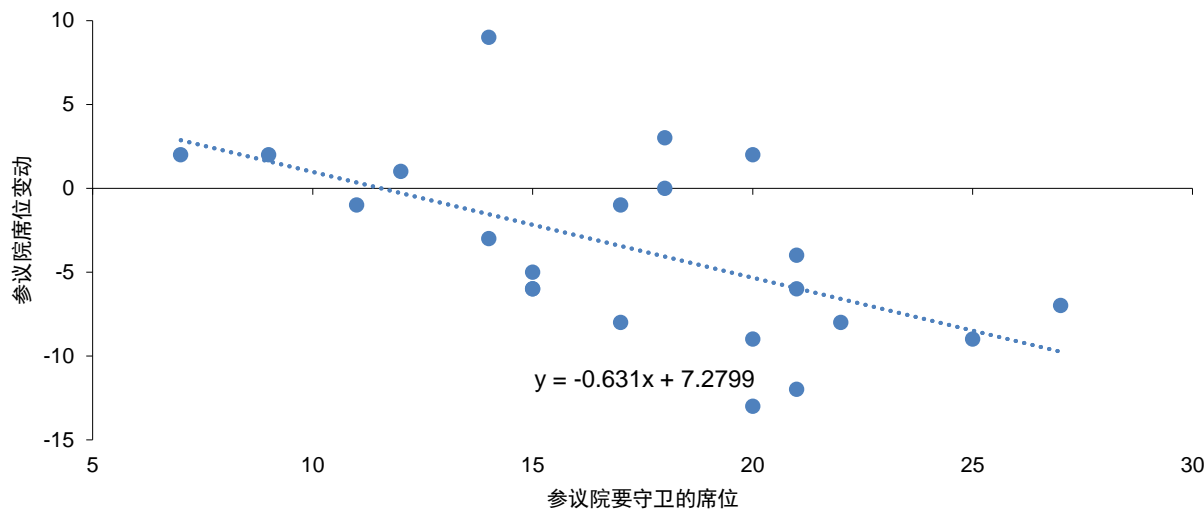
# 1.全球宏观经济要点

---

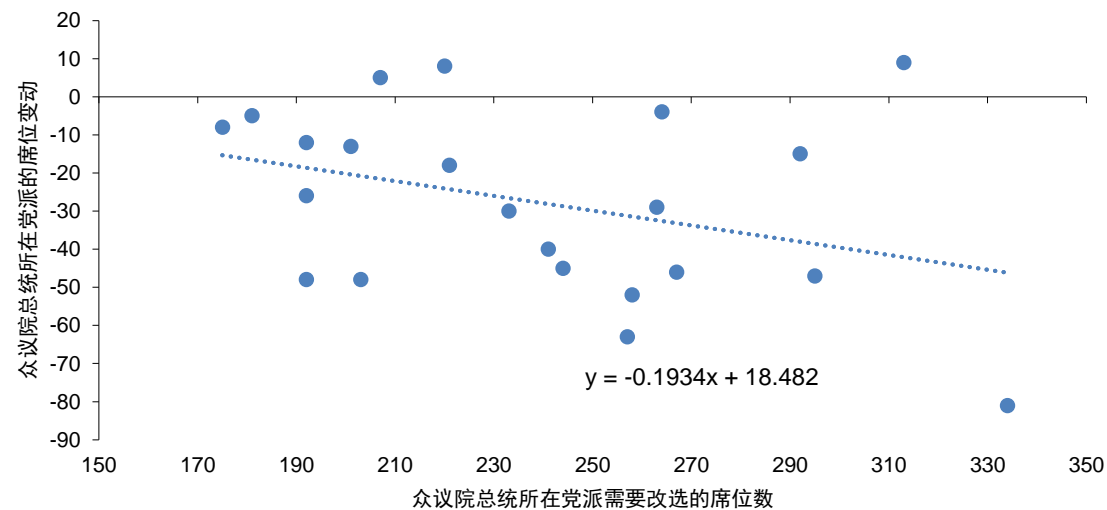
- I. 俄乌冲突和全球制造业转移
- II. 美国经济和通胀的拐点是否已经出现？
- III. 土地财政收入下降是否危及地方政府信用？
- IV. 居民资产负债表收缩的陷阱

- 民主党赢下了参议院，共和党赢下了众议院
  - 当前参议院结果为50（民主党）比49（共和党），最终结果需等待佐治亚州12月6日决选
  - 当前众议院结果为220（共和党）比213（民主党）（截止北京时间2022/11/25 14:00）。
- 历史上总统政党在中期选举失去优势是比较常见的，此次民主党在中期选举的损失较小
  - 一般每13个需要重新竞选的总统所在党的参议院席位或会丢掉1个（此次14个属于民主党的席位需改选）；
  - 每200个需要重新竞选的总统所在党的众议院席位会丢掉20个（此次有222个属于民主党的席位需改选）。

每13个需要重新竞选的总统所在党的参议院席位或会丢掉1个

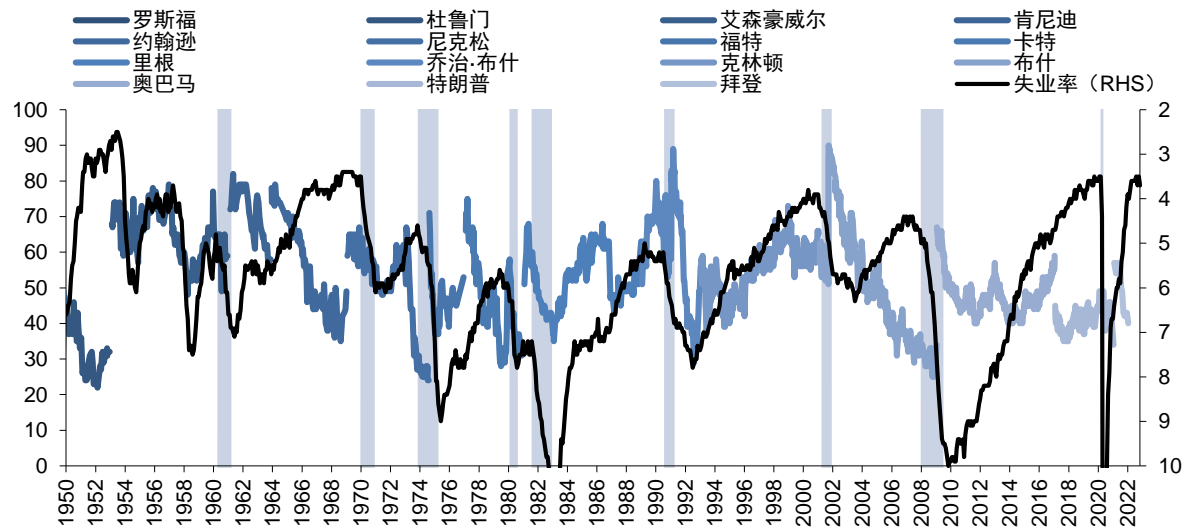


每200个需要改选的总统所在党的众议院席位往往会丢掉20个



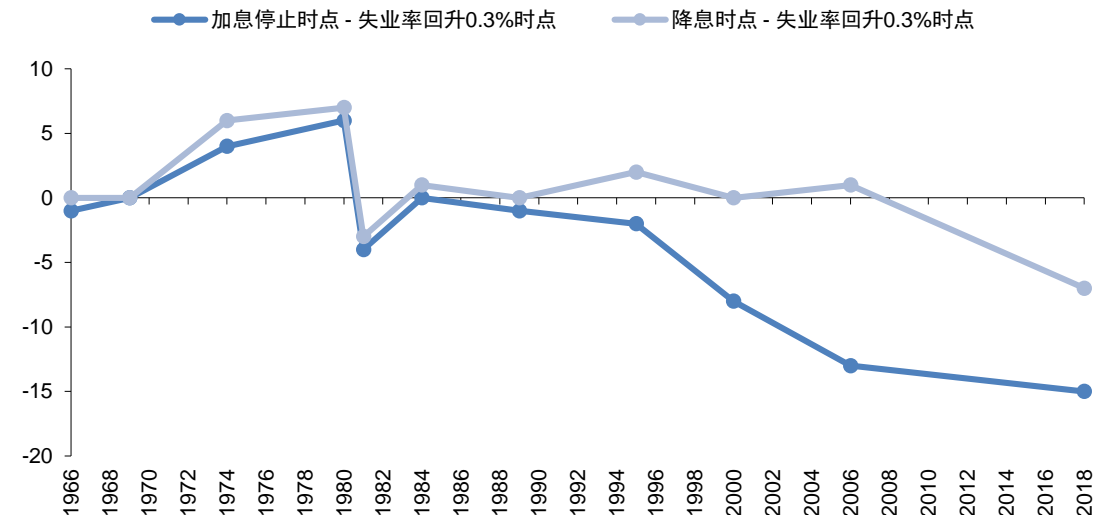
- 共和党赢下了众议院，未来财政收支相关议案（提升债务上限、未来财年预算决议）或会受到一定阻碍，共和党或会以政府停摆风险使民主党做出妥协
- 美国货币政策或面临更为两难的境地
  - 当前美国民众十分关注通胀压力，因此美联储加息仍是顺风，但随着未来就业市场逐步恶化，民众预计将提升对于就业等经济问题的关注度，美联储将会面临较大的政治压力。
  - 预计未来共和党将在众议院投票阶段持续阻碍民主党的财政支出相关的议案，从而可能导致美国经济着陆更硬，届时美联储或将面临更为两难的境地。
  - 预计此轮美联储降息时点或将对于就业变动较为敏感。

失业率与总统支持率密切相关，失业率上升往往导致在位总统支持率下降（%， %）



资料来源：GALLUP，中信证券研究部

历史上美联储降息对于失业率较此前低点回升0.3%较为敏感（月）



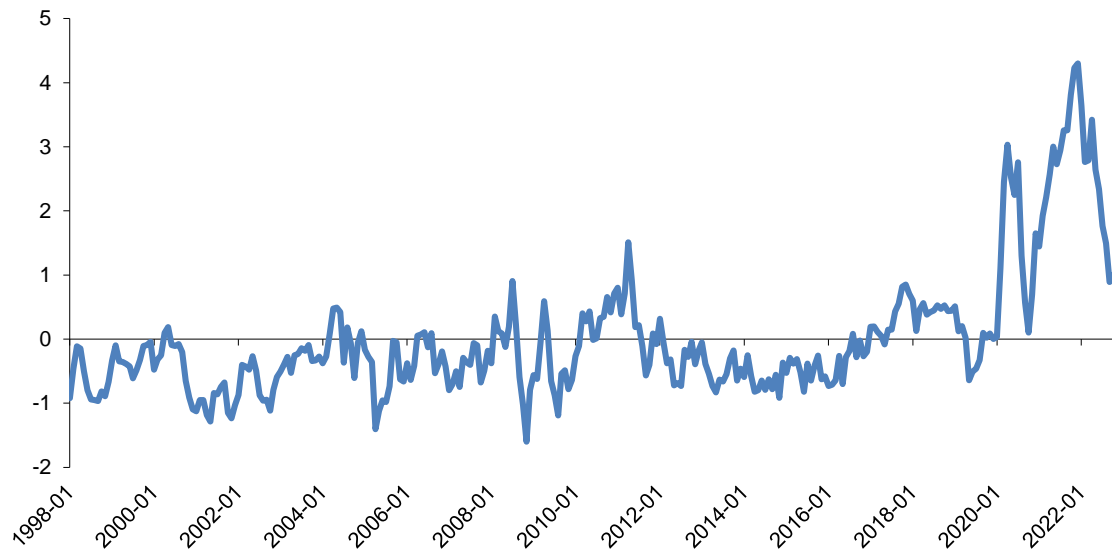
资料来源：Bloomberg，Wind，中信证券研究部 注：最后一次加息时点（加息停止时点）为x轴数值

## ■ 10月美国通胀超预期下降，整体CPI以及核心CPI拐点已现

➢ 10月通胀超预期原因为核心商品项以及除住房项核心服务项通胀压力超预期缓解。

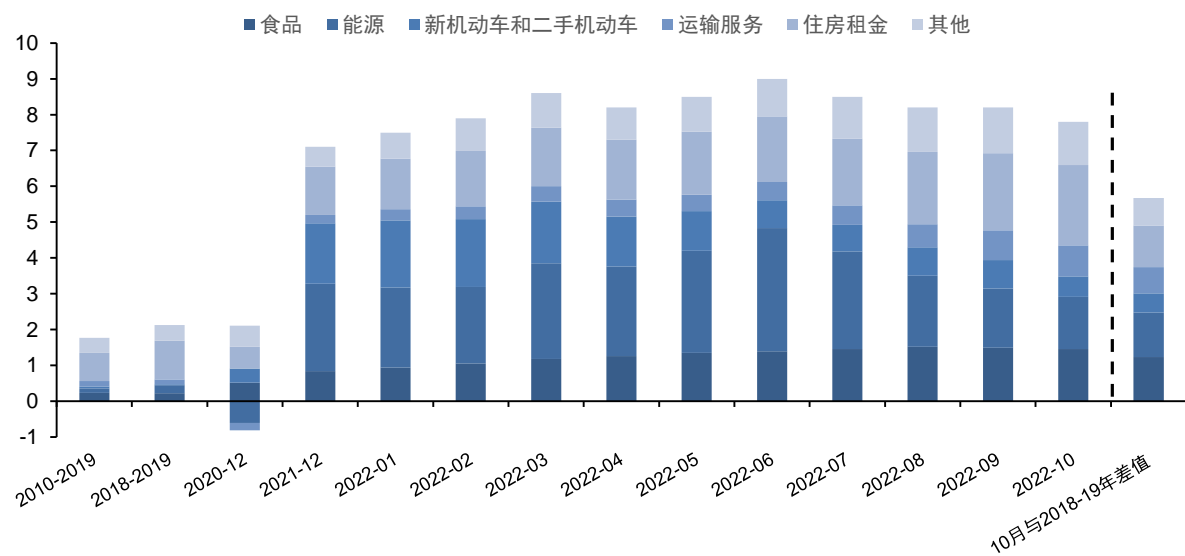
- 供应端压力已大幅下降，大幅缓解了核心商品项通胀（同比从6.6%下降至5.1%），例如二手机动车项CPI同比从7.2%大幅下降至2.0%。
- 超额储蓄对于美国消费支撑趋弱，消费疲软导致企业议价权下降。
- 在劳动力市场增长放缓、经济前景更悲观的背景下，薪资增长近期有所缓解（时薪同比从7月5.22%高点下降至10月4.73%），除了住房项同比上升（6.6%升至6.9%），其他核心服务项通胀（同比6.8%下降至6.4%）正在趋弱。

### 纽约联储供应链压力指数已大幅下降



资料来源：纽约联储，中信证券研究部

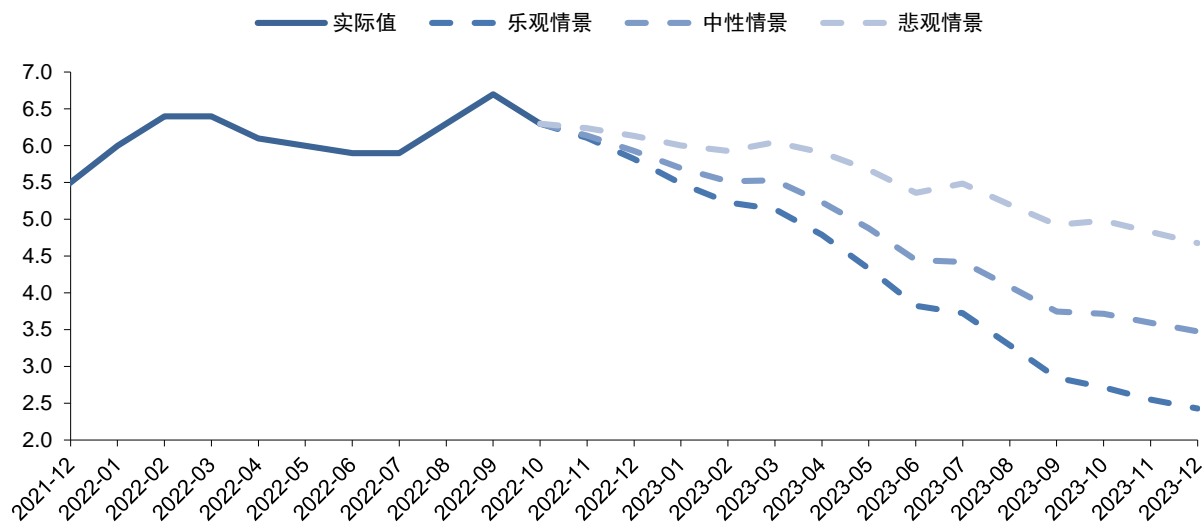
### 新机动车与二手机动车等核心商品通胀下降推动10月通胀超预期下行（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

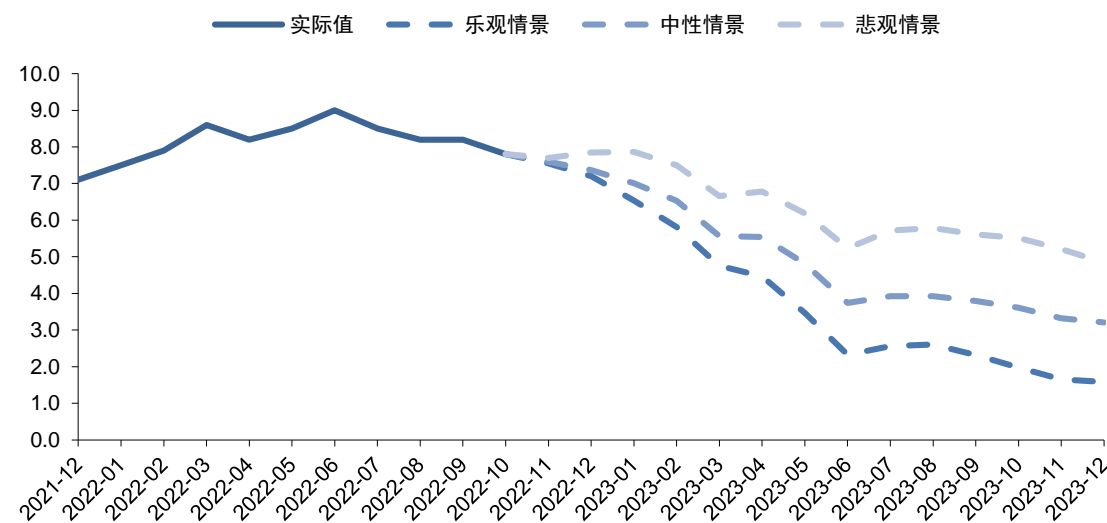
- 当前供给端压力有所缓解，需求端趋弱，预计通胀压力继续缓解，并在明年上半年取得较大进展
  - 纽约联储供应链压力指数已大幅下降，接近疫情前水平，货运指数大幅下降，美国港口等待时间趋于常态。
  - 美国消费韧性预计将较快被消磨，进而将推动核心商品项通胀继续回落。
  - 核心服务项中的住房项增速预计仍将高位运行，但其他核心服务项通胀压力或将于明年跟随需求逐步下降。
  - 明年在全球衰退风险加剧的背景下，能源项存在偏大幅回落的较大可能性。若极端天气扰动不再加剧，食品、大宗商品价格下跌预计会缓慢蔓延渗透至食品消费的终端价格，食品通胀或于明年出现趋势性下行。
- 若地缘政治冲突不再进一步加剧，明年年中美国CPI增速或在2.3%-5.2%区间内，核心CPI增速或在3.8%-5.4%区间内。

### 美国核心CPI同比增速展望 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：虚线部分（2022年10月后）为预测

### 美国CPI同比增速展望 (%)

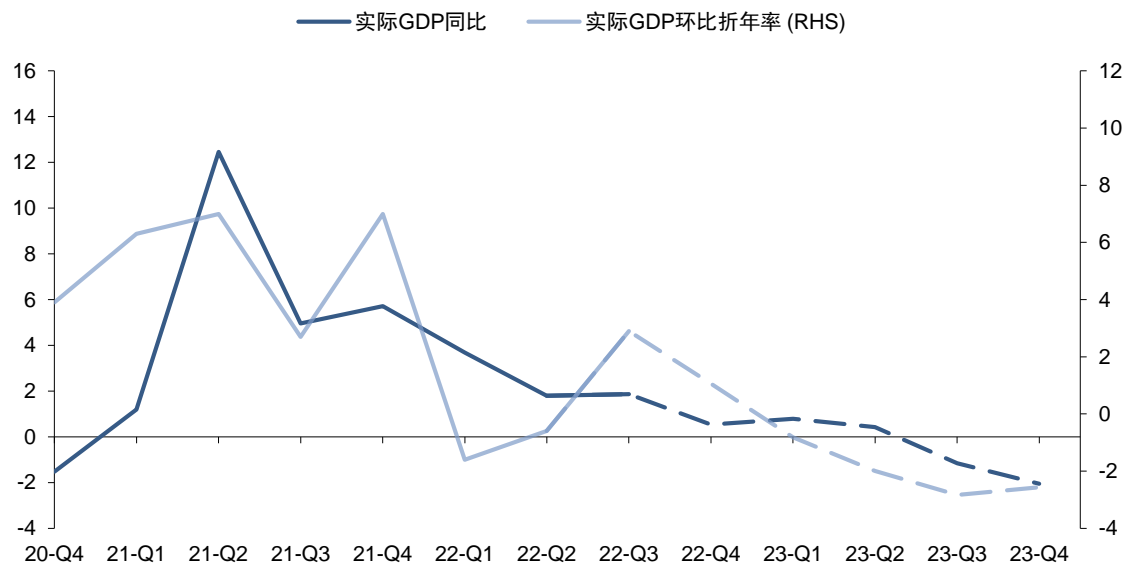


资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：虚线部分（2022年10月后）为预测

## ■ 美国经济已临近衰退时点，经济下行速度或超预期

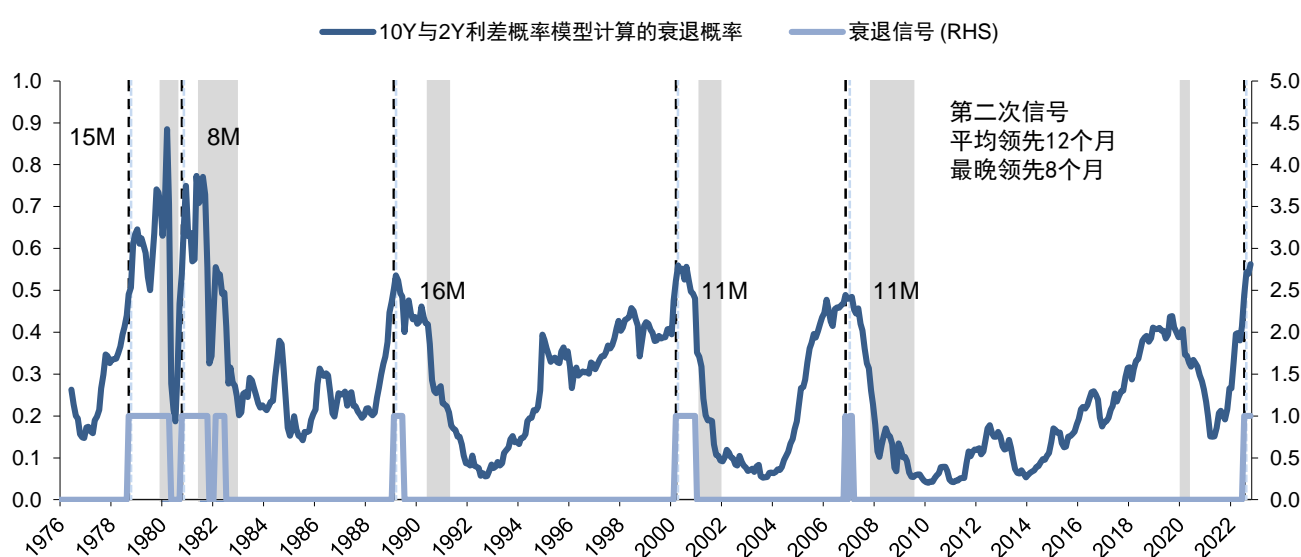
- 利率敏感的美国房地产市场已经开始衰退，存在房地产深度衰退的可能性；美国消费韧性料将仅可持续至今年四季度。
- 三季度出现的贸易逆差缩小的情形较难持续，尤其是美元仍偏强势的背景下。
- 由于加息节奏过快，存在未来企业投资快速下降的可能性，并且未来美国去库存趋势较难改变。
- 若明年美联储降息不及时，则未来美国经济存在深度衰退的可能性。

### 美国实际GDP增速展望 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：虚线部分（22Q4及之后）为预测数据

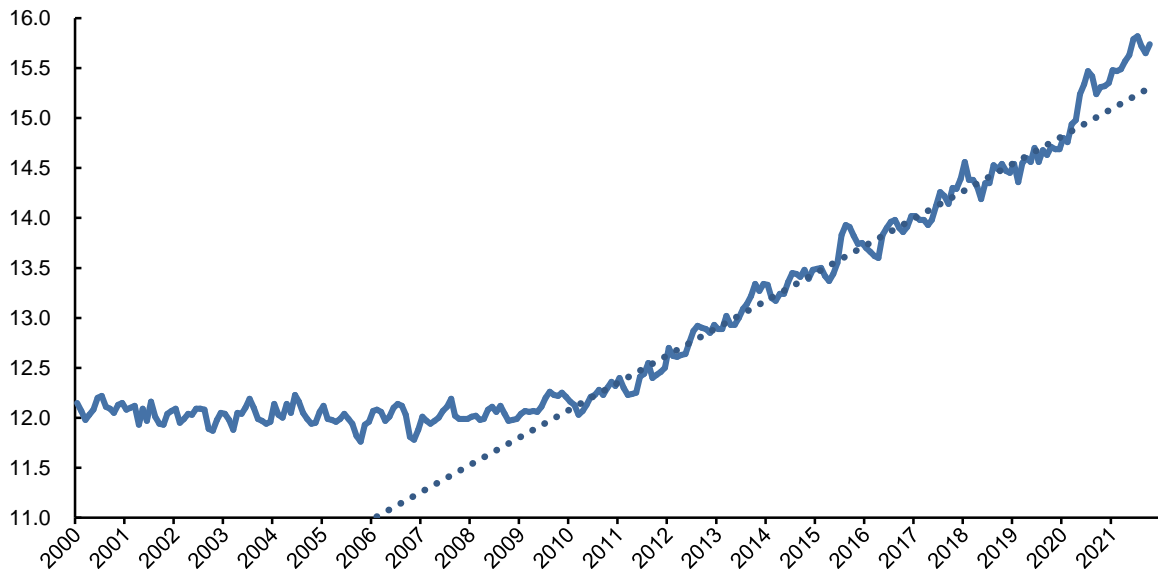
### 10Y-2Y利差Probit模型计算出的衰退概率已在7月突破阈值 (%，/)



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：右轴变量衰退信号为布尔型变量，当衰退概率突破阈值则衰退信号为1，意味着概率模型预测结果为未来12个月内经济将步入衰退，反之则为0，即未来12个月内经济不会步入衰退；阴影为NBER定义的美国经济衰退期；黑色竖线为每个周期内模型预测的概率首次突破阈值时点，浅蓝色竖线为每个周期内模型预测的概率第二次突破阈值时点；标签为第二次突破阈值时点领先经济衰退开始时点的月数

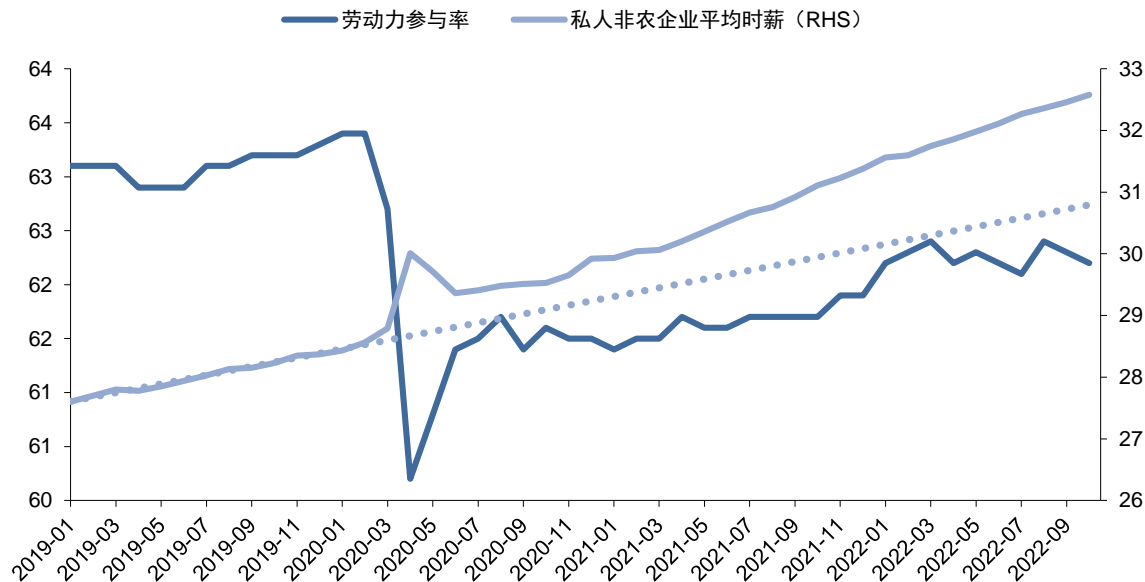
- 虽然当前劳动力市场偏强劲，但非农数据已呈现出趋弱趋势
  - 疫情后移民人口大幅下降，退休人口上升超出趋势，预计此轮劳动力市场较难修复至疫情以前的趋势。GDP下行将推动就业市场进一步降温。
- 基于美联储对于失业率的预测，萨姆规则衰退指标或于明年上半年达到0.5%水平，反映了美国经济衰退较难避免
  - 自1970年以来，在萨姆规则衰退指标（失业率（三个月均值）与过去12个月低点的差值）指标达到0.5%时往往经济衰退已经开始。

### 退休人口占总人口比重在疫情后上升超出原有趋势（%）



资料来源：IPUMS-CPS，中信证券研究部 注：采用IPUMS当前人口调查(CPS)的微观数据，已用IPUMS-CPS推荐使用的个人层面权重进行加权，需注意或存在样本偏差的误差；虚线为2011.1（考虑到第一批婴儿潮达到65岁）至2019.12数据的趋势线

### 劳动参与率系统性下降，工资抬升（%，美元）



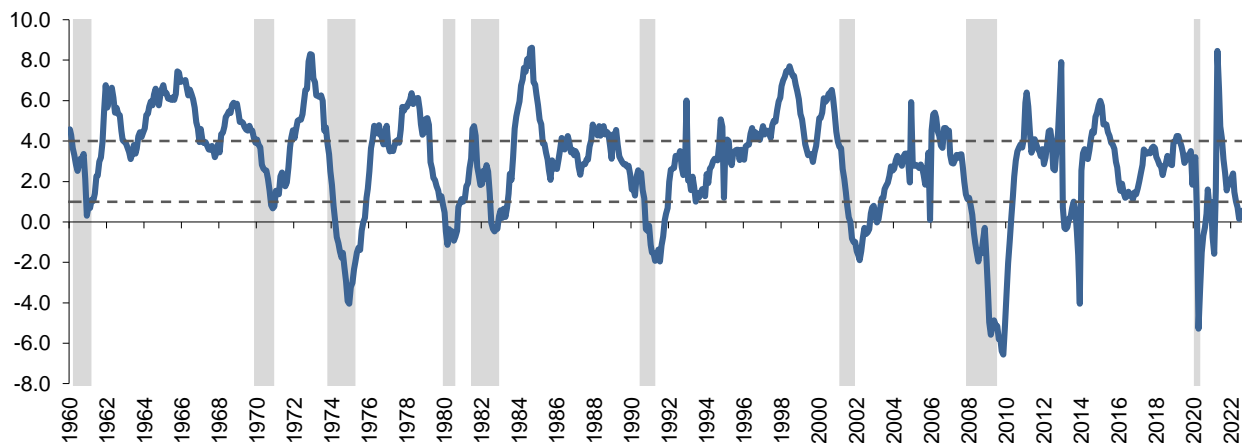
资料来源：Wind，中信证券研究部

# 消费：明年存在失速下降的可能

## ■ 消费韧性较难持续，高利率以及劳动力市场恶化或在明年导致美国消费下行速度超预期

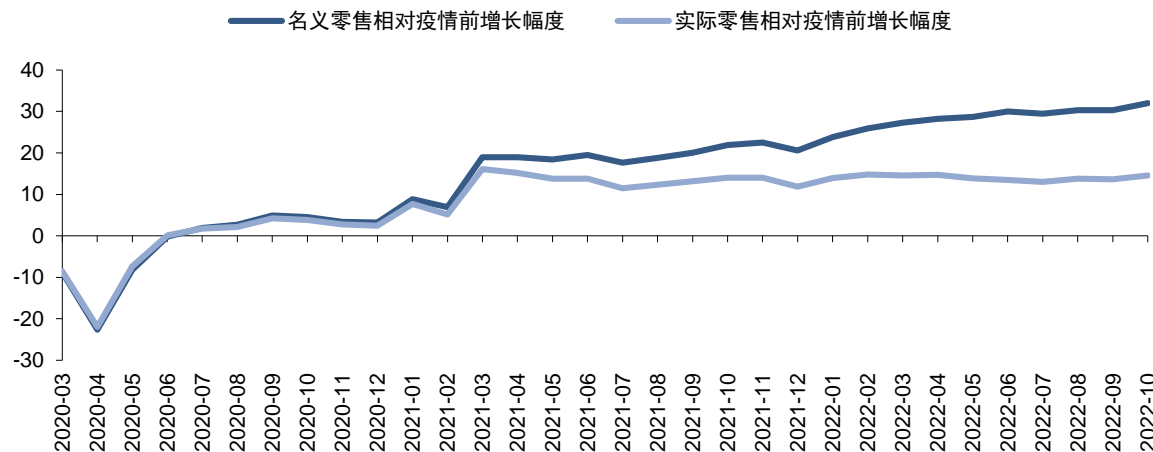
- ▶ 未来超额储蓄以及收入对于消费的支撑将较有限。
  - 基于对超额储蓄的测算，疫情冲击后居民获得的超额储蓄或于今年年末或明年一季度消耗殆尽；实际收入增速已突破警戒范围的下限。
- ▶ 美国消费或于今年年末以及明年面临较大的压力，明年实际个人消费支出预计将出现环比负增长，负增速或超预期。

## 实际个人收入同比增速已突破警戒区间下限 (%)



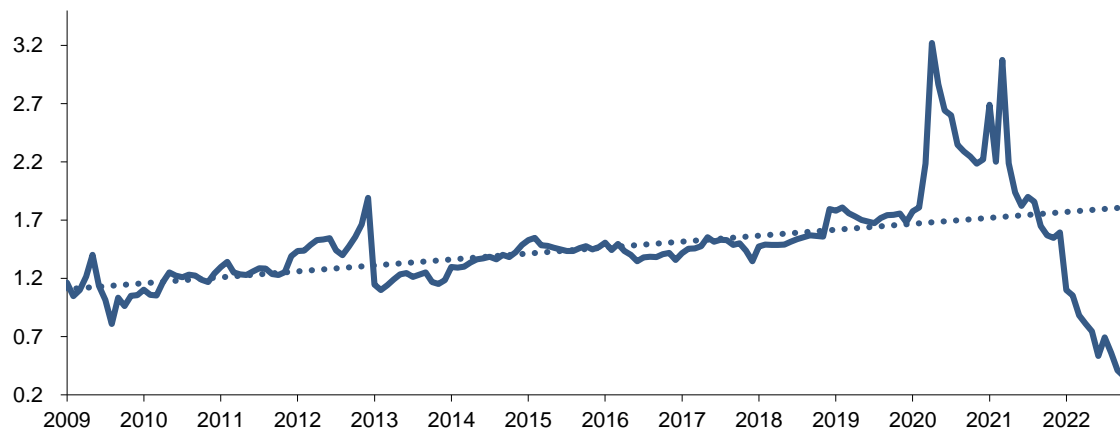
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：个人实际收入同比增速计算方式为剔除个人转移支付收入后的个人收入水平经通胀调整后的同比增速；阴影为NBER定义的经济衰退期

## 实际消费已经出现了增长乏力 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：图表显示了当前与COVID-19冲击前支出水平的差异，基数为2020年2月

## 疫情冲击后美国居民获得的实际超额储蓄存款正在被快速消耗

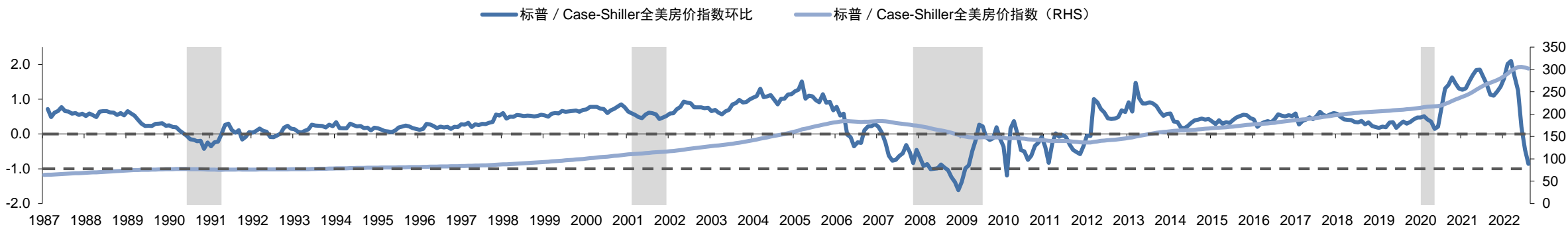


资料来源：Wind，中信证券研究部 注：指标为美国个人储蓄存款（折年数）经通胀调整后，取自然对数的数值



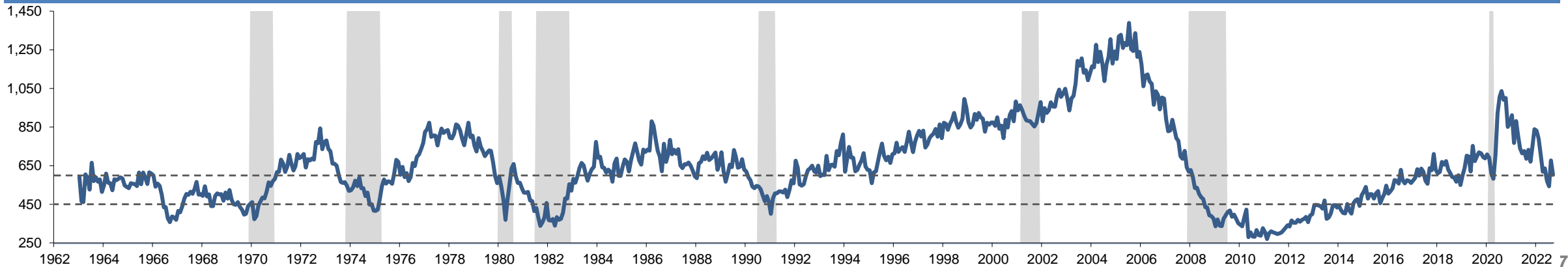
- 由于美联储激进加息，房地产多项指标已显示出房地产市场已步入衰退
  - 当前房价环比已连续大幅负增长，住房销售数据已跌入警示区间，住房开工规模即将跌入警示区间。
  - 由于短期美联储不会停止加息步伐，明年较快降息的难度也较高，因此房地产市场存在步入深度衰退的风险。

### 标普 / Case-Shiller全美房价指数环比负增长，已跌入警示区间（%， /）



资料来源：Fred，中信证券研究部 注：阴影为NBER定义的经济衰退期

### 新建住房销售在警示区间上限（600）附近震荡（千套）

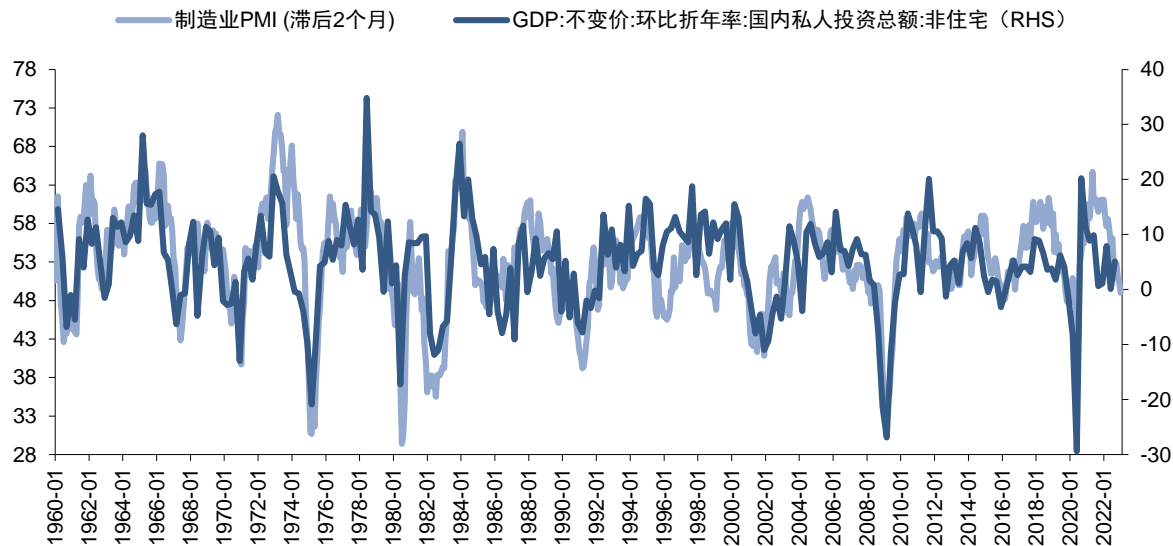


资料来源：Wind，中信证券研究部 注：阴影为NBER定义的经济衰退期

## ■ 贷款条件收紧、利率上行会对需求以及利润造成下行压力

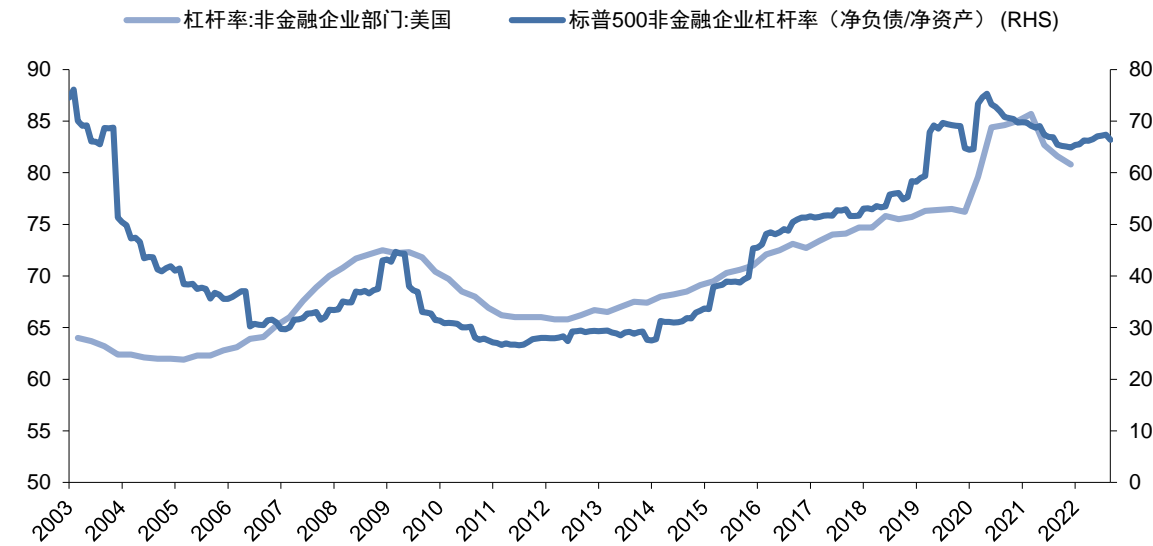
- 虽然或由于上季度低基数，三季度企业投资环比增速有所好转，但整体仍然为趋势性下行。
- 当前美国需求快速回落，11月制造业PMI快速回落至49，2022年第二季度贷款标准已开始收紧。
- 目前企业杠杆率处于历史高位，美联储加息对企业影响预计将逐步显现。
- 多因素预计将导致企业投资环比增速下降速度较快。

### 未来企业投资的下行趋势或将持续 (I, %)



资料来源：Wind，中信证券研究部

### 目前企业杠杆水平处于历史高位 (%，%)



资料来源：Bloomberg，Wind，中信证券研究部

# 美联储停止加息时点或为明年一季度

- 预计12月议息会议加息50bps概率较高，美联储或于明年一季度停止加息，加息终点或略高于5%
  - 今年年底以及明年一季度美国经济以及劳动力市场都将面临较高的恶化风险；
  - 控制通胀或于明年一季度出现一定进展；
  - 从泰勒规则以及实际利率角度来看，加息终点水平位于略高于5%是合意的紧缩水平。

泰勒规则下加息至略高于5%并保持至明年三季度或是合意的 (%)



资料来源: CBO, Bloomberg, Wind, 中信证券研究部预测 注: 阴影为加息周期, 此轮加息周期截止时点尚不确定, 因此以当月时点作为加息停止时点

美联储加息预期

MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	79.4%	20.6%	0.0%	0.0%		
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	44.0%	46.8%	9.2%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.5%	44.9%	35.3%	6.4%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.2%	37.3%	37.6%	13.4%	1.5%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	11.3%	37.3%	36.7%	12.9%	1.5%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.1%	2.8%	17.1%	37.1%	31.4%	10.4%	1.2%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.9%	7.2%	23.3%	35.4%	24.9%	7.5%	0.8%
2023/11/1	0.0%	0.5%	4.5%	16.3%	30.1%	29.5%	15.1%	3.7%	0.3%
2023/12/13	0.4%	3.3%	12.7%	25.9%	29.6%	19.4%	7.2%	1.4%	0.1%

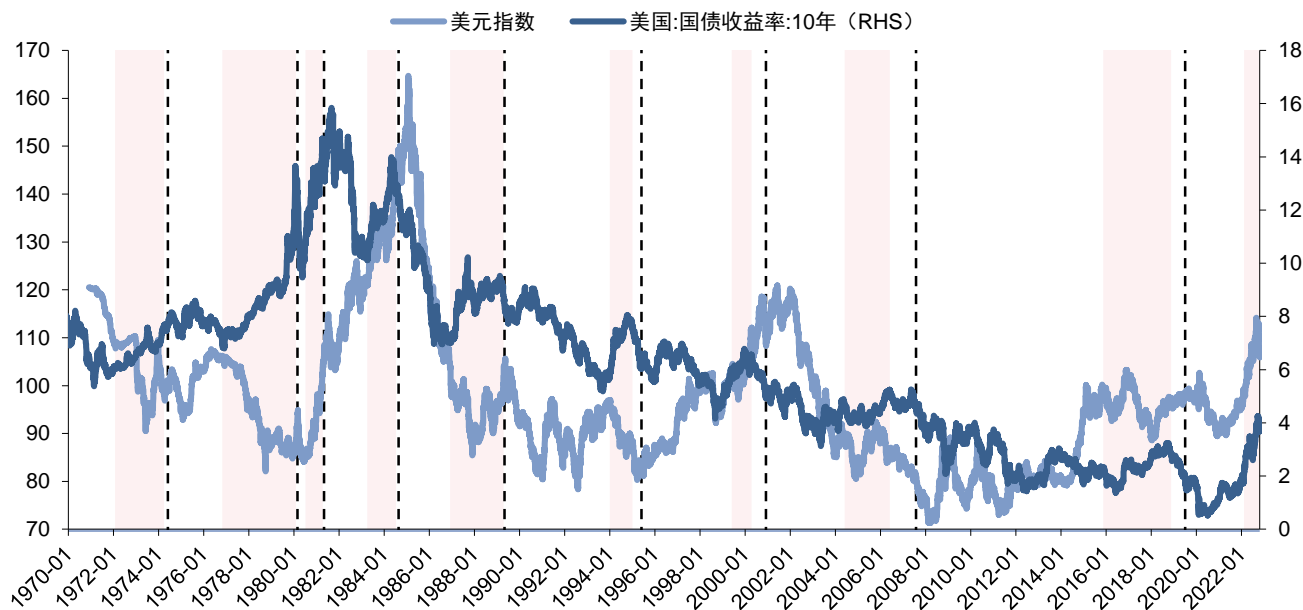
资料来源: CME, 2022年12月5日

## ■ 未来10年期美债利率突破前高的风险偏低

- 10年期美债利率与2024年底政策利率水平均保持高度一致，美联储若更加鹰派会增强远期降息预期，因而后续美联储更鹰派的表态对10年期美债利率的推动或较有限。此外，未来中短期美债利率或跟随政策利率继续上升。
- 此轮加息停止后，10年期美债利率预计受降息预期影响存在一定下行风险，大幅下行时点或在降息开启时点前三个月左右。

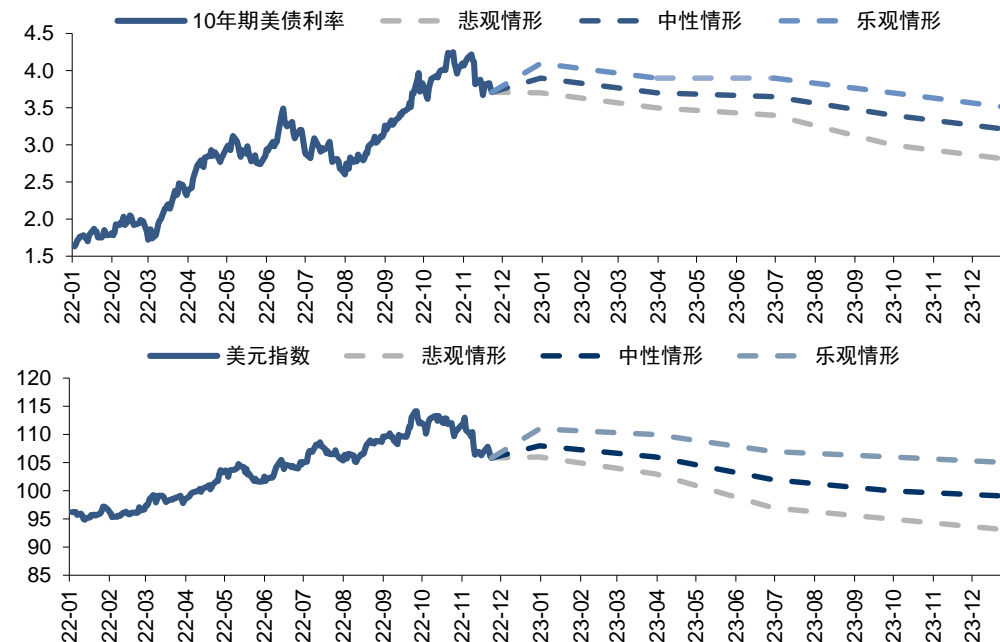
## ■ 美元指数或已见顶：美联储加息预期下调构成美元指数的下行压力，但从相对经济差的角度来看，欧洲通胀高烧不退，经济修复疲弱，未来欧美经济差难言明显收敛，美元指数较难大幅下行

### 历史上货币政策转向会推动美债利率与美元有所下行 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 阴影为加息周期, 黑色竖线为降息时点

### 美债与美元指数未来展望 (% , I)



资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 虚线部分为预测

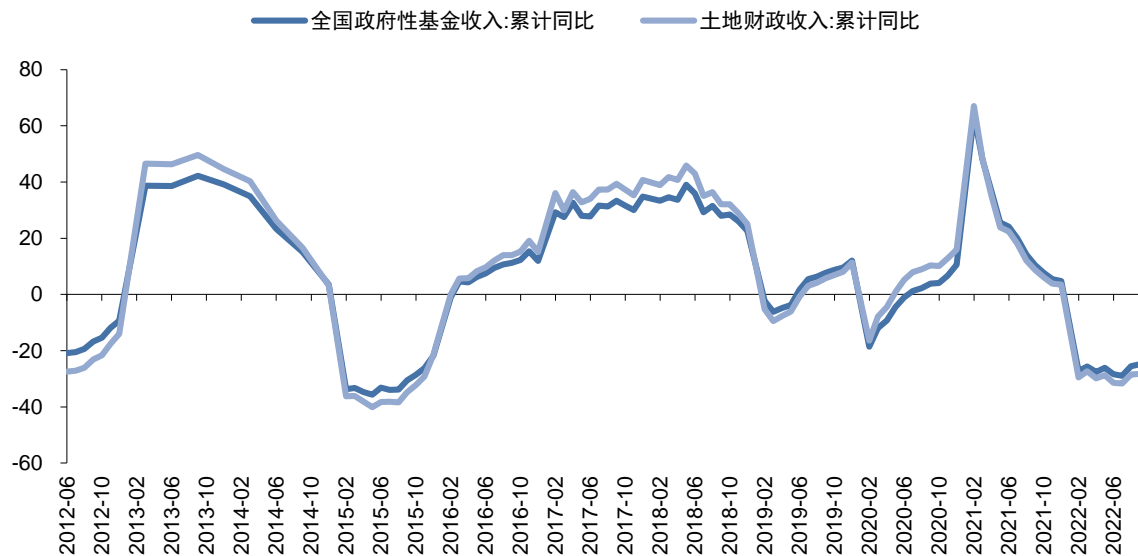
# 1.全球宏观经济要点

---

- I. 俄乌冲突和全球制造业转移
- II. 美国经济和通胀的拐点是否已经出现？
- III. 土地财政收入下降是否危及地方政府信用？
- IV. 居民资产负债表收缩的陷阱

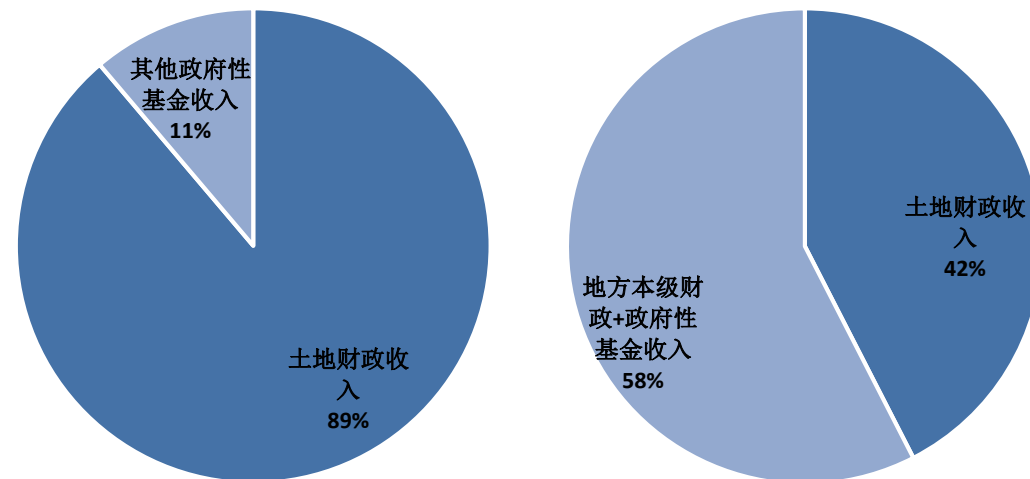
- 今年前三个季度，土地财政收入同比下滑近30%，仅次于2015年
- 下滑趋势难以逆转：房住不炒和长效机制下，房地产市场进入长期下行周期。
- 对地方政府财力有重要影响：
  - 土地财政收入在政府性基金和地方本级财政收入中占比较高。
  - 房地产相关的税收体量和可替代的收入短期内难以替代土地财政。

### 土地财政收入大幅下滑 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

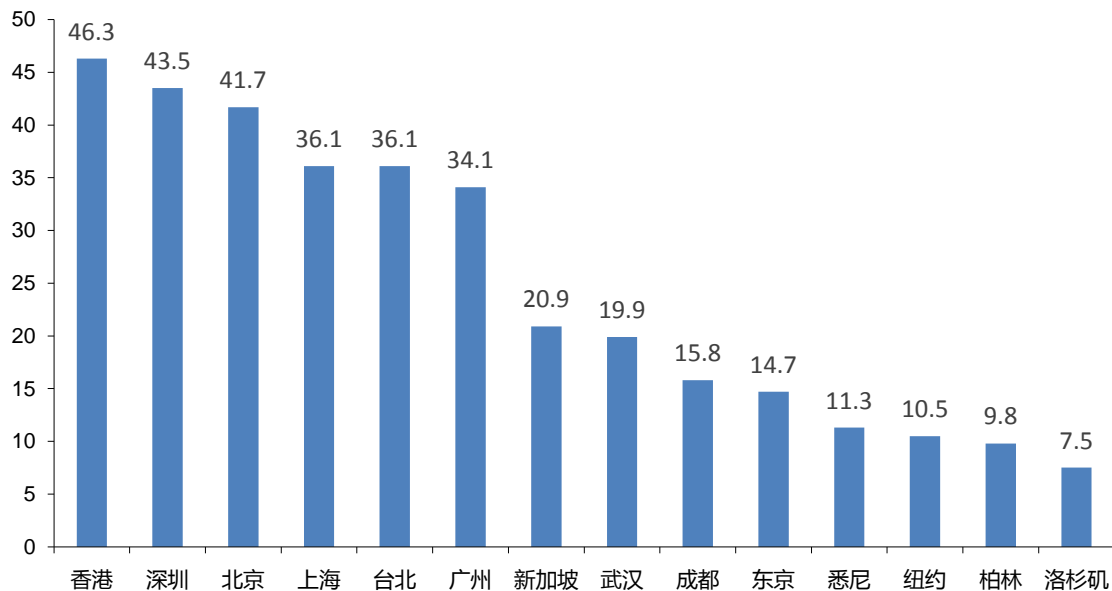
### 土地财政占比



资料来源：Wind，中信证券研究部

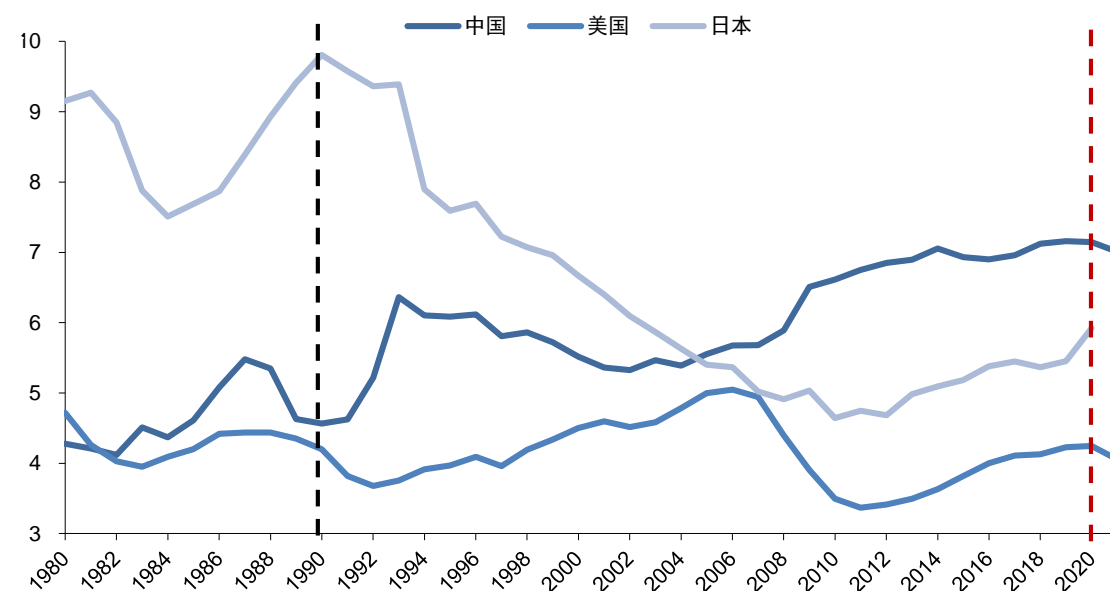
- 国内重点城市房价收入比处于全球较高水平，房住不炒势在必行
  - 尽管国际大都市普遍以高房价闻名，但以房价收入比衡量，大部分城市居民购房负担远低于国内一线城市。
  - 以高房价著称的新加坡，虽然房价收入比为20.94，但商品房仅占20%，80%为政府提供的保障性住房。
- 当前国内房地产市场与1990年的日本对比：泡沫化程度和经济占比相对较小

### 全球部分城市房价收入比



资料来源：NUMBEO，中信证券研究部

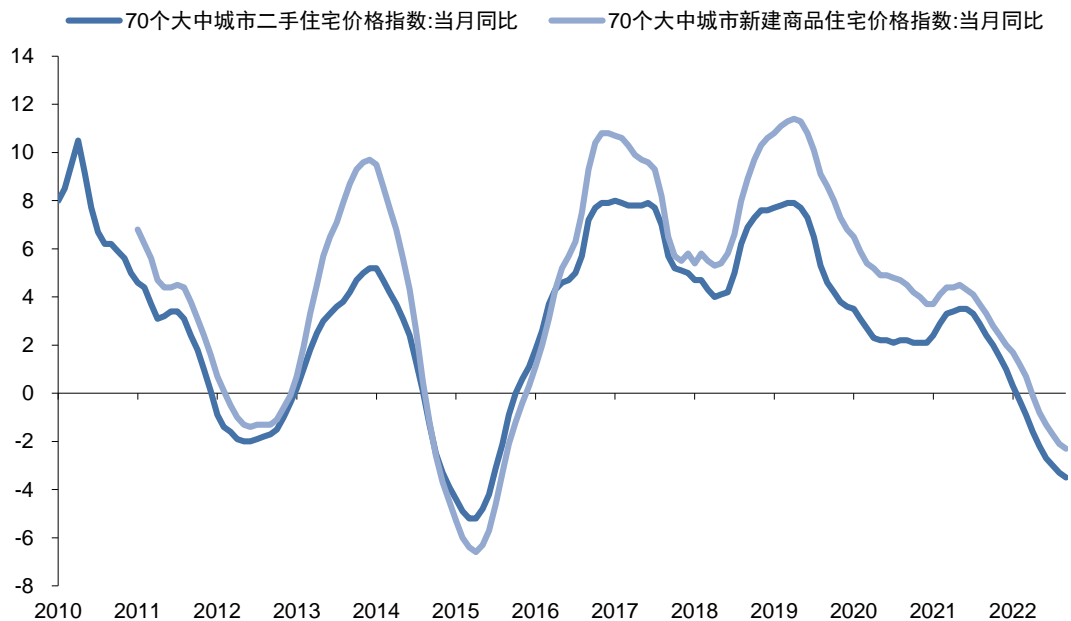
### 中、美、日三国建筑业GDP占比 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

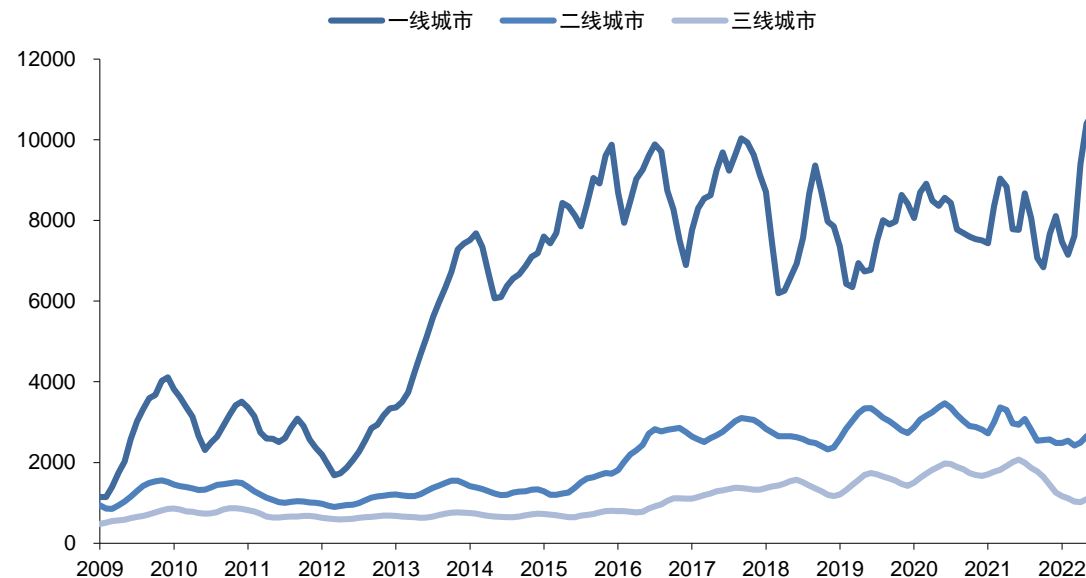
- 主要城市新房和二手房价格均进入下跌通道：交付担忧下新房量价齐跌，二手房则是量稳价跌。
- 房企拿地意愿不足，低线城市土地价格下行压力逐渐增大
  - 一线城市土地仍具备核心资产属性，价格相对坚挺。
  - 二三线城市土地价格大幅下降，越低能级城市的压力越大。

### 国内房价步入下行周期（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

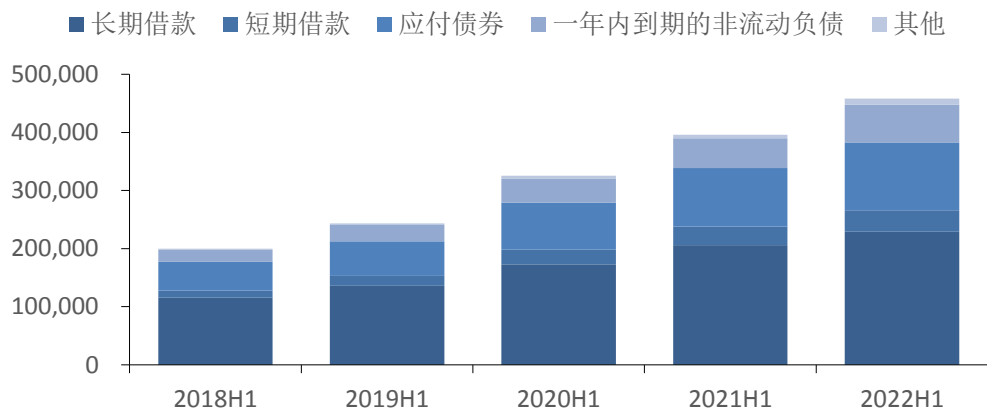
### 低线城市地价大幅下行（元/平方米）



资料来源：Wind，中信证券研究部

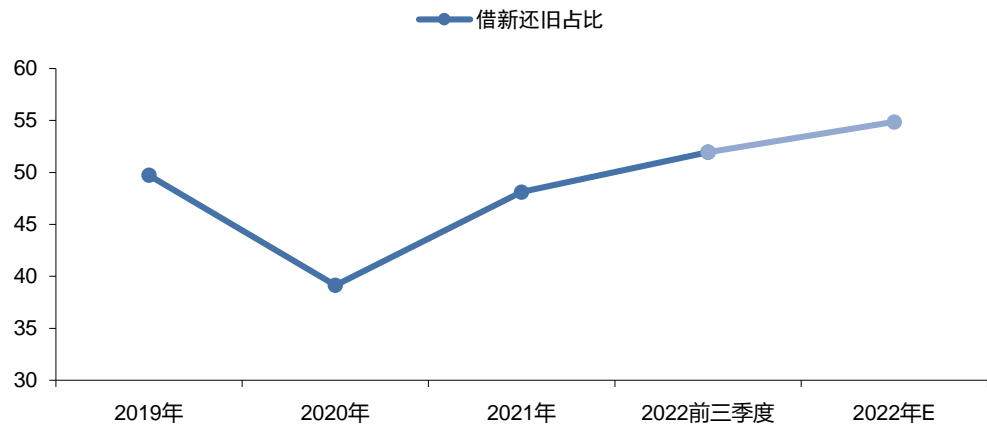


## 城投主体偿债压力增加（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 借新还旧比例居高不下（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

## 城投平台融资更多用于借新还旧，再融资考验加剧

- ▶ 近年来城投借新还旧规模提升。
- ▶ 根据城投最新统计数据披露，城投主体有息债务总规模超过45.56万亿。
- ▶ 除了2020年再融资占比低于40%之外，近年来借新还旧比例均接近半数，这一比例在2022年可能接近54%。
- ▶ 债务结构方面，短期借款和一年内到期的非流动负债占比相对上升，城投平台债务结构趋短。再融资压力显著上升。

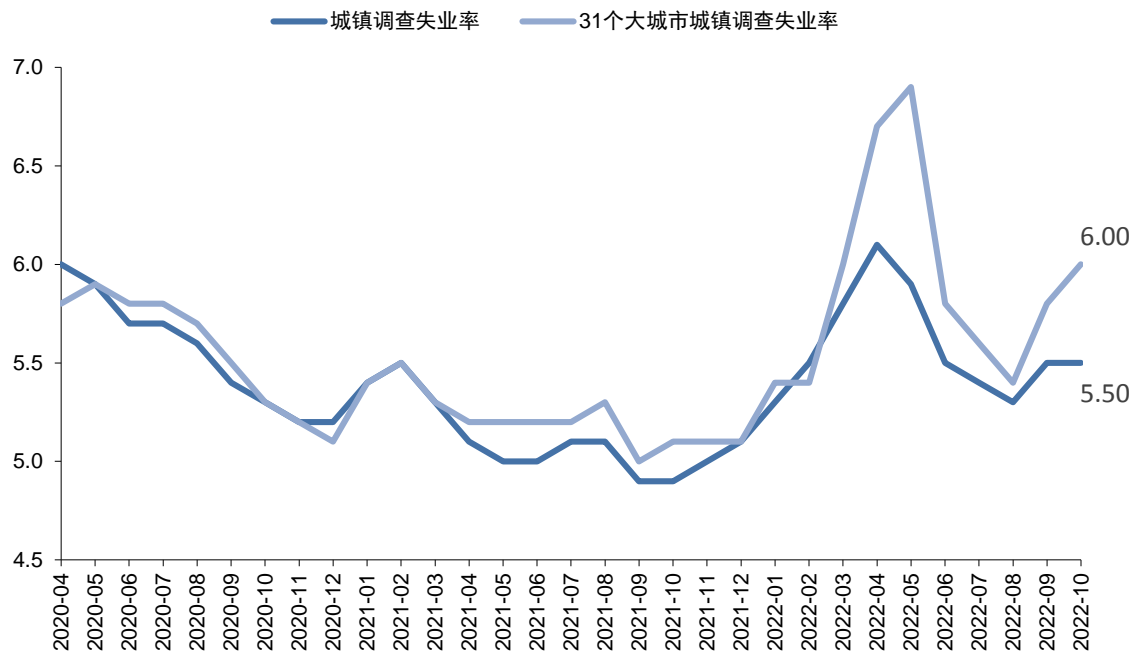
# 1.全球宏观经济要点

---

- I. 俄乌冲突和全球制造业转移
- II. 美国经济和通胀的拐点是否已经出现？
- III. 土地财政收入下降是否危及地方政府信用？
- IV. 居民资产负债表收缩的陷阱

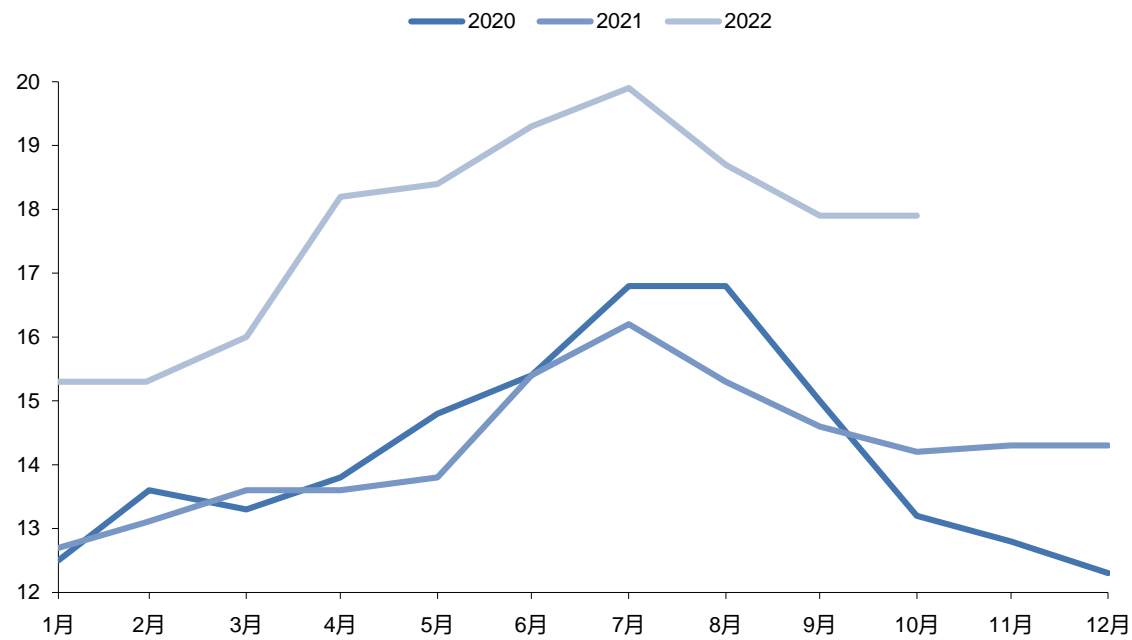
- **就业形势并不稳固：**今年就业形势呈现较大波动，城镇调查失业率显著高于自然失业率水平。
- **年轻人失业率偏高：**10月16-24岁人口失业率为17.9%。

### 城镇调查失业率偏高（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

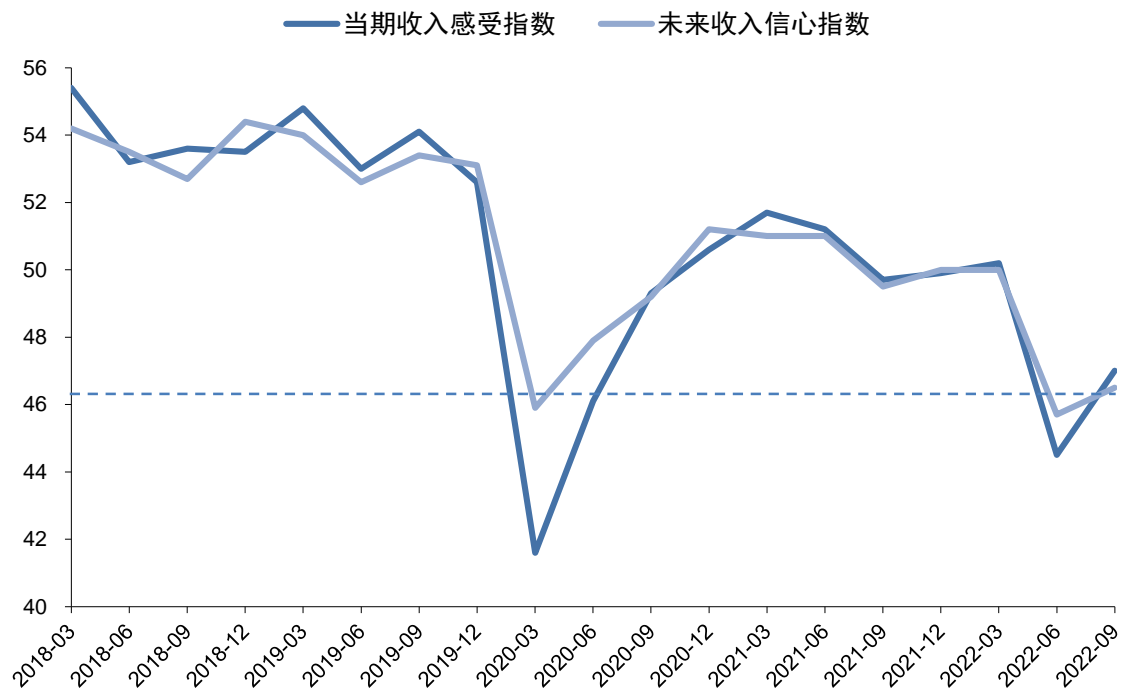
### 16-24岁人口失业率持续高于季节性水平（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

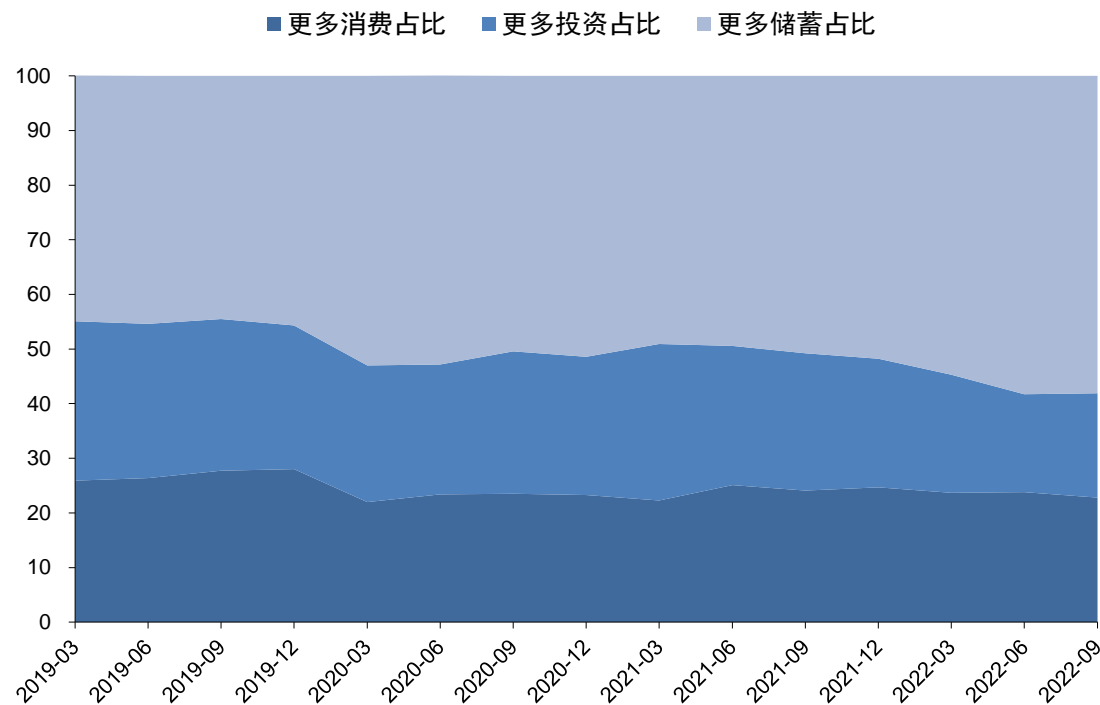
- 就业难度上升和收入感受下降对居民的预期和决策产生影响
- 居民信心不足：近两个季度居民收入感受和对未来收入的信心降至仅次于2020年一季度的水平。
- 储蓄倾向上升：对未来不确定性的担忧使居民倾向于增加储蓄，投资和消费倾向下降。

### 居民感受收入下降，对未来信心偏弱（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

### 居民倾向于更多储蓄，减少投资和消费（%）

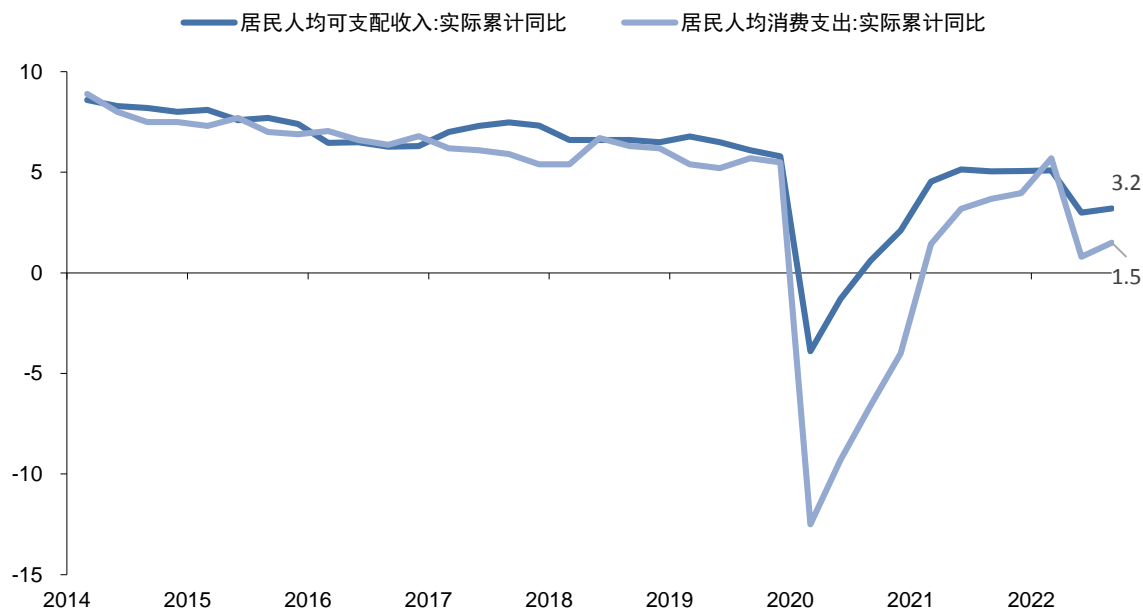


资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 收入和支出的非对称性

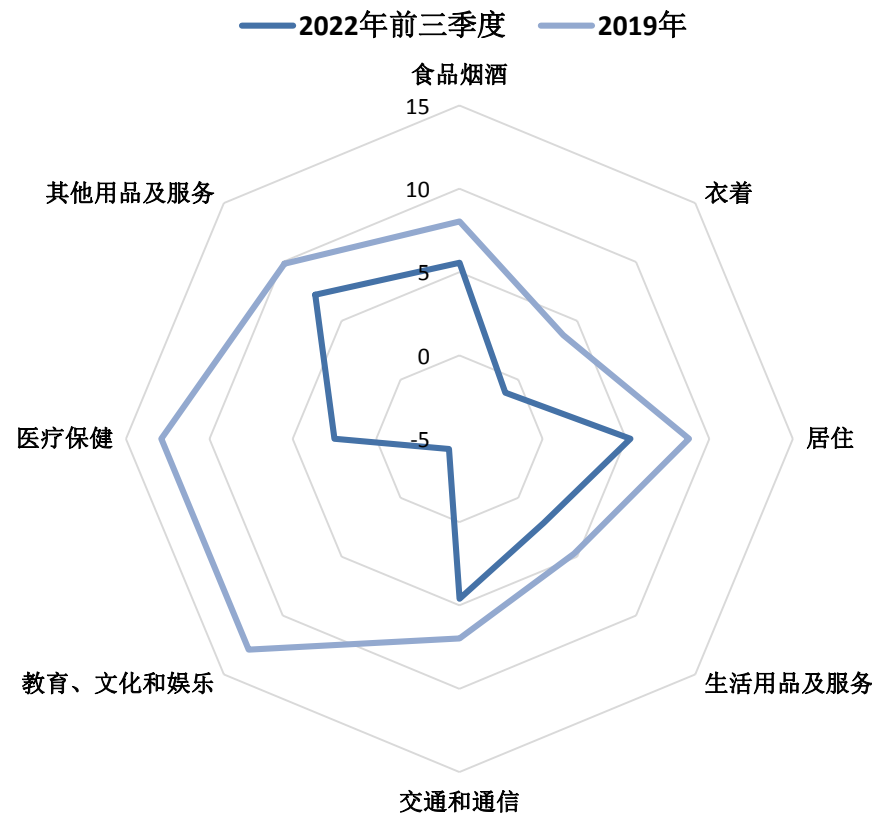
- 虽然居民人均可支配收入增速与实际GDP增速大致匹配，但信心不足使居民消费支出增速呈现更大幅度的下降。
- 教育、文娱和医疗保健领域的支出增速大幅下滑。

### 居民消费支出增速下行 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 2021年数据为两年平均增速

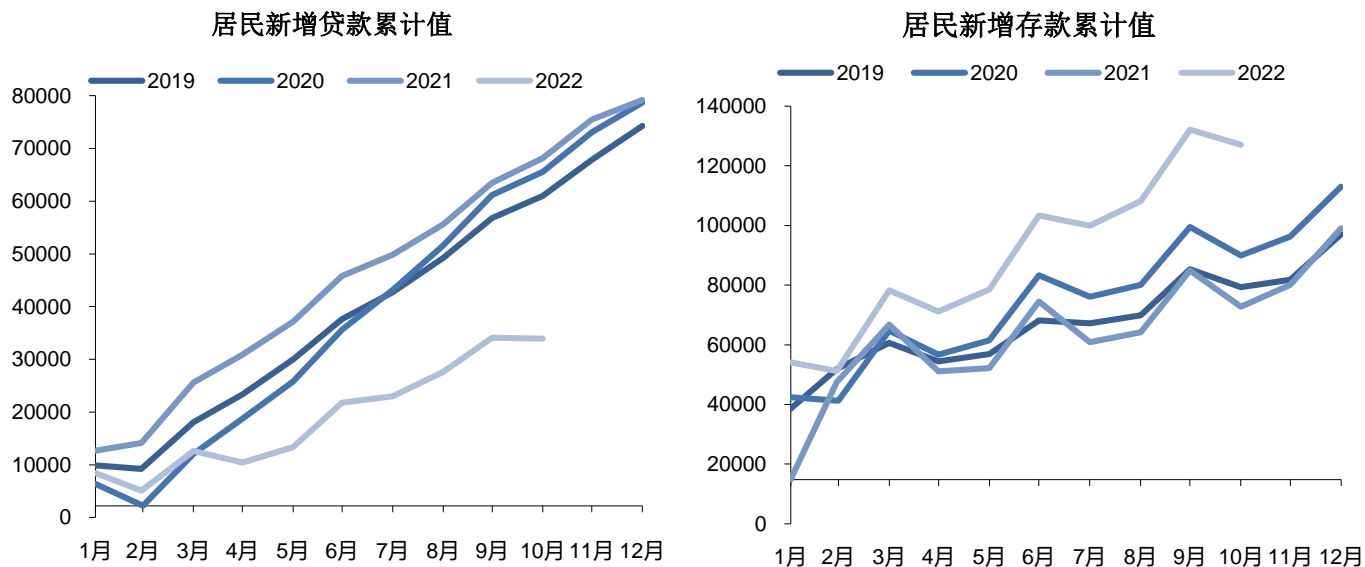
### 居民各项消费支出增速均有收缩 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

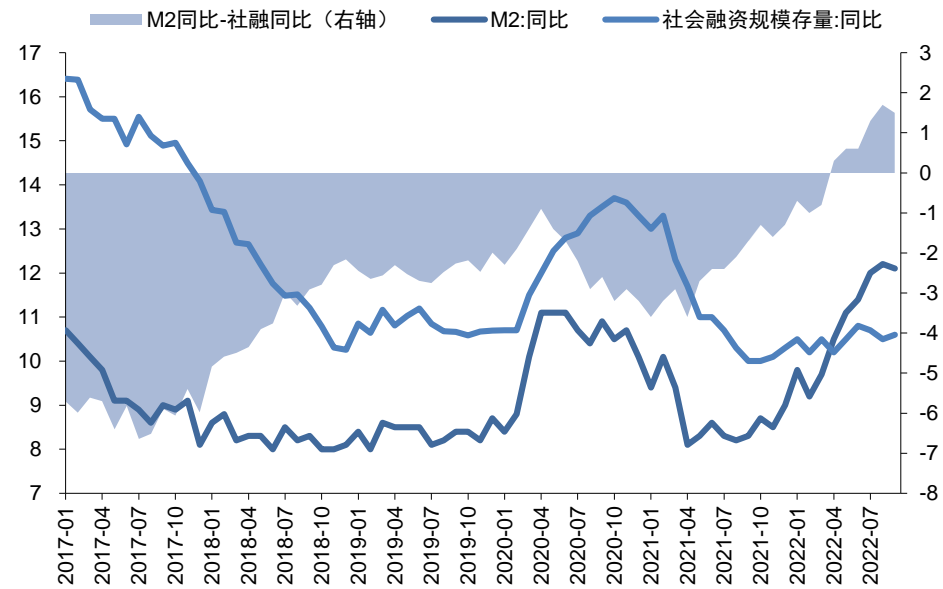
- 宏观上体现为居民资产负债表的持续收缩
  - 今年前三个季度，居民新增贷款的规模不足同期的60%，加杠杆意愿大幅下降。
  - 居民存款大幅增加，前三季度的新增存款已经超过去年全年。
- 居民资产负债表收缩导致M2和社融增速近年来首次出现倒挂

今年以来，居民贷款大幅下降，存款大幅上升（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

M2、社融增速近年来首次倒挂（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

# CONTENTS

## 目录

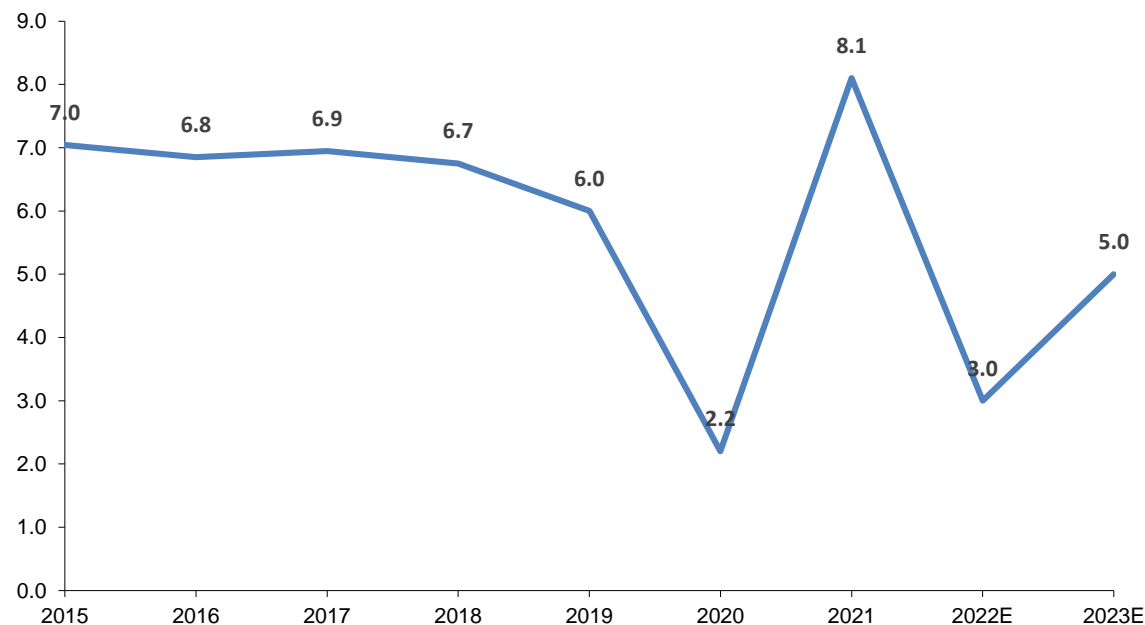
---

1. 全球宏观：哪些长期问题值得我们关注？
2. 国内经济：从地产周期到新兴制造周期
3. 政策组合：加强宏观政策协调配合，靠前发力稳经济
4. 大类资产展望
5. 风险因素

## ■ 2023年GDP增速有望达到5%左右，先上后下

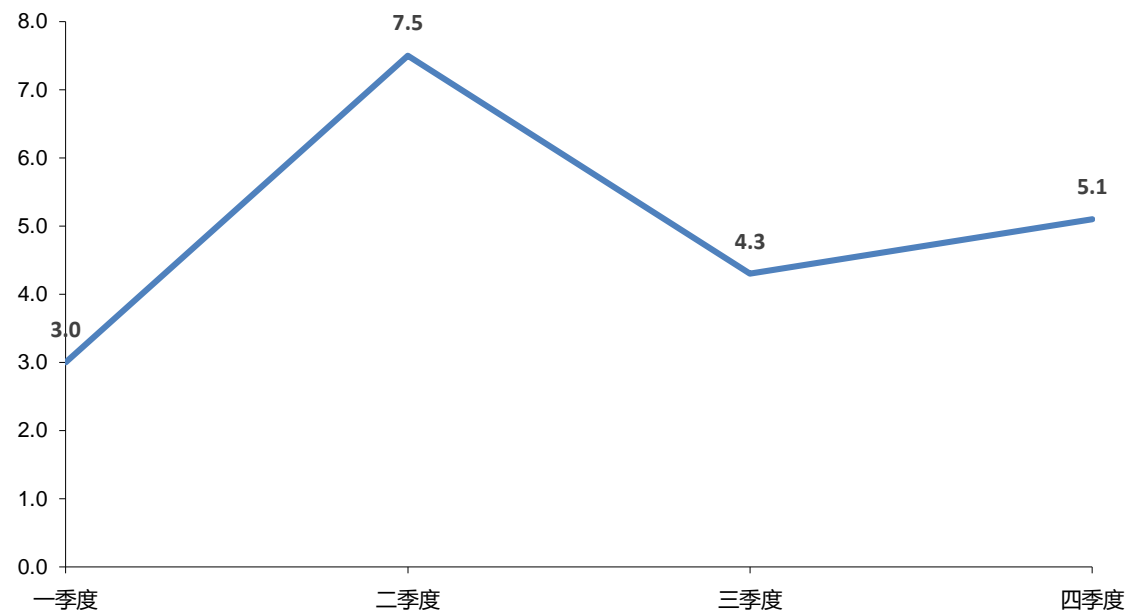
- 为实现2035年实际GDP翻一番的目标，期间年化经济增速需要保持在4.8%左右。
- 一揽子稳增长举措和疫情防控措施的边际变化有望推动明年上半年经济复苏，叠加二季度的低基数效应，预计明年GDP走势先上后下。

### 历年GDP增速及预测 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

### 2023年GDP走势预计先上后下 (%)

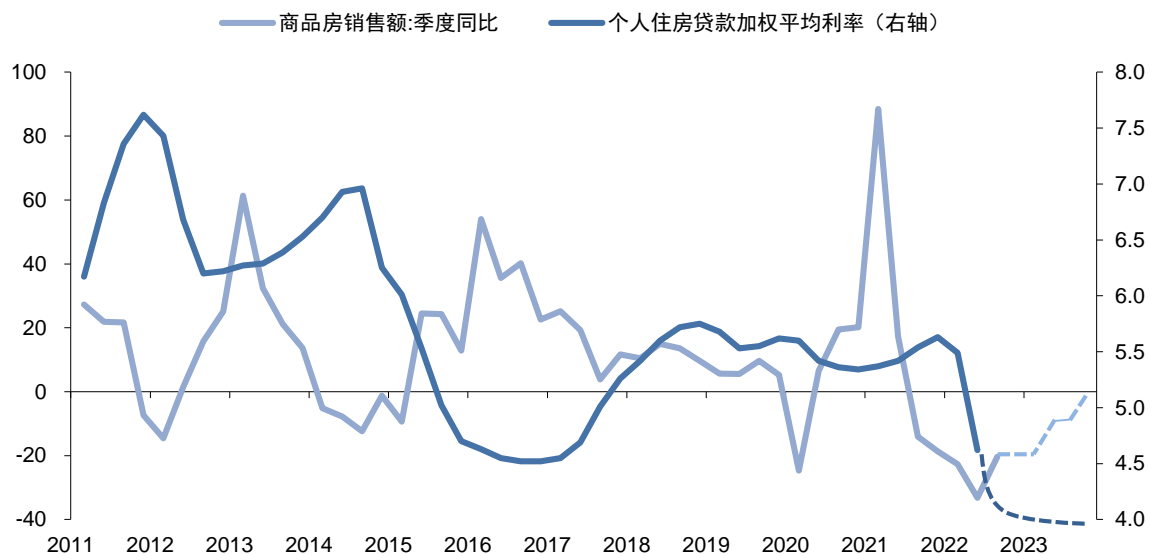


资料来源：Wind，中信证券研究部预测



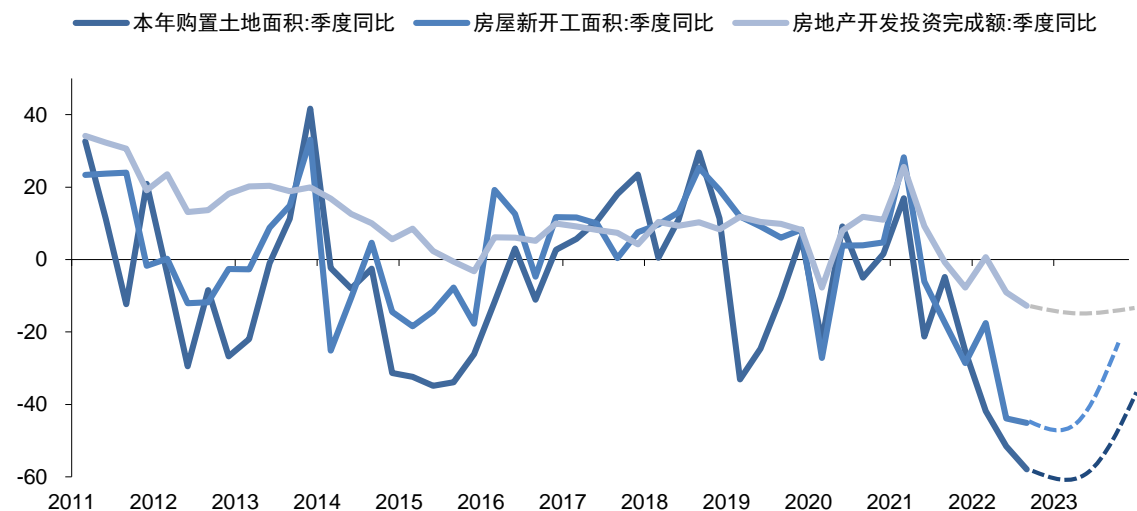
- **商品房销售**：在利率下调、放松限购限贷等需求端的刺激下，预计地产销售将企稳反弹，明年大致与今年持平。
- **房地产投资**：2023年或许仍将保持-10%左右的负增长。
  - 在信用问题的纠缠下，房企信用和信心难以迅速改善。
  - 今年拿地和开工较少，将减少明年的存量可开发项目。

### 从按揭贷款利率下行到地产销售回暖 (%)



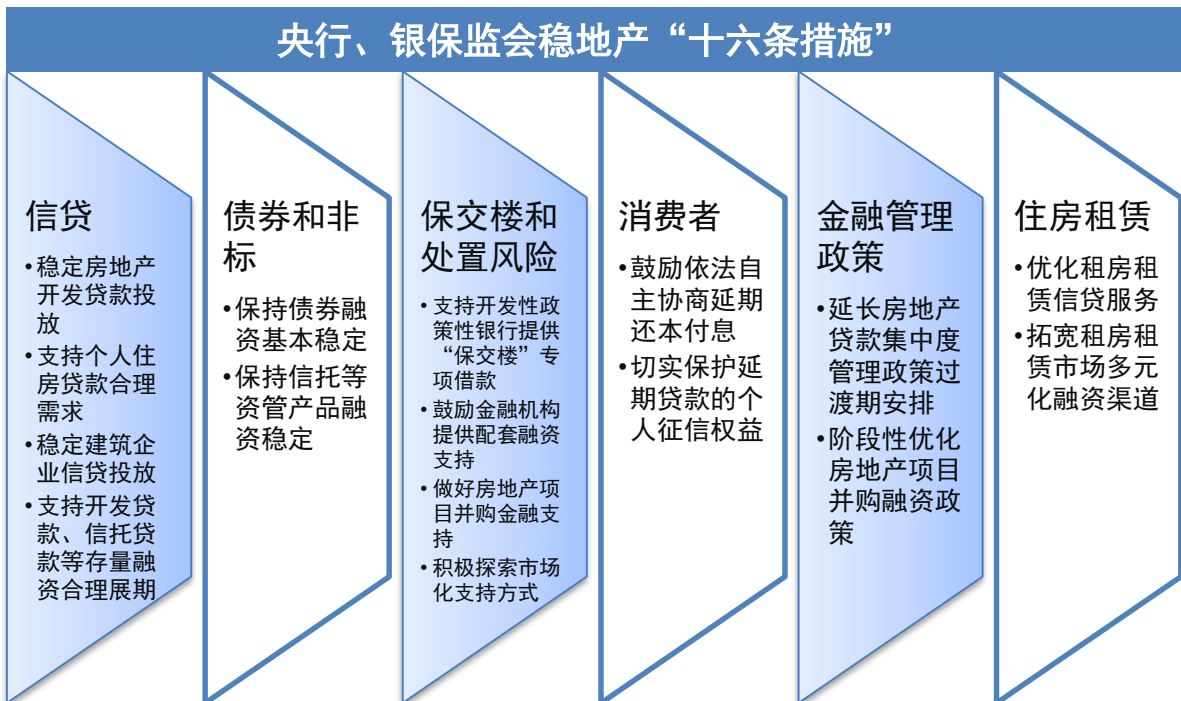
资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：虚线为预测数据

### 从销售回暖到房企拿地、开工的传导将被拉长 (%)



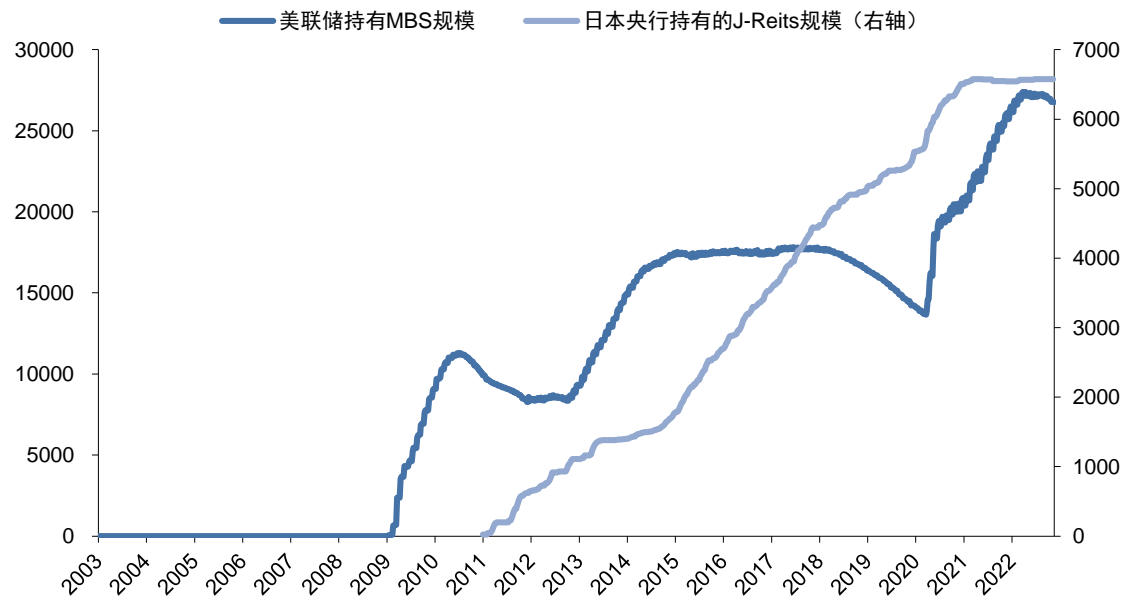
资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：虚线为预测数据

- 地产支持政策力度持续加大
  - “第二支箭”发力，可支持约2500亿元民营企业债券融资。
  - “十六条措施”明确对国企、民企一视同仁，存量寻求展期，放松贷款集中度限制，首次提及非标融资。
- 根据美国和日本的经验，在地产进入长期下行周期的过程中，地产信用需要依靠QE或类QE措施支持



资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

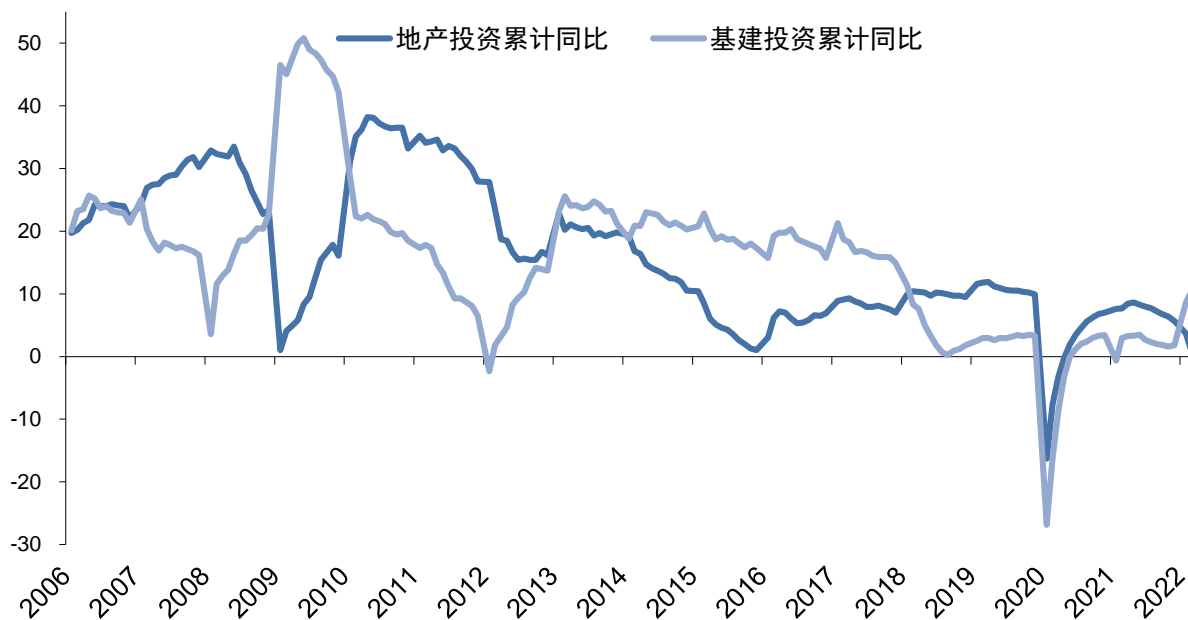
### 美日两国央行均对房地产市场采取QE措施（亿美元，亿日元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

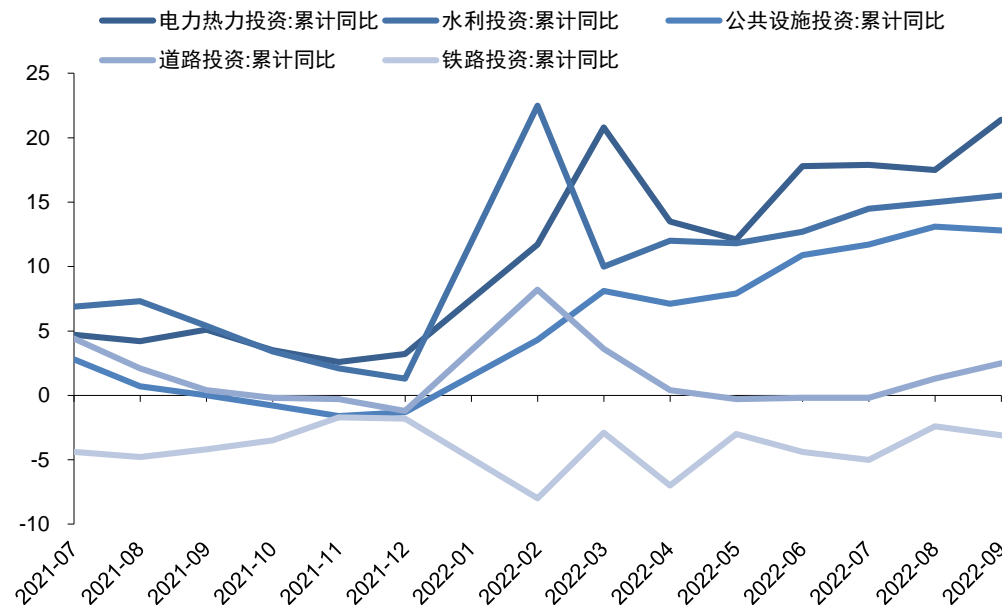
- 基建和地产投资往往此消彼长，基建扮演逆周期调节的重要角色，在土地财政收入下降的背景下，基建投资将更多依赖专项债和政策性金融工具融资，明年仍需要8-10%的增速来对冲地产投资下行的压力。
  - 基建投资发力方向聚焦新基建和新能源，传统基建增速偏低。

### 地产和基建投资周期此消彼长 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2021年数据为两年平均增速

### 基建发力的方向 (%)

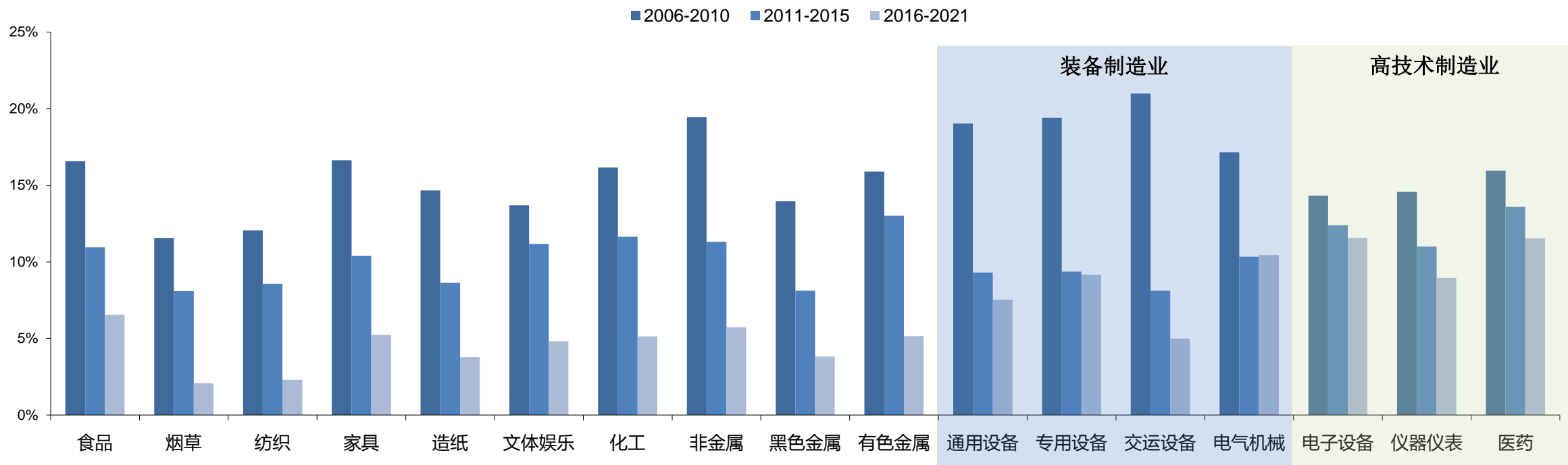


资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 传统制造业需求增长放缓，新兴制造业高增长

- 纺织、钢铁、水泥等传统制造业需求增速在过去10年经历了较大幅度的下滑。
- 高技术制造业增加值增速显著高于平均水平，电子、医药等高技术制造业保持了长期的高成长。

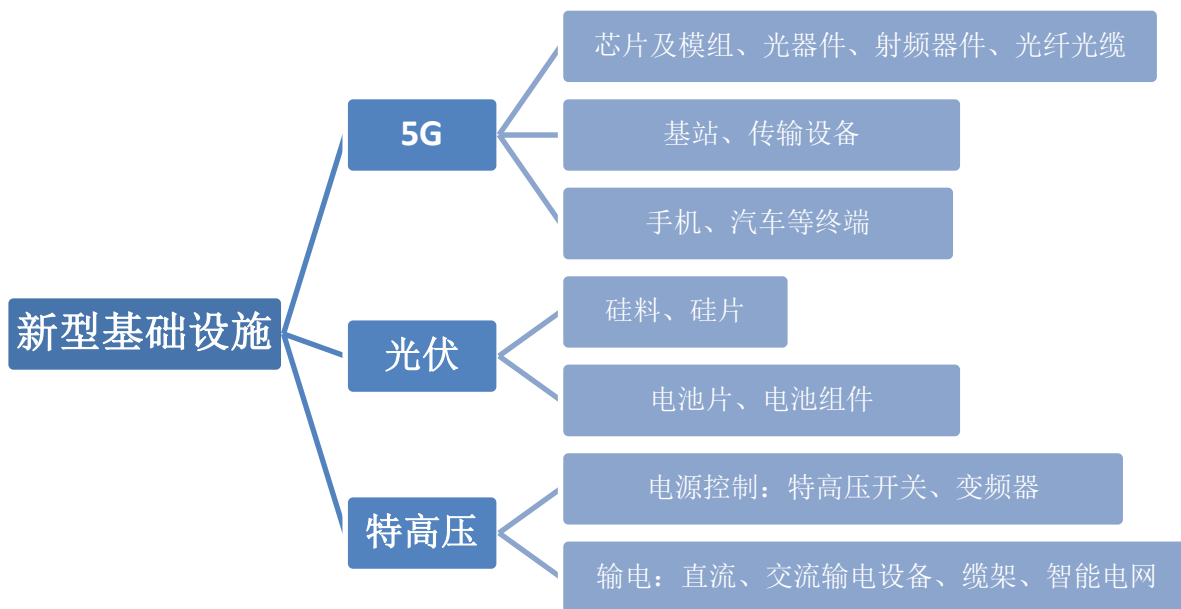
各制造业行业增加值增速（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

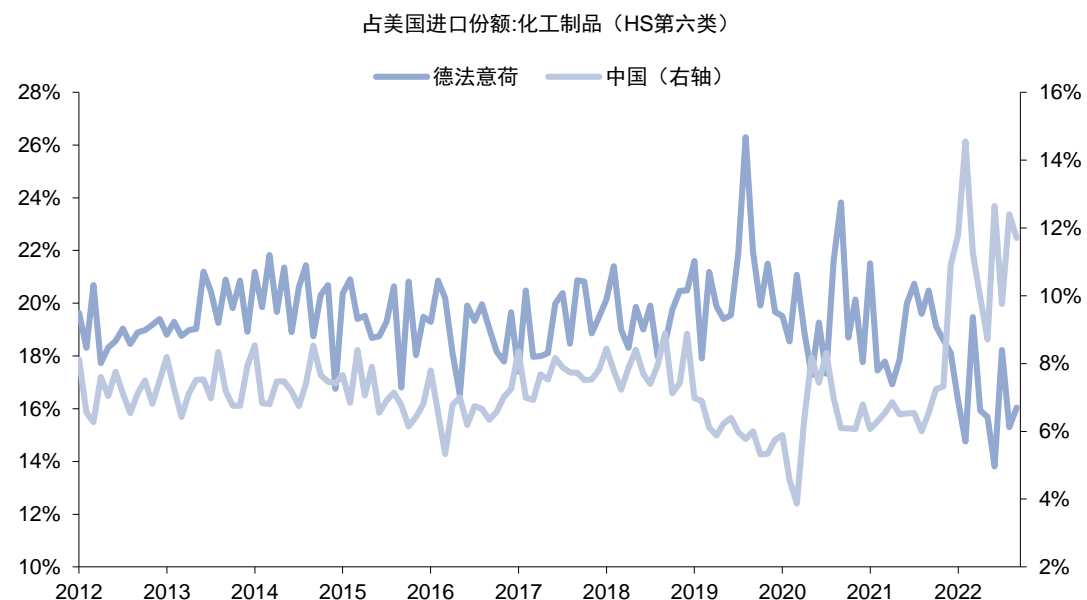
- 新型基础设施建设中的绝大多数产品来自高技术制造业，如5G、光伏、特高压设备、新材料等。
- 中国拥有更加低廉和稳定的能源成本，俄乌冲突和欧洲产业链转移影响下，中国FDI有望持续增加。

## 新型基础设施建设很大程度上依靠高技术制造业的产品



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 欧洲产业链转移在化工领域的体现（%， %）

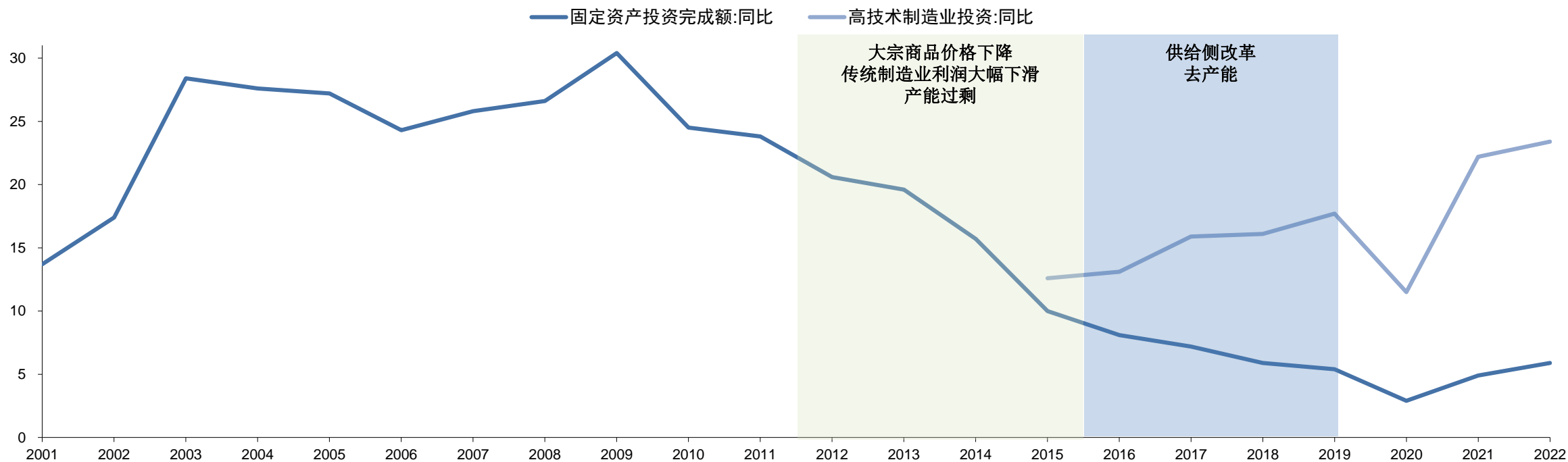


资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 新兴制造业正在开启新一轮朱格拉周期

- 从投资的角度来看，高技术制造业投资增速显著高于平均水平，并呈现逐年向上的趋势。
- 在高技术制造业的范畴以外，新能源和新能源车等代表着未来制造业方向的领域也大放异彩。

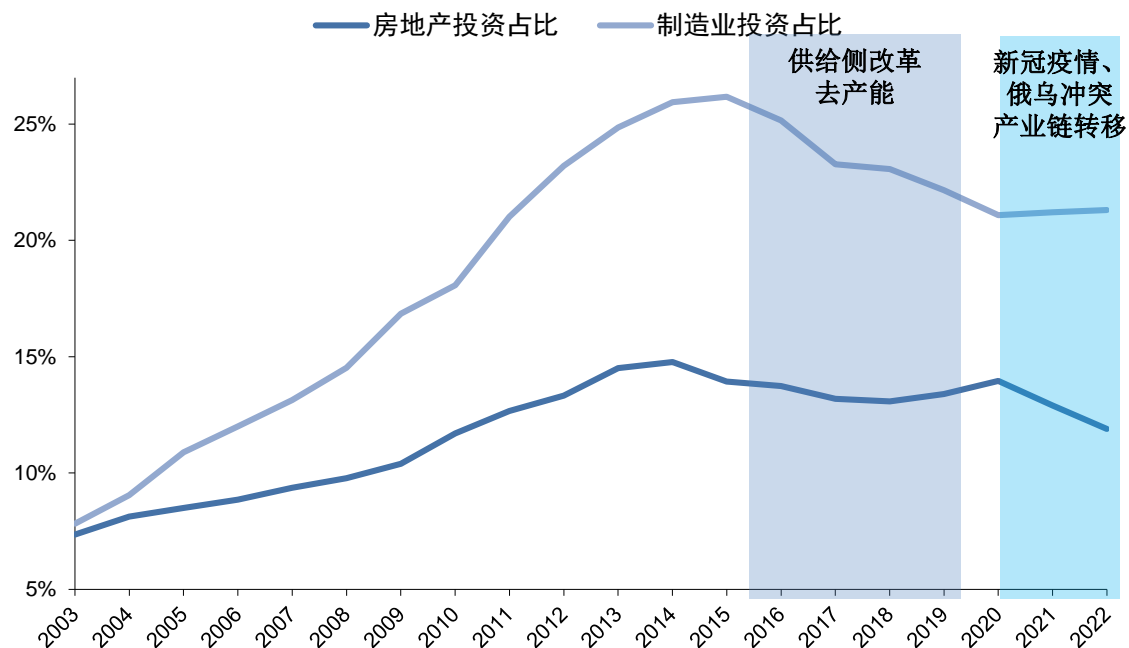
### 高技术制造业投资逐年增加（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2022年数据为1-10月累计同比增速

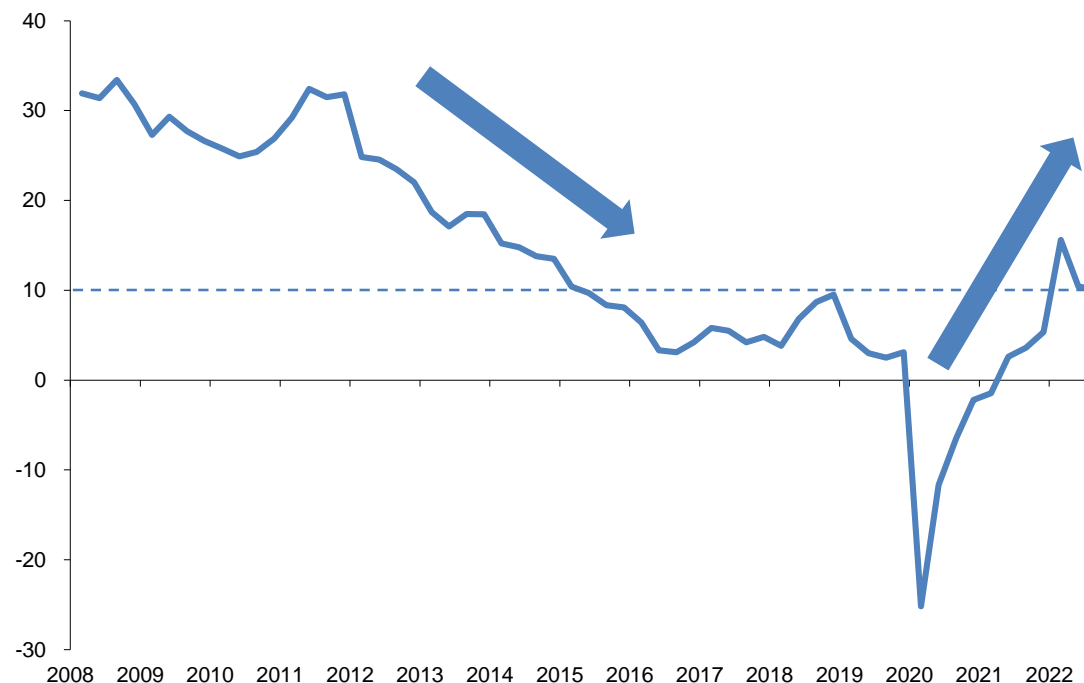
- 中国经济的周期引领者可能发生系统性切换，明年制造业投资有望保持近10%的高增长
  - 地产依靠其与金融、财政和上下游产业链的深度绑定，成为过去三十年中国经济周期的核心变量。
  - 随着大地产周期的落幕，以新兴制造业为代表的现代产业或将替代地产成为新的经济周期引领者。

### 地产和制造业投资占GDP的比重 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部估算 注: 2022年为估算值

### 制造业投资累计同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 2022年为1-10月的累计同比增速

## ■ 疫情仍是核心变量

- 疫情防控措施的优化将助力消费回暖。
- 但疫情本身的波折也值得关注，或将为明年带来不确定性。

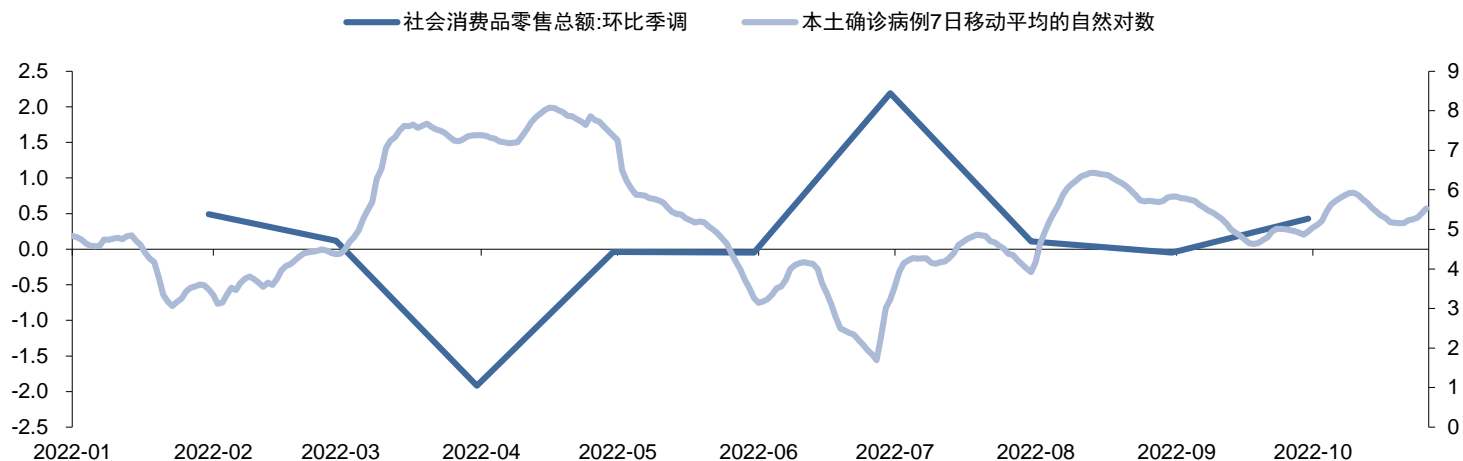
## ■ 政策支持消费的力度将有所增大

- 家电、汽车等耐用消费品补贴。
- 消费券能否发力？

## ■ 2023年社零增速展望：

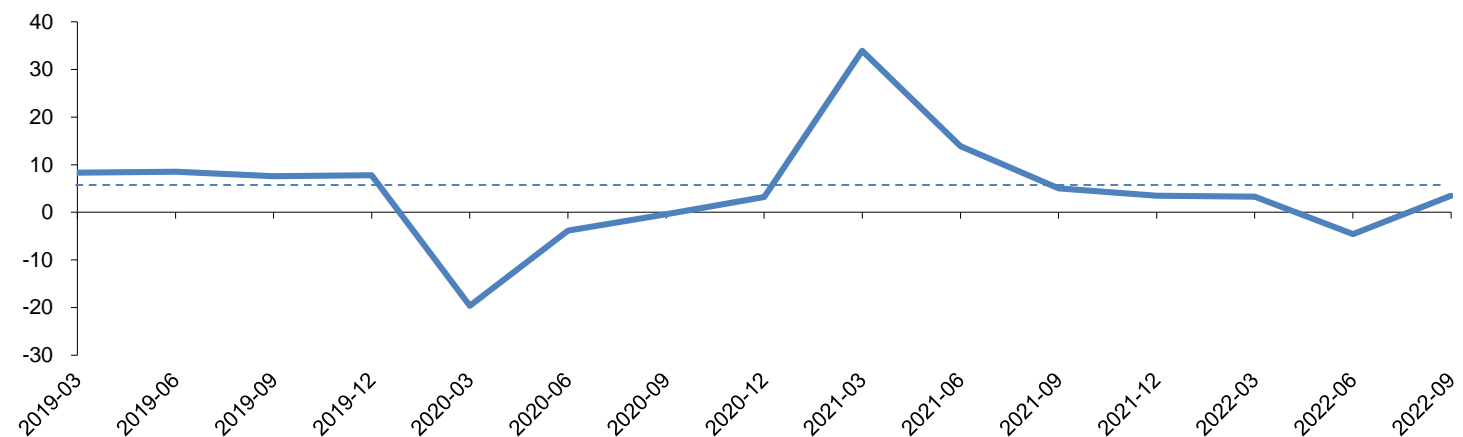
- 在低基数效应下，明年社零增速有望回升至6%左右。

### 疫情和消费的负相关关系（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

### 疫情前后的季度社零增速表现（%）

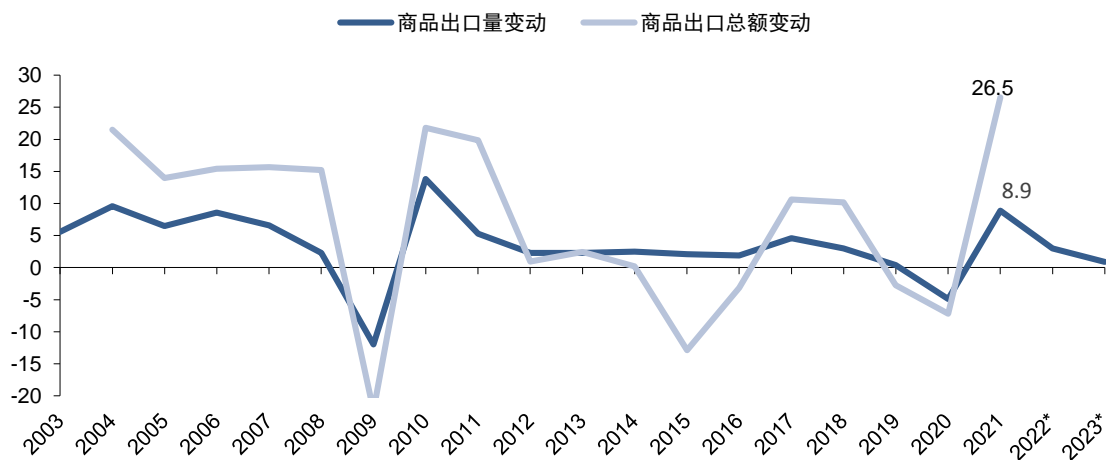


资料来源：Wind，中信证券研究部



- **外需或将趋势性下行，导致全球2023年的贸易量增长缺乏动能**
  - WTO在10月发布的报告显示，2023年全球贸易量预计将同比增长1%，较今年的预测水平（3.5%）进一步放缓。
  - 考虑俄乌冲突的不确定性以及发达经济体不断变化的货币政策，全球2023年的贸易量同比增速或在-2.8%至4.6%之间。
- **“贸易总额=贸易数量\*贸易价格”，明年出口价格的增长或将显著放缓**
  - 从WTO的全球贸易数据来看，2021年，商品出口量增长8.9%，商品出口总额同比增长26.5%，出口价格对去年出口的高增的贡献较大，预计2022年也是相同的情况。
  - 随着商品价格从高位回落，预计明年商品价格对出口的支撑或将显著放缓。

2021年全球出口高增，价格的贡献较大（%）



资料来源：WTO，中信证券研究部 注：2022、2023年为WTO预测数据

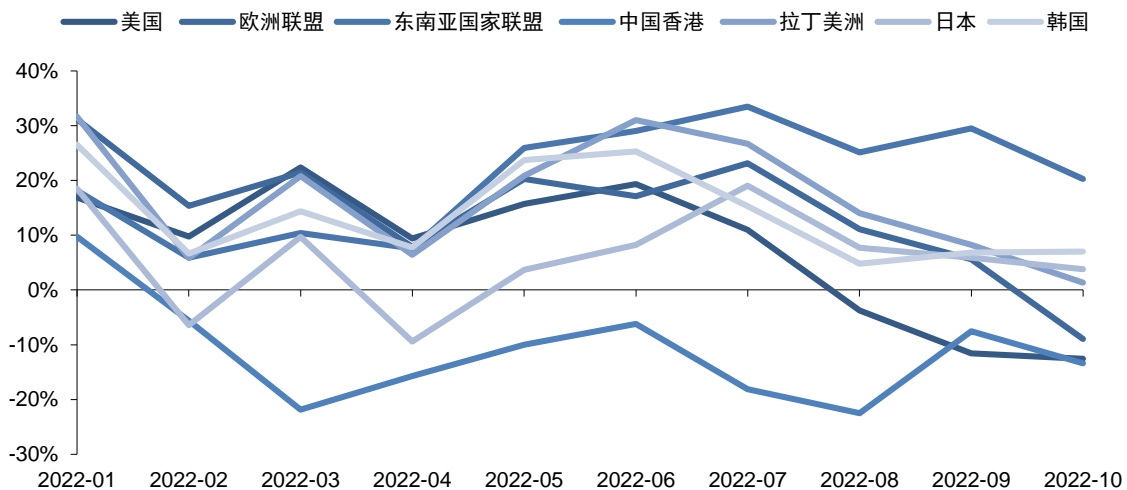
WTO对于各地区2023年的出口量增长预测情况（%）

	2018	2019	2020	2021	2022*	2023*
世界	3.00	0.40	-4.90	8.90	3.00	0.90
北美洲	3.90	0.40	-8.90	6.50	3.40	1.40
南美洲	0.60	-1.30	-4.90	5.60	1.60	0.30
欧洲	1.80	0.60	-7.80	7.90	1.80	0.80
独联体	4.10	-0.10	-1.70	0.50	-5.80	3.30
非洲	3.20	-0.40	-8.10	5.20	6.00	-1.00
中东	4.80	-1.30	-8.90	1.40	14.60	-1.50
亚洲	3.70	0.90	0.50	13.30	2.90	1.10

资料来源：WTO，中信证券研究部 注：2022、2023年为WTO预测数据

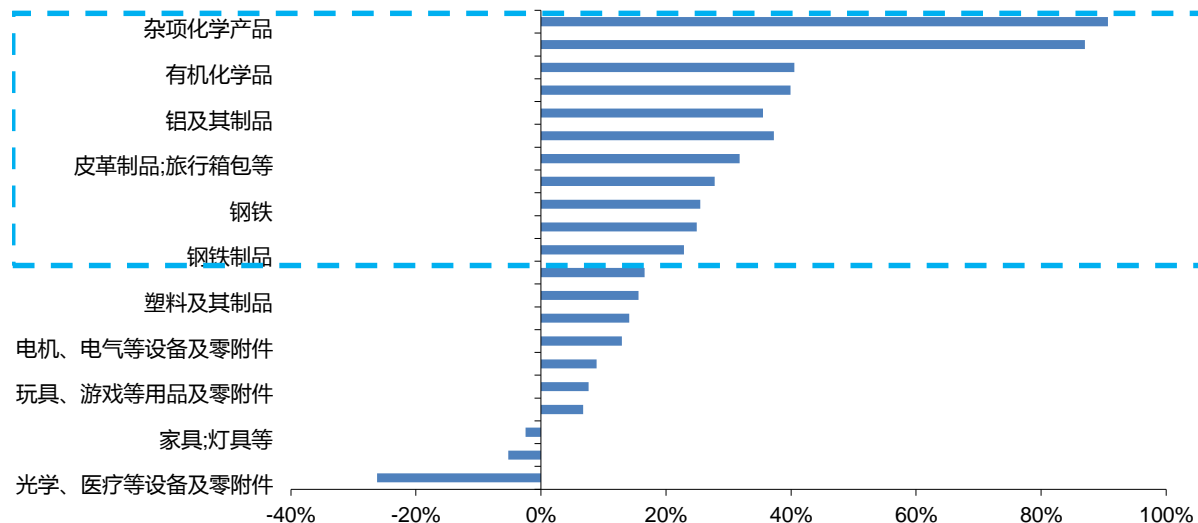
- 展望2023年，外需趋势性回落下，我国出口料将面临下行风险，但结构性亮点可期。预计2023年我国出口同比增速为-4%左右，进口增速为2%左右。
- 贸易伙伴维度：欧美外需低迷拖累我国出口表现，但RCEP带来一定贸易创造效应
  - 10月，中国大陆对美国出口同比增速录得-13%，已连续三个月读数为负；东盟仍是我国出口的重要支撑项，10月中国大陆对东盟出口同比增长20%，显示出RCEP对于我国和东盟等成员国之间的贸易创造效应在发挥作用。
- 出口商品维度：轻工产品与多数机电产品出口增速料将放缓，但对欧洲高耗能产业的替代产品有望实现亮眼表现
  - 今年以来，随着欧洲部分高耗能产业受到高能源成本的影响，我国化工制品出口已经体现出了一定的替代效应。自去年年底以来，美国从欧洲进口的化工产品份额有所下降，而从中国进口的化工产品份额快速上行。

中国大陆对欧美出口增速转负，对东盟出口持续高增（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：仅2021年的同比增速为较2019年同期的两年复合增速

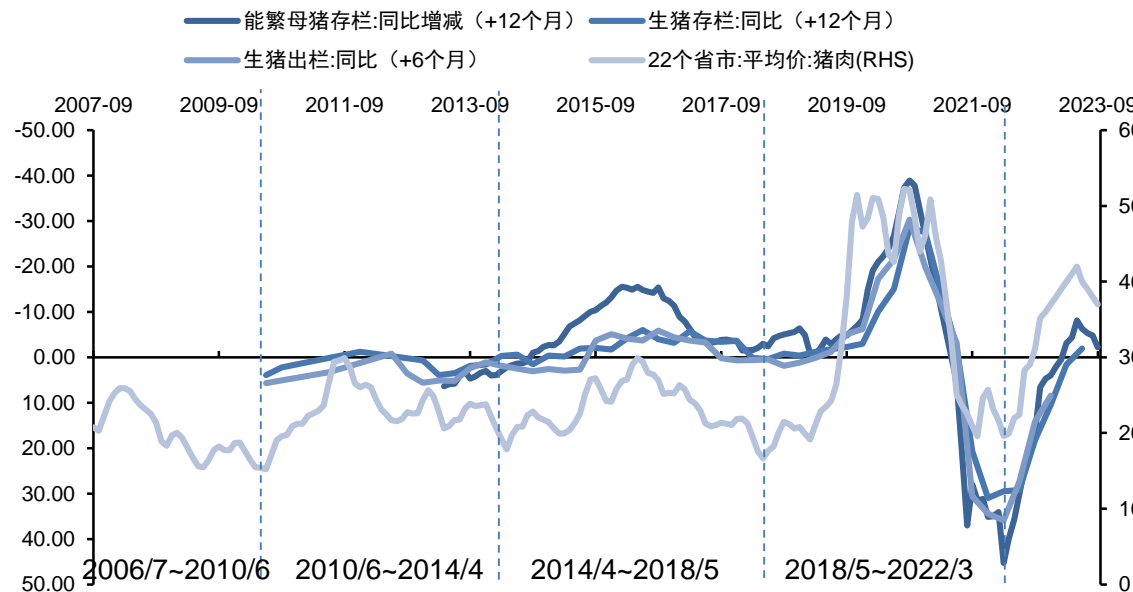
今年前三季度，化工、金属、纸、箱包、汽车等商品出口表现亮眼（%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

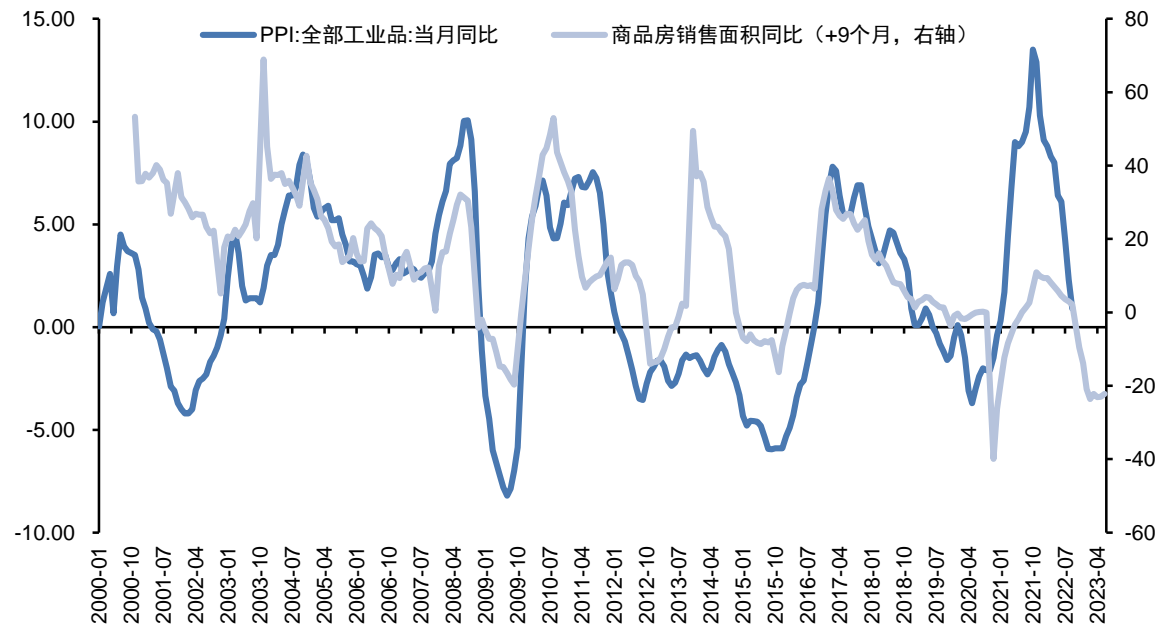
- 预计2023年上半年通胀面临CPI同比高位和PPI同比触底格局，下半年CPI同比回落而PPI同比回升
  - 猪价高点或在2023年年中至三季度：（1）猪周期中能繁母猪同比拐点领先猪价拐点约1年；（2）典型猪周期猪价上涨阶段持续1.5年左右。
  - 商品房销售面积同比领先PPI同比约9个月：（1）商品房销售面积同比于2022年5月触底，对应本轮PPI同比下行趋势或将于2023年2月前后迎来拐点。

### 猪周期：猪价高点或在2023年年中到三季度出现（%，元/公斤）



资料来源：Wind，中信证券研究部

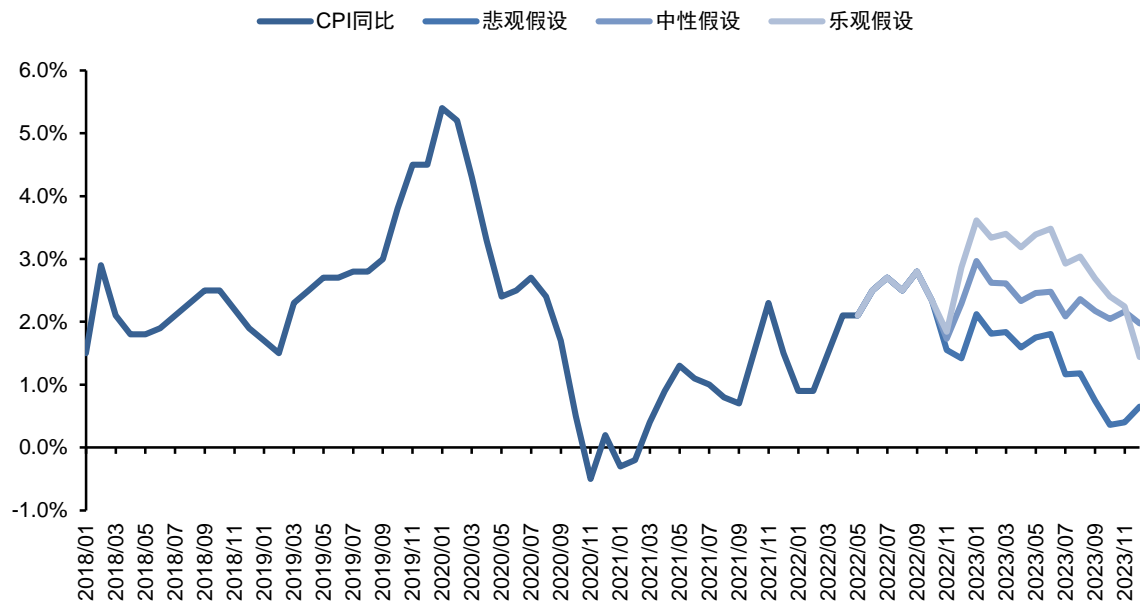
### 商品房销售面积同比领先PPI同比约9个月（%，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

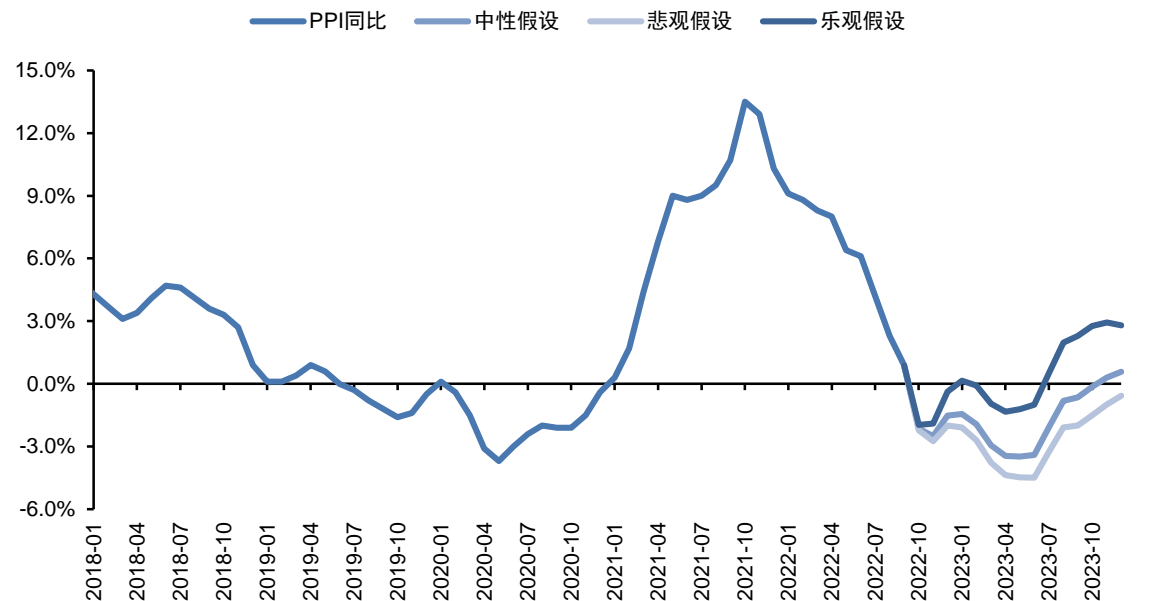
- 预计2023年上半年通胀面临CPI同比高位和PPI同比触底格局，下半年CPI同比回落而PPI同比回升
  - 2023年初CPI同比存在破3%乃至破4%风险，且预计上半年维持较高水平运行，下半年逐步回落，全年CPI同比2%左右。
  - 预计2023年一季度PPI同比触底，二季度或二次挺低，下半年则逐步回升，但是回升幅度有限，全年PPI同比或仍为负值。

### CPI同比展望



资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：2022年11月及以后的数据均为预测值

### PPI同比展望



资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：2022年11月及以后的数据均为预测值

# CONTENTS

## 目录

---

1. 全球宏观：哪些长期问题值得我们关注？
2. 国内经济：从地产周期到新兴制造周期
3. 政策组合：加强宏观政策协调配合，靠前发力稳经济
4. 大类资产展望
5. 风险因素

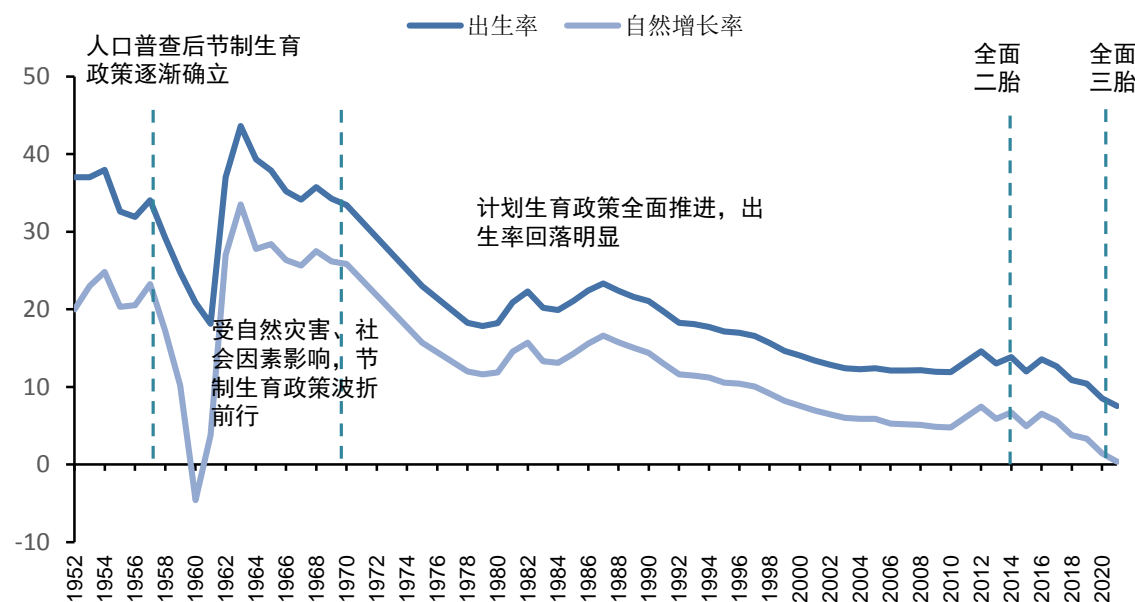
- 诸多因素导致宏观政策的基本逻辑发生变化，明年需要突破和创新
- 1、短期因素：三年疫情扰动导致预期和情绪偏弱、地产和城投的政策传导能力显著下降。
- 2、长期因素：少子化和老龄化、地缘政治冲突和逆全球化趋势。
- 3、过去以城投、地产作为政策传导媒介，对利率敏感 vs 未来转向消费、制造和服务业，对利率的敏感度下降

### 疫情冲击和地产下行导致地方政府财力下降 (%)

省份	2022年上半年 一般公共预算收入增长	2022年上半年 政府性基金收入增长	省份	2022年上半年 一般公共预算收入增长	2022年上半年 政府性基金收入增长
内蒙古	36.60%	-36.00%	山东	-8.20%	-
山西	28.60%	-	海南	-8.50%	1.40%
陕西	19.40%	-1.80%	辽宁	-9.20%	-
新疆	17.80%	-	湖北	-10.60%	-26.90%
江西	2.60%	-27.20%	广东	-11.40%	-
宁夏	-0.80%	-	贵州	-12.90%	-
安徽	-1.20%	-	重庆	-16.20%	-46.80%
黑龙江	-1.40%	-	广西	-16.60%	-44.40%
河南	-3.50%	-	江苏	-17.90%	-26.10%
四川	-3.80%	-	上海	-19.80%	-
福建	-4.10%	-35.00%	青海	-20.90%	-
甘肃	-5.70%	-41.80%	云南	-22.50%	-63.70%
浙江	-6.20%	-20.60%	西藏	-24.20%	-
河北	-6.70%	-24.60%	天津	-29.30%	-56.70%
湖南	-7.20%	-	吉林	-42.80%	-62.80%
北京	-8.10%	-			

资料来源：Wind，中信证券研究部

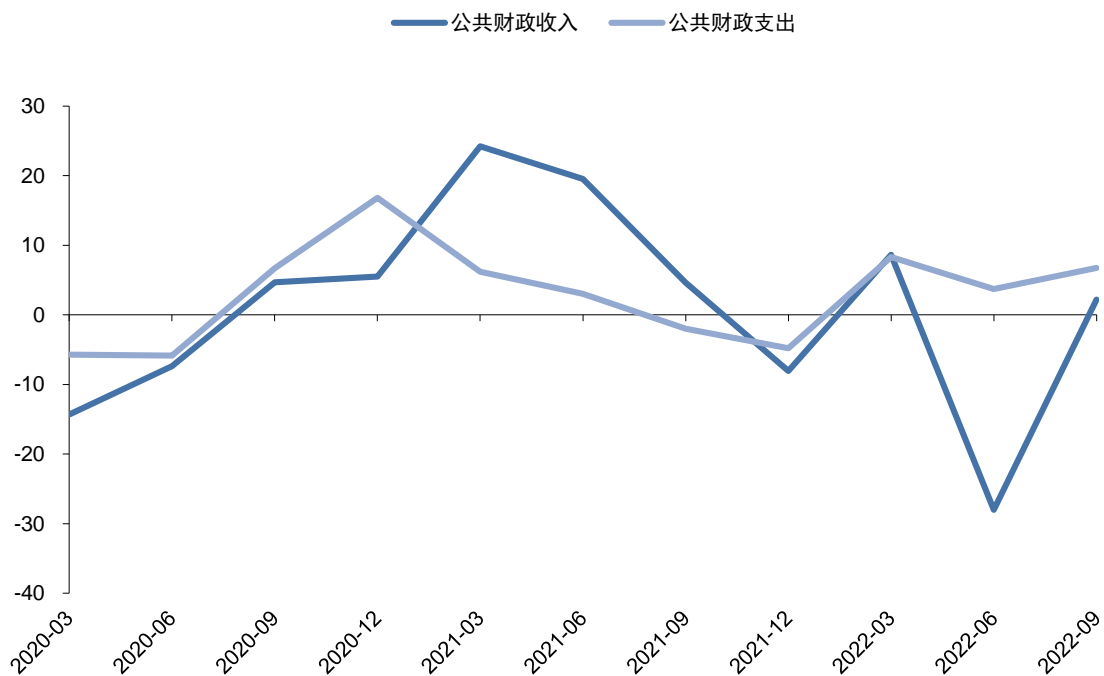
### 人口老龄化



资料来源：Wind，中信证券研究部

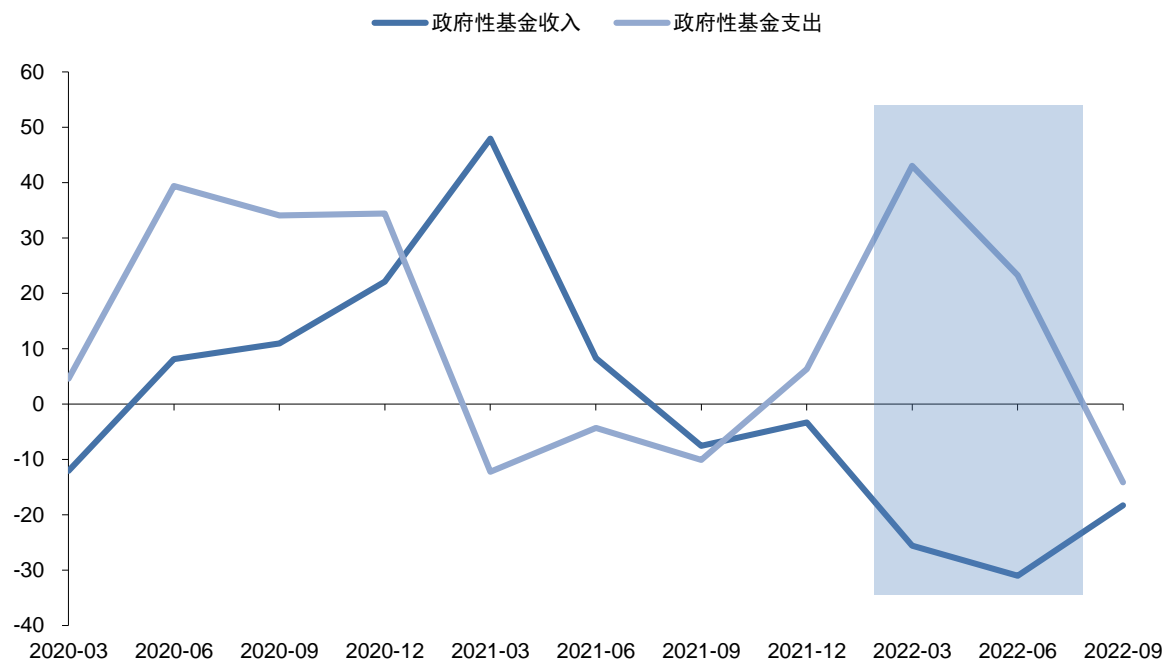
- **公共财政**：集中的大规模留抵退税和疫情冲击导致今年上半年税收收入大幅下降。
- **政府性基金**：土地财政收入的大幅下降削弱了政府性基金的来源。
- 一二季度财政缺口较大，三季度以后政策性金融工具的发力较好地弥补了预算内财政缺口

## 大规模留抵退税过后，公共财政收支缺口有所收敛（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 政策性金融工具发力缓和了政府性基金的缺口（%）

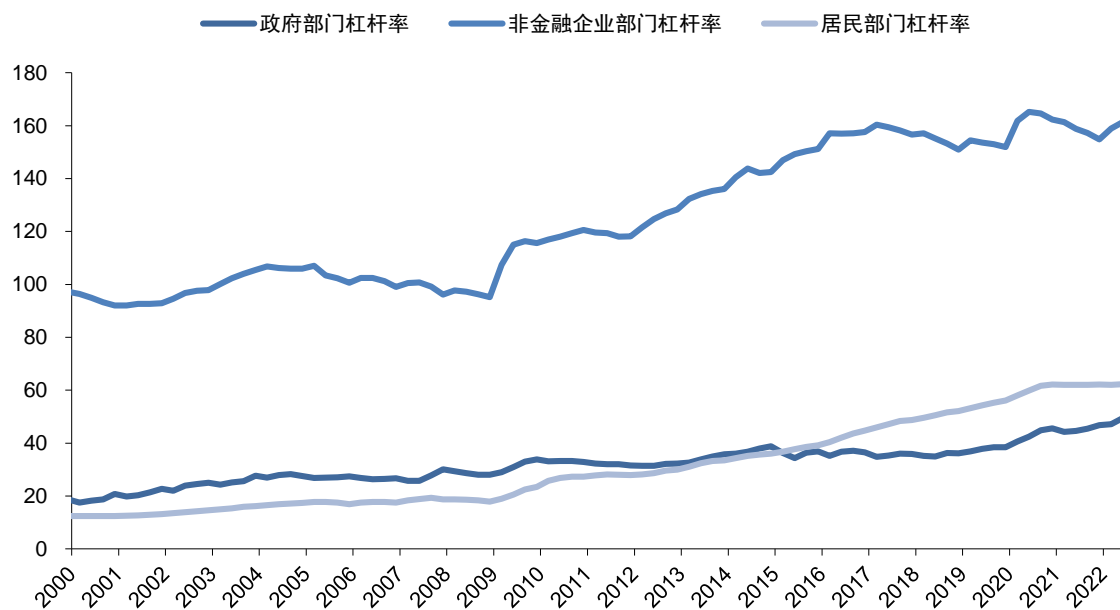


资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 政府加杠杆的必要性和可行性

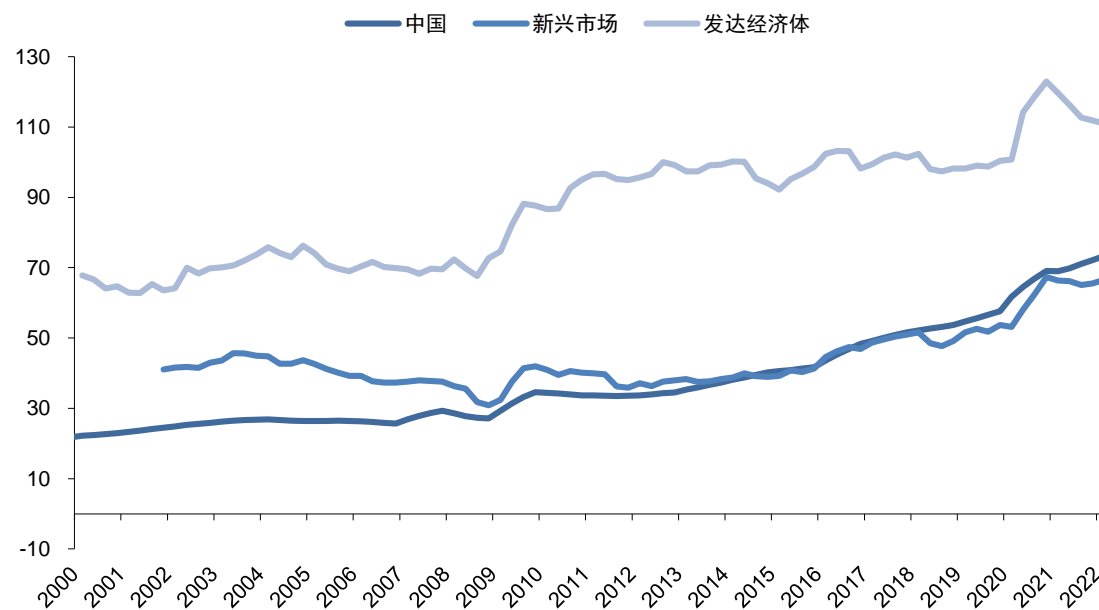
- 由于私人部门具有较强的顺周期特性，逆周期调节需要政府加杠杆。
- 中国的政府杠杆率水平与新兴市场平均水平大致相当，远低于发达经济体。

### 国内实体经济部门杠杆率 (%)



资料来源：Wind，社科院，中信证券研究部

### 政府杠杆率国际对比 (%)



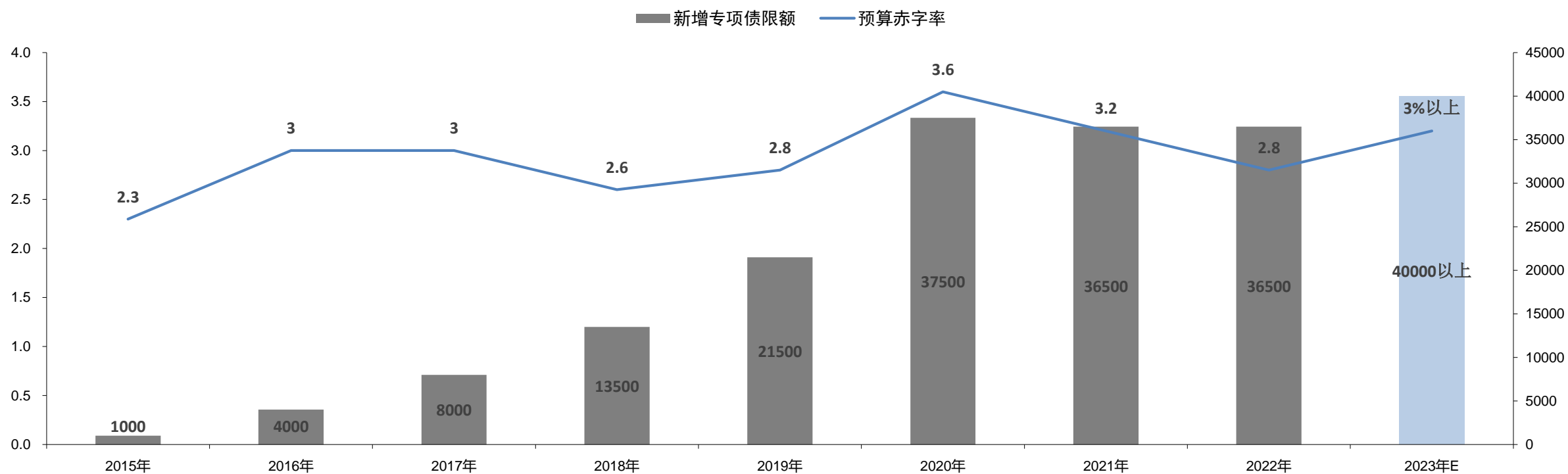
资料来源：Wind，BIS，中信证券研究部



## ■ 明年财政应当更加积极

- ▶ 预算赤字率：今年预算赤字率2.8%偏保守，明年或可突破3%。
- ▶ 地方政府专项债：专项债使用范围有所扩大，明年可能发行4万亿或更大规模的新增专项债。

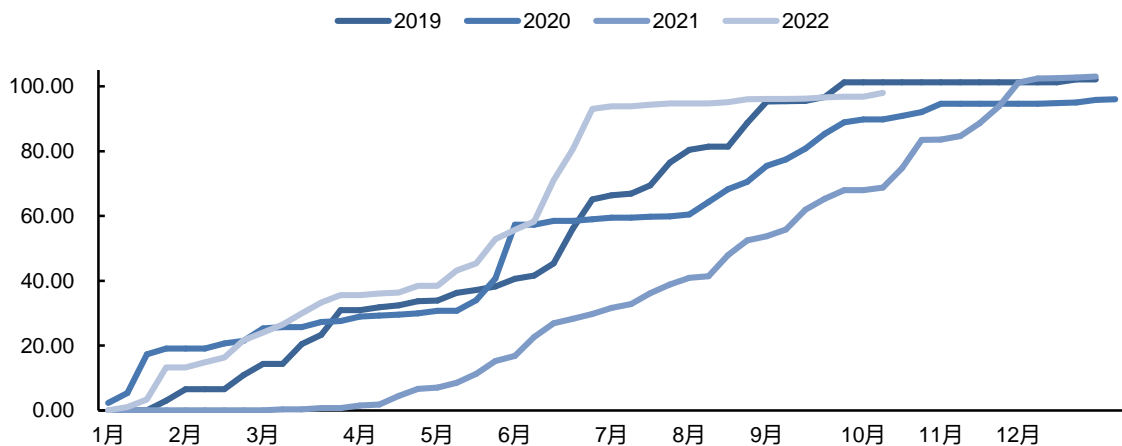
财政预算赤字率和新增专项债限额（%，亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

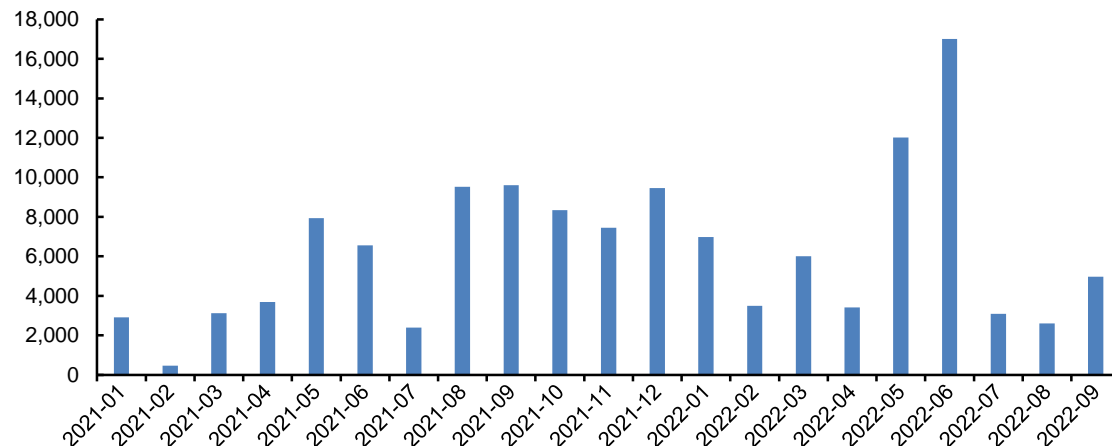
- **赤字规模和专项债规模或将增大，财政节奏依然保持前置。**
  - 2023年新增政府债券规模可能在8万亿元左右：结构上专项债规模可能在4万亿元左右或以上，赤字率3%以上。
  - 节奏上，考虑到目前经济仍处于修复阶段，专项债可能延续2022年发行前置的模式。
- **政策性金融工具加快落地，拉动配套贷款的杠杆作用较强**
  - 第二批3000亿元以上的资金投放和配套贷款落地更迅速，同时受地方隐性债务监管的约束更少，因此刺激投融资的效果会更显著。

### 地方专项债券累积发行规模占全年额度比例（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

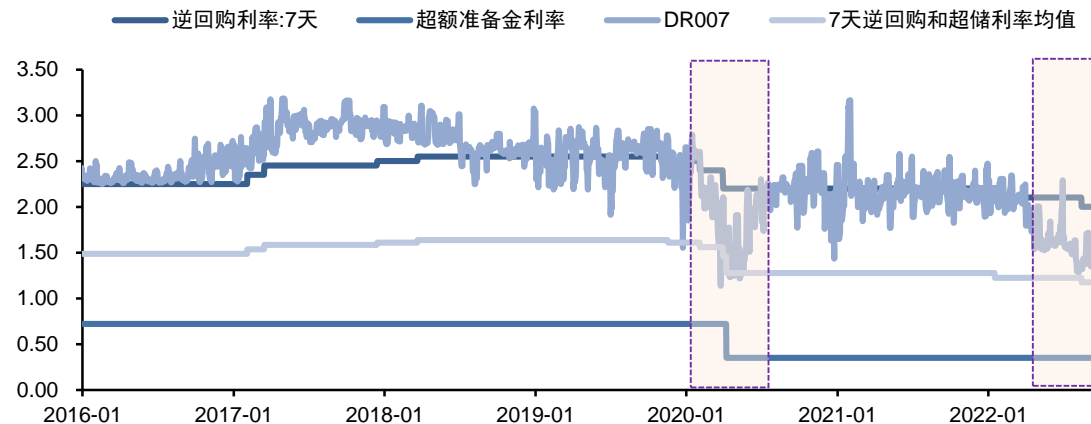
### 政府债净融资规模（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

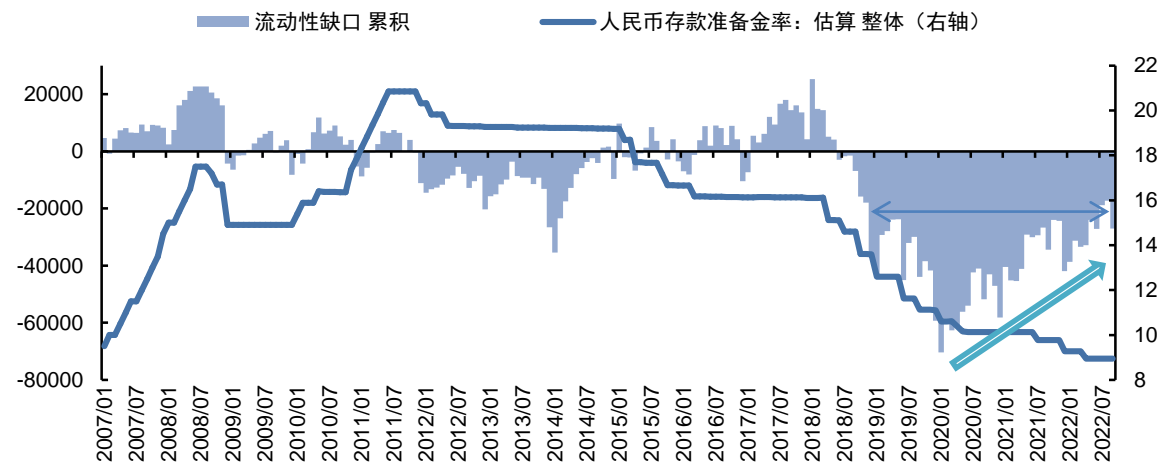
- 流动性水位下降，市场利率回归政策利率附近运行。
  - 2020H1、2022Q2~Q3资金利率大幅偏离政策利率：
    - (1) 疫情散点蔓延背景下货币政策稳市场预期；
    - (2) 基础货币大额投放、降准释放长期流动性。
    - (3) 财政退税释放流动性。
    - (4) 地产销售大幅下滑，信贷需求偏弱。
  - 上述因素消失后，货币市场利率将逐步向政策利率收敛。

### 资金利率和政策利率终将收敛（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

### 流动性盈余逐渐收敛（亿元，%）

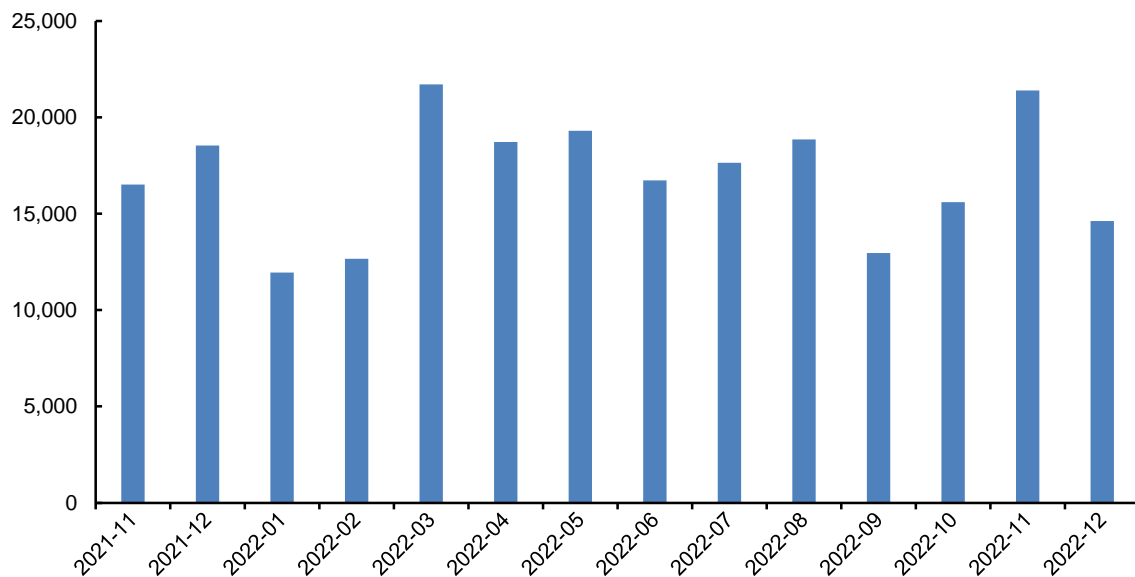


资料来源：Wind，中信证券研究部估算，负值表示流动性盈余

## ■ 银行间流动性盈余逐步收敛，同业存单利率将趋于上行

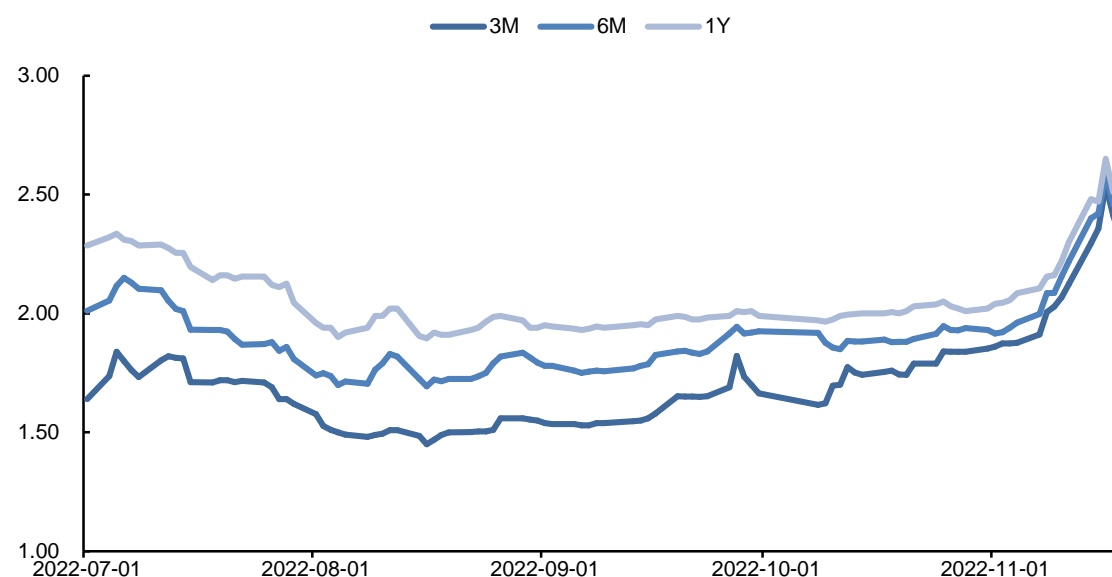
- 经我们估算，当前银行间流动性盈余水平已经逐步收敛至2018~2019年水平并有继续收敛的趋势。
- 同业存单利率以1年期MLF利率为锚，预计1年期同业存单利率将上行至2.5%以上，不排除突破MLF利率的可能性。

### 同业存单各月到期规模（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

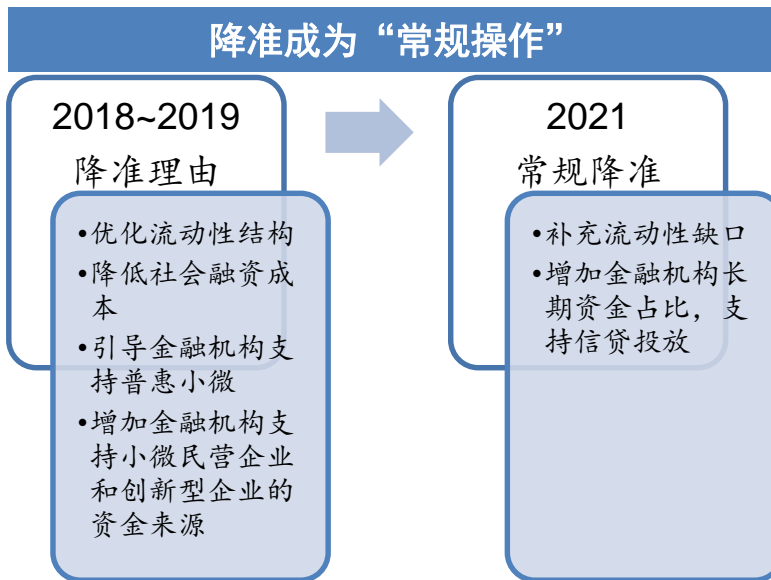
### 不同期限AAA级同业存单到期收益率（%）



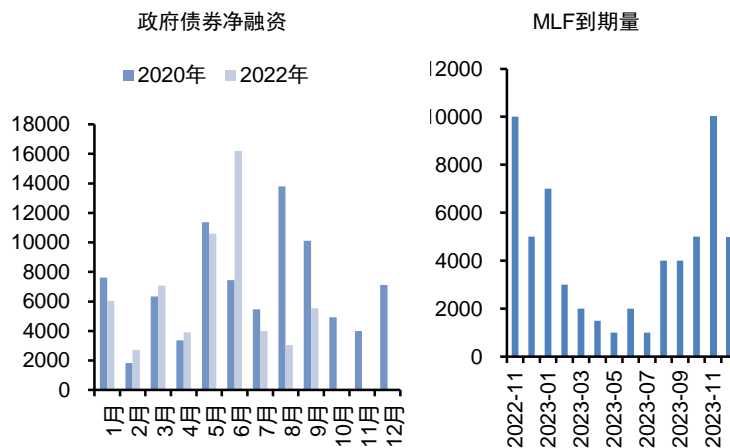
资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 降准成为“常规操作”

- ▶ **补充流动性缺口：**假设全年贷款增速在10%~11%，对应需要缴准金额为存款增量X8.1%，约2万亿~2.3万亿，对应2次降准共0.75%~1%。
- ▶ **新增再贷款额度等结构性：**如果部分置换8月~12月MLF，则可能增加一次降准空间。
- ▶ **降准时点可能在Q1或Q4：**（1）政府债券发行密集期；（2）逆周期政策加力阶段；（3）MLF集中到期阶段。



### 专项债集中发行MLF集中到期



资料来源：Wind，中信证券研究部

### 历史降准周期梳理

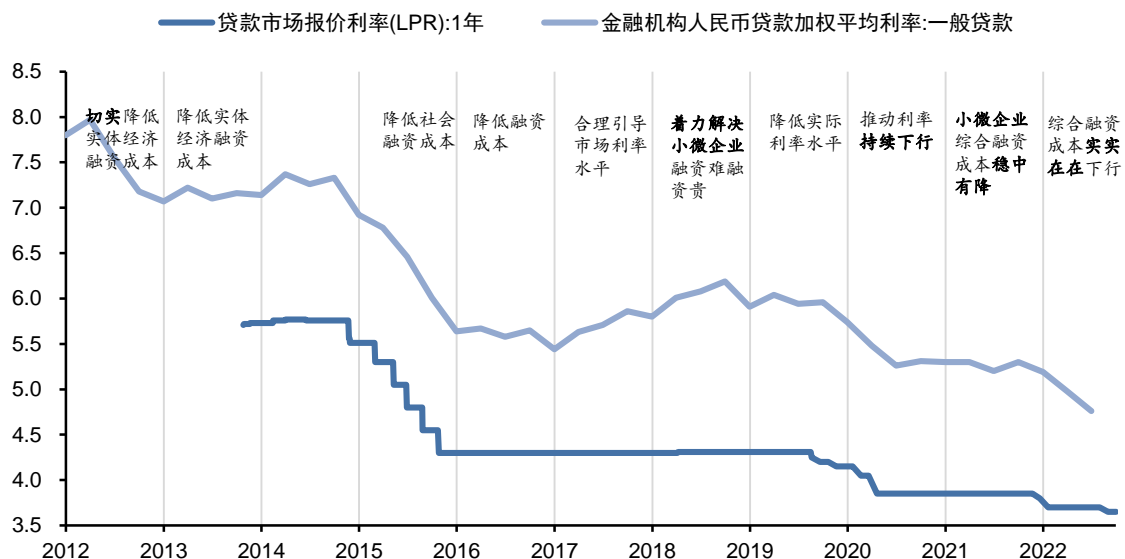
货币宽松区间	降准落地时间	幅度
2008.9~2008.12	2008.9.25	-1.00%
	2008.10.15	-0.50%
	2008.12.5	-2.00%
	2008.12.25	-0.50%
2011.12~2012.7	2011.12.5	-0.50%
	2012.2.24	-0.50%
	2012.5.18	-0.50%
2014.11~2016.3	2015.2.5	-0.50%
	2015.4.20	-1.00%
	2015.9.6	-0.50%
	2015.10.24	-0.50%
	2016.3.1	-0.50%
2018.4~2020.5	2018.4.25	-1.00%
	2018.7.5	-0.50%
	2018.10.15	-1.00%
	2019.1.15/2.15	两次共-1%
	2019.5.15	对中小银行实行较低存款准备金率，分三次实施到位
	2019.9.16	-0.50%
	2020.1.6	-0.50%
2020.3.6	定向降准-0.5%~-1%	
2021.7~	2020.4.15	中小银行定向降准-1%，分两次实施到位
	2021.7.15	-0.50%
	2021.12.15	-0.50%
	2022.4.15	-0.25%

资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

## ■ 降成本目标坚定，海外制约缓解。

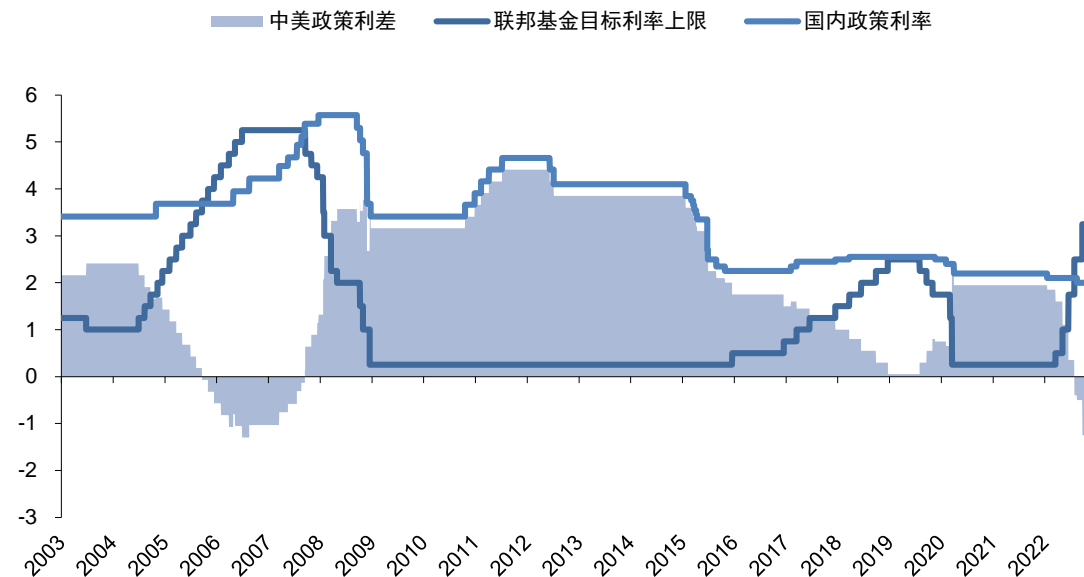
- 2022年政策利率降息受制于以美联储为代表的海外快速加息潮，预计2023Q1美联储停止加息后，国内降息约束缓解。
- 降成本并不局限于小微企业，企业综合融资成本下行要求下仍需引导LPR下调。
  - 进一步发挥存款利率市场化调整机制作用，降低银行负债成本，压缩MLF和LPR利差；
  - OMO/MLF利率主动降息。

### 降成本仍将是疏通货币政策传导机制的主要目标 (%)



资料来源：Wind，历年政府工作报告，中信证券研究部

### 中美货币政策分化将收敛 (%， bps)



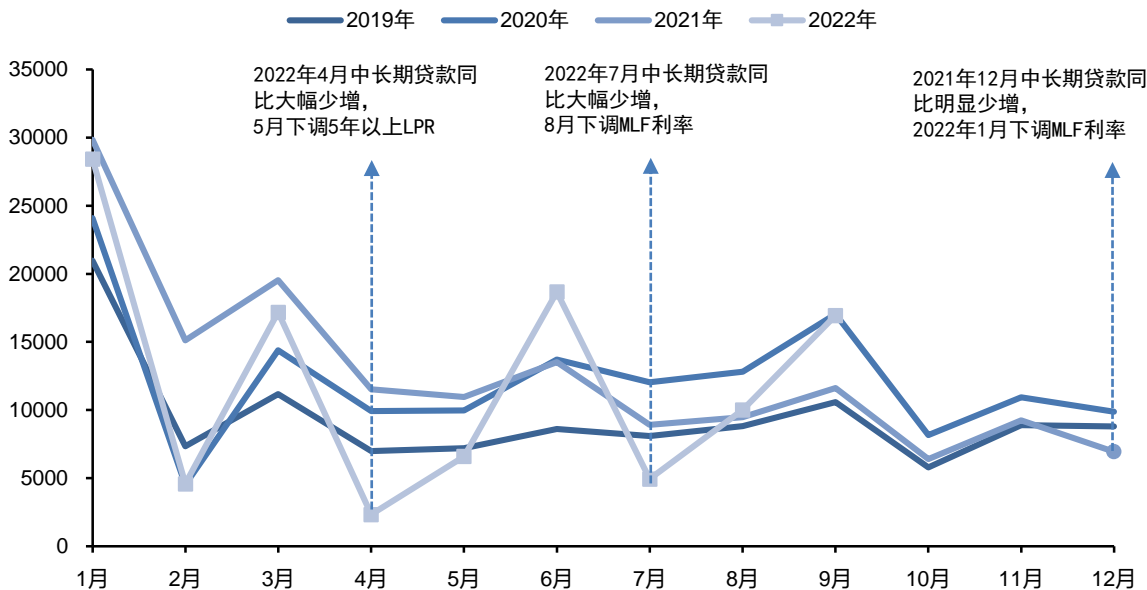
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：上图的时间范围内中国的政策利率由贷款/存款基准利率切换为OMO/MLF利率，图中的国内政策利率以7天OMO利率为基准，在OMO利率作为政策利率之前，其变化根据1年期贷款基准利率的变化进行调整。

## ■ 降息以宽信用

➢ MLF降息的目的在于促进宽信用，核心在于降LPR，尤其是5年以上LPR以引导房贷等中长期贷款增长。

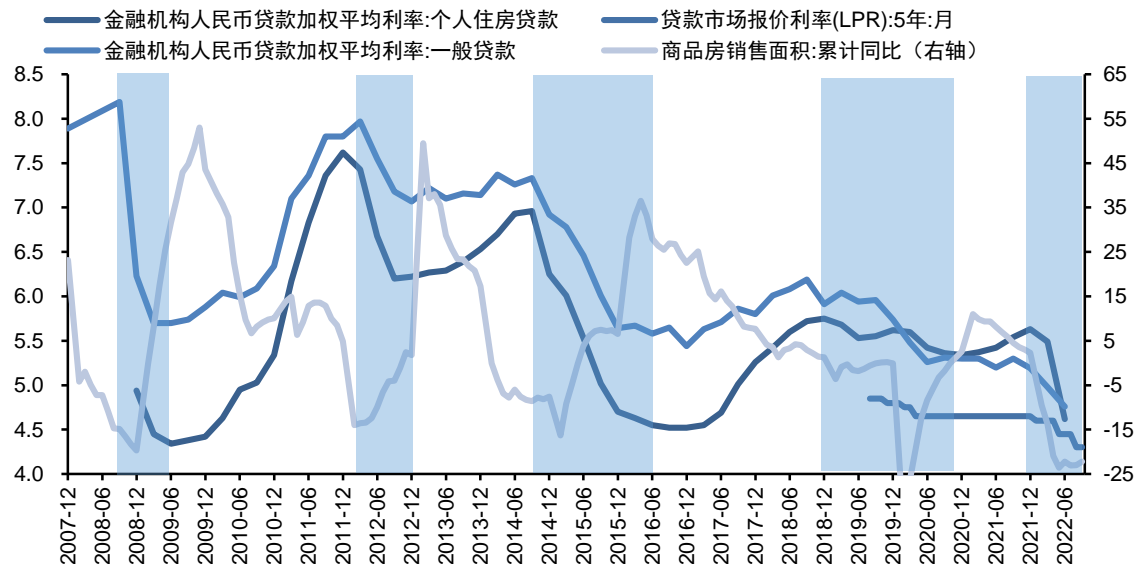
- 2022年以来MLF降息或单边下调LPR均在当月信贷同比大幅少增的次月，预计2023Q3是MLF降息窗口期，幅度为10bps。
- 进一步发挥存款利率市场化调整机制作用，降准累积的降低银行负债成本效果，体现为压缩MLF和LPR利差，预计前期降准和存款利率市场化改革效果叠加可能引导1年/5年以上LPR下调5bps~10bps。

### 降息以宽信用：新增中长期贷款（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

### 房贷利率下调以稳定商品房销售（%， %）



资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 继续用好结构性货币政策工具，突出金融支持重点领域

- 持续支持“三农”、小微企业发展。
- 运用好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、设备更新改造等专项再贷款。

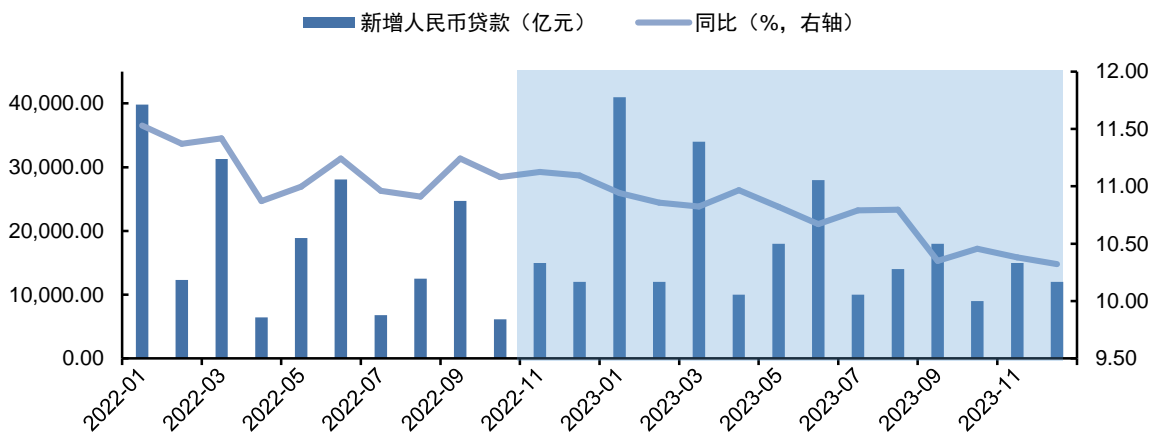
结构性货币政策工具情况表（截至2022年9月末）

工具名称		支持领域	发放对象	利率 (1年期)	额度 (亿元)	余额 (亿元)
长期 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	5587
	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	13863
	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%（6M）	7050	5449
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	127
	抵押补充贷款	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程	开发银行、农发行、进出口银行	2.40%	/	26481
	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	2469
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁资源高效利用、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	578
	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	800
	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	4
	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	103
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	21家全国性金融机构	1.75%	2000	0	
合计						55461



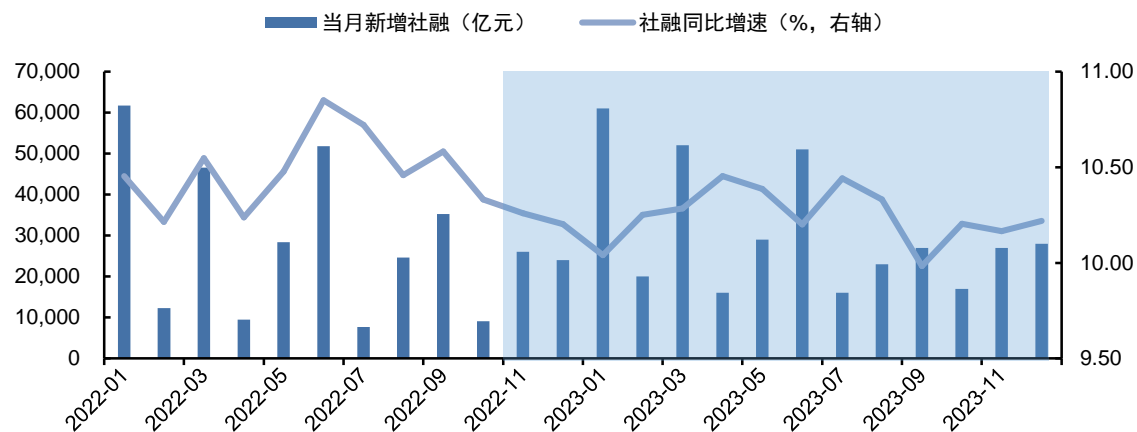
- 预计再贷款等结构性货币政策工具的效果将延续至2023年初，上半年信贷增长可能会有超季节性表现。
  - 降成本和宽信用目标下，后续LPR报价仍有下调空间，且非对称下调概率更高；
  - 2023年全年新增人民币贷款规模有望超过22万亿元，且发行节奏上更多集中在上半年，一季度信贷或迎来“开门红”
- 社融同比增速高点预计出现在2023年上半年，预计全年社融增量约为36-37万亿
  - 社融同比增速预计前高后低，高点出现在一二季度交接之际，预计在10.4%附近，年末落在10.1-10.2%区间可能性较大。
- 个别月份受到基数效应影响，读数可能出现波动。

### 新增人民币贷款规模及同比增速预测（亿元，%）



资料来源：wind，中信证券研究部预测（蓝色阴影部分为预测值）

### 新增社会融资规模及同比增速预测（亿元，%）



资料来源：wind，中信证券研究部预测（蓝色阴影部分为预测值）

# CONTENTS

## 目录

---

1. 全球宏观：哪些长期问题值得我们关注？
2. 国内经济：从地产周期到新兴制造周期
3. 政策组合：加强宏观政策协调配合，靠前发力稳经济
4. 大类资产展望
5. 风险因素

- 外因和内因对股债的不同影响：股债同向vs股债跷跷板
  - 外因：美元指数大涨和人民币快速贬值的时期，股债同向下跌。
  - 内因：疫情、防控政策和地产政策的预期变化引起股债跷跷板。

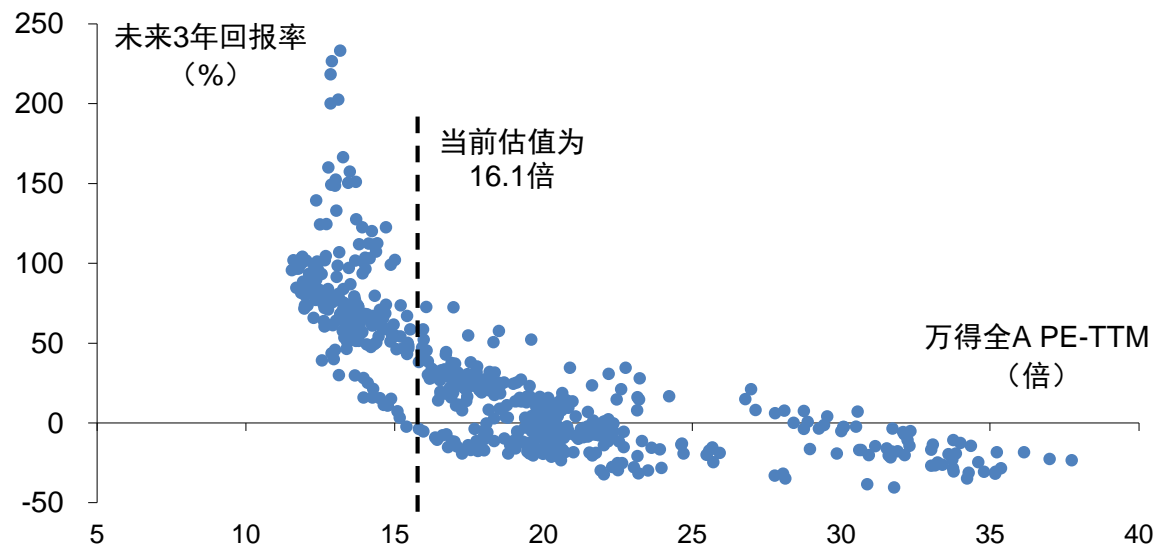
## 今年以来上证综指和国债期货走势



数据来源：Wind，中信证券研究部

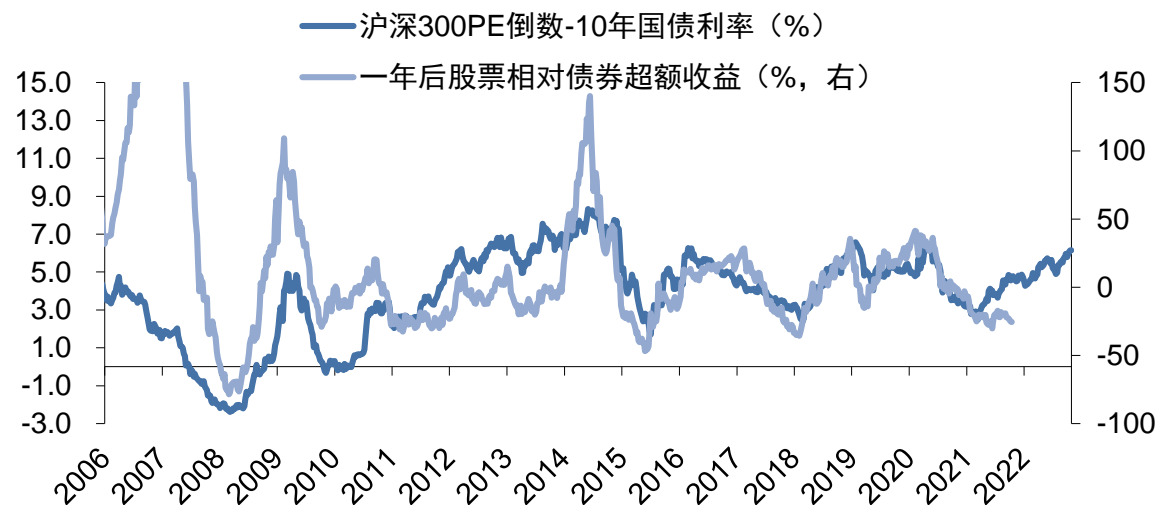
- 当前估值水平显示做多A股的中长期（1~3年）盈亏比很高
  - 绝对估值：万得全A静态估值处于过去10年的26.8%分位数，沪深300为20.3%，中证500为14.8%，中证1000为9.5%。
  - 相对估值：沪深300股权风险溢价（股债性价比）达到6.7%，为过去10年87.2%分位数，达到过去3年2倍标准差上沿。
- 若市场针对经济的预期转暖，则做多权益资产的胜率将明显提高，需观察政策信号

### A股估值水平反映未来3年取得正收益概率很高



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：2008年4月至2019年10月的周度数据

### 股债性价比处于2015年以来的极值位置



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：超额收益使用沪深300指数和中债新综合财富指数计算

- 经济复苏和宽信用过程难以一帆风顺，明年股票市场的波动和分化可能增大
  - 疫情防控政策调整激发了市场的做多热情，但仍然需要数据验证，情绪带来的上涨空间可能相对有限。
  - 疫情放开和内生动能的修复并不会一蹴而就，未来一年可能会有一些摩擦和反复，市场情绪将随之波动。
  - 地产龙头开发商及其上下游产业链、消费和金融板块具有波段性机会。

### 经济和市场关系发生变化（点，%）



资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 2021年GDP增速为两年平均增速

### 宽信用和权益资产的相关性较高（%，%）



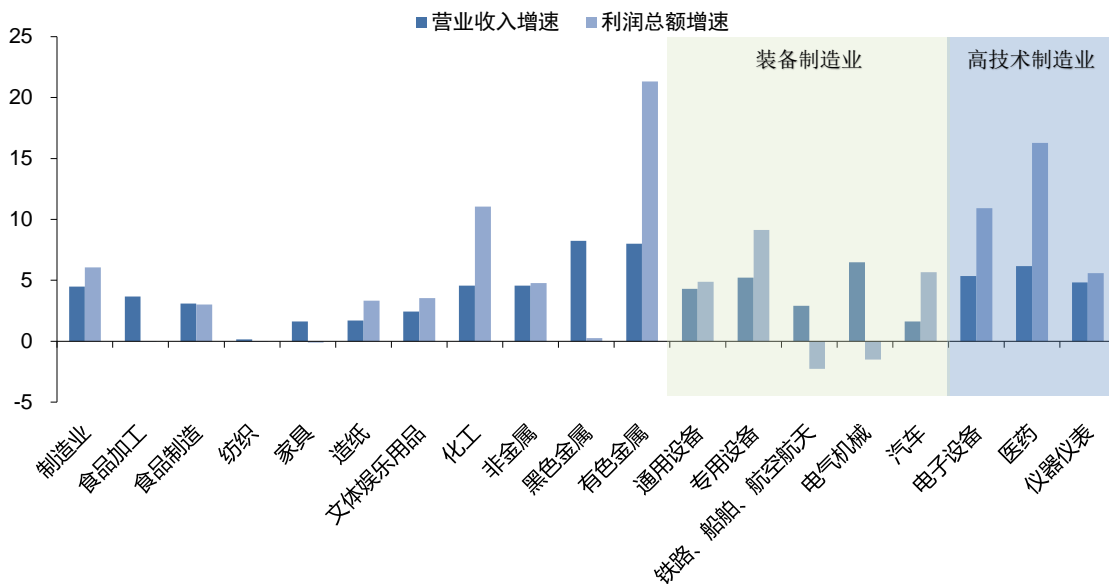
资料来源: Wind, 中信证券研究部

## ■ 新兴制造业周期

- 科技含量高、涉及国家安全的高端制造业：半导体、信创、国防军工等。
- 对欧洲产业链的转移和替代：化工、电气设备、机械设备、汽车及其零部件等。

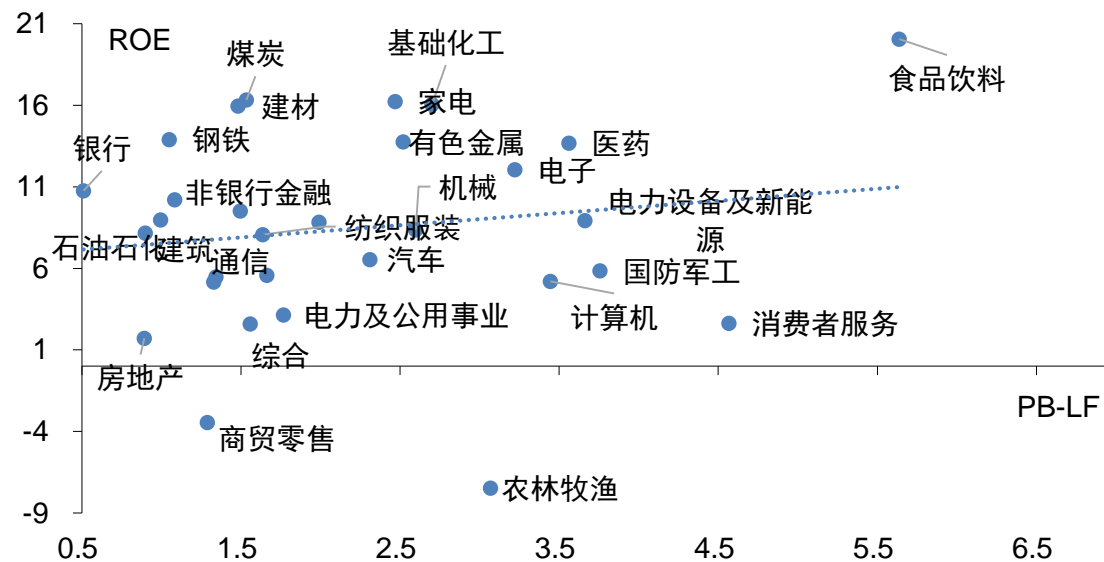
## ■ 绿色发展：新能源中的光伏、风电、储能、电网，新能源汽车及其零部件等。

主要制造业行业近三年营收和利润年化增速（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

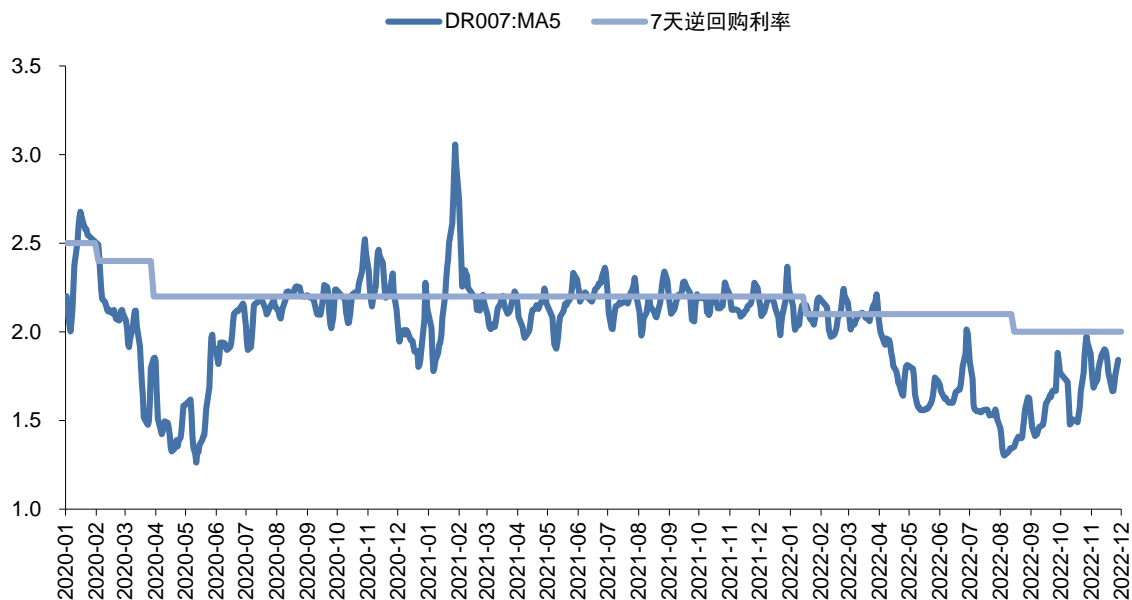
主要行业估值与盈利水平（倍，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

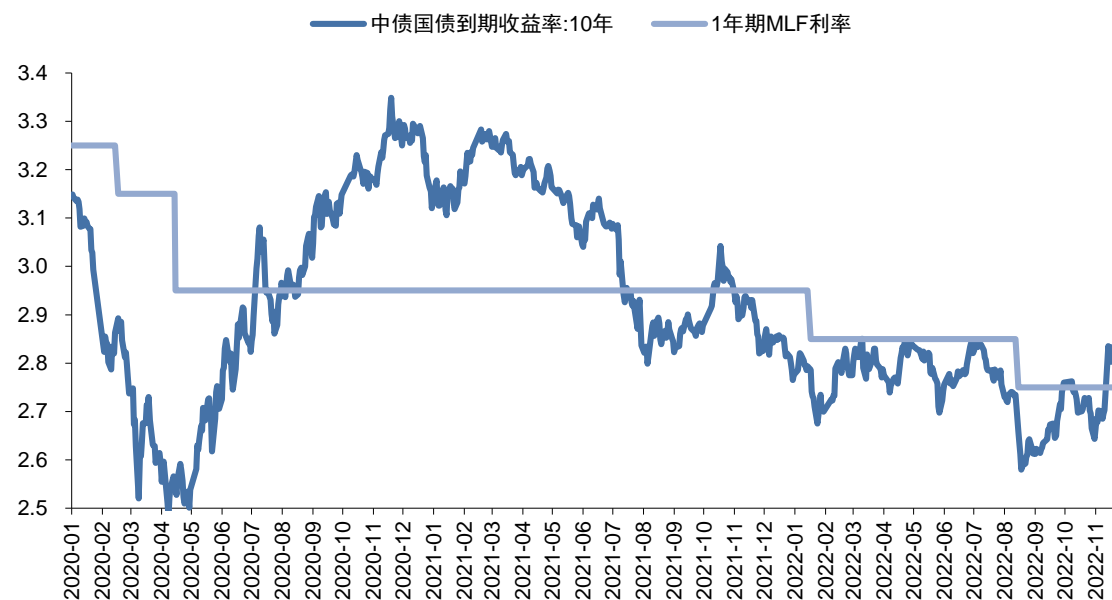
- 预计明年年初的宽财政、宽信用政策信号推动利率上行，下半年宽货币引导利率回落
  - 2023年上半年，预计经济增长动能回升，社融增速上行，总量和结构性货币政策并用阶段宽信用效果显现，利率趋于震荡上行，高点或2.9%（MLF利率+15bps）
  - 2023年下半年，预计外需走弱风险加大，经济内生动能趋弱，叠加社融增速回落，政策目标转为宽货币，利率趋于回落，低点或2.5%（MLF利率-15bps）

### DR007和7天逆回购利率（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

### 10年期国债利率和MLF利率（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 信用债期限利差情况

期限利差	5-3Y			5-1Y			3-1Y		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
当前水平	40	45	53	92	100	111	52	56	58
较年初变化	7	3	-2	39	38	25	32	35	27
历史分位数	64%	60%	74%	71%	68%	60%	67%	52%	75%

资料来源：Wind，中信证券研究部

- 2022年以来信用债整体利差收窄明显。
  - 主要板块信用债均处于3%分位数以下水平。
- 长久期信用债利差或将继续维持较高水平。
  - 今年以来信用债热度并未缩减，叠加“资产荒”导致市场对于信用资产的争抢。

## 信用利差能否突破历史？

	当前水平			较月初变动(bp)			历史中位数			当前水平历史分位		
	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
AAA+	41.05	39.62	54.78	3.43	0.7	-1.8	93.04	98.65	104.55	3.80%	2.00%	2.80%
AAA	46.67	50.28	67.8	3.23	2.2	-0.29	99.82	108.34	114.45	4.70%	3.80%	6.40%
AA+	57.41	67.14	84.72	3.21	3.22	0.7	123.83	141.08	155.76	2.80%	3.10%	1.00%
AA	66.41	86.14	134.72	7.21	-0.78	-5.3	147.93	172.6	198.02	1.90%	1.00%	3.10%

资料来源：Wind，中信证券研究部

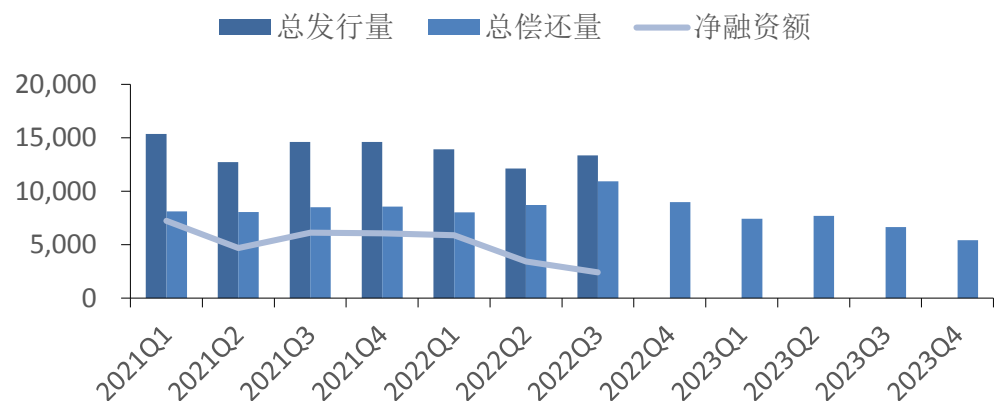


## 城投到期压力在降低

	总发行量(亿元)	总偿还量(亿元)
2025年	-	33,100.54
2024年	-	28,456.94
2023年	-	28,340.76
2022年	45,293.13	37,503.19
2021年	56,938.57	33,066.09
2020年	45,101.16	22,143.77
2019年	30,864.79	18,434.32
2018年	20,228.03	16,082.83
2017年	17,090.13	11,675.15

资料来源：Wind，中信证券研究部，2022年发行为截至11月25日数据

## 城投债季度融资规模（亿元）



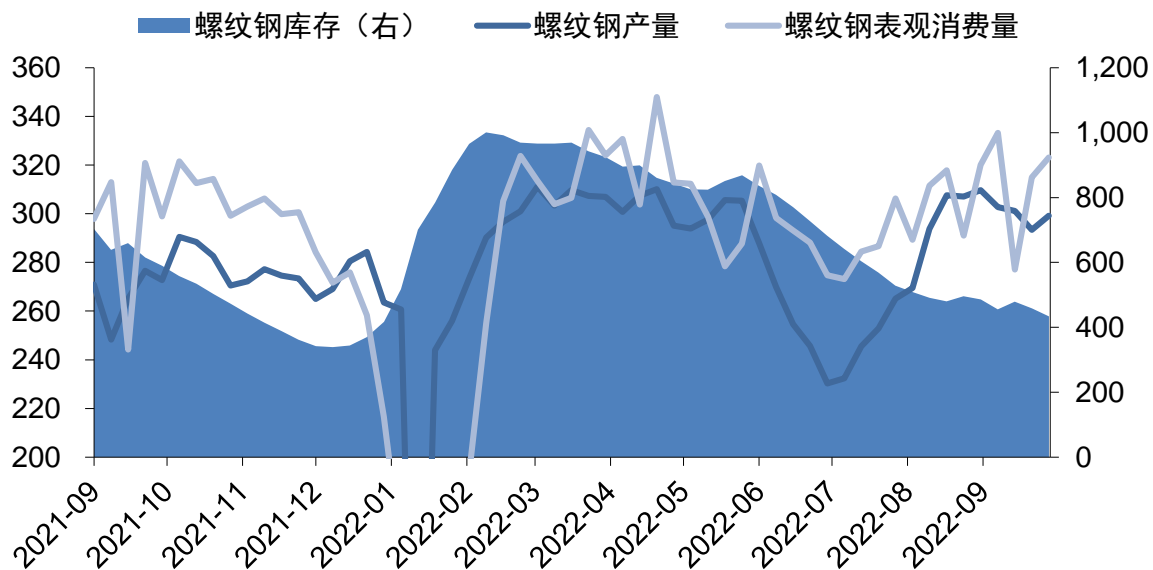
资料来源：Wind，中信证券研究部，2022年发行为截至11月25日数据

- 稳增长压力较大的年份，城投信用需要呵护。
- 城投债到期压力有所下降
  - 以年度视角而言，近年来城投到期主要集中在2021年和2022年，而2023年绝对到期压力在缓解；
  - 从月度视角来看，城投债到期压力集中在2023年3月和4月，偿还规模分别为3684亿元和3333亿元，占全年的14%和12%。

## ■ 内需驱动型工业品震荡偏多， 外需驱动型工业品处于熊市

- 黑色：取决于基建和地产投资的空间，预计明年上半年是基建发力高峰，地产投资进一步回落空间有限，黑色商品预计震荡偏多。
- 铜铝等基本金属：短期可能受国内经济复苏的影响有所反弹，真正的拐点预计出现在美联储结束加息时点附近。
- 原油：熊市早期，海外制造业需求和居民消费需求相继走弱料将驱动油价下行，OPEC减产难以逆转趋势。

### 黑色价格上限取决于基建和地产投资的空间（万吨/周）



资料来源：Wind，中信证券研究部

### 金油比处在过去10年较低分位数



资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 明年最值得做多的大宗商品是黄金

➢ 经济基本面方面，预计欧美进入实质性衰退，流动性方面美联储从加息周期转向降息周期，美元指数有望磨顶

美国从紧缩到衰退，实际利率的上行可能逆转



资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 美元指数变化对人民币汇率产生较大影响

- 今年4月以来，人民币汇率与美元指数走势再度挂钩，强美元给人民币汇率构成较大的被动贬值压力。
- 随着美国经济周期、政策周期的边际变化，美元指数见顶回落，近期人民币汇率压力逐步缓解。

## ■ 国际收支中，资本流出的压力集中于证券账户（股市、债市的流出）

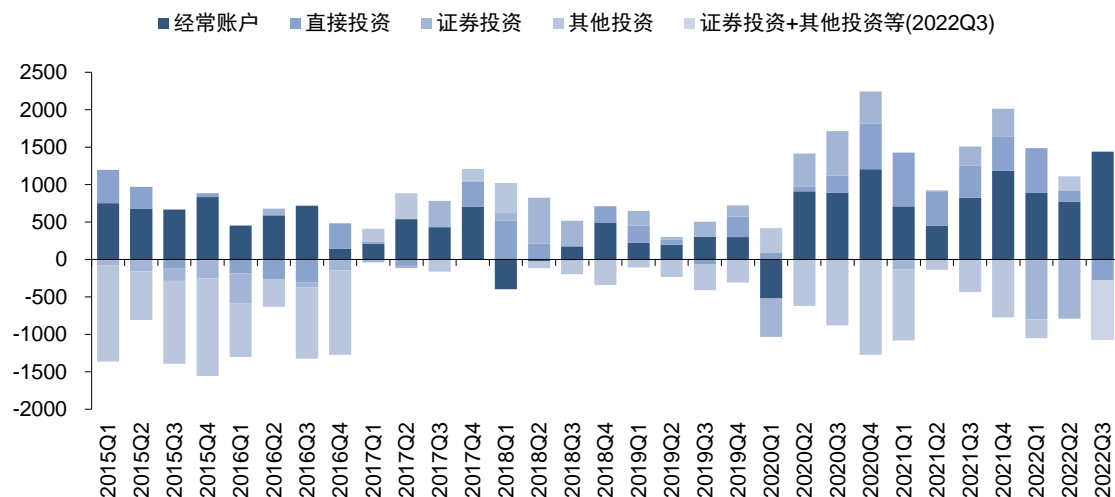
- 今年上半年，国际收支格局转为“一顺一逆”，其中非储备性质的金融账户由顺转逆，股债两市面临资本流出压力。
- 随着股债两市的对外开放程度不断深化，证券账户下的资本流动对于国际收支的影响在加大。

### 人民币汇率与美元指数从短暂脱钩到再挂钩



资料来源: Wind, 中信证券研究部

### 我国资本流出的压力集中于证券账户的流出（亿美元）



资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 2022Q3国际收支数据为初步数, 尚未公布证券投资与其他投资分项数据

- 美联储加息路径转变
- 海外大宗商品价格波动
- 疫情对经济的扰动持续存在
- 银行间流动性收紧

# 感谢您的信任与支持！

THANK YOU

明明（首席经济学家）

执业证书编号：S1010517100001

## 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。