

再造国风

2023年海内外宏观经济金融展望

证券分析师：秦 泰 A0230517080006 屠 强 A0230521070002
王茂宇 A0230521120001 贾东旭 A0230522100003

2022.12.15



申万宏源 · 2023投资中国战略年会

Shenwan Hongyuan · 2023 China Investment Strategy Conference

- **全球经济：MODERATION AGAIN。**美国、欧洲相继开始用严厉的货币紧缩、收缩需求的方式试图遏制通胀，重建合理的供需预期与秩序，终于在时近年底看到了初步的成效。消费需求逐步降温、地产需求的大幅下滑，适逢因财政补贴退出、奥密克戎致病性减弱而带动的劳动力市场供给改善，“薪资通胀螺旋”三季度以来开始缓和。加之俄乌冲突之后欧英产业链脆弱性随着油价走高而浮出水面，美国工业体系此消彼长的替代，令美国建立起相对其他发达国家供需都更加旺盛的恢复格局。展望2023年，美国劳动力供给和工业生产的进一步改善有望在需求逐步降温的阶段推动美国经济出现好于当下市场预期的表现，这也同时意味着美国通胀的加速下行，以及美联储提前结束本轮加息并提早于明年下半年即启动新一轮降息，美元指数或将震荡中有所回落，我国货币操作所面临的“海外紧缩外溢效应”也将趋于缓解。
- **出口随外需下行，但产业升级替代持续。**当前海外商品消费需求降温斜率平缓，出口的外需环境尚未明显恶化。出口连续第三年超市场预期高增，显示前期高效防控为工业体系加速升级提供了坚实基础，高附加值产品国际竞争力大幅提升。今年以来进口增速的走低并非源于内需不足，而是产业链升级形成对海外部分高技术产品的生产替代的另一个侧面。展望2023年，外需逐步降温的态势仍将持续，但今年夏季和冬季一度因防控措施升级而导致的暂时性供给冲击行将消散，预计出口同比增速回落至4%左右，净出口仍可提供约0.1个百分点的全年增长正贡献。
- **地产周期供需背离，投资跌幅有望收窄。**当前房地产周期在需求和供给两侧明显不同步。自年初开始二三线城市因城施策放松需求调控措施力度极大，但近十年最大幅度的房贷利率下行带动的销售改善却罕见地微弱，这可能意味着当前的地产需求偏弱更多反映出工业化、城镇化倾斜所导致的人口单向流动、人地矛盾更加突出等中长期结构性失衡。从房地产开发一侧观察，

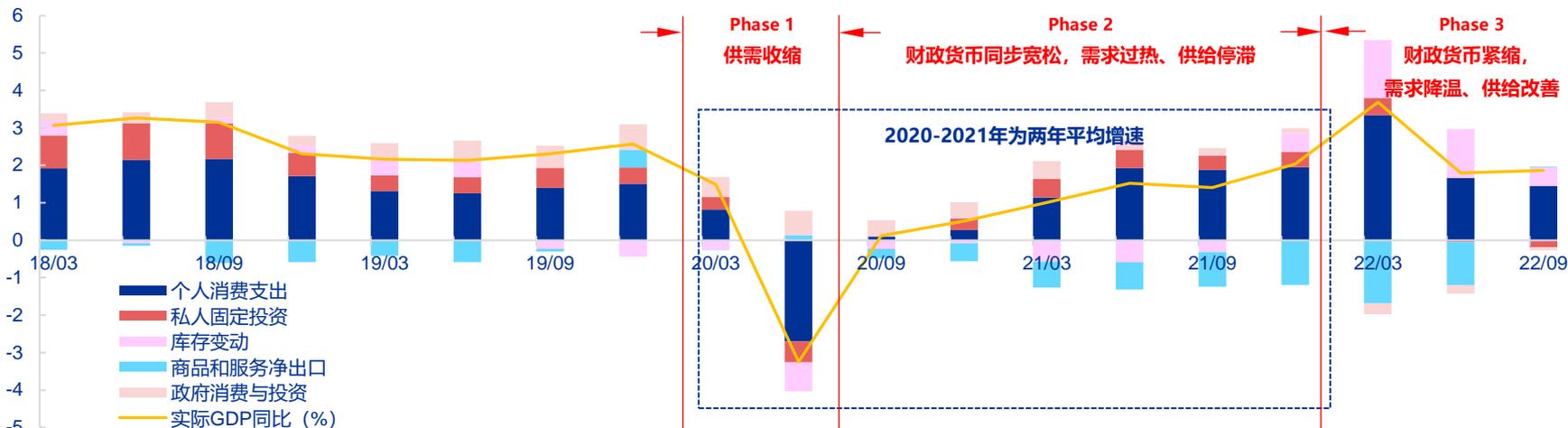
- “三箭齐发”对保交楼、稳投资竣工的资金支持力度相当温暖，但如果缺乏地产需求的根本性转向，地产投资和竣工2023年的改善幅度预计也将是较为边际的。当然，当前地产市场稳定改善的趋势如能建立，长期来看对居民信心的提振作用将显著好于大起大落的市场格局。
- **防控优化后，个税减税或是促消费关键。**当前商品消费的偏弱主要拖累或是地产竣工的滞后影响，二十大报告强调将扩大内需战略同供给侧结构性改革有机结合，共同富裕、扩大中等收入群体的要求下，财政政策明年积极扩张赤字、通过个税减税等方式直接改善居民收入预期、促进商品消费升级或是传导效率最高的政策选项。近期的防控措施优化可能令明年的服务消费先抑后扬、整体合理恢复。今年下半年财政稳增长竭尽全力，2023年财政支出拉动政府消费和基建投资的增速都很难重现当前的高光表现。既要经济形势全面好转，又要考虑国内经济大循环的内生动能改善，政府加杠杆直接改善中等收入群体收入预期可能是再造内需格局的题眼所在。
- **货币政策中性偏松，降准或是降息前提。**美联储紧缩最快的阶段已经过去，2023年货币政策必将“以我为主”。居民部门去杠杆趋势难以短期扭转，加之财政加杠杆势在必行，货币政策配合性实施中性偏松操作正当其时。今年存量留抵退税财政工具驱动了超万亿基础货币投放，2023年不可复制，同时5Y LPR首次降幅大于1Y令银行存贷款利差收缩信用传导稳定性下降。2023年降准100-150BP以投放合理充裕流动性的同时，置换部分存量高成本的MLF，可能是政策利率曲线下调的前提。我们预计1Y LPR可下调30-50BP，5Y下调幅度次之，逆回购利率持稳。
- **大循环内生动力提升，结构优化的5%。**近三年供应链加快升级令我们对出口并不悲观，对地产和服务消费谨慎乐观的基础上，如政府加杠杆改善居民收入预期，则有望令国内供需大循环内生动力提升的格局趋于明朗。全年5.0%左右的高质量增长值得期待。
- **风险提示：稳增长政策不及预期。**

主要内容

1. 全球经济：MODERATION AGAIN
2. 出口随外需下行，但产业升级替代持续
3. 地产周期供需背离，投资跌幅有望收窄
4. 防控优化后，个税减税或是促消费关键
5. 货币政策中性偏松，降准或是降息前提
6. 大循环内生动力提升，结构优化的5%

1.1 全球经济第三阶段：刺激政策退出，供需趋于收敛

美国实际GDP同比及贡献结构：疫情以来的三个阶段



10Y美债、TIPS收益率、美元指数：MODERATION AGAIN?



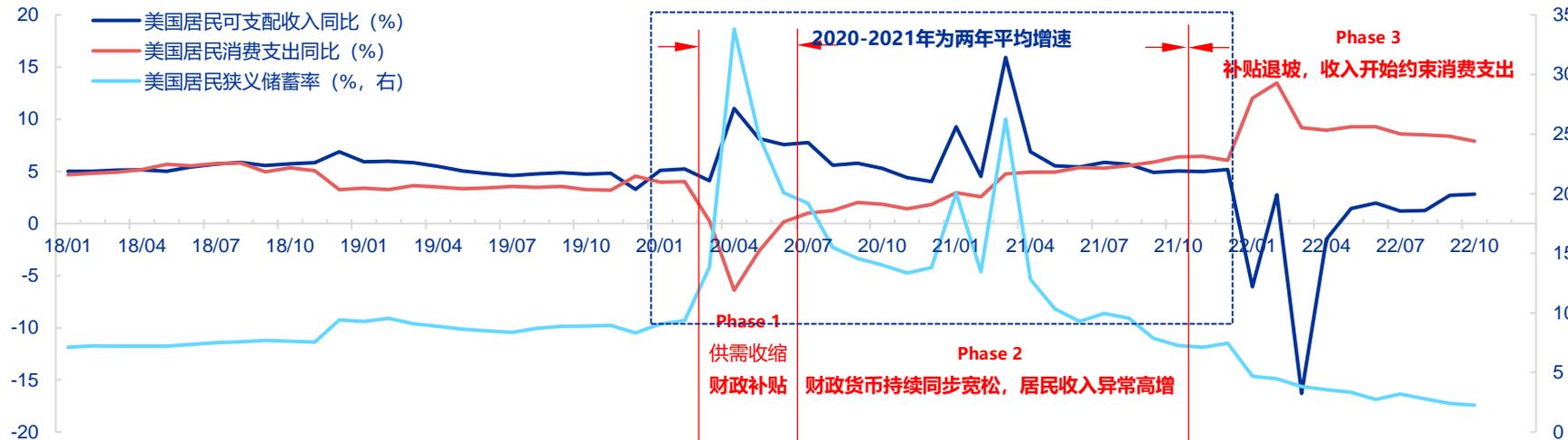
资料来源：CEIC，申万宏源研究

1.2 巨额财政补贴21Q4起退出，储蓄消耗，收入约束消费

美国居民可支配收入同比贡献：过度财政补贴21Q4开始退坡



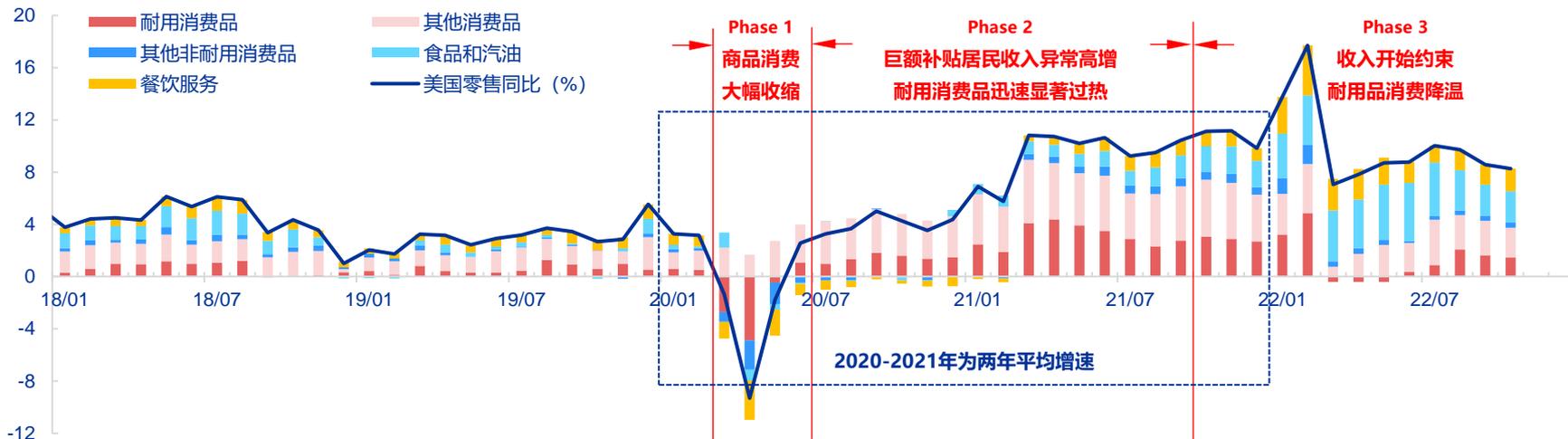
美国居民自21Q4开始消耗储蓄，收入开始约束消费支出



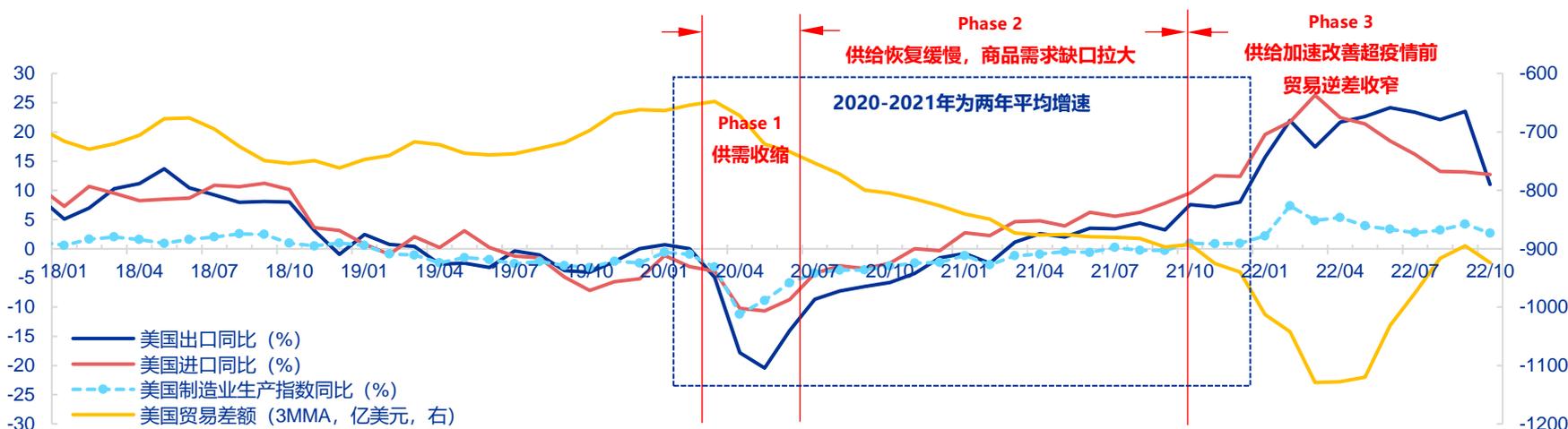
资料来源：CEIC，申万宏源研究

1.3 制造业供需收敛：美国耐用品需求降温，供给加速改善

美国零售同比贡献：财政补贴退出后耐用消费品需求降温



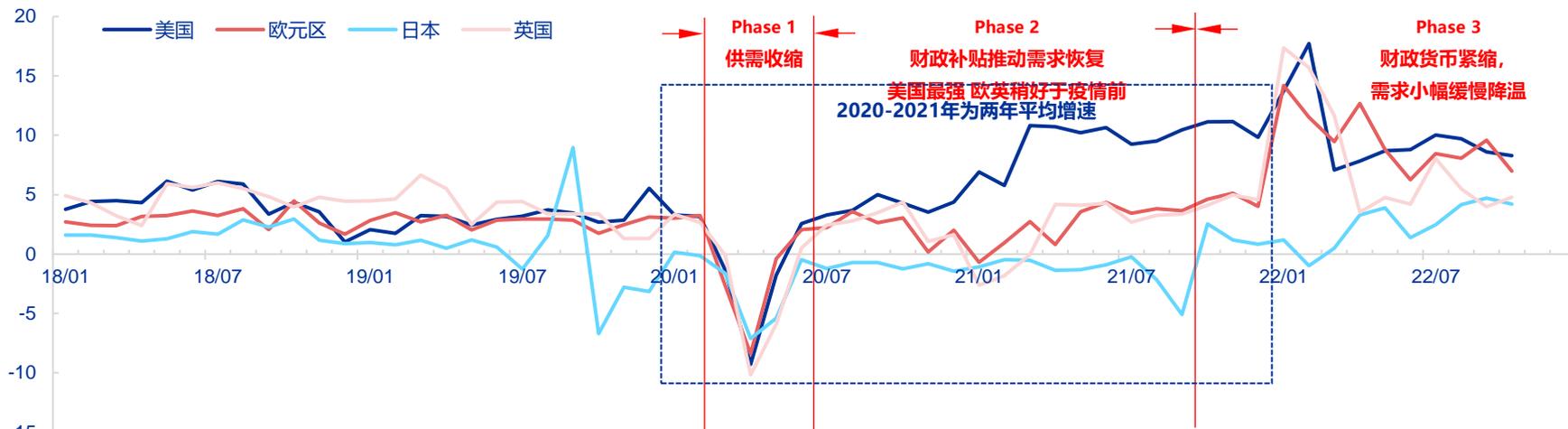
美国制造业产能在需求降温阶段开始加速改善，需求缺口快速收窄



资料来源：CEIC，申万宏源研究

1.3 此消彼长：俄乌冲突削弱欧英工业体系，美形成替代

发达经济零售同比 (%)：财政收缩后降温速度缓慢，整体仍好于疫情前



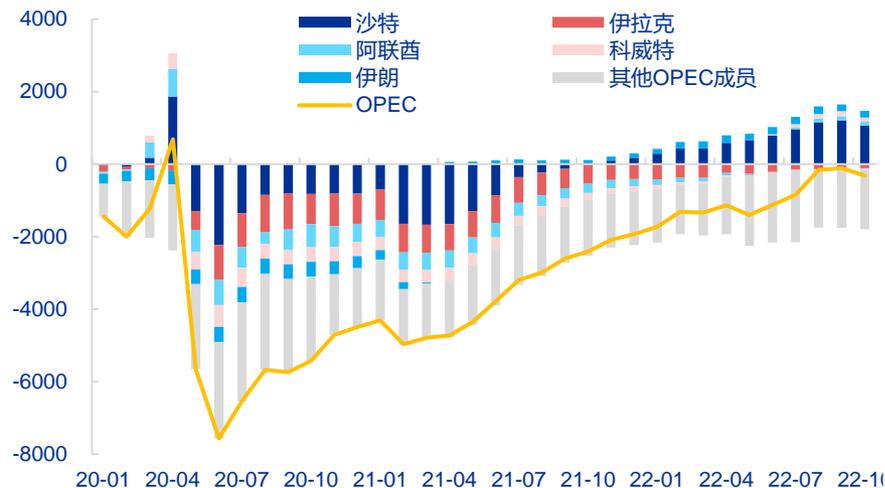
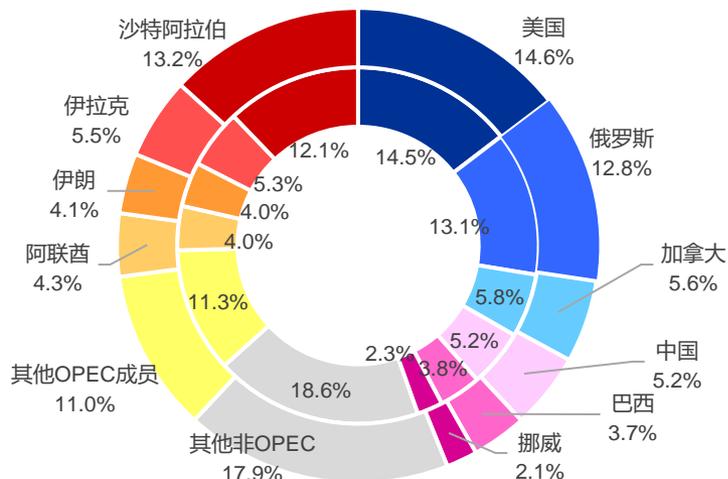
制造业增加值同比 (%)：美国一度恢复缓慢，但俄乌冲突后对欧英形成替代，恢复加速



资料来源：CEIC，申万宏源研究

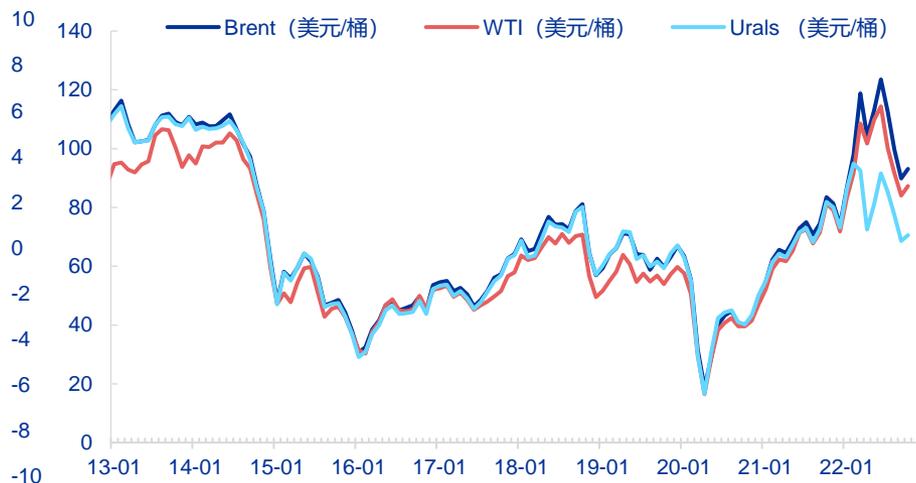
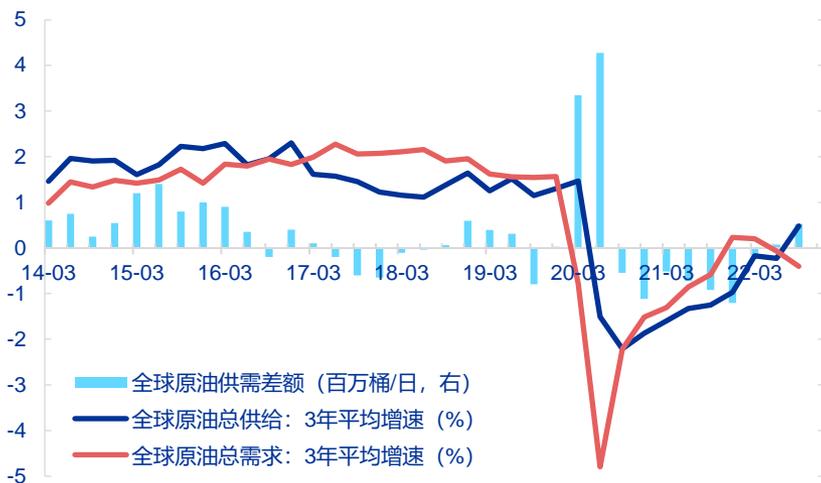
1.3 俄油产出未减OPEC加速增产，供给紧张是结构性的

全球原油主要供给国份额结构 (内2021年, 外2022年1-8月) OPEC产出缺口 (千桶/日, 较2019年月均) 显示前三季度增产加速



俄产油并未大幅减少, 22Q3全球原油供大于求

此前市场担忧的全球供给紧张并未出现, 油价Q3普遍大幅回落

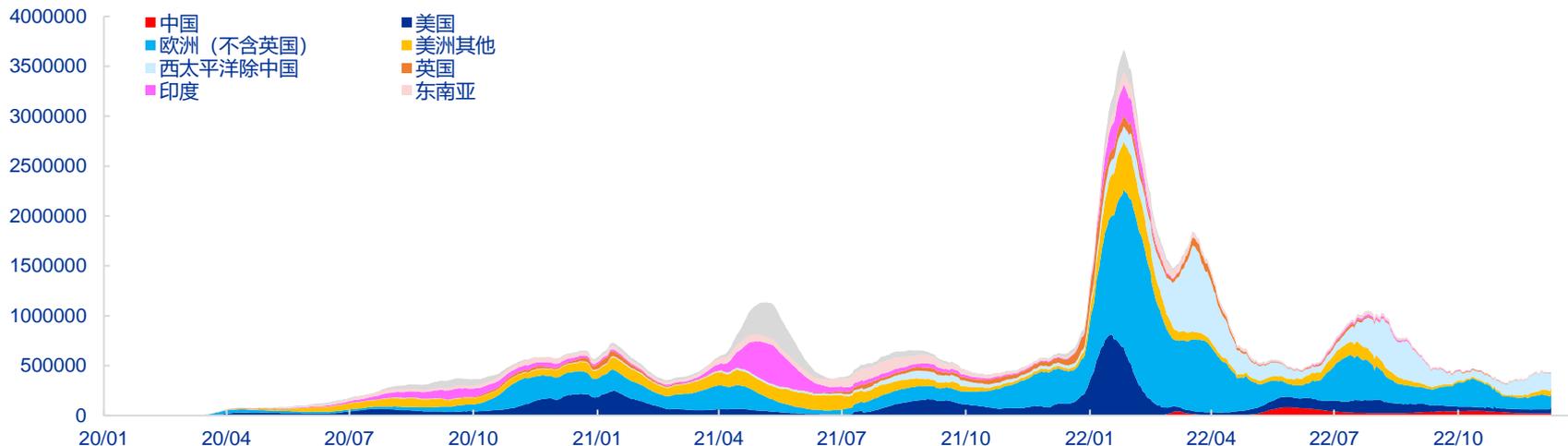


资料来源: CEIC, 申万宏源研究

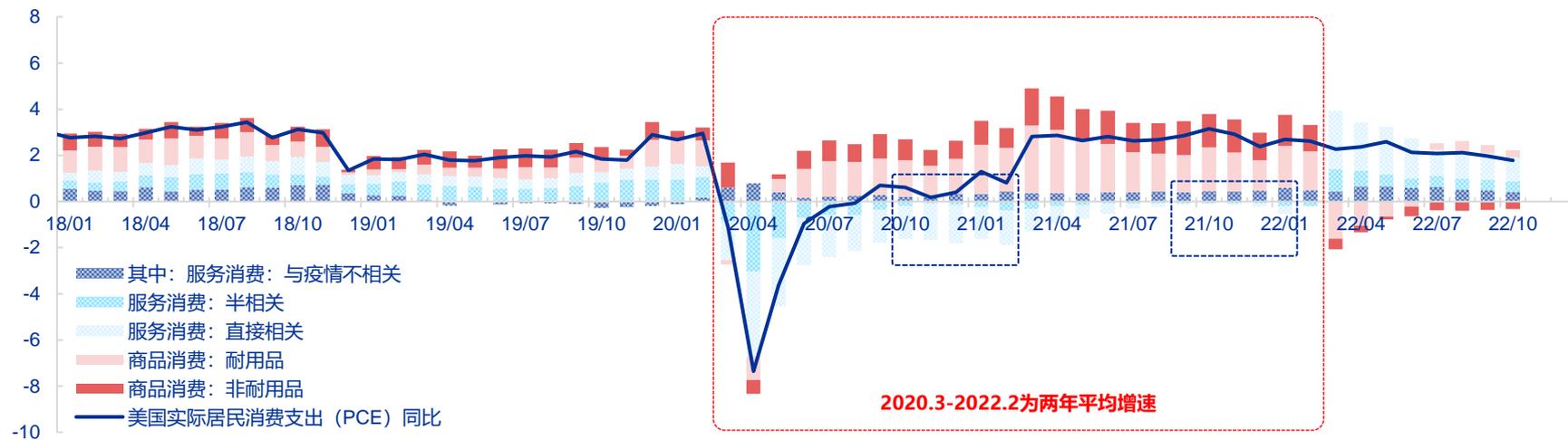
资料来源: CEIC, 申万宏源研究

1.4 Omicron致病性减弱，海外服务消费恢复空间受限

全球新增确诊病例数（人数）：2021年以来有至少四次峰值



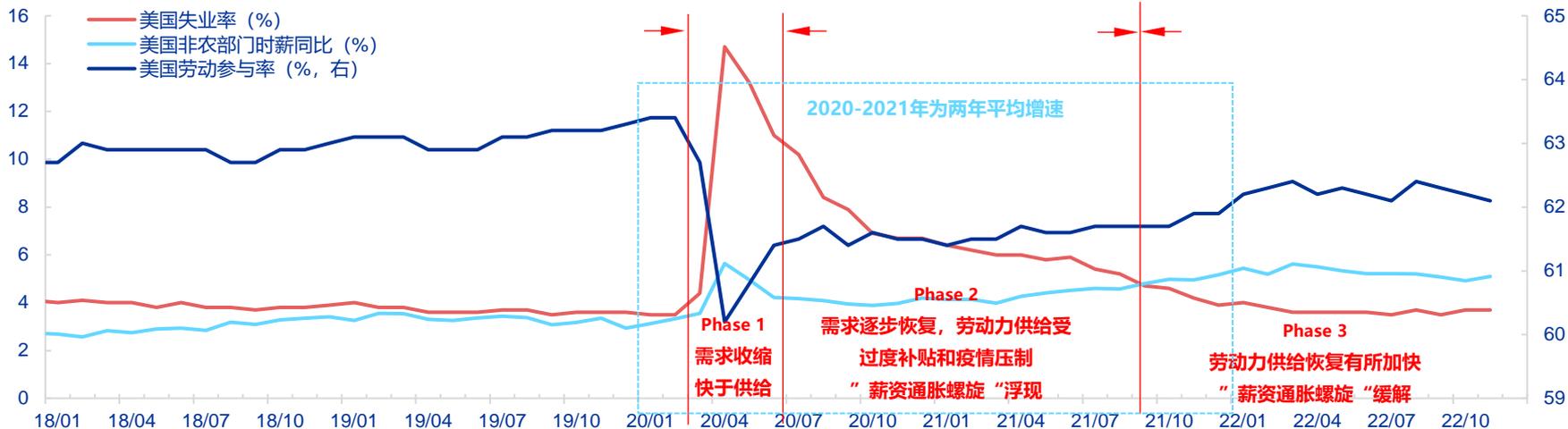
美国实际PCE同比（%）：疫情峰值造成的服务消费冲击渐次减弱，后续反弹也已经很难观察到



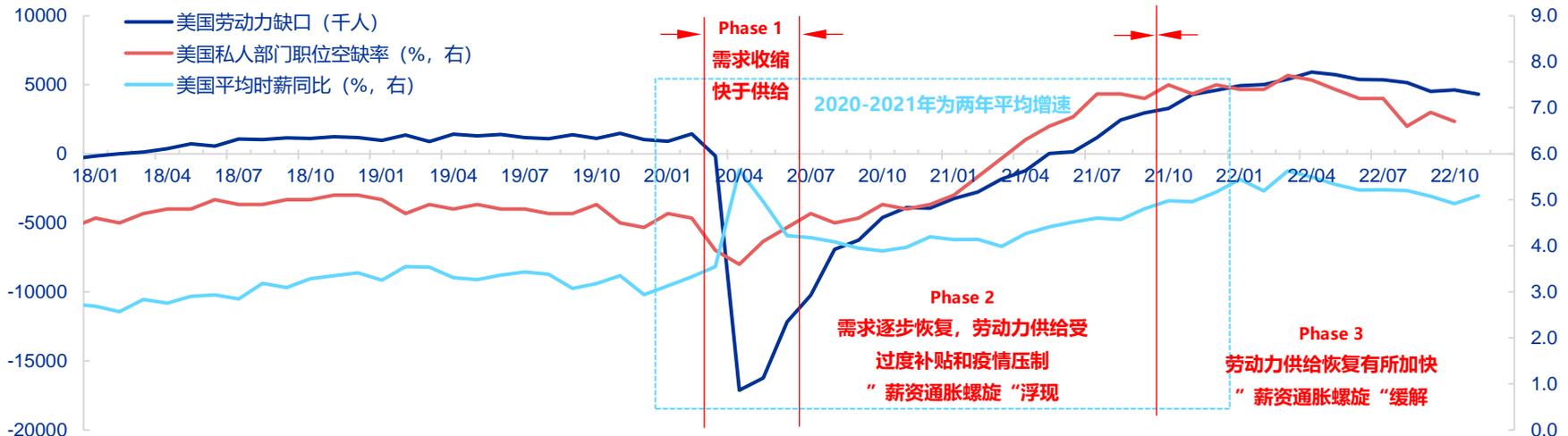
资料来源：CEIC，申万宏源研究 注：蓝色框内为此前美国疫情峰值对应的服务消费冲击阶段

1.5 储蓄消耗提升居民就业意愿，“薪资通胀螺旋”缓解

美国失业率、劳动参与率与非农时薪同比：今年以来劳动参与率小幅提升，失业率低于市场担忧



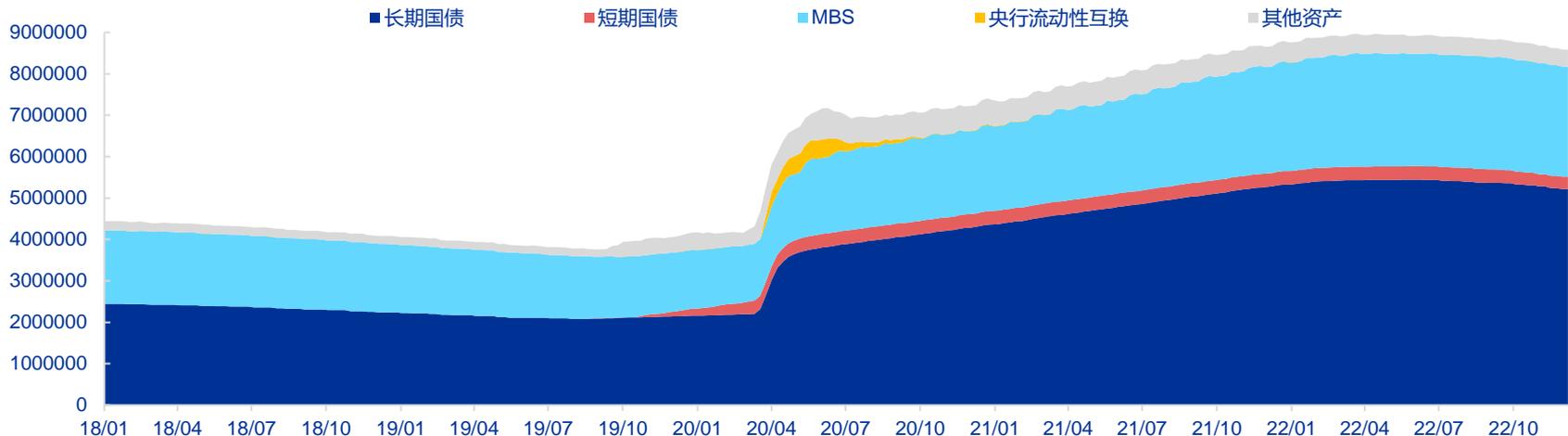
美国劳动力供给改善加速，“薪资通胀螺旋”开始缓解



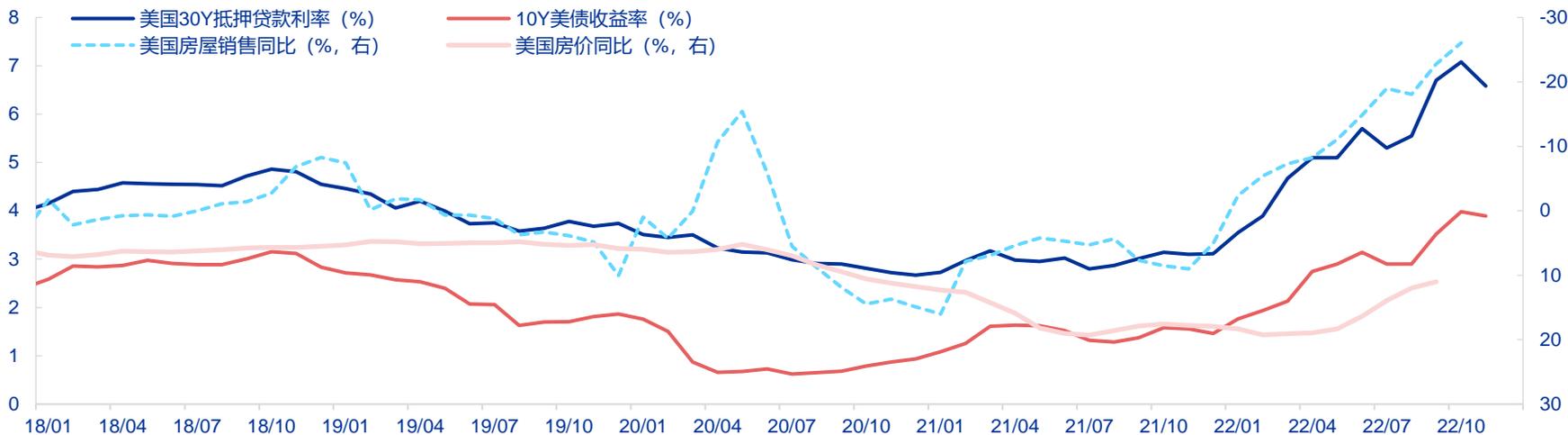
资料来源：CEIC，申万宏源研究

1.6 美联储加速紧缩正在剧烈冲击美国房地产市场

美联储资产负债表 (USD mn) : 2022年4月开始稳步缩表



货币剧烈紧缩、长端利率上行剧烈冲击美国房地产市场



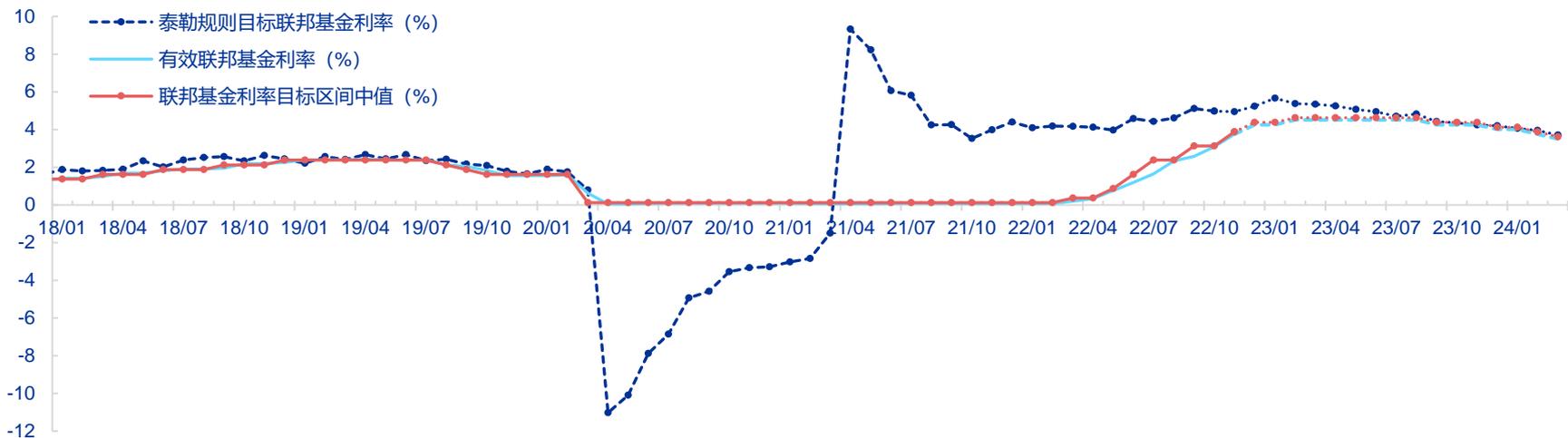
资料来源: CEIC, 申万宏源研究

1.7 预计美CPI加速下行，美联储明年加息一次、降息两次

美国CPI同比及贡献结构 (%)：供给改善、劳动力紧张缓解、房价下跌向房租传导三因素驱动下行加速



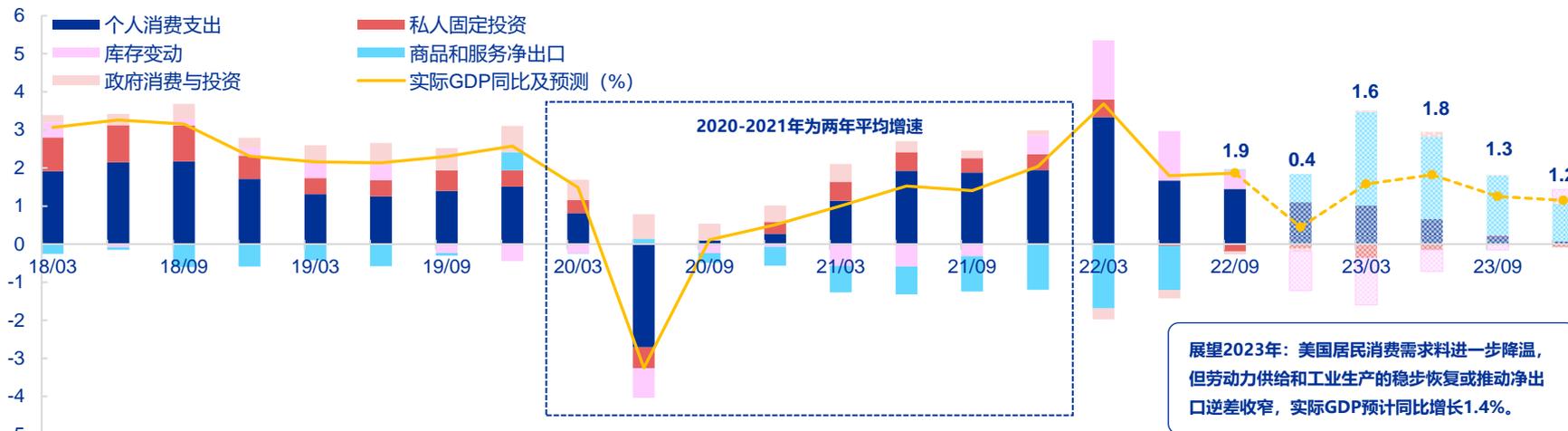
根据泰勒规则、通胀和失业率展望，预计美联储12月、明年2月加息50BP、25BP，明年9月、12月各降息25BP



资料来源：CEIC，申万宏源研究

1.8 预计美国供给侧支撑23年增长，美元、美债利率下行

美国实际GDP同比及预测 (%)：劳动力和工业供给稳步恢复、需求逐步降温两者收敛，预计2023年增长1.4%



基于上述海外实体经济供需、劳动力市场、金融市场分析，预计美元指数、美债收益率2023年震荡小幅下行



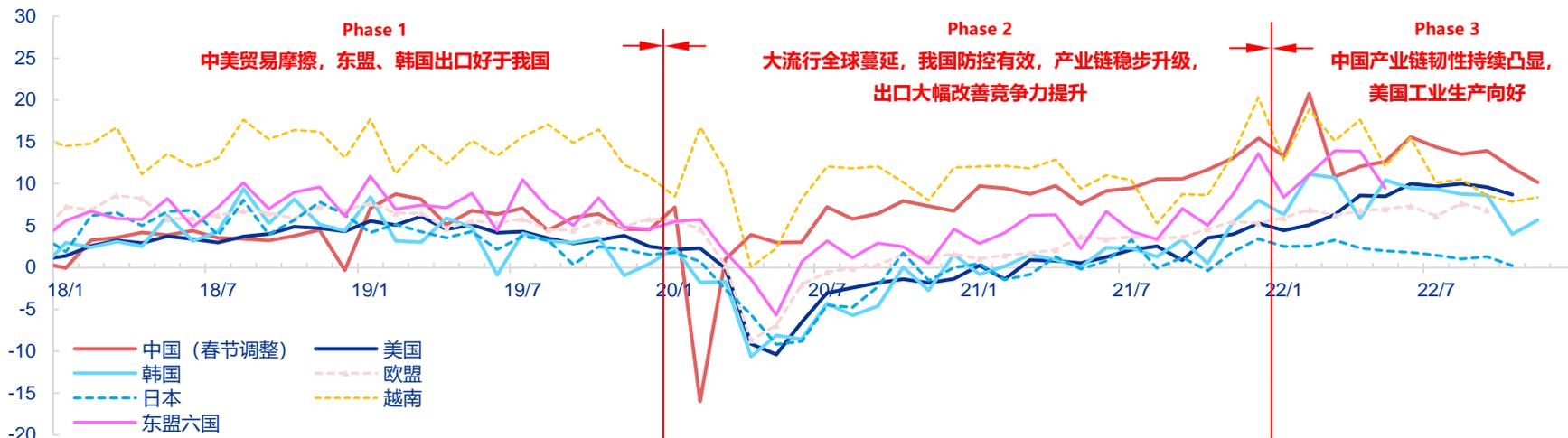
资料来源：CEIC，申万宏源研究

主要内容

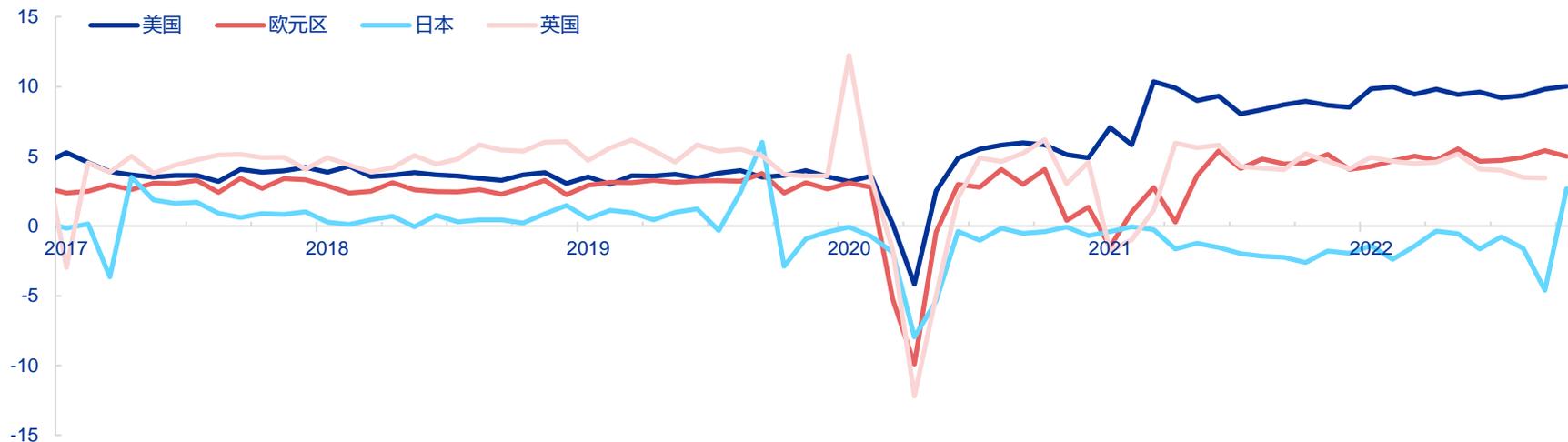
1. 全球经济：MODERATION AGAIN
2. 出口随外需下行，但产业升级替代持续
3. 地产周期供需背离，投资跌幅有望收窄
4. 防控优化后，个税减税或是促消费关键
5. 货币政策中性偏松，降准或是降息前提
6. 大循环内生动力提升，结构优化的5%

2.1 外需并未大幅降温，大流行第三年我国出口韧性凸显

全球主要经济体出口三年平均增速 (%)：今年以来中国韧性凸显，美国大幅改善，欧盟东盟韩国有所弱化



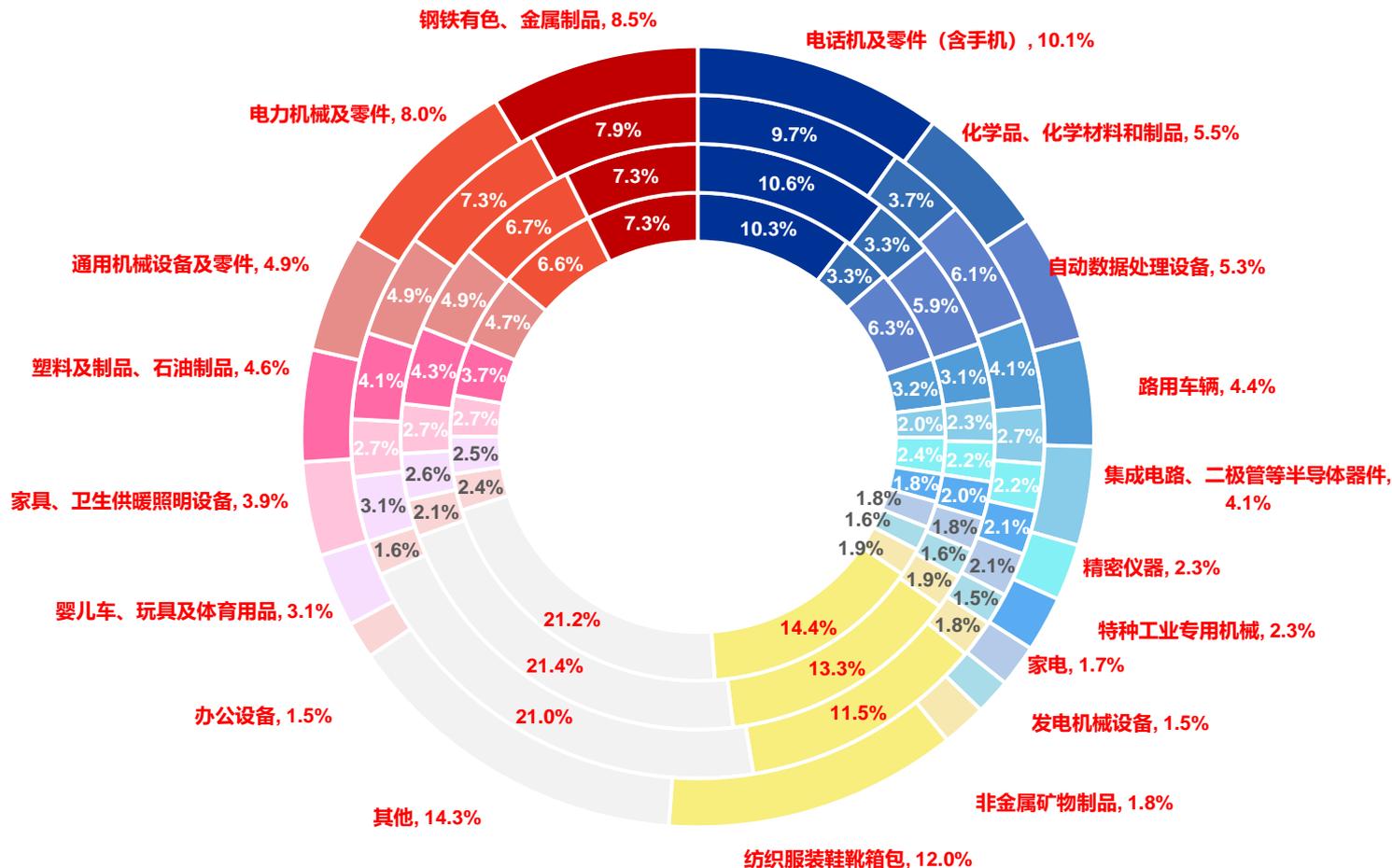
美欧日英核心商品零售三年平均增速 (%)：2022年以来回落趋势较为平缓



资料来源：CEIC，申万宏源研究

2.2 近三年制造业升级加快，产业链国际竞争力大幅提升

出口商品结构（金额占比，%）：高附加值率商品占比大幅提升（从内到外分别是17/19/21/22年）

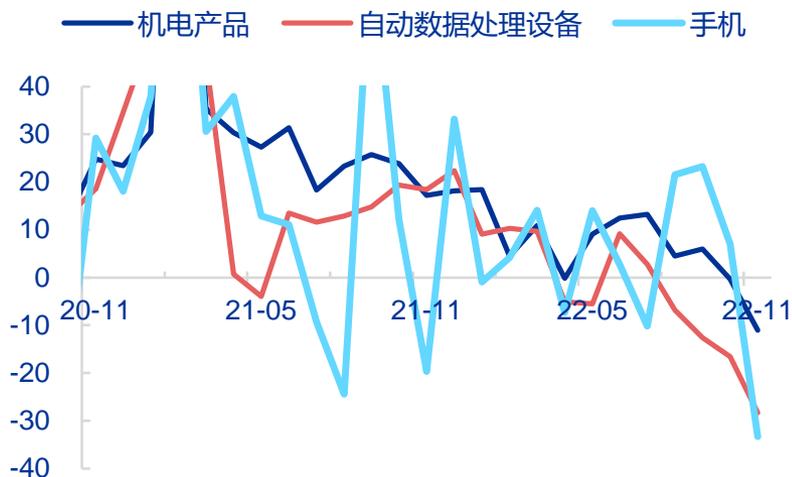


资料来源：CEIC，申万宏源研究

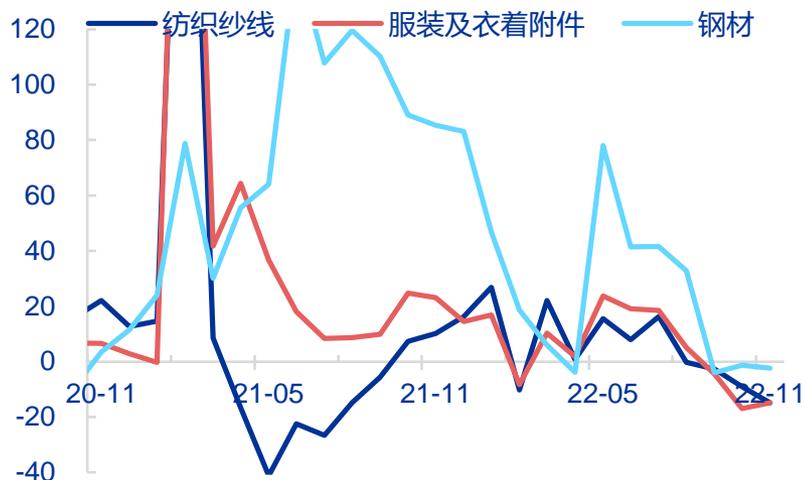
2.3 Q4防控收紧造成暂时性供给冲击，2023年将明显改善

- **10月以来国内防控措施一度普遍升级，供应链再度承压，供给冲击影响出口，通信电子产品表现尤为明显。**11月郑州防控仍然严格、广深、重庆疫情趋于严重封控范围大幅扩大，在我国出口中占比较大的手机、笔记本电脑等电子产品主要产地供应链受阻情形更加严重，导致高新技术产品（当月同比-23.7%，下同）、机电产品（-11.1%）当月出口同比增速分别进一步大幅下行16.6、10.7个百分点，机电产品一个大类即可以解释当月出口增速总下滑幅度的约3/4。其中手机（-33.3%）、集成电路（-29.1%）当月同比增速分别下滑达40.4、27.4个百分点，10-11月下滑幅度远超同为这些类别主要出口国的韩国。

高附加值商品出口同比继续大幅回落（%）

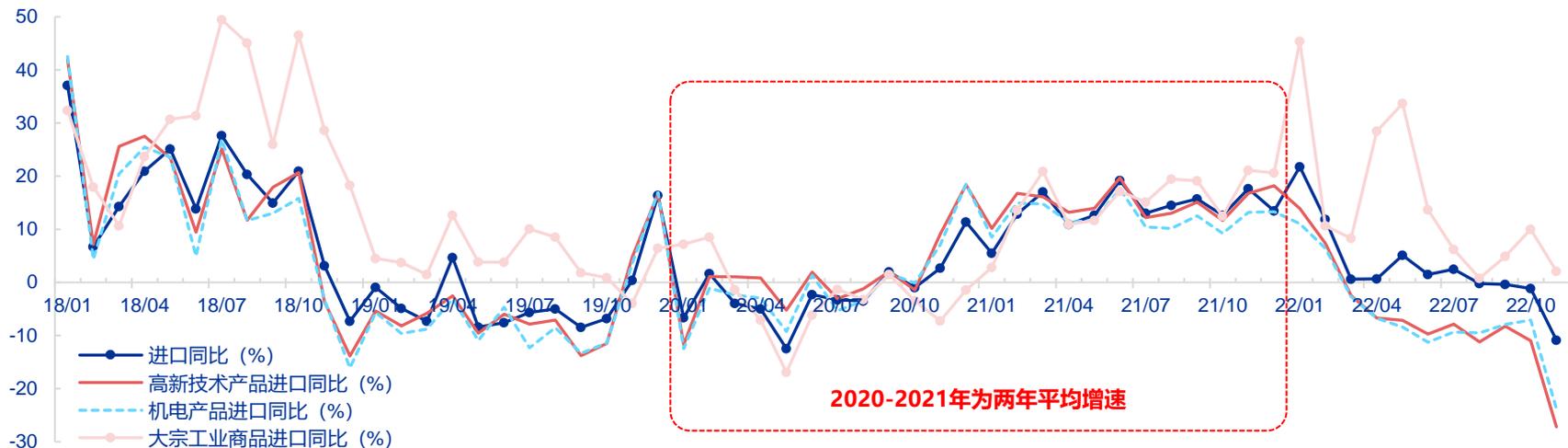


低附加值商品出口同比相对稳定（%）

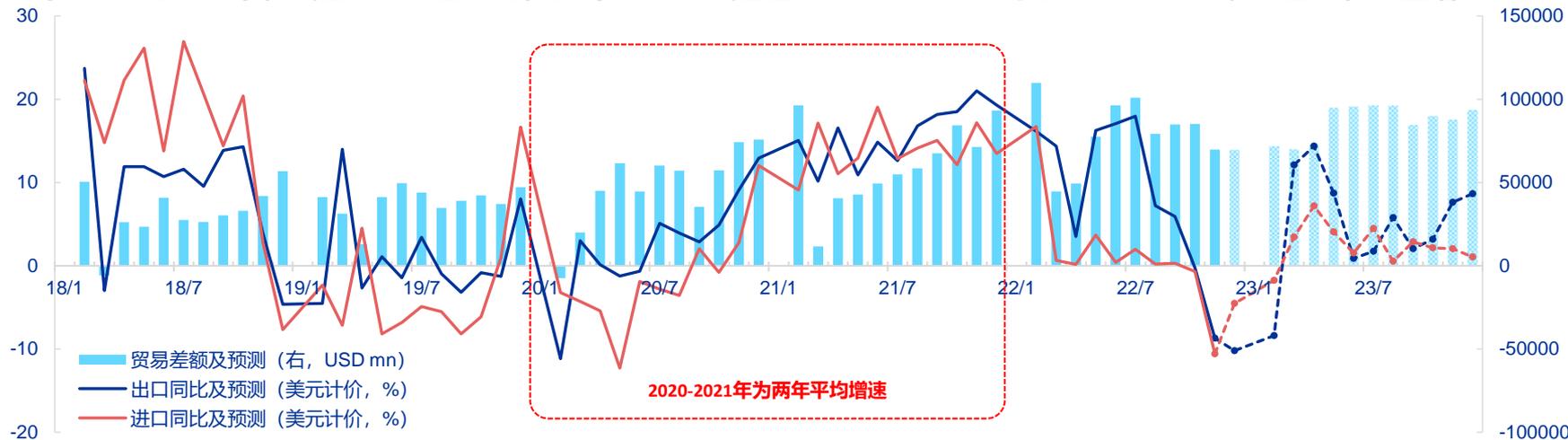


2.4 进口低增源于国产替代，2023年净出口或仍有正贡献

进口商品及主要类别同比：进口走低主要源于高技术产品的国产替代，而非大宗商品进口减少



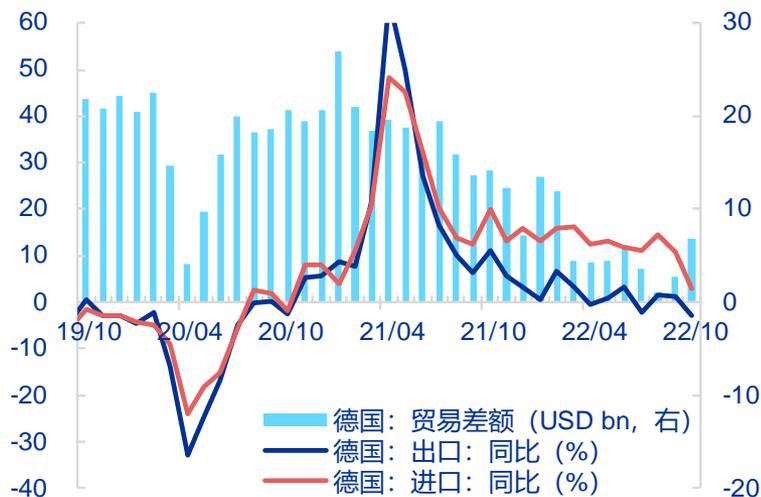
外需缺口缓慢收窄，我国供给冲击消退，预计2023年我国出口、进口同比分别为4.0%、2.2%，净出口仍有正增长贡献



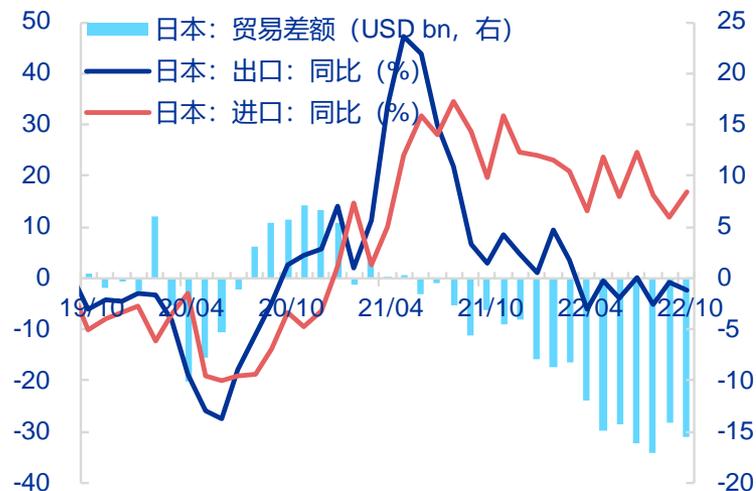
资料来源：CEIC，申万宏源研究

2.5 其他工业国贸易差额恶化，我国产业链竞争优势突出

德国贸易顺差快速收缩



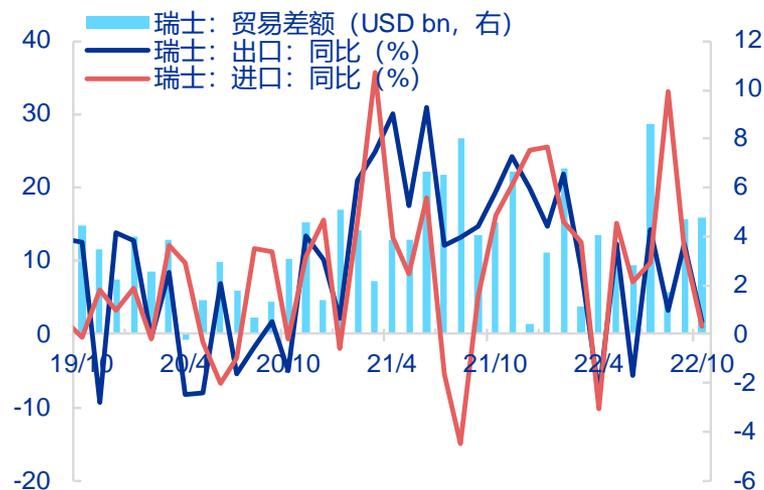
日本贸易逆差扩大



韩国贸易逆差扩大



瑞士贸易差额



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

资料来源: CEIC, 申万宏源研究

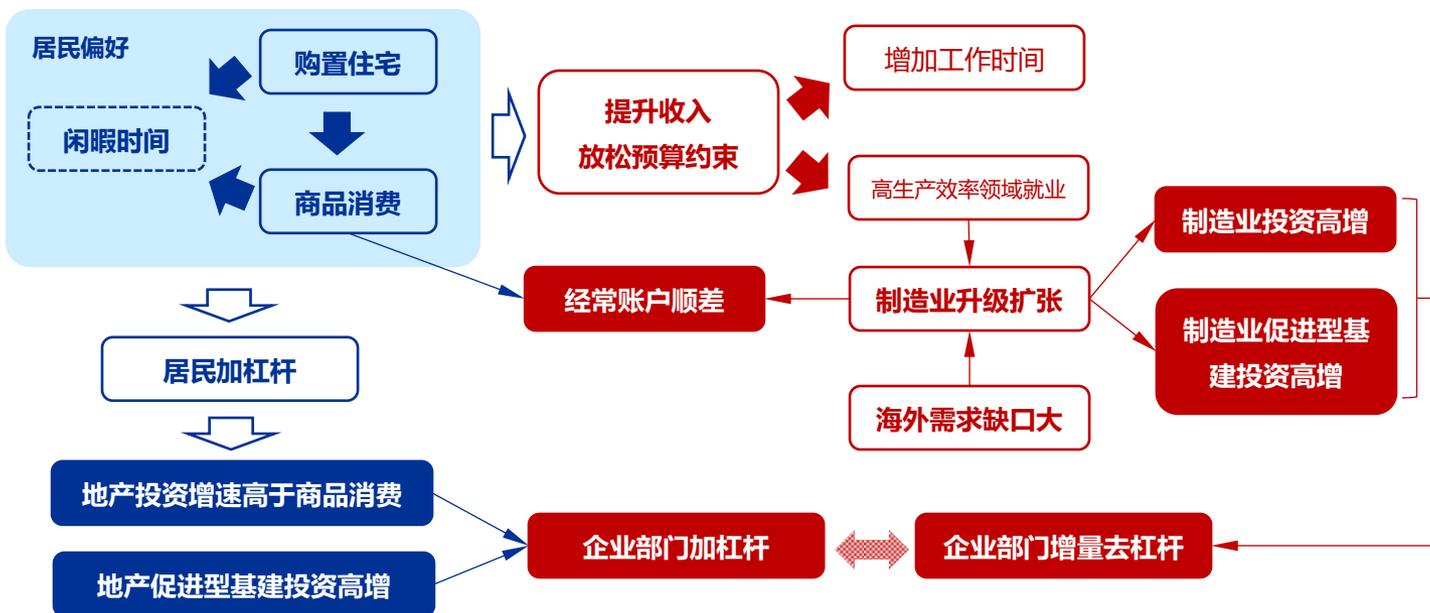
主要内容

1. 全球经济：MODERATION AGAIN
2. 出口随外需下行，但产业升级替代持续
3. 地产周期供需背离，投资跌幅有望收窄
4. 防控优化后，个税减税或是促消费关键
5. 货币政策中性偏松，降准或是降息前提
6. 大循环内生动力提升，结构优化的5%

3.1 二十年地产周期：经常账户顺差=居民偏好地产>消费

- 经常账户顺差=本国工业品供大于求，过去二十年间，居民持续将从工业部门赚取的收入投向不可贸易的地产需求之中。贸易开放环境下，一国可贸易部门的供给和需求可以发生分离。阶段性分离常见，但如中国般全球最大工业产能体量，却持续积累越来越大的经常账户顺差（持续供大于求），是极为不常见的。这背后体现的是居民偏好的显著失衡——较之于商品消费，居民是过度偏好住宅的，因此才会出现一方面将在高效率的工业体系部门进行生产所得的收入以更大比例投向房地产市场，另一方面居民部门持续增加金融杠杆，撬动更多未来收入投入房地产市场配置之中。

居民偏好向房地产倾斜，导致经常账户顺差和居民加杠杆同时出现



资料来源：CEIC，申万宏源研究

3.1 中美居民偏好、宏观杠杆率结构对比

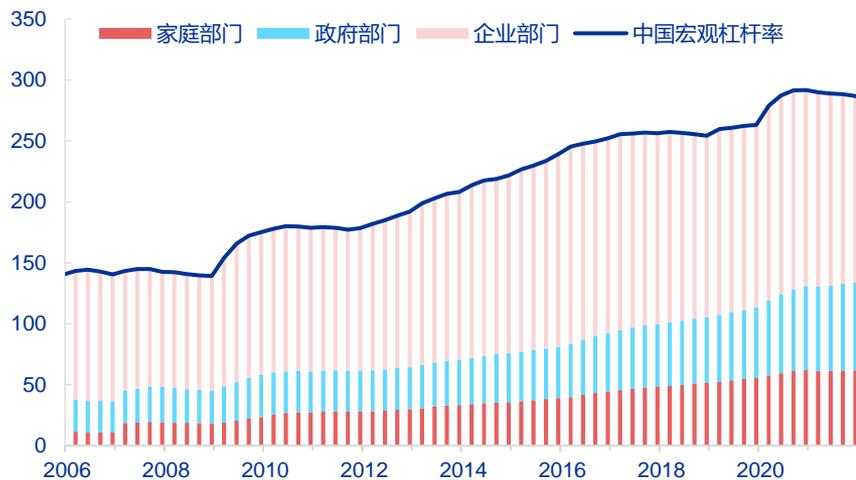
中国居民明显更偏好地产 (2002年金额=100)



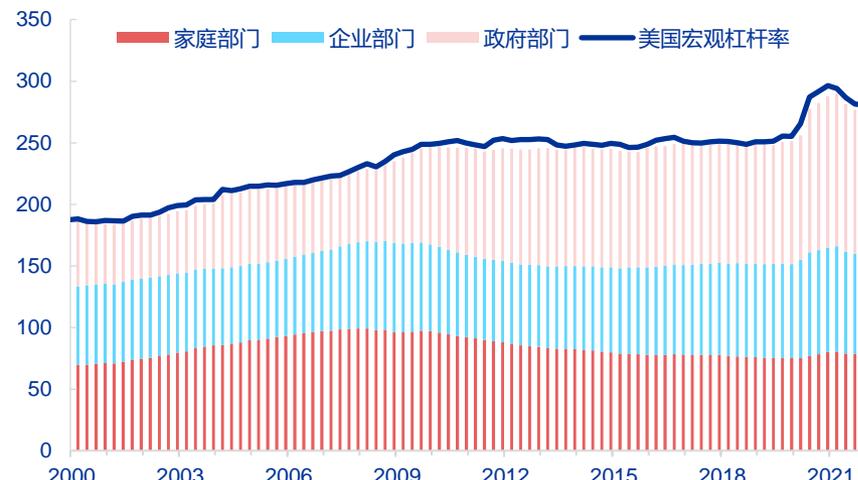
美国居民近20年消费和地产偏好接近 (2002年金额=100)



中国家庭部门宏观杠杆率连续大幅飙升 (%)



而美国家庭部门08年后持续去杠杆至疫情前 (%)

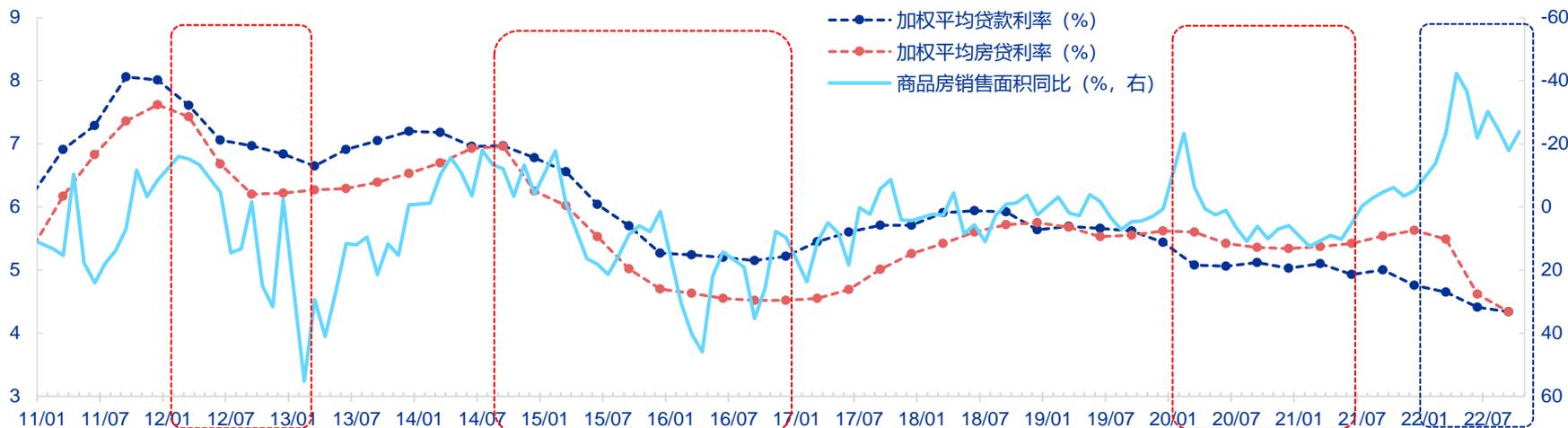


资料来源: CEIC, 申万宏源研究

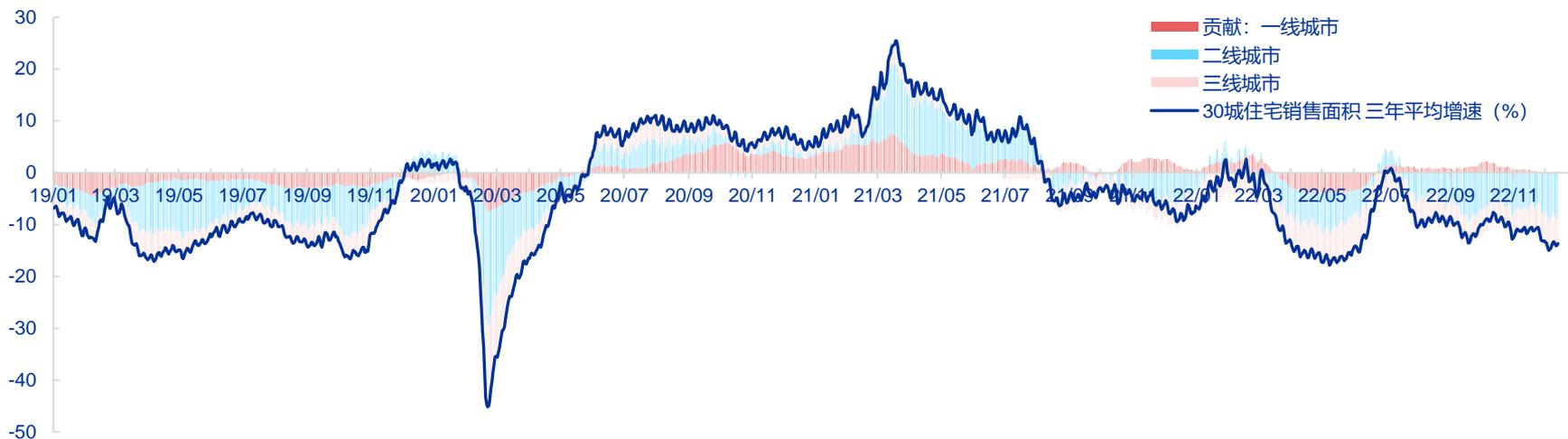
资料来源: CEIC, 申万宏源研究

3.2 今年因城施策大幅放松，房贷利率与销量却首次背离

因城施策大幅放松限购政策，加之近十年最大力度的房贷利率下调，却首次未能有效推动销售改善



30城住宅销售面积三年平均增速及结构 (%)：二线城市放松力度最大，但销售改善微弱

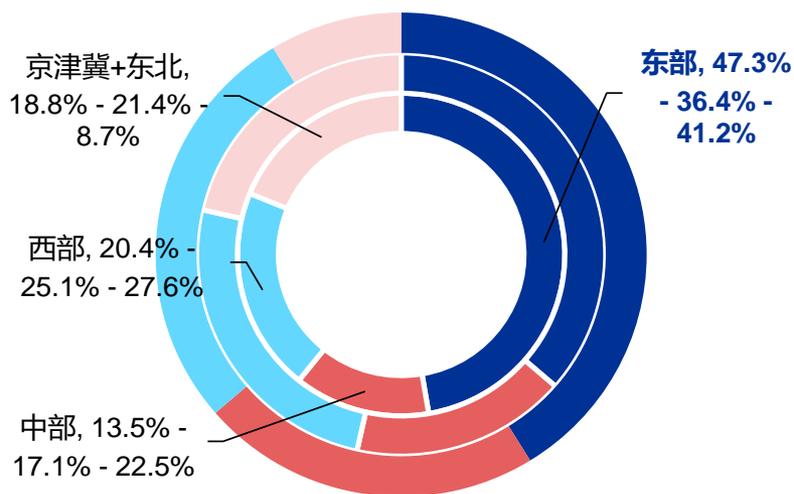
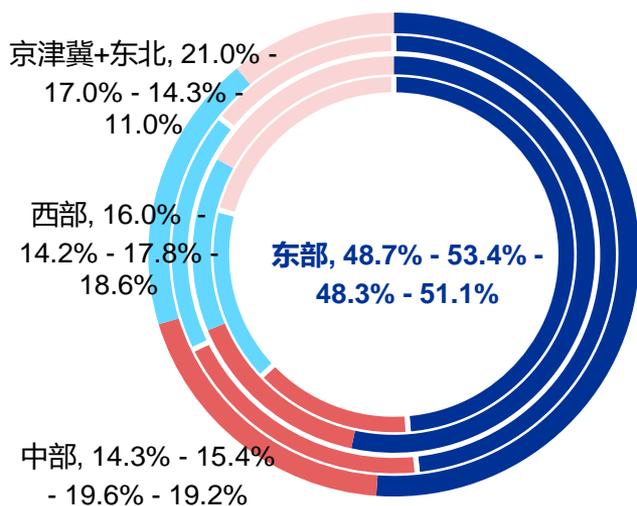


资料来源：CEIC，申万宏源研究

3.2 近十年工业化城镇化倾斜，“人地矛盾”突出抑制需求

- 近十年来工业化布局再度向东部沿海倾斜，过多年轻人向东部城镇化率已经较高地区流动，大量居民购买力被东部地区加剧的人地矛盾所沉淀在房地产市场，确实加重了消费内需不足的短板，也可能间接影响到居民生育多胎的经济承受力。
- “居民去杠杆”大幕已经拉开，这不是暂时现象，而是全新的城镇化战略要求下可能未来一段时间我们必须面对的一个持续的现象，甚至可能恰恰凸显出当前稳地产政策定力背后的长期逻辑的根本性改变。

各区域工业增加值占比（从内至外94、04、12、20年） 各区域商品房销售面积占比（从内至外94、04、12、20年）

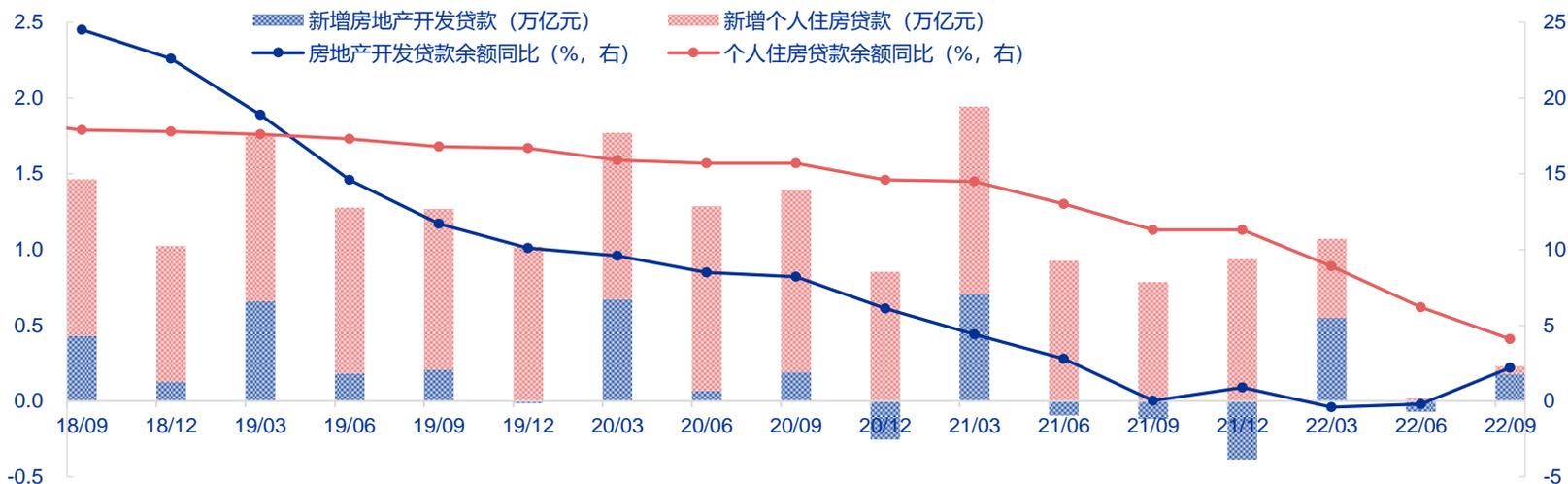


资料来源：CEIC，申万宏源研究

3.3 三支箭或推动地产投资竣工跌幅收窄，但节奏系于需求

- **房地产融资“三支箭”全面落地，保交楼政策在当前时点迎来年内体量最大、范围最广的放松，有望推动地产投资、竣工方向上逐步企稳回升。**11月以来，“第二支箭”鼓励民营房企债券融资、以及以“十六条”措施为代表的“第一支箭”保障房地产开发企业信用融资的措施已经密集出台，而在此次房地产股权融资放松后，房地产融资“三支箭”全面落地。至目前国有六大行已集中合计向17家房企提供“意向性授信额度”超1.2万亿，这也意味着10月前受制于融资压力而持续走弱的地产投资（10月单月同比-16%、2020年二季度以来最低），有望在保交楼政策进一步加码的背景下，迎来更为积极的企稳改善，并推动竣工逐步恢复。

今年以来房地产开发贷款已经明显回暖，而个人住房贷款却急速下降

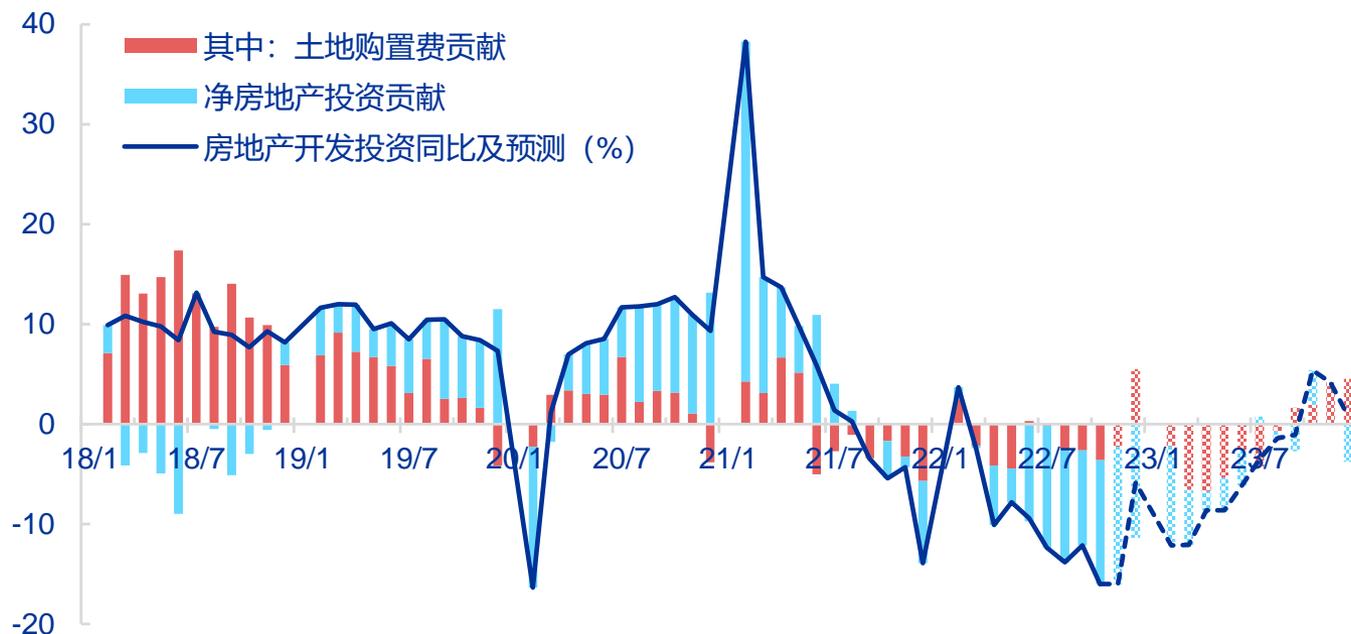


资料来源：CEIC，申万宏源研究

3.3 三支箭或推动地产投资竣工跌幅收窄，但节奏系于需求

- 与此同时，近期降准也直接传递出试图进一步通过货币政策中性偏松操作以稳定房地产开发融资、促进“保交楼”、降低地产周期偏弱对经济增长的拖累的意图。但应当看到，今年前三个季度房地产开发贷款增量已经大幅改善至2020年全年水平，房地产周期趋弱导致的信用需求不足主要体现在房地产需求侧而非投资开发一侧。由于前者更多是工业化、城镇化失衡所导致的长期结构性问题，**展望至明年我们并不会期待居民新增中长贷较今年出现根本性改观，而如果缺乏地产需求的根本性转向，地产投资和竣工的改善幅度预计也将是较为边际的。**预计2022、2023年不含土地购置费的房地产投资同比增速分别为-11.2%和-4.0%，明年跌幅有所收窄。

房地产开发投资同比及预测 (%)



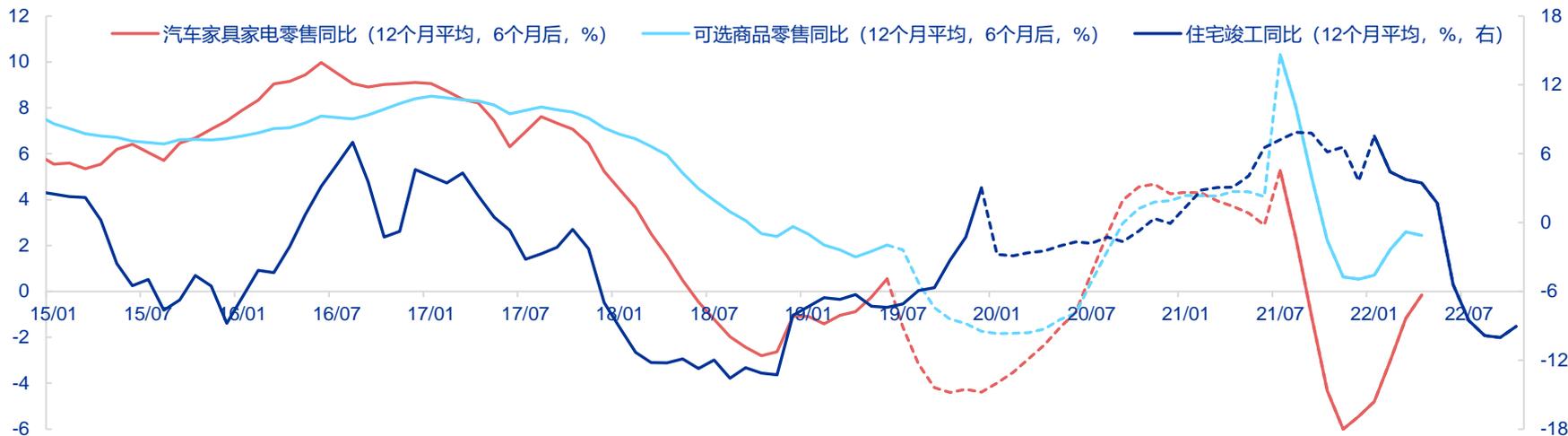
资料来源：CEIC，申万宏源研究

主要内容

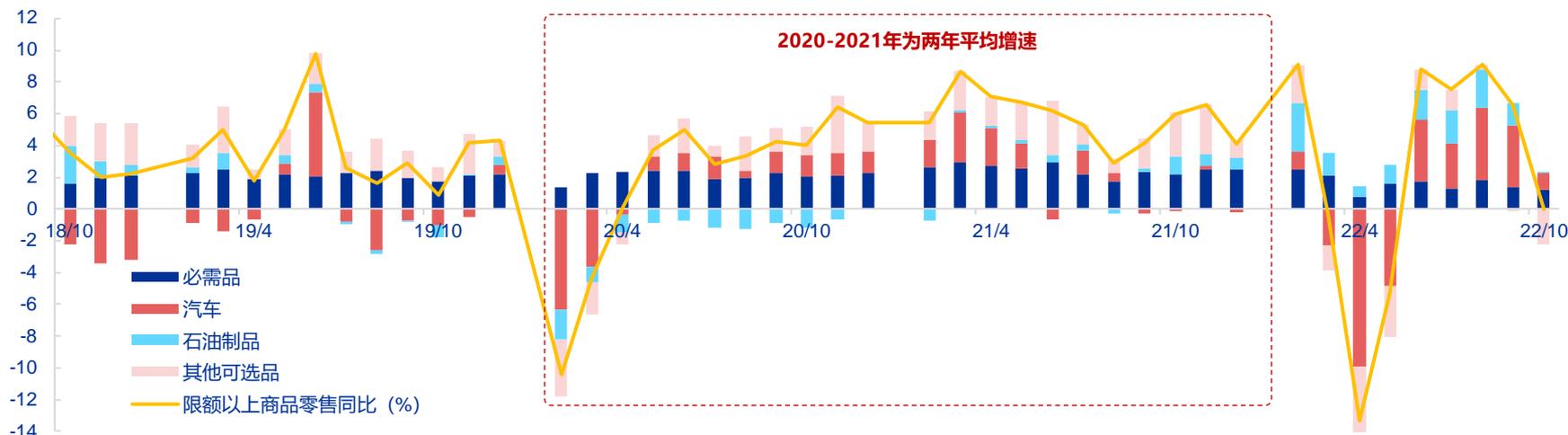
1. 全球经济：MODERATION AGAIN
2. 出口随外需下行，但产业升级替代持续
3. 地产周期供需背离，投资跌幅有望收窄
4. 防控优化后，个税减税或是促消费关键
5. 货币政策中性偏松，降准或是降息前提
6. 大循环内生动力提升，结构优化的5%

4.1 竣工拉动已减弱，下半年汽车高基数，可选消费待稳定

住宅竣工领先于可选消费，特别是汽车家具家电约6个月



限额以上商品零售结构 (%)：下半年汽车走高与新能源车补贴行将退坡有关

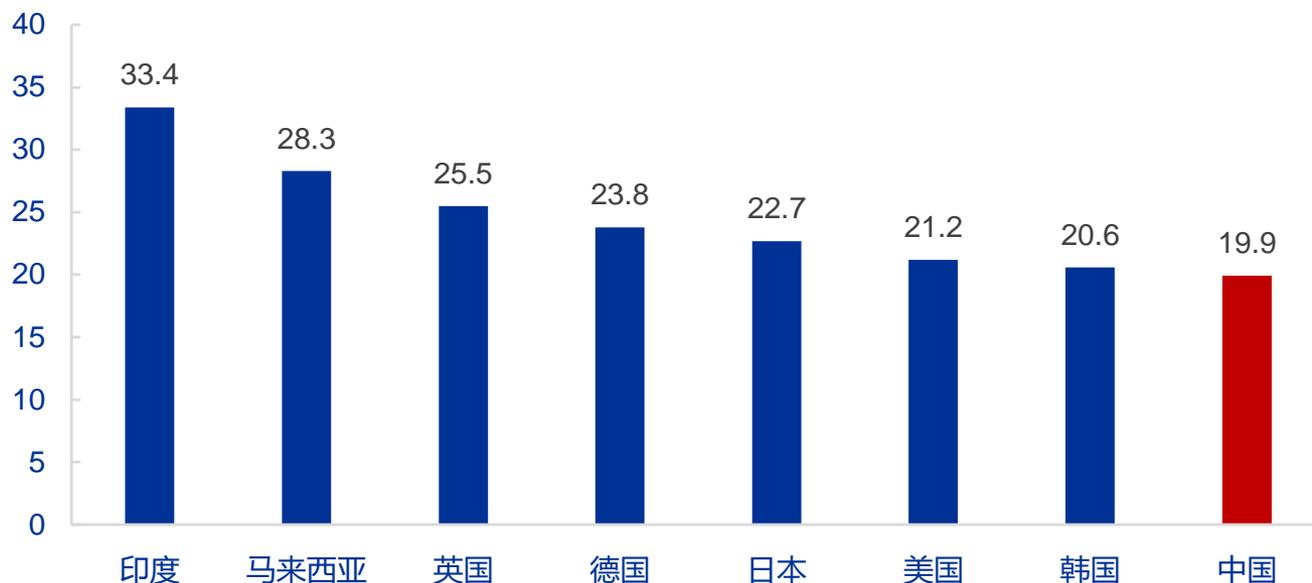


资料来源：CEIC，申万宏源研究

4.2 政治局会议定调积极进取，突出强调扩大消费等内需

- **“实施扩大内需战略”重要性大幅提升，明年宏观经济政策对内需可持续的促进和稳定作用值得期待。**要求“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”，而去年同期的政治局会议的表述则仅注重在供给侧——“以深化供给侧结构性改革为主线”。那么当前扩大内需的政策支点，是消费还是投资？本次会议更为突出地强调要**“充分发挥消费的基础作用”**。突出指出**“积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力”**，或旨在更集中的调用财政资源支持改善居民收入分配等高效方向，可能与今年的存量留抵退税等仍主要指向供给侧、企业端的财政工具形成一定对比。同时新增强调**“优化疫情防控措施”**，双管齐下促消费、扩内需、稳增长。

各国居民商品消费/GDP (2018年, %)



4.2 共同富裕扩大中等收入群体，个税减税传导效率较高

- 如果考虑要进一步推动2023年经济可持续的更高增长，实际上意味着必须要扭转财政扩张政策过去数年间“重供给、轻需求”的导向，因扩张财政刺激生产的效率逐次递减，至2022年实际上已经非常清晰地表现出来。当前经济下行压力主要在于地产、消费两大内生性内需增长动能同步降温，唯有可持续地改善中等收入群体居民收入预期，才可能从需求端尽快扭转这种预期的加速收缩效应。

个税占一般预算收入比重将回到18年水平



免征额与月均收入比例也将突破17年水平

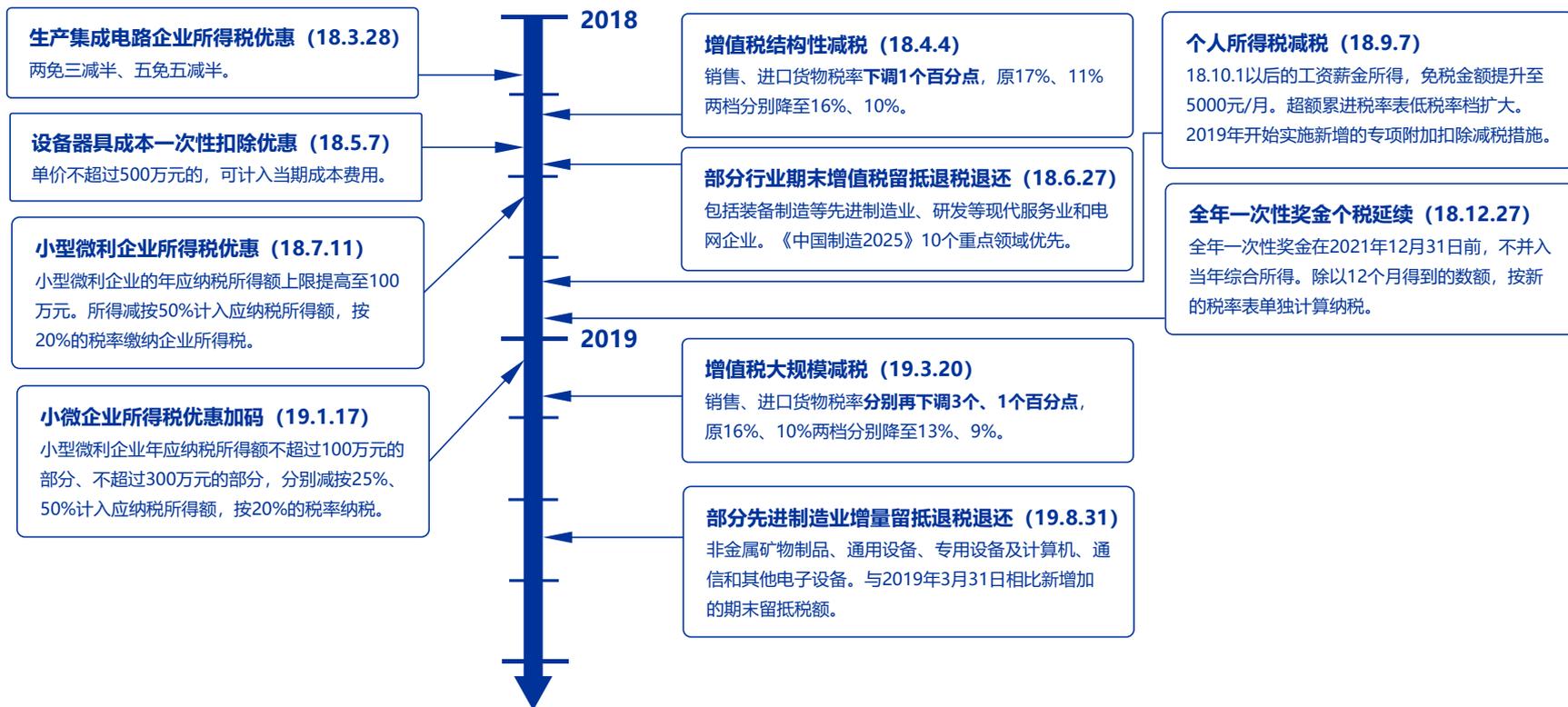


居民可支配收入占GDP比重或将连续回落



4.2 共同富裕扩大中等收入群体，个税减税传导效率较高

2018-2019年减税政策

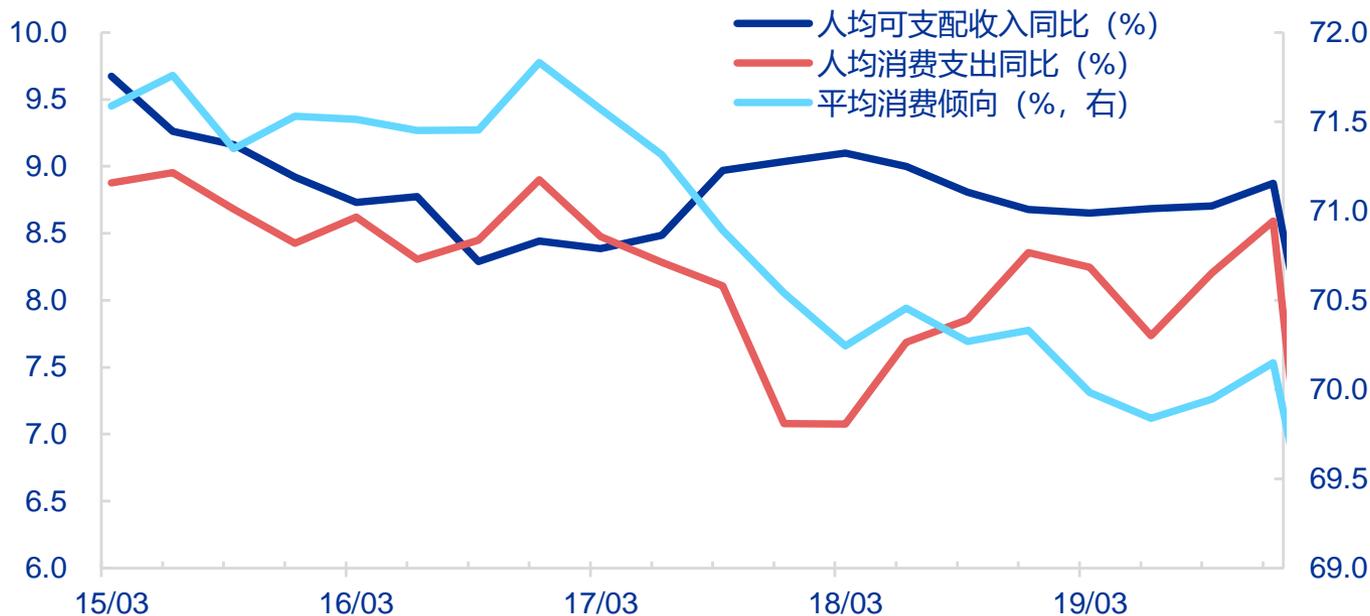


资料来源：CEIC，申万宏源研究

4.2 共同富裕扩大中等收入群体，个税减税传导效率较高

- **个税减税直接推升消费，2018-2019年个税减税后平均消费倾向维持于70%。**也就是说，个税减税之后居民以与减税前同样的比例在进行消费，从而可以认为个税减税带动的居民收入增加，以七成的稳定比例直接推升消费。18Q4-19Q4，个税减税直接拉动居民消费需求多增5600亿左右，对2019年经济增长的直接拉动作用估算接近0.5个百分点。

个税减税后居民平均消费倾向保持稳定，未明显下滑

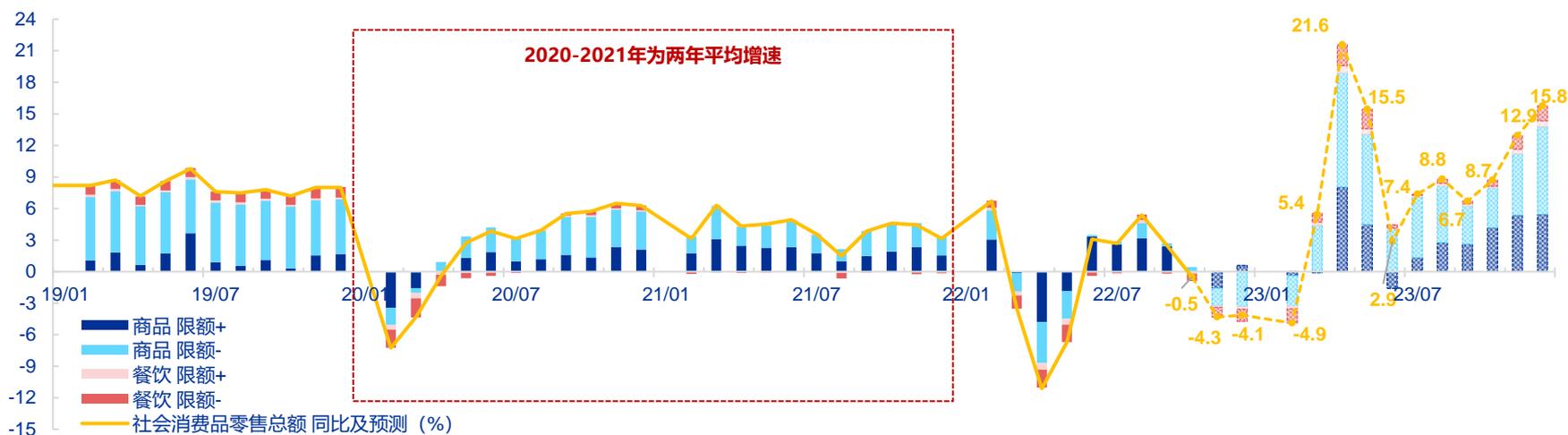


资料来源: CEIC, 申万宏源研究

4.2 预计2022、2023年零售同比分别为-0.3%、7.7%

- 综合上述商品消费和小部分包括在零售口径内的服务消费变化趋势，我们预计2022全年限额以上商品零售同比2.3%，其中11、12月分别预计是-1.6%和0.6%，预计2022全年零售同比-0.3%，其中11月、12月分别是-4.3%，-4.1%。在今年低基数基础上，有鉴于防控政策优化之后，消费或先抑后扬，结合地产竣工跌幅可望有所收窄的假设，预计2023年有望迎来7.7%左右的零售同比稳健恢复，其中限额以上商品零售同比预计为7.1%。

社会消费品零售总额同比及预测 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

4.3 “新十条”为服务消费合理恢复创造条件

- “新十条”有助于更好统筹疫情防控和经济社会发展，为合理的服务消费场景恢复创造了条件，但一方面服务消费恢复的强度仍有赖于对未来一年疫情流行情况的动态观测而具有一定的不确定性，另一方面在地产周期可能仍处于底部附近的现阶段，全面促进消费需求的大幅改善，政府部门扩张财政债务杠杆，以改善中等收入群体收入占比为主要手段的积极财政政策，可能具有更强的增量引领需求结构优化的作用。

防疫政策对比

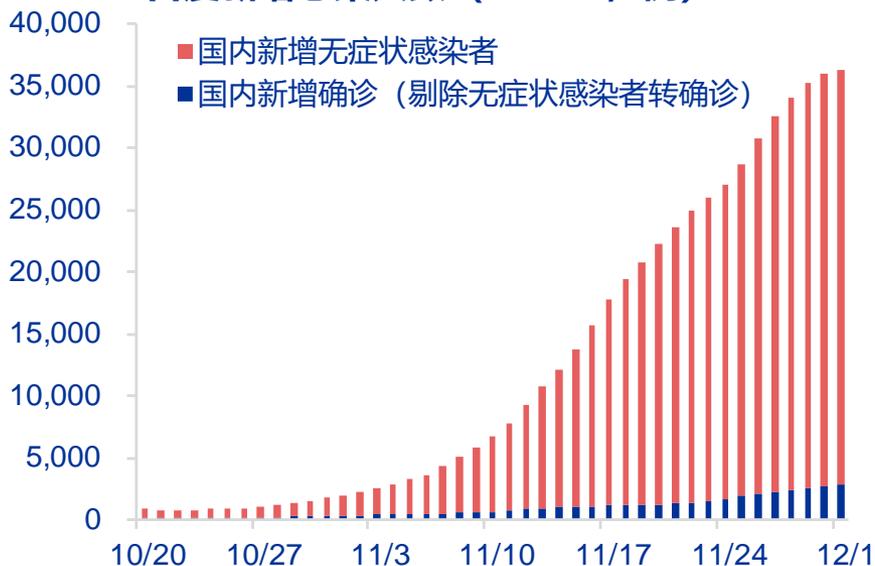
	第九版	二十条	新十条
流调和筛查	开展流行病学调查，经流调研判，传播链不清的开展区域核酸筛查。	不得扩大核酸检测范围，一般不按行政区域开展全员核酸检测。	不按行政区域全员核酸检测，进一步缩小核酸检测范围、减少频次。
阳性病例隔离	确诊和无症状感染者需集中隔离。		具备居家隔离条件的无症状感染者和轻型病例一般采取居家隔离。
密接次密接	密接：7天集中隔离+3天居家； 次密接：7天居家隔离	密接隔离政策改为“5天集中+3天居家”，不再判定次密接	密接隔离政策更改为“5天居家隔离”。
风险区划定	划定高、中、低风险：其中高风险区原则上以居住小区（村）为单位。	将风险区划分为“高、低”两类，高风险区以单元、楼栋为单位	高风险区域划分进一步以楼层、住户为单位。
跨区域流动	低风险区跨市流动须持48小时内核酸阴性证明。低风险地区7天旅居史人员，需三天两检。	二十条面向跨省流动人员开展“落地检”。	不再对跨区流动人员查验核酸检测阴性证明和健康码，不再开展落地检。

资料来源：卫健委，申万宏源研究

4.3 每个人都是自己健康的第一责任人

- 每个人都是自己健康的第一责任人。** 近日多地疫情防控优化实际上是“二十条”的严格执行、以及一些冗余措施的简化，在操作层面尚未突破“二十条”原则。最大的变化可能在于“每个人都是自己健康的第一责任人”的强调——疾病防控的本源就是以最少经济成本、最经济的医疗资源投入，换取最合理的低强度疫情传播，对于确实没有症状、也确实没有明显传播给他人风险居民，不必过于纠结在具体阳性诊断的定量标准上，这样才能做到既不违背“动态清零”政策初衷，又不至于“矫枉过正”，偏废了高质量发展的坚实基础和经济恢复的良好局面。我们相信“走小步不停步”的防控优化方向，绝非在两个极端之间的剧烈摇摆，过度防疫和“躺平式放开”都面临各自的“不可承受之重”，“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求最终一定会转化为防控政策优化过程中的一个最优均衡解。

日度新增感染人数 (7DMA, 例)



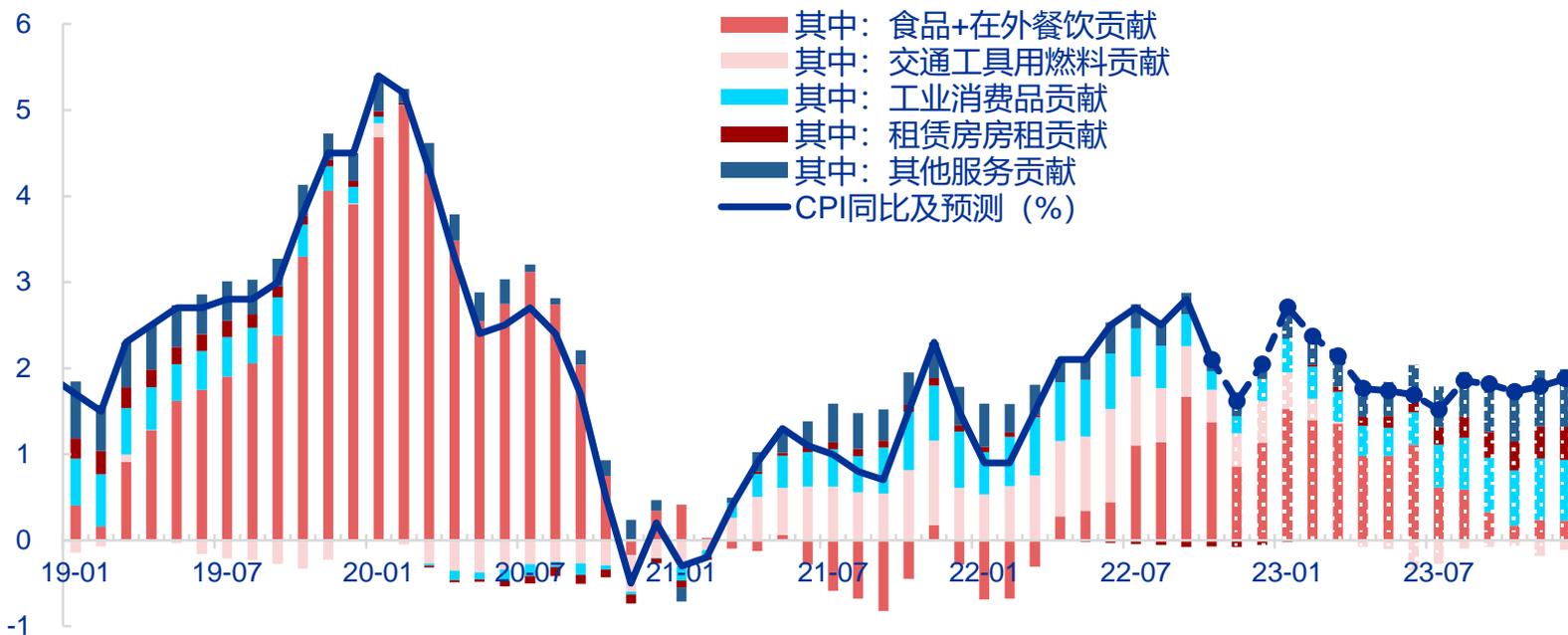
京沪深三地迁徙和餐饮收入同比 (%)



4.4 CPI “大缓和” 趋势开启，预计持续至明年全年

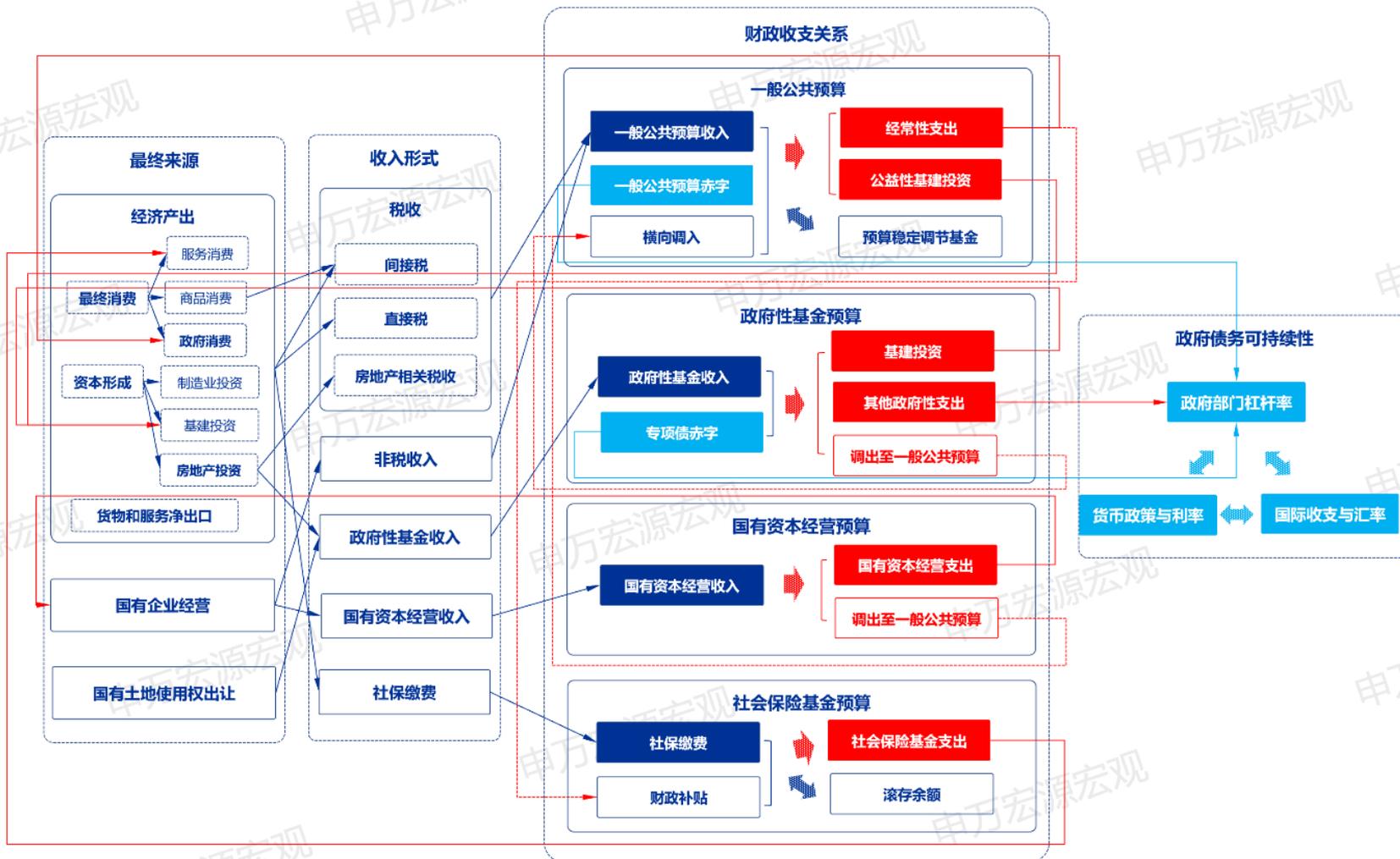
- CPI方面，食品供给相对稳定，可选商品、服务消费内需相对不足，CPI “大缓和” 趋势延续，虽然防控措施优化或推动明年消费需求逐步回升，但食品能源供给压力缓和，CPI大缓和趋势仍有望持续至明年全年。初步预计12月同比为2.1%，明年年初或因春节效应小幅冲高至2.7%左右，但之后将快速回落，目前压栏的生猪供给或也在明年形成集中性释放，能源供给压力也小于此前预期，亦将对CPI构成下行压力，即使明年疫情防控优化推动消费需求逐步回升，整体CPI通胀压力仍相对可控，预计2023年整体CPI同比均值2.0%，与今年水平（2.0%）基本持平，这意味着货币政策并无来自通胀的紧缩压力，内需促进类政策值得期待。**

2022年CPI “五分法” 预测 (%)



4.5 财政：经济增长、地产基建与债务杠杆的平衡

中国财政政策分析框架



4.5 2022年财政积极扩张集中于供给侧

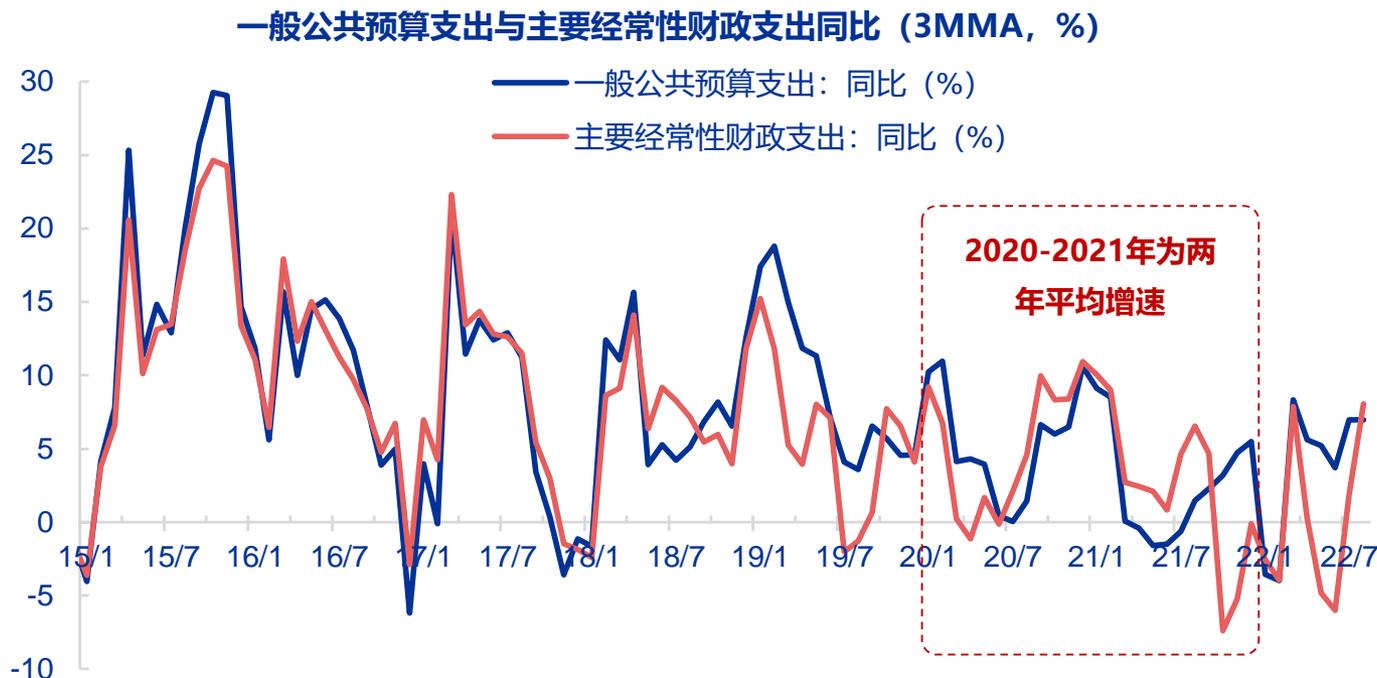
- 2022年的财政扩张不可谓不积极，主要实施了大规模的存量留抵退税政策，以及疫情冲击后追加的中小制造业企业缓税政策，所导致的财政收入的减收影响是一次性、阶段性的。2022年全年新增减税缓税可能超过2.6万亿，几乎全部的现金流改善效应都集中于供给侧企业手中，而需求侧获益十分边际。

存量留抵退税和缓税政策令2022年企业现金流大幅改善，但不可持续



4.5 下半年财政支出稳增长透支去年存量财政资金

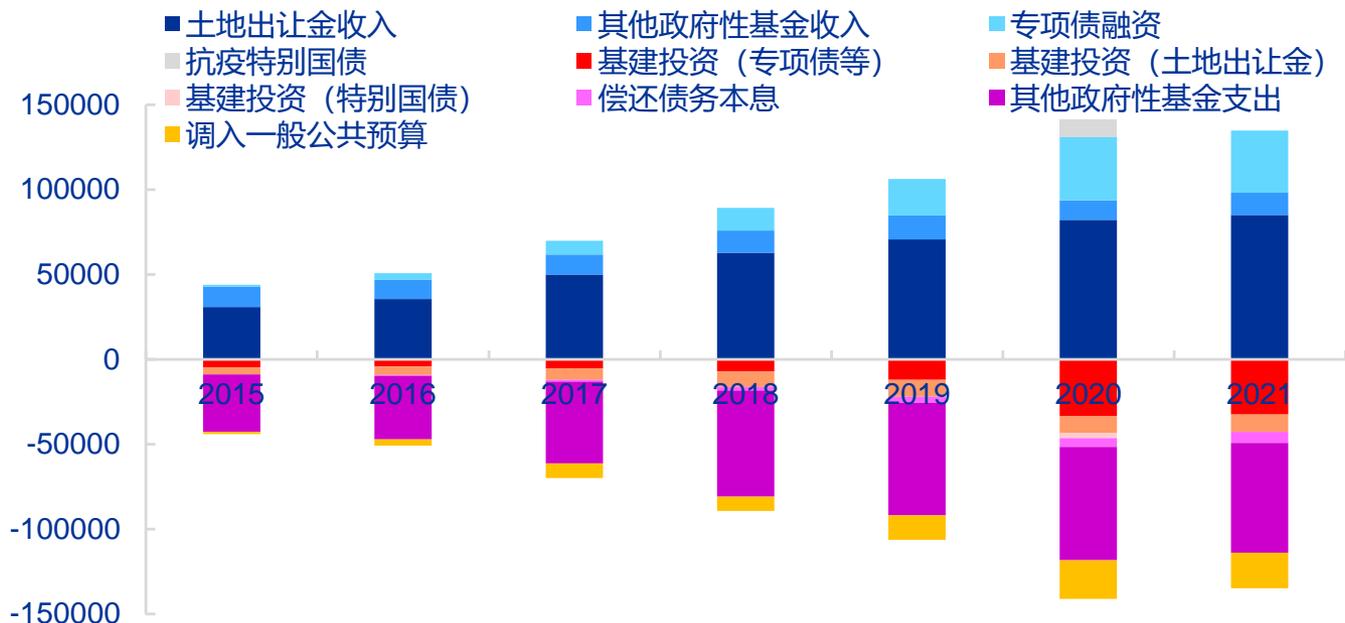
- **土地出让金潜在的大幅下滑对今年的财政支出增速形成巨大威胁，好在去年财政资金储蓄较为殷实，加之一般预算、政府性基金预算债务限额都有结余，下半年财政支出仍可期待8%左右的高增，进一步形成稳增长的重要阶段性助力。**我们的测算结果显示，全年财政支出同比增速仍可期待约7%左右相当接近预算水平的增长，这意味着下半年财政支出可期待10%左右的高增，对于阶段性稳增长具有重要意义。



4.5 基建稳增长则有赖于土地出让收入的“经常化”

- 正因如此，财政对基建投资的支持得以摆脱对地产周期的依赖，形成房地产周期与基建投资周期的实质性脱钩。2020-2021年，我国首次出现土地出让金收入大于支出的情况，并且收大于支的金额规模分别达到7900多亿、8800多亿，而此前两年分别收小于支产生约-5300亿、-3700亿的差额。2020-2021年如此巨大的土地出让金收大于支的差额对于弥补一般公共预算收小于支的缺口具有重要的作用，事实上形成了土地出让金收入支出的“经常化”和“一般化”。

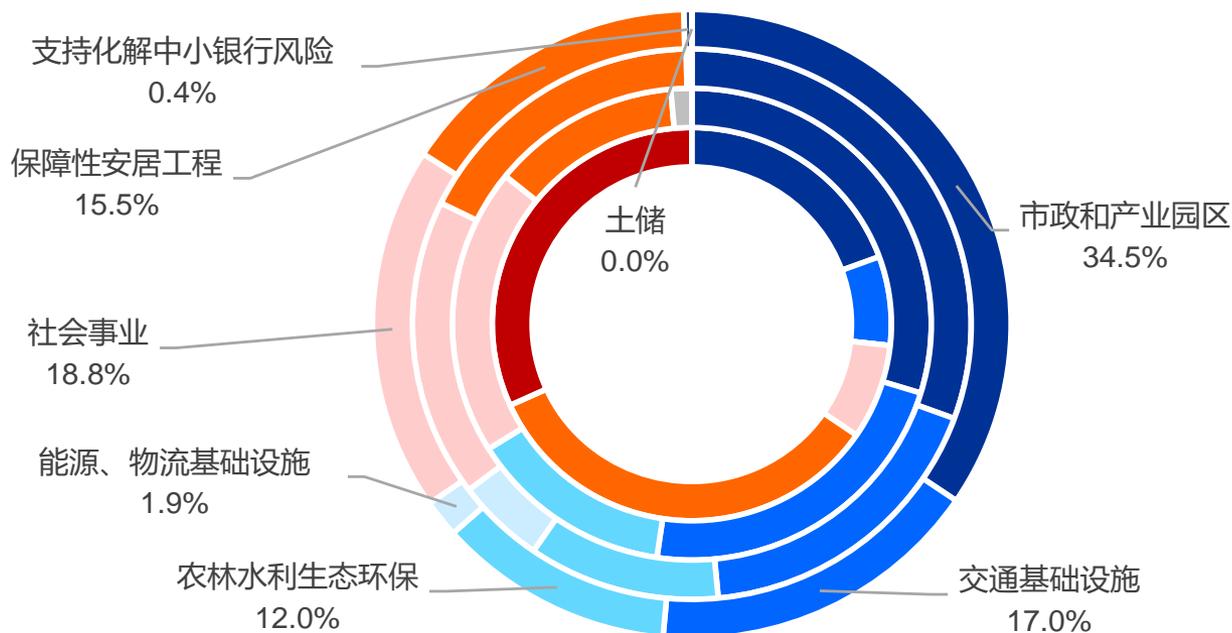
政府性基金广义收支结构（亿元）



4.5 基建与地产周期的脱离，穿透式监管小循环的建立

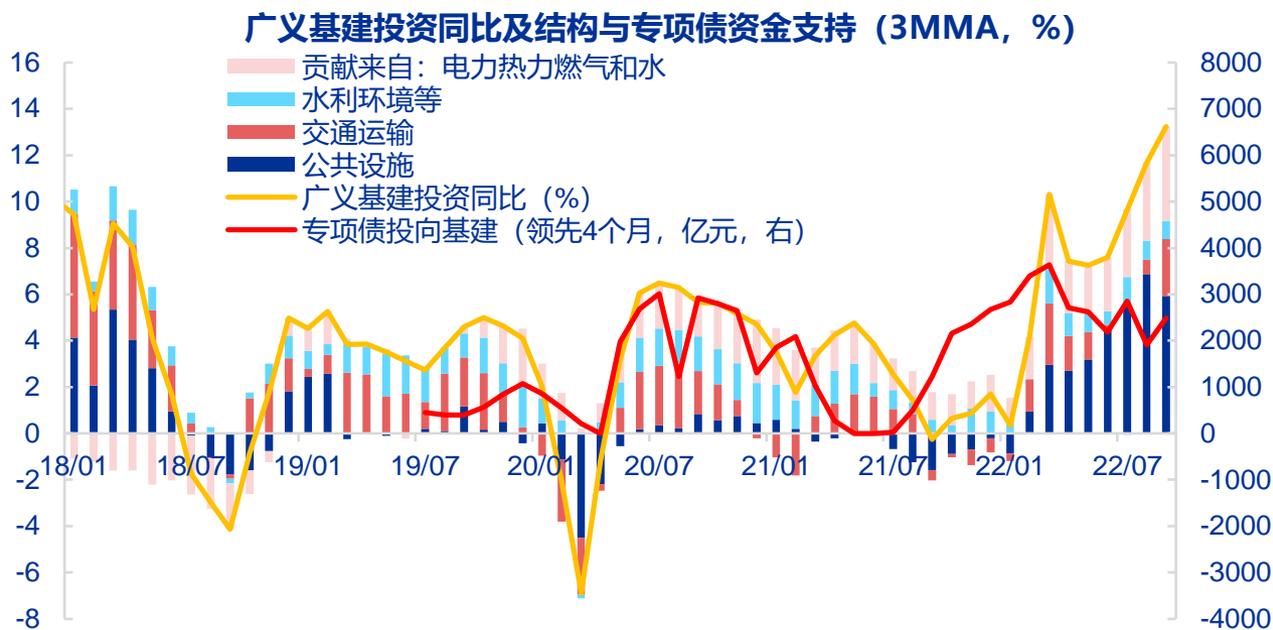
- 2020-2021年经济增长的企稳并未依赖基建投资的高增，这一时期财政政策进一步通过专项债与基建投资的小循环构建，实现了土地出让金支出的经常化，有效实现了地产与基建周期的实质性脱离。

专项债支出结构 (%)：2019 (内圈) -22H1 (外圈)，数字示最外圈



4.5 以及专项债资源史无前例地向今年下半年的集中

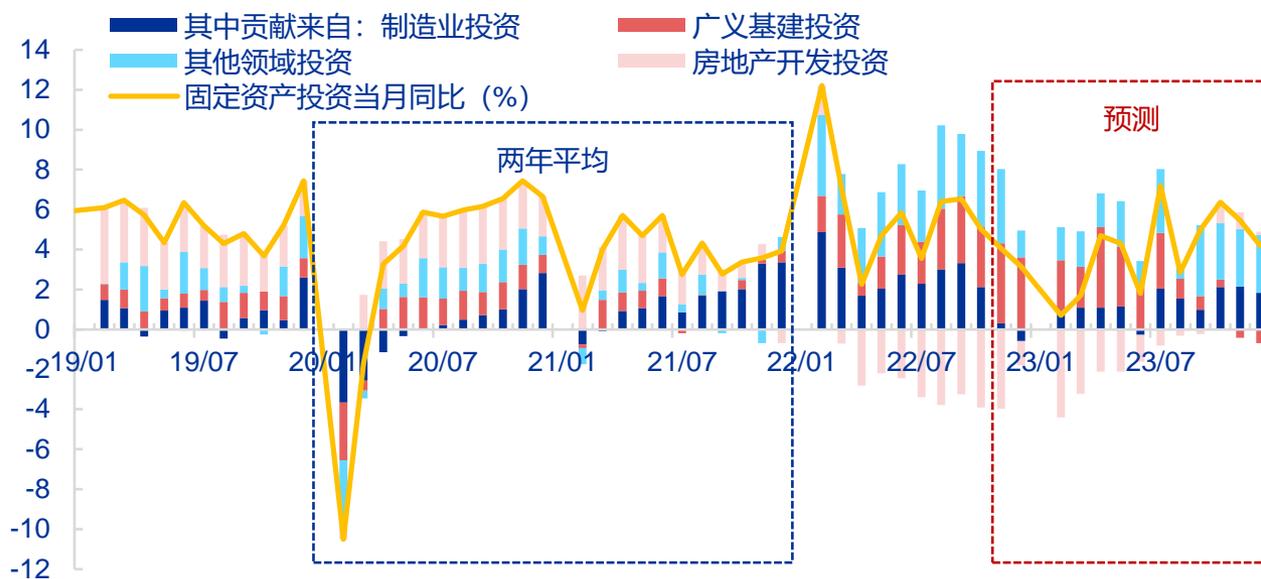
- **专项债集中加码、政策性开发性融资超大力度保障，年内传统基建投资有望延续高光表现，成为四季度稳增长主要动力来源。**一方面10月将结存的5000亿左右新增专项债限额重新发行完毕，另一方面再度加码政策性开发性金融工具。我们维持对四季度基建投资的强劲预期，分别小幅上调11-12月基建投资同比增速预测至17.1%、14.9%，对应四季度、2022年同比14.9%、11.6%。



4.6 预计受基建投资等拖累，2023年投资增速有所回落

- 预计制造业投资随内外需整体趋势增速有所回落，外需是主要拖累，全年累计同比预计从2022年的7.6%，降至2023年的4.3%左右。
- 预计固定资产投资同比增速从2022年的5.4%，降至2023年的4.0%。而扣除不计入GDP的土地购置费，净固定资产投资增速2022年、2023年同比预计分别为6.3%和4.8%。考虑到22Q4、以及2023年工业品价格或降至通缩区间，固定投资对实际GDP增长的拉动作用预计在22Q4至2023年小幅抬升。

固定资产投资、贡献结构及预测 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

4.5 2023年需新增专项债4.15万亿，避免基建增速下滑过快

- **2023年基建投资同时受“项目荒”和财政存量资源见底的影响，新增专项债规模需4.15万亿以上才可能支撑基建投资增长6.5%左右。**因为2022年专项债事实上发行规模将达到约4.1万亿，并且较大比例投向基建，从而基建投资全年同比增长11.6%的高基数的次年，财政对基建的支持力度也不能断崖式下滑，否则财政政策的波动会放大明年的经济下行压力。我们以6.5%左右的假设作为2023年的基建投资同比增速目标，那么需要新增专项债限额4.15万亿左右，并且需要开发性、政策性银行进一步提供超过今年规模的、接近3.6万亿以上的广义债务类融资支持。

2021-2023年度财政收支平衡及预测

	2021年		2022年			2023年			
	预算 亿元	决算 亿元	预算 亿元	预测实际情况 亿元	预测同比	预测情形一		预测情形二	
						金额 (亿元)	同比	金额 (亿元)	同比
预测情形实际GDP同比					3.4%		5.0%		5.3%
一般公共预算收入	197650	202555	210140	195668	-3.4%	221852	13.4%	217852	11.3%
总调入	16770	22927	23285	16451		12503		12503	
预算赤字债务	35700	31656	33700	34000		42700		46700	
一般公共预算支出	250120	245673	267125	262624	6.9%	271924	3.5%	271924	3.5%
政府部门资金余额净变化	0	11375	0	-16505		5130		5130	
政府性基金总收入	94766.74	98354	115491	95412		89464		89464	
其中：土地出让金收入	84143	84978	84978	65433	-23.0%	65433	0.0%	65433	0.0%
特殊来源的收入	0	90	16500	16500		10000		10000	
专项债务	36500	35844	36500	40500		41500		41500	
政府性基金总支出		113745	142991	122461		122460.8516		122460.85	
调入一般公共预算	1	20454	9000	13451		8503		8503	

4.5 2023年财政赤字率也需拉高至3.3%以上

- 在此基础上，考虑到土地出让金收入2023年难以明显改善，一般公共预算赤字仍需大幅扩大至4.3万亿左右（赤字率3.3%，较2022年扩张0.5个百分点），才可勉强维持全年财政支出同比增长约3.5%，较2022年财政支出增速下行约3.5个百分点。

2021-2023年度财政收支平衡及预测

	2021年		2022年			2023年			
	预算 亿元	决算 亿元	预算 亿元	预测实际情况 亿元	预测同比	预测情形一		预测情形二	
						金额 (亿元)	同比	金额 (亿元)	同比
预测情形实际GDP同比					3.4%		5.0%		5.3%
一般公共预算收入	197650	202555	210140	195668	-3.4%	221852	13.4%	217852	11.3%
总调入	16770	22927	23285	16451		12503		12503	
预算赤字债务	35700	31656	33700	34000		42700		46700	
一般公共预算支出	250120	245673	267125	262624	6.9%	271924	3.5%	271924	3.5%
政府部门资金余额净变化	0	11375	0	-16505		5130		5130	
政府性基金总收入	94766.74	98354	115491	95412		89464		89464	
其中：土地出让金收入	84143	84978	84978	65433	-23.0%	65433	0.0%	65433	0.0%
特殊来源的收入	0	90	16500	16500		10000		10000	
专项债务	36500	35844	36500	40500		41500		41500	
政府性基金总支出		113745	142991	122461		122460.8516		122460.85	
调入一般公共预算	1	20454	9000	13451		8503		8503	

4.6 国内工业品供给整体充足，PPI明年或将走低

- **原油供给紧张程度低于市场担忧，加之我国能源结构以煤为主，自给自足和供给侧调控能力较强，2023年预计PPI同比滑入小幅负区间。**拜登中期选举失去众议院后美国页岩油增产动机开始恢复，油价明显回落，虽然OPEC+减产加之欧盟对俄油限价、禁运制裁落地，全球原油供给明年上半年仍将偏紧，但将好于此前市场预期，预计PPI明年上半年上行幅度相对温和。而下半年伴随页岩油产量释放以及触发目前极低份额的OPEC竞争性增产，油价或明显回落，即使地产保交楼强化推动地产投资竣工跌幅收窄，但基建投资高基数下面临较大内生性下行压力。预计明年下半年PPI压力相对较小。预计2023年PPI同比均值-0.9%，预计22年12月为-0.1%。

PPI 同比、主要驱动因素预测 (%)



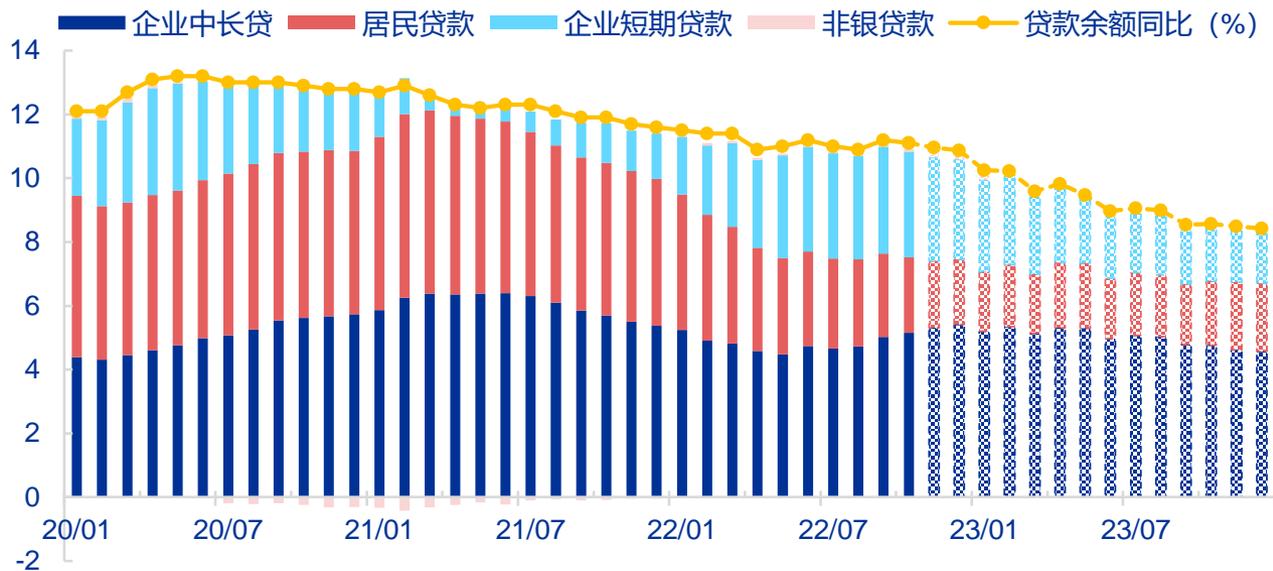
主要内容

1. 全球经济：MODERATION AGAIN
2. 出口随外需下行，但产业升级替代持续
3. 地产周期供需背离，投资跌幅有望收窄
4. 防控优化后，个税减税或是促消费关键
5. 货币政策中性偏松，降准或是降息前提
6. 大循环内生动力提升，结构优化的5%

5.1 信贷：企业短贷或少增，地产需求清淡，基建融资降温

- **地产需求清淡，基建项目约束隐现，新增信贷预计至2023年均难重获高增。** 10月金融数据从三个方面凸显出内需下行压力：其一是地产需求再度探底居民中长贷地量，其二是基建投资项目约束隐约可见，专项债发行、政策性银行融资发放速度均大幅放慢，其三是市场寄予厚望的制造业投资至少在融资端并未能抵消地产偏弱、基建脉冲间隙的融资下行幅度。这三点原因都是结构性、长期性的，我们预计12月新增信贷约为1.1万亿，对应2022年全年新增信贷约21万亿，贷款余额同比增速至年底约11.0%，较2021年下行约0.6个百分点。2023年预计居民部门去杠杆过程仍将延续，居民中长贷新增仍然较少，企业中长贷则在基建融资勉力支撑、地产开发融资需求持续释放对冲制造业等融资需求减少的背景下，小幅少于2022年，预计2023年全年新增信贷约18万亿，贷款余额同比增速降至8.4%左右。

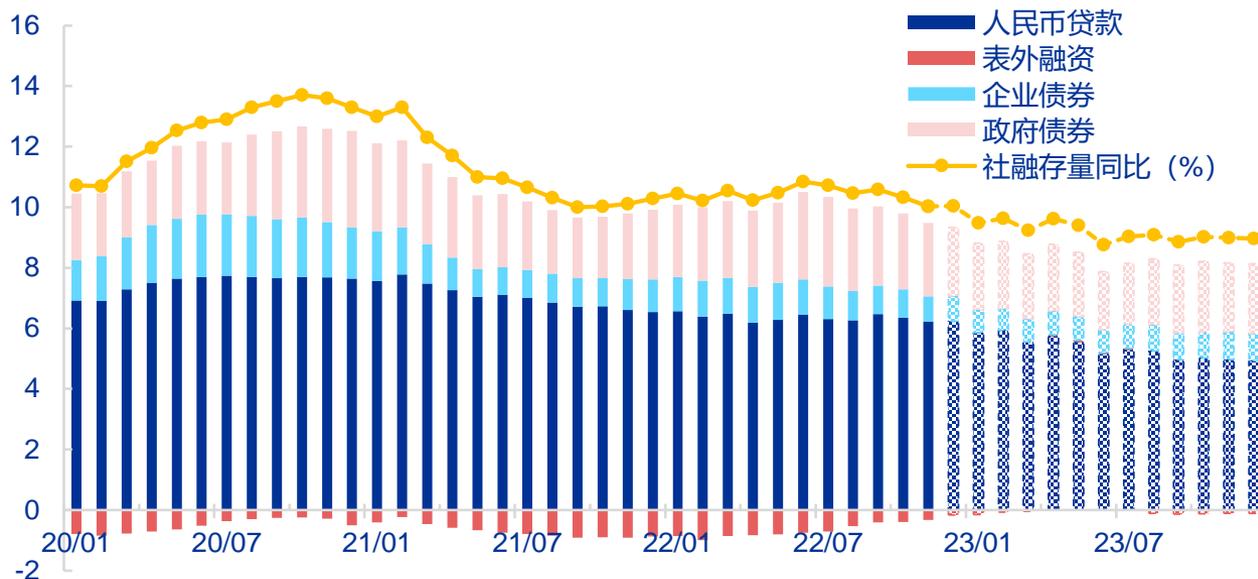
贷款余额同比、贡献结构及预测 (%)



5.1社融：政府扩张债务杠杆，稳定和促进消费等内需

- **2023年，财政债务大幅拉开格局是稳增长、优化内需结构所必须的操作，预计在政府债务融资的推动下，社融新增表现好于信贷。**一般公共预算内债务尚未发行完毕，并且由于财政收入和调入资金在疫情影响、新增缓税措施、土地出让金超预期大幅回落等因素的共同作用下，预计将显著低于两会时的预算水平，从而不得不在今年一方面充分利用去年财政存款较多的跨年资金资源，另一方面需足额甚至超额发行一般预算债务以弥补资金缺口，由此有望推动12月社融存量增速保持基本稳定态势。预计12月新增社融规模约为2.24万亿，社融存量同比增速则预计持平于11月的10.0%。展望2023年，稳增长的主线逻辑仍需依赖政府部门大幅扩张一般公共预算赤字率至3.3%以上，初步预计2023年新增社融规模约32.4万亿，较2022年约小幅少增0.5万亿，社融存量同比预计较2022年小幅下行1个百分点至9.0%左右。

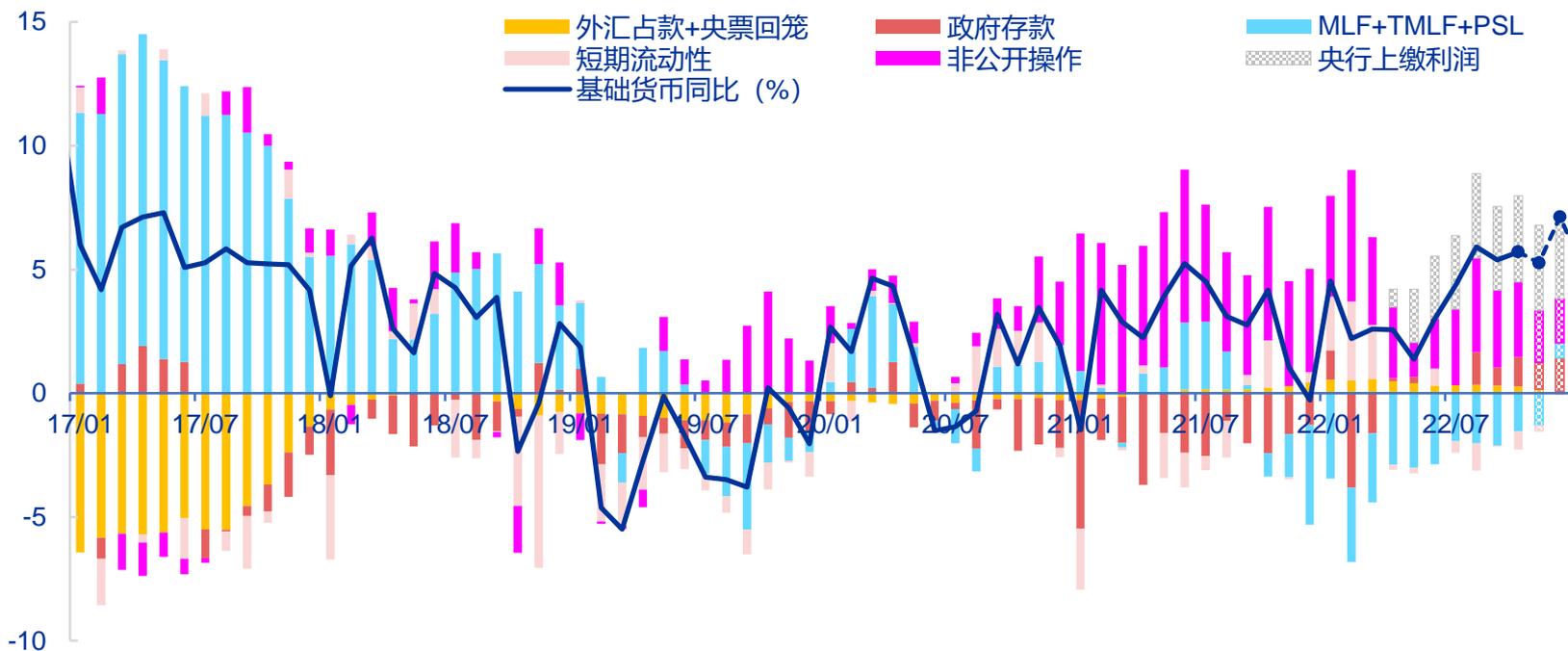
社融存量同比、贡献结构及预测 (%)



5.2 货币操作：2023年维持中性偏松，降准或是降息前提

- **降准之后能否迅速提振信用扩张？取决于地产需求。**基建稳增长融资需求最大阶段可能已过去，未来数月信用融资需求决定因素可能再度向房地产需求和开发融资转移。最新的“十六条”政策对于地产投资一端的融资保障力度相当巨大，但如果缺乏地产需求的根本性转向，地产投资和竣工的改善幅度预计也将是较为边际的。但应当看到，**房地产周期趋弱导致的信用需求不足主要体现在房地产需求侧而非投资开发一侧。**由于前者更多是工业化、城镇化失衡所导致的长期结构性问题，展望至明年我们并不会期待居民新增中长贷较今年出现根本性改观。

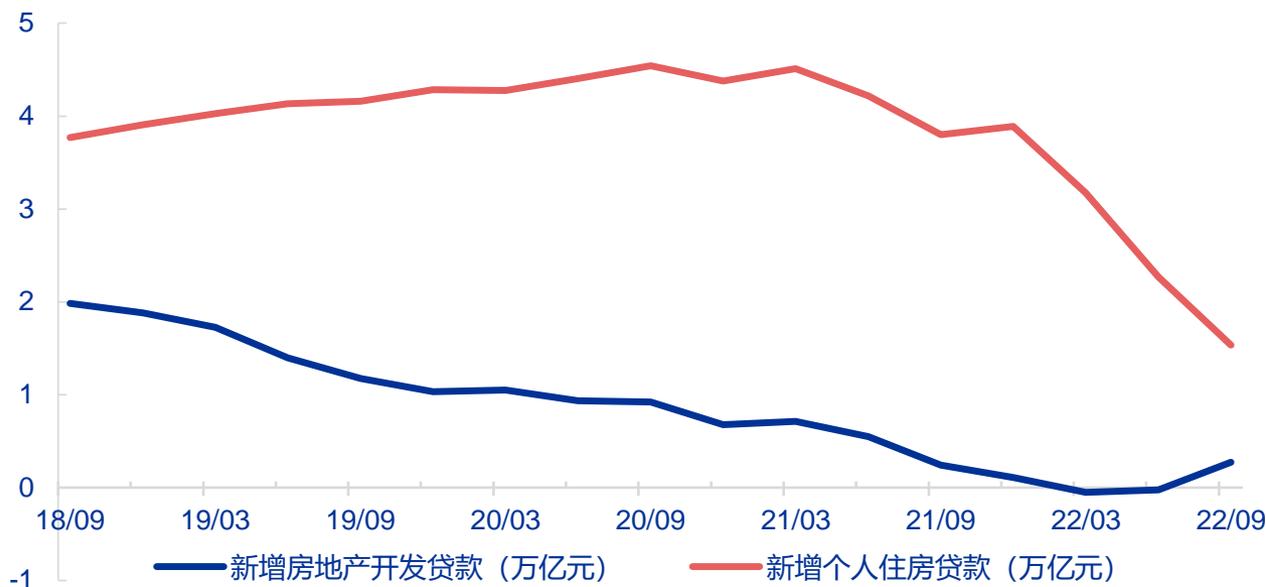
基础货币同比、结构及预测 (%)



5.2 货币操作：2023年维持中性偏松，降准或是降息前提

- **降准之后是否会很快降息？先需疏通银行利差关系。**美联储加息预期最强的阶段已经过去，人民币贬值压力将阶段性缓解，预计年底前货币操作采取“守势”，而明年仍将维持中性偏松货币环境，但降准提供流动性乃至置换MLF，或将成为LPR进一步引导下调的先决条件。当前商业银行扩信用面临“流动性、资本和利率三大约束”，二季度以来商业银行负债端成本下行幅度明显小于资产端，银行存贷款利差明显收窄可能限制扩张资产规模的积极性。9月定期存款加权平均利率为2.30%，较存款利率市场化调整机制建立前的4月仅下降14bp，明显小于同期贷款利率下行幅度（4-9月贷款加权平均利率下行31bp，住房贷款利率下行115bp）。这可能意味着未来潜在的降息操作之前，需央行通过降准置换MLF的方式引导商业银行负债端成本下降作为先决条件。

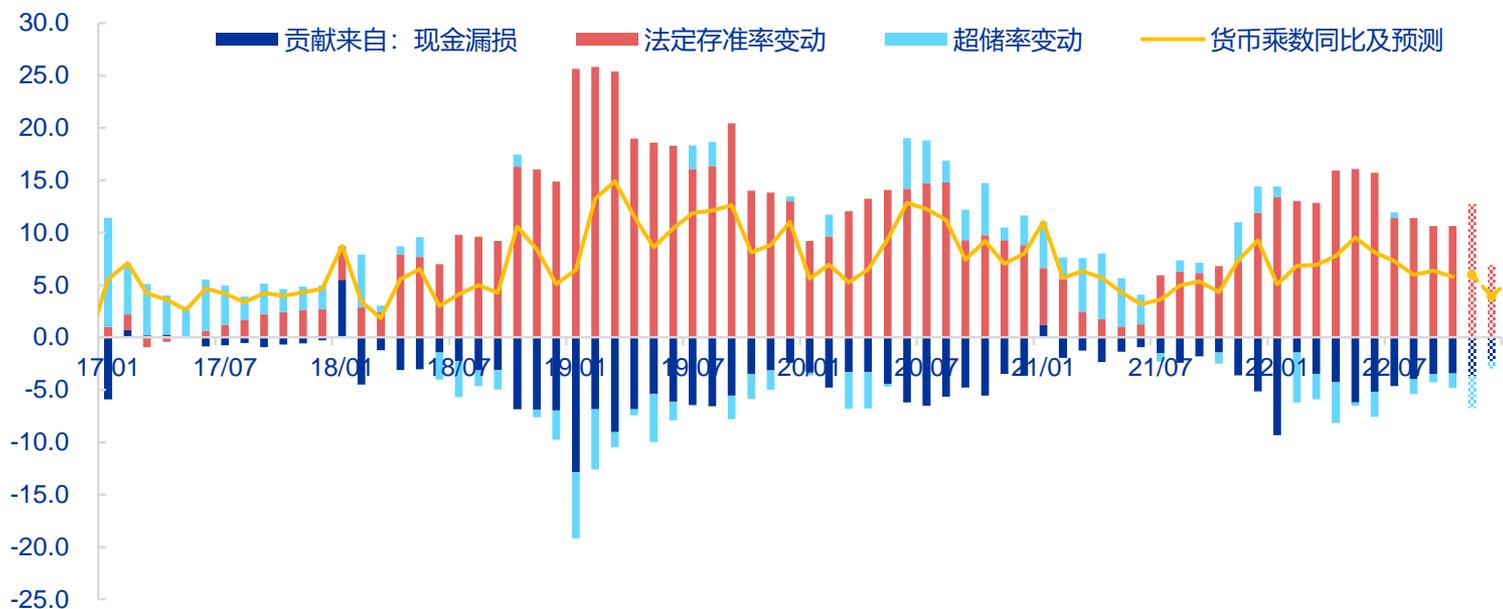
新增房地产开发贷款、新增个人住房贷款规模（4个季度滚动合计）



5.2 货币操作：2023年维持中性偏松，降准或是降息前提

- **维持2023年再降准100-150BP预测不变。**操作层面，在2023年再贷款再贴现工具仍可提供合理基础货币增量的基础假设下，维持2023年全面降准100-150BP的预期不变，预计2023年可置换MLF5000亿-1.5万亿不等，预计在此基础上1Y LPR、MLF利率全年可望下调30-50BP，5Y LPR或稍小幅度下调，7天逆回购利率预计不变。展望2023年，我们初步测算结果显示，2023年1月、9月流动性缺口明显较大，分别在这两个月各进行50BP降准的操作是较为必要的。假设2023年再贷款工具仍可提供与今年接近的增量基础货币供给，则降准100-150BP可在2023年全年置换出5000-15000亿存量MLF。

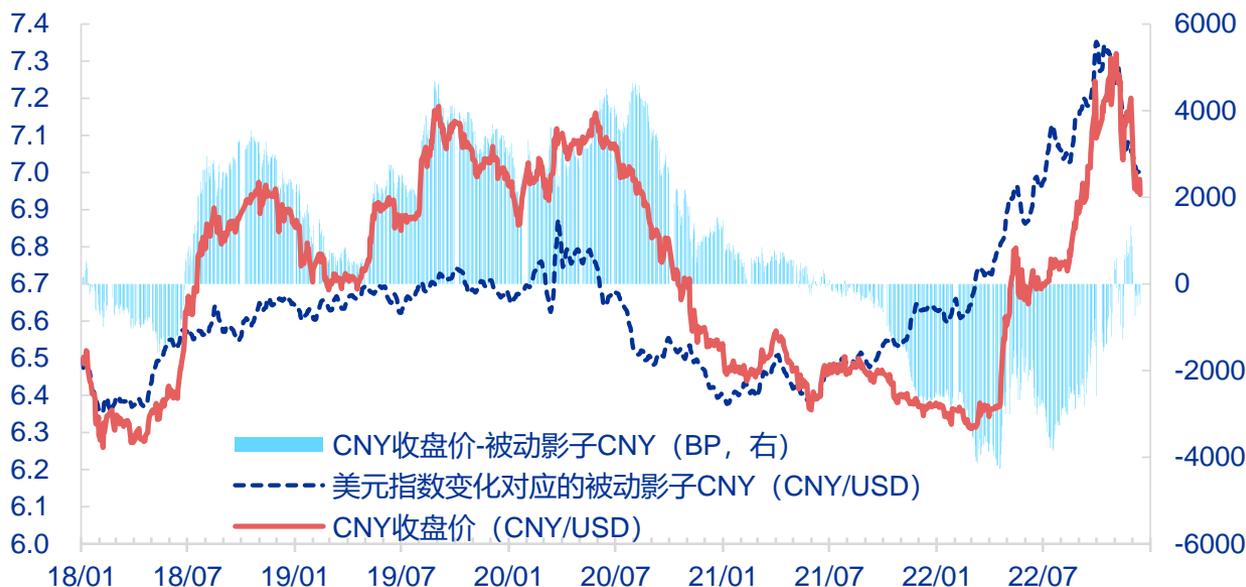
货币乘数同比及预测 (%)



5.3 预计2023年CNY小幅趋升，至年底预计升至6.7左右

- 制造业升级有望延续的稳定表现，叠加美联储的潜在超预期转向，可能共同助推人民币兑美元汇率在明年出现比较明显的升值，预计CNY年底可升至6.90-6.95附近，2023年内或可见升至6.5-6.6区间。而与我们预期的美元指数可能在23Q3见底后23Q4小幅反弹的趋势相配合，我们预计2023年底CNY可能在6.7左右。2023年对我国货币政策操作来说，外部货币紧缩的外溢效应是阶段性缓和的。

制造业高级化是人民币主动升值部分的关键驱动力



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

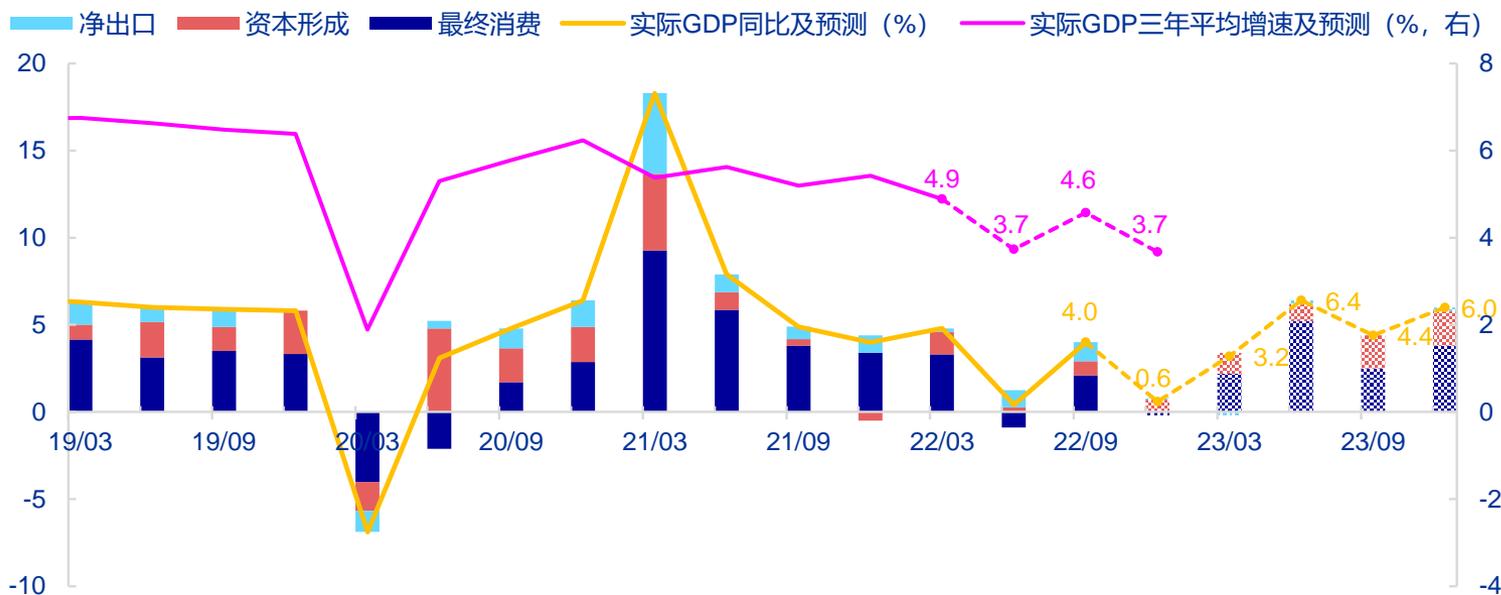
主要内容

1. 全球经济：MODERATION AGAIN
2. 出口随外需下行，但产业升级替代持续
3. 地产周期供需背离，投资跌幅有望收窄
4. 防控优化后，个税减税或是促消费关键
5. 货币政策中性偏松，降准或是降息前提
6. 大循环内生动力提升，结构优化的5%

5. 展望2023：供需循环内生动力提升，结构优化的5.0%

- 展望2023年，地产难以期待大幅反弹，基建、制造业投资、净出口对经济增长的拉动作用也都不同程度地将有所弱化，仅依靠低基数下消费的温和反弹难以推动实际GDP增长恢复至5.5%甚至更高水平，我们维持前期预测的政策格局，即只有政府部门大幅扩张财政赤字格局，拉动一般预算赤字率至3.3%以上，并考虑通过个税减税等方式，有效改善中等收入群体居民收入预期，才有望促进2023年实际GDP增长5.0%或更高，并且同时可以获得优化的经济结构。而货币政策预计将以中性偏松的操作方向予以配合，降准置换MLF可能是贯穿2023年传导效率最高的操作方式，值得期待。综合上述分析，预计2023年1-4季度实际GDP同比增速分别为3.2%、6.4%、4.4%、6.0%。

实际GDP同比及预测 (%)



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东A组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysec.com
华东B组	谢文霓	021-33388300	xiewenni@swhysec.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysec.com
华南组	李昇	15914129169	lisheng5@swhysec.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)：	： 股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	： 股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	： 股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	： 股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	： 股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数： 恒生中国企业指数 (HSCEI)

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

秦泰
qintai@swsresearch.com