

年度向好待花开

2023年国内经济展望

2022年12月28日

证券分析师:

胡少华, S0630516090002

刘思佳, S0630516080002

联系人:

高旗胜

邮箱: gqs@longone.com.cn

聚焦研发创新



DHS 东海证券

● 2023年投资策略报告



东海证券
DONGHAI SECURITIES

CONTENTS

目录

01

短期风险再寻底

02

年度向好待花开

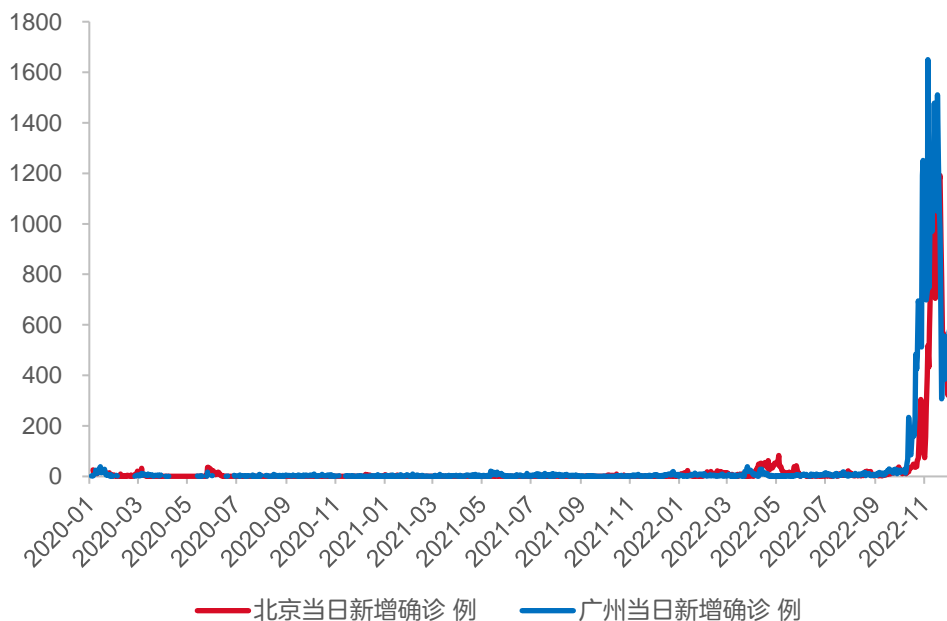
03

内需创新是主线

1.1. 疫情发展快，达峰快

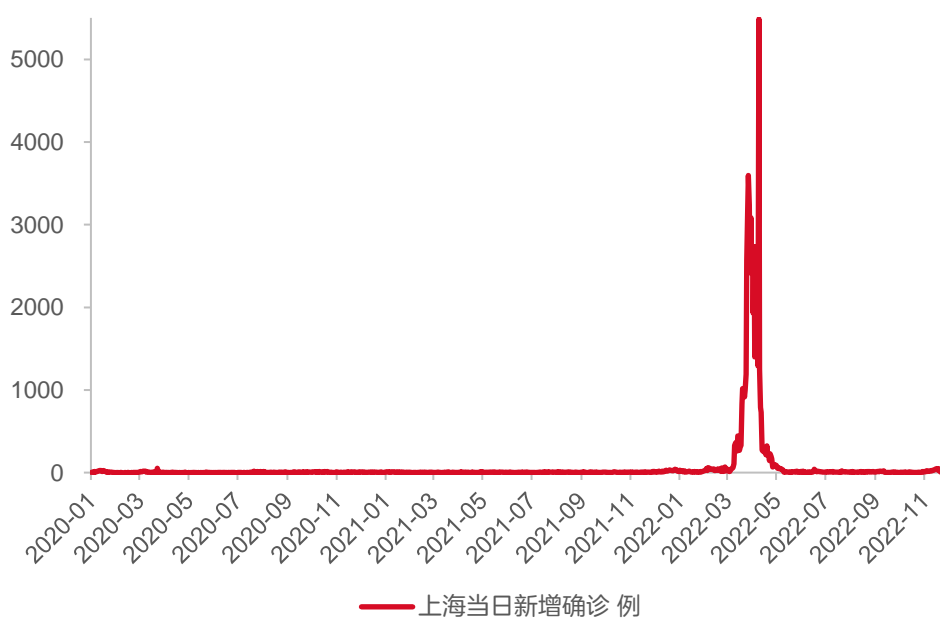
- 12月7日，国务院发布疫情防控“新十条”措施，随后全国各地陆续调整防疫政策。奥密克戎毒株传播力强、重症死亡低，我国已进入疫情流行期。从目前情况看，疫情发展速度比预期的快，达峰时间和首波冲击转折点可能都会比预期更快。
- 我们认为，未来感染阳性可能会成为常态化状态，逐步进入与疫情共存的新阶段。

北京、广州疫情发展情况



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

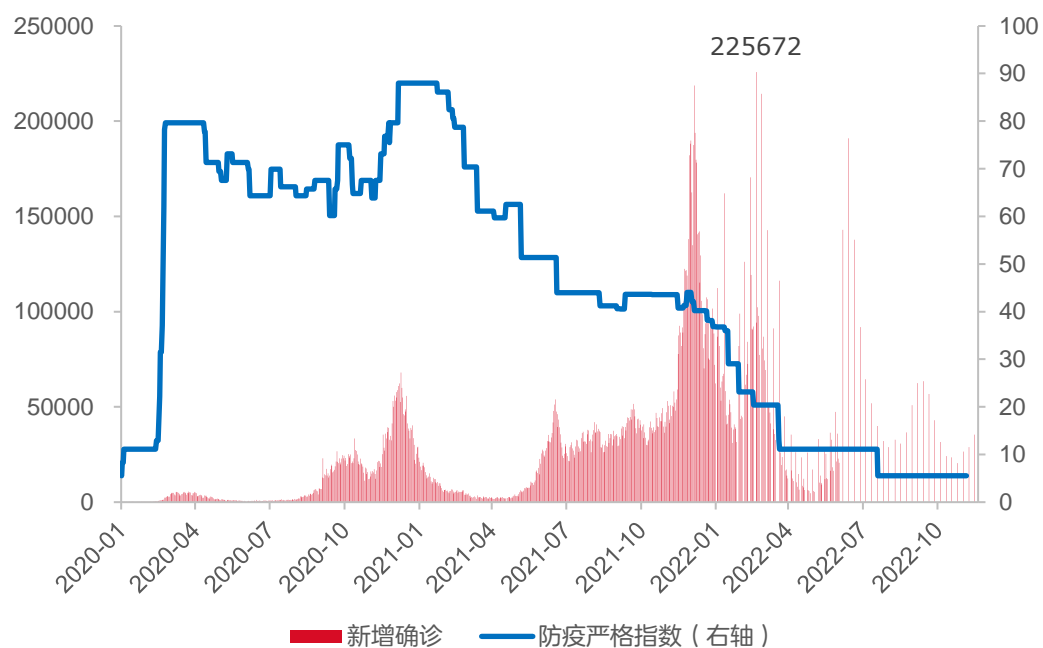
上海疫情发展情况



资料来源：百度指数，东海证券研究所

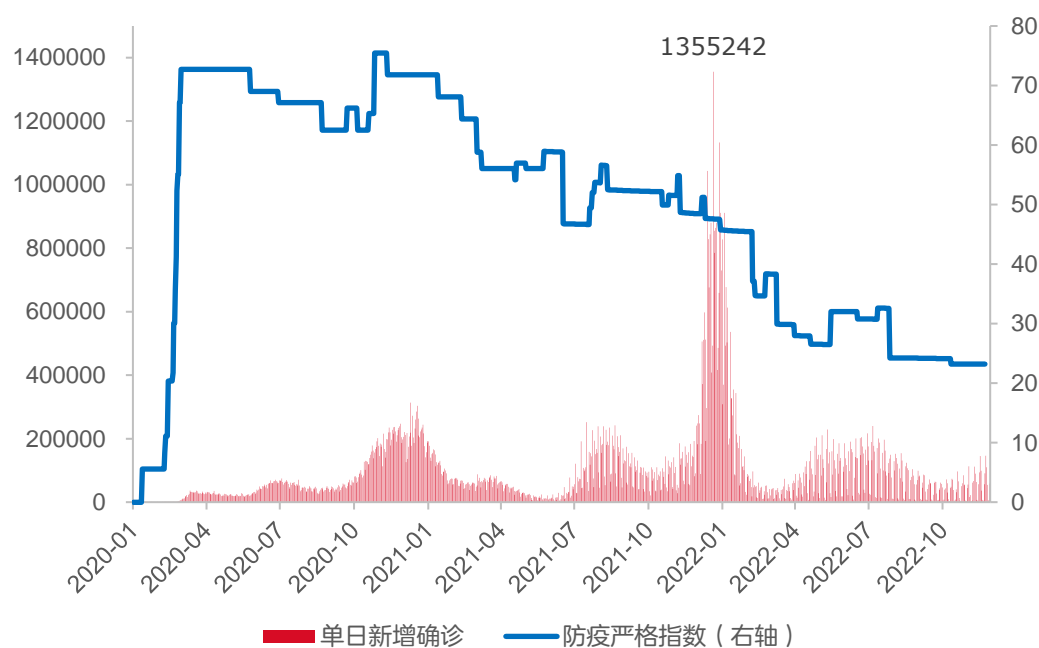
- 欧美国家多数从2021年持续放松疫情管控。2022年初，法国、德国等多个欧洲国家宣布全面取消防疫管控；美国在2022年3月发布与疫情共存计划，6月完全放开入境。2022年下半年英国、德国等欧洲国家防疫严格指数基本上降到疫情爆发前的水平。

英国防疫严格指数与新增确诊病例



资料来源: Our World in Data, 东海证券研究所

美国防疫严格指数与新增确诊病例

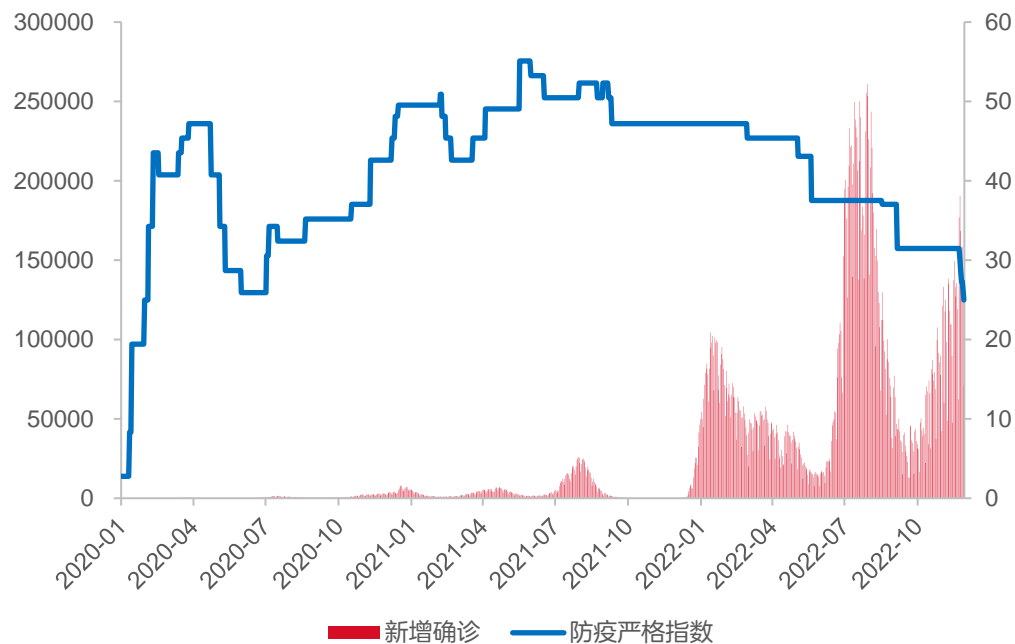


资料来源: Our World in Data, 东海证券研究所

日本在2021年10月起放开

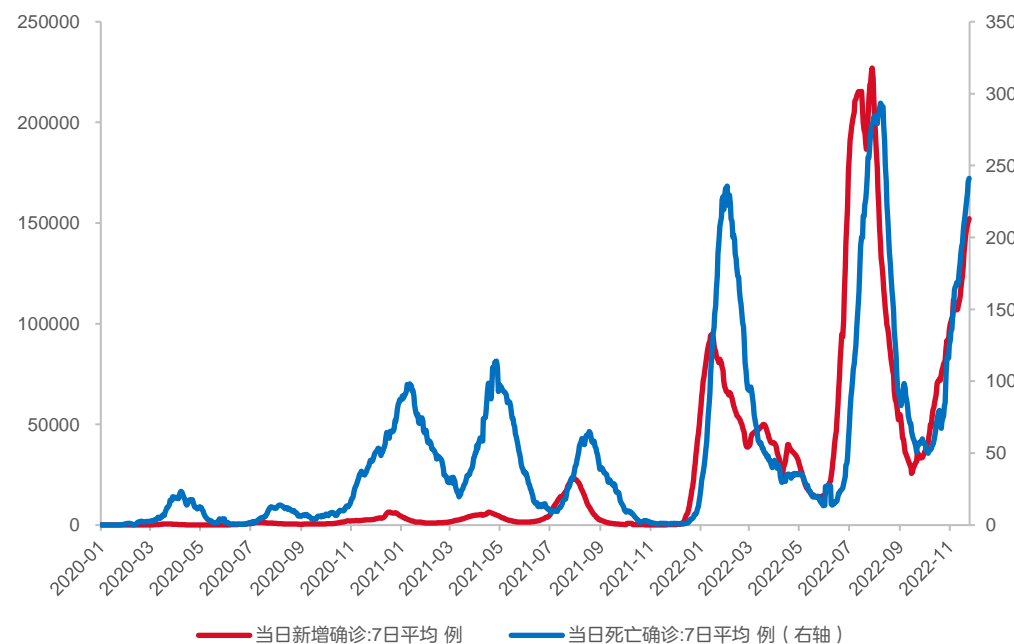
- 亚洲国家/地区疫情管控整体较严，主要于2022年下半年出现疫情管控松动。相对而言，日本、中国台湾、新加坡管控放开早。
- 日本自2021年10月1日起，解除19个都道府县“紧急事态宣言”和8个县“蔓延防止等重点措施”。2022年1月和7月分别迎来两轮疫情高峰，新增确诊和死亡病例数突破了前值、创下新高，这对医疗体系造成极大挑战，不得不两度收紧防疫政策。

日本防疫严格指数与新增确诊病例



资料来源：Our World in Data，东海证券研究所

日本当日新增确诊和死亡病例数

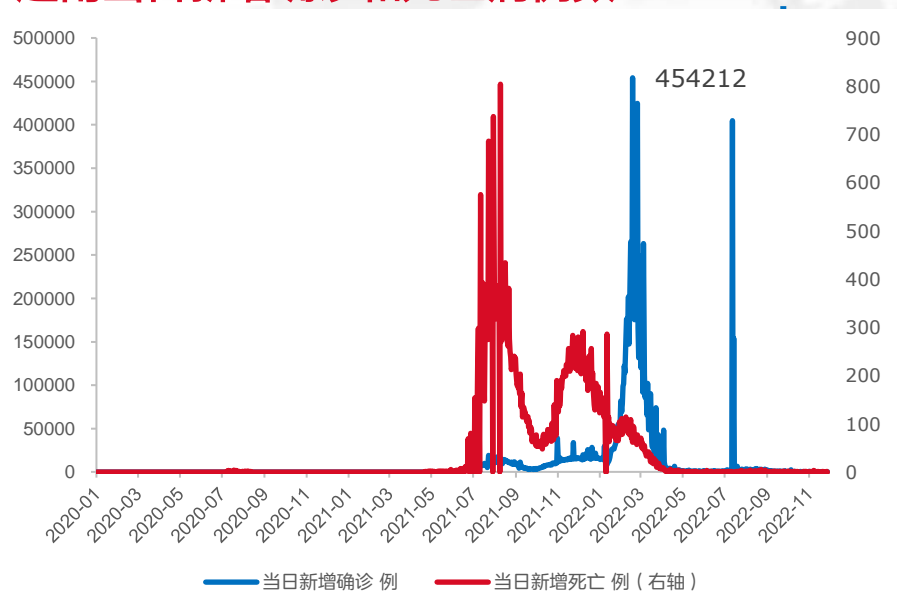


资料来源：WIND，东海证券研究所

越南在2022年3月放开

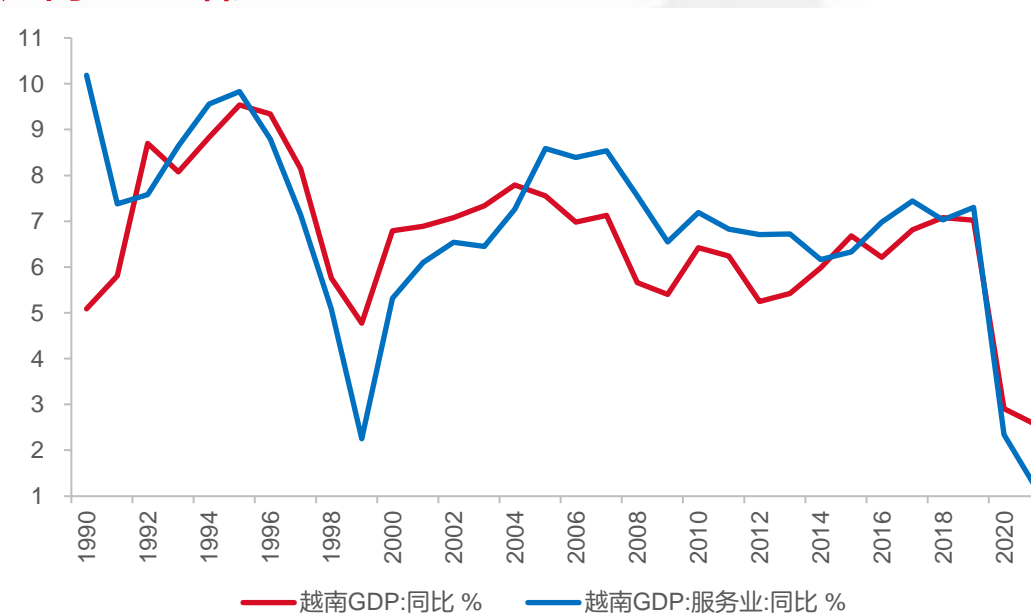
- 疫情发生后，越南一直实施较为严格的防疫政策。2020年GDP增速创下20年最低，为2.91%。2021年进一步下探至2.58%。
- 2021年10月11日，越南政府发布“安全灵活适应和有效控制新冠肺炎疫情”的临时规定，2022年1月底迎来了新一轮疫情高峰，新增确诊病例出现新高，但新增死亡病例数一直控制在相对较低水平。
- 2022年3月，越南全面放开管控，开放边境、全面恢复国际旅游活动，并将新冠肺炎从A类传染病划归至B类，进入与疫情共存的新阶段。放开管控措施后，3月当月新增确诊病例数急剧上升至最高45.5万例，但随后快速回落并持续稳定在百例新增。

越南当日新增确诊和死亡病例数



资料来源：Wind，东海证券研究所

越南GDP增速

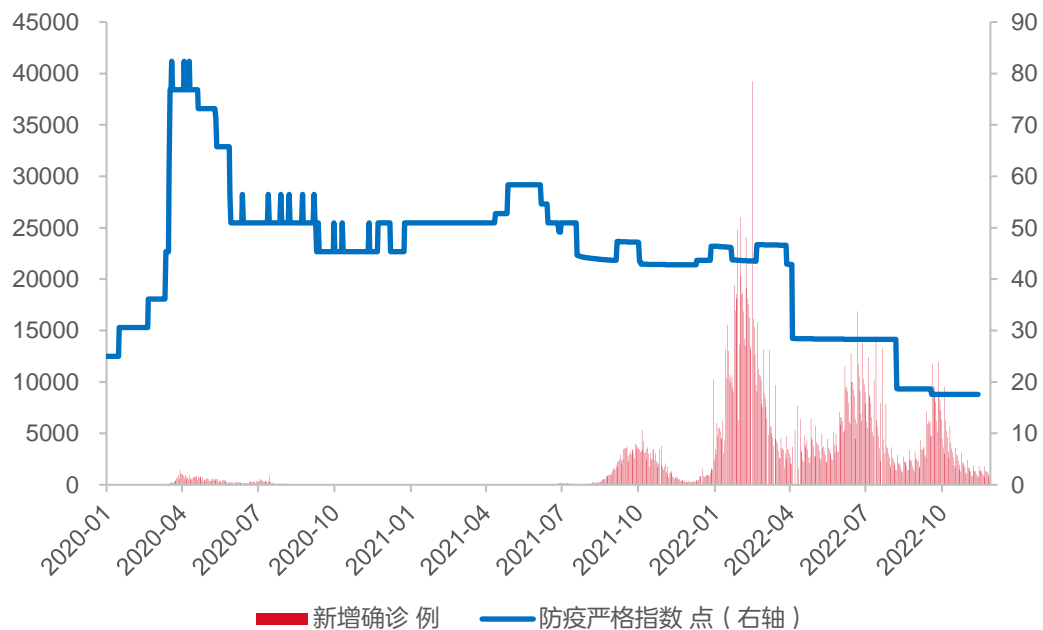


资料来源：Wind，东海证券研究所

新加坡的放开

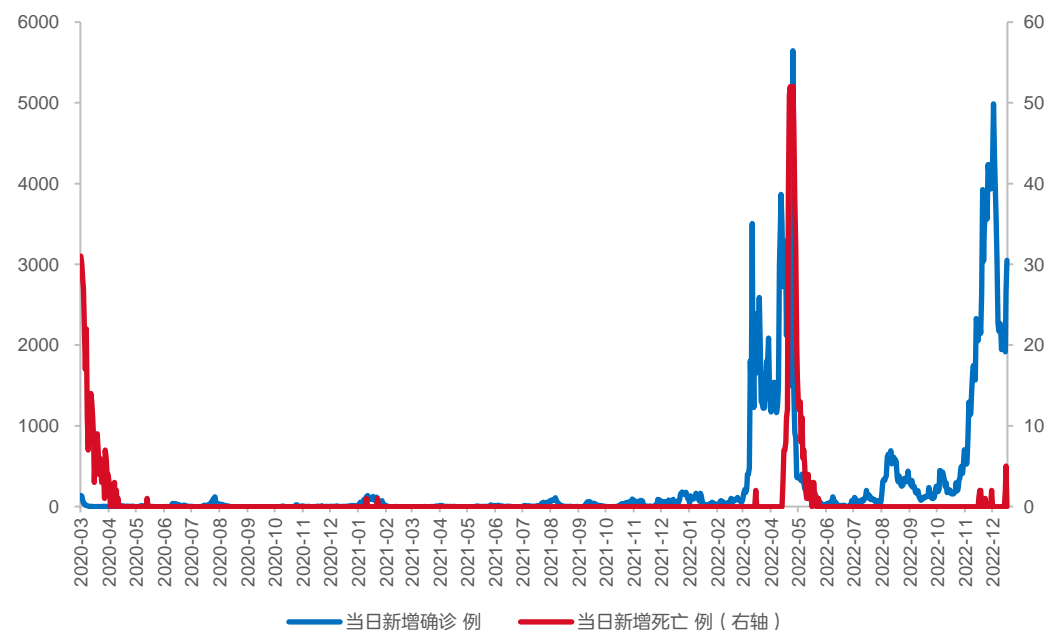
- 新加坡采取逐步放开方式，在疫情高峰后放松管制，高峰确诊数逐步减小。
- 从国外放开经验来看，预计国内可能会经历1-4个月的流行期，随后趋于平稳并逐步下降，在此过程中需特别注意老年人、高危人群的防护和医疗资源支持。奥密克戎毒株特性普遍表现为传染性强、致病性下降，一般人感染后多为轻症，影响较小；但对老年人和本有其他基础病的人影响较大，重点关注重症和死亡人数。

新加坡防疫严格指数与新增确诊病例



资料来源：Our World in Data，东海证券研究所

中国当日新增确诊和死亡病例数

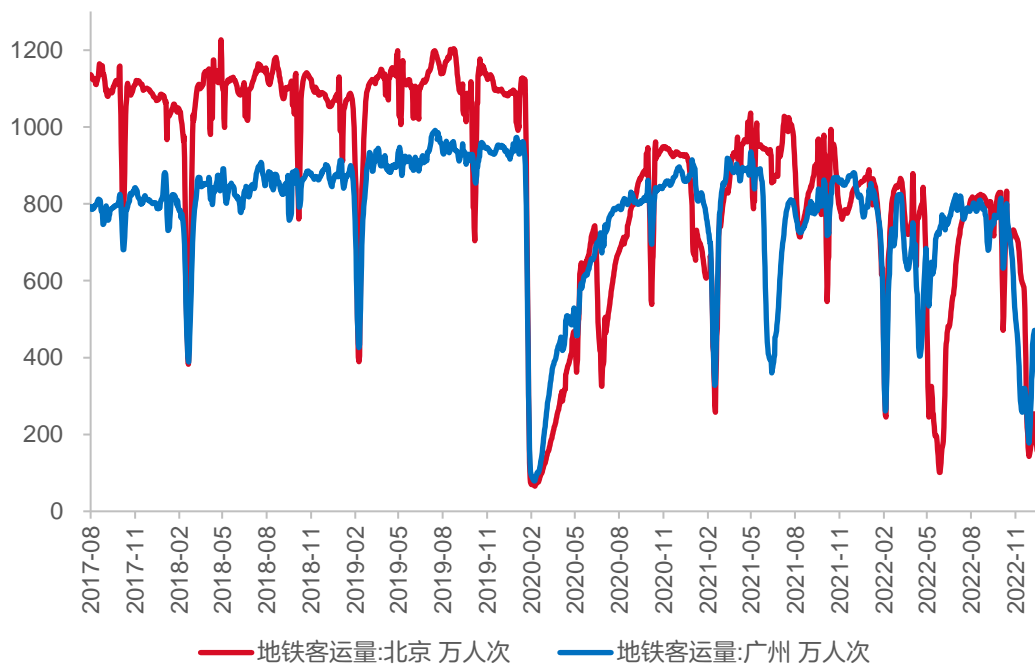


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

1.2. 经济短期影响较大：外出活动大降

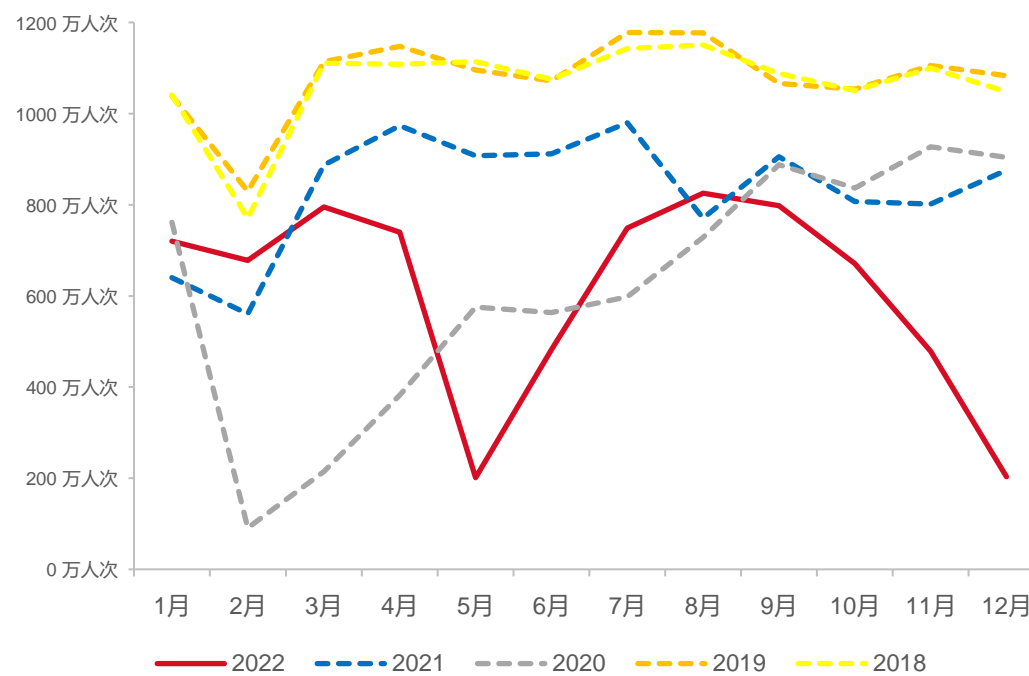
- 疫情管控放松后，社会群体对疫情变化态势的思想准备不足，对待“阳”和轻症感染的惧怕心里较重，外出消费和经济活动大幅减少。
- 作为本次疫情扩散较快的代表性城市，12月北京地铁客运量快速下降，并于12月15日触底至100多万人次/日，最近上升到了300万人次左右/日。

北京、广州地铁客运量7日平均



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

12月北京地铁客运量明显弱于往年

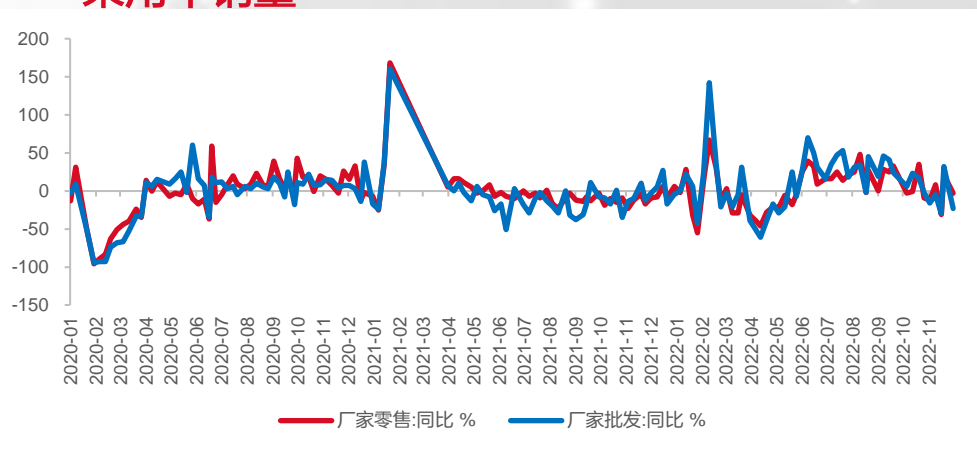


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

生产端也受影响

□ 疫情管控政策调整后，短期内对出行相关的经济活动影响较大，对生产的影响可能比以往封控时期偏弱。

乘用车销量



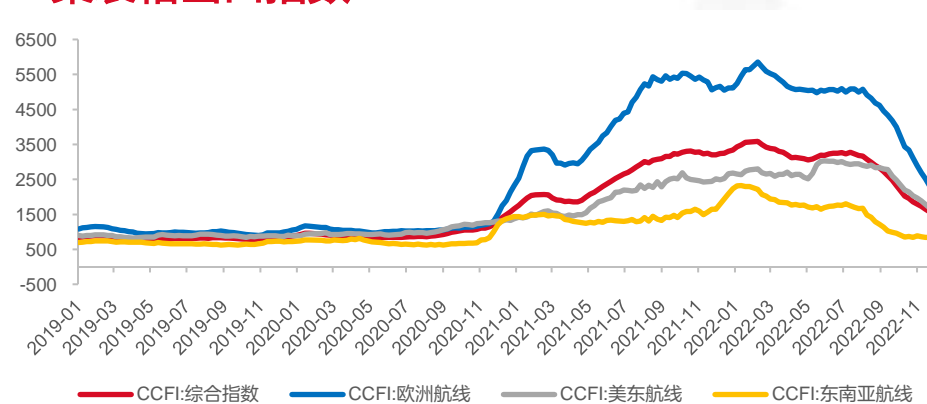
汽车轮胎开工率



石油沥青装置开工率



集装箱出口指数



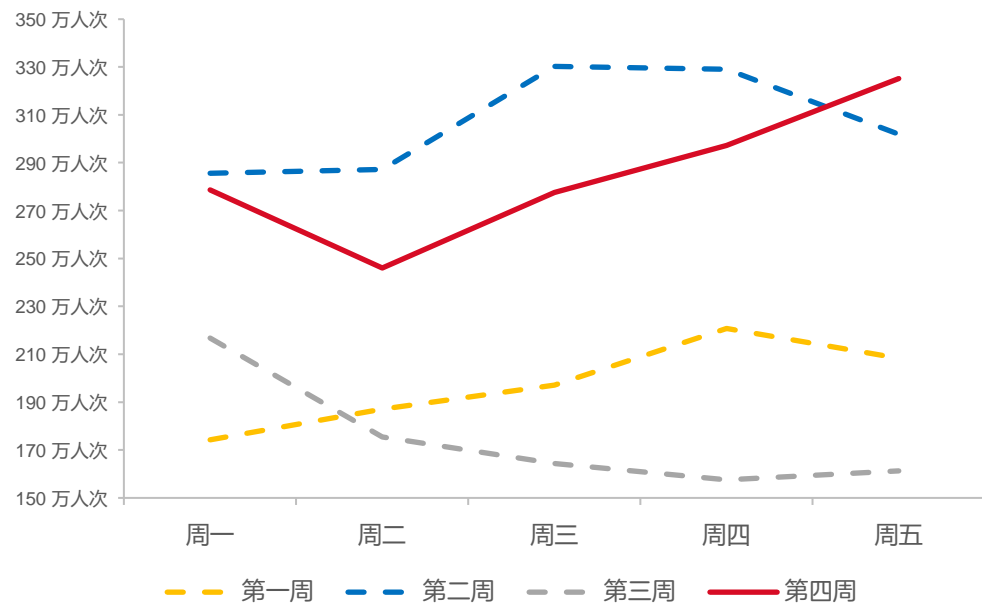
资料来源: Wind, 东海证券研究所

资料来源: Wind, 东海证券研究所

第一波受疫情冲击的城市开始恢复

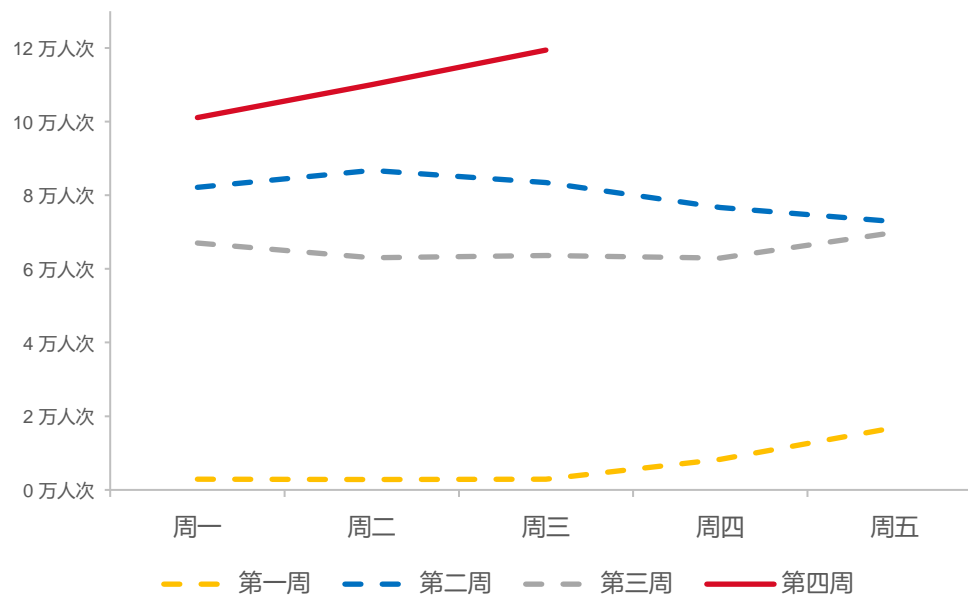
- 从百度疫情搜索指数、拥堵延时指数、地铁客运量等指标来看，北京、石家庄等第一波受疫情冲击的城市开始逐步恢复，其中石家庄工作日的地铁客运量已升至近一个月的最高水平。
- 关注春节影响。2023年春运将于1月7日开始，2月15日结束，春运使得大量人口从一二线城市流向三四线城市和农村，在此过程中疫情扩散现象可能会有所抬头，对春节期间的消费和节后返岗复工可能会造成负面影响。同时，春节一般来说经济活动较弱，也是渡过疫情高峰较有利的时期。

北京12月工作日地铁客运量变化



资料来源：Wind，东海证券研究所

石家庄12月工作日地铁客运量变化

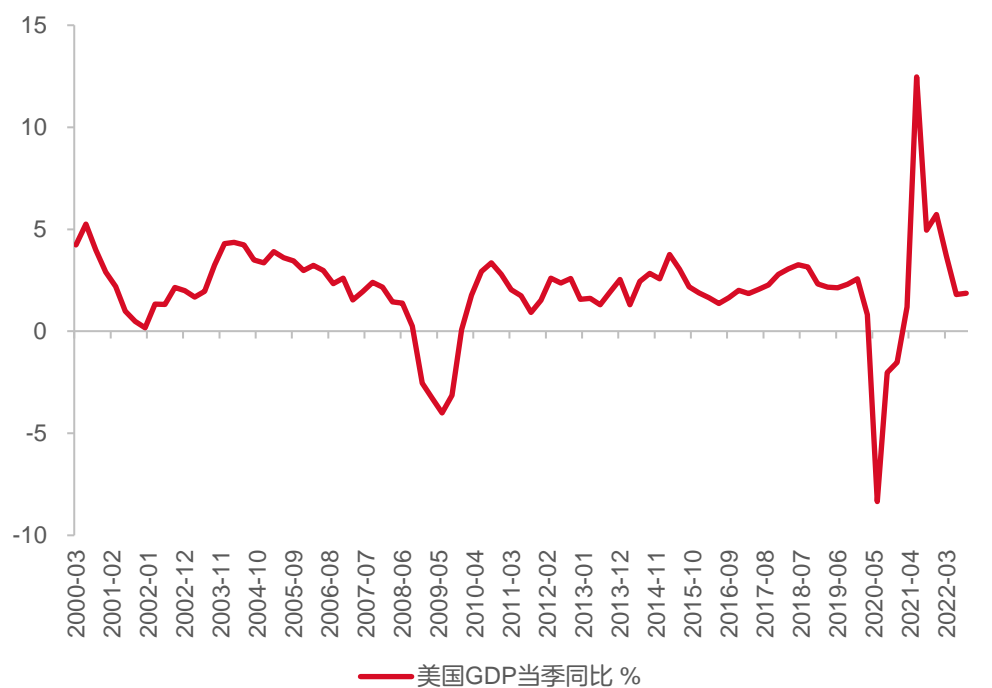


资料来源：Wind，东海证券研究所

海外放开管控后的经济表现

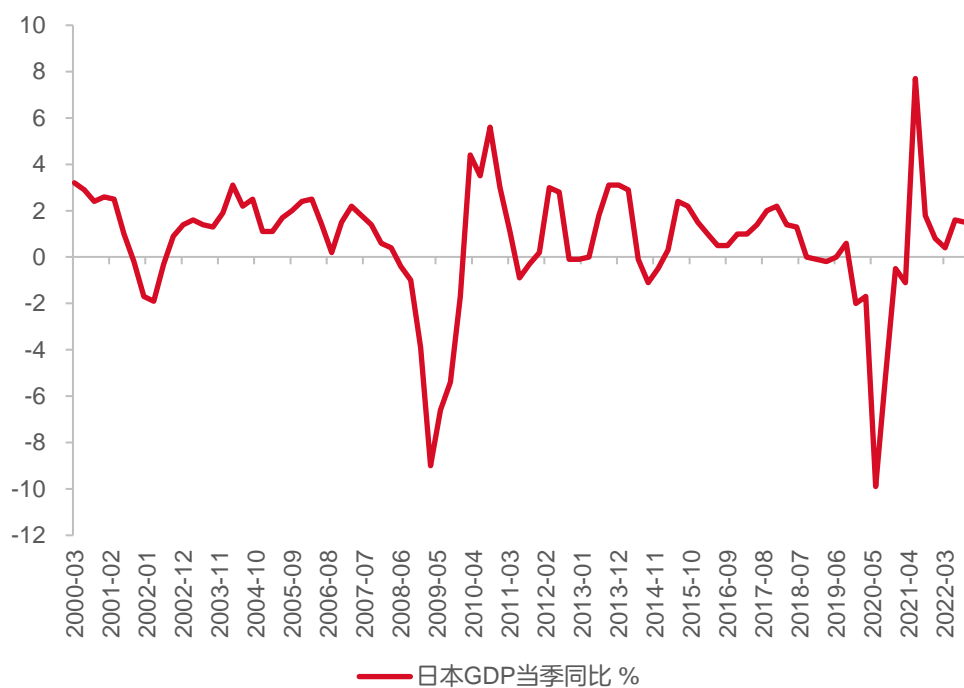
- 高基数效应下，美国放开后经济增速有所下滑。3月白宫宣布与疫情共存后，二、三季度经济增速整体下滑，单季同比分别为1.8%、1.86%，低于2019年同期水平。
- 低基数效应下，日本放开后经济增速超过疫情前水平。3月放开国内防疫限制，10月放开入境。日本一季度GDP增速仅为0.4%，放开后的二、三季度经济增速分别升至1.6%、1.5%，高于2019年同期（0%、0.6%）。

美国GDP增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

日本GDP增速

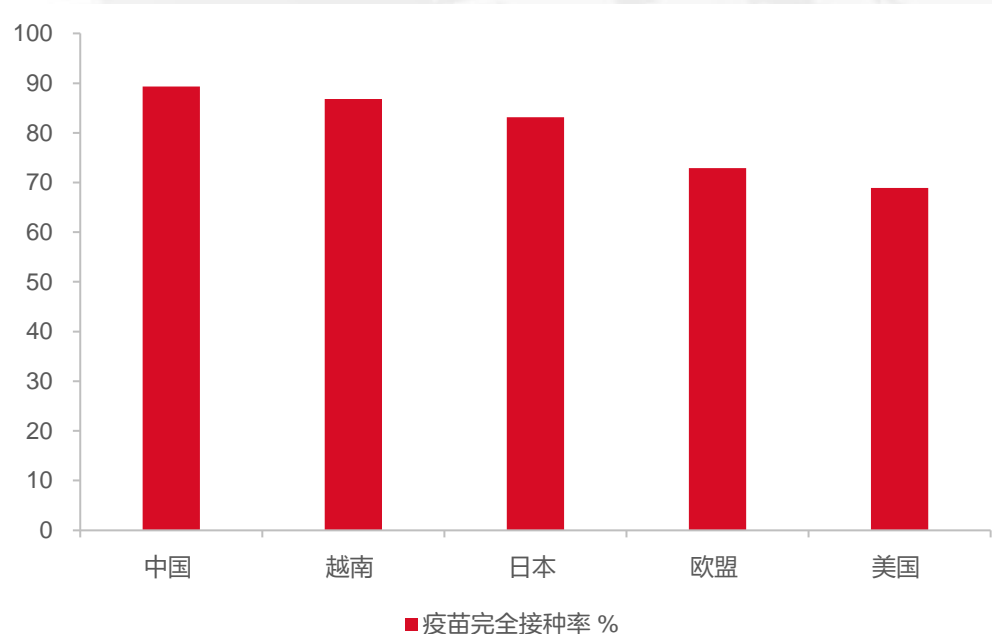


资料来源：Wind，东海证券研究所

1.3. 风险：疫苗接种早，老龄人口规模大

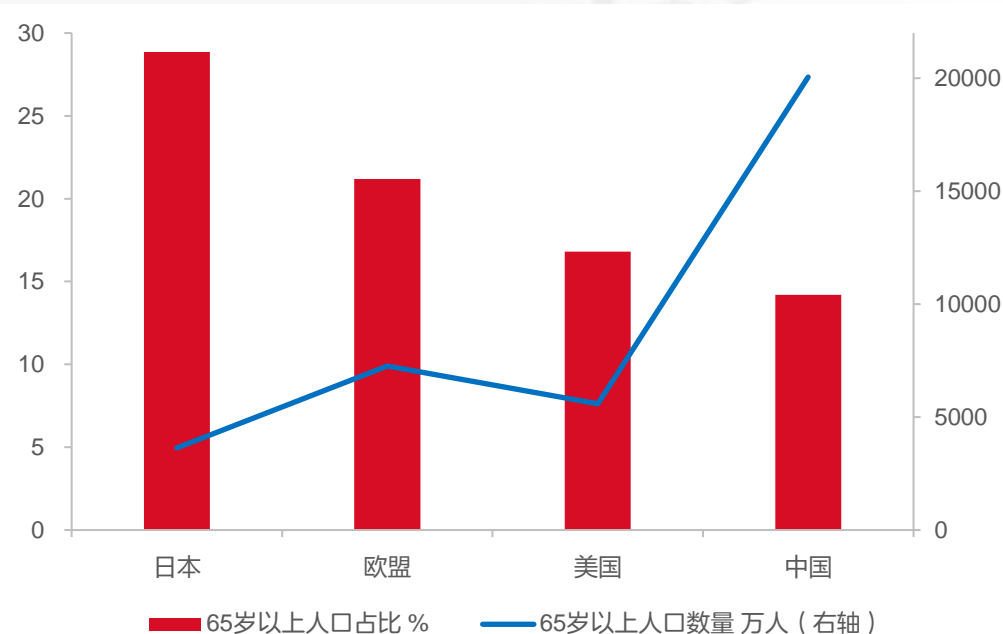
- 我国疫苗接种率较高但较早。截至12月19日，我国疫苗完全接种率为89.35%，高于欧盟、美国、日本等发达经济体，但大多都已超过半年。下一步，估计新疫苗接种可能是一项重点措施。
- 我国老龄人口规模大。截至2021年，我国65岁以上人口占比约为14.2%，低于日本、欧盟和美国，但老龄人口总体规模约2亿人，远超上述三个国家和地区。

疫苗接种率对比



资料来源：Wind，东海证券研究所

中、美、日、欧盟65岁以上人人人数及占比



资料来源：国家统计局，东海证券研究所



CONTENTS

目录

01

短期风险再寻底

02

年度向好待花开

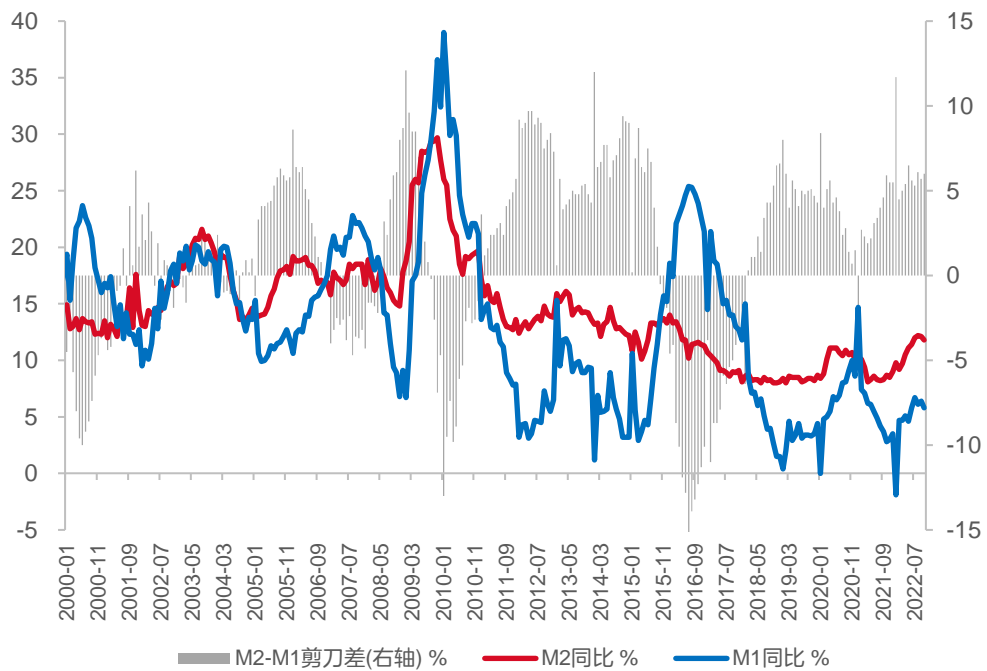
03

内需创新是主线

2.1.中国周期向好

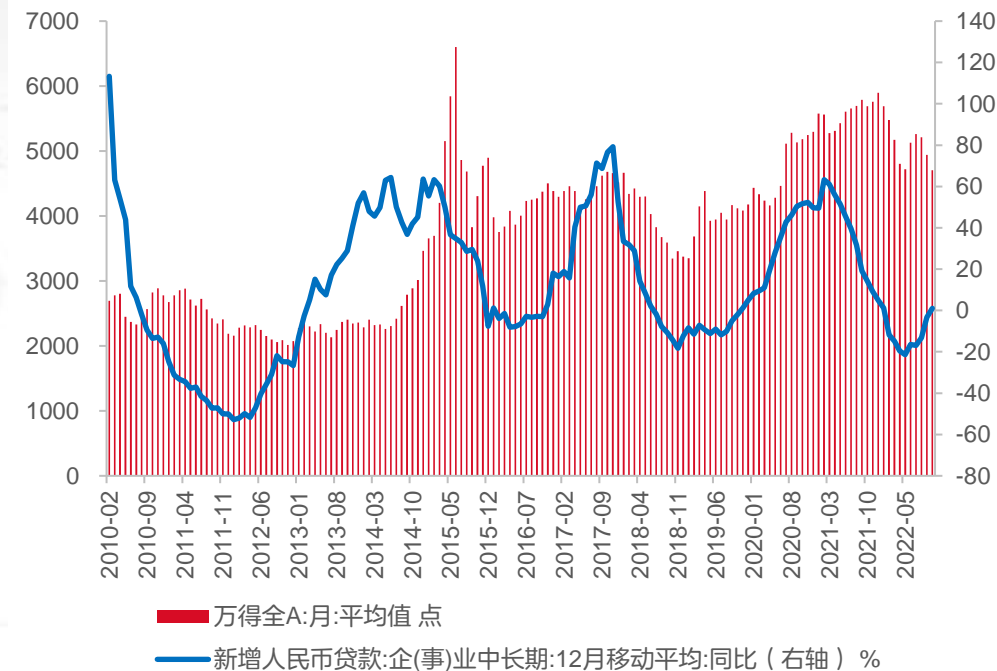
- 中国可能正在进入新一轮3年左右周期的早期，但受国外加息衰退和国内疫情等因素影响，复苏周期有所延后。
- 金融周期领先：从相对领先的金融指标来看，M1、企业中长期贷款已进入上升阶段，M1的低点在2022年1月。

M1、M2同比



资料来源：Wind，东海证券研究所

企业中长期贷款12个月移动平均

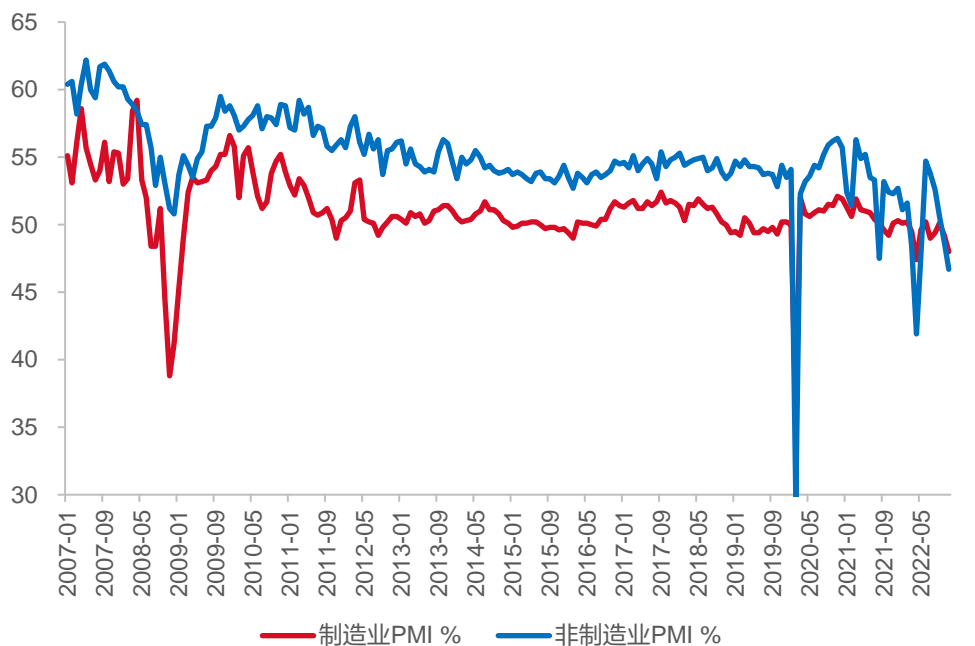


资料来源：Wind，东海证券研究所

经济数据出现一些反复

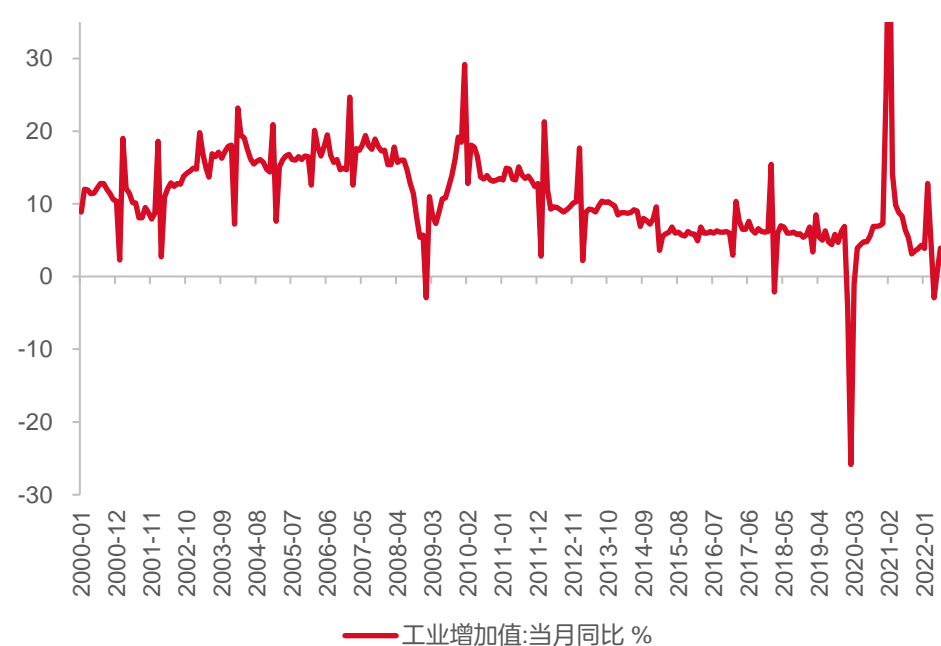
- 经济周期随后：但受疫情干扰，经济回升时间推后，二季度增速创了这轮经济的一个低点。回升的速度和力度可能也低于预期，且会有反复，但总体可能正进入复苏的早期。
- 11月制造业PMI在收缩区间内继续回落1.2个百分点；服务业生产指数结束了连续5个月的正增长，11月同比-1.9%；10月全国规模以上工业增加值比三季度加快0.2个百分点，但11月较前值回落2.8个百分点。

PMI



资料来源：Wind，东海证券研究所

规模以上工业增加值增速

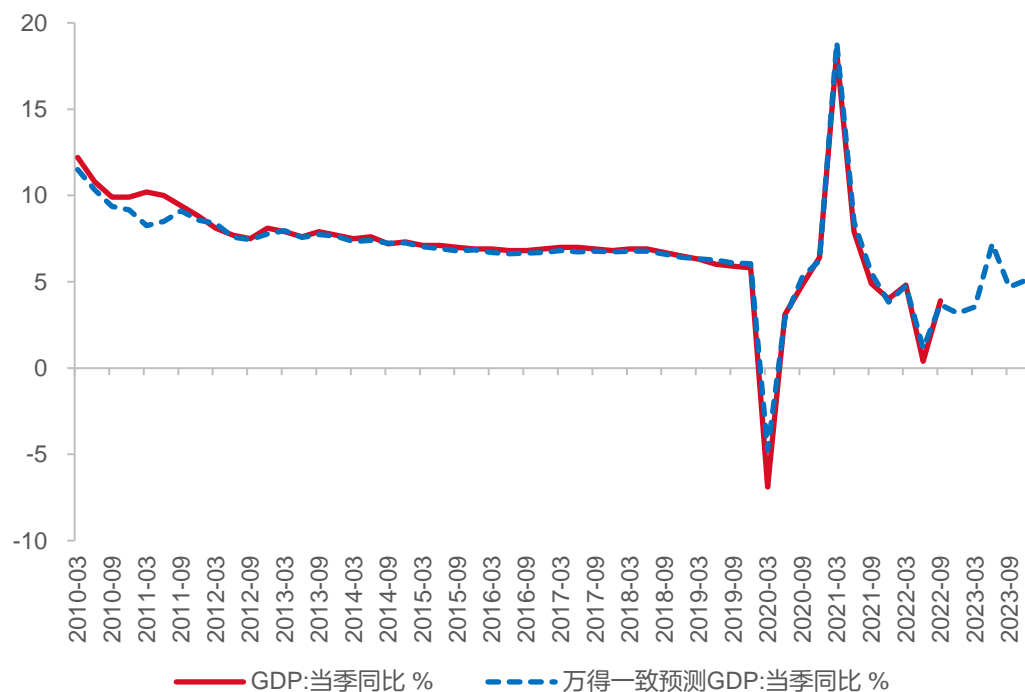


资料来源：Wind，东海证券研究所

向上趋势不变：明年经济总体向好

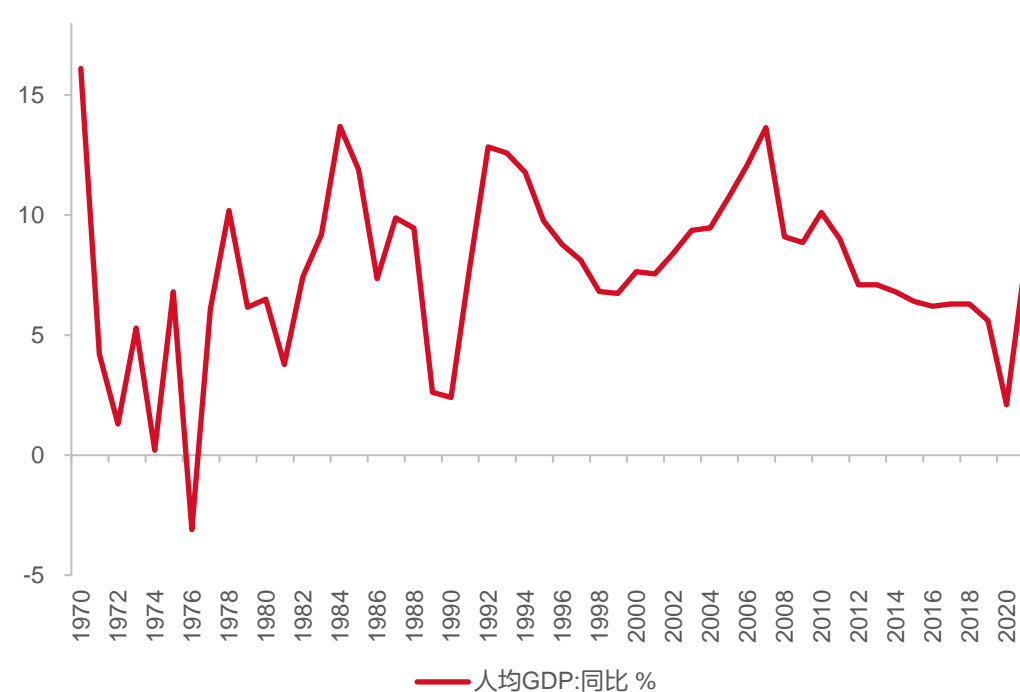
- 总体看：重新向上，疫情冲击减退，经济复苏之势加强，全年经济增速有望超过5%。
- 结构看：动能转换，内需增长对GDP的拉动作用加强，外需贡献度减弱。消费、房地产好转，基建有支撑，出口回落
- 节奏看：前低中高后稳，2023年一季度增速可能偏低，受低基数影响或在二季度达到高点，此后保持平稳向上增长。

2023年经济增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

人均GDP增速

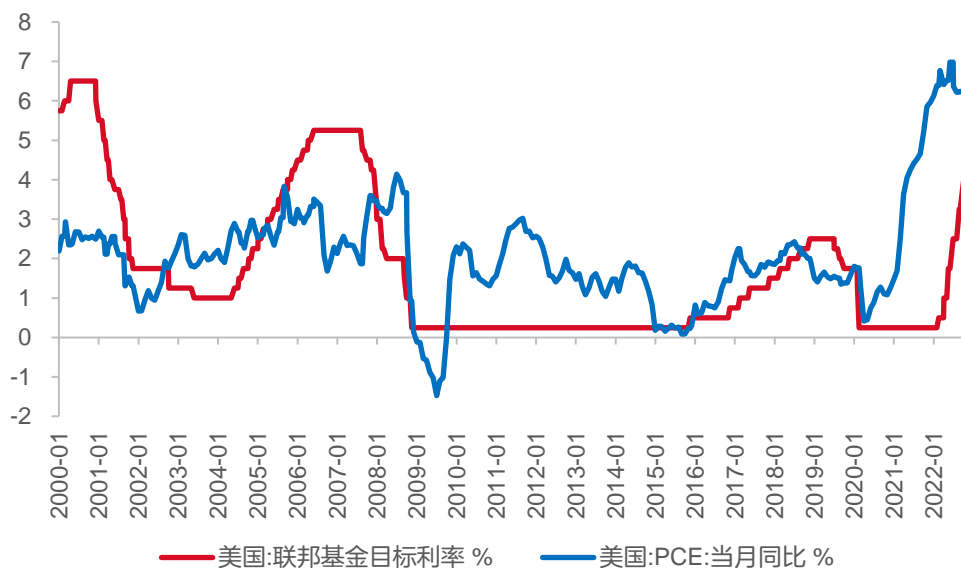


资料来源：Wind，东海证券研究所

2.2.国外周期向下

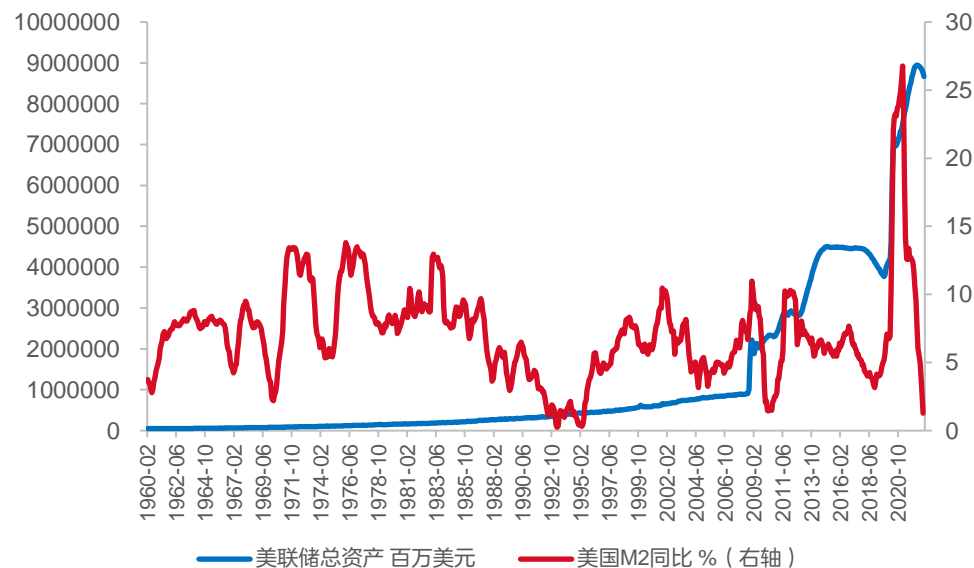
- 金融周期收缩：为控制通货膨胀，美联储不得不快速加息。当前，美国M2增速已经从25%以上回落到1.28%。
- 未来一段时间，美联储加息速度大概率放缓，但最终目标利率尚有较大不确定性。

美国联邦基金目标利率与PCE



资料来源：Wind，东海证券研究所

美国M2同比与美联储总资产

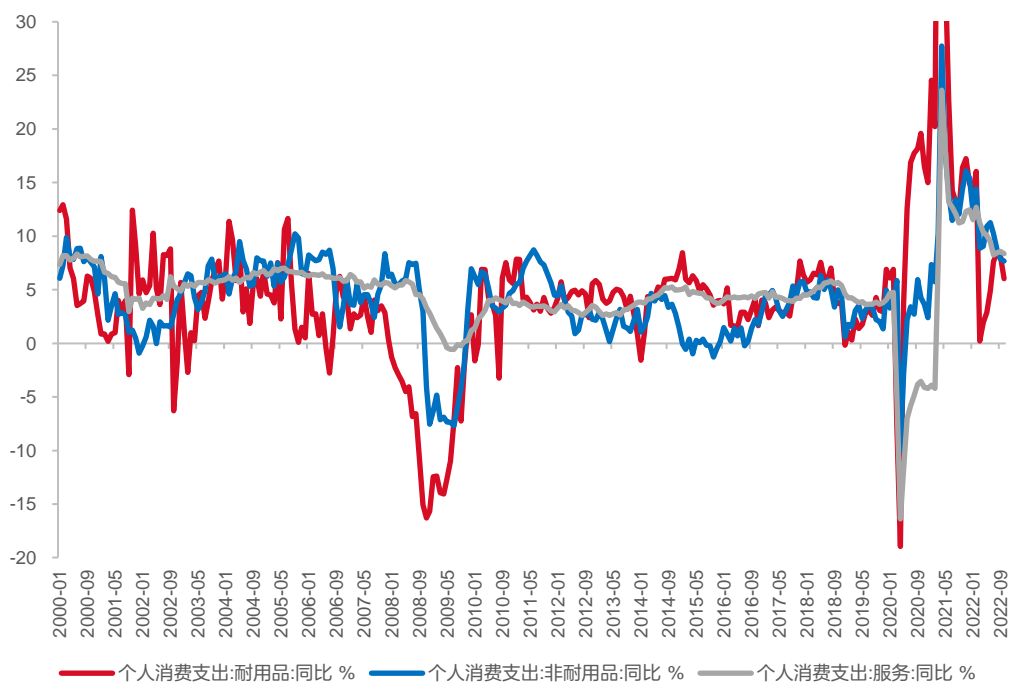


资料来源：Wind，东海证券研究所

美国经济有衰退风险

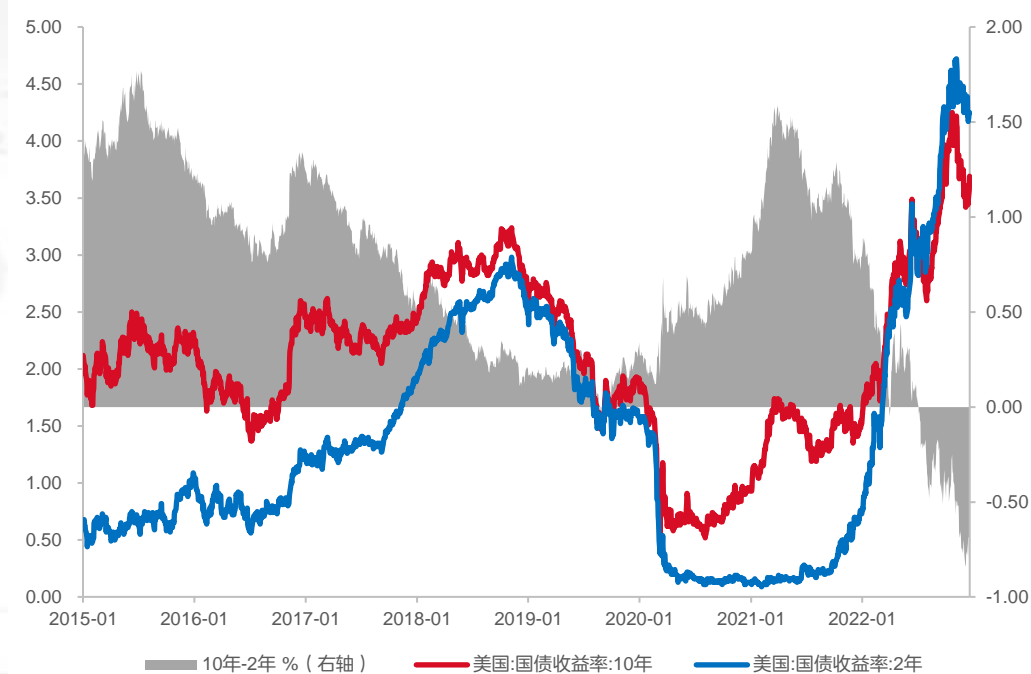
- **经济增速下行**：今年以来，美联储共完成7次加息，累计加息425个基点。随着利率不断走高，加息对美国经济的抑制作用开始逐步显现，美国居民消费、购房意愿均出现回落，库存逐步走高，企业扩产意愿不强。
- **2023年有衰退风险**：美债长短端收益率持续倒挂，预示美国经济衰退风险加剧。

美国居民消费意愿回落



资料来源：Wind，东海证券研究所

美债长短端收益率倒挂



资料来源：Wind，东海证券研究所

欧洲经济下行压力更大

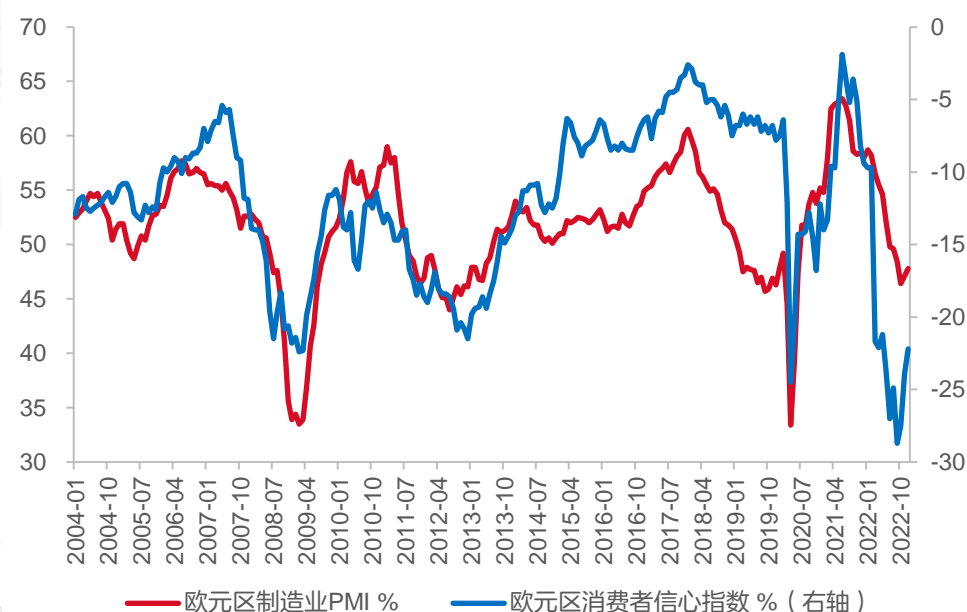
- 今年欧元区通胀持续冲高，10月最高升至10.6%。下半年开始加息，制造业PMI、工厂订单、消费者信心等指标不容乐观。
- 欧洲经济可能在入冬后面临能源危机的影响会更大。12月5日，欧盟对俄罗斯海运石油禁运开始生效，叠加前期俄罗斯大幅缩减了对欧洲天然气的供给，欧洲工业生产面临减产、停产风险，从而对经济增长造成拖累。

欧元区HICP同比



资料来源：Wind，东海证券研究所

欧元区制造业PMI和消费者信心指数

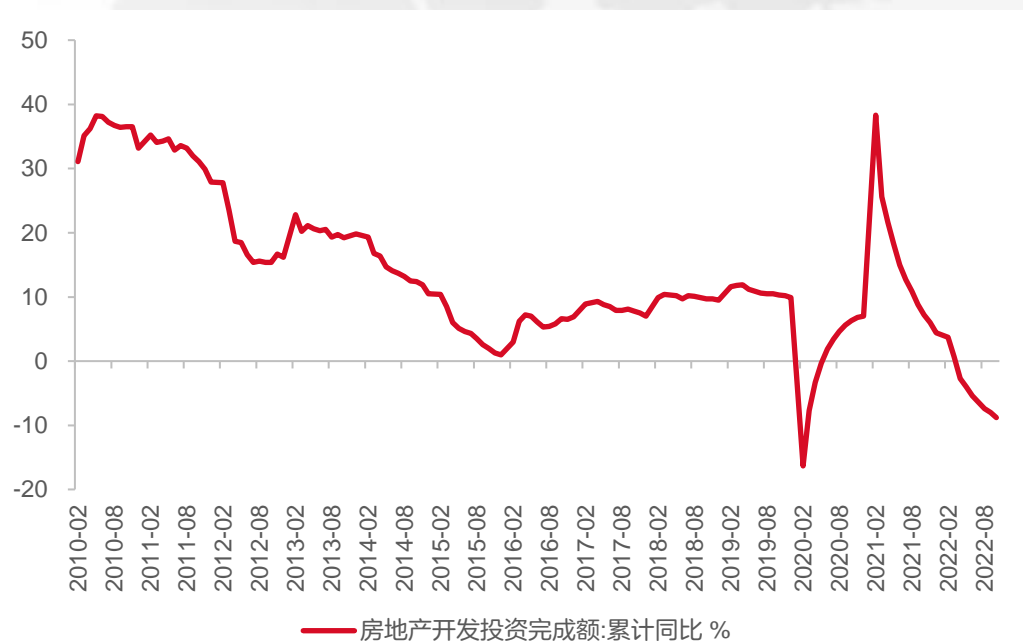


资料来源：Wind，东海证券研究所

2.3. 预计房地产拖累作用将明显减弱

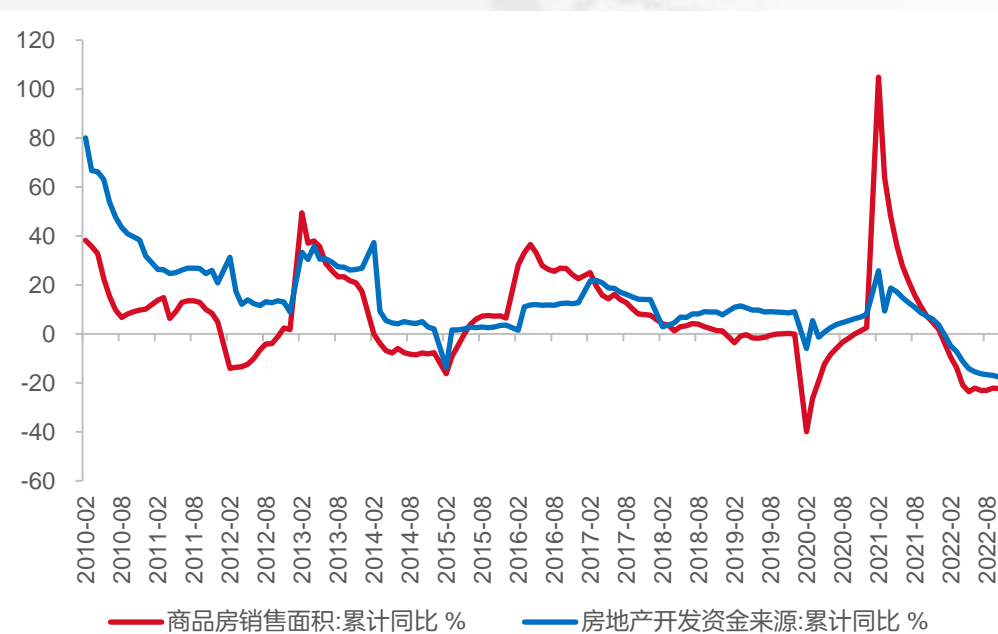
- 2021年下半年开始，房企信用问题持续发酵，销售放缓、现金流紧张等问题凸显，部分项目烂尾、弃房断贷等事件导致房地产风险加大。

房地产开发投资增速



资料来源: Wind, 东海证券研究所

房地产销售与资金来源

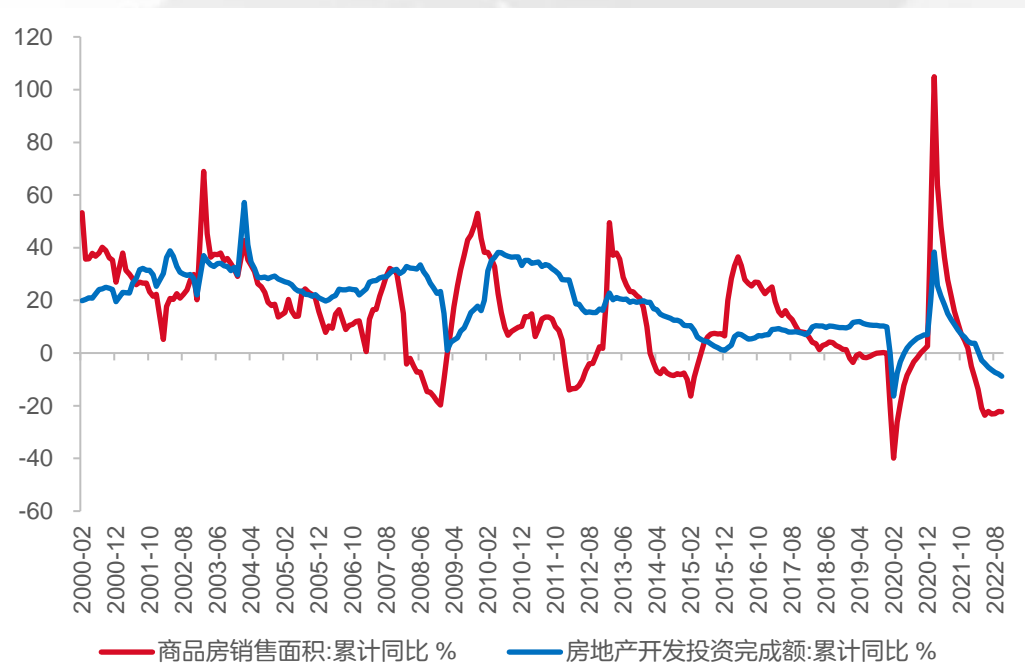


资料来源: Wind, 东海证券研究所

房企资金紧张，投资意愿低迷

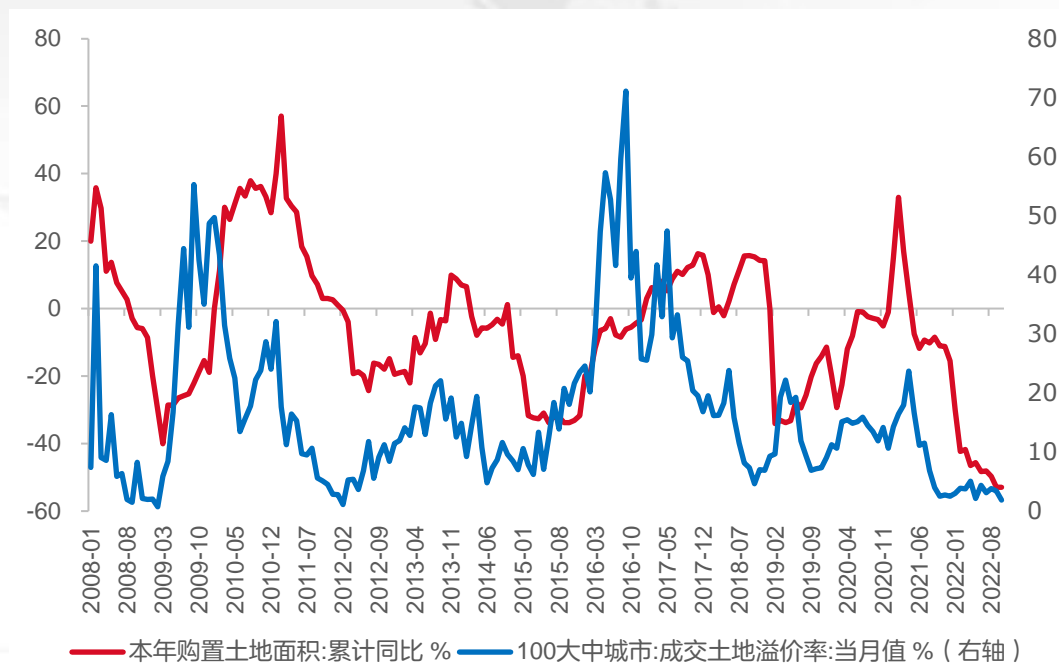
- 房地产行业景气度下行，房企融资难度加大，兑付风险高发，高杠杆发展模式难以为继，许多民营房企只能“收缩过冬”，缺少投资扩张能力和投资意愿。

房地产销售领先于开发投资



资料来源：Wind，东海证券研究所

土地购置面积与土地成交溢价率位于低位

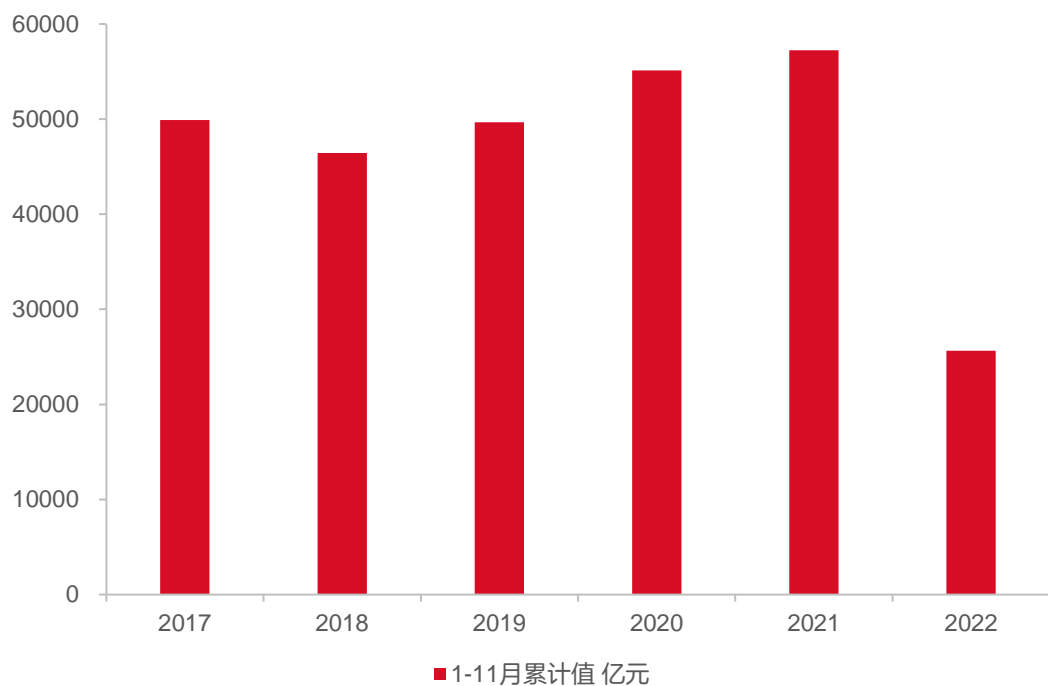


资料来源：Wind，东海证券研究所

居民端去杠杆，购房意愿不足

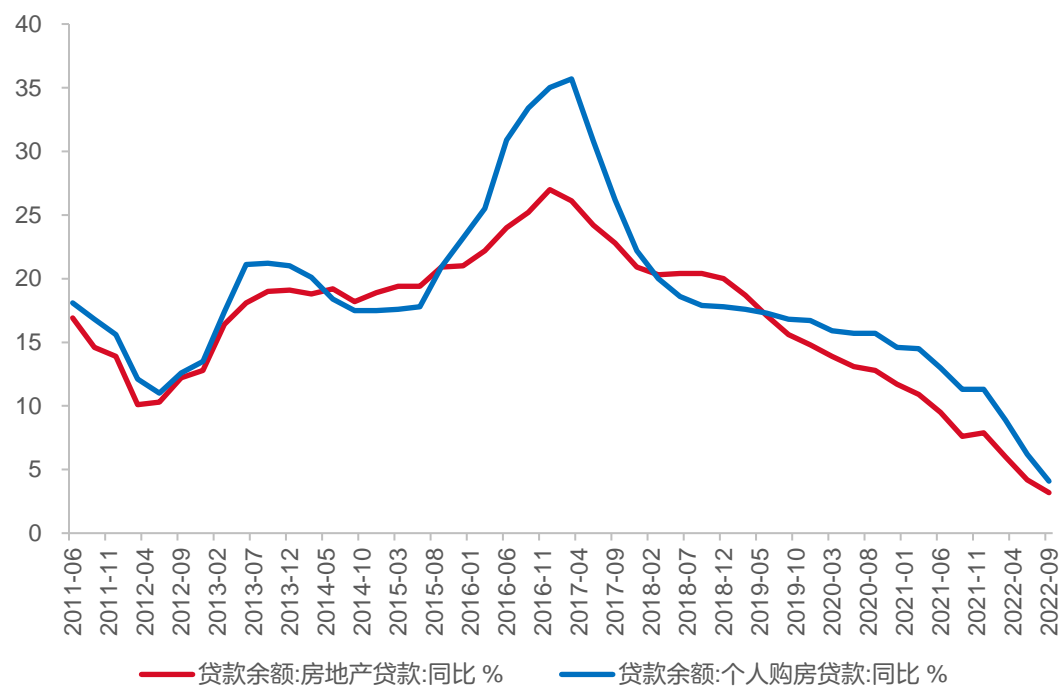
- 1-11月，居民累计新增中长期贷款25635亿元，较上年同期少增31607亿元。
- 2022年前三季度，金融机构新增人民币贷款18.08万亿元，其中房地产贷款新增1.12万亿元，占各类贷款增量的6.2%（2021年同期为11%、2020年同期为27.2%）。

2017-2022年1-11月居民新增中长期贷款对比



资料来源：Wind，东海证券研究所

金融机构个人购房与房地产贷款同比



资料来源：Wind，东海证券研究所

转机：政策面越发积极

- 在2022年7月末，中共中央政治局会议上提出的“保交楼、稳民生”，为稳定房地产市场预期、促进房地产市场平稳发展定下主基调。此后，政策端展现出积极之势，支持房地产市场企稳的政策接连不断。
- 中央经济工作会议提到“确保房地产市场平稳发展，满足行业合理融资需求，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况；支持刚性和改善性住房需求。”

2022年7月中央政治局会议以来房地产支持政策

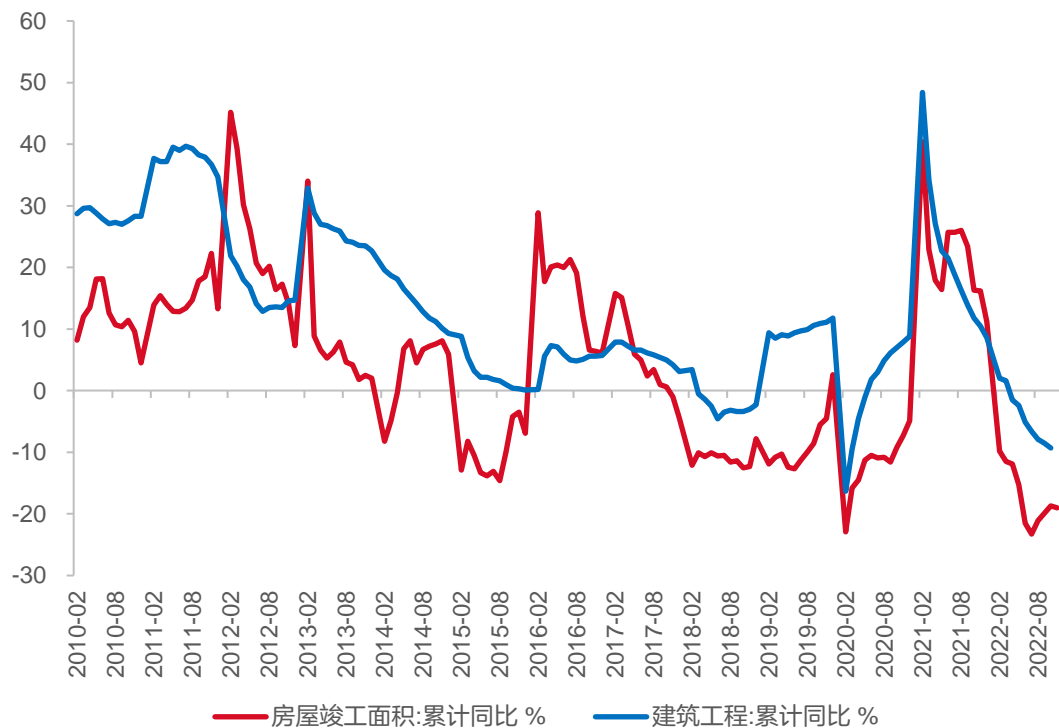
部门/协会	中共中央政治局会议	中国人民银行	银行间交易商协会	中国人民银行、银保监会	银保监会、住建部、中国人民银行	中国人民银行	国常会	证监会
时间	07-28	08-29	11-08	11-11	11-14	11-21	11-22	11-28
政策主要内容	因城施策运用政策工具箱中的工具，支持刚性和改善性住房需求，实施好保交楼政策。	中国人民银行指导国开行、农发行在现有贷款额度中安排2000亿元“保交楼”全国性纾困基金，中央财政根据实际情况对政策性银行予以1%的贴息，贴息期不超过两年。	继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具(“第二支箭”)，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。“第二支箭”由人民银行再贷款提供资金支持，通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式，支持民营企业发债融资，预计可支持约2500亿元民营企业债券融资。	中国人民银行、银保监会印发《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，共涉及六大项十六条措施。六大项措施分别为：1)保持房地产融资平稳有序；2)积极做好“保交楼”金融服务；3)积极配合做好受困房地产企业风险处置；4)依法保障住房金融消费者合法权益；5)阶段性调整部分金融管理政策；6)加大住房租赁金融支持力度。	银保监会、住建部、中国人民银行联合发布《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，指导商业银行按市场化、法治化原则，向优质房地产企业出具保函置换预售监管资金。《通知》要求，保函置换金额不得超过监管账户中确保项目竣工交付所需的资金额度的30%，置换后的监管资金不得低于监管账户中确保项目竣工交付所需的资金额度的70%。	中国人民银行副行长潘功胜表示，2023年3月31日前，人民银行将面向6家商业银行推出2000亿元“保交楼”贷款支持计划，为其提供零息资金，以鼓励其支持“保交楼”工作。	落实因城施策支持刚性和改善性住房需求政策。推进保交楼专项借款尽快全面落到项目，激励商业银行新发放保交楼贷款，努力改善房地产行业资产负债状况，促进房地产市场健康发展。	证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问指出，证监会决定在支持房地产企业股权融资方面调整优化5项措施：恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，允许符合条件的房地产企业实施重组上市；恢复上市公司和涉房上市公司再融资；恢复H股上市公司再融资；发挥REITs盘活房企存量资产，推动保障性租赁住房REITs常态化发行；开展不动产私募投资基金试点，促进房地产企业盘活经营性不动产并探索新的发展模式。

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

竣工端：可能成为投资的重要支撑

- 2022年下半年以来，在“保交楼”政策推动下多地成立房地产纾困基金项目，同时地产“三支箭”对企业提供的资金支持规定，所筹资金以“保交楼、保民生”用途为主，预计明年竣工端或将有明显回升。

建筑工程和竣工面积增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

“三支箭”规模不完全统计

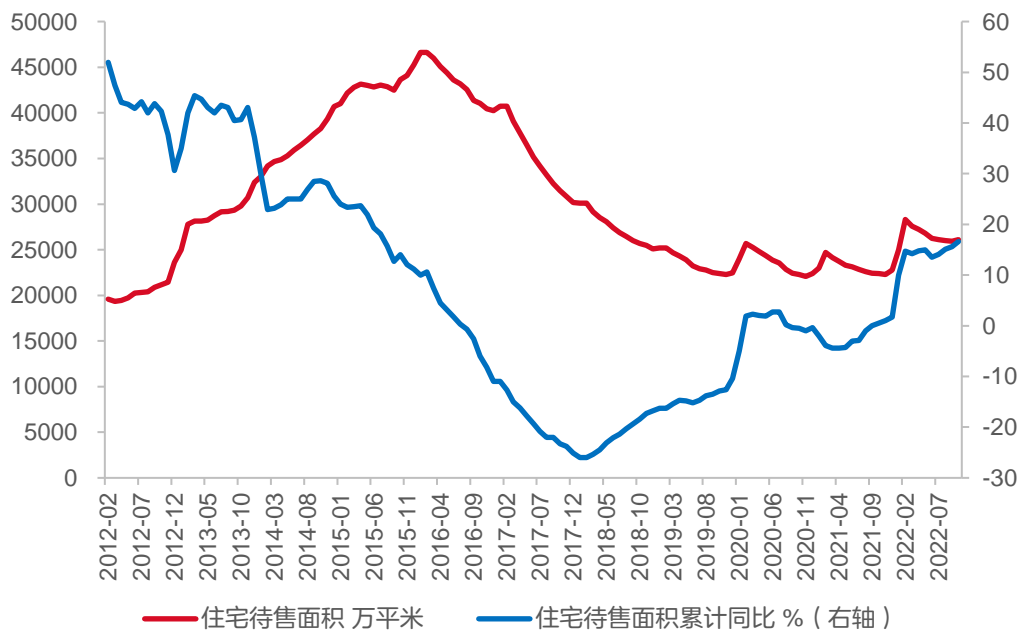
第一支箭		
授信银行	授信房企	授信总额度
国有六大行、中信银行、浙商银行、广发银行、兴业银行、中原银行等	万科、碧桂园、龙湖、中海、华润、招商蛇口、金地、绿城、滨江、美的置业等	超3.2万亿
第二支箭		
发债企业	发债方式	总规模
龙湖、美的、新城、万科、金地、旭辉、绿城等	储架式	1190亿
第三支箭		
融资企业	融资方式	规模/状态
碧桂园、雅居乐、中原建业、建发、世茂、华夏幸福、万科等	配股/定增	超57亿港元

资料来源：Wind，东海证券研究所

销售端：保持回暖态势

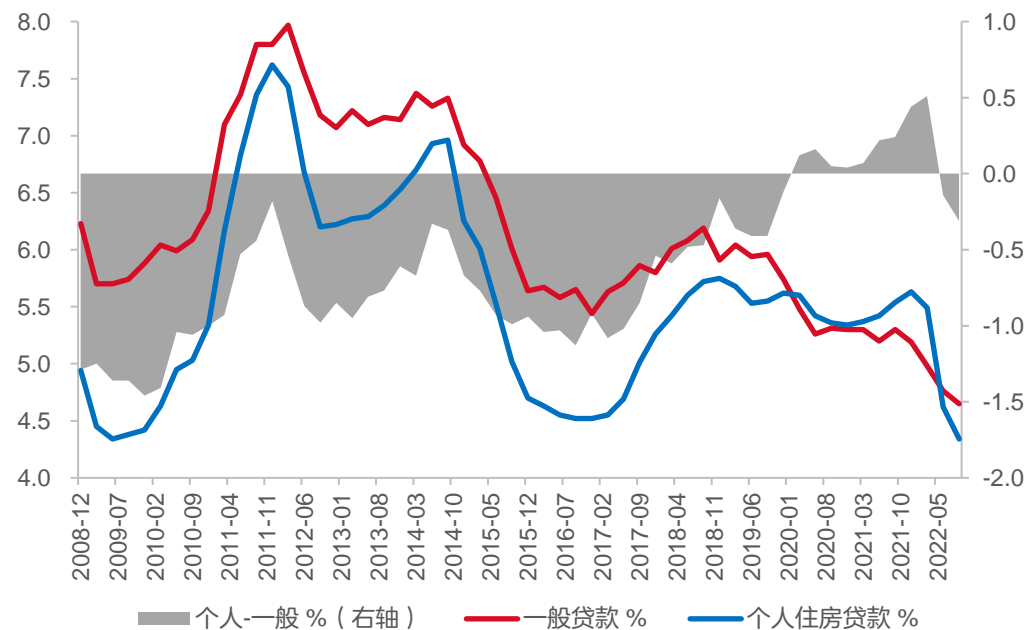
- 总体上看，多项政策利好虽提振市场信心，但行业发展预期尚未根本性扭转，市场恢复尚需时间。在疫情冲击削弱的背景下，居民收入预期将有所好转，叠加2022年低基数效应，明年上半年主要为库存去化阶段，全年新房销售规模可能有小幅增长。
- 符合条件的城市或将进一步下调房贷利率下限和首付比例，“认房又认贷”政策有望进一步优化。此外，降低交易税费对于打通交易链条也有积极作用。

商品房待售面积



资料来源：Wind，东海证券研究所

房贷利率以及与一般贷款利率差值



资料来源：Wind，东海证券研究所

开工端：明显改善的难度不小

- 开工端：1) 明年房企新开工的积极性取决于销售端企稳的节奏；2) 短期来看企业资金压力仍然较大、投资拿地预期偏弱；3) 现有商品房库存水平整体较高，二线城市去化周期普遍超过30个月，三四线城市更长；4) 今年地方国资作为拿地主力托底土地市场，但其获取土地后入市节奏普遍较慢，拖累新开工规模增长。

土地成交和新开工同比



资料来源：Wind，东海证券研究所

22城地方国资拿地及入市情况

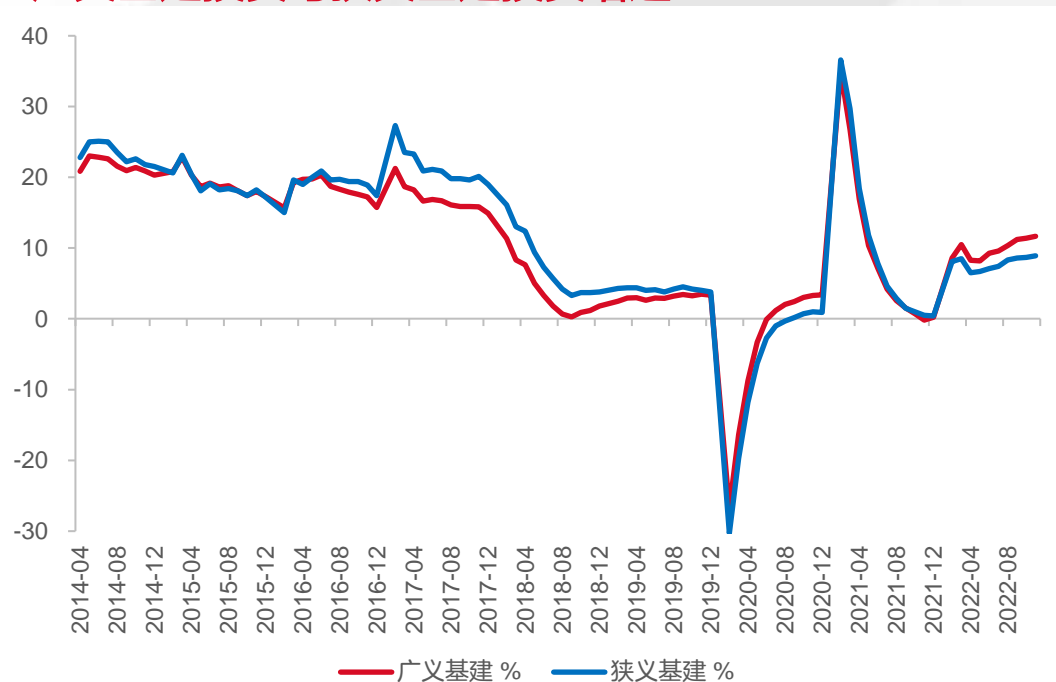
时间	拿地数量宗	拿地金额亿元	入市数量宗	拿地数量占比 %	拿地金额占比 %	入市率 %
2021	430	4627	42	22	18	9.8
2022	580	6161	8	49	40	1.4

资料来源：中指云，东海证券研究所

2.4. 基建估计继续托底

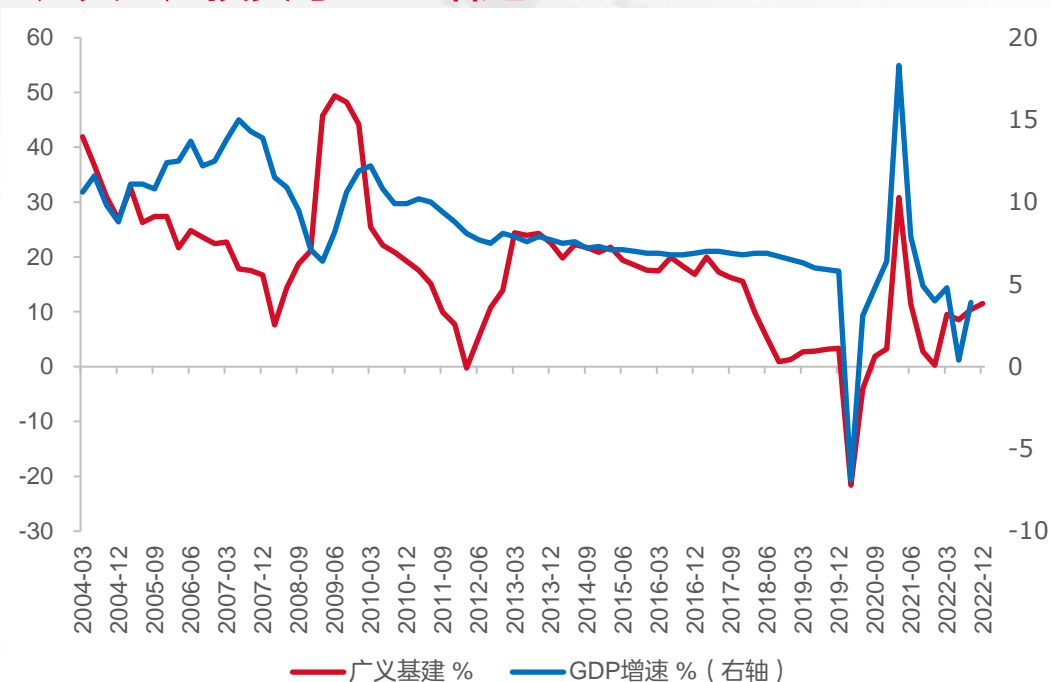
- 今年以来基建投资增速维持高位。1-11月，广义基建投资同比增长11.7%。回顾今年基建投资保持高增速的亮眼表现，主要原因在于资金、项目两端协同发力。

广义基建投资与狭义基建投资增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

广义基建投资与GDP增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

今年基建发力较大

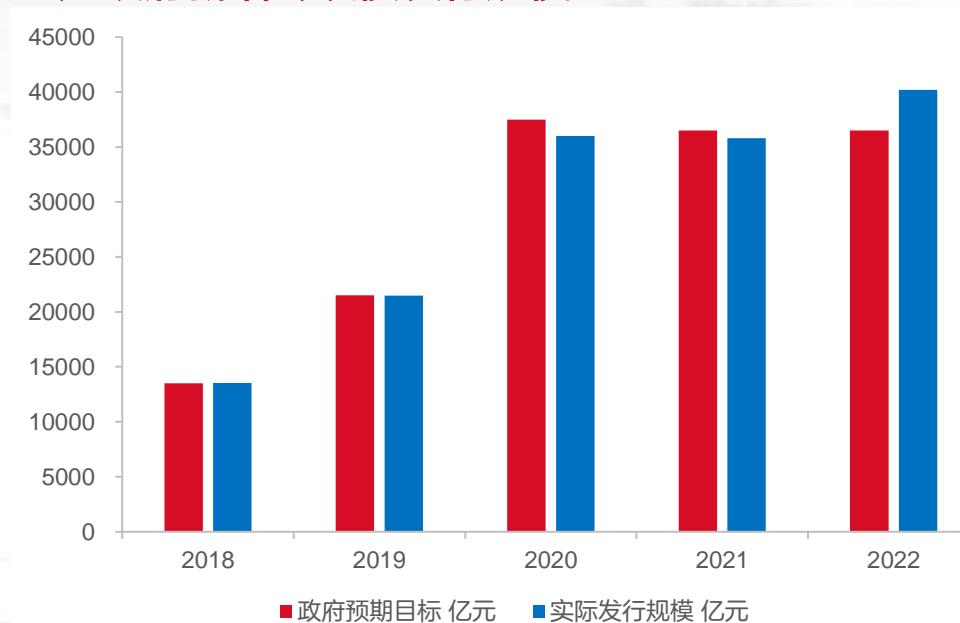
□ 资金方面，今年新增专项债以及准财政工具对基建投资的支撑力度较强。在土地收入显著下滑的情况下，基建到位资金并未受到明显影响，主要受益于专项债和政策性银行支持力度的加大。其中，专项债靠前发力，11月底新增专项债累计发行40165.82亿元，比2021和2020全年分别多增4361亿元、4147亿元；6月国常会调增政策性银行信贷额度8000亿元，两批政策性开发性金融工具合计投放7400亿元。

土地成交低迷拖累政府性基金收入



资料来源：Wind，东海证券研究所

地方政府新增专项债发行规模



资料来源：Wind，企业预警通，东海证券研究所

2023年基建增速小幅回落但仍有支撑

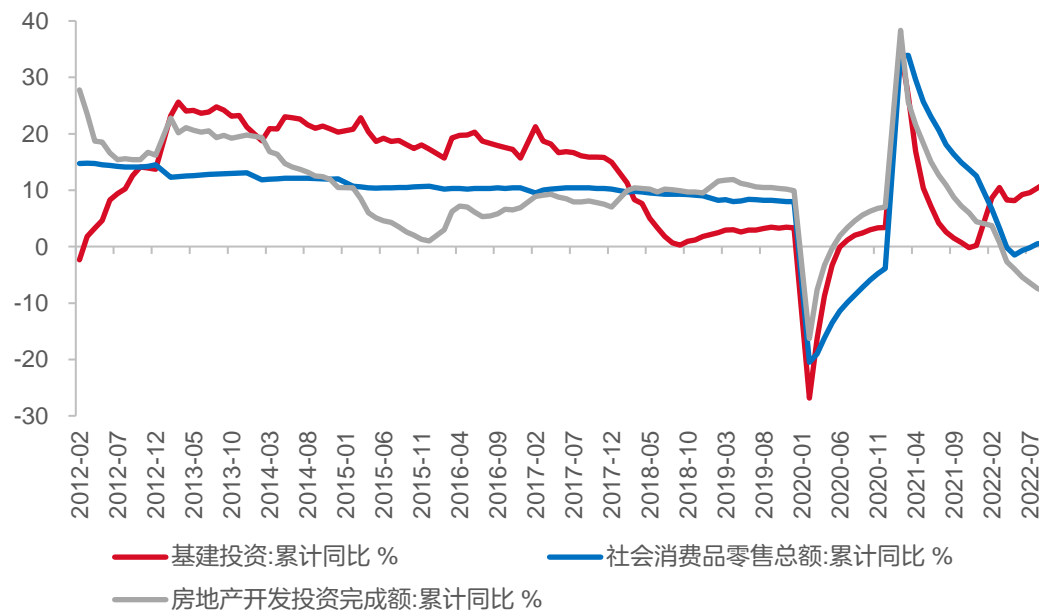
- 展望2023年，基建投资增速预计高位小幅回落，广义基建投资同比或8%-10%。
- 从资金来源来看，专项债和政策性开发性金融工具仍具支撑作用。在疫情管控力度逐步弱化的情况下，经济企稳仍需一定时间，上半年基建可能将继续保持发力。待经济复苏趋稳后，基建托底经济增长的必要性或将减弱。基建投资增速走势前高后稳的概率较大。

2019-2022提前批专项债下达情况

	下达时间	下达额度 万亿	下达额度占上年额度比重 %
2019	2018-12	0.81	60.0%
2020	2019-01	1	46.5%
2021	2021-03	1.77	47.2%
2022	2021-12	1.46	40.0%

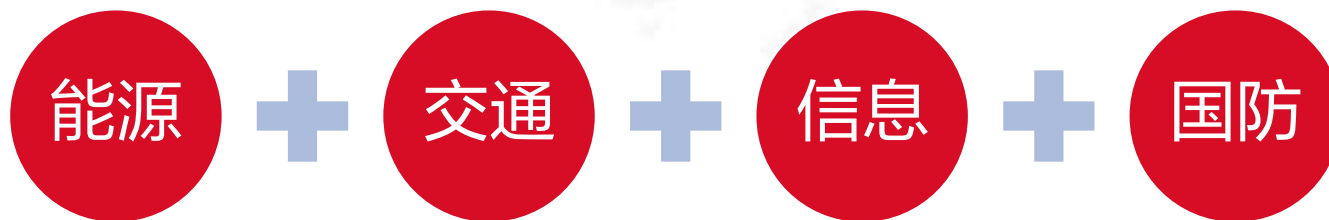
资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

基建与房地产、社零增速对比



资料来源：Wind，东海证券研究所

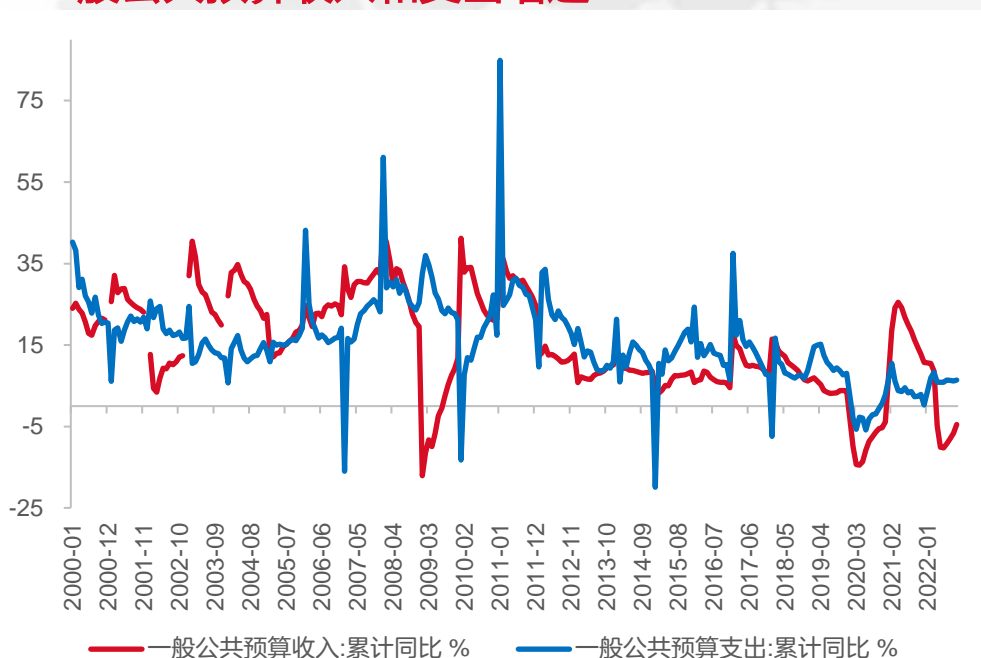
- 从资金投向来看，网络型基础设施、产业升级基础设施和国家安全基础设施的优先级可能较高。今年4月26日，中央财经委员会第十一次会议明确指出“布局有利于引领产业发展和维护国家安全的基础设施，重点布局交通、能源、水利等网络型基础设施；信息、科技、物流等产业升级基础设施；城市基础设施；农业农村基础设施；国家安全基础设施。”
- 结合今年1-11月国家发改委审批核准的固定资产投资项目（集中于能源、交通、水利等行业），以及二十大报告对科技创新、国家安全的重点强调，预计新能源、信息网络、国防军工等领域的基建投资实施力度较大。



2.5. 财政加力，而不过度

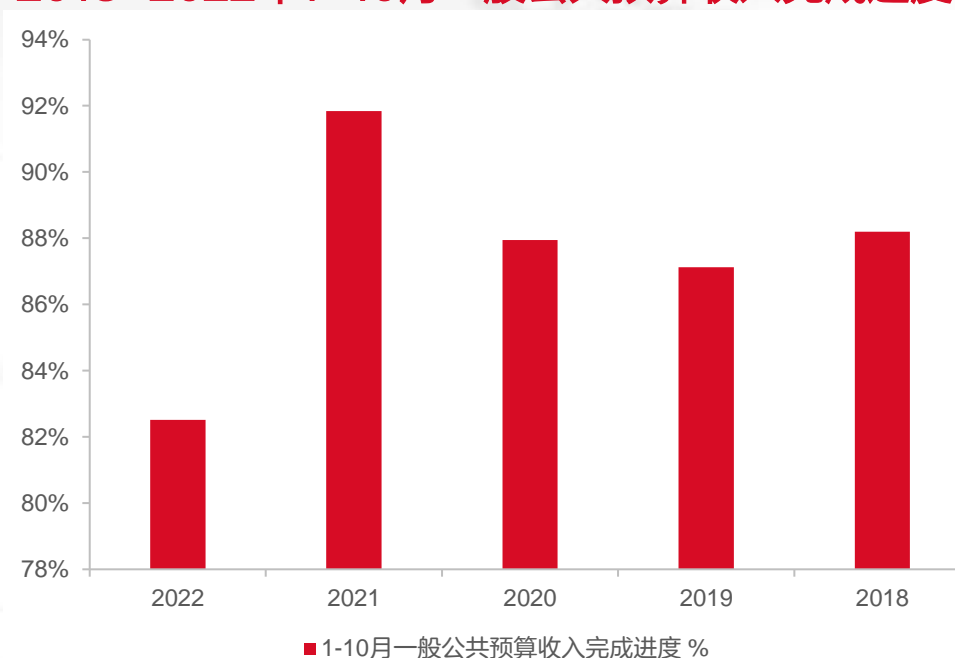
- 2022年，财政政策积极作为、靠前发力，支持经济稳增长，但一般公共预算收入较去年偏低，叠加土地出让收入下滑拖累政府性基金收入，全年财政收支不平衡压力有所加大。

一般公共预算收入和支出增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

2018-2022年1-10月一般公共预算收入完成进度

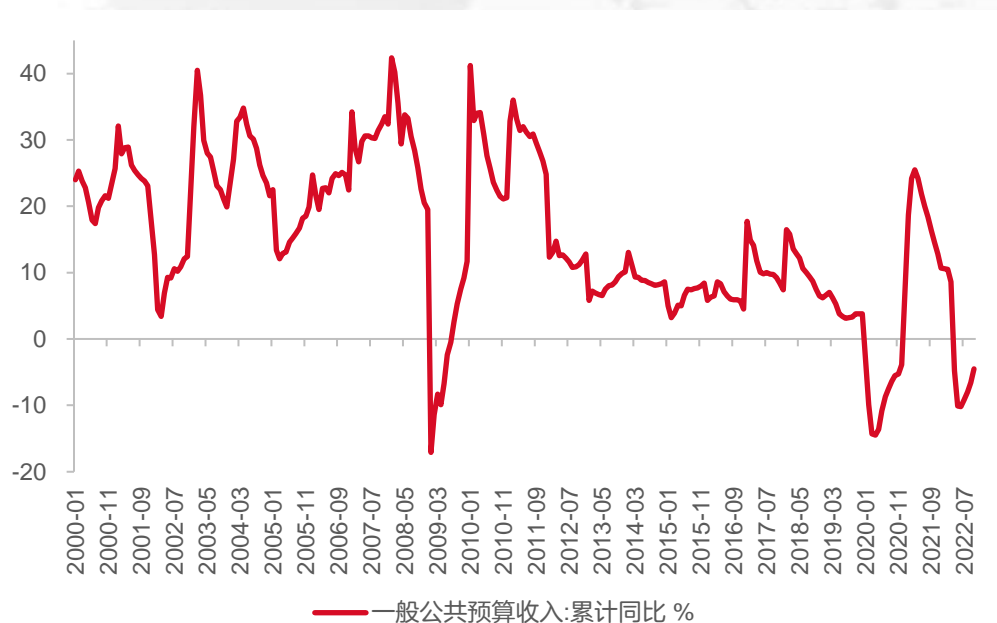


资料来源：Wind，东海证券研究所

2023年财政收入增速或将走高

- 大规模存量留抵退税已基本在2022年完成，2023年增量退税规模较为有限。叠加经济恢复，2023年财政收入增速，特别是4-7月（低基数）可能走高。

一般公共预算收入增速



资料来源: Wind, 东海证券研究所

税收收入增速

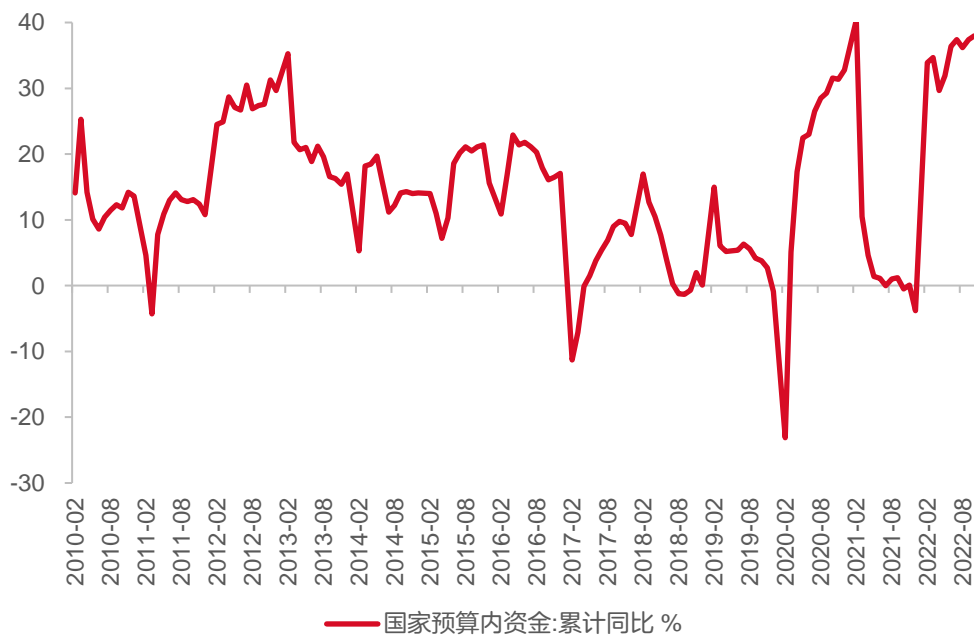


资料来源: Wind, 东海证券研究所

支出端：稳增长对财政支出的诉求较大

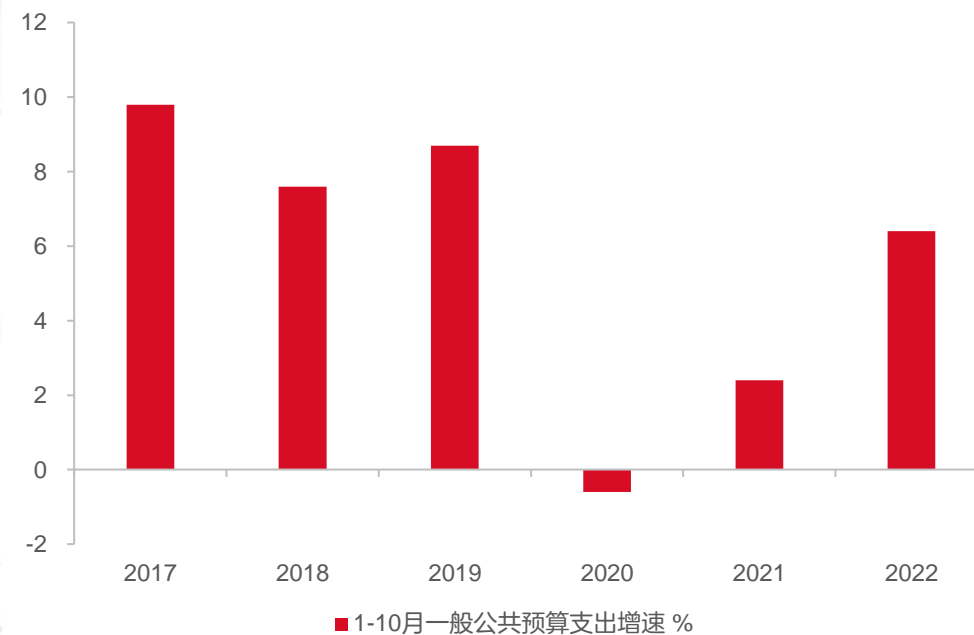
- 第一，经济复苏期基建仍需发挥托底作用，重大项目的开工需要财政资金的持续投入；
- 第二，着力扩大内需，促进需求侧尽快复苏，针对居民端的减税降费等举措实施的可能性较大；
- 第三，二十大报告对国防安全的重视程度明显提升，安全开支规模可能有所扩大。

固投预算内资金累计同比



资料来源：Wind，东海证券研究所

2017-2022年1-10月一般公共预算支出增速

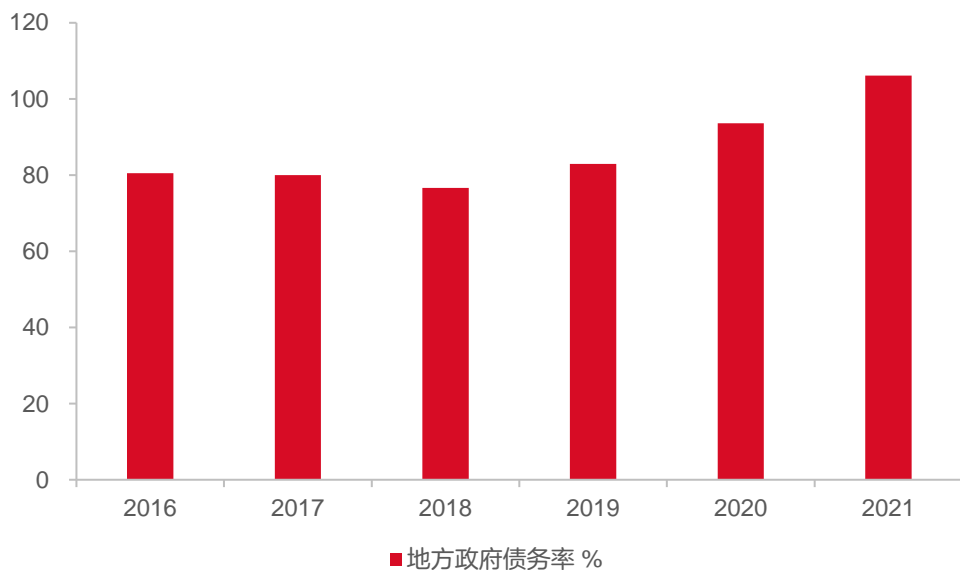


资料来源：Wind，东海证券研究所

地方政府加杠杆空间有限

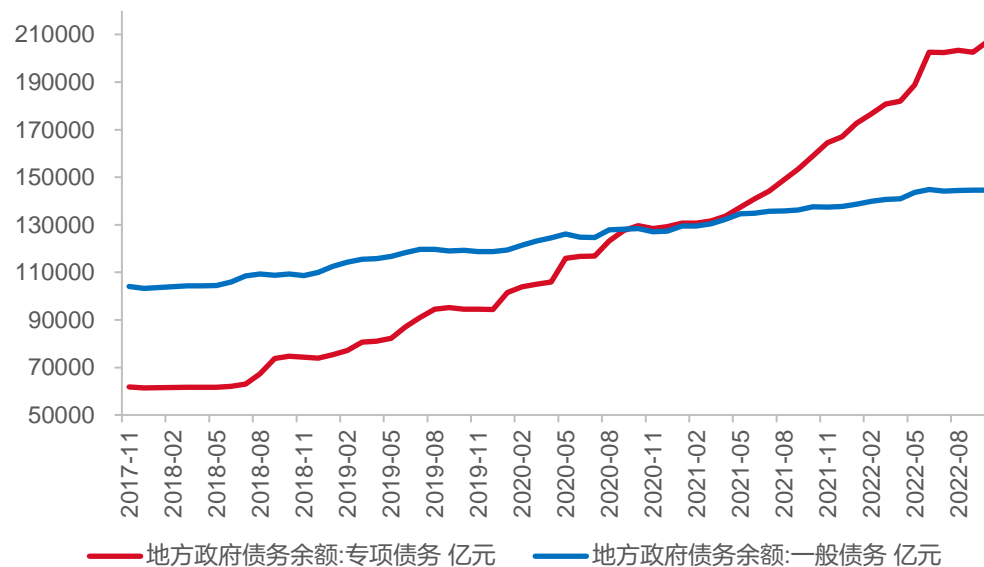
□ **地方政府加杠杆空间有限。**据财政部介绍，2016-2019年地方政府债务率持续位于90%以下；2020年开始地方政府债务快速累积，当年地方政府债务率为93.6%，2021年升至106.1%。（国际通行标准为100%-120%）考虑到今年10月追加的5000亿元专项债结存限额情况下，2022年地方政府债务或将进一步接近120%的警戒线。此外，截至今年10月地方政府专项债务余额突破20.7万亿元，远高于一般债务余额的14.46万亿元，地方政府付息压力不小。总体来看，明年地方政府再加杠杆的空间已不大。

2016-2021年地方政府债务率



资料来源：Wind，东海证券研究所

地方政府专项债和一般债余额

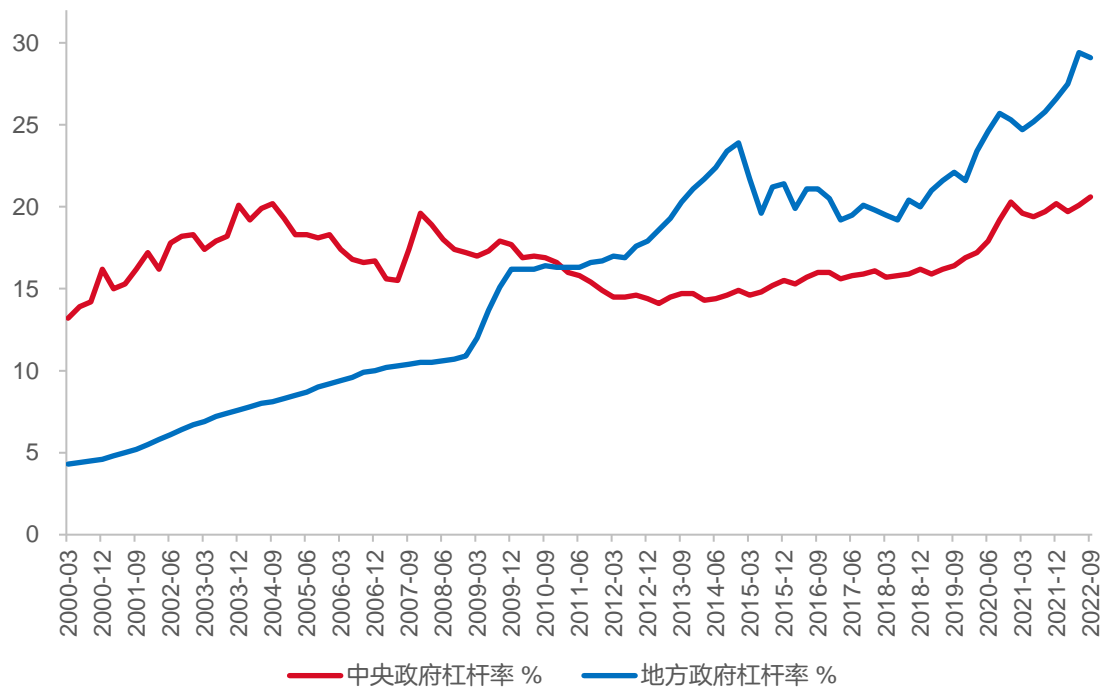


资料来源：Wind，东海证券研究所

中央可能是加杠杆的主力

- 第一，地方政府性基金收入短期难以快速回暖，对地方可用财力形成一定制约；
- 第二，近两年中央政府杠杆率并未大幅上行，2023年中央政府具有加杠杆空间；
- 第三，为对冲经济下行压力，往年结余资金在今年大量投入使用，主要包括往年结余的土地出让收入和专项债结存限额，预计2023年可调入的结余资金规模较今年有所不足。

中央和地方政府杠杆率

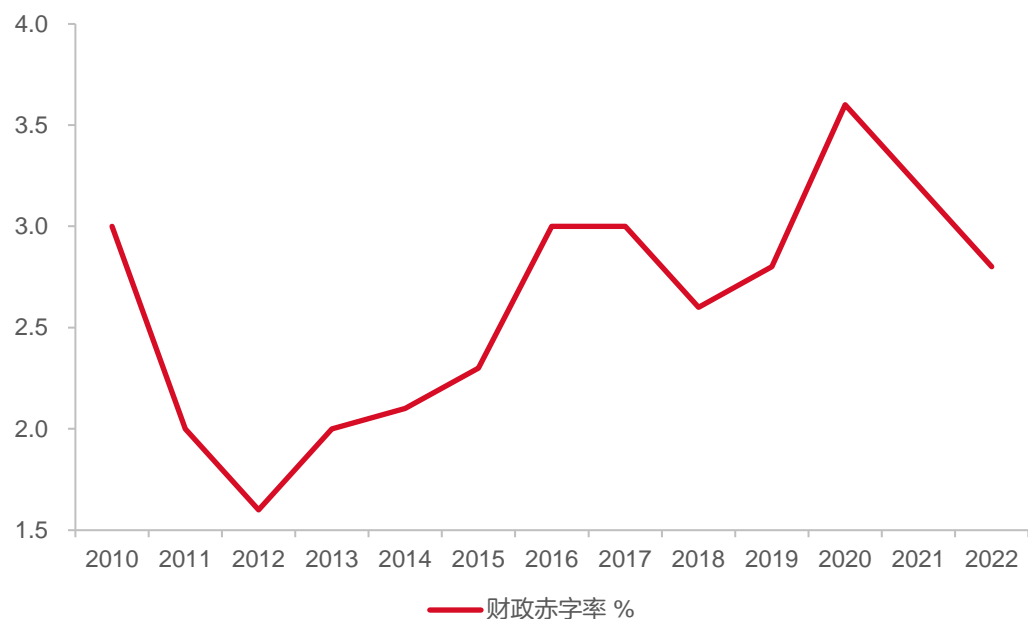


资料来源：Wind，东海证券研究所

赤字率大概率上调

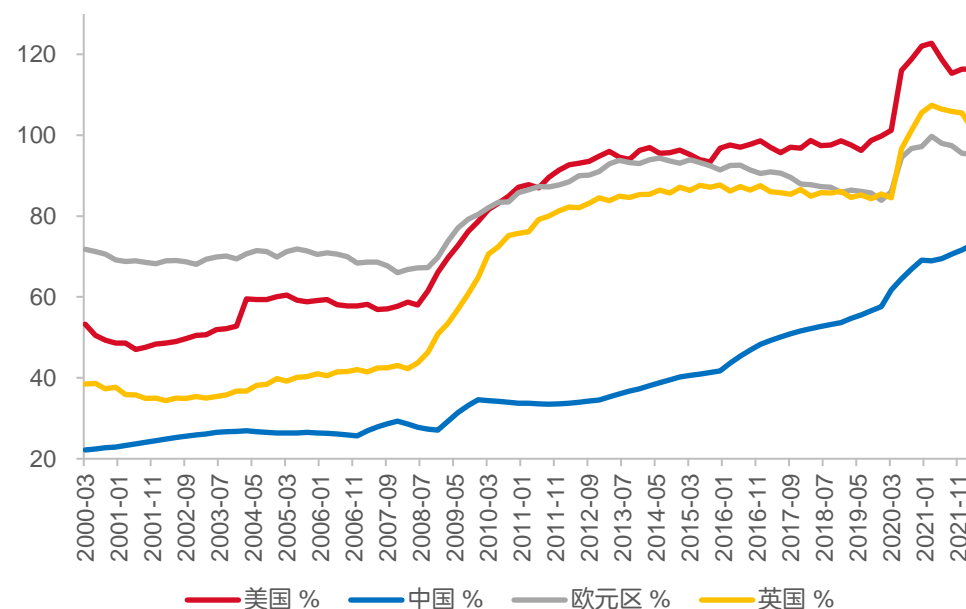
- 其一，12月政治局会议、经济工作会议均提出“积极的财政政策要加力提效”，这与2018年底召开的中央经济工作会议表述一致，2019年财政赤字率较2018年上升0.2个百分点；
- 其二，当前经济下行压力大，经济主体活力不足，需要保持一定的支出力度稳增长，财政支出的需求仍然较大，预计2023年将继续保持积极的财政主基调，赤字率或将突破3%。

财政赤字率



资料来源：Wind，东海证券研究所

世界主要经济体政府杠杆率

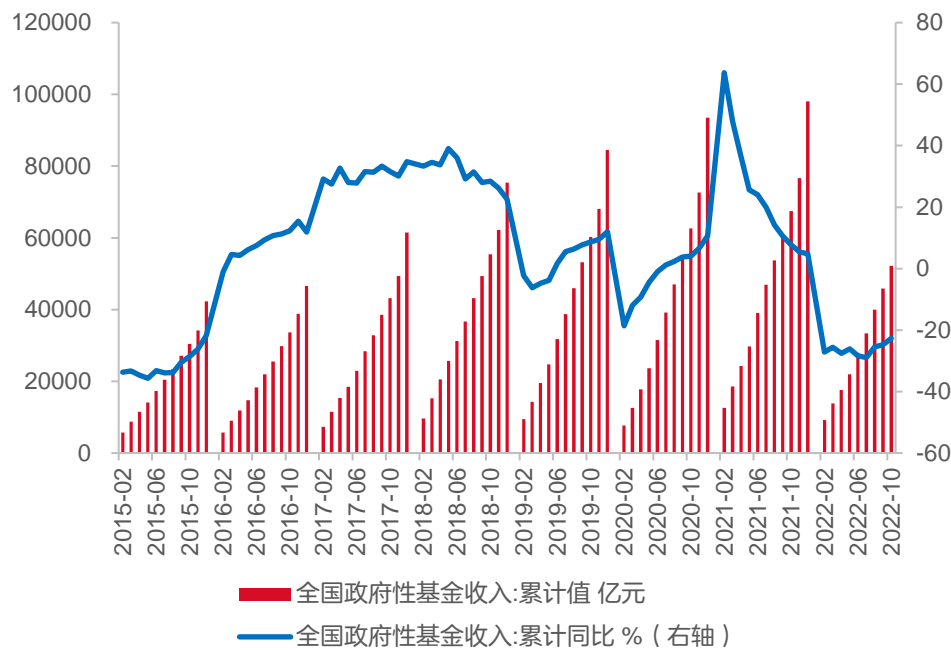


资料来源：Wind，东海证券研究所

政府性基金收入仍受土地收入拖累

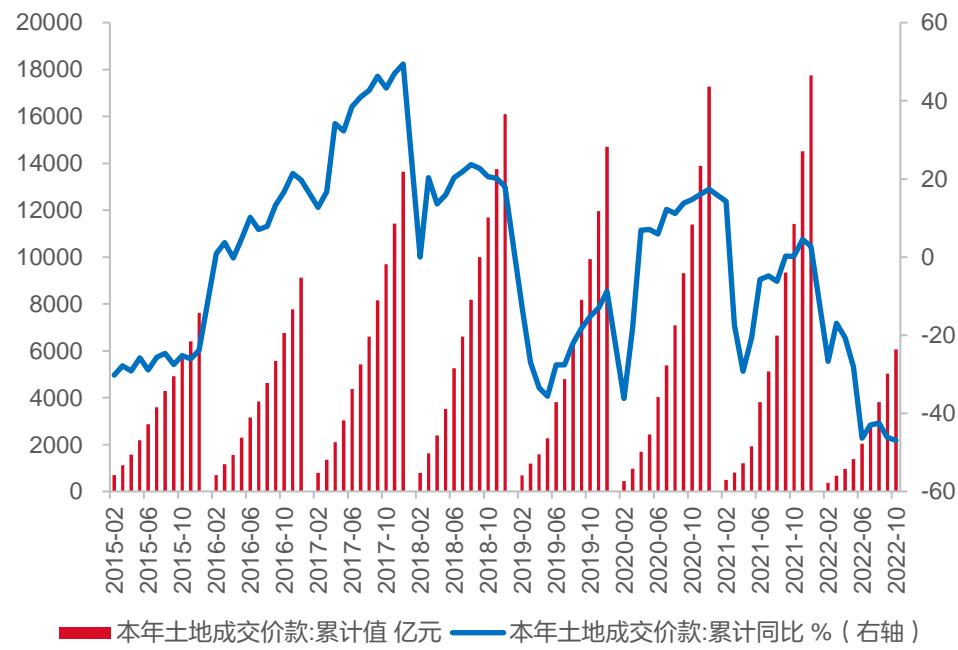
- 政府性基金：收入端，在近期房地产支持政策接连发声的背景下，2023年土地市场有望边际改善。但受销售端复苏进程较慢的制约，土地市场上行空间有限，仍旧会对政府性基金收入形成拖累。地方政府债务压力较大，明年专项债总规模大幅扩大的可能性较小，二者共同导致政府性基金支出可能存在较大缺口。

全国政府性基金收入变化



资料来源：Wind，东海证券研究所

土地成交价款变化



资料来源：Wind，东海证券研究所

政策性金融工具有望继续发力

- 截至11月末，今年已投放7400亿元政策性开发性金融工具。作为重大项目资本金的补充，2023年政策性金融工具将持续发力，为扩大投资提供重要支撑。
- 鉴于政策性金融工具按照市场化原则退出，所投项目不仅要有较强的社会效益，而且要有一定的经济可行性，即“保本微利”，因此政策性金融工具的投资撬动作用具有商业可持续性。
- 政策性金融工具能够在不扩大财政赤字的条件下满足重大项目资本金到位的需求，明年是稳增长大年，基建仍将发挥重要支撑作用。预计明年中央将继续通过政策性金融工具实现财政扩张，政策性金融工具有望进一步扩容。

政策性金融工具使用情况

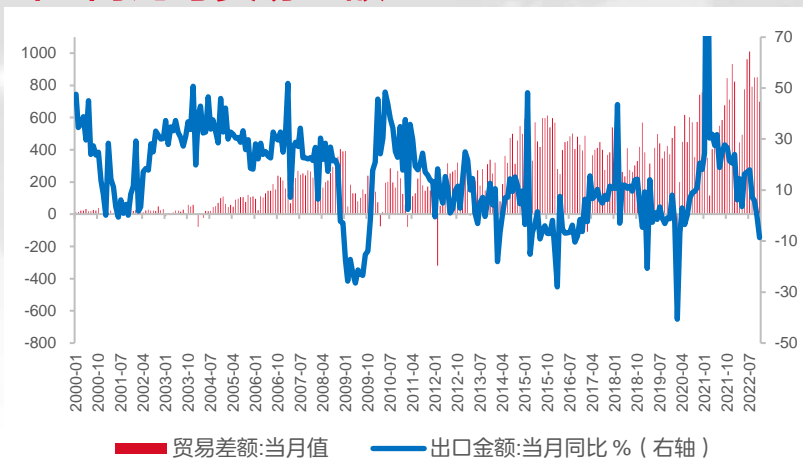
	政策性开发性金融工具	政策性信贷
规模	7400亿元	8000亿元
投向	交通、能源、水利、市政、产业升级基础设施等	交通、水利、能源等基础设施
目的	补充重大项目资本金	配套融资
支持项目数量	超2700个	-
开工率	超90%	-

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

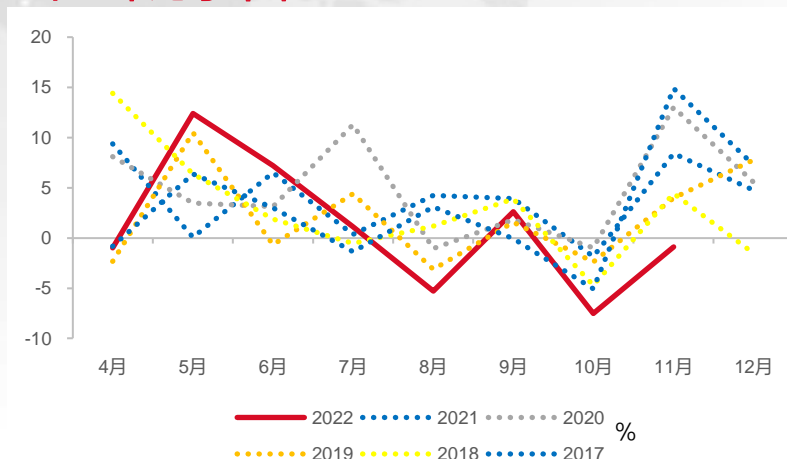
2.6. 出口增速回落幅度可能较大

- 2020年疫情爆发后，中国凭借完善的产业链供应链体系和成本优势促使出口保持较高增速，成为经济增长的重要推动力之一。
- 2021年中国出口同比增长29.6%，2022年前8个月出口保持较快增长。

出口同比与贸易差额



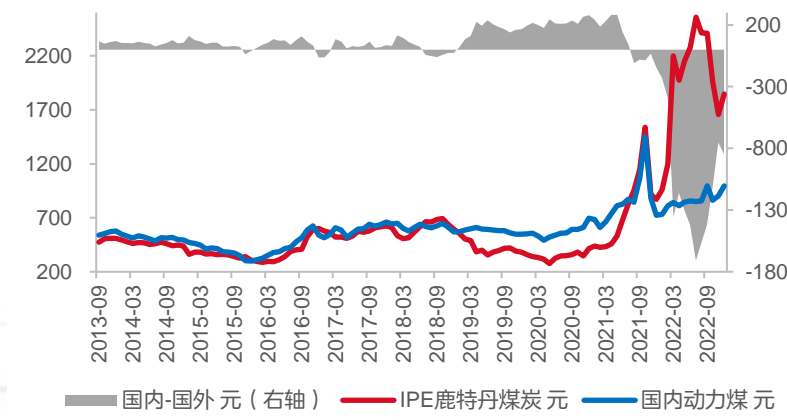
出口环比季节性



中国出口金额全球占比



国内煤炭具有价格优势



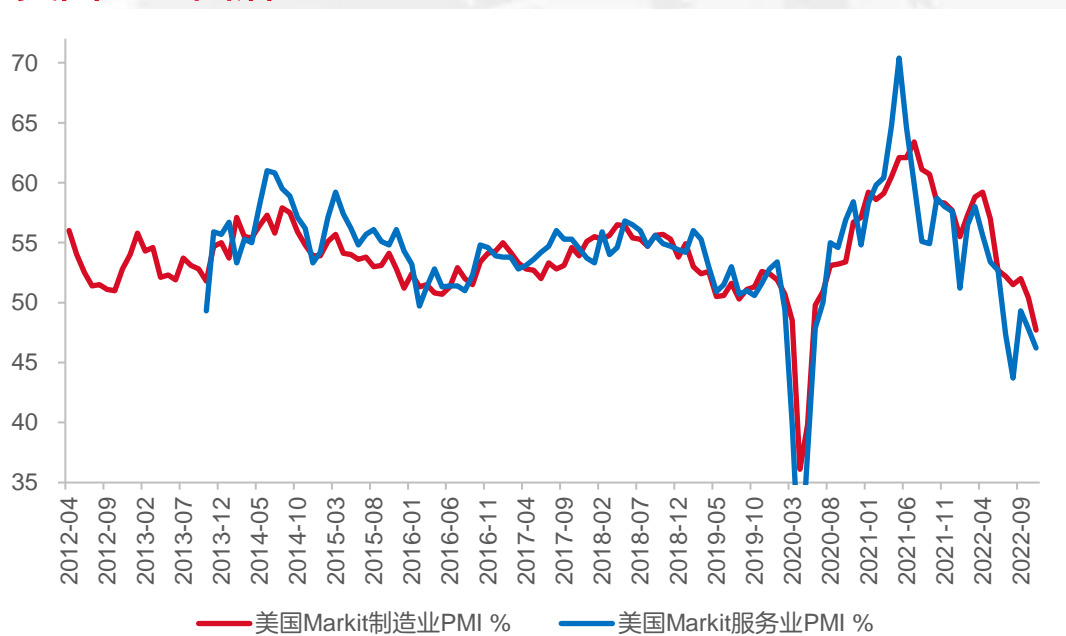
资料来源: Wind, 东海证券研究所

资料来源: Wind, 东海证券研究所

出口贡献可能转为拖累项

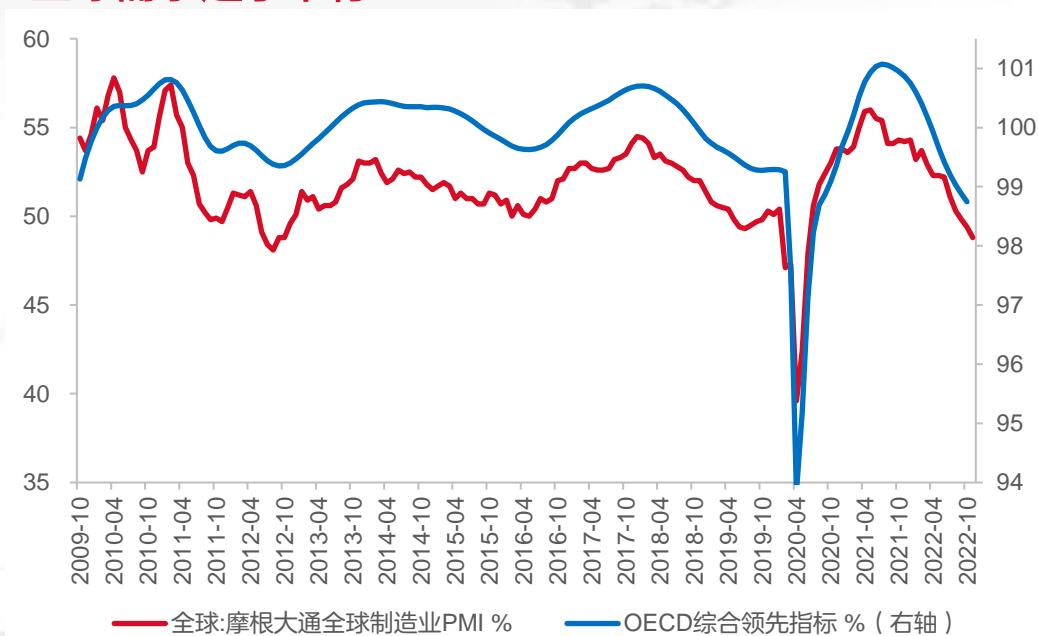
- 加息效果将逐渐显现，2023年主要发达经济体经济下行，甚至衰退的可能性正在上升，外需大概率回落。此外，价格层面的贡献因素也可能会回落。总体看，2023年我国出口增速大概率回落至负增长。
- 11月美国Markit PMI全面进入收缩区间，其中制造业PMI终值下行至47.7%，服务业PMI终值回落至46.2%。

美国PMI回落



资料来源：iFind，东海证券研究所

全球需求趋于下行

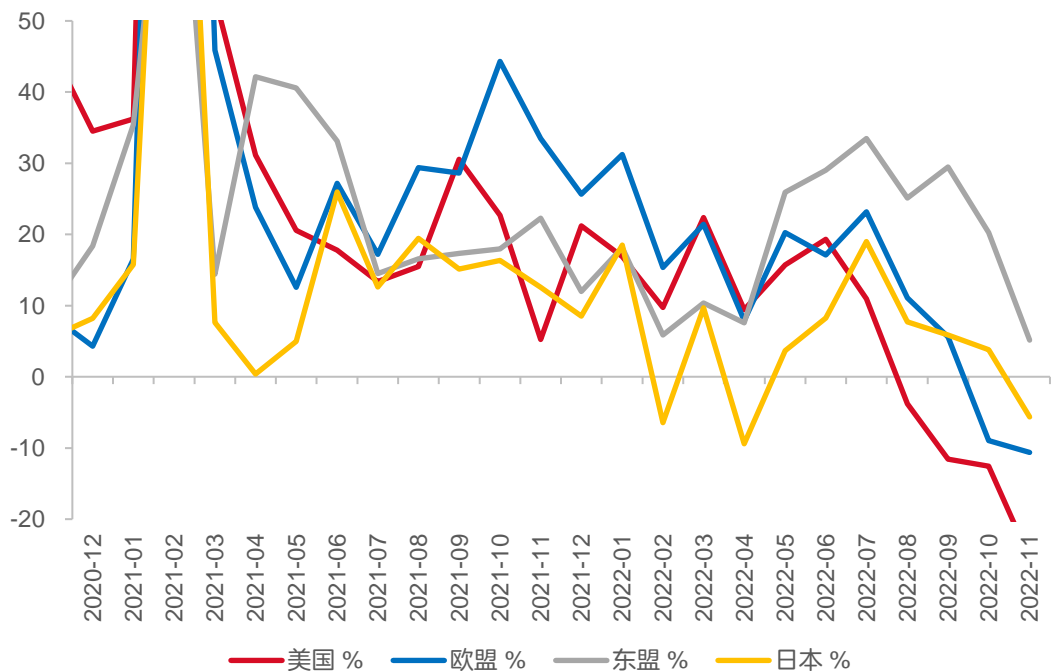


资料来源：Wind，东海证券研究所

主要发达经济体占中国出口比例下降

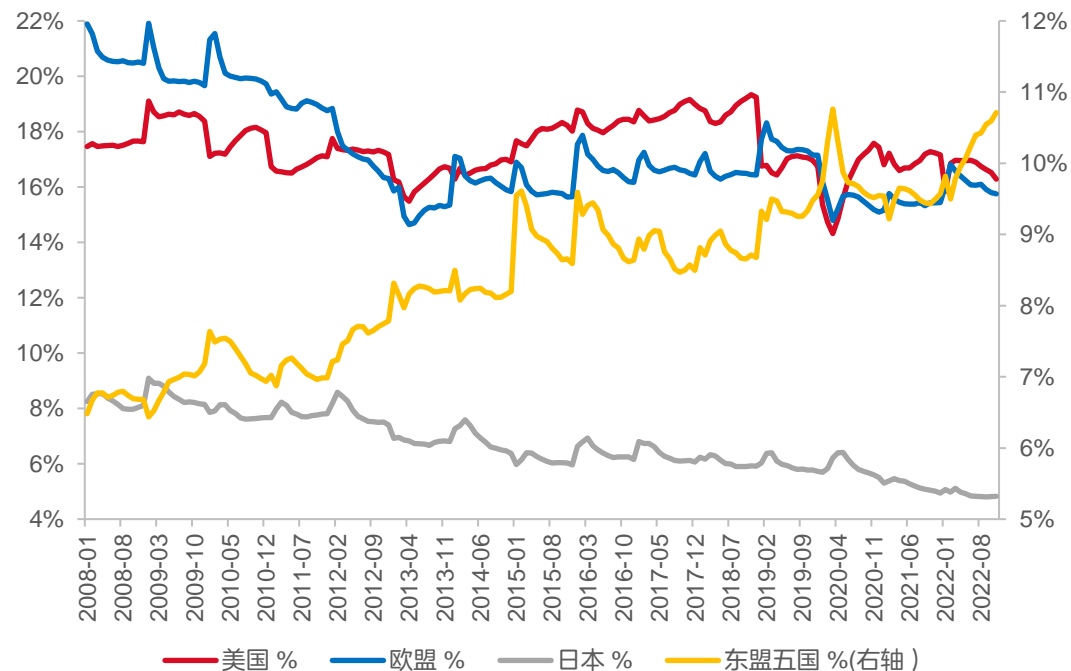
- 出口增速方面，今年前11个月，中国对东盟出口同比增长19.1%，而对美国和欧盟分别为3.4%、11.5%。
- 出口占比方面，我国对欧盟和日本的出口金额占比逐步下降，对东盟五国出口金额占比快速上升。

中国对美国、欧盟、东盟、日本出口增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

出口金额占比国家结构变化

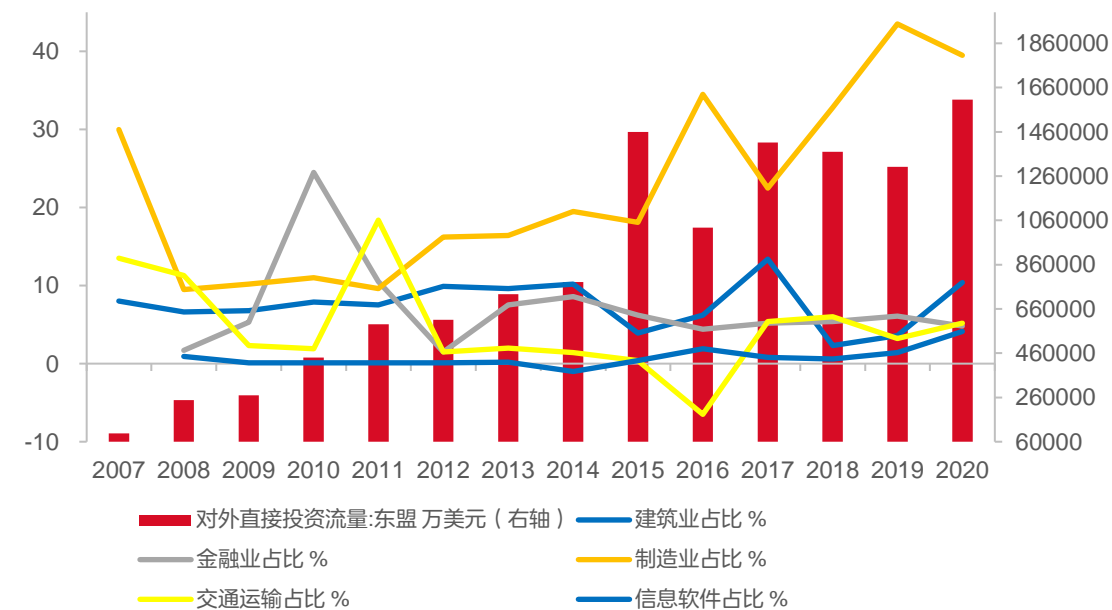


资料来源：Wind，东海证券研究所

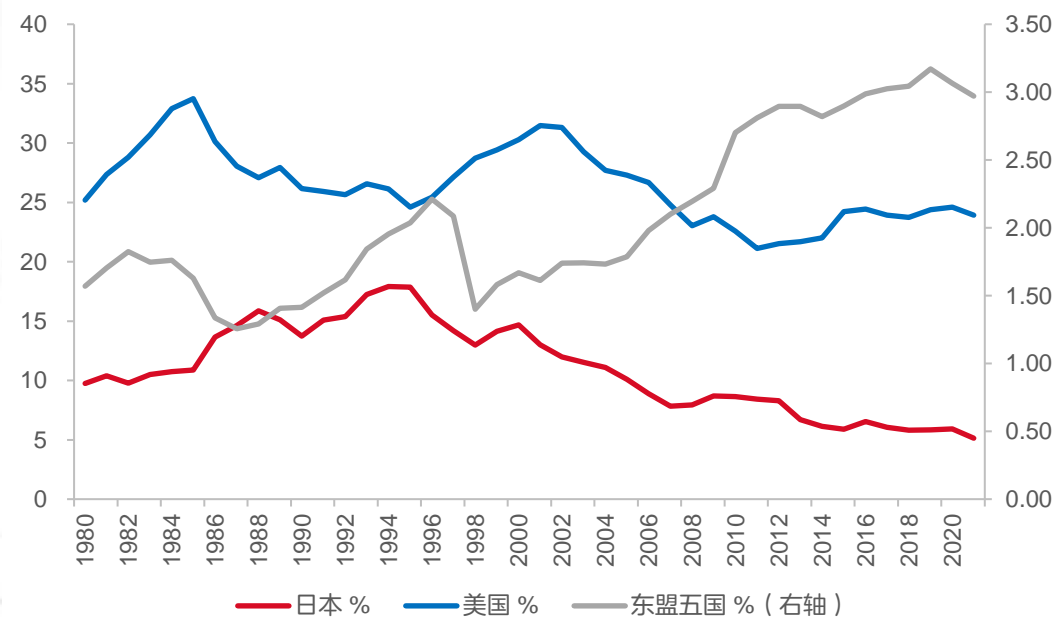
对东盟出口有望继续上升

- 经贸合作视角看，我国对东盟的直接投资规模快速攀升，拉动双边贸易发展。此外，今年初RCEP生效后区域内90%以上商品将逐步实现零关税，推动双边贸易进一步扩大。商务部数据显示，自中国东盟建立对话关系30年来，中国与东盟贸易规模扩大85倍。
- IMF预测东盟五国GDP全球占比将在未来五年内上升0.6个百分点，而美国和欧盟则分别下降1.1、1个百分点。

中国对东盟投资增加



东盟五国GDP全球占比持续上升



资料来源: Wind, 东海证券研究所

资料来源: Wind, 东海证券研究所



CONTENTS

目录

01

短期风险再寻底

02

年度向好待花开

03

内需创新是主线

3.1 通胀稳定，无风险利率估计不会太高

- 2022年，虽然猪价上行，但核心CPI始终较弱，下半年极端天气影响下食品价格有过一定扰动，主要体现在三季度，但整体通胀压力不大。
- 展望2023年，猪价压力减弱，但国内需求复苏下，核心通胀有回升的可能，或带动相关非食品价格上涨。一季度受基数影响，或有结构性通胀压力。但从全年来看，CPI估计将保持稳定，整体或有小幅抬升。

CPI当月同比



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

核心CPI当月同比

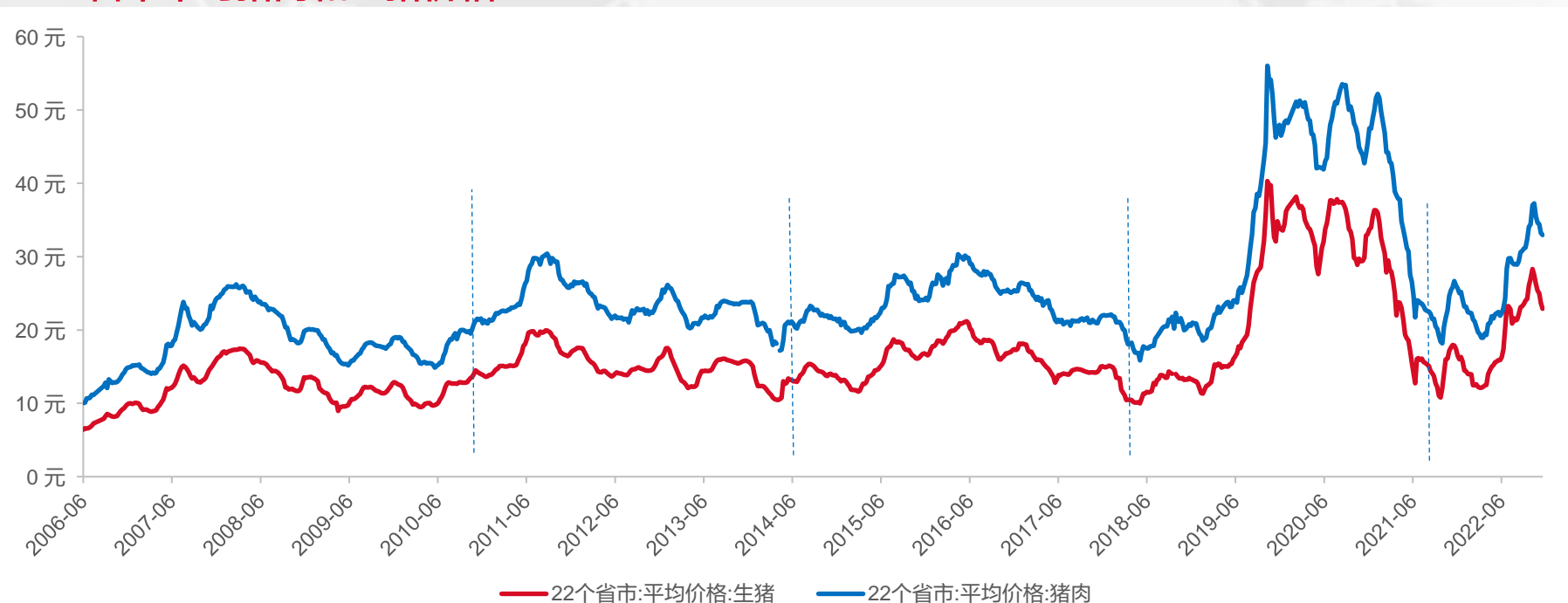


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

此前四轮猪周期平均持续时间3-4年

- 第一轮：2006年6月至2010年6月。猪肉价格从10.04元/千克升至26.01元/千克，涨幅159%。
- 第二轮：2010年6月至2014年3月。猪肉价格从14.86元/千克升至30.23元/千克，涨幅103%。
- 第三轮：2014年3月至2018年5月。猪肉价格从17.17元/千克升至30.32元/千克，涨幅77%。
- 第四轮：2018年5月至2021年9月。猪肉价格从15.86元/千克升至56.02元/千克，涨幅253%。

22省市平均猪肉和生猪价格

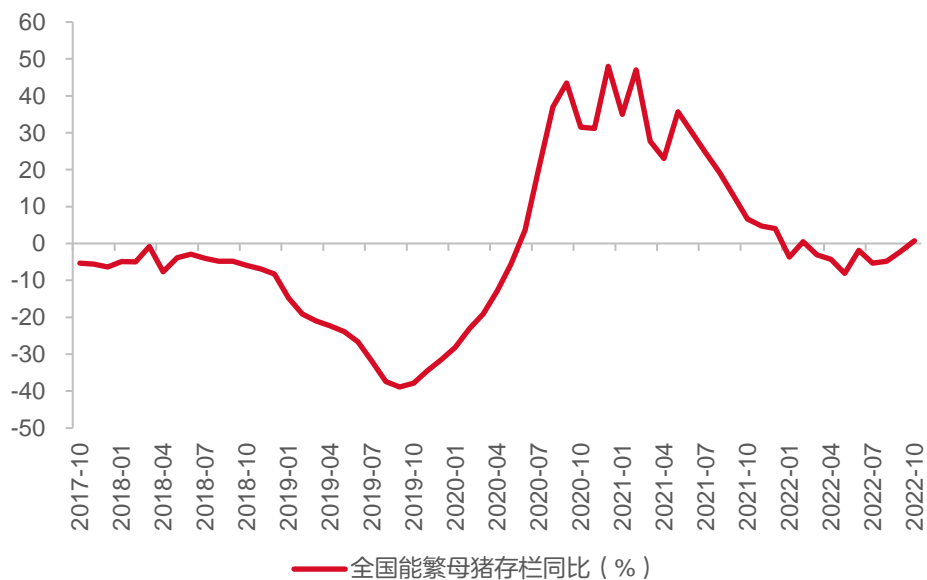


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

猪周期上行进程或已过半

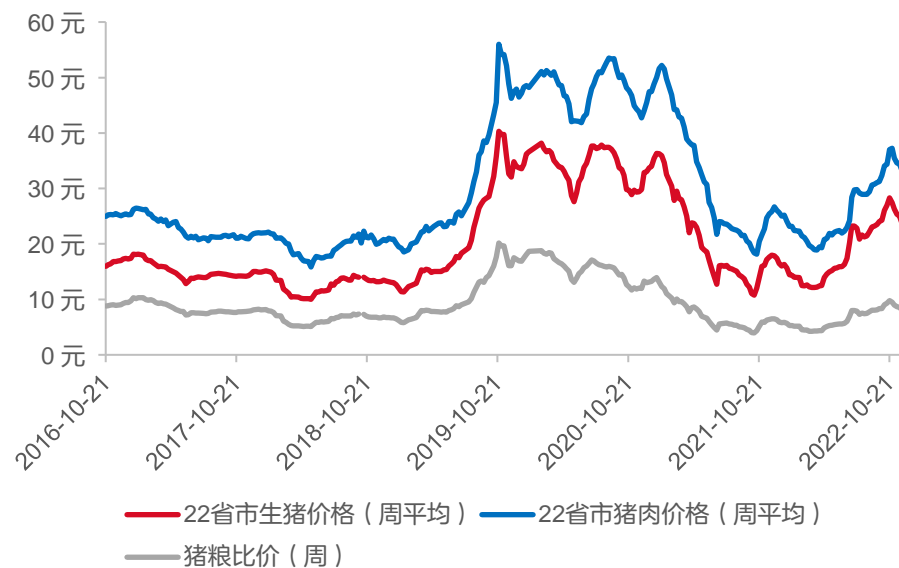
- 本轮猪周期开始于2021年9月。猪肉价格从19.6元/公斤上升至2022年10月的35.2元/公斤，涨幅约80%。从3-4年一轮猪周期的来看，或已进入周期下半程。
- 从供给端来看，能繁母猪存栏同比已触底。2022年5月，能繁母猪存栏同比-8.15%，到达阶段性底部，随后几个月同比降幅逐步收窄。

全国能繁母猪存栏同比



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

22省市生猪、猪肉价格和猪粮比价

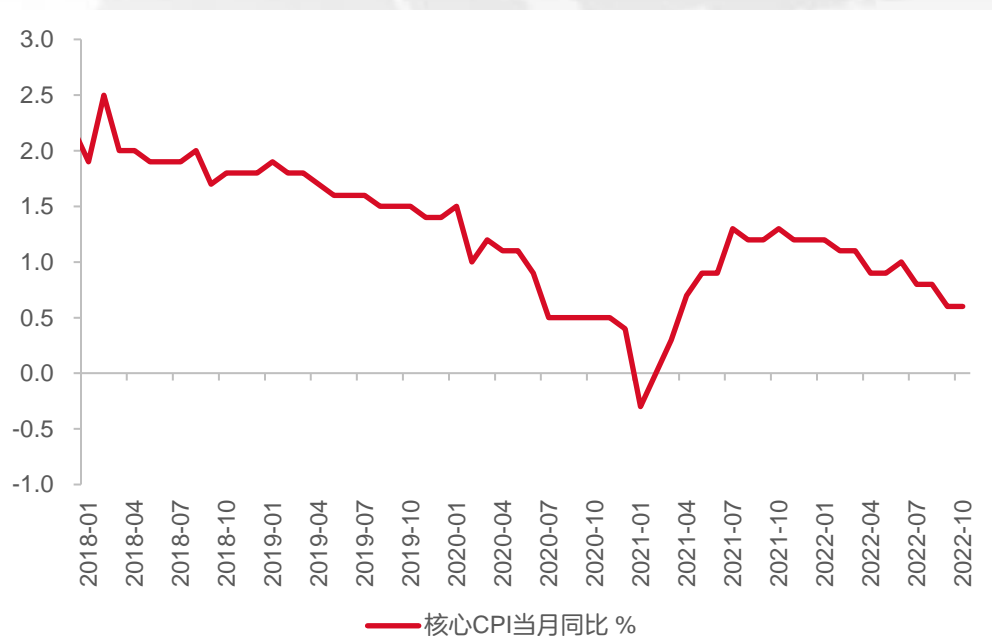


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

内需修复，核心通胀或逐渐向上

- **核心CPI或将回升。**今年3月份以来，受国内疫情扰动影响，扣除食品和能源价格的核心CPI同比从2022年1月的1.2%降至2022年10月的0.6%；往后看，预计核心CPI会逐步企稳回升，对CPI的拖累逐步减弱。

核心CPI当月同比



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

非食品CPI当月同比

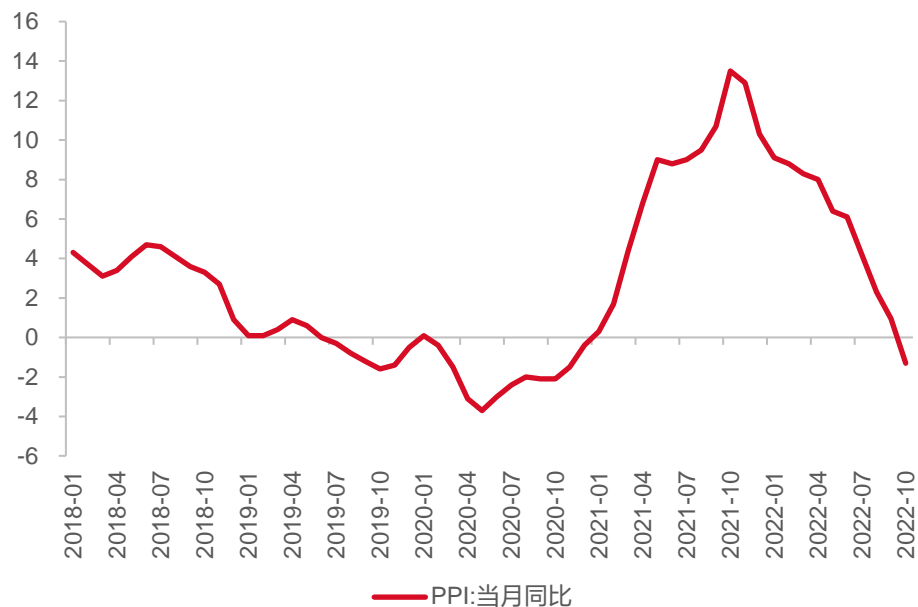


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

基数压力减弱，PPI压力不大

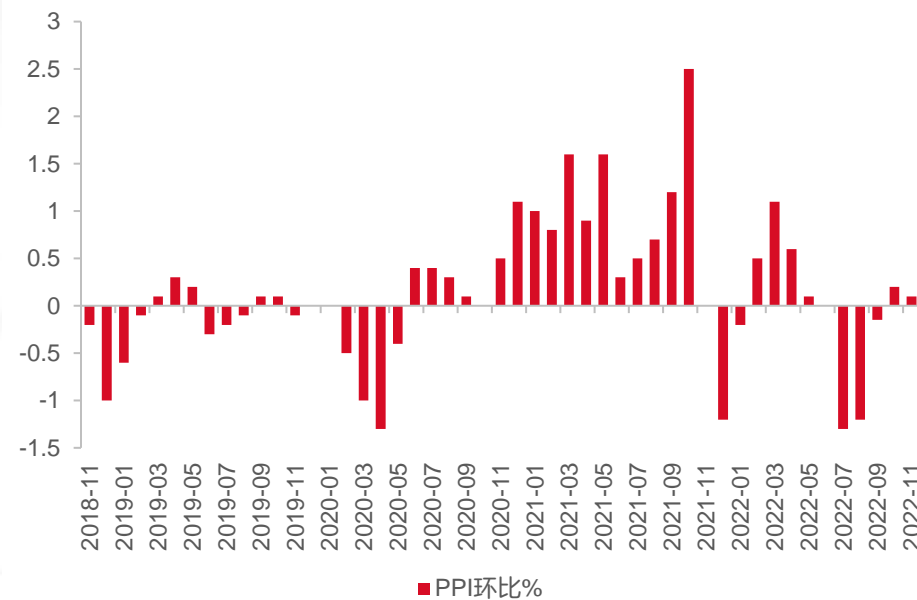
- 2023年海外需求或将明显回落，部分商品受供给限制可能仍然偏紧，但总体以国际定价为主的商品价格下行概率大于上行概率，输入性通胀压力减小，而国内保供稳价预计持续推进，煤炭等能源价格较难大涨。
- PPI高基数影响减弱。
- 整体来看，PPI或将小幅回升，但上行空间有限。

PPI当月同比



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

PPI翘尾因素



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

商品价格估计相对稳定

□ 商品价格总体趋于下行。

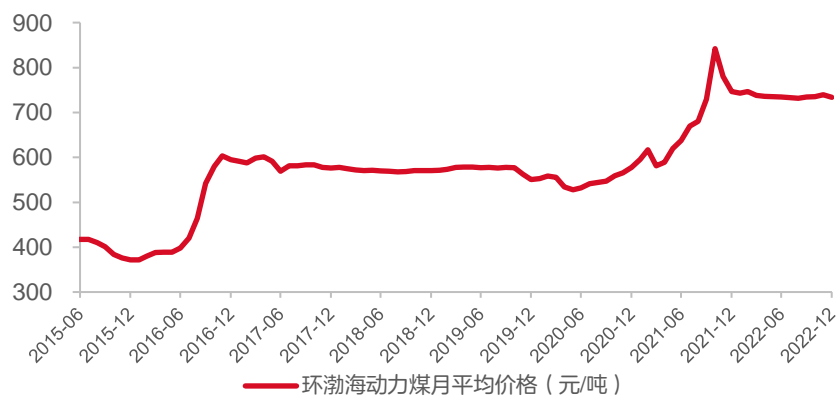
期货收盘价：WTI原油



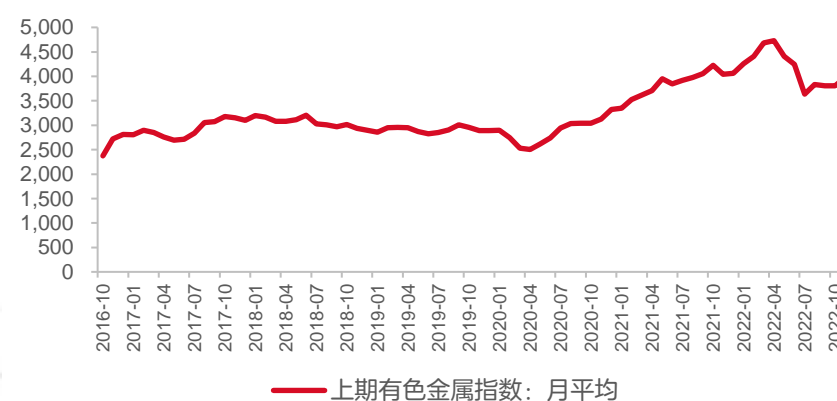
期货收盘价：螺纹钢



动力煤月平均价格，元/吨



有色金属指数



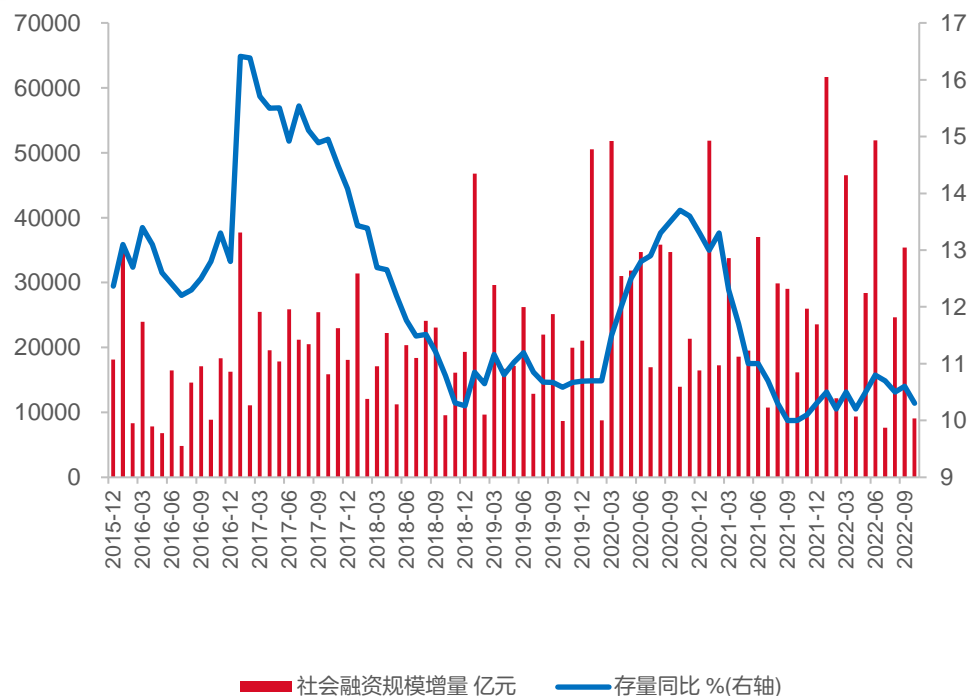
资料来源：Wind，东海证券研究所

资料来源：Wind，东海证券研究所

流动性估计相对充裕

- 目前无风险利率虽然有所回升，但在疫情流行期，稳增长压力较大，估计短期货币供给会保持相对宽松。2023年下半年，如果经济回升较好，收益率上行压力可能会比较大。

社会融资规模存量增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

社融增速与上证指数

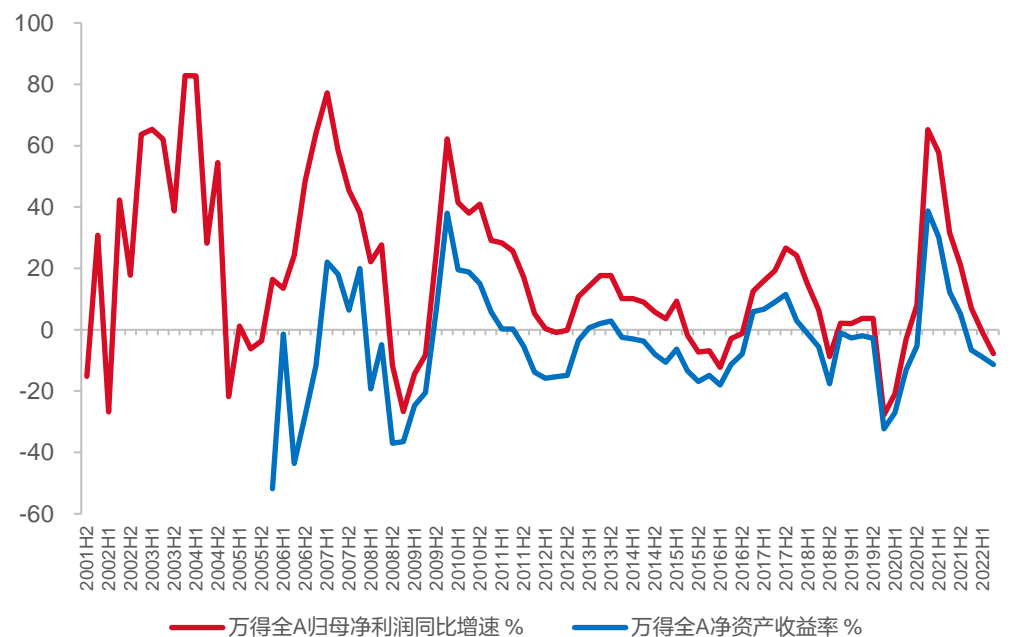


资料来源：Wind，东海证券研究所

3.2. 优质企业估值可能会回归

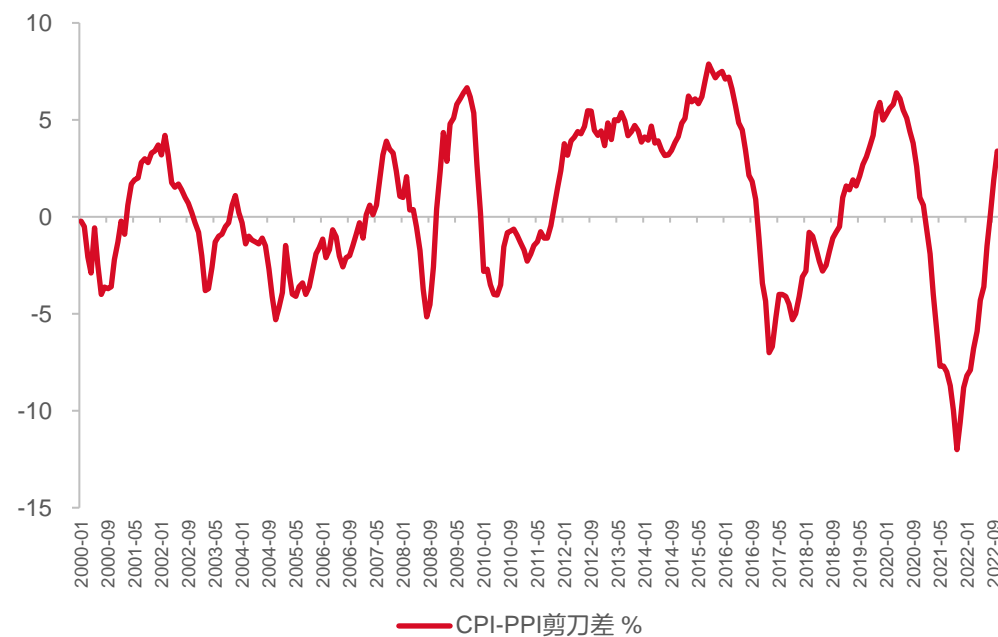
- 短期内企业盈利持续磨底。据测算，三季度万得全A归母净利润增速环比下降0.69个百分点，三季度A股业绩增速继续放缓，当前A股业绩或为底部区域，预计短期内仍为企业盈利磨底期。
- 创新类企业表现相对较好。从上市板块来看，主板业绩增速继续下行，三季度环比下降1.28个百分点；科创板和创业板业绩增速止跌回升，二者环比分别上升5.17个、9.43个百分点至24.27%、8.3%。此外，北证业绩增速也有所回暖，环比上升2.82个百分点。

万得全A归母净利润与ROE



资料来源：Wind，东海证券研究所

CPI-PPI剪刀差

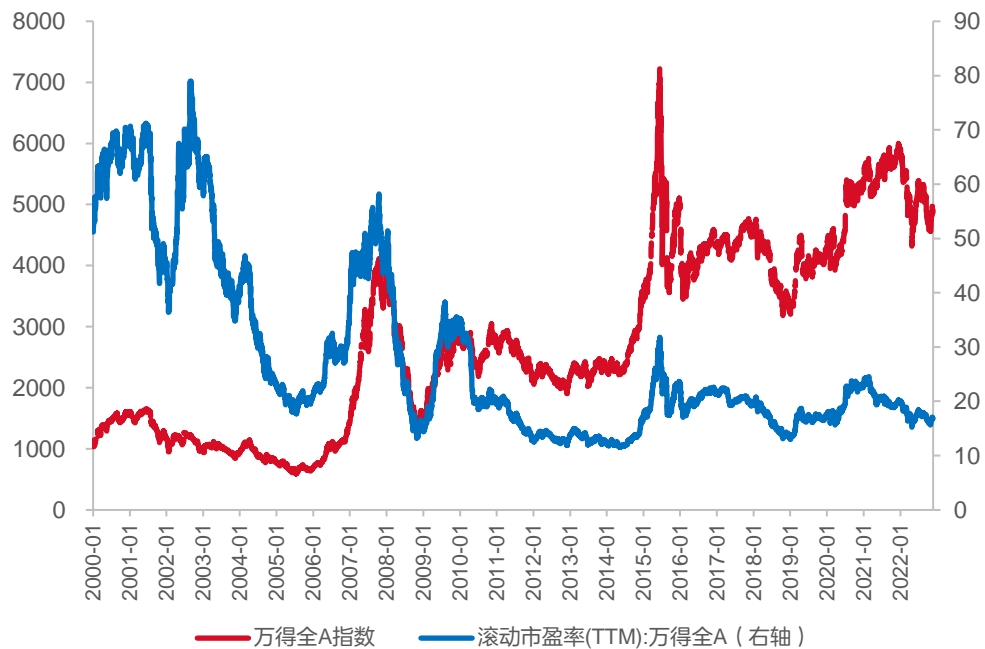


资料来源：Wind，东海证券研究所

市场总估值处于历史低位

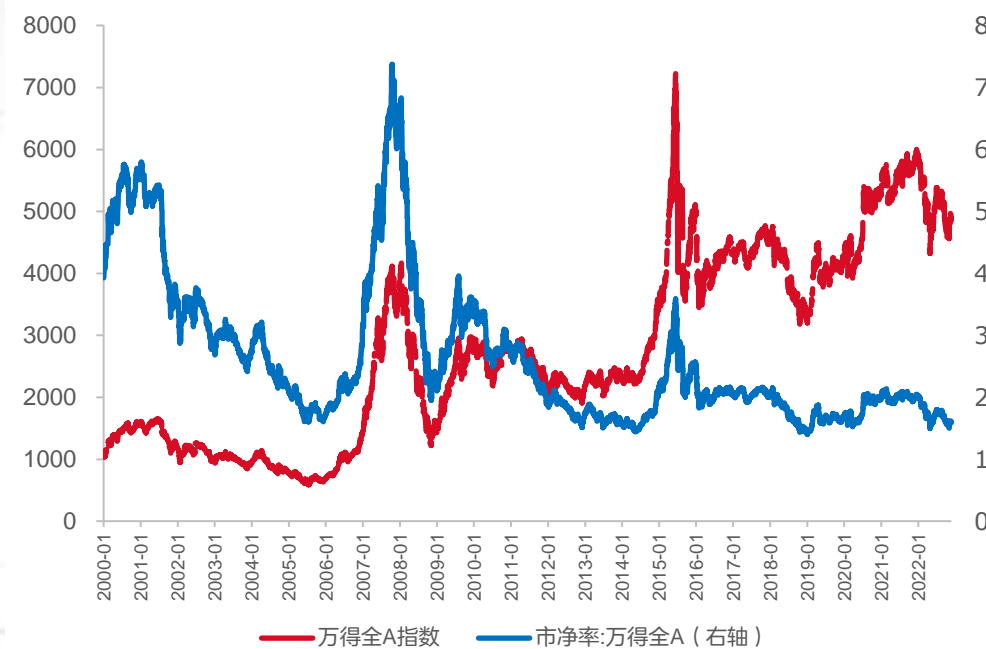
- 截至12月27日，万得全A指数PE、PB分别为17倍、1.58倍，市场估值水平均位于历史低位。
- 股债比：当前沪深300、上证50、中证500指数股债比均位于相对高位，分位数分别为97%、93.1%和95.8%，表明当前时间点股票投资价值更高。

万得全A指数与PE



资料来源：Wind，东海证券研究所

万得全A指数与PB

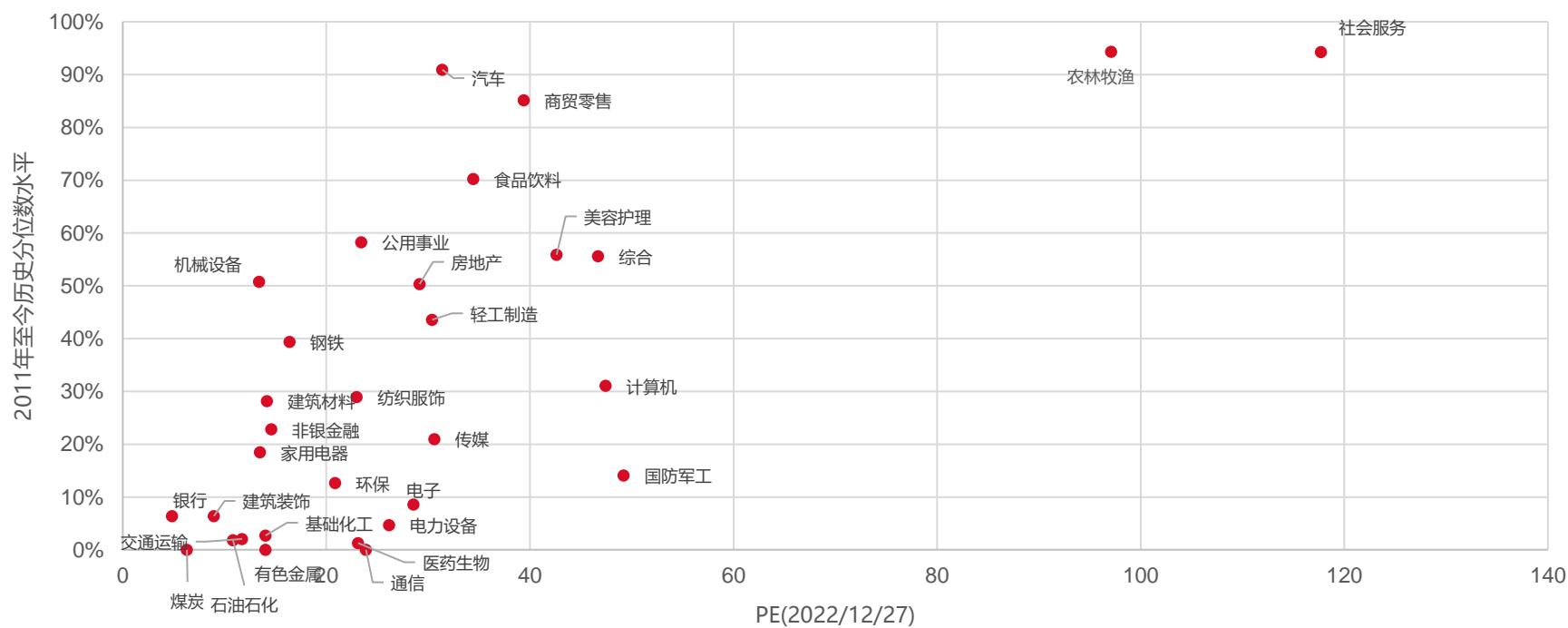


资料来源：Wind，东海证券研究所

行业估值差异

□ 截至12月27日，从申万一级行业PE(TTM)分位数水平来看，有色金属、通信、煤炭、医药生物、石油石化分别为0.03%、0.03%、0.03%、1.31%、1.82%，位列前五。在31个申万一级行业中，共有16个行业PE分位数水平位于25%以下，整体估值水平不高。从PB来看，银行、房地产、钢铁、非银金融、煤炭为估值最低前五，PB分别为0.68、1.03、1.12、1.34、1.55倍。

行业估值历史百分位

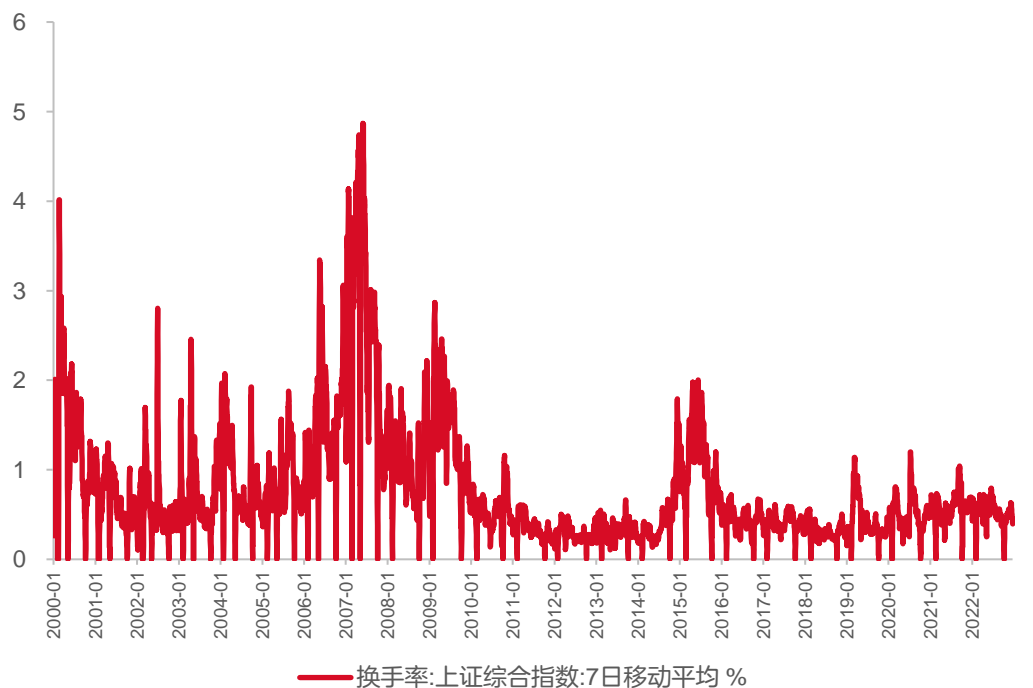


资料来源：Wind，东海证券研究所

低情绪或创造好机会

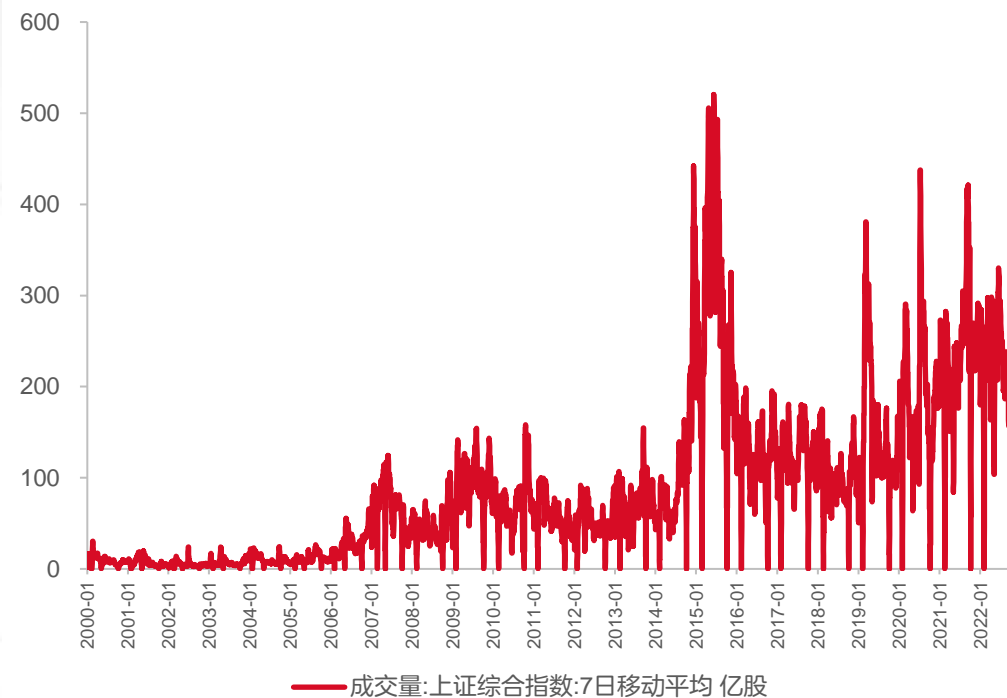
- 市场换手率和成交量均处于相对低位。其中，近三个月上证指数日换手率均低于1%，换手率不足表明股票交易不活跃，而换手率和成交量都偏低时通常指向股票市场处于底部区域。

上证指数换手率（7日平均）



资料来源: Wind, 东海证券研究所

上证指数成交量（7日平均）



资料来源: Wind, 东海证券研究所

融资金额与偏股型基金发行规模均较低

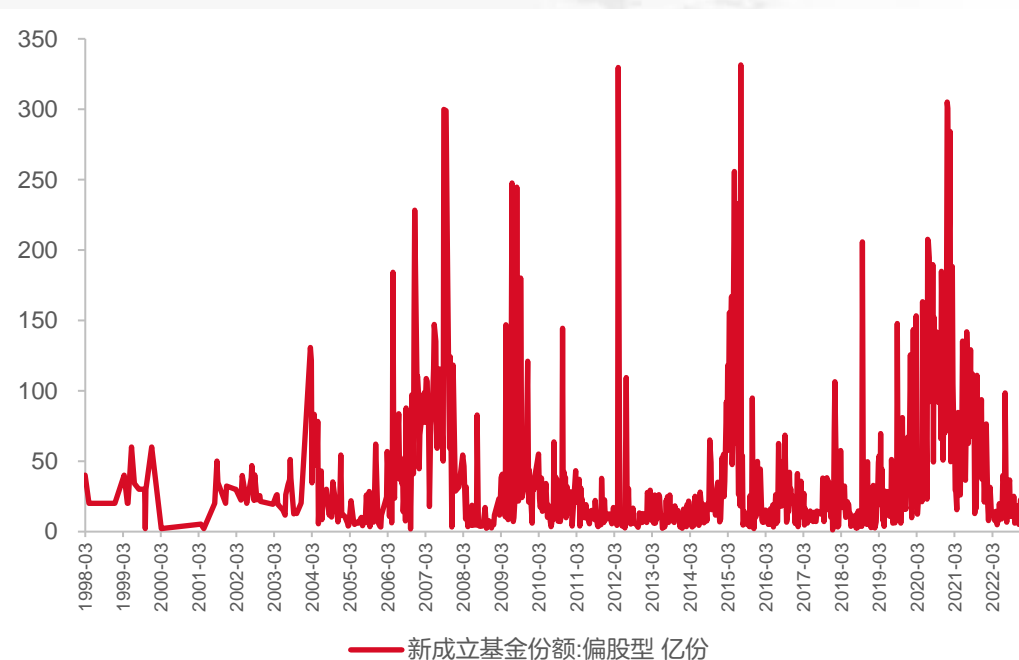
- 当前融资交易金额与历史相比处于较低水平，表明投资者买入情绪较为低迷。
- 截至12月23日，今年偏股型基金共发行4639亿份，比去年同期下降78.7%，偏股型基金发行规模处于历史低位，表明当前市场情绪较为低迷。

融资余额占总市值比重处于相对低位



资料来源：Wind，东海证券研究所

偏股型基金发行规模处于历史低位

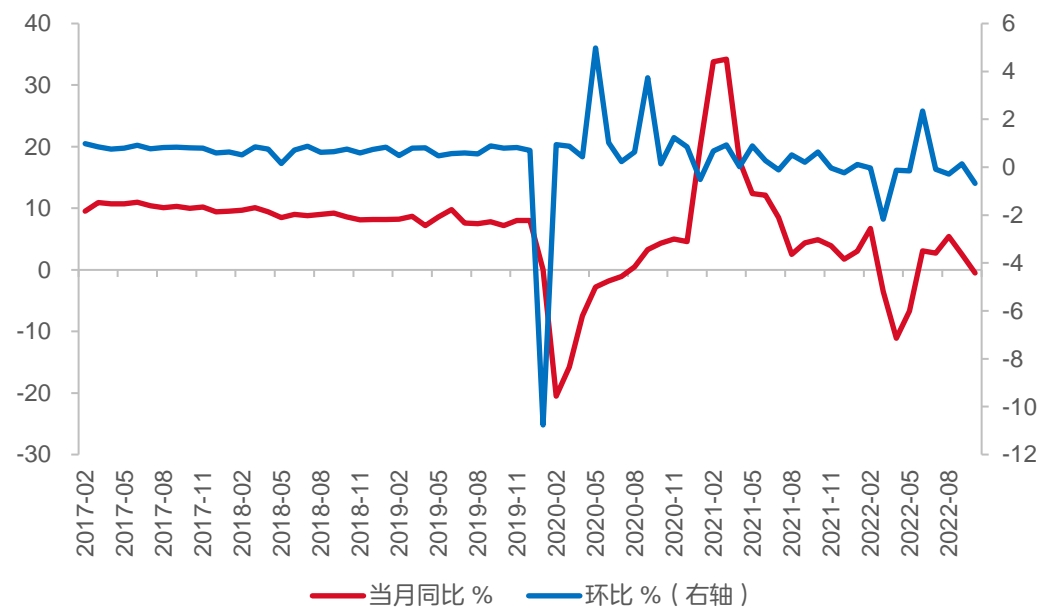


资料来源：Wind，东海证券研究所

3.3.消费决定恢复的高度

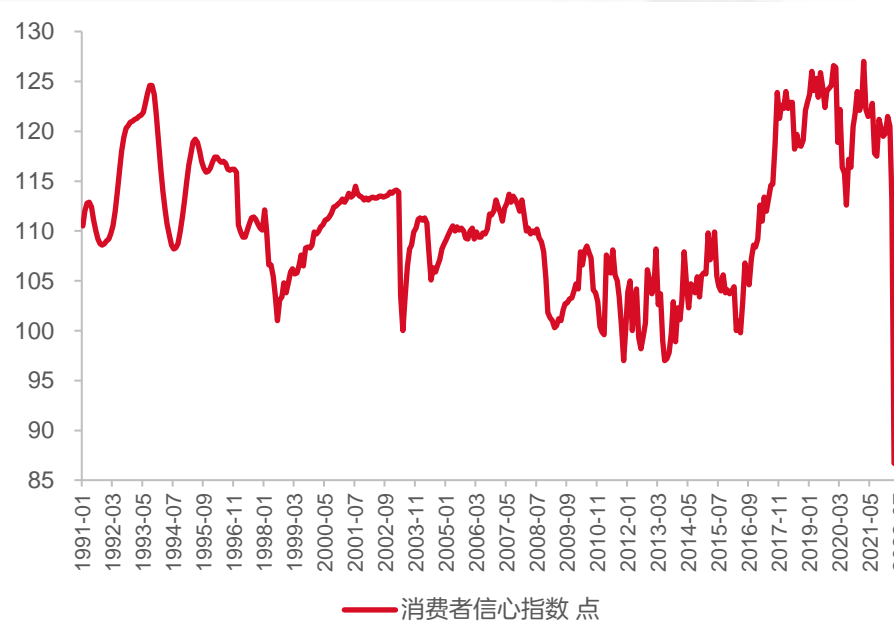
- 2022年消费受疫情冲击影响较大，一季度（3-5月）和四季度（10-11月）为今年疫情两次升温期，同期社零同比均为负数。居民收入增速偏低以及消费信心的不足，消费整体偏弱。
- 以上的不利因素，随着防疫政策的变化以及支持政策的推动，消费2023年有望迎来反转，预计全年社零增速在低基数的情况下，有望回到5-10%区间内。

社零同比和环比增速



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

消费者信心指数

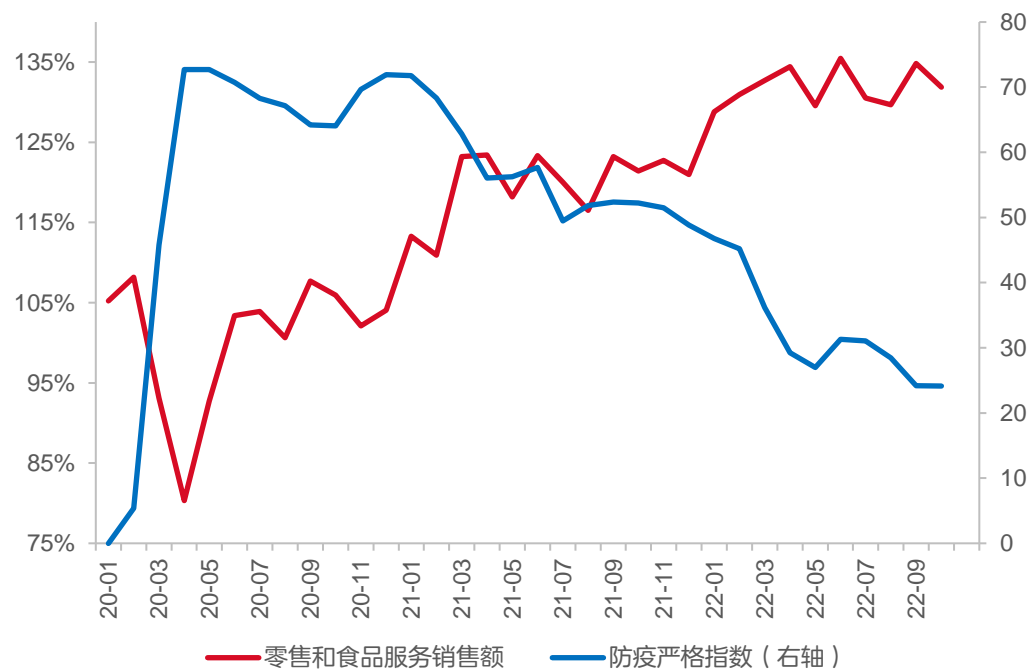


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

防疫放开后的消费：美国

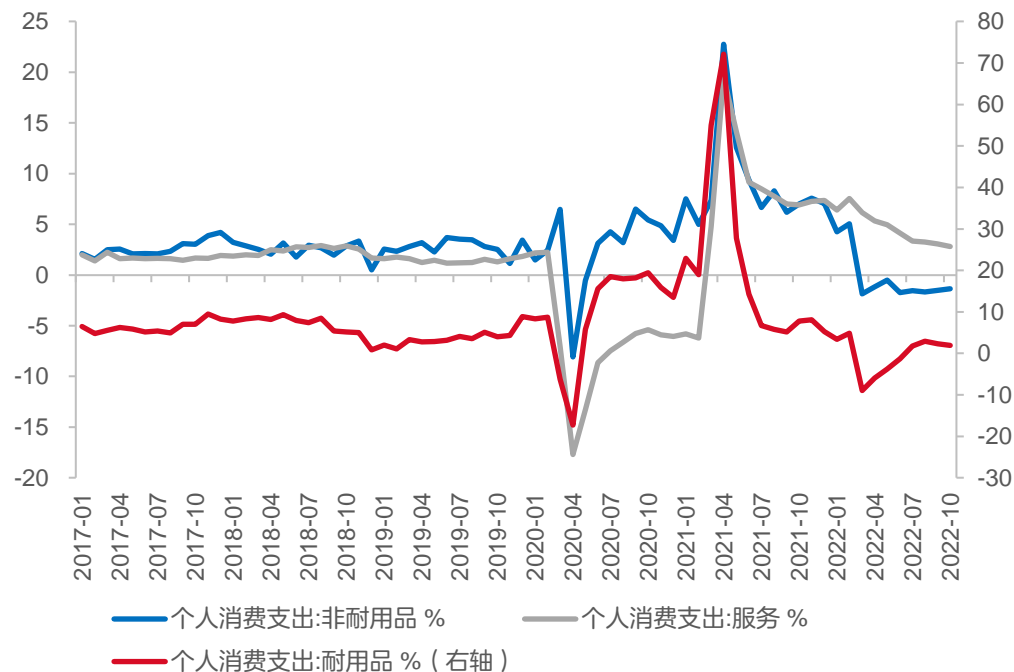
- 疫情爆发初期：美国服务消费和耐用品消费受冲击较为严重，非耐用品受影响最弱。
- 恢复速度：在财政刺激作用下，2020年7月非耐用品和耐用品率先恢复至疫情前水平，受疫情防控措施制约较多的服务消费则于2021年4月实现复苏。

美国防疫严格指数与消费走势



资料来源：Wind, Our World in Data, 东海证券研究所

美国服务消费复苏速度较慢

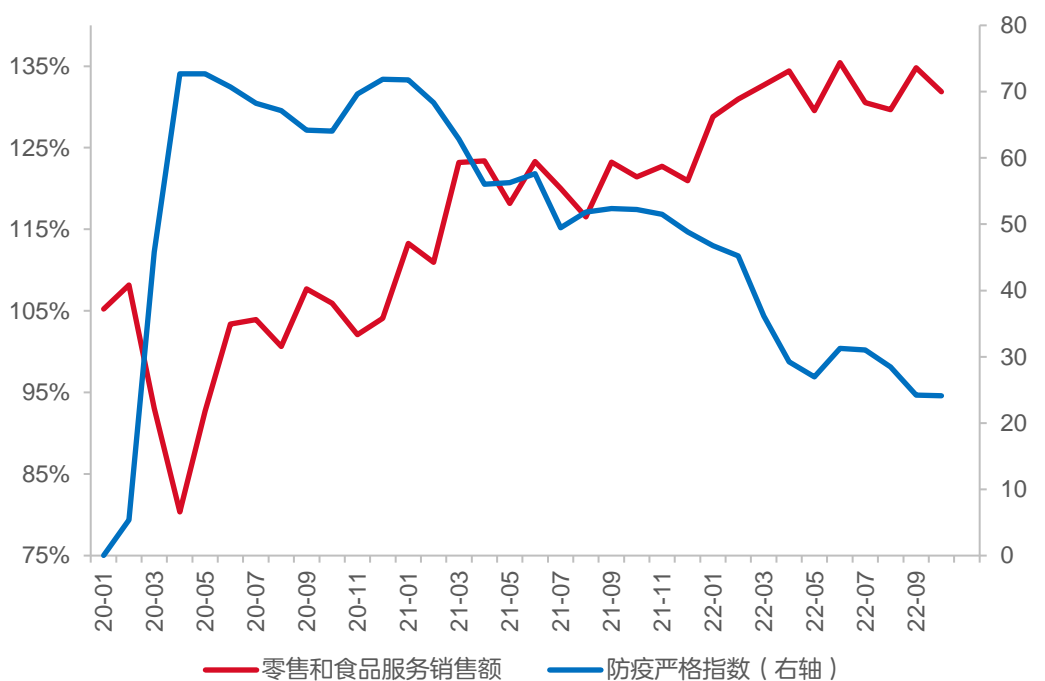


资料来源：Wind, 东海证券研究所

防疫放开后的消费：韩国

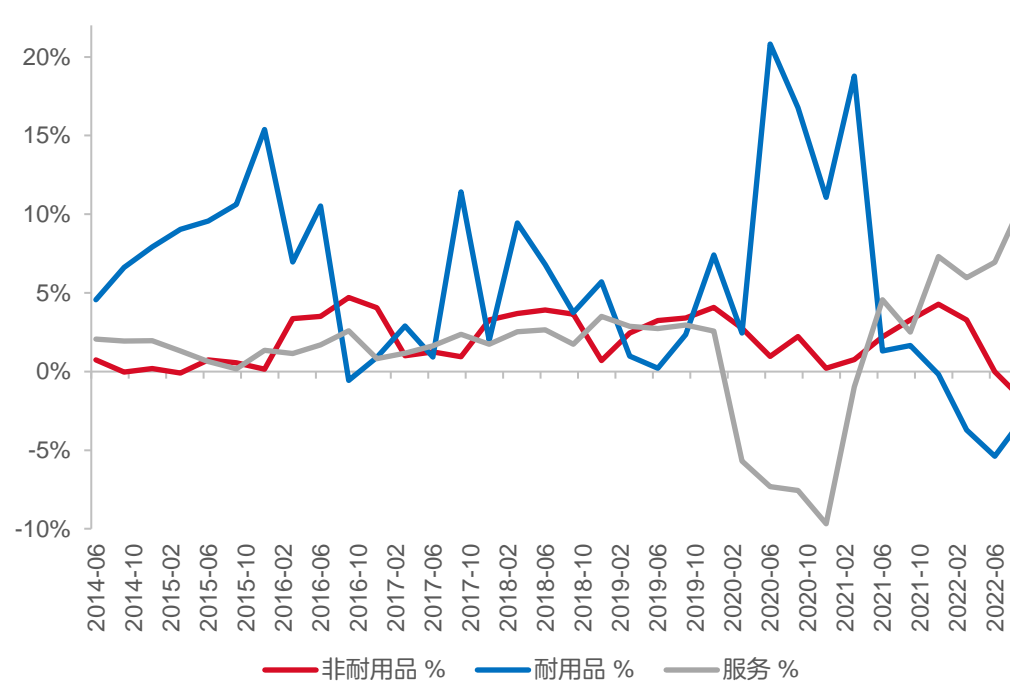
- 疫情爆发初期：韩国服务消费受冲击最为严重，其次是耐用品，非耐用品基本不受影响。
- 恢复速度：耐用品消费率先实现恢复（2020年5月），且反弹力度较大；服务消费恢复至疫情前水平的时间点晚于耐用品恢复时点1年左右（2021年5月）。

韩国防疫严格指数与消费走势



资料来源：Wind, Our World in Data, 东海证券研究所

韩国服务消费复苏速度较慢



资料来源：Wind, 东海证券研究所

防疫放开后的消费：越南

□ 越南2022年3月放开：1) 一季度GDP增长5%，二季度升至7.8%，三季度进一步上升至13.7%。2) 服务业快速回暖。二三季度服务业GDP当季同比分别为8.9%、18.9%；其中住宿和餐饮服务反弹最为明显，二三季度分别增长26.6%、171.7%。3) 零售恢复速度较快。11月零售累计同比增长20.5%，当月同比近两年平均增长11.5%，与疫情前水平基本相当。4) 旅游服务迅速升温，接待外国游客数量同比增速显著回升，但绝对数量仍相对较低。

越南零售同比



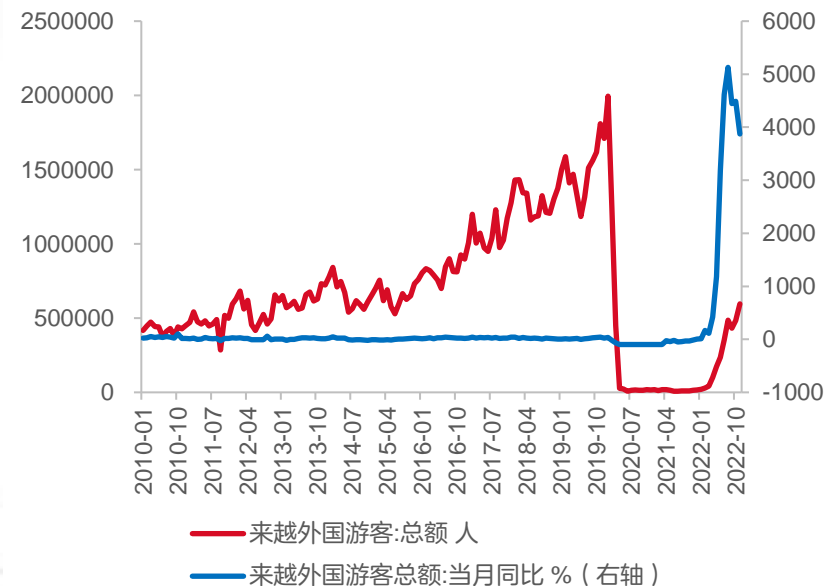
资料来源：Wind，东海证券研究所

越南宾馆与餐饮业零售额变化



资料来源：Wind，东海证券研究所

越南旅游服务回暖情况

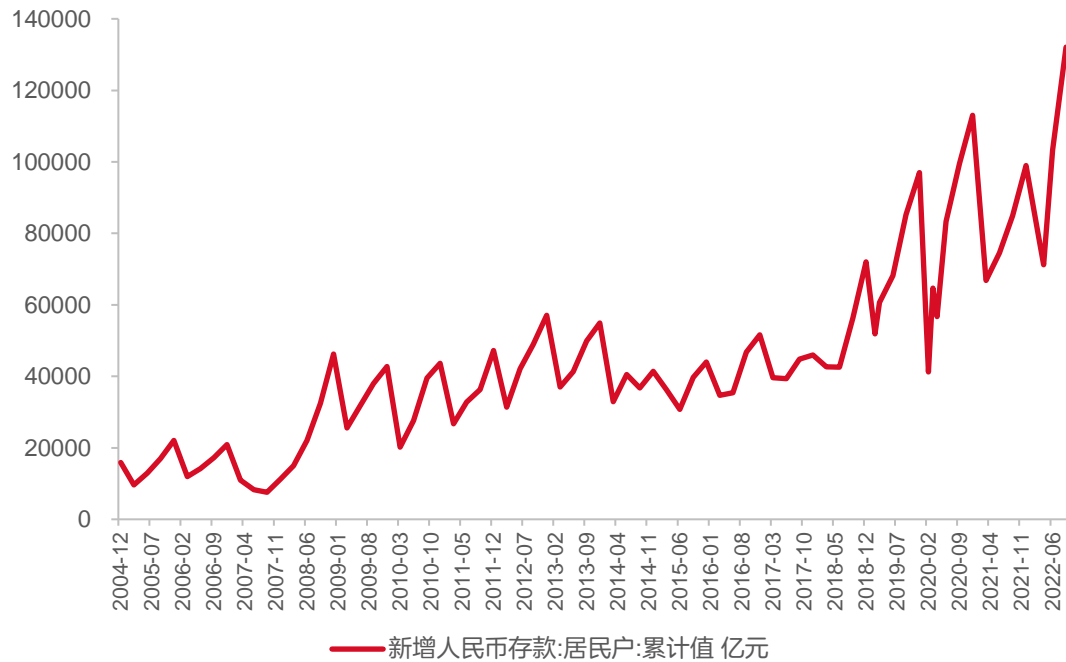


资料来源：Wind，东海证券研究所

前期防御性储蓄有利于放开后的消费

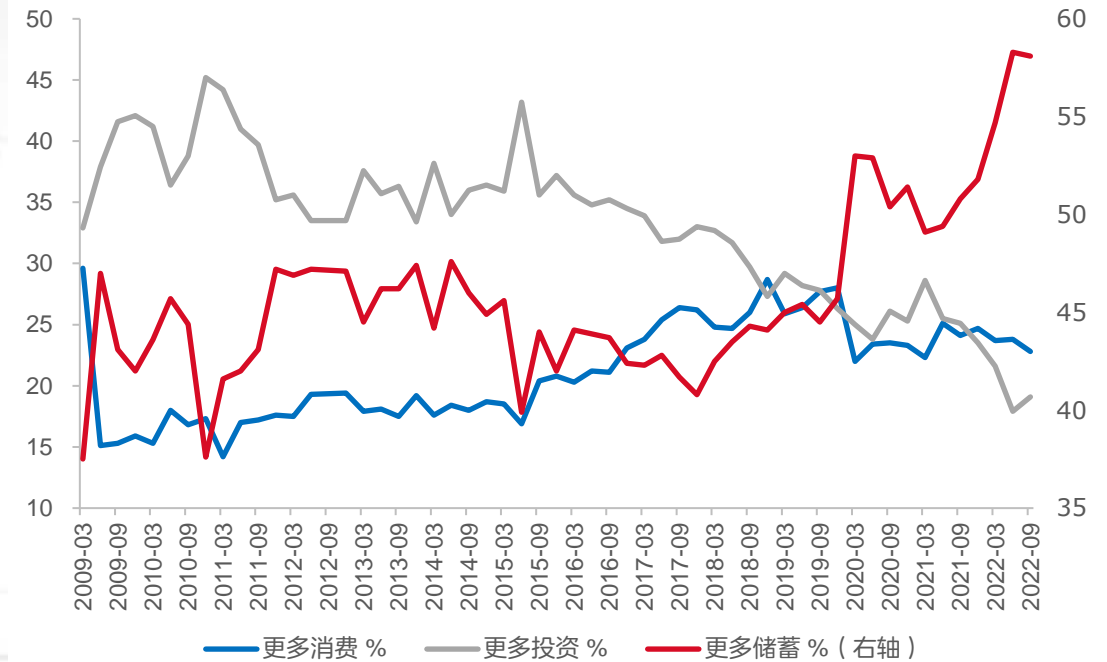
- 受悲观预期影响，居民消费倾向降低，这体现在今年前十个月居民存款同比多增5.42万亿元。
- 央行发布的《2022年第三季度城镇储户问卷调查报告》显示，倾向于更多储蓄的居民占比超半数，达到58.1%；倾向于更多消费的居民占比较上季减少1个百分点，为22.8%。

新增居民存款



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

城镇储户问卷调查



资料来源：央行，东海证券研究所

政策支持力度有望加大

- 中央经济工作会议指出“着力扩大国内需求，要把恢复和扩大消费摆在优先位置。增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景。支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费。”《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》提出全面促进消费、优化投资结构、提高供给质量等八项重点任务。
- 最终消费是经济增长的持久动力，未来可重点关注三大方向：1）提高供给质量，提升中高端消费品供给；2）积极发展服务消费，扩大养老育幼、文化旅游等消费；3）培育消费新模式新业态，线上线下消费相融合，如“互联网+医疗/文娱”等。

《扩大内需战略规划纲要（2022-2035）》重点内容

重点任务	细分内容
全面促进消费、加快消费提质升级	持续提升传统消费 积极发展服务消费 加快培育新型消费 大力倡导绿色低碳消费
优化投资结构，拓展投资空间	加大制造业投资支持力度 持续推进重点领域补短板投资 系统布局新型基础设施
推动城乡区域协调发展，释放内需潜能	推进以人为核心的新型城镇化 积极推动农村现代化 优化区域经济布局
提高供给质量，带动需求更好实现	加快发展新兴产业新产品 积极促进传统产业改造提升 着力加强标准质量品牌建设 提升要素市场化配置水平
健全现代市场和流通体系，促进产需有机衔接	加快建立公平统一市场 建设现代流通体系 完善促进消费的体制机制
深化改革开放，增强内需发展动力	推进投融资体制改革 优化营商环境激发市场活力 发挥对外开放对内需的促进作用
扎实推动共同富裕，厚植内需发展潜力	持续优化初次分配格局 逐步健全再分配机制 重视发挥第三次分配作用
提升安全保障能力，夯实内需发展基础	保障粮食安全 强化能源资源安全保障 增强产业链供应链安全保障能力 推动应急管理能力建设

资料来源：中国政府网，东海证券研究所

2020年以来扩大内需相关政策频出

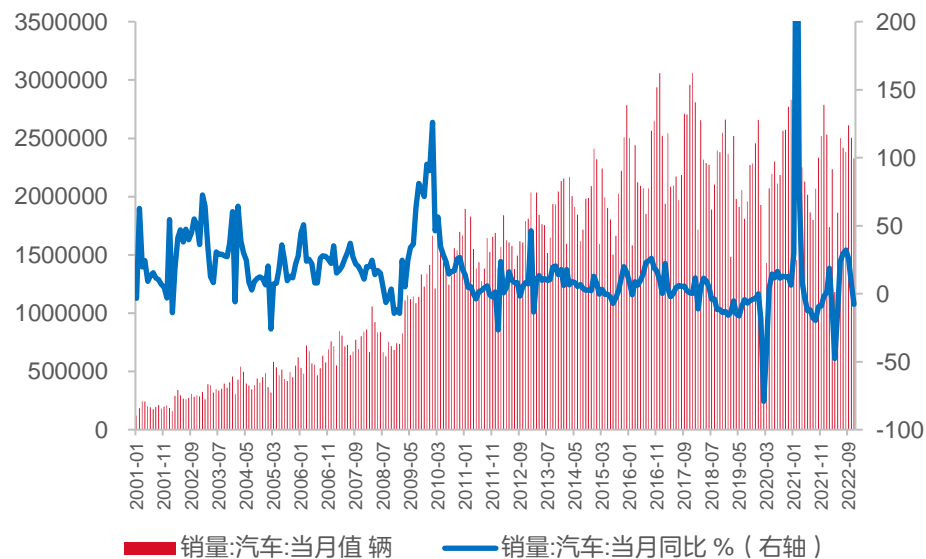
时间	政策	重点内容
2020-11-03	《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	坚持扩大内需这个战略基点，加快培育完整内需体系，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。
2021-01-31	《建设高标准市场体系行动方案》	以满足人民日益增长的美好生活需要为根本目的，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，牢牢把握扩大内需这个战略基点。
2021-02-24	《国家综合立体交通网规划纲要》	立足扩大内需战略基点，拓展投资空间，有效促进国民经济良性循环。
2021-12-12	“十四五”冷链物流发展规划	产业升级和扩大内需开拓冷链物流发展新空间。
2022-01-20	“十四五”旅游业发展规划	围绕构建新发展格局，坚持扩大内需战略基点，推进需求侧管理，改善旅游消费体验，畅通国内大循环，更好满足人民群众多层次、多样化需求。
2022-02-11	“十四五”推进农业农村现代化规划	构建新发展格局，把扩大内需作为战略基点，农业多种功能、乡村多元价值开发带动新消费需求，将为推进农业农村现代化拓展广阔空间。
2022-10-25	《二十大报告》	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，增强国内大循环内生动力和可靠性，提升国际循环质量和水平，加快建设现代化经济体系。
2022-12-14	《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》	坚定实施扩大内需战略、培育完整内需体系，是加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局的必然选择，是促进我国长远发展和长治久安的战略决策。
2022-12-16	中央经济工作会议	要更好统筹供给侧结构性改革和扩大内需，通过高质量供给创造有效需求，支持以多种方式和渠道扩大内需。着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置。

资料来源：中国政府网，东海证券研究所

汽车等消费或将仍受重点支持

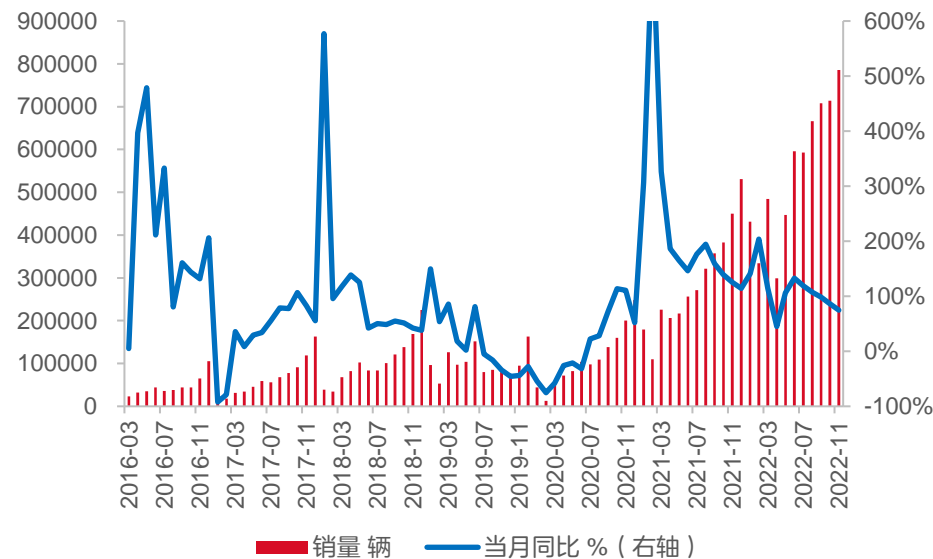
- 今年6月以来，汽车类消费零售额保持较快增长，主要受益于汽车购置税减免政策。5月召开的国常会提出“阶段性减征部分乘用车购置税600亿元”；5月31日，财政部、税务总局发布《关于减征部分乘用车车辆购置税的公告》，对购置日期在今年6月1日至12月31日，且单车价格（不含增值税）不超30万元的2.0升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税。今年6月至11月10日，共为符合条件的乘用车减征车购税397.5亿元。
- 新能源汽车方面，截至11月10日，今年累计免征新能源汽车车购税686.2亿元，同比增长101.2%；新能源汽车销量同比增长78.1%。9月26日，财政部等三部门联合发布《关于延续新能源汽车免征车辆购置税政策的公告》，明确新能源汽车免征购置税政策延期至2023年底。

汽车销量与增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

新能源汽车销量和增速

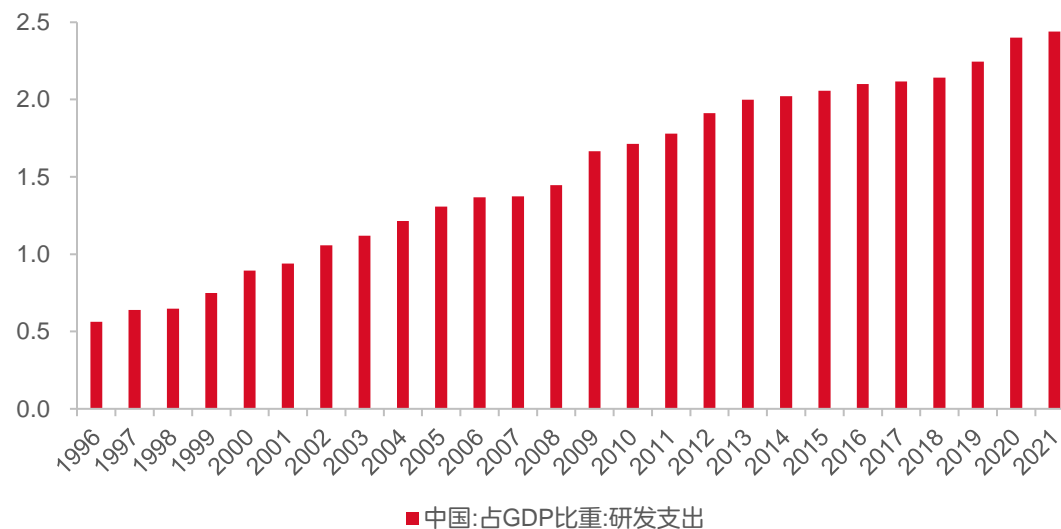


资料来源：Wind，东海证券研究所

3.4. 创新是发展的核心

- 二十大报告指出，必须坚持科技是第一生产力、创新是第一动力，深入实施创新驱动发展战略，开辟发展新领域新赛道，不断塑造发展新动能新优势。要完善科技创新体系，坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位。加快实施创新驱动发展战略，加快实现高水平科技自立自强，以国家战略需求为导向，集聚力量进行原创性引领性科技攻关，坚决打赢关键核心技术攻坚战，加快实施一批具有战略性全局性前瞻性的国家重大科技项目。
- 科技自立自强是国家强盛之基、安全之要。过去十年，我国进入创新型国家行列，创新投入大幅提升，研发投入强度从2012年的1.91%提升至2021年的2.44%，接近OECD国家平均水平。以新一代信息技术、生物技术、高端装备、绿色环保等为代表的战略性新兴产业发展迅速，云计算、大数据、人工智能等数字技术与传统产业深度融合。
- 中央经济工作会议强调，要通过高质量供给创造有效需求；加快新能源、人工智能、生物制造、绿色低碳、量子计算等前沿技术研发和应用推广，狠抓传统产业改造升级和战略性新兴产业培育壮大。
- 我国光伏、风电等产业链全球竞争优势明显，目前规模最大、效率最高的龙头企业大多在国内，发展空间也很大。人工智能、绿色低碳、量子计算等也有一定基础，估计会进一步支持新兴产业加快发展，通过锻造产业长板，增强我国发展的主动权。

中国研发支出占GDP比重

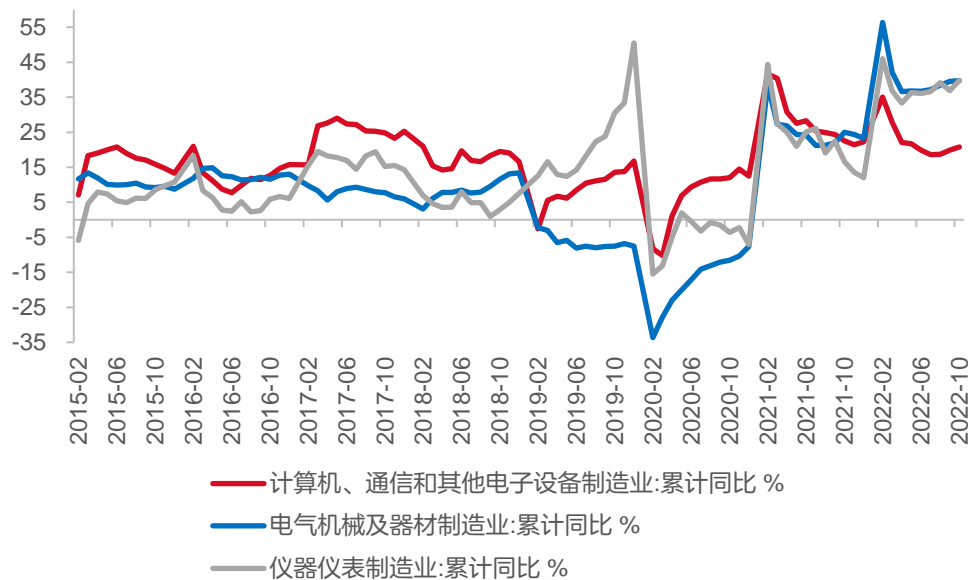


资料来源：Wind，东海证券研究所

金融要与科技引领的产业发展融为一体

- 中央经济工作会议指出，要推动“科技 - 产业 - 金融”良性循环。我们认为，一个新的投资时代可能正在到来。未来，金融可能会更多地与科技、与产业、特别是与科技引领的产业发展整合在一起，在科技与产业的整合发展中获取超额收益；并助力科技自立自强，催生更多新技术新产业，从而形成良性循环。
- 二十大报告提出，推进新型工业化，加快建设制造强国；实施产业基础再造工程和重大技术装备攻关工程，推动制造业高端化、智能化、绿色化发展。

高端制造增速较快



资料来源：Wind，东海证券研究所

工业产能利用率



资料来源：Wind，东海证券研究所

补链强链、国防安全需求是重要驱动力

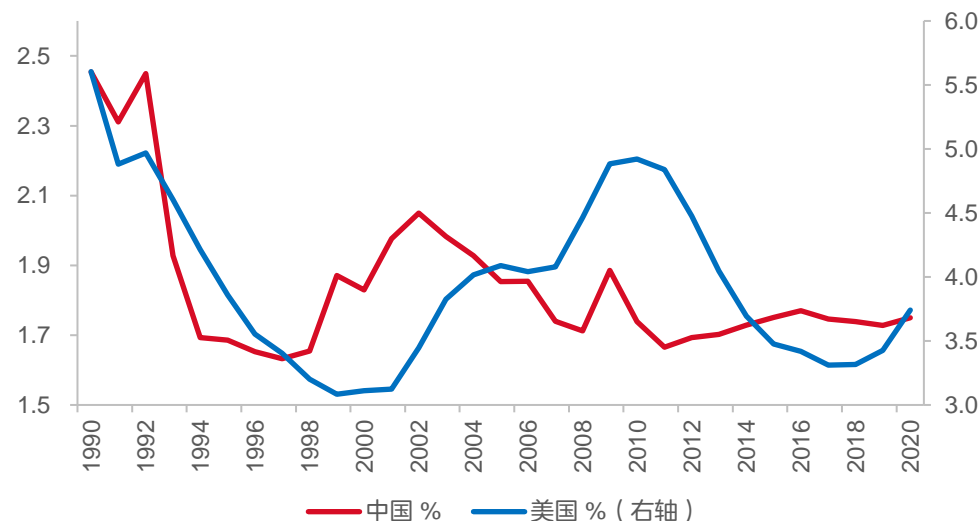
- 在新冠疫情蔓延、国际经贸摩擦、地缘政治不确定性增大的背景下，预计补链强链、国防安全需求将继续驱动制造业投资高速增长。
- 补链：产业基础再造。同工业强国相比我国产业基础不牢问题仍较突出，核心基础零部件、先进基础工艺、关键基础材料、产业技术基础四方面亟待补齐短板；强链：锻造产业长板。我国在新能源汽车、高端医疗装备、新材料等领域具有产业优势，发挥产业集群优势，有助于增强我国发展的主动权。
- 国家安全重要性的上升推动制造业投资扩大。二十大报告相较十九大报告更加强调国家安全。《新时代的中国国防》白皮书指出，武器装备建设是我国国防支出的重要领域之一，装备费占比从2010年的33.2%升至2017年的41.1%，成为占比最大的国防支出项，预计未来我国将持续增加国防装备支出，对制造业投资产生正向拉动作用。

国防军费开支情况

	装备费		训练维持费		人员生活费	
	支出额 亿元	占比 %	支出额 亿元	占比 %	支出额 亿元	占比 %
2010	1774	33.2	1700	31.9	1859	34.9
2011	2063	34.2	1899	31.5	2065	34.3
2012	2406	36	2330	34.8	1956	29.2
2013	2709	36.6	2700	36.4	2002	27
2014	3237	39.1	2680	32.3	2372	28.6
2015	3654	40.2	2615	28.8	2819	31
2016	4036	41.3	2670	27.4	3060	31.3
2017	4288	41.1	2934	28.1	3211	30.8

资料来源：《新时代的中国国防》，东海证券研究所

中美军费支出GDP占比



资料来源：Wind，东海证券研究所

重大项目规划加速推进

- 《“十四五”规划》专栏对19个领域部署近120项重大项目，其中科技前沿领域攻关、国家重大科技基础设施等6个专栏与科技自立自强、发展高技术制造业紧密相关。今年年中，国资委强调“要尽快落地一批‘十四五’规划明确的重大项目，提前为上下游释放订单需求”，预计明年高技术制造业重大项目的落地将为制造业投资提供有力支撑。

制造业“十四五”规划重大项目工程

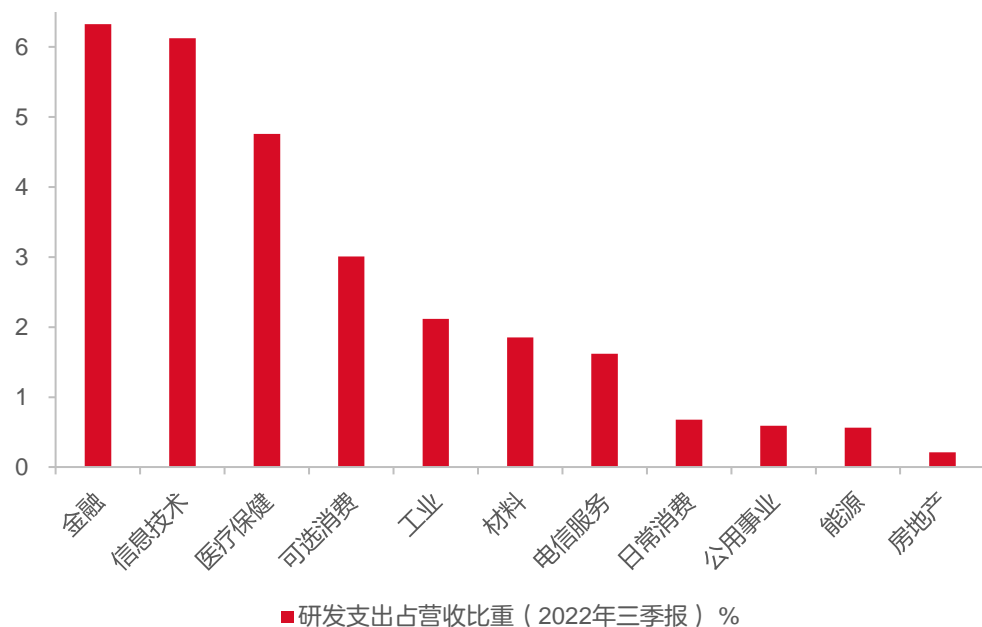
专栏2 科技前沿领域 攻关	新一代人工智能	专栏4 制造业核心竞 争力提升	高端新材料	专栏8 数字经济重点产 业	云计算
	量子信息		重大技术装备		大数据
	集成电路		智能制造与机器人技术		物联网
	脑科学与类脑研究		航空发动机及燃气轮机		工业互联网
	基因与生物技术		北斗产业化应用		区块链
	临床医学与健康		新能源汽车和智能（网联）汽车		人工智能
专栏3 国家重大科技 基础设施	深空深地深海和极地探测	专栏10 现代农业农村 建设工程	高端医疗装备和创新药	专栏9 数字化应用场景	虚拟现实和增强现实
	战略导向型（空间环境地基监测网等）		农业机械设备		智能交通
	应用支撑型（高效低碳燃气轮机实验装置等）		现代农业		智能制造
	前瞻引领型（综合极端条件实验装置等）		农业机械化		智慧家居
	民生改善型（转化医学研究设施等）		农产品冷链物流设施		智慧医疗

资料来源：中国政府网，东海证券研究所

各行业研发费用占比

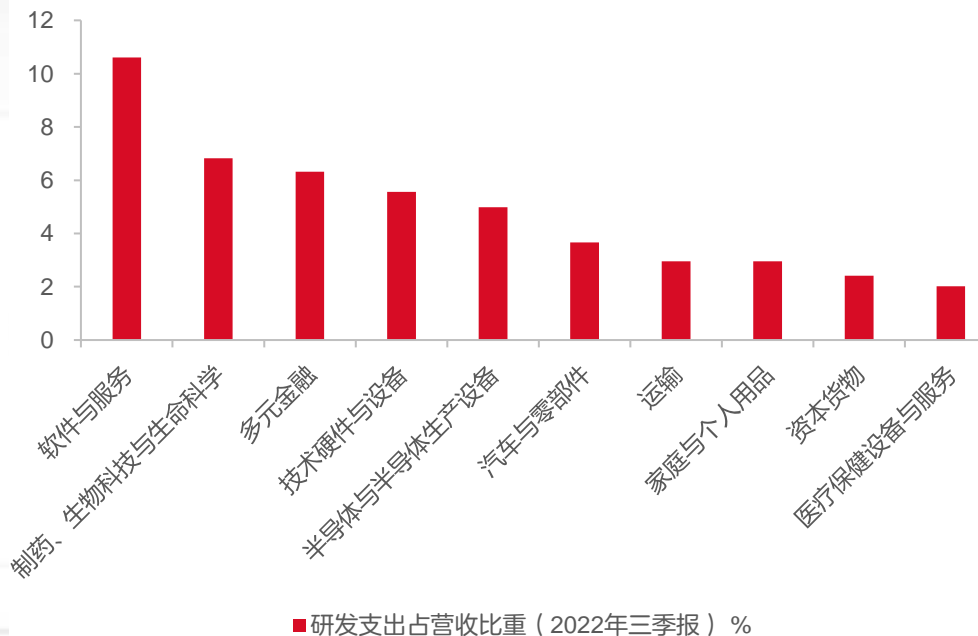
- 从Wind一级行业来看，金融（以多元金融为主）、信息技术、医疗保健行业的研发支出占比明显高于其他行业，分别为6.32%、6.12%、4.76%。
- 从Wind二级行业来看，研发支出占比较高的主要集中在医药、信息技术等高技术产业。软件与服务、制药、技术硬件与设备、半导体的研发支出占比分别为10.61%、6.83%、5.57%、4.98%。

Wind一级行业研发支出占比



资料来源：Wind，东海证券研究所

Wind研发支出占比较高的二级行业

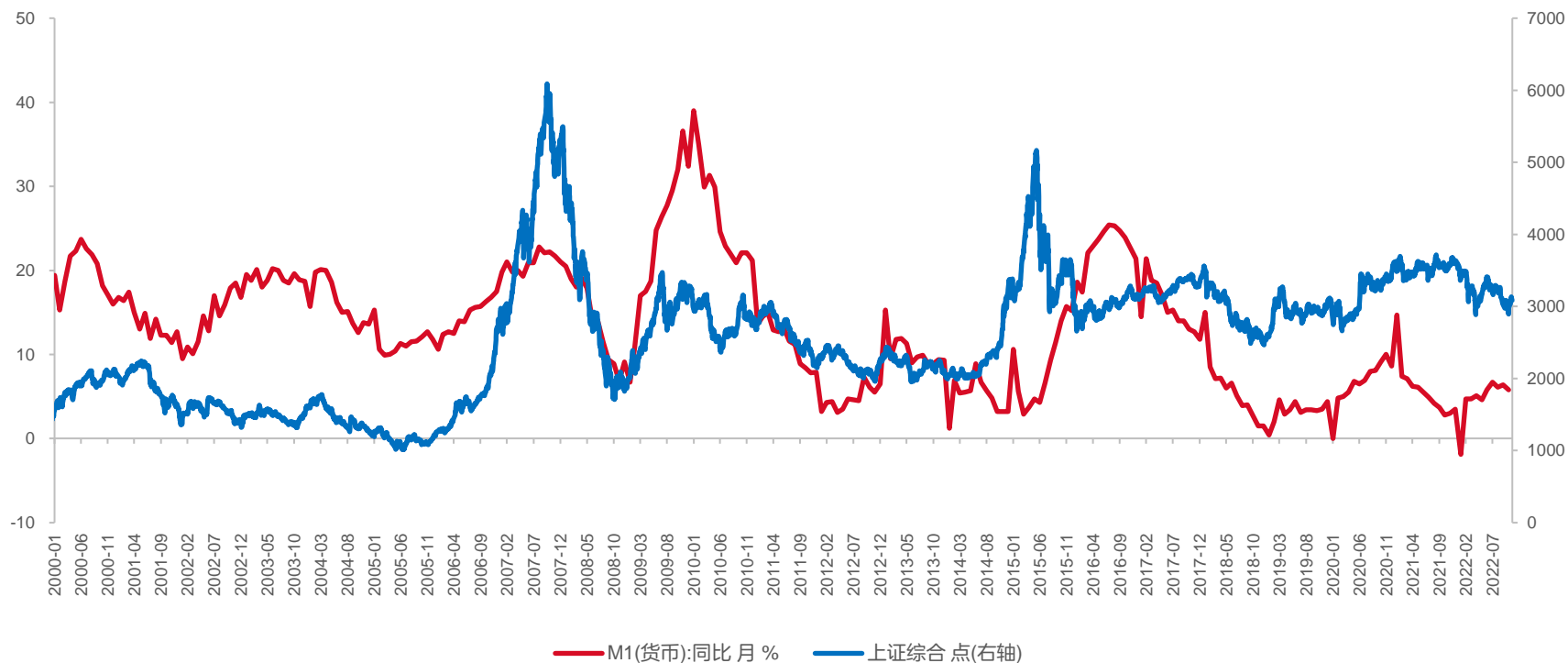


资料来源：Wind，东海证券研究所

3.5.结论和建议：周期复苏可优先配置股市

- 股、债、商品、现金在不同阶段的配置：（1）经济繁荣期，大宗商品价格强势上涨，股票上涨并见顶；（2）经济衰退期，企业盈利能力下降，股票市场低迷，现金更具配置价值；（3）经济萧条期，大宗商品价格普遍疲软，股票表现低迷但逐步转好，为提振经济，政策将转为宽松，债券收益率趋于下行；（4）经济复苏期，企业利润将触底反弹，股市配置价值较高。

上证指数周期运行情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

关注创新、内需和优质低估值

- 我国疫情发展很快，但达峰速度也很快，北京等地可能已经完成达峰。从国际经验来看，疫性达峰后通常会下行趋向平稳。
- 经济短期估计受疫情影响会比较大，经济增速可能会较低，预计四季度经济增速会是一个低点。估计2023年二季度以后，疫情影响可能会趋向稳定，消费估计会有较好表现，房地产行业下滑幅度估计会有较大幅度收窄；受美国加息、经济减速等影响，出口回落可能性较大。经济增长动能预计将从出口转向消费增长和地产减负。
- 从国内看，我国稳定和促进经济增长的形势比较明确，2023年经济增速向上可能性较大，中国经济金融周期可能正处于复苏早期，一些金融指标已先行翻转向。从海外情况看，目前世界处于逆全球化阶段和美国加息周期末，处于百年未有大变局之中，国际不稳定性增加，经济增长遇到了逆风。从海外短周期看，美国等发达国家也处于下行阶段。这将对我国向上周期形成扰动。
- 从历史经验看，复苏期可以相对多配权益类资产。从市场运行情况看，A股市场众多指标处于底部区间，指数未来逐步向上的可能性较大。
- 受疫情和情绪等因素影响，一些优质企业的估值处于历史低位，未来可能会回归合理水平，短期可以择机配置优质低估值标的。但受长周期逆风和疫情等因素影响，市场发展估计不会一帆风顺，需要注意行情的波动和反复。
- 从中长周期来看，创新发展将主导中国经济发展。围绕二十大报告对国防安全、科技创新的重视，以及中央经济工作会议提出的“把恢复和扩大消费摆在优先位置”，可重点关注消费、科技创新相关标的，关注新兴产业、技术创新、军工、高端制造、医疗、可选消费等。

- **疫情反复超预期。**疫情发展存在一定不确定性，如果疫情控制低于预期，将会对整个经济和市场产生负面影响。
- **海外经济衰退超预期。**国外经济处于下行周期之中，国际局势复杂多变，随时可能引发国际经济、金融风险，从而影响国内经济发展进程。
- **海外货币紧缩力度超预期。**海外加息力度可能大于预期，可能会引发经济社会的不稳定。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

二、分析师声明

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话：（8621）20333619

传真：（8621）50585608

邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话：（8610）59707105

传真：（8610）59707100

邮编：100089

务实、创新、规范、协同

PRAGMATIC、INNOVATIVE、DISCIPLINED、COLLABORATIVE



东海证券微信订阅号



东海研究微信订阅号

东海证券股份有限公司研究所

刘思佳

liusj@longone.com.cn