

2022年12月28日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

东升西落，否极泰来

—2023年宏观策略展望

投资要点

分析师：谭倩 S1050521120005

✉ tanqian@cfsc.com.cn

分析师：朱珠 S1050521110001

✉ zhuzhu@cfsc.com.cn

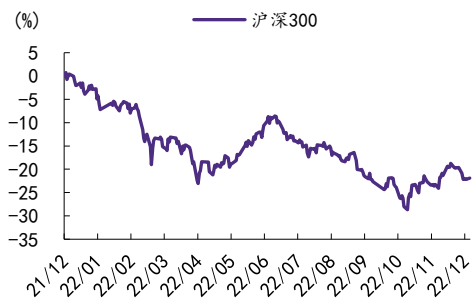
分析师：周灏 S1050522090001

✉ zhouhao@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹 S1050121110002

✉ yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《中央经济工作会议的八大看点
和四大主线》2022-12-18
- 2、《新一轮扩内需的政策抓手和A
股机会》2022-12-11
- 3、《寻找海内外疫后经济修复和行
业轮动的规律》2022-12-04

■ 海外宏观：从强紧缩到浅衰退，外部扰动弱化

通胀：拆解食品、能源、住宅和服务四大分项，2023年二季度后美国通胀加速回落，CPI下行至3%-4%；

衰退：美国经济虽有减速，但更多可归因于经济动能转换，衰退时点预计出现在2023年二季度，且结合杠杆率、高收益企业债等指标判断，大概率是浅衰退；

加息：美联储加息节奏放缓，2023年加息进程最快于3月份结束加息，但转向还需等待。偏鹰的FOMC票委不支持过早降息，加息到顶点之后会有高利率的悬挂。

■ 国内宏观：从再探底到弱复苏，内部支撑强化

政策：2023年可期待的稳增长政策组合拳是优防疫、松货币、宽财政、扩内需、重改革；

经济：稳增长重回首位，弱复苏重启在即。全年呈N型走势，预计GDP目标在5%或以上，具体表现为稳出口、促消费、稳地产、扩基建、扩制造；

通胀：通胀温和可控，CPI和PPI走势背离。CPI前高后低，预计全年增速在2%左右；PPI前低后高，预计增速在0值附近；

流动性：总量宽松还有空间，结构性宽信用重点发力，预计2023年流动性中性偏松，市场利率低位波动，或有小幅抬升，取决于经济修复力度。

■ A股大势：从W型底到修复市，去否极迎泰来

经济周期与资产配置：经济上东升西落，美欧衰退，中国复苏；资产上否极泰来，美债回归，A股反转。由于宽信用对估值抬升贡献有限，且经济弱复苏，业绩难有快速上行，2023年A股更多是震荡向上的修复行情；

DDM三因子拆解：ERP凸显高性价比，估值高安全垫，风险偏好持续修复；各类资金常态化回补，助力A股估值中枢上移；盈利触底回升，归母净利增速约为6%，开启弱修复；

A 股大势与节奏推演：2023 年 A 股走势先抑后扬，一季度超预期与弱现实博弈，走势一波三折，关注政策支持领域。进入二季度后，海外扰动项减弱、国内基本面修复，上行动能更值得期待。但四季度仍需关注内外基本面变化，可能会再起波澜。

■ 主线选择：从快轮动到重景气，先价值后成长

参考海内外疫后消费-成长-周期的行业轮动规律，主线选择先价值后成长，兼顾估值修复和景气成长。关注疫后修复（医药、餐饮、免税、美容护理）、数字经济（国资云、数据交易、数据安全）、产业安全（工业母机、工业机器人、信创、半导体设备与材料、国防信息化、新能源新技术、粮食安全）三大方向。

■ 风险提示

（1）宏观经济加速下行；（2）政策力度不及预期；（3）疫情超预期爆发

正文目录

1、海外宏观：从强紧缩到浅衰退，外部扰动弱化	8
1.1、通胀：加速回落，2023年美国CPI下行至3%-4%	8
1.1.1、食品：驱动价格上涨的三重因素均有缓解	8
1.1.2、能源：供需同步下行，油价横盘震荡	10
1.1.3、住宅：价格时滞逐步兑现，住宅通胀回落	12
1.1.4、服务：通胀韧性预计会持续到2023年一季度	13
1.2、衰退：美国浅衰退预计出现在2023年二季度	15
1.2.1、美国衰退时点：预计出现在2023年二季度	15
1.2.2、美国衰退深度：大概率是浅衰退	17
1.2.3、英国衰退：已经开始直面经济衰退压力	19
1.2.4、欧盟衰退：预计出现在2023年一季度	21
1.3、加息：节奏放缓拐点确认，但转向还需等待	23
1.3.1、美国上调加息顶点，仍有75BP空间	23
1.3.2、2023年美国降息或将缺席	25
1.3.3、更鹰派的FOMC票委支持加息	26
1.3.4、欧英将在2023年完成加息	26
1.3.5、日本将在2023年开始货币紧缩	26
2、国内宏观：从再探底到弱复苏，内部支撑强化	28
2.1、政策：定调积极，凸显三稳，兼顾短中长期目标	28
2.1.1、优防疫：防疫实质性优化，疫后纾困政策可期	29
2.1.2、松货币：精准有力，结构性工具持续发力	32
2.1.3、宽财政：加力提效，赤字规模和专项债加码	33
2.1.4、扩内需：发展和安全并举，促消费和扩制造是主要抓手	35
2.1.5、重改革：改革大年，市场化改革红利值得期待	35
2.2、经济：稳增长重回首位，弱复苏重启在即	36
2.2.1、2023年经济：N型走势，预计目标在5%或以上	36
2.2.2、疫后经济：就业、生产修复明显，消费还需政策助力	37
2.2.3、出口弱：外需超预期回落，2023年出口增速在-5%左右	39
2.2.4、促消费：放在优先位置，短期阵痛后修复可期	41
2.2.5、扩基建：政策资金齐发力，但增速或小幅回落	42
2.2.6、稳地产：探底接近尾声，企稳修复在即	43
2.2.7、扩制造：设备更新继续提速，政策托底对冲下行压力	45
2.3、通胀：温和可控，CPI和PPI走势背离	48
2.3.1、CPI：前高后低，预计全年增速在2%左右	48
2.3.2、PPI：前低后高，预计增速在0值附近	52
2.4、流动性：中性偏松，市场利率中枢小幅抬升	53
2.4.1、总量结构双管齐下，2023年流动性中性偏松	53
2.4.2、从宽货币到宽信用，市场利率中枢将小幅抬升	53
3、A股策略：从W型底到修复市，去否极迎泰来	54
3.1、经济周期与资产轮动：再收敛，弱复苏，修复市	55
3.2、DDM模型拆解：三因子支持A股企稳修复	56
3.2.1、风险偏好：配置高性价比，估值高安全垫	57
3.2.2、微观流动性：各类资金常态化回补	60
3.2.3、盈利：触底回升，全A归母净利润增速约为6%	66
3.3、A股大势与节奏推演：先抑后扬，把握一季度配置窗口期	68
4、行业选择：从快轮动到重景气，先价值后成长	69

4.1、 疫后行业轮动规律：消费-成长-周期	69
4.2、 行业选择：关注疫后修复、数字经济、产业安全	71
4.2.1、 疫后修复：需求回升、困境反转、供给优化	71
4.2.2、 数字经济：国资云、数据交易、数据安全	80
4.2.3、 安全自主：高端装备、新能源、粮食安全	85
5、 风险提示	101

图表目录

图表 1：拉尼娜气候在 2023 年会逐渐缓解	9
图表 2：肥料价格回落，粮食成本端压力减缓	9
图表 3：世界粮食禁运情况得到缓解	10
图表 4：2023 年食品项通胀大幅下行	10
图表 5：EIA 预测 2023 年石油需求下行幅度超过石油供给	11
图表 6：基于疫情放开，EIA 上调了中国 2023 年石油消费量预测（百万桶/日）	11
图表 7：OPEC 预测 2023 年产油量维持在 34.5 百万桶/日	12
图表 8：预计 2023 年油价横盘震荡	12
图表 9：住宅通胀滞后于租金和房价变动 12 个月左右	13
图表 10：商品生产已出现 PMI 和就业的同步走弱	14
图表 11：服务业就业依旧坚挺	14
图表 12：服务业与制造业时薪分化明显（%）	15
图表 13：服务业和制造业就业明显分化	16
图表 14：职位空缺率仍远高于五年平均（%）	17
图表 15：real time sahm 指数仍处在较低水平，未超过 0.5%的警戒值	18
图表 16：芝加哥金融状况指数低于 2008 年时期的水平（逆序）	18
图表 17：居民企业杠杆率整体处于健康水平	19
图表 18：垃圾债收益率远低于 2008 年和 2000 年水平	19
图表 19：英国家庭可支配收入预计在 2023 年回落至 2014 年水平	20
图表 20：2023 年英国经济预期进一步弱化：从 3 月份预测的 1.8%下调至 11 月份的-1.4%	21
图表 21：欧盟制造业和服务业双双走弱	22
图表 22：欧央行下调欧盟经济预期，预计在 2023 年 Q1 走弱（%）	22
图表 23：欧央行上调通胀预期，预计在 2025 年才能回归 2%左右（%）	23
图表 24：12 月点阵图将 2023 年加息顶点上调至 5.1%	24
图表 25：市场对于顶点预期并不买单，坚持认为在 5%	24
图表 26：2007 年和 2018 年联储均在长时间内维持在高利率水平	25
图表 27：当前日本仍是负利率，但通胀水平已经走高	27
图表 28：加息后，日本将逐渐丧失过去低利息支付的优势	28
图表 29：部分亚洲经济体有条件的逐步放开	29

图表 30: 各个国家或地区采取政策助力疫后修复	30
图表 31: 2020 年武汉和 2022 年上海均出台各项政策助力稳增长	31
图表 32: 2022 年结构性金融工具种类丰富, 投放提速	33
图表 33: 预计 2023 年公共财政收入增速有限	34
图表 34: 预计 2023 年公共财政支出增速和 2022 年接近	34
图表 35: 2023 年专项债提前批明显前置量增	34
图表 36: 2013 年以来 GDP 目标逐年降幅不超过 0.5%	37
图表 37: 主要国家及地区在放开后就业、生产、消费均有所修复, 但持续性不一	38
图表 38: 从亚洲部分经济体来看, 一轮疫情传播周期大概为 3-4 个月	39
图表 39: 当前系统压力走势与欧债危机时期类似	40
图表 40: 东盟出口与世界经济有比较好的拟合	41
图表 41: 2022 社零消费增速一度转负	41
图表 42: 2022 年消费者信心指数跌到历史低位	41
图表 43: 目前储蓄余额同比增速达到 2014 年以来的最高水平	42
图表 44: 各国及地区放开 3-6 个月后消费均有所修复	42
图表 45: 2022 年基建高增速对冲地产下行压力	43
图表 46: 专项债超 60% 资金投往广义基建	43
图表 47: 2022 地产产业链较为低迷, 产业链分化明显	44
图表 48: 2022 年房地产是最大的经济拖累项	44
图表 49: 制造业中长期贷款与中长期贷款余额增速差显著扩大	46
图表 50: 新一轮设备更新周期已经开启	46
图表 51: 2022 年下半年以来中央和地方层面出台多项支持制造业的措施	47
图表 52: 制造业投资即将触底回升	48
图表 53: 猪周期复盘: 当前正处于猪价上行周期	49
图表 54: 2022 年 5 月以来能繁母猪开始补库	50
图表 55: EIA 下调 2023 年原油消费增速	51
图表 56: 2022 年黑天鹅事件频发, 原油价格大幅波动	52
图表 57: 2023 年降准降息空间还在, 但力度不大	53
图表 58: 宽信用阶段多空交织, 利率中枢或有小幅抬升	54
图表 59: 2023 年经济重启弱复苏周期	55
图表 60: 经济周期与资产轮动规律	56
图表 61: 全 A 股权风险溢价维持历史高位	57
图表 62: 宽基指数涨跌幅 (%) 和估值	58
图表 63: 一级行业涨跌幅 (%)	58
图表 64: 行业估值水平	59
图表 65: PE&PB 静态估值	59

图表 66: 北上资金累计净买入处于近 4 年低位	60
图表 67: 北上资金 2022 年顺势交易较多	61
图表 68: 离岸人民币汇率连续跌破关键位	61
图表 69: 外资看多中国股市的信心走强	61
图表 70: 杠杆资金参与度较低, 维持全年净流出	62
图表 71: 杠杆资金在趋势确立后才有大幅流入	62
图表 72: 融资成本下调, 融资客参与度有望提升	63
图表 73: 公募基金净增份额已解决 10 年低位	63
图表 74: 2022 年 9 月赎回压力已明显缓释	63
图表 75: 2022 年私募基金“量增利减”	64
图表 76: 私募管理人减少	64
图表 77: 私募资金净流入(亿元)	64
图表 78: 私募股票仓位降至低位	64
图表 79: 险资仓位降至三年低位	65
图表 80: 余额保持增速, 仓位有望回归	65
图表 81: 2023 年增量资金重点关注外资和险资	65
图表 82: 全 A 营收增速与名义 GDP 走势相关度较高	66
图表 83: CPI 与 PPI 对平减指数拟合效果较好	67
图表 84: 预测 2023 年营收与归母净利增速分别为 5.6% 与 5.9%	67
图表 85: 2023 年 A 股走势推演	68
图表 86: 美股疫后修复阶段行业轮动 (T=2021/6/15, 涨跌幅: %)	69
图表 87: 德国疫后修复阶段行业轮动 (T=2021/6/1, 涨跌幅: %)	70
图表 88: 韩国疫后修复行业轮动 (T=2021/11/9, 涨跌幅: %)	70
图表 89: 日本放开后股市行业轮动 (T=2022/3/21, 涨跌幅: %)	71
图表 90: 对比日韩, 中国疫苗接种率偏低	72
图表 91: 疫情管控放松后医院中患者数量高位震荡	73
图表 92: 重症 ICU 使用率达到峰值	73
图表 93: 美国新冠特效药分发数量大幅上涨	73
图表 94: 韩国医药细分行业轮动呈现“疫苗-口罩-抗原试剂盒-新冠特效药”	74
图表 95: 日本医药细分行业与新增病例数更相关	75
图表 96: 中国医药细分行业轮动呈现“疫苗-抗原-特效药”	76
图表 97: 医药细分行业估值情况	76
图表 98: 预计 2023 年房地产竣工面积同比增速将提升至 15%	77
图表 99: 前三轮地产行情的行业轮动规律	78
图表 100: 多数消费行业现金流入质量改善	79
图表 101: 资本开支/折旧与摊销	79

图表 102: 行业 CR3 集中度	80
图表 103: 近一年来数字经济与数字要素相关政策梳理	80
图表 104: 数据要素市场、行业规范与保障措施体系概况	81
图表 105: 国内数据要素市场规模在 2025 年有望突破 1700 亿元	82
图表 106: 数字资产交易标的物生产流程图	82
图表 107: 22H1 三大运营商云业务收入同比均实现翻倍以上增长	83
图表 108: 各地交易所上市公司持股情况一览	84
图表 109: 2021 年国内数据安全市场空间突破 65 亿元	85
图表 110: 二十大报告中提出的安全体系与安全重点领域	86
图表 111: 保障重要产业链供应链安全在顶层设计中多次提及	86
图表 112: 我国关键高端装备国产化率普遍偏低	87
图表 113: 通用设备/专用设备固定资产投资增速快于制造业整体 (%)	88
图表 9: 中游制造多处在主动去库向被动去库的复苏周期 (%)	88
图表 115: 中游制造利润占比自 2022 年 4 月以来不断提高	89
图表 116: 高技术制造业 PMI 增速呈现较强韧性	89
图表 117: 金属切削机床产量底部回升	90
图表 118: 年内日本对华切割机床订单同比保持高增	91
图表 119: 9 月以来国内工业机器人产量增速企稳回升	91
图表 120: 2020 年我国工业机器人密度显著低于发达经济体	92
图表 121: 信创产业“2+8”发展体系	93
图表 122: 信创行业市场规模在 2021-2025 年复合增速有望接近 20%	93
图表 123: 国内半导体库存周期或于 2023 年年中见底	94
图表 124: 半导体设备各环节国产化率多数较低	95
图表 125: 2022 年半导体材料市场规模有望突破百亿美元	95
图表 126: 国防信息化开支占总军费比重不断提升	96
图表 127: 有源相控阵雷达应用场景广阔	96
图表 128: 2022 年末硅料与硅片出现松动	97
图表 129: 不同型号的铜箔对应成本及质量占比对比	97
图表 130: 钠离子电池应用场景展望	98
图表 131: N 型电池不断刷新光伏电池效率记录	98
图表 132: 2021 年以来种质保护与转基因相关政策频出	99
图表 133: 主要种植作物中, 我国大豆/棉花的进口依赖度相对较高	100
图表 134: 我国玉米与大豆单亩产量相较美国仍有较大差距	100
图表 135: 2016 年以来我国种子逆差整体呈扩大态势	101

1、海外宏观：从强紧缩到浅衰退，外部扰动弱化

2022 年海外灰犀牛和黑天鹅事件频发，特别是美联储超预期强紧缩和俄乌冲突持久化演进，给全球市场带来了巨大的冲击。结合当前形势来看，俄乌冲突边际缓和，市场对常态化的俄乌冲突反应钝化，更关注美联储的货币政策动向。而美联储的加息进程又与通胀、经济等因素密切相关，还需要艰难的博弈与均衡。

1.1、通胀：加速回落，2023 年美国 CPI 下行至 3%-4%

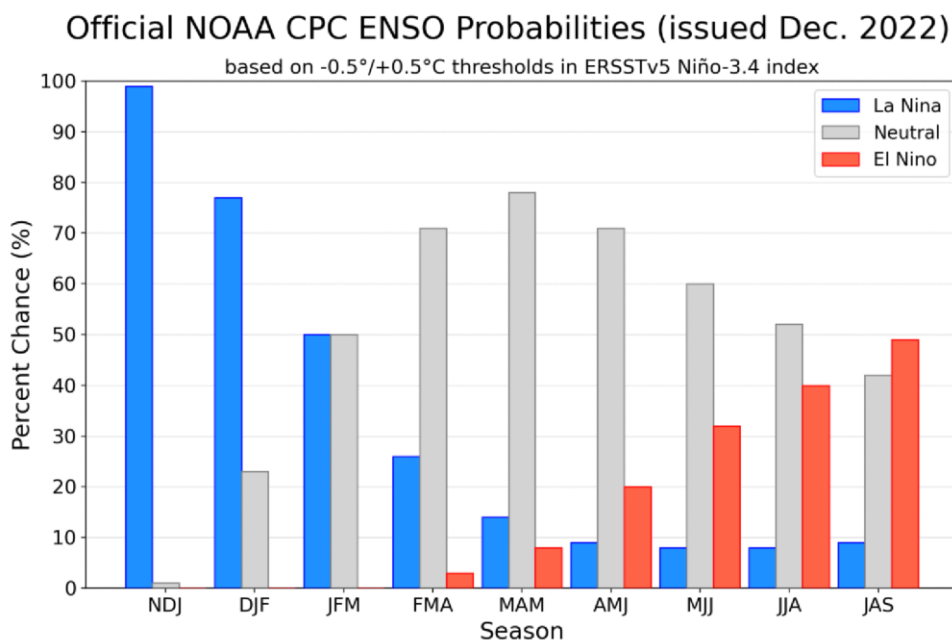
2022 年美国通胀出现超预期上行：前期上行动力在于地缘政治事件以及供应链问题导致的食物、能源和商品价格快速上行，后半程则更多是服务和住宅项韧性导致核心通胀上行。目前市场对于 2023 年美国通胀下行有一致认知，但分歧在于通胀下行的斜率，而这又直接决定 2023 年美联储货币政策的节奏。因此，下面我们将通过对食品、能源、住宅和服务四大分项拆解来分析 2023 年美国通胀走势。

1.1.1、食品：驱动价格上涨的三重因素均有缓解

2022 食品通胀上行主要有三方面原因：一是气候影响，连续的拉尼娜气候影响了小麦、玉米和大豆的产量，供给端减少助推价格上行；二是俄乌冲突，化肥短缺，使得粮食生产成本上行，从成本端推动粮食价格上行；三是粮食禁运，加剧了国际农产品的紧张局势，粮食供应链短缺问题进一步凸显，使得美国食品 CPI 同比在 8 月份达到了 11.4% 的 40 年高位。

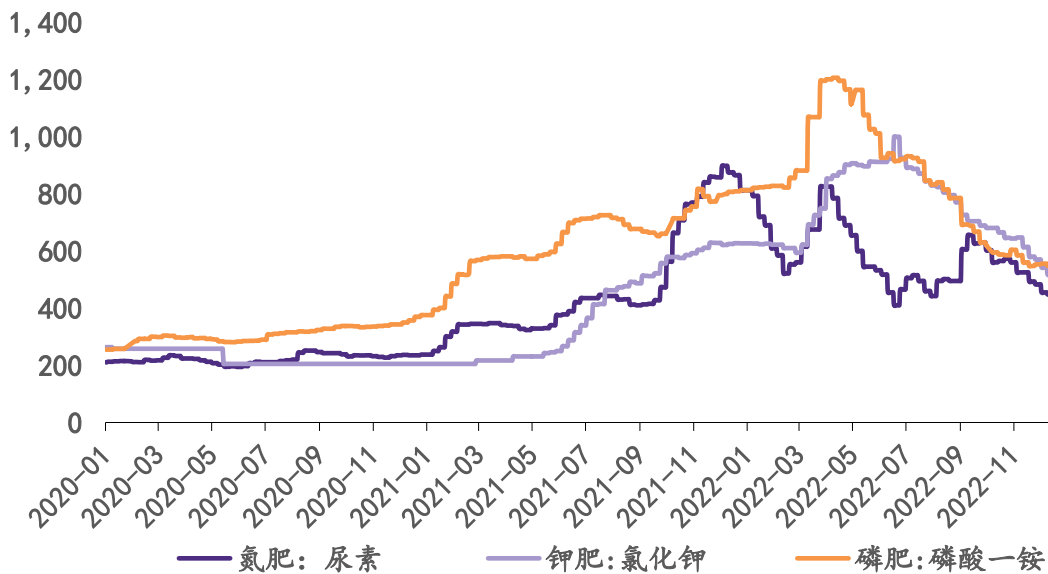
所幸食品通胀的三重因素均有缓解：从气候的角度来看，随着冬天的到来，拉尼娜气候的概率和强度均开始走低，对农产品生产的影响趋于减弱；从地缘冲突来看，俄乌冲突常态化，化肥出口限制也有所放松，使得粮食生产成本压力边际缓解；从禁运力度来看，地区之间的粮食禁运迎来转机，俄罗斯解除了乌克兰粮食出口封锁，实施粮食禁运的国家数目有所减少。

图表 1：拉尼娜气候在 2023 年会逐渐缓解



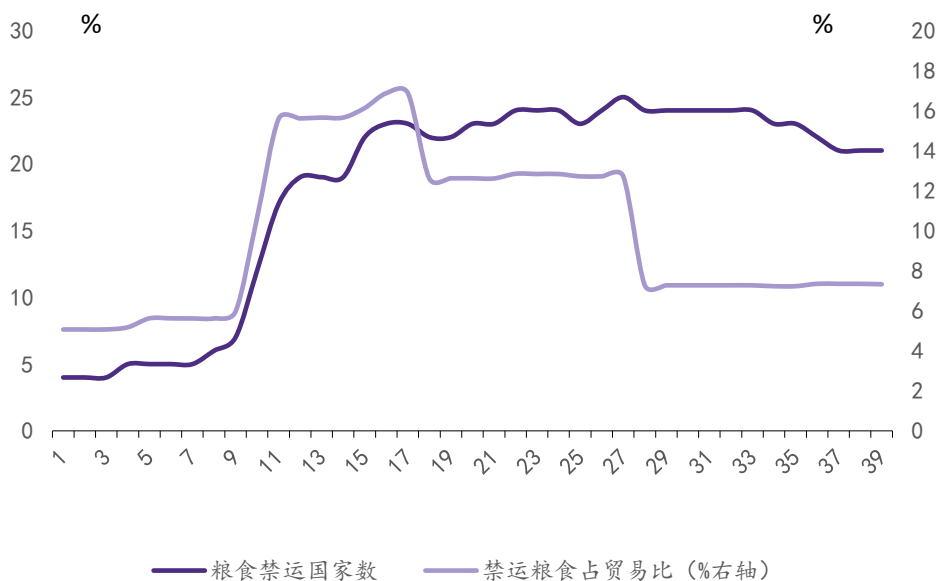
资料来源：NOAA，华鑫证券研究

图表 2：肥料价格回落，粮食成本端压力减缓



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

图表 3：世界粮食禁运情况得到缓解



资料来源：FSP，华鑫证券研究

根据美国农业部预测，2023 年全球农作物供给、库存和需求同步减少，而粮食贸易将有所上行。基于此，2023 年食品价格通胀将有所缓解，家庭食品 CPI 峰值区间将从 2022 年 11%-12% 下降至 2023 年的 2.5%-3.5%。叠加 2022 年高基数影响，预计食品项通胀会有明显缓和，成为 2023 年美国通胀下行的主要原因之一。

图表 4：2023 年食品项通胀大幅下行

	2020年	2021年	20年平均	2022年预计	2023年预计
食品CPI	3.4	3.9	2.4	9.5 to 10.5	3.0 to 4.0
家庭食品CPI	3.5	3.5	2.0	11.0 to 12.0	2.5 to 3.5
其他食品CPI	3.4	4.5	2.9	7.0 to 8.0	4.0 to 5.0

资料来源：USDA，华鑫证券研究

1.1.2、能源：供需同步下行，油价横盘震荡

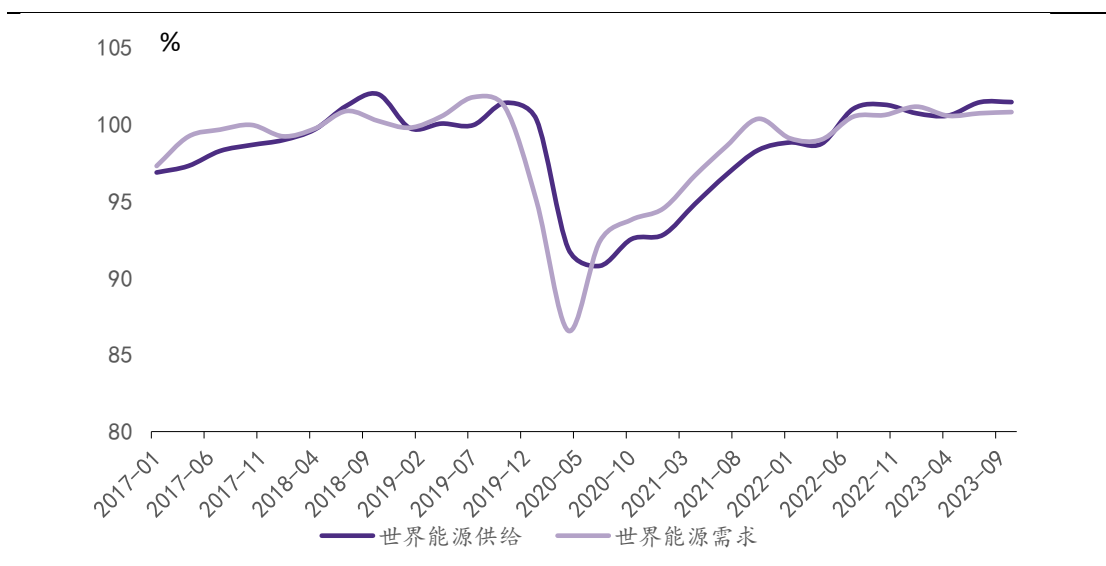
2022 年在俄乌冲突的影响下，能源价格同比一度创下 40 年以来的高位。伴随着俄乌冲突缓解和经济放缓需求下行，能源价格已经震荡走低，WTI 原油价格从 120 美元/桶的价格区间下行至 70 美元/桶的价格区间。

从 2023 年原油的供需两端来看，供给端，OPEC+ 在 2022 年 10 月 5 日宣布减产 200 万桶/天，虽然 EIA 对于美国石油产量在 12 月的月报中上调至 1240 万桶/天，但是不改变 2023 年石油供给整体下行的趋势。需求侧，全球经济增速放缓，IMF 预测 2023 年世界 GDP 增速仅有 2.66%，英国、美国和欧洲均面临衰退风险，拖累能源需求下行，OPEC 也将 2023 年石油需求下调至 220 万桶/日。总体来说，2023 年石油价格中枢将远低于 2022 年，EIA 预计 2023 年布伦特石油平均价格 90 美元左右，远低于 2022 年平均 100 美元的水平，能源价格走低，能源通胀回落，对整体通胀的支撑减弱。

当前供需两端仍有两个变量值得关注：供给端主要是俄乌局势，如果冲突再次恶化，会使得世界能源供给再次减少，进而强化供给端逻辑，推动能源价格上行。需求端主要看中国经济修复力度，如果出现超预期复苏，会带动全球石油需求上行，夯实需求端支撑，推动原油价格的超预期上行。反之亦然，如果 2023 年全球经济衰退力度超预期，需求进一步萎缩使得全球油价下行。

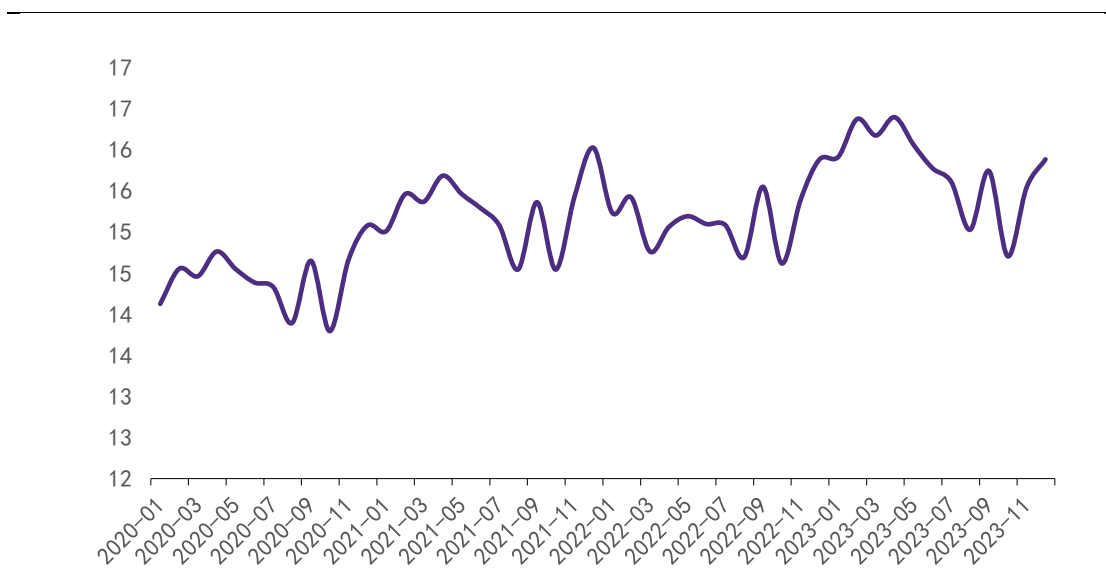
总体来看，以上供需两端超预期情况出现的概率较低，2022 年极端情况再次重演的可能性并不大，2023 年能源价格中枢较 2022 年会有下移，大概是当前的水平上横盘震荡，因此维持 2023 年能源通胀回落的判断。

图表 5：EIA 预测 2023 年石油需求下行幅度超过石油供给



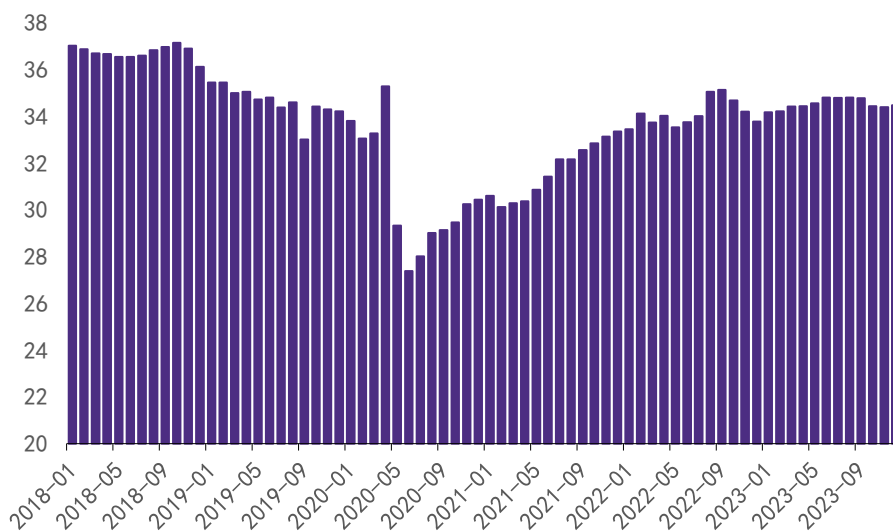
资料来源：EIA，华鑫证券研究

图表 6：基于疫情放开，EIA 上调了中国 2023 年石油消费量预测 (百万桶/日)



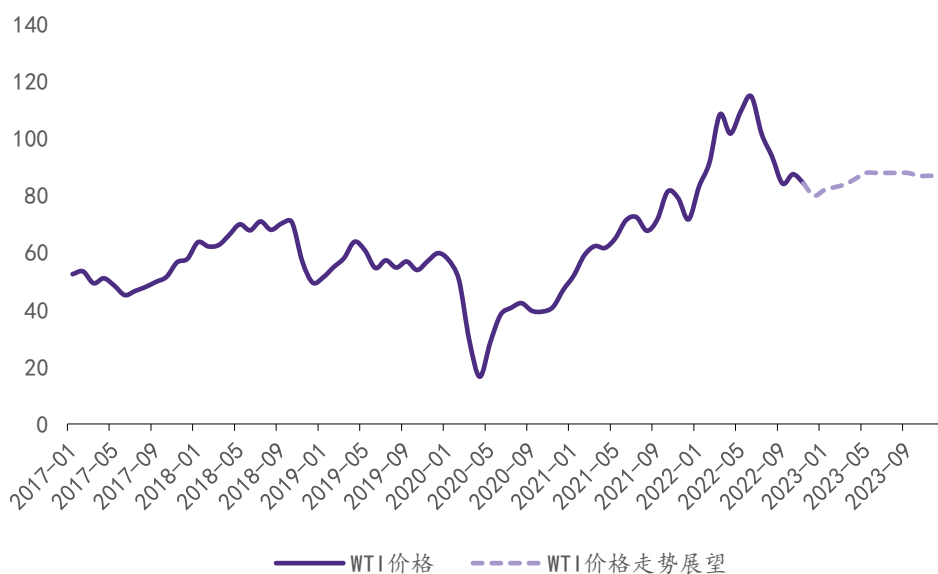
资料来源：EIA，华鑫证券研究

图表 7：OPEC 预测 2023 年产油量维持在 34.5 百万桶/日



资料来源：EIA，华鑫证券研究

图表 8：预计 2023 年油价横盘震荡



资料来源：EIA，华鑫证券研究

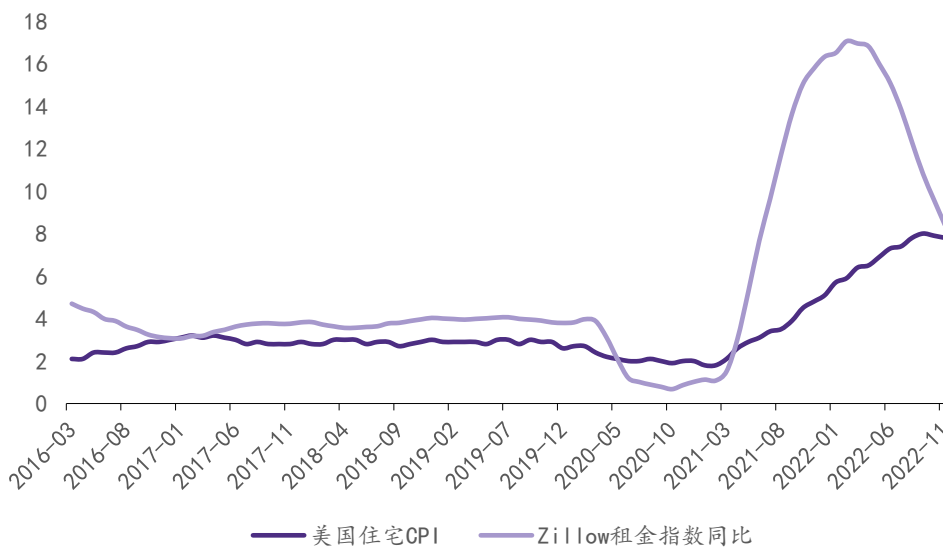
1.1.3、住宅：价格时滞逐步兑现，住宅通胀回落

住宅通胀在美国 CPI 中占比超过 30%，主要由租金和 OER 两项构成，分别核算租房和住房成本，但计算方式都是以租金的形式，OER 通过地区平均租金来计算。根据 BLS 统计，住

宅通胀往往滞后于租金和房价变动 12 个月左右，因为大多数的租金变动频率都以年为单位，因此对于住宅通胀影响往往要等到租金变更之后才能捕捉到。

本轮美国房价的高点出现在 2022 年 4 月份，按照 12 个月左右的时滞，预计住宅 CPI 韧性会持续到 2023 年的一季度末，之后对通胀的支撑减弱，在 2023 年底或将达到 3%的水平。从当前房价下行趋势来看，美国房地产市场供需同降，住房供给仍处在相对低位，而市场需求则是在高利率的压制下大幅降温，供需同步走弱使得 2008 年式地产崩塌的可能性降低，因此不至于出现 2008 年时期住宅通胀负增长的情况，通胀虽然下行但依旧有底。

图表 9：住宅通胀滞后于租金和房价变动 12 个月左右

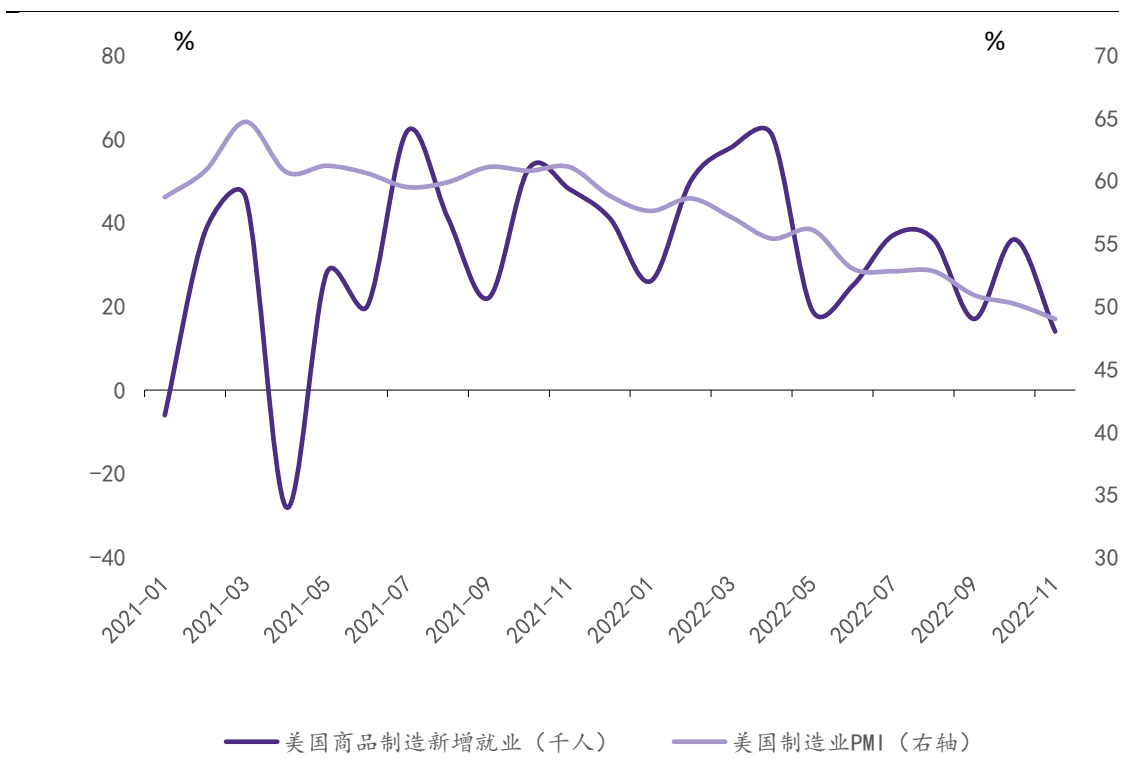


资料来源：Zillow, Wind, 华鑫证券研究

1.1.4、服务：通胀韧性预计会持续到 2023 年一季度

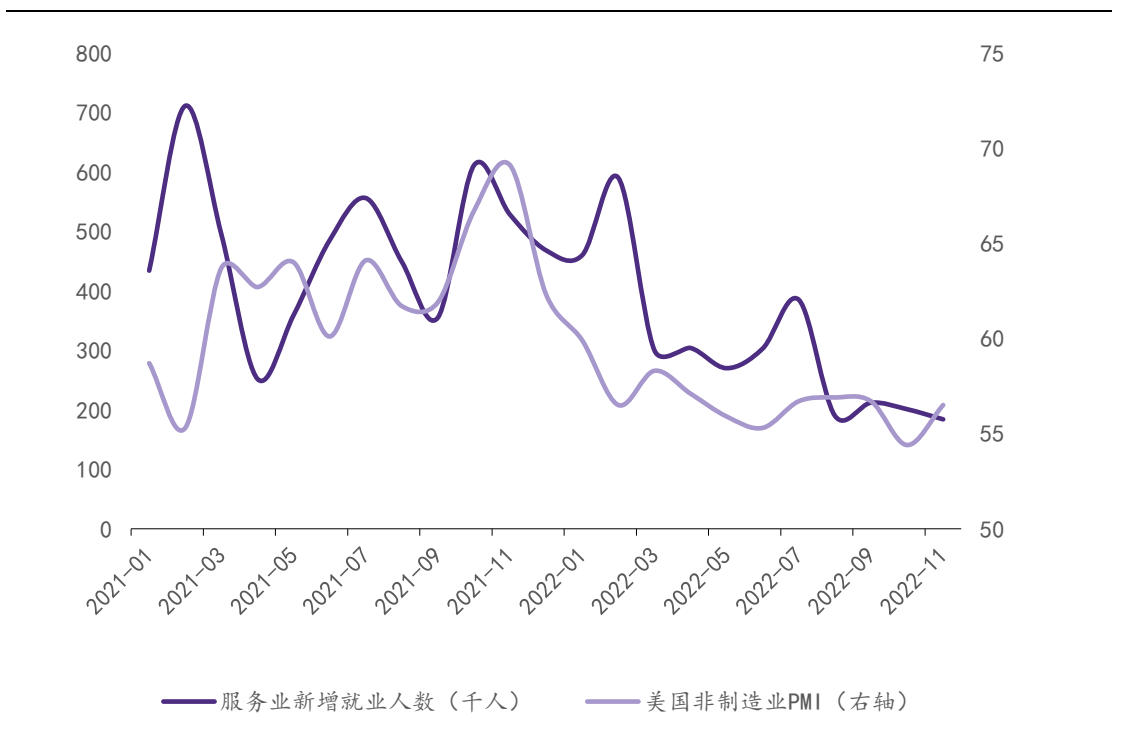
除了以上三大项之外，商品通胀已有缓解，重点关注服务通胀韧性。据估算，当前美国服务消费仍在回补过程中，预计在 2023 年一季度完成。服务业完成回补之后，服务业就业紧张局势会有所缓解，服务业相关的工资增长边际放缓，整体服务业通胀也会随之缓和。服务业通胀观察指标是服务业 PMI 就业指数，一旦其进入到了收缩区间，就意味着就业紧张缓解-工资增速下行-服务通胀缓解的传导链条开始启动。

图表 10: 商品生产已出现 PMI 和就业的同步走弱



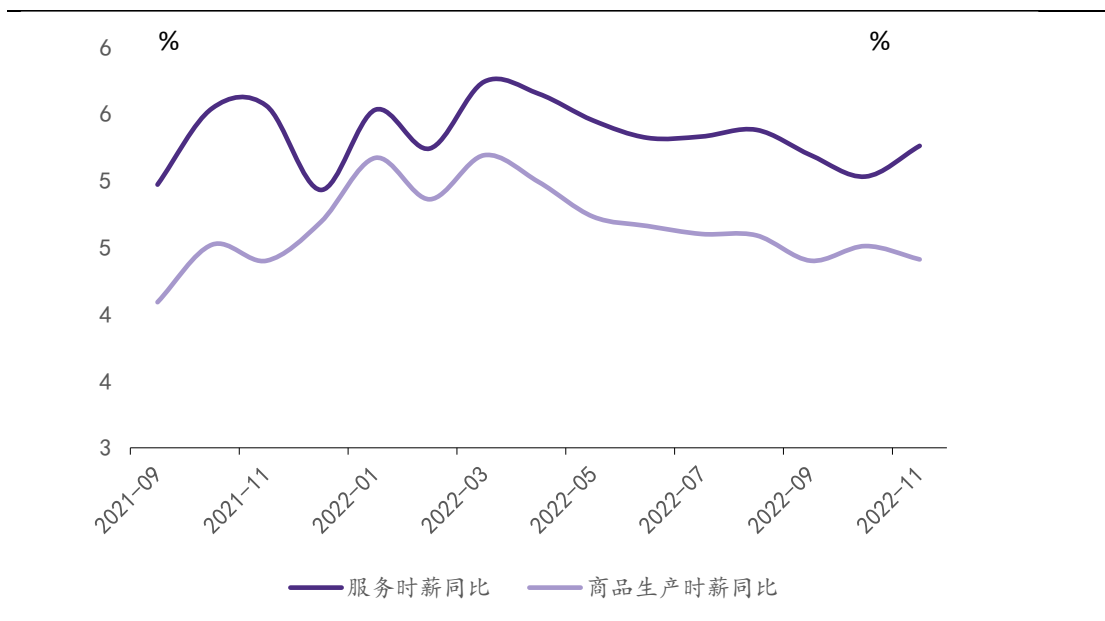
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 11: 服务业就业依旧坚挺



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 12: 服务业与制造业时薪分化明显 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

总体来看, 考虑到原油需求、住房租金滞后、食品低基数等因素, 美国通胀在 2023 年一季度仍有较强的韧性, 但是进入到二季度后, 服务业通胀韧性不再, 通胀将会加速下行。预计 2023 年美国通胀全年同比增速在 3%-4% 左右, 仍高于 2% 的联邦政策目标。

1.2、衰退：美国浅衰退预计出现在 2023 年二季度

虽然 2023 年通胀很难回到 2% 政策目标之下, 但经济下行压力加速显现, 美联储还需兼顾渐近的衰退风险, 在经济和通胀之间艰难平衡。因此, 接下来, 我们将对美国衰退的时点和深度展开分析。

1.2.1、美国衰退时点：预计出现在 2023 年二季度

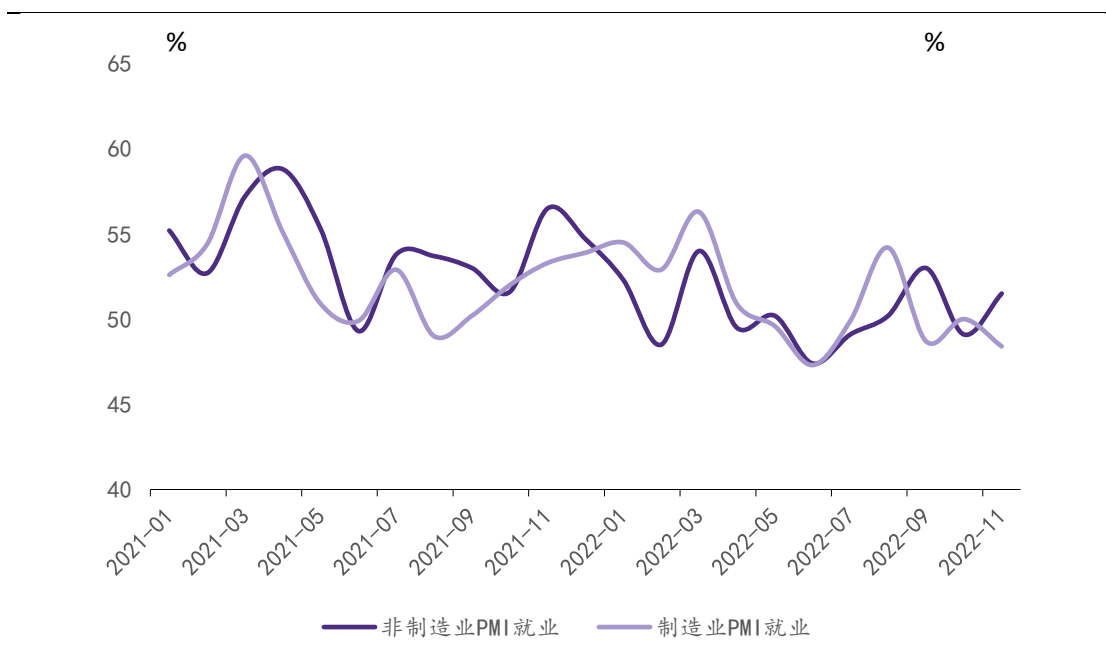
当前美国经济虽有减速迹象, 但总体仍相对强势, 一些经济数据的走弱更多可归因于经济动能的转换, 而不能单纯认定为衰退信号。消费是美国经济的主体支撑, 占比超过 70%。虽然商品消费增速下行, 但服务消费仍在复苏态势。历史数据显示, 服务消费在消费中占比 68.6%, 商品消费 (耐用品+非耐用品) 占比为 31.4%。但这次在疫后商品消费超额修复的背景下, 服务消费占比仍低于过去均值, 2022 年三季度服务消费占比仅为 65.8%, 而商品消费则是 34.2%, 这表明当前服务业消费距离正常水平仍有修复空间, 预计可在 2023 年一季度末回补, 届时才是经济动能切换的结束, 经济正式开始走弱, 当前还有一定的支撑。

非农数据同样印证了从制造业到服务业的结构变化。11 月美国非农新增就业再次超预期录得 26.3 万人, 远超 20 万人的预期和 26.1 万人的前值, 新增就业主力是服务业, 其中

休闲酒店、教育医疗和其他服务业分别在 11 月份新增就业 8.8、4.5 和 2.4 万人，是就业增加最多的三个行业，也就是服务行业贡献就业 18.4 万人，占总私人新增就业的 83%。而与此相对的是，商品生产就业则是出现了一定的放缓，11 月仅新增 3.7 万人。

往后来看，就业从制造向服务的切换还在继续，ISM 制造业 PMI 在 11 月下行至荣枯线之下，录得 49%，而服务业 PMI 则是逆势上行 2.1 个百分点来到 56.5%。景气度差异显示制造业和服务业的雇工需求不同，制造业在内外需同步下行的影响下就业指数下滑 1.6 个百分点来到 48.4%，而服务业就业指数则是较上月上行 2.4 个百分点来到 51.5%，重回景气之上。服务业本就是美国吸纳就业的主要领域（86%），其高景气仍会对非农数据形成支撑。

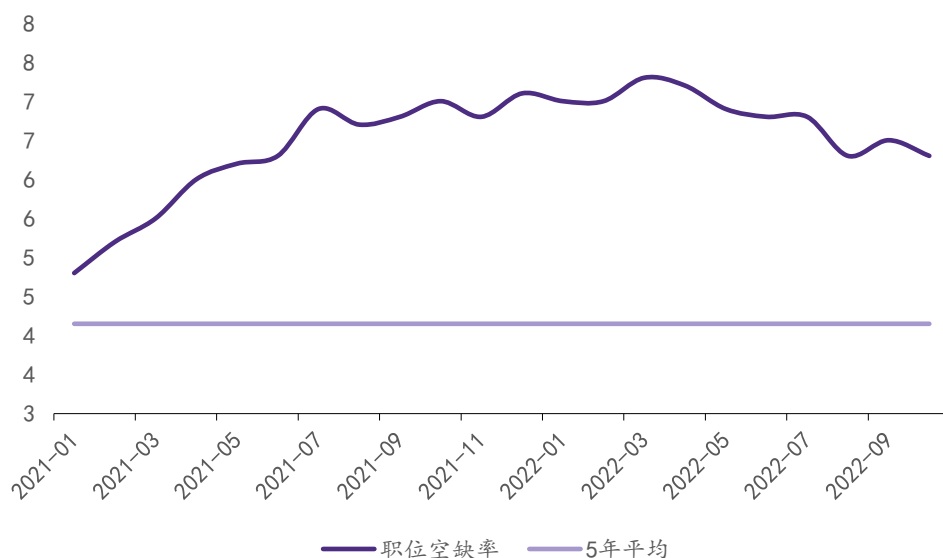
图表 13：服务业和制造业就业明显分化



资料来源：Wind，华鑫证券研究

当前美国劳动市场仍处在相对较紧的状态：**首先，整体就业仍未回到正常水平**，商品行业和服务行业整体就业仍显著低于过去水平。而专业服务、信息业和运输仓储业则是唯三保持超额就业的行业，主要受益于疫情期间线上消费的先行复苏，对应就业出现超额恢复。当前互联网裁员潮可理解为就业超额修复的回调。**其次，劳动市场的空缺依然处在高位**，9 月份美国职位空缺率 6.5%，远高于 2019 年时期 4.5% 的平均值，整体岗位需求依然旺盛。**最后，普通失业者找工作仍较为轻松**，当前求职和职位空缺比依然接近 1:2，也就是每一个找工作的人平均会有两个职位选择，劳动市场供不应求，同样印证美国经济尚未完成结构切换。

图表 14：职位空缺率仍远高于五年平均（%）



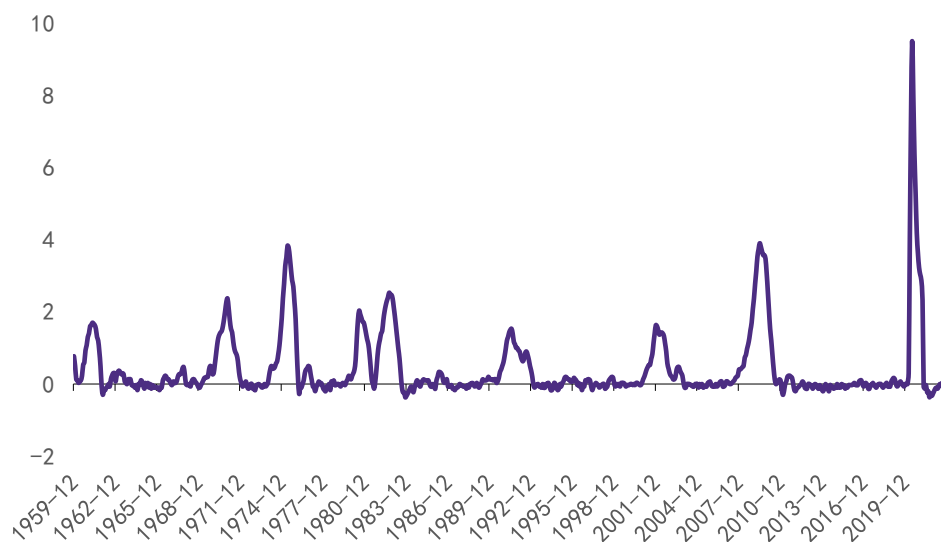
资料来源：Wind，华鑫证券研究

总体来看，当前美国经济韧性犹存（商品到服务的切换仍未结束），劳动市场也还算强劲。其他指标也指向当前美国经济状况相对良好，芝加哥金融状况指数往往领先于实体经济活动 1-2 个季度，当前数值远低于 2008 年时期的水平，也不及 2000 年时期的水平，显示当前实体活动仍处在相对健康的状态。Sahm 指数是衰退的先行指标，其计算方法是用美国 3 个月失业率移动平均值减去前一年失业率低点，当 Sahm 指数超过 0.5% 时，意味着经济体正在经历衰退阶段。当前 Sahm 指数录得 0.07%，指向当前美国经济尚未进入衰退周期。

1.2.2、美国衰退深度：大概率是浅衰退

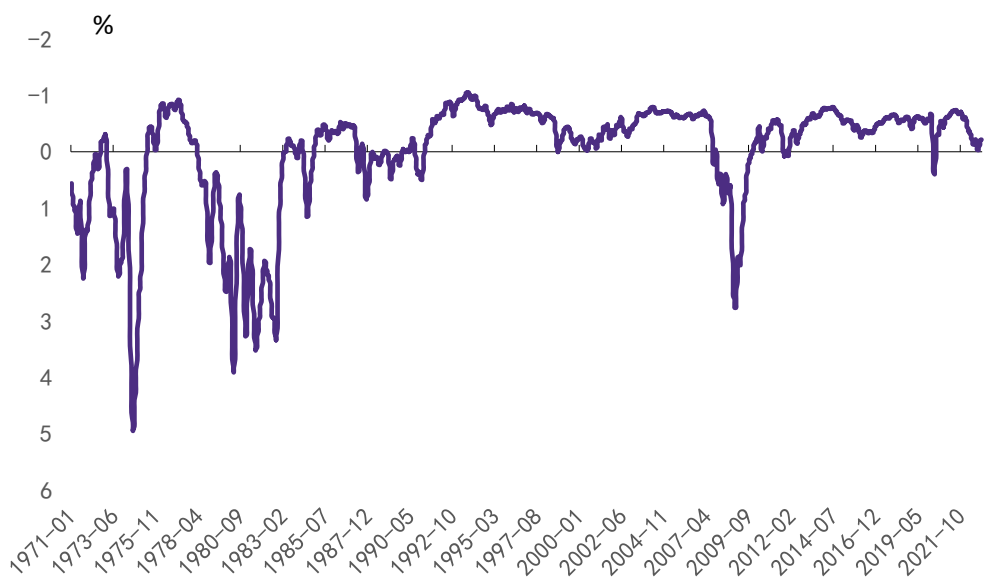
对于美国后续衰退的深度，当前经济数据更支持浅衰退。一方面，从杠杆率的角度来看，美国家庭和企业的杠杆率仍处在相对健康的位置，2008 年深度衰退再现的可能性较低。另一方面，从高收益企业债的情况来看，垃圾债收益率虽有所抬升，但总体仍处在相对低位，且远低于 2008 年和 2000 年时期水平，同样表明当前深度衰退的可能性较小。当然深度衰退的风险也值得警惕，特别是 2022 年在俄乌冲突和能源危机的冲击下全球经历了史无前例的高通胀，2023 年可能导致浅衰退演变成深度衰退的黑天鹅事件也需要警惕，特别是突发的地缘政治风险。

图表 15: real time sahm 指数仍处在较低水平, 未超过 0.5%的警戒值



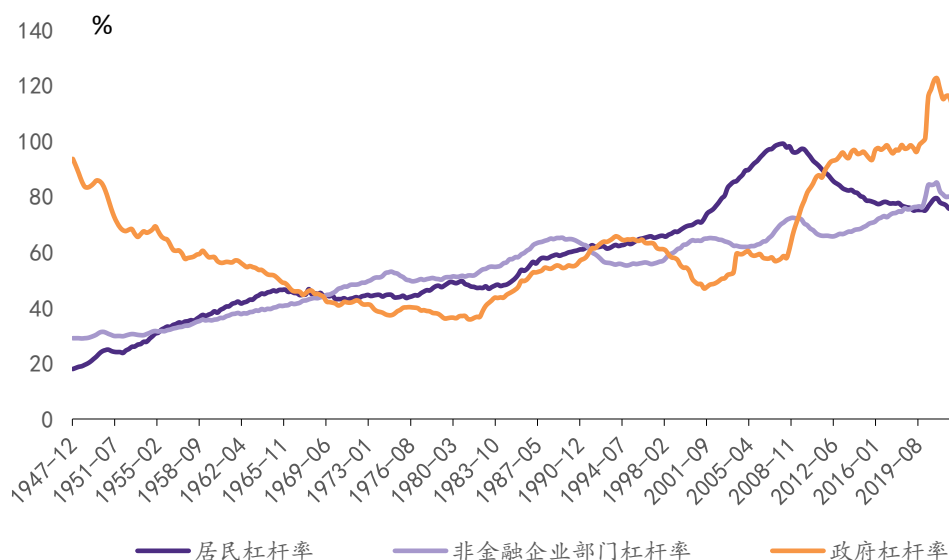
资料来源: FRED, 华鑫证券研究

图表 16: 芝加哥金融状况指数低于 2008 年时期的水平 (逆序)



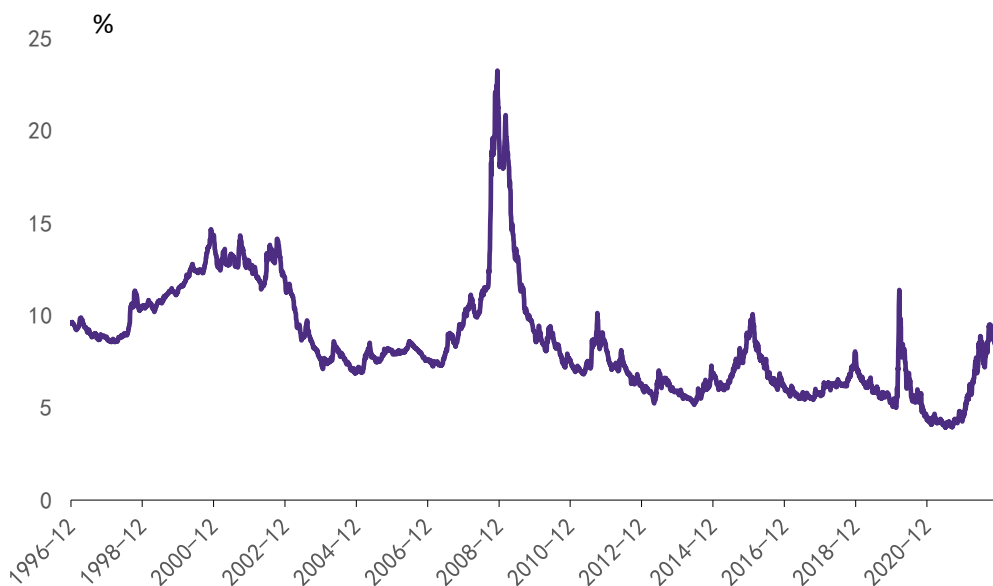
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 17：居民企业杠杆率整体处于健康水平



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 18：垃圾债收益率远低于 2008 年和 2000 年水平



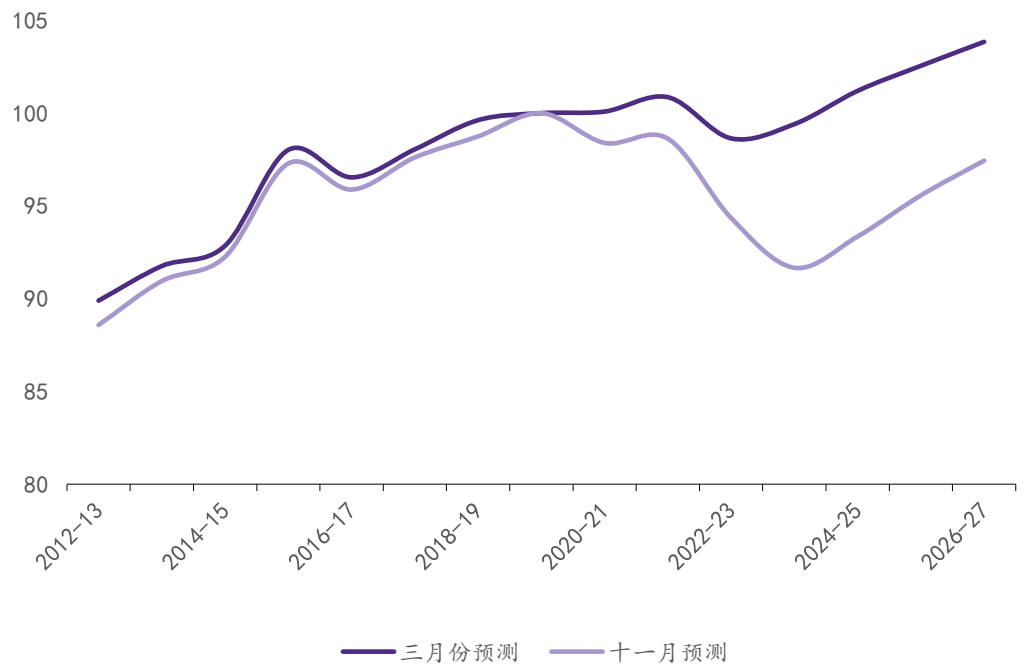
资料来源：FRED，华鑫证券研究

1.2.3、英国衰退：已经开始直面经济衰退压力

英国衰退比欧盟来得更早，已经开始直面衰退的压力，根源是英国的经济结构更为脆弱。英国服务业占 GDP 比重超过 70%，而制造业还不到 10%。地理位置和产业结构使英国很

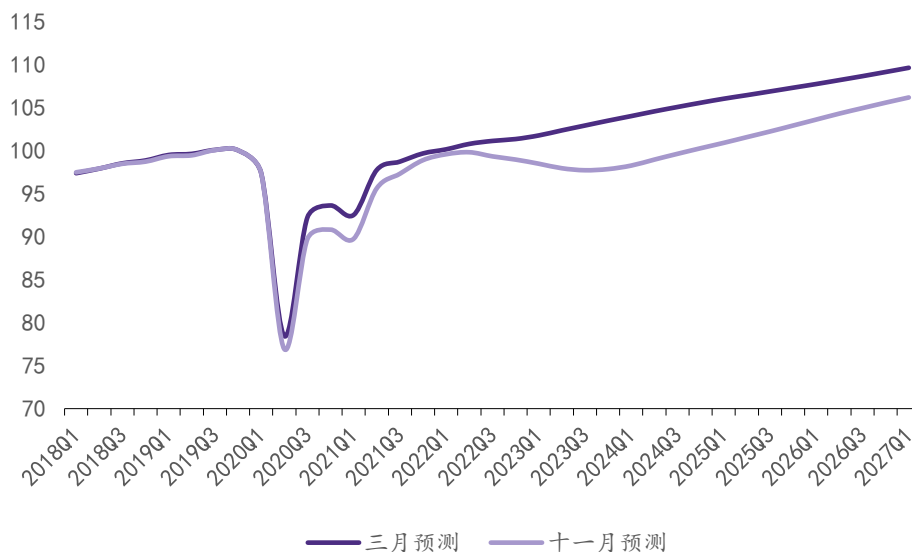
多物资依赖进口，结果是英国物价更容易受到外部通胀的扰动，而脱欧后的贸易壁垒本就加大了英国通胀压力。疫情和俄乌冲突叠加使得英国遭受了历史以来最大的通胀压力：11月英国CPI录得10.7%，虽然较上月11.1%的水平小幅下行，但仍处在历史第二高的位置，主要是食品和能源价格上行所致。与高企的物价相对的是居民收入的下降，根据OBR的11月预测数据，英国居民可支配收入不但没有恢复至2019年的疫情前水平，反而进一步下行，预计在2024年下行至2013年的收入水平。英国服务业PMI在11月录得48.8，连续两个月处于收缩区间，近3个月GDP滚动环比增速已经连续三个月走负，或在四季度兑现经济衰退预期。OBR在11月预测中大幅下调英国2023年经济预期，从3月份预测的1.8%下调至-1.4%的年化增速，失业率也将在2023年持续上升，或将触及5%的分界线。

图表 19：英国家庭可支配收入预计在 2023 年回落至 2014 年水平



资料来源：OBR，华鑫证券研究

图表 20：2023 年英国经济预期进一步弱化：从 3 月份预测的 1.8%下调至 11 月份的-1.4%

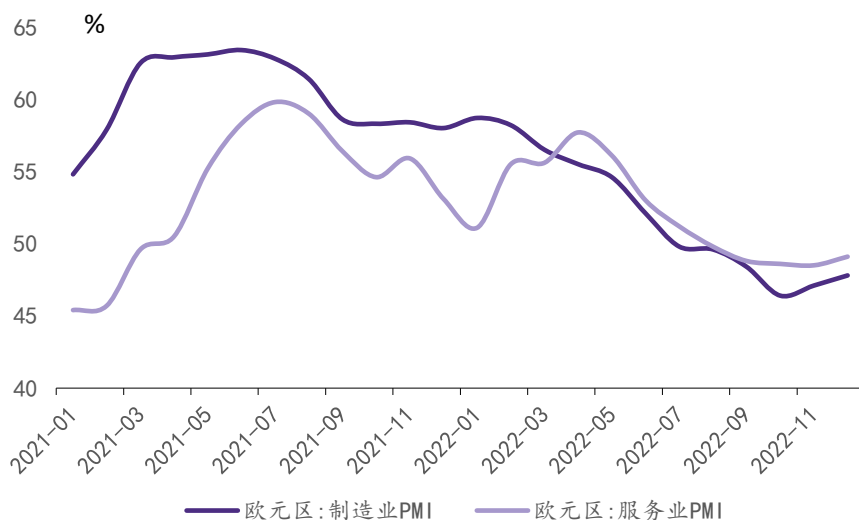


资料来源：OBR，华鑫证券研究

1.2.4、欧盟衰退：预计出现在 2023 年一季度

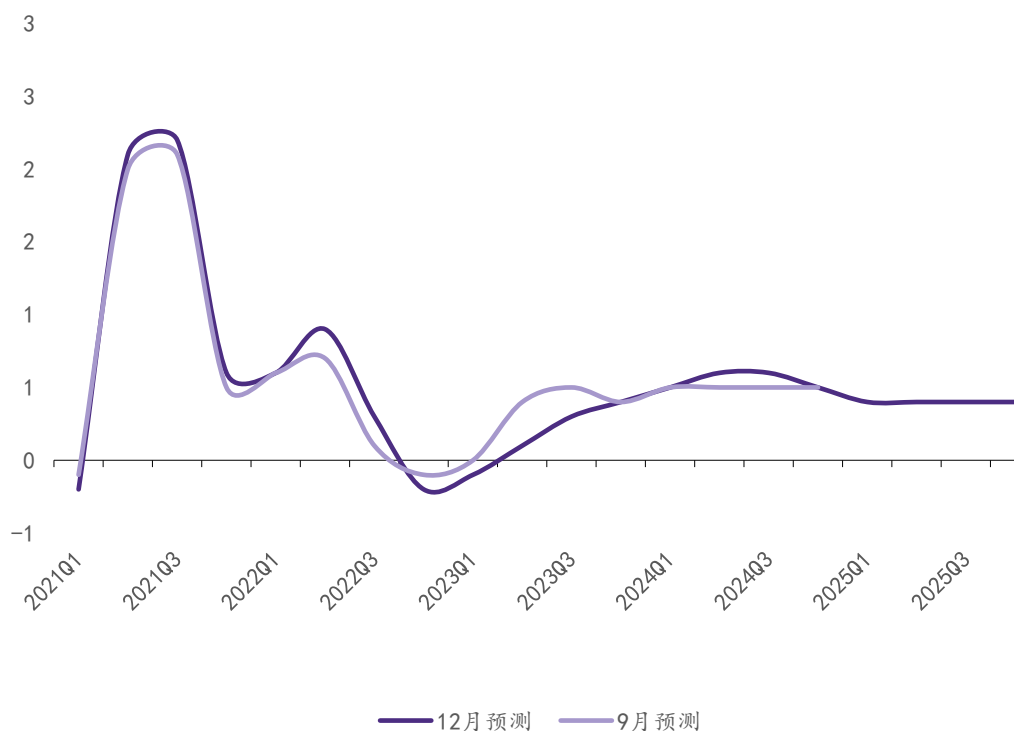
在高通胀和能源危机的影响下，欧盟经济也在走弱，欧元区 11 月综合采购经理人指数 (PMI) 从 10 月的 23 个月低点 47.3，微升至 11 月的 47.8，但仍远低于 50 的荣枯线，处于萎缩区间。欧元区消费者信心指数 11 月录得-23.9，虽然较 10 月份有所上行，但仍处在新冠疫情以来的较低值，显示出居民消费信心低迷。作为欧洲经济火车头的德国出现了对经济的悲观预期，德国经济部预计明年德国 GDP 将萎缩 0.4%。OECD 也对德国经济持悲观态度，预计明年德国 GDP 将下降 0.6%。欧央行在 12 月议息会议上预测欧元区经济将在 2023 年一季度出现萎缩。但创历史记录的高通胀又迫使欧央行难以放缓加息进程，这将进一步压制欧元区的消费需求，加剧经济下行压力。

图表 21：欧盟制造业和服务业双双走弱



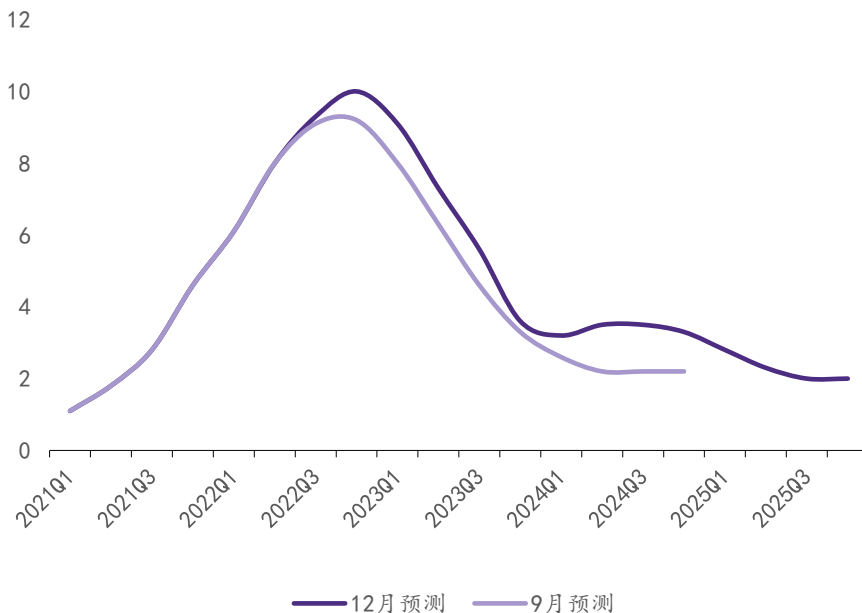
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 22：欧央行下调欧盟经济预期，预计在 2023 年 Q1 走弱 (%)



资料来源：ECB，华鑫证券研究

图表 23：欧央行上调通胀预期，预计在 2025 年才能回归 2% 左右 (%)



资料来源：Wind，华鑫证券研究

1.3、加息：节奏放缓拐点确认，但转向还需等待

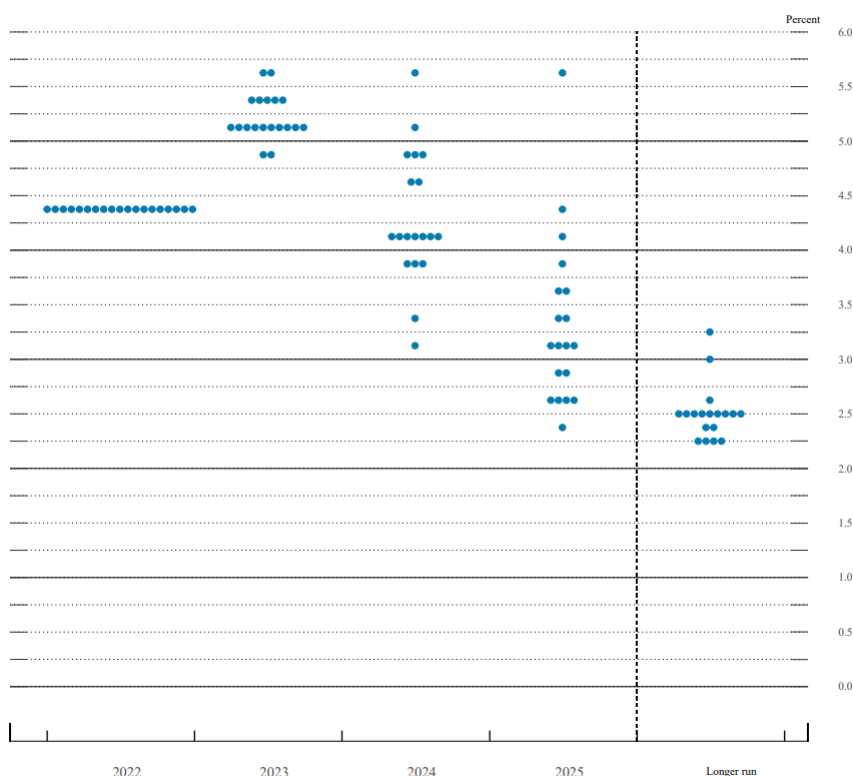
2022 年由于通胀快速上行，海外加息节奏显著高于预期。2022 年四季度美联储加息幅度降至 50BP，节奏放缓拐点已经确认，但转向还需等待，2023 年是重要的观察期。由于通胀缓和、衰退临近，预计美国、英国和欧盟预计将在 2023 年结束货币紧缩周期。而日本则可能再度背离，有可能开启新一轮货币紧缩。

1.3.1、美国上调加息顶点，仍有 75BP 空间

12 月议息会议鲍威尔再次强调与其过早选择降息导致通胀反复，宁愿进行更长久的货币紧缩来确保通胀压力的切实缓解，美联储鹰声不断，仍将抗通胀放在第一要务。虽然鲍威尔当前无法跟市场建立沃克一样的铁腕抗通胀的形象，但至少重申并不想重复伯恩斯时期通胀反复的悲剧，这也是鲍威尔反复强调“历史经验告诫我们不要过早放松货币紧缩”的主要原因。

基于这样的考量，美联储 12 月议息会议再次上调了 2023 年的利率顶点预期，较 9 月份 4.6% 上升至 5.1%，超过了市场预期的 5%，打破了市场对于美联储快速结束加息进程的预期。实际上从点阵图也能看出联储官员的态度，对于 2023 年的利率预测仅有两名官员支持 5% 以下的利率水平，大部分官员都希望保持在 5% 以上，其中有 10 人支持加息至 5.25%，5 人支持加息至 5.5%，也有两位超鹰派官员认为应将利率终点调整至 5.75%，5.25% 的最终目标意味着后续至少还需加息 3 次 25BP，按照 50BP+25BP 的节奏，2023 年加息进程最快于 3 月份结束；按照 25BP+25BP+25BP 的方式，加息预计于 5 月份结束。

图表 24：12 月点阵图将 2023 年加息顶点上调至 5.1%



资料来源：FED，华鑫证券研究

图表 25：市场对于顶点预期并不买单，坚持认为在 5%

MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
1/02/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	75.0%	25.0%	0.0%	0.0%
22/03/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.7%	54.5%	14.7%	0.0%
3/05/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	24.9%	50.0%	22.3%	2.8%
14/06/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	25.3%	49.6%	21.9%	2.7%
26/07/2023	0.0%	0.0%	0.1%	7.2%	31.9%	42.0%	16.7%	2.0%
20/09/2023	0.0%	0.0%	2.7%	16.1%	35.6%	32.9%	11.4%	1.3%
1/11/2023	0.0%	1.5%	10.0%	26.7%	34.1%	21.2%	5.9%	0.6%
13/12/2023	1.1%	8.1%	23.0%	32.5%	24.1%	9.3%	1.8%	0.1%

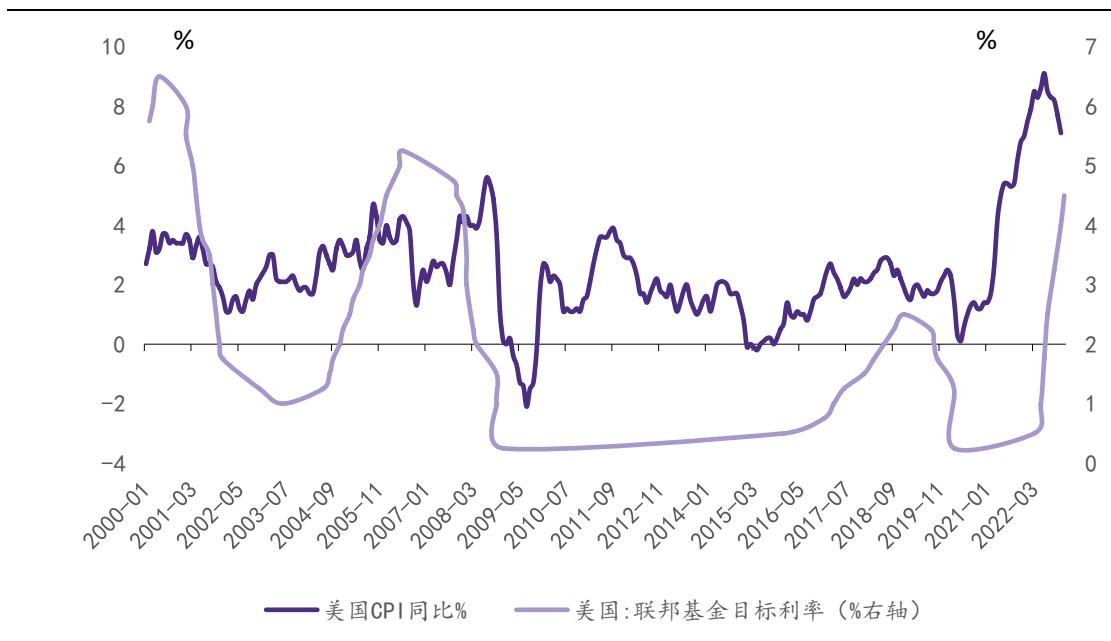
资料来源：CME，华鑫证券研究

1.3.2、2023 年美国降息或将缺席

加息进程的结束并不意味着降息曙光的来临，鲍威尔在 12 月议息会议上间接否认了 2023 年降息的可能。一方面，可能会在下一次议息会议（2023 年 3 月）中再次上调利率顶点，现在货币紧缩已经从重速转变到了重量，利率终点变得更加重要。另一方面，鲍威尔认为即使失业率达到了 4.7%，劳动市场依然相对强劲，而联储在发布的经济预期中预计 2023 年美国失业率将达到 4.6%，同样暗示 2023 年劳动市场可能还没恶化到足以推动联储降息的程度。

从历史经验来看，2007 年和 2018 年加息进程中，联储均在长时间内维持在高利率水平，直到 CPI 回落至 2% 以下的联邦目标水平才开始降息。因此通胀能否持续降低到 2% 以下将是货币政策转向的重要判断标准。但是当前情况又有所不同，通胀中枢明显上移（2007 年最高 4.3% 和 2018 年最高 2.9%），距离 2% 的目标水平更远，美联储预期 PCE 水平至少要到 2025 年才能恢复至 2% 的水平。因此联储或将适当提高联储通胀中枢至 2.5%-3% 左右，使得最晚 2024 年降息成为可能。但是 12 月议息会议上鲍威尔并未明确提及提高长期利率水平，后续联储官员发言仍需关注。

图表 26：2007 年和 2018 年联储均在长时间内维持在高利率水平



资料来源：Wind，华鑫证券研究

从经济的情况来看，就业市场是联储当前关注的另一个指标。按照鲍威尔的预期，劳动市场的降温会沿着雇工需求降低-空缺率下行-工资增速回落-失业上行的路径，如若 2023 年美国劳动市场出现快速的降温，失业率出现超预期的上行，届时联储对工资上行过高支撑服务通胀的担忧也就消散，同样使得降息成为可能，若是 2023 年美国失业率快速上行至 5%，联储的降息空间将逐步打开。但总体来看，2023 年降息可能性较小，大概率是加息到顶点之后进行高利率的悬挂。

1.3.3、更鹰派的 FOMC 票委支持加息

从 FOMC 委员的变更来看，2023 年原芝加哥联储主席埃文斯将达到强制退休的年纪，而芝加哥大学经济教授、原奥巴马高级经济顾问古尔斯比将出任芝加哥联储主席，并将作为 2023 年 FOMC 会议中的投票委员之一对 2023 年的加息决议进行表决。相较于他的前任埃文斯，古尔斯比更为的鹰派，他认为当前通胀下行的速度并不会太快，要是通胀的下行不及预期，联储可能会持续加息直到通胀缓解，所以对于加息的上限当前并无法判断。

其他的 2023 年 FOMC 四名联储主席则是纽约 (John C. Williams)、费城 (Patrick T. Harker)、达拉斯 (Lorie K. Logan) 和明尼阿波利斯联储主席 (Neel Kashkari)。从之前的言论来看，纽约联储威廉姆对于 2023 年加息的态度保持鹰派，认为 2023 年没有降息的可能，最早可能会在 2024 年才开始降息；费城联储主席哈克也预计加息并不会停止，并且会保持高利率运行一段时间；明尼阿波利斯联储主席卡什卡利作为新晋的联储鹰王，也是在过去一年中一直保持了鹰派的态度，他认为在通胀出现确切下降的可能性之前不会停止加息；达拉斯联储主席洛则相对鸽派，但他同样认为当前对于联储来说加息过度好于过早停止加息。

因此从联储主席的态度来看，总体延续鹰派态度。从联储官员表态来看，除鲍威尔之外的明年 6 名联储官员整体来说也是鹰派偏多，：Waller 沃勒、Bowman 波曼、Cook 库克、Barr 巴尔、Jefferson 杰斐逊都相对鹰派，认为要持续加息才能降低通胀，仅有 Brainard 布雷纳德保持相对鸽派。总体偏鹰派的 FOMC 票委也支持不会过早降息。

1.3.4、欧英将在 2023 年完成加息

英国央行在 12 月加息 50BP，将基准利率提升至 3.5%，加息步伐放缓。市场预期 2023 年仍会有 125BP 的加息空间来抑制当前英国有数据以来的最高通胀。但同时英国经济承压，或将使得 2023 年加息进程更快结束。在 12 月投票中，英国央行 9 位利率制定者中的 2 位支持维持关键利率不变，他们认为之前的举措足以使通胀率回到 2% 的央行目标，投票分歧暗示经济下行开始削减英央行持续鹰派加息的决心。

欧央行 12 月也开始放缓加息步伐，仅加息 50BP，但相对于态度有所动摇的英国，欧盟抗通胀更为坚决，欧洲央行行长拉加德表示后续几次会议可能都维持 50 个基点的加息幅度，欧央行要打“持久战”，鹰派立场被反复重申。按照 4% 的加息终点，欧央行仍有 150BP 的加息空间。欧央行同时还在 12 月份会议上宣布在 2023 年 3 月份开始落地 QT，最初将平均每月减持 150 亿欧元。

1.3.5、日本将在 2023 年开始货币紧缩

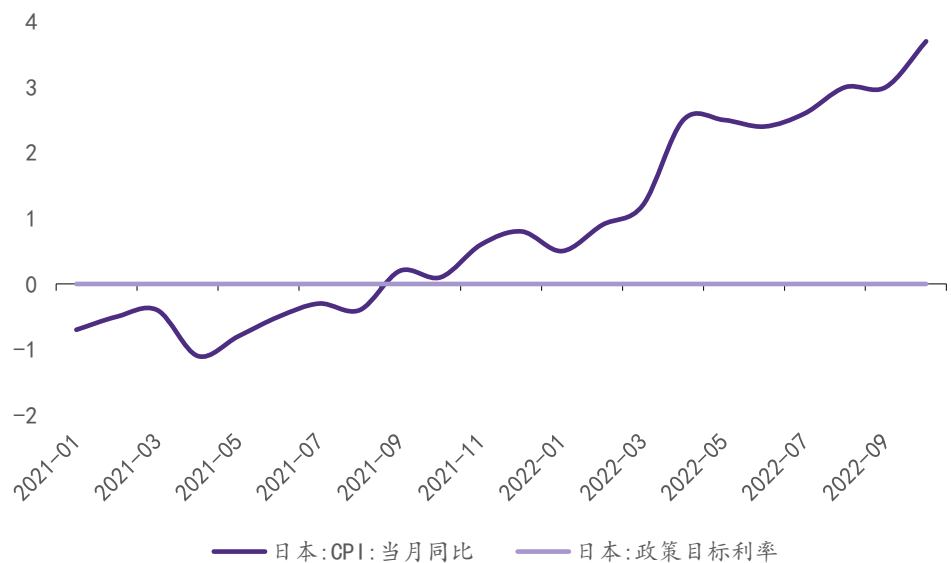
当前日央行并未放弃超低利率政策和 2% 的通胀目标。日本 10 月份核心消费者价格同比上涨 3.6%，连续 7 个月超过日本央行通胀目标。但日本央行仍在等待确认全球经济走向，要是全球经济放缓带动世界通胀水平下行，那日本通胀问题也将迎刃而解，但要是全球经济经受了衰退的冲击，通胀下行不及预期，将逼迫日本央行退出当前超宽松的货币刺激政策。

目前来看，当前世界经济虽然衰退风险渐近，但更多是浅衰退，IMF 预计 2023 年全球 GDP 增长 2.66%，因此 2023 年日本央行货币政策转向的概率比较大。近期关于取消收益率曲线控制（YCC）的讨论也开始摆在明面上，12 月 20 日，日本央行超预期的放松了 YCC 的限制，从过去的正负 0.25% 上调至正负 0.5%。此举作用类似于加息。

本次日本央行调整利率限制大超市场预期，虽然之前现任黑田东彦讨论了对于 YCC 的放松，但市场总体预期 YCC 首次放松会出现在 2023 年 4 月日本央行行长换届时。超预期的调整，一方面加剧了国际资本市场波动，美元兑日元快速下挫，从 137 的水平下行至 132，美股期货也全面走负；另一方面，也彰显了日央行结束货币宽松的决心，预计其取消 YCC 和加息的步伐会快于市场预期。

日本开始货币紧缩主要有两方面原因：一是日元作为套息交易的地位被撼动，套息交易的取消和主要经济体的衰退可能会给金融市场带来连锁反应。二是日本政府由于负利率政策，日本政府的债务率是发达国家中最高的，债务占 GDP 比重超过了 260%，而受益于低利率政策，日本政府每年需要偿还的利息占 GDP 比重却是 OECD 国家中最低的，利率上调会加重日本利息负担。

图表 27：当前日本仍是负利率，但通胀水平已经走高



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 28: 加息后, 日本将逐渐丧失过去低利息支付的优势



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

2、国内宏观：从再探底到弱复苏，内部支撑强化

2022 年由于外部冲击、疫情爆发和地产探底，国内经济表现不佳，呈现 W 型双探底，弱复苏一再被证伪。另外在输入性通胀和汇率贬值的掣肘下，货币政策稍显克制。但为应对经济下行压力，仍实行了三次降息两次降准，流动性仍较为充裕。2023 年国内宏观关键词是回归常态、重启复苏，特别是二十大开局之年，稳增长紧迫性提升，对应改革也会提速。随着国内防疫持续优化、地产供需两端同步发力，经济触底反弹可期。虽然经济修复预期强化，无风险利率中枢上移，但是货币政策总基调为稳健宽松且结构性工具还在发力，市场利率会维持低位波动。

2.1、政策：定调积极，凸显三稳，兼顾短中长期目标

疫后修复首年，市场高度关注 2023 年政策定调，12 月政治局会议和中央经济工作会议指明了方向，延续“稳中求进”的工作总基调，兼顾短期稳增长、中期供给侧结构性改革、长期高质量发展。值得关注的是扩内需，“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”。短期发力点是积极的总量政策、促消费扩投资等，中长期是落实二十大部署，抓住三中全会这一节点加快改革进程，聚焦产业安全和科技创新，提升经济发展的内生动力。2023 年可期待的稳增长政策组合拳：优防疫、松货币、宽财政、扩内需、重改革。

2.1.1、优防疫：防疫实质性优化，疫后纾困政策可期

本次政治局会议关于疫情防控的篇幅明显缩短，未提“动态清零”，从防疫二十条到新十条，防疫优化大方向十分明确。预计 2023 年防疫政策持续优化，更好统筹疫情防控和经济发展，稳增长重回政策重心，降低对居民生活和工业生产的影响，助力高质量发展。

从典型亚洲国家或地区来看，放开基本分为防控放松—境内放开—放开入境—宣布正常化这四个步骤，放开主要考虑经济、疫苗接种率较高以及奥密克戎毒性较低的原因。从放开的前提条件来讲，一般为疫苗接种率、新增确诊、重症、死亡病例持续大幅下降等，逐步放开的过程往往层层递进，并伴随着疫苗接种率逐步提高，死亡人数逐步下降，新增病例趋稳；新加坡、中国香港、韩国从边际放开到境内全面放开历时 5-8 个月不等，60 岁以上重点人群两针及以上疫苗接种率都提高到了 80%以上；ICU 病房使用率也是个重要的因素，新加坡和韩国放开时，ICU 使用率不断下降，日本也是“从医院病床的使用和在家治疗的人数来看，也已经确认了明显的下降趋势”。

当前国内已经边际放开，60 岁以上老年人全程接种率约为 86.35%，但 80 岁以上老人接种率和全程接种率约为 77.5%和 66.4%，地方也在加快推进重点人群的疫苗接种，多地提出要在 2023 年 1 月将 80 岁以上老年人首针疫苗接种率提高到 90%。虽然中国没有明确提出下一步放开的条件，但参考其他经济体的经验来看，重点人群疫苗接种率、ICU 使用率都是重要的参考指标，按照目前疫苗接种的推进计划来看，一季度有望将重点人群的全程疫苗接种率提高到 80%以上，基本达到进一步开放的条件。照这个进度来看，中国一季度基本能完成境内全面放开到出入境放开，先通关深港，后推进入境免隔离，再后面就是宣布正常化，全面放开出入境。

图表 29：部分亚洲经济体有条件的逐步放开

国家和地区	边际放开时间	境内全面放开	开放入境	基本正常化	逐步放开条件
新加坡	2021/8/6	2022/4/26 8 个月	2022/8/29 4 个月	2022/10/10 1 个月	全民接种率高，分级诊疗
越南	2021/10/11	2022/3/15 5 个月	2022/5/15 2 个月	2022/9/6 4 个月	新增确诊、重症、死亡病例持续大幅下降，疫苗接种率覆盖高
韩国	2021/11/1	2022/4/18 5 个月	2022/6/8 2 个月	2022/7/27 2 个月	关注疫苗接种率、死亡率和 ICU 使用率
日本	2022/3/1	2022/3/21 21 天	2022/10/11 7 个月	2022/10/11 同步	感染人数明显下降
中国香港	2022/4/21	2022/10/6 6 个月	2022/12/14 2 个月	—— ——	没有出现大量确诊个案

资料来源：光明网、中国新闻网、关键评论网，华鑫证券研究

对于疫后复苏方面，各个国家和地区 2021 年起通过各项政策在民生、消费、工业等重点领域进行补贴扶持，以加快经济修复。日本、韩国、新加坡、中国香港、越南均采取各项措施对受疫情影响严重的企业、居民直接发放补贴、减税、提供各项特殊贷款等，缓解民生难题；消费方面，主要有针对服务业的直接扶持政策、发放消费券、消费税减免等；越南还提出了及基建投资为重点的经济复苏计划。

图表 30：各个国家或地区采取政策助力疫后修复

国家及地区	提振政策
日本	<p>民生：20 年 4 月开始发放企业居民系列疫情纾困补助；改革分配制度提高薪酬和收入；防灾减灾计划。</p> <p>消费：20 年 7 月颁布大额重启旅游、餐饮等消费的政府支援项目“Go To Travel”。</p> <p>工业：2020 年 3 月颁布的对中小企业的特殊融资政策延迟到 22 年 10 月；2020 年 3 月颁布的支持大企业和住宅贷款、商业票据和公司债购入计划如期结束；加大数字化绿色化等方面的高新技术投资。</p>
韩国	<p>民生：《住宅租赁保护法》修正案持续执行，规定房屋两年租约到期可续签两年，租金涨幅不得超过 5%。</p> <p>消费：2021 年引入额外消费特别扣税制度，扣税率限额提升 10%，并延续至 2022 年；韩国新政 2021 年对购买电车和氢混电车的消费者进行补贴；2021 年 12 月恢复消费券发放；2022 年 3 月 1 日起取消出境国民在韩国免税店购物额度上限 5000 美元。</p> <p>工业：2021 年 11 月，进口液化石油气实行零税率，并于 2022 年 10 月法案将到期时宣布延续执行 3 个月；为小工商业者提供低息贷款。</p>
越南	<p>民生：2021 年 10 月，颁布 21.3 万亿越南盾（约 59 亿元）的减税方案，包括对企业、个人进行减、免税；封控城市电费减免 10%；2022 年向企业及家庭提供 40 万亿越南盾低息贷款，为务工人员提供 3 个月的住房租金支持，对符合条件商品和服务经营企业减税。</p> <p>消费：2021 年汽车首次购置税减半。</p> <p>工业：2021 年 12 月接受世行 2.2 亿美元贷款用于减税、推广清洁能源；2022 年部分行业增值税率由 10% 降到 8%；放松外籍劳工在越南的务工签，投资发展高速公路、港口、电信和互联网等基础设施。</p>
新加坡	<p>民生：2021 年新冠复苏资助延期至 2022 年底；扩大职业支持规模；房租减免 4 周；的士司机每天 10 新币补贴；低收入群体抗疫补贴。</p> <p>消费：2021 年外卖配送费补贴 20%；电商平台费最高补贴 8000 新币；2022 年发放邻里购物券、旅游消费券。</p> <p>工业：2021 年起持续信贷放松。</p>
中国香港	<p>民生：22 年 2 月颁布利得税最高减 10000 港币、失业者补贴 10000 港币、因疫情倒闭的商业免租；22 年 3 月颁布政府向雇主提供 3 个月的工资补贴。</p> <p>消费：21 年 3 月颁布消费满 800 换当地游或酒店折扣；22 年 4 月向近 660 万人分两期发放 10000 港币消费券；22 年 8 月颁布向近 636 万市民发放第二期消费券。</p> <p>工业：22 年 10 月颁布修改港交所主板上市规则，便利先进技术企业融资。</p>

资料来源：新华网、新浪财经、韩国中央日报，华鑫证券研究

2020 年武汉和 2022 年上海两轮大规模疫情爆发后，中央及地方政府积极通过各类财政、货币政策以及各项产业政策稳定民生、支持产业复苏、稳定经济大盘，先稳、再保、后增，着力稳住了经济大盘，推动各行各业逐步复苏。当前稳增长压力尤其突出，政治局会议上也表明要稳增长、稳就业、稳物价，稳增长，实现“整体向好”的经济目标，预计在民生、外贸、地产、基建、消费等各方面都将有更有力的支撑政策出台。

图表 31：2020 年武汉和 2022 年上海均出台各项政策助力稳增长

	2022年扎实稳住经济的一揽子政策措施	2020年稳经济政策
宽财政	1、进一步加大 增值税留抵退税 政策力度 2、加快 财政支出 进度 3、用好 政府性融资担保 等政策 4、 加快地方政府专项债券发行使用并扩大支持范围 ，加快发行使用进度，在6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕	1、支持困难中小微企业 贷款延期偿还 2、发行 万亿抗疫国债 3、 支持中小微银行补充资本金
先保 宽货币	1、 继续推动实际贷款利率稳中有降 2、 鼓励对中小微企业和个体工商户、货车司机贷款及受疫情影响的个人住房与消费贷款等实施延期还本付息 3、 加大普惠小微贷款支持力度	1、 增加信贷额度，持续稳步降低贷款利率 2、 持续稳定推进降准 3、 加大普惠小微贷款支持力度 4、 降低企业融资成本，调低担保费率
保民生	1、 实施住房公积金阶段性支持政策 。受疫情影响的企业，可按规定申请缓缴住房公积金，到期后进行补缴 2、 完善农业转移人口和农村劳动力就业创业支持政策 3、 完善社会民生兜底保障措施 4、 加大稳岗支持力度 。优化失业保险稳岗返还政策，进一步提高返还比例，拓宽失业保险留工补助受益范围。	1、 支持住宿餐饮企业 ，住宿餐饮企业等生活服务收入免征增值税，保障对这类企业的贷款 2、 加大稳岗支持力度 ，免征或减免养老、失业、工伤保险费 3、 实施住房公积金减费政策，小微企业住房公积金缴存比例降至3% 4、 降低水电费10%
稳外贸	1、降低市场主体用水用电用网等成本 2、推动阶段性减免市场主体房屋租金 3、加大对民航等受疫情影响较大行业企业的纾困支持力度 4、优化企业复工达产政策 5、完善交通物流保通保畅政策 6、统筹加大对物流枢纽和物流企业的支持力度 7、加大政府采购支持中小企业力度 8、扩大实施社保费缓缴政策 9、 加快推进重大外资项目积极吸引外商投资 继续推动实际贷款利率稳中有降。充分发挥市场利率定价自律机制作用，持续释放贷款市场报价利率（LPR）形成机制改革效能，发挥存款利率市场化调整机制作用，引导金融机构将存款利率下降效果传导至贷款端，继续推动实际贷款利率稳中有降。	1、 加大对民航纾困支持力度 ，实行执飞奖励和降低机场收费标准 2、新增 跨境电商综合试验区 ，实行减免税 3、 简化跨境电商申报和通关 4、支持产业重点企业 5、降低企业运营成本
再稳 稳地产	1、在确保安全清洁高效利用的前提下有序释放煤炭优质产能 2、抓紧推动实施一批能源项目 3、提高煤炭储备能力和水平 4、加强原油等能源资源储备能力 5、健全完善粮食收益保障等政策。 6、发放第二批100亿元农资补贴，弥补成本上涨带来的种粮收益下降。 7、积极做好钾肥进口工作。 8、完善最低收购价执行预案，根据市场形势及时启动收购，保护农民种粮积极性。 9、优化种粮补贴政策，健全种粮农民补贴政策框架	——
稳物价	1、 加大金融机构对基础设施建设和重大项目的支持力度 2、 加快推进一批论证成熟的水利工程项目 3、 加快推动交通基础设施投资 4、因地制宜继续推进城市地下综合管廊建设 5、 稳定和扩大民间投资，鼓励和吸引更多社会资本参与国家重大工程项目 ，在供应链产业链招标投标项目中对大中小企业联合体给予倾斜。鼓励民间投资以城市基础设施等为重点，通过综合开发模式参与重点领域项目建设。	——
扩基建	1、 加大金融机构对基础设施建设和重大项目的支持力度 2、 加快推进一批论证成熟的水利工程项目 3、 加快推动交通基础设施投资 4、因地制宜继续推进城市地下综合管廊建设 5、 稳定和扩大民间投资，鼓励和吸引更多社会资本参与国家重大工程项目 ，在供应链产业链招标投标项目中对大中小企业联合体给予倾斜。鼓励民间投资以城市基础设施等为重点，通过综合开发模式参与重点领域项目建设。	1、 万亿专项债支持基础设施项目 2、增加旧城重建投资额 3、延长部分项目 所得税优惠税率 4、增加铁路建设资本金
后增 促消费	1、 稳定增加汽车、家电等大宗消费、发放消费券	1、 免征电影放映服务增值税 2、延长电影企业亏损结转年限 3、免征文化事业建设费 4、 分阶段发放大额消费券 ，4月-7月，武汉5亿消费券，9月武汉8000万消费券 4、延长车辆购置税申报期限 5、延续实施新能源汽车 免征车辆购置税政策 6、 刺激文旅消费 ，发放旅游券和补贴，处于消费需要的临时性停车不罚款、不扣分

资料来源：中国政府网，华鑫证券研究

2.1.2、松货币：精准有力，结构性工具持续发力

货币政策从去年的“灵活适度”变为今年的“精准有力”，大方向还是相对宽松，总量降准降息还有空间，但会更加注重结构，预计支农支小等长期性工具和科技创新、交通物流和设备更新改造等阶段性工具投入力度会加大，对于地产、基建和制造业信贷支持也会加码。

最近信贷社融持续低于预期，经济内生动能不足，疫情冲击犹存，地产还在探底过程中，稳增长压力突出，货币宽松稳增长仍是必要之举，降准降息等总量货币政策工具值得期待。另外随着美国通胀数据回落，美联储第一个加息拐点已经确认，随着中美货币周期背离最危险的时期也已经过去，对人民币汇率的压制也明显减弱，总量宽松的操作空间逐步打开，岁末年初降息可期。但整体空间应该不会太大，且总量工具多集中在上半年，也就是稳增长最迫切的阶段。随着下半年经济触底回升，央行开始担忧潜在担忧，已经在三季度货币政策执行报告中强调我国“物价涨幅总体温温和，但要警惕未来通胀反弹压力”，尤其是“疫情防控更加精准后消费动能可能快速释放，也可能短期加大结构性通胀压力”，考虑到 2023 年二季度后国内经济将企稳修复，潜在通胀风险或对宽货币空间形成制约。

当前货币政策既要兼顾经济修复，助力保交楼，又要防通胀，还要稳汇率、抑空转，2023 年下半年更多的发力点或将落在结构性货币工具上。2022 年为应对经济下行压力，央行加大对结构性货币政策工具投放力度，支农支小再贷款和再贴现等长期性工具和投往普惠小微、普惠养老、碳减排、科技创新、设备更新改造、交通物流等方向各类贷款支持工具、再贷款等阶段性工具均有扩容。具体来看，针对 2022 年财政缺口，央行先后设立政策性银行 8000 亿信贷额度和政策性开发性金融工具 7399 亿，发挥准财政作用，托底基建融资；对于保交楼，设立 4000 亿专项借款，其中 2000 亿已基本投放完毕，9 月以来还重启了 PSL 投放，或主要用于地产纾困及基建；2022 年全年结构性金融工具总额度已达 65800 亿元，有效助力重点领域修复，实现结构性精准宽松。

图表 32：2022 年结构性金融工具种类丰富，投放提速

类别	工具名称	主要用途	额度(亿元)	上半年净投放	下半年以来净投放	全年净投放
长期性工具	支农再贷款	降低“三农”融资成本	7600	437	183	620
	支小再贷款	向地方法人金融机构发放，引导其扩大小微、民营企业贷款投放，降低融资成本	16400	1646	-134	1512
	再贴现	支持扩大涉农、小微和民营企业融资	7000	242	-696	-454
	抵押补充贷款(PSL)	或主要投放于地产纾困及基建	—	—	2625	2625
	普惠养老专项再贷款	支持符合标准的普惠养老机构项目	400	—	4	4
阶段性工具	碳减排支持工具	支持清洁能源、节能环保、碳减排技术三个重点减碳领域。对于符合要求的贷款，按贷款本金的60%予以低成本资金支持	8000	972	642	1614
	科技创新再贷款	明确支持“高新技术企业”、“专精特新中小企业”、国家技术创新示范企业、制造业单项冠军企业等科技创新企业；对于符合要求的贷款，按贷款本金的60%予以低成本资金支持	2000	—	—	—
	设备更新改造专项再贷款	教育、卫生健康、文旅体育、实训基地、充电桩、城市地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型、重点领域节能降碳改造升级、废旧家电回收处理体系等10个领域设备购置与更新改造	2000	—	—	—
	普惠小微贷款支持工具	支持对象为地方法人金融机构，对其发放的普惠小微贷款，按照余额增量的2%提供激励资金，鼓励持续增加普惠小微贷款	400	44	83	127
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	支持煤的大规模清洁生产、清洁燃烧技术运用等七个煤炭清洁高效利用领域，以及支持煤炭开发利用和增强煤炭储备能力。对于符合要求的贷款，按贷款本金的100%予以低成本资金支持	3000	357	221	578
	交通物流专项再贷款	支持道路货物运输经营者和中小微物流（含快递）企业。对于符合要求的贷款，按贷款本金的100%予以低成本资金支持	1000	—	103	103
	政策性银行8000亿信贷额度	支持基础设施建设	8000	—	—	—
准财政	政策性开发性金融工具	补充基础设施重点领域项目资本金	6000	—	7399	7399
	保交楼专项借款	保交楼	4000	—	2000	2000
	总计		65800			

资料来源：央行、Wind、证券日报，华鑫证券研究

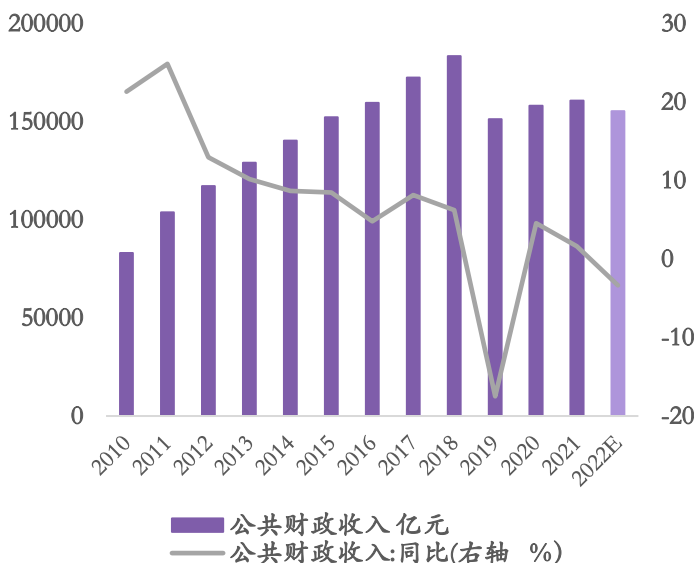
2023 年结构性货币工具将成为货币宽松的主要发力点。2023 年初经济磨底阶段，宽货币继续发力对冲下行压力；待经济逐步企稳，宽货币向宽信用转变是大势所趋，兼顾总量和结构双重功能。届时会加大对促消费、稳地产、扩基建、扩制造的资金支持，激发经济内生动能。预计 2023，央行将继续重点使用结构性货币政策工具，支农支小再贷款和再贴现等长期性工具仍是疫后纾困的主要抓手，重点领域如基建、碳减排、科技创新、设备更新改造、交通物流等阶段性货币工具会继续发力，两者协同发力稳增长。

2.1.3、宽财政：加力提效，赤字规模和专项债加码

财政政策从去年的“提升效能”变为今年的“加力提效”，和 2019 年的提法一样，接近 2020 年的“更加积极有为”，积极财政值得期待，力度会更大，特别是赤字规模和专项债会加码，通过中央财政加杠杆带动总需求回升和市场信心修复。

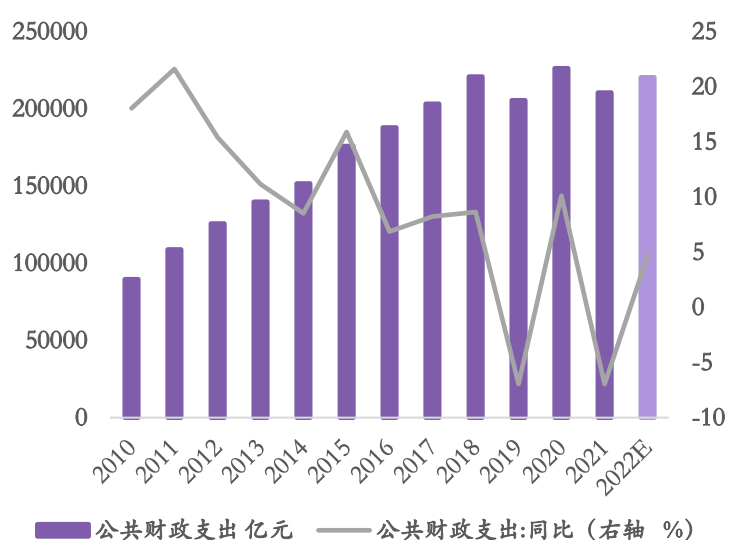
2023 年公共财政收支平衡压力仍大，预计赤字率会上调到 3%左右。从收入端来看，公共财政收入仍较弱，虽然在 2022 年低基数基础上有所回升，但 2023 年经济修复面临多重挑战，税收收入增速有限；且考虑到 2023 年稳增长保主体压力犹存，仍有必要进行减税降费稳定市场信心，2023 年财政收入增速预计在 3%左右。政府性基金收入主要来自土地收入，虽然 2022 年末地产政策提振加码，融资端“三支箭”齐发，但土地市场并没有明显的起色，还得等销售-拿地-投资-销售的循环重新顺畅。因此政府性基金收入很难在短期内恢复到过去的水平。而从支出端来看，财政支出并不会减少，预计增速大致和 2022 年接近，约在 4%。所以 2023 年财政收支平衡仍会存在一定压力，赤字率将有所提高，或将达到 3%或以上。

图表 33: 预计 2023 年公共财政收入增速有限



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 34: 预计 2023 年公共财政支出增速和 2022 年接近



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

专项债发行前置量增, 结存限额仍有可用空间。 2023 年专项债提前批已于 11 月初下达各省, 是历年来下达时间最早的一次, 显示出财政稳增长之迫切性, 积极跟进 10 月中下旬发改部门组织申报专项债项目的步伐。而且部分省份额度也有扩容较上年增长 30%, 但考虑到 2022 年土地财政较为低迷, 2023 年新增专项债额度也很难有较大的突破, 大概率与 2022 年持平或微增, 专项债规模的最高纪录是 2020 年的 3.75 万亿元。

更值得期待的是盘活专项债结存限额, 还有 1 万亿左右的盘活空间。 自 2022 年下半年以来, 中央多次强调“盘活专项债债务限额空间”, 并明确“依法用好 5000 多亿元专项债地方结存限额”; 截至 10 月, 全国至少有 27 个省市已披露动用专项债结存限额情况, 目前披露规模达 4581.4 亿元。目前地方政府专项债券余额距离限额约 1.5 万亿元, 但 2022 年只动用了三分之一左右, 一是由于专项债结存限额分布不均, 难以充分使用; 二是给未来的财政政策留有余地, 这就给 2023 年财政发力留下了空间, 预计还有 1 万亿元左右的体量。

图表 35: 2023 年专项债提前批明显前置量增

	提前批下达时间	提前批额度 (万亿)	全年额度 (万亿)
2019	2018 年 12 月末	0.81	2.15
	2019 年 11 月末	1	
2020	2020 年 2 月	0.29	3.75
	2020 年 4 月底	1	
2021	2021 年 3 月	1.77	3.65
2022	2021 年 12 月中	1.46	3.65
2023	2022 年 11 月初	—	—

资料来源: Wind 资讯、中国政府网, 华鑫证券研究

准财政将继续发力稳增长。除了专项债，准财政在 2022 年的稳增长中也发挥了关键作用，为弥补财政缺口，国常会下达 6000 亿政策性开发性金融工具、8000 亿信贷额度和 5000 亿专项债限额空间等，充当准财政托底基建。截至 2022 年 11 月，政策性开发性金融工具已下达 7399 亿元，根据我们此前的测算，撬动杠杆或可达 10 倍，对应基建投资的总规模或可超 7 万亿，对应全年投资规模三分之一的水平，有效保障基建资金需求。**2023 年，“准财政”仍将是财政扩张的有力手段，由于具备下发节奏较快、有利于形成精准有效投资、资金使用效率更高等优点，对尽快形成基础设施建设实物工作量有很大的助益。**

2.1.4、扩内需：发展和安全并举，促消费和扩制造是主要抓手

2023 年经济下行叠加外需回落，扩内需稳增长的紧迫性和必要性明显提升，新一轮扩内需正式开启。特别是扩大内需战略规划纲要出台后，扩内需路线图更加明确。外需低迷，地产以稳为主，促消费、扩基建和扩制造是主要抓手。

促消费的前提是恢复消费场景（防疫优化、稳服务业），之后重心逐渐转为提升消费意愿（消费券、消费补贴）和提高消费能力（保就业保主体）；

扩基建是新老基建并重，传统基建会在 2022 年的基础上继续补短板，特别是一些交通水利、民生保障等重大项目，区域上会更注重县域经济发展和乡村振兴。新基建主要是数字新基建（5G 网络、人工智能、工业互联网、物联网、数据中心等）和医疗新基建（医疗信息化、医疗设备等）。

扩制造则是聚焦制造强国战略，通过技术改造、设备更新助力制造业高端化、智能化、绿色化发展，强化供应链产业链安全问题，特别是对外依赖度高、涉及产业链安全的领域，如半导体、信创、工业母机等领域，要加快补短板，加速国产替代，实现科技自立自强；同时注重关键核心技术攻关，通过技术创新和产业变革带来新业态、新产品，以新供给创造新需求，特别是新能源、新材料、新技术等领域。

2.1.5、重改革：改革大年，市场化改革红利值得期待

2023 年恰逢三中全会，改革大年将至，其中经济发展和体制机制改革红利值得期待。特别是以下三方面：

一是市场化改革激活服务业需求。这也是扩内需的应有之举，特别是现代服务业领域，有需求但并未能到有效满足，核心是市场准入受限导致有效供给不足。非常典型的就是扩大国内消费中重点提到的养老服务，随着老龄化加剧，需求骤增，但供给能力明显跟不上，服务业质量难以保障，亟待深化养老服务改革。

二是数据要素市场化改革。数据这一新型生产要素，存量和增量价值空间巨大，是数字经济高质量发展的重要支撑。但受制于产权制度、流通和交易制度、收益分配制度等基础制度方面的缺失，导致数据资源价值释放和产业价值互联受阻，亟待完善顶层设计，加速数据要素市场化改革，释放新型增长动能。

三是国资国企改革。三年国企改革收官，发改委推进国企增量混改，新能源相关行业

民营企业参与混改的深度和广度都有大幅提升，阶段性成效突出。后续国资国企改革将完善中国特色国企治理，加强国有资产监管，促进国企聚焦主责主业、提升产业链供应链支撑和带动能力。成立国有资本投资运营公司，提高资金使用效率，通过投资实业拥有股权，通过资产经营和管理实现国有资本保值增值。通过完善中国特色现代企业制度、推进国有经济布局优化和结构调整、健全市场化经营机制等，在中国特色估值体系重构过程中实现上市国企价值回归，新一轮国资国企改革序幕已经拉开。

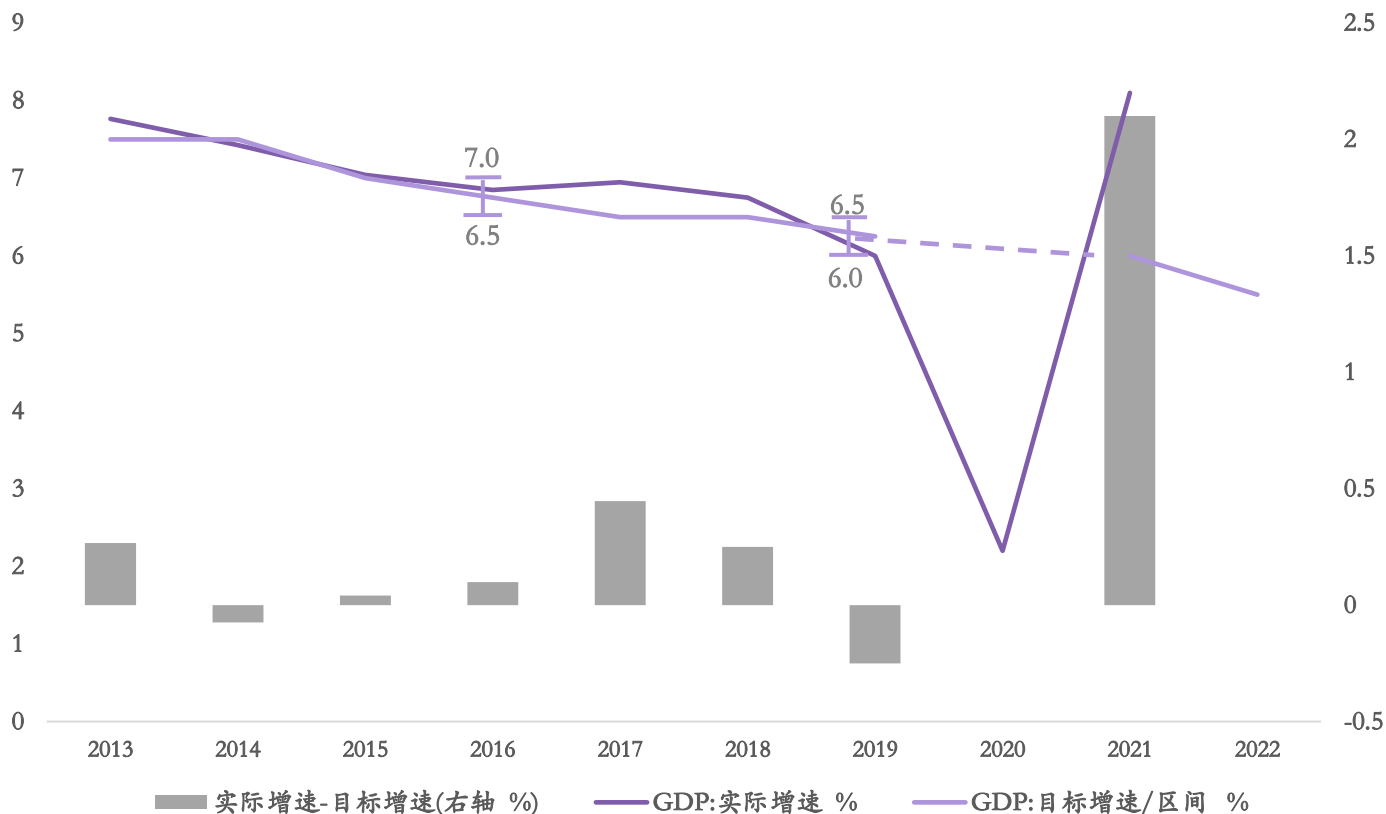
2.2、经济：稳增长重回首位，弱复苏重启在即

2022 年外部美联储加息、俄乌冲突叠加内部疫情冲击、地产探底，导致国内经济较为低迷，二次探底，全年 GDP 也从年初 5.5%左右的目标降至年底“保 3”。而在 2023 年，压制经济的内外因素都有明显好转：美联储迎来第一个加息拐点，俄乌冲突进入常态化，外部影响边际减弱；国内疫情防控政策持续优化，稳地产提速加码，强调“三稳”，稳增长重要性明显提升。

2.2.1、2023 年经济：N 型走势，预计目标在 5%或以上

2022 年经济受到多重冲击，预计最终 GDP 增速在 3%左右，低于此前设定的 5.5%的目标。但展望 2023 年，经济总体回升，预计全年走势呈现 N 型，二季度由于低基数效应数值最高。GDP 目标设定不会低，在 5%或以上。首先，从过去经济目标的设定规律来看，2013 年以来 GDP 目标逐年降幅不超过 0.5%，仅 2020 年在新冠疫情的不确定性影响下，取消了经济目标的设定；其次，当前困扰经济修复的疫情和地产都已经出现重大转变，2022 年 12 月的中央经济工作会议中提出要“推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长”，后续政策提振将加力提效，经济有望回归潜在增速。2023 年可期待的稳增长政策组合拳：松货币、宽财政、促消费、稳地产、扩基建、扩制造。

图表 36：2013 年以来 GDP 目标逐年降幅不超过 0.5%



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

2.2.2、疫后经济：就业、生产修复明显，消费还需政策助力

通过对多个国家放开后的经济修复情况梳理，可以得出以下几个基本结论：

1、人口结构越年轻，经济修复越快。越南年龄结构明显年轻化，放开后疫情虽有反弹，但整体恢复能力强，两波疫情爆发快、规模大，但结束地也很快且能迅速恢复；消费、生产均迎来了大幅反弹，失业率也快速下降。韩国、日本老龄化程度相对较高，放开后虽有短期反弹，但修复的相对较缓慢。

2、提振政策越有力，消费修复节奏越快。美国在放开后消费修复程度大幅好于其他国家和地区，主要由于三轮财政刺激，放开后消费较 2019 年同比增速一度超 20%，并开启了一年半左右的高速增长。

3、就业均有改善，生产、消费也有提振，但生产修复往往具有持续性，消费多为短期反弹，持续性取决于疫情走势、政策力度和经济周期。

图表 37：主要国家及地区在放开后就业、生产、消费均有所修复，但持续性不一

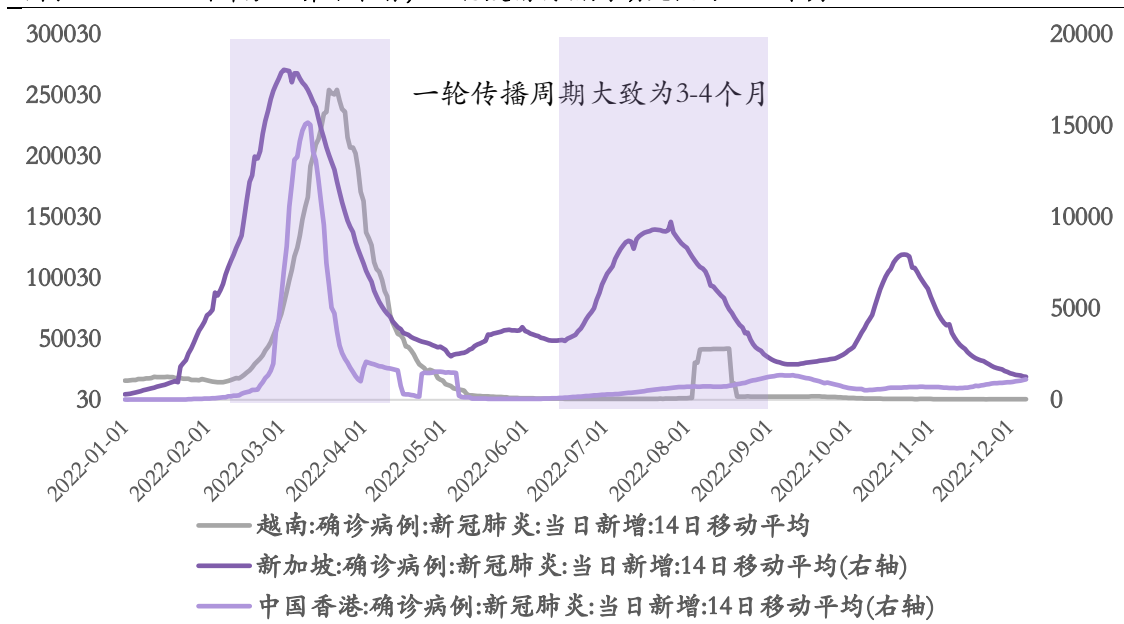
国家及地区	放开时间和程度	疫苗接种情况	人口年龄 中位数 (岁)	提振政策	修复	总结
美国	2020年6月前后初步 放开； 2021年6月起开始大 范围放开	一针及以上接种率 80.66% 完全接种率68.79%	38.3	三轮财政刺激法 案、失业救济法 案	消费： 得益于联邦政府的大规模量化宽松政策，2020年初步放开后， 美国名义消费迅速改善，并开启了一年半左右的高速增长 ；但期间消费者信心指数会受到疫情高增的负面影响。 生产： 放开后生产迅速修复，生产指数持续回升，2021年末已基本恢复至疫情前水平；后期PMI受通胀等因素扰动有所回落。 就业： 两轮开放失业率都立即下降，第一轮的下跌幅度远大于第二轮，就业情况持续改善，失业率先于2022年初恢复到疫情前的水平。	1、美国疫苗接种率较低，民众对疫苗的抗拒心理较强，放开后出现过多轮反弹，感染率和致死率都较高。 2、得益于联邦政府的大规模量化宽松政策，2020年初步放开后，美国名义消费、生产迅速改善，并开启了一年半左右的高速增长，失业率持续下降，消费信心也开始修复。 3、从节奏上看，美国消费修复快于生产，就业回归常态所需的时间更长。
越南	2021年10月前后初步 放开； 2022年3月起开始大 范围放开	一针及以上接种率 91.82% 完全接种率86.25%	32.5	大规模减税方案、 放松外籍劳工在 越南的务工签、 汽车首次购置税 减半、向企业及 家庭提供、低息 贷款；	消费： 两轮放开后消费均迅速反弹，整体稳健上行，名义零售额相比疫情前大幅上升。 生产： 放开后工业生产大幅反弹，生产指数持续回升；PMI波动较大，总体高位运行，2022年下半年略有回落。 就业： 失业率快速下降，劳动参与率提高，2021年3季度起失业人口迅速下降，就业人口快速增长；失业率已基本接近19年水平，就业人口已修复至19年9成以上。	1、越南疫苗接种率较高，人口结构以青壮年为主，整体恢复能力强，两波疫情爆发快、规模大，但结束地也很快，放开后能迅速恢复。 2、越南消费恢复表现亮眼，首轮放开后持续稳健增长；生产迅速改善，并维持了近一年的高速增长，但季节波动性较大，2022年下半年环比增速大幅下滑。 3、从节奏上看，越南就业迅速修复，消费修复相较于生产更快、更稳健。
日本	2022年3月开始初步 放开	全民全程接种： 66.9% 65岁以上全程接 种：86.9%	48.8	新冠肺炎金融支 持特别操作； 克服新冠，开拓 新时代 财政政策	消费： 放开后零售指数波动持平，未恢复至疫情前水平，消费者信心指数持续快速下行； 消费未出现明显提升。 生产： 工业生产指数放开6个月后才小幅回升，但仍未回到疫情前水平，制造业PMI延续缓慢下行态势。 就业： 失业率结束上行态势，波动下行，但尚未回到疫情前水平；劳动参与率处于较高水平。	1、日本老年人疫苗接种率较高，且核酸检测率较低，整体确诊率较低。 2、由于全民疫苗接种率不高、人口老龄化程度高，日本疫情防控放开程度较为保守，放开后出现了几轮反弹。 3、从修复节奏上看，日本放开后生产好于消费，就业恢复较慢，劳动参与率较高。
韩国	2021年11月初步放 开； 2022年4月全面放开	完全接种率86.27% 加强针接种率 65.06%	43.7	提高消费特别扣 税限额、电车和 氢混电车的消费 者进行补贴、消 费券、为小工商 业者提供低息贷 款。	消费： 两轮放开消费都立即出现反弹，但很快再度回落，整体呈现下行态势，且每次疫情反弹都会导致消费大幅下降。 生产： 放开后工业生产出现反弹，一度超过疫情前水平，但现已有明显回落，已降至疫情前水平。 就业： 每轮放开都推动失业率波动下行，但确诊反弹后失业率会再度上行，当前失业率处于极低水平。	1、韩国人口密度高、老龄化程度高、积极检测，每次放开都会出现反弹；但疫苗接种率较高，虽然感染人数较多，致死率低。 2、由于韩国出色的防疫政策和精准的财政策，韩国消费在2020年受疫情的影响较小，2020年韩国不变价GDP也同比下跌0.85%。 3、从修复节奏上看，韩国放开后生产好于消费，就业明显改善。
新加坡	2021年8月初步放 开； 2022年4月全面放开	全民全程接种：92% 全民加强针接种： 80% 70-79岁和80岁以 上 全程接种率：95%	42.2	各类补贴、邻里 购物券、旅游消 费券、低收入群 体抗疫补贴。	消费： 两轮放开后零售和餐饮均迅速反弹，期间有一定扰动，整体稳健上行；2022年下半年零售和餐饮服务指数基本恢复至疫情前水准。 生产： 生产温和修复，制造业PMI长期高于50，但整体缓慢下降；工业生产指数稳健波动上涨，已超越疫情前水平。 就业： 放开后失业率持续下降，职位空缺率较高，整体就业优于疫情前。	1、新加坡疫苗接种率较高，致死率较低，放开后对经济影响较小。 2、新加坡工业生产在放开之前就迅速修复，并长期保持较高景气度，今年有所回落。 3、从修复节奏上看，新加坡生产和就业先于消费；消费增速较为稳健。
中国香港	2022年4月大规模放 开； 2022年10月全面放 开	全民全程接种率： 94.4% 全民加强针接种 率：81.9% 80岁以上全程接 种 率：69.35%。	44.8	多轮消费券、失 业补贴、工资补 贴	消费： 两轮放开后消费均迅速反弹，整体波动上行，已恢复至疫情前正常水平。 生产： 放开后生产迅速修复，生产指数大幅上升，已基本恢复至疫情前水平，但季节波动性较大。 就业： 开放后失业率稳定下降，已接近疫情前水平。	1、香港人口密度高、老龄化程度高，首次放开会出现较大反弹；但疫苗接种率较高，每一波新增确诊都呈现迅速增加又迅速减少的趋势。 2、由于人口众多，香港防疫政策相对保守，开放较晚，防疫限制尚未完全解除。 3、从节奏上看，香港消费、生产修复快于就业，就业回归常态所需的时间更长。

资料来源：新华网、新浪财经、韩国中央日报，华鑫证券研究

从放开后的疫情形势来看，一般一轮疫情发展周期大概为 3-4 个月。中国目前老龄化程度偏高（人口年龄中位数 38.8）、老年人口疫苗全程接种率偏低、人口密度高都是防疫政策优化后的新挑战。2022 年年末第一波传播高峰叠加节日假期，人口流动加速，预计最快 2023 年一季度才能逐渐平稳，甚至不排除疫情快速传播到二季度才能好转的可能。

对于经济修复来看，生产、就业能有一波修复，消费短期反弹可期，但更长期的修复仍取决于疫情形势和政策提振，这就对后续的政策提出了更高的要求。

图表 38：从亚洲部分经济体来看，一轮疫情传播周期大概为 3-4 个月



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

2.2.3、出口弱：外需超预期回落，2023 年出口增速在-5%左右

2022 年 8 月以来我们就提示出口会快速走弱，欧盟能源危机叠加美联储连续超鹰派加息使得出口超预期回落，预计国内美金计价 2022 年出口增速在 6%-7%。

2023 年出口快下缓上，预计拐点在二季度附近。从消费品出口的角度来看，当前海外需求收缩仍未结束，还需等待经济下行压力缓解。从生产端来看，当前全球制造业的景气度同处在下行周期，对于中间品出口的压制仍未结束：美国 ISM 制造业 PMI 在 11 月进入到收缩区间，欧盟制造业 PMI 则已经连续 5 个月处于荣枯线之下，东盟 11 月制造业 PMI 虽然仍处在景气区间录得 50.7%，但也已经连续 3 个月下行。因此预计 2023 年中国出口整体会在需求下行生产低迷的影响下再度走低，但是伴随着衰退压力的缓和和货币条件的改善，需求和生产将在 2023 年后半程回温，进而带动出口数据的回稳。但是考虑到高基数效应，下行压力会被放大而上行速度会被放缓，预计 2023 年出口会出现负增长，全年同比增速为 -5%。

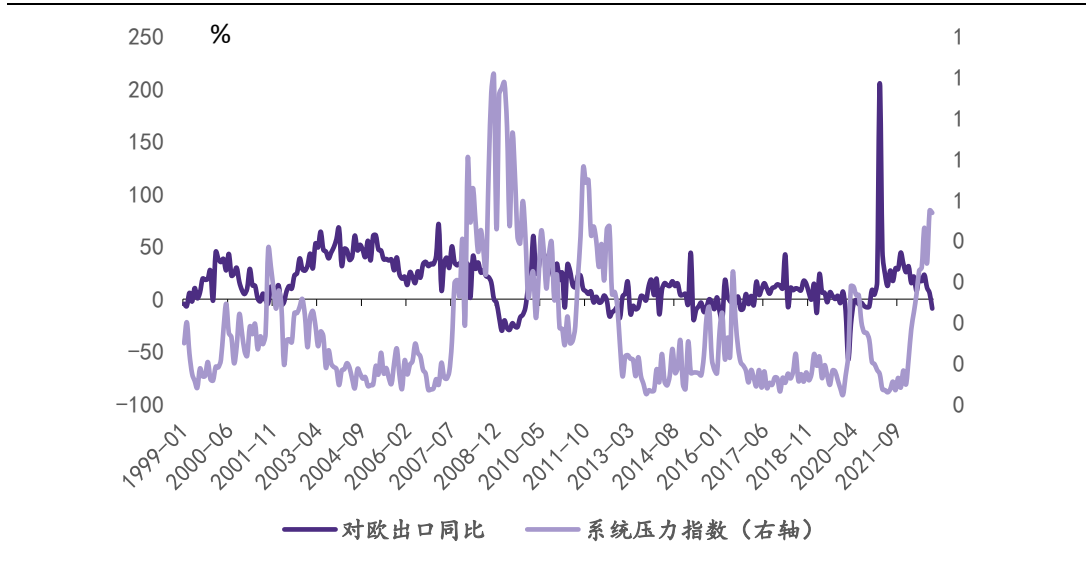
分主要贸易伙伴来看：

对美国出口拐点预计在年中，全年同比-10%。主要有两种测算方法：一是通过中间品和消费品出口增速的拟合；另一个则是通过历史数据的回顾来对整体增速来估算。从数据拟合的角度来说，根据 IMF2023 年经济和美国外贸数据的预测，预计 2023 年对美国出口的

同比增速将较今年下行 13 个百分点，录得-10%左右。

对欧出口压力堪比欧债危机，预计 2023 年同比-12%。对欧盟的增速测算更多从历史角度回溯，当前欧盟面临的衰退的压力并不会像 2008 年那样严峻，从欧盟系统压力来判断衰退的深度，欧盟的系统压力指数的峰值远低于 2008 年时期，但远高于 2000 年互联网泡沫时期，衰退和系统的紧张程度更多的可能是与欧债危机时类似。从持续时间来看，当前欧盟系统压力已经出现见顶，但预计并不会出现快速的回落（欧央行加息和地缘政治风险），要到二季度才会出现系统压力的缓解，因此从持续时间和路径上来看 2023 年与欧债危机时期也十分相似。欧债危机时期对欧盟当月出口额增速最低达到了-17%，全年维持在-6%的同比增速，同比增速较去年下行 20 个百分点。当前对欧出口年化增速预计在 8%左右，对应到明年全年对欧盟出口增速在-12%左右。

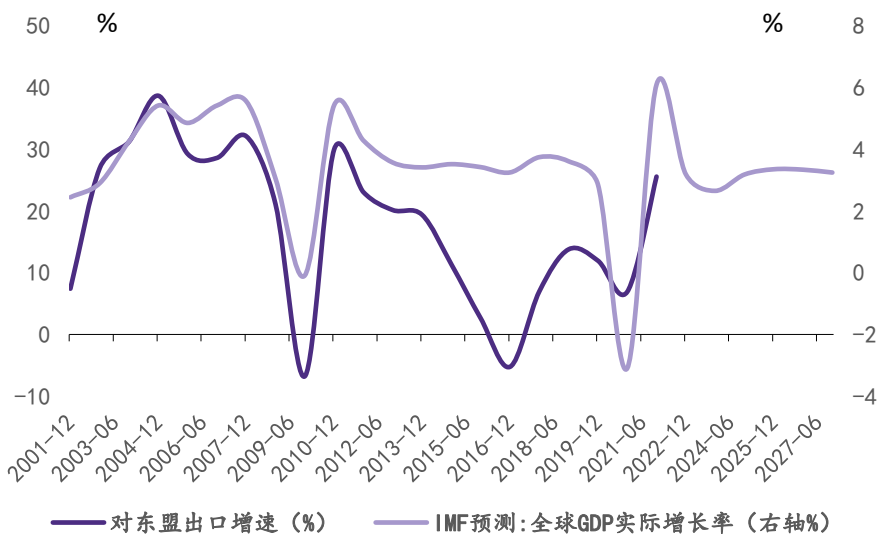
图表 39：当前系统压力走势与欧债危机时期类似



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

对东盟出口将加速下行，但仍有支撑，预计 2023 年同比 11%。东盟的出口增速和全球经济活力有较高的相关度，2016 年-2018 年之所以出现了经济和对东盟出口的背离，主要是受到了中美贸易战的事件冲击。IMF 预测明年全球经济增速将下行至 2.66%，预计今年整体对东盟增速预计维持在 16%左右，以此推断东盟出口预计全年同比维持在 11%的同比增速，韧性仍强。

图表 40: 东盟出口与世界经济有比较好的拟合

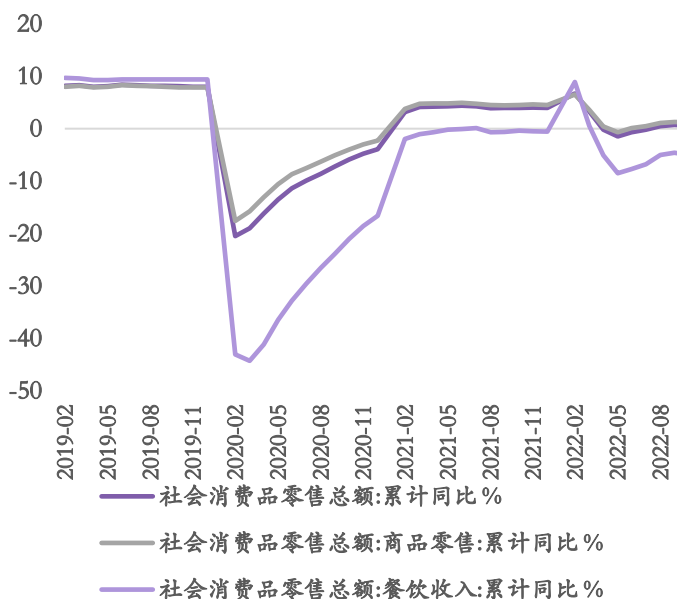


资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

2.2.4、促消费：放在优先位置，短期阵痛后修复可期

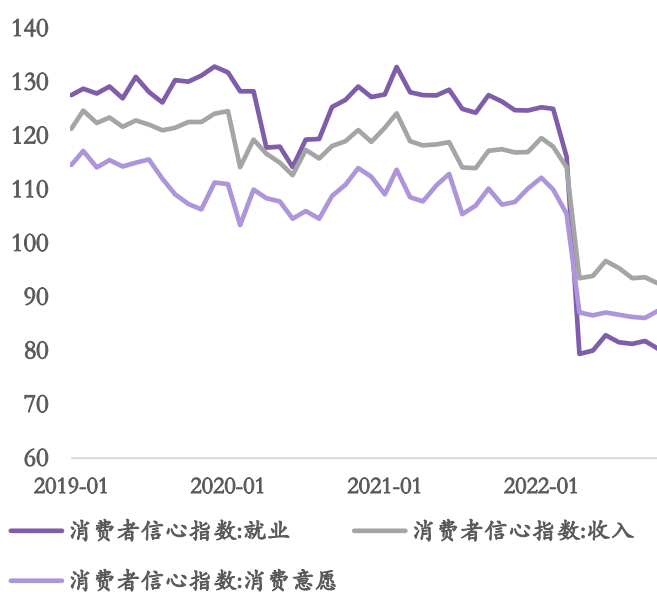
2022 年居民消费较上年减少 2 万亿元，约为 2% 的 GDP 增速，消费是今年经济增长不及预期的主要拖累。消费走势和疫情形势密切相关，4 月起一度跌至负增长，8 月起略有修复，增速转正；但好景不长，9 月再度回落，10 月由于疫情爆发，出现负增长，11 月降幅继续扩大。消费者信心同步降至历史低位，就业、收入、消费意愿等消费者信心指数年初断崖式下跌后，之后震荡下行。

图表 41: 2022 社零消费增速一度转负



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

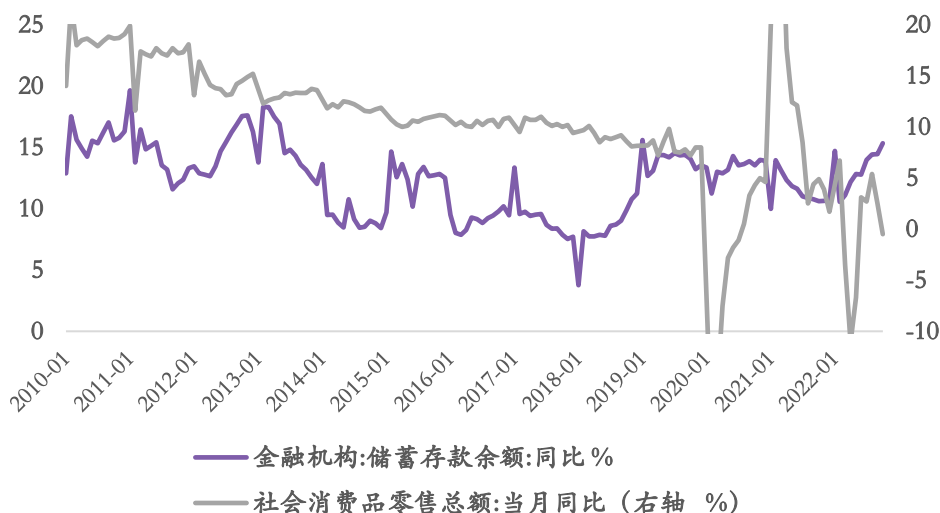
图表 42: 2022 年消费者信心指数跌到历史低位



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

与此相对的是，出于对未来不确定性的担忧，当前居民预防性储蓄高增，截至 10 月储蓄余额同比达 15.33%，是 2014 年以来的最高水平，消费与储蓄出现了严重的背离。部分预防性储蓄转化会成为 2023 年消费的一大支撑。

图表 43：目前储蓄余额同比增速达到 2014 年以来的最高水平



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

参考境外疫情放开后的消费修复规律，虽然放开初期疫情反弹会再次对消费修复形成扰动，但峰值过后消费都有快速修复，新加坡、日本、韩国放开 3 个月后基本就恢复到了 2019 年同期水平；美国受益于多轮强力财政刺激，越南则因为人口结构年轻化恢复迅速，均在放开后 3 个月内较 2019 年水平回升了 15% 以上。

图表 44：各国及地区放开 3-6 个月后消费均有所修复

	新加坡	中国香港	美国	日本	韩国	越南
3 个月	100.0%	73.7%	121.3%	104.9%	106.7%	115.2%
6 个月	100.8%	81.6%	121.7%	104.4%	106.9%	115.3%

资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

虽然国内防疫优化后新增感染骤增，正在经历阵痛期，势必会再度对消费修复造成较大的扰动，预计持续时间一季度左右。之后随着疫情扰动退潮，提振内需战略加速落地，稳定消费场景、提升消费意愿、提高消费能力等多管齐下，政策提振叠加疫后修复，2023 年消费修复可期，节奏上前低后高，预计全年增速 5% 左右，很难快速恢复到疫情前的水平。

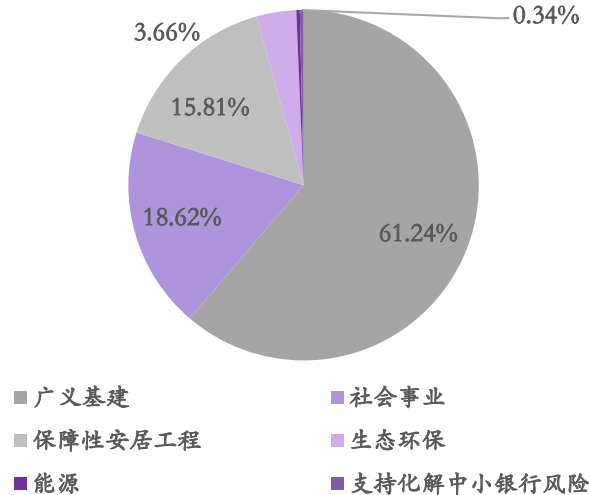
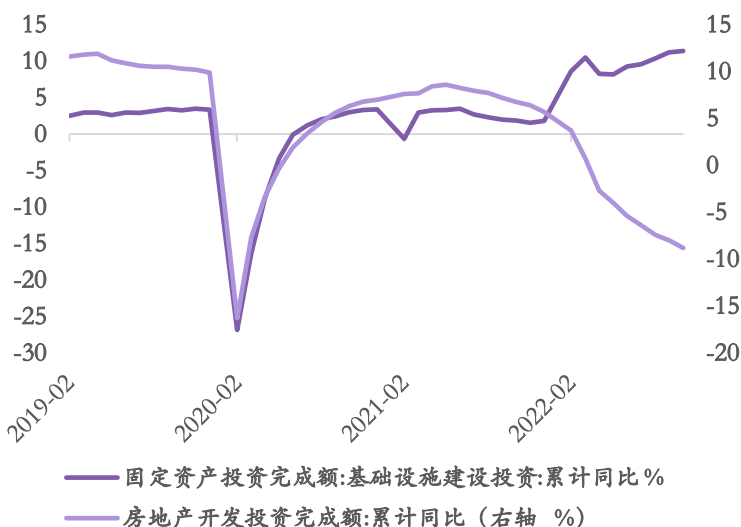
2.2.5、扩基建：政策资金齐发力，但增速或小幅回落

基建是 2022 年经济难得的亮点，也是主要托底项，前 11 月广义和狭义基建投资累计同比增速分别为 11.65% 和 8.9%，均保持高速增长，主要得益于政策加码、资金发力和项目提速。政策方面，从 2021 年底明确“适度超前进行基础设施建设”后，基建政策支持力度

逐步加码；资金方面，上年结存财政资金和专项债支撑了基建快速扩张，而且专项债在 8 月落地后，两批政策性开发性工具接棒，共 7399 亿资金继续托底基建资金端，根据我们此前测算，撬动杠杆或可达 10 倍，对应基建投资的总规模或可超 7 万亿，按照 3 年的建筑工期来看，大约是全年投资规模 10% 左右的水平。项目方面，十四五规划的重大工程加速落地，重大水利工程开工数量、投资规模均创历史纪录。

图表 45: 2022 年基建高增速对冲地产下行压力

图表 46: 专项债超 60% 资金投往广义基建



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

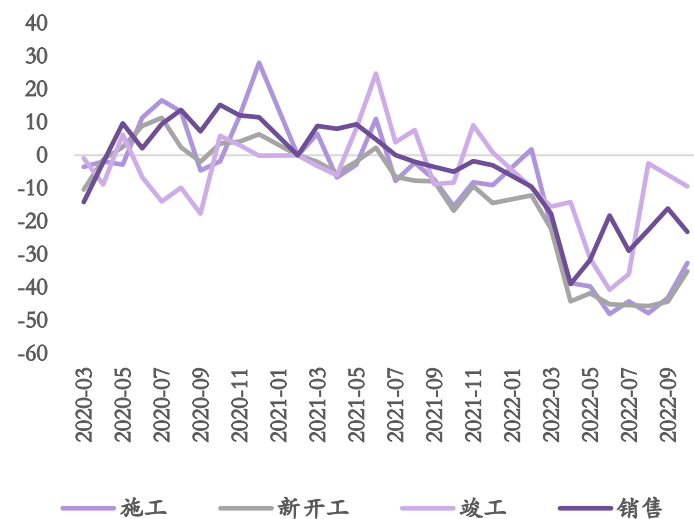
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

2023 年基建作为对冲经济下行压力的重要手段，仍将是政策发力的重点方向，基建政策端提振将继续加码。积极财政和政策性开发性金融工具会继续发力，对基建的资金支持还在。2022 年下半年已开工的重大项目，在疫情扰动下大多进度受阻，2023 年随着疫情形势好转，以重大项目为主导的传统基建有望加速形成实物工作量。而且数字新基建和医疗新基建为代表的新基建进度会超预期，2023 年基建值得期待，但鉴于 2022 年的高基数效应，增速或有小幅回落，预计在 8% 左右。

2.2.6、稳地产：探底临近尾声，企稳修复在即

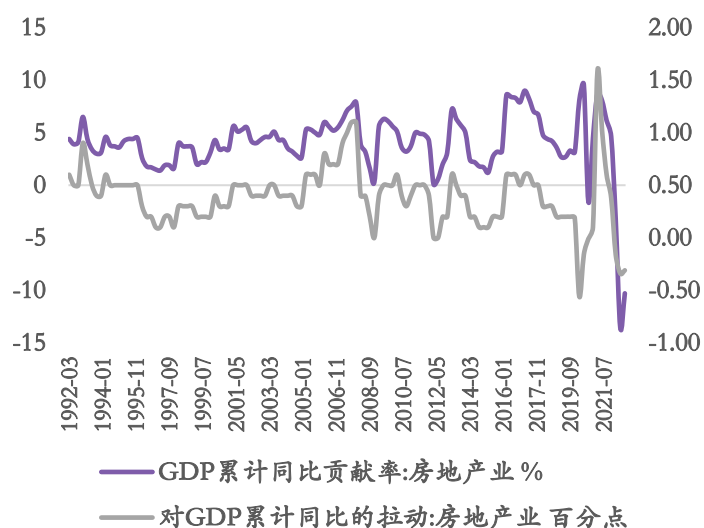
2022 年房地产投资较为低迷，由于疫情反复叠加信用风险频发，导致地产链全面下行，新开工、竣工一度接近腰斩，成为今年经济的最大拖累项。所幸 9 月末以来，地产政策边际缓和，特别是供给端政策不断加码，三箭齐发，应出尽出，保交楼也在加速推进中，市场情绪略有修复但探底还在继续。

图表 47：2022 地产产业链较为低迷，产业链分化明显



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 48：2022 年房地产是最大的经济拖累项



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

对于 2023 年的房地产，近期高层定调十分明确，主要是表现在三个方面：

一是强调地产支柱产业地位，支持住房改善。地产供给端政策落地后，需求端政策同样值得期待。在促内需的大背景下，刚需和改善住房消费是很重要的一环，也是经济企稳的重要前提。所以未来地产需求端调控政策还有松动的空间，比如市场呼声较高的存量房贷利率优惠、新增房贷利率下调、改善性购房门槛降低等，特别是核心城市和新一线城市的政策动向值得关注。

二是“三保”突显稳地产决心，助力地产平稳着陆。保交楼、保民生、保稳定“三保”紧迫性提升，表明保交楼仍是稳定需求侧信心的基础，是保民生的重要举措，更是房地产市场稳定的前提。对优质头部房企较为呵护，满足合理融资需求，有效防范化解优质头部房企流动性风险，改善资产负债状况，助力地产软着陆。

三是“房住不炒”后置，长效机制建设提速。再提“房住不炒”，但位置明显后移，也是首次。表明当前房地产的当务之急是稳，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。所谓新发展模式，是通过激活房地产的市场功能（调控政策有条件放松），完善房地产的保障功能（多元化多渠道住房保障体系），限制房地产市场的金融功能（房住不炒，打击地产投资），“购买+租赁+保障”多轨并举，建立健全房地产长效机制。

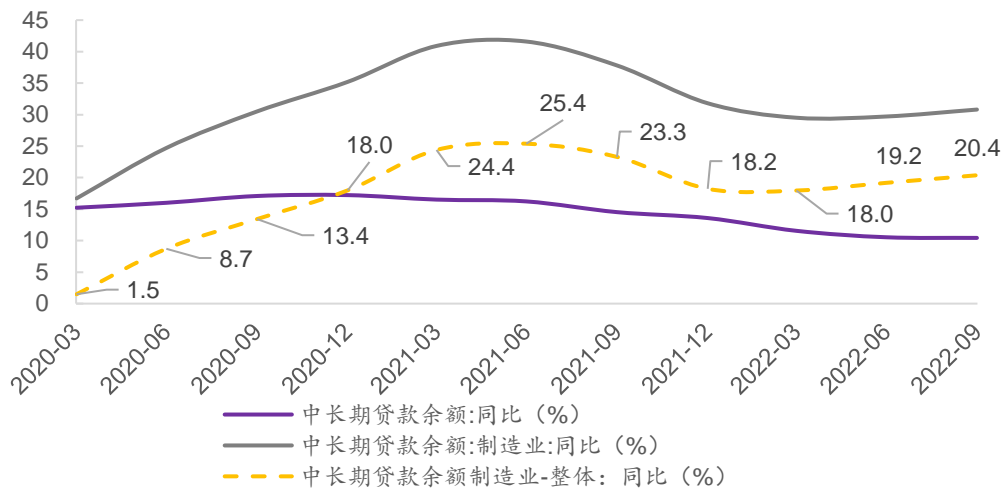
2023 年地产有望完成探底，迎来企稳弱修复。最新数据显示，前 11 个月商品房销售面积降幅为 23.3%，据此推算 2022 年全年商品房销售面积在 13.81 亿平方米左右。2023 年一季度要经历放开阵痛期，参考其他地区的放开历程，疫情反弹对消费者信心有负面影响，对地产销售的压制依旧存在，二季度随着疫情形势好转和稳地产政策落地，销售探底接近尾声，降幅收窄。下半年随着就业、经济修复，保交楼成效进一步显现，居民潜在住房需求有望逐步释放，叠加供需端政策同步发力，地产销售有望企稳修复。预计全年地产销售较今年会有明显收窄，增速在-2%-0%区间。前 11 个月房地产开发投资完成额累计同比增长为-9.8%，2022 年全年增速在-10%左右的水平，2023 年竣工会有明显提速，但由于

2022 年拿地较为谨慎，明年新开工不会太快。综合来看，2023 年地产投资在低基数上会有所回升，但增速不会太高，预计在-4%左右。

2.2.7、扩制造：设备更新继续提速，政策托底对冲下行压力

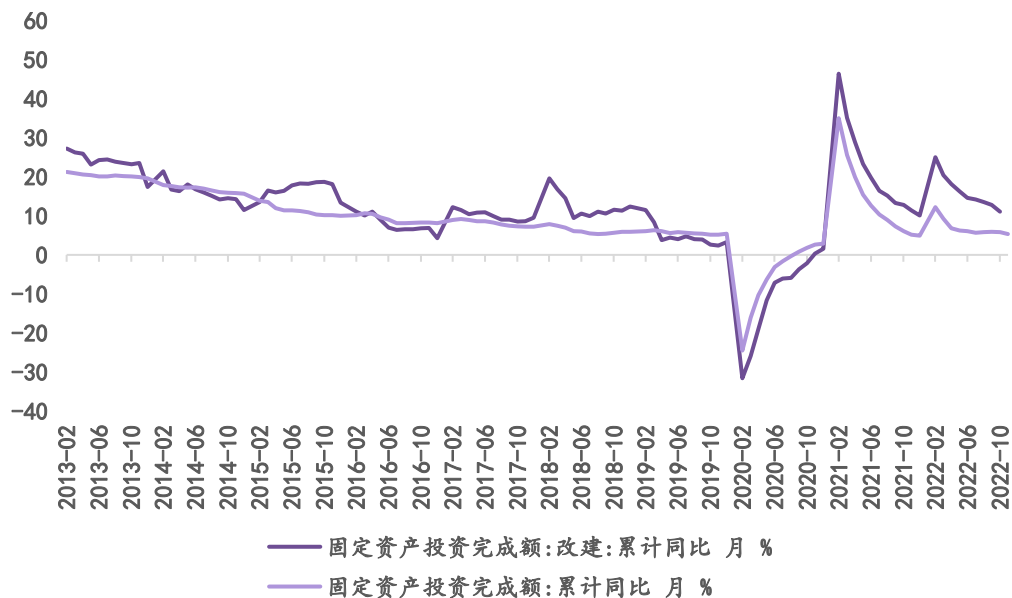
2022 年由于出口高增速和政策端发力，前 11 个月制造业投资累计增速维持在 9.3% 的高增速。虽然 8 月以来出口增速有明显的回落，但上半年表现较为突出，前 11 个月出口累计增速高达 11.9%，出口订单火爆，为制造业提供支撑。中央和地方政策同步发力，成为制造业投资扩张的重要驱动力。中央层面，财政货币政策协同发力，缓缴制造业中小微企业所得税、对设备更新改造等特定领域贴息、设立专项再贷款等，反映在制造业中长期贷款上截至 9 月同比增速高达 30.8%，相较中长期贷款整体增速差进一步扩大至 20.4%，助力制造业数字化转型、加快设备更新改造。地方政府也在积极落实推进技改及制造业数字化，对应制造业贷款增速明显回升，新一轮设备更新周期已经开启。

图表 49：制造业中长期贷款与中长期贷款余额增速差显著扩大



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

图表 50：新一轮设备更新周期已经开启



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

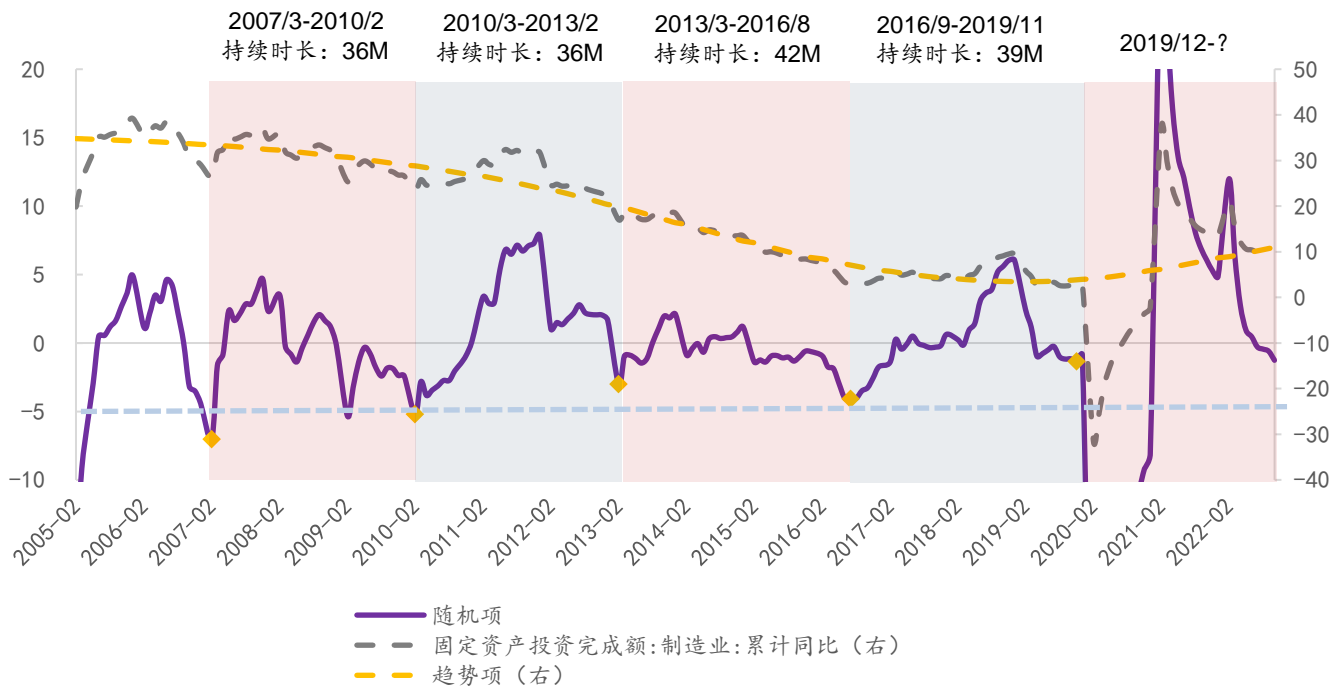
图表 51：2022 年下半年以来中央和地方层面出台多项支持制造业的措施

时间	部门	文件/会议	主要内容
2022/12/2	国家发改委 商务部	《鼓励外商投资产业目录》	一是 持续鼓励外资投向制造业 ；二是持续引导外资投向生产性服务业；三是持续优化利用外资区域布局。
2022/11/22	国务院	国务院常务会议	加快设备更新改造落地 。在已基本完成项目贷款签约基础上，要把工作重点转向专项再贷款发放和财政贴息拨付，督促用款单位加快设备购置和改造。
2022/11/21	工业和信息化部 发展改革委、国资委	《关于巩固回升向好趋势加力振作工业经济的通知》	巩固工业经济回升向好趋势，深入推动产业基础高级化、产业链现代化，促进重点产业高端化智能化绿色化发展。
2022/10/15	国务院办公厅	国务院办公厅关于印发第十次全国深化“放管服”改革电视电话会议重点任务分工方案的通知	抓紧研究支持制造业企业等设备更新改造的政策 ，金融机构对此要增加中长期贷款投放。
2022/9/28	中国人民银行	《设立设备更新改造专项再贷款》	人民银行设立设备更新改造专项再贷款，专项支持金融机构以不高于3.2%的利率向制造业等设备更新改造提供贷款。 设备更新改造专项再贷款额度为2000亿元以上，利率1.75%。
2022/9/14	国务院	国务院常务会议	对制造业中小微企业、个体工商户前期缓缴的所得税等“五税两费”。
2022/9/7	国务院	国务院常务会议	设备更新贷款政策支持制造业等特定领域，中央财政贴息2.5个百分点。
2022/7/4	中国银保监会	《中国银保监会办公厅关于进一步推动金融服务制造业高质量发展的通知》	确保高质量完成《政府工作报告》“增加制造业中长期贷款”目标任务。 国有大型银行要优化经济资本分配，向制造业企业倾斜，推动制造业中长期贷款继续保持较快增长。政策性银行要结合职能定位，更好发挥政策性金融对制造业的支持作用。
2022/12/8	云南省工业和信息化厅	《云南省激励工业企业技术改造若干措施》	支持优势行业领域企业实施产品升级换代、附加值提高、产品质量提升改造项目，对相应项目给予补助。
2022/11/23	福建省工信厅	《关于推进工业数字化转型的九条措施》	支持工业互联网平台赋能、壮大软件服务商、引培数字技术人才等，给予30-200万元补贴不等。
2022/10/24	山东省人民政府办公厅	《山东省制造业数字化转型行动方案》	信息化和工业化融合发展指数达到125，加快“新基建”，开通5G基站25万个等 ；催生“新动能”，每年建设30个以上以数据要素流通应用等；培育“新优势”，建设工业数据空间等；促进“新融合”，区域协同发展布局逐步形成。
2022/10/10	中共宁波市委办公厅、 宁波市人民政府办公厅	《宁波打造全球智造创新之都行动纲要（2022-2026年）》	到2026年，全市制造业在高端跨越、智能升级、创新发展、动能转换等方面取得明显成效，工业增加值、数字经济增加值、数字经济核心产业营业收入均突破1万亿元。
2022/10/8	上海市数字化办	《上海市制造业数字化转型实施方案》	到2025年，上海市规模以上制造业企业数字化诊断全覆盖， 数字化转型比例不低于80% 。
2022/8/8	安徽省经济和信息化厅	《推进制造业数字化模式创新行动方案（2022—2025年）》	深化新一代信息技术与制造业深度融合 ，以产业链、供应链、价值链融合为核心，以工业互联网创新发展为抓手，积极推广科技、数字、产业链赋能创新模式，助力制造业高质量发展迈上新台阶。具体包括数字化管理、平台化设计、智能化制造、网络化协同、个性化定制、服务化延伸等举措。

资料来源：政府官网，华鑫证券研究

从制造业投资维度看，如果用 HP 滤波方式将制造业投资累计同比增速拆分为趋势项与随机项，可以发现随机项在历年基本呈 36M-42M 的周期性波动，且底部区域往往在-5%左右，本轮周期从 2019 年 12 月开始，至今已持续 36 个月，且随机项再次行进至-5%的底部区域，因此我们判断本轮制造业底将出现在 2022Q4-2023Q1，预计 2023 年制造业投资将触底回升。

图表 52：制造业投资即将触底回升



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

展望 2023 年，外需回落叠加工业企业磨底，制造业有下行压力。但政策面会继续发力对冲。二十大报告中提出，要坚持把发展经济的着力点放在实体经济上；12 月政治局会议中再次强调要提升产业链供应链韧性、科技自立自强。从稳经济大盘角度来看，加大设备更新改造力度对冲出口下行压力稳经济大盘；还是从产业链安全来看，培育新型战略产业补全高端制造短板保障产业链供应链安全。制造业都是 2023 年政策发力的重点领域，存量和新增支持政策会继续发力，对冲制造业下行压力。综合来看，2023 年制造业投资韧性犹存，但考虑到基数效应和外需影响，制造业增速会有小幅回落，预计在 6%左右。

2.3、通胀：温和可控，CPI 和 PPI 走势背离

2022 年受疫情影响，国内需求较为低迷，CPI 运行较为平稳，前 11 月同比上行 2%，基本符合预期。PPI 震荡下行，上半年受俄乌冲突影响较高，海外定价的大宗商品价格保持高位，导致 PPI 下行较为缓慢，低于预期。下半年则由俄乌冲突常态化、海外经济增速放缓、国内经济再度探底，PPI 降幅明显扩大，并在四季度开始小幅负增长，前 11 月 PPI 同比上行 4.6%。

2.3.1、CPI：前高后低，预计全年增速在 2%左右

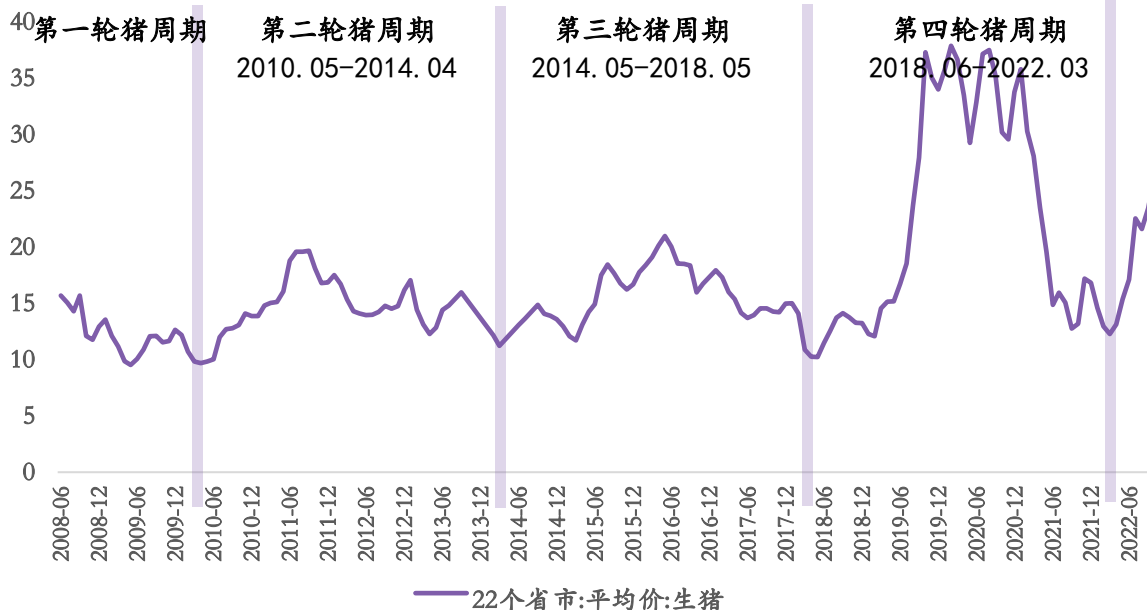
2023 年 CPI 重点关注食品项（猪价）和能源项（油价），预计前高后低，温和运行，

和 2022 年水平相当。上半年重点关注食品项，特别是春节效应叠加货运等因素影响，CPI 可能会有阶段性破 3%，但持续性时间不长，猪价上行动能不足。下半年重点关注油价，鉴于内外经济周期背离，原油供需紧平衡，油价震荡运行。届时 CPI 会再度回落，大部分时间 CPI 增速在 2% 以下。

食品项：本轮猪周期温和上行，淡季不淡，旺季不旺

2006 年以来，我国已经历了四轮猪周期，每轮历时 4 年左右，猪周期猪价上涨阶段通常持续 1 年半左右，下行时间 2 年半左右。本轮猪周期从 2022 年 3 月开始，猪肉价格持续上涨，截至目前已有 10 个月，还在上行通道中。但考虑到本轮猪周期产能去化并不彻底，对应猪价上行压力相对可控。

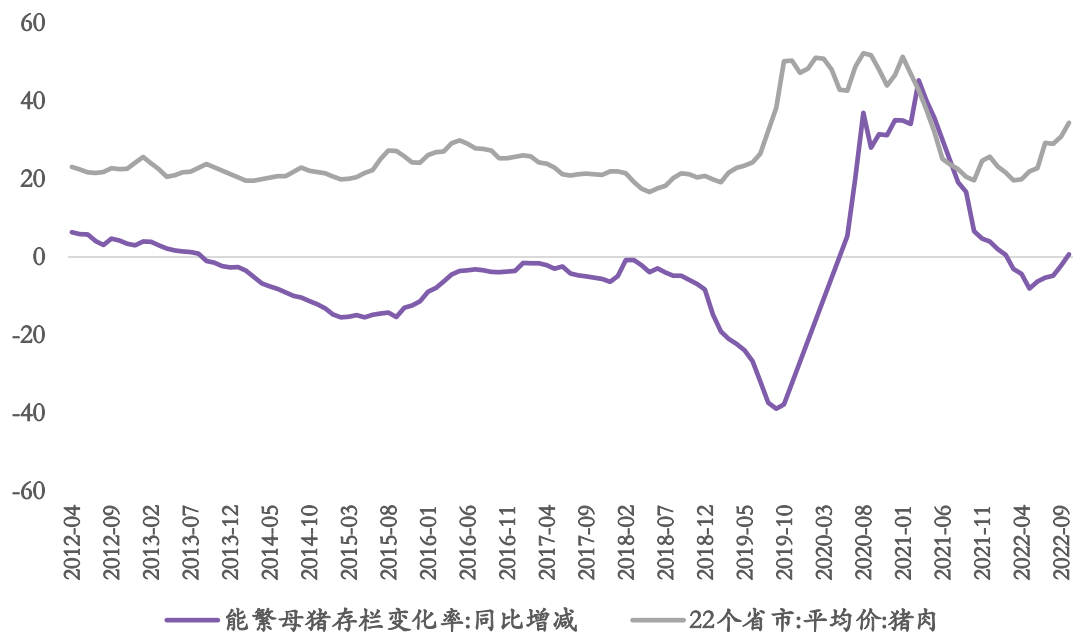
图表 53：猪周期复盘：当前正处于猪价上行周期



资料来源：政府官网，华鑫证券研究

从供应端来看，能繁母猪同比拐点领先猪价变化约 1 年，从 2021 年末至 2022 年上半年的能繁母猪加速去化，导致 2023 年上半年猪肉供应相对紧张；但 2022 年 5 月以来能繁母猪开始补库，产能回补，猪价上行压力有所缓解，预计最迟 2023 年中猪价将会迎来下降趋势。

图表 54：2022 年 5 月以来能繁母猪开始补库



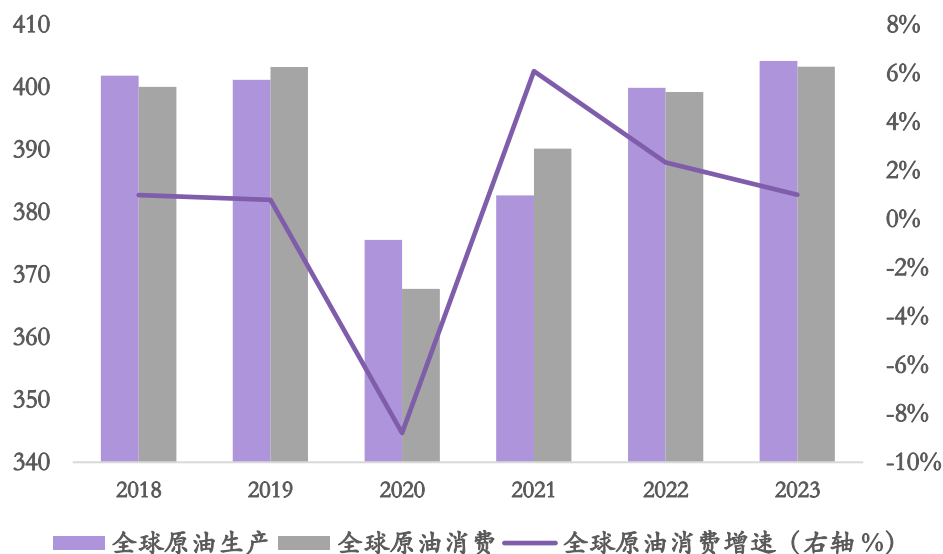
资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

预计 2023 年上半年疫后复苏叠加年初节日效应，猪肉需求上行，而供给还有缺口，供需两端催化，预计猪肉价格上半年仍将处于相对高位。下半年需求收缩，供给增加叠加基数效应，猪肉价格将开始回落，对 CPI 影响总体可控。

能源项：供需延续紧平衡，油价横盘震荡

从需求端看，2023 年原油消费增速放缓。虽然中国防疫政策优化后经济修复可期，对应原油消费需求会增加。但全球范围来看，海外经济增速放缓、新冠疫情冲击、强势美元等因素均会对石油消费形成压制。EIA 将 2023 年全球原油需求增速预期下调 16 万桶/日至 100 万桶/日，消费增速从 2022 年的 2.33% 下调至 2023 年的 1.01%。

图表 55: EIA 下调 2023 年原油消费增速

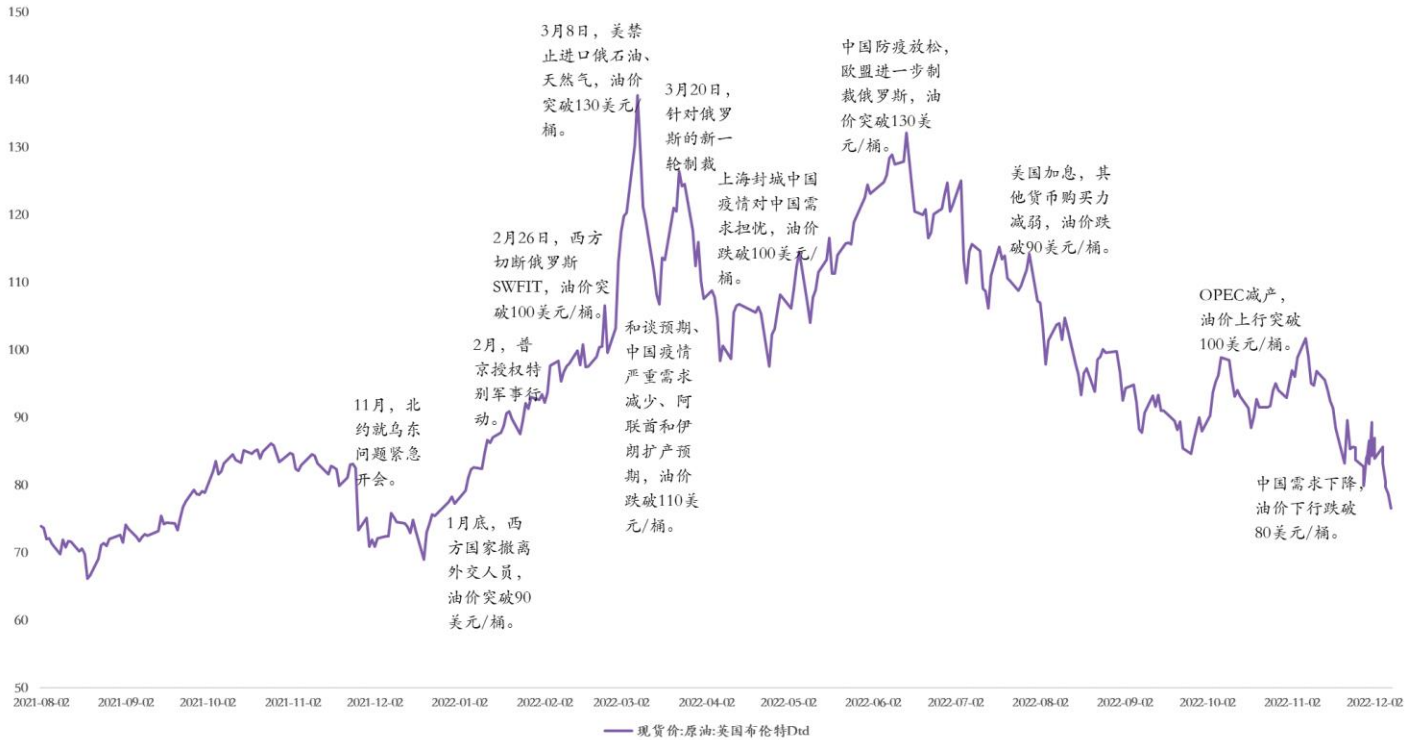


资料来源: EIA, 华鑫证券研究

从供给端看，2023 年原油供应约束因素依旧存在。OPEC 计划将原油减产计划持续至 2023 年底、全球原油储备库存低位，俄乌冲突悬而未决、欧盟对俄原油制裁等都会对供给端造成较大的影响。2022 年原油价格就屡次受到俄乌冲突及西方制裁的影响，一度冲至 130 以上的高位，当前来看，冲击最大的阶段已经过去，但 2023 年原油供给的扰动因素依旧存在。

综合分析，2023 年原油供需大概率延续紧平衡状态，鉴于海外经济衰退对原油需求的压制，叠加俄乌冲突常态化，对原油供给扰动趋弱，2023 年原油价格上行空间有限，预计布油中枢在 90 美元附近。

图表 56: 2022 年黑天鹅事件频发, 原油价格大幅波动



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

2.3.2、PPI：前低后高，预计增速在 0 值附近

PPI 走势与大宗商品价格密切相关，考虑国内外经济周期错位（海外衰退、国内弱复苏），对大宗商品价格影响不同，需要结合供需格局、定价机制综合判断，重点分析国外主导定价的原油、内外共同定价的铜、国内主导定价的螺纹钢和动力煤。

国外主导定价的原油：预计布油在 90 美元附近震荡，较为平稳。

国内外共同定价的铜：全球铜库存处在较低水平且开发成本上移对铜价形成一定的支撑。铜价走势取决于海外衰退和国内复苏的角力，鉴于海外是浅衰退、国内是弱复苏，铜价前低后高，小幅上涨。

国内主导定价的螺纹钢：取决于国内稳增长力度，螺纹钢价格会有阶段性上涨。

综上所述，2023 年 PPI 前低后高，上半年由于海外经济增速放缓，国内经济还在磨底过程中，对应大宗商品价格没有太多的上行压力，PPI 在高基数下延续探底，继续负增长。下半年海外加息接近尾声，国内经济弱复苏开启，对应国内外共同定价的铜和国内主导定价的螺纹钢有一定的上行动能，国外主导定价的原油价格延续震荡，预计 PPI 企稳小幅回升，向 0 值回归。总体来看，2023 年 PPI 中枢低于 2022 年，但较 2022Q4 会有边际回升。

2.4、流动性：中性偏松，市场利率中枢小幅抬升

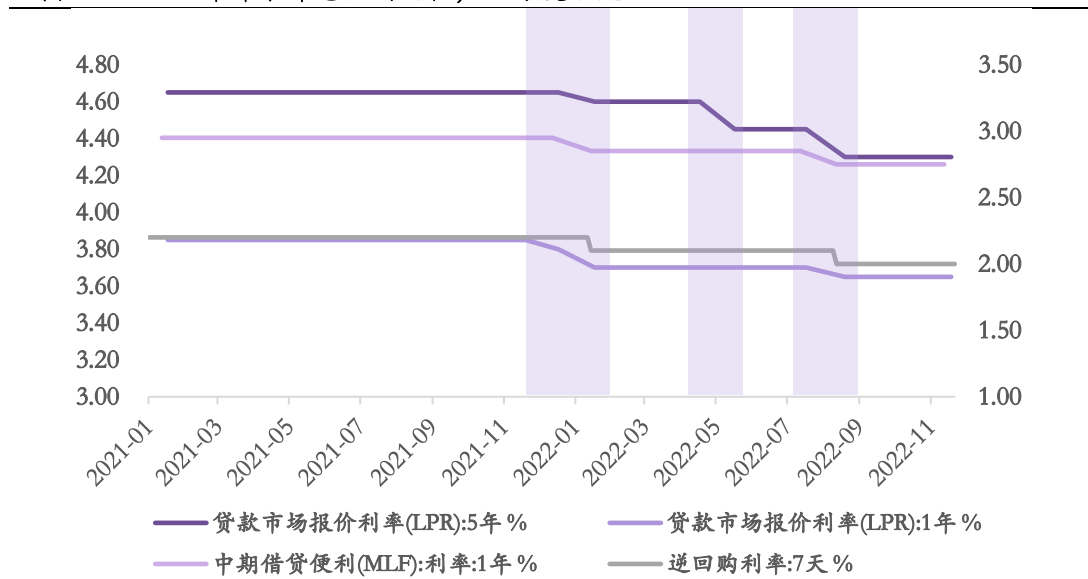
2022 年利率逻辑较为清晰，主线是货币政策“以我为主”，为对冲经济下行压力，宽货币和宽信用齐发力，总量政策较为积极，三次降息两次降准，结构性工具同步跟进，频次和力度明显加大，对应市场利率震荡下行，实体融资成本随之下行，直到 11 月疫情和地产政策变化，经济预期快速修复，引发债市恐慌，利率快速上行。

但从年底的政治局会议和中央经济工作会议对货币政策的定调来看，总量宽松还有空间，结构性宽信用重点发力，预计 2023 年流动性中性偏松，市场利率低位波动，或有小幅抬升，取决于经济修复力度。

2.4.1、总量结构双管齐下，2023 年流动性中性偏松

2023 年货币政策精准发力，特别是上半年降准降息值得期待，但央行明确对通胀和资金空转的担忧，“大水漫灌”不太现实，预计总量政策力度会小于 2022 年。结构性政策工作成为主要发力点，发挥精准滴灌的作用、防止资金空转，调动融资需求，更好服务实体，助力稳地产、促投资。

图表 57：2023 年降准降息空间还在，但力度不大



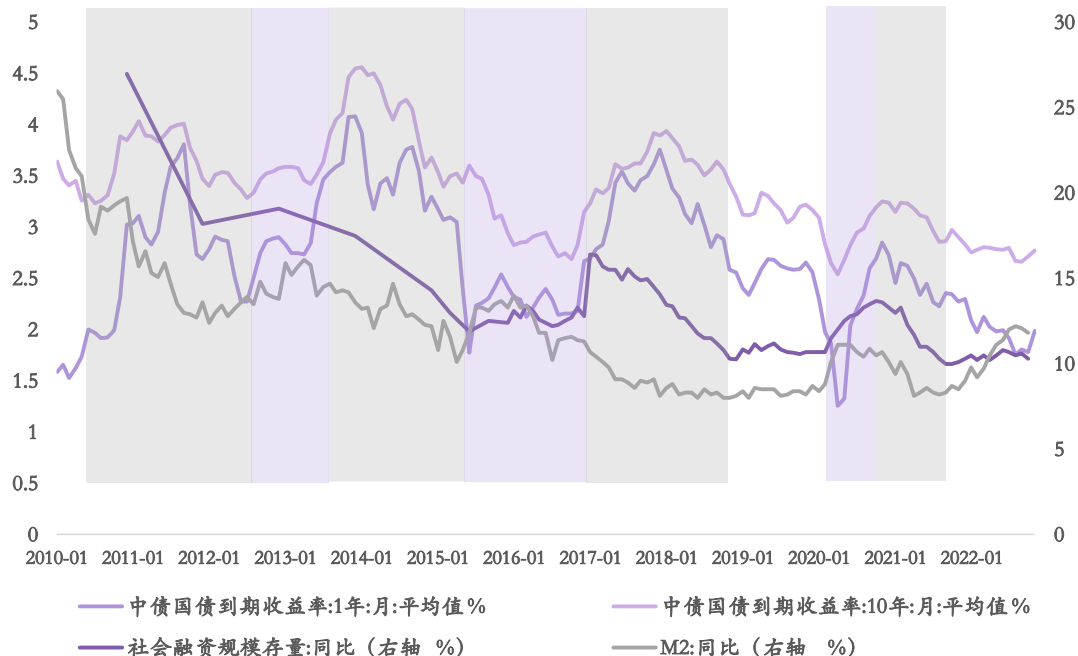
资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

2.4.2、从宽货币到宽信用，市场利率中枢将小幅抬升

2022 年宽货币与宽信用并举，但由于信用并不畅通，重心还在宽货币。但 2023 年会有明显的不同：随着疫后经济修复，会逐步实现从宽货币到宽信用的转换。在此过程中，宽

货币逐步退出，经济企稳修复，利率多空交织，以低位震荡为主。由于经济仅是弱复苏，宽货币也不会过早退出，利率大幅上行的可能性较低，大概率是中枢小幅上行，节奏上是前低后高。

图表 58：宽信用阶段多空交织，利率中枢或有小幅抬升



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

3、A 股策略：从 W 型底到修复市，去否极迎泰来

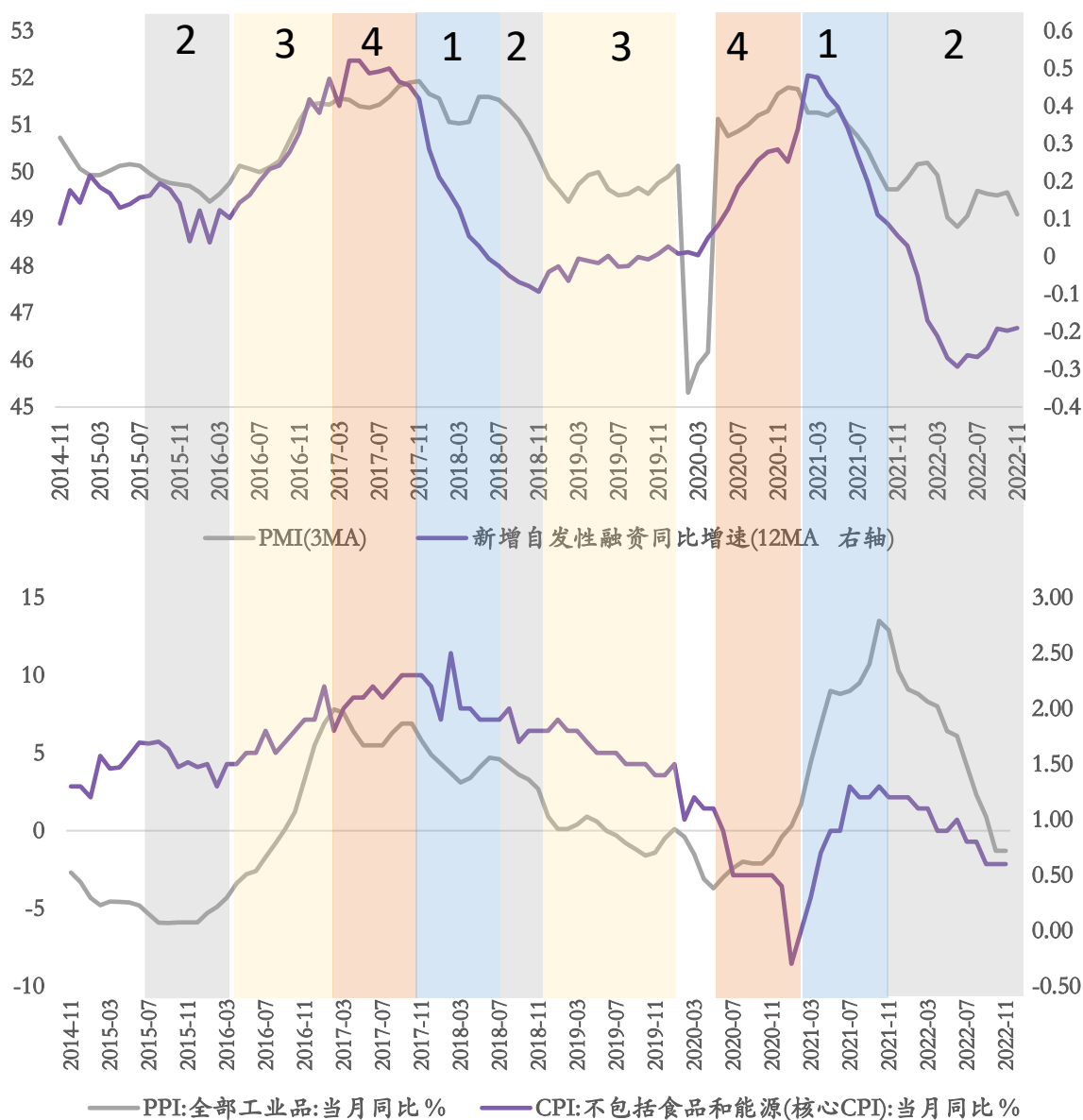
2022 年 A 股面临四重压制：海外激进加息和地缘政治风险；国内疫情反复和地产下行风险。4 月上海疫情拐点确认左侧底，11 月美国通胀拐点、中美元首会晤、国内防疫政策优化、地产供需发力，A 股压制因素均有缓和，夯实右侧底，A 股走出 W 型底。

2023 年海外扰动因素弱化、国内支撑强化，风险偏好边际修复；货币中性偏松，对估值抬升的助力还在；业绩触底回升，盈利驱动的正向拉动逐步显现，对应 2023 年 A 股修复市行情值得期待。

3.1、经济周期与资产轮动：再收敛，弱复苏，修复市

基于以上宏观五因子分析可以看出，海外浅衰退、政策偏积极、国内弱修复、通胀缓上行、流动性宽松，结合 PPI 和社融走势，2023 年经济周期逐步从衰退后期向复苏前期切换。海内外政策从背离到收敛，外部冲击趋于缓和，国内通胀温和可控，稳增长政策持续发力，结构性宽松可期，经济企稳回升。但复苏力度来看，弱复苏可能性更高，这是因为经济疫后修复还面临着疫情、地产、出口等多重压制，内生动能修复还需要时间。2023 年中国经济进入弱复苏周期，和 2019 年有不少相似和可比之处。

图表 59：2023 年经济重启弱复苏周期



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究（经济周期：1-滞胀、2-衰退、3-复苏、4-过热）

根据经济周期和资产轮动的逻辑来看：经济上东升西落，美欧衰退，中国复苏；资产

上否极泰来，美债回归，A股反转。具体来看，美债好于美股，配置性价比较高，美股杀估值后，还有杀业绩风险，最早会在下半年见底。而国内的资产配置顺序与此相反，股票好于债券，特别是在美联储加息节奏放缓、俄乌冲突边际缓和、国内防疫政策优化、地产政策力度加大四箭齐发下，A股W型反转已经确认，只是由于宽信用对估值抬升助益有限，且经济弱复苏，A股业绩虽然触底回升，也难有快速上行，业绩助推较为有限，所以2023年A股更多是震荡向上的修复市，而非一飞冲天的全面大牛市。

图表 60：经济周期与资产轮动规律

时间	大类资产	股市风格	经济周期	货币环境	标志事件
2015 年	股债双牛、一线地产牛	科技成长	衰退后期	强宽松	五次降准降息、PPP 兴起、股灾
2016 年	二线地产牛、商品牛	金融周期消费	复苏期	松转紧	供给侧改革（三去一降一补）、3% 财政赤字、政治局会议提出抑制资产泡沫、债灾、房地产第二次 930 新政
2017 年	三四线地产牛、现金牛	消费周期金融	过热+滞胀	强紧缩	房地产 3.17 新政、金融稳定发展委员会 金融稳定发展委员会
2018 年	债券牛、其他资产通杀	熊市	衰退期	弱宽松	四次降准
2019 年	股债双牛、地产熊	科技消费医药	衰退后期-复苏前期	强宽松	LPR 降息、降准
2020 年	股债双牛、地产回暖	科技消费医药	复苏期-过热期	强宽松后收紧	MLF、逆回购、降准 LPR 全线降息， 长端利率下行。5 月之后暂停降准降息
2021 年	商品牛	科技成长	过热+滞胀	弱宽松	2 次全面降准
2022 年	债券阶段牛、其他资产通杀	熊市	衰退期	宽松	3 次降息 2 次降准
2023 年	股好于债	科技消费	弱复苏	宽松	

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

3.2、DDM 模型拆解：三因子支持 A 股企稳修复

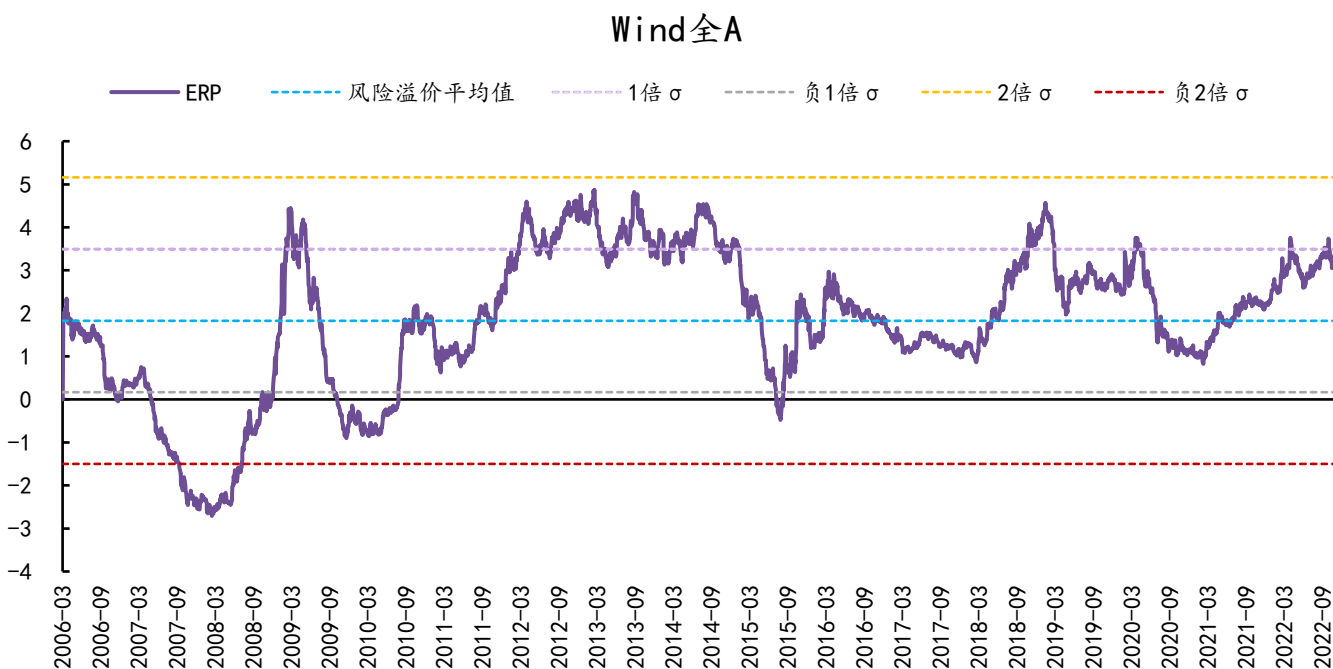
基于 DDM 模型，从风险偏好、流动性和企业盈利三个维度多个指标可以看出，分母端风险偏好逐步修复、无风险利率仍处在低位，分子端盈利触底回升，分母端和分子端支撑力都在，当前 A 股底部信号较为明确。

3.2.1、风险偏好：配置高性价比，估值高安全垫

2022 年在内外“黑天鹅”与“灰犀牛”冲击下，风险偏好降至了历史低点，2023 年美联储加息扰动减轻，中国疫情防控继续优化，扩内需已开始发力，市场风险偏好从底部修复有空间有动力。

全 A ERP：全 A 股权风险溢价冲高，股票配置性价比处于历史高位。当前 ERP 水平位于 3.12 上下，与 2020 年 3、4 月份水平相似，接近正一倍标准差，且该风险溢价水平在近 15 年中仍处在较高位置，股票配置性价比较高。

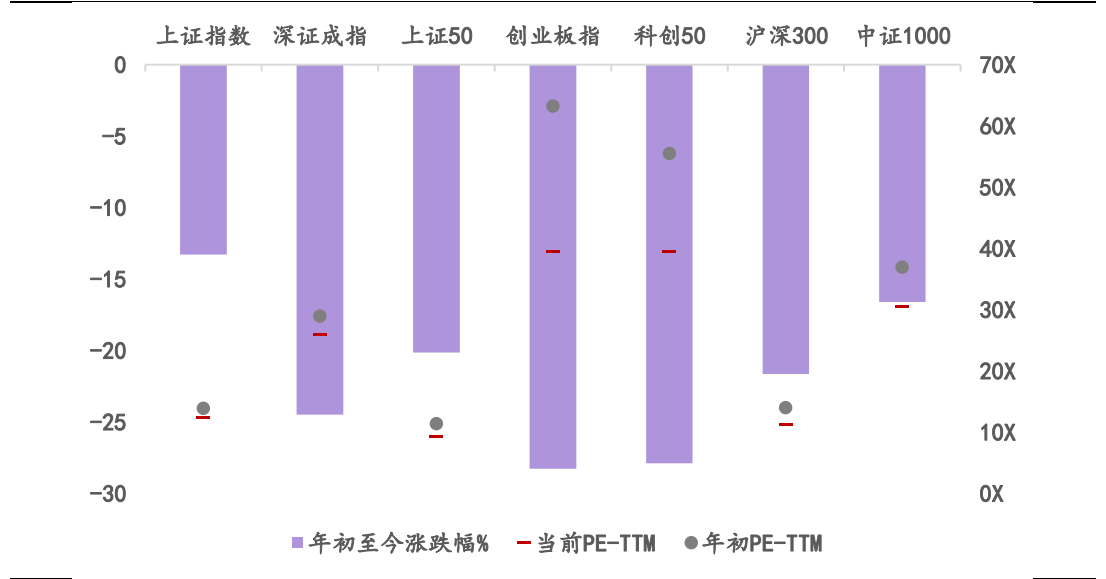
图表 61：全 A 股权风险溢价维持历史高位



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

宽基指数估值：2022 年宽基指数多数大幅走低，双底冲击下全年呈现 W 型结构，指数估值下修，创业板与科创 50 估值下修幅度较大。宽基指数 2022 年全部有较大跌幅，上证指数于 4 月和 10 月两度跌破 3000 点，W 型底部结构由此形成。估值方面，七大宽基指数的滚动市盈率均低于年初值，其中创业板指和科创 50 的估值下修尤为显著。由于受到美联储连续加息影响，大部分指数估值下修，而创业板与科创 50 下修较多，创业板指估值下修 25.09，科创 50 估值下修 16.36。

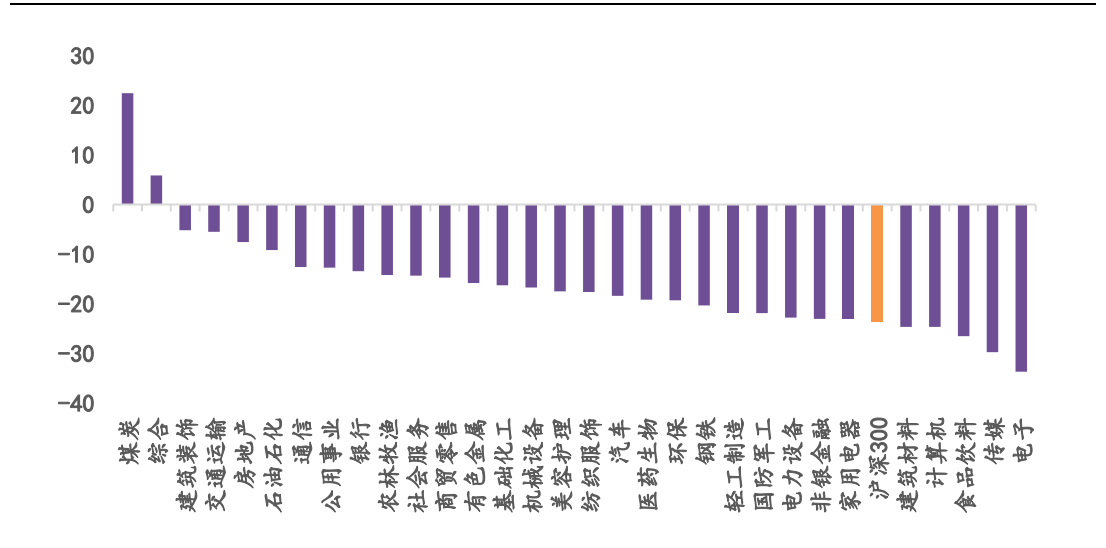
图表 62: 宽基指数涨跌幅 (%) 和估值



资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

行业风格: 行业涨跌层面, 多数行业未收复跌幅, 煤炭一枝独秀, 成长风格欠佳。 2022 年市场的核心矛盾在于内滞外胀, 美联储激进加息对高估值成长板块形成压制。电子、传媒、食品饮料、计算机跌幅最为明显, 分别为 33.72%、29.78%、26.51%、24.68%。

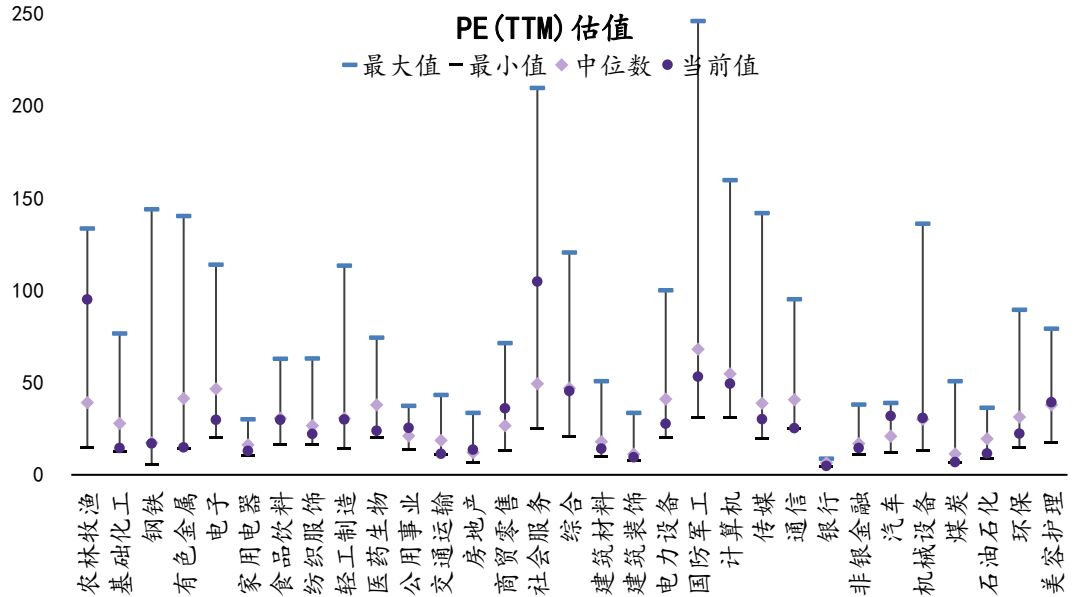
图表 63: 一级行业涨跌幅 (%)



资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

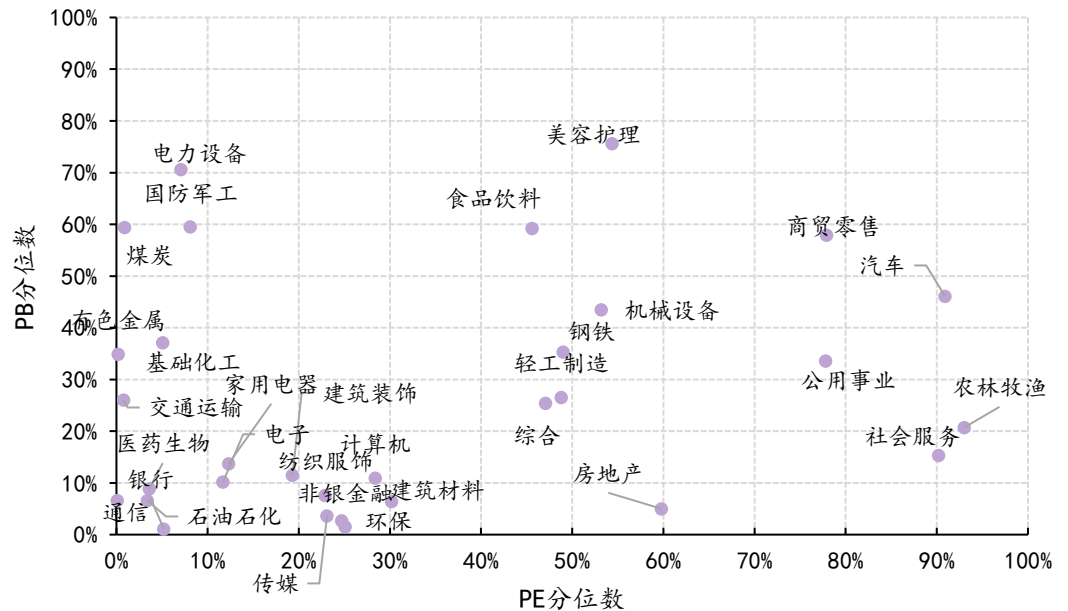
估值方面, 大部分行业收敛, 成长板块跌幅较为明显。 电力设备、国防军工、综合、美容护理行业跌幅较大, 分别为 25.88%、18.35%、17.32%、15.39%, 行业估值水平落后于市场。

图表 64：行业估值水平



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

图表 65：PE&PB 静态估值

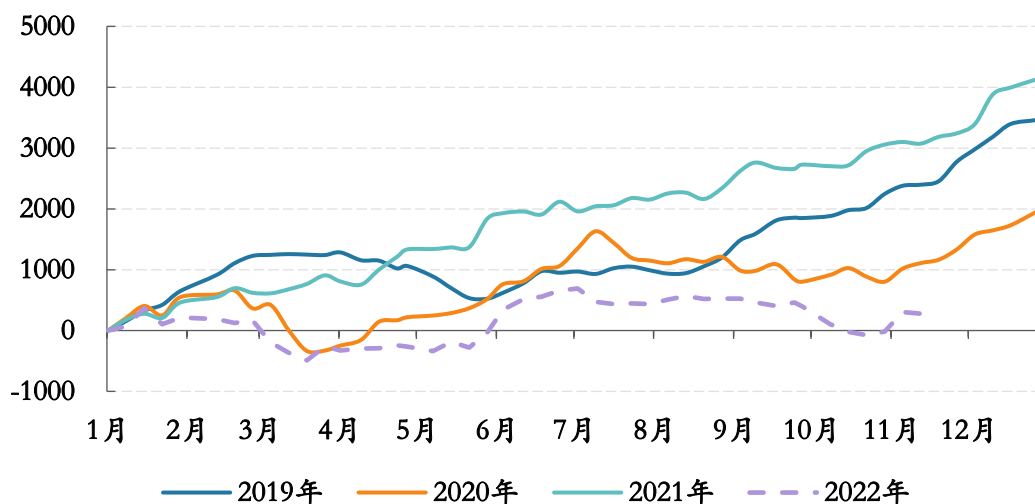


资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

3.2.2、微观流动性：各类资金常态化回补

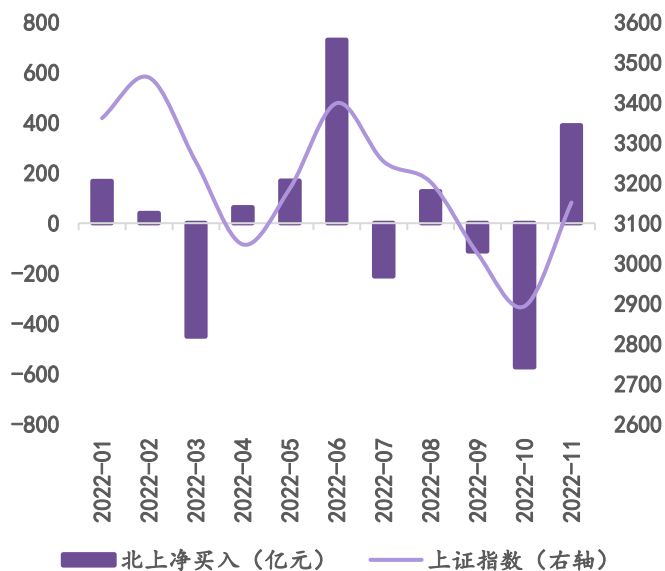
北上资金：内外制约缓解，增量加速回 A。岁末年初，北上资金开启反攻的几率较大，伴随已知风险的缓和，2023 年外资有望加速回 A。2022 年底，内外不确定性因素逐渐缓解，内部疫情政策进一步优化，外部美联储加息放缓，前期受内外共同影响的北上资金打开了反攻的空间，外资持有的中国大盘股 ETF，其中未平仓的看涨期权数量在近期大幅上涨，表明了外资对于 A 股信心大幅走强。我们认为 2023 年外资流入的节奏与总量都将与 2021 年相似，截至 2022 年底国际指数虽未公布外资扩容计划，但在互联互通 ETF 盘活存量的作用下，2023 年北上资金有望加速回 A，预计净流入额回归疫情前的水平，也就是接近 2019 年的 3400 亿元；流入节奏主要受到美联储加息的影响，预计二季度美联储将停止加息，届时美元兑人民币汇率加速回落，北上资金的成本制约因素解除，加速流入 A 股，全年流入节奏与 2019 年相似。

图表 66：北上资金累计净买入处于近 4 年低位



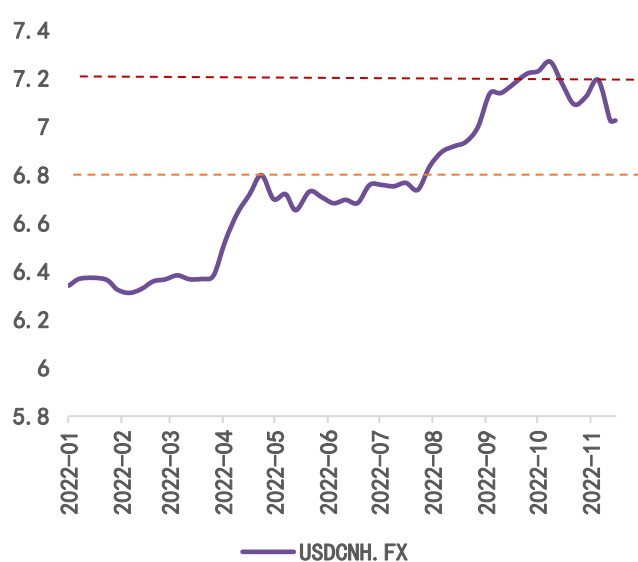
资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

图表 67: 北上资金 2022 年顺势交易较多



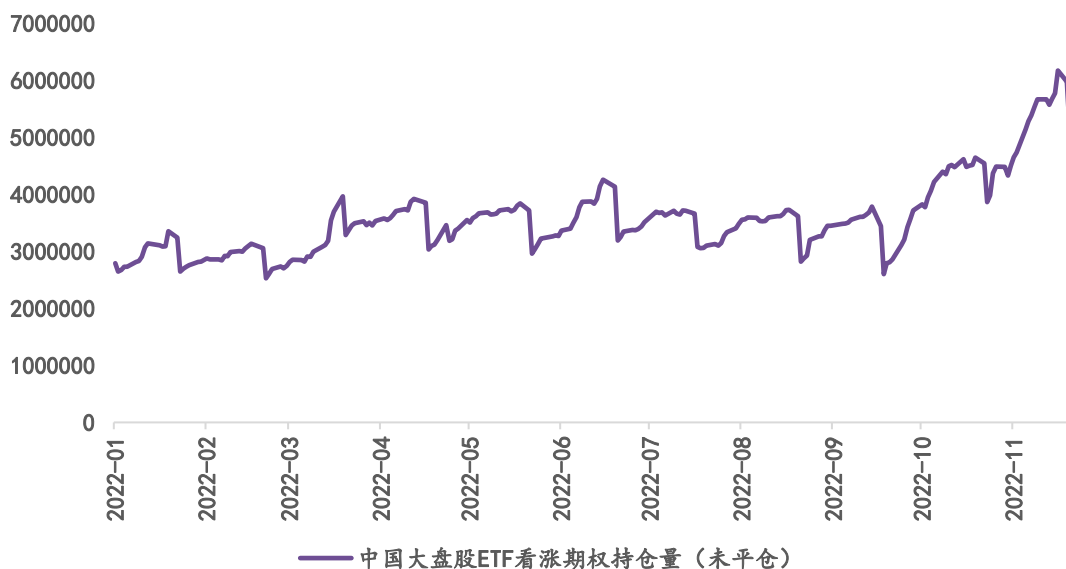
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 68: 离岸人民币汇率连续跌破关键位



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 69: 外资看多中国股市的信心走强

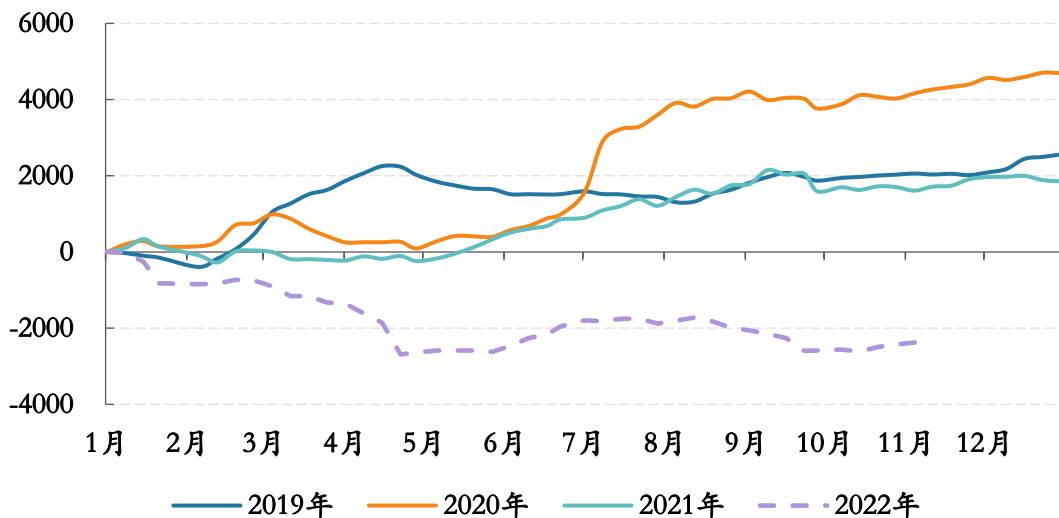


资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

融资余额: 成本降低, 超卖回补。转融资费率下调, 融资成本降低利好, 2023 年杠杆资金进入超卖回补阶段。2022 年 10 月, 中证金融整体下调转融资费率 40BP, 通过复盘,

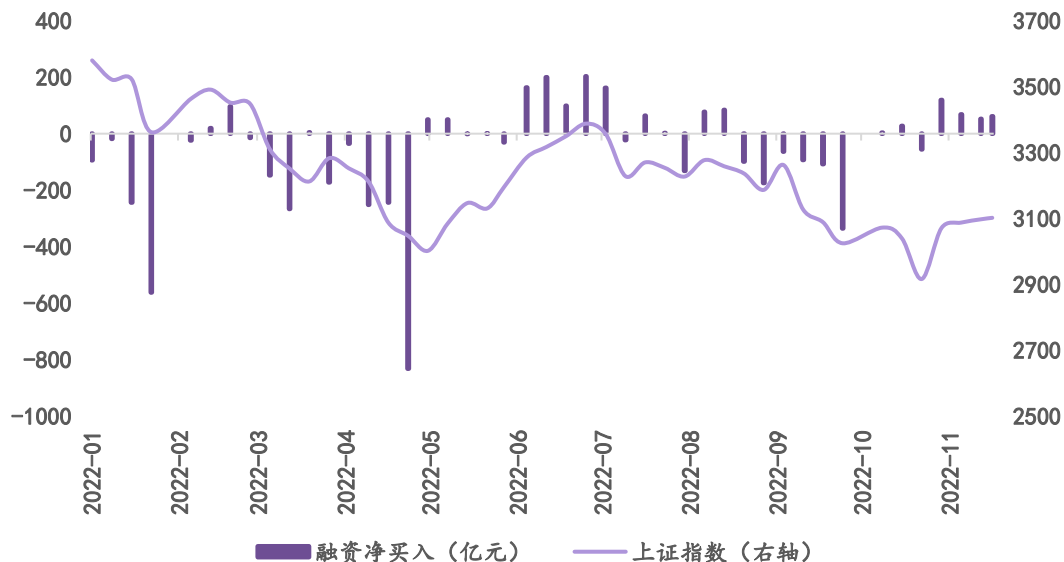
在前四轮下调转融资费率后，融资余额都出现了明显的增加，由此可以发现融资成本下行，对于顺势而为的融资客有较大的提振作用，再叠加杠杆资金超卖后回补的特性，预计 2023 年杠杆资金净流入不及 2020 年，但回补净流入向均值回归，接近 2019 年和 2021 年的水平，达到 2200 亿元。

图表 70：杠杆资金参与度较低，维持全年净流出



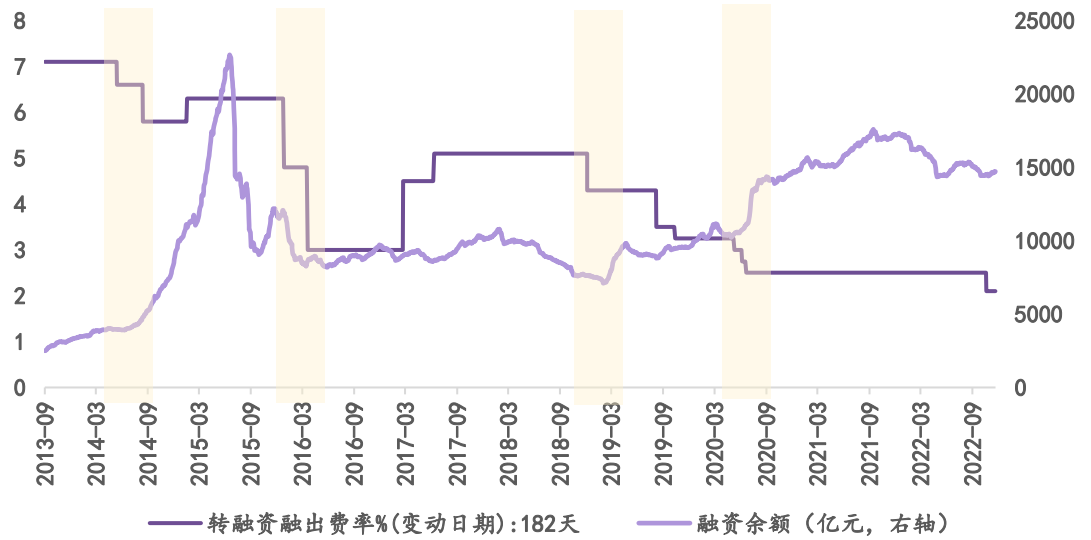
资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

图表 71：杠杆资金在趋势确立后才有大幅流入



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

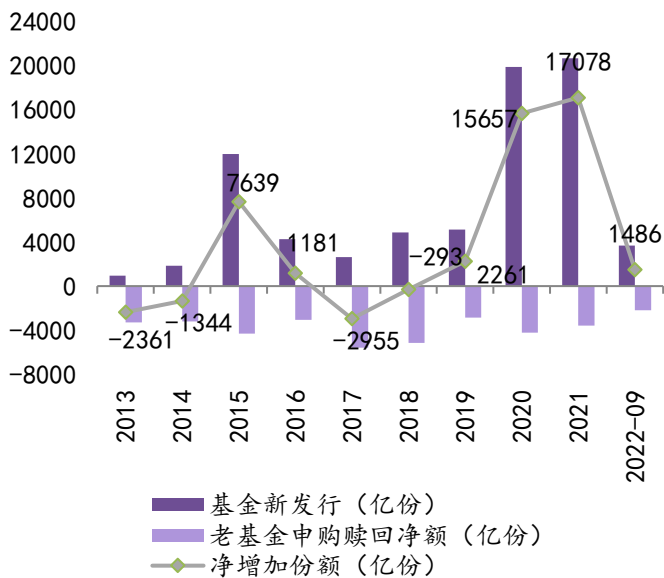
图表 72: 融资成本下调, 融资客参与度有望提升



资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

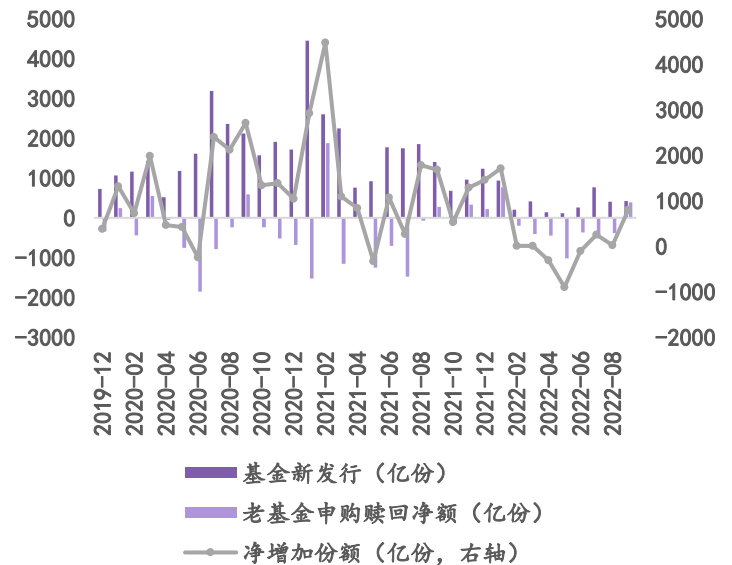
公募: 赎回潮已过, 发行有望回暖。赎回压力不大的情况下, 若市场赚钱效应改善, 新发基金将会快速回暖, 2023 年公募基金所带来的增量资金可期。从历史情况来看, 无论是 2019 年的春季躁动还是 2020 年的疫后复苏, 基金发行的放量往往与市场行情同步, 当市场赚钱效应改善时, 新发基金会快速跟随放量, 此时就算有一定的“落袋为安”压力, 也不会改变基金份额净增加的趋势。并且随着个人养老金政策落地, 长线资金通过公募基金大规模入市, 在满足个人养老需求的同时, 提升权益类资产在家庭总资产的占比, 居民家庭资产配置已经进入新的阶段。保守预测, 若以 2022 年 9 月作为净增份额的月均值 (803 亿份), 2023 年公募基金净增份额有望达到 9600 亿份。

图表 73: 公募基金净增份额已解决 10 年低位



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

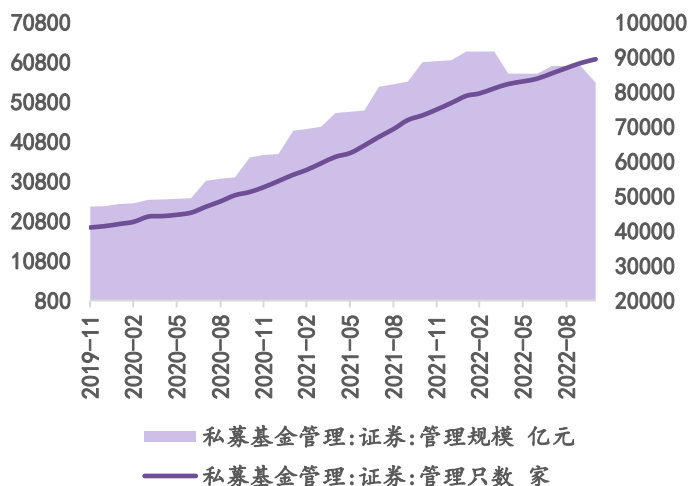
图表 74: 2022 年 9 月赎回压力已明显缓释



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

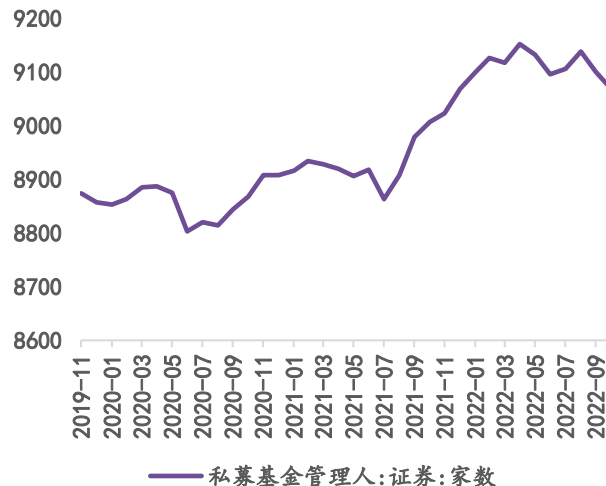
私募：优胜劣汰，规模扩张好时机。私募基金小幅“出清”，仓位回补空间较大。 2022 年私募基金管理规模下降，私募基金管理人数量下降，但私募基金数量逆势提升，表明私募基金市场经历了一轮淘汰，管理能力较强的私募公司逆势发行新产品。由于 2022 年市场走势震荡，私募基金的股票仓位已降至 55%，接近了历史低位，伴随 2023 年市场的走强，管理能力优异的管理人在竞争者“出清”后或将回补股票仓位，顺势扩大管理规模。

图表 75：2022 年私募基金“量增利减”



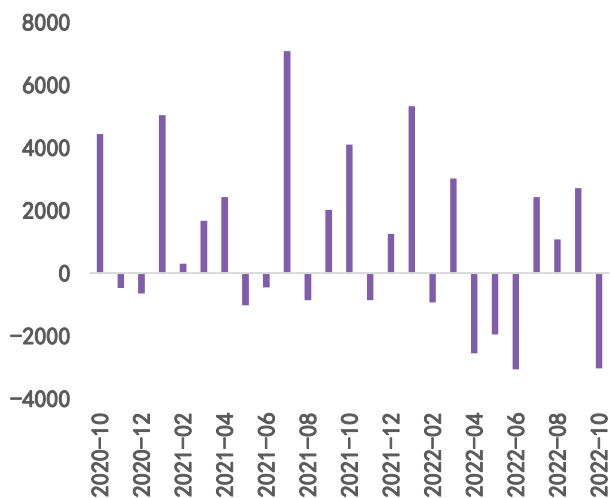
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 76：私募管理人减少



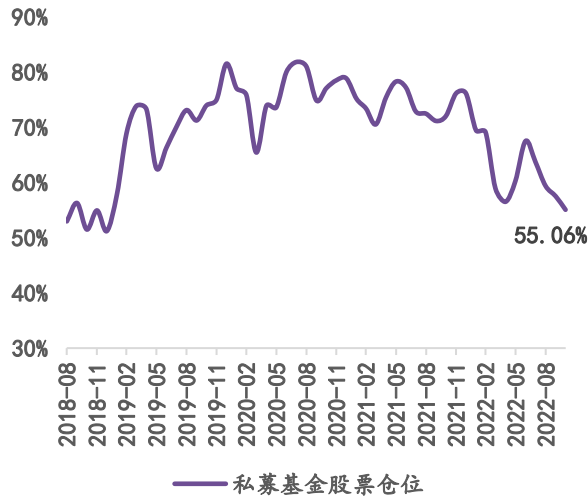
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 77：私募资金净流入（亿元）



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

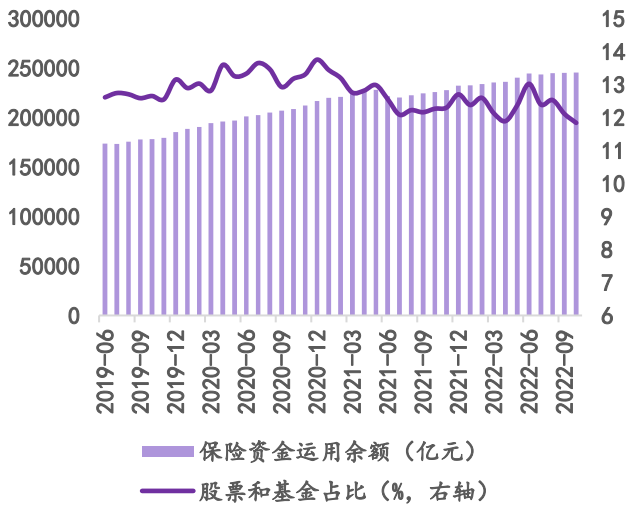
图表 78：私募股票仓位降至低位



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

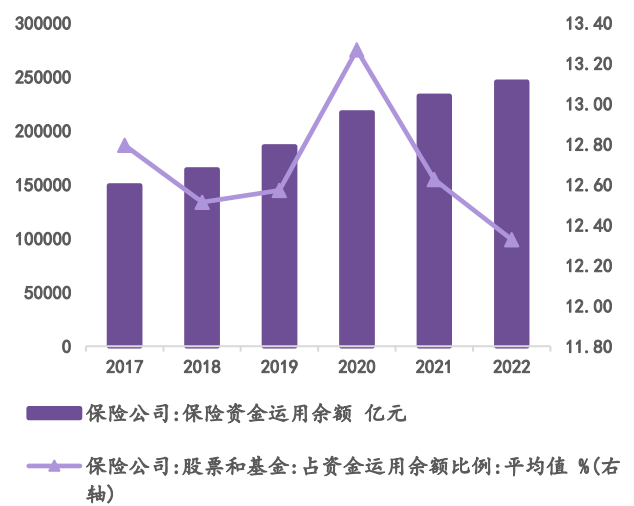
险资：高性价比吸引长线资金仓位回归。保险资金权益仓位降至三年低位，股市高性价比有望吸引险资回补。2022 年保险资金运用余额稳步增加，截至 2022 年 10 月达到 245391 亿元，但险资的权益仓位却降至了 2019 年以来的低位，仅有 12.33%。当前全 A ERP 处于历史高位，长期配置性价比较高，若 2023 年保险资金运用余额保持增速，同时中性预测其权益仓位回归近 5 年均值（12.75%），那么 2023 年险资将为 A 股注入 4037 亿元增量资金。

图表 79：险资仓位降至三年低位



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 80：余额保持增速，仓位有望回归



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

总结各类资金分析可以发现，2023 年股市资金面的关键词为回补，其中北上资金在内外压力同步减轻的环境下，强势流入值得期待，此外，保险资金的存量部分有较大的仓位空缺，仓位回归所带来的大量增量资金或给 A 股增添动能。

图表 81：2023 年增量资金重点关注外资和险资

	2023 年流入主要动力	预估增量资金
北上资金	美联储停止加息，人民币汇率回升	3400 亿元
融资余额	融资成本降低	2200 亿元
公募基金	养老金入市，居民配置需求提升	9600 亿份
私募基金	出清后的优秀管理者规模扩张	-
保险资金	股市性价比吸引长线资金回补仓位	4037 亿元

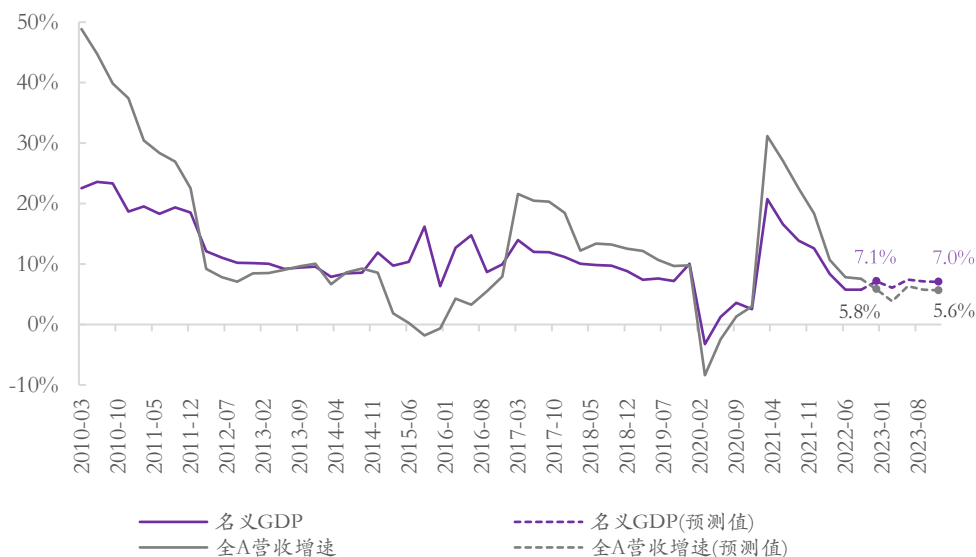
资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

3.2.3、盈利：触底回升，全 A 归母净利增速约为 6%

基于名义 GDP 预测的 2022/2023 年全年归母净利增速均保持个位数增长。全 A 营收增速与名义 GDP 走势相关度较高。2010 年·以来相关性为 0.84。我们预计 2022 年全年实际 GDP 增速为 3.0%，2023Q1-Q4 GDP 不变价同比增速分别为 3.6%、7.2%、4.5%、4.7%。为得到名义 GDP 增速需测算 GDP 平减指数，从以往经验来看，CPI 与 PPI 的累计同比增速对 GDP 平减指数累计增速的解释力度较大（CPI 的权重更大），我们根据拟合后的 GDP 平减指数即可对于 2023 年营收增速的预测值。

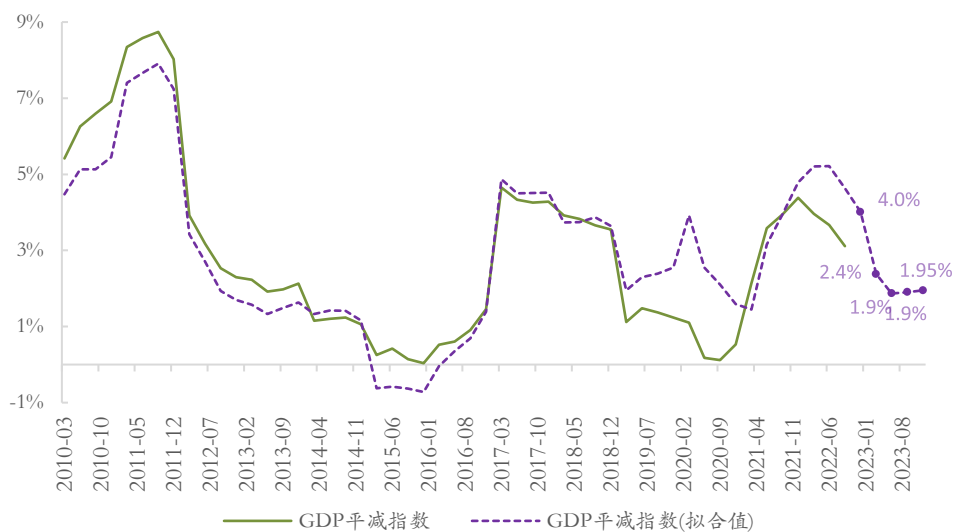
结果显示，2022/2023 年全年营收增速分别为 5.7%/5.8%，其中 2023 年 Q1-Q4 累计增速分别为 3.8%、6.3%、5.8%、5.7%，考虑到全 A 归母净利率具备一定的季节性，我们以过去五年同一季度累计归母净利率平均值作为当季的累计归母净利率的估计值，得到 2022/2023 年全年归母净利增速分别为 4.1%/5.9%，其中 2023 年 Q1-Q4 归母净利累计增速分别为 6.6%、9.2%、11.5%、5.9%，呈现先高后低的“倒钩型”。

图表 82：全 A 营收增速与名义 GDP 走势相关度较高



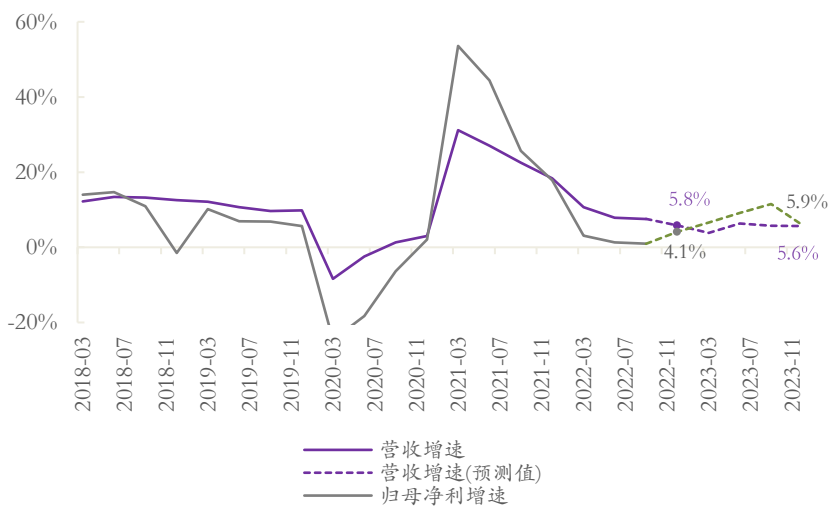
资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

图表 83: CPI 与 PPI 对平减指数拟合效果较好



资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 84: 预测 2023 年营收与归母净利增速分别为 5.6 %与 5.9 %



资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

3.3、A 股大势与节奏推演：先抑后扬，把握一季度配置窗口期

强预期与弱现实博弈，估值修复与业绩回升交替，A 股走势先抑后扬。结合前面的经济周期与 DDM 三因子拆解，当前 A 股底部区域特征较为明确，市场底已经确认。从周期轮动的规律来看，2023 年的 A 股具备 2019 年外部扰动减弱、内部流动性合理充裕、稳增长发力、盈利回升等多重助力，估值在货币中性偏松的驱动下会有修复，业绩在触底回升的过程中也有反弹的动力，估值修复与业绩上行同时存在，A 股投资机会值得把握。从节奏上看，一季度强预期与弱现实博弈，流动性较为充裕，走势一波三折，重点关注政策支持领域。进入二季度后，货币政策从宽货币转向宽信用，宽货币力度趋于缓和，海外扰动项减弱，国内基本面修复，A 股行情也将从估值修复转为盈利驱动，特别是二季度 A 股业绩明显回升后，上行动能更值得期待。

综合盈利、流动性和市场情绪等因素分析，我们对 2023 年 A 股走势的推演如下：

2023Q1：国内降准降息、稳增长先行，但美联储加息可能超预期，且国内春节前后还有疫情冲击波，基本面偏弱，强预期与弱现实博弈，指数一波三折；

2023Q2：美联储加息结束衰退到来，美债下行，外部压制缓和；国内两会后稳增长集中发力，经济基本面弱复苏，A 股盈利回升，估值修复与业绩回升，增量资金回流，指数上行；

2023Q3：美联储高利率悬挂，国内宽信用发力、业绩修复，盈利驱动主导，增量资金流入，指数上行；

2023Q4：海外衰退 VS 降息；国内经济增速环比收窄、A 股业绩增速放缓，指数震荡，关注景气行业。

图表 85：2023 年 A 股走势推演

	海外宏观	国内宏观	A 股业绩	增量资金	A 股走势
一季度	通胀韧性，加息延续	经济磨底，宽货币	震荡磨底	开启回补	一波三折
二季度	加息尾声，衰退到来	经济高点，宽信用发力	触底回升	增量注入	上行
三季度	衰退，高利率	经济复苏，宽信用发力	延续回升	继续流入	上行
四季度	衰退 VS 降息	经济增速环比收窄	小幅回落	--	震荡

资料来源：华鑫证券研究

4、行业选择：从快轮动到重景气，先价值后成长

2022 年 A 股波动较大，由于事件冲击、景气变化、情绪等因素影响，热点快速轮动，行业分化明显，很难把握每次机会。2023 年 A 股则会有明显的不同，由于市场偏好回暖、估值修复和业绩回升，投资主线会更有持续性，更加注重行业景气，特别是在二季度后，当然分化也会更加明显。

结合海外疫后修复经验，行业轮动基本“消费-成长-周期”的规律，消费修复是贯穿全年的主线，另外二十大开局之年，重点关注政策支持的方向和产业安全领域。

4.1、疫后行业轮动规律：消费-成长-周期

结合美、日、韩疫后修复对股市行业的影响来看，多数国家股市的行业轮动呈现“消费-成长-周期”的顺序，金融行业在修复前期也会有相对较优的表现，医药和医疗行业的超额收益持续性更佳。

图表 86：美股疫后修复阶段行业轮动（T=2021/6/15，涨跌幅：%）

	T+5	T+20	T+60	T+120	T+200
	修复前期		修复中期		修复后期
非必需消费	1.4	5.26	5.76	13.28	7.3
必需消费	-1.54	0.44	2.87	2.53	9.41
医疗	0.65	3.46	7.9	4.69	11.35
工业	-1.06	-0.16	-0.58	-0.75	1.79
信息技术	1.01	6.89	10.27	15.12	12.88
材料	-2.8	-2.98	-1.25	0.27	5.34
房地产	-1.63	1.22	3.99	4.82	7.45
通信设备	-0.19	2.82	8.75	-1.61	-8.73
公共事业	-2.61	-1.4	4.88	1.86	13.28
金融	-2.9	-1.57	1.81	2.44	5.94
能源	-0.1	-6.64	-13.19	0.83	43.29

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 87：德国疫后修复阶段行业轮动（T=2021/6/1，涨跌幅：%）

	T+5	T+20	T+60	T+120	T+200
	修复前期		修复中期		修复后期
零售业	2.08	3.49	8.11	1.15	-50.80
银行业	-1.09	-10.59	-14.88	-4.61	-16.62
金融服务业	1.48	3.67	8.42	2.54	-10.20
通信业	1.21	3.93	8.08	-0.79	-6.20
软件业	1.09	4.70	11.15	10.89	-14.73
科技业	-1.11	3.78	5.67	24.10	-17.08
消费品业	-0.09	3.66	0.92	-3.26	-29.10
汽车业	2.09	-2.65	-10.23	1.44	-22.73
工业	-0.07	-1.01	3.04	7.88	-9.43
媒体业	-0.09	-0.36	-0.23	0.12	-18.50
化工业	-1.18	-0.88	4.48	10.14	-5.07
制药与医疗	1.55	4.62	11.63	9.23	-4.73
公用事业	0.64	0.07	10.15	10.01	10.17
保险业	0.05	-1.75	-2.29	-0.81	-6.09
交通运输与物流	1.30	3.22	3.99	1.37	-19.27

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 88：韩国疫后修复行业轮动（T=2021/11/9，涨跌幅：%）

	T+5	T+20	T+60	T+120
	修复前期		修复中期	
医药	6.21	2.83	-13.32	-10.20
医疗精密设备	9.65	8.44	31.75	0.75
食品与饮料	-1.02	-3.78	-0.52	2.18
服务业	2.37	-4.28	-21.46	-24.70
纺织与服装	-3.51	-10.27	-13.36	-20.67
批发	-1.21	-3.66	-8.89	-3.62
金融行业	2.57	2.46	-5.25	-5.22
造纸与纸业	-2.21	-1.18	-1.83	5.29
运输设备	-2.04	-3.43	-10.47	-7.07
运输与储存	-1.10	-2.56	-8.22	3.66
通信服务	-0.20	-2.47	-2.20	3.78
电器与电子	1.79	7.96	2.57	-6.88
机械类	-1.85	-9.67	-19.11	-8.87
制造业	0.99	2.43	-4.68	-8.52
基本金属	-0.31	-0.45	-3.59	8.30
电力与天然气	-3.19	-7.26	-6.19	0.81
化学品	-0.99	-4.72	-13.77	-16.09

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 89：日本放开后股市行业轮动（T=2022/3/21，涨跌幅：%）

	T+5	T+20	T+60	T+120
	修复前期		修复中期	
医药	3.60	2.52	-0.30	11.51
批发贸易	2.28	-2.54	-10.32	-2.74
渔业、农业	1.32	-0.26	2.19	5.44
零售贸易	2.18	-3.90	-5.96	6.40
食品	2.13	-1.30	0.21	7.30
纺织品与服装	3.19	-3.88	5.29	13.48
服务业	3.36	-2.68	-18.50	-7.27
保险	-0.34	-6.79	-2.67	-1.34
证券与商品	1.94	-6.19	-14.65	-8.85
其他金融业	3.53	-1.95	-5.81	-1.21
化工	2.49	-3.22	-8.30	-2.25
有色金属	3.27	2.25	-11.28	-3.43
橡胶产品	3.14	1.41	9.64	13.40
电力与天然气	1.87	1.53	5.85	8.43
石油与煤	1.90	1.05	5.19	7.64
采矿	4.56	14.23	2.43	8.00
金属产品	1.46	-7.14	-2.50	3.24
钢铁	2.20	-3.63	-11.67	-0.09
机械	2.90	-4.19	-6.62	1.27
电器	4.21	-3.47	-8.87	-5.11
精密仪器	3.57	-0.55	-2.01	14.78
运输设备	7.48	1.41	0.06	2.88
陆路运输	0.84	-2.03	-3.64	7.74
空运	0.82	-1.64	1.06	14.36
航运	-9.44	-16.51	-20.57	-13.27
信息与通信	2.91	2.49	-2.57	3.18
建筑	0.48	-5.49	-6.74	0.22
房地产	1.45	0.51	0.80	5.53
玻璃与陶瓷	1.91	-4.52	-4.42	3.61

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

4.2、行业选择：关注疫后修复、数字经济、产业安全

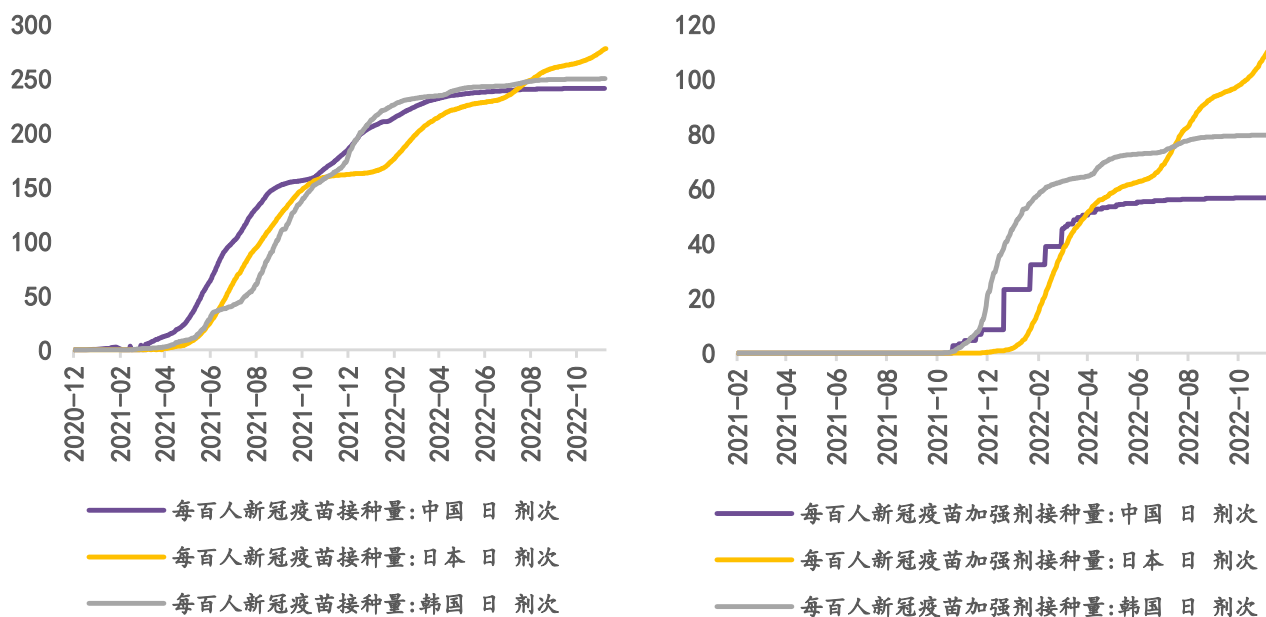
4.2.1、疫后修复：需求回升、困境反转、供给优化

需求回升：医药（特效药、医疗器械）

从海外防疫优化的经验来看，疫苗接种是先决条件，医疗资源扩容刻不容缓。通过我们在《海外抗疫启示：寻找以后修复最优解》专题报告的分析，可知日韩的抗疫过程与中国相近，疫苗接种率达到较高水平是放松疫情管控的先决条件，对比之下，中国每百人新冠疫苗接种量和加强剂接种量与日韩相比仍有差距，日韩的加强剂每百人接种量高达 110 剂和 79 剂，而中国仅在 56 剂。在日韩放开管控后，加强剂的接种仍在快速增长，因此推

动疫苗接种特别是加强剂的接种任重而道远，新冠疫苗的需求有较大的提升空间。

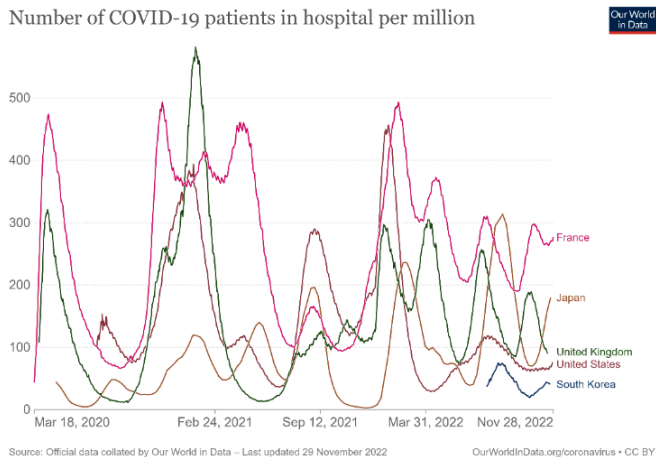
图表 90：对比日韩，中国疫苗接种率偏低



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

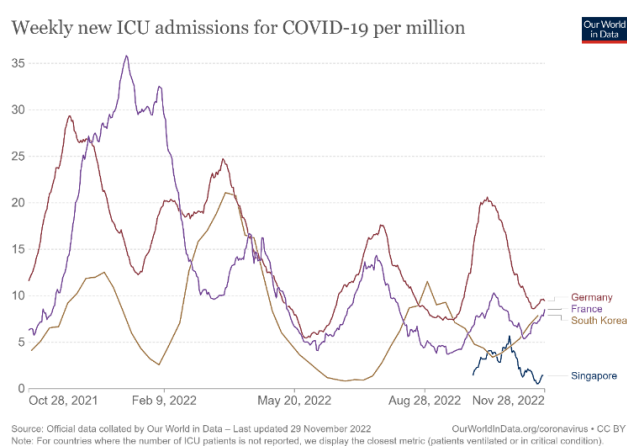
海外疫情管控放松后，新增病例数大幅抬升，医疗资源的扩容刻不容缓。从医院容量来看，疫情管控放松后海外国家医院中的新冠患者数量大幅激增，并且维持在高位震荡。对于重症患者，医院 ICU 接收能力也面临极限挑战，例如韩国在 2022 年 1 月放松疫情管控，随后在 2022 年 4 月周度 ICU 接收患者数就达到了峰值。我国优质医疗资源集中在一线发达城市，目前中国重症医学资源仍总体相对不足、分布不均匀，对县级医院、二级医院来讲，目前重症医学科建设仍是薄弱环节。我国每 10 万人口 ICU 床位 4.52 张，少于日本 7.3 张/10 万人和韩国 10.6 张/10 万人。从新冠特效药普及来看，美国在 2022 年周度分发的新冠特效药数量大幅提升，未来国内有望进一步调整疫情管控政策，也将持续重视新冠药物和特异性疫苗研发以及新冠疫苗加强针接种，抗感类药物和口服新冠药将成为未来常态化需求。

图表 91：疫情管控放松后医院中患者数量高位震荡



资料来源：Ourworldindata, 华鑫证券研究

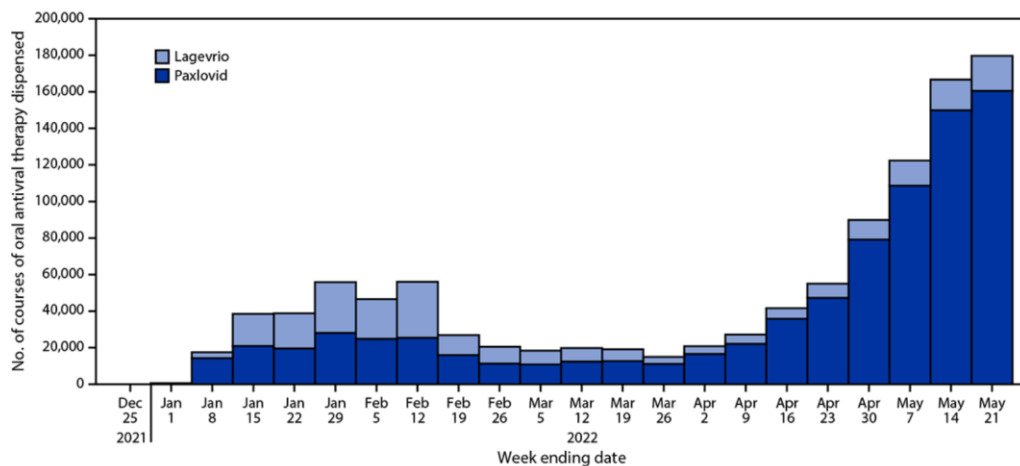
图表 92：重症 ICU 使用率达到峰值



资料来源：Ourworldindata, 华鑫证券研究

图表 93：美国新冠特效药分发数量大幅上涨

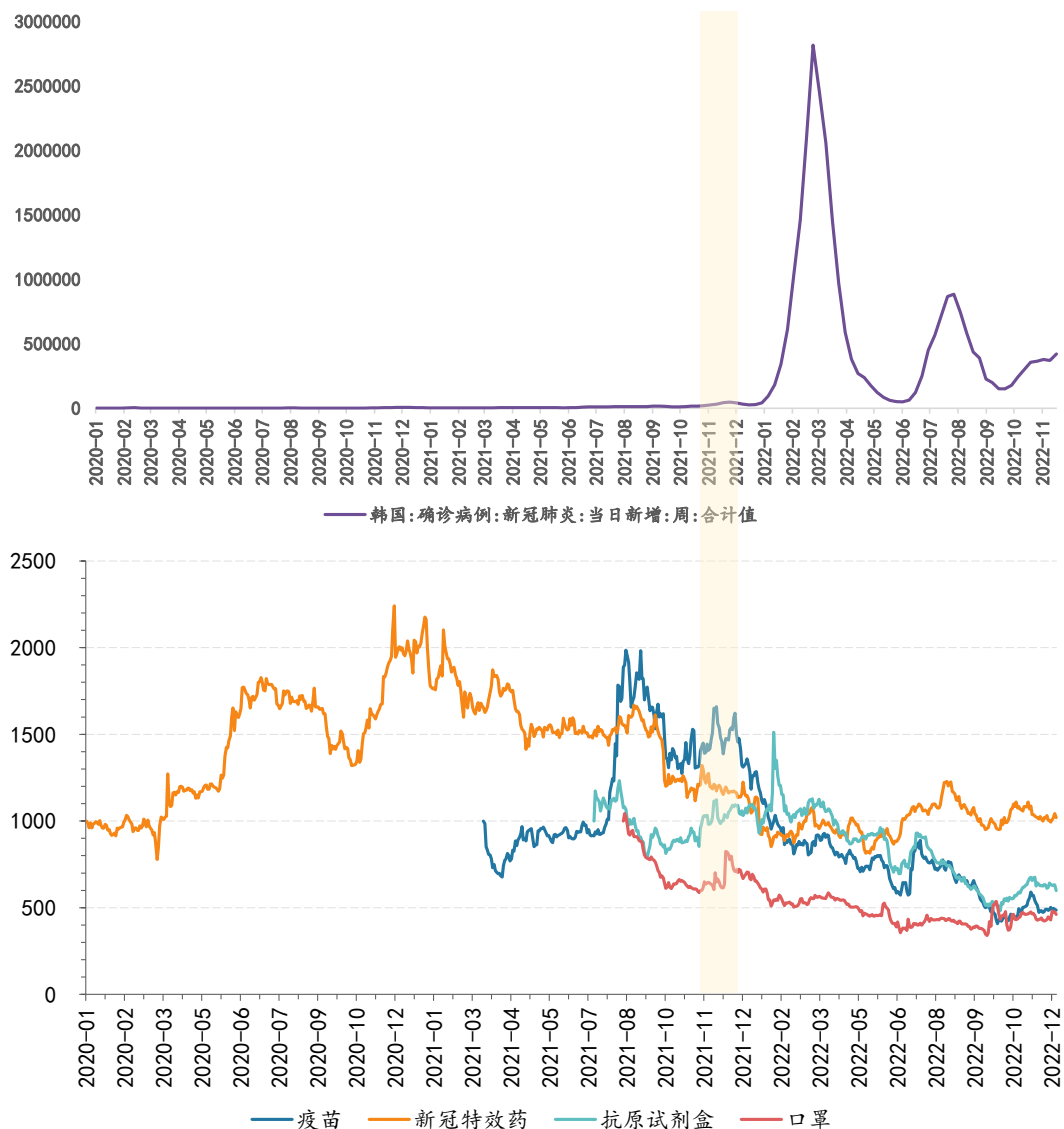
FIGURE 1. Weekly number of courses of oral COVID-19 antiviral therapy (Lagevrio* and Paxlovid[®]) dispensed — United States, December 23, 2021–May 21, 2022



资料来源：CNC, 华鑫证券研究

海外防疫逐步放松过程中，医药细分行业的轮动规律呈现：疫苗-口罩-抗原试剂盒-新冠特效药。我们选取了韩国各医药细分行业的龙头公司来代表细分行业，可以发现韩国放松疫情管控后，医药细分行业轮动呈现“疫苗-口罩-抗原试剂盒-新冠特效药”的规律。韩国于 2021 年 11 月有序放开，放开初期疫苗、抗原试剂盒和口罩龙头公司迅速反弹，新增病例达峰的时候抗原大涨，随后就是新冠特效药大涨。

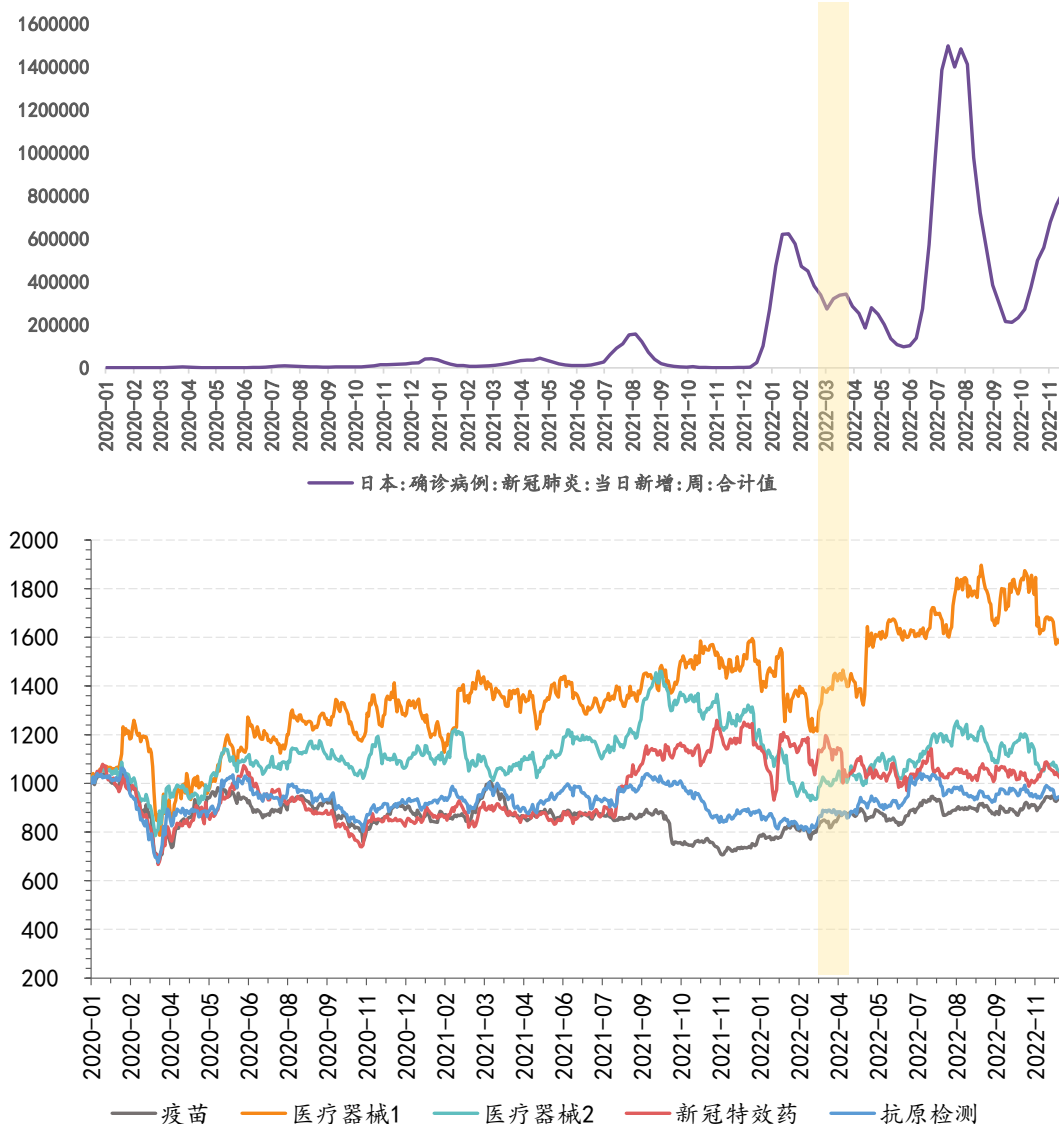
图表 94：韩国医药细分行业轮动呈现“疫苗-口罩-抗原试剂盒-新冠特效药”



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

而日本新冠药、与疫情相关的医疗器械（下图的医疗器械 2）和抗原检测，与放开疫情管控没有直接关系，与新增病例的峰值更相关，且在第一波感染激增时演绎最为充分。疫苗与放松管控有一定相关性，这一点可以从 2022 年 3 月日本放松疫情管控后看出，疫苗行业明显上涨。

图表 95：日本医药细分行业与新增病例数更相关

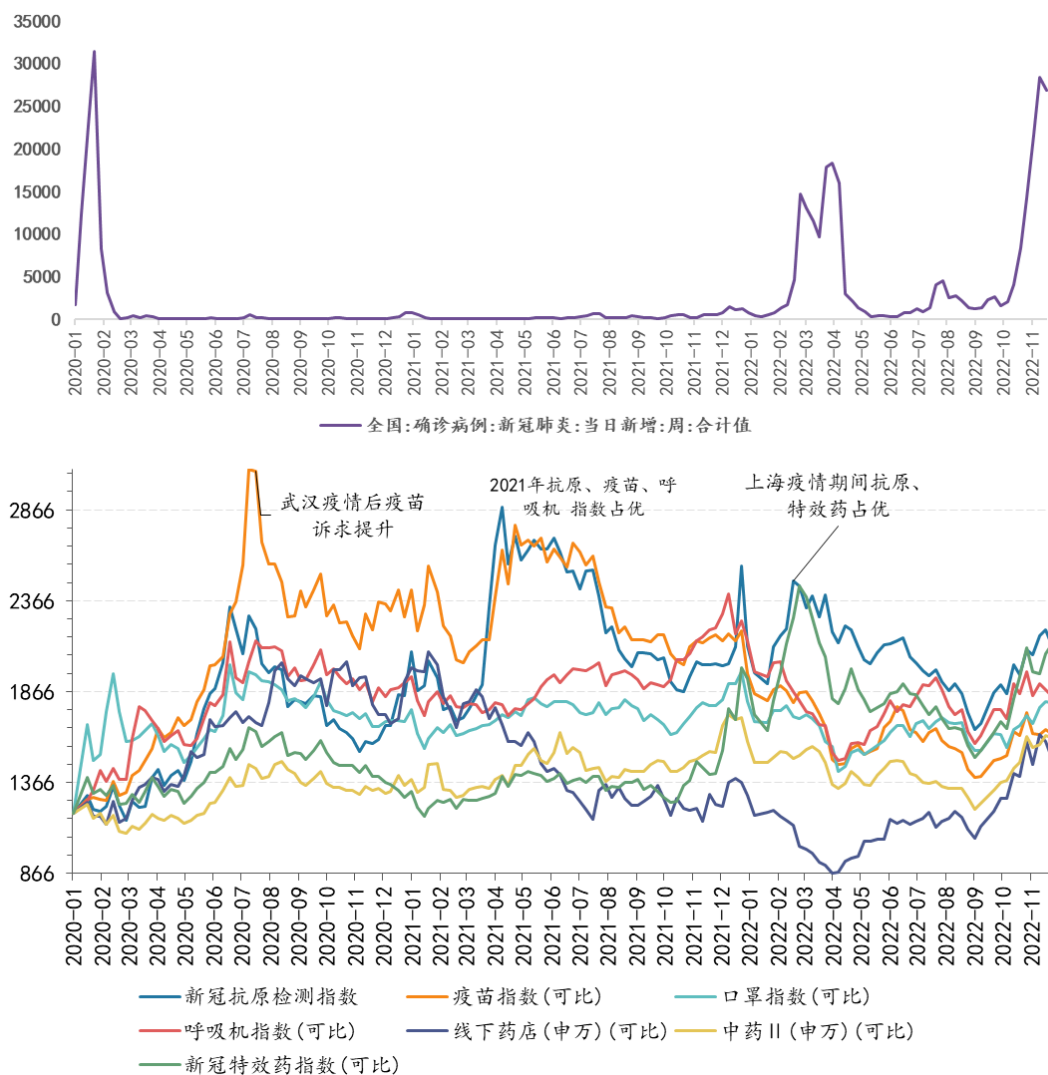


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

国内疫情期间，医药细分行业轮动呈现“疫苗-抗原-新冠药”的顺序，在 2022 年 10 月疫情防控政策逐步优化过程中，疫情相关细分行业出现普涨。由于中国疫情经历了“爆发-缓解-再次爆发”的节奏，医药行业的轮动也出现了对应的三轮变化，武汉疫情爆发时，医药行业普涨，疫后人们对于疫苗的诉求提升，疫苗行业涨幅和持续性更强；2021 年我国抗疫阶段性胜利，抗原检测和疫苗成为常态化；2022 年初上海疫情再次爆发，新冠特效药涨幅领先；2022 年四季度，疫情防控开始优化，医药细分行业再次普涨。

普涨后将迎来结构分化，新冠特效药等基本面占优的行业长期空间更优。从 PE 估值分位来看，口罩和特效药行业短期估值处于较高水平，从 PEG 来看，我们结合 FY2 预测 PE 和两年复合增速测算，中药长期估值较高，特效药行业长期的盈利与估值匹配能力较强。

图表 96: 中国医药细分行业轮动呈现“疫苗-抗原-特效药”



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 97: 医药细分行业估值情况

	PE-TTM	PE 分位数	PEG
新冠抗原检测	11	6.83	0.83
疫苗	30	11.97	1.35
口罩	55	94.66	0.45
呼吸机	36	8.76	1.42
线下药店	35	45.59	1.28
中药	24	30.35	2.05
特效药	56	88.15	1.12

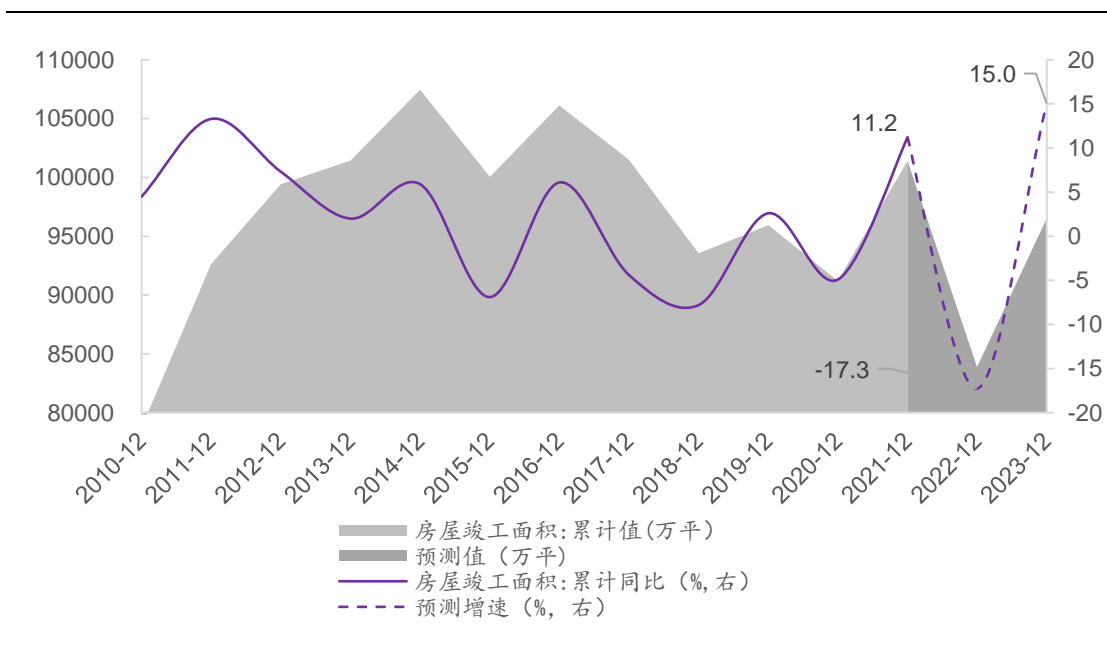
资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

困境反转：地产后周期（房地产、消费建材）

伴随疫情防控政策进一步优化和稳地产政策持续发力，地产销售、投资有望触底温和回升。之前几轮地产周期基本遵循政策底-市场底-销售底-投资底的节奏，地产行业超额收益持续时间在6-12个月，累计超额收益在19%-43%之间，涨幅往往取决于宽松力度。

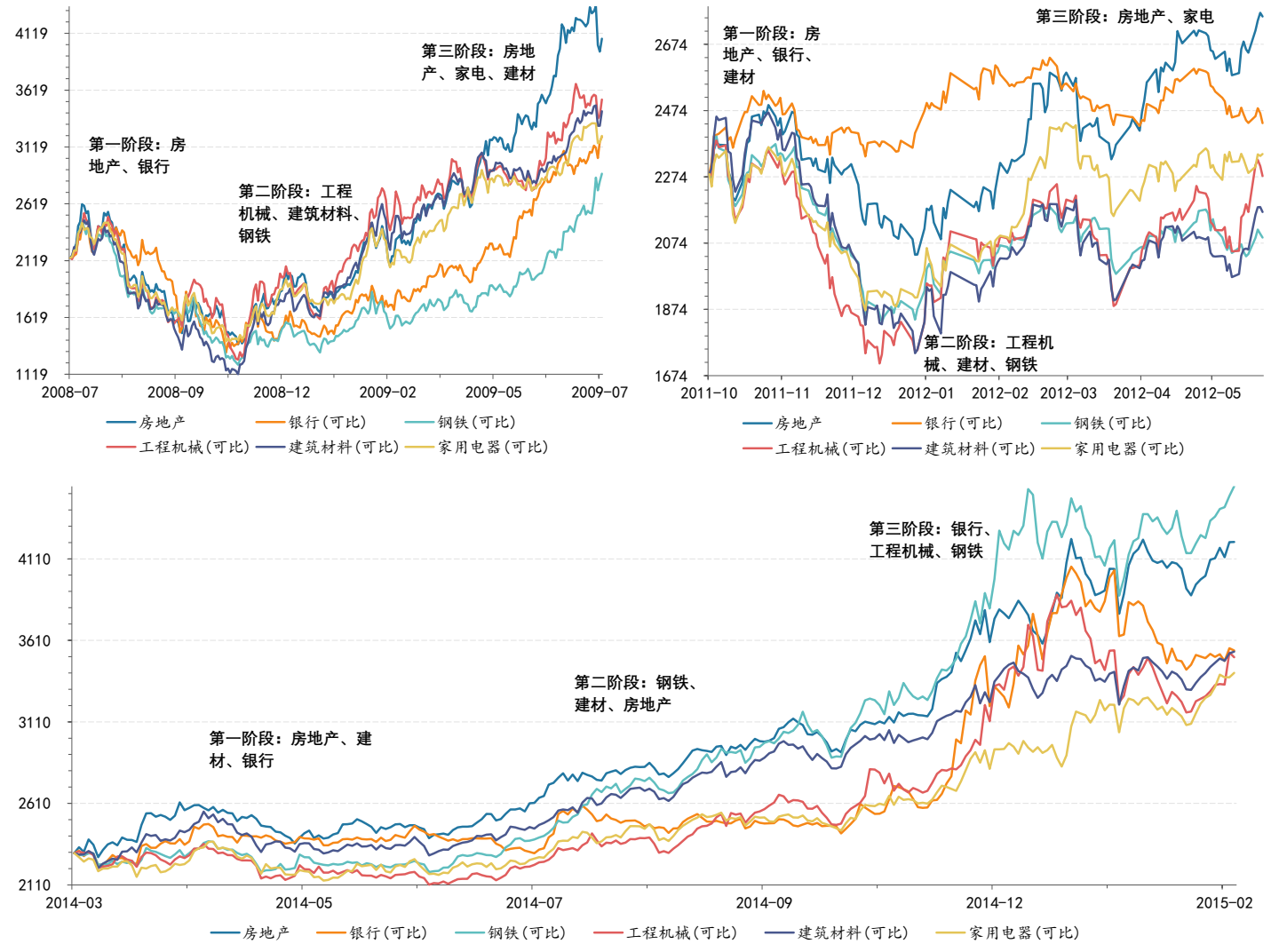
而本轮地产周期与此间几轮有所不同，在保交楼政策的助力下，2023年的竣工大年值得期待。根据施工面积、竣工面积的季节性规律以及上年存量施工面积/当年施工面积与当年竣工面积/施工面积的数据规律，推算2023年全年竣工面积或将达到9.65亿平，同比增长15%，将是竣工大年。竣工端的提振将会使得市场对于地产修复的预期较强，房地产行业 and 消费建材行业值得关注。2023年，随着疫情影响进一步削弱，地产周期逐步进入“销售底-投资底”阶段，竣工链和开工链景气有望升温，对应行业建议关注建筑建材、工程机械、水泥和钢铁。

图表 98：预计 2023 年房地产竣工面积同比增速将提升至 15%



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 99：前三轮地产行情的行业轮动规律



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

供给优化：食品饮料、服务业消费（免税、美容护理）

疫情重塑消费产业格局，供给端“剩者为王”。疫情冲击的三年中，消费行业经历了一轮前所未有的供给侧被动出清，需求作为客观因素对于大多数消费行业都是“同升同降”的，而供给侧的出清情况却各不相同，因此对于消费行业的疫后复苏逻辑更应当重视供给端的变换，在经历一轮甚至多轮出清后，能呈现出“剩者为王”的行业或在需求回暖后有更大的修复弹性。从经营性现金流/营业总收入来看，多数行业的现金流质量较两波疫情严重时期已有改善，其中酒店、眼科医疗和影视院线自愈能力较强；从扩张力度来看，酒店、免税行业、美容护理和眼科医疗在困境中逆势资本开支；从集中度来看，航空机场、免税行业和美容护理在三年疫情中出清较为彻底，行业集中度不断提升。结合经营、扩张和出清三维立体观察，我们发现免税行业和美容护理的行业格局更优，呈现出龙头逆势扩张淘汰弱者，在需求修复期或有更佳的盈利弹性。

图表 100：多数消费行业现金流入质量改善

	2019/3/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/9/30	经营性现金净流 量/营业总收入
纺织服饰(申万)	1.54	12.91	7.08	4.78	
食品	4.08	9.31	6.44	8.01	
饮料	14.35	30.59	39.03	17.24	
酒店(申万)	2.86	2.82	23.09	22.02	
景区(中信)	21.13	11.84	16.84	4.11	
航空机场	14.67	4.77	12.57	1.06	
免税店指数	26.20	11.42	14.47	2.73	
美容护理(申万)	4.00	13.86	8.71	9.64	
眼科医疗指数	13.30	25.04	25.73	26.30	
影视院线(申万)	9.35	14.59	23.50	23.55	

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 101：资本开支/折旧与摊销

	2019/6/30	2019/12/31	2020/6/30	2020/12/31	2021/6/30	2021/12/31	2022/6/30	资本开支/折旧摊销
纺织服饰(申万)	1.34	1.29	0.94	1.20	1.39	1.71	1.63	
食品	5.69	7.78	11.04	15.57	11.31	10.38	6.44	
饮料	2.24	2.93	1.63	1.90	2.13	2.28	2.24	
酒店(申万)	0.54	0.53	0.38	0.42	0.45	0.50	0.56	
景区(中信)	2.63	2.50	1.90	1.93	1.90	1.49	1.10	
航空机场	1.69	1.36	1.06	1.13	1.12	1.34	0.74	
免税店指数	0.93	0.91	0.67	1.37	1.10	1.61	1.03	
美容护理(申万)	1.24	1.20	1.26	2.67	2.60	2.50	1.91	
眼科医疗指数	0.98	1.16	1.00	1.67	1.92	2.70	2.03	
影视院线(申万)	0.90	0.93	0.43	0.80	0.96	0.80	0.62	

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 102：行业 CR3 集中度

	2019/3/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/9/30	集中度
纺织服饰(申万)	16.25%	19.42%	16.32%	20.08%	
食品	19.35%	35.62%	32.60%	29.48%	
饮料	47.65%	53.63%	50.85%	50.31%	
酒店(申万)	93.15%	91.90%	91.13%	90.59%	
景区(中信)	68.74%	69.57%	70.08%	68.81%	
航空机场	74.65%	76.21%	76.26%	76.54%	
免税店指数	58.18%	69.22%	73.39%	72.94%	
美容护理(申万)	3.56%	13.34%	13.61%	15.11%	
眼科医疗指数	63.06%	67.38%	65.28%	68.11%	
影视院线(申万)	53.11%	42.11%	49.05%	48.29%	

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

4.2.2、数字经济：国资云、数据交易、数据安全

服务于网络强国与数字强国战略，数字经济迎来密集政策催化。发展数字经济是实现网络强国与数字强国的重要抓手，近一年来数据经济与要素领域迎来密集催化，对于数据市场各环节的规范界定与指导路径愈发清晰，数据经济与数据要素战略地位显著提高。例如二十大报告明确指出，要推进数字中国，应加快发展数字经济，促进数字经济和实体经济深度融合，打造具有国际竞争力的数字产业集群，并且将数据安全列为国家安全体系的重要一环，在 G20 峰会上习总书记也提到中方在二十国集团提出了数字创新合作行动计划。国务院《关于数字经济发展情况的报告》提出要大力推动数字产业创新发展，打造具有国际竞争力的产业体系，加快深化产业数字化转型。《中共中央国务院关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》从数据产权、交易流通、收益分配、安全治理与生态保障等多个维度系统阐述了实现数据要素价值的政策路径。

图表 103：近一年来数据经济与数字要素相关政策梳理

日期	公布单位	政策名称	涉及数据领域	相关内容
2021 年 12 月	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	供给、流通、应用	提出我国数字经济发展现状和形式，明确“十四五”期间我国数字经济的发展目标，部署重要任务和重点工程。
2022 年 4 月	国务院	《中共中央国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》	流通、应用	加快培育数据要素市场，建立健全数据安全、权利保护、跨境传输管理、安全认证等基础制度和标准规范，推动数据资源开发利用。
2022 年 7 月	网信办	《数据出境安全评估办法》	安全	对数据处理者向境外提供在中华人民共和国境内运营中收集和产生的重要数据和个人信息进行安全评估。
2022 年 10 月	全国人大	《二十大报告全文》	安全、应用	强调加快发展数字经济，促进数字经济和实体经济深度融合，打造具有国际竞争力的数字产业集群，建设数字中国。
2022 年 10 月	国务院	《国务院关于数字经济发	安全、应用	十八大以来，我国数字基础设施实现跨越式发展，数字产业创新能力加快提升，产业数字化转型提档加速，网络安全保障和数字经济治理水平持续提升。
2022 年 12 月	国务院	《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》	安全、流通、应用、确权	制定消费和投资规模再上新台阶，完整内需体系全面建立；新型工业化、信息化等基本实现，强大国内市场建设取得更大成

请阅读最后一页重要免责声明

80

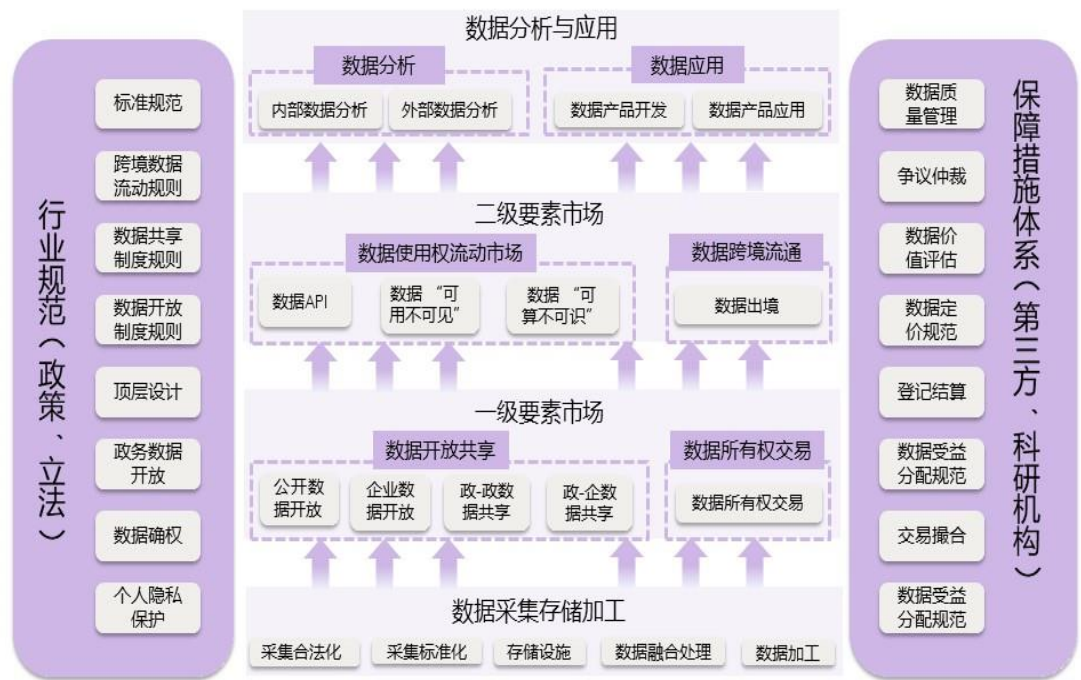
就等目标。

2022年12月	财政部办公厅	关于征求《企业数据资源相关会计处理暂行规定(征求意见稿)》意见的函	确权	为加强企业数据资源管理,规范企业数据资源相关会计处理,强化相关会计信息披露,而征求意见。
2022年12月	国务院	《中共中央 国务院关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	确权、流通、分配、安全、保障	构建适应数据特征、符合数字经济发展规律、保障国家数据安全、彰显创新引领的数据基础制度,充分实现数据要素价值、促进全体人民共享数字经济发展红利

资料来源:全国人大、工信部、国务院、网信办、市监局、财政部等,华鑫证券研究

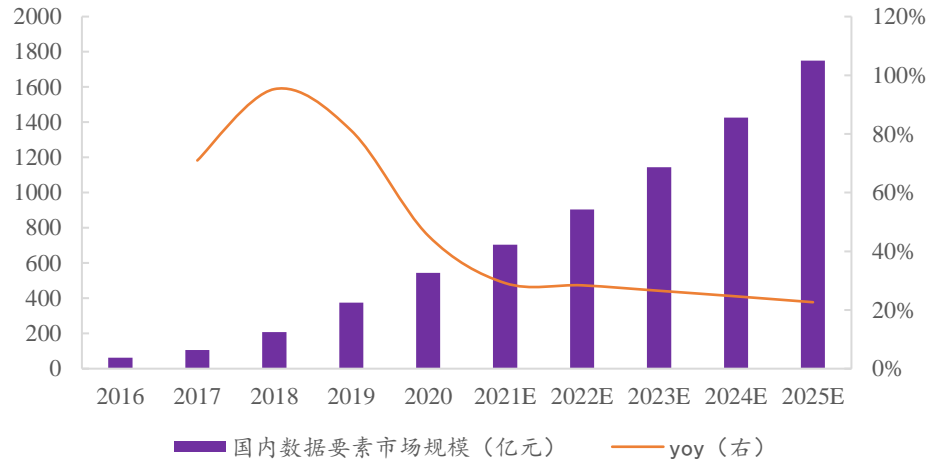
预计十四五期间数据要素市场规模将突破1700亿元。2020年4月数据要素首次被正式纳入生产要素,成为继土地、劳动力、资本、技术之外的第五大生产要素。近年来随着数据对提高生产效率的乘数作用不断凸显,数据要素已成为最具时代特征的生产要素。围绕数据要素也形成了数据生成、采集、存储、加工、分析、服务为主等战略性新兴产业。当前我国数据要素市场已初见雏形,后续数据要素市场关键在于建立合理、适用的数据要素价值体系,并健全明确、细化的数据要素市场规则。根据国家工信安全中心测算,十三五期间我国数据要素市场规模快速增长,由2016年的62亿元发展至2020年的545亿元,预计十四五期间市场规模将突破1700亿元,年复合增速为26.3%,继续保持快速增长。

图表 104: 数据要素市场、行业规范与保障措施体系概况



资料来源:国家工业信息安全发展研究中心,华鑫证券研究

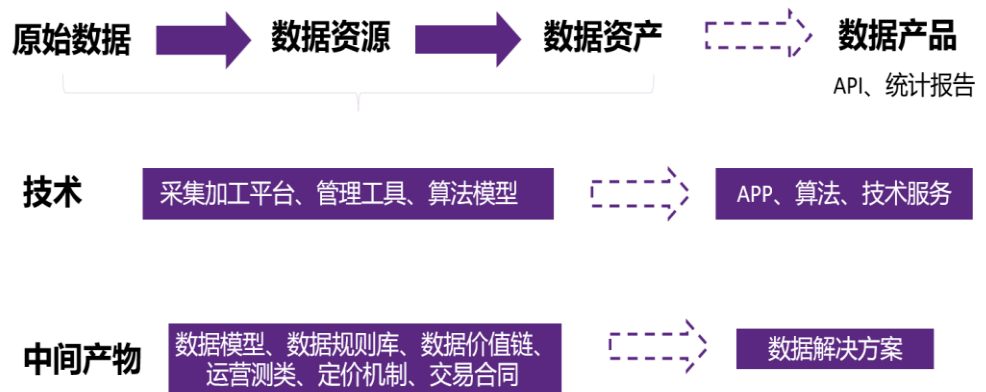
图表 105：国内数据要素市场规模在 2025 年有望突破 1700 亿元



资料来源：国家工业信息安全发展研究中心，华鑫证券研究

数据资产是连接数据要素与数据交易的关键一环。数字资产是企业通过生产经营活动或从外部渠道获取的，具有所有权或控制权，预期能够在一定时期内为企业带来经济价值的数据资源。数字资产以数字形式存在、以创新创造为内核，是数字经济时代的必然产物。数字资产具备非实体性、可加工性与价值易变等特性，从应用场景来看，广泛出现在金融、电信、政务、交通等多领域。数据资产化是释放数据要素价值的基础，是连接数据要素与数据交易的关键一环，涉及到数据资源化、资产化、确认/计量/计价以及后续作为数据产品的流通环节，从核心技术来看主要依托数据采集加工、管理工具以及算法模型等。

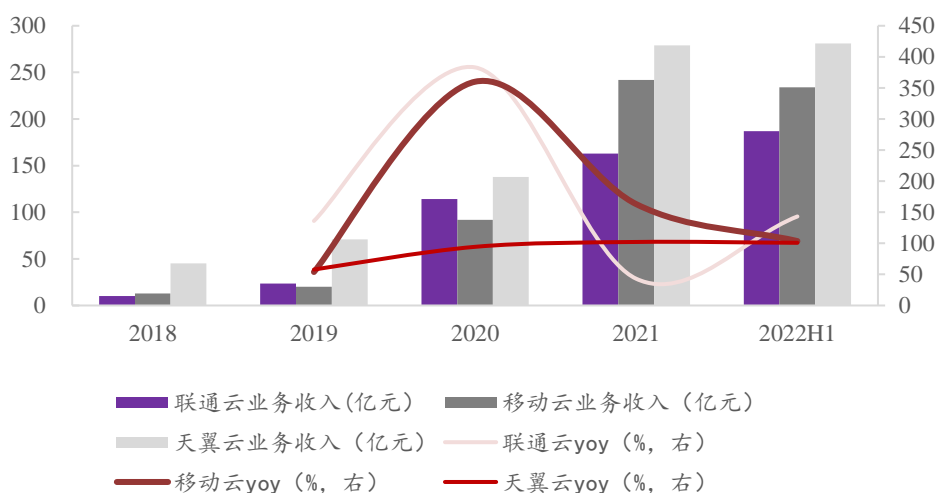
图表 106：数字资产交易标的物生产流程图



资料来源：中国信通院，华鑫证券研究

关注方向一：运营商（国资云）。以传统运营商为代表的数字供应商理论上拥有数据资产的使用权，作为数据资产产业链的上游，将充分受益于数字资产确认、交易与储存。尤其是在云业务方面，根据国资委《关于加快推进国有企业数字化转型工作的通知》，国有企业需加快推进基础数字平台等数字化转型工作。国资央企上云和监管云的上线将进一步推动央企数字化转型，打开国资云千亿蓝海市场。传统电信运营商在数字资产云业务层面具有资源优势和先发优势，联通云/移动云/天翼云业务2022H1 营收增速分别为 143%/104%/101%，保持高速增长，看好运营商在本轮国资云浪潮中的竞争优势。

图表 107：22H1 三大运营商云业务收入同比均实现翻倍以上增长



资料来源：Wind，华鑫证券研究

关注方向二：数据交易。当前数据资产交易市场已接近千亿市场，存在着确权难、定价难、监管难等问题，其中点对点，非公开的场外交易的占比仍然相对较高，规范的场内交易占比仅为 2%-3%。根据工业信息安全发展研究中心的测算，2022 年数据要素市场规模已突破 900 亿元，预计到 2025 年将达到近 1750 亿元。考虑到交易所在登记定价、交易追溯、合规审查等方面具备成熟经验与信用背书，未来数字交易由场外交易为主转向以数字交易所为代表的场内交易是大势所趋。同时，结合《中共中央国务院关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》对数据要素交易流通制度的规范明确，其中重点提到要严控交易场所数量，现有存量交易所的稀缺性得到保障。

图表 108：各地交易所上市公司持股情况一览

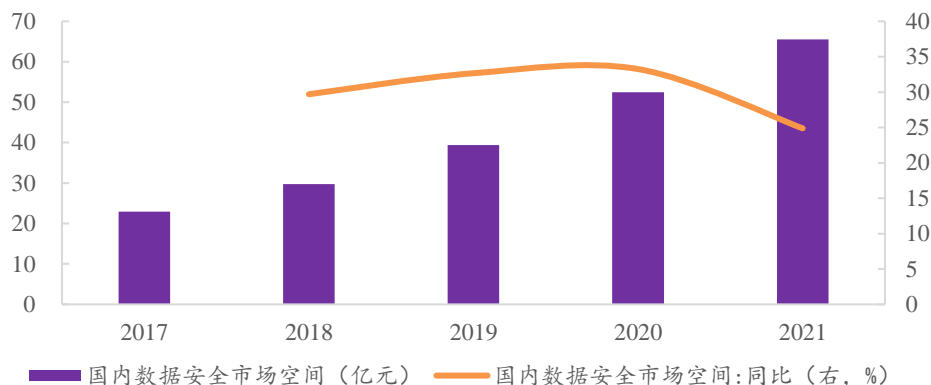
公司简称	持股比例		数据交易所	是否国 企	公司简称	持股比例		数据交易所	是否国 企
	直接持股	间接持股				直接持股	间接持股		
中国电信		6.0%	上海	是	零点有数	10.0%		南方	否
东方明珠		5.3%	上海	是	富春股份		0.9%	南方	否
中国联通		1.8%	上海	是	东华软件	7.0%	13.0%	湖北华中	否
华扬联众		1.5%	上海	否	ST 信通		2.0%	湖北华中	否
中南建设		1.5%	上海	否	吉视传媒	50.0%		东北亚	是
市北高新		0.8%	上海	是	东北证券		10.0%	东北亚	否
万达信息		0.6%	上海	否	浙数文化	48.2%		浙江	是
华设集团	5.0%		华东江苏	否	安恒信息	46.8%		浙江	否
泰豪科技		5.0%	华东江苏	否	上海机电		0.2%	浙江	是
白银有色	33.0%		丝路辉煌	否	中信证券		0.1%	浙江	是
甘咨询		3.7%	丝路辉煌	是	浪潮软件	35.0%		河南中原	是
中南建设		0.6%	山东	否	中原证券	10.0%		河南中原	是
华扬联众		0.6%	山东	否	中南建设		0.6%	安徽	否
市北高新		0.3%	山东	是	华扬联众		0.6%	安徽	否
万达信息		0.2%	山东	否	市北高新		0.3%	安徽	是
东方国信		4.8%	北部湾	否	万达信息		0.2%	安徽	否
皇氏集团		4.0%	北部湾	否	易华录	20.0%		郑州	是
					中原传媒	10.0%		郑州	是

资料来源：企查查，Wind，华鑫证券研究

关注方向三：数据安全。数据安全和网络安全是国家安全保障体系的重要组成部分。二十大报告明确指出需坚定不移贯彻总体国家安全观，而网络与数据安全是国家安全重点领域保障体系的重要组成部分。11月发改委发布《关于数字经济发展情况的报告》，指出要全面加强网络安全和数据安全保护，筑牢数字安全屏障。落实网络安全等级保护、关键信息基础设施安全保护等制度要求，强化网络、数据等安全保障体系建设，健全网络应急事件预警通报和应急处置机制。

在数据资产的所有权得到确认后，需要进一步的权属保护与隐私保护以保障资产的安全性，根据中国数据安全产业联盟的测算，2021年国内数据安全市场空间已突破65亿元，同比增长24.88%。当前我国网络安全技术成熟度整体仍相对较低，未有主流技术处于生产成熟期，多数技术处于技术萌芽期，距离生产成熟期仍有5-10年的发展周期。同时也要看到，2020年以来网络与数据安全新技术迅猛发展，涌现出区块链、物联网认证、安全多方计算、同态加密、拆分隐私等创新安全技术和服务。建议关注，技术迭代进程加快，服务于敏感数据交易流通的加密、脱敏、标记等数据安全性与网络安全关键环节的投资机会。

图表 109：2021 年国内数据安全市场空间突破 65 亿元



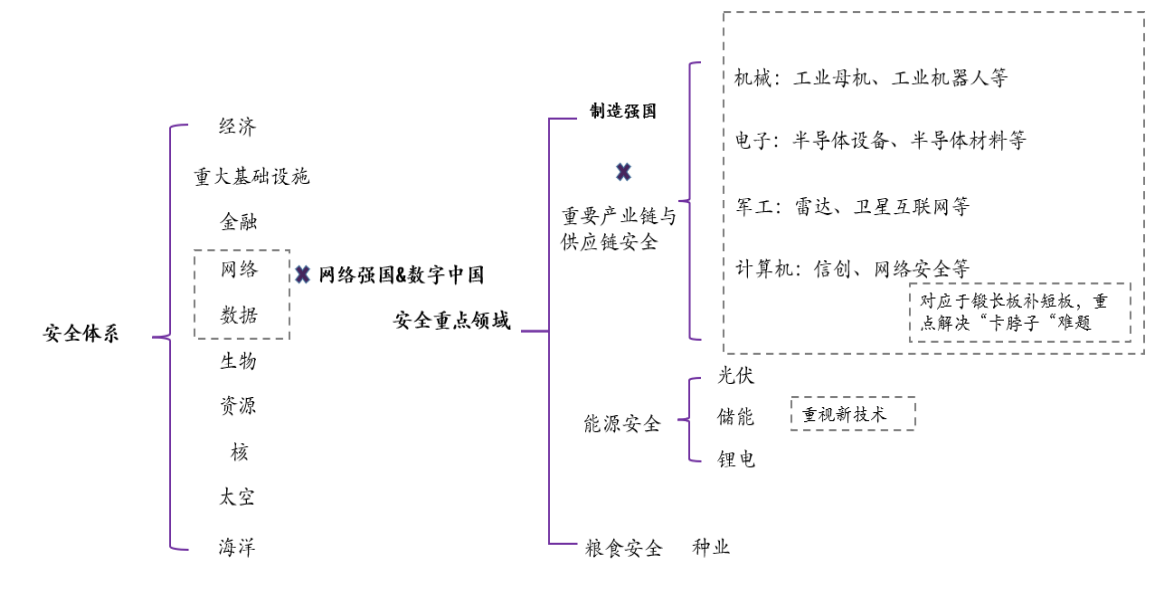
资料来源：《中国数据安全行业现状深度分析与未来投资调研报告》，华鑫证券研究

4.2.3、安全自主：高端装备、新能源、粮食安全

安全链战略地位提升，重点指向粮食、能源资源与重要产业链供应链安全。二十大报告中首增安全章节，提出应健全国家安全体系，强化经济、重大基础设施、金融、网络、数据、生物、资源、核、太空、海洋等安全保障体系建设，同时特别强调加强重点领域安全能力建设，确保粮食、能源资源与重要产业链供应链安全。

在三大安全重点领域中粮食、能源资源安全指向性相对明确，主要映射种业与新旧能源线，而重要产业链供应链安全含义相对宽泛，也更应引起重视，**我们理解其着眼点应放在产业链供应链中的锻长板、补短板（卡脖子）环节，主要对应一些服务于强链补链，国产替代必要性强的领域。**近年来保障重要产业链供应链安全在顶层设计中多次提及，增强产业完整性与韧性的战略意义凸显。

图表 110：二十大报告中提出的安全体系与安全重点领域



资料来源：华鑫证券研究整理

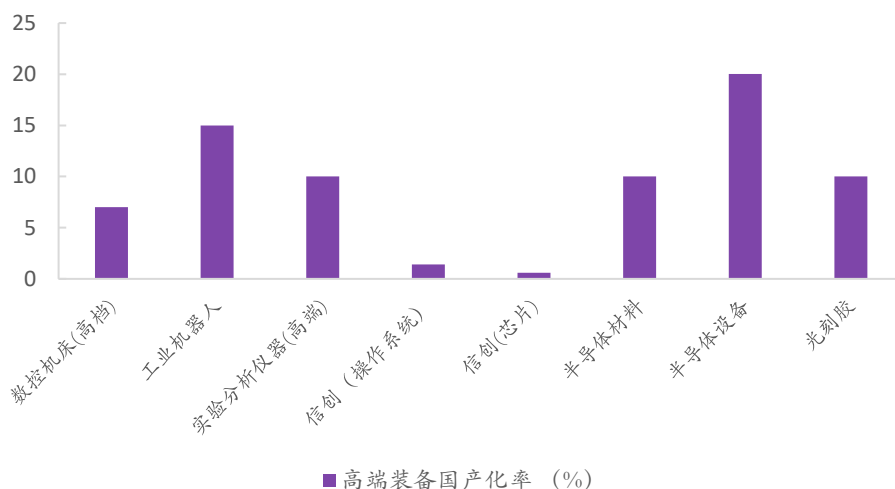
图表 111：保障重要产业链供应链安全在顶层设计中被多次提及

日期	公布单位	政策名	主要内容
2021年3月	全国人大	《中华人民共和国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》	坚持经济性和安全性相结合，补齐短板、锻造长板，分行业做好 供应链战略设计和精准施策 ，形成具有 更强创新力、更高附加值、更安全可靠的产业链供应链 ，加强国际产业安全合作， 推动产业链供应链多元化 。
2021年6月	工信部、科技部等六部门	《关于加快培育发展制造业优质企业的指导意见》	聚焦重点领域，支持有条件的单项冠军企业和大企业集团不断增强国际竞争力， 提升对产业链、供应链、创新链的引领整合能力 ，发展成为产业链领航企业，引领带动产业发展。
2021年11月	国务院	《国家安全策略（2021—2025年）》	要增强 产业韧性和抗冲击能力 ，筑牢防范系统性金融风险安全底线，确保粮食安全、能源安全、重要基础设施安全，加强海外利益安全保护。
2022年1月	发改委	《十四五电子商务发展规划》	加强 现代流通应急保供能力建设 ，增强 流通体系安全风险管控和抗冲击能力 ，充分发挥对基本民生和 产业链供应链全稳定 的作用。
2022年4月	国务院	《关于加快建设全国统一大市场的意见》	大力发展 第三方物流 ，支持数字化第三方物流交付平台建设，推动 第三方物流产业科技和模式创新 ，培育一批有全球影响力的 数字化平台企业和供应链企业 。加强 应急物流体系建设 ，提升灾害高风险区域 交通运输设施、物流站点 等设防水平和承灾能力。
2022年10月	发改委	《保障重要产业链供应链安全稳定运行的五大措施》	提高 全产业链的运行效果 ，强化统筹布局，加强规划引领和政策指导，避免盲目投资重复建设；深化开放合作， 促进外贸产业链供应链畅通运转 ；强化市场监管，持续抓好大宗商品保供稳价，完善 产业链供应链风险监测体系 。
2022年10月	全国人大	《二十大报告全文》	二十大报告中“国家安全”首次被独立成章，提出“ 加强重点领域安全能力建设，确保粮食、能源资源、重要产业链供应链安全 ”
2022年11月	国务院	《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》	推进制造业补链强链 ，实施产业基础再造工程，健全产业基础支撑体系，加强产业技术体系建设。巩固拓展与周边国家产业链供应链合作，共同维护国际产业链供应链稳定运行。制造业供应链提升工程，构建制造业供应链生态体系。围绕重点行业产业链供应链 关键原料、技术、产品 ，增强供应链 灵活性可靠性 。

资料来源：全国人大、国务院、发改委等

发展高端装备是建设制造强国与保障产业链供应链安全的政策交叉点。《“十四五”智能制造发展规划》指出：站在新一轮科技革命和产业变革与我国加快高质量发展的历史性交汇点，要坚定不移地以智能制造为主攻方向，推动产业技术变革和优化升级，推动制造业产业模式和企业形态根本性转变。二十大报告在建设现代化产业体系中的六大强国战略中将制造强国放在首位，当前我国关键高端装备国产化率普遍偏低，我们认为发展高端装备是建设制造强国与保障产业链供应链安全的政策交叉点，对于我国由制造大国向制造强国迈进具备重要的战略意义。

图表 112：我国关键高端装备国产化率普遍偏低



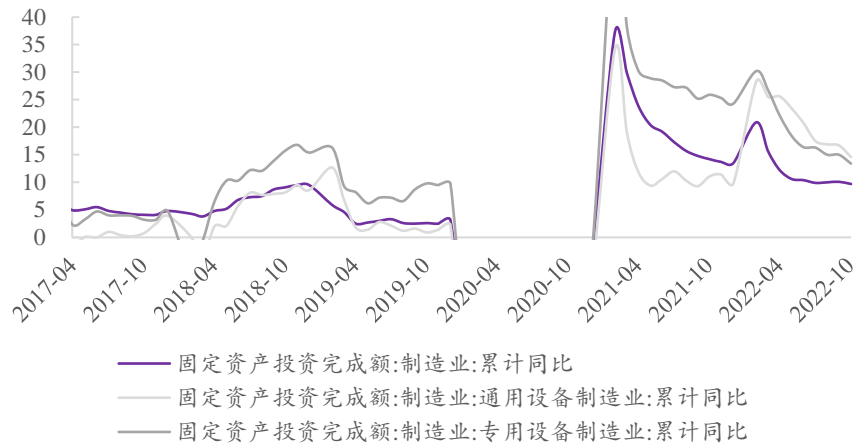
资料来源：中商产业研究院、前瞻产业研究院、亿欧智库、华经产业研究院等，华鑫证券研究

投资/库存/景气三重催化，看好 2023 年高端装备的配置价值：

投资端：融资环境持续改善，投资比较优势明显。2022 年年中央行发布《关于进一步推动金融服务制造业高质量发展的通知》，要求扩大制造业中长期贷款、信用贷款规模，重点支持高技术制造业、战略性新兴产业，推进先进制造业集群发展。9 月国常会决定进一步延长制造业缓税补缴期限力助企纾困，预计 2022 年后 4 个月再为制造业企业退税 320 亿元。并确定 2000 亿以上专项再贷款（期限 1 年、可展期两次，利率不高于 3.2%）与财政贴息配套（中央财政贴息 2.5%）支持部分领域设备更新改造。

在融资环境持续改善的助推下，高端装备投资比较优势显著，催化后续实现产能优化升级。2022 年 1-10 月制造业投资均保持较强韧性，10 月与高端制造密切相关的通用设备制造业与专用设备制造业固定资产投资同比增速分别为 14.6%/13.4%，显著高于制造业整体的 9.7%。

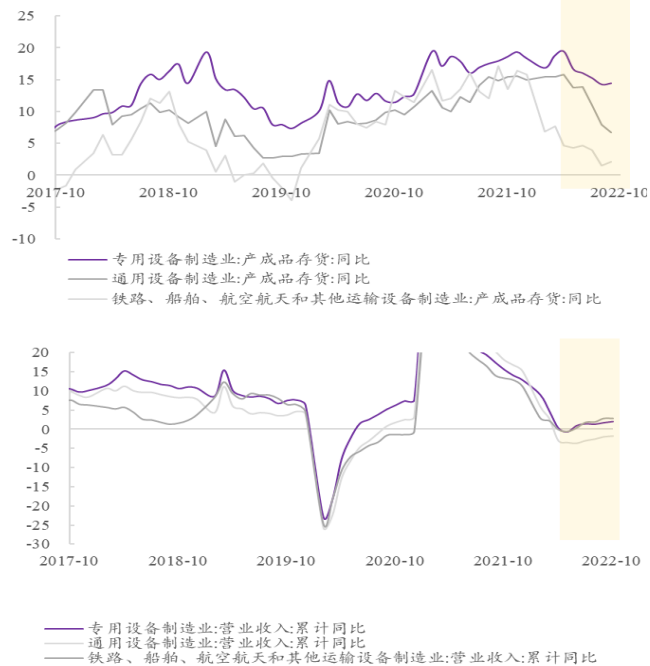
图表 113：通用设备/专用设备固定资产投资增速快于制造业整体 (%)



资料来源：Wind，华鑫证券研究

库存端：主动去库转向被动去库，库存周期进入复苏进程。综合观察 2022 年内中游制造中具有代表性的专用设备制造业/通用设备制造业/铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业的营收与存货增速的变化情况，可以发现：（一）三者营收增速均处在近五年来的相对低位，但自年中以来已有明显回升迹象；（二）库存水位均处在近五年来相对较高区间，但自下半年以来库存中枢已出现下行；（三）综合来看，中游制造库存周期应当处于主动去库向被动去库演变阶段，对应进入复苏进程。

图表 114：中游制造多处处在主动去库向被动去库的复苏周期 (%)

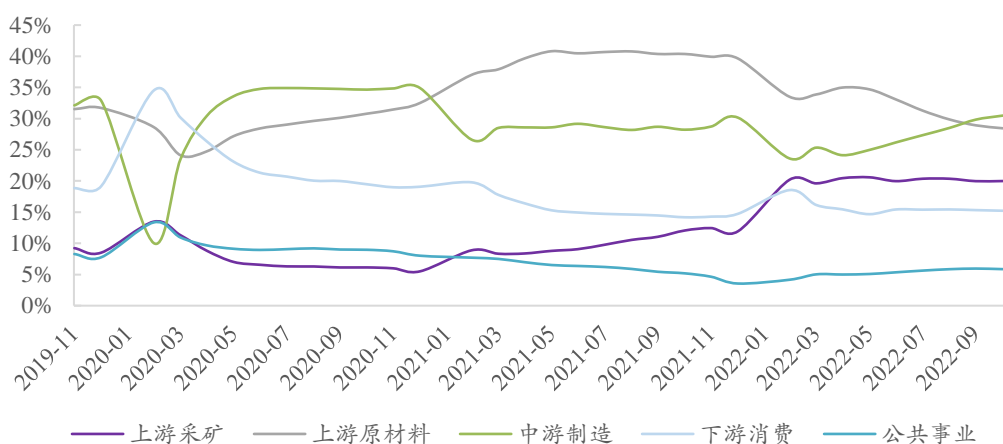


资料来源：Wind，华鑫证券研究

景气端：高端制造呈现韧性，看好 2023 年需求周期底部回暖。11 月 PMI/生产/新订单/新出口订单均位于荣枯线以下，且从数值上均较上月有所下滑，呈现出供需两弱的态势。从美国、欧元区以及摩根大通全球制造业 PMI 走势来看，全球维度制造业景气度亦在下行区间，这也在一定程度上解释了 2022 年以来挖机、重卡等主要制造类出口品增速下滑的原因。

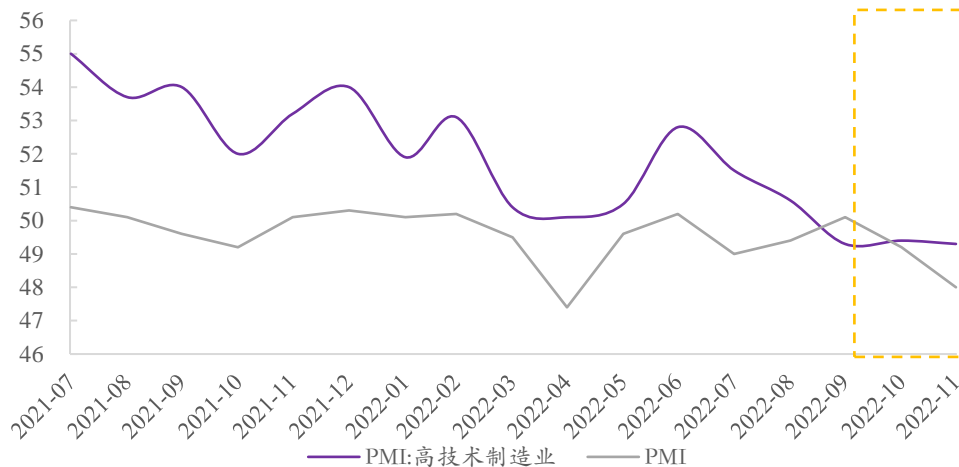
当前无论从国内还是全球来看制造业供需周期仍处在相对底部，2023 年景气边际回暖概率较大。从总量上看，中游制造工业企业利润占比自 2022 年 4 月以来不断回升，从结构上看 11 月高技术制造业 PMI 尽管仍位于荣枯线以下但近月环比下行幅度有所收窄，高端装备有望在本轮制造业上行周期中率先实现景气回暖。

图表 115：中游制造利润占比自 2022 年 4 月以来不断提高



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 116：高技术制造业 PMI 增速呈现较强韧性



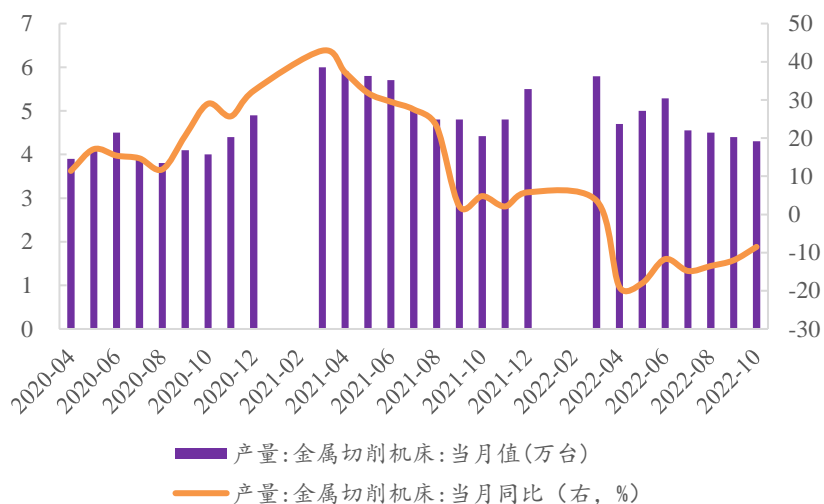
资料来源：Wind，华鑫证券研究

细分主线层面，高端装备中建议当前国产化率偏低，国内市场空间有望实现高增，且景气边际向好的工业母机、工业机器人、信创、半导体设备与材料、国防信息化板块。

工业母机是工业现代化基石，政策扶持力度较强。工业母机泛指金属加工机床，可分为金属切削机床（主要）和金属成型机床，下游应用主要包括汽车、航空航天、磨具、工程机械等，高端机床广泛运用在航空航天和战略性武器装备。在 2022 年 9 月“大力发展高端装备制造业发布会”上，工信部发言人谈到下一步将会同有关部门一道继续做好工业母机行业顶层设计，统筹产业、财税、金融等各项政策，积极推进专项接续，进一步完善协同创新体系和机制。

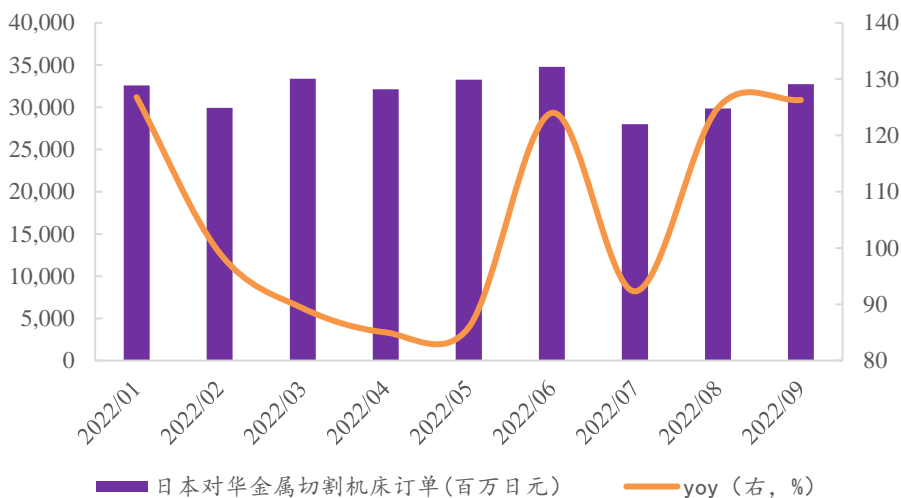
2023 年工业母机有望延续底部复苏态势。受全球制造业需求周期下行影响，2021 年以来我国金属切削机床产量增速呈逐月下行态势，全年产量为 60 万台，仅为上一轮高峰 2011 年产量的 70%，2022 年 1-4 月当月产量同比下行幅度接近 20%，随后产量降幅逐月收窄，截至 10 月当月产量降幅已收窄至-8.5%。而从日本（海外重要需求国）对华切割机床订单来看，自 2022 年以来当月同比增速基本保持在 100%以上，国内工业母机景气度整体呈现底部复苏态势。

图表 117：金属切削机床产量底部回升



资料来源：Wind，华鑫证券研究

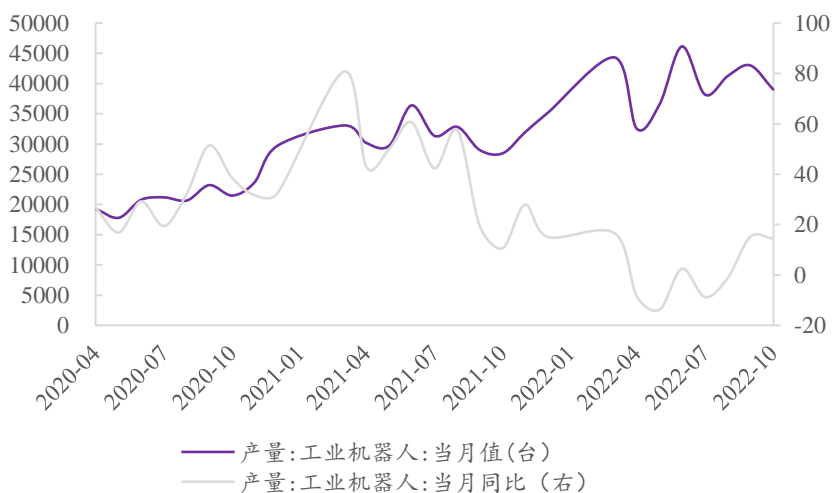
图表 118：年内日本对华切割机床订单同比保持高增



资料来源：Wind，华鑫证券研究

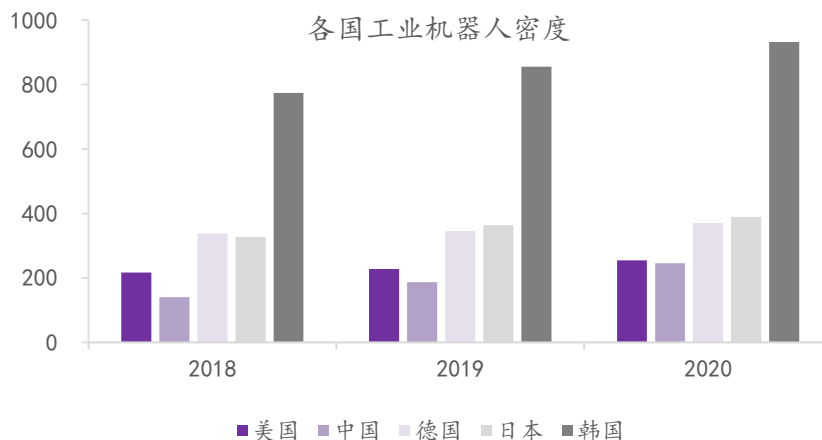
工业机器人供给端显著改善，渗透率有望提升。工业机器人应用覆盖国民经济 60 个行业大类、168 个行业中类，2022 年以来国内工业机器人受需求因素影响产量整体承压，多数月份呈现同比负增，但从 9 月产量数据来看已出现企稳势头，单月实现同比 15.1% 的增长。从全球范围内来看，主要工业机器人生产国日本地工业机器人订单量已开始企稳，单月同比增速回升至 20% 区间。从渗透率层面看，我国 2020 年工业机器人密度仅为 246 台/万人，显著低于韩国（932 台/万人）、日本（390 台/万人）、德国（371 台/万人），渗透率有望持续提升，建议关注精密减速器、智能控制器、伺服电机、实时操作系统等核心部件方向。

图表 119：9 月以来国内工业机器人产量增速企稳回升



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 120：2020 年我国工业机器人密度显著低于发达经济体



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2+8+N 体系深化发展，信创国产替代进程加快。信创涉及党政两大领域及金融、石油、电力、电信等八大行业应用，以及更下游的多样应用场景。当前国内信创正沿着“2+8+N”体系加速普及，从信创产业整体市场来看，2020 年我国信创产业规模已突破万亿元，2021 年信创产业整体市场规模约为 13800 亿元，同比增长 19.7%，预计 2025 年信创产业规模将接近 28000 亿元，2021-2025 年 CAGR 接近 20%，在国家安全观与数字经济双重催化下，信创国产替代和自主可控紧迫性提升，有望实现从“能用”到“好用”的转变。

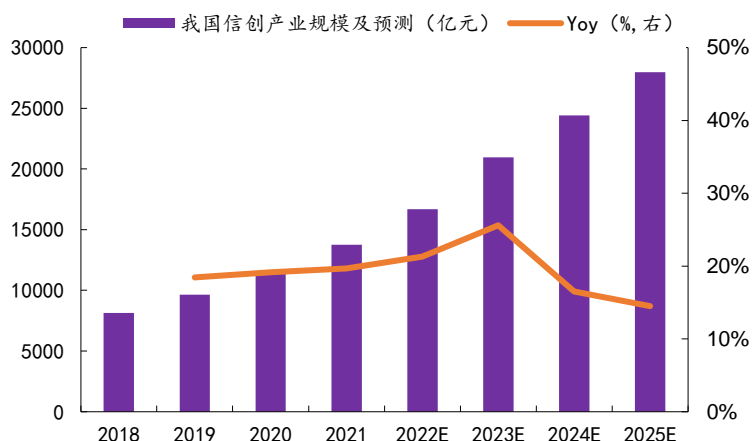
在信创各领域中，建议重点党政信创的进展。政策端，2022 年 1 月发改委公开印发《“十四五”推进国家政务信息化规划》，提出“到 2025 年国家电子政务网安全保障达到新水平，全面落实信息安全和信息系统等级分级保护制度，基本实现政务信息化安全可靠应用，确保政务信息化建设和应用全流程安全可靠。预计到 2022 年完成基本公文系统信创改造，2023 年逐步启动电子政务系统国产化替代，增量信创市场包括电子公文县/乡约 400 万台 PC，电子政务 100 万台 PC 及 30 万台服务器等，替代空间广阔。

图表 121：信创产业“2+8”发展体系



资料来源：《中国信创产业发展报告 2021》，华鑫证券研究

图表 122：信创行业市场规模在 2021-2025 年复合增速有望接近 20%



资料来源：iiMedia Research，华鑫证券研究

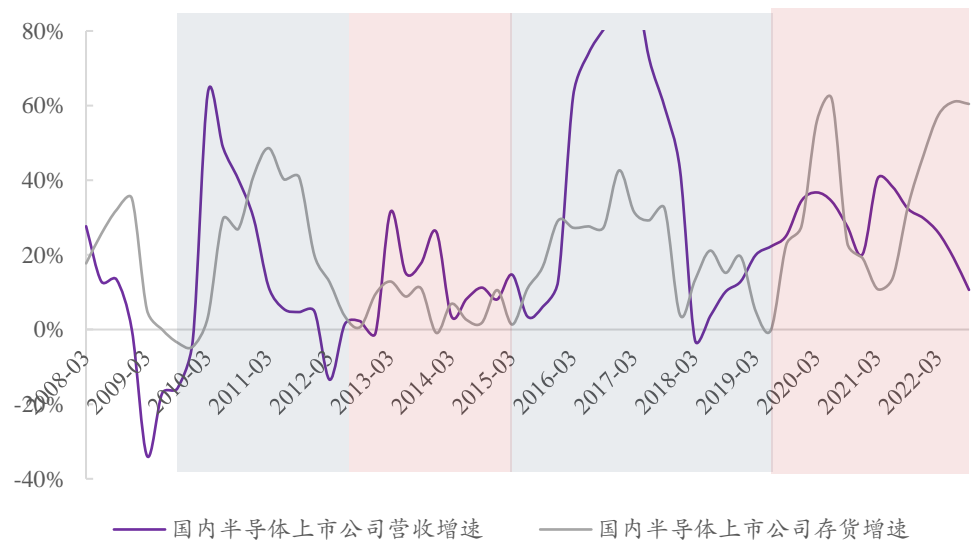
国内半导体库存周期或于 2023 年年中见底，景气回暖可期。根据历史规律，国内半导体库存周期约为 3-4 年，上一轮库存周期见底时间为 2019 年 6 月，考虑到 2022Q3 库存水平仍相对较高 (yoy+60%)，回落到库存经验底部 0% 时间可能较强，预计本轮库存周期持续时间约为 4 年，即库存见底时间约为 2023 年年中，而国内半导体板块营收底部往往领先库

存底部约一个季度，因此我们判断 2023 年半导体板块景气周期有望触底回升。

海外科技管制愈演愈烈，半导体设备/材料国产化需求迫切。2022 年 8 月美国正式发布资金总额高达约 2800 亿美元的《2022 年芯片和科学法案》，该法案授权对美本土芯片产业提供巨额补贴和减税优惠，并要求任何接受美方补贴的公司必须在美国本土制造芯片，这也意味着国内半导体芯片产业的打压进一步加强。

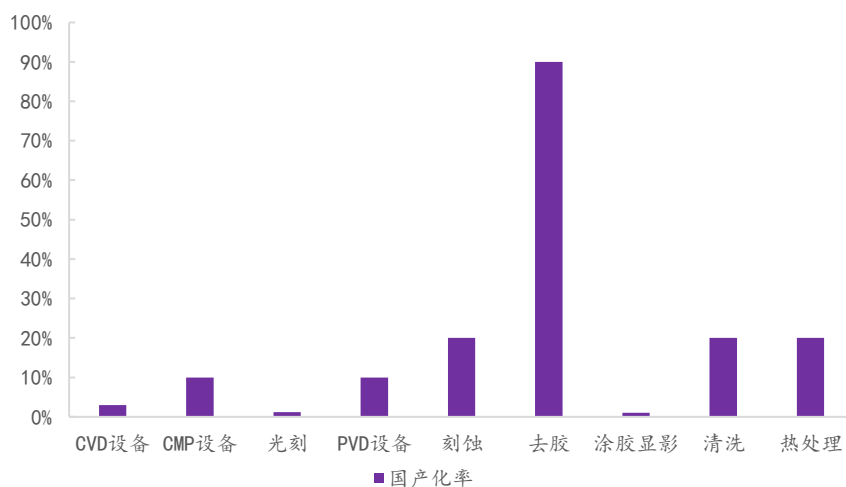
当前半导体设备/材料国产化需求迫切，参考华鑫电子组观点，在半导体设备端整体来看目前我国设备国产化率仍然处于较低水平。细分来看，清洗环节、刻蚀环节和热处理环节国产替代率在 20%左右；而光刻机、涂胶设备等替代率仅为 1%左右，国产替代需求仍较为强烈。而在材料端我国国产替代进程相对较快，预计 2022 年中国半导体材料市场总规模有望突破百亿美元，2017 年至 2022 年复合增长率达到 5.9 %。

图表 123：国内半导体库存周期或于 2023 年年中见底



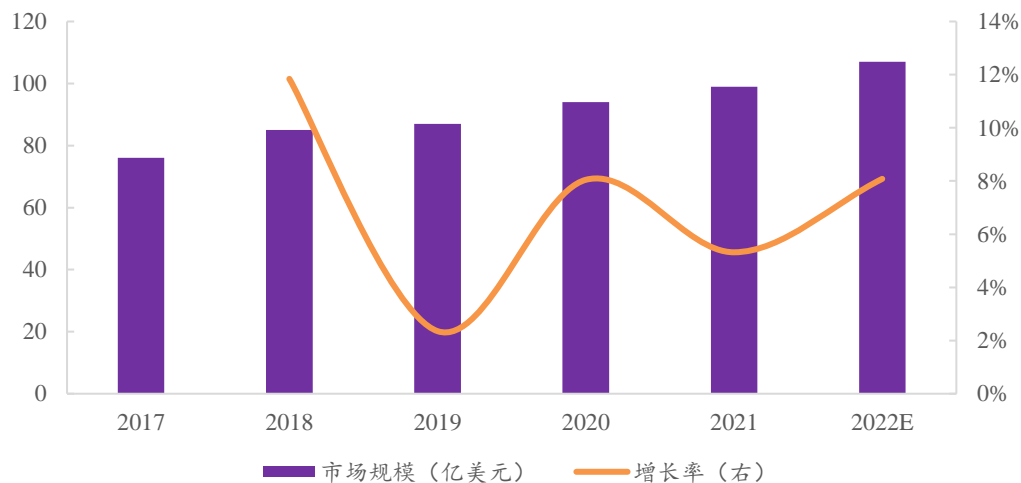
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 124：半导体设备各环节国产化率多数较低



资料来源：芯思想、华海清科、盛美招股、屹唐股份招股说明书，华鑫证券研究

图表 125：2022 年半导体材料市场规模有望突破百亿美元

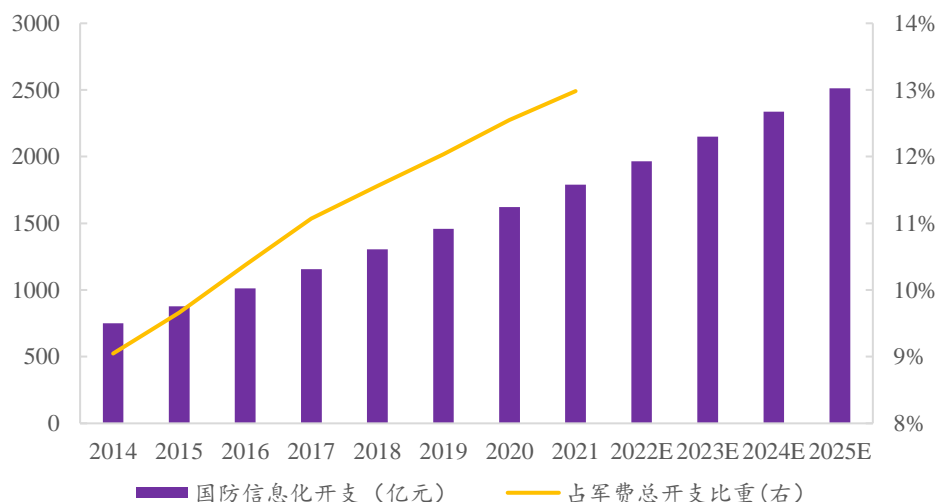


资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研究

国防信息化助力军队现代化，关注相控雷达、卫星互联网等新型装备。二十大报告在建军一百年奋斗目标时强调要坚持机械化信息化智能化融合发展，加快军事理论现代化、军队组织形态现代化、军事人员现代化、武器装备现代化，同时在练兵备战时也强调研究掌握信息化智能化战争特点规律。俄乌战争进程也多次证明，装备以及通讯信息化在现代化战争的重要意义，国防体系整体迈向信息化可以说是大势所趋。

近年来我国国防支出预算逐年提升，其中国防信息化是重点发力的领域。2021 年我国公共财政国防支出达 1.38 万亿元，同比增长 6.7%。根据观研天下数据，2021 年我国国防信息化开支在 1800 亿元左右，约占当年军费总开支的比重为 13%，相较 2014 年的 9% 有明显提升。国防信息化涵盖雷达、卫星导航、通讯等领域，建议关注渗透率相对较低，应用场景广泛的相控阵雷达、卫星互联网等方向。

图表 126：国防信息化开支占总军费比重不断提升



资料来源：观研天下，华鑫证券研究

图表 127：有源相控阵雷达应用场景广阔



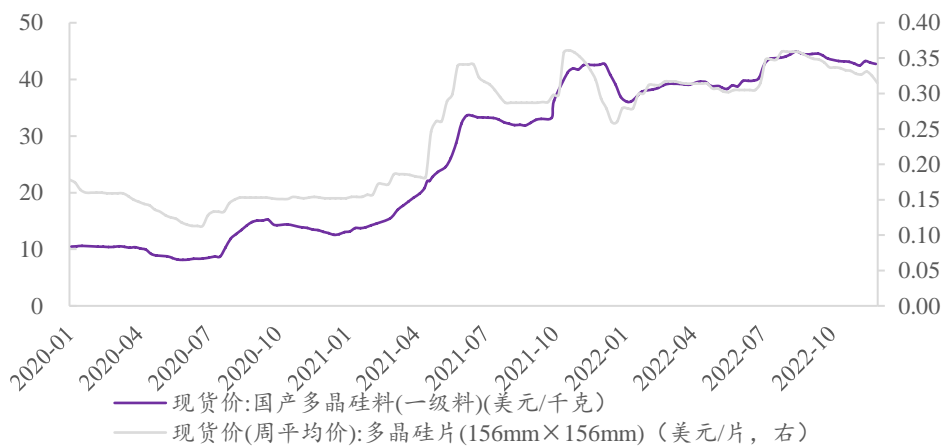
资料来源：雷电微力招股说明书，华鑫证券研究

光储景气确定性仍强，重视新技术变革带来的创新性机遇。光伏层面，根据 CPIA 预测，2022 年全年光伏新增装机量区间有望在 85GW-100GW，中性条件下相较 2021 年同比增长 68.4%。储能层面，光伏、风电等可再生能源经济性提升带来的增量配套消纳需求，与统一

电力现货市场建设进度加速均利好储能发展，其中独立储能有望从试点省份示范项目走向全国通用。根据 CNESA 预测，到 2025 年国内电化学储能装机量理想情形下有望达到 55.9GW，2021-2025 年复合增速达 76.4%。

展望 2023 年，随着硅料产能大幅提升，硅料价格松动趋势将进一步确认，产业链下游组件及电站端经济性提升带动需求释放，同时配套储能消纳意愿亦有望加强，叠加海外可再生能源规划进入落地期，光伏与储能增长确定性仍强，其中重点关注诸如复合铜箔（成本效率俱佳，产业链各环节资本开支明显提速）、钠离子电池（国内技术水平领先，储能应用场景广泛）、IBC（一体化企业主导技术迭代，效率上限高）等新技术变革带来的 0 到 1 创新性配置机会亦值得重视。

图表 128：2022 年末硅料与硅片出现松动



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 129：不同型号的铜箔对应成本及质量占比对比

材料	型号 (μ)	密度(g/立方厘米)	每 GWH 用量(万平方米)	每 GWH 重量(吨)	原材料价格(万元/吨)	原材料成本(元/平方米)
铝箔	12	2.7	1200	389	1.84	0.6
铜箔	6	8.96	1200	645	5.55	2.99
PET	4	1.38	1200	66	2.5	0.14
PET 铜箔	6	3.91	1200	281	/	1.13
PET 铝箔	12	1.6	1200	230	/	0.44

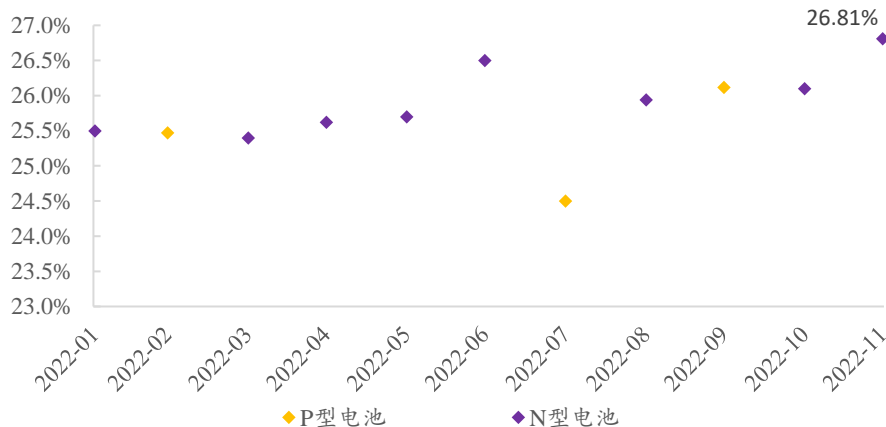
资料来源：华鑫证券研究测算

图表 130：钠离子电池应用场景展望



资料来源：德勤咨询，华鑫证券研究

图表 131：N 型电池不断刷新光伏电池效率记录



资料来源：CPIA，华鑫证券研究

农业芯片守护粮食安全，振兴种业必要性强化。发展种业是农业现代化的必由之路，近年来我国对于现有种质资源保护的重视度明显提升，除中央一号文件予以强调外，2021年以来也相继颁布了《种业振兴行动方案》、《“十四五”生物经济发展规划》等完善顶层政策设计。此外，各部委也出台了一系列相关方案与标准对于新型转基因品种的监管、审定、评价、试点进行规范。

图表 132：2021 年以来种质保护与转基因相关政策频出

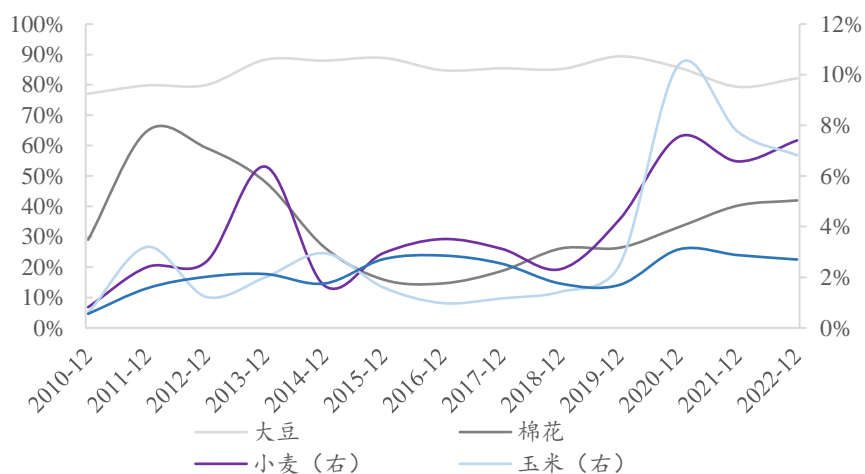
日期	公布单位	政策	主要内容
2021 年 1 月	农业农村部	《2021 年农业转基因生物监管工作方案》	将支持 农业转基因生物安全事业发展的相关支出 列入政府预算，明确辖区内 农业转基因监督职责分工 ，加强 农业转基因生物加工审批和监管 ，为有序推进生物育种产业化应用提供政策保障。
2021 年 2 月	国务院	《中央一号文件》	1) 加快实施 农业生物育种重大科技项目 ；2) 加强 育种知识产权保护 ；3) 研究 重大品种研发与推广后补助政策 ；4) 支持种业龙头企业建立健全 商业化育种体系 ；5) 加强 国家作物种质资源库建设 ，6) 对育种基础性研究及重点育种项目给予 长期稳定支持 。
2021 年 6 月	农业农村部	《水稻品种真实性鉴定 SNP 标记法》《玉米品种真实性鉴定 SNP 标记法》《小麦品种真实性鉴定 SNP 标记法》3 项标准通过审定	全国农技中心召开农业行业标准审定会，会议明确要加快新审定 3 项标准的修改完善和报审发布，建成全国统一开放共享的 主要农作物品种鉴定 DNA 指纹数据平台 ，构建完善 34 种审定、登记作物分子检测标准和 DNA 指纹数据库 ，发挥 分子检测技术在市场监管和品种保护中的作用 。
2021 年 7 月	国家农作物品种审定委员会办公室	《国家级玉米、稻品种审定标准（2021 年修订）》	增加了对于品种一致性和真实性的审定条款，国审玉米新品种要求， 玉米位点数>4 个，<3 个视为相同品种；国家级稻新品种位点 23 个，<2 个的视为相同品种 。
2021 年 7 月	最高人民法院	《关于为全面推进乡村振兴加快农业农村现代化提供司法服务和保障的意见》	要依法惩处走私大米、玉米、食糖等 农产品犯罪行为 ，持续推进惩治制售假种子、假化肥、假农药等 伪劣农资犯罪行为 。要加大对种源“卡脖子” 农业关键核心技术 等知识产权 司法保护力度 。
2021 年 7 月	中央全面深化改革委员会	《种业振兴行动方案》	明确了分物种、分阶段的具体目标任务，提出了 实施种质资源保护利用、创新攻关、企业扶优、基地提升、市场净化 等五大行动，各地农业农村部门要 抓紧部署实施 。
2021 年 11 月	农业农村部	《农业农村部关于修改部分种业规章的决定(征求意见稿)》、《农业农村部关于修改《农业转基因生物安全评价管理办法》的决定(征求意见稿)》	明确了 农业转基因品种的审定办法
2022 年 5 月	国家发展改革委	《“十四五”生物经济发展规划》	提高 粮食等重要农产品生产能力和质量 ，有序发展全基因组选择、系统生物学、合成生物学、人工智能等生物育种技术，着力提升 良种培育、生产加工、推广应用 等能力，加快构建 商业化育种创新体系 。
2022 年 6 月	农业农村部种业管理司	《国家级转基因大豆品种审定标准（试行）》与《国家级转基因玉米品种审定标准(试行)》	6 月 9 日，国家农作物品种审定委员会印发《 国家级转基因大豆品种审定标准(试行) 》和《 国家级转基因玉米品种审定标准(试行) 》
2022 年 7 月	农业农村部种业管理司	《关于扶持国家种业阵型企业发展的通知》	根据企业 创新能力、资产实力、市场规模、发展潜力 等情况，决定遴选袁隆平农业高科技股份有限公司等 69 家企业为 国家农作物种业阵型企业
2022 年 8 月	农业农村部种业管理司	《关于加强主要农作物品种绿色通道和联合体试验管理工作的通知》	从 规范品种审定绿色通道和联合体试验 入手，全面提升 主要农作物品种审定管理水平 ，优化种业营商环境，为保障国家粮食安全提供高质量的品种支撑。

资料来源：农业农村部、国务院、国家发展改革委、国家深改委、最高人民法院，华鑫证券研究

实现种源自主可控是摆脱进口依赖的必由之路。我们通过当年进口额/国内消费额计算得到各主要种植品种的进口依赖度，可以发现我国大豆/棉花的进口依赖度偏高，2021 年分别为 82.1%/42.0%，小麦/稻谷/玉米的进口依赖度相对较低，均未超过 10%。从单产角度来看，我国玉米与大豆等品种单亩产量相较美国仍有较大差距，在耕地面积愈发有限的背景下培育自主可控的优质种源是摆脱主要粮食品种进口依赖的必由之路。从种子的贸易逆差来看，2016 年以来基本呈逐年扩大态势，2021 年种业全年贸易逆差达到 3.71 亿美元，

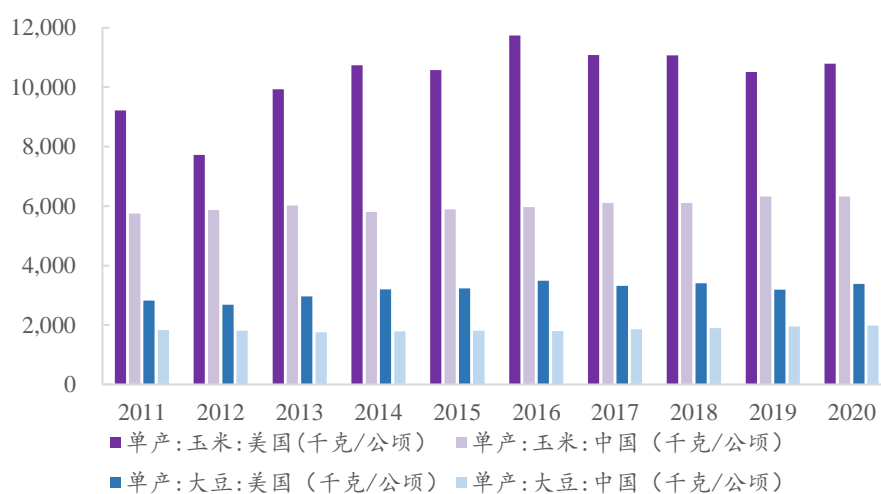
yoy+32.5%，预计 2022 年种业相关商品逆差可能进一步扩大，振兴国内种业必要性得到强化。

图表 133：主要种植作物中，我国大豆/棉花的进口依赖度相对较高



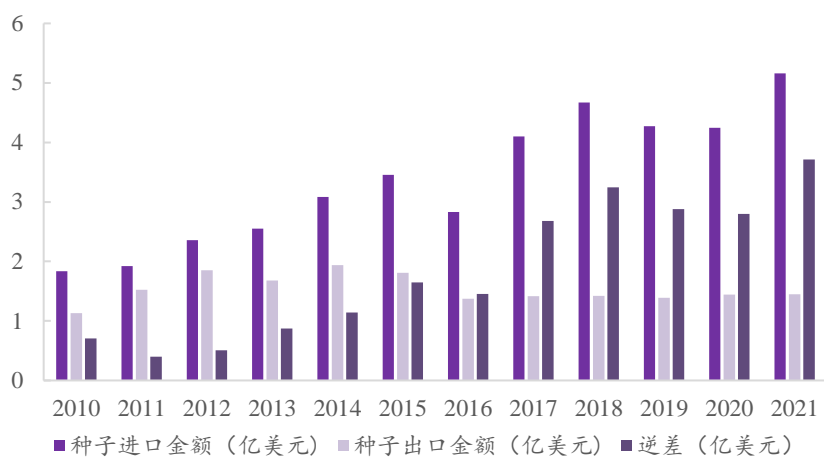
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 134：我国玉米与大豆单亩产量相较美国仍有较大差距



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 135：2016 年以来我国种子逆差整体呈扩大态势



资料来源：Comtrade，华鑫证券研究

5、风险提示

- (1) 宏观经济加速下行
- (2) 政策力度不及预期
- (3) 疫情超预期爆发

■ 宏观策略组介绍

谭倩: 11 年研究经验，研究所所长，首席分析师。

杨芹芹: 经济学硕士，7 年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任 CCTV 新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

朱珠: 会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所。

周灏: 金融学硕士，2022 年 7 月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

李刘魁: 金融学硕士，2021 年 11 月加盟华鑫研究所。

张帆: 金融学硕士，2022 年 7 月加盟华鑫研究所。

孙航: 金融学硕士，2022 年 5 月加盟华鑫研究所。

■ 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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%

3

回避

< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。