峰回路转

2023年中宏观经济展望

证券分析师：屠强 A0230521070002 王茂宇 A0230521120001
贾东旭 A0230522100003 王胜 A0230511060001
2023.7.3

主要内容

- **市场目前对经济主线的探讨存在五方面“预期差”：“被误判”的美联储加息空间、“被低估”的真实收入，“被忽视”的消费倾向、“被错估”的固定投资、“被误解”的贸易顺差。**
- **全球经济：今年的软着陆，明年的硬着陆。**1）美国经济：超额储蓄支撑下，下半年韧性仍可维持。2）美国通胀：三季度压力仍大，四季度回落或小幅加速。3）美联储：下半年加息50BP空间充足，明年降息可能超预期。4）全球经济美强欧弱格局延续，美元指数、美债利率年内或仍较强，但关注明年的较大下行空间以及黄金潜在机会。
- **外贸：出口压力递延，进口替代加速。**美国库存滞后而非领先我国出口，1.3万亿美国超额储蓄仍将保障年内外需，5月美国消费、就业再度反弹。但我国出口同期再度出现“逆外需式”走弱，更多反映短期疫情导致的供给冲击，商品结构也主要是供给主导的领域跌幅较大，消费电子偏弱则更多反映“替代效应”而非外需走弱的“收入效应”。外需不弱、供给恢复、份额转移构成年内出口“三大韧性”。出口压力递延至明年（美国超额储蓄消耗完毕时期），但关注新兴国家转型带来的出口份额潜在韧性。进口增速低并非源自“衰退式顺差”，而更多是持续一年的进口替代进程，也将适度支撑年内贸易顺差。
- **消费：被低估的真实收入与被忽视的消费倾向。**23Q1农民工重新集中性进城，劳动参与率明显回升，就业的改善幅度远大于城镇调查失业率表征的水平。虽然目前居民收入增速仍处于较低水平，但一季度改善缓慢更多源于劳动力供给快速增加令农民工人均薪资承压，并非源于需求疲软的影响，真实居民收入虽然增速不高、但改善幅度其实并不差。青年失业率偏高来源于结构性失业，但权重较小、短期影响相对可控。此外上半年加速的住宅竣工，将拉动下半年居民关于地产链后周期可选商品的消费倾向。5月这一现象已在显现，而整体零售偏低更多源于疫情影响接触类消费。

主要内容

- **投资：“跨周期调节”而非“逆周期调节”。**领先指标显示，地产投资与竣工改善仍可持续一年。但21H2以来销售与新开工大幅走弱，将按三年传导时滞反映为24H2地产产业链更大的内生性压力。而剔除PPI深度通缩影响后目前实际投资并不弱，且基建投资于22H2-23H1已强劲发力，或一定程度透支明年稳增长空间。经济压力明年更大而政策过早发力背景下，稳增长需要为明年留力、“跨周期调节”，而不是仅针对年内逆周期调节，基建投资与“保交楼”政策年内仍将推进，但更大力度或更多预留于明年。而地产需求类政策需要“培育增量”而非“存量刺激”，通过工业化再度提速驱动城镇化、增加刚需总量才是合理选择，放宽限售限购、大幅降息等政策只是未来需求的贴现，还有一点可能恶化人口问题。
- **货币财政：年内适度发力，更大空间预留明年。**1）财政：专项债发行或提速，债务置换或势在必行。专项债提速发行、以及新能源与数字基建的继续发力可期待，适度发力仍是必要的，但更大空间譬如准财政等增量工具或在明年集中性加码，年内财政在前期基建透支后仍需“修生养息”，不如期待新一轮债务置换，缓和中长期压力。2）货币：关注7/8月一次中性降准25bp（稳定M2增速）以及9月LPR“对冲式中性降息”的可能性。
- **库存与GDP：全年5.0%增速目标不难完成。**库存由于“二阶导”影响GDP增速的属性，可能是被忽视的年内GDP增速支撑项。下半年经济“N型”复苏有望开启第三阶段，在上述国内经济四大“预期差”扭转过程中，年内经济不差，加之库存影响，预计2023年全年实际GDP增速5.5%，仍能保障全年中性增速目标的完成。但明年经济压力更大，因而政策目前需要考虑的不仅是年内“逆周期调节”，而是针对年内和明年的“跨周期调节”，今年稳增长政策力度或适度，更大的稳增长政策空间留待明年。
- **风险提示：政策不确定性、外部形势变化。**

主要内容

1. 全球经济：今年的软着陆，明年的硬着陆
2. 外贸：出口压力递延，进口替代加速
3. 消费：被低估的真实收入与被忽视的消费倾向
4. 投资：“跨周期调节”而非“逆周期调节”
5. 货币财政：年内适度发力，更大空间预留明年
6. 库存与GDP：全年5.0%增速目标不难完成

SWS RESEARCH

1.全球经济：今年的软着陆，明年的硬着陆

- **2023年上半年海外经济波动较大，在年初较强的经济数据之后，3月美国SVB事件危机后市场一度对海外经济转弱、美联储转向宽松形成较强预期，但超额储蓄支撑下美国经济展现出较强韧性，叠加通胀下行迟缓使得这一预期出现逆转。但整体来说，虽然市场预期波动巨大，2023年海外经济走势还是基本验证了我们年初的判断，即美国经济强韧、美国通胀下行较慢、美联储年内降息概率较低。**

超额储蓄缓冲下，目前美国经济并未反映信贷紧缩的影响



1.全球经济：今年的软着陆，明年的硬着陆

- **今年的软着陆：**站在年中时点，**我们对2023年下半年的海外经济亦有三大判断，很大程度上延续我们此前预测：1）超额储蓄支撑下美国经济强韧或可持续至年末；2）下半年美国通胀回落可能继续慢于市场预期；3）美联储年内或仍将加息两次25BP，四季度维持利率不变。明年的硬着陆：但进入2024年，当超额储蓄消耗完毕之后美国经济，乃至海外主要发达经济在货币紧缩滞后冲击下可能均将陷入衰退，**一方面的确可以缓释人民币汇率所面临的强美元压力，但另一方面对于我国出口可能的确将形成较大下行拖累。

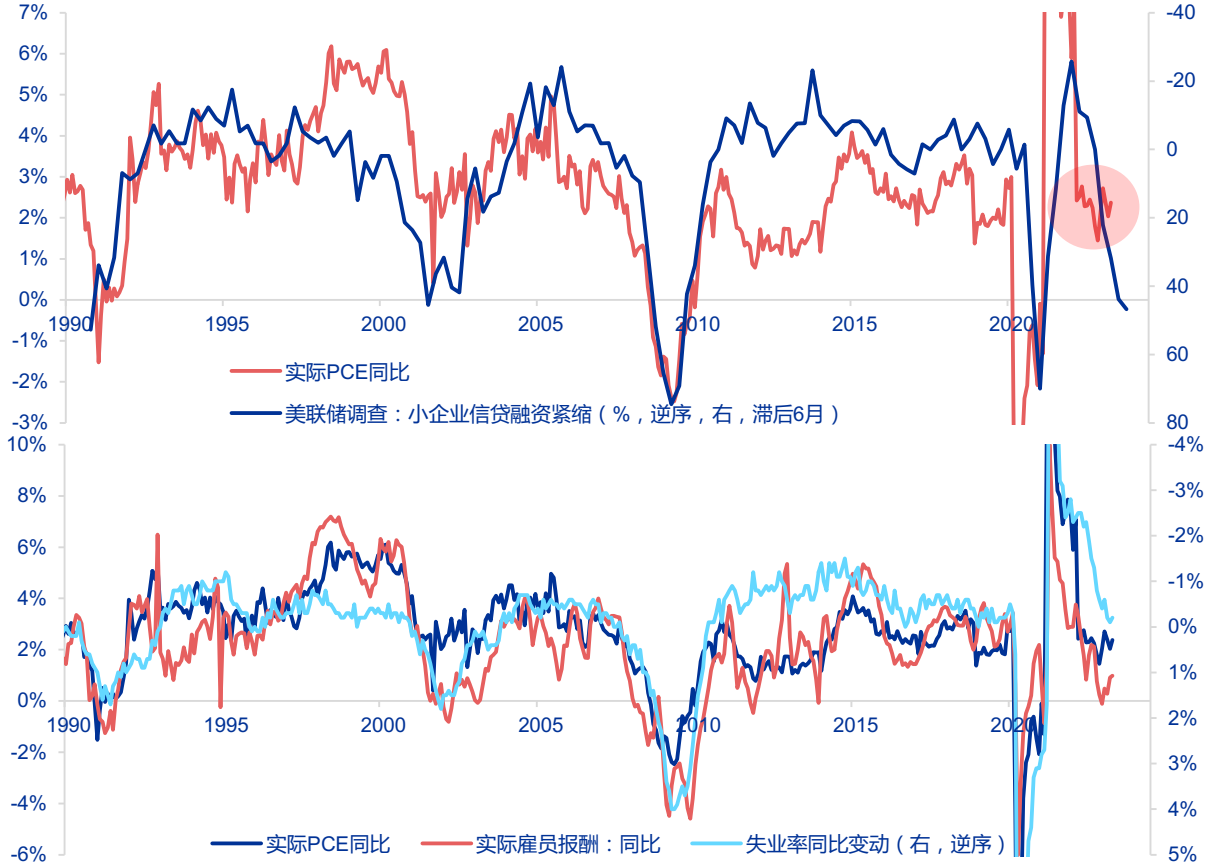
超额储蓄缓冲下，目前美国经济并未反映信贷紧缩的影响



1.1美国经济：超额储蓄支撑下，下半年韧性仍可维持

- **判断之一：超额储蓄于四季度消耗完之前，美国经济（就业、消费）可能很难出现颓势，预计美国经济2023年增速1.1%左右，Q2-Q4同比分别为2.4%、0.7%、-0.2%。**但进入2024年，超额储蓄终将消耗完毕，就算是目前的企业信贷难度都指向未来美国失业率将上行至6.5%甚至以上。

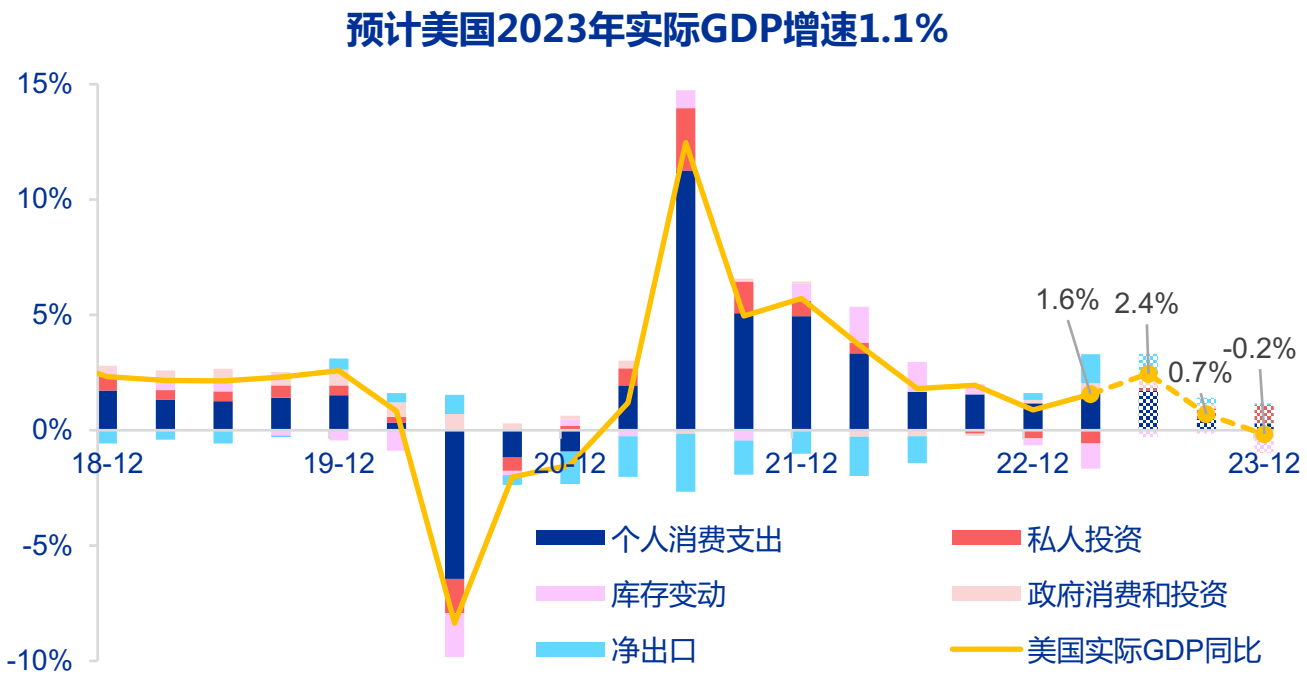
美联储紧缩向美国消费——就业传导，但超额储蓄支撑下居民消费及就业均强于市场预期及历史规律



资料来源：CEIC，申万宏源研究

1.1美国经济：超额储蓄支撑下，下半年韧性仍可维持

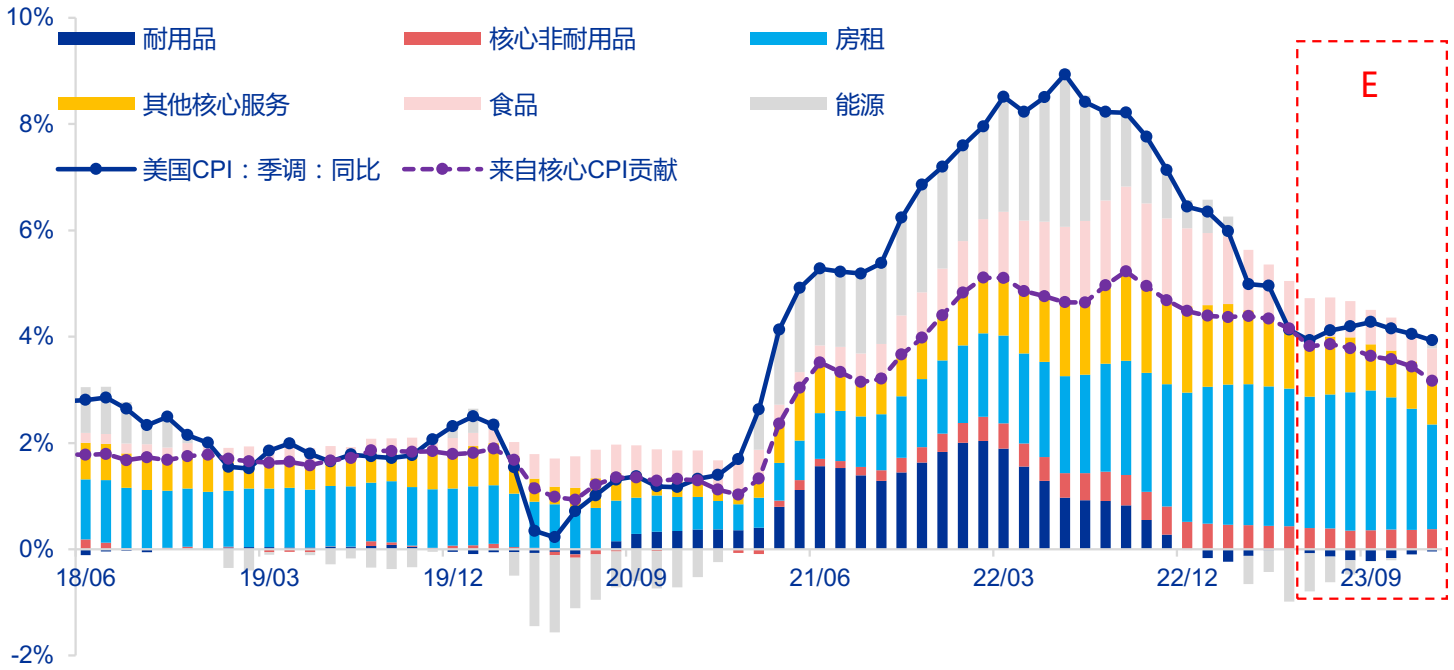
- **判断之一：超额储蓄于四季度消耗完之前，美国经济（就业、消费）可能很难出现颓势，预计美国经济2023年增速1.1%左右，Q2-Q4同比分别为2.4%、0.7%、-0.2%。**但进入2024年，超额储蓄终将消耗完毕，就算是目前的企业信贷难度都指向未来美国失业率将上行至6.5%甚至以上。



1.2 美国通胀：三季度压力仍大，四季度回落或小幅加速

- **判断之二：下半年通胀回落或仍慢于市场乐观预期。虽然房租通胀即将出现拐点，但超额储蓄支撑消费、油价反弹两大因素仍可对通胀回落形成缓冲作用。三大因素（油价、超额储蓄、房租）可能导致美国CPI同比年末仍在4%上下，2023全年平均在4.5%左右，Q2-Q4分别为4.3%、4.1%、3.9%。**长期来看，我们认为美国通胀中枢可能比疫情前更高，一方面商品通胀可能难以回到疫情前低位，主因美国持续与我国经济脱钩。另一方面美国劳动力市场供给难以恢复疫情前水平，可能导致服务通胀中枢更高。

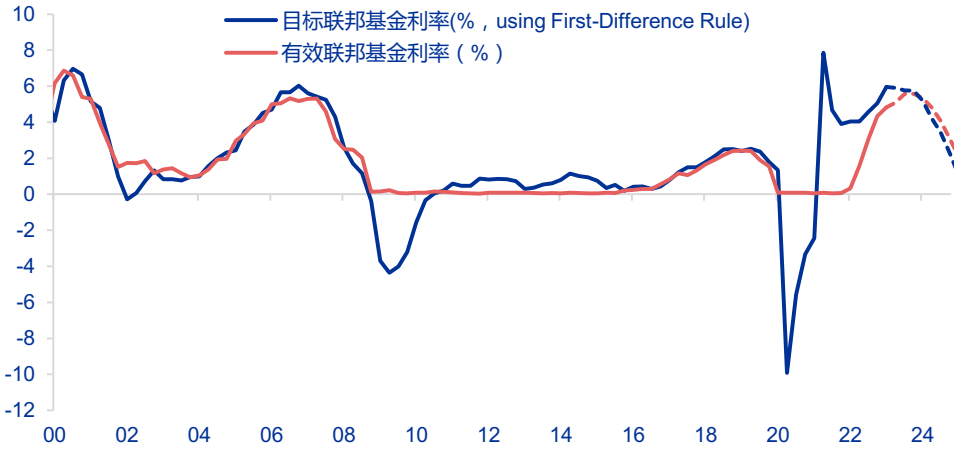
美国CPI季调同比、结构拆分及预测（%）



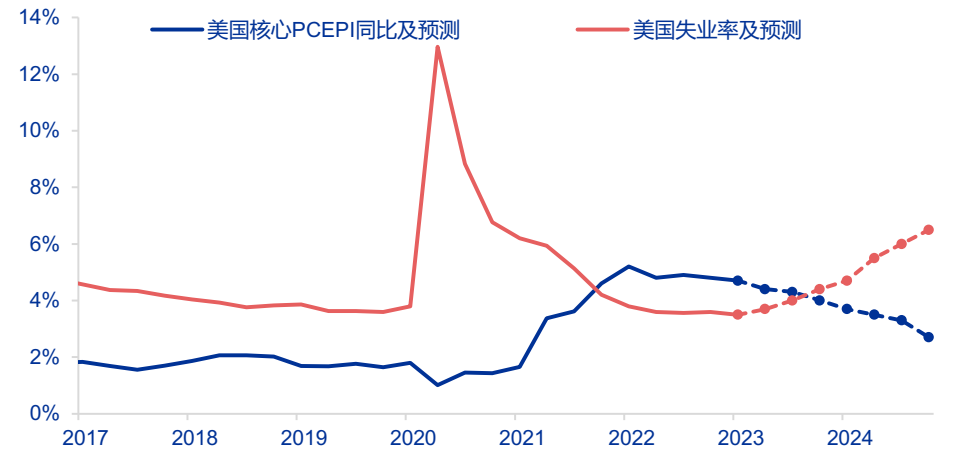
1.3 美联储：下半年加息50BP空间充足，明年降息可能超预期

- **判断之三：美联储下半年加息50BP空间充足，但明年降息空间可能超预期。**总结上文，下半年美国经济维持韧性，通胀缓下行，美联储加息空间不可小觑，而根据泰勒规则测算，美联储2023年年内50BP加息空间充足，与美联储最新预测不谋而合。我们依据23Q1已经公布的数据，测算出的美联储理论利率水平都在6%（联邦基金利率上限）左右。**鲍威尔也表示未来美联储在做利率决策时将考虑银行业危机的影响。所以，如果手动扣除25BP，那么美联储年内理论上的加息峰值就在5.50-5.75%，但目前市场仍认为美联储仅将加息至5.25-5.50%，明显与美联储指引形成差异。 2024年美联储或至少需将利率降至3%甚至以下。**

美联储泰勒规则测算及预测（%）



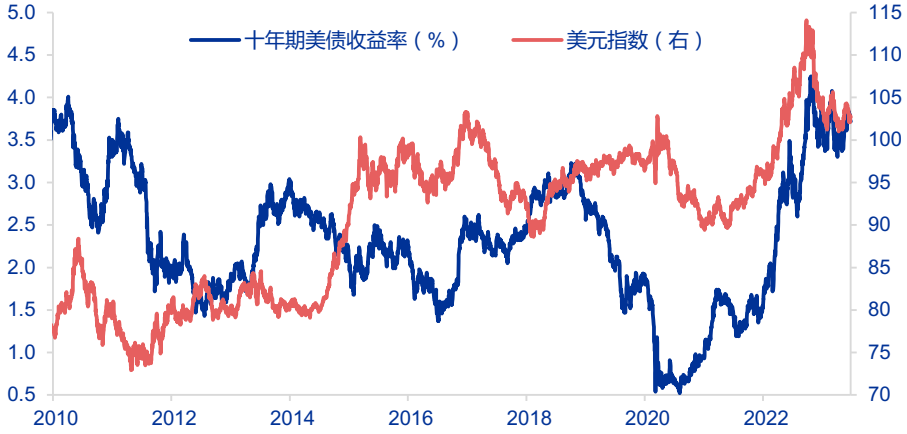
美国失业率、核心通胀预测



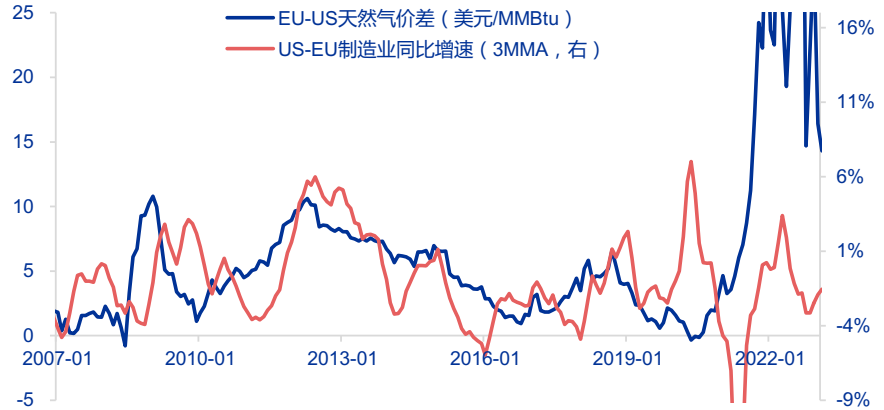
1.4 美强欧弱经济格局延续，美元指数、美债利率仍较强

- **预计2023年年末10Y美债利率回落至3.2%-3.5%左右。美元指数年末回落至略低于100的水平，仍将处于高位。**美联储难以在年内降息，甚至可能超市场预期加息，叠加海外经济体重美国经济仍远远比英欧日更强，共同指向美元指数下半年可能依然较强。**三大因素可能使得欧洲经济下半年仍然相较美国更弱。1）**欧洲居民并不持有类似美国居民那样规模巨大的超额储蓄，消费恢复较弱，工业生产在去年受能源价格高位冲击后还未恢复。**2）**劳动力市场紧张正在驱使欧央行持续强化紧缩，而货币紧缩对于更依赖银行信贷的欧洲企业冲击可能更大。**3）**再者，近期欧洲天然气价格出现回升，可能对未来欧洲工业生产形成抑制，进一步强化美强欧弱的经济格局。

下半年美元指数、长端美债利率仍可能反弹



近期欧洲天然气价格出现回升，可能对欧洲工业生产形成抑制



主要内容

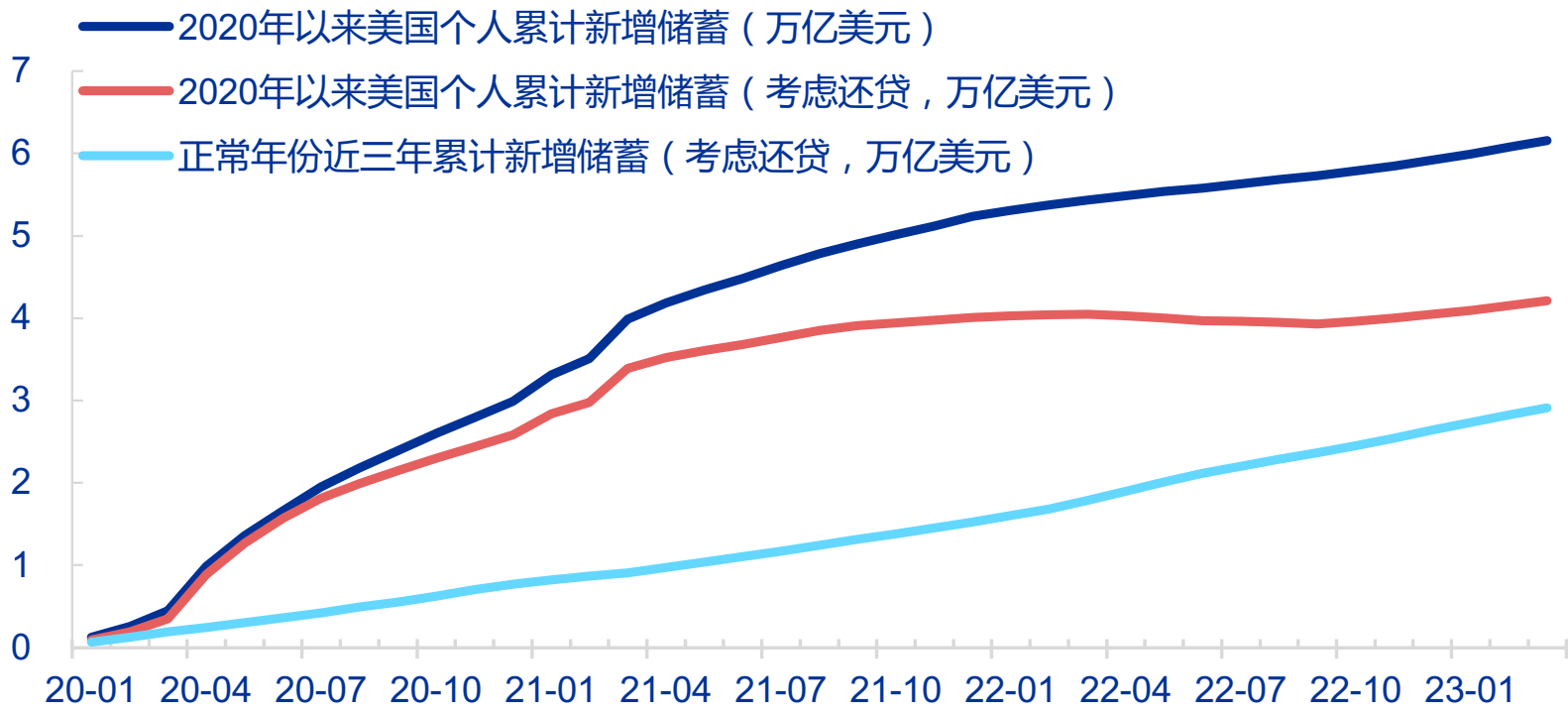
1. 全球经济：今年的软着陆，明年的硬着陆
2. 外贸：出口压力递延，进口替代加速
3. 消费：被低估的真实收入与被忽视的消费倾向
4. 投资：“跨周期调节”而非“逆周期调节”
5. 货币财政：年内适度发力，更大空间预留明年
6. 库存与GDP：全年5.0%增速目标不难完成

SWS RESEARCH

2.1 美国库存滞后而非领先出口，超额储蓄保障年内外需

- **美国居民超额储蓄递延了美联储紧缩对于美国实体经济的影响，5月美国消费、就业连续超预期，1.3万亿美国超额储蓄仍能保障年内我国外需环境韧性。**

截止2023Q1，美国居民超额储蓄仍有1.3万亿美元规模



2.1 美国库存滞后而非领先出口，超额储蓄保障年内外需

- **美国库存是工业品供需匹配后的结果，其滞后于我国对美国出口，而并非领先指标。**市场一度形成美国去库存周期或加快我国出口增速回落的预期，但从数据上来看，美国全口径库存（制造业+批发零售业）增速滞后于我国对美出口增速6个月，主因美国库存是工业品供给（我国出口提供给美国）和需求匹配的结果，而非领先指标。

美国全口径库存增速滞后于我国对美出口增速6个月



2.2 短期供给冲击拖累出口，“替代效应”约束消费电子

- **5月出口再度呈现类似22Q4的与同期外需水平背离的现象，或反映短期疫情约束供给。**5月美元计价出口当月同比回落16pct至-7.5%，但同期美欧日英核心商品零售平均增速仍处于4%附近较高水平，出口再次出现类似22Q4的与外需趋势背离的走弱，或再次反映类似22Q4因疫情短期冲击供给导致的拖累。

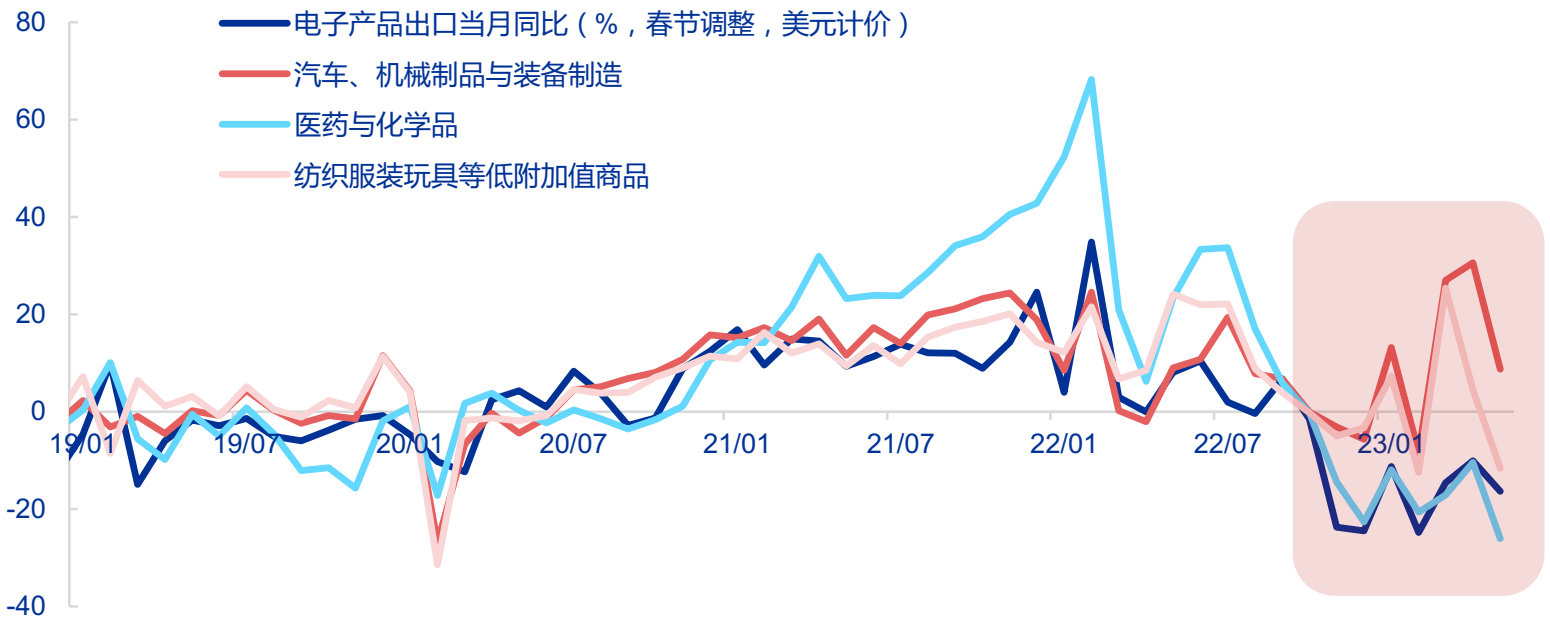
类似22Q4，今年5月出口再度与同期外需水平背离



2.2 短期供给冲击拖累出口，“替代效应”约束消费电子

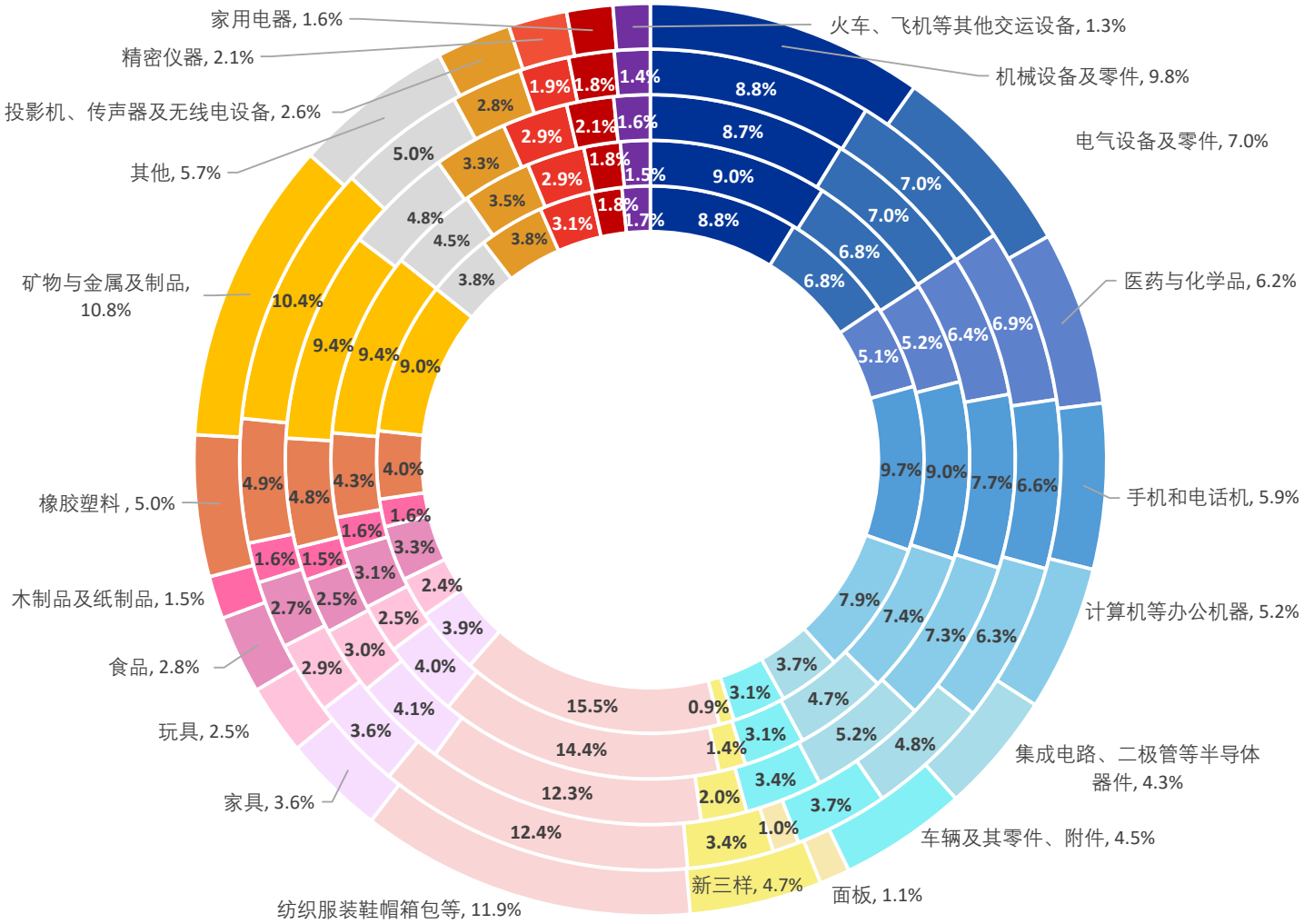
- **商品结构也是供给主导的品类5月单月跌幅最大，而消费电子、医药化学品持续低迷则更多反映海外防疫正常后的“替代效应”扭转，而非外需走弱的“收入效应”。**

海外防疫正常化后，我国疫情相关商品出口增速明显偏低，而供给改善商品出口增速相对更高



2.2 汽车机械、“新三样”高附加值商品份额提升提供韧性

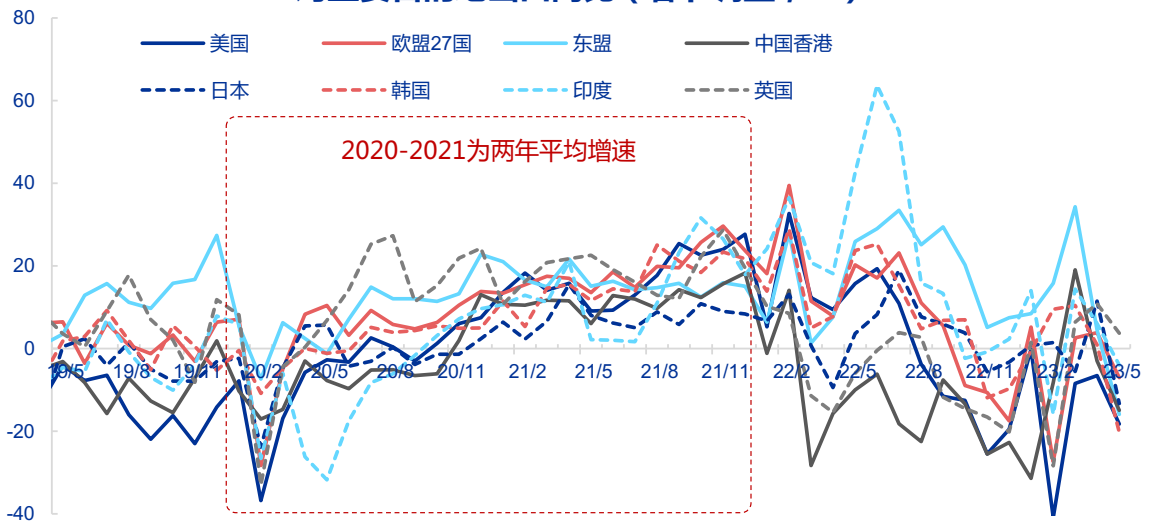
我国全口径出口商品结构（从内向外依次是17年/19年/21年/22年/23年1-5月）



2.3 出口压力递延至明年，关注新兴国家份额潜在韧性

- **外需不弱、供给恢复、份额转移构成年内出口“三大韧性”。**美国居民超额储蓄兜底年内外需环境，国内疫情形势缓和后生产恢复，汽车、“新三样”等高附加值商品份额和“一带一路”国家出口份额均趋提升，共同构成年内出口“三大韧性”，**维持全年出口增速4%左右判断不变。Q2-Q4预计-1.8%、3.1%、12.4%（超低基数）。**

对主要目的地出口同比（春节调整，%）



一带一路出口份额提升贡献整体出口韧性

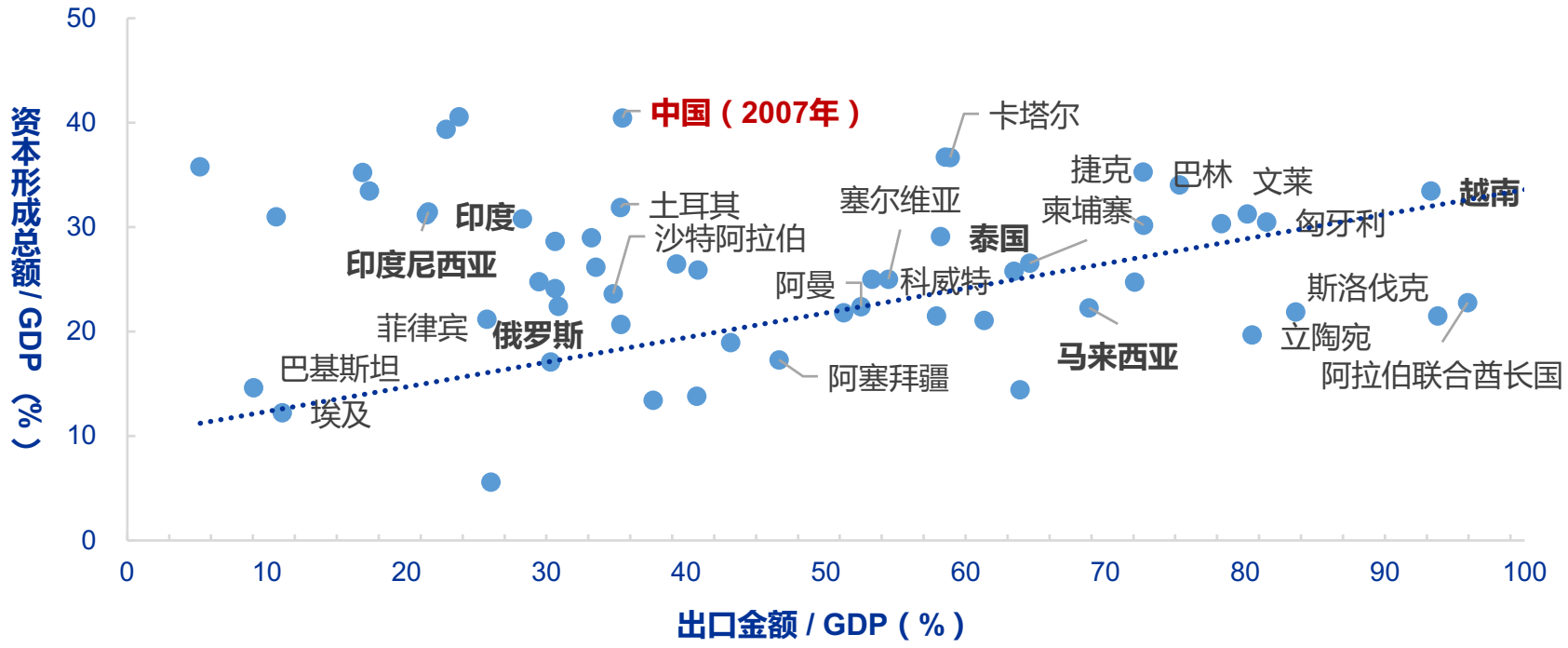


资料来源：CEIC，申万宏源研究

2.3 出口压力递延至明年，关注新兴国家份额潜在韧性

- **出口压力递延至明年，届时“三大韧性”或仅剩“份额转移”，关注我国出口国别中新兴国家加快替代发达国家的潜在可能性。**在发达国家需求大幅回落、新兴国家出口依赖模式难以为继的阶段，新兴国家比我国更需要稳增长，为数不多能参考的也即2008年后扩投资稳内需的“中国经验”。若新兴国家在未来进行经济模式向投资驱动的转型，将逐步代替发达国家成为我国出口外需的来源支撑。**因此明年建议关注我国出口份额加快从对发达国家转向对“一带一路”等新兴国家。**

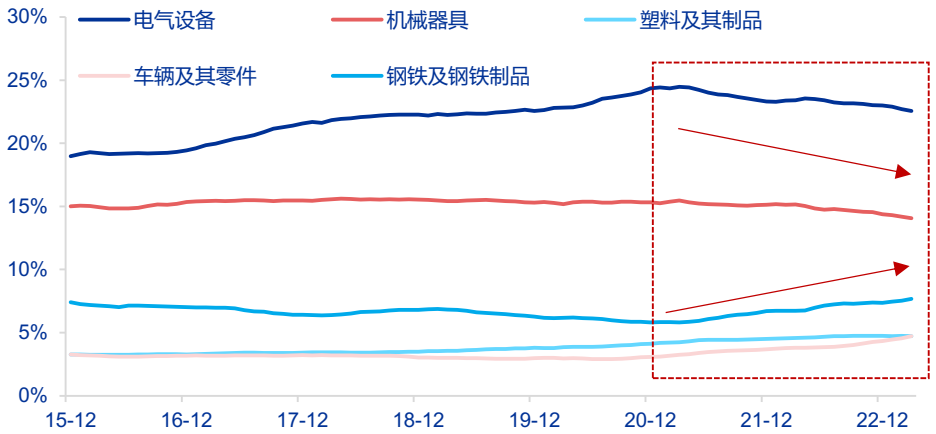
大部分“一带一路”沿线国家都是高出口占比、低投资占比，摆脱出口依赖转向投资驱动有充足空间



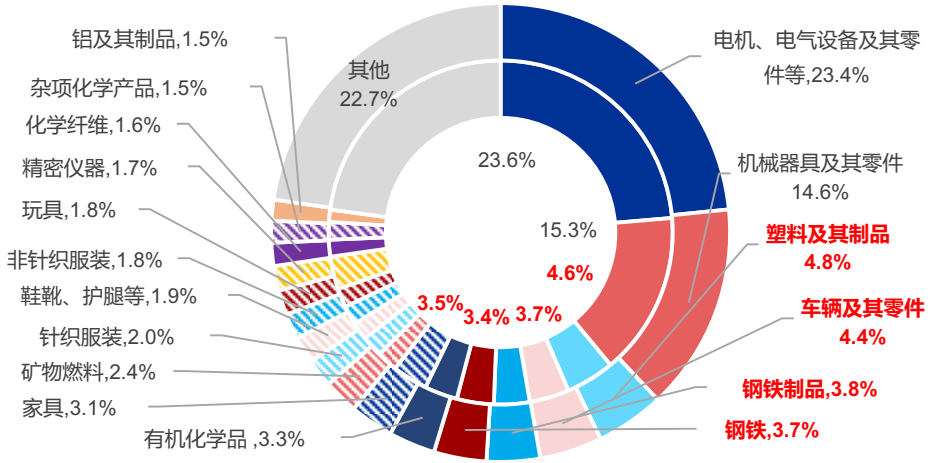
2.3 “一带一路”国家稳出口双支柱：体量大+逆外需

- **逆外需**：2020年以来，我国对“一带一路”沿线国家商品出口结构中主体为**电气设备（23.4%，通信设备、集成电路、半导体等）、机械器具（14.6%）**，两者与发达国家外需息息相关，上述两者在我国对“一带一路”沿线国家商品出口中的比重是略有下滑的，而**车辆零部件、建材类商品（钢铁、塑料）**出口占比均出现提升，前者主要为满足各国国内消费需求，后者主要为满足国内投资需求。

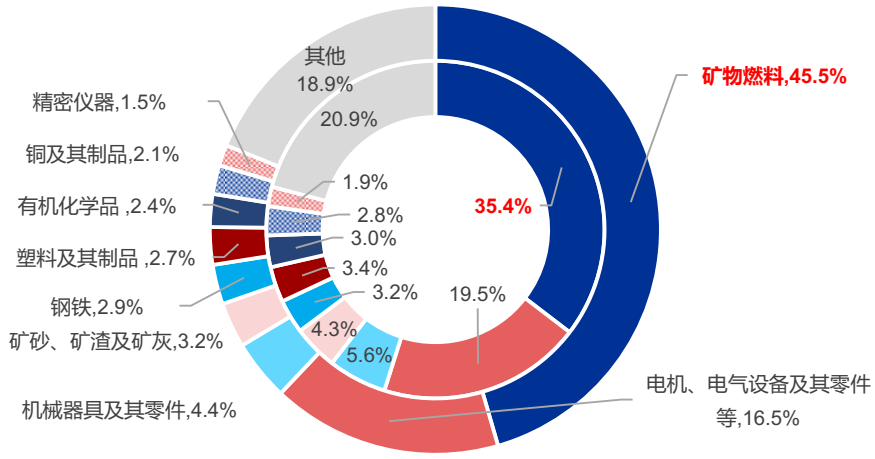
我国对“一带一路”国家出口中外需类商品比重回落，内需类商品上升（12MMA）



我国对“一带一路”沿线国家出口商品结构（外圈2022，内圈2021）



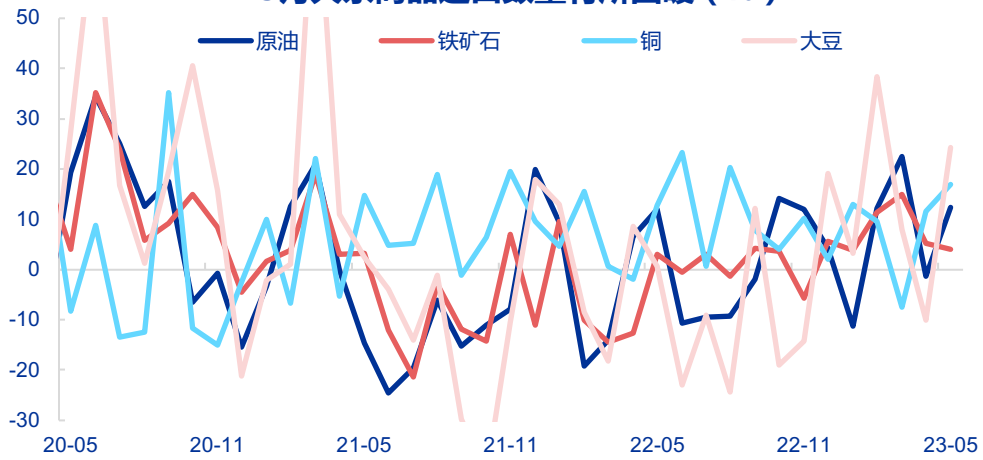
我国自“一带一路”沿线国家进口商品结构（外圈2022，内圈2021）



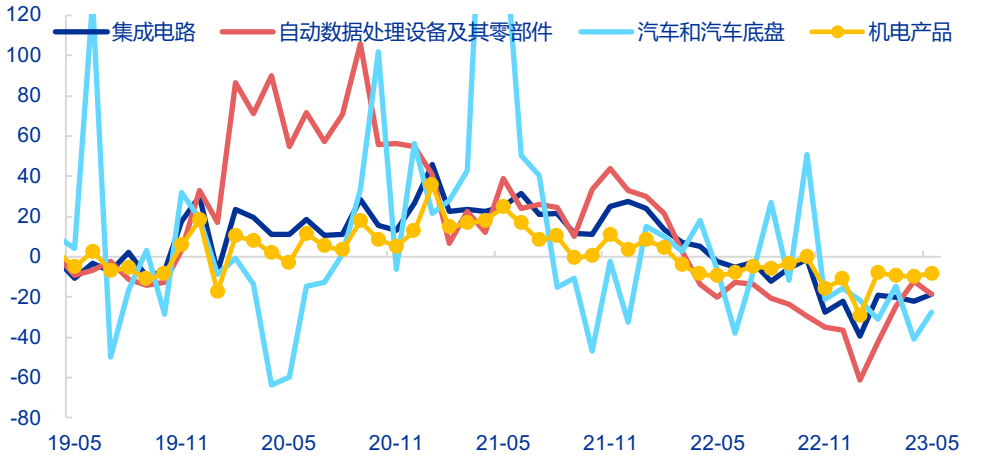
2.4 进口低增源于国产替代，2023年净出口或仍有正贡献

- **进口回暖主因大宗商品进口改善，而进口替代持续压低机电进口表现。**5月进口（美元计价）同比回升3.4个百分点至-4.5%，回暖主要源于和内需更相关的大宗商品回暖。原油（+13.7至12.3%）、铜（+5.2至16.8%）进口数量明显反弹，铁矿石（-1.1pct至4.0%）也基本稳定。**而2022年以来持续拖累进口表现的机电产品进口增速（+1.6pct至-8.3%）仍低位徘徊，但核心源于国内主动升级所形成的国产替代效应，**集成电路（+3.4pct至-18.8%）、自动数据处理设备（-6.6pct至-18.7%）以及汽车和零配件（+13.3pct至-27.6%）的进口增速维持在较低水平。

5月大宗商品进口数量有所回暖（%）



5月机电产品进口增速仍低，国产替代仍在继续（%）

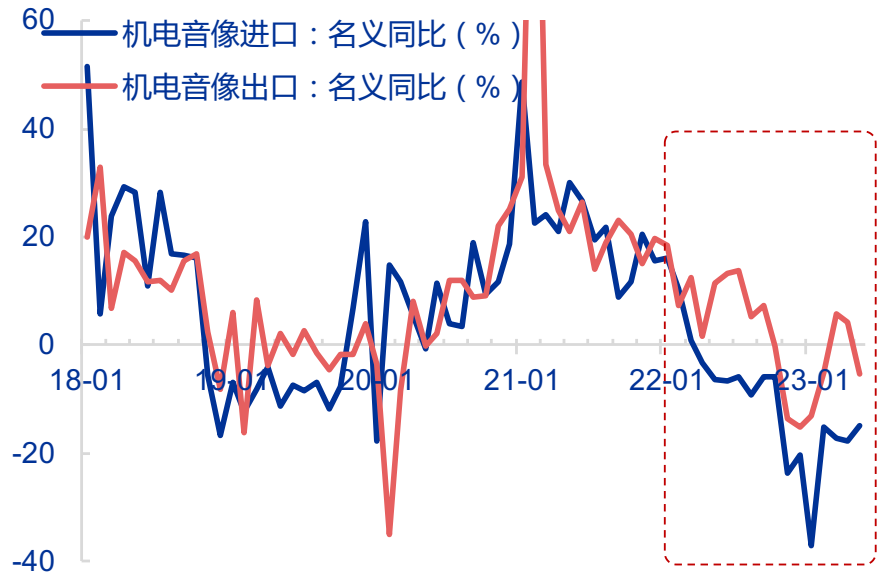


2.4 半导体相关产品进口偏离出口，或源于两方面

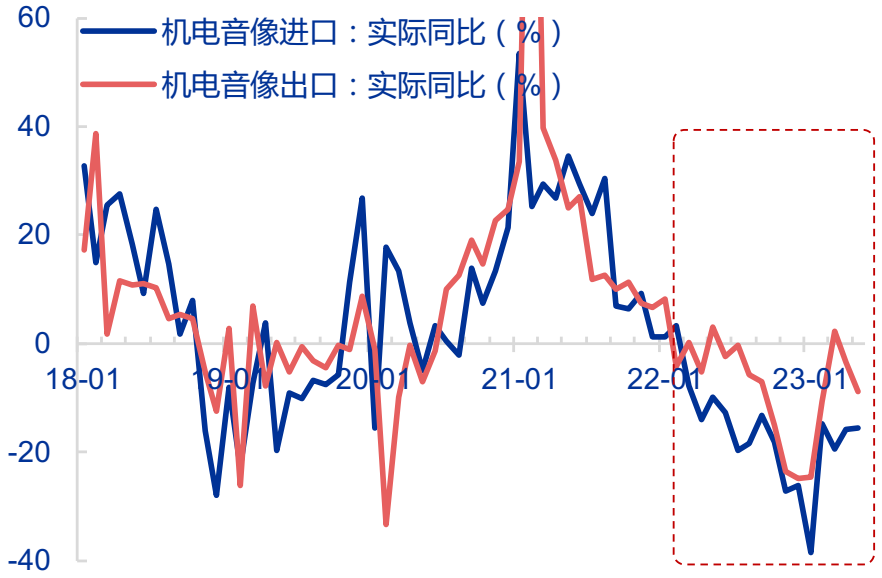
- **受全球电子需求低潮影响，我国机电相关产品出口亦趋于下行。**和韩国与越南类似，我国机电产业链同样受到全球电子需求下行周期影响，从2022年初机电相关产品出口趋势性下行，23Q1机电相关产品的出口增速已经仅有-4.4%，较去年同期（13.2%）下降17.6个百分点。

- **但不同的是，2022年以来出现罕见的机电行业进出口增速分离现象，且非价格因素导致。**机电行业是我国加工贸易的主要行业，其进出口增速长期呈现同步变动，2020年全球“宅经济”兴起，同样拉动了我国机电行业的进出口增速。但2022年以来，二者出现分化，且并不是价格非对称影响，名义进出口增速和实际进出口增速均出现分离，其中名义增速相差达12个百分点，实际增速相差8个百分点。

机电相关产品进出口名义增速分离（%）



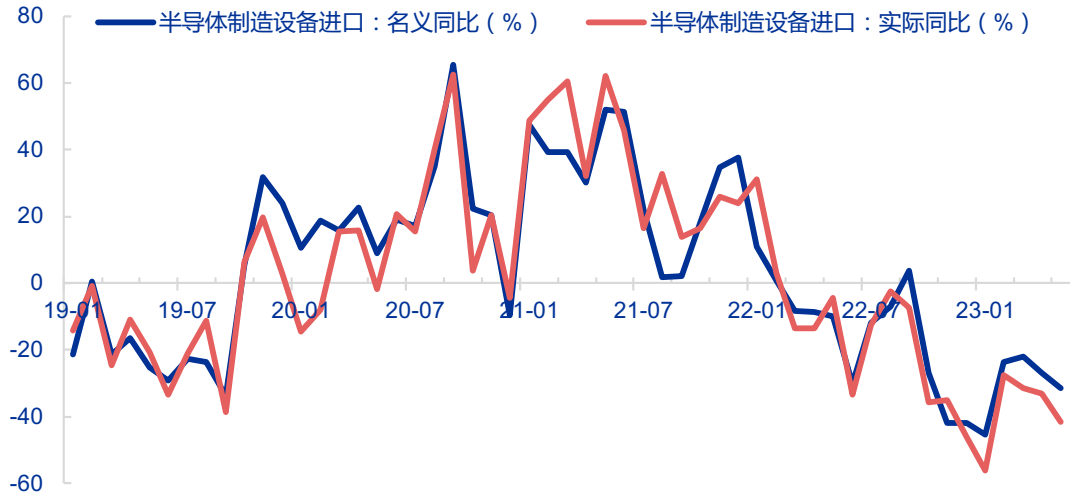
机电相关产品进出口实际增速同样分离（%）



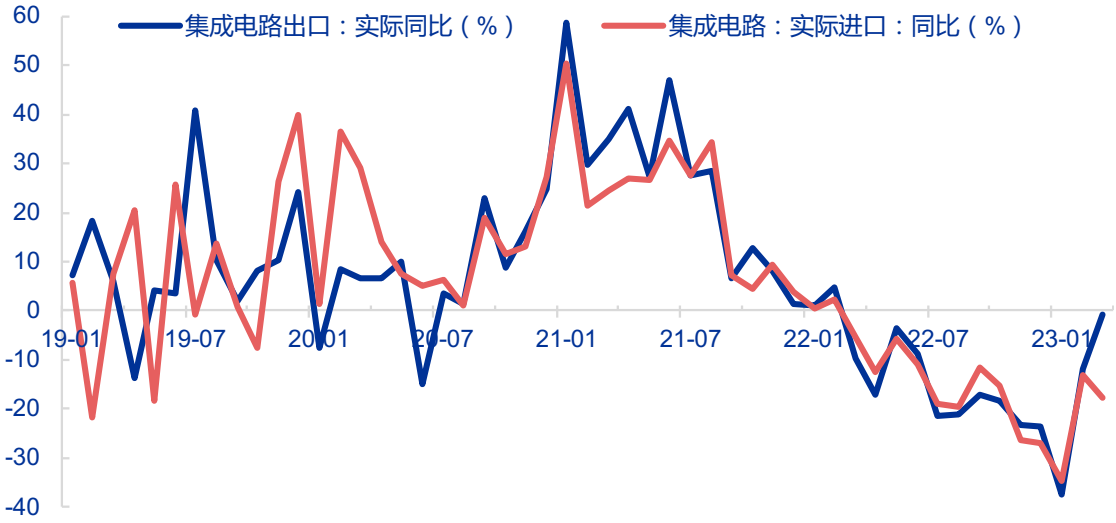
资料来源：CEIC，申万宏源研究

2.4 外部制裁导致半导体进口增速明显下降

半导体制造设备进口自2022年持续回落（%）



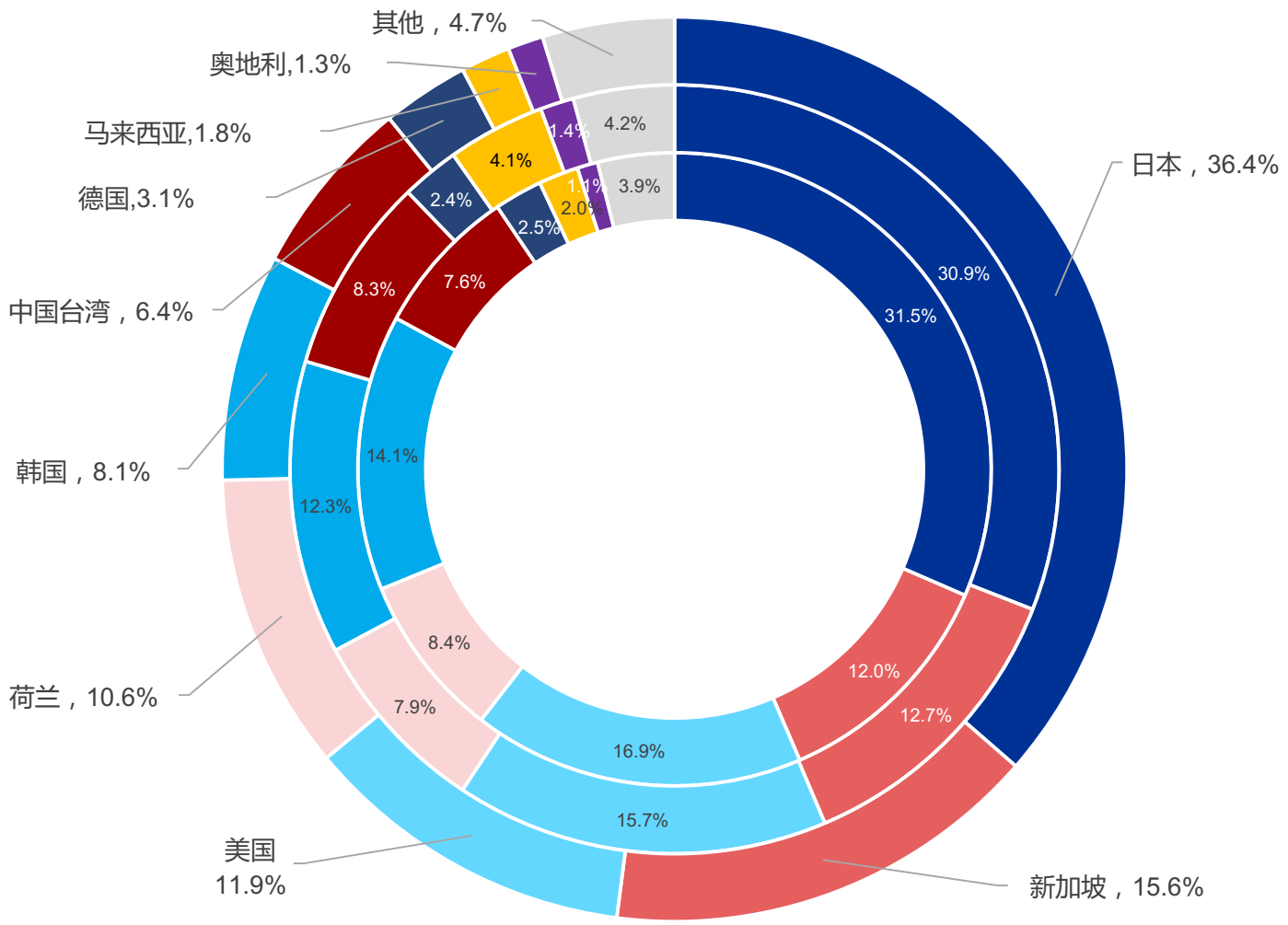
2020年后集成电路出口和进口同比趋同（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

2.4 半导体相关产品进口偏离出口，或源于两方面

我国进口半导体相关产品前十国家和地区（从内向外依次是21年/22年/23年1-5月）

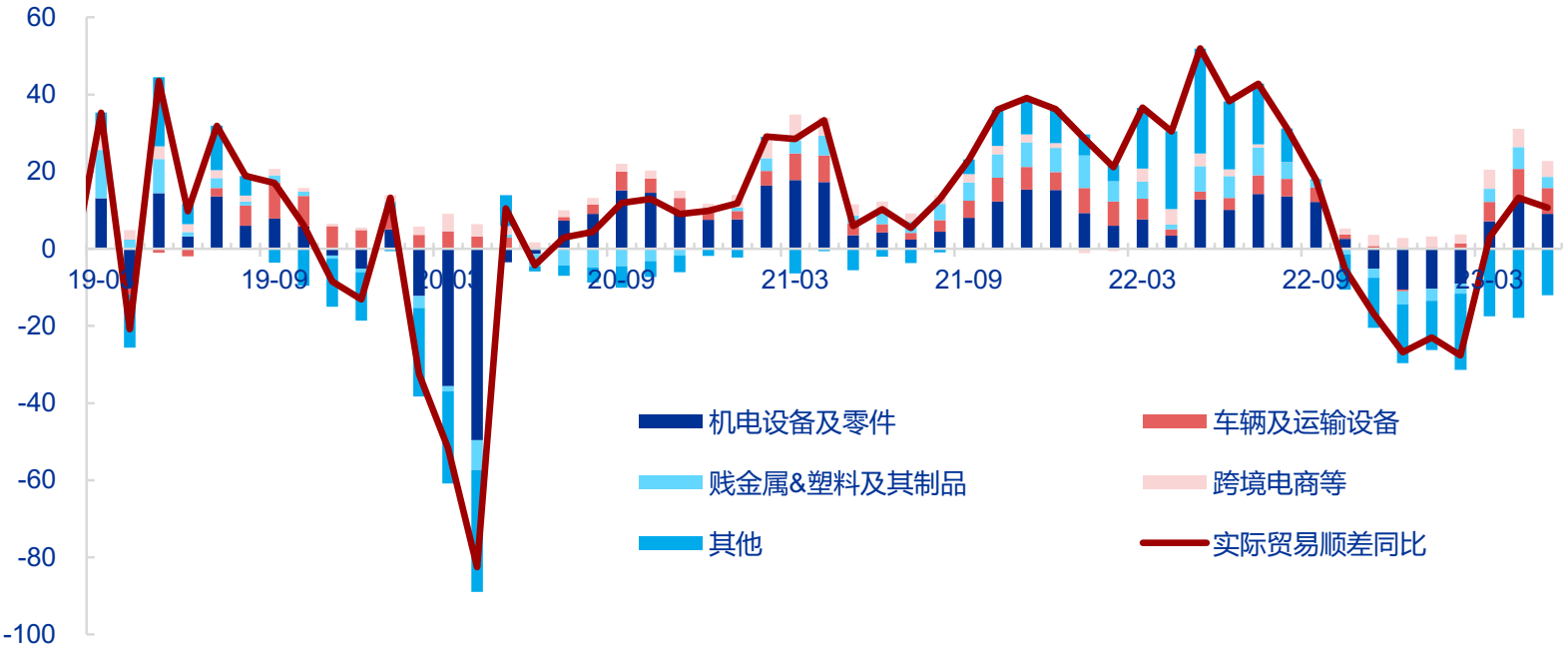


资料来源：海关总署，申万宏源研究

2.4 进口替代持续压低进口增速，今年来加速演进

- **进口增速低并非源自“衰退式顺差”，而更多是持续一年的进口替代进程。**出口压力递延、进口替代加速背景下，年内贸易顺差不至于大幅下行，明年或才是外循环压力相对更大的阶段。**预计2023年全年出口增速4%左右，进口增速-2.3%。**

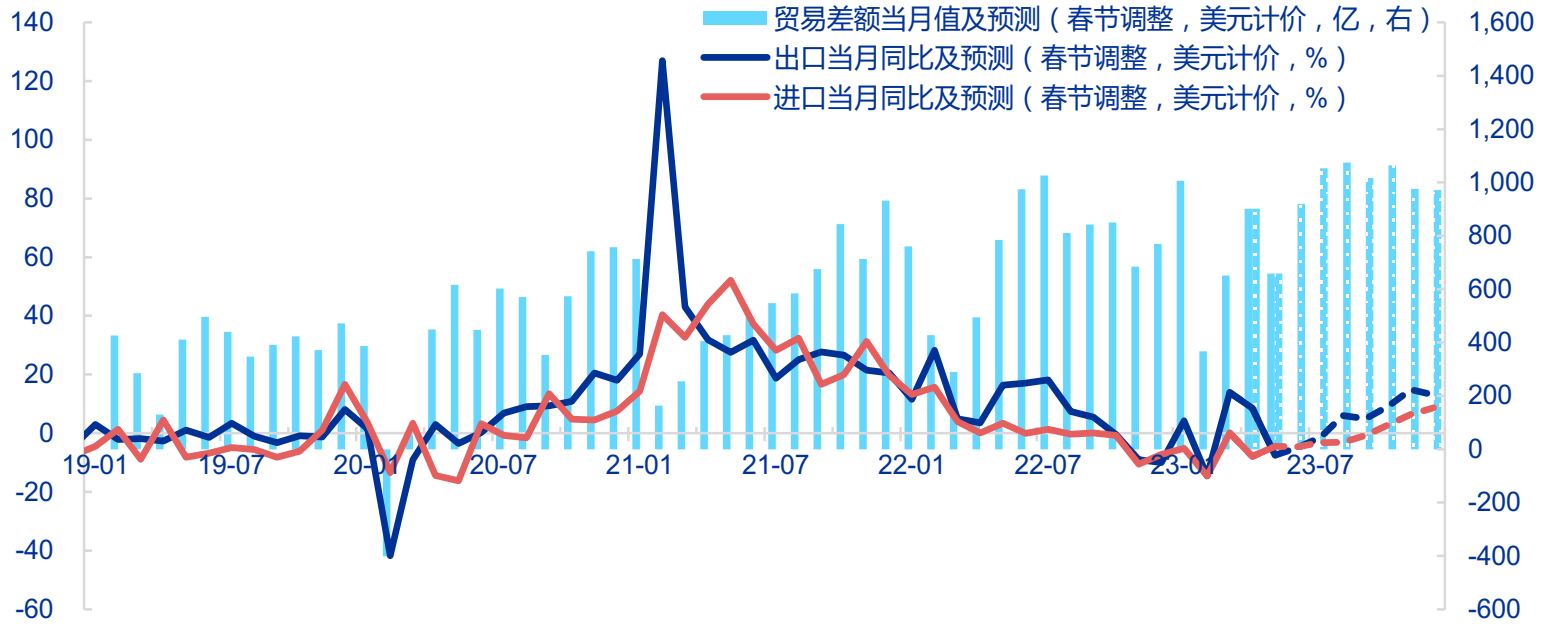
实际贸易顺差同比拆分（%，剔除价格）：进口替代推动机电设备、汽车等顺差高增



2.4 进口替代持续压低进口增速，今年来加速演进

- **进口增速低并非源自“衰退式顺差”，而更多是持续一年的进口替代进程。**出口压力递延、进口替代加速背景下，年内贸易顺差不至于大幅下行，明年或才是外循环压力相对更大的阶段。**预计2023年全年出口增速4%左右，进口增速-2.3%。**

进出口当月同比及预测（美元计价，%）



主要内容

1. 全球经济：今年的软着陆，明年的硬着陆
2. 外贸：出口压力递延，进口替代加速
3. 消费：被低估的真实收入与被忽视的消费倾向
4. 投资：“跨周期调节”而非“逆周期调节”
5. 货币财政：年内适度发力，更大空间预留明年
6. 库存与GDP：全年5.0%增速目标不难完成

SWS RESEARCH

3.1 23Q1农民工重新进城，劳动参与率明显回升

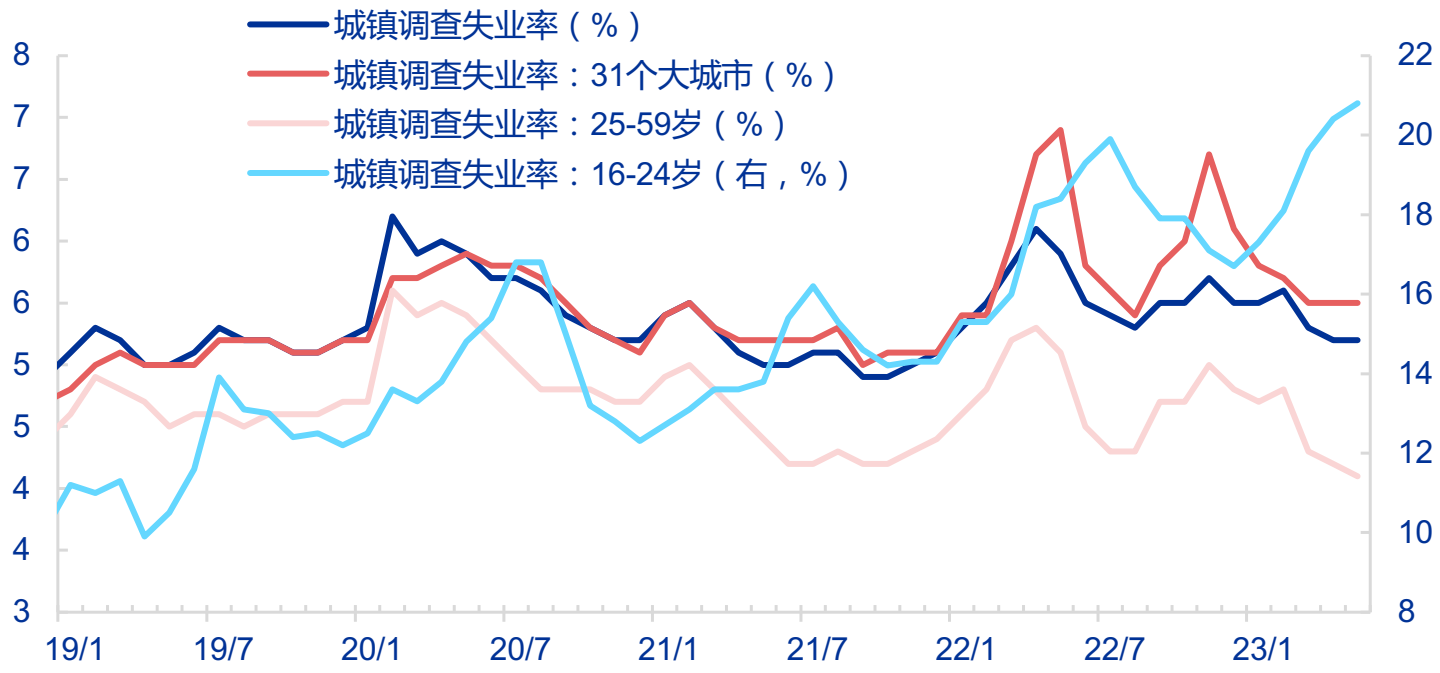
- **2023Q1农村劳动力回流至城镇，环比改善约1000万人，同比改善415万人。**从劳动力的供给方面，明显是较过去更为积极，也在表征城镇劳动参与率在回升。



3.1 23Q1农民工重新进城，劳动参与率明显回升

- **劳动参与率已实现回补，就业的改善幅度远大于城镇调查失业率表征的水平（0.3%），如果劳动参与率不变，就业改善的幅度或达1.6%。**

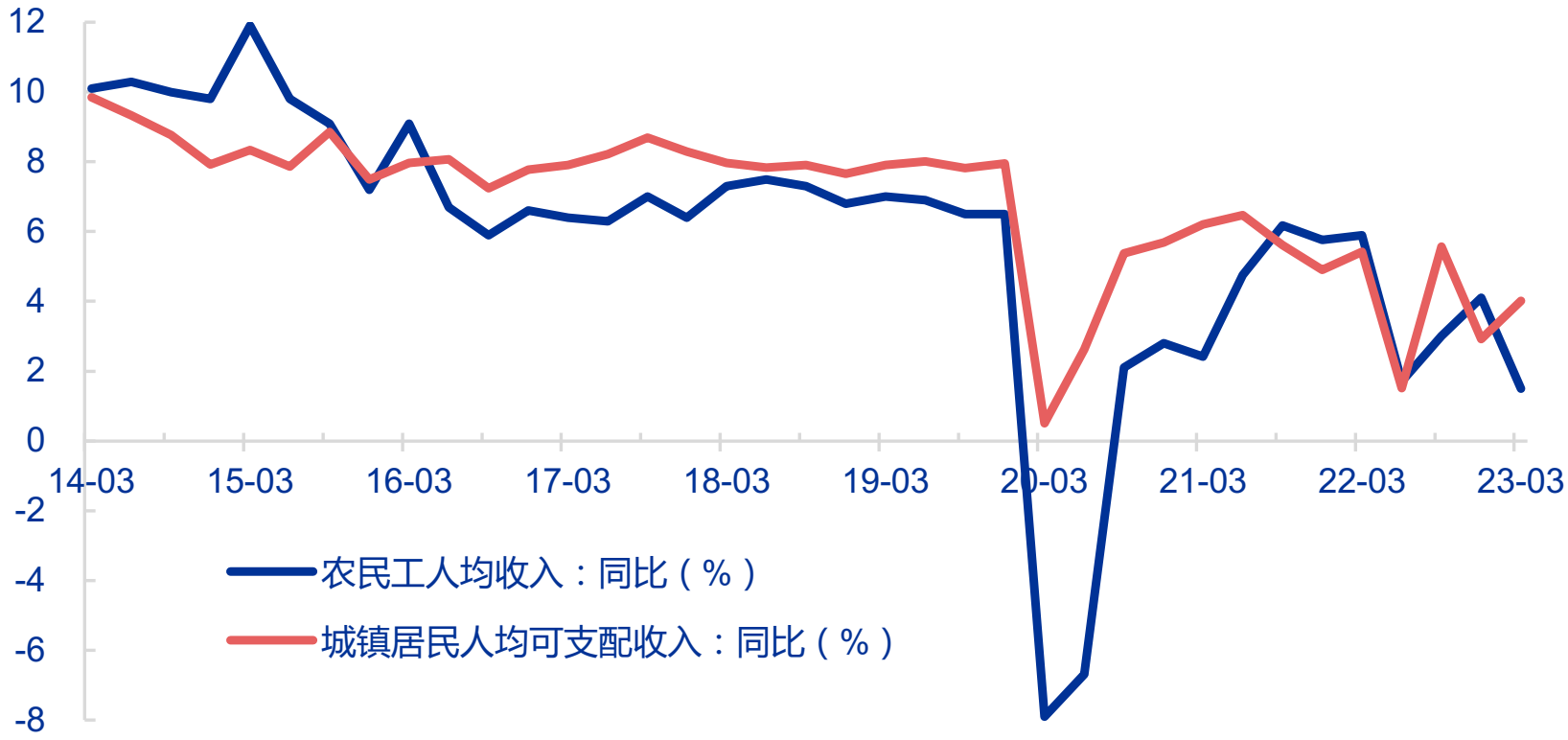
总体失业率在2月小幅上行后回落至4-5月的5.2%



3.2 收入承压主因供给增加而非需求偏弱，后续或好转

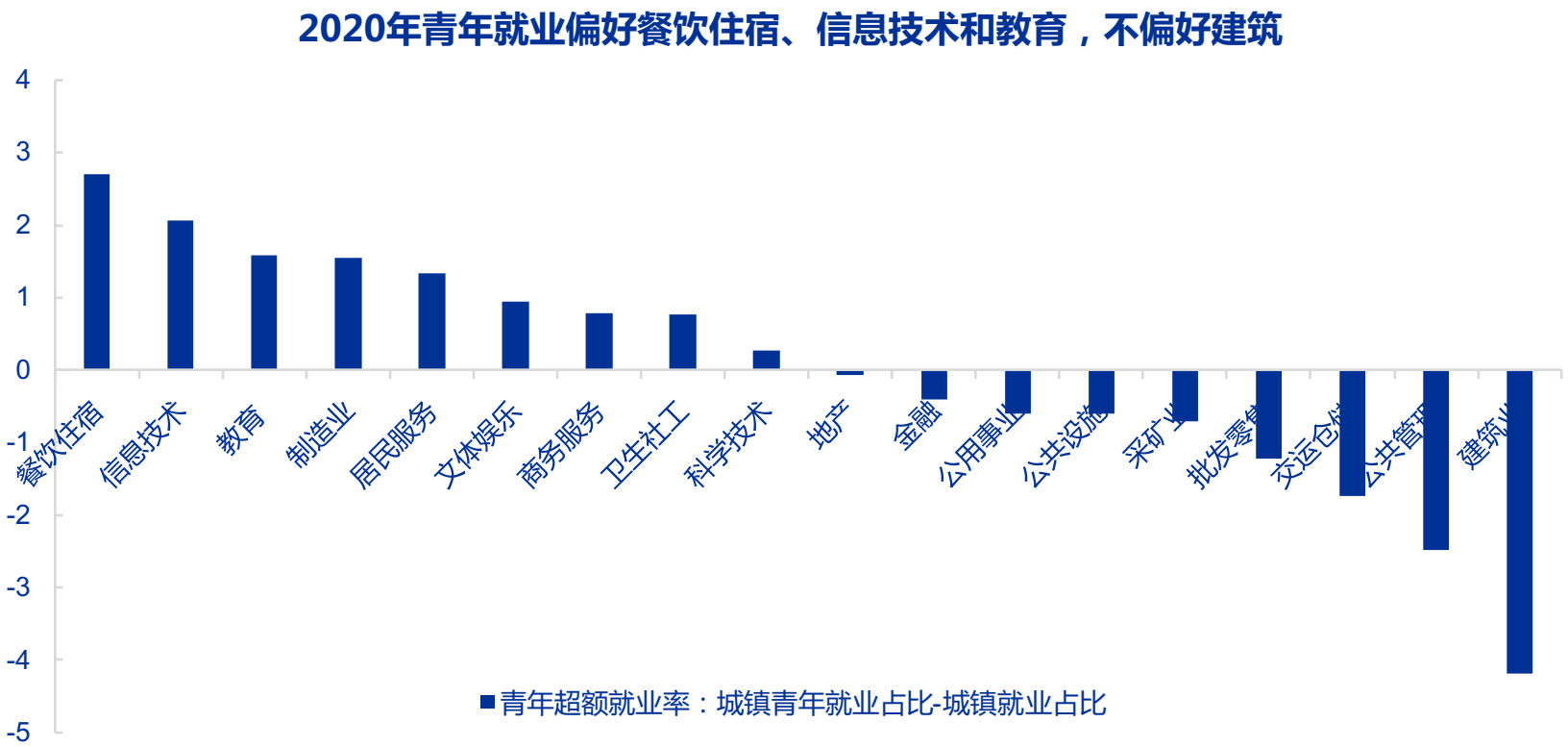
- 一季度居民收入改善缓慢主因劳动力供给快速增加令农民工薪资增速回落，真实居民收入增速虽然不高、但改善幅度其实并不差。而劳动力回城高峰已过，后续城镇居民人均收入恢复或好于预期。

23Q1农民工人均收入增速下降约束了总体城镇居民收入改善幅度



3.2 收入承压主因供给增加而非需求偏弱，后续或好转

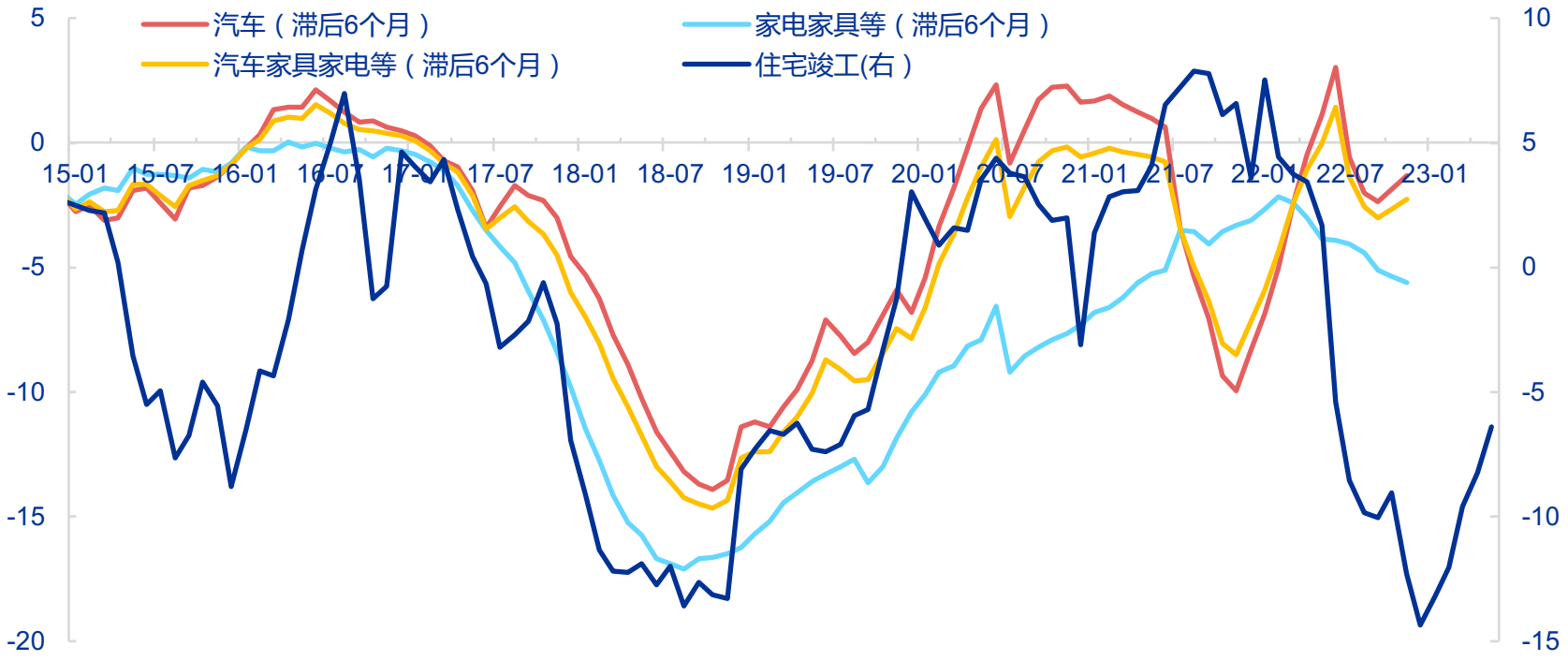
- **青年失业率偏高来源于结构性失业，但权重较小、短期影响相对可控。但**可能在中长期成为政策需要突破的领域，需要生产率更高的制造业如半导体、数字经济的发展，政策需加力呵护以吸纳更多青年人就业。



3.3 消费倾向亦将回升：地产竣工对于可选消费的拉动

- **上半年加速的住宅竣工，将拉动下半年居民关于地产链后周期可选商品的消费倾向。**去年四季度以来，“保交楼”政策加速推进，5月住宅竣工累计同比已达19.0%，明显高于2022年底-10%左右的增速水平。从经验来看，竣工领先后周期可选商品消费半年左右，源于居民拿到房后对家具、家电和汽车的内生性购置倾向，无论收入是否承压，这一场景都会出现，无非是“消费降级”或是“消费升级”的差异。

23H1快速回补的地产竣工将拉动下半年地产后周期可选商品消费（12MMA，%）



3.3 消费倾向亦将回升：地产竣工对于可选消费的拉动

- **实际上，5月零售低于预期更多源于短期疫情的影响，而地产后周期相关产品已开始走强，下半年可选消费的内生动能值得期待。**劳动力供给高峰过去后人均收入稳步回升，叠加地产竣工对于可选消费倾向的支持，下半年消费无需过度悲观。**综合以上，我们预计2023年社零增速同比在8.0%左右。初步预测2024年社零增速在4%-5%，略好于2023年两年平均增速表现。**

社会消费品零售总额同比及预测（%）



主要内容

1. 全球经济：今年的软着陆，明年的硬着陆
2. 外贸：出口压力递延，进口替代加速
3. 消费：被低估的真实收入与被忽视的消费倾向
4. 投资：“跨周期调节”而非“逆周期调节”
5. 货币财政：年内适度发力，更大空间预留明年
6. 库存与GDP：全年5.0%增速目标不难完成

SWS RESEARCH

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：https://d.book118.com/198047000134006072