

病树前头万木春

——2023年中国经济与利率债年度策略展望

年度展望摘要：

消费：疫后消费有想象空间。在防疫政策持续优化背景下，2023年居民收入预期回暖、地产销售有望见底回升，叠加低基数影响，消费增速将回到疫情前水平，估计23年全年社会零售总额同比增速在8.2%左右。

投资：持续成为稳增长的重要支撑项。1) **基建：**高基数下增速有所收敛，但仍然维持强度，预计全年同比增速达9%。2) **制造业：**内生修复需时日，外需疲软拖累明显，预计全年中枢回落7%左右。3) **地产：**供需两端政策组合拳齐发力，投资将逐步回正企稳，预计全年增速接近1%。

外贸：出口或在一定回落后止跌回升，进口或渐进式回升。出口端，海外紧缩周期及经济衰退造成需求降温、贸易收缩对我国出口形成压制，但基于美欧经济需求在23年Q2有望回暖，下半年我国出口或受提振从而止跌回升，预计全年出口增速为1.8%；进口端，随着我国经济弱复苏、地产行业渐进式修复，进口有望呈渐进式回升。

通胀：通胀整体或较平淡，核心通胀随经济回升有逐步抬升动力。展望23年，CPI预计整体呈现震荡下行趋势，其中Q1受猪价扰动短暂破3%，此后随着猪价回落、国际大宗商品价格开启下行而震荡走低，全年中枢维持在2%左右。PPI整体维持低位震荡，预计Q3回正，全年中枢或维持在-0.6%左右。核心CPI在疫情防控政策不断优化调整下经济活动转向常态，有逐步抬升动力。

货币：数量工具仍可期待，价格工具空间有限。数量工具上，预计23年准备金率仍有0.5到1个百分点的下调空间，时间上或分布在上半年，下半年或视经济复苏情况相机调整。价格工具上，利率下调在未来存在一定空间，但相对有限。汇率政策上，预计2023年将坚持健全外汇市场“宏观审慎+微观监管”两位一体管理框架，继续完善外汇市场监管。

财政：更加积极有为，出现“退坡”的可能性不大。预计2023年一般预算赤字率在3.0%左右，较22年小幅抬升，与赤字率3%相对应的赤字规模将接近3.9万亿。此外，由于23年经济仍需基建发力支持，同时23年专项债到期量较大、续作量增多，为了保证政策连贯性与资金衔接，预计23年新增专项债额度较22年将有所提升，额度在3.8至4万亿元左右。

监管：地产与平台经济监管进入阶段性放松调整。地产“三支箭”有望缓解房企短期流动性危机，但地产市场实质性回暖仍需需求政策进一步发力。平台经济专项整改工作已达最高点，后续有望进入常态化监管阶段，未来或坚持促进创新与规范并重。

利率债：建议短久期+低杠杆，考虑持有至到期博取票息收益。预计23年实体融资需求将逐步修复，从“稳信用”向“宽信用”过渡。在宽信用预期落地后，资金利率将适时向政策利率回归，抬升资金成本。23年债券收益率中枢上移的调整方向已经确立，预计Q1和Q2债市收益率继续上台阶，走向熊陡；进入Q3后收益率维持震荡上行趋势，预计出现窄幅波动。

风险提示：疫情对于经济的影响超预期，猪价上涨超预期，地产出清风险超预期，海外衰退程度超预期。

分析师：王宇鹏
 执业证书编号：S0590522020002
 邮箱：wyp@glsc.com.cn

联系人：吴嘉颖
 邮箱：wjiaying@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《国联研究一周重点报告回顾》2023.01.06
- 2、《参考海外疫后复苏，哪些行业有望胜出？（2022.12.26-2023.1.1）》2023.01.02
- 3、《国联研究一周重点报告回顾》2022.12.30

正文目录

1	经济增长：内生动能修复，重回潜在增速	4
1.1	社会消费品零售：疫后消费充满想象空间	4
1.2	固定资产投资：持续成为稳增长的重要支撑项	12
1.3	外贸：出口下半年止跌反弹	18
2	通货膨胀：整体温和可控	21
2.1	CPI：全年中枢下行	21
2.2	PPI：全年低位震荡	24
2.3	核心 CPI：随经济逐步回暖	26
3	货币政策：维持流动性合理充裕	27
4	财政政策：“退坡”可能性不大	28
4.1	22 年财政被动减收增支	28
4.2	23 年财政力度不减	30
5	监管政策：阶段性放松调整	33
5.1	地产“三支箭”有望缓解房企流动性危机	33
5.2	平台经济进入常态化监管	34
6	利率债回顾与展望：寒意渐浓	36
6.1	22 年利率债市场回顾	36
6.2	23 年利率债策略：中枢抬升，行慎致远	37
7	风险提示	38

图表目录

图表 1: 2023 年分季度 GDP 及三驾马车增速前瞻 (%)	4
图表 2: 消费者收入预期与社零同比走势相同 (%)	5
图表 3: 储蓄增速与收入增速差额持续走阔 (%)	5
图表 4: 2022 年下半年消费分项走势与 2021 年对比情况 (%)	5
图表 5: 11 月中旬二十条公布以来，百城拥堵指数出现回落，不及往年同期 (点)	6
图表 6: 12 月上海地铁客运量超季节回落 (万人次)	7
图表 7: 11 月来北京地铁客运量持续低位 (万人次)	7
图表 8: 当前广州地铁客运量低于历史同期 (万人次)	7
图表 9: 12 月深圳地铁客运量小幅回落 (万人次)	7
图表 10: 新加坡渐进式放开初期消费增速回落 (%)	7
图表 11: 日本全面开放后消费增速出现修复 (%)	7
图表 12: 2022 年限额以上商品零售各分项占比情况 (%)	8
图表 13: 汽车销售成为 22 年社零主要支撑项 (%)	9
图表 14: 新能源汽车销量持续高增 (%)	9
图表 15: 根据央行调查，当前更多储蓄占比持续走高 (%)	10
图表 16: 22 年 4 月后我国消费者信心持续低迷	10
图表 17: 印度消费者信心在防疫放松后持续回暖	10
图表 18: 美国消费者信心指数持续走低	10
图表 19: 泰国消费者信心出现回暖趋势	10
图表 20: 16 年以来，家具、家电消费增速与地产销售面积增速走势基本一致 (%) ...	11
图表 21: 建筑及装潢消费增速与地产开工面积增速相关性较高 (%)	11
图表 22: 2007 年以来基建投资增速走势 (%)	13
图表 23: 近年来沥青石油价格比走势 (%)	13

图表 24: 近年来石油沥青开工率走势 (%)	13
图表 25: 近年来主要钢厂螺纹钢产量 (万吨)	13
图表 26: 近年来螺纹钢价格指数 (元/吨)	13
图表 27: 历年制造业投资累计同比走势 (%)	15
图表 28: 当前处于补库存, 盈利周期回落周期 (%)	15
图表 29: 工业产能利用率领先制造业投资 3 个季度	15
图表 30: 制造业投资分项同比增速走势 (%)	15
图表 31: 当前美国经济持续回落区间	16
图表 32: 当前美国库存周期开始回落 (%)	16
图表 33: 22 年投资与销售同比差额走扩 (%)	17
图表 34: 保交楼政策下, 竣工同比出现改善, 但新开工与施工同比持续疲软 (%)	17
图表 35: 成交土地占地面积历年走势 (万平方米)	18
图表 36: 30 城商品房成交面积历年走势 (万平方米)	18
图表 37: 2022 年出口整体走弱并于 10 月转负 (%)	18
图表 38: 2022 年进口震荡走弱并于 10 月转负 (%)	18
图表 39: CPI 食品与非食品分项基本呈现分化走势 (%)	21
图表 40: 全年 CPI 与 PPI 走势呈现分化趋势 (%)	21
图表 41: 前四轮猪周期运行规律	22
图表 42: 本轮猪周期到 10 月猪价涨幅已达到前四轮平均涨幅的 94% (元/千克)	22
图表 43: 全国能繁母猪存栏量 (万头)	23
图表 44: 全国生猪存栏量 (万头)	23
图表 45: 2022 年原油价格走势 (美元/桶)	24
图表 46: 螺纹钢及热卷价格有筑底回升趋势 (元/吨)	26
图表 47: 焦煤、焦炭价格受地产拖累走弱 (元/吨)	26
图表 48: 2022 年有色呈现冲高回落态势	26
图表 49: 下半年公共预算收入同比由负转正 (%)	29
图表 50: 22 年财政收入进度显著低于往年同期 (%)	29
图表 51: 下半年公共预算收支背离趋势有所收敛 (%)	29
图表 52: 22 年财政支出进度与往年同期差距不大 (%)	29
图表 53: 下半年政府性基金收支背离有所缓和 (%)	30
图表 54: 土地市场成交情况走势 (%)	30
图表 55: 历年目标赤字率与赤字规模 (% , 亿元)	31
图表 56: 实际赤字率通常高于名义赤字率 (% , 亿元)	31
图表 57: 近三年财政支出分项累计同比走势 (%)	31
图表 58: 历年专项债月度发行情况 (亿元)	32
图表 59: 历年专项债发行节奏 (%)	32
图表 60: 地产“三支箭”政策逐步落地缓解房企流动性	34
图表 61: 2022 年利率债市场回顾 (%)	36

1 经济增长：内生动能修复，重回潜在增速

2022 年中国经济增速不及预期。三年大疫背景下，2022 年上半年疫情再度扩散冲击实体部门信心，居民与企业资产负债表双双受损；下半年政策加码支持促进经济逐步走向弱复苏，预计全年 GDP 同比增速为 3.1%，国民经济总体保持稳定态势。海外方面，俄乌冲突导致地缘不确定性增加；为了制约高通胀美联储连续加息 7 次累计 425 个 BP，导致海外需求衰退预期渐浓，对制约国内生产和出口带来制约，负面拉动对国内经济造成负面影响。

展望 2023 年，扩大内需将成为国内经济主线。预计全球经济周期错配状态持续，中国经济率先迎来复苏，而海外预计 Q2 后伴随着衰退预期见顶，经济景气度开始逐步回暖。当前，国内防疫政策迎来重大优化，预计后续疫情对于经济的制约将逐步减弱，消费和生产有望得到明显修复。此外，地产刺激政策频出后地产有望出现新周期下的恢复，基建投资维持强度，叠加多项稳增长政策齐发力，预计 23 年经济疫后“重生”，内生动能修复，基本面将走出低点迎来复苏。

图表 1: 2023 年分季度 GDP 及三驾马车增速前瞻 (%)

时间段	GDP 不变价： 当季同比	社会消费品零售： 当季同比	固定资产投资： 累计同比	出口以美元计： 当季同比	CPI：当季同比	PPI：当季同比
2023 年 Q1	2.4%	4.2%	6.3%	-5.0%	2.4%	-1.0%
2023 年 Q2	9.5%	14.0%	9.3%	-2.0%	1.6%	-2.0%
2023 年 Q3	6.6%	7.9%	8.4%	1.0%	2.0%	0.0%
2023 年 Q4	7.3%	8.0%	7.2%	13.0%	2.1%	0.5%
2023 年	6.5%	8.4%	7.2%	1.8%	2.0%	-0.6%

来源：国家统计局，国联证券研究所整理测算

1.1 社会消费品零售：疫后消费充满想象空间

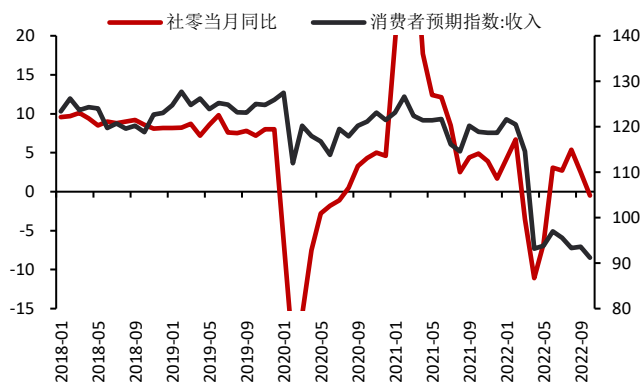
1.1.1 22 年消费受疫情扰动大

回顾 2022 年，消费整体呈现出高波动率、低增长率的特征。22 年上半年受变异毒株加速传播影响导致深圳、上海等多地采取封闭式防疫管理，消费场景严重受限，居民收入预期回落，对于消费冲击明显。22 年 4 月社零同比增速录得-11.1%，为年内最低水平。进入 22 年下半年后，多地疫情逐步得到遏制，6 月起疫情防控措施趋于放松，社零同比增速由负转正，居民消费处于缓慢修复状态中，但仍远不及 2021

年和疫情前水平。

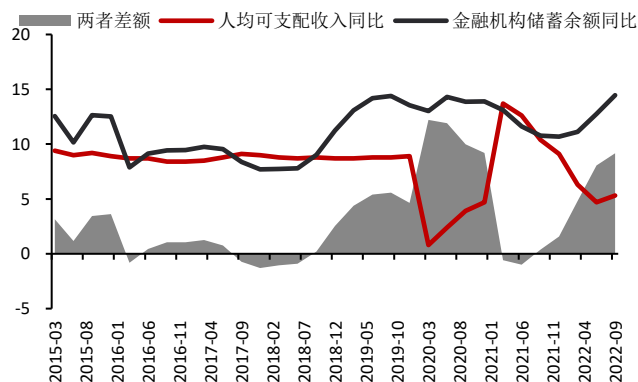
从分项上来看，2022 年消费呈现“一提振三拖累”格局，1) 汽车消费受 6 月财政部的乘用车购置税减免政策提振明显，成为 2022 年下半年消费最大拉动项；2) 而必选消费中饮料、烟酒和社交经济中餐饮消费均受消费场景消失影响拖累消费增速；3) 可选消费全线受居民收入预期持续回落影响增速不及 21 年同期；4) 此外地产链条消费处于地产链条后周期，受地产下行周期影响持续低迷。

图表 2: 消费者收入预期与社零同比走势相同 (%)



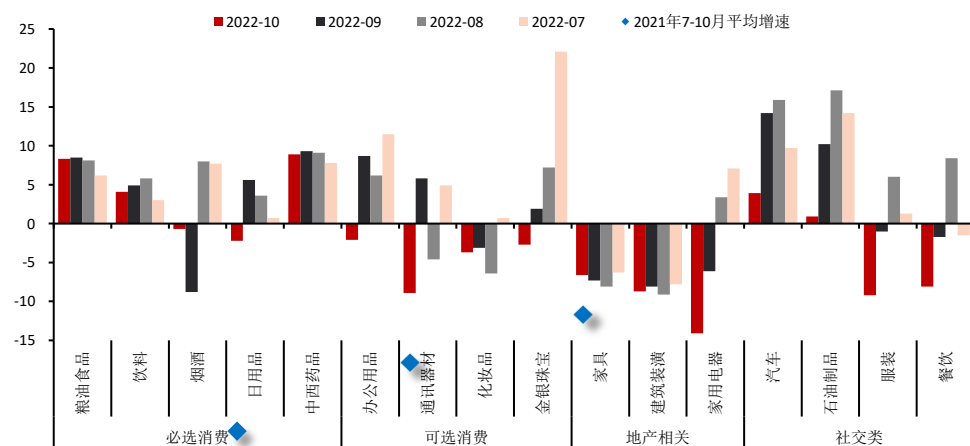
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 3: 储蓄增速与收入增速差额持续走阔 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 4: 2022 年下半年消费分项走势与 2021 年对比情况 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

1.1.2 23 年消费得益于居民生活半径扩大

我们预计，在防疫政策持续优化背景下，2023 年居民生活半径有望扩大，随着居民收入预期回暖，叠加低基数影响消费增速将回到疫情前水平。估计 2023 年全年社会零售总额同比增速在 8.4% 左右。节奏上来看，预计 2023 年四个季度社零同比增速

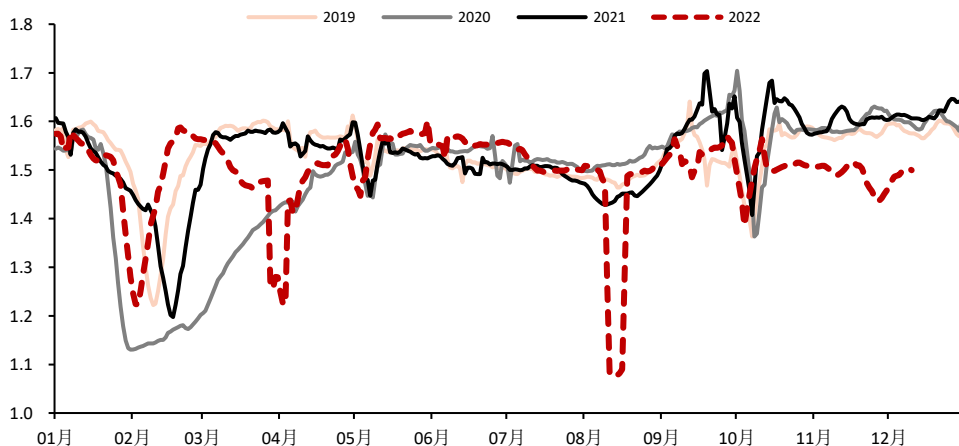
分别为 4.2%、14%、7.9% 和 8.0%。我们认为，23 年 Q1 将成为社零增速全年低点，在防疫政策放开背景下短期疫情感染数将出现激增，对于居民消费带来较大扰动；而进入 Q2 以后，随着疫情放开常态化叠加低基数影响，居民消费意愿逐步回升，社零增速将迎来全年高点；至 2023 年 Q3、Q4 后，预计内需持续修复，居民消费增速维持平稳，但由于基数影响同比增速将不及 Q2。

➤ 防疫政策放开后，疫情影响逐步消散，消费景气度料将回升

2022 年 11 月 11 日，国务院联防联控机制公布了进一步优化防控工作的二十条措施，在隔离转运、核酸检测、人员流动、医疗服务、疫苗接种、服务保障企业和校园等疫情防控、滞留人员疏解等方面做出了优化调整。12 月 7 日，国务院联防联控机制发布防疫“新十条”，疫情政策迎来重大优化调整，跨区域限制基本消除。预计伴随着渐进式放开，消费场景逐步恢复，线下经营场所恢复营业，对于服务消费及社交经济提振明显。我们预计社交经济中的餐饮及服装消费、线下及体验式必选消费（饮料、烟酒）增速在 23 年将持续回升。

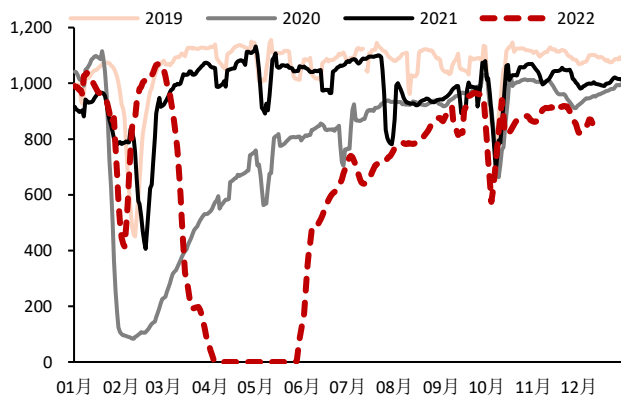
但是，防疫政策优化存在适应期，随着疫情管控的放开，新增感染人数将出现激增，短期内抑制居民消费水平与出行计划，对于消费产生负向拉动。根据高频数据监测，随着 11 月 11 日防疫政策调整以来，百城拥堵指数及北上广深四大一线城市地铁客运量均出现不同程度的回落，居民恐慌心理仍存，日常出行人流量超季节回落。我们对比新加坡和日本两国防疫政策放开后居民消费情况走势寻找规律。新加坡在 2021 年 8 月开始进入防疫政策放开过渡期，直至 2022 年 4 月正式放开，而新加坡私人消费支出同比增速在 2021 年 Q3 见底，直至 2021 年 Q4 后恢复增长趋势。日本在 2022 年 2 月宣布优化防疫政策，3 月宣布正式放开，日本私人消费支出同比在 2022 年 Q1 增速维持平稳，在 22 年 Q2 开始持续上行趋势。因此，对标亚洲其他国家的防疫经验，我们预计居民对于防疫政策优化适应期大约一个季度，预计在 2023 年 2 月疫情对于居民消费的影响力将大幅减弱，消费景气度出现回升。

图表 5: 11 月中旬二十条公布以来，百城拥堵指数出现回落，不及往年同期（点）



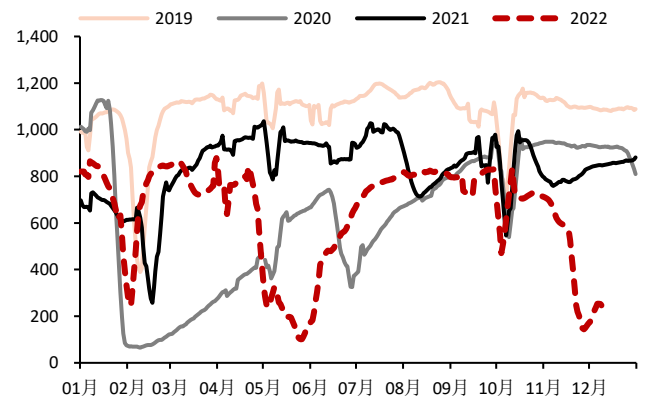
来源：Wind，国联证券研究所

图表 6: 12 月上海地铁客运量超季节回落 (万人次)



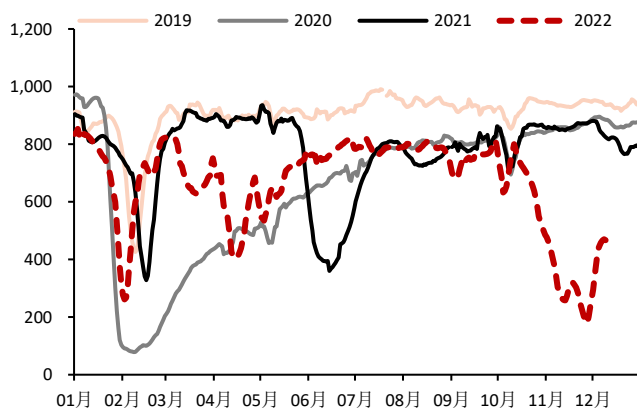
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 7: 11 月来北京地铁客运量持续低位 (万人次)



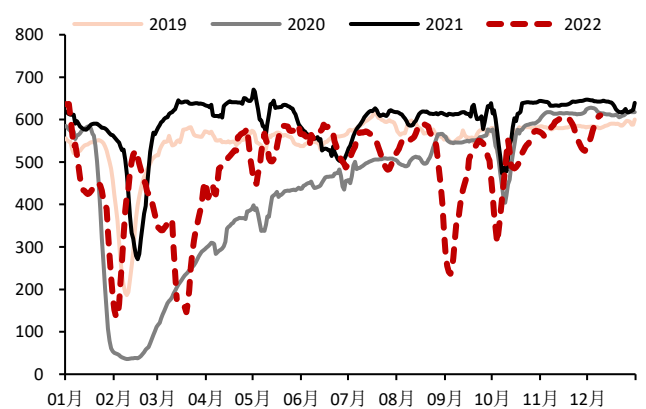
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 8: 当前广州地铁客运量低于历史同期 (万人次)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 9: 12 月深圳地铁客运量小幅回落 (万人次)



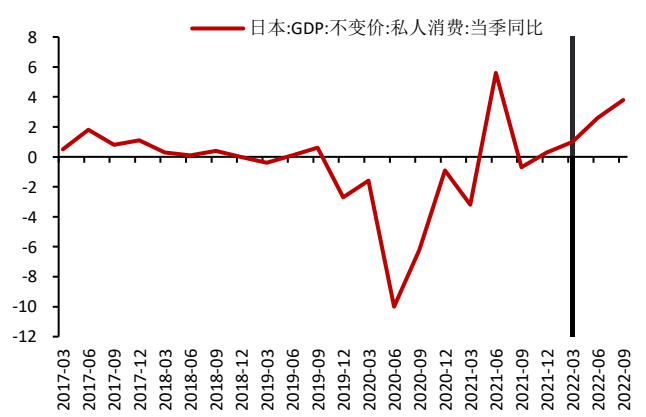
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 10: 新加坡渐进式放开初期消费增速回落 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 11: 日本全面开放后消费增速出现修复 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

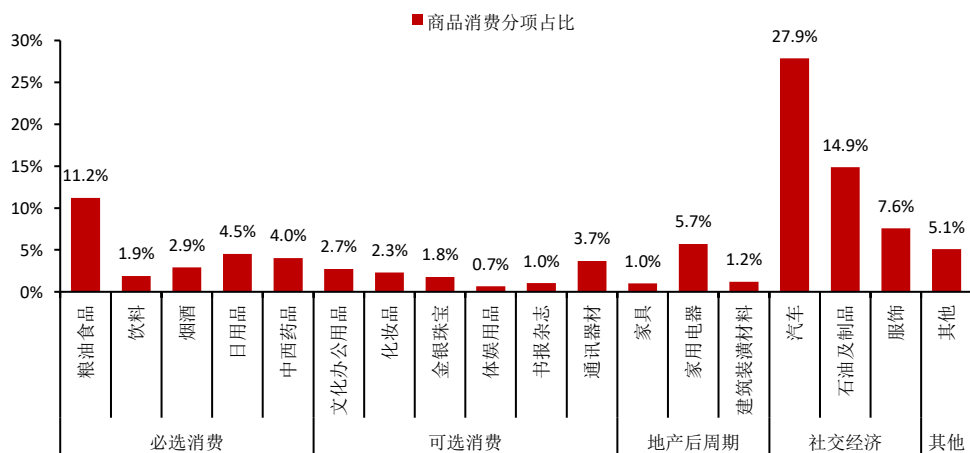
➤ 汽车购置税政策力度减弱，汽车消费难挑大梁

由于汽车类消费在社零中占比最高（2022年限额以上消费占比约28%），且通常波动较大，因此是决定社零整体走势的关键因素之一。2022年5月底，财政部宣布对于单车价格（不含增值税）不超过30万元的2.0升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税。根据乘用车销量数据，2.0L及以下排量乘用车占燃油乘用车比例达到98%，占整体乘用车比重83%；其中，30万元以下车型占燃油乘用车销量比为88%，占整体乘用车销量比为80%。因此此次购置税减免政策惠及接近九成燃油乘用车，对于22年下半年汽车消费形成有效支撑，也使得汽车消费成为22年社零最大拉动项。

我们预计认为，进入2023年后，燃油车消费刺激政策完全退出的可能性不大，但力度较22年或将有所减弱，可能从此前减半征收（减收5%）改为减收2.5%，与2016年和2017年类似。回顾过去，政府历史上曾经两次减半征收购置税，分别为2009年1月和2015年10月，均为期一年。而在2016年减半征收政策到期后，政府进行了缩量续作，将减免力度从减收5%改为减收2.5%，体现了政策的延续性。回顾16年与17年汽车消费增速走势，16年汽车消费增速迎来高位，达到10%左右；进入17年后，汽车消费刺激政策力度略有退坡，汽车消费增速较16年也小幅回落，维持在7%左右，较16年同期回落3个百分点。因此我们预计进入2023年后，汽车消费同比增速有望从两位数回落至一位数左右。

此外，22年9月财政部公布延续新能源汽车免征车辆购置税政策至2023年底，持续支撑新能源车销量维持高增。综上，我们预计23年汽车消费增速较22年有望回落，难以维持22年的高景气度，消费结构性分化的特征也将逐渐收敛。

图表 12：2022 年限额以上商品零售各分项占比情况（%）



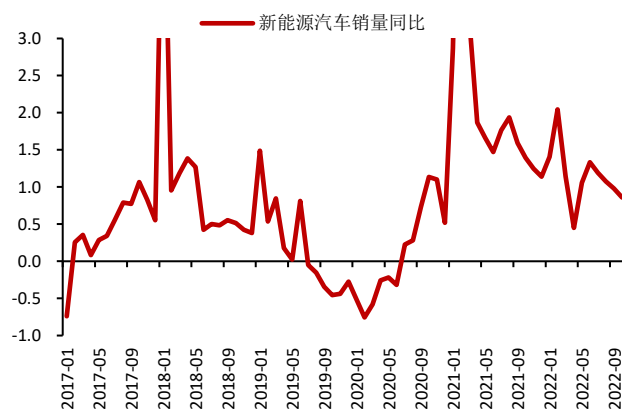
来源：Wind，国联证券研究所

图表 13: 汽车销售成为 22 年社零主要支撑项 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 14: 新能源汽车销量持续高增 (%)



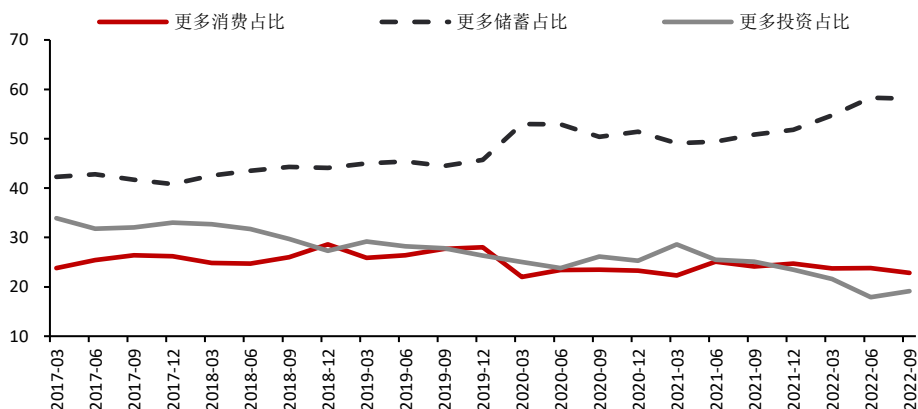
来源: Wind, 国联证券研究所

➤ 收入预期修复进程缓慢冲击消费增速天花板

由于疫情反复冲击,居民收入预期不稳定,居民储蓄加速扩张,边际消费倾向有所回落。根据央行调查,截至 22 年三季度居民“更多储蓄占比”已升至 58.1%,高于 20 年一季度疫情初次爆发时期,反映出居民防御性储蓄意愿持续增强。此外,22 年 4 月起消费者信心指数快速下跌,当前达到历史低位,下降幅度也远超 2020 年疫情发生之初。对比海外,美国自 21 年 6 月起各州开始逐个放开疫情管控,恢复居民日常生活,消费者信心于 21 年 6 月开始进入逐步回落状态,直至 22 年 6 月出现小幅回升,不过我们认为美国消费者信心除了防疫政策外还受到 22 年一轮加息周期的影响;而印度在 2021 年底逐步放开疫情管控,并于 22 年 3 月政府宣布取消所有防疫措施,其消费者指数于 21 年底开始稳步回升态势,但至今尚未回到疫情前水平;泰国于 22 年 4 月宣布大幅放松防疫措施,其消费者信心指数在同年 5 月和 6 月小幅回落,后进入持续上行趋势。结合海外市场,我们认为防疫政策放松后,居民收入预期与消费信心在短期震荡后将获得回升,但普遍恢复时长较长,居民信心修复速度较慢。

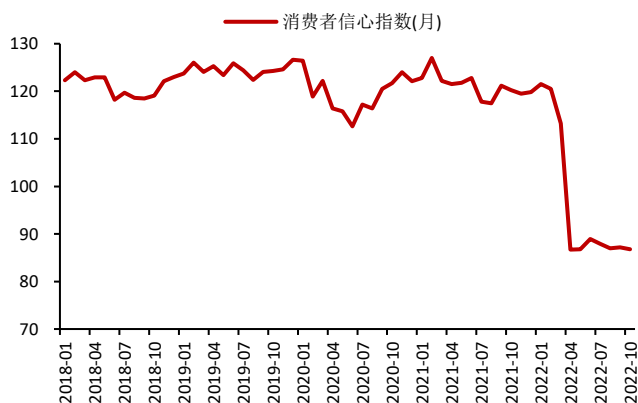
近三年疫情冲击下居民资产负债表受损,因此短期居民预防性储蓄完全转换为消费支出的概率较小,同时防疫政策放松后的感染率上升可能会加剧居民的储蓄需求。此外,居民风险偏好下降,线下消费场景受限也抑制了一部分储蓄的释放,居民收入预期回落或将冲击消费增速上限。

图表 15: 根据央行调查, 当前更多储蓄占比持续走高 (%)



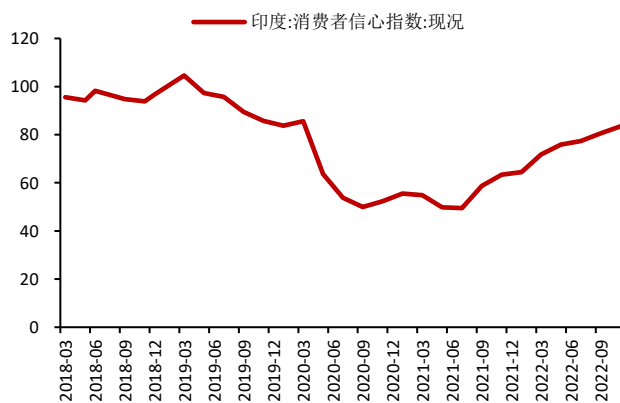
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 16: 22 年 4 月后我国消费者信心持续低迷



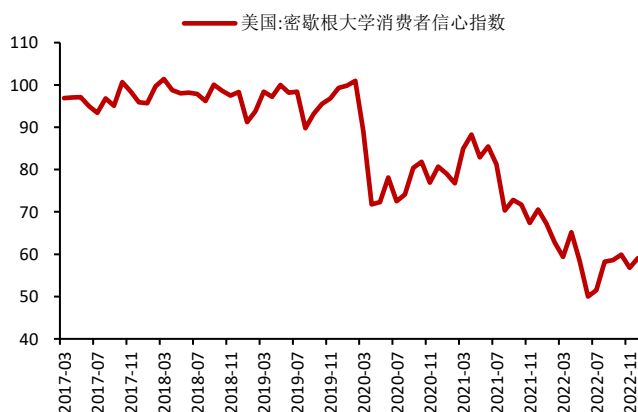
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 17: 印度消费者信心在防疫放松后持续回暖



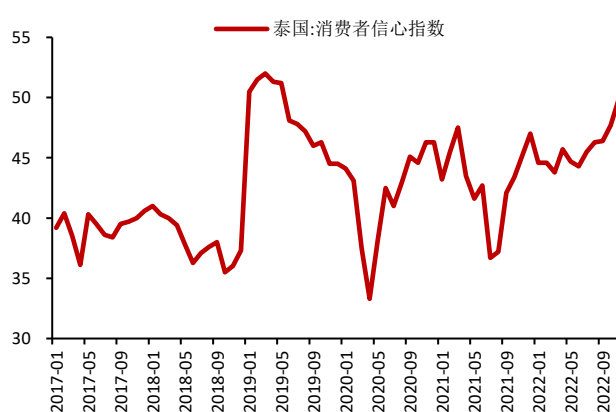
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 18: 美国消费者信心指数持续走低



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 19: 泰国消费者信心出现回暖趋势



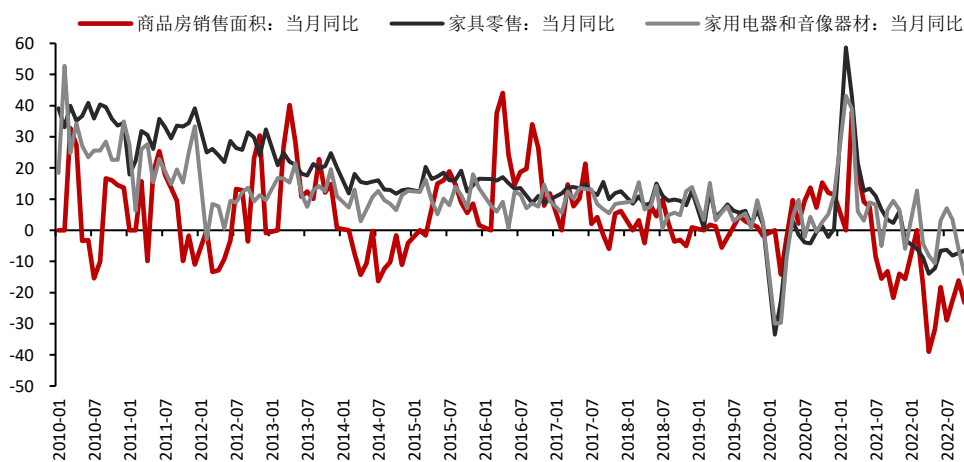
来源: Wind, 国联证券研究所

➤ 地产行业逐步回暖将带动地产后周期消费边际走高

根据历史数据可以发现,家具零售消费和家电消费增速与地产销售面积增速走势存在相关性。在 2016 年以前,家具和家用电器消费增速普遍滞后商品房销售面积 6 个月,呈现正相关性;而 2016 年之后,三者增速走势基本一致。我们认为者可能与商品房销售从期房销售逐渐向现房销售转变有关,因此居民从购房至购买家具和家用电器的时长有所缩短。此外,我们发现建筑及装潢材料消费增速与房地产投资增速存在一定相关性,通常呈现出同涨同跌的趋势。

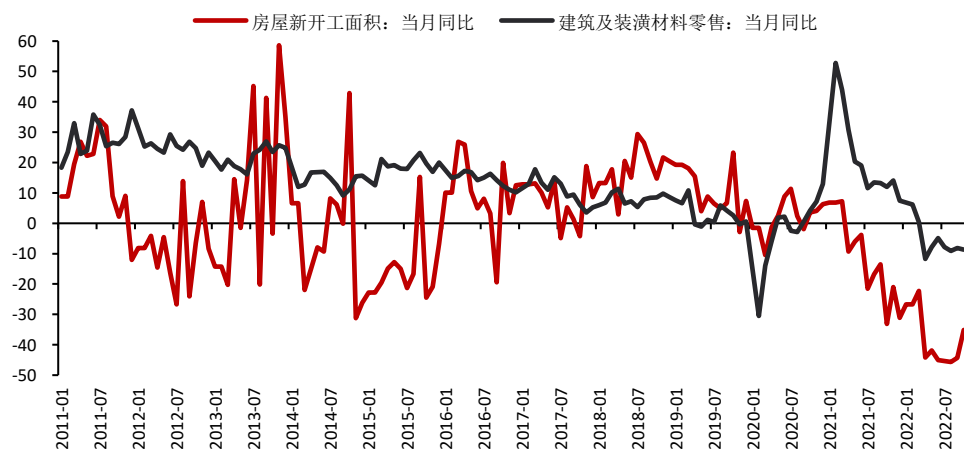
展望 2023 年,在保交楼、地产 16 条政策以及地产融资三支箭等多重稳地产政策发力下,我们预计 23 年地产将逐步回暖复苏,预计将带动地产周期消费同步走高。

图表 20: 16 年以来,家具、家电消费增速与地产销售面积增速走势基本一致 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 21: 建筑及装潢消费增速与地产开工面积增速相关性较高 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

1.2 固定资产投资：持续成为稳增长的重要支撑项

1.2.1 基建：高基数下增速有所收敛，但仍然维持强度

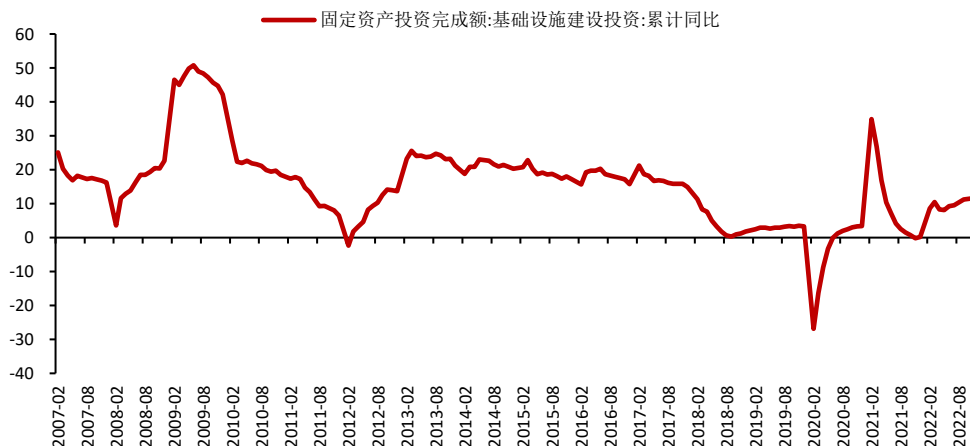
进入 2023 年后，稳增长诉求仍在，经济内生动力处于修复进程中，外需上半年下行压力较大，因此基建仍然是扩大内需的重要抓手。我们预计在高基数影响下，基建投资强度仍在但 23 年基建投资增速数值将有所收敛，同比接近 9%（万得口径下）。

从政策意愿来看，目前我国经济的三重压力仍未完全化解，结合二十大元年、十四五规划进入攻坚期，基建将继续成为稳增长的重要抓手。近期中央经济工作会议明确提出 23 年“稳增长”仍是主基调，并提示基建投资领域主要的发力手段，包括提高赤字率、专项债或保持较充裕的规模、加大中央的转移支付、政策性金融工具等。因此，预计 23 年基建链条将保持高景气度，且实物工作量有望进一步改善。此外，进入 23 年后在疫情政策优化、经济动能持续修复的背景下，各地方政府对于疫情应对和托底就业的民生类支出预计边际下降，向经济发展和基建投资转移，地方政府积极性将有所提升，推动基建投资维持强度。

从基建资金端来看，23 年狭义财政空间支撑有限，广义财政工具或将灵活支撑。我们预计 23 年专项债额度较 22 年将有所提升，在 3.8 至 4 万亿元之间（下文将详细阐述）。此外，22 年 11 月监管部门已经提前下达了 23 年提前批专项债额度，要求在 23 年 1 月启动发行，争取在 23 年上半年全部发行完毕。此举有利于衔接 22 年至 23 年基建资金，支撑基建投资。但是需要注意的是，23 年专项债到期量接近 1.5 万亿元，较 22 年的 9000 亿元显著提升。因此 23 年专项债预计有部分用于到期量的续作，以支持在建基建项目平稳推进，而对于新增项目的支撑力度减弱。此外，我们认为 23 年政策性开发性金融工具、非标及 PPP 项目都将继续扮演重要角色，增加广义流动性。

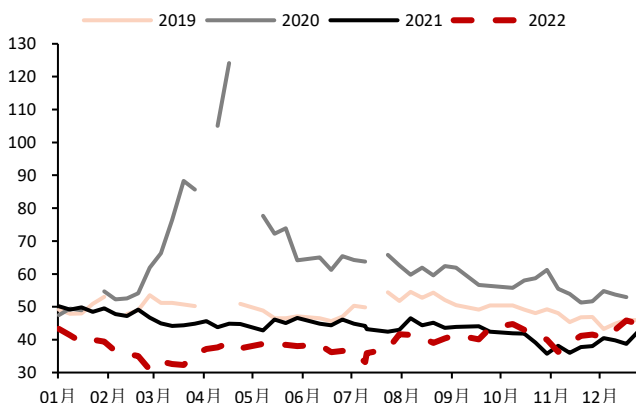
从在建项目来看，随着 23 年疫情对于生产生活的扰动逐步消散，项目实际推进速度预计明显加快，此前受疫情扰动开工进度较慢的项目不排除在 23 年出现赶工现象。此外，由于基建项目的施工周期普遍为两到三年，由于 22 年开工项目较多，预计在实物工作量上对于 23 年基建投资产生支撑。

图表 22: 2007 年以来基建投资增速走势 (%)



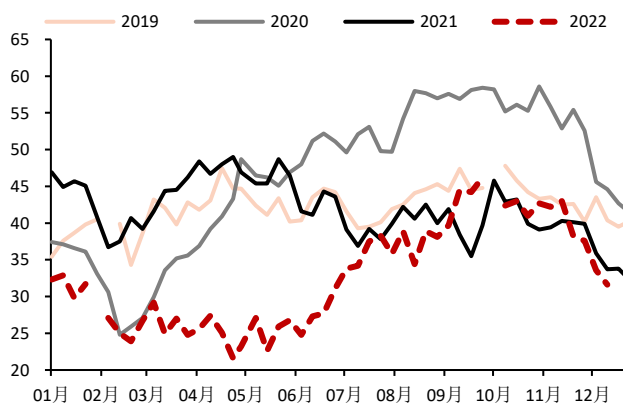
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 23: 近年来沥青石油价格比走势 (%)



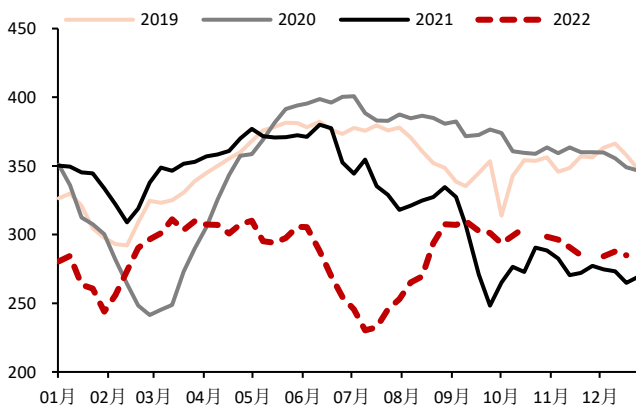
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 24: 近年来石油沥青开工率走势 (%)



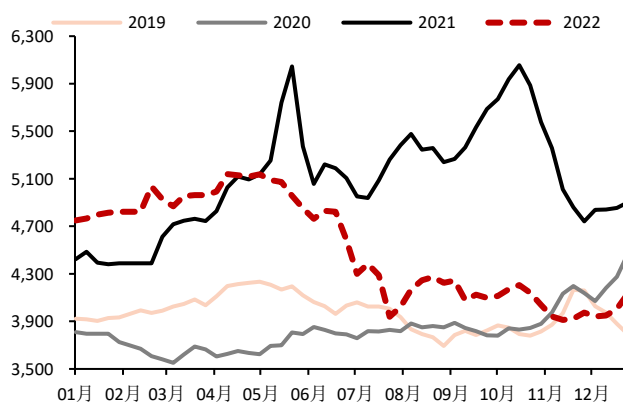
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 25: 近年来主要钢厂螺纹钢产量 (万吨)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 26: 近年来螺纹钢价格指数 (元/吨)



来源: Wind, 国联证券研究所

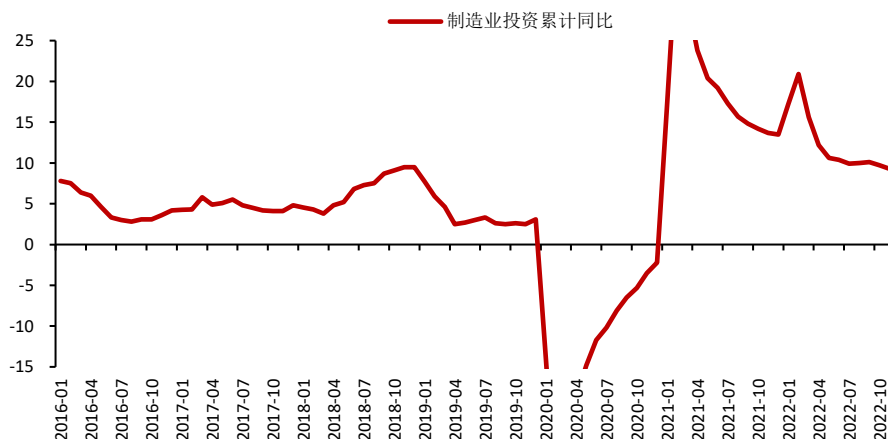
1.2.2 制造业：内生修复需时日，外需疲软拖累明显，预计中枢回落

展望 2023 年，在国内制造业主动扩产动力不足，海外需求回落的背景下，叠加 22 年制造业投资高基数，我们预计 23 年制造业投资累计同比增速在 7% 左右，较 22 年增速有所回落。从节奏上来看，上半年制造业投资大概率延续回落趋势，而下半年后随着美联储加息周期见顶，制造业投资可能随着外需改善触底反弹。

当前国内处于补库存周期和盈利压力释放阶段，制造业主动扩产动能不足。从数据上来看，22 年 8 月以来我国产成品库存进入一轮补库存周期，截至同年 11 月库存已经处于较高位置；同时自 21 年以来企业利润同比持续走低，当前同比增速已经进入负值区间，盈利压力进一步释放，对于制造业资本开支以及扩张产能形成一定制约。此外，通过制造业投资累计同比的领先指标产能利用率可以看出，预计至 23 年 Q2 制造业投资同比持续下行趋势。但是，由于 23 年内需逐步修复，消费链条从低位回升、地产新周期开启，预计制造业投资在结构上有所改善。由于当前部分下游消费行业投资持续低迷，随着 23 年消费复苏、地产销售企稳，预计给相关行业带来盈利修复机会。此外，结合十四五规划纲要中强调，要将“加快推进制造强国、质量强国建设”列为重点任务，明确要求“推进制造业补链强链，强化资源、技术、装备支撑”、“扩大制造业中长期贷款、信用贷款规模，增加技改贷款，推动股权投资、债券融资等向制造业倾斜”，预计在当前统筹发展与安全的背景下，强链补链和产业基础有望成为制造业投资新动能。

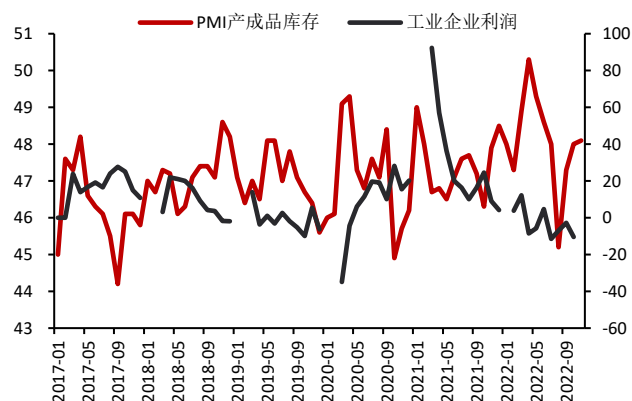
海外需求衰退压力逐步显现，静待下半年加息周期见顶后全球工业周期反转。22 年下半年来出口增速持续回落，至 22 年 10 月进入负区间，主要受到海外连续加息周期下外需回落的影响，导致制造业投资增速同比也进入下行区间。我们观察美国制造业 PMI 指数可以发现，剔除基数影响后 21 年 5 月为一轮高点，而后 PMI 进入下行周期，代表着美国经济景气度也持续下行。回溯历史，美国 PMI 下行周期通常在 14 个月到 18 个月之间，此后见底回升，因此我们预计在 23 年下半年美国经济景气度有望逐步回升，带动外需同步回升。此外，观察美国库存周期也可以发现，本轮美国制造业补库存周期于 22 年 5 月见顶，此后进入一轮去库存周期，与 PMI 走势基本一致。我们预计随着下半年美联储加息周期到顶后全球景气度会出现反弹，外需型工业品需求端压力也将逐步缓解，推动制造业投资增速同步反转。

图表 27: 历年制造业投资累计同比走势 (%)



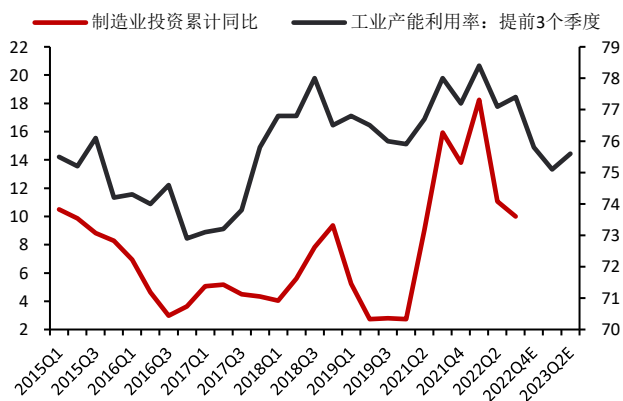
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 28: 当前处于补库存, 盈利周期回落周期 (%)



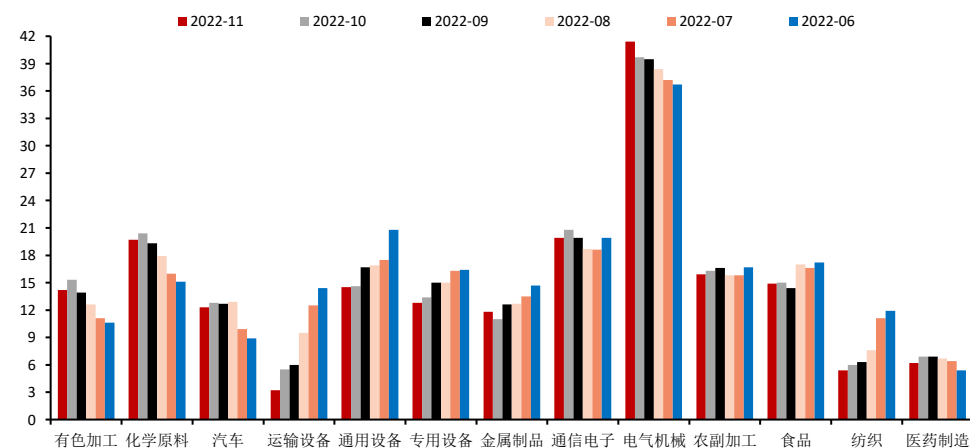
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 29: 工业产能利用率领先制造业投资 3 个季度



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 30: 制造业投资分项同比增速走势 (%)



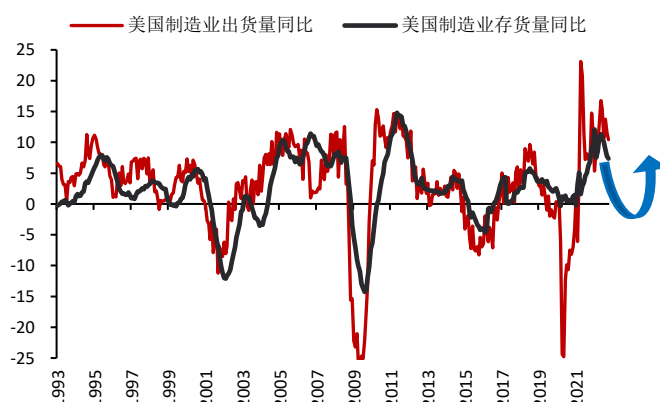
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 31: 当前美国经济持续回落区间



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 32: 当前美国库存周期开始回落 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

1.2.3 房地产: 供需两端政策组合拳齐发力, 投资预计逐步回正企稳

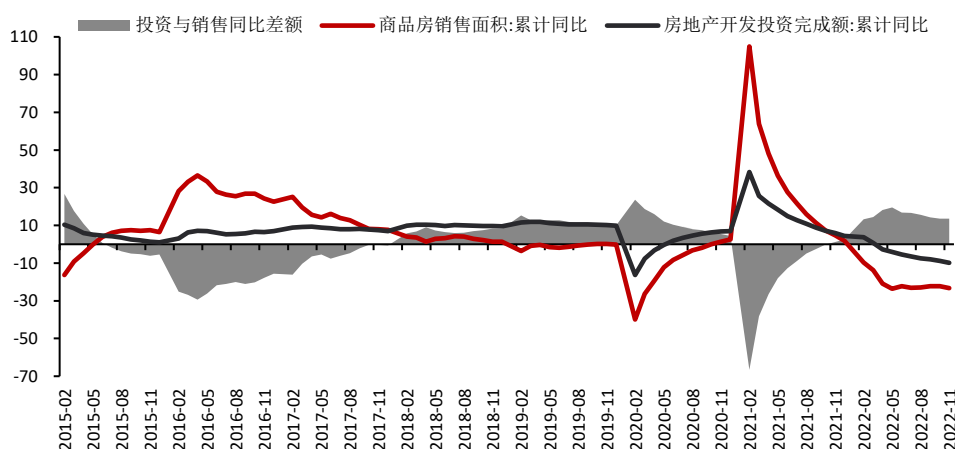
长期来说, 人口因素是推动住房需求的根本原因。居民住房的刚性需求与人口增长率和城镇化率的提升速度密切相关。过去二十年来, 受到人口红利以及快速城镇化的影响, 我国房地产处于高速发展期。截至 2021 年我国总人口达到 14.13 亿人, 城镇化率达到 64.72% 的水平。当前人口红利的逐渐衰减、城镇化步伐减慢, 住房刚性需求核心的增长驱动因素正在消失。因此, 我们认为后续地产周期的波动率会趋于平稳, 预计房地产行业有望从增量为上的高速度发展逐步转向存量与增量并重的高质量新发展模式。展望 2023 年, 随着 22 年多轮次刺激政策在地产供需两端发力, 叠加疫情对于居民生产生活的扰动逐步减弱, 我们认为 23 年地产行业将呈现渐进式复苏。低基数影响下, 预计房地产消费增速将达到 5% 以上, 而全年地产投资同比增速也有望回正至 1% 左右。

需求侧: 预计地产消费将继续处于新一轮政策落地后的效果观察期, 拐点或在春节后出现。22 年地产需求端在总量和结构层面齐发力, 通过降低 5 年期 LPR 利率、降低公积金贷款利率、多地下调首套房贷款利率等政策, 刺激居民购房需求。但是从实际效果可以看出, 在疫情持续扰动背景下居民资产负债表受损、收入预期悲观导致加杠杆意愿不足, 叠加房价环比跌势依旧, 销售表现整体仍显低迷。我们认为, 伴随防疫政策优化、经济活跃度回升, 未来居民收入增速预期将逐步回暖, 支撑地产销售走向温和复苏。此外, 结合二十大及中央经济工作会议精神, 预计 23 年刺激改善性住房需求有望成为重点, 贷款相关政策上可能会有进一步放松举措, 不排除部分一二线城市限购限售放开的可能性。我们预计, 随着疫情短期扰动结束, 叠加春节后居民置业需求较为旺盛, 预计地产销售增速将在春节后迎来拐点。

供给侧: 预计保交楼政策助力复工复产, 地产投资或有所滞后在下半年转正。22 年下半年以来, 房地产行业融资端“三支箭”齐发, 央行降准并投放零息保交楼再贷

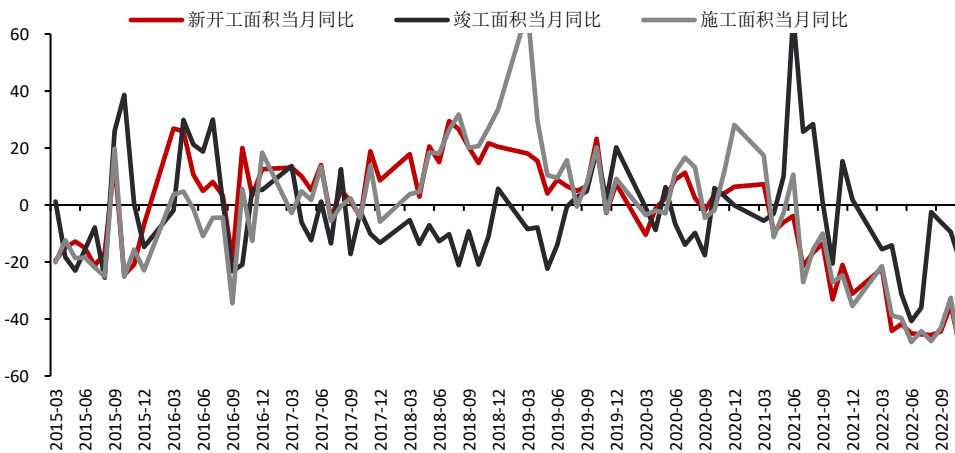
款，证监会放开地产公司再融资限制，工、农、中、建、交、邮储六大国有银行为头部优质房企增加授信额度，帮助优质头部房企化解风险，改善房企融资渠道。因此，预计保交楼等供给端稳地产政策将持续改善房企信心，化解房企风险，对于复工和竣工等投资分项有所提振。从地产链条来看，销售增速通常领先于投资增速两到三个季度，因为地产销售情况影响房企现金流与开发能力而地产销售预期扰动房企投资意愿。截至 22 年 11 月地产销售增速持续探底状态，未有明显回暖，且销售增速显著低于投资增速，因此我们预计 23 年上半年存在高库存抑制地产新开工投资的现象，但进入 23 年下半年后地产投资将有明显回暖。

图表 33: 22 年投资与销售同比差额走扩 (%)



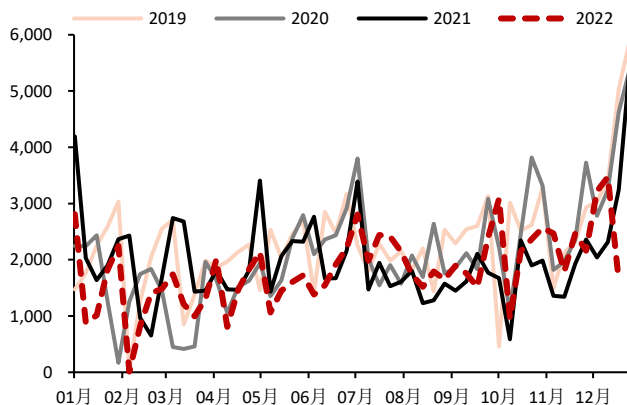
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 34: 保交楼政策下，竣工同比出现改善，但新开工与施工同比持续疲软 (%)



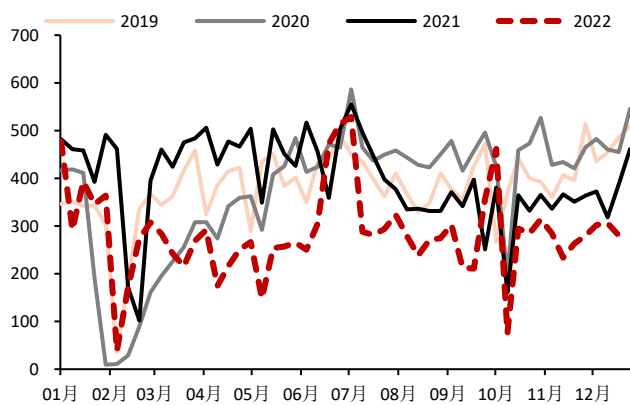
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 35: 成交土地占地面积历年走势 (万平方米)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 36: 30 城商品房成交面积历年走势 (万平方米)

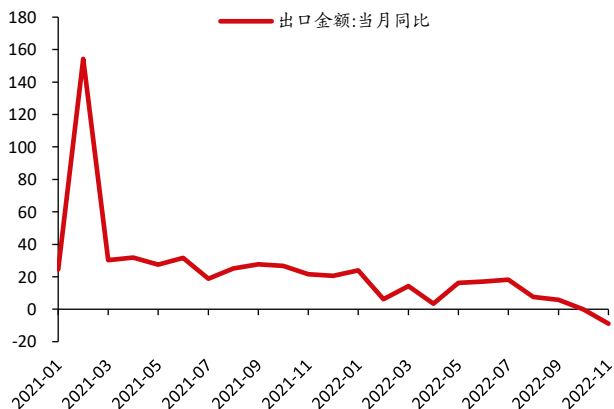


来源: Wind, 国联证券研究所

1.3 外贸: 出口下半年止跌反弹

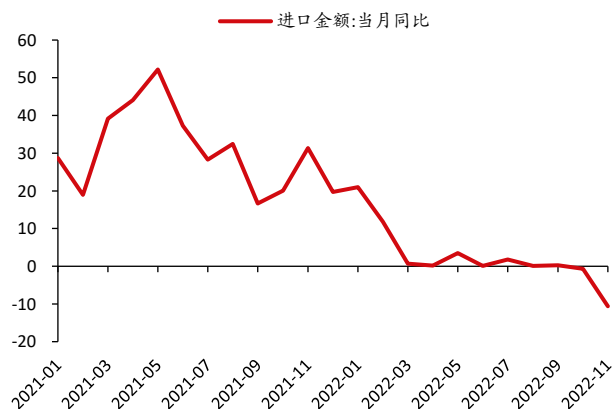
2022 年我国进出口呈现逐步下行的态势。1-3 季度进口及出口同比增速均逐渐走低, 1-3 季度出口同比增速分别为 14.8%、12.3%、10.5%, 1-3 季度进口同比增速分别为 11.2%、1.3%、0.7%。其中, 10 月份进出口同比增速开始由正转负, 且在 11 月份跌幅扩大。出口方面, 受海外发达经济体通货膨胀持续高企影响, 海外央行持续紧缩货币政策, 全球经济衰退风险增强, 海外总需求进一步收紧, 出口量逐渐下行。进口方面, 由于国内疫情散点式反复, 工业生产和消费持续低迷, 内需对进口的拉动作用减弱, 同时持续走低的出口需求使得出口环节产生的进口需求也逐渐走低。

图表 37: 2022 年出口整体走弱并于 10 月转负 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 38: 2022 年进口震荡走弱并于 10 月转负 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

展望 2023 年, 出口或在一定程度的回落后止跌回升, 进口或有渐进式的回升。出口方面, 海外主要经济体紧缩货币政策及经济衰退造成的需求降温、贸易收缩或对

我国出口形成主要压制，但基于美欧经济需求在 23 年二季度有望企稳回升，下半年我国出口有望受到提振从而止跌回升。预计 2023 年出口增速为 1.8%，节奏上来看，预计四个季度的出口增速分别为 -5%、-2%、1%、13%；进口方面，随着我国经济弱复苏、地产行业渐进式修复，进口有望呈渐进式回升。

1.3.1 海外经济需求先降后升带动我国出口先下后上

2023 年全球经济进入下行区间，带动我国全年出口增速下行。经济合作与发展组织发布全球经济展望报告，预计全球经济 2022 年增速为 3.1%，2023 年放缓至 2.2%。IMF 预测 2023 年全球经济增长率为 2.7%，但实际增长率有 25% 的概率会低于 2%，此外预计全球至少三分之一的国家在 2023 年将陷入经济衰退。世界贸易组织预计在世界经济受到美国等主要经济体收紧货币政策的多重冲击下，全球贸易在 2023 年增速将大幅下降，其将 2023 年全球货物贸易增速预期下调至 1%。根据以上国际组织的预测，2023 年全球经济增速将大幅放缓从而拉低全球贸易量，而我国出口量与全球贸易量有较高的相关性，世界贸易量的走低将带动我国出口量回落。

美欧等主要经济体上半年需求回落或对我国出口形成压制，下半年货币政策预计转向宽松将提振我国出口。美国整体通胀已在三季度见顶，核心通胀也正步入下行区间，但 11 月 ISM 服务业 PMI 指数却呈现出上行态势，表明服务消费仍处在需求旺盛的修复期，当前美国服务价格仍存一定的粘性，或拖累通胀回落的速度。此外从绝对水平来看，当前通胀水平仍居于近 40 年来高位，预计到 2024 年后美联储才能看到通胀达到政策目标的希望。因此，预计美联储加息有望持续至 2023 年上半年以持续压缩通胀，下半年货币政策将转向宽松。在此政策环境中，美国经济上半年走向衰退的概率提高，下半年或随着流动性缓解而逐步回暖。**因此预计 23 年上半年美国经济将进入温和衰退，需求逐渐回落，对我国出口将形成压制。下半年随着货币政策放宽，需求回升将带动我国出口回暖。**欧盟方面，10 月欧元区通胀率按年率计算达 10.6%，再创历史新高，且欧元区 19 个成员国中有 11 个通胀率达到两位数，目前来看欧盟通胀仍难见顶，而高企的通胀将抬升居民生活成本，削弱民众的消费能力，从而抑制经济动能、大幅压制需求空间，对我国出口同样形成一定的抑制作用。**但据欧洲央行管理委员会预测，23 年上半年欧洲通胀或将达到峰值，下半年货币条件可能改善、需求空间可能回升，因此压制对欧出口的因素可能也将在三季度得到缓解。**

东盟或将成为我国出口新动能。22 年前 11 个月，我国与东盟贸易总值为 5.89 万亿元，增长 15.5%，占我国外贸总值的 15.4%。其中，对东盟出口 3.42 万亿元，增长 22.2%，东盟已成为我国第一大贸易伙伴。从经济动能来看，与我国主要受投资驱动不同，东盟国家作为高度外向型经济，受消费的驱动作用更大，疫情前拉动力一直稳定在 5%-6% 左右，随着疫情影响逐渐减小，东盟自身的经济修复将为我国带来一定的出口拉动力。此外，东盟对我国的外需部分来自于欧美的需求外溢。随着欧美等国寻求制造业外迁、将部分产业转移至东盟，东盟将加快自身产业链重构和完善，在此过程中中间品和资本品的需求将对我国出口有一定的支撑作用。随着 RCEP 生效进入第二年，贸易条款和关税红利将进一步释放，预计来自东盟的外需拉动有望成为我国出口的重要支撑力量。

整体来看，美欧或在 2023 年上半年陷入经济衰退从而导致我国一二季度出口萎缩，下半年由于通胀到顶、加息停滞、货币条件改善从而使得压制我国出口的因素得到缓解。东盟则由于疫后持续的经济修复对我国形成稳定的拉动力量。预计 2023 年全年出口增速为 1.8%，节奏上来看，预计四个季度的出口增速分别为-5%、-2%、1%、13%。

1.3.2 需求回暖、大宗价格下行带动进口渐进式回升

防疫政策调整、地产政策支持预计有望促进需求渐进式修复，或带动进口渐进式回升。随着全国防疫政策进一步优化调整，疫情对工业生产的影响进一步减弱，预计有望带动能源、原材料、有色等资源能源品及中间品的进口。另外随着地产纾困政策相继出台，23 年地产有望筑底反弹，带动国内经济加快复苏、国内消费逐步修复。此外，国务院 12 月 14 日印发《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》，提出坚定实施扩大内需战略、培育完整内需体系，预计有望为扩大居民消费和有效投资提供有力的政策环境，对我国进口有重要的拉动作用。

大宗价格或持续下行，利于国内进口。由于海外主要经济体走向经济衰退的概率升高，全球经济基本面或面临调整。全球需求下行或带动全球大宗商品价格在 2023 年持续下行，对我国进口总额的贡献或下降。但在国内经济持续修复的背景下，大宗价格下行将改善我国进口贸易条件，有利于进口提升。

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/537132126065006142>