

2023 宏观经济和资本市场展望：雪尽虚檐 春晖万斛

分析概述

- **重大事件冲击趋于结束，全球宏观波动有望放缓：**2022 年全球宏观遭遇了数个重大事件的冲击，导致全球经济和资本市场剧烈波动，其中影响最大的事件包括“俄乌冲突”“美联储大幅加息”“新冠疫情冲击”以及国内地产政策变化导致的“地产下行”。2023 年上述“事件型冲击”的影响将逐渐减弱，全球宏观的波动有望降低。
- **2023 年宏观经济将呈现一定程度复苏，但是压力依然较大：**从全球经济看，由于发达经济体需要在“增长”和“通胀”之中寻求平衡，作为强加息的代价，以美国为代表的经济体面临轻度衰退的风险，全球经济的尾部风险需要平稳过渡，因此全球经济增长有限。从我国的情况看，需求侧稳增长政策发力，中国经济周期逐步走向“弱复苏”。2023 年上半年我们重点关注疫后需求恢复情况，中期我们更关注房地产销售、居民储蓄释放带来的真实需求改善。考虑到房地产投资短期弹性不足，叠加外需回落带来的工业生产压力，预计 2023 年内中国总量需求修复较为温和，在经济长周期趋弱，以及疫情反复、出口受累于全球经济弱势、消费疲弱等多重因素影响，面临的压力会非常明显。
- **风险提示：**疫情超预期的风险，全球重大不可预测宏观事件的风险

研究员

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

zhangwei@tqfutures.com

目 录

引发 2022 年宏观剧烈波动的“事件型冲击”将逐渐减弱	3
2023 年中国宏观经济展望：穿过冬之极寒，拥抱春之序曲	4
固定资产投资：分项此消彼长 压力仍在	5
出口：全球贸易下滑出口下行	13
消费：以修复为主	15
宏观经济走势对大宗商品走势的影响分析	19
货币政策和财政政策展望	19
财政政策：有一定的回升空间	20
2023 年大类资产走势判断	21
免责条款	23

引发 2022 年宏观剧烈波动的“事件型冲击”将逐渐减弱

我们知道，宏观经济指标是一个典型的周期波动，但是变化相对缓慢的变量。但是 2022 年全球宏观遭遇了数个重大事件的冲击，导致全球经济和资本市场剧烈波动，其中影响最大的事件包括“俄乌冲突”“美联储大幅加息”“新冠疫情冲击”以及国内地产政策变化导致的“地产下行”。从对我国资本市场的影响来看，上述四大事件对经济和资本市场的影响如下：

房地产增速大幅下行：房地产下行对我国经济增长和信用扩张影响很大，对资本市场影响也很大。地产的大幅下行导致 2022 年固定资产投资趋弱，资本市场表现为蓝筹类指数明显弱势，内盘定价的大宗工业品趋势下行。

俄乌冲突：俄乌冲突直接导致“廉价能源时代”趋于结束，间接导致欧洲出现能源危机，加重了全球经济复苏的压力和通胀压力。

新冠疫情冲击：海外逐渐放开疫情管控，但是大都经历了放开初期疫情对经济和医疗系统的猛烈冲击，同时全球供应链问题未始终完善解决。对于国内而言，精准防控下居民消费倾向仍然无法有效回升，风险偏好回落，居民存款大增，消费信心不足。

美联储加息：美联储加息之下，全球主要经济体被动跟随，即使如此，全球主要国家的汇率市场大幅波动，债市下跌，外储减少，资金流出成为非美经济体的常态，并造成了斯里兰卡破产，英国养老金危机，以及类似雷曼事件的“瑞信危机”。美联储加息导致基础利率回升，股市估值承压，全球主要经济体股票市场一度遭遇较大冲击。

然而，上述“事件型冲击”的影响将在 2023 年逐渐减弱，这里我们对这些影响宏观形势的重大事件走向做一个简单的展望。

俄乌冲突可能趋于结束：从当前局势看，在俄乌冲突的局势不明朗的前提下，谈判并不具备现实可能性。但是旷日持久的俄乌冲突已经远超出了俄罗斯和西方国家的预期。俄罗斯显然是低估了乌军的作战实力和抵抗意志，而欧洲国家也确实高估了自身经济体系在脱离俄罗斯后的坚韧程度。当前局势来看，俄罗斯依靠粮食及能源收入，尚可以勉强维持战事的巨额花费。欧洲因中断与俄罗斯的能源合作而陷入了能源危机当中，至今没有缓过劲来。因此两败俱伤的格局已经非常明显。可以预计的是，在来年春季，等到储备的天然气耗尽之后，欧洲仍可能爆发新一轮的能源危机。由此带来的就是，欧洲整个工业及金融体系的崩溃。正是考虑到这种确定性的灾难后果，率先反应过来的德国及法国，已经开始了自救。先是德国总理访华，寻求经济合作。随后就是法总统马克龙访美，在获得拜登松口透露和谈意愿之后，提出停止俄乌冲突的方案。考虑到俄乌双方，乃至乌克兰背后的北约都存在巨大分歧，短期内停战的难度较大，但是经济影响将最终决定这个冲突的走向，疲弱不堪的三方最终将走向和谈。

新冠疫情对经济的冲击趋于结束：随着我国防疫政策走向更为精准，新冠疫情对全球经济的冲击趋于结束。新冠疫情对全球经济的冲击主要体现在两个

方面，其一是对供应链的影响，其二是对需求的影响，目前看，疫情初期造成的全球范围内的冲击逐渐消失。目前全球制造业 PMI、服务业 PMI、工业产出、消费等经济指标逐渐恢复到正常水平。

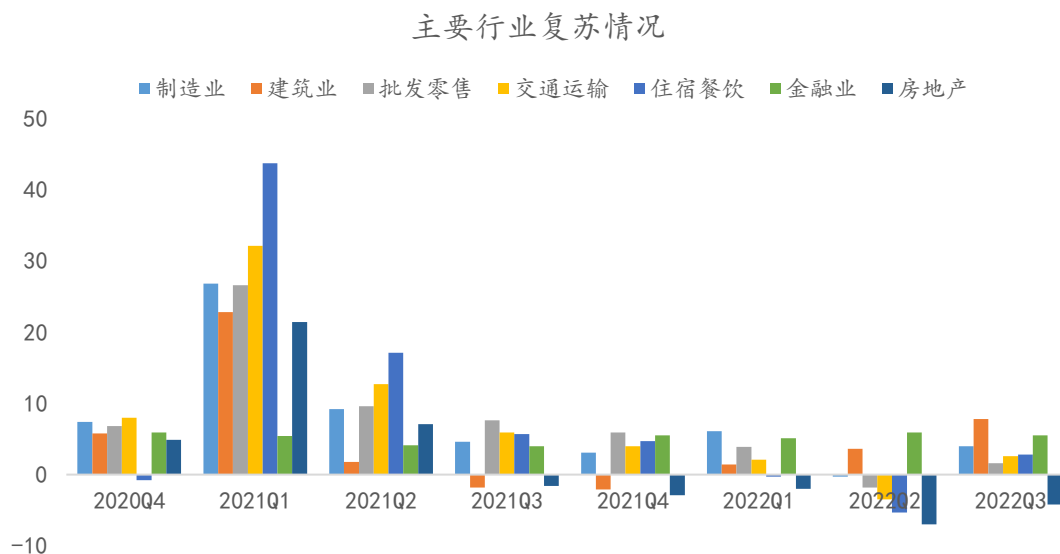
房地产政策压力最大的阶段已经过去：随着 9 月份以来供需两端全国性政策的加速释放，政策正在形成合力，走向新一轮宽松周期。对于需求端，随着房贷利率空间的打开以及“一城一策”的持续发力，需求端的维稳力度正持续加强。对于供给端，信贷、债券、股权支持政策实现“三箭齐发”，房企融资环境显著改善。不利因素迎来改善，行业有望触底回升。

美联储将在今年完成加息的主体部分：目前市场对于通胀的分歧依然较大，鲍威尔在 11 月末的演讲中也指出，目前美国通胀主要由三大因素推动：核心商品通胀、住房服务通胀与住房以外的核心服务通胀，这其中除核心商品通胀（以大宗商品为主）有所缓和外，住房与核心服务通胀均尚未见到有效的控制。但是需要注意的是，无论通胀和市场预期如何变化，当前市场对于美联储加息终点利率预期仍然集中于 5.25%，目前基准利率已经升至 3.75% 至 4% 的区间，这也意味着美联储 12 月加息 50 个基点之后，剩下的加息空间已经不多。

2023 年中国宏观经济展望：穿过冬之极寒，拥抱春之序曲

2023 年中国宏观经济将迎难而上，预计可以实现 4%-4.5% 的 GDP 增长。2023 年中国经济发展面临的压力仍然不小。一方面是外部动荡的政治环境和衰退的经济背景对中国经济带来的负面影响，另一方面是国内制约经济发展的因素仍未完全消退。2023 年中国宏观经济运行的核心逻辑是，在不断优化疫情精准防控措施，提升防控效率的大背景下，国内外结构性因素正在进入好转的临界点，处在关键的转换期。一方面，2019 年以来，尤其是在疫情后的经济复苏进程中，房地产投资和出口是最为核心的引领力量。目前，这两个因素已经形成了趋势的转折，2022 年开启了加速下行模式，2023 年难以再提供有效动力，2019 年以来的经济循环模式将能以持续。另一方面，在“二十大”精神的指引下，通过过去十年伟大变革取得的系统性经济工作理念不断增强、国有企业改革、科技进步、中等收入群体提升和新能源产业等内生动力推动，2023 年中国经济将会进入新发展格局加快落地期，为经济发展提供新动能。新发展格局加速落地表现。

图表 1: 国民经济主要行业复苏情况



数据来源: Wind, 中金财富期货研究所

以下我们从中国经济增长的三大动能来进行展望。

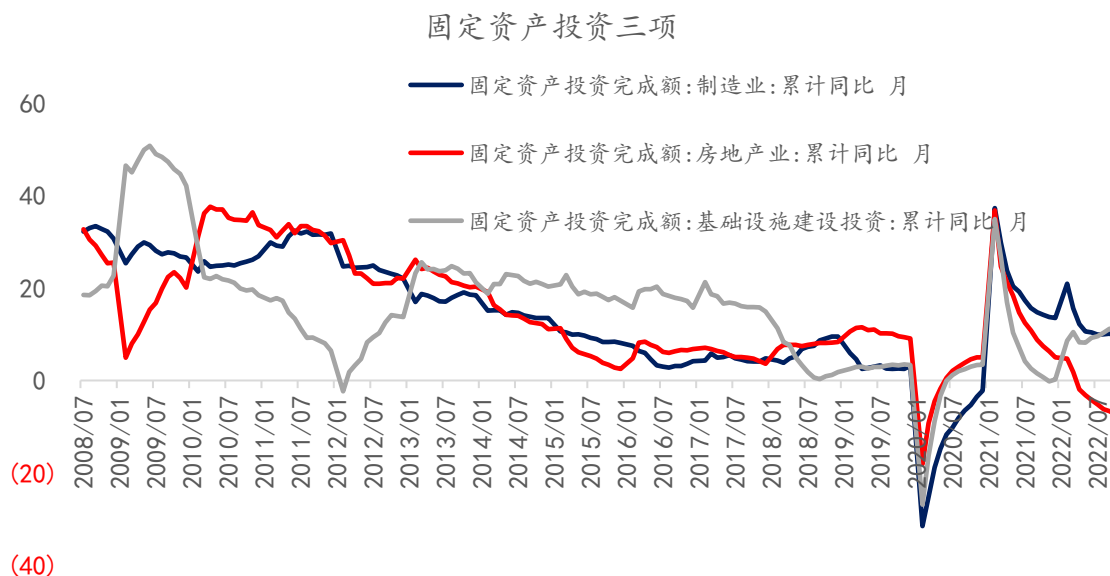
固定资产投资：分项此消彼长 压力仍在

2022 年固定资产投资的分化非常明显，房地产是 2022 年经济最大的拖累因素之一，预计 2023 年仍将对经济形成影响。

固定资产投资三驾马车中，房地产、制造业和基础设施建设中，宏观政策能够有效发力的主要是基础设施建设。从资金上，通过狭义和广义的财政支出，政府可以直接支持基础设施建设。从动力上，通过调整考核指标，可以直接激励地方政府。房地产投资受制于业务模式调整，短期内难以有效反弹。制造业投资更多是通过各种激励机制，由市场来完成，不可控因素比较多。

从固定资产投资分项看，制造业和基建投资增速保持高位，房地产投资深度调整，固定资产投资增速基本平稳。1-10 月份，固定资产投资累计同比增长 5.8%，较上半年增速回落 0.3%，下半年固定资产增速较为平稳。基础设施建设投资受到政策强有力的征程，在 5 月份后增速稳步上升，10 月份累计同比增速达 11.4%。房地产投资持续深度调整，10 月份累计同比增速跌至-8.8%，从 2021 年投资的拉动力量成为成为了严重拖累因素。总体来说，2022 年基础设施建设投资和制造业投资强劲复苏，但房地产开发投资的下跌及民间投资的低迷形成拖累，投资复苏相对较弱。

图表 1: 固定资产投资三项的走势

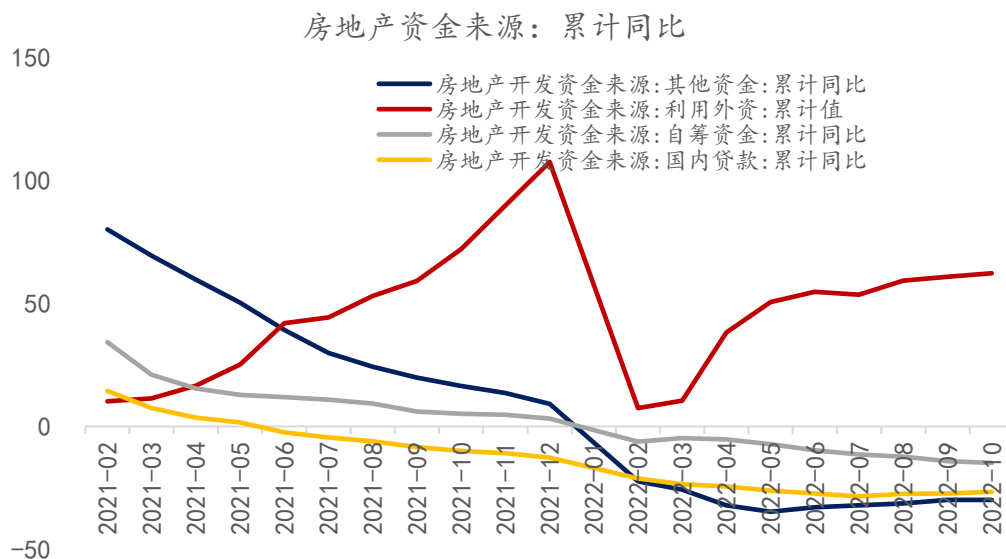


数据来源: Wind, 中金财富期货研究所

但是这些因素不足以形成房地产市场的急性调整。

2022 年地产大幅下行的原因在于融资收紧之后导致的企业资金链紧张, 以及价格下行, 交房困难导致的需求急剧萎缩。因此这种急性、深度的调整是多种因素造成的。2020 年下半年以来, “三道红线”、银行贷款集中度管理、供地“两集中”、房地产税改革试点等房地产调控政策密集落地, 从销售、融资和土地供应等多方面加强对房地产市场的调控。销售层面, 针对部分城市地价、房价上涨较快等问题, 多地升级楼市调控政策, 深圳、长三角、珠三角等地限购、限贷、限售不断加码, 同时严厉打击各类炒房行为, 维护房地产市场正常秩序。融资层面, 弱化房地产金融属性, 持续推动房企去杠杆、降负债, 出台针对重点房地产企业资金监测和融资管理规则的“三道红线”、银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度以及压降信托融资额度、严格审批地产债发行、限制房企海外融资等政策, 抑制房企债务增长。从需求的角度看, 近年商品房期房销售面积占比超过八成, 期房不能如期交付, 也抑制了居民购房意愿。央行城镇储户问卷调查显示, 2022 年三季度预计未来 3 个月增加购房支出的居民比例处于近年低位。

图表 3: 房地产资金来源



数据来源: Wind, 中金财富期货研究所

为了推动房地产行业平稳健康发展，2022 年 8 月 LPR 非对称下调掀开了政策变化的序幕，除了 LPR 非对称下调这种专门针对地产的政策，包括个人住房公积金贷款利率下调，个人所得税的退税优惠，支持个人住房贷款合理需求，以及至少 30 余个城市首套房的首付比例降至两成等措施接踵而至。

2022 年 3 季度个人住房贷款加权平均利率降至 4.34%，较 2021 年 4 季度下降了 129 个 bp，处于 2008 年公布数据以来的最低水平。但对比历次房地产调控周期，本次稳地产过程中，销售对房贷利率的敏感性下降，房地产销售趋势性好转可能还需时日。

不过相关政策取得了一定效果，起到了托底的作用，2022 年 10 月房地产相关指标的同比多数走弱，但出现了两个积极信号：第一，本年购置土地面积和新开工面积这两个领先指标的当月同比，跌幅出现收窄；第二，房地产开发资金来源同比继续回落，但国内贷款和自筹资金这两个反映外部融资能力的指标当月同比均回升。

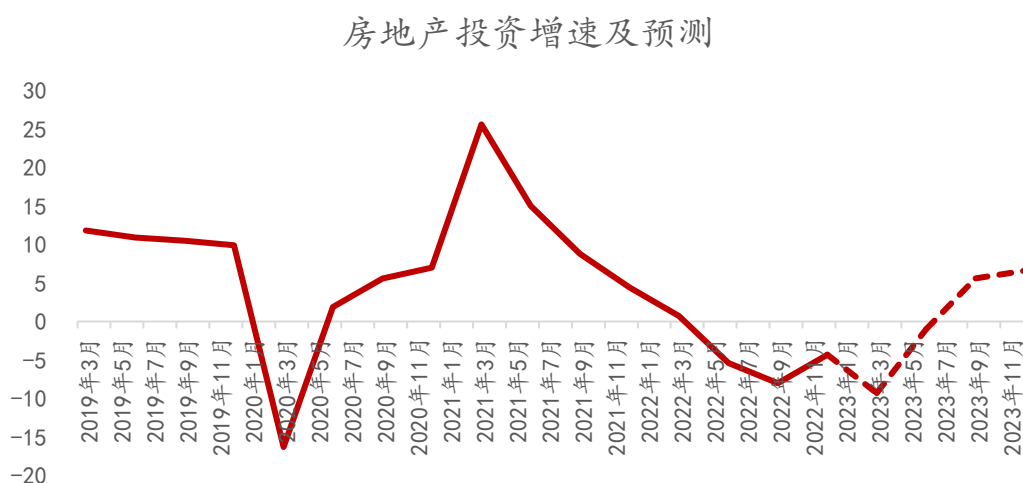
对于中长期的房地产业发展趋势，2022 年 10 月 16 日中共二十大会议稿中对房地产市场提出的要求为：“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”，我们可以总结为“一是大力发展住房租赁市场，二是因地制宜发展共有产权住房；三是促进大中小城市协同发展；四是大力推进棚户区区和公租房建设，将外来人口和城市无房户纳入公租房保障体系。”

尽管 2023 年房地产销售可能难以明显好转，但房地产投资对经济的拖累预计有望逐步趋弱。

预计 2023 年全年地产投资的渐进修复主要来自以下几个方面：一是源于停工停贷项目的渐进修复以及保交楼政策带来的回升，二是源于需求侧政策进一步发挥实际效果并带动地产投资上行，三是源于基数效应，四是源于地产中长期规划落地后进一步明确市场预期。

对于 2023 年的地产市场，我们认为前低后高的概率较大。施工是地产投资的基本盘，预计保交楼措施改善停工状况将助力地产投资在 2023 年逐步企稳。土地成交面积对新开工存在 2 个季度的领先期，在 2022 年下半年土地成交面积同比增速持续走低的情况下，预计 2023 年上半年新开工仍将保持低迷，下半年起预计将有明显回暖。2022 年二季度起停工停贷风波导致年内新增的净停工面积累计同比增速明显抬升，对地产投资形成了明显拖累。2023 年保交楼相关措施预计将助力停工项目逐步复工，基本盘的修复有望助力地产投资回归正增长。我们预计 2023 年全年地产投资增速 0.8%-1.8%，Q1、Q2、Q3、Q4 逐季增速分别为-9.3%、-1%、5.6%和 6.6%。

图表 4：2023 年房地产投资增速预测



数据来源：Wind，中金财富期货研究所

基建方面，2023 年仍将是宏观经济最重要的支撑之一。

基建是 2022 年托底经济的最重要力量，三季度基建实物工作量已加快形成。2022 年前 10 个月全口径基建投资同比增长 11.4%，在各终端需求中提升幅度最大。此外，2022 年三季度基建实物工作量加快形成，体现在两点：第一，2022 年三季度建筑业 GDP 同比 7.8%，在主要行业中位列第二，而房地产业 GDP 同比-4.2%，在主要行业中最底，两者的增速差创 2009 年二季度以来的最大值；第二，高频的石油沥青装置开工率 2022 年三季度已恢复至 2021 年同期水平，而三季度水泥磨机运转率和往年同期比有较大差距。基建实物工作量形成，而地产施工低迷，是两个高频指标同比分化的原因。

2023 年支撑基础设施投资的因素主要包括：

第一，2023 年将进入“十四五”规划承前启后的关键点，是重大项目加速落地期。2016 年以来，重大项目年度计划投资额占当年固定资产投资（不含地产）及基建投资的比例较为稳定，占固定资产投资（不含地产）的比例在 11% 左右，占基建投资的比例在 20%-25%。按照中国各级政府制定和实施十四五规划的通行和惯例做法，在五年规划的第一年制定总体规划以及各项具体执行规划，在五年规划的第二年才开始真正落实规划中的各项举措。从项目实施角度，各地重大项目从审批、项目前期管理等方面需要一年左右的时间，

2022 年进入项目落地期。在 2022 年加快项目建设推进的大背景下，2023 年将进入全面落地期，可以期待较高的实物工作量。

第二，现代化基础设施支撑体系逐渐成熟，项目落地推进将逐步加快。项目来源、资金来源和地方政府激励机制都在不断完善，基建可持续性不断增强。

第三，基础设施建设仍然是宏观稳定政策的主要发力点。投资三驾马车，房地产、制造业和基础设施建设中，宏观政策能够有效发力的主要是基础设施建设。从资金上，通过狭义和广义的财政支出，政府可以直接支持基础设施建设。从动力上，通过调整考核指标，可以直接激励地方政府。房地产投资受制于业务模式调整，短期内难以有效反弹。制造业投资更多是通过各种激励机制，由市场来完成，不可控因素比较多。宏观政策角度，最直接的发力点就成为了基础设施建设。可以预期，2023 年专项债发行等支持力度能够保持在较高水平，宏观政策有足够的支撑。

基建是与其他经济板块截然不同的板块，基建不存在强烈的需求因素影响，与宏观经济的冷热相关性也不大。其核心在于资金的来源，因此是一个典型的逆周期调节经济的工具。

专项债和政策性银行助力 2022 年基建投资高增长。专项债为基建投资贡献主要增量资金：一是 2022 年新增专项债发行较快，上半年发行进度达 93.3%；二是对比来看，2022 年专项债资金沉淀现象明显好转；三是从专项债投向看，基建相关的占比近七成。此外，还使用了 5000 亿以上专项债结存限额，2022 年四季度发行和投放完毕。此外，广义财政通过政策性银行发力基建：一是分两批次设立政策性开发性金融工具，额度 6000 亿元以上，实际已投放 7399 亿，意在补充资本金；二是 5 月末调增政策性银行信贷额度 8000 亿。此外，还引导商业银行加大对基建的信贷支持。

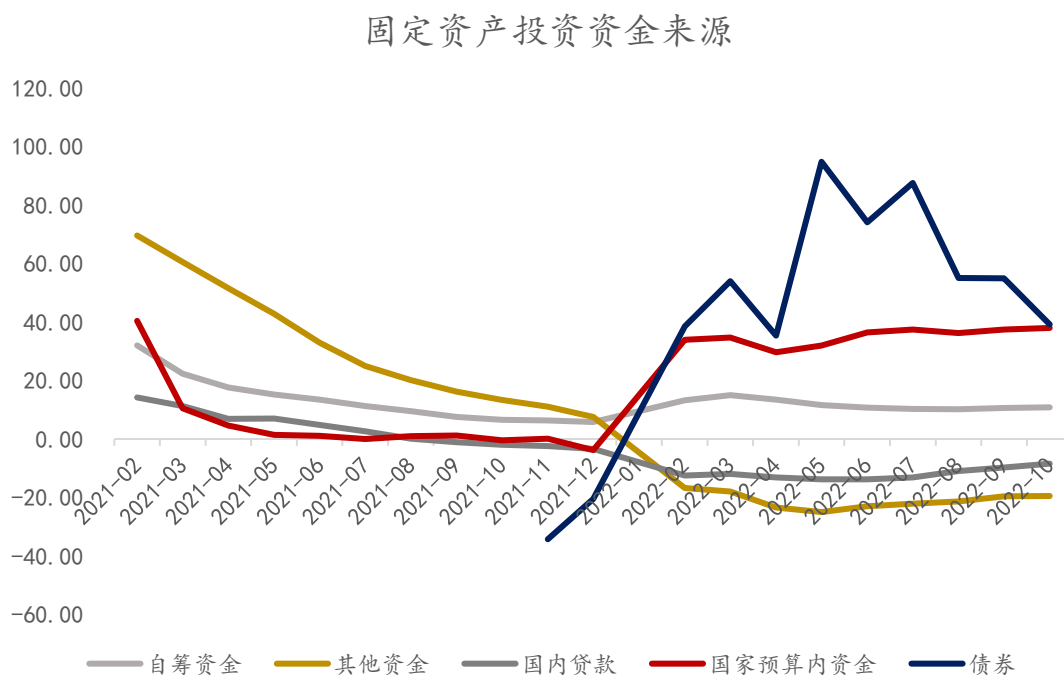
图表 5：2022 年实施的部分政策性开发工具

交通水利能源等网络型基础设施	20%及以上
信息科技物流等产业升级基础设施	30%及以上
地下管廊等城市基础设施	20%及以上
高标准农田等农业农村基础设施	20%及以上
国家安全基础设施	20%及以上
重大科技创新等领域	20%及以上
老旧小区改造	20%及以上
省级高速公路	20%及以上

数据来源：Wind，中金财富期货研究所

需要指出的是，尽管预算内收入难以为支出提供充足的资金，但有三个来源的资金仍能为今年的财政支出融资纾困，支撑支出任务的完成。第一，10月底前已经发行了依法盘活的地方 2019 年以来结存的 5000 多亿元专项债限额。第二，财政性、开发性金融工具为基建融资，三大政策性银行已经落实 6000 多亿。其中，根据农业发展银行官网描述：截至 10 月 12 日，农发行已经全面完成 2459 亿元的投放，支持基础设施领域项目 1677 个，涉及项目总投资近 3 万亿元；基金全部用于支持国家明确的市政和产业园区基础设施、交通基础设施、农业农村基础设施、能源基础设施、城乡冷链和重大物流基础设施、社会事业、保障性安居工程、新型基础设施八个领域。根据国家开发银行官网新闻：截至 9 月 20 日，国开基础设施投资基金累计投放资本金 3600 亿元；优先支持“十四五”规划内、前期工作成熟、三季度能够尽快开工的基础设施重点领域项目。根据进出口银行官网新闻：截至 10 月 12 日，进银基础设施基金已完成 684 亿元基金投放任务，支持 114 个重大项目，带动项目总投资近万亿元。从投向看，向港口、机场、铁路、公路等交通基础设施领域投放基金 462 亿元，占比 67.6%。第三，预计专项债额度将提前下达，接力盘活的专项债限额和准财政为基建融资

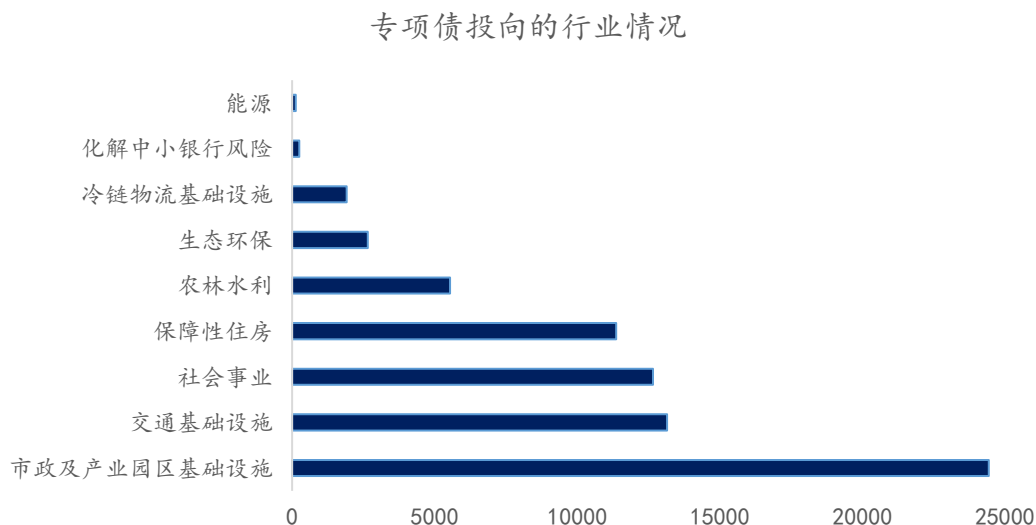
图表 6：固定资产投资资金来源



数据来源：Wind，中金财富期货研究所

预计 2023 年专项债规模 4.15 万亿，预算内赤字持平于今年，专项债发行节奏继续前倾，政府债券净融资 7.8 万亿，略高于今年；

图表 7: 专项债投向领域



数据来源: Wind, 中金财富期货研究所

综上所述,基建投资依然有多方面的支撑,预计 2023 年广义基建投资增速将达到 5.3%-5.8%,读数上呈现“前高后低”的走势,上半年广义基建投资增速有望达到 10%以上。

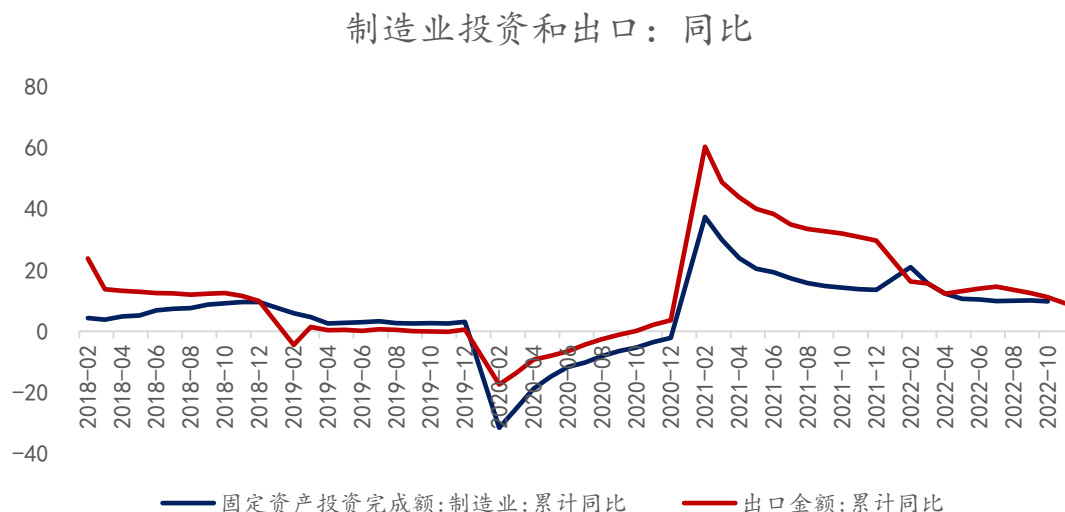
制造业投资: 将是韧性很强的一个版块

从疫情前的经济结构看,2019 年是出口和房地产双轮驱动,抵消基建与制造业投资和消费的下行。2020 年疫情之后我国出口的上行,是制造业投资增长的主要原因。

从全球的趋势看,世界经济会进入低增长、低贸易、低投资,高债务、高通胀、高风险的“三低三高”为特征的大调整期。面对这种调整,从表层原因看,世界经济对应着全球化进程,目前全球化遇到了很多新挑战,最为突出的和显性的是中美经贸摩擦。

2023 年最有争议性的一个动力就是制造业投资支撑力度有多大。制造业投资反转的动力非常引人疑惑。其累计同比增速在 2020 年一季度触底后快速反弹,至 2022 年 10 月仍能保持在 10%附近,明显高于疫前水平 2019 年 3.1% 的增速,也显著高于 2017-2019 年年均 5.8% 的复合增速。从制造业上市企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金来看,2019 年制造业上市企业资本开支累计同比增速为 4.1%,2022 年三季度末为 20.6%,提升了 16.5 个百分点。

图表 8： 制造业和出口的正相关性较高



数据来源: Wind, 中金财富期货研究所

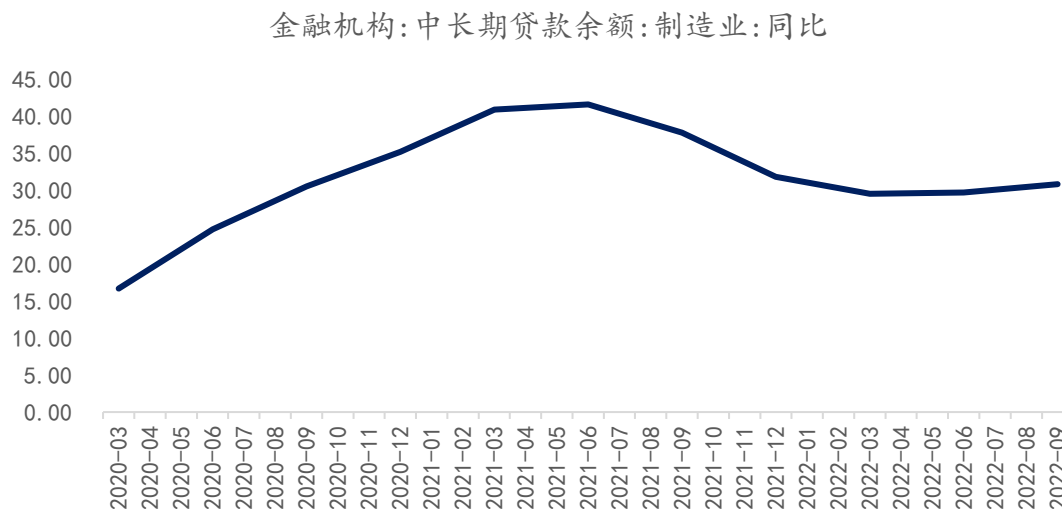
针对这种高增速，直观的理由是寻找同期高增长的因素。在疫后，出口实现了高速增长。故此，部分观点认为，是出口高增速带动了制造业投资。在 2019 年末至 2022 年三季度末期间，中游装备制造业资本开支增速从-5%升至 29.9%，上升了 34.9 个百分点，与出口在疫后的强势相对应。据此观点，可以推测，由于出口增速放缓，带动的制造业投资增速将会放缓，明年对经济的支撑将会下降。2023 年会不会出现这种状况？对于这个问题我们需要进一步梳理制造业投资的主要动力，看到背后的核心动力是什么。

2022 年两个周期性因素提振了制造业投资。首先，大规模留抵退税的提振作用。留抵退税实现了存量资金的盘活。据国泰君安估计，由于折价销售、差异化进销项税率、周期波动等原因，部分进项税额拿不到销项税发票做抵扣，导致资金“沉淀”，估计超过 1 万亿。通过这个渠道，改善了企业现金流。这主要在电子设备制造、交通运输设备制造、电气机械制造、化学品制造、通用设备制造、黑色金属冶炼、纺织等行业。

从结构性因素来看，制造强国战略引领制造业投资保持在高位。第一，新能源产业链、汽车产业链的高景气。从 2019 年末至 2022 年三季度末，上游原料制造业资本开支增速从 17.7%升至 25.6%，上升了 7.9 个百分点。其中与新兴产业关系密切的化学原料及化学制品制造业、有色金属冶炼及压延加工表现尤为强势，增速分别提升了 19.7 个百分点与 40.6 个百分点。第二，“链长制”带来国有企业和地方政府强链补链“锦标赛”，推动了国有企业带动制造业投资。第三，围绕数字化、双碳和新能源转型的技术改造投资将成为“十四五”时期的重要主题。目前，制造业改建和技术改造投资占制造业投资的比重迅速提高对支撑制造业投资的边际贡献较大，固定资产投资中的改建投资增速明显高于新建和扩建。“十四五”时期，制造业技术改造将围绕高端化、数字化、绿色化三个方向转型，拉动制造业投资。第四，随着消费回暖，将会带动制造业投资。下游消费品制造业资本开支增速从 12.1%降至-3.2%，下降了 15.3 个百分点，与疫情约束影响下消费的弱势相对应。如果明年消费

能在疫情精准防控、全国统一大市场、居民收入改善等动力下逐步回暖，将明显带动制造业投资。

图表 9： 制造业贷款增速将回升



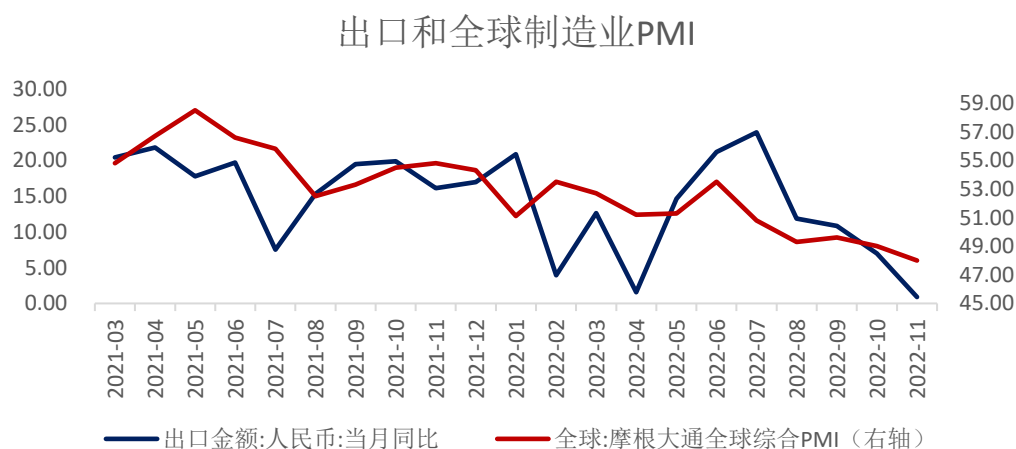
数据来源: Wind, 中金财富期货研究所

综上所述，出口压力对制造业有一定的影响，但是制造强国战略引领制造业投资保持在高位，2023 年投资大概率表现出较强的韧性，预计 2023 年制造业投资增速在 7%-8 左右。

出口：全球贸易下滑出口下行

出口方面，其走向基本上与全球经济呈现严格的正相关关系，因此其走势较容易判断。

图表 10： 我国出口和全球经济形势密切相关



数据来源: Wind, 中金财富期货研究所

8月出口增幅同比较7月腰斩，8月至今，中国出口已经连续4个月同比增速下行。市场已经准备好迎来11月出口同比负增，然而-8.7%的读数还是低于绝大部分市场预期。我们对2023年出口有两点判断：第一，中国出口只锚定全球经贸周期这一个变量。第二，2023年全球经济步入衰退，推导2023年中国出口同比或在-6%-8%。11月超低出口固然与去年同期基数偏高相关，还有部分原因在于国内11月供给存在约束，然而这两点因素都不足以解释-8.7%的同比表现。11月出口大幅低于预期，信号已经很明显，2023年中国出口将迎来凛冬。全球贸易扩张时期，占据产业优势的我国出口非常辉煌，那么全球贸易下行时期，出口面临的压力可想而知。

根据IMF预测，2022年和2023年，全球经济增速（实际GDP同比）降至3.2%和2.7%，明显低于2021年（6.1%）。这种连续两年经济增速回落的环境类似于2015年（3.4%）和2016年（3.3%）。2023年GDP增速预测值甚至低于2016年。2016年中国出口同比仅为-7.7%，明年中国出口同比读数或许更低。

图表 11： 2023-2024 年全球经济和贸易增速预测

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
全球 GDP 增速	2.9	-3.1	6.1	3.2	2.7	3.2
发达经济体	1.7	-4.5	5.2	2.4	1.1	1.6
新兴市场和发展中经济体	3.7	-2	6.8	3.7	3.7	4.3
全球贸易增速	0.9	-7.9	10.1	4.3	2.5	3.7
全球出口贸易增速	1	-7.5	10	3.9	2.6	3.8
发达经济体	1.3	-9.1	8.6	4.2	2.5	3.4
新兴市场和发展中经济体	0.4	-4.8	12.3	3.3	2.9	4.5

数据来源：Wind，中金财富期货研究所

本轮经贸周期中，中国出口最重要的是五类商品：防疫物资、耐用品、生产设备与零部件、生产资料、与出行消费品。它们占中国全部出口额的约8成，同样贡献出口同比的约8成。我们根据这五类商品的需求变化基本可以框定明年总出口表现。

耐用品方面，美联储加息放缓，居民消费走弱最快时期已过，明年耐用品出口走弱趋缓，同比或为-7.1%。耐用品消费主导居民商品消费。2021年海外财政货币政策退坡，耐用品出口自去年下半年逐渐走弱。今年耐用品出口同比继续回落至负值，9月同比已跌至-5.7%。明年美联储加息放缓，海外居民消费走弱最快时期已过，预计明年耐用品出口同比与Q4持平。按照前三季度同比回落速度，2022Q4耐用品出口同比或-7.1%。明年耐用品出口同比或为-7.1%

生产设备方面，海外生产趋缓甚至下行，生产设备零部件与生产资料或成为明年出口走弱的主要拖累，出口同比预计出现约9%的下滑。中国是全球最重要的中间品出口国。在全球经贸周期下行阶段中，中国的中间品和资本品（生产设备零部件与生产资料）出口下行幅度往往比消费品更大海外生产衰退拖累生产设备零部件与生产资料外需。在上一轮全球经贸周期下行过程

(2016 年) 中, 生产资料同比为-8%。IMF 预计明年全球经济增速(实际 GDP 增速)为 2.7%, 略低于 2016 年(3.3%)。简单类推, 2023 年生产设备零部件出口同比或为-9%。

生产资料方面, 价格因素将是最大拖累。相比于生产设备零部件, 生产资料在产业链条上更偏上游。这就导致生产资料价格与上游原材料价格相关性较强, 随着上游原材料价格波动更大。2022 年生产资料出口额同比中约 1/3 为价格贡献。明年海外通胀回落, 则总出口同比下行幅度或比生产设备零部件更大, 预计为-11.8%。

防疫物资出口贡献进一步回落, 明年出口同比或为-12.6%。截至 11 月, 美国、日本、欧洲与东盟主要国家疫情防控基本解除。预计明年防疫物资出口贡献进一步回落。假设 Q4 以后防疫物资出口不再增长, 则预计明年同比增速为-12.6%。出行消费反弹见顶, 在居民消费走弱的大背景下, 明年出口继续走弱。2022 年下半年开始, 出行消费环比逐渐走弱, 9 月开始出行消费环比甚至为负。参考 2015 年和 2016 年水平, 预计同比增速为-7.4%。

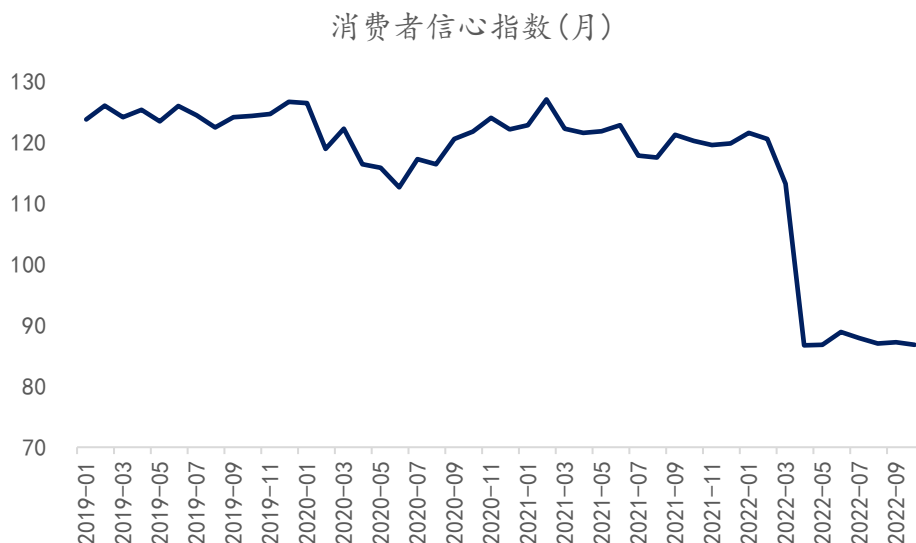
因此, 2023 年外需下行将主导出口节奏, 出口同比读数预计前高后低。2023 年外需逐渐减弱, 出口读数预计前高后低。我们预计全年出口增速在-6%到-8%之间。

消费：以修复为主

对于消费, 我们需要注意的是, 影响消费的两个主要因素分别是收入和消费倾向, 且两者之间存在较大的关联。

先看消费倾向。由于疫情的反复冲击, 居民的收入预期不稳定, 预防性储蓄行为增加, 边际消费倾向有所下降。央行城镇储户调查显示, 疫情之后居民储蓄意愿不断上升, 2022 年上半年居民人均可支配收入累计名义同比增速为 5.3%, 但同期金融机构储蓄存款余额同比增速高达 14.5%, 二者之差不断扩大。统计局数据显示, 2022 年 4 月份起消费者信心指数跌入历史低位, 下降幅度远超 2020 年疫情发生之初。从城乡一体化住户调查中也可以看出, 居民的平均消费倾向有逐年下降的趋势。

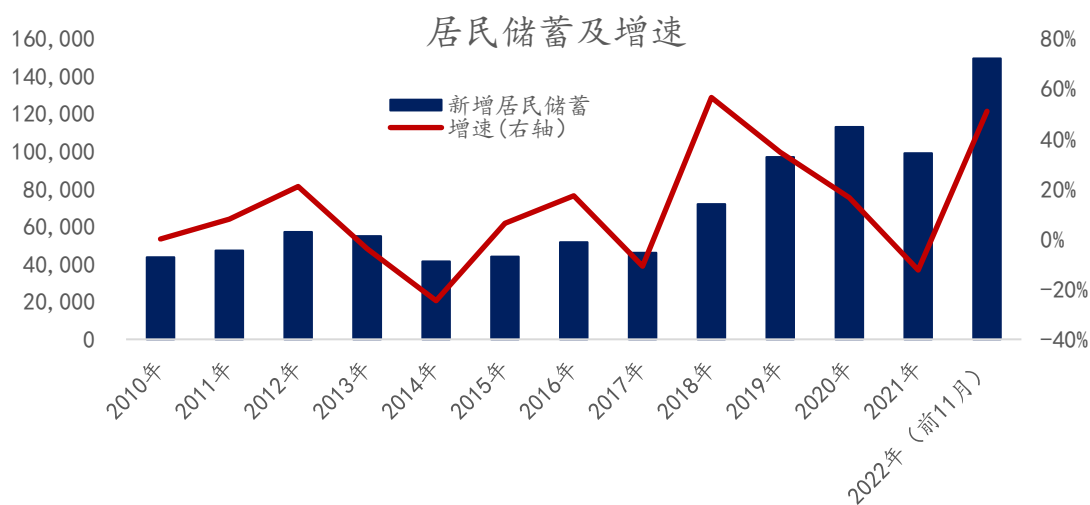
图表 12: 消费者信心指数走势



数据来源: Wind, 中金财富期货研究所

社零的结构数据也可以从侧面说明, 消费者开始从消费升级逐渐转向超额储蓄。2020 年疫情发生以来, 为了打赢疫情防控保卫战, 一些聚集性、接触性消费经营场景受到抑制, 使得相应的消费行为转向了具备“宅经济”属性的消费品, 如通讯器材、体育娱乐用品、文化办公用品等, 这证明了居民的消费意愿依然较强, 储蓄更多是“被动式”上升, 2021 年这个特征依然显著, “宅经济”和“必需品”的增速依然强劲。但是, 进入 2022 年以来, “宅经济”类消费品的增速也略显疲态, 通讯器材、文体娱用品的增速都显著回落, 消费结构分化的特征开始收敛, 疫情对消费影响的“长期化”特征开始出现, 主要是收入的变化以及附带开始的对未来预期的变化。

图表 13: 居民储蓄及增速

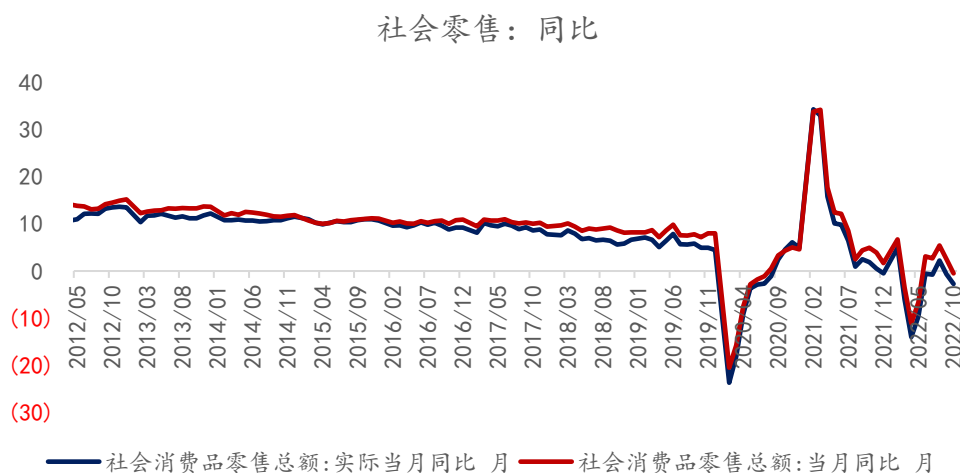


数据来源: Wind, 中金财富期货研究所

对于消费，2023 年有利因素和不利因素并存，有利因素是防控政策放开之后，抑制消费场景的因素不复存在。不利的因素是，经济复苏面临的压力、居民收入增长乏力会对消费预期产生影响。

2022 年我国消费者信心下滑至历史低位，预防性储备意愿显著增强下，边际消费倾向下滑。我们估算疫情下城镇居民超额储蓄占比家庭可支配收入近 3%，2021 年约和 1.3 万亿元。另一方面，居民可支配收入中定期存款为大头，并且比重持续提升，这部分通常不会用于消费，因此超额储蓄未能显著提振消费。

图表 14： 社会零售：同比



数据来源：Wind，中金财富期货研究所

居民消费不足在收入分配、疫情等问题以外，有三个结构性因素变化降低了动力

第一，假日经济的拉动作用下降。2018 年“十一”黄金周社会零售品总额增长 9.7%，第一次跌破 10%。假日经济拉动消费主要来自于时间配置效应和礼物经济等渠道，但是更来自于旅游群体的下沉。随着下沉趋势逐渐完成，边际拉动作用必然越来越低。

第二，以“影视”为代表的文化产业遇到瓶颈。消费扩张的动力来自于产品更新加快、产品领域增加和消费人群下沉。物质产品，或者说有形产品的更新和领域扩张总是有限的。“无形”产品具有生产与消费一体从而降低流通速度和“阅后即焚”无限消费的特征。近年来，影视业得到了很大发展，带动了消费的提升。国内电影院从 2002 年的 872 家增长到 2019 年的 12408 家，银幕数从 1581 块增长到 2019 年 69787 块。疫情期间，寄期望于观影的报复性反弹，依然坚信影视还在黄金发展期。但观影人次近两年停止增长，票房近四年增速明显放缓。影视业发展的黄金期已经过去，文化消费还需要新的增长点。

第三，网购的作用到达顶点。网购拉动的作用机制一方面是降低了购物的成本，通过方便购物，提高消费。另一方面，更主要的是网购渠道有利于市场下沉。在网购现象出现之前，一线城市最开始高档次的消费，产生了很多传

统高端的步行街，例如北京的王府井、上海的南京路等。通过这些市场的引领，慢慢扩散到二、三、四线城市。网购的出现，极大加快了消费的扩散，促进了消费。伴随着的也是各地步行街千篇一律，没有当地特色，最终表现为餐饮。同时，网购的下沉作用也将低收入群体聚集成成了一个可以开采的消费宝藏。在传统营销模式下，低收入群体由于非常分散、收入少，很难成为消费的主力。但是，通过网购就可以将这些低收入群体集合在一起，构成一个很大的消费空间。到了 2019 年我国上网人数和上网时长都达到了一个顶点，在这种情况下网购的作用就日渐降低。总之，在上述这些结构性力量未能得到扭转或者有新的力量足以弥补之前，消费难以实现较大幅度的反转，维持在修复状态。

图表 15： 网上零售的下沉红利期逐渐消退



数据来源: Wind, 中金财富期货研究所

因此，从长期趋势看，上述这些结构性力量未能得到扭转或者有新的力量足以弥补之前，消费难以实现较大幅度的反转，维持在修复状态

刺激消费的效果逐渐递减。为响应中央号召，2022 年地方政府纷纷出台消费刺激政策，形式多为发放消费券，刺激对象集中在汽车、家电、家具。不过，从结果来看，地方政府对于消费刺激力度有限，难以形成合力，消费者预期迟迟没有得到提振。从地方政府刺激消费的领域来看，也有一定的局限性，大多集中于新能源汽车等有限行业，并且对于生产端的刺激力度普遍大于消费端。

我们预计 2023 年社会消费品零售总额名义增速为 5.5%-7.5%，给一个夸度较大的预测，主要是经济复苏的不确定性较大。能确定的是，疫情对消费的制约解除，消费经营场所更加稳定，消费场景更加丰富，消费潜力有望得到进一步释放。不过，由于疫情的反复冲击，居民的收入预期不稳定，预防性储蓄行为增加，边际消费倾向有所下降，消费增速中枢短期内较难回到疫情前水平。从节奏上来看，预计 2022 年 Q4 社零同比增速为 4.3%，呈现 n 型的态势，主要在于疫情对消费场景的影响不同，预计二季度因为基数较低成为全年高点。

宏观经济走势对大宗商品走势的影响分析

货币政策和财政政策展望

货币政策方面，仍有进一步的宽松空间，预计 2022 年货币政策保持宽松，有小幅的降准和降息空间。

从降息的潜在空间来看，绝大部分利率经 2022 年 1 月和 8 月两次调降后均已降至历史最低水平，但保持正利率还有不少空间。市场利率方面，10 月份 1 年期和 5 年期贷款市场报价利率（LPR）分别为 3.65% 和 4.3%，均为历史最低值。存款利率和一般贷款加权平均利率也已降至历史最低水平。反映银行体系资金供求状况的银行间质押式回购加权利率 DR007 及定盘利率 FDR007 自二季度以来已进入 1 时代，且中枢仍在不断下行，10 月份已分别降至 1.6% 和 1.56%，逼近历史最低值 1.46% 和 1.38%（2020 年 4 月）。借贷便利利率方面，除定向中期借贷便利外，常备借贷便利利率与中期借贷便利利率均已于 8 月份降至历史新低。定向中期借贷便利也处于设立以来的历史低位，但仍有一定的下行空间。

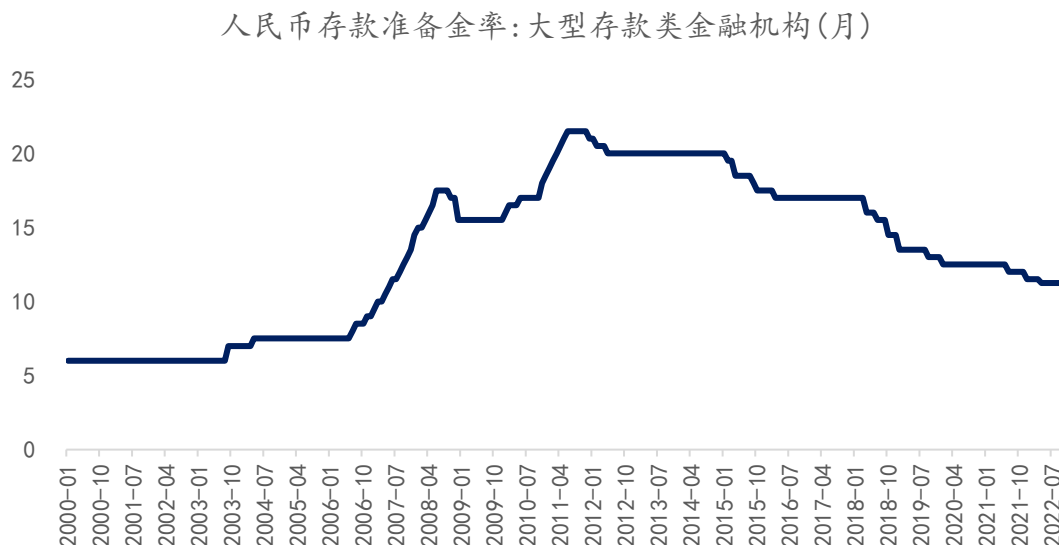
图表 16: M2 将继续维持高水平



数据来源: Wind, 中金财富期货研究所

从降准的潜在空间来看，伴随着 12 月 5 日下调 0.25 个百分点，金融机构加权平均存款准备金率降至 7.8%，但距历史最低值 6% 尚有一定空间。前两次调降时间分别为 2021 年 11 月（调降 0.5%）和 2022 年 4 月（调降 0.3%），调整幅度均较小

图表 17: 存款准备金率仍有下调空间



数据来源: Wind, 中金财富期货研究所

对于市场担心的人民币贬值压力对货币政策空间造成影响,中央银行现有的政策选项和干预能力下基本不存在。特别是考虑到我国目前通胀压力相对较低,资本流出压力可控,加上政策部门拥有丰富的政策工具,因此汇率波动对货币政策的约束有限,货币政策仍有宽松余地,足以实施正常货币政策,可以有效兼顾内外均衡。

财政政策:有一定的回升空间

在不发生超预期外生冲击的情况下,2023 年财政收入压力或将小于 2022 年,因此财政上存在一定的回升空间。

第一,留抵退税对公共财政收入的拖累预计将减弱。留抵退税冲减公共财政收入,2022 年 4 月-8 月已办理新增留抵退税 1.78 万亿,超过原计划的 1.64 万亿。由于 2022 年新增的留抵退税中,包括 2019 年 4 月以前的存量留抵税额,以及 2019 年 4 月以来除先进制造业外的其它行业 40%的未退增量留抵税额,在 2022 年完成相关部分的退税后,2023 年增量留抵退税额大概率将低于 2022 年的。

第二,土地和房地产相关税收的跌幅有望收窄。2022 年前 10 个月,房产税、契税、城镇土地使用税、耕地占用税、土地增值税这五个和土地、房地产相关税收的收入,合计同比下降 8.4%,其中主要由契税和土地增值税这两个交易环节的税种在拖累。政策推动下 2023 年土地和房地产市场有望企稳,预计相关税收的同比降幅收窄甚至转正。

预计 2023 年公共财政+政府性基金这两本账的广义赤字规模或将高于 2022 年。公共财政赤字率方面,2023 年赤字率或设定在 3%左右。2023 年 GDP 实现 5%左右的增长目标存在一定难度,需财政继续发力。而疫情走势等不确定因素较多,公共财政也或预留一定的逆周期调节空间。使用 3%左右的公共财政赤字率测算,2023 年公共财政赤字约为 3.9 万亿,较 2022 年增加 5000

亿。新增专项债额度方面，部分省市公布的、已提前下发的 2023 年新增专项债额度较 2022 年明显增长，不过考虑到这可能是让地方政府更充分地储备项目、专项债余额已高达 20.3 万亿，部分地区可能面临财政压力、和专项债相比政策性开发性金融工具使用更为灵活等原因，我们认为 2023 年新增专项债的额度或持平于近两年的 3.65 万亿。

图表 18： 地方债及余额



数据来源: Wind, 中金财富期货研究所

2023 年大类资产走势判断

从我国的情况看，需求侧稳增长政策发力，中国经济周期逐步走向“弱复苏”。2023 年上半年我们重点关注疫后需求恢复情况，中期我们更关注房地产销售、居民储蓄释放带来的真实需求改善。考虑到房地产投资短期弹性不足，叠加外需回落带来的工业生产压力，预计 2023 年内中国总量需求修复较为温和。从实体经济和金融资产相关度看，亚太新兴市场与中国有较高的关联度，中期或受益于中国需求的恢复。

从全球看，美国的货币紧缩政策实质性转向或将以温和衰退为代价：当前美国高通胀的主要支撑来自于超额储蓄与高薪资增速支持下的服务性消费，这意味着美国劳动力市场仍有潜在调整空间，我们预计美国仍需经历进一步的需求放缓，去重新平衡价格上涨的供需缺口。随着美国需求实质性走弱，美国通胀减速，美联储加息进程将进入尾声。美国经济未来继续走向温和衰退（失业率上行幅度不超过 3%，衰退持续时间不超过 1 年）是当前的中性假设。时点上看，2023 年二季度末确认衰退的概率较高。关注可能导致美国经济“硬着陆”的风险：大宗商品供给侧冲击、美联储持续鹰派以及美国房地产去杠杆风险上升。

主要经济体中欧日仍将面临压力。供给端相对受限的欧日等经济体则更多需要在“控通胀”与“稳增长”寻求平衡，或更早面临衰退风险，也是全球尾

部风险较为集中的区域。俄乌冲突导致的欧洲能源结构变化是长期性的，这意味欧洲需要较长时间来达到供需新平衡，潜在滞胀风险相对更大。此外，为应对能源危机，欧洲政府（尤其是德国）普遍提高了能源财政补贴力度，这将加大欧洲通胀回落和货币政策转向的难度，深度衰退的尾部风险比美国更高。日本则重点关注其货币政策边际趋紧的风险。

作为大类资产最重大的影响因素之一，美联储加息的影响仍会比较明显。历史上看，美联储加息后期到降息阶段的全球资产价格有何特点？优势资产轮动顺序为：铜、油→债券→黄金→股票，美元走势不具备确定规律。具体来看：1) 加息尾声 1（美联储最后三次加息阶段）：市场风险偏好尚未明显明确修复，股票市场涨跌互现；美债收益率高位震荡；黄金也尚未走出上涨趋势；铜、油有一定韧性。2) 加息尾声 2（美联储停止加息阶段）：市场风险偏好明显修复，股票市场反弹，新兴市场好于发达市场；美债收益率大幅回落，黄金的胜率开始提升；铜、油冲高回落；3) 美联储降息阶段：美债收益率继续下行；预防式降息与温和衰退下美股逐步走强；但深度衰退下美股仍有较大跌幅（比如 2000 年与 2008 年）；铜、油等大宗商品则继续走弱；实质性衰退下黄金上行幅度明显增加。

因此，宏观供需格局经历再平衡，大类资产表现也将逐步经历再平衡的过程。从全年预期回报来看，权益>债券>大宗商品，未来 3-6 个月超配美债、黄金；6-12 个月超配新兴市场。回看 2021-2022 年，大宗商品连续两年领涨大类资产，而沪深 300、恒生指数等权重股指连续两年排序靠后，各类资产风险调整后收益连续两年低于历史均值水平，2023 年风险调整后收益边际向上修复的概率正在增加。针对不同风险偏好投资者我们给出了具体配置方案。

固收方面：上半年重点关注美债的配置机会，中债总体机会有限。不管是滞胀期的尾部风险还是最终将到来的衰退期，目前美债收益率均提供了较好的风险回报比。

权益类资产方面：2023 年预计权益市场回报率较 2022 年边际改善，但是路径会非常曲折。由于基本面变化并非一蹴而就，依然需要注重年内的战术择时。节奏上看，上半年权益市场仍有一定波折，下半年趋势性回升的概率相对更高。

大宗商品与另类资产：欧美衰退风险尚未出清，中国疫后弱复苏的假设下，大宗商品需求侧仍面临下行压力，预计上半年整体机会有限，相对看好黄金。未来 6 个月大宗商品内部排序，黄金>有色金属>能源>黑色建材>农产品。

免责声明

本报告由中金财富期货有限公司（以下简称“中金财富期货”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。未经中金财富期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中金财富期货认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中金财富期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券、期货的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中金财富期货有限公司

公司网站：<http://www.ciccwmf.com/>

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦42楼

邮编：518048

传真：0755-82912900

总机：0755-82912900