

## 相关研究

《人口流动“正常”，需要多长时间？》  
2022.11.20

《财政“四本账”：核算与联系——财政分析框架之一》 2022.11.17

《人民币汇率如何走？——汇率研究框架一》 2022.11.16

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@htsec.com

证书:S0850520120001

分析师:应嫁娴

Tel:(021)23219394

Email:yjx12725@htsec.com

证书:S0850521080001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@htsec.com

证书:S0850521090002

分析师:侯欢

Tel:(021)23154658

Email:hh13288@htsec.com

证书:S0850522080004

分析师:荀玉根

Tel:(021)23219658

Email:xyg6052@htsec.com

证书:S0850511040006

联系人:李林芷

Tel:(021)23219674

Email:llz13859@htsec.com

联系人:王宇晴

Email:wyyq14704@htsec.com

## “重启”之路 ——2023年海通宏观年度展望

### 投资要点:

- **“重启”的三阶段。**参考其他经济体经验的三个阶段，第一阶段，疫情影响或再度增大，仍有稳增长压力。第二阶段，人口流动短期下滑，经济或仍有阶段性冲击，而后恢复正常，或需要3-4个月时间。第三阶段，人口流动逐步“正常化”，经济趋于复苏，服务业改善幅度较大，可能面临服务业通胀上行压力。
- **宏观政策如何发力？**我们预计2023年GDP增长目标或在5%左右。考虑到外需或继续降温，出口或延续下行，国内房地产经济仍面临出清压力，宏观政策或更加积极稳增长。广义财政或更加积极，预计2023年财政预算赤字率或在3.2%附近，专项债额度3.75万亿，预计基建投资增速或继续小幅回升至10%附近。货币政策方面，总量宽松空间有限，逆回购、MLF政策利率调整的可能性比较低，5年LPR和房贷利率或进一步调整，存款基准利率也有降息空间，需要关注央行决策。我们认为，结构性货币政策工具将是未来宽信用的重点，定向支持一些产业领域，承担“类财政”功能。
- **美元流动性的拐点。**当前美国经济虽有回落，但还不算差。并且居民超额储蓄仍处于较高水平，也会为消费的韧性提供一定支撑，因此短期内经济或不会成为美联储加息的掣肘。当前美国的核心矛盾仍是通胀，但受租金通胀、地缘风险以及劳动力市场紧张等因素影响，核心通胀短期内难以降温，美联储短期或继续加息。2023年二、三季度，如果美国通胀明显回落，美元流动性的拐点或将到来，美元指数和美债利率或重新趋于回落。
- **对大类资产来说，**到明年随着美元流动性逐步面临拐点、国内宏观政策实质性积极，全球风险偏好或有所修复，大类资产表现相比2022年或有望反转。黄金价格目前回归较为合理水平，预计2023年震荡上行；美债接下来可能仍有波折，但中长期配置价值在逐渐体现；短期的美股很可能仍将承受压力。对比海外，国内权益资产估值处于低位，我们预计，接下来政策更加偏重稳增长，可以偏乐观看待权益资产；国内债市利率短期有“惊”或无“险”，预计2023年或震荡上行。

## 目 录

---

1. “重启”的三阶段.....	7
2. 宏观政策如何发力? .....	15
3. 美元流动性的拐点 .....	22

## 图目录

图 1	我国客运人数相比 2018 年水平 (%)	7
图 2	我国消费增速仍然处于低位 (亿元)	7
图 3	我国新冠疫情病例再度反弹 (例)	8
图 4	各地区新增本土确诊和无症状感染 (例)	8
图 5	人口流动再度下降 (%)	8
图 6	我国月度 GDP 同比估算值 (%)	8
图 7	主要经济体累计确诊病例数 (例)	9
图 8	部分经济体新冠死亡人数 (每百万人中的死亡数, 例)	9
图 9	中国香港每日确诊病例 (平滑数据后, 例)	9
图 10	中国香港地铁客流量用了近 4 个月时间恢复到正常	10
图 11	我国台湾地区每日确诊病例 (平滑数据后)	10
图 12	我国台湾地区客运人数相比疫情前对比 (%)	10
图 13	越南每日确诊病例 (平滑数据后, 例)	11
图 14	越南交通客运人数变化 (百万人次)	11
图 15	越南到达游客数量 (万人次)	11
图 16	越南消费自去年 10 月后明显走高	12
图 17	越南服务业也有明显改善	12
图 18	越南 CPI 同比走高 (%)	12
图 19	越南服务业通胀明显走高 (%)	12
图 20	我国台湾地区 CPI 同比走高 (%)	12
图 21	我国台湾地区服务业通胀明显走高 (%)	12
图 22	新加坡 CPI 同比大幅走高 (%)	13
图 23	韩国通胀也明显走高 (%)	13
图 24	近三年各类在营门店数量变化 (%)	13
图 25	我国住宿业设施总数减少 (万家)	14
图 26	我国限额以上餐饮收入占比提升 (%)	14
图 27	我国核心通胀处于低位 (%)	14
图 28	我国居民支出占可支配收入比重 (%)	14
图 29	中美欧日制造业 PMI 走势 (%)	15
图 30	我国进出口季调后金额 (亿美元)	15

图 31	剔除价格变动后，我国进出口数量同比增速 (%)	15
图 32	今年前 8 个月部分商品出口数量同比增速 (%)	16
图 33	房地产销售和投资当月同比增速 (%)	16
图 34	30 城房地产销售面积季调结果	16
图 35	各线城市房价指数走势	16
图 36	美国各部门杠杆率变化 (%)	17
图 37	日本各部门杠杆率变化 (%)	17
图 38	日本 1990-2000 年各行业增加值平均增速 (%)	18
图 39	日本家庭各类支出年均增速 (%)	18
图 40	日本珠宝与奢侈品市场规模变化	18
图 41	优衣库本土经营状况	19
图 42	日本便利店经营情况	19
图 43	日本 2005 年手机市占率 (%)	19
图 44	全球 2005 年手机市占率 (%)	19
图 45	广义财政赤字率或有抬升 (%)	19
图 46	从 2019 年以来，财政支出增速整体趋降 (%)	19
图 47	2022 年基建投资增速回升，托底经济 (%)	20
图 48	资金利率向逆回购政策利率回归 (%)	20
图 49	余额宝利率已经低于存款利率 (%)	20
图 50	房贷利率快速向合理水平回归 (%)	21
图 51	美国实际经济增长并不弱 (%)	22
图 52	美国实际 GDP 同比增速 (%)	22
图 53	美国消费有回落，但也不低 (%)	23
图 54	美国商品消费回落，服务消费不低 (%)	23
图 55	美国居民仍有 1.7 万亿美元超额储蓄 (十亿美元)	23
图 56	美国居民超额储蓄分布 (按收入分层，十亿美元)	23
图 57	美国核心通胀水平 (%)	24
图 58	商品和服务通胀都在飙升 (%)	24
图 59	房价指数同比领先租金价格同比 (%)	24
图 60	美国 CPI 同比和核心 CPI 同比预测 (%)	24
图 61	美联储预期的加息节奏 (%)	25
图 62	市场的加息预期 (%，横轴为 BP)	25
图 63	美欧利差与美元指数变化 (6 个月环比，%)	25

图 64	2022 年部分资产类别表现回顾 (%)	26
图 65	和理论值相比, 黄金价格或已经和合理价位相接近 (美元/盎司)	26
图 66	黄金和大宗商品价格走势	26
图 67	黄金和其它大宗商品价格同比涨幅 (%)	26
图 68	通胀、货币和美债利率 (%)	27
图 69	美国 GDP 和美股盈利增速 (%)	27
图 70	美股估值仍然不低 (倍)	27
图 71	国内股票指数概览 (11/18-11/25)	28
图 72	国债利率走势及预测 (%)	28

## 表目录

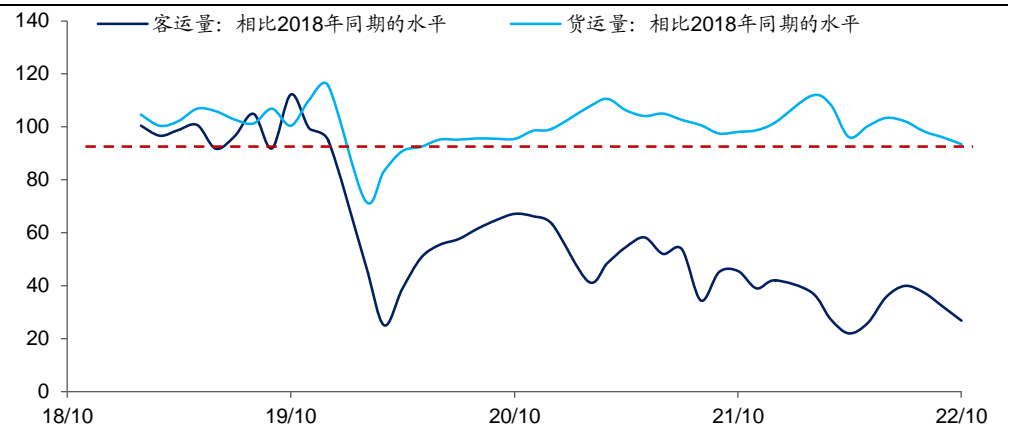
---

表 1	不同情形下的房地产项目压力测试 .....	17
表 2	部分结构性货币政策工具介绍 .....	21
表 3	2023 年主要经济指标年度预测 (%) .....	22

## 1. “重启”的三阶段

人口流动“正常化”，是经济“正常化”的前提。经济活动进行的同时，势必会伴随着人口流动。所以经济活动、尤其是消费活动要“正常化”，势必会伴随着人口流动的“正常化”。从新冠疫情影响以来，我国人口流动数量一直处于低位区间震荡。2020年全年，我国客运量相当于疫情之前（2018年水平）的54%，2021年相当于47%，2022年1-10月相当于2018年同期的32%，而2022年10月份只有27%。

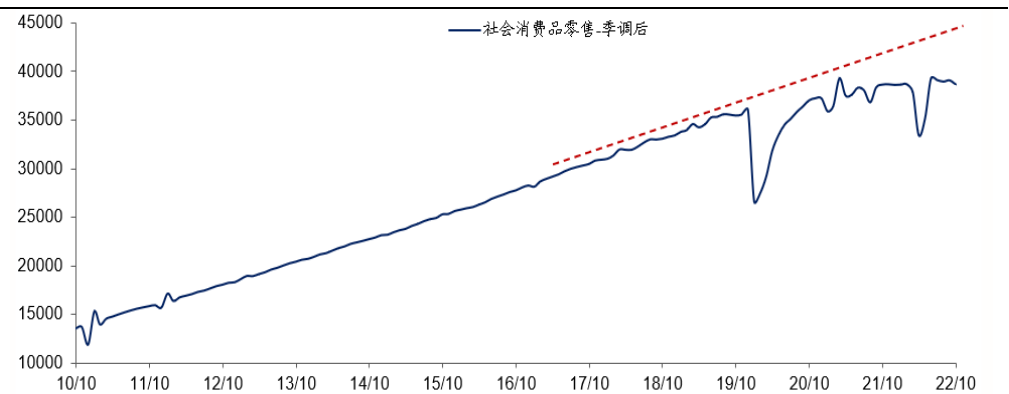
图1 我国客运人数相比2018年水平 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

人口流动没有回到正常水平，最直接的影响是消费。在新冠疫情影响之前，我国社会消费品零售增速在8%左右，2020年为-3.9%，2021年消费两年平均增速为4%。截至2022年10月，这一增速只有0.6%，接近于零增长，这相比于疫情之前，仍有较大的差距。

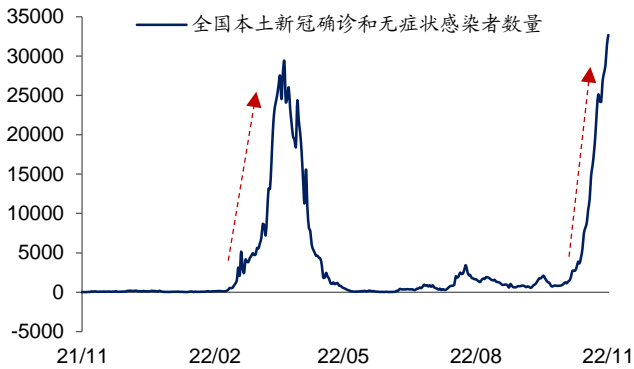
图2 我国消费增速仍然处于低位 (亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

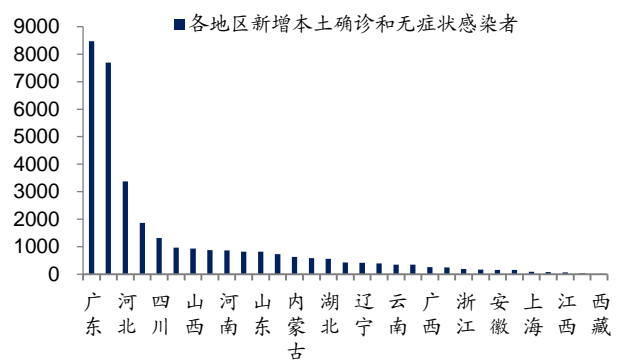
“重启”的第一阶段，疫情影响或再度增大。从10月下旬以来，我国疫情情况再度反弹，目前每天新增确诊和无症状感染者数量总和已经突破了3月时疫情的高点。而且和3月疫情不同，本轮疫情的影响地区更广。3月疫情主要集中在上海、吉林、山东等地区，其中最主要集中于上海。而本轮疫情中，广东、重庆、河北、北京、四川、新疆等地区均有影响。

图3 我国新冠疫情病例再度反弹（例）



资料来源：Wind，海通证券研究所

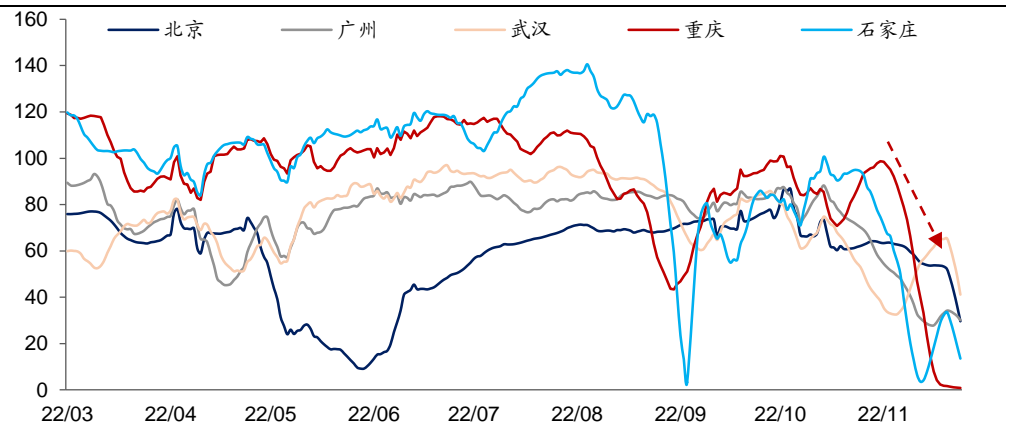
图4 各地区新增本土确诊和无症状感染（例）



资料来源：Wind，海通证券研究所。图中为11月24日数据。

在本轮疫情影响下，人口流动再度下滑。11月以来，北京、广州、武汉、重庆、石家庄等城市地铁客流量都有明显下降，这说明城市内的人口流动明显受阻。如果人口流动未恢复“正常”，经济活动也会受到限制。

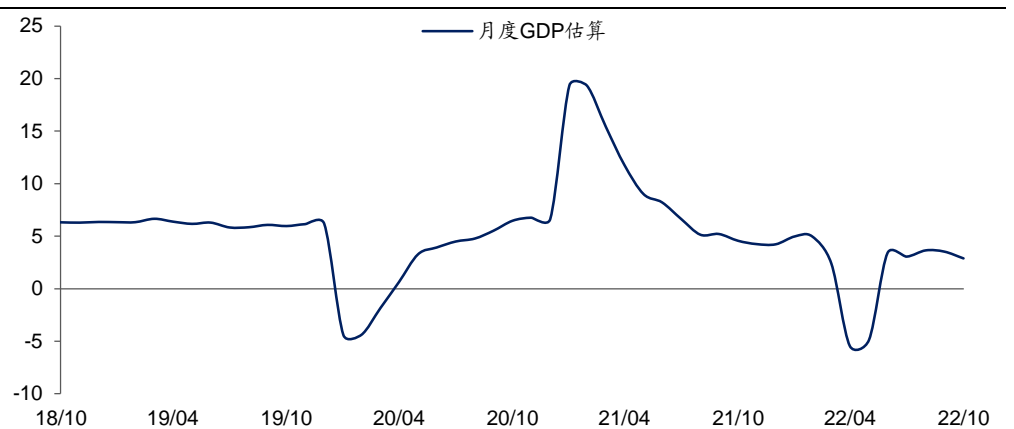
图5 人口流动再度下降（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据为相比2019年同期的比例

在当前的第一阶段，或仍有稳增长压力。根据我们的估算，8-10月的月度GDP同比或分别为3.6%、3.5%、2.9%（拟合指标存在偏差，以官方为准），10月份的经济数据已经部分体现疫情的影响。

图6 我国月度GDP同比估算值（%）



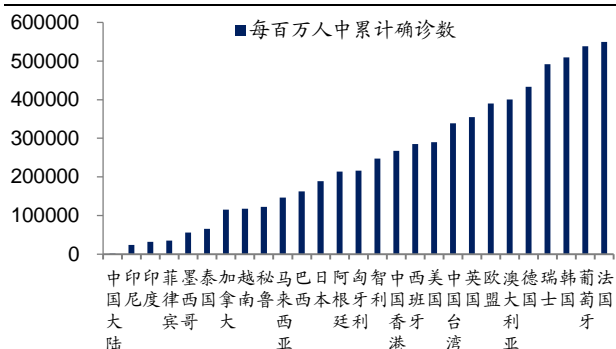
资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

“重启”的第二阶段，疫情政策进一步优化。如果明年疫情政策进一步调整，那么我们认为将进入“重启”的第二阶段。从疫情政策调整的方向和节奏来说，需要考虑药物、疫苗、医院设施等医疗方面的准备是否足以抵御疫情，也需要考虑在过去两年



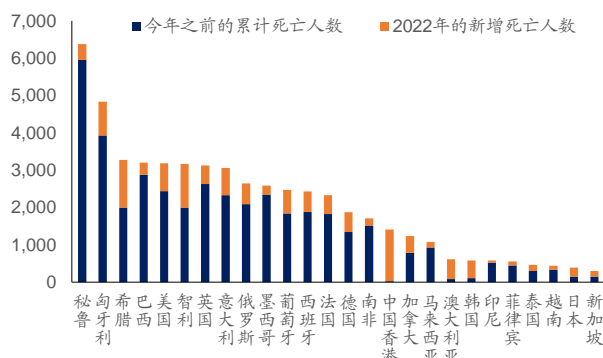
感染和死亡的病例数量，还需要考虑到居民对于病毒的认识。每个经济体情况都不太一样，所以还需要具体情况具体分析。

图7 主要经济体累计确诊病例数（例）



资料来源：OurWorldInData.org，海通证券研究所，截至11月18日

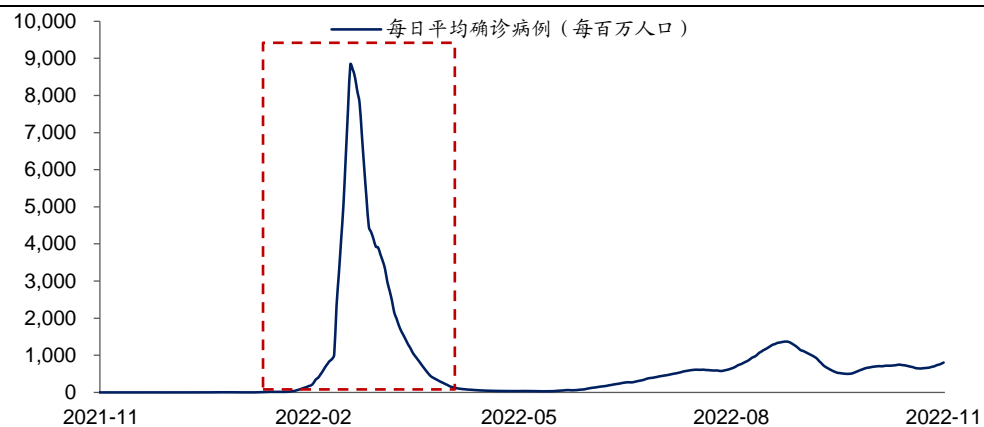
图8 部分经济体新冠死亡人数（每百万人中的死亡数，例）



资料来源：OurWorldInData.org，海通证券研究所，截至11月18日

我们可以参考其他经济体进入第二阶段后的表现。我国香港地区在3月份宣布暂缓全民强制核酸检测工作。与此同时，中国香港的疫情反弹也在进行。从今年2月上旬开始，我国香港地区确诊病例快速攀升，5月中旬附近回落至相对低位，总共持续了3个多月时间，之后虽然也有疫情的抬升，但幅度相对较小。2月下旬的这一波疫情反弹，是新冠疫情影响以来，中国香港最明显的一次疫情反弹。

图9 中国香港每日确诊病例（平滑数据后，例）

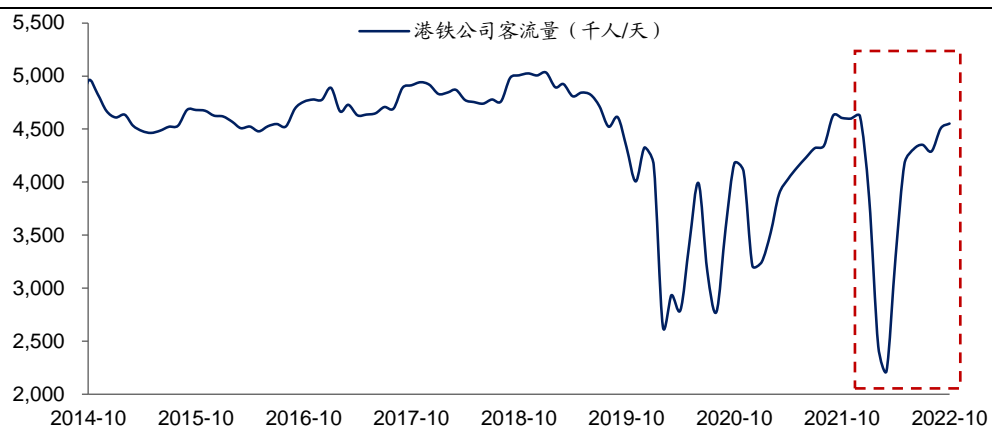


资料来源：OurWorldInData.org，海通证券研究所

而这一波人口流动从下滑到恢复正常，用了3-4个月时间。根据港铁公司的数据，中国香港交通客流量在2月份出现大幅跳降，3月继续下滑，4月份开始逐渐恢复，到5-6月份才恢复到正常水平。当然这里说的“正常”，只是相比本轮疫情影响之前的水平（即1月份），并非是和疫情之前的2019年相对比。如果与疫情之前相比，由于受到国际旅行的限制，整个发达市场的人口流动量还是处于偏低的水平。

值得一提的是，尽管6月份之后，我国香港地区疫情也有回升，但对交通和经济数据的影响已经不大。

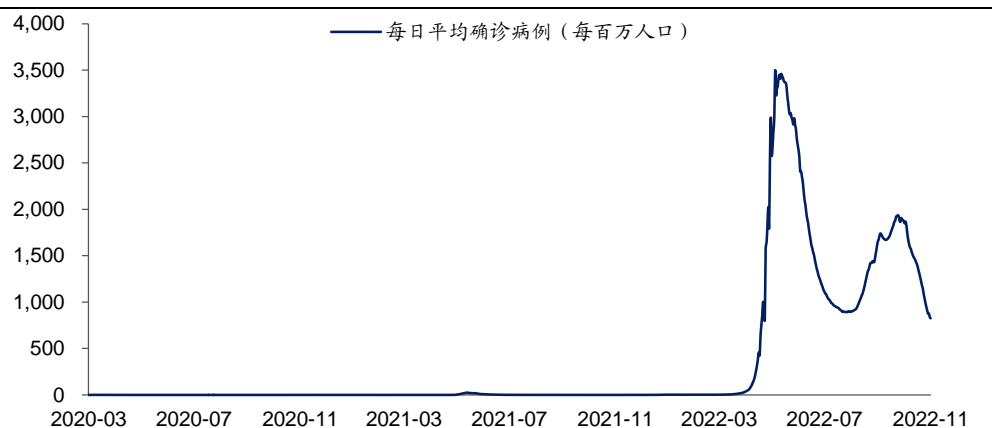
图10 中国香港地铁客流量用了近4个月时间恢复到正常



资料来源：CEIC，海通证券研究所

从今年4月以来，我国台湾地区疫情防控政策出现调整。我国台湾地区新冠确诊病例从4月初开始不断攀升，而直到现在每天新增病例数仍然维持在高位，疫情影响持续的时间已经超过了7个月。

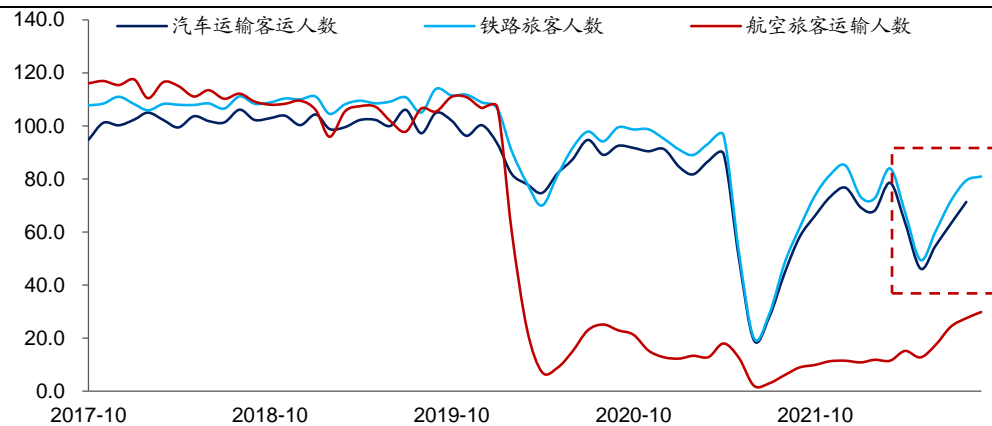
图11 我国台湾地区每日确诊病例（平滑数据后，例）



资料来源：OurWorldInData.org，海通证券研究所

不过经济活动的恢复并没有用那么久，大概4个月。我们仍以人口流动数据为主要参考，我国台湾地区汽车、铁路客运量在4月份明显回落，但到了今年8月基本回到了这一波冲击之前的水平，所以人口流动和经济活动的恢复大概用了4个月的时间。

图12 我国台湾地区客运人数相比疫情前对比（%）

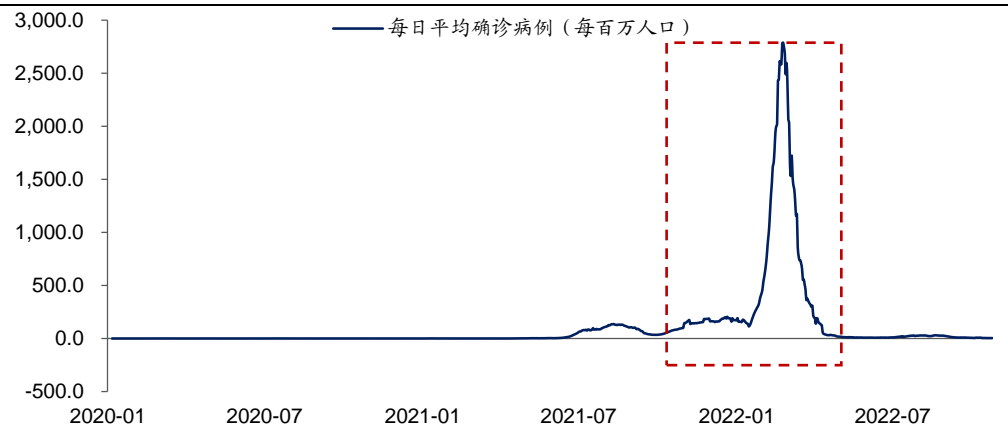


资料来源：Wind，海通证券研究所

在去年10月份之前，越南的疫情政策以严格防控为主，但从去年10月就开始调整疫情政策，今年3月宣布全面开放国际旅游。从去年4月以后，越南疫情就在零散

影响，不过防控政策较为严格，所以疫情很快按了回去。去年 10 月之后有过一波影响，不过幅度相对较小。但今年 2 月初以来，确诊病例数大幅攀升，一直到 5 月初才回落至低位，差不多中间也经历了接近 3 个月时间。

图13 越南每日确诊病例（平滑数据后，例）



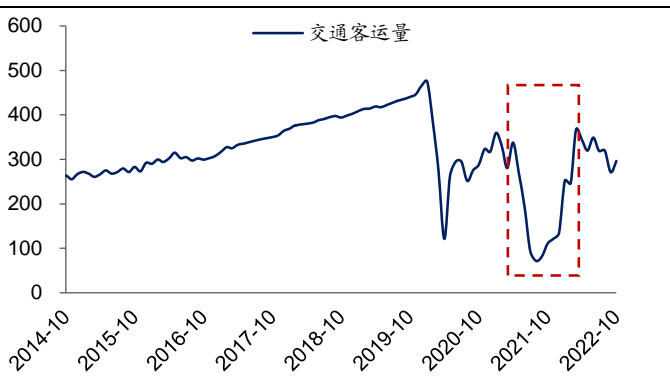
资料来源：OurWorldInData.org，海通证券研究所

从人口出行来看，去年 4 月以后，随着疫情断断续续影响，越南交通客运量大幅下滑，直到 10 月份以后放开疫情防控后，交通客运量快速回升，到今年 4 月回到相对正常的水平，不过距离疫情之前仍然有较大差距。

值得一提的是，在 2 月份放开国际旅行后，越南游客到达量快速修复，尽管当时疫情还比较严重。

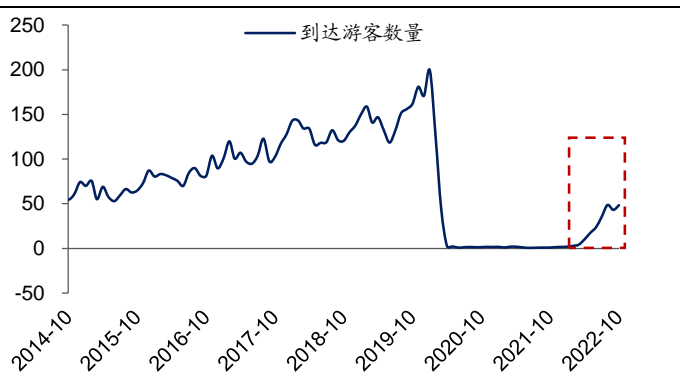
所以总结其它经济体的经验，在疫情政策明显优化的初期，往往新增病例人数会明显增加，可能会带来医疗资源的紧张、人口流动的阶段性的下滑冲击，之后逐渐修复，前后大概需要 3-4 个月的时间能够回到“正常”。

图14 越南交通客运人数变化（百万人次）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

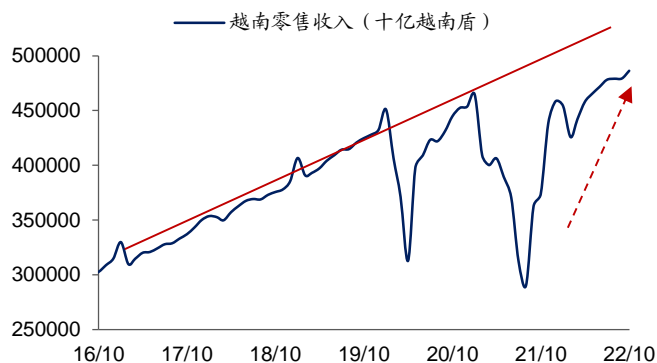
图15 越南到达游客数量（万人次）



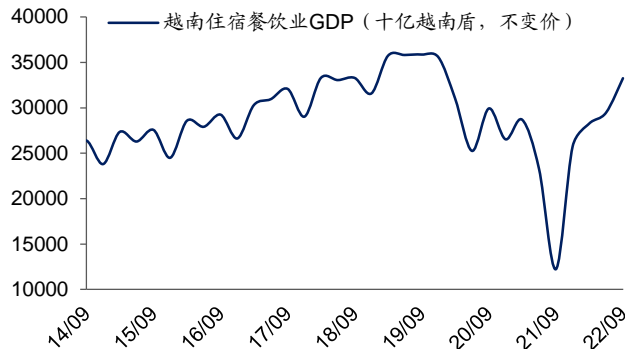
资料来源：CEIC，海通证券研究所

“重启”的第三阶段，或面临服务类通胀的上升。根据其他经济体的表现，在人口流动逐渐正常化后，消费、尤其是服务类消费需求端明显改善，但供给端经历了几年的出清，往往都会出现服务类的通胀压力。

越南在第三阶段，消费有明显回升，但没有回到疫情前轨道。从去年 8 月份越南消费触底后，9 月份边际修复，10 月以后加速修复。今年一季度越南确诊人数大幅飙升，消费有短期走弱，但幅度可控，之后又继续恢复通道。越南服务业的修复比较快速，住宿餐饮业增加值恢复比较明显。不过越南消费端并没有重新回到疫情之前的增长轨道。

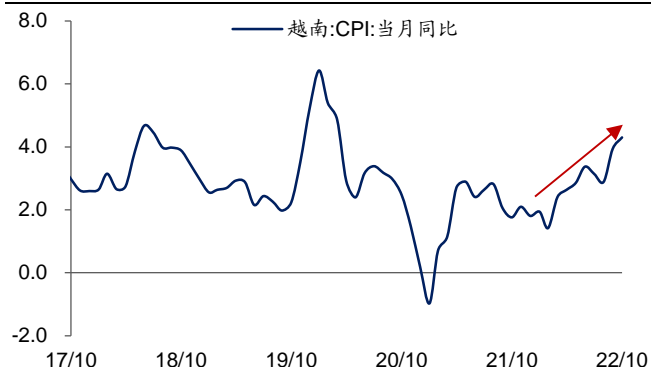
**图16 越南消费自去年10月后明显走高**


资料来源：CEIC，海通证券研究所

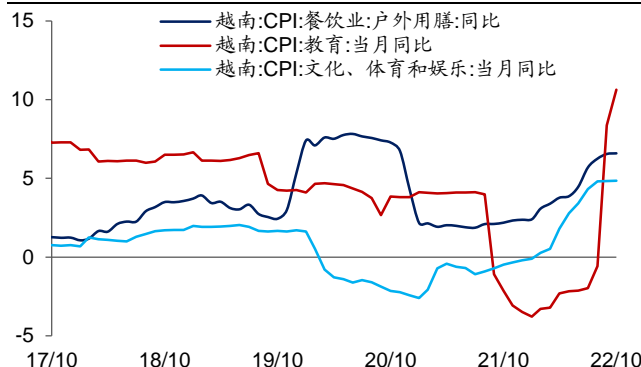
**图17 越南服务业也有明显改善**


资料来源：CEIC，海通证券研究所

从去年10月后，越南CPI同比震荡走高，从2%以下大幅回升至今年10月的4.3%。其中餐饮通胀从2.2%回升至6.6%，教育通胀由负转正为10.6%，文化、体育、娱乐行业通胀也由负转正为4.9%。

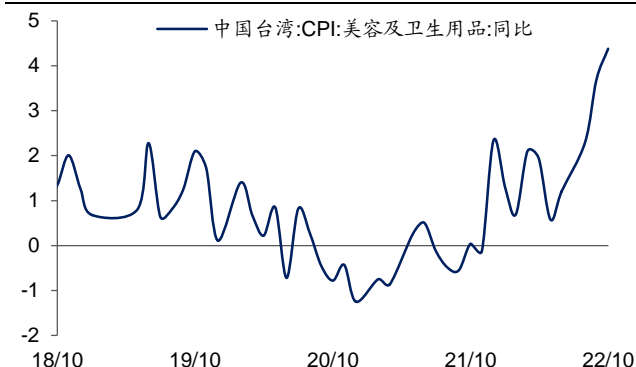
**图18 越南CPI同比走高(%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

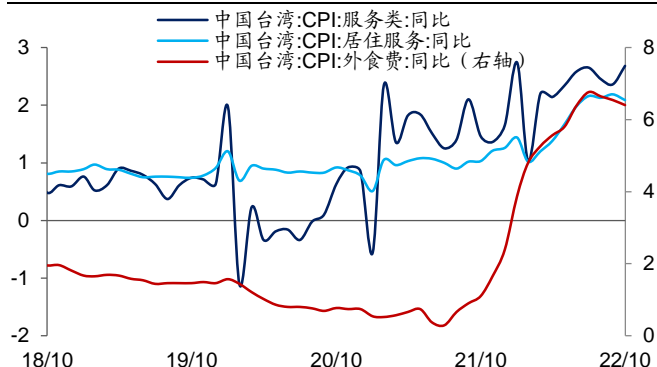
**图19 越南服务业通胀明显走高(%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

我国台湾地区在去年疫情缓解后，通胀已在抬升。在经历了2020年0.5%以下的低增长后，2021年下半年开始，我国台湾地区的核心通胀水平就在抬升，截至10月已经达到2.0%。其中美容与卫生用品通胀同比已经达到4.4%，服务类CPI同比达到2.7%，外卖费CPI同比达到6.4%。

**图20 我国台湾地区CPI同比走高(%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图21 我国台湾地区服务业通胀明显走高(%)**


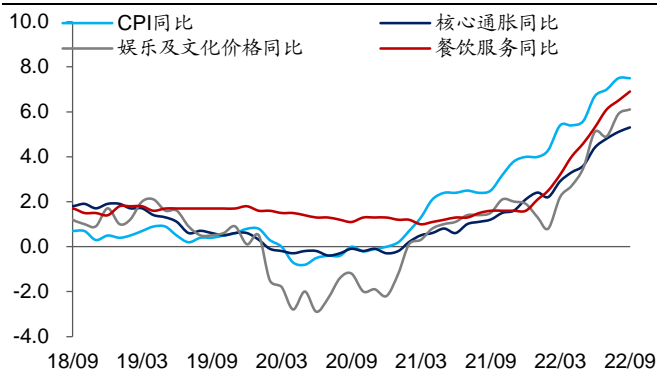
资料来源：Wind，海通证券研究所

其他经济体的经验也是类似的。新加坡从3月底开始，通胀加速上行。截至2022年9月，新加坡CPI同比为7.5%，核心CPI同比从2.9%进一步上升至5.3%，餐饮服务CPI同比从2%以下回升至6.9%，娱乐及文化CPI同比已经达到6.1%。

韩国从4月份开始通胀抬升，截至2022年10月，韩国CPI同比为5.7%，核心

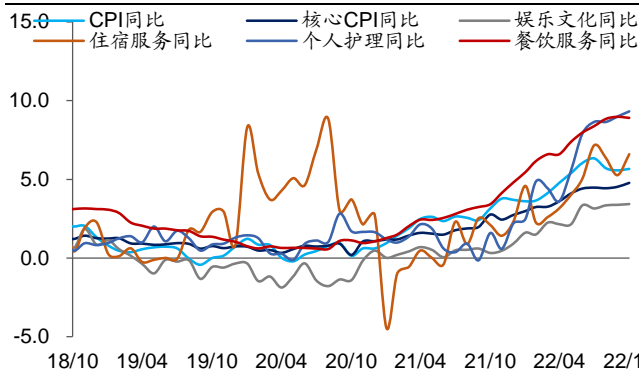
CPI 同比升至 4.8%，娱乐文化、住宿服务、个人护理和餐饮服务 CPI 同比分别升至 3.4%、6.6%、9.3%和 8.9%。

图22 新加坡 CPI 同比大幅走高 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

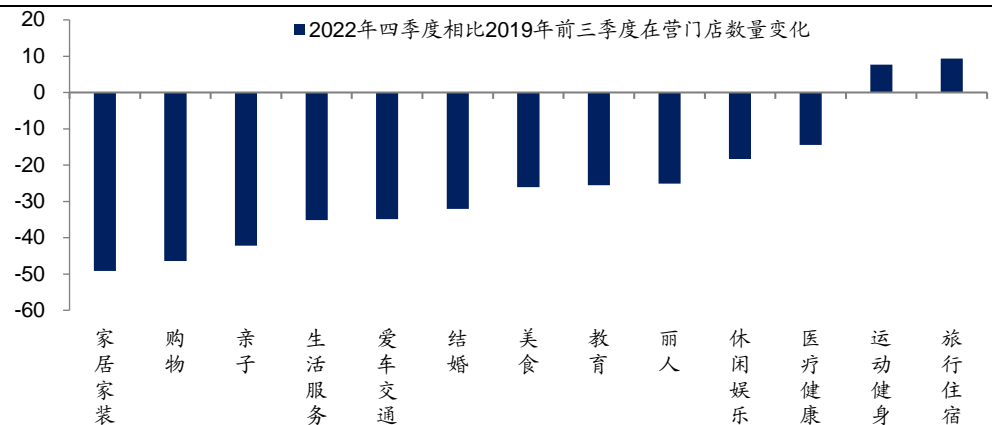
图23 韩国通胀也明显走高 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

**我国服务业供给端也有收缩。**过去几年，在疫情影响下，我国出行相关的需求受到影响较大，供给端出现了市场化出清，供给减少。以零售业为例，我们分析了 2022 年四季度各分行业在营门店数量，较疫情之前（2019 年前三季度平均数）的变化。大部分行业的在营门店数都大幅减少，其中，家居家装、购物、亲子行业的在营门店数减少最多，均在 40%以上。

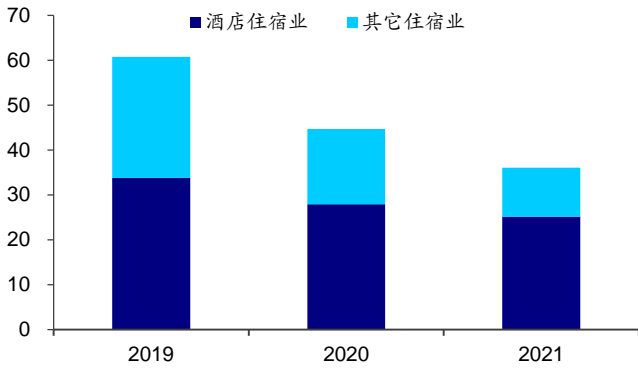
图24 近三年各类在营门店数量变化 (%)



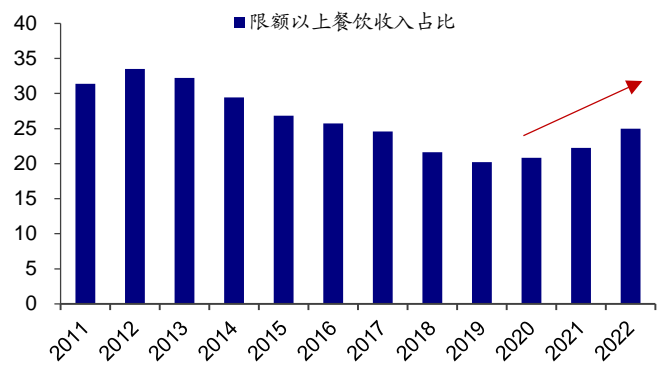
资料来源: CEIC, 久谦数据, 海通证券研究所, 截至 2022 年 10 月底。

**从受影响较大的住宿餐饮来看，住宿业设施减少，餐饮业集中度上升。**根据中国饭店协会的数据，2019 年时全国住宿业设施总数为 60.8 万家，2020 年降至 44.7 万家，2021 年降至 36.1 万家，较疫情前出现明显减少。

根据国家统计局发布的数据测算，从 2012 年到 2019 年，我国限额以上餐饮企业的收入占比是逐年下降的，这意味着中小餐饮经营者在提升“蛋糕”份额。但 2020 年以来，这一下降趋势逆转，开始上升，说明行业内部的整合也在加剧，行业集中度在提高。

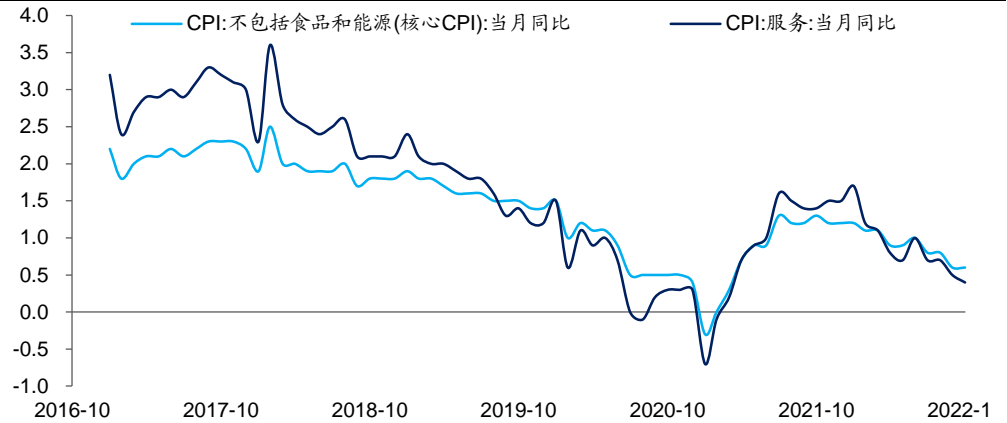
**图25 我国住宿业设施总数减少（万家）**


资料来源：中国饭店协会，海通证券研究所

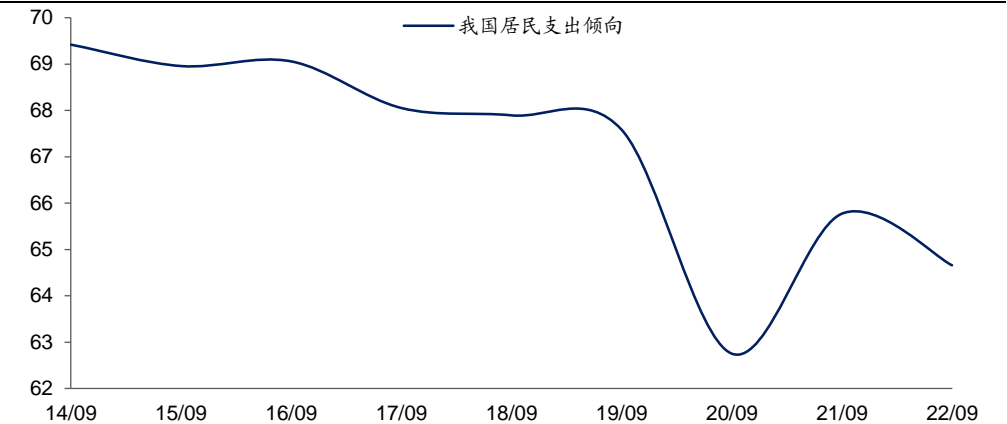
**图26 我国限额以上餐饮收入占比提升（%）**


资料来源：CEIC，海通证券研究所，截至2022年10月。

参考其他经济体的经验，人口流动如果“正常化”，我国服务业或启动“再通胀”。2018年我国核心通胀同比平均为1.9%；2019年为1.6%；2020年新冠疫情影响后，核心通胀同比平均为0.8%；2021年平均为0.8%；2022年1-10月平均为0.9%。从2013年公布数据以来，我国核心通胀同比从来没有低于1%。在过去几年里，供给端持续受到疫情的冲击，如果一旦需求边际改善，服务业通胀可能趋于上行。

**图27 我国核心通胀处于低位（%）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图28 我国居民支出占可支配收入比重（%）**


资料来源：CEIC，海通证券研究所

## 2. 宏观政策如何发力？

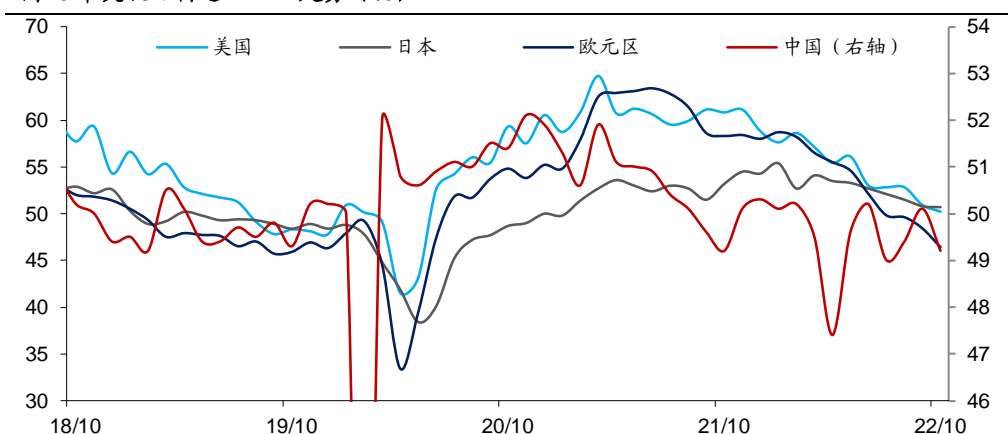
**增长目标或在 5%左右。**十四五规划和 2035 年远景目标提出：展望 2035 年，“经济总量和城乡居民人均收入将再迈上新的大台阶”，“人均国内生产总值达到中等发达国家水平”。“十四五”时期，“国内生产总值年均增长保持在合理区间、各年度视情提出，全员劳动生产率增长高于国内生产总值增长”。

关于《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》的说明中，总书记指出，“在征求意见过程中，一些地方和部门建议，明确提出“十四五”经济增长速度目标，明确提出到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番目标。文件起草组经过认真研究和测算，认为从经济发展能力和条件看，我国经济有希望、有潜力保持长期平稳发展，到“十四五”末达到现行的高收入国家标准、到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番，是完全有可能的。同时，考虑到未来一个时期外部环境不稳定不确定因素较多，存在不少可能冲击国内经济发展的风险隐患，新冠肺炎疫情全球大流行影响深远，世界经济可能持续低迷，中长期规划目标要更加注重经济结构优化，引导各方面把工作重点放在提高发展质量和效益上。”

如果按照 2035 年 GDP 翻一番测算，2023-2035 年期间每年平均年化增速应在 4.73%。所以预计 2023 年 GDP 增长目标或在 5%左右。

从需求结构来看，外需或继续降温。通胀压力导致货币收紧，高利率压制需求，海外主要经济体 PMI 指数均有明显回落，海外需求或延续降温趋势。

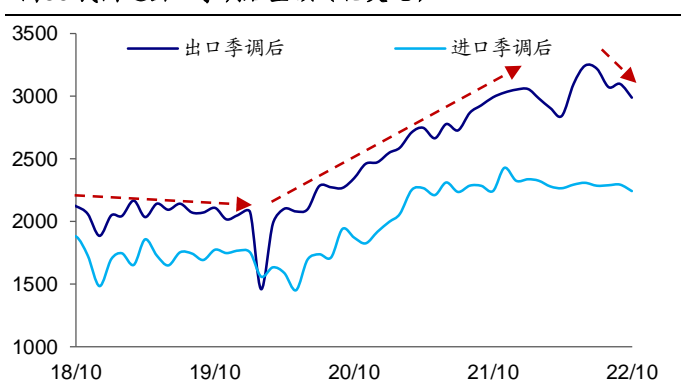
图29 中美欧日制造业 PMI 走势 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

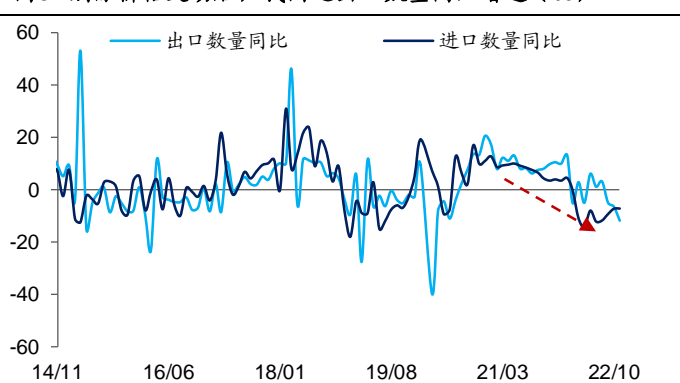
出口或延续下行。剔除涨价因素后，出口数量的增速最高点在 2021 年初就已经达到，当前已经负增长，且跌幅还在进一步扩大。

图30 我国进出口季调后金额 (亿美元)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图31 剔除价格变动后，我国进出口数量同比增速 (%)

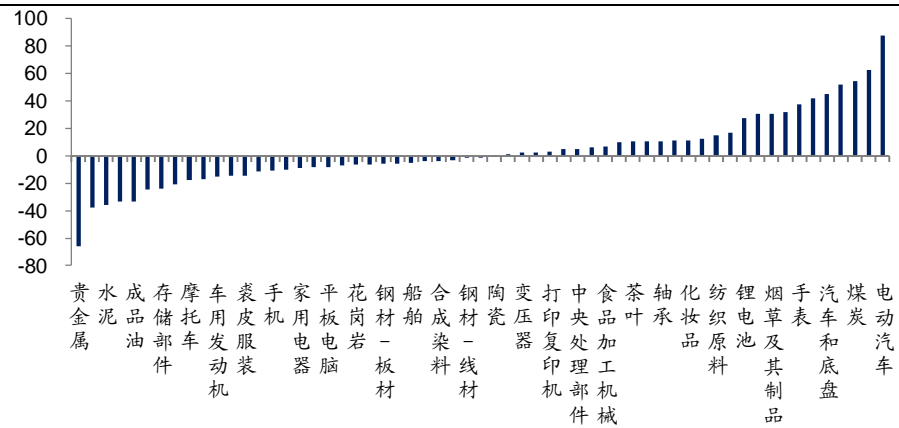


资料来源：Wind，海通证券研究所。2021 年数据为两年平均增速

**哪些出口还不错？**从出口数量来看，目前电动汽车、太阳能电池、煤炭、纸

浆、汽车、箱包、烟草、稀土等产品还维持高增长或正增长。

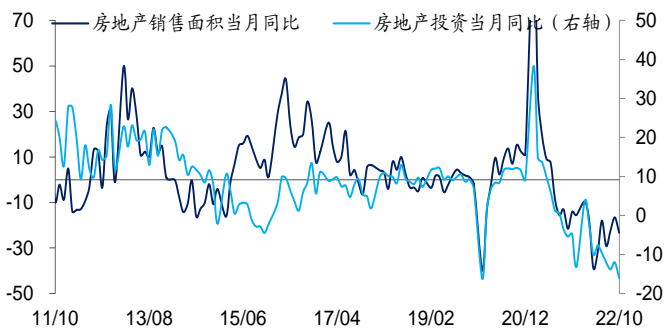
图32 今年前8个月部分商品出口数量同比增速(%)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

内需方面, 国内房地产经济短期仍然有压力。截至 10 月份, 我国房地产销售当月同比增速为-23.3%, 房地产投资当月同比增速为-16%, 跌幅依然较大。11 月高频数据显示, 房地产成交再度出现转弱, 或主要受到疫情影响。

图33 房地产销售和投资当月同比增速(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

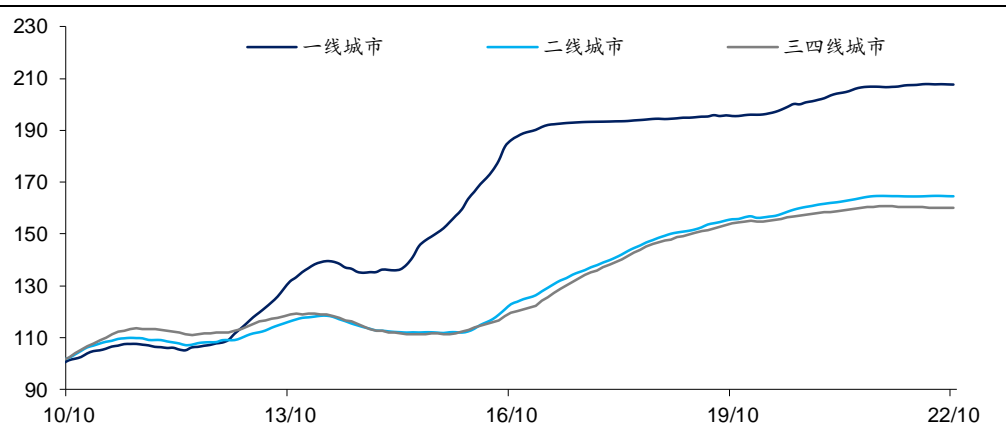
图34 30 城房地产销售面积季调结果



资料来源: Wind, 海通证券研究所

房地产需求何时能够改善? 我们可以分类来看, 对于有需求支撑的大城市来说, 要看到政策的调整释放有效需求。对于需求不足的中小城市来说, 主要看房价, 房价继续调整, 或才能看到需求端的好转。而目前来看, 这两者似乎都比较困难。

图35 各线城市房价指数走势



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

预计明年房地产的出清还有较多工作要做。从当前政策的表态来看, 保交付是底



线，而且已经在积极推进。而高杠杆房企、涉房业务较多的金融机构和原材料供应商，可能也面临出清的压力。而当前这些过程还没有快速推进，所以房地产市场的出清还需要耐心等待。

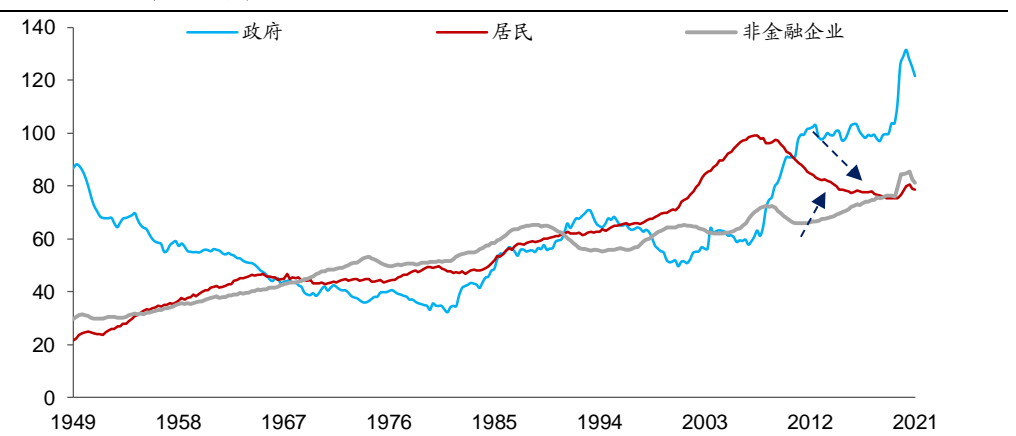
表 1 不同情形下的房地产项目压力测试

问题比例	问题项目涉及的银行贷款 (万亿)	完成交付需要的建安资金 (万亿)
10%	2.46	1.64
20%	4.92	3.28
40%	9.84	6.56

资料来源：Wind，海通证券研究所测算，注：假设新房平均首付比例按照 40%，房价中建安成本占比 40%，交房期限为 3 年。

对比海外的经验，美国去杠杆模式是快速出清。面对房地产泡沫，美国 2007 年后采取了快速出清的模式，居民、企业大量违约，债务减记，政府大幅加杠杆、托底经济，之后开启再通胀，美国经济从 2012 年开始恢复。

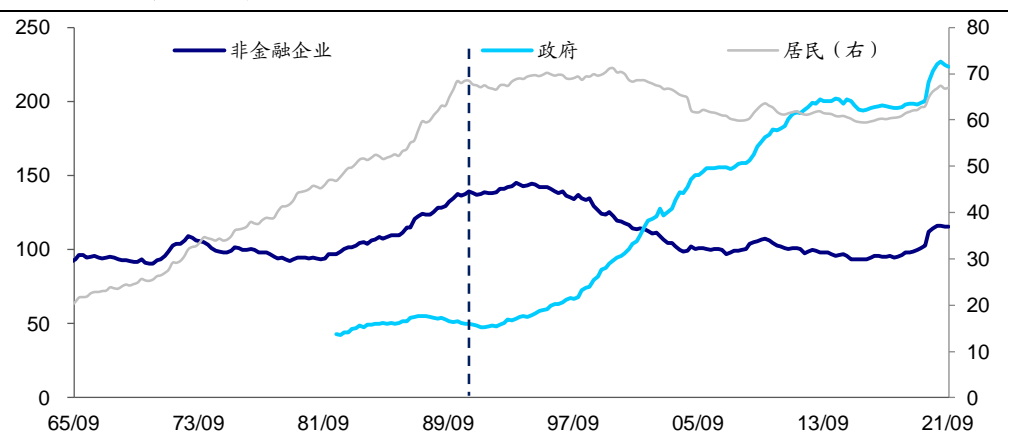
图 36 美国各部门杠杆率变化 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

日本去杠杆模式是缓慢消化。日本的房价从 1991 年开始下跌，整个 90 年代都非常低迷状态。但在房地产泡沫破灭期间，日本居民、企业杠杆率的下滑是很小的，这是因为日本没有进行大量快速的债务减记，而是让实体慢慢消化债务压力。日本经济增速也一直比较低迷。

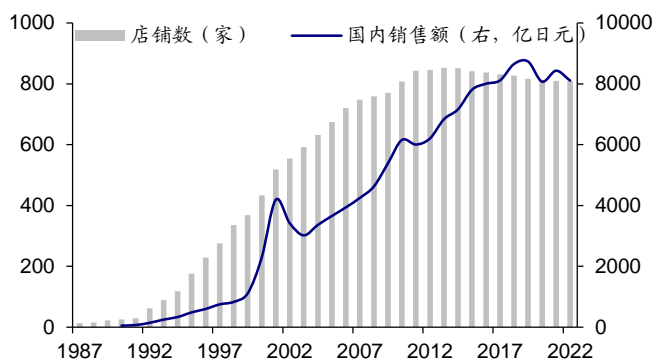
图 37 日本各部门杠杆率变化 (%)



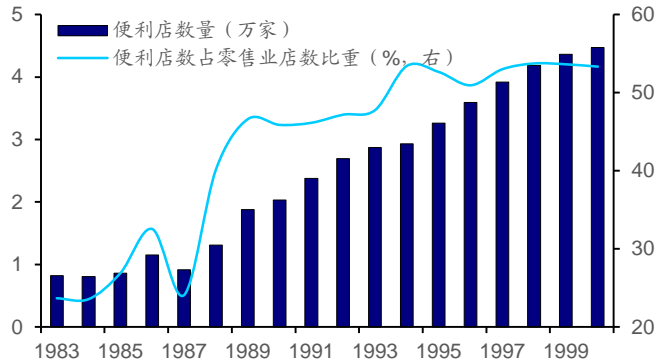
资料来源：Wind，海通证券研究所

日本的 90 年代哪些行业增长较好？从 1990 年到 2000 年，日本平均经济增速为 1.2%，与房地产相关的家具、采掘、木制品、建筑业、钢铁等行业都出现负增长。与此同时，通信、电机设备等增长较快，商业服务、社会服务、政府服务、物业服务增长相对较快。这说明，在告别高增长模式后，经济必须转型。



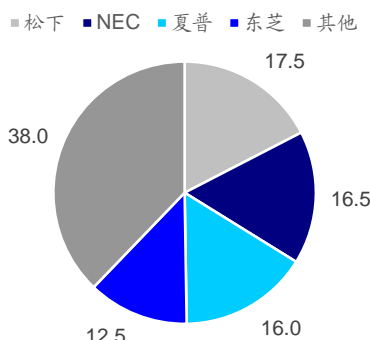
**图41 优衣库本土经营状况**


资料来源：迅销官网，海通证券研究所

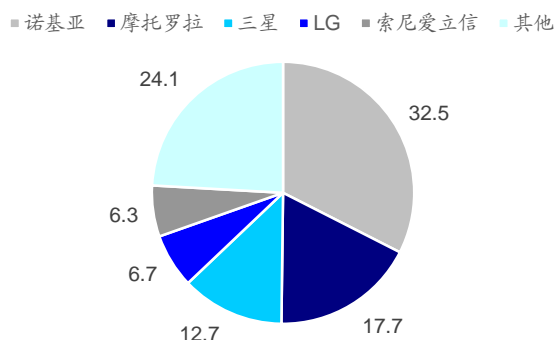
**图42 日本便利店经营情况**


资料来源：日本特许经营协会，海通证券研究所

“本土化”方面，通过政府调整政策，日本保护本土消费品牌，典型的案例是日本的通信设备行业。1990年代是手机迅速普及的阶段，为了保护本土品牌、抢占本土市场，日本对手机行业采取了与国际标准不同的产品设计标准，其在架设2G网络时没有采用国际通用的GSM规格，而是采用了本土研发的PDC规格，这使得外国手机厂商难以进入日本市场，从而消费者只能消费本土品牌。这进而使日本手机市场的本土化率很高，日本手机品牌得以迅速成长。

**图43 日本 2005 年手机市占率 (%)**


资料来源：K-tai Watch 援引 IDC Research，海通证券研究所

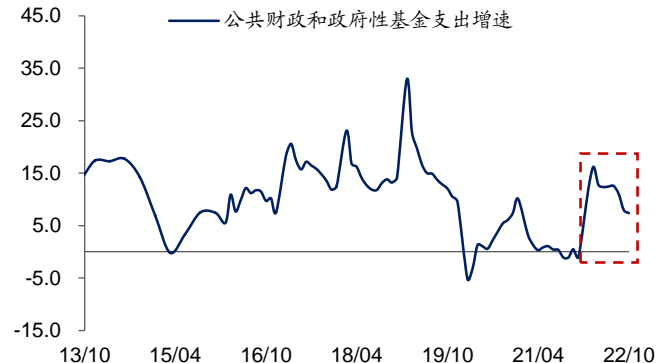
**图44 全球 2005 年手机市占率 (%)**


资料来源：Gartner，海通证券研究所

在外需偏弱、地产逐步出清的背景下，要实现经济增长目标，就需要宏观政策发力。我们预计广义财政更加积极，预计2023年财政预算赤字率或在3.2%附近，专项债额度3.75万亿。对比2022年的赤字率2.8%和专项债额度3.65万亿，财政支持经济的力度会有所增加。从结构上来说，基建、卫生健康、社会保障等民生领域，科学技术等转型升级领域，仍会是支出的重点。

**图45 广义财政赤字率或有抬升 (%)**

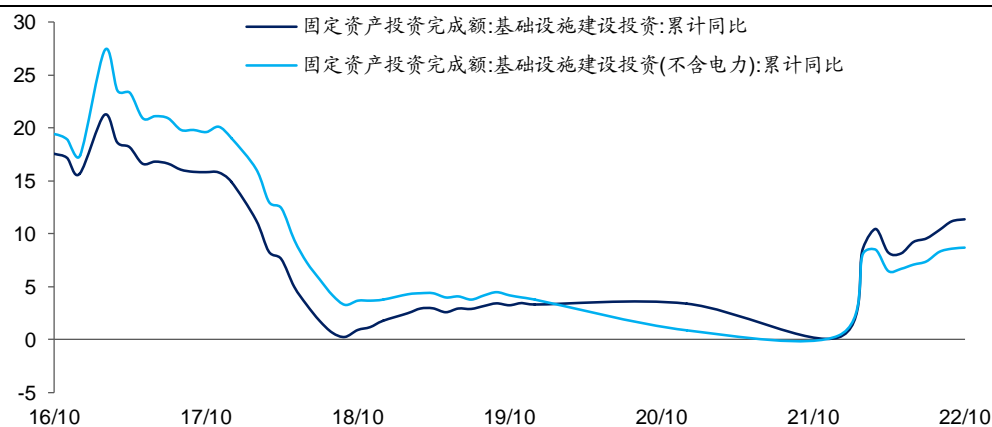

资料来源：CEIC，海通证券研究所

**图46 从 2019 年以来，财政支出增速整体趋降 (%)**


资料来源：CEIC，海通证券研究所

预计基建增速或小幅走高。2018年以来，我国基建投资（不含电力）告别高增

长，2018 年基建投资增速为 3.8%，2019 年为 3.8%；2020 年新冠疫情冲击经济，基建投资也只有 0.9%；2021 年为 0.4%；2022 年前 10 个月增速回升至 8.7%。考虑到 2023 年经济仍有稳增长压力，**预计基建投资增速或继续小幅回升至 10%附近**，但整体上或将重点投资高质量的基建项目。

**图47 2022 年基建投资增速回升，托底经济 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2022 年 10 月。

货币政策方面，总的来说，总量宽松空间有限。我国货币仍是新兴货币，货币政策会兼顾内部均衡和外部均衡，所以逆回购、MLF 政策利率调整的可能性比较低。当前余额宝利率已经低于存款利率，存款政策利率有调整的空间，但作为“压舱石”，存款政策利率是否调整还需要看央行决策。

**图48 资金利率向逆回购政策利率回归 (%)**


资料来源：CEIC，海通证券研究所

**图49 余额宝利率已经低于存款利率 (%)**

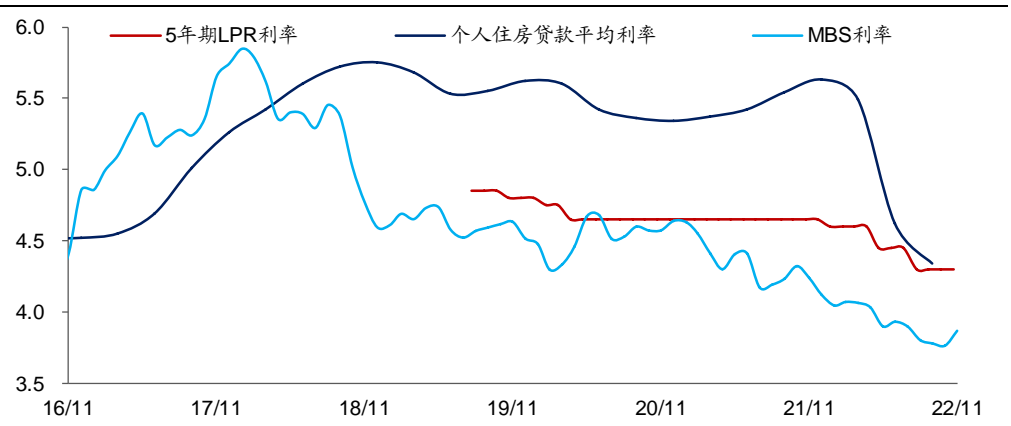

资料来源：CEIC，海通证券研究所

**5 年 LPR 和房贷利率或进一步调整。**一方面，考虑到稳定房地产市场的需求，房贷利率有下调的需求。另一方面，我国房贷利率尽管经历了 2022 年的大幅回落（截至 3 季度已经回落了 129BP），但相比市场化的利率水平，仍然有进一步回落空间。理论上，房贷利率水平仍有调整空间。

而当前房贷利率平均水平已经回落至 4.34%，接近 5 年期 LPR 的 4.3%水平，为了引导房贷利率的进一步下行，稳定房地产需求，**预计 5 年期 LPR 或继续调整。**

此外，如果人口流动“正常化”，服务业通胀回升，明年通胀或对货币政策的总量宽松构成牵制，甚至不排除在下半年阶段性小幅收紧资金利率。

图50 房贷利率快速向合理水平回归 (%)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

结构性货币政策将是未来宽信用的重点。结构性货币政策工具更多承担的是“类财政”功能，是对狭义财政政策的有力补充。截至 2022 年 9 月，央行投放的结构性货币政策工具总量达到 2.9 万亿元（不包括 PSL）；央行还创设了政策性开发性金融工具，累计投放规模 7400 亿元用以支持基建；央行增加 2000 亿元支持商业银行提供配套资金用于“保交楼”。往后看，在总量政策空间有限的背景下，货币政策定向发力可以期待，未来可能继续对结构性货币政策工具进行规模的扩大、期限的延长、种类的扩展、利率的调整等。

表 2 部分结构性货币政策工具介绍

工具名称	支持领域	发放对象	开始时间	实施期	贷款利率	额度(截至 10 月)	余额(截至 9 月)
支农再贷款	涉农领域	农村商业银行、农村合作银行、农村信用社和村镇银行	1999 年	长期工具	2.00%	7600 亿元	5587 亿元(含 1576 亿元扶贫再贷款)
支小再贷款	小微企业、民营企业	城市商业银行、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和民营银行	2014 年	长期工具	2.00%	16400 亿元	13863 亿元
再贴现	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	2008 年	长期工具	2.00%	7000 亿元	5449 亿元
普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业	地方法人金融机构	2021 年 12 月	到 2023 年 6 月末	按余额增量的 2% 提供激励	400 亿元	213 亿元
碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21 家全国性金融机构	2021 年 11 月	到 2022 年末	1.75% (60% 比例)	8000 亿元	2469 亿元
煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	开发银行、进出口银行、工农中建交	2021 年 11 月	到 2022 年末	1.75%	3000 亿元	578 亿元
科技创新专项再贷款	科技创新企业	21 家全国性金融机构	2022 年 4 月	未提及	1.75% (60% 比例)	4000 亿元	800 亿元
普惠养老专项再贷款	浙江、江苏、河南、河北、江西试点，普惠养老项目	开发银行、进出口银行、工农中建交	2022 年 4 月	实施期暂定两年	1.75%	400 亿元	4 亿元
交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微物流(含快递)企业	农发行、邮储银行、工农中建交	2022 年 5 月	到 2022 年末	1.75%	1000 亿元	103 亿元
设备更新改造专项再贷款	10 个领域设备购置与更新改造	21 家全国性金融机构	2022 年 9 月	到 2022 年末	1.75%	2000 亿元以上	10 月开始申请

资料来源: 中国人民银行官网, 海通证券研究所

其它产业政策方面，整体上也积极稳增长。在互联网领域，回归常态化规范、监管后，未来政策或更加强调互联网行业的发展，2022 年以来政策已经在调整，预计 2023 年更加积极。

在金融行业领域，政策上一方面注重防范和化解金融风险，尤其是房地产、城投相关的风险防范，针对金融行业存在的一些问题进行严格规范和监管；另一方面强调金融“为实体经济服务”的功能，助力现代化产业体系的构建。

在自主可控领域，当前世界形势面临的不确定性上升，增强大宗商品、核心技术等领域的保障供给能力，仍是大势所趋。预计 2023 年传统能源保供、新能源、核心技术产业突破等方面的政策支持力度有增无减。

表 3 2023 年主要经济指标年度预测 (%)

	固定资 产投资	房地 产投资	社消零 售	出口	进口	CPI	PPI	工业增 加值	社融	贷款	M1	M2	GDP
2022Q1	9.3	0.7	3.3	15.6	10.6	1.1	8.7	6.6	10.5	11.4	4.7	9.7	4.8
2022Q2	6.1	-5.4	-4.6	12.4	1.4	2.2	6.8	0.7	10.8	11.2	5.8	11.4	0.4
2022Q3	5.9	-8.0	3.5	10.2	0.8	2.7	2.5	4.8	10.6	11.2	6.4	12.1	3.9
2022Q4	5.1	-10.2	-1.3	-6.4	-4.8	2.1	-1.1	3.9	9.9	10.9	4.9	11.4	3.2
2023Q1	0.8	-23.6	-1.1	-6.2	-9.3	1.9	-0.7	3.5	9.4	10.3	4.3	9.8	2.9
2023Q2	4.1	-14.7	9.1	-2.7	-5.1	1.6	-3.3	6.4	9.7	10.1	3.5	8.3	7.2
2023Q3	4.0	-9.0	3.6	-12.5	-4.7	2.5	-2.0	3.1	9.6	10.0	3.8	7.9	4.4
2023Q4	3.6	-3.8	7.8	-10.1	-3.9	3.8	-1.4	3.4	10.2	10.7	4.4	8.1	5.2
2023 全年	3.6	-3.8	4.8	-8.0	-5.7	2.4	-1.8	4.1	10.2	10.7	4.4	8.1	4.8

资料来源：CEIC，海通证券研究所测算，2022 年 Q3 之后为预测值。

### 3. 美元流动性的拐点

当前美国经济虽有回落，但还不算差。剔除基数因素后，美国实际 GDP 同比增速在 2021 年四季度达到了 2.0% 以上。虽然 2022 年以来有所回落，截至 2022 年三季度只有 1.5% 的同比增长，但从绝对水平来看也不能算差。

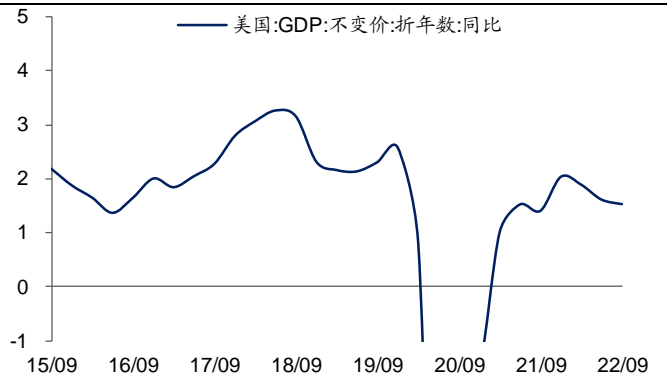
此外，从纽约联储公布的周度经济指数来看，2021 年四季度以来美国经济增速虽有所走弱，但目前仍保持与疫情前（2020 年 3 月前）相当的水平，也表明当前经济仍有支撑。

图51 美国实际经济增长并不弱 (%)



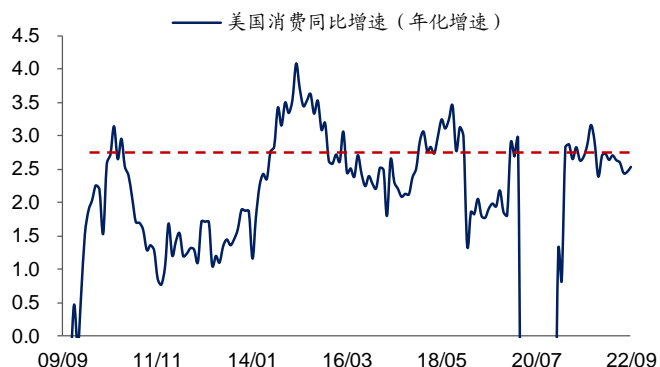
资料来源：纽约联储官网，海通证券研究所，2021 年后为年化平均增速

图52 美国实际 GDP 同比增速 (%)

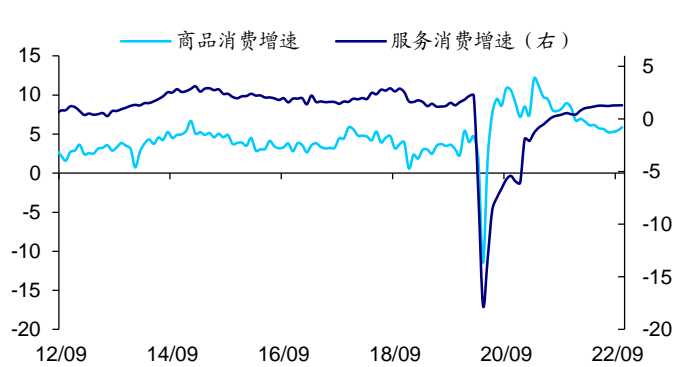


资料来源：Wind，海通证券研究所

消费增速也并不算弱。截至 2022 年 9 月，美国实际消费年化同比增速仍有 2.5%，其中商品消费有所回落，但服务消费仍然不低，并且年化增速还在改善。截至 2022 年 9 月份，服务消费年化增速仍有 1.3%。考虑到居民最终消费支出占美国 GDP 的比重高达 67% 左右，在当前美国消费表现仍有韧性的情况下，短期可不必对美国经济增长过于担忧。

**图53 美国消费有回落，但也不低 (%)**


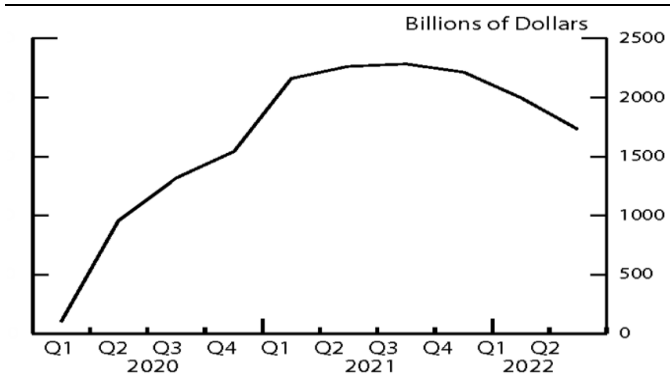
资料来源：Wind，海通证券研究所，2021年以来为年化增速

**图54 美国商品消费回落，服务消费不低 (%)**


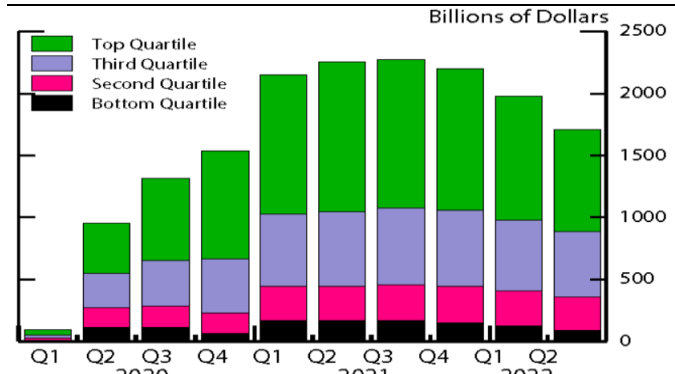
资料来源：Wind，海通证券研究所，2021年以来为年化增速

**较高的居民超额储蓄为消费提供支撑。**在疫情影响之初，得益于财政补贴，美国居民收入在疫情后不仅没有下降，反而有所提高。到 2021 年第 3 季度，美国居民超额储蓄存量约为 2.3 万亿美元。尽管此后随着支出增加和财政支持减少，居民超额储蓄存量开始下降。但到 2022 年年中，超额储蓄存量仍保持在 1.7 万亿美元左右。

其中，大部分超额储蓄被收入分配最高的那一半家庭持有。不过，处于收入分配下半部分的家庭仍持有约 3500 亿美元的超额储蓄，平均每户约 5500 美元。

**图55 美国居民仍有 1.7 万亿美元超额储蓄 (十亿美元)**


资料来源：美联储，海通证券研究所

**图56 美国居民超额储蓄分布 (按收入分层, 十亿美元)**


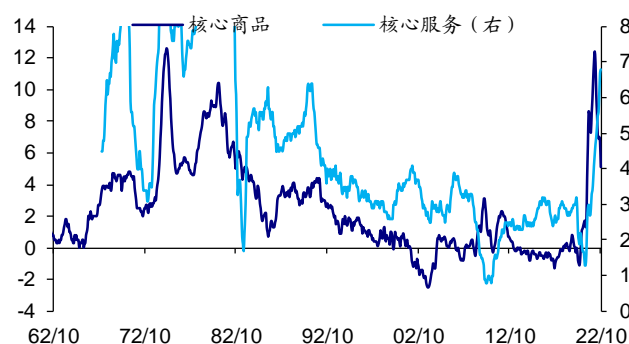
资料来源：美联储，海通证券研究所

**当前美国经济的核心矛盾仍是通胀。**美国面临的不仅是能源价格的上涨，核心通胀也在不断走高。截至 2022 年 10 月，美国核心 CPI 同比仍高达 6.3%，环比虽然只有 0.3%，但仍然不低。其中，商品和服务的通胀增速均处于较高的水平。

美国的通胀压力，从需求端来看，是来自货币超发带来的消费需求高增长；从供给端来看，是因为供给端恢复偏慢。目前美国劳动力参与率虽有改善，但幅度仍然偏低。而且劳动力参与率是个慢变量，供给端的冲击可能是永久性的。因此，为了遏制通胀，就必须收紧短期需求。

**图57 美国核心通胀水平 (%)**

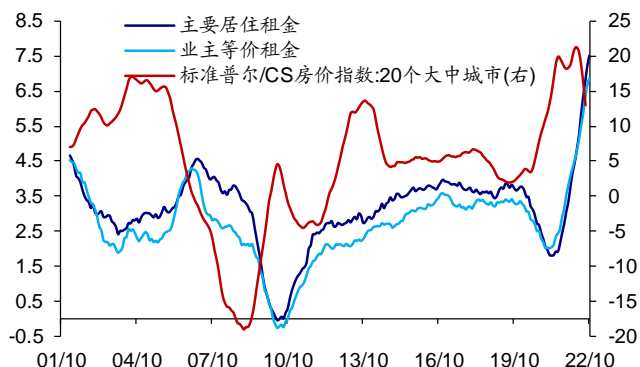

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图58 商品和服务通胀都在飙升 (%)**


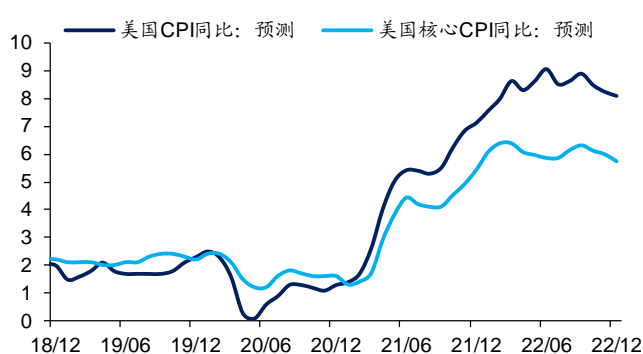
资料来源: Wind, 海通证券研究所

我们认为美国核心通胀短期内或难以降温。一是美国房价增速仍在高位，租金通胀仍将推动服务通胀上行；二是，地缘风险仍在持续，全球供应链恢复仍偏慢，商品通胀下行或受限；三是，劳动力市场仍紧张，工资-通胀螺旋压力不减；四是，地缘风险叠加气候变化，农产品价格或易涨难跌，食品通胀或持续上行。

综合来看，我们预计 2022 年美国全年 CPI 同比或在 8.0% 以上，核心 CPI 同比或在 6.0% 以上。

**图59 房价指数同比领先租金价格同比 (%)**


资料来源: CEIC, Wind, 海通证券研究所

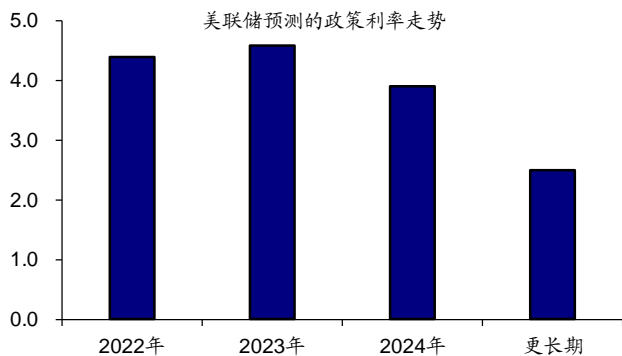
**图60 美国 CPI 同比和核心 CPI 同比预测 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所测算, 2022 年 10 月后为预测值。

短期内，美联储加息节奏或不会轻易停止。在美国高通胀和高利率的影响下，经济实际量的增长势必会被压制，美国经济下行可能已经形成趋势。但当前美国失业率还处于历史低位。而且根据美联储主席在 2022 年 8 月份 Jackson Hole 会议上的表态，美联储当前的首要目标是控制通胀。所以，我们认为即使经济增速略有回落，美联储加息的步伐受到影响也不会太大，关键还是看美国的通胀何时能够趋势性回落。不排除明年上半年美联储继续超预期加息的可能性。

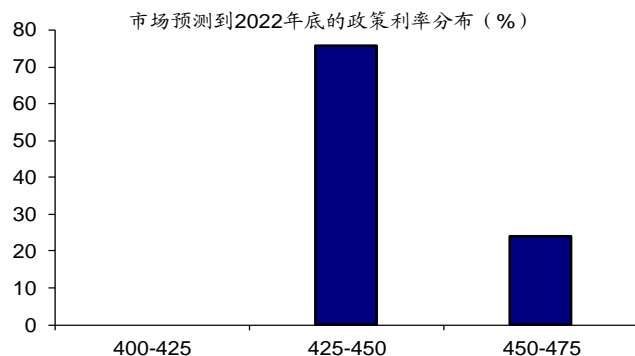


图61 美联储预期的加息节奏 (%)



资料来源：美联储官网，海通证券研究所，2022年9月21日。

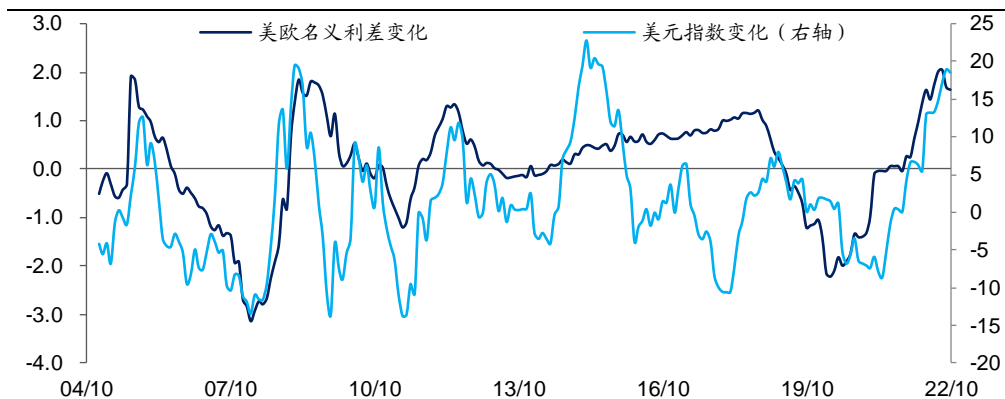
图62 市场的加息预期 (%)，横轴为 BP



资料来源：CME 官网，海通证券研究所，截至11月25日。

**美国通胀和美元流动性的拐点或在 2023 年二三季度，需要密切跟踪美国通胀数据。**如果后续几个月内，美国通胀数据再度回升，美联储不排除加息再起预期的可能，美债利率或重回上行，美元指数或再度走高。而美元流动性是 2022 年对市场影响较大的一个因素，如果美元走势阶段性反转，全球权益市场不排除会再度回调，各经济体对美元汇率的贬值压力或再度增加。

图63 美欧利差与美元指数变化 (6个月环比, %)

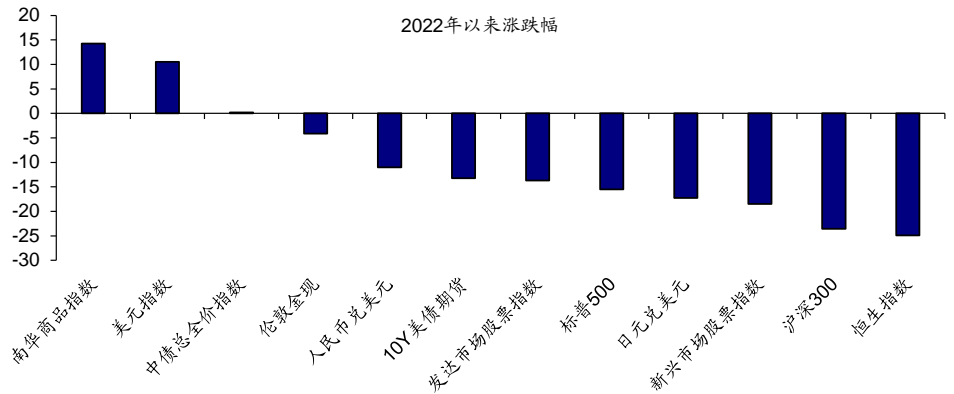


资料来源：Wind，海通证券研究所，美欧利差为1年期国债利率。

**2022 年影响大类资产的主要变量除了疫情，还有美元、地缘风险和通胀。**回顾 2022 年的大类资产表现，大宗商品、美元表现较好，新兴市场权益与汇率、发达市场的权益与债券、黄金几大类均出现明显跌幅。背后主导因素主要有几个：首先就是地缘风险发酵，从供给端推升大宗商品价格；其次，通胀压力下美联储大幅收紧货币政策，美元流动性趋紧；同时，全球主要地区的疫情防控调整后，各经济体普遍面临通胀压力，新兴市场还面对汇率贬值压力，因此多数经济体都在被迫收紧货币政策。

**展望 2023 年，全球风险偏好或有所修复，资产表现有望反转。**海外方面，全球经济或共振向下，通胀压力逐步得到缓解，货币政策也有望由紧转松，美元流动性或逐渐面临拐点；同时往后看，地缘风险下降、大国关系边际改善或也将带动风险偏好的逐步修复。国内方面，近期宏观政策已经开始积极发力，明年有望更加偏重稳增长。

图64 2022年部分资产类别表现回顾(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至2022年11月25日数据

**黄金价格或震荡上行。**2022年年初以来,美债实际利率大幅上行,反映纸币的实际回报率在提升,但在上半年黄金价格并没有大幅下跌,之后黄金发生下跌。我们根据目前美债实际利率测算,黄金价格或已经和合理价位相接近。但接下来黄金价格的机会主要来自美元的大幅宽松,目前来看,这还需要耐心等待。在美国经济持续下行、通胀压力缓解后,如果美联储明显放松货币政策,黄金价格的明显上涨或才会到来。

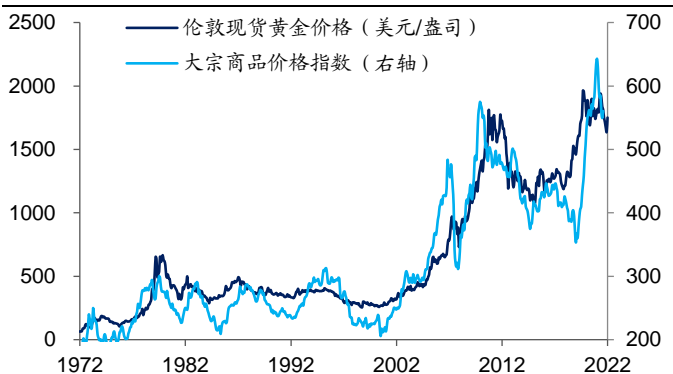
图65 和理论值相比,黄金价格或已经和合理价位相接近(美元/盎司)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所测算, 2019年以后数据为预测值。

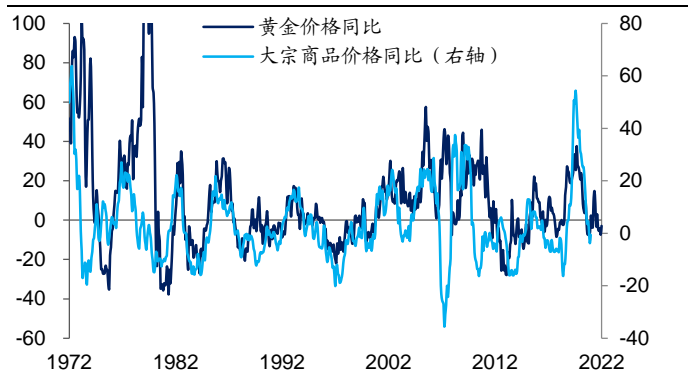
**大宗商品或震荡下行。**一般来说,全球货币超发的初期,黄金价格先上涨;而随着超发的货币逐渐流入实体,其它大宗商品开始涨价。所以黄金价格对其它大宗商品价格具有一定的领先性。而当前全球通胀压力还未大幅缓解,黄金进入明显上涨期还需要耐心等待。而全球经济的需求端回落,供给冲击也在减小,有可能使得大宗商品价格震荡下行。

图66 黄金和大宗商品价格走势



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图67 黄金和其它大宗商品价格同比涨幅(%)



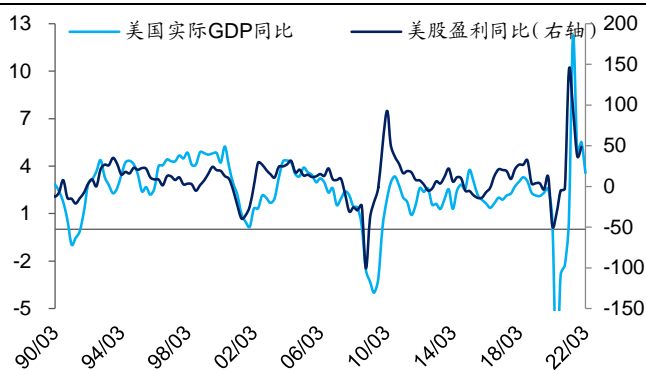
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**美债或有波折，但中长期配置价值显现。**当前美国核心通胀水平仍然远远高于美国利率水平，这种情况只有在上世纪70年代发生过。2008年之后，美国实际经济增速下降，利率和通胀之间的缺口收敛，但像现在处在6%以上的核心通胀水平，对比5%以下的一年期利率、4%以下的10年期利率，通胀还是偏高了。所以不排除后续几个月，美国通胀预期仍维持在高位，美联储需要被动提高利率水平，使得债券利率再度回升。但拉长时间看，美债的中长期配置价值在逐渐体现。

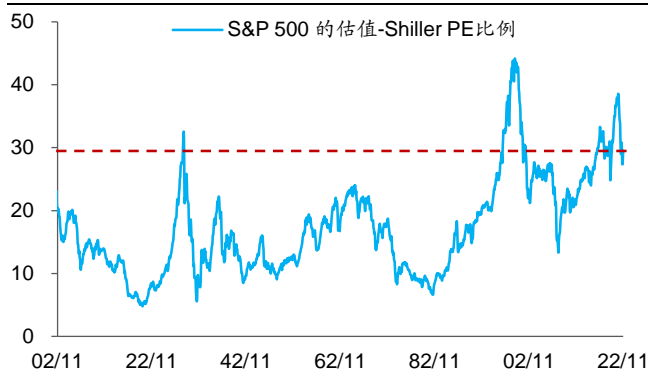
**图68 通胀和美债利率 (%)**


资料来源：CEIC，海通证券研究所

**当前的美股仍有压力。**今年以来，美股估值虽然有所回落，但仍处于较高位置，而且随着美国经济回落，美股盈利大概率将逐渐承受压力。至于下一轮美股的机会或开始于美联储的货币政策宽松，而这一点还需要耐心等待。

**图69 美国 GDP 和美股盈利增速 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图70 美股估值仍然不低 (倍)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**我国权益资产或逐步迎来修复的机会。**从资产估值来说，我国权益资产估值处于低位。2021年下半年以来的一些政策，已经提前大幅度的释放了核心资产的风险。接下来，我们预期，国内政策有望更加偏重稳增长，并且将继续推进市场化、推进改革开放，在政策“系统性”积极背景下，2023年可以偏乐观看待权益资产。结构上，可以关注港股、互联网、医药、核心地产资产、以及餐饮、旅游、酒店等疫情缓解领域的机会。

图71 国内股票指数概览 (11/18-11/25)

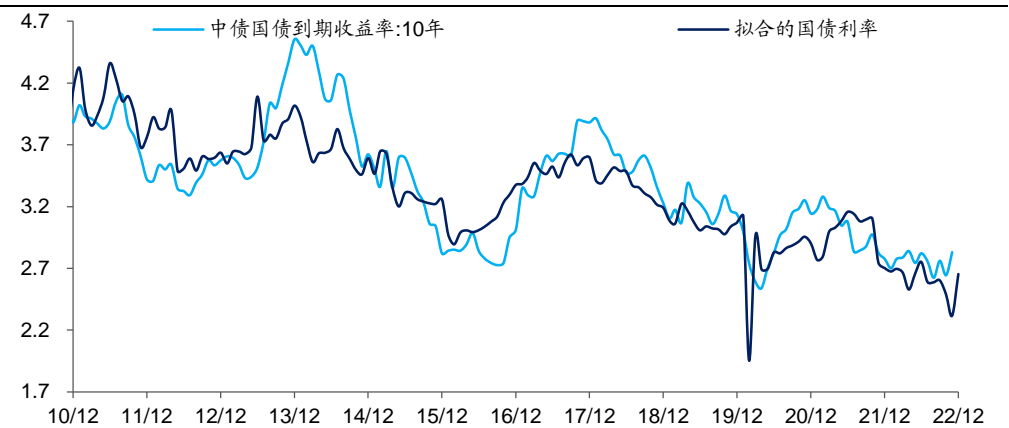
分类	指数代码	指数名称	收盘价	一周涨跌幅(%)	年初至今涨跌幅(%)	PE(TTM,倍)	历史分位(%)	PB(LF,倍)	历史分位(%)	股息率12月(%)
A股指数	000016.SH	上证50	2544.6	-0.08	-22.29	9.18	8.38	1.17	20.33	3.80
	000300.SH	沪深300	3775.8	-0.68	-23.57	11.08	7.34	1.30	3.02	2.78
	000905.SH	中证500	6087.9	-1.68	-17.28	23.24	28.68	1.65	6.77	1.94
	000852.SH	中证1000	6512.2	-2.20	-18.70	29.77	13.12	2.35	23.69	1.14
	000001.SH	上证指数	3101.7	0.14	-14.78	12.22	10.88	1.27	4.53	2.63
	399001.SZ	深证成指	10904.3	-2.47	-26.61	25.27	30.66	2.47	12.49	1.47
	881001.WI	万得全A	4839.7	-1.35	-18.24	16.78	17.23	1.60	9.11	1.99
	000985.CSI	中证全指	4777.9	-1.34	-19.97	15.89	16.09	1.54	6.56	2.10
	000688.SH	科创50	1000.0	-3.10	-28.48	39.14	4.69	4.26	1.42	0.47
	399006.SZ	创业板指	2309.4	-3.36	-30.50	38.17	9.68	4.84	33.21	0.56
按风格	399101.SZ	中小综指	11688.8	-2.42	-19.56	41.50	36.44	2.59	13.95	1.10
	000918.CSI	300成长	4724.1	-3.08	-32.10	17.50	67.18	3.76	69.43	1.33
	000919.CSI	300价值	4163.7	3.50	-14.73	6.58	3.44	0.76	1.61	5.17
	000057.SH	全指成长	3996.6	-1.90	-25.62	14.52	58.30	3.05	70.64	1.72
按规模	000058.SH	全指价值	3682.7	3.76	-9.03	6.29	2.50	0.73	1.46	5.16
	000043.SH	超大盘	2016.5	0.01	-22.19	8.36	1.20	1.25	9.06	3.26
	000044.SH	上证中盘	3649.4	0.78	-16.43	9.28	2.45	0.98	1.82	2.68
H股指数	000045.SH	上证小盘	4798.8	-0.51	-12.73	17.08	10.26	1.51	4.35	2.14
	HSI.HI	恒生指数	17573.6	-2.33	-24.89	8.66	6.37	0.87	2.11	4.19
	HSCEI.HI	恒生中国企业指数	5971.1	-2.52	-27.50	7.82	18.80	0.78	4.88	3.86
	HSTECH.HI	恒生科技	3500.3	-6.48	-38.28	43.89	71.45	2.25	5.19	0.57

资料来源: Wind, 海通证券研究所

国债利率或震荡上行。整体来看, 短期内在疫情扰动下经济或再度探底, 流动性也将维持宽松。

但如果人口流动能够逐步“正常化”一些, 到明年下半年, 我国通胀回升, 经济边际改善, 预计利率或趋于震荡上行。我们预计, 从2023年全年看, 10年期国债利率或震荡上行。

图72 国债利率走势及预测 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

## 信息披露

### 分析师声明

梁中华	宏观经济研究团队
应稼娴	宏观经济研究团队
李俊	宏观经济研究团队
侯欢	宏观经济研究团队
荀玉根	策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。