

进退有度，内外分化

——2023 年度策略报告

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669 号

报告要点

2023 年美欧核心服务通胀压力仍大，继续加息控通胀；美国经济弱衰退，但就业不会很差，美联储不太可能转向降息；高通胀和加息将使得欧元区经济步入衰退。2023 年我国外需下降、房地产弱修复、消费修复但仍偏弱，稳增长力度有望进一步加大，我国经济弱修复。预计 2023 年我国国债收益率小幅上行，股市相对积极；海外抗通胀背景下大宗商品总体震荡偏弱，但国内相关品种价格相对偏强。

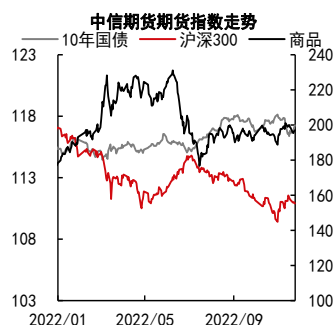
摘要：

一、2023 年美欧仍需加息控通胀，经济趋于弱衰退。长期新冠持续抑制劳动力供应是海外高通胀的重要原因。目前 7.0% 的美国成年人存在长期新冠症状，2.0% 的成年人因此活动严重受限，这足以对劳动力供应产生显著的抑制。从目前趋势来看，2023 年新冠流行将继续抑制海外劳动力供应。预计美国 CPI 住房租金同比涨幅在 2023 年上半年继续扩大，下半年缓慢回落，年底仍高达 6%-7%。考虑到长期新冠对劳动力供应的持续抑制以及服务业略微增长对劳动力需求的支撑，预计 2023 年美国劳动力供需紧张的缓解不会很快；2023 年上半年美国核心服务 CPI 同比维持高位，下半年有所回落，但年底仍较高。2023 年一季度美联储继续加息至 5% 左右；考虑到 2023 年美国核心服务通胀仍较高，美国就业不会很差，美联储不太可能转向降息。美国 CPI 同比回归 2% 需要核心商品 CPI 同比下降；2023 年美国利率水平将提高至限制性高位，商品需求将明显下降；美国服务消费将略微增长，整体经济弱衰退。由于新冠流行抑制劳动力供应，欧元区通胀回归 2% 也并非易事，2023 年欧央行继续加息控通胀。欧元区经济已经显现衰退迹象，高通胀和加息将使得欧元区经济步入衰退。

二、2023 年我国稳增长力度加大，经济趋于弱复苏。2023 年海外经济增长将进一步放缓，我国外需仍存在下行压力。从人口趋势来看，我国新增合理住房需求的峰值可能已经出现。当前商品房销售低于中期趋势水平，2023 年有望修复。但考虑到我国新增合理住房需求已经触顶，“房住不炒”继续抑制投资和投机性需求，预计 2023 年商品房销售改善幅度不大。今年以来我国房屋新开工面积明显低于商品房销售面积，反映资金紧张对开发商的拿地和开工构成约束。最近我国金融机构对开发商融资的支持力度显著加大，预计 2023 年房屋新开工与土地购置将有所修复。考虑到前期房屋新开工面积大幅下降对房地产投资的滞后传导效应，预计 2023 年上半年房地产投资低位企稳，下半年才会小幅改善。考虑到防疫政策的优化与防疫经验的累积，2023 年国内疫情有望缓解，消费趋于修复。疫情缓解可能并非一帆风顺，消费可能仍在一定程度上受疫情抑制。2022 年我国 GDP 增速显著低于目标，预计 2023 年稳增长力度进一步加大，基础设施建设力度有望进一步加大，我国经济总体弱修复。

三、投资策略：美元指数与美债收益率可能已经处于顶部区域，但美股可能尚未回调到位。在国内经济弱修复的背景下，预计我国国债收益率小幅上行。考虑到目前股市估值较低，国内股市预计有相对积极的表现。海外抗通胀需要适当压低商品价格，2023 年大宗商品价格整体震荡偏弱，国内相关品种价格相对偏强。

风险因素：国内疫情反复、海外经济下滑高于预期



宏观研究团队

研究员：

刘道钰

021-80401723

liudaoyu@citicsf.com

从业资格号：F3061482

投资咨询号：Z0016422

目 录

摘要:	1
2022 年宏观经济与资产表现回顾	4
一、2023 年美欧仍需加息控通胀, 经济趋于弱衰退	5
(一) 2023 年长期新冠继续抑制海外劳动力供应	5
(二) 2023 年上半年美国核心服务通胀维持高位, 下半年小幅回落	8
(三) 2023 年一季度美联储继续加息至 5% 左右, 年内不太可能转向降息	10
(四) 2023 年美国商品需求明显下降, 服务消费略微增长, 整体经济弱衰退	11
(五) 2023 年欧央行继续加息控通胀, 欧元区经济将步入衰退	13
二、2023 年我国稳增长力度加大, 经济趋于弱复苏	14
(一) 2023 年海外经济增长将进一步放缓, 我国外需仍存在下行压力	14
(二) 2023 年上半年我国房地产投资低位企稳, 下半年小幅改善	14
(三) 2023 年国内疫情有望缓解, 消费会有所修复, 但可能仍部分受到疫情抑制	18
(四) 2022 年我国 GDP 增速显著低于目标, 预计 2023 年稳增长力度进一步加大	19
(五) 稳增长仍需基建发力, 预计 2023 年我国经济趋于弱复苏	19
三、投资策略	20
免责声明	21

图目录

图表 1: 美国 CPI 同比与联邦基金利率	4
图表 2: 美国 10 年国债收益率与纳斯达克指数	4
图表 3: 全国日均新增新冠病例与消费增速	4
图表 4: 中国 10 年国债收益率与沪深 300 指数	4
图表 5: 美国和欧元区的 CPI 与核心 CPI 同比	5
图表 6: 部分国家当前及 2019 年的核心 CPI 或 CPI 同比	5
图表 7: 美国与澳大利亚职位空缺数 (千人)	6
图表 8: 欧元区与新加坡职位空缺率 (%)	6
图表 9: 部分经济体疫情后三年与疫情前三年 GDP 年平均增速及两者之差	6
图表 10: 美国长期新冠患者占成年人的比重	7
图表 11: 美国劳动参与率与非劳动力人口数量	7
图表 12: 英国长期新冠患者数量 (千人)	7
图表 13: 英国非劳动力人口数量与失业率	7
图表 14: 美国核心商品 CPI 同比及环比	8
图表 15: 美国核心服务 CPI 同比及环比	8
图表 16: 美国 CPI 住房租金同比及环比	9
图表 17: 美国住房租金、非农时薪同比以及房租时薪比	9
图表 18: 美国住房租金指数、房价指数及两者比值	9
图表 19: 美国出租房屋空置率与存量房屋空置单元数量	9
图表 20: 美国失业率与劳动参与率 (%)	10

图表 21: 美国劳动力人口及劳动年龄人口 (千人)	10
图表 22: 美国居民收入与支出相对于疫情前的变化	10
图表 23: 美国不同部门的新增非农就业人数 (千人)	10
图表 24: 美国个人消费支出不变价折年数 (十亿美元)	11
图表 25: 美国消费支出同比增速与消费者信心指数	11
图表 26: 美国抵押贷款利率与新屋销售	12
图表 27: 美国新屋库存与新屋开工	12
图表 28: 美国 GDP 不变价 (十亿美元)	12
图表 29: 三季度美国 GDP 及其分项的环比变化 (十亿美元)	12
图表 30: 欧元区 PPI 与 CPI 同比	13
图表 31: 10 月份欧元区 CPI 及其主要分项当月同比 (%)	13
图表 32: 欧元区基准利率与 10 年期国债收益率	13
图表 33: 欧元区制造业与服务业 PMI	13
图表 34: 出口金额与数量当月同比 (2021 年为两年平均增速)	14
图表 35: 全球制造业 PMI 与我国出口增速	14
图表 36: 常住人口城镇化率及其年增量	15
图表 37: 中国 20-34 岁、35-54 岁人口数量	15
图表 38: 我国每年结婚登记对数	15
图表 39: 我国每年出生人数	15
图表 40: 商品房销售面积增速	16
图表 41: 历年 8-10 月份商品房销售面积	16
图表 42: 历年 1-10 月房屋新开工面积与商品房销售面积	16
图表 43: 商品房待售面积 (万平方米)	16
图表 44: 近期我国金融领域加大对房地产市场的支持力度	17
图表 45: 房地产相关指标当月同比 (2021 年为两年平均增速)	17
图表 46: 房屋施工及竣工面积累积同比 (剔除基数效应)	17
图表 47: 社会消费品零售总额同比增速 (剔除基数效应)	18
图表 48: 居民收入增速与消费增速	18
图表 49: 2022 年 10 月限额以上消费品零售总额的当月同比增速	18
图表 50: 我国 GDP 增速政府预期目标与实际值	19
图表 51: 部分国家的人均 GDP	19
图表 52: 固定资产投资当月同比 (2021 年为两年平均增速)	20
图表 53: 我国 GDP 增速	20

2022 年宏观经济与资产表现回顾

2022 年，海外经济体普遍面临高通胀问题，并且为了遏制通胀而大幅加息。其中，美联储大幅加息对市场的影响最大。这导致美元大幅升值，非美货币因此普遍贬值。美联储加息也推动美债收益率大幅上升，美股承压下跌，其中对利率敏感的纳斯达克指数跌幅尤其较大。

2022 年，国内疫情反复对宏观经济和风险资产价格构成明显抑制。由于国内疫情多点散发，我国消费明显受到抑制，宏观经济因此偏弱运行。再加上美联储加息抑制全球风险偏好，我国股市承压下跌。海外高通胀给我国带来输入性通胀压力，为了防范通胀，我国货币政策放松幅度有限。因此，在宏观经济偏弱的背景下，我国国债收益率并未趋势性下行，而是低位震荡。

图表1：美国 CPI 同比与联邦基金利率



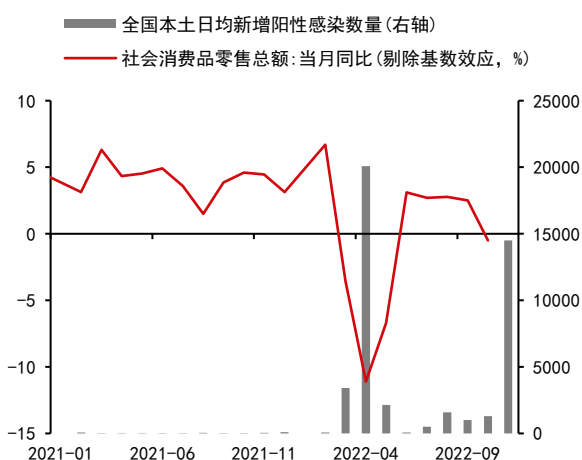
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表2：美国 10 年国债收益率与纳斯达克指数



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表3：全国日均新增新冠病例与消费增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表4：中国 10 年国债收益率与沪深 300 指数



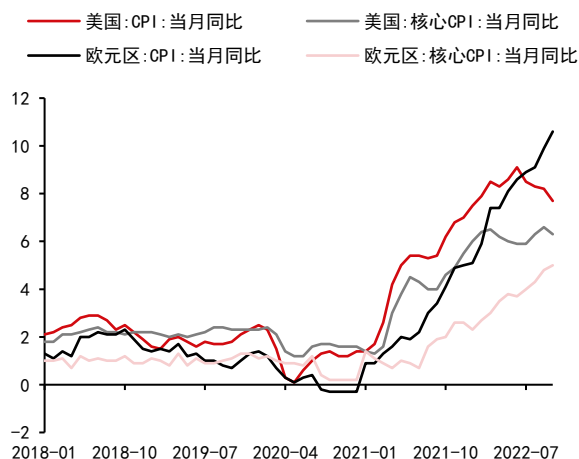
资料来源：Wind 中信期货研究所

一、2023 年美欧仍需加息控通胀，经济趋于弱衰退

（一）2023 年长期新冠继续抑制海外劳动力供应

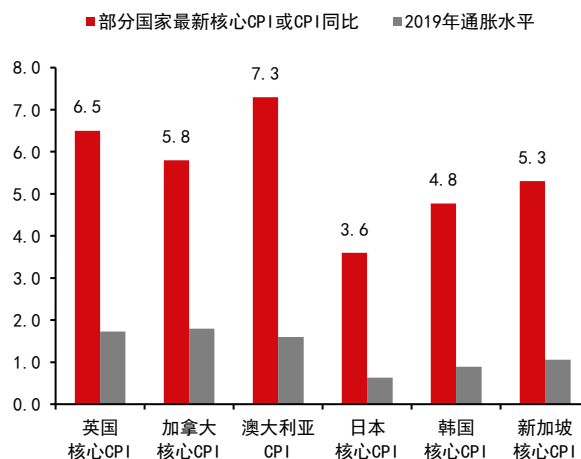
今年海外经济体普遍面临高通胀的问题；即便剔除掉能源和食品，海外主要经济体的核心通胀也较高。今年 10 月份，美国和欧元区 CPI 同比分别高达 7.7%、10.6%。虽然较高的能源和食品价格是推高通胀的原因之一，但是剔除掉能源和食品，美国与欧元区的核心 CPI 同比也分别高达 6.3%、5.0%，远高于 2% 的央行控制目标。其他主要经济体也普遍面临高通胀问题。10 月份英国、加拿大、日本、韩国核心 CPI 同比分别为 6.5%、5.8%、3.6%、4.8%，分别比疫情前（2019 年）高 4.8、4.0、3.0、3.9 个百分点。澳大利亚三季度 CPI 同比上涨 7.3%，新加坡 9 月核心 CPI 同比上涨 5.3%，也远高于疫情前水平。

图表5：美国和欧元区的 CPI 与核心 CPI 同比



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表6：部分国家当前及 2019 年的核心 CPI 或 CPI 同比

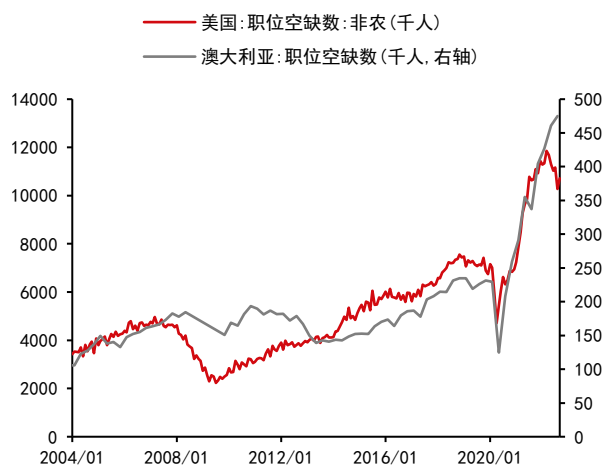


资料来源：Wind 中信期货研究所

劳动力短缺是很多海外经济体高通胀的重要推动因素。今年很多海外经济体存在劳动力短缺问题。由于数据的可得性，这里我们仅展示美国、欧元区、澳大利亚、新加坡的数据。9 月份美国非农职位空缺数高达 1072 万，仍比疫情前高 50% 左右；8 月份澳大利亚职位空缺数高达 47.5 万，比疫情前高 100% 左右；二季度末欧元区职位空缺率为 3.2%，比疫情前高 1 个百分点；新加坡职位空缺率高达 5.6%，比疫情前高 3.3 个百分点。对于这几个经济体，劳动力供需均为近 10 年最紧张的状态，这是高通胀的重要推动因素。

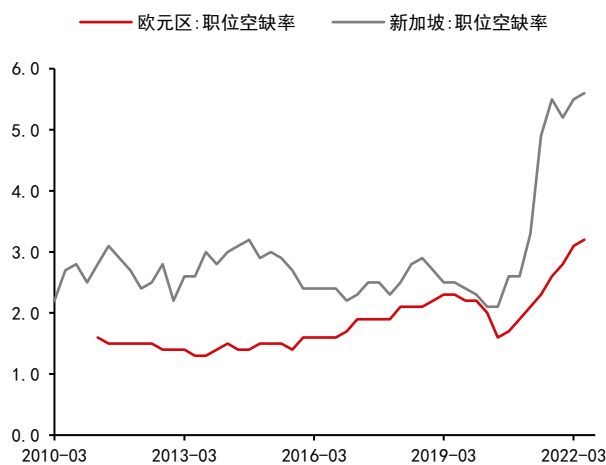
海外经济体劳动力短缺并非因为经济高速增长导致劳动力需求旺盛。美国、欧元区、澳大利亚、新加坡疫情后三年 GDP 年平均增速（2022 年三季度 GDP 相对于 2019 年三季度，澳大利亚为二季度）分别比疫情前三年的 GDP 年平均增速（2019 年三季度 GDP 相对于 2016 年三季度）低 1.0、1.4、0.2、1.2 个百分点。这说明疫情后三年劳动力需求的增长并不快，劳动力短缺并非因为劳动力需求旺盛。

图表7：美国与澳大利亚职位空缺数（千人）



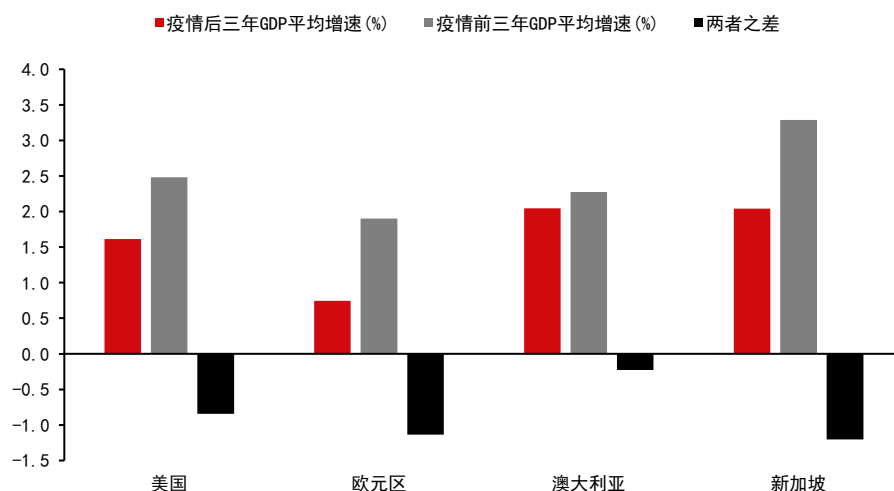
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表8：欧元区与新加坡职位空缺率(%)



资料来源: Wind 欧盟统计局 中信期货研究所

图表9：部分经济体疫情后三年与疫情前三年 GDP 年平均增速及两者之差

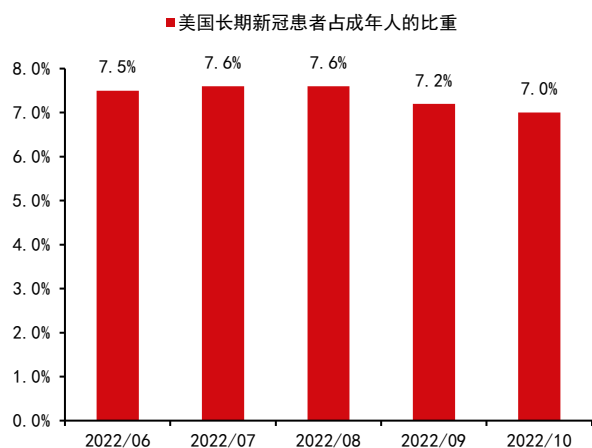


资料来源: Wind 中信期货研究所

海外经济体劳动力短缺主要因为长期新冠持续抑制劳动力供应；从目前趋势来看，2023 年新冠流行将继续抑制海外劳动力供应。根据美国人口普查局的抽样调查以及疾控中心的统计分析^{注1}，截至 10 月 17 号，7.0%的美国成年人存在长期新冠症状，2.0%的成年人因此活动严重受限，14.2%的成年人曾经出现长期新冠症状。美国 7.0%的成年人口存在长期新冠症状足以对劳动力供应产生显著的抑制。虽然大多数的长期新冠患者会继续工作，但工作时间和效率会有所降低，而且少数长期新冠患者症状严重，不得不退出劳动力市场。疫情之后，美国劳动参与率显著降低，非劳动力人口显著增加，这与疫情对劳动力供应的抑制是有关系的。值得注意的是，长期新冠患者数量随着时间推移并未显著减少（今年 9、10 月份美国长期新冠患者比例略有降低，但降低幅度并不显著）。大多数的长期新冠是可以康复的，但是新冠的持续流行使得长期新冠患者不断出现，抵消了早期长期新冠患者康复的影响。今年 3 月份以来美国劳动参与率并未进一步修复，仍比疫情

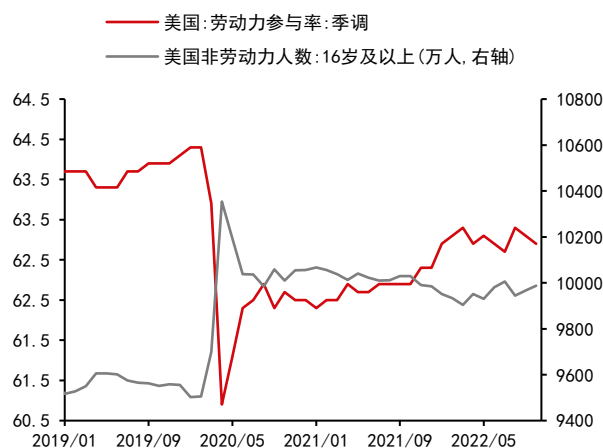
前低 1.2 个百分点;非劳动力数量也并未进一步减少,仍比疫情前多 450 万左右,这从侧面印证长期新冠对劳动力供应的抑制并未随着时间而显著减弱。英国长期新冠数据与美国类似。根据英国统计局发布的抽样调查数据,截至 10 月 1 号,英国有 210 万长期新冠患者,占总人口的 3.3%,其中奥密克戎时期新出现的长期新冠患者约为总人口的 1.2%。疫情以来,英国非劳动力人口数量异常增加,截至 9 月份比疫情前多了 80 万左右。虽然奥密克戎毒株的症状严重程度较德尔塔毒株显著降低,但今年以来英国长期新冠患者数量并未减少,反而较去年年底有所增加。今年 9 月份英国失业率处于 3.6%的历史低位水平从侧面反映英国存在劳动力供需紧张。不管美国还是英国,长期新冠患者数量并未随着时间推移而显著减少。从这个趋势来看,2023 年新冠流行将继续抑制海外经济体的劳动力供应。

图表10: 美国长期新冠患者占成年人的比重



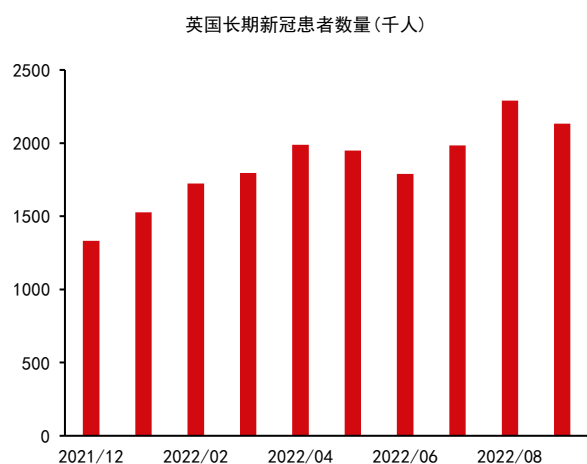
资料来源:美国疾控中心网站 中信期货研究所

图表11: 美国劳动参与率与非劳动力人口数量



资料来源:Wind 中信期货研究所

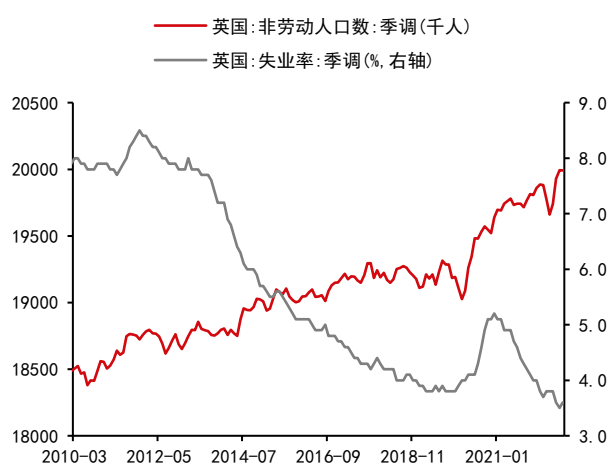
图表12: 英国长期新冠患者数量(千人)



资料来源:英国统计局 中信期货研究所

说明:2022 年 7 月、8-9 月数据与之前数据口径有一定差异

图表13: 英国非劳动力人口数量与失业率



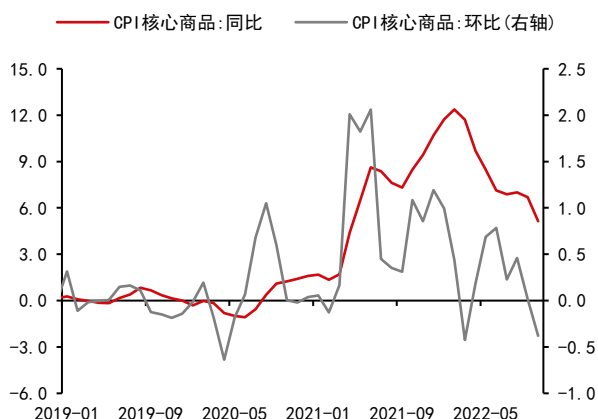
资料来源:Wind 中信期货研究所

注 1: 美国长期新冠数据来源: <https://www.cdc.gov/nchs/covid19/pulse/long-covid.htm>

（二）2023 年上半年美国核心服务通胀维持高位，下半年小幅回落

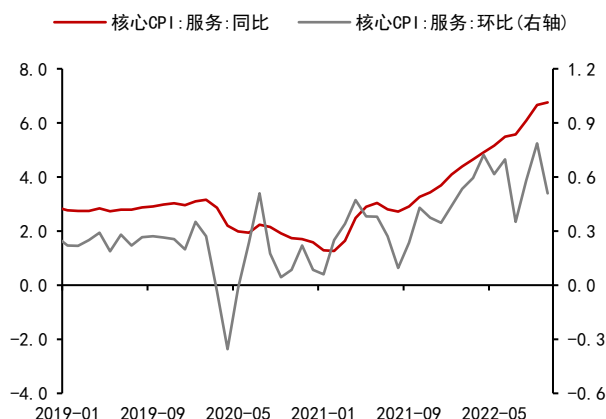
目前美国核心 CPI 同比拐点或已出现，但核心服务通胀压力仍大。美国 10 月 CPI 同比上涨 7.7%，连续 4 个月趋于回落，CPI 同比拐点已经出现。10 月份美国核心 CPI 同比触顶回落，拐点也可能已经出现。美国核心 CPI 同比回落主要因为核心商品价格回落。10 月份核心商品 CPI 环比下跌 0.4%，其中二手车、服装价格分别环比下跌 2.4%、0.7%。不过，美国核心服务通胀压力仍大，10 月份核心服务 CPI 同比仍略有上升，环比涨幅仍高达 0.5%。

图表14：美国核心商品 CPI 同比及环比



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表15：美国核心服务 CPI 同比及环比



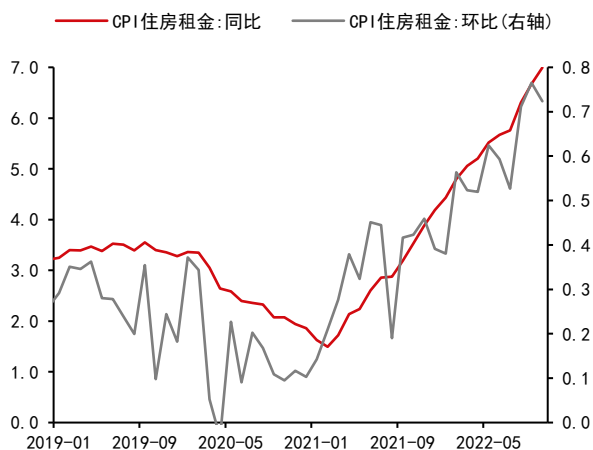
资料来源：Wind 中信期货研究所

美国通胀有两个重要的推动力：一是美国住房租金上涨较快，推升核心服务 CPI 同比；二是劳动力供需紧张导致工资上涨偏快，进而给通胀带来支撑。

预计美国 CPI 住房租金同比涨幅在 2023 年上半年继续扩大，下半年缓慢回落，年底仍高达 6%-7%。住房租金占美国 CPI 的权重约 1/3，对美国 CPI 的影响较大。今年 10 月份美国住房租金同比涨幅进一步扩大 0.3 个百分点至 7.0%；住房租金环比上涨 0.7%，涨幅较高。中长期来看，住房租金主要取决于收入水平。疫情以来美国住房租金累计上涨 11.8%，涨幅仍低于个人总收入 14.6% 的增幅。按照目前租金与收入的上涨速度，到明年年中住房租金累计涨幅才会追上收入增速；预计 2023 年上半年住房租金会继续快速上涨，同比涨幅大概率进一步扩大。2023 年下半年住房租金的上涨可能放缓，但同比涨幅回落可能较慢。一方面，到明年年底较高的房价仍对租金有推升作用。疫情以来美国房价涨幅高达 35%，远高于租金涨幅。尽管今年三季度美国房价有所回落，但回落速度不快，3 个月累计仅回调 2.4%。到明年年底，美国住房租金疫情以来的累计涨幅大概率仍低于房价涨幅，房价对住房租金仍有支撑作用。另一方面，美国住房供需紧张的缓解较慢。截至今年三季度，美国出租房屋空置率仍比疫情前低 0.9 个百分点，在过去一年里仅回升 0.2 个百分点。截至今年三季度，全美房屋空置单元总计 1530.6 万栋，仍比疫情前低 174.5 万栋。按照全美房屋单元总数年均增加 130 万栋的速度，再考虑到新增住房需求，明年年底全美房屋空置单元数量不太可能回升到疫情前水

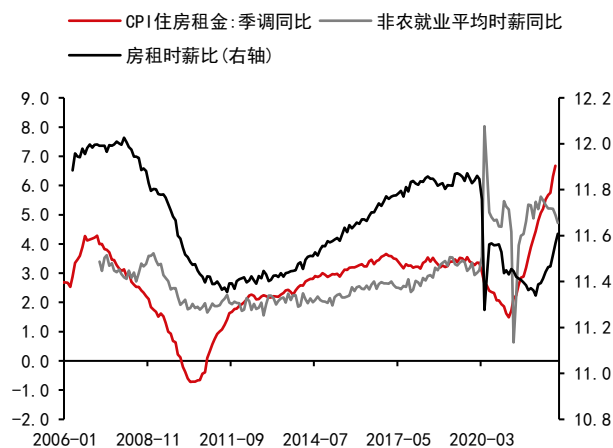
平，存量房屋供需仍偏紧。我们预计明年年底美国 CPI 住房租金同比涨幅仍高达 6%-7%。

图表16：美国 CPI 住房租金同比及环比



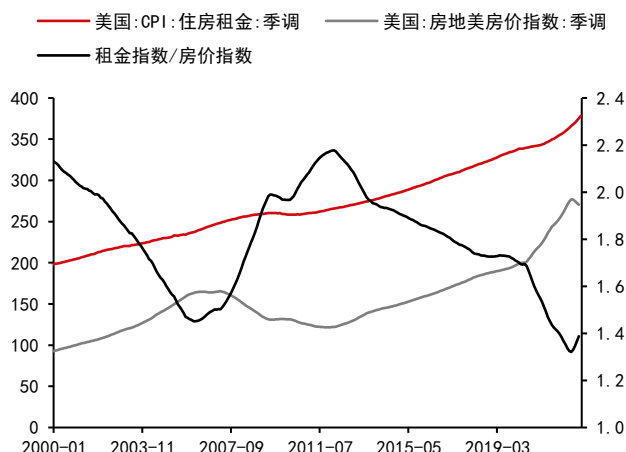
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表17：美国住房租金、非农时薪同比以及房租时薪比



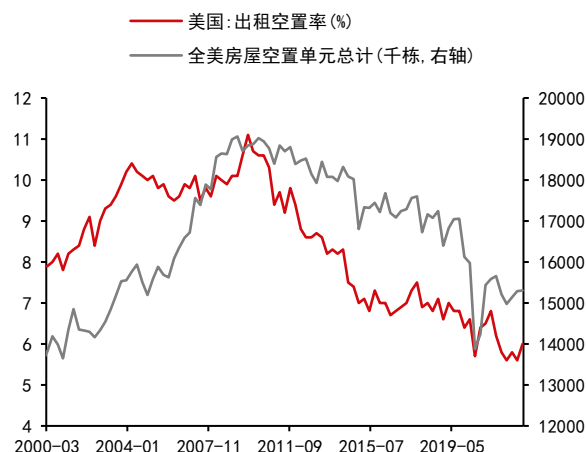
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表18：美国住房租金指数、房价指数及两者比值



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表19：美国出租房屋空置率与存量房屋空置单元数量



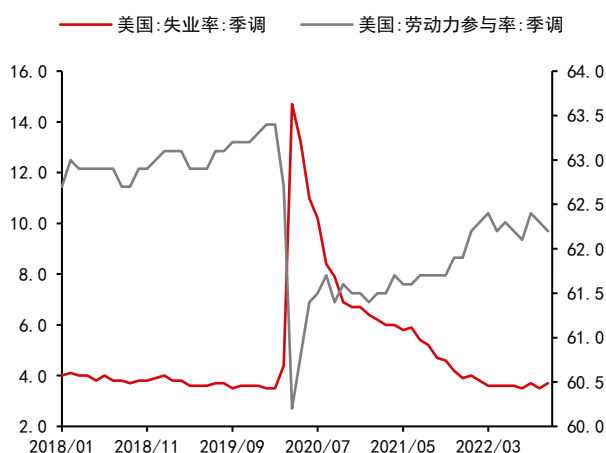
资料来源：Wind 中信期货研究所

考虑到长期新冠对劳动力供应的持续抑制以及服务业略微增长对劳动力需求的支撑，预计 2023 年美国劳动力供需紧张的缓解不会很快。目前美国劳动力供需仍然极其紧张，9 月份美国非农职位空缺数仍比疫情前高 50%左右。2023 年美国劳动力供应难以显著增加。首先，长期新冠持续抑制美国劳动力供应；其次，美国失业率已经降至 3.7%的历史低位，失业人口作为潜在的劳动力供应难以提供更多的劳动力。最后，美国劳动年龄人口的自然增长相对缓慢。在劳动力需求方面，2023 年美国服务业有望略微增长，对劳动力需求有一定支撑。截至 9 月份，美国个人名义服务消费相对于疫情前（2020 年 2 月）增长 13.8%，略低于个人总收入 14.6%的增幅，美国服务消费仍有一些修复性增长空间。美国非农就业以服务业就业为主，占比高达 80%以上。服务消费小幅增长有望支撑 2023 年美国服务业

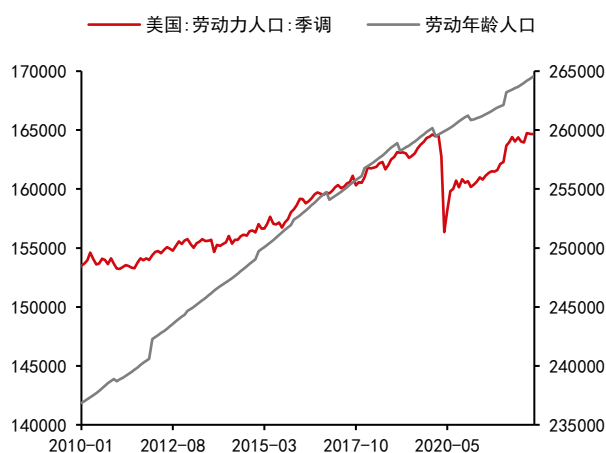
业略微增长，进而给劳动力需求带来一定支撑。综合劳动力供需来看，2023 年美国劳动力供需紧张的缓解不会很快。

预计 2023 年上半年美国核心服务 CPI 同比维持高位，下半年有所回落，但年底仍较高。尽管美国服务消费增长趋于放缓，但劳动力供需紧张的缓解不会很快，2023 年美国核心服务通胀仍有支撑。再考虑到 2023 年上半年美国 CPI 住房租金同比涨幅继续扩大，下半年缓慢回落，年底仍高达 6%-7%，预计 2023 年上半年美国核心服务 CPI 同比维持高位，下半年有所回落，但年底仍较高。

图表20：美国失业率与劳动参与率(%)



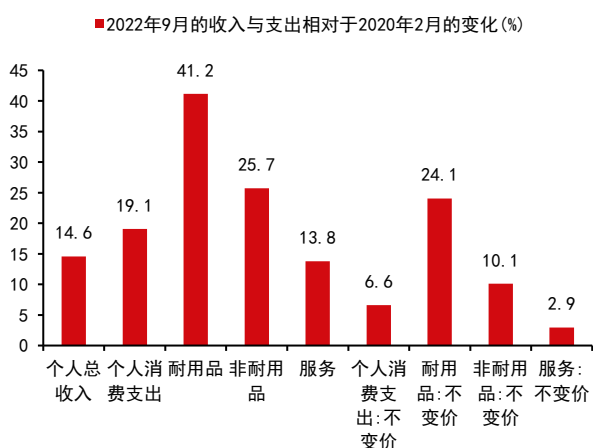
图表21：美国劳动力人口及劳动年龄人口（千人）



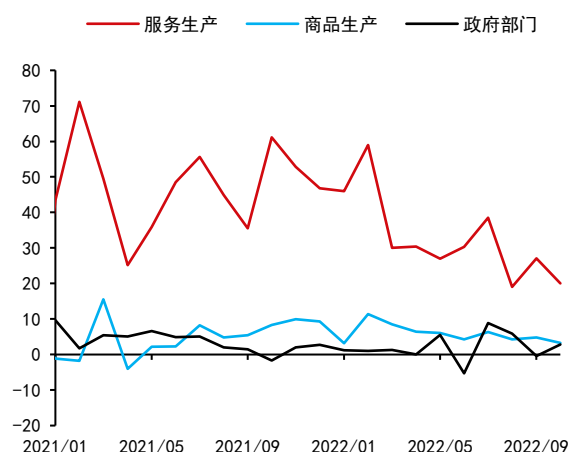
资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表22：美国居民收入与支出相对于疫情前的变化



图表23：美国不同部门的新增非农就业人数（千人）



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

（三）2023 年一季度美联储继续加息至 5%左右，年内不太可能转向降息

由于美国核心通胀拐点大体已经出现，预计美联储加息终点利率不太可能进一步抬升，2023 年一季度美联储继续加息至 5%左右。尽管 2023 年上半年美国核心服务 CPI 同比仍维持高位，但核心商品 CPI 同比会有所回落，因此美国核心通

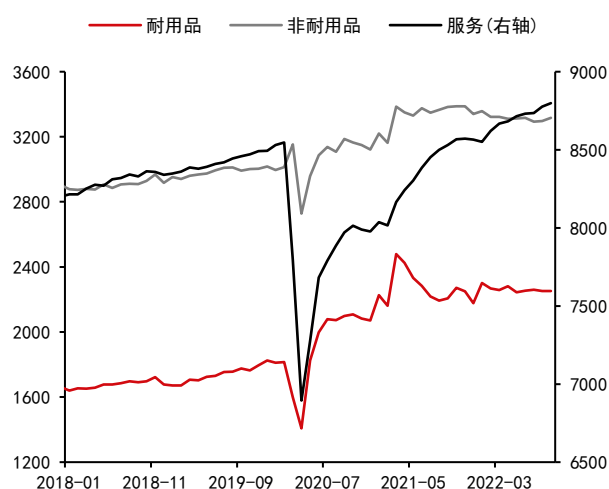
胀拐点大体已经出现。在这样的背景下，美联储加息终点利率不太可能进一步抬升。预计未来几个月美联储加息大体按照目前市场预期路径推进，也就是说 2023 年 3 月份加息至 5% 左右，然后停止加息。

考虑到 2023 年美国核心服务通胀仍较高，美国就业不会很差，2023 年美联储不太可能转向降息。尽管美国核心通胀拐点大体已经出现，但 2023 年美国核心服务通胀仍高，年底美国 CPI 同比大概率仍高于 2%。为了防止过早降息导致通胀反弹，美联储不会很快转向降息。再考虑到美国劳动力市场供需紧张的缓解不会很快，明年美国失业率上升幅度有限，就业不会很差，预计 2023 年美联储不太可能转向降息。

（四）2023 年美国商品需求明显下降，服务消费略微增长，整体经济弱衰退

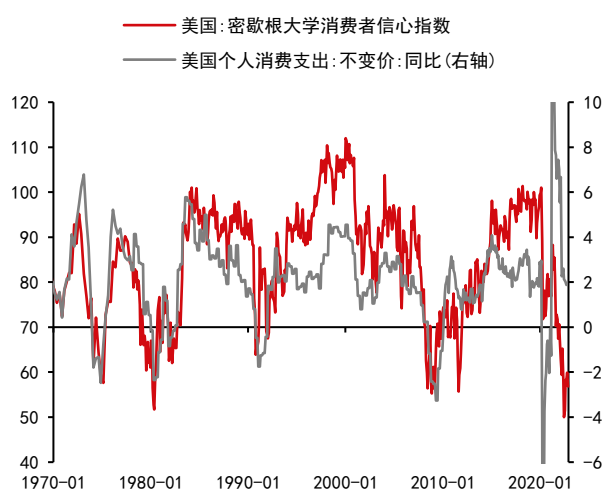
在核心服务通胀较高的背景下，美国 CPI 同比回归 2% 需要核心商品 CPI 同比下降。2023 年美国利率水平将提高至限制性高位，美国商品需求将明显下降。2022 年年初以来美国耐用品与非耐用品实际消费支出略有减少，高通胀和加息对商品消费的抑制已经有所体现；美国密歇根大学消费者信心指数亦持续处于 60 左右的历史低位水平。在核心服务通胀较高的背景下，美国 CPI 同比回归 2% 需要核心商品 CPI 同比下降。2023 年美国利率水平将提高到 5% 的限制性高位水平，这将显著抑制商品需求。以房地产为例，美国 30 年期抵押贷款固定利率高达 6% 以上，处于 2004 年以来的最高水平。房贷利率的大幅提高已经导致新屋销售大幅下降，进而导致新屋库存大幅上升，使得新屋开工显著回落；预计 2023 年美国新屋开工进一步下降。

图表24：美国个人消费支出不变价折年数（十亿美元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表25：美国消费支出同比增速与消费者信心指数



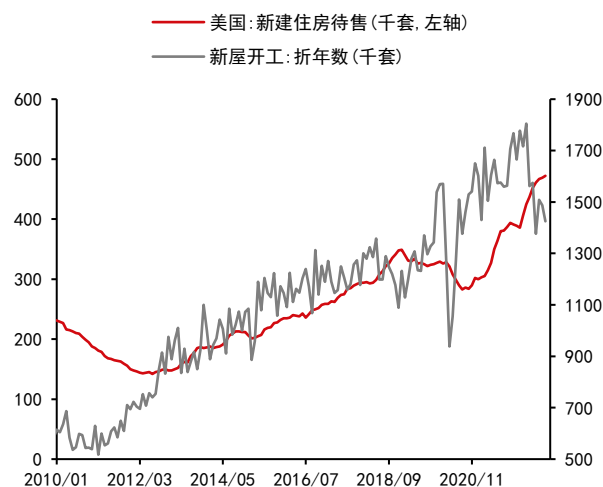
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表26：美国抵押贷款利率与新屋销售



资料来源: Wind 中信期货研究所

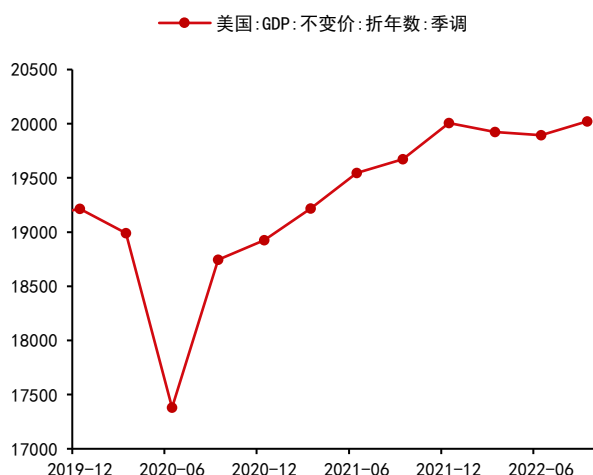
图表27：美国新屋库存与新屋开工



资料来源: Wind 中信期货研究所

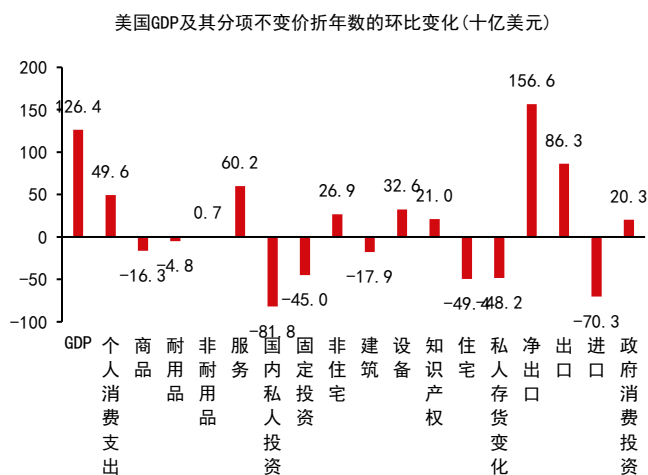
预计 2023 年美国服务消费略微增长，整体经济弱衰退。2022 年三季度美国 GDP 环比增长 2.6%，这主要受净出口增加拉动。今年下半年以来全球经济增长放缓使得贸易活动减少，2023 年全球经济增长将进一步放缓，预计美国商品出口会有所下滑。三季度美国商品消费、住宅投资、存货投资均有所下降，但设备投资仍保持增长；明年美国商品需求将进一步减少，预计设备投资也会转向下降。三季度美国服务消费仍保持增长。考虑到美国服务消费尚未完全修复，美联储加息对服务消费的抑制相对较小，预计 2023 年美国服务消费略微增长。综合来看，预计 2023 年美国整体经济弱衰退。

图表28：美国 GDP 不变价（十亿美元）



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表29：三季度美国 GDP 及其分项的环比变化（十亿美元）



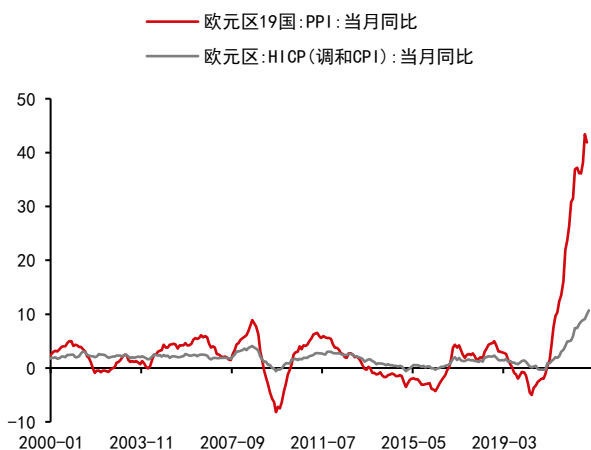
资料来源: Wind 中信期货研究所

（五）2023 年欧央行继续加息控通胀，欧元区经济将步入衰退

由于新冠流行抑制劳动力供应，欧元区通胀回归 2%并非易事，2023 年欧央行将继续加息控通胀。10 月份欧元区 CPI 同比再创新高，达到 10.7%；PPI 同比高达 40%以上。异常高的 PPI 对 CPI 可能存在滞后传导效应，欧元区 CPI 同比拐点尚未出现。虽然欧元区通胀与能源价格大涨有较大关系，但由于新冠流行抑制劳动力供应，欧元区服务通胀压力也较大，10 月份 CPI 服务同比上涨 4.4%。未来欧元区通胀回归 2%并非易事，2023 年欧央行仍需加息控通胀。

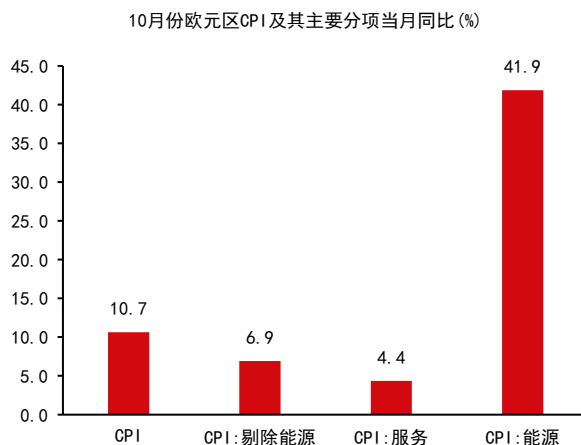
欧元区经济已经显现衰退迹象，高通胀和加息将使得 2023 年欧元区经济步入衰退。欧元区 11 月制造业 PMI 初值为 47.3%，服务业 PMI 初值为 48.6%，均连续 3 个月显著低于 50%的临界水平。PMI 数据显示欧元区经济已经显现衰退迹象。考虑到高通胀和加息将进一步抑制经济，预计 2023 年欧元区经济将进入衰退。

图表30：欧元区 PPI 与 CPI 同比



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表31：10 月份欧元区 CPI 及其主要分项当月同比 (%)



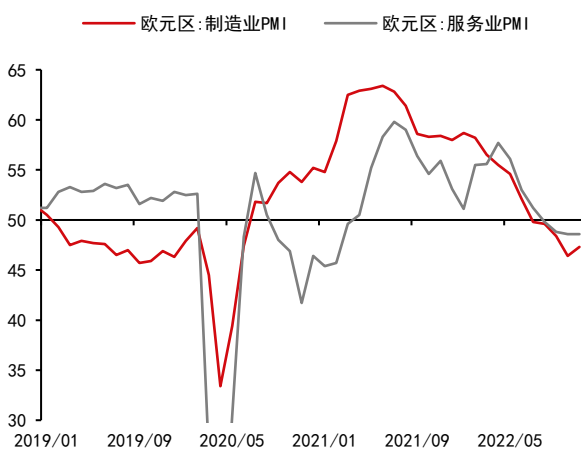
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表32：欧元区基准利率与 10 年期国债收益率



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表33：欧元区制造业与服务业 PMI



资料来源：Wind 中信期货研究所

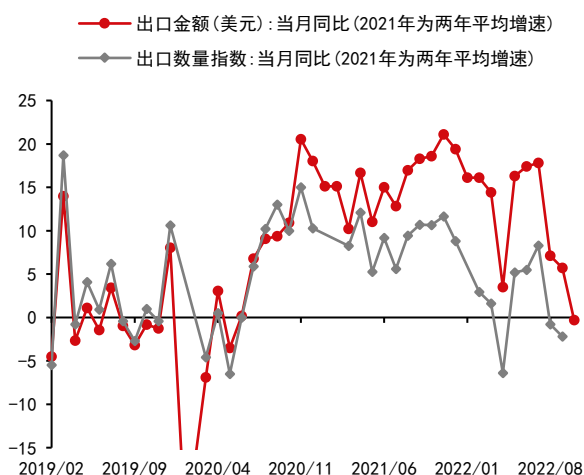
二、2023 年我国稳增长力度加大，经济趋于弱复苏

（一）2023 年海外经济增长将进一步放缓，我国外需仍存在下行压力

由于海外经济增长的放缓，今年 8-10 月份我国外需已经显著走弱。今年 5-7 月份我国出口金额同比增速仍处于 17% 的较高水平。海外经济增长放缓导致我国外需走弱，8 月份开始我国出口增速大幅回落，10 月份出口金额同比下降 0.5%。

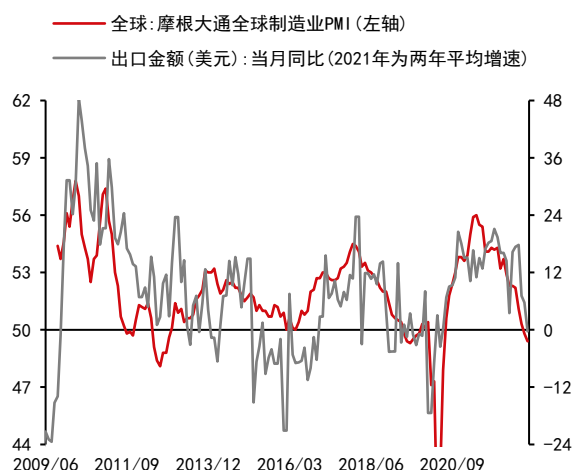
2023 年海外经济增长会进一步放缓，我国外需仍存在下行压力。为了遏制高通胀，2023 年海外主要经济体将进一步加息，高利率对海外经济的抑制会进一步体现，海外经济增长会进一步放缓，而且这更多体现在商品需求的减少上。这会给我国外需带来进一步的下行压力。

图表34：出口金额与数量当月同比（2021 年为两年平均增速）



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表35：全球制造业 PMI 与我国出口增速

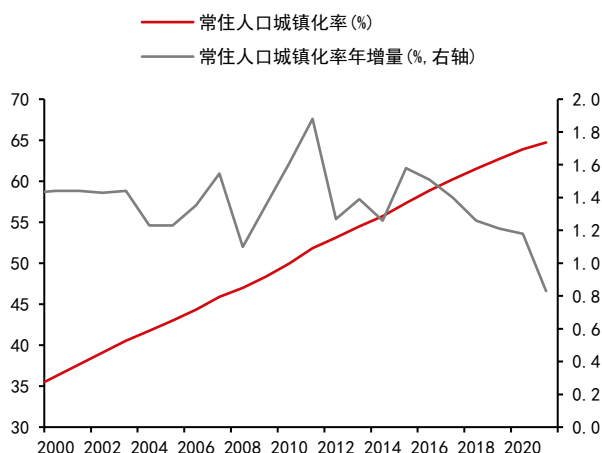


资料来源: Wind 中信期货研究所

（二）2023 年上半年我国房地产投资低位企稳，下半年小幅改善

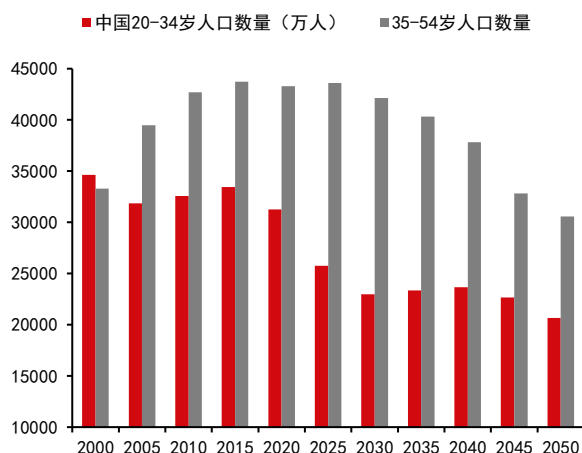
从人口趋势来看，我国新增合理住房需求的峰值可能已经出现。2021 年我国城镇化率仅提高 0.83 个百分点，显著低于过去 20 年的 1.2 左右的最低水平。城镇化主要由农村年轻人进入城镇就业来推动，城镇化速度放缓与我国年轻人口减少有关，这一趋势会持续到 2028 年左右。当然，2021 年城镇化速度降幅很大可能也与一些偶然因素有关。但从趋势来看，城镇化拉动的住房需求可能已经见顶。此外，2014 年以来我国初次结婚登记对数持续下降，目前较峰值水平降低 40% 左右，结婚买房刚需已经大幅减少；2018 年以来我国出生人数亦下降 40% 左右，生育小孩带来的住房需求也显著减少。总的来讲，从人口趋势来看，我国新增合理住房需求的峰值可能已经出现。

图表36：常住人口城镇化率及其年增量



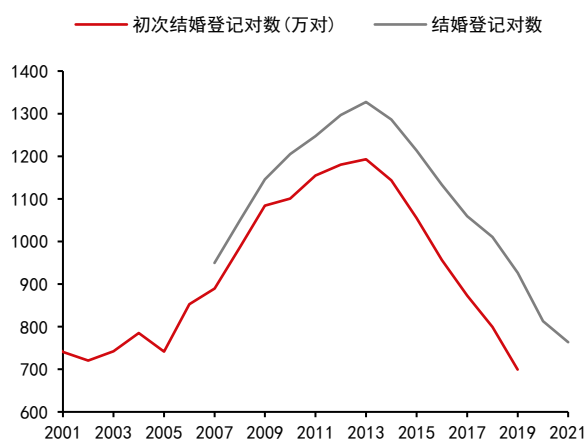
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表37：中国 20-34 岁、35-54 岁人口数量



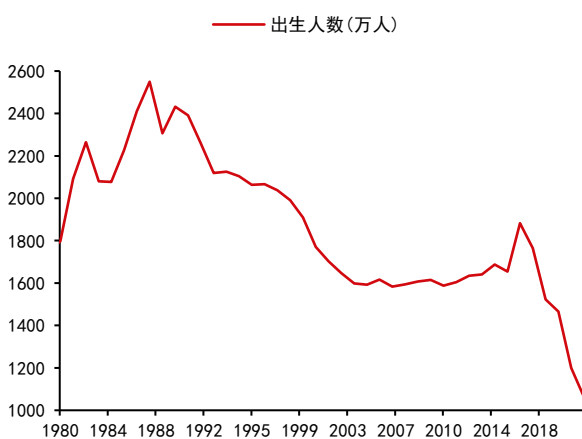
资料来源：联合国人口司 中信期货研究所

图表38：我国每年结婚登记对数



资料来源：Wind 中信期货研究所

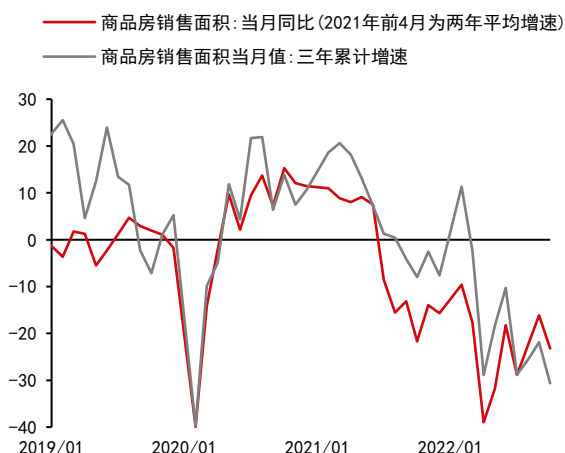
图表39：我国每年出生人数



资料来源：Wind 中信期货研究所

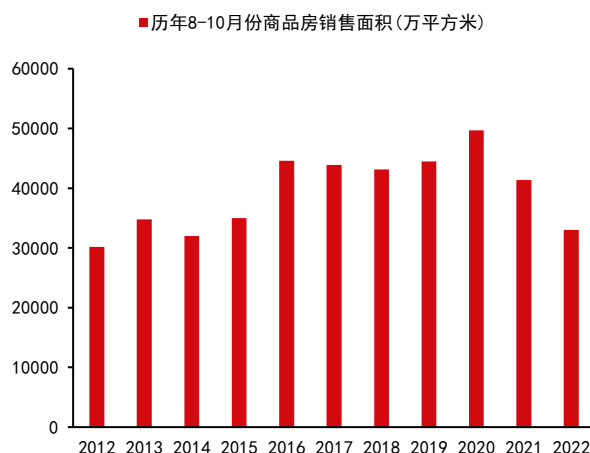
当前商品房销售低于中期趋势水平，2023 年有望修复。但考虑到我国新增合理住房需求已经触顶，“房住不炒”继续抑制投资和投机性需求，预计 2023 年商品房销售改善幅度不大。今年 8-10 月份我国商品房销售面积同比降幅大约为 16%-23%，相对于 2019 年同期的降幅大约为 22%-30%，增速大体在底部震荡，反映我国商品房销售可能已经触底。今年 8-10 月份的商品房销售面积已经降至 2012-2015 年水平，基本挤掉了投资和投机性需求。10 月份我国商品房销售同比增速再次回落，11 月份以来的高频数据亦显示商品房销售偏弱，这说明近 2 个月疫情对居民购房信心有一定的抑制。从这个意义来讲，今年 10-11 月份的商品房销售低于中期趋势水平，未来存在一定的修复空间。“房住不炒”是我国长期坚持的楼市政策基调。在这样的背景下，预计未来投资和投机性需求持续被抑制。再考虑到我国新增合理住房需求已经触顶，预计 2023 年我国商品销售面积小幅增长。

图表40：商品房销售面积增速



资料来源: Wind 中信期货研究所

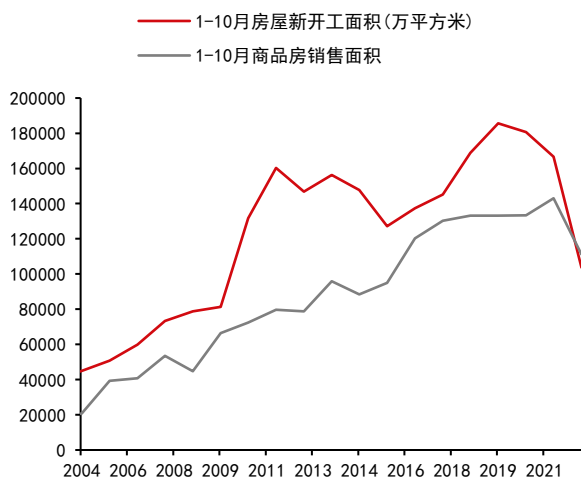
图表41：历年8-10月份商品房销售面积



资料来源: Wind 中信期货研究所

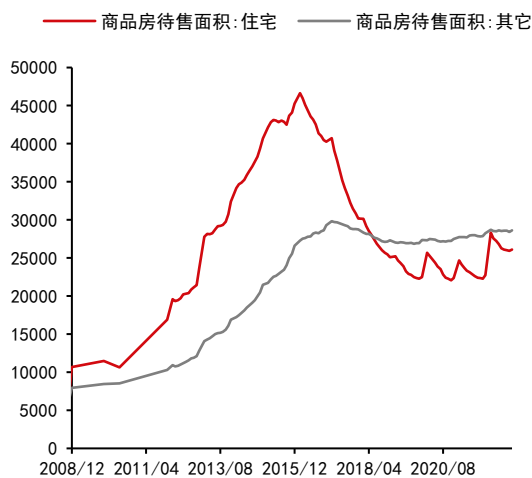
今年以来我国房屋新开工面积明显低于商品房销售面积，反映资金紧张对开发商的拿地和开工构成约束。今年 1-10 月份我国房屋新开工面积 10.37 亿平方米，显著低于 2021 年同期 11.12 亿平方米的商品房销售面积；土地购置面积同比下降 53%，降幅远大于房屋新开工面积 37.8% 的降幅。2004-2021 年间，我国房屋新开工面积一直大于商品房销售面积，即便是在开发商库存压力极大的 2015 年，房屋新开工面积也高于商品房销售面积。今年商品房现房库存并未趋势性增加，新房价格跌幅也显著小于 2015 年，反映开发商库存压力小于 2015 年。在这样的背景下，开发商不需要通过大幅降低新开工面积来防止库存累积。在商品房销售面积已经降至 2012-2015 年水平的情况下，开发商也不太可能预期商品房销售面积将进一步下降而提前减少新开工。合理的解释是开发商资金紧张限制了拿地和开工。

图表42：历年 1-10 月房屋新开工面积与商品房销售面积



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表43：商品房待售面积 (万平方米)



资料来源: Wind 中信期货研究所

最近我国金融机构对开发商融资的支持力度显著加大，预计 2023 年房屋新开工与土地购置将有所修复。11 月 14 号，三部门发布《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》；11 月 23 号，人民银行、银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，出台十六条措施。这些措施的推出意味着金融机构对房地产开发商的支持力度将显著加大。预计 2023 年开发商的资金压力将明显缓解，房屋新开工和土地购置将有所修复。

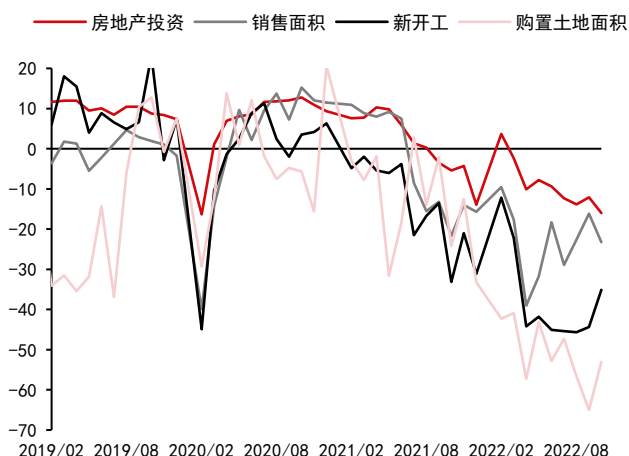
预计 2023 年上半年我国房地产投资低位企稳，下半年小幅改善。2023 年上半年我国商品房销售面积、房屋新开工与土地购置面积有望小幅改善，但考虑到前期房屋新开工面积大幅下降对房地产投资的滞后传导效应，预计上半年房地产投资低位企稳，下半年才会小幅改善。

图表44：近期我国金融领域加大对房地产市场的支持力度

发布时间	主要措施
11 月 23 日	央行、银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，出台十六条措施： 1、稳定房地产开发贷款投放； 2、支持个人住房贷款合理需求； 3、稳定建筑企业信贷投放； 4、支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期； 5、保持债券融资基本稳定； 6、保持信托等资管产品融资稳定； 7、支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款； 8、鼓励金融机构提供配套融资支持； 9、做好房地产项目并购金融支持； 10、积极探索市场化支持方式； 11、鼓励依法自主协商延期还本付息； 12、切实保护延期贷款的个人征信权益； 13、延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排； 14、阶段性优化房地产项目并购融资政策； 15、优化租房租赁信贷服务； 16、拓宽租房租赁市场多元化融资渠道。
11 月 14 日	银保监会、住建部、人民银行三部门发布《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，要求保函置换金额不得超过监管账户中确保项目竣工交付所需的资金额度的 30%。房地产企业要按规定使用保函置换的预售监管资金，优先用于项目工程建设、偿还项目到期债务等，不得用于购置土地、新增其他投资、偿还股东借款等。

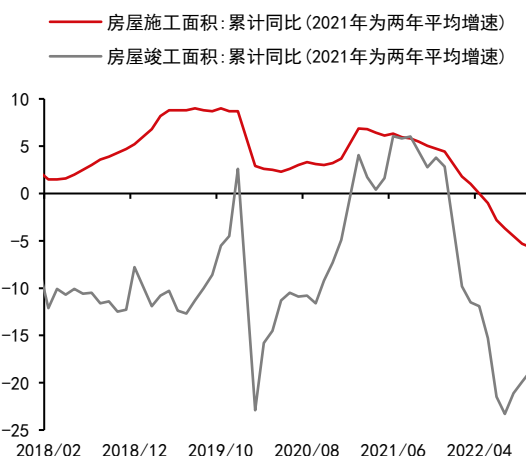
资料来源：央行网站 银保监会网站 中信期货研究所

图表45：房地产相关指标当月同比（2021 年为两年平均增速）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表46：房屋施工及竣工面积累积同比（剔除基数效应）

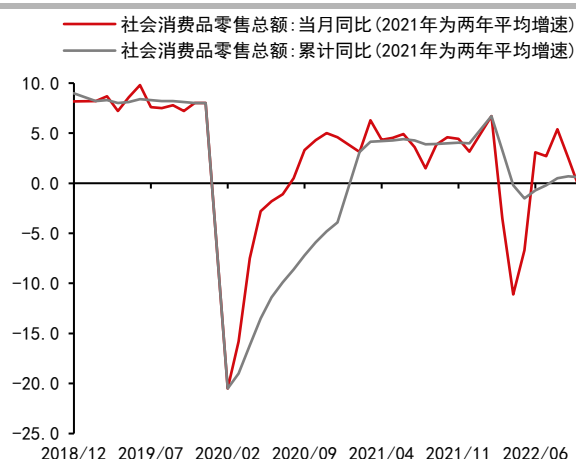


资料来源：Wind 中信期货研究所

(三) 2023 年国内疫情有望缓解，消费会有所修复，但可能仍部分受到疫情抑制

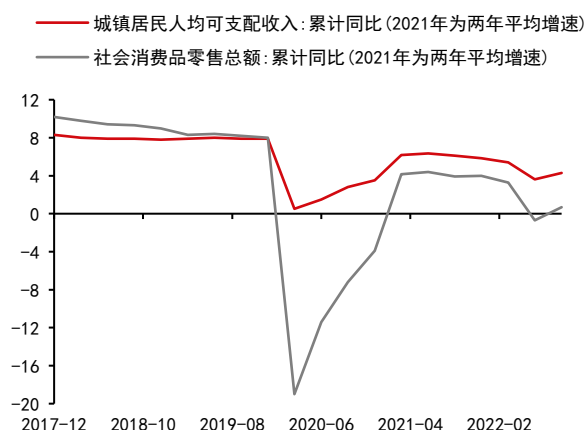
考虑到防疫政策的优化与防疫经验的累积，2023 年国内疫情有望缓解，消费趋于修复。疫情缓解可能并非一帆风顺，消费可能仍在一定程度上受疫情抑制。2022 年国内疫情有所加重，对消费的抑制明显加大。11 月 11 号我国发布优化疫情防控的二十条措施。在坚持“动态清零”总方针的前提下，根据当前新冠病毒潜伏期更短的特点，最新防疫措施减少了对相关人员和区域的隔离管控。对于同等规模的疫情，我国经济受到的抑制会有所减弱。考虑到防疫政策的优化与防疫经验的累积，2023 年国内疫情有望缓解，消费有望修复。当然，疫情的缓解可能并非一帆风顺。近期国内疫情有所扩散，短期消费受疫情的抑制仍然显著。不排除 2023 年疫情也有所反复，消费可能仍在一定程度上受疫情抑制。从消费分类数据来看，餐饮、旅游等人员密切接触型服务消费以及汽车、家电、通讯器材等非必需耐用品消费受疫情影响较大；医药、粮油食品等必需消费受疫情影响较小。未来消费的修复主要体现在人员密切接触型服务消费、非必需耐用品消费方面。

图表47：社会消费品零售总额同比增速(剔除基数效应)



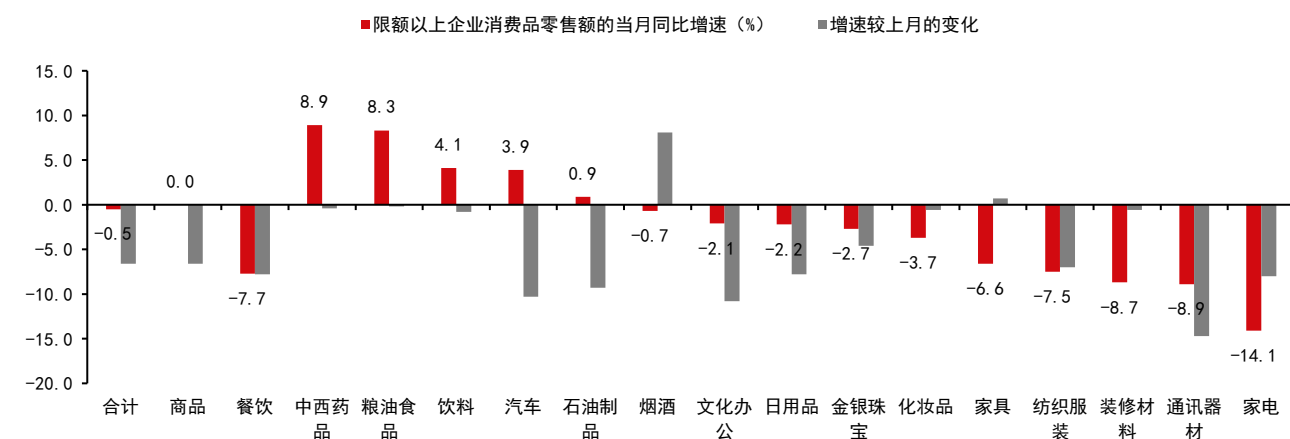
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表48：居民收入增速与消费增速



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表49：2022 年 10 月限额以上消费品零售总额的当月同比增速



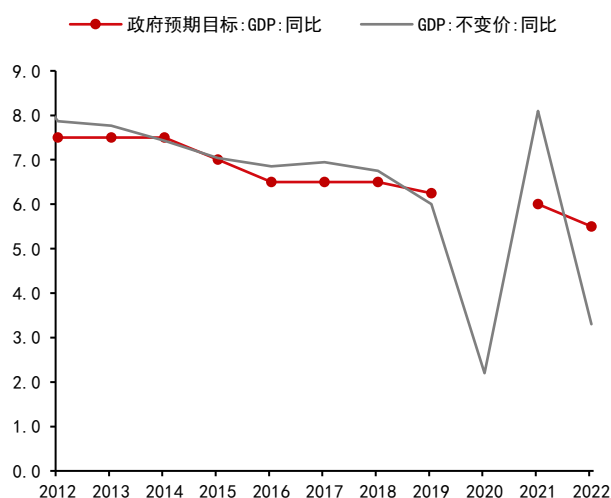
资料来源: Wind 中信期货研究所

（四）2022 年我国 GDP 增速显著低于目标，预计 2023 年稳增长力度进一步加大

由于疫情抑制经济，预计 2022 年我国 GDP 同比仅增长 3.3%，显著低于 5.5% 左右的政府预期目标。2022 年我国 GDP 增速目标是 5.5% 左右。一季度疫情略有扩散，GDP 增速同比增长 4.8%，略低于 5.5% 的目标；二季度上海疫情严重，并扩散到多个省市，我国 GDP 同比仅增长 0.4%；三季度疫情小规模多点散发，GDP 增速同比增长 3.9%，也显著低于 5.5% 的目标；四季度疫情较三季度加重，预计 GDP 增速仍显著低于 5.5% 的目标。综合来看，2022 年 GDP 同比增速在 3.3% 左右，显著低于政府预期目标。

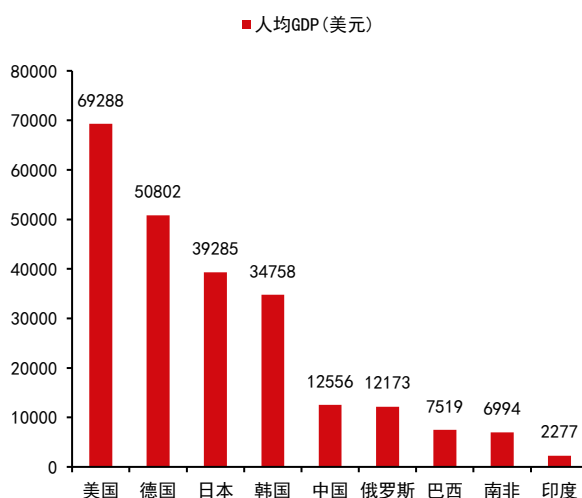
在外需下降、房地产偏弱、疫情抑制消费的背景下，预计 2023 年我国稳增长力度将进一步加大。2035 年远景目标之一是人均国内生产总值达到中等发达国家水平。这意味着 2021-2035 年我国经济总量或人均收入翻一番，GDP 年平均增长 5% 左右。在 2022 年我国 GDP 增速显著低于目标的背景下，2023 年我国 GDP 实现 5% 以上增速的迫切性加大。考虑到 2023 年我国外需下降，房地产虽然小幅改善但仍偏弱，消费虽然有望修复但可能仍受疫情抑制，2023 年我国经济实现 5.0% 以上增速仍面临较大挑战。因此，我们预计我国稳增长力度将进一步加大。

图表50：我国 GDP 增速政府预期目标与实际值



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表51：部分国家的人均 GDP



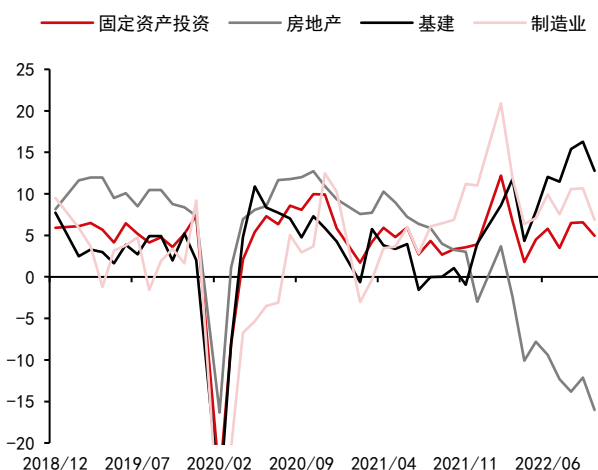
资料来源：Wind 中信期货研究所

（五）稳增长仍需基建发力，预计 2023 年我国经济趋于弱复苏

2023 年我国稳增长仍是多方面发力，基础设施建设力度有望进一步加大。今年二季度以来我国宏观政策的主基调是稳增长，相关措施包括促进消费、稳定楼市、加大基础设施建设力度、阶段性鼓励设备更新改造投资等。预计 2023 年我国稳增长仍是多方面发力。今年 1-10 月份我国基建投资同比增长 11.4%，增速较高，发挥了一定的稳增长作用。2023 年我国基础设施建设力度有望进一步加大。考虑到化石能源向清洁能源转型的需要，我国可能进一步加大清洁能源的投资力度，包括与清洁能源配套的电网、储能建设也有望加快。

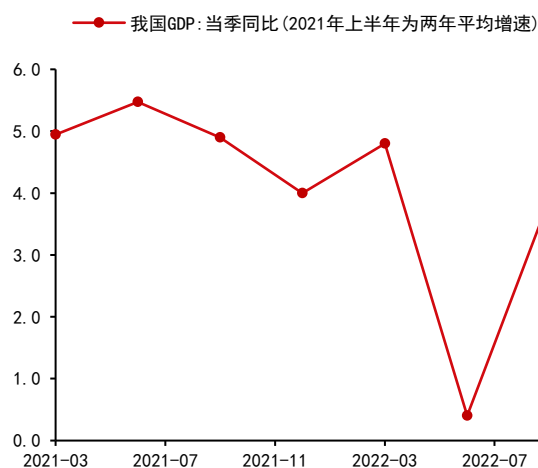
尽管 2023 年我国经济面临外需走弱、房地产投资偏弱、消费不强的不利局面，在稳增长发力的支持下，2023 年我国经济有望弱修复。

图表52：固定资产投资当月同比(2021 年为两年平均增速)



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表53：我国 GDP 增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

三、投资策略

考虑到美国核心通胀拐点可能已经出现，美元指数与美债收益率可能已经处于顶部区域。不过，美元指数与美债收益率的进一步回落仍需等待美国核心服务通胀见顶的信号，这大概率出现在明年上半年，具体时间点仍需观察通胀走势。

由于 2023 年美国利率维持高位，美联储继续缩表，美国经济弱衰退，美股可能尚未回调到位。在经历持续多年的牛市之后，美股投资者倾向于乐观看待股市，可能尚未充分反映美联储缩表、美国经济弱衰退对美股的负面影响。

在国内经济弱修复的背景下，我国国债收益率总体会有所上行。当然，由于国内经济回升幅度不大，国债收益率回升幅度也不大。

尽管 2023 年国内经济仅是弱修复，但考虑到目前股市估值较低，国内股市预计有相对积极的表现。由于美欧经济只是弱衰退，不太可能出现系统性金融风险，对国内风险资产的负面影响不大。

海外抗通胀需要适当压低商品价格，明年大宗商品价格整体震荡偏弱。考虑到国内经济弱修复，国内相关品种价格相对偏强。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>