



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

高翔 分析师

投资咨询编号: Z0016413

gaoxiang@nawaa.com

0571-89727506

2023 利率年度展望

辞旧迎新，周期更替

摘要

未来一年我们认为内外宏观环境的转变为稳增长扫除阻碍，后疫情时代经济修复是第一要务，政策助推之下，周期更替就在眼前，宽信用将带动利率中枢明显上移。具体包括：

疫情防控进入“后清零时代”，一方面解除生产消费各环节的物理限制，另一方面，流通环节打通，标志着资本在“生产、消费、分配、交换”的循环中能够顺利流动，经济周期平稳向上运行，在我们眼中，这会是疫情放开带来的最大利好。

经济内循环，增长动能从出口、投资向消费、投资转变。防疫限制“松绑”是消费复苏的基础，而企业利润的修复以及潜在的政策支持是我们看多的主要原因。另一方面，地产行业完成风险出清，考虑到地产对于今年经济增长以及财政收入的拖累程度，企稳就是最大的边际利好。

海外方面，美联储加息周期下半场，加息放缓预期以及国内基本面预期升温之下，人民币贬值压力减弱，货币政策获得腾挪空间。

总体来看，疫情周期、内部经济周期以及海外流动性周期象限轮转之下的共振效应，局部小周期互相嵌套形成合力，共同推动宏观周期切换，长端利率中枢明显上移。

目录

摘要.....	1
图表目录	3
第 1 章 发展回归主线，宏观周期轮转	4
1.1. 发力稳增长，宏观环境改善	4
1.1.1. 经济修复迫在眉睫.....	4
1.1.2. 宏观环境改善.....	4
1.2. 货币—信用视角：货币稳，信用宽	5
第 2 章 疫情周期——“后清零”时代	5
2.1. 防疫政策边际转变	5
2.2. 境外“放开”经验的对比研究	7
2.2.1. 美国.....	7
2.2.2. 韩国.....	9
2.3. “后清零时代”的思考与展望	11
2.3.1. “放开”不是经济的灵丹妙药.....	12
2.3.2. 政策转变助力稳增长.....	13
第 3 章 经济内循环——动能转换期	13
3.1. 经济动能转换期	13
3.2. 消费环境改善是重要利好	14
3.2.1. 消费看多根源在于限制解除.....	14
3.2.2. 中下游企业盈利周期改善释放潜力.....	15
3.3. 从拖到稳——地产是关键的边际变量	17
3.3.1. 避免预期过热.....	18
3.3.2. 稳就是最大的利好.....	18
3.4. 财政发力，货币稳健充裕	19
第 4 章 美联储货币政策转换期.....	20
4.1. 紧缩压力减弱释放货币政策腾挪空间	21
4.2. 外需影响相对有限	21
4.2.1. 对外贸易对于经济的直接贡献有限.....	21
4.2.2. 经济内循环对海外衰退存在对冲作用.....	22
免责声明	24

图表目录

图 1.1 人均收入水平	4
图 1.2 货币—信用传导滞涩	5
图 2.1 美国疫情放开进程	7
图 2.2 个人消费支撑经济上行	8
图 2.3 疫后财政赤字创历史新高	8
图 2.4 放开后服务类消费明显上行	9
图 2.5 韩国疫情放开进程	9
图 2.6 放开后韩国经济持续低迷	10
图 2.7 消费服务业低迷	10
图 2.8 出口受外部环境影响	11
图 2.9 疫后政策刺激力度不足	11
图 2.10 居民储蓄与消费支出的关系	12
图 2.11 收入与支出水平双双回落	13
图 3.1 2022 年出口、投资起到支撑作用	14
图 3.2 防疫限制解除后消费出行顺利修复	15
图 3.3 防疫限制解除后消费出行顺利修复 (2)	15
图 3.4 企业盈利与消费	16
图 3.5 PPI-CPI 剪刀差收窄转负	16
图 3.6 今年以来企业主动去库	17
图 3.7 下游盈利改善	17
图 3.8 11 月后申万房地产板块大幅攀升	18
图 3.9 地产投资增速持续下行	19
图 3.10 土地出让影响财政收入	19
图 4.1 通胀压力下美联储开启加息	20
图 4.2 贬值压力下股债汇“三杀”	21
图 4.3 净出口对 GDP 贡献率有限	22
图 4.4 全球 GDP TOP6 国家对外贸易依存度	22

第1章 发展回归主线，宏观周期轮转

2022 年是承上启下的一年，“二十大”的顺利召开以及新一届领导班子的出台标志着我们即将进入新一轮的宏观周期，与此同时，2022 经历了疫情防控政策从“动态清零”到“精确科学防控”的过度，也见证了美联储加息周期由盛而衰的转折。**展望 2023，当政策发力稳增长，基本面改善之下利率中枢上移水到渠成，周期拐点就在眼前。**

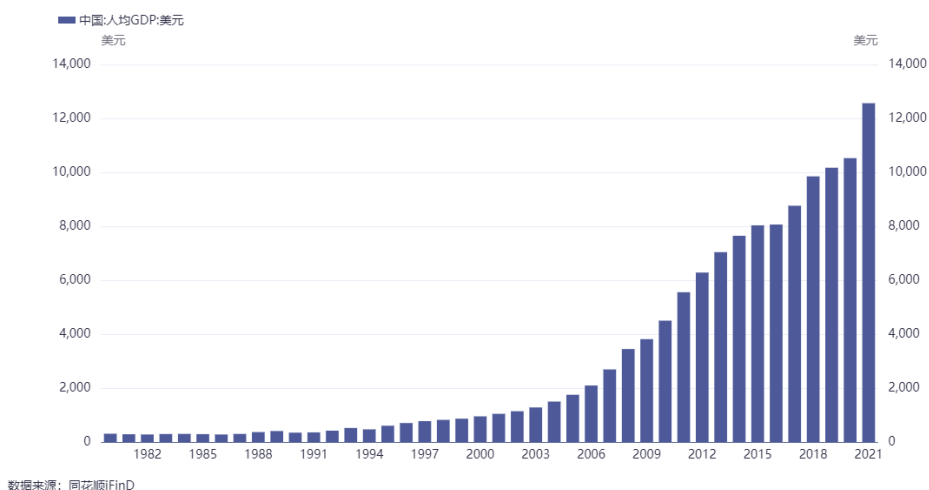
1.1. 发力稳增长，宏观环境改善

1.1.1. 经济修复迫在眉睫

在“二十大”报告中关于“十四五”时期的计划以及 2035 年的社会主义现代化远景目标再次被强调：我国经济实力、科技实力、综合国力将大幅跃升，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，中等收入群体显著扩大，基本公共服务实现均等化**…。而在关于《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 2035 年远景目标的建议》说明也具体指出，“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。”

从世界银行的口径来看，2020 年以美元计价的人均 GDP 水准为 10525 亿美元，按照翻一番的目标来粗略测算，2021 年至 2035 年的年度 GDP 实际增速平均值需要达到 4.73%。另一方面，截止 2022 年三季度，前三季度 GDP 累计增速为 3%，单季增速 3.9%，距离目标水平仍有一定差距。

图 1.1 人均收入水平



资料来源：iFind 南华研究

1.1.2. 宏观环境改善

2022 是换届之年，“二十大”闭幕后中央政治局召开一中全会，顺利完成交接。2023 是开局之年也是建设社会主义现代化国家的起步阶段，意义重大，而在内部结构稳定后，

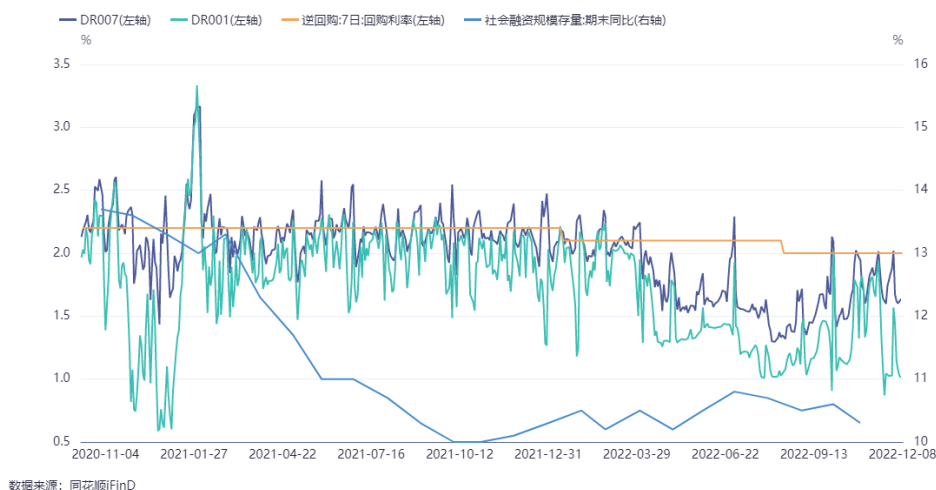
便可以将更多的精力放在谋求发展这一议题上来。内部稳定的同时，外部环境也有所改善：美国中期选举结束后民主党与共和党分别把持参众两院的主要席位，内部权力制衡，对外强硬的政治诉求也相对弱化，中美关系迎来修复。G20 峰会上两国领导人首次进行面对面会晤。此外，德国总理舒尔茨也在顺利完成访华后撰文称“中国的崛起，不是孤立中国的理由，也不是限制对华合作的借口”。**整体来看，未来不论是内部格局还是外部环境都趋于稳定，这是实现经济平稳增长的重要基础。**

1.2. 货币—信用视角：货币稳，信用宽

货币—信用框架是我们惯用的利率市场分析框架，2022 年是典型的宽货币紧信用周期。具体来看，全年共执行了两次全面降准，两次降息，大部分时间银行间资金中枢低于 7 天逆回购利率，流动性整体充裕，但信用始终难宽，其症结主要在于：疫情防控限制生产消费行为，影响了资本的流通环节，导致宽货币难以顺畅的传导至宽信用；其次，地产行业风险引爆，房地产投资增速全年大幅回落，对经济形成拖累，相关产业链的大量中下游实体企业通过主动去库缓解经营压力，信贷扩张需求较弱；最后，企业盈利受损传导至居民部门，个体消费意愿低迷，同时防疫政策也限制了消费半径以及消费行为。

正如前文所说，我们认为 2023 基本面将迎来明显改善，这一方面是出于基数效应层面的考量，但更为关键的是疫情周期、内部经济周期以及海外流动性周期象限轮转之下的共振效应，局部小周期互相嵌套形成合力，共同推动宏观周期切换。

图 1.2 货币—信用传导滞涩



资料来源：iFind 南华研究

第2章 疫情周期——“后清零”时代

2.1. 防疫政策边际转变

自 10 月底以来国内新增确诊病例数以及新增无症状确认数再度激增，并在不到一个月的时间内就超过了今年 3 月上海疫情的上行速率，不同之处在于，尽管本轮疫情呈

现“多点开花”的局面，却并没有导致全国各地出现封城的行为，反而不断对防控政策进行优化。从“二十条”到“新十条”，我们认为防疫政策已经迈入“后清零”时代，这会是经济重启的重要背景。

表格 1 防疫政策转变

防疫政策优化		
优化领域	“二十条”	“新十条”
关于划分风险区	四) 将风险区由“高、中、低”三类调整为“高、低”两类…	一是科学精准划分风险区域。
关于核酸检测	(六) 没有发生疫情的地区严格按照第九版防控方案确定的范围对风险岗位、重点人员开展核酸检测，不得扩大核酸检测范围…	二是进一步优化核酸检测。
关于隔离方式	(一) 对密切接触者，将“7+3”管理措施调整为“5+3”… (二) 及时准确判定密切接触者，不再判定密接的密接。	三是优化调整隔离方式。
关于高风险区解封	(四) ……，高风险区连续 5 天未发现新增感染者，降为低风险区。符合解封条件的高风险区要及时解封。	四是落实高风险区“快封快解”。
关于药物购买	(十三) 加快新冠肺炎治疗相关药物储备。	五是保障群众基本购药需求
关于疫苗接种	(十二) 有序推进新冠病毒疫苗接种	六是加快推进老年人新冠病毒疫苗接种。
关于重点人群保护	(十四) 强化重点机构、重点人群保护。	七是加强重点人群健康情况摸底及分类管理。
关于社会管理	(十六) 加大“一刀切”、层层加码问题整治力度。	八是保障社会正常运转和基本医疗服务。
关于保障问题	(十七) 加强封控隔离人员服务保障。	九是强化涉疫安全保障。
关于学校疫情防控	(十八) 优化校园疫情防控措施。	十是进一步优化学校疫情防控工作。
防境外输入	(七) 取消入境航班熔断机制…	在“新十条”中没有提到，仍按原政策执行。
医疗资源建设	(八) 对于入境重要商务人员、体育团组等，“点对点”转运至免隔离闭环管理区	
疫情早处置	(“闭环泡泡”)…	
企业和工业园区防疫	(九) 明确入境人员阳性判定标准为核酸检测 Ct 值<35…	
人员疏解		

- (十) 对入境人员，将“7天
- (十一) 加强医疗资源建设…集中隔离+3天居家健康监测”调整为“5天集中隔离+3天居家隔离”…
- (十五) 落实“四早”要求，减少疫情规模 and 处置时间…
- (十九) 落实企业和工业园区防控措施…
- (二十) 分类有序做好滞留人员疏解…

南华期货整理

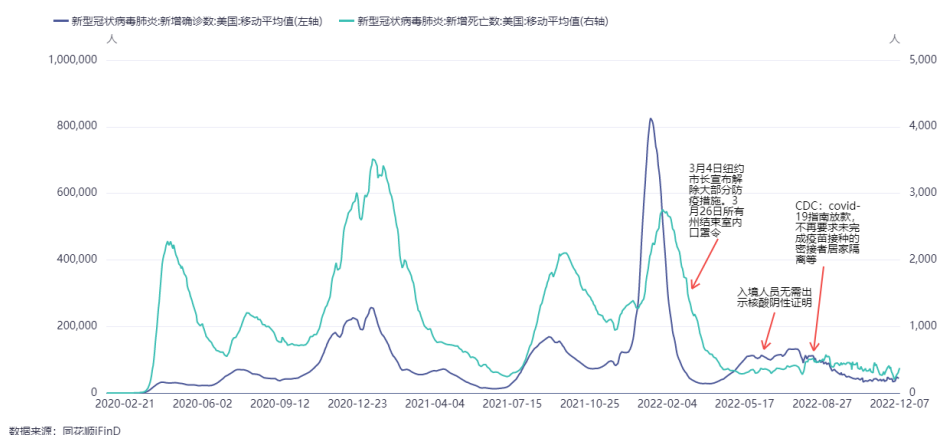
2.2. 境外“放开”经验的对比研究

防控政策转变对于宏观周期具有重要意义，我们通过海外经验找寻两者之间的规律。

2.2.1. 美国

美国的“放开”进程始于 2022 年 3 月，今年 3 月起美国多个州陆续宣布解封，3 月 4 日纽约市长宣布接触纽约大部分防疫限制，具体包括疫苗接种证明、佩戴口罩禁令等，至 3 月底夏威夷州取消市内戴口罩要求后，疫情防控政策正式宣告“躺平”。后续 6 月中旬 CDC 取消入境人员的核酸检测要求，8 月 Covid-19 指南修改，不再要求未接种密接者居家隔离，不在建议对无症状感染者进行常规检测等。

图 2.1 美国疫情放开进程

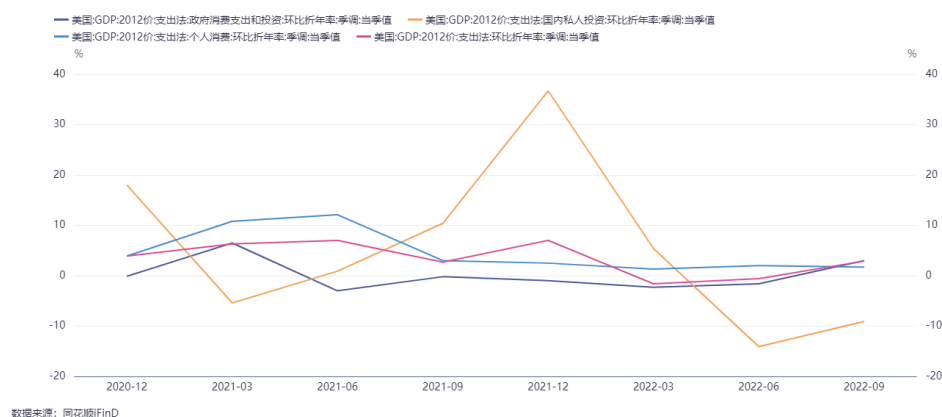


资料来源：iFind 南华研究

从数据来看，3 月 Omicron 疫情的降温为放开创造了客观环境，而在限制逐渐解除的过程中，并没有出现新的确诊病例高峰，这一方面是由于放开后无症状与轻症患者不在强制上报，另一方面也与病毒的毒力以及致死率降低有关，这从新增死亡病例数量中可以看出。经济方面，3 月疫情逐步放开后 GDP 环比增速有所回升，这主要得益于居民消费的拉动作用，“放开”后个人消费环比折年率较一季度的 1.3% 明显上行，而政府部门消费与投资以及私人部门投资数据均出现回落。美国消费强劲的驱动何在，仅仅是因为解除了疫情限制吗？我们认为除了这一点以外，还归功于强力的货币财政政策，2020

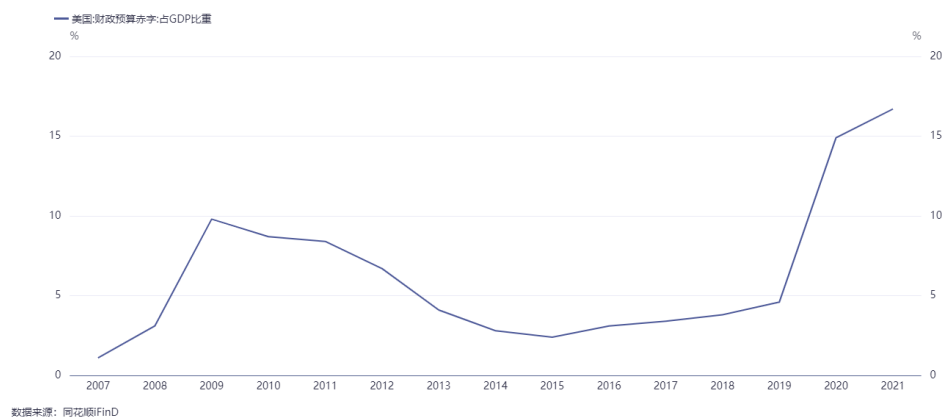
以及 2021 财年美国财政赤字分别为 3.13 万亿以及 2.77 万亿，均为历史高位水平，对比之下 2019 财年的赤字额度仅为 9836 亿，此外 2021 年末美国财政预算占 GDP 比重高达 16.7%，而 2019 年末该指标仅为 4.6%。而这些天量的财政资金除了用于补充联邦政府资金、提供税收抵免、提供企业贷款外，还包括一轮 1.9 万亿的救助计划，占 2020 年 GDP 比重 8.8%，具体内容包括投资公共卫生设施、扩大失业救济金计划以及向符合条件的个人发放 1400 美元的直接补助。直接的现金救助为商品特别是耐用品消费提供了较好的支撑，而在防疫限制松绑之后，服务业也迎来了复苏，因此我们可以看到个人消费呈现总量修复、结构从耐用品消费向服务消费转移的特征。

图 2.2 个人消费支撑经济上行



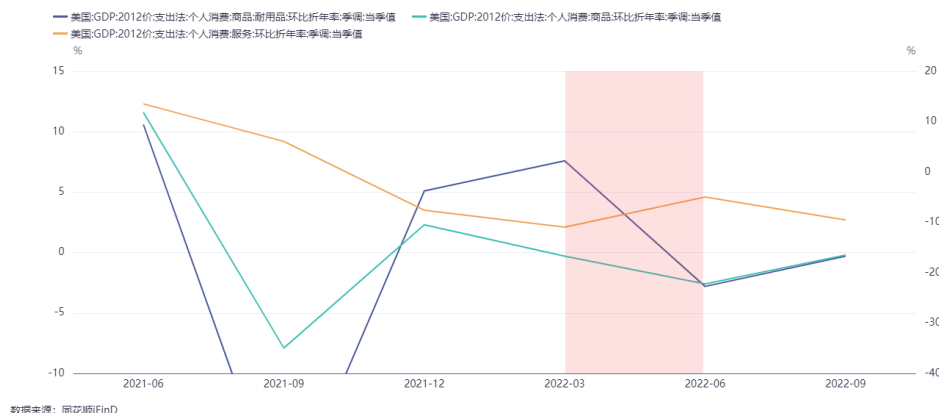
资料来源: iFind 南华研究

图 2.3 疫后财政赤字创历史新高



资料来源: iFind 南华研究

图 2.4 放开后服务类消费明显上行

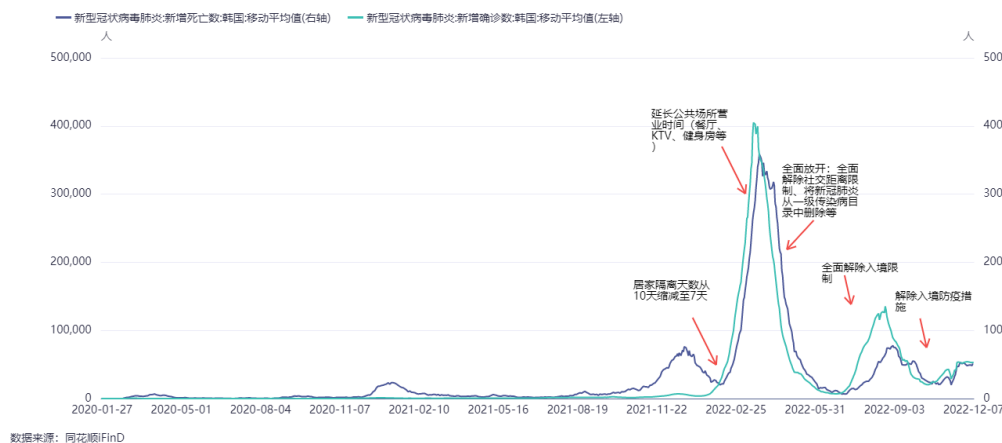


资料来源：iFind 南华研究

2.2.2. 韩国

2022 年 1 月起韩国扩大私下聚会人数至 6 人，随后在 2 月延长了公共场所（餐厅、KTV、健身房等）的营业时间，4 月全面解除社交距离措施并下调新冠肺炎传染病等级，宣告全面放开。

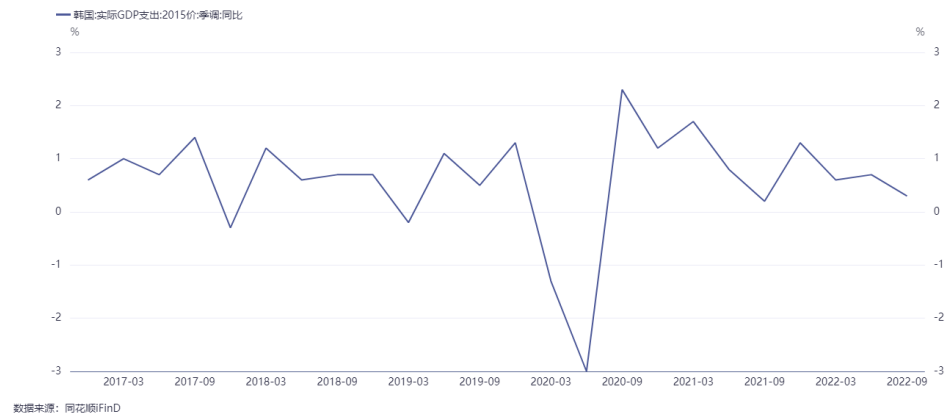
图 2.5 韩国疫情放开进程



资料来源：iFind 南华研究

但从经济层面来看，疫情放开后韩国整体经济增速并没有得到明显提振，二季度疫情完全放开后韩国 GDP 同比增速持续回落，最近公布的三季度季调同比增速来到 0.3%，为年内次低点。

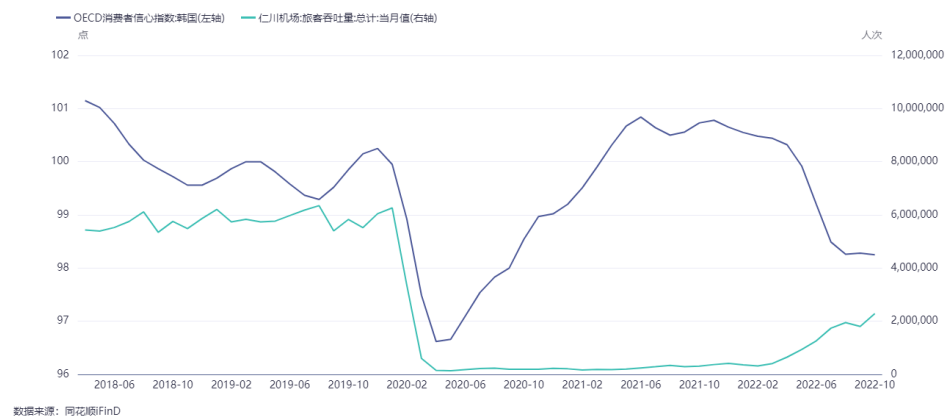
图 2.6 放开后韩国经济持续低迷



资料来源：iFind 南华研究

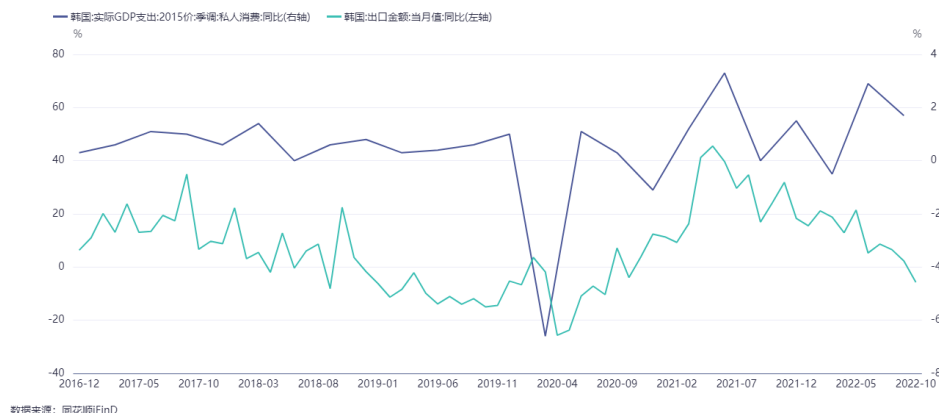
而与疫情防控紧密相关的消费数据也并没有表现出应有的强势，今年 6 月韩国全面解除入境限制，所有入境人员一律免于隔离，意在提振旅游业。但从仁川机场的旅客吞吐量来看，修复斜率十分平缓，直到今年 10 月仁川机场当月旅客吞吐量总计约 229 万，约占疫情前水平的 37% 左右。除了消费低迷外，由于美联储开启加息周期，全球总需求回落，极大影响到了对外贸易。出口作为韩国的支柱产业，年内同比增速持续回落，并与 10 月正式落入负增长区间。

图 2.7 消费服务业低迷



资料来源：iFind 南华研究

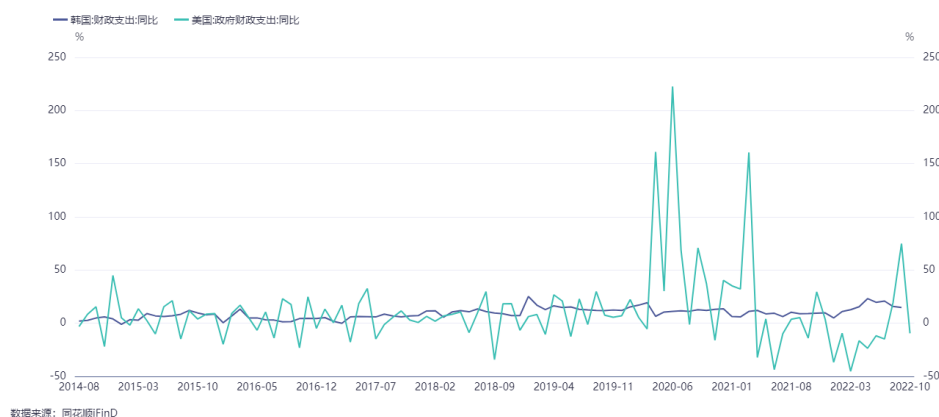
图 2.8 出口受外部环境影响



资料来源：iFind 南华研究

究其原因，我们认为韩国疫情放开后经济持续低迷的主要原因有二：首先是政策刺激力度不够，与疫情后美国创历史新高的财政支出力度以及赤字规模不同，韩国的财政支出同比增速相比疫情前甚至有所下滑，指向政策较为保守，对于消费的刺激有限。第二，从政策放开时点可以看出韩国解除防疫限制是疫情仍处在高发阶段，这说明政策的放开并不完全是水到渠成。3 月中下旬韩国中央灾难安全对策本部曾表示，全国部分地区重症患者病床使用率高达 90%，而韩国保健医疗产业工会也曾表示医护人员远远不够，这都指向医疗资源挤兑可能会是被动放开的主要原因之一。

图 2.9 疫后政策刺激力度不足



资料来源：iFind 南华研究

2.3. “后清零时代”的思考与展望

随着 12 月 7 日“新十条”落地，正式宣告我国进入了疫情防控的新周期，而防疫政策的放开究竟意味着什么，又会对经济周期造成什么样的影响，我们的观点与思考如

下。

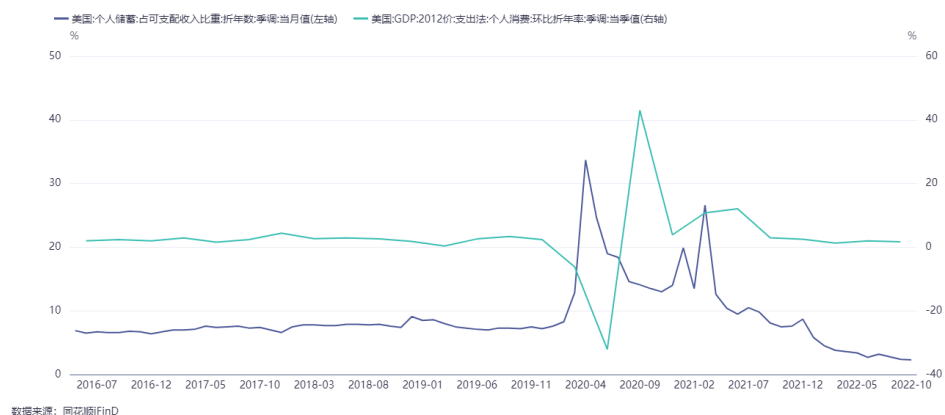
2.3.1. “放开”不是经济的灵丹妙药

自 11 月投资者开始预期防控政策边际转松以来，市场上就充斥着一种预期，即防控限制的去除必定会导致经济复苏，结果就是市场风险偏好快速攀升。但我们认为这样的逻辑传导路径是有缺陷的，与其说二者之间存在等价关系，倒不如认定政策放开是经济复苏的必要不充分条件，即放开不一定会引导经济复苏，但经济复苏必定以放开为前提。

从疫情放开后的成功与失败案例来看，其中有几条经验教训值得留意：首先是医疗资源挤兑的问题，前文中曾提到韩国的疫情放开过程并非完全的主动行为，存在一定的医疗资源挤兑以后倒逼放开的情况，这也导致了后续疫情出现再度扩散以及新增死亡人数并没有明显改善的情况。对于普通居民来说，感染后的医疗成本以及重症风险依然偏高，即便政策端的限制放开，出于避险的心里也会导致消费行为受限。其次便是政策力度，从案例中可以发现防疫政策放开后经济增长依旧需要考量政策力度、经济环境、外部影响等多方面因素，而在全球衰退的大环境下，是否有足够分量的政策及时进行对冲就至关重要。

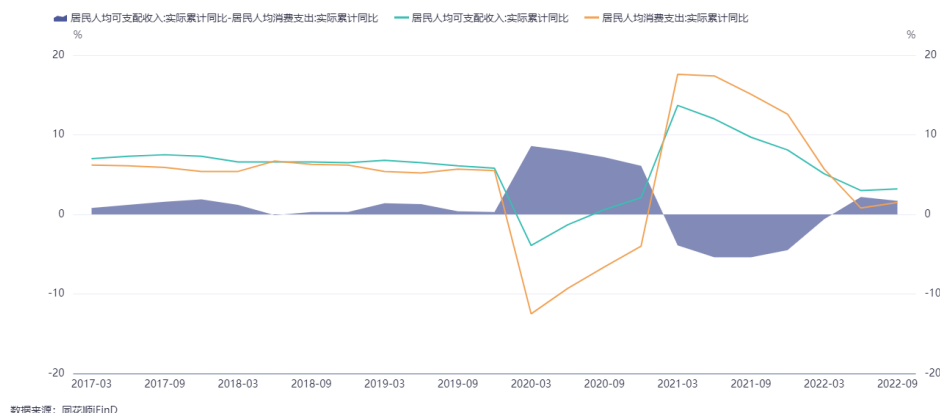
此外，防控放开并不能完全弥补已经损失的消费需求。举例来说，跨地区流动恢复正常后旅游出行需求可能回暖，但消费者基本不会在有限的假期内制定以往两倍的出行计划来弥补过去不得不放弃的旅游行程。除此之外，疫情对于居民部门资产负债表的伤害是肉眼可见的，这无法靠防疫政策的变动来修补。更具体来说，疫情之后人民的储蓄以及消费习惯都出现了改变，例如会增加储蓄比例以应对未来潜在不确定性可能带来的风险，例如企业经营压力加大后收入水平受到影响，消费被迫降级等情况。从美国经验来看，财政补贴在疫情早期抬高了居民储蓄水平，这也是后来消费强劲的重要原因，从数据段来看，居民部分消费的持续增长背后是储蓄水平的持续回落。对于国内来说，疫情防控期间居民收入以及支出水平同步回落，其中收入受损更为严重，需要有关的消费政策进行帮扶。

图 2.10 居民储蓄与消费支出的关系



资料来源：ifind 资讯 南华研究

图 2.11 收入与支出水平双双回落



资料来源：ifind 资讯 南华研究

2.3.2. 政策转变助力稳增长

以上的目的只是想要提示市场应当避免过度乐观，但这不代表我们否认了政策转松的作用，恰恰相反，我们认为“放开”对于稳增长至关重要，将会起到基石一般的作用。正如本章初所说：“放开不一定会引导经济复苏，但经济复苏必定以放开为前提。”

首先，截至 12 月，国内新冠疫苗覆盖率已处高位，病毒致病力、毒力均明显减弱，病死率大大降低，98%以上的感染者属于无症状以及轻症患者。中国工程院院士张伯礼表示“新冠肺炎回归乙类管理的条件日趋成熟”。以上种种迹象均说明普通居民感染以后的治疗成本以及重症概率相对于疫情早期已经大大降低，此时放开水到渠成，不会制约经济。

另一方面，“畅通国民经济循环，打通生产、分配、流通、消费各环节，增强内需对经济增长的拉动力。”，这是 2022 政府工作报告中指出的工作任务。“生产、分配、交换、消费”的“四环节”理论最早由马克思提出，认为其构成了资本循环的各个阶段。其中生产表现为起点，消费表现为终点，分配和交换表现为中间环节，而流通是交换的一种要素。四环节周期往复，生产通过消费兑现剩余价值完成资本积累，最终实现经济增长。从这一视角来看，防疫政策的转变将会直接导致流通环节的畅通，只要“四环节”传导顺利，经济周期就能够平稳向上运行，在我们眼中，这会是疫情放开带来的最大利好。

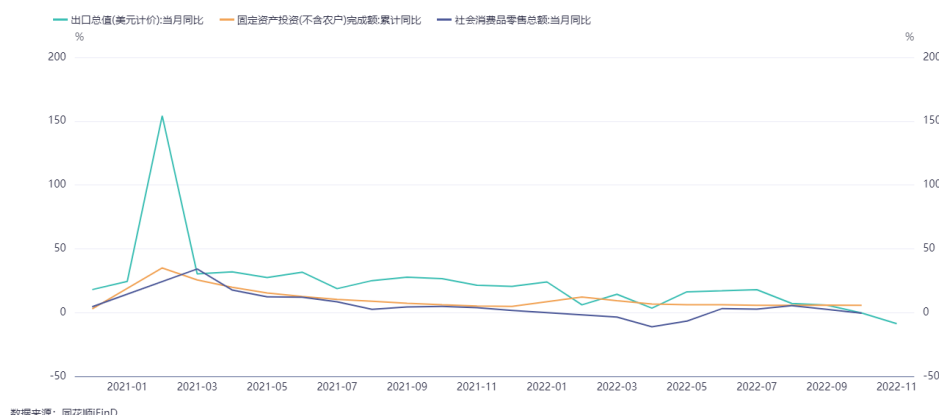
第3章 经济内循环——动能转换期

3.1. 经济动能转换期

2022 年受疫情影响，全年消费持续下滑，4 月上海疫情封控后消费增速-11.1%创年内新低，而出口与投资则相对强势，对经济起到支撑作用。未来我们认为随着政策环境

改善，消费修复以及投资的托底，特别是其中房地产行业的触底企稳，将会成为稳经济的新抓手。增长动能的转换会为基本面增添活力。

图 3.1 2022 年出口、投资起到支撑作用



资料来源：Ifind 资讯 南华研究

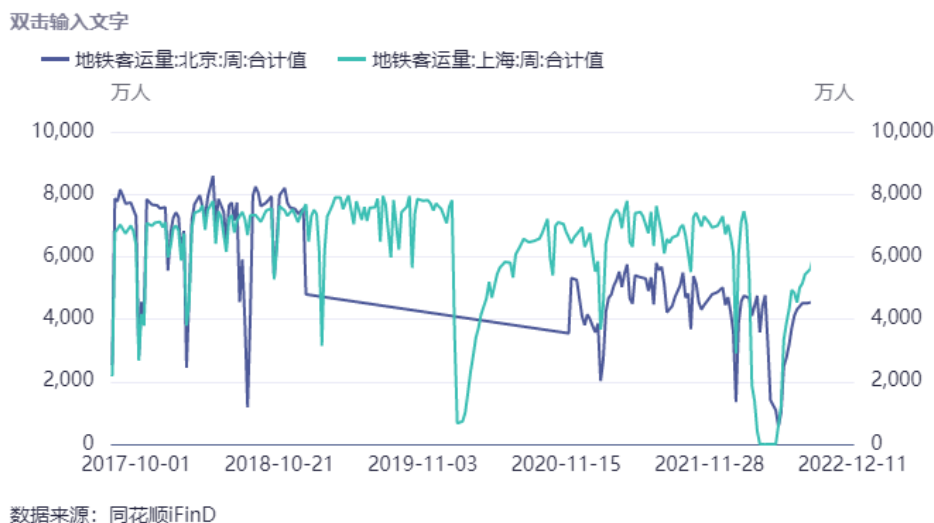
3.2. 消费环境改善是重要利好

为什么我们对消费的修复如此乐观？主要理由有以下几点

3.2.1. 消费看多根源在于限制解除

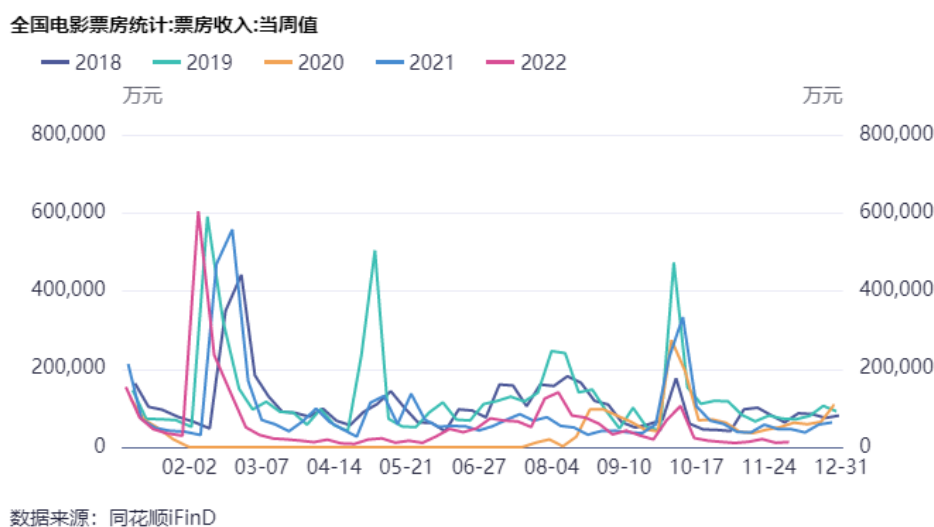
通过对于海外疫情防控政策放开以后经济表现情况的经验总结，我们可以得出两个关键结论：一是防疫限制的解除必定会带动短期内的消费出现脉冲式的修复，即便是前文中作为反面案例的韩国也是如此，至于复苏的长度以及高度能达到什么程度，这取决于配套政策以及外部环境。第二在于顺势而为的政策放开不会对居民消费行为的修复形成干扰，而如果是出于医疗资源挤兑等方面考量的被动放开则不然。以上论点在国内也有数据支撑，例如在今年上半年上海疫情过去后，上海地铁客运量在不到两个月内的时间内就回到了疫情封城之前的程度，与此同时暑期全国电影票房收入也快速上行，超过前两年的同期水平。我们认为在我国高度精细化的疫情防控体系以及病毒“杀伤力”逐渐减弱的背景下，防疫限制解除能够很自然通畅的向消费行为修复传递，而不会出现类似韩国的情况。

图 3.2 防疫限制解除后消费出行顺利修复



资料来源: Ifind 资讯 南华研究

图 3.3 防疫限制解除后消费出行顺利修复 (2)

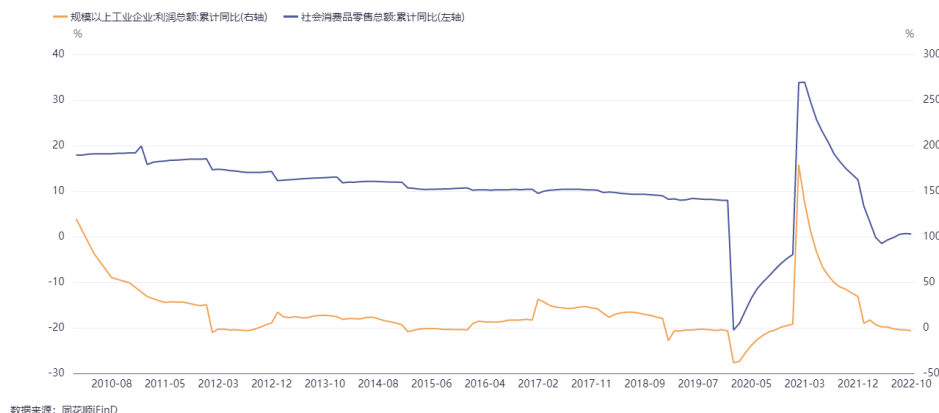


资料来源: Ifind 资讯 南华研究

3.2.2. 中下游企业盈利周期改善释放潜力

企业盈利与消费行为有着较强的相关性,并且在一定程度上领先消费数据,这是因为企业盈利改善传导至居民部门收入上行也需要一定时间。那么,依照此逻辑,当企业利润周期进入上行阶段,对于消费也存在着积极的指引。

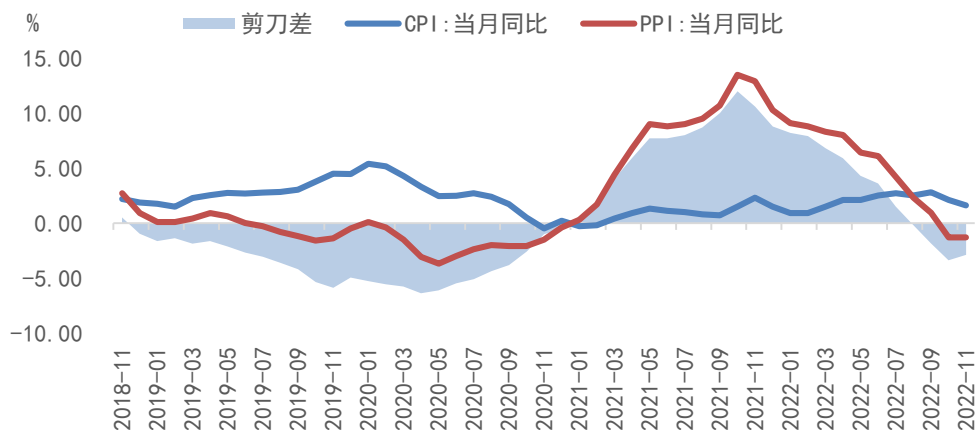
图 3.4 企业盈利与消费



资料来源：Ifind 资讯 南华研究

2021 年由于全球供应链问题的影响，上游原材料价格高企，PPI-CPI 剪刀差持续走阔，上游企业盈利但高额的原材料成本转移到中下游，成本高昂加上下游需求不振，两头冲击使得中下游企业举步维艰。今年以来我国工业企业主动去库，生产保持低位来匹配疲弱的需求，效果颇为显著。从图中可以看出规上工业企业利润同比增速已于 6 月转正，结合累计增速持续上行的情况来看，下半年单月利润同比持续回升。

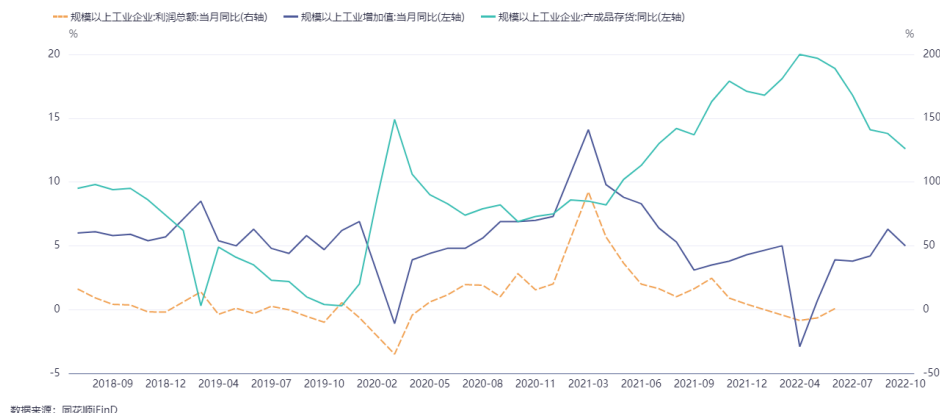
图 3.5 PPI-CPI 剪刀差收窄转负



资料来源：Ifind 资讯 南华研究

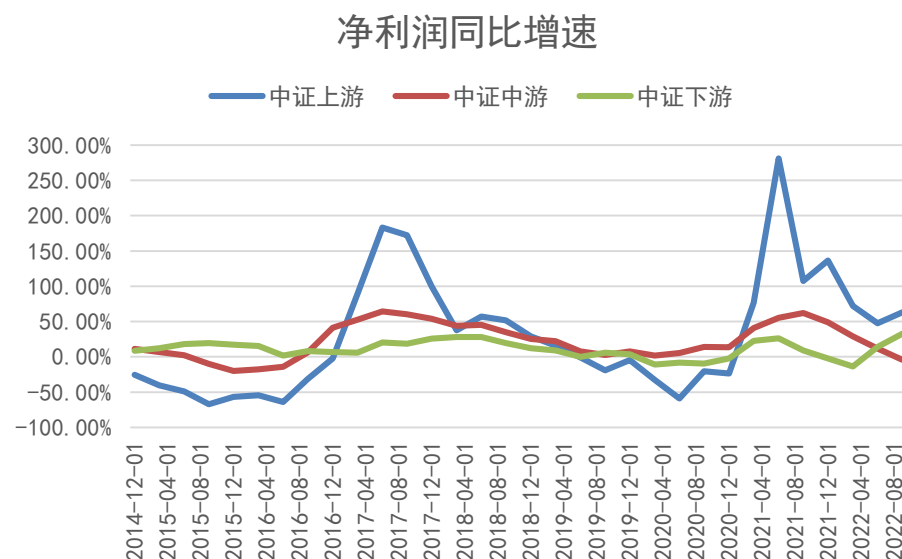
进一步来看，中证上中下游的净利润同比增速或许可以给我们更直观的感受：自今年一季度以来下游指数净利润增速转头上行，而上游利润尽管仍旧高位，但相比去年来说已经大幅回落，而 PPI-CPI 剪刀差于去年 9 月正式转头向下，领先下游利润增速约一个季度。

图 3.6 今年以来企业主动去库



资料来源：Ifind 资讯 南华研究

图 3.7 下游盈利改善



资料来源：Ifind 资讯 南华研究

3.3. 从拖到稳——地产是关键边际变量

地产历来是国内稳增长的重要抓手，一方面在于其上通黑色、水泥、有色、玻璃等重要的大宗商品原材料，下达建筑装修、家电消费甚至居住相关的医疗餐饮中下游加工、消费服务业，牵一发而动全身，对于盘活全产业链具有重要意义。另一方面在于房地产行业的景气度会推升土地出让收入，在土地财政的背景下是第二本账政府基金收入的重要来源，同时房地产作为天生的优质抵押物，对于银行资产负债表的扩张也起到了重要作用。站在当前时点，我们认为对于地产需要有至少有两点清晰的认识：一，未来地产

行业的重要性会边际弱化；二，地产依旧是最为关键的边际变量，其行业经济度的企稳对于稳增长至关重要。

3.3.1. 避免预期过热

认识到行业重要性边际弱化的作用在于不会对地产在本轮经济修复中的拉动作用抱有过高的期望。四季度以来房地产利好政策接连落地，主要针对房企融资困难的问题，称得上是对症下药。11月中旬由央行、银保监会联合出台的“地产16条”主要内容涉及保持地产融资平稳有序（房企开发贷、存量融资展期、建筑企业信贷和个人住房贷）、受困房企风险出清、保障住房金融消费者合法权益、金融管理政策阶段性调整（延长房地产贷款集中度管理政策过渡期、优化房地产项目并购融资政策）、加大住房租赁金融支持力度等内容。随后支持民营房企融资的“第二支箭”（债权融资）、“第三支箭”（股权融资）纷至沓来，点燃市场预期。

图 3.8 11 月后申万房地产板块大幅攀升



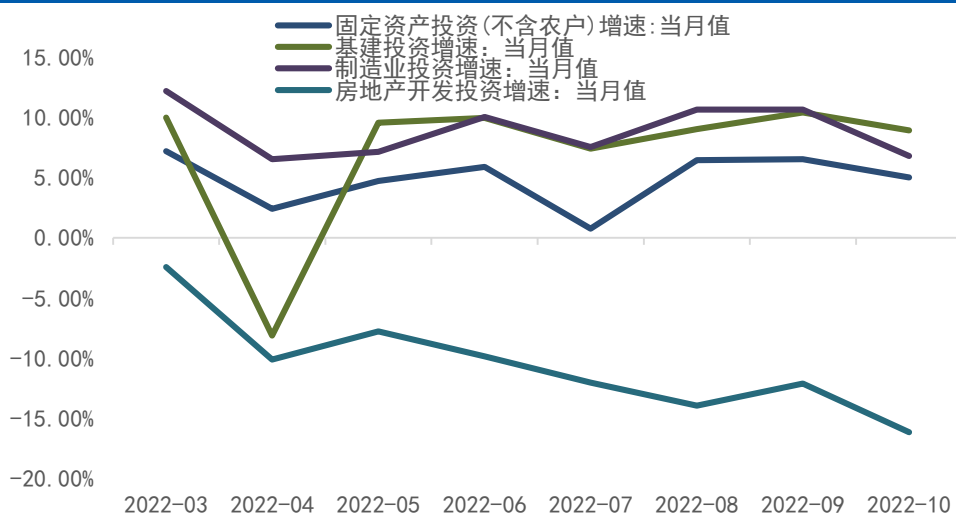
资料来源：Ifind 资讯 南华研究

但正如我们前文曾指出，需要警惕预期过热的情况。事实上今年以来房地产开发投资累计增速持续回落，10月单月同比增速为年内新低的-16.1%。高频数据方面，政策出台后商品房销售面积依然是往年同期的绝对地位。总体来说，行业景气度已然触底，但回升仍需时日。

3.3.2. 稳就是最大的利好

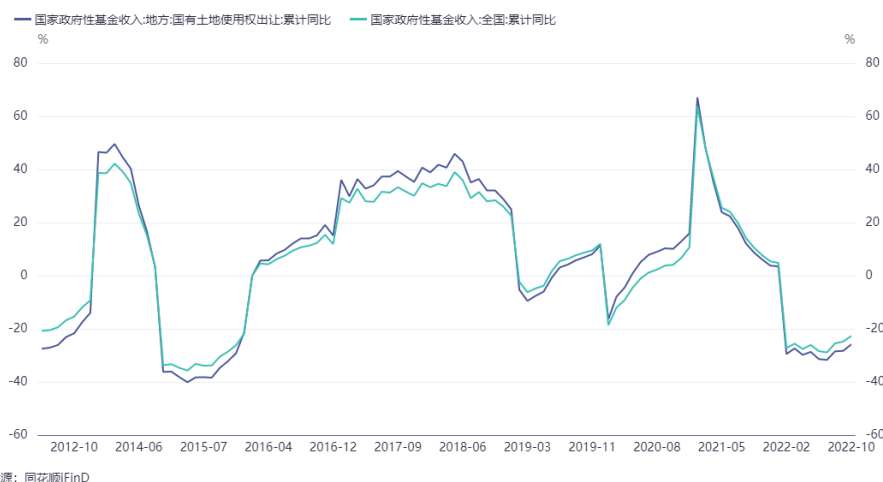
正如前文所说，今年以来由于下游需求疲弱以及下半年“断供”事件的爆发，地产对于经济造成了巨大拖累，不光体现在拉低了整个固定资产投资的增速水平，还在于房企拿地开发行为收敛以后，对于财政也造成较大较大冲击。但换一个角度来看，“断供风波”后地产行业整体风险基本完成出清，潜在风险大大降低。而在融资端的难题解决也意味着整个行业的头尾两端目前都已经得到了政策的支持（融资帮扶以及居民购房限制、房贷利率的放松），短期内底部企稳，未来只需静待行业景气度与消费需求共振回升。而从边际思维来看，相较于2022对于经济的巨大拖累，企稳这件事情本身就是明年最大的利好。

图 3.9 地产投资增速持续下行



资料来源: Ifind 资讯 南华研究

图 3.10 土地出让影响财政收入



数据来源: 同花顺FinD

资料来源: Ifind 资讯 南华研究

3.4. 财政发力，货币稳健充裕

在当前的预判框架下，未来经济的拉动项将从出口、投资转向消费与投资，具体来说，是基建托底、地产企稳以及消费向上的组合，其中投资项管下限，消费决定上限。这就要求政策继续加力加码，起到逆周期调控的作用。**我们认为明年财政将有所加码，赤字率上行：**尽管 2022 年赤字率相较前一年有所回落，但实际赤字并不算低，主要包括上半年央行以及特定机构上交往年结存利润约 1.65 万亿元、下半年使用往年地方政府专项债结余限额 5000 亿、政策性金融工具补充基建项目资本金约 7000 亿，保证支出规模的同时，也意味着明年的预算外资金腾挪空间有限，需要通过其他方式增加收入，

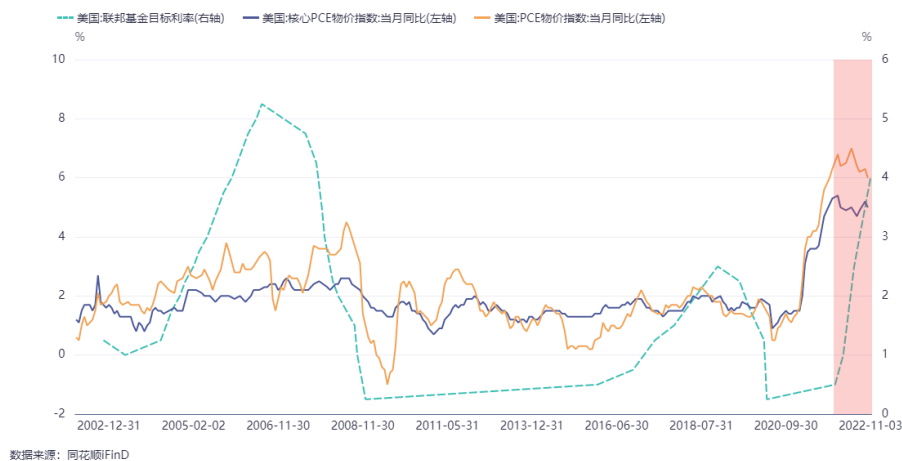
例如提高赤字率以及地方政府专项债限额。另一方面，今年以来从海外疫情放开的经验来看，直接有效的货币财政刺激对于消费部门的修复同样至关重要，例如新加坡曾在 2021 年底以及 2020 年 5 月发放两轮“邻里购物券”，总消费额将近 2 亿新加坡币，此外救助项目还包括公共交通补助券、学生助学金等。在国内“新十条”出台后，有地方政府迅速做出了类似的补助计划，例如福州宣布将会从 12 月 10 至 2023 年 2 月 28 日期间内所有法定节假日以及休息日的公共出行费用。

财政加码的同时，货币政策将会维持流动性的充裕水平，为财政政策保驾护航。除了政府增加开支外，通过企业以及居民部门加杠杆也能够提高消费以及投资水平，而考虑到其资产负债表在疫情期间受损严重，通过货币政策降低资金成本势在必行。我们近期关注到有部分地区的主流银行都对个人房贷推出延期还贷业务，最长可达 12 个月。还贷压力降低能够使得居民部门的压力得以喘息，也能够带动消费亿元上行，此类举措落地是以银行机构削减利润为前提，出于缓解银行压力的目的，货币政策的展开也是有必要的。最后，除了必要性以外，外部环境的边际改善也是货币政策可以有所作为的重要原因。

第4章 美联储货币政策转换期

在通胀高企的压力之下，美联储开启了有史以来最为迅猛，同时也是斜率最为陡峭的货币紧缩周期。事实上，本轮通胀的源头在于供给，主要包括全球疫情导致供应链出现问题以及地缘政治事件、逆全球化的背景下海外产业链重新分配抬高生产成本等，但以上问题短期内难以解决，而为了解决通胀的燃眉之急，不得不通过货币手段来抑制需求，这就是本轮加息周期的背后逻辑。当时间来到 2022 年末，通胀数据的企稳以及经济下行压力逐渐增加让加息放缓的预期日渐升温。美联储主席鲍威尔 12 月 1 日凌晨的讲话中明确指出，“当我们接近足以使通货膨胀率下降的约束水平时，放缓我们的加息步伐是说得通的。放缓加息步伐的时机可能最快在 12 月的议息会议上到来。”**当美联储加息周期转入下半场，外部因素对于国内的制约将会弱化。**

图 4.1 通胀压力下美联储开启加息

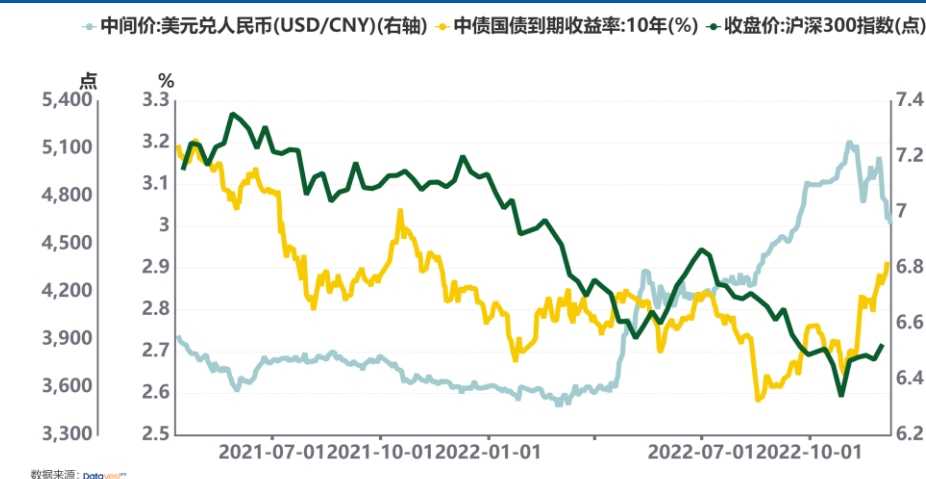


资料来源：Ifind 资讯 南华研究

4.1. 紧缩压力减弱释放货币政策腾挪空间

美元加息周期下，人民币的潜在贬值压力会成为货币政策的掣肘。举例来看，2022 年三季度出口增速下行，外汇占款流入后的结算需求对于人民币币值的支撑有所减弱，因此人民币汇率对于货币政策更加敏感。8 月 15 日央行宣布“降息”，下调 MLF 以及公开市场逆回购操作利率 10 个基点。降息落地后人民币对美元迅速贬值，一度引发市场恐慌情绪，因此我们同时看到了债券收益率上行以及股指回落的场景，股债汇“三杀”。后续央行陆续调降外汇存款准备金率以及跨境融资 MPA 考核系数，恐慌情绪终于有所缓解。

图 4.2 贬值压力下股债汇“三杀”



资料来源：datayes! 南华研究

“比差”逻辑下，随着未来加息预期的减弱以及国内经济预期回暖，货币政策将会获得更多的腾挪空间。

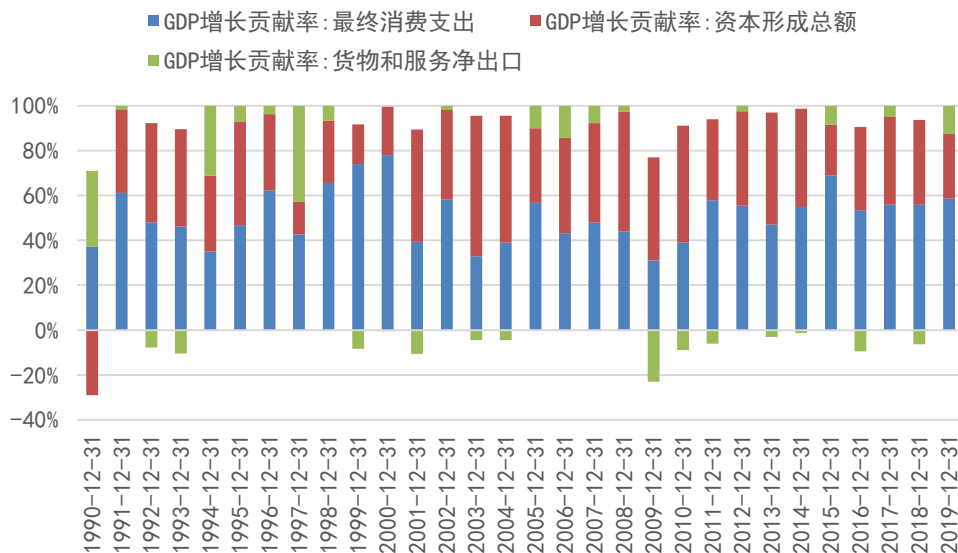
4.2. 外需影响相对有限

诚然，全球加息潮之下绝大部分海外经济体都将面临衰退风险，结合以上对于明年宏观环境的分析，我们认为影响相对有限。

4.2.1. 对外贸易对于经济的直接贡献有限

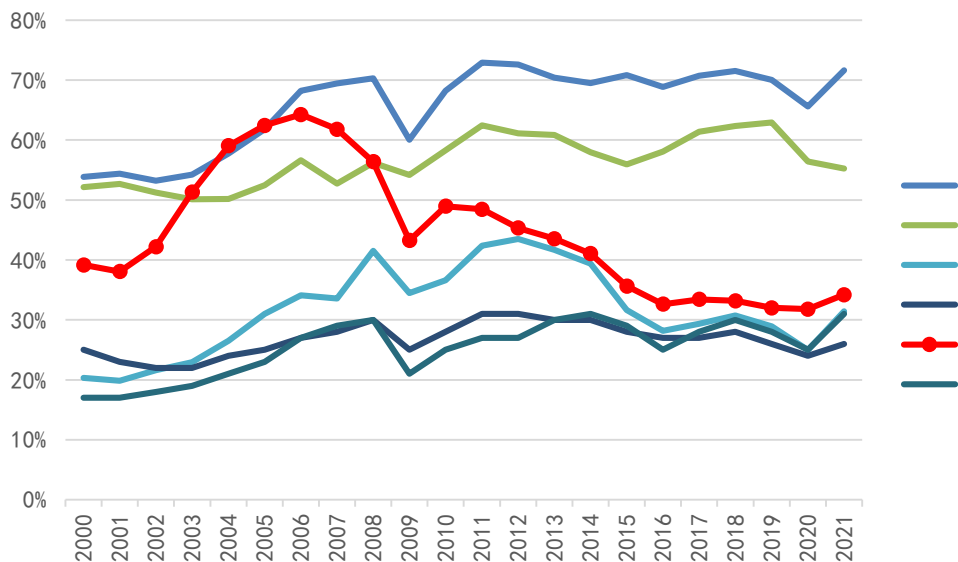
国际贸易状况反映在 GDP 三大需求中净出口一项当中。从三大需求对 GDP 的贡献率来看，净出口对 GDP 的贡献度并不大，自 2001 年加入 WTO 后，仅在 2005 和 2006 年的贡献率超过了 10%，之后就一直等到 2020 年，贡献率才再次升破 10%。而即便在对外贸易依存度的口径下，中国的水平也并不算高。

图 4.3 净出口对 GDP 贡献率有限



资料来源：iFind 南华研究

图 4.4 全球 GDP TOP6 国家对外贸易依存度



资料来源：iFind 南华研究

4.2.2. 经济内循环对海外衰退存在对冲作用

William L. Barcelona 在其论文中定量分析中国货币政策对于全球经济的外溢效应，其通过社融脉冲与名义 GDP 之比来衡量中国宏观政策的宏观力度，通过特殊方法来计算 GDP 过于平滑的问题。模型测算得出政策力度（社融脉冲）每上升一个百分点，会带动全球 GDP 上行 0.3 个百分点，带动美元指数以及大宗商品价格分别下跌与上涨 2 个百分

点。当明年国内正式进入宽信用周期，国内经济增长的外溢性将一定程度对冲外需回落的影响。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点

