



## 2023 年宏观经济展望：路转峰回

- **2023 年，路转峰回：**新旧交替之际，回顾 2022 年，俄乌战争和疫情反复给今年的宏观经济造成了不少冲击，海外流动性收紧也火上浇油。受此影响，中国和西方的经济增长都未达到年初的预期。当下，国际形势和疫情的走向尚不明朗，但是宏观经济已经出现了一些转机。不论是中国防疫措施的不断优化、还是美国通胀的见顶回落，都让我们对 2023 年的宏观经济充满期待，可以说，现在正是路转峰回的时刻。
- **防疫之路转：**2022 年，本土疫情对中国经济增长造成较大冲击，原因在于新冠奥密克戎变异株的高传染性使得疫情的 GDP 扩散范围不断扩大。在这种情况下，减轻疫情对经济的负面影响，需要从缩小 GDP 扩散范围、转为优化疫情防控措施。近期“二十条措施”的公布，让我们看到中国疫情防控确实出现了边际优化。防疫之路的转变，让我们对 2023 年由内需驱动的中国经济充满信心。对于内需，我们认为 2023 年仍将依赖投资驱动，尤其是以新基建为主、高技术制造为辅的固定资产投资增长。伴随疫情对经济负面影响的减弱，收入边际改善、青年失业率下降、消费信心回暖、额外储蓄释放，将推动消费的渐进式反弹，并带动中国经济实现内生性增长。至于出口，我们预计，中国出口增速在 2023 年将延续下行趋势，这主要是受海外需求转弱和发达市场去库存因素的影响。
- **通胀之峰回：**2022 年，高通胀成为了悬在美国经济上的达摩克利斯之剑。不论是俄乌战争之后的大宗商品价格走高，还是开放边境后的夏季旅游出行激增，都进一步推高了由宽松的货币政策所导致的通货膨胀。在美联储的激进加息措施下，我们终于看到 CPI 同比增速在三季度开始放缓。通胀之峰的回落，不仅让我们看到加息周期的终点，也让我们可以更多地关注美国经济基本面的表现。在通胀拐点后，失业率上升导致美国经济迎来实质性衰退：一方面，延续至 2023 年的去库存及去金融泡沫风险，使得单纯调整过热的经济已无法避免这一轮周期性经济下行；但另一方面，考虑到人口长期趋势变化和疫情短期冲击对劳动力市场的影响，我们认为 2023 年将会是程度较浅的经济衰退、不会到危机级别，因为相比 2008 年金融危机，此次私营部门的杠杆率相对可控。

王彦臣，PhD

宏观分析师

yannson\_wang@spdbi.com

(852) 2808 6440

2022 年 12 月 09 日

### 相关报告：

[《从贸易角度，分析主要经济体汇率趋势》](#) (2022-09-21)

[《双维度分析加息对美国消费的影响》](#) (2022-07-28)

[《2022 年中期宏观经济展望：全球完美风暴，中国韧性突显》](#) (2022-06-02)

[《2022 年宏观经济展望：全球喜悦并存，中国稳中求进》](#) (2021-12-03)



扫码关注浦银国际研究

# 目录

2023 年宏观经济展望：路转峰回 .....	5
中国经济——疫情拐点后的恢复 .....	7
2023 年，疫情拐点后由内需带动的恢复性增长 .....	7
经济三驾马车的前景如何？ .....	10
美国经济——通胀拐点后的衰退 .....	21
2023 年，通胀拐点后 .....	21
2023 年，美国经济衰退来临 .....	25

## 图表目录

图表 1：中国本土疫情的 GDP 扩散范围 .....	5
图表 2：美国作为成熟的发达经济体，疫情期间完整走过了通胀和增长划分的四个区域，2023 年将进入高通胀、低增长区域 .....	6
图表 3：2000 年至今，中国仅出现过两次实际 GDP 环比负增长 .....	8
图表 4：中国实际 GDP 同比增速及各项目的拉动作用 .....	8
图表 5：中国制造业 PMI 反映出的“需求收缩、供给冲击、预期转弱” .....	8
图表 6：中国社消零售、社融存量、出口（美元计）的同比增速标准化（Z-Score）趋势对比 .....	8
图表 7：中国本土疫情的 GDP 扩散范围及三大产业占比 .....	9
图表 8：中国交通拥堵指数显示，当前人员流动、经济活动仍未完全恢复 .....	9
图表 9：牛津大学编制的中国疫情控管指数，优化疫情防控仍有空间 .....	9
图表 10：中国财政支出和社融增量的趋势 .....	10
图表 11：中国信贷脉冲已触底回升 .....	10
图表 12：2022 年，中国地方政府专项债发行速度前置明显 .....	11
图表 13：中国地方政府新增专项债和再融资专项债的结构 .....	11
图表 14：中国固定资产投资和房地产开发投资的同比增速分化 .....	12
图表 15：中国居民和企业中长贷同比增速分化 .....	12
图表 16：中国固定资产投资中，制造业和基础设施的同比增速 .....	12
图表 17：2022 年三季度，制造业、基础设施贷款需求指数反弹 .....	12
图表 18：出口遇冷后，中国高技术制造业工业增加值增长动能转由投资驱动 .....	12
图表 19：费城半导体指数显示，当前海外半导体投资处于下行周期 .....	12
图表 20：中国 70 个大中城市新房和二手房销售价格同比增速趋势 .....	13
图表 21：中国商品房销售额、销售面积同比增速趋势 .....	13
图表 22：中国房屋施工、竣工、新开工面积同比增速趋势对比 .....	13
图表 23：中国土地成交价款、购置面积同比增速趋势 .....	13
图表 24：中国建筑业和房地产服务业对实际 GDP 同比增速的拉动作用出现明显分化 .....	14
图表 25：2022 年 1-10 月，中国社消零售总额、餐饮收入、商品零售的恢复情况 .....	15
图表 26：中国社消零售总额同比增速及餐饮收入、商品零售的贡献率 .....	15

图表 27: 中国社消零售总额同比增速及限额上下单位的贡献率 .....	15
图表 28: 中国社消零售总额中限额以上单位同比增速及三大项目的贡献率 .....	15
图表 29: 中国人均可支配收入同比增速及各项贡献率 .....	16
图表 30: 中国人均可支配收入增速小幅回升, 人均消费支出增速由负转正 .....	16
图表 31: 中国城镇调查失业率有所回落, 但是青年失业率仍处于历史较高水平 .....	16
图表 32: 中国教育部预计, 2022 年中国普通高校毕业生数 (万人) 预计将首次超千万 .....	16
图表 33: 中国消费者信心和预期指数均跌至历史低位 .....	17
图表 34: 中国社消零售总额中限额以上可选消费增速与上证指数增速趋势 .....	17
图表 35: 中国央行城镇储户问卷调查显示, 当前居民储蓄意愿大幅上升 .....	17
图表 36: 中国收入和消费的增速差值收窄; 高基数下, 3Q22 额外储蓄仍达到 GDP 的 1.8%.....	17
图表 37: 2019-2022 年, 中国出口额 (美元计, 亿美元) 的月度趋势对比.....	18
图表 38: 中国出口与 G20 发达市场经济体名义零售额的同比增速趋势对比.....	18
图表 39: 全球和中国货物出口额同比增速趋势 .....	18
图表 40: 2022 年二季度, 中国货物出口的全球市场份额为 14.4%.....	18
图表 41: 中国出口与美国名义库存的同比增速趋势对比 .....	19
图表 42: 中国出口与美国名义零售额的同比增速趋势对比 .....	19
图表 43: 欧元区 HICP 同比增速及各项的贡献率 (百分点) .....	19
图表 44: 中国出口增速与美国、欧盟、东盟制造业 PMI 的趋势对比.....	19
图表 45: 2022 年, 中国对美国、欧盟、东盟的出口同比增速分化 .....	20
图表 46: 2022 年, 中国对东盟的出口占比不断攀升、对美国 and 欧盟的出口占比回落 .....	20
图表 47: 中国经常账户差额与美元兑人民币汇率的趋势 .....	20
图表 48: 美中 10 年期国债利差与美元兑人民币汇率的趋势 .....	20
图表 49: 美国 CPI 同比增速和 PCE 物价指数同比增速均有所回落.....	21
图表 50: 美国能源、租金、机动车、食品价格对 CPI 同比增速的贡献率 (百分点) .....	21
图表 51: 美国 CPI 同比增速及各分项贡献率 (百分点) .....	22
图表 52: Zillow 房租价格指数已领先于 CPI 租金价格下跌 .....	22
图表 53: 美国 PCE 物价指数显示, 服务价格较商品价格仍有韧性 .....	22
图表 54: 美国亚特兰大联储工资增长追踪指标显示, 工资增速仍未出现明显下降 .....	23
图表 55: 美国 PCE 物价指数显示, 服务价格较商品价格仍有韧性 .....	23
图表 56: 不同机构的调查结果都显示, 美国居民对未来 12 个月的通胀预期波动下行 .....	23
图表 57: 美国中小企业未来 3 个月的定价意向预示着, 通胀增速将继续回落 .....	23
图表 58: 2022 年 9 月, 美联储议息会议点阵图 .....	24
图表 59: 利率期货市场隐含的美联储加息幅度和预期趋势 .....	24
图表 60: 美联储资产负债表规模及其所占美国名义 GDP 的比例 .....	24
图表 61: 美联储持有债券 (国债和 MBS) 到期额分布 (亿美元) .....	24
图表 62: 1990 年至今, 菲利普斯曲线显示了通胀减慢的同时失业率上升 .....	25
图表 63: 萨姆规则: 当失业率较 12 个月内低点高出 0.5 个百分点, 经济体将经历衰退 .....	25
图表 64: 纽约联储的未来一年衰退概率指标 .....	26
图表 65: 美国咨商局领先经济指标 (LEI) .....	26
图表 66: 芝加哥联储的全国活动扩散指数 .....	26
图表 67: 美国咨商局消费者信心指数差值 (当前-预期, 百分点) .....	26
图表 68: 美国劳动力市场条件指数 (LMCI) 已经有所回落 .....	27
图表 69: 美国 Challenger 报告显示, 裁员同比增速大幅上升 .....	27
图表 70: 美国非农职位雇佣数和空缺数趋势对比 .....	27

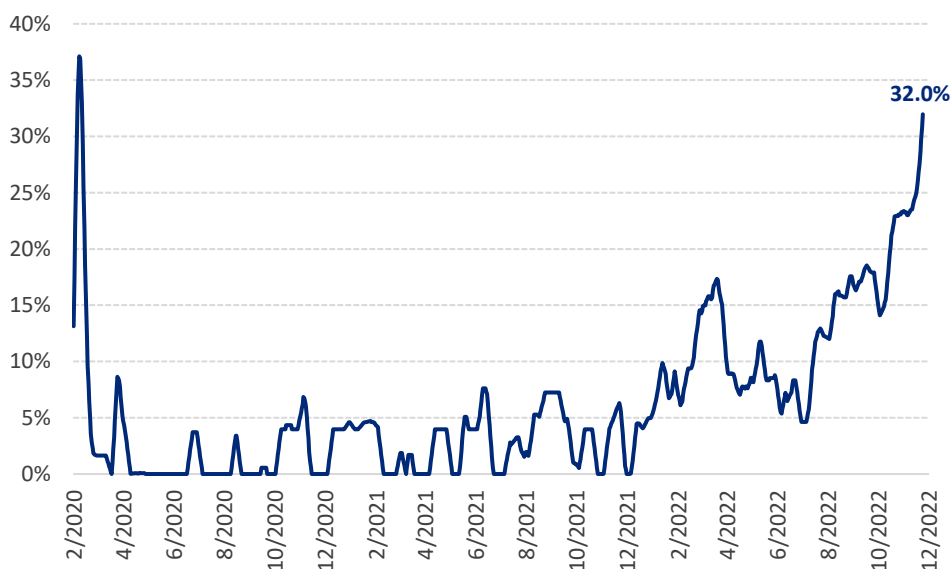
图表 71: 按公司人数来分类, 美国非农职位空缺主要来自小公司 .....	27
图表 72: 新冠疫情暴发以来, 美国就业市场的贝弗里奇曲线大幅右移 .....	28
图表 73: 2022 年 11 月, 美国非农就业已回升至 1.54 亿的水平 .....	29
图表 74: 2022 年 11 月, 美国新增非农就业人数回落至 26.3 万人水平 .....	29
图表 75: 2022 年 11 月, 美国新增非农就业结构 .....	29
图表 76: 疫情后, 美国劳动参与率结构有所分化 .....	30
图表 77: 1922 至今, 美国历年出生人口数 (万人) .....	30
图表 78: 美国实际个人消费支出的同比增速显示, 商品消费下降、服务消费仍在增长 .....	31
图表 79: 美国咨商局和密歇根大学的消费者信心指数有所分化、但均是下行趋势 .....	31
图表 80: 美国消费的收入效应和财富效应将有所减弱 .....	32
图表 81: 美国信用卡贷款利率和 30 年期房贷利率均大幅攀升 .....	32
图表 82: 美国个人利息支出同比增速、家庭贷款规模同比增速、联邦基金有效利率的趋势 .....	32
图表 83: 美国实际库存总量 (制造商+批发商+零售商) 已经超过疫情前的线性趋势 .....	33
图表 84: 美国制造商、批发商、零售商实际库存同比增速 .....	33
图表 85: 美国制造业 PMI 的需求、供给改善程度指数以及库存积压程度指数 .....	34

# 2023 年宏观经济展望：路转峰回

新旧交替之际，回顾 2022 年，俄乌战争和疫情反复给今年的宏观经济造成了不少冲击，海外流动性收紧也火上浇油。受此影响，中国和西方的经济增长都未达到年初的预期。当下，国际形势和疫情的走向尚不明朗，但是宏观经济已经出现了一些转机。不论是中国防疫措施的不断优化、还是美国通胀的见顶回落，都让我们对 2023 年的宏观经济充满期待，可以说，现在正是路转峰回的时刻。

**防疫之路转。**2022 年，本土疫情对中国经济增长造成较大冲击，原因在于新冠奥密克戎变异株的高传染性使得疫情的 GDP 扩散范围不断扩大。在这种情况下，减轻疫情对经济的负面影响，需要从缩小 GDP 扩散范围、转为优化疫情防控措施。近期“二十条措施”的公布，让我们看到中国疫情防控确实出现了边际优化。防疫之路的转变，让我们对 2023 年由内需驱动的中国经济充满信心。对于内需，我们认为 2023 年仍将依赖投资驱动，尤其是以新基建为主、高技术制造为辅的固定资产投资增长。伴随疫情对经济负面影响的减弱，收入边际改善、青年失业率下降、消费信心回暖、额外储蓄释放，将推动消费的渐进式反弹，并带动中国经济实现内生性增长。至于出口，我们预计，中国出口增速在 2023 年将延续下行趋势，这主要是受海外需求转弱和发达市场去库存因素的影响。

图表 1：中国本土疫情的 GDP 扩散范围

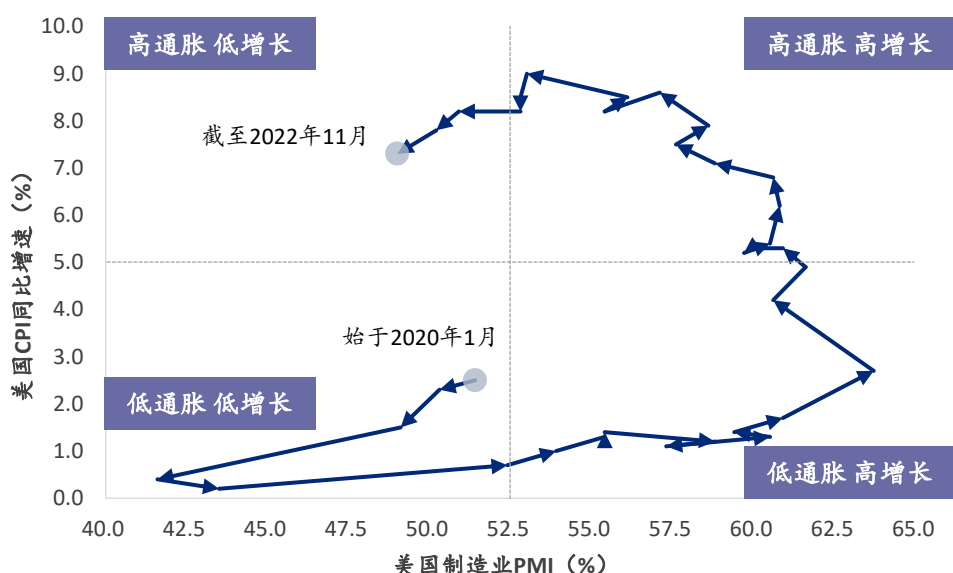


注：我们认为应计算基于 GDP 的疫情扩散指标，来衡量疫情对 GDP 的影响范围。根据 290 个地级市的微观数据，我们将疫情暴发地级市的 GDP 占比作为衡量疫情 GDP 扩散范围的指标。疫情暴发地级市的定义为过去 14 天连续出现新增本土确诊病例的地级市，数据截至 2022 年 12 月 1 日

资料来源：Macrobond，浦银国际计算

**通胀之峰回。**2022年，高通胀成为了悬在美国经济上的达摩克利斯之剑。不论是俄乌战争之后的大宗商品价格走高，还是开放边境后的夏季旅游出行激增，都进一步推高了由宽松的货币政策所导致的通货膨胀。在美联储的激进加息措施下，我们终于看到CPI同比增速在三季度开始放缓。通胀之峰的回落，不仅让我们看到加息周期的终点，也让我们可以更多地关注美国经济基本面的表现。在通胀拐点后，失业率上升导致美国经济迎来实质性衰退：一方面，延续至2023年的去库存及去金融泡沫风险，使得单纯调整过热的经济已无法避免这一轮周期性经济下行；但另一方面，考虑到人口长期趋势变化和疫情短期冲击对劳动力市场的影响，我们认为2023年将会是程度较浅的经济衰退、不会到危机级别，因为相比2008年金融危机，此次私营部门的杠杆率相对可控。

**图表 2：美国作为成熟的发达经济体，疫情期间完整走过了通胀和增长划分的四个区域，2023年将进入高通胀、低增长区域**



注：美国11月CPI同比增速为Bloomberg市场预期值（7.3%）。

资料来源：Macrobond，浦银国际

# 中国经济——疫情拐点后的恢复

展望 2023 年，我们认为中国经济将大概率回归恢复性增长阶段。在外需不强的预期下，我们认为经济增长将更多依赖于内需，但这很大程度上取决于疫情因素。近期“二十条措施”的公布，让我们看到中国疫情防控出现了边际优化的迹象。随着各地落实优化措施，我们预计疫情对经济的负面影响将在明年二季度迎来实质性拐点，下半年的经济表现会相对更好，全年经济增速仍有可能回归 5-6% 的潜在增长区间。

对于内需，我们认为 2023 年仍将依赖投资驱动，尤其是以新基建为主、高技术制造为辅的固定资产投资增长，房地产市场将保持“稳字当头”、房地产开发投资的增长空间有限；疫情的实质性拐点后，收入边际改善、青年失业率下降、消费信心回暖、额外储蓄释放，将推动消费的渐进式反弹，并带动中国经济实现内生性增长。海外需求转弱，叠加发达市场去库存因素，中国出口增速在 2023 年将延续下行趋势，对东盟的出口替代效应和人民币对美元汇率保持适度低位将是影响出口的积极因素。

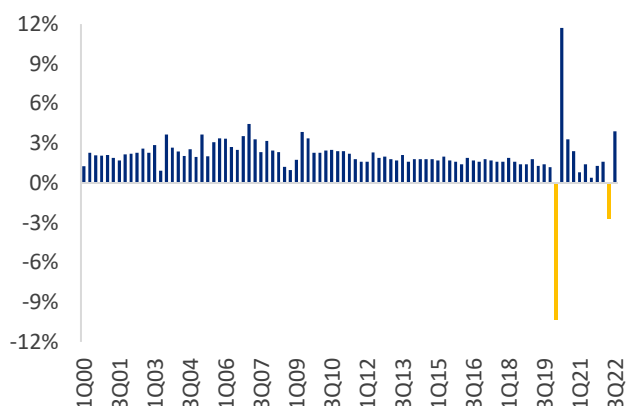
## ● 2023 年，疫情拐点后由内需带动的恢复性增长

中国经济在疫情后的二次探底。2022 年，中国经济面临的“三重压力”依旧存在，4 月份的上海疫情反弹导致二季度实际 GDP 再次出现环比负增长（-2.7%），同比增速仅为 0.4%。其中，净出口对二季度实际 GDP 的拉动作用为主（1.0 个百分点），资本形成总额（0.3 个百分点）为辅，最终消费支出则拖累了 0.8 个百分点。目前，中国经济处于二次探底后逐渐恢复的过程。

制约经济增长的因素，将由内部转为外部。回顾 2022 年，虽然外部因素对中国经济造成一定的扰动，但是尚未实质性拖累中国出口。相反，内部因素导致的停工停产、投资信心遇冷、接触型消费减少则制约了中国经济增长。展望 2023 年，在发达市场需求转弱和去库存的双重影响下，中国出口将面临挑战，其对整体经济的支撑作用将有所下降；内需将成为中国经济摆脱疫情后二次探底、回归恢复性增长的关键。

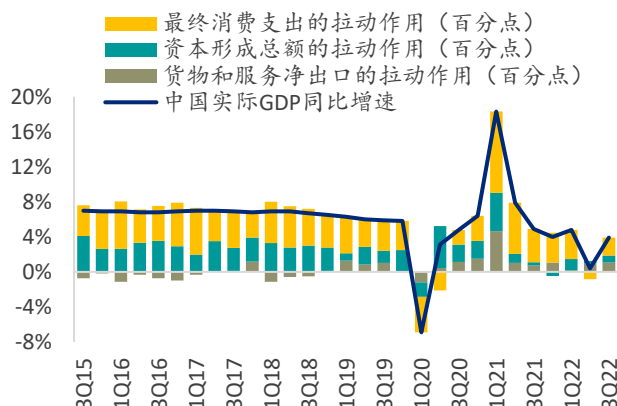
2023 年，由内需带动的恢复性增长。相比 2020 年的投资驱动和 2021-2022 年的出口驱动，我们认为，2023 年投资和消费的共同驱动将成为疫情后中国第三阶段经济增长的主要特征。如果将出口、社融、零售的同比增速标准化，我们可以清楚地看到 2020 年的社融增速高企、2021-2022 年的出口增速高企，分别代表了投资和出口驱动下的前两阶段经济增长。当前，三者均回到相对低位，中国经济的增长动能放缓；在外部压力加剧的情况下，经济增长点急需从出口换挡至内需。然而，内需的释放一定程度上受本土疫情的影响，我们认为疫情防控优化将决定 2023 年由内需带动的恢复性增长。

**图表 3: 2000 年至今, 中国仅出现过两次实际 GDP 环比负增长**



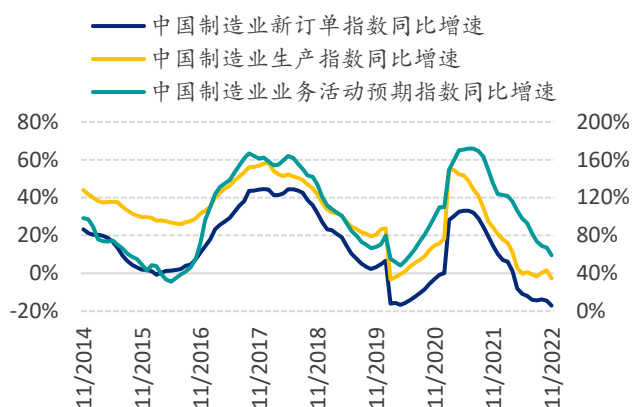
资料来源: Macrobond, 浦银国际

**图表 4: 中国实际 GDP 同比增速及各项目的拉动作用**



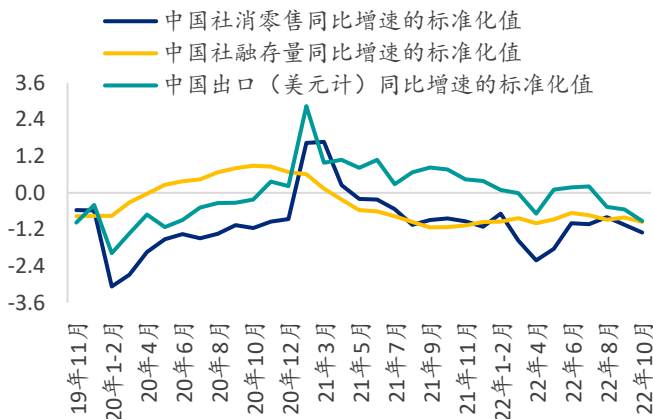
资料来源: Macrobond, 浦银国际

**图表 5: 中国制造业 PMI 反映出的“需求收缩、供给冲击、预期转弱”**



注: 按照“环比连乘法”计算得出  
资料来源: Macrobond, 浦银国际

**图表 6: 中国社消零售、社融存量、出口 (美元计) 的同比增速标准化 (Z-Score) 趋势对比**



资料来源: Macrobond, 浦银国际

**疫情的 GDP 扩散范围已达到 23%**。不同于单纯依靠新增确诊病例数、高风险区域分布来衡量疫情扩散, 我们认为应计算基于 GDP 的疫情扩散指标, 来衡量疫情对 GDP 的影响范围。根据 290 个地级市的微观数据, 我们将疫情暴发地级市的 GDP 占比作为衡量疫情 GDP 扩散范围的指标。由于新冠奥密克戎变异株的高传染性, 截至 12 月 1 日, 本土疫情已经扩散至 GDP 的 32.0% (其中, 第二产业 10.6%、第三产业 20.5%), 为 2020 年初第一轮疫情暴发后的最高水平。

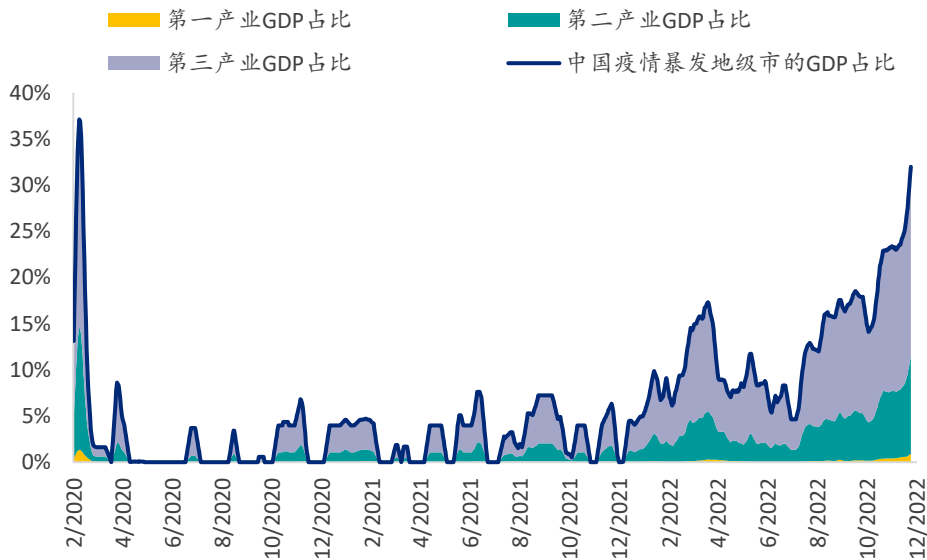
**优化疫情防控, 释放内需潜力。**我们认为, 疫情对经济的负面影响可拆解为 GDP 扩散范围和疫情防控措施两项。通过缩小 GDP 扩散范围、优化疫情防控措施, 都可以减轻疫情对经济的负面影响。

$$\text{疫情对经济的负面影响} = \text{GDP 扩散范围} \times \text{疫情防控措施}$$



在高传染性变异株导致 GDP 扩散范围不断扩大的情况下，优化疫情防控将是减轻疫情对经济负面影响的更有利途径。近期“二十条措施”的公布，让我们看到中国疫情防控出现了边际优化的迹象。随着各地落实优化措施，我们预计疫情对经济的冲击将在明年二季度迎来实质性拐点，这将有助于重启经济活动、重筑投资和消费信心，也是释放内需潜力的关键。

图表 7：中国本土疫情的 GDP 扩散范围及三大产业占比



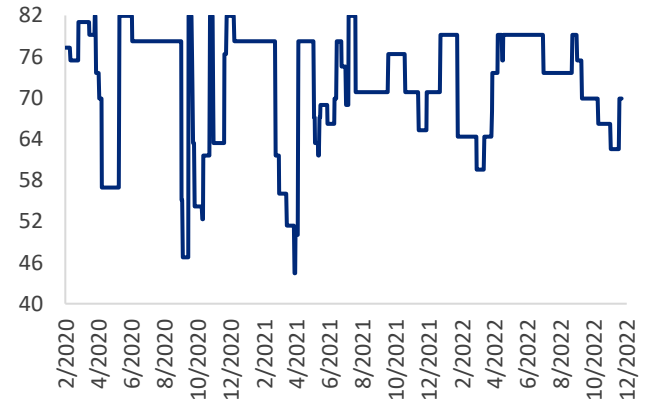
注：疫情暴发地级市的定义为过去 14 天连续出现新增本土确诊病例的地级市，数据截至 2022 年 12 月 1 日  
 资料来源：Macrobond，浦银国际计算

图表 8：中国交通拥堵指数显示，当前人员流动、经济活动仍未完全恢复



注：中国拥堵指数为 100 个城市交通拥堵指数的均值；数据截至 2022 年 12 月 1 日  
 资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 9：牛津大学编制的中国疫情管控指数，优化疫情防控仍有空间



注：指数越高，代表疫情管控越严格；数据截至 2022 年 11 月 22 日  
 资料来源：牛津大学，Macrobond，浦银国际

## ● 经济三驾马车的前景如何？

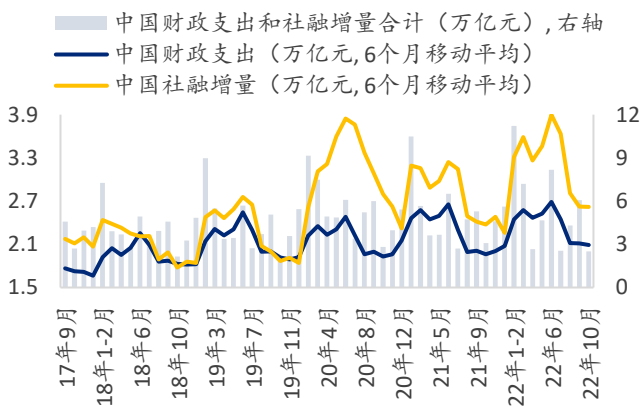
展望 2023 年，我们认为：新基建为主、高技术制造为辅的固定资产投资增长将是推动中国经济增速回升的着力点，房地产开发投资的增长空间有限；伴随各地落实疫情优化措施，我们预计收入边际改善、青年失业率下降、消费信心回暖、额外储蓄释放将推动消费的渐进式反弹。在海外需求转弱和去库存因素的共同影响下，中国出口增速在 2023 年将延续下行趋势，对东盟的出口替代效应和人民币对美元汇率保持适度低位将是出口的积极因素。

### 以新基建为主、高技术制造为辅的投资方向

“宽财政”和“宽信用”的跨周期政策组合仍将是主要方向。2022 年 1-10 月，中国财政支出累计 20.6 万亿元、社融增量累计 28.7 万亿元，同比增速分别为 6.4% 和 8.8%，对稳增长的政策作用显著。展望 2023 年，我们预计：新增专项债额度将接近 3.7 万亿元的规模（提前批额度约为 1.7 万亿元），中央财政杠杆加码，财政赤字率突破 3.2%，将共同保证财政端的支撑作用；海外流动性收紧趋缓，货币政策空间逐渐恢复，伴随信贷需求在疫情拐点后逐步回升，货币政策将呈现“适度宽松、定向发力”的特征。

财政政策创造新需求、货币政策降低借贷成本。我们认为，直接补贴的财政纾困政策在 2023 年将发挥更大的效用，只有当收入和现金流问题解决之后，才能创造新的需求，否则投资和消费的意愿将持续低迷，降低宏观政策效力。对于中国央行而言，通胀前景不会对货币政策形成掣肘，而稳汇率的优先级也并不会高于扩内需。同时，我们认为货币的价与量应是同等重要。目前贷款意愿仍疲弱，信贷扩张最终或会变成流动性陷阱。当前时点，降低存量债务人的借贷成本是货币政策的政策出发点。

图表 10：中国财政支出和社融增量的趋势



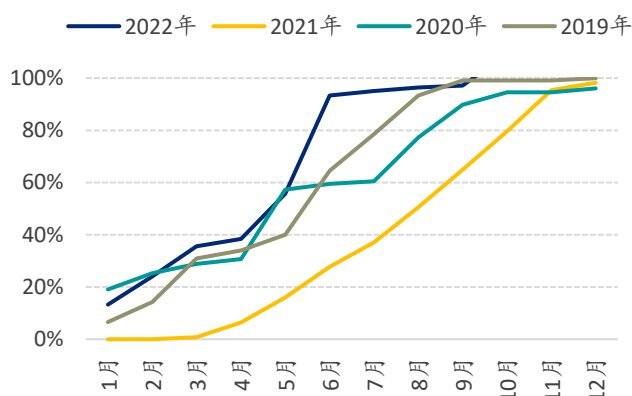
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 11：中国信贷脉冲已触底回升



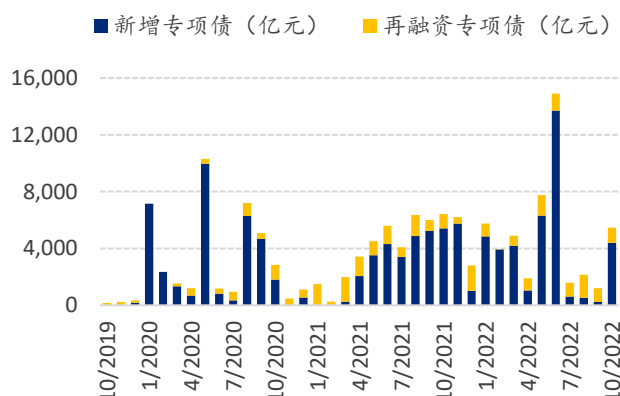
资料来源：Bloomberg，浦银国际

**图表 12: 2022 年, 中国地方政府专项债发行速度前置明显**



资料来源: Macrobond, 浦银国际

**图表 13: 中国地方政府新增专项债和再融资专项债的结构**



资料来源: Macrobond, 浦银国际

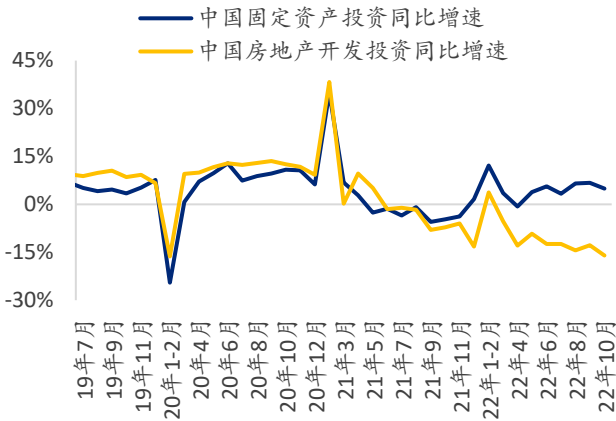
**固定资产投资与房地产开发投资维持分化。**2022 年 1-10 月, 固定资产投资 (累计增长 5.8%) 与房地产开发投资 (累计下降 8.8%) 出现明显分化, 主要受信贷需求分化的影响。“保交楼”风波导致居民房贷需求低迷, 1-10 月累计新增 2.35 万亿元, 同比少增 2.79 万亿元; 政策性开发性金融工具、设备更新再贷款、PSL 政策共同发力, 推动企业中长贷需求回升, 1-10 月累计新增 9.11 万亿元, 同比多增 5,633 亿元。我们预计, 2023 年信贷需求仍将维持分化, 固定资产投资的增长仍将好于房地产开发投资。

**政府驱动下的新基建固定资产投资为主。**在经济预期较弱、投资信心不足的情况下, 基础设施投资仍将是最直接的政策抓手。相比 2020 年下半年的双位数增长, 当前的基础设施投资增速仍有上升空间。考虑到基础设施贷款需求已出现反弹、政府投资意愿较高 (专项债提前批和信贷投放持续发力), 我们预计, 基建投资将是 2023 年上半年固定资产投资的主要发力点, 尤其是延伸到消费端的新基建项目 (例如, 新能源汽车产业链的充电基础设施)。

**逆周期的高技术制造投资为辅。**疫情暴发后, 中国高技术制造业的工业增加值在出口驱动下实现了双位数增长。2022 年下旬, 海外需求边际回落叠加基数效应的影响, 高技术制造业出口增速由正转负, 10 月同比下降 7.6%。但是, 在投资的驱动下, 高技术制造业的工业增加值仍保持较快增长, 10 月同比增速回升至 10.6% (当月, 高技术制造业固定资产投资完成额同比增长 25.4%)。

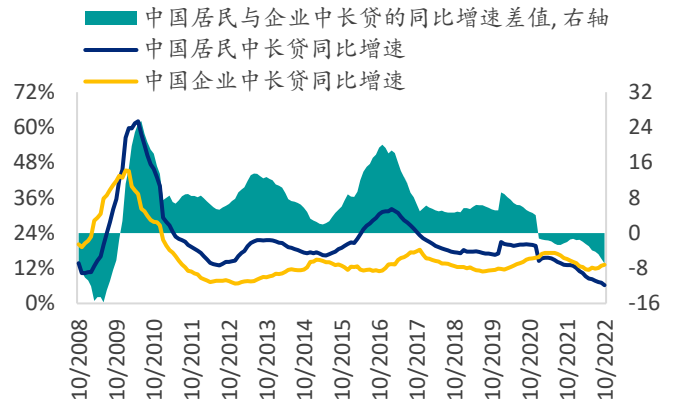
从出口驱动转为投资驱动, 将成为 2023 年高技术制造业的特征。在经济衰退和加息周期的共同影响下, 海外高技术投资由热转冷 (费城半导体指数显示, 当前海外半导体投资处于下行周期), 国内高技术产业投资处于逆周期阶段, 固定资产投资增长空间较大。

**图表 14: 中国固定资产投资和房地产开发投资的同比增速分化**



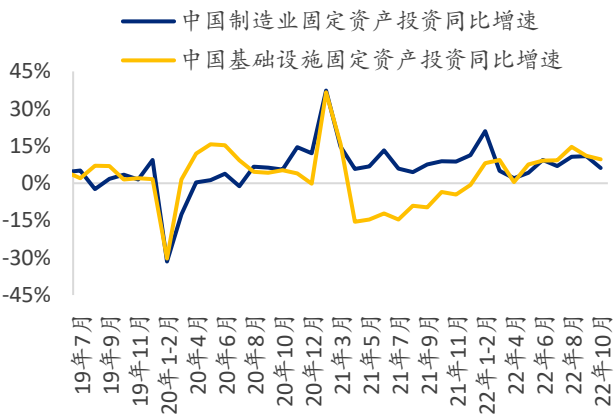
资料来源: CEIC, 浦银国际计算

**图表 15: 中国居民和企业中长贷同比增速分化**



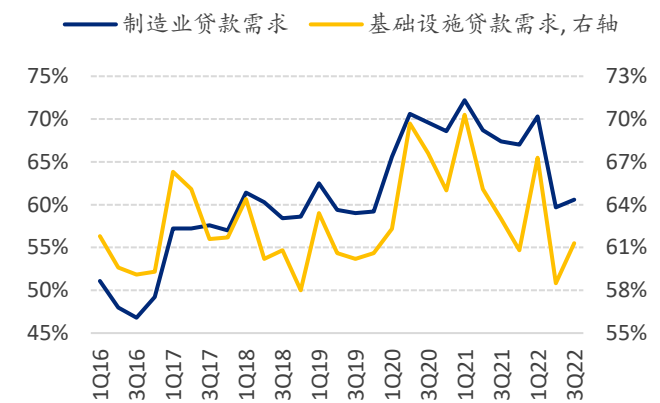
资料来源: Macrobond, 浦银国际

**图表 16: 中国固定资产投资中, 制造业和基础设施的同比增速**



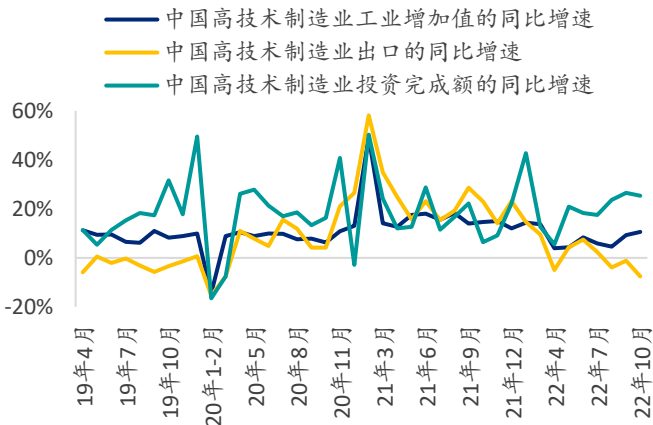
资料来源: CEIC, 浦银国际计算

**图表 17: 2022 年三季度, 制造业、基础设施贷款需求指数反弹**



资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 18: 出口遇冷后, 中国高技术制造业工业增加值增长动能转由投资驱动**



资料来源: CEIC, Wind, 浦银国际

**图表 19: 费城半导体指数显示, 当前海外半导体投资处于下行周期**

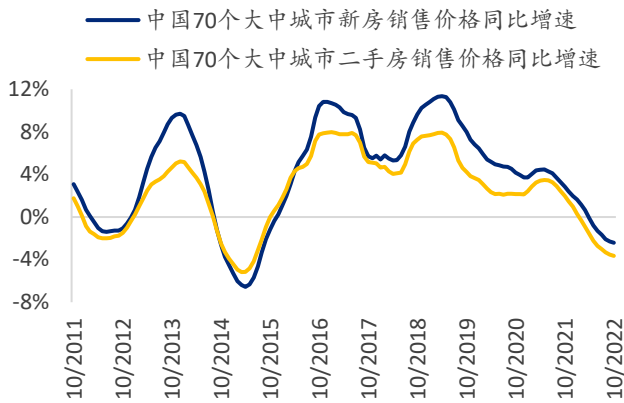


资料来源: Macrobond, 浦银国际

房地产市场仍将保持“稳字当头”、房地产开发投资的增长空间有限。2022年11月，中国央行发布支持房地产市场的“金融十六条”，在银行贷款、信托融资、债券融资、AMC收并购四个方面对房地产融资端提供政策支持。我们认为，这将有助于化解受困房企风险、稳定房地产市场，但并不会带动房地产市场全面回暖。

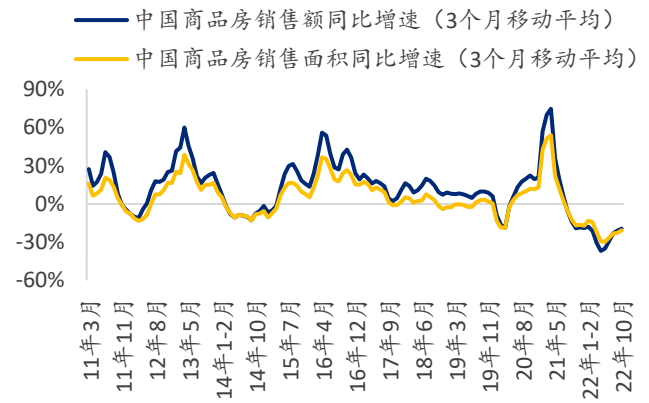
2022年4月至今，70个大中城市的新房和二手房销售价格均保持同比负增长，房地产的景气度处于极低水平；居民房贷需求低迷，新房销售额和销售面积连续15个月维持同比负增长。在景气度和需求低迷的背景下，房地产开发投资增速的增长空间有限，结构上将倾向于“保交楼”（房屋竣工面积同比增速反弹明显）、而非新开发项目（土地成交价款和购置面积将维持同比负增长）。

**图表 20：中国 70 个大中城市新房和二手房销售价格同比增速趋势**



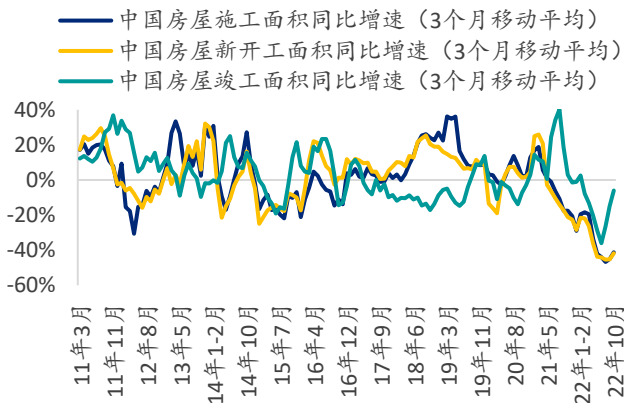
资料来源：Macrobond，浦银国际

**图表 21：中国商品房销售额、销售面积同比增速趋势**



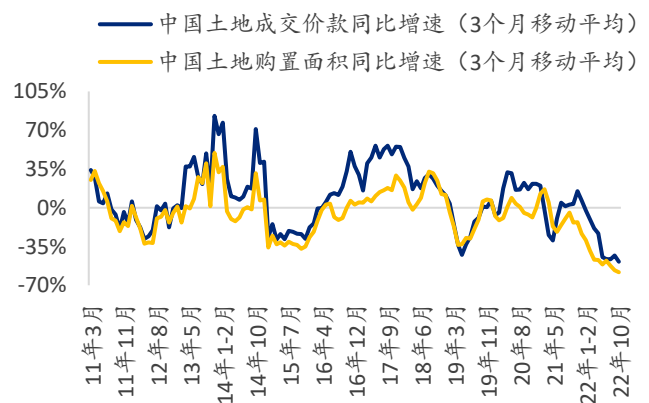
资料来源：Macrobond，浦银国际

**图表 22：中国房屋施工、竣工、新开工面积同比增速趋势对比**



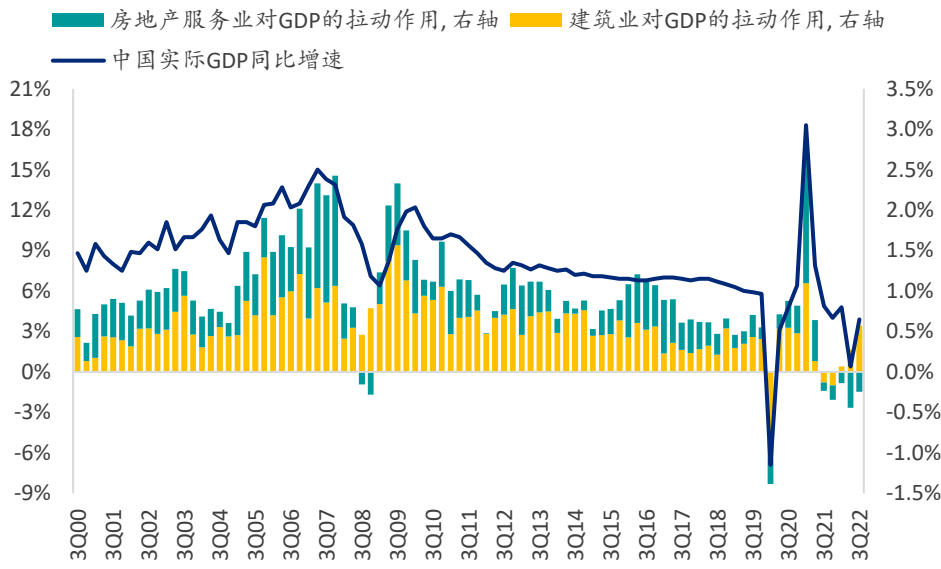
资料来源：Macrobond，浦银国际

**图表 23：中国土地成交价款、购置面积同比增速趋势**



资料来源：Macrobond，浦银国际

**图表 24：中国建筑业和房地产业对实际 GDP 同比增速的拉动作用出现明显分化**



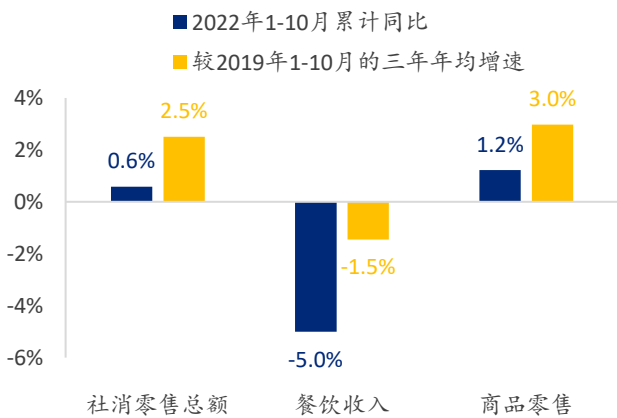
资料来源：Macrobond，浦银国际计算

## 疫情拐点后，消费的渐进式反弹

2022年，消费表现疲软，商品略好、服务仍未回到疫情前。2022年1-10月，社消零售总额累计同比增长0.6%，较2019年同期的三年年均增速为2.5%，显示消费疲软、边际走弱。其中，商品零售累计同比增长1.2%、餐饮收入累计同比下降5.0%，对社消零售同比增速的贡献主要来自商品零售，显示商品消费略好于服务消费。疫情的持续冲击下，服务消费尚未回到疫情前水平，2022年1-10月的餐饮收入较2019年同期的三年年均增速仍为负（-1.5%）。

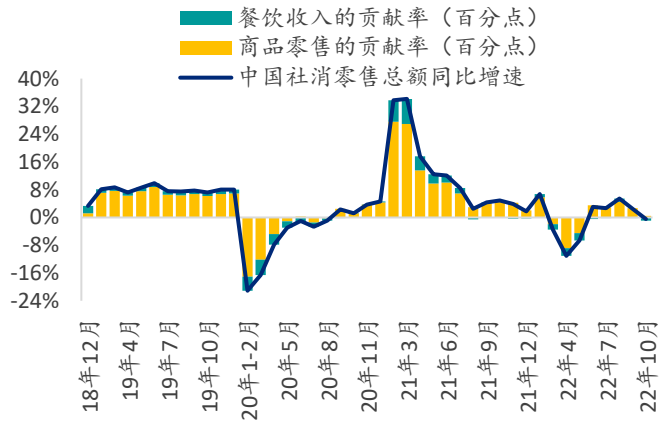
限额以下和可选消费导致整体消费疲软。当前，消费表现疲软可以从两个角度寻找原因：1) 疫情因素导致经营活动受限，使得在社消零售中占比超过六成的限额以下消费低迷，对2022年社消零售同比增速的贡献基本为负。2) 疫情因素导致经济放缓、消费信心下降，造成限额以上消费中可选消费下降，贡献率大幅低于必选消费和汽车类消费（汽车与石油及制品）。

图表 25: 2022年1-10月，中国社消零售总额、餐饮收入、商品零售的恢复情况



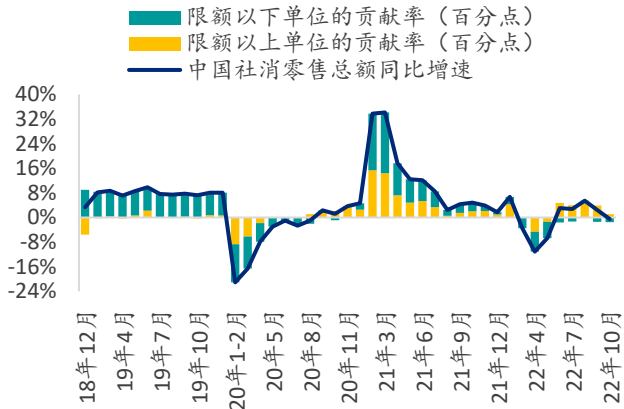
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 26: 中国社消零售总额同比增速及餐饮收入、商品零售的贡献率



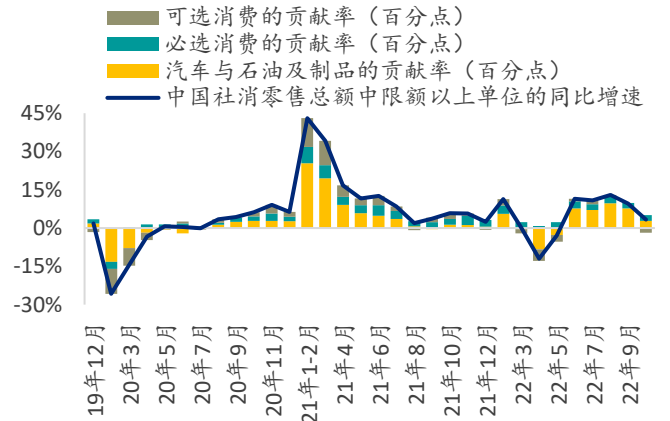
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 27: 中国社消零售总额同比增速及限额上下单位的贡献率



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 28: 中国社消零售总额中限额以上单位同比增速及三大项目的贡献率

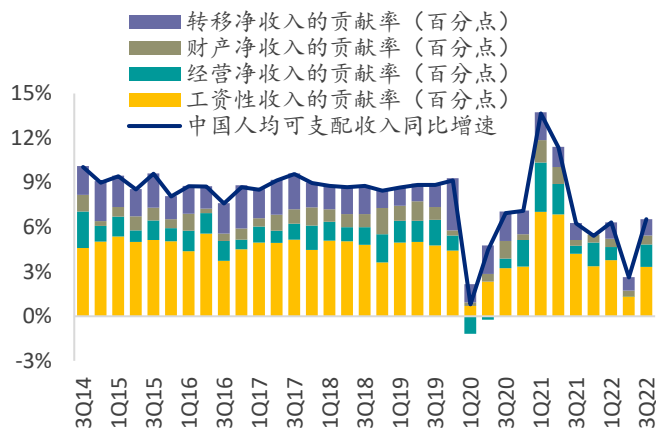


资料来源: Macrobond, 浦银国际

收入边际改善将推动限额以下消费。2022年，在疫情影响下，工资性收入和经营净收入贡献率下降使得人均可支配收入增速回落。尤其是4月份的上海疫情，导致二季度工资性收入的贡献率降至1.3个百分点、经营净收入的贡献降为零。我们预计，随着各地落实优化措施、疫情对经济的负面影响下降，工资性收入和经营净收入（占比约七成）的增长将带动人均可支配收入增速回升，收入边际改善将直接推动代表中低收入群体的限额以下消费。

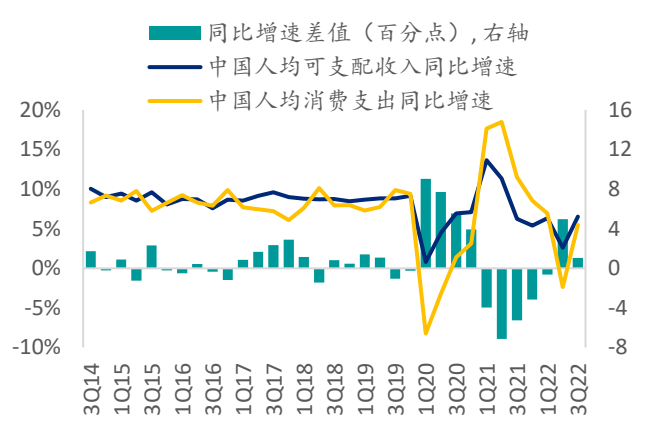
青年失业率下降也将有助于限额以下的消费复苏。疫情对经济的冲击减弱，不仅会导致收入改善，也将间接增加就业机会，减轻当前尤为突出的青年群体就业压力。2022年，教育部预计高校毕业生规模约为1,076万人，创历史新高，这导致7月份的青年失业率飙升至19.9%的历史高位、并间接带动大城市失业率上升。考虑到青年也是限额以下的主要消费群体，我们预计，在疫情的实质性拐点后，青年失业率下降也将有助于限额以下的消费复苏。

图表 29: 中国人均可支配收入同比增速及各项贡献率



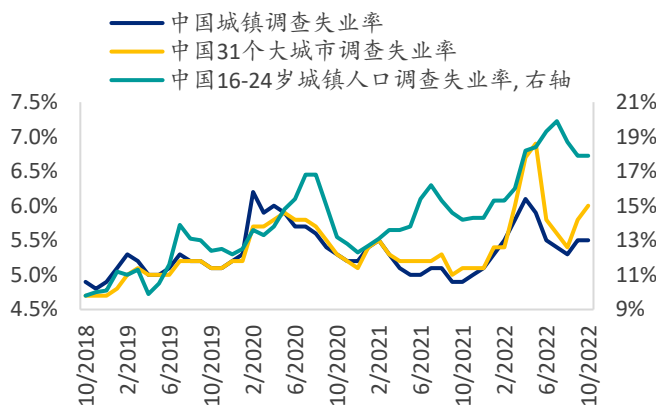
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 30: 中国人均可支配收入增速小幅回升, 人均消费支出增速由负转正



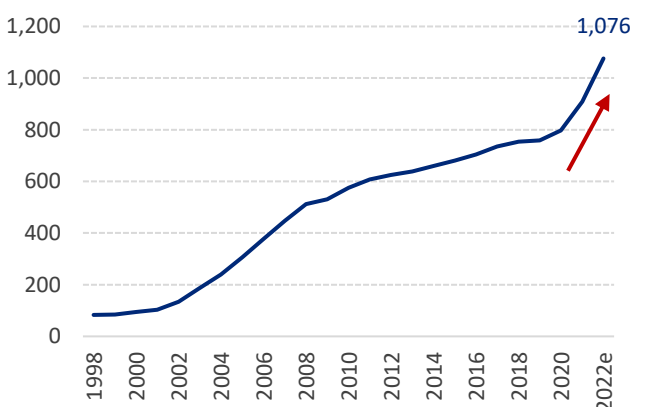
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 31: 中国城镇调查失业率有所回落, 但是青年失业率仍处于历史较高水平



资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 32: 中国教育部预计, 2022年中国普通高校毕业生数(万人)预计将首次超千万



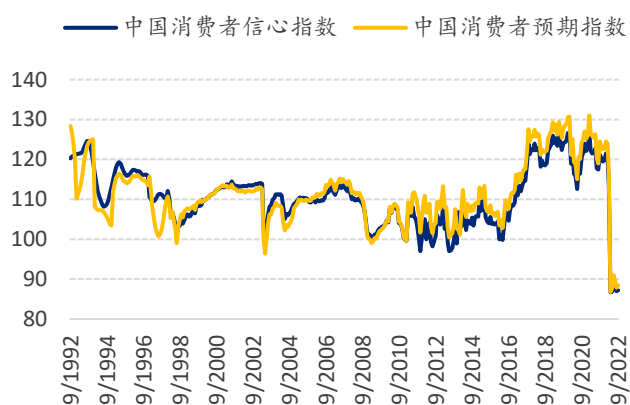
资料来源: Wind, 浦银国际



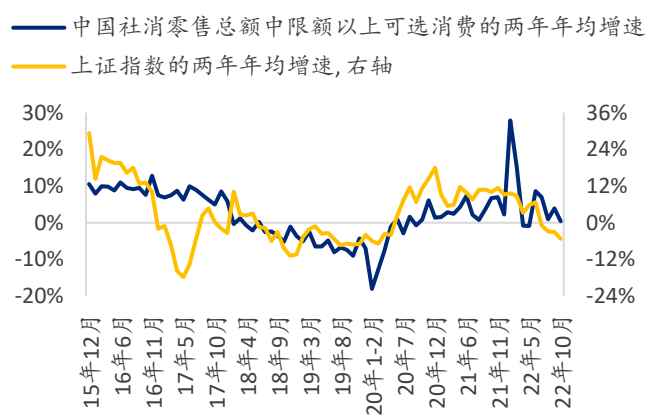
消费信心将决定可选消费的复苏前景。2022年，中国消费者信心指数出现显著下跌，转变的节点就是4月份的上海疫情（消费者信心指数从3月的113.2降至4月的86.7）。截至9月，消费者信心指数（87.2）和预期指数（88.4）均维持在历史低位。我们认为，疫情防控措施优化是消费信心回暖的关键因素。优化防控措施可以降低疫情对经济的负面影响，从而改善市场对中国经济的预期，这将直接体现在股市表现上，股市上行带动的财富效应，使得消费信心回暖，将推动可选消费走出当前的低迷阶段。

额外储蓄的释放程度将影响可选消费的复苏程度。除了信心的恢复，消费动能的释放也将影响可选消费的复苏程度。根据我们的估算，中国居民过去四个季度（2021年四季度至2022年三季度）的额外储蓄约为2.19万亿元，占四个季度GDP的1.8%。我们预计，在疫情防控措施优化后，居民储蓄意愿回落、积累的额外储蓄释放，将影响可选消费的复苏程度。

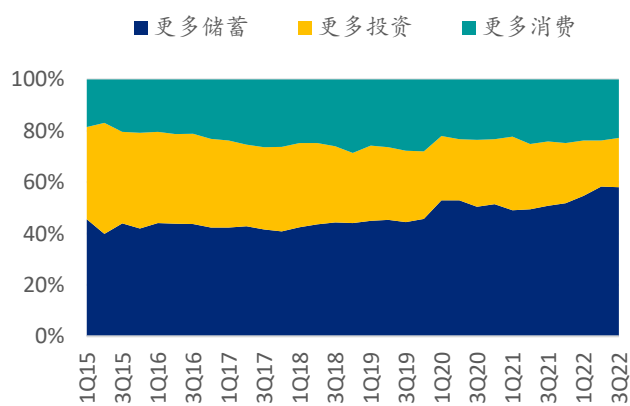
图表 33: 中国消费者信心和预期指数均跌至历史低位



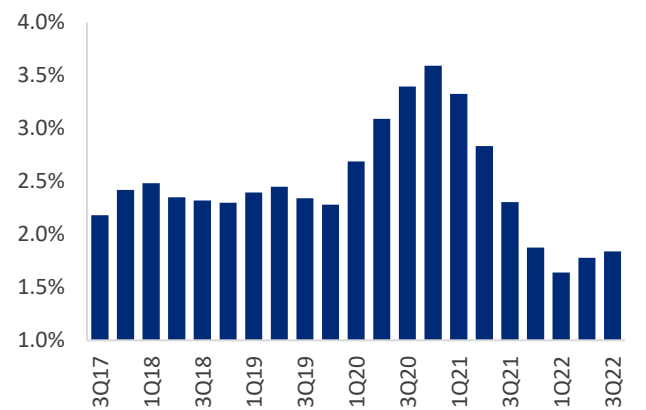
图表 34: 中国社消零售总额中限额以上可选消费增速与上证指数增速趋势



图表 35: 中国央行城镇储户问卷调查显示，当前居民储蓄意愿大幅上升



图表 36: 中国收入和消费的增速差值收窄；高基数下，3Q22 额外储蓄仍达到 GDP 的 1.8%

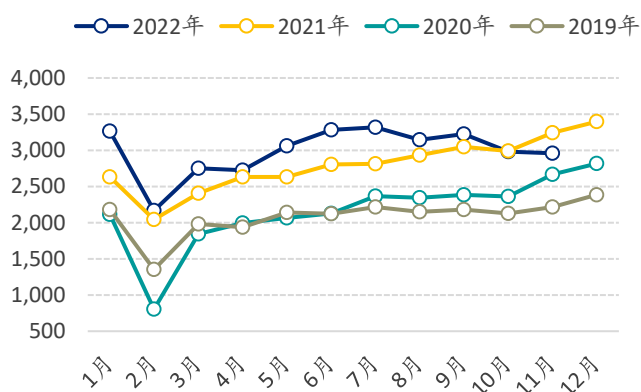


## 出口增速将延续下行趋势

需求转弱叠加竞争加剧，中国出口增速将延续下行趋势。2022年1-11月，中国出口（美元计）展现出较强的韧性，累计同比增长9.0%，略低于三年年均增速（13.3%）。中国出口上半年表现相对较好，下半年出现拐点：同比增速在8月出现放缓（从7月的18.0%降至7.2%）、10月转为负增长（-0.3%）、11月的降幅扩大（-8.7%）。

从G20发达市场经济体的名义零售额增速可以看出，当前海外需求逐渐转弱、压低了中国的出口动能。此外，新兴市场的出口贸易复苏，使得全球贸易竞争加剧、中国出口进一步承压。2022年二季度，中国出口的全球市场份额回落至14.4%（低于2021年同期的14.9%），我们预计第三季度的份额将进一步下降。在需求转弱、竞争加剧的背景下，我们认为中国出口增速在2023年将延续下行趋势。

图表 37：2019-2022 年，中国出口额（美元计，亿美元）的月度趋势对比



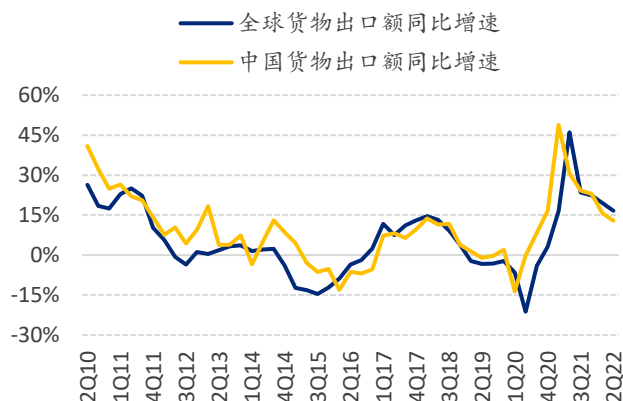
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 38：中国出口与 G20 发达市场经济体名义零售额的同比增速趋势对比



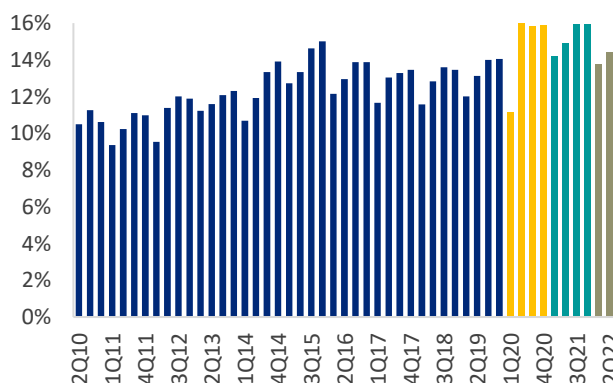
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 39：全球和中国货物出口额同比增速趋势



资料来源：WTO，浦银国际

图表 40：2022 年二季度，中国货物出口的全球市场份额为 14.4%

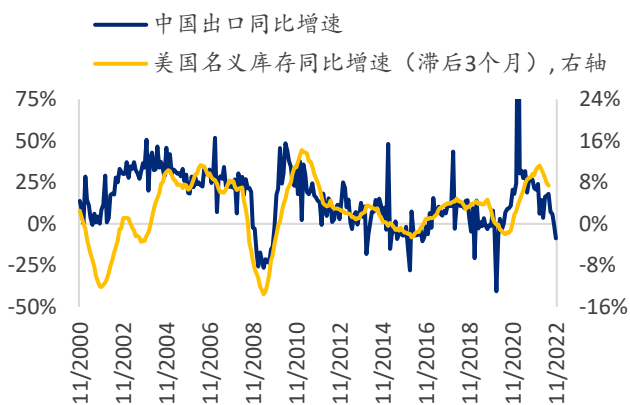


资料来源：WTO，浦银国际

美欧的进口需求下降压低了中国出口动能。作为中国最大的贸易伙伴，美国正在经历经济放缓和加息周期的双重影响，这导致消费增长放缓、并压低了进口需求；疫情期间，因“长鞭效应”造成的库存过度积压使得当期进口需求被进一步压低。此外，能源价格高企持续推高了欧盟通胀、挤压了非能源的进口需求（请见《从贸易角度，分析主要经济体汇率趋势》）。

对东盟的出口替代效应将缓解整体出口增速的下行。回顾 2022 年，在出口双位数增长的情况下，中国对东盟的出口份额不断攀升，从 1 月的 14.6% 升至 11 月的 17.0%，高于当期的美国（13.8%）和欧盟（15.1%）。2022 年 11 月，美国（49.0%）和欧盟（46.7%）的制造业 PMI 均降至荣枯线以下；而东盟的制造业 PMI 仍在扩张区间（50.7%）。我们认为，东盟在疫情后的经济复苏进程落后于美欧，当美欧进口需求下降时、东盟起到了适当补偿的作用。因此，对东盟的出口替代效应将缓解 2023 年中国整体出口增速的下行。

图表 41: 中国出口与美国名义库存的同比增速趋势对比



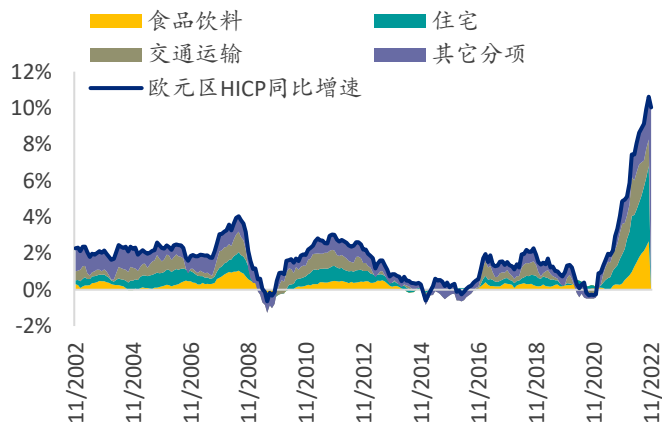
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 42: 中国出口与美国名义零售额的同比增速趋势对比



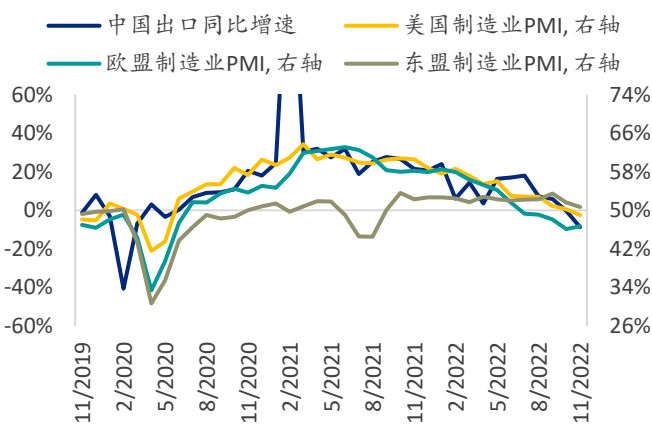
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 43: 欧元区 HICP 同比增速及各项的贡献率 (百分点)



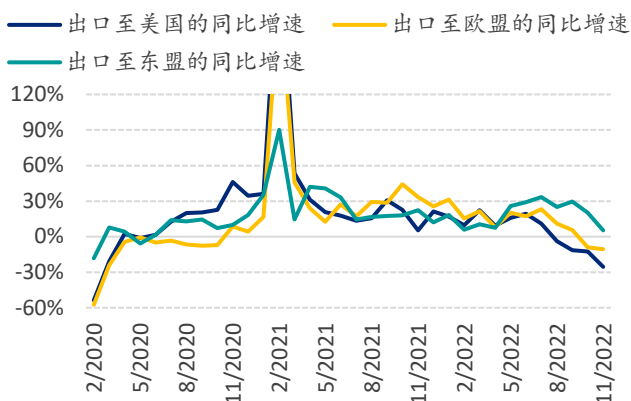
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 44: 中国出口增速与美国、欧盟、东盟制造业 PMI 的趋势对比



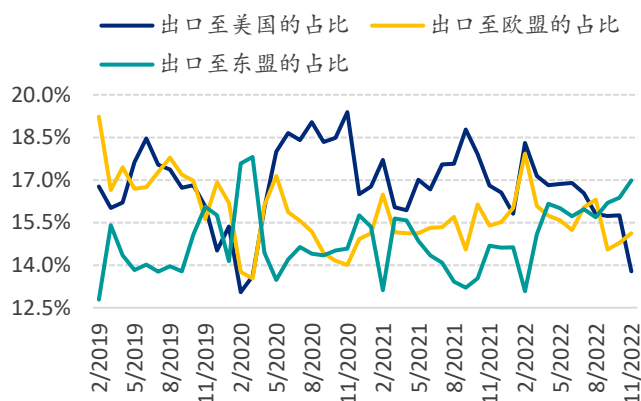
资料来源: Macrobond, 浦银国际

**图表 45: 2022 年, 中国对美国、欧盟、东盟的出口同比增速分化**



资料来源: Macrobond, 浦银国际

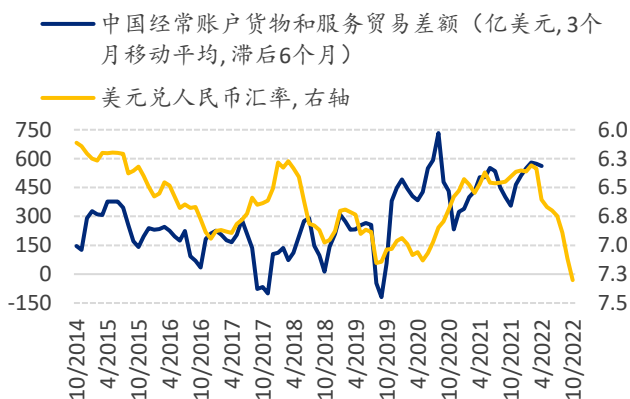
**图表 46: 2022 年, 中国对东盟的出口占比不断攀升、对美国 and 欧盟的出口占比回落**



资料来源: Macrobond, 浦银国际

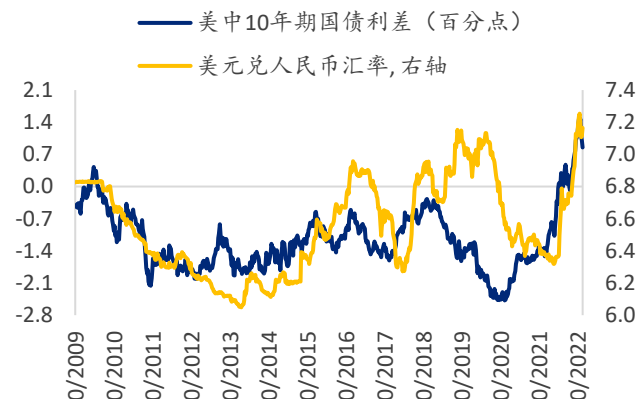
贸易顺差收窄、中美利率倒挂, 人民币对美元汇率保持适度低位, 将缓解出口走弱。对于 2023 年的人民币对美元汇率, 我们从国际收支和利率两个角度分析后, 都认为人民币仍然有适度贬值的空间: **1) 国际收支角度:** 在中国出口边际走弱的预期下, 进口仍将维持低增速, 货物贸易顺差将不断收窄; 中国疫情防控边际优化, 跨境人员流动有望逐渐恢复, 因疫情而压低的服务贸易逆差将走阔; 两者共同影响下, 贸易顺差收窄将导致人民币对美元的升值动力大幅减弱。**2) 利率角度:** 2022 年, 美债利率延续上行趋势, 美中 10 年期国债利差持续倒挂 (为 2010 年以来首次)。2023 年, 美联储加息周期结束、但不代表降息会在年内开始; 在经济下行的压力下, 中国央行仍将保持流动性合理充裕; 因此, 中美利差将保持倒挂、人民币对美元面临较大的下行压力。在国际收支端升值动力减弱和利率端下行压力加大的共同影响下, 我们预计人民币对美元在 2023 年仍将适度贬值至 7.3 的水平, 汇率呈现先贬值后升值的趋势, 有助于缓解中国出口走弱的幅度。

**图表 47: 中国经常账户差额与美元兑人民币汇率的趋势**



资料来源: Macrobond, 浦银国际

**图表 48: 美中 10 年期国债利差与美元兑人民币汇率的趋势**



资料来源: Macrobond, 浦银国际

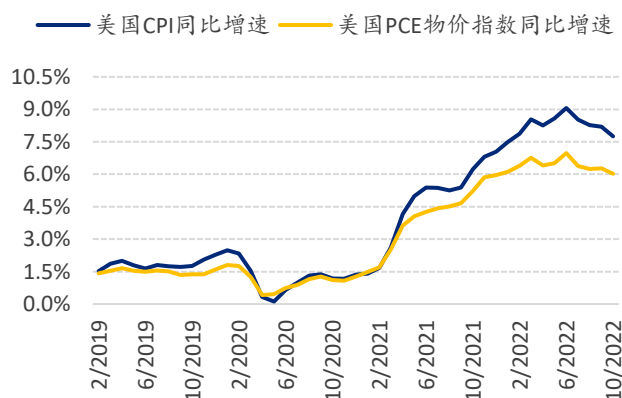
## 美国经济——通胀拐点后的衰退

展望 2023 年，我们认为美国通胀大概率将在波动中回落，与之相对应的是加息周期结束。相比供应链问题导致的能源驱动通胀，当前的通胀模式反而是美联储加息更能应对的。我们预计，本轮加息周期的终端利率将接近 5%、并持续至 2023 年底。在通胀拐点后，失业率上升导致美国经济迎来实质性衰退：一方面，延续至 2023 年的去库存及去金融泡沫风险，使得单纯调整过热的经济已无法避免这一轮周期性经济下行（请见《2022 年中期宏观经济展望》）；但另一方面，考虑到人口长期趋势变化和疫情短期冲击对劳动力市场的影响，我们认为 2023 年将会是程度较浅的经济衰退、不会到危机级别，因为相比 2008 年金融危机，此次私营部门的杠杆率相对可控。

### ● 2023 年，通胀拐点后

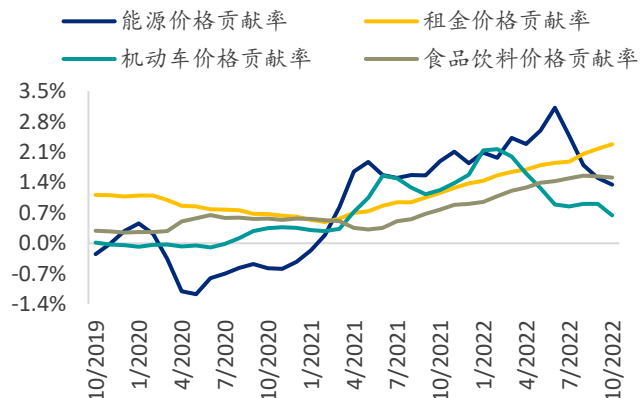
食品和能源价格回落，核心通胀压力仍在。2022 年 10 月，美国 CPI 同比增速回落 0.5 个百分点至 7.7%、环比增速回升 0.2 个百分点至 0.4%，整体来看通胀压力已经从 6 月（同比增速 9.1%，环比增速 1.4%）的顶部逐渐回落。其中，食品和能源（包括家庭能源和机动车燃料）对 CPI 同比增速的贡献率已经从 6 月的 4.4 个百分点降至 10 月的 2.8 个百分点，但是核心通胀压力仍在：10 月，美国核心 CPI 同比增速回落 0.3 个百分点至 6.3%。我们认为，核心通胀压力主要来自两方面因素：首先，租金价格滞后导致核心通胀的下降趋缓；其次，通胀压力从食品和能源转向服务业，导致工资增速高企，造成了核心通胀韧性加大。

图表 49：美国 CPI 同比增速和 PCE 物价指数同比增速均有所回落



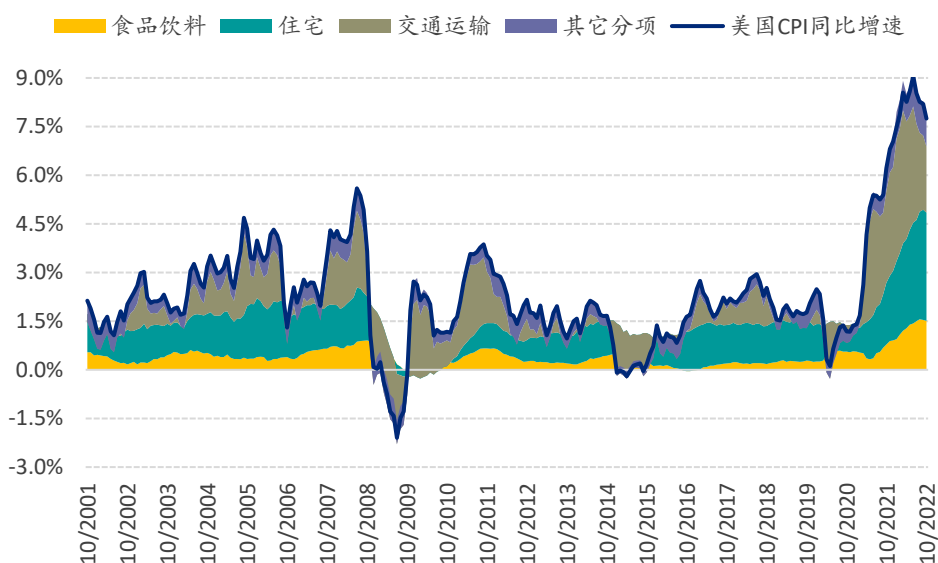
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 50：美国能源、租金、机动车、食品价格对 CPI 同比增速的贡献率（百分点）



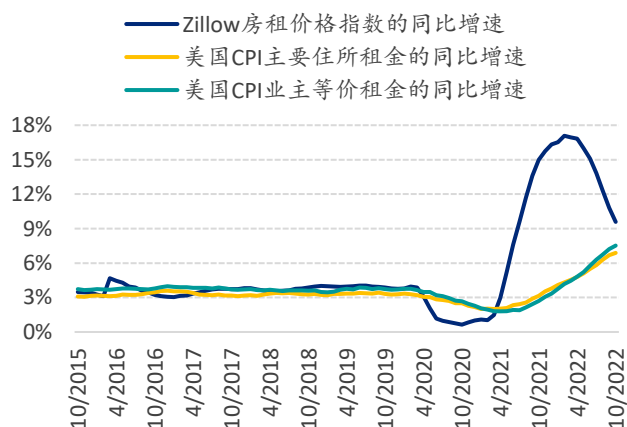
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 51: 美国 CPI 同比增速及各分项贡献率 (百分点)



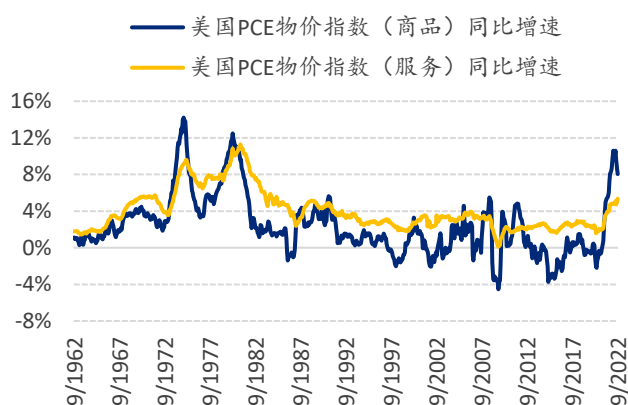
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 52: Zillow 房租价格指数已领先于 CPI 租金价格下跌



资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 53: 美国 PCE 物价指数显示, 服务价格较商品价格仍有韧性



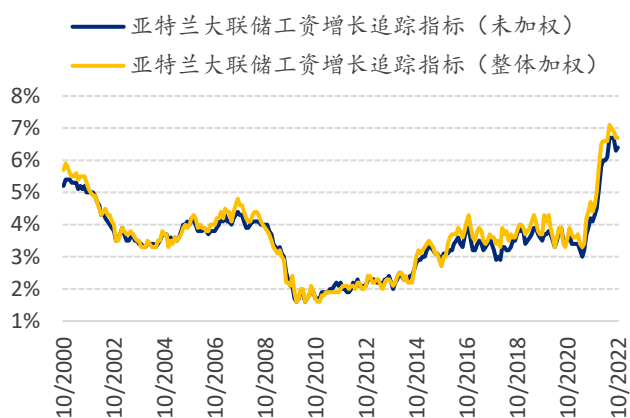
资料来源: Macrobond, 浦银国际

**CPI 租金价格明显滞后。**CPI 租金价格可分为主要住所租金和业主等价租金。在整体租金价格回落的过程中, 前者所反映的是几个月之前合同签订时的租金价格、后者则反映的是业主主观的租金期望, 两者都存在向上的偏离, 因此无法反映当期真实的租金价格。根据 Zillow 房租价格指数, 租金价格同比增速在 2022 年 4 月已开始大幅下降, 而 CPI 租金价格 (不论是主要住所租金、还是业主等价租金) 的同比增速尚未回落。我们预计, 未来 CPI 租金价格向实际趋势的调整将带动核心通胀进一步回落, 不必担忧因租金价格造成的核心通胀韧性。

通胀压力转向服务业，使得工资增速下降。通过对比 PCE 物价指数中商品和服务的同比增速，我们发现：商品价格增速已从 6 月的高点（10.6%）回落至 10 月的 7.2%，其中耐用品价格增速回落至 4.0%、非耐用品价格增速回落至 9.2%；然而，10 月服务价格同比增长 5.4%，增速为 1985 年 2 月以来新高、上升趋势明显。服务价格持续增长意味着服务消费需求旺盛，这将进一步带动工资增速的上升。

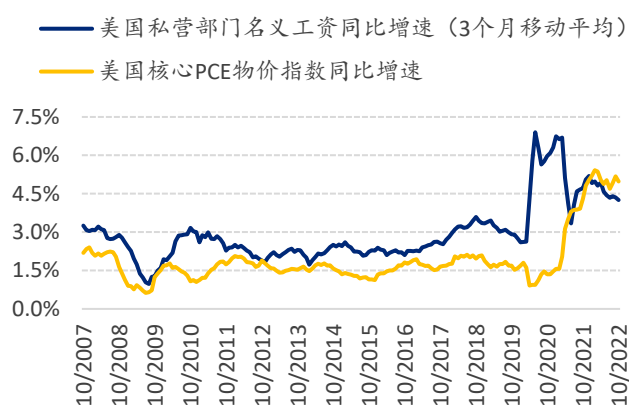
工资增速影响通胀下行斜率，但通胀预期已有改善。亚特兰大联储工资增长追踪指标显示，当前美国工资增速仍未明显下降。10 月，私营部门名义工资同比增速（4.0%）和核心 PCE 物价指数同比增速（5.0%）趋于一致，反映出“工资—物价”螺旋式通胀的特征依然存在。虽然通胀下行斜率仍有不确定性，但通胀预期已有改善：不论是纽约联储和咨商局的通胀预期调查结果，还是美国中小企业未来 3 个月的定价意向，都预示着通胀增速将继续回落。

图表 54: 美国亚特兰大联储工资增长追踪指标显示，工资增速仍未出现明显下降



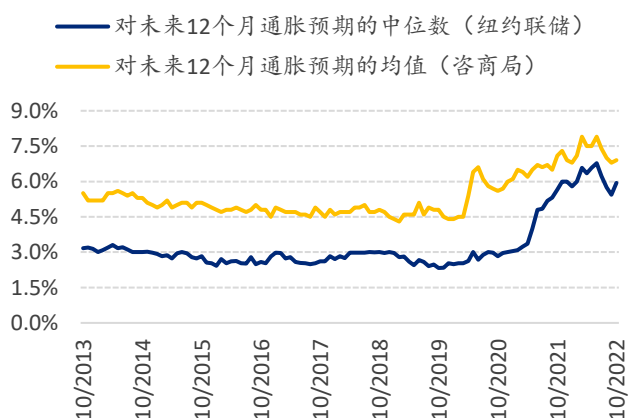
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 55: 美国 PCE 物价指数显示，服务价格较商品价格仍有韧性



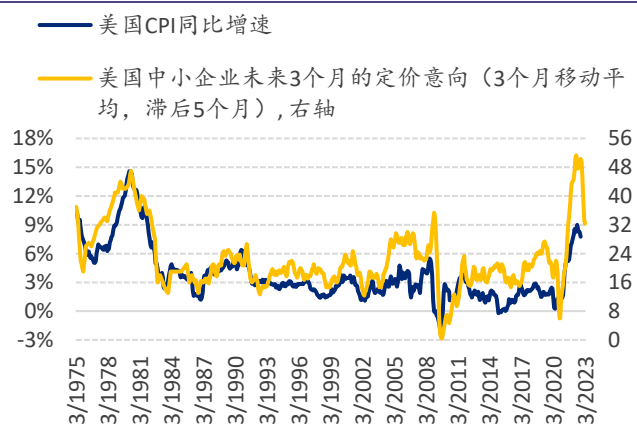
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 56: 不同机构的调查结果都显示，美国居民对未来 12 个月的通胀预期波动下行



资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 57: 美国中小企业未来 3 个月的定价意向预示着，通胀增速将继续回落

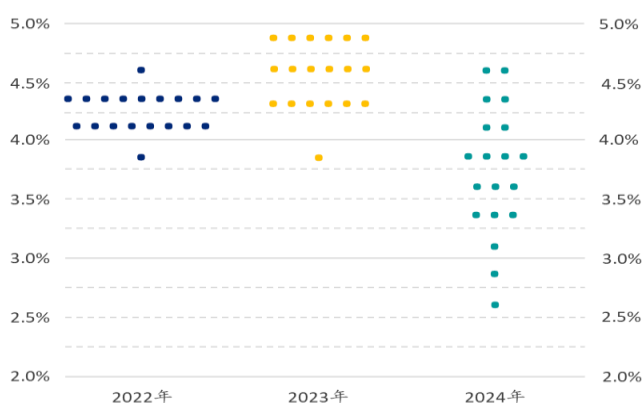


资料来源：Macrobond，浦银国际

通胀拐点后，加息接近尾声。在美联储12月议息会议之前，联邦基金利率区间已经来到3.75%-4.00%的水平。根据利率期货市场隐含的美联储加息幅度，本轮加息仍有100基点的空间：12月为50基点，2023年1月和3月各25基点。这意味着，本轮加息的终端利率将达到5%，而降息最快将在2023年12月出现，幅度仅为25个基点。虽然工资增速导致通胀仍有不确定性，使得终端利率仍面临较大的上行风险，但是考虑到加息对通胀的非线性作用，我们仍重申终端利率将接近、但不超过5%的观点。

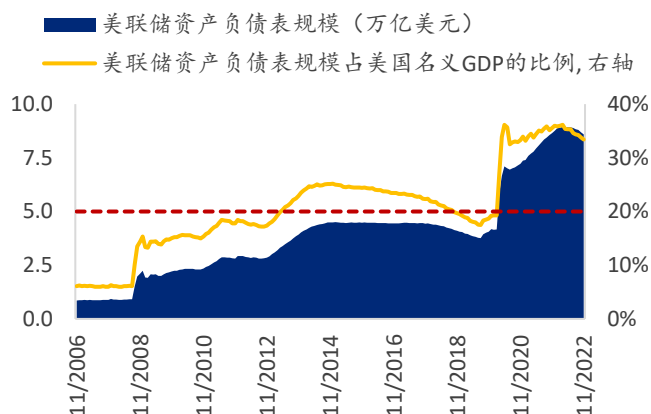
缩表进程不及预期。美联储资产负债表从5月底的89,150.5亿美元缩减至11月底的85,845.8亿美元，月均缩减额为550.8亿美元，不及此前的计划（约为712.5亿美元）。我们认为，资产负债表规模占名义GDP的比例降至20%，是美联储的合意水平。静态估算下，美联储的缩表幅度为4.17万亿美元，缩表将持续至2025-2026年，缩表方式预计为“被动为主、主动为辅”。

图表 58：2022 年 9 月，美联储议息会议点阵图



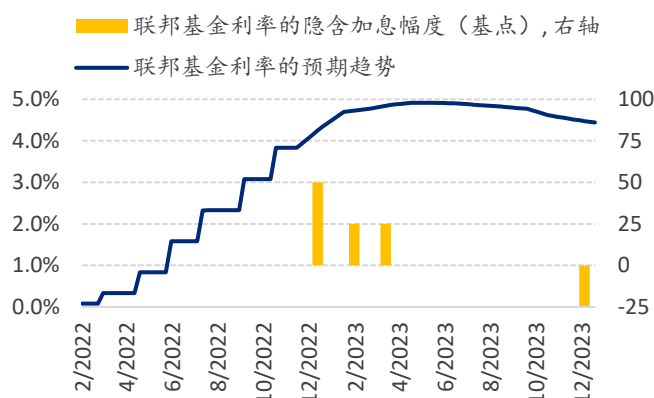
资料来源：美联储，浦银国际

图表 60：美联储资产负债表规模及其所占美国名义 GDP 的比例



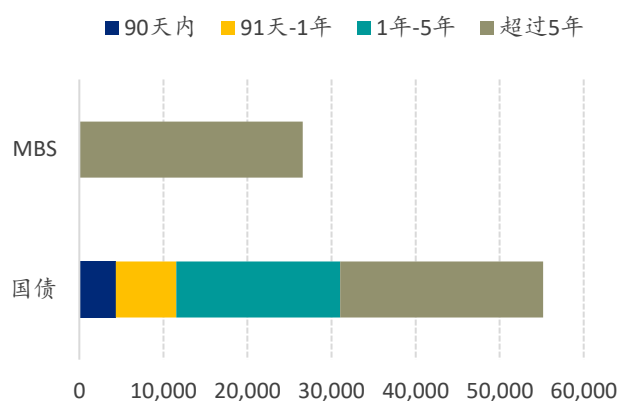
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 59：利率期货市场隐含的美联储加息幅度和预期趋势



资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 61：美联储持有债券（国债和 MBS）到期额分布（亿美元）



资料来源：Macrobond，浦银国际

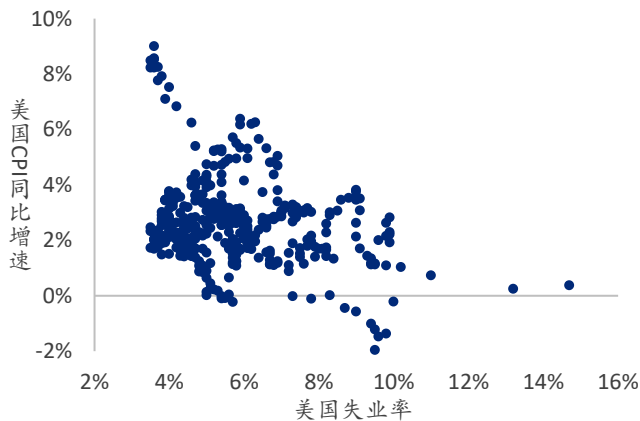


## ● 2023 年，美国经济衰退来临

### 多维度指标均指向美国经济衰退

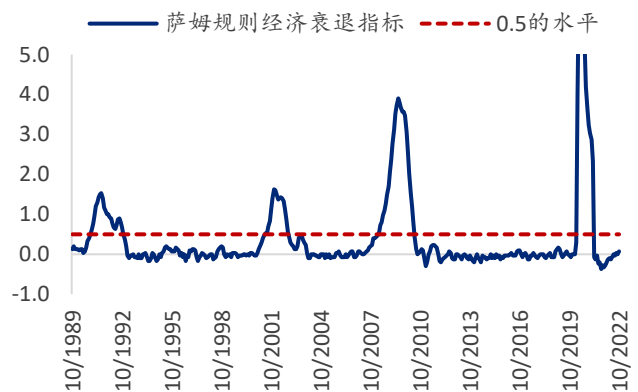
**菲利普斯曲线和萨姆规则。**如果菲利普斯曲线（Phillips Curve）依然存在，美联储的货币紧缩政策必然会推高失业率。按照美联储 9 月议息会议的估计，2023 年失业率将达到 4.4% 的水平，高出当前失业率（11 月，3.7%）大约 0.7 个百分点。失业率的上升意味着经济衰退的到来。根据萨姆规则，如果失业率（3 个月移动平均）较过去 12 个月的最低水平上升了 0.5 个百分点以上，经济衰退就会发生。目前，过去 12 个月失业率的最低值为 3.5%（2022 年 9 月）。我们预计，2023 年三季度美国失业率将超过 4%，这导致失业率均值上升了 0.5 个百分点，符合萨姆规则判定的经济衰退。

图表 62: 1990 年至今，菲利普斯曲线显示了通胀减慢的同时失业率上升



资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 63: 萨姆规则：当失业率较 12 个月内低点高出 0.5 百分点，经济体将经历衰退



资料来源：Macrobond，浦银国际

### 多维度指标均指向经济衰退，大概率在 2023 年三季度。

- 1) 基于国债收益率曲线的预测，纽约联储提供了未来一年衰退概率指标。根据该指标，2023 年上半年，美国经济陷入衰退的概率在 5.2% 左右；2023 年三季度的，衰退概率则上升至 22.0%，接近过去衰退时期的平均值 (33.3%)。
- 2) 基于 10 项经济指标编制的咨商局领先经济指标 (LEI)，也常被用于预测未来的经济状况。10 月，领先经济指标同比增速为 -2.7%，连续 4 个月负增长。我们预计，按照当前的下行趋势，咨商局领先经济指标在 2023 年三季度将接近过去衰退时期的平均值 (-9.0%)。
- 3) 基于 85 项不同月度指标进行加权平均计算所得出的芝加哥联储全国活动扩散指数，对经济扩张/收缩和通胀压力变化提供了密切追踪。10 月，全国活动扩散指数为 0.13，指数为正意味着经济活动处在扩张，距离过去衰退时期的平均值 (-0.63) 有较大下行空间。

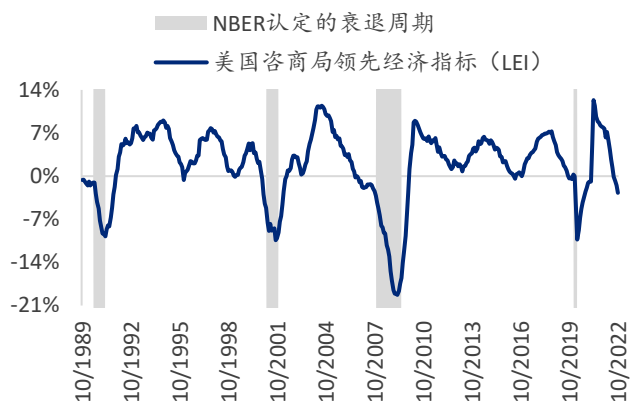
4) 基于咨商局消费者信心指数，我们将消费信心指数和消费预期指数的差值来衡量消费者对未来的经济预期。根据历史趋势，当该指标大幅下行时，经济将步入衰退。目前，该指标已出现明显下降，下行空间较大。

图表 64: 纽约联储的未来一年衰退概率指标



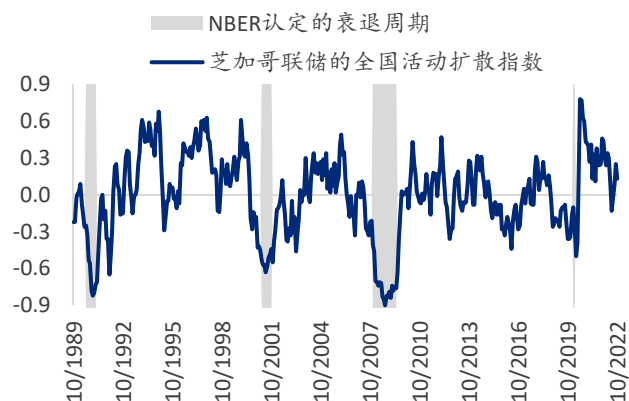
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 65: 美国咨商局领先经济指标 (LEI)



资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 66: 芝加哥联储的全国活动扩散指数



资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 67: 美国咨商局消费者信心指数差值 (当前-预期, 百分点)



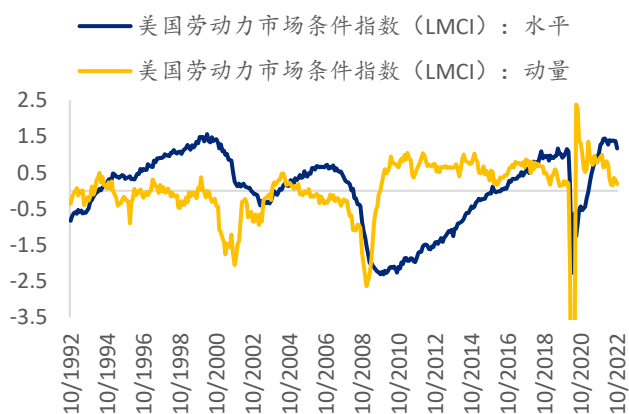
资料来源: Macrobond, 浦银国际

## 劳动力市场决定实质性衰退的程度

美国劳动力市场转变在即。根据堪萨斯联储利用 24 个指标构建的劳动力市场条件指数，可以看到美国劳动力市场出现转变的迹象：劳动力市场条件指数分为水平和动量两个因子，前者衡量劳动力市场现状，后者为前者的一阶导数、衡量劳动力市场条件的变化情况。2022 年 10 月，动量因子已降至 0.19 的水平、临近负区间，水平因子也降至 1.17 的水平、为 12 个月以来最低值。

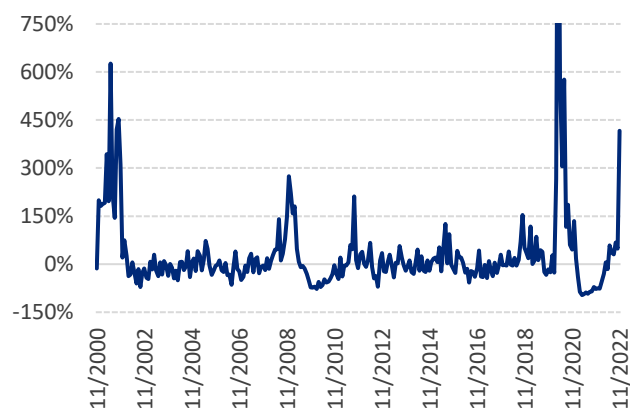
劳动力市场需求端开始转冷。经济预期下降、叠加加息周期的影响，美国劳动力市场的需求开始回落：一方面，科技公司首先发起的裁员潮，使得裁员同比增速大幅攀升，非农职位雇佣数出现边际下降；另一方面，招聘岗位减少、使得非农职位空缺数开始下降，尤其是 250 人以上的大型公司下降尤为明显、小型公司的职位空缺数仍有较大下降空间。

图表 68：美国劳动力市场条件指数（LMCI）已经有所回落



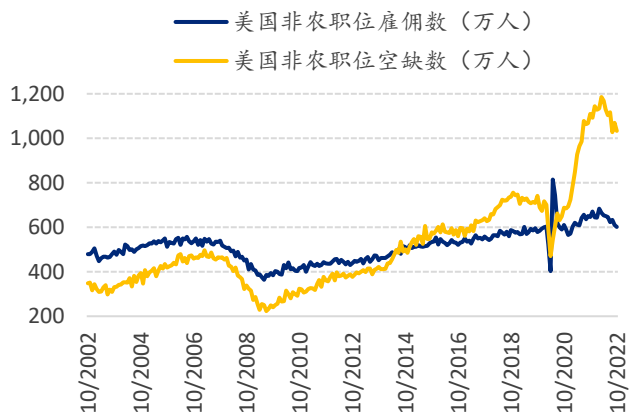
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 69：美国 Challenger 报告显示，裁员同比增速大幅上升



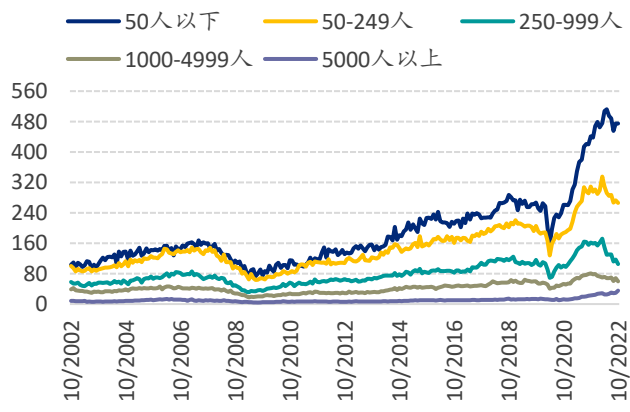
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 70：美国非农职位雇佣数和空缺数趋势对比



资料来源：Macrobond，浦银国际

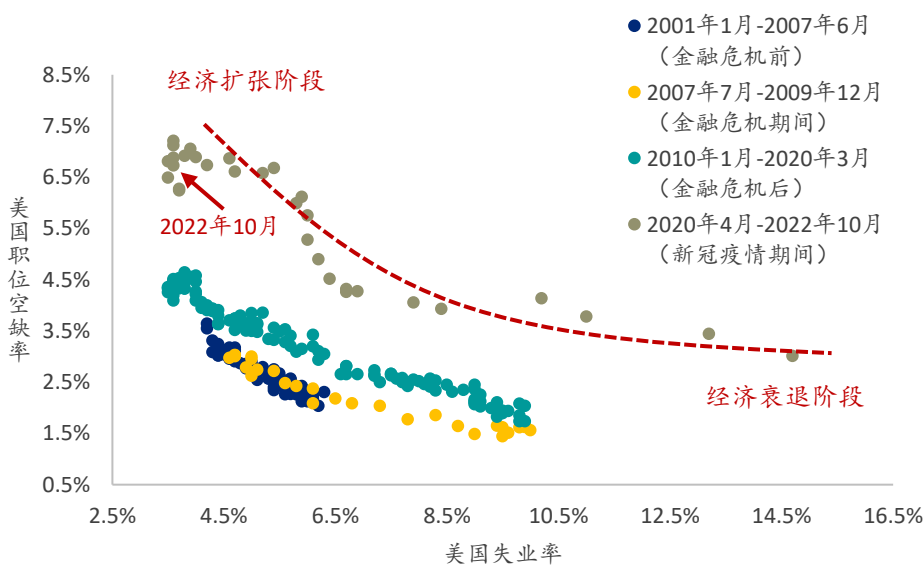
图表 71：按公司人数来分类，美国非农职位空缺主要来自小公司



资料来源：Macrobond，浦银国际

经济衰退来临，就业市场结构性问题缓解。贝弗里奇曲线(Beveridge Curve)是经济学中描述失业率与职位空缺率之间负相关关系的曲线，曲线左移/右移代表就业市场的供需配置效率提升/下降。相较于2010年1月至疫情暴发前的十年，疫情后美国的失业率和非农职位空缺率均有所上升，使得贝弗里奇曲线出现大幅右移，劳动力供需配置效率下降。2022年10月，美国失业率为3.7%、非农职位空缺率为7.8%，处于当前贝弗里奇曲线的左上侧。这意味着，非农职位空缺率相对于失业率更高，美国经济扩张状态和劳动力市场结构性问题并存。2023年，我们预计失业率和非农职位空缺率将向右下方移动，经济衰退来临意味着就业的结构性问题将有所缓解。

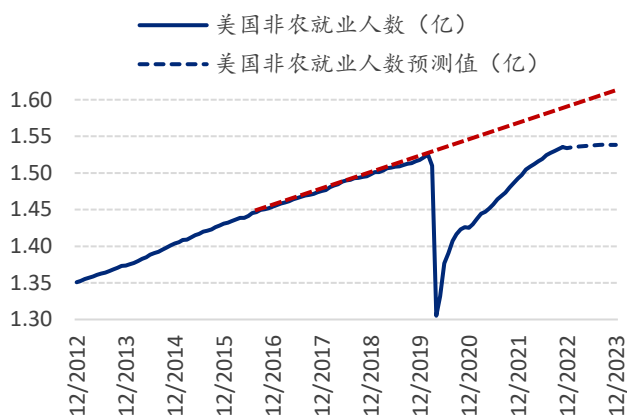
图表 72：新冠疫情暴发以来，美国就业市场的贝弗里奇曲线大幅右移



资料来源：Macrobond，浦银国际

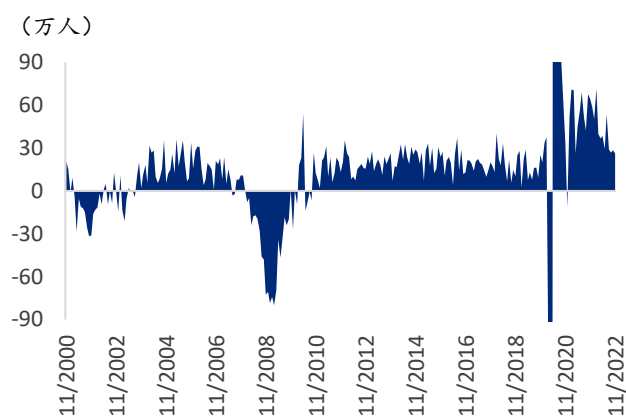
劳动力市场需求回落，非农就业增长将逐步放缓。2022年11月，新增非农就业人数26.3万，较10月的28.4万有所回落、但高于20万的数字显示出劳动力市场需求仍较强劲、新增非农的下行斜率将较为平缓。按结构来看，11月商品端和服务端的多数行业新增非农都低于过去6个月的均值，除了商品端的建筑业(多增0.5万人)以及服务端休闲和酒店业(多增2.1万人)、其他服务业(多增1.1万人)、金融活动(多增0.6万人)、信息业(多增0.5万人)。其中，休闲和酒店业、其他服务业合计占11月新增私人非农的27.7%，我们认为这两项因假期因素(感恩节、圣诞节)导致的用工需求回升是短暂的。目前，非农就业人数恢复至1.54亿人，已超过疫情前的水平(2019年12月，1.52亿)。我们预计，伴随新增非农逐步放缓，非农就业距离回归2014-2019年的增长趋势仍需较长时间；美联储的预测也显示，非农就业的后续恢复将边际放缓。

图表 73：2022 年 11 月，美国非农就业已回升至 1.54 亿的水平



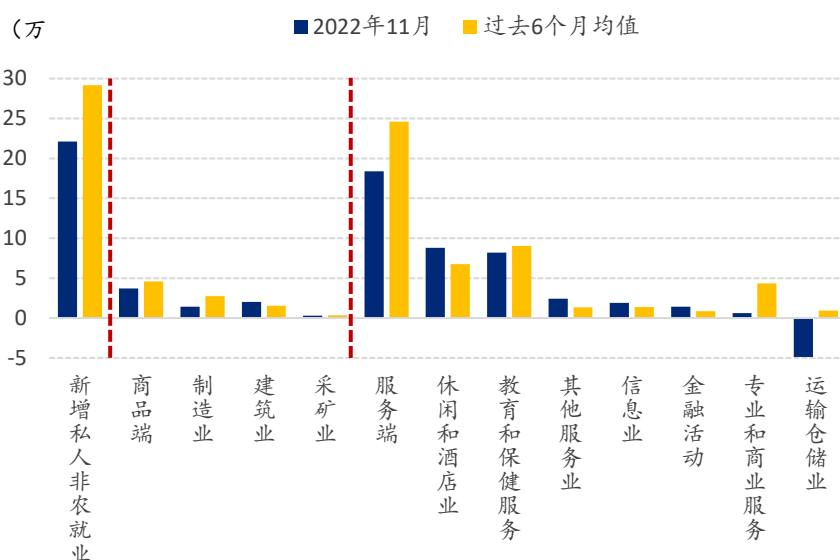
注：蓝色虚线为美联储预测  
资料来源：美联储，Macrobond，浦银国际

图表 74：2022 年 11 月，美国新增非农就业人数回落至 26.3 万人水平



资料来源：Macrobond，浦银国际

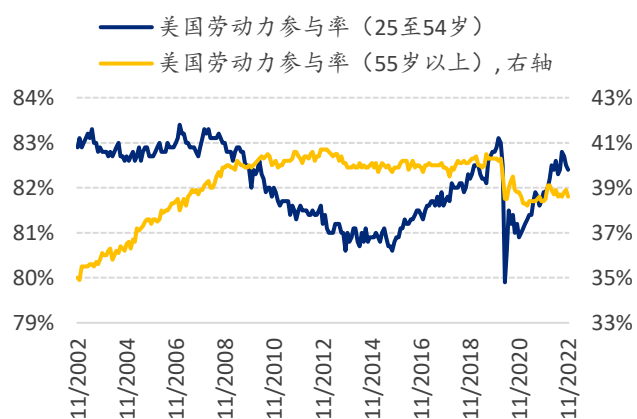
图表 75：2022 年 11 月，美国新增非农就业结构



资料来源：Macrobond，浦银国际

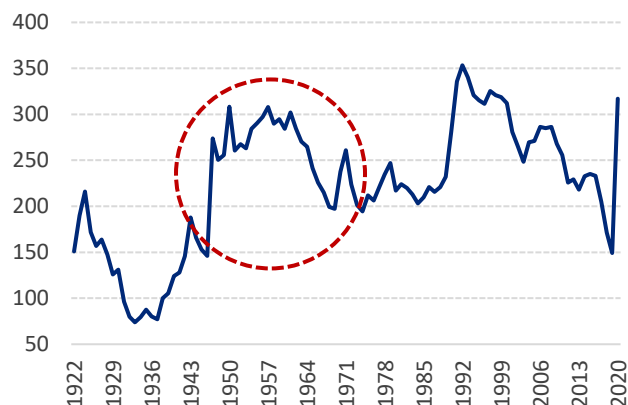
劳动力市场供给端较弱，失业率不会大幅攀升。虽然劳动力市场需求端转弱，但在人口长期趋势变化和疫情短期冲击的影响下，美国劳动力市场供给端也表现较弱。疫情后，美国劳动人口参与率逐步回升，但是 55 岁以上群体劳动参与率则维持低位：2022 年 11 月为 38.6%，低于 2019 年 12 月的 40.3%。一方面，二战后“婴儿潮”群体在疫情期间刚好达到退休年龄段，另一方面，疫情期间的宏观政策推高了资产价格，造成家庭财富上升，使得 55 岁以上群体的提前退休意愿上升。因此，在劳动力市场的供需均走弱的情况下，我们预计失业率不会出现以往经济衰退时的大幅攀升，经济衰退的幅度也会较小。

图表 76: 疫情后, 美国劳动参与率结构有所分化



资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 77: 1922 至今, 美国历年出生人口数 (万人)



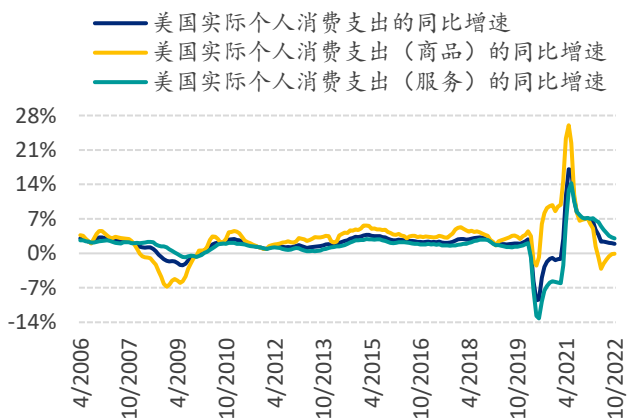
资料来源: Macrobond, 浦银国际

## 经济衰退期间，消化过度消费和积压库存

**消费的不均衡复苏。**虽然疫情期间的美国的财政刺激利好消费的复苏，但由于 2021 年防疫措施尚未完全放开，造成商品消费的恢复明显好于服务消费，这种情况在 2022 年出现反转。2022 年 10 月，美国个人消费支出的同比增速降至 2.0%，商品消费支出同比负增长 (-0.1%)，服务消费支出同比增长 3.0%。我们认为，随着防疫措施放开，今年圣诞节假期将会与暑假一样迎来强劲的服务消费增长。但是，我们认为这一轮服务消费增长后，美国消费将迎来再平衡，商品和服务消费增速都将有所回落，这主要是受经济衰退的影响。目前，美国消费者信心指数均出现下行趋势，其中密歇根大学消费者信心指数已降至 2008 年金融危机同期水平。

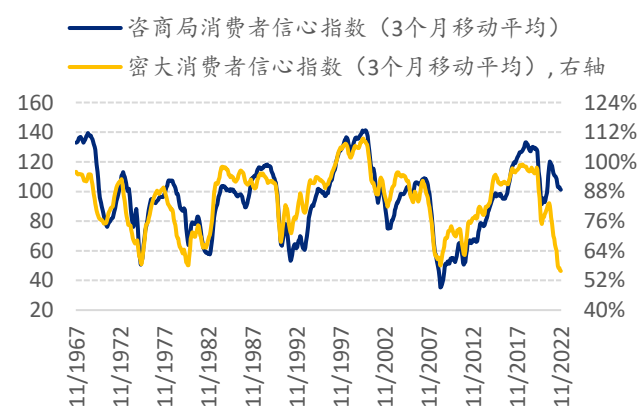
**工资增速下行、财富效应减弱以及债务负担增加三个因素将推动经济衰退期间消化过度消费。**经济衰退对消费冲击最直接体现为收入下降。新冠疫情期间，美国私营部门实际工资保持较高增速保证了消费的持续复苏。进入 2022 年，美国实际工资持续负增长，11 月的降幅扩大至 -3.6% 的水平。我们预计，实际工资增速将持续下行、带动整体消费边际回落。除了收入效应，消费的财富效应也很重要。疫情期间，宽松的货币政策推高了包括股市和房地产在内的资产价格，带来财富效应的提升、间接推动了消费的持续复苏。然而，加息周期的来临，使得对利率敏感的房地产市场承压，流动性趋紧也压低了股市表现，美国住宅现房售价中位数和标普 500 指数的同比增速出现大幅下行，财富效应支撑消费的作用走弱。美国房贷利率大幅攀升，将对消费造成挤压。2022 年，30 年期房贷利率从 1 月的 3.6% 大幅攀升至 11 月的 6.5%，为 2008 年 11 月以来最高值，叠加疫情期间家庭房贷规模的增长，2022 年三季度美国个人利息支出的同比增速升至 36.2%。房贷利率大幅攀升导致还贷家庭的利息负担加重，在实际工资增速下行的情况下，消费能力将大幅下降。

图表 78：美国实际个人消费支出的同比增速显示，商品消费下降、服务消费仍在增长



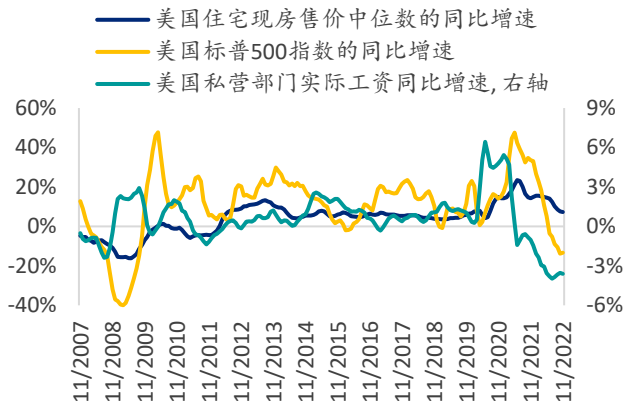
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 79：美国咨商局和密歇根大学的消费者信心指数有所分化、但均是下行趋势



资料来源：Macrobond，浦银国际

**图表 80: 美国消费的收入效应和财富效应将有所减弱**



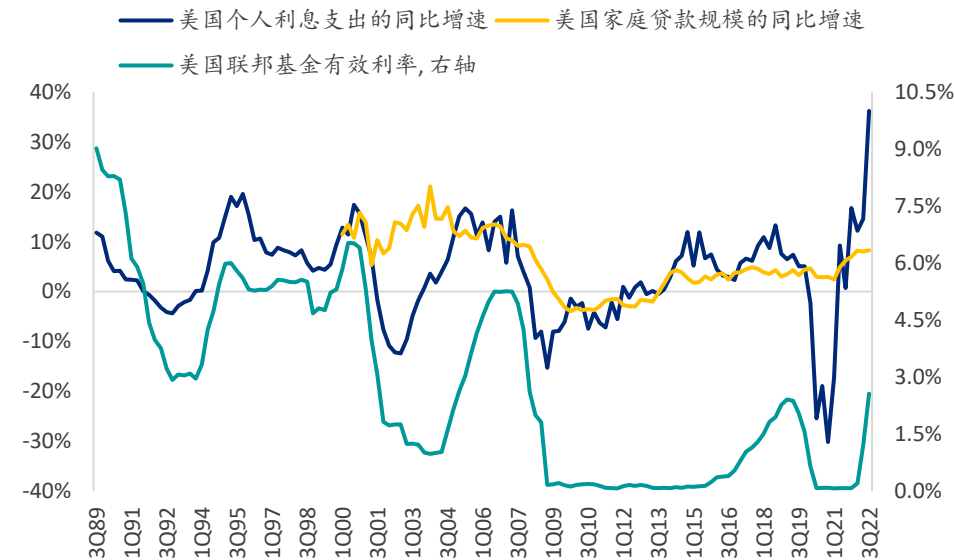
资料来源: Macrobond, 浦银国际

**图表 81: 美国信用卡贷款利率和 30 年期房贷利率均大幅攀升**



资料来源: Macrobond, 浦银国际

**图表 82: 美国个人利息支出同比增速、家庭贷款规模同比增速、联邦基金有效利率的趋势**



资料来源: Macrobond, 浦银国际

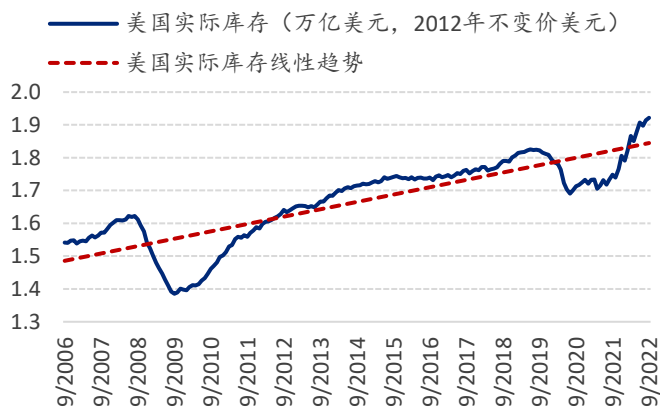


美国实际库存已超过疫情前的趋势。2021年下半年，补库存推动了美国经济的复苏。进入2022年，补库存的节奏继续加快，9月美国实际库存总量（包括制造商、批发商、零售商）达到1.92万亿美元，超过了疫情开始前的线性趋势。虽然整体库存水平大幅上升，但是物流效率较低、叠加上游工业生产旺盛、下游消费需求转弱的影响，美国库存结构出现问题：制造商、批发商、零售商补库存趋势出现分化，批发商实际库存出现总量和增速的大幅上行。2022年9月，就实际库存的同比增速而言，批发商（15.9%）补库存速度明显高于制造商（0.6%）和零售商（13.6%）。我们认为，批发商库存激增是受到上游工业生产旺盛和下游消费需求转弱的双重影响。在这种结构性问题下，我们预计：批发商一方面会减少对上游制造商的订单、一方面会减价向零售端分销库存。受此影响，制造商订单减少会带动生产回落、造成经济增速继续放缓；而零售端的价格下行则会带动消费端通胀回落。综合来看，库存的结构性问题将会导致2023年美国经济和通胀回落。

需求回落、供给恢复，积压库存仍需消化。基于美国ISM制造业指数的分项指标，我们从需求和供给两个维度分析当前制造业的状况。为了测算需求的改善情况，我们用“新订单指数”和“客户库存指数”作为代理变量，将变动程度做等权重求和，得到需求改善程度指数。相同地，我们用“供应商配送时间”和“积压订单”作为代理变量，将变动程度做等权重求和，得到供给改善程度指数，测算供给的改善情况。

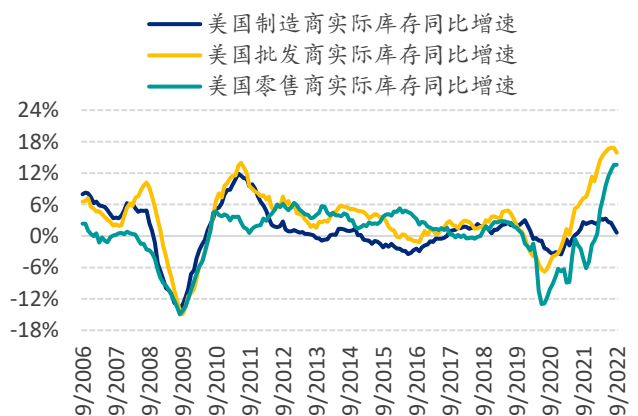
2022年11月，需求改善指数持续下行至6.8的水平，供给改善指数持续回升至-2.9的水平，可以看到需求回落和供给恢复程度即将超过临界点（即，需求改善指数降为负、供给改善指数转为正），这也意味着库存水平将达到顶部。目前，美国制造业PMI的库存积压程度指数（即，自有库存指数的变动程度）也有触顶回落的趋势。当库存从顶点回落时，需求将维持低迷、供给将恢复收缩，积压库存得以消化。在这种趋势下，我们预计制造业扩张趋势放缓将伴随美国经济步入衰退阶段。

图表 83: 美国实际库存总量（制造商+批发商+零售商）已经超过疫情前的线性趋势



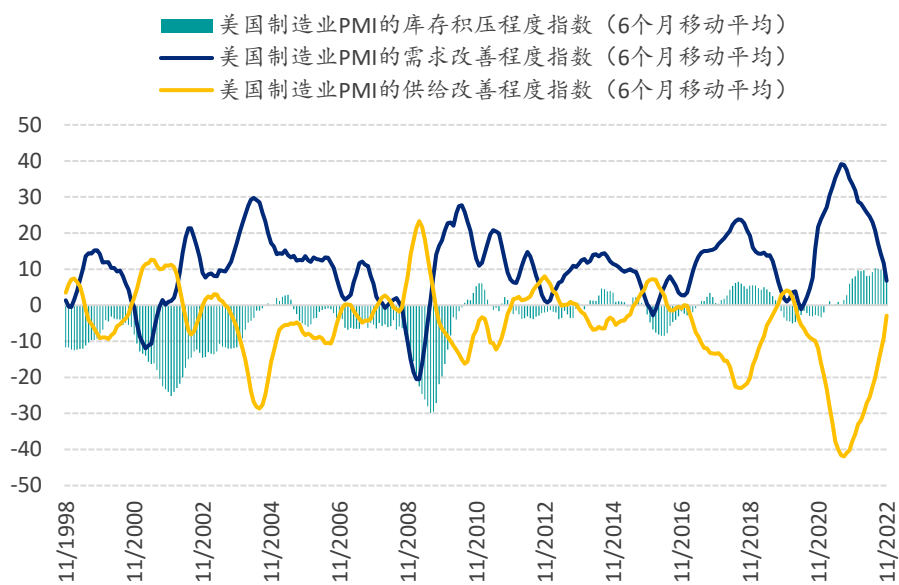
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 84: 美国制造商、批发商、零售商实际库存同比增速



资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 85：美国制造业 PMI 的需求、供给改善程度指数以及库存积压程度指数



资料来源：Macrobond，浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 周文硕

tallan\_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

