



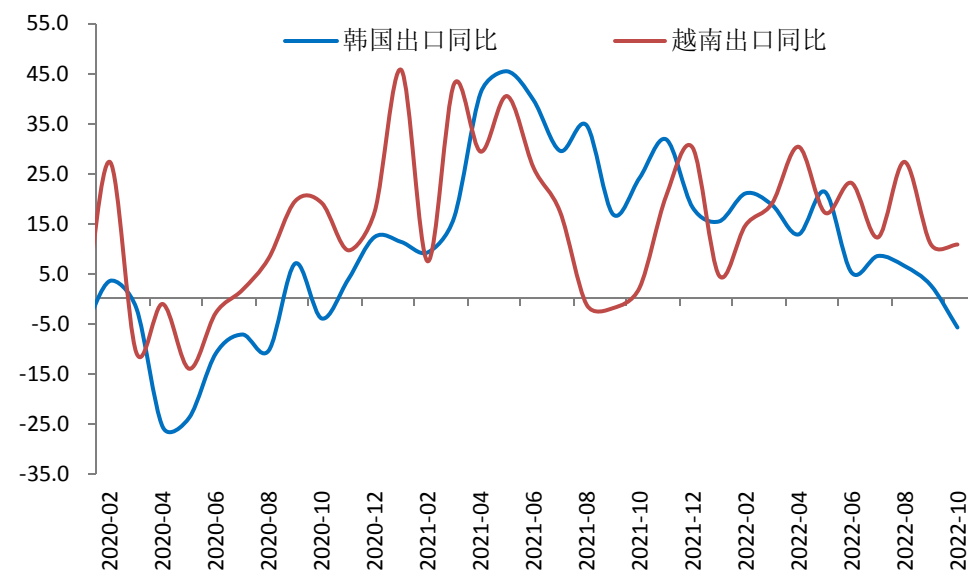
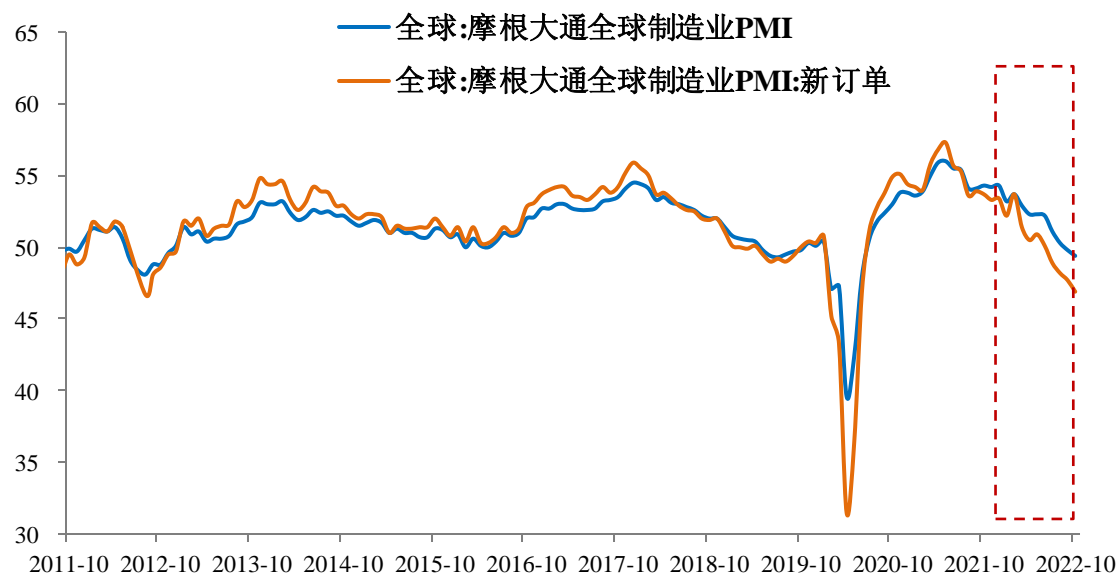
# 2023年宏观经济及大类资产配置展望

分析师：罗志恒  
执业编号：S0300520110001  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com  
2023年3月30日

资本赋能科创实业

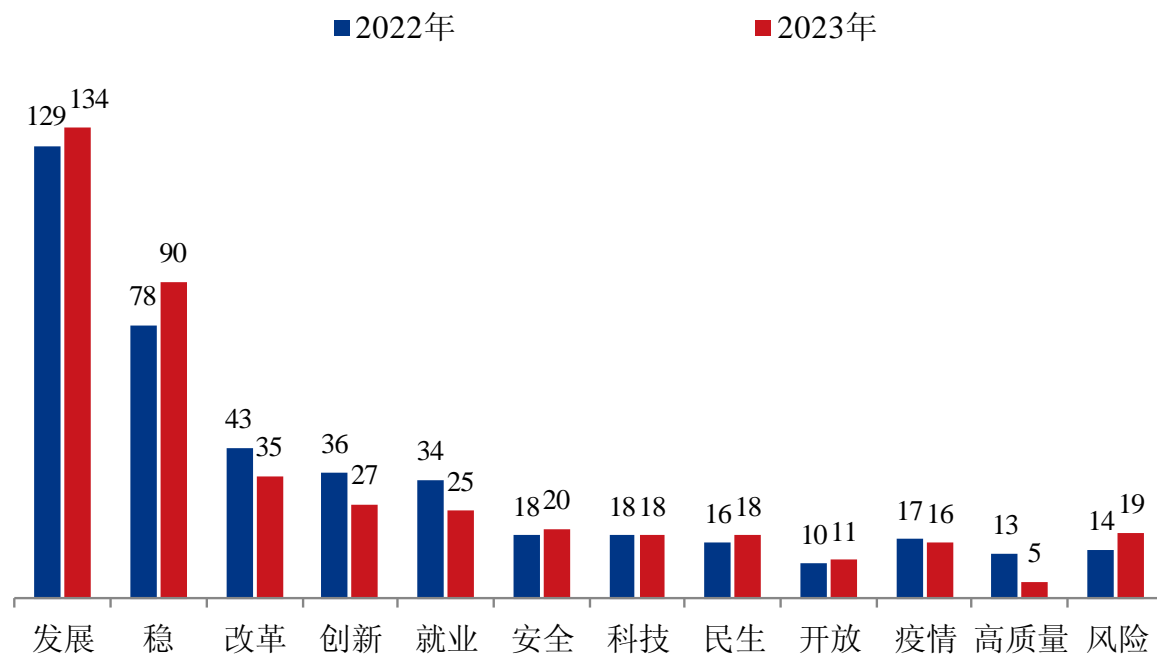
## 一、2023年中国经济展望

- 中国经济大概率好于2022年，预计前低后高，但仍面临不确定性，取决于疫情是否反复、房地产是否企稳、外部冲击（全球经济需求）和政策力度。
- 动力切换：疫情以来两股支撑（出口和基建）转为基建一个力量。
- 2022年增速形成较低基数；疫情模式切换到正常市场经济模式；积极财政政策加力提效，GDP达到5%是可以预期的。由于形势复杂多变，季度间再度大起大落。



## 一、2023年中国经济展望

- 中央经济工作会议：“推动中国经济运行整体好转”。
- 《政府工作报告》突出稳增长、稳就业和稳物价。
- 政策进一步加力。

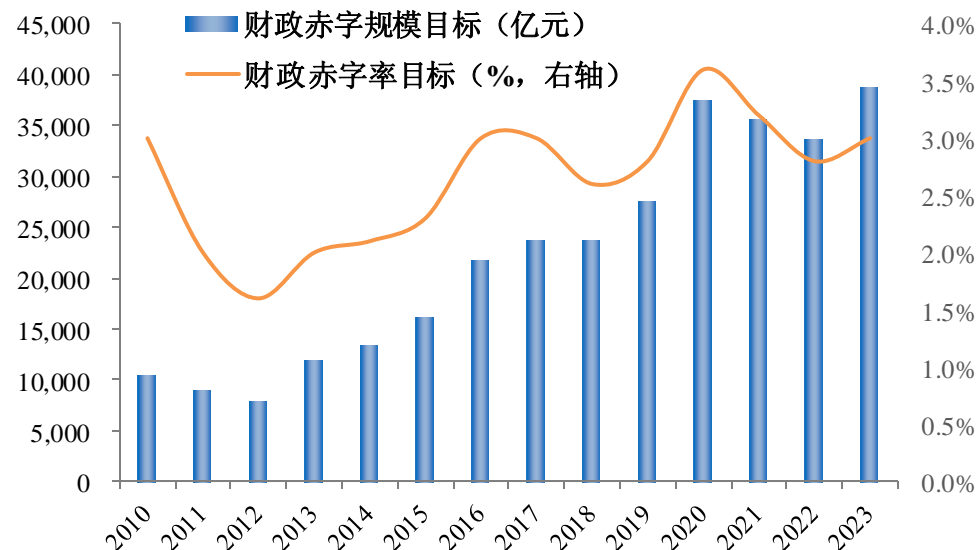


# 一、2023年中国经济展望

- 财政：“加力提效”与防范化解地方债务风险：兼顾稳增长、防风险，有克制的宽松、留有余地的积极。
- 力度置于效果前：不同于2022年的“提升效能，更加注重精准、更可持续”和2021年“提质增效，更可持续”，更接近2020年“更加积极有为”，与2019年的“加力提效”一致。

年份	GDP增速(%)	赤字率(财政部,%)	实际赤字率(%)	财政政策
1997年	9.2		0.7	适度从紧
1998年	7.8		1.1	年中调整为积极的财政政策
1999年	7.7		1.9	进一步加大实施积极财政政策力度
2000年	8.5		2.5	积极财政政策
2001年	8.3		2.3	积极财政政策
2002年	9.1		2.6	积极财政政策
2003年	10.0		2.1	积极财政政策
2004年	10.1		1.3	积极财政政策
2005年	11.4		1.2	实施稳健的财政政策
2006年	12.7		0.8	继续实施稳健的财政政策
2007年	14.2		-0.6	继续实施稳健的财政政策
2008年	9.7		0.4	继续实施稳健的财政政策，年中调整为积极的财政政策
2009年	9.4		2.2	实施积极的财政政策
2010年	10.6	3.0	1.6	继续实施积极的财政政策
2011年	9.6	2.0	1.1	继续实施积极的财政政策
2012年	7.9	1.6	1.6	继续实施积极的财政政策
2013年	7.8	2.0	1.8	继续实施积极的财政政策
2014年	7.4	2.1	1.8	继续实施积极的财政政策
2015年	7.0	2.3	3.6	积极的财政政策要适当加大力度
2016年	6.8	3.0	4.3	积极的财政政策要加大力度
2017年	6.9	3.0	4.7	财政的政策要更加积极有效
2018年	6.7	2.6	5.7	积极的财政政策取向不变，要聚力增效
2019年	6.0	2.8	7.2	积极的财政政策要加力提效
2020年	2.2	3.6	10.0	积极的财政政策要更加积极有为
2021年	5.1	3.2	7.3	积极的财政政策要提质增效、更可持续

2010-2023年中国赤字率和规模目标



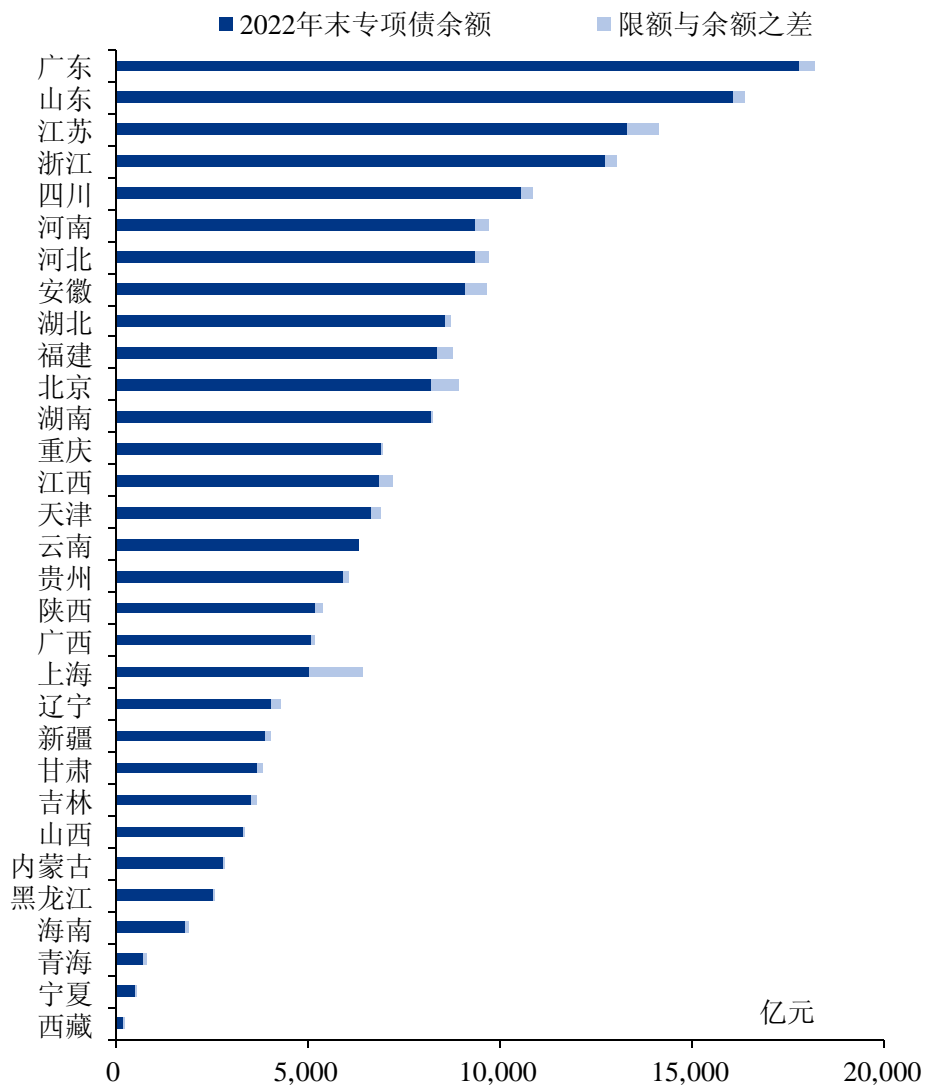
资料来源：历年预算报告，粤开证券研究院。





## 一、2023年经济展望

- 专项债3.8万亿+限额与余额差额1.15万亿=空间4.95万亿；区域分布不均衡。
- 中央加杠杆（5100亿元多增赤字）、盘活和统筹财政资源、提高支出效率（强化绩效管理/优化支出结构）。



## 二、当前经济主要指标回升：经济恢复，但不是报复性恢复

1、恢复：中国经济从疫情模式重回市场经济模式，服务业尤其是餐饮等快速恢复。工业增加值、消费、投资都在向上。餐饮消费同比9.2%，社零消费总体同比增长3.5%，高于限额以上企业零售的2.1%；烟酒、服装鞋帽、化妆品、金银珠宝等出行社交属性的种类增速由负转正，家电、家具、家装等地产后周期消费受益于房地产竣工加快。房地产投资降幅收窄，制造业和基建投资持续高增。

图表1：主要经济指标表现

类别	指标	2022年						2023年
		7月	8月	9月	10月	11月	12月	1-2月
生产（当月同比）	工业增加值	3.8	4.2	6.3	5.0	2.2	1.3	2.4
	服务业生产指数	0.6	1.8	1.3	0.1	-1.9	-0.8	5.5
消费（当月同比）	社会消费品零售总额	2.7	5.4	2.5	-0.5	-5.9	-1.8	3.5
	商品零售	3.2	5.1	3.0	0.5	-5.6	-0.1	2.9
	餐饮收入	-1.5	8.4	-1.7	-8.1	-8.4	-14.1	9.2
投资（累计同比）	固定资产投资	5.7	5.8	5.9	5.8	5.3	5.1	5.5
	房地产投资	-6.4	-7.4	-8.0	-8.8	-9.8	-10.0	-5.7
	制造业投资	9.9	10.0	10.1	9.7	9.3	9.1	8.1
	基建投资（广义）	9.6	10.4	11.2	11.4	11.7	11.5	12.2
出口（当月同比）	出口	18.1	7.4	5.6	-0.3	-9.0	-9.9	-6.8
房地产（当月同比）	房地产投资	-12.3	-13.8	-12.1	-16.0	-19.9	-12.2	-5.7
	商品房销售面积	-28.9	-22.6	-16.2	-23.2	-33.3	-31.5	-3.6
	商品房销售额	-28.2	-19.9	-14.2	-23.7	-32.2	-27.7	-0.1

资料来源：Wind、粤开证券研究院



## 二、经济主要指标回升：经济恢复，但不是报复性恢复

### 2、尚未出现报复性恢复：

1) **耐用消费品**如汽车消费同比-19.7%，家电、通讯器材均同比负增长；受汽车消费和出口拖累，**工业生产恢复幅度较弱**：1月和2月工业增加值环比分别仅增长0.26%和0.12%，低于历史同期的0.5%左右。

2) **两大外部变化：加息导致全球需求收缩、金融动荡。其一**，中国出口自去年四季度以来连续负增长，1-2月同比-6.8%；美国、日本、欧盟PMI都在往下走，中国台湾（1月-21%、2月-17%）、韩国（1月-16%、2月-7%）、越南（1-2月累计-10%）。**其二**，从历次加息看，加息之后有危机，**美股、美债、美国房地产，硅谷银行**。

3) **就业形势严峻**：16-24岁劳动力调查失业率为18.1%，2019-2022年同期为11%、13.6%、13.1%、15.3%。

4) **微观活力不足，民营信心不足**：民间投资增速0.8%。

1-2月财政收入增速-1.2%，中央-4.5%，地方2%。**中央的消费税、车购税、关税等下降，与汽车、进口下降有关。**

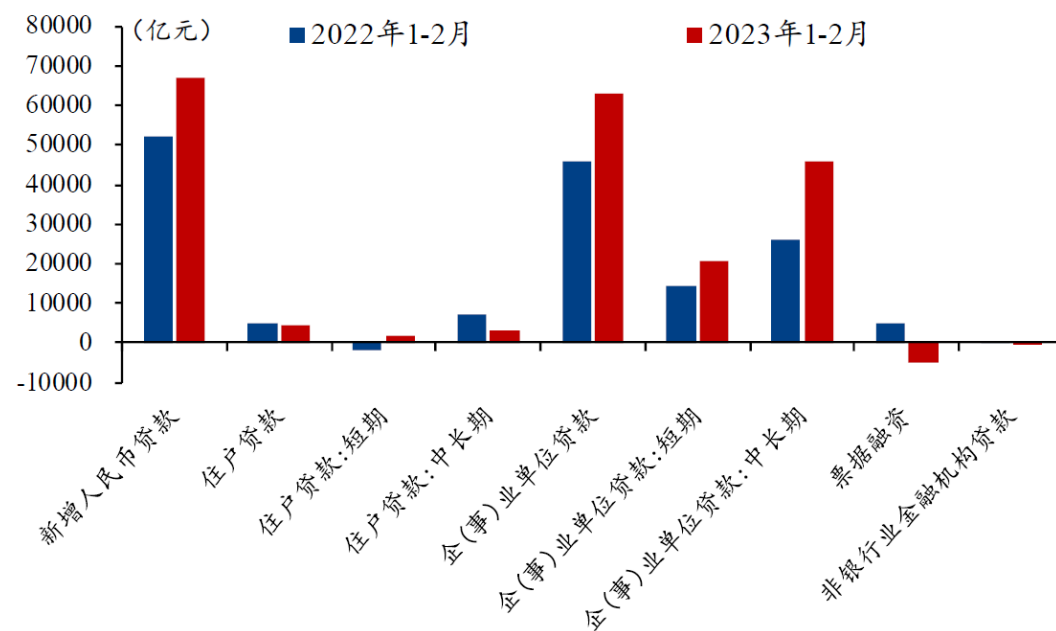


## 二、经济主要指标回升：经济恢复，但不是报复性恢复

**金融数据总体较强，但信贷结构仍有待优化。** 1、**信贷社融开门红。** 1月和2月，新增社融规模分别为5.98万亿和3.16万亿，1-2月合计同比多增1.75万亿。一是政策鼓励，1月10日央行与银保监会在主要银行信贷工作座谈会上强调“合理把握信贷投放节奏，适度靠前发力”；二是地方政府“起跑即冲刺”，发力增长动力较强；三是企业在疫情达峰后预期边际改善；四是早放贷，早受益，银行本身也会更倾向于将信贷节奏前倾。

2、**企业中长期贷款增长较快，居民中长期贷款依然低迷。** 1-2月企业新增中长期贷款4.61万亿，同比多增2万亿，与1-2月制造业投资增速8.1%和基建投资增速12.2%相一致；居民新增中长期贷款3094亿元，同比少增3871亿元，也与1-2月房地产销售仍为负增长相符。

图表10：1-2月企事业单位新增中长期贷款大幅增长

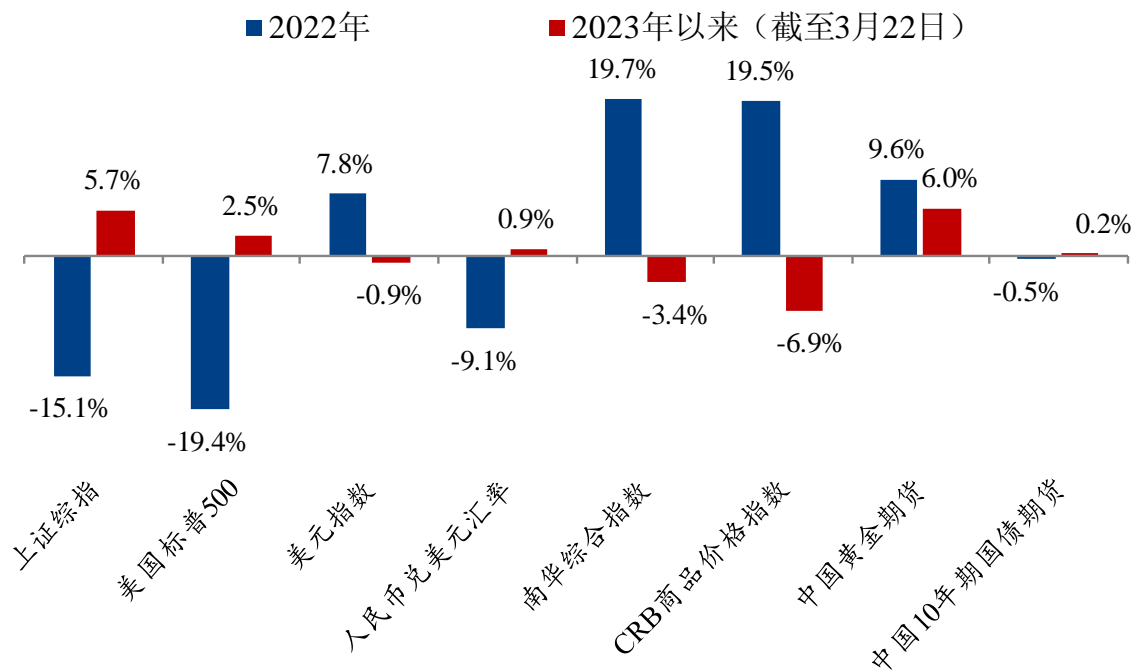


资料来源：Wind、粤开证券研究院



### 三、2023年大类资产配置策略：投资中国，多配股票

- **总体上看**，2023年国内大类资产收益大概率要高于2022年，经济逐步恢复、风险偏好上升、政策宽松、外部压制估值的美联储加息等因素将逐步解除并转为有利因素。
- **从资产配置角度**，宜配置更多的人民币资产，海外资产风险上升；同时配置较高比例的权益资产，权益板块中要积极关注消费修复和房地产困境反转的相关投资机会等。
- **具体来看**，1) 股票：行情回暖，重点关注三条主线；2) 债券：或步入利率上行通道；3) 黄金：短期受避险情绪影响，年内仍有上涨空间；4) 人民币汇率：双向波动、逐步升值；5) 房地产：一二线城市或好于三四线。



## 1) 股票：行情回暖，重点关注三条主线

- **市场交易复苏预期，行情逐渐回暖。** 1) **宏观方面**，消费、地产逐步恢复，对经济支撑作用显现。 2) **估值方面**，当前A股估值仍低，且美联储加息节奏放缓，外部压制估值的负面因素消除。沪深300、中证500、中证1000的市盈率位于10年内43.6%、25.6%、14.4%的历史分位点。 3) **资金方面**，宽松的流动性环境、超额储蓄回流、北上资金加码共同助推行情上行。
- **市场风格或呈现“先价值后成长”特征，宜关注三条主线：**一是需求复苏、困境反转相关行业，例如前期受疫情影响、有业绩修复预期的线下消费服务，酒店餐饮、影视院线、教育、航空机场。二是供给整合出清的行业，例如房地产、生猪养殖。三是长期景气、与自主安全相关的行业，在经济动能切换、调结构的长期目标以及内外流动性宽松阶段，绿色低碳、数字经济、芯片半导体有望持续受益。



## 2) 债券：或步入利率上行通道

- 债券利率的上行风险大于下行风险。一是债券利率主要取决于经济的名义增长率，随着经济持续恢复，债券利率也将随之上升；二是3月17日超预期降准后，降息概率进一步减小，市场利率围绕政策利率波动，债券利率下行空间有限。
- 3月17日，央行宣布降准0.25个百分点，大致将投放5000亿元的流动性。但债券收益率并未受益于降准补充的流动性而出现下行，而是随着稳增长预期强化而逐步上升。



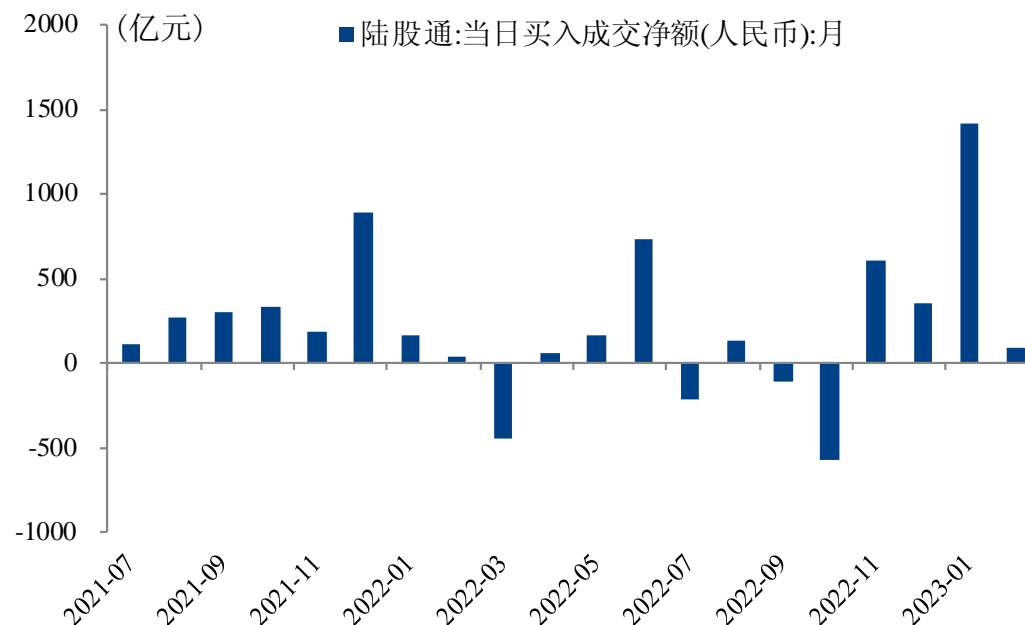
### 3) 黄金：短期受避险情绪影响，年内仍有上涨空间

- 近期黄金价格大幅上涨，主要原因在于美国硅谷银行、瑞士信贷银行破产事件引发了市场强烈的避险情绪，大量资金涌入黄金市场避险，从而推高金价。然而风险事件对黄金价格的刺激作用通常是“脉冲式”的，随着市场情绪逐步平静，金价也会回落。例如，2022年2月24日俄乌冲突爆发，3月9日黄金价格便开始回落，3月15日时已回吐了冲突爆发后的大部分涨幅。
- 年内来看，黄金还将有不错的投资价值。黄金价格与美国实际利率负相关，实际利率下降，黄金价格上涨。去年以来，美国经济增长动能便逐渐减弱，居民消费回落、地产投资快速下滑。美联储为抑制严重的通胀而快速加息缩表，流动性过度收紧又引发了近期的金融风险，进一步加剧经济衰退压力。经济衰退风险和金融风险上升或迫使美联储放缓加息步伐，甚至转向降息。美国名义利率和实际利率逐步下行，黄金价格进入上行通道。



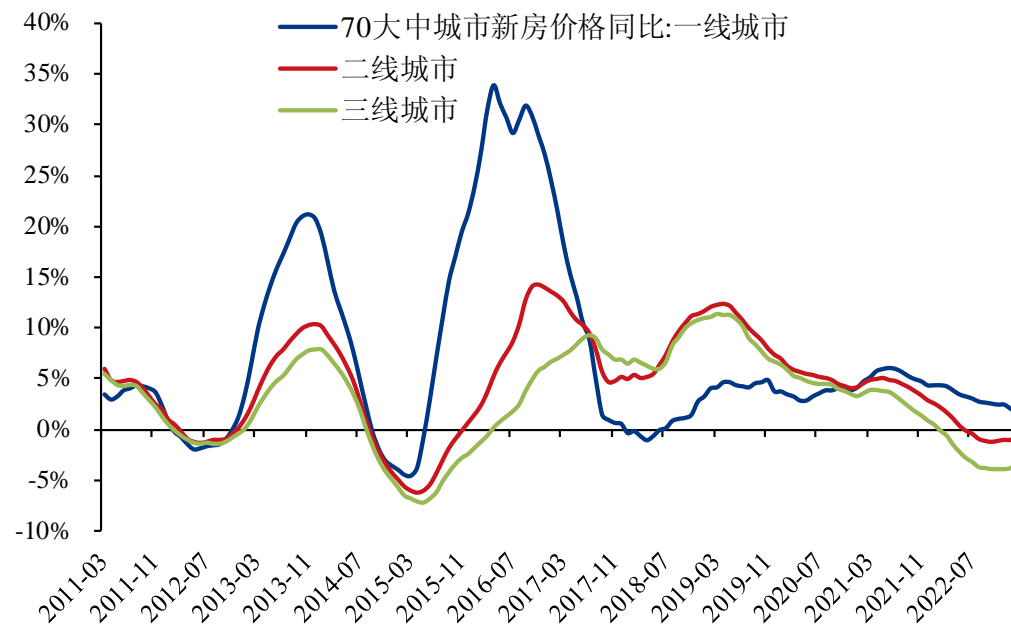
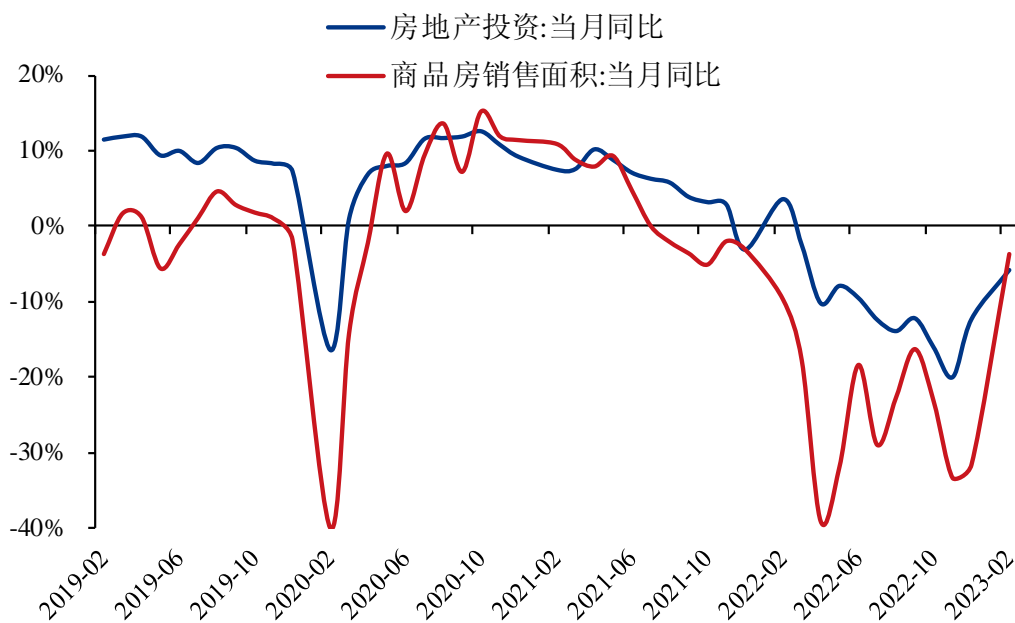
## 4) 人民币汇率：双向波动、逐步升值

- 2022年人民币兑美元汇率一度快速贬值，从6.31贬至7.32，主要源于美联储快速加息导致美元指数持续走强、国内疫情冲击与资本市场低迷引发资本流出。但11月以来，人民币汇率重新走强，当前已回升至6.8左右。
- **2023年人民币汇率的总体趋势是双向波动、逐步升值。**一是美国金融风险和经济衰退风险上升，美联储将放缓加息步伐，美元指数走弱；二是中国防疫政策优化，房地产市场逐步企稳，稳增长政策发力，经济将持续恢复，人民币资产吸引力上升，吸引外资流入。



## 5) 房地产：一二线城市或好于三四线

- 随着经济回暖以及前期稳地产政策逐步生效，房地产市场逐步迎来恢复。1-2月房地产销售面积和销售额同比增速分别为-3.6%和-0.1%，较去年12月的-31.5%和-27.7%大幅好转。
- 根据前几轮周期的经验，房地产周期触底回升时，通常是一二线城市领涨，并通过示范效应逐步外溢至三四线城市。但是鉴于“房住不炒”、房地产风险仍未有效化解、城镇化进程步入后期等，本轮房地产周期上行斜率或将低于前几轮。
- 对于刚需和改善性需求来说，当前房价处于相对低位，且房贷利率较低，是比较不错的上车机会。但应注意楼盘的交付风险、自身的偿债能力等，建议量力而行，现房优先。



# 风险提示

风险提示：经济复苏不及预期、政策力度不及预期



# 免责条款

## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

## 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

## 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。

## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道60号开发区控股中心19、21、22、23层

北京市西城区广安门外大街377号

网址：www.ykzq.com



# THANKS!