

GEIF研究报告

# 全球宏观金融与资产配置报告

2022年度回顾及2023年度展望



中国科学技术大学

University of Science and Technology of China

国际金融研究院全球经济与国际金融研究中心  
(GEIF)



# 目录

<b>第一部分</b>	
全球政治评析：俄乌冲突震撼世界、地缘板块裂变重组	01
<b>第二部分</b>	
全球经济评析：货币政策集体紧缩 滞胀格局初步形成	08
<b>第三部分</b>	
国内宏观评析：疫情转段改善预期 政策加码提振需求	15
<b>第四部分</b>	
国内专题评析：地产供需两侧发力，逻辑转变惯性犹存	29

# 2022年度回顾及2023年度展望 全球宏观金融与资产配置报告

主 管：中国科学技术大学国际金融研究院

主 办：中国科大国金院全球经济与国际金融研究中心（GEIF）

顾 问：余玉刚

总 编：张 明

主 编：吴 林

编 委：张 明 吴 林 郑联盛 葛天任

杨晓晨 吴国华 韩文辉 张 力

张 朋 丰伟杰



**中国科学技术大学**

University of Science and Technology of China

**国金院全球经济与国际金融研究中心(GEIF)**

中国科学技术大学官方网站 [www.ustc.edu.cn](http://www.ustc.edu.cn)

中国科学技术大学国际金融研究院官方网站 [iif.ustc.edu.cn](http://iif.ustc.edu.cn)

# 第一部分 全球政治评析

## 俄乌冲突震撼世界 地缘板块裂变重组

### 一、2022年全球政治回顾

#### 1、“俄乌冲突”震撼世界

2022年，无疑是世界格局重塑的标志性年份。在这一年发生的所有影响世界历史的重大事件中，或许还没有哪一件会像“俄乌冲突”一样如此突然而又如此令人震撼。早已远离二战硝烟数十年的人类世界，仿佛又在头顶上笼罩着核战争的阴云，一夜之间人们仿佛又要重新回到那些动荡不安的岁月。截至2022年12月30日，综合来自互联网各方面信息，尚未结束的“俄乌战争”已经导致数十万士兵与平民死亡，上千万人流离失所，世界粮食安全面临空前挑战、国际能源价格急速动荡、全球性通货膨胀进一步加剧了世界各国的社会撕裂并带来国家间冲突风险的高企。在这场世界冲击波的背后，人们可以清楚地看到这样一个显而易见的事实：“冲突的根源不在俄乌之间，而在俄美之间；冲突的本质不在俄乌对抗，而在俄美角力；冲突的影响不局限于俄乌两国，而是波及全球。”

“俄乌冲突”波及全球，能源与粮食危机加剧各国撕裂。

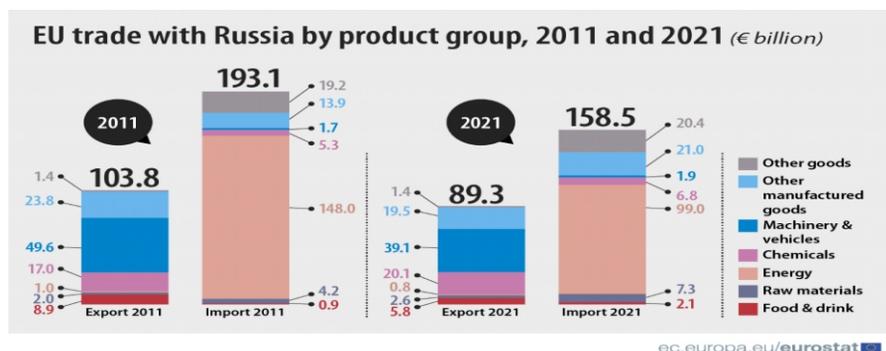


图1 欧盟与俄罗斯的贸易结构（2011与2021的分类比较）

（来源：世界经济论坛，<https://www.weforum.org/agenda/2022/03/eu-energy-russia-oil-gas-import/>）

“俄乌冲突”对世界格局至少有五个方面的深远影响：第一，二战以来，尤其是20世纪80年代以来的世界一体化趋势遭受最重大挫折——大国政治互信消失、文明冲突凸显、全球化裂解加剧，区域化与碎片化趋势更加明显；第二，全球安全形势严重恶化，战争有自己的逻辑，大国博弈下的代理人战争已超出所有相关方的掌控而反噬各方，作为21世纪以来欧洲发生的最大规模军事冲突，“俄乌冲突”将世界向动荡和危险的悬崖又推进了一步；第三，世界经济雪上加霜，复苏乏力，且面临极大的滞胀风险，“俄乌冲突”对世界粮食、能源安全体系产生极大冲击，由于粮食和能源价格飙升导致生产成本上升与信号紊乱，世界经济复苏动力严重不足；第四，长期看，“俄乌冲突”没有赢家，但短期有相对赢家，其中美国是最大的短期相对赢家，且这种短期相对优势对美国长期霸权优势而言，弊大于利，且持续时间很短。无论美国战略高层是否清楚地意识到了这一点，面对亚太咄咄逼人之局势与国内选情形势，此举背后的意图亦堪称教科书级的典型策略——麻痹对手、制造混乱、避免陷入战争、宁可损失自己也要为对手制造困难，从而换取战略主动——但现实毕竟不是教科书；第五，1990年苏东剧变后的欧洲政治经济模式陷入破产困境，欧洲解体疑云大增，由于欧盟27国与俄罗斯在能源与产品贸易上的紧密关系（图1），传统上由几代欧洲政治家所缔造的中、俄、欧的经济三角发生了严重倾斜，这对欧洲福利国家与所谓第三条道路而言，将发生最为不利的影响。

## 2、中美高科技领域展开竞赛

2022年，中美两国的两次选举成为世界政治焦点。中国成功召开了中国共产党第二十次代表大会，大会选举产生了新一届领导人。二十大报告的一系列新提法、新表述陆续出台引发海内外高度关注。其中，安全、发展、教育、科技与人才等高频关键词表明，二十届中央高度重视中美科技竞争，高度重视解决中国高质量发展中的卡脖子技术难题。与此对照，美国中期选举，没有出现共和党以较大优势控制众议院的结果，如果说美国前总统特朗普是本次中期选举的最大输家，那么美国现任总统拜登则超预期获得较大优势，对其代表民主党参与2024年美国大选有较大助力。2022年，中美各自的政治变化表明，中美关系的结构性紧张没有出现本质变化，尽管出现了“佩洛西窜台”加剧紧张局势的闹剧，但无关中美关系的大局宏旨。2024年美国大选才是值得观察家高度关注的重要事件。如果说2022年中美关系最值得关注的的事件，还是中美在高科技领域所展开的竞赛。2022年8月9日，美国两党达成共识出台《芯片与科学法案》，明确宣称其目的在于引领新兴产业并反制中国。随着数字技术浪潮，欧洲在2022年2月8日通过《欧洲芯片法案》，旨在实现欧洲在数字经济全球竞争中的战略自主。当前，中国在全球半导体

美国推出《芯片与科学法案》，倒逼中国高科技领域加速成长。

消费市场份额占比高于日本、欧洲与美国之和（图2），中国巨大的市场规模优势如何有效转化为技术优势是值得探讨的重大课题。

### Global semiconductor market share by consumption

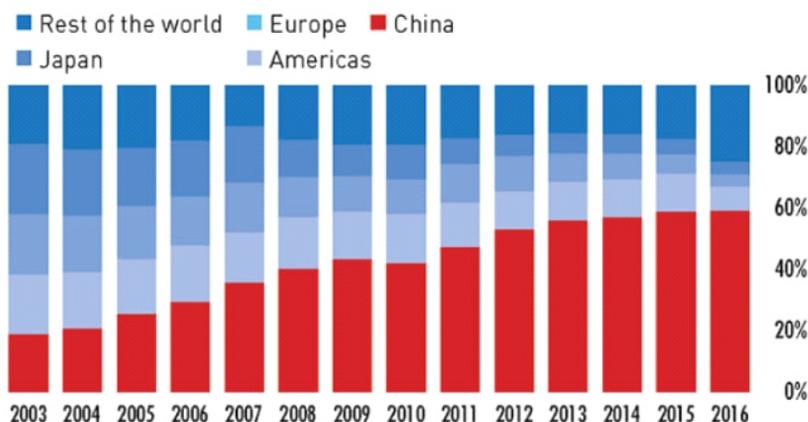


图2 全球半导体消费市场结构

（来源：Extreme Tech, by Joel Hruska, “Tech Stocks Jittery as New Chinese Tariffs Loom”, May 10, 2019, <https://www.extremetech.com/computing/291117-tech-stocks-jittery-as-new-chinese-tariffs-loom>）

### 3、中阿合作撬动地缘政治板块

2022年岁末，中国与沙特阿拉伯、海湾国家举办中阿中海峰会，是又一场具有标志意义的中国外交行动，对撬动中东地区地缘政治板块、对世界政治经济格局的重组具有里程碑意义。中阿、中海峰会在俄乌冲突、中美博弈的大背景下召开，因而被外界解读为中国新时代大国外交取得的重大外交胜利。实际上，中阿、中海合作由来已久，2005年后中国在沙特阿拉伯、海湾国家的投资占比加速（图3），中国与中东伊斯兰世界各方均始终保持友好合作关系，且经济贸易结构高度互补，合作空间广阔。双方合作协议主要是石油能源方面，但同时也包括金融投资、基础设施建设、新能源与科技合作等领域。预计2023年，中阿、中海自由贸易投资协定或将提上议事日程。

中阿、中海自由贸易投资协定或将提上议事日程。



图3 中国对沙特和海湾国家投资状况  
（来源：经济学者，2022）

中美关系发生结构性变化，我国应争取更多力量发展自己。

## 二、2023年全球政治展望

### 1、中美全面战略竞争进入关键时期

展望2023年，全球政治经济趋势分析的重点仍是中美战略竞争，中美大棋局进入关键时期，未来5-10年或将决定两国国运走向。2022年，美国国务卿布林肯发表其任内首次对华政策演讲充分体现了上述战略意图和判断。这份演讲意识形态色彩明显，强调“投资、结盟和竞争”，即进一步投资美国国内建设，巩固盟友体系以及在“实力基础上”同中国展开公开、公平的竞争，并在美国国务院建立中国事务办公室“中国屋”以协调华盛顿各部门对华政策。然而，美国所谓公开公平的竞争不过是一种说辞，笔者从美国海外资产控制（OFAC）网站上可以检索到目前已有395家中国公司实体或个人遭受美国的制裁。

“俄乌冲突”并未延缓美国对华全面竞争压制之势，反而加剧了美国对华全面压制。据中国人民大学重阳金融研究院报告《大围剿：俄乌冲突以来，美国对华政策的进展评估与中国应对》（以下简称《报告》）指出，美提出对华“综合威慑”，实则是对中国全面战略围堵，且其步伐加快。该报告总结了美国全方位“围剿”中国的24项举措，包括挑动“俄乌冲突”、制造“台海危机”、组建“芯片联盟”、建构“印太经济框架”、召开民主峰会、“美非”峰会、打压制裁中国公司等。报告认为，俄乌冲突加剧了美国对华战略焦虑，美国开始加速布局对华全面战略竞争。报告指出，美国认为与中国的全面战略竞争不仅是国家权力之争，更是一场制度竞争、话语权竞争、全球治理竞争。美国在实施对华“综合威慑”、全面对华“围剿”的同时，还要给中国贴上“国际秩序挑战者”“地区安全破坏者”等标签，占据道德制高点，这是美国对华战略认知与行动的重大转变。

总之，2023年，随着拜登政府将面临国内选举压力，必将对华采取更大程度的压制举措，不惜挑动“台海局势”，仿照“以乌制俄”，妄图“以台制华”。美将中国作为最主要的战略竞争对手，美两党对此拥有高度共识，中国应放弃避免与美国全面战略竞争的幻想，清醒地认识到美中结构性关系变化，冷静精准采取反制措施，争取更多更大力量支持自己、发展自己。

### 2、欧洲向右、拉美向左

2023年，欧洲、印度的右翼政党兴起或者组成联合政府将成为明显的政治现象。2022年，带有新纳粹色彩的瑞典民主党成为瑞典执政联盟的一部分，意大利新任总理梅洛尼领导的民族主义政党同样右翼色彩鲜明，匈牙利总理欧尔班再次当选第四任期，他被广泛地认为具有民族主义政治色彩、个性鲜明。在以色列、印度，右翼色彩浓厚的政治力量也纷纷登上政治舞台。

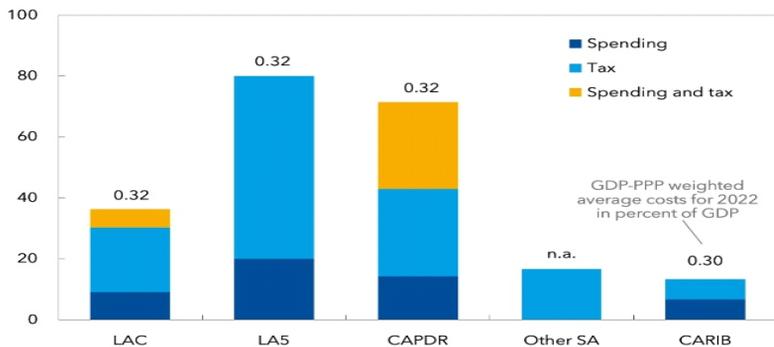


图4 拉丁美洲部分国家应对食品和能源价格举措  
 (来源: IMF, Santiago Acosta-Ormaechea, Ilan Goldfajn, Jorge Roldós,  
 “Latin America Faces Unusually High Risks”, April 26 2022,

<https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2022/04/26/blog-latin-america-faces-unusually-high-risks>)

然而，与欧洲、印度不同的是，拉美国家的政治选举则显示出另外一番情况。2023年，拉美政治持续10多年的集体左转将更进一步，拉美爆发大规模社会冲突风险高企。2022年，受“俄乌冲突”影响，食品和能源价格不断上涨，尽管拉美各国采取措施保障底层民众基本生活状况（图4），但拉美社会风险仍然处于高位。在巴西，左翼阵营劳工党候选人、前总统卢拉战胜自由党候选人现总统博索纳洛当选新一任巴西总统。在哥伦比亚，左翼政党领导人佩特罗赢得大选，他被认为是哥伦比亚第一个左翼总统，他主张提高对富裕阶层的征税标准、进行土地改革、限制石油开采等，民众期待他在提振就业、遏制通胀和加大公共教育与医疗投入方面有所作为。当前，拉美人口最多的七个国家巴西、阿根廷、智利、秘鲁、哥伦比亚、墨西哥和委内瑞拉的新任领导人均为左翼人士。

### 3、印度崛起：世界政治舞台的“关键位”

2023年的印度很有可能成为决定世界政治棋局的“关键位”。过去5年来，在美、日、欧、俄、中等国家的地缘政治角力中，印度成为各国拉拢的对象，左右逢源、纵横捭阖。尽管印度社会改革滞后，但印度人口年轻化率较高，印度的劳动力人口为5.1亿，具有较大的人口红利和发展潜力，且印度国际化管理人才资源充分，加以时日必不可小觑。从全球大局审视，中国应欢迎并参与印度的崛起与发展。

印度可能成为世界政治棋局的“关键位”。

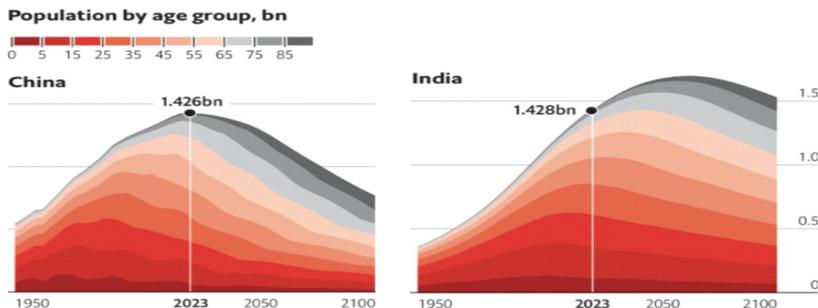


图5 中国与印度人口趋势比较  
 (数据来源: UN; 来源: Economist, 2022)

团结一致、保持大局稳定，统筹发展与安全是当前主要任务。

根据国际货币基金组织的一项数据显示，2022年印度经济总量已经取代英国跻身世界第五，仅次于美、中、日、德之后。尽管印度有可能在新冠疫情中死亡超500万人（WHO估计），但印度经济迅速恢复。在“俄乌冲突”中，印度保持中立，获利巨大。2015年，印度成为全球投资首选国。2021-2022年，印度国内生产总值增长8.7%，此前连续10余年经济增长超6%，2022年，美国苹果公司增加在印度投资。据英国“经济商业研究中心”（CEBR）报告，印度预计将在2037年前成为世界第三大经济体。

### 三、全球治理与中国策略

#### 1、秉持人类共同价值、推动全球共同治理

综上所述，面对全球化裂解与世界政治变局加速，我们要敢于斗争、善于斗争，才能把握住战略主动，才能赢得尊重、赢得未来。我们应高举人类命运共同体大旗，从人类可持续发展与全人类共同价值着眼，维护全球自由贸易，推动全球共同治理。中国处于发展的一端，站在时间与历史的一边，中国拥有独特而坚强的战略定力和战略空间，因此中国完全有能力维护自身的主权与安全，并获得应得的尊重、发展和进步。2022年12月底，国务委员王毅提出2023年中国特色大国外交的六大任务：一要更好服务保障元首外交和中心工作、二要统筹拓展全方位外交布局、三要不断汇聚全球治理最大公约数、四要积极服务国家高质量发展和对外开放、五要持续筑牢捍卫国家利益坚强防线、六要着力提升国际传播力和话语权。大局稳，对中国有利。团结一致、保持大局稳定，统筹发展与安全，我们必将战胜前进道路上的一切困难！

#### 2、警惕灰犀牛等外部风险输入

2023年，全球新兴市场国家和发展中国家债务危机严重，加之受“俄乌战争”影响、通胀风险因素、美联储加息因素等，这些国家爆发金融危机概率大增，随着中国逐步放开疫情管控，加快与世界经济对接，因此我们应警惕外部金融风险输入，切实保障中国海外利益与资产收益。此外，英国经济学家杂志《2023年世界展望》中指出，疫情余波、经济动荡、极端气候等导致世界更加不稳定，该文认为，2023年最大的地缘政治风险将可能是美中关系，尤其是台海冲突风险高企。实际上，笔者确认为，与2024年相比，2023年或将是一个稍显稳定的年份。

#### 3、抓住三大机遇开拓中国经济新空间

在危机中要看到机遇。通过增强政策的精准度与灵活度，抓住2023年可

能出现的三大机遇，为中国经济恢复竞争活力提供新动能。第一，全球通胀，中国制造业竞争力可以发挥相对优势；第二，全球能源动荡，中国能源布局发挥稳定红利；第三，欧美国家宏观经济政策转换空间有限，中国可以发挥政策空间优势，扩大国际合作战略空间。

## 第二部分 全球经济评析

# 货币政策集体紧缩 滞胀格局初步形成

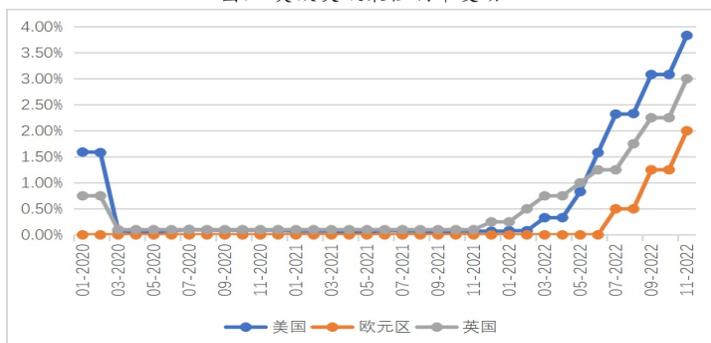
加息使得各类资产价格承压，全球多处爆发金融危机。

### 一、2022年全球宏观金融回顾

#### 1、发达国家货币政策收缩加剧全球金融市场震荡

2022年，受国内通货膨胀率快速攀升影响，美国、欧元区、英国的中央银行被迫开始快速地加息缩表。在2022年，美联储在3月至12月期间连续七次加息，累计加息425个基点，如此之快的加息缩表是自1980年代初期以来绝无仅有的。同期内，欧洲央行在7月至12月期间连续四次加息，累计加息250个基点。英格兰银行也在12月15日宣布加息50个基点，这是该行自2021年12月以来的连续第九次加息。发达国家央行的集体加息带动短期与长期利率快速攀升，加剧了全球金融市场震荡（图1）。一方面，包括股市、债市、大宗商品、黄金在内的各类资产价格（无论是风险资产还是避险资产）均显著下跌；另一方面，美元兑欧元、英镑、日元以及各种新兴市场货币大幅升值，由此引发部分新兴市场国家（例如斯里兰卡、巴基斯坦、黎巴嫩、土耳其、阿根廷、埃及、赞比亚、加纳）等爆发了不同形式的金融危机。

图1 美欧英政策性利率变动



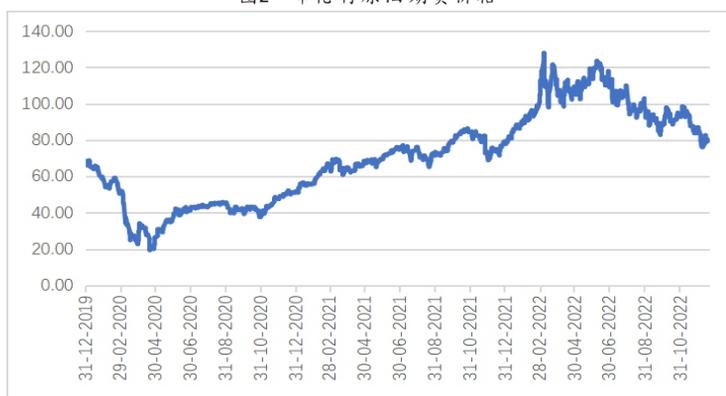
数据来源：CEIC。

## 2、俄乌冲突推高全球大宗商品价格

自2022年2月24日爆发的俄乌冲突在冲突烈度与持续长度方面均超出了市场预期。由于俄罗斯与乌克兰均为全球最重要的大宗商品供应国（俄罗斯出口几乎所有的大宗商品、乌克兰主要出口农产品），两国的冲突加剧了全球大宗商品供应面短缺，显著推高了包括能源与粮食在内的大宗商品价格。在俄乌冲突爆发后，美国及其盟国（主要是北约成员国）对俄罗斯实施了全方位的经济金融制裁。例如，欧盟和英国对俄罗斯出口的石油与天然气实施了限制进口与价格上限措施。此举造成俄罗斯油气对欧盟与英国的出口大幅下降，直接推升了后者国内的通货膨胀水平。又如，美国及其盟国不仅冻结了俄罗斯的外汇黄金储备，而且将大量俄罗斯金融机构排除在SWIFT清算体系之外。俄乌冲突的爆发与持续意味着全球地缘政治冲突加剧，这可能取代金融危机成为下一阶段世界经济面临的最重要风险。地缘政治冲突的加剧通常意味着大宗商品价格处于高位。例如，2020年、2021年、2022年1至11月的布伦特原油期货价格分别为每桶43、71与100美元（图2）。

多重危机导致各国经济高通胀、低增长。

图2 布伦特原油期货价格



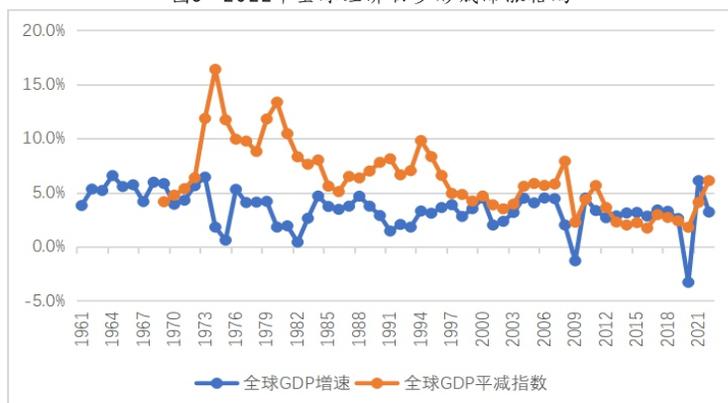
数据来源：CEIC，1967=100。

## 3、全球经济的滞胀格局初步形成

在1970年代与1990年代，全球经济曾经两度陷入滞胀格局（图3）。值得一提的是，这两次滞胀格局的产生均与地缘政治冲突相关。例如1970年代爆发了中东战争，而在1990年代初爆发了海湾战争。根据IMF在2022年10月的预测，2022年全球经济增速约为3.2%，而全球通货膨胀率可能超过6%，这意味着2022年全球经济已经初步陷入滞胀格局。新冠疫情对全球经济增长的冲击、发达国家陡峭的加息缩表加剧了全球经济衰退的前景、新兴市场国家金融危机频发影响经济增长，这些因素均会加剧全球经济“停滞”的一面。新冠疫情引发的全球供应链生产链重组、发达经济体在新冠疫情爆发后实施的史无前例的宽松宏观政策、俄乌冲突对全球大宗商品市场的冲击，这些因素均会加剧全球经济“通胀”的一面。可以说，滞胀格局无论是政策制定者还是市场投资者都不太愿意面对的。对政策制定者而言，仅凭传统的需求管

理政策（财政政策与货币政策）很难让经济摆脱滞胀。对市场投资者而言，在滞胀时代要找到收益率超过通胀率的资产是比较困难的。

图3 2022年全球经济初步形成滞胀格局



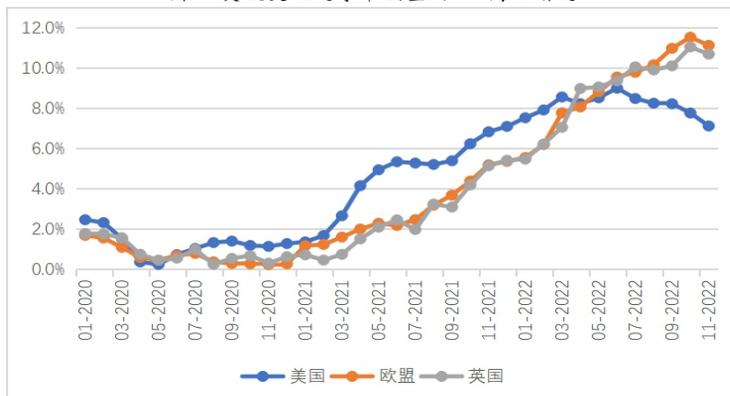
数据来源：CEIC。

## 二、背后的深层次原因

### 1、需求因素与供给因素共同推高全球通货膨胀

造成本轮发达经济体高通胀的原因，既有需求层面的，也有供给层面的。从需求层面来看，在新冠疫情爆发之后，美国、欧元区与英国均实施了极其宽松的财政货币政策来提振经济增长与稳定金融市场，且这些宽松政策整体上更多作用于需求端，而非供给端。这就造成了疫情后需求恢复明显快于供给恢复的局面，而供不应求的局面必然意味着通货膨胀率的抬升。从供给层面来看，一方面，新冠疫情显著冲击了全球生产网络与运输体系，一度造成供给侧收缩，从而推高了通货膨胀水平；另一方面，俄乌冲突的爆发对全球大宗商品市场造成了新的供给侧冲击，通过推高大宗商品价格而间接推升了全球通货膨胀水平。从近期发达国家的通货膨胀走势来看，商品价格推动的通胀正在转变为服务品价格推动的通胀，且紧张的劳动力市场正在带来薪资水平的增长。这就意味着，本轮发达国家通货膨胀的持续时间可能会超过之前市场预期。

图4 美欧英经过季节调整的CPI同比增速



资料来源：CEIC。

全球通胀可能超出市场预期。

## 2、全球地缘政治冲突进入高发期

自2008年全球金融危机爆发以来，很多国家一方面经济增长陷入停滞，另一方面资产价格快速上涨，加剧了国内收入与财产分配失衡。在经济困顿、资产受损、阶层流动性下降的背景下，很多国家国内政治陷入了紧张甚至动荡状态。为了缓解国内政治紧张局势，政治家们有意将国内民众情绪向外部疏导，从而造成国际地缘政治冲突加剧。如图5所示，从2008年至今，反映不确定性的全球经济政策不确定性指数总体上呈现持续抬升态势。随着全球经济格局从“长期性停滞”向“滞胀”切换，地缘政治冲突加剧的态势非但不会缓解，反而可能继续恶化。2022年爆发的俄乌冲突就是最典型的例子。除此之外，当前中东、中亚、东亚的地缘政治局势也不太平。随着美国民主党在2022年中期选举中丢掉了国会，民主党在未来两年推动国内重大议题方面将会面临“跛足”难题，因此不排除民主党将施政重点放在美国之外，这自然也会加剧全球地缘政治方面的不确定性。

图5 全球经济政策不确定性指数走势



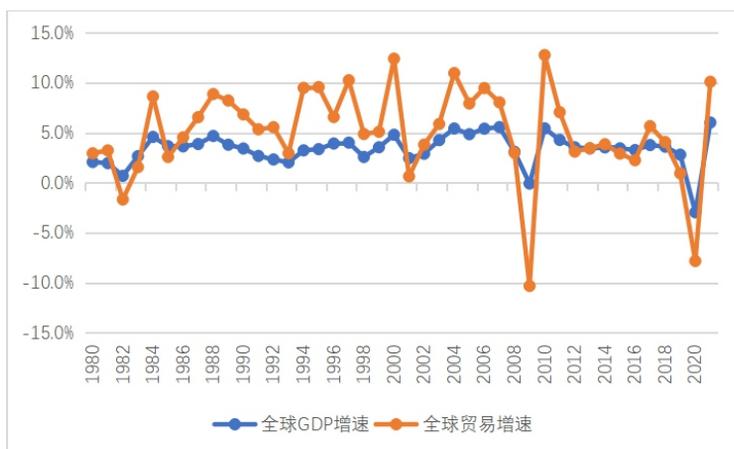
资料来源：CEIC。

## 3、全球化退潮，区域化集团化趋势加剧

从1980年代起至2010年代，经济与金融全球化之势浩浩汤汤，带来全球资源配置效率的极大提升，也带来了高增长与低通胀的大稳健时代（the Great Moderation Era）。然而，随着2008年全球金融危机爆发后长期性停滞格局的产生，各国内部经济社会政治矛盾加剧，保守主义、孤立主义与单边主义纷纷抬头，对全球化的批评、反对、抵制之声逐渐响起。2016年是全球化遭遇逆风的标志性年度，英国公投通过脱欧决议，特朗普在美国大选中获胜。2018年中美经贸摩擦的爆发与2020年新冠疫情的暴发都加剧了全球化的退潮之势（图6）。目前，无论是在全球生产网络、经贸、金融、货币等领域，都出现了区域化集团化抬头的趋势。从全球化到区域化集团化，这意味着资源在全球范围内获得有效配置的能力下降，进而意味着全球生产与交易的效率下降、成本抬升。事实上，全球化退潮也是为何世界经济转而在2022年遭遇通货膨胀压力的深层次原因。

逆全球导致资源的有效配置的能力下降。

图6 全球贸易增速近年来趋势性下降



资料来源：CEIC。

### 三、2023年全球宏观金融展望

#### 1、2023年全球经济增速整体回落

2020年，受新冠疫情爆发影响，全球GDP增速由2019年的2.8%下降至-3.1%。2021年，受低基数以及疫情后经济复苏的共同影响，全球GDP增速反弹至6.0%。2022年，受主要发达经济体收缩货币政策以及新兴市场大国增速疲弱影响，全球GDP增速显著下行。根据IMF在2022年10月的预测，2022年与2023年全球GDP增速分别为3.2%与2.7%。其中，发达经济体GDP增速将由2022年的2.4%锐减至2023年的1.1%，新兴市场与发展中经济体GDP增速在2022年与2023年均维持在3.7%。发达经济体的宏观政策正常化尤其是货币政策收缩，将显著影响这些经济体在2023年的经济增长。相比之下，欧元区与英国还正在遭受俄乌冲突引发的能源价格上涨的冲击。根据IMF2022年10月的预测，从2022年到2023年，美国GDP增速将由1.6%下降至1.0%，欧元区将由3.1%锐减至0.5%，英国将由3.6%锐减至0.3%，日本将由1.7%微降至1.6%。新兴市场经济体的增长前景各不相同。首先，中国、印度与东盟经济增速相对较为乐观，根据IMF的最新预测，上述三个经济体2023年的经济增速分别为4.4%、6.1%与4.9%。其次，受大宗商品价格大幅上涨推动，商品出口国在2022年增速强劲，而随着大宗商品价格趋稳甚至回落，这些经济体在2023年也将面临增速回落的局面。再次，深陷俄乌冲突的俄罗斯将继续面临经济衰退的局面。根据IMF的最新预测，俄罗斯经济增速在2022年与2023年分别为-3.4%与-2.3%。笔者认为，在2023年，中国将为引领全球经济增长的主要引擎，2023年的全球增长格局将会呈现出“东升西降”的局面。

#### 2、美联储的加息周期将持续至2023年上半年，美国长期利

2023各国经济不容乐观。

## 率与美元汇率在2023年下半年有望显著下降

对2023年全球金融市场走势的判断，核心取决于对美国长期利率走势的判断。而对美国长期利率走势的判断，核心又取决于对美国通货膨胀率的判断。笔者认为，尽管美国CPI同比增速已经在2022年6月达到9.0%的峰值，但考虑到劳动力市场的工资压力、服务品价格普遍持续上涨、房价依然处于高位等方面，美国通货膨胀率在一定时期内仍将在高位盘整，譬如未来半年内持续高于4-5%。基于上述对美国通胀率走势的预测，笔者认为，尽管美联储将会降低每次加息的幅度，但本轮美联储加息周期可能维持至2023年第二季度。等联邦基金利率达到顶峰（可能在5.0-5.5%）后，美联储会在一定时期内将利率保持在该水平，直至通胀率明显回落。如果上述判断是正确的，那么笔者的预测是，美国长期利率与美元指数的顶部都可能出现在2023年1季度或2季度。本轮美国10年期国债收益率的顶部很难超过4.5%，美元指数的顶部可能就在115-118左右。在2023年上半年，美国长期利率与美元汇率仍将在高位双向波动。到2023年下半年，美国长期利率与美元汇率有望显著下降。

美元利率与汇率  
是关注焦点。

图7 美国10年期国债收益率与美元指数走势



资料来源：CEIC。

### 3、全球金融市场在2023年上半年仍将处于动荡时期

如前所述，2022年的全球金融市场非常动荡，根源在于美国长期利率快速攀升以及美元指数的快速升值。无风险利率的快速上升同时打压了风险资产与避险资产。我们在2022年下半年看到了全球股市、债市、大宗商品、黄金的价格下跌，以及大多数货币兑美元汇率的显著下跌。尽管最近全球股市、债市与大宗商品价格已经在反弹，但笔者认为，这波反弹的基础并不牢固。一旦短期内美国通胀率下行不及预期，那么美国长期利率与美元指数仍可能再度反弹。换言之，未来半年内很多金融指标都会呈现双边波动态势，而难以形成单边趋势。事实上，在2023年上半年，一方面主要发达经济体的加息缩表仍在持续，另一方面全球经济衰退压力将会加剧，因此，无论是全球金融市场，还是新兴市场与发展中国家，在2023年上半年都会迎来一段比较难熬的日子。此外值得一提的是，近期日本央行开始调整其收益率控制政

策（YCC, Yield Curve Controlling），10年期日本国债收益率已经由0.25%上升至0.5%左右，这意味着全球范围内最后一部分低息资金开始消失，由此可能引发套利交易的终结与新的金融震荡。

## 四、资产配置建议

### 1、美股波动性仍将处于高位，对美股潜在下调充满警惕

目前市场对2023年美国股市走势存在较大的意见分歧。笔者认为，2022年的美股调整相对于历史而言并不充分。例如，美股在2020年曾经经历了一波20%的下跌，原因正是美联储在2015年至2018年期间收紧了货币政策。当时，美联储用了四年时间完成九次加息，累计225个基点。而在2022年，美联储在10个月内7次加息，累计425个基点。在2022年，美股调整幅度最深时也就20%左右。综上所述，笔者认为，本轮美股调整很可能尚未结束。至少在2023年上半年，美股的波动率仍将处于高位，不排除美股指数再度大幅下跌的可能性。

### 2、全球金融市场2023年上半年仍将动荡，现金为王仍是较好策略

如前所述，在2023年，一方面发达国家央行将会继续加息缩表，另一方面全球经济衰退阴影也有望加剧。这样一个环境对金融市场的表现而言是不利的。长期无风险利率与美元汇率有望继续在高位盘整，这意味着无论风险资产还是避险资产都会继续承压。通货膨胀率虽然仍将在高位盘整，但毕竟峰值已过。在此背景下，至少在2023年上半年，增持现金比重是一个不错的选择，这意味着等待资产价格调整出更好的机会再入手。值得一提的是，跌至每盎司1600-1700美元的黄金，在笔者看来具备了中长期定投的价值。

### 3、警惕更多新兴市场与发展中国家爆发金融危机

2022年已经是新兴市场与发展中国家的动荡之年。如前所述，已经有不少国家爆发了货币危机、主权债危机等形式的金融危机。在2023年，全球经济下行压力增大、金融条件依然相当紧张、大宗商品价格有望高位回落，这都会增加特定新兴市场与发展中国家爆发金融危机的可能性。尤其值得担忧的是非洲重债穷国主权债务的可持续性。因此，投资者在2023年还是应该避开金融脆弱性较强的一些新兴市场与发展中经济体的外汇与主权债投资。

持有现金和黄金  
是危机之下较好  
投资策略。

# 第三部分 中国宏观经济

## 疫情转段改善预期 政策加码提振需求

### 一、2022年中国经济回顾

#### 1、增长：面临三重压力

2022年是党和国家历史上极为重要的一年。我们胜利召开党的二十大，描绘了全面建设社会主义现代化国家的宏伟蓝图，全面开启中国式现代化的历史进程。面对风高浪急的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务，全国上下有效统筹国内国际两个大局，统筹疫情防控和经济社会发展，统筹发展和安全，加大宏观调控力度，应对超预期因素冲击，整体保持经济社会发展稳定。

面临需求收缩、供给冲击、预期转弱等三重压力，2022年中国经济发挥一定韧性，但经济状况总体偏弱、复苏基础不牢。2022年前三季度国内生产总值87万亿元，同比增长3.0%，其中第三季度国内生产总值为30.8万亿元，同比增长3.9%。由于地缘政治风险冲击、部分国家肆意打压以及新冠疫情持续深化等影响，2022年中国经济增长形势偏弱，总需求不足，市场预期仍偏弱，市场主体的主动性和积极性不高，经济复苏基础有待进一步巩固。

进出口继续保持较好弹性和韧性。2020年以来，中国进出口保持高速增长，充分体现中国在全球分工体系中的地位和作用，中国作为全球制造生产中心的功能反而在疫情冲击中更加凸显。前三季度，货物和服务净出口对经济增长贡献率为32.0%，拉动GDP增长1.0个百分点（详见图1）。其中，三季度货物和服务净出口对经济增长贡献率为27.4%，拉动GDP增长1.1个百分点。

党的二十大胜利召开，描绘社会主义宏伟蓝图。

不同产业出现分化，新兴产业引领经济发展。

图1 三驾马车对经济增长的贡献率



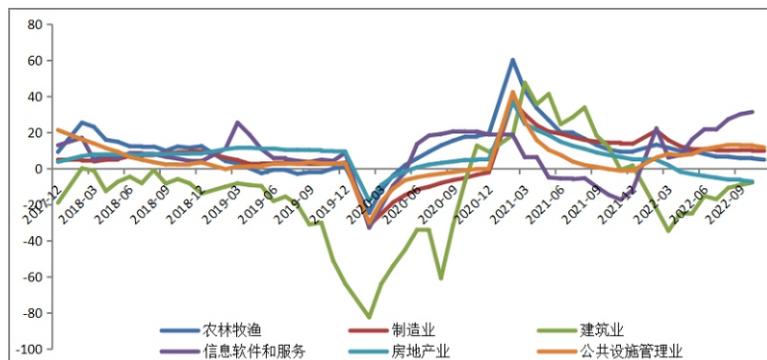
资料来源: wind

## 2、投资：持续结构分化

自2020年新冠疫情爆发以来，中国经济增长格局随疫情冲击深化发生一定改变，从投资、消费和净出口“三驾马车”来看，出口保持较好韧性，消费贡献一度弱化，但是2021年消费呈现恢复性增长，投资偏弱。2022年，由于疫情冲击进一步深化，最终消费的贡献在降低，虽然前三季度消费仍然为第一“生产力”，对经济增长贡献为41.3%，但贡献率比2021年末下降24.1个百分点。2022年，固定资产投资成为稳定经济增长的稳定支撑，一定程度上弥补了最终消费下降引致的总需求缺口。前三季度，资本形成总额对经济增长贡献率为26.7%，拉动GDP增长0.8个百分点（见图1）。当然，固定资产投资仍存在总量不足情况。

固定资产投资持续呈现一定的分化趋势。一是房地产投资大幅下挫，对固定资产投资和经济增长的贡献下降为负数，成为固定资产投资偏弱的核心原因。二是民间投资增长偏低，占比仍持续保持低位，这代表国有企业在固定资产投资中发挥了更大的作用。三是不同产业的固定资产投资分化较为明显，社会公用事业、信息软件及服务投资增长较快，金融业、建筑业、农林牧渔等投资增长偏弱，制造业整体处于中游水平（详见图2）。

图2 固定资产投资的行业结构



资料来源: wind

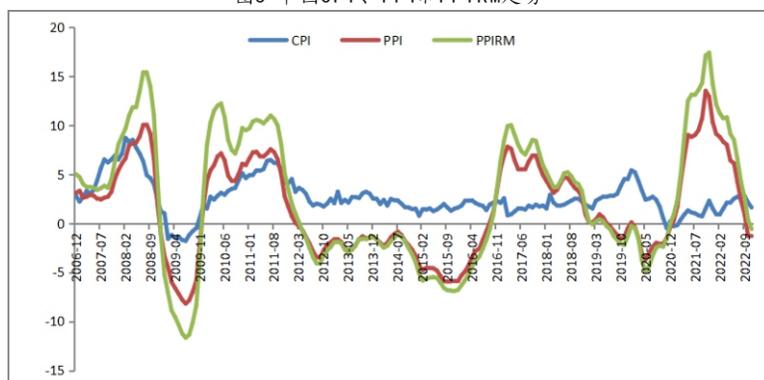
### 3、物价：工业品价格骤降

消费价格整体保持弱势，深刻反映消费需求和总体需求不足。2022年中国经济面临三重压力，总体增长乏力，消费增长动能尤其不足，消费品价格保持较低水平。2022年前11个月，全国居民消费价格（CPI）累计同比上涨2%，其中11月同比上涨1.6%，整体保持在较低水平。居民消费价格水平与低迷的消费支出、较低的经济增长是相匹配的，反映的是总需求不足特别是消费部门需求较弱的现实状况。其中，截至2022年11月，粮食价格累计同比增长2.8%，猪肉价格则累计下滑9.1%。粮食价格相对2021年同期多增了1.7个百分点，是上涨较为显著的领域。猪肉价格仍低于去年同期价格，但与3-4月份同比下跌超过40%相比，猪肉价格已显著回升。

在工业品价格方面，中国经济遭遇了“过山车”走势。2022年前三季度，全国工业生产者出厂价格（PPI）累计同比上涨4.6%，涨幅比去年同期下降3.3个百分点。但是，工业品价格跟随生产者购进价格指数从2021年底开始逐月大幅下降，PPI单月同比数从2021年10月的13.5%暴跌至2022年10月的-1.3%。这显示中国工业品价格、购进价格持续上涨与大宗原材料商品价格上涨直接关联，较大程度上跟随国际大宗商品市场价格波动，当然，这也与国内经济不景气特别是制造业总体偏弱等相关。2021年10月，生产者购进价格指数（PPIRM）创了1996年10月该指数公布以来的历史最高值，但其后一路向下至负增长（详见图3），成为拉低工业品价格的主要因素之一。

消费趋弱，需求不足是当前经济的主要困难。

图3 中国CPI、PPI和PPIRM走势



资料来源：wind

### 4、地产：三支箭大救助

2019年以来，“房住不炒”政策持续，即使遭遇重大的新冠肺炎疫情冲击，党中央国务院也未调整“房住不炒”政策。坚持房地产住的属性是房地产调控的基本政策逻辑。但是，2021年房地产市场进入重大调整阶段，房地产市场出现重大变化，并在2022年持续深化，并引发诸多风险因素。房地产市场风险成为具有系统重要性的重大经济金融风险，是2022年12月15-16日中央经济工作会议着重强调的领域。

2022年房地产市场整体较为疲软。在供给方面，由于过去2年房地产市场调控，特别是房企“三道红线”融资规则、银行业房地产贷款集中度管理制度以及土地集中招拍挂等房地产审慎管理制度的实施和深化，房企外源性融资被严控，房地产市场新开工以及购地等受到严重影响。房地产开发贷款在2022年中期一度跌至负增长。在需求方面，由于新冠疫情等因素影响，叠加房地产市场价格在大部分地区呈现趋势性下行，房地产市场需求持续弱化。2022年前3季度，我国商品住宅销售面积和销售总额分别下降25.7%和28.6%，并在10-11月继续下行（见图4）。在价格方面，虽然一线城市房地产市场价格仍然较为坚挺，但是，由于总体需求不足，房地产市场整体价格呈现弱化态势。2022年下半年以来，70个大中城市中，新房、二手房销售价格环比上涨的城市数量不断减少，销售价格环比下降的城市数量则不断增多。截至2021年11月，新房价格环比下跌城市数为51个、二手房价格环比下跌城市数为62个。

图4 中国房地产重要指标走势



资料来源：wind

房地产市场的系统性威胁在强化。受房地产调控以及融资收紧等政策影响，较大部分大中型房企因长期杠杆经营进而爆发重大金融风险特别是流动性风险。流动性危机使房地产市场出现重大的风险及其显著的传染效应，房企债券信用利差迅速扩大、房企股票大幅震动、评级机构调低信用评级，多家房地产企业遭遇生存危机。2022年1-11月房地产企业境内债违约114只，涉及金额高达1485.8亿元；2022年1-10月房地产企业境外债违约86只，涉及金额298.3亿美元。在较大部分房地产企业面临重大风险之际，部分房地产项目陷入停工，保交楼成为显性风险，引发重大的社会稳定问题，同时，房地产市场变化给宏观金融体系带来系统性风险威胁。

为了应对系统性风险冲击，房地产市场风险应对政策频繁出台，稳定房地产市场政策不断强化，总体呈现“三支箭”大救助格局。2022年8月，住建部、财政部、人民银行等部门通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付，“保交楼”专项资金为2000亿元。希望通过专项借款撬动、银行贷款跟进，支持已售、逾期、难交付住宅项目建设交付，维护购房人合法权益。2022年11月，针对房地产市场风险的政策应对再加码，“三支箭”政策全面实施。在信贷融资方面，央行拟增设

2000亿元“保交楼”专项再贷款，六大国有银行向17家房企授信1.2万亿元。在债券融资方面，相关部门强化对民营房企发债的政策支持，交易商协会预计可支持约2500亿元民营房企债券融资。11月23日多个部门联合出台支持房地产市场平稳健康发展的“金融十六条”，着重保护债券融资稳定性。在股权融资方面，证监会明确表示要支持房地产企业资本市场融资畅通性，11月28日证监会指出将恢复上市房企和涉房上市公司再融资，包括并购重组和配套融资等。

## 5、资本：监管常态化

资本扩张成为重点监管领域。资本是基本的生产要素之一，资本扩张可分为产业链扩张、市场型扩张、资源型扩张和牌照型扩张等。四种不同类型的资本扩张均具有合理性，但是，当资本扩张偏离国家政策目标、偏离基本价值准则、肆意提升竞争“门槛”、意图进行监管规避或套利时，就逐步演化为资本无序扩张。国内资本无序扩张贯穿于较大部分产业之中，逐步形成异化的产业资本、房地产资本和金融资本等，较大部分主体以产融结合为名，行资本扩张之实。在重点领域上，资本要素使用和资本扩张渗透于经济发展中各个领域，而资本无序扩张在资产管理、房地产、地方融资、新兴金融科技领域等表现较为突出。

过去一段时间，国内出现了资本无序扩张的趋势，对资本要素监管和金融稳定带来了重要的挑战。坚决反对垄断和不正当竞争行为，防止资本无序扩张，成为2021年-2022年的重要政策任务。其中，金融科技、平台和数字经济的资本扩张受到了更为严格的监管。2021年以来，监管部门对大型互联网平台滥用市场支配地位、强制“二选一”、数字经济公平竞争以及数据安全等强化了监管。2022年以来，监管部门进一步着力“健全平台经济法律法规”、“强化反垄断和防止资本无序扩张”、强化支付清算、互联网贷款等领域的监管，推动平台经济规范健康持续发展，致力于实现数字经济创新发展与风险防范有效把控的平衡。

对资本扩张的监管正回归常态化。2022年，经过多个部门监管强化，资本无序扩张得到了有效治理，资本正在逐步回归生产要素的基本功能。同时，为了强化资本要素对产出的支撑作用，资本监管正在走向常态化渠道。一是从政策原则上，党中央要求切实落实“两个毫不动摇”。二是从准入标准上，政策当局要求从制度和法律上把对国企民企平等对待的要求落下来，从政策和舆论上鼓励支持民营经济和民营企业发展壮大。依法保护民营企业产权和企业家权益。三是从重点领域上，金融科技或数字经济的资本扩张监管从“专项整治”转变为“常态监管”。党中央提出大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中

加强资本扩张监管，防止资本无序扩张，强化反垄断和数字经济的创新发展。

身手。可见，国家希望数字经济在高质量发展中贡献更大力量。

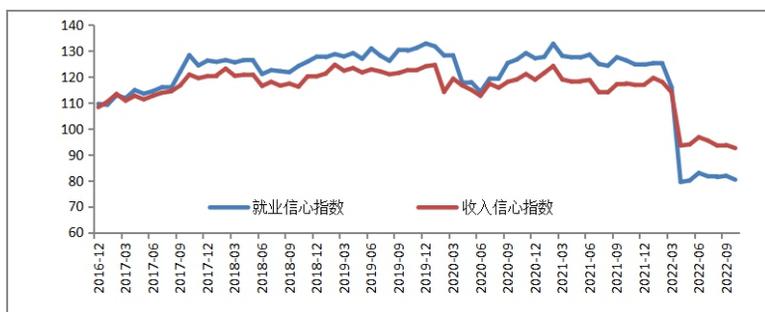
## 二、中国经济变迁根源分析

### 1、主体：信心尚未重建

经济运行面临供给冲击、需求萎缩和预期转弱三大压力，市场预期转弱对经济增长恢复的影响可能最为深远。在社会主义市场经济体系中，市场行为、增长动力和系统活力主要来自于市场微观主体，特别是数量巨大的中小微企业和普通家庭。2022年经济增长整体偏弱，固定资产投资有所恢复但仍不力，最终消费持续弱化，充分反映大部分市场主体对疫情冲击等负面因素的谨慎态度。当然，市场微观主体理解部分政策举措初衷是好的，但也急切期待疫情防控政策能更加有序切换、经济政策能更加稳健积极、政府行为能更加科学法制，期待能杜绝“运动式”“一刀切”“层层加码”甚至逾越法律制度的政策行为。

对于消费者而言，消费者对就业和收入的预期出现“断崖式”下跌的状况。虽然新冠疫情从2020年开始，消费者信心指数有所下降并波动，但整体维持在较好水平。但是，2022年3-4月份就业和收入信心指数出现暴跌，并保持在非常低的水平（详见图5）。从消费行为的决定而言，就业和收入信心指数是领先指标，这两个指标偏弱也可能使得未来消费启动面临基础面不扎实的现实挑战。

图5 消费者就业与收入信心指数

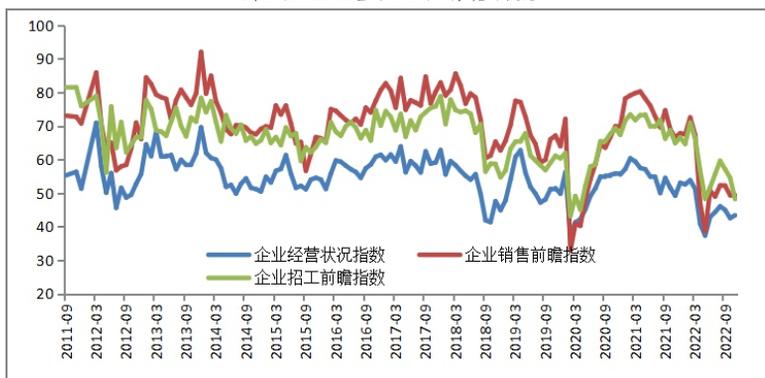


资料来源：wind

对于企业而言，中小微企业经营仍较为困难，前瞻性指标整体均偏弱。相对于2020年初的冲击情况，2022年3-4月份以来的企业经营及其前瞻性的销售和招工情况看，企业当前对于经济走势仍然不乐观。值得注意的是，虽然2022年企业状况比2020年初略高，但相对于2020年初疫情冲击的短期脉冲性，2022年企业预期偏弱则呈现出中长期化的趋势（详见图6）。当然，房地产市场“三支箭”大救助将有效提升房地产系统融资水平，止血、治疗和优化将逐步推进，这对于房地产部门和企业系统的预期转好提供了重要支撑。

提高市场预期，  
建立消费信心，  
加强经济复苏。

图6 企业经营状况和前瞻指数



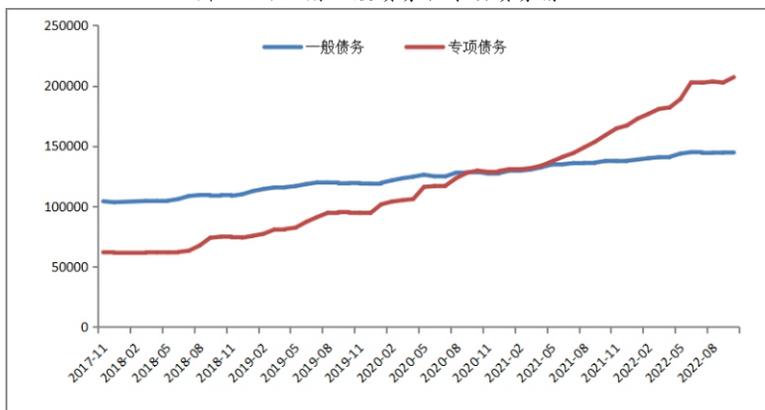
资料来源: wind

## 2、财政：收支捉襟见肘

财政收支面临临时性支出迅速扩大和经常性收支双重压力。2022年前11个月动态清零的疫情防控政策要求使得地方政府投入巨大的政策资源来实施内防反弹、外防输入以及围住捞干等政策举措，疫情防控相关刚性和临时支出扩张迅猛，部分地方政府不堪重负。同时，宏观经济增长相对不力，叠加积极财政政策，财政收支面临两个方向的双重挤压，收支差距日益凸显，债务压力明显加大。中央和地方财政面临多重压力，使政府资源投入面临重大约束，卫生医疗、社会保障等的资金保障日益艰难，基础设施、公共服务等的增量投资难以接续，政府稳定增长的兜底功能有所弱化。

两大账本收支逆差创新高。2022年前11个月一般公共预算收入18.55万亿元，同比增长为-3%；一般公共预算支出22.7万亿元，同比增长6%；一般公共预算收支逆差4.25万亿元。同期，政府性基金收入6万亿元，同比萎缩21.5%，而政府性基金支出9.6万亿元，同比增长5.5%，基金收支逆差3.6万亿元。两大账本合计的收支缺口高达7.85万亿元，比2021年扩大近5万亿元。特别是政府性基金收支逆差大幅扩大，对地方政府的财政收支和资金腾挪带来巨大挑战，同时也使得政府债务压力迅速攀升，一般债务和专项债务屡创新高（详见图7），带来显著的偿付压力和债务风险。

图7 地方政府一般债务和专项债务情况



资料来源: wind

政府不惜重金投入，坚持人民至上、生命至上防疫。

### 3、货币：传导质效偏低

货币政策在短期资金市场传导较为有效。2022年人民银行多措并举，保持流动性合理充裕，资金价格有序下行且保持相对低位。相对于经济增长水平或名义经济增速而言，广义货币供应量和社融规模增速整体相对较高，货币政策整体基调稳健但可以视为偏积极（详见图8）。以质押式回购利率为例，从2022年3月2.09%走低至2022年8月的1.25%，其后小幅回升至2022年11月1.64%。虽然11月由于净值化管理等因素引致债券市场出现较大波动，但人民银行旋即进行流动性补充，银行间利率水平整体仍保持较低水平。

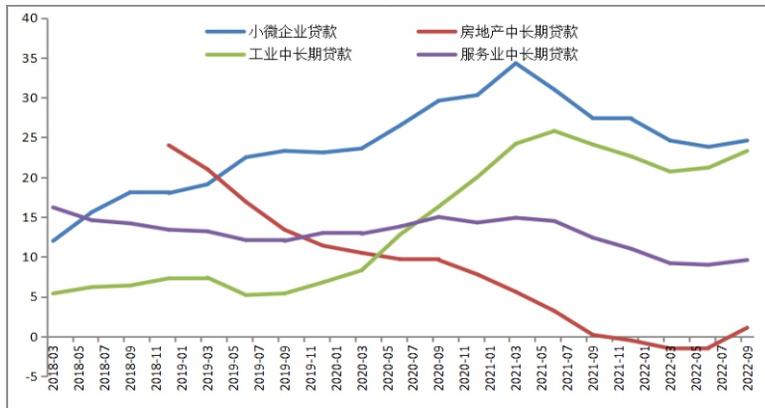
图8 重要货币金融指标



资料来源：wind

货币政策在信贷市场传导质效有待进一步提升。2022年以来，人民银行采取多样化、结构性、精准化政策举措来更好地提升货币金融环境，以期传导货币政策意图，稳定经济增长水平。但是，在信贷市场上，由于市场主体预期偏弱，大部分企业主体并未有效承接稳健积极货币政策释放出的大量资金。2022年，除了工业部门中长期贷款增速保持相对稳定外，小微企业普惠贷款、服务业中长期贷款、房地产中长期贷款等的增速均明显下挫或保持低位，特别是房地产中长期贷款甚至多个月份为负增长（详见图9）。从货币市场到信贷市场，货币政策实施的质效有待提高。当然，这与市场微观主体负债意愿不强以及部分小微企业获得信贷可得性较弱等也有直接关系。

图9 重要领域中长期贷款走势



资料来源：wind

中央银行多措并举，保持货币政策相对宽松。

## 4、外部：溢出冲击显著

过去几年，中国面临的外部经济环境日益复杂，但是，中国经济对外开放进程仍在持续深化，中国与世界经济互动程度也在逐步加深。在内外两个市场相互统筹、内外两个循环相互促进的过程中，中国经济受到的外溢效应也更加明显。特别是，新冠肺炎疫情冲击使得全球产业链脆弱性更加显著，大宗商品供给波动性加大，带来供求匹配不畅以及价格扭曲的复杂格局。2022年中国经济增长较为不力，面临更为复杂的不确定性，与多个领域的风险外溢效应紧密相关。

外溢冲击之一：地缘冲突。经过一段时间“酝酿”，2022年2月俄罗斯与乌克兰冲突正式爆发，引发重大的经济金融风险，国际重要金融市场波动加剧。2月24日俄罗斯股票指数（IMOEX）暴跌33.3%，2月28日俄罗斯卢布兑美元贬值高达36%，2月16日至2月25日俄罗斯股票指数暴跌56.4%。国际黄金市场、原油市场和粮食市场等大幅波动，其中布伦特原油价格一度由2022年初80美元/桶飙升至2022年3月份最高接近140美元/桶（详见图10）。至2022年底，部分市场价格高企已基本缓解，但俄乌冲突仍在继续，国际金融市场的确定性仍较大。

多重风险相互叠加，风险外溢明显。

图10 国际大宗商品和原油价格走势



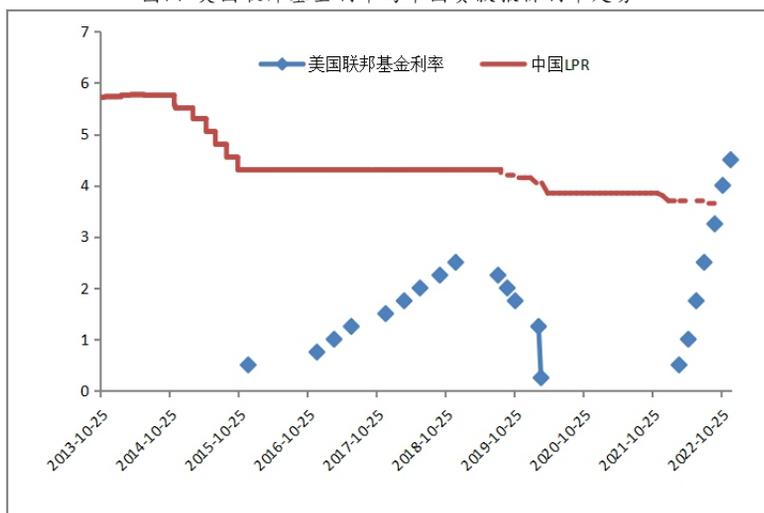
资料来源：wind

外溢冲击之二：疫情深化。新冠疫情全球大流行，大中型经济体采取放开政策，一定程度上部分恢复了经济，并正在修复全球产业链，但是，全球贸易、投资及产业链仍面临脆弱性。由于全球产业链具有相对的分工特征，再叠加个别发达经济体贸易保护主义、经济贸易制裁等政策施压，个别环节的阻碍引发甚至影响整个系统的不畅，全球经贸关系修复进程偏慢。中国产业链修复面临显著的压力，特别是叠加个别国家遏制施压政策，中国经济部分产业遭遇核心部件供给困境。

外溢冲击之三：联储政策。在新冠疫情爆发后，美国等主要发达经济体实施以零利率或负利率、量化宽松政策、大规模财政刺激以及平均通胀目标制等为代表的巨量宽松政策，以修复市场信心并拉动经济增长，但是也带来

了严重的通货膨胀问题。通胀风险在俄乌冲突等因素叠加下进一步显性化，美国等发达经济体通胀水平屡创20世纪80年代以来之新高。2022年3月开始，美国一改两年前的零利率政策，进入快速加息进程。2022年12月15日美联储第7次加息，美国联邦基金利率已飙升至4.25-4.5%。更值得注意的是，美国联邦基金利率（隔夜批发利率）已高于中国1年期贷款市场报价利率（LPR）（详见图11），形成10余年来中美两国之间的首度“利率倒挂”。这对我国人民币汇率、股票与债券等资产价格以及风险偏好等形成了显著的外溢冲击。

图11 美国联邦基金利率与中国贷款报价利率走势



资料来源：wind

### 三、2023年中国经济展望

#### 1、疫情转段正向好

疫情防控转段可能面临资源挤兑压力。2022年12月7日，按照党中央部署，我国优化调整疫情防控政策，出台了新十条政策，我国疫情防控迎来新阶段。由于我国疫情防控转段政策变化较快，且奥密克戎毒株传染性极强，预计我国可能在短短2-3月之内形成感染高峰，但是，由于此前“动态清零”政策要求较为严格，资源储备和医疗救助能力可能存在短板或缺口，预计部分地区在转段过程中将会面临医疗物资、药品以及医院救护资源的挤兑压力。这将会使得卫生健康、医疗保障、企业经营、经济发展以及社会运行等面临新的压力。新冠疫情转段持续时间和冲击力度决定了中国经济增长恢复的节奏、政府政策的空间以及经济发展的成效。

平稳转段后将迎来向好趋势。当前，党中央加强统筹衔接，有序组织实施，以顺利渡过流行期，确保平稳转段和社会秩序稳定。在疫情防控转段过程中，强化过渡期管理，并在更好保障群众就医用药、做好药品及重要民生

我国疫情防控迎  
来新阶段，防范  
医疗挤兑是当前  
防疫重点。

商品的保供稳价以及保障产业稳定运行等领域强化政策安排和政策保障。经过一段时间的实施和优化后，以及居民自我调整适应及有效应对，疫情防控转段压力特别是挤兑风险将会明显下降。逾越疫情传播感染高峰、缓释医疗资源挤兑压力后，新冠疫情的经济社会冲击将会显著降低，为预期转强、企业发展和经济修复提供良好的支撑。

## 2、市场预期渐改善

政策进一步强化对民营企业和民营经济的支持。中央经济工作会议上，习近平总书记在讲话中强调，要始终坚持社会主义市场经济改革方向，坚持“两个毫不动摇”。一方面，要从制度和法律上把对国企民企一视同仁平等对待的要求落下来。另一方面，要从政策和舆论上鼓励支持民营经济和民营企业发展壮大。随着疫情防控政策优化、党中央再度强化对民营经济的支持，预计相关部门和机构将会接续出台或进一步加强对民营经济的支持。

市场预期将逐步增强，并渐次形成增长实效。市场预期偏弱主要集中在家庭部门和企业部门，特别是民营企业部门。随着疫情政策优化调整，家庭部门就业和收入状况可能逐步改善，家庭部门的预期可能缓慢提振。另一方面，企业部门发展主动性和积极性将可能有所提升。实际上，党中央国务院一直强调坚持“两个毫不动摇”，党和国家领导人在多个场合强调对民营经济和民营企业级的支持。随着一系列政策出台或深化，企业部门投资意愿将逐步加强。当然，当期较为低迷的市场预期转强很难一蹴而就，短期内较难形成全面的增长实效，除了政策之外，企业发展更需要准入公平性、政策稳定性、治理法制化等的有效支撑。

2023，宏观经济  
与财政政策向好  
经济发展。

## 3、政策加码促需求

积极政策一直在路上。2020年新冠肺炎疫情爆发以来，我国一直实施偏积极的宏观经济政策，为稳定经济发展大盘提供了一定的政策支撑。随着党的二十大会议精神不断贯彻落实，强化预期、扩大需求、提振增长的政策将在2023年进一步加码。在财政政策方面，政策要求是加力提效，2023年要适度加大财政政策扩张的力度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具，提高政策效能，更好发挥财政撬动社会资金的杠杆作用。在货币政策方面，政策要求是精准有力，货币政策力度要够，保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。投向结构要精准，尤其要支持小微企业、科技创新、绿色发展等领域。在政策协调方面，政策要求是加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。2023年宏观经济政策宽松水

今年宏观经济走势将呈现前低后高的状态。

平和实质性政策支持可能会强于2022年。此前已制定实施的政策以及2023年进一步强化的政策将为经济增长提供较好的支持。

增量政策接续发力中。一是着力扩大国内需求，更好匹配供给和需求。把恢复和扩大消费摆在优先位置。增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景。多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费。二是着力稳定房地产市场，探索新发展模式。政策要求确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作。满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况。因城施策，支持刚性和改善性住房需求，坚持房住不炒定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。三是数字经济监管常态化，着力支持创新发展。大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中尽显身手。强调依法保护民营企业产权和企业家权益。资本无序扩张“专项”整治对市场预期和信心的影响将逐步缓释。诸如上述新近变化的政策将会有效改善市场预期，提升经济发展质效。

#### 4、外部风险难消除

2023年外部形势很难明显改善。在新冠疫情冲击下，百年变局加速演进，外部环境更趋复杂严峻和不确定，中国经济金融社会稳定仍需考虑外部环境变化及其对中国的外溢效应。首先，美国货币政策转向导致的国际资本流动。美国快速加息，欧美、日美、中美等利差倒挂，资本可能出现向美国集中的趋势。同时，美联储可能启动资产负债表“缩表”政策，这可能使得资产价格面临更大压力。其次，地缘政治冲突潜藏的重大安全威胁。俄罗斯与乌克兰冲突历经10个月仍然十分胶着，俄乌冲突存在进一步升级的可能性，这不仅对地区安全稳定造成影响，而且可能对全球安全形势造成重大冲击。再次，多样化贸易投资保护主义。2023年全球经济形势仍然偏弱，部分国家民粹主义可能进一步抬头，对区域化和全球化可能带来负面影响，这对中国进出口以及内外投资都将带来不确定性。尤其是美国将进入新大选，对中国的政策施压可能是较大概率事件。最后，疫情流行的产业链约束。新冠疫情传播深化，对国际分工和产业链合作的影响仍在深化，修复进程整体偏缓慢。同时，新冠疫情病毒可能出现新变异，导致新的风险。

总而言之，伴随党的二十大会议精神贯彻实施，随着中央经济工作会议政策落细落实，特别是新冠疫情防控转向新阶段，2023年中国经济形势在边际上可能逐步向好，经济呈现稳中有进的状态。2023年宏观经济形势可以总结为“四正一负”：疫情约束正缓解、市场预期正改善、扩张政策正增进、地产风险正处置以及外部因素负冲击。在发展节奏上，2023年宏观经济走势将呈现前低后高的状态，特别是疫情转段以及数据基数等因素，2023年1季

度宏观经济数据将偏弱，2季度随着“两会”召开及政策明晰将出现较强提振，3-4季度经济发展状况将进一步转好。

## 四、资产配置建议

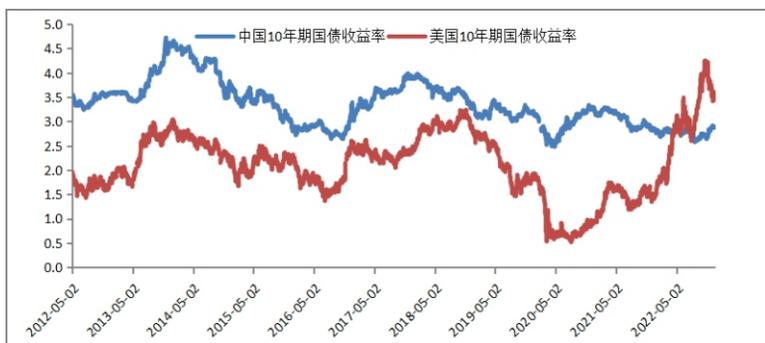
2023年，中国宏观经济政策体系将进一步明晰，经济政策落实落细将进一步加强，同时，增量政策将进一步出台。中国经济体系整体将坚持稳中求进、坚持高质量发展、坚持以经济建设为中心，政策宽松水平和实质性政策举措要好于2022年，宏观经济形势要好于2022年。当然，由于美联储货币政策变化，外部宏观金融环境将面临更多的不确定性。

黄金难有比较优势但有小额配置价值。在安全资产配置上，黄金作为安全性资产最重要的代表，但可能只有一般性配置需求，2023年除非地缘政治风险进一步升级，否则黄金价格难有趋势性上涨机会。当然，在外部环境日益复杂并不断外溢至国内的情形下，适当配置黄金仍是有意义的。

美国国债收益率难继续大幅上行，增续配置空间。2022年由于美联储停止量化宽松规模并进行加息操作，美国国债收益率上升迅猛（详见图12）。2022年美联储连续7次加息共计425个基点，美国基准利率在发达经济体中已处高位，同时，美国通胀持续上行压力并非显著，2023年美联储加息步伐将放缓，加息幅度将较为有限，债券价格继续下行空间较小。这使得美国国债价格波动将放缓，同时中长期配置安全性也在增加。

股票市场的配置机遇可能会相对好于债券市场，新兴领域投资价值更加显著。

图12 中美10年期国债收益率



在资本市场配置上，由于经济形势、政策环境、市场预期可能会好于2022年，但是，2023年1季度数据将偏弱。从配置看，股票市场的配置机遇可能会相对好于债券市场，2023年1季度或是较好的配置阶段。在经济结构转型深化、疫情防控转入新阶段以及房地产市场风险有效处置等背景之下，股票市场配置价值相对凸显。在新能源、新材料、医药生物、消费品、电子信息、半导体、高端装备制造等领域的配置价值将更为显著。在债券市场上，“资产荒”或将持续，国债、地方政府一般债券、地方政府专项债券、政策性金融债等具有较好的安全支撑，相对较高收益的信用债仍是稀缺品

种，当然，低等级的信用债风险特别值得重点防范。

从刚性需求匹配看，2023年房地产市场运行将更为有序，家庭部门融资可得性可能会有所提升、成本将会有所降低，2023年房地产市场投资对于刚需家庭而言是一个好时点。从资产配置角度看，中国房地产市场已经进入一个日益分化的阶段，难有系统性的投资机会。国家“房住不炒”政策仍将持续，房地产市场交易流动性和资产增值性仍将面临重大不确定性。从资产遴选角度看，一线城市、人口净流入以及公共服务较为健全的部分新二线城市、大型房地产商开发的较好地段房产是相对优质的资产标的。

## 第四部分 国内专题评析

# 地产供需两侧发力 逻辑转变惯性犹存

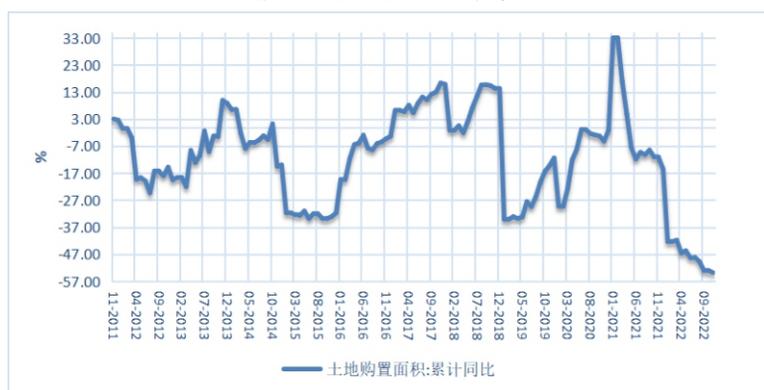
### 一、2022年房地产市场运行的三个特征

#### 1、供给侧投资不足

2022年房地产行业受限于资金来源，在供给侧较2021年呈现继续下探的走势，在土拍、新开发投资等方面均有不同体现。

据媒体报道，2022年内22个集中供地城市累计土地出让金收入比去年下降30%，底价成交和流拍现象较为普遍。同时，成交土地中地方国企直接摘地的比例达到42%，民企占比仅为16%。50强房企中约九成在年内没有新增土地储备。土地购置面积累计同比数字创近十年新低（图1）。

图1 土地购置面积累计同比



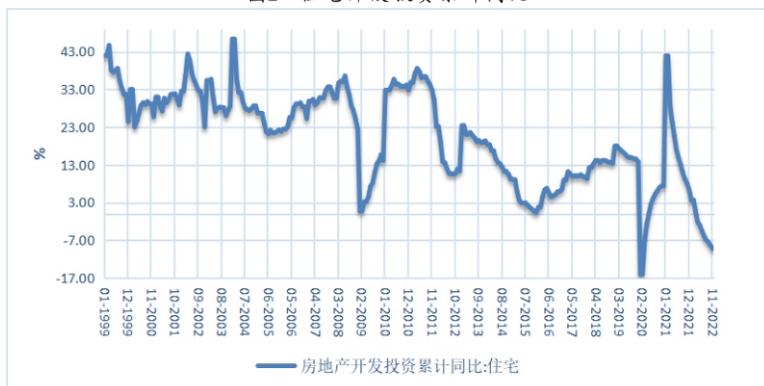
数据来源：CEIC。

同时，房地产开发投资也较为疲弱，投资增速下降较快（图2）。新开工面积增速、竣工面积增速在近十年的时间长度中仅略好于2020年初疫情期间。施工面积增速则位于十年最低点（图3）。由此不难看出，房地产行业

地产供给严重不足，民营地产占比严重下滑。

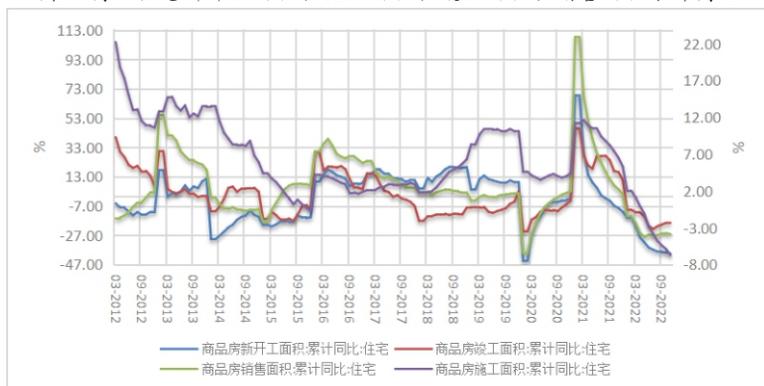
在年内经历了全面调整和深度出清，正如银保监会主席郭树清所言：“房地产泡沫化金融化势头得到根本扭转”。

图2 住宅开发投资累计同比



数据来源：CEIC。

图3 商品住宅新开工面积、施工面积、竣工面积、销售面积累计同比



数据来源：CEIC。

## 2、需求侧观望普遍

据国家统计局数字，2022年前11个月全国新建住房住宅销售面积下降26.2%，销售额只有10.42万亿元，仅相当于2020年的67%，2021年的64%。同时，个人按揭贷款只有2.19万亿元，同比减少近3成。

造成这种观望局面有三个主要因素。其一，预期改变。在统计局公布的70个大中城市的房价走势中，有超过40个正在经历价格调整。在大众“买涨不买跌”的普遍逻辑下，失去价格上涨预期的房市就很难催生投资属性的购房需求，居住刚需需求在其中愈发凸显。其二，部分线下行业因疫情原因导致收入受到不同程度的影响。其三，部分知名房企的楼盘因资金链断裂，在上半年陆续出现烂尾现象，“保交楼”压力较大。受此影响，购房人为了降低维权风险，保障自身权益，购房行为也趋于谨慎。

值得一提的是，商品住宅现房销售增速自2016年以来首次超过期房销售增速（图4）。项目烂尾后，预售资金监管措施在部分城市的实际执行过程

多重原因导致房地产需求不足。

受到了质疑。由此导致购房人对于预售款能否合理保障工程完工产生担忧，避险情绪浓厚，就更倾向于选择现房作为置业目标。

图4 现房及期房商品住宅销售额累计同比



数据来源：CEIC。

### 3、政策面全面发力

面对当前的房地产市场情势，中央经济工作会议进行了重要部署，中央财办有关负责同志也对相关内容进行了较为详尽的解读。大体来看，接下来的房地产政策将重点集中于三个方面。

首先是供给侧持续发力。供给侧的基本目标是“保交楼、保民生、保稳定”。具体措施则将以解决和改善房企资产负债状况，满足行业合理融资需求，提供充足流动性等方面展开。

第二是扩大需求和改善预期。在刚性和改善性住房需求方面进一步打开有限购和限贷等措施，使得这些需求得以释放。结合生育政策和人才政策，为符合政策条件的人员创造满足需求的途径。同时“鼓励加大保障性租赁住房供给，发展长租房市场”。

第三是“促行业新模式转型”，研究“中长期治本之策”。转型目标是告别之前多年来房地产行业“高负债、高杠杆、高周转”的高度金融化的发展模式，从“城市群都市圈、城市更新、再城市化”等方面探索能够满足新型城市化发展要求的成长模式。

不难看出，本次中央经济工作会议不仅重提房地产作为国民经济支柱产业的重要性，从供给和需求两个方面着力解决当前房地产行业面临的突出问题。同时也强调不能走过去发展的老路，需要积极探索“中长期治本之策”，从短期目标和长远发展两个层面表达了对重拾行业信心，释放行业动力的积极态度。未来一段时间将是配套政策的密集出台期，预期将扭转当前行业供需较弱的局面。

重提“房地产作为国民经济支柱产业”，2023年预期需求和供给均得以恢复。

## 二、背后的深层次分析

### 1、资金来源问题是供给侧的主要限制

房企获得资金一般有两个来源。第一是融资，第二是销售回款。

从融资的角度看，自设置“三道红线”开始，房企融资就受到了较为严格的管制。经历了2021和2022两年深度去杠杆的洗礼后，部分杠杆较高的企业资金链断裂，由此产生的大量问题资产使得银行和其他金融机构对于新增投放较为谨慎，从宏观的贷款投放总量层面就可以看到明显下跌（图5）。从微观走访来看，资金投放目的往往以存量项目置换展期或者保交楼维持流动性为主，较少用于新增项目投资建设。同时大量能够产生现金流的项目还正在经历去杠杆压降负债的过程，微观观察与前述宏观数据可以相互印证。

从销售回款的角度看，无论是定金、预收款还是个人按揭贷款同比增幅都位于近十年最低点（图5）。如前所述，受部分楼盘烂尾和房价预期扭转的影响，当前需求侧观望情绪浓厚，销售较之前年份明显下滑。

图5 房地产开发投资资金来源



数据来源：CEIC。

尽管同为资金来源，但销售与融资不同，融资仅仅是房企和金融机构之间的信用循环，而销售则是这种循环得以存在的基础。房企用抵押品和自身信用从金融机构取得授信，授信基础实际上是消费市场认可抵押品的价值，即消费者能够在当前价格下形成购买，而不是金融系统主观臆断。按此逻辑，融资与销售看似不同，但其实合二为一，相互促进，互相影响。销售稳步增长可以增强信用水平，房企扩大融资后加快新增项目投放，使得市场更加火热，反过来又可以促进销售需求。同理，如果消费市场持续低迷，信用基础受到冲击，必将导致金融体系信用收缩，房企就将直接面临既无融资也无销售回款的窘境。

因此，解决好供给侧资金来源问题，绝不能将目光仅仅放在供给侧（融资端），而需要通盘考虑。如果仅仅放宽融资限制，在销售低迷的情况下，金融体系大概率只能提供基本流动性支持，投放新增项目的动力不足，这是防范金融风险的常见做法。如果这样，那么行业仍将持续停留在信用收缩阶段，土地成交和新开工项目亦将持续低迷，短期内将难有起色。

## 2. 需求端政策或需突破常规

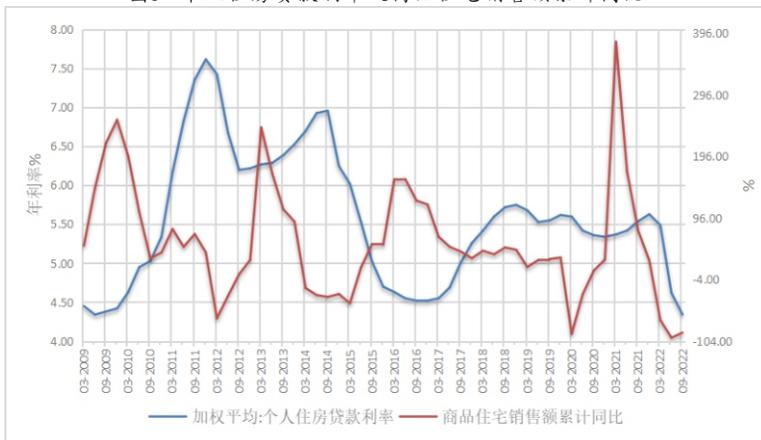
房地产行业的逆周期调控由来已久。目前除了限购、限贷等直接限制措施外，另一个主要的政策工具即是通过利率进行需求调节。利率调节需求的逻辑简单清晰，在过往实践中也取得了较好的效果（图6）。简言之，即是高利率导致高房贷压力，所以调高利率可以有效降低大众的购房需求；当市场遇冷时，适度降低利率可以降低还款压力，压缩总体购房成本，起到变相“降价促销”的效果。

尽管此类做法在过去能够很好地传达政策意图，对市场进行微调，但由于近三年疫情冲击，其他因素对于销售的影响显著超过了利率，可以看到利率与销售变化的同步性正在减弱（图6）。在当前时点影响购房决策的主要因素不仅是利率高低，购房人更需要考虑房价预期下跌带来的潜在资产损失以及部分项目资金链断裂导致的保交楼风险。

一年来，央行一方面持续引导5年期以上LPR下行，2022年全年下降0.35%；另一方面也在11月份发布了《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》，允许各地“因城施策实施好差别化住房信贷政策，合理确定当地个人住房贷款首付比例和贷款利率政策下限，支持刚性和改善性住房需求。鼓励金融机构结合自身经营情况、客户风险状况和信贷条件等，在城市政策下限基础上，合理确定个人住房贷款具体首付比例和利率水平”。在此号召下，各地一、二套房首付比例大幅降低，实际房贷利率也出现大幅松动，达到了房地产市场化以来的较低水平。

购房利率大幅下降，对冲其他因素影响购房需求。

图6 个人住房贷款利率及商品住宅销售额累计同比



数据来源：CEIC。

但从销售数字上看，上述举措在当前暂未收到明显成效。其原因一方面可能在于政策新近推出，市场需要一段时间进行传导；另一方面可能近期正值疫情防控措施调整，购房人的选房看盘过程受到不同程度的影响。但我们也应当看到，本次行业调整非同以往，降低首付比例和降低利率等常规手段对于市场预期恢复的效果有待观察。房地产作为国民经济支柱产业，其影响因素并非只在行业内部，因此恢复需求侧的措施也应全盘考虑。举例而言，据媒体报道，近期理财产品收益率下降，并且有部分产品出现本金折损，使得一些购房人的买房计划因为资金问题而推迟，已有存量贷款的购房人也由于理财产品收益率低于房贷利率而选择提前偿还房贷，避免双重损失。因此，很多外部因素都会影响到购房人的实际购买决策，尽管政策倾向已经形成，行业恢复速度仍然需要观察。

### 三、2023年市场展望

#### 1、政策全面转向，但行业短期发展惯性仍在

中央经济工作会议通稿和在此之前央行发布的《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》均对重拾房地产国民经济支柱行业地位，向供给侧提供资金支持，向需求侧提供信心支持做出了重要部署。各部门、各省市的配套政策也预计将于近期陆续出台。可以看出，经过两年多集中去杠杆的工作，房地产行业目前已经逐步回归“房子是用来住的，不是用来炒的”初心定位，泡沫化和过度金融化得到了有效遏制，行业将在2023年迎来新的发展机遇。

但同时应该看到，正因为房地产行业的特殊地位和广泛影响，在筑底期实现V形反转的可能性较低。当前疫情影响仍然较大，行业恢复无论从宏观的信心层面还是微观的线下购房层面均有较多具体问题需要逐步解决。在新政策陆续出台并向市场传导的过程中，行业的短期下跌惯性依然存在。

但值得欣慰的是，从中央到地方的各个层面对于“保交楼”工作都给予了高度关注，形成了“一楼一策”的工作机制，并直接传导至各金融机构。从微观走访情况看，当前各个已经形成销售的楼盘面临的流动性压力已得到切实缓解，亦切实解决了购房人对于楼盘烂尾，一生积蓄付诸东流的担忧。因此，尽管行业短期筑底过程仍在所难免，但大概率不会对购房人的合法权益造成损害。

#### 2、定位差异化发展，市场仍将呈现高度结构化格局

房地产市场近年来越来越朝着差异化、区域化、结构化的方向发展。不同城市，甚至同一城市内的不同区域，不同楼盘都有着完全不同的市场状

态。本轮地产调整也同样遵循这种规律。在2023年的筑底和恢复期，各地发展差异预期将会更加凸显，尤其在区域、品类两个方面突出体现。

在区域方面，各地当前库存程度存在本质差异。部分低等级城市由于前期建设过度，现在仍有大量库存待去化，未来一两年大概率以完成保交楼任务和存量项目去化为主。需要警惕的是，低等级城市流入人口较少，项目去化更多依赖本地居民的改善性需求和附近农村居民城市化过程中产生的置业需求。在叠加经济换挡期的大背景下，当地居民收入和资产状况是否能够使其有足够意愿和能力购房，仍然需要观察，并且在政策层面给予支持。

相反，许多高等级城市自身库存水平较低，加上2021和2022两年土拍市场清淡，市场上的新盘供应反而会出现1年左右的断档期。如果居民购房意愿恢复较快，则将面临新一轮的供给短缺状况。

在品类方面，中央经济工作会议支持房地产发展的表态带有较强的倾向性，是要“支持刚性和改善性住房需求”。因此政策会针对这两种类型进行特别优化，以贯彻“房住不炒”的基本思想。购房人在购买刚需和改善产品的时候，应当能享受到较大的政策优惠。市场上一些存量项目在设计阶段即以投资为目的，这种产品在当前背景下处于政策支持的范围之外，保值和增值功能均无法保障，购房人对此类产品应保持谨慎。

## 四、2023年房地产市场投资建议

在维持市场稳定的大前提下，2023年房地产市场将在2022年基础上有所恢复，但行业分化仍将持续。

随着各种限购、限贷政策的松绑以及首付、利率等方面的优惠相继落地，购房人在2023年内应当会感受到一段可选产品相对宽裕，资金需求亦容易得到满足的时间窗口期。有刚需或者改善性需求的家庭可以考虑在此阶段解决住房问题。

同时，当前理财市场收益低迷，有部分理财产品甚至出现本金折损。如房地产市场逐步回暖，投资人可能会重拾投资购房的冲动。笔者认为切不可取。原因之一是市场经过本轮调整后应该会形成价格双向波动预期，之前的单边市场基础不再，买房和买理财只是资产类别不同，买房不再是保值增值的“金饭碗”。原因之二是尽管短期内没有被强调，但房产税的出台预期始终存在，只是在寻找对市场冲击较小的时间点。因此，投资人对于购房仍需以居住需求为主，资产配置需求逻辑已经改变，不可以旧思路看待新市场。

刚性和改善型需求将迎来解决住房的时间窗口。

# 关于中国科学技术大学国际金融研究院 全球经济与国际金融研究中心（GEIF）

中国科学技术大学国际金融研究院全球经济与国际金融研究中心（USTC IIF Center for Global Economic and International Finance Research，英文简称为GEIF），创办于2018年。聚焦宏观经济、数字经济以及国际金融研究，为中央及地方政府、中国企业发展提供决策咨询与智慧参考。使命愿景为“参谋宏观决策，服务企业发展，打造具有国际影响力的中国权威智库”。

本中心主任由中国社会科学院金融研究所副所长、国家金融与发展研究室副主任、研究员、博士生导师张明先生担任。中国科学技术大学EDP/EE中心顾问、创始主任吴林先生担任执行主任，负责中心全面运营管理。

本中心目前汇聚了中国科学技术大学、中国社会科学院、清华大学、南京大学、工银国际、兴业证券、国元证券、天风证券、太平洋证券、凯石资本、弈泰资产等经济学界、金融界、科技界、商业界20多名一流专家学者担任研究员及特邀专家。

## ■ 风险提示

本报告仅代表本中心研究团队成员个人观点，不构成任何投资建议。投资有风险，决策请谨慎。

