

2023年宏观经济展望及产业布局

中信证券研究部

宏观分析师 玛西高娃

2023年2月21日

- 海外衰退逻辑不改，程度好于预期。
- 2023年国内经济有望实现5%以上的增长。预计固定资产投资增长7%，其中基础设施投资将占主导地位，消费增长约为7%，出口有望持平去年或实现小幅负增长。趋势上，预计一到二季度逐季向上，三季度回落，四季度回升。
- 在复苏节奏方面，我们认为，消费有望相对快速反弹，紧随其后房地产竣工和基建投资景气将改善，房地产销售、制造业景气度等料将在2023年下半年开始表现良好。预计全年不存在高通胀压力。
- 从长期来看，中国GDP增长中枢放缓，同时区域增长分化更加显著，受益于区域经济发展或存在区域壁垒的行业或公司的业绩有支撑。我们认为，四川、安徽、湖南、山东、湖北和福建等省份已经在市场上显示溢价，但我们认为它们将继续保持更强的竞争力。

CONTENTS

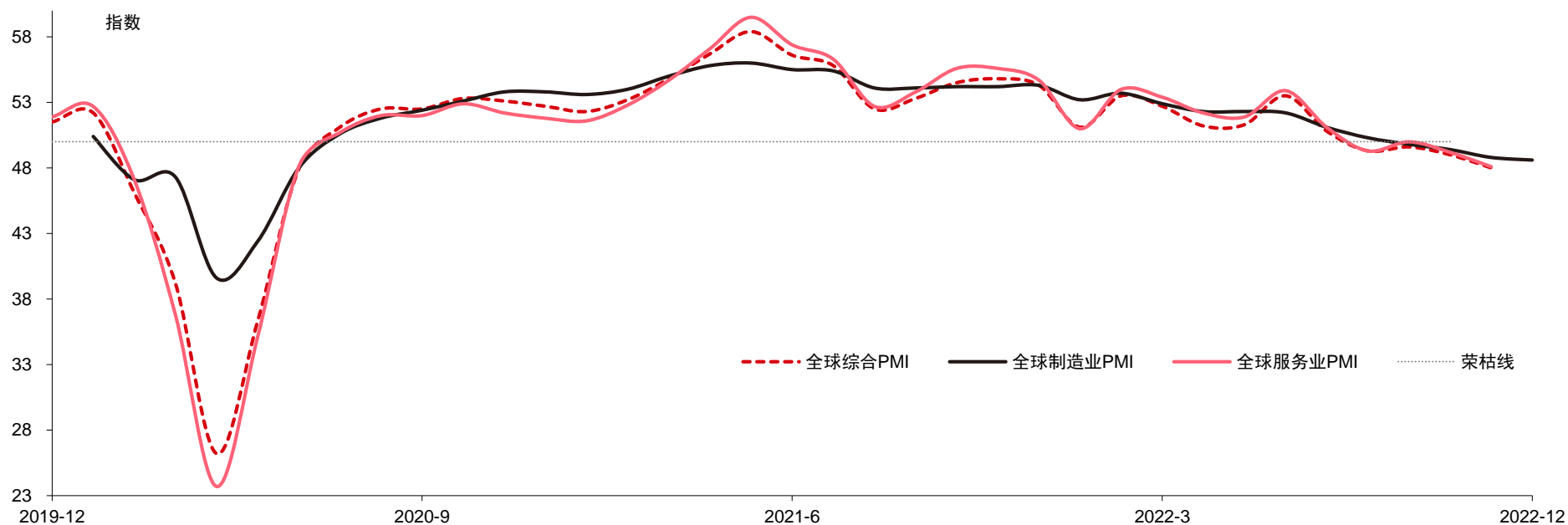
目录

- 一、宏观经济形势展望
- 二、重大政策部署前瞻
- 三、地方部署新经济：推进产业创新升级

一、宏观经济形势展望

- 内生动能缺乏与流动性退潮将使全球总体经济增长趋缓，但近期海外需求放缓幅度好于市场预期。
 - 内生动能缺乏：发达经济体长期依赖低利率政策刺激经济需求，但低利率政策无法直接提高全要素生产率；民粹主义抬头与疫情社交限制抑制知识和技术交流；贝弗里奇曲线外移，劳动力市场匹配效率下降，经济增长动能缺少实质性改善。
 - 流动性退潮：在缺乏内生动能的宏观背景下，全球货币流动性的继续退潮将使企业投资与居民消费意愿进一步下降，欧美或将陷入实质性衰退，日本经济增长动能仍不够稳健。
 - 全球PMI下降趋势下逐步企稳。

全球PMI总体呈下行趋势，但也见到企稳趋势



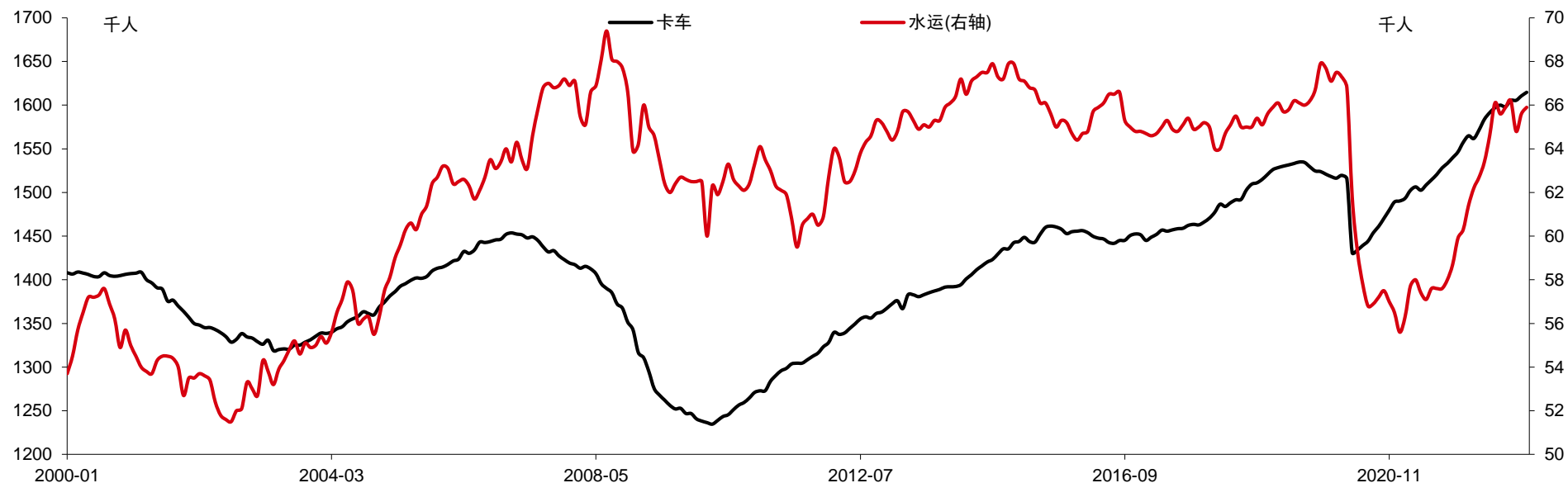
海外需求放缓，衰退逻辑不改，但幅度好于预期

全球主要地区制造业PMI情况

年份		23年	2022年											2021年												
区域	国家或地区	1月	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月
全球及区域	全球	49	49	49	49	50	50	51	52	52	52	53	54	53	54	54	54	54	54	55	56	56	56	55	54	54
	欧元区	49	48	47	46	48	50	50	52	55	55	56	58	59	58	58	58	59	61	63	63	63	63	63	58	55
	欧盟	49	48	47	46	48	49	49	52	54	56	57	58	59	58	58	58	58	61	63	63	63	62	62	58	55
	新兴国家	50	50	50	50	49	50	51	52	50	48	49	51	50	52	51	52	51	50	51	51	52	52	51	52	52
	亚洲	51	50	51	52	54	52	52	52	52	53	52	53	53	53	52	54	50	45	45	49	52	52	51	50	51
亚洲	中国大陆	49	49	49	49	50	50	49	52	48	46	48	50	49	51	50	51	50	49	50	51	52	52	51	51	52
	日本	49	49	49	51	51	52	52	53	53	54	54	53	55	54	55	53	52	53	53	52	53	54	53	51	50
	韩国	49	48	49	48	47	48	50	51	52	52	51	54	53	52	51	50	52	51	53	54	54	55	55	55	53
	中国台湾	44	45	42	42	42	43	45	50	50	52	54	54	55	56	55	55	55	59	60	58	62	62	61	60	60
	马来西亚	47	48	48	49	49	50	51	50	50	52	50	51	51	53	52	52	48	43	40	40	51	54	50	48	49
	泰国	55	53	51	52	56	54	52	51	52	52	52	53	52	50	51	51	49	48	49	50	48	51	49	47	49
	越南	47	46	47	51	53	53	51	54	55	52	52	54	54	53	52	52	40	40	45	44	53	55	54	52	51
	菲律宾	54	53	53	53	53	51	51	54	54	54	53	53	50	52	52	51	51	46	50	51	50	49	52	53	53
	缅甸	50	42	45	46	43	47	47	48	50	50	47	47	49	49	47	43	41	37	34	42	40	33	28	28	48
	印度	55	58	56	55	55	56	56	54	55	55	54	55	54	56	58	56	54	52	55	48	51	56	55	58	58
	印尼	51	51	50	52	54	52	51	50	51	52	51	51	54	54	54	57	52	44	40	54	55	55	53	51	52
	欧洲	德国	47	47	46	45	48	49	49	52	55	55	57	58	60	57	57	58	58	63	66	65	64	66	67	61
英国		47	45	47	46	48	47	52	53	55	56	55	58	57	58	58	58	57	60	60	64	66	61	59	55	54
法国		51	49	48	47	48	51	50	51	55	56	55	57	56	56	56	54	55	58	58	59	59	59	59	56	52
意大利		50	49	48	47	48	48	49	51	52	55	56	58	58	62	63	61	60	61	60	62	62	61	60	57	55
西班牙		48	46	46	45	49	50	49	53	54	53	54	57	56	56	57	57	58	60	59	60	59	58	57	53	49
俄罗斯		53	53	53	51	52	52	50	51	51	48	44	49	52	52	52	52	50	47	48	49	52	50	51	52	51
土耳其		50	48	46	46	47	47	47	48	49	49	49	50	51	52	52	51	53	54	54	51	49	50	53	52	54
波兰		48	46	43	42	43	41	42	44	49	52	53	55	55	56	54	54	53	56	58	59	57	54	54	53	52
捷克		45	43	42	42	45	47	47	49	52	54	55	57	59	59	57	55	58	61	62	63	62	59	58	57	57
希腊		49	47	48	48	50	49	49	51	54	55	55	58	58	59	59	59	58	59	57	59	58	54	52	49	50
奥地利		48	47	47	47	49	49	52	51	57	58	59	58	62	59	58	61	63	62	64	67	66	65	63	58	54
荷兰		50	49	46	48	49	53	55	56	58	60	58	61	60	59	61	63	62	66	67	69	69	67	65	60	59
爱尔兰	50	49	49	51	52	51	52	53	56	55	56	58	59	58	60	62	60	63	63	64	64	61	57	52	52	
大洋洲	澳大利亚	50	50	51	53	54	54	56	56	59	58	57	55	58	59	58	57	52	57	59	60	60	60	57	57	57
美洲	美国	47	46	48	50	52	52	52	53	57	59	59	57	56	58	58	61	61	63	62	62	61	59	59	59	
	加拿大	51	49	50	49	50	49	55	57	57	56	59	57	56	57	57	58	57	57	56	57	57	57	59	55	54
	墨西哥	49	51	51	50	50	49	49	52	51	49	49	48	46	49	49	49	47	50	49	48	48	46	44	43	
	巴西	48	44	44	51	51	52	54	54	54	52	52	48	48	50	50	52	54	54	57	56	54	52	53	58	57
	哥伦比亚	49	51	47	50	53	52	50	56	54	54	52	52	53	53	55	54	56	53	54	48	47	54	52	50	53

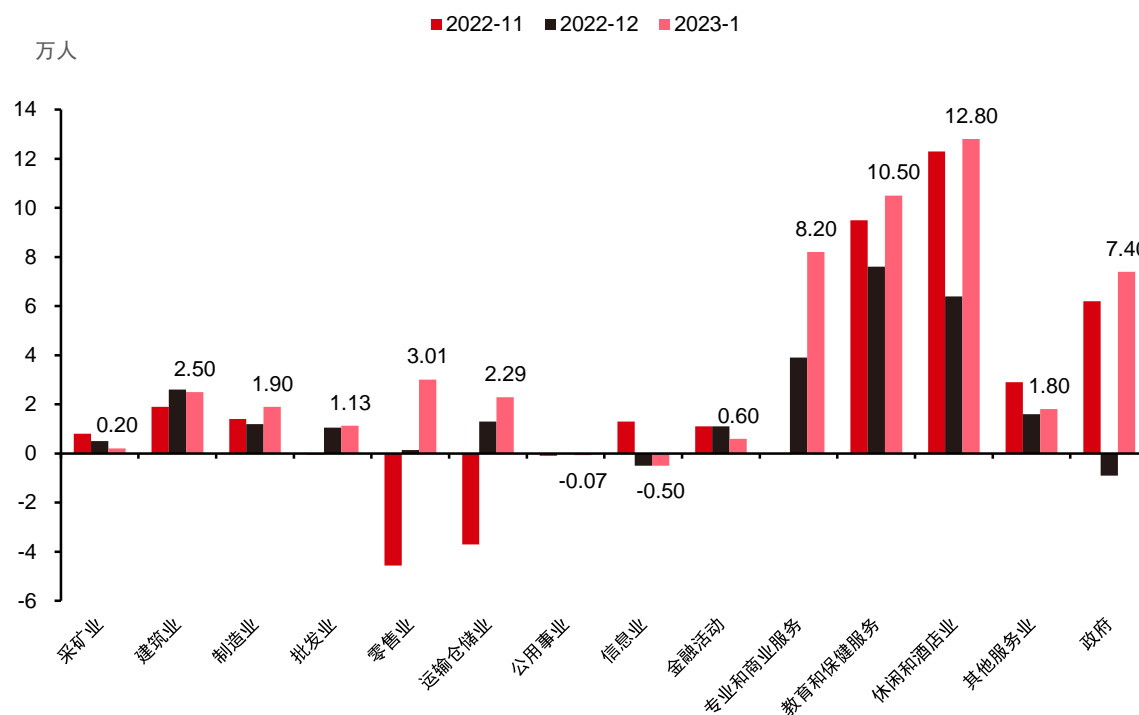
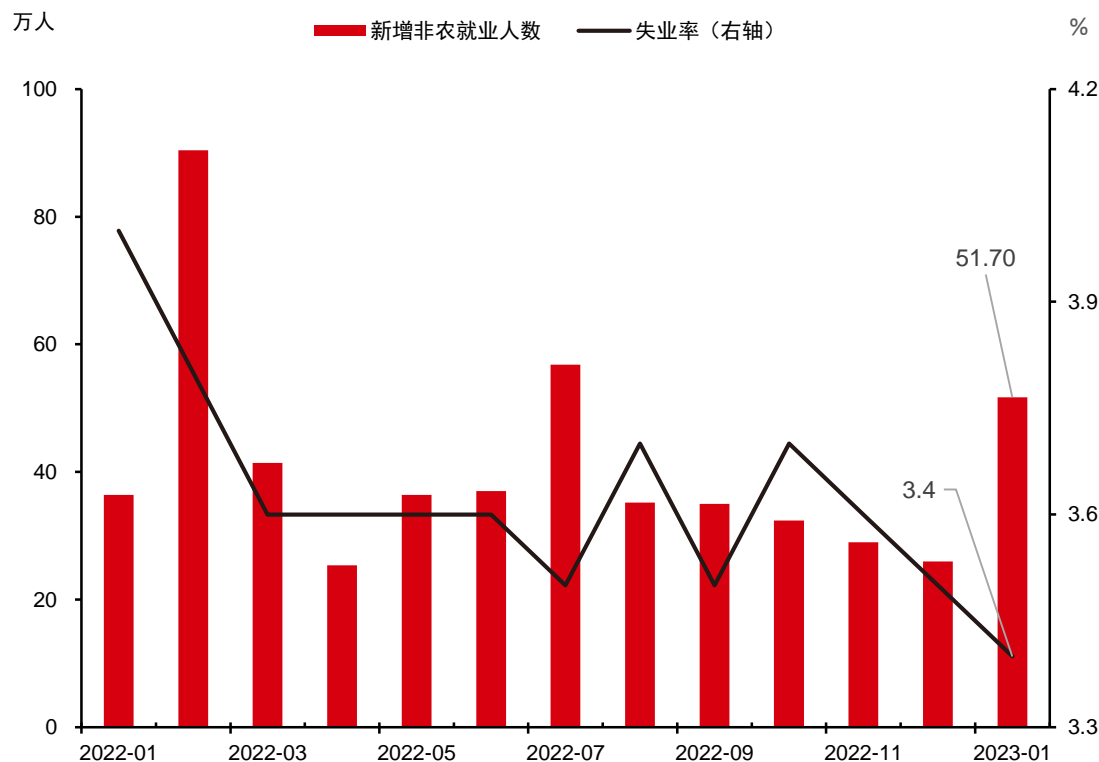
- 在俄乌冲突不进一步明显恶化的假设下，预计2023年全球通胀或将总体较2022年回落。
 - 利率上行导致借贷成本抬升；全球供应链瓶颈正在逐步修复，部分供应链紧张行业就业人数有所回升；IEA、EIA和OPEC预测2023年原油价格中枢或难超过2022年。
- 通胀粘性仍强，预计回落幅度有限。
 - 美、英等工资增速持续高位运行；OPEC+减产会对2023年原油供给产生冲击；干旱和洪水等极端天气仍在影响阿根廷、美国、欧洲和巴基斯坦的小麦、玉米和水稻生产，美国中部地区旱情导致密西西比河存在运输中断的风险，预计国际粮价2023年可能高位波动。

卡车和水运就业人数有所回升

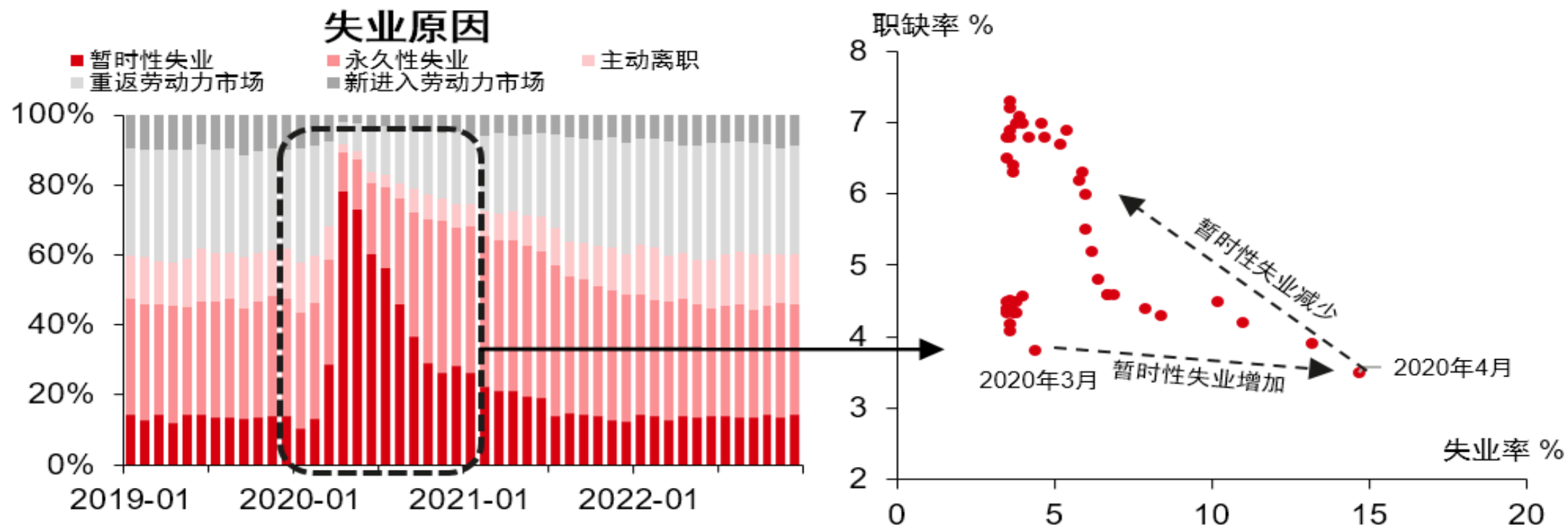


海外通胀：总体回落，粘性仍强

- 1月美国新增非农就业人数远超预期，失业率意外降至近53年最低水平，同时薪资增速放缓。休闲和酒店业、专业和商业服务、教育和保健服务是主要贡献行业，政府部门就业也大幅增加。当前美国就业市场生机勃勃，距离联储降息条件山长水远。不过，虽然薪资增速再度放缓，但我们认为不应对美国去通胀进程过度乐观，美联储可能在5月才会完成最后一次加息。



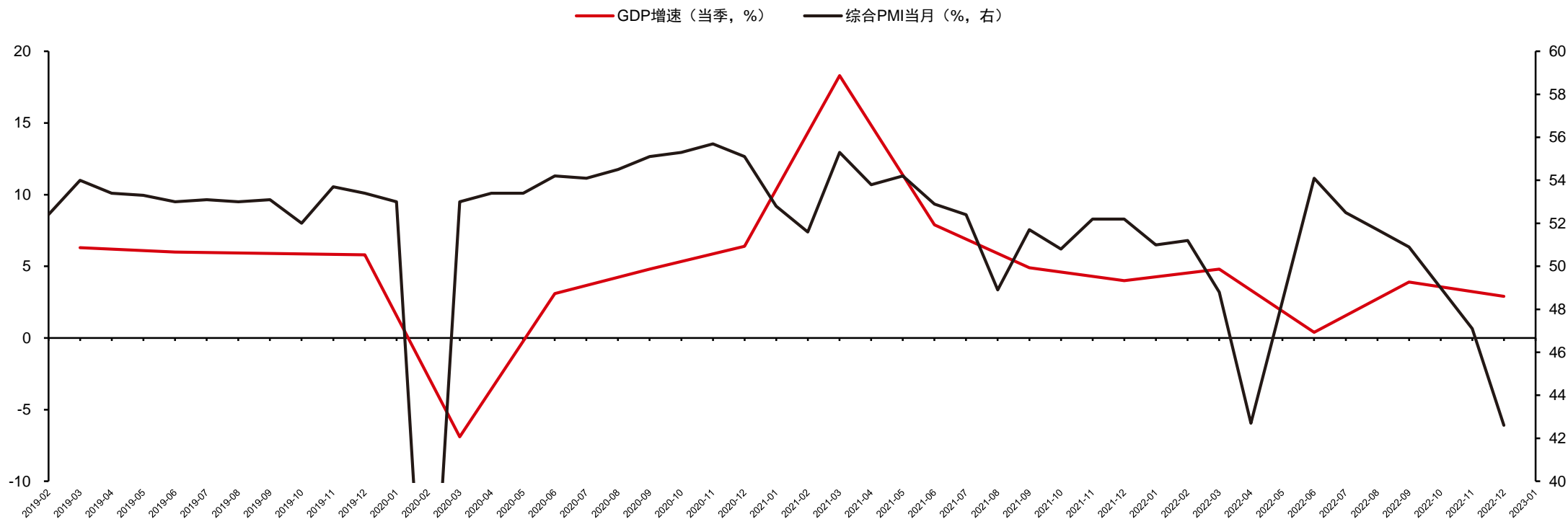
- 美国劳动力市场持续紧俏，这由劳动力供给减少、需求增加、匹配效率下降等因素共同导致。我们认为美国贝弗里奇曲线将能内移，未来劳动力市场降温时，失业率升势能先在较长时间内保持平缓。基准情形下，预计美国失业率上升路径将呈先慢后快、总体温和非线性特征，并将以今年10月为加速转折点，在明年5月达到本轮高点4.9%左右。预计美国就业市场最终难以实现充分就业式的“软着陆”，但可避免大量人口失业。在此路径下，美联储有可能今年全年都不降息。当前不宜过早交易降息，目前未到美债与美股的最佳配置时点，一季度在美元资产中宜超配现金类资产。



中国宏观经济展望：2023年中国经济增速预测

- 2022年度经济总额实现121万亿元，同比增长3.0%，均高于市场平均预期，在主要经济体中表现较好。
- 预计2023年GDP增速目标在5%左右，实际可能取得更好成果。

2022年4季度经济实现同比+2.9%，高于市场预期增长

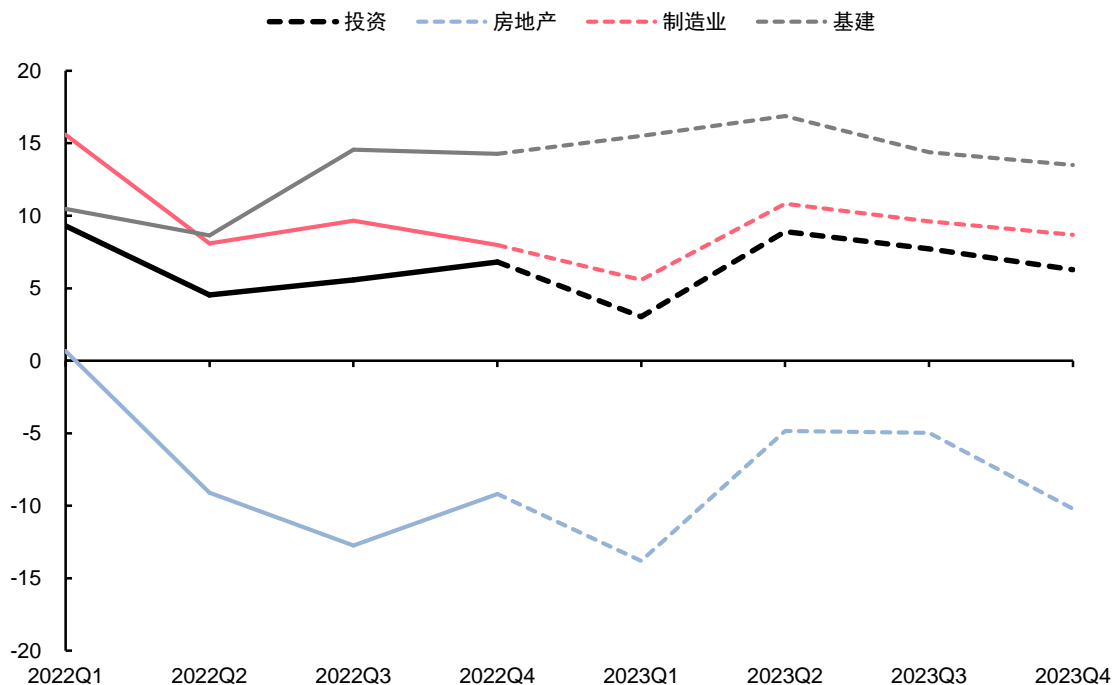


资料来源：Wind，中信证券研究部

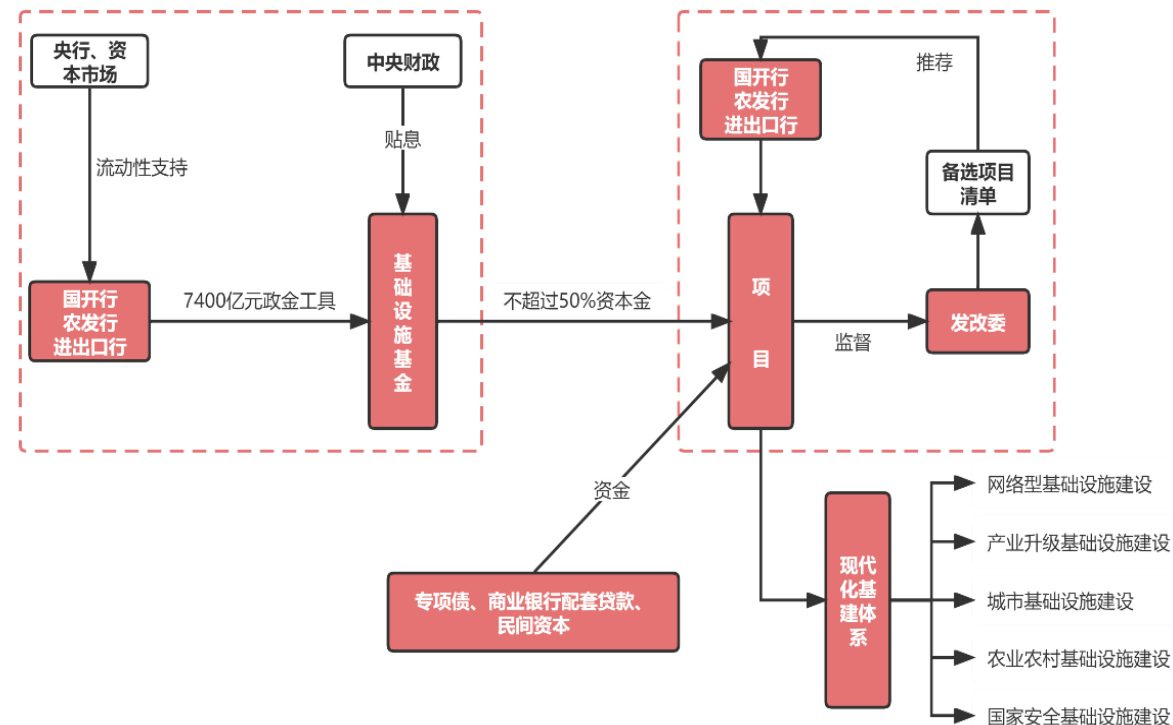
投资：预计基建制造业延续高增长，房地产持续调整

- 固定资产投资依然是稳定经济增速的压舱石和促进国内大循环的重要抓手。
- 在当前形势下，固定资产投资增速大概率高于名义GDP增速，以弥补社会需求不足。
- 预计2023年固定资产投资将呈现基建领先、制造振兴、地产持续调整的格局，全年固定资产投资增速有望达到7%左右。

分季度投资增速预测



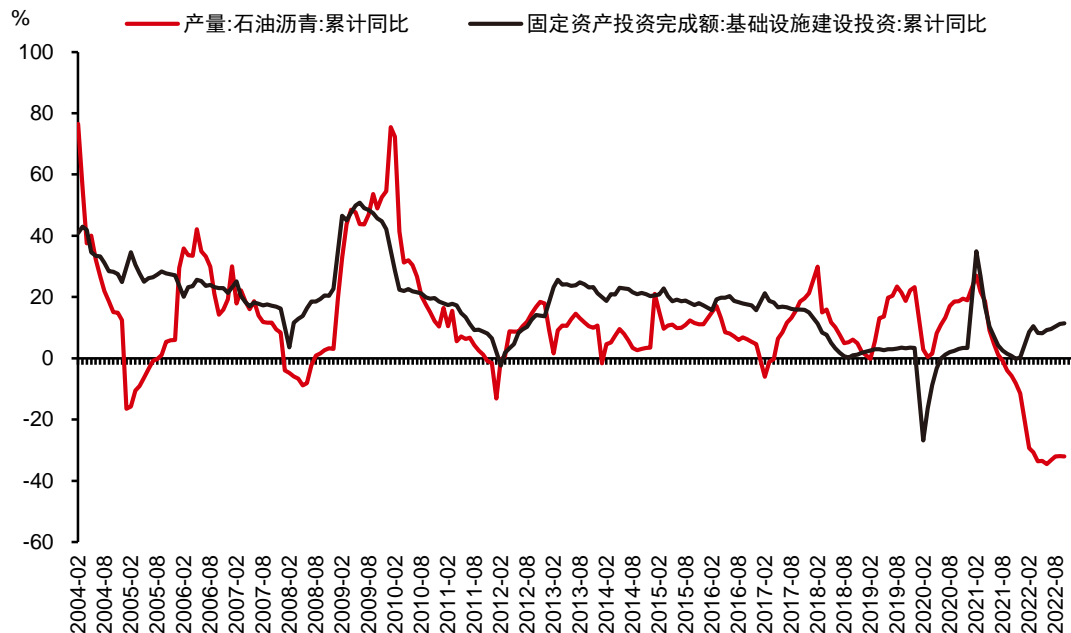
创新财政工具支持基建



基建投资：基建投资保持高增长，实物工作量情况将改善

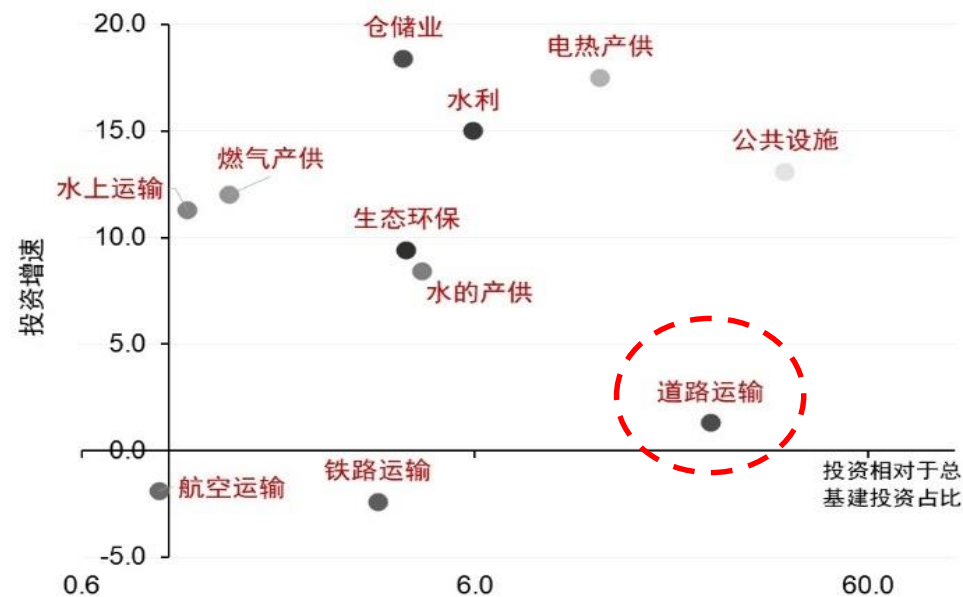
- 2022年基建出现了宏观数据和微观数据不匹配的情况，可能的因素是：
 - 1) 基建和房地产的结构：基建和地产的需求共同决定了下游很多商品的景气度，房地产需求回落、基建需求回升的情况下，对于商品的边际变化难以判断；
 - 2) 基建内部的结构：水利、仓储等持续发力，道路运输表现差强人意；
 - 3) 新旧项目的比例：五年规划第一年+地方财政压力显著加大，新项目比例显著上升导致宏观数据“虚高”。

基建出现了宏观数据和微观数据不匹配的情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

道路运输在基建内部的贡献非常弱（2022年1-11月）

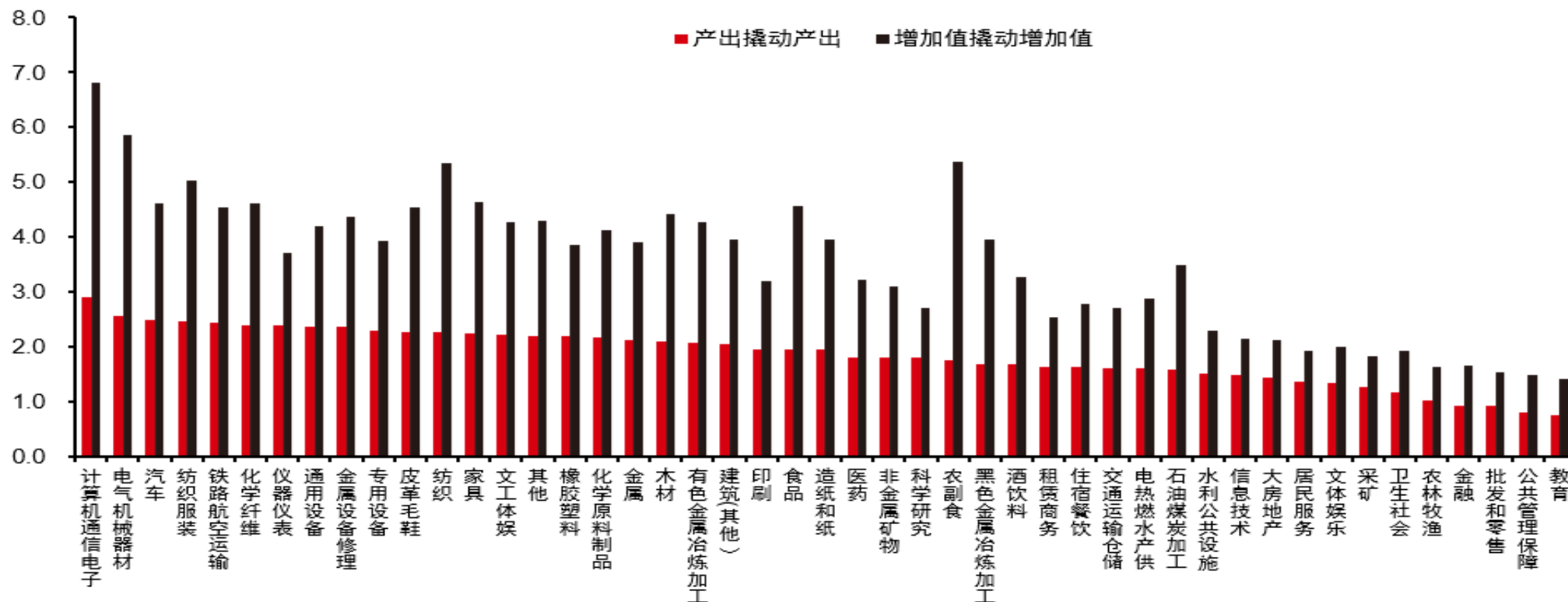


资料来源：Wind，中信证券研究部测算。

制造业投资：寻找撬动系数较高的领域，追随政策导向

- 计算机通信电子、电气机械、汽车、纺服、铁路航空运输、化学纤维等行业的产出撬动效果较为显著，预期这些领域是政策重点着力点，预计将灵活采取专项再贷款、特定产业引导基金等方式予以支持。如果从行业增加值撬动总增加值系数角度估算，在制造业内部，计算机通信电子、电气机械器材、农副食、纺织、纺织服装、家具、化学纤维、汽车等撬动系数较高。

图：二位数行业层面的产出撬动系数

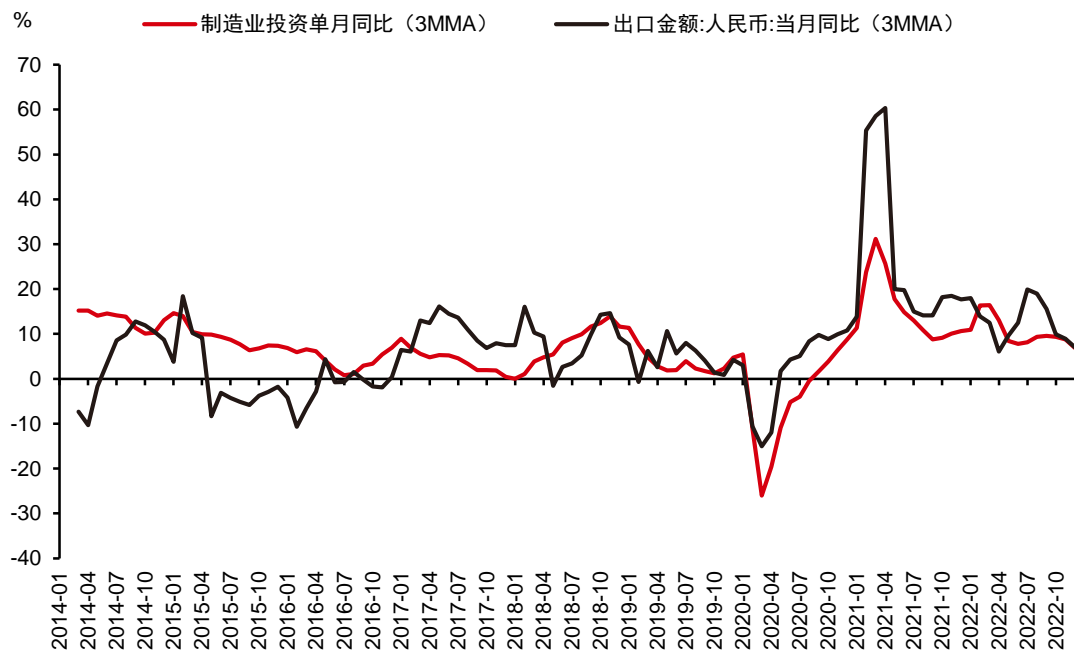


资料来源：Wind，中信证券研究部。注：基于2020年投入产出表测算。产出撬动产出为1单位该产品完全消耗撬动其他产品的规模；增加值撬动增加值为1单位该产品的增加值完全消耗撬动所有产品的增加值规模。

制造业投资：出口或形成一定压制，但政策频出提振设备更新投资

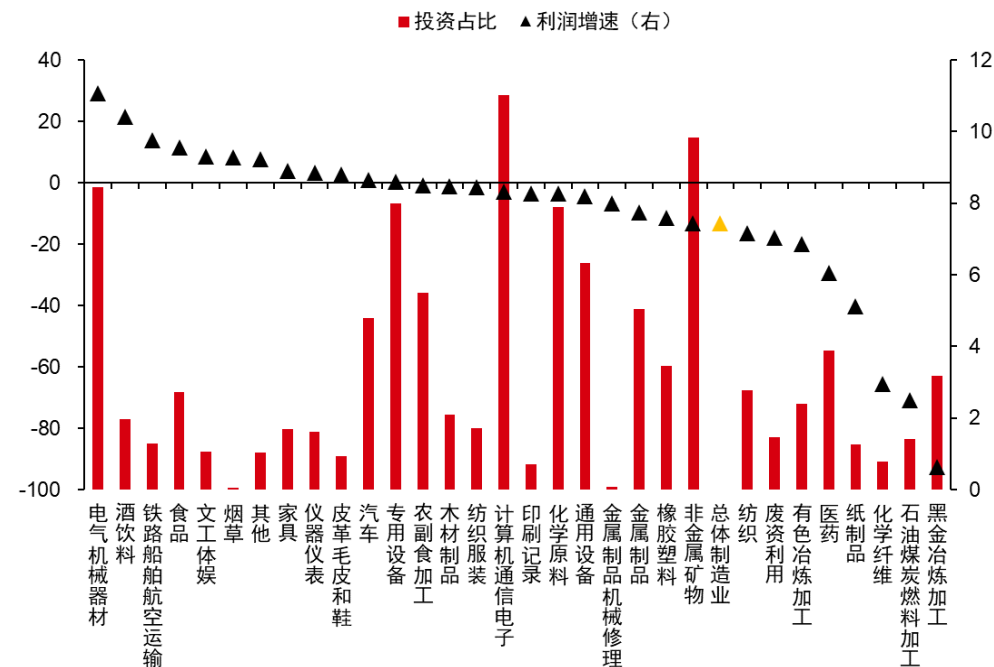
- 历史来看，制造业投资和出口增长的变化密切相关，但出口只部分影响制造业需求。
- 中期维度比较，制造业投资的变化主要还是受政策影响更大。政策频出降低设备更新成本，国常会财政贴息和央行更新改造专项再贷款，两项政策叠加，制造业中小企业设备更新资金成本低至0.7%，其他制造业企业不高于3.2%。
- 计算机电子通信、非金属矿物、专用设备、通用设备和农副食品加工利润增速处于中间水平。

出口需求是制造业投资的部分影响因素



资料来源：Wind，中信证券研究部

制造业投资内部的占比和累计增速 (2022年1-10月)



资料来源：Wind，中信证券研究部

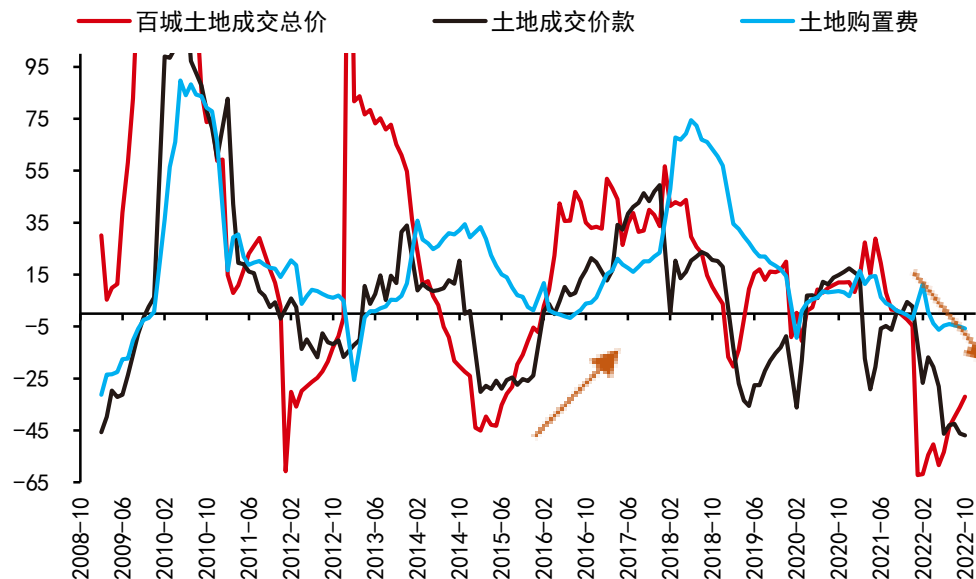
房地产开发投资：预计2023年同比下降

- 房地产政策利好频出，销售缓慢兑现，投资持续拖累。预计2023年房地产开发投资同比下降5%左右。
 - 存在“百城土地成交总价→土地成交价款→土地购置费”的领先关系，土地购置费增速可能会有明显下行。
 - 2022年以来，30城地产销售额大体上以较低的斜率沿着一个通道上升，政策效果还是存在的，保守预计2023年商品房销售面积增速可能在0附近。
 - 2022年房屋新开工面积大幅回落，指引2023年的地产投资并不乐观。

房地产月度销售额以较低的斜率向上恢复

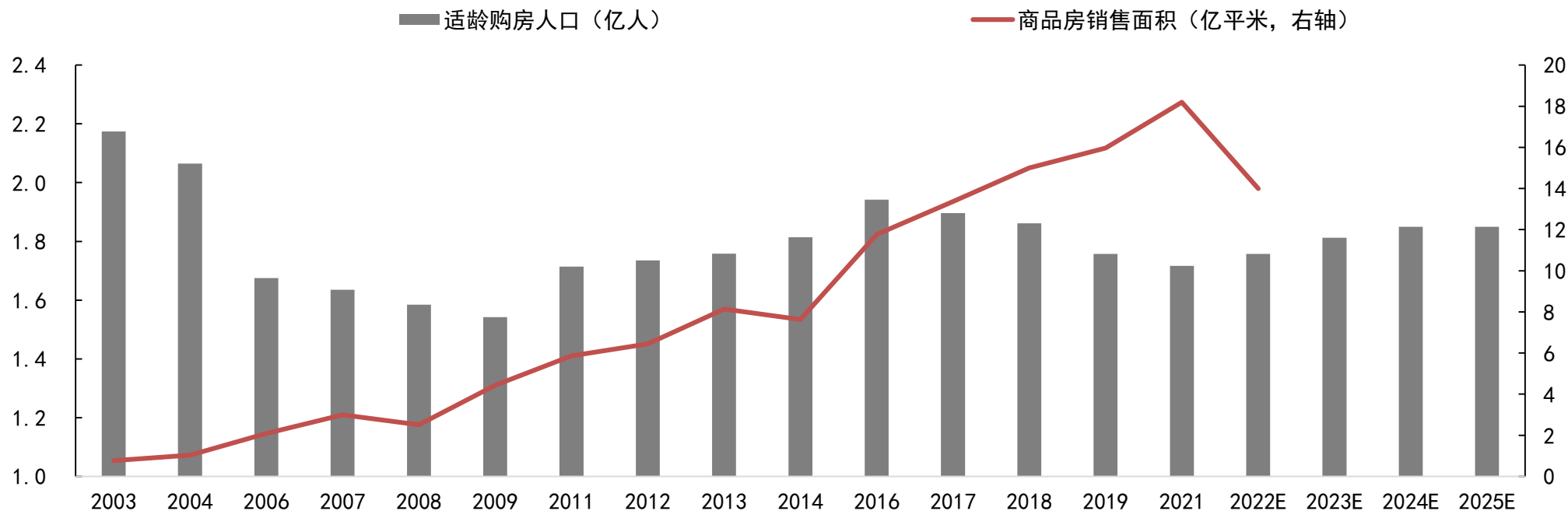


百城土地成交价领先土地成交价款，后者领先土地购置费



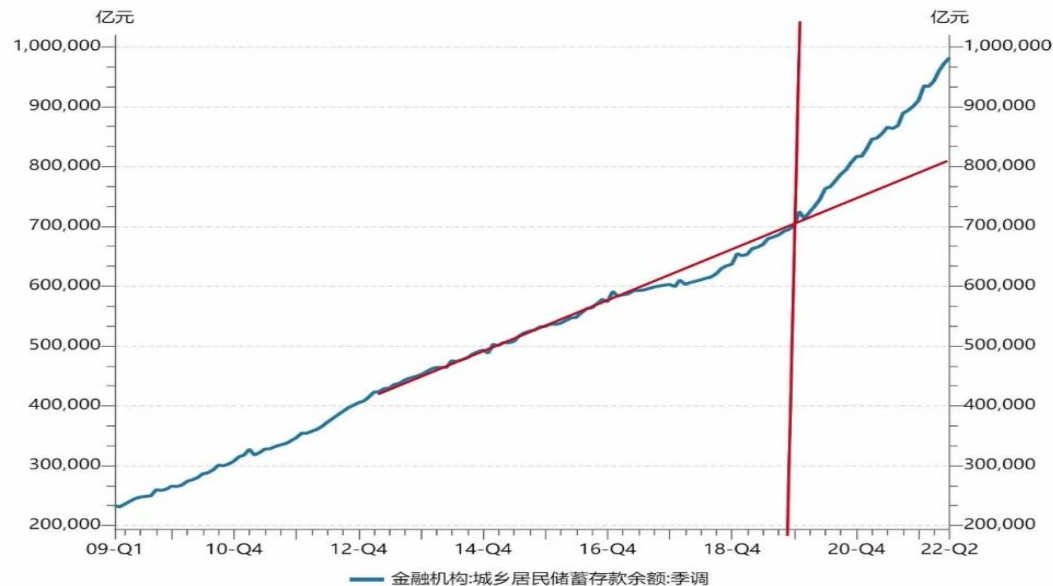
- 国内地产销售中枢未来3年有人口层面的保障。
- 2009-2016年，适龄购房人口与商品房销售面积同步增长；2017-2021年，二者出现背离，商品房销售出现需求透支。
- 尽管到达人口拐点，但根据Wind推测2022-2024年适龄购房人口将有微弱增长，对地产销售中枢是支撑。

适龄购房人口应该与商品房销售面积同步增长



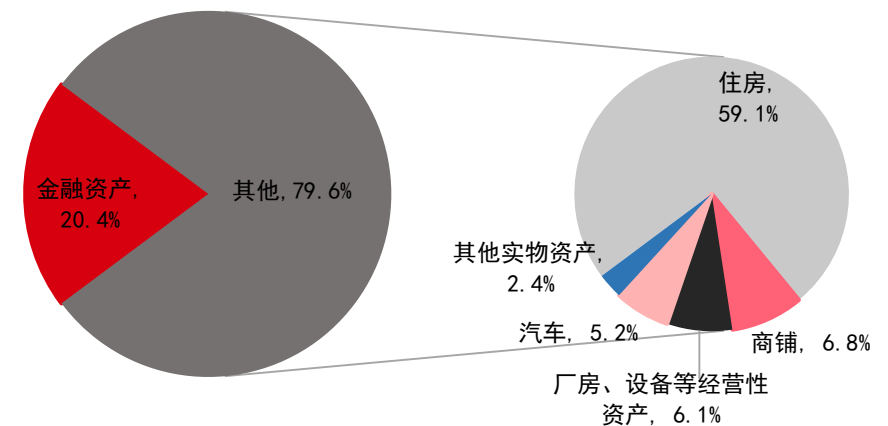
- 居民预防性储蓄持续攀升，且储蓄结构明显分化，预计2023年消费增长中枢可能受限，呈现出慢修复的特征。
 - (1) 预计预防性储蓄释放速度较慢：受到疫情反复及资产价格下跌带来财富效应缩水的影响，居民对未来的信心较弱导致预防性储蓄增加。
 - (2) 储蓄结构分化：高收入家庭储蓄率较高、且在总储蓄中的占比较大。
 - (3) 房价持续下跌使得居民财富效应显著受到影响：我国城镇居民家庭资产以实物资产为主，实物资产中，又以住房为主，综合来看，住房在城镇居民家庭资产占比为59.1%。新建商品住宅价格指数同比出现负增长，很大程度地影响居民家庭财富效应，居民家庭财富的减少也将进一步拖累消费。

居民预防性储蓄中的分化预计更加显著



资料来源：Wind，中信证券研究部（含预测）

住房是居民总资产的重要组成，占比约为60%左右



资料来源：中国人民银行，2019年数据，中信证券研究部

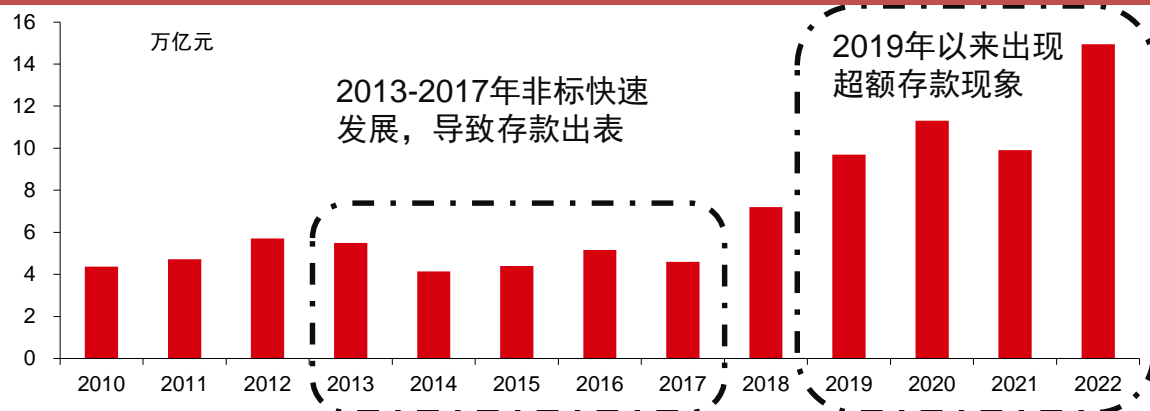
消费：对中国居民“超额存款”的解构

- 以2018年为基数，假设每年居民存款的合理增速为5%，则测算2019-2022年的超额存款合计13.3万亿元。主要来源有三：
 - 消费：2020-2022年，社零比趋势值低了12.7万亿元，收入比趋势值低了7.8万亿元，形成超额存款约4.9万亿元。
 - 房地产：2021年及以前的属于正常区间，2022年地产销售下滑6.1万亿，按50%首付计算贡献约3.0万亿元超额存款。
 - 理财：预计2019-2022年理财回表贡献了3.5万亿超额存款，其中1.5万亿发生在2022年下半年。

	社零				居民收入				消费贡献的超额存款
	实际规模	趋势增速	趋势规模	低于趋势	实际规模	趋势增速	趋势规模	低于趋势	
单位	万亿元	%	万亿元	万亿元	万亿元	%	万亿元	万亿元	万亿元
2020年	39.2	7.0	44.0	4.8	61.4	7.5	63.8	2.4	2.5
2021年	44.1	6.0	46.7	2.6	66.5	7.0	68.3	1.8	0.8
2022年E	43.8	5.0	49.0	5.2	69.1	6.5	72.7	3.6	1.6
合计	--	--	--	12.7	--	--	--	7.8	4.9

资料来源：wind，中信证券研究部预测

居民存款：增量



资料来源：wind，中信证券研究部测算

居民存款：存量

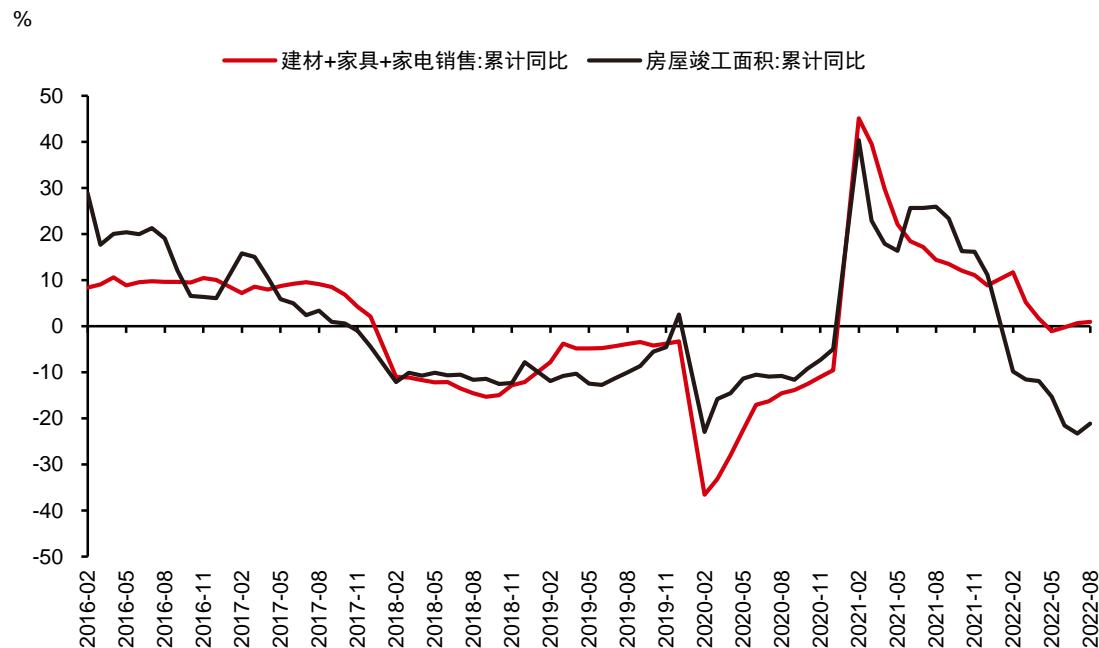


资料来源：wind，中信证券研究部

消费：房地产后周期相关消费和汽车消费成为重要变量

- 预计房地产后周期相关消费和汽车消费将是影响2023年消费的重要变量，2023年增速有望缓慢修复。预计2023年地产相关消费对经济的拖累将改善，房地产竣工面积同比增速有望回升到0%。
- 新能源车补贴政策若延长将持续对消费产生正向带动。
- 预计2023年消费增速将缓慢修复，全年社消增速有望达到6%左右。

房地产后周期商品消费需求 and 房地产竣工强相关



资料来源：Wind，中信证券研究部

汽车消费受到购置税政策的刺激效果显著

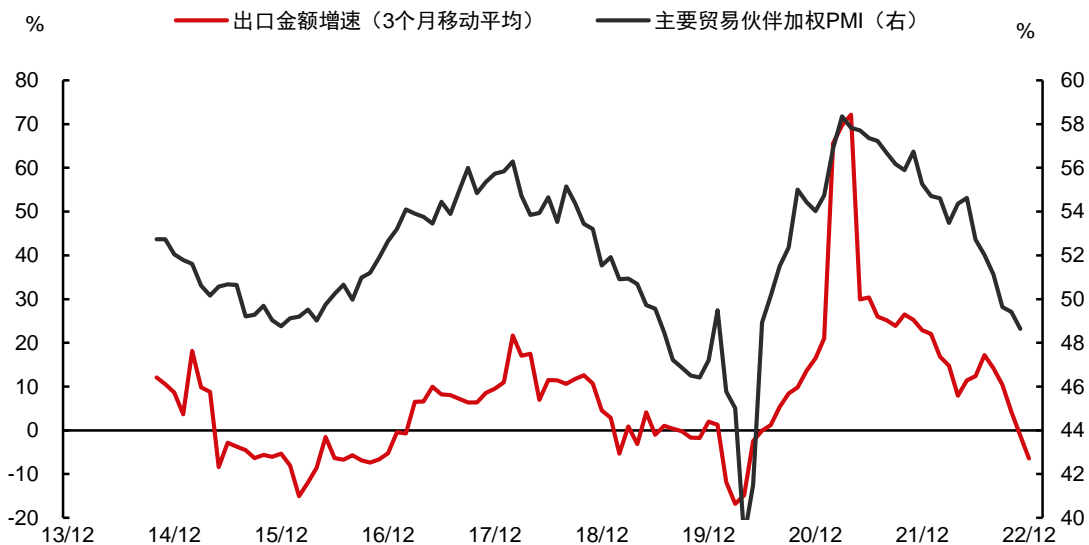


资料来源：Wind，中信证券研究部

出口：海外衰退致使出口增速中枢下移，但预计出口份额仍将保有优势

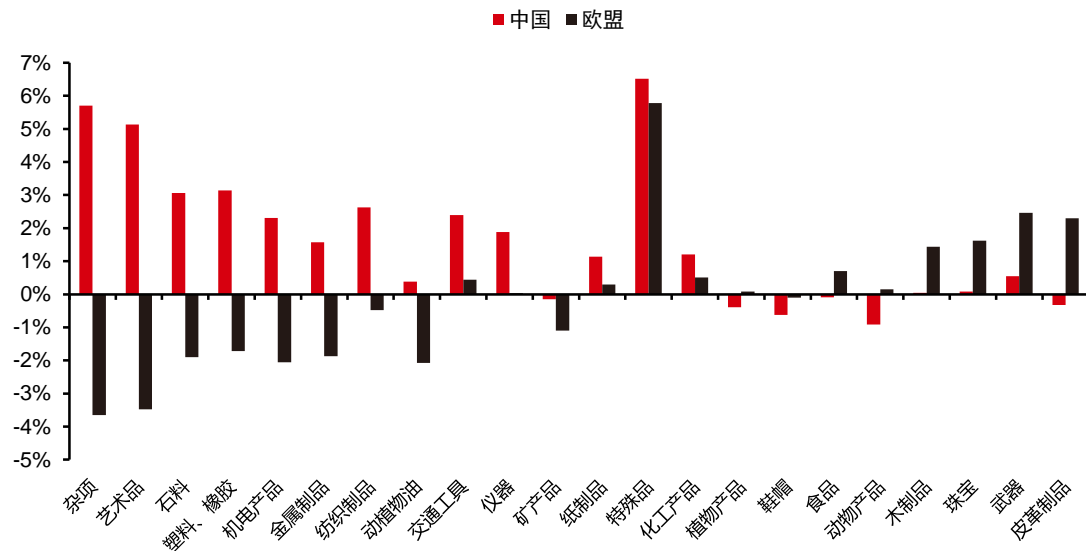
- 海外进入景气下行通道将带动中国出口增速进入下行区间。
 - 美国在内的中国10个主要贸易伙伴其国内制造业PMI景气处于下行区间，预计海外主要经济体将陆续步入衰退区间。
 - 当前美国库销比基本上恢复到历史中枢偏上的位置，显示对中国出口商品的需求在下降。
- 疫情以来中国出口竞争力进一步上升，预计2023年中国在全球的出口份额可能持平或小幅上升。主要原因如下：
 - 海外能源价格持续高位的背景下，预计对中国部分商品需求增加。
 - 中国全产业链优势和供应链安全的竞争力毋庸置疑。

海外景气已经持续进入下行通道



资料来源：Wind，中信证券研究部

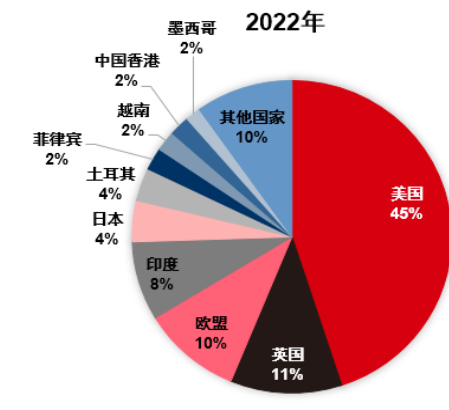
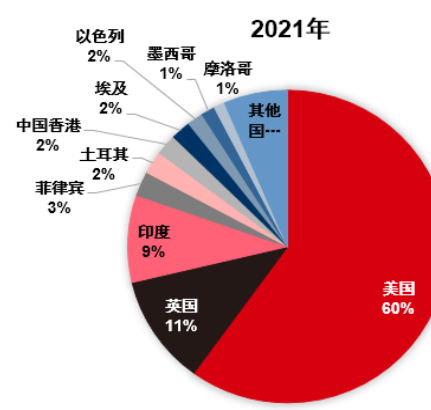
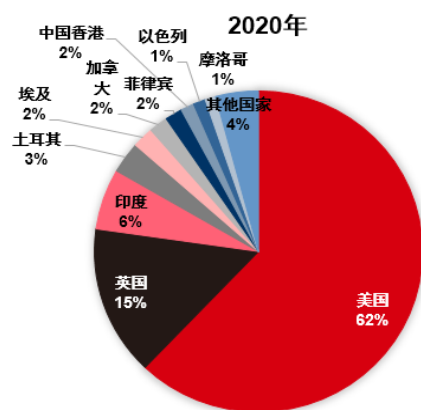
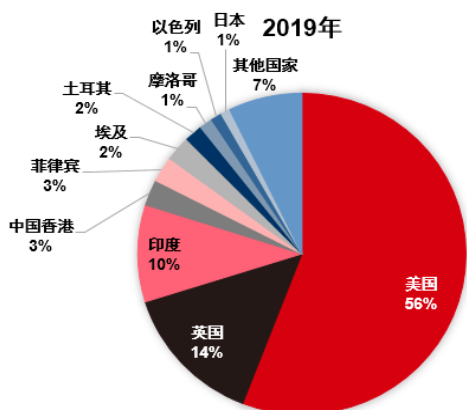
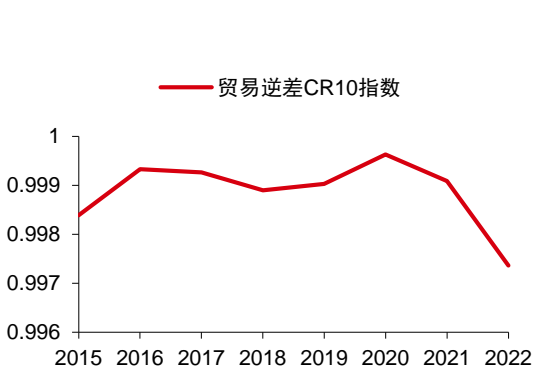
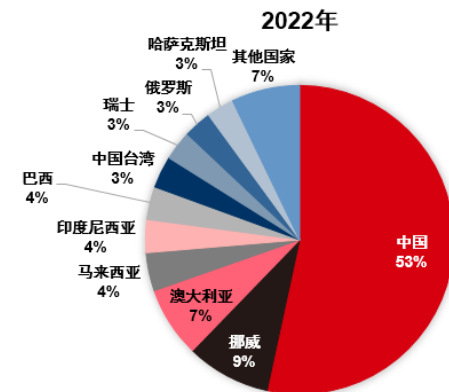
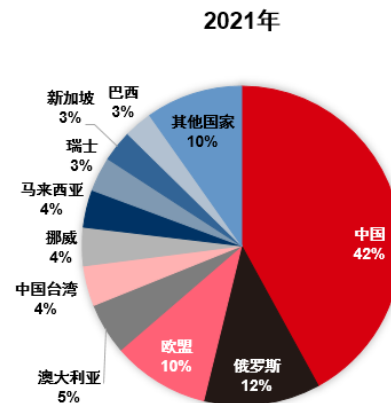
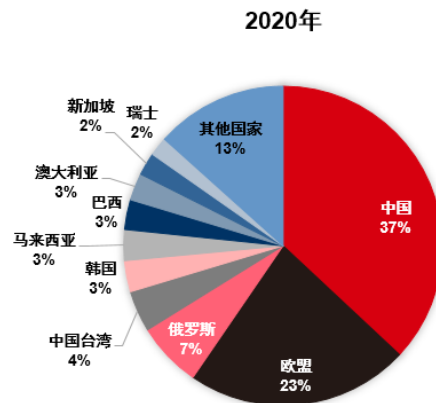
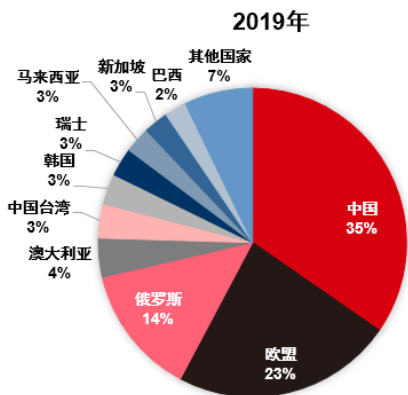
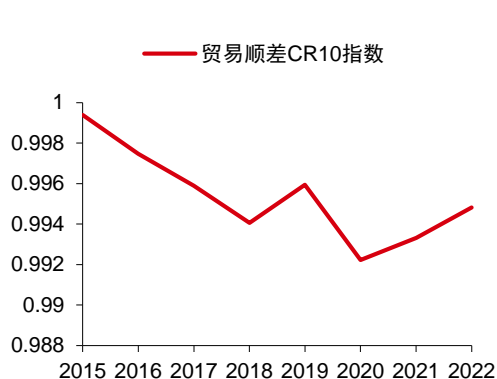
疫情前后中国和欧盟分行业出口份额变动



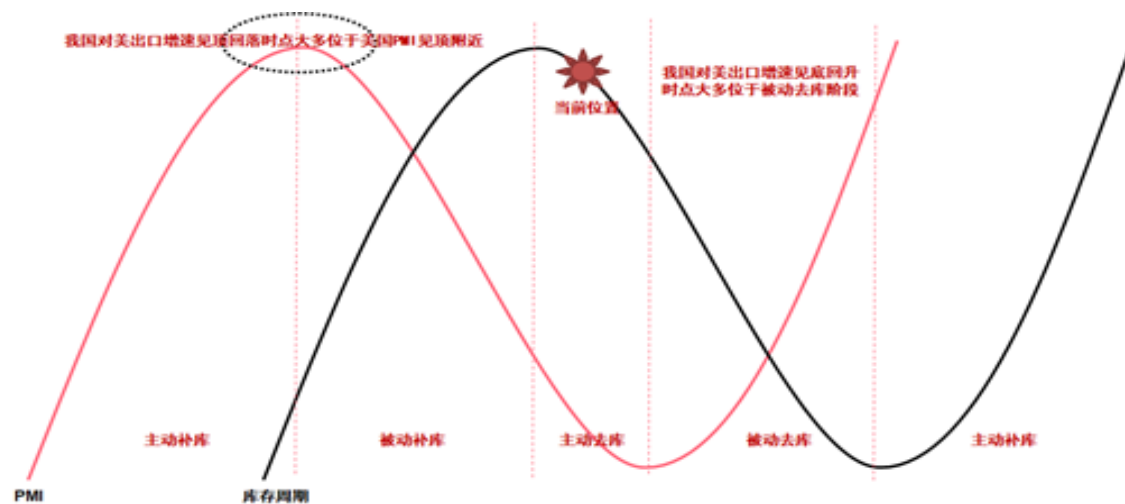
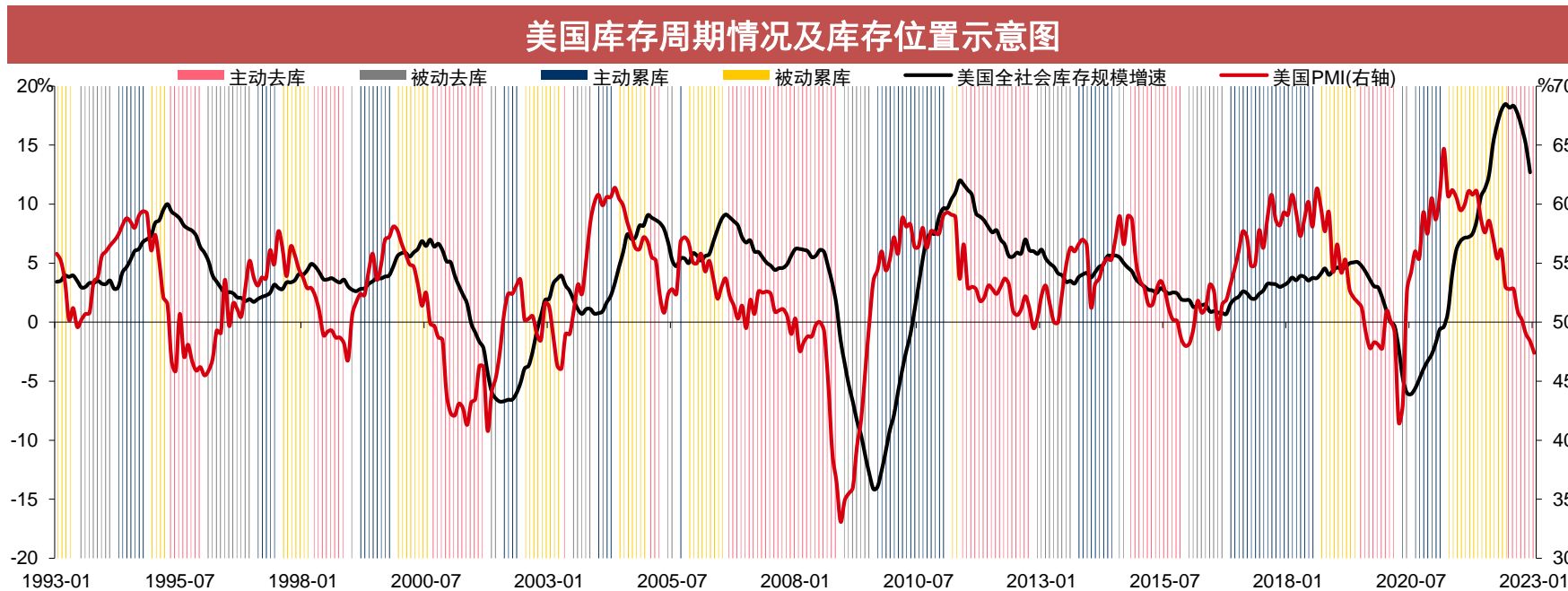
资料来源：Wind，中信证券研究部

出口：中国全产业链优势和供应链安全的竞争力毋庸置疑

- 新冠疫情的长期影响，俄乌战争带来的粮食安全和能源安全问题，都对供应链安全问题提出严峻挑战，全球贸易格局的调整已经持续了三年。
- 贸易顺差集中度指数（CR10）近3年明显上升，贸易顺差集中度不断提升，贸易顺差向中国集中的特点展现得越来越明显；
- 贸易逆差集中度指数（CR10）近3年明显下降，贸易逆差分散化程度越来越高。2022年欧盟甚至成为贸易逆差国。



出口：当前海外还在主动去库阶段，主动补库最快要到年中才能见到



出口：海外还在主动去库阶段，主动补库最快要到年中才能见到

美国制造业库存情况

中文名称	库存规模同比变动		
	最新值 (2022年12月)	平均值 (1993年以来)	分位数
制造业总计	6%	3%	75
耐用品	6%	3%	75
耐用消费品	7%	3%	82
耐用品不包括	6%	3%	72
耐用品不包括	7%	2%	75
木制品	3%	3%	47
非金属矿产	19%	3%	92
原生金属	2%	3%	49
金属制品	3%	3%	48
机械制造业	14%	3%	92
计算机及电子	4%	1%	70
非耐用消费品	10%	0%	92
运输设备	3%	3%	48
家具及相关产品	11%	2%	95
非耐用品	7%	3%	78
食品	6%	3%	84
饮料及烟草	4%	3%	80
纺织业	9%	-2%	92
纺织品生产	3%	1%	54
服装	25%	-3%	99
皮革及相关产品	39%	-1%	99
造纸业	5%	1%	78
印刷业	5%	0%	80
化工产品及相关	3%	4%	40
橡胶产品	5%	3%	80
除运输	7%	3%	78
除国防	6%	3%	74
含未成交订单	6%	2%	75
资本财货	7%	2%	80
资本财货, 军	5%	0%	72
资本财货, 非	7%	3%	78
消费品	8%	3%	83
建筑	6%	3%	67
信息技术	7%	1%	82

美国零售商库存情况

中文名称	库存规模同比变动			库销比		
	最新值 (2022年12月)	平均值 (1993年以来)	分位数	最新值 (2022年12月)	平均值 (1992年以来)	分位数
零售业总计	14%	4%	98	1.3	1.5	8
机动车及零件	23%	4%	99	1.2	1.4	8
家具、家饰、电子产	8%	2%	83	1.6	2.0	6
建材及相关物资	12%	5%	93	2.0	1.8	92
食品饮料	13%	3%	99	1.7	1.8	33
服装和饰品	18%	3%	97	0.8	0.8	7
日用品	10%	3%	93	2.2	2.5	5
百货商店	6%	-1%	91	1.5	1.7	28
机动车与零件除外	11%	4%	96	1.2	2.3	6

美国批发商库存情况

中文名称	库存规模同比变动			库销比		
	最新值 (2022年12月)	平均值 (1993年以来)	分位数	最新值 (2022年12月)	平均值 (1992年以来)	分位数
批发商总计	18%	5%	96	1.4	1.3	95
耐用批发品	20%	5%	97	1.8	1.6	97
机动车及零部件	25%	5%	98	1.7	1.6	91
家具和家庭用品	21%	6%	95	2.0	1.6	98
木材及其他建材	11%	7%	76	1.7	1.3	99
专业和使用设备及	10%	5%	81	1.2	1.1	75
计算机和外设	-3%	3%	7	0.8	0.8	30
金属和矿物	4%	6%	46	2.2	1.9	85
电气和电子	26%	6%	97	1.3	1.3	81
五金、水暖、冷冻	25%	7%	96	2.6	2.0	99
机械和设备	29%	5%	100	2.6	2.4	78
杂货耐用品	11%	5%	83	1.7	1.4	96
非耐用批发品	14%	6%	91	1.0	0.9	59
纸制品	9%	3%	82	1.1	1.0	66
药品	10%	8%	83	1.1	1.2	28
服装	46%	5%	98	3.1	1.9	99
杂货与相关产品	13%	4%	93	0.8	0.7	94
农产品	-5%	7%	26	1.1	1.1	47
化工产品	15%	5%	88	1.1	1.1	52
石油	10%	8%	59	0.3	0.4	10
酒类	21%	5%	99	1.5	1.2	100
杂货非耐用品	16%	6%	92	1.9	1.3	100

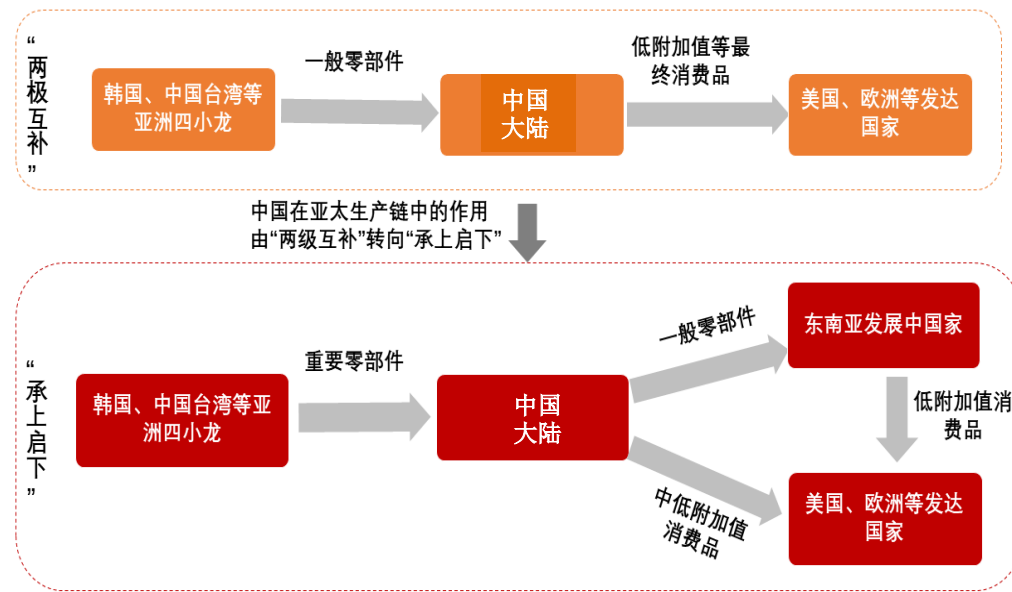
出口：RCEP成员国成为中国外贸重要压舱石

- RCEP成员国分布很有层次，主要聚焦货物贸易及产业链再整合：东盟10国（劳动力优势）+中日韩3国（技术优势）+澳大利亚新西兰2国（资源优势）。随着RCEP生效，2022年全年RCEP成员国贸易额占中国外贸总额的接近1/3，是中国外贸的重要压舱石。
- 关税承诺：各成员逐步实现90%的货物贸易实现零关税。
- 亚太产业链再整合有助于中国部分具有区域性竞争力的产业发展：如汽车零部件、新能源汽车、白电、重卡、工程机械、锂电产业链、光伏和军工新材料。

各国出口商品在全球占比情况排序（相对国内内部排序）

中国		韩国		日本	
已加工羽毛、羽绒及其制品；人	78.51%	船舶及浮动结构体	15.63%	照相及电影用品	31.53%
雨伞、阳伞、手杖、鞭子、马鞭	77.20%	铅及其制品	10.69%	船舶及浮动结构体	11.41%
稻草、秸秆、针茅或其他编结材	61.78%	锌及其制品	8.70%	车辆及其零件、附件，但铁道	9.95%
毛皮、人造毛皮及其制品	54.56%	针织物及钩编织物	7.44%	乐器及其零件、附件	9.23%
玩具、游戏品、运动用品及其零	51.44%	照相及电影用品	6.52%	特殊交易品及未分类	7.65%
针织物及钩编织物	51.19%	钢铁	6.21%	钢铁	7.02%
蚕丝	49.93%	电机、电气设备及其零件；录音	5.69%	光学、照相、电影、计量、检	6.39%
帽类及其零件	44.74%	化学纤维长丝	5.47%	核反应堆、锅炉、机器、机械	6.21%
化学纤维长丝	43.01%	塑料及其制品	5.20%	杂项制品	6.15%
陶瓷产品	42.37%	有机化学品	5.07%	贱金属工具、器具、利口器、	6.03%

中国		越南		柬埔寨	
已加工羽毛、羽绒及其制品；人	78.51%	鞋靴、护腿和类似品及其零件	12.88%	毛皮、人造毛皮及其制品	3.10%
雨伞、阳伞、手杖、鞭子、马鞭	77.20%	稻草、秸秆、针茅或其他编结材	10.46%	针织或钩编的服装及衣着附件	2.52%
稻草、秸秆、针茅或其他编结材	61.78%	咖啡、茶、马黛茶及调味料	7.02%	皮革制品；鞍具及挽具；旅行	1.26%
毛皮、人造毛皮及其制品	54.56%	非针织或非钩编的服装及衣着附	6.51%	非针织或非钩编的服装及衣着	0.98%
玩具、游戏品、运动用品及其零	51.44%	针织或钩编的服装及衣着附件	6.26%	鞋靴、护腿和类似品及其零件	0.86%
针织物及钩编织物	51.19%	棉花	5.48%	雨伞、阳伞、手杖、鞭子、马	0.80%
蚕丝	49.93%	蚕丝	5.46%	谷物	0.38%
帽类及其零件	44.74%	鱼、甲壳动物、软体动物及其他	5.03%	帽类及其零件	0.23%
化学纤维长丝	43.01%	制粉工业产品；麦芽；淀粉；菊	4.90%	其他纺织制成品；成套物品；	0.20%
陶瓷产品	42.37%	食用水果及坚果；柑桔属水果或	4.48%	糖及糖食	0.17%

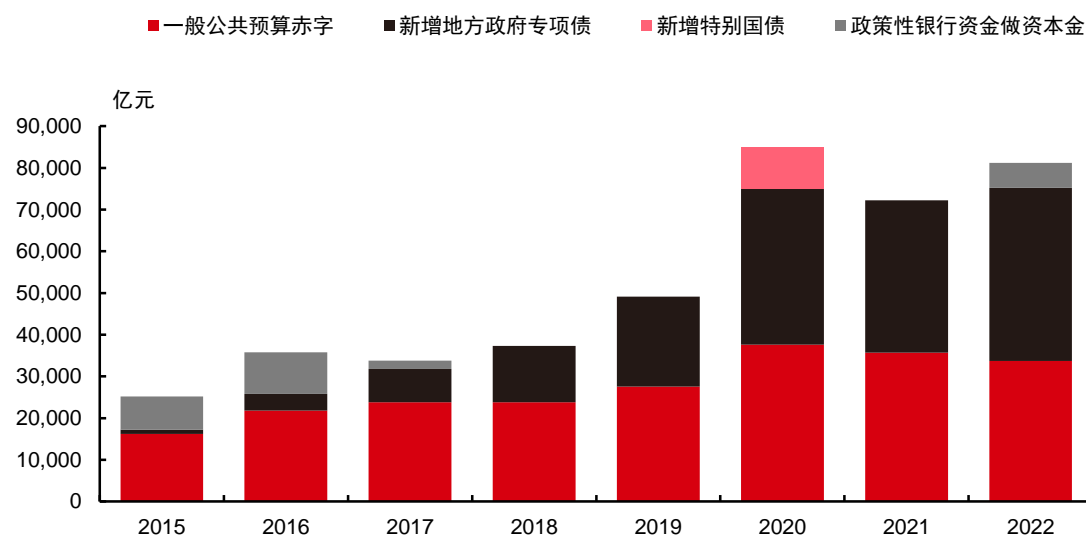
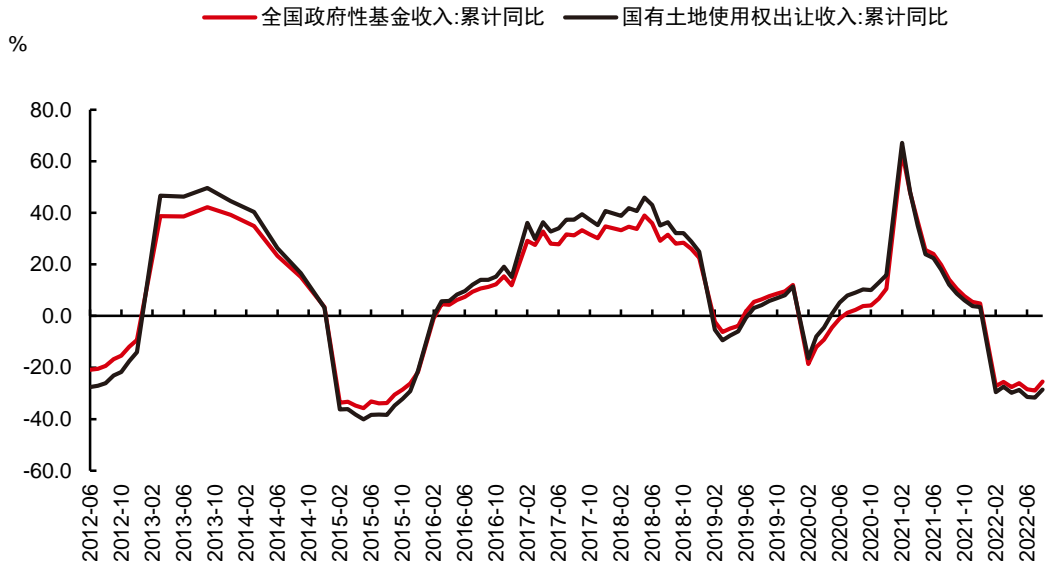


财政政策：扩张仍是主旋律，准财政工具担当更重责任

- 2022年全年财政的实际扩张预计高达9.5万亿元左右，若要持续对经济发挥逆周期调节作用，2023年的财政扩张还需在此基础上有增量。按照对基建增速的判断，我们预计2023年财政赤字率有望实现3%，新增专项债3.8万亿元，政策性银行专项金融工具资金支持1.5万亿-2万亿元，总体能够保障财政扩张力度与经济增长需求相匹配。
- 力度足够的准财政工具有助于抵补卖地收入下行对地方财力的冲击。预计2023年土地出让情况和地方财政压力难以显著缓解。2023年如果财政政策还需加码基建做逆周期调节，则还需其他增量工具来维持逆周期调节力度。

预计2023年财政压力难以显著缓解

2022年财政年中加码1万亿元以上的政策性银行工具+专项债结余



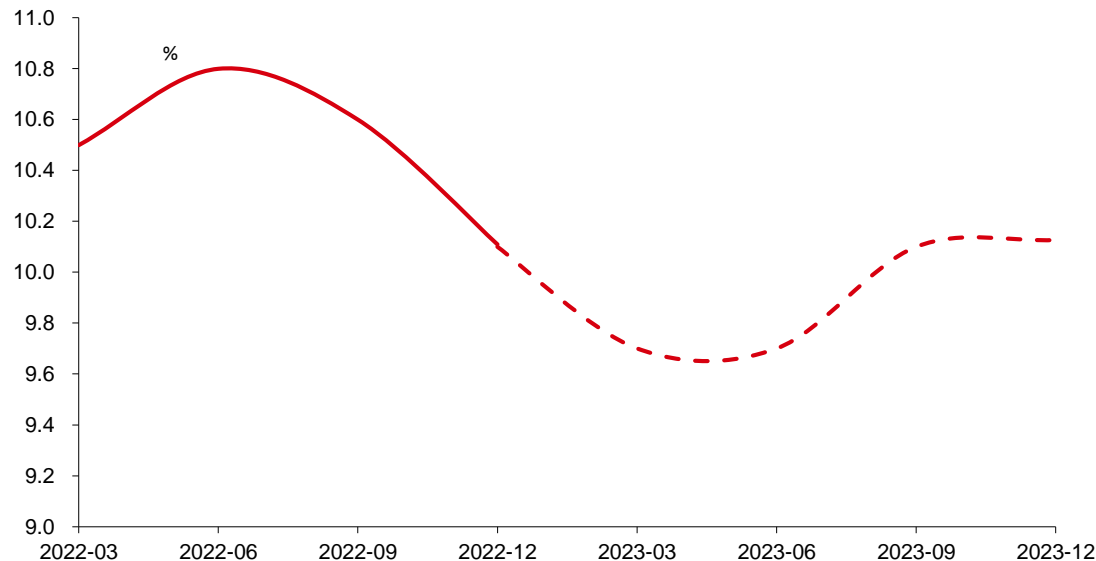
- 2023年上半年国内经济在企稳向好的关键期，叠加海外政策预期改善，国内有望开启货币宽松空间，预计2023年将进行一次降息和一次降准，具体会根据经济走势进行。
- 预计2023年社融增速总体保持平稳，但中枢比2022年略有下滑。预计2023年在房地产销售仍然偏弱且出口面临较大压力的情况下，基建领域的信贷需求独木难支。我们预计2023年的社融增速在10.1%左右窄幅波动。

在美国加息时期，国内降息较为谨慎



资料来源：Wind，中信证券研究部，降息指2015年的存款利率下调、2016年及以后的MLF利率下调

2023年社融增速中枢可能略有下滑

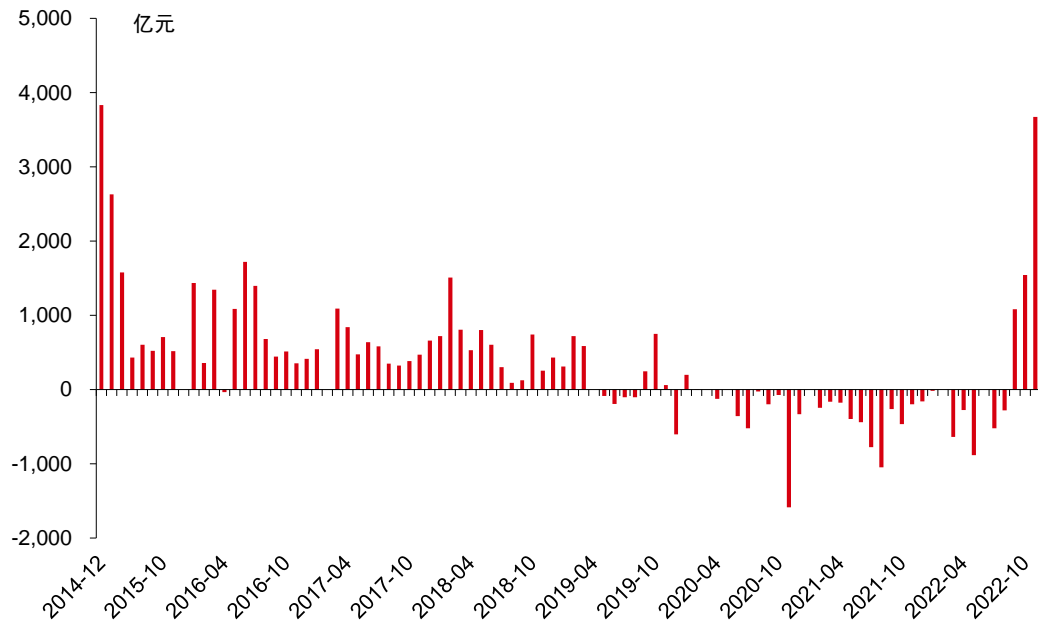


资料来源：Wind，中信证券研究部预测，注：虚线为预测部分

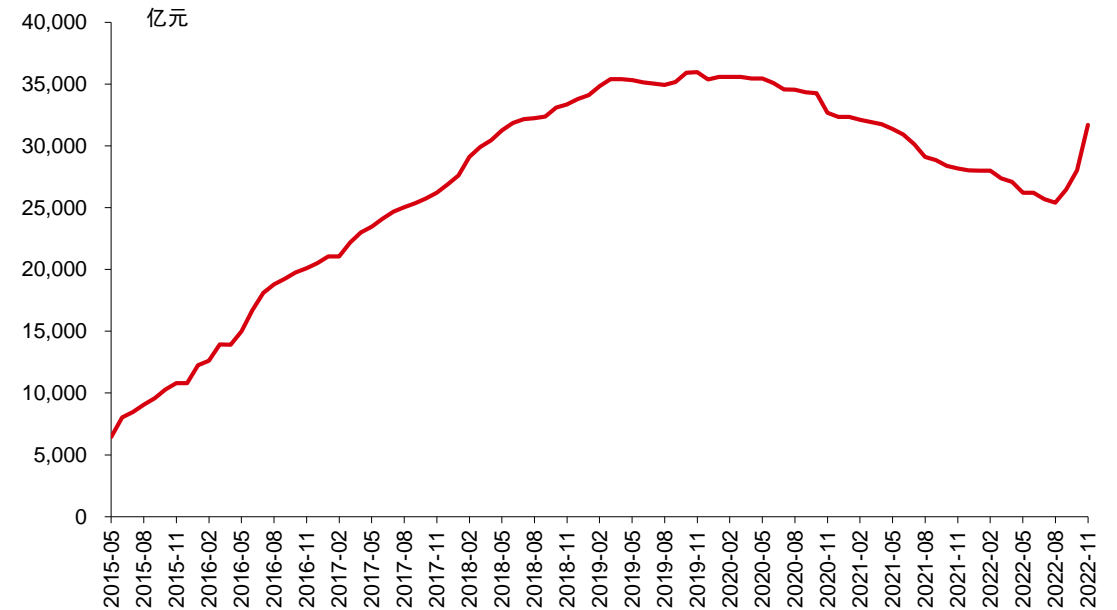
货币政策：结构性货币政策或仍将成为稳增长的重要发力方向

- **2022年政策性银行成为了稳增长的重要发力方向，主要政策有三项：7400亿元政策性开发性金融工具+8000亿元新增信贷额度+2000亿元保交楼专项借款。**央行在2022年第三季度的货币政策执行报告中提到，“为发挥金融对有效投资的支持作用，运用抵押补充贷款支持政策性、开发性金融机构为基础设施重点领域设立金融工具和提供信贷支持。”
- **预计2023年央行可能继续通过PSL对政策性银行的基建贷款提供支持，政策性银行的金融工具额度或贷款额度或将继续增加。**考虑到前一轮PSL的存量规模最高曾达到3.6万亿元，本轮重启PSL的新增规模或许也在万亿级别。在地方财政承压的背景下，PSL重启可以有效弥补财政预算内资金缺口，发挥基建投资的稳增长作用，同时助力宽信用。

PSL在2年多净回收之后，2022年下半年出现较大幅度的新增



PSL余额一度达到3.6万亿元



货币政策：房贷利率需求侧调控，助力扩内需稳经济

- 2023年1月5日，央行、银保监会公布建立首套住房贷款利率政策动态调整机制的文件，允许满足新房价格连续3月下降的城市探索降低首套房贷利率。地产当月销售增速转正时点有望更早到来，预计地产销售、竣工、拿地、开工指标逐步企稳，沿房地产产业链对扩大内需、促进消费起到积极作用。

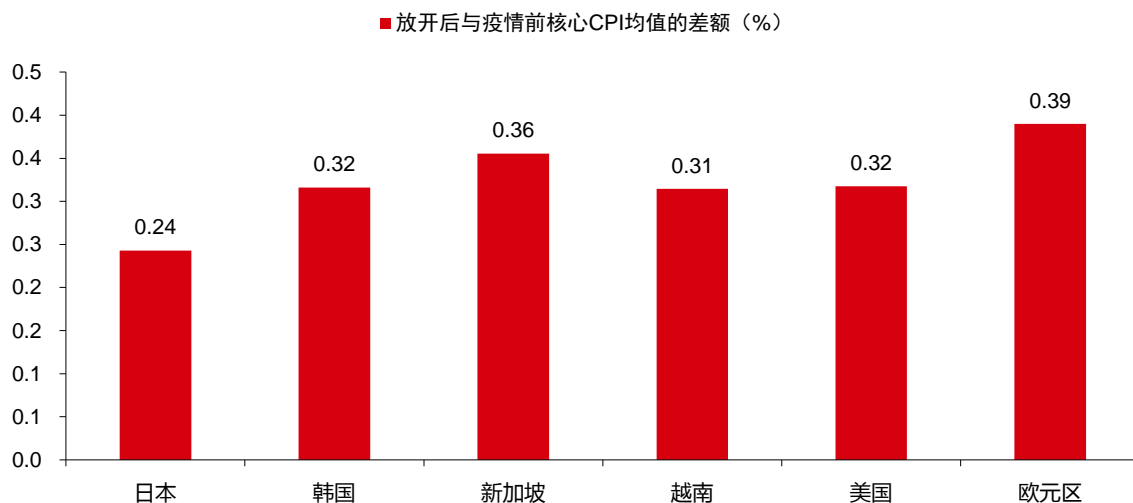
按首贷利率动态调整机制，截至2022年12月底，70城中有38城符合降低首贷利率的标准

序号	层次	70城	2022年11月		连续3个月负增长		序号	层次	70城	2022年11月		连续3个月负增长	
			同比增长	环比增长	同比	环比				同比增长	环比增长	同比	环比
1	四线	北海	-10.6	-0.4	√	√	39	四线	包头	-4.7	-0.3	√	
2	三线	湛江	-8.8	-0.5	√	√	40	四线	大理	-4.7	0.1	√	
3	二线	哈尔滨	-8	-0.9	√	√	41	三线	安庆	-4.6	-0.1	√	
4	三线	岳阳	-8	-0.4	√	√	42	二线	泉州	-4.5	0.5	√	
5	三线	秦皇岛	-6.3	-0.3	√	√	43	四线	西宁	-4.3	0	√	
6	新一线	武汉	-5.8	-0.2	√	√	44	四线	泸州	-4	0.4	√	
7	二线	温州	-5.8	-0.8	√	√	45	三线	南充	-3.6	0.5	√	
8	四线	常德	-5.7	-0.3	√	√	46	二线	昆明	-2.5	0.2	√	
9	二线	兰州	-5.5	-0.1	√	√	47	二线	烟台	-2.1	0.3	√	
10	三线	襄阳	-5.3	-0.5	√	√	48	三线	呼和浩特	-1.8	0	√	
11	新一线	沈阳	-5.1	-0.7	√	√	49	二线	贵阳	-1.6	-0.8	√	
12	三线	宜昌	-5.1	-0.2	√	√	50	三线	遵义	-0.7	0.3	√	
13	三线	洛阳	-5	-0.4	√	√	51	一线	深圳	0	-0.5		√
14	二线	太原	-4.9	-0.7	√	√	52	新一线	青岛	0.2	-0.2		√
15	二线	大连	-4.9	-0.5	√	√	53	一线	广州	0.2	-0.5		√
16	四线	丹东	-4.9	-0.1	√	√	54	新一线	西安	1.4	-0.3		√
17	三线	济宁	-4.9	-1.1	√	√	55	三线	银川	1.8	-0.7		√
18	新一线	天津	-4	-0.6	√	√	56	三线	三亚	-0.5	0.2		
19	三线	扬州	-3.9	-0.2	√	√	57	新一线	南京	0.6	0.3		
20	三线	桂林	-3.8	-0.8	√	√	58	三线	赣州	0.6	-0.4		
21	二线	厦门	-3.6	-0.2	√	√	59	新一线	重庆	0.7	-0.3		
22	新一线	郑州	-3.6	-0.4	√	√	60	三线	海口	0.8	-0.2		
23	二线	长春	-3.5	-0.8	√	√	61	新一线	宁波	1.2	0.1		
24	二线	南宁	-3.5	-0.6	√	√	62	三线	乌鲁木齐	1.7	0		
25	四线	韶关	-3.5	-0.7	√	√	63	二线	合肥	1.9	0.1		
26	四线	锦州	-3.3	-0.2	√	√	64	二线	南昌	1.9	-0.1		
27	四线	吉林	-3.3	-0.5	√	√	65	二线	济南	2	-0.1		
28	五线	牡丹江	-3.3	-1	√	√	66	新一线	长沙	3	0.5		
29	二线	石家庄	-3.2	-0.2	√	√	67	一线	上海	4	0.3		
30	三线	九江	-3.1	-0.3	√	√	68	一线	北京	5.7	0.1		
31	四线	平顶山	-2.9	-0.2	√	√	69	新一线	杭州	6.6	0.7		
32	三线	蚌埠	-2.8	-0.6	√	√	70	新一线	成都	8	0.5		
33	二线	惠州	-2.4	-0.2	√	√							
34	二线	福州	-2	-0.3	√	√							
35	二线	金华	-1.9	-0.5	√	√							
36	三线	唐山	-1.3	-0.7	√	√							
37	二线	无锡	-1.2	-0.3	√	√							
38	二线	徐州	-1.1	-0.5	√	√							

通胀：预计CPI增速高点可能达到3%左右，但货币不会因此明显收紧

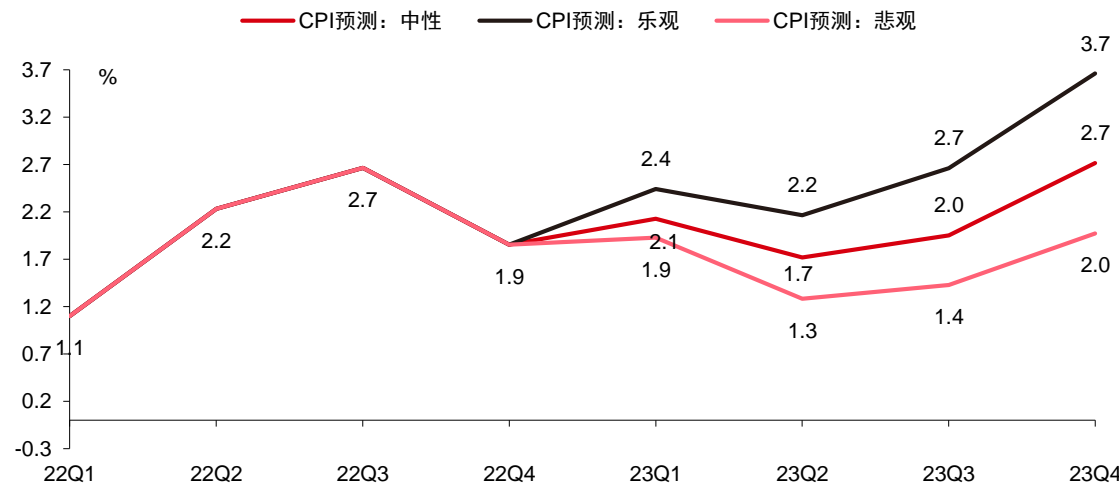
- 预计2023年四个季度的CPI读数分别为2.1%、1.7%、2.0%、2.7%，个别月份可能触及3%，全年均值为2.1%。
 - 海外各国防疫政策放开后核心CPI的环比均值较之于疫情前的均值基本均高出0.3-0.4个百分点。
 - 考虑中国没有财政补贴，预计中国核心CPI环比均值高于疫情前0.2个百分点。
- 预计货币政策不会因通胀而大幅收紧：预计2023年CPI不会长时间超过3%，而且服务业通胀本质上是因为供给不足，出行需求大概率低于疫情前，此时政策不宜抑制总需求。

海外各国防疫政策放开后与疫情前核心CPI均值的差额



资料来源：wind，中信证券研究部
注：详见报告《宏观经济专题研究：2023年中国会有服务业通胀吗？》（2023-01-05）

2023年CPI同比增长预测



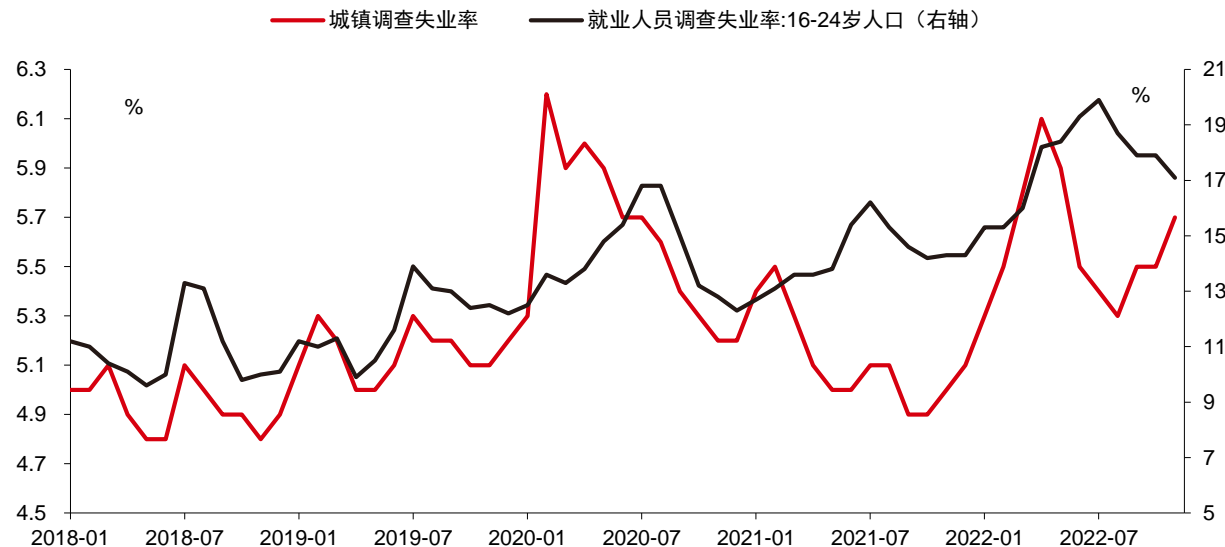
资料来源：wind，中信证券研究部预测

通胀：预计我国服务业可能存在价格上涨压力，但相对可控

■ 商品通胀可能比较温和，服务业通胀值得关注

- **劳动力供给：**中国存在失业问题，预计2023年应不存在劳动力短缺；2022年11月调查失业率为5.7%，尤其是青年失业率高达17.1%，分别比2019年同期高0.6和4.6pcts，而且近几年的研究生扩招延后了部分青年人就业，在2023年形成压力。
- **产能供给：**三年疫情导致部分接触性服务业企业退出市场，酒店行业较疫情前收缩，餐饮门店数低于疫情前。
- **需求：**预计需求较快恢复，但是2023年出行人数难以回到2019年水平。

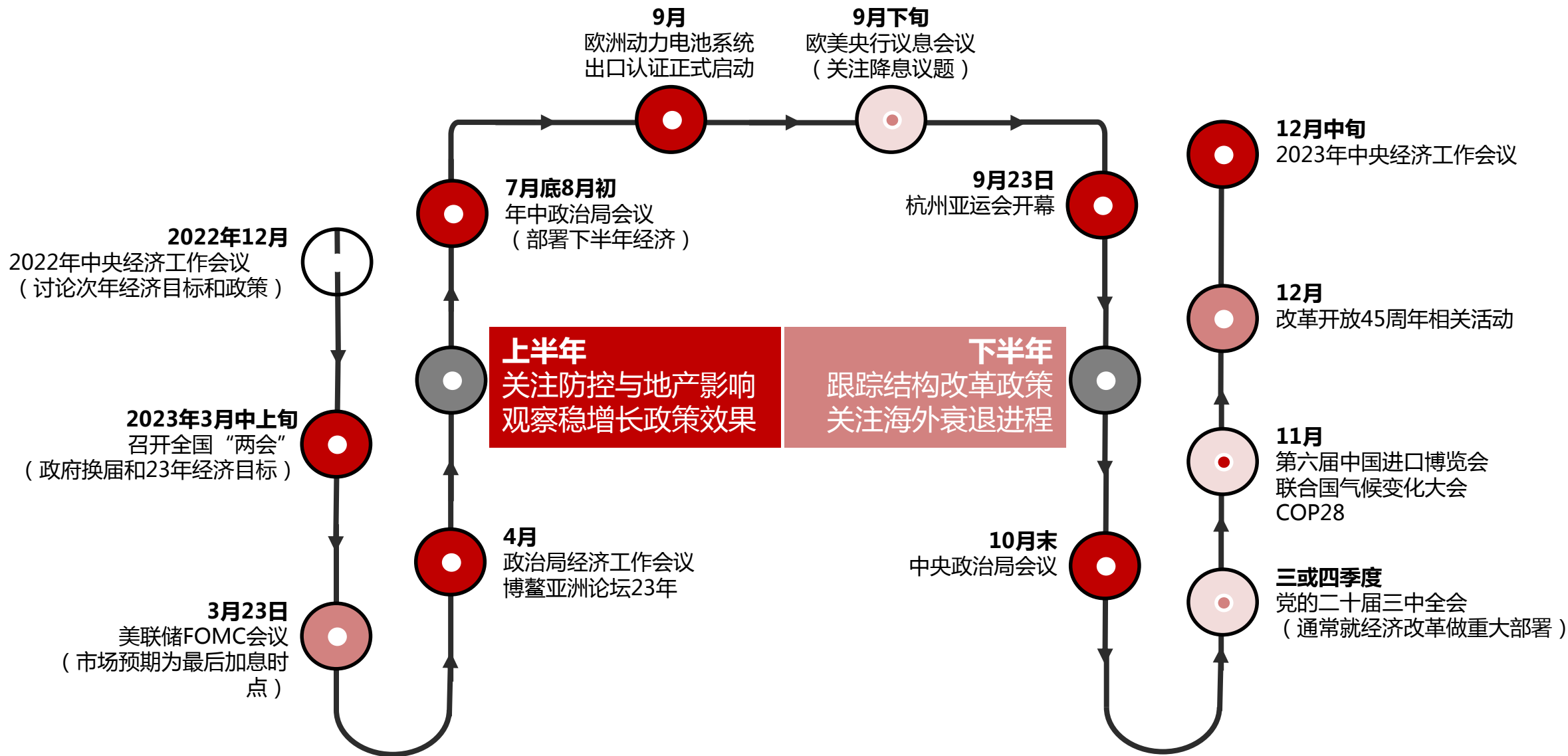
当前我国失业率偏高，预计2023年劳动力供给充足



资料来源：wind，中信证券研究部预测

二、重大政策部署前瞻

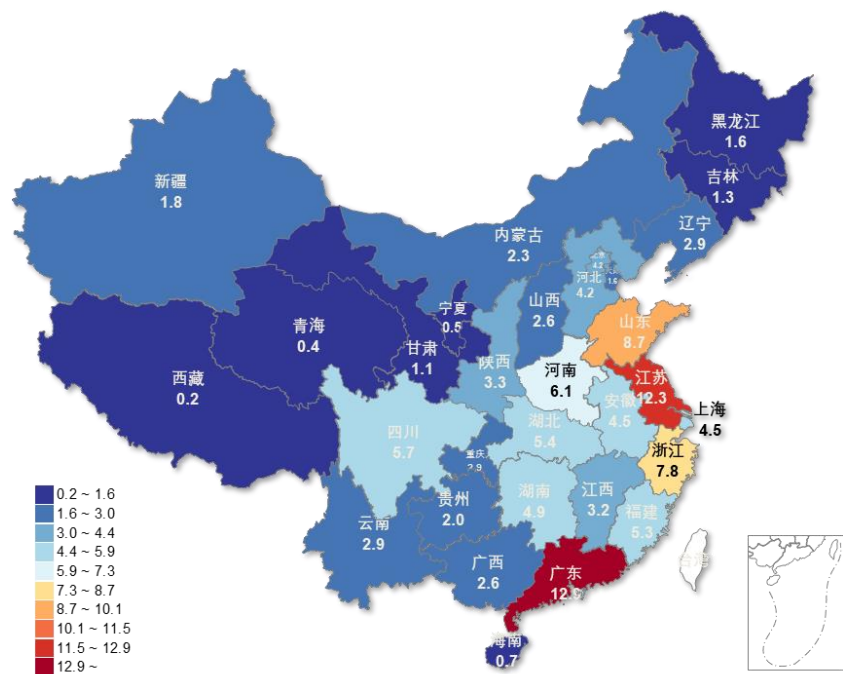
国内外重要事件汇总时间轴



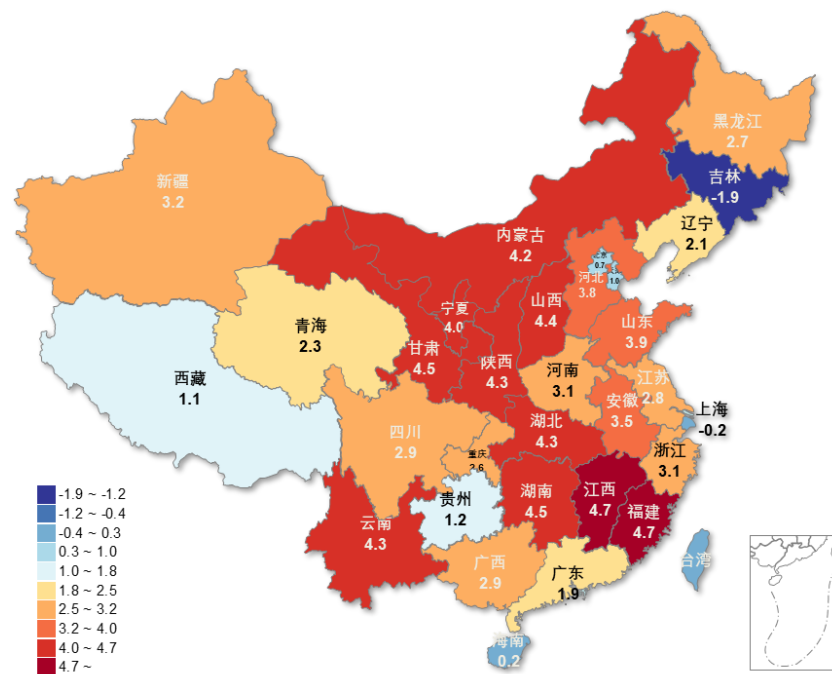
地方两会：积极落实中央经济工作会议扩大内需部署

- 2022年31省经济规模和增速情况披露，经济大省粤苏鲁浙经济规模超7万亿元，中部地区经济增速相对较快。
 - 2022年经济规模前5位省份为广东（12.9万亿）、江苏（12.3万亿）、山东（8.7万亿）、浙江（7.8万亿）、四川（5.7万亿）、湖北（5.4万亿）和福建（5.3万亿）。
 - 2022年经济增速前5位省份为福建（4.7%）、江西（4.7%）、甘肃（4.5%）、湖南（4.5%）、山西（4.4%）。2020-2022年3年平均增速排序前3位为江西（5.7%）、山西（5.7%）、湖南（5.3%），均为中部地区。

2022年各省GDP（万亿元），粤苏鲁浙超7万亿元



2022年各省GDP增速（%），中部地区经济增速相对较快



地方经济增速目标：设置较为稳健，实际工作成果可能高于预期

2023年各省政府工作报告提出的主要经济指标目标（%）

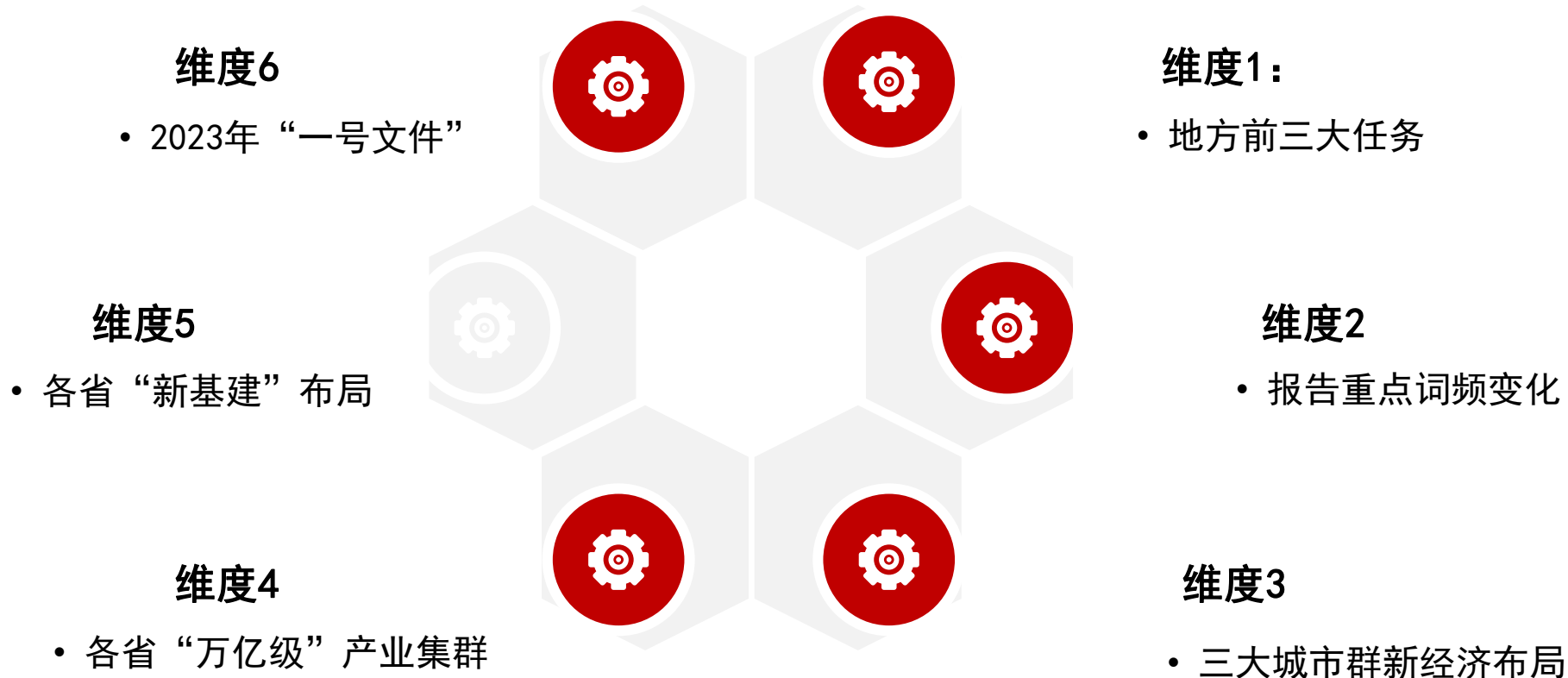
- 预计3月5日全国人大会议召开时将提出的**2023年全国经济增速目标为5.0%左右**，在实际工作中预期可实现更好结果。在全国层面，2023年按各地经济体量和经济增速目标推算全国GDP为同比增长5.6%。我们推算2022年全国为6.1%，后公布目标为5.5%，存在约0.6个百分点差距。由此可以判断今年全国经济增速目标或定在5%左右。

地区	GDP	固投	社零	工业增加值	进出口总额	公共预算收入
海南	9.5	12.0	10.0	10.0		15.0
西藏	8.0	13.0	10.0	10.0		
江西	7.0	8.0	8.5	8.0		
新疆	7.0	11.0	12.0	9.0	10.0	10.0
宁夏	6.5	10.0	5.0	8.0		5.5
安徽	6.5	10.0	9.5		12.0	7.0
湖北	6.5	10.0	10.0			
湖南	6.5	7.0		7.5	10.0	8.0
河北	6.0	6.5	6.0	5.5	5.0	6.0
四川	6.0					
云南	6.0	9.0	10.0	9.0	15.0	5.0
福建	6.0	6.0	10.0			5.5
山西	6.0	7.0	7.0			5.0
黑龙江	6.0	8.0		7.0		9.0
内蒙古	6.0	10.0		7.0		
重庆	6.0	10.0	6.0	8.0	3.0	
贵州	6.0	5.0	7.5			6.0
河南	6.0	10.0	8.0	7.0		5.0
甘肃	6.0	10.0	10.0	7.0		6.0
吉林	6.0	7.0	7.0			
上海	5.5					5.5
广西	5.5	8.0	6.5	6.5	7.0	5.0
陕西	5.5	8.0	6.0	7.0	6.0	3.0
全国	5.0					
广东	5.0	8.0	6.0	5.5	3.0	5.0
浙江	5.0	6.0	4.5	5.5		
辽宁	5.0	10.0	7.0	6.0	6.0	5.0
山东	5.0					5.0
江苏	5.0					5.5
青海	5.0					
北京	4.5					4.0
天津	4.0	3.0	6.0			

资料来源：各省、市政府官网，Wind，中信证券研究部

六大维度看地方部署新经济：推进产业创新升级

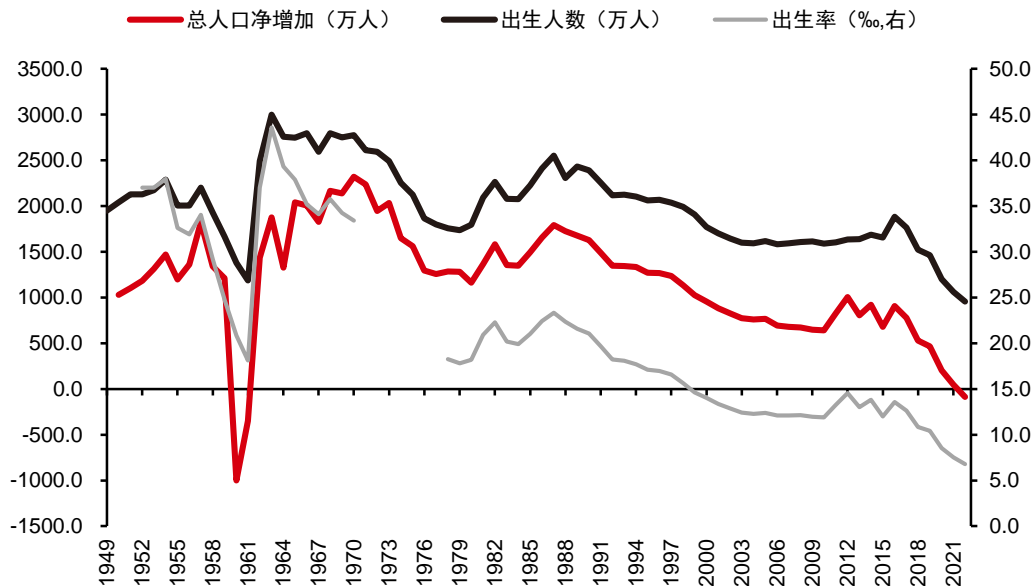
- 在国内大循环为主的新发展格局下，各省如何顺应中央经济工作会议政策方向，充分发挥比较优势构建核心产业集群，成为重要的时代命题。各地都需要寻找中长期新的经济增长点，以技术创新突破对冲劳动力、资源等要素红利的消退。当前各地政府工作报告在这一方向进行了前瞻探索，未来可能涌现出更多世界一流的万亿级产业集群。



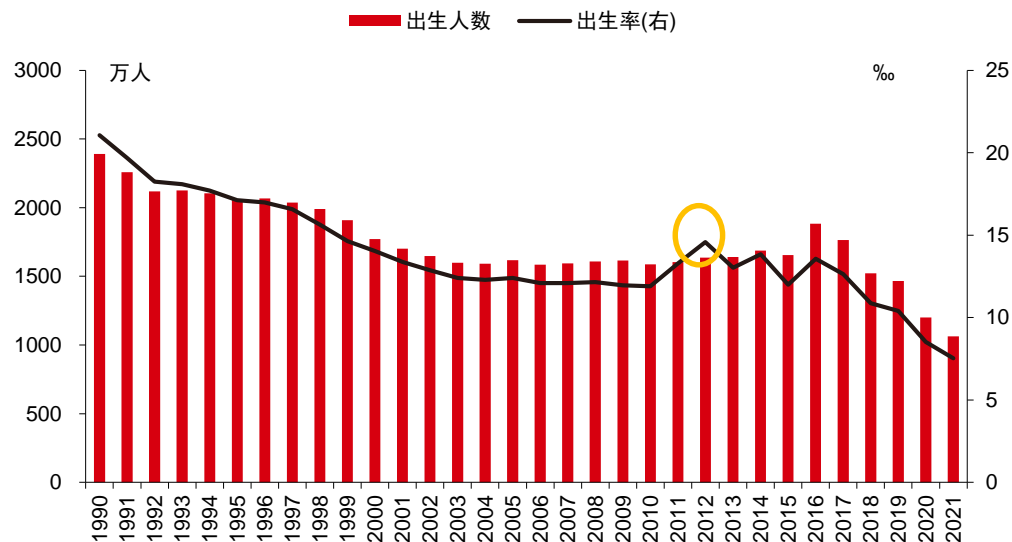
人口政策：2022年人口首现负增长，各地积极出台三类人口政策

- 2022年全年出生人口956万人（首次低于1千万），人口出生率降至6.77‰（2022年为7.52‰），年底人口落至141175万人，净减少了85万人。
- 面对人口长期下行趋势，各地已经积极出台各种人口政策：
 - 部分地区通过货币或货币化补助的方式提振当地生育意愿。例如，四川省攀枝花市。
 - 部分地区通过采取延长生育、育儿假期的方式，提振生育意愿。例如，浙江省。
 - 部分地区拓宽普惠托育服务供给渠道，满足群众的托育服务实际需求。例如，江苏省苏州市。

2022年我国人口首现负增长



二孩政策暂时未能逆转新出生人口数量的下行趋势



三、地方部署新经济：推进产业创新升级

地方经济发展模式的转变：从“城建竞赛”到“产投竞赛”

- 人口新分化格局已显，“区域经济属性较强的行业”在人口加速净流入或净流出放缓的地区出现了阿尔法收益。
- 在产业竞争中取胜的地区有机会获得区域的阿尔法。地区优秀的产业发展吸引人口流入，更多的人口也将进一步降低生产成本、增强创新动能，助力区域内产业与经济实现更快增长，从而形成良性互动。



产投竞赛

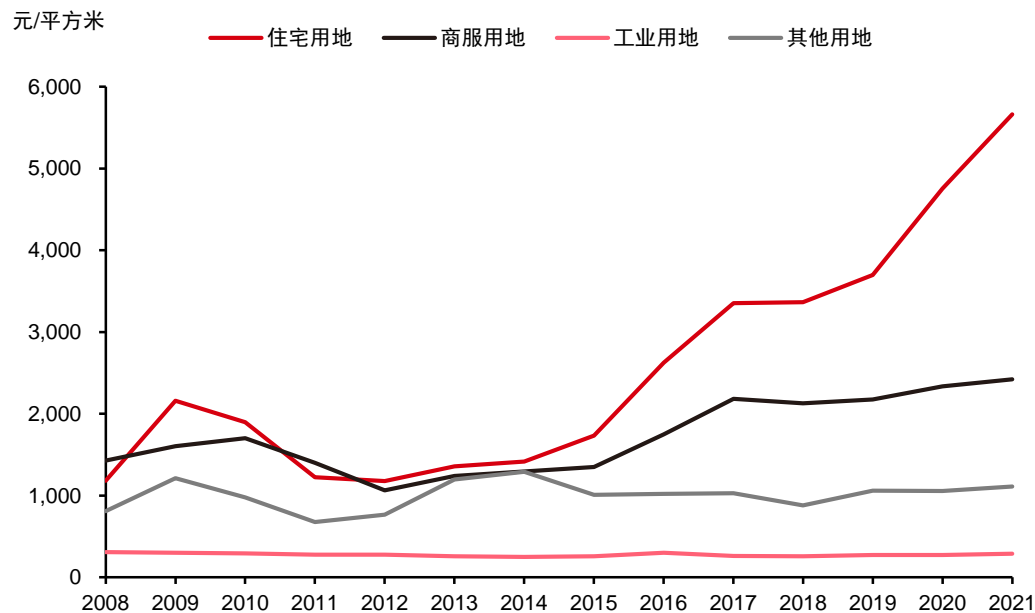
- 过去20年，工业化加城镇化带动地方经济快速发展。
- 地方政府往复进行招商引资和加强城市基础设施建设，进一步推动工业化和城镇化。
- 支撑城建竞赛增长模式的三大核心因素纷纷出现了拐点。

城建竞赛

过去20年，地方经济发展的GDP竞赛实质是城建竞赛

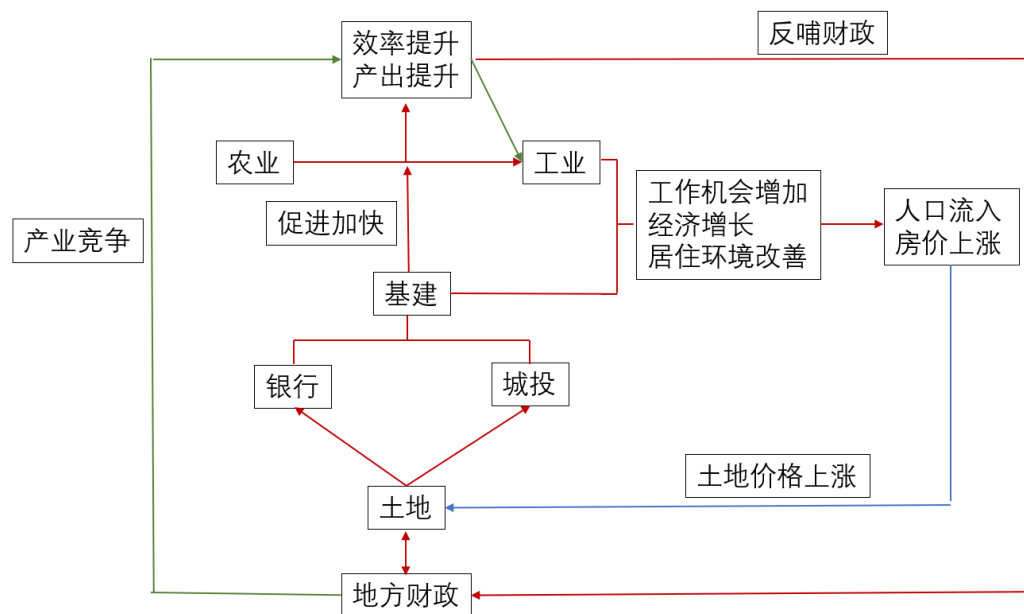
- 过去20年，地方GDP竞赛的背后实质上是城建竞赛。由于工业化和城镇化，城市的土地需求大量增加。地方政府通过低价的工业用地招商引资推动制造业的发展；通过基建改善居民居住生活条件和提高货运物流状况。地方政府一方面低价供应工业用地引起企业，一方面限制商住用地，因此形成了较高的商住用地的土地价款收入，土地出让收入又反哺地方财政继续招商引资和加强城市基础设施建设，进一步推动工业化和城镇化。因此，地方GDP竞赛的背后实质上是城建竞赛。

100大中城市成交土地楼面均价



资料来源：Wind，中信证券研究部

中国经济运行模式

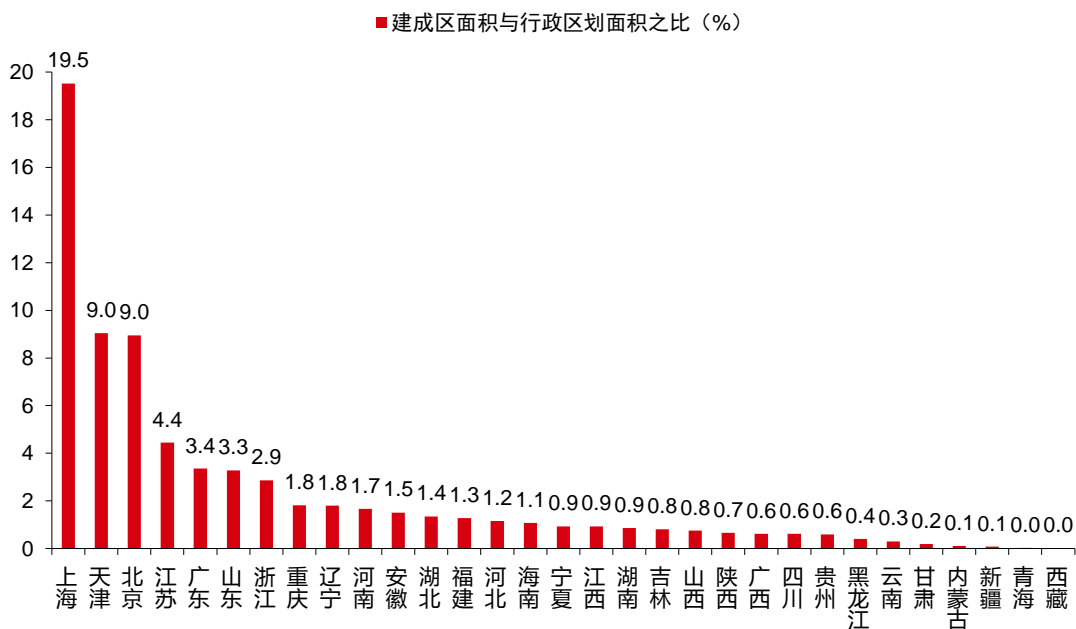


资料来源：中信证券研究部绘制

过去在GDP竞赛中取胜的省份往往拥有更高的基建存量

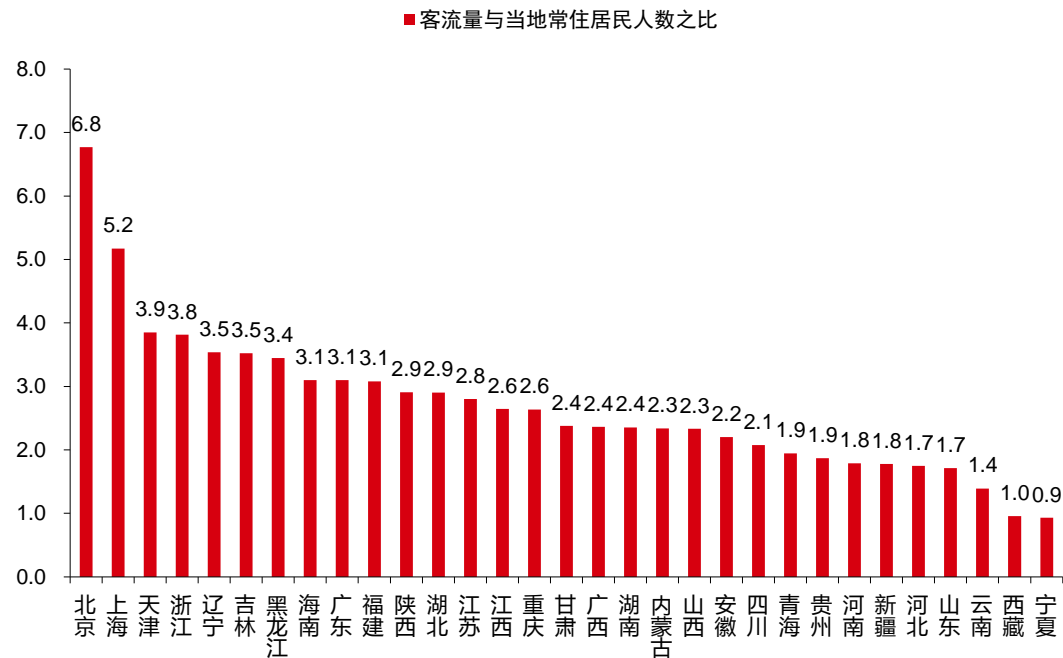
- 过去在GDP竞赛中取胜的省份往往拥有更高的基建存量。我们尝试从“建成区面积相对占比”、“公路里程密度”、“铁路里程密度”、“相对客流量”等丰富维度刻画基建存量，研究发现：北京、上海、广东、江苏、浙江等经济发展水平最高的区域对应的基建存量往往最多；西藏、青海、新疆、内蒙古、甘肃等经济发展相对滞后区域的基建存量也往往最低。上述结果证明，过去的GDP竞赛在很大程度上等同于城建的竞赛，基建建设程度与经济发展水平之间存在重要的关联。

各区域建成区面积占行政区划面积之比的情况



资料来源：Wind，截止2013年数据，中信证券研究部

各区域客流量与当地常住居民人数之比的情况

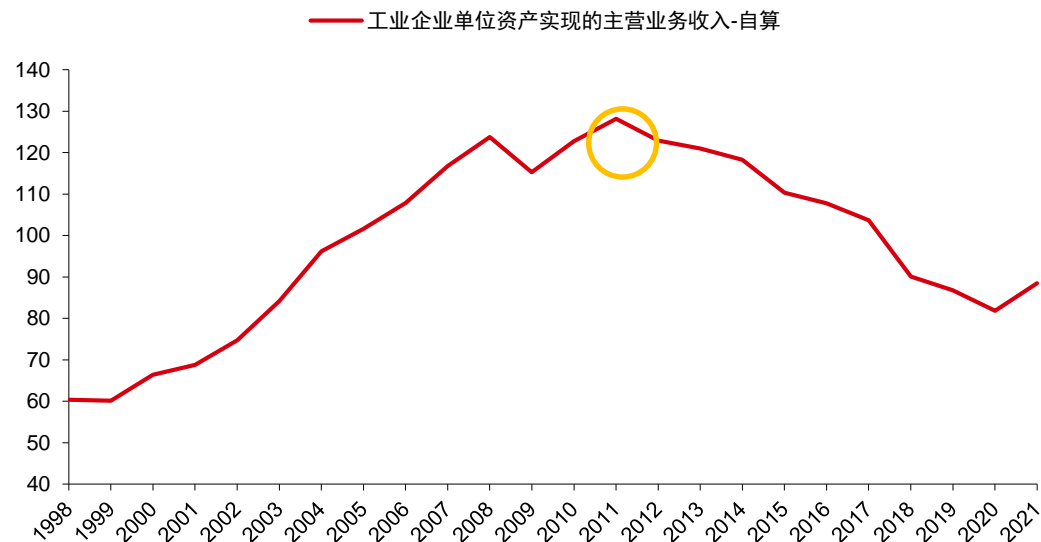


资料来源：Wind，中信证券研究部，此处选择2019年数据

核心支撑因素纷纷出现拐点，新旧增长模式的转换期经济面临短期压力

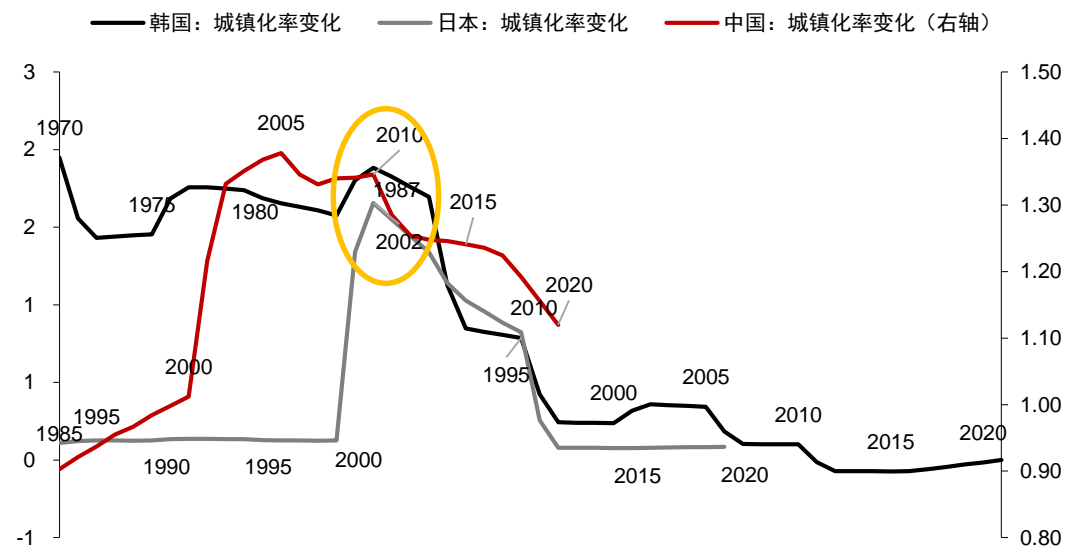
- 随着中国经济增长进入“新常态”，支撑过去基建竞赛的发展模式的核心因素纷纷出现了拐点。具体发生三个重要变化：
 - 1) 工业化进程出现拐点。工业化初期阶段，从农业生产过渡至工业生产带来产出效率的大幅提升，但随着大规模工业扩张的结束，我国工业资本边际产出效率迅速下降，单位资产实现的营业收入从2011年的128元降至2021年的88.5元；
 - 2) 城镇化速度出现拐点。城镇化通过农村剩余劳动力“退出-流动-进入”的过程把中国的人口结构兑现为人口红利。从城镇化率增量的维度看，于2010年出现了拐点。中国的城镇化率年增量从2010年的1.35%逐年降至2020年的1.12%；

工业产出效率开始下降



资料来源：Wind，中信证券研究部

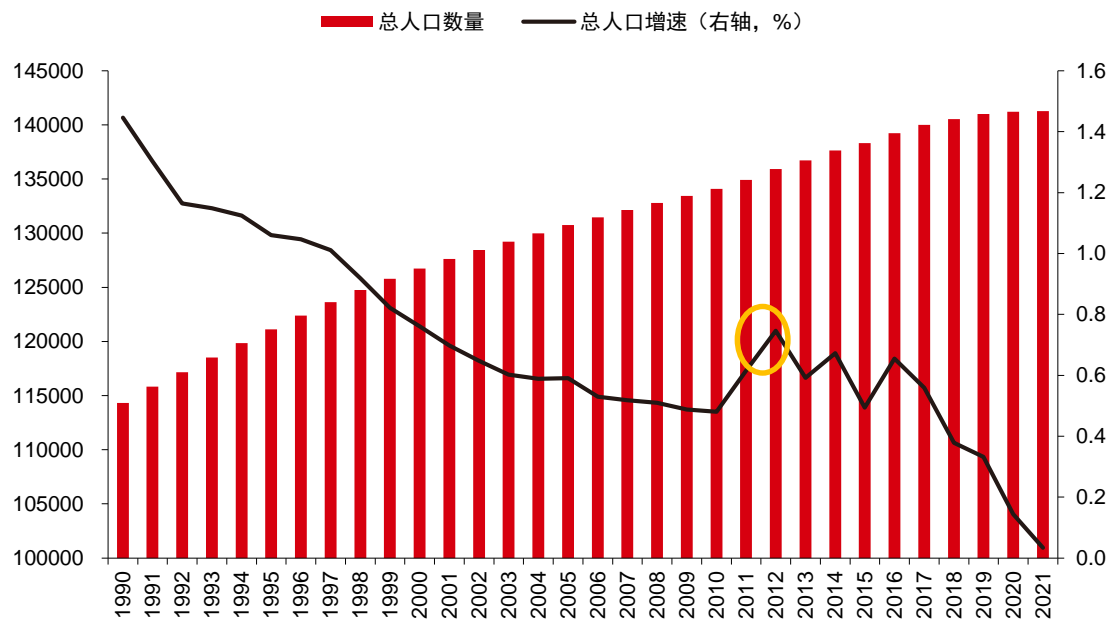
中国城镇化率于2010年出现拐点



资料来源：Wind，中信证券研究部

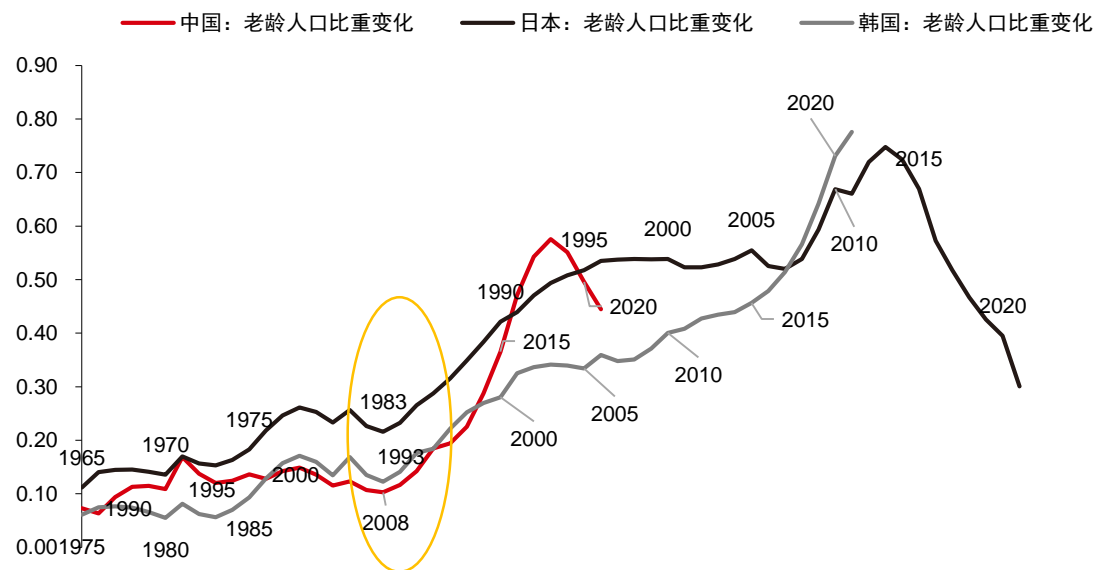
- 3) 人口红利出现拐点。近十年来，我国人口结构发生了新出生人口下降和老龄化加深的两个重要变化，我国人口红利的拐点已现，未来不再是所有的区域都可获得人口的高增长抑或净增长。
- 上述三大拐点的变化带来旧发展模式举步维艰，新旧增长模式的转换期经济自然面临短期压力。

新生儿人口下降



资料来源：Wind，中信证券研究部

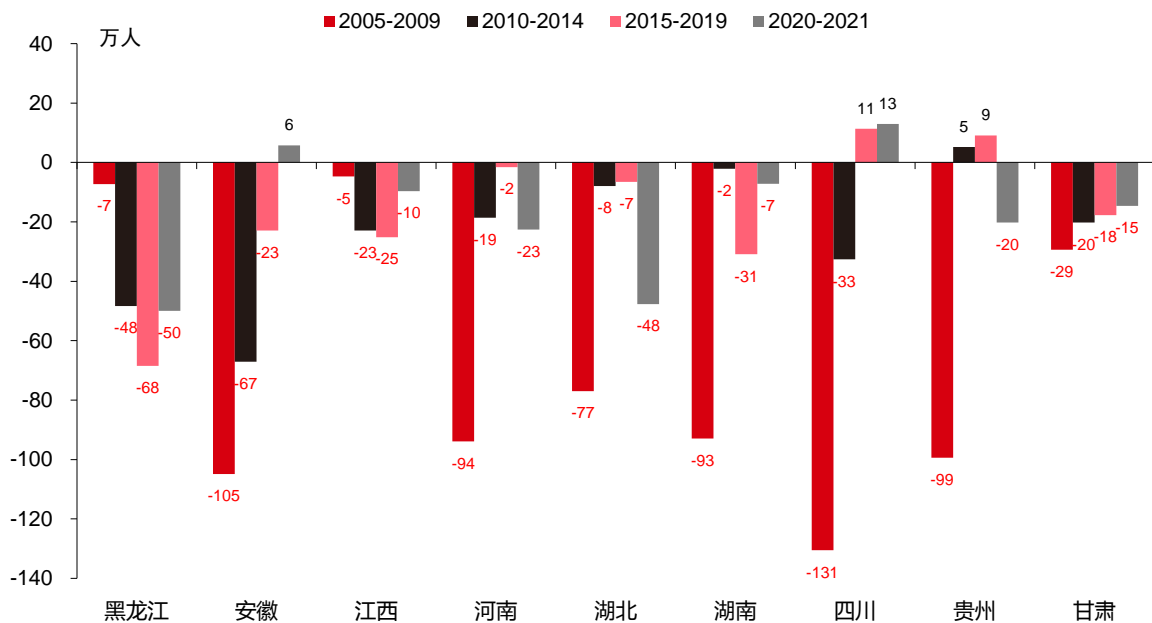
中国老龄化程度自2008年以来显著加深



资料来源：Wind，中信证券研究部

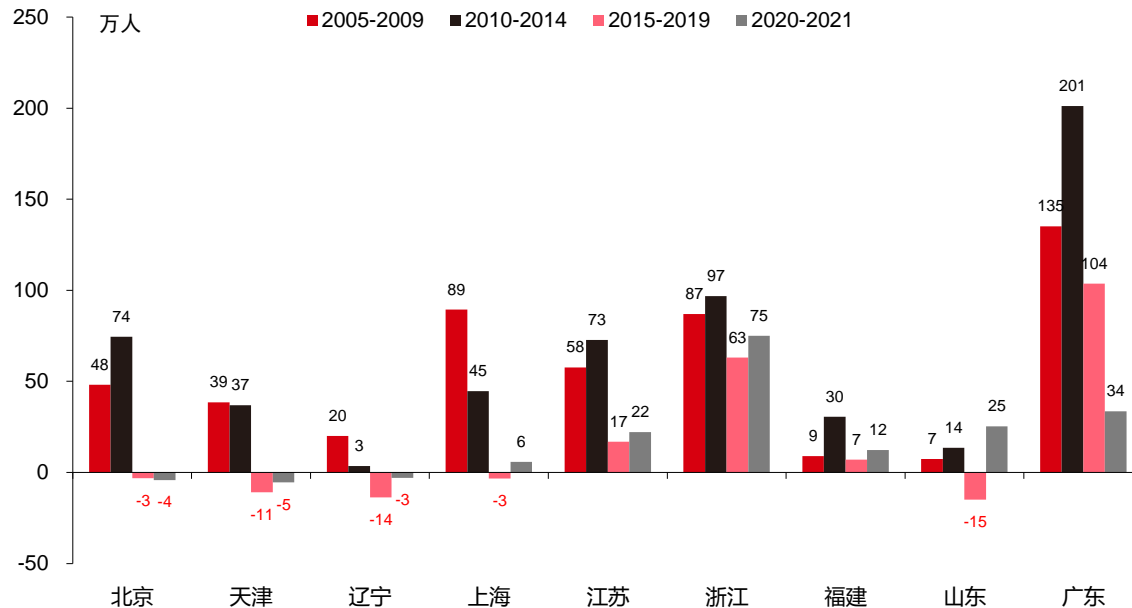
- 人口是地方政府竞争的最终目标，近年来各区域间人口已经出现了新的分化特征。
- 部分人口流出大省的人口降速大幅趋缓，甚至“扭亏为盈”，崛起为后起之秀。安徽、四川、湖南、湖北、贵州等地的人口流出规模降幅显著，近年来安徽、四川甚至已经迈入人口正增长区间。
- 北上广等传统经济大省的人口吸引力在下降。同2018-19年相比，近两年广东人口净流入量大减、上海表现持平，北京则落入人口“净流出”区间。

主要人口流出大省的年均人口净流入变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

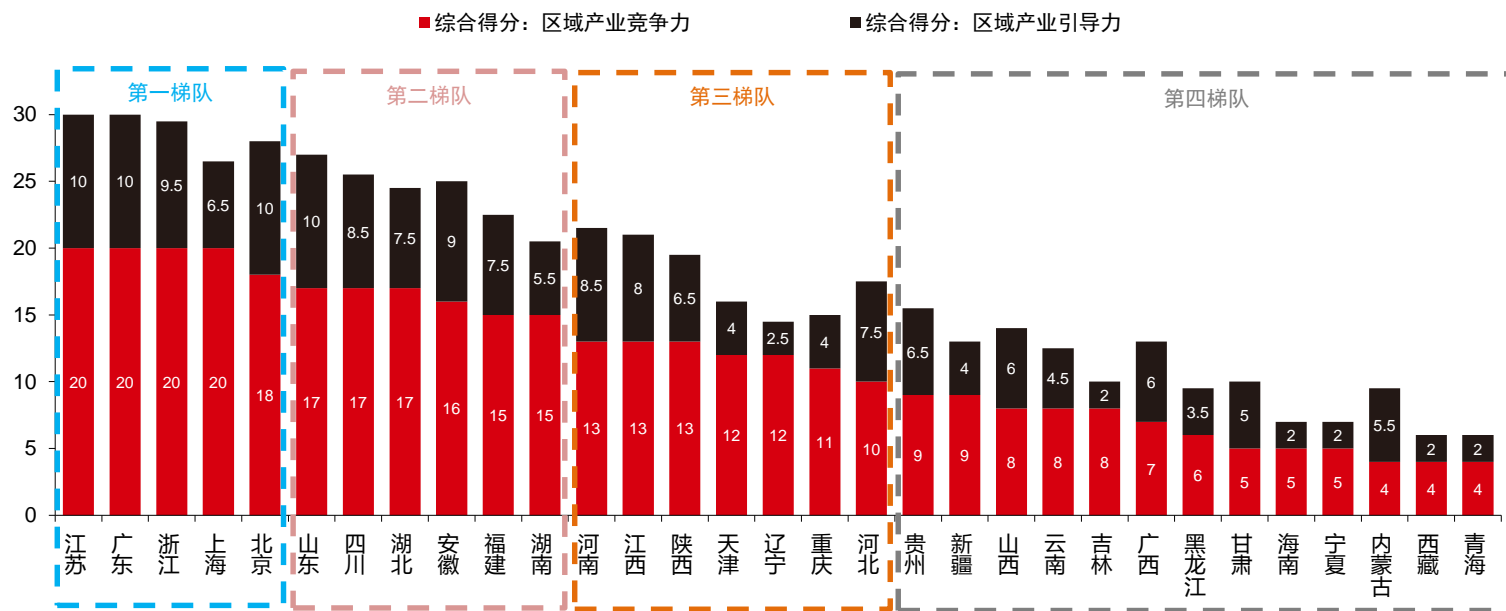
主要人口流入大省的年均人口净流入变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

- “产业”成为区域新的竞争高地，新发展模式对应“产业-人口-经济-产业”的循环。一个地区的人口数量是“用脚投票”的结果。只有好的产业发展机会才能提供更多的就业机会与发展空间，从而吸引更多的人才流入；而更多的人口也将进一步降低区域内产业的生产成本、增强创新动能，使区域内产业、经济实现更快增长，从而形成良性循环。
- 我们尝试从“产业竞争力”和“产业引导力”两个维度考察各区域的产业发展状况。
 - 1) 产业竞争力：反映区域内企业发展水平与行业发展潜力的指标。
 - 2) 产业引导力：反映地方政府对区域产业发展重视程度和引导力度的指标。

各区域产业发展水平的综合得分情况

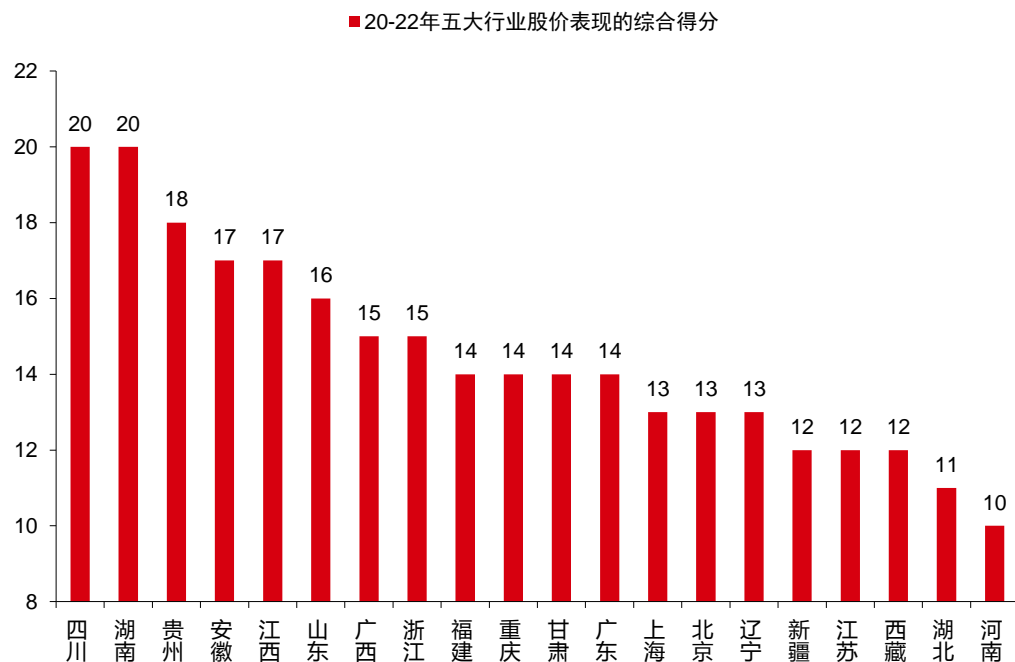


资料来源：Wind，中信证券研究部。注：本图按照区域产业竞争力的综合得分排序。计算区域产业引导力综合得分时，先将政府引导基金规模和政府引导基金数量维度的得分取平均数再与产业园区得分情况求和。详见报告《“中国式现代化”系列专题——寻找地区的阿尔法：从城建竞赛到产投竞赛》（2023-01-27）

区域投资阿尔法已现，人口净流入高增的“后发省份”优势明显

- 人口在区域间分布的变化是寻找投资阿尔法的重要信号。我们比较了各省份“区域经济属性较强行业”上市公司的股价与净利润表现，具体选择了“食品饮料”、“建筑”、“商贸零售”、“消费者服务”、“银行”五大行业作为研究样本。
- 股价表现：近3年来安徽、四川、湖南、山东等省份“区域性消费类”行业股价的综合表现相对最为出色，且时间序列维度排名稳步提升；广东、上海、北京等传统经济强省排名有所下降。

近3年各区域“区域经济属性较强行业”股价表现的综合得分情况



各区域“区域经济属性较强行业”股价表现综合得分的变化趋势

省份	2014-2016年	2017-2019年	2020-2022年
安徽	11	16	21
四川	12	21	20
湖南	9	14	20
山东	11	16	17
贵州		16	17
江西	20	9	16
浙江	17	18	15
广西	17	15	15
吉林	16	14	15
陕西			15
福建	16	15	14
辽宁	17	16	14
北京	13	18	14
上海	19	17	14
甘肃	19	15	13
重庆	11	18	13
新疆	16	13	12
江苏	14	16	12
西藏		17	12
湖北	17	17	11
河南		15	10
广东	14	11	10

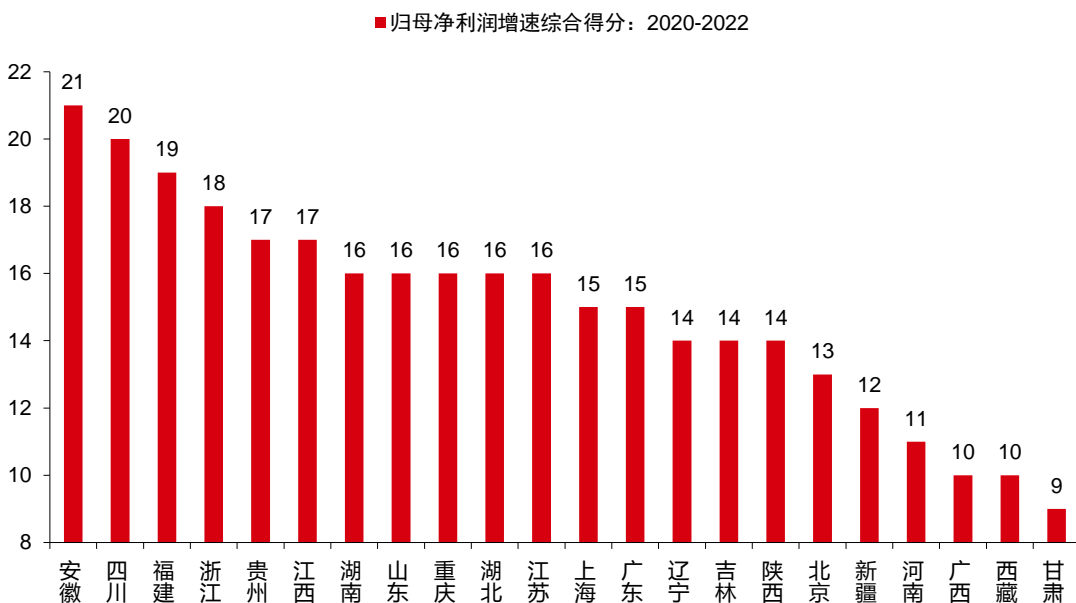
资料来源：Wind，中信证券研究部绘制。注：在超过2个行业存在数据缺失的省份未显示在样本中，其他省份个别存在数据缺失的行业得分用“平均分”替代。详见报告《“中国式现代化”系列专题——寻找地区的阿尔法：从城建竞赛到产投竞赛》（2023-01-27）

资料来源：Wind，中信证券研究部。注：红色表明排名靠前，蓝色表示排名靠后。在超过2个行业存在数据缺失的省份未显示在样本中，其他省份个别存在数据缺失的行业得分用“平均分”替代。详见报告44《“中国式现代化”系列专题——寻找地区的阿尔法：从城建竞赛到产投竞赛》（2023-01-27）

区域投资阿尔法已现，人口净流入高增的“后发省份”优势明显

- “区域经济属性较强行业”股价的出色表现主要受到企业利润高增的支撑。
 - 以安徽、四川为代表的省份近年来利润增长最为亮眼，与二者股价增速的排名完全一致。
 - 福建、浙江、贵州、江西、湖南、山东、重庆、湖北、江苏等地的利润排名相对居前，整体亦与股价结果相似。
- “股价表现”与“净利润表现”的差异可能来自于估值（P/E），比如湖南、山东。

近3年各省“区域经济属性较强行业”利润表现的综合得分情况



资料来源：Wind，中信证券研究部绘制。注：在超过2个行业存在数据缺失的省份未显示在样本中，其他省份个别存在数据缺失的行业得分用“平均分”替代。详见报告《“中国式现代化”系列专题——寻找地区的阿尔法：从城建竞赛到产投竞赛》（2023-01-27）

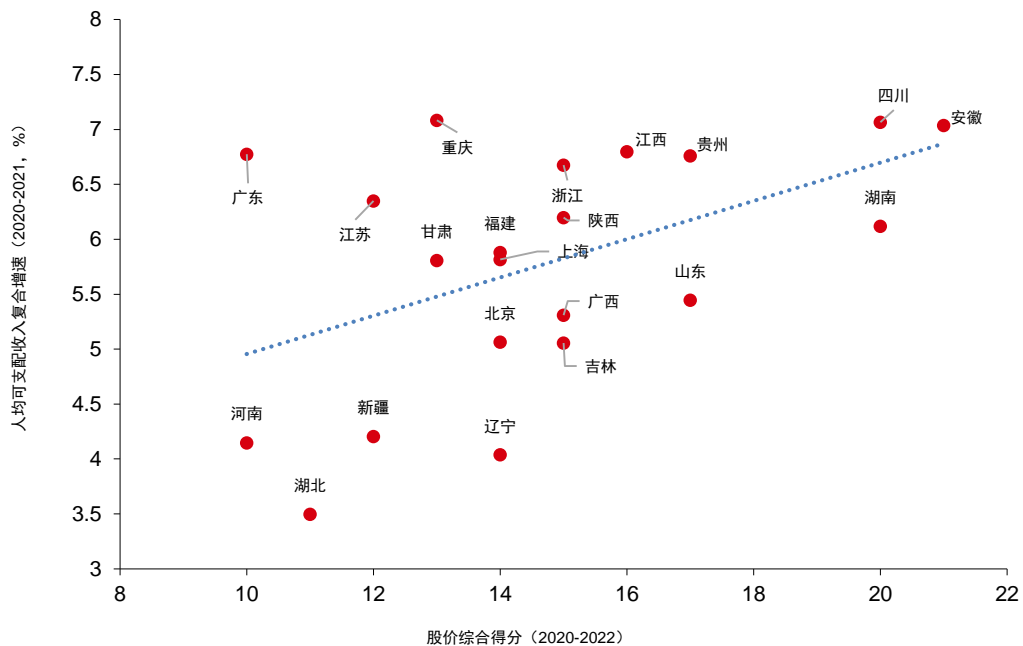
各省“区域经济属性较强行业”利润表现的综合得分情况

利润综合得分	2014-2016年	2017-2019年	2020-2022年
安徽	15	14	21
四川	15	18	20
福建	13	18	19
浙江	15	17	18
贵州	17	20	17
江西	13	13	17
湖南	15	13	16
山东	13	15	16
重庆	11	17	16
湖北	14	16	16
江苏	16	18	16
上海	15	15	15
广东	16	13	15
辽宁	15	17	14
吉林	18	10	14
陕西	12	14	14
北京	18	12	13
新疆	14	14	12
河南	14	11	11
广西	11	16	10
西藏		15	10
甘肃	18	16	9

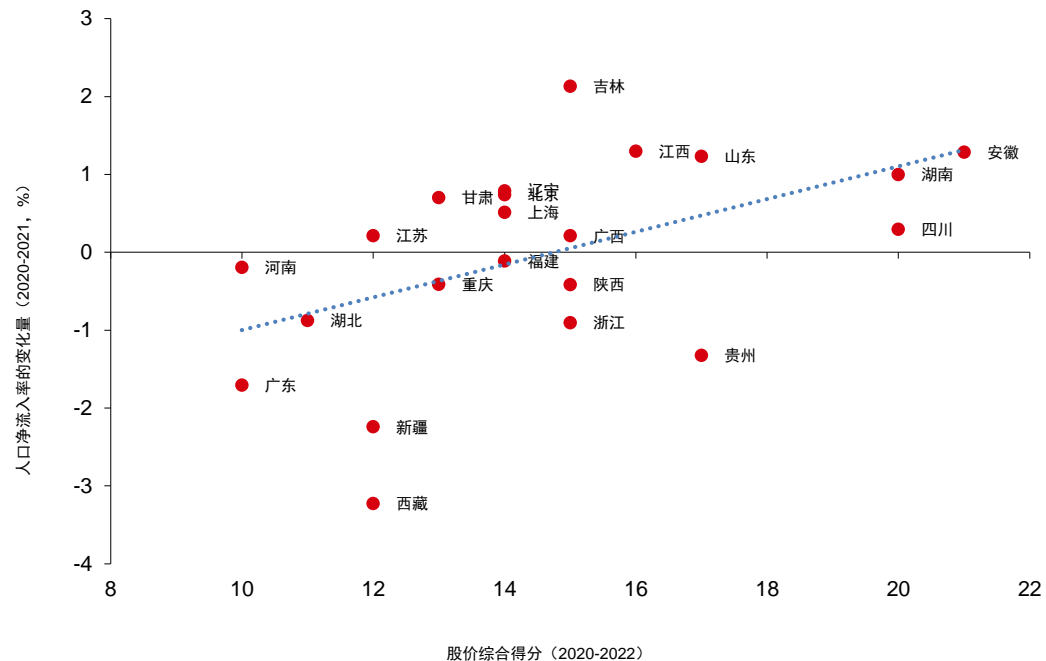
资料来源：Wind，中信证券研究部。注：红色表明排名靠前，蓝色表示排名靠后。在超过2个行业存在数据缺失的省份未显示在样本中，其他省份个别存在数据缺失的行业得分用“平均分”替代。详见报告《“中国式现代化”系列专题——寻找地区的阿尔法：从城建竞赛到产投竞赛》（2023-01-27）

- 区域阿尔法的存在主要是由于各区域之间的经济、人口增长潜力出现了分化，有人口净流入的地区与人口净流入表现不佳的区域性消费类行业或面临不一样的发展机会。各省的经济增长水平（人均可支配收入）越高、人口净流入变化越快，“区域性消费”类行业的股价综合表现越好。
- 以安徽、四川为代表的部分后发省份近年来“区域性消费”类行业出现阿尔法收益，这与其近年来经济增长、人口流向的变化特征相匹配。

区域性消费行业股价表现与区域经济增长情况密切相关



区域性消费行业股价表现与区域人口流动情况密切相关

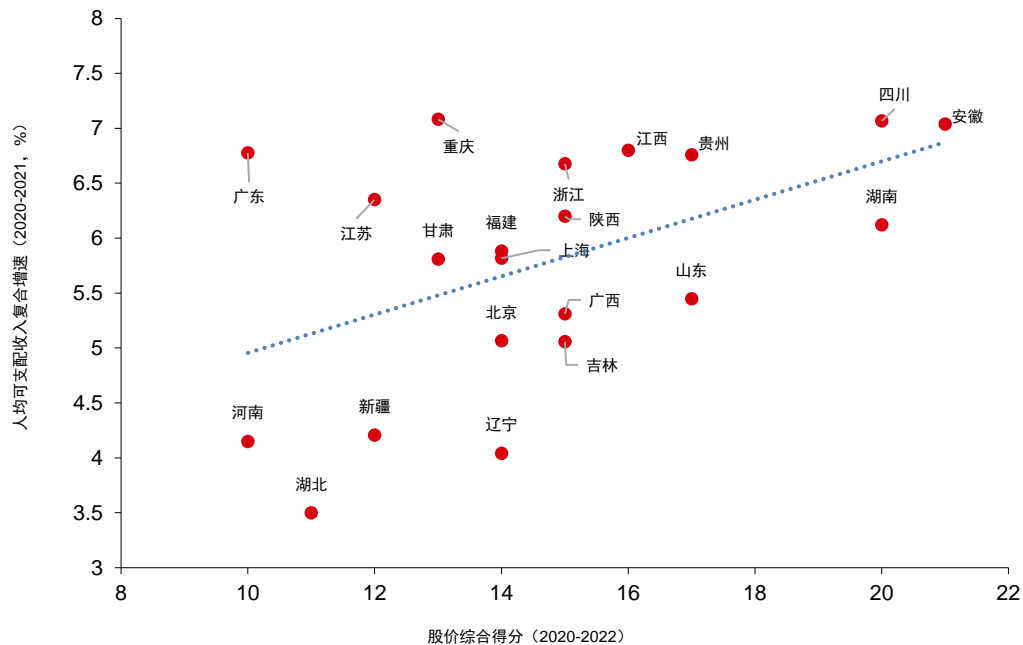


资料来源: Wind, 中信证券研究部。注: 纵轴为各省2020-2021年人口净流入率与2017-2019年人口净流入率的差额, 其中人口净流入率=区间内净流入量/前一年常住人口数量。

“区域的阿尔法”并非一直存在，近年来愈发明显

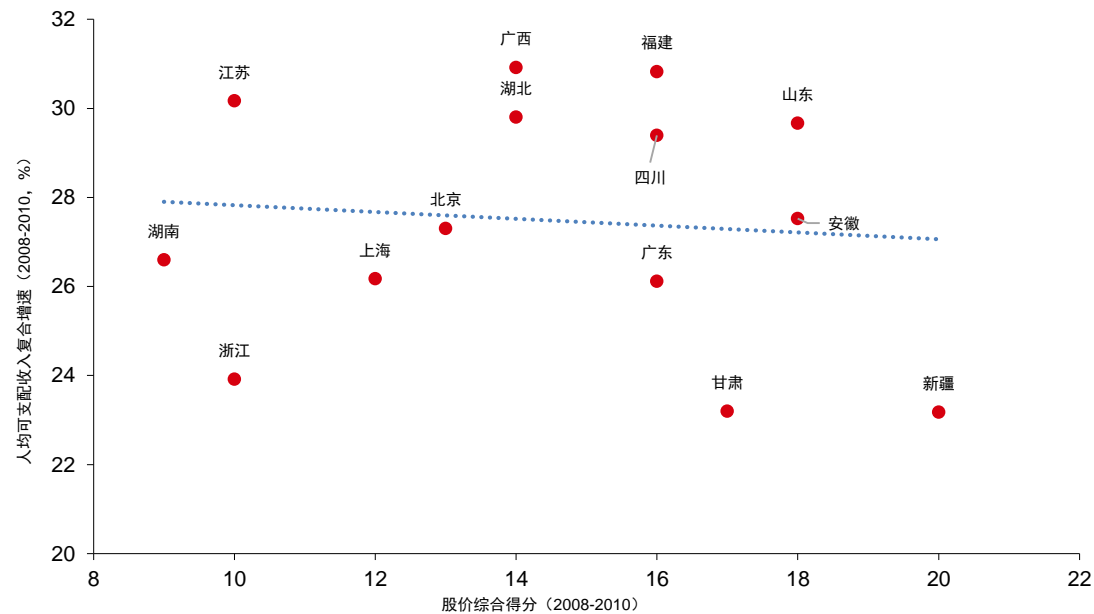
- **区域的阿尔法并非一直存在：**城镇化、工业化发展迅猛的2008-2010年并未出现“人均可支配收入增长越快的地区获得更高的区域性消费行业股价增速”情况。
- **原因推测：**过去“普涨”情况下区域分化特征不显著；2010年后“增量时代”向“存量时代”转换背景下，区域间更明显的分化带来更明显的阿尔法差异。

近年来，人均可支配收入增速更高的省份存在区域的阿尔法



资料来源：Wind，中信证券研究部

2008-2010年，二者之间并不存在明显的相关性



资料来源：Wind，中信证券研究部



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

玛西高娃（宏观分析师）

执业证书编号：S1010520100001

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
弱于大市		相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上	

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问<https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由CLSA Europe BV分发；在英国由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由CLSA Limited分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第571章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA客户应联系CLSA Limited的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则界定且CLSA Americas, LLC提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及CLSA的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就CLSA Singapore Pte Ltd.可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd豁免遵守《财务顾问法》（第110章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA业务条款的新加坡附件中证券交易服务C部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的CLSA Europe BV分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于1994年11月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA及其关联方在过去12个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@cls.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2023版权所有。保留一切权利。