

分析师

王涵 S0190512020001

段超 S0190516070004

郑兆磊
(金工) S0190520080006

王轶君 S0190513070008

王连庆 S0190512090001

王笑笑 S0190521100001

陈嘉媛 S0190521120002

占康萍
(金工) S0190522070008

岁寒知松柏，股债修复期

——《大类资产配置的宏观图景》第二十五期

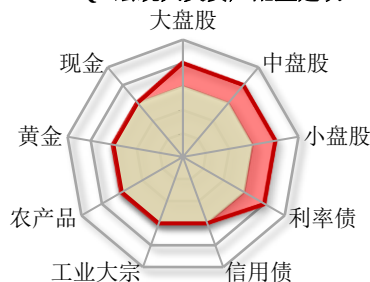
2023年1月8日

投资要点

本报告为我们推出的大类资产配置新系列报告《大类资产配置宏观图景》的第二十五期。本报告的亮点在于将我们对 2023 年 Q1 的宏观判断和资产配置量化模型相结合，为投资者提供大类资产配置建议。

- **未来一个季度（2023 年 Q1）的宏观主题。**展望一季度，海外经济衰退压力加大，货币紧缩斜率下降。美国经济本就面临衰退压力，寒潮可能进一步加大经济下行压力；欧洲经济虽然表现较好，但动能减弱、信心不足，依然有风险。在通胀放缓和经济压力下，美联储货币紧缩的斜率将显著放缓。国内方面，展望 2023 年 Q1 中国经济，疫情侵扰或将延续至 2023 年初，经济增长仍有压力，宏观政策着力稳增长，财政发力、货币宽松可期，2023 年一季度经济可能仍处于过“坎儿”阶段，跨过岁末年初的“坎儿”之后，经济有望迎来复苏。
- **大类资产配置的建議。**2023 年一季度，流动性环境依然充裕；疫情流行仍有扰动，经济数据进入空窗期，经济预期在一季度可能并不明朗。在经济前景尚不明朗之前，成长股面临的阻力更小；当经济进入恢复阶段后，投资落地或快于消费恢复。大类资产配置展望：权益>利率债>工业品>黄金>农产品>现金>信用债。股票方面，流动性充裕+稳增长预期+性价比较高，权益资产有上涨支撑。债券方面，货币政策可能进一步宽松支撑利率债，经济尚有压力拖累信用债。商品方面，全球通胀退烧+内外需切换，工业品好于农产品。
- **量化模型的资产配置建议。**本次报告在文中阐述了资产配置模型的设计流程思路，给出了战略配置参考组合和动态战术组合建议，立足于长期投资、多元分散化投资理念，我们分别为不同风险偏好投资者构建了保守、稳健和积极三种风险等级的配置组合权重建议。

2023 Q1 宏观大类资产配置建议



2023Q1 大类资产配置建议

组合类型	沪深300	中证500	中证1000	利率债	信用债	工业品期货	农产品期货	实物黄金
保守	7.6%	7.7%	7.8%	32.8%	25.1%	3.7%	1.7%	13.6%
稳健	18.0%	18.3%	18.9%	8.4%	5.3%	5.8%	2.2%	23.1%
积极	22.0%	26.0%	26.0%	4.4%	2.2%	3.8%	1.9%	13.9%

注：绿色区域的边缘为中性，在绿色区域内部为低配。

风险提示：1) 疫情变化超预期；2) 海外宏观环境超预期变化；3) 政策刺激力度超预期。

目录

第一部分：2023 年 Q1 海外经济图景	- 4 -
海外经济：渐行渐近的衰退压力	- 5 -
海外通胀：逐渐退烧的通胀	- 9 -
海外流动性和货币政策：货币紧缩影响退潮	- 12 -
第二部分：2023 年 Q1 中国经济图景	- 16 -
整体经济形势：黎明可期	- 17 -
消费：有向上空间，但内生动力修复需要时间	- 17 -
出口：外需承压，增速下行	- 19 -
地产：政策环境改善，销售或见底，保交楼支持投资	- 20 -
通胀：核心通胀或有抬升，但上升空间有限	- 22 -
财政政策：发力稳增长	- 23 -
货币政策：可能进一步松动	- 25 -
长期政策：产业政策和科技政策是重点	- 27 -
第三部分：大类资产配置宏观逻辑	- 29 -
2023 年一季度，流动性环境依然充裕	- 30 -
疫情流行仍有扰动，经济数据进入空窗期	- 30 -
经济前景尚不明朗之前，成长股面临的阻力更小	- 31 -
经济进入恢复阶段后，投资落地或快于消费恢复	- 31 -
股债估值整体回到合理水平，给资产修复留出空间	- 32 -
全球横向比较来看，A 股市场估值处于中等水平	- 33 -
资本市场反映了多少程度的“稳增长”和“宽货币”	- 34 -
定性分析：2023 年 Q1 大类资产配置整体展望	- 35 -

图表标题

图表 1：美国费城联储各州经济状况一致指数（SCIs）：经济负增长州的数量	- 5 -
图表 2：美国国家气象局预测显示 2023 年一季度美国可能会继续遭遇寒潮	- 6 -
图表 3：2022 年底以来欧元区 PMI 从底部回升	- 6 -
图表 4：当前欧盟天然气储量与正常年份相当	- 6 -
图表 5：欧元区经济动能正在放缓	- 7 -
图表 6：欧元区投资和消费信心处于较弱状态	- 7 -
图表 7：欧盟委员会预测 2023 年欧盟和欧元区经济将经历大幅下滑	- 7 -
图表 8：2021 年以来发达经济体需求恢复先于新兴市场	- 8 -
图表 9：2022 年新兴市场生产形势好于发达经济体	- 8 -
图表 10：2022 年下半年以来，新兴市场经济体外需红利下行、出口增速走低	- 8 -
图表 11：CEIC 先行指标显示新兴市场经济前景要好于发达经济体	- 9 -
图表 12：美国 CPI 和核心 CPI 连续同步超预期下行强化通胀退烧预期	- 9 -
图表 13：2022 年以来美国工资增速保持较高，近期工资增速再度上升	- 10 -
图表 14：受工资支撑的住房、娱乐分项对美国核心 CPI 同比的贡献上升	- 10 -
图表 15：2022 年 11 月欧元区 CPI 小幅下行，出现见顶迹象	- 11 -
图表 16：欧盟委员会预测 2023 年欧元区通胀会有下降，但仍保持高位	- 11 -
图表 17：日本 CPI 仍在冲高，达到近 30 年最高水平	- 12 -
图表 18：日本 CPI 燃料分项与油价走势一致性较高	- 12 -
图表 19：日本 CPI 食品分项岁末年初是高点之后下行	- 12 -
图表 20：市场对 2023 年美联储加息幅度的预期显著放缓	- 13 -
图表 21：美联储上调 2023 年通胀预期，需警惕高通胀下鹰派预期反复风险	- 13 -
图表 22：日本央行调整 YCC 后收益率曲线扭曲形态有所缓解	- 14 -
图表 23：2022 年 11 月海外资金大幅流入新兴市场	- 15 -
图表 24：2022 年 11-12 月陆股通下外资持续大幅流入中国 A 股市场	- 15 -

图表 25: 第一波疫情高峰后, 出行活动已有修复	- 17 -
图表 26: 中国多数消费已恢复至疫情前水平, 但如果考虑中国消费支出有自然增长率, 尚有部分“缺口”。	- 18 -
图表 27: 2022 年居民存款出现明显抬升	- 19 -
图表 28: 从可支配收入的角度而言, 居民有消费意愿的储蓄并不多	- 19 -
图表 29: 在全球经济下行趋势下, 前期对中国出口拉动较大的经济体出现下行	- 20 -
图表 30: 2022 年下半年以来房地产领域政策部署情况	- 21 -
图表 31: 2022 年岁末商品房销售季节性走高, 快速回升至 2021 年同期水平	- 22 -
图表 32: 2022 年三季度“保交楼”政策大力部署, 带动地产开工和竣工改善	- 22 -
图表 33: 在消费恢复下, 2023 年核心通胀或走高, 但走高幅度有限	- 23 -
图表 34: 中国 2023 年 CPI 总体压力不大	- 23 -
图表 35: 疫情以来政府杠杆率明显走高	- 24 -
图表 36: 中短期来看, 政府仍有加杠杆的空间	- 24 -
图表 37: 预计 2022 年全年税费支持规模超过 4 万亿	- 24 -
图表 38: 2022 年基建投资增速明显走强	- 25 -
图表 39: 基建投资对 GDP 比例也回升	- 25 -
图表 40: 政府出台了一系列政策支持基建投资	- 25 -
图表 41: 疫情以来实体杠杆率走高	- 26 -
图表 42: 杠杆率高付息压力沉重	- 26 -
图表 43: 小微经营者平均营业收入仍然在不断下滑	- 27 -
图表 44: 且多数现金流难以维持 3 个月以上	- 27 -
图表 45: 部分结构性货币政策工具	- 27 -
图表 46: 产业安全发展, 建设现代化产业体系有四条主线	- 28 -
图表 47: 2023 年四季度以来疫情流动冲击经济在此碰壁, 疫情对经济的扰动或持续至明年年初	- 31 -
图表 48: 2020 年以来, 成长股在市场上涨中, 弹性更大、阻力更小	- 31 -
图表 49: 2020 年以来, 稳增长助力经济恢复阶段, 投资落地要快于消费	- 32 -
图表 50: 股债估值均处在历史合理水平	- 32 -
图表 51: 权益资产的风险溢价处于历史较高水平	- 33 -
图表 52: A 股估值水平回到国际主要市场的中等水平	- 34 -
图表 53: 2022 年三季度, 大类资产隐含的经济增长预期止跌回升	- 35 -
图表 54: 2022 年三季度, 大类资产隐含的宽松预期高位震荡	- 35 -

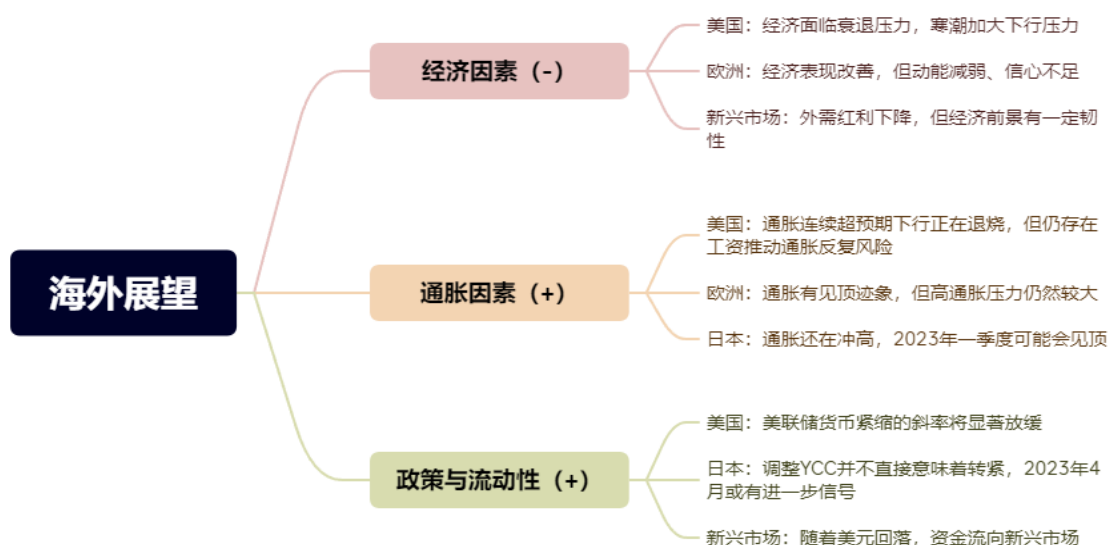
第一部分：2023 年 Q1 海外经济图景

展望 2023 年 Q1 海外经济，通胀面临退烧，衰退压力加大，货币紧缩斜率下降。

经济方面：美国经济本就面临衰退压力，寒潮可能进一步加大经济下行压力；欧洲经济虽然表现较好，但动能减弱、信心不足，依然有风险；新兴市场：外需红利下降，但经济前景有一定韧性。

通胀方面：美国通胀连续超预期下行正在退烧，但仍存在工资推动通胀反复风险；欧洲通胀有见顶迹象，但高通胀压力仍然较大；日本通胀还在冲高，2023 年一季度可能会见顶。

货币政策与流动性：美联储货币紧缩的斜率将显著放缓；日本央行调整 YCC 并不意味着转紧，2023 年 4 月或有进一步信号；随着美元回落，资金流向新兴市场。



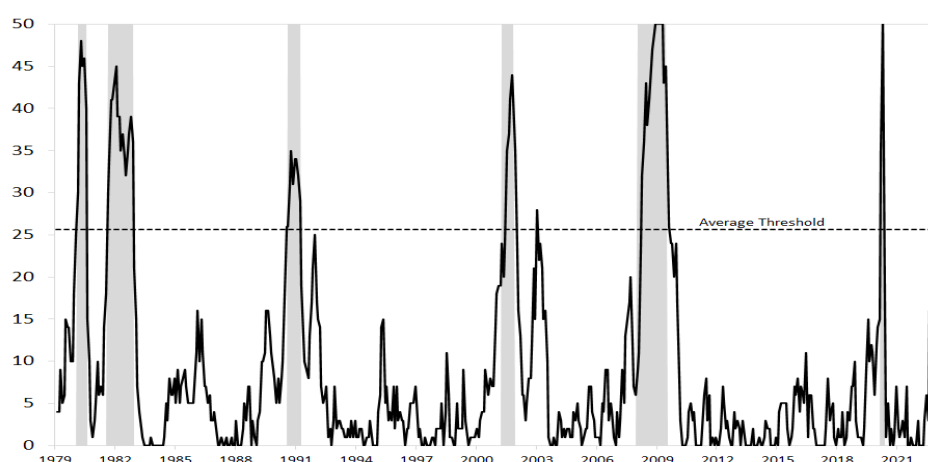
数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

海外经济：渐行渐近的衰退压力

美国：经济本就面临衰退压力，寒潮可能进一步加大经济下行压力

- **美国经济正在出现放缓迹象。**2022 年以来，美联储强力抗通胀，持续大幅度快节奏激进加息，在高通胀叠加高利率背景下，美国经济前景堪忧。近期，圣路易斯联储、旧金山联储相继发布研究报告，探讨美国经济正在出现放缓迹象，未来几个月可能会陷入衰退。美国费城联储发布的美国各州经济状况一致指数显示，截至 2022 年 11 月，美国有超过一半的州正表现出经济活动放缓的迹象，这一数字突破了通常预示经济衰退到来的关键门槛。

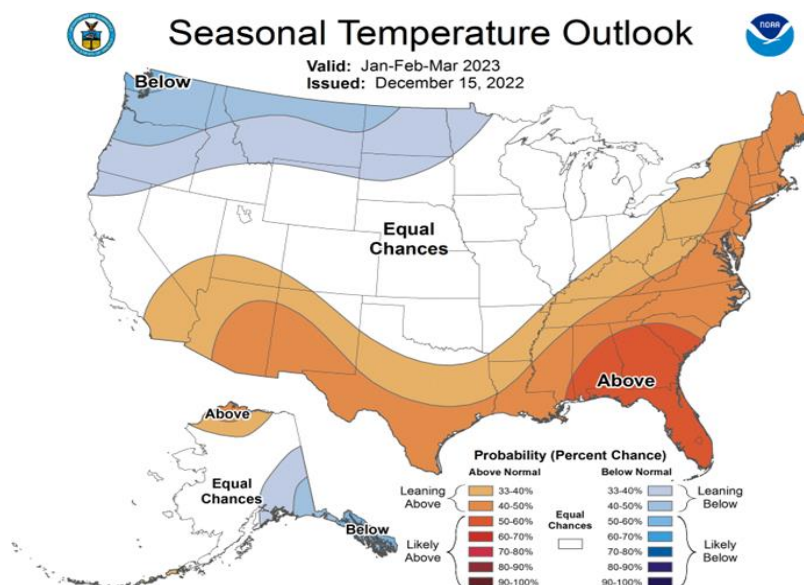
图表 1：美国费城联储各州经济状况一致指数（SCIs）：经济负增长州的数量



数据来源：美国费城联储，兴业证券经济与金融研究院整理

- **冬季寒潮可能进一步加大 2023 年一季度美国经济下行压力。**美国经济前景堪忧之际，2022 年圣诞节前后，美国再遭寒潮，极度低温和暴风雪席卷美国，能源、农产品等生产受冲击，天然气产量暴跌、农产品价格上涨，居民出行、消费也短期冰冻。此外，从往年情况看，每年年初的 1-2 月份，往往是美国冬季寒潮易发时期，2021 年 2 月、2022 年 2 月美国均遭遇寒潮，从美国国家气象局对 2023 年 1-3 月的气温预测来看，年初美国可能还会遭遇北方寒潮的侵袭，比往年温度更低的低温寒潮从东北方向南下，寒潮可能会再度侵袭美国，影响生产和消费，给本就正在放缓的经济增加额外压力。

图表 2: 美国国家气象局预测显示 2023 年一季度美国可能会继续遭遇寒潮

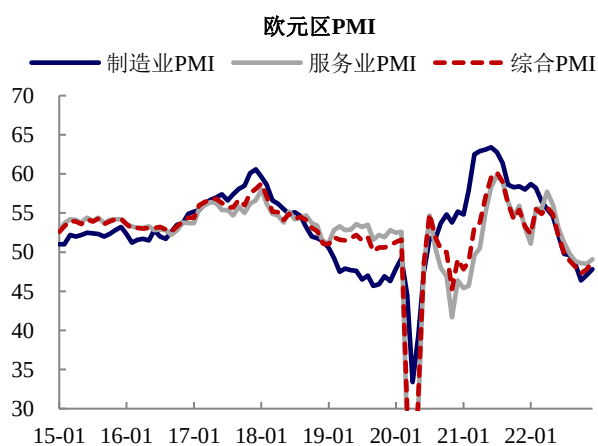


数据来源: 美国国家气象局, 兴业证券经济与金融研究院整理

欧洲: 高通胀及俄乌问题长期化, 拖累经济动能减弱

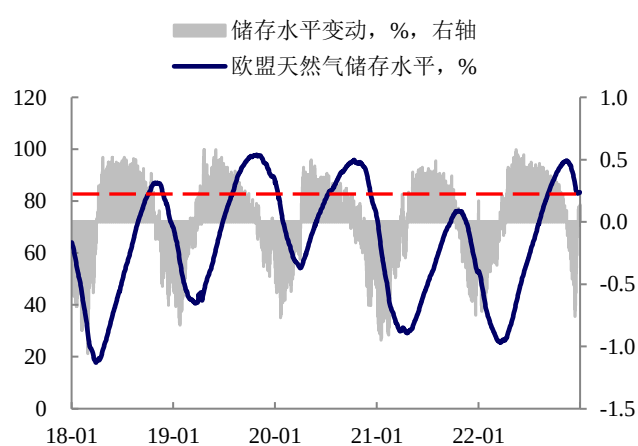
- 2022 年以来, 欧洲通胀虽高, 但经济读数不差。2022 年以来, 尽管不断攀升的通胀给依赖能源进口的欧洲带来较大冲击, 但疫情大流行过后防控措施的放松, 经济活动和国际旅行恢复, 消费者重新回到餐馆、酒店和其他接触型服务业, 释放出强劲的消费动能。此外, 加之欧洲 2022-2023 年度冬季至今未遭遇寒潮侵袭, 天然气不断补库, 储备水平持续提升, 高于 2021 年同期水平。在此背景下, 过去两个月, 欧洲的生产端出现一定的改善的迹象, PMI 也处于底部抬头回升中。

图表 3: 2022 年底以来欧元区 PMI 从底部回升



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4: 当前欧盟天然气储量与正常年份相当

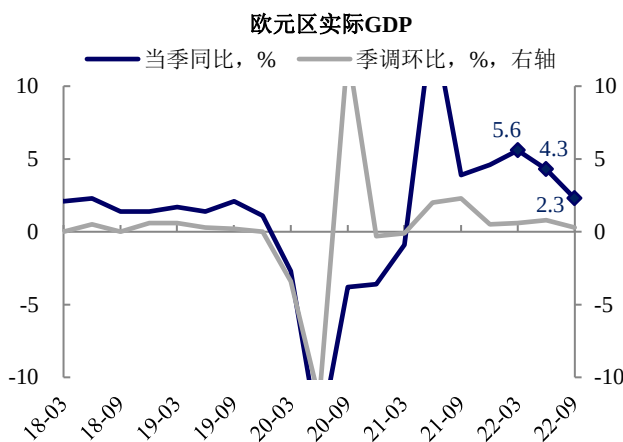


数据来源: 欧洲天然气基础设施 GIE, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 但欧元区经济动能正在放缓, 投资和消费信心也十分羸弱。2022 年三季度, 欧洲经济虽然仍在继续扩张, 但是速度正在放缓, 下行斜率加大。2022 年三季度, 欧元区实际 GDP 同比增长 2.3%, 较 2022 年二季度增速下行 2 个百分点, 较 2022 年二季度下行速度有所加快; 欧元区实际 GDP 环比增长 0.3%, 较 2022 年二季度下行 0.5 个百分点, 为 2022 年前三季度最低水平。此外, 2022 年以来持续的高通胀叠加欧元贬值, 贸易条件的恶化也在居民

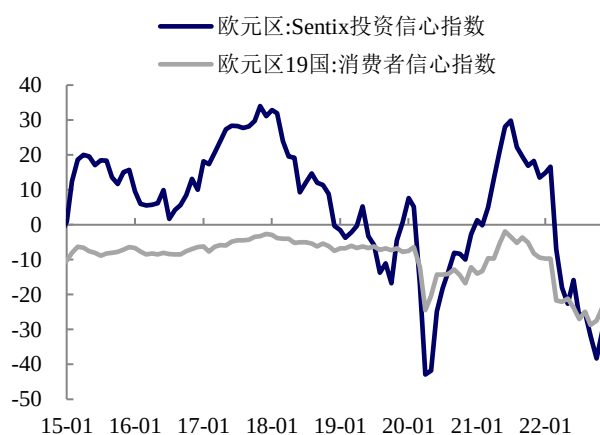
和商业部门蔓延，家庭购买力的急剧下降极大的影响了消费者情绪；由于生产成本高企、供应瓶颈依然存在、融资条件收紧以及不确定性加剧，商业部门的信心也大幅下降，当前欧洲投资和消费信心都处于十分羸弱的状态。

图表 5: 欧元区经济动能正在放缓



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

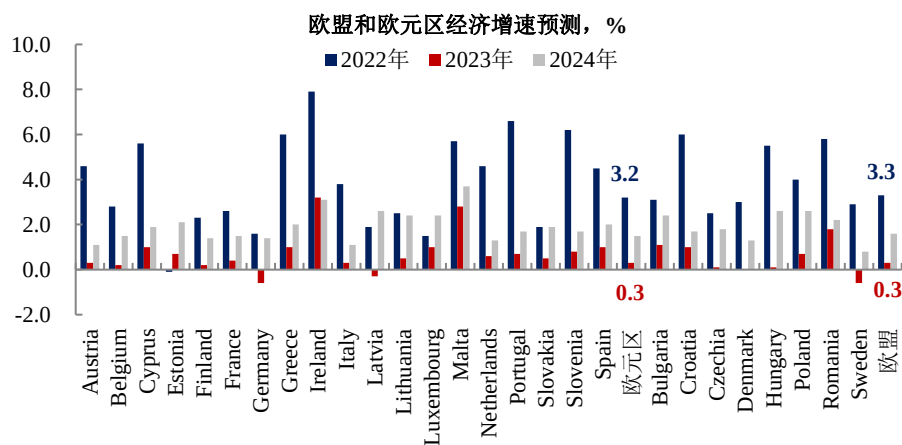
图表 6: 欧元区投资和消费信心处于较弱状态



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **叠加俄乌问题长期化风险高企，欧洲经济前景并不乐观。**俄乌冲突发生以来，欧洲因为地理上靠近俄乌、能源方面对俄罗斯依赖严重，成为受影响最大的经济体之一。时至当前，俄乌冲突已持续 9 个多月，目前尚无任何平息冲突或者和平谈判的方案。近期，乌克兰总统泽连斯基表示除非是俄罗斯总统普京下任，否则俄乌不会有和平谈判的一天；俄罗斯总统普京也罕见打破惯例，在俄南部军区发表新年致辞，似乎意味着特别军事行动还将继续。此外，美国方面近期通过的政府支出法案包含 449 亿美元对乌克兰的援助，也预示着美国将继续搅乱俄乌局势。俄乌冲突阴云集聚不散，给动能本就在放缓的欧洲经济额外蒙上了一层阴影。欧盟委员会最新预测显示，考虑到贸易条件恶化导致消费、投资信心低迷，叠加俄乌冲突长期化影响，2023 年欧盟和欧元区经济增速将会经历较大幅度下滑，预计将从 2022 年的预期增长 3.2%，下滑至 2023 年预期增长 0.3%。

图表 7: 欧盟委员会预测 2023 年欧盟和欧元区经济将经历大幅下滑



数据来源: 欧盟委员会, 兴业证券经济与金融研究院整理

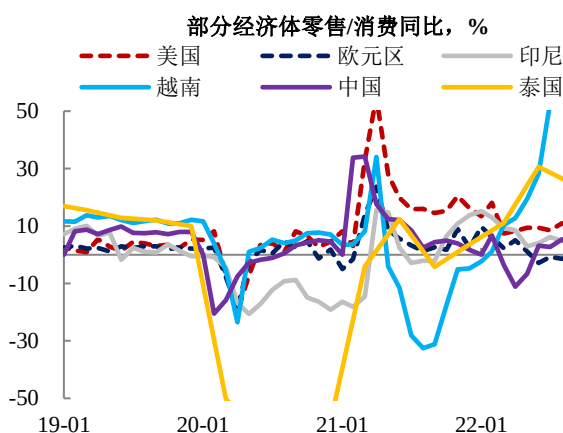
新兴市场：外需红利下降，但经济前景有一定韧性

- 随着发达市场经济放缓，新兴市场外需红利下降。2022 年以来，全球疫后

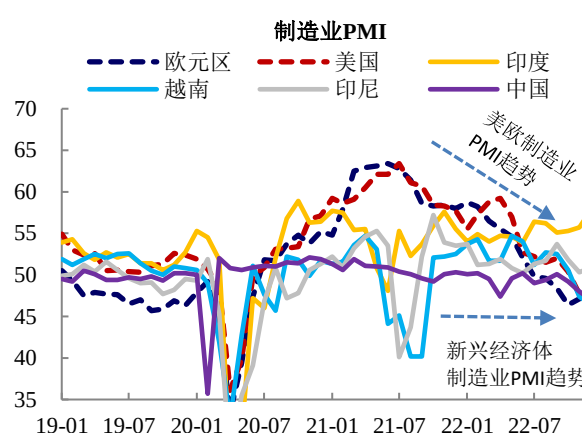
复苏有所分化，发达经济体在财政政策刺激下消费复苏一马当先，但生产复苏受到通胀上升和供应链不畅压制，美欧制造业 PMI 持续走低；新兴市场经济体多为要素型和生产型经济体，在此过程中生产保持稳定，很好的对接了发达经济体的供需缺口，具有明显的外需红利。2022 年下半年以来，在高通胀、快加息影响下，美欧经济增长均出现放缓迹象，衰退压力逐渐显现。全球需求走弱背景下，新兴市场经济体 2022 年下半年以来出口增速同步下行，外需红利下降。

图表 8：2021 年以来发达经济体需求恢复先于新兴市场

图表 9：2022 年新兴市场生产形势好于发达经济体

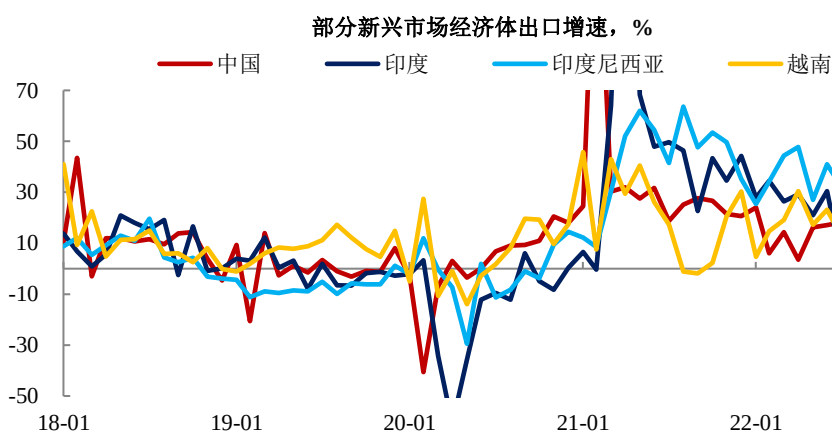


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

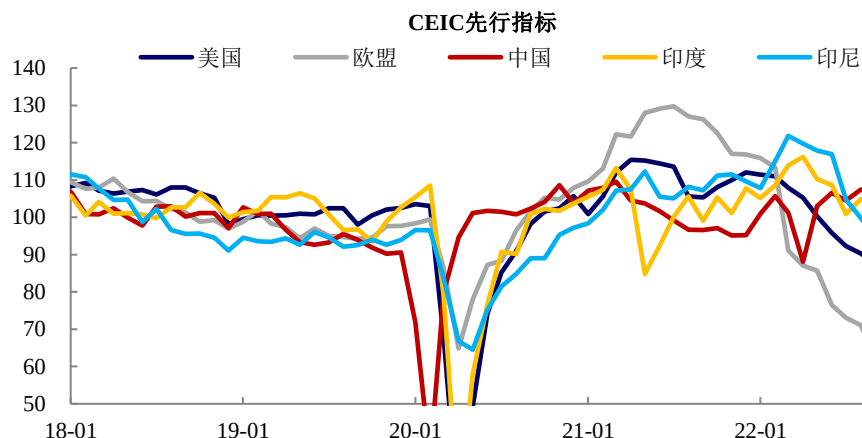
图表 10：2022 年下半年以来，新兴市场经济体外需红利下行、出口增速走低



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- 但作为要素型和生产型经济体，新兴市场经济前景有一定韧性。全球高通胀，持续的快节奏货币政策收紧，叠加俄乌冲突长期化风险高企，使得发达经济体经济增长前景堪忧、衰退风险加大。在此过程中，新兴市场虽然外需红利也有所消退，但是新兴市场经济体多为要素型和生产型经济体，受通胀的挤压相对于能源对外依赖严重的欧洲要更轻；同时美国虽然面临经济下行风险，但目前就业市场形势稳定，消费受地产消费带动动能也没有大幅回落；因此，外需回落对新兴市场更可能是压力而不是冲击，新兴市场经济前景有一定韧性。CEIC 先行指标也显示，中国、印度、印尼等新兴市场经济体的前景要好于欧美。

图表 11: CEIC 先行指标显示新兴市场经济前景要好于发达经济体



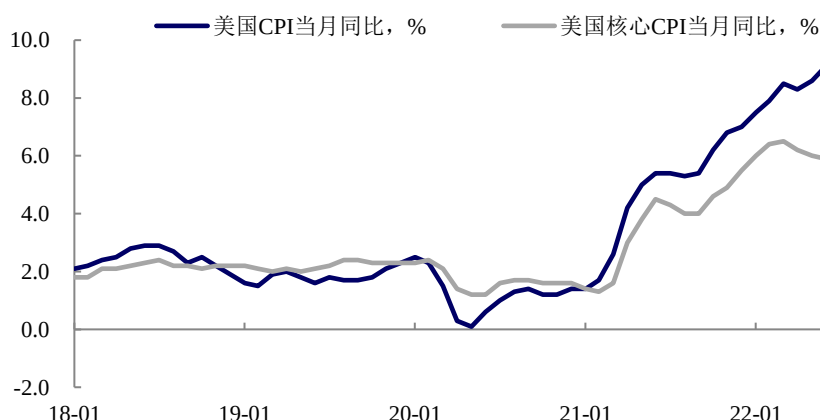
数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

海外通胀: 逐渐退烧的通胀

美国: 通胀连续超预期下行正在退烧, 但仍存在工资推动通胀反复风险

- 美国 CPI 同比连续超预期放缓, 通胀下行预期强化。**从 2022 年 6 月开始, 随着货币政策持续收紧, 需求走弱预期逐渐抬头, 叠加原油等大宗商品下行和全球供应链压力好转, 美国 CPI 同比数据就已经开始转向, 但一直到 2022 年 9 月, CPI 下行的速度一直比较慢, 且核心 CPI 并未见到下行信号。2022 年 10-11 月, 美国 CPI 同比连续两个月超预期放缓 (10 月 CPI 同比 7.7%, 下行 0.5 个百分点; 11 月 CPI 同比 7.1%, 下行 0.6 个百分点), 核心 CPI 同比也连续两个月下行 (10 月核心 CPI 同比 6.3%, 下行 0.3 个百分点; 11 月核心 CPI 同比 6.0%, 下行 0.3 个百分点; 连续两个月下行幅度为 2022 年最大)。随着 CPI 和核心 CPI 的同步超预期下行, 美国通胀正在退烧, 也强化了通胀进入下行通道的预期。

图表 12: 美国 CPI 和核心 CPI 连续同步超预期下行强化通胀退烧预期

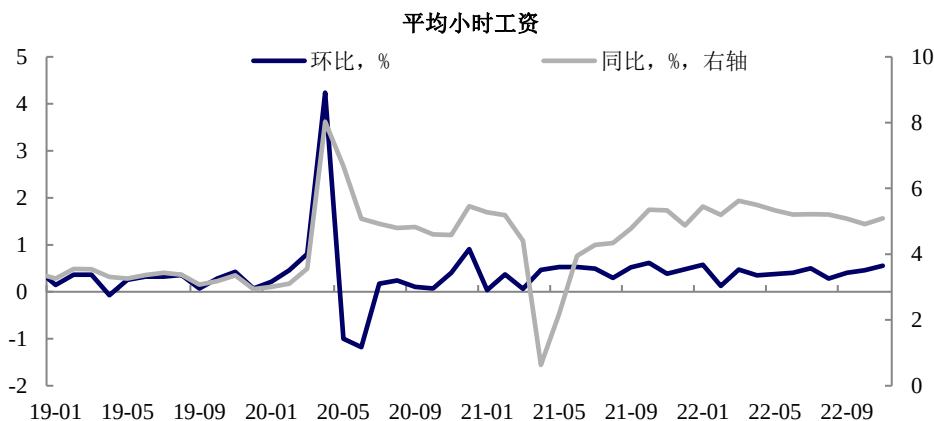


数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 但服务需求恢复阶段, 仍需警惕“工资—通胀”螺旋推动通胀反复。**2022 年 11 月 30 日, 鲍威尔在的讲话中对美国明年通胀进行展望, 称住房以外的核心服务通胀“可能是理解未来核心通胀演变的最重要类别”, 而劳动力市场是理解该分项的核心, “因为工资构成了提供这些服务的最大一类成本”。

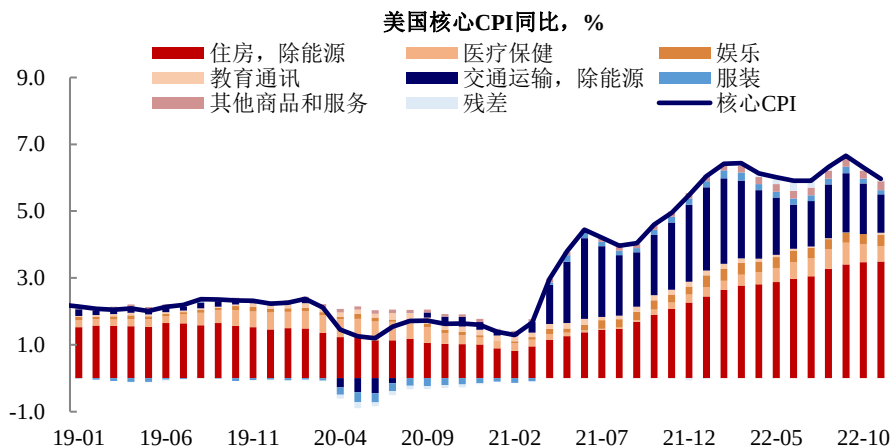
当前来看，尽管住房以外的核心服务通胀已连续 2 个月改善，但 11 月非农数据显示工资上涨，仍有可能成为推动通胀反复的推手。

图表 13: 2022 年以来美国工资增速保持较高，近期工资增速再度上升



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 14: 受工资支撑的住房、娱乐分项对美国核心 CPI 同比的贡献上升

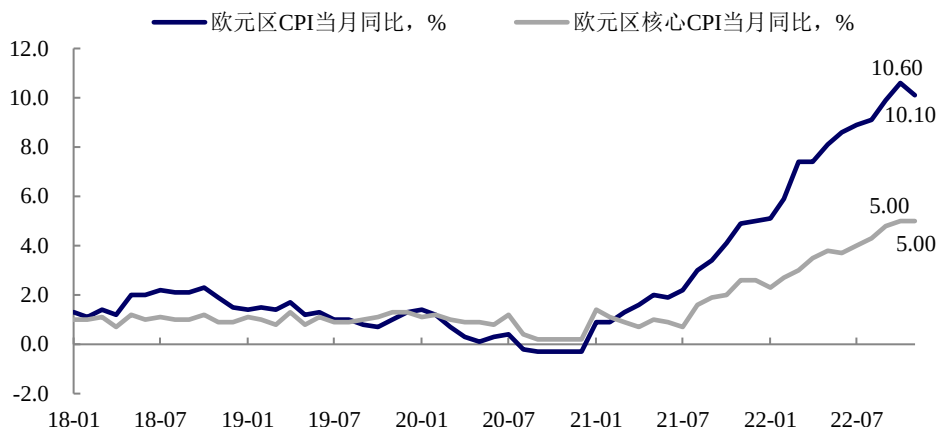


数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

欧洲：欧元区通胀有见顶迹象，但高通胀压力仍然较大

- **欧元区通胀创历史新高，近期小幅回落，有见顶迹象。**2022 年前 10 个月，价格压力的不断上升和扩大，推动欧元区通胀不断冲高，2022 年 10 月，欧元区 CPI 同比创历史新高，达到 10.6%。2022 年 11 月，欧元区 CPI 同比小幅回落至 10.1%，环比跌至-0.1%，为今年以来最低环比增速。经历持续冲高后，在能源等大宗商品价格下跌、全球供应链压力缓解背景下，欧元区通胀似乎也出现了见顶迹象，欧盟委员会最新预测显示，欧元区的通胀峰值可能会在 2022 年四季度。

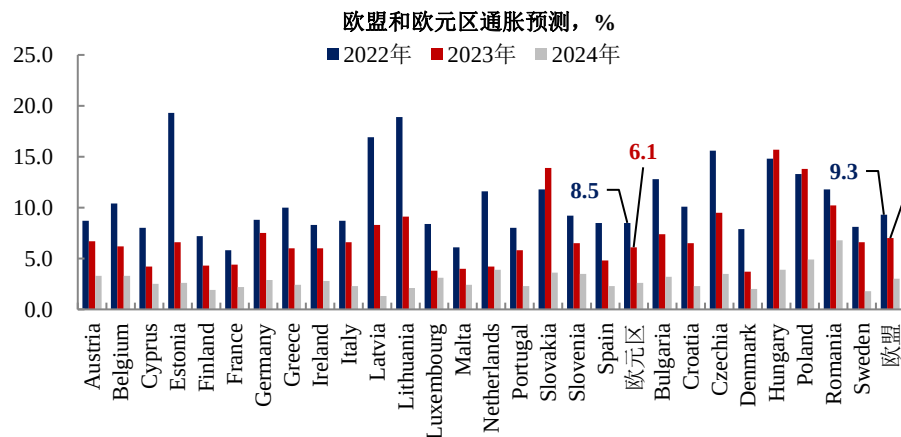
图表 15: 2022 年 11 月欧元区 CPI 小幅下行, 出现见顶迹象



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **尽管 2023 年欧元区通胀水平会有下降, 但预计仍将保持在高位。**随着冬季来临, 欧盟的当前的天然气储备达到历史较高水平, 甚至超过了欧盟规定的目标。在俄罗斯持续削减对欧盟天然气供应的情况下, 欧盟的大幅天然气补库实际上是以 2023 年夏季天然气价格上涨为代价。虽然当前欧元区通胀有见顶迹象, 但考虑到高价补库的价格传导效应, 2023 年虽然欧元区通胀会有下降, 但预计仍将处在较高水平。欧盟委员会最新预测显示, 2023 年预计欧元区通胀水平将会从 2022 年的预期 8.5% 的水平回落至 6.1%, 欧盟通胀水平将会从 2022 年的预期 9.3% 的水平回落至 7.0%; 从历史对比来看, 超过 5% 的通胀水平不可谓不高。

图表 16: 欧盟委员会预测 2023 年欧元区通胀会有下降, 但仍保持高位

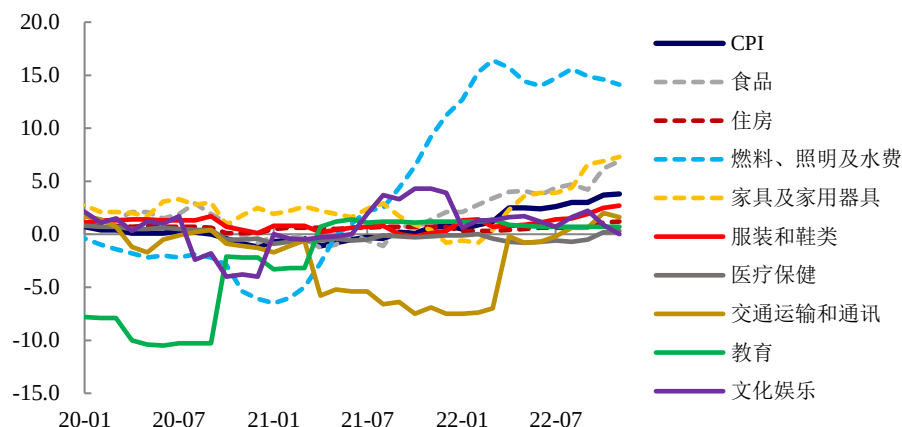


数据来源: 欧盟委员会, 兴业证券经济与金融研究院整理

日本: 通胀还在冲高, 2023 年一季度可能会见顶

- **日本通胀还在冲高, 达到近 30 年最高水平。**2022 年上半年, 日本通胀先是在能源燃料涨价带动下不断上行。2022 年下半年以来, 涨价效应扩散, 食品、家具分项接力燃料分项, 驱动日本 CPI 继续冲高, 截至 2022 年 11 月最新数据, 日本 CPI 已经冲高至 3.8%, 达到近 30 年以来的最高水平。

图表 17: 日本 CPI 仍在冲高, 达到近 30 年最高水平



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

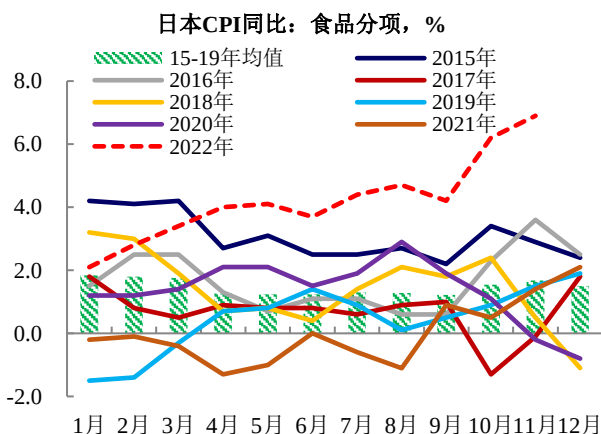
- 成本推动型通胀难以持续, 预计 2023 年一季度日本通胀可能见顶。2022 年以来, 日本通胀持续冲高, 能源涨价背景下的成本压力是推升日本通胀的主要原因, 但考虑到当前能源涨价压力已经有所缓解, 因此成本推动型通胀在日本恐难持续。从日本 CPI 燃料分项同比与原油价格的关系看, 二者走势一致性较高, 自 2022 年年中以来原油价格已经有所下行, 支撑日本 CPI 同比高企的燃料分项终将下行也是大概率事件。2022 年 12 月日本央行一份关于通胀的学术论文也发现, 当前日本通胀压力主要受大宗商品价格上涨带来的成本推动, 但就平均历史关系而言, 这种成本推动不太可能形成可持续的通胀压力。此外, 近期日本 CPI 同比中食品分项出现快速上行, 可能主要是受季节性因素影响, 这种季节性食品分项 CPI 高企在每年一季度会达到高点, 之后逐渐下行。综合以上因素, 预计 2023 年一季度日本通胀可能见顶。

图表 18: 日本 CPI 燃料分项与油价走势一致性较高



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 19: 日本 CPI 食品分项岁末年初是高点之后下行



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

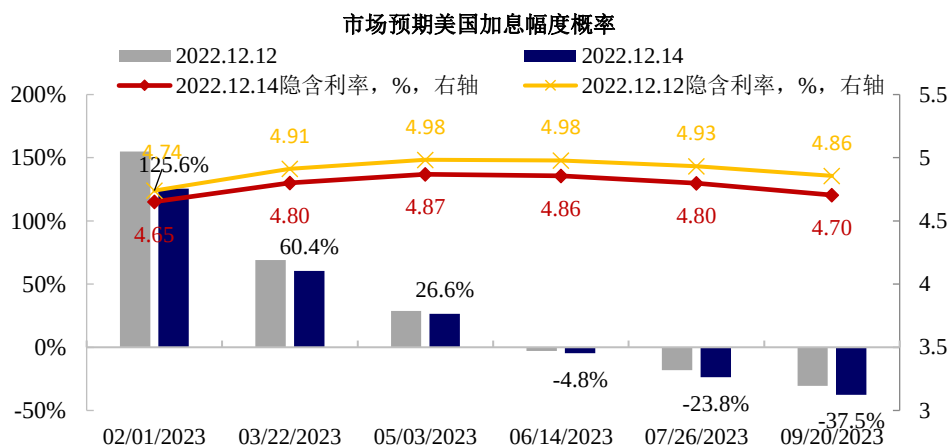
海外流动性和货币政策: 货币紧缩影响退潮

美联储: 货币紧缩的斜率将显著放缓

- 美联储货币政策紧缩进入尾声阶段, 2023 年紧缩斜率将显著放缓。伴随着美国经济增速放缓, 经济下行压力加大, 通胀持续超预期下行, 通胀预期进

入下行通道，本轮美联储货币政策紧缩预期也将逐步迈入尾声。2022 年 12 月美联储议息会议如期加息 50bp，为年内连续四次加息 75bp 后的首次放缓。目前，虽然美联储在官方表态中表示，尚未考虑 2023 年降息的情景，鲍威尔也表示在“在委员会确信通胀正持续降至 2%之前，将不会考虑降息”。但有一点是较为确定的，相较于 2022 年美债短端利率从 0 附近快速攀升至 4 以上，2023 年政策利率上行的幅度将显著放缓。

图表 20：市场对 2023 年美联储加息幅度的预期显著放缓



注：一次的步长为 25bp，即 100%之内对应 25bp，同理累计
数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

- 但仍需警惕美联储预期管理中的鹰派预期反复风险。2022 年 12 月美联储议息会议后，鲍威尔在新闻发布会承认连续两个月的通胀数据显示通胀出现了可喜的信号，但他也提示这不是自满的理由，未来联储还有很长的路要走，并强调放缓加息并非转鸽，而更应该关注加息终点和维持限制性利率的时间。由于本轮通胀上行时期，联储的响应较晚，在劳动力市场工资增速较高和服务业恢复进程继续，可能带来超预期的通胀粘性背景下，不宜低估没联储鹰派反复的风险。尤其是在市场单边预期美联储货币政策转向的情绪高亢的情形下，不排除联储为了预期管理而再次“泼冷水”引发市场关于美联储鹰派预期反复的风险。

图表 21：美联储上调 2023 年通胀预期，需警惕高通胀下鹰派预期反复风险

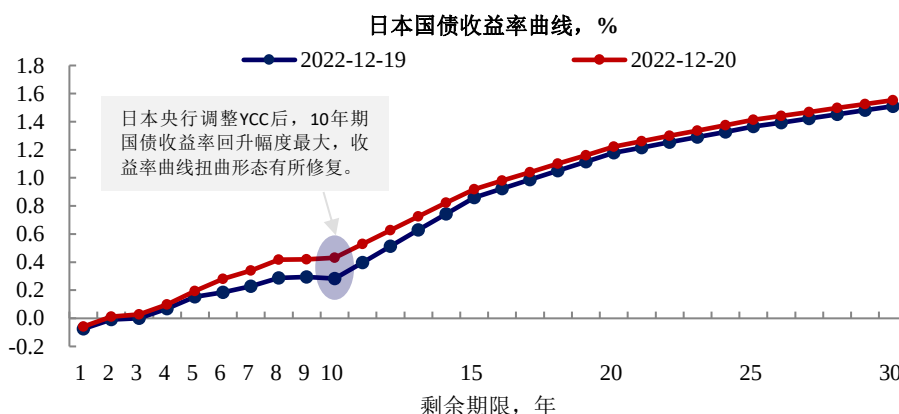
美联储官员预测结果中位数，%						
		2022	2023	2024	2025	长期
实际 GDP 增速	2022 年 12 月	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8
	2022 年 9 月	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
失业率	2022 年 12 月	3.7	4.6	4.6	4.5	4
	2022 年 9 月	3.8	4.4	4.4	4.3	4
PCE	2022 年 12 月	5.6	3.1	2.5	2.1	2
	2022 年 9 月	5.4	2.8	2.3	2	2
核心 PCE	2022 年 12 月	4.8	3.5	2.5	2.1	
	2022 年 9 月	4.5	3.1	2.3	2.1	
联邦基金利率	2022 年 12 月	4.4	5.1	4.1	3.1	2.5
	2022 年 9 月	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5

注：红色表示上调，蓝色表示下调
数据来源：Fed，兴业证券经济与金融研究院整理

日本央行：调整 YCC 并不意味着转紧，2023 年 4 月或有进一步信号

- 日本央行超预期调整收益率曲线控制（YCC），意在纠正收益率曲线扭曲。2022 年 12 月，日本央行议息会议意外调整收益率曲线控制（YCC），将收益率目标从 $\pm 0.25\%$ 调至 $\pm 0.5\%$ 。从以往货币政策立场来看，日本央行显然是坚定宽松的践行者，本次日本央行意外的上调 YCC，引发市场关于日本货币政策转紧的担忧。日本央行在 2022 年 12 月 20 日官方发布的货币政策声明中宣称，此次对 YCC 进行调整的主要原因是债券市场的“运作退化”。当前日本国债的收益率曲线已发生扭曲，截至 2022 年 12 月 19 日，日本 10 年期国债收益率低于 8 年期和 9 年期的国债收益率。国债作为债市定价的锚点，其市场条件的恶化将会导致整体金融条件恶化，例如阻碍公司债券的发行。此外，随着美欧于 2021 年底相继进入紧缩周期，发达经济体的利率上行使得日债利率也面临上行压力。

图表 22：日本央行调整 YCC 后收益率曲线扭曲形态有所缓解



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

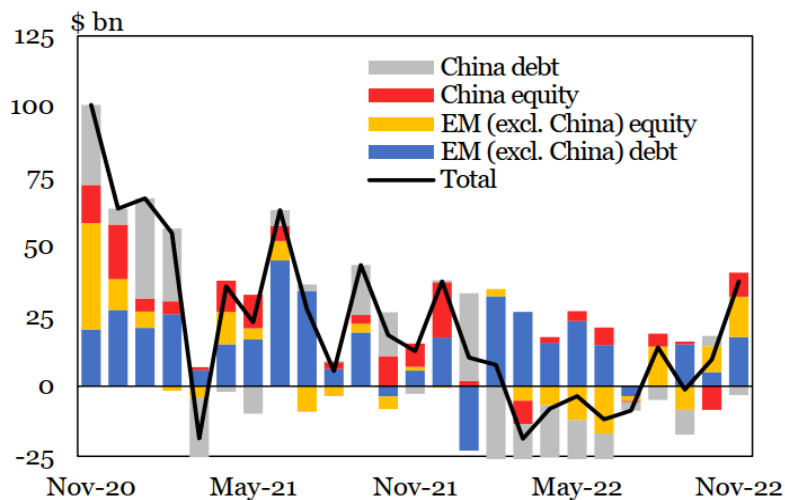
- 但也不排除可能是“试水”退出，2023 年 4 月信号可能会更加清晰。尽管黑田东彦在本次货币政策会议声明发布后，一再强调货币政策并未由松转紧，但此次日银调整 YCC 的操作在纠正市场扭曲的同时，不排除日银“试水”市场反应的可能性，从而为未来货币政策可能发生的转变作准备。至于日本是否会真的改变货币政策立场，关键看国内通胀。因为根据日银的货币政策框架，YCC 的实施归根结底服务于日银“价格稳定”的目标，所以日本央行是否会退出 YCC，明年日本通胀如何演变将会是关键因素。此外，美联储货币政策紧缩斜率放缓背景下，日元汇率和日本债市能否抗住美日货币政策缺口带来的压力也将是 YCC 能否维持的压力因素。2023 年 4 月日本央行行长面临换届，日本货币政策走向届时可能会更加清晰。

全球流动性：随着美元回落，资金流向新兴市场

- 2022 年 11 月以来，新兴市场迎来强劲的全球资金流入。2022 年 11 月以来，随着美联储加息斜率下行预期抬头，美元指数出现回落，全球资金开始转向回流新兴市场。2022 年 12 月 9 日，国际金融协会（IIF）最新一期的《全球资金流向报告》数据显示，2022 年 11 月，国际投资者的新兴市场投资组合规模增加了 374 亿美元，其中固定收益类投资增加了 144 亿美元，是 2022 年资金流入新兴市场最强劲的月份。从外资流入中国 A 股市场的情况

来看，2022 年 11-12 月，陆股通下的资金流动由前期连续两个月流出转为持续流入，2 个月累计流入规模达到 951 亿元（约合 135 亿美元）。

图表 23：2022 年 11 月海外资金大幅流入新兴市场



数据来源：国际金融协会（IIF），兴业证券经济与金融研究院整理

图表 24：2022 年 11-12 月陆股通下外资持续大幅流入中国 A 股市场



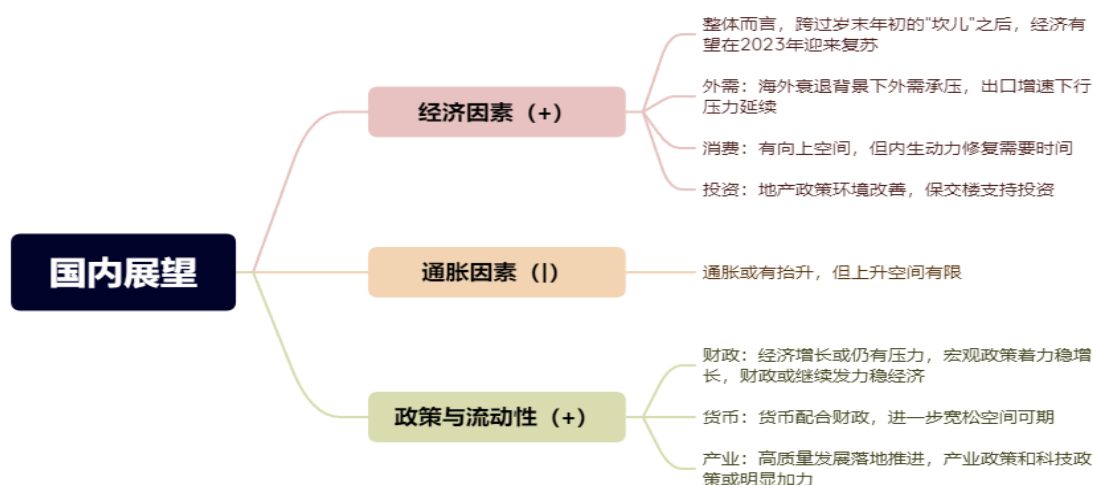
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

第二部分：2023 年 Q1 中国经济图景

展望 2023 年 Q1 中国经济，疫情侵扰或将延续至 2023 年初，经济增长仍有压力，宏观政策着力稳增长，财政发力、货币宽松可期，2023 年一季度经济可能仍处于过“坎儿”阶段，跨过岁末年初的“坎儿”之后，经济有望在 2023 年迎来复苏。

经济方面：外需来看，海外衰退渐进背景下外需承压，出口增速下行压力或将延续。内需来看，消费有向上空间，但内生动力修复需要时间；地产政策环境改善，销售或见底，保交楼支持投资。通胀或有抬升，但上升空间有限。

政策方面：经济增长或仍有压力，宏观政策着力稳增长，财政或继续发力稳经济，货币进一步宽松可期。高质量发展落地推进，产业政策和科技政策或明显加力。

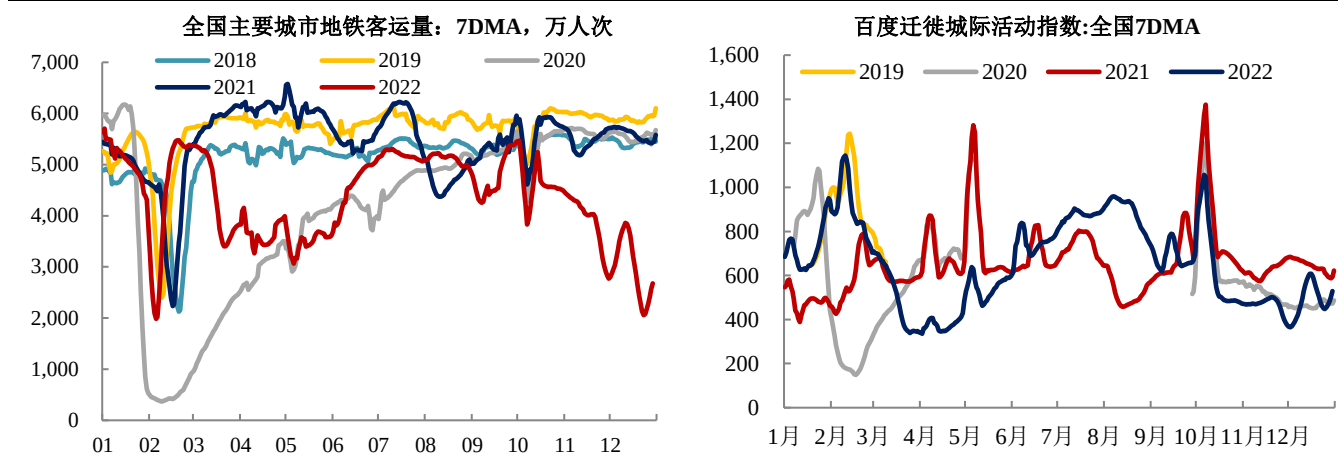


数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

整体经济形势：黎明可期

- 跨过岁末年初的“坎儿”之后，经济有望在 2023 年迎来复苏。当前多数省市第一波疫情高峰已过，并且居民出行活动已有修复。但是，在冬季气温较低+春运的背景下，2023 年一季度或仍然面临较大的防疫压力。跨过 2023 年岁末年初的“坎儿”之后，随着疫情缓和以及“稳增长”政策的出台，经济有望迎来修复。从海外经验来看，在放开初期，由于新增病例快速上升，消费和生产可能都受到一定冲击。但是，随着疫情的缓解，防疫政策的优化将带来消费（尤其是服务业消费）的修复（详见《20221122-海外疫情防控放松后的消费和生产复苏》）。

图表 25：第一波疫情高峰后，出行活动已有修复

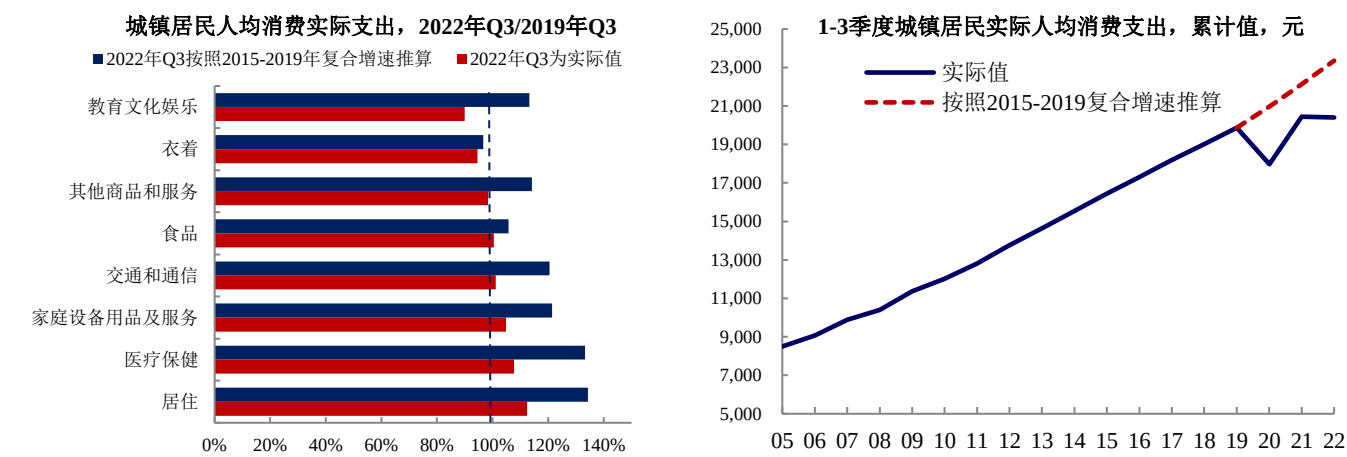


注：主要城市包括上海、广州、北京、武汉、南京、西安、苏州、成都、重庆、郑州、深圳、长沙、合肥、东莞、昆明、厦门、南宁、石家庄
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

消费：有向上空间，但内生动力修复需要时间

- 2022 年低基数+服务业消费修复，2023 年消费数据或有较好表现。经历了第一波疫情高峰之后，2023 年 2 季度的消费，尤其是前期受疫情压制较大的服务业消费有望迎来修复。从实际支出来看，2022 年 3 季度中国城镇居民在居住、医疗、家庭设备用品及服务、交通及通信、食品上的消费已超过了 2019 年 3 季度的水平，但其他商品与服务、衣着、教育文娱分项仍有约 5%-10% 的消费缺口。考虑到中国是发展中经济体，消费支出有一定的自然增长率，因此如果用 2015-2019 年的年均复合增长率推算 2022 年 1-3 季度的人均实际消费支出约为 23351 元，高出当前人均实际消费支出水平（20397 元）约 15 个百分点。其中居住、医疗以及教育文娱等服务业皆有 20% 以上的缺口。叠加 2022 年全年社会消费品零售增速为负带来的低基数效应，2023 年社会消费品零售增速或可达到 7%。（详见《20221229-防疫优化后，2023 年通胀是否会反弹？》）

图表 26: 中国多数消费已恢复至疫情前水平, 但如果考虑中国消费支出有自然增长率, 尚有部分“缺口”。



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

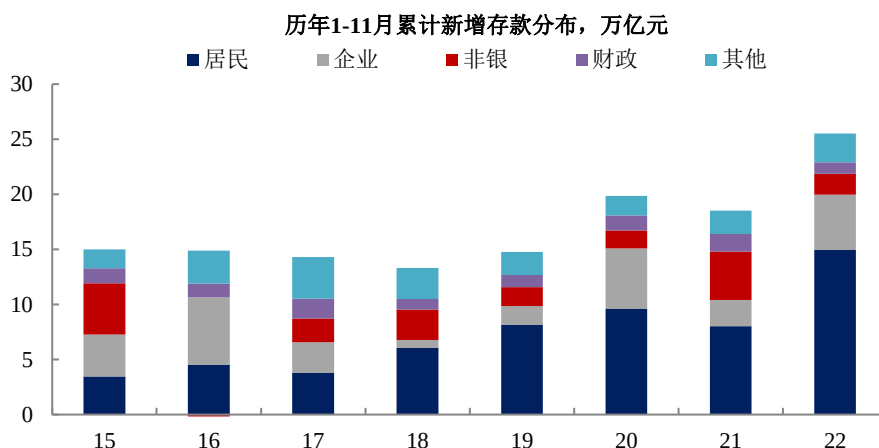
• 但实际内生消费动力复苏或仍需较长时间, 服务消费“填坑”空间或有限。

➤ 参考海外经验来看, 服务业消费难以完全“填坑”。由于疫情带来的“疤痕效应”, 服务业消费复苏相对滞后和缓慢, 且复苏不如商品消费, 多数经济体的服务业消费其实并未回到疫情前的水平。即使是发放了大量财政补贴的美国, 其服务业消费也仅仅略高于疫情前的 3.7%。因此, 虽然如上所述, 服务业消费有一定“填坑”的空间, 但空间较为有限。(详见《20221122-海外疫情防控放松后的消费和生产复苏》)

➤ 从消费能力而言, 虽然居民存款大幅上升, 但居民有意愿消费的储蓄并不多。2022 年新增居民存款明显抬升, 1-11 月累计新增存款相较 2019-2021 年约上升 6.3 万亿元。但这部分的存款抬升主要来自于: 1) 居民支出的减少, 即预防性储蓄的增加; 2) 购房需求的下降; 3) 理财赎回。考虑到购房需求和理财赎回的资金主要用于投资, 即使不用作投资也较难转化为消费用途。并且, 当前居民购房意愿与对未来经济及收入预期息息相关, 购房意愿下滑带来的储蓄往往也意味着消费意愿的下滑。因此, 单从存款来看消费能力并不准确。

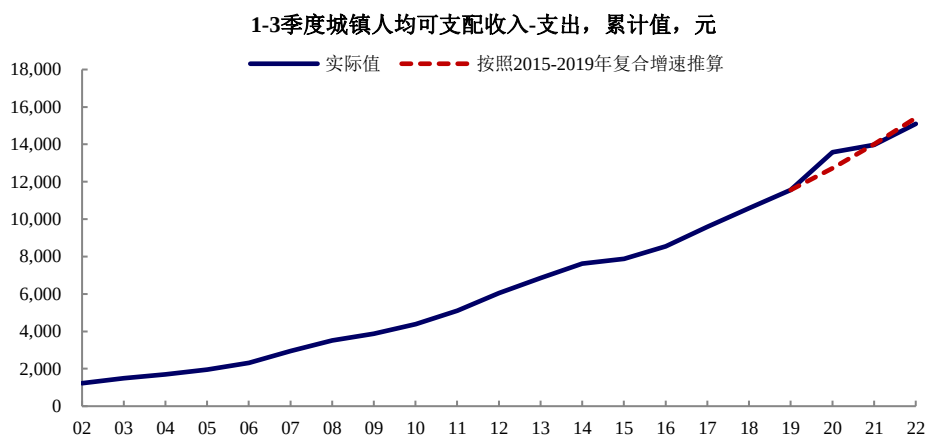
相比于受投资需求因素影响的存款而言, 人均可支配收入-人均消费支出的剩余剔除了投资的需求, 与居民的日常消费更加相关。而从这个口径来看, 2020-2022 年 1-3 季度的人均可支配收入-支出约为 15097 元, 略低于按照 2015-2019 年复合增速推算的 15415 元。因此, 居民实际剩余可消费的储蓄其实并未有显著的增加。

图表 27: 2022 年居民存款出现明显抬升



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 28: 从可支配收入的角度而言, 居民有消费意愿的储蓄并不多

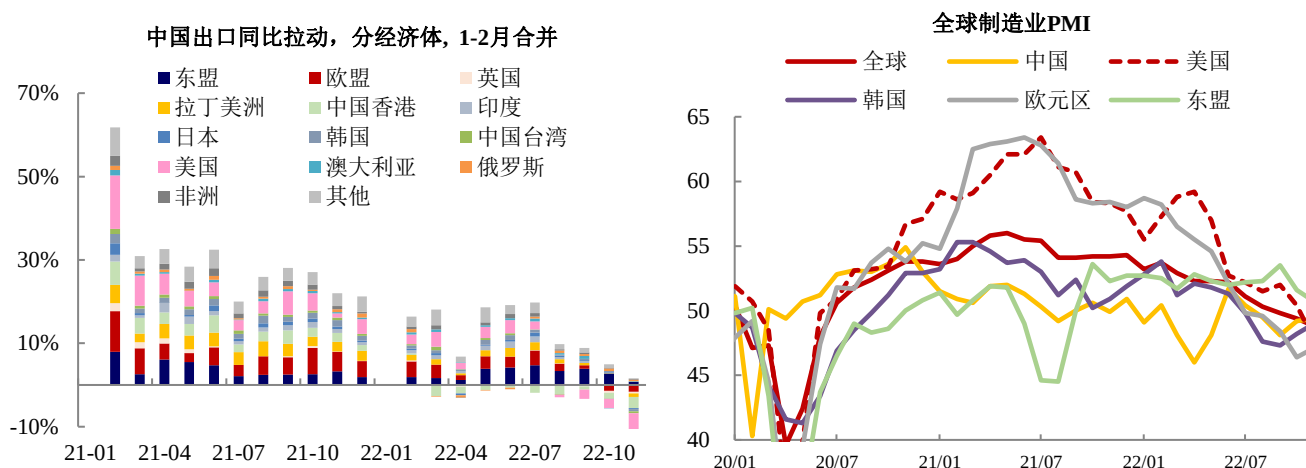


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

出口：外需承压，增速下行

- 全球需求走弱，中国外需承压。**我们在此前多篇报告（20221014,《[内外需求再平衡——兴业证券宏观大类资产配置手册·第二十四期](#)》；20221114,《[踔厉奋发，勇毅前行——兴业证券 2023 年宏观经济报告](#)》）中曾提到，2023 年全球经济是“西降东升”的一年，即海外经济体普遍进入经济下行周期，中国外需受到挤压，但中国经济在内需支撑下保持韧性。自 9 月以来，此前对中国出口拉动较大的美国和欧盟的拉动作用已明显下滑，而 11 月东盟对中国出口的拉动也开始下降。从全球制造业 PMI 来看，多数经济体皆已进入下行趋势，中国外需在此影响下也将持续承压，2023 年中国出口增速全年大概率为负。

图表 29: 在全球经济下行趋势下, 前期对中国出口拉动较大的东盟、美国、欧盟皆出现明显下行



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

地产: 政策环境改善, 销售或见底, 保交楼支持投资

- **2022 年中以来, 房地产政策环境不断改善。**1) 房地产政策“三支箭”先后出台, 支持举措从“需求刺激”向“保交楼”再向“保主体”不断进阶。2) 2022 年 12 月, 中央经济工作会议部署“确保房地产市场平稳发展”。继续强调“房住不炒”, 政策思路转向分类管理, 首要是保交楼, 其次是满足合理融资需求 (前期地产融资支持已经“三箭齐发”)、推动重组并购, 对于优质房地产企业部署支持改善资产负债表。3) 2022 年 12 月 15 日, 刘鹤副总理在公开发言中表示“房地产是国民经济的支柱产业, 针对当前出现的下行风险, 我们已出台一些政策, 正在考虑新的举措, 努力改善行业的资产负债状况, 引导市场预期和信心回暖。”

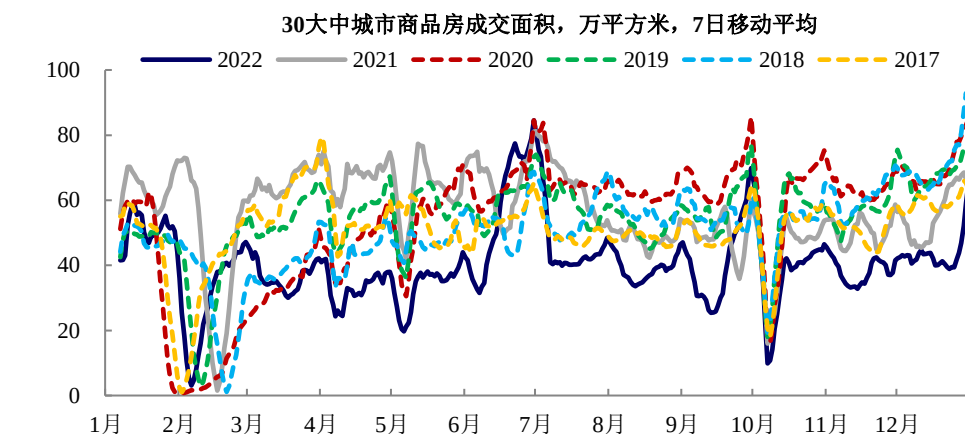
图表 30：2022 年下半年以来房地产领域政策部署情况

日期	政策部门	出台政策	具体内容	支持融资情况	规模
2022/12/16	政治局会议	中央经济工作会议	一是着力扩大国内需求。多渠道增加城乡居民收入， 支持住房改善 、新能源汽车、养老服务消费等。五是有效防范化解重大经济金融风险。 要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 ，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。要防范化解金融风险，压实各方责任，防止形成区域性、系统性金融风险。加强党中央对金融工作集中统一领导。要防范化解地方政府债务风险，坚决遏制增量、化解存量。	稳定供给	
2022/12/15	发改委	“十四五”扩大内需战略实施方案	促进居住消费健康发展 。坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，加强房地产市场预期引导，探索新的发展模式，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制，支持居民合理自住需求。完善长租房政策，以人口净流入的大城市为重点，扩大保障性租赁住房供给，优化住房公积金支持缴存人租房提取等使用政策。	刺激需求	
2022/11/28	证监会	恢复房地产企业并购重组、再融资	(1) 恢复涉房上市公司并购重组及配套融资 。(2) 恢复上市房企和涉房上市公司再融资 。(3) 允许以房地产为主业的H股上市公司再融资；允许主业非房地产业务的其他涉房H股上市公司再融资 。(4) 进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用。(5) 积极发挥私募股权投资基金作用。开展 不动产私募投资基金试点 。	股权融资 (第三支箭)	-
2022年11月 以来	商业银行	房地产企业授信	*工商银行向12家全国性房地产企业提供意向性融资总额达6550亿元。 *中国银行向多家全国性房企提供意向性授信金额合计超6000亿元， *邮储银行向多家房企提供意向性融资总额2800亿元。 *兴业银行向多家房地产企业提供意向性融资支持达4400亿元。 *农业银行与5家房企签署银企战略合作协议。 *建设银行与8家房企签订合作协议。	信贷融资 (第一支箭)	已公布接近2 万亿元意向 授信
2022/11/14	银保监会	保函置换 预售监管资金	银保监会、住建部、人民银行发布《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》指出，监管账户内资金达到规定的监管额度后， 房地产企业可向商业银行申请出具保函置换监管额度内资金 。	预售监管 资金	-
2022/11/8	人民银行	支持民营企业 债券融资	在人民银行的支持和指导下，交易商协会继续推进并 扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”） ，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。预计可支持约2500亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。	债权融资 (第二支箭)	2500亿元
2022/8/31	住建部、 人民银行等	“保交楼” 专项借款	★以政策性银行专项借款的方式，支持有需要的城市推进已售逾期难交付的住宅项目建设交付。 ★2022年9月以来，央行出台了2000亿元“保交楼”专项借款，并研究设立了鼓励商业银行支持“保交楼”结构性政策工具。	“保交楼” 专项借款 (第一支箭)	2000亿元
2022/9/30	人民银行	下调首套房 公积金贷款利率	自2022年10月1日起， 下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点 ，第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变。	刺激需求	-
2022/9/29	人民银行	放宽首套房 商业贷款下限	在2022年底前， 阶段性放宽首套房商业性个人住房贷款利率下限 。	刺激需求	-
2022/5/15	人民银行	下调首套房 商业贷款下限	对于贷款购买普通自住房的居民家庭， 首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点 ，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。	刺激需求	-

数据来源：中国政府网，人民银行，银保监会，住建部，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

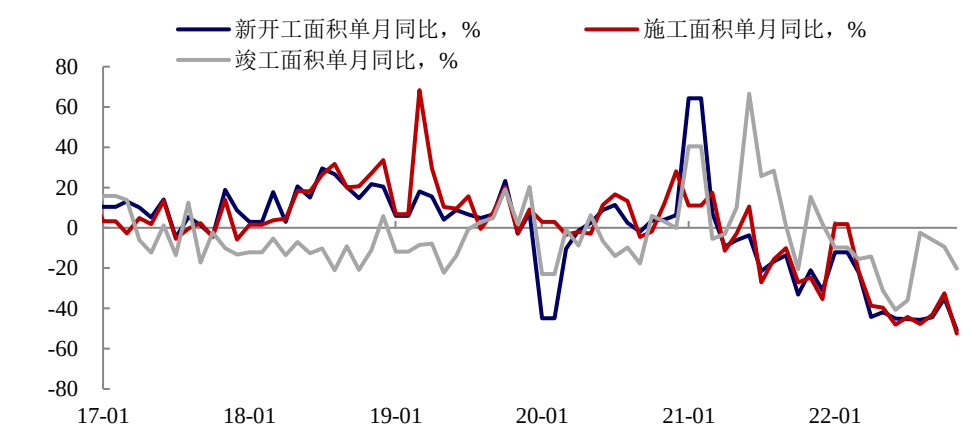
- 随着房地产支持举措落地，销售或见底回升，保交楼支撑地产投资。地产销售方面，从商品房销售数据来看，2022 年最后一周，商品房销售季节性走高，快速回升至接近 2021 年同期水平；从各地最新政策动态来看，近期成都、广州、北京都有放松限购与支持购房举措部署出台。随着地产政策环境的改善，地产预期下行压力或有一定缓解，在相关需求支持政策不断部署刺激下，对地产需求也有积极影响，预计当前地产销售已经进入见底阶段，后续回升可期。地产投资方面，从政策改善趋势中的具体部署来看，分类治理的首要着力点在“保交楼”，回顾 2022 年下半年的情况来看，2022 年第三季度的“保交楼”政策大力部署，带动了地产开工和竣工的改善，在 2022 年中央经济工作会议再度部署“保交楼”后，2023 年可能会有新一轮保交楼发力，从而对地产投资形成支撑。

图表 31: 2022 年岁末商品房销售季节性走高, 快速回升至接近 2021 年同期水平



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 32: 2022 年三季度“保交楼”政策大力部署, 带动地产开工和竣工改善

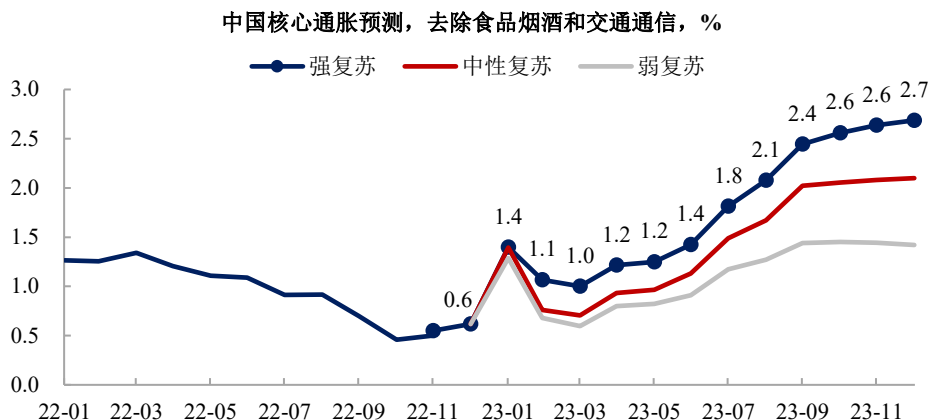


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

通胀: 核心通胀或有抬升, 但上升空间有限

- 在出行修复和消费复苏的推动下, 二季度核心通胀可能回升, 但回升有限。参照海外经验, 防疫政策优化后出行的修复往往会带来外出就餐、住宿以及租房通胀的上行, 从而推升核心通胀。考虑到一季度经济仍然会受到疫情余韵的影响, 随着二季度疫情缓解, 核心通胀将会有所上行。但是, 如前所述, 由于中国消费修复空间有限且内生动力复苏仍需较长的时间, 因此核心通胀即使上升, 但回升幅度有限。在中性假设下, 即居住及教育文娱分项环比略高于 2015-2019 年的均值水平, 2023 年中国剔除食品和交运分项的 CPI 均值约为 1.4%, 虽然高于 2020-2021 年的 0.7%, 但低于 2019 年的 1.8%。(详见《20221229-防疫优化后, 2023 年通胀是否会反弹?》)

图表 33: 在消费恢复下, 2023 年核心通胀或走高, 但走高幅度有限

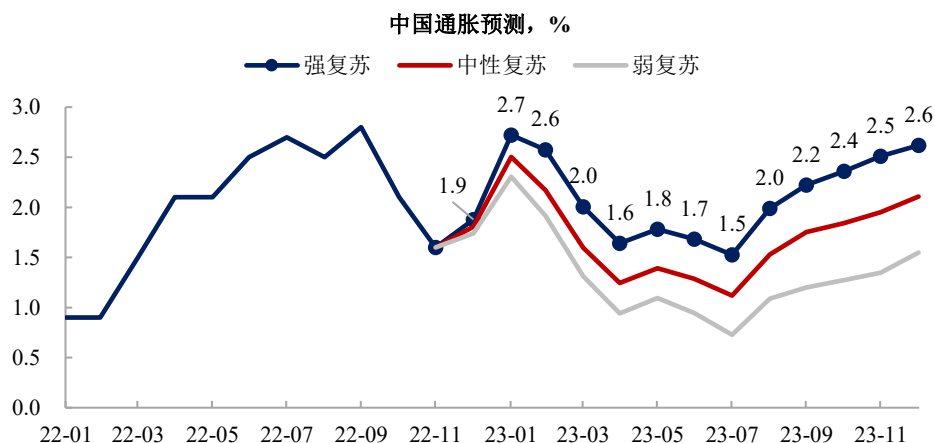


注: 此处的核心通胀是将食品烟酒和交通通信两个分项剔除后, 由其他通胀分项加权计算得到, 与官方公布的核心通胀数据存在一定差异。

数据来源: Wind, iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 考虑到 2023 年猪价上行乏力, 整体 CPI 的压力也有限。猪价的领先指标能繁母猪存栏同比已于今年 5 月从底部回升, 在能繁母猪供应增加的背景下, 明年猪价整体上行乏力。中性假设下, 2023 年外三元生猪价格约为 19 元/千克, 则全年 CPI 约为 1.7%。从节奏上来看, 由于一季度基数较低且存在春节错位的影响, 1 月 CPI 可能为 2023 年全年高点。在高通胀假设下, 2023 年外三元生猪价格为 23 元/千克, 则全年 CPI 约为 2.1%。因此, 总体而言, 如果没有发生额外的供给冲击, 仅仅是防疫政策优化带来的需求复苏对明年 CPI 的拉动有限, 2023 年的通胀压力整体可控。

图表 34: 中国 2023 年 CPI 总体压力不大



数据来源: Wind, iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

财政政策: 发力稳增长

- 经济增长或仍有压力, 财政或继续发力稳增长。2023 年全年来看, 考虑到内需“疤痕效应”以及外需或受美欧衰退拖累而疲弱, 经济或继续面临下行压力。而且, 考虑到防控优化短期内可能给消费以及经济带来扰动, 预计一季度经济压力可能相对更大。中央经济工作会议强调了稳增长, 预计

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/348124024057006117>