

宏观深度报告

2023年亚洲经济和资本市场展望

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



平安观点：

- 本文回顾 2022 年亚洲经济与资本市场表现，在判断 2023 年亚洲经济走势的基础上，展望股票、债券、外汇及大宗商品市场投资机会，以期为全球大类资产配置提供亚洲角度的参考。
- 预计 2023 年亚洲经济和资本市场受外部因素影响的主线将发生切换。亚洲以发展中经济体为主，且经济对外依存度较高，易受欧美等主要发达经济体经济形势和政策变化的影响。2022 年美欧经济尚未进入衰退，亚洲主要经济体出口维持较强韧性，但在美联储“追赶式”加息下，美元和美债收益率飙升，亚洲市场面临资本流出压力。展望 2023 年，外部因素影响亚洲的主线发生切换：欧美步入衰退后，亚洲出口或将承压，但美联储紧缩节奏放缓，亚洲市场面临的资本外流压力或将缓解。
- 股票市场方面，2023 年亚洲股市有望完成筑底，这主要基于外部货币金融环境趋于缓和，对亚洲股市的估值及风险偏好或有支撑。然而，基于全球经济衰退风险、亚洲经济体基本面下行压力，市场总体反弹空间及时间仍存不确定性。不过，亚洲股票市场相对其他区域的配置价值依然较高，这主要基于亚洲股票中长期风险收益表现较好、当前估值水平较为合理、预期盈利增速也相对占优。
- 债券市场方面，2023 年亚洲美元债具备较高的投资价值：一是，亚洲债市有望迎来“经济下行+货币宽松”的基本面“顺风”环境；二是，亚洲美元债中长期风险收益特征优异，当前的收益率水平已达历史高位；三是，内外部环境好转下，亚洲美元债信用利差或难进一步大幅攀升，有望迎来边际修复。
- 外汇市场方面，一是 2023 年中美经济形势（从周期错位到同步）或将朝着有利于人民币资产的方向发展，预计美元兑人民币汇率中枢将下移；二是若日本央行坚守收益率曲线控制策略维持极度宽松，2023 年日元贬值压力仍存。
- 大宗商品方面，一是全球能源需求增速或保持平稳下行，但供给端存在多重扰动。参考油价和库存水平的历史相关性，预计未来一年左右时间，WTI 原油价格中枢在 80-90 美元/桶；二是当前金价正处于“通胀缓和+强紧缩”的承压期，但受避险需求支撑亦难大幅走弱，金价反弹或待美国经济衰退步入中后期；三是国际粮价再度明显上行的动力不足，波动幅度也有望缩窄，波动中枢或逐步回归至 2021 年四季度水平。
- 风险提示：以美联储为代表海外央行货币紧缩力度超预期、欧洲或亚洲部分国家债务危机重演、地缘政治冲突升级、新冠病毒出现高传播性新变种、亚洲经济增速弱于预期等。

正文目录

一、亚洲经济回顾及展望	4
1.1 2022 年亚洲经济回顾.....	4
1.2 2023 年亚洲经济展望.....	4
二、亚洲资本市场展望	6
2.1 股票市场.....	6
2.2 债券市场.....	11
2.3 外汇市场.....	15
2.4 大宗商品.....	16

图表目录

图表 1	近年中、日、韩、印四国的出口累计同比	5
图表 2	欧元区经济领先指标已大幅走弱	6
图表 3	2022 年前三季度 MSCI 分地区股票市场涨跌幅	7
图表 4	2022 年亚洲及美国股票市场涨跌幅（%）	7
图表 5	MSCI 亚洲（除日本）地区股票市场涨跌与美元指数变化	8
图表 6	近五年 MSCI 亚洲相比其他核心区域指数风险收益表现较好	9
图表 7	2000 年以来 MSCI 亚洲指数与其他区域指数收益率的相关性不高	9
图表 8	截止 2022 年 9 月，MSCI 分区域指数股票估值水平	10
图表 9	2016 年以来，亚洲主要股票指数 PE 区间	10
图表 10	截止 2022 年 9 月，MSCI 主要地区股票指数 EPS 增速预测	11
图表 11	截止 2022 年 9 月，亚洲主要经济体 10 年期国债收益率	12
图表 12	2022 年前三季度，iBoxx 亚洲美元债指数分地区收益率	12
图表 13	iBoxx 亚洲美元债指数到期收益率与美国 10 年期国债收益率变化（%）	13
图表 14	近十年亚洲美元债指数风险收益表现优于欧美地区	14
图表 15	iBoxx 分地区债券指数收益率	14
图表 16	亚洲高收益债违约率（%）	15
图表 17	美日 10Y 国债利差和美元兑日元汇率有一定同步性	16
图表 18	美国原油库存和 WTI 油价存在较强的负相关性	17
图表 19	全球食品价格与国际油价走势高度相关	18

2022 年以来，得益于出口的亮眼表现，以东盟、印度为代表的亚洲部分经济体维持了较强的增长韧性，但在较大的资本流出压力下，亚洲资本市场的表现却不尽如人意，呈股债汇三杀状态。展望 2023 年，亚洲经济何去何从，资本市场的投资机会何处挖掘？本文回顾 2022 年亚洲经济与资本市场表现，在判断 2023 年亚洲经济走势的基础上，展望股票、债券、外汇及大宗商品市场投资机会，以期为全球大类资产配置提供亚洲角度的参考。

一、亚洲经济回顾及展望

1.1 2022 年亚洲经济回顾

亚洲各经济体在发展水平、经济体量等方面，存在较大差异。我们将亚洲各经济体分为中国（不含港澳台）、日本、韩国和其它经济体四类，逐一回顾 2022 年经济形势。

第一，中国经济增速有所放缓。根据 IMF 数据，2021 年中国 GDP 为 17.5 万亿美元，占亚洲经济总量的 46.3%。因此，中国经济形势对亚洲经济整体有决定性影响。2021 年中国 GDP 同比 8.1%，为亚洲 GDP 同比增长 6.1% 贡献重要力量。不过，2022 年中国经济面临失速风险：一是新冠疫情冲击，疫情影响最严重的二季度 GDP 仅同比增长 0.4%；二是房地产市场降温，7 月中国房地产行业出现事件性冲击，延长了行业探底时间。5 月末中国陆续出台多项稳增长政策，包括加大基建投资、以汽车为主要抓手刺激消费、推进保交楼和释放制造业设备更新需求等。中国经济正稳步修复，9 月亚洲开发银行预计 2022 年中国 GDP 同比增长 3.3%。

第二，日本 GDP 增速小幅回落。日本内阁府数据显示，2022 年一、二季度日本 GDP 分别同比增长 0.1%、2.2%。2022 年 3 月下旬，日本防疫政策开始放松，包括服装、旅游、在外餐饮等在内的半耐用品和服务消费开始较快恢复。企业盈利改善，推动二季度日本非住户私人部门的投资同比转正。2022 年下半年，日本私人消费继续稳步复苏，不过出口由于供应链受阻（汽车产业链尤为明显），其恢复空间可能有限。2022 年 8 月日本 CPI 同比为 3.0%，核心 CPI 同比也高达 2.8%。俄乌冲突和日元贬值对日本消费品通胀有重要推动，后续可能削弱低收入群体的消费意愿。亚洲开发银行 9 月发布的报告显示，其预计日本 GDP 同比将从 2021 年的 1.7% 小幅放缓至 2022 年的 1.4%。

第三，韩国经济增速下滑，但表现仍相对亮眼。2022 年上半年韩国 GDP 同比增长 2.9%，在亚洲主要经济体中靠前。受益于半导体和石油制品的强劲出口，上半年韩国出口实际同比增长 6.0%。为应对经济下行，2022 年上半年韩国政府支出增长了 5.4%。劳动力市场恢复高景气，上半年韩国私人部门消费同比增长 4.2%。不过，由于原材料和能源价格高涨，以及企业信心羸弱，上半年韩国投资表现低迷。2022 年下半年韩国经济增速大概率将进一步回落：原因一是疫后重启对经济的推动作用减弱；二是利率上升对消费和投资都有抑制；三是主要贸易伙伴增长放缓意味着韩国出口面临较大压力。今年 9 月韩国出口同比已降至 2.8%，这是 2020 年 11 月以来的最低水平。根据亚洲开发银行 2022 年 9 月的预测，韩国 GDP 同比将从 2021 年的 4.1% 下滑至 2022 年的 2.6%。

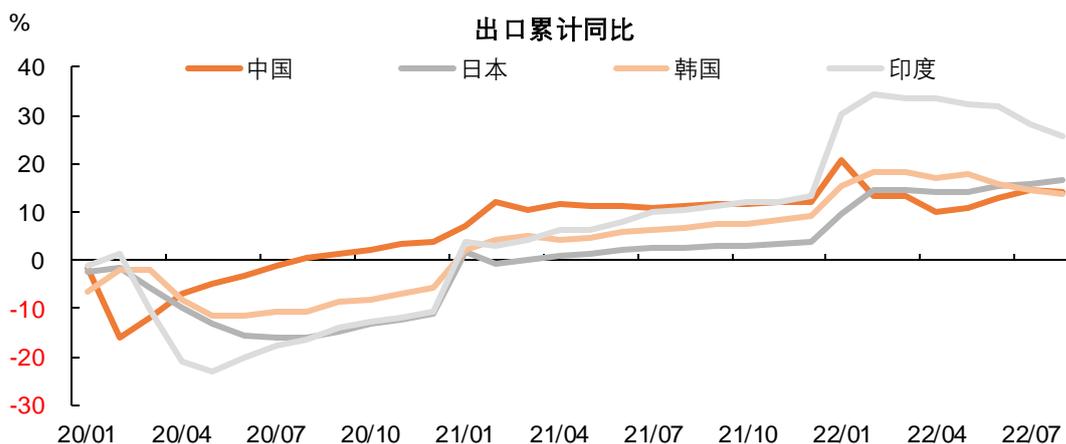
第四，除中国（不含港澳台）、日本和韩国外的其它亚洲经济体，2022 年经济维持较强韧性。IMF 数据显示，除中日韩以外的其它亚洲经济体，2021 年 GDP 合计占亚洲的 35.9%，其中东盟和印度分别占比 9.0%、8.1%。亚洲开发银行 2022 年 9 月报告显示，东盟国家 GDP 同比将从 2021 年的 3.3% 大幅回升至 2022 年的 5.1%；除新加坡外，2022 年其余国家的 GDP 增速均回升，尤其是越南（从 2.6% 提高至 6.5%）、菲律宾（从 5.7% 提高至 6.5%）和马来西亚（从 3.1% 提高至 6.0%），这些国家受益于防疫政策调整和外需强劲；2022 年一、二季度，印度 GDP 同比分别为 4.1% 和 13.5%，其中二季度因从疫情向常态回归，私人消费激增，其拉动印度经济增长 14.0 个百分点。根据 2022 年 9 月亚洲开发银行的预测，印度 GDP 同比将从 2021 年的 8.7% 放缓至 2022 年的 7.0%。

1.2 2023 年亚洲经济展望

亚洲以发展中经济体为主，且对外开放程度较高，易受欧美等主要发达经济体经济形势和政策变化的影响。展望 2023 年，我们认为从外部冲击的视角看，2023 年亚洲经济和资本市场的主线与 2022 年相比将发生明显切换。

2022年亚洲主要经济体的出口表现较强,因此从经济基本面的角度看,外需对2022年亚洲经济形成支撑。用出口总额/GDP来衡量外贸依存度,2020年东盟、韩国、中国(不含港澳台)、日本和印度的贸易依存度分别为53.8%、31.3%、17.7%、12.7%和10.6%。因美欧经济尚未进入衰退,今年亚洲主要经济体的出口继续展现韧性。1-8月以本币计价的印度、日本、中国和韩国出口分别同比增长25.7%、16.6%、14.2%、13.5%、均高于2021年全年的两年平均增速13.1%、3.9%、12.3%和9.0%。因此,强劲出口在2022年仍为亚洲经济增长贡献积极力量。

图表1 近年中、日、韩、印四国的出口累计同比



资料来源: Wind,平安证券研究所(注:2021年数据均为两年平均同比)

但2022年亚洲面临较大的资本外流压力。新冠疫情爆发后,美国实施了超常规的货币宽松政策和积极财政政策,私人部门需求强劲。但供给端面临诸如供应链中断、全球贸易保护主义升温等掣肘,俄乌冲突后全球能源、粮食价格大涨,进一步推升美国通胀压力。为捍卫信誉,美联储开启“追赶式”紧缩,2022年3月和5月分别加息25bp、50bp,在6月、7月和9月连续3次加息75bp。2022年9月美联储发布的点阵图显示,2022年和2023年的联邦基金目标利率中值分别为4.4%、4.6%,这意味着2022年美联储可能还将加息125bp。

美联储超预期紧缩,叠加美国经济相对欧洲和日本表现更强,令2022年美债利率飙升、美元指数大涨。2年期美债收益率从2021年末的0.73%升至高点4.37%(9月27日),10年期美债收益率从2021年末的1.51%升至高点4.02%(9月28日),美元指数从2021年末的96.0升至高点114.2(9月27日)。

尽管面临美元指数走强、长端美债收益率急速攀升的压力,但亚洲多数经济体货币紧缩节奏相对于美联储而言却较慢,这导致亚洲货币多数贬值、资本外流。中国货币政策坚持“以我为主”,2022年8月超预期下调MLF和逆回购利率;日本央行坚持收益率曲线控制策略,财务省于9月22日入场干预日元汇率,寻求“内外平衡”;截至9月末,印度和韩国今年已分别累计加息190bp、150bp,幅度小于美联储的300bp。巴克莱数据显示,2022年1-7月亚洲债市净流出695亿美元。根据汤森路透的统计,今年前三季度亚洲新兴市场股市流出697亿美元,高于2008年全球金融危机时476亿美元的资金流出。

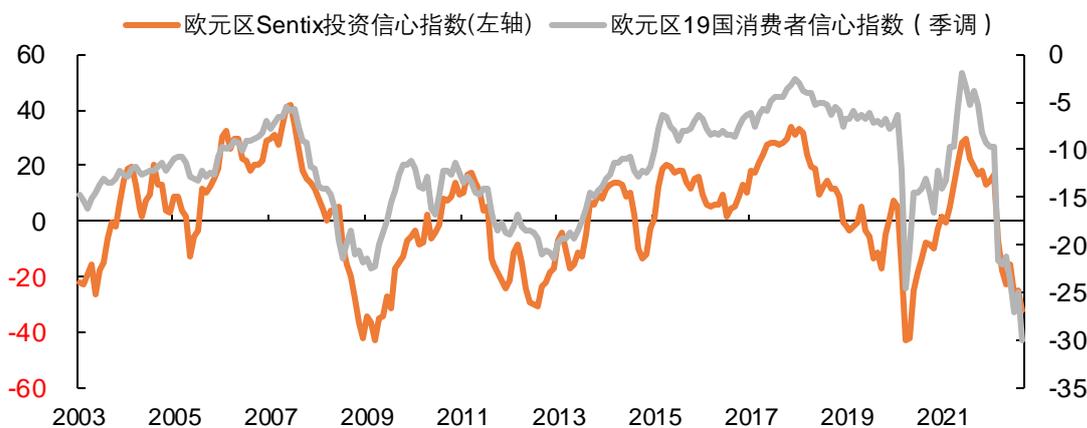
展望2023年,我们认为亚洲经济和资本市场受外部因素影响的主线将较2022年发生切换。欧美经济衰退后,以出口为导向的亚洲经济体,外需放缓压力将明显体现。而资本市场上,因美联储加息节奏料将放缓,甚至可能在2023年降息,亚洲市场资本流出压力或将减弱。

2023年美国衰退几成必然,且存在“硬着陆”风险。一是,以史为鉴,上世纪70-80年代,当美国CPI同比升至5%以上时,经济衰退便如期而至。2022年美国CPI同比最高达到9.1%,不仅超过了此前触发衰退的水平,而且已超过1970年美国“软着陆”时期的水平。二是,当前美联储表现出很强的遏制通胀决心,不惜付出经济衰退的代价。这意味着类似1981-82年沃尔克时期,本次美联储紧缩力度可能足以“制造”一场衰退。三是,目前尚不能排除未来通胀反复的风险。如果

发生新的供给冲击（例如欧佩克大幅削减原油产量），或者美联储实际紧缩力度不足，那么美国通胀仍可能反复，从而在后续酿制更大程度的衰退。

相比于美国，欧洲经济衰退的风险更大。2021年数据显示，欧洲约48%的煤炭、25%的石油和48%的天然气进口来自俄罗斯。随着北半球秋冬季来临，欧洲能源危机或将愈演愈烈，对经济拖累尤为明显。IMF研究显示，仅俄罗斯天然气供应中断给欧洲各国造成的产出损失就普遍达2%左右。此外，能源危机推升欧洲通胀，欧元区货币政策加码紧缩，亦令欧洲衰退风险进一步上升。欧洲各经济领先指标已大幅走弱，欧元区Sentix投资信心指数9月已降至-31.8，低于欧债危机时期；欧元区19国消费者信心指数9月为-29.9，创1985年有统计以来的新低。欧洲经济2022年四季度就可能步入衰退，令出口导向型特征明显的亚洲经济体增长承压。

图2 欧元区经济领先指标已大幅走弱



资料来源：Wind, 平安证券研究所

亚洲开发银行2022年9月发布的预测报告显示，2023年中国GDP同比增长4.5%，日本GDP同比增长1.6%，韩国GDP同比增长2.3%，除中日韩外的其它亚洲经济体同比增长5.3%。

在欧美经济衰退拖累亚洲出口的同时，2023年美联储紧缩节奏放缓，使得亚洲市场资本外流的压力缓解。2022年9月下旬到10月上旬，美国金融市场交易的主线从紧缩到衰退，再到紧缩，原因是期间公布的美国数据扰动较大：一方面，2022年9月美国ISM制造业PMI录得50.9，低于预期值52.2和前值52.8，是2020年5月以来新低。另一方面，2022年10月7日公布的9月美国非农数据好于预期，又令紧缩预期升温。我们认为，美国经济衰退在所难免，2022年10月初美联储副主席布雷纳德也称加息政策存在双重风险，联合国贸发会2022年10月3日呼吁美联储和其他央行停止加息以避免经济陷入长期停滞。因此，2023年美联储加息节奏料将放缓（截至2022年10月8日，CME利率期货显示2023年加息1次），甚至在经济衰退后存在降息可能，这将使得亚洲债市和美债的利差收窄、新兴市场货币贬值压力缓解、资本外流对亚洲市场的冲击也有望减弱。

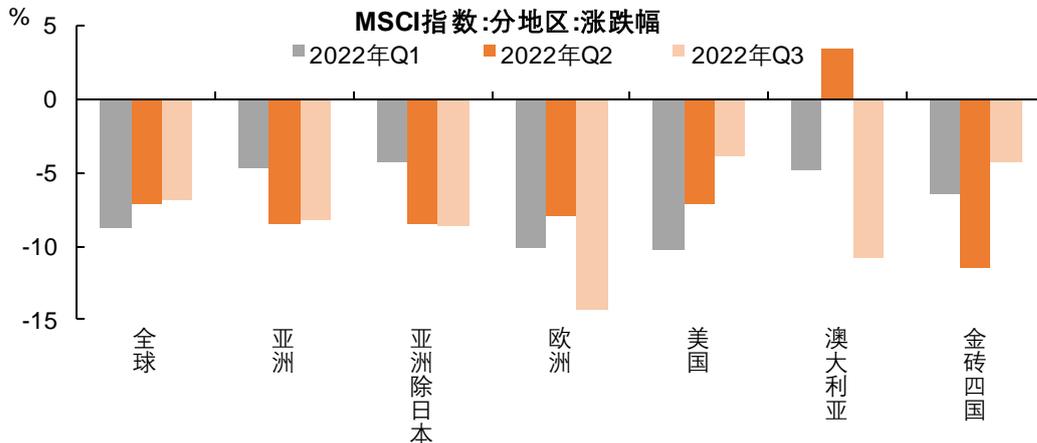
二、亚洲资本市场展望

2.1 股票市场

2022年以来，受到俄乌冲突推升通胀、新冠疫情冲击供应链、以及主要发达国家货币政策转向的影响，全球股市剧烈动荡，亚洲股市连续三个季度下跌。总体看，亚洲股市相对于全球股市表现偏弱，MSCI亚洲指数下跌29%，较MSCI全球、MSCI美国指数跌幅更深。分区域看，代表性经济体以本币计价的股指表现分化较大。韩国、尼泊尔、越南及中国的A股、港股、

台股 2022 年前三季度的调整幅度均超过 20%，分别下跌了 27.6%、26.6%、24.4%、23.0%、26.4%和 26.3%。但是，印尼雅加达综合指数、老挝 LSX 指数、新加坡 EDI 海峡时报指数分别上涨 37.2%、7.0%和 0.7%。**风格方面**，MSCI 亚洲大盘风格跑输中小盘 2.8 个百分点，成长股表现跑输价值股 10.1 个百分点。无论以 MSCI 亚洲指数、还是以 MSCI 亚洲（除日本）指数比较，中小盘价值风格的表现均强于指数整体。

图表3 2022 年前三季度 MSCI 分地区股票市场涨跌幅



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表4 2022 年亚洲及美国股票市场涨跌幅 (%)

区域	指数	2022 年前三季度	2022 年 Q3	2022 年 Q2	2022 年 Q1
美国	标普 500	-22.8	-4.0	-6.2	-9.9
中国	沪深 300 指数	-23.0	-15.2	6.2	-14.5
中国香港	恒生指数	-26.4	-21.2	-0.6	-6.0
中国台湾	台湾综指	-26.3	-9.5	-16.2	-2.9
日本	日经 225	-9.9	-1.7	-5.1	-3.4
韩国	韩国 KOSPI 指数	-27.6	-7.6	-15.4	-7.4
新加坡	新加坡 EDI 海峡时报	0.2	0.9	-9.0	9.1
尼泊尔	尼泊尔证券交易所	-26.6	-9.0	-19.9	0.8
越南	越南 HCMC 指数	-24.4	-5.5	-19.7	-0.4
菲律宾	菲律宾 PSEi 指数	-19.4	-6.7	-14.5	1.1
斯里兰卡	斯里兰卡 CSE 指数	-18.8	35.3	-17.5	-27.2
马来西亚	富时马来西亚	-11.0	-3.4	-9.0	1.3
巴基斯坦	巴基斯坦 KSE100 指数	-7.8	-1.0	-7.5	0.7
泰国	泰国 SET 指数	-4.1	1.4	-7.5	2.3
孟加拉国	孟加拉 DSEX 指数	-3.6	2.1	-5.6	0.0
印度	印度 Sensitive30 指数	-1.4	8.3	-9.5	0.5
柬埔寨	柬埔寨综合指数	-1.3	-5.0	-12.2	18.3
印度尼西亚	印尼雅加达综合指数	7.0	1.9	-2.3	7.4
老挝	老挝 LSX 指数	37.2	43.4	-4.1	-0.2

资料来源: Wind, CEIC, 平安证券研究所

展望 2023 年，亚洲股票市场有望完成筑底。外部货币金融环境趋于缓和，对亚洲股市的估值和风险偏好或有支撑，2023 年的亚洲股市有望完成筑底。然而，基于全球经济衰退风险、亚洲经济体基本面的下行压力，市场总体的反弹空间和时间仍

存不确定性。不过，**相对其他区域而言，亚洲股票市场的配置价值依然较高**：一方面，亚洲股票中长期风险收益表现较好，具备较优的配置价值；另一方面，经过前期调整，当前亚洲股票市场整体估值水平较为合理，且以预期盈利增速衡量，亚洲股市相对全球其他区域具备相对的吸引力。**市场风格和占优板块或随股市及外部环境拐点的出现而切换**。在美联储货币紧缩、美元指数拐点出现之前，股票市场依然“逆风”，高股息的红利板块、估值相对较低的中小盘价值板块有望持续占优。而随着全球经济下滑压力加大、海外紧货币节奏放缓，美元外流压力缓解，亚洲经济体的货币政策空间逐渐打开，成长板块有望受益于流动性好转率先开启反弹。

1、亚洲股市外部环境有望改善

2022 年年初以来，俄乌冲突使得欧洲能源紧张局面更甚，欧美经济景气分化加剧。同时，全球通胀风险再度攀升，带动美联储加速紧货币，带动美债利率快速上升。二者叠加之下，美元指数较快上行，强势美元吸引国际资本回流美国，全球“美元荒”加剧。美国财政部公布的国际资本流动报告（TIC）数据显示，2021 年下半年至 2022 年上半年，美国月度国际资本累计流入 1.36 万亿美元，达 1980 年以来滚动 12 个月统计数据的高点。在此背景下，亚洲股票市场面临较大的资本外流压力，大幅下跌并跑输全球主要非美经济体。

亚洲股票场所面临的外部压力在 2023 年年内有望迎来拐点。历史上，在美联储加息周期开启前及加息初期，美元指数往往走强，因美元资产收益预期上升；但在加息中后期，美元指数震荡走弱，因对美国前景的担忧加剧。根据美联储 9 月议息会议的点阵图、CME 期货隐含的利率预期，我们预计美联储加息节奏将于 2023 年放缓，本轮加息周期已接近尾声，且在全球经济衰退风险提升下，不排除美联储于 2023 年下半年降息的可能性。这或意味着美元指数将逐步见顶，亚洲股票场所面临的资本流出压力趋弱。

可以回顾下 2000 年以来美元指数与亚洲股票市场表现的关系。一方面，美元指数走强时期，MSCI 亚洲（除日本）指数往往趋于下跌，相对于全球非美经济体的超额收益也随之走弱。典型时期有：1) 2000 年初至 2001 年 6 月，互联网泡沫破裂，美元指数自 101.8 升至 119.5，同期 MSCI 亚洲（除日本）指数累计下跌了 41.5%，跌幅高于全球的 24.2% 及非美经济体的 28.3%。2) 2008 年 3 月至 11 月，国际金融危机冲击下，美元指数自 71.8 升至 86.55，同期 MSCI 亚洲（除日本）指数累计下跌了 62.4%，跌幅高于全球的 48.5% 及非美经济体的 54.3%。

另一方面，美元指数走弱时期，MSCI 亚洲（除日本）指数往往表现偏强，相对于全球非美经济体的超额收益走高。典型时期有：1) 2002 年初至 2003 年 12 月，美元指数下行周期开启，自 120.2 降至 86.9，同期 MSCI 亚洲（除日本）指数累计上涨 11.4%，涨幅高于全球的 4.4% 及非美经济体的 10.1%。2) 2005 年 12 月至 2007 年 11 月，美元指数自 91.6 降至 76.5，同期 MSCI 亚洲（除日本）指数累计上涨 36%，涨幅高于全球的 15.4% 及非美经济体的 21.5%。

图表5 MSCI 亚洲（除日本）地区股票市场涨跌与美元指数变化

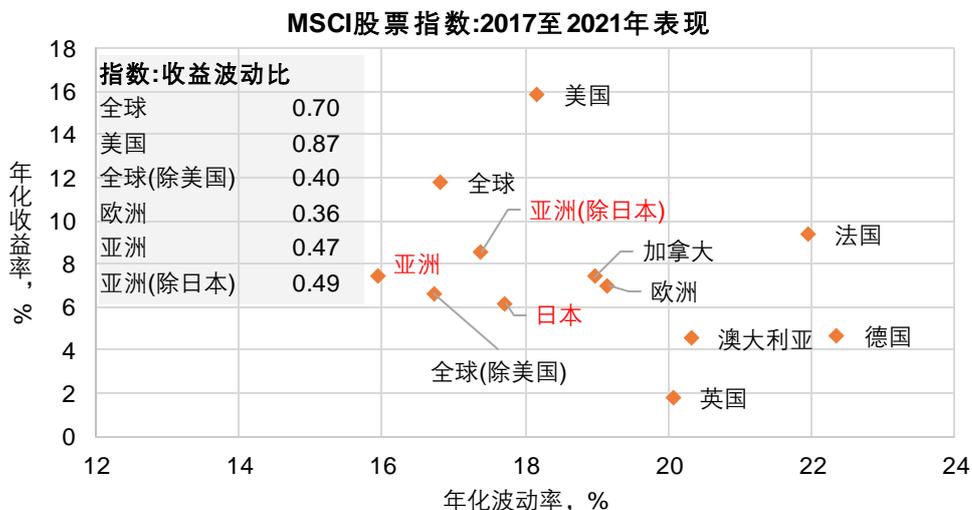


资料来源: Wind, MSCI, 平安证券研究所

2、亚洲股市具备中长期配置价值

从中长期角度看，亚洲股票市场风险收益表现较好，在全球化投资中具备较好的配置价值。我们统计了最近 5 个自然年度（2017 至 2021 年）的股票市场表现：MSCI 亚洲指数年化收益率约 7.4%，相比 MSCI 欧洲、全球（除美国）指数分别高出 0.44、0.81 个百分点；MSCI 亚洲指数的年化波动率约 15.9%，，相比 MSCI 欧洲、全球（除美国）指数分别低 3.22、0.79 个百分点。由此看，亚洲股票市场（尤其是剔除表现相对稳定的日本市场后）的长期收益表现较好，且波动率相对较低。同时，亚洲股市同欧美主要经济体收益相关性不高，能够较好对冲非系统性风险，有助于拓展“均值-方差”模型下资产配置的前延边界，提升组合的夏普比率。

图表6 近五年 MSCI 亚洲相比其他核心区域指数风险收益表现较好



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表7 2000 年以来 MSCI 亚洲指数与其他区域指数收益率的相关性不高

MSCI 指数收 益率相关系数	亚洲	亚洲 (除日本)	日本	全球	美国	全球 (除美国)	欧洲	法国	德国	英国
亚洲	1									
亚洲(除日本)	0.86	1								
日本	0.91	0.60	1							
全球	0.75	0.75	0.63	1						
美国	0.59	0.60	0.49	0.95	1					
全球(除美国)	0.84	0.82	0.70	0.95	0.80	1				
欧洲	0.67	0.69	0.55	0.93	0.80	0.96	1			
法国	0.65	0.65	0.54	0.89	0.77	0.92	0.97	1		
德国	0.64	0.67	0.52	0.88	0.77	0.91	0.95	0.94	1	
英国	0.60	0.61	0.48	0.82	0.71	0.85	0.87	0.81	0.77	1

资料来源: Wind,平安证券研究所

3、亚洲股市当前估值水平较合理

当前看，亚洲主要经济体股票估值水平较合理。就其绝对估值而言，截止 2022 年三季度末，MSCI 亚洲股票（除日本）指

数的市盈率 (PE) 为 13 倍, 低于 MSCI 全球指数的 16 倍、发达市场指数的 16.7 倍; 市净率 (PB) 为 1.4 倍, 也低于全球及发达市场指数; 股息率为 3.0%, 高于全球及发达市场。

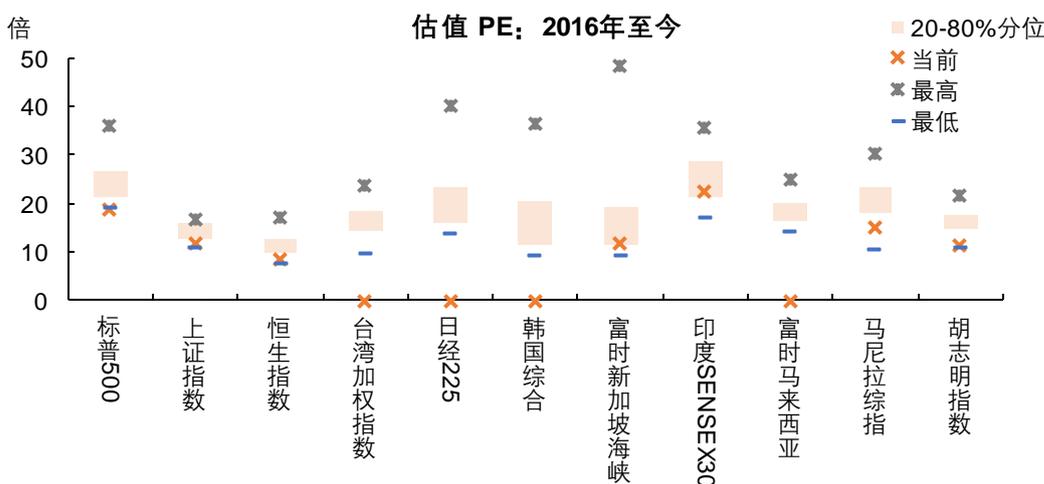
就其相对位置而言, 截止 2022 年三季度末, 亚洲主要经济体指数市盈率 (PE) 多处于近年偏低位置。具体看, 中国的 A 股、港股及台股代表性指数 PE 水平分别处 2016 年以来 5.5%、2.3%和 0%分位; 韩国综合指数、越南胡志明指数、菲律宾马尼拉指数、富时马来西亚指数的 PE 也都处于 2016 年以来的 10%分位以下。

图表8 截止 2022 年 9 月, MSCI 分区域指数股票估值水平

MSCI 指数		市净率 (PB)	市盈率 (PE)	股息率 (%)
区域	亚洲新兴市场	1.5	12.7	2.9
	亚洲 (除日本)	1.4	13.0	3.0
经济体	全球	2.3	16.0	2.4
	发达市场	2.4	16.7	2.3
	新兴市场	1.5	11.8	3.6
	欧洲	1.6	12.9	3.6
	韩国	0.8	7.8	2.5
	日本	1.2	13.8	2.7
	中国	1.2	13.5	2.7
	中国台湾	1.8	10.1	5.2
	泰国	1.8	16.5	3.0
	印度尼西亚	2.3	14.8	3.0
	沙特阿拉伯	2.5	17.4	2.6
	印度	3.4	24.4	1.2
	美国	3.4	19.0	1.7

资料来源: Wind,平安证券研究所

图表9 2016 年以来, 亚洲主要股票指数 PE 区间



资料来源: Wind,平安证券研究所

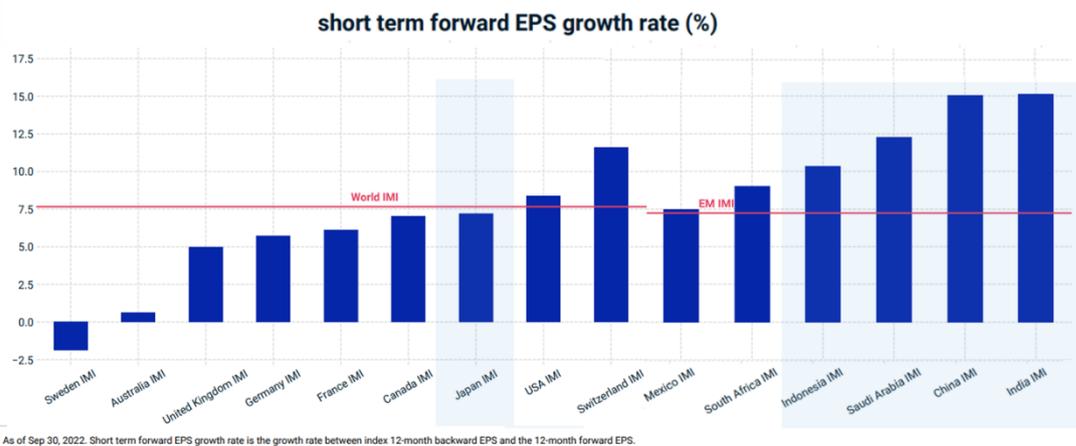
4、亚洲股票景气度横向对比较高

预计 2023 年亚洲主要经济体股票盈利增速趋缓, 但增速水平相比其他区域依然具备吸引力。一方面, 就宏观环境而言, 欧美经济衰退后, 以出口为导向的亚洲经济体, 外需放缓压力将明显体现, 对上市公司整体盈利情况形成下行牵引; 另一方面, 相比于其他地区而言, 亚洲主要经济体的 EPS 预期增速依然较高。据 MSCI 截止 2022 年三季度末的预测, 未来 12 个月日

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

本股票的 EPS 增速高于澳大利亚、英国、德国、法国、加拿大等发达经济体；印度、中国、沙特阿拉伯、印度尼西亚等亚洲主要经济体的 EPS 增速高于新兴市场国家整体水平。

图表10 截止 2022 年 9 月，MSCI 主要地区股票指数 EPS 增速预测



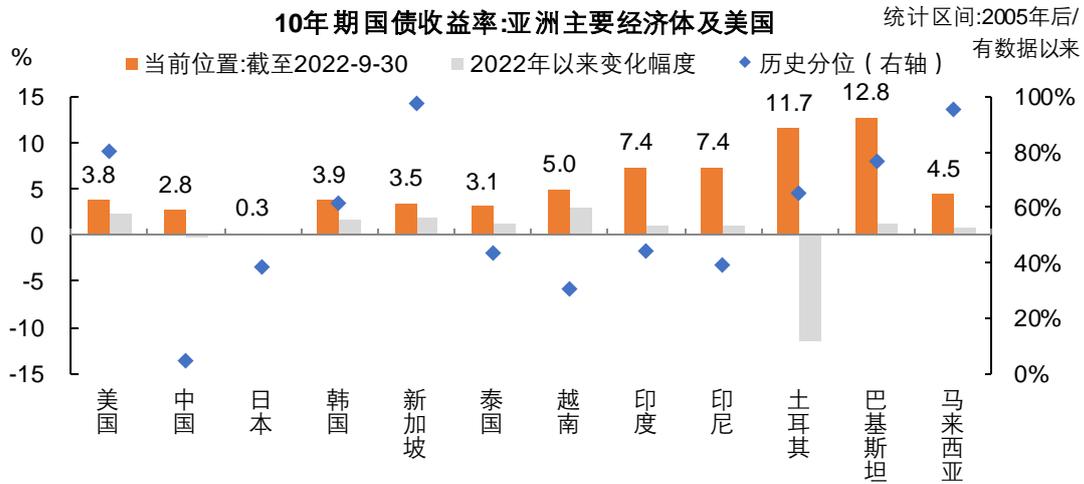
资料来源：MSCI, 平安证券研究所

2.2 债券市场

2022 年前三季度，亚洲国债收益率多数上行，以美元计价的债券指数调整幅度较大。在通胀预期升温、货币政策加速紧缩的影响下，10 年期美债利率在 2022 年前三季度上行约 231bp。亚洲面临的资本外流压力较大，汇率多数贬值，且部分国家跟随美联储加息，使得国债收益率普遍上行。主要经济体中，韩国、新加坡、泰国、印度、巴基斯坦的 10 年期国债收益率上行幅度在 100 至 200bp 之间，越南 10 年期国债一度上行超过 300bp；不过，中日国债利率相对平稳，10 年期国债收益率分别下行 1.5bp、上行 18.8bp，主要得益于两国坚持“以我为主”，维持宽松的货币政策态势。

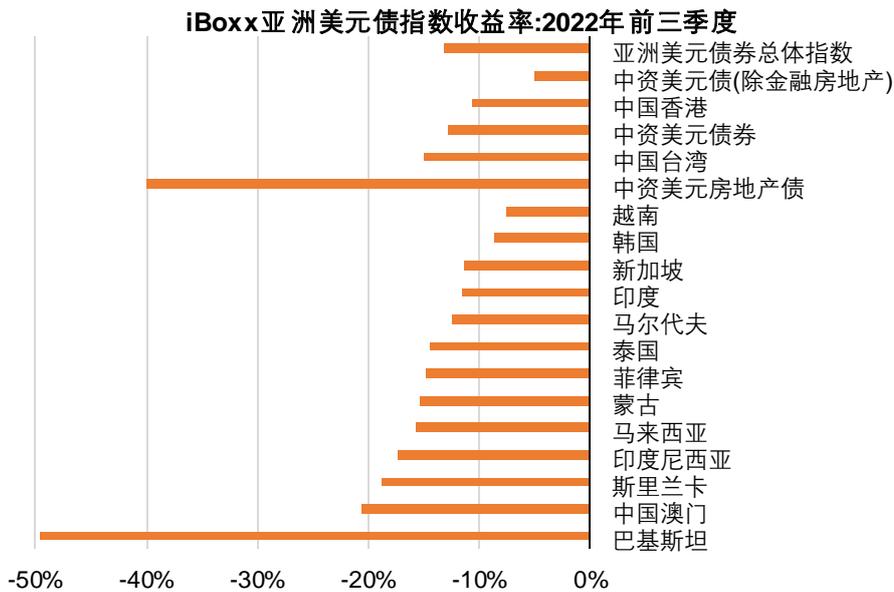
从 iBoxx 美元债券指数的变化看，亚洲美元债指数在 2022 年前三季度下跌了 13.3%，其中既有本土债券收益率上行的带动，又有汇率贬值对美元计价债券收益率的助推。值得关注的是，中资美元房地产债指数跌幅达 40.1%，构成较强拖累；而除金融地产外的中资美元债跌幅仅 5.1%，相比其他主要经济体的调整幅度较小。

图表11 截止 2022 年 9 月，亚洲主要经济体 10 年期国债收益率



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表12 2022 年前三季度，iBoxx 亚洲美元债指数分地区收益率



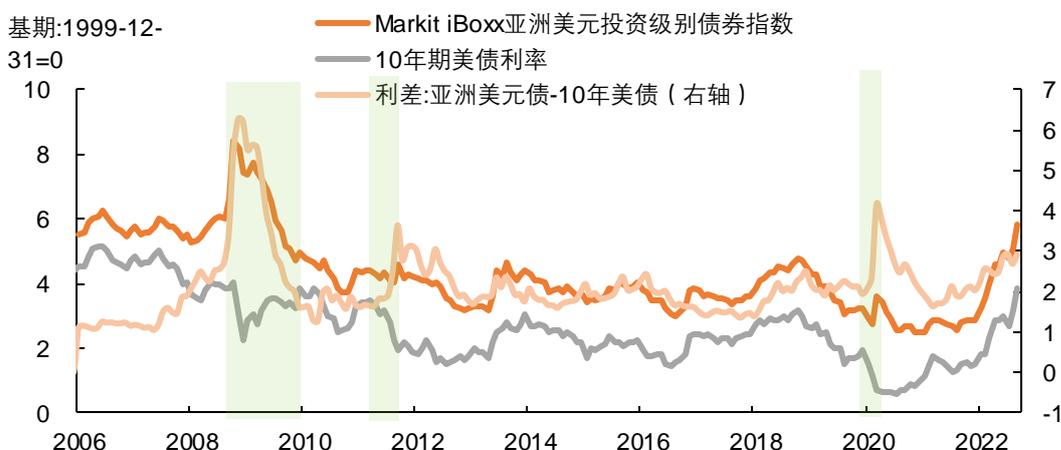
资料来源: Wind,平安证券研究所

展望 2023 年，亚洲债券市场具备较强的吸引力。外向型经济增速承压、外部货币金融环境好转、货币政策宽松操作可能再现，亚洲债券市场或将面临“顺风”的基本面环境。与此同时，亚洲美元债当前收益率水平已达历史高位，且其中长期风险收益特征优异，具备短期、中长期共振的估值吸引力。基于货币金融环境好转、中国房地产政策正积极调整、亚洲美元债历史违约风险低于其他区域等支撑因素，亚洲美元债信用利差或难进一步大幅攀升，且有望迎来边际修复。**就占优板块而言**，亚洲美元债中投资级板块收益率处相对高位、中长期波动率较低，且信用风险相对可控，具备底仓超配价值；高收益美元债在市场好转期间弹性较大，但其极端情况下的尾部风险较高，或可在房地产行业之外挑选基本面前景较明朗的行业及个券，低仓位博弈弹性机会。

1、亚洲债券利率或将随美债利率见顶回落

美国国债与亚洲美元债利率走势关系密切。2006年以来,多数时间亚洲美元债的变化方向与10年期美债收益率同步性较强,且因其波动率相对较高,利差走势的方向也往往与10年美债收益率变化方向一致。不过,部分特殊时期曾出现10年期美债利率下行、亚洲美元债收益率较快上行的组合,利差逆势大幅走阔。有三段典型时期:一是国际金融危机时期,2008年6月至年末,美债利率下行181bp,而亚洲美元债指数收益率逆势上行216bp,利差扩大了近400bp;二是欧债危机时期,2011年3月至年末,美债利率下行153bp,而亚洲美元债的利差上行146bp;三是新冠疫情爆发初期,2020年一季度美债利率下行122bp,而亚洲美元债收益率逆势上行近100bp,利差走阔约220bp。由此看,如无大规模债务或金融危机爆发(由此引发避险需求飙升),在2023年,随着美联储加息周期进入尾声,美债收益率筑顶回落,亚洲美元债收益率有望步入下行,且其下行幅度或较美债收益率更大。

图表13 iBoxx 亚洲美元债指数到期收益率与美国10年期国债收益率变化(%)

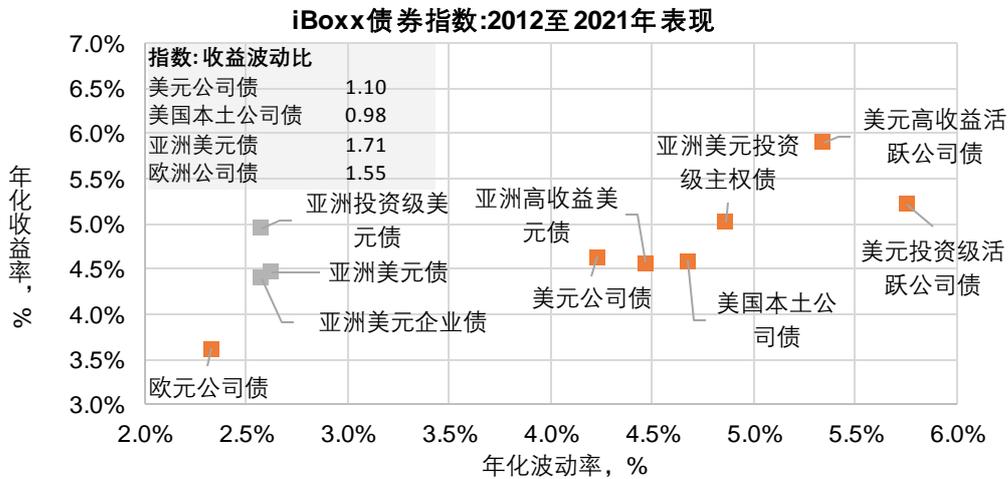


资料来源: Wind,平安证券研究所

2、亚洲债市中长期相对表现优异

中长期看,亚洲债券市场风险收益优势突出,在全球化投资中具备较好的配置价值。我们以iBoxx发布的债券指数为基准,统计了最近10个自然年度(2012至2021年)的债券市场表现:亚洲美元企业债指数年化收益率约4.39%,波动率仅2.57%,收益波动比为1.71,高于全球美元公司债的1.1倍、美国本土公司债的0.98倍和欧元公司债的1.55倍。可见,亚洲债券市场的长期收益表现较好,且波动率相对较低。

图表 14 近十年亚洲美元债指数风险收益表现优于欧美地区

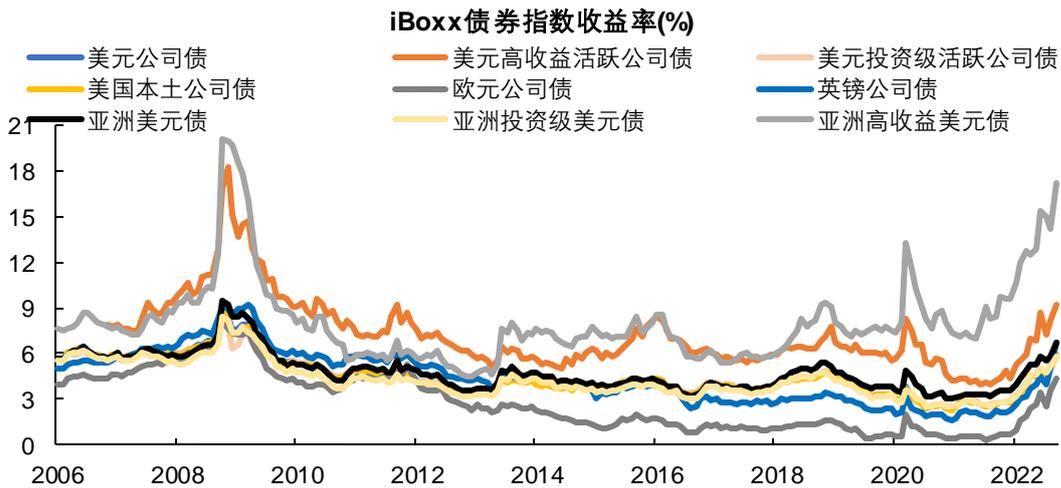


资料来源: Wind, Thomson Reuters Eikon 平安证券研究所

3、亚洲债市当前估值处于历史低位

当前看,亚洲美元债的收益率水平处历史高位,估值具备较强吸引力。我们根据 2006 年至 2022 年三季度末的 iBoxx 债券指数对应收益率数据分析:纵向比较,亚洲美元债收益率为 6.74%,处历史 94.9%分位;亚洲美元债收益率相比 10 年期美债收益率高出 291bp,也处于历史 90%分位。横向比较,亚洲美元债相比于全球美元公司债的利差为 80.5bp,较历史均值水平高 58.5bp,处历史 93.5%分位。

图表 15 iBoxx 分地区债券指数收益率



资料来源: Wind, Thomson Reuters Eikon 平安证券研究所

4、亚洲债市基本面“顺风”环境将至

就其基本面而言,全球出口下行背景下,预计 2023 年亚洲主要国家经济增速将承受更大压力,而海外货币金融环境缓和,

货币政策空间或逐渐打开，债市面临“经济下行+货币宽松”的“顺风”环境。

预计 2023 年亚洲美元债的信用及流动性风险将边际好转，信用利差或难进一步大幅攀升。2021 年下半年以来，中国房地产行业持续承压，严重拖累了亚洲高收益美元债券表现。不过，2023 年亚洲美元债利差进一步抬升的可能性不大：**一是**，除中国房地产行业外的亚洲高收益美元债违约风险并未显著攀升，如果全球货币金融状况好转，那么相关企业偿债压力有望减缓。**二是**，中国房地产行业“硬着陆”的可能性不大，在中国政府积极调整房地产销售政策、推进房企融资增信试点等措施的助力下，行业信用风险或难进一步蔓延。**三是**，中国房地产企业大量出险后，“幸存者偏差”下其他企业有望获得更多的流动性支撑。摩根亚洲企业高收益指数的未偿债券已从 2021 年 6 月末的 2620 亿美元，降至 2022 年 6 月末的 1450 亿美元，违约发行人逐渐退出该指数，使得指数的平均信用评级从 B+ 转向 BB-。**四是**，以历史经验看，亚洲债券的中长期平均违约率较低，摩根大通统计的新冠疫情前（2002 至 2019 年）亚洲美元债平均违约率为 1.5%，低于同期拉丁美洲的 5.1%、东欧的 3.2% 和美国的 2.6%。

图表 16 亚洲高收益债违约率（%）



资料来源：摩根大通，平安证券研究所，注：截至 2022 年 6 月 30 日

2.3 外汇市场

1、人民币

2022 年 4 月-5 月、8 月-9 月，人民币兑美元汇率出现了两轮较快贬值，其中美元兑离岸人民币汇率一度达到 7.27（2022 年 9 月 27 日）。人民币汇率急贬，一方面因美元指数再创 20 年新高，2022 年 9 月 27 日美元指数最高达 114.16；另一方面是因中美货币政策分化加深。中国货币政策坚持“以我为主”，2022 年 8 月 15 日中国央行意外祭出降息工具，中美国债收益率倒挂程度进一步加深。

展望 2023 年，我们认为人民币贬值压力有限，其相对于美元更有可能升值，美元兑在岸人民币汇率中枢可能在 6.5-6.7。在 2022 年 8 月-9 月这一轮人民币贬值过程中，期权市场风险逆转指标所反映的人民币贬值预期并未出现如今年 4 月时的快速攀升，意味着外汇市场上对人民币的恐慌情绪并未汹涌。

2023 年美元指数可能延续高位震荡，甚至继续上行。1980-84 年，美元指数走出“历史大顶”，即使期间美联储降息，美元汇率也长期保持强势。当前支撑美元的逻辑与 1980 年代十分相似，美国经济相对非美地区有明显优势，美联储紧缩底气强于其它发达经济体。往后看，即使美国经济由“滞胀”走向“衰退”，非美经济金融风险也未必消除，反而市场对美元资产的信任可能会增强。因此，未来 1-2 年，美元指数波动中枢有望持续高于新冠疫情前水平。

尽管美元指数上行风险仍存，但中美货币政策从分化走向趋同，将支撑人民币汇率企稳回升。中美货币政策分化，源于两国在各自经济周期中所处位置分化。2022 年 6 月至 7 月末，市场交易美国经济衰退，但美国各项经济指标分化，尤其是就业

市场强劲，总的来说美国经济的韧性远强于此前市场预期。而中国在疫情多点散发、房地产市场出现事件性冲击等多重压力下，2022年全年实际GDP增速明显低于两会期间确定的目标值。经济周期错位，令两国货币政策错位，人民币兑美元汇率承压。我们认为，2023年中美两国经济走势朝着有利于人民币汇率的方向发展：美国经济衰退几成必然，不排除“硬着陆”的风险；中国经济则在房地产行业探底、基建实物工作量持续形成的推动下，延续复苏趋势。目前市场已预期2023年7月美联储降息，中国经济平稳复苏、中美货币政策趋同会对人民币汇率升值形成支撑。

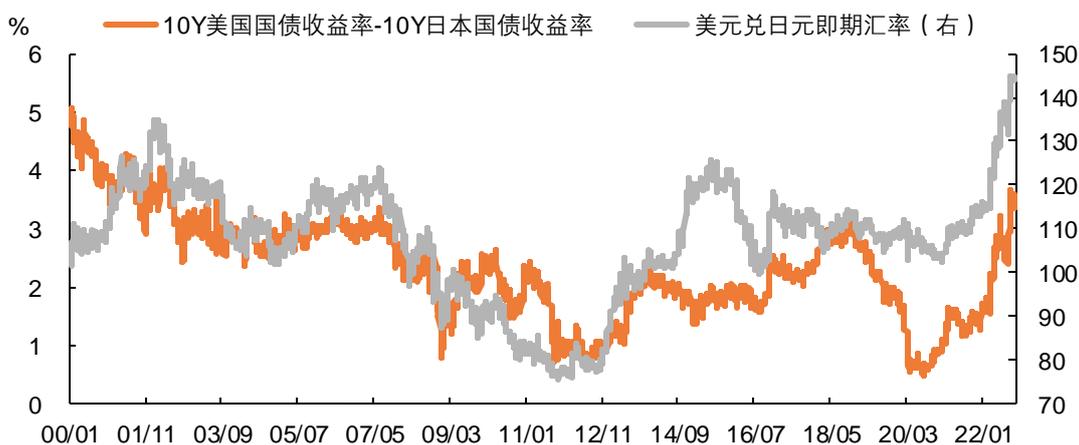
2、日元

2022年日元汇率贬值幅度较大。美元兑日元汇率从2021年末的1:115.1，贬至2022年9月26日的1:144.8，即不到三个季度的时间里，日元兑美元贬值了20.5%。日元大幅贬值的原因在于，在主要发达经济体货币政策加快紧缩的背景下，日本央行坚守收益率曲线控制策略。即使是美联储连续3次加息75bp后，日本央行在2022年9月货币政策会议后也宣布，将继续将短期利率维持在-0.1%的水平，并通过购买长期国债，使长期利率维持在零左右。

2022年9月22日，日本财务省在外汇市场上买进日元、卖出美元，这是1998年6月以来日本首次干预日元汇率。坚持货币宽松的同时干预汇率，表明日本政府当前在寻求“内外平衡”。新冠疫情后日本经济恢复较慢，日本GDP尚未恢复至疫情前水平，CPI通胀持续在2%以上但主要是能源和食品价格推动。因此，坚持货币政策宽松有助于日本经济恢复，但和欧美主要经济体货币政策分化令日元汇率明显承压。日本财务省时隔22年再度干预汇市，可能是寻求“内外平衡”导向下的政策抉择。

展望 2023 年，日元汇率贬值风险仍存。一是，正如在前文中所分析的，2023 年美元指数可能延续高位震荡，甚至继续上行。二是，尽管目前来看日本外汇储备充裕（2022 年 8 月末为 1.3 万亿美元，折合 180 万亿日元，市场预估 2022 年 9 月 22 日日本外汇干预规模在 3 万亿日元左右），但从历次日本政府干预日元汇率的经验看，有效时间通常在 5-7 个交易日（2022 年 10 月 6 日，美元兑日元最新汇率为 144.58，已接近本次干预前的高点 144.80）。若日本央行坚守收益率曲线控制策略，在美债收益率仍处相对高位，以及日本政府汇市干预效果有限的情况下，日元汇率仍可能进一步贬值。

图表17 美日 10Y 国债利差和美元兑日元汇率有一定同步性



资料来源：摩根大通，平安证券研究所，注：截至2022年6月30日

2.4 大宗商品

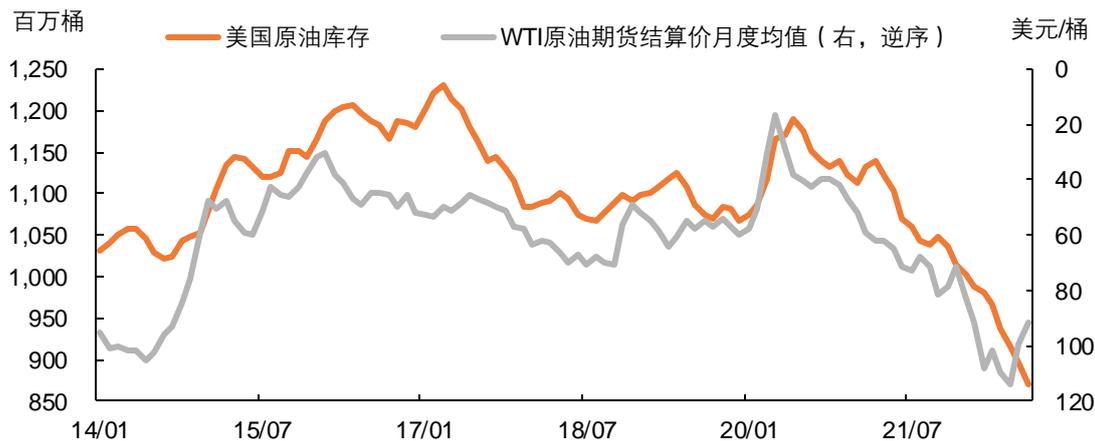
1、原油

展望 2023 年，我们的基准预测认为，国际油价（布伦特原油）波动中枢在 80-90 美元/桶。2022 年冬季油价存在回补风险，

2023 年春季以后下行趋势或更明显。

油价波动中枢主要取决于供需平衡，石油库存水平是重要参考。历史数据显示，美国原油库存和 WTI 油价之间存在较强的负相关性。2022 年 9 月末，美国原油库存降至近 20 年的低位，但美国非战略储备石油及制品产品库存，自 2022 年下半年以来逐步回升，2022 年 9 月末已回升至 2021 年四季度的水平。美国石油产品库存回升，主要由汽油产品带动。2022 年 10 月初 OPEC+ 宣布减产，美国政府迅速宣布 11 月新增战略储备投放 1000 万桶，未来可能根据油价形势做新的战略储备石油投放安排。

图表 18 美国原油库存和 WTI 油价存在较强的负相关性



资料来源：摩根大通，平安证券研究所；注：截至 2022 年 6 月 30 日

预计未来一年左右时间里，全球能源需求增速或保持平稳下行，但供给端存在多重扰动：一是，2022 年 10 月 5 日，OPEC+ 部长级会议在维也纳结束线下会议，沙特媒体援引多名消息人士报道称，各方已就未来原油产量达成共识，将减产 200 万桶/日，这相当于全球原油需求的 2% 左右；二是，俄罗斯副总理诺瓦克 10 月初表示，俄罗斯将在 2022 年生产 5.3 亿吨石油，2023 年产量下降至 4.9 亿吨，俄罗斯将准备削减产量以抵消欧盟可能出台的针对俄罗斯石油实施价格上限的影响。参考油价和库存水平的历史相关性，预计未来一年左右时间，WTI 原油价格中枢在 80-90 美元/桶，布伦特原油价格中枢或在 85-95 美元/桶。

节奏上看，2022 年冬季和 2023 年春季，油价存在回补风险：一是，季节性经验显示，冬季能源需求明显高于夏季。例如英国天然气消费量在冬季通常是夏季的 2 倍。通常情况下，能源市场定价会涵盖季节性因素，但今年的特殊之处在于，欧洲能源供给弹性更弱，夏季能源供应已经“捉襟见肘”，难言能够为冬季能源需求的上升做好准备；二是，国际油价与天然气、电力等其他能源品价格有明显相关性。2022 年欧洲天然气和电力价格剧烈波动。2022 年 9 月开始，随着欧盟出台强硬的能源干预措施，叠加市场对经济衰退的担忧更甚，欧洲天然气、电力等价格均从高位明显回落，带动国际油价在 2022 年 9 月中上旬持续回调。但欧洲能源政策可能“治标不治本”，价格管制未必能够持续奏效，不排除 2022 年冬季、2023 年春季能源更加紧缺、价格管制失效的可能。

2、黄金

当前金价正处于“通胀缓和+强紧缩”的承压期，但受避险需求支撑亦难大幅走弱。对比上世纪 80 年代美国“大滞胀”时期看，黄金在通胀上升、通胀预期上升、以及经济衰退兑现期间表现积极，但是当通胀回落、且美联储维持紧缩的时期承压。站在当前节点，若美国通胀不发生明显恶化，预计市场的通胀预期不再冲高，黄金“抗通胀”的价值将逐渐弱化；与此同时，美联储仍有加息空间、且不过早暂停或逆转，则美债实际利率可能进一步上行，对金价形成额外压制。但类似 1980 年代，“滞胀”

后的全球经济金融风险不断，黄金有望持续发挥一定避险功能，价格或不会大幅走弱。

金价反弹或待美国经济衰退步入中后期。1982年下半年，美国CPI通胀率回落至4%以下、美联储持续降息，金价迎来一轮明显反弹。类似地，本轮金价明显反弹或需等到美国经济衰退兑现、且美国通胀压力明显缓和、继而美联储停止加息之时。届时，黄金有望同时迎来避险需求上升、实际利率回落、美元指数回落的多重利好。

3、农产品

俄乌冲突和极端高温干旱天气，导致2022年国际粮价大幅波动。2022年6月中下旬，国际粮价出现一轮快速回调。截至2022年7月，CBOT大豆、玉米和小麦期货价距离6月价格高点均回落了20%以上。2022年9月，CBOT大豆、玉米和小麦均价分别为1429、677和863美分/蒲式耳，较7月均价分别回升了4.6%、13.2%和6.3%，分别高于2021年12月均价10.5%、14.4%和9.2%。

展望未来一年左右，我们认为国际粮价再度明显上行的动力不足，波动幅度也有望缩窄，波动中枢或逐步回归至2021年四季度水平。不过，如果冬季油价出现阶段性反弹，粮价或也随之出现一定反弹。具体来看，CBOT大豆、玉米和小麦期货价中枢或于2023年上半年回落至1200、600和800美分/蒲式耳左右。

一方面，全球农产品供给韧性较强。据国际谷物理事会（IGC）2022年9月22日最新预测，与2022年6月23日的预测相比，上调了2022/23年全球谷物产量1100万吨，下调了2022/23年全球谷物消费量600万吨，同时还上调了2022/23年全球贸易量400万吨。和6月预测相比，9月预测中整体的供需格局继续改善，预计2022/23年全球谷物产量与消费量缺口不足目前全球谷物库存的2%，处于相对合理的历史波动区间，继而国际粮价波动中枢不应明显高于俄乌冲突前水平。

另一方面，能源价格中枢下移或带动粮价回落。历史数据显示，全球食品价格与国际油价走势高度相关。食品价格与油价有一系列直接相关性，例如农业生产中的农药、化肥等产品来自化石燃料，农用机械的生产和运行需要燃料，以及生物燃料与化石燃料亦有替代关系等。基于我们国际油价中枢缓慢下移的预测，国际粮价上涨压力有望得以缓解。不过，如果2022年冬季和2023年春季国际油价出现阶段性反弹，粮价或也随之出现一定反弹。

图表19 全球食品价格与国际油价走势高度相关



资料来源：摩根大通，平安证券研究所，注：截至2022年6月30日

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033