

深度报告  
2022年12月5日

# 东风吹暖

## ——2023年宏观经济与资本市场展望

丁安华 招商银行首席经济学家

☎ 0755-83195106 ✉ dinganhua@cmbchina.com

陆文东 招商银行研究院总经理

☎ 0755-83077289 ✉ luwendong@cmbchina.com

谭卓 招商银行研究院宏观经济研究所所长

☎ 0755-83167787 ✉ zhuotan@cmbchina.com

刘东亮 招商银行研究院资本市场研究所所长

☎ 0755-82956697 ✉ liudongliang@cmbchina.com

感谢牛梦琦、王欣恬、刘阳、王天程、张冰莹、柏禹含、陈峤、苏畅、石武斌、赵宇、丁木桥对本文的贡献。

敬请参阅尾页之免责声明



## 概要

- **展望 2023 年，美国经济的主题将由通胀逐步过渡为衰退。**美国 CPI 通胀 10 月起超预期回落，主要由商品通胀下行驱动，服务通胀仍然具备粘性。这一格局预计将在 2023 年上半年延续，美国通胀至 2023 年中将回落至 4% 附近。由于高通胀侵蚀了美国居民和企业的购买力，高利率进一步抑制了需求，2023 年上半年美国经济或陷入实质性衰退，美联储本轮加息周期将相应见顶，政策利率下限高点位于 4.5-4.75% 之间。在此背景下，欧美经济政策对我国的主要冲击将相应由资本项切换至经常项，我国资本外流及汇率贬值压力缓解，但外需收缩或加剧。
- **大疫三年后，渐进重启将成为 2023 年中国经济的主题。**参考海外经验，经济活动向常态回归将显著提振消费动能，特别是服务消费有望出现显著反弹。政策助推下，基建和制造业投资有望稳健增长。下行压力将主要来自于出口和房地产。随着外需显著回落，出口收缩幅度或加大。考虑到我国住房需求中长期中枢或低于当前水平，以及土地市场和新开工的低迷，2023 年房地产投资或小幅负增长。预计 2023 年我国 GDP 增速为 4.9%，2022 年为 3.2%，两年平均 4.1%。
- **货币金融方面，随着外部约束缓解，2023 年我国货币政策空间将相应扩张，总量工具使用概率相应上升，结构性工具将延续发力。**基准情形下，或有 2 次降准、1 次 MLF 降息，考虑到房地产市场的下行压力，1 年期与 5 年期以上 LPR 或继续非对称调降。受信贷需求边际回暖和非标融资收缩放缓的支撑，社融增速有望小幅上升；私人部门消费投资需求回升，储蓄意愿下降，M2 增速将有所下降，略低于社融增速，广义流动性重回缺口。
- **财政政策将积极作为，节奏前置。**预计 2023 年目标赤字率为 2.8%，新增专项债限额 3.65 万亿，与 2022 年持平，以增强财政可持续性。财政或通过盘活更多存量资金、积极运用“准财政”工具、发行特别国债等方式维持“事实积极”。财政政策和货币政策将加强协调配合，扩内需、促增长。
- **大类资产配置策略建议积极布局权益资产。**2023 年可能是资产配置的转折之年，基于二十大的胜利闭幕，有理由对中国的宏观政策和经济复苏做偏乐观的期待。再结合防疫政策调整带来的信心加持，预计资本市场的总量压力和结构性压力都将得到一定程度改善。美联储 2023 年将结束本轮加息周期，这将是海外资产最大的转折点。具体资产配置建议如下：高配：A 股的成长风格。中高配：A 股、港股科技股，A 股的消费风格、黄金、美债。标配：A 股的周期风格、中国国债、信用债、美股、美元、人民币、欧元、日元和英镑。

### 中国经济数据预测表

指标	2019	2020	2021	2022F	2023F
实际 GDP	6.1	2.3	8.1	3.2	<b>4.9</b>
社会消费品零售总额	8.0	-3.9	12.5	0.8	<b>4.4</b>
全社会固定资产投资	5.4	2.9	4.9	4.4	<b>3.4</b>
房地产投资	9.9	7.0	4.4	-9.3	<b>-1.8</b>
基建投资	3.3	3.4	0.2	10.8	<b>6.0</b>
制造业投资	3.1	-2.2	13.5	8.7	<b>4.5</b>
出口（以美元计）	0.5	3.6	29.9	8.8	<b>-4.0</b>
进口（以美元计）	-2.7	-0.7	30.1	3.0	<b>2.0</b>
CPI*	2.9	2.5	0.9	2.0	<b>1.8</b>
PPI*	-0.3	-1.8	8.1	4.3	<b>-0.3</b>
社融	10.7	13.3	10.3	10.2	<b>10.5</b>
M2	8.7	10.1	9.0	11.6	<b>10.1</b>
人民币贷款	12.3	12.8	11.6	11.0	<b>11.1</b>
财政目标赤字率	2.8	3.6	3.2	2.8	<b>2.8</b>
新增地方政府专项债（万亿元）	2.15	3.75	3.65	3.65	<b>3.65</b>
降准预期					
次数	3	3	2	2	<b>2</b>
幅度（bp）	150	50	100	50	<b>50</b>
利率					
1年期 MLF:年末	3.25	2.95	2.95	2.75	<b>2.65</b>
1年期 LPR:年末	4.15	3.85	3.80	3.65	<b>3.55</b>
5年期 LPR:年末	4.80	4.65	4.65	4.30	<b>4.15</b>

注：以上指标除专门标记外，均为同比增速，单位为%；带\*指标为年度均值  
资料来源：Wind、招商银行研究院

## 目录

<b>一、宏观主线：美欧衰退，中国重启</b>	<b>1</b>
(一) 美欧经济：从“高通胀”到“浅衰退”	1
(二) 外部冲击：从资本项到经常项	4
(三) 东风吹暖：中国式现代化新征程	9
<b>二、海外经济：从通胀到衰退</b>	<b>12</b>
(一) 美国通胀：下行趋势下的分化与变数	12
(二) 美国就业：供需缺口收敛	14
(三) 美联储：从紧缩到宽松	15
(四) 美国增长：逐渐步入“浅衰退”	17
(五) 欧洲：通胀未平，衰退将至	19
<b>三、中国经济：告别疫情</b>	<b>21</b>
(一) 进出口：范式转换，顺差收敛	21
(二) 消费：向常态回归	23
(三) 投资：边际放缓，结构调整	26
(四) 通胀：CPI 向上，PPI 向下	30
<b>四、财政货币：稳健积极</b>	<b>33</b>
(一) 财政政策：事实积极，更可持续	33
(二) 货币政策：空间上升，相机抉择	38
<b>五、资本市场：迎接转折之年</b>	<b>43</b>
(一) 2022 年市场回顾：境外股债双杀，境内股熊债平	43
(二) 主要市场研判：看好 A 股，固收保持谨慎，汇率不悲观	45
(三) 资产配置策略：加大权益类配置，重视结构性机会	59

## 图目录

图 1: 美联储激进上调政策利率.....	1
图 2: 美国资本市场大幅波动.....	1
图 3: 美国本轮通胀发展的五个阶段.....	2
图 4: 美国长期通胀中枢或略高于 2%.....	2
图 5: 美国“用工荒”持续.....	2
图 6: 美联储预期加息路径不断上移.....	2
图 7: 美国国债 2Y-10Y 收益率持续倒挂.....	3
图 8: 消费者信心恶化.....	3
图 9: 疫情下菲利普斯曲线显著陡峭化.....	3
图 10: 美国居民负债率低于次贷危机时期.....	3
图 11: 欧洲经济预期增速跌幅显著超过美国.....	4
图 12: 欧央行与英国央行快速加息.....	4
图 13: 中美收益率曲线呈现全面“倒挂”.....	5
图 14: 1-10 月外资持债余额减少 6,250 亿.....	5
图 15: 9-10 月陆港通外资净流出 685 亿元.....	5
图 16: 人民币贬值与美元升值呈现镜像关系.....	5
图 17: 蒙代尔“不可能三角”理论.....	6
图 18: LPR 利率或延续“非对称下调”.....	6
图 19: 我国出口受收入效应和替代效应支撑.....	7
图 20: 美国超调的商品消费主要由进口支撑.....	7
图 21: 出口驱动经常账户顺差扩张.....	8
图 22: 2022 年 8 月起出口数量陷收缩区间.....	8
图 23: 我国出口与欧美经济体景气度正相关.....	8
图 24: 美国景气指标预示我国出口增速回落.....	8
图 25: 需求“三驾马车”增长承压.....	9
图 26: 2023 年经济增长中枢有望显著提升.....	9
图 27: 中国经济增长中枢逐步下行.....	10
图 28: 科技与教育对可持续发展至关重要.....	10
图 29: 全球劳动收入份额显著下行.....	11

图 30: 我国一次能源需求以化石能源为主.....	11
图 31: 商品通胀回落, 服务通胀走强.....	12
图 32: 租金水平已随房价回落而回落.....	12
图 33: 美国薪资增长驱动核心服务通胀.....	13
图 34: 美国职位空缺率见顶回落.....	13
图 35: 食品通胀见顶回落.....	13
图 36: 原油供需仍处紧平衡状态.....	13
图 37: 美国劳动力市场修复史上最快.....	14
图 38: 美国劳动参与率显著低于疫前.....	14
图 39: 美国就业与薪资增速均高于疫前.....	15
图 40: 美国就业与经济增长背离.....	15
图 41: 伯恩斯“半途而废”.....	16
图 42: 沃尔克“坚持到底”.....	16
图 43: 美联储加息路径预测.....	16
图 44: 美联储开启“二次缩表”.....	16
图 45: 当前“二次缩表”进程不及预期.....	17
图 46: 美国准备金分层, 结构不均.....	17
图 47: 美国经济内生动能放缓.....	17
图 48: 技术性衰退预示实质性衰退.....	17
图 49: 美国实际薪资同比下跌.....	18
图 50: 美国 PMI 自 2021 年中趋势性回落.....	18
图 51: 加息后仅有三次实现“软着陆”.....	18
图 52: 超额储蓄成为居民消费“缓冲垫”.....	18
图 53: 2022 年欧洲经济修复动能超预期.....	19
图 54: 全球经济衰退预期升温.....	19
图 55: 欧洲通胀快速走高.....	19
图 56: 俄乌冲突后天然气价格飙升.....	19
图 57: 疫后出口经历增长范式转换.....	21
图 58: 出口进入量跌价升阶段.....	21
图 59: 燃料和原材料出口价格涨幅最大.....	22
图 60: 二季度起进口量、价增速差收敛.....	22

图 61: 2022 年我国贸易顺差衰退式扩张 .....	23
图 62: 前三季度净出口对 GDP 的拉动减弱 .....	23
图 63: 社零增速与确诊人数负相关 .....	24
图 64: 居民收入增长承压, 消费信心不足 .....	24
图 65: 土地出让收入大幅下降 .....	24
图 66: 社会集团消费持续收缩 .....	24
图 67: 美国服务消费仍低于疫前趋势水平 .....	25
图 68: 商品消费增长分化 .....	25
图 69: 汽车及房地产相关消费占比下降 .....	25
图 70: 新能源乘用车销量增速显著回落 .....	25
图 71: 商品房销售金额显著收缩 .....	26
图 72: 居民收入和房价预期走弱 .....	26
图 73: 房地产开发企业到位资金大幅收缩 .....	27
图 74: 土地购置费和建安投资收缩加剧 .....	27
图 75: 新开工、施工和竣工面积大幅收缩 .....	27
图 76: 土地出让收入领先土地购置费 .....	27
图 77: 基建投资高速增长 .....	28
图 78: 新增专项债发行进度超前 .....	28
图 79: 2022 年土地出让收入预计下降 25% .....	28
图 80: 投向基建的比例持续下降 .....	28
图 81: 固定资产新开工计划投资额增速较快 .....	29
图 82: 投向市政和产业园区的比例最高 .....	29
图 83: 高技术制造业保持高增长 .....	29
图 84: 中游设备制造业增速提升 .....	29
图 85: 剪刀差转负, 行业利润向中下游传导 .....	30
图 86: 企业经营预期走弱 .....	30
图 87: CPI 通胀波动方向主要由猪肉决定 .....	31
图 88: 能繁母猪头数于 4 月触底反弹 .....	31
图 89: 三季度核心 CPI 环比动能弱于季节性 .....	31
图 90: 2023 年 CPI 通胀中枢预计为 1.8% .....	31
图 91: 2022 年 PPI 通胀随基数走低回落 .....	32

图 92: PPI 上中下游剪刀差大幅收敛 .....	32
图 93: 2023 年 PPI 中枢预计为-0.3% .....	32
图 94: CPI-PPI 剪刀差由负转正 .....	32
图 95: 2022 年初预算实际赤字率提高 2.9pct .....	33
图 96: 财政筹集资金达 3.08 万亿 .....	33
图 97: 减税降费规模创历史新高 .....	34
图 98: 上半年政府债净融资较 2021 年翻番 .....	34
图 99: 非税收入同比高增 .....	34
图 100: 公共财政支出增速放缓 .....	34
图 101: 疫情冲击公共财政预计减收 7,700 亿 .....	35
图 102: 2021 年财政“余粮”较多 .....	35
图 103: 目标赤字率或持平 2022 年 .....	36
图 104: 地方政府债务率显著提升 .....	36
图 105: 预计公共财政收入增速快于支出 .....	37
图 106: 央行等金融机构上缴利润流向 .....	37
图 107: 2022 年实际赤字完成较快 .....	38
图 108: 新增专项债额度提前下达 .....	38
图 109: 货币市场利率低于政策利率 .....	39
图 110: 1 年期同业存单利率低于政策利率 .....	39
图 111: 增量政策工具持续发力托底社融 .....	39
图 112: 实际融资成本不断下行 .....	39
图 113: 2023 年初 MLF 将有超万亿到期 .....	40
图 114: 9 月多家商业银行下调存款利率 .....	40
图 115: 居民储蓄意愿高企拉升存款增速 .....	41
图 116: 企业利润下滑, 存款增速上升 .....	41
图 117: 私人部门稳杠杆, 公共部门加杠杆 .....	42
图 118: 2023 年广义流动性或重回缺口 .....	42
图 119: 境内外主要股票市场下跌 .....	44
图 120: 美债利率大幅上行 .....	44
图 121: 利率曲线倒挂指向衰退渐进 .....	46
图 122: 通胀预期见顶回落 .....	46

图 123: 人民币汇率预测模型 .....	47
图 124: 中美利差倒挂有望收敛 .....	47
图 125: 美债实际利率 vs 伦敦金 .....	48
图 126: 招商银行研究院黄金估值模型 .....	48
图 127: 2023 年利率中枢有望小幅抬升 .....	49
图 128: 银行间流动性可能逐步收敛 .....	49
图 129: 2022 年城投信用利差先下后上 .....	50
图 130: 2022 年城投净融资整体下降 .....	50
图 131: 利润增速和名义经济增速高相关 .....	51
图 132: 利润增速和工业价格的周期规律 .....	51
图 133: 货币供应量 M1 增速和估值高相关 .....	52
图 134: 银行间利率领先 M1 增速 9 个月 .....	52
图 135: 绝对估值: 沪指估值处于历史低位 .....	53
图 136: 相对估值: 股债性价比显著 .....	53
图 137: 根据估值业绩预测上证指数点位 .....	53
图 138: A 股时空规律及节奏预判 .....	53
图 139: 宏观流动性宽裕时小盘股偏强 .....	56
图 140: 两个策略的累计净值比较 .....	56
图 141: 经济下行将导致企业收入增速下降 .....	58
图 142: 美股风险溢价未反映经济衰退风险 .....	58
图 143: 上证综指 vs 中债 10Y 股债性价比 .....	59
图 144: 标普 500vs 美债 10Y 股债性价比 .....	59
图 145: A 股在全球市场中估值分位数偏高 .....	60
图 146: “胜率—盈亏比”九宫格 .....	60

## 表目录

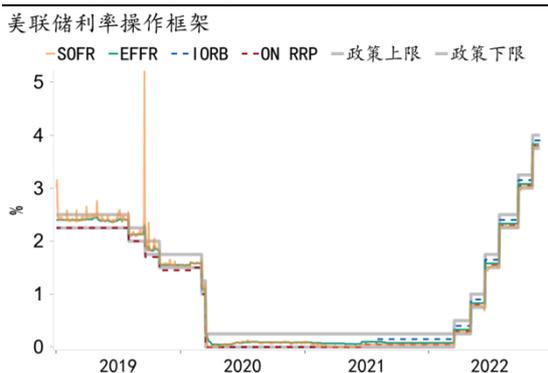
表 1: 2022 年上半年大类资产表现回顾 .....	44
表 2: 2023 年各大影响因素对大类资产的影响 .....	45
表 3: 市场对产业政策的反应 .....	54
表 4: 对重点行业的产业政策、景气度和估值水平做综合排序 .....	55
表 5: 大类资产配置策略 (未来 6 个月) .....	60

## 一、宏观主线：美欧衰退，中国重启

### （一）美欧经济：从“高通胀”到“浅衰退”

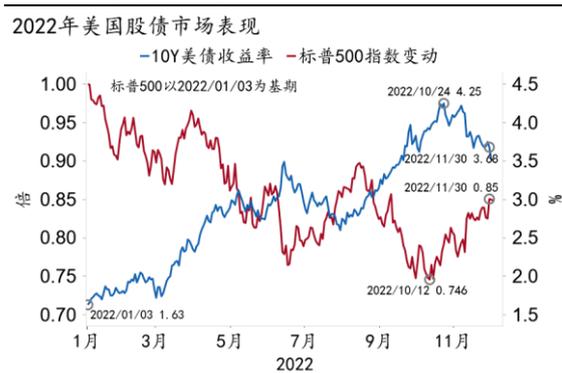
回顾 2022 年，高通胀是美国及全球经济最重要的主题之一。美国通胀不断走高，叠加劳动力市场“用工荒”高烧不退，驱动美联储持续激进加息，并如期开启“二次缩表”。2022 年 3 月至 11 月，美联储加息 6 次共计 375bp，加息速度为近 40 年最快（图 1），对全球美元流动性和资本市场形成巨大冲击。截至 11 月 30 日，2022 年标普 500 指数累计下跌 15%，最大回撤 25%；10 年期美债收益率从 2022 年初的 1.63% 震荡攀升至 3.68%，上行超过 200bp，10 月末一度突破 4.25%（图 2）。

图 1：美联储激进上调政策利率



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 2：美国资本市场大幅波动



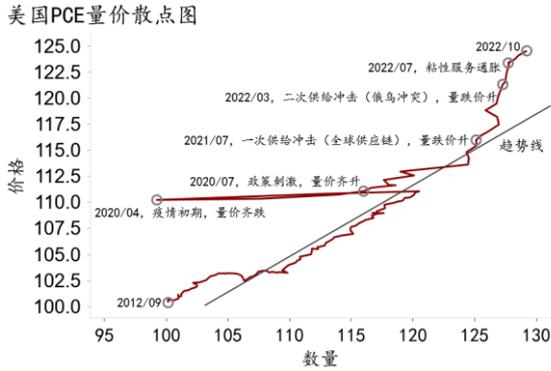
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

通胀方面，新冠疫情爆发后，供需因素交互主导，推动美国通胀持续上行。2020 年 4-6 月疫情爆发之初，美国居民消费“量价齐跌”，CPI 通胀一度跌至 0.1% 的低位。其后随着美国大规模宏观刺激政策出台，防疫封锁放松，旺盛的商品需求开始占据主导地位，居民消费“量价齐升”，通胀相应稳步上行。2021 年下半年后，在全球供应链紊乱、俄乌冲突以及中国疫情等供给冲击下，居民消费“量跌价升”，美国通胀陡峭上行，不断刷新近 40 年新高。2022 年中以来，受宏观政策“双紧缩”影响，美国需求有所下行，CPI 通胀相应见顶回落，至 10 月下行至 7.7%（图 3）。

从结构上看，美国核心商品项通胀已于 2022 年上半年见顶回落，但核心服务项通胀仍然处于本轮最高位。与此同时，食品和能源通胀走势变数仍存，地缘政治风险或带来新的供给冲击。

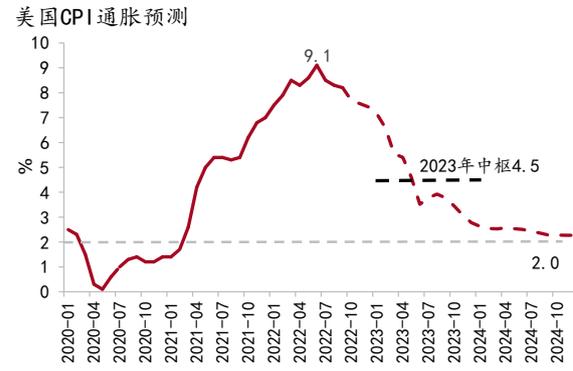
前瞻地看，短期内美国通胀或在商品通胀回落驱动下保持下行态势，中期或在服务通胀回落驱动下加速下行，但长期通胀中枢或受劳动力短缺影响略高于美联储 2% 的通胀目标（图 4），对美国货币政策形成一定挑战。

**图 3：美国本轮通胀发展的五个阶段**



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

**图 4：美国长期通胀中枢或略高于 2%**

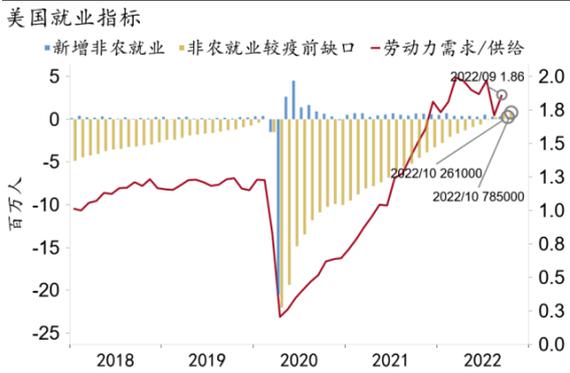


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

就业方面，美国劳动力市场“用工荒”仍在持续（图 5）。10 月美国失业率 3.7%，接近 1970 年以来最低水平（3.5%）。2022 年以来月均新增非农就业 40 万人，为 2019 年的 2.5 倍，持续超预期。劳动力供需缺口仍然居于高位，平均每个失业者对应 1.86 个空缺岗位。这一方面是因为经济重启后美国旺盛的劳动力需求，另一方面则是因为劳动参与率仍然低于疫前约 1.0pct。劳动参与率迟迟未见修复，指向疫情打击了美国劳工的就业意愿，对就业造成了永久损伤。前瞻地看，宏观政策“双紧缩”之下就业市场需求或明显冷却，使得薪资增速回落。

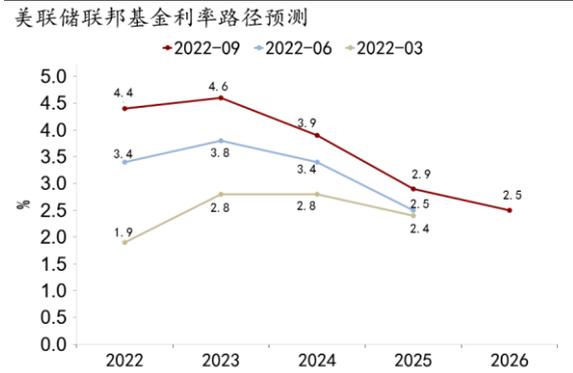
美国通胀和就业的强劲表现令美联储加息路径不断上移（图 6）。11 月议息会议后，鲍威尔进一步释放出加息路径更高更久（higher for longer）的鹰派信号，意图通过抑制需求抗击通胀。在 10 月美国 CPI 通胀超预期回落 0.5pct 后，美联储官员及金融市场预期美联储后续加息幅度将有所收敛。前瞻地看，预计美联储将于 12 月加息 50bp，2023 年或继续加息 25-50bp，政策利率下限高点位于 4.5-4.75%。

**图 5：美国“用工荒”持续**



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

**图 6：美联储预期加息路径不断上移**



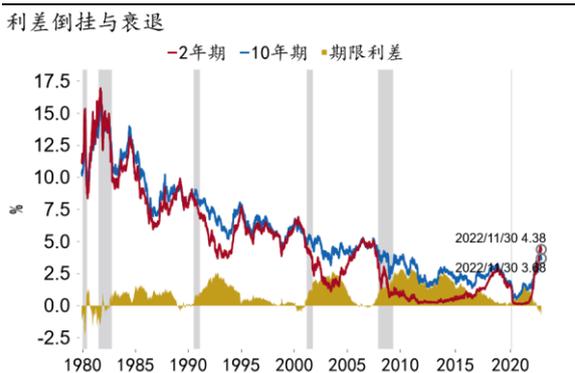
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

展望 2023 年，美国经济大概率将陷入衰退。陡峭上升的利率水平，叠加大幅收敛的财政政策，显著抑制了美国的总需求。随着房贷利率和企业融资成本上升，房地产市场和企业固定投资明显走弱。上半年美国 GDP 连续两个季度负增长，已陷入“技术性衰退”。虽然三季度 GDP 增速重回正值，但主要靠净出口拉动，内需明显疲弱。而从历史上看，衰退与加息如影随形。1960 年至今，美国共 12 轮紧缩周

期，经济实现“软着陆”只有三次，均为“防患于未然”的预防式加息，且加息幅度与速度均不及本轮。

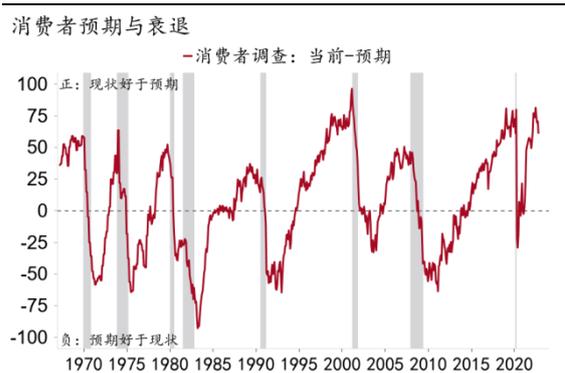
美国收益率曲线与消费者预期等领先指标也发出了衰退警示。美国国债 2Y-10Y 收益率从 7 月开始倒挂(图 7)；当前消费者对现状的感受也远好于对未来的预期，背离程度接近历史之最(图 8)。收益率曲线倒挂令金融机构“借短贷长”无利可图，预期转弱令消费者行为趋于收缩，衰退警示将大概率成为自我实现的预言。历史上收益率倒挂领先衰退 4-14 个月，据此推演，美国衰退大概率将于 2023 年上半年发生。

图 7：美国国债 2Y-10Y 收益率持续倒挂



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

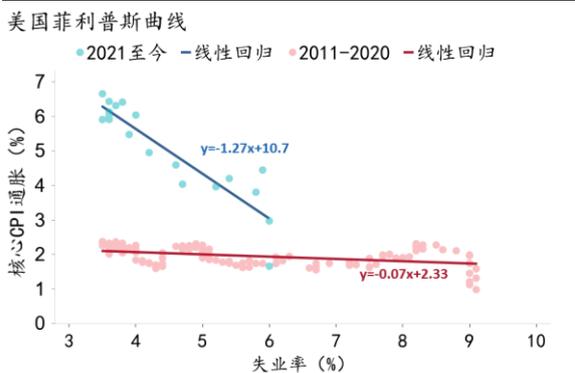
图 8：消费者信心恶化



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

基准情形下，此轮美国经济衰退将较为温和。一是较高的职位空缺为就业市场提供“缓冲”，成为支撑居民收入和美国经济增长的内生动能。疫情下美国菲利普斯曲线显著陡峭化(图 9)，指向未来美国失业率的升幅将显著低于通胀的降幅，美联储或能以较小的失业/经济代价控制通胀。二是受益于大规模的财政刺激，美国居民人均积累了超过 1 万美元的超额储蓄，大致相当于 2 个月的可支配收入。三是当前美国居民资产负债表总体健康，负债率显著低于次贷危机时期水平(图 10)。

图 9：疫情下菲利普斯曲线显著陡峭化



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 10：美国居民负债率低于次贷危机时期



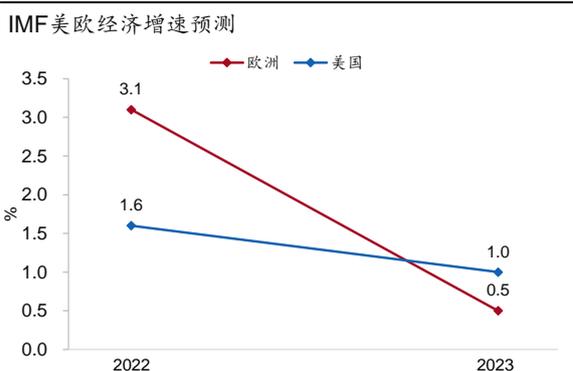
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

通胀下行和衰退来临将使美国货币政策相应转向。从上世纪 70-80 年代两次“石油危机”经验看，美联储货币政策转向时对应的通胀水平远高于 2%，分别为 11%和

7.2%。在美联储开启宽松周期 2-3 个季度后，美国经济走出衰退。基于当前信息推演，预计 2023 年中美国 CPI 通胀将回落至 4% 左右，政策利率将超过通胀水平。考虑到政策时滞，美联储或于 2023 年下半年开启降息周期，“浅衰退”或持续一年左右。

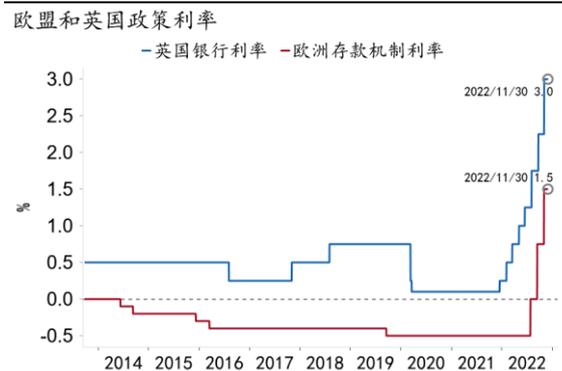
对欧洲而言，由于受俄乌冲突影响更大，经济衰退或更早发生，2023 年 GDP 增速下行幅度将显著高于美国（图 11），失业率将从当前 6.6% 的历史低位向 7% 以上的疫前水平回归。欧央行将面临“控通胀”和“稳增长”的两难困境，政策利率上升空间受限，存款机制利率或继续上行 100bp，至 2023 年一季度达到 2.5% 的本轮加息周期高点，并在美联储开启降息周期后择机跟随（图 12）。

图 11：欧洲经济预期增速跌幅显著超过美国



资料来源：IMF，招商银行研究院

图 12：欧央行与英国央行快速加息



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

## （二）外部冲击：从资本项到经常项

随着美欧经济主题由“高通胀”转为“浅衰退”，货币政策由紧缩转向宽松，我国经济所面临的主要冲击将由资本项切换至经常项。

### 1. 2022 年：资本项承压

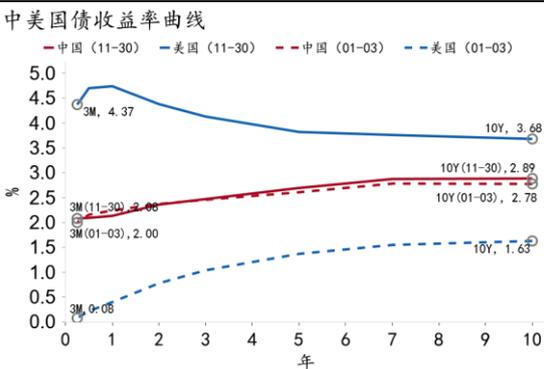
回顾 2022 年，美欧“高通胀”“硬加息”，对我国经济的冲击主要反映在国际收支的资本项下，表现为资本外流及汇率贬值压力显著上升。

2022 年美债收益率快速上行，导致中美收益率曲线出现全面“倒挂”（图 13）。截至 11 月 30 日，美国 10Y 国债收益率相较 2022 年初上行 205bp，高于我国 10Y 国债收益率 79bp。曲线短端倒挂幅度更大，美国 3M 国债收益率较 2022 年初上行 429bp，高于我国 3M 国债收益率 229bp。

美元资产无风险收益率高于人民币，带来了我国资本项下量价两方面的压力。数量方面，人民币资产吸引力下降，加之我国经济和政策的不确定性，导致国际资本加速流出。数据显示，2022 年 1-10 月，外资持有我国债券余额减少 6,250 亿元（图 14），占 2021 年末托管量（4 万亿）的 15.4%；陆股通下外资净流出总计 50.9 亿元，其中 9-10 月净流出 685.3 亿元（图 15），而 2021 年前 10 个月外资净流入 3,247 亿元。另一方面，资本显著外流叠加经常项顺差收敛，令人民币汇率贬值压力

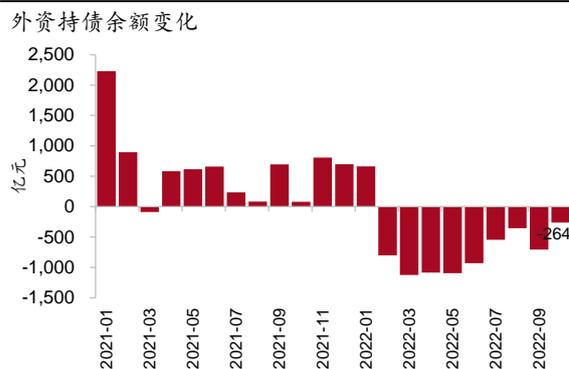
加剧。美元兑人民币汇率由 2022 年初的 6.31 一度上行至 7.32，最大贬值幅度达 16%；11 月 30 日为 7.14，贬值 13%。总体上看，2022 年人民币累计贬值的幅度和欧元及韩元相当，与美元升值总体呈现出镜像关系（图 16）。

图 13：中美收益率曲线呈现全面“倒挂”



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 14：1-10 月外资持债余额减少 6,250 亿



资料来源：Wind，招商银行研究院

资本项下所受到的剧烈冲击，加大了我国央行兼顾内外平衡的难度，对货币政策“稳增长”空间形成制约。“欧元之父”蒙代尔提出的“不可能三角”理论认为，对于一个开放经济体而言，只能在货币政策独立、资本自由流动和汇率稳定三目标中同时实现两个（图 17）。我国央行行长易纲曾在 2000-2001 年对这一理论进行了拓展<sup>1</sup>，认为上述三个目标都可以在[0,1]区间取值，“不可能三角”就成为了一个三目标值之和等于 2 的约束条件。据此理论，外部平衡（资本流动性和汇率稳定性）权重越高，内部平衡（货币政策独立性）权重相应越低，我国央行就越难选择独立于美联储的货币政策立场。简而言之，美联储激进收紧制约了我国货币政策的宽松空间。

图 15：9-10 月陆港通外资净流出 685 亿元



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 16：人民币贬值与美元升值呈现镜像关系



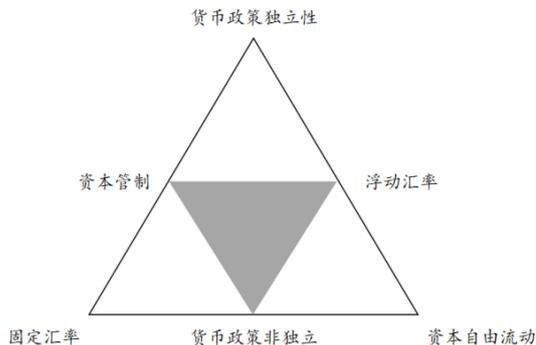
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

前瞻地看，基准情形下，2023 年随着美国经济温和衰退，中国经济渐进重启，美联储紧缩放缓乃至逆转，中美利差倒挂幅度将趋于收敛，资本外流和人民币贬值

<sup>1</sup> 易纲（2000），汇率制度的选择，《金融研究》，2000 年第 9 期；易纲和汤弦（2001），汇率制度“角点解假设”的一个理论基础，《金融研究》，2001 年第 8 期。

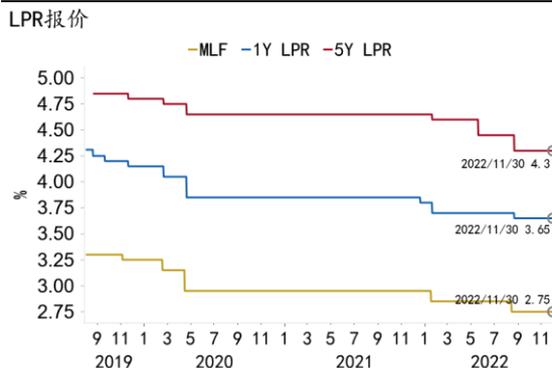
对我国货币政策的掣肘将相应减弱。进入 11 月，随着美国 CPI 通胀超预期回落，以及我国公共政策及房地产政策出现积极信号，中美 10Y 国债利差由 150bp 左右迅速回落至 100bp 以内，人民币汇率从 7.32 跳升至 7.0 附近，同时陆港通数据显示资本外流压力得到缓解，2023 年我国资本项下所受冲击亦或在波折中减弱。

图 17：蒙代尔“不可能三角”理论



资料来源：招商银行研究院

图 18：LPR 利率或延续“非对称下调”



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

2023 年我国货币政策空间将明显扩张，政策将相机抉择，维持积极姿态，助力经济复苏。考虑到经济复苏基础仍不稳固，央行可能于 2023 年上半年进一步降准降息。2023 年初，随着新的信贷投放周期开启，叠加政府债发行、MLF 到期超万亿，央行或择机降准 0.25pct，在维持流动性合理充裕的同时“降成本”。1 年期 MLF 或调降 10bp，1 年期和 5 年期以上 LPR 或随之“非对称”下调 10bp、15bp（图 18），以更好支持实体经济中长期信贷增长。2023 年中，若基本面修复仍不及预期，央行或择机再次进行总量操作。

## 2. 2023 年：经常项承压

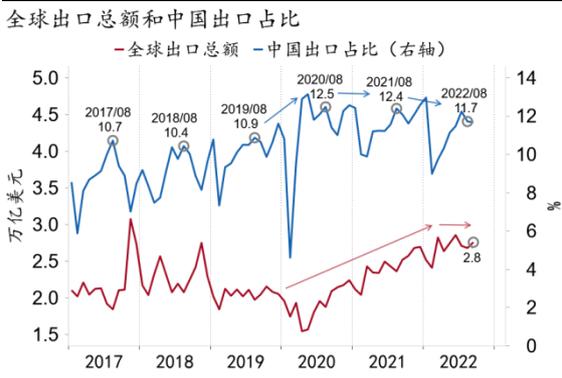
展望 2023 年，我国国际收支压力将出现结构转换，由资本项逐步过渡至经常项。

2020-2021 年，我国出口持续享受了收入效应和替代效应“双重红利”，金额保持高速增长，驱动经常项顺差大幅扩张（图 19、图 21）。一方面，发达国家消费需求受宏观政策刺激快速反弹，尤其是美国的消费需求持续处于超调水平（图 20）；另一方面，海外生产修复持续受疫情压制，因此形成了较大的供需缺口，主要通过进口弥补。全球货物出口总额在 2020 年下半年快速回归至疫前水平，后持续上行，2021 年较 2019 年上涨 18%。我国凭借疫情防控领先和产业链完备的优势，2021 年出口在全球所占份额较疫情前抬升约 2.0pct。受此提振，2021 年我国出口金额较 2019 年扩张了 8,635 亿美元，升幅达 35%。受出口推动，国际收支口径下<sup>2</sup>经常项顺

<sup>2</sup> 经常项顺差来自于国家外汇管理局的国际收支统计，其中的货物贸易数据与海关口径的贸易数据存在差异，主要由于两者不同的统计标准。根据国家外汇管理局，国际收支统计主要依据货权是否在居民与非居民间转移，海关统计主要依据货物是否实际进出海关且改变我国物质存量。2017-2019 年，国际收支口径下的货物贸易差额低于海关口径的数值约 500-800 亿美元，但自 2020 年以来，两者差值收窄并逆转。2020-2021 年，国际收支

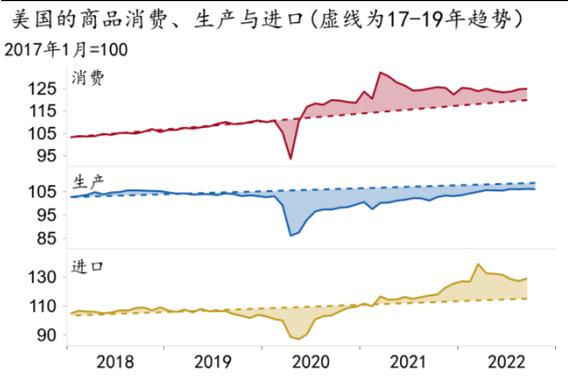
差自 2020 年二季度起大幅扩张,2020-2021 年较 2019 年分别扩张了 1,459 亿和 2,144 亿美元,升幅分别达到 142%和 208%。

**图 19: 我国出口受收入效应和替代效应支撑**



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

**图 20: 美国超调的商品消费主要由进口支撑**



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

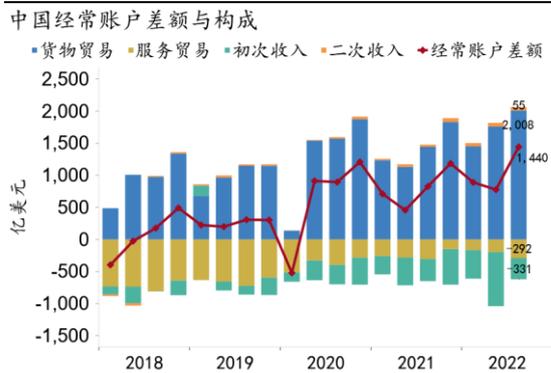
2022 年以来,我国出口所享受的“双重红利”已有所收敛。全球贸易总额增势减缓,我国出口所占份额也边际下滑。一方面,主要发达经济体宏观政策收缩加剧了其经济下行压力,实际消费向趋势水平回落,另一方面,海外生产向疫前趋势水平修复,供需缺口收敛。此外,海外线下消费场景持续修复,消费结构由超调的商品向服务切换。受此影响,2022 年我国出口增速自 2021 年四季度 22.9%的高位逐季下行,前三季度依次为 15.5%、12.5%、10.1%,10 月同比超预期收缩 0.3%。分量价来看,全球高通胀背景下的价格增长是 2022 年出口金额的主要支撑,集中在上游大宗原材料和中游产品,剔除价格因素的出口实际增速自 8 月起转负,且降幅逐月扩大,至 10 月同比收缩 7.2% (图 22)。但由于内需疲弱,2022 年进口金额增速回落幅度大于出口增速,货物贸易顺差反而进一步扩张,1-10 月顺差累计同比上升 2,218 亿美元 (43.8%) 至 7,277 亿美元,预计 2022 年货物贸易顺差将达到 8,900 亿美元左右。受此支撑,国际收支口径下全年经常项顺差或进一步扩张至约 4,700 亿美元 (同比增长 48%)。

2023 年随着外需明显回落,我国货物贸易顺差将收窄,而我国经济重启后服务贸易逆差将扩张,经常项所受冲击因此将显著上升。基准情形下,若欧美经济于 2023 年上半年依次步入衰退,且商品通胀明显回落,海关口径下,2023 年我国出口金额或同比收缩 4%左右,货物贸易顺差或相应收缩 2,000 亿美元 (-22%) 至 6,900 亿美元左右 (图 23、图 24)。国际收支口径下,货物贸易顺差或相应收缩 1,500 亿美元 (-21%)。同时,随着国际旅行逐步修复,我国服务贸易逆差或扩大 550 亿美元 (58%) 至 1,500 亿美元,两者合计将拉低经常项顺差约 2,000 亿美元,若不考虑经常项中

口径减海关口径的差值分别为-175 亿美元、946 亿美元,2022 年前十月累计达到 1,550 亿美元。根据国家外汇管理局《2022 年上半年中国国际收支报告》中专栏 1 的分析,近年来两者差值的变化主要由于跨国公司“无厂制造”模式盛行,造成货物移动与货权转让的分离。本报告中,对于货物贸易进、出口的分析以海关口径为依据,但涉及服务贸易以及经常项的数据分析,则基于国际收支数据。特别是对经常项顺差的估算,主要为了分析出口景气下行预计带来的冲击幅度,并不作为经济数据预测的依据。

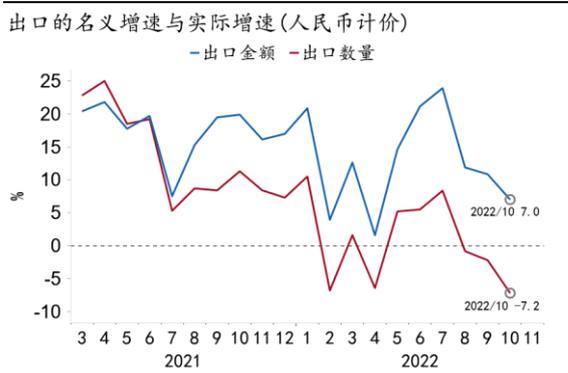
初次收入与二次收入<sup>3</sup>差额的变动，2023 年经常项顺差或下降 43%至 2,700 亿美元左右，对经济增长的支撑将明显走弱。

**图 21：出口驱动经常账户顺差扩张**



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

**图 22：2022 年 8 月起出口数量陷收缩区间**



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

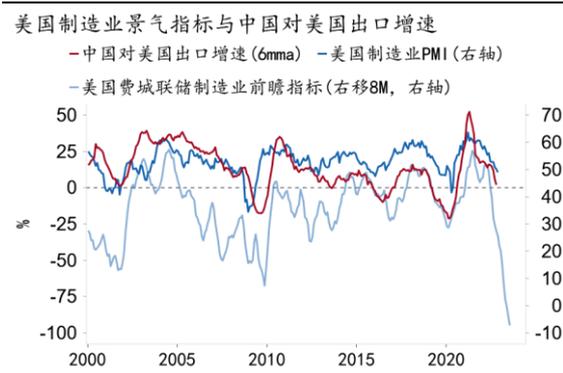
**2023 年我国内需增长的动能将好于外需。**一是服务消费有望出现显著反弹，驱动消费增速明显回暖；二是基建和制造业投资有望继续受积极宏观政策托举，实现稳健增长。房地产或仍对经济增长形成拖累，但在政策托举下降幅有望显著收敛(图 25)。

**图 23：我国出口与欧美经济体景气度正相关**



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

**图 24：美国景气指标预示我国出口增速回落**

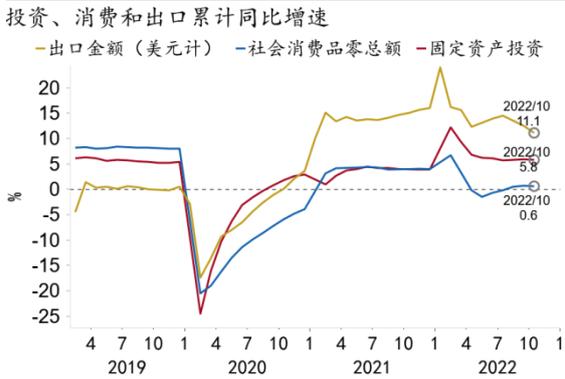


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

总体上看，**2023 年我国 GDP 有望增长 4.9%，较 2022 年 3.2%的预期增速明显改善。**而同期美国经济或将逐渐步入衰退，中美经济走向将再度逆转，延续疫情爆发以来的错位格局。从形态上看，2023 年二季度 GDP 增速有望出现 7%以上的高增长，对应 2022 年二季度 GDP 增速的底部(图 26)。

<sup>3</sup> 根据国家外汇管理局国际收支统计的定义，初次收入指由于提供劳务、金融资产和出租自然资源而获得的回报，包括雇员报酬、投资收益和其他初次收入三部分，比重上以投资收益为主，2022 年前三季度累计逆差 1,621 亿美元，其绝对值对经常项顺差的比值达 52%。二次收入指居民与非居民之间的经常转移，包括现金和实物，2022 年前三季度累计顺差 165 亿美元，金额相较经常项整体较小。

图 25：需求“三驾马车”增长承压



注：2021 年数据为各月两年平均增速  
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 26：2023 年经济增长中枢有望显著提升



资料来源：Wind，招商银行研究院

### (三) 东风吹暖：中国式现代化新征程

随着脱贫攻坚、全面建成小康社会取得历史性胜利，我国迈上了实现社会主义现代化和中华民族伟大复兴的新征程，这是新时代赋予党的新使命。10月22日，中国共产党第二十次全国代表大会胜利闭幕，习近平总书记的二十大报告，为我国经济社会发展指明了方向。

二十大报告首次提出并深刻阐释了“中国式现代化”的概念。这是中国共产党领导的社会主义现代化，实现中华民族伟大复兴的方法论，将成为新时代我国经济工作紧扣的主题。在战略安排上，分为“两步走”，从2020年到2035年基本实现社会主义现代化；从2035年到本世纪中叶建成社会主义现代化强国。

未来五年将是中国式现代化开局起步的关键时期。从其经济内涵看，包括五个主要方面，一是高质量发展，二是科教兴国，三是共同富裕，四是绿色发展，五是经济安全。

**第一，高质量发展是中国式现代化的首要任务。**我国经济发展的内涵发生深刻变化，已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，对经济增长的要求“质”在“量”先。未来各地在经济工作上将由“唯GDP论”的单目标模式转向重视发展质量的多目标体系。

**如何实现高质量发展？**报告从五个方面展开了论述。一是更为肯定市场在社会主义市场经济体制中的作用和地位，从最高层面回应了社会上存在的误读。报告仍然强调坚持“两个毫不动摇”，并在“市场在资源配置中的决定性作用”之前补充了“充分发挥”的要求。二是建设现代化产业体系，强调实体经济是发展经济的着力点，指明了航天、交通、网络、数字等产业发展方向，也特别强调了产业链韧性和安全。三是全面推进乡村振兴，坚持城乡融合发展，巩固拓展脱贫攻坚成果。四是促进区域协调发展。五是推进高水平对外开放，加快构建“双循环”的新发展格局。

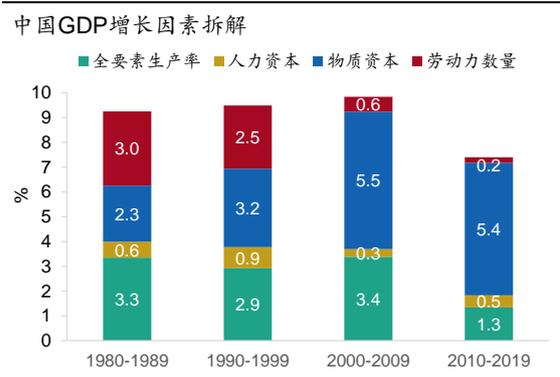
值得注意的是，重视发展质量并不意味着完全放弃对经济增长速度的要求。2020年11月，习近平总书记在对十四五规划建议的说明<sup>4</sup>中指出，“到‘十四五’末达到现行的高收入国家标准、到2035年实现经济总量或人均收入翻一番，是完全有可能的”。要实现这一翻番目标，要求2021-2035年平均GDP增速达到4.7%。再考虑GDP增速逐步放缓的客观规律（图27），“十四五”期间平均增速至少应在5.2%以上。但“三重压力”之下2022年GDP增速低于4%，未来“保增长”压力将相应上升。

图 27：中国经济增长中枢逐步下行



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 28：科技与教育对可持续发展至关重要



资料来源：Wind，国际劳工组织，招商银行研究院

第二，报告将科教兴国战略提到新高度，旗帜鲜明地提出科技是“第一生产力”，创新是“第一动力”，人才是“第一资源”。有鉴于当前国际经济政治环境的剧烈变化，在统筹发展和安全导向下，科技水平和劳动力素质的提升是推动高质量发展的关键（图28），既能提振经济潜在增长率，又能完善经济安全保障。

值得注意的是，报告对科技创新体系的表述发生重大变化，公共部门的作用和责任显著提升，由十九大的“深化科技体制改革，建立以企业为主体、市场为导向、产学研深度融合的技术创新体系”调整为“完善科技创新体系，坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，健全新型举国体制，强化国家战略科技力量”。未来对科研的政策支持和公共资本投入将大幅上升，特别是原创性引领性科技、核心技术等领域。

人才是科技创新的基础。报告将教育和吸引人才提升到新高度。一方面加快建设高质量教育体系，为党育人、为国育才，落实立德树人，发展素质教育；另一方面深入实施人才强国战略，加快建设世界重要人才重心和创新高地，“聚天下英才而用之”。

第三，共同富裕是中国特色社会主义的本质要求，中国式现代化因此“是全体人民共同富裕的现代化”，报告进而明确提出“扎实推进共同富裕”。一是“完善

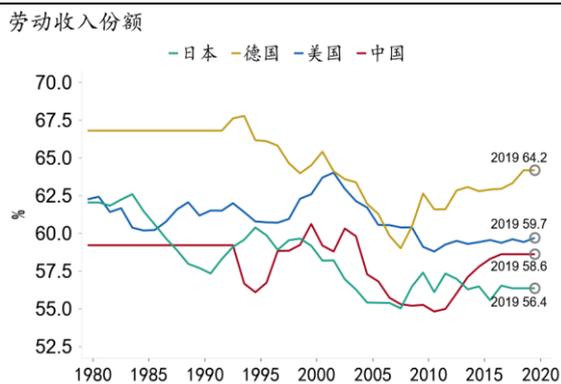
<sup>4</sup> 参见《关于〈中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议〉的说明》。

分配制度”，在初次分配中提升劳动报酬比重，降低资本报酬比重，并通过税收、社会保障和转移支付等二次分配及公益慈善等三次分配手段进行再调节。资本报酬超过劳动，被认为是全球收入不平等扩张的重要原因（图 29）。未来我国将通过调节收入分配制度，令收入分配向劳动倾斜，增加低收入者收入，扩大中等收入群体。二是“实施就业优先战略”，在继续强调实现高质量充分就业的同时，相较十九大，报告新增了“加强困难群体就业兜底帮扶”和“加强灵活就业和新就业形态劳动者权益保障”。三是“健全社会保障体系”，提升社保、医保、保障房等公共服务的覆盖面、均衡性、可及性和可持续性。

此外，在民生方面，报告还提出推进健康中国建设，建立生育支持政策体系，并将积极应对人口老龄化提升为国家战略。

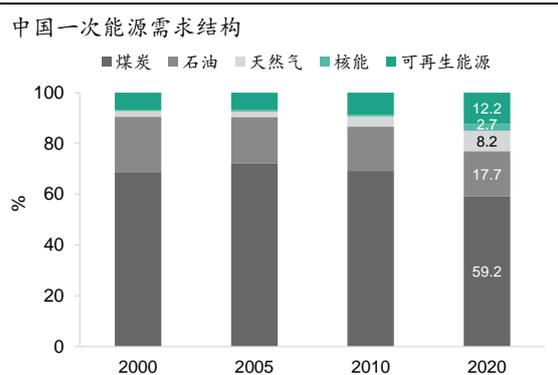
**第四，站在人与自然和谐共生的高度推动绿色发展，包括绿色转型、污染防治、生态保护、“双碳”推进四方面。**其中，对“双碳”推进的要求是“积极稳妥”。当前化石能源仍在我国一次能源需求中占据八成（图 30），报告因此强调“立足我国能源资源禀赋，坚持先立后破”，“有计划分步骤”实施碳达峰行动。2021 年我国部分地区出现减碳执行偏差，以及 2022 年以来俄乌冲突所导致的全球能源危机，均凸显出能源安全的重要性。未来我国“双碳”目标的实现路径或更为平滑，减碳工作有望更为有序。

**图 29：全球劳动收入份额显著下行**



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

**图 30：我国一次能源需求以化石能源为主**



资料来源：国家统计局，国际能源署，招商银行研究院

**第五，坚持统筹发展和安全，以新安全格局保障新发展格局。**当前世界百年未有之大变局加速演进，进入新的动荡变革期，来自外部的打压遏制随时可能升级，我国发展也进入了战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多的时期，各种“黑天鹅”“灰犀牛”事件随时可能发生。安全因此成为发展的前提和基础，特别是新形势下的经济安全，包括产业链供应链安全、科技安全、能源与粮食安全、金融安全等。就金融工作而言，报告更加侧重安全维度，提出“加强和完善现代金融监管，强化金融稳定保障体系，依法将各类金融活动全部纳入监管”，一方面吻合“功能监管”的先进金融监管理念，另一方面也与“坚持把发展经济的着力点放在实体经济上”的新发展理念一脉相承。

## 二、海外经济：从通胀到衰退

### （一）美国通胀：下行趋势下的分化与变数

2020年初新冠疫情爆发以来，美国CPI通胀在供需冲击下快速走高，自2020年5月的0.1%一路上行至2022年6月9.1%的峰值。1-10月CPI累计同比增速达8.3%，远超美联储2%的通胀目标。随着2022年初以来美联储激进加息抗通胀，以及全球供应链压力缓解，三季度以来美国CPI通胀逐步回落，至10月下行至7.7%，见顶回落的趋势愈发清晰。

下行趋势之下，亦有分化。2月以来商品通胀加速回落，但服务通胀仍然居高不下（图31）。

美国核心商品CPI通胀已于2022年2月见顶，迄今为止回落幅度接近60%，主因是机动车通胀见顶回落。2-10月核心商品拉动CPI通胀回落1.4pct，其中机动车拉动-1.2pct。一方面，2021年同期基数前低后高；另一方面，商品通胀环比动能亦显著走弱，10月核心商品通胀环比大幅转负。二手车分项环比增速跌至-2.4%，连续第四个月为负。

大宗商品价格见顶回落、汽车“芯片荒”、供应链压力显著缓解以及宏观政策“双紧缩”是商品通胀持续回落的主要推力。前瞻地看，这些因素均具有一定可持续性，未来核心商品通胀仍将继续下行，成为美国通胀回落的主要驱动。

图 31：商品通胀回落，服务通胀走强

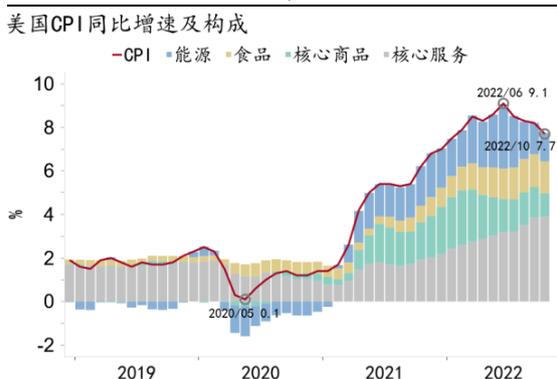


图 32：租金水平已随房价回落而回落

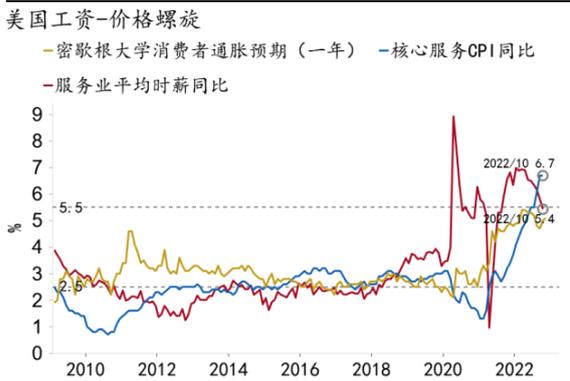


与此同时，美国核心服务通胀仍在本轮最高位。10月美国核心服务CPI通胀6.7%，持平9月，年内累计上行2.6pct。一方面，房租分项同比、环比均在高位，当前房租通胀对核心服务通胀的总贡献已超过50%；另一方面，由于劳动力市场持续供小于求，工资和通胀增速中枢均较疫情前大幅上行，成为服务通胀在高位保持粘性的重要原因。

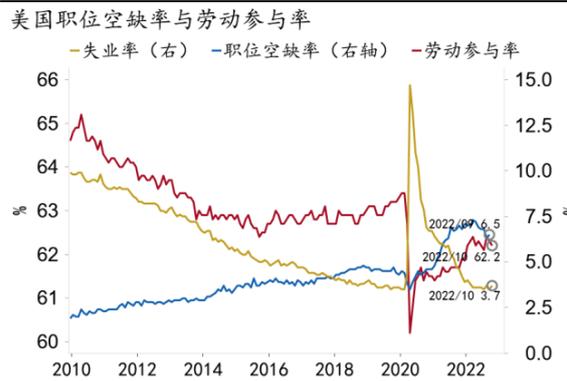
前瞻地看，随着房租价格见顶和劳动力市场供需矛盾边际缓解，核心服务通胀终将向疫前趋势回归，于2023年一季度左右见顶回落。受美联储激进加息影响，

美国房价自 2022 年下半年起开始大幅回落，房租或将于 2023 年上半年开始回落（图 32）；1-10 月服务业平均时薪增速环比（0.4%）亦低于核心服务平均 CPI 环比（0.6%）（图 33）。但考虑到供需缺口之下美国劳动力市场具备韧性（图 34），服务通胀回落速度将低于商品通胀。从长期看，服务通胀中枢或有所上行。

**图 33：美国薪资增长驱动核心服务通胀**



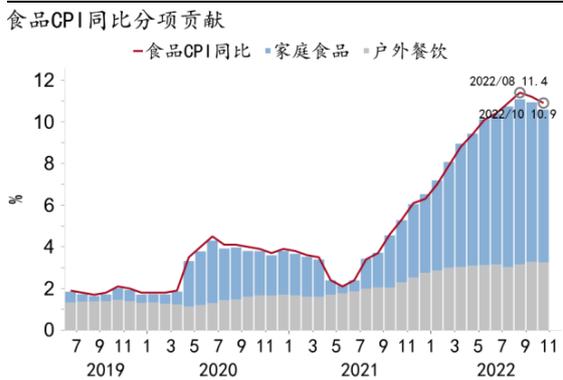
**图 34：美国职位空缺率见顶回落**



供给冲击仍是未来美国通胀的主要变数，地缘政治风险给食品、能源通胀带来的不确定性并未消失。

美国食品项通胀分为家庭食品（商品）和户外餐饮（服务）两部分，家庭食品项通胀已于 2022 年 8 月见顶（图 35），但户外餐饮项通胀仍在走高，符合美国商品通胀与服务通胀分化的整体走势。食品方面，10 月底黑海粮食运输问题再次发酵，乌克兰每月通过黑海向世界出口 400-500 万吨粮食，或将推高粮食价格<sup>5</sup>；能源方面，地缘政治风险导致的减产是主要变数（图 36），OPEC+ 自 11 月起下调原油产量上限 200 万桶/日，俄罗斯表示将在 2023 年每日减产约 80 万桶原油以抵消“价格上限”，或对能源价格形成一定冲击。

**图 35：食品通胀见顶回落**



**图 36：原油供需仍处紧平衡状态**



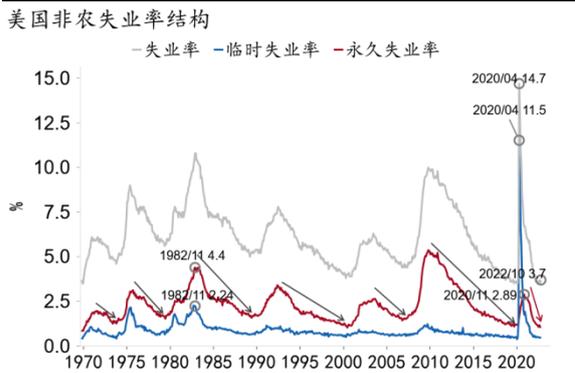
<sup>5</sup> 俄乌冲突导致黑海粮食出口受阻，这使得家庭食品项通胀环比动能于 2022 年 3 月达到阶段性高点。7 月 22 日“黑海粮食协议”签订，为民事航运提供安全走廊，随后家庭食品项通胀环比动能加速回落。

前瞻地看，短期内美国通胀将受商品通胀下行驱动维持回落态势，但服务通胀粘性或制约回落斜率。随着服务通胀见顶回落，2023年上半年美国通胀将加速回落，但能源与食品通胀的变数或造成扰动。基准情形下，未来美国通胀中枢将逐步回落，预计2022年美国CPI通胀中枢为8.1%，2023年为4.5%。从长期看，若服务通胀中枢上行，CPI通胀中枢将上移至略高于2%的水平。

## （二）美国就业：供需缺口收敛

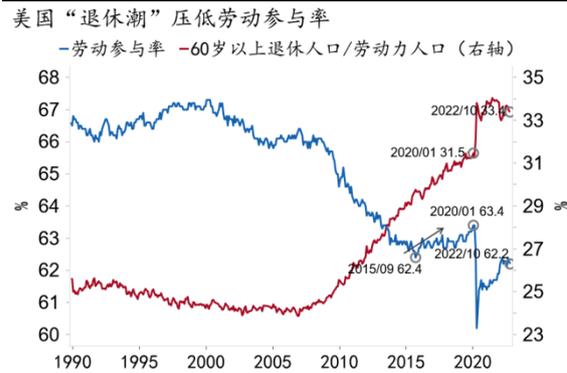
2022年以来，美国就业增长维持强劲。疫情初始冲击后美国劳动力市场经历了史上最快修复(图37)，10月失业率反弹0.2pct至3.7%，接近50年最低水平(3.5%)，非农就业26.1万，超出市场预期。1-10月非农就业月均增长40万人，就业人数已超过疫前水平。美国劳动力市场“用工荒”持续，就业供需缺口位于高位，平均每个失业者对应1.86个空缺岗位。

图 37：美国劳动力市场修复史上最快



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 38：美国劳动参与率显著低于疫前



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

但美国劳动参与率仍然显著低于疫前。10月美国劳动参与率为62.2%，较疫前仍存在约1.0pct的缺口(图38)。从结构上看，不同年龄段与学历人群修复分化：年轻人修复较好，低学历人群波动较大，55岁以上劳动力修复较差。在疫情爆发初期“退休潮”后，美国大龄劳动力迟迟未能重返劳动力市场，指向疫情对这部分人群的就业造成了永久损伤。较高的供需缺口带来薪资通胀压力，非农时薪1-10月累计同比增速5.24%(图39)，是核心服务通胀粘性的主要来源。

有别于史上历次经济衰退，当前美国就业与经济出现明显背离，就业市场火热而经济增长疲弱(图40)。究其原因，一方面劳动力需求表现相对滞后，历史上失业率拐点往往滞后于经济拐点。另一方面供给受损，劳动参与率下行将通过“分母效应”导致失业率下降。“用工荒”之下，不少美国企业竞相采取“预防性”雇佣，进一步加剧了劳动力市场的紧张程度。

空前强劲的就业成为美联储加速收紧的“底气”。疫情后至今菲利普斯曲线重新陡峭化，有望在较小的就业损失下降低通胀。以2020年3月为分界线，菲利普斯曲线的斜率绝对值从2010-2020年的0.07提高到1.27。据此估算，当核心CPI自

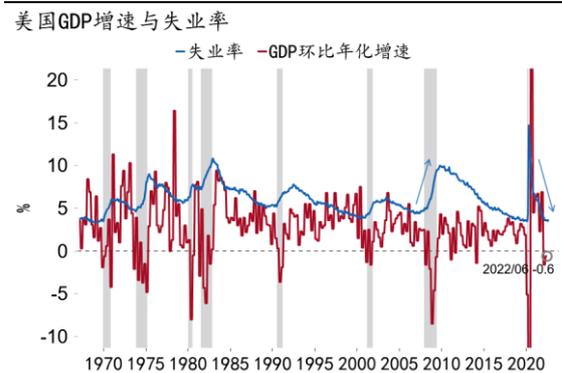
6.3%降至 4.0%时，失业率将上升 1.8pct 至 5.5%；当核心 CPI 降至 2.0%时，失业率将上升 3.4pct 至 7.1%。失业率升幅显著小于通胀降幅。

**图 39：美国就业与薪资增速均高于疫前**



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

**图 40：美国就业与经济增长背离**



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

前瞻地看，就业与经济的背离终将收敛，美国劳动力市场大概率将随经济走弱而降温。目前包括科技巨头在内的美国诸多大企业已出于对经营表现及经济前景的担忧纷纷开始大幅裁员。预计 2023 年美国失业率将调头向上，劳动参与率则难以回到疫前水平。就业市场供需缺口相应收敛，使得薪资增速回落。

### （三）美联储：从紧缩到宽松

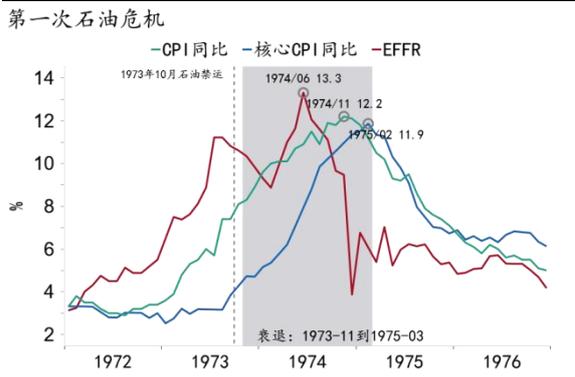
在高通胀低失业的背景下，美联储迅速收紧货币政策，在上半年便迅速推进了结束 QE、开启加息和缩表的货币政策正常化“三部曲”。

加息方面，美联储 3 月开启加息周期，至 11 月已加息 6 次共计 375bp，加息速度为近 40 年最快。政策利率目前达到 3.75-4.0% 区间，已大幅超出 2.5% 的中性利率水平。后续加息路径的速度、高度和时长仍然存在不确定性。在加息速度方面，11 月 FOMC 首次提出要关注累计紧缩幅度、政策滞后性以及经济金融发展状况，指向未来加息即将放缓。但在高度和时长方面，鲍威尔却同时释放出利率高点或将高于 4.6%，并在高位持续更久的鹰派信号，表示目前美联储考虑的并非紧缩过度，而是紧缩不足或过早放松。美联储未来加息路径仍将取决于数据，后续市场也将继续就此博弈。

从前两次“石油危机”的经验看，美联储并非在通胀达到 2% 的目标后才开始转向。第一次石油危机前美国已处于“滞胀”之中，美联储也已开启紧缩周期。由于担心经济增长和就业稳定，当时由伯恩斯领导的美联储中途转向宽松，然而快速攀升的通胀迫使美联储不得不于 1974 年重新加息。1974 年 6 月有效联邦基金利率（EFFR）达到 13.3% 的峰值，美联储再次转向宽松。此时 CPI 通胀为 11%，半年后才达到峰值 12.2%（图 41）。第二次石油危机后美国通胀快速攀升至 10% 以上。1979 年 10 月沃尔克接任米勒成为美联储主席，并大幅收紧货币政策，EFFR 一度达到 20%。

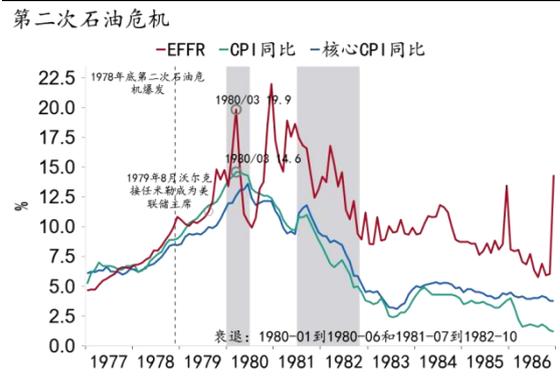
直至 1982 年 6 月，通胀持续 27 个月下行后，美联储才逐步放松货币政策。当时 CPI 通胀为 7.2%，核心 CPI 通胀为 8.4%，均远高于通胀目标（图 42）。

图 41：伯恩斯“半途而废”



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

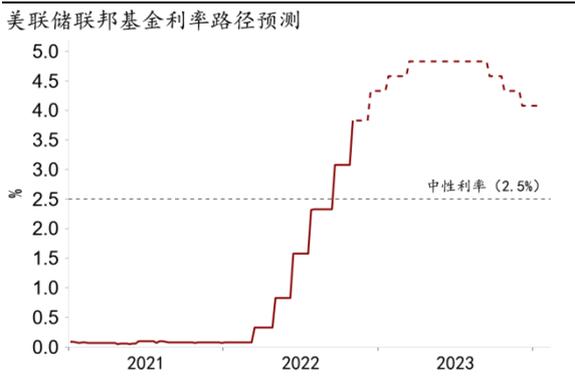
图 42：沃尔克“坚持到底”



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

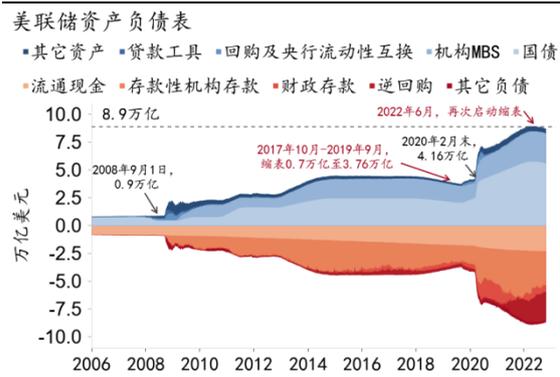
前瞻地看，预计美联储 12 月加息 50bp，2023 年或继续加息 25-50bp，政策利率下限高点位于 4.5-4.75%（图 43）。基准情形下，2023 年二季度美国 CPI 通胀将回落至 4% 左右，政策利率将超过通胀水平，美联储成功追上通胀曲线，美联储或于 2023 年下半年开启降息周期。

图 43：美联储加息路径预测



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 44：美联储开启“二次缩表”



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

缩表方面，美联储已于 2022 年 6 月开启“二次缩表”（图 44）。缩表上限于 9 月起翻番，达到每月 950 亿美元（600 亿美元国债和 350 亿美元 MBS）。截至 10 月末，缩表已开启 5 个月，总规模缩减不到 1,900 亿美元，反映出美联储对缩表影响流动性的担忧。其中，国债减少约 1,700 亿美元；MBS 仅减少 290 亿美元，远低于缩表上限，可能因为 MBS 结算存在几个月的时滞，暂未体现在资产负债表上。

根据美联储的合意情形，“二次缩表”将持续 2-3 年，资产规模缩至 5.7-6.6 万亿美元（缩减 26-36%），其中国债减持 1.5-2 万亿美元，MBS 减持 0.8-1.2 万亿美元。但综合考量，“二次缩表”的幅度大概率将低于预期（图 45），主要受到四方面因素制约。一是美国经济衰退，若美联储转向，缩表也将随之终止。二是美联储财务亏损，可能会带来声誉风险及政治压力，影响美联储货币政策的有效性和独立

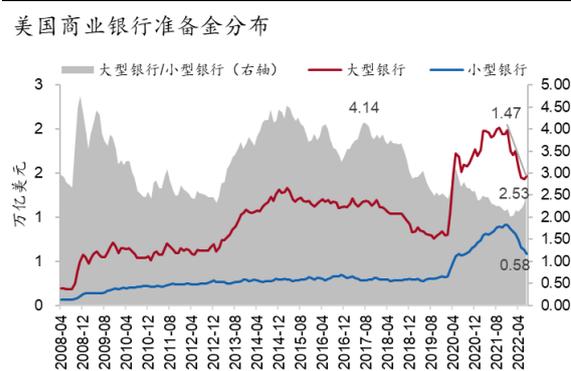
性。三是美国财政可持续性承压，制约美联储紧缩政策的力度和时长。四是美国国债和 MBS 到期量不足，与缩表上限有一定差距，或对缩表速度形成制约。

**图 45：当前“二次缩表”进程不及预期**



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

**图 46：美国准备金分层，结构不均**



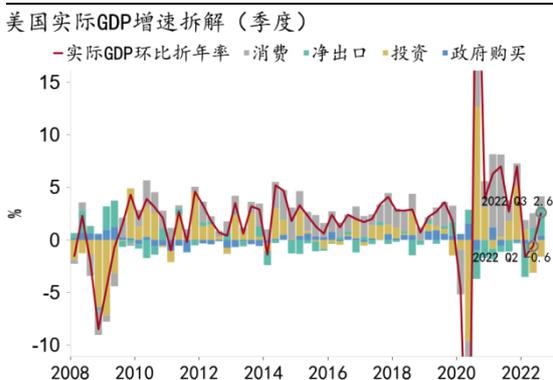
资料来源：Wind，招商银行研究院

总体上看，本轮缩表进程中出现流动性危机的概率较低。从总量上看，一方面当前美国货币市场流动性更加充裕，且逆回购协议与财政一般账户共计可提供 2.5-3 万亿美元的流动性“缓冲垫”；另一方面美联储设立常备正回购便利工具 SRF，加固了利率走廊的“天花板”。但由于高通胀侵蚀美元实际购买力，且美国金融市场流动性的结构性分层问题仍存，仍需警惕“回购危机”重现的风险（图 46）。

#### （四）美国增长：逐渐步入“浅衰退”

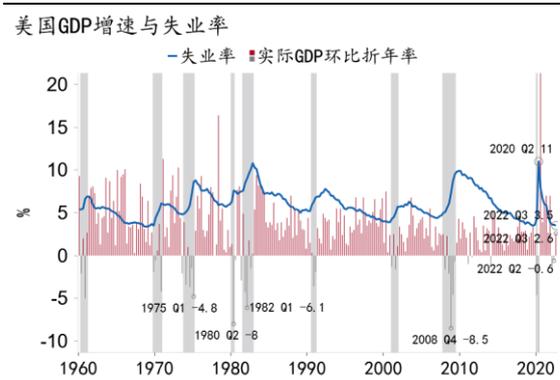
美国经济增长内生动能已明显放缓，大概率将步入实质性衰退。美国一二季度 GDP 增长分别为-1.6%和-0.6%，已陷入技术性衰退，虽然三季度 GDP 增速重回正值（2.6%），但主要靠净出口拉动，内需已明显减弱（图 47）。根据美国国家经济研究局（NBER）的定义，实质性衰退指经济活动广泛且长期的低迷，以产出、消费等六大指标为标准判定。尽管美联储认为美国经济距离实质性衰退仍有距离，但从历史数据来看，历次技术性衰退均伴随着实质性衰退（图 48）。

**图 47：美国经济内生动能放缓**



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

**图 48：技术性衰退预示实质性衰退**

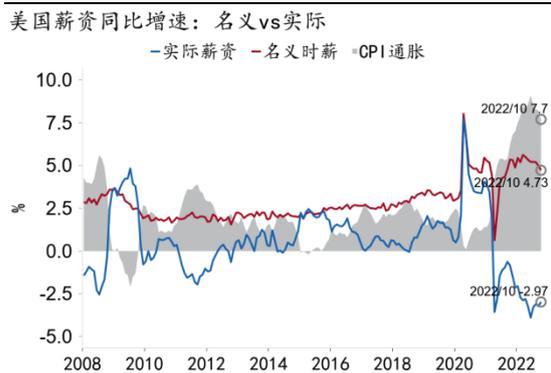


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

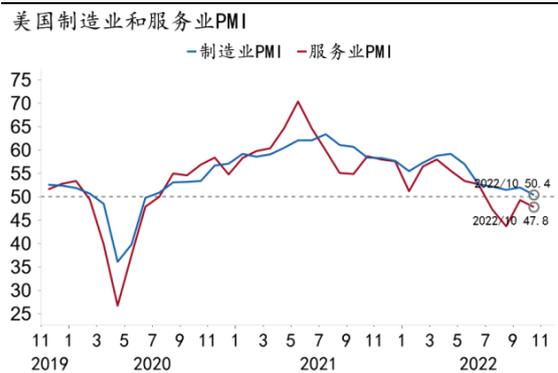
当前美国内需和生产增速已明显下滑。高通胀侵蚀了居民和企业的购买力（图 49），宏观政策“双紧缩”进一步抑制了需求，成为美国增长放缓的主要原因。目

前美国居民储蓄率已大幅低于疫前水平，而随着住房贷款利率和企业融资成本大幅上升，房地产市场和企业固定投资也明显走弱。美国 PMI 自 2021 年中以来趋势性回落，其中服务业 PMI 至 10 月已连续四个月位于收缩区间（图 50）。

**图 49：美国实际薪资同比下跌**

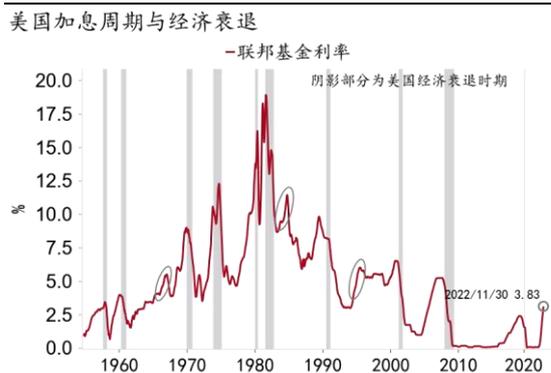


**图 50：美国 PMI 自 2021 年中趋势性回落**



回顾历史，美国经济衰退与加息周期如影随形。从 1960 年至今，美国共经历 12 轮紧缩周期、9 次衰退，加息周期后经济实现“软着陆”只有三次：分别为 1963-1966 年、1983-1984 年和 1994-1995 年（图 51）。与本次不同的是，这三次加息均为“防患于未然”，加息幅度与速度均不及本轮，且前两次经济受到“宽财政”支撑。鲍威尔在 11 月议息会议后承认，在过高的通胀和更加紧缩的货币政策作用下，未来美国经济“软着陆”的可能性正在下降。

**图 51：加息后仅有三次实现“软着陆”**



**图 52：超额储蓄成为居民消费“缓冲垫”**

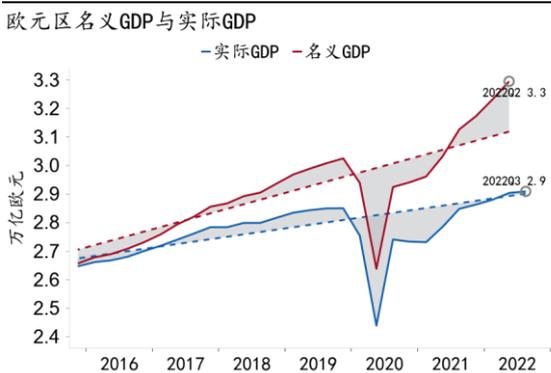


前瞻地看，美国经济“硬着陆”渐行渐近，或于 2023 年上半年陷入实质性衰退。基准情形下，预计美国此次衰退程度较温和，将持续一年左右。一方面，较高的职位空缺为就业市场提供“缓冲”。根据疫情下的菲利普斯曲线估计，美国失业率的上行幅度或在 2.0pct 以内，与历史上美国的温和衰退（1960、2001 年）相若。另一方面，居民资产负债表较为健康，负债率明显低于次贷危机时期，并在疫情期间人均积累了超过 1 万美元的超额储蓄，大致相当于 2 个月的人均可支配收入（图 52）。

## （五）欧洲：通胀未平，衰退将至

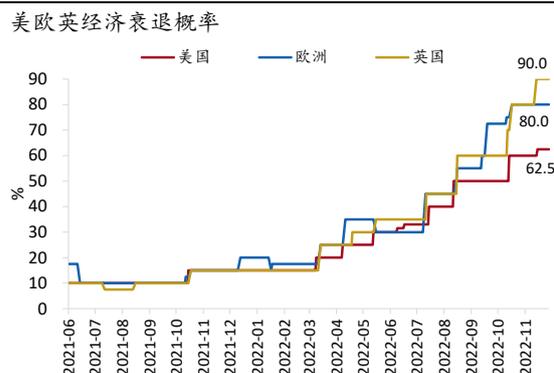
回顾 2022 年，欧洲经济修复动能超出市场预期（图 53），主因有三。其一是放松疫情防控政策带来经济重启，二、三季度服务业快速复苏；其二是前期宽松政策对经济的影响仍在，超额储蓄对消费构成支撑；其三是俄乌冲突对能源价格的影响低于预期，俄罗斯以外的国际能源供给增加、部分主体用量降低和暖冬预期均制约了能源价格进一步上涨的空间。IMF 预计，2022 年欧元区实际 GDP 增速将达到 3.1%。

图 53：2022 年欧洲经济修复动能超预期



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

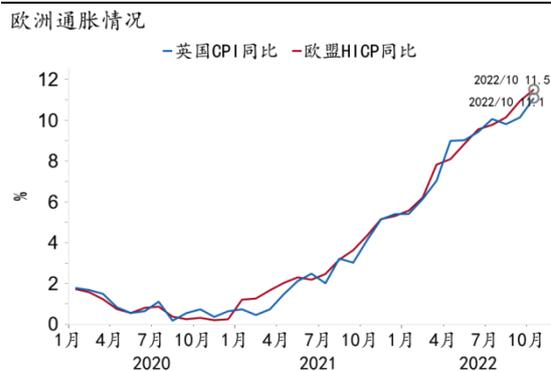
图 54：全球经济衰退预期升温



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

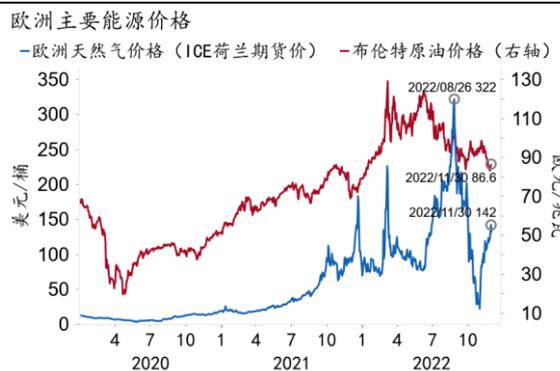
高通胀、高利率和外部环境恶化或将导致欧洲经济于 2023 年初陷入衰退，且衰退幅度将大于美国（图 54）。2021 年以来，欧洲通胀在供需因素交替影响下快速走高，欧盟 HICP 通胀从 2020 年 12 月的 0.3% 上行至 2022 年 10 月的 11.5%（图 55）。特别是俄乌冲突以后，天然气、原油和部分农产品价格快速上行（图 56），令欧洲主要国家通胀屡创新高。高通胀大幅抬升了欧洲经济的运行成本。据估计，欧元区能源成本上升幅度相当于 GDP 的 5%。高通胀迫使欧央行加息，高利率对需求构成显著压制，叠加外需回落，将对欧洲经济增长形成显著拖累。

图 55：欧洲通胀快速走高



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 56：俄乌冲突后天然气价格飙升



资料来源：Bloomberg，招商银行研究院

2022年7月起，欧央行3次提升存款机制利率合计200bp至1.5%，告别了持续8年的负利率时代。欧洲央行10月加息幅度达75bp，并明确释放出持续加息的信号。由于供给问题仍未得到有效解决，2023年能源价格或仍将维持高位，欧央行将面临“滞”“胀”两难，或对加息幅度形成制约，且可能跟随美国降息。前瞻地看，12月欧央行或再度加息50bp，2023年继续加息50bp，存款机制利率高点在2.5%。

### 三、中国经济：告别疫情

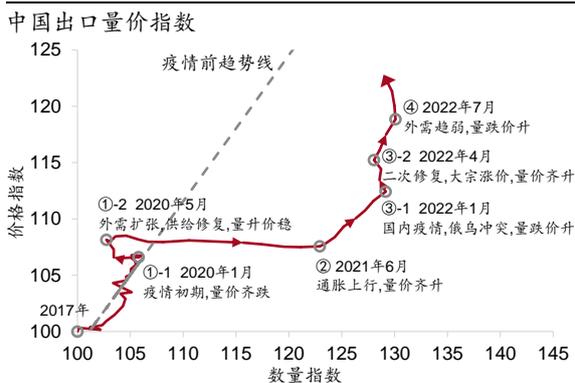
#### (一) 进出口：范式转换，顺差收敛

##### 1. 出口：增速下行

2020 年全球疫情初始冲击后，受收入效应和替代效应“双重红利”支撑，我国出口金额显著抬升。分量价来看，2020-2021 年我国出口经历了量升价稳、量价齐升两个阶段，2022 年进入了量稳价升的第三阶段，三季度以来逐渐步入量跌价升的第四阶段（图 57、图 58）。

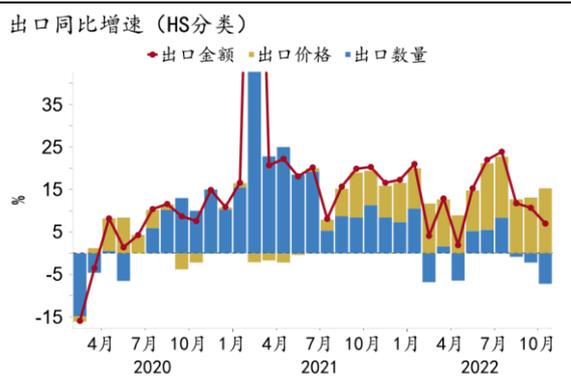
2022 年价格代替数量成为出口金额增长的主要拉动，出口金额同比增速下行。一方面，受俄乌冲突影响，全球大宗商品价格再度快速上行，出口原材料和中间品价格相应上涨，1-10 月以人民币计价的出口价格同比增速达 12.2%。另一方面，发达经济体实际消费增长放缓，国内疫情在二季度再度形成供给冲击，1-10 月出口数量同比仅增长 0.9%。此外，二、三季度人民币快速贬值，导致以美元计价的出口增速持续低于以人民币计价的增速。以美元计，前三季度出口金额增速依次为 15.5%、12.5%、10.1%，8 月出口金额增速伴随数量收缩陡峭下行，10 月陷入负增长。

图 57：疫后出口经历增长范式转换



注：根据海关公布的贸易指数（HS2 分类）换算，以 2017 年年均值为 100，经 12mma 处理以平滑季节性波动  
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 58：出口进入量跌价升阶段

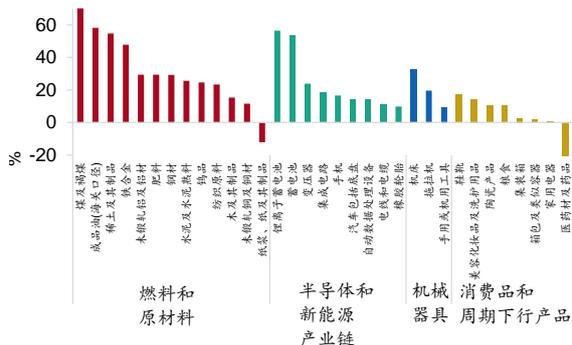


注：出口金额为人民币计价  
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

从结构上看，不同商品量、价增速分化。一是燃料和原材料类产品出口金额大幅增长，但数量涨跌不一（图 59）。二是新能源和汽车产业链产品出口呈现高景气。1-10 月汽车及零配件在出口金额中占比 3.8%，对出口增速的贡献率达 8.2%。三是消费品增速高位下行，电子产品、地产后周期产品、防疫物资等数量持续收缩。从贸易伙伴上看，对发达经济体出口增速快速下行，对东盟出口增速抬升并呈现韧性。1-10 月，我国对东盟出口占比较 2021 年同期上升 1.3pct，拉动出口金额增长 3.0pct，贡献显著高于欧盟和美国。

图 59: 燃料和原材料出口价格涨幅最大

前9个月部分出口产品价格平均涨幅

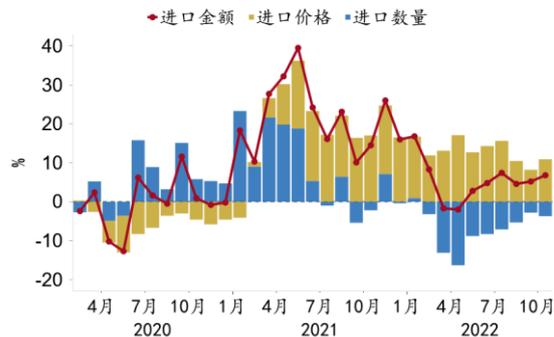


注：出口价格为人民币计价

资料来源：Wind，招商银行研究院

图 60: 二季度起进口量、价增速差收敛

进口同比增速 (HS分类)



注：出口价格为人民币计价

资料来源：Macrobond，招商银行研究院

展望 2023 年，在 2022 年高基数基础上，出口金额同比增速或将转负，以美元计，预计全年货物出口金额收缩幅度在 4% 左右。海外供需缺口将进一步收敛，我国出口数量或延续负增长，价格或随大宗商品价格下行。一方面，随着海外经济增长放缓甚至陷入衰退，叠加消费由商品继续倾向服务，超调的商品消费需求将逐渐回落；另一方面，俄乌冲突和疫情对供给端的抑制有望进一步弱化。值得注意的是，在出口总额中占比超 25% 的高新技术产品还面临美国制裁，对出口增长形成拖累。

在区域和产品结构上，2023 年出口仍有亮点。在区域上，一方面，部分国家经济周期滞后欧美，2023 年或较晚步入衰退，我国出口有望受到一定支撑；另一方面，在全球供应链重构以及“一带一路”、RCEP 等政策支持下，我国与欧洲、拉美和非洲地区经贸关系有望进一步加强。在结构上，新能源、汽车相关的产品出口或将延续较高增长。

## 2. 进口：数量回升

2022 年我国进口金额同比增速快速降至零增长区间。前三季度进口同比分别为 10.6%、1.4% 和 0.8%，10 月同比收缩 0.7%。不过，拆解进口的量、价以及汇率因素，二季度以来美元计价的进口金额增速持续低迷，主要受人民币汇率贬值影响，实际进口数量降幅持续改善（图 60）。2022 年 4 月，疫情和俄乌冲突对内、外需形成二次冲击，进口数量同比降幅创近年之最，达 16.3%。随后，进口数量随经济修复回升，叠加基数效应，至 10 月数量同比降幅已收窄至 3.7%。价格增速有所放缓但呈现一定粘性，主要由于俄乌冲突对大宗商品市场的冲击。

进口结构上增速分化，反映出内需的不均衡修复。其中，芯片产业链产品屡受地缘政治冲击，地产建筑相关的原材料和消费类商品持续低迷；但燃料进口保持高速增长，汽车进出口景气共振，增速屡创新高。

展望 2023 年，实际进口将随我国经济修复进一步改善，进口数量增速有望回升。但考虑到人民币汇率和价格因素，进口金额增速或小幅正增长。以美元计，预计进口金额增长 2% 左右。

### 3. 贸易差额：对 GDP 拉动减弱

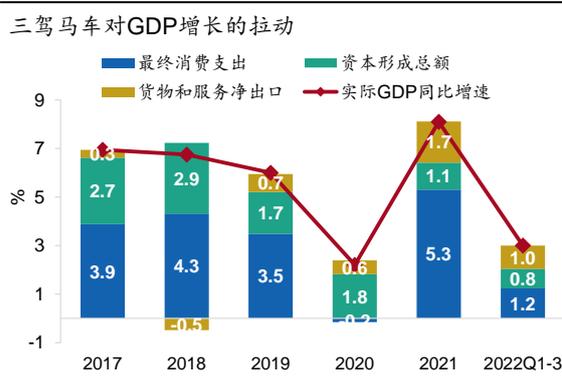
2022 年我国货物贸易出口增速回落幅度小于进口增速，货物贸易顺差呈现衰退式扩张，1-10 月累计同比扩张 43.8%（图 61）。2023 年我国货物贸易景气度将进一步下行，出口金额增速大幅放缓，进口金额增速小幅正增长，预计货物贸易顺差同比收窄 23%左右。

图 61：2022 年我国贸易顺差衰退式扩张



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 62：前三季度净出口对 GDP 的拉动减弱



资料来源：Wind，招商银行研究院

服务贸易方面，2022 年进口增速有所改善，出口增速有所放缓，逆差仍处低位。1-10 月我国国际收支口径下以美元计价的服务贸易进口金额增长 13.2%，服务贸易出口金额同比增长 15.7%，分别为 2019 年同期水平的 92%、156%，服务贸易逆差累计同比小幅扩张至 782 亿美元，为 2019 年同期水平的 36%。

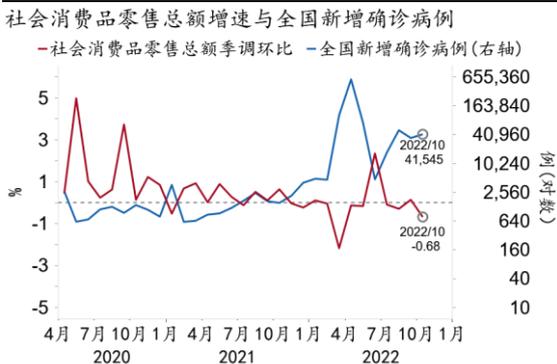
前瞻地看，2023 年服务贸易逆差将大幅上升。随着国际旅行加快恢复，服务贸易进口有望反弹，信息服务为主的服务贸易出口将维持韧性，服务贸易逆差环比将大幅扩张，不过新中枢或较疫前 2,500 亿美元显著收窄，预计 2023 年服务贸易逆差约为 1,500 亿美元。

“净出口”对 GDP 的拉动将显著减弱。从支出法 GDP 的角度来看，2022 年前三季度货物和服务净出口对 GDP 增长的拉动已经由 2021 年的 1.7pct 降至 1.0pct（图 62）。此外，考虑到出口带动的国内上下游产业链趋弱，对总需求的投资和消费也将形成拖累。仅从规上工业企业来看，其出口交货值在营收中占比在 11% 以上，出口景气下行将对制造业投资形成一定拖累。

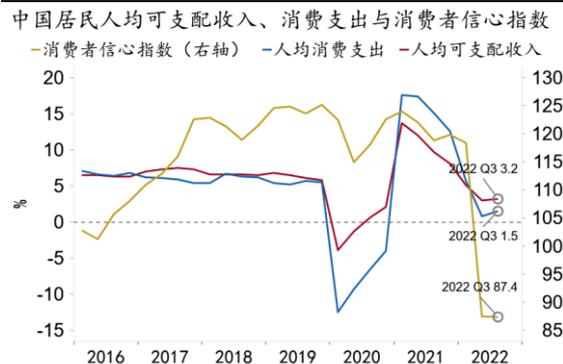
### （二）消费：向常态回归

受疫情影响，2022 年我国消费修复乏力，增速总体偏低。前三季度最终消费对 GDP 增速的贡献持续下滑，由 2021 年的 5.3pct 降至 1.2pct。二季度疫情冲击，叠加消费主体收入增长承压，消费信心不足，导致我国社会消费品零售总额修复缓慢。1-10 月社零累计同比增长 0.6%，其中二季度累计下降 0.7%。7-10 月消费有所修复，但动能偏弱，社零单月季调环比平均下降 0.23%，远不及疫前季节性水平（图 63）。

**图 63: 社零增速与确诊人数负相关**



**图 64: 居民收入增长承压, 消费信心不足**

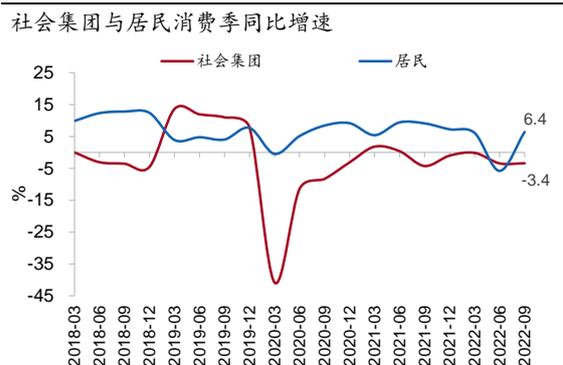


从三大消费主体看，收入增长放缓、预期疲弱，是消费修复乏力的主要原因。疫情冲击下，居民部门可支配收入增速减缓，预期疲弱令居民储蓄增加、消费下降（图 64）。政府部门受税收及土地出让收入大幅下降以及“过紧日子”政策要求的影响（图 65），财政承压、消费受限，加之企业部门消费持续偏弱，共同造成社会集团消费在 2022 年前三季度持续收缩，同比下降幅度由 2021 年末的 1.0% 扩大至 3.4%（图 66）。

**图 65: 土地出让收入大幅下降**



**图 66: 社会集团消费持续收缩**



2023 年经济活动正常化有望对消费产生积极影响，主要体现在三方面。

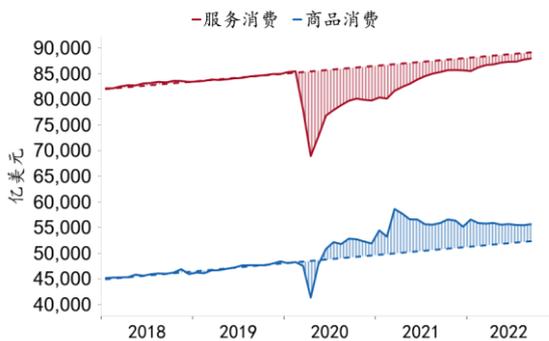
一是改善三大主体收入增速，提振消费信心。在居民部门，2022 年三季度居民人均可支配收入累计增速改善，消费意愿相较二季度增强。随着消费场景恢复，疫情期间流失的部分消费需求或显著反弹。在政府部门，经济活动正常化有助于改善税收，但土地出让收入延续收缩仍将抑制政府消费。在企业部门，随着 CPI-PPI 通胀剪刀差收敛，中下游企业利润或相应回升。私人部门预期也将相应改善，尤其表现在第三产业。但历经三年疫情，收入和信心的恢复难以一蹴而就，大概率将是渐进的。

二是随着消费场景恢复，服务消费有望迎来明显反弹。从海外经验看，经济重启后服务消费的修复显著好于商品消费（图 67）。在形态上，服务消费可能会经历

类似东亚经济体重启后初期短暂回调再快速反弹的过程，反弹力度和可持续性或有限，取决于经济总体修复状况和政策刺激力度，难以在短期内完全恢复至疫前趋势水平。2023 年中央及地方各级政府仍需积极出台支持性政策，助力服务消费复苏。

**图 67：美国服务消费仍低于疫前趋势水平**

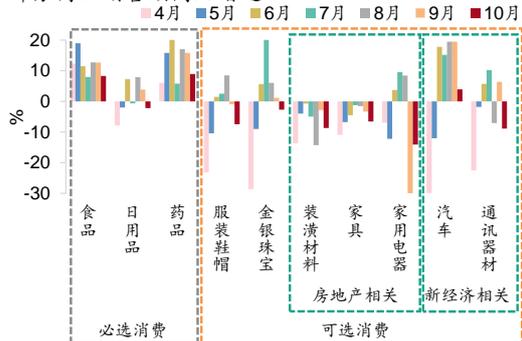
美国居民消费复苏



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

**图 68：商品消费增长分化**

部分商品销售额同比增速

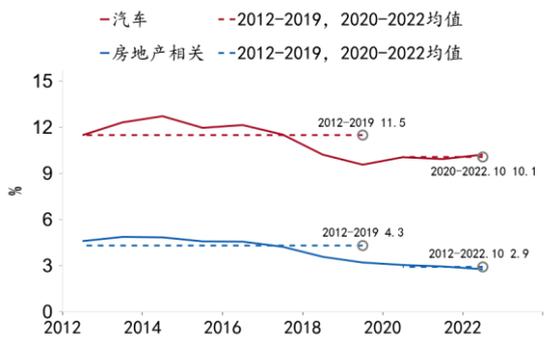


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

三是政策积极托举下，商品消费有望延续复苏。2022 年必选消费与部分可选消费增速在前三季度已恢复至疫前水平，但 10 月疫情冲击令多数可选消费增速再度转负（图 68）。2023 年促消费政策大概率将延续，叠加内需回暖、预期改善，将对商品复苏形成支撑。另一方面，汽车消费与房地产产业链相关消费或对商品复苏形成一定压力。疫情爆发以来（2020 年初-2022 年 10 月），汽车与房地产相关消费占社零比重中枢较疫前（2012-2019 年）均下降 1.5pct，合计占比由 16% 降至 13%（图 69）。二季度在供给端限制因素消除及利好政策刺激下，汽车消费需求充分释放；但国庆期间汽车销售表现已不及预期，2023 年起新能源汽车补贴政策退出，汽车消费增长支撑趋弱（图 70）。而当前房地产市场仍处下行期，相关消费或持续低迷。

**图 69：汽车及房地产相关消费占比下降**

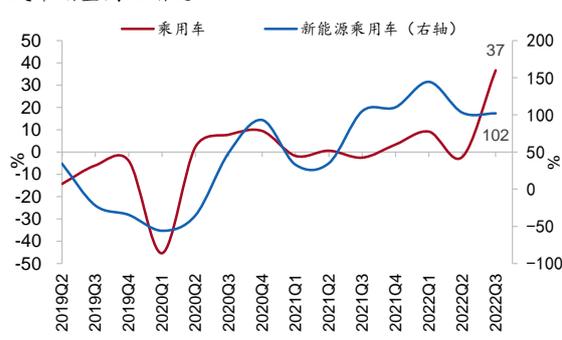
汽车及房产消费占社零比重



资料来源：Wind，招商银行研究院

**图 70：新能源乘用车销量增速显著回落**

汽车销量同比增速



资料来源：Wind，招商银行研究院

前瞻地看，2023 年消费增速有望明显反弹，成为支撑经济增长的主要动能，预计社零增速 4.4%。服务消费显著反弹、商品消费延续修复，以及 2022 年的低基数是消费增长的主要支撑。但在支持性政策落地生效之前，居民收入及预期承压、零星疫情、“双减”政策以及汽车和房地产相关消费仍将对消费复苏形成一定制约。

### (三) 投资：边际放缓，结构调整

#### 1. 房地产：边际企稳

2022 年伴随居民收入增速放缓和房价预期转弱，我国商品房销售显著下滑（图 71）。央行城镇储户调查显示，居民收入预期显著下行，二季度创下 45.7% 的历史新低；三季度预期房价上涨占比同比下降 10.3pct 至 14.8%（图 72）。居民预期转弱使得新增住房需求收缩，上半年商品房销售加速下滑，6 月以来，在政策托举下商品房销售跌幅有所收窄，1-10 月商品房销售面积和销售金额同比分别收缩 22.3% 和 26.1%。重点城市二手房成交萎缩 3-5 成，1-10 月北京、深圳和杭州二手房成交面积分别收缩 24.8%、41.8% 和 41.9%。

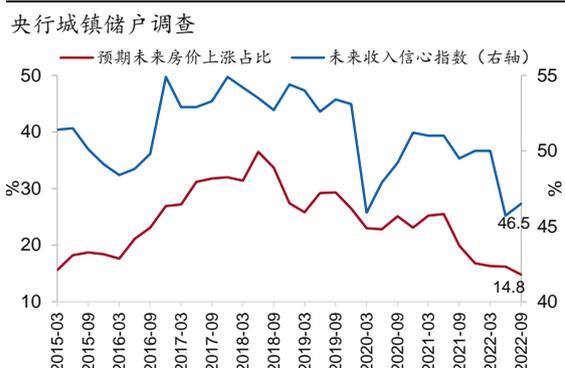
前瞻地看，政策托举下，2023 年商品房销售金额或边际企稳，或同比下滑 3.8%。商品房销售增速的反弹斜率同时受到短期和长期因素制约：短期内居民收入增速和预期改善仍需时日；长期来看，我国适龄置业人口趋势性减少，城镇化进程放缓，中长期住房需求中枢下移。

图 71：商品房销售金额显著收缩



注：2021 年数据为各月两年平均增速  
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

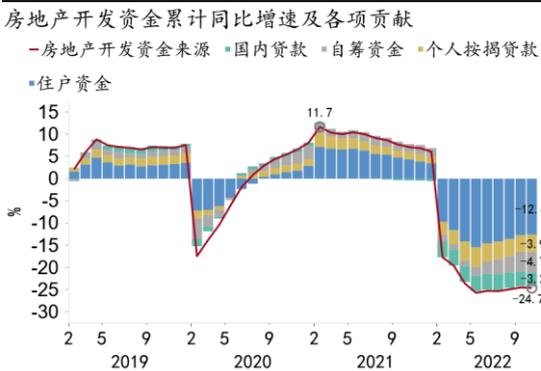
图 72：居民收入和房价预期走弱



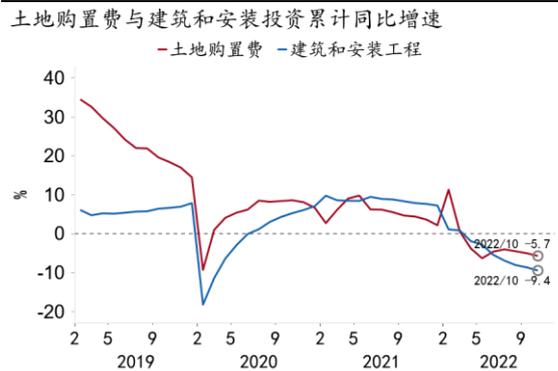
资料来源：Wind，招商银行研究院

投资方面，居民购房意愿低迷叠加房企融资约束，使得房地产开发企业到位资金下滑，房地产投资持续收缩。1-10 月房企到位资金累计同比收缩 24.7%（图 73），其中与居民购房行为相关的居民定金及预付款成为最大拖累，收缩 33.8%。资金紧张叠加对销售的悲观预期，房地产投资持续下探（图 74），1-10 月房地产开发投资完成额累计同比收缩 8.8%。土地购置方面，房企拿地意愿持续低迷，土地购置面积和土地购置费累计同比分别收缩 53.0% 和 5.7%，2022 年第二批集中供地整体溢价率仍处于 3.1% 的低位。建安投资方面，新开工和施工面积持续下滑，1-10 月累计同比分别收缩 37.8% 和 5.7%；受“保交楼”政策推动，8 月以来竣工面积跌幅收窄，累计同比下降 18.7%（图 75）。

**图 73：房地产开发企业到位资金大幅收缩**



**图 74：土地购置费和建安投资收缩加剧**



前瞻地看，2023 年房地产投资有望边际修复，收缩幅度收窄至 1.8%。土地购置方面，考虑到房地产销售小幅收缩，库存去化困难，房企拿地意愿难有大幅提振，2023 年土地市场或难显著回暖。此外，由于土地出让收入对土地购置费存在领先关系（图 76），2023 年土地购置费仍将在一定程度上受到 2022 年土地市场低迷的拖累，或仍处收缩区间。建安投资方面，销售的边际企稳有望缓解房企资金压力，叠加“保交楼”政策推动，存量项目施工推进将更有保障。2023 年建安投资或边际改善，但回升斜率受房企新开工意愿不足制约，建安投资或小幅正增长。

**图 75：新开工、施工和竣工面积大幅收缩**



**图 76：土地出让收入领先土地购置费**



## 2. 基建：维持中高速增长

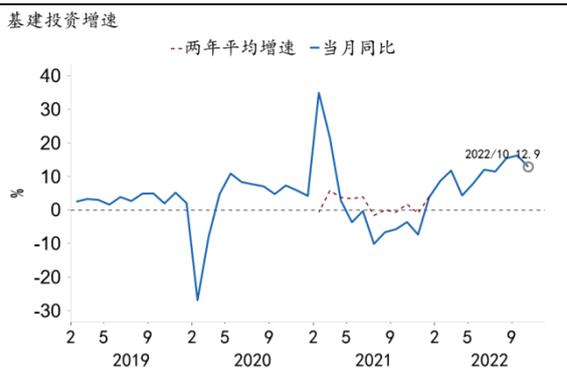
2022 年基建投资高速增长，有效地发挥了逆周期调节作用。1-10 月全口径基建投资累计同比增长 11.4%，较 2021 年大幅上升 11.2pct，全年增速预计为 10.8%（图 77）。

基建投资受到政策的有力托举，资金充裕。一季度基建投资前置发力特征明显，一方面发行了 1.25 万亿新增专项债，占提前下达 1.46 万亿额度的 85.6%，叠加 2021 年四季度发行的 1.2 万亿新增专项债，增量明显；另一方面财政支出强度明显提升，对基建领域的支持力度加强。二季度疫情冲击，政策迅速响应，新增专项债发行进

度加快，6月底基本将2022年用于项目建设的3.45万亿新增专项债发行完毕（图78），同时一般公共预算投向基建的比例进一步上升。三季度设立增量工具，衔接已有资金，包括增加政策性银行信贷额度8,000亿元，投放政策性开发性金融工具7,400亿元，受此支撑，基建投资增速自高位进一步上行。四季度财政收支压力加大，积极因素在于动用地方政府专项债务限额，增量发行5,000多亿元新增专项债、PSL重启用于重大项目建设，努力盘活存量资金等。

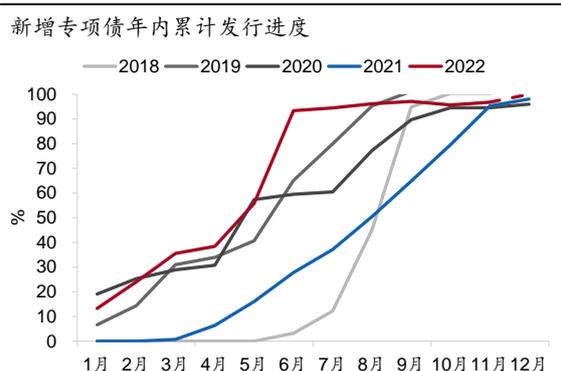
前瞻地看，预计2023年基建投资将维持6%左右中高速增长，助力经济修复企稳。

图 77：基建投资高速增长



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 78：新增专项债发行进度超前



注：10月份开始考虑增发5,000亿新增专项债的影响  
资料来源：Wind，招商银行研究院

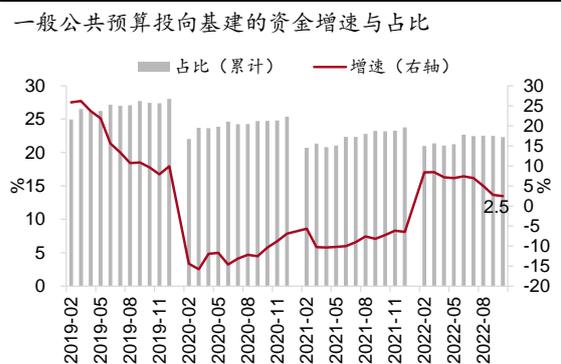
在资金端，2023年财政紧平衡压力依然较大，财政资金对基建的支持力度受到一定限制。一是支出承压。预计赤字率和新增专项债限额持平2022年，结转结余及利润上缴的空间或明显收缩，土地出让收入难以快速回暖（图79）。二是支出结构上基建的比重下降（图80）。一般公共预算支出或更加倾向民生领域，且债务付息压力加大，或挤出基建支出。在严格控制地方政府隐性债务的要求下，1-11月城投债净融资1.2万亿，同比收缩43.7%，预计2023年对基建的贡献将进一步下降。在此背景下，预算外资金、银行信贷和“准财政”政策工具将继续发力，支撑基建增速。

图 79：2022年土地出让收入预计下降25%



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 80：投向基建的比例持续下降



资料来源：Wind，招商银行研究院

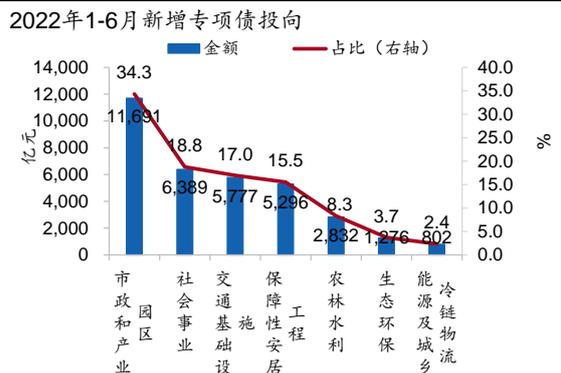
在项目端，基建项目储备充足，投资空间广阔。一方面，2022年基建投资高速增长，发改委项目审批额及新开工项目计划投资额都处于历史同期高位（图 81），2023 年预计将加大项目建设推进力度，加速形成实物工作量。另一方面，财政部已在部署 2023 年新增专项债限额提前下达的工作，各地在积极进行项目储备，预计 2023 年初发行节奏较快。2023 年基建投资方向仍将以水利、交通、农业农村基础设施、市政及园区改造等传统基建为主体，以新能源绿色能源建设，如光伏、风电设施建设，特高压、数据中心等新基建为重要抓手（图 82）。

图 81: 固定资产新开工计划投资额增速较快



资料来源：财政部，招商银行研究院

图 82: 投向市政和产业园区的比例最高



资料来源：Wind，招商银行研究院

### 3. 制造业：政策托举，稳健增长

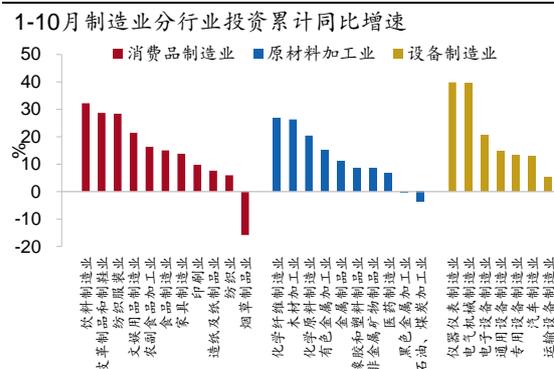
2022 年制造业投资在“稳增长”政策的有力托举下，维持高增长，但增速边际趋缓。1-10 月制造业投资累计同比增长 9.7%，较 2021 年全年 13.5% 下降 3.8pct（图 83）。宏观政策持续发力，对制造业投资形成有力支撑。一是 2022 年实施组合式税费支持政策，有效地改善了企业现金流，缓解其经营压力；二是对制造业设备更新、技术改造的信贷支持力度加大，财政配合贴息；三是基建投资加速以及促进汽车消费政策带动相关制造业投资。但外需景气下行、房地产收缩、工业企业利润承压叠加预期转弱则对制造业投资构成一定制约。

图 83: 高技术制造业保持高增长



注：2021 年数据为各月两年平均增速  
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

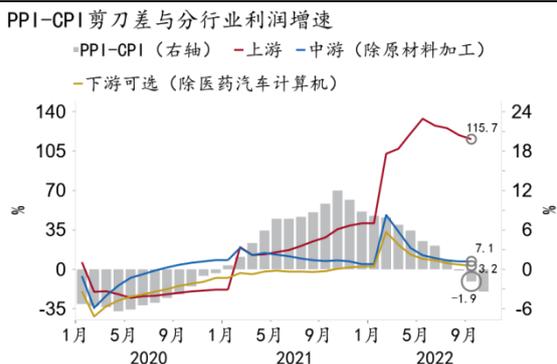
图 84: 中游设备制造业增速提升



资料来源：Wind，招商银行研究院

分上中下游看，制造业投资走势分化。随着国内 PPI-CPI 剪刀差收敛，叠加高基数效应，上游石油、化纤、金属制品等行业投资增速回落。中游电气机械、仪器仪表制造高速增长，汽车制造增速上升，计算机电子设备、专用设备制造受外需回落压制，但仍保持较高韧性。下游消费品制造业受疫情冲击，叠加内需及预期疲弱，整体投资动能不足（图 84）。

**图 85：剪刀差转负，行业利润向中下游传导**



注：2021 年数据为各月两年平均增速  
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

**图 86：企业经营预期走弱**



注：2021 年数据为各月两年平均增速  
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

前瞻地看，预计 2023 年制造业投资将稳健增长，增速或达 4.5%。支撑因素来自三方面，一是政策托举下，制造业产业升级、技术进步、补链强链将持续进行，高技术制造业有望维持高速增长；二是海外高通胀下我国制造业成本优势凸显；三是节能减碳改造和新能源等绿色投资有望对制造业投资形成有力支撑。制约因素在于，一方面 PPI 继续回落（图 85），叠加企业加速去库存，利润增长压力加大，企业预期走弱（图 86），压制投资；另一方面外需趋于回落，房地产市场延续低迷。

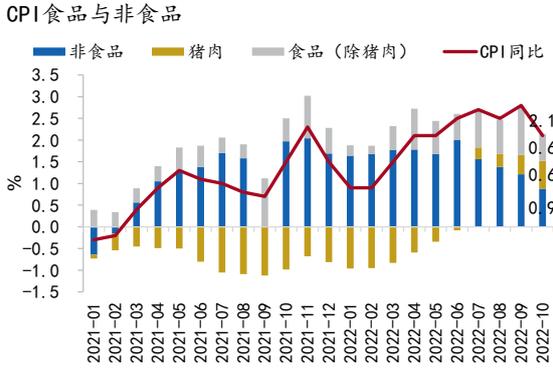
#### （四）通胀：CPI 向上，PPI 向下

##### 1. CPI：温和通胀

2022 年 1-10 月我国 CPI 累计同比增速为 2.0%，整体呈上行态势，但受内需疲弱制约，上行斜率大幅低于市场预期。下半年 CPI 同比增速已在 9 月达到 2.8% 的年内高点，并在基数效应下转升为降。

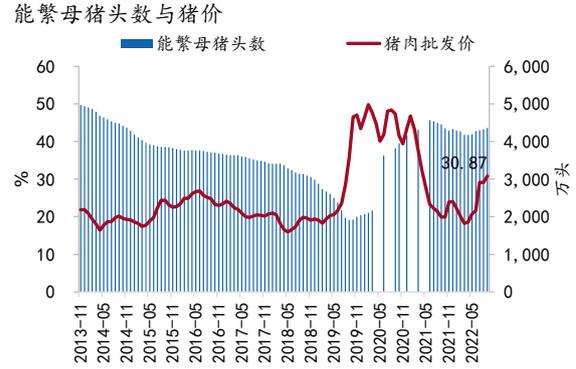
CPI 通胀波动方向主要由猪肉价格决定（图 87）。能繁母猪头数于 2022 年 4 月触底反弹（图 88），该项数据一般与滞后 10 个月的猪价负相关，故猪价上行预计将持续至 2023 年一季度末。上半年粮食、食用油、能源价格在俄乌冲突影响下强于季节性，受疫情反复和高温多雨天气影响，鲜菜、鲜果价格亦频繁波动，这使得多个食品分项通胀与猪价通胀同步上行，对年内 CPI 通胀形成支撑。但由于疫情反复之下内需持续疲弱，三季度核心 CPI 环比动能持续弱于季节性（图 89），导致年内 CPI 通胀上行斜率持续低于市场预期，高点低于 3%。

**图 87: CPI 通胀波动方向主要由猪肉决定**



资料来源: Wind, 招商银行研究院

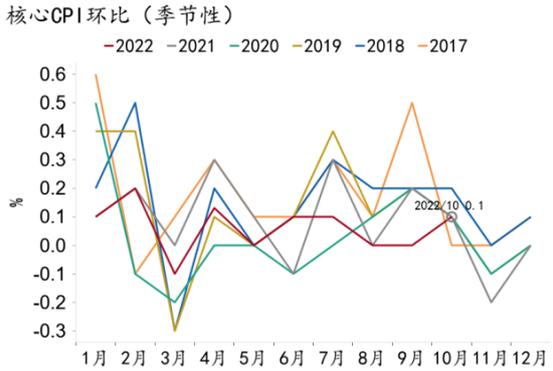
**图 88: 能繁母猪头数于 4 月触底反弹**



资料来源: Wind, 招商银行研究院

前瞻地看，CPI 通胀四季度中枢预计为 2.1%，2022 年全年预计为 2.0%；2023 年预计为 1.8%（图 90）。随着内需回暖，核心 CPI 环比增速有望回归季节性水平；根据能繁母猪头数推算，猪价最迟将于 2023 年 4 月见顶回落，其余食品价格则将保持相对稳定。能源价格料将先升后降，前期受 OPEC+减产、欧洲能源荒和冬季需求高峰影响，后期则受全球经济衰退影响。

**图 89: 三季度核心 CPI 环比动能弱于季节性**



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

**图 90: 2023 年 CPI 通胀中枢预计为 1.8%**

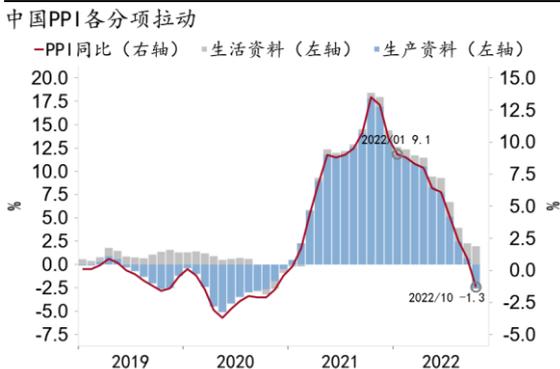


资料来源: Wind, 招商银行研究院

## 2. PPI: 低位震荡

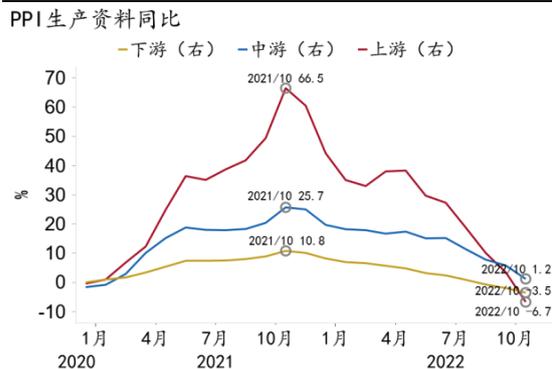
疫情以来我国 PPI 通胀整体上呈现倒 V 型走势，顶部在 2021 年 10 月，同比增速达 13.5%。2022 年以来 PPI 通胀持续回落，由年初 9.1% 的高位陡峭回落至 -1.3%，1-10 月累计增速为 5.3%（图 91）。从各细分项看，黑色系大宗商品价格于 2021 年下半年见顶回落，有色系和煤炭在 2021 年四季度和 2022 年 4 月构成双顶，原油价格则于 2022 年 6 月见顶。叠加 2021 年同期基数前低后高，2022 年全年 PPI 通胀持续回落。从产业链看，原材料价格大幅回落推动 PPI 通胀下行，上中下游通胀剪刀差亦大幅收窄（图 92）。值得注意的是，上中下游 PPI 通胀均在持续回落，反映出内需持续疲弱。

图 91：2022 年 PPI 通胀随基数走低回落



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 92：PPI 上中下游剪刀差大幅收敛

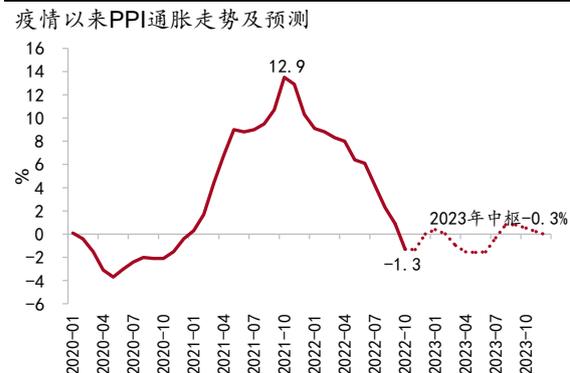


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

前瞻地看，2022 年四季度 PPI 通胀将在见底后小幅回升，预计 10 月 PPI 通胀 -1.3% 即为年内低点，全年中枢 4.3%（图 93）。受基数前高后低影响，2023 年上半年 PPI 通胀将低位震荡，下半年或小幅回升，全年中枢预计为 -0.3%。分项看，黑色系、有色系和煤炭价格或已触底。基建开工提速和“保交楼”推进将支撑黑色、有色价格上行至 2023 年中，冬季能源需求则将支撑煤价上行至 2023 年一季度末，但保供稳价将对上行斜率构成制约。OPEC+ 减产、欧洲能源危机和冬季需求高峰亦将支撑石油价格上行至 2023 年一季度，但自 2023 年三季度起主要大宗商品价格均将在全球衰退影响下回落。从产业链看，2023 年下游 PPI 通胀或反超上游，企业利润相应将得到一定改善。

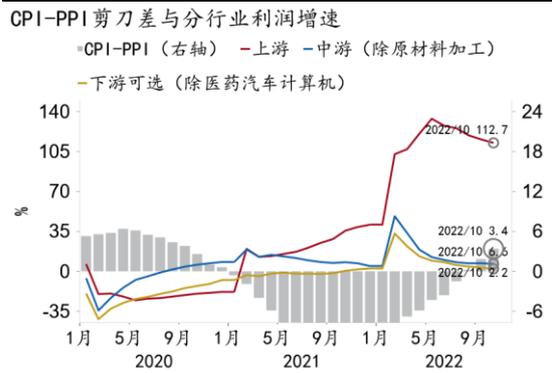
2022 年 CPI-PPI 通胀剪刀差由负转正，但这主要受猪价和原材料价格走势驱动（图 94），对企业盈利影响相对有限。从 PPI 通胀上中下游剪刀差来看，尽管剪刀差快速收窄，但上中下游 PPI 同比均在回落，这说明内需疲弱在一定程度上阻碍了利润向下游的传导。前瞻地看，2023 年 CPI-PPI 通胀剪刀差将大致维持在 1-3% 之间，并有望随着内需回暖逐步向企业盈利转化。

图 93：2023 年 PPI 中枢预计为 -0.3%



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 94：CPI-PPI 剪刀差由负转正



资料来源：Wind，招商银行研究院

## 四、财政货币：稳健积极

### （一）财政政策：事实积极，更可持续

#### 1. 政策回顾：积极有为，拓展空间

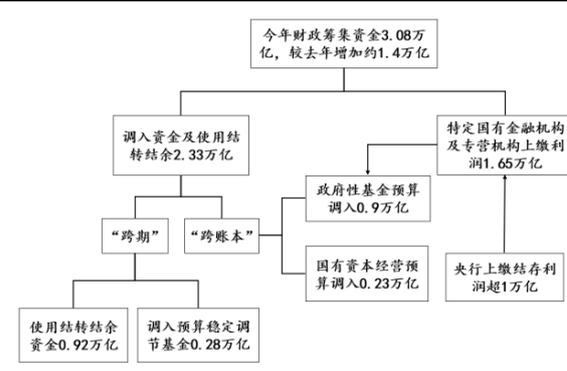
2022年财政政策积极程度显著提升。从预算角度看，尽管目标赤字率下调0.4pct至2.8%，新增专项债限额3.65万亿与2021年持平，但中等口径实际赤字率达8.1%，较2021年大幅上升2.9pct（图95）；对应实际赤字规模9.73万亿，较2021年上升3.79万亿。财政通过“跨期”和“跨账本”的方式，为全国一般公共预算筹措资金2.33万亿，再加上特定国有金融机构及专营机构上缴利润1.65万亿，中等口径下（同时考虑一般公共预算和政府性基金预算）筹集资金达3.08万亿（扣除重复计算的9,000亿元）（图96）。

图 95：2022 年初预算实际赤字率提高 2.9pct



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 96：财政筹集资金达 3.08 万亿



资料来源：Wind，招商银行研究院

财政政策的实际执行较预算安排更为积极。一是2022年我国施行大规模组合式税费支持政策，减税降费与退税缓税并举，全年规模预计将超4.3万亿<sup>6</sup>，其中减税降费超3.2万亿，创历史新高（图97），超出年初预算7,000亿元。二是“准财政”工具发力，包括上调政策性银行信贷额度8,000亿元；运用政策性开发性金融工具，截至10月末已合计投放7,400亿元<sup>7</sup>。“准财政”工具既能拉动投资需求，又不加重地方政府财力负担，是目前财政和货币政策联动的主要抓手之一。三是用足用好地方政府专项债务限额，增量发行5,000多亿专项债。四是对2,000亿设备更新改造贷款进行财政贴息。

在节奏上，财政政策上半年积极靠前发力，下半年则依靠“准财政”等增量工具延续政策力度。上半年，财政政策一是加速加量执行减税降费；二是央行等特定

<sup>6</sup> 截至11月10日全国累计新增减税降费及退税缓税缓费超3.7万亿元。

<sup>7</sup> 6.29国常会设立金融工具额度3,000亿元，8.24国常会增加金融工具额度3,000亿元以上，据央行，截至10月末，已完成投放7,400亿元，来源：<http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/4584071/4714197/2022111619490056498.pdf>。

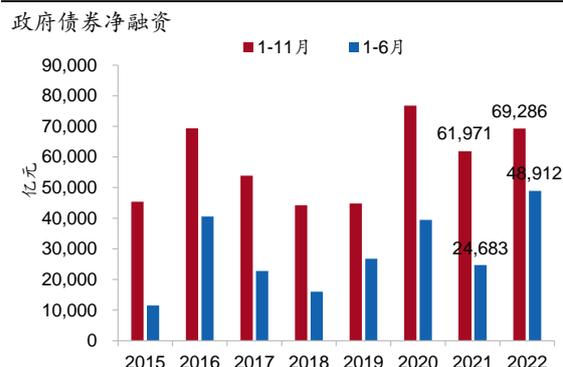
机构加速上缴利润，累计完成 9,000 亿元，占全年额度的八成<sup>8</sup>；三是政府债券净融资 4.89 万亿，较 2021 年同期翻番（图 98），其中新增专项债发行 3.4 万亿，进度创历史之最；四是中央对地方转移支付下达率超 90%，效率超前。下半年，在收支压力加剧、发力空间受到一定限制的情况下，财政政策通过盘活存量资金，设立“准财政”工具以及动用地方债务限额空间增发专项债，续力保民生促投资。

图 97：减税降费规模创历史新高



资料来源：Wind，招商银行研究院

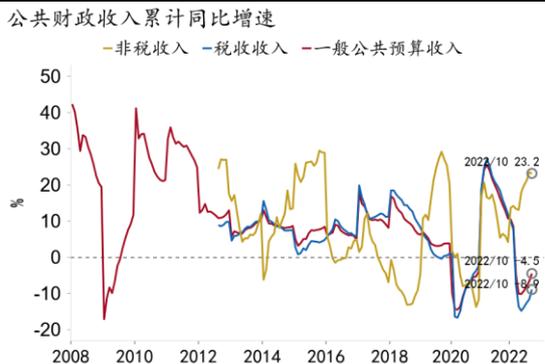
图 98：上半年政府债净融资较 2021 年翻番



资料来源：Wind，招商银行研究院

从收支上看，财政紧平衡进一步加剧。一方面，财政收入陷入收缩，其中一般公共预算收入在经济弱复苏以及非税收入的支撑下逐渐回暖，政府性基金收入则在土地市场持续低迷的拖累下大幅下滑。1-10 月全国一般公共预算收入累计同比下降 4.5%，跌幅自 6 月（10.2%）以来连续收窄，主要受税基扩张及非税收入延续高增驱动（图 99）。同期土地出让收入累计同比下降 25.9%，拖累政府性基金收入同比大幅收缩 22.7%。中等口径下，预计 2022 年全国财政收入同比下降 8.6%。其中一般公共预算收入在四季度预计将持续回暖，但整体承压，全年下降 3.1%；政府性基金收入大幅收缩的态势或将延续到年底，增速跌幅边际收窄，全年下降 20%。

图 99：非税收入同比高增



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 100：公共财政支出增速放缓



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

另一方面，财政支出增长放缓，收入不足的压力逐渐显现。1-10 月一般公共预算支出累计同比增长 6.4%（图 100），累计完成进度 77.2%，略低于 2021 年的 77.5%，

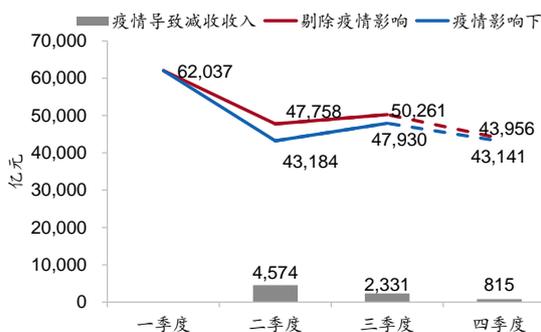
<sup>8</sup> 截至 9 月底，央行已累计上缴 1.13 万亿元，完成全年目标。

但支出规模较 2021 年增加 1.2 万亿。在结构上，一般公共预算支出“提质增效”，重点保障民生，对基建领域的资金支持放缓，但政策性开发性金融工具的增设形成补充和替代。随着支撑政府性基金支出高增的新增专项债资金逐渐消耗，叠加 2021 年财政后置、基数走高，1-10 月政府性基金支出累计同比增长 9.8%（图 100），3 月以来增速逐月下降。四季度整体收支压力加大，财政支出增速或延续放缓，支撑因素在于新增专项债限额的使用及存量资金的盘活。中等口径下，预计全国财政支出全年增长 5.0%。其中一般公共预算支出增长 5.6%，政府性基金支出增长 3.7%。

中等口径下，全年财政收支缺口约 1.2 万亿。在收入端，2022 年全年一般公共预算收入较年初预算预计减少 1.4 万亿，一方面尽管非税收入高速增长，但仍难以弥补税收收入下滑带来的缺口（图 101）；另一方面减税降费加码，增值税留抵退税额度增加 6,000 亿元、阶段性减免车辆购置税 600 亿元，将额外使公共财政减收 6,600 亿元。土地市场持续低迷，国有土地出让收入全年预计下滑 25%，拖累政府性基金减收约 2.2 万亿。在支出端，尽管 2022 年防疫支出多增，但全年来看，收入不足将压制支出力度，预计一般公共预算支出减少 0.7 万亿。政府性基金是“以收定支”，收入减少会使对应科目的支出减少。土地出让收入安排的支出中成本性费用性支出占七到八成。例如，根据最新数据（2015 年），征地和拆迁补偿、土地开发、安置费用合计约占 79%。以此推算，土地出让收入下滑 25%将使政府性基金支出减少 1.7 万亿。综上，预计财政前“两本账”全年都将“减收减支”，但收入下降的规模要大于支出，故存在约 1.2 万亿的收支缺口。

图 101: 疫情冲击公共财政预计减收 7,700 亿

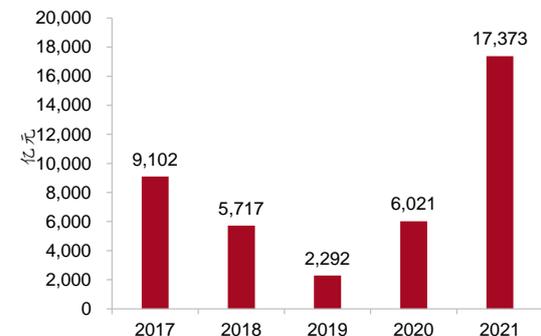
2022 年财政收入估算（考虑留抵退税）



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 102: 2021 年财政“余粮”较多

地方预算稳定调节基金及结转结余资金测算



资料来源: Wind, 招商银行研究院

为缓解财政收支压力，财政多措并举，积极盘活存量资金。一是财政部于 5 月底提前下达了第三批支持基层落实减税降费和重点民生等转移支付资金 4,000 亿元。这笔资金是央行等特定机构上缴 1.65 万亿利润的一部分，原计划将在 2023 年使用，列入 2023 年预算，但库款于 2022 年先行单独调拨。二是统筹使用结转结余资金<sup>9</sup>。据测算，由于 2021 年财政“超收歉支”，除根据 2022 年初预算调入地方一般公共

<sup>9</sup> 5 月 30 日全国财政支持稳住经济大盘工作会议指出，加大存量资金盘活力度，统筹使用结转结余资金。

预算的 9,200 亿元外，结转结余资金还有 8,172 亿元可用（图 102）。三是动用历年结存的 5,000 多亿元地方专项债务限额空间，增量发行专项债。四是盘活行政事业单位国有资产。以上财政存量资金合计超 1.8 万亿，可有效填补财政收支缺口。

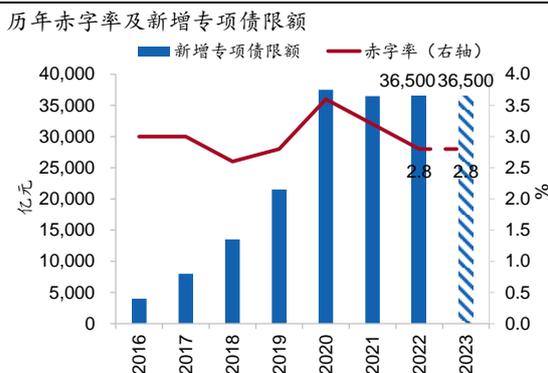
## 2. 政策展望：“事实积极”延续，“准财政”继续发力

2023 年财政政策仍需积极作为，保持政策连续性，稳增长保民生。在增强财政可持续性的要求下，目标赤字率和新增专项债限额或持平 2022 年，财政或通过盘活更多存量资金，积极运用“准财政”工具，联动货币政策等方式维持“事实积极”。

预计 2023 年目标赤字率 2.8%，对应赤字规模 3.6 万亿，较 2022 年的 3.37 万亿提高了 2,300 亿元（图 103）。财政赤字分为中央赤字和地方赤字，分别对应国债净融资和地方新增一般债规模。2023 年中央赤字占比或有所提升，中央通过增加对地方转移支付，缓解地方债务压力。

新增专项债限额预计仍为 3.65 万亿。一方面，地方政府债务负担较重，制约债务规模进一步上升。由于地方财政收入收缩<sup>10</sup>，叠加增量发行 5,000 亿元新增专项债，到 2022 年底，地方政府债务率<sup>11</sup>预计将达 127.4%，较 2021 年末大幅提升 21.3pct，突破 120% 的警戒上限（图 104）。另一方面，2023 年“稳增长”压力依然较大，仍需专项债支持。3.65 万亿的新增专项债规模仍处高位，可续力基建投资增长。

图 103：目标赤字率或持平 2022 年



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 104：地方政府债务率显著提升



资料来源：Wind，招商银行研究院

财政收支紧平衡压力或仍将延续。在收入端，随着经济持续修复，疫情冲击边际减弱，减税降费规模或有所下降，税收收入大概率将企稳回升；非税收入预计仍将维持较快增长，但增速或边际下降。支撑因素在于，财政部 11 月 1 日发布财资〔2022〕124 号文<sup>12</sup>，要求有效盘活行政事业单位国有资产，预计 2023 年该部分收入将会提升。但随着上游原材料价格回落以及严肃财政纪律，国有资源有偿使用收

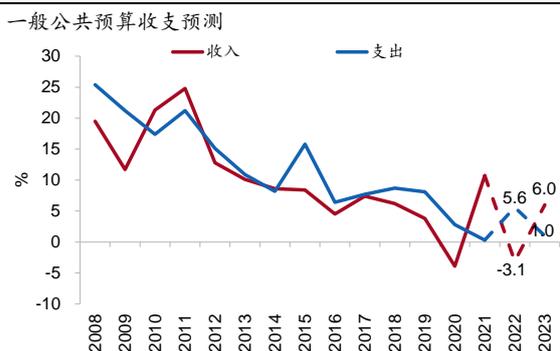
<sup>10</sup> 预计地方政府性基金本级收入全年下降 23%，地方本级一般公共预算收入全年下降 4.4%。

<sup>11</sup> 地方政府债务率=地方政府债务余额/（地方政府一般公共预算收入+地方政府性基金收入+上级转移支付）。

<sup>12</sup> 参见 [http://zcgls.mof.gov.cn/zhengcefabu/202211/t20221101\\_3849067.htm](http://zcgls.mof.gov.cn/zhengcefabu/202211/t20221101_3849067.htm)。

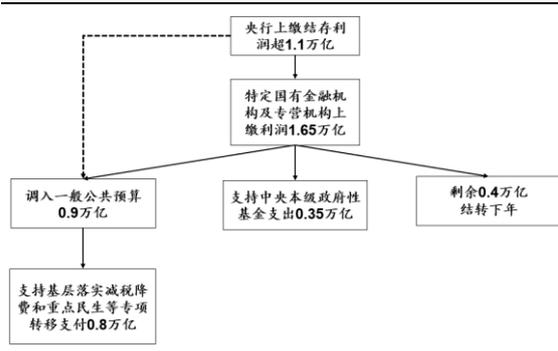
入和不规范收费、罚款收入预计将相应下降。综上，一般公共预算收入在 2022 年“短收”的基数上<sup>13</sup>，或实现 6% 左右的增长（图 105）。随着房地产政策效果逐渐显现，土地出让收入或边际改善，但程度有限，政府性基金收入难以实现大幅反弹。此外，财政部在 9 月 27 日印发财预〔2022〕126 号文<sup>14</sup>，明确规定地方政府不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入，限制了城投国企等拿地“托底”。

图 105：预计公共财政收入增速快于支出



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 106：央行等金融机构上缴利润流向



资料来源：Wind，招商银行研究院

在支出端，民生等重点领域支出较为刚性，债务付息压力较大，叠加“稳增长”诉求较强，财政支出仍需维持较高强度。2022 年财政通过调入资金、使用往年结转结余资金以及央行等特定机构上缴利润等方式筹集了 3.08 万亿资金，实现了低赤字率下的事实积极。2023 年结转结余、特定机构利润上缴的空间或明显收缩。若赤字率维持不变，一般公共预算支出将承压，增速或为 1%。政府性基金支出或边际修复，但程度有限。修复动力来自于土地出让收入反弹，制约因素在于整体收入不足。一是 2023 年新增专项债规模及使用债务限额空间受限；二是 2023 年央行等特定机构仍可能上缴利润，但规模或远不及 2022 年<sup>15</sup>，此外，利润上缴路径可能回归“正常”<sup>16</sup>，即直接计入一般公共预算收入中“非税收入”下的“国有资本经营收入”科目，从而拖累政府性基金支出（图 106）。

2023 年财政有可能通过发行特别国债补充财力。特别国债不列入财政赤字，不会增加赤字率，收支纳入中央政府性基金预算。发行特别国债可以有效筹集财政资金，缓解财政压力，用作推动基础设施建设、保障民生就业以及促进消费。

在此基础上，2023 年财政政策或更加依赖于预算外资金，“准财政”工具大概率仍将积极发力。2022 年政策性银行信贷额度调增和政策性开发性金融工具落地，有效补充了重大项目资本金，并充分撬动社会配套融资，2023 年政策性信贷额度及

<sup>13</sup> 如前文所述，预计 2022 年全国一般公共预算收入下降 3.1%，预计 2022 年全国一般公共预算支出增长 5.6%。

<sup>14</sup> 网页链接：[http://cg.mof.gov.cn/tztg2019/tongzhitonggao/202210/t20221024\\_3847531.htm](http://cg.mof.gov.cn/tztg2019/tongzhitonggao/202210/t20221024_3847531.htm)。

<sup>15</sup> 2022 年上缴了 1.65 万亿结存利润，计入到中央政府性基金收入中，但值得注意的是 1.65 万亿中的 9,000 亿元调入到了一般公共预算，4,000 亿元结转到下年，实际补充政府性基金支出的规模只有 3,500 亿元。

<sup>16</sup> 2022 年央行等特定国有金融机构和专营机构结存利润上缴财政的路径发生了明显变化，上缴利润全部计入中央政府性基金收入之中。

金融工具有望继续发力。此外，财政仍将强化与货币政策的协调配合，通过融资担保、财政贴息等方式为经济提供支持。

在节奏上，2023年财政仍将“前置发力”（图107）。2023年新增专项债提前批额度大概率于12月下达，据部分地市财政局反映，分配到提前批的额度较2022年有了较大提升。由此，预计2023年提前批额度将“打满”，即按2022年新增限额的60%提前下达<sup>17</sup>，规模达2.2万亿（图108）。

图 107：2022 年实际赤字完成较快



资料来源：wind，招商银行研究院

图 108：新增专项债额度提前下达

提前批	下达时间	下达额度
2019年	2018年12月	0.81万亿
2020年	2019年11月	1万亿
2021年	2021年3月	1.77万亿
2022年	2021年12月	1.46万亿
2023年（预计）	2022年12月	2.19万亿

资料来源：Wind，招商银行研究院

## （二）货币政策：空间上升，相机抉择

### 1. 政策回顾：增量工具助力“宽信用”

2022年初以来，面对疫情反复、外需回落、美国加息等多重挑战，我国央行积极作为，总量、结构双管齐下，在保障流动性合理充裕的基础上不断加码“宽信用”。

总量政策上，数量方面，央行全年基础货币投放力度前强后弱，但整体维持了流动性合理充裕。央行于2022年4月15日、12月5日全面降准两次，幅度均为0.25pct，共释放长期流动性10,300亿元。截至11月末，央行MLF净投放为-1,500亿元，其中上半年净投放4,000亿元，下半年净回笼5,500亿元。同时，调增政策性银行新增信贷额度8,000亿元，支持政策性开发性银行投放金融工具7,400亿元。价格方面，政策利率保持下行态势，主要政策利率多次调降。截至11月末，央行合计调降7天逆回购利率和MLF利率各20bp，同时为进一步降低购房成本，1年期、5年期以上LPR利率非对称式调降15bp和35bp。4-10月，以DR007为代表的货币市场利率和1年期同业存单利率中枢均明显低于政策利率（图109、图110），流动性维持在中性偏宽松状态。进入11月，资金利率开始向政策利率回归，银行间流动性逐步趋紧。

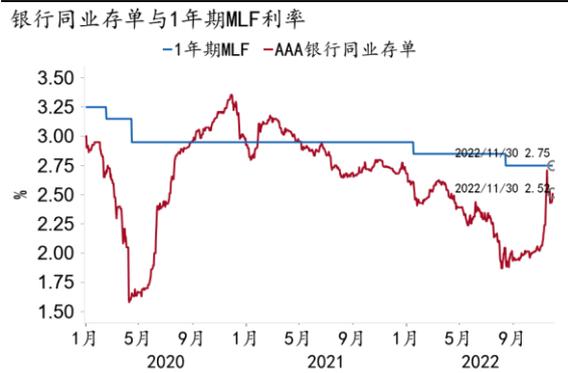
<sup>17</sup> 十三届全国人大常委会第七次会议决定，授权国务院在2019年以后年度，在当年新增地方政府债务限额的60%以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额（包括一般债务限额和专项债务限额）。授权期限为2019年1月1日至2022年12月31日。

**图 109：货币市场利率低于政策利率**



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

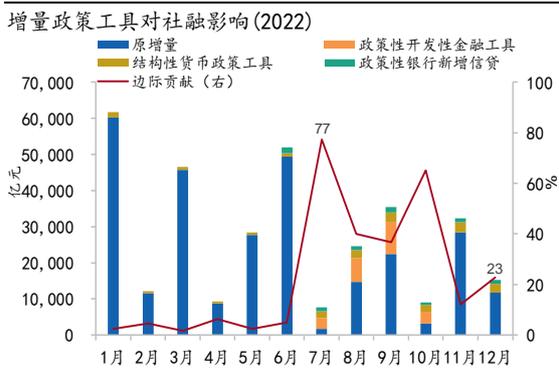
**图 110：1 年期同业存单利率低于政策利率**



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

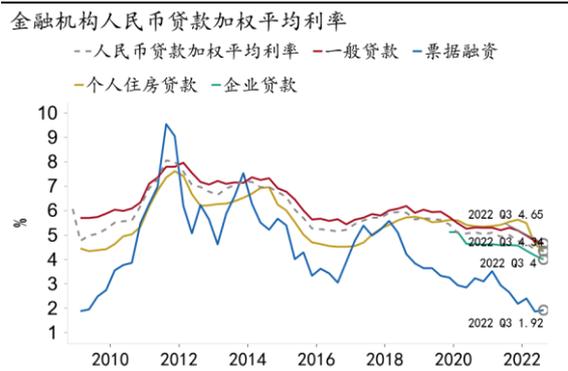
结构政策上，央行不断丰富和完善结构性货币政策工具箱，促进信贷总量稳定增长，激励金融机构优化信贷结构，精准支持重点领域。2022 年以来，央行完成两项普惠小微直达工具接续转换，推出碳减排支持工具额度 8,000 亿元，增加煤炭清洁高效利用再贷款额度至 3,000 亿元，重启 PSL 新增融资 2,625 亿元，创设科技创新再贷款、普惠养老专项再贷款、交通物流专项再贷款以及设备更新专项再贷款，额度共计 5,400 亿元。粗略估计，以上增量工具（包括新创设结构性工具、政策性银行新增信贷额度和政策性开发性金融工具）合计可撬动全年社融增量约 4.9 万亿，占比预计达 15% 左右，全年节奏前低后高，单月对社融的边际贡献最高可达 77%（图 111）。

**图 111：增量政策工具持续发力托底社融**



资料来源：Wind，招商银行研究院

**图 112：实际融资成本不断下行**



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

“降成本”方面，央行持续深化利率市场化改革，积极推动企业综合融资成本稳中有降。央行从金融机构资产负债两端入手，一方面不断完善市场化利率形成和传导机制，引导各期限政策利率适度下行，发挥其对市场利率的引导作用；另一方面，建立存款利率市场化调整机制，稳定银行负债成本，共同助力企业贷款利率创历史新低（图 112）。

“外部均衡”方面，为应对美联储快速加息带来的人民币贬值压力，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定，央行全年两次合计下调外汇存款准备金率 3pct，

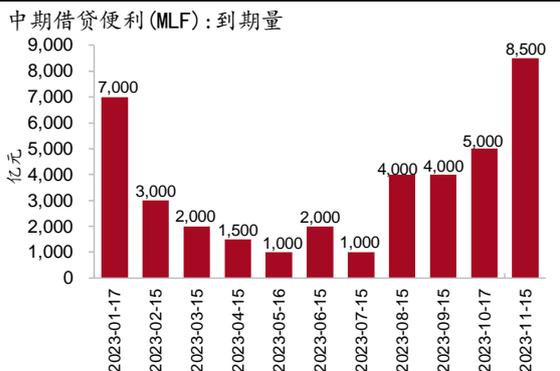
并将远期售汇业务的外汇风险准备金率上调至 20%；与此同时，央行加强了跨境资金流动宏观审慎管理，于 10 月 25 日将企业跨境融资宏观审慎参数由 1 上调至 1.25。

## 2. 政策前瞻：空间上升，相机抉择

根据拓展的“不可能三角”理论推演，2023 年我国货币政策空间将明显扩张，总量工具使用概率相应上升。2023 年上半年美国经济或逐渐步入衰退，美联储或于 2023 年下半年开启降息。我国与美欧经济的政策分化将显著改善，当前大幅倒挂的中美利差将趋于收敛，汇率及资本外流压力缓解，我国货币政策独立性随之相应增强。

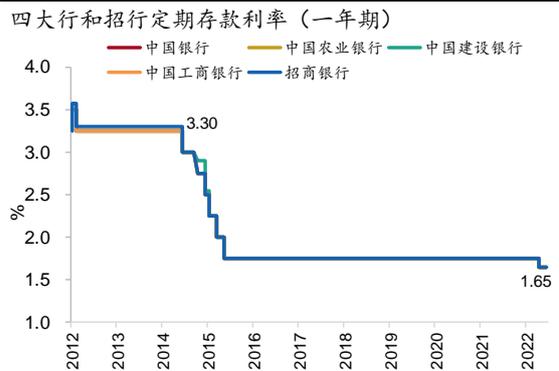
政策操作上，2023 年货币政策总体将相机抉择。数量型调控上，基准情形下，或有 2 次全面降准，每次幅度为 0.25pct，分别于 2023 年初和年中落地。2023 年初，商业银行将开始新的信贷投放周期，叠加政府债前置发行、MLF 超万亿到期（图 113），央行或降准一次。2023 年中，若经济基本面修复不及预期，央行或择机再次降准。价格型调控上，2023 年上半年随着美联储加息进入尾声，央行降息空间将逐步打开，预计 1 年期 MLF 或调降 10bp，带动 1 年期 LPR 下调 10bp。考虑到存款利率已下调、银行负债成本降低，为缓解房地产市场下行压力，预计 5 年期以上 LPR 或调降 15bp。2022 年 4 月央行建立存款利率市场化调整机制以来，9 月多家商业银行已下调定期存款利率（图 114），为进一步引导金融机构调降 LPR 报价提供可能。目前企业贷款加权平均利率已降至历史低位，预计 2023 年 LPR 温和调降。但考虑房地产销售压力仍存，为减轻购房者负担，5 年期以上 LPR 调降力度或略大。

图 113：2023 年初 MLF 将有超万亿到期



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 114：9 月多家商业银行下调存款利率



资料来源：Wind，招商银行研究院

此外，为有效统筹发展安全，推动高质量发展，2023 年结构性货币政策工具仍将发挥重要作用。二十大报告提出，高质量发展需建设现代化经济体系，推动制造业高端化、智能化、绿色化发展，在关系安全发展的领域加快补齐短板。货币政策将继续加大对重点领域、薄弱环节和受疫情影响行业的支持，引导金融机构增加企业和居民中长期贷款，重点支持制造业、科技创新、绿色清洁碳减排、普惠养老等产业以及房地产刚需和改善性需求，降低企业综合融资成本。

### 3. 广义流动性前瞻：从盈余到缺口

2022 年经济二次探底后修复，经济主体行为分化，表现为居民和企业降杠杆，政府加杠杆，导致实体经济流动性出现“双重盈余”：存款增速高于贷款，M2 增速高于社融。

首先，1-10 月私人部门存款增速（13.4%）超过贷款 2.3pct。居民端，疫情冲击导致居民就业和收入前景恶化，叠加房地产市场预期逆转，居民消费和购房需求疲弱，预防性储蓄倾向上升（图 115），资产负债表开始收缩。10 月，居民新增贷款已连续 12 个月同比收缩，前 10 个月累计同比减少 50.2%（-3.4 万亿）；居民新增存款则连续 8 个月同比大增，前 10 个月累计同比增长 74.5%（5.4 万亿）。企业端，工业企业利润增速下滑，企业家信心不足，资本开支保守（图 116）。上半年企业中长期贷款同比收缩 4,000 亿元，下半年在增量工具发力下，尽管企业中长期贷款边际改善，但自主融资需求仍不足；而 1-10 月企业存款累计新增 4.8 万亿，较 2021 年同期多增约 3.4 万亿。

其次，同期 M2 增速（11.8%）超过社融 1.5pct。2022 年以来人民币贷款增长承压，1-10 月贷款对社融同比增量的贡献率为 31.4%，较疫前（2019 年）同期下滑 5.3pct。但受政府主动加杠杆、财政政策发力，尤其是增量工具的拉动，社融增速得到相应支撑。一是下半年 5,000 亿元新增专项债结存限额的使用，拉动 2022 年新增政府债券总额超越 2021 年，1-10 月已贡献 50.1% 的社融同比增量；二是政策性开发性金融工具、基建融资政信合作分别借道委托贷款和信托贷款，大幅减小非标融资收缩对社融的拖累。同时，与融资需求疲弱相对，经济主体储蓄意愿高企，居民和企业存款高增，带动 M2 增速大幅上升。从结构上看，M2-M1 增速剪刀差持续走阔，定期存款增速超过现金和活期，货币活化程度整体不高。从货币派生渠道看，信贷作为货币创造渠道的功能减弱，金融机构自营债券投资和同业投资对 M2 的拉动率明显上升。

图 115：居民储蓄意愿高企拉升存款增速



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 116：企业利润下滑，存款增速上升

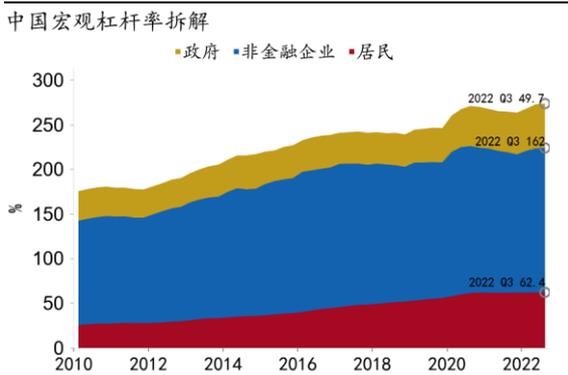


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

从历史上看，我国广义流动性长期处于缺口状态，仅在 2015-2016 年经济下行期出现短暂盈余。在私人部门资产负债表扩张期，居民和企业经济活动加快、融资需求旺盛、货币供给易不足。据测算，居民杠杆率上升 1.0pct 会带动广义流动性缺口扩张 0.7pct。与之相反，政府部门加杠杆表示经济内生动力缺乏、逆周期调节政策发力，因此政府杠杆率上升 1.0pct 会带来缺口收缩 0.9pct。2022 年前三季度，居民杠杆率略上升 0.2pct，政府杠杆率大幅抬升 2.7pct（图 117），共同导致广义流动性盈余 1.5pct。

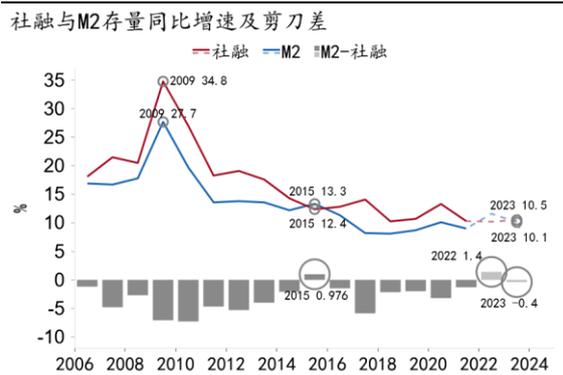
前瞻地看，随着经济筑底修复，2023 年社融将受信贷需求边际回暖和非标融资收缩放缓的支撑，但同时考虑到政府债券高基数的影响，预计 2023 年增速或为 10.5%。其中，新增人民币贷款增速或为 11.1%，非标融资或将在新增委托贷款拉动下由负转正，政府债券净融资规模或将在 2022 年基础上继续增加 8,500 亿元左右。随着 2023 年经济活动向常态回归，预计居民消费和企业投资需求回升，储蓄意愿或将下降，拖累 M2 增速降至 10.1%，广义流动性将重回缺口状态（-0.4pct）（图 118）。

**图 117：私人部门稳杠杆，公共部门加杠杆**



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

**图 118：2023 年广义流动性或重回缺口**



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

## 五、资本市场：迎接转折之年

2022 年对于大类资产配置而言，是一个不断寻找希望而希望又不断落空的年份，权益市场普跌令投资组合获取正收益的压力大增。2022 年三大因素支配了大类资产的趋势：美联储加息、国内疫情反复以及宏观经济不振。

展望 2023 年，上述三大因素都将发生变化，2023 年可能是资产配置的转折之年。

最大的变化来自于国内防疫政策的优化与调整，这是疫情爆发以来最大的转折，预计将刺激市场风险偏好的提升。虽然从防疫政策的调整传导到宏观经济复苏和企业盈利改善，仍是一段漫长且颠簸的过程，但我们认为疫情管控逐步放松的大方向已经确定，且发生的时点较市场预期来得更早，这将是 2023 年贯穿全年的，主导股债资产波动的最大驱动力，而风险偏好的提升将鼓励资金更愿意冒险，从而利好权益类资产。

基于二十大的胜利闭幕，有理由对 2023 年中国的宏观政策和经济复苏做偏乐观的期待。中国经济一直受到国内政治周期的强烈影响，随着新一轮政治周期的开启，稳增长、促发展将成为 2023 年经济工作的主基调，一方面，二十大报告提出了未来数年中国产业将发力的方向，相关产业料有强劲成长空间；另一方面，解决地产困局已经到了刻不容缓的地步，稳地产才能真正稳经济，预料此方向也将会继续发力。再结合防疫政策调整带来的信心加持，预计资本市场的总量压力和结构性压力都将得到一定程度改善。

美联储 2023 年将结束本轮加息周期，这将是海外资产最大的转折点。加息对海外股市、非美货币的压力将有所缓和，中国所面临的外部政策压力也将得以减轻，从而更有利于以我为主政策的展开，也更有利于稳定人民币汇率和外资流动。

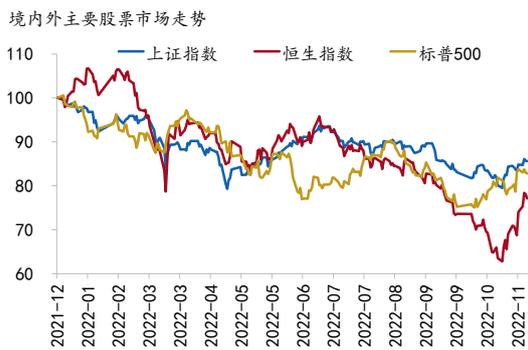
基于上述可能的重大变化，将 2023 年称为转折之年并不为过。对应到大类资产上，2023 年最突出的一个变化可能是中国权益类资产回报预期的显著回升，我们建议投资者加大投资组合中包括 A 股和港股的权益类资产的占比；境内固收类资产的防守属性在 2023 年优势不明显，而境外固收特别是美债和中资美元债的票息收入高企，投资机会值得关注；同时美元强势将暂告一段落，非美货币贬值压力缓和，黄金的回报预期将显著好于 2022 年。期待在 2023 年的此时此刻，此份报告中提出的策略能够为投资者带来相对理想的投资回报。

### （一）2022 年市场回顾：境外股债双杀，境内股熊债平

回顾 2022 年，境内外市场表现并不一致，境内外股票全面下跌，而境内债券表现强于境外。其中，主要国家股市全面下跌，美股、A 股、港股跌幅均较大（图

119)；美债利率大涨（图 120），而中债利率保持稳定；美元上涨，非美货币、贵金属普遍下跌（表 1）。

图 119：境内外主要股票市场下跌



资料来源：Wind，招商银行研究院，以 2022 年初为 100 点

图 120：美债利率大幅上行



资料来源：Wind，招商银行研究院

表 1：2022 年上半年大类资产表现回顾

大类资产	名称	2022上半年 (%)	2022下半年 (%)	2022年 (%)
权益	MSCI 发达市场	-18.98%	4.46%	-15.37%
	MSCI 新兴市场	-14.89%	-3.60%	-17.96%
	道琼斯工业平均指数	-15.31%	9.00%	-7.68%
	标准普尔500指数	-20.58%	4.26%	-17.20%
	纳斯达克综合指数	-29.51%	1.05%	-28.76%
	上证综合指数	-6.63%	-8.33%	-14.41%
	伦敦金融时报100指数	-2.92%	2.47%	-0.51%
	巴黎CAC40指数	-17.20%	11.03%	-8.07%
	法兰克福DAX指数	-19.52%	11.60%	-10.19%
	东京日经225指数	-8.33%	5.83%	-2.99%
	韩国综合指数	-21.66%	4.73%	-17.96%
	恒生指数	-6.57%	-17.45%	-22.87%
	台湾加权指数	-18.62%	-1.96%	-20.22%
	圣保罗 IBOVESPA 指数	-5.99%	11.33%	4.66%
俄罗斯RTS指数	-15.71%	-14.38%	-27.84%	
大类资产	名称	2022上半年 (BP)	2022下半年 (BP)	2022年 (BP)
利率	美国10Y	146	79	225
	中国10Y	5	-2	3
	英国10Y	139	103	242
	法国10Y	176	54	230
	德国10Y	169	57	226
	日本10Y	15	2	17
大类资产	名称	2022上半年 (%)	2022下半年 (%)	2022年 (%)
贵金属	黄金	-1.22%	-2.60%	-3.79%
	白银	-5.08%	-5.32%	-10.13%
大类资产	名称	2022上半年 (%)	2022下半年 (%)	2022年 (%)
汇率	美元	9.10%	1.88%	11.16%
	人民币	-4.80%	-6.10%	-10.61%
	日元	-15.18%	-3.19%	-17.89%
	英镑	-9.98%	-2.58%	-12.30%
	欧元	-7.80%	-1.13%	-8.84%

注：数据截至 2022 年 11 月 17 日  
资料来源：Wind，招商银行研究院

境外市场方面，市场呈现“股债双杀”格局，黄金走弱，美元走强。2022 年，市场的交易主线集中于美国通胀不断走高、美联储的货币政策不断超预期紧缩，以及地缘政治冲突（如俄乌战争）加剧。美股下跌、美债利率大幅上行、美元走强共同反映了美国货币政策大幅收紧的影响。而在美国货币政策大幅收紧的背景下，黄金跌幅相对较小，反映出黄金抗通胀和避险的功能。

境内市场方面，市场呈现“股弱债平”的格局，人民币汇率有所下行。2022年，市场的交易主线围绕经济下行叠加疫情冲击、政策变化，以及海外风险（美联储紧缩、地缘政治冲突）。对于A股来说，经济基本面较弱，疫情反复冲击，同时受到海外流动性收紧的影响，市场整体下行，5-7月份疫情冲击高峰过后，市场出现一轮反弹。在全球主要国家利率大幅上行的背景下，中债10Y利率基本持平，反映出国内经济较弱以及国内货币政策相对独立。人民币汇率由于中美货币政策松紧差异和美元走强的影响，出现了一定幅度的贬值。

## （二）主要市场研判：看好A股，固收保持谨慎，汇率不悲观

表 2：2023 年各大影响因素对大类资产的影响

影响因素	国内			影响因素	海外			
	A股	中债	人民币		美股	美债	美元	黄金
经济增长	↑	↓	↑	经济增长	↓	↑	↑	↑
通胀	→	→	→	通胀	→	↑	→	→
货币政策	↑	→	↑	货币政策	↑	↑	→	↑
美元			→	美元				→
利率	↑		↑	利率	↑		→	↑
综合影响	↑	↓	→	综合影响	→	↑	→	↑

注：对于人民币汇率来说，经济增长指中国与美国的经济增长差异；对美元汇率来说，经济增长指美国与欧元区的经济增长差异。

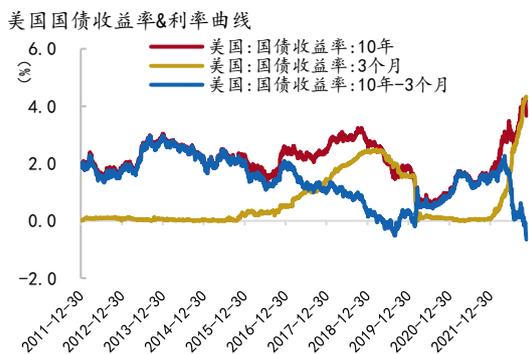
资料来源：招商银行研究院

### 1. 美债：通胀下行叠加紧缩结束，利率或将筑顶后下行

预计美债10Y利率在2023年整体将先走平后下行，波动区间预计在2.8%-4.5%之间，运行节奏预计为先高位盘整后震荡下移。

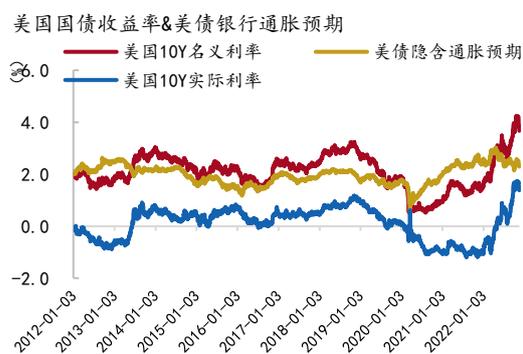
首先，在激进加息效应下，美国内生经济动能已经放缓，劳动力市场从过热的紧俏程度中缓解，2023年将大概率步入程度较浅的温和衰退（图121），这一变化将推动美债长端利率向下。其次，美国通胀回落趋势基本确定（图122），随着具有滞后性的服务消费和住房市场下行压力在2023年逐步加大，预计通胀将进一步下行，美联储加息周期进入尾声，并将在上半年停止加息，利率大概率见顶然后趋于震荡回落。但由于货币政策不会马上转向，预计回落后将在中高位震荡。如果通胀回到3%以下，或者失业率上升幅度超预期，则降息预期或将在四季度发酵，届时利率下行幅度会加大。

图 121：利率曲线倒挂指向衰退渐进



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 122：通胀预期见顶回落



资料来源：Wind，招商银行研究院

## 2. 外汇：美元强势告一段落，人民币、G7 非美货币有望触底回升

美元强势将告一段落，人民币也将对应企稳，但在多空因素交织的背景下，人民币汇率在回升过程中仍将面临较大不确定性，预计人民币兑美元中枢为 6.9，波动区间在 6.5-7.5 之间（图 123）。

美元方面，从经济增长差异上看，在全球经济下行的大背景下，美国经济也将进入下行周期，而欧洲基本面在地缘局势冲突及大宗安全问题的双重夹击下，抗风险能力不及美国，这将为美元指数下方提供支撑。从货币政策差异上看，欧洲的通胀周期略滞后于美国，见顶时间晚于美国，但高债务欧洲国家的主权风险或将对欧央行的货币紧缩形成掣肘，预计美欧货币政策差异或先收敛、再趋向平稳，并可能先后进入降息周期中。

经济增长与货币政策差异决定了 2023 年美元动能弱于 2022 年，但也没有见到根本性的利空因素，尚不能下结论美元由牛转熊，预计美元的强势将暂告一段落，较大可能偏弱震荡。若 2023 年地缘冲突升级、爆发债务危机等黑天鹅事件，届时美元作为避险货币将显著受益。

人民币方面，2022 年所面临的贬值压力将随着内外部环境的改善而逐步化解，2023 年有望企稳回升。从美元因素、国内经济增长和货币政策等主要影响因素展望：

第一，美元的强势在 2023 年将会趋缓，对人民币压制减轻，利空程度收敛，并逐步转向中性。

第二，中美经济周期在 2023 年可能从“美国稳，中国滞”转向“美国滞，中国稳中向好”的局面。因而，中美货币政策周期将从错峰分化走向稳定，中美利差倒挂幅度有望收敛（图 124），乐观情形下也可能回正，这将对人民币汇率提供支撑。但国内经济复苏实现的路径有一定不确定性，将对人民币汇率走势形成扰动。

图 123: 人民币汇率预测模型



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 124: 中美利差倒挂有望收敛



资料来源: Wind, 招商银行研究院

G7 货币方面，预计 2023 年欧元、日元和英镑兑美元汇率将随着因美元强势趋缓而企稳，并有机会震荡上行。因欧元区、英国经济整体偏弱，且俄乌冲突和能源危机仍有变数，欧元、英镑反弹过程中或有多有震荡，整体应保持谨慎乐观；但日元表现将相对乐观。预计欧元兑美元 2023 年汇率中枢为 1.05，波动区间在 0.98-1.12；英镑兑美元 2023 年汇率中枢为 1.16，波动区间为 1.08-1.24，美元兑日元汇率中枢 138，波动区间在 129-146。

虽然美联储的货币政策转向将有利于非美货币的表现，但欧元区、英国能源对外依赖程度较高，俄乌冲突造成的能源价格上涨对物价水平、国际收支和工业生产成本造成的冲击较大，基本面支撑仍不牢固。

欧元区的经济前景较大程度上受到俄乌冲突的持续性和能源供给替代性的影响，2022 年在天气偏暖和欧盟各国的协调下，天然气消费需求大幅削减，而供给端则寻找到了 LNG 以及挪威的天然气增量，实现了高达 95% 以上的天然气储气率，市场的极度悲观定价正在逐渐扭转，投资信心有所恢复。但 2023 年能源供给来源仍是难题，滞胀压力可能令单一政策目标的欧洲央行继续收紧，进而提高部分成员国主权债务风险并令欧元区陷入衰退。

英国经济目前正步入衰退，脱欧和俄乌冲突造成的生产要素短缺加剧了英国的滞胀困局，北爱争端和分裂风险仍伺机而动，而经历了减税风波造成的金融市场大幅震荡之后，英国政府在财政政策方面更加谨慎，英国央行也面临两难抉择，2023 年走出衰退的难度极大。故对欧元和英镑整体维持谨慎乐观态度。

相比较而言，日本由于长期通缩和消费不振，能源价格上涨对下游物价的冲击相对较小，日本央行始终维持相对宽松的货币政策呵护经济，日元贬值的主要压力来自于美日货币政策分化导致的美日利差拉大，随着美联储紧缩步伐减缓并转向降息，美日利差缩小将明显利好日元。

### 3. 黄金：预计震荡上行

2023 年金价将逐步企稳后上行，迎来配置机会，波动区间预计在 1,600-2,000 美元/盎司之间。从空间上来说，本轮黄金上涨可能会逼近历史高点，甚至不排除条件适宜的话，创出历史新高。

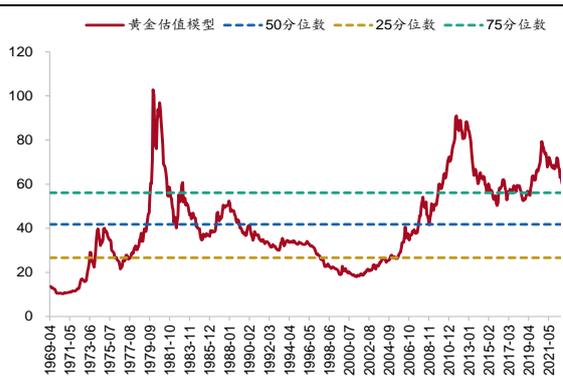
基准情形下，2023 年将出现“美国经济轻度衰退+流动性缓解”的宏观组合，随着美国经济衰退兑现后，实际利率有望从高位下行，将推动金价上涨（图 125）。预计美债长短端倒挂幅度将加深，实际利率、名义利率或将同步下行，黄金价格有望迎来震荡上行。另外，强势美元可能会告一段落，也利多黄金（图 126）。

图 125：美债实际利率 vs 伦敦金



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 126：招商银行研究院黄金估值模型



资料来源：Wind，招商银行研究院

但需要注意的是，一方面，在 2022 年的实际利率上行周期中，金价的下跌幅度并不深。这也导致黄金目前并不“便宜”（以我们的黄金估值模型来看，黄金的估值仍在历史 75 分位数水平）；另一方面，美联储的货币政策在上半年仅是从加速紧缩变为紧缩放缓，预期有所转变，但实际的加息动作仍然会继续，金价的上涨预计不会过于顺畅，这也将影响金价的全年表现。

### 4. 境内固收：利率中枢将小幅抬升，保持谨慎

#### (1) 利率债展望：中枢小幅抬升，区间上限或不高

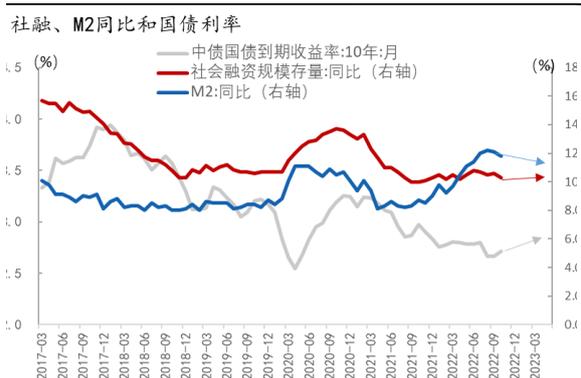
基于传统的利率分析框架，经济增长、通胀水平、货币财政政策、金融监管是影响债市的主要因子。展望 2023 年，实际 GDP 增速回升，通胀温和，名义 GDP 增速回升；货币政策中性偏松；财政政策常态化积极；金融监管维持，“稳增长”权重维持，“防风险”权重小幅提升，以上中长期因素有望驱动无风险利率中枢小幅上移。

政策组合的思路大概率是“小幅多次持续稳增长”。“小幅多次持续”主要是指 2022 年地产投资增速已触及底部，2023 年政策将拉动地产投资从底部向上修复。而考虑到“房住不炒”的基调未改，利好政策一次性释放的概率不高，连续小幅多次的概率更大。对于 2022 年基数较高的板块，基建和制造业，政策将继续托举，但基建和制造业增速高位回落确定性较大。货币政策有望继续发力支持实体经济修复，

但值得注意的是节奏上可能会发生变化，实体经济修复趋势一旦确认，货币政策力度会逐步减小，基调也会调整为中性。在此思路下，我们判断利率以震荡向上为主，上行速度会偏缓，顶部不用看得过高。而每逢下行修复，则容易触及到关键点位后反弹，呈现底部抬升态势。（图 127、图 128）

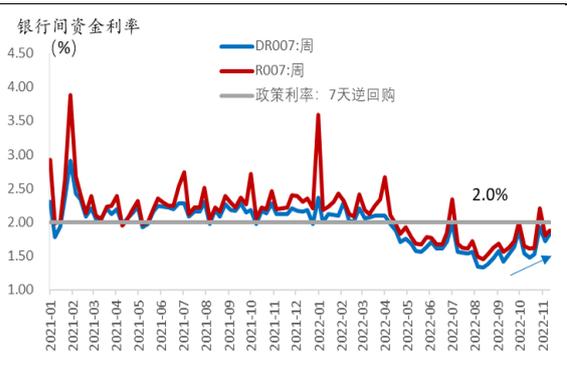
**节奏判断：**一季度货币政策偏松，支持经济持续修复，利率趋于震荡为主，利率水平运行在全年中低位区间。二、三季度经济修复，可能会继续推高利率绝对水平，运行在全年中高位区间。四季度经济修复趋稳，利率可能转为震荡，利率水平运行在全年中高位区间。

**图 127：2023 年利率中枢有望小幅抬升**



资料来源：Wind，招商银行研究院

**图 128：银行间流动性可能逐步收敛**



资料来源：Wind，招商银行研究院

**利率债策略：**中性条件下，10 年期国债利率中枢在 2.95% 附近，高于 2022 年中枢水平（2.76%），波动区间在 2.7-3.2%。乐观条件下，若经济修复超预期，中枢将抬升至 3.0% 附近，波动区间在 2.8-3.3%。悲观条件下，若经济修复不及预期，中枢可能会持平于 2022 年水平，大致在 2.75% 附近，波动区间在 2.6-3.0%。

**债券期限结构曲线：**经济修复，全年曲线形态可能先长端上行，趋于陡峭，后经济修复趋于平稳，曲线形态可能短端上移，趋于平坦。

在中性条件下，我们对利率节奏和相应策略给出大致判断，前期利率震荡上行期，可以控制仓位和久期，以短期债券票息收益为主。待利率上行至高位以后，再进行配置。交易盘以区间思路对待，大波段在利率低点触碰 2.7-2.8% 之间减持，利率高点 3.0% 以上增持，波段机会快进快出。

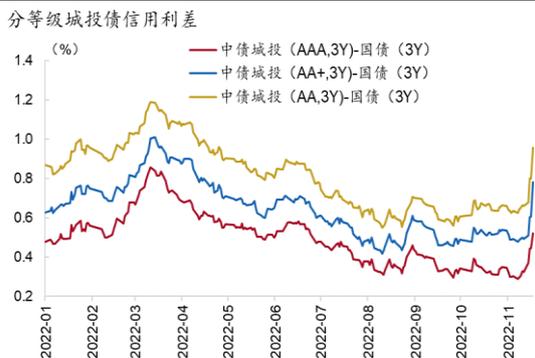
## （2）信用债展望：基本面有望好转，有助于风险溢价回落

信用利差长期受到基本面变化，中短期受到金融监管政策的影响。信用利差包含企业违约风险和债券流动性风险，长期以来我国信用利差主要受流动性风险影响，不过近几年以来，风险溢价带来的影响加大，行业之间和高低评级的分化愈加明显。未来，我们认为这一趋势将延续，信用债投资要更关注行业的基本面表现，挑选政策扶持，以及本身行业周期处在上升周期的为佳。

我们认为 2023 年信用利差走势大致如下，一季度信用利差趋于震荡，主要是一季度流动性溢价趋于震荡，同时基本面修复初期，违约风险溢价趋于震荡，高低评级差异不大。二季度、三季度信用利差趋于上行，主要是流动性溢价上行幅度或大于违约风险溢价下行的幅度。此阶段，无风险利率上行带动流动性溢价上行，同时，基本面修复加速，带动违约风险溢价下行，会有利于信用利差回落，但预计下行的幅度或不及流动性溢价上行的幅度。其中，高低评级信用利差分化会加剧，高评级信用利差受流动性溢价上行影响更大，而中低评级信用利差受违约风险溢价下行影响更大；由此，中低评级信用利差上行幅度或低于高评级。四季度信用利差再转入震荡，主要是无风险利率趋于震荡，基本面变化或趋于稳定，违约风险转入震荡。

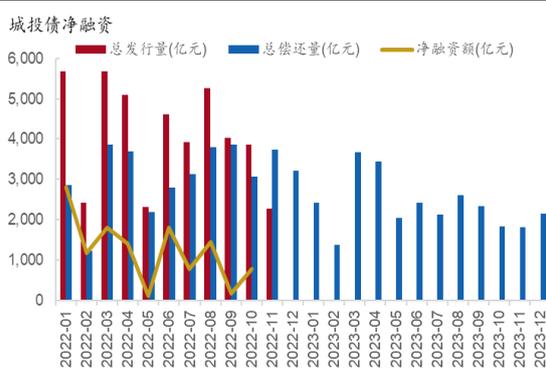
**信用债配置策略：**随着经济基本面好转，货币政策跟随调整的可能性增大，信用利差中的流动性溢价趋于上行，此时需要违约风险溢价下行进行对冲。因此，更看好受益于经济好转、下游消费修复的行业，例如休闲服务、食品饮料、建材行业等。同时看好受益于政策提振的行业，高端制造业、双碳等板块。关注部分城投平台债偿债压力上升。由于 2022 年防疫支出、留抵退税下地方一般公共预算收入收紧，叠加税收收入增长有限，财政赤字已有所扩大。对于所处区域财政能力弱、自身经营能力弱的城投平台而言，偿债压力上升。

**图 129：2022 年城投信用利差先下后上**



资料来源：Wind，招商银行研究院

**图 130：2022 年城投净融资整体下降**



资料来源：Wind，招商银行研究院

**城投债：**2022 年经济表现较弱，货币环境保持宽松，作为安全品种，城投债受到资金的追逐，城投债信用利差持续压缩到极低的位置，交易过于拥挤。而年末资金利率快速上行，过于拥挤的交易展现出脆弱性，城投信用利差快速上行。展望 2023 年，考虑到货币宽松程度有所收敛，城投信用利差中枢将抬升。经济整体向上修复，城投盈利也有望改善。但需要注意的是，由于 2022 年财政收支压力上升，财政赤字扩大，财政能力弱的区域可能更为严重，可能会影响到弱资质城投的收入和再融资能力。在策略上，整体应加大对城投风险的关注程度，更看重偿债能力强的优质城投，谨防尾部风险。（图 129、图 130）

**强周期债：**煤炭行业延续高景气，钢铁行业景气度有望上行。煤炭行业 2023 年景气度将延续高位趋平的走势，供给端和工业用电需求都相对稳定，但居民用电需求会否再次因极端天气而激增的不确定性仍较大。钢铁行业在 2023 年强需求预期主导的驱动下，盈利情况较 2022 年将得到改善，预计将在偏强区间运行。近两年强周期行业企业的杠杆率持续压降，整体偿债能力在不断改善，基本面风险大体可控。但 2022 年以来强周期债信用利差大幅收窄并行至历史极低位置，如果基本面受到不确定因素的扰动，则流动性溢价风险将上升。

**地产债：**行业有望触底企稳，投资机会尚需确认。2023 年地产托举政策或将持续出台，随着预期的波动板块或有阶段性机会。行业内部结构也将持续分化，民营企业企业和国央企的信用利差持续走阔，后者仍保持在偏低水平，已经出险的房企尚需谨慎对待。趋势性的投资机会也需要基本面更积极的信号进行确认，包括销售端等基本面迎来拐点，或者需求预期出现明显改善。

## 5. 权益：A 股渐暖，科技为先

### (1) A 股大盘展望：2023 年从底部震荡逐步走向慢牛

决定市场趋势的三大关键因子为企业盈利、流动性和估值水平。大势研判基本围绕这三大关键因子的不同组合来展开。展望 2023 年，三大关键因子均呈现偏多的格局。

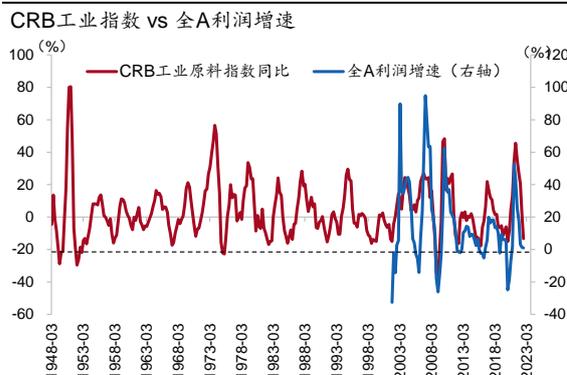
**第一、企业盈利 2023 年筑底后重回上升趋势，但上升幅度受制于外需回落。**由于企业盈利的重要性，我们从多角度进行交叉验证分析。

从经济内在驱动力分析，2023 年名义经济增速将在筑底后好转。如我们前文对经济和通胀的预测，企业盈利的同步观察指标  $GDP+(PPI+CPI)/2$ ，2022 年四季度到 2023 年一季度仍将筑底，一季度是 2023 年全年的最低点，二季度迎来明显好转，三四季度有所回落（图 131）。

**图 131：利润增速和名义经济增速高相关**



**图 132：利润增速和工业价格的周期规律**



从经济周期的角度，2023 年 A 股利润增速大概率处于上行周期。一轮经济短周期平均约 3.5 年，这类周期被称为基钦周期，和企业盈利运行周期高度相关。1948

年以来 CRB 工业指数同比增长率便存在平均 3.5 年的周期规律，A 股利润增速与其高度同步，其相关性源于工业品成本加点的定价模式。目前看，CRB 工业指数同比增长率，空间上已降到历史低值附近，时间上已接近本轮周期尾声（图 132）。根据时空规律推测，2023 年大概率迎来基钦周期的上行期。

从盈利预测的角度，2023 年机构一致预期 A 股利润增速将好转。券商分析师覆盖了绝大多数 A 股并作出盈利预测，其覆盖的股票市值达到全 A 总市值的 91%，汇总分析师盈利预测的数据，可以大致预判整个 A 股的业绩前景。Wind 一致预期全 A 利润增速将由 2022 年三季报的 1% 上行到 2023 年的 20%，上证指数利润增速由 2022 年三季报的 3% 上行到 2023 年的 13%。

通过上述三方面的交叉验证分析，2023 年上市公司业绩增速筑底后有望小幅好转。

## 第二、宏观流动性 2023 年维持偏宽松的格局。

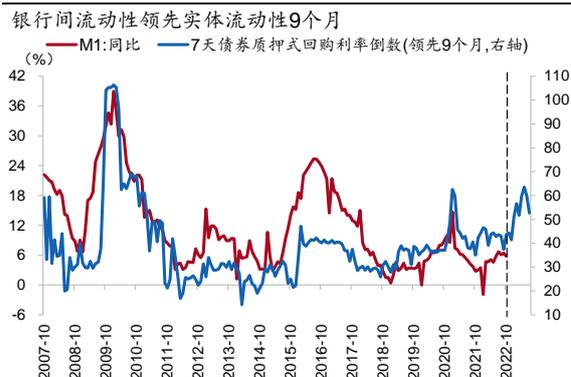
宏观流动性往往是企业盈利的领先指标，同时也是股票市场流动性的重要来源，股票市场的牛熊很大程度上由宏观流动性所决定，历史上货币供应量 M1 增速就和市场估值走势高度相关（图 133）。当前货币政策的重心依旧在稳增长，出于稳增长需要，预计货币政策偏宽松的格局不会变。此外，根据银行间流动性的领先性，可推断 2023 年 M1 增速将继续上行（图 134）。

图 133：货币供应量 M1 增速和估值高相关



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 134：银行间利率领先 M1 增速 9 个月



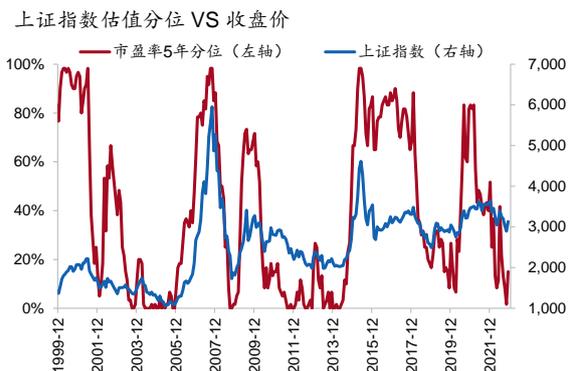
资料来源：Wind，招商银行研究院

## 第三、估值水平处历史低位，已进入中长期配置区间。

2022 年 A 股下跌以后，以市盈率、市净率、风险溢价率等各个维度衡量的估值水平，均已跌到历史低位。以上证指数为例，10 月底市盈率为 11.4 倍，已经处于近 5 年的最低水平附近（图 135）。如果估值跌到 2018 年熊市底部时 11.0 倍的水平，上证指数下方点位为 2,800 点。近期随着防疫政策的优化调整、房地产政策的持续推出、以及美联储加息预期的减弱，我们认为上证指数估值再创新低的概率很小。此外，上证指数的市盈率倒数与 10 年期国债收益率的差值，已高于历史上 80% 的时间，表明股市中长期性价比已显著优于债市（图 136）。

当前估值水平下的风险补偿已足够高，理性的投资者应当积极承担风险去获得潜在补偿，而不是离场。

图 135：绝对估值：沪指估值处于历史低位



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 136：相对估值：股债性价比显著



资料来源：Wind，招商银行研究院

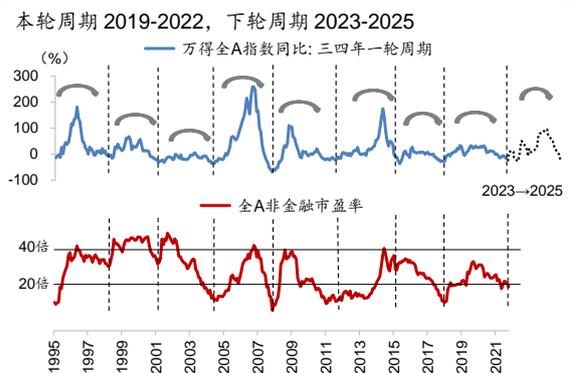
综合判断，决定市场趋势的三大关键因子企业盈利、流动性和估值均呈现偏多的格局，2023年A股整体有望从底部震荡逐步走向慢牛，上证指数波动区间为2,900-3,700。鉴于海外衰退对国内企业盈利的拖累，市场难以一帆风顺。节奏上，预计2022年11月到2023年中呈N字形态，下半年可能高位调整。空间上，上证指数2,900点以下估值处于极低水平，已是底部区域；同时由于企业盈利难以恢复到2021年的水平，指数点位也难以突破3,700点（图137）。此外，着眼于长期，根据估值均值回归的空间规律，以及股市三四年一轮周期的时间规律，2023-2024年A股大概率迎来慢牛（图138）。

图 137：根据估值业绩预测上证指数点位



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 138：A股时空规律及节奏预判



资料来源：Wind，招商银行研究院

## （2）A股结构展望：科技股或率先走出市场底部，小盘股相对占优

2023年A股大盘从底部震荡逐步走向慢牛的过程中，受产业政策扶持、新兴行业快速发展、宏观流动性宽松等作用，预计结构分化将较明显。把握A股投资机会的关键之一是，筛选出领涨的板块结构。

行业结构方面：10月二十大报告中所强调的产业政策，为A股行业选择提供了重要指引。历史上，中央的重要会议以及国务院出台的重要产业政策，对相关行

业的投资具有重大参考意义。我们统计了历史上重大产业政策公布后，相关行业的股价涨跌表现（表 3）。通过数据可发现，产业政策扶持的方向，相关行业股票会有正向表现；产业政策反对的方向，则有负向表现；而涨跌的空间和时间则和产业政策力度和持续时间正相关。由此，充分说明了产业政策对权益投资的重要性。

**表 3：市场对产业政策的反应**

发布时间	政策印发机构	重要政策/重大会议	预计政策效果	发布后一年（相对沪深300超额收益）
2018-06-11	国务院	《关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》	利好	乳制品指：7.81%
2018-09-20	中共中央、国务院	《关于完善促进消费体制机制激发居民消费潜力的意见》	利好	消费指数：10.33%
2018-10-11	国务院	《完善促进消费体制机制实施方案2018—2020》	利好	消费指数：10.78%
2019-08-08	国务院	《关于促进平台经济规范健康发展的指导意见》	利好	中概互联：42.79%
2020-08-04	国务院	《关于促进集成电路产业和软件产业高质量发展的通知》	利好	集成电路：22.97%
2020-11-02	国务院	《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）的通知》	利好	新能源车：65.37%
2020-12-19	中共中央	中央经济工作会议	利好	硬科技指：23.99%
2020-12-19	中共中央	中央经济工作会议	空	中概互联：-37.65%
2021-02-22	国务院	《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的意见》	利好	内地低碳：37.34%
2021-07-24	中共中央、国务院	《关于减轻学生作业负担和校外培训负担的意见》	空	教育指数：-23.84%
2021-10-24	中共中央、国务院	《关于贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》	利好	新能源指：5.92%
2021-12-10	中共中央	中央经济工作会议：推动煤炭和新能源优化组合	利好	煤炭指数：53.26%
2021-12-11	中共中央	中央经济工作会议：稳增长，基建靠前发力	利好	建筑指数：22.65%
2022-04-25	国务院	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	利好	消费指数：5.51%
2022-05-30	国务院	《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》	利好	新能源指：9.22%
2022-06-30	国务院	《关于加强数字政府建设的指导意见》	利好	计算机指：12.83%
2022-10-28	国务院	《关于印发全国一体化政务大数据体系建设指南的通知》	利好	计算机指：-4.40%

注：数据截至 2022 年 12 月 1 日

资料来源：中国政府官网，Wind，招商银行研究院

**二十大报告强调的产业政策集中在科技制造领域。**报告重点强调“坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，推进新型工业化，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国”。其所对应的股票市场行业包括计算机、电子、通信、军工、交通运输、电力设备及新能源等。同时，报告两次强调产业链供应链安全，国产替代和自主可控的方向值得高度重视。二十大结束后，相关重点行业预计将出台系列产业政策，10 月 28 日国务院即印发了《全国一体化政务大数据体系建设指南》，这对计算机行业国产替代领域构成利好。

**科技板块受益于二十大产业政策支持，有望率先走出市场底部，是行业配置的首选。**科技股除产业政策支持外，分析师对未来两年的盈利预测，相比于制造、消费、金融和周期，也处于领先地位。此外，科技股历经两年的下跌后，当前 5 年市净率分位处于 30% 以下的低位。因此，国产替代领域的以计算机为代表的科技股集齐了产业政策支持、业绩向好和估值较低这三大优势，有望跑赢大势获得超额收益。科技板块中的电子行业，出口占比较大，2023 年上半年或受制于海外衰退和全球半导体销售周期回落，行情机会的时间点比计算机要略迟。

**高端制造板块同样受益于二十大产业政策支持，但其性价比略低于科技板块，可适当配置。**军工、新能源等高端制造业由于高景气延续多年，当前 5 年市净率分

位依然处在 70%以上的高位，从政策的边际效应和持仓的拥挤度看，性价比也弱于科技板块。但站在长期的角度，拥挤度和估值适当消化后，仍可持续关注。

**消费板块在低估值基础上，基于防疫政策持续优化调整的预判，可适当配置。**消费板块的核心压制因素是疫情反复。消费作为国内外机构最看好的赛道之一，10月份迎来了加速下跌，导致食品饮料及医药行业 5 年市盈率分位和市净率分位均已降至 20-30% 的低位。防疫政策大方向应是渐进式优化调整，届时食品饮料、医药、餐饮旅游等行业将迎来业绩修复。但政策进一步调整的具体时间点难以确定，对其估值修复的时间要保持充分耐心。除疫情之外，消费板块的业绩和总量经济具有较高相关性，其弹性还受制于经济修复的力度。鉴于经济修复的力度较弱，对消费股的空间要有合理预期。

**金融地产等周期性板块，短期在房地产融资政策的改善下，预期已经好转，估值将有所修复，但长期在房住不炒的总基调下配置价值仍显不足。**该板块核心压制因素是房地产行业景气度长周期持续下行。自 2021 年初房地产销售见顶之后，房地产上下游产业链的股价持续下跌，目前估值水平普遍处在历史较低位置。金融地产等周期板块的向上弹性，取决于政策强刺激和经济预期大幅好转。总体而言，中国经济修复力度较弱，居民收入预期改善仍需时日，房住不炒的顶层政策方向难有重大调整，房地产去金融化的过程还将持续，金融地产等周期股在阶段性政策刺激下或有阶段性反弹，但整体可持续性不强。

**综合考虑二十大产业政策、行业景气度和估值水平，以计算机为代表的科技板块有望率先走出市场底部，在行业配置中可排在第一梯队（表 4）。**消费板块基于防疫政策持续优化调整的预判，可适当配置部分估值较低、需求相对稳定的必需消费子行业，在行业配置中可排在第二梯队。以军工和新能源为代表的高端制造板块，从政策的边际效应和持仓的拥挤度看，性价比弱于科技板块，在行业配置中可排在第三梯队。

**表 4：对重点行业的产业政策、景气度和估值水平做综合排序**

中信行业	行业大类	产业政策	2023预测增速%	2024预测增速%	景气度排序	市盈率TTM	市净率	PE5年分位	PB5年分位	估值水平	综合排序
计算机	科技	强	69	31	1	119	3.6	63	30	低	第一梯队
电子	科技	强	43	30	2	41	3.2	31	23	低	
消费者服务	消费	中	280	34	6	3129	5.2	100	59	偏贵	第二梯队
食品饮料	消费	中	21	19	7	34	6.4	43	38	低	
医药	消费	中	-3	22	8	35	3.7	26	28	低	第三梯队
电新	高端制造	强	38	27	3	34	3.6	19	68	偏贵	
国防军工	高端制造	强	39	30	4	64	3.6	35	61	偏贵	
汽车	高端制造	强	39	23	5	43	2.4	72	70	偏贵	

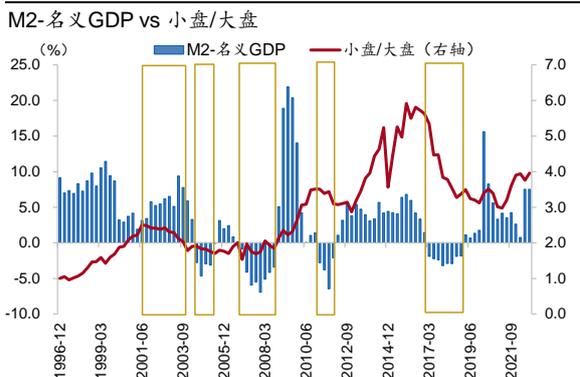
注：数据截至 2022 年 12 月 1 日

资料来源：Wind，招商银行研究院

**市值风格方面：或偏向于景气小盘股。**大小盘分化的核心逻辑是业绩预期差的变化。回顾历史，影响业绩预期差的关键因素主要有三项：

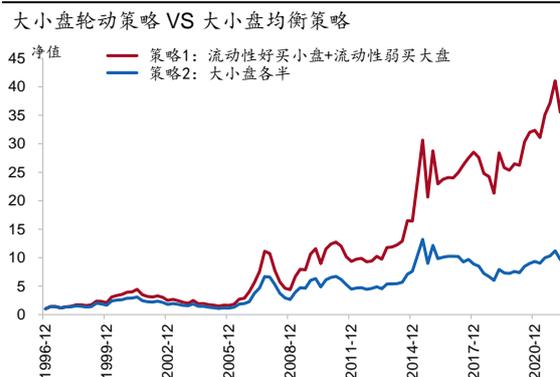
**宏观流动性是否宽裕。**宏观流动性宽裕时通常小盘股偏强（图 139），主要逻辑是，融资成本下降和资金更易获得，对更难融资更缺资金的小公司来说业绩改善空间更大。我们构造了两个策略：第一个策略为大小盘轮动策略，当宏观流动性宽松即 M2 大于名义 GDP 时买入华证小盘指数（可溯时间最长的小盘指数），反之买入华证大盘指数，这个策略 1996 年底到 2022 年第三季度的累计净值为 32.3；第二个策略为大小盘均衡配置策略，累计净值为 8.8（图 140）。可明显看出，策略一更有效，宏观流动性宽松时小盘股大概率相对强势。

**图 139：宏观流动性宽裕时小盘股偏强**



资料来源：Wind，招商银行研究院

**图 140：两个策略的累计净值比较**



资料来源：Wind，招商银行研究院

**新兴产业是否快速发展。**新兴产业爆发时小盘股也通常偏强，主要逻辑是新兴产业以小公司为主，在蛋糕不断做大、市场自由竞争且行业格局尚未固化的环境下，各种小企业因新业务而实现业绩爆发和赶超的潜在空间更大，而对处于成熟期的大公司来说要有大的格局变化就比较难。

**并购重组政策是否积极。**并购重组政策积极时，小盘股也通常偏强，主要逻辑是并购重组直接影响上市公司的外延增长，而外延增长对小公司的业绩来说占比较大。

综合考虑上述因素，我们判断 2023 年宏观流动性将继续宽松、科技和高端制造等新兴产业仍将快速发展、并购重组政策亦不会收紧，小盘股的景气度有望继续维持，在大盘从底部震荡逐步走向慢牛的过程中，小盘股有望获得超额收益。

### (3) A 股策略建议

**仓位方面**，上证指数 3,000 点以下是底部区域，A 股大盘有望从底部震荡逐步走向慢牛，后市若有下跌反而是布局良机，建议以积极心态逐步加仓。

**结构方面**，建议重点关注国产替代领域以计算机为代表的科技板块以及景气小盘股；此外，可适当配置军工、新能源等高端制造板块以及食品饮料和医药等必需消费板块。

**权益产品方面**，建议更关注成长型基金和小盘股基金。此外，可适当关注长期业绩优秀的价值型管理人及其所管理的产品。

对冲产品方面，当前对冲成本较低，市场风格更偏中小成长，股票组合产生超额收益相对容易，整体对冲环境较为有利，建议低风险偏好者继续持有对冲产品。

#### (4) 港股策略建议：复苏年，可配置

港股的两大宏观压制因素都将好转，2023 年港股整体有望迎来行情修复。港股多是内地企业，其业绩跟随国内，而流动性跟随美国，投资者以海外为主。2023 年中国宏观经济小幅改善，美联储将结束本轮加息，在当前低估值状态下，业绩和流动性的双重改善将带动港股有所好转。

我们跟踪港股的重点板块**恒生科技 2023 年也有望上涨，但配置价值略弱于 A 股科技股**。恒生科技指数近两年最大跌幅约 75%，估值已处于历史低位。随着互联网行业反垄断风险的出清，中概股跨境监管问题的解决，以及中国经济的好转和行业资本开支的收缩，恒生科技业绩增速 2023 年大概率将迎来好转。但是，随着互联网流量红利见顶，第二增长曲线尚未显现，恒生科技业绩难以回到过往的高增长阶段，其行业属性现阶段和消费股较为相像，其性价比略弱于 A 股科技股。

#### (5) 美股策略建议：迎来转机

展望 2023 年，加息周期结束，美股面临的环境边际好转，美股将迎来转机，预计全年小幅上行。

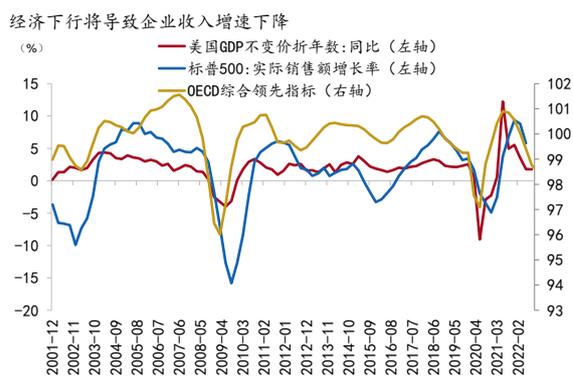
**美联储货币政策将从紧缩转向宽松**。2022 年以来，由于货币紧缩，美股估值和美国经济前景均受到负面影响，造成美股下跌，尤其是以纳斯达克为代表的成长股，对流动性更为敏感，跌幅更大。如我们前文所述，2023 年一季度美联储继续加息，但加息速度减慢，二季度将完成“追赶通胀曲线”，下半年货币政策将转向宽松。货币紧缩将不再是美股 2023 年的主要风险，并且**货币政策转向将为美股提供上升动力**。

**美国经济衰退和企业盈利下行是 2023 年美股的主要风险**。历史上，在非经济衰退的熊市中，标普 500 指数从峰值到谷底的平均下跌幅度为 25.4%，每股收益平均下跌-3.9%；而在经济衰退的熊市中，标普 500 指数从峰顶到谷底的平均下跌幅度为 37.7%，每股收益平均下跌 18.1%。可以看出，当经济衰退时，企业盈利下降将对股票价格产生实质性的负面影响。本轮美股下跌幅度最大约为 27.6%，更接近于非衰退情景的跌幅。我们判断美国经济增长内生动能已明显放缓，或于 2023 年上半年陷入“浅衰退”，持续时间一年左右。由于是“浅衰退”，总体影响比较温和。从节奏上看，股市一般会提前反映未来经济，因此，**2023 年上半年美国经济衰退对股市仍有负面影响，但是下半年影响减弱（图 141）**。

当前美股绝对估值虽被货币紧缩“杀”至低位，但相对估值（风险溢价）仍高，估值没有反映企业盈利增长放缓的风险。当前标普 500 市盈率（TTM）21 倍，处于过去 10 年的 40%分位，是较低水平。但是由于美债利率大幅走高，标普 500 风险

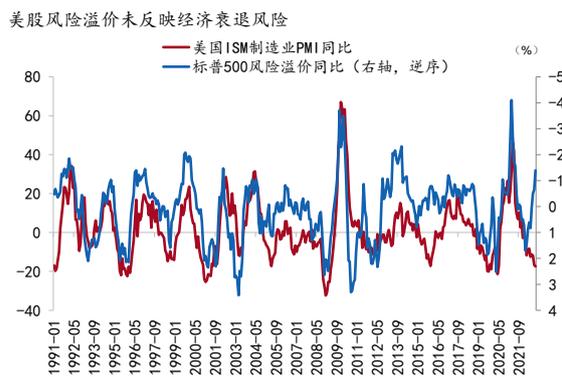
溢价(1/市盈率-美国10年期国债利率)下降到1.05%，处于过去10年2.5%分位数，股票相对债券的估值处于非常高位。风险溢价主要是对经济和企业盈利前景的反映，即：经济前景上升，风险溢价下降；经济前景下降，风险溢价上升。从历史上看，ISM制造业PMI指数作为反映经济前景的代表指标，其同比变化一般与风险溢价同比变化方向相反。但是2022年以来，在经济前景下行的背景下，美股风险溢价并未上升，而是维持在极低的水平，说明估值没有反映增长放缓的风险(图142)。既然美股估值下降不是对经济放缓的反映，那么美股估值下降就完全是利率和通胀上升的结果。从风险溢价的角度来看，未来美国经济下行将压制美股估值。

**图 141：经济下行将导致企业收入增速下降**



资料来源：Wind，招商银行研究院

**图 142：美股风险溢价未反映经济衰退风险**



资料来源：Wind，招商银行研究院

从过去几十年的经验来看，美联储紧缩暂停一直是看涨股市的信号，但本轮将有所不同。在整个“大缓和”时期（20世纪80年代中期之后，美国经济“高就业、低通胀”），美联储一直能够在衰退开始之前很久就暂停收紧货币政策，这为股市持续走牛铺平了道路。即货币政策停止紧缩时，经济增长仍然良好，而经济衰退时，货币政策能够及时放松。但是本轮节奏有所不同，由于美国通胀创出40年新高，通胀压力制约了货币政策，2023年停止加息的时间接近经济衰退的时间，停止加息不代表股市看涨，因为还面临经济衰退的风险。但是当货币政策转向宽松、且经济衰退已经发生后，货币政策的影响转向正面，而经济衰退的负面影响已被充分反映，此时股市将迎来转机。

**综合判断**，2023年上半年，加息周期结束，但美国的利率水平仍处于高位，对美股仍难以形成正面支撑，同时面临经济衰退的风险，美股将震荡。下半年，货币政策转向宽松，且经济衰退的风险落地，美股将重新走牛。策略上建议上半年逐步加仓。

### （三）资产配置策略：加大权益类配置，重视结构性机会

对于 2023 年的大类资产配置逻辑，我们认为包括 A 股、港股、美股在内的权益类资产的收益预期将改善，但不宜过于乐观。因此相比 2022 年中，可以适当增加资产配置整体的进攻性，加大权益类资产的配置力度。建议投资者在股票和固收资产之间采取偏向股票的配置思路，同时特别重视权益资产内部的结构化机会。

对于未来 6 个月的大类资产配置，我们主要从各资产的胜率、盈亏比两个维度进行策略推荐，具体逻辑如下：

#### 1. 胜率：A 股胜率较高

综合前文对各资产的前瞻预判，总结各资产胜率如下：A 股胜率较高，港股科技股、黄金、国内固收、美股、美债胜率中等。

#### 2. 盈亏比：境内股债性价比呈现股>债的特征

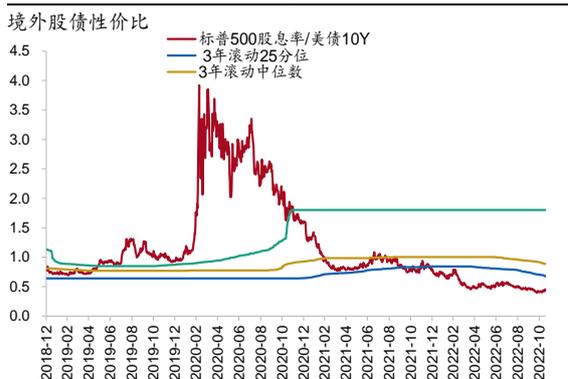
（1）跨资产来看，目前境内股债性价比处于高位，股票相对便宜（图 143）。境外股债性价比处于低位，美股相对美债偏贵（图 144）。

图 143：上证综指 vs 中债 10Y 股债性价比



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 144：标普 500 vs 美债 10Y 股债性价比



资料来源：Wind，招商银行研究院

#### （2）资产内部对比来看：

**权益：**A 股在全球市场中估值属于较高水平。横向对比来说，A 股在全球权益市场中估值分位数偏高，A 股在全球主要股票资产中相对较贵（图 145）。

**固收：**美债>中债。中债利率目前处于 2.8% 附近的位置，盈亏比较为中性。美债利率在 3.8% 附近，盈亏比较高。

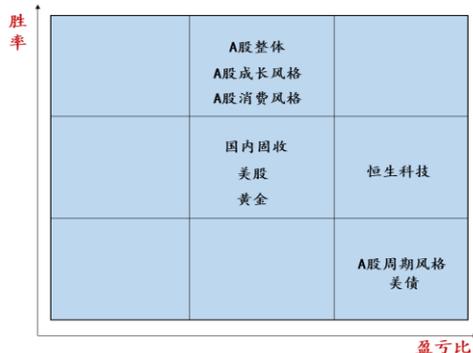
**黄金：**盈亏比中等。根据我们构建的黄金相对比价的估值模型来看，目前伦敦金估值处于过去 10 年接近 50 分位数的水平，盈亏比中等。

图 145: A 股在全球市场中估值分位数偏高



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 146: “胜率—盈亏比”九宫格



资料来源: Wind, 招商银行研究院

### 3. 结论: 相对看好 A 股、港股-科技、黄金、美债的配置价值

根据市场研判与分析(图 146), 我们对未来 6 个月的大类资产配置做如下建议: **高配: A 股的成长风格。中高配: A 股、港股科技股, A 股的消费风格、黄金、美债。标配: 中国国债、信用债、美股、美元、人民币、欧元、日元和英镑。中低配: A 股的周期风格。**

其中, A 股的成长风格从标配上调至高配; A 股、港股科技股, A 股的消费风格、黄金、美债从标配上调至中高配; 人民币、欧元、日元和英镑从中低配上调至标配; A 股的周期风格从低配上调至标配; 美元从中高配下调至标配。

表 5: 大类资产配置策略 (未来 6 个月)

资产类别		配置建议					配置变化 (与半年度展望相比)
		高配	中高配	标配	中低配	低配	
汇率	美元			●			下调
	欧元			●			上调
	人民币			●			上调
	日元			●			上调
	英镑			●			上调
贵金属	黄金		●				上调
固收	中国国债			●			
	中国信用债			●			
	美债		●				上调
权益	A 股		●				上调
	—消费		●				上调
	—周期			●			上调两档
	—成长	●					上调
	港股-科技		●				上调
	美股			●			

资料来源: 招商银行研究院

## 免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

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

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

**未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。**

**招商银行版权所有，保留一切权利。**

## 招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F (518040)

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号