

修复多自内生得，风物长宜放眼量

——2023 年宏观经济年报

■ 内容摘要

2022 年，供给和需求处于双收缩，相对于供给，内需增长主要是消费和地产需求恢复不足是 2022 年国内经济增长承压的主因。

2023 年，国内经济驱动将由外需转向内需，其中疫情防控优化后社会活动秩序走向、消费修复的弹性大小及地产政策拐点推动投资的改善程度是决定 2023 年经济增长的重要变量。

2023 年海外衰退压力仍在，外需增长回落趋势较为确定。我国出口增速在 2023 年上半年将维持疲弱，全年中枢或至零值附近。

预计 2023 年消费总体修复力度会高于 2021 年，乐观估计全年增长 7% 左右，若春节出行带来第二次感染则消费修复开启时间及弹性空间也将有影响，则中性调低看至 5%。

2023 年，在中央经济工作会议对经济“稳中求进”的定调下，内需恢复以拉动消费为主，投资对经济的作用关键还在维稳。制造业和基建投资预计仍将保持较高增速在 8.5% 和 7.5%，房地产投资降幅收窄至 -3% 左右，固定资产投资总增速全年小幅缓降在 4.5% 以上。

■ 核心观点

- 预计 2023 年国内 GDP 同比增长 5.8%，Q1-Q4 分别为 4.6%、8.0%、5.2% 和 5.4%。若疫情防控放开后的观望期延长，消费场景恢复偏缓，则全年调低至 5.3%，Q1-Q4 分别为 4.3%、7.4%、4.7% 和 4.9%。
- 2023 年，在经济周期预期企稳背景下，政策环境将延续向好，在外围环境制约及国内通胀反弹风险下总量空间不大，结构性政策工具将是主要发力手段。
- 2023 年，上半年股票较债券而言仍具较高配置价值，沪深 300 配置价值或更大。但下半年债券可能存在交易性机会，而股市行业表现会更趋分化，中游设备制造和下游高弹性需求板块如可选消费机会大。
- 商品上半年受外需回落驱动较大的能源和金属调整压力更大，下半年国内经济企稳将驱动国内商品黑色品种相对偏强，国内外周期错配下具有避险属性的黄金会是全年较优配选择。

寇宁

期货从业资格号：

F0262038

投资咨询从业证书号：

Z0002132

肖利娜

期货从业资格号：

F3019331

投资咨询从业证书号：

Z0013350

报告制作时间：

2022 年 12 月 20 日

审核人：寇宁

一德期货投资咨询业
务资格：证监许可
【2012】38 号

目 录

1. 稳增长关键在内需 内需核心看消费	1
1.1 疫情反复拖累经济修复不及 2021	1
1.2 2023 拉动内需是经济维稳的关键	1
2. 外需收缩拉动减弱 投资维稳消费弹性	3
2.1 出口下行趋势确定 全年中枢或至零轴	3
2.2 扩内需主看消费 修复弹性预期大	4
2.3 投资结构延续分化 地产弱修复仍难正	5
2.4 通胀环境仍温和 PPI 探底后企稳	8
2.5 货币维持稳健宽松 利率下行空间收窄	9
3. 防控优化经济重启 股好于债商品看内	10
免责声明	13

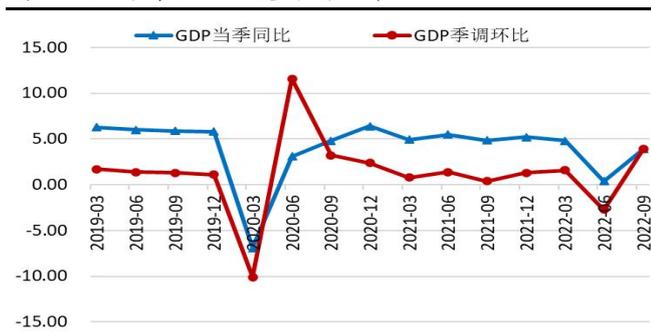
1. 稳增长关键在内需 内需核心看消费

1.1 疫情反复拖累经济修复不及 2021

2022 年，疫情自 3 月以来反复不断对国内经济的影响再度凸显，2022 年二季度及下半年，国内经济增长出现放缓；二季度 GDP 环比增长降至-2.7%，是除 2020 年一季度疫情爆发初期之外的再一次负增长，二、三季度同比增速也明显低于 2021 年以来至 2022 年一季度的 5% 中枢水平（见图 1.1）。2022 年前三季度，国内 GDP 累计同比增长 3.0%，较 2021 年两年复合增长 5.1% 的水平进一步下降，更不及 2019 年疫前的 6%，国内经济增长中枢较 2021 年开始的疫后修复增长水平再下一台阶。

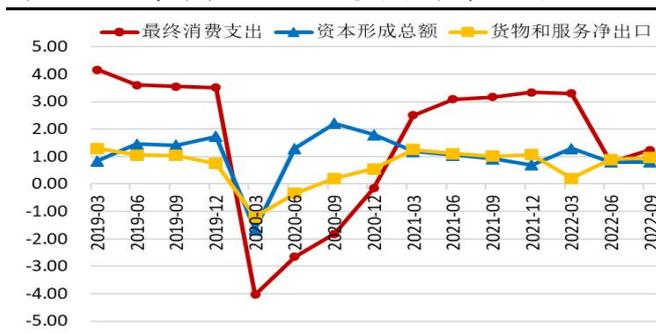
2022 年，经济修复不足的主要矛盾仍在需求端。三驾马车上，2022 年受疫情影响较大的消费层面修复偏慢不及预期是经济增长的主要压力。截至 2022 年三季度，资本形成总额、货物和服务进出口对 GDP 累计同比拉动分别为 0.8%、1.0%，与 2021 年（两年复合增长率，注：以下涉及 2021 年同比增长的数据均为两年复合增长率）拉动的同期 0.9%、1.0% 和全年 0.7%、1.1% 贡献近乎持平，而最终消费支出对 GDP 累计同比拉动为 1.2%，低于 2021 年同期 3.2% 和全年 3.3% 拉动增长，需求端消费修复更为不足，且不论恢复至 2019 年疫前水平，甚至未能延续 2021 年的修复力度（见图 1.2）。

图 1.1：国内 GDP 不变价增长率（%）



资料来源：iFind，2021 年同比数据为两年复合增长率

图 1.2：三驾马车对 GDP 不变价累计同比的拉动（%）



资料来源：iFind，2021 年数据为两年复合增长率

1.2 2023 拉动内需是经济维稳的关键

2022 年，出口增长持续强劲是国内经济增长的重要拉动，截至三季度，出口增长

仍维持 12.5% 的高增速带动贸易顺差持续走高对冲了我国经济内生增长的部分压力，但下半年开始出口下滑压力已有体现，10 月出口当月同比增速更是由增转降，后期外需转弱向下趋势较为确定（见图 1.3）。从 CPI 非食品和 PPI 走势来看，在下半年国内消费增长下行压力较大、投资结构性对冲维稳及出口转弱的情况下，CPI 非食品及 PPI 当月同比较二季度快速下行；环比上，CPI 非食品及 PPI 环比波动中枢较二季度也有明显下移，表明下半年经济总需求呈现走低（见图 1.4）。

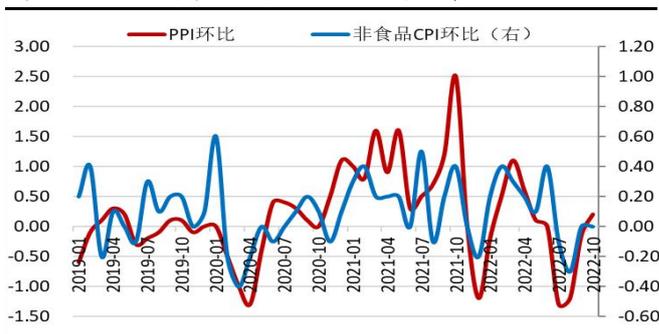
2022 年，海外主要经济体货币紧缩效果逐渐显现，12 月虽美联储放缓加息预期升温，但通胀黏性犹存，近期欧央行高管表态 12 月或仍加息 50 个基点，英央行加息持续，主动缩表正式启动，2023 年至少上半年海外货币政策难转向。叠加欧洲能源危机，英国和德国财政政策加码调控能源价格，预计 2023 年海外主要经济体对经济增长的支撑减弱，在上半年压力犹大。伴随外需增长预期回落，2023 年激发国内经济内生驱动是实现信心恢复维持稳增的关键。

图 1.3：我国贸易顺差当季值及出口同比（亿美元，%）



资料来源：iFind，2021 年同比数据为两年复合增长率

图 1.4：CPI 非食品及 PPI 环比增长率（%）

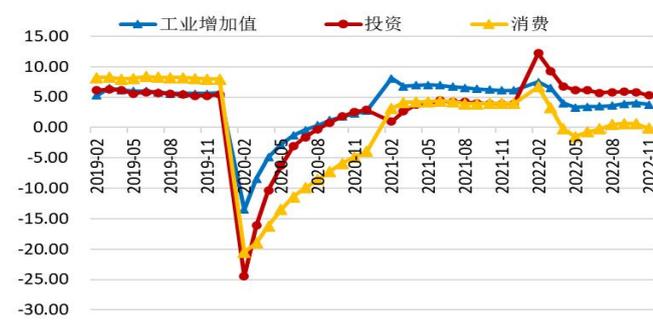


资料来源：iFind，一德宏观战略部

从国内经济看，截至 2022 年 11 月，国内规模以上工业增加值累计同比增长 3.8%，不及 2021 年同期及全年均 6.1% 的增长，也不及 2019 年疫前水平，国内生产受年内疫情反复压制恢复放缓。需求端，至 2022 年 11 月，固定资产投资及社会消费品零售总额累计同比增长率分别为 5.3%、-0.1%，投资好于 2021 年 3.9% 和 2019 年的 5.4%，消费显著不及 2021 年 4.0% 和 2019 年 8% 的增速，疫情连续多年，影响居民对经济的预期信心，导致消费的恢复更为缓慢，固定资产投资由于场景特征受疫情影响较小及政策逆周期调节导向起维稳作用（见图 1.5）。投资结构上，2022 年 1-11 月，基建、制造业投资分别增长 8.9% 和 9.3%，高于 2021 年同期的 0.8%、4.8% 及全年的 0.6%、5.4%，

基建和制造业投资实现加速恢复拉动，而地产投资同比增长-9.8%，低于2021年5.7%的增速，是投资的主要拖累（见图1.6）；年内基建和制造业的逆周期调节对冲了地产投资的持续加速下滑。2022年，供给和需求处于双收缩，相对于供给，内需增长主要是消费和地产需求恢复不足是2022年国内经济增长承压的主因。其中，疫情防控优化后社会活动秩序走向、消费修复的弹性大小及地产政策拐点推动投资的改善程度是决定2023年经济增长的重要变量。

图 1.5：工业增加值、投资、消费累计同比增长率（%）



资料来源：iFind，2021年数据为两年复合增长率

图 1.6：主要行业固投累计同比增长率（%）



资料来源：iFind，2021年数据为两年复合增长率

2. 外需收缩拉动减弱 投资维稳消费弹性

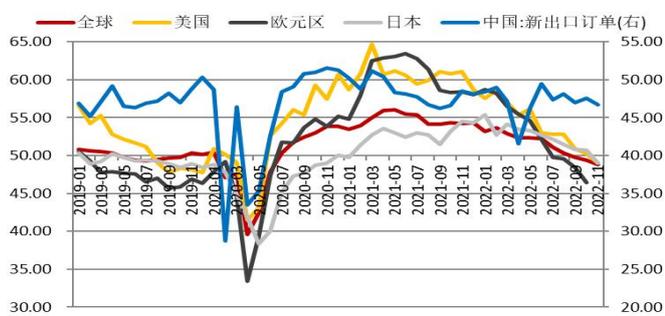
总体看，2023年，国内经济驱动将由外需转向内需，净出口拉动减弱，消费预期恢复弹性大，考虑二十大重申的2035远景目标，预估2023年国内GDP同比增长5.8%，受防控优化节奏及基数效应影响，年内经济低点和高点大概率分别出现在一季度4.6%和二季度8.0%。2023年国内经济将经历由弱修复向底部企稳的周期拐点转变，下半年经济将趋稳至5.3%的增长平台，四季度5.4%略高于三季度5.2%。若疫情防控放开后的观望期延长，消费场景恢复偏缓，则全年调低至5.3%，Q1-Q4分别为4.3%、7.4%、4.7%和4.9%。由于2022年末经济压力依然较大，经济政策维持稳健宽松仍具备条件，在经济周期预期企稳背景下，政策环境将延续向好，在外围环境制约及国内通胀反弹风险下总量空间不大，结构性政策工具将是主要发力手段。

2.1 出口下行趋势确定 全年中枢或至零轴

2022年前三季度，我国出口延续强劲增长，是国内经济的重要支撑。但随着主要

发达经济体制造业景气回落及货币紧缩政策的延续，2022年下半年以来，全球出口增速见顶回落，全球制造业 PMI 转入收缩区间，国内制造业 PMI 出口订单指数持续回落（见图 2.1），预计 2023 年海外衰退压力仍在，外需增长回落趋势较为确定。同时，年初以来，美国劳动参与率并未继续修复，11 月回落至 62.1%，比疫情前仍低 1.3 个百分点（见图 2.2），目前美国就业市场就业意愿不足，劳动力供应不足短期难以解决。叠加全球疫情影响仍在，预计海外供给缺口的存在将部分对冲需求下滑的影响，考虑上半年高基数影响，我国出口增速在 2023 年上半年将维持疲弱，全年中枢或至零值附近。

图 2.1: 全球制造业 PMI 及中采 PMI 新出口订单指数 (%)



资料来源：iFind

图 2.2: 美国劳动力参与率 (%)



资料来源：iFind

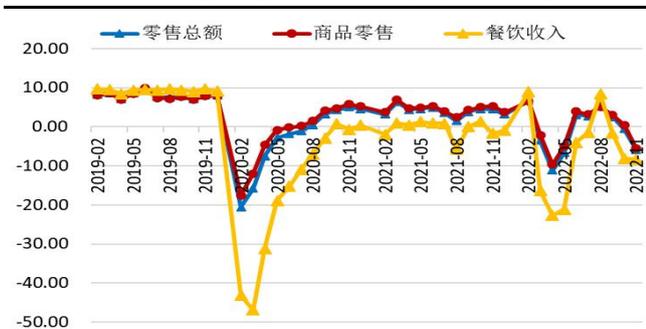
2.2 扩内需主看消费 修复弹性预期大

2022 年，疫情自 3 月以来反复不断，影响居民对经济的修复预期信心，防控管理导致场景消费的恢复更为缓慢，是拖累经济恢复的主要因素，特别是受疫情影响较大的餐饮消费 2022 年 1-11 月累计同比增长-5.4%，不及 2021 年-0.5%的增速，与 2019 年的 9.4%差距更大。伴随 2022 年 3 月以来国内疫情不断反弹，对消费造成连续多月的明显冲击，国内消费单月同比除 8 月增长 5.4%后，其他月份均低于 3.1%，2022 年 11 月，国内消费总体增速降至-5.9%，预计四季度总体回落幅度仅次于二季度。结构上，二季度以来，餐饮消费受疫情影响波动较大拖累明显，三季度商品零售增长阶段回升后 10 月再度回落，疫情影响范围趋广（见图 2.3）。11 月以来，防控优化措施不断调整推进也促使居民面临新压力，短期居民出行在各地第一波感染结束前将持续受抑制，消费场景依然受限，2022 年内消费总体增速会进一步降至-0.7%。

在 2022 年末的感染峰值过后，春节假期人员流动将是另一大考验，之后国内疫情

会逐渐稳定，前期受疫情影响较大的餐饮服务消费将有较大的修复空间。与此同时，预计3月开始出行类等可选品消费将出现改善，下半年房地产相关消费的拖累减弱，均对消费的压力有望缓解，国内消费增长将重新开启修复。从居民实际可支配收入增长看，2022年居民实际可支配收入增长恢复放缓，截至2022年三季度，居民人均可支配收入实际累计同比增长3.2%，不及2021两年复合增长5.1%；2022年的居民存款同比增速逐季抬升，三季度已至14.5%，11月末进一步增长至16.7%（见图2.4）。同时考虑收入增长的制约及居民受疫情压制的消费潜力，预计2023年消费总体修复力度会高于2021年，乐观估计全年增长7%左右，若春节出行带来第二次感染则消费修复开启时间及弹性空间也将有影响，则中性调低看至5%。

图 2.3：社会消费品零售总额当月同比增长率（%）



资料来源：iFind，2021 年数据为两年复合增长率

图 2.4：居民人均可支配收入及住户存款同比增长率（%）



资料来源：iFind，2021 年收入数据为两年复合增长率

2.3 投资结构延续分化 地产弱修复仍难正

2022 年，国内固定资产投资呈现“强基建、弱地产、稳制造业”的格局，预计 2023 年，在中央经济工作会议对经济“稳中求进”的定调下，内需恢复以拉动消费为主，投资对经济的作用关键还在维稳，在此背景下，国内三大投资的分化走势还将延续；其中，制造业和基建投资预计仍将保持较高增速来支撑，房地产投资降幅收窄，固定资产投资总增速全年小幅缓降在 4.5% 以上。

2022 年，制造业投资保持高增稳中略降，增速中枢保持在 10%。至 2022 年 11 月，国内制造业投资累计同比增长 9.3%，较 2021 年两年复合增速 5.4% 和疫前 2015-2019 年平均增长 5.9% 均有大幅提升，技改政策支撑作用明显。对比 2017 年以来制造业总体运行情况来看，2022 年制造业利润增长及产能利用率水平均低于疫情前的平均增长（见图 2.5）。这表明除外需回落因素外，制造业企业利润偏低及新增产能扩张不足

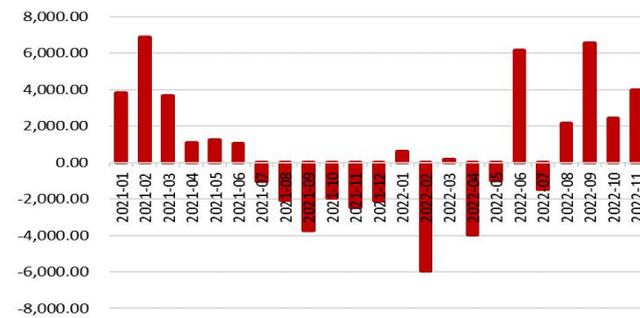
亦是制造业投资稳中有降的主要内因。预计在产能及利润的制约下，2023年制造业投资进一步上涨压力加大，但数字经济等内生政策支持新一轮产能周期的构建，有望成为支持国内经济周期触底回升的核心驱动。鉴于2022年下半年企业中长期贷款走强（见图2.6），预计将影响2023年上半年制造业投资增长，而随着外需回落放缓及中下游利润改善对下半年制造业投资形成支撑，2023年制造业投资将继续呈现稳中略降的走势，全年中枢在8.5%，年中会是相对低点。

图 2.5：制造业企业利润同比增长率及产能利用率（%）



资料来源：iFind，2021年利润数据为两年复合增长率

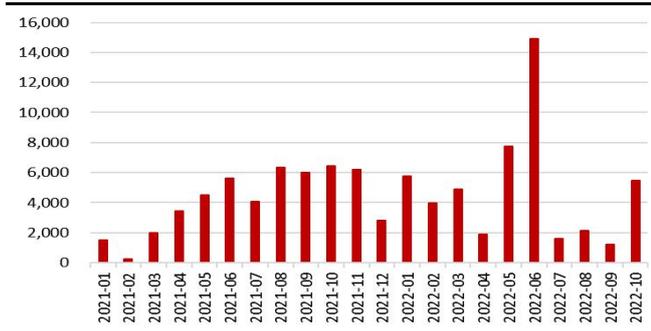
图 2.6：新增非金融公司中长贷同比增加值（亿元）



资料来源：iFind，一德宏观战略部

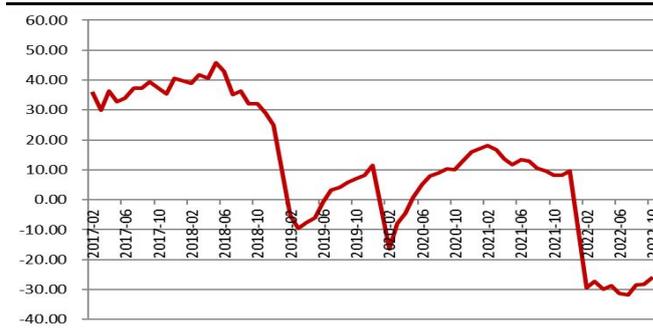
受年内财政前置的影响，2022年专项债发行进度明显加快，基建投资作为稳增长逆周期调节的重要手段，2022年对经济的支撑作用显著，在专项债及政策性开发性金融工具接续发力下，延续回升态势。至2022年11月，基建（不含电力）投资累计同比增长8.9%，较2021年两年复合增速0.7%和疫前2019年增长水平3.8%也有大幅提升，逆周期属性凸显。2022年专项债新增额度为3.65万亿元，上半年就发行完毕，叠加10月新增专项债限额5000亿元，以及2021年结转2022年使用的近1万亿元，全年专项债实际使用资金约为5万亿元（见图2.7）。在今年稳经济大盘四季度工作推进会议上，国务院已经要求依法依规提前下达明年专项债部分限额，而财政部也将2023年提前批额度下达各省份，以便明年1月起尽早发债，尽快形成实物工作量来扩大有效投资稳增长。预计2023年专项债额度也近5万亿元，发行大概率仍会前置，支撑上半年基建投资增长。同时，考虑地方政府隐性债务压力及土地出让收入低迷2023年也难有大改观（见图2.8），广义财政支出空间会受限，资金投放和项目推进的节奏可能会相应放缓，预计“准财政”政策性金融工具有望在2023年接续发力，为基建投资填补资金缺口，全年狭义基建投资增长7.5%。

图 2.7: 地方政府专项债券发行额当月值 (亿元)



资料来源: iFind, 一德宏观战略部

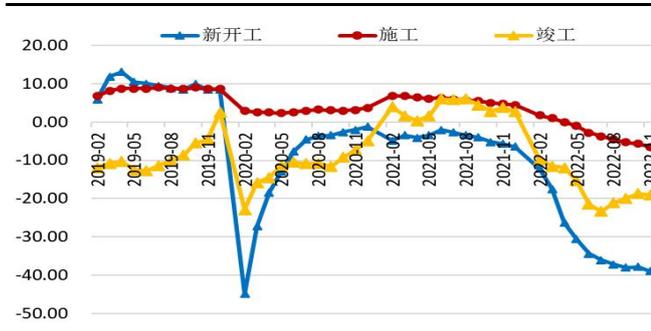
图 2.8: 土地出让金收入累计同比增长率 (%)



资料来源: iFind, 2021 年数据为两年复合增长率

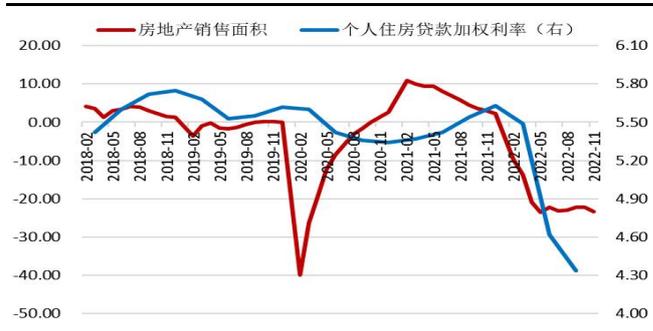
2022 年下半年地产投资加速下行, 是年内经济下行的主要压力。结构上看, 导致房地产投资年内增长持续回落的主要原因, 一方面是 2018 年商品房销售转入低增 2019 开始负增, 导致施工、竣工增速降幅加大, 逐年积累下对房地产投资的拖累作用加大; 另一方面, 在商品房销售增长不断下滑的背景下, 开发商销售回款压力增大, 房企信用风险接连曝出, “保交楼”压力抑制了居民购房意愿, 进而新开工投资增长大幅回落, 综合导致房地产投资连续两年的大幅下滑 (见图 2.9)。短期看, 2022 年以来作为房地产投资领先指标的房地产销售降幅中枢稳定在-22%, 持续三年疫情应下居民收入预期及加杠杆动力减弱, 预计仍将对 2023 年房地产投资形成压力。趋势上, 尽管四季度以来房地产融资政策不断回暖供给端环境改善, 将带动保交楼推进施工、竣工增长见底回升, 需求端在购房主力人口缩减大背景, 购房绝对量趋势性减少还将持续。总体看, 2023 年在低利率及疫情优化预期改善双重带动下, 商品房销售降幅收窄呈弱修复 (见图 2.10), 同时在低基数下, 房地产开发投资增速改善至-3%水平。

图 2.9: 房屋施工、新开工及竣工面积累计同比 (%)



资料来源: iFind, 2021 年数据为两年复合增长率

图 2.10: 30 大中城市商品房成交当月同比 (%)

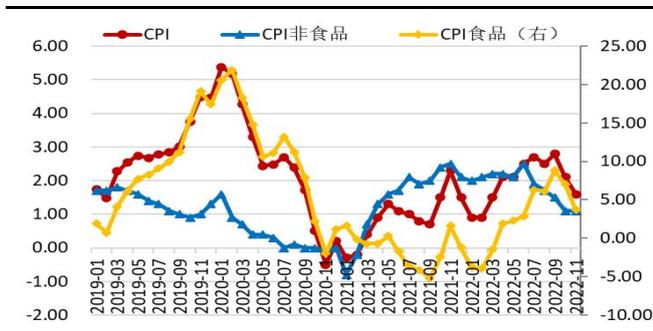


资料来源: iFind, 2021 年销售数据为两年复合增长率

2.4 通胀环境仍温和 PPI 探底后企稳

2022 年，上半年在 CPI 食品价格增长与 CPI 非食品稳定的影响下，CPI 延续走高；下半年在疫情影响下 CPI 非食品价格持续走低，食品价格也震荡回落，影响 CPI 高位回落，全年波动中枢在 2%（见图 2.11）。其中，猪肉价格同比回升是 2022 年 CPI 食品及 CPI 的主要拉动，2022 年以来，猪肉价格触底回升，生猪养殖利润确认转正，在生猪出栏持续下降的同时，生猪存栏同比回升，能繁母猪存栏环比恢复正增（见图 2.12），显示本轮猪周期启动猪价上涨对 2022 年 CPI 的正向拉动加大。考虑本轮猪价涨幅已较大，后续继续上行空间相对有限，加上能繁母猪产能下半年开始有调整迹象及生猪养殖利润持续上涨受限，预计生猪出栏量在 2023 年一季度会出现拐点回升，猪价会随后出现高位回落，于一季度末二季度初大概率见顶。CPI 非食品方面，2022 年下半年在国内经济修复放缓的影响下，CPI 非食品价格增长持续回落。预计 2023 年，在国内疫情防控优化，消费场景环境及居民消费意愿会逐步改善，服务业价格回升将带动 CPI 非食品 CPI 价格温和上涨。我们中性考虑 CPI 权重及价格波动差异因素，猪价对 CPI 影响仍较为关键，预计随着猪价见顶及国内服务需求修复的双重影响，2023 年 CPI 在一季度会出现年内高点，二季度震荡回落，下半年缓升，全年中枢在 2.0%-2.3% 之间。不确定的风险在于若防控优化在春节过后能否度过短期冲击后趋于平稳不反弹，那或将带动近两年抑制消费弹性较大的可选消费大幅回升，届时非食品 CPI 价格回升幅度调高带动通胀上升动能增加，2023 年下半年 CPI 升势会加速，通胀预期升温，但目前看这种预期概率偏低。

图 2.11: CPI 及分项当月同比增长率 (%)



资料来源：iFind，一德宏观战略部

图 2.12: 能繁母猪存栏环比及养殖利润 (%，元/头)

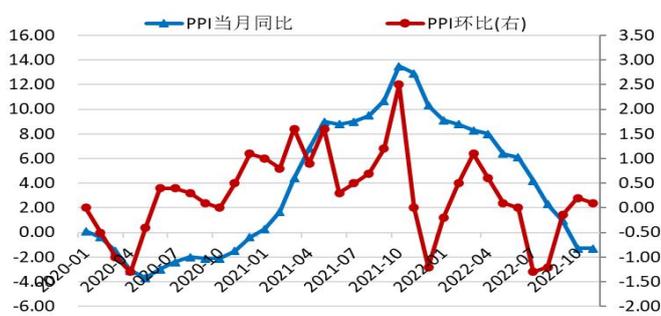


资料来源：iFind，一德宏观战略部

2022 年，受海外流动性紧缩、俄乌危机、国内疫情反复拖累需求放缓等因素的影

响，需求放缓驱动 PPI 全年延续下滑态势（见图 2.13）。2023 年，海外市场流动性会延续趋紧，欧美高通胀及经济景气收缩下衰退可能性加大，但能源端的供给受地缘政治因素多方博弈下仍存在不确定性。国内方面，地产低迷下政策支撑“托而不举”，在 2023 年投资增速降幅会逐步收窄，基建、制造业继续维稳但拉动效用不强，内需总体是弱恢复性改善格局。俄乌冲突加速能源危机下，煤炭作为我国的优势能源资源禀赋，2022 年以来我国发改委多次提到全国要增加煤炭产能 3 亿吨，但 2022 年以来并未见新产能释放，预计 2023 年有望实现。对大宗商品来说，供应呈不确定性偏紧的状态，但总需求内外承压，2023 年 PPI 总体会是低位震荡，中枢较 2022 年继续下移，上半年同比仍会逐步探底，下半年随内需弱企稳及海外衰退风险减弱，同比增速可回升转正，全年中枢在-0.5%附近。

图 2.13: PPI 当月同比及环比增长率 (%)



资料来源: iFind, 一德宏观战略部

图 2.14: 南华原油及动力煤指数当月同比增长率 (%)



资料来源: iFind, 一德宏观战略部

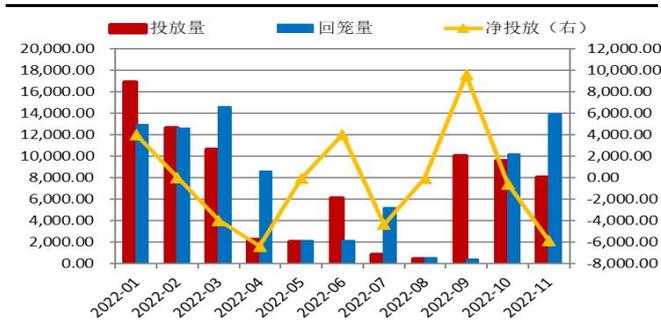
2.5 货币维持稳健宽松 利率下行空间收窄

2022 年，受疫情反复对需求冲击影响延续，国内货币政策维持了稳健的基调，总量总体充裕，更多结构性工具发力，持续为财政政策的宽松及实体经济的修复创造稳定的货币环境，但市场信心不足下宽信用效果体现不明。2022 年，二季度以来，经济增长阶段下行压力增加，当局加大公开市场操作力度，季末 6 月和 9 月净投放增加，但总体并未产生大规模的流动性投放（见图 2.15）；银行市场利率维持低位，年内政策利率两次调降，DR007 总体上明显低于 7 天逆回购利率（见图 2.16）。我国货币政策的首要目标是“稳增长、扩内需”，2022 年，国内政策总体目标“稳增长、扩内需”，手段重在“宽信用、稳预期”，2022 年 4 月、12 月，央行两次各降准 25BP，同时 1 月和 8 月还均下调 MLF 和 OMO 利率 10BP，LPR 利率非对称下调其中 5 年期调整幅度更

大，加上多种再贷款及 PSL 新工具手段实施，意图均在缓解国内经济修复压力、提振实体融资意愿偏弱的局面，以及着力稳定房地产融资链条，加快宽信用传导以提振市场信心。但年内政策效果持续不及预期，体现在房屋销售及消费不佳，居民短贷和房贷均低迷，地方债支撑社融规模而结构改善不足。

2023 年，在海外央行收缩放缓的背景下，国内货币有保持宽松的基础。国内方面，经济增长压力仍存、通胀压力尚未形成，而实体融资需求依旧低迷、房地产信用风险仍待解决的局面下，国内货币政策将延续稳健宽松的政策基调，在维护市场流动性稳定的基础上，推动信贷投放和促进宽信用效果。鉴于 2022 年的低利率水平位置偏低，2023 年政策总量上的降息空间会收窄，市场利率 DR007 中枢也会向围绕政策利率附近波动回归；结构性货币政策工具将是推动宽信用落实的主要方式，短期内地产、消费等经济内生动能仍然偏弱，年内对基建和制造业影响较大的政策性开发性金融工具会延续加码，PSL 资金支持支持有增量空间，促消费等结构性再贷款等措施有望成为主要拉动。

图 2.15: 央行公开市场资金投放情况 (亿元)



资料来源: iFind, 一德宏观战略部

图 2.16: DR007 及 7 天逆回购利率 (%)



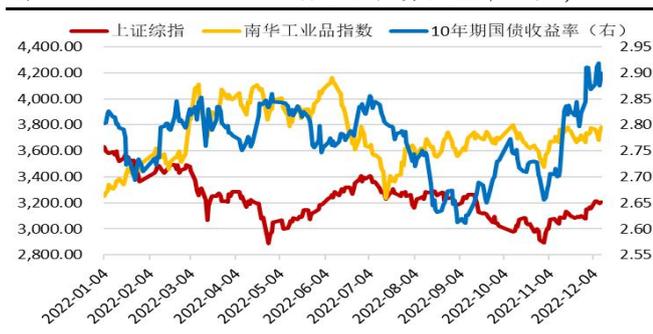
资料来源: iFind, 一德宏观战略部

3. 防控优化经济重启 股好于债商品看内

2022 年，国内保持流动性稳定偏松的环境，但疫情反复扰动经济修复明显不足，“强预期，弱现实”下宽信用传导不畅，企业盈利下行驱使股市震荡走低；大宗商品中工业品在一季度延续修复背景下走高，二季度开始震荡，下半年受弱现实逐步验证需求持续收缩而震荡中枢下移；债市在预期和现实的矛盾下，上半年趋势不明朗，下半年受利率压力加大影响先升后降；股债两者在利率中枢下降背景下并未出现同涨表

现,仅造成5-6月股市和7-8月债市的阶段上涨,工业品震荡中枢也呈下移(见图3.1),表明2022年驱动市场波动的主要因素来源于疫情扰动下经济修复不畅信心不足,需求明显收缩导致盈利恢复受阻。尽管2022年股市总体走低,主要指数间仍呈明显分化行情,5月以来受利率影响更加明显的中证500指数涨幅大于上证50和沪深300指数;受需求端影响更大的能化、金属等商品指数震荡中枢下移幅度更大(见图3.2)。

图 3.1: 上证、工业品指数及十债收益率 (点, %)



资料来源: iFind, 一德宏观战略部

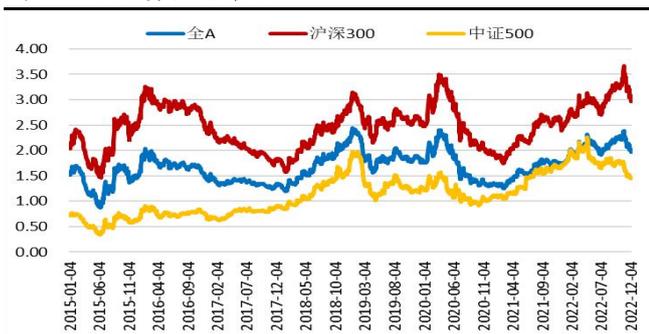
图 3.2: 主要股指及商品指数月环比增长率 (%)

资产价格指数月环比 (%)	南华金属	南华能化	南华农产品	南华贵金属	沪深300	中证500	上证50
2022-01	6.74	8.11	3.39	0.79	-3.55	-3.40	-2.75
2022-02	3.47	6.27	6.97	2.16	-3.54	-3.60	-2.26
2022-03	8.10	10.72	5.15	4.21	-7.04	-5.43	-6.28
2022-04	3.84	0.23	2.56	0.35	-4.63	-7.98	-2.67
2022-05	-5.63	0.59	2.23	-2.92	-2.33	-1.73	-3.28
2022-06	-1.76	1.14	-2.63	-1.45	7.34	7.92	5.85
2022-07	-12.60	-9.75	-7.55	-6.88	0.89	1.27	-0.13
2022-08	5.77	1.90	1.89	3.18	-4.15	-0.14	-5.31
2022-09	0.35	1.99	-0.75	-0.73	-4.38	-4.63	-2.61
2022-10	-0.20	-0.83	0.53	2.18	-6.25	-2.64	-7.72
2022-11	3.86	-0.90	-0.13	4.85	1.44	4.02	1.32

资料来源: iFind, 一德宏观战略部

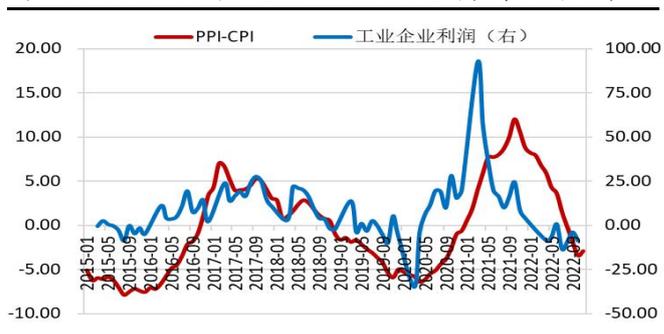
2023年,随着疫情防控优化及经济重启修复之路,货币政策将更加侧重总量向稳及结构发力,流动性总体稳定下,需求改善、信用回升及盈利修复将是2023年资本市场的主要驱动因素,上半年在预期总体向好下,主要指数表现更多为基于 β 交易的机会。从市场运行情况看,2022年四季度,股债收益率比回落至80%分位数水平(见图3.3),2023年在资金面维持相对宽松而利率向政策利率靠拢预期下,上半年长端利率有可能出现上行压力,股票较债券而言仍具较高配置价值,沪深300配置价值或更大。但下半年基于国内外基本面趋于稳定,宽松窗口期仍在,债券可能存在交易性机会;而股市行业表现会更趋分化,市场更多会是 α 交易机会,能为经济增长带来驱动新动能的行业机会更大;2023年在CPI中枢2%之上而PPI中枢仍会下移的预期下,PPI-CPI剪刀差会持续收在轴下方,在压缩上行业利润同时,中游利润改善2022年已有体现,下游行业利润会随着2023年经济恢复逐步修复,企业盈利预计二季度见底回升,增强盈利因子对股市的影响,中游设备制造和下游高弹性需求板块如可选消费机会大(见图3.4)。商品主要是工业品,在总需求承压下震荡中枢仍会下移,上半年受外需回落驱动较大的能源和金属调整压力更大,下半年若国内地产销售和竣工如期企稳将驱动国内商品黑色品种相对偏强,国内外周期错配下具有避险属性的黄金会是全年较优配选择。

图 3.3: 股债收益率比



资料来源: iFind, 一德宏观战略部

图 3.4: PPI-CPI 剪刀差及企业利润当月同比增长率(%)



资料来源: iFind, 一德宏观战略部

免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：www.ydqh.com.cn