

2023 年最具确定性的三大交易

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

做多 A/H 股。2022 年 A 股与港股遭遇了“戴维斯双杀”。美联储强势加息导致外资流入大幅减少，企业估值受到压制。中国疫情防控的不确定性和房地产困境也冲击了经济，企业盈利端受到打击。而 **2023 年 A 股与港股有望迎来“戴维斯双击”**。第一，2023 年美联储可能在一季度停止加息，并有望在下半年转入降息周期。即**全球美元流动性再度恶化的幅度有限，且一季度后有望边际转好**。而国内“稳增长”仍是今年的主题，流动性宽松环境不会很快转向，这对股市的估值较为利好。第二，中国疫情防控政策的全面放开改善了经济前景，房地产政策也不断放松，**中国经济有望迎来较好复苏**，这将带来企业盈利端的明显改善。同时，**今年是较为确定性的“东升西落”**。对于全球性的资产配置而言，**增配中国资产是毫无疑问的选择**。所以我们认为外资流入的趋势是具备持续性的，除非中国经济复苏被证伪，否则这一趋势很难扭转。

做多美债。2022 年在美联储一路高歌猛进的加息背景下，美国国债迎来了数十年未有的大熊市。10 年期国债收益率一度超过 4.3%。而如此高的利率水平也意味着未来下行的空间很大。第一，美国经济衰退的趋势愈发明显。各种迹象表明美国经济确实在加速下滑之中，劳动力市场也正在降温。对于当前美国经济的现状和更差的前景而言，**美债收益率处于明显过高的水平**。所以未来美债收益率下降的空间很大。第二，**美联储降息的概率不断上升，这将推动美债收益率进一步下行**。

做多黄金。未来金价上涨既有短期的逻辑，又有长期的因素。短期角度来看，过去一年当中，对黄金价格的最大的压制力量在于美联储快速加息。今年一季度可能是美联储加息的终点，这意味着对于金价最大的制约即将结束。**年内美联储停止加息和潜在的降息可能性，以及美国经济衰退的压力将共同推动金价上涨**。长期角度来看，黄金价格上涨也具备持续性。第一，**去美元化已经成为长期趋势，将推动金价长期上涨**。俄乌冲突之后，美国冻结俄罗斯外汇储备的行为引起了各国对于美元储备安全的担忧，作为美元储备的核心替代品，黄金则相应的受到各国的追捧。各国央行购金历来是金价上涨的重要推手，去美元化的长期趋势将给金价提供长期上涨动力。第二，**去全球化的趋势将带来长期通胀预期的上升**。自中美经贸摩擦以来，全球制造业供应链实际上已经受到较大的冲击。而俄乌冲突之后，全球原材料供应链也受到了很大的冲击。虽然制造业和原材料的供应链终将重构，但最终的格局中将包含大量的“安全”因素的考量，而非效率至上。其成本

相较于过去必然是抬升的。“大缓和时代”已经终结，长期通胀预期的上升也会给黄金价格带来长期上涨动力。

风险提示：中国经济复苏不及预期；美国通胀超预期反弹。

目录

1. 引言	5
2. 做多 A/H 股	5
3. 做多美债	6
4. 做多黄金	8
4.1. 黄金为什么成了“通胀厌恶型”资产	8
4.2. 2023 年黄金有望开启长期上涨趋势	8

图表目录

图表 1: 2022 年外资流入大幅减少	6
图表 2: 中国股市与经济景气度的相关性较强	6
图表 3: 多数美国经济衰退的前瞻性指标已经发出预警	6
图表 4: 美债利率相对于经济状况而言处于过高水平	7
图表 5: 市场预期一季度停止加息, 9 月份开始降息	7
图表 6: 美国短期通胀率和长期通胀预期背离较大	8
图表 7: 2022 年仅前三季度的全球央行购金量就超过了以往全年购买总量	9

1. 引言

疫情后海外各国 40 年来未有的高通胀宣告了“低通胀、低利率”的“大缓和时代”已经结束。全球进入“高通胀、高利率”的高波动时代。宏观层面的因素对于市场行情起到决定性作用。**2022 年是典型的宏观驱动的年代，我们认为 2023 年亦是如此。**在中国复苏、海外衰退、疫情尚未稳定、全球政策不确定性较高的背景下，大类资产的高波动率特征仍会延续。股、债、汇、大宗商品都将出现较多的投资机会。**我们认为这其中相对确定性较高、持续性较强的交易有三个：做多 A/H 股，做多美债，做多黄金。**

2. 做多 A/H 股

2022 年 A 股与港股遭遇了“戴维斯双杀”。一方面，美联储持续超预期的加息进程引发美元大幅升值，全球资本回流美国，中国市场也遭遇了外资的大量流出。所以虽然国内货币政策保持宽松，但汇率和资本流出的压力导致市场流动性并未改善，估值承压。另一方面，中国疫情不断反复及防控政策的不确定性大幅削弱了居民和企业对经济的预期，房地产行业的资产负债表衰退也使得经济雪上加霜，企业盈利端也受到巨大打击。

而 2023 年 A 股与港股有望迎来“戴维斯双击”。

第一，我们在年度展望《厚积薄发——2023 年宏观环境展望》中提到，2023 年美联储可能在一季度停止加息，并有望在下半年转入降息周期。**即全球美元流动性再度恶化的幅度有限，且一季度后有望边际转好。**近期美元已经出现大幅下跌，并展现了“一鲸落而万物生”的特征，各类资产的流动性压力有所缓解。**从全年来看外部流动性的边际改善是趋势性的，不会很快停止。而国内“稳增长”仍是今年的主题，流动性宽松环境不会很快转向，这对股市的估值较为利好。**

第二，中国疫情防控政策的全面放开改善了经济前景。我们在年度展望中提到，今年中国经济有望实现较好的复苏。从最近的数据来看，12 月份中国企业中长期贷款同比增幅达到全年最高，反映出企业对未来的预期正在改善。12 月商品消费亦超预期，反映出居民的预期可能也有所改善。同时，房地产领域的刺激政策频繁发布，预示着政策思路的转向，即房地产行业若不改善则政策刺激不会停止。这些因素共同作用，将推动今年中国经济的复苏。**这将带来企业盈利端的明显改善。**从长期趋势来看，中国股市与经济景气度的相关性是较强的。此外，今年海外经济下行的趋势非常明显，发达国家有较大概率进入衰退周期之中。所以今年是较为确定性的“东升西落”。**对于全球性的资产配置而言，增配中国资产是毫无疑问的选择。所以我们认为外资流入的趋势是具备持续性的，除非中国经济复苏被证伪，否则这一趋势很难扭转。**

图表 1: 2022 年外资流入大幅减少



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 2: 中国股市与经济景气度的相关性较强



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

3. 做多美债

2022 年在美联储一路高歌猛进的加息背景下, 美国国债迎来了数十年未有的大熊市。10 年期国债收益率一度超过 4.3%。而如此高的利率水平也意味着未来下行的空间很大。我们认为美债收益率下行也是今年较为确定的趋势之一, 做多美债是胜率较高的交易。

第一, 美国经济衰退的趋势愈发明显。我们在年度展望中提到, 在指向美国经济衰退的较为有效的前瞻性指标中, 大多数指标已经发出预警信号, 今年美国经济进入衰退的概率较大。从近期指标来看, 美国 12 月非制造业 PMI 指数大幅下滑, 12 月零售销售数据也超预期下滑, 新增非农就业人数下降。这一切迹象表明美国经济确实在加速下滑之中, 劳动力市场也正在降温。随着美国居民超额储蓄的不断消耗, 美国经济可能难以像 2022 年一样具有韧性。对于当前美国经济的现状和更差的前景而言, 美债收益率处于明显过高的水平。所以未来美债收益率下降的空间很大。同时, 美国经济衰退也会促使通胀率阶段性下行, 对于美债是较大的利好。

图表 3: 多数美国经济衰退的前瞻性指标已经发出预警

指标及条件	领先衰退起点的平均时长	当前是否出现
美债 10Y-2Y 倒挂	14.5 个月	已经出现(2022.4)
失业率从底部上升	5.6 个月	尚未出现, 但正在降温
消费者信心指数同比下滑	2.9 个月	已经出现(2021.8)
新屋开工同比下滑超过 10%	5.3 个月	已经出现(2022.11)
谘商会领先指数同比下降超过 1%	3.6 个月	已经出现(2022.10)

资料来源: 太平洋证券研究院整理

图表 4: 美债利率相对于经济状况而言处于过高水平



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

第二, 美联储降息的概率不断上升。CME Group 利率期货显示出市场预期一季度美联储还有两次 25bp 幅度的加息, 然后就会停止加息。而 9 月份就有望实施降息。近期美国通胀下行幅度较大, 经济数据不佳, 所以一季度 50bp 的加息大概率就是本轮加息周期的终点。我们认为美联储降息的概率也很大, 甚至时点可能比市场预期来临的更快。这将推动美债收益率进一步下行。

图表 5: 市场预期一季度停止加息, 9 月份开始降息

MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	96.4%	3.6%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.1%	69.3%	2.6%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.4%	58.1%	20.8%	0.7%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.4%	56.3%	22.6%	1.7%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	5.1%	29.0%	47.5%	17.1%	1.2%
2023/9/20	0.0%	0.0%	2.2%	15.6%	37.2%	34.1%	10.1%	0.7%
2023/11/1	0.0%	1.1%	9.0%	26.5%	35.6%	22.0%	5.4%	0.4%
2023/12/13	1.1%	8.6%	25.7%	35.2%	22.6%	6.1%	0.6%	0.0%

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

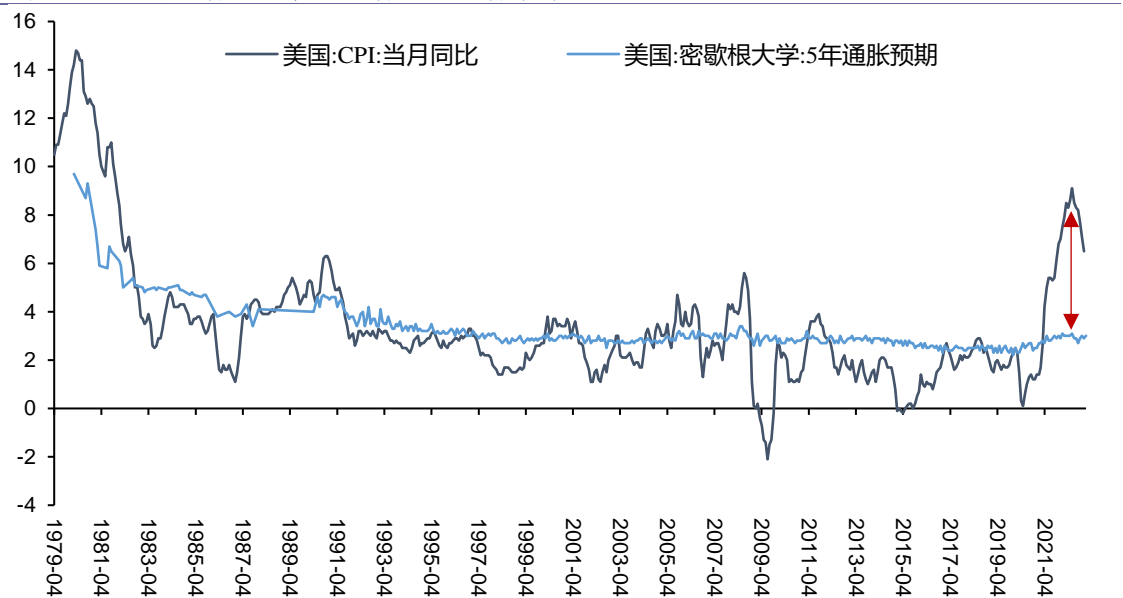
4. 做多黄金

4.1. 黄金为什么成了“通胀厌恶型”资产

众所周知黄金是传统的抗通胀资产。不过在 2022 年，令很多人困惑的是黄金价格反而与美国 CPI 数据呈反向关系，CPI 越高、黄金价格越受压制，CPI 越低、黄金越有利。黄金成为了“通胀厌恶型”资产，其原因何在？

实际上我们要区分两个概念：短期的通胀水平，和长期的通胀预期。前者可以用当前的 CPI 水平衡量，后者则可以用 BEI 或其它关于长期通胀预期的调查数据来衡量。黄金价格与实际利率具有强负相关性，而且从经验上来看，金价与长期实际利率的相关性远远大于其与短期实际利率的相关性。长期实际利率是由长期名义利率和长期通胀预期决定的。也就是说，与金价相关性强的通胀指标，实质上是长期的通胀预期，而非短期通胀率。过去一年当中，美国通胀最显著的特征是短期通胀率和长期通胀预期出现了非常大的背离，短期通胀率不断飙升，而长期通胀却上升幅度很小，即市场和民众认为大通胀不会成为长期的趋势。这一背离的结果是，长期通胀预期比较稳定，对于黄金价格的推动作用较小；而短期通胀率越高，美联储的货币政策越鹰派，利率水平上升越快，对金价的压制作用越明显。所以去年黄金显示出了“通胀厌恶”的特征，本质上就是因为长期通胀预期过于稳定，而美联储对短期通胀率的敏感性很高。

图表 6：美国短期通胀率和长期通胀预期背离较大



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

4.2. 2023 年黄金有望开启长期上涨趋势

未来金价上涨既有短期的逻辑，又有长期的因素。

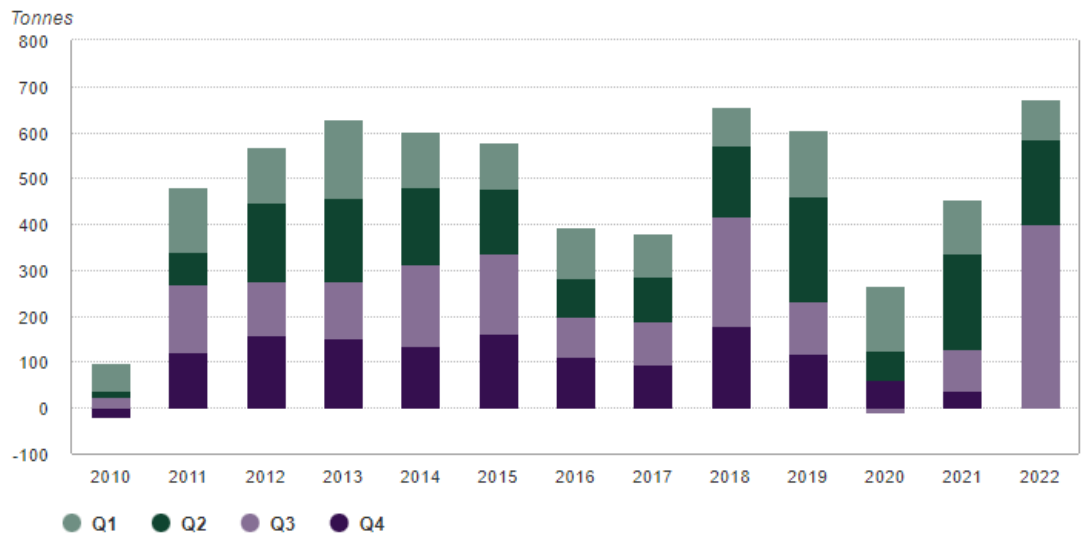
短期角度来看，过去一年当中，对黄金价格的最大的压制力量在于美联储快速加息。而如上文所述，我们认为今年一季度可能就是美联储加息的终点，这意味着对于金价最大的制约即将解除。而美国的经济前景不断恶化，长期利率下行的趋势较为确定，这将对黄金价格起到

较强的推升作用。同时，我们认为美国短期通胀率和长期通胀预期的背离不会长期持续，必定会向同一方向靠拢。因为如果 CPI 数据持续居高不下，则市场和民众的通胀预期必然会逐渐抬升，利好黄金；而如果 CPI 数据持续回落，则美联储的鹰派态度会逐渐缓解，也利好金价。目前来看美国通胀的路径可能是后者。所以，年内美联储停止加息和潜在的降息可能性，以及美国经济衰退的压力将共同推动金价上涨。

长期角度来看，黄金价格上涨也具备持续性。

第一，去美元化已经成为长期趋势，将推动金价长期上涨。自从中美经济摩擦和俄乌冲突以来，“安全”成为各国政策上的关键词。金融安全也不例外。尤其是俄乌冲突之后，美国冻结俄罗斯外汇储备的行为引起了各国对于美元储备安全的担忧，作为美元储备的核心替代品，黄金则相应的受到各国的追捧。2022 年仅前三季度各国央行购买黄金的量就已经超过了以往全年的总量。在美联储激进加息的背景下，各国央行这一行动是不符合金融逻辑的。这明显反映出很多国家正在出于“安全”的考虑而增加黄金储备。在美联储加息停止之后，这一趋势可能会更加明显。各国央行购金历来是金价上涨的重要推手，去美元化的长期趋势将给金价提供长期上涨动力。

图表 7：2022 年仅前三季度的全球央行购金量就超过了以往全年购买总量



资料来源：WGC，太平洋证券研究院

第二，去全球化的趋势将带来长期通胀预期的上升。自中美经贸摩擦以来，全球制造业供应链实际上已经受到较大的冲击。而俄乌冲突之后，全球原材料供应链也受到了很大的冲击。虽然制造业和原材料的供应链终将重构，但最终的格局中将包含大量的“安全”因素的考量，而非效率至上。其成本相较于过去必然是抬升的。因此，我们认为随着去全球化的趋势不断演绎，全球长期通胀前景将会出现系统性上升，“大缓和时代”已经终结。而长期通胀预期的上升也会给黄金价格带来长期上涨动力。

风险提示：中国经济复苏不及预期；美国通胀超预期反弹。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。