



联络人

作者：
中诚信国际 研究院

袁海霞 010-66428877-

hxyuan@ccxi.com.cn

王秋凤 010-66428877-452

qfwang01@ccxi.com.cn

张林 010-66428877-271

lzhang01@ccxi.com.cn

张文宇 010-66428877-352

wyzhang.Ivy@ccxi.com.cn

王晨 010-66428877-319

chwang01@ccxi.com.cn



相关报告

全民免疫高峰短期拖累经济增长，权益资产或迎来中长期配置窗口——宏观经济与大类资产配置月报（2022年11月）

疫情扰动经济修复放缓，短期仍建议股债均衡配置——宏观经济与大类资产配置月报（2022年10月）

宏观经济延续结构性修复，资产配置建议防守型布局——2022年三季度宏观经济及大类资产配置分析与四季度展望

经济修复边际改善但仍处低位，短期内建议股债均衡配置——宏观经济与大类资产配置月报（2022年8月）

如需订阅研究报告，敬请联系
中诚信国际品牌与投资人服务部

赵耿 010-66428731；
www.ccxi.com.cn

寒意虽存 春山可望

——2022年宏观经济及大类资产配置分析与2023年展望



主要观点

■ 2023年展望：稳增长政策发力，经济修复预期加强

2023年是新时代新征程的开局之年，也是疫情之后改善社会心理预期、提振发展信心的关键年份，在此背景下发展经济重要性提升，稳增长政策处于发力窗口期，且注重短期逆周期与中长期调整的结合，财政政策或以“保持力度、提质增效”为主线，货币政策或以“总量要够、结构要优”为主线。从经济运行来看，拖累经济运行的因素犹存但积极因素增多，考虑到基数效应的影响，2023年宏观经济或总体呈“N”字型修复，年度GDP增速或为5.3%左右。

■ 2022年中国经济：疫情反复下全年经济两度“乍暖还寒”

2022年，疫情反复下，全年经济修复两度“乍暖还寒”，宏观经济数据整体表现较弱：从需求侧来看，从内需弱、外需相对较强逐步转向内外需求“双弱”，房产周期下行、房地产投资走弱对经济的拖累加大；从供给侧来看，疫情冲击下工业生产两度走弱，服务业生产弱势难改；从微观主体来看，企业生产经营状况进一步恶化，居民消费动机不足；从融资情况来看，预期走弱、实体经济低迷情况下“宽信用”受限，等等。不过，经济运行中积极因素仍存，具体表现在基建“兜底”作用持续发挥、制造业结构调整加速、通胀压力整体可控、人民币虽出现明显的两轮贬值但跨境资本流动基本平衡，等等。

■ 外部不确定性持续，内部仍需关注多重风险挑战

2023年经济运行中仍然存在来自于内外部多重风险挑战：其一，俄乌冲突叠加中美博弈基调不改，全球政经格局正发生深刻变化，叠加全球经济走弱压力加大，我国经济运行面临的外部不确定性、不稳定性持续存在；其二，疫情防控政策虽已调整，但短期内感染人数大幅增加仍将制约一季度经济修复，且需关注疫情对中国经济的中长期影响；其三，我国宏观债务风险持续处于高位，仍需持续关注企业和居民部门资产负债表的演化；其四，稳房地产政策支撑下，2023年房地产对经济的拖累或不会加深，但需妥善管控房地产转向新发展模式过程中的潜在风险。

■ 大类资产配置：各类资产表现分化，经济回暖下权益配置价值或凸显

2022年，在我国经济面临多重压力的背景下，股票市场表现较弱，债券市场区间波动、但整体表现优于权益。后续看，经济基本面或边际回暖，企业盈利预期或向好，股票市场或出现明显反弹，受益于疫后复苏以及二十大提及的中长期改革方向或是后续配置重点。同时，在后续流动性或边际收紧以及经济稳步修复下，债券市场表现或相对较弱，长端利率或面临上行压力。大宗商品价格走势或面临结构性分化局面，在海外经济衰退压力下，能源、基本金属等或存在调整压力，建议谨慎配置，而具有避险属性的黄金表现或相对较好。

一、2022年中国经济：疫情反复下全年经济两度“乍暖还寒”

2022年全年，在新冠疫情、俄乌冲突等超预期因素的冲击下，叠加地产周期下行、需求疲弱等周期性因素影响，供给冲击、需求收缩、预期走弱“三重压力”进一步加大，经济虽然波动修复但整体仍保持低位运行态势。其中，新冠疫情依然是影响2022年经济运行的最为主要的影响因素，疫情多点反复频发以及与之伴随的严格的疫情防控措施对经济运行的波动产生了直接冲击，全年经济修复两度“乍暖还寒”。从具体数据来看，2022年全年经济面临的困难与挑战较多，宏观经济数据整体表现较弱：从需求侧来看，从内需弱、外需相对较强逐步转向内外需求“双弱”，房地产周期下行、房地产投资走弱持续对经济产生拖累；从供给侧来看，疫情冲击下工业生产两度走弱，服务业生产弱势难改；从微观主体来看，企业生产经营状况进一步恶化，居民消费动机不足；从融资情况来看，预期走弱、实体经济低迷情况下“宽信用”受限……不过，虽然2022年经济运行面临多重困难，但积极因素仍存，这具体表现在：稳增长、稳投资政策支持下基建投资保持较高增速，基建“兜底”作用持续发挥；制造业投资及改建、扩建投资增速保持较高水平，或表明制造业结构调整有所加速；在全球主要经济体通胀压力高企背景下我国通胀压力仍整体可控，并未对我国货币政策带来明显掣肘；虽然在美元走强背景下人民币贬值压力有所加大，全年出现两轮明显贬值，人民币对美元汇率一度“破七”，但跨境基本流动整体保持平衡，外汇储备仍持续维持在3.1万亿元以上的较高水平，资本流出压力依然可控。

表1 2022年中国宏观经济核心指标一览表

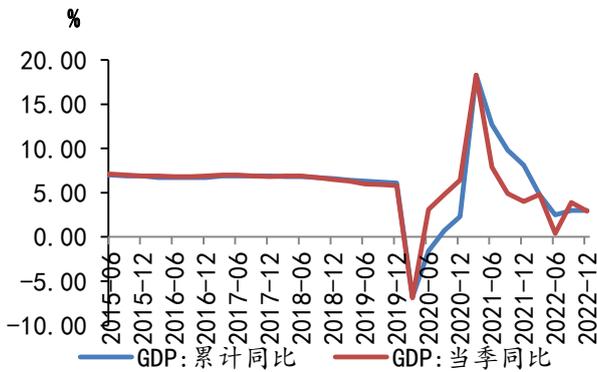
	2022年				2021年								最新
	Q4	Q3	Q2	Q1	Q4*	Q4	Q3*	Q3	Q2*	Q2	Q1*	Q1	变化
GDP（当季，%）	2.9	3.9	0.4	4.8	5.2	4.0	4.9	4.9	5.5	7.9	5.0	18.3	↓
GDP（累计，%）	3	3	2.5	4.8	5.1	8.1	5.2	9.8	5.3	12.7	5.0	18.3	↓
第一产业（累计，%）	4.1	4.2	5	6.0	-	6.4	-	7.1	-	7.6	2.3	8.1	↓
第二产业（累计，%）	3.8	3.9	3.2	5.8	-	2.5	-	3.6	-	7.5	6.0	24.4	↑
第三产业（累计，%）	2.3	2.3	1.8	4.0	-	4.6	-	5.4	-	8.3	4.7	15.6	↓
工业增加值（累计，%）	3.6	3.9	3.4	6.5	6.1	9.6	6.4	11.8	7.0	15.9	6.8	24.5	↓
服务业生产指数（累计，%）	-0.1	0.1	-0.4	2.5	6.0	13.1	-	16.3	-	21.5	6.8	29.2	↓
投资（累计，%）	5.1	5.9	6.1	9.3	3.9	4.9	3.8	7.3	4.4	12.6	2.9	25.6	↑
基建投资（不含电力）	9.4	8.6	7.1	8.5	0.3	0.4	-	1.5	2.4	7.8	2.3	29.7	↑
制造业投资	9.1	10.1	10.4	15.6	4.8	13.5	-	14.8	2	19.2	-2	29.8	↓

房地产开发投资	-10	-8	-5.4	0.7	5.7	4.4	-	8.8	8.2	15	7.6	25.6	↓
社零额（累计，%）	-0.2	0.7	-0.7	3.3	3.9	12.5	3.9	16.4	4.4	23.0	4.2	33.9	↓
出口：累计（%，美元）	7.0	12.5	13.9	15.5	-	29.9	-	33.0	-	38.6	-	49.0	↓
进口：累计（%，美元）	1.1	3.9	5.7	10.6	-	30.1	-	32.6	-	36.0	-	28.0	↓
贸易顺差（累计，亿美元）	8776	6444	3783	1542	-	6764	-	4275	-	2515	-	1164	↑
CPI（累计，%）	2.0	2	1.7	1.1	-	0.9	-	0.6	-	0.5	-	0.0	↑
PPI（累计，%）	4.1	5.9	7.7	8.7	-	8.1	-	6.7	-	5.1	-	2.1	↓
M2：同比（%）	11.8	12.1	11.4	9.7	-	9.0	-	8.3	-	8.6	-	9.4	↑
社融规模（当季值，万亿元）	4.2	6.8	8.9	12.1	-	6.6	-	7.0	-	7.5	-	10.3	↓
社融增速（存量，%）	9.6	10.6	10.8	10.6		10.3	-	10.0	-	11.0	-	12.3	↓

（注：↓、↑、↔分别表示表示同上年同期增速相比为下降、上升或持平，*表示两年复合增速）

（一）疫情冲击下，经济整体修复呈现波动反复态势

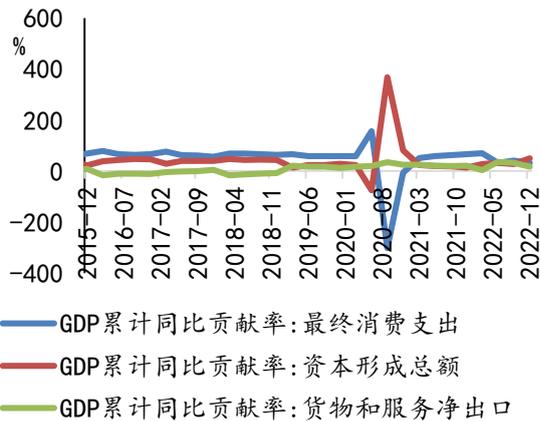
疫情冲击经济修复反复波动，全年经济运行整体较弱。受疫情冲击、俄乌冲突等突发性因素和地产周期下行、消费疲弱等周期性因素影响，2022 年全年整体经济运行较弱，GDP 同比增 3%，显著弱于上年全年同比增速及上年两年平均增速；GDP 平减指数为 2.24%，GDP 名义同比增长 5.82%，也显著弱于上年。分季度来看，一季度经济延续了上年的弱修复势头，但二季度受疫情在上海、北京以及东部省份等经济重镇爆发影响，产业链、供应链受到明显冲击，经济出现疫情以来的二次探底，当季同比仅增长 0.4%，拖累上半年 GDP 同比增速从一季度的 4.8% 回落至 2.5%；三季度随着疫情影响弱化经济呈现修复势头，但四季度前两个月各地严格的疫情防控措施以及 12 月疫情放开后的全民免疫高峰导致四季度经济修复再度走弱，四季度 GDP 当季同比仅增长 2.9%。从三次产业来看，受疫情冲击较小的第一产业增长相对较快，全年同比增长 4.1%，第二产业次之，同比增长 3.8%，由于疫情对服务消费场景的限制，第三产业修复力度最小，仅同比增长 2.3%，受第三产业修复较慢影响，第二产业对经济增长贡献率达到十年来新高，达到 49.4%；从三大需求来看，受国内总需求疲弱影响，最终消费对经济增长的贡献率降至 1978 年有数据以来的次低点，为 32.8%（2020 年为 -6.8%），资本形成的贡献率继 2013 年以来再次超过 50%，比上年同期提升近 37 个百分点，净出口贡献率略有回落，但仍处于相对高位。

图 1：GDP 同比增速 “两起两落”


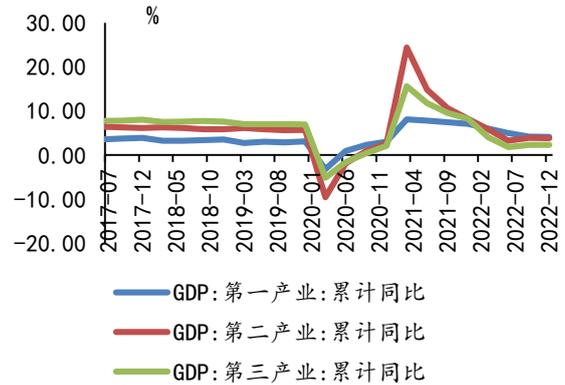
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 2：平减指数与 GDP 名义增速


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 3：三大需求贡献率


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 4：三大产业同比增速


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

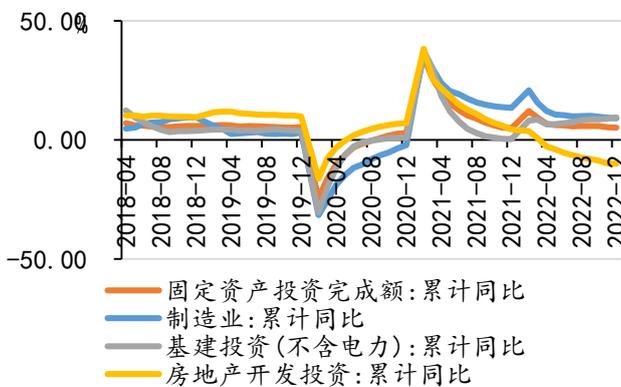
（二）从需求来看，从内需弱、外需相对较强逐步转向内外需求“双弱”

从 2022 年全年内外需的运行情况来看，受疫情冲击、居民收入增长乏力等因素影响，国内居民消费需求整体保持疲弱态势；虽有政策支持下的基建投资支撑，但房地产投资下行拖累投资整体；出口在上半年保持了高位增长，但下半年尤其是四季度以来随着外部需求和错峰增长优势的弱化明显走弱，从外需相对较强转向了内需、外需“双弱”。展望后续，内外需整体较为疲弱的态势仍将持续一段时间，但从趋势来看，内外需走势分化，疫情防控政策调整下内需有望边际改善，外需继续边际走弱。

1. 投资：基建加码对冲地产投资下行，稳增长政策加持投资后续改善可期

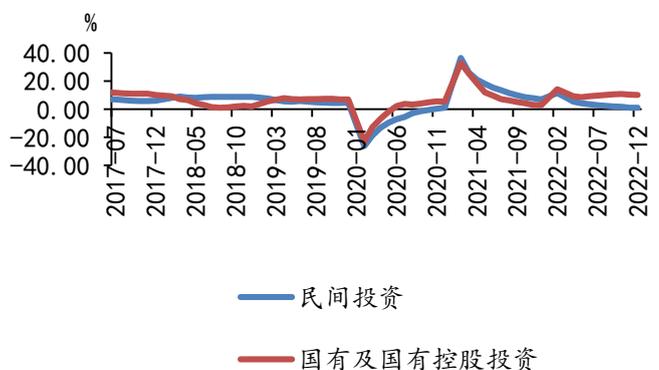
基建与地产投资走势分化，制造业结构调整持续下制造业投资保持较高增速。2022年全年投资同比增长5.1%，从疫情三年来的情况看，这已经算是一个相对较高的增速，也仅略低于疫情前2019年5.4%的增速。这与稳增长政策持续落地、地方专项债靠前发力推动基建稳增长密不可分，全年基建投资同比增长9.4%，是支撑投资的主要力量。制造业投资增速虽然波动回落，但全年仍然保持了9.1%的较高增速，结合按建设性质分的新建、改建增速远高于扩建增速分析，这或表明制造业结构调整或有所加速，新技术、新产能的投入力度加大，同时“双碳”带来的环保压力下企业加快设备更新换代。在三大类投资中，房地产投资的下行是投资的主要拖累项，在房地产市场低位运行、房地产企业流动性压力凸显的背景下房地产投资同比下滑10%。分所有制来看，与基建投资的高增长相匹配，基建投资的主要承担主体国有及国有控股投资保持较高增速，但民间投资增速仅同比增长0.9%，市场主体的自发性投资动力仍有不足。

图 5：固定资产投资回落



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 6：民间投资延续回落走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

新一年投资改善可期，但对改善幅度不应过分期待。2023年，稳增长政策仍将持续发力，基建投资将继续保持高增态势，但考虑到基建项目数量以及专项债稳增长的空间制约，基建投资或难以出现大幅上行；在稳房地产政策接续发力下，建安投资对房地产投资的支持有望加大，房地产投资持续下行态势将有望扭转，但在市场低位运行、非头部房地产企业流动性压力仍然较大的情况下，房地产新开工改善受限从而制约房地产投资修复力度；疫情影响缓解、经济修复预期加强、高新技术投资加快或对

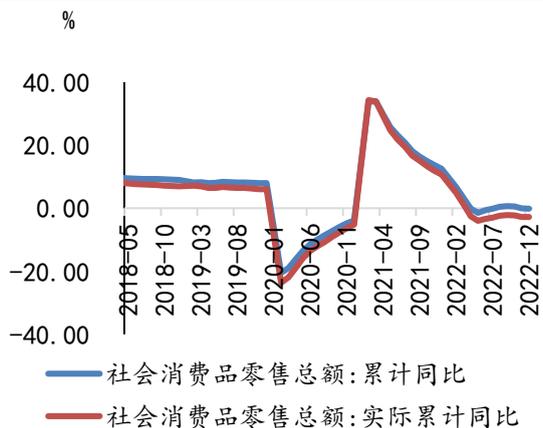
制造业投资带来一定支撑，但仍需持续关注外需走弱对制造业投资的负面影响。综合来看，2023年投资仍有多重有利因素支撑，改善可期，但对改善的幅度和力度仍不应过分期待。

2. 消费：低迷态势贯穿全年，2023年或略有改善

疫情频发、居民消费倾向不足制约消费。2022年国内消费整体保持低迷态势，全年社零额同比下降0.2%，明显低于上年。消费疲软的直接原因是受疫情冲击的影响，居民消费场景和物流受限，在一定程度上制约了居民消费，但更为深层的是，疫情冲击三年来，居民消费增长放缓，居民对未来收入预期较为悲观，谨慎性动机增强，消费倾向不足，这是导致消费疲软的根本原因。今年以来，往年高位增长的实物商品网上零售额回落至个位数，全年仅同比增长6.2%，这既体现了物流受限对居民网络购物的限制，也反映了居民消费倾向的弱化。

展望后续，全民疫情免疫高峰过后，疫情对经济运行的影响或将弱化，疫情对居民消费的负面影响将减轻，这为新一年消费修复提供了条件。但值得关注的是，当前就业压力尤其是中青年群体的就业压力较大，在经济运行仍有压力的背景下居民收入增长也难以出现明显改善，居民消费倾向的提升或需要更长时间，新的一年消费的改善幅度仍然受到一定程度的制约。

图7：消费持续低迷



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图8：网上消费回落明显



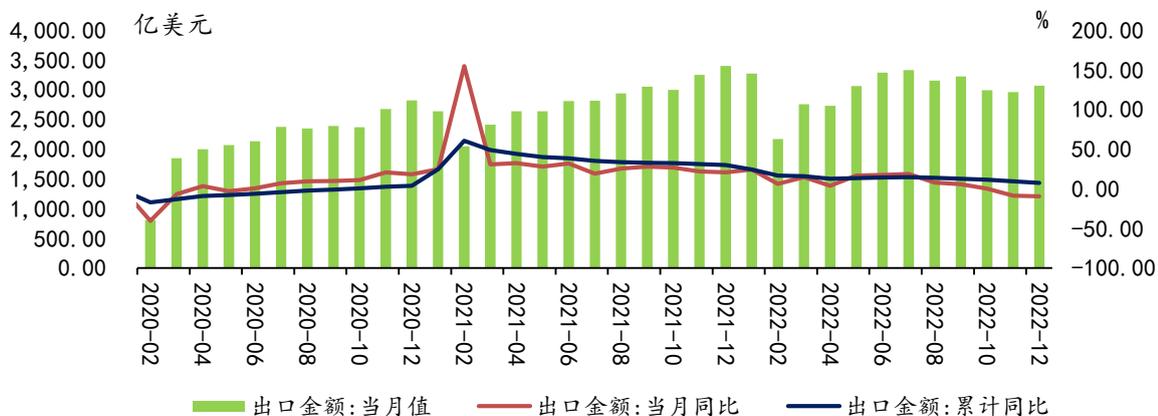
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

3. 出口：全年走势“前高后低”，新的一年下行压力仍存

2022年出口“前高后低”，内需不足进口持续低迷。2022年出口全年同比增长7%，全年走势“前高后低”，走弱压力逐步凸显：今年前7个月，海外主要与中国出口有竞争关系的经济体生产尚未完全修复，我国出口保持了明显的“错峰增长”优势，月度增速持续保持在10%以上，但7月之后，随着海外出口经济体生产修复“错峰增长”优势弱化、全球经济滞胀压力显现外需走弱，叠加疫情反复多点散发对我国生产的稳定性带来冲击，出口明显弱化，四季度以来更是持续负增长，出口走弱压力显现。相比之下，在我国国内需不足背景下，进口增速持续较为低迷，当月同比除1月份以外持续在5%以下运行，全年仅同比增长1%。进口的疲弱也使得我国对外贸易继续保持较高顺差，全年对外贸易顺差8776亿美元，较上年同期增加超2000亿美元，呈现“衰退型”顺差。

2023年出口下行压力仍存，进口有望边际改善。全球经济走弱趋势不改，海外主要经济体高通胀压力仍存下紧缩性货币政策持续，外需仍存进一步回落压力，但客观而言，出口仍存一定的支撑因素，如：我国出口占全球外贸比重较高，具备全产业链优势；钢铁、化肥、电池等能源密集型企业将业务转移出欧洲，给相关行业带来机遇；RECP对我国出口的带动，等等。但这些积极因素或难以完全抵消外需整体回落带来的出口下行压力，新的一年仍需持续关注出口下行对我国经济带来的拖累。从进口来看，2023年扩大内需等政策落地以及国内经济的修复，同时3月后高基数对进口增速拖累减轻，二季度进口增速或有望边际好转。

图9：全年出口走势前高后低



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

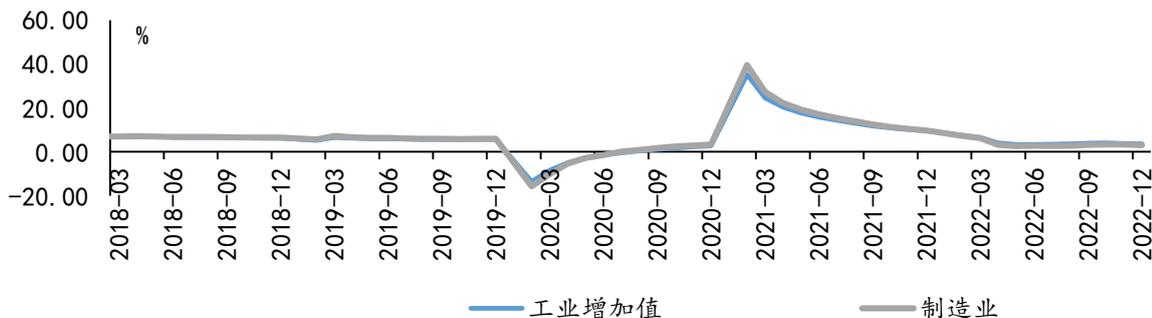
（三）从供给来看，疫情冲击工业生产两度走低，服务业弱势不改

纵观 2022 年全年，在疫情冲击、需求疲弱背景下，生产侧整体仍然偏弱，三次产业增速均低于上年，第三产业增速尤其偏低。月度更新的工业生产、服务业生产指数也体现出了工业生产韧性相对略强但仍低迷，服务业生产持续弱势的特点。展望新一年，在防控措施放开后的全民免疫高峰过后，服务业生产将有望明显回暖，这将成为 2023 年经济运行最为重要的积极因素之一，随着经济整体修复，工业生产也将边际改善，但仍需关注下游内部需求疲弱、出口下行对工业生产的拖累。

1. 疫情冲击工业生产两度回落，新的一年改善可期但仍有隐忧

疫情扰动工业生产修复，新的一年改善可期但制约因素仍存。2022 年全年，工业生产同比增长 3.6%，低于上年同期。其中，制造业生产同比增长 3%。从全年月度走势来看，工业生产全年大部分月份体现出了较服务业更强的韧性，当月同比基本维持在 3.5% 以上运行，但疫情及疫情防控措施也在部分月份对工业生产带来了明显冲击，例如：4-5 月份，受疫情制约产业链、供应链影响，工业生产当月同比出现明显“下蹲”势头；各地严厉的疫情防控措施对 11 月的工业生产带来明显制约，当月同比从上月的 5% 快速下行至 2.2%，12 月疫情防控措施虽然调整但随之而来的全民免疫高峰导致企业缺工停产突出，工业生产继续低迷态势。除疫情之外，“缺电”、“缺芯”以及内需疲软、外需走弱也对工业生产修复形成了制约。展望新的一年，经济整体修复、“建设现代化产业体系”目标下政策支持持续加力将对工业生产带来支撑，但仍需关注下游需求疲弱、出口下行对工业生产的拖累。

图 10：工业与制造业走势

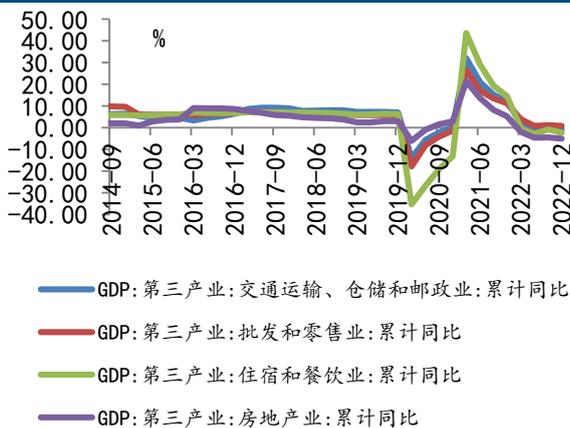


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

2. 服务业受疫情扰动较大，服务业回暖或成 2023 年最大期待之一

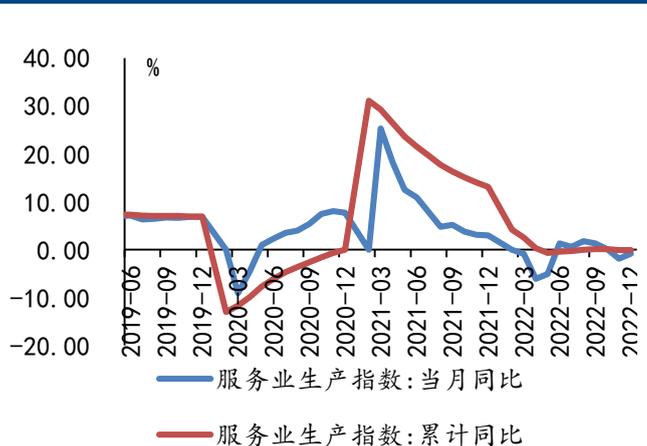
疫情扰动下服务业生产整体偏弱，新的一年修复可期。2022 年，反复频发的疫情和各地严格的疫情防控措施对服务业生产带来极大制约，居民出行受限、线下消费场景缺失，使得服务业生产处于低迷态势。全年第三产业仅同比增长 2.3%，低于同期第一、第二产业增速。从细分行业来看，交通运输、仓储和邮政业，批发和零售业，住宿和餐饮业，租赁和商务服务业等受疫情冲击影响较大的接触型服务业继续保持低迷态势，受房地产市场低迷影响房地产业大幅下行 4.4%，金融业，信息传输、软件和信息技术服务业等受疫情措施限制相对较少的服务业整体保持了较高增速，尤其是信息传输、软件和信息技术服务业保持了接近 10% 的高增长，也在一定程度上反映了我国服务业的结构升级。更为高频的服务业生产指数同比增速也同样处于低位，全年同比下降 0.1%。展望 2023 年，随着疫情防控措施的调整，居民行动受限的情况得到明显改观，服务业的修复或成为 2023 年最可期待的因素之一，但值得一提的是，疫情三年，居民消费观念和消费习惯已经有所改变，全民免疫高峰过后疫情潜在风险仍有可能存在，低基数下服务业同比增速或有望出现较为明显反弹，但服务业实际修复情况或仍然受限。

图 11：服务业细分行业走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 12：服务业生产指数走势



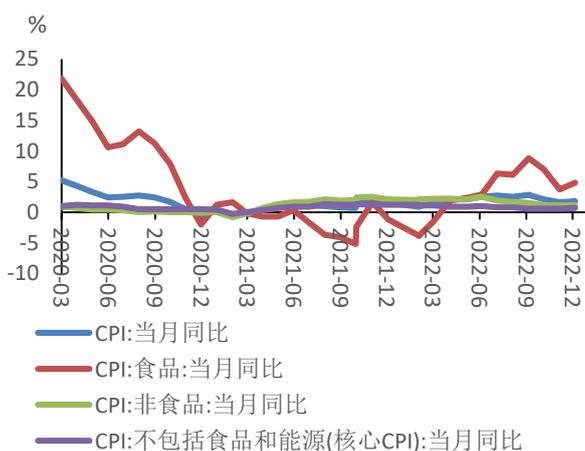
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（四）通胀压力逐步缓解，与全球走出分化态势，2023 年通胀整体仍可控

2022 年 CPI 年末走低，猪肉、蔬果价格回落是直接原因，但仍需关注需求疲弱的影响。2022 年，欧美等发达经济体 CPI 持续处于高位，相比之下，我国通胀压力整

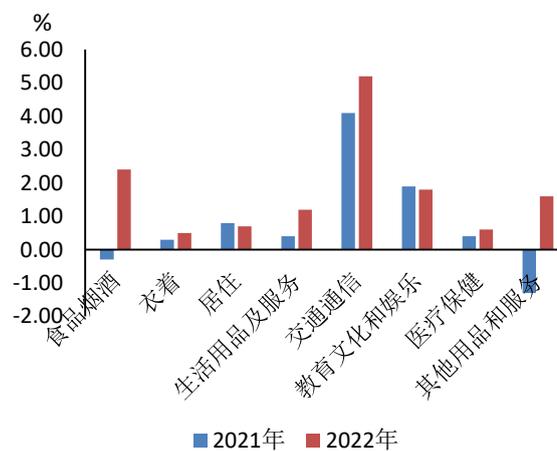
体可控，CPI 同比增长 2%，虽然较上年回升 1.1 个百分点，但远低于欧美发达经济体的涨幅，通胀压力整体可控。从月度走势来看，虽然在猪肉、蔬果价格略有走高的情形下二、三季度 CPI 当月同比走势曾波动走高，但四季度以来，随着猪肉、蔬果价格的回落，CPI 当月同比在 11-12 月已经回落至 2% 以内。同样，受猪肉、蔬果价格波动的影响，全年食品 CPI 涨幅波动较大，非食品 CPI 波动较小，尤为值得一提的是，剔除能源与食品的核心 CPI 为 0.7%，表明需求较为低迷。从八大类来看，受房地产市场低迷影响，居住价格小幅回落，同时由于疫情冲击消费受限，教育文化和娱乐价格也小幅回落，其他各类消费较上年均保持上行态势，推动 CPI 整体高于上年。

图 13：CPI 同比走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

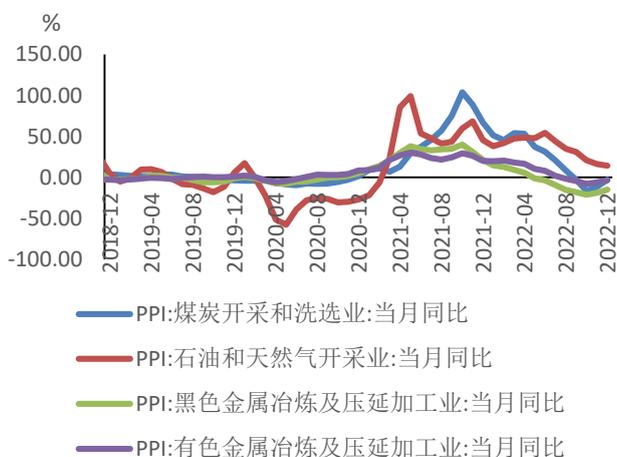
图 14：本年及上年八大类涨幅



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

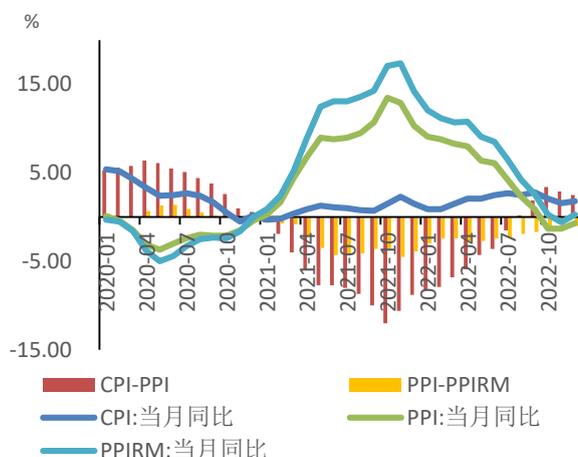
受石油等大宗商品价格波动影响，2022 年 PPI “前高后低”。PPI 全年同比增长 4.1%，虽然低于上年 8.1% 的涨幅，但依然是 2017 年的次高水平。不过，从月度走势来看，全年 PPI 涨幅处于较高水平主要是受上半年俄乌冲突的超预期因素冲击下钢铁、石油等大宗商品价格走高支撑，下半年以来，随着全球滞胀预期加剧，钢铁、石油等大宗商品价格回落，国内 PPI 出现明显回落态势，10 月以来 PPI 当月同比更是出现了负增长。与 PPI 走势类似，PPIRM 虽然全年实现了 6.1% 的较高涨幅，但也呈“前高后低”走势。综合来看，PPI 与 PPIRM 剪刀差收窄、CPI 与 PPI 剪刀差由负转正，或有助于缓解需求不足下制造业企业的成本压力。

图 15: 石油、钢铁等行业 PPI 走势



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

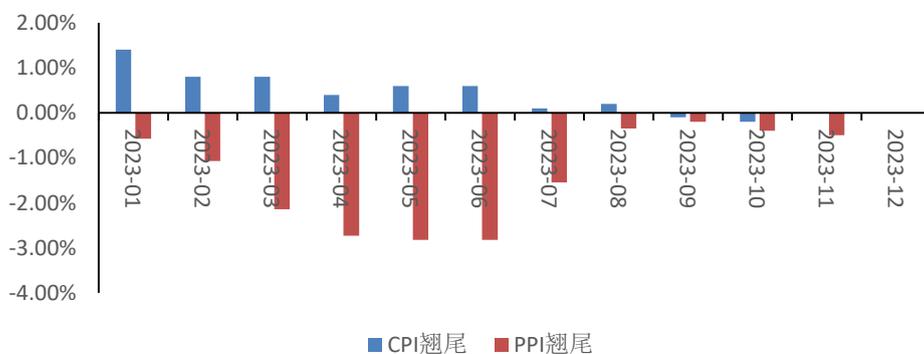
图 16: PPI 与 PPIRM 剪刀差收窄



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

2023 年 CPI 或“前高后稳”，PPI 走势或“前低后稳”。从 CPI 来看，年初在猪肉价格和翘尾因素支撑下，CPI 或保持相对较高水平，二季度后随着翘尾因素影响的弱化，CPI 走势或有所回落，下半年翘尾因素虽然处于较低水平，全年 CPI 或大概率呈现前高后稳走势。考虑到疫情防控政策调整之下消费需求回升，服务业消费价格涨幅也有望加大，2023 年 CPI 中枢或略有上移，全年或同比增长 2.1% 左右。从 PPI 来看，明年全球流动性收紧下经济衰退风险加大，需求走弱，全球大宗商品价格整体涨幅较为受限，但国内经济修复、房地产等重点领域的改善或对中游相关行业的需求和价格带来支撑，PPI 或有望扭转去年四季度连续负增长的局面，考虑翘尾因素影响，全年走势或前低后稳，总体仍低位运行。

图 17: 2023 年 CPI、PPI 翘尾因素走势

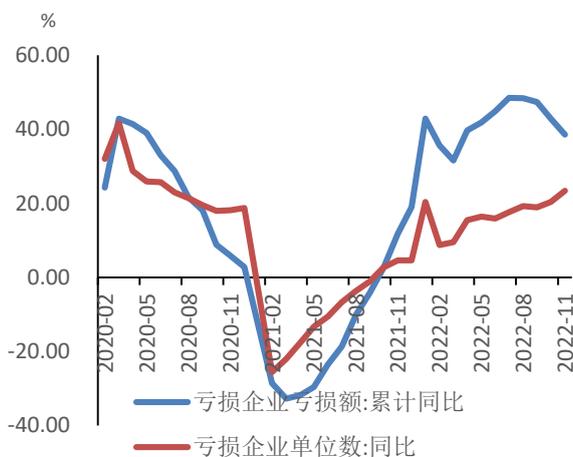


数据来源: Wind, 中诚信国际整理

（五）微观主体状况进一步恶化，未来仍需关注预期偏弱情况

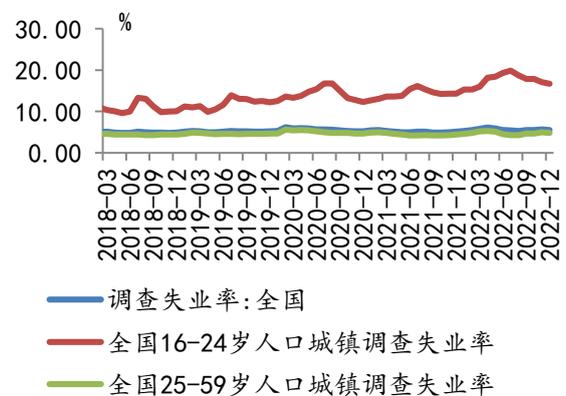
经历了近三年的疫情冲击，企业和居民部门面临的困难明显加大。从企业来看，在终端需求偏弱的情况下，企业部门的生产经营始终处于较为疲弱的情况，2022年持续频发的疫情进一步加剧了企业尤其是中小企业面临的风险和压力。2022年前11个月，工业企业利润同比下滑3.6%，不仅显著低于上年同期两年平均增速，也显著低于2020年4.1%的同比增速；与此同时，规模以上工业企业亏损家数、亏损额同比居高不下，均说明了微观主体所面临的困境有所加大。从居民部门来看，同样面临较大的困难，截至2022年12月城镇调查失业率为5.5%，显著高于上年同期的5.1%，尤为值得一提的是，16-24岁的青年群体的调查失业率持续处于16%以上的高位，年轻群体失业率远超过前几年，且在互联网、教育、房地产等领域头部企业均大规模裁员的背景下，25-59岁群体的就业质量或有所下降。微观主体是宏观经济运行的微观基础，微观主体状况的恶化对于扩大生产和消费都有不利影响，进而影响经济修复，导致负向循环。展望后续，随着宏观经济的整体修复，2023年微观经济主体的境况或将边际改善，但当前居民和企业预期依然偏弱，一些企业尤其是中小企业在前几年的疫情冲击中已经破产或濒临破产，而中小企业是吸纳就业的主体，短期内无论是企业还是居民部门的修复均仍面临较大的压力，仍需政策持续呵护。

图 18：工业区企业亏损家数、亏损额同比处于高位



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 19：青年群体调查失业率持续处于高位



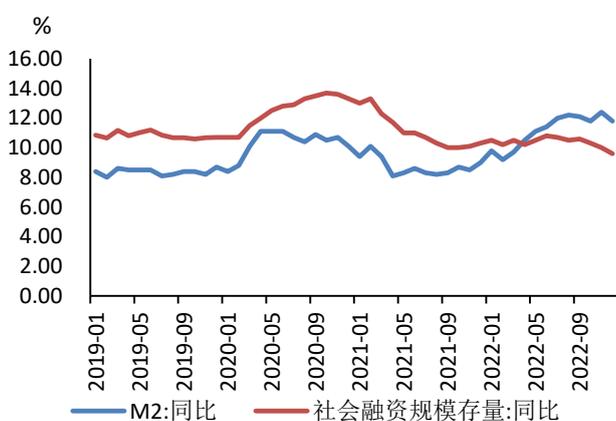
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（六）从融资情况来看，预期走弱、实体经济低迷情况下“宽信用”受限

实体经济融资低迷，“宽货币”向“宽信用”的传导受限，政策性因素是社融的主要驱动力量。2022 年，货币政策坚持稳健基调，政策操作稳中偏松，全年共进行两次降息操作，两次全面降准操作。同时，新增科技创新、普惠养老、仓储物流、设备更新改造等多种类型再贷款。货币政策稳中偏松，叠加居民谨慎性储蓄提升，M2 同比增长 11.8%，较上年回升 2.8 个百分点。但是，宽货币并未带来信用的大幅提升，全年社融存量同比增长 9.6%，较上年回落 0.7 个百分点，社融同比增速持续在 M2 同比之下运行，这是今年以来金融数据运行的一个较为突出的特点，也在一定程度反映了“宽货币”向“宽信用”传导不畅。综合全年来看，社融主要依赖政策性因素的拉动，当政府债融资及政策性金融工具投放出现空档期时，社融增速便出现显著回调。分类别来看，2022 年新增社融总计 31.8 万亿、同比多增 4548 亿，其中人民币贷款同比多增、信托贷款同比少减是社融规模同比增加的主要支撑项，而企业债融资的少增是主要拖累项，因政策性因素的拉动主要体现在信贷市场，债券市场融资的少增也在一定程度上表明市场自发的融资需求偏弱。

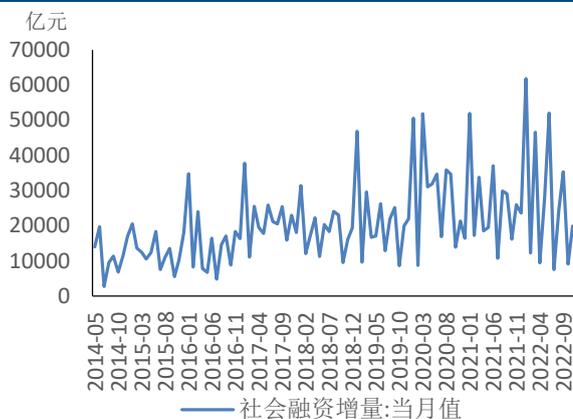
展望后续，2023 年政策稳增长意愿较强，政策性因素对于社融的支撑或不会出现减弱，同时，随着消费回暖空间的打开及房地产销售可能出现的改善，居民部门的融资需求也将迎来修复窗口期，而需求复苏及经济修复也将支撑企业信心走强及资本开支的扩大，市场自发性融资需求也有望边际改善。但积极因素从预期转化为现实需要持续的努力，2023 年一季度社融的修复或依然将主要依赖于宽信用及稳信贷政策的支撑，全年社融存量增速有望重回 10.5% 以上的水平。

图 20：社融存量同比持续在 M2 同比之下运行



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 21：新增社融走势



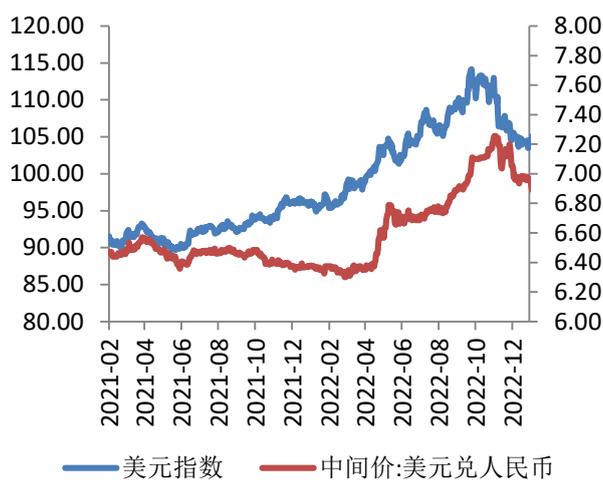
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（五）从外汇市场来看，人民币贬值压力虽加大，但资本流出压力仍可控

2022 年人民币汇率两轮贬值但资本流出压力可控，2023 年贬值压力有望边际缓解。2022 年，人民币汇率走势受到多重因素的影响：从国内经济基本面来看，疫情冲击、俄乌冲突等超预期因素影响下，国内经济修复一波三折，分别于二季度、四季度“乍暖还寒”，对汇率的支撑力有所下降；从外部环境来看，在通胀压力下，西方主要经济体尤其是美国加息缩表，与中国边际宽松的货币政策走势分化，美元指数下行，给人民币汇率带来压力。综合以上因素影响，2022 年人民币对美元汇率出现两轮快速贬值：4 月中旬至 5 月中旬，在疫情冲击经济下行加剧的背景下，人民币对美元中间价从 6.35 左右急速攀升至 6.75 左右，一个月内贬值 6.3%；此后随着中国经济修复，人民币从 8 月中旬起再度步入新一轮的单边贬值行情，人民币对美元中间价从 8 月中旬的 6.75 攀升至 11 月中旬的 7.2 以上。11 月中旬以来，随着美联储加息力度趋缓、美元指数回落，叠加疫情防控措施新的一年中国经济修复预期增强，人民币对美元汇率呈现波动回落态势，到 12 月底已经回落至 7 以内。但是，中长期内中国依然是全球增长较快的经济体，中国市场对外资的吸引力仍存，且我国贸易顺差总体仍然处于较高水平，叠加我国外汇管理工具较为充足，因此，尽管 2022 年人民币贬值压力有所加大，但我国跨境资本流动仍基本保持平衡，前 11 个月银行代客涉外首付款差额、银行结售汇差额均在“0”上下波动，截至 2022 年底外汇储备虽然较上年底略有回落但仍

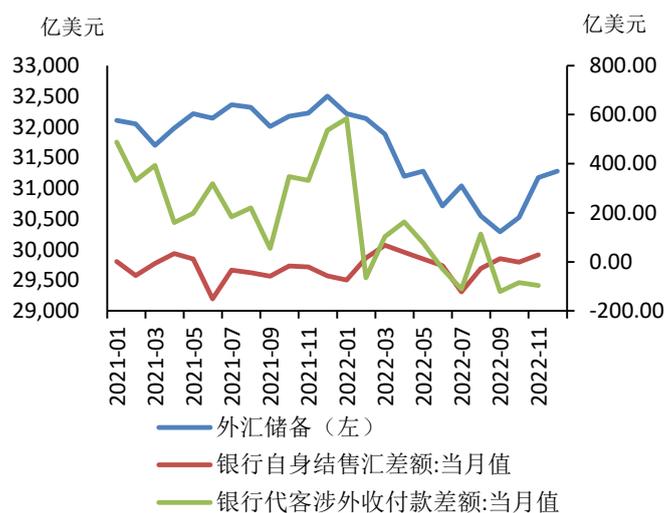
处在 3.1 万亿美元以上的较高水平。展望 2023 年，随着中国经济的持续修复、美联储加息缩表力度的弱化，人民币贬值势头或有望得到扭转，人民币总体仍将保持宽幅波动态势，跨境资本流出压力持续可控。

图 22：人民币汇率



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 23：跨境资本流动基本平衡



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

二、外部不确定性持续，内部仍需关注多重风险挑战

2023 年经济有望在防疫政策调整、稳增长政策持续加码发力以及基数作用下有所修复，但经济运行中仍然存在来自于内外部多重风险挑战。俄乌冲突叠加中美博弈基调不改，全球政经格局正发生深刻变化，叠加全球经济走弱压力加大，我国经济运行面临的外部不确定性、不稳定性持续存在。疫情防控政策虽已调整，但短期内感染人数大幅增加仍将制约一季度经济修复，且需关注疫情对中国经济的中长期影响。此外，我国宏观债务风险持续处于高位，需关注信心低迷之下企业和居民部门的缩表可能性。稳房地产政策支撑下，2023 年房地产对经济的拖累或不会加深，但仍需妥善管控房地产转向新发展模式过程中的潜在风险。

(一) 地缘政治风险叠加全球经济走弱，外部不确定性、不稳定性仍存

俄乌冲突叠加中美博弈，地缘政治风险持续。俄乌冲突以及美欧等西方经济体随之对俄展开的多轮制裁下，全球政经格局加速演变，且当前俄乌冲突仍在持续，呈长

期化趋势，叠加中美博弈基调不改，全球贸易保护主义加剧，各国经济加速向本国内部收敛，全球化“退潮”，我国经济面临的外部环境仍严峻复杂。

全球滞胀风险加剧，外部需求面临走弱压力。为抑制高企的通胀水平，发达经济体央行先后紧缩货币政策，导致全球需求收缩压力加剧，欧美等全球主要经济体经济增速明显下行，“滞胀”风险抬升。2022年10月，IMF将2023年预期增长率下调至2.7%，较7月预测下滑0.2个百分点，较4月预计下滑0.9个百分点。根据IMF预测，全球有经济统计的192个经济体中，2023年仍然有35个国家（国家数量占比为18.3%）的实际GDP规模低于疫情前的2019年，有72个国家的实际人均GDP低于疫情前的2019年。全球经济增速回落下，我国外需仍将承压。在海外央行持续收紧货币政策以及全球供应链运行逐渐向常态化水平回归下，全球通胀水平2023年有望总体边际走缓，但地缘冲突、逆全球化加剧等因素仍使得供给端存在较大不确定性，我国仍需警惕、预防输入型通胀风险。

表 2：IMF 对全球经济增长的预测

	2021	2022年E				最新预测 较上次预测变化	2023年E			最新预测 较上次预测变化
		10月	7月	4月	10月		7月	4月		
全球	6.0	3.2	3.2	3.6	0	2.7	2.9	3.6	-0.2	
发达经济体	5.2	2.4	2.5	3.3	-0.1	1.1	1.4	2.4	-0.3	
美国	5.7	1.6	2.3	3.7	-0.7	1	1	2.3	0	
欧元区	5.2	3.1	2.6	2.8	0.5	0.5	1.2	2.3	-0.7	
德国	2.6	1.5	1.2	2.1	0.3	-0.3	0.8	2.7	-1.1	
法国	6.8	2.5	2.3	2.9	0.2	0.7	1	1.4	-0.3	
日本	1.7	1.7	1.7	2.4	0	1.6	1.7	2.3	-0.1	
英国	7.4	3.6	3.2	3.7	0.4	0.3	0.5	1.2	-0.2	
加拿大	4.5	3.3	3.4	3.9	-0.1	1.5	1.8	2.8	-0.3	
其他发达经济体	5.3	2.8	2.9	3.1	-0.1	2.3	2.7	3	-0.4	
新兴市场和发展中经济体	6.6	3.7	3.6	3.8	0.1	3.7	3.9	4.4	-0.2	
中国	8.1	3.2	3.3	4.4	-0.1	4.4	4.6	5.1	-0.2	
印度	8.7	6.8	7.4	8.2	-0.6	6.1	6.1	6.9	0	
东盟五国	3.4	5.3	5.3	5.3	0	4.9	5.1	5.9	-0.2	

数据来源：IMF，中诚信国际

（二）疫情防控政策虽已调整，但疫情对经济的冲击余波仍存

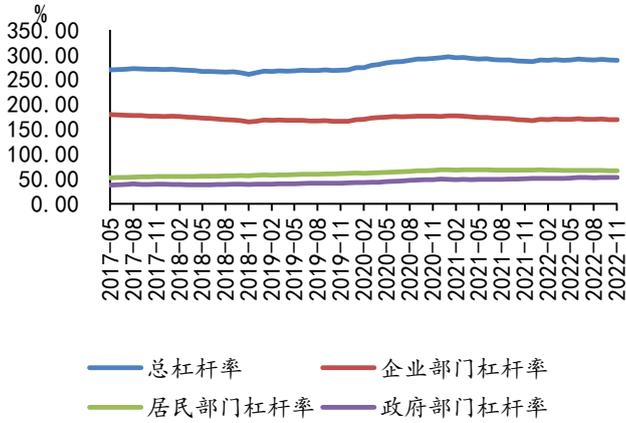
防控政策调整后的全民免疫高峰仍将冲击一季度经济，同时需关注疫情的中长期影响。一方面，2022 年 12 月以来，防疫政策进一步优化，“新十条”规定颁布以后，市场信心得到提振，有助于经济修复，但全民免疫高峰仍将制约 2023 年一季度经济增长，疫情对经济的短期冲击仍存；另一方面，疫情已经发生三年，疫情冲击导致中国经济潜在增速下行，2023 至 2025 年间我国的潜在 GDP 增速或下行至 4.2% 左右，中国经济增长的支撑线从疫情前的 5.5% 下行至 4%¹，疫情或导致中国经济提前步入中低速增长区间。此外，长达三年的疫情对微观主体行为习惯带来的改变可能在短期内难以扭转。疫情反复背景下，企业经营趋于保守，且居民对未来就业以及收入的悲观预期短期内也难以改变，家庭出于预防性的储蓄动机增加，居民消费更加谨慎，内部需求改善节奏仍将受到扰动。

（三）警惕高债务水平下的资产负债表收缩风险

债务风险持续处于高位，还本付息压力突出。金融危机以来，长期的“债务-投资”增长模式导致中国债务规模不断攀升，新冠疫情以来，为对冲疫情冲击，稳增长政策持续加码发力，在此背景下，中国债务规模有所攀升，据中诚信国际测算，截至 2022 年 11 月底，我国非金融部门总债务为 354.72 万亿元，杠杆率为 288.97%，为 2008 年以来的次高水平（仅低于 2020 年的 294.1%）。当前债务风险已处于高位，处置不当有可能出现超预期爆发，危及经济增长。同时，巨量的债务总量给实体部门带来了巨大的还本付息压力：根据我们估算，在此债务水平下，如果平均融资成本为 3%，则每年的利息支出约为 GDP 的 9%；如果平均融资成本为 5%，则每年的利息支出占 GDP 的比重达到 14% 以上。此外，巨量债务也对宏观政策稳增长空间带来了一定程度的制约。

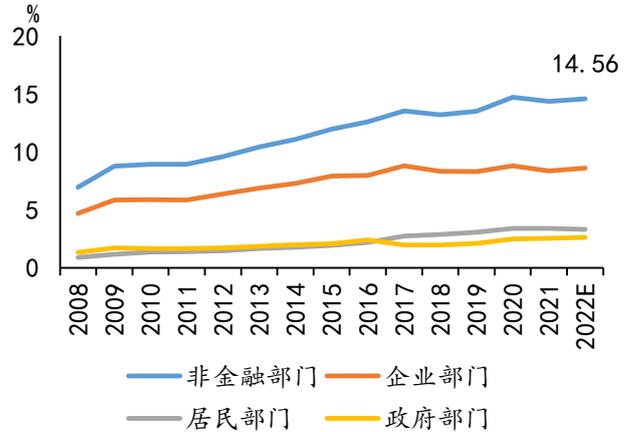
¹ 中诚信国际研究院测算

图 24：非金融部门杠杆率处于高位



数据来源：Wind, 中诚信国际宏观债务数据库

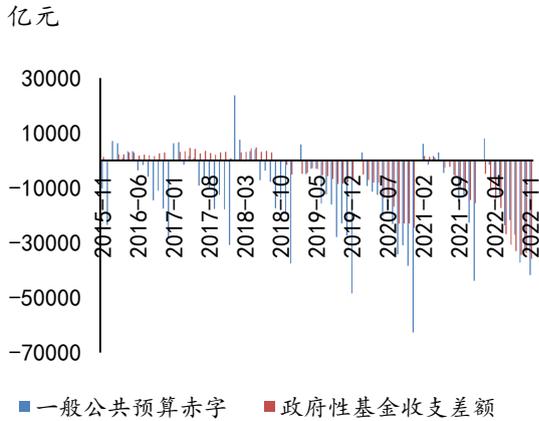
图 25：各部门付息额占 GDP 比重 (按 5% 测算)



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

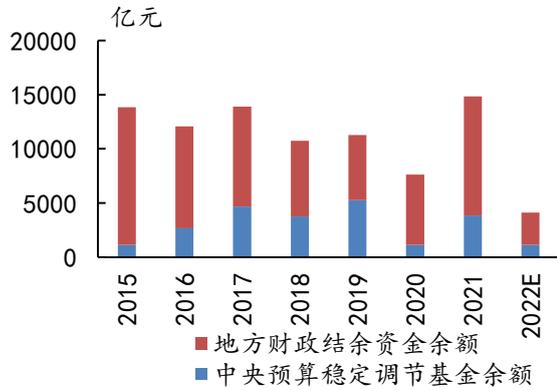
仍需持续资产负债表演化。近三年来，在疫情冲击导致经济整体疲弱以及预期走弱的背景下，微观主体信心不足，非金融企业部门、居民部门杠杆率增长均有放缓，微观主体预期偏弱之下企业和居民部门均面临一定的缩表压力。据我们估算，到 2022 年底非金融企业部门杠杆率或为 171.8%，较 2017 年 180.3% 的历史高点回落近 9 个百分点，需要警惕企业部门资产负债表持续收缩可能导致的“债务-通缩”风险。受房地产市场低迷、居民房贷增长放缓以及疫情冲击之下居民谨慎性动机增强等因素影响，2020 年以来居民部门杠杆率持续波动回落，这是金融危机以来首次出现这一现象，预计截至 2022 年末居民部门杠杆率将回落至 66.6%，较 2020 年底的高点回落 1.7 个百分点，较 2021 年回落 1.6 个百分点。展望 2023 年，虽然随着经济修复预期加强，企业与居民预期偏弱的情况或将有所改观，但资产负债表缩表态势或将有所缓解，但在经济修复仍然面临多重压力、预期整体偏弱情况下，仍需持续关注资产负债表演化，警惕资产负债表衰退风险。此外，地方政府虽有扩表动机，但在疫情反复叠加土地财政弱化下，近两年地方财政收支矛盾加剧。虽然在近年已实施较大规模减税降费的基础上，2023 年留抵退税对财政收入的拖累预计将减弱，叠加非税收入有望延续增长以及房地产市场或逐步企稳，2023 年地方财政仍有支撑因素。但受疫情冲击影响，财政结余资金大幅下降，2023 年可用于调节预算的资金规模或锐减，且央行继续上缴利润存在不确定性，将对后续地方政府扩表形成一定制约。

图 24：财政收支压力加大



数据来源：Wind, 中诚信国际宏观债务数据库

图 25：可用于调节预算的资金规模或锐减



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

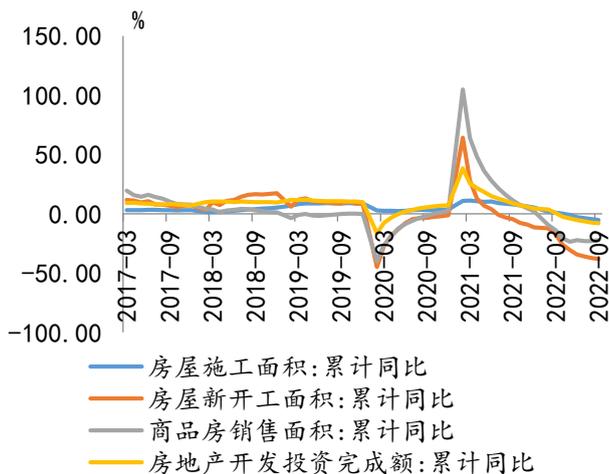
（四）仍需警惕房地产转向新发展模式过程中可能存在的风险

政策支持下房地产对经济的拖累或不会继续加深。2022年以来，在坚持“房住不炒”基调下，各地因城施策，中央层面和地方层面陆续出台多项稳房地产政策，包括优化限购政策、降低首付比例、发放购房补贴、降低限售年限等，11月以来更是在前期已出台多项放松房地产调控政策的基础上，相关部门“三箭齐发”，从信贷、债市、股市等多渠道支持房地产融资端，提振市场信心，叠加2022年基数较低，房地产市场有望逐渐企稳回暖，对经济的拖累或逐渐减轻。

仍需关注房地产转向新发展模式过程可能带来的潜在影响。当前居民对房地产市场的悲观预期短期内较难完全扭转，且自2021年以来，居民可支配收入同比持续下降，房地产需求端修复节奏仍受制约。2022年房企拿地减少下，2023年新开工面积预计仍将低迷，进而拖累房地产投资整体修复。值得注意的是，政策支持多利好头部房企，行业整合过程中，中小房企的风险释放、所建楼盘“烂尾”风险仍需关注。当前房地产行业面临的问题是行业中长期问题在疫情等阶段性短期因素刺激下的深度体现，站在经济结构调整与行业发展长周期上看，房地产行业已迎来转型发展的重要节点，人口结构变化和城镇化速度降低等因素表明房地产行业已从供不应求阶段转向供需结构性调整阶段。在此过程中，仍需持续关注房地产领域的潜在风险：一是房地产行业债务总量大，如处置不当可能引发新的风险。根据中诚信国际估算，截至2021年底，房地产领域所承担的债务（包括贷款、信托、债券融资）总规模达到55.73万亿

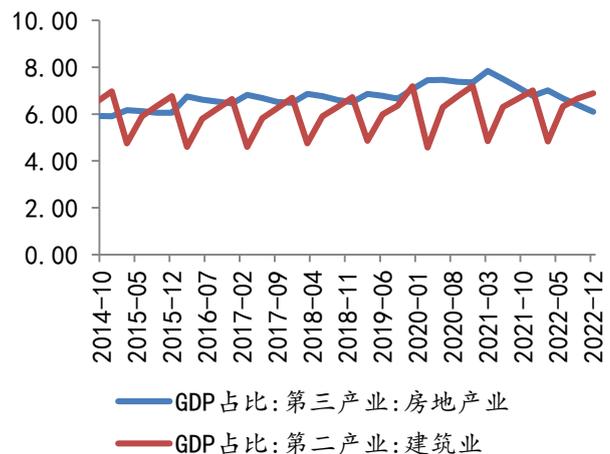
元，占当年度GDP的比重接近50%（48.7%）。今年以来，房地产领域债务继续上扬，截至2022年三季度末，这一数字已经攀升至56.34万亿元（主要受房地产贷款增加影响，房地产信托融资、债券融资存量较上年底有所收缩）。房地产具有准金融属性，且产业链条长，涉及面广，一旦处置不当则容易引起风险外溢，需避免出现处置风险的风险。二是房地产这一经济增长引擎的弱化可能加剧经济下行压力。房地产对中国经济的增长依然有着重要影响，房地产业、建筑业产值占GDP的比重约13%（2022年）。虽然中国经济摆脱地产依赖是必由之路，但仍需关注经济降低房地产依赖过程中经济增长动力弱化问题。此外，房地产走弱将导致土地财政弱化，而土地财政是地方政府性基金的主要收入来源，土地财政弱化或进一步加剧地方财政收支压力。

图 27：房地产市场持续低位运行



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 28：房地产及建筑业占 GDP 比重约 13%



数据来源：wind, 中诚信国际整理

三、2023 年展望：稳增长政策发力，经济修复预期加强

2023 年是新时代新征程的开局之年，是即将上任的新一届政府机构领导班子的开局之年，也是疫情防控政策调整之后的开局之年。在此关键之年，稳增长的重要性进一步提升，随着疫情防控政策的调整各级政府部门工作重点将回归到发展经济上来，稳增长的政策力度将有所加强，因此 2023 年将是各重点领域政策发力的窗口期。考虑

到全民免疫过渡期之后的经济修复以及基数效应的影响，我们认为明年经济运行或将呈现“N”字型复苏，预计全年GDP增速或为5.3%左右。

（一）2023年政策展望：稳增长政策发力，短期与中长期调整相结合

发展经济重要性提升，稳增长政策处于发力窗口期。2022年实际增速距离年初5.5%的增长目标较远，且三年疫情冲击下积累的预期疲弱亟待提振，年底中央经济工作会议指出要“坚定做好经济工作的信心”、表明2023年是稳增长政策的发力窗口期。二十大报告提出到2035年我国“人均国内生产总值迈上新的大台阶，达到中等发达国家水平”，这要求至少未来十多年GDP增速需要维持在5%左右，进一步扩大内需、推动新旧动能转换是实现长期经济增长的必要途径，因此中央经济工作会议对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策着眼于短期稳增长与中长期调整的结合。

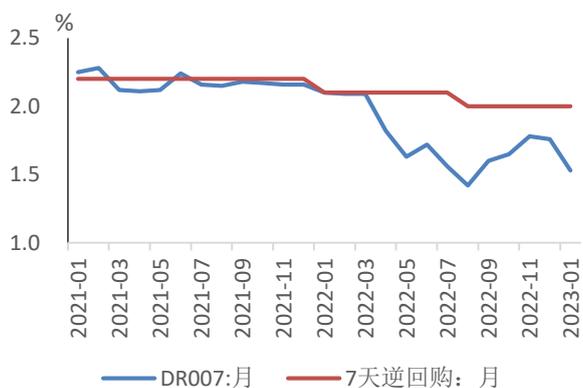
中长期来看，宏观政策或将着眼于双循环格局构建，通过供给侧改革推动产业升级和消费升级，持续发挥区域增长极的辐射和带动。其一，通过扩大开放与畅通国内循环的有机结合，充分发挥我国的超大规模市场优势；其二，通过供给侧改革推动产业升级，发挥高技术制造业的辐射带动作用，例如当前我国已成为全球新能源汽车的最大市场，电池、电机、自动驾驶等行业进一步扩容具有较大潜力；其三，通过供给侧结构性改革引导消费升级，在养老、医疗、文娱等短板领域增加高质量供给引导消费。其四，通过修复和扩大消费为重要抓手扩大内需，我们测算近年来中国的消费乘数（3.5）显著大于投资乘数（1.6），或将通过消费补贴及消费券发放等形式促进消费；其五，通过推进京津冀、长三角、粤港澳、长江中游及成渝都市圈等区域增长极持续发展，在我国东、西、南、北、中五个方位打造区域发展引擎。

财政政策以“加力提效”为主线。2022年疫情扰动及房地产市场的收缩在收支两端对政府财政形成了较大压力，并在大规模减税的同时保持了较强的财政支出力度，财政融资因此明显靠前，政策性开发性金融工具等准财政政策扩大使用，此外还采取了央行上缴财政结存利润的非常规措施。2023年随着经济修复以及房地产市场下滑的减缓，财政收入端的压力或出现缓解，但积极财政基调下支出端依然会保持必要强度，一方面将在科技攻关、生态环保以及基本民生等重点领域加大投入，另一方面将接续已开工的基建项目并支撑基建增速。稳增长及防风险双重目标约束下财政赤字率及专

项债额度或会温和提升，其中目标赤字率或会上调至 3%，新增专项债额度或会上调至 3.8 万亿。此外，财政“加力”的同时依然坚持“提效”的要求，一方面财政转移支付效率、项目审核效率要有所提高，另一方面资金使用效率、项目经济及社会收益效率也要有所提高。

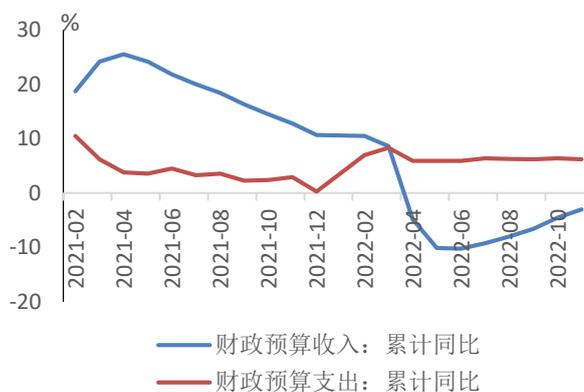
货币政策或以“总量要够、结构要优”为主线。在实体融资需求较弱的背景下，2022 年货币政策以结构性货币政策工具的加大使用为主要特征，加大普惠领域支持力度、创设重点领域专项再贷款、差别化住房信贷政策、加大 PSL 投放以及上缴财政结存利润等。2023 年稳健的货币政策在保持流动性合理充裕的基础上，仍将延续结构性政策工具的使用力度，侧重在恢复和扩大消费、基础设施和重大项目建设、支持民营企业修复以及支持房地产市场平稳健康发展等领域发挥作用，此外货币政策还将继续通过引导实体融资成本下行来发力推动宽信用，但因资金利率仍低于政策利率，短期看政策利率调降的必要性较低。从总量政策上来看，存款基数的不断扩张以及稳增长目标皆带来对于降准的需求，但由于准备金率下调空间的缩小以及降息等其他政策工具的使用，2023 年央行或仍将实施降准但幅度可能会偏小。

图 29：2022 年实体融资偏弱下的货币市场利率下行



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 30：2022 年财政收支增速逆向剪刀差较大



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

(二) 2023 年经济展望：“大寒已至春可期”，经济修复预期加强

拖累经济运行的因素犹存，但积极因素增多。2022 年先后有俄乌冲突、疫情反复、以及出口增速下行等因素扰动经济，上述因素的负面作用仍将在 2023 年延续体现。特别是疫情期间全球产需错配给我国出口带来的错峰增长红利或将消失，后续看外需可

能随着欧美经济体的衰退而呈现收缩，经济增长的内需补位压力或显著加大。但总体上来看，经济运行中的积极因素正在增多：其一，随着疫情防控政策大幅调整，消费场景及服务业在免疫过渡期之后或将显著修复；其二，随着房地产融资政策的支持力度加大以及各地限购限售政策的放松，房地产投资对于宏观经济的拖累有望减轻；其三，2023 年是疫情之后改善社会心理预期、提振发展信心的关键年份，也是我国跨入高收入经济体行列的关键年份，稳增长成为社会各领域的共识，地方政府发展经济的动力将大大增强；其四，扩内需被放在突出位置，中央经济工作会议将“着力扩大国内需求”作为 2023 年经济工作重点的第一条，并且将“恢复和扩大消费摆在优先位置”，当前我国消费乘数显著高于投资乘数（近 5 年来两者均值为 3.5、1.6），消费领域加大支持力度或更有利于经济修复；其五，经济结构转型持续推进，高技术制造业和战略性新兴产业持续提供新的增长动能。

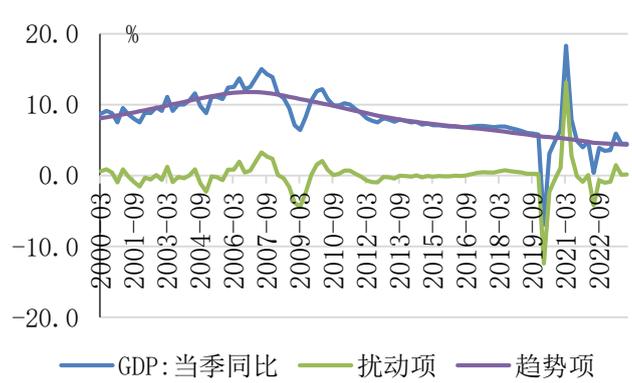
经济或呈“N”字型修复，年度 GDP 增速或为 5.3%左右。由于经济运行中的积极因素逐渐增多，特别是居民消费和服务业生产或将向着常态化水平收敛，但回归节奏依然受制于消费者信心以及居民扩表意愿的变化，总体来看经济运行的内生动能有所增强。此外，稳增长政策或也将持续支撑基建投资增速保持在 8%之上，房地产投资也有可能在下半年结束收缩，从而支撑固定资产投资增速达到 5.9%的较高水平。从模型上看，根据趋势分解法测算并考虑到二季度后疫情冲击缓和以及低基数的影响，2023 年或总体呈现出“N”字型修复，四个季度的增速或分别为 3.6%、6.9%、4.8%、5.6%，全年增速或为 5.3%左右，较之 2022 年修复预期明显加强。从中长期来看，三年的疫情冲击使得经济运行偏离了原有的增长趋势线，加之资本及劳动投入增速的下行以及边际回报递减带来的潜在增速下行，我国经济增长的长期支撑线或进一步下行至 4%，未来需要进一步落实二十大及经济工作会议的要求，通过消费扩大、科创提升、产业升级等结构性调整稳定中长期经济增长。

图 31：全年 GDP 增速或为 5.3%左右

图 32：趋势分解法分解 GDP 增速



数据来源: Wind, 中诚信国际宏观利率数据库



数据来源: Wind, 中诚信国际宏观利率数据库

四、各类资产表现分化，经济回暖下权益配置价值或凸显

2022年，在我国经济面临多重压力的背景下，股票市场表现较弱，债券市场区间波动、但整体表现优于权益。后续看，经济基本面或边际回暖，企业盈利预期或向好，股票市场可能会出现明显反弹，受益于疫后复苏以及二十大提及的中长期改革方向或是后续配置重点。同时，在后续流动性或边际收紧以及经济稳步修复下，债券市场表现或相对较弱，长端利率或面临上行压力。大宗商品价格走势或面临结构性分化的局面，在海外经济衰退压力下，能源、基本金属等或存在调整压力，建议谨慎配置，而具有避险属性的黄金表现或相对较好。

（一）大类资产回顾：各类资产表现分化，权益市场跌幅较高

2022年，在我国经济面临多重压力的背景下，股票市场表现较弱，债券市场区间波动、但整体表现优于权益。分类别看，股票市场整体呈下跌走势，上证综指、深证成指、创业板指全年跌幅分别为 15.13%、25.85%、29.37%，1-4 月在国内疫情反复、美联储加息、俄乌冲突爆发等因素影响下，上证综指波动下行；5-6 月受北京、上海逐步复工复产影响，上证综指快速反弹；7-10 月全球经济悲观预期升温，市场风险偏好有所下行，新兴经济体外资流出压力有所加大，叠加国内疫情反复，上证综指再次下跌；11 月受疫情防控政策优化、地产利好政策落地等影响，上证综指波动上行。从市场风格看，大、中、小盘指数跌幅较为一致、均为 20%左右；成长指数跌幅为 28.47%，高于周期指数 14.99%的跌幅。债市收益率呈区间波动走势，10 年期国债收益率中枢较 2021 年同期下降 26BP 至 2.77%，其中四季度中枢为 2.79%，较三季度上

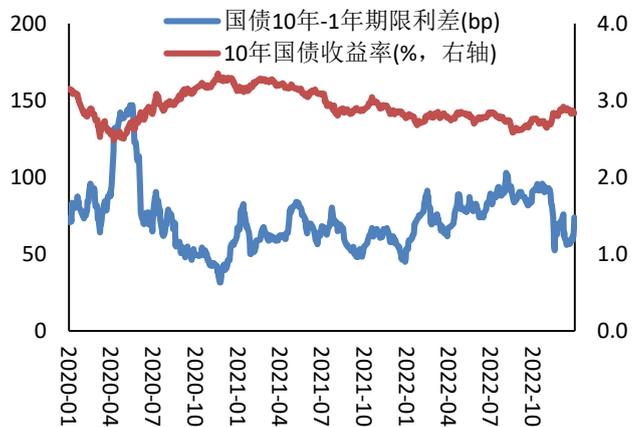
行 8.1BP；从信用债来看，1-10月收益率整体呈波动下行走势，11月起在疫情防控政策优化、稳地产政策密集落地以及理财赎回潮下，收益率明显上行。从大宗商品看，一季度在原油等能源类商品带动下，商品指数整体呈上行走势；二季度受美联储加息进程加快、全球经济衰退预期升温等因素影响，商品指数大幅回落；下半年在全球经济衰退预期升温、海外流动性仍处于收紧态势下，商品指数整体呈弱势震荡走势，黄金表现相对较好。商品指数全年小幅上涨 2.8%，其中贵金属、化工等涨幅较高，分别为 10.7%、8.3%；农产品、非金属建材跌幅较高，分别为 6.4%，14.8%。

图 33：股票市场价格走势



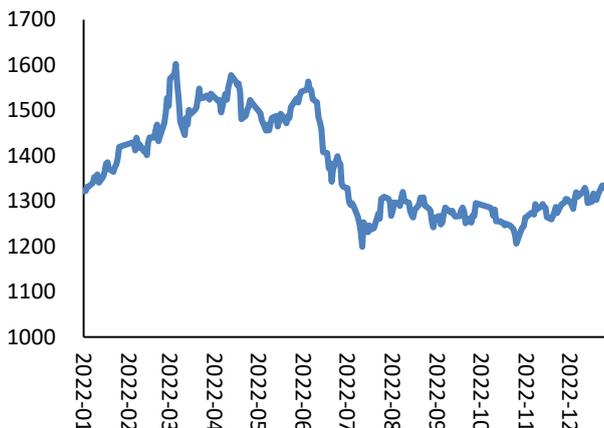
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 34：10年期国债收益率走势



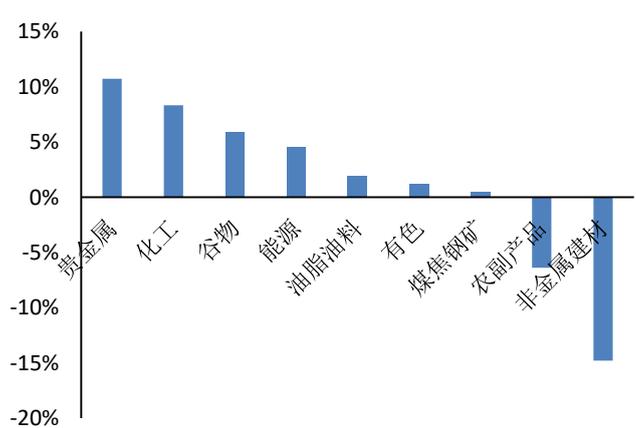
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 35：2022年商品指数走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 36：Wind 商品分类指数涨跌幅（2022年）



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（二）大宗商品面临下行风险，权益表现或由于债券

大宗商品持续上行动力不足，国内经济边际修复下权益表现或优于债券。从股票市场看，2022年底经济工作会议强调“继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度”，在贯彻落实二十大精神的开局之年，2023年宏观政策力度或进一步加大，市场风险偏好或有所回升，有利于权益市场整体走势；同时，当前A股估值处于历史较低水平，在经历前期充分调整后，配置价值或逐步凸显，叠加经济边际修复下，企业盈利预期向好，后续权益市场上行的可能性或较高，受益于疫后复苏以及二十大提及的中长期改革方向或是后续配置重点。从债券市场看，伴随前期基建、房地产、防疫等一系列政策效果的显现，2023年经济基本面或逐步回暖，将带动收益率中枢小幅上行，但考虑到微观主体恢复仍需一定时间，且冬季开工率较低，一季度经济运行或仍偏弱，二季度在政策效果加快显现以及基数效应下，收益率或呈上行走势，上行拐点或于3月出现。从信用债看，防风险基调不改下，债市违约风险整体仍在可控范围内，但在城投融资环境仍偏紧下，需警惕弱资质区域再融资及估值波动风险；同时，房地产行业销售恢复情况不确定性仍存，需谨慎下沉。从大宗商品看，后续或面临结构性分化的局面，在海外经济衰退压力下，能源、基本金属等商品需求或较为疲弱，价格或面临一定的下行压力；而在美国通胀仍处于高位、经济下行压力较大等宏观背景下，具有避险属性的黄金表现或相对较好，配置价值或有所凸显。整体而言，后续经济基本面或边际回暖，企业盈利预期或向好，股票市场可能会出现明显反弹，受益于疫后复苏以及二十大提及的中长期改革方向或是后续配置重点。同时，在后续流动性或边际收紧以及经济稳步修复下，债券市场表现或相对较弱，长端利率或面临上行压力。大宗商品价格走势或面临结构性分化的局面，在海外经济衰退压力下，能源、基本金属等或存在调整压力，建议谨慎配置，而具有避险属性的黄金表现或相对较好。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100020

电话：（86010）66428877

传真：（86010）66426100

网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO.,LTD

ADD: Building 5, Galaxy SOHO,

No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,
Dongchengdistrict, Beijing, 100020

TEL: (86010) 66428877

FAX: (86010) 66426100

SITE: <http://www.ccxi.com.cn>