

## 2023年：宏观转向，资产换锚

2022年11月23日

2023年宏观环境截然不同于2022年，可提炼为三个关键变化，我们称之为“三盏宏观转向灯”。关键变化之下，2023年资产定价必将再度寻锚。还有另一个重要特征，2023年资产定价将迎来利率高波动。

### ► 2022年国内外宏观交易主线并不复杂。

海外频繁交易紧缩和衰退，国内频繁交易的是政策预期和经济现实。

只不过今年海外交易美国衰退的预期频繁被证伪，国内数次政策落地不及预期。加上海外俄乌冲突、英国养老金流动性冲击等因素，2022年海外资产定价反复波动；国内局部疫情扩散、限电影响等短期扰动，宏观交易同样经历波折。

### ► 2023年两大宏观坐标轴：财政周期嵌套居民扩表。

2022年海外交易主线的背后，是全球疫情冲击减弱然而财政周期见顶。

掩盖在本轮疫情之下全球经历着一轮由发达国家财政扩张驱动的经济周期，一轮如教科书般经典的财政周期。

本轮财政周期扩张始于2020年5月，并在2022年年中见顶。全球出口同比在今年5月见顶；10月全球制造业PMI重回收缩区间。

2022年国内交易主线的背后，是资产负债表结构调整——居民缩表政府扩表。

嵌套在本轮独特的全球财政周期之下，中国经历了一轮国家资产负债表结构调整，居民和民营房企缩表，政府和制造业部门加杠杆。

2023年两条宏观主线：全球财政周期下行且资产负债表重塑。

出口、制造业PMI多重指标显示本轮财政扩张周期已步入后半程，2023年全球经济处于这一下行阶段中。

当下内需托举政策已经箭在弦上，2023年确定性迎来居民资产负债表修复。

### ► 2023年三盏宏观转向灯：影响资产定价的关键变量。

**第一盏灯，全球衰退和流动性大波动。**虽然今年6月国际资本市场开始狙击美国衰退，根据我们预测，2023年美国才会迎来确定衰退。与之相伴，美联储货币转为边际宽松。这一过程中不可忽视的是全球金融市场的波动率或将抬升。

**第二盏灯，景气切换和金融条件反转。**外需出口回落、地产和消费内需修复，这一经济结构转变对2023年资本市场定价有两点确定性影响。产业景气度将从制造业和基建切换至消费和地产链。金融条件将从“剩余流动性”转变为信用扩张。

**第三盏灯，财政和货币调控范式转变。**2023年依然是财政扩张大年，但财政投放主力不在传统基建。明年财政或将更多余力呼应二十大提及的国家安全。这一操作可能类似于上世纪90年代产业政策。此外，财政还将继续牵引货币市场流动性波动。当然，央行总量松紧取决于地产走势。

### ► 2023年资产表现：定价再寻锚和利率高波动。

2023年资产定价将重新寻锚。第一，内需和外需导向的经济板块景气反转。第二，居民资产负债表修复，被动储蓄消退，风险偏好将有修复。第三，超额流动性减弱意味着今年一至季度的超低利率环境将迎来改变。

2023年资本市场还将面临利率高波动。原因有三：一，海外流动性扰动冲击。二，财政节奏牵引资金利率波动。三，地产和消费修复并非一帆风顺。

### ► 2023年大类资产定价展望。

美元和美债：罕见的“高原反应”；人民币汇率：大概率贬值方向；国债利率：超额流动性红利消退；股票市场：关注五条投资主线。

**风险提示：**地产及疫情政策不及预期；内需修复不及预期；美联储修改通胀目标；海外黑天鹅事件冲击



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

### 相关研究

- 1.全球大类资产跟踪周报：国内债市大幅调整-2022/11/20
- 2.宏观事件点评：央行的态度-2022/11/18
- 3.地产青铜时代（四）：地产救助的底层政策逻辑-2022/11/17
- 4.宏观专题研究：债市大跌背后：流动性缘何收紧？-2022/11/17
- 5.宏观事件点评：本轮地产政策救助的未尽之路-2022/11/15

# 目录

前言 .....	3
<b>1 2023 年两大宏观坐标：财政周期嵌套居民扩表 .....</b>	<b>5</b>
1.1 2022 年全球疫情扰动减弱而财政周期见顶 .....	5
1.2 2022 年高出口之下中国居民缩表政府扩表 .....	6
1.3 2023 年全球财政周期下行且中国资产负债表修复 .....	7
<b>2 2023 年三盏转向灯：影响资产定价的关键变量 .....</b>	<b>8</b>
2.1 第一盏灯，全球衰退和流动性大波动 .....	8
2.2 第二盏灯，景气切换和金融条件反转 .....	10
2.3 第三盏灯，财政和货币调控范式转变 .....	11
<b>3 2023 年资产表现：定价再寻锚和利率高波动 .....</b>	<b>13</b>
3.1 2023 年资产定价重新寻锚 .....	13
3.2 2023 年将是利率波动大年 .....	14
<b>4 2023 年大类资产定价展望 .....</b>	<b>16</b>
4.1 美元和美债：罕见的“高原反应” .....	16
4.2 人民币汇率：大概率贬值方向 .....	17
4.3 国债利率：超额流动性红利消退 .....	18
4.4 股票市场：关注五条投资主线 .....	19
<b>5 2023 年资产定价的风险提示 .....</b>	<b>21</b>
<b>6 风险提示 .....</b>	<b>22</b>
<b>插图目录 .....</b>	<b>23</b>

## 前言

疫情以来全球经历了极致的宏观状态，海外通胀攀至 1980 年代以来新高，美债和美元指数创下 20 年新高，中国核心通胀和居民信贷降至历史低值。今年毫无疑问是典型的宏观波动大年。

把握极致状态背后的主线，我们不妨先从 2022 年国内外两条宏观交易主线说起。

**海外交易主线**是史诗级大通胀和美元流动性收紧；副线是非美货币和风险资产承压。

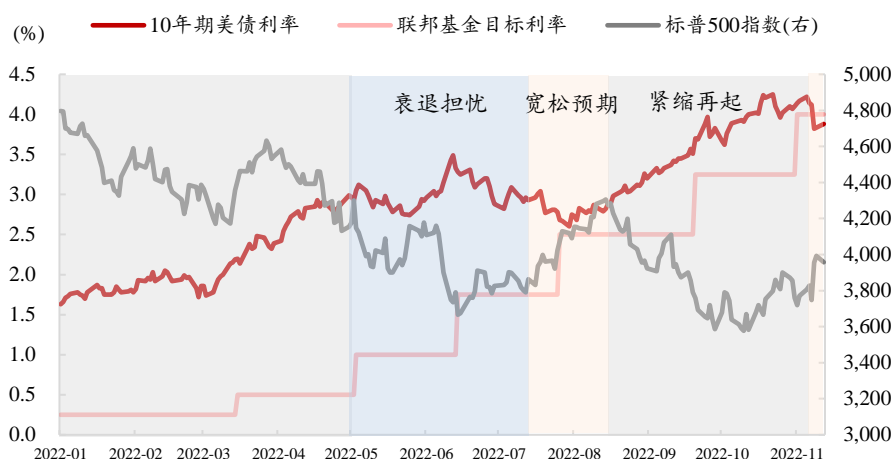
**海外交易波动**主要由两点因素带来，一是市场博弈美元流动性收紧放缓然而被反复证伪，导致交易波动。二是俄乌冲突、英国养老等预期之外事件，干扰全球资本市场风险偏好。

**国内交易主线**是高景气出口与基建对冲内需疲软；副线是财政扩张应对疫情，货币宽松缓冲地产下行。

**国内交易波动**主要由三点因素带来，一是局部疫情反复，二是年中地产风波，三是财政牵引货币流动性波动。

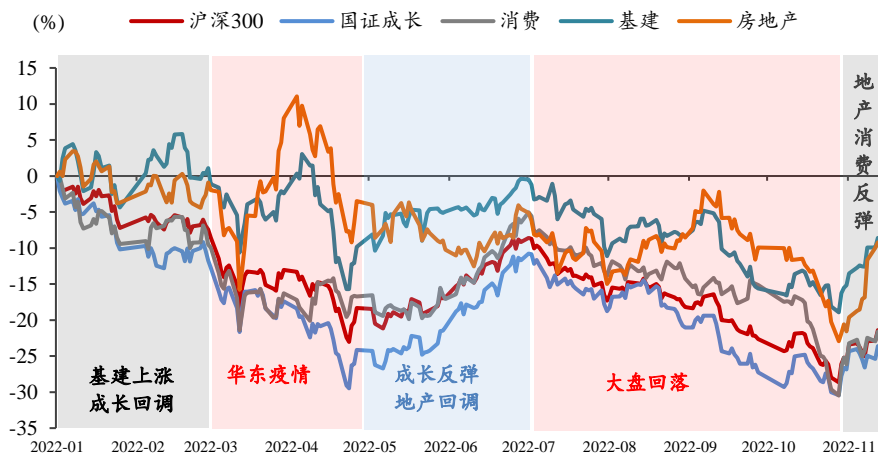
展望 2023 年宏观经济及资产定价，我们依然从国内国外两条宏观主线入手。

**图1：美国通胀、美联储加息及美债利率走势**



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：今年 A 股及主要板块表现



资料来源：wind，民生证券研究院

## 1 2023 年两大宏观坐标：财政周期嵌套居民扩表

当我们高度关注疫情影响人们生产生活环境时，疫情掩盖之下的真相容易被人忽视。事实上疫情并不总是带来经济压制，本轮疫情冲击之下全球开启了一轮由财政驱动的经贸周期。

内嵌于全球财政周期，中国借机调整不同部门资产负债表，这就是 2022 年资产定价的主要宏观背景。这既是我们理解疫情以来经济的主要视角，也是我们展望 2023 年宏观经济的两大宏观坐标。

### 1.1 2022 年全球疫情扰动减弱而财政周期见顶

本轮疫情扰动之下，不少宏观经济指标读数都大幅超过了常规的历史经验。这些看似违背规律的指标，共同指向一个事实，本轮疫情之下全球正在经历一个驱动力不同以往的经济周期。

**我们认为这是一轮教科书般经典的财政周期。**

**本轮周期驱动力来自疫后财政宽松。**

2020 年疫情全球扩散之初，各国不约而同货币大宽松，然而这次货币宽松的背后都有财政的影子。

即便美联储扩表史诗般扩表，购买的主要是国债，目的非常清晰——配合财政扩张，给予居民消费补贴。对比此前 08 年金融危机，美联储扩表主要是为购买有毒资产（主要是住房和商业房地产抵押贷款资产），稳定金融定价以及金融机构资产负债表。2008 年解救金融危机时期，美联储也购买国债，但更多是为扭转操作，降低长期的实际利率，而非配合财政。

**和以往周期一样，史诗级财政扩张开启了一轮全球经贸周期。**

任何一轮周期本质都是相似的，都有扩张和收缩，几乎每一轮周期收缩也都缘起于货币收紧。但是每一轮周期又是不同的，关键在于周期的驱动力来自哪里。

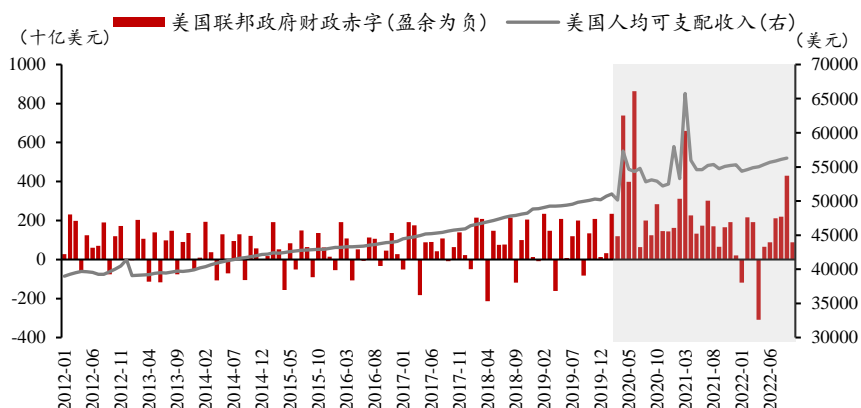
本次疫情催生了财政扩张，财政扩张诱致居民消费激增，全球高通胀和贸易大扩张随之而来。

**和以往周期不同，本轮财政周期内核是政府加杠杆。**

本轮财政周期和以往金融周期最大的不同之处在于，本轮周期驱动力在于财政扩张。正因如此，本轮周期的典型“热度”指标在于实体领域价格高涨。可以说超高的实体通胀，是本轮财政周期区别于 08 年金融危机时期金融周期标志。

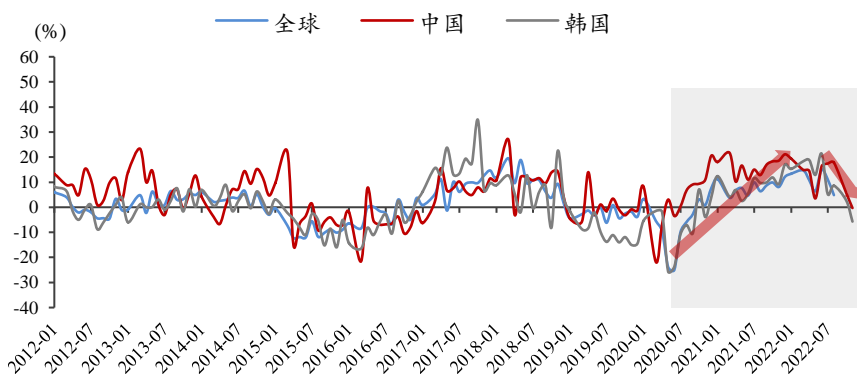
大财政和高通胀之后，必将跟进货币大收紧。所以今年全球见证了力度空前的美联储货币收紧，同时也见证了极高水平的美债利率。

图3：美国财政扩张力度非凡



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：疫情背后是全球经贸周期



资料来源：wind，民生证券研究院

## 1.2 2022 年高出口之下中国居民缩表政府扩表

### 中国以生产供应者身份享受全球财政周期扩张带来的出口红利。

中国过去两年防疫得当，供应链完善，中国借此积极融入全球财政周期，并以超高出口撬动中国经济增长。

中国全产业链优势体现得淋漓尽致，高景气出口背后是中国生产抓住每一次全球需求切换窗口。2020 年中国出口防疫物资，2021 年出口家具家电和消费电子等耐用消费品，2022 年再度切换至出口汽车零部件、通用设备等生产资料。

### 享受高景气出口的同时，政策引导中国经济结构经历极致分化。

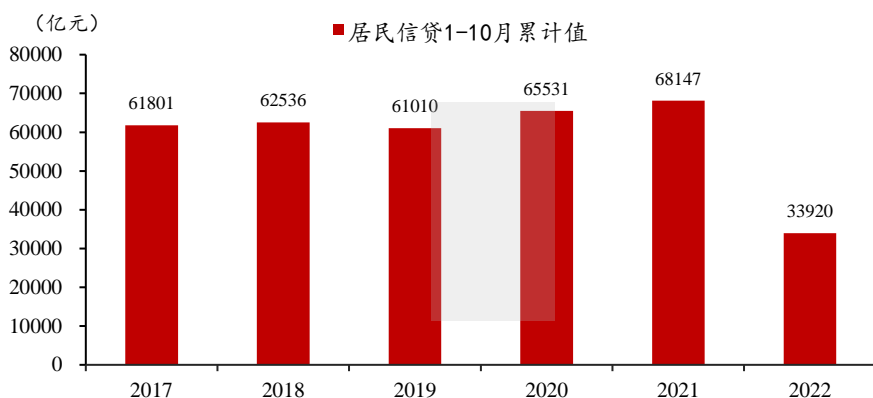
2022 年中国消费和地产链相关指标纷纷录得历史较低读数，社零同比降至 3% 左右，地产销售、投资、拿地等各环节数据降至近二十年以来新低。毫无疑问，2022 年内需经历了极度压抑。



为了支撑偏弱的国内需求，今年政府加杠杆引导基建扩张；享受出口景气，制造业投资加杠杆。

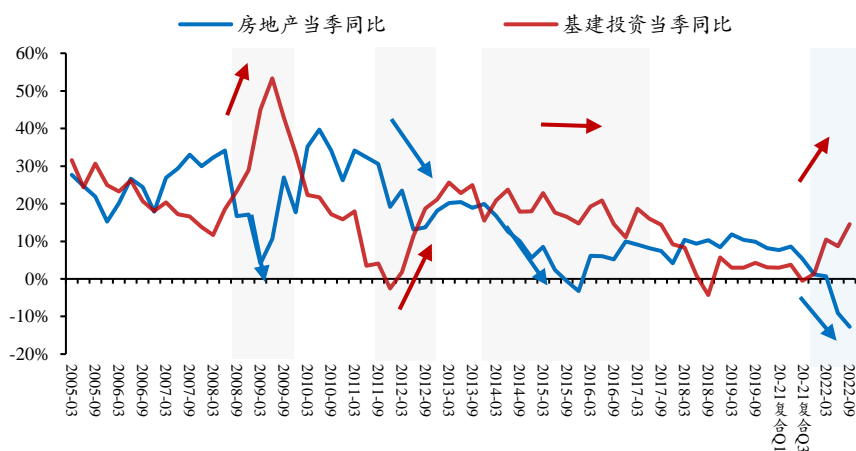
嵌套在本轮独特的全球财政周期之下，中国经历了一轮国家资产负债表结构调整，居民和民营房企缩表，政府和制造业部门加杠杆。

图5：今年前10月居民新增信贷只有往年一半



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：为对冲地产下行，2022年基建投资大扩张



资料来源：wind，民生证券研究院

### 1.3 2023 年全球财政周期下行且中国资产负债表修复

展望 2023 年，我们同样在海外和国内两大坐标上观察中国经济。

#### 2023 年第一个宏观坐标，海外财政周期下行。

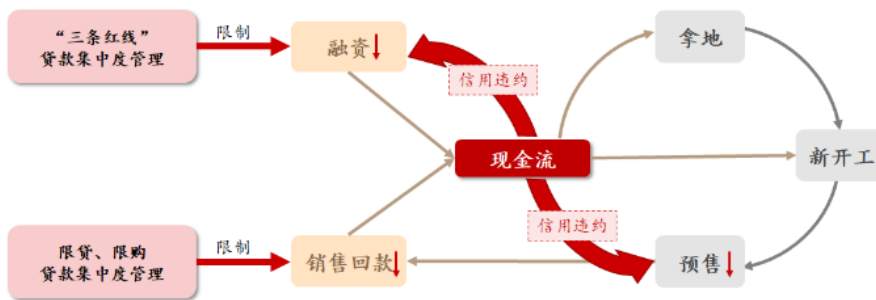
今年 5 月全球贸易见顶，今年 10 月中国出口同比降至负值。两个指标均意味着本轮全球贸易周期已在今年年中见顶，2023 年或将处于经贸周期下行阶段。

#### 2023 年第二个宏观坐标，中国国家资产负债表重塑。

11月4日“优化防控二十条”，11月8日民企融资“第二支箭”扩容，托举内需的政策意图鲜明，市场再度定价消费和地产反弹带来的稳增长预期。

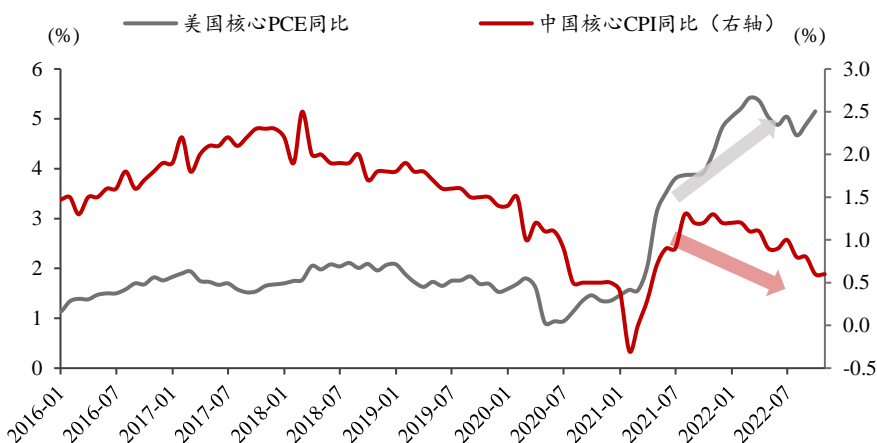
尽管市场目前一致预期地产和消费修复路径颇为波折，但内需托举政策已经箭在弦上，2023年确定性迎来居民部门的消费修复、杠杆修复。这一修复过程中，中国也同步迎来资产负债表重塑。

图7：本轮地产面临的压力不同以往



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：通胀最能表征全球财政周期嵌套中国资产负债表调整



资料来源：wind，民生证券研究院

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_49213](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49213)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn