



2022 年 12 月 6 日

宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号: S0120121110003

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《总量宽松狭窄、财政属性鲜明——
2023 年度展望之货币政策篇》

流动性或“三重收敛”、股票>债券>商品 ——2023 年度展望之 FICC 篇

投资要点:

● 2023 年 FICC 类资产或呈现以下特征性变化:

➢ 债券真正成为“资产”、资产配置属性或继续增强。2022 年在负债端资金来源充裕的推动下,资产端债券市场出现“结构性”分化行情,表现在利率债和信用债的走势分化、同业存单和中长期信用债的分野,但是与股票市场不同,债券市场的“结构性行情”或难以持续,不同券种之间的分化或将趋于一致,主要的冲击或发生在同业存单和高等级信用债市场,理财产品等机构行为和流动性风险或是 2023 年一季度需要关注的问题。

➢ 从市场的乐观预期和国内经济增长动能的切换来看,经济绩效改善或从分子端推动股票市场配置价值的兑现,但是从流动性条件来看,非金融部门信用扩张能否兑现或是决定趋势性行情还是结构性行情的重要因素。

➢ 大宗商品和人民币汇率或在“强预期”和“弱现实”间切换。防疫政策动态优化和实际经济增长现实路径或决定价格强弱。大宗商品推荐继续做多金铜比值和金油比值;人民币汇率或在 6.80-7.20 区间波动。

● 2023 年内外流动性或出现“三重收敛”。(1) 外部流动性趋于改善,2022 年二季度前后随着海外经济从紧缩交易进入衰退交易,美债收益率下行、中美利差重新走阔;(2) 2023 年实际财政支出或低于 2022 年、财政存款拨付对狭义流动性的影响或继续收敛,资金利率或继续向政策利率收敛;(3) 预计 2023 年全年新增社会融资规模 35.90 万亿元左右,截至 2023 年底社会融资规模存量同比增速或降至 10.30%。我们预计 2022 年底社会融资规模存量同比增速或为 10.45%,也就意味着 2023 年社融增速是震荡滑落、窄幅波动的格局,宏观流动性回归合理均衡状态。

● 风险提示:(1) 关注 2023 年疫情防控政策优化后的通货膨胀风险,一方面劳动力和服务供给短缺或出现成本推动型通胀;另一方面储蓄向消费转化或推动需求侧通胀风险;(2) 2023 年中美货币政策周期背离是否会收敛,2022 年人民币汇率贬值压力从外部均衡方面约束了“降息”,牵制了货币政策宽松空间,2023 年中美货币政策周期背离时段若延长,或继续增加货币政策约束条件;(3) 2023 年经济周期复苏的进程受到防疫政策渐进调整的扰动,疫情反复和防疫政策调整或影响经济周期自然演化进程。

内容目录

1. 2023 年流动性展望：或呈现“三重收敛”	4
1.1. 外部流动性：中美利差“倒挂”或趋于收敛	4
1.2. 狭义流动性：资金利率和政策利率或继续趋于收敛	6
1.3. 宏观流动性：回归合理均衡	8
2. 2023 年 FICC 展望	9
2.1. 股强债弱需要怎样的流动性条件？	9
2.2. 大宗商品：从“强现实、弱预期”转向“强预期、弱现实”	11
2.3. 人民币汇率：贬值预期降温、警惕第二次冲击	12
3. 风险提示	14

图表目录

图 1：通胀错位：20 多年来最大规模通胀差决定利差倒挂	4
图 2：货币政策错位：中美政策利差深度倒挂	4
图 3：以中国的法定存款准备金率为锚，中美利差 2020 年至 2021 年偏高的状态被纠正	5
图 4：中美利差拐点领先外资持债规模的变化	5
图 5：中美利差重新扩张或缓解对 A 股的估值压制	5
图 6：2022 年前三季度“两本账”实际财政赤字率达到 8.20%	6
图 7：2022 年积极的财政存款拨付或在 2023 年收敛	6
图 8：狭义流动性对中小盘成长风格的估值支撑或减弱	7
图 9：基于央行资产负债表的信用周期对利率的指引下降	7
图 10：2023 年资金利率或围绕“利率走廊”中枢窄幅波动	7
图 11：预计 2023 年信贷脉冲指数或小幅回落	8
图 12：2023 年信贷脉冲变动对利率的指引作用或下降	8
图 13：从股债 PE-Bond 静态性价比角度看，股票资产隐含 ERP 处于高位、股票配置价值高于债券	9
图 14：银行对居民、企业和非银机构债权扩张保持较低水平	10
图 15：人民币汇率贬值压力回落有助于隐含 ERP 下滑	10
图 16：原油/黄金比值回落幅度大于铜金比值	11
图 17：铜金比值和 10 年期美债收益率之间的背离趋于收敛	11

图 18: 交易“衰退”或推动铜金比值回落	11
图 19: 铜金比值回落指引 10 年期美债收益率下滑	11
图 20: 基于中美利差之差评估人民币汇率公允值为 7.14 左右	12
图 21: 黄金内外盘价格隐含人民币汇率预期降至 7.10 下方	12
图 22: 强美元指数推动美元实际有效汇率上涨	13
图 23: 中国实际有效汇率出现下行拐点	13

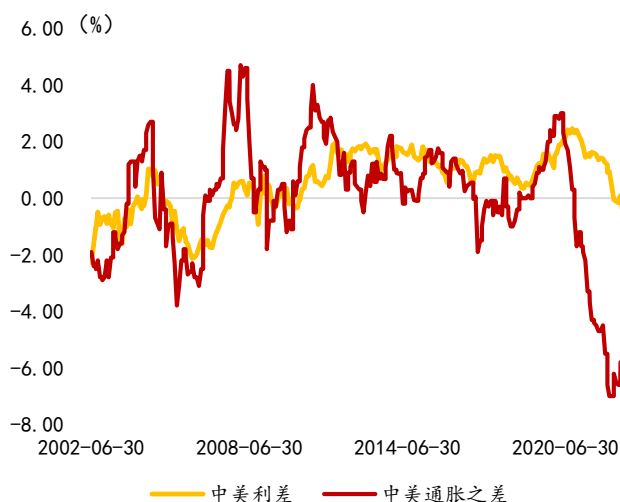
流动性是 2022 年影响股债市场的主线之一，二季度至三季度充裕的流动性供给既是债券市场先后压降信用利差和无风险利率的直接原因，也是中证 1000 指数等中小盘风格 4 月份之后相对强势的基础。我们在 2023 年度展望之货币政策篇《总量宽松狭窄、财政属性鲜明》提出，2018 年以来的货币政策宽松或不会在 2023 年终结，至少 2023 年上半年货币政策或延续保持流动性合理充裕的宽松风格，2022 年 11 月底全面“降准”0.25%即是经济增长偏弱格局下货币政策维持流动性条件宽松的应对之举。然而相比 2022 年，2023 年流动性环境或从外部、微观和宏观等方面出现“三重收敛”，流动性层面的变化或为股票、债券、汇率和商品等资产价格变化提供新的指引。

1. 2023 年流动性展望：或呈现“三重收敛”

1.1. 外部流动性：中美利差“倒挂”或趋于收敛

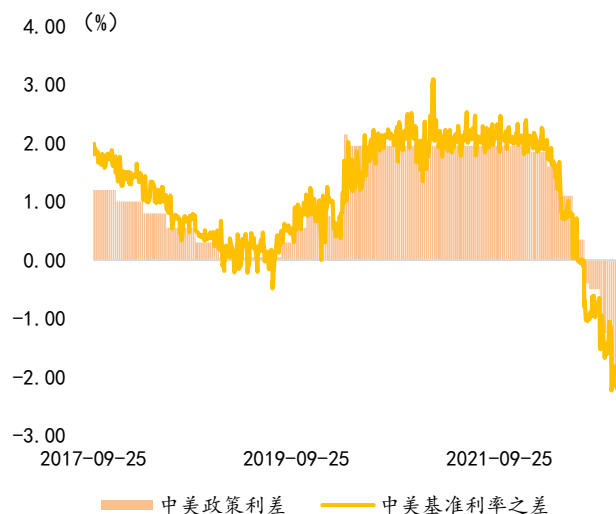
中美经济周期继续错位、货币政策周期或收敛。2020 年二季度以来，由于疫情冲击后中美经济复苏周期错位，中美货币政策周期也持续处于错位的阶段。2021 年 7 月份之后，由于一方面海外经济高通胀和中国经济低通胀的基本面背离；另一方面海外经济延续复苏而中国经济受到疫情形势、房地产风险等因素影响而下行，中美货币政策周期错位就表现为“人民银行宽松、美联储紧缩”，2022 年在美联储强势加息的环境下人民银行调降 MLF 和 LPR 基准利率，10 年期中美长端利率和短端政策利率均呈现深度“倒挂”状态。但是回顾 2019 年以来中美利差扩张的过程就会发现，如果以法定存款准备金率为锚，2019 年初至 2020 年 8 月份中美利差的走阔已经偏离了中国货币政策的基调，2020 年三季度至今中美利差回落收敛也是向基本面收敛的过程。

图 1：通胀错位：20 多年来最大规模通胀差决定利差倒挂



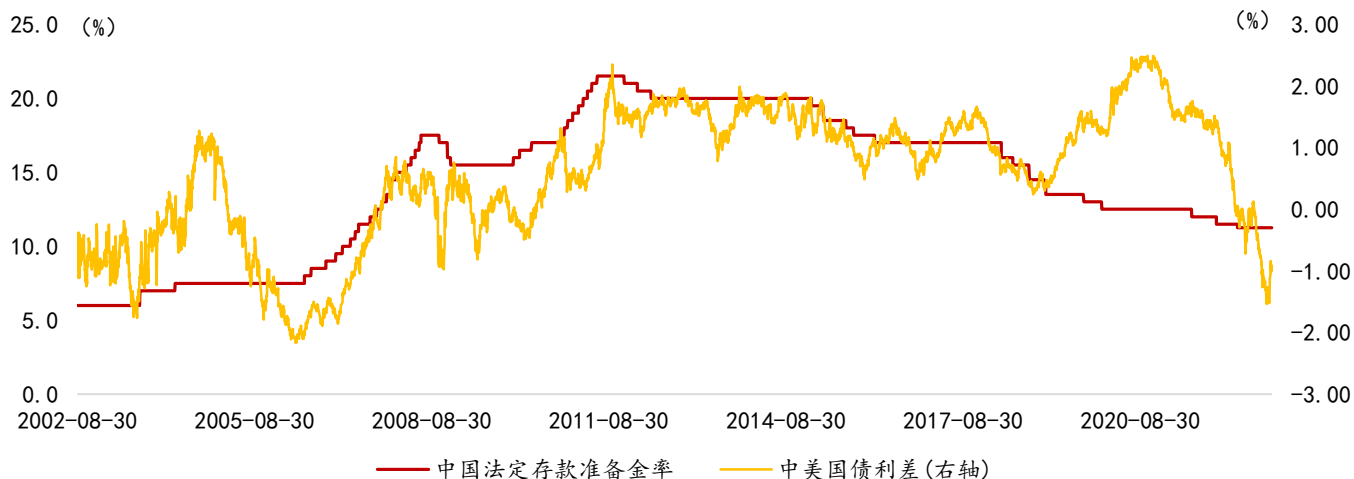
资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：货币政策错位：中美政策利差深度倒挂



资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：以中国的法定存款准备金率为锚，中美利差 2020 年至 2021 年偏高的状态被纠正

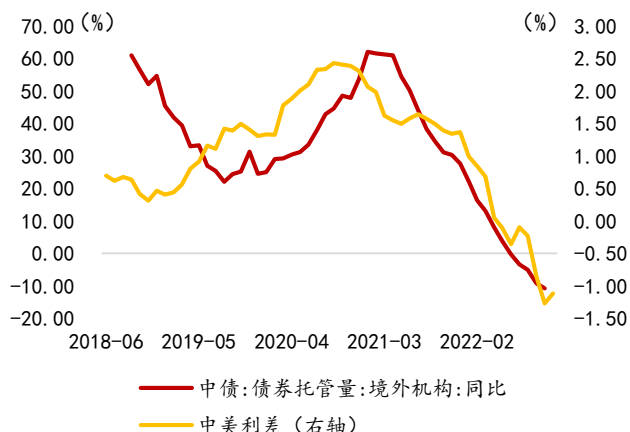


资料来源：Wind，德邦研究所

2023 年中美利差从“倒挂”到扩张：中美通胀之差收窄和美联储或在明年一季度加息见顶意味着中美利差重新扩张、政策利差或保持稳定。根据 2023 年度展望之美联储篇《加息终点 5% 以上，降息或待 1 年之后》的预测，2023 年 3 月份或是本轮美联储加息的顶点，当美联储结束加息紧缩时，市场或提前进入“衰退交易”推动长端利率下行，中美长端利差或重新走向扩张。但是由于美联储或还未进入降息周期，政策利率或继续保持高位，中美短端政策利差或延续深度“倒挂”。

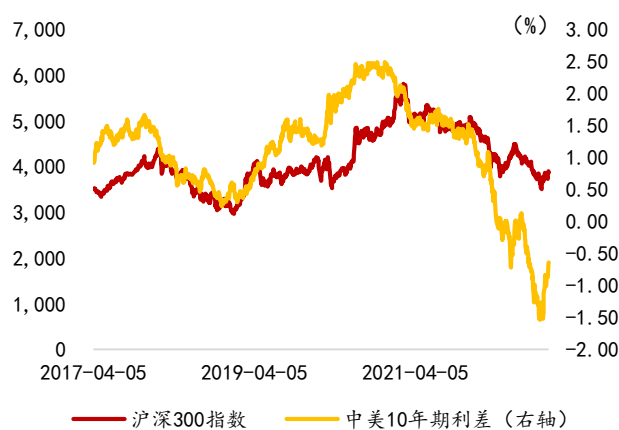
当中美长端利差“倒挂”重新扩张时，外部流动性对人民币资产的估值压制作用或减弱。2022 年一季度和二季度末，中美长端利差和短端政策利差先后“倒挂”，市场担忧外资流出的风险，根据我们在一季度发布的专题报告《股债市场的外资流出压力有多大？》中提出：中美利差拐点领先外资持债的拐点，从经验上看时滞大约为 6 个月。如果 2022 年四季度中美利差回升的态势在 2023 年一季度得到进一步验证，那么 2023 年二季度外资或重新转为净流入态势，同时中美利差扩张对 A 股估值的压制作用或也边际缓解。

图 4：中美利差拐点领先外资持债规模的变化



资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：中美利差重新扩张或缓解对 A 股的估值压制



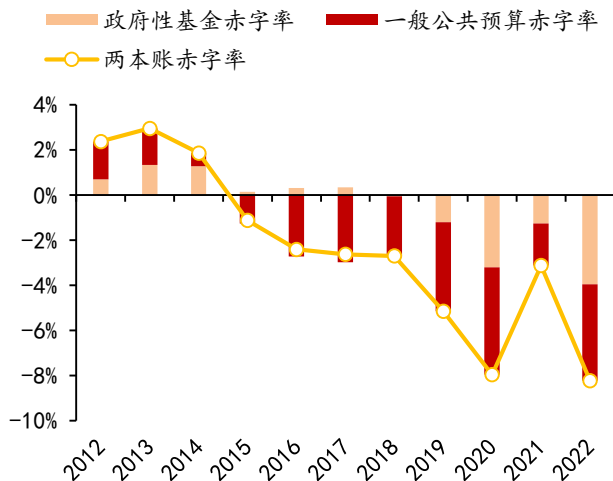
资料来源：Wind，德邦研究所

1.2. 狭义流动性：资金利率和政策利率或继续趋于收敛

我们在专题报告《狭义流动性的拐点或已到来》中提出随着 2022 年二季度至三季度主导资金供需宽松的财政因素减弱，四季度资金供需或回归货币政策主导，类似 2022 年年中资金供需大幅度宽松、资金利率长期保持在政策利率下方的“宽货币”局面或已经结束。展望 2023 年狭义流动性，我们认为财政政策的节奏和总体力度、货币政策总量宽松的空间或继续是影响狭义流动性供需的主导因素。

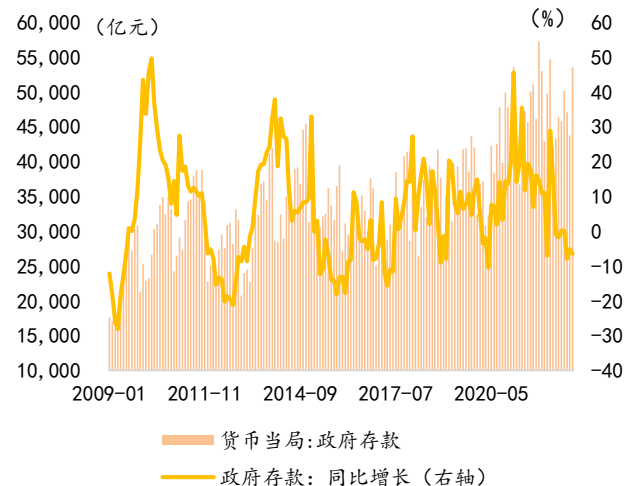
从货币政策层面看，我们在 2023 年度货币政策展望《总量宽松狭窄、财政属性鲜明》中认为，一方面 2023 年“降准”和“降息”等总量货币政策宽松空间或受到“隐性下限”的约束；另一方面货币政策的产业政策和财政政策属性愈加鲜明，央行基础货币投放和宽信用越来越倚重于专项再贷款等结构性货币政策，对应到流动性供需层面，当总量宽松空间较小、结构政策工具主导宽信用，狭义流动性供需或较难直接受益。

图 6：2022 年前三季度“两本账”实际财政赤字率达到 8.20%



资料来源：Wind，德邦研究所
注：2022 年为 Q1-Q3

图 7：2022 年积极的财政存款拨付或在 2023 年收敛

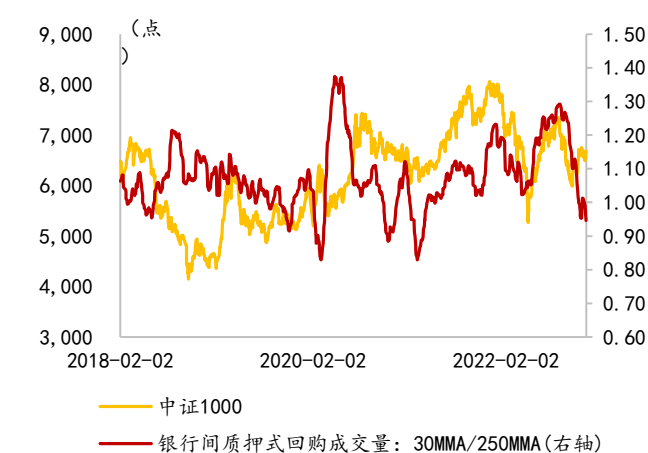


资料来源：Wind，德邦研究所

从财政政策层面看，2023 年实际财政支出或低于 2022 年、财政存款拨付对狭义流动性的影响或继续收敛。2022 年资金利率在较长一段时间里保持在政策利率之下，主要源自央行上缴利润、财政加快留抵退税等“泛财政”因素的支撑，根据我们在 2023 年度国内宏观经济展望报告《GDP 若要 5%，谁来加杠杆？》的估算，截至 2022 年三季度末，实际财政赤字率达到 8.20%，已经超过 2020 年的水平，实际财政赤字率的抬升主要通过财政政策大量使用跨期资金，通过动用往年预算收入结转结余、土地出让收入往年结余和专项债限额以下结存空间等方面“挖潜”存量财政能力，也直接导致 2023 年可用资金减少，2023 年财政政策发力或通过增加政府债券融资、增量政策性开发性金融工具等“表外业务”为主。从政府债券融资来看，假设 2023 年名义 GDP 增速为 6.5% 左右，预算赤字率上升至 3.0%，则新增财政赤字大约为 3.87 万亿元，假设 2023 年新增专项债 3.9 万亿元，并且新增财政赤字均以新发债券来融资，那么 2023 年新增政府债券规模大约为 7.80 万亿元。实际上相比于 2022 年，一方面 2023 年政府债券融资新增规模

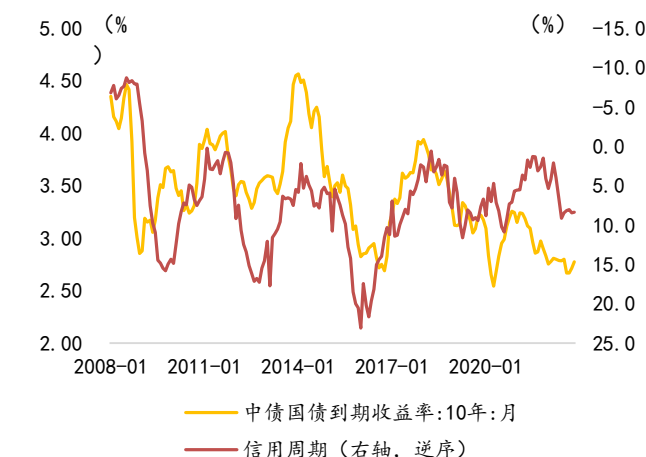
有限，另一方面“挖潜”存量财政的能力有限，2023 年实际财政赤字率或较难达到 2022 年和 2020 年的水平，实际财政赤字率或下降。实际财政支出下滑对狭义流动性供需宽松的支撑作用或继续下降，2022 年“准备金供给充裕框架”或重新回到“准备金供需短缺框架”，央行调控准备金供给或是狭义流动性的主导因素。

图 8：狭义流动性对中小盘成长风格的估值支撑或减弱



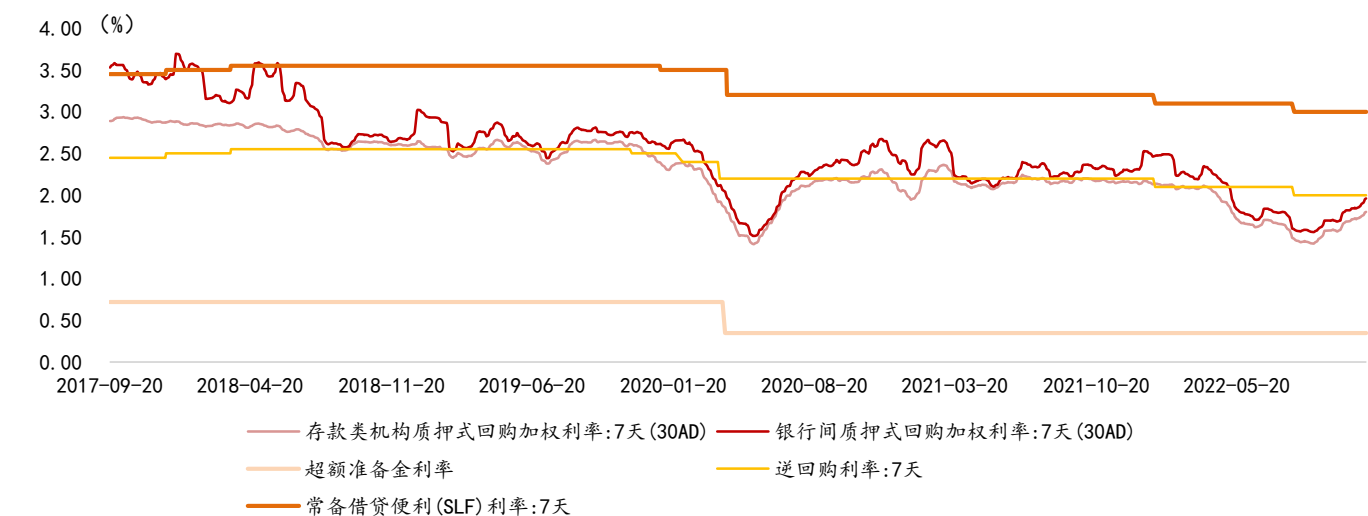
资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：基于央行资产负债表的信用周期对利率的指引下降



资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：2023 年资金利率或围绕“利率走廊”中枢窄幅波动



资料来源：Wind，德邦研究所

准备金是流动性扩张的源泉，从 2021 年 7 月“降准”以来，释放出来的准备金引导狭义流动性宽松和信用扩张。以准备金为重心的调控体系是人民银行过去几年一直奉行的“结构性流动性短缺框架”，当财政因素主导流动性供给充裕、市场利率下行时，获取准备金的机会成本下降，商业银行在资产端扩张的同时可以不依赖于央行释放的准备金，对准备金的需求逐步下降；当财政因素对流动性的供给支撑作用下降、商业银行获取准备金的机会成本重新回到货币市场利率上来时，“流动性周期”对货币市场利差的上行引导作用就会回归。2023 年在财政实际支出下降的情况下，准备金需求扩张或增强货币政策以准备金为抓手的流动性供给主导权，“降准”的必要性就取决于是否需要释放准备金补充流动性，基于我

们对 2023 年总量政策宽松空间有限的判断，2023 年资金利率或以政策利率为中枢窄幅波动，恢复“利率走廊”的调节功能，基于以上判断，相比于 2022 年，2023 年狭义流动性对股票市场风格和债券收益率走向或出现不同的特征变化：（1）狭义流动性供需渐趋收敛对中小盘成长的支撑作用下降。2022 年 5 月份开始，随着资金利率持续处于低位，流动性供给充裕在带动债券市场加杠杆的同时，也对股票市场产生推高估值的效应。中证 1000 指数等对利率变动敏感的资产受益上涨，而在 8 月底至 9 月初流动性供给充裕边际减弱之后，中证 1000 指数也和债券市场加杠杆的积极性同步回落；（2）基于央行资产负债表的“信用周期”波动对债券收益率的指引作用下降，当央行主要通过专项再贷款为商业银行投放基础货币的情况下，商业银行对央行债权的扩张或央行对其他存款性公司债权的增长主要呈现“财政化”和产业政策色彩，信用周期对利率波动的指引作用或下降，实际上 2022 年下半年以来，信用周期和利率变动之间渐渐“脱敏”。

1.3. 宏观流动性：回归合理均衡

从“宽财政、稳货币”走向“稳财政、稳货币”，宏观流动性或回归合理均衡。在 2022 年 M2 和社会融资规模增速“剪刀差”扩张的支撑下，债券市场进入“资产荒”逻辑，引致信用利差收窄至历史较低水平，但是我们预计“资产荒”或在 2023 年趋于结束。假设 2023 年实际 GDP 同比增长 5.0%，根据 2018 年至 2022 年的经验，当年度新增社会融资规模占 GDP 增量的比重平均保持在 30% 左右，基于经验和假设推测，**预计 2023 年全年新增社会融资规模 35.90 万亿元左右，截至 2023 年底社会融资规模存量同比增速或降至 10.30%**。我们预计 2022 年底社会融资规模存量同比增速或为 10.45%，也就意味着 2023 年社融增速是震荡滑落、窄幅波动的格局，宏观流动性回归合理均衡状态。

图 11：预计 2023 年信贷脉冲指数或小幅回落

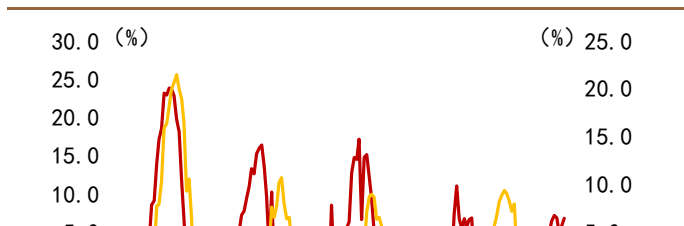
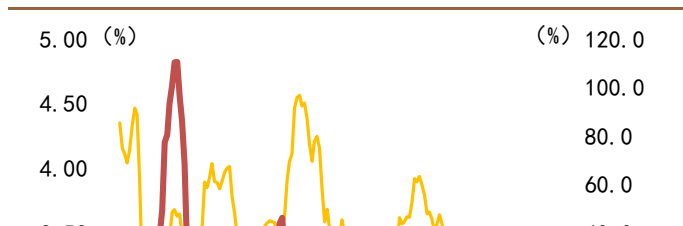


图 12：2023 年信贷脉冲变动对利率的指引作用或下降



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_49811

