

2023 年宏观经济与大类资产配置展望

星星之火可以燎原

预计 2023 年全球经济增长弱于 2022 年，美联储紧缩政策预计持续至年中。中国经济迎来复苏，通胀依然可控，财政政策与货币政策将协同发力。大类资产配置上半年排序为股票>大宗>货币>债券，下半年排序为大宗>股票>货币>债券。

相关研究报告

《大类资产追踪周报：A 股走势偏弱，北上资金小幅流入》 20221218

《信用债赎回潮延续，成交额上涨，估值下行：信用债周报 20221212-1218》 20221218

《经济工作会议点评：以发展凝聚信心》 20221218

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：陈琦

qi.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110003

证券分析师：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

证券分析师：孙德基

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

■ 预计 2023 年全球经济增长弱于 2022 年，但新冠疫情、美联储加息、俄乌冲突等压制 2022 年经济增长的因素在 2023 年预计均将有所缓解，2023 年下半年全球经济增长存在企稳可能。美国劳动力市场依然强韧，对其通胀韧性不宜低估，美联储的紧缩政策或持续至 2023 年年中，经济陷入衰退的风险增加，美元指数先强后弱；欧元区经济增长疲软，衰退概率较大，但欧央行为对抗通胀仍将延续加息进程；日本经济复苏预计较为缓慢，通胀目标初步达成日央行货币政策转向可能性较小，日元仍大概率迎来升值行情。

■ 中国经济 2023 年将迎来复苏。出口或将维持较低景气，贸易顺差将有所收窄；消费有望温和修复，投资仍需发力以稳定经济增长。其中制造业投资仍将贡献较高增速，地产投资有望温和回暖，基建投资的确定性依然较强。CPI 涨幅扩大，全年先高后低，但通胀压力依然可控，不会对货币政策构成明显掣肘；PPI 则先抑后扬，PPI-CPI 剪刀差下半年预计再度转正，影响工业企业内部利润分配。

■ 中国宏观政策依然强调经济增长，财政政策与货币政策将协同发力。国内货币政策将更加注重以我为主，货币金融环境将呈现从宽货币到宽信用的转变，结构性工具重要性提升，社融-M2 剪刀差收窄，市场利率逐步向政策利率收敛。随着经济增长的企稳，2023 年下半年货币政策目标中防风险权重将逐渐上升。财政政策将继续积极有为，提升效能。减税降费力度或有减弱，赤字率小幅提升。

■ 2023 年人民币大类资产配置将遵循复苏交易趋势，风险资产整体表现或好于避险资产。从时间节奏上看，2023 年上半年国内经济增速前低后高，海外经济大概率步入衰退，因此人民币风险资产中股票的表现要优于国际定价的大宗商品，排序为股票>大宗>货币>债券；下半年随着美联储停止加息和美国经济走出衰退，外需提振大宗商品价格，排序为大宗>股票>货币>债券。

■ 风险提示：全球通胀回落偏慢，美联储货币政策锚点转向增长，国内消费和地产复苏不及预期，全球新冠疫情发展不确定，俄乌局势前景不明。

目录

1.海外经济：衰退将至，静待企稳	6
1.1 全球经济：衰退意味明显，下半年或有企稳	6
1.2 美国：通胀韧性较强，紧缩或持续至年中	7
1.3 欧洲：衰退概率较大，通胀仍有上行风险	10
1.4 日本：政策或难转向，日元升值概率较大	12
2.中国经济：千磨万击还坚劲	15
2.1 中国经济增长：坚韧的复苏之路	15
2.2 温和上行的通胀	24
2.3 政策展望：货币财政协同发力	28
3.大类资产配置展望：星星之火可以燎原	34
3.1 2022 年衰退预期主导全球资产定价	34
3.2 股票：复苏趋势的受益者	35
3.3 债券：三个负面因素可能共振	37
3.4 大宗商品：国际定价产品的价格拐点依赖全球经济复苏	39
3.5 货币基金：更短的久期重塑货币基金利率通道	41
4.结论、预测与风险	43
4.1 结论与预测	43
4.2 风险提示	44

图表目录

图表 1. 摩根大通全球制造业 PMI 跌破荣枯线.....	6
图表 2. OECD 综合领先指标持续走弱.....	6
图表 3. 2023 年全球增长或是短期底部.....	7
图表 4. 美国 CPI 同比、环比增速及分项拉动作用（单位：%）.....	8
图表 5. 美国 CPI 住宅价格同比增速较房价增速滞后 15 个月.....	8
图表 6. 美国新增非农就业人数及构成.....	9
图表 7. 美国劳动参与率变化情况.....	9
图表 8. 美国劳动力市场求人倍数与工资增速.....	9
图表 9. 美国实际 GDP 环比折年率变化情况.....	10
图表 10. 10 年与 3 个月美债收益率差值.....	10
图表 11. 欧元区实际 GDP 环比增速.....	11
图表 12. 欧元区消费者信心指数和工业信心指数.....	11
图表 13. 欧元区贸易条件持续恶化.....	11
图表 14. 2022 年 9 月欧央行经济预测结果.....	11
图表 15. 欧元区通胀走势.....	12
图表 16. 2022 年 9 月欧央行通胀预测结果.....	12
图表 17. 日本 GDP 增速及构成情况.....	12
图表 18. 日本 CPI 增速变化情况.....	13
图表 19. 日美利差与日元兑美元汇率.....	14
图表 20. 日本 CPI 增速与工资增速.....	14
图表 21. 对美、对欧贸易差额持续收窄.....	15
图表 22. 对主要经济体的出口增速均有回落.....	15
图表 23. 矿产品出口表现较好.....	16
图表 24. 欧盟从中国进口的商品结构.....	16
图表 25. 2022 年 10 月限额以上单位商品零售结构.....	16
图表 26. 消费者信心指数表现.....	17
图表 27. 消费者预期指数表现.....	17
图表 28. 2022 年下半年以来，汽车持续贡献正增长.....	18
图表 29. 中国汽车更新市场空间广阔.....	18
图表 30. 家具家电有望被地产销售带动.....	18
图表 31. 家装建材有望受到保交楼带动.....	18
图表 32. 可选消费与房价具备一定的正相关性.....	19

图表 33. 制造业投资当月增速持续维持高增速	19
图表 34. 制造业投资累计增速表现较好	19
图表 35. 制造业投资与出口具备一定的正相关性	20
图表 36. 汽车对制造业投资的拉动显著提升	20
图表 37. 高技术产业是制造业投资的主体	20
图表 38. 高技术产业对制造业投资的拉动显著	20
图表 39. 房屋新开工、竣工均跌幅显著	21
图表 40. 土地购置面积下降	21
图表 41. 各资金来源对地产投资增速的拖累表现	22
图表 42. 预算内资金向基建领域的支出表现	23
图表 43. 年内公共财政对基建投资的支持力度较高	23
图表 44. 地方政府专项债发行规模	23
图表 45. 土地使用权出让金收入安排的支出缺口较大	23
图表 46. 2022 年核心 CPI 与 CPI 走势一度分化	24
图表 47. 核心 CPI 与居民消费支出实际增速	24
图表 48. 核心 CPI 与社零实际增速	24
图表 49. 2019 年前的猪周期上行时间大致 1 年到 1 年半	25
图表 50. 2019 年开始的一轮猪周期上行高度明显超越此前	25
图表 51. 能繁母猪存栏增速转正	26
图表 52. 目前存栏绝对水平较高	26
图表 53. PPI 走势更多受国际大宗商品价格和国内库存周期影响	26
图表 54. 大宗商品价格与全球经济增长	27
图表 55. CRB 工业原料与全球货币政策	27
图表 56. 库存周期即将向上	27
图表 57. PPI-CPI 剪刀差转正或意味着利率上行	28
图表 58. PPI 中生活资料涨幅扩大	28
图表 59. 宏观杠杆率或将延续 2021 年稳杠杆趋势	29
图表 60. 基础货币投放方向有所改变	30
图表 61. 中期借贷便利利率较高	30
图表 62. 中期借贷便利“重价不重量”	30
图表 63. 再贷款工具额度持续扩充	30
图表 64. 社融-M2 剪刀差或将缩窄	31
图表 65. 信贷结构逐渐优化	31
图表 66. 信贷扩张中后期资金面回归中性	31
图表 67. 一般贷款加权平均利率下降至历史低位	32

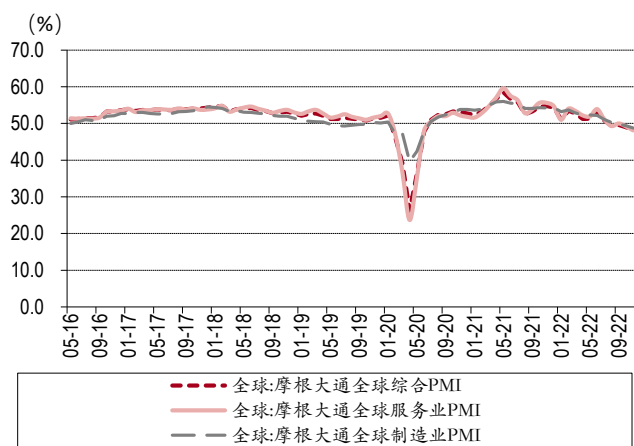
图表 68. 商业银行净息差收窄.....	32
图表 69. 2022 年以来政府性基金收支缺口扩大.....	33
图表 70. 专项债债务空间受限.....	33
图表 71. 专项债发行或呈现前高后低	33
图表 72. 截至 2022 年 11 月 18 日主要大类资产价格表现.....	34
图表 73. 2022 年可比口径 A 股归母净利润增速前三季度前高后低.....	35
图表 74. 当前 A 股各行业 PE 整体处于 2015 年以来较低水平.....	36
图表 75. 陆股通累计净流入资金持续增长.....	36
图表 76. 2023 年 A 股再融资规模可能放量.....	36
图表 77. 居民新增存款增长显著	37
图表 78. 四季度涨幅靠前的 A 股主题指数.....	37
图表 79. 2015 年以来各收益率曲线主要波动区间.....	37
图表 80. 存款准备金率水平偏低	38
图表 81. 政策性利率处于较低水平.....	38
图表 82. 中美利差影响国债收益率走势	38
图表 83. 2022 年（截至 2022 年 11 月 18 日）大宗商品表现疲弱（单位：%）	39
图表 84. 美元指数强势难以为继	40
图表 85. 美联储加息接近尾声，黄金价格压力减小	40
图表 86. 能源价格高位震荡.....	40
图表 87. 农产品期货价格冲高回落.....	41
图表 88. 周期品价格主要受供需主导	41
图表 89. 货币基金收益率中位数下行	42
图表 90. 货币基金哑铃型资产分布特征更明显	42
图表 91. 2023 年主要经济指标预测（单位：%）	43

1. 海外经济：衰退将至，静待企稳

1.1 全球经济：衰退意味明显，下半年或有企稳

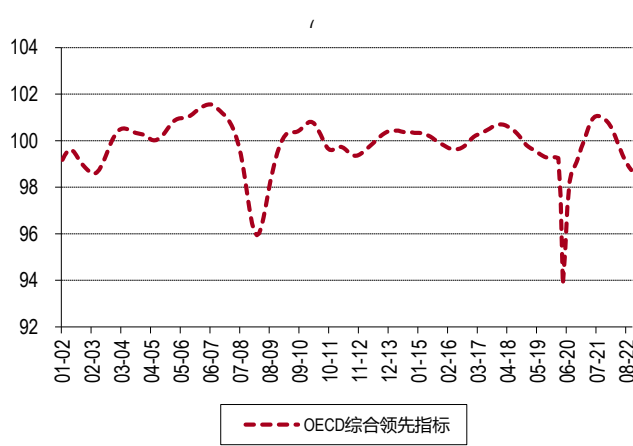
全球衰退风险明显上升。2022 年以来，持续的新冠疫情、以美联储为代表的全球央行快速收紧货币政策以及俄乌冲突导致的地缘政治问题对全球经济增长造成了明显的遏制。2022 年 9 月，摩根大通全球制造业 PMI 跌破荣枯线，延续 2022 年 2 月以来的下跌趋势，至 11 月已连续三个月位于荣枯线下方；9 月 OECD 综合领先指标跌破 99，10 月继续下行，已经连续 15 个月下降，除了 2020 年 3 月至 9 月期间，上次该指标在 99 下方还是 2008—2009 年金融危机期间。换言之，除了疫情最为严重的时间，本轮全球经济放缓的程度是金融危机之后最为严重的一次。正如 IMF 在最新一期《世界经济展望》中所指出的，“如果不包括全球金融危机和新冠疫情最严重阶段，那么这将是 2001 年以来最为疲弱的增长表现”。

图表 1. 摩根大通全球制造业 PMI 跌破荣枯线



资料来源：美国劳工部，万得，中银证券

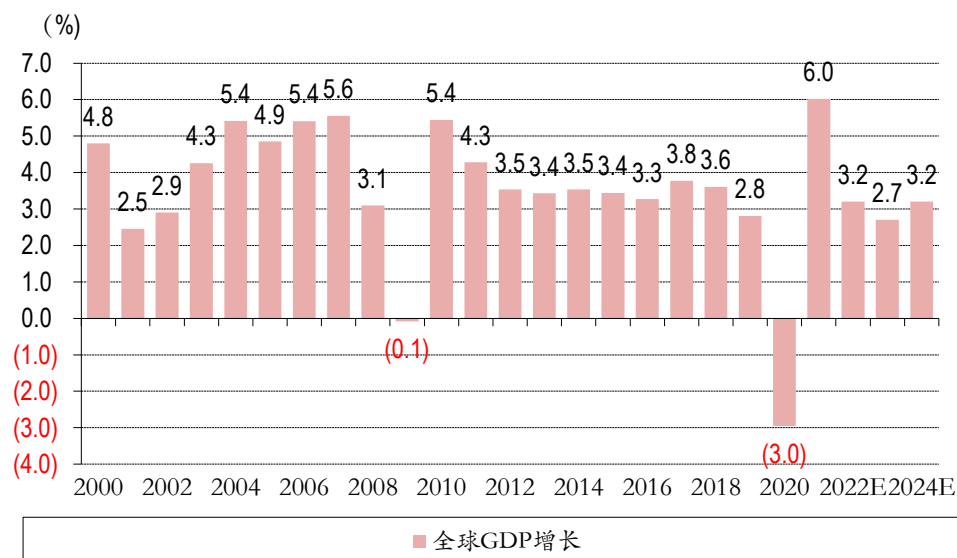
图表 2. OECD 综合领先指标持续走弱



资料来源：美国劳工部，万得，中银证券

2024 年增速好于 2023 年。IMF 最新预测 2023 年全球增长 2.7%，2024 年全球增长 3.2%。美联储 9 月会议预测美国经济 2023 年增长 1.2%，2024 年增长 1.7%；欧央行 9 月会议预测欧元区 2023 年增长 0.9%，2024 年增长 1.9%。基于上述判断，全球经济增长大概率会在 2023 年触底。但增速较疫情前仍有差距。

图表 3. 2023 年全球增长或是短期底部



资料来源：IMF，中银证券

全球经济增长 2023 年下半年存在企稳的可能。不过，从 2022 年压制全球增长的几个因素看，新冠疫情的影响仍在持续，但随着时间的推移，对全球经济的影响预计逐渐减弱；俄乌冲突结果仍悬而未决；而美联储的货币政策收紧进程已经度过了最快速的阶段，2023 年下半年加息停止概率较大。而中国经济已经度过最艰难的时刻。此外，从历史数据看，OECD 综合领先指标的下行周期大致从一年半到近两年不等，该指标此轮高点在 2021 年 7 月出现，迄今已下行 14 个月。综合判断，全球经济在 2023 年下半年存在企稳的可能性。

1.2 美国：通胀韧性较强，紧缩或持续至年中

1.2.1 劳动力市场强劲，通胀韧性不宜低估

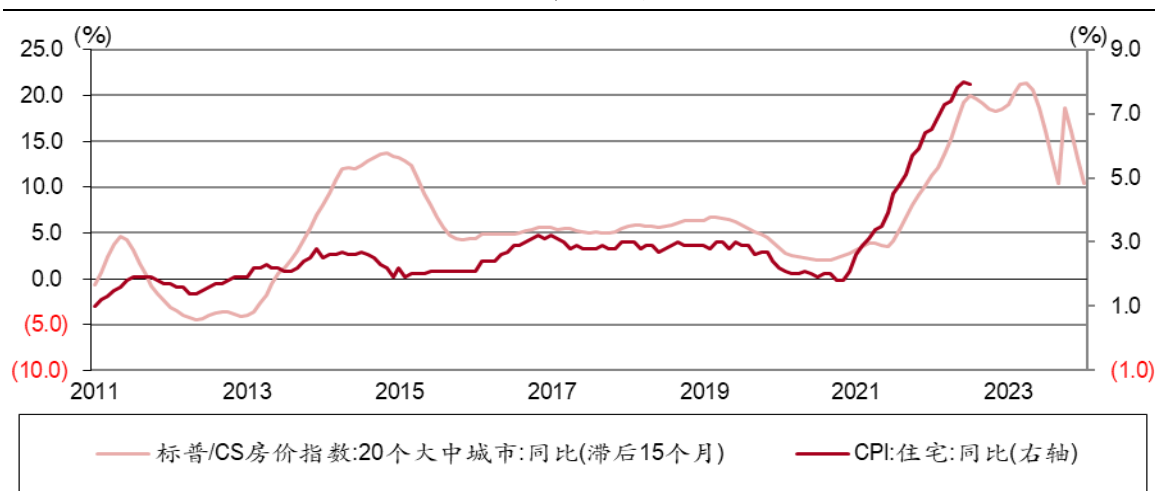
核心商品增速放缓，住房服务或于 2023 年年中触顶，关注劳动力市场走势。2020 年 6 月以来，供需两方面因素推动美国通胀持续走高，CPI 同比增速最高升至 9.1%，供给因素表现为供应链受阻、劳动力短缺，以及地缘政治冲突导致能源和食品价格上涨，需求因素则是指疫情暴发之后美国出台强刺激政策带动消费需求迅速增加。随着供应链压力缓解、政策逐步收紧，核心商品价格同比增速明显收窄，10 月环比转为负增长，尤其是二手车价格同比增速在 10 月降至零，环比增速已经连续四个月为负。核心服务中，住房服务价格权重最大并且保持较强韧性。由于住房价格增速滞后美国房价约 15 个月，后者自 2022 年 5 月已经开始下降，由此预计住房服务价格同比增速或于 2023 年中触顶；医疗服务价格主要反映健康保险公司留存收益状况，2021 年疫后重启导致就医报销支出增加，留存收益明显减少，这体现为 2022 年 10 月至 2023 年 9 月医疗服务价格下降（10 月份医疗服务价格环比下跌 0.6%），对同期 CPI 环比形成负向拉动作用。除住房和医疗之外的其他核心服务价格并未出现逆转势头，对 9 月、10 月 CPI 同比增速的拉动作用升至 1.2 个百分点，对 CPI 环比拉动作用基本维持在 0.1 个百分点。影响这部分核心服务价格走势的关键在于劳动力市场。

图表 4. 美国 CPI 同比、环比增速及分项拉动作用 (单位: %)

	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10
CPI同比	7.5	7.9	8.5	8.3	8.6	9.1	8.5	8.3	8.2	7.7
食品	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
能源	1.7	1.7	2.2	2.1	2.4	3.0	2.4	1.7	1.4	1.3
核心CPI	4.8	5.1	5.1	4.9	4.8	4.7	4.7	5.0	5.3	5.0
核心商品	2.4	2.5	2.4	2.0	1.8	1.5	1.5	1.5	1.4	1.1
新车	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
二手车	1.1	1.1	1.0	0.7	0.5	0.3	0.3	0.3	0.2	0.0
核心服务	2.4	2.6	2.8	2.9	3.0	3.2	3.2	3.5	3.9	3.9
住房	1.5	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9	2.1	2.2	2.3
医疗	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.4
其他	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2
CPI环比	0.6	0.8	1.2	0.3	1.0	1.3	0.0	0.1	0.4	0.4
食品	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
能源	0.1	0.3	0.9	(0.2)	0.3	0.6	(0.4)	(0.4)	(0.2)	0.1
核心CPI	0.5	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6	0.2	0.4	0.5	0.2
核心商品	0.2	0.1	(0.1)	0.0	0.1	0.2	0.0	0.1	0.0	(0.1)
新车	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
二手车	0.1	(0.0)	(0.2)	(0.0)	0.1	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)
核心服务	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.2	0.3	0.4	0.3
住房	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
医疗	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	(0.0)
其他	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	(0.0)	0.1	0.1	0.1

资料来源: 美国劳工部, 万得, 中银证券

图表 5. 美国 CPI 住宅价格同比增速较房价增速滞后 15 个月



资料来源: 万得, 中银证券

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_50310

