

夜过姑苏——2023年宏观经济及资产配置展望

报告要点:

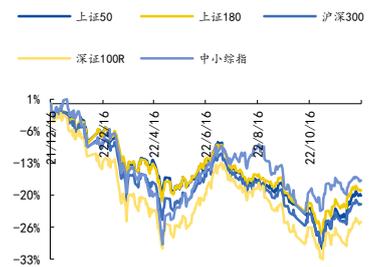
- 实体经济的压力在于三个方面：地产、库存及抗疫。
- 地产企稳的时间可能在 2023Q4：
 - 1) 历次地产投资启动时，地产的销售回款至少要有 20% 左右幅度的反弹，按目前的斜率顺推的话，满足这个条件至少要等到 2024 年年初；
 - 2) 地产投资滞后于地产回款而启动的时间差至少要长于 2015 年那次（13 个月）。
- 库存翻转的时间则在 2023Q3：
 - 1) 美国的 CPI 也许正在拐头，且欧元区能源价格也变得更加平稳，在偏大的概率下，发达国家的加息进程已到尾声；
 - 2) 如果发达国家政策变稳的边际拐点很快出现，那商品的拐点应该在明年 Q3 附近，那么，中国新一轮补库周期的启动应是在 2023Q3。
- 在经济各个要素中，地产和库存对经济的影响最为关键，这意味着，在 2023Q3 之前，也许周期无法企稳，况且，后续还存在其他的不利因素把周期往下压：
 - 1) 大概率，明年基建对经济的支撑力度会减弱；
 - 2) 海外经济下行会增加我国出口的压力。
- 抗疫政策的变化是明年偏正面的力量，这个力量可与经济周期的压力正负相抵。
- 照此推算，明年的单季度 GDP 增长可能会回到 4.5% 左右。
- 另一个重要线索是资产荒，当前的金融周期和实体周期是背离的。
- 但货币宽松的趋势依然可能维持到 2023Q3，信用周期的扩张也会贯穿明年始终。
- 在货币宽松及资产荒并行的状态之内，利率债应是一个占优资产，若 10Y 国债收益率到 2.9% 附近之后，会是一个良好的做多机会。
- 在 2023 年，股市的主要支撑是估值，而非经济基本面，上证指数应在 3100 点至 3300 点这 200 点左右的空间内窄幅波动：
 - 1) 股市的超额收益机会会逐步向阿尔法层面倾斜；
 - 2) 阿尔法层面的机会包括以下四点：一是通胀产业链，即粮食种植、食品加工及调味品；二是战争产业链，即军工、煤炭；三是逆周期行业，即电力；四是刺激政策链条，即互联网电商、光伏设备、家用电器（含小家电）；
 - 3) 其中，相对低估值且矛盾不凸显的煤炭、光伏设备及家用电器可以作为底仓少量配置。
- 商品市场尽管可能在 2023 年年中出现一个变稳的拐点，但就全年来讲，胜率更高的方向还是做空，做空的胜率要更大的品种是大豆、豆粕、铜铝。
- 猪价做多的黄金时代可能已经过去，后续来看，猪价的变势也使得 CPI 不会过度上涨，货币政策所面临的通胀阻力不会太大。

风险提示：国内疫情反复风险，政策不及预期风险，海外加息超预期风险。

主要数据:

上证综指:	3167.86
深圳成指:	11295.03
沪深 300:	3954.23
中小盘指:	4037.65
创业板指:	2373.72

主要市场走势图



资料来源: Wind, 国元证券研究所

相关研究报告

- 《2023年宏观经济及大类资产展望》2022.10.09
- 《跨境资本的防火墙：汇率破 7 不是个事儿》2022.09.18

报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixiao@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	

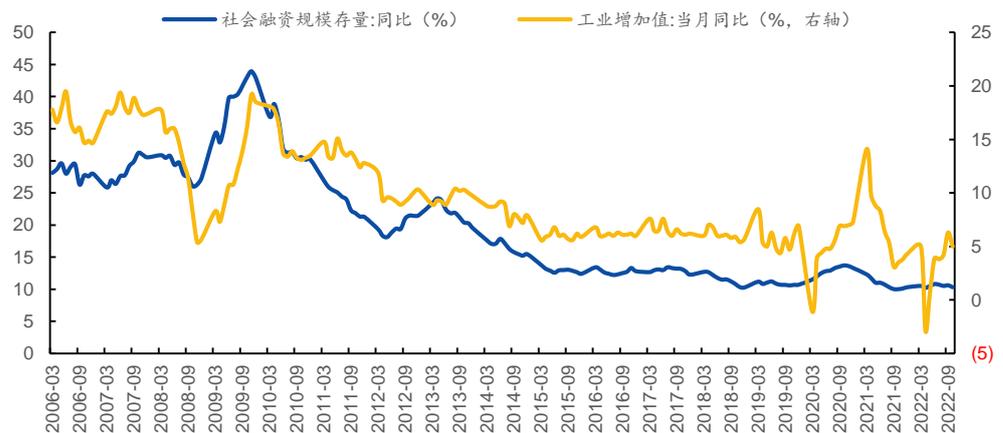
目录

一、非典型的经济压力	3
1、经济的三座大山	3
2、后续可能的变化	5
2.1 地产投资的企稳：2023 年年末	5
2.2 库存周期的反转：2023Q3	7
3、无法很快消解的周期压力	9
4、经济的回归：抗疫政策的变化	10
5、2023 年的经济基本面：稳但难升	12
二、资产荒：另一个需要正视的问题	13
1、金融及实体周期的背离	13
2、寡头下的货币政策：踟躇宽松	15
3、信用周期的扩张可能会贯穿 2023 年	16
三、资产配置方案：债券时间	17
1、利率债是一个占优资产	17
2、股票市场重回震荡	18
2.1 上证指数运行区间：3100-3300	18
2.2 三个线索的行业配置机会	20
3、宜空的商品	21

一、非典型的经济压力

自 2021 年始的这一轮经济压力与以往并不相同，一个异常的症状是金融周期和实体周期出现了明显脱轨。经验上，实体周期和金融周期应是彼此相关的，金融周期的起伏在塑造实体周期上起到了莫大的贡献，然而，这一次我们看到，尽管金融周期在不断向上，但实体周期却还是面临着莫大的压力，由此来看，这一轮的经济压力来源并不是周期性的。

图 1：金融周期与实体周期出现明显脱轨



资料来源：wind，国元证券研究所

1、经济的三座大山

实体经济的压力在于三个方面。

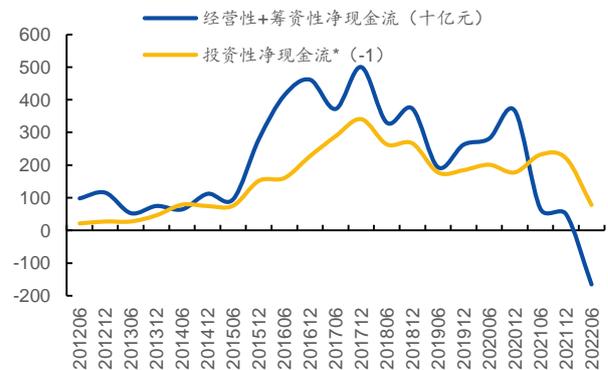
1) 管制升级后，地产信用和地产销售之间彼此交互恶化，至今没有出现回暖迹象。自 2021 年始，地产整体的资本开支速度明显下降，且在短时看不到企稳迹象。一则在时间维度上，地产销售即使企稳，地产投资需要一个信心集聚的时间；二则地产行业近来资本开支的收缩是偏被动的，近来地产的经营性及筹资性现金损失显著，这导致地产处于无钱开支的状态，这是另外一个环节的负向循环。

图 2：地产销售和地产投资之间存在传导时间差



资料来源：wind，国元证券研究所

图 3：地产行业在被动收缩资本开支

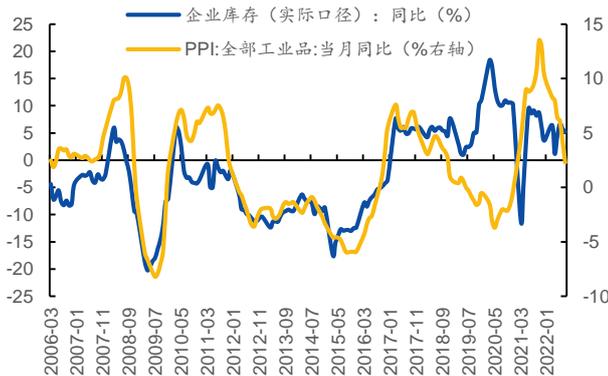


资料来源：wind，国元证券研究所

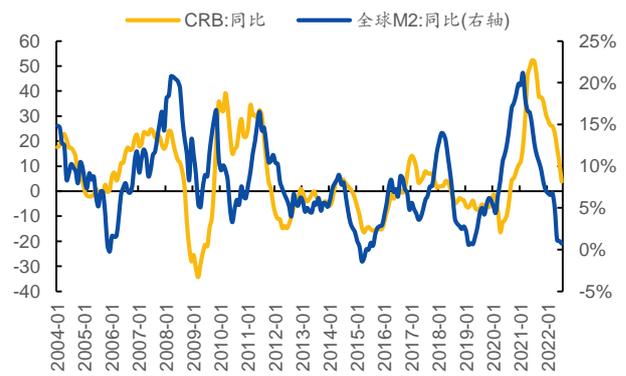
2) 库存是影响经济的第四辆马车，当前的去库对经济是一个隐形的压力。企业去补库存的决策来源于商品本身的涨跌情况，而当前一个非常明显的趋势是：全球的信用增长速度和商品价格一齐下跌，这导致国内企业对价格的预期尤弱，且引致了企业的持续去库存。往后看，一旦美国继续加息，全球信用和商品价格的拐点可能还需要一段时间才能见到，这导致企业在短时的库存策略仍然难以转变。

图 4：当前的去库对经济是一个隐形的压力

图 5：全球信用和商品价格息息相关



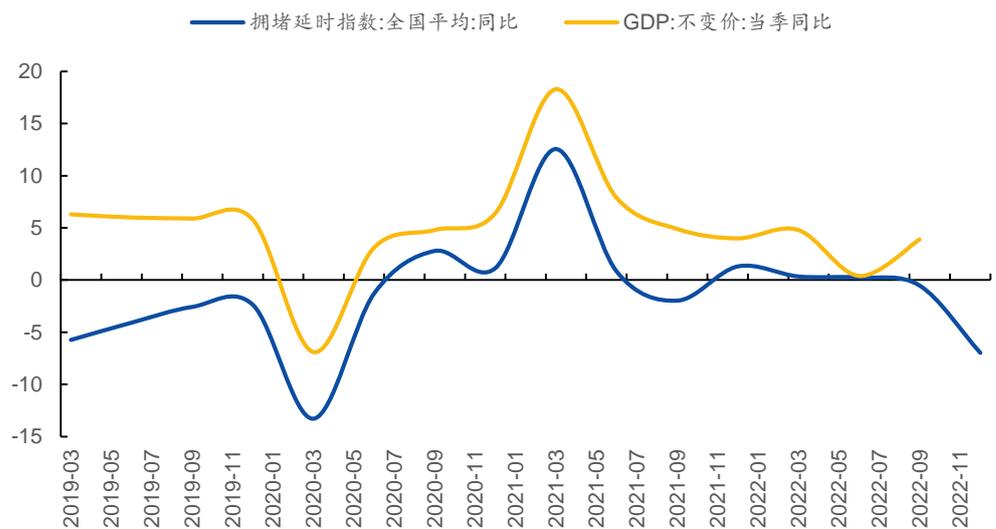
资料来源：wind，国元证券研究所



资料来源：wind，国元证券研究所

3) 此外，抗疫政策在过去也加大了经济的波动。尤其进入 2022Q4 之后，在一波疫情加速之下，拥堵延时指数平均同比下跌了 7%，这个下跌幅度属 2020Q1 以来的最大下跌幅度，且所隐含的 GDP 增长水平有-3.5%之低。疫情防控政策虽然对经济没有趋势性影响，但存在着点阵影响。

图 6：抗疫政策对经济存在点阵影响



资料来源：wind，国元证券研究所

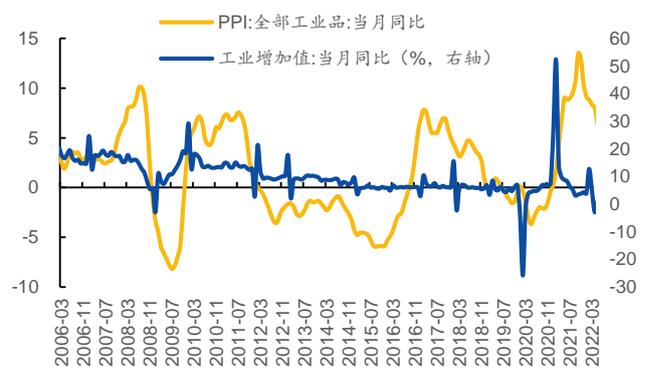
在上述三者中，地产和库存对经济的影响十分关键。经验上，当地产投资下降时，经济从未出现过企稳甚至复苏，而当商品周期下降且库存去化时，经济也从来没有出现过边际好转的迹象，因此，地产和库存是研究经济趋势能否翻转的非常重要的变量。

图 7：地产对经济的影响十分关键

图 8：库存对经济的影响十分关键



资料来源：wind，国元证券研究所



资料来源：wind，国元证券研究所

2、后续可能的变化

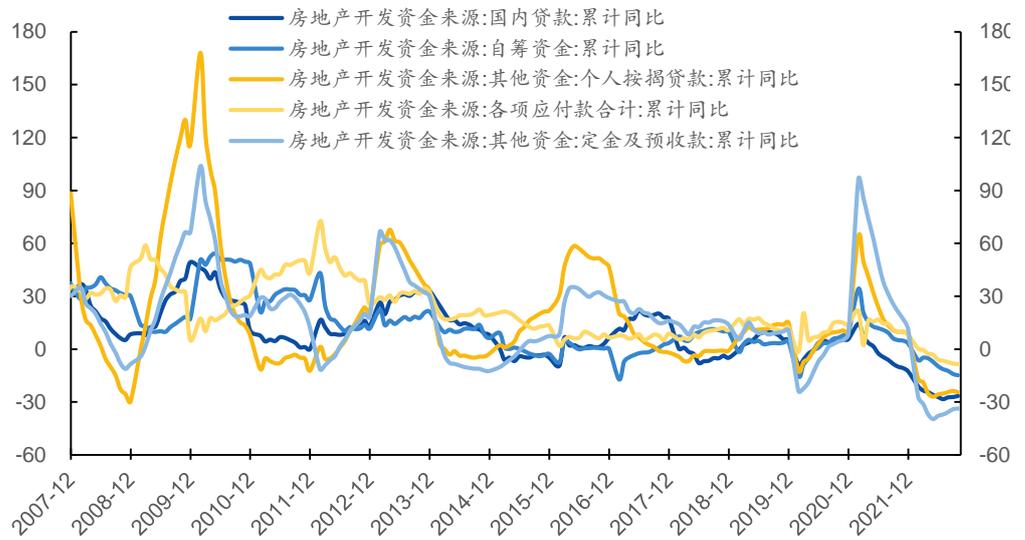
2.1 地产投资的企稳：2023 年年末

地产投资的复苏最早也要等到 2023 年年底附近。

1) 此次地产行业所受的冲击是政策性的（2021 年初的三条红线与按揭集中度考核政策），因此，地产的下跌主要是基于持续下滑的主观信心。这会推出两个基本结论：一是地产的衰退不会无休无止，一旦地产的衰退速度与信心匹配，地产就会在新的更低的水平上稳住；二是既往周期的时间上的规律应不能作为参考。

2) 然而，资本开支的启动一定是要以销售回款的加速为必要条件的。地产投资实际是现金流导向的，也就是说，在每轮地产开支启动之前，资本都会向地产进行一轮集中，当地产手中的现金流充裕之后，投资周期才有可能启动。因此，每每地产投资见底回升之时，个人按揭及定金预收款的回升是最为必要的条件。

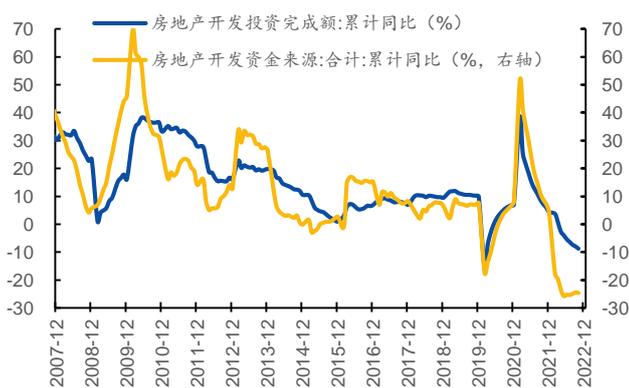
图 9：资本开支的启动以销售回款的加速为必要条件



资料来源：wind，国元证券研究所

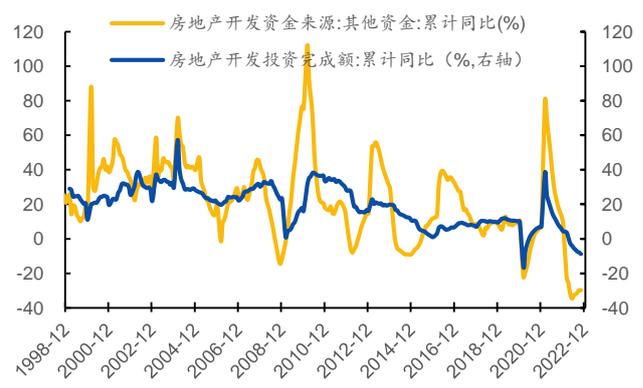
3) 地产投资企稳的时间点应该很接近 2023 年的年底。首先，地产开发投资资金来源已经降速逾 20%，但地产投资的降速仍然不到 10%，这意味着地产投资在短期仍然无法企稳，且有继续下降的空间；其二，就空间看，历次地产投资启动时，地产的销售回款（其他资金来源）至少要有 20% 左右幅度的反弹，按目前的斜率顺推的话，满足这个条件至少要等到 2024 年年初；其三，如果我们承认地产没有进一步高周转的空间的话，那地产投资滞后于地产回款而启动的时间差至少要长于 2015 年那次（13 个月），这意味着地产投资回升的时点至少要在 2023Q3。

图 10：地产投资在短期内很难企稳



资料来源：wind，国元证券研究所

图 11：当前地产的销售回款反弹幅度不足



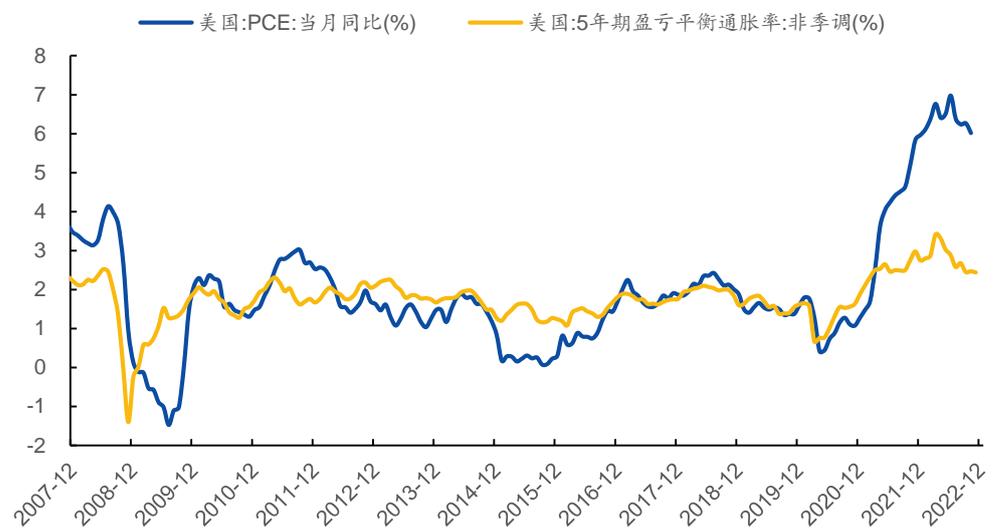
资料来源：wind，国元证券研究所

2.2 库存周期的反转：2023Q3

库存的根由在商品价格上，而商品价格的根由在全球货币上，全球货币的根由又在发达国家的通胀局势上。

一个潜在的转机是：美国的 CPI 也许正在拐头。其一，从食品的大幅上涨即可看出，美国的此轮通胀应与通胀预期的自我形成息息相关，而从大概率已经见顶的盈亏平衡通胀率去看，美国的此轮通胀大概率已于今年6月见顶；其二，通胀受货币条件及预期的变化影响，也许不会呈现出一轮又一轮稳定弹性的周期，但时间规律应该是严谨的，假设美国此轮通胀6月见顶的话，则此轮美国通胀与09-11年那一轮恶性通胀相同，都维持了26个月的时间。

图 12：美国的 CPI 也许正在拐头



资料来源：wind，国元证券研究所

但美国仍然希望通过紧缩的货币政策额外维持一段美元强势，这意味着在今年美欧的加息未尽。首先，这种美国通过额外加息巩固控通胀成果的先例是存在的。在第二次原油危机之后，美国一共经历了4段完整的加息周期，每一段加息都是出于控通胀的考虑，而此中有两次在通胀见顶后，美国为了巩固稳定通胀的成果，额外进行了1-2次加息；其次，此次虽然美国通胀已见顶，但欧元区的通胀尚未出现见顶迹象，这时，美国仍然需要动用偏紧的货币政策来稳定输入性通胀的压力。

图 13: 美国有通过额外加息以巩固控通胀成果的先例

图 14: 欧元区的通胀尚处高位



资料来源: wind, 国元证券研究所



资料来源: wind, 国元证券研究所

但在偏大的概率下，发达国家的加息进程已到尾声。细窥这一轮欧元区通胀结构即可知晓，这一轮欧元区的通胀源于能源通胀，而能源通胀在今年3月之后已经进入了明显的筑顶形态，这意味着，一旦能源的供应压力不再加剧，欧元区的通胀压力很可能会放缓，这时美国因欧元区通胀而额外收紧的基础也不存在。

图 15: 本轮欧元区的通胀源于能源通胀



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_50370



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>