

中信证券研究部

核心观点



明明
FICC 首席分析师
S1010517100001



余经纬
大类资产配置首席
分析师
S1010517070005



赵云鹏
FICC 分析师
S1010521120002

我们认为 2023 年上半年的市场主线可能是经济内强外弱，政策内松外紧，对应资产价格国内股强债弱，海外债强股弱。下半年海外货币政策转向，流动性敏感资产可能出现配置机会。预计全年大类资产表现：A 股>港股>黄金>美股>有色金属>黑色金属>美国国债>中国国债>原油。

■ 预计 2023 年我国有望实现 5% 左右的经济增速，上半年将是修复最快阶段。防疫政策正在进一步向科学精准防疫的方向调整，疫情对经济约束的逻辑可能发生较大变化，消费有望出现恢复，预计 2023 年社零增速可能回升至 6% 左右。2023 年房地产宽信用的演绎可能推动竣工链条出现改善，交付问题的缓解和疫情约束的减退可能驱动房地产销售出现一轮弱复苏，房地产对经济的拖累有望收窄。但考虑到长周期问题约束，未来的经济增长引擎可能由房地产让位于高端制造业，新兴制造业和战略新兴产业将迎来更加广阔的发展空间，预计 2023 年制造业投资增速将达到 9.1% 左右。参考基数效应和政策落地的节奏，我们认为 2023 年上半年将是经济环比修复最快的阶段。

■ 政策着力点在于通过财政扩张应对需求不足，货币政策维持偏松基调，中长期改革也将得到进一步深化和落地。2035 年人均 GDP 翻一番的目标要求年均增速达到 4.7%~4.8%，2022 年经济受到内外因素的冲击增速低于长期目标，因此 2023 年稳增长政策大概率不会缺位，政策着力点可能在于通过财政扩张应对需求不足，财政赤字率可能提升至 3% 以上，新增专项债额度或增加至 4 万亿以上。预计货币政策在 2023 年面对的内外约束会逐渐减退，在经济修复阶段会维持偏松基调。“常规降准”料仍有空间，考虑到缴准需求和流动性投放，我们预计 2023 年降准空间在 0.5 个百分点左右，预计三季度会出现 MLF 降息窗口期，幅度为 10bps 左右。二十大报告中提及的改革方向预计在 2023 年也将得到进一步深化和落地。

■ 美国市场将出现从紧缩向衰退的过度，预计下半年货币政策预期会出现转向。2022 年美联储快速加息的影响预计将在 2023 年集中显现。抵押贷款利率的上升使得新屋销售增速迅速跌至 -20% 左右，已经呈现出衰退特征。居民实际收入和储蓄率的下行使得消费韧性难以持续。PMI 等先行指标也表明美国可能陷入衰退。但本轮企业和居民的资产负债表情况优于 2008 年，预计衰退的深度有限。劳动力市场供求缺口的收窄使得薪资增速难以持续，预计 2023 年美国 CPI 增速将缓慢下行，年底回到 3.5% 左右。经济衰退和通胀回落使得美联储进一步抬升加息终点的必要性降低，预计美联储将于 2023 年一季度结束加息，下半年讨论降息的可能性，年底或 2024 年正式启动降息。

■ 2023 年国内可能呈现出股强债弱的格局，海外建议关注避险资产的配置价值。2023 年上半年可能是经济修复较快的阶段，若盈利预期改善且海外流动性变化驱动贴现率下行，A 股和港股可能出现明显恢复，建议关注三条线索：1) 防疫政策调整；2) 二十大报告中提及的中长期改革；3) 海外流动性转向。在国内流动性预计缺乏大幅宽松的背景下，股债跷跷板效应可

能较为明显，上半年长端利率可能出现上行压力，下半年若内外经济共振叠加宽松窗口打开，债券可能存在交易性机会。商品预计会出现较大的结构分化，具有避险属性的黄金可能是全年表现最好的品种，外需驱动的能源和基本金属可能存在调整压力，但下半年若流动性预期改善可能带动基本金属反弹，若国内地产竣工和基建恢复可能驱动黑色金属震荡偏多。海外资产建议关注受经济衰退和流动性转向驱动的美债的做多机会，美股可能在下半年受到流动性驱动出现反弹。

- **风险因素：**地缘政治环境变化超预期；我国稳增长政策效果可能不及预期；国内房地产信用恢复情况可能不及预期；国内疫情发展与防疫政策变化存在不确定性；海外通胀回落速度可能与预期不符；海外经济衰退风险可能被低估。

目录

2022 年回顾：内滞外胀.....	4
国内经济：新周期起点.....	5
海外经济：从紧缩到衰退.....	10
大类资产展望：分化与收获.....	13
风险因素.....	18

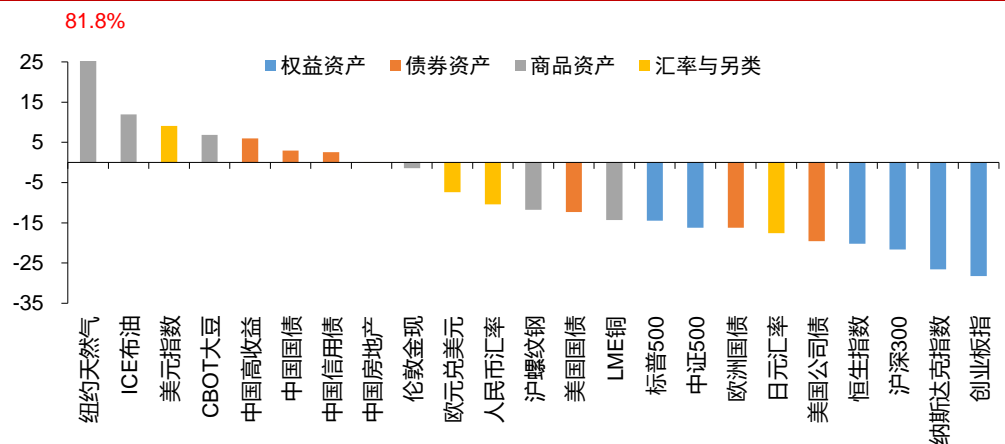
插图目录

图 1：2022 年是泥沙俱下的一年：全球金融资产普遍取得负收益.....	4
图 2：2023 年 GDP 增速预测.....	5
图 3：2023 年分季度 GDP 增速预测.....	5
图 4：疫情和消费呈显著的反向关系.....	6
图 5：高技术制造业投资持续高增.....	6
图 6：新增社会融资规模及同比增速预测.....	7
图 7：历年财政预算赤字率和新增专项债规模.....	8
图 8：降准成为“常规操作”.....	9
图 9：我们预计中美货币政策分化将收敛.....	9
图 10：疫后美国极度宽松的货币和财政政策导致需求攀升.....	10
图 11：供应链受阻和劳动力缺口则导致供给不足.....	10
图 12：我们预计在核心服务项特别是住房项的支撑下，美国通胀将具有一定的粘性.....	10
图 13：美国房地产市场已经出现衰退迹象，预计消费韧性也难以长期持续.....	11
图 14：美国 PMI 下行和国债利率倒挂反映经济衰退风险较高.....	11
图 15：2023 年上半年，萨姆规则衰退指标可能达到 0.5%，意味着届时美国经济可能陷入实质性衰退.....	12
图 16：出口对我国经济拉动作用显著，若海外需求下滑，我国经济增长动力也会受到冲击.....	12
图 17：CME 利率期货反映市场可能已 price in 加息预期.....	12
图 18：股债性价比已经接近历史极值.....	13
图 19：该指标预示未来一年股票超额收益可能较高.....	13
图 20：市场热度已经出现触底回升迹象.....	13
图 21：经济转向高质量发展阶段，长端利率可能开启长期下行趋势，其反弹空间受到压制.....	15
图 22：2023 年，原油需求大概率将受到全球经济下行的拖累.....	15
图 23：我们认为 2023 年投资者通胀预期的下行可能对铜价有一定的负面冲击.....	16
图 24：高通胀、高衰退风险时期，金价有望迎来上涨.....	17
图 25：政策利率走势对美债利率有较大影响.....	17

2022 年回顾：内滞外胀

2022 年是全球大类资产泥沙俱下的一年，截至 12 月 2 日各国金融资产普遍取得负收益。为数不多的正收益来源于以下几个资产：1) 能源，尤其是俄乌冲突导致价格上涨的天然气；2) 美元指数，美联储坚定的收回流动性导致美元短缺；3) 人民币债券：国内局部疫情反复叠加央行总体保持了充裕的流动性使得国内债市走出独立行情。而放眼全球，海外金融资产普遍受到流动性紧缩的负面影响，欧美股债双杀，标普 500 年内下跌近 15%，美国和欧洲国债也遭遇多年罕见熊市，而商品资产中流动性敏感的品种也未能幸免，有色金属价格大幅回调，而黄金即便有地缘冲突加剧的支撑今年以来依然是负收益。

图 1：2022 年是泥沙俱下的一年：全球金融资产普遍取得负收益（%）



资料来源：Wind，标准普尔，中信证券研究部；注：数据截至 2022 年 12 月 2 日，其中人民币汇率和日元汇率代表该货币相对美元的价格变化，负值表示该货币贬值

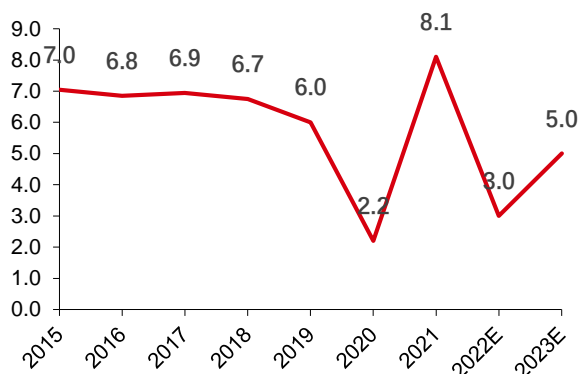
今年的市场更像是 2020 年的镜像，美联储通过极度宽松的流动性对冲疫情的影响，后果则在今年体现。从周期角度来看，3 年一般被认为是短经济周期的持续时间，这中间的时滞反映了政策向经济的传导，尤其是宽松->通胀->紧缩->通缩->宽松的链条。过去 3 年的全球市场正是这一经典货币理论的体现。2020 年尽管有疫情冲击全球经济，但在美联储极度宽松的货币政策配合美国财政部的直升机撒钱下，海外金融资产普遍取得正收益，欧美股债双牛。史无前例的宽松带来上世纪 70 年代以来最高的通胀。今年的美联储终于认识到去年所讲的“通胀是暂时的”这句话的错误之处，开始快速加息的进程，欧美市场股债双熊。我们预计紧缩的结果将在未来 1~2 年集中显现，周期从未消失。

国内经济：新周期起点

新一轮短周期的复苏或将延续到明年上半年。下半年以来政府积极部署稳经济措施，虽然四季度经济将面临局部疫情较大的冲击，但疫情防控措施的优化和政策支持力度增大料将在疫情冲击过后逐步提振经济基本面，尤其是消费和地产，内需将呈现逐渐向好的趋势。尽管外需下滑的风险不容忽视，但综合考虑各项因素，若没有疫情、地缘政治等超预期风险的扰动，我们认为今年四季度到明年上半年中国经济或能保持持续复苏的势头。

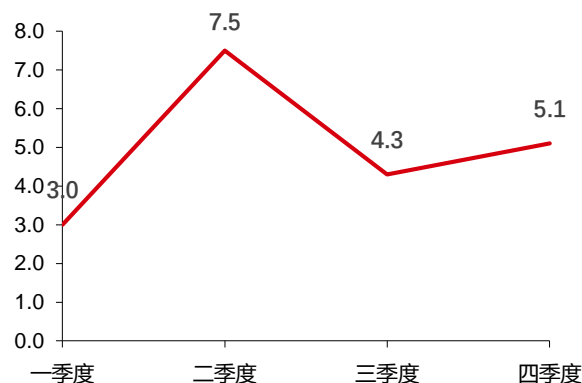
明年 GDP 有望实现 5% 左右的增长。对于经济发展格局，二十大报告与十九大报告一个重要的不同在于，不仅强调质的有效提升，也提出要保持量的合理增长。根据 2020 年 11 月发布的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》中提出的 2035 年人均 GDP 翻番的目标，未来 15 年的平均增速需要达到 4.7%-4.8%，因此，在没有超预期疫情冲击的情况下，我们认为 5% 是政府经济目标的底线。在投资需求保持稳定、消费需求边际回暖的假设下，我们认为明年 GDP 增速有望达到 5%。

图 2：2023 年 GDP 增速预测 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

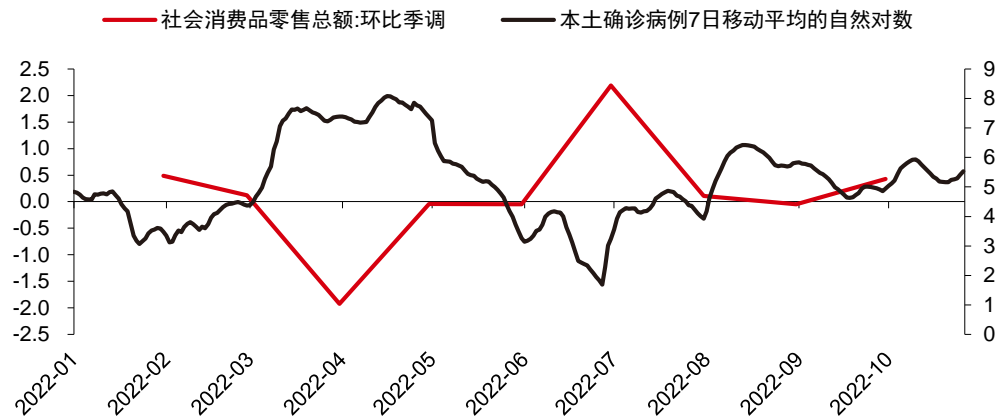
图 3：2023 年分季度 GDP 增速预测 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

未来消费走势取决于疫情形势变化和 policy 刺激力度。疫情对于消费的冲击已经无需赘言，无疑是决定消费走势的核心因素。另一个可能带来增量的因素是政策支持，本轮促消费政策主要集中在汽车、家电等大宗商品消费领域。尽管当下疫情形势仍然不容乐观，冬季低温和春运影响下后续疫情仍有扩散风险，但若防疫政策进一步向科学精准防疫的方向调整，则明年疫情对经济约束的逻辑将与今年出现较大差异，线下服务业可能逐渐进入修复的进程。在构建国内大循环的政策方向下，预计消费支持政策也不会缺席。考虑到今年的基数非常低，明年社零增速的读数料将会比较高。随着疫情防控措施的不断优化，预计明年社零增速有望回升至 6% 左右。

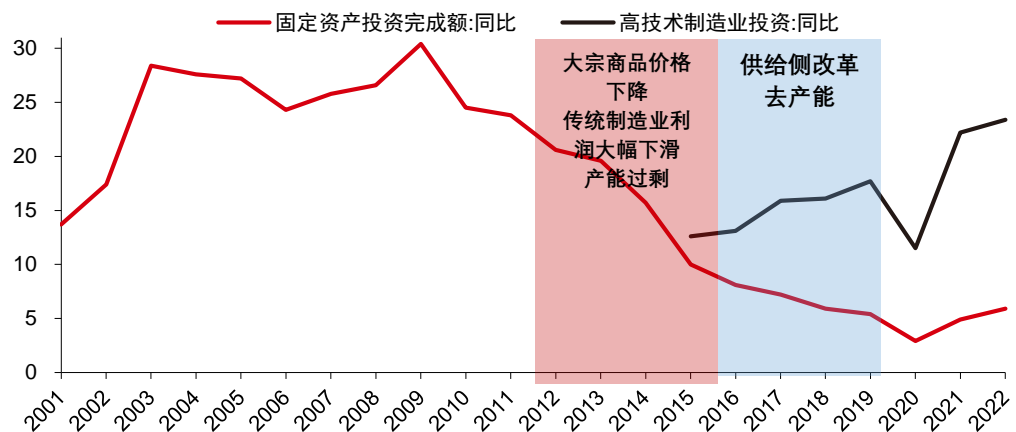
图 4：疫情和消费呈显著的反向关系（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

新兴制造业和战略新兴产业将迎来更加广阔的发展空间。过去 10 年中，纺织、钢铁、水泥等传统制造业需求增速经历了较大幅度的下滑，而高技术制造业如电子设备、仪器仪表、医药等行业的增加值增速显著高于平均，并且保持了长期的高成长。新基建和产业链转移对制造业也有着重要的提振作用。新型基础设施建设中的绝大多数产品来自高技术制造业，如 5G、光伏、特高压设备、新材料等，可以给制造业带来重要的增长。俄乌冲突造成的能源格局的重塑使欧洲部分高耗能产业链面临被迫转移的压力，中国的机会在于承接欧洲产业链的转移。事实上，我国化工制品出口已经在欧洲体现出了一定的替代效应，中国所拥有的更加低廉和稳定的能源成本将带来中国 FDI 的持续增加。结合二十大报告中的前瞻规划，未来 5-10 年更值得关注的是新兴制造业周期，围绕重大技术装备、战略新兴产业、战略资源保供以及绿色化发展的新兴制造业将迎来更加广阔的空间。预计 2023 年制造业投资增速或在 9.1%左右。

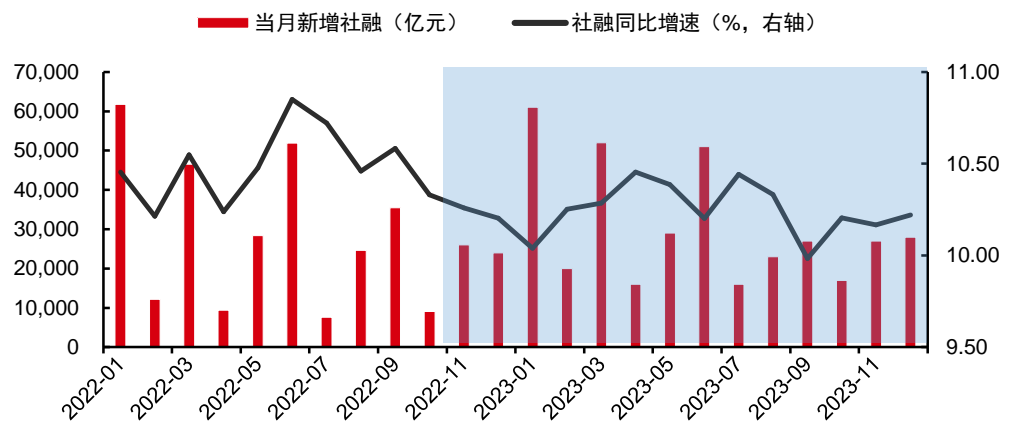
图 5：高技术制造业投资持续高增（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部；2022 年截至 Q3

2023 年社融同比增速料将呈现先上后下的走势，高点可能出现在一二季度交接之际，同比增速或将逼近 10.4%，全年同比增速可能在 10.1-10.2% 附近。我们运用分项预测的思路，①预计新增人民币贷款总额超过 22 万亿元；②考虑 2022 年以来非标压降明显放缓，预计 2023 年非标融资增速可能由负转正；③预计政府债券项总额在 8 万亿，上半年发行会较为集中，下半年发行量会降低；④预计 2022 年企业债券对于社融的贡献依然较弱，可能与 2022 年持平或略有下滑；⑤其他分项按照恢复至 2021 年平均水平来进行预测。综上我们预计 2023 年的社融增量约为 37 万亿，年末社融存量同比增速落在 10.1-10.2% 区间的可能性较大。预计节奏上前高后低，高点出现在一二季度交接之际，可能逼近 10.4%。需要注意的是，由于 2022 年新增社融规模变化幅度加剧，在基数效应的影响下，2023 年个别月份的读数可能突然走高或走低。

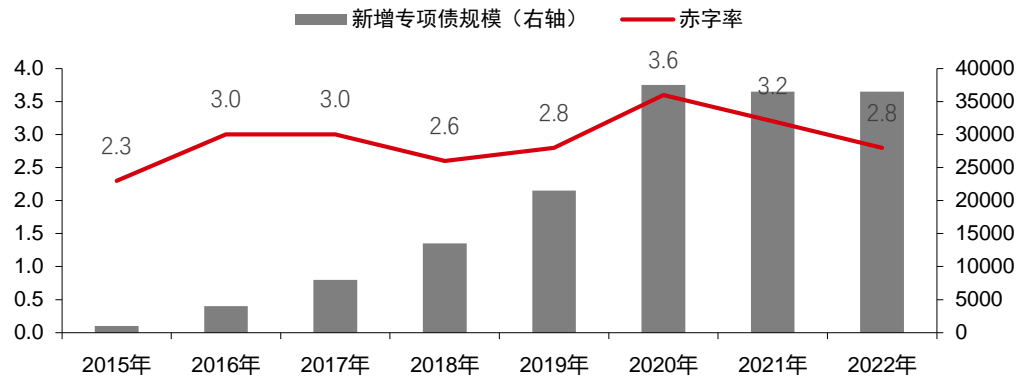
图 6：新增社会融资规模及同比增速预测（亿元，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测（2022 年 11 月以后部分为预测）

2023 年财政预算或将更加积极，以宽财政应对周期性压力。2022 年迄今俄乌冲突和局部疫情反复对经济的扰动超出了年初两会期间政府的预期，导致预算制定的财政空间相对紧张，下半年不得不依靠政策性银行发力以及专项债限额空间的腾挪。站在当前的时点看明年，稳经济的挑战不能轻视，从财政预算的角度需要打足提前量。我们认为，明年财政预算赤字率和新增专项债额度均会有所突破，赤字率或由今年的 2.8% 上调至 3% 以上，新增专项债额度或由今年的 3.65 万亿上调至 4 万亿以上，释放更多的预算内财政空间。同时，我们预计还将通过加强宏观政策的协调配合，继续引导特定金融机构、国有企业上缴利润，加大调入资金以弥补预算内财政缺口。

图 7：历年财政预算赤字率和新增专项债规模（%，万亿元）

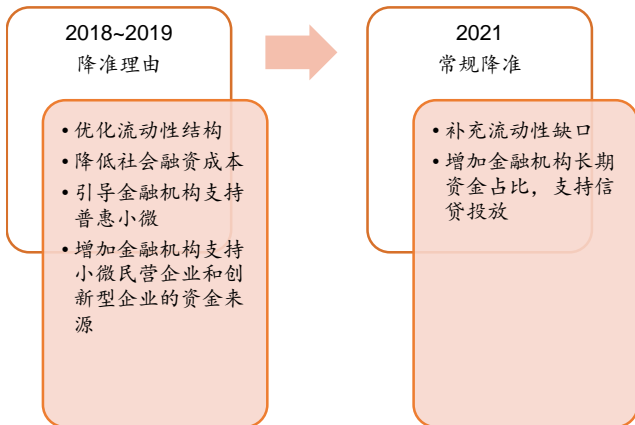


资料来源：Wind，中信证券研究部

经济修复阶段货币政策维持偏松基调。2021 年下半年以来的这一轮货币政策宽松的背景就是国内经济增长动能逐步回落。2022 年以来货币政策维持着偏松的政策取向，为受局部疫情反复影响而增长动能走弱的宏观经济营造适宜的货币金融环境，这一基本取向也料将在 2023 年得到延续。更为重要的是，2022 年以来海外发达经济体为抑制通胀而先后启动加息操作，加息速度和幅度均创历史记录，中美利差逐步倒挂、人民币汇率面临贬值风险。在这样的海外环境下，国内货币政策大幅宽松操作空间受到制约，因而重点在结构性货币政策工具方面推陈出新，发挥宽信用的作用。而预计 2023 年，货币政策面临的内外均衡矛盾将逐步缓和，货币政策回旋的空间也有所加大。

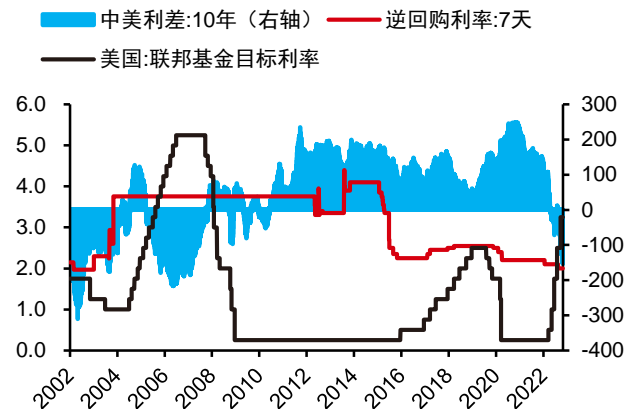
预计“常规降准”仍有空间。2021 年以来，多次降准操作被官方解释为“常规操作”，其目的是在于补充流动性缺口，增加金融机构长期资金占比，支持信贷投放。因而降准所释放的宽松信号，或降准所能发挥的宽信用效果已经“边际递减”，未来降准的推出也将更多地出于补充中长期流动性和降成本的考虑。假设 2023 年全年贷款增速为 10%~11%，这对应的缴准需求大概为 2 万亿元~2.3 万亿元，考虑到再贷款等结构性工具的流动性投放，预计 2023 年降准空间在 0.5 个百分点左右。由于当前金融机构加权平均存款准备金率约为 7.8%，距离 5% 的低位空间非常有限，降准操作也相对谨慎。对于降准时点而言，主要考虑的因素是（1）政府债券发行密集期，（2）逆周期政策加力阶段，（3）MLF 集中到期阶段，预计一季度或四季度大概率是降准落地的窗口期。

图 8：降准成为“常规操作”



资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

图 9：我们预计中美货币政策分化将收敛（%，bps）



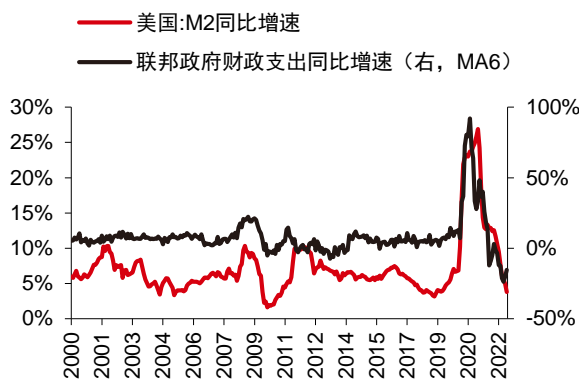
资料来源：Wind，中信证券研究部

海外制约缓解，适时降息宽信用。宽信用是货币政策的核心目标，预计 2023 年降成本以宽信用仍将是货币政策的主要抓手，尤其是 2022 年政策利率降息受制于以美联储为代表的海外快速加息潮，预计 2023 年一季度美联储将停止加息，此后国内政策利率降息约束将得到明显缓解。MLF 降息的目的在于促进宽信用，核心在于降 LPR，尤其是 5 年以上 LPR 以引导房贷等中长期贷款增长。企业综合融资成本下行要求下仍需引导 LPR 下调，而降低 LPR 的方法有二个：（1）进一步发挥存款利率市场化调整机制作用，降低银行负债成本，压缩 MLF 和 LPR 利差；（2）OMO/MLF 利率主动降息。相对应地，预计 2023 年将进一步发挥存款利率市场化调整机制作用，叠加降准累积的降低银行负债成本效果，体现为压缩 MLF 和 LPR 利差，预计可能引导 1 年/5 年以上 LPR 下调 5bps~10bps。此外，海外制约缓解后，MLF 降息空间也被打开，但是仍然需要等待更多触发因素。2022 年以来 MLF 降息或单边下调 LPR 均在当月信贷同比大幅少增的次月，预计美联储停止加息且国内经济增长动能走弱的 2023 年三季度大概率出现 MLF 降息窗口期，预计幅度为 10bps 左右。

海外经济：从紧缩到衰退

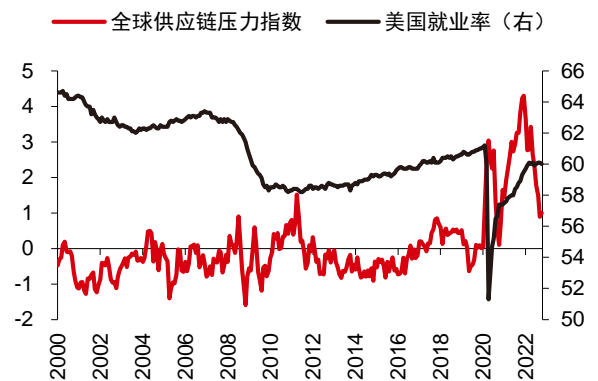
供需矛盾的交织导致美国本轮通胀的严峻程度接近上世纪“大滞涨”时期。尽管美国通胀的拐点已经出现，但通胀依旧具有一定的粘性。在疫后极度宽松的货币和财政政策、地缘政治冲突以及疫情造成劳动力短缺等因素的作用下，美国本轮通胀的严峻程度已经接近上世纪“大滞涨”时期，CPI 同比增速一度达到近 40 年来的最高点。尽管美国整体 CPI 及核心 CPI 的拐点已经出现，但是预计在核心服务项，特别是住房项的支撑下，美国核心通胀仍将具有一定的粘性，2023 年 CPI 增速可能难以回落至 2% 以下的低通胀区间。

图 10：疫后美国极度宽松的货币和财政政策导致需求攀升（%）



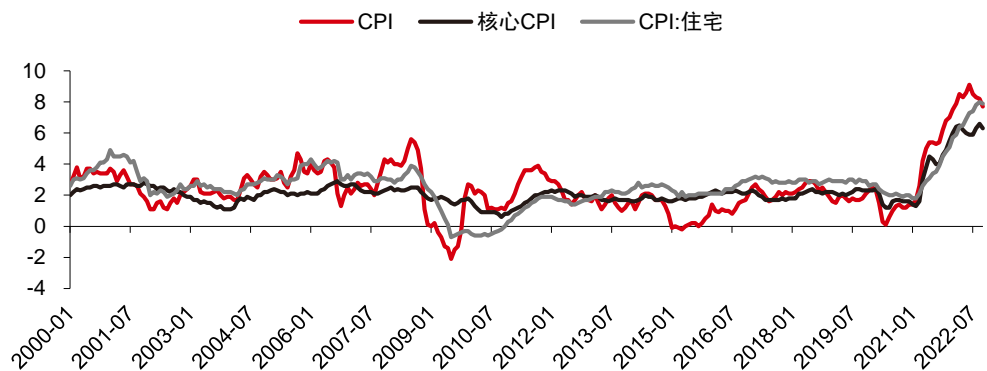
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 11：供应链受阻和劳动力缺口则导致供给不足（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：我们预计在核心服务项特别是住房项的支撑下，美国通胀将具有一定的粘性（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

为应对高企的通胀，美联储选择了极致的紧缩。猛烈的紧缩之后可能是难以避免的经济衰退。而随着衰退风险的上行，加息的终点或许会在 2023 年上半年出现。尽管美联储本轮加息的速度和力度均超出 21 世纪以来的其他加息周期，但依旧高企的通胀意味着美联储的紧缩之路仍未结束。未来美联储对加息的态度取决于经济增长、劳动力市场和通胀三大因素的变化。

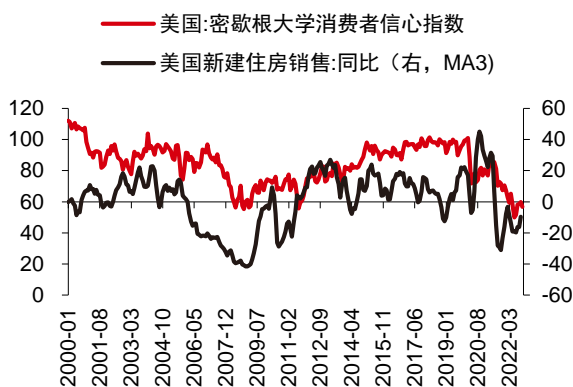
从经济增长看，美国部分产业的衰退信号已经显现，一方面，房地产市场对利率相当敏感，新屋销售同比增速迅速跌至-20%左右，已经呈现出衰退特征，另一方面，随着居民实际收入和储蓄率的下行，消费韧性恐难以长期持续，密歇根消费者信心指数的快速下降也预示出未来美国的消费增长动能有限。预计房地产和消费的走弱将对美国经济形成冲击，PMI 和 10Y-2Y 美国国债利差等先行指标的走势也表明美国经济可能将于 2023 年陷入实质性衰退。

从劳动力市场看，美国经济增长乏力将导致劳动力需求明显下降，并抬高失业率水平，9 月美联储议息会议曾将明年四季度的失业率预测从 3.9%大幅上调至 4.4%。11 月 28 日，纽约联储主席威廉姆斯表示明年失业率或将达到 5%。

从通胀看，尽管美国通胀拐点已经出现，但预计直到明年上半年，在货币政策进一步收紧的效用逐渐显现，以及通胀高基数效应的双重作用下，美国通胀才会出现较为明显的下行。

综合来看，明年上半年可能同时出现经济增速下行、劳动力市场收紧和通胀压力改善三大变化，从而促使美联储停止加息。

图 13: 美国房地产市场已经出现衰退迹象，预计消费韧性也难以长期持续



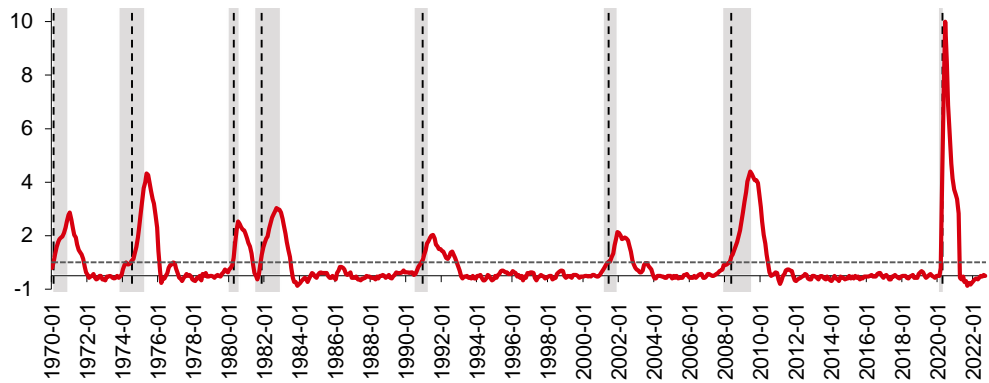
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 14: 美国 PMI 下行和国债利率倒挂反映经济衰退风险较高(%, bps)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

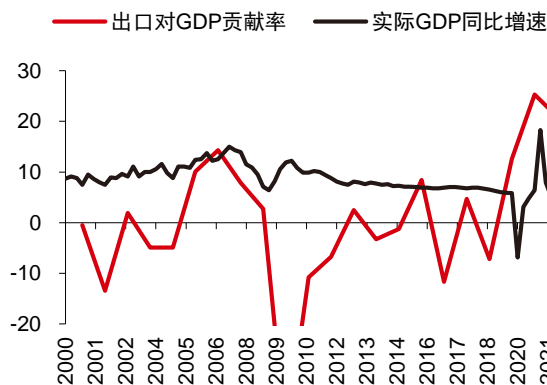
图 15：2023 年上半年，萨姆规则衰退指标可能达到 0.5%，意味着届时美国经济可能陷入实质性衰退（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：灰色阴影为 NBER 定义的经济衰退周期；黑色虚线代表萨姆规则衰退指标（Sahrn Rule Recession Indicator）达到 0.5%及以上

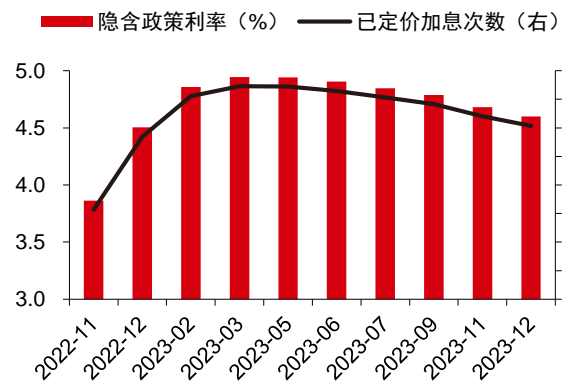
海外经济及货币周期的转变对我国的影响可能集中于经济增长动力、货币及财政政策选择与资产价格三方面。首先，疫情爆发以来，出口对我国 GDP 贡献率明显提升。当欧美国家陷入实质性衰退后，海外需求退坡对我国出口的拖累或许难以避免，进而可能将对我国经济增长动力和企业盈利能力带来一定的负面影响。其次，虽然在美国加息周期中，我国货币政策整体保持“以我为主”的基调，但是中美货币周期的错位也导致了人民币汇率承压，进而在一定程度上限制了我国货币政策的选择。进入 2023 年后，美联储有望在上半年停止加息，因此我国货币政策的空间也可能进一步打开。同时，面对出口下滑的风险，为推动经济增速回归合理区间，货币、财政政策也有进一步发力的必要。最后，虽然 CME 利率期货反映金融市场可能已经 price in 了未来的加息路径，但当前市场对衰退的定价可能尚不充分，随衰退而来的外围市场扰动和避险情绪蔓延也可能会对人民币资产的价格产生一定影响。

图 16：出口对我国经济拉动作用显著，若海外需求下滑，我国经济增长动力也会受到冲击（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 17：CME 利率期货反映市场可能已 price in 加息预期



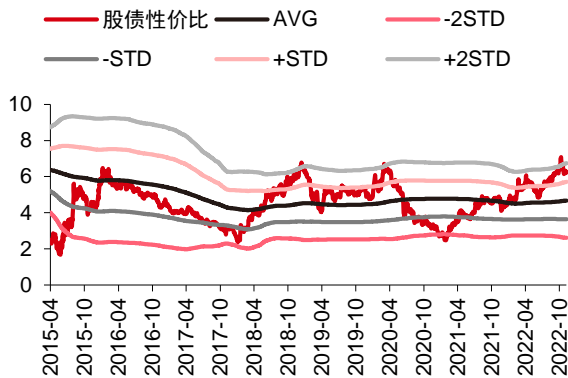
资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 大类资产展望：分化与收获

A 股：清风徐来

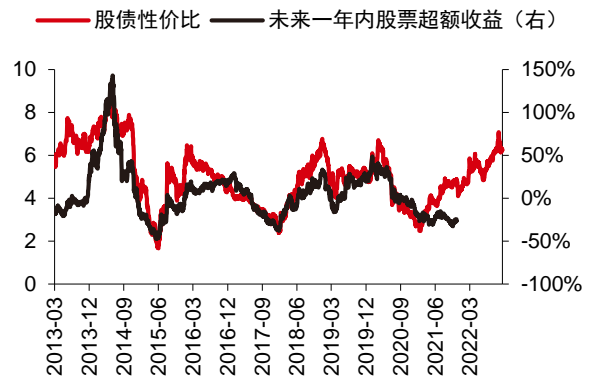
A 股估值处于近年来的低位，做多股票赔率明显占优。市场热度也出现触底回升信号，修复行情可能已经逐步启动。俄乌冲突、美联储激进加息、国内散发疫情和“保交楼”风波等不利因素的冲击导致年内 A 股出现大幅下行，上证指数一度跌破 2900 点。在经历充分的调整之后，A 股的配置价值凸显。截至 11 月 29 日，中证全指市盈率处于 2017 年以来的 30% 分位数以下，股债性价比则接近+2X 标准差这一历史极值水平，因此，中长期来看，做多股票赔率极佳。而两市成交金额、换手率、日均两融成交占比等反映市场热度的指标在跌至近三年来的最低水平后已经有所回升，反映出市场的情绪在被压缩至极致后已经出现反弹，A 股的修复行情可能已经启动。

图 18：股债性价比已经接近历史极值



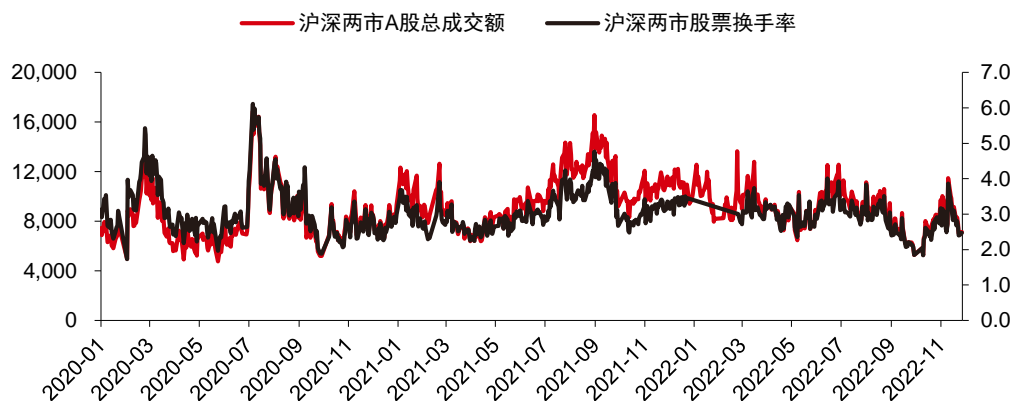
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 19：该指标预示未来一年股票超额收益可能较高



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 20：市场热度已经出现触底回升迹象（亿元，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

防疫政策的逐步优化和稳增长政策的再次发力可能提振市场风险偏好，做多 A 股的胜率同样可观。我国防疫政策从来不是一成不变。自疫情发生以来，我国疫情防控已经经历了从“突发疫情应急围堵阶段”到“常态化防控探索阶段”再到“全链条精准防控的‘动态清零’阶段”的多次转变。面对变异毒株自身特性和疫情防控形势的变化，预计未来有关部门还将进一步对防疫政策做出科学的调整，“二十条”正是新一轮防疫政策优化过程的序幕。同时，今年经济增速低于年初目标，为助推明年经济增速回归潜在增速水平，财政政策可能依旧前置发力，货币政策预计也将持续保持宽松以为经济复苏保驾护航。防疫政策的不断优化和稳增长政策的发力有望带动市场风险偏好进一步回升，预计 A 股将处于相对顺风的环境之中。

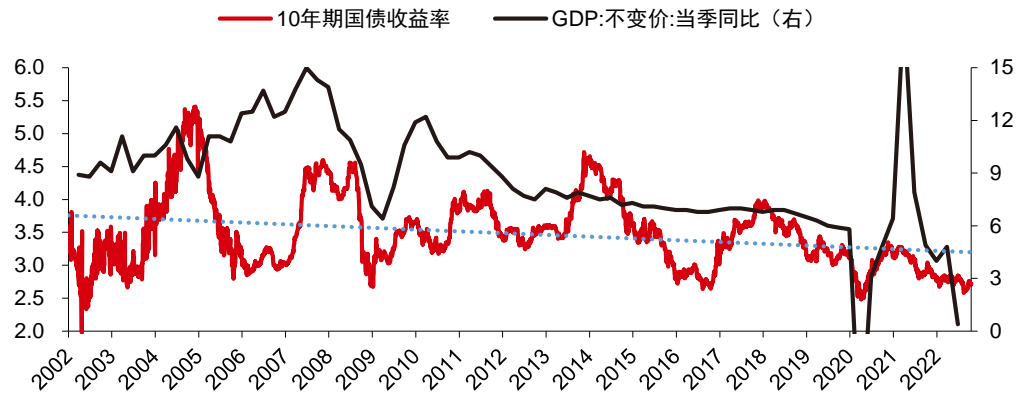
但“强预期”和“弱现实”的交织可能加大 A 股的波动，新经济发展阶段下，A 股修复所需的时间也有被拉长的风险。在对 A 股中长期走势保持乐观的同时，也需注意到，短期内，经济复苏基础尚不牢固，其修复速度和政策力度关联较大，因此，若稳增长政策暂时缺位，经济增速仍可能处于偏低区间。对未来的乐观预期和当前偏弱的基本面存在一定的矛盾，而这种矛盾可能放大 A 股在短期内的波动。此外，随着我国经济从旧周期向新周期切换，经济发展需要寻找新的增长极。在这一过程中，经济增速可能需要一段时间才能恢复至最佳水平。同时，人口拐点出现、全球化进程受阻、居民消费意愿不足等问题也可能拉长这一轮复苏周期，且地产长期下行周期开启之后，我国信用周期可能也难以延续以往依靠地产驱动的大开大合模式。被拉长的复苏周期和平坦化的宽信用周期会映射到权益市场中，因此，预计 A 股市场彻底修复所需的时间可能不会太短。

国债：“危”“机”并存

防疫政策的逐步调整、房地产市场“组合拳”与流动性的变化已经共同推动长端利率反弹，预计在 2023 年上半年，经济复苏确定性较高且股债估值差异较大的环境下，长端利率仍有进一步小幅上行的可能。11 月中下旬以来，随着“二十条”揭开新一轮防疫政策调整的序幕，房地产市场放松政策频现与流动性边际收紧，市场风险偏好和债市走势已经发生变化，长端利率也出现明显反弹。进入 2023 年后，防疫政策可能还将持续优化，且随着稳增长政策的前置发力，上半年经济复苏的确定性较高，股债估值的明显差异也决定了债券的性价比将弱于权益资产，预计在上半年，长端利率仍有进一步小幅上行的可能。

但经济增速中枢的下行和人口拐点的出现可能压制利率的反弹空间，旧周期中遗留的症结也可能使得长端利率在下半年出现回落。经济进入发展新阶段后，长端利率的走势也可能出现新变化。一方面，随着我国经济基数的不断扩大与人口拐点的出现，以往经济高增速的局面恐难以再现，参考日韩历史，十年期国债收益率中枢也可能随之下行，进而限制利率的反弹空间；另一方面，明年我国经济仍将处于转型阶段，阵痛难以避免，经济增长可能会较为依赖于稳增长政策的助力，旧周期中遗留的依赖地产投资、依赖外需等症结也可能扰动经济复苏的进程，因此，若进入下半年后稳增长政策缺位，或地产和出口对经济形成明显拖累，长端利率可能会在明年下半年出现回落。

图 21：经济转向高质量发展阶段，长端利率可能开启长期下行趋势，其反弹空间受到压制（%）

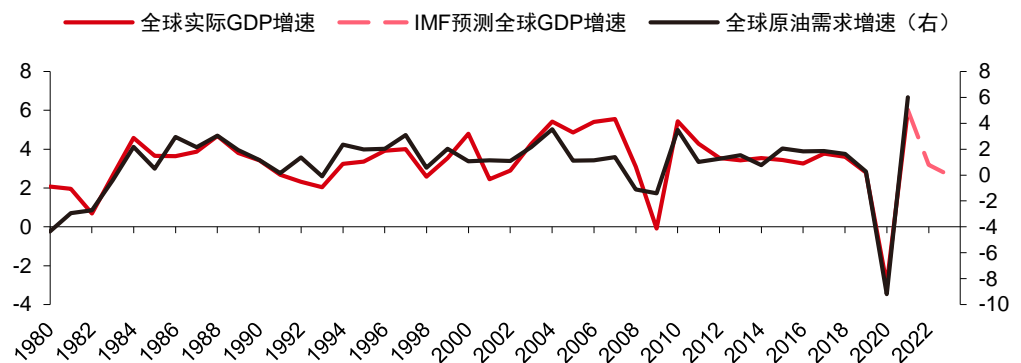


资料来源：Wind，中信证券研究部

原油及基本金属：海外衰退风险奠定商品基调

短期内，由于供给端增量不足，在偏紧的供需关系作用下，原油价格可能将保持震荡。但当海外衰退风险逐步兑现后，需求的回落可能会主导价格走势。在前期资本开支不足，且产量已居高位的情况下，判断美国难以通过大幅增产的方式对冲 OPEC+ 减产的影响。而短期内，在美国经济实质性衰退尚未到来之前，预计原油需求不会大幅快速回落，特别是由于今年地缘政治冲突导致欧美国家天然气价格居高不下，原油需求端的弹性可能更高。因此，短期内，在偏紧供需关系的作用下，油价有望得到支撑。但美国或于明年上半年步入实质性经济衰退，欧洲部分国家陷入经济衰退的时间可能更早，而原油需求和经济增速呈现较强的相关性。当经济衰退的风险逐步兑现后，原油需求也可能大幅下滑。预计在明年偏弱需求的拖累下，油价难以维持高位。

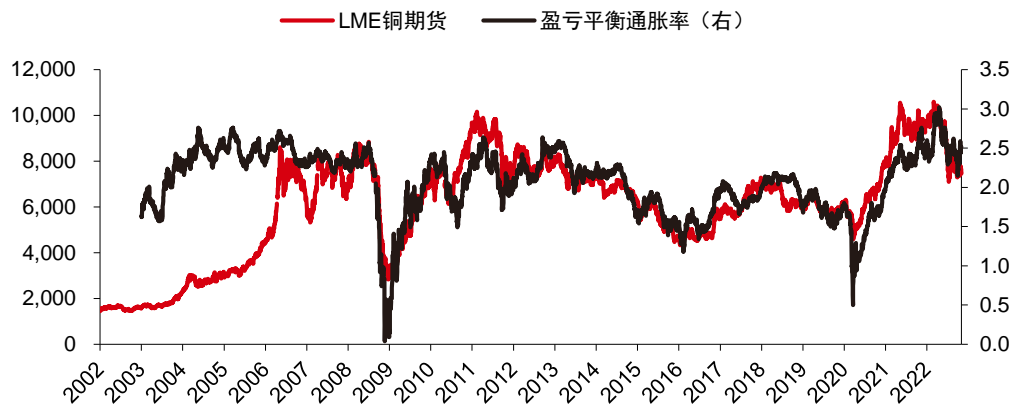
图 22：2023 年，原油需求大概率将受到全球经济下行的拖累（%）



资料来源：Wind，IMF；中信证券研究部 注：2022 及 2023 年全球 GDP 增速为 IMF 预测值

处于低位的库存和偏低的供给可能会对当前铜价形成一定的支撑。而随着时间的推移，在海外衰退和通胀预期下行的环境下，对 2023 年全年铜价则不应太过乐观。在美联储激进加息的影响下，目前铜价已较 2022 年年初明显回落。短期来看，在价格经历充分的调整之后，供应端扰动造成的偏紧供需关系与处于历史低位的库存可能会对铜价形成一定的支撑。而进入 2023 年后，充裕的新增产能和海外衰退导致的需求回落可能推动供需关系重回宽松局面，市场对欧美通胀预期的回落也可能对铜价有一定的负面冲击，对于 2023 年全年的铜价走势不宜太过乐观。

图 23：我们认为 2023 年投资者通胀预期的下行可能对铜价有一定的负面冲击（%）

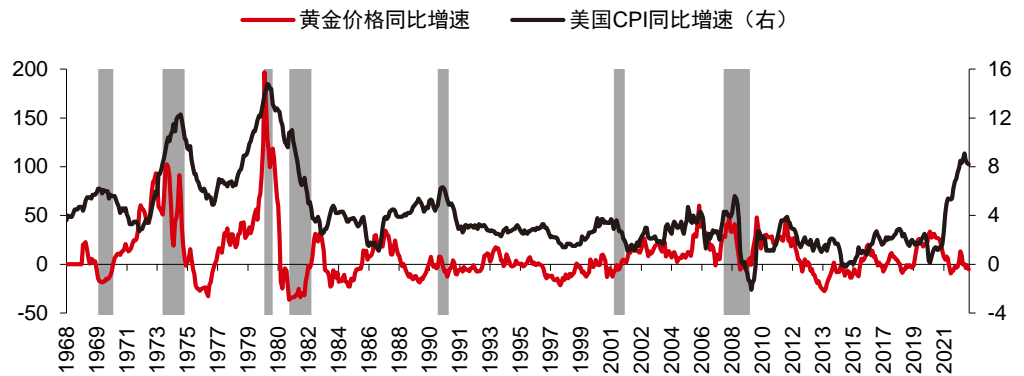


资料来源：Wind，中信证券研究部

黄金：配置时机渐近

预计美国将在 2023 年面临“通胀依旧高企、衰退风险加大、长端利率回落、美元指数冲顶”的复杂宏观环境，黄金的配置价值有望显现。进入 2023 年后，美国可能将同时面临“通胀依旧高企”和“衰退风险加大”两大环境，而历史上，高通胀时期黄金的保值功能和衰退预期下黄金的避险功能均有望推动金价上涨。同时，随着明年上半年可能的加息停止与随之而来的美元指数见顶，预计实际利率和美元汇率也不会对金价形成压制。因此，黄金的配置价值有望随着上述宏观环境变化的出现而逐渐显现。

图 24：高通胀、高衰退风险时期，金价有望迎来上涨（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：阴影为 NBER 定义的美国经济衰退时期

美债：阳光总在风雨后

历史上，美债利率高点或于加息停止前 1-3 个月内出现。短期内，美联储在议息会议上的表态等因素可能成为美债利率上行的助推器。而中长期来看，随着美联储货币政策转向的条件逐渐成熟，美债可能会迎来做多良机。在 1988 年美联储再次以联邦基金利率作为中介目标后，每轮加息过程中，美债利率往往上升至政策利率高点附近水平，而美债利率高点出现时点往往在美联储加息停止时点的前 1-3 个月。短期而言，美联储紧缩进程并未结束，美债利率仍可能继续跟随政策利率上行。中长期而言，经济实质性衰退的风险、劳动力市场恶化与通胀读数回落三大因素交织，大概率推动美联储在明年上半年停止加息。在加息停止以前，美联储可能逐步释放货币政策转向的信号，从而使美债的高利率失去支撑，经济衰退的预期也有利于提高做多美债的胜率。因此，进入 2023 年后，随着美联储加息周期尾声渐进，美债有望迎来做多的良机。

图 25：政策利率走势对美债利率有较大影响（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：阴影为美联储加息周期

结论

新冠疫情爆发所造成的海内外周期错位局面还将延续，周期的迥异也将导致大类资产走势分化。在经历耐心等待之后，部分资产有望进入“收获的季节”。2023 年将是新冠疫情爆发以来的第四年，预计新冠疫情造成的海内外周期错位局面还将持续：国内，经济触底之后会迎来反弹，新的经济周期可能已经悄然开启；海外，在美联储极致的紧缩之后，美国经济可能面临实质性衰退的风险。与之对应的是，国内投资者风险偏好回升，并有望带动 A 股修复行情开启以及推动债市进入震荡，而美国的通胀回落与衰退风险则可能导致黄金和美债配置价值上升，商品和美股价格承压。整体而言，若能耐心布局、等待，美债、黄金和 A 股等资产有望慢慢进入“收获的季节”，全年大类资产表现排序可能是：A 股>港股>黄金>美股>有色金属>黑色金属>美国国债>中国国债>原油。

■ 风险因素

地缘政治环境变化超预期；

稳增长政策效果可能不及预期；

房地产信用恢复情况可能不及预期；

疫情发展与防疫政策变化存在不确定性；

海外通胀回落速度可能与预期不符；

海外经济衰退风险可能被低估。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。