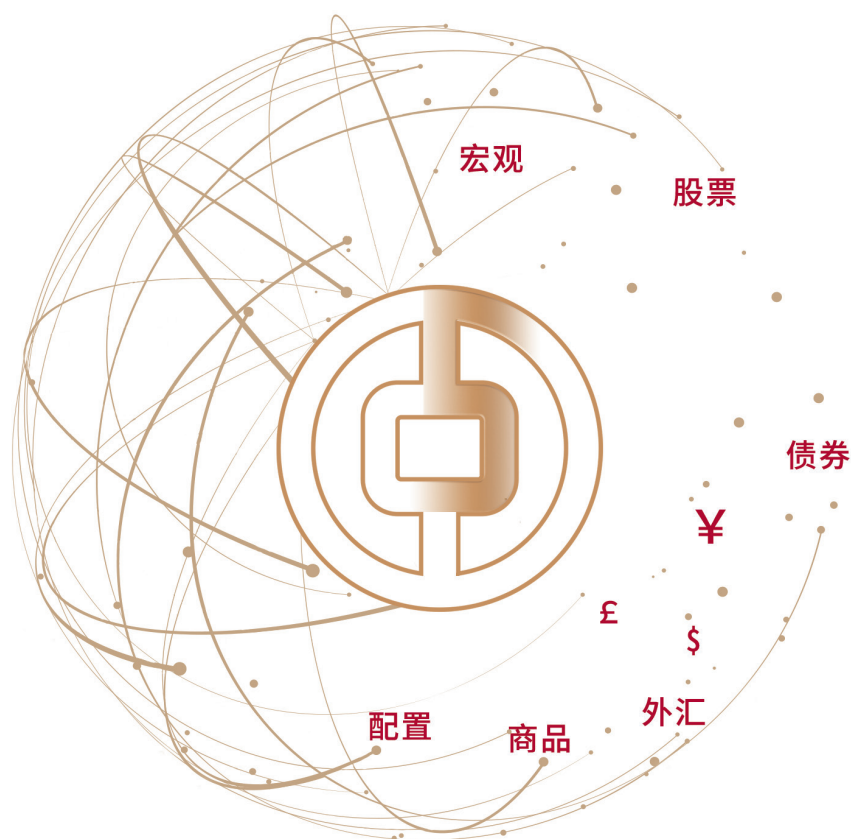


REPORT ON GLOBAL ASSET  
ALLOCATION STRATEGY BY PRIVATE  
BANKING BANK OF CHINA

2023

中国银行个人金融全球资产配置

白皮书



REPORT ON GLOBAL ASSET  
ALLOCATION STRATEGY BY PRIVATE  
BANKING BANK OF CHINA

# 2023

## 中国银行个人金融全球资产配置 白皮书

总 编：王泽宇  
副 总 编：王 亚 程慧心  
主 编：文晓波

编撰委员会：中国银行投资策略研究中心

总 行：屈 刚 文晓波 苏康苗 李品章  
肖 敏

分 行：宁忠忠 万 洁 王者星 吴德磊  
刘 畅 林永康 赵艳群 王 颖  
潘剑锋 丁 孟 柳映堤 何学樑  
常 珂 叶家奇

综合公司：管 涛 朱启兵 吴 珣 王 君  
陈乐天 徐沛东 喻 心 刘立品  
孙 莹 李 玮

校 对：李品章 肖 敏 李浩杰

联系电话：010-66592240

邮箱地址：wenxbbj-bj@bank-of-china.com



中國銀行  
BANK OF CHINA



私人銀行  
PRIVATE BANKING



扫描二维码，获取中银私行最新资讯



# 内容摘要

**回顾篇：**2022 年是世界百年变局的关键之年，“世纪疫情、俄乌冲突、美元超常规加息”笼罩全球，美欧的胀与中国的滞，美元一骑绝尘独升值与非美集体疲软齐贬值形成鲜明对比；与经济的通胀对应，资产上演通缩行情，全球股市齐下跌，美债历史性熊市，中债波幅创新低，原油倒“V”依然上涨，黄金走“N”涨跌各异。我行策略积极应对，过去四年战略配置看对方向，战术时机选择到位，关键时点精准提示，战略配置与战术择时阿尔法凸显。

**宏观篇：**2023 年，美联储加息接近终点，是否降息尚未可知，全球衰退将至，下半年或将企稳。中国经济稳中求进、复苏可期，CPI 温和上涨，PPI 继续回落；货币政策总量适度、结构宽松，财政政策加力提效、提前发力。美国经济从“需求过热”走向“供需平衡”，名义增长和名义通胀明显回落，实际增长、核心通胀韧性仍强；失业率缓升，供需矛盾紧张，停止加息后或停留较久，缩表或提速。欧元区滞胀风险依然明显，增长疲软、衰退概率较大；日本经济复苏依然缓慢，日本政策有转向可能，日元升值概率较大。

**权益篇：**“美元强弩之末，全球曙光乍现”。2023 年中国经济中短周期有望上行共振，海外紧缩冲击缓和，经济复苏盈利改善叠加估值历史低位，股市有望迎来戴维斯双击。中国估值探索解决中国核心资产长期低估的难题，个人养老金落地新增长长期稳定资金来源。联储紧缩转向，港股流动性迎转机，港股内外环境向好，叠加绝对低估，未来有望否极泰来，迎来估值情绪双修复。港 A 股齐向上，中国资产复兴再启航，建议超配中国权益资产。美国通胀缓解和美联储紧缩周期的结束并不意味着新一轮宽松周期马上开启，美联储有可能像加息过晚一样或紧缩过度，美国经济或步入衰退，美股在跌估值之后还面临跌盈利的考验，建议先低配美股，待美联储政策转向预期形成再恢复标配，观察标普 500 指数 3000 点附近的增配机会。欧洲股市窄幅震荡，中枢上移，建议标配；日本股市喜忧参半，温和震荡，建议标配，需关注日本央行政策调整的风险。

**债券篇：**美债 2022 年史诗级的下跌为 2023 年创造了确定性机会，美联储紧缩政策结束较为确定，尽管是否开启降息仍需观察，但美债利率下行趋势确立，建议先标配，视情况提升至超配（推荐）。2023 年中国经济复苏叠加权益资产吸引力显现，预计债市承压波动加剧，但货币政策主动收紧流动性概

率不大，预计 10 年期国债收益率震荡区间为 2.7%—3.1%，建议中债都先低配（保守），待触及收益率区间上限再调整为标配。

**外汇篇：**美元加息进程结束，经济渐入衰退，建议先标配，待宽松预期形成再调降至低配（保守）；英国经济环境的持续恶化难以对货币形成支撑，建议英镑低配（保守）。日本贸易逆差缩窄，美日国债利差缩窄、避险属性有望回归，建议超配日元（推荐）；欧元、澳元、加元标配，油价提供支撑，加元有望跑赢商品货币交叉盘；中国经济有望复苏，但外需减弱导致出口转弱，人民币中性偏强，建议标配。

**商品篇：**美元强弩之末或现“帝国黄昏”时刻，黄金将发挥信用标尺作用，长期配置价值凸显，建议先标配，待美元降息预期形成情况择机提高至超配（推荐）。原油供需总体企稳，将维持紧平衡状态，考虑到供给端较强的产能调控能力叠加 2023 年美元转弱预期支撑，建议标配。

**配置篇：**在“美元强弩之末，全球曙光乍现”宏观主题背景下，我们认为 2023 年全球大类资产配置顺序为：权益、黄金、商品、债券。中国经济引领复苏，稳中求进，人民币国际化星星之火点燃中国资产全球青睐之势，全球权益依然优先配置中国股市，超配中国 A 股（推荐）、中国港股（推荐），港股否极泰来或弹性更大。美国经济或步入衰退，建议先低配美股择机再标配；欧洲经济有韧性且加息放缓，建议标配；日本股市经济弱复苏，估值合理，建议标配，需警惕宽松货币政策转向风险。债市方面，美国通胀见顶回落，美联储加息结束，美债迎历史性投资机会，建议先标配择机调高至超配（推荐），中资美元债亦遵循美债相同逻辑。中债方面，经济复苏，权益性价比提升，中债承压，建议先低配（保守），待触及收益率区间上限再调整为标配。贵金属方面，美元强弩之末或现“帝国黄昏”时刻，黄金将发挥信用标尺作用，长期配置价值凸显，建议先标配择机调至超配（推荐）。原油供需平衡，考虑供给端调控能力强叠加美元转弱建议标配。货币方面，美元加息进程结束，经济渐入衰退，建议先标配择机调至低配（保守）；英国经济持续恶化，建议英镑低配（保守）；日本贸易逆差缩窄，美日国债利差缩窄、避险属性有望回归，建议超配日元（推荐）；欧元、澳元、加元标配；中国经济有望复苏，但外需减弱致出口转弱，人民币中性偏强，建议标配。

# Contents

## 目录

### 1 回顾篇： 经济的通胀，资产的通缩

1.1	全球经济：美欧的胀，中国的滞	10
1.1.1	三重利空同频共振，美欧通胀迭创新高	10
1.1.2	中美经济发展异步，美紧中松政策迥异	11
1.2	全球资产：经济的通胀，资产的通缩	12
1.2.1	全球股市：美元收紧流动性，全球股市齐下跌	12
1.2.2	全球债市：美债历史性熊市，中债波幅创新低	14
1.2.3	黄金与原油：原油倒“V”依然上涨，黄金走“N”涨跌各异	14
1.2.4	全球汇市：美元一骑绝尘独升值，非美集体疲软贬值	15
1.3	策略回顾：战略配置方向看对，战术时机选择到位	16
1.3.1	过往年度策略回顾：战略配置看对方向，战术配置选准时机	16
1.3.2	2022年战略配置策略回顾：年度观点预测欠佳，季度修正研判正确	19
1.3.3	2022年战术配置时机选择回顾：关键点精准提示，择时阿尔法凸显	20
1.3.4	模拟组合表现：与市场基准同步，超额收益不多	22

### 2 宏观篇： 全球衰退将至，中国复苏可期

2.1	全球格局：衰退将至，静待企稳	26
2.1.1	全球经济：衰退意味明显，下半年或有企稳	26
2.1.2	全球政策：加息接近终点，降息尚未可知	28
2.2	中国经济：稳中求进、复苏可期	29
2.2.1	宏观经济基本面	29
2.2.2	2023年CPI温和上涨，PPI继续回落	35
2.2.3	货币政策总量适度、结构宽松	36
2.2.4	财政政策加力提效、提前发力	38
2.2.5	从党的二十大报告看中国经济发展规划	40
2.3	美国经济：从“需求过热”走向“供需平衡”	41
2.3.1	经济增长：名义增长明显放缓，实际增长仍显韧性	41

2.3.2	美国通胀：名义通胀明显回落，核心通胀粘性仍强	44
2.3.3	美国就业：失业率缓慢回升，供需矛盾依然紧张	45
2.3.4	美国货币政策：停止加息后或停留较久，缩表或提速	46
2.4	欧元区：滞胀风险依然明显	47
2.4.1	欧元区经济：增长疲软，衰退概率较大	47
2.4.2	欧元区货币政策：通胀不停，加息不止	48
2.5	日本：政策或难转向，日元升值概率较大	49
2.5.1	日本经济：复苏依然缓慢	49
2.5.2	日本货币政策：通胀目标初步达成，货币政策转向存在不确定性	49

### 3 权益篇：美元加息强弩之末， 全球权益曙光乍现

3.1	中国股市：A港齐向上，复兴再启航	52
3.1.1	中国A股：重回上升轨道，复兴再启航	52
3.1.2	港股：内外压力或逐渐释放，估值情绪望否极泰来	61
3.2	美国股市：紧缩尾声叠加衰退预期，美股前景或前低后高	68
3.2.1	2022年美债收益率大幅攀升，美股估值有所回落	68
3.2.2	企业盈利呈下滑态势，2023年盈利前景难言乐观	69
3.2.3	经济活动明显减弱，市场尚未定价衰退	70
3.2.4	紧缩政策滞后效应被低估，开始降息并非买入好时机	71
3.2.5	美股中期回调风险大，但配置基本盘仍然牢固	72
3.3	欧洲股市：窄幅震荡，中枢上移	73
3.3.1	经济数据，显现韧性	73
3.3.2	横向比较，估值优势	74
3.3.3	特殊通胀，影响减弱	75
3.3.4	地缘冲击，隐忧犹在	75
3.4	日本股市：喜忧参半，温和震荡	76
3.4.1	深度价值，估值合理	76
3.4.2	日元贬值，推升盈利	77
3.4.3	通胀可控，坚持宽松	77
3.4.4	中国崛起，削弱优势	78
3.4.5	结论：日本股市有望延续涨势	78
3.5	新兴市场：流动性改善先抑后扬，基本面决定市场强弱	79
3.5.1	加息放缓，压力仍在	79
3.5.2	衰退风险，抑制盈利	79

3.5.3	经济差异，表现分化	80
3.5.4	总结	80

## 4

### 债券篇： 美债机会确定，中债机会靠跌

4.1	国内货币市场	82
4.1.1	2022 年回顾：货币政策灵活适度，流动性合理充裕	82
4.1.2	2023 年展望：流动性易松难紧，利率中枢震荡上移	83
4.2	国内债市	84
4.2.1	利率债：债市波动加剧，等待价值凸显	84
4.2.2	信用债：谨防上行之风险，关注深调后机会	87
4.2.3	可转债：多空因素交织，先下后上可期	94
4.3	中资及其他新兴市场美元债	97
4.3.1	联储加息见顶，美元债触底回升	98
4.3.2	信用利差逐步收窄，投资级品种重点关注	98
4.3.3	新兴市场债表现分化，投资策略择时而动	98
4.4	美国债市：转折之年，锚定联储	100
4.4.1	经济浅衰退渐近，利率下行趋势明确	102
4.4.2	通胀深回调需观察，利率下行历程或有波折	103
4.4.3	供需再平衡与风险偏好是变量，或扰动阶段利率	105

## 5

### 外汇篇：从美元“一枝独秀”， 到非美“百家争鸣”

5.1	人民币：宽幅震荡，前弱后强	108
5.1.1	2022 年人民币汇率纠偏行情如期而至	108
5.1.2	2023 年人民币汇率或呈现宽幅震荡格局	109
5.2	美元：难续强势，静待拐点	111
5.2.1	美联储货币政策三步走：加息尾声—进入观察—开启降息	111
5.2.2	经济衰退情形下，避险因素对美元有支撑	112
5.2.3	主要非美经济体相对美国更差的可能性较低	113
5.3	欧元：前低后高，涨幅受限	114
5.3.1	利空逐步兑现，有弱复苏态势	114
5.3.2	通胀虽仍处于高位，但有见顶迹象	115
5.3.3	俄乌冲突下引发的系列问题正在消化	116
5.4	英镑：维持弱势震荡	116
5.4.1	英国的经济环境相较于欧元区更加恶劣	116
5.4.2	负面的贸易条款冲击依旧延续	117
5.4.3	央行刺激经济的手段捉襟见肘	117

5.5	日元：从单边下行，到均值回归	118
5.5.1	贸易逆差有望缓解、通胀长期无忧	118
5.5.2	美日国债利差收敛，日元外部压力减轻，关注新央行行长政策倾向	118
5.5.3	全球衰退背景下，日元避险属性或被激活	119
5.6	澳元：加息步伐放缓，有望低位整固	120
5.6.1	大宗牛市难再现，外难以利好澳元	120
5.6.2	央行加息放缓，澳元难有大作为	120
5.7	加元：追随油价波动大，或将跑赢其他商品货币	121
5.7.1	加元仍将极大受制于油价波动	121
5.7.2	央行加息不再进取，商品货币交叉盘有阶段性机会	121

## 6

### 商品篇：金银长期配置价值凸显， 油价或将高位震荡

6.1	震荡中蕴含交易窗口，金银长期配置价值凸显	124
6.1.1	价格仍沿货币政策主线逻辑运行，通过把握货币政策周期推演金价拐点	124
6.1.2	美国通胀短期缓和概率高，贵金属价格筑底有望成功	124
6.1.3	债券收益率倒挂限制加息空间	126
6.1.4	市场情绪与价格的拐点对应	126
6.1.5	人民币汇率或将部分对冲美元金银波幅，市场加速应关注美元降息预期	127
6.2	供给约束需求分化，原油价格高位震荡	128
6.2.1	供给：供给约束，托举油价	128
6.2.2	需求：不确定性增加，决定油价上限	131
6.2.3	库存：全球库存低位	132
6.2.4	供需平衡表：供需错配略有缓解	133
6.2.5	小结：供需紧平衡，油价下方有支撑，需求决定上限	134

## 7

### 配置篇：2023 年全球资产配置 策略与中行解决方案

7.1	宏观主题：美元强弩之末，全球曙光乍现	136
7.2	全球资产配置建议	136
7.2.1	全球股市	138
7.2.2	全球债市	139
7.2.3	全球汇率	139
7.2.4	贵金属与大宗商品	140
7.3	中国银行解决方案	141
7.3.1	我们的投资策略服务理念	141
7.3.2	我们的资产配置方法论	142
7.3.3	我们的 2023 年资产配置解决方案	142

# Contents

## 图表目录

图表 01. 2022 年全球主要经济体通胀水平（截至 2022 年 10 月，%）.....	10	图表 27. IMF 预测主要经济体中仅中国和俄罗斯 2023 年增长强于 2022 年（%）.....	27
图表 02. IMF 对 2023 年全球主要经济体 GDP 增长预测（%）.....	11	图表 28. PMI 指数与 GDP（%）.....	30
图表 03. 2022 年中国 GDP 季度增长情况（%）.....	12	图表 29. PMI 指数（%）.....	30
图表 04. 2022 年中国 PMI 月度走势图（%）.....	12	图表 30. 规模以上工业增加值、利润与产能利用率（%）.....	30
图表 05. 2022 年全球主要经济体股市表现.....	13	图表 31. 分行业规模以上工业增加值（%）.....	30
图表 06. 2022 年中国资金市场和中、美国债利率涨跌..	14	图表 32. GDP 当季同比贡献率（%）.....	31
图表 07. 2022 年黄金走势.....	15	图表 33. 固定资产投资累计同比增长（%）.....	31
图表 08. 2022 年主要商品涨跌幅.....	15	图表 34. 土地购置、房地产新开工及销售数据（%）..	32
图表 09. 2022 年主要货币汇率涨跌幅.....	16	图表 35. 出生率、老龄化及城镇化率（%，亿）.....	32
图表 10. 2019 年—2022 年 C4 客群组合权益资产配置及组合收益.....	17	图表 36. 社会消费品零售总额与收入和失业率（%）..	32
图表 11. 2019 年—2022 年中银白皮书年度观点和历次精准建议与 WIND 全 A 周线拟合图.....	17	图表 37. 消费者信心指数（%）.....	32
图表 12. 2019 年—2022 年中银投策 12 次明确买入建议及达成盈利目标时长统计表.....	18	图表 38. 消费与城市拥堵指数对比（%）.....	33
图表 13. 2022 年经过季度修正后的全球大类资产配置一览表.....	19	图表 39. 农民工收入增长与 GDP 增长（%）.....	33
图表 14. 2022 年投资策略与 WIND 全 A 走势拟合图 ..	21	图表 40. 预防性储蓄不断上升（%）.....	33
图表 15. 2022 年 C4 及以上组合表现.....	22	图表 41. 恩格尔系数近年上升（%）.....	33
图表 16. 2022 年 C4 及以上组合战略资产配置比例 ...	22	图表 42. 进出口数据（%，亿美元）.....	34
图表 17. 2022 年 C4 及以上组合战术资产配置.....	22	图表 43. 对全球主要国家和地区出口同比（%）.....	34
图表 18. 2022 年 C3 组合表现.....	23	图表 44. IMF 对主要经济体 GDP 预测（%）.....	34
图表 19. 2022 年 C3 组合战略资产配置比例.....	23	图表 45. CPI 与 PPI 走势（%）.....	35
图表 20. 2022 年 C3 组合战术资产配置.....	23	图表 46. CPI 构成（%）.....	35
图表 21. 2022 年 C2 组合表现.....	24	图表 47. 猪肉价格与 CPI（%）.....	35
图表 22. 2022 年 C2 组合战略资产配置比例.....	24	图表 48. 我国主要农作物对外依存情况（%）.....	36
图表 23. 2022 年 C2 组合战术资产配置.....	24	图表 49. 中国大宗商品走势.....	36
图表 24. 摩根大通全球制造业 PMI 跌破荣枯线（%）..	26	图表 50. 央行货币政策工具.....	37
图表 25. OECD 综合领先指标持续走弱.....	26	图表 51. 结构性货币政策工具情况表.....	37
图表 26. 2023 年全球增长或是短期底部（%）.....	27	图表 52. 社会融资规模与 M2（%）.....	38
		图表 53. DR007 利率走势（%）.....	38
		图表 54. 宏观杠杆率增速放缓.....	39
		图表 55. 财政“两本账”的收支情况（%）.....	39
		图表 56. 美国 GDP 同比（%）.....	41

图表 57. 美国高通胀和低失业并存 (%) .....	41	图表 86. M2 与社融增速趋势分化 (%) .....	53
图表 58. 美国 PMI 和密歇根消费者信心指数 (%) ....	42	图表 87. 国内即将步入被动去库的扩张前期阶段 (%) ..	53
图表 59. 纽约联储衰退预期 (%) .....	42	图表 88. 日本股市年度涨跌幅 (%) .....	54
图表 60. 工资收入同比和个人消费支出同比 (%) ....	42	图表 89. 纳斯达克年度涨跌幅 (%) .....	54
图表 61. 个人消费贷款同比和居民净储蓄率 (%) ....	42	图表 90. 名义 GDP 视角下的全 A 非金融营收增速预测	
图表 62. 美国资本开支修复 (%) .....	43	(%) .....	55
图表 63. 美国非住宅投资和住宅投资 (%) .....	43	图表 91. A 股盈利估值贡献 (%) .....	55
图表 64. 美国贸易差额改善与欧日贸易逆差扩大 .....	43	图表 92. 金油比即将迎来趋势上行 (倍) .....	55
图表 65. 美国债务上限和国债总额 (万亿美元) .....	43	图表 93. 万得全 A-ERP .....	56
图表 66. 美国居民和企业资产负债率 (%) .....	44	图表 94. PE 横向比较 .....	56
图表 67. 股市杠杆和房地产杠杆 (倍, %) .....	44	图表 95. A 股指数估值历史分位图 .....	57
图表 68. 美国 Zillow 租金和租金通胀 (%) .....	45	图表 96. A 股行业 PE .....	57
图表 69. 亚特兰大联储工资指数和职位空缺率 (点, %)		图表 97. 央企估值低于市场平均 .....	57
.....	45	图表 98. 国企占比高的行业集中在传统行业 (%) ....	57
图表 70. 美国不同年龄段的就业参与率 (%) .....	45	图表 99. 2021 年 ESG 得分排在前 20 的央企名录 .....	58
图表 71. 美国职位空缺数和求人倍数 (千人, 倍) ....	45	图表 100. 近年来市场风格表现 .....	58
图表 72. 联储后续加息路径 (% , BP) .....	46	图表 101. 市值因子与中周期强弱存在高度相关性 .....	59
图表 73. 逆回购量和芝加哥联储金融条件指数		图表 102. 成长 / 价值风格与产出缺口 .....	59
(亿美元, 点) .....	46	图表 103. PPI 与上游板块毛利率变动 (%) .....	59
图表 74. 欧元区实际 GDP 环比增速 (%) .....	47	图表 104. 上游利润开始向中下游迁移 (%) .....	59
图表 75. 欧元区消费者信心指数和工业信心指数 (%)		图表 105. 短周期框架下的行业轮动规律 .....	60
.....	47	图表 106. OECD 国家个人累计制养老金发展情况	
图表 76. 欧元区贸易条件持续恶化 (2015 年 =100) ..	48	(占 GDP 百分比) .....	61
图表 77. 2022 年 9 月份欧央行经济预测结果 (%) ...	48	图表 107. 远期中国养老金发展预测 (占 GDP 百分比)	
图表 78. 欧元区通胀走势 (%) .....	48	.....	61
图表 79. 2022 年 9 月份欧央行通胀预测结果 (%) ...	48	图表 108. 全球主要股指年度涨跌幅 (%) .....	62
图表 80. 日本 GDP 增速变化情况 (%) .....	49	图表 109. 港股 2022 年以来各行业涨跌幅 (%) .....	62
图表 81. 日本 CPI 增速变化情况 (%) .....	50	图表 110. 恒生指数历次大跌对比 .....	62
图表 82. 日美利差与日元兑美元汇率 (BP) .....	50	图表 111. 港股估值与美国十年期国债对比 (倍, %) ..	63
图表 83. 日本 CPI 增速与工资增速 (%) .....	50	图表 112. 恒生指数走势与美元指数 .....	63
图表 84. 拿地及新开工持续走弱 (%) .....	53	图表 113. 港股历次大跌后弹性对比 .....	63
图表 85. 地产销售降幅已经出现收窄 (%) .....	53	图表 114. 中国 GDP WIND 一致预测 (%) .....	64

# Contents

## 图表目录

图表 115. 金融机构中长期贷款同比增速 (%)	64	图表 142. 美元兑日元	77
图表 116. 美国国债收益率及通胀预测	65	图表 143. 日经 225 近三年 EPS	77
图表 117. 全球主要股指 PE 估值对比 (倍)	65	图表 144. 日本 CPI 及 PPI 当月同比 (%)	77
图表 118. 全球主要股指 PB 估值对比增速 (倍)	65	图表 145. 日本 1 年期和 10 年期国债收益率 (%)	77
图表 119. 港股回购情况对市场走势具有较好的指向性 (亿元, 倍)	66	图表 146. 主要经济体制造业 PMI (%)	78
图表 120. 恒生沪深港通 AH 股溢价	66	图表 147. 陆股通累计买入额 (亿元)	78
图表 121. 恒生指数与港股通净买入 (亿元, 点)	67	图表 148. 美国联邦基金利率 (%)	79
图表 122. 港股通成交占比 (%)	67	图表 149. 上轮美联储加息后半段新兴市场表现 (%)	79
图表 123. 美国各期限国债收益率变化	68	图表 150. 新兴市场 CPI 同比 (%)	80
图表 124. 标普 500 指数 TTM 市盈率 (倍)	69	图表 151. 新兴市场出口同比增速 (%)	80
图表 125. 标普 500 指数盈利展望	69	图表 152. IMF 新兴市场 GDP 预测 (%)	80
图表 126. 标普 500 盈利增速 vs 剔除能源行业 (%)	69	图表 153. 新兴市场估值水平 (倍, %)	80
图表 127. 美国 Conference Board 领先指标 (LEI) 年 率 vs 实际 GDP 年率 (%)	70	图表 154. 公开市场操作灵活精准 (亿元)	82
图表 128. 美国年化成屋销售 (万套)	70	图表 155. 中期借贷便利 (MLF) 操作充分满足市场需求 (亿元)	82
图表 129. 美国 BBB 级信用利差 (%)	71	图表 156. 2022 年短端利率中枢低位震荡回升 (%)	83
图表 130. 美国高收益级信用利差 (%)	71	图表 157. 2022 年长端利率低位震荡回升 (%)	83
图表 131. 美联储政策转向 (降息) 与美股熊市 (点, %)	72	图表 158. 银行间市场质押式回购成交规模破 7 万亿, 隔 夜成交占比较高 (亿元, %)	83
图表 132. 近三年欧洲及其重点国家 GDP (%)	73	图表 159. 2022 年债市窄幅震荡 (% , BP)	84
图表 133. 近三年欧洲及其重点国家制造业 PMI (%)	73	图表 160. 2022 年利率债供给充足 (亿元)	84
图表 134. 近十年欧元区及其重点国家失业率情况 (%)	73	图表 161. 2022 年政策前置, 地方政府债发行进度明显较 快 (亿元)	85
图表 135. 欧洲市场主要指数近 10 年市净率情况	74	图表 162. 2023 年国债、地方政府债供给预测 (亿元)	86
图表 136. 欧洲市场主要指数近 10 年估值情况	74	图表 163. 2022 年 10 月投资机构国债托管规模占比	86
图表 137. 近三年欧元区货币供应量 M2 环比 (%)	75	图表 164. 2022 年 10 月投资机构地方债托管规模占比	86
图表 138. 日经 225 及主要市场指数 2022 年表现 (%)	76	图表 165. 当前 10 年国债收益率处于历史 10% 分位 (%)	87
图表 139. 全球主要市场 PE 比较 (倍)	76	图表 166. 当前 1 年国债收益率处于历史 30% 分位 (%)	87
图表 140. 全球主要市场 PB 比较 (倍)	76		
图表 141. 日本近十年 PE 分析 (倍)	76		

图表 167. 2022 年信用债收益率创新低后大幅回调 (%)	88	图表 192. 美国通胀创 1982 年以来最高值 (%)	100
图表 168. 2022 年信用利差持续收窄后出现反弹 (%)	88	图表 193. 美债期限利差倒挂水平超过 2000 年 (%)	100
图表 169. 2022 年新增违约主体以地产为主 (个)	88	图表 194. 美联储连续快速加息促使收益率整体快速上行 (%)	101
图表 170. 2022 年含展期在内的违约规模统计 (亿元)	88	图表 195. 实际收益率和通胀共同推升美债长端利率水平 (%)	101
图表 171. 信用债发行及净融资情况 (亿元)	89	图表 196. 美国经济领先指标和意外指数回升	101
图表 172. 城投债发行及净融资情况 (亿元)	89	图表 197. 美债收益率曲线小幅回落 (%)	101
图表 173. 理财和债券基金规模持续增长 (净值型产品数据截至 2022 年 6 月, 万亿元)	90	图表 198. 当前利率期货隐含加息终点降至 4.75%—5.00% (截至 2022 年 12 月 15 日, BP)	102
图表 174. 境内机构持续加仓信用债 (亿元)	90	图表 199. 美国就业景气度顶点已过 (%)	102
图表 175. 不同等级不同品种信用利差情况	90	图表 200. 美国经济基本面景气顶点已过 (%)	102
图表 176. 信用债与利率债整体走势趋同 (%)	91	图表 201. 美国债务杠杆水平处于相对低位 (%)	103
图表 177. 2023 年地产债到期压力明显减小 (亿元)	91	图表 202. 美国国债收益率变动趋势与 PMI 基本一致 (%)	103
图表 178. 2023 年各月地产债到期情况 (亿元)	91	图表 203. M2 对通胀变化领先性可确认本轮通胀回落趋势 (%)	104
图表 179. 房地产销售数据仍较为低迷 (%)	92	图表 204. 美国住房租金同比数据尚未见到明显回落 (%)	104
图表 180. 部分省市 2022 年前 9 个月财政收入情况 (亿元, %)	93	图表 205. 美国收入 - 消费动能放缓但绝对水平不低 (%)	104
图表 181. 不同地区 AAA 等级城投债利差情况 (BP)	93	图表 206. 历史上美联储加息登顶后的持续时间	105
图表 182. 不同种类金融债存量规模 (亿元)	94	图表 207. 债务上限分歧期间美债收益率明显上行 (%)	106
图表 183. 2022 年商业银行二级资本债和永续债收益率及信用利差走势 (%)	94	图表 208. 美联储与日本持续减持美国国债 (10 亿美元)	106
图表 184. 可转债全年呈倒“N”型走势	95	图表 209. 美元兑人民币汇率中间价和收盘价走势	109
图表 185. 2022 年可转债跌幅远小于股票市场 (%)	95	图表 210. 人民币汇率中间价和收盘价最大振幅 (%)	109
图表 186. 可转债部分规则变化对比	96	图表 211. 美国 CPI 及其分项同比增速 (%)	109
图表 187. 债券基金持续增持可转债	97	图表 212. 美国劳动力市场求人倍数与薪资增速 (倍, %)	109
图表 188. 新兴市场投资级别 / 高收益债券表现	99		
图表 189. 新兴市场债同比债息变动 - 2022 年 9 月 (BP)	99		
图表 190. 新兴市场相对环球债券表现比较	99		
图表 191. 美元贸易加权指数不同经济体比较	99		

# Contents

## 图表目录

图表 213. 全球综合 PMI 指数已经落入荣枯线下方 (%)	110	图表 237. 人民币汇率部分对冲了美元金波幅 (美元/盎司)	127
图表 214. 中国出口 (美元计价) 同比增速出现负值 (%)	110	图表 238. 2022 年原油冲高回落 (美元/桶, 元/桶)	128
图表 215. 美国 CPI、核心 CPI、住宅 CPI 同比 (%)	111	图表 239. Brent 及 WTI 价差 (美元/桶)	128
图表 216. 美国职位空缺数与失业人数比 (%)	111	图表 240. OPEC 原油产量 (百万桶/天, %)	129
图表 217. 美元指数和美国联邦基金利率 (%)	112	图表 241. 部分 OPEC 国家月均产量 (万桶/天)	129
图表 218. NBER 跟踪的六个衡量经济衰退指标表现	113	图表 242. 中国、印度自俄罗斯进口原油 (万桶/天)	129
图表 219. 美国、日本、欧元区、英国制造业 PMI (%)	114	图表 243. 俄罗斯原油产量 (万桶/天, %)	129
图表 220. 欧元区 PMI 指数 (%)	115	图表 244. 美国原油周度产量 (万桶/天)	130
图表 221. 欧元区主要国家 GDP 增速 (%)	115	图表 245. 美国、加拿大石油钻机数量 (台)	130
图表 222. 欧元区通货膨胀情况 (%)	115	图表 246. 美国战略原油储备 (万桶, %)	130
图表 223. 英国失业人数和申请失业金情况 (千人)	116	图表 247. 美国原油出口及炼厂开工率 (% , 万桶/天)	130
图表 224. 英国通胀情况 (%)	116	图表 248. 美国 TED 指数 (%)	131
图表 225. 英国对外贸易情况 (百万英镑)	117	图表 249. 美国 PMI 及 WTI (% , 美元/桶)	131
图表 226. 日本对外贸易情况 (百万日元, 千美元)	118	图表 250. 各地区原油需求同比增速 (%)	132
图表 227. 日本通胀情况 (%)	118	图表 251. 中国成品油产量增速 (%)	132
图表 228. 美日国债利差及美日汇率	119	图表 252. CFTC 持仓量 (手)	132
图表 229. IMF 商品价格预测 (单位: 2016=100)	121	图表 253. 原油期货价差结构 (美元/桶)	132
图表 230. 美元/加元与布伦特原油期货 (美元/桶)	122	图表 254. 美国商业原油库存 (百万桶)	133
图表 231. 美联储货币政策周期视角下的金价波动	124	图表 255. INE 库存 (万桶)	133
图表 232. 主要通胀分项数据回落	125	图表 256. IEA 及 EIA 原油供需平衡表 (万桶/天)	133
图表 233. 收益率倒挂领先于贵金属上涨 (BP, 美元/盎司)	126	图表 257. 2023 年全球资产配置观点一览表	137
图表 234. 黄金 ETF 基金持仓处于低位 (吨, 美元/盎司)	127	图表 258. C4 组合战略资产配置	143
图表 235. CFTC 基金管理人多头持仓进入低位区间 (合约手数, 美元/盎司)	127	图表 259. C4 投资组合	143
图表 236. 衍生品价格从区间底部回升 (美元, 美元/盎司)	127	图表 260. C4 组合战术资产配置	143
		图表 261. C3 组合战略资产配置	144
		图表 262. C3 投资组合	144
		图表 263. C3 组合战术资产配置	144
		图表 264. C2 组合战略资产配置	145
		图表 265. C2 投资组合	145
		图表 266. C2 组合战术资产配置	145



# 回顾篇

## 经济的通胀， 资产的通缩

2022 年是世界百年变局的关键之年，美欧的通胀与美元超常规加息，资产上演通缩行情。全球股市齐下跌，美债历史性能市，中债波幅创新低，原油倒“V”依然上涨，黄金走“N”，涨跌各异。美元一骑绝尘独升值，非美集体疲软齐贬值。我行策略积极应对，过去四年战略配置方向看对，战术时机选择到位，关键时点精准提示，战略配置与战术择时阿尔法凸显。

# 1.1 全球经济：美欧的胀，中国的滞

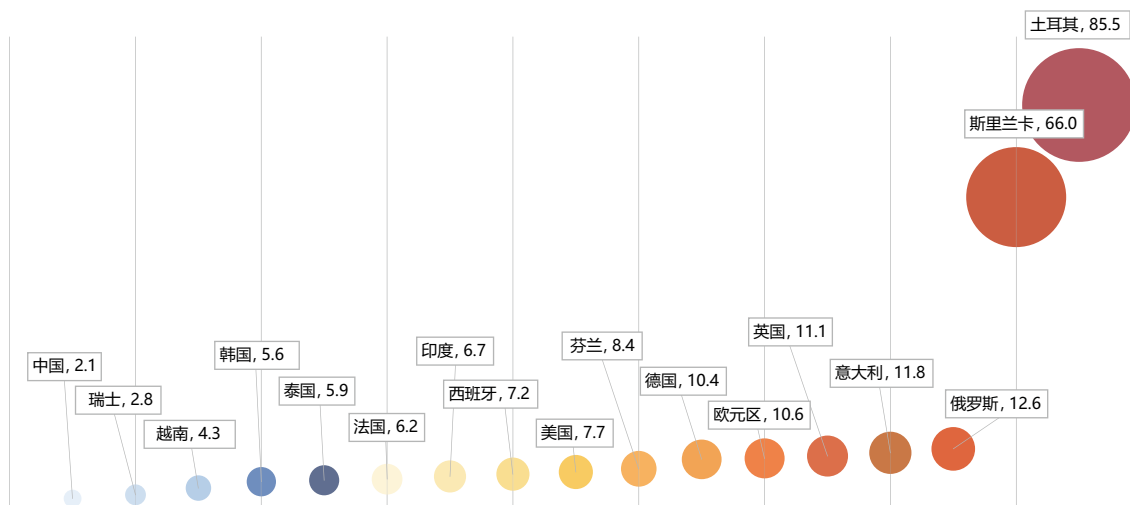
## 1.1.1 三重利空同频共振，美欧通胀迭创新高

2022 年是世界百年变局的关键之年，“世纪疫情、俄乌冲突、美元加息”三大利空成为主导各国经济和金融市场的核心因素。世纪疫情仍未消退之际，俄乌冲突突如其来，全球能源供应链发生根本性改变，能源价格暴涨，叠加欧美应对疫情所采取的宽松货币政策向市场投放的超额流动性，多国通胀迭创历史新高。毫不夸张地讲，高通胀成为欧美乃至全球主要经济体 2022 年经济发展最典型的特征。

相对于疫情之后各国经济复苏节奏和力度的不同步，通胀的矛盾却更加突出。IMF 年内多次下调 2022 年全球经济增速，最新一期《世界经济展望报告》数据显示，IMF 预计全球经济增速 3.2%，发达经济体预计增速 2.4%，其中美国预计增速 1.6%，欧元区预计增速 3.1%；中国预计增速 3.2%。发达经济体因为 2021 年的低基数效应，2022 年名义增速相对潜在增长率并不低，中国因为二季度和第三季度的疫情扰动名义增速低于预期，但如果考虑通胀后各国的实际增长就大不一样了，通胀成了各国 GDP 实际增长率的决定因素。2022 年各国经济主要矛盾更多地体现在通胀不断刷新历史纪录新高。主要经济体中美国 6 月 CPI 数据为 9.1%，创 1981 年 11 月来最高月度通胀记录，截至 2022 年 11 月，美国通胀小幅回落至 7.1%；欧元区 10 月 CPI 达到 10.1%，英国 10 月 CPI 上行至 10.7%，尽管较上月有所回落，但仍处历史高位。通胀不但成为困扰各国的主要矛盾，甚至成为斯里兰卡债务危机的根源，一些发达国家也面临债务危机的考验。

通胀高企倒逼各国央行采取行动，美联储就是其中的领头羊。美联储一改 2021 年通胀暂时性言论，开启史上最快加息，年内已经完成 7 次加息，累计加息 425BP，基准利率升至 4.25%—4.50%。欧央行紧随其后，继 7 月

■ 图表 01. 2022 年全球主要经济体通胀水平（截至 2022 年 10 月，%）



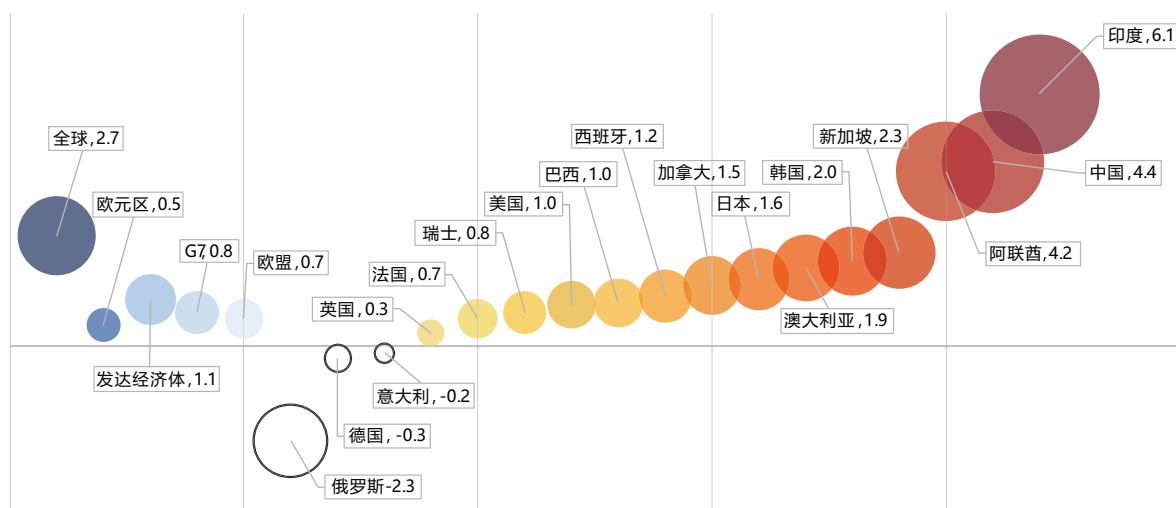
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

备注：本文图 5、6、7、8、9、15、18、21 数据截至 12 月 15 日，其余各图数据除特别注明外，数据截至 11 月 25 日。

超预期加息 50BP 后，9 月、10 月、12 月连续加息，全年累计加息 250BP，将基准利率提高至 2.0%，告别长达八年的“负利率”时代。全球主要经济体除了中国、日本等少数坚持独立货币政策的国家之外，无不走在跟随美国加息的路上，通胀和加息成了欧美乃至全球主要经济体 2022 年共同的痛。

高通胀和随之而来的超常规加息让欧美经济增长前景堪忧。IMF 在最新一期《世界经济展望报告》中将 2023 年世界经济增长预测下调至 2.7%，其中对美国和欧元区 2023 年经济增长预测分别为 1% 和 0.5%。中国银行研究院发布的《2023 年经济金融展望报告》认为，美国经济有很大可能在 2023 年二季度陷入衰退，欧洲经济仍面临多重挑战，预测美国及欧元区 2022 年经济增速分别为 1.6% 和 2.5%，而 2023 年经济增速预测下降至 1% 及 0.3%。

■ 图表 02. IMF 对 2023 年全球主要经济体 GDP 增长预测 (%)



资料来源：WIND IMF，中国银行投资策略研究中心

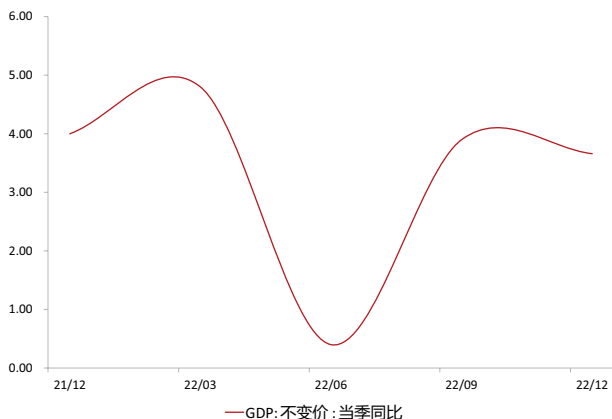
### 1.1.2 中美经济发展异步，美紧中松政策迥异

因为疫情防控政策的差异，中国疫情周期与全球疫情周期并不同步，造成经济发展周期也与欧美等国家不同步，进而货币政策迥异。当欧美正处于高通胀制约而不停加息之时，中国经济 2022 年的主要矛盾却是如何克服疫情最后冲击造成的经济增长乏力。为此，中国央行采取了独立的货币政策，年内两次降准，累计下调存款准备金率 0.5 个百分点，三次降低 5 年期以上 LPR 利率，累计下调 35 个基点，中国是少数不跟随美国加息节奏的国家。

2022 年中国经济在外部“三大利空”叠加内部“三重压力”的不利影响下增长乏力，尤其以二季度和四季度疫情冲击时期更为明显。外部“三大利空”中俄乌冲突通过能源价格影响中国经济，年内疫情多地零散发导致局部经济活动停摆，美元加息冲击汇率致股市和债市资金流出。内部需求收缩、供给冲击和预期转弱的“三重压力”并未实质好转，尽管稳增长政策持续发力、物价温和可控为宏观政策操作提供了充足空间，且出口对中国经济延续恢复仍提供了较强支撑，但疫情反复、高温干旱等干扰因素还是对 2022 年的中国经济造成困扰，3 月、4 月、5 月以及 10 月、11 月 PMI 都落到 50 的荣枯线以下，二季度 GDP 增速更是下滑至 0.6%，创 2020 年疫情以来最低值，

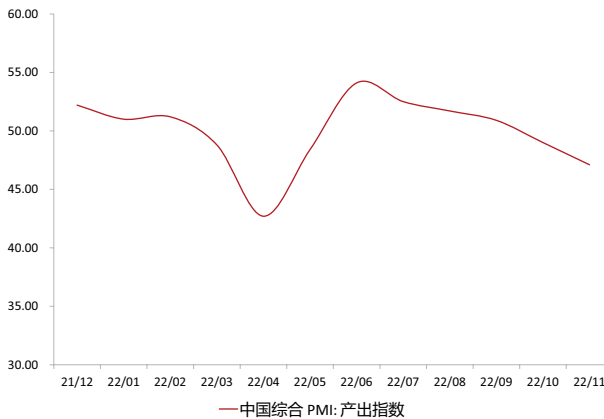
中国经济恢复程度不及预期。与欧美国家 2022 年通胀是主要矛盾相比，中国经济的“滞”无疑是最主要的矛盾，中国银行研究院预测四季度增长 3.8% 左右，全年增长 3.6% 左右。

■ 图表 03. 2022 年中国 GDP 季度增长情况 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 04. 2022 年中国 PMI 月度走势图 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

## 1.2 全球资产：经济的通胀，资产的通缩

2022 年，与全球经济通胀形成鲜明对比的是全球资产的通缩，多数国家资产呈现股债双杀的局面，黄金（美元金）也未能录得正收益，原油是大类资产中唯一上涨的资产。毫不夸张地讲，2022 年全球经济和资产的典型特征就是“经济的通胀，资产的通缩”。

### 1.2.1 全球股市：美元收紧流动性，全球股市齐下跌

2022 年在“世纪疫情、俄乌冲突、美元加息”三大利空，尤其是美元史无前例的超常规加息背景下，全球风险资产遭遇全面下跌。美国年内 7 次加息，累次加息 425BP，创美联储加息最快历史记录。与此对应的是美股创造了历史上最差上半年表现，全球主要经济体股市倾巢之下焉有完卵，恒生指数全球跌幅最大达 36.48%，以对利率敏感的科技类指数下跌最多，美国纳斯达克、中国创业板分别下跌 30.9% 和 28%，年内最大跌幅都超过了 30%。代表价值的道琼斯工业指数和上证指数跌幅分别为 8.63% 和 12.97%，再次验证了美元加息周期之中尤其是前半程风险资产无牛市，价值股表现优于成长股的规律所在。

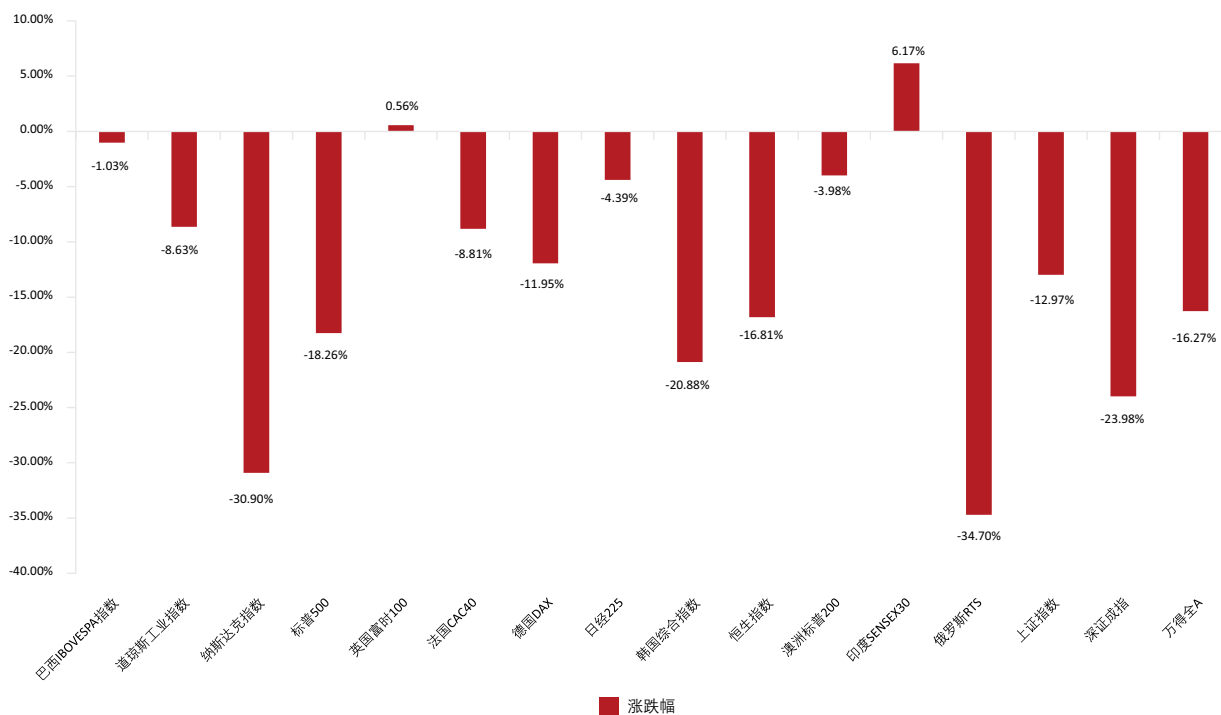
分季度来看，一季度在高通胀作用下美元加息从预期走向落地实施，全球股市在交易美元加息而逐级走低之际，俄乌冲突突然爆发，三重利空同频共振，全球股市遭遇倒春寒。美国道琼斯工业指数、纳斯达克指数和标普 500 指数分别下跌 4.57%、9.10% 和 4.95%；英国富时 100 指数微涨 1.78%，法国 CAC40 指数、德国 DAX 指数分别下跌 6.89% 和 9.25%。海外股市呈明显的“V”型走势，纳斯达克和德国 DAX 指数最大回撤都曾超过 20%，短暂落入技术熊市。中国股市一季度呈现单边下跌走势，WIND 全 A 下跌 13.92%，表现弱于欧美股市。

二季度，欧美高通胀屡创历史新高，美元超常规加息再次冲击全球尤其是欧美股市，海外股市全面下滑。美国道琼斯工业指数、纳斯达克指数和标普 500 指数三大股指分别下跌 11.25%、22.44% 和 16.45%；欧洲英国富时 100 指数、法国 CAC40 指数、德国 DAX 指数分别下跌 4.61%、11.07% 和 11.31%。上半年美国上述三大股指平均下跌 21.8%，纳斯达克指数和标普 500 指数均已落入技术熊市，美国股市创下 1960 年以来最差的上半年度表现。而中国股市在二季度探底回升，WIND 全 A 季度上涨 5.1%，走出独立行情，验证了我们在 2022 年 4 月发布的二季度策略报告中“海外波动风险加大，A 股有望震荡向上”的总体判断。

三季度，全球主要经济体股市再次上演“交替下跌”的走势，二季度唯一且单边上涨的中国股市在三季度转为单边下跌，成为三季度跌幅最大的市场，WIND 全 A 下跌 12.61%，恒生指数下跌 21.21%。而二季度单边大跌的欧美股市在三季度则演绎了先涨后跌的“倒 V”行情，跌幅相对较小。其中美国道琼斯工业指数、纳斯达克指数和标普 500 指数三大股指分别下跌 6.66%、4.11% 和 5.28%；欧洲英国富时 100 指数、法国 CAC40 指数、德国 DAX 指数分别下跌 3.84%、2.71% 和 5.24%。

进入四季度以来，随着美元加息进入后半程，股市对于美元加息的反应已经边际减弱，甚至开始交易预期反转，全球股市都上演探底反弹的行情，个别股市几乎收复全年跌幅。截至 2022 年 12 月 15 日，美国道琼斯工业指数、纳斯达克指数和标普 500 指数分别上涨 13.61%、7.01% 和 0.68%；英国富时 100 指数上涨 7.91%，法国 CAC40 指数、德国 DAX 指数分别大涨 14.90% 和 16.70%。反映中国股市全貌的 WIND 全 A 上涨 5.37%，香港恒生指数上涨 12.83%，恒生科技指数上涨 18.78%。

图表 05. 2022 年全球主要经济体股市表现



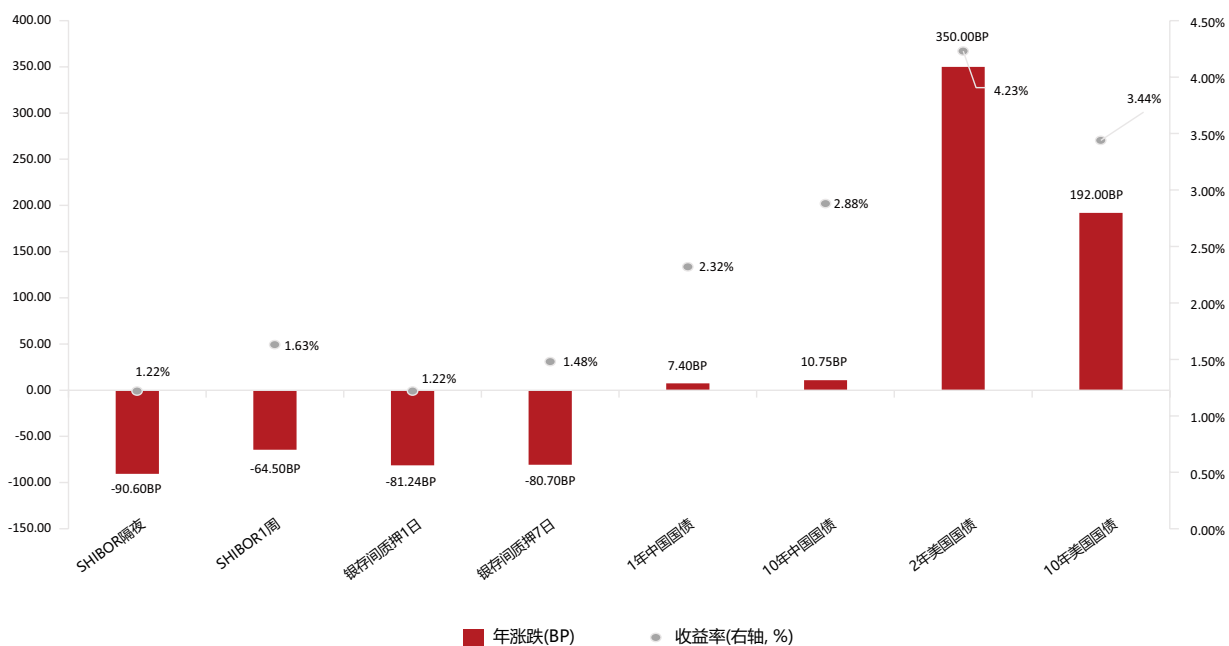
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 1.2.2 全球债市：美债历史性能市，中债波幅创新高

2022 年以来，源于中美两国通胀水平不同和货币政策的差异，中美国债表现迥异。截至 2022 年 12 月 15 日，中国 1 年期国债和 10 年期国债收益率分别上行 7.40BP 和 10.75BP，分别收于 2.32% 和 2.88%，全年 10 年期国债收益率仅在 30BP 范围内波动，创历史纪录。创造更大历史记录的是美国国债，美国 2 年期和 10 年期国债收益率分别上行 350BP 和 192BP，分别收于 4.23% 和 3.44%，美债年内最大跌幅达 18% 创造历史。中美国债利差倒挂现象持续了 7 个月，10 年期国债收益率利差最高曾达到 160BP，目前仍维持 60BP 左右，中国国债收益率长时间维持在低位水平与 2022 年以来央行维持流动性充裕，年内降准和降低 LPR 有关，而美国短期国债与长期国债收益率倒挂也反映出美国衰退预期正在抬升。

中国国债收益率的下行主要体现在前三季度，尤其是 8 月中旬降 LPR 前夕，10 年国债收益率下探至年内低点 2.58% 左右。收益率上行主要表现在四季度，《国务院优化疫情防控“二十条”措施》的发布叠加支持房地产行业融资的“三支箭”政策之后，收益率上行至年内高点 2.91% 左右。美国债市全年延续弱势，收益率 3 月开启向上爬升之旅，10 年期美债收益率在 10 月底达到年内最高 4.25%，这一轨迹正好与美联储加息路径同步。到 10 月底美联储加息预期被计价之后债市收益率开始掉头向下，但总体来看中美国债中强美弱格局贯穿全年。

图表 06. 2022 年中国资金市场和中、美国债利率涨跌



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

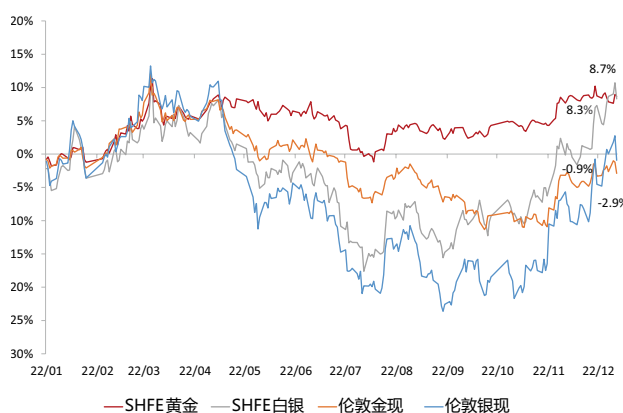
### 1.2.3 黄金与原油：原油倒“V”依然上涨，黄金走“N”涨跌各异

2022 年，黄金全年冲高回落后震荡下行，进入四季度后开始反弹，走出“N”型走势。截至 2022 年 12 月 15 日，伦敦金（美元）全年下跌 2.9%，其中一季度上涨 5.89%（最高时上涨 12.97%）、二季度下跌 6.71%、三季度继续下跌 8.09%，四季度反弹 6.96%。一季度的上涨源于俄乌冲突引发避险情绪陡升，二、三季度的下跌源于美

元超常规连续加息 75BP，并在 9 月美元加息 75BP 后美元指数创出 114.16 的年内新高，黄金再次承压回落。与美元金走势不尽相同，上海黄金（人民币金）则受益于人民币在三季度快速贬值，从三季度提前开启反弹走势，全年上涨 8.7%，全年录得正收益。

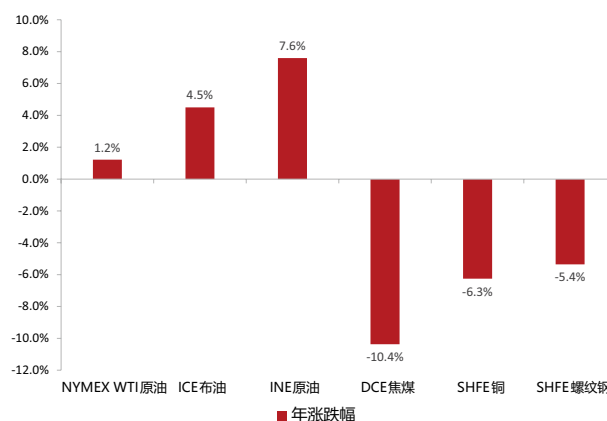
2022 年以来，原油整体呈现先扬后抑态势，NYMEX 原油、ICE 布油和上海原油在上半年平均上涨超过 40%，但截至 2022 年 12 月 15 日，平均涨幅已不足 3.4%。三季度 NYMEX 原油、ICE 布油和上海原油分别下跌 24.6%、21.52% 和 13.64%（平均下跌 19.92%），四季度分别下跌 5.98%、6.57% 和 14.40%。四季度原油持续走低的因素主要有以下两点：一是随着全球央行加息步伐加快，世界主要经济体陷入衰退的预期逐渐升温，原油需求前景堪忧，以致拖累油价走势；二是为应对高企的通胀，包括美国在内的主要经济体释放原油储备尚未结束，这些都对高企的国际油价形成打压。除油价之外，由于 2022 年中国房地产投资大幅下滑，国内主要商品铜和螺纹钢价格都出现较大幅度的下跌。

图表 07. 2022 年黄金走势



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 08. 2022 年主要商品涨跌幅



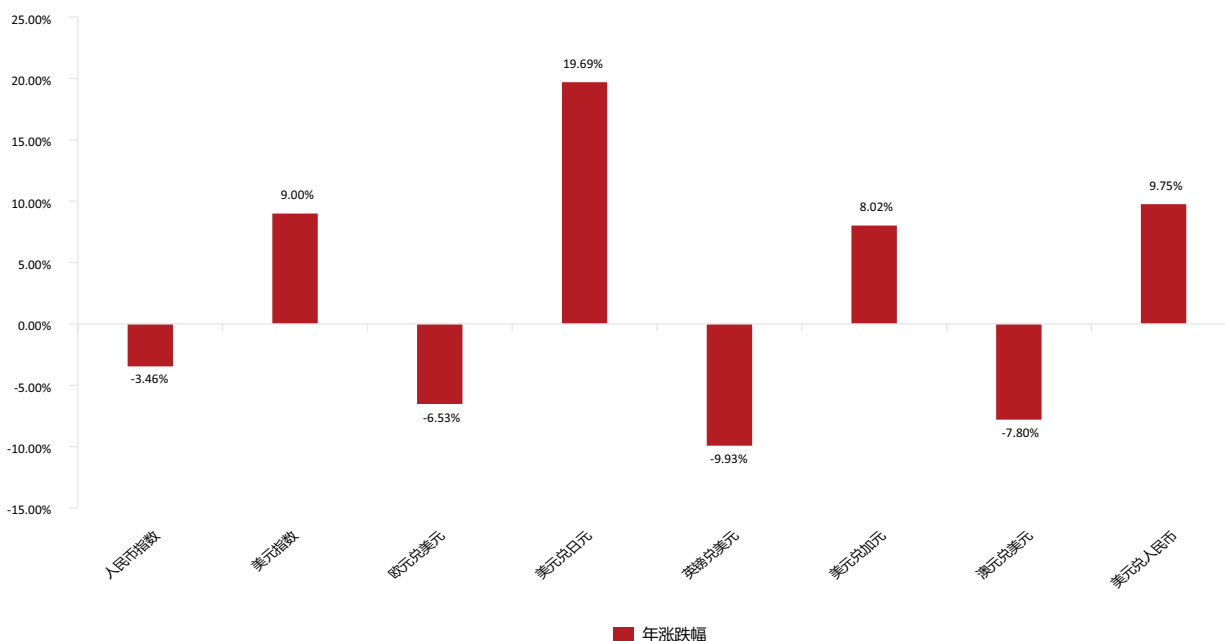
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 1.2.4 全球汇市：美元一骑绝尘独升值，非美集体疲软齐贬值

2022 年美元指数的表现可谓是一枝独秀，全年上涨 9%，年内最高上涨至 114.16 点，创 20 年新高，涨幅高达 18.95%。与此对应的是主要非美货币无一例外的相较美元贬值，商品货币加元受益于高油价支撑，相对其他非美货币表现较强。美元兑加元升值 8.02%，澳元兑美元贬值 7.80%，其他货币跌幅均在 10% 左右，如欧元兑美元下跌 6.54%，年内最大跌幅 14.03%；英镑兑美元下跌 9.93%，年内最大跌幅 20.84%。日元最为惨烈，累计贬值 19.69%，最大贬值幅度达 30.48%。美联储决心压制通胀的强硬态度，以及超常规加息导致美国联邦基金利率大幅提升，是美元 2022 年表现一骑绝尘的根本原因。强势美元在美联储 2022 年 9 月加息 75BP，而鲍威尔依然发表鹰派言论时达到顶峰。

值得关注的是美元兑人民币汇率时隔两年后再回到“7”上方。一方面，国内宏观经济持续走弱与美国经济高通胀情形下，中美货币政策反向而行，10 年中债收益率与 10 年期美债收益率倒挂且利差持续拉大，年内利差最大达到 160BP，资金流出压力持续提升。另一方面，过去两年人民币汇率最强的支撑项“出口增速”在 8 月快速下降，顺差收窄，10 月同比由正转负，11 月初美元兑人民币最高触及 7.32。但是观察 CFETS 人民币汇率指数较年初仅下跌 3.46%，意味着人民币兑其他非美货币并不弱，本轮贬值更多反映的是外部美元的强。

图表 09. 2022 年主要货币汇率涨跌幅



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

## 1.3 策略回顾：战略配置方向看对，战术时机选择到位

### 1.3.1 过往年度策略回顾：战略配置看对方向，战术配置选准时机

#### 1.3.1.1 战略资产配置增减，预判市场运行方向

我行自 2018 年末开始发布《中国银行个人金融全球资产配置白皮书》，今年已是连续第五年发布。在过去的四年中，我们用白皮书观点指导客户战略资产配置，尤其是权益和债券的配置比例。以 C4 客群配置中组合收益的决定性资产类别（权益）配置比例为例，2019 年我们认为 A 股是“转折”之年，看好股票市场机会，将权益资产配置比例确定最高为 65%；2020 年我们认为 A 股是“从转折到复苏”，继续提高权益资产配置比例至最高 69%；2021 年我们认为 A 股是“从复苏到复兴”打破“涨不过三年的魔咒，结束牛短熊长的历史”，但市场贝塔可能不够大，所以我们建议年内逢高逐步降低权益资产配置比例至 60%，兑现前三年高配权益的收益；2022 年我们认为 A 股是“复兴之处，强基固本”，A 股或小幅震荡。在 2 月的下跌中及时下调各类组合权益资产配置 1%—5%，C4 组合权益

资产配比调降至 55%。回顾过去的四年，凡是提高，尤其是大幅提高权益资产配比的年度，A 股都录得大幅度上涨；在我们下调权益资产配比的年度，A 股都是小幅上涨或者下跌的。这充分说明我们的战略资产配比调整方向与当年市场运行方向是一致的，验证了我们策略预判市场大方向的能力，也就是“中银投策阿尔法”的存在。我们通过在市场好的年度提高权益资产配比提升组合收益，在市场相对较差的年份降低权益配比，降低组合波动。

图表 10. 2019 年—2022 年 C4 客群组合权益资产配比及组合收益

年度	权益资产配置比例	同期万得股票基金涨跌幅	同期我行模拟组合涨跌幅
2019	65%	38.15%	38.15% (当年暂未构建组合, 故以同期万得股票基金涨跌幅度代替)
2020	69%	38.63%	40.13%
2021	60%	8.00%	9.36%
2022	55%	-17.74%	-11.00%

资料来源：中国银行投资策略研究中心

图表 11. 2019 年—2022 年中银白皮书年度观点和历次精准建议与 WIND 全 A 周线拟合图



资料来源：中国银行投资策略研究中心

### 1.3.1.2 战术配置时机选择, 关键时点精准提醒

过去四年, 我们一方面通过战略资产配置调整创造战略配置阿尔法。比如 2019 年到 2022 年一季度的权益资产配比的调高然后再调降的过程, 至少锁定了 15% 的收益, **这部分是中行战略配置调整的阿尔法**。即使从 2019 年一直持有到 2022 年的权益资产部分 (即战略配置权益配比 55%), 经过 2022 年市场下跌后仍然有 60% 以上的浮动收益, 年化也有 15% 的收益, **这部分是资产配置和长期投资的贡献**。另一方面, 我们还通过战术资产配置选择时机创造阿尔法。以“中银投资策略周报”为例, 我们根据市场的波动情况, 选择最佳的时间布局波动较大的权益资产, 降低组合构建成本, 长期积累更多的超额收益。图表 12 中我们做了一个统计, 2019 年以来, “中银投资策略周报”有 12 次强烈建议布局权益资产, 如果以 WIND 股票型基金涨跌幅为我们落实建议的收益评价标准, 其后达成 10% 和 15% 投资目标所用平均时长分别为 37.5 和 52.7 个交易日。除此之外, 我们策略周报在过去四年的几个关键高点也都给出了阶段看空 (兑现收益) 建议, 尽管没有买入建议那么强烈, 但这就是我们的风格所在。如在 2020 年 7 月 13 日全年指数高点周报提示“快速上涨接近尾声, 回归常态震荡整理”; 2022 年 7 月 4 日指数阶段高点周报提示“反弹接近短期均衡区域, 围绕中报展开结构行情”。我们坚持资产配置和长期投资理念, 但在我们认为的阶段高点, 我们依然希望投资者一方面可以兑现一些短期收益; 另一方面尽可能不在这个时段配置剩余权益资产, 而是推迟到我们相对看好的时段去配置。综上所述, 我们对战术资产配置时机的把握, 精准及时的提醒同样为投资者创造更多的超额收益, **这部分则是中行战术时机选择的阿尔法**。

图表 12. 2019 年—2022 年中银投策 12 次明确买入建议及达成盈利目标时长统计表

日期	中银投策中心观点	10% 止盈 交易日数	15% 止盈 交易日数	10% 止盈 年化收益率	15% 止盈 年化收益率
2019/01/21	政策托底指数盘升, 春季行情或已启动	21	26	119.0%	144.2%
2019/06/10	政策工具丰富, 调整或近尾声	51	63	49.0%	59.5%
2019/08/12	政策利好削弱恐慌, 中国资产再受青睐	55	96	45.5%	39.1%
2019/12/02	基本面传积极信号, 围绕年线继续布局	28	49	89.3%	76.5%
2020/02/03	短期深调宜忍耐, 中期布局迎良机	8	15	312.5%	250.0%
2020/04/07	政策东风如期而至, 反弹时机日渐成熟	43	52	58.1%	72.1%
2020/06/22	震荡攀升趋势继续, 结构行情轮动推进	10	14	250.0%	267.9%
2020/07/20	短期风险已释放, 震荡修复中盘升	103	113	24.3%	33.2%
2020/09/28	调整接近箱体下沿, 静待节后选择方向	53	63	47.2%	59.5%
2020/12/14	大盘回踩重要支撑, 有望重回上升通道	16	29	156.3%	129.3%
2021/03/29	短期杀跌接近尾声, 中期分化震荡向上	43	79	58.1%	47.5%
2022/05/09	艰难时刻或已过去, 市场进入反弹窗口期	19	33	141.6%	125.1%
	平均	37.5	52.7	112.6%	108.7%
	最大	103	113	312.5%	267.9%
	最小	8	14	24.3%	33.2%

资料来源: 中国银行投资策略研究中心

### 1.3.2 2022 年战略配置策略回顾：年度观点预测欠佳，季度修正研判正确

2022 年白皮书中，我们认为中国股市在经过三年连续上涨之后，“复兴趋势确立，未来繁荣可期”，预计仍处于复兴初期的中国 A 股在 2022 年的涨幅与 2021 年相当，但结构更加均衡、投资体验更优，是“强基固本，夯实未来繁荣根基”之年。一季度伊始，我们观察国际政治、经济、金融形势发展趋势，结合资本市场的反应，感受到俄乌冲突和美元加息预期的强度是我们 2021 年底撰写白皮书时没有充分考虑的因素，也低估了国内“三重压力”的影响，2022 年白皮书的判断似乎显得乐观了些。基于目标风险预算考虑，二季度伊始，我们对各类客群权益资产配置分别进行了 1% 到 5% 的下调。C4 组合权益上限调降至 55%，存量配置在二季度反弹中减持到位，增量配置直接按新配置比例参照执行。在年度战略资产配置节奏方面，观察到年初市场形成下行趋势，我们建议各组合权益采取分批建仓的策略，建议初次建仓的比例为 70%，到春节前我们发布《关于近期市场波动以及热点问题的思考》一文时才建议将剩余 30% 仓位加上，通过配置节奏创造了一定的超额收益。

二季度，我们对 A 股的看法是反弹，市场运行很好的验证我们的观点，建议仓位过重的投资者在反弹过程中完成战略配置权益仓位的调降，同时建议在下跌过程中把黄金和白银从年初的低配逐步提高至标配。三季度我们对市场的看法是区间震荡，并在 7 月初就发出市场反弹见顶信号，但我们对区间下限的估计略显乐观，市场在 9 月美元加息 75BP 且美联储鹰派表态后的再次下跌超出了我们的预期。四季度，我们认为“全球滞涨阴霾中，A 股有望率先筑底”，政策效果从量变到质变演进，即将迎来基本面与股市良性互促。同时鉴于美元加息进入后半程，美债各期限收益率高企，建议把美债和中资美元债从年初的低配提高至标配，继续看好黄金，看空国内债市，建议降低组合久期。四季度开始，全球股市开启反弹模式。截至 2022 年 11 月底，WIND 全 A 已反弹 5.94%，市场走向对我们的观点予以认证。除此之外，我们在三季度就开始提示黄金的投资机会，并在 7 月 13 日三季度策略传导会议中强调黄金的底部建仓机会，上海黄金从此日起到 12 月 15 日已有 7.11% 的收益，年化收益率 17%。

总体来看，除去在年度白皮书观点中没有对地缘政治风险和美元加息幅度做充分预期外，后三个季度策略在方向研判上还是相对成功的，没有因为二季度市场的走好而顺势看多，而是果断提出短期见顶和区间震荡观点，警示追高风险，但略显遗憾的是我们对下跌空间估计不足。

图表 13. 2022 年经过季度修正后的全球大类资产配置一览表

股票	低配程度		标准配置	超配程度	
	看空	保守	标配	推荐	积极推荐
美国（标普 500）			●		
欧洲（DAX, CAC）			●		
英国（富时 100）			●		
日本（日经 225）			●		
中国 A 股（沪深 300）				●	
中国港股（恒生指数）				●	
债券	看空	保守	标配	推荐	积极推荐
美国国债		→	●		
中资美元债		→	●		
中国：货币市场			●		
中国：利率债			●		

债券	低配程度		标准配置	超配程度	
	看空	保守	标配	推荐	积极推荐
中国：信用债			●		
中国：可转债				●	
商品	看空	保守	标配	推荐	积极推荐
黄金		➡	●		
白银		➡	●		
原油					
外汇	看空	保守	标配	推荐	积极推荐
美元				●	
欧元			●		
英镑			●		
加元			●		
澳元				●	
日元		●			
人民币			●		

资料来源：中国银行投资策略研究中心，红色圆点为二季度修正，蓝色为四季度修正，黑色维持年度观点

### 1.3.3 2022 年战术配置时机选择回顾：关键时点精准提示，择时阿尔法凸显

在战略资产配置无法躲避市场系统性风险的情况下，我们通过战术资产配置时机的选择尽可能降低系统风险的影响。我行通过策略季报、周报来传导战术资产配置思想，在年内关键时点都给出相对准确及时的操作建议。

一季度，在 1 月底、3 月初以及 3 月中旬几次市场阶段低点我们均明确建议尚未完成建仓目标的投资者加速建仓并给出了加仓目标，尤其是在 3 月 15 日、16 日建议全辖投顾抓住当下港股低点用实际行动配置投资港股产品，示范带动客户完成组合中港股的配置目标，将逆向投资策略运用于实际操作之中。虽然回过头看并非年度的低点，但在季度层面仍然抓住相对的低点，与完全不择时的教条式配置相比降低了组合构建成本。

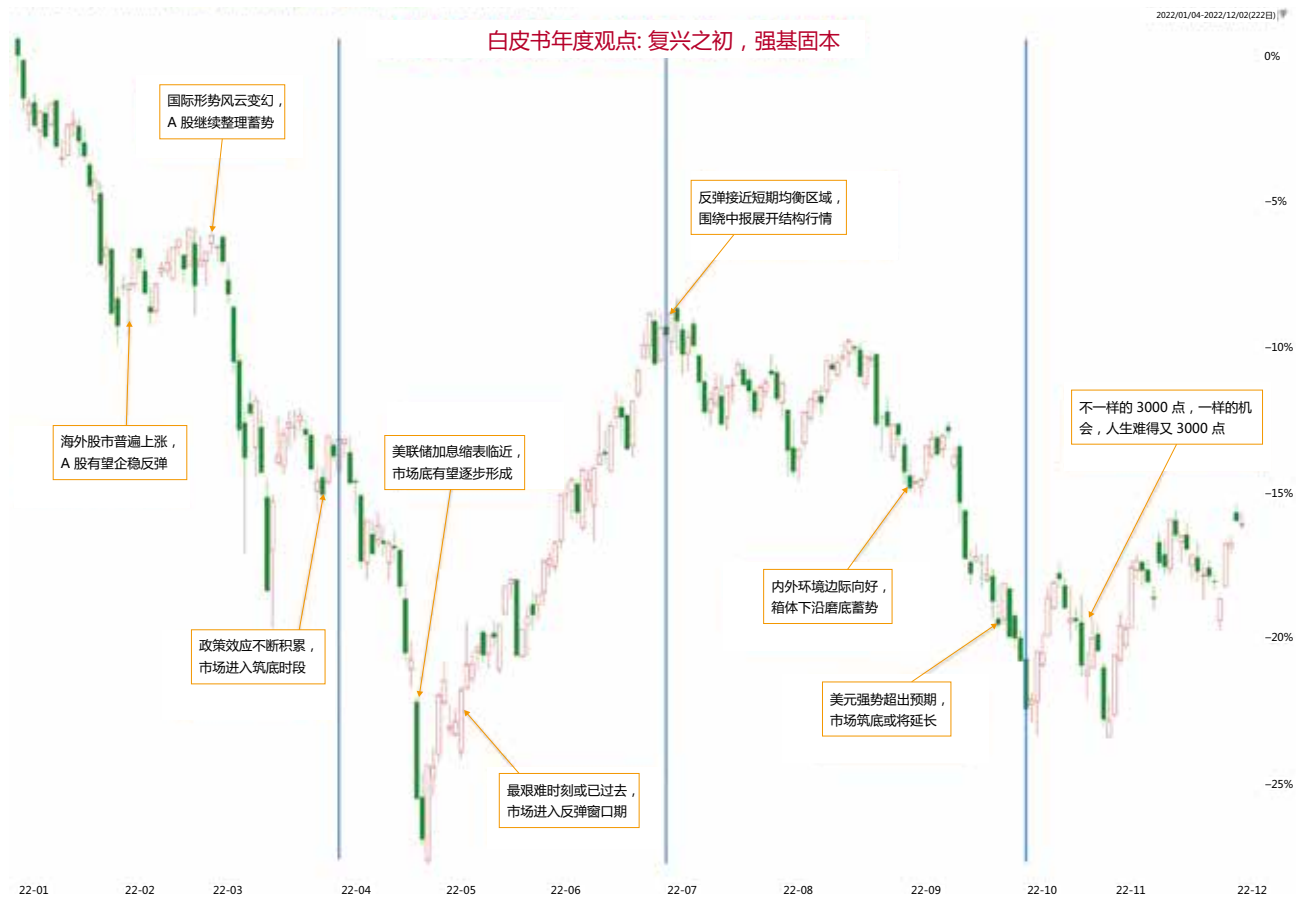
二季度，4 月 25 日，中银资产配置策略周报第 16 期标题“美联储加息缩表临近，市场底有望逐步形成”，提示市场交易美联储加息带来的冲击，很可能逐步形成市场底；5 月 9 日，中银资产配置策略周报第 18 期标题“最艰难时刻或已过去，市场进入反弹窗口期”，提示继 3 月政策底形成后市场底或已在 4 月形成，在美元接下来两次加息间隔，或将迎来反弹行情；6 月 27 日，中银资产配置策略周报第 25 期标题“板块轮动引领反弹，年中节点或有震荡”，提示反弹仍在上升趋势中，时逢半年节点流动性冲击市场或有较大幅度的震荡。回顾二季度策略，我们精准抓住了这波反弹的最低点，全程参与这波反弹并做出交易提示，最大限度地弥补了一季度下跌造成的损失。前期仓位不重的投资者若紧跟二季度策略加大配置力度，甚至可以扭亏为盈。

三季度伊始的 7 月 4 日，中银资产配置策略周报第 26 期标题“反弹接近短期均衡区域，围绕中报展开结构行情”，提示市场短期积累了较大涨幅，WIND 全 A 股反弹超过 20%，主赛道涨幅超过 50% 且龙头已开始调整，据此判断此轮反弹已经接近反弹高点；9 月 13 日，中银资产配置策略周报第 36 期标题“内外环境边际向好，市场拐点或已显现”，认为美元加息进入高潮阶段，地产和稳增长政策持续发力，社融、M2 增速逐渐修复，叠加党的二十大临近，A 股或已完成箱体下行阶段，开启震荡向上修复行情，现在看来可能对向上修复转折时点的判断偏早了一些。9

月 26 日, 中银资产配置策略周报第 38 期标题“美元强势超出预期, 市场筑底或将延长”, 认为市场交易美元加息的时长或超预期, 俄乌冲突有升级成战争的迹象, 美元强势时段或将延长, 对 9 月 13 日周报观点进行及时修正, 提示风险资产的调整周期或将延长, 中国股市也不例外, 在外部约束条件改变之前走独立行情的概率不高。

四季度 A 股延续 9 月的下跌走势, 我们密切关注市场底部信号的出现, 在 10 月 25 日市场第五次跌破 3000 点之后, 发布专题报告《不一样的 3000 点, 一样的机会, 人生难得又 3000》。报告指出: “看过了历史上 50 次 3000 点沉浮, 客观评估当下 3000 点的价值呈现, 回顾中银投策多年在市场低点的研判和陪伴效果, 您或许也会有和我们一样的感受, 跌破 3000 点或许是弥足珍贵的机会, 亦或是您投资道路上鲜少的体验。我们旗帜鲜明地视‘跌破 3000’为机遇, 我们倡议站在致力于中华民族伟大复兴高度, 一起维护中国资本市场稳定, 一起致力于服务实体经济! 一起致力于促进全体人民共同富裕! 如果您还有权益资产配置额度(参照我们的资产配置组合比例), 请与我们携手布局新 3000!”。报告发布之后, 市场在 3000 点以下维持了 7 个交易日, 创造了绝对布局机会, 报告发布至 12 月 15 日 38 个交易日 WIND 全 A 上涨了 6.42%, 如果从报告发出之后第四个交易日(10 月 31 日)最低点算起, WIND 全 A 上涨了 8.67%, 接近于我们此类建议 10% 短期收益目标。与此同时, 四季度我们还提示了对国内债市的看空的观点, 明确黄金和美债机会也都得到市场验证。

图表 14. 2022 年投资策略与 WIND 全 A 走势拟合图



资料来源: 中国银行投资策略研究中心

### 1.3.4 模拟组合表现: 与市场基准同步, 超额收益不多

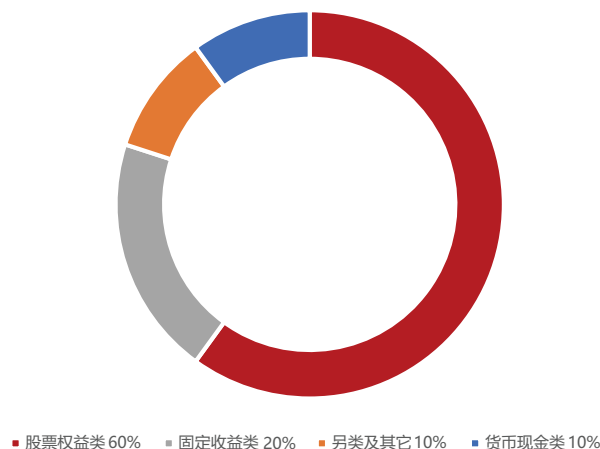
尽管我们的战略资产配置和战术资产配置时机选择在过去四年创造了比较大的“中银投策超额收益”，就是我们俗称的“中银投策阿尔法”，但年度模拟组合作为 ETF 拟合的战略资产配置是很难将这些超额收益体现出来的。按照我行 2022 年白皮书对不同风险偏好客群大类资产配置比例，我们用行业 ETF 组合模拟几类客群策略组合的收益走势情况，展示如下：

图表 15. 2022 年 C4 及以上组合表现



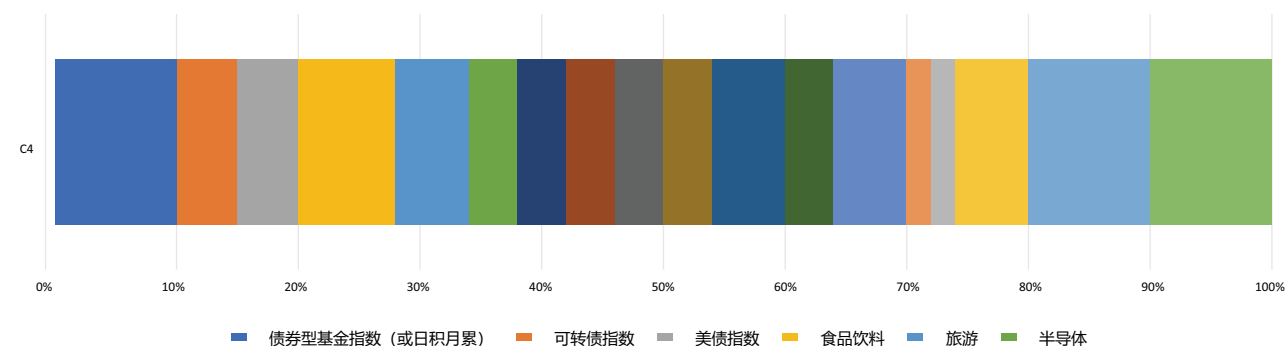
资料来源: 中国银行投资策略研究中心

图表 16. 2022 年 C4 及以上组合战略资产配置比例



资料来源: 中国银行投资策略研究中心

图表 17. 2022 年 C4 及以上组合战术资产配置



资料来源: 中国银行投资策略研究中心

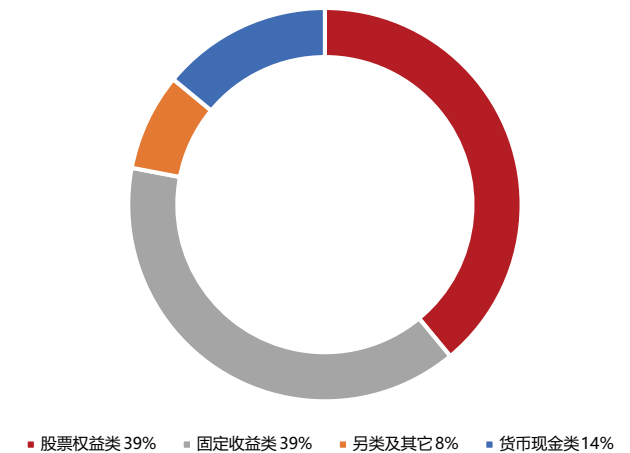
2022年，我行C4及以上模拟组合绝对收益-10.6%，同期比较基准下跌-11%，略跑赢比较基准。究其原因，在权益资产遭受全面下跌的时候，我们用行业ETF模拟的组合要取得配置超额收益相当困难。以中信一级行业为例，30个一级行业只有4个行业录得正收益，其中涨幅超过5%的行业只有两个，但跌幅超过16%的行业就达12个，可见配置难度之大。

图表 18. 2022 年 C3 组合表现



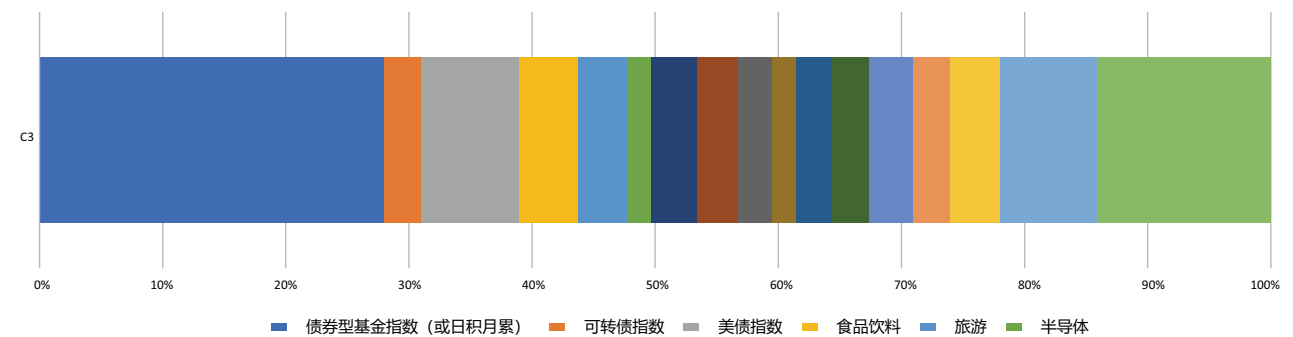
资料来源：中国银行投资策略研究中心

图表 19. 2022 年 C3 组合战略资产配置比例



资料来源：中国银行投资策略研究中心

图表 20. 2022 年 C3 组合战术资产配置



资料来源：中国银行投资策略研究中心

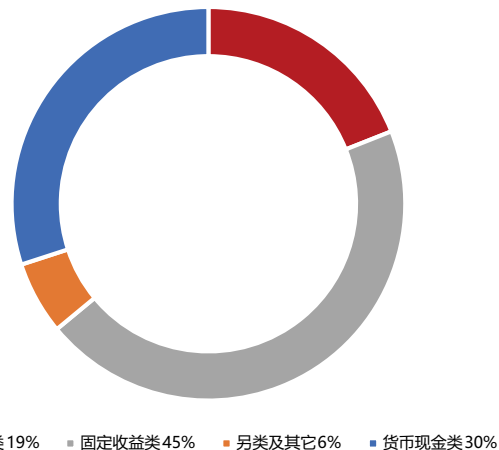
2022年我行C3模拟组合绝对收益-6.4%，同期比较基准下跌-7.2%，超过比较基准0.8%。

■ 图表 21. 2022 年 C2 组合表现



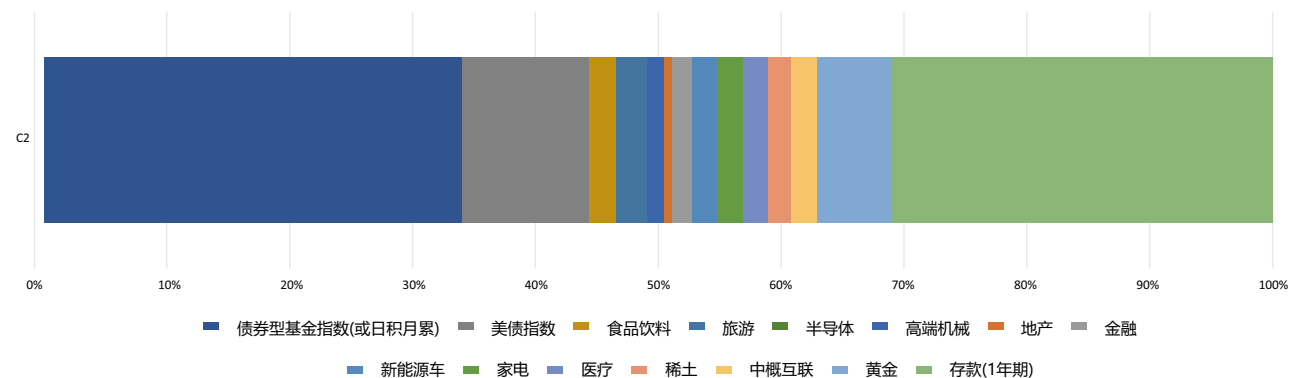
资料来源: 中国银行投资策略研究中心

■ 图表 22. 2022 年 C2 组合战略资产配置比例



资料来源: 中国银行投资策略研究中心

■ 图表 23. 2022 年 C2 组合战术资产配置



2022 年我行 C2 模拟组合绝对收益 -2%，同期比较基准下跌 -1.7%，跑输比较基准 0.3%。总体来看，2022 年三个模拟组合中 C2 组合跑输比较基准，而 C4 及以上和 C3 均战胜比较基准，但整体超额收益并不多。



# 宏观 篇

## 全球衰退将至， 中国复苏可期

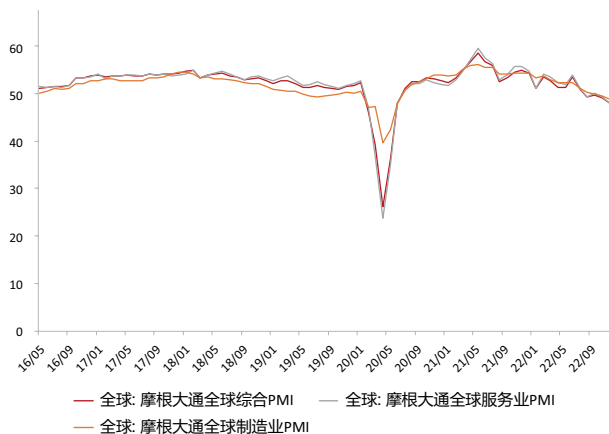
2023年，美联储加息接近终点，是否降息尚未可知，全球衰退将至，下半年或有企稳。中国经济稳中求进、复苏可期，CPI温和上涨，PPI继续回落。货币政策总量适度、结构宽松，财政政策加力提效、提前发力。美国经济从“需求过热”走向“供需平衡”，名义增长、通胀同步回落，实际增长、核心通胀韧性仍强。欧元区滞胀风险明显，衰退概率较大。日本经济复苏缓慢，日本政策有转向可能，日元升值概率较大。

## 2.1 全球格局：衰退将至，静待企稳

### 2.1.1 全球经济：衰退意味明显，下半年或有企稳

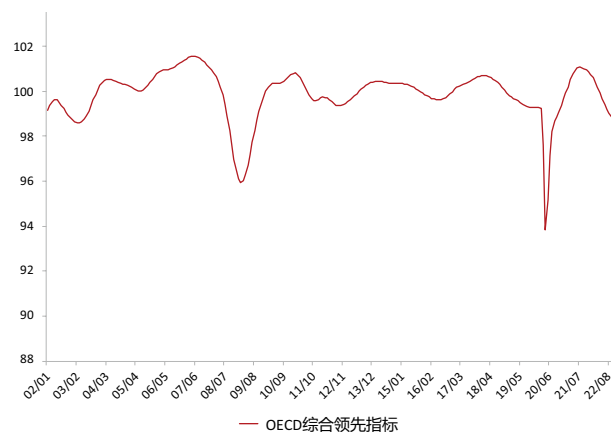
2022 年以来，持续的新冠疫情、以美联储为代表的全球央行快速收紧货币政策以及俄乌冲突导致的地缘政治问题对全球经济增长造成了明显的遏制。2022 年 9 月，摩根大通全球制造业 PMI 跌破荣枯线，延续 2022 年 2 月以来的下跌趋势，至 11 月已连续三个月位于荣枯线下方；9 月 OECD 综合领先指标跌破 99，10 月、11 月继续下行，已经连续 16 个月下降，除了 2020 年 3 月至 9 月期间，上次该指标在 99 下方还是 2008—2009 年金融危机期间。换言之，除了疫情最为严重的时间，本轮全球经济放缓的程度是金融危机之后最为严重的一次。正如 IMF 在最新一期《世界经济展望》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 24. 摩根大通全球制造业 PMI 跌破荣枯线 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

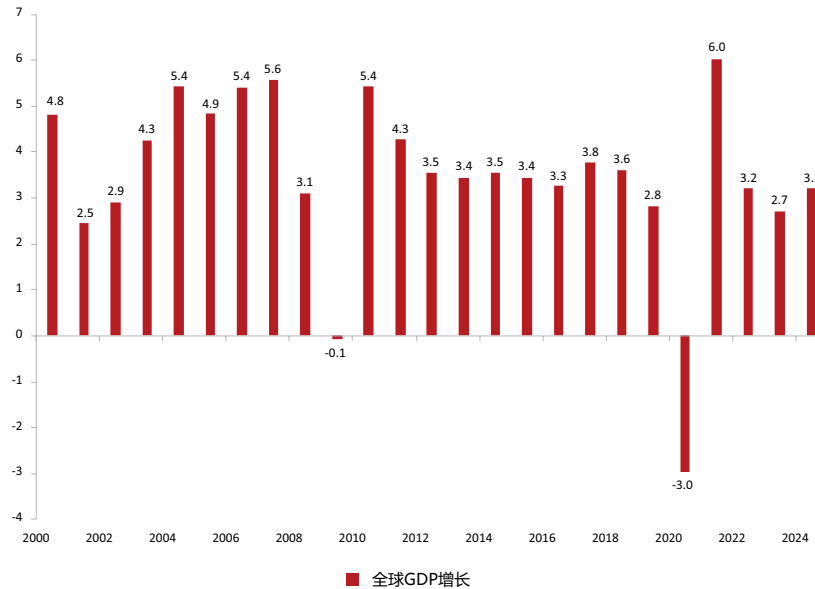
■ 图表 25. OECD 综合领先指标持续走弱



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

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。但增速较疫情前依然有差距。

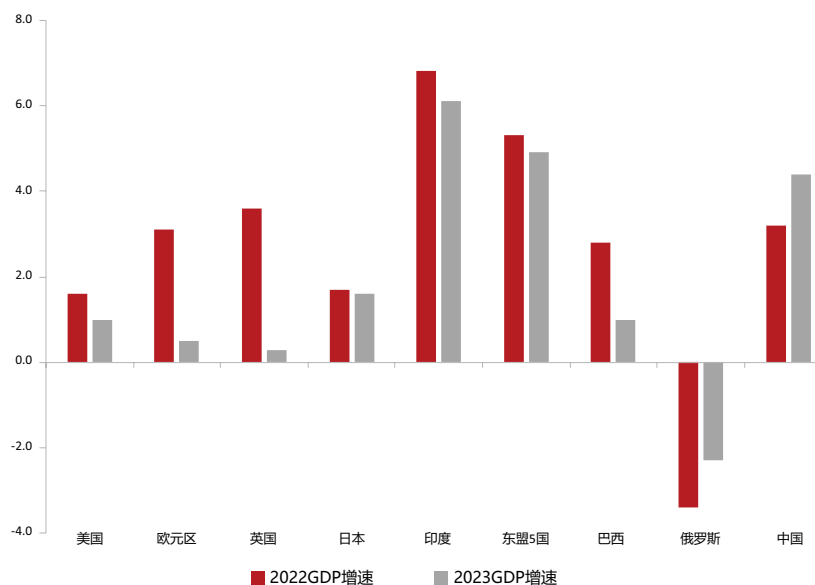
■ 图表 26. 2023 年全球增长或是短期底部 (%)



资料来源：IMF，中国银行投资策略研究中心

IMF 预测全球主要经济体 2023 年增长普遍弱于 2022 年，其中新兴市场经济体表现强于发达经济体。IMF 最新预测 2023 年美国增长 1.0%，欧元区增长 0.5%，英国增长 0.3%，均明显低于 2022 年水平；发展中经济体增速表现稍好，IMF 预测 2023 年印度增长 6.1%，东盟 5 国增长 4.9%，巴西增长 1.0%。主要经济体中，仅中国增长 4.4%，强于 2022 年的 3.2%；俄罗斯同比下降 2.3%，降幅较 2022 年的 3.4% 有所收窄。

■ 图表 27. IMF 预测主要经济体中仅中国和俄罗斯 2023 年增长强于 2022 年 (%)



资料来源：IMF，中国银行投资策略研究中心

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。

### 2.1.2 全球政策：加息接近终点，降息尚未可知

2022 年，在全球高通胀困扰下，以美联储为代表的全球主要央行开启了加息进程。3 月至 12 月，美联储在 7 次会议上将联邦基金利率从 0—0.25% 提升至 4.25%—4.5%，共加息 425BP。除中国、日本央行外，全球主要央行纷纷跟随美联储加息。欧央行分别于 7 月、9 月、11 月、12 月 4 次加息，将主要再融资利率自 0 提升至 2.5%；加息早于美联储的英国央行则于 2022 年加息 8 次，将基准利率自 0.25% 提升至 3.5%；澳大利亚联储加息 300BP，将基准利率自 0.1% 提升至 3.1%。

在持续快速加息后，美联储于 11 月会议上释放出加息进程可能放缓的暗示，会议声明称“在决定未来加息进程时，将考虑货币政策的持续收紧，货币政策对增长和通胀的滞后效应”，但延续了“高度关注通胀风险”的提法。鲍威尔在会后的新闻发布会上同时指出“终端利率水平将高于此前预估值”，考虑暂停加息还显得操之过急。会后公布的美国 10 月 CPI 低于预期，也显示了通胀放缓的迹象。美联储 12 月会议如预期加息 50BP，表明了快速加息的阶段暂时告一段落，但鲍威尔延续了加息直至通胀回落的态度。

综合通胀与经济走势，进入 2023 年，美联储的加息进程预计节奏将有所放缓，我们预计美联储 2023 年上半年将停止加息。但是否会于 2023 年下半年降息则仍需观察后续经济数据走势。尽管各经济体经济和通胀走势不同，但总体上，预计全球其他央行也将在跟随美联储在 2023 年的不同时点停止或延缓加息进程，全球加息进程在 2023 年接近终点。

## 2.2 中国经济：稳中求进、复苏可期

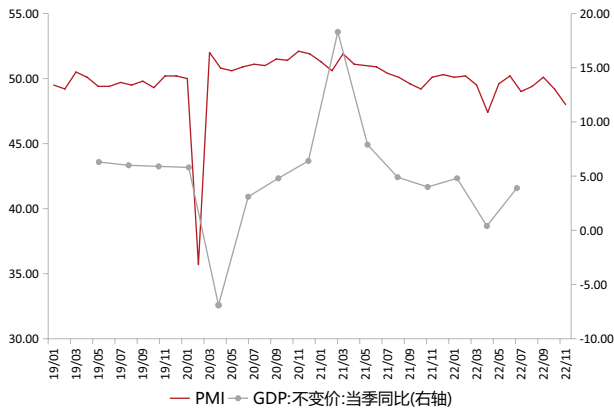
2023年是实现二〇三五年远景目标的关键时点，按照党的二十大关于加快构建新发展格局，着力推动高质量发展的战略部署，中国经济将在世界经济增速放缓的环境中逐步复苏。2023年，中国经济的上行动力主要有三个：首先，根据疫情变化不断优化精准防控措施，社会运行秩序逐步恢复常态化，市场有望信心恢复，预期趋稳；其次，财政货币政策的前瞻性针对性不断提升，基建和制造业投资保持较快增长，消费复苏；第三，低基数效应有利于2023年GDP实现较好恢复。经济的下行因素主要来源于房地产拖累和出口的转弱，以及经过三年疫情，居民的资产负债表脆弱，消费和信心的恢复需要时间。综合以上因素，2023年中国宏观经济将是真正意义上的疫后温和复苏之年，在政治局会议提出的“突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作”方针指导下，全年增长预计处在5.0%--5.5%区间。

### 2.2.1 宏观经济基本面

党的二十大提出，党的中心任务就是团结带领全国各族人民全面建成社会主义现代化强国、实现第二个百年奋斗目标，以中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴。2023年是贯彻落实党的二十大各项战略部署的第一年，中国经济发展面临的内外部环境 and 条件或将有所改善，从国际看，全球增长放缓，美国货币政策收紧步伐放慢，有助于减轻中国货币政策面临的外部制约。从国内看，11月进一步优化防控工作的二十条以及12月初跟进的新十条措施释放了明确的政策调整信号，2023年疫情防控措施或将更加优化，这将有利于各项生产生活的全面恢复，消费需求增长，房地产市场底部企稳，制造业和基建投资将保持较快增长，叠加2022年低基数，中国宏观经济将较上年有所回升。但考虑到疫情防控措施的调整优化是一项复杂的系统工程，在疫情防控优化过程中面临不确定性，市场主体资产负债表修复、信心和预期的改善仍需一段时间，经济有望呈现前低后高的走势。

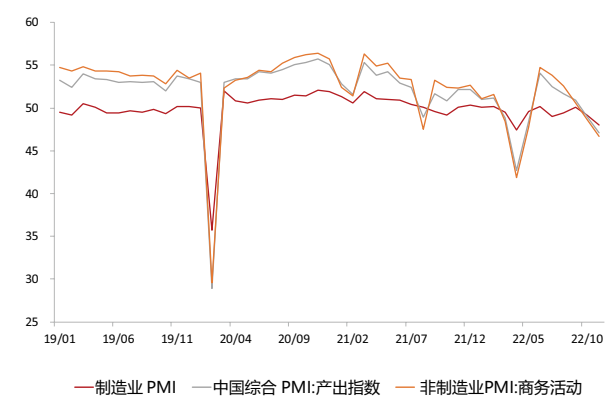
从经济景气指标看，2022年生产端中制造业强于非制造业商务活动。非制造业商务活动PMI受疫情在我国局部爆发影响，4月份大幅回落，6月份快速反弹后，连续5个月回落，其中11月份服务业从业人员指数更是降至2020年2月以来新低，显示服务业还远未恢复到疫前水平。制造业PMI围绕荣枯线上下波动，截至2022年11月末，全年4个月落在荣枯线上方，7个月落在荣枯线下方。从不同规模企业看，大、中、小型企业制造业PMI分别为49.1%、48.1%和45.6%，比上月下滑1.0、0.8和2.6个百分点，显示小型企业生产经营压力更大。11月制造业PMI、非制造业PMI和综合PMI产出指数分别为48.0%、46.7%和47.1%，低于上月1.2、2.0和1.9个百分点，我国经济景气水平总体回落，经济下行压力继续加重，疫后修复能力较弱，2023年稳增长的各项政策还需继续发力。

图表 28. PMI 指数与 GDP (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 29. PMI 指数 (%)

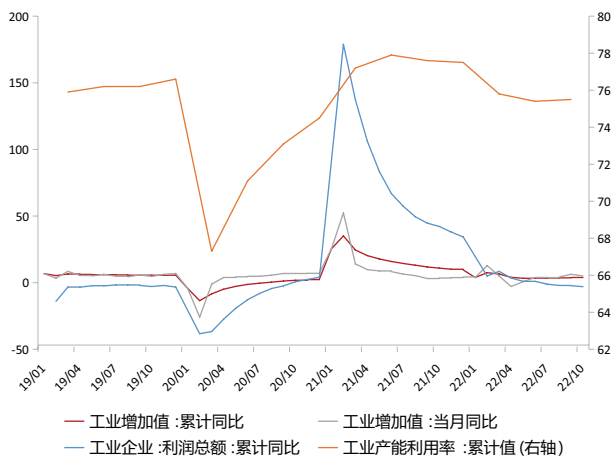


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 2.2.1.1 高端制造业引领工业生产增速回升

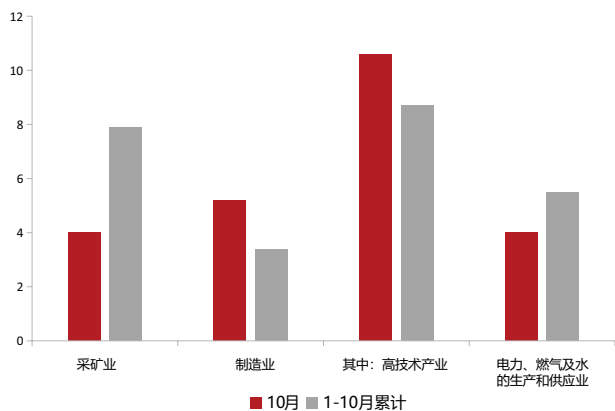
从工业生产角度看，1-10月工业增加值累计同比为4%，较1-9月累计同比加快0.1个百分点，较2019年同期回落1.6个百分点，较2020—2021年同期两年平均增速回落1.2个百分点，显示工业产能利用率仍待进一步恢复。分行业看，采矿业累计同比7.9%（2019年同期4.5%），制造业累计同比3.4%（2019年同期5.8%），电力、燃气及水的生产和供应业累计同比5.5%（2019年同期7.0%）。与疫情的关联度是行业增加值增速分化的重要因素，其中：采矿业受疫情影响较小，近几年仍处于上升阶段；制造业与电力、燃气及水的生产和供应业受疫情影响，增速有所回落。但近两年，我国产业结构不断优化，高技术制造业生产加快引领制造业及工业增长，10月份拉动全部规模以上工业增长1.6个百分点，拉动作用较9月提高0.1个百分点，高端制造业的发展增强了我国经济增长的韧性，预计2023年工业增加值增速同比较2022年回升、向均值回归。但工业利润与产能利用率的下降预计将带来2023年制造业投资增速回落，进而影响工业增加值增速潜力，预计2023年工业生产增速边际放缓。

图表 30. 规模以上工业增加值、利润与产能利用率 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 31. 分行业规模以上工业增加值 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

## 2.2.1.2 投资在稳增长和结构升级中作用凸显

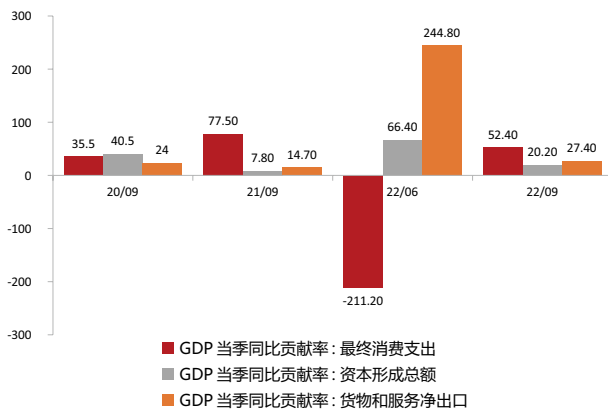
### 基础设施投资有望继续发力

2022 年固定资产投资 1-10 月累计同比增长 5.8%，从季度 GDP 贡献率看，当消费乏力时，投资则成为稳增长的核心。其中基础设施建设投资成为政府逆周期调节经济的重要抓手，2022 年两会批准发行地方政府 3.65 万亿专项债，要求 6 月底基本发完，8 月底基本用完，9 月份国务院常务会议部署盘活地方政府专项债务限额 5000 亿，加上政策性开发性金融工具加速落地，多措并举有力推动了重大基础设施项目建设。基础设施投资在 5 月份之后稳步上行，1-10 月累计增速达 11.4%。随着 2023 年专项债限额提前下达，从 2022 年年末到 2023 年年中，基建投资或将维持较高增速。

### 制造业投资增速预计放缓

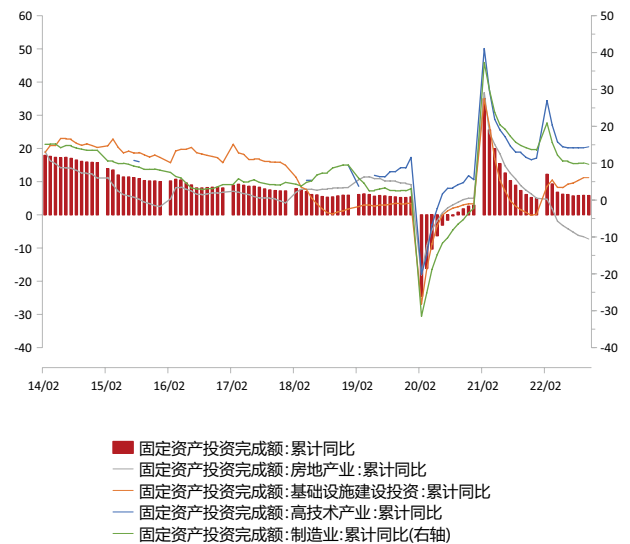
1-10 月制造业投资累计同比达到 9.7%，高于历史平均水平，与基建投资共同成为投资的重要推动力量。制造业投资中，高技术制造业累计同比高达 23.60%，国家通过引导企业向“专精特新”方向发展，提高企业自主创新能力和核心竞争力，实现制造业结构升级。2023 年，高技术制造业在政策扶持下，预计仍将保持较高增速。但工业企业利润、产能利用率及出口订单下滑，可能会成为影响制造业投资增速下行的因素。

■ 图表 32. GDP 当季同比贡献率 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 33. 固定资产投资累计同比增长 (%)



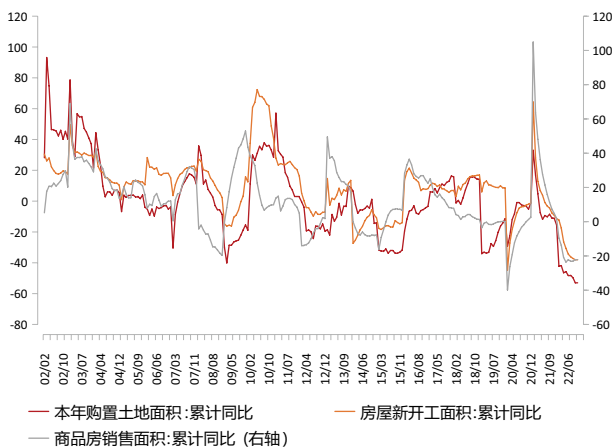
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 房地产投资有望底部企稳

房地产深度下行成为 2022 年投资最大拖累项，2022 年 1-10 月，房地产开发投资累计下降 8.8%。房地产开发投资不仅是 GDP 的重要组成部分，还通过产业链上下游拉动对投资、消费产生重大影响。2021 年，国家对房地产行业陆续出台调控“组合拳”，加上 2022 年市场持续下行，房地产企业资金链断裂，较大范围出现停工烂尾项目。三年疫情冲击叠加经济本身结构调整带来的下行压力，打破居民对未来收入稳定性的预期，加之房价经过多年上涨，房价收入比偏高，居民的加杠杆能力和意愿下降，当房价持续上涨的预期被打破，购房需求则进一步收缩。从当前土地购置面积、房屋新开工面积及房地产销售面积处于近 20 年来低位数据来看，2023 年支持房地产行业的相关政策还将从供需两端进一步发力。考虑到疫情防控政策优化，2023 年稳增长的各项政策继续发力有望促使居民收入和预期好转，同时，在 2022 年低基数效应等因素共同作用下，2023 年房地产投资同比下降速度放缓，在底部企稳的

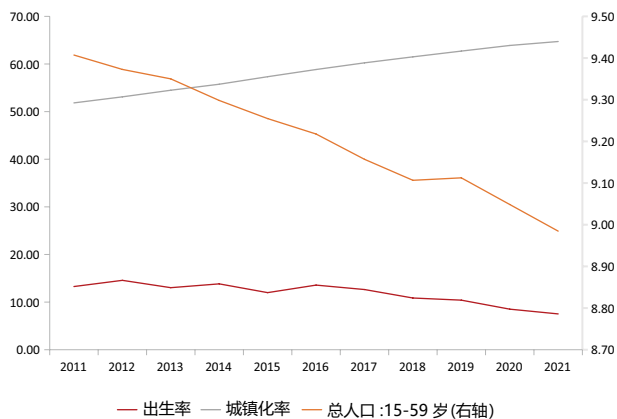
概率较大。但从长期看，由于人口代际更替中人口呈现老龄化、出生率逐年下降和城镇化率放缓，房地产需求不可能回到前 20 年平均水平，行业大周期下行不可避免。

■ 图表 34. 土地购置、房地产新开工及销售数据 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 35. 出生率、老龄化及城镇化率 (%，亿)

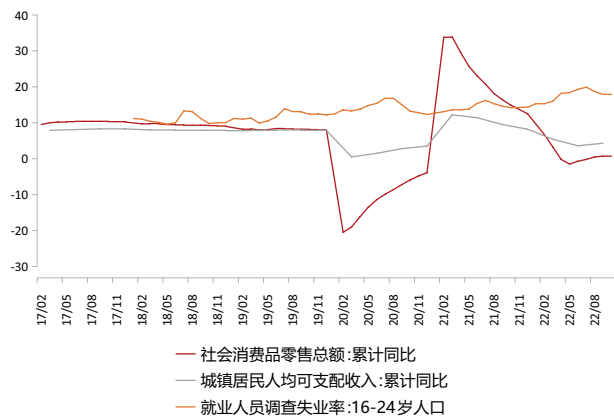


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 2.2.1.3 消费的恢复成为经济复苏的关键

从 2012 年以来，消费在经济增长中发挥着基础性作用，对 GDP 的贡献率一直占据“半壁江山”，2015 年甚至达到约 69% 的高点。但突如其来的疫情打断中国经济运行模式，加上 2022 年房地产行业的下行，对居民的就业、收入预期和消费意愿造成极大影响，2022 年 1-10 月社会零售品销售总额同比增长 0.6%，前三季度对 GDP 贡献率降至仅 41.3%，远低于往年平均水平。展望 2023 年，消费有望较快恢复，对 GDP 的贡献率将显著提升。疫情管控政策的逐步优化，人口流动加快；经济筑底回升，居民就业与收入有望持续恢复；稳增长政策持续支持，房地产市场由下行转为企稳，股市回暖带来的财富效应都有望带动消费回暖。考虑到疫情措施优化后，人口管控减弱，但初期病例上升速度过快可能影响人口流动速度，消费回升速度预计呈现前低后高的走势。

■ 图表 36. 社会消费品零售总额与收入和失业率 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 37. 消费者信心指数 (%)

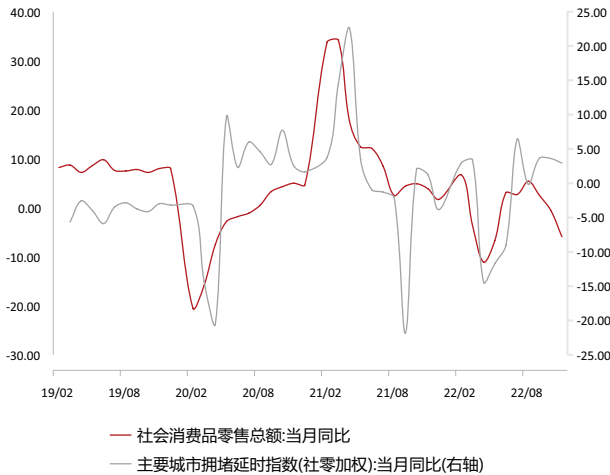


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 居民消费增长取决于就业和收入预期

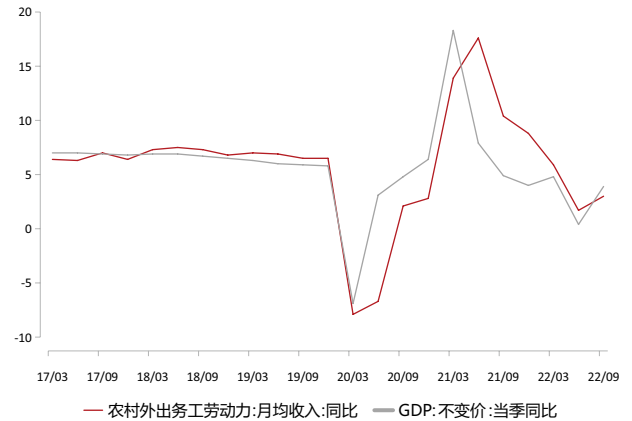
消费的回升程度主要取决于就业率和收入增长预期，2023 年经济的广泛复苏有利于就业率和居民收入的提升，尤其是农民工收入的增长与 GDP 增长高度相关。服务行业的回升、政策对小微企业和民营经济的支持，以及乡村振兴战略的实施均有利于中低收入人群收入的增加，带来消费边际增长。

■ 图表 38. 消费与城市拥堵指数对比 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 39. 农民工收入增长与 GDP 增长 (%)

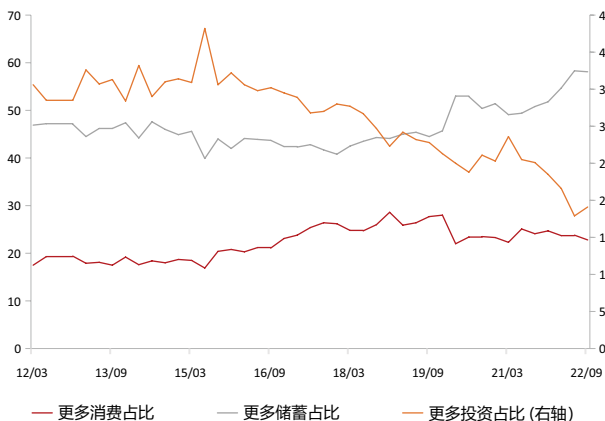


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 预防性储蓄处于高位

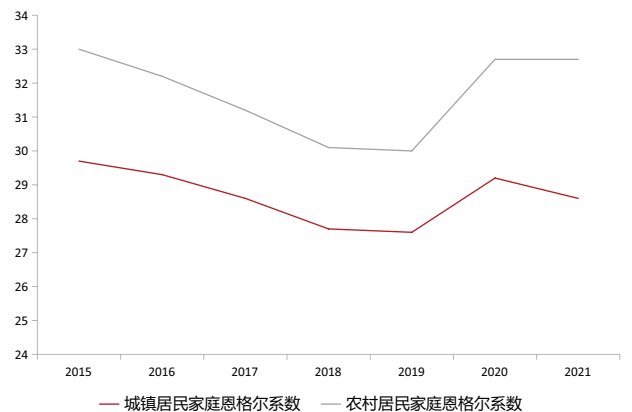
突如其来的疫情对居民收入和就业造成极大冲击，“疤痕效应”促使居民增加预防性储蓄，降低杠杆率，减少投资与消费。2023 年虽然疫情防控措施优化，有利于居民收入恢复，但病毒的传播性增强，居民对感染病毒以及后遗症的不确定性担忧，促使居民预防性储蓄上升，外出活动减少，边际消费需求下降，其中对可选消费的冲击将大于必选消费，用于衡量食品支出总额占个人消费支出总额比重的恩格尔系数 2020 年以来有所回升，预计 2023 年消费很难恢复到疫前水平。疫苗的普及与持续接种，防疫政策的科学化、人性化，以及对城乡居民的社会保障变得至关重要。

■ 图表 40. 预防性储蓄不断上升 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 41. 恩格尔系数近年上升 (%)



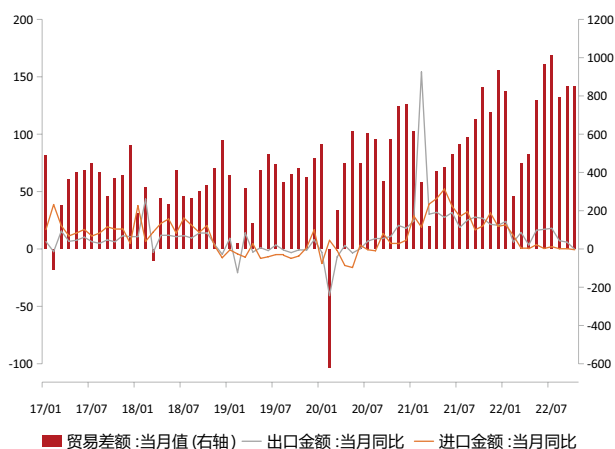
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 2.2.1.4 净出口对经济贡献率将下降

2022 年随着欧美经济体持续收紧货币政策，全球主要经济体需求放缓。我国对除东盟以外的其他主要贸易伙伴的出口均不同程度回落，体现在我国出口数据自 8 月份以来持续下滑，10 月份以美元计价的进、出口数据由正转负，分别为同比增长 -0.7% 和 -0.3%，出现衰退式顺差。根据国际货币基金组织对 2023 年全球经济增速放缓的预期，同时考虑到大宗商品和国内 PPI 高位回落，预计 2023 年我国出口量和价格均出现下降，出口增速将继续放缓。

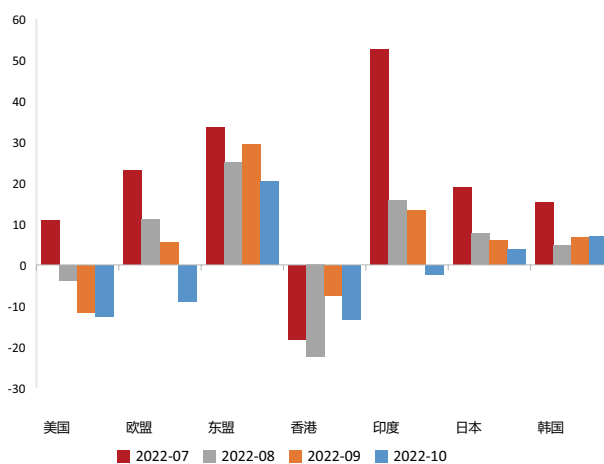
我国对东盟的出口 2022 年保持较稳定势头，2023 年东盟处于疫后修复期，内生增长动能较为强劲，随着全球制造业加速向东盟转移，我国对东盟中间产品出口有望保持较好增长。

图表 42. 进出口数据（%，亿美元）



资料来源：WIND，中国银行

图表 43. 对全球主要国家和地区出口同比（%）



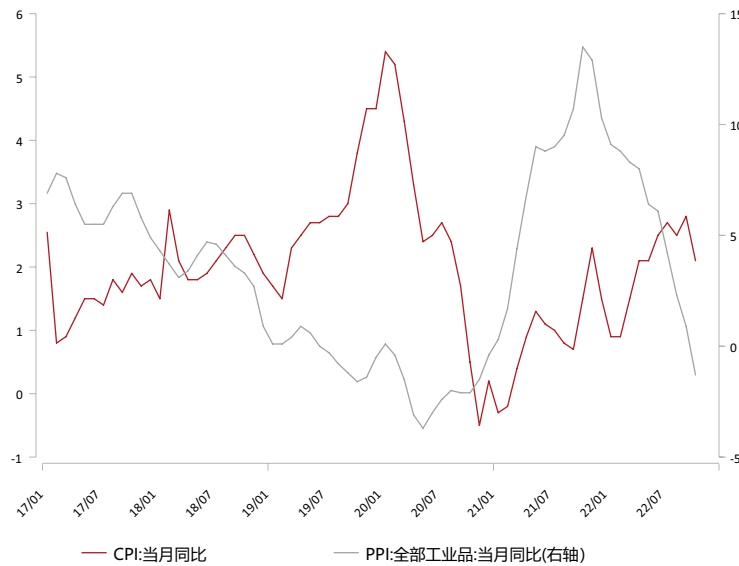
资料来源：WIND，中国银行

图表 44. IMF 对主要经济体 GDP 预测（%）

实际 GDP	2021	2022F	2023F
中国	8.1	3.2	4.4
美国	5.7	1.6	1.0
欧元区	5.2	3.1	0.5
日本	1.7	1.7	1.6
其他发达经济体	5.3	2.8	2.3
东盟 5 国	3.4	5.3	4.9
印度	8.7	6.8	6.1

资料来源：IMF，中国银行投资策略研究中心

图表 45.CPI 与 PPI 走势 (%)

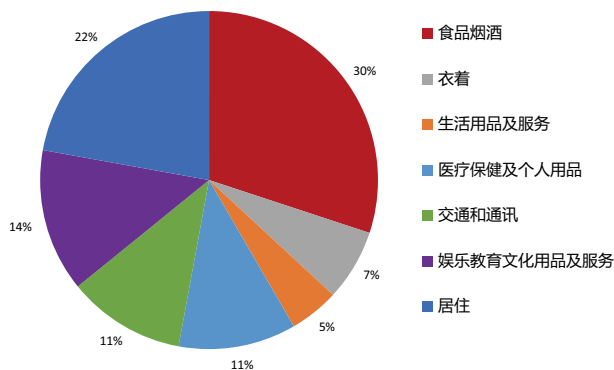


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 2.2.2 2023 年 CPI 温和上涨，PPI 继续回落

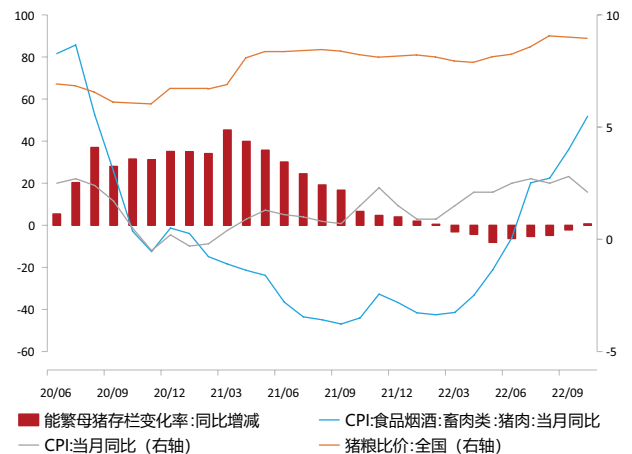
2022 年我国通胀水平温和，截至 2022 年 11 月 CPI 累计同比上涨 2%，全年有望保持在 2% 左右。预计 2023 年我国 CPI 将保持在温和区间。从我国 CPI 主要构成来看：食品方面，我国当前粮食丰收，国内主粮基本实现自给，粮食价格相对稳定，截至 2022 年 9 月末生猪存栏同比上涨 1.4%，考虑到马上进入年末消费高峰，猪价有所上涨，当前猪粮比有利于推动农户的养殖热情，后续猪价预计将维持现价或小幅回落；居住方面，房地产持续低迷限制了房租上涨空间；交通出行方面，因我国对能源价格的监管，出行价格难以大幅上涨。虽然 2023 年疫情管控措施优化会增加国内消费需求，但疫情对我国生产侧的冲击较小，供应链较完整，出口需求放缓，有利于我国 2023 年 CPI 保持温和增长，预计全年增长 2.2%。

图表 46.CPI 构成 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

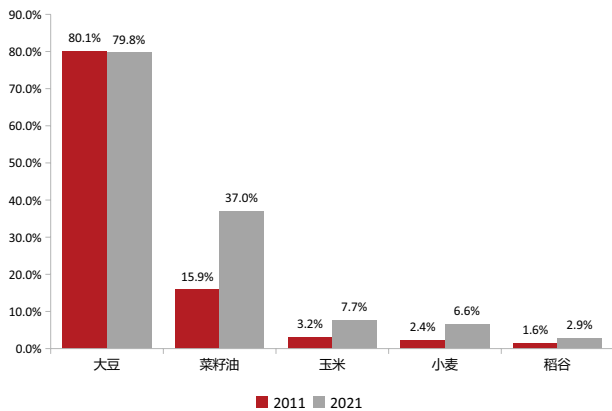
图表 47. 猪肉价格与 CPI (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

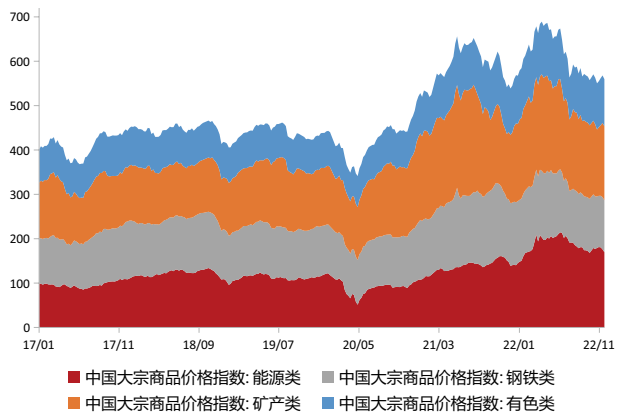
2022年PPI从高位回落，截至2022年11月累计同比上涨4.6%，预计全年在4.2%左右。2023年PPI将继续回落，一是受全球经济需求走弱和中国房地产投资增速回落的影响，金属价格继续下探，新能源崛起，化石能源价格有望高位企稳或略有下行；二是随着疫情缓解，全球供应链逐步修复；三是翘尾因素将导致PPI前低后高，上半年总体为负，二季度触底后逐步回升，全年预计增长-0.5%。

图表 48. 我国主要农作物对外依存情况 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 49. 中国大宗商品走势



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 2.2.3 货币政策总量适度、结构宽松

2022年货币政策保持稳健偏宽松的基调，通过总量型、价格型及结构性货币政策工具加大金融支持实体经济的力度，保持流动性合理充裕，推动实体经济融资成本下行。1-11月新增人民币贷款19.91万亿元，同比多增1.09万亿元，10月末广义货币（M2）、社会融资规模存量同比分别增长12.4%和10.0%。截至3季度末，贷款加权平均利率为4.34%，同比下降0.66个百分点，其中企业贷款加权平均利率为4.0%，同比下降0.59个百分点，处于有统计以来低位。1月1日-11月25日银行间市场DR007平均利率为1.76%，持续低于央行公开市场7天回购的政策利率。央行通过再贷款、调整政策性银行信贷额度、设立政策性开发性金融工具、重启PSL等结构性金融工具，促进信贷增长，扩大有效需求，推动经济稳增长。

图表 50. 央行货币政策工具

央行货币政策工具	相关内容（截止 2022 年 11 月 25 日）
总量型工具	央行宣布于 4 月 15 日、12 月 5 日两次全面降准 0.25 个百分点
	上缴央行结存利润 1.13 万亿元
价格型工具	1 月 17 日下调中期借贷便利和公开市场逆回购（7 天）10bp
	1 月 20 日下调 LPR1 年和 5 年分别 5bp 和 10bp
	5 月 20 日下调 LPR5 年 15 个 bp
	8 月 15 日下调中期借贷便利和公开市场逆回购（7 天）10bp
	8 月 22 日下调 LPR1 年和 5 年分别 5bp 和 15bp
	9 月阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限
	10 月 1 日下调首套个人住房公积金贷款利率 0.15 个百分点
结构性工具	详见结构性货币政策工具情况表
政策性开发性金融工具	增强信贷总量增长的稳定性，先 3000 亿元，再增加 3000 亿元以上额度
配套金融工具	调增政策性银行 8000 亿元信贷额度，引导中长期贷款投放

资料来源：央行，中国银行投资策略研究中心

图表 51. 结构性货币政策工具情况表

工具名称（截止 2022 年三季度末）	支持领域	发放对象	利率（1 年期） / 激励比例	额度（亿元）	余额（亿元）	
长期性工具	支农再贷款	涉农领域	农商行、农合行、农商行、村镇银行	2%	7600	5587
	支小再贷款	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	2%	16400	13863
	再贴现	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	2%（6 个月）	7050	5449
阶段性工具	普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业	地方法人金融机构	2%（激励）	400	127
	抵押补充贷款	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等	开发银行、农发行、进出口银行	2.40%	/	26481
	碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21 家全国性金融机构	1.75%	8000	2469
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	3000	578
	科技创新再贷款	科技创新企业	21 家全国性金融机构	1.75%	2000	800
	普惠养老专项再贷款	浙江、江苏、河南、河北、江西试点，普惠养老项目	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	400	4
	交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微企业物流（含快递）企业	工农中建交、邮储、农发行	1.75%	1000	103
	设备更新改造专项再贷款	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	21 家全国性金融机构	1.75%	2000	0
	合计					55461

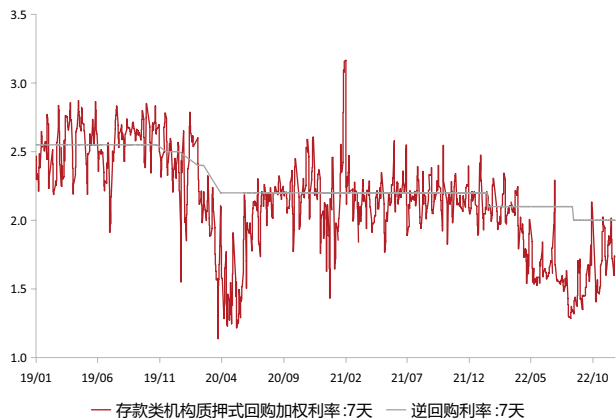
资料来源：央行，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 52. 社会融资规模与 M2 (%)



资料来源：央行，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 53. DR007 利率走势 (%)



资料来源：央行，中国银行投资策略研究中心

### 总量适度宽松、降息降准可期

2023 年，我国处于疫后修复时期，经济增长动能处在切换过程，为确保经济平稳换挡，宏观政策要着力稳增长，改善市场主体信心和预期。2022 年易纲行长在《建设现代中央银行制度》的文章中提出，现代中央银行负责维护币值稳定、促进充分就业和经济增长，以及维护金融体系稳健运行。其中币值稳定需要央行管好货币“总闸门”，尤其是在全球主要经济体收紧货币政策的情况下。促进充分就业和经济增长，以及维护金融体系稳健运行，需要央行适度“宽货币”。在相互冲突的目标间，央行通常需要相机平衡。2023 年，在欧美加息节奏放缓的有利外部环境下，央行货币政策空间打开。当前高质量发展是首要任务，货币政策将在其中发挥重大作用，通过总量适度宽松，下调存款准备金率和 LPR 贷款利率，加强与财政政策的配合，创造宽松的流动性环境，确保一定的经济增长速度，保障经济结构转型的稳健推进。

### 运用结构性工具，实现向宽信用传导

央行加大投放大量基础货币并引导贷款利率下行时，还会通过精准有力的结构性货币政策工具定向支持扩大内需相关领域，同时引导银行配合发放贷款，形成有效融资需求。预计货币政策 2023 年将继续充分运用结构性政策工具，通过直达工具增加对民营企业、高技术制造业和基础设施建设等领域的支持力度，实现稳就业的政策目标。

## 2.2.4 财政政策加力提效、提前发力

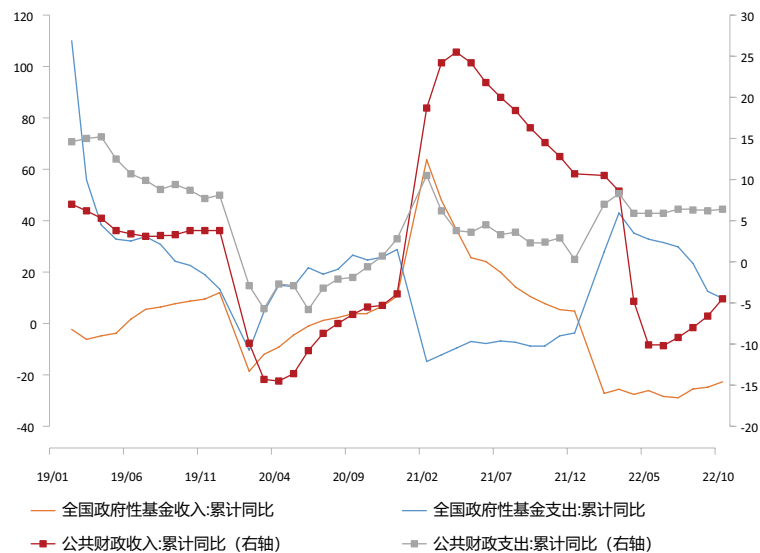
2022 年财政赤字率定为 2.8%，虽然赤字率下调，但财政刺激力度不减，减税降费力度加大，财政支出强度更大。减税降费方面，截至 11 月 10 日，2022 年增值税留抵退税金额合计 23097 亿元，超过 2021 年全年退税金额的 3.5 倍。财政支出方面，财政通过统筹特定国有金融机构和专营机构的利润，为财政支出提供更多的可支配财力。1-11 月全国一般公共预算支出累计同比 6.4%，全国政府性基金支出累计同比 9.8%，增速较 2021 年末明显抬升。地方政府债券发行前置，专项债加上盘活额度达 4.15 万亿，规模较往年大幅增长，在当前土地财政全面降温的情况下，通过地方专项债重点用于交通基础设施、能源、保障性安居工程等 9 大领域，发挥财政政策逆周期调节的作用，致力稳投资、稳经济。

图表 54. 宏观杠杆率增速放缓

指标（单位：亿元）		2019年	2020年	2021年	2022年
全年限额	中央赤字	18300	27800	27500	26500
	地方赤字	9300	9800	8200	7200
	预算赤字率	2.80%	3.60%	3.20%	2.80%
	特别国债	/	10000	/	7500
	地方专项债新增限额	21500	37500	36500	36500
	盘活专项债结存余额	/	/	/	5000

资料来源：财政部，中国银行投资策略研究中心

图表 55. 财政“两本账”的收支情况（%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

在经济复苏阶段，为防止经济陷入“流动性陷阱”，财政政策与货币政策将加强政策协同，在拉动总需求方面继续加码。财政部 2022 年底发行了 7500 亿元 3 年期固定利率特别国债，对此前的特别国债进行接续，2023 年预计财政赤字率不低于 3%，地方政府专项债的发行力度不少于 2022 年新增限额。保持财政政策连续性，有利于提升市场主体的信心，促使市场主体形成经济稳得住的预期。2023 年地方政府专项债将聚焦经济发展的短板，重点支持经济社会效益明显、带动效应强的重大项目，提高专项债向优质资产的转化效率，在稳投资、稳增长方面持续发力。

#### 中央日益关注地方债务风险

在经济增速下行的背景下，地方政府债务及隐性债务规模巨大，财政安全的风险需要关注。尤其是当前财政还需继续发力稳增长，地方财政收支缺口扩大，在土地财政无法支撑还款来源的情况下，政府债务风险加大。尽管随

着经济的缓慢复苏，地方财政收入可能有所回升，但随着土地财政的逐渐退场，许多地方政府已经开始布局产业发展，将未来的发展与财政增长的希望都寄托在新一轮的产业发展之上。帮扶产业发展离不开“减费降税”，地方为了长期发展需要让渡近期的财政收入，使得地方财政压力进一步增加。此外，地方城投债历年作为基建投资的主要资金来源，当前城投债的到期还款压力也使得地方财政的真实负担并未减轻。

中央对地方债务风险的重视程度日益加大，财政部在《关于支持深圳探索创新财政政策体系与管理体制的实施意见》（财预〔2022〕139号）中首次提及要防范专项债券兑付风险，并以深圳为试点探索建立地方偿债备付金制度，表明地方债务风险受到更多重视。当前因经济修复而需加大地方政府专项债发行力度的临时性应急措施不会持续，专项债的高位发行不能成为长期的制度安排。财政部部长刘昆在《健全现代预算制度》提出了“逐步实现地方政府债务按统一规则合并监管”。合并监管机制将隐性和显性债务置于同样的监管体系中，避免债务风险指标失真以及部分地方政府在两类债务间利用套利空间，将有助于加强债务监管的规范性与统一性。防范地方债务、确保财政安全已成为从上而下的共识。

## 2.2.5 从党的二十大报告看中国经济发展规划

党的二十大报告提出，党的中心任务是团结带领全国各族人民全面建成社会主义现代化强国、实现第二个百年奋斗目标，以中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴。全面建成社会主义现代化强国，总的战略安排是分两步走：从二〇二〇年到二〇三五年基本实现社会主义现代化；从二〇三五年到本世纪中叶把我国建成富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国。

### 加快构建新发展格局，着力推动高质量发展

党的二十大报告提出高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务。党的二十大报告提出的高质量发展，意味着不仅关注经济发展质的提升，也关注经济发展量的保持，经济增长率仍然重要。2035年要实现总量和人均GDP翻一番的目标，需要未来13年GDP平均增速不低于5%。因此政策措施要聚焦影响经济增长的关键点，当前经济增长关键点在于提高总需求，尤其是通过国内总需求增强内生动力的可靠性。党的二十大报告中提出“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”，从战略高度上科学地回答如何解决内需问题，后续应通过供给创新创造需求，推动消费升级；通过财政政策与货币政策的协调，带动民间投资，继续降低企业税费，提高投资回报率，增强企业投资意愿；通过投资增加就业，提高居民的收入，健全社会保障体系，加大保障房投资建设力度，通过提高居民的保障水平，使得居民有钱花、愿意花。12月中央政治局会议强调大力提振市场信心，坚持真抓实干，激发全社会干事创业活力，“让干部敢为，地方敢闯、企业敢干，群众敢首创”，这些都将是落实党的二十大报告精神的重要举措，也必将对2023年乃至未来的经济社会发展产生深远影响。

### 统筹发展和安全

党的二十大报告提出我国发展不平衡不充分问题仍然突出，推进高质量发展还有许多卡点瓶颈，科技创新能力还不强；确保粮食、能源、产业链、供应链可靠安全和防范金融风险还须解决许多重大问题。党的二十大报告强调“以新安全格局保障新发展格局”，“实施产业基础再造工程和重大技术装备攻关工程”，“加快实施创新驱动发展战略”，“健全新型举国体制，强化国家战略科技力量”。我国在当前复杂国际形势和国内经济局面下要实现高质量发展，短期通过积极有效的宏观经济政策；长期看，需要统筹发展和安全，以科技创新实现科技自立自强、推动全要素生产力的持续提升，弥补疫情对我国经济潜在增长率的机制性损伤，摆脱“中等收入陷阱”，为我国实现高质量发展和2035年目标提供强大动力。

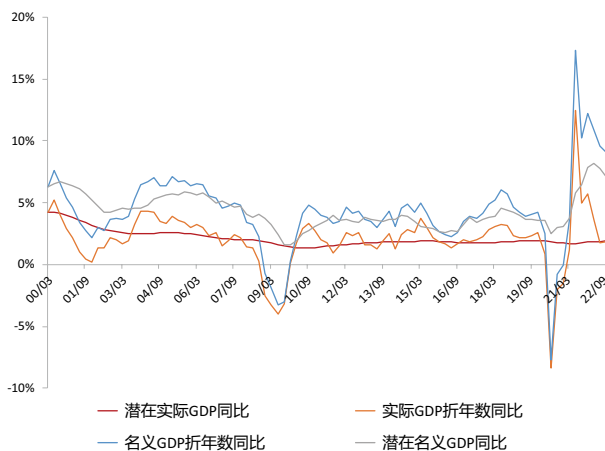
## 2.3 美国经济：从“需求过热”走向“供需平衡”

### 2.3.1 经济增长：名义增长明显放缓，实际增长仍显韧性

2022年，美国经济高通胀和低失业并存，从经济周期角度看，仍处于过热期。美国11月PCE同比5.54%，核心PCE同比4.68%，高于2%通胀目标，2022年11月失业率3.7%，低于潜在自然失业率4.4%。截至2022年9月，美国三季度名义GDP折年数同比9.12%，高于潜在名义GDP增速7.3%，实际GDP折年数同比1.86%，略低于潜在实际GDP增速1.9%。

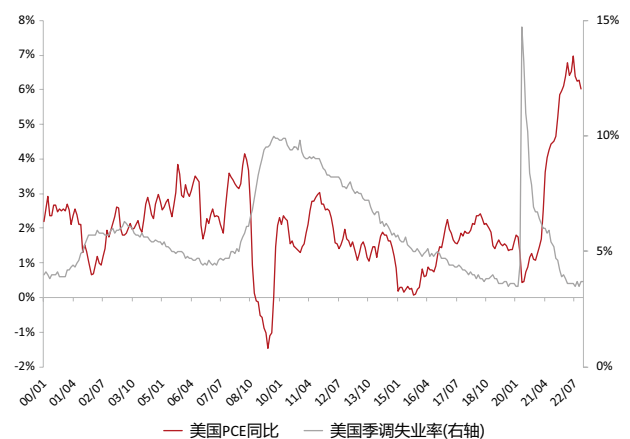
随着美联储连续7次加息将联邦基金利率从0.25%快速加到4.5%，加上疫情期间大规模的扩张性财政政策退坡，2023年美国内生性增长动能预计在中性偏紧的政策环境下减弱，劳动力市场短缺情况将出现改善，高通胀问题明显缓解。若无明显外部冲击，2023年美国将从目前的需求过热向供需平衡过渡。通过对综合消费、投资与净出口等各分项分析，预计在通胀回落后，2023年全年美国名义GDP同比将明显低于2022年，但实际GDP同比或将位于潜在增速2%附近，持平或略高于2022年。

图表 56. 美国 GDP 同比 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 57. 美国高通胀和低失业并存 (%)

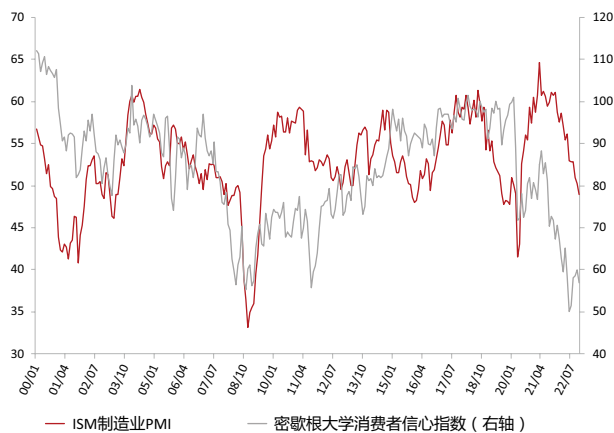


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

#### 2.3.1.1 领先指标出现明显下滑，指示总需求放缓

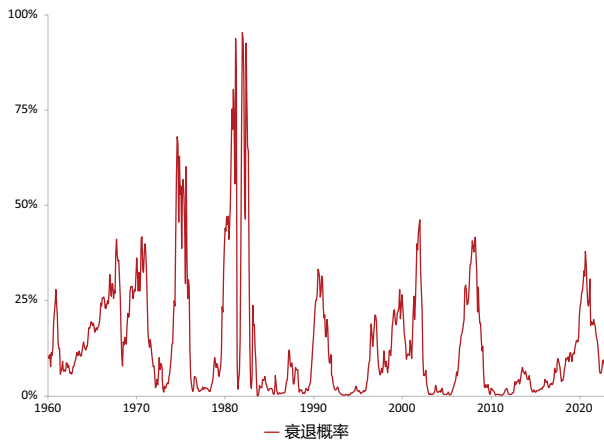
从领先指标看，美国11月ISM制造业PMI跌破50荣枯分水岭，美债10Y-2Y和10Y-3M利差早已相继出现倒挂，密歇根消费者信心指数也跌至20年来低位，均前瞻性指向美国经济增长放缓。但从消费和净出口等数据观察，美国经济韧性仍较强，经济增速放缓并不意味着马上进入衰退，纽约联储预测2023年9月衰退概率仅为25%。

■ 图表 58. 美国 PMI 和密歇根消费者信心指数 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 59. 纽约联储衰退预期 (%)

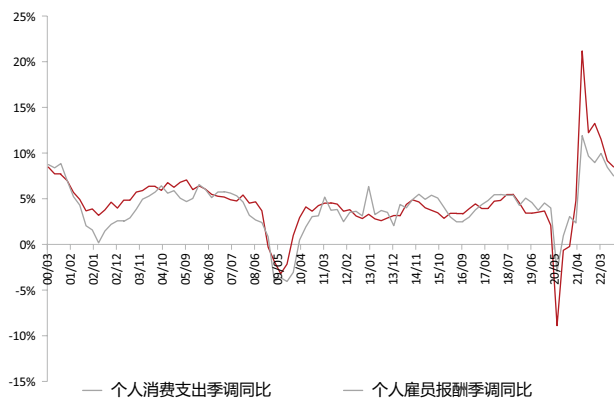


资料来源：纽约联储官网，中国银行投资策略研究中心

### 2.3.1.2 就业市场紧俏，消费维持韧性

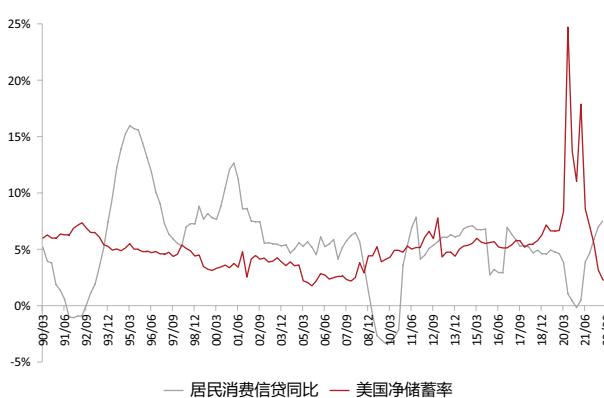
2022 年美国消费显示出较强韧性，9 月的个人收入同比、个人消费支出同比与居民净储蓄率等均明显偏离 10 年均值，说明美国消费倾向仍高，消费需求仍然较为旺盛。展望 2023 年，劳动力市场异常紧张的局面会逐步缓解，但薪资增长很难短时间出现断崖下滑，考虑到工资收入占美国居民收入的 60%，预计消费韧性仍会持续一段时间。随着经济降温、加息效果向居民传导，居民消费的机会成本将被提高，储蓄率有较大概率上升，叠加财富效应边际转负，居民实际消费支出的增长将逐步回归均值。

■ 图表 60. 工资收入同比和个人消费支出同比 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 61. 个人消费贷款同比和居民净储蓄率 (%)



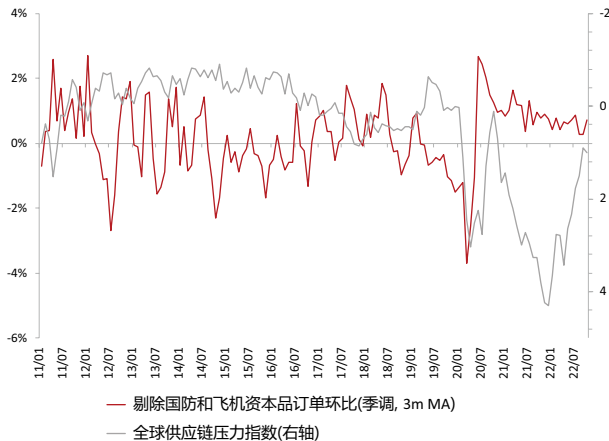
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 2.3.1.3 非住宅投资持续修复，住宅投资趋缓

投资需求方面，短期内仍有小幅改善空间，中长期看将转弱。具体来看，在非住宅投资上，受益于全球制造业供应链的逐步修复，美国国内资本开支在 2022 年以来迎来持续修复，扣除飞机和国防的资本品订单季调后环比在 2022 年以来维持约 0.6%（3 个月移动平均值）的正增长，2023 年上半年仍有可能在供应链继续恢复背景下完成

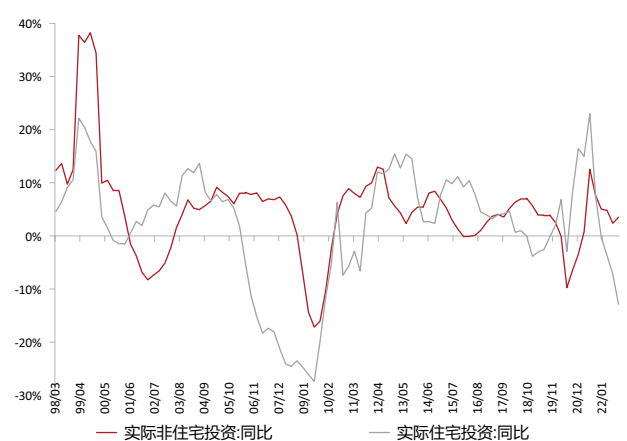
进一步修复。但在住宅投资上，随着加息影响的传导，美国房地产周期可能开启下行通道，当前 30 年期抵押贷款利率上行至 7% 附近，新屋开工、成屋销售等转向冷却，居民住宅投资需求趋缓的大趋势或难以逆转。

图表 62. 美国资本开支修复 (%)



资料来源：WIND，纽约联储，中国银行投资策略研究中心

图表 63. 美国非住宅投资和住宅投资 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

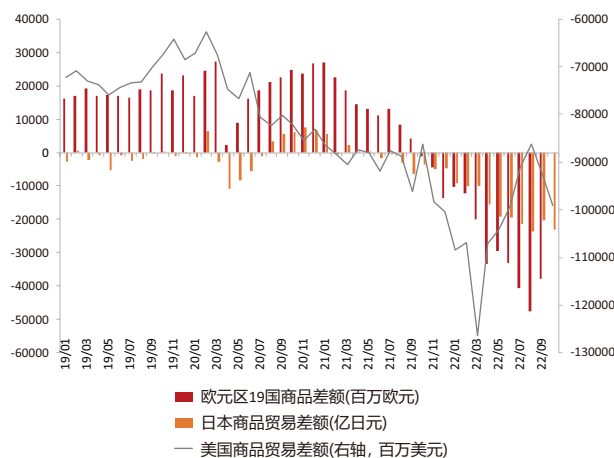
### 2.3.1.4 净出口或持续改善

2022 年前两季度，美国净出口连续大幅超出预期，美国的净出口改善与欧日贸易逆差相伴出现，2023 年随着美元指数逐步回落，加上欧日通胀具有明显输入型特征，且拐点滞后美国，预计净出口持续改善。

### 2.3.1.5 财政政策预计难有作为

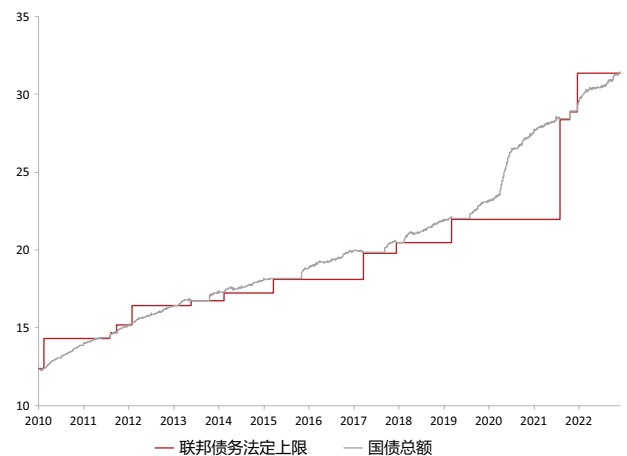
财政政策方面，因为当前美国通胀仍在高位，而货币政策在 2023 年仍将保持紧缩态势，财政政策或需保持中性偏紧以配合货币政策抑制通胀。与此同时，中期选举之后美国出现分裂国会，两党很难统一财政支出计划，总体赤字规模或较 2022 年继续下降。截至 11 月末，美国国债余额为 31.36 万亿美元，逼近预定联邦赤字上限 31.38 万亿美元，预计两党博弈之下财政政策难有大作为。

图表 64. 美国贸易差额改善与欧日贸易逆差扩大



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 65. 美国债务上限和国债总额 (万亿美元)

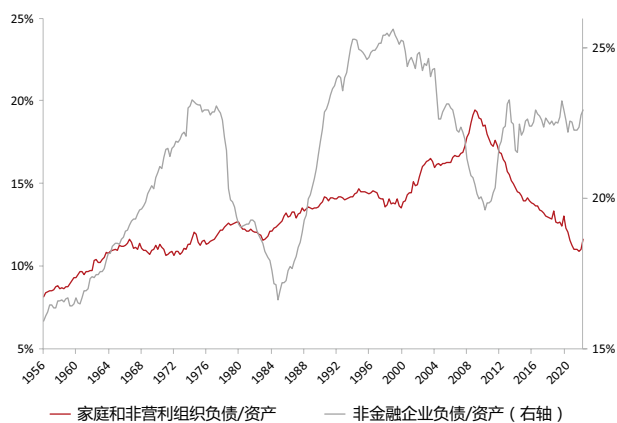


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 2.3.1.6 企业部门或有局部流动性危机，但对整体增长影响有限

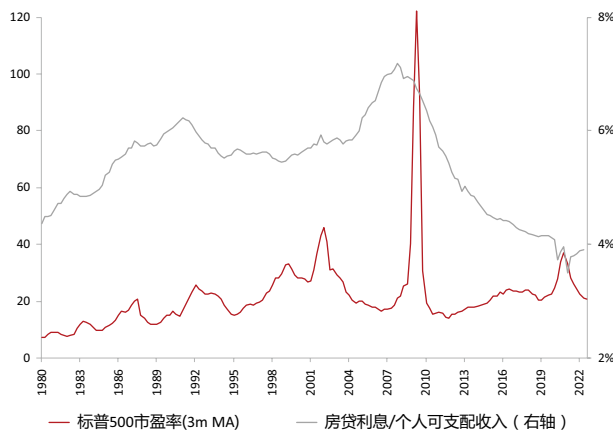
2008年金融危机后至今，美国企业杠杆率有所提高，在联储流动性持续收紧过程中可能发生局部性的破产违约，但整体而言当前企业信用风险仍然停留在较可控层面。首先，美国居民资产负债表相对健康。疫情期间的财政货币双刺激政策使居民资产规模增速在2020年第二季度到2022年第一季度期间持续快于负债规模增速，居民部门杠杆在经济过热期间不升反降，2022年二季度家庭资产负债率仅12%，处于历史低位。其次，从标普500指数市盈率和居民房贷收入比看，目前房地产和股市杠杆率相对较低。和2008年的金融危机的情况大不相同，如果只是企业部门出现局部危机，居民与金融部门保有韧性，整体经济中枢大幅失速的可能性较小。

■ 图表 66. 美国居民和企业资产负债率 (%)



资料来源：WIND，圣路易斯联储，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 67. 股市杠杆和房地产杠杆 (倍, %)



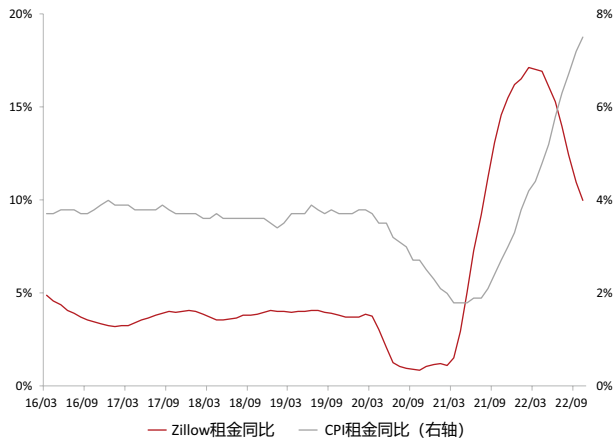
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 2.3.2 美国通胀：名义通胀明显回落，核心通胀粘性仍强

若俄乌局势不再恶化，不出现明显供给冲击，预计2023年一季度PCE同比可能回落至5%-6%，二季度回到4%-5%，年底回到3%-4%。

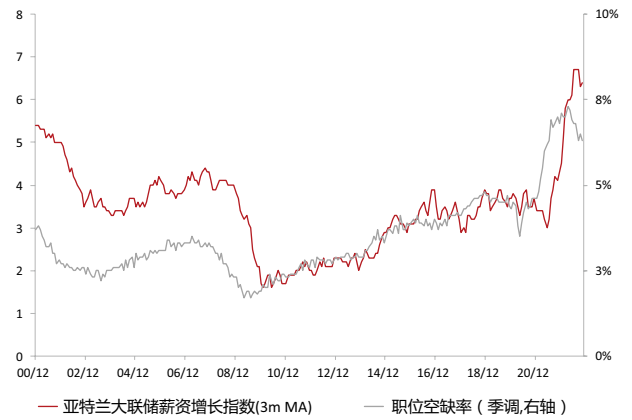
目前美国通胀拐点已见，但回落的速度存在不确定性。之所以说拐点已现，一方面，从基数效应上看，2022年10月起基数效应明显加速，尤其是能源和食品分项，若维持目前均价，预计2023年一季度开始对通胀产生负向贡献，且负向贡献程度在二季度会持续加大；另一方面，房租价格对目前通胀起了最主要贡献，其对CPI的贡献度接近1/3，Zillow全美房租指数作为CPI房租指标的领先指标，大约领先CPI房租约半年，目前Zillow统计的全美房租指数同比增速已在2022年一季度触顶并持续回落。之所以说回落速度有不确定性，一方面，劳动力市场有所降温，工资领先指标出现回落，但绝对值仍较高，且此轮工资粘性或强于70-80年代，移民政策变更和新冠可能对劳动力形成永久侵蚀，劳动力供给弹性弱于70-80年代；另一方面，2023年随着美元指数逐步回落，进口商品价格可能对物价形成一定支撑。

图表 68. 美国 Zillow 租金和租金通胀 (%)



资料来源：WIND, Zillow, 中国银行投资策略研究中心

图表 69. 亚特兰大联储工资指数和职位空缺率 (点, %)

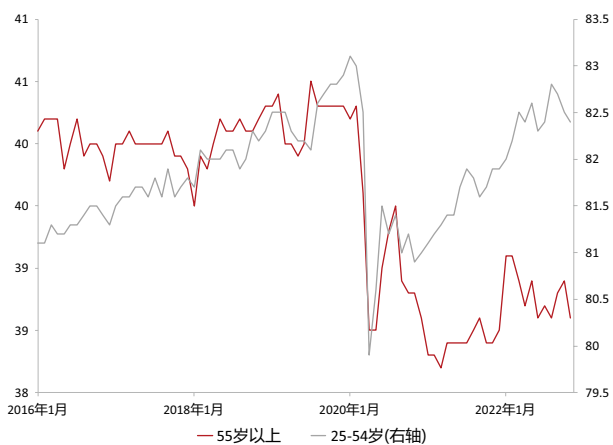


资料来源：WIND, 中国银行投资策略研究中心

### 2.3.3 美国就业：失业率缓慢回升，供需矛盾依然紧张

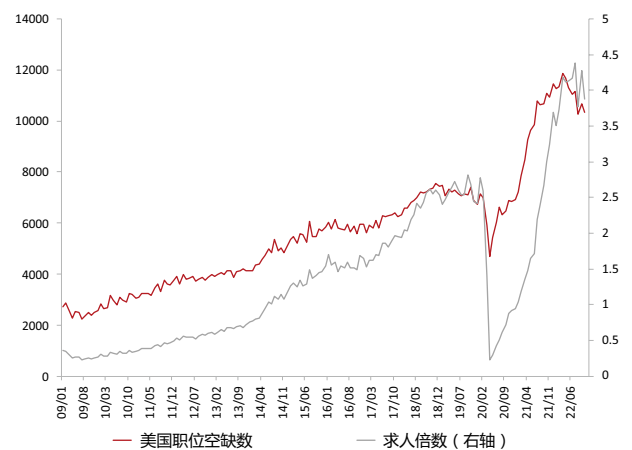
就业供给方面，目前美国劳动参与率位于相对历史低位，从结构上看，25-54 岁年龄段基本恢复到疫情前水平，55 岁以上年龄段就业参与率一直未有起色，因提前退休等因素，这部分劳动力可能永久消失。就业需求方面，按照我们对美国经济的整体判断，经济增速放缓但韧性仍较强，劳动力需求仍相对旺盛。目前职位空缺数明显下降，但与疫情前水平相比，仍有较大缺口，求人倍数仍位于绝对高位。显示美国劳动力需求有所降温，但整体仍较为旺盛，供给结构化问题突出，供需矛盾依然紧张。预计 2023 年美国失业率将有所回升，但回升速度相对缓慢，并且呈现“前慢后快”的特征，年底或仍将显著低于潜在失业率 4.4%。

图表 70. 美国不同年龄段的就业参与率 (%)



资料来源：彭博, 中国银行投资策略研究中心

图表 71. 美国职位空缺数和求人倍数 (千人, 倍)



资料来源：WIND, 中国银行投资策略研究中心

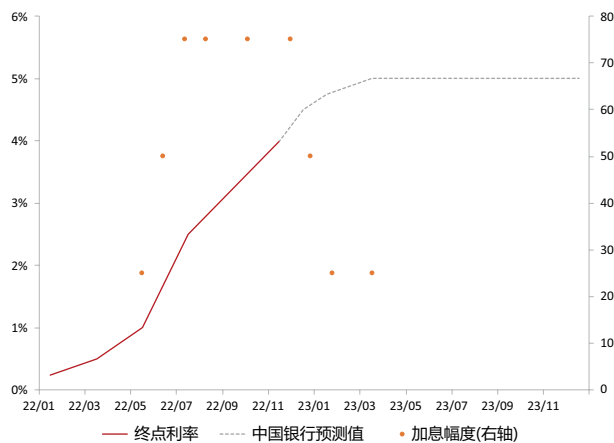
### 2.3.4 美国货币政策：停止加息后或停留较久，缩表或提速

货币政策路径方面，鉴于失业率缓慢回升，但仍低于潜在自然失业率，通胀快速回落但仍高于通胀目标，预计2023年一季度仍将继续小幅加息。本轮加息终点利率可能在5%左右，在不出现深度衰退的情形下，美联储将在2023年大部分时间里维持这一利率水平，同时存在进一步提高缩表上限的可能。

美联储在2022年3月至12月的连续七次会议上加息，将基准利率从0.25%提高至4.5%，在2023年一季度可能再加息1-2次，终点利率达到5%左右。根据我们对美国经济的展望，预计2023年联邦基金利率可能在大部分时间里维持5%的限制性水平。若年底经济出现深度衰退，才可能出现降息。

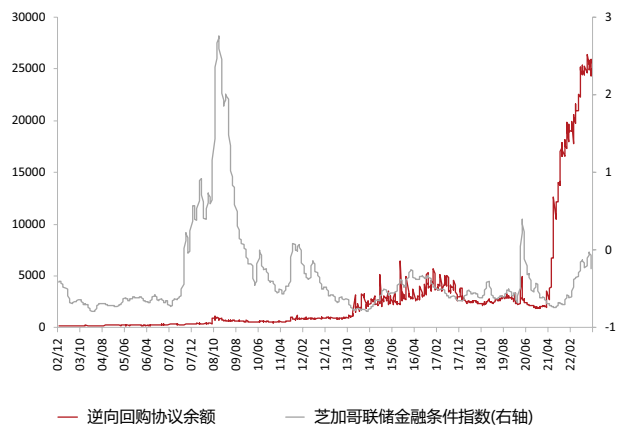
缩表方面，尽管本轮缩表速度已经远快于上一轮，但截至2022年11月底联储资产负债表中隔夜逆回购量高达2.5万亿美元，而且芝加哥联储金融条件指数虽有上行，但仍位于相对低位，均显示当前美国市场流动性仍然相当充裕。如果随着经济增速放缓，现有巨额流动性使得金融条件指数出现持续转松，美联储可能进一步抬升当前950亿美元/月的缩表上限规模。

图表 72. 联储后续加息路径（%，BP）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 73. 逆回购量和芝加哥联储金融条件指数（亿美元，点）



资料来源：WIND，圣路易斯联储，中国银行投资策略研究中心

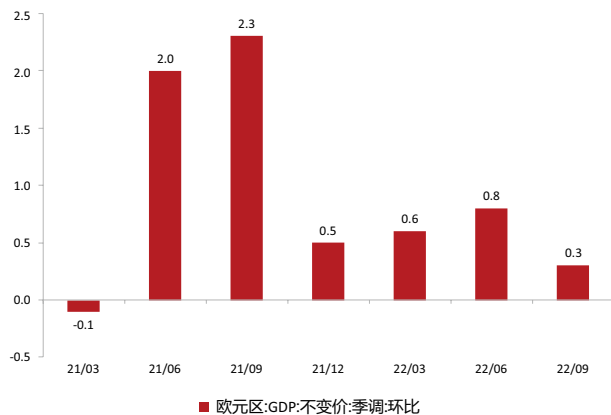
## 2.4 欧元区：滞胀风险依然明显

### 2.4.1 欧元区经济：增长疲软，衰退概率较大

2022年上半年，尽管俄乌冲突突然爆发，但受经济重新开放和旅游业强劲反弹影响，欧元区经济状况好于预期，三季度 GDP 环比增速由二季度的 0.8% 降至 0.2%，仍然高于 9 月欧央行预测值 0.1%。近期高频数据显示，欧元区经济数据出现积极迹象，例如消费者信心指数有所回升、11 月 PMI 初值好于预期等。不过即便如此，我们预计欧元区经济疲软势头仍将持续，衰退可能性较大。

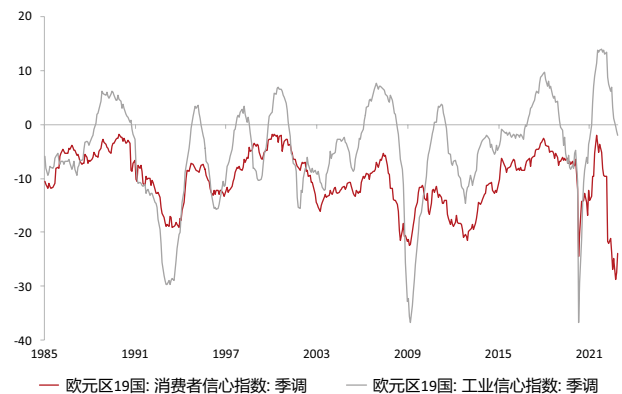
第一，欧元区消费者信心指数在 2022 年 9 月降至 -28.7，创历史新低，虽然 10 月、11 月有所回升，但仍处于历史低位，接近 2020 年 4 月即疫情暴发初期水平。信心减弱、不确定性增加以及实际工资下降，或继续削弱私人消费需求。第二，欧元区工业信心指数在 2022 年 9 月至 11 月持续为负，信心减弱叠加融资成本上升，可能继续打击企业投资积极性。2022 年 7 月至 11 月，欧元区制造业 PMI 持续位于荣枯线下方。10 月欧元区银行贷款调查（BLS）结果显示，三季度企业用于固定投资目的的贷款需求进一步恶化。第三，能源价格上涨叠加供应短期导致的相关进口投入增加，使得 2022 年欧元区进口价格压力明显大于出口价格，进口价格指数 / 出口价格指数最高升至 2022 年 7 月份的 1.16。如果能源价格维持高位，叠加外需减弱，贸易状况有可能继续恶化。

图表 74. 欧元区实际 GDP 环比增速 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 75. 欧元区消费者信心指数和工业信心指数 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

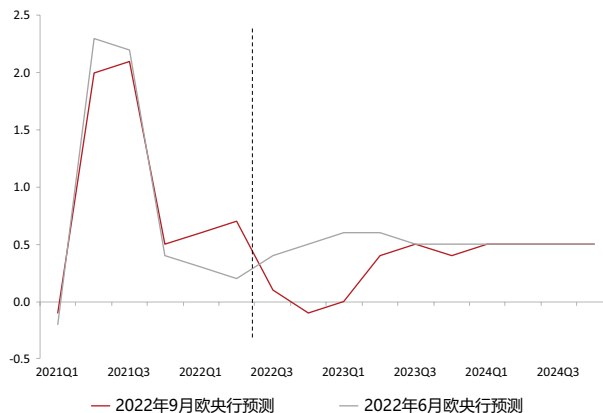
根据欧洲央行最新预测，2022 年欧元区经济增长 3.4%，2023 年增长 0.5%，2024 年增长 1.9%，2025 年增长 1.8%。

图表 76. 欧元区贸易条件持续恶化 (2015年=100)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 77. 2022 年 9 月份欧央行经济预测结果 (%)



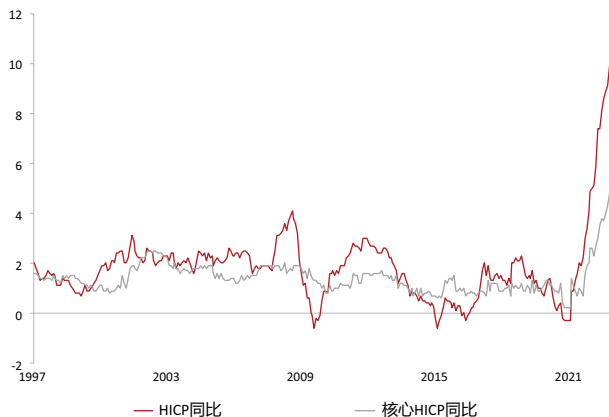
资料来源：ECB，中国银行投资策略研究中心

### 2.4.2 欧元区货币政策：通胀不停，加息不止

2022 年以来，能源和食品价格上涨、供应链受阻和需求复苏共同推动欧元区通胀持续上行，HICP 同比增速在 2022 年 11 月达到 10.1%，较 10 月的历史新高 10.6% 略有回落，核心 HICP 同比增速在 10 月、11 月连续两个月保持在 5%，尚未出现逆转迹象。受能源价格增长放缓的影响，11 月 HICP 同比初值回落，但难言欧元区通胀已经见顶。未来欧元区通胀仍面临上行风险。一是，地缘政治冲突仍是重大风险，对 2023 年欧洲能源市场的扰动或将持续。二是，高能源成本从批发层面到零售层面的传导也存在一定的不确定性。此外，与美国类似，欧洲企业同样面临劳动力短缺问题。最新调查数据显示，欧洲仍有大量制造业和服务业企业将劳动力短缺视为限制生产的主要因素。2022 年 10 月欧元区失业率为 6.5%，创历史新低，因此劳动力短缺导致的工资上涨压力可能推高通胀。

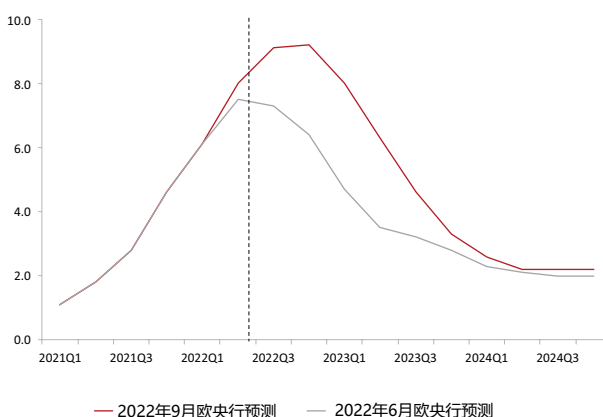
根据欧央行最新经济预测，2022 年总体通胀率由 9 月预测的 8.1% 调高至 8.4%，2023 年通胀率由 5.5% 升至 6.3%，预计 2024 年、2025 年通胀率分别为 3.4% 和 2.3%。欧洲央行行长拉加德表示，预计明年 1 月至 2 月欧元区能源和食品价格上涨将传导至零售端，令消费者受到更明显冲击。欧洲央行货币政策始终以维持物价稳定为核心目标，由于目前通胀居于高位、通胀前景被大幅上调，欧洲央行预计将在较长时间内继续加息，加息幅度取决于经济数据。

图表 78. 欧元区通胀走势 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 79. 2022 年 9 月份欧央行通胀预测结果 (%)



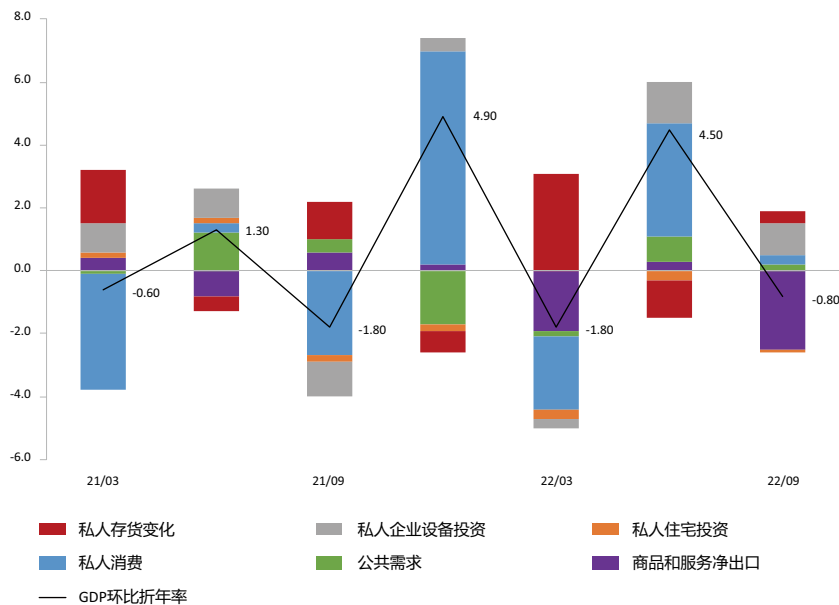
资料来源：ECB，中国银行投资策略研究中心

## 2.5 日本：政策或难转向，日元升值概率较大

### 2.5.1 日本经济：复苏依然缓慢

2022年一、二季度，日本实际GDP增速分别为0.2%、4.6%，三季度则降为-1.2%，是2021年三季度以来首次负增长。商品和服务净出口对一、二季度日本GDP增长形成拖累，贡献度分别为-1.9%和-2.6%，受国际大宗商品价格上涨影响，日本贸易差额自2021年8月以来持续为负，为经济带来较大压力。受疫情反复和物价上涨影响，消费者信心指数持续下降，11月降至29.6，为2020年9月份以来新低。私人消费需求恢复乏力，私人企业设备投资需求减弱，二者对三季度GDP增速贡献分别由二季度的2.7%、1.5%降至0.6%、1.0%。在全球经济衰退背景下，预计日本经济维持低迷态势。日本央行预测，2022财年日本经济增速为2%，2023财年、2024财年经济增速先后降至1.9%、1.5%。

图表 80. 日本 GDP 增速变化情况 (%)

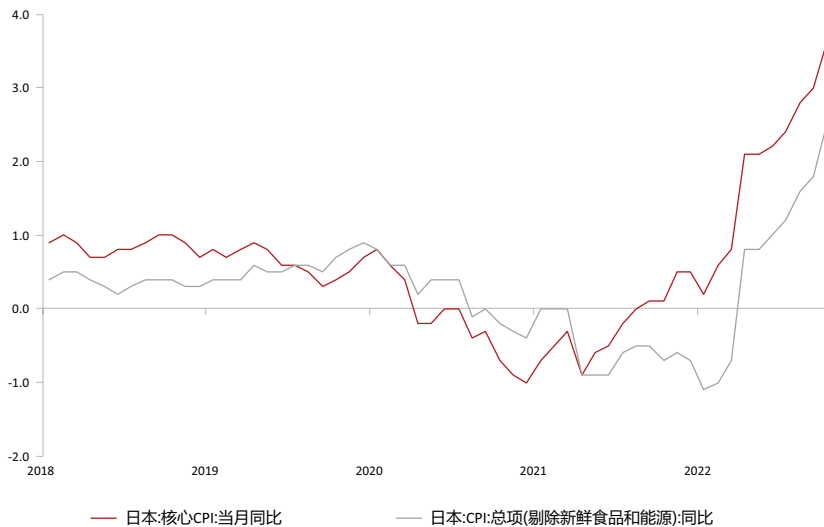


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 2.5.2 日本货币政策：通胀目标初步达成，货币政策转向存在不确定性

2022年4月，日本CPI（剔除新鲜食品价格）同比增速达到2.1%，表面上达到了2%的目标，但其实主要反映了能源价格上涨的影响，能源价格以外各类商品价格涨幅较小，同比增速仅为0.8%。2022年11月，CPI（剔除新鲜食品和能源价格）同比已经达到了2.8%，上次出现这么高的水平是2014年，且是由日本上调消费税导致的一次性冲击，如果将2014年情况剔除，当前日本的核心通胀水平已经回到了1992年的水平，即20年最高水平。在通胀上行背景下，日本政府开始出台政策加以应对。此前日本财务大臣铃木俊一宣布，日本政府将全力应对眼下的生活成本危机，让经济重回增长轨道。日本首相岸田文雄领导的内阁决定推出总额29.1万亿日元（约合2067亿美元）的综合经济救助计划，以抑制物价上涨、提振经济。不过，日本央行仍然坚持实施宽松货币政策。

■ 图表 81. 日本 CPI 增速变化情况 (%)



资料来源：WIND，中国银行

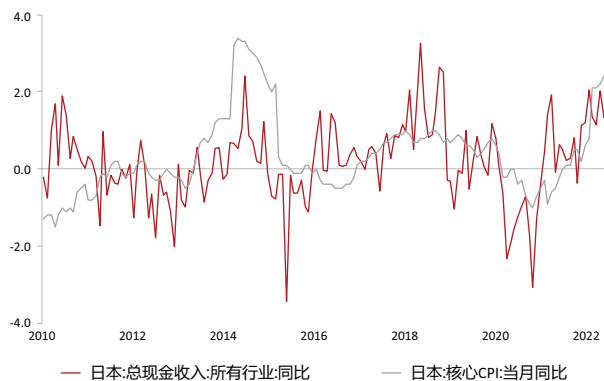
日本央行自 2013 年 1 月开始采取 2% 的通胀目标，黑田东彦亦自 2013 年 3 月开始担任日本央行行长，此后日本货币政策组合从“QQE+ 负利率”演变为“伴随收益率曲线控制（YCC）的 QQE+ 负利率”。2021 年以来，主要经济体先后收紧货币政策，但日本央行以 2% 的价格稳定目标尚未实现为由，一直坚持宽松，日美货币政策分化，也就导致日元自 2022 年 3 月以来的大幅贬值。目前日本通胀已经初步达到了 2% 的目标，同时黑田东彦任期将于 2023 年 4 月结束，因此市场预期新的日本央行行长上任之后有可能会放弃 YCC。不过，考虑到当前日本工资增速仍然低于通胀，通胀上升趋势持续性存疑。按照日本央行预测，2022 财年日本 CPI（剔除新鲜食品价格）、CPI（剔除新鲜食品和能源价格）增速分别为 2.9%、1.8%，2023 财年、2024 财年均降至 1.6%，低于 2%。由此看来，通胀基础不牢固或降低日本央行放弃 YCC 的可能性。但无论哪种情况，由于美联储紧缩政策逐步放缓，日美货币政策由分化转为收敛，叠加全球风险隐患较多可能促使避险情绪升温，日元大概率将迎来升值行情。

■ 图表 82. 日美利差与日元兑美元汇率 (BP)




资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 83. 日本 CPI 增速与工资增速 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心



# 权益 篇

## 美元加息强弩之末， 全球权益曙光乍现

2023年中国经济中短周期有望上行共振，经济复苏盈利改善叠加估值低位，股市有望迎来戴维斯双击。美联储紧缩结束，港股流动性迎转机，叠加绝对低估，未来有望否极泰来，迎来估值情绪双修复，建议超配中国权益资产。美联储或紧缩过渡，美国经济或步入衰退，美股面临跌盈利考验，建议先低配择机再标配。欧洲股市窄幅震荡，中枢上移，建议标配；日本股市喜忧参半，建议标配，需关注日本央行政策调整的风险。

## 3.1 中国股市：A 港齐向上，复兴再启航

### 3.1.1 中国 A 股：重回上升轨道，复兴再启航

我们从 2019 年白皮书看“转折之年”开始，认为中国股市会迎来一个权益投资的大时代，走出与国运匹配长期向上的趋势；接下来的 2020 年我们认为 A 股是“从转折到复苏”；2021 是“从复苏到复兴”且打破“涨不过三年的魔咒，结束牛短熊长的历史”，从技术上确认长期向上趋势的成立，三年观点都得到了验证。2022 年我们认为 A 股是“复兴之初，强基固本”，是市场长期向上过程中的整固之年，美元的超常规加息叠加各种地缘政治事件扰动下，市场回撤幅度超过我们白皮书的预测，似乎中长期向上趋势的技术形态受到了破坏。但股市长期走势取决于百年变局中国国运和中国经济的长期趋势，基于 2022 年各种极端数据的镜像推测，我们更加坚定认为 2023 年 A 股将定性看涨，并且定量空间可观，在估值修复之后盈利修复将接力，带动 A 股重新回到上升趋势中。中国股市有望在党的二十大后，在高质量建设中国式现代化过程中“复兴再启航”。

#### 3.1.1.1 战略定位：高质量发展，股市担大任

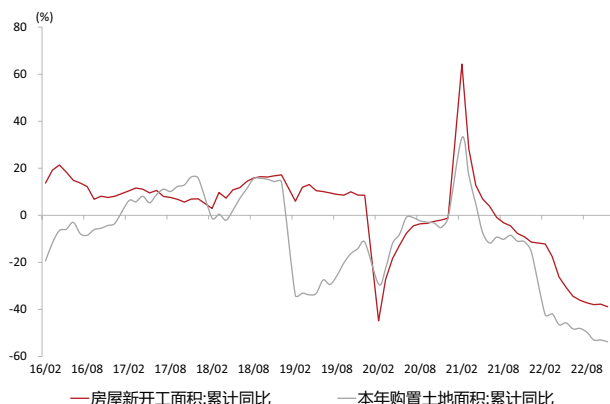
中国资本市场经过三十多年的发展，已经初步构建多层次的资本市场架构，确立了打造规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场的发展目标，以及建制度、不干预、零容忍的市场运行基本原则。当前正处百年变局的关键时段，党的二十大提出中国式现代化，首要任务是推动高质量发展，其中高新技术领域的自主可控、科技创新等必须配套有一个支持创新的多层次资本市场体系。因此，继续加快资本市场的“中国式现代化”建设，进一步健全资本市场功能，提高直接融资比重，才能更好地服务构建新发展格局，推动高质量发展。

从另一个角度看，在“共同富裕”和“房住不炒”的时代背景下，中国居民家庭资产结构再平衡，降低房地产资产配比同时增加金融资产配比的长期趋势已经形成，未来有望加速。尽管疫情“疤痕效应”可能会短期改变居民风险意识，提高防御性存款等，但在个人养老金制度落地之后，居民房产转向金融资产的大趋势不可逆转。这一趋势在美日欧等发达国家已得到验证，当国家经济增速逐步下行、利率水平逐步下行的过程中，金融资产以及股票资产在居民资产配置结构中的占比会不断提高。发挥资本市场的财富管理功能，提高上市公司质量，强化分红制度和投资者保护，让资本市场成为增加居民财产性收入重要渠道和平台，也是新时期资本市场“中国式现代化”建设的应有战略定位。

#### 3.1.1.2 经济基本面：经济复苏盈利改善，有望迎来戴维斯双击

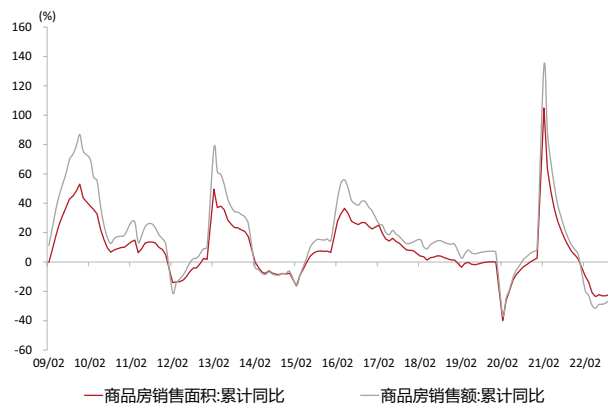
2023 年，随着外需走弱，内需托底作用将会愈发显著，国内需求有望率先迎来企稳回升。2022 年，地产投资的低迷是制约内需的主要因素，2023 年地产投资有望迎来拐点。自 2022 年下半年地产销售增速已经出现降幅收窄的趋势，而在融资新政支撑下房企拿地及新开工增速也有望自低点逐步修复。虽然在“房住不炒”红线下，地产投资在本轮周期的修复幅度难与之前匹敌，但止跌企稳值得期待，且将对于 2023 年内需的修复将会起到极为重要的拉动作用。消费方面，随着疫苗及相关药物研发和推广的推进、防疫政策的进一步优化将会极大增强线下消费场景复苏的潜力。

图表 84. 拿地及新开工持续走弱 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

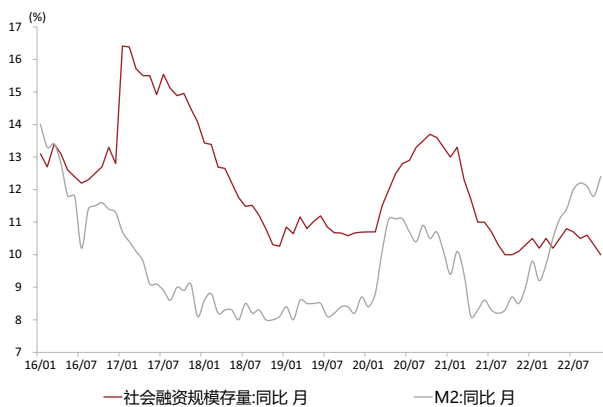
图表 85. 地产销售降幅已经出现收窄 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

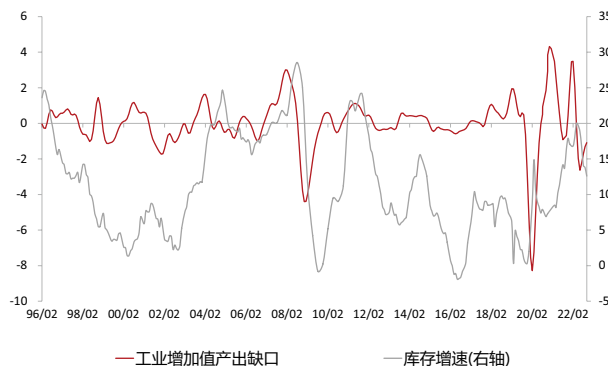
**国内货币趋稳信用回温，有望率先进入扩张前期。**2022年，全球各主要经济体在美联储带动下频繁加息，而国内货币维持相对宽松。然而内需低迷导致信用扩张乏力，流动性囤积在金融市场。展望2023年，国内需求有望迎来重启，信用环境将会迎来有效改善，流动性将从货币市场逐步走向信用市场，国内宏观环境将从宽货币紧信用的组合过渡到稳货币信用回温的组合。综上所述，2023年，国内经济将会见底企稳回升，国内短周期也即将从“宽货币、紧信用”经济下的衰退后期，逐步迈向“宽信用、稳货币”经济回温的扩张前期。随着需求边际回温，企业将会逐步进入被动去库阶段。从历史经验出发，国内库存周期下行持续时间为12—20个月，本轮国内库存周期自2021年一季度开始下行，从历史经验来看，2022年四季度已经进入下行末期，2023年一季度有望迎来企稳。总体来看，2023年国内需求将会迎来增速中枢下行大背景下的短周期修复之年，可比阶段可参考2013年、2019年下半年。

图表 86. M2 与社融增速趋势分化 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

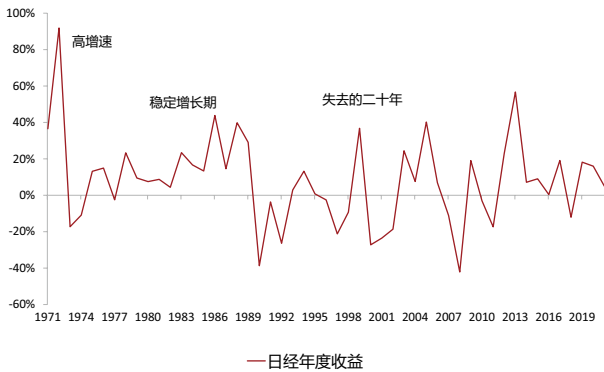
图表 87. 国内即将步入被动去库的扩张前期阶段 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

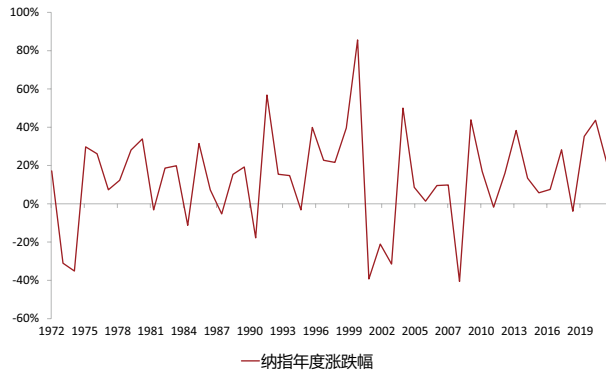
**资本市场迎来慢牛新格局。**2023 年国内即将步入 2020 年开启的长波萧条期内的第二库存周期，中短周期有望迎来上行共振。短周期方面，国内有望率先步入新的扩张周期。从中短周期定位的角度，我们认为 2023 年与 2013 年的可对标性更高，二者均属于第二库存周期的扩张阶段，也都面临着增长中枢下行背景下主导产业的选择与转换。不同于 2013 年，2023 年国内宏观流动性环境难以出现超预期紧缩，且经历了近 3 年的压制，2023 年国内信用环境有望得到更为明确的修复。在这样的背景下，资本市场有望打开新的慢牛格局。借鉴同属于转型期的发达国家经验，我们可以看到，同属于长波萧条阶段的主导国，70 年代的日本在从重化工业向高技术制造业转型的过程中，增长中枢虽经历了换挡，资本市场在这一阶段却呈现出持久的慢牛行情。与之相类似的，80 年代美国逐步向服务业转型的过程中，资本市场也出现了以新的主导产业为主的科技慢牛行情。

■ 图表 88. 日本股市年度涨跌幅（%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

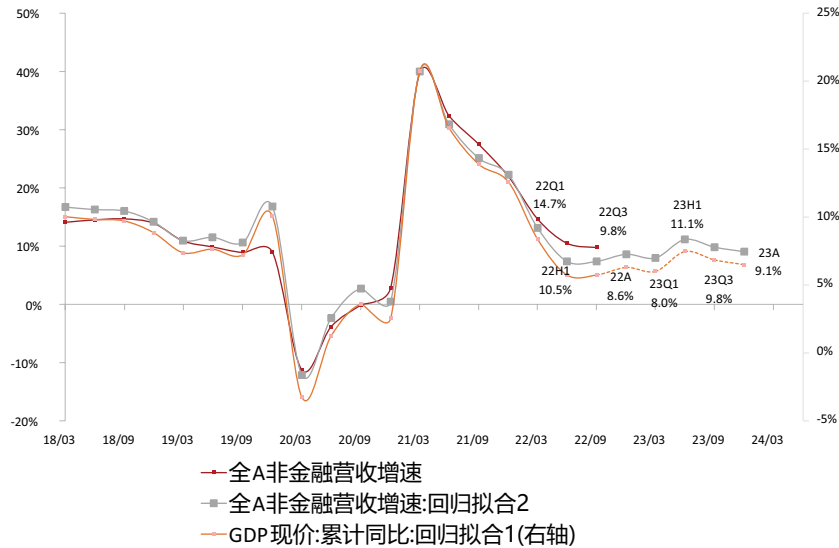
■ 图表 89. 纳斯达克年度涨跌幅（%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

**盈利预测：自上而下视角 2023 年全 A 非金融营收 / 盈利增速有望录得 9.1%/11.3%。**基于实际 GDP 和工业企业利润两种视角，自上而下预测万得全 A 非金融 2023 年营收盈利增长情况。参考万得及彭博对 CPI、PPI 以及实际 GDP 的预测数据，22E/23E 实际 GDP 预测增速为 3.3%/5.0%，多元及一元回归拟合后 2022E/2023E 名义 GDP 增速约为 6.3%/6.5%，对应全 A 非金融 22A/23Q1/23Q2/23Q3/23A 累计营收增速预测值分别为 8.6%/8.0%/11.1%/9.8%/9.1%，基数原因导致的全 A 非金融营收增速高点将出现在 2023 年 2 季度。另一个自上而下视角看，工业企业营收增速与全 A 非金融营收盈利增速同样存在较高相关性，采用彭博对工业增加值及 PPI 的预测数据拟合得到工业企业及全 A 非金融累计营收预测增速，对应 22A/23Q1/23Q2/23Q3/23A 累计营收增速预测值分别为 10.3%/6.0%/7.5%/7.6%/7.7%。

■ 图表 90. 名义 GDP 视角下的全 A 非金融营收增速预测 (%)

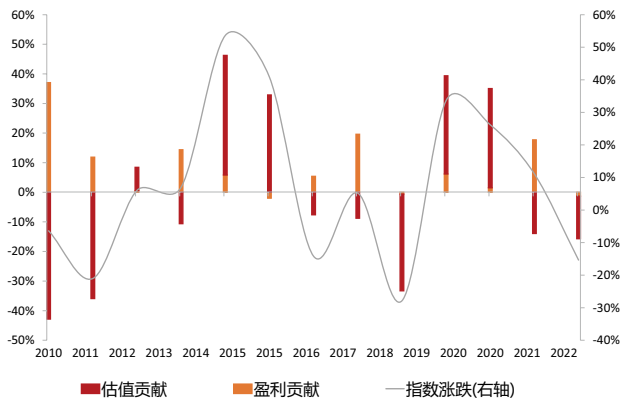


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 3.1.1.3 股票估值：估值风险已释放，权益性价比提升

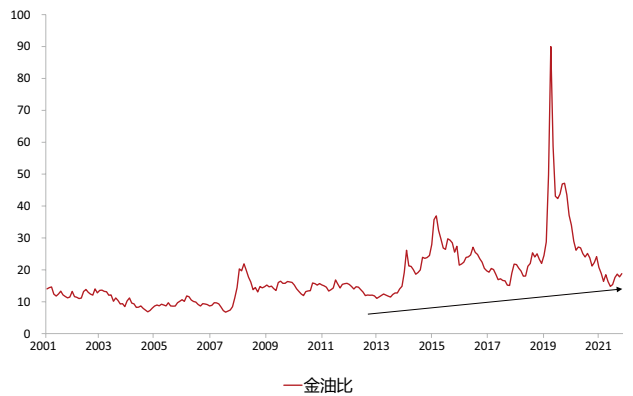
**制约因素缓和，估值驱动主导。**从盈利估值角度，2022 年 A 股经历了盈利估值的双杀，展望 2023 年，2022 年以来制约 A 股的两大因素都将得到不同程度的缓和或反转：海外紧缩冲击不再，内需托底下国内信用企稳回升，预计 2023 年 A 股收益将主要以估值驱动为主。信用拐点领先盈利拐点，企业盈利的实质性回暖仍需等待。因此对于扩张前期，风险资产更多受益于流动性回暖以及盈利预期好转带来的估值提振。从金油比的趋势中可见，A 股即将步入新一轮慢牛行情。待进入企业盈利实质性回暖的扩张后期后，盈利贡献将会逐步成为风险资产的驱动主力。

■ 图表 91.A 股盈利估值贡献 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 92. 金油比即将迎来趋势上行 (倍)

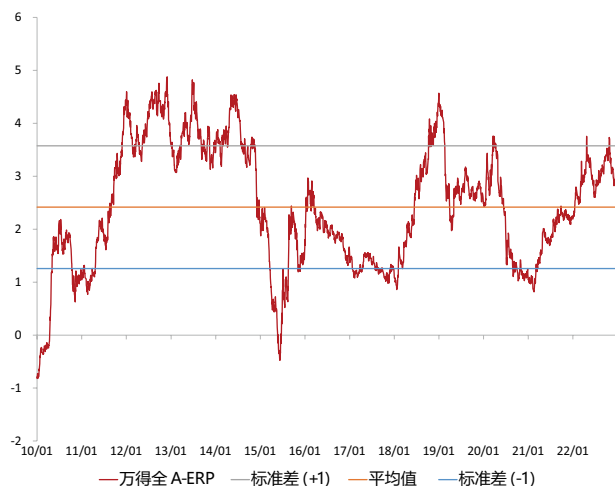


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

与债券比，当前的股票性价比高。市场通常都会用股债利差来评估股票和债券的相对收益，即性价比的高低。在此，我们用万得全 A 指数股权风险溢价来评判权益相对于债券的投资性价比，可以看出，当前的权益相对债券有更高的性价比，投资债券不如投资股票，这还是基于万得全 A 的测算，如果换成估值更有优势的成分指数，这个性价比会更加突出。

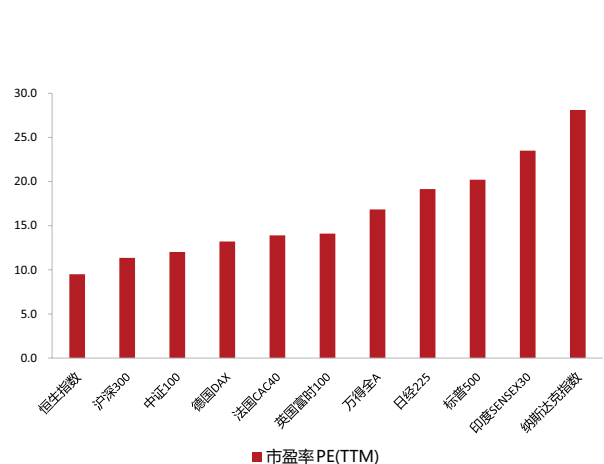
与海外权益比，A 股的性价比高。万得全 A 相对债券性价比突出，那么如果与国际股市尤其是美国股市比一比，是否仍然有优势呢？尽管中美经济周期的不同步带来企业盈利周期的不同步，中国 2022 年处于衰退的末期，企业盈利比较差的阶段，盈利的下滑会推高上市公司的估值，而欧美正处于衰退的前期，企业盈利处于比较好的阶段，上市公司盈利下行尚未开始，当前的估值没有反应未来衰退推高股市估值的影响，但即便是这样中国 A 股的估值相对于美股来讲仍然是便宜的。如果考虑一年内 A 股、港股企业盈利上行对估值的下修，美股盈利下行对估值的自动上修，则 A 股的估值优势会更加凸显。同时，与同为新兴市场的印度相比，A 股的估值依然偏低。

图表 93. 万得全 A-ERP



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 94. PE 横向比较



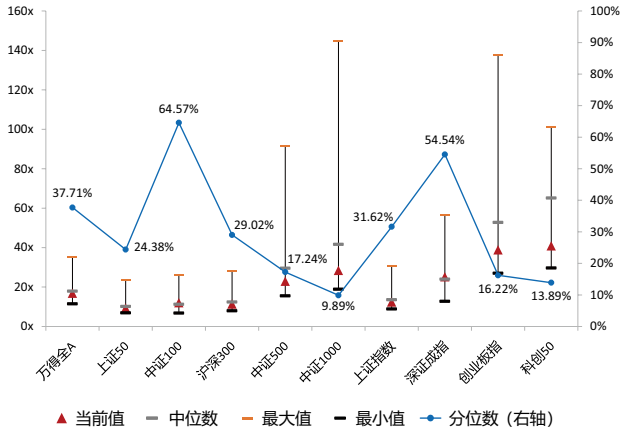
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

与自身历史比，当前的 A 股被低估了。与债券比是为了说明股比债好；与国际权益市场比是为了说明中国权益比其他国家权益好，在全球权益资产配置中有优先配置优势；而与历史比是为了观察我国股市历史波动规律，寻找配置权益的最佳时机。无论是从指数层面观察，还是从上市公司行业层面观察当前估值的历史分位，多数都处于历史低分位数，有的甚至处于历史极值附近。而股市唯一确定的就是均值回归，从这个角度观察当前的 A 股应该就处于本轮钟摆的极值区域，配置后可能牺牲的只是等待时间，最终都将会回归均值而获利。

2023 年估值新观察：估值维度 2023 年与以往年不一样的可能是需要研究中国特色估值体系建设对央企板块估值提升的推动。易会满主席在金融街论坛上提出的“探索建立具有中国特色的估值体系”论断是年末资本市场讨论的热题，后续上交所也发布了《中央企业综合服务三年行动计划》，旨在推动央企估值回归合理水平。上市央企低估值的情况在 A 股市场长期存在，特别是 2022 年以来我们观察到有很多经营发展稳健、质地优良的央企股价跌破了净资产。具体落到估值修正上，我们认为结构性低估（规模因子、行业因子、风格因子等）是客观上较难变化的，因此更应该关注系统性低估（流动性因子、投资观念等）的修正。流动性层面，经验证据表明换手率对估值有正向贡献，因此如何提升公司对投资者吸引力是下一步工作的重点，包括提升与投资者交流的频率、更高频次组织公司调研活动、

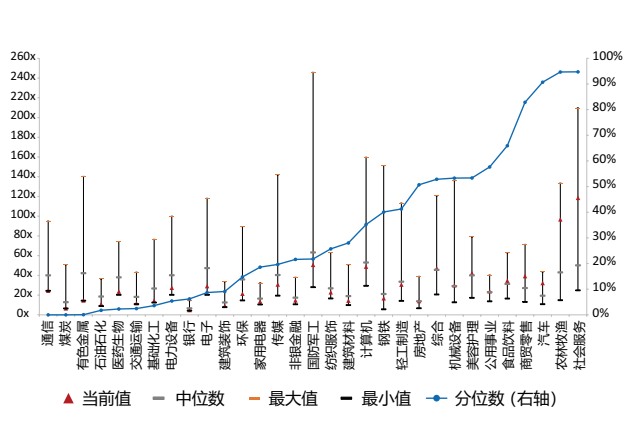
及时回应市场关切问题、盘活战略性持有股本，都是可以提升流动性因子表现的重要手段。而投资观念的改变则依赖于投资者教育以及投资者结构的演变，长期资金以及机构投资者比例的提升能够更好地弱化投资的短期财务目标，赋予公司的分红价值以及社会价值以更高的决策权重。

图表 95.A 股指数估值历史分位图



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

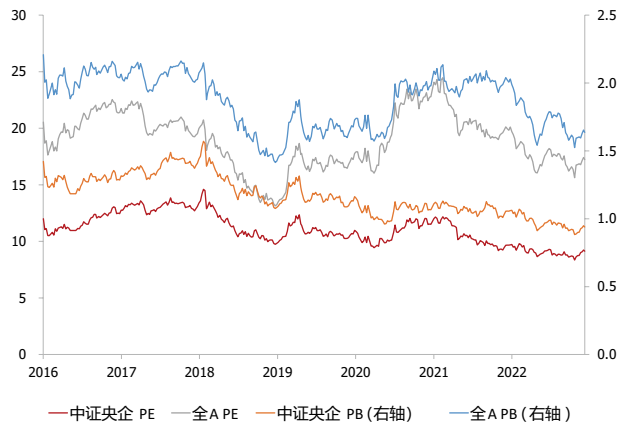
图表 96.A 股行业 PE



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

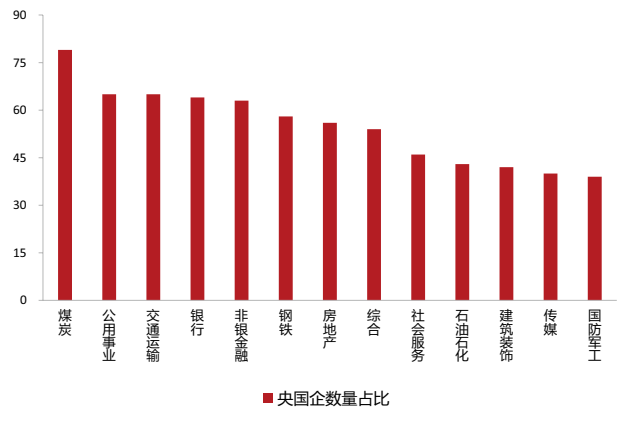
一个可参考的范式为 ESG 准则，ESG 准则侧重于对上市公司社会价值的衡量，广受国际机构投资者认可。在 2022 年 5 月发布的《提高央企控股上市公司质量工作方案》中，国资委对于央企 ESG 信息披露做出了进一步规范：2022 年推动更多央企披露 ESG 专项报告，力争到 2023 年实现全部央企发布 ESG 专项报告。而实际上，2021 年只有 41.52% 的央企发布过独立的 ESG 报告，从未发布 ESG 报告的央企占比达 21.45%。通过推动 ESG 信息披露规则加快落地，央企的社会价值有望得到更广泛的认可，最终在央企的估值上将有所体现。我们研究了《中央企业上市公司 ESG 蓝皮书（2022）》，列举了 ESG 排名前 20 的央企名单，其名次与企业营业规模、利润排名显然并不吻合。这说明如果用全球高度共识的 ESG 投资理念作为引导国有企业治理，资产管理机构产品设计和投资的主要考量，则中国特色估值体系的核心逻辑将与国际规则更好接轨，也能够最终被市场所接受，从而改变当前中国资产，尤其是国有核心资产长期被低估、流动性不足、投资体验不好等问题。

图表 97. 央企估值低于市场平均



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 98. 国企占比高的行业集中在传统行业（%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 99. 2021 年 ESG 得分排在前 20 的央企名录

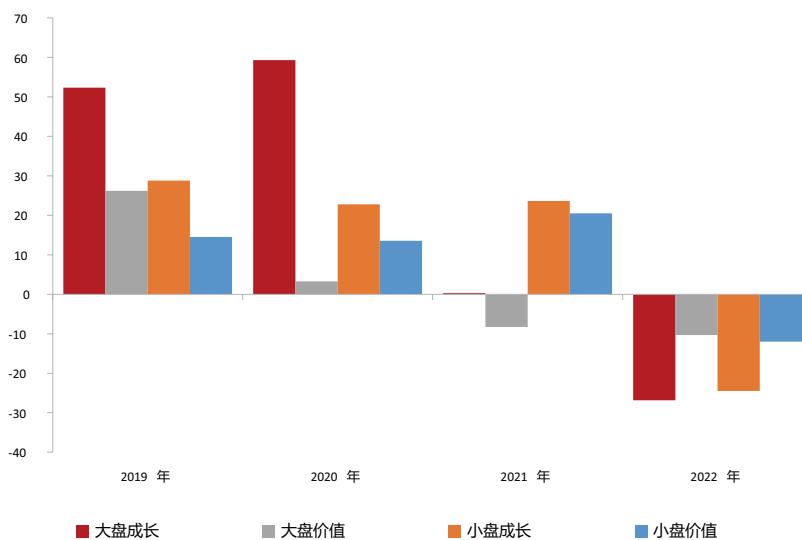
01 蒙牛乳业 86.4 分	02 华润电力 86.1 分	03 中国移动 82.9 分	04 宝钢股份 80.7 分	05 中国铝业 79.4 分
06 中国电信 78.7 分	07 云南铜业 75.1 分	08 中船防务 75.0 分	09 华润医疗 74.4 分	10 中航光电 74.1 分
11 中国巨石 72.8 分	12 招商港口 72.6 分	13 中国通号 72.0 分	14 龙源电力 71.2 分	15 华润医药 71.1 分
16 华润置地 71.0 分	17 核心能源 70.9 分	18 中新产融 70.8 分	19 华润燃气 70.4 分	20 中国神华 70.4 分

资料来源：《中央企业上市公司 ESG 蓝皮书（2022）》

### 3.1.1.4 行业与风格：盈利预期主导产业崛起，关注硬科技与可选消费

**盈利预期修复，主导产业崛起。**疫情以来市场风格从 2020 年的成长占优逐步转向到 2021 年的小盘行情，2022 年市场在内外因素的压制下出现双杀，具备安全边际的价值风格体现出较强的相对优势。展望 2023 年，我们认为，实体经济的盈利预期修复将会成为市场风格运行的主导逻辑。从大小盘风格的角度，即将开启的短周期有望与终端周期共振上行，一般来讲，信用回升周期下，中小市值会呈现相对占优的格局，预计 2023 年市场市值表现有望更均衡化。成长价值维度，盈利预期全面复苏的扩张早期，具备更强盈利预期的成长板块有望获得更高弹性。2023 年，全球将进入第二库存周期，建议关注以中游制造为代表的主导产业，因资本开支扩张带来的配置机会。

■ 图表 100. 近年来市场风格表现



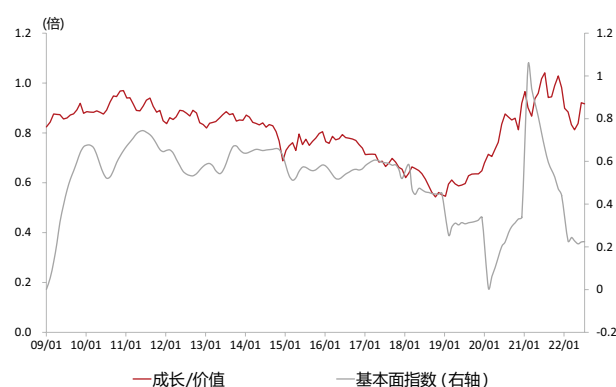
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 101. 市值因子与中周期强弱存在高度相关性



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

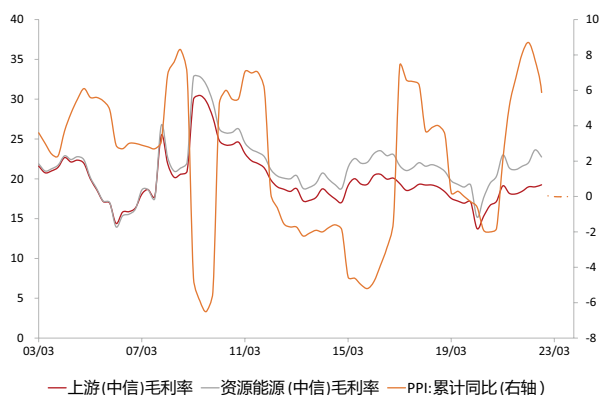
图表 102. 成长 / 价值风格与产出缺口



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

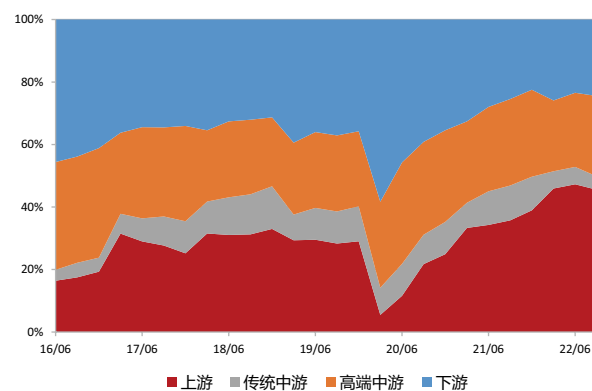
上游利润向中下游迁移趋势已然展开并将延续。从工业企业利润数据所反映的盈利结构趋势，上游利润向中下游迁移趋势已然展开。从分析师一致预期视角所表征的大类板块盈利展望而言，上游资源和可选消费两大类盈利预期变动幅度最大。周期资源行业盈利增速回落趋势较为明确，上游资源能源板块毛利率和 PPI 数据的同向度较高，对于 PPI 回落的一致预期或可展望上游资源行业的整体毛利率将有所下行，量平价减的利润表结构或使得上游行业盈利在高基数背景下的业绩弹性和占比双重回落。

图表 103. PPI 与上游板块毛利率变动 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 104. 上游利润开始向中下游迁移 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

**行业配置：短周期走向扩张前期，关注硬科技与可选消费投资机会。**历史规律来看，短周期的四个不同阶段均有较为明显的占优行业。周期资源品类行业具有较强的顺周期属性，在扩张前期和扩张后期均取得明显超额收益，特别是在扩张后期时，表现相对其他行业明显更占优；而金融、建筑地产则往往是在衰退后期有较明显的超额收益。扩张前期，受益于收入与消费预期回暖，可选消费迎来较优配置时机；与之相对比，必选消费则体现出明显的“防御”属性，在衰退前期明显跑赢其他行业，公用事业也有与必选消费类似的市场特征。而科技和高端制造行业明显受益于流动性宽松，流动性相对充裕的衰退后期和扩张前期行业均有明显超额收益，或许是由于软科技的服务属性

相对更稳定，其在衰退后期的逆周期属性更加明显，而硬科技在扩张前期表现相对更优。建议关注产业趋势与政策导向双利好、估值合理的高端制造。如信创、国防军工（航空产业链、军工电子）、高端机械（工业母机）、医药（医疗器械、CXO）、半导体（设计、设备、材料）、汽车智能化。同时，建议关注受益于经济复苏同时行业具有反转动力的可选消费。如游戏、消费电子、元宇宙、造纸。

图表 105. 短周期框架下的行业轮动规律

			周期资源品	金融	建筑地产	可选消费	必选消费	公用事业	硬科技	软科技
扩张前期	2009-01	2010-09	37.96	-32.86	-32.86	48.70	41.68	-45.87	84.80	34.54
	2012-10	2013-05	-10.49	5.92	9.15	17.39	-6.64	14.20	14.24	11.76
	2016-04	2017-05	-3.04	8.12	5.09	-4.78	-2.20	2.84	-12.22	-22.40
	2020-05	2021-01	5.86	-12.69	-34.38	9.90	-6.25	-25.48	18.85	-24.25
	均值		7.57	-7.88	-13.25	14.62	6.65	-13.58	25.46	-9.51
扩张后期	2010-09	2011-05	9.99	-2.75	-4.53	-5.32	-6.49	-1.87	-9.77	-12.28
	2013-05	2013-10	-10.59	-8.83	-7.99	24.27	5.85	3.20	16.62	19.15
	2017-05	2018-02	-1.17	15.80	-7.58	-1.93	-1.46	-17.89	-8.24	-8.93
	2021-01	2021-09	26.99	-14.55	-0.64	-13.16	-9.92	22.08	11.45	-19.71
	均值		6.30	-2.58	-5.18	1.18	-3.00	1.38	4.64	-9.61
衰退前期	2011-05	2011-12	-10.90	2.07	-4.75	2.67	-0.40	-2.05	-6.43	9.18
	2013-10	2014-10	4.93	-12.14	-1.52	2.56	-0.04	7.25	16.59	-3.36
	2018-02	2018-06	-1.12	-6.93	-9.12	0.33	5.80	1.13	4.94	13.81
	2021-09	2022-03	-5.88	6.40	20.19	2.35	11.78	9.43	-8.44	-0.43
	均值		-3.24	-2.65	1.20	2.52	4.28	3.94	-1.25	3.02
衰退后期	2011-12	2012-10	-10.00	11.64	10.12	-1.42	-6.02	2.95	-11.73	-9.45
	2014-10	2016-04	-14.65	12.63	23.69	-0.19	1.53	-17.50	2.62	2.66
	2018-06	2020-05	-8.53	6.05	-16.66	-2.73	0.70	-19.38	14.37	37.04
	2022-03	2022-10	3.65	-2.98	0.42	-3.60	1.18	4.35	5.62	-1.13
	均值		-7.38	6.84	4.39	-1.34	-0.65	-7.39	4.01	6.94

资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

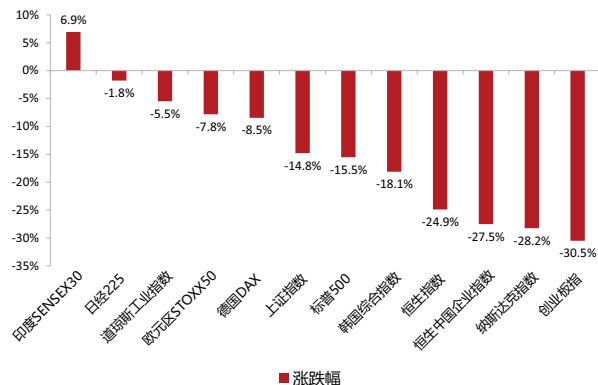
### 3.1.1.5 新增资金渠道：个人养老金落地，长期稳定资金可期

往年，我们会就市场资金的供求关系做一些测算，但这些测算假设条件较多，精准定量测算难度大。鉴于此，今年我们更倾向于定性论述资金流入、流出的新增渠道，着重关注增量资金渠道可能对 2023 年市场带来的积极影响，而对于已经常态化的资金流入、流出渠道不再做介绍说明。其中，我们对个人养老金正式落地为资本市场带来的长期稳定资金流入予以重点关注并进行对比研究。

**个人养老金有望成为家庭主要资产项，能够极大促进金融市场的发展。**国内个人养老金制度正式落地，节税效应显著，对中高收入群体存在吸引力。从个人养老金发展更为成熟的国家经验看，个人养老金的快速发展使得养老金成为居民资产配置主要资产项，养老金投资机构在资本市场地位举足轻重，影响市场整体偏好。以智利为例，1981 年智利确立以个人投资账户为基础的个人养老金制度时，其国内上市公司市值仅为 GDP 的 26.6%，资本市场基础薄弱；到 2017 年，当智利个人养老金规模占 GDP 比例为 72% 时，股票市值与 GDP 之比也提升 106.35%。此外，衡量金融市场深度的重要指标之一“M7-M1”在个人养老金计划推出后也得到了长足发展，从 1981 年占 GDP 的 27.7% 增长到 2000 年的 87.5%，可以说稳定的养老资金为智利金融市场的发展起到了助推作用。个人养老金能够和资本市场形成良性互动，共同发展。以个人养老金发展相对较好的美国为例，在其个人养老金制度建立 40 年来，因 IRA 等制度安排，个人养老金与公募基金互相促进，资产规模稳步增长，

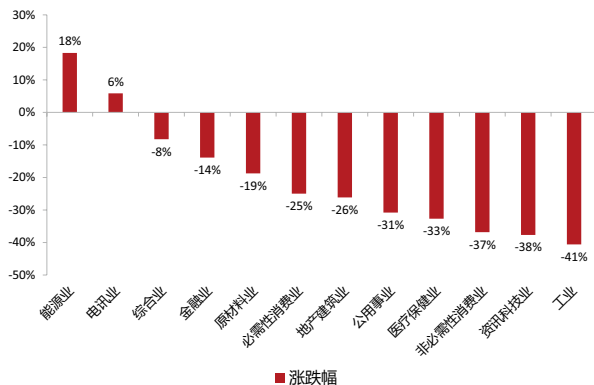


■ 图表 108. 全球主要股指年度涨跌幅（%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 109. 港股 2022 年以来各行业涨跌幅（%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

对比近二十五年恒指历次大跌，本轮下跌时长和幅度都接近历史之最。如将 10 月 31 日恒指低点视为本轮下跌底部，港股此轮从 2021 年初高点下跌的最大跌幅已达到 53.2%，与 2000 年科技股泡沫破灭时基本持平、接近 1998 年和 2008 年两次金融危机期间最大跌幅，远超 2015 年股灾和 2018 年贸易战时最大跌幅。从下跌持续时间来看，此轮下跌持续时间 20.5 个月，几乎位居近二十五年之最（2000 年科技股泡沫破灭后市场有两次点位接近的探底过程，第一次探底用时 18 个月），远超两次金融危机期间。

■ 图表 110. 恒生指数历次大跌对比

恒生指数	1998 年东南亚金融危机	2000 年科网股泡沫	2008 年金融危机	2015 年股灾	2018 年贸易战	2021 年初以来
最大跌幅	61.1%	54.7%	66.6%	36.1%	26.7%	53.2%
下跌持续时间	12 个月	18 个月 /33 个月	12 个月	9.5 个月	9 个月	20.5 个月

资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 3.1.2.2 港股基本面受大陆影响，货币政策跟随美联储

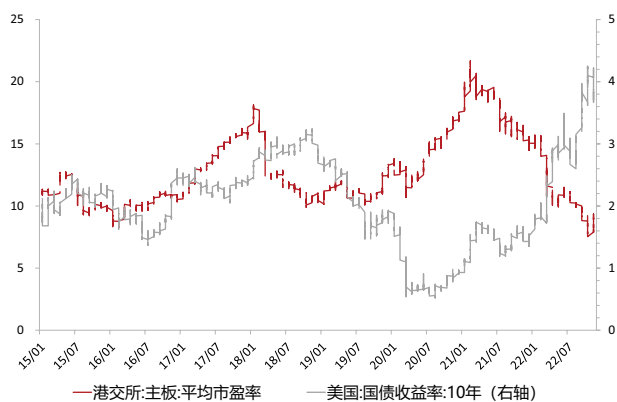
港股作为典型的离岸市场，其典型的特性就是基本面主要受内地影响，而货币政策跟随美联储。港股上市公司 70% 以上业务在内地，中国经济发展将从根本上决定港股基本面，也就是决定股市估值定价的“分子端”；同时，港币汇率与美元挂钩，美联储货币政策对港股流动性有直接影响，美元基准利率可以视为港股的资金成本，也就是决定股市估值定价的“分母端”，上述两个因素的方向和力度将最终影响港股走势。

**首先，基本面是决定港股中长期走势的决定因素。**与市场对港股“暴涨暴跌”、“做空普遍”、“定价失真”等认知不同，经过对恒指历史走势与盈利增速等指标对比发现，两者走势呈强正相关性，即港股尽管有自身鲜明的特色，但仍然是一个充分合理定价的市场，港股长期走势由基本面决定。

**其次，美元货币政策对港股走势有明显影响。**如下图所示，由于美元利率相当于港股的资金成本，美元利率的抬升会降低港股的相对性价比。因此，美元加息对港股形成利空，反之亦然。在大多数时候，港股走势与美元利率、汇率成反比关系，但也有例外。在 2016 年 8 月到 2018 年 2 月期间，中国经历房地产去库存、去杠杆等一系列调整后，

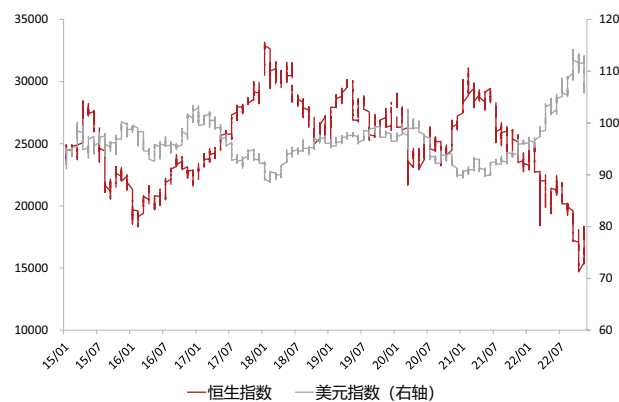
经济持续向好，基本面景气向上，在此期间虽然美元持续收紧，但港股持续向上。这正如前述观点，当中国经济基本面与美元利率方向相反时，要看两种因素的相对强弱，美元收紧并不一定意味着港股一定走弱。

图表 111. 港股估值与美国十年期国债对比 (倍, %)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 112. 恒生指数走势与美元指数



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

**第三，回顾历史性大跌后主要股指反弹幅度，港股具备高弹性。**我们回顾了近二十五年历次大跌中，恒生指数、沪深 300、标普 500、日经 225 指数最大跌幅和最低点反转后 1 个月、3 个月、6 个月涨幅对比（假设 10 月 31 日为本轮下跌最低点），港股前四次大跌的平均跌幅最大，6 个月之后涨幅也最大，高弹性特征显著。

图表 113. 港股历次大跌后弹性对比

期间	股指	前高到最低点跌幅	最低点后 1 个月涨幅	最低点后 3 个月涨幅	最低点后 6 个月涨幅
1998 年东南亚金融危机	恒生指数	61.1%	17.1%	52.8%	43.7%
	万得全 A	38.4%	19.8%	22.2%	22.2%
	标普 500	22.4%	22.4%	38.1%	45.6%
	日经 225	43.8%	11.0%	4.5%	31.8%
2000 年科网股泡沫	恒生指数	54.7%	13.9%	19.3%	41.0%
	沪深 300	25.0%	10.9%	13.2%	14.7%
	标普 500	50.5%	14.0%	20.7%	13.4%
	日经 225	63.5%	8.3%	29.4%	38.9%
2008 年金融危机	恒生指数	66.6%	26.9%	23.2%	39.0%
	沪深 300	72.7%	23.4%	34.8%	68.9%
	标普 500	57.7%	28.5%	41.3%	55.0%
	日经 225	61.8%	21.7%	15.9%	21.4%
2018 年贸易战	恒生指数	26.7%	8.0%	12.6%	21.0%
	沪深 300	33.3%	12.6%	38.4%	31.9%
	标普 500	20.2%	12.7%	20.1%	24.2%
	日经 225	22.5%	9.0%	13.1%	11.3%
四次平均	恒生指数	52.3%	16.5%	27.0%	36.2%
	沪深 300	42.4%	16.7%	27.2%	34.4%
	标普 500	37.7%	19.4%	30.1%	34.5%
	日经 225	47.9%	12.5%	15.7%	25.9%
2021 年初以来	恒生指数	53.2%	/	/	/
	沪深 300	41.1%	/	/	/
	标普 500	27.5%	/	/	/
	日经 225	19.9%	/	/	/

资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 3.1.2.3 中国宏观经济触底，港股基本面迎来转机

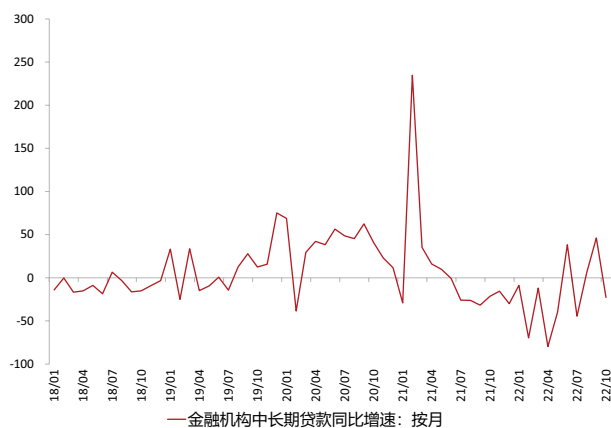
从疫情防控来看，随着病毒迭代变异，传染性更强但毒性减弱，《国务院优化疫情防控“二十条”措施》的发布表明高层将更关注疫情对经济的负面影响，未来疫情防控措施必将更兼顾经济发展。从经济增长动能来看，欧美经济面临衰退导致外需走弱，出口对经济的拉动作用下降且目前消费受疫情“疤痕效应”压制，还存在一定的不确定性。因此，以房地产为代表的行业政策有望边际放松，阶段性拉动经济，发挥托底作用。从货币政策来看，我国前期坚持“以我为主”的货币政策，不搞大水漫灌，为未来预留了较多空间，且下阶段美国将处于降息周期，对我国货币政策的掣肘也将减少，利于我国采取多种政策为经济保驾护航。从近期经济数据来看，对中国 2023 年 GDP 增长的 WIND 一致预测高于 5%，呈触底走高、逐渐复苏态势，金融机构 5 年期以上中长期贷款增速也已经从 2022 年 6 月起结束了连续 12 个月的同比负增长，逐渐呈同比持平、回正的态势，对未来经济增速有一定的指向意义。综上，中国经济韧性强，随着疫情、行业政策等的边际优化，内地经济迎来转机，将为港股基本面提供有力支撑。

■ 图表 114. 中国 GDP WIND 一致预测 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 115. 金融机构中长期贷款同比增速 (%)

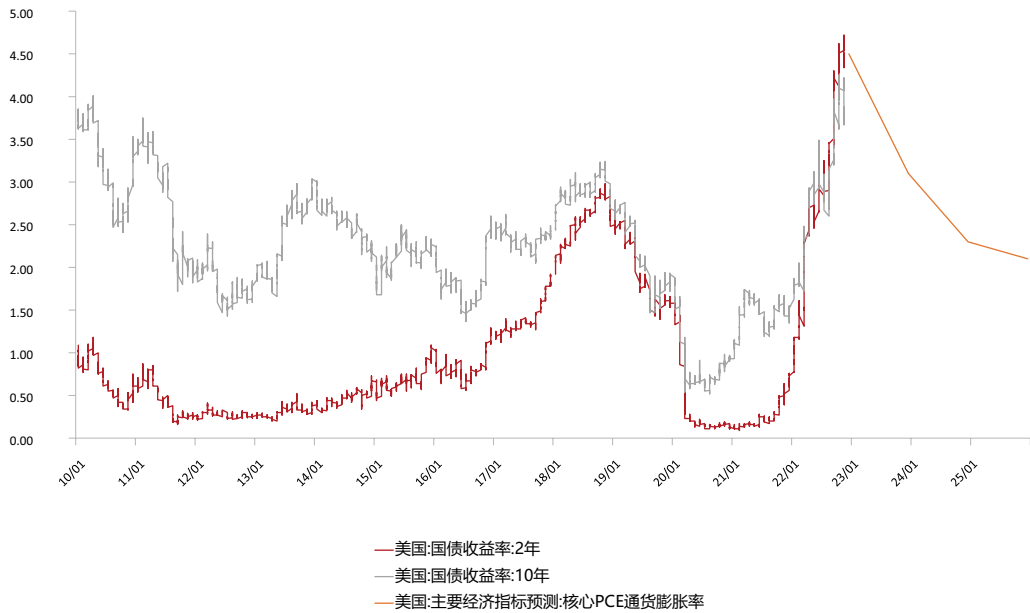


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 3.1.2.4 流动性：美国通胀触顶，将为港股创造良好流动性环境

从美国通胀主要构成来看，能源资源品价格如原油、天然气等已经先行下跌，房屋租赁价格拐点明确，仅服务业价格趋势尚待观察，但考虑到美联储货币政策对实体经济影响的滞后性，后续大概率随宏观经济衰退趋势性下降。同时，2 年期美国国债收益率对加息顶点有较好的指向性，截至 2022 年 11 月末，2 年期美国国债收益率达到 4.5% 左右，已经接近市场一致预期的 4.75% 的利率顶点，表明当前市场已经对美联储未来几次的加息进行了相对充分的定价。因此，美国通胀当前处于顶部区域，美联储货币政策在 2023 年转向确定性较高，将为港股创造良好流动性环境。

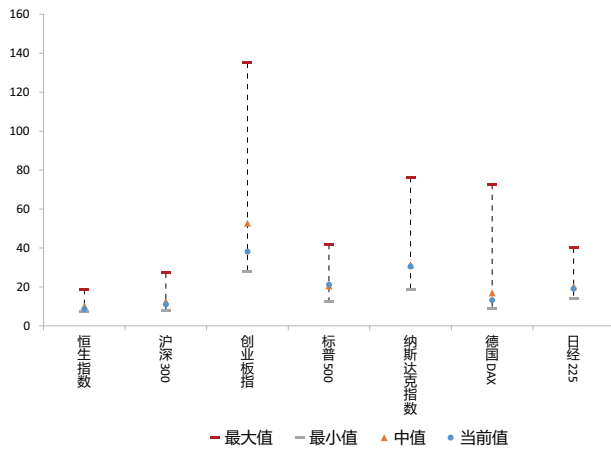
图表 116. 美国国债收益率及通胀预测



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

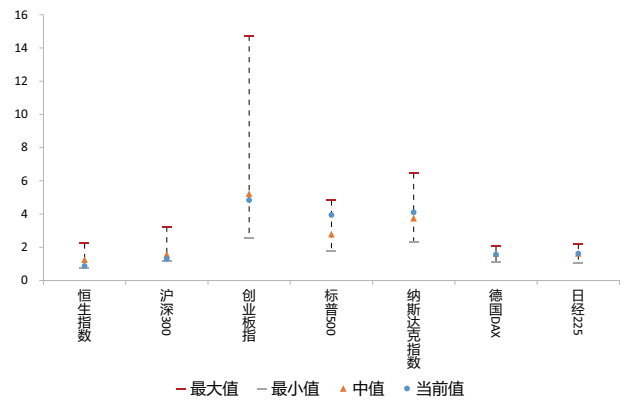
### 3.1.2.5 港股估值全球最低，估值修复势在必行

图表 117. 全球主要股指 PE 估值对比（倍）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 118. 全球主要股指 PB 估值对比增速（倍）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

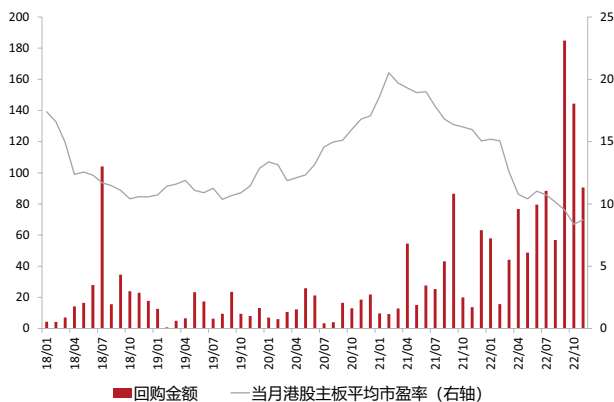
### 首先，无论与全球股市或是自身历史数据比，港股 PE、PB 估值历史性低估

从估值来看，截至 2022 年 11 月 25 日，恒指 PE 估值仅 8.66 倍，PB 仅 0.87 倍，横向与全球主要股市对比，估值全球最低；纵向与自身比，分别处于 2010 年初以来分位数的 7.44%、1.19%，同样处于历史极低位，且在 10 月底的恒指低位时，恒指 PE、PB 估值均创下近十二年最低纪录，性价比突出。

### 其次，回购规模反映上市公司严重低估

回购是观察港股性价比相对高低的另外一个有效指标，历史上的港股低点几乎都对应对应较高的回购金额。从近五年来看，2018 年随着中美贸易争端爆发，叠加中国宏观经济及医药集采等行业政策压制，港股走势单边向下，自下半年开始，港股回购金额持续维持高位；而在 2020 年下半年，港股持续攀升，其间回购金额维持低位。本轮下跌以来，港股回购金额持续增加，并在 9-11 月创出月均超 140 亿的历史回购记录，侧面彰显了港股投资吸引力。

■ 图表 119. 港股回购情况对市场走势具有较好的指向性（亿元，倍）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 120. 恒生沪深港通 AH 股溢价



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 第三，与 A 股比，AH 股溢价显示 H 股出现极端行情

尽管过往两年 A 股同样大幅下跌，但由于港股相对跌幅更大，A 股相对于 H 股溢价持续创新高。在 10 月 31 日恒指低点，AH 股溢价创下十二年的新高 158.27，且目前 AH 股溢价数值高于 1 倍标准差以上的时间已持续接近半年，同样是创造了多年未有的记录。

### 第四，南下资金成为港股新的支撑力量

南下资金方面，尽管 2022 年全年港股市场风声鹤唳，指数大幅走低，但南下资金基本全年处于净买入状态。2022 年全年合计净买入 3359 亿人民币。特别是在 10 月份港股持续大跌、屡创多年新低时，南下资金抄底坚决，当月合计净买入 676 亿，对港股资金面形成支撑。

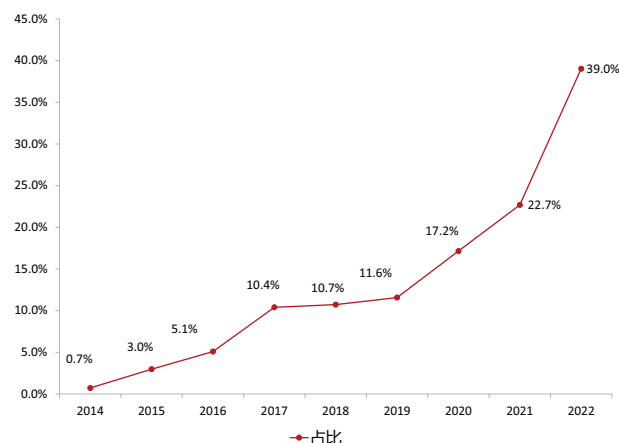
从港股通在港股成交占比来看，也呈逐年上升态势。2022 年以来，在港股大幅下跌、外资持续净流出的情况下，南下资金持续净买入，在港股成交中占比进一步快速攀升，截至 11 月 25 日，2022 年港股通在港股成交占比已高达 39%，较 2021 年大幅提升 16.3 个百分点。从长远来看，内地资金对港股影响力将持续提升，未来有望成为港股走势的决定性力量。

图表 121. 恒生指数与港股通净买入（亿元，点）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 122. 港股通成交占比 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 3.1.2.6 相对看好行业

一是医药行业。从政策面来看，医药行业近两年遭遇最大扰动因素是集中采购。当前，待集采品种大部分已经完成，且最新批次的集中采购及监管部门相关表态，都对前期政策进行了一定程度的优化，政策力度好于预期，集采对医药股的压制边际缓解。从基本面来看，一部分医药股受集采打压，业绩出现跳档下降，但站在新的起点上，未来重回稳定增长可期，另外一部分医药股业绩并未受到实质性影响，仅仅因为市场风险偏好下降导致估值极致压缩，未来都有较大的上升空间。从估值来看，当前医药生物指数 PE 估值仅 30.25 倍，市净率 4.02 倍，十年分位数均低于 15%，处于显著低估。从长远空间来看，中国人口老龄化是确定性趋势，当前全社会人均床位数等医疗基础设施、中国医药龙头上市公司市值等指标均落后于发达国家，行业具备“长坡厚雪”特征。

二是中概互联网。从政策面来看，从前期持续规范平台经济发展，到近半年一定程度上肯定平台经济在疫情期间保障保供、社会管理等方面的积极作用，肯定平台经济对社会效率的提升，重新发放游戏版号，设置绿灯投资案例等，均预示着相关行业监管政策的逐渐优化。从基本面来看，以互联网购物平台为例，其更接近于消费股，相关公司的营收、净利润增速出现一定波折，本质上是近两年中国疫情及宏观经济压力较大，而并非公司商业模式和市场竞争力的颠覆，随着未来疫情政策的优化和宏观经济触底回升，相关标的具备估值修复和业绩重回增长的双重支撑。

三是房地产。从政策面来看，房地产行业在近几年发展不断得到规范，当前已经有“房地产金融 16 条”等政策陆续推出，部分国企及优质民企得到救助，后续随着保经济重要性取得更多共识，预计更多金融方面及限购政策方面的优化政策将次第推出。从估值层面来看，恒生房地产指数市净率 11 月底仅 0.54 倍，近十年估值分位数 2.5%，处于历史最低位，潜在反弹空间较大。

总结：经过历史性的下跌，港股估值无论与全球主要经济体比还是与历史估值相比，均处于绝对低位，无论是上市公司自身还是南下资金看来，港股性价比相对 A 股都有比较优势。展望 2023 年，在内地疫情管控政策逐渐优化、部分行业政策转向、流动性维持相对宽松的背景下，中国经济有望触底走高，为港股基本面提供坚实支撑；同时，美国通胀大概率见顶，美联储货币政策有望转向，为港股提供流动性支撑。港股经历了 2021 年以来历史性的下跌之后，估值处于绝对低位，叠加内外压力逐渐释放后向好转变，2023 年有望否极泰来，迎来估值情绪双修复，当下布局港股正当其时。

## 3.2 美国股市：紧缩尾声叠加衰退预期，美股前景或前低后高

### 3.2.1 2022 年美债收益率大幅攀升，美股估值有所回落

由于 2021 年误判美国通胀形势，美联储在 2022 年进行了追赶式的“暴力”紧缩，短期内加息的频次和幅度创历史纪录。截至 11 月 25 日，各期限的美国国债收益率较年初都大幅上升，尤其是受政策利率驱动的短端国债收益率上升超过 400 个基点，导致收益率曲线深度倒挂。国债收益率的骤升从多个方面影响了股票价格：一是提高了融资成本，使经济成长放缓，削弱了企业盈利前景；二是推动美元汇率走高，以美元计算的跨国企业收入减少；三是折现率的上升压低了股票市盈率，特别是对自由现金流后置的科技成长股的估值压力更大，导致代表成长股的纳斯达克指数 2022 年的跌幅远大于代表价值股的道琼斯工业指数。

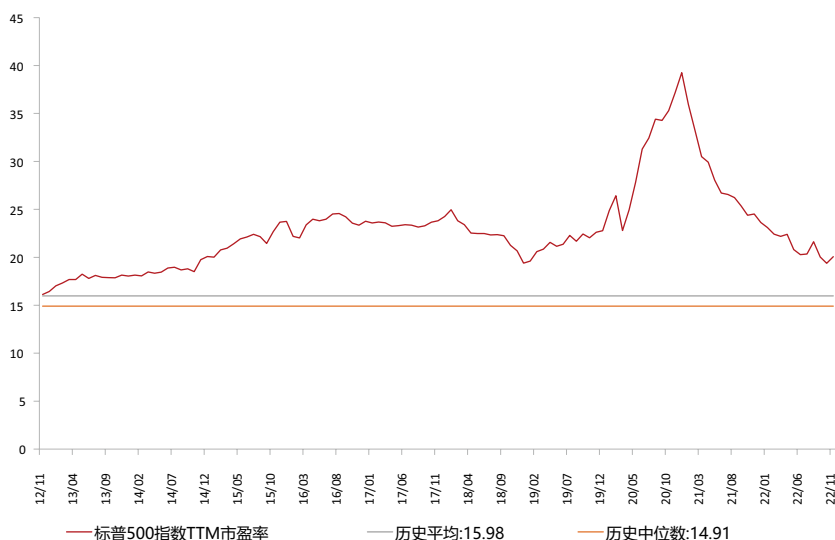
■ 图表 123. 美国各期限国债收益率变化

日期	1 个月	3 个月	6 个月	1 年	2 年	3 年	5 年	7 年	10 年	20 年	30 年
2022/1/3	0.05	0.08	0.22	0.4	0.78	1.04	1.37	1.55	1.63	2.05	2.01
2022/11/25	4.16	4.41	4.67	4.76	4.42	4.2	3.85	3.78	3.68	3.97	3.74
变化量 (BP)	411	433	445	436	364	316	248	223	205	192	173

资料来源：美国财政部，中国银行投资策略研究中心

2021 年美股先经历了疫情后经济复苏带来的企业盈利井喷，2022 年又经历了利率上升导致的估值压缩。虽然过去两年标普 500 指数整体盈利增长了 88.6%，但指数仅上升了 9.5%，使 TTM 市盈率从 36 倍大幅降至 20 倍。不过，这依然高于 15.98 倍的历史均值及 14.91 倍的历史中位数，估值并未跌入“便宜”的区域。另外，各期限的无风险收益率都达到了 4% 左右，远超标普 500 指数 1.68% 的股息率，这说明在获取收益方面，投资者当今处境并非像在零利率时代一样别无选择，而买入股票的机会成本事实上处于 2008 年金融危机以来的最高水平。

■ 图表 124. 标普 500 指数 TTM 市盈率（倍）

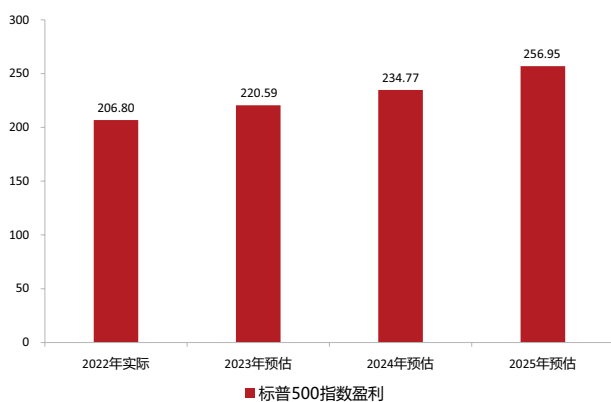


资料来源: multiple.com, 中国银行投资策略研究中心

### 3.2.2 企业盈利呈下滑态势，2023 年盈利前景难言乐观

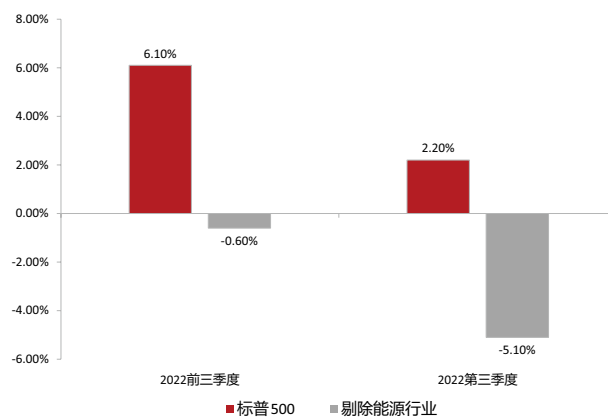
受美联储“暴力”紧缩影响，2022 年 9 月、10 月全球外汇、债市大幅波动，还伴随发生了多起影响金融稳定性的事件。回应市场担忧，美联储释放了减缓加息步伐的信号。紧接着又连续出现的通胀缓解迹象（2022 年 10 月 CPI、PPI 涨幅双双低于预期），令投资者越来越相信美联储未来几个月将采取不那么激进的紧缩政策，从而可以实现既降低通胀、又避免经济衰退的“软着陆”。受此乐观情绪及季节性因素推动，非美货币、美债、美股都显著上扬。一些分析师认为美股已经开启新一轮牛市，指出标普 500 指数 2023 年预期盈利 220.59 点（对应 18 倍 P/E）已具备投资价值。

■ 图表 125. 标普 500 指数盈利展望



资料来源: 彭博, 中国银行投资策略研究中心

■ 图表 126. 标普 500 盈利增速 vs 剔除能源行业 (%)



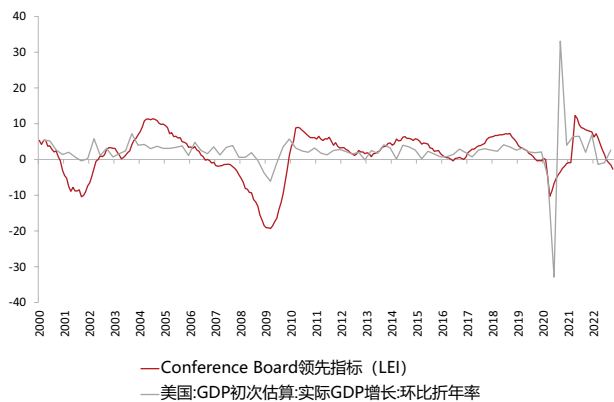
资料来源: FactSet, 中国银行投资策略研究中心

那么，2023 年的盈利预期是否合理呢？首先，220.59 点的预期盈利水平相对 2022 年的 206.8 增长了 6.67%，仅略低于 8% 的历史平均增速。然而，考虑到疫情期间财政刺激红利的进一步消散以及强力货币紧缩效应的广泛渗透，2023 年美国宏观经济大概率会陷入某种程度的衰退，企业盈利恐怕也会随之负增长。第二，2022 年前三季度，标普 500 整体盈利增长了 6.1%，看似良好，但是剔除能源行业后其实是减少了 0.6%。尤其是最近的第三季度，标普 500 整体盈利增速降至 2.2%，而剔除能源行业的盈利是 -5.1%，说明标普 500 除能源行业外的盈利状况在加速恶化。第三，随着需求转弱，能源价格已显著回落。由于能源行业自身的强周期性，2022 年盈利增速不可持续，2023 年无法再次掩盖其他行业的低迷。最后，美国 PPI 增速持续高于 CPI，表明生产成本上升向消费终端传导不畅，企业利润率继续遭受压缩。所以，对于 2023 年标普 500 指数 6.67% 的市场预期盈利增速，我们认为过于乐观，届时盈利下调将对股价形成压制，美股在 2022 年经历杀估值之后，2023 年还有一个杀盈利的过程。

### 3.2.3 经济活动明显减弱，市场尚未定价衰退

与美国企业（能源行业除外）整体盈利下行相呼应的是，美国多项前瞻性指标持续走低，例如 PMI、地方联储调查指数，以及更具综合性的 Conference Board 领先指标（LEI）。LEI 是实际 GDP 增速的领先指标，自 2021 年 4 月触顶后开始下行，到 2022 年 10 月已同比下降至 -3.2%，暗示美国经济将在几个月后步入衰退。

■ 图表 127. 美国 Conference Board 领先指标 (LEI) 年率 vs 实际 GDP 年率 (%)



资料来源: conference-board.org, 中国银行投资策略研究中心

■ 图表 128. 美国年化成屋销售 (万套)

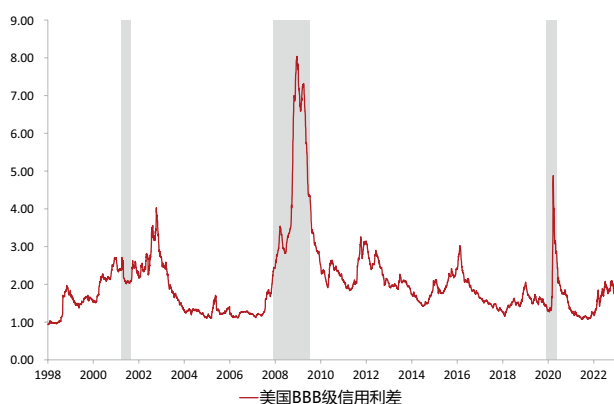


资料来源: TradingEconomics.com, 美国房产中介协会, 中国银行投资策略研究中心

对利率敏感的房地产行业最先受到美联储大幅加息的冲击。由于美国 30 年房贷利率已从 3% 攀升至 7%，而房价还未明显下跌，导致买家每月房贷负担上涨了近 60%，购买力大幅下降。2022 年 10 月，美国年化成屋销售从年初的 650 万套降至 443 万套。根据美国房地产经纪人协会 2022 年 6 月发布的一项研究，房地产相关行业在 2021 年贡献了美国 GDP 的近 17%，每笔房屋销售平均创造两个工作岗位。即使假设 2023 年房屋销售数量不再继续下跌，那么当前销量（同比下跌 30%）也会对 GDP 形成显著拖累，由房地产造成的工作岗位损失可能高达 400 万个，使美国失业率从当前的 3.7% 升至 6%。再加上科技行业的裁员潮以及旅游业需求回归正常，那么美国受疫情、移民等因素造成的结构性低失业率在 2023 年更强的周期性失业潮的影响下恐怕也会显著上升。

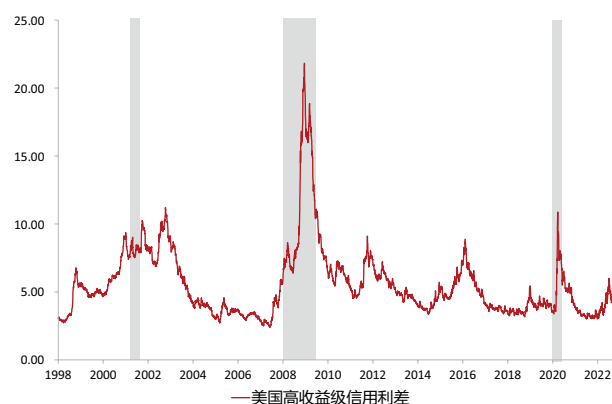
尽管诸多数据指标暗示经济衰退将是大概率事件，但是市场似乎并未对经济衰退给予充分的定价。其一，过去 10 次经济衰退平均会使标普 500 盈利下降 29.5%，即使剔除 2008 年金融危机与 2001 年科技股泡沫破裂造成的极端盈利下跌后，平均下降幅度也达 18.7%。按此计算，标普 500 的预估市盈率则是 24 而非 18，估值偏高。其二，信用利差偏窄。根据美联储数据，当前 BBB 级和高收益级的信用利差分别只有 1.75 和 4.63 个百分点，都未接近经济衰退时期的水平（图表 129、图表 130 中阴影区域表示美国经济衰退），表明现在投资者风险偏好依然较高，并未将经济衰退的影响计入价格。所以，虽然目前关于美国经济衰退的讨论不绝于耳，但是当经济衰退真正到来时，预计风险资产还是会受到冲击。

■ 图表 129. 美国 BBB 级信用利差 (%)



资料来源：圣路易斯联储经济研究，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 130. 美国高收益级信用利差 (%)



资料来源：圣路易斯联储经济研究，中国银行投资策略研究中心

### 3.2.4 紧缩政策滞后效应被低估，开始降息并非买入好时机

为什么美国股市会对经济负面信号不敏感，甚至做出积极反应呢？这可能与 2008 年金融危机后美联储频繁的救市政策有关。过去十几年，每当美股因各种问题回调时，美联储都实施了积极的货币刺激政策救助，包括长时间保持零利率、多轮量化宽松、扭转操作（Operation Twist）等，这些政策被认为刺激了股市持久的上涨，并且人为缩小了回调的时间和幅度。2020 年新冠疫情暴发后，美联储的刺激政策以零利率加无限量化宽松达到了顶峰，美股也受益于流动性泛滥而加速上涨。投资者已经形成条件反射，对美联储政策的关注度超越了一切其他基本面因素。“经济变差→美联储政策宽松→股市上涨”的投资逻辑已经在投资者心中根深蒂固，所以当前投资者积极抢跑美联储紧缩政策的任何松动，实则是害怕股市像过去一样不回头地上涨而错失投资机会。可以预见的是，如果接下来美国经济数据继续走软，那么美联储将有理由不那么强硬，美股短期会有更多反弹动力。

不过，这种反弹恐怕难以持续。疫情前的十几年，由于没有发生高通胀，其间美联储的紧缩周期非常温和，最多也只把基准利率缓慢提高到了 2.25%—2.5% 的区间，所以当美联储货币政策转向宽松时，美国经济增长可以在一小段时间后基本跟上股市的上涨。然而，这次的情况有所不同。由于发生了持久的高通胀，美联储正以极其激进的紧缩政策补救由于 2021 年没有提前收紧政策导致的错误。美联储不仅将在一年时间内完成 180 度转弯：从量化宽松到加息 500 个基点以及同时进行史上最快的量化紧缩，而且还计划将这种紧缩政策维持足够长的时间直到通胀率回到 2%。

市场没有充分认识的是：美国经济当前的表现仍是 2020 年、2021 年大量财政、货币刺激的结果，而 2022 年货币紧缩的最终效果要到 2023 年，甚至 2024 年才能体现。投资者抢跑美联储放缓加息买入股票，隐含的投资逻辑

辑是美联储 2023 年下半年开始降息后，美国经济又将迅速走强，股市又进入一轮新牛市。但是，投资者可能会失望，因为届时经济恐怕仍会反映现在实施的超强紧缩政策而继续走弱，就像 2022 年美联储不断激进加息，通胀率也无法立刻下降一样。

从历史数据中，也能找到同样的答案：当美联储政策刚开始从紧缩转向宽松（降息）时，意味着经济下行周期进入加速阶段，对于股市并非新牛市的起点，而是熊市的中继。例如，2019 年 8 月开始降息后，到 2020 年 3 月时标普 500 指数从高点下跌 35%；2007 年 8 月开始降息后，到 2009 年 3 月时标普 500 指数从高点下跌了 58%；2000 年 12 月开始降息后，到 2002 年 10 月时标普 500 指数从高点下跌了 51%。此前更多的案例也表明，降息开始后都迎来了标普 500 大幅的下跌。下跌原因大多是美联储前期的紧缩政策已经令经济增长疲弱，而后发生某种意外的经济或金融危机则引起了更严重的经济衰退，盖过了美联储放宽政策的影响。

■ 图表 131. 美联储政策转向（降息）与美股熊市（点，%）



资料来源：Bloomberg，中国银行，截至 2021 年 11 月 26 日

### 3.2.5 美股中期回调风险大，但配置基本盘仍然牢固

美国经济正在走弱，但对于现阶段的美股投资者，经济的“坏消息”即是股市的“好消息”，因为投资者可以期盼美联储的货币政策从紧缩转向宽松，这是美股反弹的阶段性的逻辑。然而，投资者面临真正的考验来自经济衰退中企业盈利的表现将严重低于目前的分析师预测，而且也不能排除意外金融危机引发暴跌风险。若参考历史，美联储刚开始降息并非买入时机，而是卖出的时机。建议 2023 年一季度后期开始逢高减持美股，调整为低配。

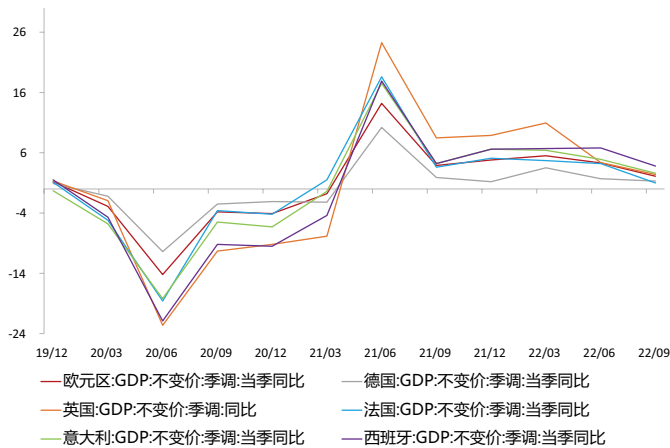
诚然，未来几个季度美股的宏观逆风偏多，但拉长长时间看，支持美股长期走高的因素并未改变。第一，美元仍是全球最主要的储备货币，国际贸易与融资在未来很长时间内仍依赖美元，美国拥有的“铸币权”是美元资产超额回报的重要基础。第二，全球债务对 GDP 的比重在疫情之后加速上升，不断刷新历史纪录，因此经济无法承受长时间的高利率。在这种局面改变之前，全球主要央行必须把实际利率长时间压低在极低水平甚至是负数，才可避免系统性破产风险，这对股票资产是长期利多。第三，美国股市聚集了众多世界级企业，在盈利质量、公司治理、股东回报等多方面都具有显著优势，而全球最具创新性的公司也倾向在美国上市，不断给美国股指的编制输送新鲜成长血液。总之，2023 年美股投资须警惕因经济衰退造成的周期性下跌，但会创造更好的长期买入机会，建议在标普 500 指数靠近 3000 点开始增加配置。

## 3.3 欧洲股市：窄幅震荡，中枢上移

### 3.3.1 经济数据，显现韧性

近三年，欧元区及其主要国家 GDP 水平较 2021 年以来有所回落，但仍超过疫情前水平。截至 2022 年三季度，法国 GDP 增速为 1%，与疫情前持平；欧元区 GDP 增速为 2.1%。

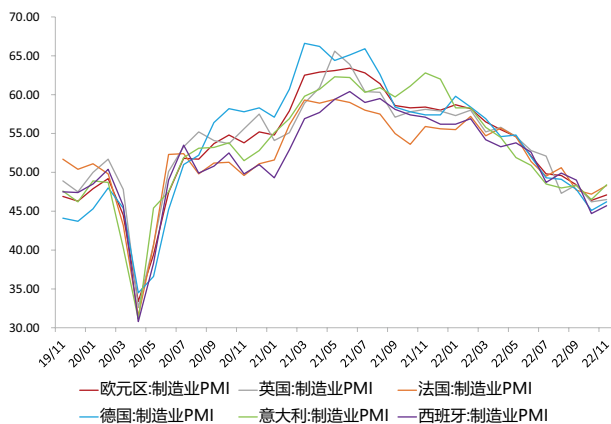
图表 132. 近三年欧洲及其重点国家 GDP (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

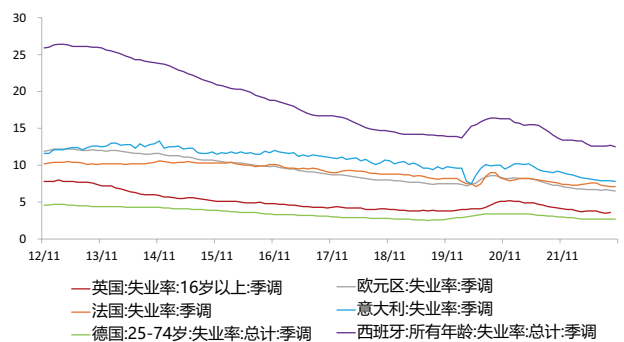
欧洲前五大经济体制造业 PMI 景气指数近三个月以来低于 50% 的荣枯线，但与疫情前大致水平相当，且有止跌反弹的趋势。其中，欧元区 11 月制造业 PMI 指数为 47.3，高于疫情前水平；德国制造业 PMI 结束连续 10 个月的跌势，在 11 月录得 46.7。不仅如此，从就业数据来看，欧元区主要经济体失业率在近 10 年处于下降趋势，近期更创下 10 年来新低，就业环境良好。以上数据显示出欧洲经济已经逐渐走出疫情影响，后续欧洲的股市仍有望保持韧性，不宜过于悲观。

图表 133. 近三年欧洲及其重点国家制造业 PMI (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 134. 近十年欧元区及其重点国家失业率情况 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 3.3.2 横向比较，估值优势

截至 2022 年 11 月，从市净率看，相较于发达国家的美国和日本，目前欧元区及重点国家，如英国、德国，市净率处于较低的历史分位。从估值看，欧元区及重点国家，如英国、法国和德国，目前的估值水平不高，均未超过 15 倍，且位于 11% 以下较低历史分位，远低于美国和日本目前所处的 70.06% 和 41.6% 较高历史分位。无论是从历史分位，还是从横向比较来看，欧洲地区及其重点国家具有估值优势。

图表 135. 欧洲市场主要指数近 10 年市净率情况

主要国家	当前 PB	历史分位	PB 历史中值	PB 历史最大值	PB 历史最小值	PB 历史均值
富时 100	1.59	8.45%	1.83	2.03	1.27	1.79
德国 DAX	1.56	27.53%	1.68	2.05	1.09	1.67
法国 CAC	1.69	81.33%	1.52	2.19	1.17	1.55
道琼斯工业指数	6.1	82.73%	3.76	7.3	4.15	2.11
日经 225	1.62	33.20%	1.68	2.22	1.69	1.21
欧元区 STOXX50	1.81	79.05%	1.62	2.32	1.68	1.2

资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 136. 欧洲市场主要指数近 10 年估值情况

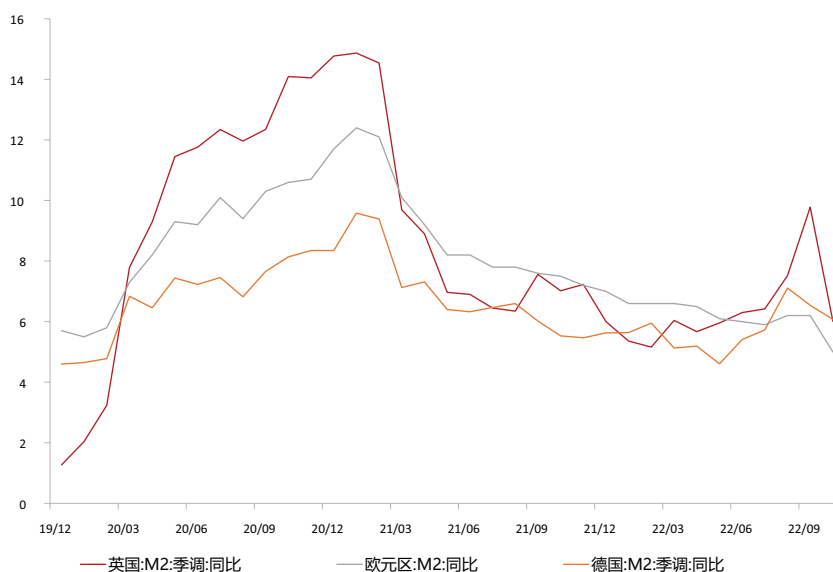
主要国家	当前 PE	历史分位	PE 历史中值	PE 历史最大值	PE 历史最小值	PE 历史均值
富时 100	14.28	7.68%	19.94	284.63	12.71	32.92
德国 DAX	13.26	8.56%	18.05	72.83	11.42	20.52
法国 CAC	13.9	3.87%	20.88	69.41	12.15	23.19
道琼斯工业指数	21.95	70.06%	19.96	32.68	14.08	20.44
日经 225	19.14	41.60%	19.91	40.11	21.06	13.82
欧元区 STOXX50	14.02	10.08%	18.92	67.43	12.23	21.97

资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 3.3.3 特殊通胀，影响减弱

2022年11月，欧元区通胀率同比达到10.1%。这种高通胀水平有其特殊成因，主要有俄乌冲突导致全球能源供应链重铸，导致能源价格飙升的影响，这样使得欧洲央行的货币政策不能立竿见影改变高通胀现状。回顾2022年货币供应情况，截至2022年三季度，欧元区M2同比增速略低于疫情前。欧元区中德国、英国M2增速先增后降，目前水平均高于疫情前。这一状况是在欧洲央行自2022年7月以来两次加息后相对紧缩的货币政策的前提下出现的。与此同时，欧元区及其重点国家的股票市场先抑后扬，走出与M2供应量相反的趋势。由此可见，欧央行为抑制特殊通胀所采取的货币政策对股市影响边际减弱。

■ 图表 137. 近三年欧元区货币供应量 M2 环比 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 3.3.4 地缘冲击，隐忧犹在

俄乌冲突发生前，俄罗斯是欧洲最大的能源供给国，2021年欧洲能源超五分之一进口总量来自俄罗斯。冲突发生后，欧洲大幅降低自俄能源进口，导致能源价格暴涨，促使欧洲加速将化工和钢铁等能源密集型产业链外移。能源危机不仅使得欧洲及其主要国家通货膨胀高企、货币政策紧缩，同时导致欧洲地区投资不确定性上升，降低了欧洲地区及其主要国家对海外投资者的吸引力。据联合国贸发会议统计，2022年前三季度全球绿地投资项目数量减少10%，其中流向欧洲地区的项目减少25%。而俄乌冲突的演变仍具有不确定性，将继续给欧洲的及其重点国家的经济发展带来深远影响，隐忧犹在。

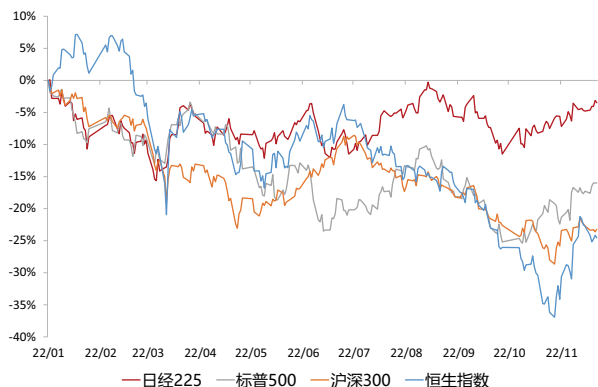
展望2023年，由于欧元区及其重点国家股票市场从2022年10月以来短期涨幅较大，2023年年初或有技术性回调，但与疫情前相比，欧元区经济韧性十足，叠加加息放缓预期与杀盈利预期并存，权益市场将有望维持窄幅波动，并震荡上行。同时，通过横向比较凸显的估值优势凸显，使得欧元区存在不错的投资机会，但仍需持续关注能源高价拖累经济表现、欧盟重化工业出现外迁和俄乌冲突再次激化对市场的扰动。

## 3.4 日本股市：喜忧参半，温和震荡

### 3.4.1 深度价值，估值合理

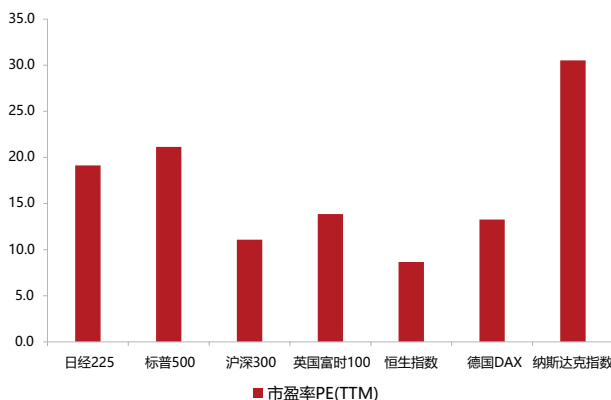
截至2022年11月25日，日经225指数全年跌幅仅1.77%，在全球主要市场中排名靠前，韧性十足。分季度来看，日经225指数前三季度分别下跌3.37%、5.13%及1.73%。主要由于美国货币政策比此前市场预期更早更快地紧缩、日本本土新冠疫情阶段反复以及俄乌地缘政治风险，导致日本股市投资者趋向规避风险。四季度日经225指数在美联储货币政策边际转向、日元低位反弹以及企业盈利增长的共同作用下，上涨9.04%，全年领先其他发达市场。

■ 图表 138. 日经 225 及主要市场指数 2022 年表现 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

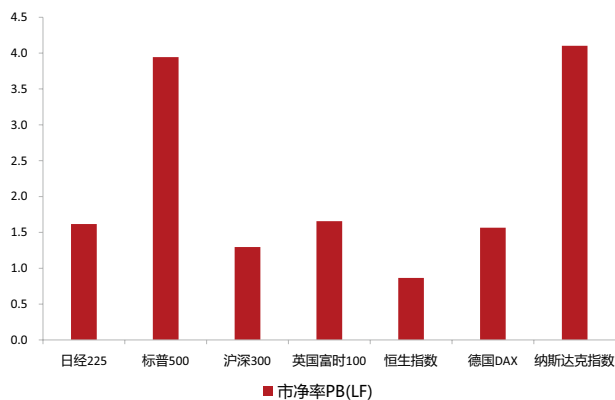
■ 图表 139. 全球主要市场 PE 比较 (倍)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

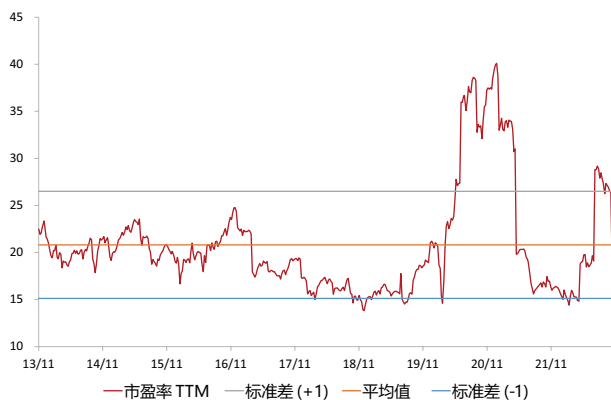
日本股市对于全球投资者具备吸引力的关键点之一在于日本股票是深度价值股，估值水平长期低于其他发达市场。目前日经225指数PE(TTM)为19.14，低于美国标普500指数，近年来由于新冠疫情等因素导致的经济周期的错位，日本股市PE(TTM)的优势有所减弱。但从PB(LF)看，日经225指数远低于美国标普500指数，与英国富时100、德国DAX指数相当。从日经225历史估值水平比较，当前PE(TTM)也处于过去十年历史的均值以下，估值合理。

■ 图表 140. 全球主要市场 PB 比较 (倍)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 141. 日本近十年 PE 分析 (倍)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 3.4.2 日元贬值，推升盈利

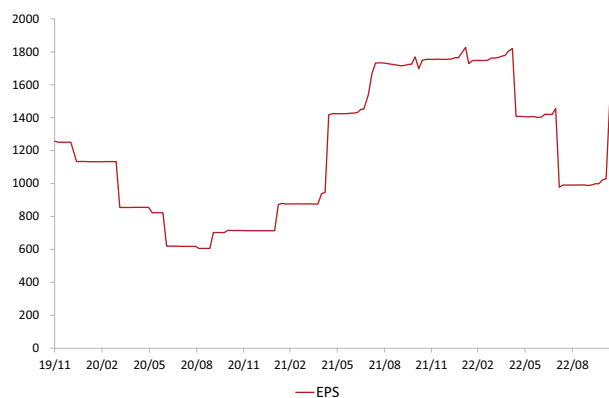
日本股市近年来在全球地缘政治摩擦以及新冠疫情反复扰动的情况下，波动率也显著低于欧美及新兴市场。因为日本股市长期以来的估值整体相对稳定，一直在 15-25 倍区间内小幅波动，市场表现主要由盈利驱动。2022 年以来，在全球各国激进加息的大环境中，日本显得格外特立独行。日本央行坚持货币宽松以及 0.25% 的 YCC（收益率曲线控制），导致美日及其他国家相对日本利差不断走阔，直接导致日元大幅贬值。截至 11 月 25 日，日元兑美元贬值 20.90%，在十月下旬曾一度对美元贬值超过 30%，美元兑日元汇率一度跌至 151.90，刷新了自 1998 年 8 月以来近 32 年的低点。日元贬值虽然令国内消费市场承压，却在一定程度上利好日本的上市公司。由于日本上市公司的主要业绩来自海外销售，日元的弱势推升了上市公司的盈利。

■ 图表 142. 美元兑日元



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 143. 日经 225 近三年 EPS



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 3.4.3 通胀可控，坚持宽松

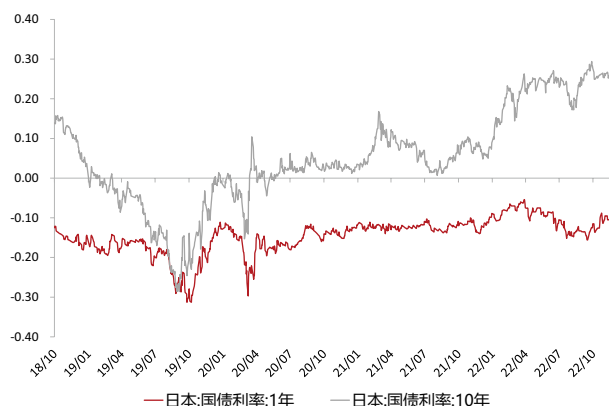
2022 年以来，全球高通胀与高利率并行，日本长期以来低迷的通胀也随之上行，日本 10 月 CPI 同比涨幅达到 3.7%、11 月 CPI 同比涨幅更是达到 3.8%，接近 1990 年到 1991 年期间的高位。其主要驱动因素是能源价格的大幅上涨以及日元贬值造成的输入型通胀，而不是日本国内经济过热造成。随着全球能源价格回落以及日元汇率企稳，这种通胀通常有望很快消散。所以我们有理由相信短期内，通胀因素不太可能促使日本央行退出宽松的货币政策，仍有较大可能会维持 YCC（收益率曲线控制）来支持经济复苏，同时，外加央行间歇性干预的手段，以稳定汇率。

■ 图表 144. 日本 CPI 及 PPI 当月同比 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 145. 日本 1 年期和 10 年期国债收益率 (%)



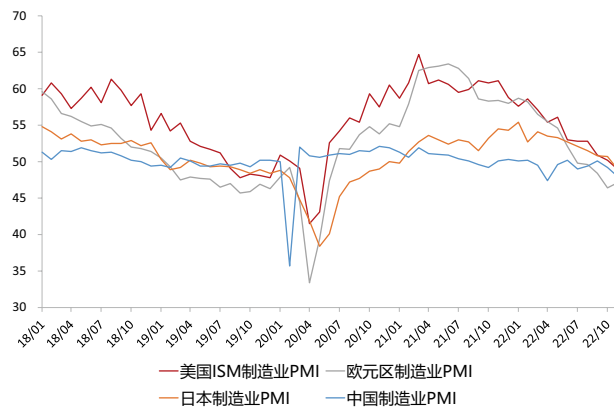
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

但同时需要关注到，日本央行内部对于是否继续坚持宽松政策方向上开始产生分歧，部分央行政策制定者开始对退出货币刺激计划持开放态度，并且认为央行需要重视通胀压力扩大的风险。开启日本超级宽松货币刺激计划的日本央行行长黑田东彦亦将于 2023 年 4 月正式卸任，市场认为日本央行可能会逐步放弃 YCC（收益率曲线控制）。需要警惕的是，日本央行一旦退出 YCC，将给整个全球金融市场带来不小的冲击。

### 3.4.4 中国崛起，削弱优势

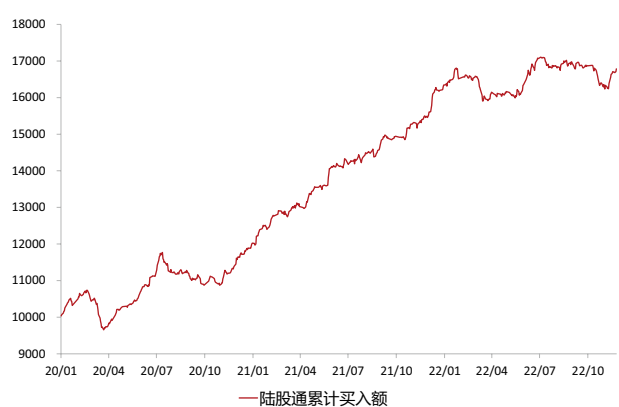
对于日本股票市场来说，并非完全没有风险。当前全球经济前景陷入温和衰退，欧美和亚洲多个国家和地区的 PMI 跌破荣枯线都表明全球经济活动正在萎缩，需求降温。而日本是外需主导型的经济体，疲弱的外需将拖累日本经济。同时，从全球增长周期来看，中国正在进入复苏阶段，凭借着强大的产业链、供应链体系以及能源价格优势，将削弱日本企业的国际竞争力。同时，中国 A 股及港股市场相较日本市场更加低估，对国际投资者的吸引力也或将分流海外投资者对于日本市场的投资，近期外资已加速流入 A 股市场，北向资金 2022 年以来已转向净流入。

■ 图表 146. 主要经济体制造业 PMI (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 147. 陆股通累计买入额 (亿元)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 3.4.5 结论：日本股市有望延续涨势

尽管从横向对比看，日本经济的复苏节奏在 2022 年仍然偏慢，但随着疫情的控制，通胀的可控，政策的刺激，产业链的复苏，企业盈利水平将在 2023 年对优先复苏的发达国家形成追赶。合理的估值，宽松的流动性环境也将有利于日本股市在 2023 年延续上涨的态势。

## 3.5

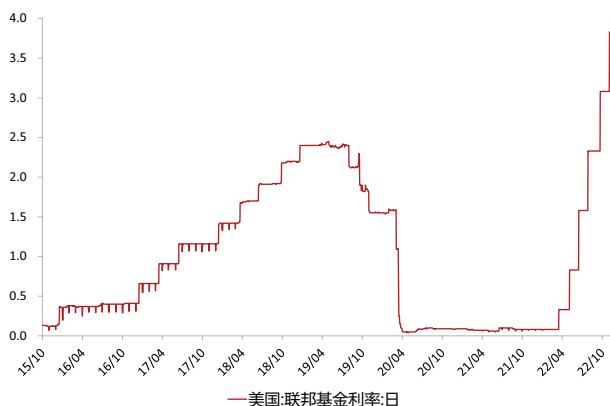
## 新兴市场：流动性改善先抑后扬， 基本面决定市场强弱

### 3.5.1 加息放缓，压力仍在

2022 年新兴市场股市在国际地缘政治风险及全球流动性紧缩的大环境下整体承压，表现不及发达市场。截至 11 月 25 日，MSCI 新兴市场下跌 23.62%，而 MSCI 发达市场下跌 16.34%。其中俄罗斯 MOEX 指数下跌 42.04%，胡志明指数下跌 35.16%，韩国综合指数下跌 18.13%；印度市场受益于自身经济结构，2022 年表现较强，录得 6.68% 的正收益。

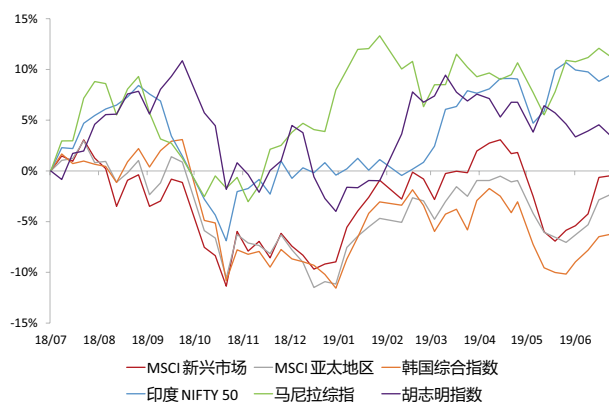
展望 2023 年，上半年欧美高通胀仍将持续，紧缩货币政策短期难以转向。考虑到当前美国通胀小幅回落以及货币政策的时滞性，为了避免经济硬着陆风险，美联储将放缓加息速度。美联储紧缩退坡将使新兴市场资本外流压力缓解，但更大机会在于美联储政策转向可能带来的资本重新流入。参考上一轮美联储加息后半段至降息前多数新兴市场股市走出的先抑后扬走势，可以为预测 2023 年新兴市场股市走势提供一定借鉴意义。

图表 148. 美国联邦基金利率 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 149. 上轮美联储加息后半段新兴市场表现 (%)

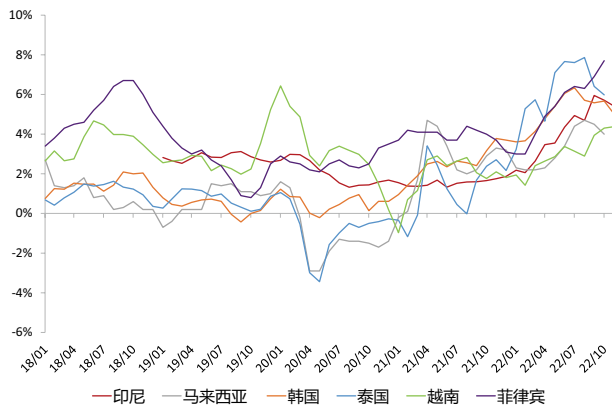


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 3.5.2 衰退风险，抑制盈利

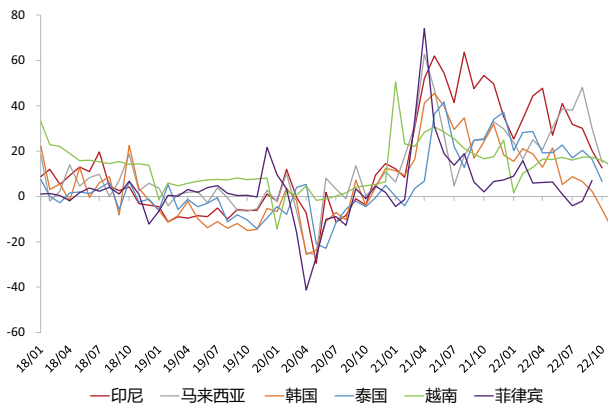
进入 2023 年，伴随着全球高通胀持续，通胀压力蔓延至新兴市场，高企的通胀水平正在损害新兴市场的经济。同时，全球贸易已经在多重因素冲击下走弱，能源价格影响工业生产，发达经济体经济增长乏力导致外部需求减弱，可能将进一步削弱新兴市场经济体增长动能。部分亚洲新兴经济体出口贸易已经在 2022 年下半年走弱，制造出口占比较大的国家，经济和企业盈利将迎来挑战，企业盈利向下周期或仍将维持较长一段时间，一定程度上制约新兴市场反弹幅度。

图表 150. 新兴市场 CPI 同比 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 151. 新兴市场出口同比增速 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

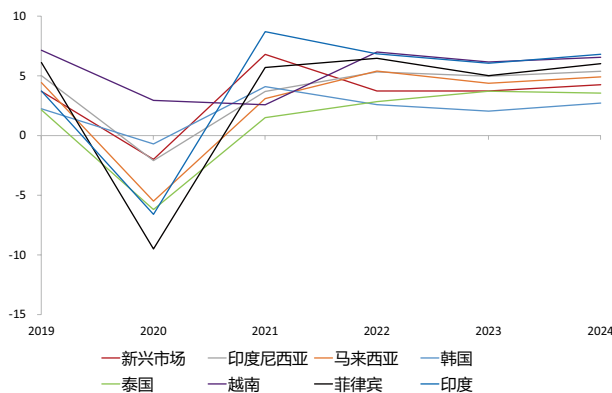
### 3.5.3 经济差异，表现分化

展望 2023 年，由于各国仍处在经济周期不同阶段，同时各国面临的挑战也不同，所以 2023 年各经济体复苏拐点和节奏也存在较大差异，导致新兴市场经济体经济增长继续分化。出口导向型经济体将受到外需走弱的影响拖累复苏进度；而内需导向型经济体将继续靠内需来驱动复苏，但增速或将放缓。

根据 IMF 预测，新兴市场 2023 年经济增速将与 2022 年持平，维持在 3.7% 左右水平，但各国情况略有不同。具体来看，越南、印度预计仍旧能保持超 6% 的经济增速；马来西亚、菲律宾、印度尼西亚经济增速将滑落至 4%—5% 区间；韩国经济增速将跌至 2% 一线。同时 IMF 预测，大部分新兴市场经济将在 2023 年下半年逐渐开始好转，2024 年先后重新进入上行周期。

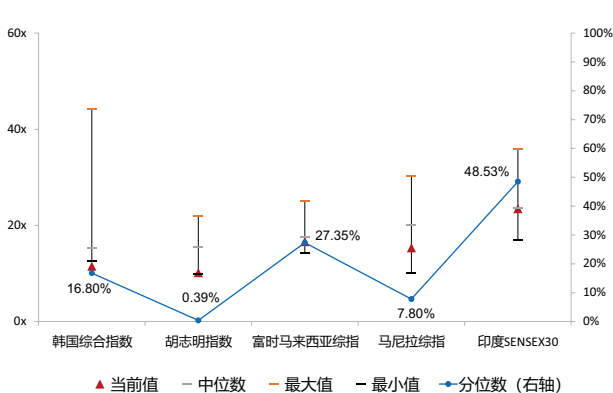
从估值层面看，新兴市场中，2022 年跌幅较大的如韩国综合指数、胡志明指数等估值已经处于历史底部水平，风险充分释放，估值压力较小。而 2022 年韧性较强的如印度 SENSEX30 指数估值处于历史中位数水平，由于市场未经大幅调整，2023 年将面临一定的估值调整压力。

图表 152. IMF 新兴市场 GDP 预测 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 153. 新兴市场估值水平 (倍, %)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 3.5.4 总结

展望 2023 年，全球流动性边际改善，前紧后松，新兴市场需保持耐心，下半年或将迎来曙光。同时，新兴市场国家由于各自经济结构的差异以及所处经济周期的不同阶段，股市表现或将继续分化，市场强弱取决于各自的基本面，相对更加看好越南和印度市场。



# 債券 篇

## 美債機會確定， 中債機會靠跌

美債 2022 年下跌為 2023 年創造了確定性機會。美聯儲緊縮政策結束較為確定，美債利率下行趨勢確立，建議先標配，視情況提升至超配（推薦）。2023 年中國經濟復蘇疊加權益資產性價比更優，預計債市承壓波動加劇，但貨幣政策主動收緊流動性概率不大，預計 10 年期國債收益率震蕩區間為 2.7%—3.1%，建議中債先低配（保守），待觸及收益率區間上限再調整為標配。

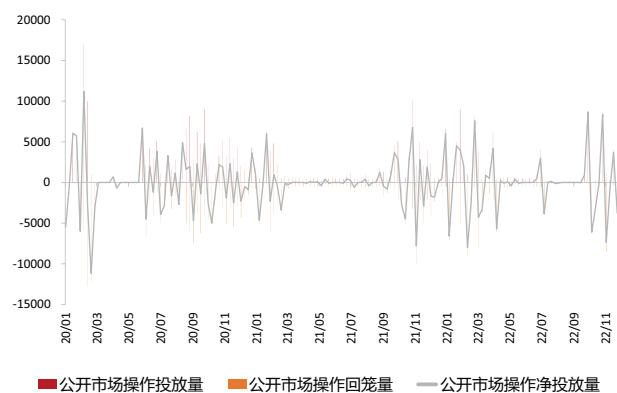
## 4.1 国内货币市场

2023年，在稳字当头、稳中求进，加大实施力度以支持稳住经济大盘的稳健货币政策下，货币市场预计保持流动性合理充裕，利率中枢向政策利率震荡回升。

### 4.1.1 2022年回顾：货币政策灵活适度，流动性合理充裕

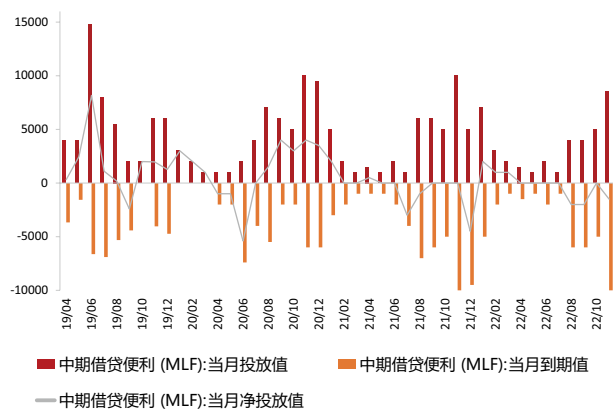
2022年，为更好落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的发展要求，面对全球经济增长放缓、通胀高位运行、地缘政治冲突等严峻复杂的外部环境，货币政策以我为主，灵活适度；综合运用降准、中期借贷便利（MLF）、再贷款、再贴现、公开市场操作等多种货币政策工具以及上缴央行结存利润等方式适度投放流动性，保持流动性合理充裕，引导利率进一步下降，熨平关键时点波动。货币市场利率二、三季度长期维持在政策利率下方，进入四季度利率中枢抬升向政策利率回归。银行间市场质押式回购成交规模突破7万亿，隔夜成交占比较高。

■ 图表 154. 公开市场操作灵活精准（亿元）



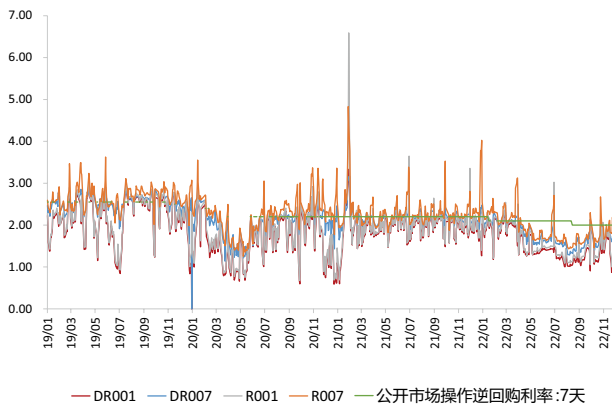
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 155. 中期借贷便利（MLF）操作充分满足市场需求（亿元）



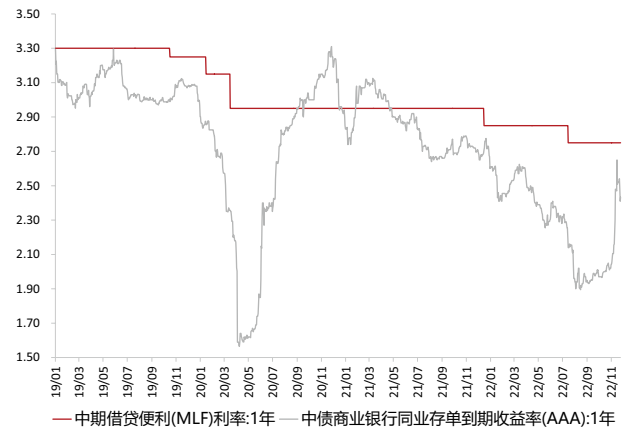
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 156. 2022 年短端利率中枢低位震荡回升 (%)



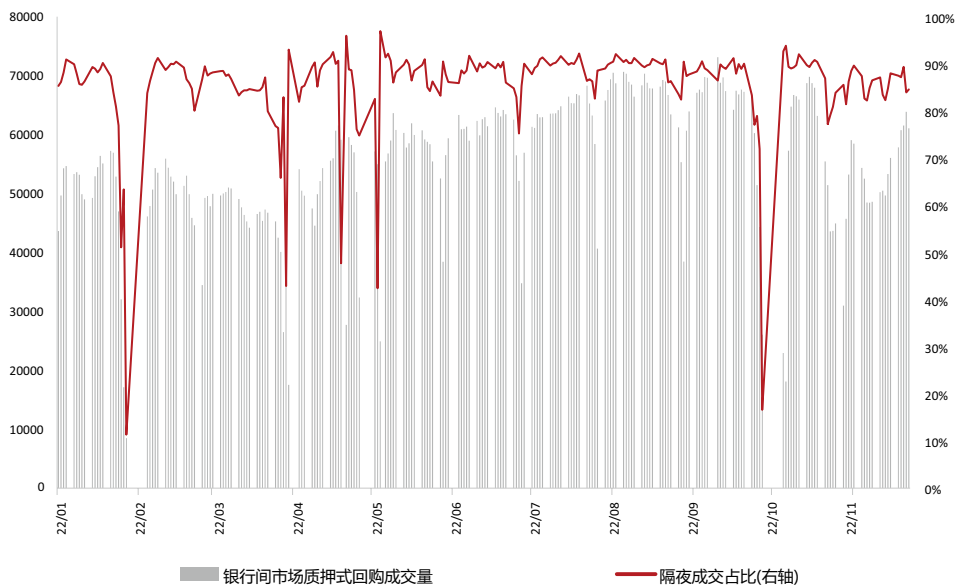
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 157. 2022 年长端利率低位震荡回升 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 158. 银行间市场质押式回购成交规模破 7 万亿，隔夜成交占比较高 (亿元, %)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

#### 4.1.2 2023 年展望：流动性易松难紧，利率中枢震荡上移

2023 年，经济增长面临较大下行压力，需求端受疫情冲击处于偏弱水平，内生动能不足。增强微观主体活力，为实体经济，特别是重点领域、薄弱环节和受疫情影响严重的行业、市场主体提供更有力度、更高质量支持存在一定必要性，海外主要经济体收紧节奏放缓对货币政策的制约减弱，我们认为流动性主动收紧的概率不大。

随着疫情防控措施更加精准，需求侧变化或将带来通胀升温的潜在可能性，货币政策不会“大水漫灌”，精准直达的结构性货币政策工具空间更大，利率中枢向政策利率震荡回升。

## 4.2 国内债市

### 4.2.1 利率债：债市波动加剧，等待价值凸显

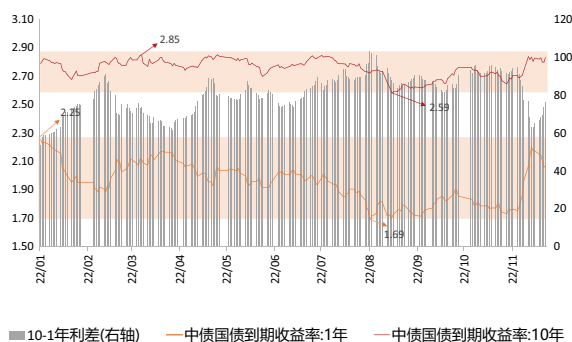
2022年，利率债市场延续牛市，长端债券箱体震荡，短端债券波动向下。2023年疫情防控优化、房地产止跌企稳、基本面修复向好，在流动性不主动收紧和等待政策效果兑现的时间里，预计债市承压波动加剧，关注调整后的配置价值。

#### 4.2.1.1 政策发力强预期，经济兑现弱修复

2022年，国内利率债市场主要是围绕疫情反复导致经济复苏进程较为缓慢与稳经济一揽子政策发力推进宽信用修复，国内货币政策呵护流动性合理充裕与海外美联储加息收紧流动性这两条主线多空博弈，10年期国债收益率在2.59%—2.85%间窄幅震荡，短端表现更好，10—1年利差走阔。

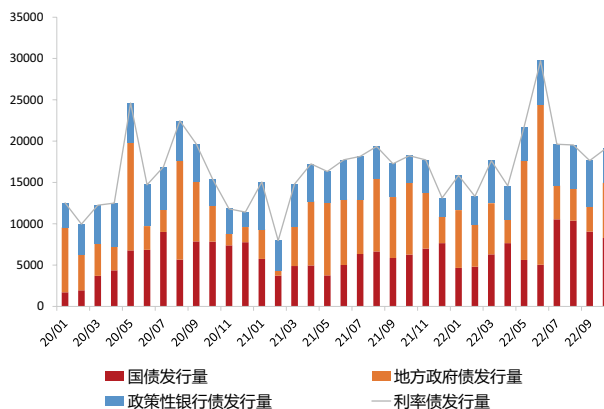
进入11月，资金面边际收敛、疫情防控措施进一步优化、支持房地产平稳健康发展政策出台，多重预期变化推动利率上行，银行理财打破刚兑的净值型产品与客户风险偏好的不对称形成“收益率上行→理财净值波动→投资者赎回→卖出债或赎回基金→收益率进一步上行”的负反馈放大了此轮调整力度，随后央行增加公开市场操作规模、做多情绪略有修复。

■ 图表 159. 2022 年债市窄幅震荡（%，BP）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 160. 2022 年利率债供给充足（亿元）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

疫情冲击和房地产下行是 2022 年经济下行压力加大、内生动能减弱的主要原因，也是支撑债市做多的核心逻辑，这两大因素在 2022 年底都出现了积极信号，为债市带来压力。新冠病毒持续变异、快速传播的特点使得疫情防控形势仍然严峻复杂，而病毒致病性减弱、疫苗接种的普及和防疫经验的积累，为更科学、精准地优化防控政策提供了一定条件，优化防控措施二十条是平衡疫情防控和经济社会发展的结果，生产活动、消费场景、投资预期有望逐步改善，经济活力缓慢修复。房地产方面，从“因城施策”保需求，专项贷款保交楼，到 11 月央行和银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，出台十六条措施支持房地产市场平稳健康发展，交易商协会支持民营房企债券融资，证监会恢复上市房企股权融资，各项政策给房地产行业的信用修复带来了一定利好。对经济修复的预期将使 10 年期国债收益率向上调整，突破 1 年期 MLF 利率 2.85%。

从现实看，居民端和企业端融资需求的修复尚需要时间，当前风险偏好难有快速根本性变化，疫情防控优化和房地产支持政策的效果仍需进一步观察，基本面改善的幅度和节奏与政策发布存在一定预期差，结合我们对 2023 年流动性不会主动收紧的判断，债券收益率快速上行的通道并不通畅。预计 2023 年 10 年期国债收益率在 2.7%—3.1% 区间震荡，且由于政策靠前发力，市场预期领先经济数据的好转，上半年上行压力较大，如果债券收益率上行接近 3.1%，债券配置价值凸显，可逐步建仓。下半年经济数据改善如果产生预期差，债市收益率或将震荡下行。

#### 4.2.1.2 供给端保持积极，需求侧谨慎稳健

2022 年利率债供需平衡，国债和政策性金融债发行规模较 2021 年稳中有升，地方政府新增债务额度 4.87 万亿元，其中包括两会确定新增额度 4.37 万亿元，以及 5000 亿元专项债结存限额，发行节奏明显前置。

图表 161. 2022 年政策前置，地方政府债发行进度明显较快（亿元）

	2020	2021	2022
新增地方政府债额度	47,300.00	44,700.00	48,700.00
1 月	7,850.64	3,595.16	6,700.80
2 月	12,229.86	3,553.12	11,663.95
3 月	15,148.93	5,439.80	16,694.76
4 月	17,332.18	9,434.67	18,185.65
5 月	29,004.50	15,308.20	27,806.73
6 月	28,520.64	19,236.51	42,797.93
7 月	28,528.12	23,288.86	42,050.72
8 月	37,952.68	28,122.68	43,130.14
9 月	42,733.66	32,975.21	42,421.88
10 月	44,985.95	39,978.20	46,864.59
11 月	42,506.91	45,282.38	/
12 月	43,691.22	48,145.14	/

资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

展望 2023 年，经济修复面临较大下行压力，仍需财政政策的逆周期调节和货币政策的稳健有力，利率债供给有望延续积极态势。预计 2023 年赤字率不低于 3%，地方政府专项债券的发行力度不少于 2022 年的新增额度，政策性开发性金融工具的部署一定程度上增加了政策性银行的融资需求，政策性金融债发行规模预计较 2022 年继续增加。另外，在实体经济活力增加、风险偏好边际好转的情况下，企业债、公司债发行规模有望增加。

发行节奏来看，国债、政策性金融债发行节奏较为均匀，地方政府债由于稳增长诉求较强，政策前置尽早形成实物工作量概率较大，预计一、二季度为发行高峰。2022 年在资金利率维持低位的环境下供给压力未对收益率带来大的扰动，2023 年在资金价格中枢抬升、债市上半年整体情绪较为谨慎时，需对收益率上行风险予以关注。

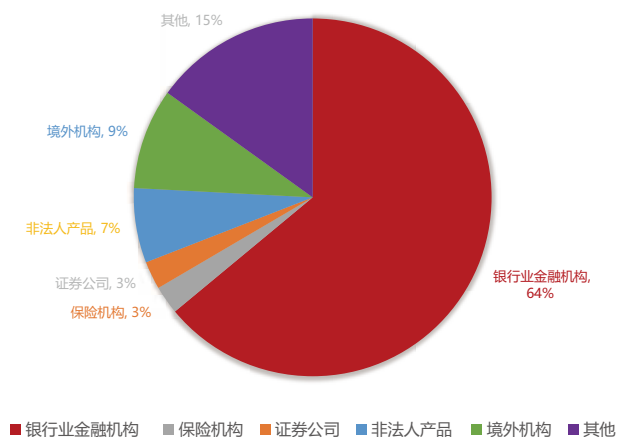
■ 图表 162. 2023 年国债、地方政府债供给预测（亿元）

		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年E
全年限额	中央赤字	18300	27800	27500	26500	31300
	地方赤字	9300	9800	8200	7200	7200
	预算赤字率	2.80%	3.60%	3.20%	2.80%	3.00%
	特别国债	/	10000	/	/	/
	地方专项债新增限额	21500	37500	36500	36500	36500
	盘活专项债结存余额	/	/	/	5000	/

资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

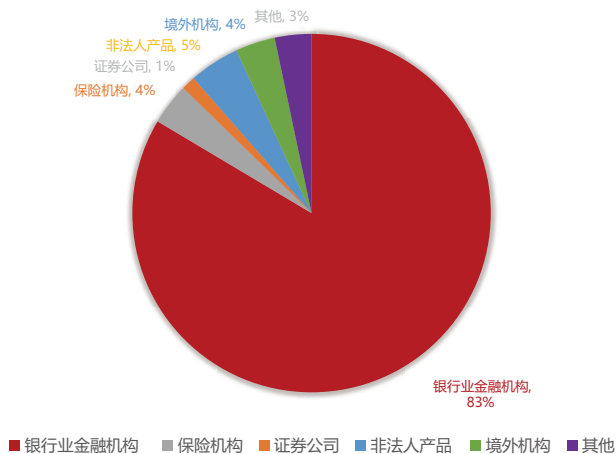
需求方面，截至 2022 年 10 月，持仓利率债的投资机构中以银行业金融机构居首。其中，国债方面，银行业金融机构持仓占比超过 60%，其次是境外机构和非法人产品；地方政府债方面，银行业金融机构持仓占比超过 80%，其次是保险机构、非法人产品和境外机构。考虑到上半年债市有较大上行压力，回调达到一定配置价值后机构需求可被匹配，而随着经济修复、预期好转、信贷需求和权益市场回暖，资产荒可得到一定程度缓解。

■ 图表 163. 2022 年 10 月投资机构国债托管规模占比



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 164. 2022 年 10 月投资机构地方债托管规模占比



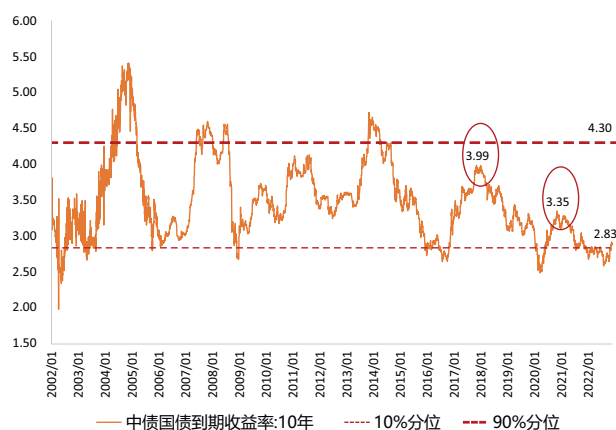
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 4.2.1.3 估值处于历史低位

就历史情况而言，10 年国债利率水平在近 20 年的 10% 分位，位于区间底部。一方面从长经济周期来看，真实利率应该与经济实际增长率大体相等，我国目前经济潜在增速下降，劳动力人口放缓，由高速增长阶段向高质量发展阶段转向，长期利率中枢存在下移的趋势。另一方面，受新冠疫情影响，财政政策和货币政策为稳经济大盘积极发力，但企业部门、居民部门实体融资需求偏弱，流动性向实体经济传导不畅，加之缺少高票息资产，投资机构面临资产荒，推动 10 年国债利率一路下行至 2.83% 左右，与 1 年期中期借贷便利（MLF）利率基本持平。

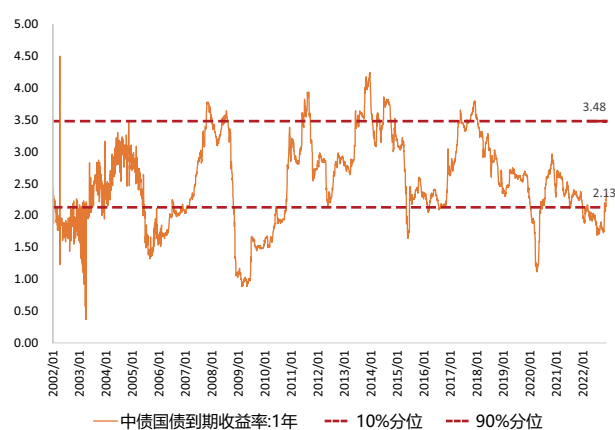
对比 2020 年经济复苏、货币政策回归正常化后，债市收益率快速拉升至 3.35% 并进入快熊的情况，2023 年经济筑底回升内生动能不强，政策仍是主要托举力量，在流动性不主动收紧的条件下，基本面修复对债市带来的上行压力会小于 2020 年，10 年国债收益率 3.1% 是较为安全的边界。

■ 图表 165. 当前 10 年国债收益率处于历史 10% 分位 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 166. 当前 1 年国债收益率处于历史 30% 分位 (%)

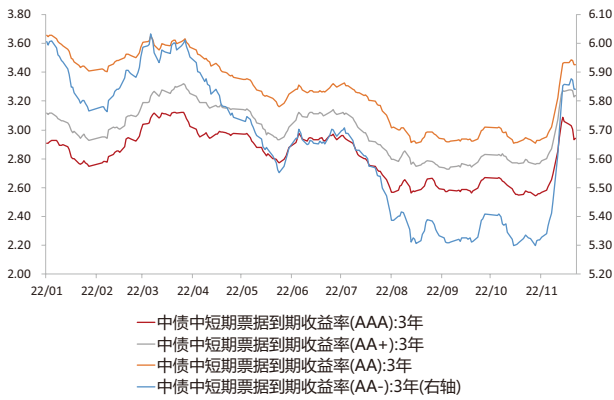


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 4.2.2 信用债：谨防上行之风险，关注深调后机会

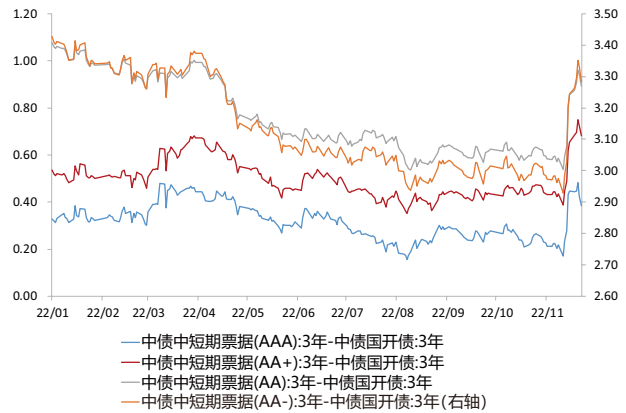
回顾 2022 年，信用债在资产荒的助力下整体走出一波小牛市行情，但民营地产债却持续遭受违约风险暴露，挣扎在水深火热之中。2022 年信用债走势经历了三个阶段：第一阶段（一季度）跟随利率债小幅下跌，年初在宽信用持续发力、信贷和社融数据大幅转好的影响下，债市整体下跌，已处估值高位的信用债亦跟随下跌；第二阶段（二季度 - 10 月末）震荡上涨创出年内新高，二季度国内疫情加重、经济大幅走弱，叠加流动性充裕、降息落地，资产荒推动信用债持续上涨、高位震荡；第三阶段（11 月 - 年底）大幅回调，资金利率阶段性边际收敛及疫情防控政策调整，引发过于拥挤的债券资产发生抛售及产品赎回的负反馈，信用债大幅下跌，且幅度超过利率债。

■ 图表 167. 2022 年信用债收益率创新低后大幅回调 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

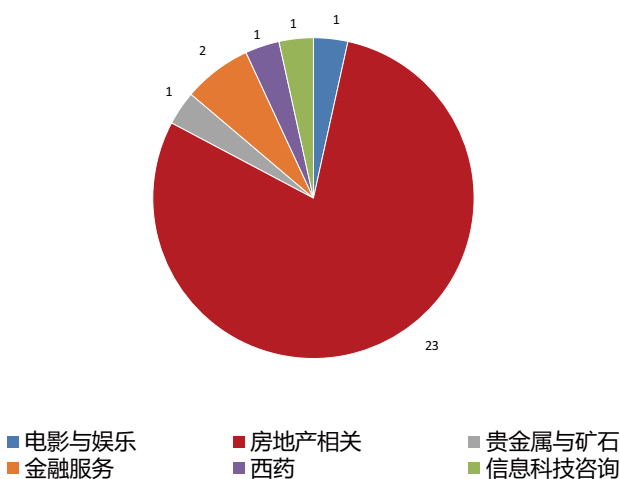
■ 图表 168. 2022 年信用利差持续收窄后出现反弹 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

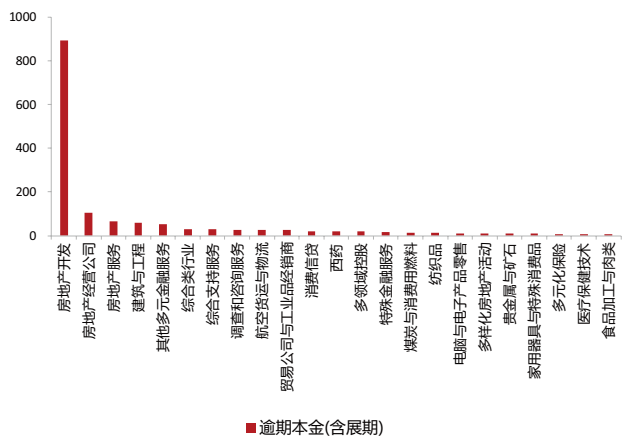
2022 年信用债的整体违约规模仅不到 2021 年的一半，一是因为风险暴露绝大多数都集中在非央企、非国企下属房地产企业，集中度较高、行业辐射面相对窄。截至 11 月末，新增违约主体 29 个，其中房地产主体 23 个，占比达 79%，且均为非央企、非国企下属房地产企业；二是部分房地产企业采用展期，而非直接违约的方式应对债务问题，也导致违约规模统计数量较少。截至 11 月末，与地产相关的含展期在内的违约规模实际已经达到了 1063 亿。

■ 图表 169. 2022 年新增违约主体以地产为主 (个)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 170. 2022 年含展期在内的违约规模统计 (亿元)



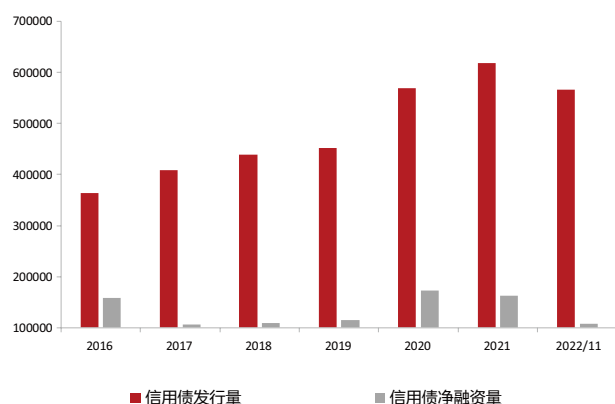
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

#### 4.2.2.1 供需格局或打破，资产荒有望缓解

从供给端来看，2022 年信用债发行量整体稳定，前 11 个月发行与 2021 年同期基本持平，净融资额下滑约 27%。2022 年在稳经济和支持实体经济的需求下，流动性充裕，整体维持了一个相对较低的利率环境，产业债的发行量有所上升。2023 年伴随着经济的弱复苏、利率的震荡上行，债券融资成本或有一定回升，但如果同时伴随着企业盈利和融资需求的回升，信用债的发行和净融资规模大概率仍将保持稳定。

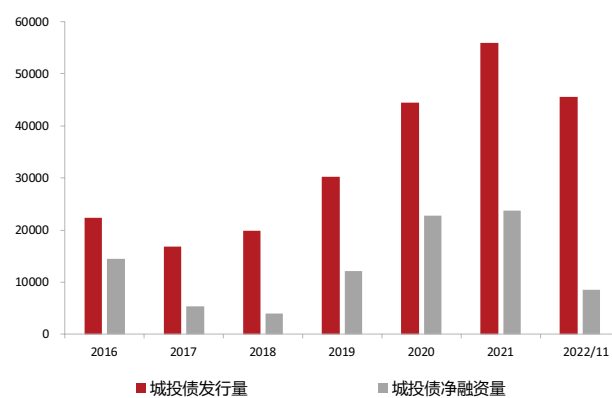
2022 年城投债净融资出现了较大幅度的下滑，前 11 个月较 2021 年同期减少近 60%。一方面由于 2022 年是城投债到期的高峰年份，所以在发行量变化不大的情况下，净融资出现了大幅回落；另一方面严控地方政府新增隐性债务的监管要求并没有放松，交易所城投债终止审查的数量和金额均大幅增长。2023 年预计城投债净融资情况将有所好转。一是严监管政策下，迫于债务压力、合理的融资需求仍会得到政策的支持，二是城投债到期压力大大缓解，叠加发行稳定，净融资规模也会有所增加。

图 171. 信用债发行及净融资情况（亿元）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

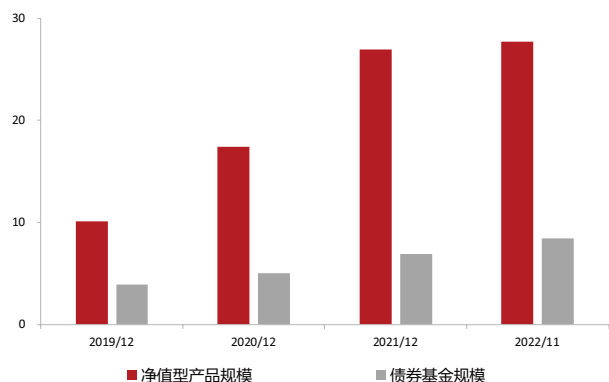
图 172. 城投债发行及净融资情况（亿元）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

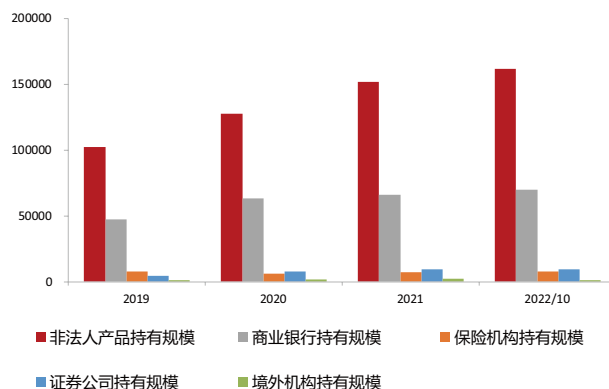
从需求端来看，2022 年资产荒持续演绎，一是股市大幅下跌、地产风险持续暴露，使得居民资金不断流向低风险的存款、银行理财、债券基金等低波动产品；二是在市场流动性充裕、经济受疫情扰动始终徘徊在复苏边缘的情况下，债市在大类资产中反而成为表现相对较优的标的，债券基金和理财产品的规模持续增长。2023 年在经济复苏预期下，交易拥挤的债市性价比将有所下降，存量资金或将面临再分配，同时随着基本面的改善，市场偏好或将逐步回升，估值相对较低的权益资产吸引力逐渐显现，资产荒现象将有所缓解。

**图表 173. 理财和债券基金规模持续增长**  
(净值型产品数据截至 2022 年 6 月, 万亿元)



资料来源: WIND, 中国银行投资策略研究中心

**图表 174. 境内机构持续加仓信用债 (亿元)**



资料来源: WIND, 中国银行投资策略研究中心

#### 4.2.2.2 利差面临走阔风险，调整后配置价值显现

从信用债的估值来看，一方面 2022 年 10 月底基本成为年内估值的高点，不同期限不同等级的信用债品种除低等级和个别长周期品种外，绝大多数品种的信用利差均已压缩至历史上 25% 分位数以下，进一步收窄空间不大，11 月以来信用利差已经在面临走阔风险，特别是偏长端品种走阔幅度可能更大。另一方面信用债的定价包含了流动性溢价和风险溢价，2022 年由于信用债的整体信用风险并不大，仅局部集中于地产行业，辐射面相对较小，因此信用债的走强主要得益于市场持续宽松的流动性带来的溢价。

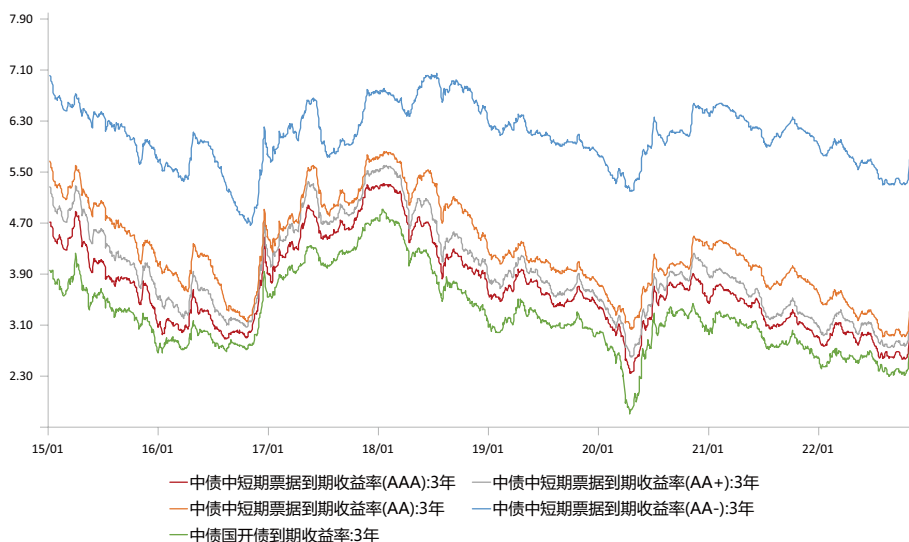
展望 2023 年，在经济弱复苏预期下，市场利率更多围绕政策利率中枢上下波动，叠加权益资产性价比显现、可投资资金在股债资产之间的再平衡，信用债流动性溢价或有所减弱，带动估值回落。但从货币政策来看，出于配合财政政策共同发力的需要，还将保持一个相对宽松的货币政策环境，且随着信用利差的走阔，信用债的票息优势会逐渐凸显，配置价值将有所提升，可重点关注短端品种的配置价值。

**图表 175. 不同等级不同品种信用利差情况**

	1 年		3 年		5 年	
	2022 年 10 月末分位数水平	2022 年 11 月末分位数水平	2022 年 10 月末分位数水平	2022 年 11 月末分位数水平	2022 年 10 月末分位数水平	2022 年 11 月末分位数水平
AAA	15%	26%	19%	38%	28%	36%
AA+	10%	24%	13%	36%	25%	38%
AA	7%	27%	15%	37%	39%	40%
AA-	72%	85%	72%	87%	76%	77%

资料来源: WIND, 中国银行投资策略研究中心

■ 图表 176. 信用债与利率债整体走势趋同 (%)

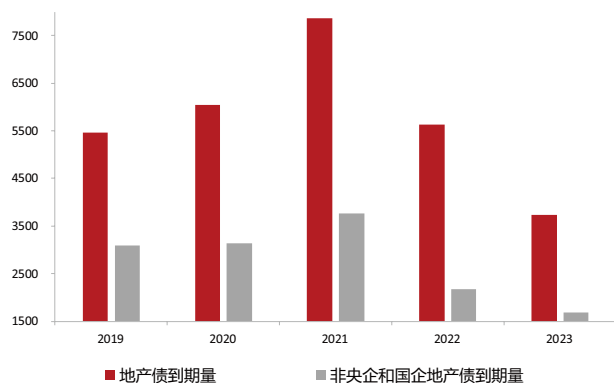


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

#### 4.2.2.3 地产继续受政策支持，右侧机会仍需等待

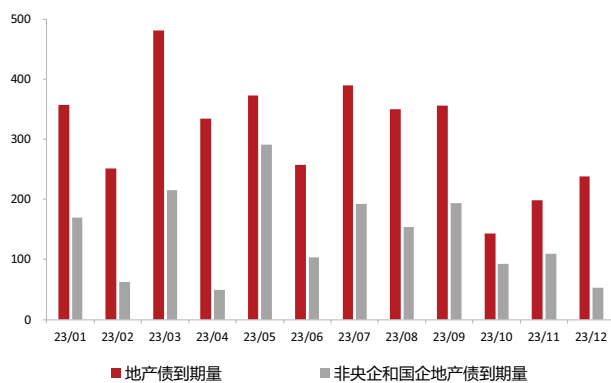
房地产是 2022 年信用风险暴露最为集中的行业，且风险暴露的程度也超出了许多投资者的预期。虽然 2022 年地产债到期量较 2021 年高峰数量已经大幅减小，但在疫情反复扰动、终端需求较弱、部分地产企业现金流持续紧张的情况下，偿债压力依旧不减。2023 年不管是地产债的整体到期量，还是非央企 / 国企地产债的到期量都继续大幅下降，整体偿债压力较小；优质民营地产企业在政策的大力支持下，融资环境有了一定的改善，虽然上半年地产企业仍有年内阶段性的到期小高峰，但整体风险降低了；对于已经发生违约和展期的地产企业，在政策尚无进一步有效支持的情况下，仍需谨慎。

■ 图表 177. 2023 年地产债到期压力明显减小 (亿元)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

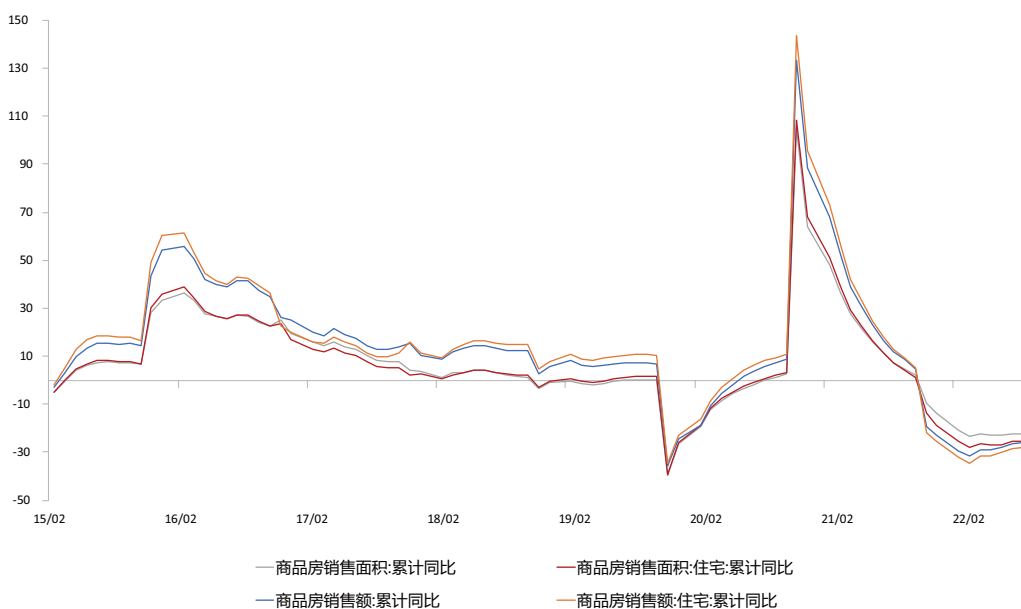
■ 图表 178. 2023 年各月地产债到期情况 (亿元)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

地产债是 2023 年可关注的一个投资品种，从供给端来看，2022 年支持地产的政策在陆续推出，且力度也在不断加大。一是在“因城施策”的指导下，各地均不同程度地出台了下调房贷利率、优化限购政策、降低首付比例等措施，且扩大到了一线城市；二是 7 月政治局会议明确“压实地方政府责任，保交楼、保民生”；三是 11 月央行和银保监会联合发布金融支持地产 16 条，且为民营地产企业提供债券融资支持工具，银行也相继为优质民营地产企业提供融资支持；四是证监会重新允许符合条件的房地产企业重组上市，上述政策的出台均有利于稳定市场预期，防范风险的进一步扩大。从需求端来看，地产销售数据持续低迷，仍在负增长区间，2023 年虽然疫情防控措施不断优化、经济呈现弱复苏，但在居民收入受损、信心不足的情况下，地产回暖还需要时间和过程，因此地产债的右侧机会仍需等待。

■ 图表 179. 房地产销售数据仍较为低迷 (%)



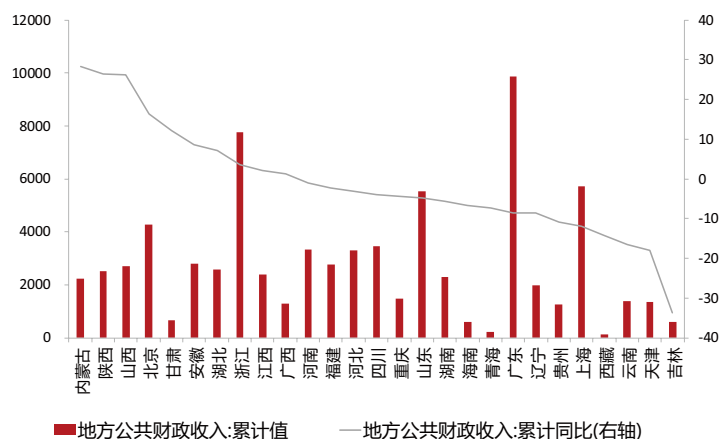
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

#### 4.2.2.4 城投违约概率较小，估值分化仍将持续

2023 年地方政府财政压力依然不减。从收入端来看，在经济弱复苏预期下，税收等财政收入增长空间有限，同时房地产市场的低迷和信心不足，也使得土地市场活跃度不高，2022 年前 10 个月全国国有土地使用权出让收入较前一年同期下降 25.8%，2023 年在地产政策的支持下，上述收入或有所回升，但增幅有限。从支出端来看，防疫支出、减税降费、加快留抵退税等政策均带来支出的增加，2023 年对于实体企业的减税降费、留抵退税等支持政策大概率还将持续，但随着疫情防控政策的不断优化，由此带来的刚性支出或有所缓解。但经济弱复苏过程中，基建仍是不可或缺的一部分，城投也需要一个相对顺畅的融资环境共同配合发力，因此当前各地政府尽量保证城投债兑付的意愿仍比较强烈。同时，在不新增隐性债务的前提下，对于部分热点地区也出台了定向支持政策，鼓励合理的融资需求，这在一定程度上也有助于地方政府存量债务问题的化解。

预计 2023 年城投债违约概率仍然相对较小，但在投资标的的选择上仍需谨慎。由于不同地区财政状况差异较大，不同资质的城投债在估值上已经出现了较为明显的分化，同为 AAA 等级城投债，不同区域利差最大可相差 500BP 以上。虽然城投债的实质性违约还没有发生，但已有城投非标违约的先例，由此也会导致城投债估值的巨大波动，因此对于弱资质城投仍需规避风险。

图表 180. 部分省市 2022 年前 9 个月财政收入情况（亿元，%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 181. 不同地区 AAA 等级城投债利差情况（BP）

债项评级	省份	利差	省份	利差
AAA	云南	593	湖北	114
AAA	天津	358	宁夏	114
AAA	贵州	249	黑龙江	102
AAA	甘肃	229	山东	102
AAA	吉林	205	内蒙古	98
AAA	辽宁	174	海南	92
AAA	陕西	171	江苏	88
AAA	河南	170	新疆	84
AAA	重庆	164	浙江	78
AAA	山西	154	河北	77
AAA	湖南	153	北京	69
AAA	四川	144	上海	62
AAA	广西	135	福建	50
AAA	江西	133	广东	49
AAA	安徽	117		

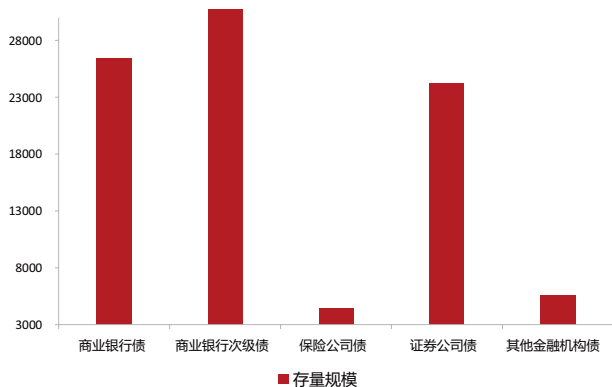
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

#### 4.2.2.5 关注金融债投资机会，回调后可予以配置

2022 年资产荒叠加市场对信用下沉的规避，使得安全性相对较高的金融债成为资金选择配置的重要标的，特别是存量规模较大的商业银行次级债，包括二级资本债和永续债。以 3 年期 AAA- 等级的二级资本债和永续债为例，2022 年 10 月市场最高点时，收益率较年初分别下行了 51BP，信用利差下行了 21BP，远超信用债整体的下行幅度。但银行次级债的波动幅度也相对较大，11 月初开始的回调，使得其收益率和信用利差基本已经回到了 2021 年初水平，回吐近两年涨幅。

展望 2023 年，对于商业银行次级债，仍看好其投资的相对安全性和票息收益的配置价值，但基于对经济弱复苏和信用债谨防上行风险的整体判断，对于商业银行次级债的投资需关注以下三点：一是关注配置时机，由于其收益率波动较大的特点，可等待市场调整到位及企稳后，再寻找合适的配置机会；二是关注标的选择，在投资标的选择上，尽量规避资质较弱的农商行，警惕估值波动风险；三是关注未来可能发行的新投资品种，如保险永续债、金融机构绿色特色品种专项债等。

图表 182. 不同种类金融债存量规模（亿元）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 183. 2022 年商业银行二级资本债和永续债收益率及信用利差走势（%）



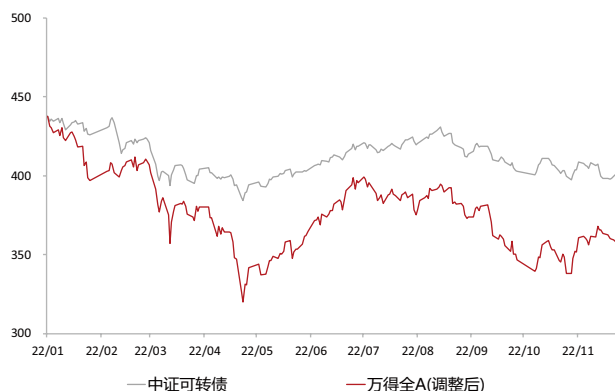
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

#### 4.2.3 可转债：多空因素交织，先下后上可期

回顾 2022 年，可转债整体呈倒“N”型走势，先是年初以来跟随股市出现了一波持续的大幅下跌，最大跌幅达到 -11.91%，紧接着又跟随 A 股市场“V”型反弹，接近收复一季度的下跌，但在市场增量资金有限、信心不足的情况下，转债再度随股市大幅度下行。截至 11 月 25 日，中证可转债指数全年跌幅 -8.19%，虽录得负收益，但仍远小于同期 WIND 全 A 指数 -18.24% 的下跌幅度，展现了转债相对强的抗跌属性。

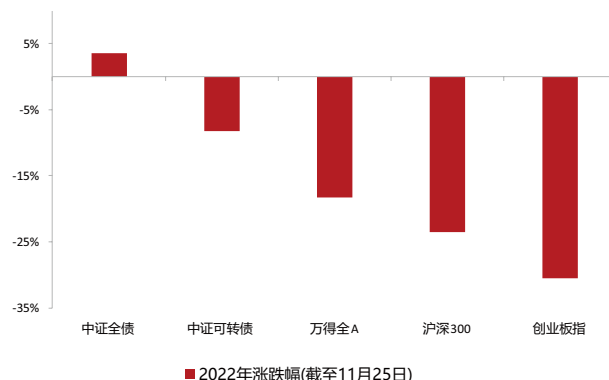
2022 年宽松的货币政策带来充裕的市场流动性以及避险情绪带来的资产荒，有效支撑了可转债的偏债属性，也使得可转债整体的估值持续在高位波动。10 月底以来在防疫政策优化带动的此轮股市回升过程中，可转债的反弹力度相对较弱就是源于资金利率上行带来的债市大幅下跌拖累，可转债估值继续回落，影响了正股对其上涨的正向带动。

图表 184. 可转债全年呈倒“N”型走势



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 185. 2022 年可转债跌幅远小于股票市场 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

#### 4.2.3.1 估值仍有压力，先下后上可期

展望 2023 年，可转债面临着多空因素的共同影响。利多因素来看，2023 年随着经济的逐步复苏、股市大概率重回上升轨道，将会带动可转债整体上涨，从过往趋势来看，可转债的走势整体趋同于股市。但从利空因素来看，又面临着阶段性扰动，一是可转债的转股溢价率估值仍处于历史高位区间，而股票估值却回到了历史低位，两者之间出现了较为明显的背离。参考过往可转债和股票之间出现估值背离期间的表现，当可转债估值较高，而股市大幅上涨时，正股上涨仍会对可转债有正向的带动作用，但限于估值压力，可转债的上涨力度会大大小于正股，性价比比较低；而当可转债估值低位，股市整体仅小幅上涨时，可转债在估值修复的力量下，反而会走出一波远好于正股的行情，因此估值高位使得可转债的性价比会有所降低。二是从债市的流动性和利率中枢来看，虽然 2023 年债市可能仍为一个上有顶下有底的区间行情，但阶段性的利率中枢上移仍然会对可转债的估值形成压力，且随着资产荒的缓解，配置力量给可转债估值的支撑或边际减弱。

因此 2023 年的可转债整体趋势大概率仍将随股市回升，但估值高位下，或走出先下后上的行情，随着估值回落至合理区间再与股市共振向上。

#### 4.2.3.2 新规促转债市场良性发展，成为固收资产重要配置标的

随着可转债市场投资标的不断丰富，以及其兼具防御和进攻双重属性的特点，可转债市场也吸引了越来越多资金的流入，规模从 2018 年的 915 亿迅速扩大到 2022 年的 8100 多亿。但 2021 年可转债市场的大牛市、2022 年资产荒带来的增量资金涌入可转债市场，也使得个券炒作的现象不断出现，很多可转债价格严重偏离正股和基本面，引起了监管部门的关注。为了进一步规范可转债市场，促进其良性发展，2022 年 6 月 17 日，上海、深圳交易所同步发布《可转债适当性管理办法》，并同时发布《可转债交易实施细则》（以下简称“实施细则”），于 8 月 1 日起正式实施，主要变化在于提高了投资者准入门槛、规定了涨跌幅限制、加强信息披露等，均是为了更好地强化投资者权益保护、兼顾市场效率和稳定，促进可转债市场的长期健康发展和平稳运行。

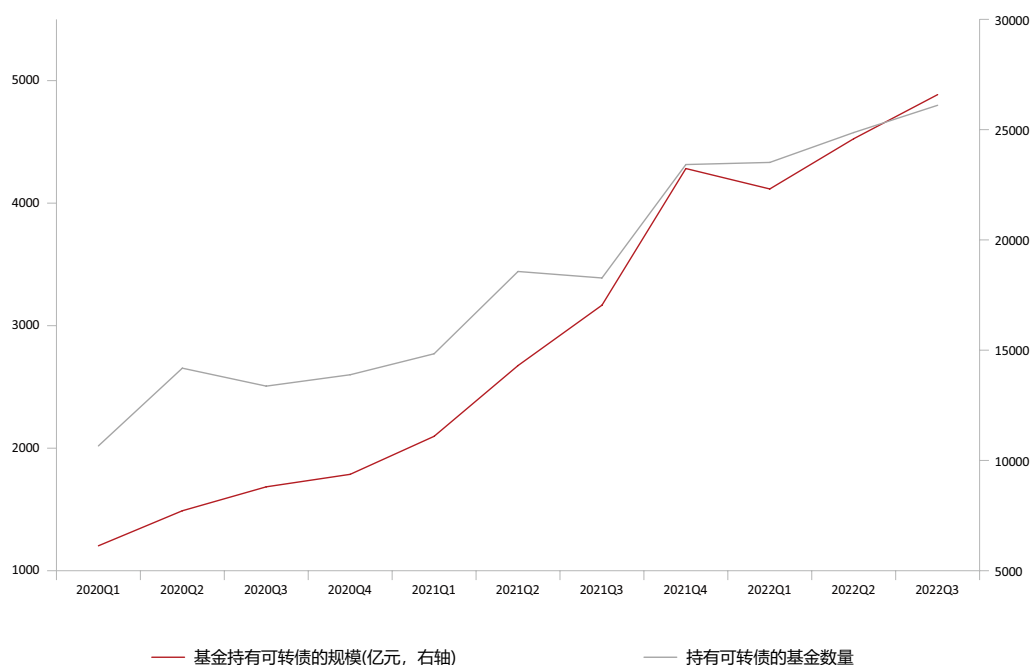
图表 186. 可转债部分规则变化对比

内容	原有规定	新变化
投资者准入门槛	无	1、新开户需满足：1)开通前 20 个交易日证券账户内日均资产不低于 10 万； 2) 参与证券交易 24 个月以上 2、存量投资者：不受新规影响
涨跌幅限制	无	1、上市首日：涨幅上限 57.3%，跌幅下限 43.3%； 2、非上市首日：20% 的涨跌幅限制
较大波动披露	无	1、上市首日； 2、非上市首日：1) 当日收盘价涨跌幅达到 $\pm 15\%$ 的前 5 只可转债； 2) 当日价格振幅达到 30% 的前 5 只可转债
异常波动披露	无	1、连续 3 个交易日内收盘价格涨跌幅偏离值累计达到 $\pm 30\%$ ； 2、证监会或交易所认定属于异常波动的其他情形
严重异常波动披露	无	1、连续 10 个交易日内三次出现《实施细则》第 21 条规定的同向异常波动情形； 2、连续 10 个交易日内收盘价格涨跌幅偏离值累计达到 +100% (-50%)； 3、连续 30 个交易日内收盘价格涨跌幅偏离值累计达到 200% (-70%)； 4、证监会或交易所认定属于严重异常波动的其他情形
盘中临时停牌	涨跌幅大于 20%，停牌 30 分钟；涨跌幅大于 30%，停牌至 14:57。临时停牌时间跨越 14:57，于当日 14:57 复牌	仅上市首日临时停牌（停牌规则不变）

资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

在可转债市场的不断完善下，可转债也成为债券基金一个重要的配置标的，从近三年债券基金持有可转债的数量和规模来看，基本呈稳步增长的态势。一是纯债基金或一级债基在债市没有趋势性机会或性价比不高时，可通过适当参与可转债投资，获取收益增厚，同时分享股票市场上涨带动可转债上涨带来的收益；二是二级债基和偏债基金在股票市场有确定性机会，又受权益仓位限制时，也可通过增加可转债作为权益投资的补充；三是少量专门配置可转债的可转债基金也受到了一部分投资者的认可。2023 年当债券的吸引力有所下降时，对于纯债基金和一级债基来说，可转债仍将成为它们增强收益的最优选择。

■ 图表 187. 债券基金持续增持可转债



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

## 4.3 中资及其他新兴市场美元债

回顾 2022 年，中资及其他新兴市场美元债继 2021 年表现欠佳后延续大幅度调整，美联储超预期加息是其中重要原因之一。疫情初期，美联储大幅降息之后，美国政府又先后推出近 3.1 万亿美元的量化宽松措施，大量游资在市场充斥令资产价格大幅上升，亦为长期通胀问题埋下了伏笔。另外，俄乌局势令全球面临能源及粮食供应问题，疫情亦对全球供应链造成冲击，令通胀问题恶化。市场在年初预期美联储在 2022 年可能只加息一至两次，但全年美联储已累计加息七次，联邦基金目标利率由 0.25% 升至 4.50%。同期美国 2 年期国债收益率由 0.7% 水平上升至最高近 4.8% 水平，10 年期收益率则由 1.5% 水平上升至最高 4.34% 水平，新兴市场美元债整体大幅承压，投资级别及高收益品种普遍下跌。其中，中资美元债收益率升至 2015 年以来高位，高收益品种更因国内地产风波调整剧烈，表现更为低迷。

展望 2023 年，考虑上半年美联储很大可能仍然处于加息周期之中，美国联邦基金目标利率在一段时间内维持高位概率较大，在加息及经济衰退风险之下美元仍然存在反弹的可能，所以预期新兴市场债券在上半年存在较高不确定性。随着下半年通胀水平逐步回落，下半年美联储加息周期完结可能性较高，届时利率趋降而美元可望转弱，应支持整体债券市场表现。如果美国因持续加息导致经济衰退提早来临，对新兴市场带来不同程度影响则视衰退幅

度有所区别，整体预期新兴市场美元债或将因全球经济环境及个别地区经济差异而表现不同。中资美元债受益于美债收益率趋势下行和国内地产信用风险的缓释，配置价值逐步凸显。债券价格将触底回升，其中投资级的中资美元债因信用利差优势表现更佳，可择机布局。

#### 4.3.1 联储加息见顶，美元债触底回升

根据历史表现分析，美国 10 年期国债到期收益率与联邦基金目标利率有一定相关性。通常而言，美债收益率上升与联邦基金目标利率趋势同步并与峰值接近，现在市场预期目标利率峰值将于 2023 年二季度出现，预期接近 5%。近日美国 10 年期国债收益率从早前的 4.3% 回落至约 3.7%，显示美债收益率与联邦基金目标利率走势出现分歧。如果通胀反弹或回落速度较慢，均会支持美联储继续加息，延续加息周期及提高目标利率上限将会再度令美债收益率上升，使目前美债收益率与目标利率的差异修复。

另一方面，考虑到近日粮食及原油价格回落，全球供应链日渐修复，美国通胀预计将回落。劳动力市场方面，美国最近公布的失业率、非农新增职位及薪金增长数据显示劳动力市场正在放缓。从这个角度上看，2023 年美联储预计加息见顶，在美联储降息前，美债收益率有望先走出一波下行走势，中资美元债大概率将跟随美债表现，收益率下行路径可能曲折，但债券价格上涨方向较为确定。

#### 4.3.2 信用利差逐步收窄，投资级品种重点关注

企业信用利差方面，受到疫情及经济增长放缓影响，2022 年已一定程度走阔。从财政及货币政策层面考虑，相对美国的紧缩方针而言，中国更趋向稳中偏松。货币政策方面，央行先后下调 MLF 和 LPR 以降低实体经济融资成本，政策性金融和结构性工具的运用有助于基建投资。财政政策方面，一方面对企业采取留抵退税政策，截至 11 月 10 日，已超过 2021 年全年退税金额的 3.5 倍；同时强调用好用足专项债限额，为重大项目建设提供资金支持。市场预期中国经济将于 2023 年进一步改善，企业信用利差有望稳定并可能逐步收窄。

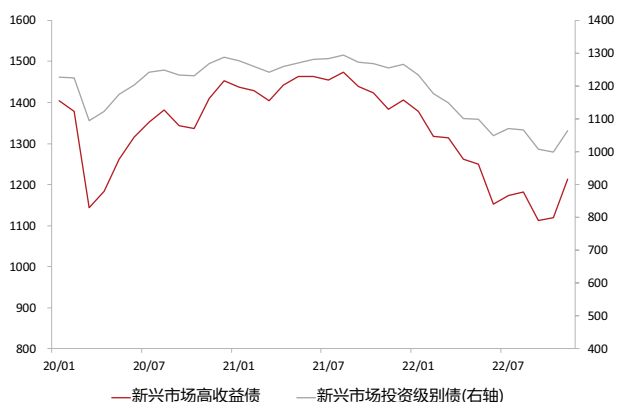
考虑到短期风险仍未消散，且经济增长缓慢，投资级别的龙头央企、地方国企以及优质稳健民企相对较有优势。主要包括财务稳健的银行、央企、国企、科技公司及部分房地产公司，其中银行等金融机构服务实体经济、化解风险的要求或进一步提升，金融机构仍有资本补充需求，中资美元金融债有望扩容，可关注相关机会。而资产管理、其他民营房地产、城投等板块及高收益债券则因预期盈利未有实质改善，市场需求相对较弱。

值得留意，当前中资美元信用利差比美债信用利差更大。2023 年随着疫情影响逐渐消退，预计中国通胀数据仍然保持平稳，流动性方面也较欧美国国家宽松，加上中国房地产行业融资条件进一步放松，房地产投资增速有望见底。相信 2023 年中资美元债利差收窄且优于美国信用利差，在收益率高位震荡时可右侧择机配置。

#### 4.3.3 新兴市场债表现分化，投资策略择时而动

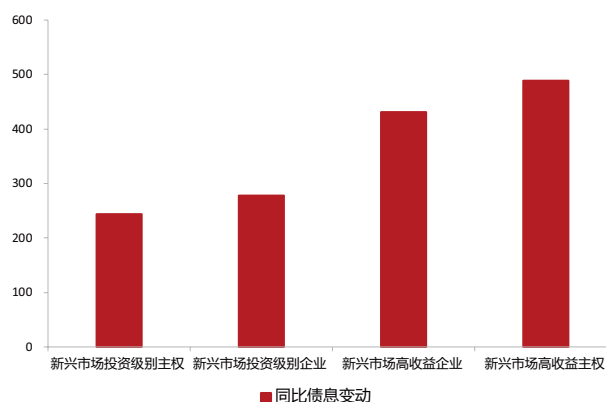
如上述所言，新兴市场债券价格处于疫情以来的最低水平。截至 2022 年 9 月为止，新兴市场投资级别和高收益债价格有所下跌（图表 188），在过去一年收益率分别上升了超过 200 基点和 400 基点（图表 189）。

图表 188. 新兴市场投资级别 / 高收益债券表现



资料来源：彭博，中国银行投资策略研究中心

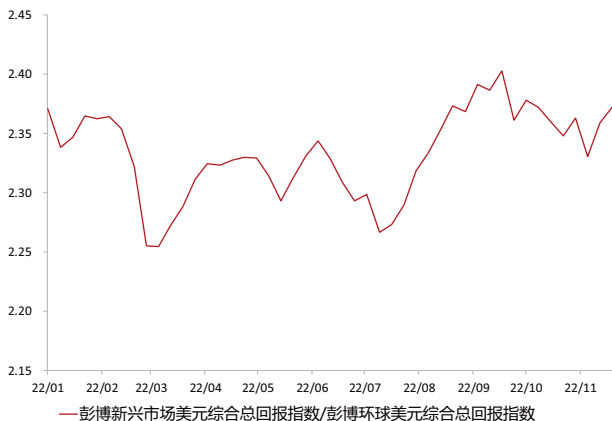
图表 189. 新兴市场债同比债息变动 - 2022 年 9 月 (BP)



资料来源：彭博，中国银行投资策略研究中心

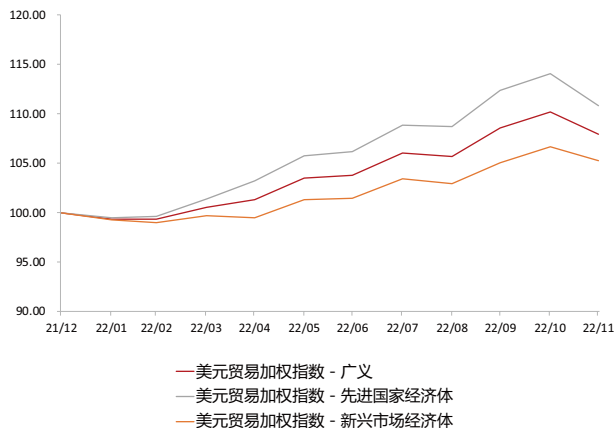
然而，若以新兴市场综合债与环球综合债比较，我们发现新兴市场债券在上半年受到美联储加息预期提升的影响而出现较高波动，步入下半年后，新兴市场综合债表现较优（图表 190）而支持了全年得到较稳定的回报。其中主要涉及以下因素：一是部分新兴国家为资源出口国，大宗商品价格受通胀影响而上升对新兴国家经常账户有利。二是由于个别新兴国家加快加息对抗通胀，若以美元贸易加权指数数量度（图表 191），新兴市场货币相对美元贬值幅度比成熟国家货币少，汇率均支持了新兴市场债券相对表现。三是年末市场憧憬美联储以及部分主要经济体央行或放缓加息步伐。2023 年新兴市场美元债也将同步受益于美国加息放缓带来的价格支撑，但具体表现上仍因地区基本面情况有所差异，相较而言，下半年因美国停止加息涨幅确定性更大，建议投资者采用灵活债券策略作配置，可先期配置短久期债券，待确认美国联邦基准利率见顶时再配置中长久期美元债。

图表 190. 新兴市场相对环球债券表现比较



资料来源：彭博，中国银行投资策略研究中心

图表 191. 美元贸易加权指数不同经济体比较

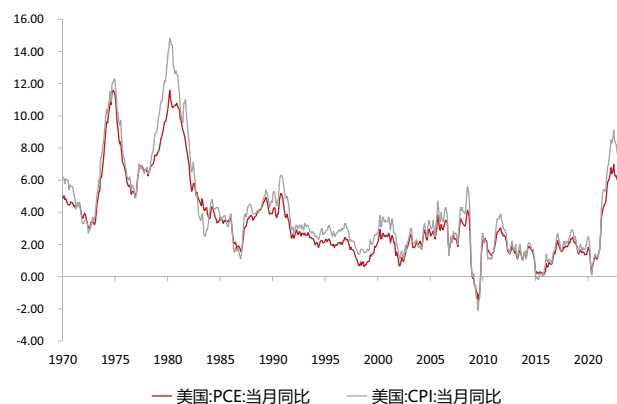


资料来源：彭博，中国银行投资策略研究中心

## 4.4 美国债市：转折之年，锚定联储

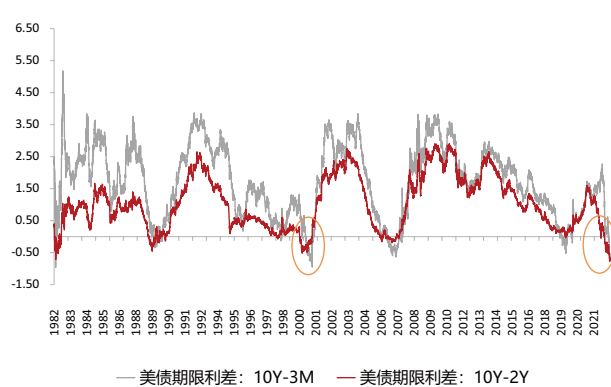
回顾 2022 年，美国国债收益率在通胀远超预期，美联储加息幅度超预期等多重因素影响下大幅上行，呈现类“M”型走势。截至 11 月末，2 年期美债收益率升至 4.38%，较 2021 年末上行 365BP，10 年期美债收益率升至 3.68%，较上年末上行 216BP。同时，10 年与 2 年美债期限利差从 7 月起出现负值，10 年与 3 个月美债期限利差从 10 月起出现负值，且均走阔至 70BP 附近，倒挂水平已超过 2000 年水平。整体来看，美债走势大致分成以下三个阶段。

图表 192. 美国通胀创 1982 年以来最高值 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 193. 美债期限利差倒挂水平超过 2000 年 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

第一阶段为 2022 年 1 月至 6 月中旬，受货币政策收紧影响，美债收益率整体上行。事实上，这个阶段可追溯至 2021 年美联储开启 Taper 并宣布于 2022 年 3 月开始加息之时，其间收益率水平虽因俄乌冲突、阶段通胀回落于 3 月、5 月出现小幅下行，但在通胀一路新高以及美联储缩表、快步加息的推动下，收益率呈现快速攀升趋势。

第二阶段为 2022 年 6 月下旬至 7 月，美联储在 6 月的议息会议上宣布加息 75BP 后，市场关注的重心从高涨的通胀转向紧缩政策下经济的衰退可能性。7 月再次加息 75BP，叠加美国二季度 GDP 环比负增长、地产和消费数据出现放缓迹象，市场对经济衰退担忧进一步加深，推动本阶段美债收益率水平高位回落。其中，10 年期美债收益率从高点大幅回调 82BP，10-2Y 的美债期限利差也同步出现负值。

**图表 194. 美联储连续快速加息促使收益率整体快速上行 (%)**



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

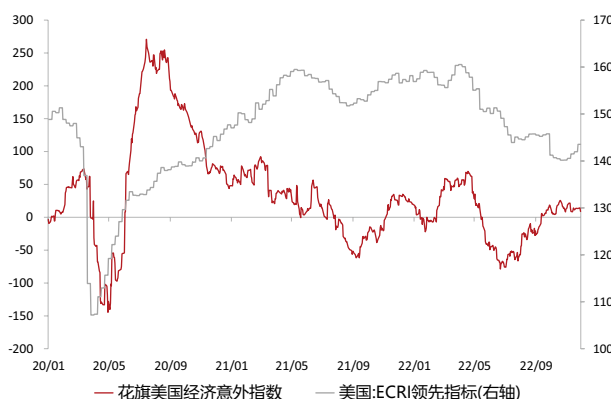
**图表 195. 实际收益率和通胀共同推升美债长端利率水平 (%)**



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

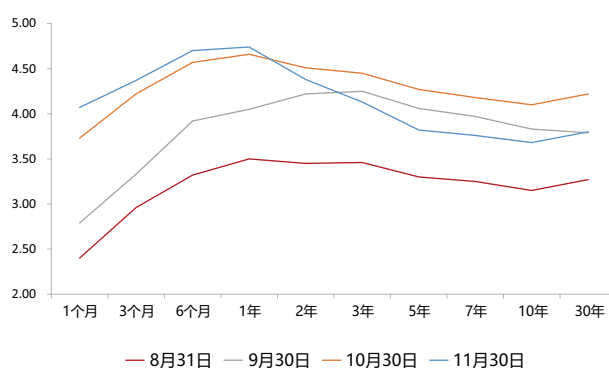
第三阶段为 2022 年 8 月至今，受通胀和加息预期变化，美债收益率整体反弹，10 年期美债一度触及 4.25% 的高点。11 月以来市场交易重点转向通胀回落及美联储加息放缓，美债收益率高位回落，但本轮大多美债收益率水平上行仍超过 100BP。期间美国经济数据韧性对市场衰退预期的修正、美联储多次鹰派发声对加息预期修正以及部分非美区域流动性问题是促使美债收益率大幅反弹的主要因素。

**图表 196. 美国经济领先指标和意外指数回升**



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

**图表 197. 美债收益率曲线小幅回落 (%)**



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

展望 2023 年，伴随美国通胀拐点到来，美联储加息周期大概率将结束。从经济周期的发展规律而言，过热后进入衰退理论上是必然，美债收益率下行趋势较为明确。根据 12 月 FOMC 纪要内容及通胀回落情况，美联储加息放缓预期基本已确认，利率期货隐含的联邦基金目标利率已降至 4.75%—5.0%。鉴于通胀实质性回落至 2% 的目标仍需时间，经济衰退的程度也存在不确定性，美联储是否会重启降息需要更多数据的指引和支撑，美债期限利差在美联储目标利率上行过程中和衰退预期影响仍有走阔空间。

■ 图表 198. 当前利率期货隐含加息终点降至 4.75%—5.00% (截至 2022 年 12 月 15 日, BP)

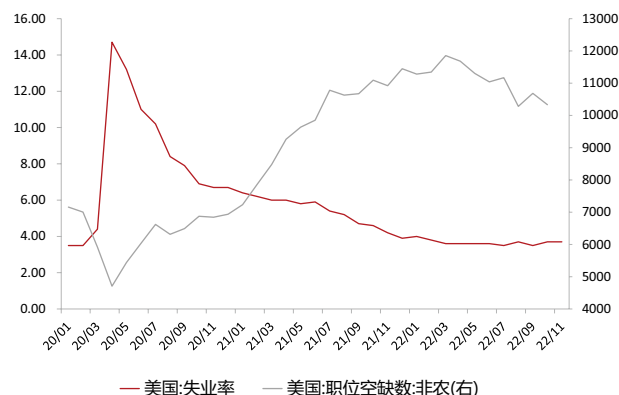
FOMC 会议日期	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023 年 2 月 1 日	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	75.00%	25.00%	0.00%	0.00%
2023 年 3 月 22 日	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	28.50%	56.00%	15.50%	0.00%
2023 年 5 月 3 日	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	20.70%	48.40%	26.60%	4.30%
2023 年 6 月 14 日	0.00%	0.00%	0.00%	0.90%	21.90%	47.50%	25.70%	4.10%
2023 年 7 月 26 日	0.00%	0.00%	0.20%	5.30%	27.30%	42.90%	21.10%	3.20%
2023 年 9 月 20 日	0.00%	0.10%	2.00%	13.20%	32.90%	35.0%	14.70%	2.10%
2023 年 11 月 1 日	0.00%	1.30%	8.80%	25.10%	34.20%	22.70%	7.00%	0.80%
2023 年 12 月 13 日	1.00%	7.10%	21.50%	32.10%	25.30%	10.60%	2.20%	0.20%

资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

#### 4.4.1 经济浅衰退渐近，利率下行趋势明确

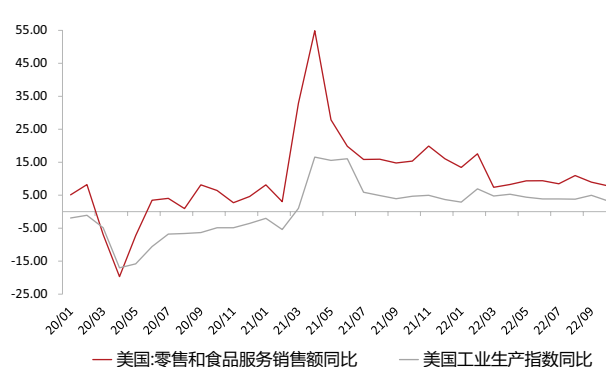
根据 IMF 预测，美国 2023 年 GDP 实际增长率 1%。供需方面，零售食品服务额以及工业生产指数三季度起出现同比下滑。就业方面，经济放缓推动职位空缺数从高位回落，劳动力市场紧张程度较上半年有一定的缓解，职位空缺数明显下降。虽然最新披露的 2022 年 11 月新增非农就业人数好于市场预期，但增长结构较差，除政府部门、休闲酒店以及医疗保健行业外，其他大部分行业例如零售、制造业等新增就业人数均出现下滑，反映出美国经济需求放缓正在传导至劳动力市场。美国的投资、地产、制造业以及消费也出现明显降温，经济衰退风险正在升温。

■ 图表 199. 美国就业景气度顶点已过 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 200. 美国经济基本面景气顶点已过 (%)

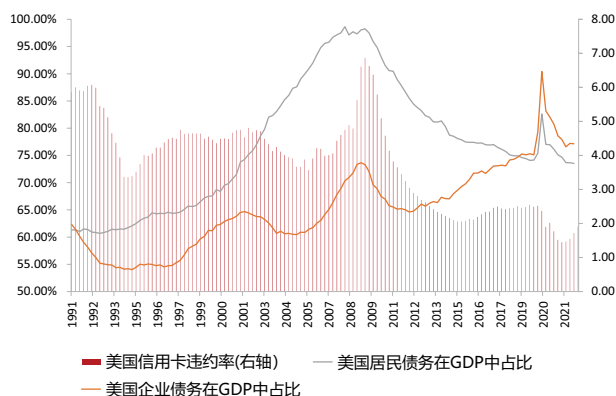


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

历史上看，美国每一轮大的经济衰退都由风险事件尤其是金融风险事件驱动，1990 年代初的衰退与储贷危机有关，2001 年衰退受互联网科技股泡沫破裂影响，2008 年则由次贷危机引起，最近的一次是因为疫情。近三十年尚未发生因收紧货币政策而引发的经济深层次衰退，与此同时，经过近一年的连续快速加息，美国股债的估值水平大幅回落，居民和企业债务水平指标远低于 2008 年，其中信用卡违约率更是处于 90 年代以来低位。相对健康的金融体系、经济发展动能降温但并未失速、失业率处于疫情以来的低位，种种迹象表明本次美国经济衰退实已渐进，但大概率是一次浅衰退。

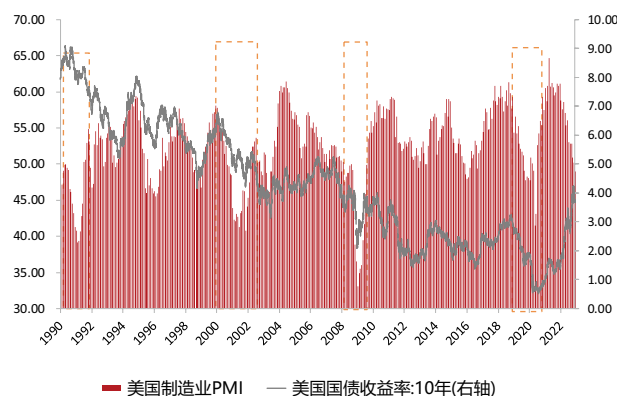
2022 年这轮美债收益率的上行大幅突破了其数十年以来的趋势线，主要与美联储失去上帝视角，加息曲线历史性落后于通胀变化有关。随着通胀拐点来临、加息接近尾声，美债有望重归历史变化曲线，收益率跟随基本面走弱趋势下行。

图表 201. 美国债务杠杆水平处于相对低位 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 202. 美国国债收益率变动趋势与 PMI 基本一致 (%)

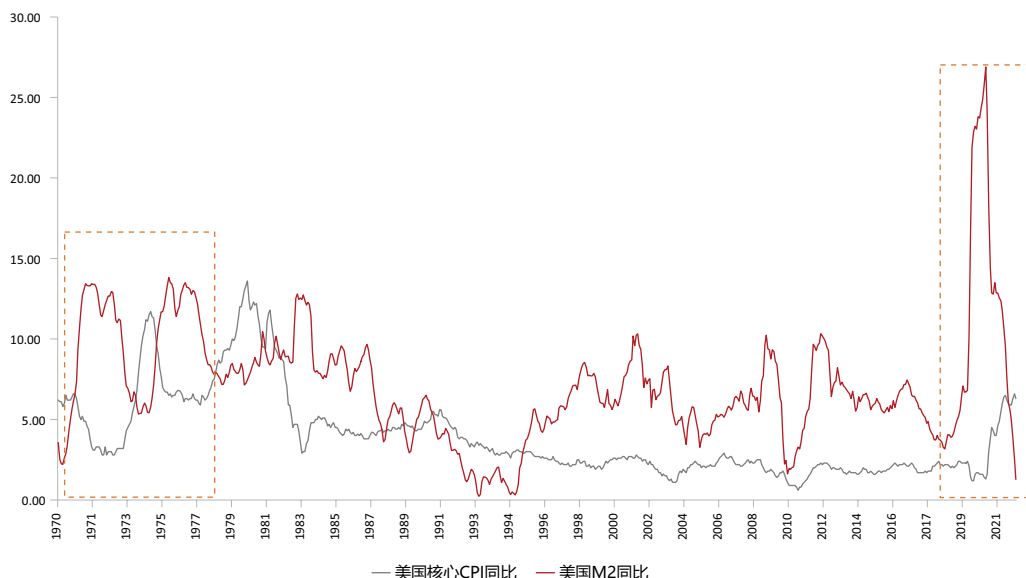


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

#### 4.4.2 通胀深回调需观察，利率下行历程或有波折

通胀是一种货币现象，追溯美国历史上高通胀年份与货币供应量之间的关系，可以看出 M2 增速对通胀具有领先性，领先区间大多超过 24 个月。本轮 M2 高点出现在 2021 年，随后趋势下行，从这点看，通胀趋势回落较为明确。同时，拆解通胀影响因素，占比较大的住房及非房服务增长动能放缓，考虑高基数效应，通胀回落更在情理之中。

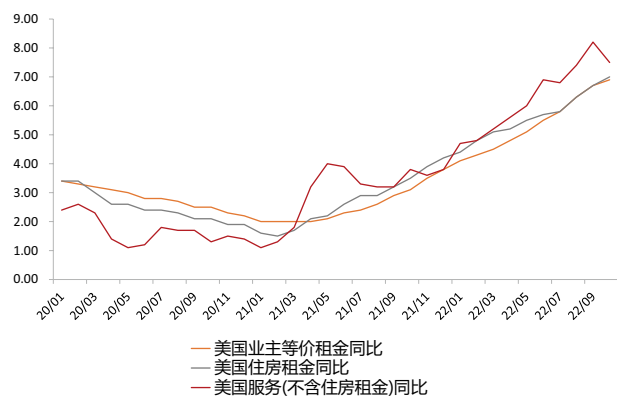
■ 图表 203. M2 对通胀变化领先性可确认本轮通胀回落趋势（%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

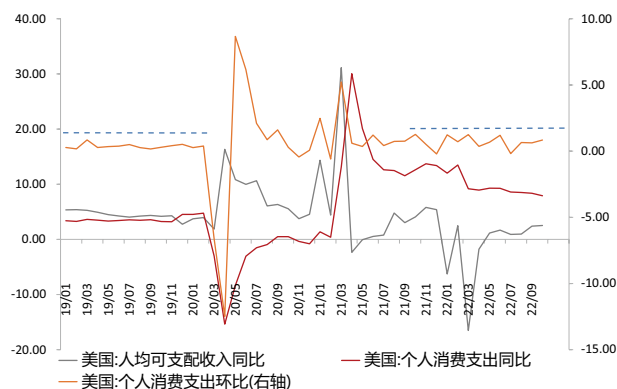
趋势确立下，影响美联储货币政策节奏的是通胀回落速度和实际水平。2022 年 11 月美国 CPI 数据虽然连续两月有所回落，但 7.1% 绝对水平仍高，房屋租金增长斜率放缓但尚未确认拐点，“收入 - 消费”的螺旋通胀未见到明显改善，其中个人消费支出回落后中枢仍明显高于疫情前。通胀可能的肥尾或会造成美联储目标利率维持高位的时间比预计的更长，停止加息后迎来的或不是重启降息，而是一段时间的观察期。历史上加息周期中，从美联储加息见顶到开始降息，一般持续 3—7 个月左右，目前市场定价大约在 5 个月，若美联储目标利率维持在顶点时间超出市场预期，美债收益率在降息前可能存上行空间。

■ 图表 204. 美国住房租金同比数据尚未见到明显回落（%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

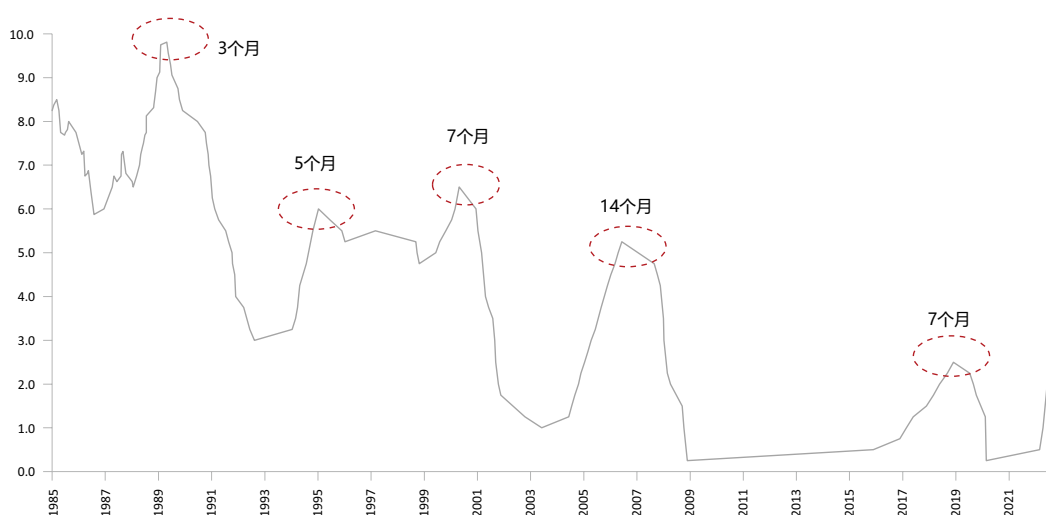
■ 图表 205. 美国收入 - 消费动能放缓但绝对水平不低（%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

另一个对美债收益率值得关注的点是期限利差，当下 10 年期与 2 年期美债收益率、10 年期美债收益率与政策目标利率区间均已倒挂，尤其前者利差超过 50BP 左右的历史极值，加息周期尾声虽然不乏利差倒挂情况，但持续时间均难以持续，伴随政策目标利率逐步见顶，利差收敛过程中美债收益率水平较当前仍有上行空间。结合通胀粘性及利差收敛可能性，美债收益率在趋势下行过程预计难以一蹴而就，站在当下时点，市场交易抢跑后收益率小幅上行后再重启下行概率相对更大。

■ 图表 206. 历史上美联储加息登顶后的持续时间



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

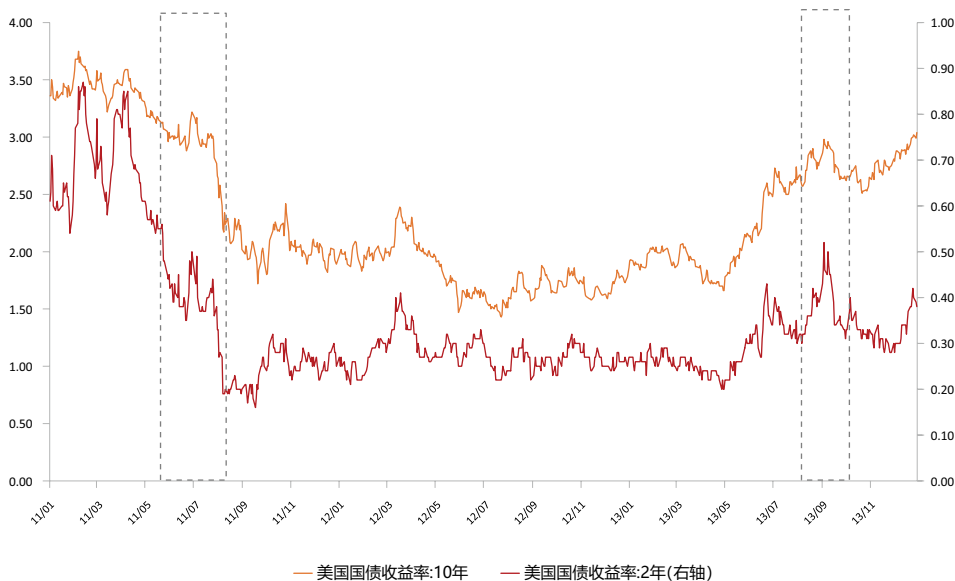
#### 4.4.3 供需再平衡与风险偏好是变量，或扰动阶段利率

经济基本面和通胀变化对美联储政策提供指引，是影响美债趋势变化的重要决定性因素，在此过程中仍有美债供需、市场风险偏好以及事件性驱动，例如债务上限等问题影响着 2023 年美债收益率短期变动。

拜登执政以来一直致力于较大规模的财政刺激政策，2021 年财政赤字率一度达到 12.4% 高位。大规模刺激也正是通胀持续走高的主要原因之一，中期选举后共和党控制的众议院或将阻碍后续财政支出计划的实施，一定程度上对通胀缓解能形成促进作用，同时减少美债供给，推动收益率下行。但另一方面，也会加剧债务上限风险，截至 11 月，美国公共债务规模 31.3 万亿美元，逼近 31.4 万亿美元法定债务上限。考虑美债的净发行速度和财政部的现金储备，预计 2023 年一季度债务规模即将触及上限，2023 年下半年或是真正的风险时点。类似的事件在 2011 年和 2013 年甚至拖到截止日前一，更有标普有史以来首次下调美国主权评级，引发市场波动。不过美国实质违约概率仍然不高，但中间波折的过程对收益率会形成较大的扰动，历史数据看，债务上限问题分歧中美债短端趋于上行，长端受避险情绪提升趋于下行。

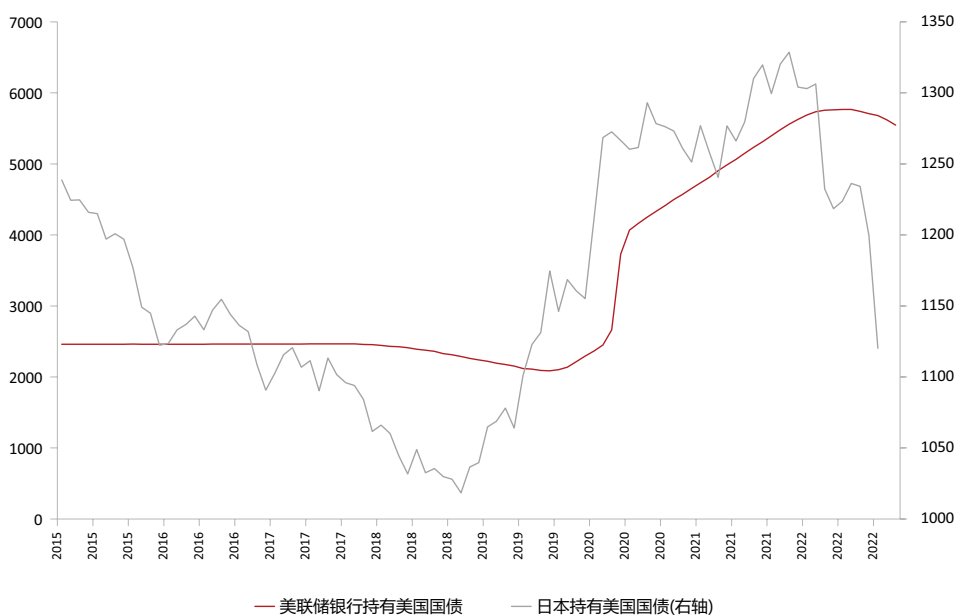
此外，美联储和日本作为美债投资的两大传统买家，交易行为对美债收益率短期变化产生影响，2022 年因缩表和汇率影响均减持美债，加剧美债市场波动。截至 11 月末，美联储美债持仓规模超过 5.5 万亿美元，远超疫情前持仓中枢，阶段减持行为虽对利率趋势影响有限，但或加剧市场波动。

■ 图表 207. 债务上限分歧期间美债收益率明显上行 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 208. 美联储与日本持续减持美国国债 (10 亿美元)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心



# 外汇篇

## 从美元“一枝独秀”， 到非美“百家争鸣”

美元加息进程结束，经济渐入衰退，建议先标配，待宽松预期形成再调降至低配（保守）；英国经济持续恶化拖累英镑，建议英镑低配（保守）。日本贸易逆差缩窄，美日国债利差缩窄、避险属性有望回归，建议超配日元（推荐）；欧元、澳元、加元标配；中国经济有望复苏，但外需减弱致出口转弱，人民币中性偏强，建议标配。

2023年随着西方主要国家经济复苏告一段落，并逐步向衰退方向发展，全球主要央行货币政策也将逐步结束收紧，全球汇率或将演绎从美元的“一枝独秀”，到非美的“百家争鸣”。人民币汇率有望在经历美联储紧缩冲击后，伴随国内经济复苏重启强势表现；美元难续2022年的单边强势，静待美联储货币政策转向宽松后的拐点；欧元前低后高，涨幅受限；英镑维持弱势震荡；日元从单边下行，逐步向均值回归；澳元随着央行放缓加息步伐，有望低位整固；加元追随油价波动较大，或将跑赢其他商品货币。

## 5.1 人民币：宽幅震荡，前弱后强

### 5.1.1 2022年人民币汇率纠偏行情如期而至

2021年，在全球供应链受阻情况下，得益于中国疫情防控政策以及国内供应链稳定优势，国内企业生产经营活动有序开展，中国出口超预期增长导致贸易出现大规模顺差，同时中美利差扩大促使外资加速流入，境内外汇供求盈余推动人民币成为比美元还强的世界强势货币。考虑到这些支撑人民币兑美元汇率（以下如非特指，人民币汇率均指人民币兑美元双边汇率）升值的利好因素会在2022年缓慢消退，因此我们在《2022中国银行个人金融全球资产配置白皮书》中提示，警惕市场因素和政策因素带来的人民币汇率纠偏风险。

2022年初，人民币汇率延续升值态势。2月24日俄乌冲突爆发后，全球资金逃向安全资产，人民币汇率不跌反涨，展现出非典型的避险货币特征，人民币兑美元中间价最高升至3月初的6.3014，创2018年5月以来新高。不过，此后人民币汇率出现两波大幅调整。第一次调整期间为3月11日至5月16日，尤其是4月20日至5月16日，受美联储紧缩预期增强、国内疫情蔓延等利空因素影响，人民币汇率出现快速调整，收盘价（境内银行间市场下午四点半收盘价，下同）从6.38跌至6.80附近，累计贬值6.2%。5月17日，上海市卫健委宣布全市16个区均已全面实现社会面清零。受上海疫情好转的消息提振，叠加美元指数回调，人民币汇率迅速企稳。

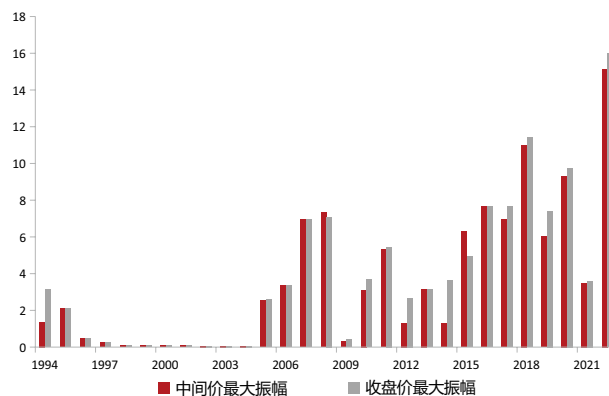
8月中旬，人民银行意外降息，美元走强以及国内经济恢复受阻，促使人民币汇率开启年内第二波快速调整。9月，人民币汇率先后跌破7.0、7.1、7.2，10月进一步跌破7.3，11月初收盘价最低跌至7.3200，创2008年以来新低。11月4日之后，受美联储紧缩预期放缓影响，美元指数回调，叠加国内疫情防控措施优化、房地产金融支持措施出台，带动人民币汇率转为升值。11月25日，人民币汇率中间价为7.1339，较上年末累计贬值10.6%。年内人民币汇率中间价和收盘价最大振幅分别为15.1%、16.0%，均为1994年汇率并轨以来新高。12月5日起，随着美指下跌、美股反弹，国内稳增长政策暖风频吹，人民币汇率交易价和中间价先后升破7.0。

图表 209. 美元兑人民币汇率中间价和收盘价走势



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心，注：即期汇率为境内银行间外汇市场下午四点半收盘价。

图表 210. 人民币汇率中间价和收盘价最大振幅 (%)

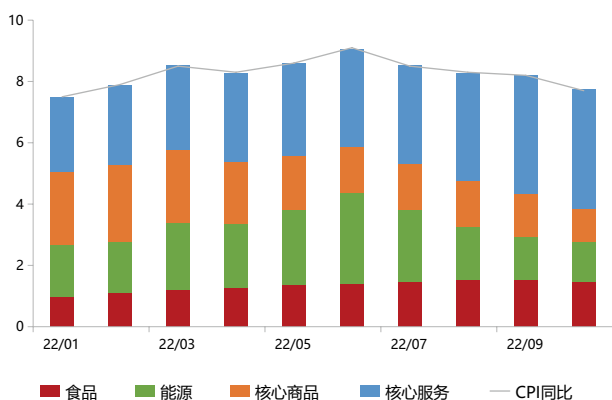


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 5.1.2 2023 年人民币汇率或呈现宽幅震荡格局

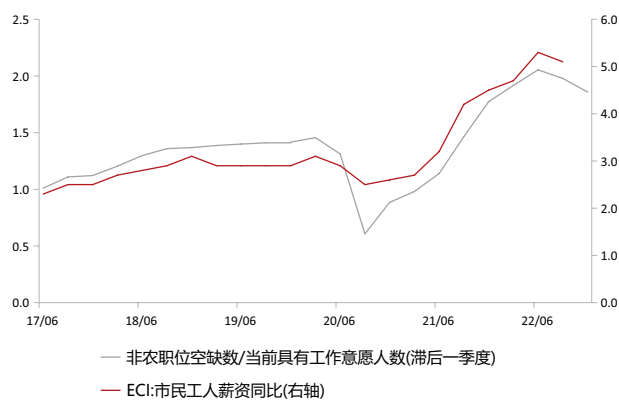
美国通胀韧性较强，美联储紧缩政策是主要风险。2020 年 6 月份以来的美国高通胀受供需两方面因素影响。随着供应链压力缓解、货币政策明显收紧，核心商品价格涨势放缓。核心服务中，住房价格权重最大并且保持较强韧性，但根据住房价格增速与美国房价的数量关系（后者领先前者约 15 个月），预计住房价格增速可能在 2023 年中触顶。医疗服务价格主要反映健康保险公司留存收益状况，2021 年疫后重启导致就医报销支出增加，留存收益明显减少，意味着 2022 年 10 月至 2023 年 9 月医疗服务价格下降。这两项之外的其他核心服务价格走势的关键在于劳动力市场。2022 年 8 月至 11 月新增非农就业岗位较前七个月明显减少，但每月平均新增 27.7 万，仍远高于鲍威尔指出的适应人口增长所需的每月新增 10 万的水平。美国劳动力市场求人倍数仍然处于高位，劳动力供不应求状况较为严峻，薪资增长仍将为核心服务通胀形成支撑。因此，继续实施紧缩政策，减少劳动力需求，恢复价格稳定仍是美联储的首要目标。

图表 211. 美国 CPI 及其分项同比增速 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 212. 美国劳动力市场求人倍数与薪资增速 (倍, %)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

美联储紧缩下半场可能面临三种情形。情形一，美国经济软着陆（难度越来越大）或出现温和衰退，美国经济继续领先其他经济体，美联储加息停止后可能保持利率不变，至少不会过快转为降息。情形二，美联储激进加息叠加“财政悬崖”导致美国需求断崖式下降，经济出现显著衰退，美联储可能在下半年重回宽松。情形三，在金融全球化背景下，任何国家爆发金融危机都可能演变为全球性危机，一旦美国出现金融危机式经济衰退，资产价格大跌，信心丧失，美国通胀压力缓解速度可能更快，美联储紧缩政策持续时间更短，开启大幅降息的可能性也会增加。如果是第一种情形，美联储紧缩持续超预期，美元或将保持强势表现，人民币汇率持续承压。而在后两种情形下，前期货币环境继续收紧、全球经济下行压力或者避险情绪，都会对美元指数形成支撑；随着货币环境转为宽松，全球经济企稳复苏，或避险情绪消退，美元指数或将转为下跌，这意味着 2023 年前期人民币汇率承压的概率较大，此后压力或有所缓解。

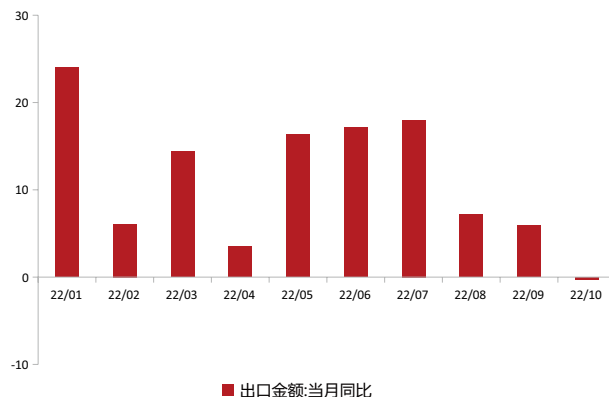
国内经济是人民币汇率的决定性因素。在主要经济体货币紧缩持续情况下，全球经济下行、外需走弱不可避免。根据 10 月份 WTO 的最新预测，2023 年全球商品贸易量将增长 1.0%，远低于此前估计的 3.4%。2022 年 8 月至 10 月，全球综合 PMI 指数持续处于荣枯线下方。10 月份，美元计价的出口同比增速意外转为 -0.3%，表明全球经济下行对中国出口的影响已经显现，内需对于中国经济增长的重要性进一步凸显。从消费来看，冬末春初温度较低，新冠病毒传播速度较快，疫情防控难度可能增加。不过，国内疫情防控政策总体处于动态优化过程中，随着疫情防控措施逐步放开，如果消费潜能能够逐步释放，叠加地产投资回暖，中国经济恢复速度加快，有望在全球保持领先地位。在欧美国家货币紧缩停止甚至转向之后，国际资本可能重新流入中国，人民币汇率可能更加强势。

■ 图表 213. 全球综合 PMI 指数已经落入荣枯线下方 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 214. 中国出口（美元计价）同比增速出现负值 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

外部不确定性增加外汇政策应对难度。2017 年底回归汇率政策和监管政策中性以来，中国外汇政策组合是以价格出清为主，辅以数量出清手段。2023 年人民币汇率走势仍然面临较多不确定性。在美联储紧缩下半场的第一种情形下，美联储紧缩政策持续时间超预期，美元指数或继续维持强势，叠加中美利差继续倒挂，人民币汇率或将继续承压。当然，如果发生后两种情形，并且国内经济保持全球领先，人民币汇率可能只是暂时承压，之后企稳回升。坚持增加汇率弹性，让市场在汇率形成中起决定性作用，仍将是外汇政策基本方向。2023 年国内货币政策的自主空间，一定程度取决于对人民币汇率波动的容忍度。

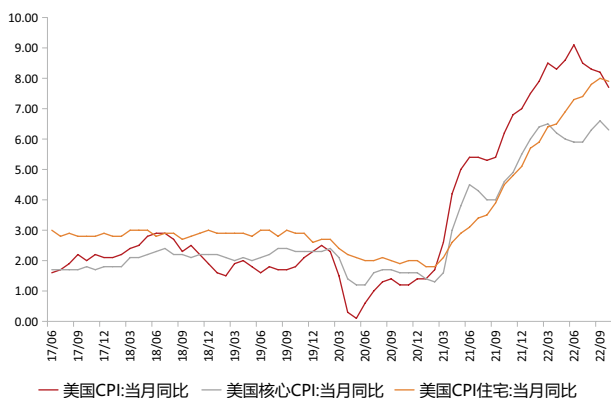
## 5.2 美元：难续强势，静待拐点

美元指数是综合反映美元在国际外汇市场汇率情况的指标，用来衡量美元对一揽子货币的汇率变化程度。主导美元指数强弱的主要有全球宏观经济、货币金融环境、避险等几个因素。一般而言，在美国经济相对其他经济体有优势、美联储金融收缩导致美元与非标货币息差走阔、风险事件发生等背景下美元表现较强，反之在全球贸易与金融扩张周期以及非美经济体相对美国有优势时表现较弱。展望 2023 年全年，美元指数有望围绕美联储货币政策由紧渐松、全球经济周期下行背景带来的避险以及美国与非美经济的相对强弱几个变量展开。

### 5.2.1 美联储货币政策三步走：加息尾声—进入观察—开启降息

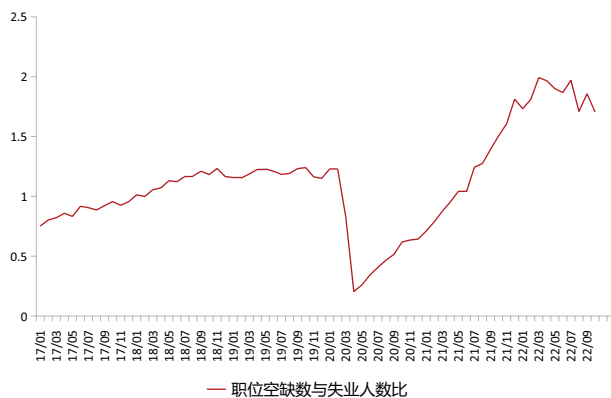
2021 年初以来，在供给冲击与需求扩张的双重因素驱动下，美国通胀持续高位上行，为了抑制通胀，全年美联储已累计加息 7 次，联邦基金目标利率由 0.25% 升至 4.50%。美国 10 年期国债收益率一度突破 4%，美联储的强势加息带动美元指数年内表现强势，盘中一度创下近 20 年新高。但是 2022 年 4 季度以来，随着美国 CPI 与核心 CPI 同比逐次见顶，美元指数开启调整。展望 2023 年，随着总需求的放缓，美国 CPI 同比逐级下台阶是大概率事件，但由于劳动力市场短期内供给仍然紧张，单月职位空缺数与失业人数的比值远高于疫情前水平，薪资增速仍然较高，此外房租价格对 CPI 的贡献存在一定滞后，CPI 增速下降速度可能偏慢。随着通胀拐点的出现，美联储主席鲍威尔的表态也逐步在向松的方向发展，在 2022 年 12 月议息会议前的最后一次讲话中，他表示利率将进一步上升，12 月就会放慢加息步伐。美联储不想过度紧缩，不会马上降息，将在安全的水平停止缩表，足够严格的限制性政策取得了实质性进展，并将保持一段时间，通往经济软着陆的路径仍然存在。从 9 月的点阵图看，美联储的终端利率水平在 5% 左右，11 月议息会议后，基准利率上限已到 4%，按照 2023 年前两次会议累计加 50BP 的假设，2023 年一季度前后可能迎来美联储加息的终点，此后美联储将进入一段货币政策观察期，如果通胀显著回落叠加经济衰退，美联储可能在三、四季度启动降息，意味着美元指数 2022 年以来持续走强最大的驱动因素 2023 年将减弱，甚至在三、四季度反转。

图表 215. 美国 CPI、核心 CPI、住宅 CPI 同比 (%)



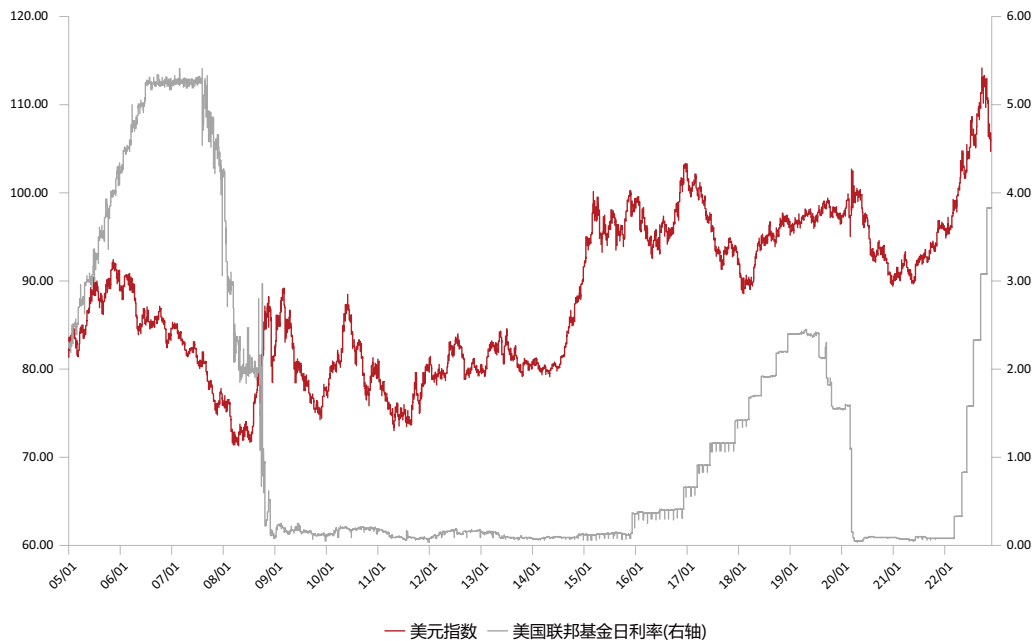
资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 216. 美国职位空缺数与失业人数比 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 217. 美元指数和美国联邦基金利率 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 5.2.2 经济衰退情形下，避险因素对美元有支撑

根据美国国家经济研究局 NBER 官网统计，1990 年来美国经历了四次经济衰退。分别为 1990 年 7 月 -1991 年 3 月、2001 年 3 月 -2001 年 11 月、2007 年 12 月 -2009 年 6 月、2020 年 2 月 -2020 年 4 月，在此期间，美元指数均录得正收益，平均涨幅为 3.8%，这可能与衰退期间投资者对于美元现金的偏好以及美元回流美国有关。根据 NBER 跟踪经济衰退的最新 6 个指标看，除了 11 月新增非农就业人数 26.3 万人外，其他指标基本已接近或者进入衰退期。金融市场交易美国经济衰退的指标美国 10 年期国债与 2 年期国债收益率自 2022 年 7 月初以来也持续倒挂，并且敞口持续拉大。此外，中期选举结束后，两党分别控制参众两院，2023 年财政政策面临掣肘，也为美国经济增添一份不确定性。美国经济可能将在 2023 年上半年逐步进入微衰退阶段，实体经济衰退冲击下，尾部风险仍难以百分百排除，避险因素可能成为美元指数阶段性的驱动因素。

图表 218. NBER 跟踪的六个衡量经济衰退指标表现

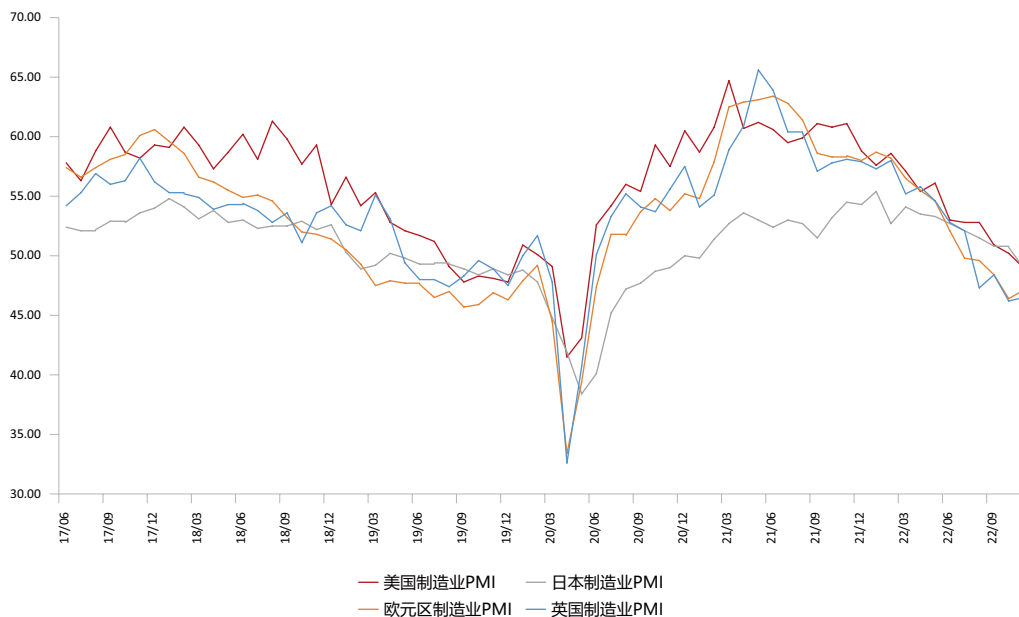
指标	步入衰退规律	2022 年最新情况
个人实际收入 - 转移支付：同比	提前 2-6 个月开始下降	9 月当月同比增 6.87%，是 2022 年内最低增速
新增非农就业人数：千人	新增就业人数小于 10 万人开始较为危险	11 月新增 26.3 万人
实际个人消费支出：同比	提前 1-2 个月开始下降	9 月当月同比增长 1.87%，连续 5 个月出现下降
实际零售额：同比	回落至 0 附近较为危险	10 月同比增速 7.85%，当月 CPI 同比增速 7.7%，如按照 CPI 增速剔除价格因素，已处于 0 附近。
家庭失业率	当月开始上升	11 月为 3.7%，与 10 月持平，高出 9 月 0.2 个百分点
工业生产水平	当月开始下降	10 月较 9 月下降，但仍维持在 104.69 高位

资料来源：NBER，WIND，中国银行投资策略研究中心

### 5.2.3 主要非美经济体相对美国更差的可能性较低

2022 年美元指数表现强势的另一个重要因素在于美元指数前三大权重非美货币欧元、日元和英镑不约而同面临了较大的冲击，新冠疫情叠加俄乌冲突导致的能源价格上涨对上述三个经济体的贸易账户和工业生产带来了比较大的负面冲击，此外欧元区以及日本的货币政策显著落后于美联储。虽然 2023 年欧洲、英国以及日本仍难言乐观，但是随着 2023 年美国逐步衰退，非美经济体相比美国更差的可能性降低，美国衰退下半场后，随着美联储的货币政策逐步转向，全球主要经济体的贸易条件和金融条件有望重回扩张，市场风险偏好改善，届时可能看到美元指数的趋势性回落。

■ 图表 219. 美国、日本、欧元区、英国制造业 PMI (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

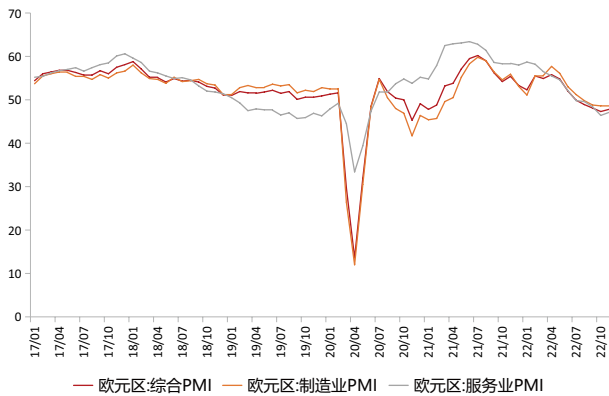
2023 年，伴随美国经济、通胀的回落，美联储紧缩政策的逐步转向，美元难续 2022 年前三季度的强势表现，但在全球衰退背景下，阶段性避险因素对美元仍有一定的支撑，美元指数回落或难以一蹴而就，静待美联储货币政策的实质性转向，届时美元指数可能开启下行周期。

## 5.3 欧元：前低后高，涨幅受限

### 5.3.1 利空逐步兑现，有弱复苏态势

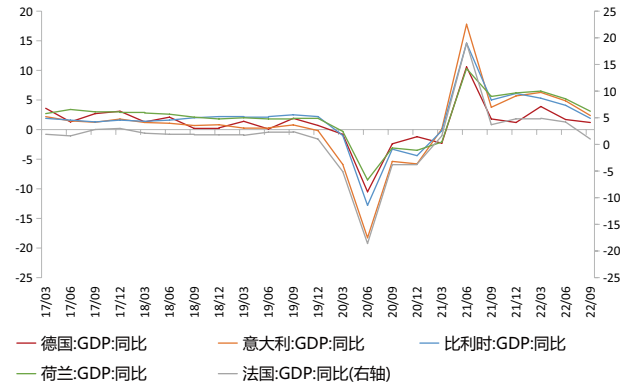
在经历多轮下滑后，作为经济监测的先行指标，欧元区制造业、服务业 PMI 虽仍处于收缩区间。而值得关注的是，与之前相比，此次衰退的程度较轻且有逐渐企稳趋势。从全球经济的视角看，目前的衰退仍然是适度的，随着 2022 年 11 月份总体收缩率的缓和，我们认为欧元区经济活动可能已度过低谷，正在“由退转进”。即便在能源危机推高通胀和同步收紧的金融环境下，欧元区经济活动仍有韧性。根据欧盟统计局数据，2022 年第三季度欧元区 GDP 实际同比增长 2.3%，环比增长 0.3%，而最新市场预测显示，欧元区经济预计将在 2023 年萎缩 0.6%，低于此前的 1.2% 的悲观预期。在可预见的利空逐步兑现下，欧元区 GDP 增速趋稳让我们对于欧元区经济复苏心存期待。

图表 220. 欧元区 PMI 指数 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 221. 欧元区主要国家 GDP 增速 (%)

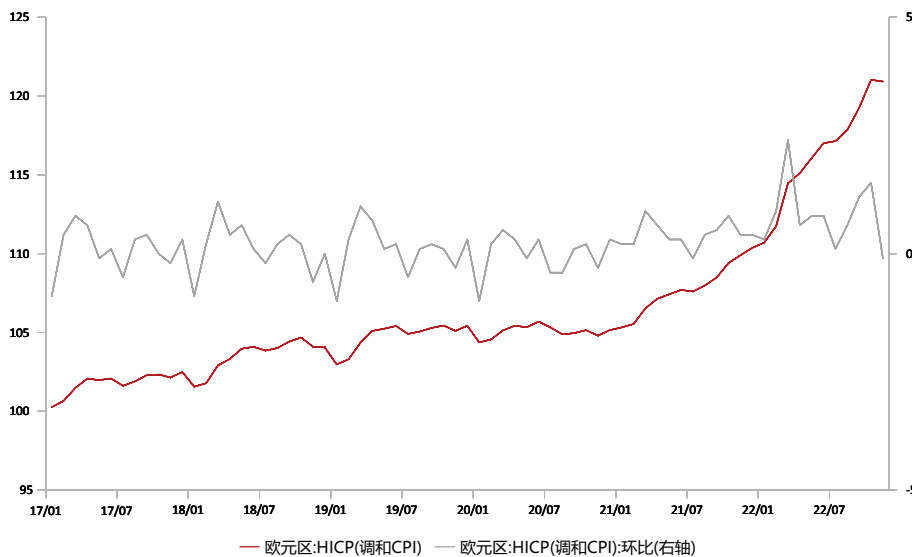


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 5.3.2 通胀虽仍处于高位，但有见顶迹象

数据显示，2022 年 11 月欧元区 HICP 有所回落，环比下降 0.1%，较 10 月的环比增长 1.5% 大幅下降，低于市场预期且为近一年以来首次大幅下降。虽然欧元区能源价格仍然极高，PPI 压力也偏强，失业率正处于历史最低水平，但从事实来看，原本预计因缓解通胀压力导致的衰退比外界担心的要温和许多，欧元区的通胀压力也似有见顶迹象。而基于当前的通胀水平，欧洲央行对于货币政策“保持适度性、必要性”的预期表态，使得我们有理由推测 2023 年欧元区在中性因素影响下，通胀是可控的。

图表 222. 欧元区通货膨胀情况 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 5.3.3 俄乌冲突下引发的系列问题正在消化

2022 年下半年以来，俄乌冲突不断升高的不确定性、高企的能源价格、家庭购买力下降直接导致欧元区上半年经济复苏超预期的表现化作泡影。但从积极的角度来看，俄乌冲突下的风险敞口在可预见地收敛。一是俄乌冲突是全球性问题。各国基于现实状况都将以更加积极的态度解决。二是风险因素正在从侧面缓解。一方面，欧洲力保冬季能源供给，在持续努力补库后，当前欧洲储气率已达 91.9%，接近五年来最高水平；另一方面，欧盟采取多项举措确保长期能源稳定。德国与卡塔尔近日签订了 15 年的天然气协议，欧盟境内煤电及核电设施也在逐步重启中。由此可见，能源的自主性及能源的替代性问题将得到解决。因此，我们认为俄乌问题虽然短时间难以彻底解决，但最坏情况或即将过去。

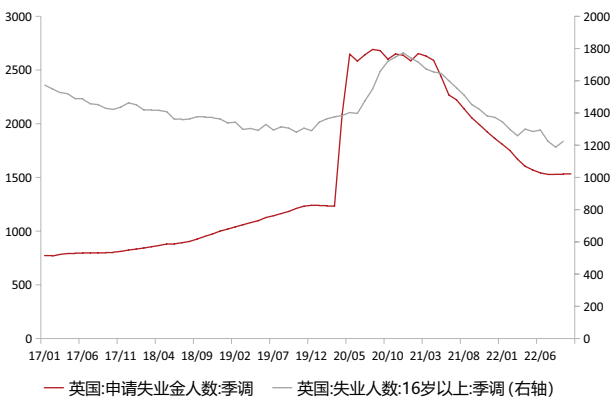
综上所述，我们认为欧元在 2023 年将会呈现前低后高，弱反弹状态，我们对欧元持标配观点。

## 5.4 英镑：维持弱势震荡

### 5.4.1 英国的经济环境相较于欧元区更加恶劣

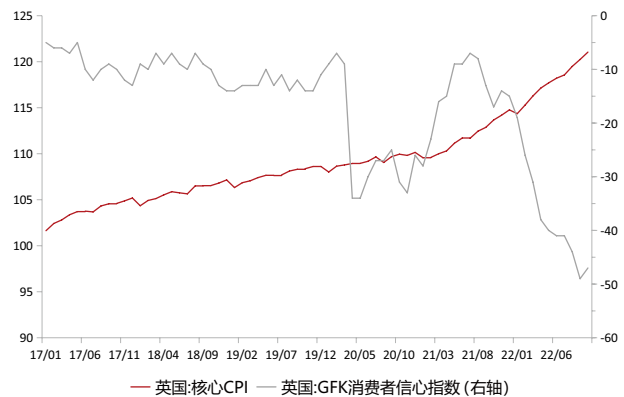
英国预算责任办公室最新数据显示，英国失业率将从 3.5% 开始上升，到 2024 年第三季度达到 4.9% 的峰值，市场预测英国制造业 2022 年将萎缩 4.4%，2023 年再下降 3.2%。而在英国劳动力“躺平”甚至出现“消极”罢工的同时，消费者信心达到近五年谷底，而通胀水平却屡屡攀升。作为一个严重依赖消费的经济体，经济活动指标和消费者信心低迷都与经济萎缩相符，而英国在劳动力市场持续紧张且通胀预期不断增加的情况下经济的疲软程度不言而喻，而复苏的前景更是相对渺茫。

图表 223. 英国失业人数和申请失业金情况（千人）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 224. 英国通胀情况（%）

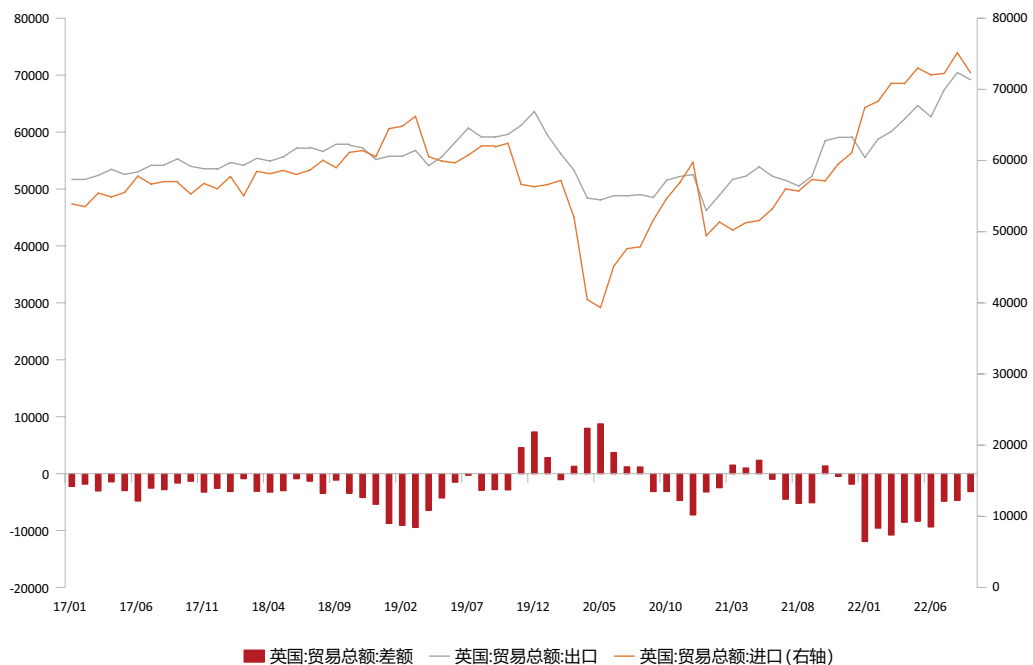


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 5.4.2 负面的贸易条款冲击依旧延续

数据显示，脱欧引发了英国对欧盟贸易的萎缩，自 2021 年 1 月起，英国对外贸易出现断崖式下跌，而英国 2022 年全年都处于贸易逆差情况下。如今，俄乌冲突下飙升的能源价格和脱欧贸易条件的变化对英国实际收入的冲击负面影响依旧延续。

■ 图表 225. 英国对外贸易情况（百万英镑）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 5.4.3 央行刺激经济的手段捉襟见肘

尽管英国经济已经陷入衰退，房价连续两个月出现下跌，但由于通胀持续高企和劳动力市场吃紧，英国央行仍选择了更渐进的紧缩路径来抑制通胀。市场预期，英国可能在 2023 年年中之前将利率从目前的 3.0% 上调至 4.5%。英国央行试图通过持续收紧货币政策控制资产的风险溢价，但利率的上升也将加剧经济衰退的严重程度，这对英镑的影响更加深远。

综上所述，我们认为英镑在 2023 年将会保持在 2022 年 5 月高点 1.27 以下并维持弱势震荡，而英镑的亮点点更多的是在美元走弱后的相对表现，因此我们对英镑持谨慎观点。

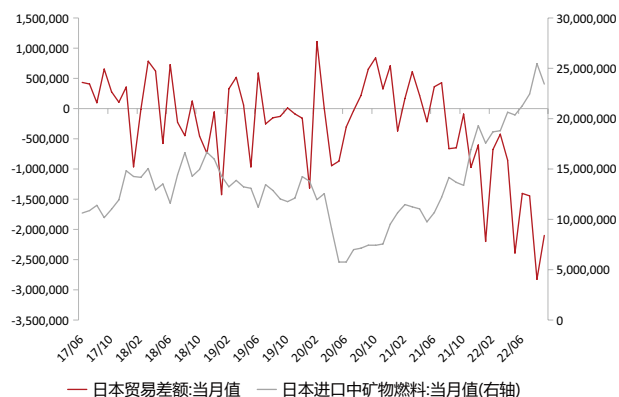
## 5.5 日元：从单边下行，到均值回归

### 5.5.1 贸易逆差有望缓解、通胀长期无忧

由于 2022 年国际能源价格大幅提升，使得依赖外部能源供给的日本贸易逆差较此前几年明显拉大，2022 年前 10 月。贸易逆差 16.48 万亿日元，而 2021、2020、2019 年全年只有 1.78 万亿日元、-0.39 万亿日元、1.67 万亿日元。但随着国际油价以及其他大宗商品价格较 2022 年高点明显下台阶，2023 年日本贸易逆差可能较 2022 年有所改善，对日元相对利好。

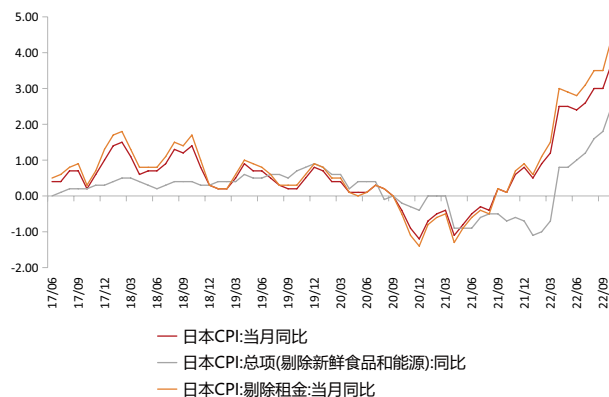
通胀方面，2022 年日本 11 月 CPI 同比上涨 3.8%，创近 30 年新高，其中主要贡献来自食品和能源价格的上行，但相比欧美国家，通胀水平仍然不高，主要原因在于一是日本居民的实际收入 2022 年并没有明显的增长，二是长期人口负增长背景下，占 CPI 权重 21.5% 的住房项几乎没有贡献。在食品和能源高基数情形下，叠加其他项目通胀持续上行可能性较低，预计 2023 年日本通胀有望稳中趋降。根据 2022 年 10 月日本央行议息会议的最新预计，2023 财年、2024 财年日本核心 CPI（除能源外）均为 1.6%，通胀长期无忧。

图表 226. 日本对外贸易情况(百万日元, 千美元)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 227. 日本通胀情况 (%)



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 5.5.2 美日国债利差收敛，日元外部压力减轻，关注新央行行长政策倾向

2022 年，由于日本央行始终坚持宽松的货币政策和收益率曲线控制，与美联储持续收紧的货币政策背道而驰，使得美日 10 年期国债收益率利差敞口持续扩大，在汇率自由浮动的制度下，日元面临非常大的外部压力，持续驱动日元贬值。2023 年，随着美联储货币政策从收紧渐入尾声到转向宽松，日元面临的外部压力也将有所减轻。此外，日本央行行长黑田东彦的任期将在 2023 年 4 月结束，新任央行行长的提名预计将在 2023 年初开始，相比将宽松进行到底的黑田东彦，新行长的货币政策倾向也是 2023 年日元汇率的一个阶段性重要看点。考虑到日本经济复苏仍然乏力，通胀难以持续上行的背景下，日本央行货币政策大概率延续偏松的方向。

图表 228. 美日国债利差及美日汇率



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 5.5.3 全球衰退背景下，日元避险属性或被激活

我们在前几年的白皮书中经常提到，日元一直被市场认为是避险货币，这一属性在 2020 年新冠疫情暴发的当年，表现得尤为显著。但是 2022 年，在贸易和金融端双杀的背景下，日元并没有表现出较强避险属性。2023 年，随着全球经济从滞涨到衰退，日本贸易逆差缩窄、金融冲击减弱，日元避险属性或重新被激活。

2023 年，在贸易逆差趋缓与美日 10 年期国债利差敞口缩小的情形下，日元有望告别 2022 年前 3 季度的单边贬值开启修复之旅，其间关注避险因素与新任行长的货币政策倾向。

## 5.6 澳元：加息步伐放缓，有望低位整固

### 5.6.1 大宗牛市难再现，外因难以利好澳元

澳元 2022 年全年整体下行，对美元下跌约 7.5%，截至 11 月 25 日收盘，澳元兑美元收报 0.68。大宗商品价格回落，中国经济增速超预期下行、美联储加息和澳洲央行本身相对其他欧美央行更加鸽派的加息态度是主要原因。

从澳元历史表现来看，由于其商品出口国的特点，澳元表现和大宗商品价格的整体表现息息相关，又由于澳大利亚与中国经济的密切联系，澳元交易中来自中国经济影响因素也大于主要欧美国家货币。从国际货币基金组织对于未来几个大类商品价格的估计来看，商品上涨对于澳元在未来的提振可能难以期待。但另一方面，如我们前面宏观部分所言，中国经济增速有望在 2023 年出现较为明显的反弹，将对澳元价格形成支撑。虽然我们不认为这种间接影响将在澳元走势中起到主要作用。

### 5.6.2 央行加息放缓，澳元难有大作为

澳洲联储对于加息的态度，在澳元对美元加息的反应，以及澳元兑新西兰元、加元等商品货币交叉盘方面影响显著。从这个角度观察，已向鸽派加息转向的澳联储难以支持澳元走强。

2022 年 11 月 1 日，澳洲联储公布利率决议，加息 25 个基点至 2.85%，基本与预期相符。这已经是澳洲联储连续第二个月放缓了加息步伐，是发达国家中第一个打破激进加息步伐的央行，尽管澳洲央行仍表示寻求将通胀率恢复至目标区间。但该央行警告称，目前为止，澳大利亚家庭已经开始承受着加息的压力。澳联储主席 Philip Lowe 表示，澳联储正在寻求保持经济平稳的同时，将通胀率恢复到目标区间：实现这一平衡的道路仍很狭窄，且笼罩在不确定性的阴影之中，并且货币政策的运作具有滞后性。在其他条件不变的情况下，随着现金利率水平的上升，放慢利率增长步伐的理由变得越来越强烈。

尽管其仍预计通胀率将在 2022 年晚些时候达到 8% 左右的峰值，高于此前预测的 7.75%，并在 2024 年放缓至略高于 3% 的水平，高于央行 2%—3% 的目标区间。但显然上述估计不会限制澳洲联储放缓收紧货币政策的步伐。特别是在最新的讲话中，澳洲联储主席表示最新公布的 3.1% 的工资增速已经符合央行的目标，如果央行认为内生的工资增长已经可控，将进一步促使其采取相对鸽派的加息立场。

综合上述因素，结合我们对于美元的整体预测，预计澳元 2023 年大概率将在目前的水平整固，如果美元回调，将可能跟随其表现。

■ 图表 229. IMF 商品价格预测（单位：2016=100）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

## 5.7 加元：追随油价波动大，或将跑赢其他商品货币

### 5.7.1 加元仍将极大受制于油价波动

截至 2022 年 11 月 25 日，美元兑加元上涨约 6%，至 1.34 附近。加元一度受到油价上涨的大幅提振，但随着油价回落和美元走强，加元对美元也逆转了年初的升势。

同为商品货币，加元和澳元面临的情况类似，只是相比于一篮子大宗商品，加元对油价变动更加敏感，这也使得在全球地缘政治不确定的环境下，加元的走势可能面临更高的不确定性。加拿大经济受中国经济的间接影响同样小于澳洲，尽管面临加拿大央行转向更加慢速加息带来的未来利差变动对于加元的负面影响，我们仍看好加元在交叉货币方面跑赢澳元。

### 5.7.2 央行加息不再进取，商品货币交叉盘有阶段性机会

在本国货币政策方面，2022 年 10 月 27 日，加拿大央行加息 50 个基点至 3.75%，利率升至 2008 年 1 月以来新高。尽管加拿大央行依然是全球最激进的央行之一，但本次加息意外地低于市场此前预计加息 75 个基点，显示加拿大央行也进入慢速加息的国家行列。至于其表示，鉴于高通胀利率“需要进一步上调”，未来的加息将受到以

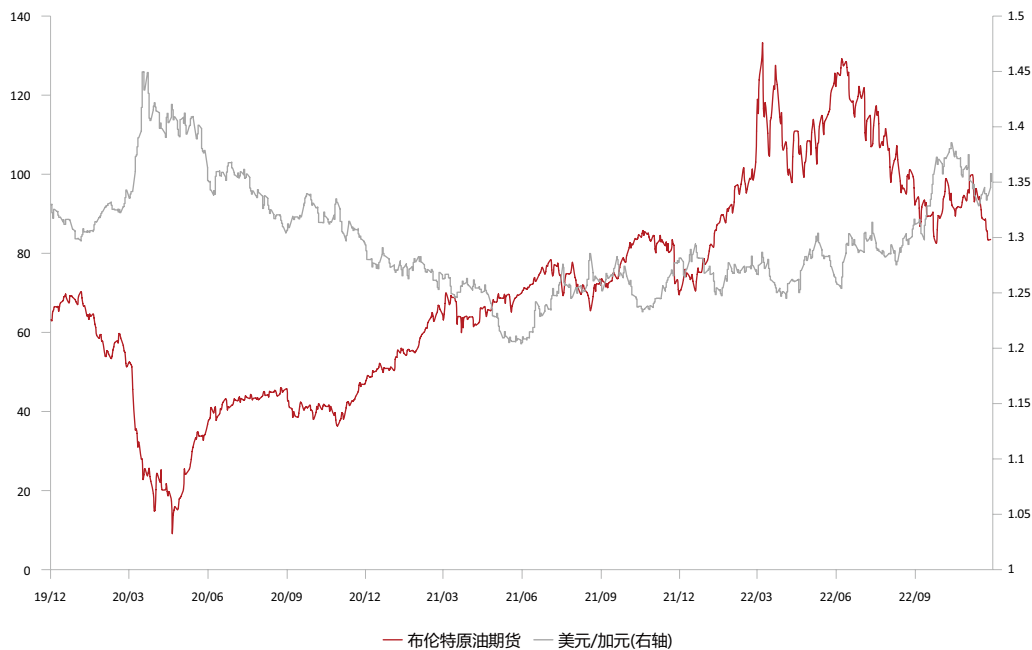
下评估的影响：收紧货币政策如何有效减缓需求、供应挑战如何解决以及如何应对通胀和通胀预期；短期通胀预期仍然很高，通胀加剧的风险越来越大，首选的核心通胀指标尚未显示出潜在价格压力正在缓解的有意义证据等则只是暗示终端利率，而并非加息速度。

通过加拿大央行发布的经济预测可以发现，对于经济放缓甚至衰退的担忧开始影响其加息速度，加拿大央行将2023年潜在产出增长预期下调至2.1%（7月预期为2.5%），预计2024年为2.2%（7月预期为2.8%）。到2024年底通货膨胀率将恢复到2%。加拿大央行预计在2022年第四季度到2023年第二季度末之间加拿大可能出现技术性衰退。预计加拿大经济2022年将增长3.3%，低于7月份预测的3.5%，2023年将降至0.9%，远低于7月份预测的1.8%。

通胀率从6月份的峰值8.1%小幅下降至9月份的6.9%，这比央行在7月份预测2022年二、三季度的通胀率平均约为8%要好一些，但通胀回到2%的道路漫长而波折。

我们继续看好油价对于加元的支撑，但是由于加息放缓和美元整固，预计美元兑加元未来一年保持中性配置，加元对于其他商品货币的交叉盘存在阶段性机会。

■ 图表 230. 美元 / 加元与布伦特原油期货（美元 / 桶）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心



# 商品篇

## 金银长期配置价值凸现，油价或将高位震荡

美元强弩之末或现“帝国黄昏”。黄金将发挥信用标尺作用，长期配置价值凸显，建议先标配，待美元降息预期形成情况择机继续提高至超配（推荐）。原油供需总体企稳，将维持紧平衡状态，考虑到供给端较强的产能调控能力叠加2023年美元转弱的预期支撑，建议标配。

## 6.1 震荡中蕴含交易窗口，金银长期配置价值凸显

### 6.1.1 价格仍沿货币政策主线逻辑运行，通过把握货币政策周期推演金价拐点

从历史数据来看，美联储货币政策预期的变化对应了金价趋势的转折。当紧缩预期过度计入价格时，金价容易出现筑底和反弹；当宽松预期过度计入价格时，金价容易出现调整和下跌。预期即是市场的预判，因此要研究金价的波动，就要预判市场的预判；要把握紧缩或宽松预期的计价程度，就要推演货币政策的周期和金价的关系。

■ 图表 231. 美联储货币政策周期视角下的金价波动

阶段	时间跨度	美联储货币政策周期分段	对应金价走势
1	2004年6月-2006年6月	加息	上涨趋势
2	2006年6月-2007年9月	政策转向、空窗期	震荡
3	2007年9月-2012年10月	启动降息，在次贷危机突发后加速降息、启动扩表	上涨趋势（危机时短期下跌）
4	2012年10月-2015年12月	扩表中后期	下跌趋势
5	2015年12月-2018年12月	启动加息，在加息中后期启动缩表	震荡
6	2018年12月-2020年8月	启动降息，在疫情突发后加速降息、启动扩表	上涨趋势（危机时短期下跌）
7	2020年8月-至今	扩表中后期，加息预期攀升	震荡下跌

从上表中，我们发现美联储货币政策的周期变化与金价波动的规律呈现以下两个特点：

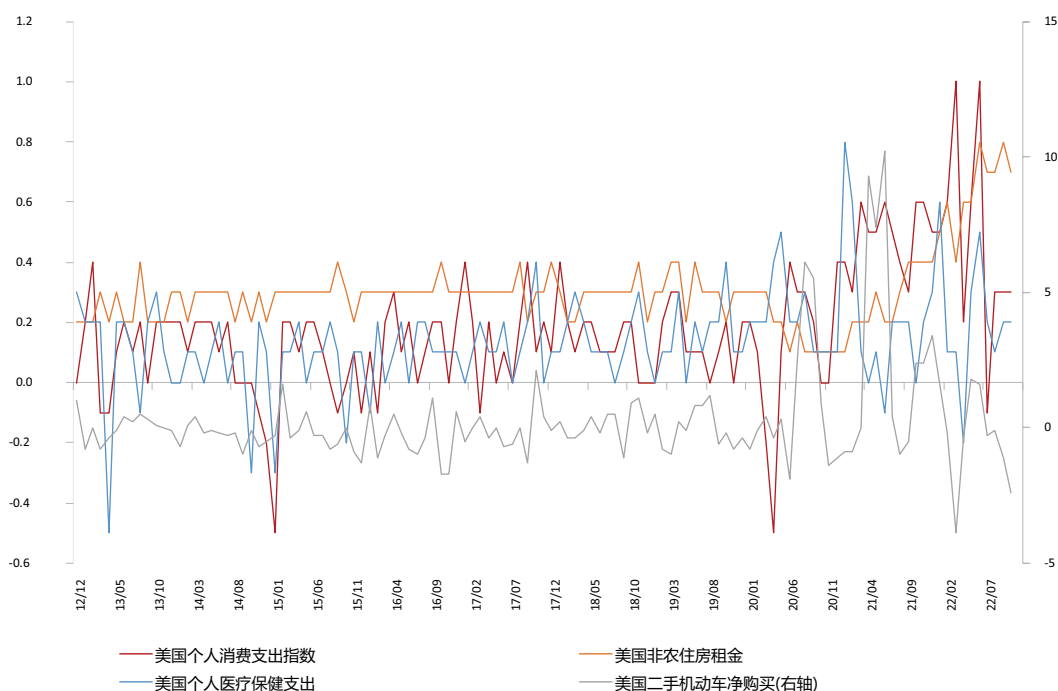
一是突发危机伴随宽松政策的启动缺乏事前酝酿和计价的过程，能够推动金价形成持续上涨趋势，例如阶段 3 和阶段 6。但在危机爆发的初期，恐慌情绪容易造成流动性危机，金价短期会出现大幅下跌。二是紧缩政策启动之前和执行过程中，为了避免对经济的冲击，美联储往往会进行预期管理，决策期长。这段时间对应了充分计价的过程，因此当计价程度较高时，金价容易和基本面逻辑反向运动。比如阶段 1 的全程和阶段 5 的初期，在紧缩政策落地前后出现了反弹。

### 6.1.2 美国通胀短期缓和概率高，贵金属价格筑底有望成功

#### 6.1.2.1 核心通胀分项数据显示回落迹象

2022 年 10 月份美国核心通胀的分项来看，房屋租金、二手车价格和医疗保险支出作为权重较大的分项，已经出现回落迹象。其中，房屋租金因为基数中包括了旧合约和新合约，且以旧合约为主，因此其变化有一定滞后性，10 月份开始继续回落的概率较高；二手车价格继续下滑的趋势仍在；医疗保险支出受 10 月份计价指数变化的影响，预计将保持回落。再考虑同比基数影响，美国通胀有较大概率在未来半年内以回落为主。

图表 232. 主要通胀分项数据回落



资料来源: Bloomberg, 中国银行投资策略研究中心

### 6.1.2.2 单一依靠货币政策调控经济的方式将对美国通胀和经济形成损害

回顾 2022 年初，美联储的政策利率目标还是 0-0.25%，但以如此之强的紧缩节奏，通胀仍然一度失控。压制需求侧来解决供给侧的病因，政策力度本身就要打折，何况就业是美联储能够影响通胀的最重要抓手，而就业又是砍向衰退的双刃剑。或许，正是衰退交易从权益资产中挤出了 2008 年以来两次大规模宽松投放的货币增量，这成为 2022 年海外通胀加速的重要推手之一，造成了急速加息下的通胀一度失控。2008 年次贷危机后的 QE 操作并没有带来持续的通胀问题，这造成了美联储对宽松政策成本的误会，实际上通胀只是迟到不会缺席。从这个角度看，本轮通胀放缓之后的美联储货币政策转向同样酝酿着反作用力：一旦资金重拾风险偏好，以 M2 计的货币流通速率或将继续下跌，如果美国无法实现经济软着陆，则可能陷入通缩泥淖。

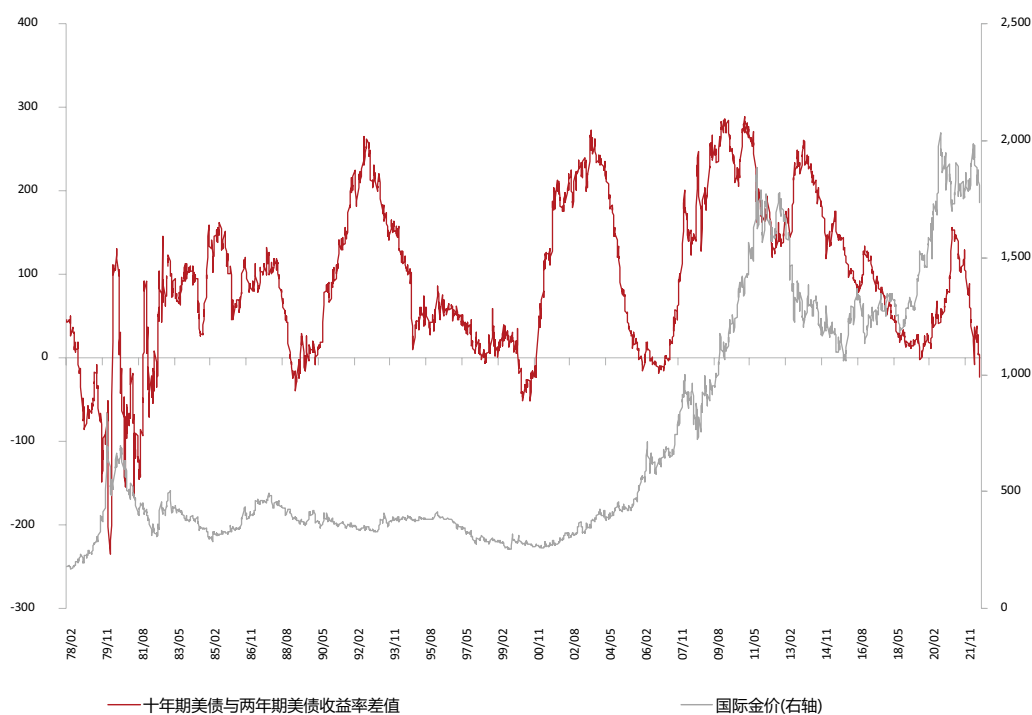
### 6.1.2.3 金银短期仍处筑底阶段，具备长期配置价值

短期来看，2022 年 11 月美国两院中期选举之后，抗击通胀的选票需求消退，市场对经济衰退的交易或将逐渐迫使欧美重新考虑加息节奏，继而有利于贵金属筑底成功。长期来看，单一依靠货币政策干预经济周期不仅效果不佳，甚至可能让美国经济撞上灰犀牛，继续宽松实属无奈，美元的信用价值将继续折损，而贵金属将继续发挥信用标尺的作用，长期体现其资产配置的重要性。

### 6.1.3 债券收益率倒挂限制加息空间

最受关注的美国经济衰退预警信号是长短期美债收益率倒挂。关于该现象，有市场观点认为 2008 年以后的资产购买计划已经打乱了美债的持有结构，因此不能反映市场对经济前景的信心。而另外一个视角是从美国财政出发，深度倒挂后，美联储向美国财政部的转移支付金额落空，或将影响财政赤字的信心。美联储虽然并非盈利机构，但其每年的公开市场操作产生的盈利会支付给美国财政部，而利率倒挂之后，以前的盈利变成了亏损。因此，深度倒挂期间继续大幅提升政策利率，同时实现经济软着陆的难度极高，呵护经济的手段也会备受掣肘。这是影响加息政策空间的重要因素之一。

■ 图表 233. 收益率倒挂领先于贵金属上涨（BP，美元 / 盎司）

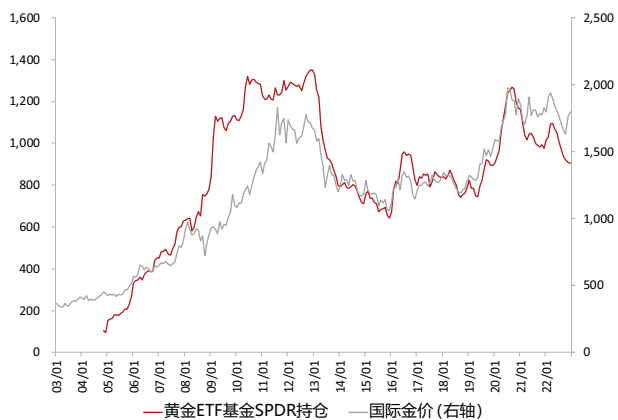


资料来源：Bloomberg，中国银行投资策略研究中心

### 6.1.4 市场情绪与价格的拐点对应

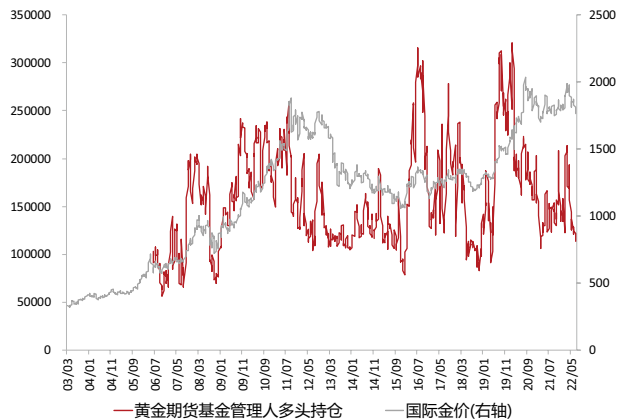
标志着市场买入投机情绪的期权波动率差值和 CFTC 基金管理人持仓多头数据均已回落到历史区间低位，全球最大黄金 ETF 基金的持仓也处于较低位置。这些迹象显示黄金价格已处于一年来回落趋势的末段，市场情绪的极高和极低值对应了贵金属价格筑底过程中的配置窗口。

图表 234. 黄金 ETF 基金持仓处于低位 (吨, 美元 / 盎司)



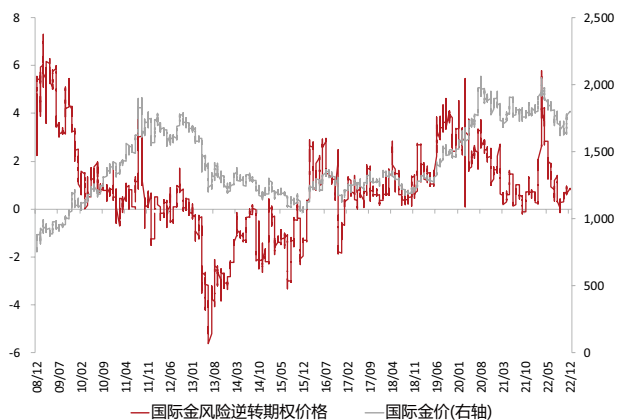
资料来源: Bloomberg, 中国银行投资策略研究中心

图表 235. CFTC 基金管理人多头持仓进入低位区间 (合约手数, 美元 / 盎司)



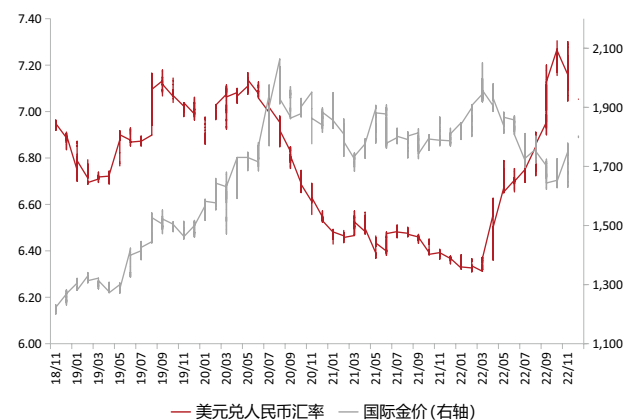
资料来源: Bloomberg, 中国银行投资策略研究中心

图表 236. 衍生品价格从区间底部回升 (美元, 美元 / 盎司)



资料来源: Bloomberg, 中国银行投资策略研究中心

图表 237. 人民币汇率部分对冲了美元金波幅 (美元 / 盎司)



资料来源: Bloomberg, 中国银行投资策略研究中心

### 6.1.5 人民币汇率或将部分对冲美元金银波幅，市场加速应关注美元降息预期

2022 年以来人民币汇率波动加大，部分对冲了以美元计价的贵金属波幅，造成部分时段境内贵金属价格波动弱于境外的现象。展望 2023 年，人民币汇率维持稳定的概率较高，配置以人民币计价的贵金属仍需主要关注美元降息的预期变化。

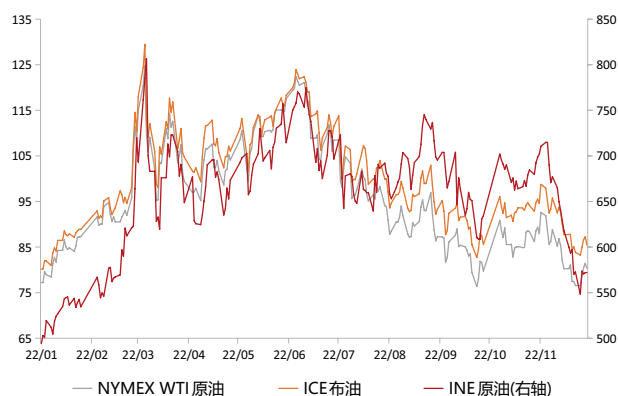
总体而言，目前影响贵金属价格的多空因素仍然胶着，且在未来几个月仍存在较大变化的可能，通胀因素或将成为左右货币政策和贵金属价格的多空天平。

## 6.2 供给约束需求分化，原油价格高位震荡

2022 年原油价格冲高回落，地缘政治因素和供需矛盾是原油价格的主要决定因素。地缘政治冲突自年初逐步升级主导油价上涨，欧美对俄罗斯采取多维度制裁措施，供应趋紧预期显著推涨原油价格。其后俄乌局势陷入僵局，俄罗斯与欧美围绕能源领域展开博弈。全球经济增长参差，欧美经济疲弱、中国经济探底。原油价格高位回落后宽幅波动，ICE 布油全年均价为 100.14 美元 / 桶。

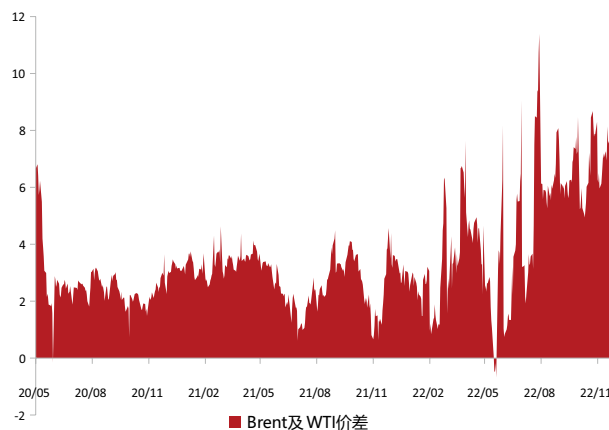
展望 2023 年，预计海外呈现轻度衰退，国内复苏。原油供给约束、需求分化，供需紧平衡。油价料将高位震荡，下方有支撑，上方视需求浮动，警惕地缘黑天鹅。

图表 238. 2022 年原油冲高回落（美元 / 桶，元 / 桶）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 239. Brent 及 WTI 价差（美元 / 桶）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

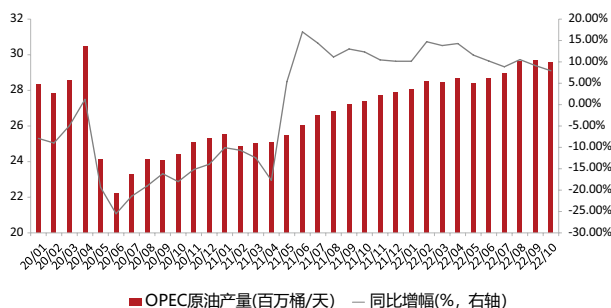
### 6.2.1 供给：供给约束，托举油价

2023 年供给侧继续约束原油市场。OPEC+ 减产、欧盟禁运以及美国产量增长有限等均制约了全球原油供应。

#### 6.2.1.1 OPEC+：减产立场坚定，支撑油价

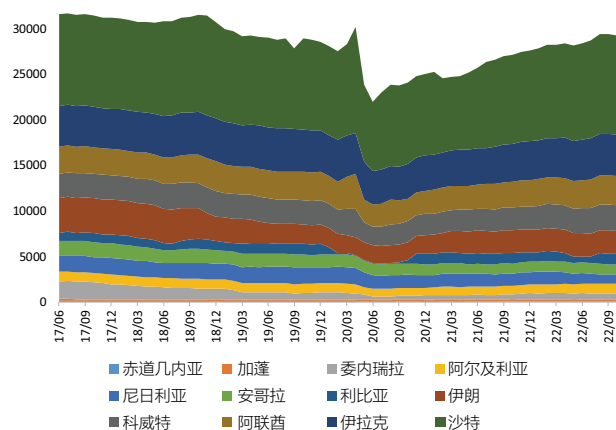
OPEC+ 将在 2023 年继续执行下调 200 万桶 / 天的协议产量目标。此举虽然在一定程度上缓和了市场对其进一步减产的担忧，有利于供应预期的企稳，但 OPEC+ 维持其协议减产的强硬立场仍将是制约供应的主要因素之一。鉴于对经济成长和需求的担忧，OPEC+ 进一步减产的可能性仍然存在。预计 OPEC+ 的主动调控将使得原油价格在 60-70 美元 / 桶存在较强支撑。

■ 图表 240.OPEC 原油产量（百万桶/天，%）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 241. 部分 OPEC 国家月均产量（千桶/天）

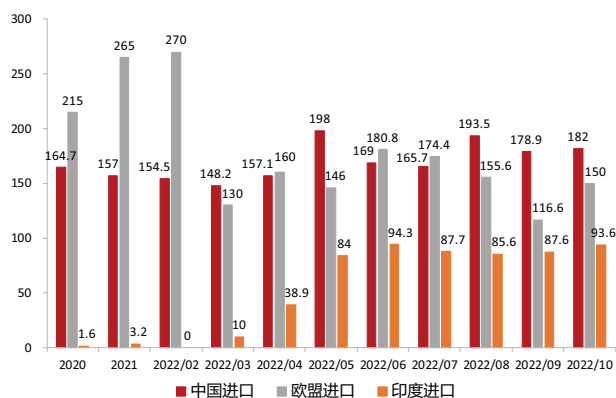


资料来源：OPEC，中国银行投资策略研究中心

### 6.2.1.2 俄罗斯：对俄制裁长期影响待观察

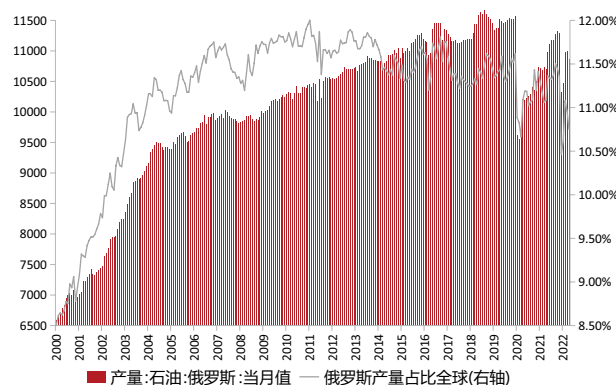
欧盟对俄进口禁令 2022 年 12 月生效，将俄罗斯海运原油价格上限设定为每桶 60 美元，每两个月修改一次上限价格，确保价格上限至少低于市场平均水平 5%。该油价上限高于乌拉尔原油的价格，且已接近印度等俄油采购大国实际购买价格，价格上限影响相对较小。中长期来看，若价格上限迫使俄罗斯选择减产，由于全球原油需求缺乏弹性，可能会导致全球油价因供需失衡而飙升。2022 年以来，中国、印度等自俄罗斯进口增长，一定程度对冲了欧盟进口下降的影响。此外，欧盟自身内部博弈加剧，俄罗斯将如何应对仍有待进一步明晰，制裁政策效果如何尚待观察。

■ 图表 242. 中国、印度自俄罗斯进口原油（万桶/天）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 243. 俄罗斯原油产量（千桶/天，%）



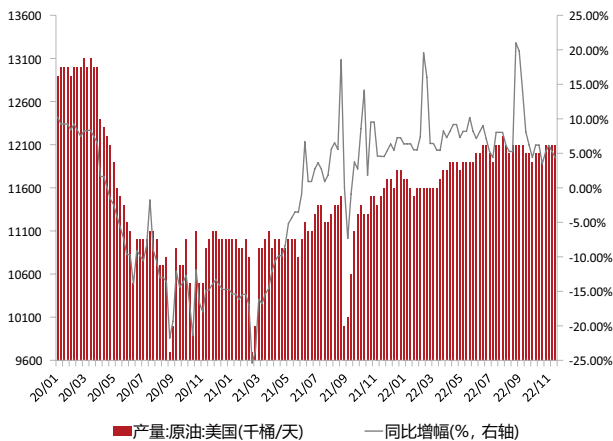
资料来源：OPEC，中国银行投资策略研究中心

### 6.2.1.3 美国：增量有限，战略库存不足

全球原油产量仍受此前多年投资低迷的影响，上游资本支出收缩，加之新能源政策的替代效应，加大油井及炼厂产能开发的可能性较小。美国原油产量仅小幅增长，短期大幅反弹可能性较低。美国多次释放原油战略储备（SPR）以施压原油价格，但均未能动摇供应偏紧格局，仅构成一定短期利空影响，整体供应依然偏紧。SPR 目前已下降至 3.87 亿桶，为 1983 年以来的最低水平。随着战略储备的减少，美国释放空间不断缩窄且面临回补压力，美国官员宣称 70 美元 / 桶可能触发回购，则对油价形成一定支撑。

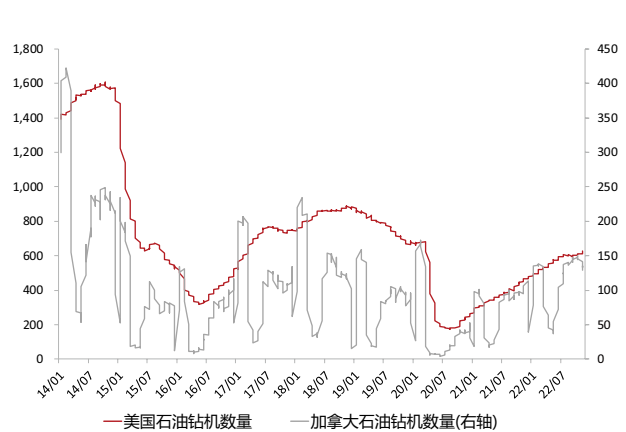
美国为平抑油价，还有诸多措施，例如加快推动达成伊核协议；推动 NOPEC 法案通过以削弱 OPEC 影响力；限制成品油消费，限制油品出口；推动委内瑞拉增加出口等。这些措施若落实均有平抑油价效果，目前虽面临较大阻力进展缓慢，但须密切关注其对 2023 年油价的影响。

图表 244. 美国原油周度产量（千桶 / 天）



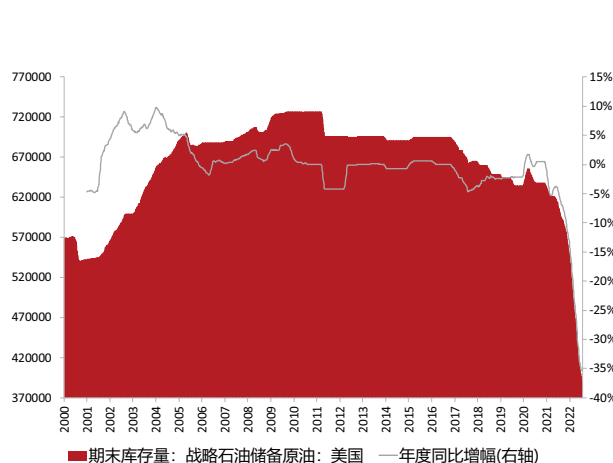
资料来源：EIA，中国银行投资策略研究中心

图表 245. 美国、加拿大石油钻机数量（台）



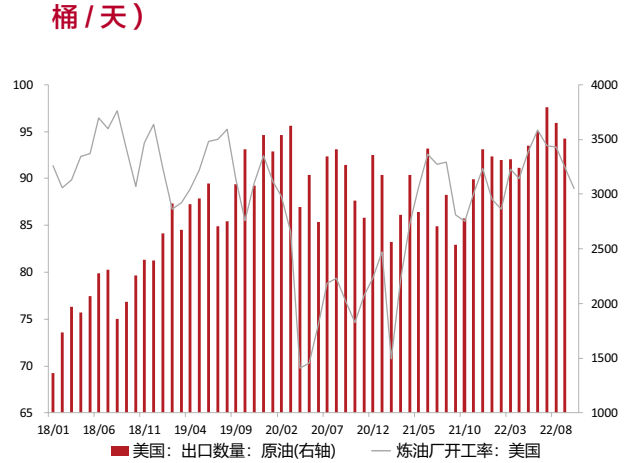
资料来源：Baker Hughes，中国银行投资策略研究中心

图表 246. 美国战略原油储备（千桶，%）



资料来源：EIA，中国银行投资策略研究中心

图表 247. 美国原油出口及炼厂开工率（%，千桶 / 天）



资料来源：OPEC，EIA，中国银行投资策略研究中心

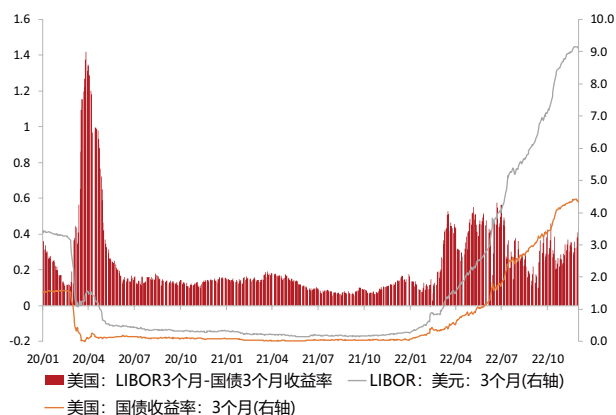
## 6.2.2 需求：不确定性增加，决定油价上限

2023 年欧美存在衰退风险，需求侧预期走弱，OECD 国家几乎无增量，增量主要集中在中国、印度等非 OECD 国家。

### 6.2.2.1 海外经济衰退压力显现，原油需求承压

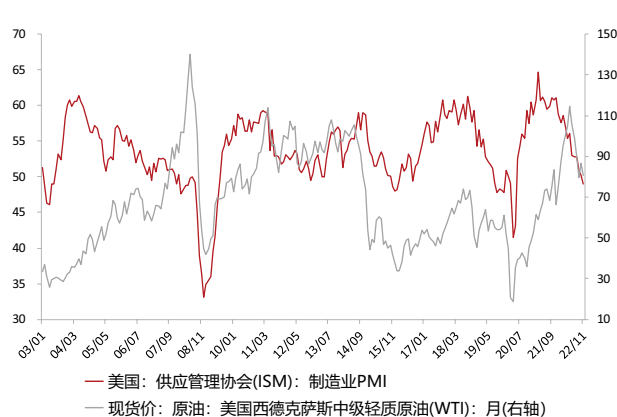
全球经济增长预期持续下调，欧美等发达经济体大概率陷入衰退，拖累全球经济增长。预计欧盟、英国和美国可能在 2023 年上半年陷入衰退。从资金流动性看，海外高通胀压力下，离岸美元流动性收紧，金融风险可能传导至实体经济。经济增长失速和流动性收紧将对全球生产、消费等活动带来较大抑制，从而使得海外原油需求承压。

图表 248. 美国 TED 指数 (%)



资料来源: WIND, 中国银行投资策略研究中心

图表 249. 美国 PMI 及 WTI (%)，美元/桶

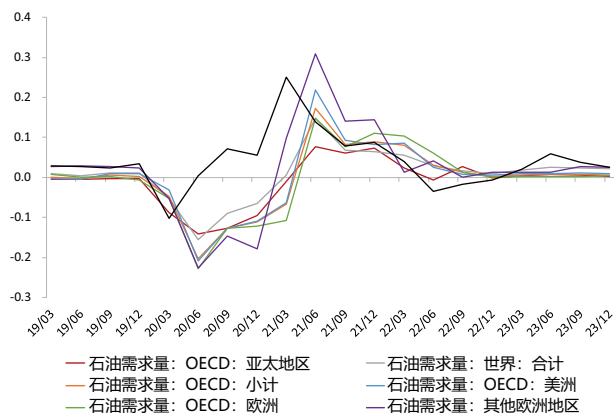


资料来源: WIND, 中国银行投资策略研究中心

### 6.2.2.2 亚洲地区成为原油需求的主要推动力

2023 年全球原油需求预计将恢复至疫情前水平，同比增速则将进一步放缓。根据 OPEC 的预测，2023 年全球需求年度同比增幅为 2.12%，OECD 增速仅为 0.68%，供应风险敞口较大和通胀局势更为严峻的 OECD 欧洲地区则为 0.36%，而 OECD 美洲地区需求增速为 1.03%。非 OECD 国家的原油需求增速将在 1.6%，其中中国需求增速或在 2.59%。从增速结构看，全球原油需求将在 2023 年回到非 OECD 支撑增长的常态。

■ 图表 250. 各地区原油需求同比增速 (%)



资料来源：OPEC，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 251. 中国成品油产量增速 (%)

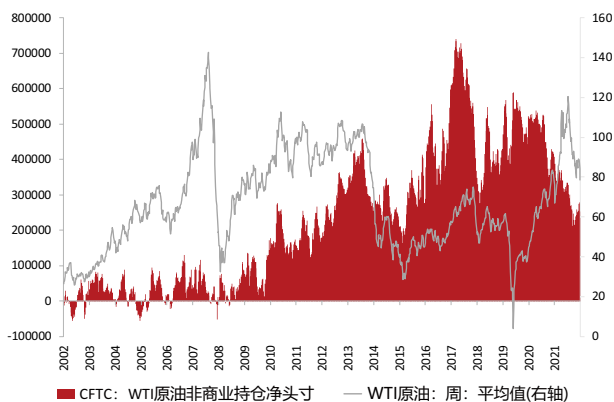


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 6.2.2.3 持仓：多头信心不足

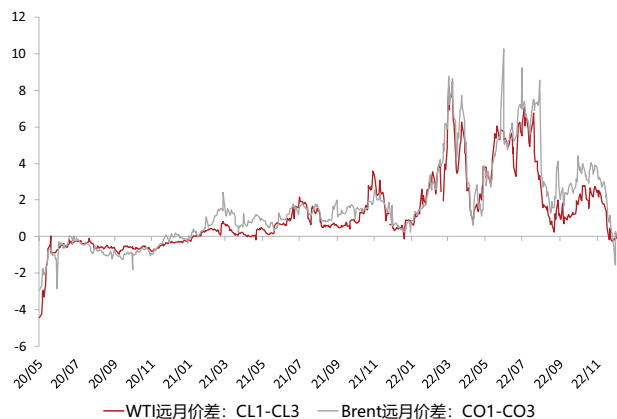
CFTC 原油期货持仓持续降至近年低位，基金净多持仓亦降至 2020 年 4 月以来最低水平。原油基金净多持仓大幅回落，特别是非商业持仓的波动，显示多头信心不足。原油价差结构持续收缩，WTI 价差和 Brent 月差均向下靠近零轴。结合宏观指标来看，原油月差的 contango 结构预示投资者预期基本面已经转弱。

■ 图表 252. CFTC 持仓量 (手)



资料来源：CFTC，中国银行投资策略研究中心

■ 图表 253. 原油期货价差结构 (美元/桶)

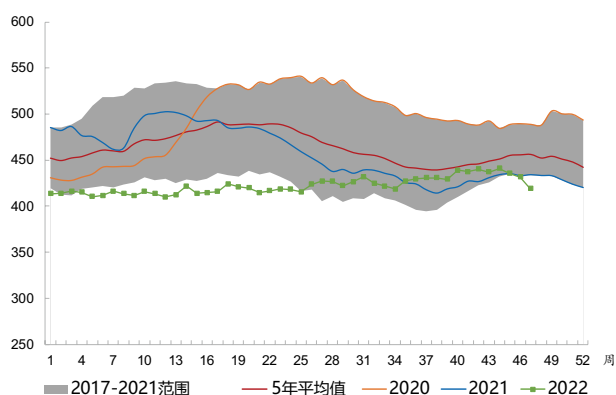


资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 6.2.3 库存：全球库存低位

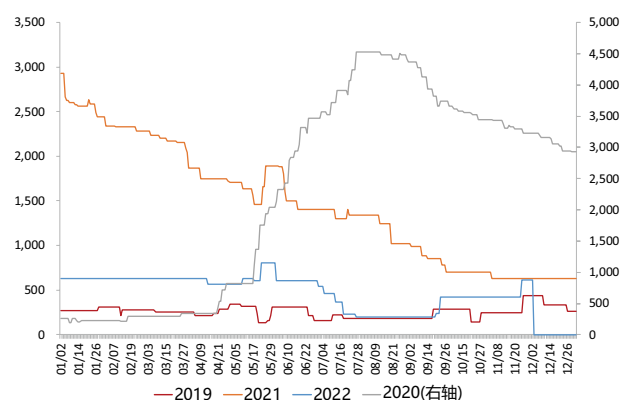
美国原油库存持续下降，对油价形成一定支持。目前美国商业库存为自 2015 年以来的低位，截至 2022 年 11 月 25 日，美国商业原油库存量 4.19 亿桶，分别较 2021 年和 2020 年同期下降了 3.44% 和 14.25%。OECD 国家原油库存处于低位，中国和美国的柴油、汽油等成品油库存也重回较低水平，供给弹性不足。成品油中，中国的汽油和柴油库存均从 2020 年的高点回落至低位，而美国柴油和汽油的库存也明显低于季节性。库存低位对供给变动的缓冲支撑不足，意味着紧平衡下突发风险事件仍将给原油供需格局带来冲击。

图表 254. 美国商业原油库存（百万桶）



资料来源：EIA，中国银行投资策略研究中心

图表 255. INE 库存（万桶）



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

### 6.2.4 供需平衡表：供需错配略有缓解

2023 年全球原油供需仍将维持紧平衡状态，全年供需缺口或在 30 万 -40 万桶 / 天之间，供需错配一定程度上得到缓解。供给侧 OPEC 和俄罗斯仍然是核心变量。预期 2023 年全球原油供应或小幅增长 0.6%—0.7%，其中北美原油的常态产量修复为主要支撑。海外需求虽面临紧缩周期内的下行压力，但中国等非 OECD 国家有望提供部分需求增量，全球原油需求将维持相对稳定状态。

图表 256. IEA 及 EIA 原油供需平衡表（万桶 / 天）

机构	IEA					EIA				
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2019	2020	2021	2022E	2023E
全球供给	10050	9390	9530	9960	10020	10095	9390	9566	9992	10067
其中：OPEC 整体	3490	3090	3150	3430	3400	3419	3070	3165	3409	3437
全球需求	9970	9100	9770	9980	10060	10100	9196	9754	9983	10099
OECD 整体	4770	4210	4480	4630	4620	4616	4207	4487	4603	4581
非 OECD 整体	5200	4890	5280	5350	5440	5484	4989	5268	5380	5518
中国	1370	1390	1540	1480	1500	1410	1444	1527	1523	1586
库存净变化	80	290	-240	-20	-40	-5	194	-188	9	-32

资料来源：IEA，EIA，中国银行投资策略研究中心

### 6.2.5 小结：供需紧平衡，油价下方有支撑，需求决定上限

综合来看，2023 年全球原油基本面将维持紧平衡状态，供需总体企稳，但仍十分脆弱，不稳定因素持续存在。宏观基本面上，美国通胀大概率见顶，加息交易难以继续主导油价走势，核心矛盾回归基本面因素。供应端，增量仍不足，对油价下方形成支撑。需求端，增量取决于各国经济增长状况。衰退背景下发达经济体需求承压，若欧美经济体陷入衰退，将拖累全球需求增速，需求增长的引擎回归发展中国家。宏观面与供需面博弈之下，预计 ICE 布油价格重心下移，或将在 60-70 美元/桶的位置得到较强支撑，全年将跟随需求的变化围绕 60-95 美元/桶宽幅震荡。

# 配置篇

## 2023 年全球资产配置策略与中行解决方案

在“美元强弩之末，全球曙光乍现”宏观主题背景下，我们认为 2023 年全球大类资产配置顺序为：权益、黄金、商品、债券。中国经济引领复苏，建议超配中国 A 股（推荐）、中国港股（推荐）。美元加息进程结束，美债迎历史性投资机会。美元强弩之末，黄金将发挥信用标尺作用，长期配置价值凸显，建议先标配择机调至超配（推荐）。我们致力于通过专业研究，挖掘年度战略配置机会与战术时机选择，创造更多“中行阿尔法”！并通过“中银投策五报”做好资产配置全过程陪伴！“百年中行，为您的财富持续导航！”

## 7.1 宏观主题：美元强弩之末，全球曙光乍现

2022 年是世界百年变局的关键之年，“世纪疫情、俄乌冲突、美元加息”三大利空笼罩全球，美欧通胀屡创历史新高。在美联储创纪录加息带动下，美元之强强得一骑绝尘，衰退预期主导全球资产定价，资产上演通缩行情。2023 年，全球经济周期进入衰退到复苏的转折阶段，美欧经济大概率步入衰退，中国有望在全球经济增长中一枝独秀，率先进入复苏进程。美元加息进入尾声，不排除降息可能，美元已是强弩之末，或现“帝国黄昏”时刻，非美货币迎来喘息机会，全球风险资产曙光乍现。中国成为全球增长的引擎，有望带领全球经济再度进入共振复苏，人民币国际化星星之火点燃，人民币资产将持续吸引全球资金的青睐。

## 7.2 全球资产配置建议

在“美元强弩之末，全球曙光乍现”宏观主题背景下，从宏观政策、经济增长、估值水平、流动性等维度分析全球各种资产，对未来一年的大类资产走势做出研判。我们认为，2023 年在“美联储结束紧缩，经济渐入衰退”的基本面下，全球大类资产配置顺序为权益、黄金、商品、债券；中国经济引领复苏，稳中求进，注重量的合理增长与质的有效提升，人民币国际化星星之火点燃中国资产全球青睐之势，中国式估值体系带动中国资产价值重估。全球权益依然优先配置中国股市，超配中国 A 股（推荐）、中国港股（推荐），港股否极泰来或弹性更大。鉴于美联储有可能像加息过晚一样或紧缩过度，美国经济或步入衰退，建议先低配美股，待美联储政策转向预期形成再恢复标配；欧洲经济韧性十足，叠加加息放缓，建议标配欧洲股市；日本股市经济弱复苏，股市盈利增长，估值合理，建议标配，需警惕宽松货币政策转向风险。全球流动性边际改善，利好新兴市场股市，越南、印度相对受益。债市方面，美国通胀见顶回落，美联储加息结束叠加美国衰退渐进，美债迎历史性投资机会，建议先标配，视联储政策转向预期形成情况提升至超配（推荐），中资美元债亦遵循相同的逻辑。中债方面，经济复苏，权益性价比提升，中债承压，建议先低配（保守），待触及收益率区间上限再调整为标配，可转债因估值较高，需先跟随债市调整，同样建议先保守，待估值调整股市向上趋势形成再调高至标配。贵金属方面，美元强弩之末或现“帝国黄昏”时刻，黄金将发挥信用标尺作用，长期配置价值凸显，建议先标配，待美元降息预期形成情况择机继续提高至超配（推荐）。原油供需总体企稳，将维持紧平衡状态，考虑到供给端较强的产能调控能力叠加 2023 年美元转弱的预期支撑，建议标配。货币方面，美元加息进程结束，经济渐入衰退，建议先标配，待宽松预期形成再调降至低配（保守）；英国经济环境的持续恶劣难以对货币形成支撑，建议英镑低配（保守）。日本贸易逆差缩窄，美日国债利差缩窄、避险属性有望回归，建议超配日元（推荐）；欧元、澳元、加元标配，油价提供支撑，加元有望跑赢商品货币交叉盘；中国经济有望复苏，但外需减弱导致出口转弱，人民币中性偏强，建议标配。

图表 257. 2023 年全球资产配置观点一览表

股票	低配程度		标准配置	超配程度		经济周期	估值 (PE TTM)	货币政策	政治风险
	看空	保守	标配	推荐	积极推荐				
美国 (标普 500)		●	●			滞胀收紧	19.46, 70.06% 分位	先紧后松	中
欧洲 (DAX, CAC)			●			复苏	14.02, 10.39% 分位	由紧变松	高
英国 (富时 100)			●			复苏收紧	13.79, 5.75% 分位	由紧变松	高
日本 (日经 225)			●			弱势复苏	18.79, 35.94% 分位	宽松	中
中国 A 股 (沪深 300)				●		触底复苏	11.52, 28.91% 分位	宽松	低
中国港股 (恒生指数)				●		复苏宽松	8.66, 7.44% 分位	宽松	低
债券	看空	保守	标配	推荐	积极推荐	超 / 低配逻辑			
美国国债			●	●		美联储本轮加息结束, 10 年期美债迎来历史性配置机会			
中资美元债			●	●		同步受益于美联储加息结束带来的中资美元债配置机会			
中国: 货币市场			●			结构性货币政策为主, 利率中枢向政策利率震荡回升			
中国: 利率债		●	●			经济回升债市承压, 关注下跌后因预期差产生的配置价值			
中国: 信用债		●	●			随利率债同步下跌, 关注部分短端品种跌出的配置价值			
中国: 可转债		●	●			先下后上, 随着估值回落至合理区间再与股市共振向上			
商品	看空	保守	标配	推荐	积极推荐	超 / 低配逻辑			
黄金			●	●		美元本轮加息结束, 关键应谨慎观察是否能形成海外降息预期, 如确认则将助推黄金上涨趋势			
白银			●	●		与黄金逻辑一致			
原油			●			原油供给约束, 需求分化, 供需错配略有缓解, 将维持紧平衡状态, 油价下方有支撑, 全年预计区间震荡			
外汇	看空	保守	标配	推荐	积极推荐	超 / 低配逻辑			
美元		●	●			美联储货币政策将由紧向松转变, 衰退情形下避险带来阶段性支撑			
欧元			●			通胀可控后的经济复苏值得期待			
英镑		●				经济环境的持续恶劣难以对货币形成支撑			
加元			●			油价提供支撑, 跑赢商品货币交叉盘			
澳元			●			央行鸽派转向, 澳元难获支持			
日元				●		贸易逆差缩窄, 美日国债利差缩窄、避险属性有望回归			
人民币			●			不宜低估美联储紧缩决心, 国内经济恢复带来支撑			

资料来源: WIND, 中国银行投资策略研究中心, 浅色圆圈为我们预设条件, 择机调整配置的方向

## 主要资产观点如下：

### 7.2.1 全球股市

**中国 A 股：**我们认为经过 2019 年至 2021 年连续三年上涨，中国股市长期向上的趋势已经形成，2022 年是复兴初期，强基固本，2023 年有望重回上升趋势，复兴再启航。2023 年中国经济中短周期有望迎来上行共振，而海外紧缩冲击缓和，内需托底下国内信用将企稳回升。经济复苏盈利改善，股市有望迎来戴维斯双击，上半年有望估值修复而下半年则可能盈利修复。从估值视角考察，估值风险已释放，股债相比股市占优；全球权益市场之间横向比较，中国权益优势突出；权益历史数据纵向比较，历史低分位提供安全垫，只需等待钟摆的均值回归。中国式估值是 2023 年值得期待的亮点，很可能解决中国核心资产长期低估的难题；个人养老金落地，新增长期稳定资金来源，这是改革的红利，有想象的空间。参照先导国家经验，转型期本地股市会出现以新主导产业为主的修复行情，因而 2023 年贴合高质量发展目标的相关产业有望成为年度核心新主线，同时也需要关注投资风格的长期迁移，以个人养老金为代表的居民新资产项进入快速发展期，新压舱石的出现有利于推动机构投资风格长期化。建议投资者通过专业资产管理机构，优选的优势投资产品实现对 A 股的超配。

**中国港股：**经过近两年历史性的下跌，港股当前处于估值的绝对低位。展望 2023 年，随着内地疫情管控政策逐渐优化，行业政策转向，流动性维持相对宽松，中国经济有望触底走高，为港股基本面提供坚实支撑；同时，美国通胀大概率见顶，美联储货币政策有望转向，将为港股提供流动性支撑。内外环境向好，叠加港股绝对低估位置，未来有望否极泰来，迎来估值情绪双修复，尽管过程可能有所反复，但改变不了均值回归的规律，布局港股高弹性正当其时，建议超配（推荐）。

**美国股市：**尽管利率上升促使标普 500 等美股指数市盈率高位回落，但估值仍高于历史平均水平。2023 年，通胀缓解和美联储紧缩周期的结束并不意味着新一轮宽松周期马上开启，美国经济大概率会经历衰退，哪怕是弱衰退也昭示美股仍需要经历盈利下修的阶段，投资者积极抢跑美联储政策转向的交易为时尚早。若参考历史，美联储降息初期大多并非买入股票时机，而是熊市中继。对于美股建议先低配（保守），待美联储政策转向或美股因经济衰退造成的周期性下跌尾部，迎来长期买入机会时再调升至标配，以标普 500 指数为例，可以观察 3000 点附近的配置时机。

**欧洲股市：**综合来看，经济数据显示欧洲经济并不悲观，尽管欧元区及其主要国家股票市场从 2022 年 10 月以来短期涨幅较大，2023 年年初或有技术性回调，但与疫情前相比，经济韧性十足。叠加加息放缓预期，权益市场将有望维持窄幅波动，并震荡上行。同时，与全球权益市场横向比较，估值优势凸显，具有不错的投资机会。但仍需持续关注能源危机拖累经济表现、欧盟重化工业出现外迁、俄乌冲突再次激化及其他政治事件可能对市场的扰动。

**日本股市：**日本经济在 2023 年延续弱复苏的格局。欧美衰退风险将致使疲软的外需拖累日本经济，中国的复苏也将削弱日本企业的竞争力，但同时跨境旅游的复苏可能会一定程度上提振日本的经济。日本基本面喜忧参半，合理的估值水平，弱复苏的盈利增长以及宽松的流动性环境，支持日本股市在 2023 年维持震荡温和上行的态势，但需关注日本央行政策的调整动态。

**新兴市场：**展望 2023 年，全球流动性边际改善，前紧后松，新兴市场需保持耐心，下半年或将迎来曙光。同时，新兴市场国家由于各自经济结构的差异以及所处经济周期的不同阶段，股市表现或将继续分化，市场的强弱取决于各自的基本面，相对更加看好越南和印度市场。

## 7.2.2 全球债市

**中国货币与现金市场：**2023 年，经济增长面对较大下行压力，增强微观主体活力，为实体经济，特别是重点领域、薄弱环节和受疫情影响严重的行业、市场主体提供更有力、更高质量支持存在一定必要性，海外主要经济体收紧节奏放缓对货币政策的制约减弱，流动性主动收紧的概率不大，精准直达的结构性货币政策工具空间更大，利率中枢向政策利率震荡回升。

**中国利率债：**2023 年疫情防控优化、房地产止跌企稳、基本面修复向好，在流动性不主动收紧和等待政策效果兑现的时间里，预计债市承压波动加剧，关注调整后的配置价值，预计 10 年期国债收益率震荡区间为 2.7%—3.1%。建议先低配（保守），待触及收益率区间上限再调升为标配。

**中国信用债：**在经济弱复苏，叠加权益资产吸引力显现、资产荒有所缓解的条件下，信用债的估值回落、信用利差逐步走阔，但同时配置价值也将有所提升，可重点关注短端品种的配置价值。地产债右侧机会仍需等待，城投债估值继续分化，金融债回调到位后可予以配置。整体建议先低配（保守），待触及收益率区间上限再调整为标配。

**中国可转债：**2023 年的可转债整体趋势大概率仍将随股市回升，但估值高位下，或走出先下后上的行情，随着估值回落至合理区间再与股市共振向上，可转债将成为固收类资产重要的配置标的。建议先低配（保守），待估值调整到位且股市向上趋势形成再调高至标配。

**中资及其他新兴市场美元债：**2023 年美联储预计加息见顶，在美联储降息前，美元债收益率有望率先下行。中资投资级美元债相对较有优势，唯有高收益品种仍然低迷，新兴市场美元债将同步受益于美国加息放缓带来的价格支撑，但具体表现仍因地区基本面情况有所差异。整体建议先标配，视美联储政策转向预期形成情况提升至超配（推荐），但需关注中资美元债个券违约风险。

**美国债券：**在美国浅衰退渐进和通胀见顶回落的宏观背景下，2023 年美联储加息步伐放缓直至停止较为确定，但是否开启降息仍然需要更多数据支撑和验证。美债利率下行趋势确立，过程中或仍会受到经济衰退和通胀回落预期差的扰动，目前 10 年期与 2 年期美国国债利差已达 80 年代以来峰值，若预期差存在，10 年期美债利率大概率将先上后下，2023 年一季度或迎来更好的配置时点，建议先标配，视美联储政策转向预期形成情况提升至超配（推荐）。

## 7.2.3 全球汇率

**人民币：**美国经济的不同情形会影响人民币的汇率走势，但决定因素仍然是中国经济本身。如果美国经济实现软着陆（难度越来越大）或出现温和衰退，继续领先其他经济体，紧缩持续超预期，美元或将保持强势表现，人民币汇率持续承压。而如果美国出现显著衰退或深度衰退的情形，随着货币环境转为宽松，美元指数或将由强转弱，前期人民币汇率承压的概率较大，此后压力或有所缓解。国内经济是人民币汇率的决定性因素。全球经济下行、外需走弱不可避免，内需对于中国经济增长的重要性进一步凸显。随着疫情防控措施逐步放开，如果消费潜能逐步释放，叠加地产投资回暖，中国经济恢复速度加快，有望在全球保持领先地位。在欧美国家货币紧缩停止甚至转向之后，国际资本可能重新流入中国，人民币汇率可能更加强势，人民币整体中性偏强，建议标配。

**美元：**随着美国经济增速和通胀的回落，美元 2022 年最强的驱动因素美联储快速加息将在 2023 年告一段落，美元指数难续强势，但是美国经济陷入衰退带来的避险因素可能给美元带来阶段性的提振，美元指数的拐点可能需要等待美联储货币政策转向宽松的时间点，建议先标配，待宽松预期形成再调降至低配（保守）。

**欧元：**前低后高，涨幅受限。放在全球经济衰退的视角，在经历多轮下滑后，欧元区经济正在“由退转进”。即便是持续的通胀仍处于高位，但见顶迹象的出现及在欧央行持续调控下，欧元区的通胀依旧可控。但俄乌冲突下引发的系列问题仍是欧元需要持续面对的。基于此，我们认为欧元在 2023 年将会呈现前低后高的弱反弹状态，建议标配。

**英镑：**维持弱势震荡。英国的经济环境相较于欧元区更加恶劣，高失业率、高通胀、低消费信心环境下，英国经济复苏前景黯淡。与此同时，俄乌冲突下飙升的能源价格和脱欧贸易条件的变化对英国实际收入的冲击负面影响依旧延续。而反观英国央行货币政策的立场以及应对经济复苏的态度，使得我们对英镑看法更加谨慎，建议低配（保守）。

**日元：**日本贸易逆差 2023 年相比 2022 年有望缩窄，金融项下，随着美联储货币政策由紧到松逐步转变，在日本国债收益率缺乏弹性的情况下，美日国债利差将逐步缩窄。此外，避险属性也有望在 2023 年给日元带来阶段性提振，建议超配（推荐）。

**加元：**继续看好油价对于加元的支撑，油价波动也会提供看多加元的短期交易窗口，但是由于加息放缓和美元整固，预计美元兑加元未来一年中展望中性，加元对于其他商品货币的交叉盘存在阶段性机会，仍建议标配。

**澳元：**中国经济增速有望在 2023 年出现较为明显的反弹，将对澳元价格形成支撑，但商品上涨对于澳元在未来的长期提振可能难以期待。澳洲联储对于加息的态度，在澳元对美元加息的反应，以及澳元兑新西兰元、加元等商品货币交叉盘方面影响显著。从这个角度观察，已向鸽派加息转向的澳联储难以支持澳元走强，建议标配。

## 7.2.4 贵金属与大宗商品

**贵金属：**预计 2023 年贵金属价格震荡上行，其中上半年仍处于趋势建立阶段，下半年如能形成美联储降息预期，则可能出现趋势增强阶段。短期来看，贵金属市场的配置情绪正处于历史较低位置，对应了贵金属价格筑底过程中的配置窗口；中长期来看，贵金属将继续发挥信用标尺的作用，长期体现其资产配置的重要性，波动节奏仍可沿美联储货币政策预期转向宽松的逻辑主线进行解读。建议先标配，视美元降息预期形成情况，年初把握窗口期适时择机调高至超配（推荐）。

**国际油价：**2023 年基本面将维持紧平衡状态，供需总体企稳，但仍十分脆弱，不稳定因素持续存在。宏观基本面上，美国通胀大概率见顶，核心矛盾回归基本面因素。供应端，增量仍不足，对油价下方形成支撑。需求端，增量取决于各国经济增长状况。衰退背景下发达经济体需求承压，若欧美经济体陷入衰退，将拖累全球需求增速，需求增长的引擎回归发展中国家。宏观面与供需面博弈之下，预计 ICE 布油价格重心下移，60-70 美元/桶的位置有支撑，全年将区间震荡，考虑到供给端较强的产能调控能力叠加 2023 年美元转弱的预期支撑，建议标配。

## 7.3 中国银行解决方案

### 7.3.1 我们的投资策略服务理念

中国银行致力于通过专业的市场研判能力、强大的资源整合平台、丰富的优质产品序列、科学的资产配置体系，力求在“了解客户”的基础上，按照客户安全性、流动性要求，构建收益最大化投资组合，并通过“中银投策”的全程陪伴，帮助客户“财富价值最大化”。同时，我们引导客户制定合理预期目标并通过长期投资达成其目标，树立科学的财富管理理念，远离各种非法投（集）资陷阱，加强国民财商教育，倡导通过专业金融机构从事财富管理活动。在共同富裕国策下，我们致力于用专业多渠道增加居民财产性收入，倡导财富向善，支持先富帮后富，帮助客户实现物质财富与精神财富共同富裕，个人价值与社会价值高度统一，共同履行社会责任。

我们鼓励投资者运用资产配置理念通过长期投资达成自身财富管理目标，我们对客户的大类资产（战略资产）配置比例在一段时间内原则上保持稳定，如果我们研判大类资产没有趋势性逆转和较大幅度波动，通常不大幅度调整战略资产配置比例。我们建议投资者不必过度关注短期市场波动而频繁调整自身战略资产比例，可参考我们策略周报建议，保持战略资产配置比例相对稳定的同时，结合市场波动调整战术资产配置的结构以及产品购买的节奏（即进行同等风险属性产品的新旧转换或重检优化），这是我们优势所在。为更好地服务于中国银行客户资产配置工作，我们构建了与之相适应的策略服务体系，形成了包括《中国银行个人金融全球资产配置白皮书（中、英文）》、《中国银行个人金融资产配置策略季报》、《中国银行个人金融全球投资策略月报（中、英文）》、《中银资产配置策略周报》和《中银资产配置日报》在内的“中银投策五报”服务体系。分别从客户长期战略资产配置，中期战术资产配置，短期产品最佳时机选择等视角为客户资产配置提供全流程指导，全过程陪伴。

### 7.3.2 我们的资产配置方法论

中国银行私人银行采取“1+1+1”管家式金融服务模式，即一名专属的私人银行家 + 一名专属私人银行投资顾问（IC）+ 一个专业化全球金融服务平台平台，协同做好对客金融服务。中国银行个人金融全球资产配置服务流程，包括了解需求、规划方案、分步实施、重检优化 4 个步骤。我们根据个人客户风险偏好、资产配置目标等核心参数为资产配置的起点，发挥中国银行“投策五报”专业优势、全球化产品与服务平台独特优势、人工智能与大数据系统优势，基于对未来 1 年全球大类资产配置观点，将客户资产在货币现金类、固定收益类、股票权益类和另类资产类别上按照一定规则进行科学配置，构建不同类型客群的策略跟踪组合（策略  $\beta$  组合），并在未来的中银资产配置周报、季报中根据市场变化进行动态调整，指导客户分步实施并最终达成其财富管理目标。

### 7.3.3 我们的 2023 年资产配置解决方案

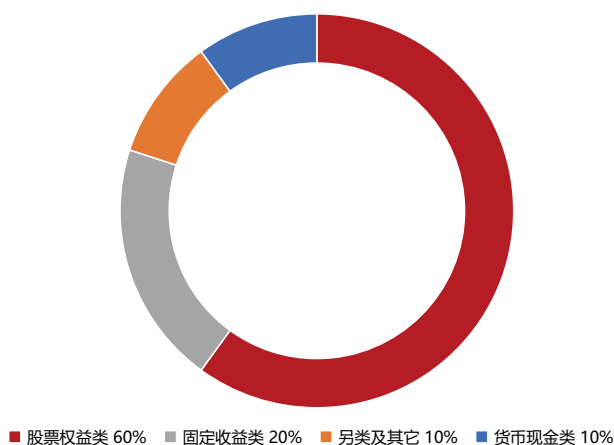
中国银行将个人客户风险偏好划分为 C1—C5 共 5 个风险级别，分别对应风险偏好为低风险、中低风险、中等风险、中高风险和高风险 5 类客群。本系列资产配置方案将大类资产划分为货币现金类、固定收益类、股票权益类和另类等资产类别，分别对应资产的中低风险、中等风险、中高风险、较高风险和高风险。具体到产品层面，按不同风险等级划分为 R1—R5 共 5 个风险等级，分别对应低风险、中低风险、中等风险、中高风险和高风险 5 个产品风险等级。我们将结合本白皮书对 2023 年全球各类资产的走势研判，聚焦到我们最看好的各类资产和行业构建策略跟踪组合（策略  $\beta$  组合），还会依托中国银行强大的产品与服务平台，精选各个资产领域优势产品帮助客户构建投资组合（产品组合），力争为客户赚取更多超额收益（阿尔法  $\alpha$ ），最终通过投资策略与产品的完美结合实现客户资产配置目标。

我们基于投资策略研究中心对于各类资产预期表现的研判，运用逆向优化与 Black-Litterman 模型，构建各风险水平下的有效组合，其中权益市场细分至 A 股市场不同行业、主题，以及海内外宽基指数。根据不同风险等级设定相应投资组合风险预算，进而确定不同风险水平下预期收益最高的有效投资组合。最后计算各细分市场模型收益预测的标准误差，给出组合预期年化波动率，以及预期收益区间（80% 置信水平）。以下各配置方案发布后，中国银行投资策略研究中心可根据市场走势在战术层面做不定期调整，并将持续监控组合收益情况及相关风险指标，定期回检，适时优化，力求最佳。

### 7.3.3.1 C4 及以上风险偏好客户资产配置方案

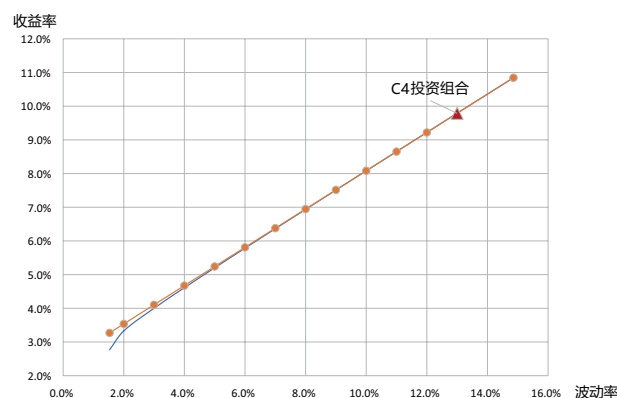
本资产配置方案为我们对 C4 及以上风险偏好客户，基于 2023 年白皮书观点建议的大类资产配置和细分行业组合。根据客户风险偏好较高的特点，按照 13.4% 的风险预算，与 2022 年相比，我们提高股票权益类资产配比 5% 至 60%（其中港股占比 10%，A 股占比 90%），降低固定收益类资产配比，适度配置现金管理类资产，并提高黄金配置比例 5% 至 10% 以对冲美元贬值影响。在聚焦权益类二级分类资产选择时，以顺周期的价值风格为主，并适度配置成长风格，金融地产、食品饮料、旅游等困境反转行业，家电、新能源等可选消费，以及稀土、光伏等重点主题，力求在风险预算范围内博取更高收益。经测算，我们认为此类客群 2023 年的预期收益率区间为 -7.1%—27.1%（80% 置信水平）。

图表 258. C4 组合战略资产配置



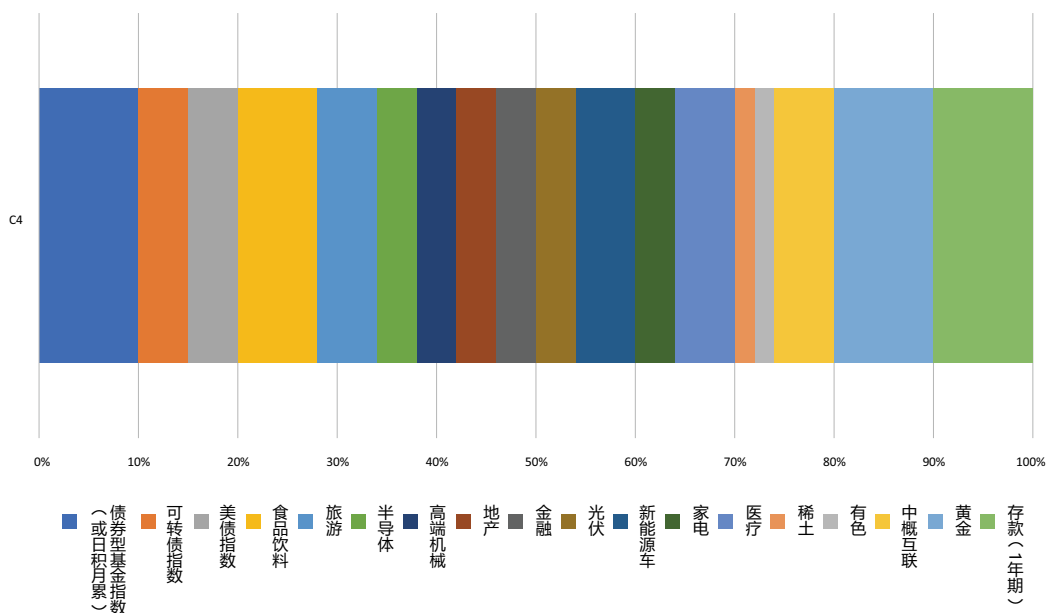
资料来源：中国银行投资策略研究中心

图表 259. C4 投资组合



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

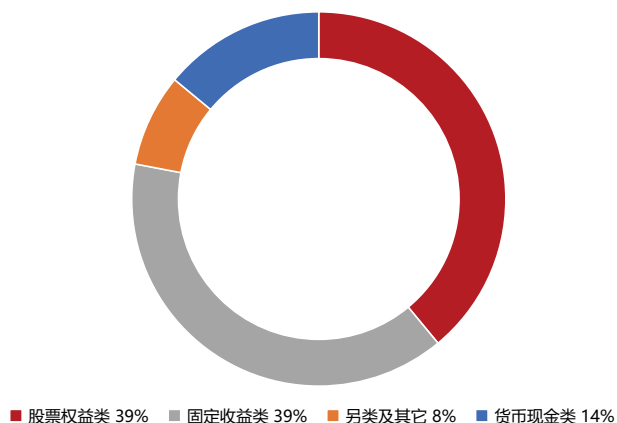
图表 260. C4 组合战术资产配置



### 7.3.3.2 C3 类风险偏好客户资产配置方案

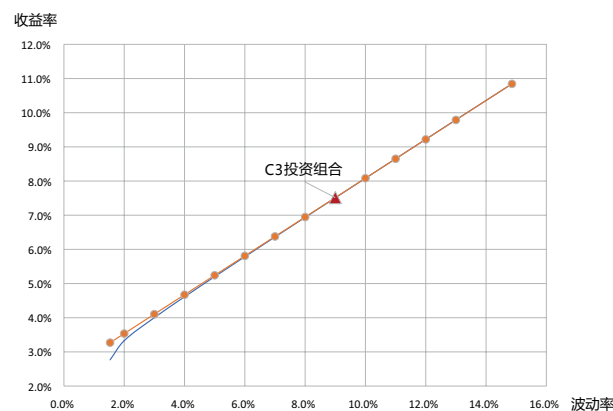
本资产配置方案为我们对 C3 风险偏好客户，基于 2023 年白皮书观点建议的大类资产配置和细分行业组合。根据客户风险偏好为中等风险的特点，按照 8.8% 的风险预算，与 2022 年相比，我们提高股票权益类资产配置 3% 至 39%（其中港股占比 10%，A 股占比 90%），降低固定收益类资产配置，适度配置现金管理类资产，并提高黄金配置比例 4% 至 8% 以对冲美元贬值影响力，求在适中的风险预算范围内博取均衡的收益。经测算，我们认为此类客群 2023 年的预期收益率区间为 -3.9%—18.6%（80% 置信水平）。

图表 261. C3 组合战略资产配置



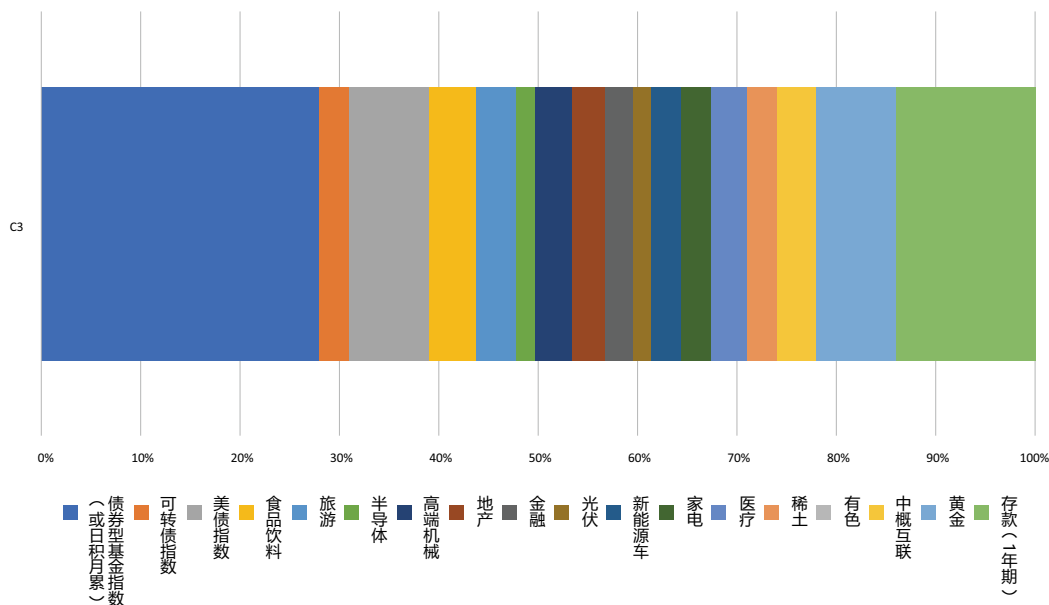
资料来源: 中国银行投资策略研究中心

图表 262. C3 投资组合



资料来源: WIND, 中国银行投资策略研究中心

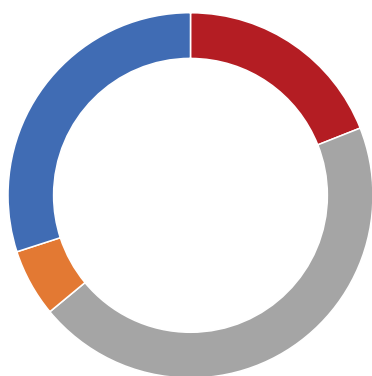
图表 263. C3 组合战术资产配置



### 7.3.3.3 C2 类风险偏好客户资产配置方案

本资产配置方案为我们对 C2 风险偏好客户，基于 2023 年白皮书观点建议的大类资产配置和细分行业组合。根据客户风险偏好中低的特点，按照 4.7% 的风险预算，与 2022 年相比，我们小幅提高股票权益类资产配置 2% 至 19%（其中港股占比 10%，A 股占比 90%），降低固定收益类资产配置，适度配置现金管理类资产，并提高黄金配置比例 4% 至 6% 以对冲美元贬值影响力，求在适中的风险预算范围内博取均衡的收益。经测算，我们认为此类客群 2023 年的预期收益率区间为 -1.0%—11.1%（80% 置信水平）。

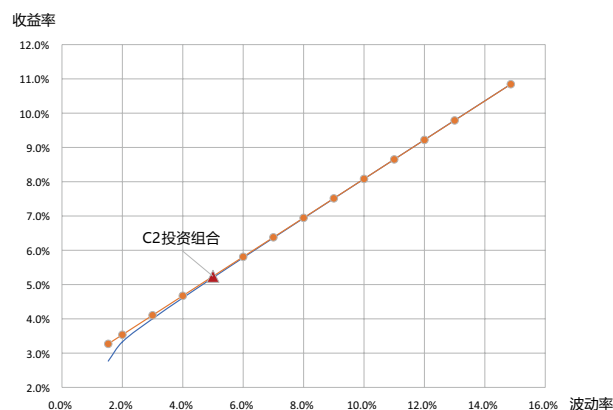
图表 264. C2 组合战略资产配置



■ 股票权益类 19% ■ 固定收益类 45% ■ 另类及其它 6% ■ 货币现金类 30%

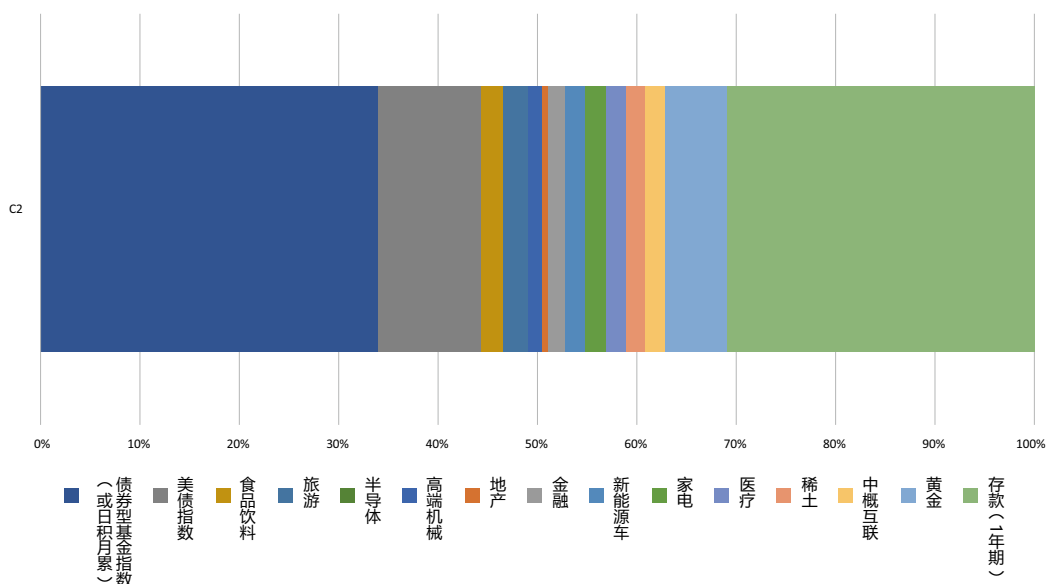
资料来源：中国银行投资策略研究中心

图表 265. C2 投资组合



资料来源：WIND，中国银行投资策略研究中心

图表 266. C2 组合战术资产配置



---

## 风险提示及免责声明

本报告由中国银行投资策略研究中心专家撰写，署名分析师完全基于公开信息资料，秉承独立客观公正的分析立场，以勤勉尽责的职业态度，坚持专业和深度价值研究，但不能保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告内容及观点仅供交流使用，对任何个人和机构均不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告中包含的观点或估计谨代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本报告版权仅为中国银行股份有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对外翻版、复制和发布。不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。



采用国际 FSC 认证，可回收分解循环再利用  
纸浆源自 100% 人造林，绿色环保用纸



中國銀行

