

2023 年宏观经济与资产展望

国联期货研究所

证监许可[2011]1773 号

分析师:

王娜

从业资格证号: F3055965

投资咨询证书号: Z0001999

黎伟

从业资格证号: F0300172

投资咨询证书号: Z0011568

相关研究报告:

股指衍生品: 估值修复, 磨底等待启动契机

股指衍生品: 稳增长政策渐明朗 期待基本面拐点

【专题报告】国联期货股指分红观察(一): 分红对股指基差的影响

【专题报告】美国通胀拐点将现, 加息临近尾声

内外格局转换, 预期向现实收敛

► 扩内需提信心, 重塑良性循环

2022 年, 受疫情及经济主体信心不足等多方面的影响, 房地产投资和消费疲弱, 造成国内经济下行压力突出。但同时, 制造业投资和基建投资在年内录得高增长, 经济呈现结构性差异。随着疫情防控政策优化, 2023 年经济条件将明显改善, 二季度和四季度或是增长高峰。

随着全球经贸进入下行周期, 2023 年全球贸易总额面临较大回落压力, 预计外需量价齐跌, 我国出口增速将面临一定程度下行。餐饮消费、升级类消费有较大的提升空间, 我们预计 2023 上半年居民收入将进入改善期, 下半年我国会进入消费复苏提速阶段。对于房地产需求端的刺激政策仍有加码空间, 预计 2023 年二季度国内房地产销售有望企稳回暖, 但对经济形成支撑乐观预期要在 2023 年末实现。

我国 2023 年上半年在出口、消费及地产方面仍将承压, 积极的财政政策需加力增效, 扩大专项债使用范围、加快政策性金融工具落地发力空间较大。2023 年货币政策将延续和财政政策联动, 注重熨平短期波动, 在财政集中发债阶段配合提供合理充裕的流动性环境, 保持资金利率中枢合理适宜。

► 海外通胀回落, 经济衰退隐忧

2022 年全球通胀形势以美国通胀回落、欧洲通胀再创新高、新兴市场通胀较为平稳为主, 随着疫情接近尾声、俄乌冲突局势好转以及激进的加息政策效果初现, 我们估计美国通胀水平于 2023 年回落至美联储的通胀目标位; 欧洲的通胀水平于 2024 年回落至欧洲央行的目标之上。

通胀高企、成本危机、金融环境收紧、俄乌冲突以及疫情持续等, 严重影响全球经济增长前景。我们预计 2023 年全球市场将是经济低增速和高利率逐渐回落的一年。在预期欧美经济衰退中, 发展中国家等新兴经济体接替了全球制造产业链, 生经济增长动能明显强于发达国家, 2023 年将迎来全面复苏。

► 加息临近尾声, 资产迎来重配

目前全球通胀水平基本至高点, 我们认为美联储将在 2023 年初连续两次加息 25BP 后暂时停止加息, 以观察就业市场、经济发展及通胀水平。欧元区加息幅度也将下降, 但由于欧洲受能源价格影响通胀顽固, 短期内不会停止加息。

2023 年 A 股市场运行中枢整体向上, 呈现“N”型走势概率较高。国内政策基调为宽财政+稳货币, 2023 年央行政策利率呈先稳定后上升的走势。商品受全球经济下行影响国内外价格分化, 关注内需驱动商品在产业政策出台背景下的做多机会。2023 年美元指数有望磨顶, 黄金货币属性强化, 配置价值凸显。

正文目录

一、 2022 年市场回顾.....	- 1 -
二、 国内经济：扩内需、提信心，重塑良性循环.....	- 2 -
2.1 全球经贸收缩，国内出口增速下移.....	- 2 -
2.2 经济循环有望恢复 下半年消费增长提速.....	- 4 -
2.3 房地产对经济拖累有所减弱.....	- 5 -
2.4 “宽财政+稳货币”政策合力为主基调.....	- 8 -
2.4.1 积极的财政政策加力增效.....	- 8 -
2.4.2 稳健的货币政策精准有力.....	- 9 -
2.5 流动性保持偏宽松.....	- 12 -
三、 海外经济：加息周期进入尾声 经济弱衰退.....	- 13 -
3.1 全球通胀分化，年底顶部明确.....	- 13 -
3.2 全球经济疲软，衰退隐忧增大.....	- 14 -
3.3 货币政策转向，加息临近尾声.....	- 16 -
四、 2023 年大类资产展望.....	- 18 -

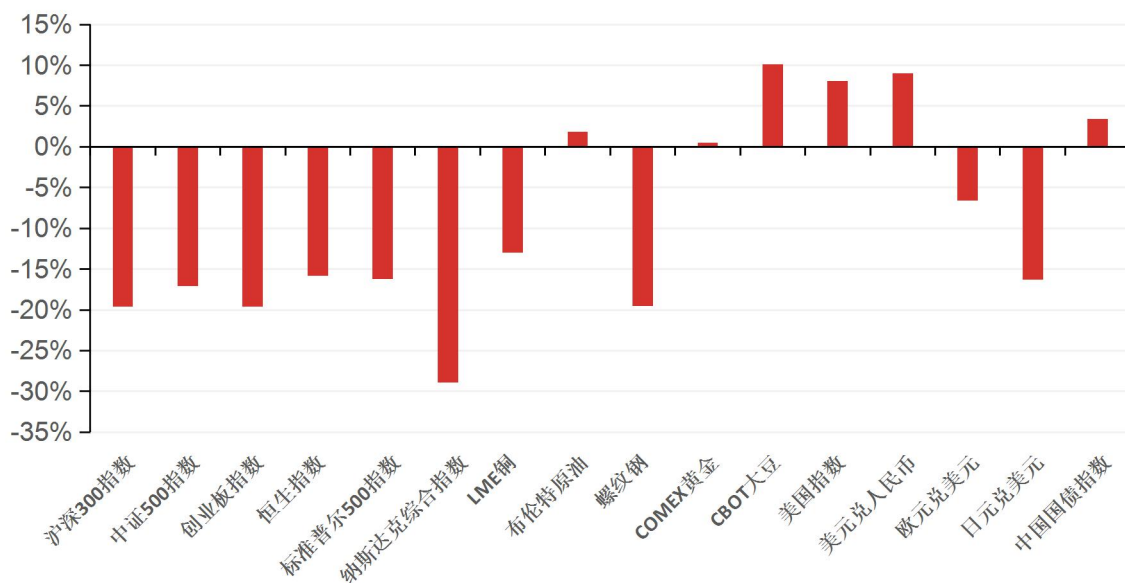
图表目录

图 1 : 2022 年全球资产表现 (%)	- 1 -
图 2 : 全球主要经济体 CPI (%)	- 3 -
图 3 : 全球主要经济体制造业 PMI 与中国出口同比 (%)	- 3 -
图 4 : 中国出口最终目的国 (地) 比重 (2022 年 1-11 月)	- 4 -
图 5 : 城镇调查失业率偏高 (%)	- 4 -
图 6 : 居民收入与社零增速长期相关度 0.99 (%)	- 4 -
图 7 : 2022 年中国各主要消费类增速 (%)	- 5 -
图 8 : 房屋销售面积及新开工面积变化 (%)	- 6 -
图 9 : 新建住宅价格增速处于下行通道 (%)	- 6 -
图 10 : 居民中长期贷款下行	- 6 -
图 11 : 社会融资规模同比多增情况 (亿元)	- 8 -
图 12 : 2022 年央行逆美联储降息 (%)	- 9 -
图 13 : MLF 净投放规模 (亿元)	- 10 -
图 14 : 中美利差将收敛 (%)	- 10 -
图 15 : 政府债券融资 (亿元)	- 11 -
图 16 : MLF 到期量 (亿元)	- 11 -
图 17 : M2 与社融增速持续分化 (%)	- 12 -
图 18 : 多国当月 CPI (%)	- 13 -
图 19 : 美国 CPI 服务分项当月同比环比 (%)	- 14 -
图 20 : 美国 CPI 商品分项当月同比环比 (%)	- 14 -
图 21 : IMF 预测 GDP 实际增长率 (%)	- 15 -
图 22 : 全球综合 PMI 与 OECD 综合领先指标	错误! 未定义书签。
图 23 : 全球主要经济体当月 PMI (%)	错误! 未定义书签。
图 24 : 美国 GDP 当季同比 (支出法) (%)	- 16 -
图 25 : 美国失业率 (%)	- 17 -
图 26 : 美国非农就业员工私营企业平均时薪 (美元)	- 17 -

一、2022 年市场回顾

2022 年，年内呈现明显的内“滞”外“胀”形式，市场面临严峻复杂的国内外环境考验，俄乌局势、疫情导致经济低预期与供应链紊乱、高通胀导致美欧央行快速收紧流动性三大主题贯穿全年，全球经济增速波折趋缓，全球金融市场波动剧烈。

图 1：2022 年全球资产表现（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

第一阶段（2022.01-2022.04）：2022 年初俄乌局势紧张爆发，导致全球范围，特别是欧洲的能源、食品等价格高企，市场避险情绪升温，原油、黄金价格于 3 月创出年内高点。美国 CPI 同比创 40 年新高，2021 年“暂时通胀论”被证伪，美联储紧急开启加息周期，美元指数上涨趋势明确。受国内经济增速放缓影响，金融资产承压，A 股大幅下挫，创下年内低点。

第二阶段（2022.05-2022.06）：随着国内疫情逐步缓解，复工复产有序推进，中国股市于 4 月 27 日触底回稳；国内稳增长政策不断出台，5 月个人首套房利率和 LPR 调降、“稳经济 6 方面 33 条”出台、后续各地也积极跟进放松地产限购措施，市场预期转好，反弹序幕正式拉开。而美元加息周期下中美利差倒挂，美元指数走强，人民币汇率由 6.3 跌至 6.8。

第三阶段（2022.07-2022.10）：连续加息下美国经济衰退预期加强，美股创出今年新低；市场预期美国加息放缓，美元指数于 9 月底见到高点后开启震荡。由俄乌冲突引起的欧洲能源危机随着北溪事件加剧，间接助推欧洲通胀压力，欧洲央行开始加快收紧步伐。国内疫情形势严峻导致供需双弱，经济复苏不及预期。在美联储持续大幅步长加息导致中美利差走阔的预期下，离岸人民币汇率也在国内外双重压力下年内跌超 13%，破汇改以来最低点关口 7.2，以北向为代表的外资持续从 A 股流出。内忧

外患的情况下，A 股开启年内第二次下跌，并于 10 月下行至阶段性底部，创年内次低。

第四阶段（2022.11 至今）：美国 CPI 拐点已现，美联储加息预期缓和，美元指数回落至 110 以下；中美利差有所缓和，人民币重回“7”；俄乌冲突出现边际缓和迹象，海外超预期事件冲击边际改善。国内稳增长政策不断加码，防控措施优化，房地产政策方面“房地产十六条”及“三支箭”出台等一系列稳增长政策有效提升市场预期，上证指数反攻至 3200 点以上。12 月年内第二次降准正式落地，人民币汇率升破“7”。

二、国内经济：扩内需、提信心，重塑良性循环

回顾 2022 年，受疫情及经济主体信心不足等多方面影响，房地产投资和消费疲弱，国内经济下行压力突出。但同时，制造业投资和基建投资在年内录得高增长，经济呈现结构性差异。

由于疫情冲击，预计 2022 年四季度 GDP 增速低于三季度，全年增速低于 3%。随着疫情防控政策优化，国内生活、生产将逐步恢复常态化，稳增长政策持续发力，企业部门适度加杠杆的条件下，**2023 年经济条件将明显改善**。考虑到一季度大概率处于政策放松后的过渡期，完全恢复仍需要一定时间，结合二季度和四季度基数影响，我们认为**2023 年二季度和四季度或是增长高峰**。

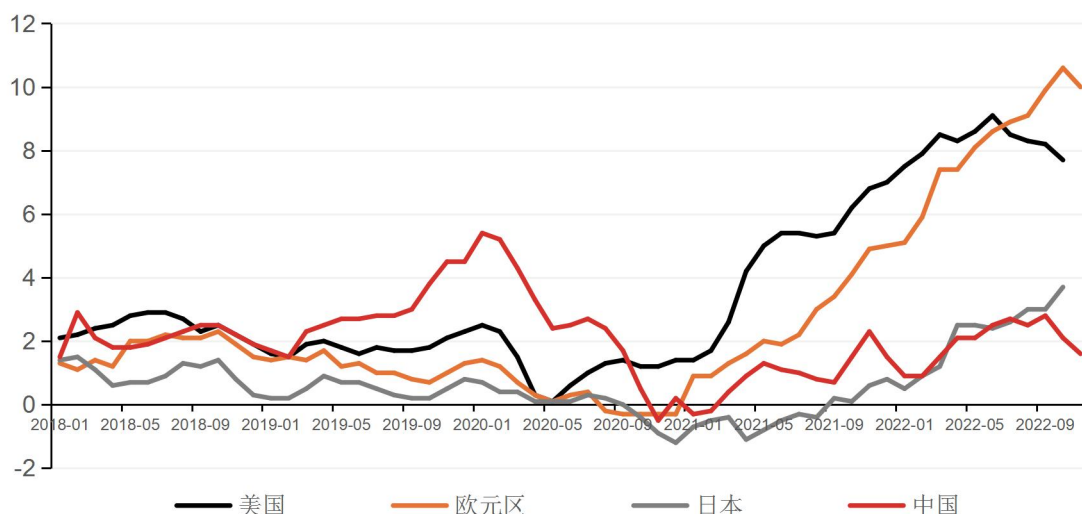
2022 年中央经济工作会议对 2023 年经济工作的部署中，强调“大力提振市场信心，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，有效防范化解重大风险，推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长”。

本部分将从出口、消费、房地产及宏观政策等几个方面，对 2023 年国内经济变化进行分析。

2.1 全球经贸收缩，国内出口增速下移

近年来我国出口占全球比重趋于上升。2022 年，由于我国通胀水平低于全球通胀水平，出口存在“性价比优势”，贸易顺差呈现扩张状态。预计**2023 年我国出口仍将保持高竞争力，出口份额有望保持**。

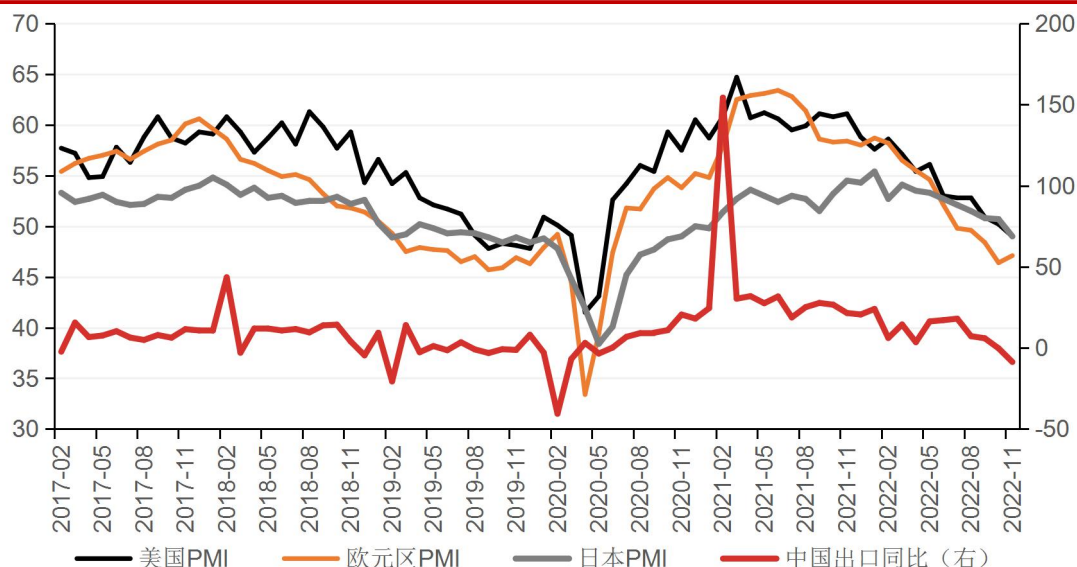
图 2：全球主要经济体 CPI（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

在海外加息周期的影响下，全球主要发达经济体面临较大的衰退压力。自 2022 年 9 月起，制造业 PMI 加速回落，中国出口增速迅速回落，8 月出口增速降至个位数，10-11 月出口同比连续为负（2020 年下半年以来首次），中国出口回落与海外生产放缓高度重合。

图 3：全球主要经济体制造业 PMI 与中国出口同比（%）

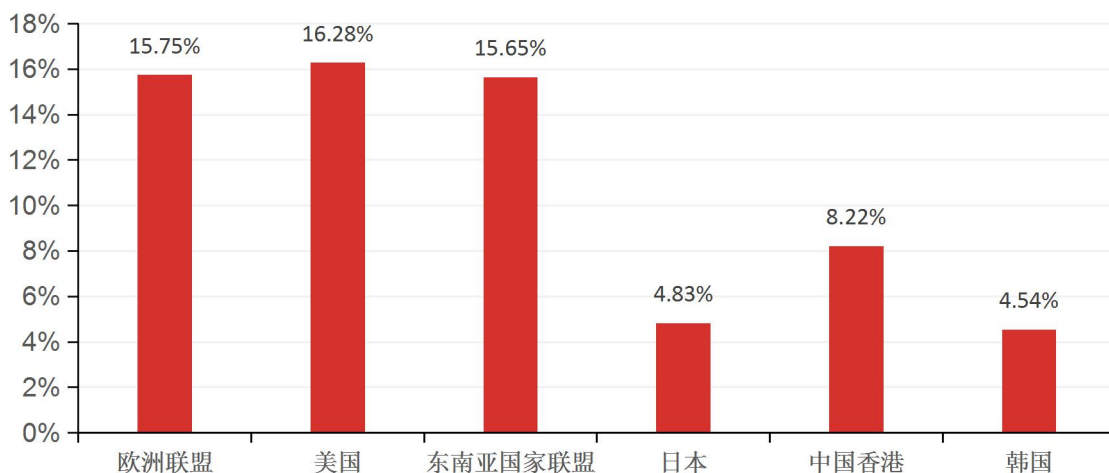


数据来源：WIND、国联期货研究所

IMF 发布的《世界经济展望报告》预计，2023 年全球经济增速将进一步放缓至 2.7%，但实际增长率有 25% 的概率会低于 2%，全球至少有三分之一的国家明年将陷入经济衰退。考虑地缘冲突的不确定性 & 发达经济体持续紧缩的政策，我们预计 2023 年全球贸易增速继续下滑。随着全球经贸进入下行周期，2023 年全球贸易总额面临较大回落压力，预计外需量价齐跌，对我国出口形成较大拖累，叠加 2022 年的高基数，2023 年我国出口增速将面临较大下行压力，是我国经济回暖的主要障碍之一。

但出口仍存结构性亮点，主要体现在两个方面：一方面，自 2021 年起我国对东南亚国家联盟（东盟）出口保持高增速，2022 年 1-11 月我国对东盟出口同比增长 19.10%。预计 2023 年我国和东盟成员国之间的贸易创造效应仍将显著。另一方面，随着欧洲能源成本对高耗能企业的影响，我国相关高耗能产业的替代产品或有亮眼表现。

图 4：中国出口最终目的国（地）比重（2022 年 1-11 月）

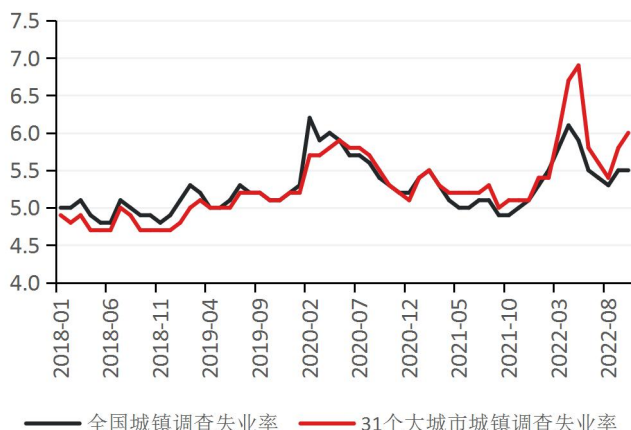


数据来源：中国海关、国联期货研究所

2.2 经济循环有望恢复 下半年消费增长提速

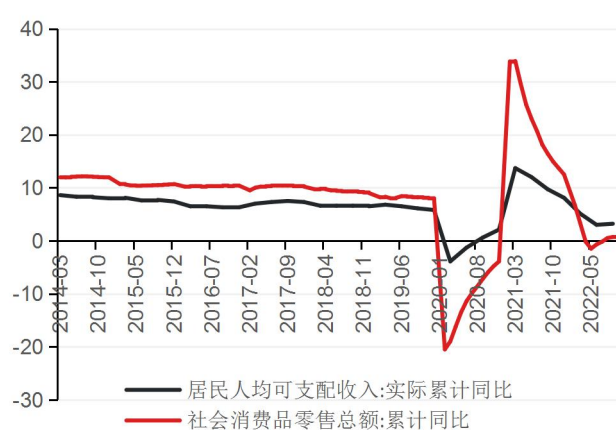
2020-2022 年支撑我国经济增长的主要是出口，呈现为“外需强于内需、出口好于消费”的特征。而随着全球经贸周期下行，国外需求回落，2023 年内需接棒出口支持国内经济复苏变得非常迫切。

图 5：城镇调查失业率偏高 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 6：居民收入与社零增速长期相关度 0.99 (%)



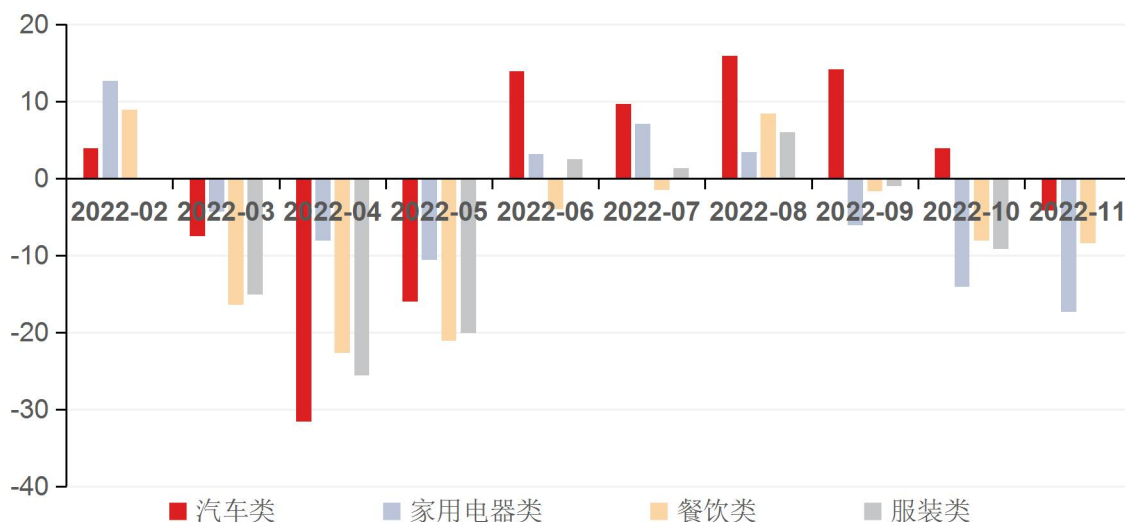
数据来源：WIND、国联期货研究所

2020 年以来，疫情对国内消费场景造成限制，从而导致国内消费呈现较大波动。持续的疫情冲击和偏弱的经济环境，就业难度上升和收入感受下降，给经济主体的预期和长期决策产生的影响，导致居民预期转弱。对不确定性的担忧使居民储蓄倾向上

升，投资和消费倾向下降。

具体来看，受政策补贴和免征购置税影响，2022 年 4 月后汽车消费保持快速增长，对维持消费增速起了重要影响。同时，有三大类消费拖累了 2022 年国内消费：（1）居民出行减少，餐饮消费呈现负增长；（2）升级类消费受消费场景限制影响较大，服装、化妆品、通讯器材等表现较弱；（3）房地产行业低迷，地产后周期消费如家电、建材、家具表现亦不佳。结构上看，餐饮消费、升级类消费有较大的提升空间，而这两类消费将主要受益于消费场景恢复，地产后周期消费受益于地产销售企稳。

图 7：2022 年中国各主要消费类增速（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

因此，2023 年国内消费增速的回升，疫情和消费支持政策将是核心变量。

随着疫情防控政策优化，国内生活、生产将逐步恢复常态化。预计 2023 年制造业、服务业市场就业回升，居民收入有望逐步改善，进而促进国内消费的回升。

但我们需同时注意，居民部门逐渐从疫情影响中走出，并恢复正常的生产、生活状态都需要时间。我们可参考新加坡疫情放松后消费复苏的情况：在 2021 年 6 月疫情政策边际放松的初期，新增感染人数反复波动，但经济整体处于持续修复中；随着 2022 年 3 月大幅简化防控措施后，消费增速快速上升，目前已恢复至疫情前水平。

综上，在时间路径方面，我们预计 2023 上半年居民收入将进入改善期，下半年我国会进入消费复苏提速阶段。

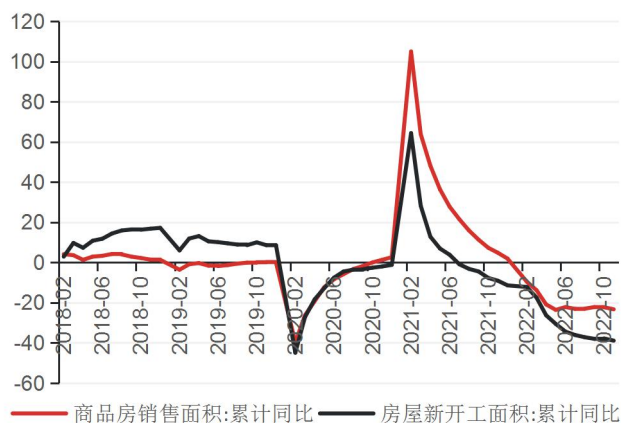
2.3 房地产对经济拖累有所减弱

2022 年房地产行业经受巨大挑战，部分项目出现交付困难，房地产信用恶化，企业融资难度较高，预期趋于悲观，对经济增长造成了压力。

最新数据显示，11 月房地产销售面积累计同比下降 23.3%，70 个大中城市新建

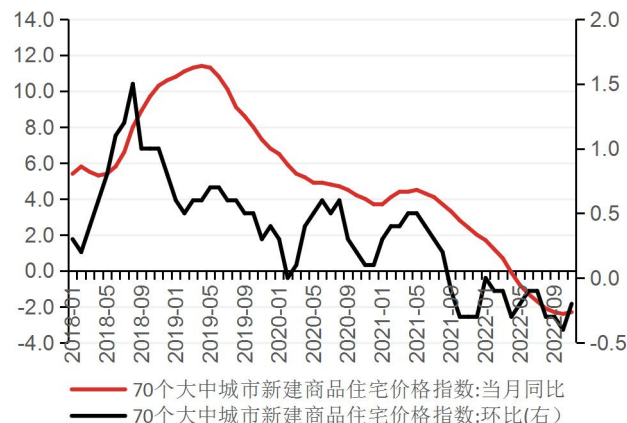
商品住宅价格指数同比下降 2.3%，新开工面积累计同比下降 38.9%，房地产开发资产累计同比下降 9.8%，供需两端均处于下行趋势，房地产行业景气低迷，政策效应仍有待增强。

图 8：房屋销售面积及新开工面积变化（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

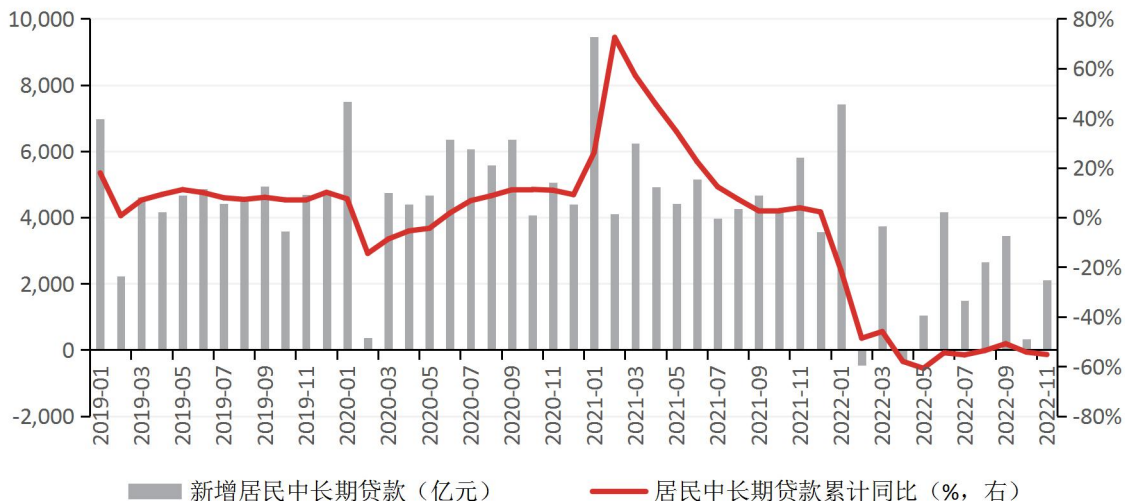
图 9：新建住宅价格增速处于下行通道（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

需求端来看，受对未来经济预期偏弱的影响，居民购房加杠杆意愿较弱，2022 年 11 月居民中长期贷款同比少增 3718 亿元，连续 12 个月同比少增；1-11 月新增居民中长期贷款累计下降 55.22%。

图 10：居民中长期贷款下行



数据来源：WIND、国联期货研究所

房地产项目开发的周期为“融资→拿地→开工→销售→竣工”，房地产销售虽然作为中后端环节，但因其直接影响企业经营预期，进而对房地产企业前端的融资、拿地及开工有着重要影响。因此政策立足于解决后端问题，保交楼从而稳定销售及房价，进而促进房企拿地及开工。2022 年中央经济工作会议中提及要支持刚性和改善性住房需求，我们认为 2023 年对于房地产需求端的刺激政策仍有加码空间，包括从居民端入手刺激需求，调整限购限贷政策等，但支持政策只是托底，“房住不炒”基调

仍在，满足的只是房企合理融资需求。

从供给端来看，从 2022 年 11 月起，房地产行业纾困政策思路已从“保交楼”向“保项目主体”转变，多重融资政策不断出台，给前期收紧的地产融资政策松绑，部分房企融资难题正在缓解。2022 年中央经济工作会议中首次对确保房地产平稳发展的举措展开描述：“确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债情况”。我们认为政府托底地产的决心不容置疑，在看到市场企稳回升之前，地产政策或将处于持续加力的状态。

伴随政策支持力度持续加码，后续房企信用风险多发态势有望逐步缓和，预计房企债券、股权及信托融资业务也将回暖。同时，随着房企信用重塑，居民购房预期亦会受到鼓舞，进而为房地产相关融资带来内生动力。

表 1：融资支持政策不断加码

日期	部门	政策支持
11 月 8 日	交易商协会	“第二支箭” 交易商协会继续准进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资，后续可视情况进步扩容
11 月 11 日	央行、银保监会	金融支持 16 条(11 月 23 日正式发文)
11 月 22 日	央行、银保监会	全国性商业银行信贷工作座谈会：在前期推出的“保交楼”专项借款的基础上，人民银行将面向 6 家商业银行推出 2000 亿元“保交楼”贷款支持计划为商业银行提供零成本资金鼓励其支持“保交楼”工作
11 月 23 日	国常会	适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕
11 月 23-24 日	六大行	六大行与 17 家房企签订战略合作，战略合作金额总计不低于 12750 亿元
11 月 28 日	证监会	“第三支箭” 决定在股权融资方面调整优化 5 项措施

综合来看，随着 2023 年疫情对经济影响逐步消退，房企信用重塑，同时叠加房贷利率下调、放松限购限贷等需求端刺激政策加码，居民购房意愿提升，预计 2023 年二季度国内房地产销售有望企稳回暖。

根据相关研究，地产销售回暖传导至地产开工、**投资增长需延后 2-3 个季度**，因此虽然 2023 年房地产对经济的拖累将有所减弱，但对经济形成支撑乐观预期也要在 2023 年末。

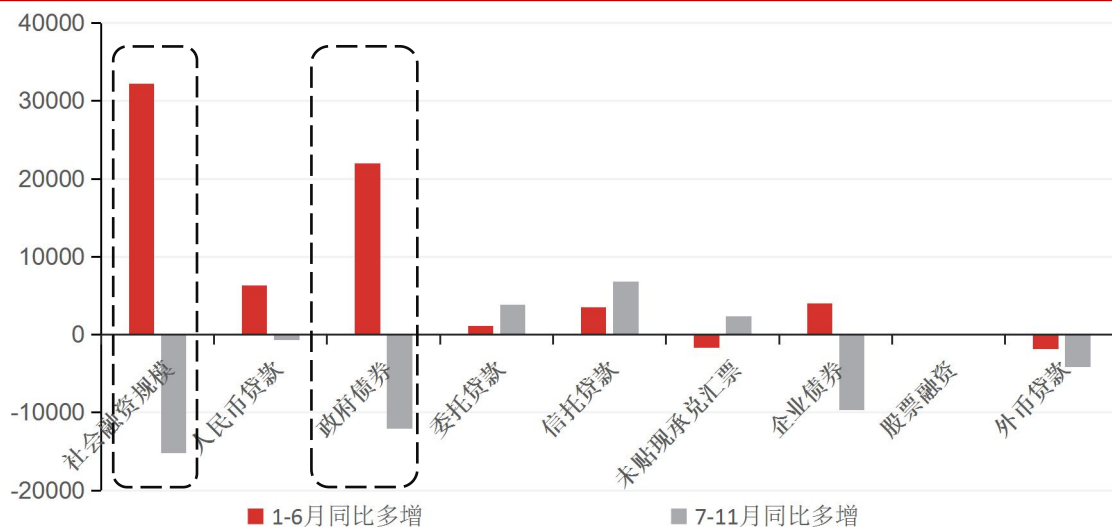
2.4 “宽财政+稳货币”政策合力为主基调

2022 年 12 月 15-16 日，中央经济工作会议召开。关于经济政策总基调方面，会议要求：明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。关于财政政策方面：积极的财政政策要加力提效，保持必要的财政支出强度，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。要加大中央对地方的转移支付力度，推动财力下沉，做好基层“三保”工作。关于货币政策方面，稳健的货币政策要精准有力，要保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。

2.4.1 积极的财政政策加力增效

正如前文所述，2022 年由于经济主体的弱预期导致私人部门需求偏弱、信用收缩。以往的金融政策向实体经济的传导路径不畅，投放的资金在金融体系内空转，并未起到有效的支持作用。因此 2022 年财政支出成为“稳增长”主要政策发力点，政府部门通过主动加杠杆，以实现政策直达实体。

图 11：社会融资规模同比多增情况（亿元）



数据来源：WIND、国联期货研究所

具体来看分为两个阶段：

第一阶段（2022 年上半年）：政府部门发行债券，尤其地方政府专项债。2022 年 1-6 月，政府债券为社会融资规模新增的主要贡献项。社融上半年同比多增 3.22 万亿，其中政府债券贡献了 2.2 万亿。

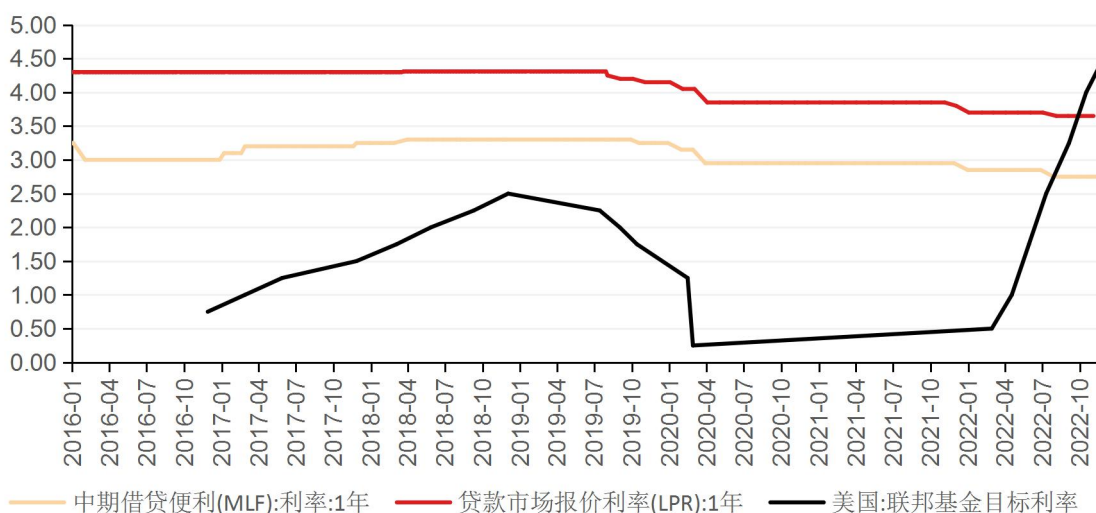
第二阶段（2022 年下半年）：政府部门通过政策性金融工具和政策性银行信贷，补充投资重大基建项目资金。2022 年下半年，新增 8000 亿政策性银行信贷额度、6000 亿政策性开发性金融工具额度快速落地，有效支撑了投资需求和经济增长。

结合上文，我国 2023 年上半年在出口、消费及地产方面仍将承压，要实现 GDP 增长 5% 的目标，积极的财政政策需加力增效，扩大专项债使用范围、加快政策性金融工具落地发力空间较大。

从财政支出方向上，作为扩大内需的政策发力重点，传统基建与新基建有望持续发力，预计 2023 年基建投资增速保持中高增速；同时财政支出结构或有优化，随着疫情缓解，用于民生和直达消费的支持工具或进一步丰富。但需持续关注地方政府债务这一财政发力的底线的动态变化。

2.4.2 稳健的货币政策精准有力

图 12：2022 年央行逆美联储降息（%）

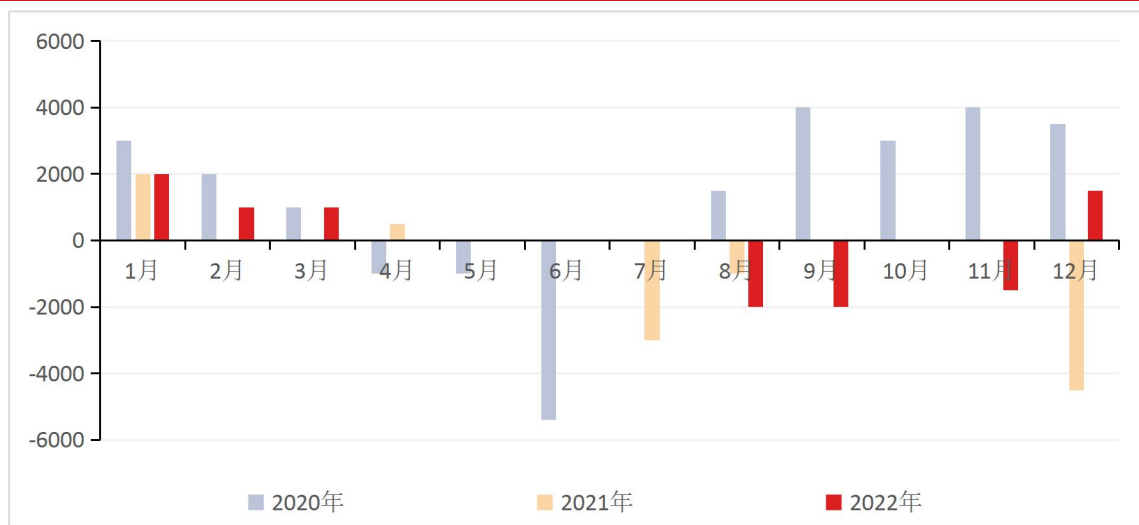


数据来源：WIND、国联期货研究所

2022 年的宏观环境空前复杂，我国货币政策“以内为主”，人行有史以来首次逆美联储降息。由于私人部门信用不畅，资金淤积在银行间市场，使市场利率持续低于政策利率。同时，为了对冲财政投放，避免流动性过度投放，2022 年货币端主动投放在年内出现明显“缩量”特征，更多的是熨平流动性波动。

央行年内两次降准，但是当月仍是净回笼资金，因此 2023 年的降准除了以往的释放流动性的考量，宽信用也是主要目的。央行增加结构性货币政策工具如再贷款再贴现、PSL 等工具使用力度，这些工具有较好的定向补充流动性作用，影响力正在增大。

图 13: MLF 净投放规模 (亿元)



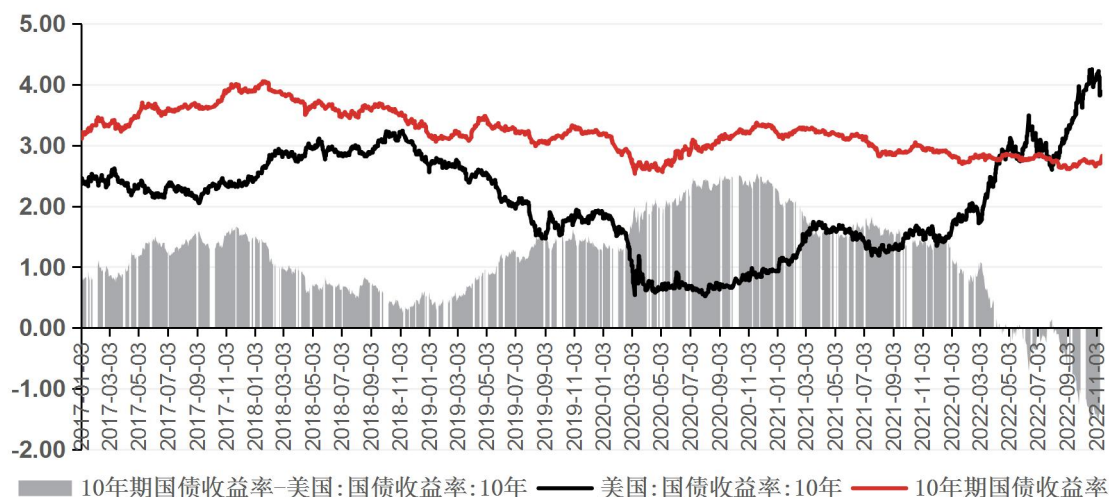
数据来源: WIND、国联期货研究所

总的来看,从效果上看,货币政策对财政政策形成了强有力的支持,主要表现在上缴利润和政策性金融发力上。

在 2023 年经济复苏促使私人部门预期增强之前,政府部门加杠杆仍为主要“稳增长”政策发力点,货币调控更受财政节奏扰动,财政融资和支出的节奏对流动性产生较大影响。2023 年货币政策将延续和财政政策联动,注重熨平短期波动,在财政集中发债阶段配合提供合理充裕的流动性环境,保持资金利率中枢合理适宜。

2022 年中央经济工作会议对货币政策的整体基调稳健的货币政策要精准有力,既要保持流动性合理充裕,也要发挥结构性政策工具精准支持实体经济的作用。

图 14: 中美利差将收敛 (%)

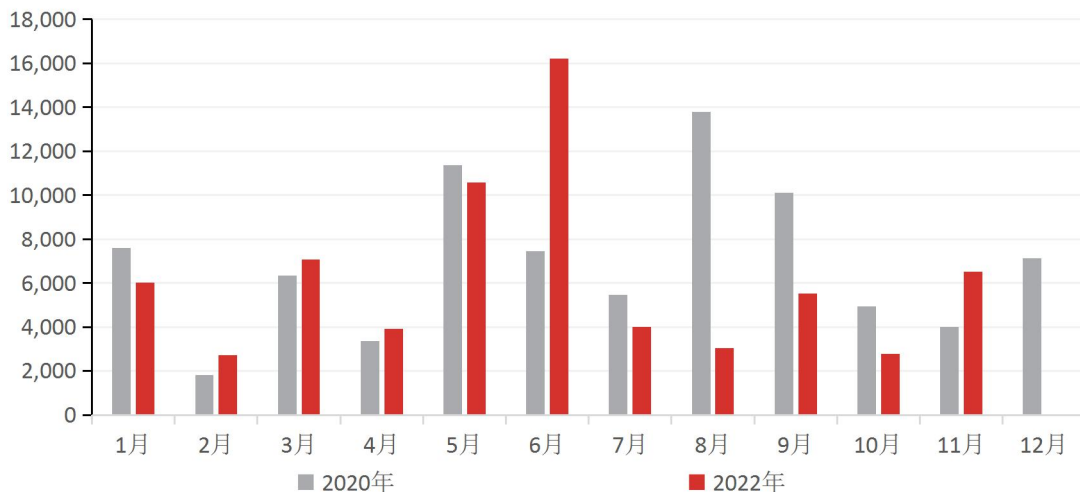


数据来源: WIND、国联期货研究所

“有力”意味着货币政策宽信用、降成本以支持实体经济的目标更为明确。随着 2023 年海外加息周期进入尾声,国内降息约束将得以缓解,利率调降空间打开。2023

年央行将引导存款端等金融机构负债成本下行，从而推动贷款、债券等资产端利率下行，为进一步向实体让利打开空间，以进一步刺激内生融资、投资和消费需求。OMO/MLF 降息将促进宽信用，LPR（5 年以上）下降将引导房贷等中长期贷款增长。

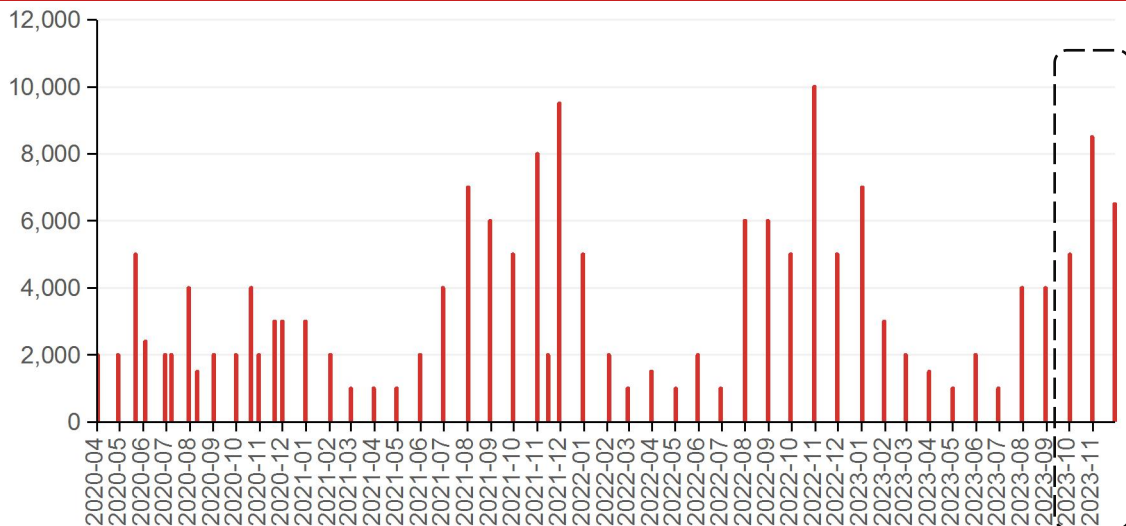
图 15：政府债券融资（亿元）



数据来源：WIND、国联期货研究所

为了补充流动性缺口及支持金融机构信贷投放，2023 年常规降准仍为大概率事件。我们预计 2023 年内降准 1-2 次，时点可能在一季度或四季度，具体时点判断需结合政府债券发行、MLF 到期及逆周期政策加力情况。

图 16：MLF 到期量（亿元）



数据来源：WIND、国联期货研究所

“精准”则表示总量政策工具将趋于谨慎，而类似于科技创新再贷款、支农支小再贷款等结构性工具将持续发力，从而直接提振信贷投放。

总的来看，明年国内需求处于复苏阶段，财政、货币等政策支持力度不具备转向基础。2023 年财政和货币政策发力仍将延续组合拳形式。“宽财政+稳货币”为主基

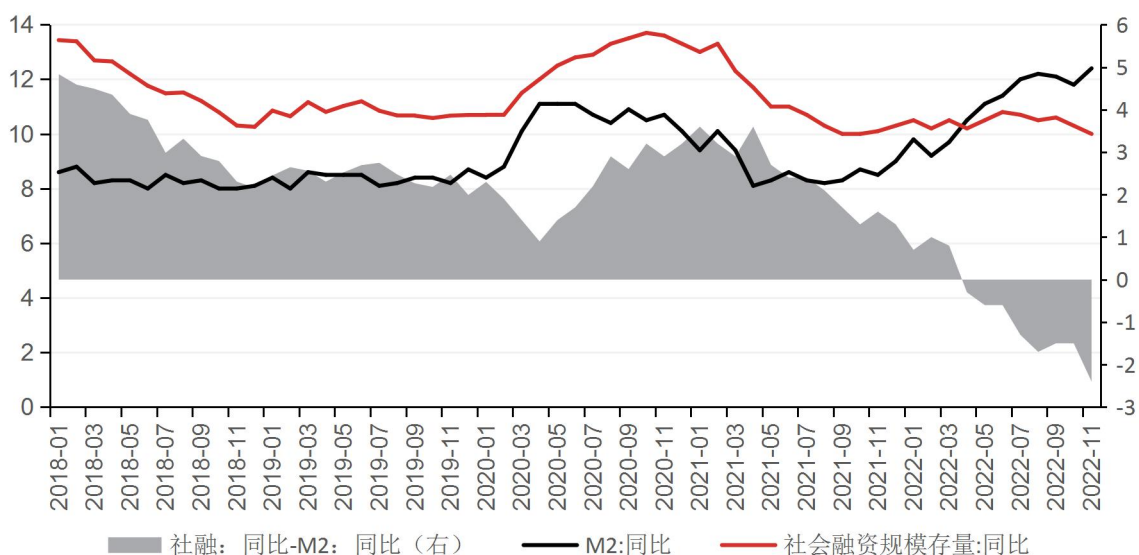
调，赤字率维持平稳，央行将继续在总量型和结构型政策上协同发力，保持流动性的合理充裕，货币政策存在诸如降息等进一步宽松的可能性。

2.5 流动性保持偏宽松

正如前几部分提及，2022 年由于私人部门预期较弱导致信用收缩，政府部门加杠杆启动以支撑社会需求。但企业和居民在承接财政资金后，却因风险偏好较低，持有资金无法有效撬动需求，流动性淤积在银行体系，无法走向实体。

最新公布的 11 月金融数据显著体现这一特点，11 月社融与 M2 同比差值达到历史极低点 2.4%；M2 与 M1 同比差值继续走阔到 7.8%；11 月居民存款当月同比多增 1.5 万亿，创下历史同期新高，整体融资需求仍处于弱势，国内经济受困于“流动性淤积”。

图 17：M2 与社融增速持续分化（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

2023 年，国内经济仍将处于修复进程，在国内生产生活恢复正常化、私人部门信用回升之前，经济仍需政府部门加杠杆，政府债券及政策性金融工具仍为流动性主要来源。2023 年财政前置发力仍为主节奏，上半年财政支出力度好于下半年。但考虑到财政赤字约束及明年央行上缴利润等力度或会缩减，预计 2023 年上半年流动性边际转松，但宽松水平不会高于 2022 年同期。

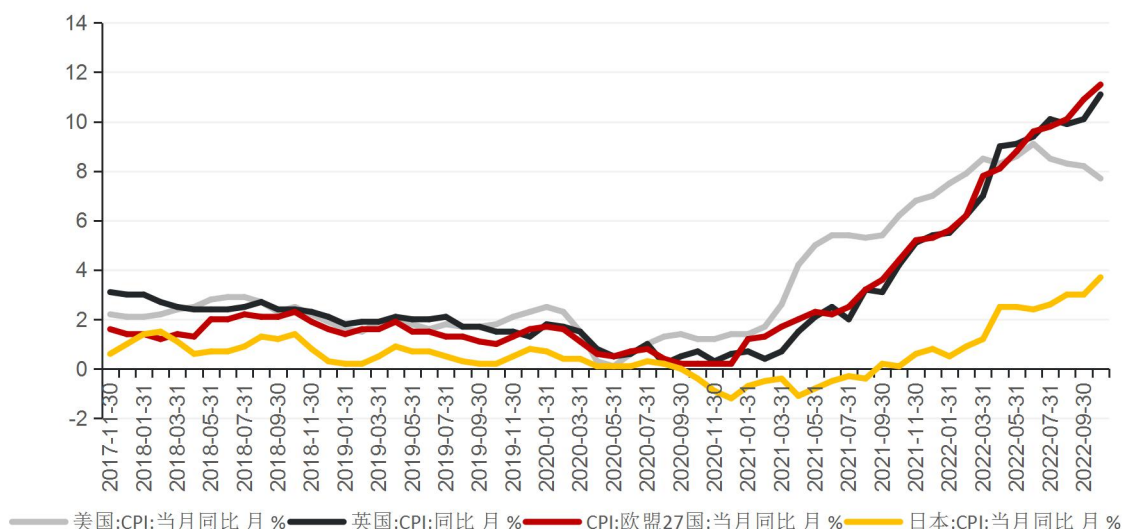
随着经济增长提速，房地产基本面企稳及私人部门信用回升，市场从供给逻辑向需求逻辑切换，社融总量增速提升，货币政策相较财政政策对流动性的影响度放大，流动性拐点可能出现，M2 和社融预计从分化到收敛。

三、海外经济：加息周期进入尾声 经济弱衰退

3.1 全球通胀分化，年底顶部明确

全球通胀自 2021 年以来从各国通胀目标位 2% 迅速上行，以美国为代表，通胀水平一度飙升至 40 年新高，各主要经济体为了应对高通胀先后宣布进入货币紧缩周期。截至 2022 年底，全球通胀形势以美国通胀回落、欧洲通胀再创新高为主，对全球经济发展产生了巨大影响。

图 18：多国当月 CPI (%)



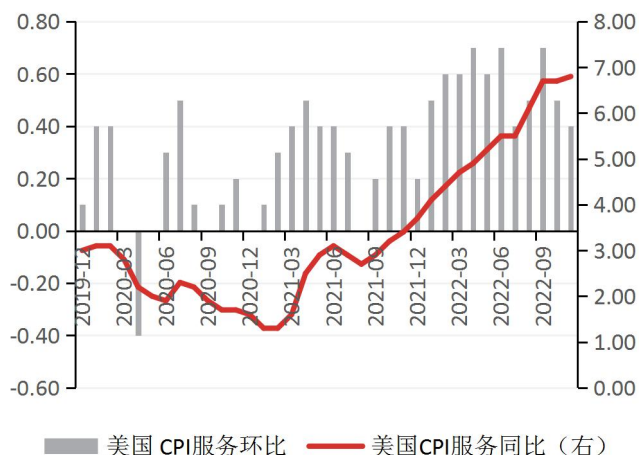
数据来源：同花顺、国联期货研究所

2022 年的全面通胀来源于需求与供给的错配，供给不足但需求高涨推高了各项价格。疫情期间首先是供应链的中断导致商品供不应求，其次是疫情后为刺激经济各国实行宽松的货币政策，导致居民名义收入增加，从而加大消费和储蓄，进而导致商品价格的增加。与此同时，被疫情摧毁的本地供应链恢复较慢，因疫情导致的隔离政策和港口工人下降也导致了国外供应链受阻，成本增加，加剧了供应不足及价格上升问题，推高商品价格。同时，劳动意愿降低推动了薪酬的上涨，推高服务成本上升，在欧美的通胀传导路径中，工人时薪的攀升对通胀高涨起到了明显的推动作用。

另外，年初俄乌战争使石油和粮食供给下降，又一次恶化了供需错配，推高能源和食物价格，其中欧盟因极度依赖俄罗斯能源而受其影响巨大。而日本等没有经历劳动力价格上涨的国家通胀成因主要为本国货币贬值。俄乌冲突推高的国际大宗商品价格和货币大幅贬值等因素导致进口商品涨价，加速通胀。

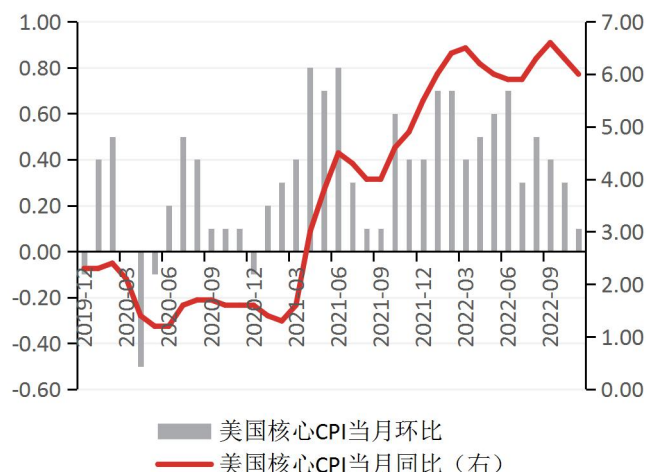
新兴市场由于没有经历劳动力成本上升及长期实行货币宽松的政策，整体通胀较为平稳。而汇率贬值和大宗商品价格上升带来的影响较为有限，目前大部分国家通胀已进入平稳回落阶段。

图 19: 美国 CPI 服务分项当月同比环比 (%)



数据来源：同花顺、国联期货研究所

图 20: 美国核心 CPI 分项当月同比环比 (%)



数据来源：同花顺、国联期货研究所

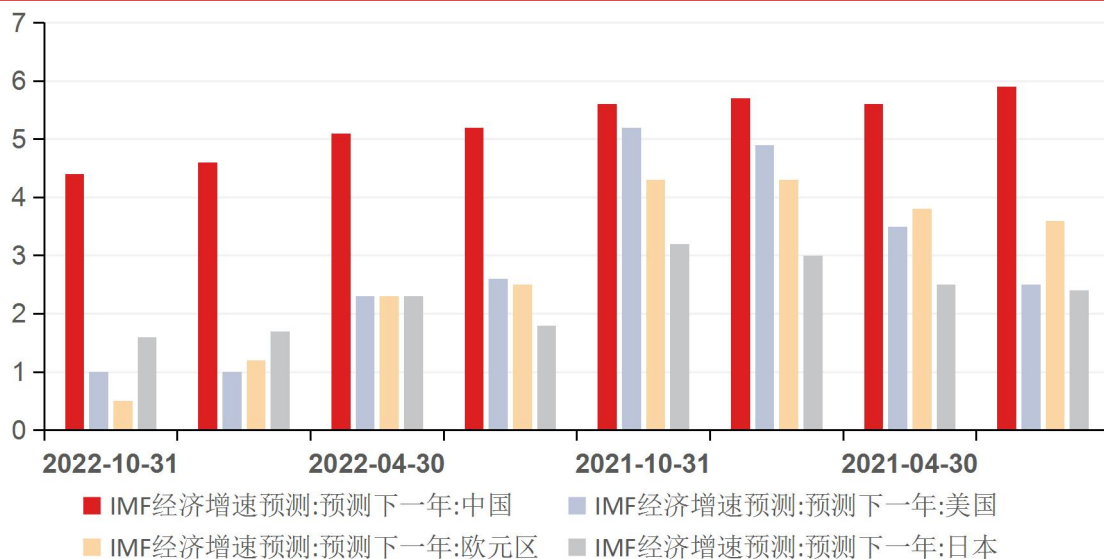
美国 11 月 CPI 同比增长 7.1%，核心 CPI 同比增长 6.0%，连续两个月回落，低于市场预期。目前通胀顶部已现，商品价格增速放缓，服务价格仍未有确定性回落。影响 CPI 变化的有以下分项：（1）食物和能源：因疫情好转，俄乌冲突影响边际弱化，供给逐渐恢复，能源和食物的价格逐渐回落。（2）商品价格（不含食物、能源）：随着紧缩的货币政策，利率敏感型商品的价格回落，如汽车、房价等。另外供应端压力下降也大幅缓解了商品项的上涨趋势。（3）服务价格：劳动力市场依旧强劲，时薪依旧维持高位，工资与通胀的螺旋风险仍存，与其相关的服务价格短期内效果难以显现，预计明年一季度或有明显改观。

综合来看，疫情临近尾声、俄乌冲突局势好转以及激进的加息政策效果初现，乐观估计美国通胀水平于 2023 年能回落至美联储的通胀目标位。欧洲的通胀水平于 2024 年回落至欧洲央行的目标之上。

3.2 全球经济疲软，衰退隐忧增大

国际货币基金组织发布的最新《世界经济展望报告》指出，全球经济面临诸多挑战：通胀水平创几十年新高、实际收入缩水引发的生活成本危机、全球金融环境收紧、俄乌冲突以及新冠疫情持续等，严重影响全球经济增长前景。基于上述原因，IMF 预测 2023 年全球 GDP 增速将放缓至 2.7%。具体来看，IMF 预测发达经济体 2023 年将增长 1.1%，其中 2023 年美国经济增长将持续衰退至 1.0%；IMF 预测欧元区 2023 年经济增速仅有 0.5%；预计日本 2023 年增长 1.6%。新兴市场和发展中经济体 2023 年将增长 3.7%，中国经济依旧是全球经济增长的主要引擎，预测中国 2023 年增速为 4.4%。

图 21：IMF 预测 GDP 实际增长率 (%)

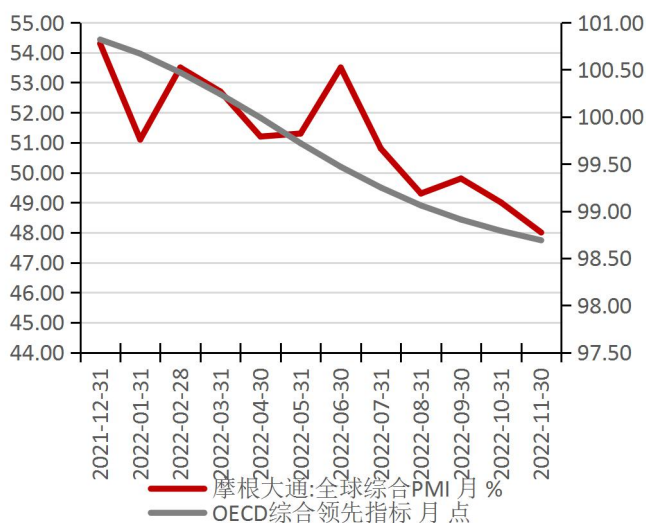


数据来源：Wind 资讯、国联期货研究所

IMF 报告对于全球经济前景的另一个担忧是通胀与经济衰退的政策权衡。随着经济面临巨大下行压力，货币政策在应对通胀问题上可能出现失误，更多的价格冲击可能导致通胀持续更长时间，全球融资环境持续收紧下可能引发广泛的新兴市场债务困境。

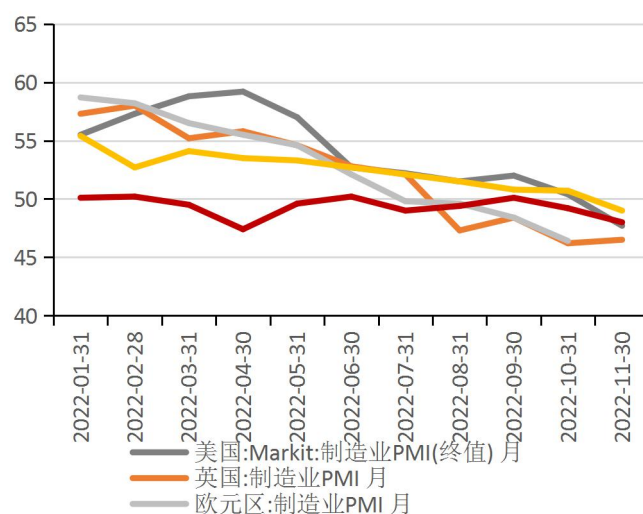
摩根士丹利有着相似的预测：疫情后消费者需求过剩、零售库存膨胀和与通胀的斗争将继续拖累 2023 年的经济增长，全球 GDP 增长最高为 2.2%，勉强避过了经济衰退，低于 2022 年 3% 的预期增长。美国经济将以 0.5% 的增长原地踏步；欧洲和英国的经济可能会收缩；新兴市场经济料将温和复苏。

图 22：全球综合 PMI 与 OECD 综合领先指标



数据来源：同花顺、国联期货研究所

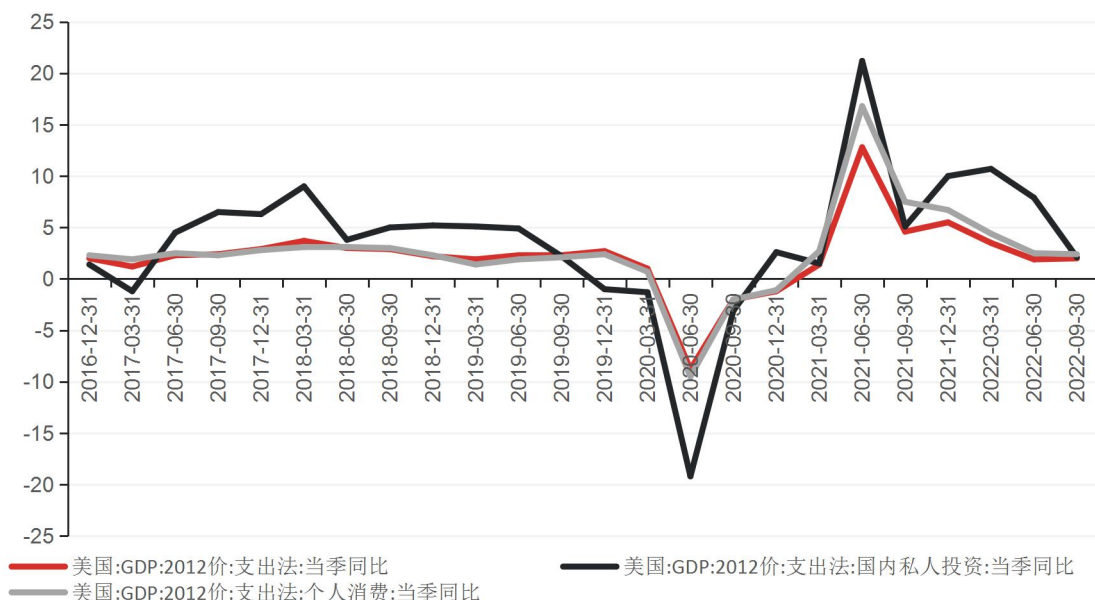
图 23：全球主要经济体当月 PMI (%)



数据来源：同花顺、国联期货研究所

欧美在经历前期经济修复后开始回落。美国制造业 PMI 于 11 月回落至收缩区间，欧洲制造业 PMI 于 7 月回落至收缩区间，全球制造业景气度中枢下降，OECD 跌至 98。各经济体疲态已现，预计 2023 年全球经济呈下行态势。

图 24：美国 GDP 当季同比（支出法）（%）



数据来源：同花顺、国联期货研究所

以美国为例，今年美国前两个季度 GDP 环比增速为负，源于个人消费、净出口和政府支出的拖累。若加息政策延续，或会造成需求快速回落，商品价格预期更快回落，导致投资下降、失业率上升、消费回落的恶性循环。

由于当初美国错误估计了国内通胀水平，造成加息晚于通胀高企的局面，不得不进行了超预期加息。若利率长期维持较高水平，经济衰退难以避免。长时间高利率下利率敏感型商品价格回落，叠加实体企业融资成本增加，以制造业和房地产为首的实体经济发展增速将放缓，甚至进入衰退；实体经济的不景气将影响劳动力市场，失业率上升及工资回落会导致消费下降；供需双弱进入经济衰退周期。

此外，12 月 FOMC 会议大幅下调 2023 年 GDP 预期，由 9 月的 1.2% 至 0.5%，2023 年终端利率由 4.6% 上调至 5.1%，并表示更长时间内保持更高的利率。领先指标全球制造业 PMI 已跌下荣枯线、OECD 低于 100，反映经济前景不容乐观。

综上所述，我们预计 2023 年全球市场将是经济低增速和高利率逐渐回落的一年。然而在欧美经济衰退预期中，发展中国家等新兴经济体接替了全球制造产业链，后疫情时代内生经济增长动能明显强于发达国家，预计 2023 年迎来全面复苏。

3.3 货币政策转向，加息临近尾声

由于 2022 年通胀高企，全球大多数国家进入了持续加息周期。2022 年 3 月，美

联储温和加息 25BP；随着通胀难以控制，5 月美联储加息 50BP；6 月开始连续 4 次加息 75BP（6 月、7 月、9 月、11 月），目前全球通胀水平基本至高点，美联储货币政策开始边际转向，12 月加息幅度为 50BP。截至 2022 年 11 月，联邦基金利率上限调至 4%，为 2008 年金融危机后的最高值。而欧洲央行也于 2022 年 7 月开启加息周期，目前年内加息共 3 次，10 月加息 75BP。

美联储加息通常是因为抑制通胀和抑制经济过热。从历史数据来看，美联储因为抑制通胀加息三次，持续时间分别为 1 年 5 个月、1 年 3 个月、1 年。此次美联储加息始于 2022 年 3 月份，由历史经验来看，因抑制通胀的加息政策要维持 1 年左右的时间。

美联储停止加息通常是因为通胀缓解经济衰退或者稳就业。从历史数据来看，当美国经济增长减弱甚至下降后，失业率攀升，货币政策会改为停止加息甚至降息。美国财长耶伦曾表示美国经济有衰退的风险，但不是降低通货膨胀的必要因素。我们认为**劳动力市场的变化是美联储货币政策转向的重要原因。**

从目前美国劳动力市场来看，失业率仍在疫情前失业率上方，但整体趋于下降趋势，目前远低于美联储失业率阈值。美国平均时薪仍处于上涨趋势，反映劳动力市场依旧强劲，然而非农数据初现端倪。由于疫情移民人口大幅下降，退休人口又在上升，叠加经济下行压力，劳动力市场修复困难，美联储将在不久的将来停止加息。

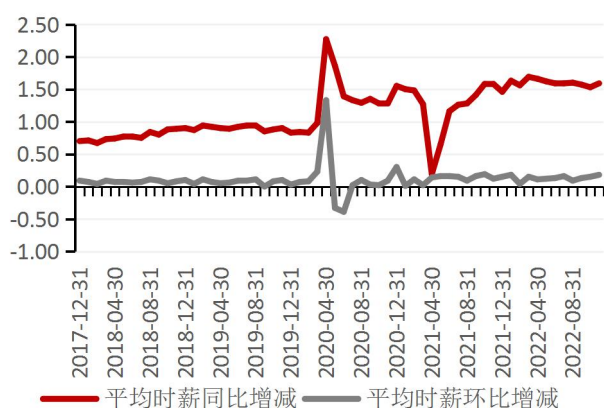
我们预计明年一季度美国就业市场将陷入困境，届时美联储将在 2023 年初连续两次加息 25BP 后暂时停止加息，观察就业市场、经济发展及通胀水平，寻求三方的平衡。欧元区加息幅度也将下降，但由于欧洲受能源价格影响通胀顽固，短期内不会停止加息。

图 25：美国失业率（%）



数据来源：同花顺、国联期货研究所

图 26：美国非农就业员工私营企业平均时薪（美元）



数据来源：WIND、国联期货研究所

美债收益率与加息政策利率水平变动幅度有一致性，变动时间略早于美联储加息时点一至两个月。在美联储完成连续 4 次加息 75BP 前，10 月底美国 10 年期国债收益率在 4.25% 的峰值上逐渐下行。美联储加息周期结束前，预计美债收益率在明年一

季度有大幅下行可能。

从美元指数来看,自 2021 年底来美联储强劲的加息政策使美元指数涨幅近 20%,目前美元指数已回落至 105。美元指数主要受两方面影响:一是美国联邦基金利率,二是其他国家的经济状况。我们预计 2023 年美元指数将会有小幅回落:一是因为 2023 年美国利率将处于高位回落的状态,但回落幅度不大;二是因为发达经济体未来或陷入经济衰退周期,届时货币贬值,一定程度上对冲减缓美元指数下行趋势。

展望 2023 年,全球化逆流与地缘冲突加剧大背景下经济内生增长动力不足,流动性将由收紧转为宽松;但需要注意的是各国仍会将利率维持在一定水平,预计美联储明年仍会加息,加息终点在 5%,利率见顶后有回落需求,全球资本市场将重新定价。

四、2023 年大类资产展望

A 股: 经过 2022 年两次大幅调整后, A 股估值已处于过去 10 年相对低位。随着疫情、地缘冲突、海外加息等前期扰动因素的影响边际转弱,市场关注重心将从政策预期逐步向基本面预期进行转变,宏观经济是股市走向的核心要点。我们认为 2023 年 A 股市场运行中枢整体向上,节奏与国内经济复苏进程相关,重点关注政策信号,整体呈现“N”型走势概率较高。上半年财政政策前置发力,配套产业政策出台,同时是两会召开时期,春季行情或可期待。但疫情放开和内生动能修复需要一定适应调整期,市场情绪或有一定波折;由于各项政策公布后存在一定适应调整期,市场或仍有一定波折;下半年随着美联储暂停加息、各项政策效果的逐步显现, A 股市场盈利有望逐步回归,市场值得期待。

利率: 2023 年政策基调为宽财政+稳货币。财政政策将在上半年中发挥更突出的稳增长作用,专项债及政策性金融工具发挥空间较大。货币政策将延续和财政政策联动,注重熨平短期波动,保持资金利率中枢合理适宜,并运用结构性政策工具精准支持实体经济。2023 年上半年央行政策利率大概率保持稳定,市场利率不会持续上行;随着经济增长提速,内生融资需求的逐渐恢复,叠加市场风险情绪改善,市场流动性拐点可能出现,利率有一定上涨空间。

商品: 2023 年全球经济格局分化。国内扩大内需为主基调,经济复苏预计在下半年提速。全球经贸进入下行周期,欧美经济疲软,需求回落。建议关注内需驱动型商品在产业政策出台背景下的做多机会,外需驱动型商品价格承压。同时需要关注美联储结束加息时点带来的影响。

黄金: 2023 年欧美经济衰退,美联储加息周期进入尾声,美元指数有望磨顶。全球滞胀风险加大,黄金货币属性强化,黄金价格上行压力有望缓解,配置价值凸显。

风险提示: 海外地缘政治冲突;政策演变超预期。

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道 999 号高维大厦 9 楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600