



金融投资专业理财

海外衰退阴云渐起 国内经济企稳重生

瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

分析师：
柳瑜萍
期货从业资格证号：
F0308127
投资咨询证号：
Z0012251

咨询电话：059586778969
咨询微信号：Rdqhyjy
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号
了解更多资讯



摘要

海外篇：衰退难免，静候曙光

顽固的通胀在今年困扰着世界多国的央行，在各国央行纷纷开启加息周期后，高利率环境及持续侵蚀着民众实际收入的通胀使得经济不断承压。资产估值在高利率环境下也不断受到压缩，以美元为主的现金成为投资者的避险天堂。往后看，在各国央行不断加息的背景下通胀将继续稳步回落，整体货币政策转折点大概率将于明年三季度出现，上半年资金流向或逐渐由现金流向至债券市场，而在美联储释放鸽派信号后权益市场或将开启反弹。

国内篇：向好不变，踏上复苏

自疫情以来，我国经济呈较强韧性，三驾马车虽受其影响，但总体正维持着稳步复苏的态势。11月底，我国在疫情调控逐步放宽、多次优化，接下来便要逐步接轨全球进入新常态，但从短期来看也存在一些影响，核酸检测减少带来阶段性和局部性感染的高峰，或带来外出恐惧压制消费和通过居家干扰生产端的运行。预计2022年四季度以及2023年一季度的经济数据不宜过分乐观。但后续随着疫情影响逐步消退，各行各业有序复苏，经济有望在明年二三季度迅速恢复。宏观政策上或维持较大力度，依然为基建、地产为主，从而带动经济增速回到5%的目标。财政支撑基建大概率维持，但对地产的支撑力度或有所增强；货币政策大概率将继续维持宽信用。而内需方面，国家发改委12月15日印发《“十四五”扩大内需战略实施方案》，明确未来三年，要促进消费投资，内需规模实现新突破；完善分配格局，内需潜能不断释放。

大类资产配置：

基于上文，国内债券风险溢价或下降，股市性价比高于债市；而海外通胀稳步回落后，美股或开启新一轮的牛市；美国与其他非美国国家利差的扩大或使美元指数持续震荡。

正文目录

一、海外篇：衰退难免，静候曙光.....	4
（一）供需失衡外加地缘冲突干扰，整体通胀水平飙升.....	4
（二）央行后知后觉，鹰派声音嘹亮.....	5
（三）经济增速放缓，市场风险偏好下降.....	5
（四）需求持续回落，通胀或将稳步下行.....	7
（五）美国及欧洲国家经济或将继续承压，衰退或在所难免.....	9
（六）央行维持鹰派态度，转折点仍需静待通胀回落.....	10
二、国内篇：向好不变，踏上复苏.....	13
（一）防疫：持续优化，接轨全球步入常态化.....	13
（二）生产端：短期承压，长期改善.....	16
（三）投资端：基建挑起经济大梁.....	17
1. 基建：财政支撑下或继续亮眼.....	17
2. 制造业：随“扩内需”政策而改善.....	18
3. 房地产：供需格局有望修复.....	19
（四）消费端：复苏大约半年时间.....	24
（五）贸易端：受海外衰退影响仍承压.....	25
（六）通胀水平：尚难成为宽松政策掣肘.....	27
三、国内宏观政策要稳字当头、以我为主.....	32
（一）财政政策：稳就业、保民生为主要目标.....	32
（二）货币政策：重点关注通胀和房地产两大风险.....	33
四、总结及大类资产配置.....	36
免责声明.....	41

图表目录

图 1 海外经济体通胀走势	4
图 2 原油价格走势	5
图 3 海外经济体政策利率 (%)	5
图 4 海外经济体 GDP 环比增长率	6
图 5 全球资产年初至今表现	7
图 6 能源及食品价格为欧元区通胀主要推手	8
图 7 美国通胀在后半年已开始稳步下滑	8
图 8 美国正逐渐进入主动去库存周期	8
图 9 美国实时租金价格指数在今年 6 月已开始下探	9
图 10 海外国家 PMI 指数	9
图 11 美国 2 年/10 年期国债收益率曲线倒挂加深，衰退担忧加重	10
图 12 欧元区整体杠杆率仍处于高位	11
图 13 美联储需维持高利率环境抑制劳动力市场需求，进而缩小供需缺口	12
图 14 GDP 累计同比与当季同比	15
图 15 规模以上工业增加值同比增速 (%)	16
图 16 固投累计同比增速缓缓回落	17
图 17 基建投资细分项	18
图 18 制造业投资细分项	18
图 19 新增企业中长期贷款	19
图 20 房地产投资下行压力仍大（分项累计同比）	19
图 21 成交土地溢价率：当周值	20
图 22 房地产投资下行压力仍大（资金来源累计同比）	20
图 23 新增居民中长期贷款	23
图 24 社会消费品零售总额增速	24
图 25 我国出口同比增速 (%)	25
图 26 我国对主要经济体出口增速 (%)	26
图 27 进出口数量指数 (HS2)	27
图 28 核心物价依旧平稳	27
图 29 菜价拖累整体 CPI 回落	28
图 30 蔬菜价格震荡向上	28
图 31 原油价格震荡下行	29
图 32 PPI 涨幅转负	30
图 33 成本压力逐步传导至中下游端，生活资料创阶段新高	30
图 34 生产、生活资料剪刀差持续缩减	30
图 35 CPI、PPI 剪刀差持续缩窄	31
图 36 公共财政收入同比增速 (%)	33
图 37 地方财政收入同比增速 (%)	33
图 38 社会融资规模存量增速	33
图 39 新增人民币贷款当月值 (亿元)	34
图 40 企业端短中长贷款当月值 (亿元)	34

图 41 居民端短中长贷款当月值（亿元）	35
图 42 新增人民币存款分项（亿元）	35
图 43 Wind 商品指数	37
图 44 上证指数	37
图 45 十年期国债收益率	38
图 46 美元指数在加息停止前或得到高利率支撑	38
图 47 短期限及长期限国债收益率倒挂曲线已达到历史高位	39
图 48 10 年期国债收益率与股市历史走势	39
图 49 当前标普 500 市盈率处于 2000 年以来平均水平附近	40

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

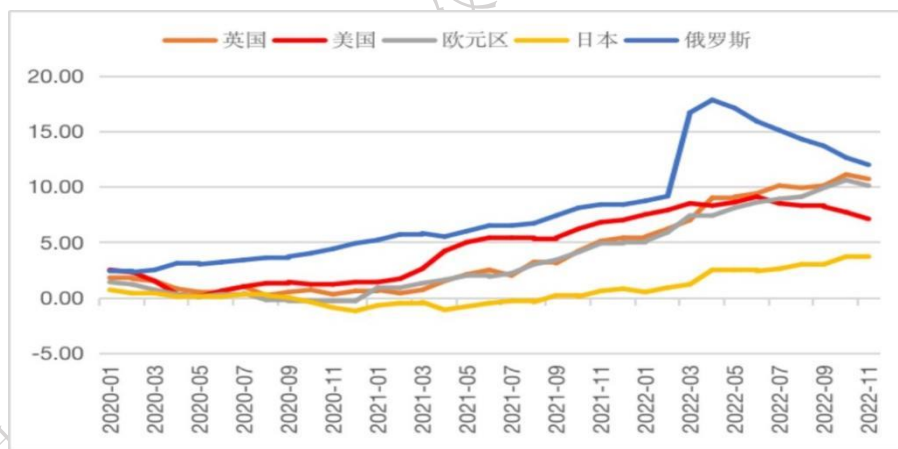
一、海外篇：衰退难免，静候曙光

（一）供需失衡外加地缘冲突干扰，整体通胀水平飙升

失控的通胀水平在 2022 年已成为海外各大央行眼中的头号公敌，而供需失衡及地缘冲突导致能源价格上涨则为本次通胀水平上涨的主要原因。在疫情期间，全球供应链受到严重影响导致众多商品因缺失主要部件无法如期产出，而西方多国央行及政府在疫情期间通过财政及货币政策救助经济使得后继消费者在储蓄水平较高的情况下展现出一定的需求韧性，劳动力市场供需缺口所造成薪资增速飙升的现象也给予了居民消费能力一定的支撑，因此在供给下降且需求维持不变的情况下众多商品价格便逐步上升。

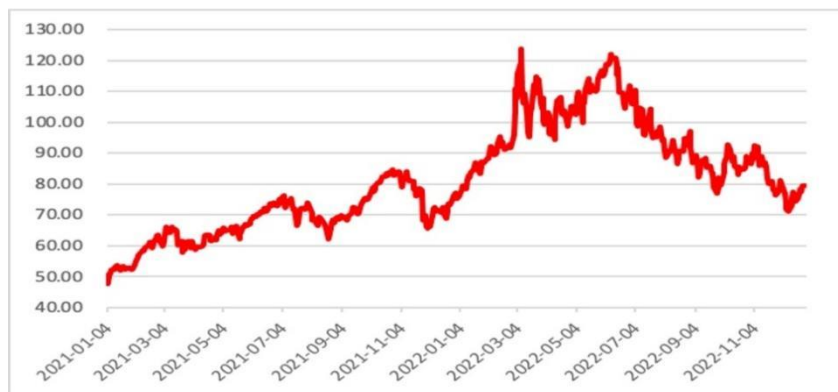
与此同时，俄乌冲突在 2022 年也持续影响着世界的能源供给。西方国家与俄罗斯的持续对峙也显著影响了能源供给的稳定性进而致使石油及天然气等能源价格飙升；而食品的运输成本也受到了能源价格的影响，外加恶劣气候导致产量下降以及地缘冲突引发出出口量减少，食品价格的上升也不断的给予居民生活水平额外的压力。

图 1 海外经济体通胀走势



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 2 原油价格走势

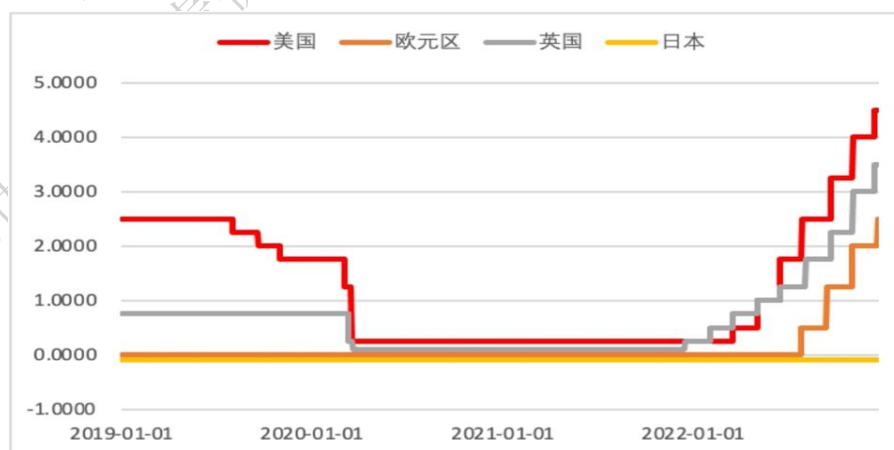


资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(二) 央行后知后觉，鹰派声音嘹亮

以美联储为首的西方多国央行在 2021 年年底皆认为通胀只是暂时性的，因此在当时并未考虑通过加息来抑制经济发展以及价格水平。然而在 2022 年，各国央行见通胀强劲的上升势头便随即开启了新一轮的加息周期。但由于货币政策周期启动时间相对较晚，加息步伐在后继愈加扩大，美联储在短短 9 个月内便足足加息了 425 个基点，而欧洲及英国央行在今年也相继加息了 250 个基点以及 340 个基点来抑制通胀。尽管如此，由于通胀仍处于高于常态的水平，各国央行仍维持鹰派基调来抑制市场对政策转向的预期，多国经济增长在高利率环境下逐渐放缓，市场对经济衰退风险的担忧也逐渐增加。

图 3 海外经济体政策利率 (%)

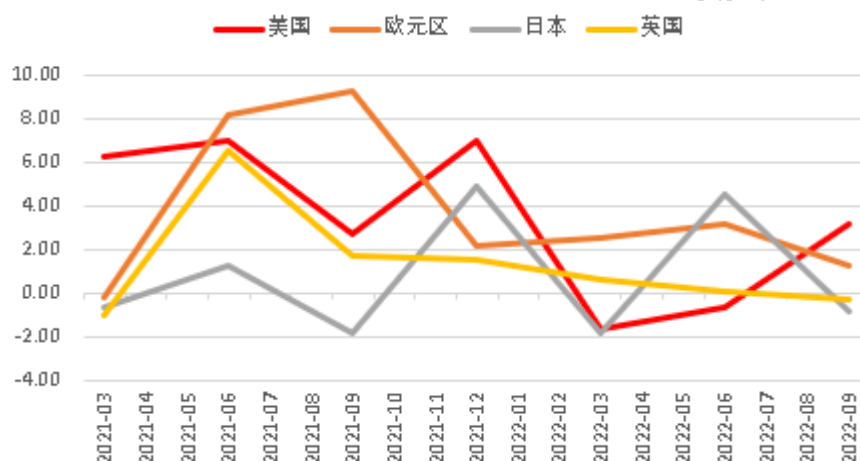


资料来源: wind, 瑞达期货研究院

(三) 经济增速放缓，市场风险偏好下降

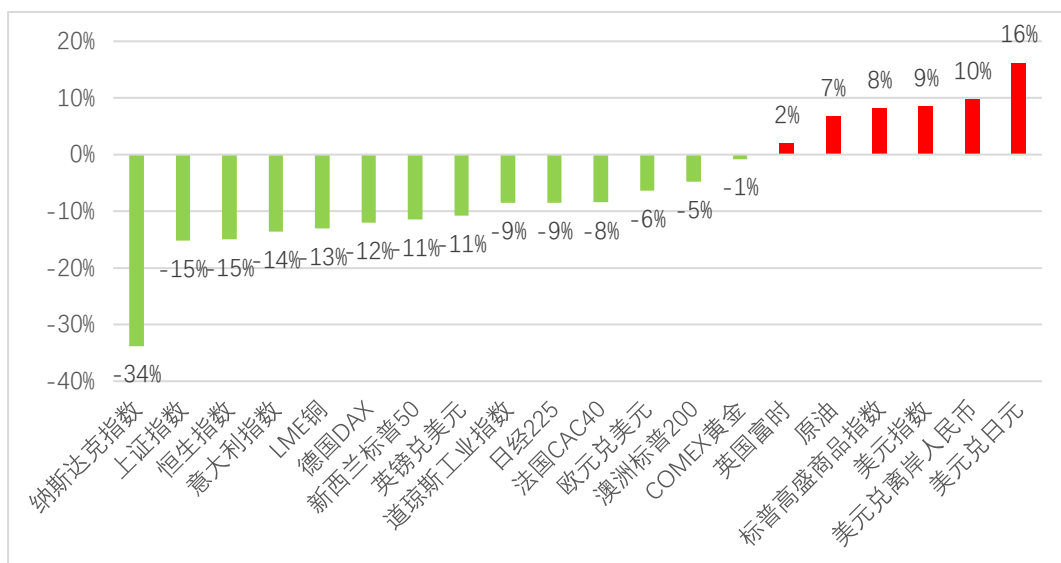
在美联储、欧洲及英国央行掀起加息浪潮后，其本国经济增速在高利率环境下均大幅下降。对利率较为敏感的地产行业降幅最为明显，而整体商品需求在疫情后期消费复苏阶段结束后也逐步下滑。美国经济在今年第二及第三季度甚至出现了连续负增长现象，而欧元区及英国在高利率和能源价格飙升的影响下保持着低迷的状态，英国央行甚至担忧过度加息将使经济严重衰退因而提早转鸽降低目标利率终值的预期。全球股市在货币政策紧缩、融资成本升高的背景下普遍表现不佳，而美元则在货币供给收紧的影响下持续走高，大宗商品价格则在供需失衡的情况下获得了一定的支撑。总的来看，2022 年市场的风险偏好在利率升高、借贷成本成本上升的情况下相对较低，现金、大宗商品及债券的表现相对优于股票。

图 4 海外经济体 GDP 环比增长率



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 5 全球资产年初至今表现

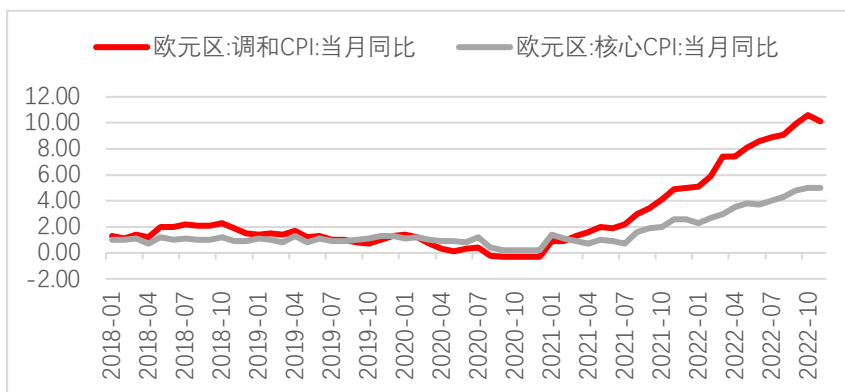


资料来源：wind，瑞达期货研究院

（四）需求持续回落，通胀或将稳步下行

从近期数据来看，以美国为代表的西方国家经济体通胀水平均已有所回落。其中欧元区及英国的通胀压力主要来自于能源及食品价格的上涨，在当前天然气储备相对充足的情况下，若明年一季度气候相对稳定，欧洲能源价格在供需平衡的状态下或持续回落。美国方面，当前通胀水平已超市场预期持续回落，通胀下行主要得益于商品需求持续回落引导价格下降，同时当前美国正进入主动去库存周期，库销比持续上升，总体将有利继续压低明年商品价格。在服务类通胀方面，如医疗及交通运输服务等分项均出现了下降迹象，而占比较大的房租分项受制于租房合约统计更新滞后的原因尚未明显回落。然而现实中的实时房租价格在今年 5 月便已开始下探，通过历史数据对比来看，房租分项在 2023 年 6 月左右或开始稳步下行，若届时劳动力市场需求得到抑制且薪资增速回落至 3.5%至 3.8%区间，美国通胀或加速向美联储目标 2%水平逐步靠近，整体将利好美联储向市场释放政策转向信号。

图 6 能源及食品价格为欧元区通胀主要推手



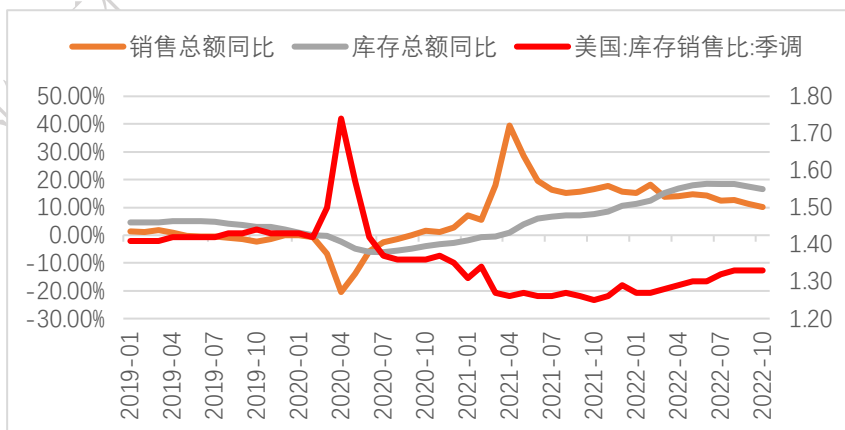
数据来源：Wind，瑞达期货研究院

图 7 美国通胀在后半年已开始稳步下滑



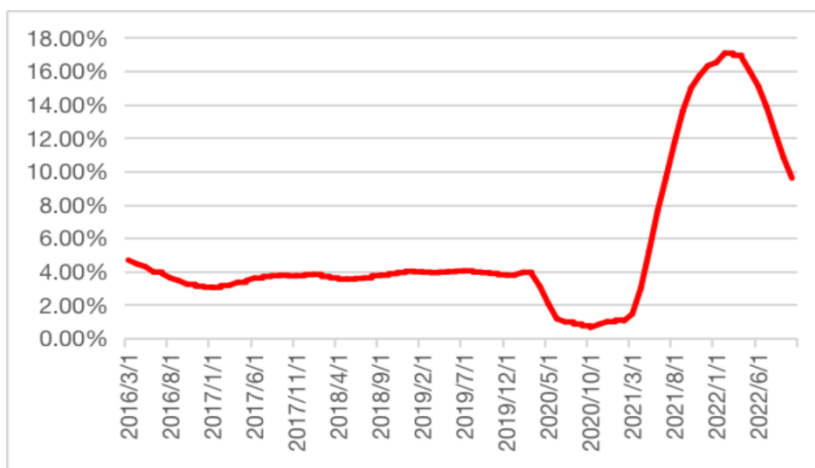
数据来源：Wind，瑞达期货研究院

图 8 美国正逐渐进入主动去库存周期



数据来源：Wind，瑞达期货研究院

图 9 美国实时租金价格指数在今年 6 月已开始下探

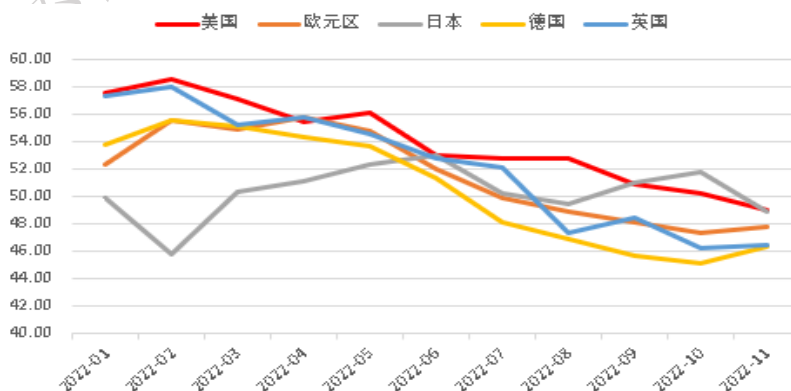


数据来源：Zillow，瑞达期货研究院

（五）美国及欧洲国家经济或将继续承压，衰退或在所难免

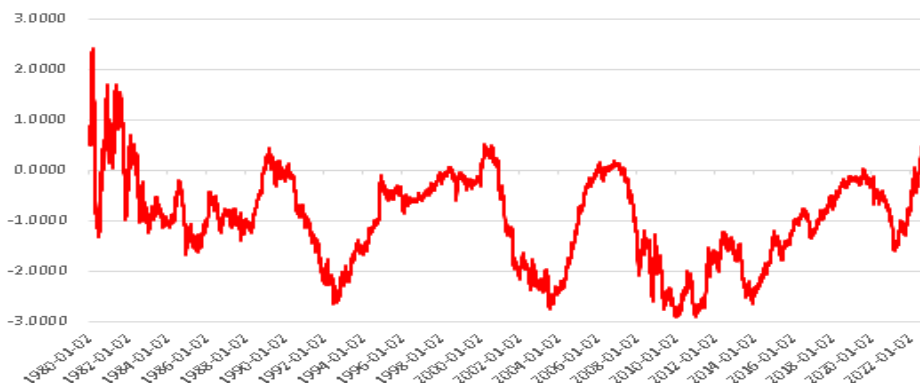
在各国央行持续加息且通胀问题尚存的情况下，世界多数国家经济增长在 2023 年或大概率继续承压。当前美国及欧洲多国 PMI 指数已回落至 50 荣枯线之下，整体商业活跃度在需求下行的引导下逐渐下降。美联储为抑制价格水平将目标利率终值及加息时间长度的预期上调，整体融资成本的持续升高或进一步向需求端施压。同时后继失业率受货币政策影响或逐渐提高，即便当前经济基础牢固且存在一定的软着陆空间，但整体前景相对暗淡。而欧洲经济体除央行持续加息外仍存在一定的能源危机风险，若欧洲能源供给再次受到地缘冲突影响，整体经济环境或在高利率和高输入性通胀的环境下不堪重负。

图 10 海外国家 PMI 指数



数据来源：Wind，瑞达期货研究院

图 11 美国 2 年/10 年期国债收益率曲线倒挂加深，衰退担忧加重



数据来源：Wind，瑞达期货研究院

表格 1 IMF2023 年 GDP 同比增长预测值

	10月预测值	7月预测值	4月预测值
全球经济	1.10%	1.40%	2.40%
美国	1%	1%	2.30%
欧元区	0.50%	1.20%	2.30%
英国	1.60%	1.70%	2.30%
日本	1.60%	1.70%	2.30%
中国	4.40%	4.60%	5.10%

数据来源：IMF，瑞达期货研究院

（六）央行维持鹰派态度，转折点仍需静待通胀回落

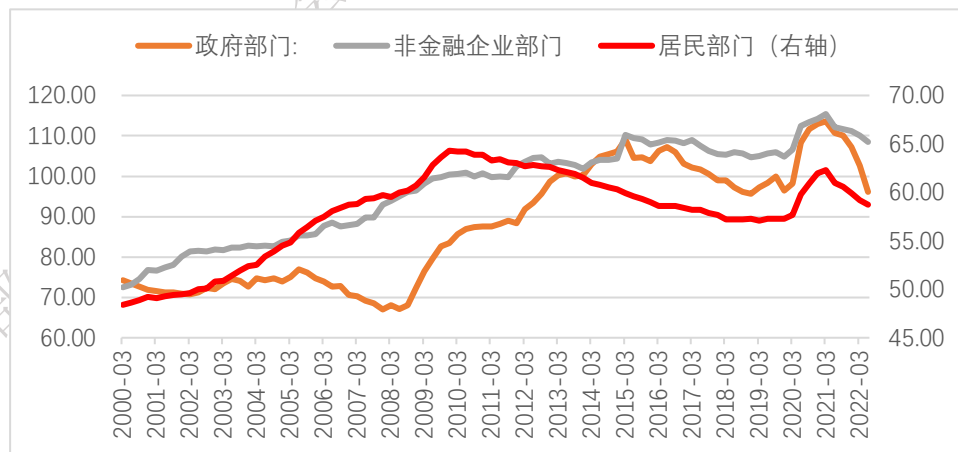
即便当前通胀已出现明显回落的趋势，但以美联储为首的央行体系在短期内或难改鹰派基调。欧洲及英国央行整体加息节奏受制于经济衰退担忧及债务压力或于上半年提早转鸽，同时若能源价格维持需求稳定且供给及储备相对充足的状态，整体通胀或超市场预期快速下行，欧洲经济体央行加息压力将大幅减小。美国方面，从后继美联储会议声明来看，当前美联储关注的重点除通胀数据外便是仍处于高位的薪资增速。劳动力供给端老龄人口受退休潮及疫情所带来的健康担忧等影响总体恢复状况停滞不前，而青壮年人口劳动参与率恢复空间有限；同时在经济前景黯淡的情况下众多企业皆放缓校园招聘，整体大学在读及应届毕业生就业压力有所增加。整体劳动力供给受人口结构影响在明年上半年或仍难以明显有所改善，因此美联储即便在上半年停止加息，美联储或仍需维持高利率环境来抑制劳动力市场的需求水平。

回顾历史来看，货币政策转折点通常需满足以下两点其中之一：1. 通胀明显回落 2. 经

济超预期严重衰退。从当前经数据来看，PMI 指标已进入萎缩区间，经济在 2023 上半年或大概率进入技术性衰退阶段，但由于整体基础相对牢固，衰退程度或相对有限。在经济能承受高利率环境压力的情况下，美联储或在利率达到目标终值后维持高利率环境，而先前提到的住房项价格通胀水平在明年三季度开始回落或加快通胀下行速度，货币政策拐点或随之出现，市场预期或将随之转变，届时风险偏好或逐渐提升。

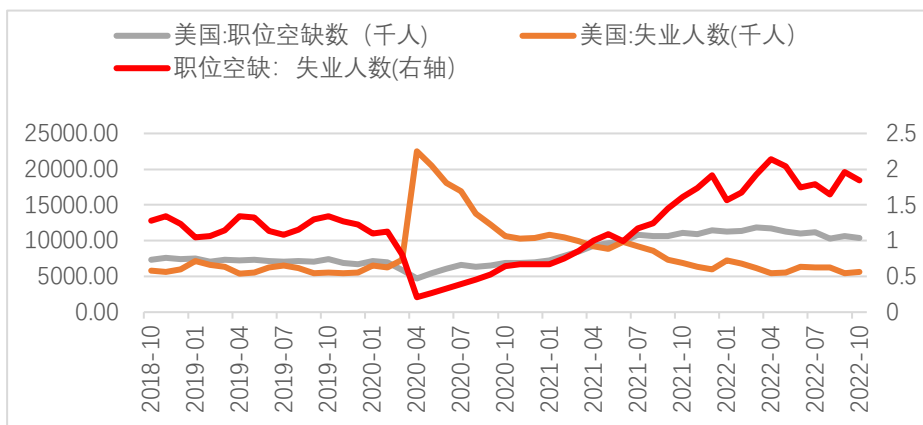
在供应链逐步恢复正常且需求水平持续下降的情况下，整体通胀水平已出现明显回落迹象，市场一致认同通胀或已见顶。结合历史由通胀引起的加息周期来看，2023 年美国货币政策或分为三个阶段，1. 加息末期阶段：当前美联储为抑制市场需求并持续引导价格水平下行而继续向市场放鹰，但结合当前加息进程以及目标利率终值范围来看，加息进程或于明年 3 月 FOMC 会议接近尾声，届时美国目标基金利率或达到 5% 附近。2. 维持高利率阶段：当目标基金利率达到终值后，美联储大概率将维持高利率水平一段时间直至通胀显著回落。3. 政策转向周期：在高利率环境下，美国经济势必承压萎缩，经济衰退风险的增加将进一步向美联储施压。因此，若经济在第二及第三季度出现明显衰退迹象且通胀如期回落至 5% 以下，美联储或将在 FOMC 会议上开始放鸽，而市场对降息预期的升高也将带动整体风险偏好回升。

图 12 欧元区整体杠杆率仍处于高位



数据来源：Wind，瑞达期货研究院

图 13 美联储需维持高利率环境抑制劳动力市场需求，进而缩小供需缺口



数据来源：Wind，瑞达期货研究院

表格 2 市场普遍预测美联储货币政策转折点或在明年 3 季度出现

MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2/1/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	70.9%	29.1%	0.0%	0.0%	0.0%
3/22/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.6%	58.7%	20.6%	0.0%	0.0%
5/3/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.0%	46.5%	32.8%	6.6%	0.0%
6/14/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.3%	44.8%	33.5%	8.0%	0.4%
7/26/2023	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	20.3%	42.3%	27.8%	6.3%	0.3%
9/20/2023	0.0%	0.0%	1.0%	8.9%	27.8%	37.4%	20.5%	4.2%	0.2%
11/1/2023	0.0%	0.4%	4.2%	16.6%	31.7%	30.5%	13.9%	2.6%	0.1%
12/13/2023	0.3%	3.0%	12.5%	26.7%	30.9%	19.3%	6.3%	0.9%	0.0%

数据来源：CME，瑞达期货研究院

二、国内篇：向好不变，踏上复苏

（一）防疫：持续优化，接轨全球步入常态化

2022 年，疫情对我国经济造成巨大冲击，供需两端均遭受重大冲击，原因在于奥密克戎变异株多省多地反复扩散。在这种背景下，减轻疫情对经济产生的负面影响，多久需要进行防疫措施的调整优化。

11 月 11 日，国务院联防联控机制公布进一步优化疫情防控的“二十条措施”，要求科学精准做好防控工作。在此之后，全国各地疫情防控政策持续优化。12 月 6 日，国务院发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》（简称“新十条”），针对国内各地的疫情防控做了优化调整，比如阳性病例可采取居家隔离、核酸查验要求明显下降、没有疫情的学校要开展正常的线下教学活动等。

其中以广州、石家庄、成都等城市为代表的一批地方政府政策调整幅度最大。比如广州在 11 月 30 日发布通告解除各临时管控区的管控措施，公共交通、餐厅等迅速恢复。

总体而言，为了适应奥密克戎新变异毒株“传播快，但致病率和致死率明显下降”的特性，防疫政策更多向“后端”重症治疗缓解倾斜，而在“前端”对无症状感染者的检测和隔离方面的投入有所减少，以求达到疫情防控和经济活动间的更好平衡。

表格 3 各地疫情优化调整措施

城市	防疫政策
北京	有针对性地部分群体实行免检，推行“愿检尽检”，长期居家老人、每日上网课学生、婴幼儿等无社会面活动的人员，如果没有外出需求，可以不参加每日核酸检测。进出京不再核查绿码和健康宝。公交地铁等公共交通不能拒绝没有 48 小时核酸证明的乘客。医院正常接诊，不可拒绝没有 48 小时核酸证明的患者。购买“四类药品”不再登记。堂食、健身、KTV 等密闭场所，仍需要 48 小时核酸阴性证明。电影院恢复营业，并且不查绿码。没有疫情的学校要正常开展线下教学活动。
上海	进出上海不需要落地检。密闭娱乐场所、餐饮服务场所等，不再查验核酸绿码。凭 48 小时阴性核酸就医，特殊情况设立缓冲区可以紧急就医，同时查抗原和核酸。阳性无症状感染者和轻型病例，可以选择居家隔离，时间调整为 5 天。学校划分风险区，减少感染影响。

深圳	公共交通不再查验核酸证明。除聚集密闭的公共场所外，不用提供 48 小时核酸检测阴性证明。就医以医院实际要求为准，不同医院要求的核酸证明时间不同。发热门诊和急诊可以走绿色通道，后续补核酸证明。深圳市多所中小学、幼儿园取消天天做核酸，每个工作日只抽取 20% 师生员工检测。
广州	出行不再开展“落地检”及“三天三检”。除特殊场所外，不再查验健康码。除了住院及陪护需要 24 小时阴性证明，门诊、急诊凭健康码绿码通行。如果出现阳性，无症状感染者和轻型病例一般居家隔离，密切接触者隔离期由原“5+3”缩短至 5 天。购买 37 种《疫情期间需实名登记报告药品目录》药品，不管是线上还是线下，均不再需要登记身份证等信息上报。
重庆	进出重庆不用“入渝四即”（入渝即扫、即查、即检、即报），只需要填报“社区二维码”。医疗机构及养老院、儿童福利院、精神病院等特殊场所，按有关规定查验核酸检测阴性证明（急诊救急除外）。有关密闭公共场所特殊要求的，按规定查验核酸检测阴性证明。其他公共场所查验渝康码，落实戴口罩等个人防护措施，不再查验核酸检测阴性证明。购买退烧、止咳、抗病毒、抗生素等四类药品不再实名登记报告，无需查验核酸检测阴性证明、渝康码和扫场所码。乘坐飞机、高铁、火车和跨省长途客运汽车、客运船舶等交通工具，查验 48 小时内核酸检测阴性证明。
成都	来（返）蓉人员不需要报备，不再查验核酸检测阴性证明、健康码、通信行程卡、风险城市旅居史，取消“入川即检”“落地检”。市民进入小区、乘坐公共交通工具、一般公共场所不再扫场所码，不再查验健康码、核酸阴性证明。市民到各级各类医疗机构普通门诊（含发热门诊）、急诊就诊，不再强制要求提供核酸检测阴性证明，不查验健康码。医疗机构不得因无核酸结果拒诊或延误救治。
天津	进出天津不要求落地检，没有报备要求。乘坐公交、地铁不用出示健康码。餐饮娱乐场所体温正常即可，不用 72 小时核酸证明。购买“四类药品”不再登记。无风险区域的门诊就诊患者及陪同人员就医，需要提供 72 小时核酸阴性证明。
沈阳	除高风险区外，长期居家老人、每日网课学生、居家办公者等无社会面活动人员，如无出行需求，可不做核酸检测。此外，有序恢复经营活动。餐厅饭店、商场超市、宾馆酒店、景区景点、农贸市场、演出场所、室内景区、影剧院等开放场所要落实法人

	主体责任和疫情防控要求，严格查验“四件套”和扫“场所码”，查验 48 小时内核酸检测阴性证明，减少人员聚集，严格落实限流 50%的要求。
郑州	进出郑州取消“落地检”，不再查验 48 小时内核酸检测阴性证明。特殊场仍需要 48 小时内核酸检测阴性证明。部分医院不需要核酸证明。具备居家隔离条件的密切接触者，由“5 天集中隔离医学观察+3 天居家隔离医学观察”调整为“5 天居家隔离医学观察”，也可自愿选择集中隔离。

资料来源：网上公开资料，瑞达期货研究院

2022 年在疫情反复出现的背景下，我国前三季度经济增长呈现 V 型趋势，前三季度 GDP 不变价累计同比增长 3%，三季度当季同比增长 3.9%。整体看，三季度经济稳步修复，第二产业的表现优于第三产业，政策支撑下的投资拉动特征更加明显，基建投资、制造业投资增速高位上行。三季度以来，二产的修复是经济数据改善的重要原因，而第二产业的修复主要受到财政支撑基建进而带动建筑业的回升。

图 14 GDP 累计同比与当季同比



资料来源：wind，瑞达期货研究院

从需求端三驾马车来看，基建投资、制造业投资增速高位上行，拉升整体固定资产投资回升，尤其是基建中的电力投资、制造业中的高技术产业投资增速高于总体。消费温和修复，外需回落的环境下，出口增速受到一定抑制，而内需偏弱的国内环境中，房地产投资仍然承压。对于内需，我们认为 2023 年将继续依靠投资端。伴随疫情对经济负面影响的减弱，收入边际改善、失业率下降、消费信心回暖，将推动消费好转，进而带动我国经济复苏。

疫情防控优化，长期趋势是逐步接轨全球进入新常态，但短期风险是核酸检测减少带来阶段性和局部性感染的高峰。这个高峰会带来外出恐惧压制消费和通过居家干扰生产端

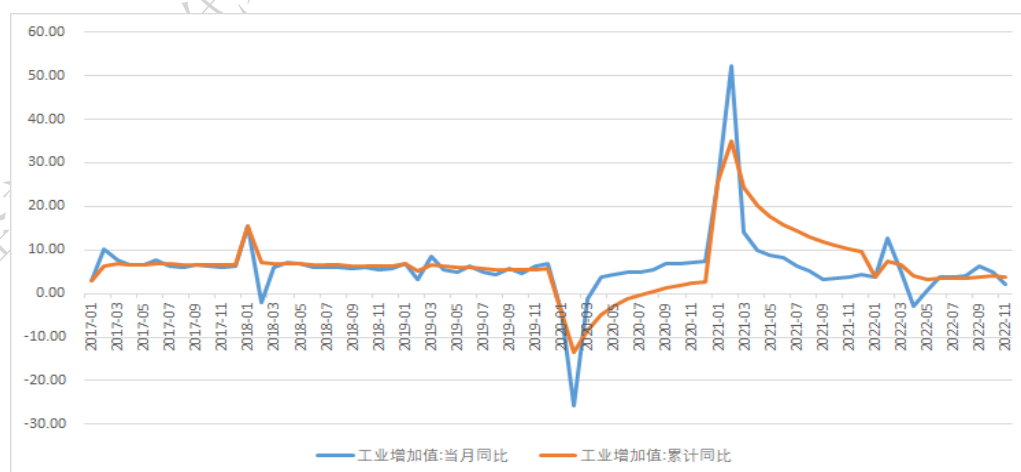
的运行。预计 2022 年四季度以及 2023 年一季度的经济数据不宜过分乐观。但之后随着疫情影响逐步消退，各行各业有序复苏，经济有望在明年二三季度迅速恢复。

（二）生产端：短期承压，长期改善

今年受国内疫情多点多地多次影响，制造业仍在复苏进程中。尤其在年初时，疫情冲击影响较大，我国生产端下滑显著，但随着疫情影响逐步稳定，又在底部迅速回弹，走出了“V”型，现实出我国生产端的较强韧性。结构上，制造业的回弹韧性较为稳定，二三季度整体呈现缓步复苏的态势，其中汽车制造、电气机械依然为核心支撑产业。从周期上看，我国目前处于一个“主动去库存”阶段。二季度以来，在需求偏弱的背景下，库存积压使得企业现金流运转受阻，工业开工率降低，因此选择主动调减生产、降低库存，即为“主动去库存”。

近期工业增速整体弱于预期，压制因素包括疫情冲击、外需走弱以及房地产尚未企稳转暖等。从三架马车的结构分项里的高频数据看，短期内中国主要经济指标同比可能进一步回落。不过，随着防疫政策积极调整，经济向常态化回归进程速度较快，预计中国经济回稳向上的基础将更加牢固。而方向上，国家着重强调“科技创新”，工业新动能有望继续发挥引领作用，高技术制造业将继续保持快速发展，增速持续领跑工业生产。随着我国工业转型升级不断提速，工业产能有望进一步释放。

图 15 规模以上工业增加值同比增速 (%)

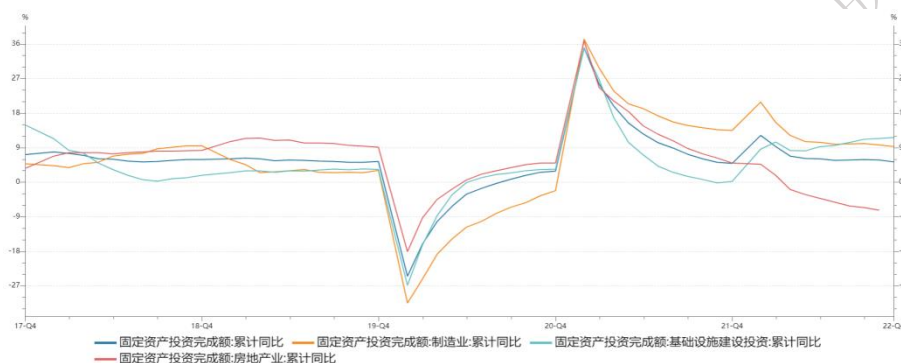


资料来源: wind, 瑞达期货研究院

（三）投资端：基建挑起经济大梁

2022 年，投资对于经济发展的支撑作用明显，是经济复苏的关键因素。直至 11 月，固定资产投资同比增长 5.3%，涨幅小幅回落 0.5 个百分点。高新技术制造业带动整体制造业投资持续上涨，基建投资在“财政前置”影响下持续回升，而房地产行业受多方面因素影响降幅走阔。但随着政策底的出现，地产行业后续料有所回暖，需要一定时间。

图 16 固投累计同比增速缓缓回落



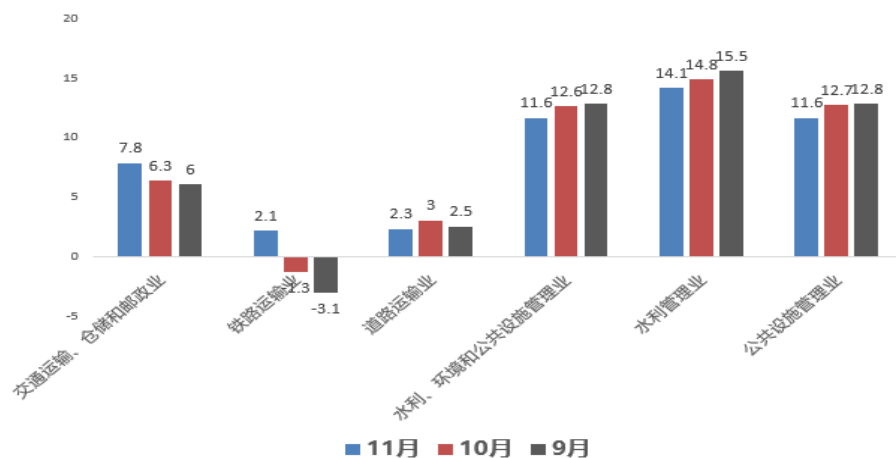
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

1. 基建：财政支撑下或继续亮眼

扩内需重要抓手的基建投资一直表现亮眼。在财政政策大力扶持以及资金、项目双重松绑推动落实下，基建一直支撑整体投资端运行，逆周期调节政策继续发力。5000 亿专项债结存限额所募集资金的使用，是推动基建投资的主要原因。水利和公共设施管理业延续此前较快增长的态势，稳中向好，也印证了这一观点。

随着疫情防控优化，短期经济或承压，此时作为传统重要抓手的基建理应起到拖动经济的作用，因此明年政府专项债有着提早发放的可能，通过加力引导民间投资参与基础设施建设，缓解项目资金压力，助力现代基建，从而达成稳经济这一目标。财政部强调，明年积极的财政政策要加力提效，适度扩大财政支出规模。在此基础上，基建行业在明年的表现大概率将继续优异，支撑经济。

图 17 基建投资细分项

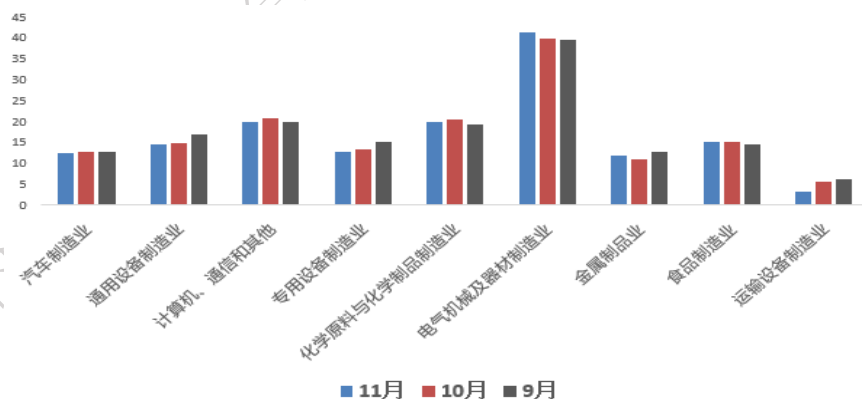


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

2. 制造业：随“扩内需”政策而改善

除了基建外，制造业在今年的经济运行中也占据很大一份功劳，尤其是高新技术制造业。作为制造业投资增长的核心动能，全年平均增速高于 20%，提振整体制造业投资乃至整体固投。但需要注意的事，随着全球经济衰退预期升温，外需不足的现象持续显著，受前期出口带动的部分行业后续或进一步回落，从而对制造业支撑减弱。

图 18 制造业投资细分项

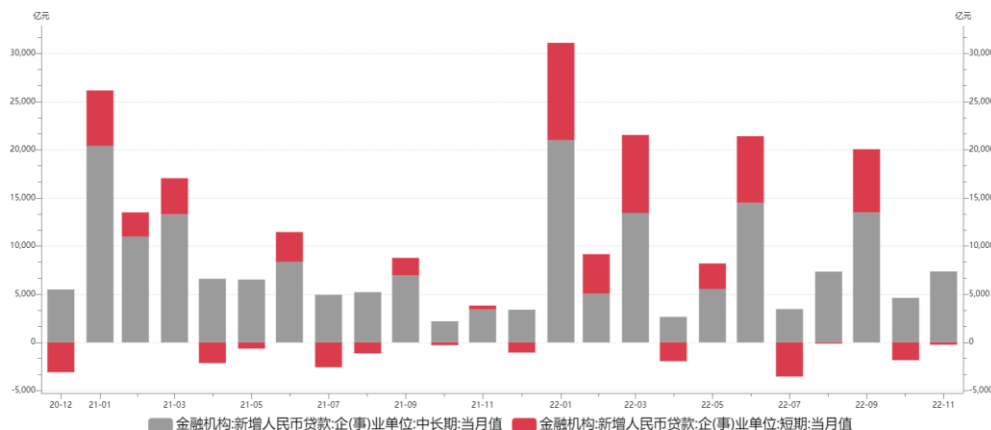


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

由于全球经济存在步入衰退的风险，内外需共同回落，前期出口高景气所带动的新能源、汽车、化工等行业投资降温，从而导致制造业投资减少。长期来看，在经济复苏基础尚不牢固的背景下，制造业投资仍是固投主要动力，高新技术行业是重心。随着全球经济衰退预期升温，内外需不足的现象持续显著。但近日中共中央、国务院印发了《扩大内需

战略规划纲要（2022—2035 年）》，体现了国家对内需不足的重视，“扩内需离不开投资，需要发挥有效投资的关键作用”。待政策逐步落实后，同比增速或有所改善。

图 19 新增企业中长期贷款



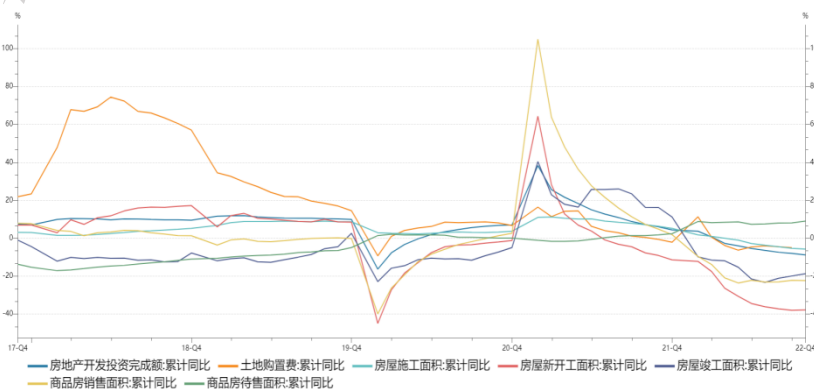
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

3. 房地产：供需格局有望修复

今年以来，我国房地产景气度始终较弱，投资增速由年初的 4.4% 逐步走弱至负，直至 11 月回落趋势仍未改。商品房销售面积、商品房销售额、购置土地面积等多项指标均表现不佳。

从开发资金来看，同比降幅已连续八个月到达 20 个点以上的降幅，房地产市场冷清态势不变。可以看到，房企资金压力仍大，居民购房的意愿仍未转变，总体显低迷，更愿意将资金放在储蓄上。居民中长期贷款依然呈现同比少增的情况，这也意味着当前经济内需依然疲软，房地产仍处于底部复苏阶段，居民对楼市的信心未能提振因而购房意愿不足。

图 20 房地产投资下行压力仍大（分项累计同比）



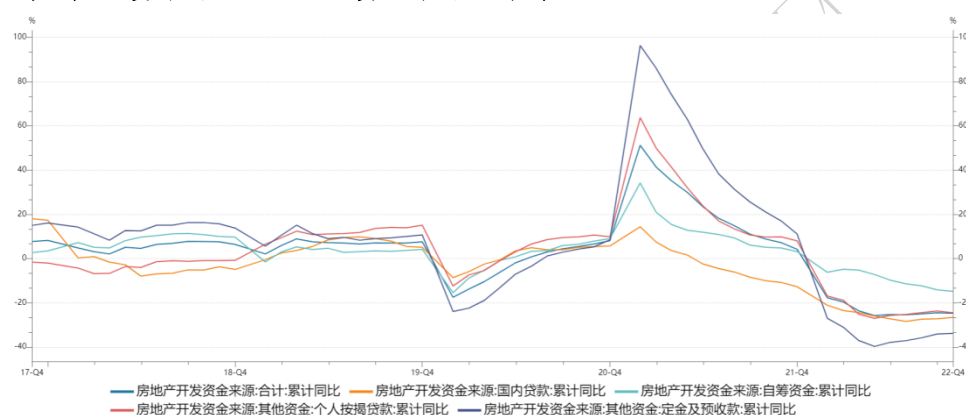
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 21 成交土地溢价率：当周值



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 22 房地产投资下行压力仍大（资金来源累计同比）



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

针对市场偏冷的现状，“三箭齐发”稳地产。11月以来，房地产融资信贷支持政策逐步落地。一是房企可向商业银行申请出具保函置换监管额度内资金；二是推出2000亿元“保交楼”贷款支持计划；三是出台“金融十六条”。这是第一支箭——信贷支持。

民营企业债券融资支持工具又被称为“第二支箭”，11月8日，交易商协会发文决定“第二支箭”延期并扩容，明确将支持对象表述为“包括房地产企业在内的民营企业”。“第二支箭”射出，一方面从监管机构端为优质民营房企发债增信，另一方面表明了监管层稳楼市、保房企的态度。这是第二支箭——债券融资支持。

接下来，11月28日，证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施，上市房企和涉房企股权融资全面放松。这是为房企融资打开了新的路径，同时加快了房地产行业结构性转型。这也是第三支箭——股权融资支持。

表格 4 2022 年以来重点地产政策

政策类别	时间	主体	政策相关文件	政策内容
第一支箭：信贷支持工具	8 月 28 日	央行	保交楼纾困基金	本次全国性纾困基金初期规模为 2000 亿元，城市统借统还并计入地方政府债务，债务期限原则上不超过 3 年。纾困基金将由央行指导国家开发银行、中国农业发展银行、中国进出口银行在现有贷款额度中安排，形式上，以城市为单位，地方政府借入、使用及偿还，并计入地方政府债务。借款成本方面，前两年利率为 2.8%（其中中央财政贴息 1%）。原则上，地方政府借款期限不超过 3 年，第 3 年借款利率涨至 3.2%。
	11 月 11 日	央行、银保监会	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（16 条）	1) 稳定房地产开发贷款投放；2) 支持个人住房贷款合理需求；3) 稳定建筑企业信贷投放；4) 支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期；5) 支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款。
	11 月 21 日	央行、银保监会	保交楼再贷款	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，以鼓励其支持“保交楼”工作。
第二支箭：民营企业债券	11 月 8 日	中国银行间市场交易商协会	民营企业债券融资支持工具	继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，由央行再贷款提供资金支持，预计可提供约 2500 亿元包括房地产企业在内的民营企业债券融资，后续还有望扩容。政策出台次日，龙湖 200 亿元储架式注册发行的申请开始受理。

融 资 支 持 工 具	11 月 9 日	中 债 信 用 增 进 公 司	关于接收 民 营 企 业 债 券 融 资 支 持 工 具 房 企 增 信 业 务 材 料 的 通 知	有意向的民营房企可填写《项目需求意向表》，并发送至指定邮箱，向中债增提出增信需求。11 月 9 日至 11 日，已有 6 家民营房企获全额无条件担保，发行总金额为 68 亿元，截止 11 月 25 日，中债增进公司已收到近百家民营房企增信业务意向。
	11 月 23 日	中 国 银 行 间 市 场 交 易 商 协 会 、 中 债 信 用 增 进 公 司	民 营 企 业 债 券 融 资 支 持 工 具 (“ 第 二 支 箭 ”)	“第二支箭”扩容首批民营房企落地，龙湖、美的置业、金辉 3 家民企获得信用增进函。拟首批分别支持三家企业发行 20 亿元、15 亿元、12 亿元中期票据。截止 11 月 29 日，交易商协会已受理包括龙湖、美的置业、新城、万科、金地等 7 家房企的发债申请，总金额约 1080 亿元。
第 三 支 箭： 民 营 企 业 股 权 融 资 支 持 工 具	11 月 9 日	证 监 会	证 监 会 新 闻 发 言 人 就 资 本 市 场 支 持 房 地 产 市 场 平 稳 健 康 发 展 答 记 者 问	一、恢复涉房上市公司并购重组及配套融资。 1.允许符合条件的房地产企业实施重组上市，重组对象须为房地产行业上市公司；2.允许房地产行业上市公司发行股份或支付现金购买涉房资产；发行股份购买资产时，可以募集配套资金；募集资金用于存量涉房项目和支付交易对价、补充流动资金、偿还债务等，不能用于拿地拍地、开发新楼盘等。 二、恢复上市房企和涉房上市公司再融资。允许上市房企非公开方式再融资，引导募集资金用于政策支持的房地产业务，包括：1.与“保交楼、保民生”相关的房地产项目，经济适用房、

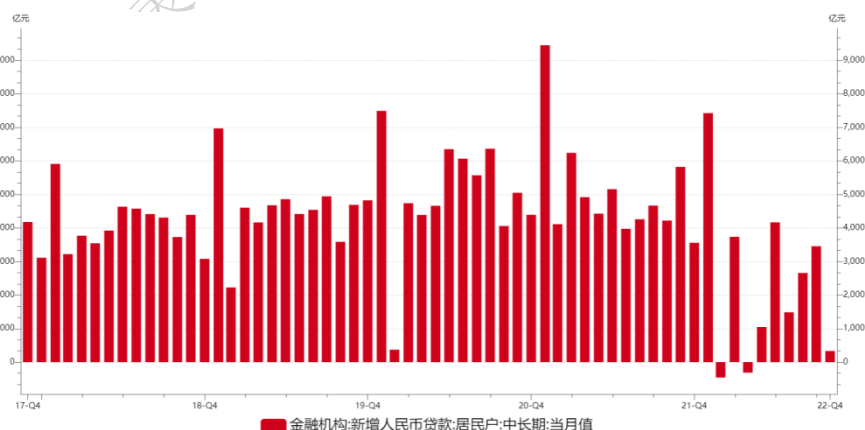
				<p>棚户区改造或旧城改造拆迁安置住房建设; 2.符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等。</p> <p>三、调整完善房地产企业境外市场上市政策。</p> <p>四、进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用。</p> <p>五、积极发挥私募股权投资基金作用。开展不动产私募投资基金试点, 允许符合条件的私募股权基金管理人设立不动产私募投资基金, 引入机构资金, 投资存量住宅地产、商业地产、基础设施</p>
--	--	--	--	--

资料来源: wind, 央行, 瑞达期货研究院

本月的中央经济会议中, 政府要求要继续坚定“房住不炒”定位, 并且提出要“向新发展模式平稳过渡”、要“扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作”, 强调“满足行业合理融资需求”, 这也是“三支箭”融资政策的进一步延伸。此外, 针对需求端, 依旧坚持“要因城施策”, 支持刚性和改善性住房需求。

然而, 受疫情影响, 地产景气度仍未好转, 居民信心尚未恢复, 购房意愿不足。但我们估计, 明年地产政策端仍有放宽空间, 在“因城施策”这一灵活前提下, 各地或有不同程度放宽购房条件、首付调整等政策落实, 并且随着防疫政策调控优化, 地产需求侧政策宽松的效果有望释放, 房地产供需格局有望修复。

图 23 新增居民中长期贷款

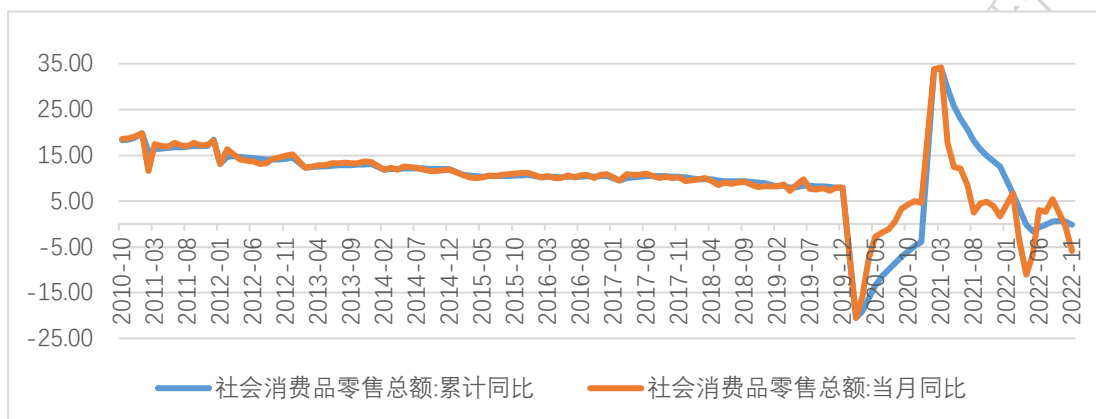


资料来源: Wind、瑞达期货研究院

（四）消费端：复苏大约半年时间

自去年以来，国内疫情短期冲击叠加消费者信心尚未恢复影响，社零降幅较上月进一步走扩。展望未来，随着各地疫情防控政策优化逐步落地落实，预计至 2023 年初社零增速或将受到短期感染人数增加的拖累进一步下降，但中长期而言，疫情对消费市场扰动将逐渐减弱，扩内需促消费系列政策逐步见效，消费者信心恢复，消费市场有望企稳复苏。

图 24 社会消费品零售总额增速



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

具体来看，受疫情冲击以及多地管控措施升级影响，居民出行减少和消费场景受限导致非必需类商品销售和线下消费受到明显冲击，消费市场明显承压。其中，服务性消费受到较大拖累，接触性行业如餐饮、旅游等消费需求大幅受挫。而汽车零售额在全年内需不足问题显著的背景下，同比增速持续走弱。

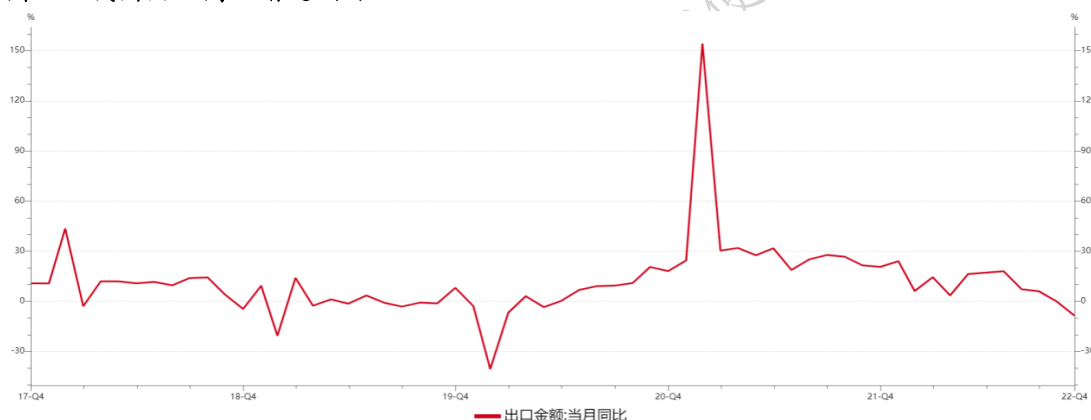
通过复盘越南、新加坡等国家防疫政策放宽后整体国民经济复苏进度来看，我们可以得出一些结论。其中，越南在 2021 年 10 月逐步放开防疫管制，然后今年 3 月完全放开后，服务消费需求自发复苏，从而带动收入回升，有力推动消费需求恢复，直至 10 月份，总体消费已走上正轨；而新加坡在今年 3 月底开始调整防疫措施，从开放堂食入手，餐饮消费大幅改善，新加坡消费逐步持续修复，已连续 10 个月维持正增长。

可以看到，在防疫措施优化后，整体消费需要大约半年时间。但在短期内，这会带来局部性的感染高峰，这个高峰会带来外出恐惧压制消费和通过居家干扰生产端的运行。随着战线拉长，经济活动将回归常态化，从而显著提振消费动能，特别是服务性消费有望出现大幅反弹。

（五）贸易端：受海外衰退影响仍承压

我国出口数据总体维持走弱趋势，原因有三：一是内需不足问题始终显著。一国的需求是整体经济复苏的核心动能，而自 2020 年以来疫情多点多地反复，使得需求端复苏过程较为缓慢。而内需的不足又将会从消费、出口、物价等多个层面共同影响国民经济。12 月 6 日，中共中央政治局召开会议分析研究 2023 年经济工作，会议着重强调扩大内需，从而达到“稳增长、稳就业、稳物价”目标。在此背景下，后续出口增速或有所改善。二是国内供给端扰动影响。成本较高、疫情反复、需求端不足等多因素持续影响，供给端经营压力仍大，进而影响出口增速走低。三是去年基数走高所引起的下行压力。去年我国出口较为亮眼，这也给予今年外贸数据一定的下行压力。四是出口价格有所回落。从主要出口产品量价拆分来看，出口价格下滑也有一定的影响。

图 25 我国出口同比增速 (%)



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

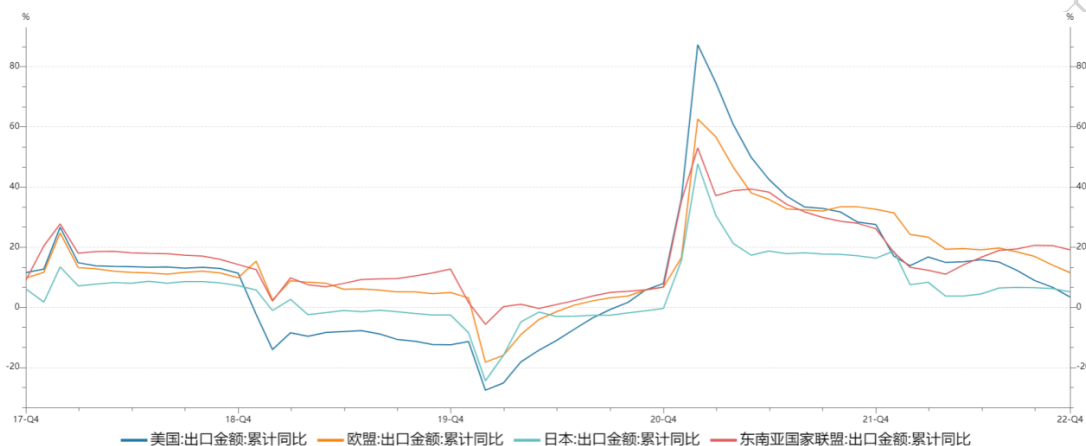
图表 1 CRB 现货指数



资料来源：wind，瑞达期货研究院

从出口经济体看，中国对多个国家出口增速均有所下降，且降幅较为明显，全球衰退进度比想象中还更快。此前我国对东盟出口增速始终维持在 20% 以上的水平，是我国第一大贸易伙伴，但受此影响，已回落至 20% 以下。可以看出，东盟经济并不能与各发达经济体区分出来，在全球经济压力下行的前提下，内外需共同承压。

图 26 我国对主要经济体出口增速 (%)



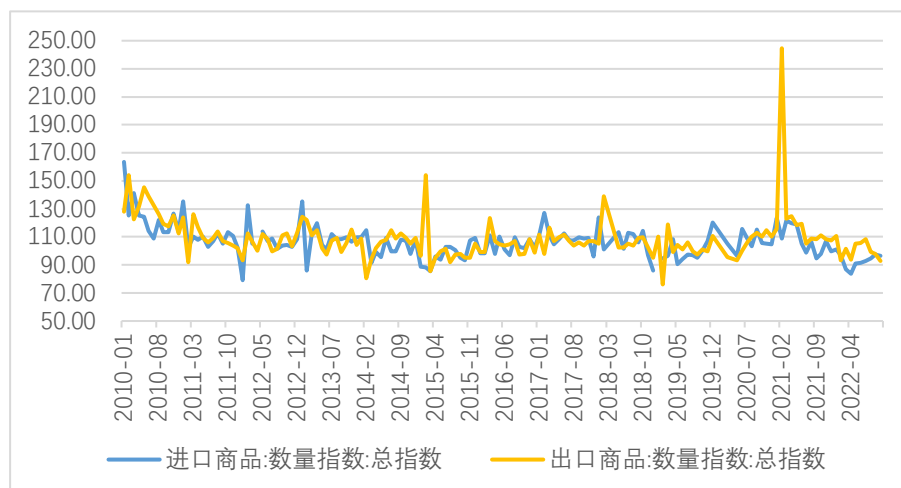
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

总的来看,由于全球经济衰退预期升温引发的外需受挫,叠加全年疫情多点多地反复,我国内需缓慢复苏,我国出口增速持续回落,量价齐跌令我国外贸动能走弱。11 月以来,国务院联防联控机制综合组先后发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知》、《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》,防疫政策优化将有助于对外商务活动的开展,将有助于缓解我国出口下行压力。但由于海外紧缩政策不改,经济走向疲软,或将令出口增速继续承压。同时,随着美联储加息放缓,中美利差倒挂程度减弱,人民币对美元升值幅度较大,这也将加重我国出口负担。

而从进口数据来看,受疫情反复扰动影响以及房地产持续走弱影响,国内需求始终呈现相对弱势,仍在筑底阶段。从主要产品来看,原油、农产品和成品油等产品对进口同比拉动较大,是对我国进口同比形成明显支撑的产品。此外,但受到近两年国内房地产市场偏冷态势影响,部分上游原料进口金额受到原材料影响表现不佳,铁矿砂及其精矿的进口价格走低,但随着地产“政策底”已现,房企融资支持力度加大的影响,后续或有所好转。

海外供应链尚未完全修复,叠加内需修复进程缓慢,预计明年一季度进口金额将呈现小幅下降。然而中长期来看,随着海外供应链完全修复,政策拉动需求回暖,进口增速有望于明年二季度上行。

图 27 进出口数量指数 (HS2)

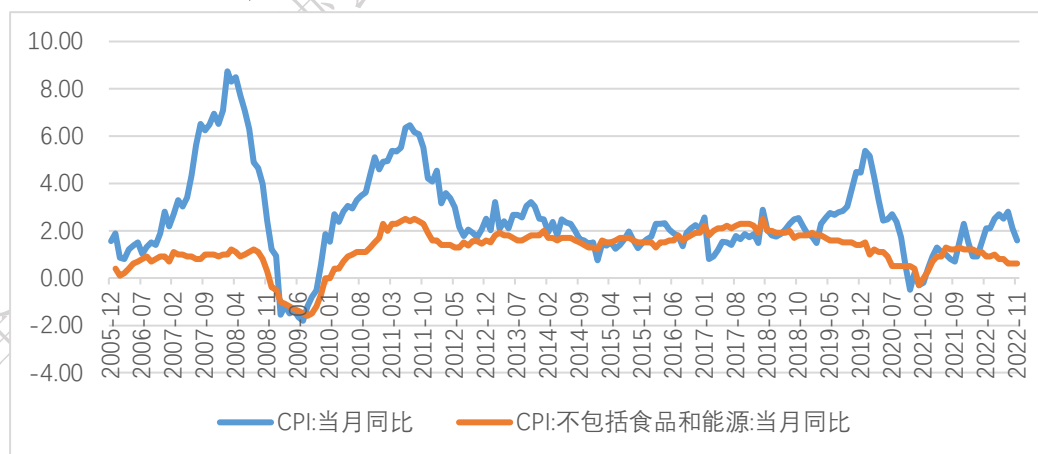


资料来源: Wind、瑞达期货研究院

(六) 通胀水平: 尚难成为宽松政策掣肘

近几个月, CPI 指数有所回落, 主要是受到去年同期对比基数走高以及食品中鲜菜和猪肉价格见顶回落拖累。从剔除食品和能源后的核心 CPI 来看, 连续三个月同比增速持平, 位于一个较为温和的水平, 说明终端消费端通胀压力依旧处于可控区间, 但同时也显示终端需求修复偏缓, 未来促消费政策空间较大。随着后续政策落地生效和持续发力, 经济保持企稳复苏态势, 国内需求对生产带动效应逐步增强, 预计核心 CPI 将逐渐走出低位。

图 28 核心物价依旧平稳

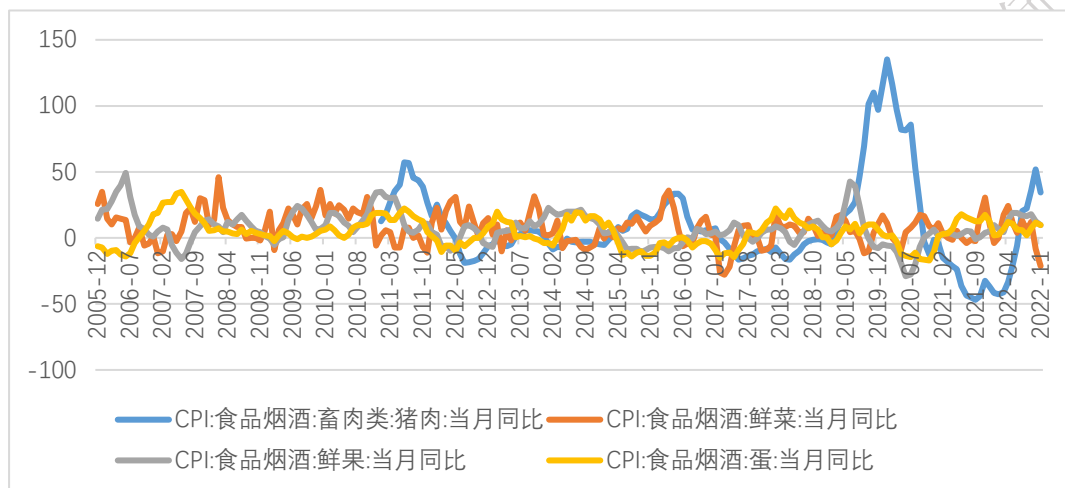


资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

当前猪肉供给仍然偏紧, 但受疫情扰动消费受到抑制, 猪肉价格见顶回落。由于提前出栏行为以及中央储备猪肉投放工作继续开展, 供应有所增加, 猪肉价格在高位上有所回

落；而从需求端来看，主要是受季节性因素影响以及疫情下消费量相对疲弱，但随着疫情优化后，消费需求或将得到一定释放。接下来，中央料将冻猪肉储备投放到市场中，通过调节供给端从而达到供需平衡这一目标，同时春节前猪肉需求较大，因此猪肉价格或止跌回升。但随着春节结束，生猪价格季节性影响减弱，叠加供给见顶、疫情需求边际改善以及中央储备政策的干预下，预计 2023 年全年来看，猪价上行相对可控。

图 29 菜价拖累整体 CPI 回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

食品中除猪肉外，鲜菜是对 CPI 波动影响力度较强的另一个食品项。在 8 月底面临极端高温影响，鲜菜供应端受挫，从寿光蔬菜价格指数可以看到达到了高点，而后持续回落。接下来，从供应端看，气候影响逐步减弱以及秋冬季大量上市，利于鲜菜供给增加；而从需求端看，传统食品消费旺季即将到来，加之疫情优化后居民物流改善，总体需求也将有所好转。此消彼长下，鲜菜价格料在区间内震荡向上。

图 30 蔬菜价格震荡向上



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

从非食品项看，今年主要是受俄乌冲突的影响，导致国际油价在二季度大幅走高，从而带动国内汽油、柴油和液化石油气价格迅速上涨，但随着逐步冲突逐步进入长期化，涨幅也逐步回落。而受 11 月疫情影响，居住、交通通信价格同比表现不佳。消费依然偏弱，随着疫情措施优化的逐步落实，核心 CPI 或将走出低迷。

图 31 原油价格震荡下行



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

总体来看，除基数影响外，当前食品价格加速回落，能源价格稍有回升，核心通胀持续低迷，预计我国通胀水平将保持平稳态势，短期内我国 CPI 突破年初设定的 3% 政策目标线的可能性不大，通胀对货币政策基本不形成约束。由于消费恢复进度仍较为缓慢，核心通胀表现平稳，但同时这也显示出终端需求保持偏弱。预计接下来在基数效应影响下，CPI 同比增速仍有下降空间，但后续随着消费端持续改善，叠加猪周期的共同作用下，CPI 料将缓慢上涨。

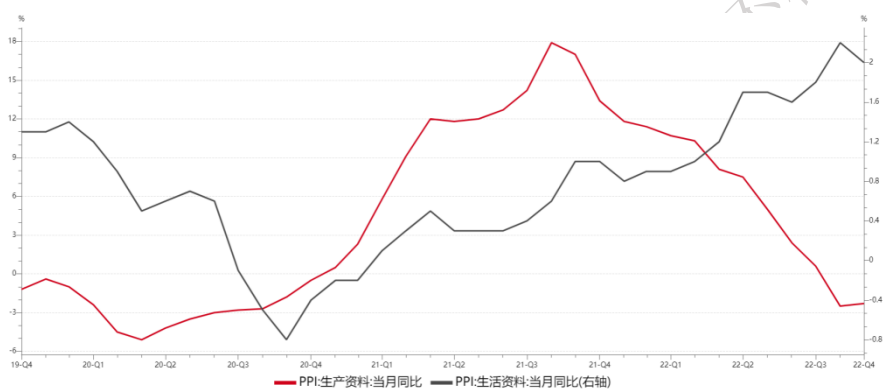
在 2021 年海外经济体步入“滞胀”周期时，我国 PPI 受此推动也走上了新高，较高的基数水平叠加内外需不足，使得 2022 年全年工业品价格指数表现不佳。石油相关行业价格受国际定价影响最为明显；煤炭行业价格保供稳价影响下震荡回落；而受地产低迷影响，黑色金属采选业、冶炼及压延加工业环比继续下行且降幅进一步扩大。从细分类别来看，食品、衣着、一般日用品、耐用消费品不论是同比或是环比增速，均有较大的回升空间。可以看出，通胀压力持续减弱，但通胀并不是越低越好，PPI 的持续下滑也说明了目前内外需求不足，而在全球经济步入衰退的环境下，未来 PPI 或将进一步放缓。

图 32 PPI 涨幅转负



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

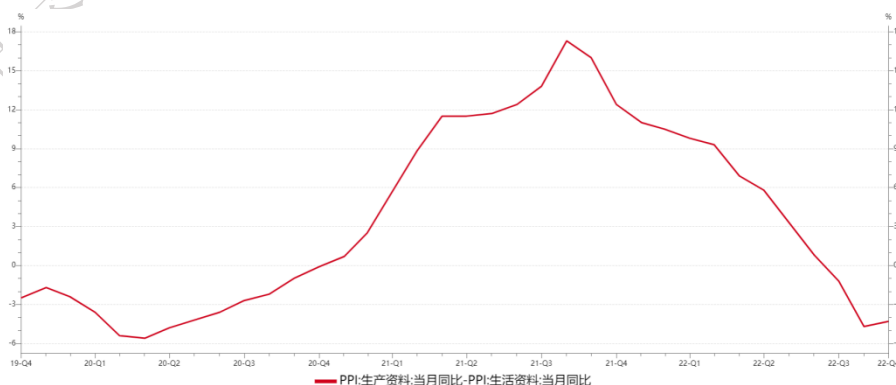
图 33 成本压力逐步传导至中下游端，生活资料创阶段新高



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

虽然房地产政策频出已现，但政策效果仍需一段时间方才体现，目前来看始终维持较低景气度，黑色金属相关行业及建材相关行业价格表现较弱。随着保交楼以及地产“三支箭”的不断推进，后续或有所好转。

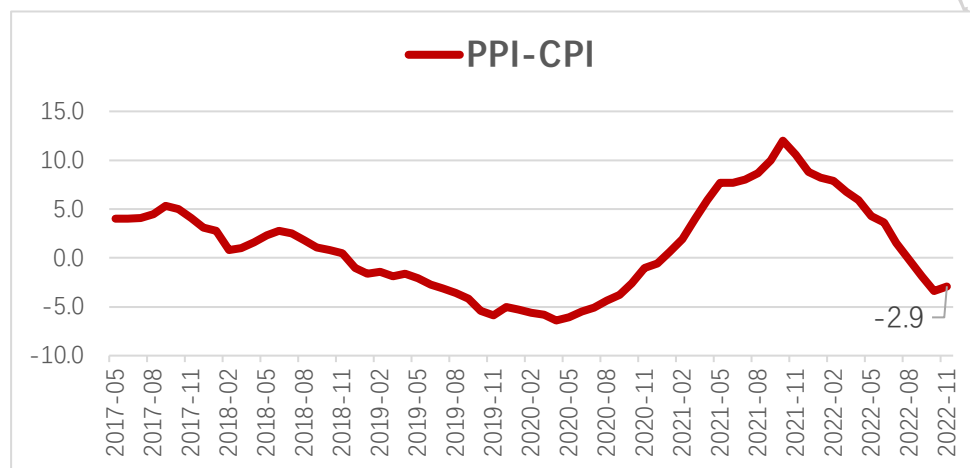
图 34 生产、生活资料剪刀差持续缩减



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

接下来，在国际大宗商品价格持续调整且全球经济衰退预期不变的背景下，PPI 增速或维持下降趋势，但降幅或有所收窄。同时国内房地产经济低迷局势未改，短时间内无法转变，还需等待政策落地。在全球经济下行甚至衰退的背景下，工业品价格如去年一般大幅上涨的可能性也不大。

图 35 CPI、PPI 剪刀差持续缩窄



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

三、国内宏观政策要稳字当头、以我为主

（一）财政政策：稳就业、保民生为主要目标

今年以来，我国经济面临“三重压力”，在此背景下财政政策显著发力，“财政前置”和“超支歉收”成为了今年财政政策的特点。在今年的《政府工作报告》中，政府强调了要“保证财政支出强度，加快支出进度”因此，2022年的财政支出节奏明显“前置”，专项债券发行和使用进度加快，尽早发挥对有效投资的拉动作用，相比于往年来说，今年的财政政策紧迫性更强、力度更大。

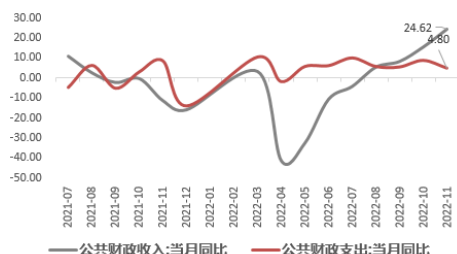
受“财政前置”影响，上半年我国财政收支缺口较大，地方政府资金压力也较为明显。疫情反复出现、国家大规模留抵退税等因素使得财政收入表现不佳，而“稳增长、稳经济”又需要国家采取积极的财政，因此上半年我国财政收支压力明显，但与此同时，高强度支出也支撑着基建飞速复苏，从而带动经济发展。随着步入四季度，经济逐步企稳，留抵退税进度基本完成，一般公共预算收入才逐渐回升，财政收支矛盾有所缓解。

具体从数据来看，1-11月全国一般公共预算收入同比下降3.0%，降幅较上月收窄，总体趋势维持好转。其中，税收收入同比下降7.1%；非税收入同比增长22.2%。受前期减税退税影响，收入端累计同比增速仍为负增长，但随着大规模留抵退税集中退付任务已基本完成，不再拖累税收收入，后续或逐步修正。需要注意的是，失业率仍处高位，居民收入增长放缓，个人所得税同比增长3.1%，处于较低水平。而支出端进度放缓，同比增速较上月下降3.9%至4.8%，说明收支压力仍大。从结构来看，教育、社会保障和就业等民生相关仍为重点；基建投资表现优异，但来自财政端的扶持依然较弱。

接下来，财政政策仍然是稳经济、稳增长的重要手段。相比于今年面临的“三重压力”，明年我国经济主要难点在于内需端的改善，叠加全球经济体持续衰退，这时仍需宏观政策这一抓手来进行扶持，但可能扶持重心或有所调整。今年我国采取了“减税降费”等一系列举措来扶持生产端，促使企业成本压力得到缓解，但对需求端来说，压力依旧较大，内需不足的问题从各个方面都能体现出来。我们认为，接下来2023年的财政政策，重心可能会向需求端转移，稳就业、保民生依旧是主要目标。并且中央杠杆程度大概率将加大，降低地方债比重，增加一般债比重，缓解地方财政风险。部分地方政府专项债的投资方向项目收益偏低，收入紧缺，且投资项目储备相对不足，不完全具备偿还能力，导致出现了很

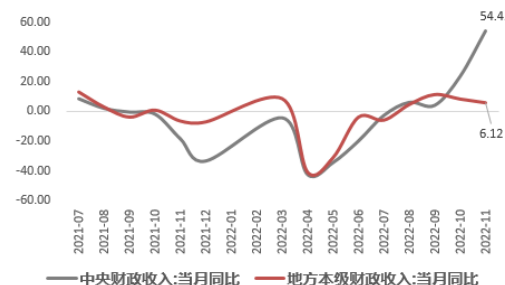
多金融风险问题，这也是重点关注的问题之一。

图 36 公共财政收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 37 地方财政收入同比增速 (%)

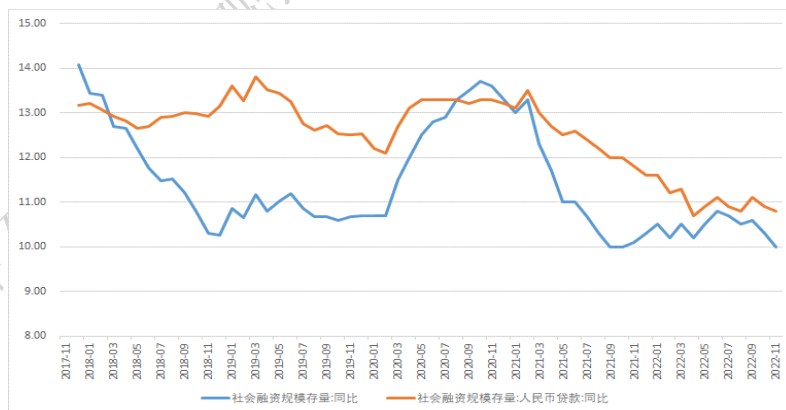


资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(二) 货币政策: 重点关注通胀和房地产两大风险

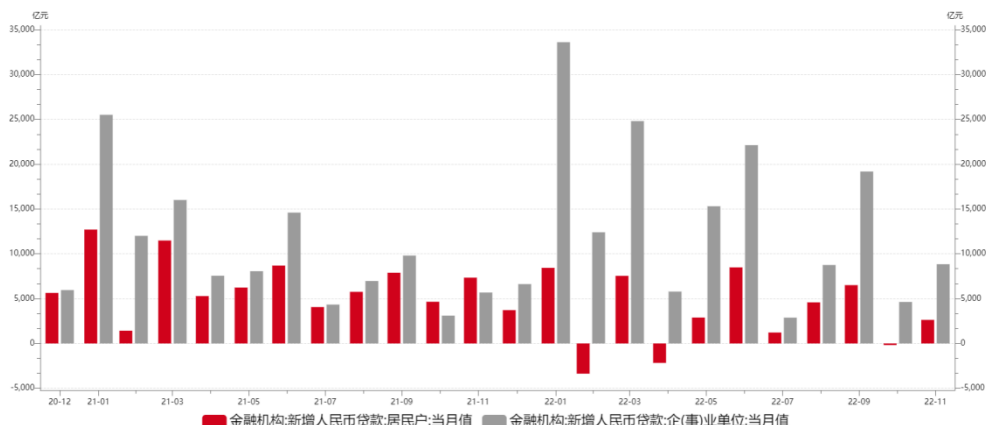
2022 年以来, 货币政策整体维持宽松。疫情反复、内需疲软以及地产景气度不高综合影响, 使得我国今年信贷扩张需求不足, 社融表现不佳。近期社融数据低迷主要受到贷款和政府债券两项拖累, 其中政府债券融资萎缩与国债到期节奏有关, 而贷款走弱则显示当前内需尚未明显回暖, 地产延续低迷、疫情干扰经济运行等因素对实体经济融资需求仍存在干扰。

图 38 社会融资规模存量增速



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

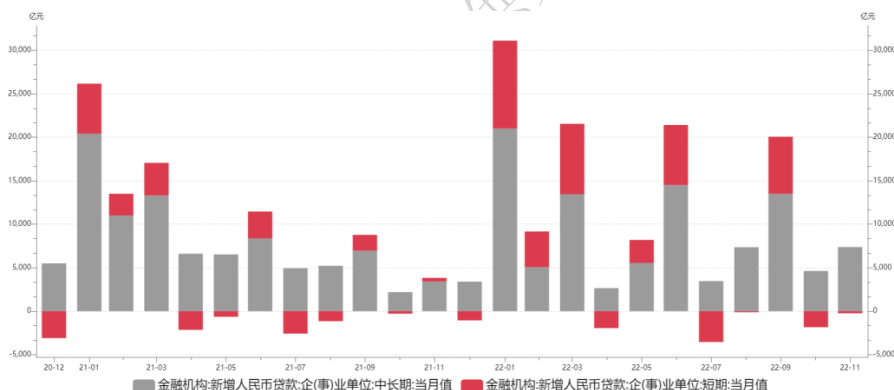
图 39 新增人民币贷款当月值（亿元）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

企业端来看，总体表现较好，其中企业端中长期贷款是主要支撑，反映出企业端融资继续回暖。而前期政策性开发性金融工具投放后的配套融资已有所起效，国内基建、制造业、地产行业受到提振而表现较好。

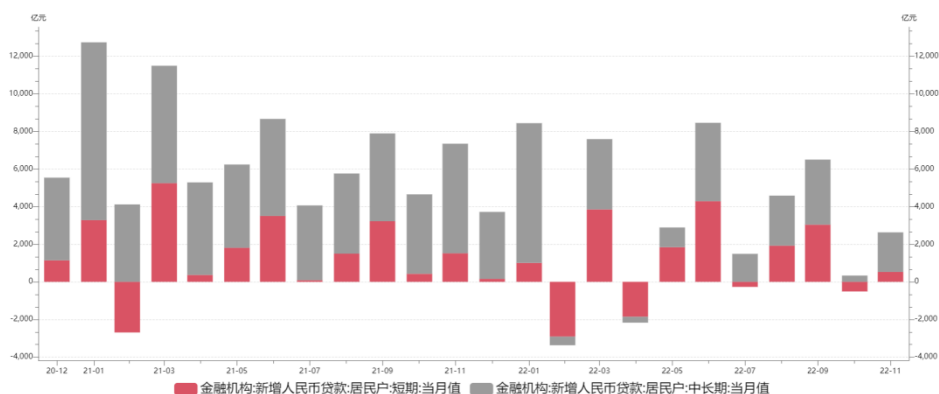
图 40 企业端短中长贷款当月值（亿元）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

居民端融资需求偏弱，短端贷款与中长端贷款同比较少说明当前内生融资需求不足，消费与房地产仍处于底部复苏阶段。而居民中长期贷款多数呈现同比少增的情况，这也意味着今年在疫情的影响之下，居民的购房需求依旧疲弱，居民对楼市的信心未能提振。染感居家干扰生产，因此居民消费仍需一段时间来缓慢复苏。而地产方面，11月虽然有“三支箭”融资政策陆续推出，但居民购房意愿仍处于近年来最低水平，后续居民中长期贷款需求或有边际回稳倾向，但短期内地产市场低迷对居民部门信用扩张的拖累短期内难见转势。

图 41 居民端短中长贷款当月值（亿元）



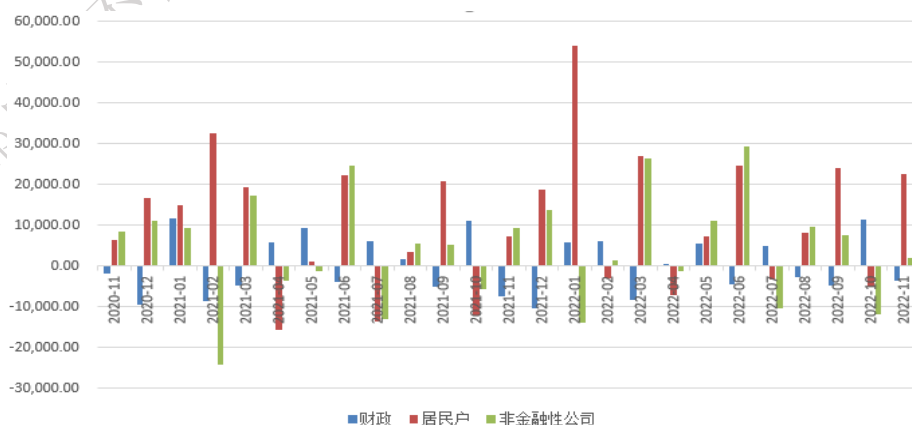
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

今年，我国地产领域遭受显著冲击。对此，央行于 2022 年 4 月 25 日调降存款准备金率 25BP，随后于 5 月 20 日调降 5 年期 LPR 15BP；并于 2022 年 8 月 15 日，央行再次调降 MLF 利率 10BP，8 月 22 同步调降 1 年期 LPR 与 5 年期 LPR 各 15BP。多次降息虽明显推动融资成本下行，以期达到宽信用预期，但在多方面因素的制约下效果较为有限。

12 月政治局会议决议中，提出明年要坚持稳字当头、稳中求进。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。相比此前的“保持经济运行在合理区间、力争实现最好结果”的表述显然更为积极。

总的来看，整体社会风险偏好与支出意愿较低的背景下，社融数据总量偏弱或表明实体经济总体融资需求疲弱，仍待政策效果落地显现和持续发力，接下来宽信用进程有望进一步推进，预计短期内货币政策仍将维持宽信用、宽货币。

图 42 新增人民币存款分项（亿元）



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

四、总结及大类资产配置

回顾 2022 年，供需失衡以及俄乌冲突所导致通胀水平的飙升已成为市场全年关注的重点。海外央行在意识到通胀并非暂时性现象后纷纷开启加息周期，但由于启动时间较慢，整体效果在前期不尽人意，这也导致后期加息幅度达到历史水平。经济在突如其来的高利率环境下迅速承压萎缩，而美元在货币供给大幅减少的情况下也开启了新一轮的上涨，多国货币在通胀及利差的影响下不断贬值，市场风险偏好也在高利率环境下大幅下降。

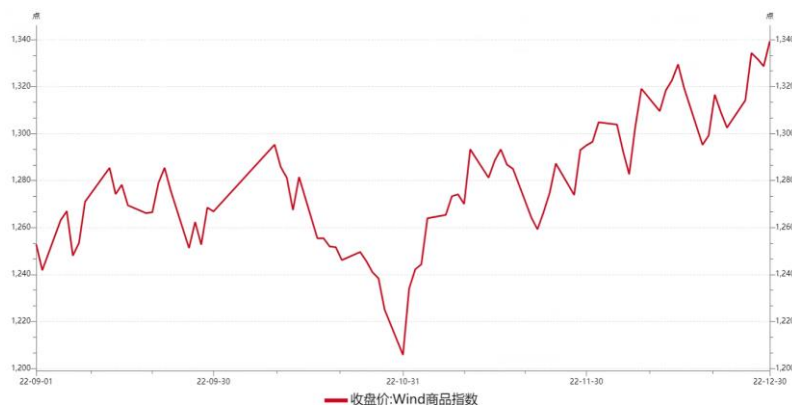
往后看，海外经济在 2023 上半年大概率将受高利率环境影响进入衰退，而通胀在市场需求逐渐走向平衡的情况下也将稳步回落。海外央行政策转点或出现分歧，欧元区及英国央行受制于经济增长及债务压力或提前转鸽，而美联储在经济基础相对牢固的情况下或在三季度通胀明显回落后向市场释放政策转向信号。美国整体资产走势或分为三个阶段，在第一阶段利率到达目标终值前市场资金或仍偏好美元作为避险资产，第二阶段高利率环境下市场在担忧经济衰退的背景下或将资金逐渐由现金转至国债市场，而在第三阶段当通胀回落至正常水平附近且美联储开始向市场释放政策转向信号后，股市在利率下降的预期下或开启反弹趋势并为新一轮牛市做好准备。

不仅针对海外经济体，这对全球经济都带来了较大冲击。受此影响，国内经济复苏进度未达年初预期，消费端、贸易端、需求端、生产端均受影响而仍在复苏中。当下，国际形势走向尚不明朗，但是我国在疫情调控已逐步放宽、多次优化，这是为了逐步接轨全球进入新常态，但短期风险是核酸检测减少带来阶段性和局部性感染的高峰。这个高峰会带来外出恐惧压制消费和通过居家干扰生产端的运行。预计 2022 年四季度以及 2023 年一季度的经济数据不宜过分乐观。但之后随着疫情影响逐步消退，各行各业有序复苏，经济有望在明年二三季度迅速恢复。

接下来，全球宏观环境的变化将带来资产演变的分化，美元指数回落有望带来大宗商品市场的反转。首先，在美债收益率中枢下行的情况下，若 2023 年美国通胀反复维持相对高位，美国实际利率将有所下行，黄金价格或迎来反弹；其次是能源价格有所承压，当前原油价格已回调至俄乌冲突前的价格分位，随着俄乌局势相对稳定，以及全球经济回落的环境下，能源价格将有所回调。而对于 A 股市场而言，美债收益率中枢下移对于成长风格的抑制将有所减弱，同时在国内经济修复尚不明朗且稳增长任务依然繁重的基本面背景下，

相对“友好”的国内外政策环境，中小盘有望受到分母端效应驱动。而随着国内基本面修复预期增强，国内利率下行空间有限，大盘价值或仍占优。

图 43 Wind 商品指数



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

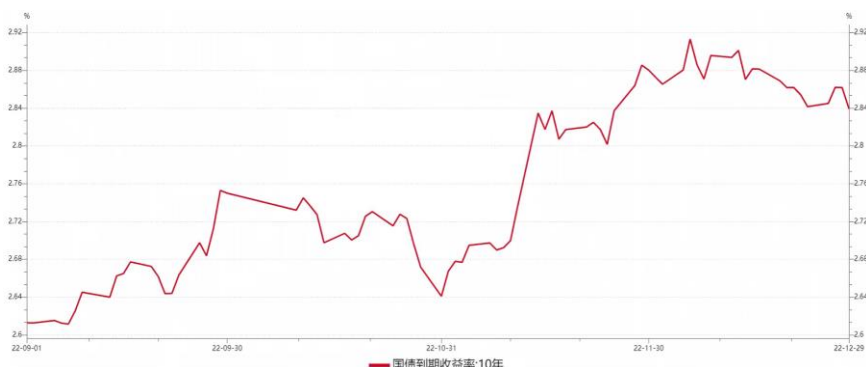
图 44 上证指数



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

而随着美联储加息放缓，中美利差倒挂程度减弱，人民币对美元升值幅度较大，叠加政策持续发力，国内房地产市场有望企稳回升，境外机构主动配置中国债券的需求或将上升。而利率债是境外机构进入国内债市的主要配置标的，外资流入对国债价格的支撑作用将会增强。债券市场仍是相对稳定的外资投资渠道，全球投资者配置人民币资产的长期趋势不会变。随着稳地产和防疫优化政策的效果逐步显现，经济回升的确定性较高，外部不确定性下降，债券风险溢价或将随之下降，债券比价或有所降低，股票相对债券的性价比较好。

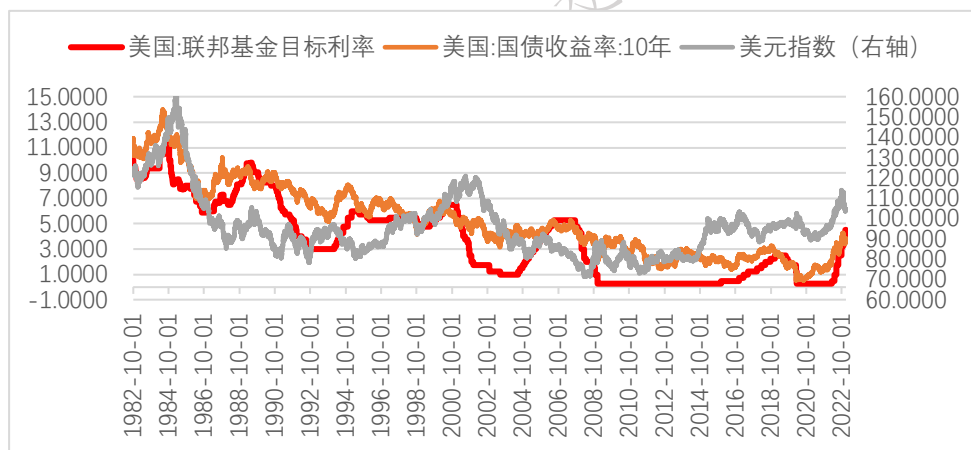
图 45 十年期国债收益率



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

在加息末期由于整体货币供给仍相对紧张，同时美国利率水平持续升高与非美国国家所产生的利差或持续给予美元一定的支撑。因此在第一阶段加息末期中，即便日元受日本央行收益率曲线管控放松的影响逐渐回流导致美元承压，但美国与其他非美国国家利差的扩大或使美元指数落于 100-105 区间震荡。

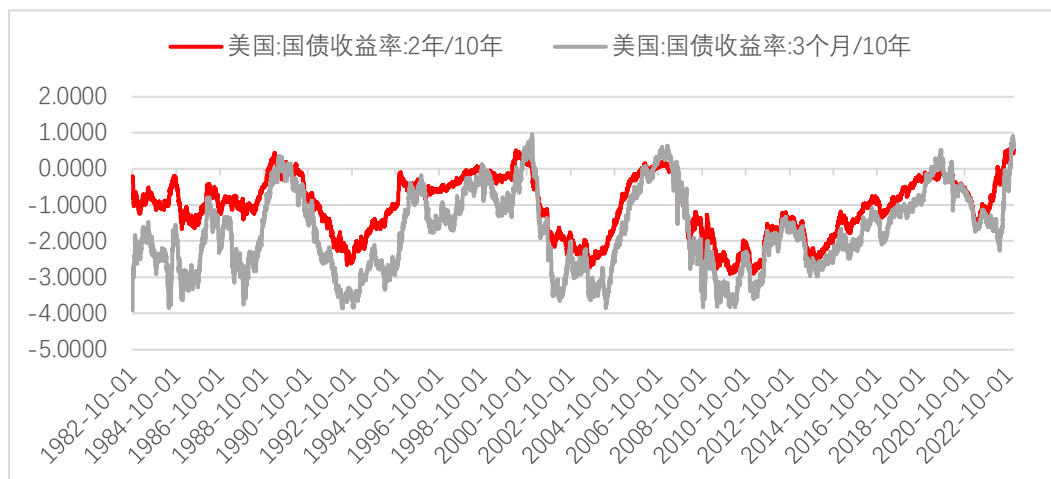
图 46 美元指数在加息停止前或得到高利率支撑



数据来源：Wind，瑞达期货研究院

第二阶段中当美联储在联邦目标基金利率达到峰值后维持高利率环境，美国经济大概率将持续萎缩。在此阶段高利率水平将持续影响市场对资产的估值，同时经济萎靡的环境也将进一步弱化企业的盈利能力。从历史数据来看，市场在此阶段因担忧经济衰退所产生的风险偏好通过购买长端国债进行避险，资金将逐步由现金流向至债券市场。从当前 3 个月/10 年及 2 年/10 年收益率倒挂曲线深度来看，10 年期国债收益率在明年年中前持续下行空间相对有限，10 年期国债收益率在明年第一第二季度或多于 3.6%~3.9% 区间震荡为主。

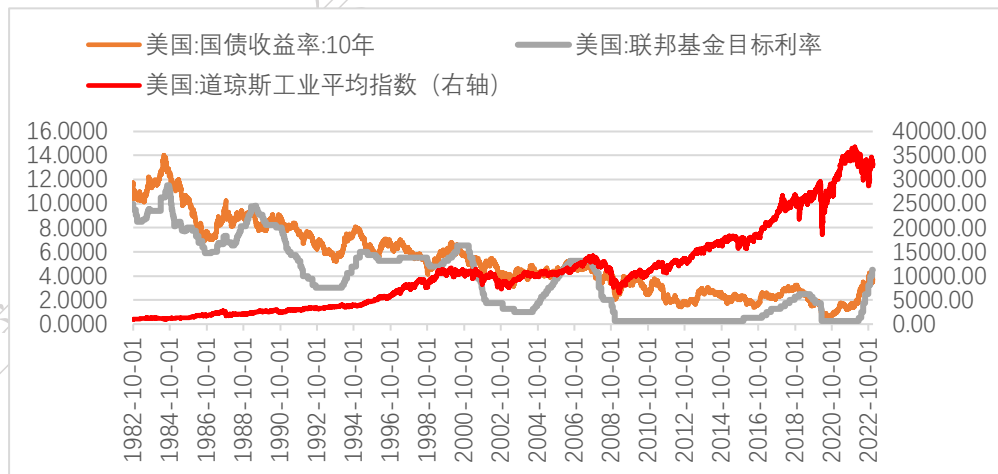
图 47 短期限及长期限国债收益率倒挂曲线已达到历史高位



数据来源: Wind, 瑞达期货研究院

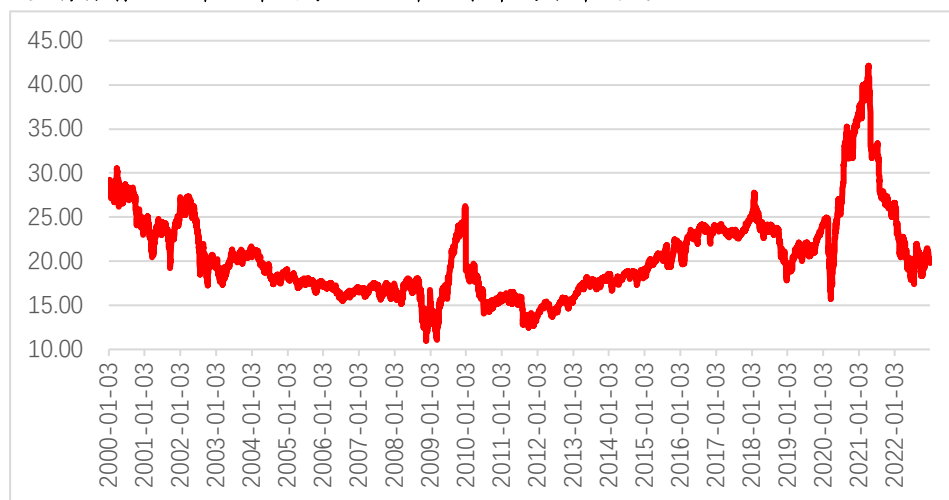
在第三阶段中, 当联储视经济衰退严重或通胀稳步回落后或开始向市场释放政策转向信号, 届时股市在利率水平预期下降的情况下开启新一轮的牛市。根据市场对加息周期的预期来看, 股市或多于明年三季度开始反弹, 在此之前美股估值或受到高利率及经济衰退所导致盈利能力下降的影响持续于底部震荡。当前标普 500 市盈率落在 20 倍附近水平, 而至 2000 年以来标普 500 平均市盈率为 20.75 倍, 整体来看美股后继下行空间或相对有限, 标普 500 指数在上半年或多于 3600~4000 点区间震荡并于三季度开始反弹。

图 48 10 年期国债收益率与股市历史走势



数据来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 49 当前标普 500 市盈率处于 2000 年以来平均水平附近



数据来源: Wind, 瑞达期货研究院

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议