

2023 宏观经济与资产展望

强势美元终将落幕，国内经济有望走出周期底部

2022-12-26



中泰期货研究所



中泰期货服务号

宏观与金融期货团队

宏观与国债分析师：李荣凯

期货从业资格：F3012937

投资咨询资格：Z0015266

联系电话：0531-81678688

E-mail: lirk@ztqh.com

客服电话：400-618-6767

公司网址：www.ztqh.com

内 容 摘 要

- 通胀压力下 2022 年美联储鹰派十足，国内资产在中美周期错位中落于被动。就资产表现来看，2022 年全球主要资产类别中，美元一枝独秀其余资产均显著承压，海外货币环境明显压缩了国内债券运行的高度，债券全年未能在宽松加码的货币政策下走出明显的趋势牛市，总体呈震荡走势。
- 展望 2023 年，尽管当前美联储预期管理 2023 年不降息，但更为确定的是加息空间已然不大。美国经济周期性回落较为明确通胀也有见顶迹象，但是通胀粘性的下降尚不明显，美联储保持高利率较长时间立场比较充分。美债收益率上行周期可能还未结束，高利率对风险资产冲击可能还会有余震。美国可能将于 2023 年下半年开始步入显性衰退，欧元区将明显早于美国但内部分化目前尚不严重。从金融周期看加息尾部和维持阶段商品运行直接规律不明显，但经济周期顶部回落商品往往偏弱势。过去两年来，根据利率周期来看商品会发现，受到流动性的影响商品运行跟海外的利率周期走势更为接近，与国内的利率周期走势有一定的背离。2023 年商品可能是前期冲高但后续偏弱运行，特别是 09 月份商品合约需要警惕。
- 2023 年债券市场整体看法是冲高回落，宽幅震荡。节奏方面，一、三季度可能震荡偏强，二、四季度可能走势偏弱。尽管长期走势我们持谨慎观点，但是基于宏观经济基本面情况，当前尚不支持债市走趋势熊市的结论，操作策略方面重波段可能比重方向收益更加。
- 基于海内外利率周期的分析，我们战略性看多黄金资产和国内权益资产。
- 风险提示：疫情规模性反复，俄乌冲突地缘政治失控，美联储加息大幅超出预期

风险提示：疫情规模性反复，俄乌冲突地缘政治失控，美联储加息大幅超出

预期

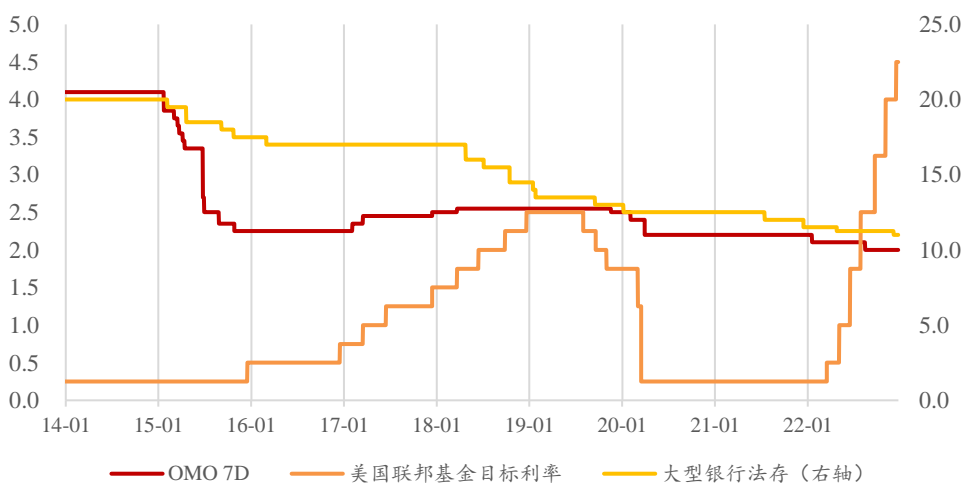
强势美元终将落幕，国内经济有望走出周期底部 ——2023 年宏观经济与资产展望

一、通胀压力下美联储鹰派十足，国内资产在中美周期错位中落于被动，2023 年可能仍会受到影响但边际上将会好转很多

1、2022 年全球主要资产类别中，美元一枝独秀其余资产均显著承压

- 2022 年全球经济和金融市场遭受了较大的地缘政治冲击以及海外市场利率冲击。特别是 2 月份爆发的俄乌冲突持续至今，直接影响了能源、粮食等大宗商品的供应链，推升了通胀现实与预期。美国方面，受到经济周期过热和超级宽松的货币政策副作用影响，通胀有所失控，美联储采取了历史上最快的加息周期，全年累计加息 425bp，其中 75bp 步长加息就有 4 次。欧洲央行加息 250bp。
- 单就国内来看，2022 年经济运行情况与美国迥异，相对于海外市场需求过旺而言，我们面临的核心问题是需求不足，原因主要还是年内疫情的反复拉锯以及地产深度收缩，并且疫情+地产两个核心影响因素对宏观经济的压制贯穿了 2022 年全年。去年底的经济工作会议指出经济面临的需求收缩、供给冲击和预期转弱的三重压力并没有得到缓解。为对冲疫情的超预期冲击+托底宏观经济，央行年内动用总量性金融工具 4 次，其中 MLF 降息 2 次累计 20bp，降准 2 次累计 50bp。此外，按照 1.1 万亿规模计算，今年央行配合财政部实施留抵退税大致等同于降准 60bp。

图表 1：中美政策利率 (%)

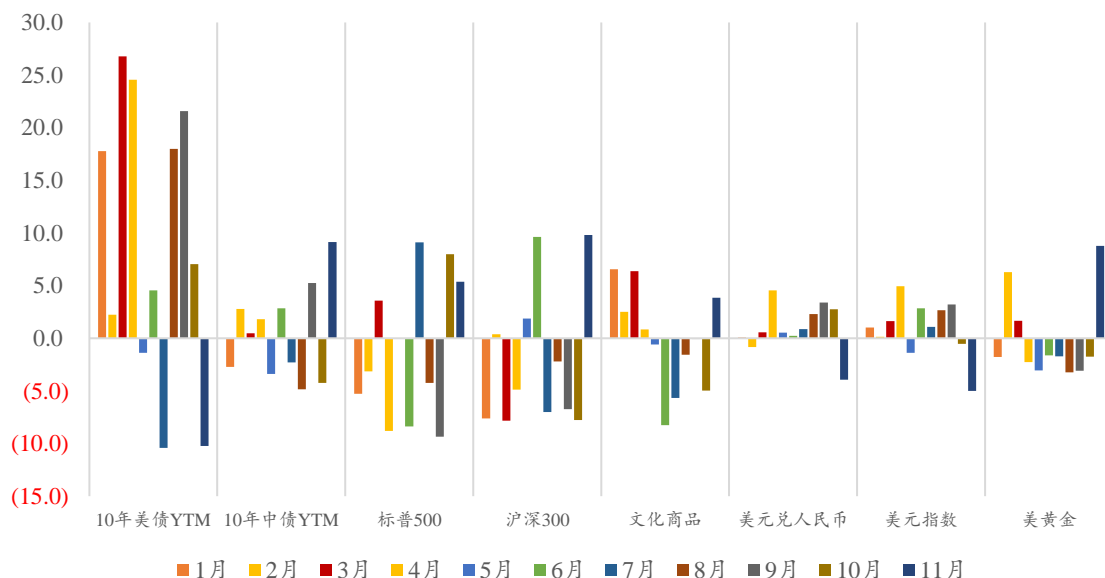


来源：Wind，中泰期货整理

- 尽管 2022 年海内外明显错周期，但是金融资产的整体走势主线较为清

晰。宏观层面最大的边际变量就是美联储隔夜利率，特别是在美联储持续不断的大幅加息中推动了资本回流美元，强势美元对其他资产的压制非常明显。全球资产呈现出较为明显的过热——滞涨特征，这与美国经济周期也较为一致。所以我们看到在 2022 年全球主要大类资产当中，出了美元外，均表现为负收益。

图表 2：2022 年 1-11 月主要资产收盘价涨跌幅（%）



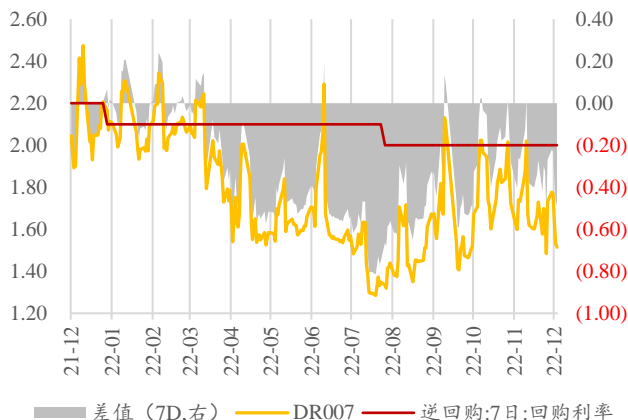
来源：Wind，文华财经，中泰期货整理

2、海外货币环境明显压缩了国内债券运行的高度，债券全年呈宽幅震荡走势

- 今年国内经济运行较 2021 年明显偏弱，而且对于货币政策的加码力度也明显强于 2021 年。2021 年央行在 7 月份和 12 月份动用总量性政策工具，均宣布降准 50bp，累计 100bp，但是今年是 50bp 降准+60bp 留抵退税降准+20bp 降息。
- 从货币市场的流动性来看，今年货币市场整体流动性是非常充裕的，银行间市场隔夜资金、7 天资金均较去年下一个很大的台阶。尽管 8 月份央行意外降息后，我们发现流动性有一定的边际收敛，但是仍然不改变今年整体流动性非常宽松的局面。
- 我们认为，今年国内债券对于经济基本面、政策面。流动性不敏感在很大程度上与海外金融周期的对立有关。先从 2022 年看，尽管国内与海外经济周期和金融周期有显著区别，但是从中债和美债的 10 年国债利率走势有较为明显的阶段性共振，特别是在 4 月份到 10 月份这段时间，这段期间我们有一次降准和降息，隔夜资金压制在 1.2% 附近，但是中债收益率下行幅度比较有限，下行后收益率跟随美债反弹比较明显。再看 2021 年，美联储处于货币宽松过程中，国内是在下半年由不急转弯调整为转弯加码宽松，所以尽管中美之间经济周期仍然是对立的，但中美货

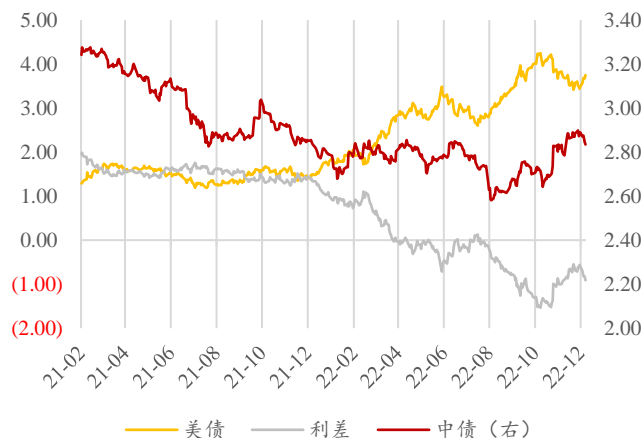
币政策之间的金融周期并没有明显的矛盾，这段时间中债收益率下行就较为流畅。

图表 3: OMO7D 与 DR007(%)



来源: Wind, 中泰期货整理

图表 4: 10 年中债与美债利差 (%)



来源: Wind, 中泰期货整理

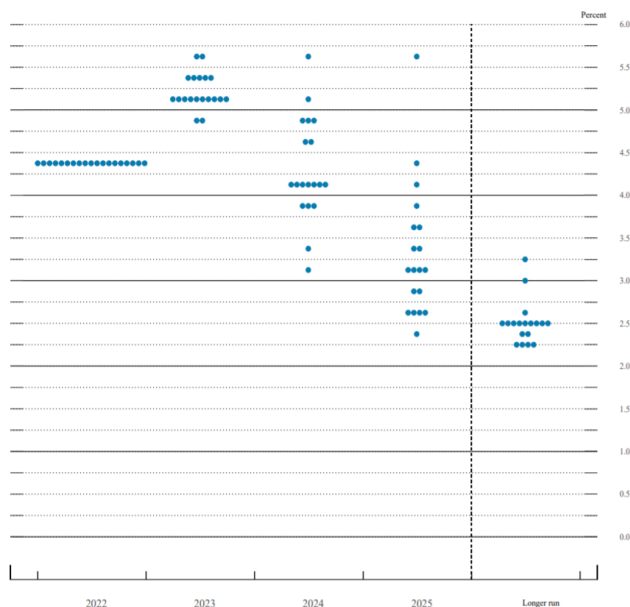
- 因此，2022 年基于宏观经济基本面、政策面和流动性看多债市本身没有问题，但是如果充分重视美联储加息的对国内债市传导，则会在运行的节奏的判断方面有较大的偏差。所以，央行以我为主的货币政策曲线没有变，中美经济错周期并非打不开货币加码的空间，而是不容易逆向打开资产价格运行的空间，这一点不仅适用于债券，我们认为也适用于国内权益以及部分商品资产的分析。
- 那么往前来看，2023 年金融资产的运行仍然会受到这一外部环境的影响，但是可能会好很多。

二、海外流动性紧缩与经济回落方向仍然清晰，关注美联储四季度预期管理出现转松的可能

1、当前美联储预期管理 2023 年不降息，但更为确定的是加息空间已然不大

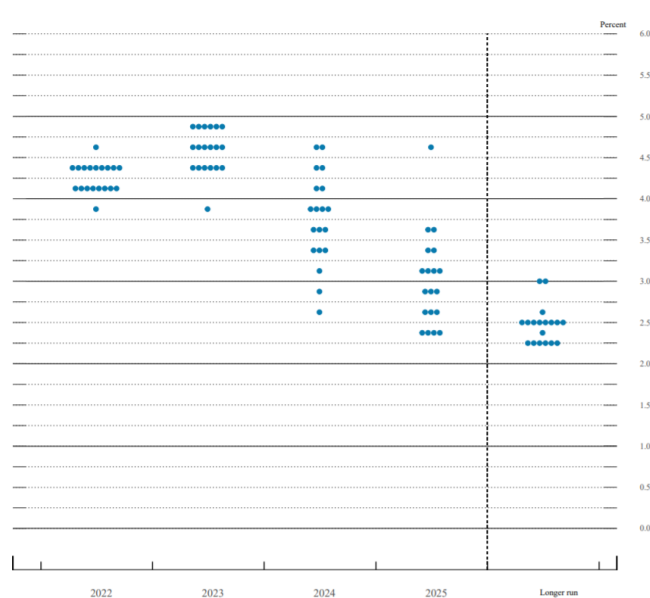
- 美联储在今年 12 月份最后一次议息会议上宣布上调联邦基金利率 50bp，至 4.25-5.0% 目标区间，缩表维持原有计划，即每月被动缩减 600 亿美元国债和 350 亿美元机构债券和 MBS。利率点阵图方面，超过半数委员认为 2023 年政策利率应至少达到 5.0-5.25%，超过 1/3 的委员认为应达到 5.25-5.5% 或更高。同时，委员们对 2024 年的政策利率水平也出现了全面的上调。在新闻发布会上鲍威尔强调加息还有很长一段路要走，会尽量保持限制性的利率水平较长时间。此外鲍威尔称，未来几次会议的加息幅度仍不确定，但较为明确地表示 2023 年可能不会降息。

图表 5：2022 年 12 月份美联储会议目标利率点阵图



来源：美联储

图表 6：2022 年 9 月份美联储会议目标利率点阵图



来源：美联储

- 12 月份美联储会议上进一步调整了经济预测，与 9 月份相比，小幅上调失业率、通胀和联邦基金利率，明显下调了经济增长。

图表 7：2022 年 12 月份，9 月份美联储会议中性情景经济预测 (%)

经济指标表	发布时间	2022	2023	2024	长期
GDP 增速	12 月会议	0.5	0.5	1.6	1.8
	9 月会议	0.2	1.2	1.7	1.8
失业率	12 月会议	3.7	4.6	4.6	4.0
	9 月会议	3.8	4.4	4.4	4.0
PCE 通胀	12 月会议	5.6	3.1	2.5	2.0
	9 月会议	5.4	2.8	2.3	2.0
联邦基金利率	12 月会议	4.4	5.1	4.1	2.5
	9 月会议	4.4	4.6	3.9	2.5

来源：美联储，中泰期货整理

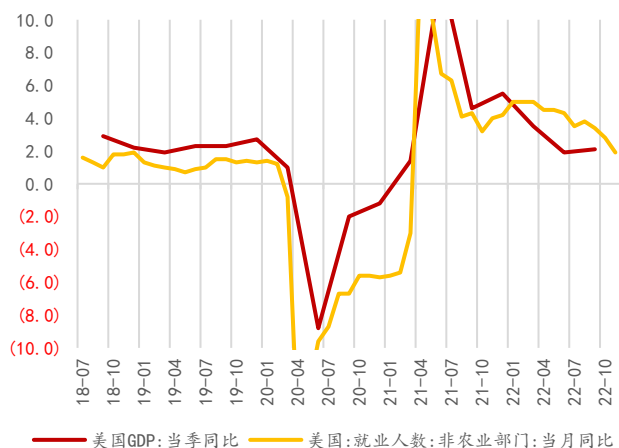
- 经济增长方面，小幅上调 2022 年实际 GDP 增速至 0.5%，但大幅下调 2023 年实际 GDP 增速 0.7 个百分点至 0.5%。同时，将 2024 年实际 GDP 增速小幅下调至 1.6%，并预计长期经济增速保持 1.8% 不变。总的来说，美联储对明年的美国经济形势更加悲观，但能预计能实现正增长，且加息的滞后作用也可能更加明显。
- 就业方面，小幅下调 2022 年失业率预测 0.1 个百分点至 3.7%，但对 2023、2024、2025 年的失业率均上调了 0.2 个百分点，即美联储认为未来三年内，美国失业率仍将高于长期失业率水平的 4%。换言之，美联储认为加息对就业市场的冲击会更明显，且可能持续更久。

- 通胀方面,进一步上调2022年PCE同比增速预测0.2个百分点至5.6%,上调同期核心PCE同比增速0.3个百分点至4.8%;同时分别上调2023年PCE和核心PCE通胀率0.3和0.4个百分点,至3.1%和3.5%;仍然预计2024年及以后PCE通胀率可回归至2%左右的目标水平。与9月相比,目前美联储对通胀的预期更加悲观,且认为核心通胀将保持更强的粘性。
- 相对于美联储的鹰派,目前市场对加息路径交易的更为缓和。按FED Watch加息路径来看,市场预期2023年2月美联储议息会议加息25bp至4.75%,2023年3月议息会议继续加息25bp到5%后停止加息,之后一直维持在5%水平,并预期于2023年年底开始降息周期。因此如果市场对于美联储交易的交易路径有出入,金融市场可能再会出现一定的波动。

2、美国经济周期性回落较为明确通胀也有见顶迹象,但是通胀粘性的下降尚不明显,美联储保持高利率较长时间立场比较充分

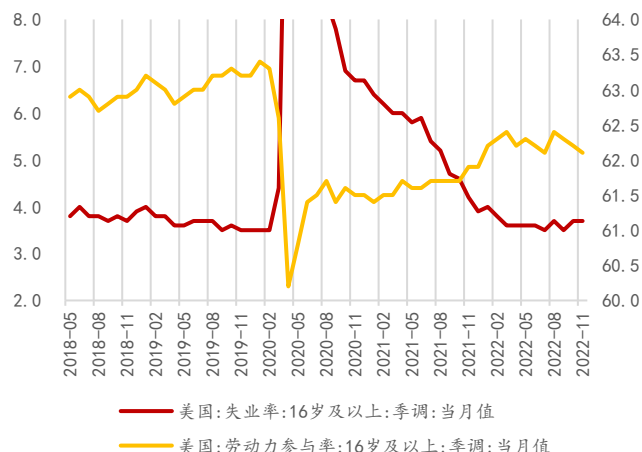
- 由于美国退出经济刺激政策并转入紧缩政策,美国经济周期在2021年见顶并不断回落将是较为确定的。尽管美国劳动力市场在疫情后由于劳动参与率缺口迟迟不能修复,但是失业率已经处于充分就业状态,并且非农就业人数也显示新增就业机会在不断减少,这都符合经济周期见顶回落的特征。

图表 8: 美国非农就业人口与 GDP (%)



来源: Wind, 中泰期货整理

图表 9: 美国失业率与劳动力参与率 (%)



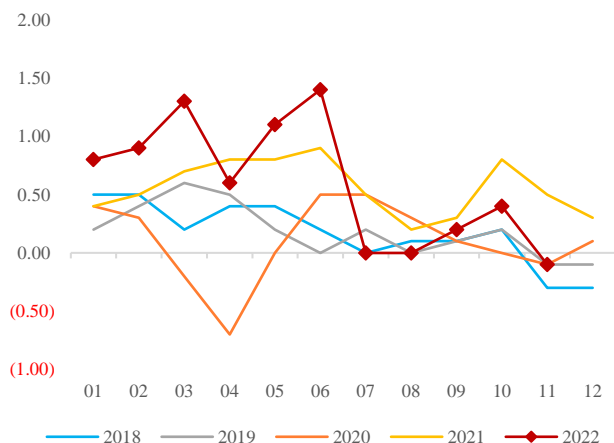
来源: Wind, 中泰期货整理

- 由于美联储持续大幅加息,无论从美国收入与消费增长对比关系,房屋销售都有了一定幅度的回落。并且随着全球经济回落以及美国及其盟友对俄罗斯出口能源价格进行限制,美国通胀也有了相对清晰的见顶迹象。但是劳动力市场由于供需失衡,薪资水平仍然处于较高增长,工资收入——通胀的螺旋仍然存在一定的隐忧,未来美国通胀回落可能不一定流畅。此外,由于基数的影响,明年上半年美国CPI同比增速会有较为明显的下降,但是如果仅是基数影响,在环比方面看不到高利率对需求抑

制作用进一步压低通胀水平，那么美联储将很难实现长期通胀 2% 的目标。

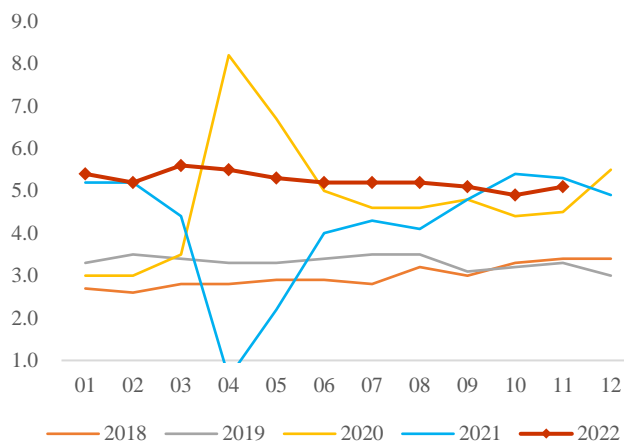
- 我们认为，2023 年上半年尽管美联储会走完加息后半段，CPI 回落也有较大程度上是基于基数原因，但是通胀同比数据的好转如果叠加环比数据的走弱可能会更明显的推升市场风险偏好。

图表 10：美国 CPI 环比 (%)



来源：Wind，中泰期货整理

图表 11：美国：平均时薪：非农就业员工当月同比 (%)

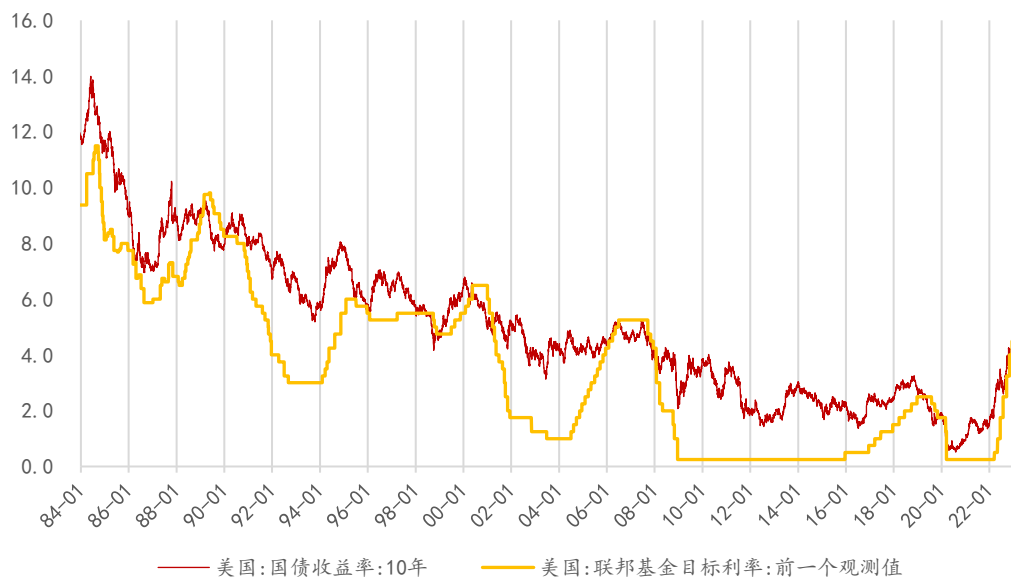


来源：Wind，中泰期货整理

3、美债收益率上行周期可能还未结束，高利率对风险资产冲击可能还会有余震

- 随着美联储推进加息进程，目前隔夜基金利率已经到达 4.50%，但是目前 10 年期美债收益率仅有 3.75%，处于较为明显的倒挂位置。从上世纪 80 年代至今的美联储 7 次持续、大幅的加息周期过程中，10 年期美债收益率顶部往往高于或基本持平于联邦基金目标利率。但是也有也出现了 2 次倒挂，分别是 1999-2000 年互联网泡沫和 2004-2006 年抑制经济过热的两轮加息周期。不过这两次加息周期中，10 年期美债收益率在加息过程中也阶段性高于和基本持平于联邦基金目标利率上限。

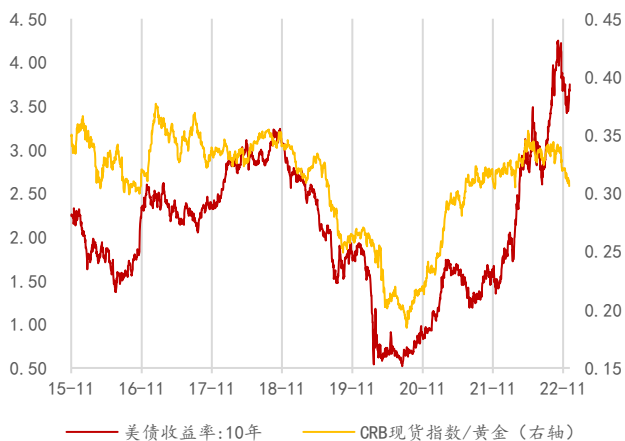
图表 12：美联储基金目标利率与 10 年期美债收益率 (%)



来源：Wind，中泰期货整理

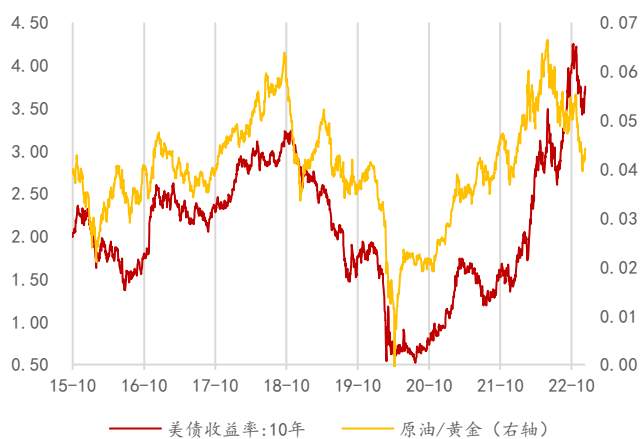
- 因此，如果从联邦基金目标利率与 10 年期美债的之间的统计关系进行线性外推，当前 10 年期美债反映政策利率方面或存在一定的不充分。我们认为，今年 10 月份 10 年期美债摸到的 4.3% 的位置可能不是本轮美债收益率上行的高点。换句话说，假如是随着联邦基金目标利率的进一步提高，美短债收益率也会向 5.25% 附近的收益率靠近，那么美债期限倒挂会更加严重过，届时长短利率倒挂可能会接近或达到 100bp。
- 就市场定价仍然不补充充分的原因我们认为，一方面源于对于美联储将在不久后降息的确定以及高水平利率保持时间的怀疑；另一方面，本轮美联储货币政策紧缩的力度和速度有弥补通胀曲线的快速性，利率上涨的速度已经明显超出了长期债券所能反映的经济增长水平。

图表 13：美债收益率与 CRB 现货指数/金价 (%)



来源：Wind，中泰期货整理

图表 14：美债收益率与原油/金价 (%)

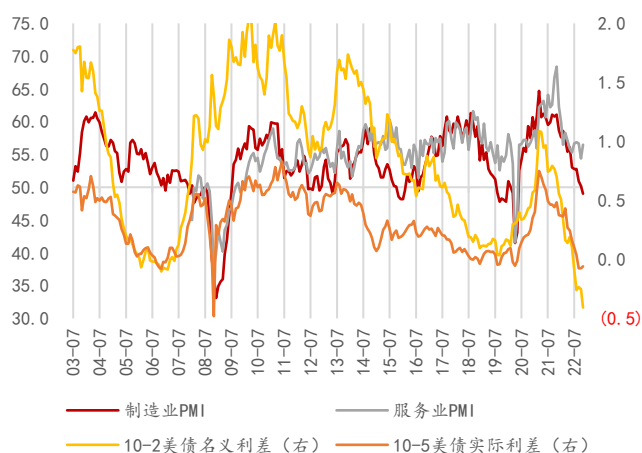


来源：Wind，中泰期货整理

4、美国可能将于 2023 年下半年开始步入显性衰退，欧元区将明显早于美国但内部分化目前尚不严重

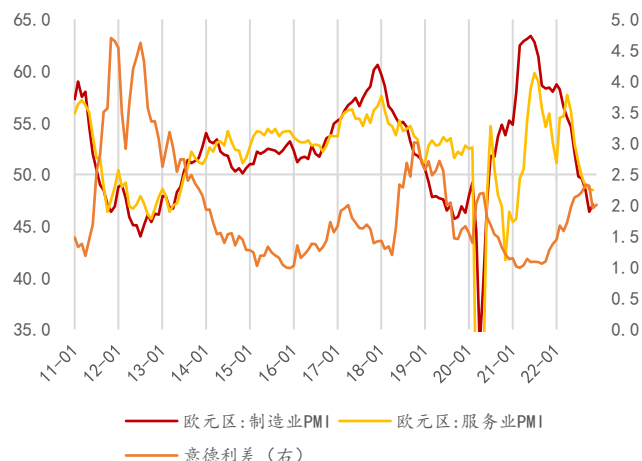
- 受到美联储加息影响，短期利率被大幅抬升并向长期利率传导。目前美债长端和短端利率已经处于明显的倒挂位置，意味着长期投资收益较短期资金借贷成本来说更不合适，经济活动受到明显抑制。此外，意大利和德国 10 年国债利差可以用来判断欧元区内部主权信用风险，可以用来观测欧元区风险暴露情况。

图表 15：美债月均利差与美国 PMI (%)



来源：Wind，中泰期货整理

图表 16：意大利与德国利差与欧元区 PMI (%)



来源：Wind，中泰期货整理

- 从统计数据来看，美债名义利差与实际利差持续处于或接近倒挂位置，并且名义利差还阶段性地低于实际利差，后边美国经济比较难实现软着陆。从利差倒挂与预示经济衰退时间上来看，美债实际利差倒挂的指征意义好于名义利差。按照实际利差月度均值首次倒挂到 PMI 首次低于 50% 荣枯线时间跨度来看，时滞大约是 4-5 个季度。
- 从月度均值来看，9 月份美债 10-5 实际利差月度均值出现倒挂，并且 10-2 美债名义利差月度均值 7 月份转负，8、9 月份持续倒挂，目前已经处于历史绝对低位。值得注意的是，9 月份美国制造业 PMI 明显回落，目前也已经逼近荣枯线位置，显示本次大幅度的加息导致美国活动放缓的面的广度蔓延速度较过往周期要快得多。基于此，我们认为美国经济进入明显衰退的时间点要早于前期经验，观察窗口期可能提前到 23 年中期。但是由于疫情后劳动市场有别于过去，低失业率叠加通胀未达标，美联储可能不会很快调整货币政策，矫枉过正的思路下，可能需要看到美国乃至全球经济需求显著走弱后才会采取行动。
- 相比于美国，欧洲经济走弱的速度要比美国快的多，欧元区制造业 PMI 和非制造业 PMI 分别在 2022 年 7 月份和 8 月份落入荣枯线下方，制造业方面大约快于美国半年时间，目前美国服务业韧性尚在，非制造业 PMI 读数仍维持在 55% 上方。不过从意大利—德国利差来看，目前分化并不严重，月均利差目前仅有 200bp。因此，我们认为目前欧元区已经陷入

衰退，叠加欧洲通胀更为严重欧央行被迫转入鹰派加息，2023 年对于欧洲来说可能会是全面衰退年。

5、从金融周期看加息尾部和维持阶段商品运行直接规律不明显，但经济周期顶部回落商品往往偏弱势

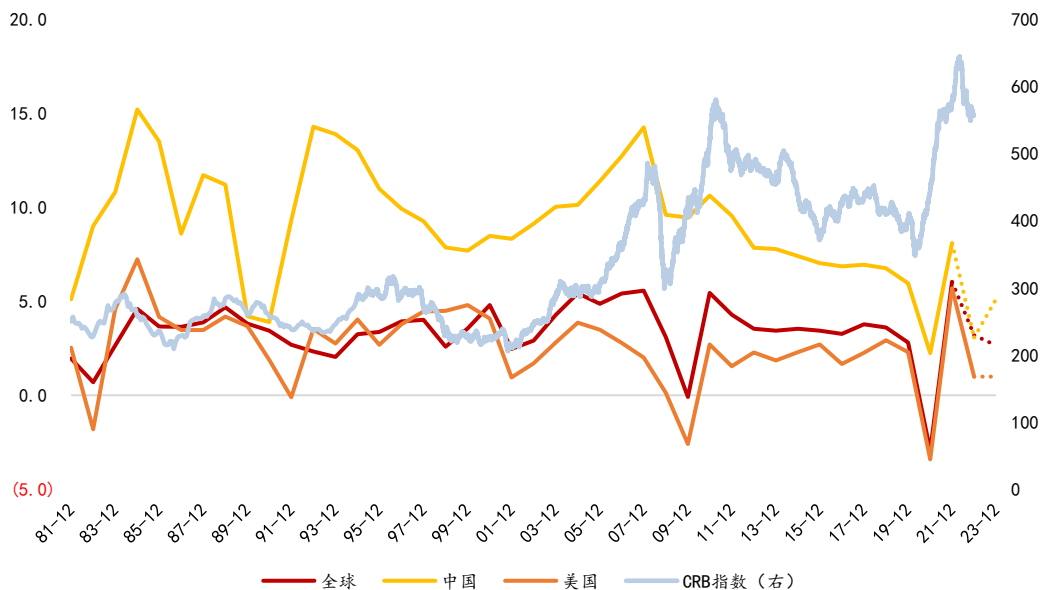
- 由于货币政策的目的是服务于经济周期，且货币政策往往领先于经济运行，并对经济运行的方向与节奏起到明显的调节作用，因此可以通过金融周期作为直接观察商品运行的手段。不过从宏观角度基于流动性和金融周期来判断商品指数变化，我们发现在前者在方向+量的边际变化均非常显著的阶段，研究结论的可靠性比较高，相反如果这个前期条件不具备，那么结论可能会跟现实之间的差距比较大，因此必须借助经济周期进行综合判断。从图中我们看到，美联储在加息尾声和维持利率过程中，CRB 商品指数运行规律性并不明显。
- 如果进一步结合经济周期来看，我们根据全球、美国和中国经济预测可以发现，大宗商品走势与全球经济周期的紧密性要明显高于金融周期和流动性。根据 IMF 对 2023 年预测看，全球经济增速将进一步回落，尽管中国经济增速可能会有一定的回升，但是仍然难以抵消全球经济周期下行的影响。此外还有一点较为明确的是 2021 年经济复苏形成的高点可能在很长时间内难以突破，预计商品很难在经济周期下行的通道中走出全面上行的趋势。

图表 17：美联储金融周期与债券、商品、股票指数 (%)



来源：Wind，中泰期货整理

图表 18：房贷利率、地产周期与经济周期 (%)



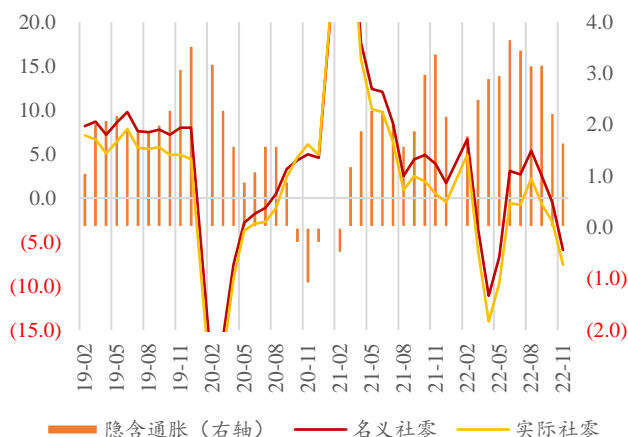
来源：Wind，中泰期货整理

三、国内低预期开局，但宏观经济继续走弱概率很小，预计上半年呈明显恢复性复苏态势，全年复苏动能前高后低

1、疫情防控硬性约束已在打开，上半年大概率会有一段时间的恢复性增长

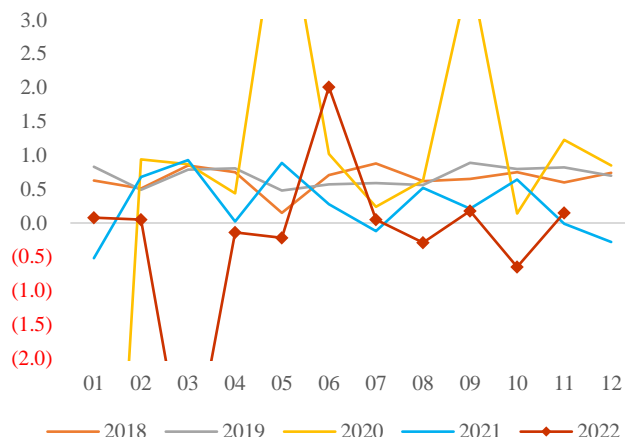
- 2022 年 11 月起可以看作是 2023 年开局的前奏，核心逻辑便是国家卫健委发布疫情防控 20 条措施，随后 12 月份进一步发布新十条措施，对拖累经济的疫情防控硬约束起到关键性作用。按照海外市场的规律，疫情管控措施放松后疫情将有一个加速蔓延的过程，居民在这一过程中获得群体免疫，大约经过一个季度的时间群体免疫屏障得以建立。如果按照这个时间并结合全国 12 月份疫情发展形势推算，那么疫情对经济的拖累可能主要集中在 12 月份和 2023 年 1 月份。乐观估计进入 2 月份后，国内疫情形势可能会趋于稳定。
- 从防疫政策调整来看，国内消费市场受益最为明显，并且 2022 年由于疫情反复的拉锯，消费场景约束下消费市场无论同比还是环比均已经脱离了正常增长轨道。尽管市场置疑居民较长时间的收入下降会对消费市场产生显著影响，但是我们认为国内消费市场的韧性是存在的，这一点可以从限额以上消费品中的刚性和出行类消费数据走势上得到良好的结论。

图表 19：社会消费品零售总额当月同比 (%)



来源：Wind，中泰期货整理

图表 20：社会消费品零售总额:环比:季调 (%)

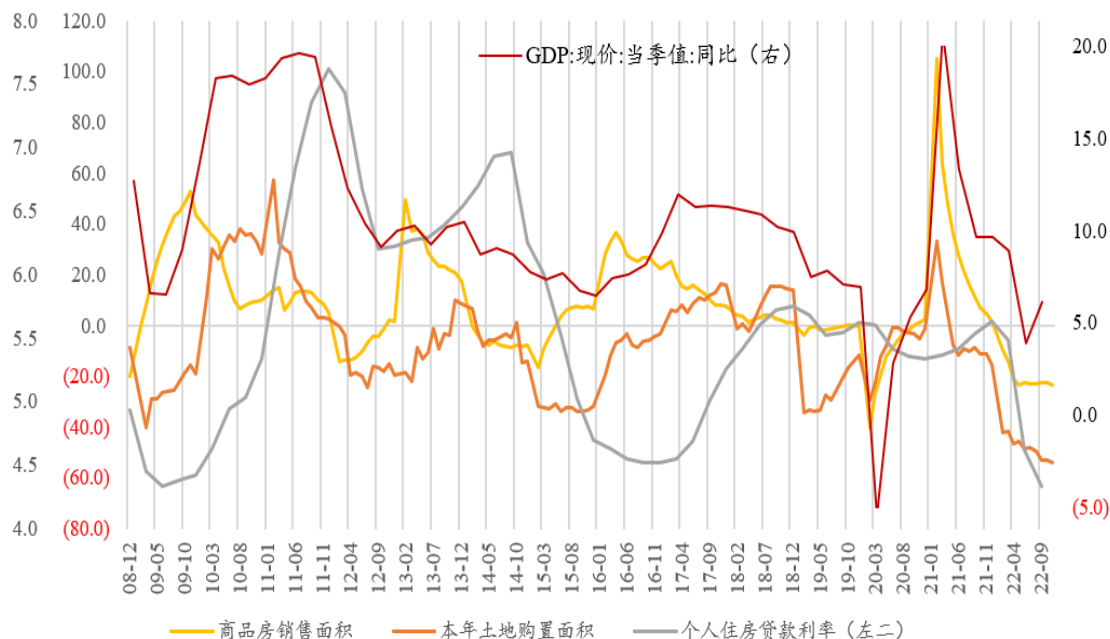


来源：Wind，中泰期货整理

2、地产收缩过深叠加外贸周期下行，国内经济复苏连贯性可能会面临挑战

- 过去及当前，我国的经济周期在很大程度上是房地产周期，从拿地、新开工、施工、竣工和销售环节衍生出能量巨大的信用创造，是经济和信用扩张最强有力的抓手。但是过去地产高杠杆运转逻辑已在 2020 年三道红线和 2021 年预售资金监管中被打破。由于预售资金的监管，房企流动性重点也会后者从拿地和新开工转向后端。目前地产政策已明显转暖，但行业仍在惯性收缩且幅度较深，目前从房地产市场链条关键性的头尾两端拿地、销售尚未看到地产周期的好转。

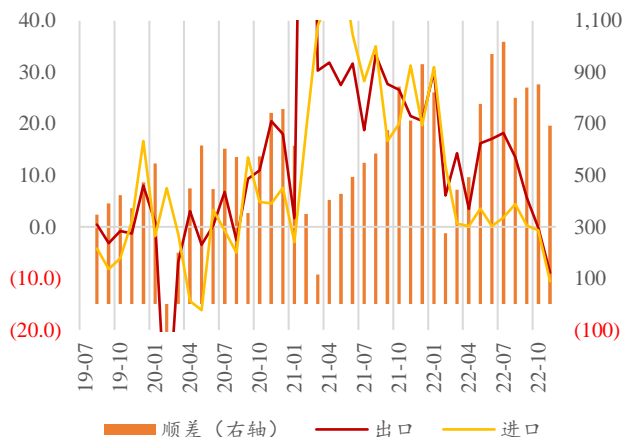
图表 21：房贷利率、地产周期与经济周期 (%)



来源：Wind，中泰期货整理

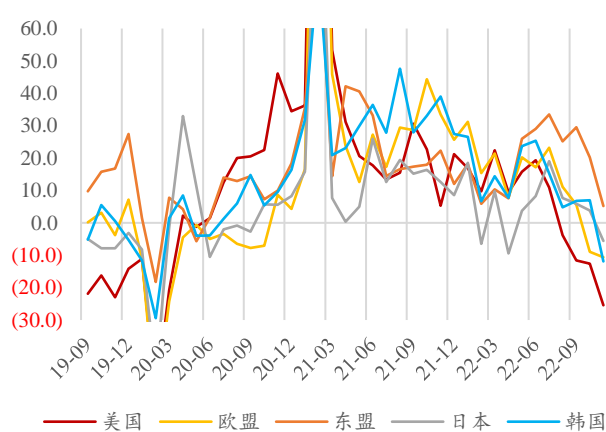
- 统计数据方面 GDP 增速回升与地产拿地增速回升时间基本同步，而房地产行业的复苏往往伴随着信贷松绑房贷利率下行，房贷利率回落领先于地产销售见底回升大致 2 个季度，房地产销售见底回升与拿地明显回升领先关系不稳定，并且在 2016 年强调调控后也有明显区别。考虑当前稳经济压力明显，地产调控松绑比较清晰，如果参考 09-12 年两轮地产周期，领先平均周期大致为 2-3 个季度。
- 本轮房贷利率的高点出现在 2021 年 12 月份，如果按照前期规律外推，那么本轮地产底部可能出现的时间范围大致为 2023 年 1 季度。不过从目前的数据来看，销售端数据仅在目前在收缩区域有所企稳，拿地萎缩尚在持续，这是本轮地产周期与过往有差异的地方。乐观估计如果上半年看到销售端数据的明显好转，下半年拿地可能会出现明显好转，届时经济运行则较强，反之可能会偏弱。

图表 22: 进出口金额当月同比与顺差 (%，亿美元)



来源: Wind, 中泰期货整理

图表 23: 主要出口国家和地区出口金额: 当月同比 (%)

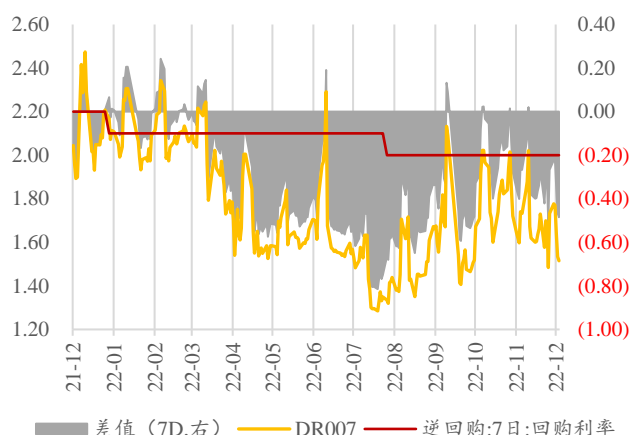


来源: Wind, 中泰期货整理

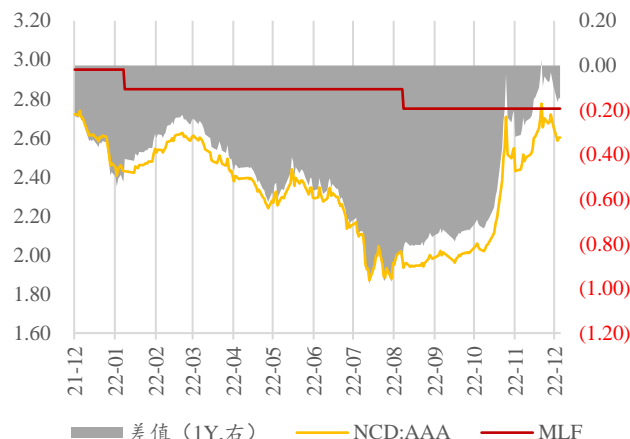
- 此外，2023 年拖累经济的另一个变量是海外市场需求回落。事实上看国内经济复苏动能持续性，需要看国内经济复苏的动能主要依靠什么行业。随着我国 98 年房改进入商品房时代和 2001 年加入 WTO 后，国内在城市化进程和全球化一体化发展的劳动分工经济迎来快速的增长。随着我们体量越来越大，经济发展结构的变化我们不断探索转型发展，但是当前这个阶段我们事实上还难以脱离这两个行业对国内经济周期的巨大影响。目前海外市场需求回落尚在开始的快速回落阶段，因此从外需角度看，2023 年大概率是国内经济复苏的拖累项。
- 综合来看，我们认为 2023 年经济恢复性复苏没问题，上半年动能强于下半年，全年高点可能出现在二季度，三季度存在阶段性走弱的可能。

3、尽管货币政策定调精准有力，全年债券趋势性看多仍需谨慎，整体呈震荡观点，重波段轻方向

- 2022 年末中央经济工作会议定调稳健的货币政策要精准有力。要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配。此外，在中央经济工作会议通稿发布后，央行副行长在进一步解读中指出，中央经济工作会议对货币政策的要求，可以概括为总量要够，结构要准；总量要够，就是货币政策的力度不能小于今年，需要的话还要进一步加力，除非经济增长和通货膨胀超出预期，这也是有可能的，届时中央还会适时作出部署。
- 由于受到疫情和地产两个关键性因素的影响，今年流动性保持了非常宽松的状态，2022 年流动性的充裕可以说是较为罕见的，但是效果并不佳，有种货币政策发力打在棉花上的感觉。此外需要指出，在这一过程中，央行结存利润留抵退税以及专项债财政支出对流动性产生了较大的影响，明年看这一块是没有的。因此我们认为随着疫情防控措施优化，市场利率回归政策利率是较为明确的，这种状况比较有可能发生在疫情全国感染高峰过后，我们判断二季度需要警惕这一状态对债市可能造成的影响。

图表 24: OMO7D 与 DR007(%)


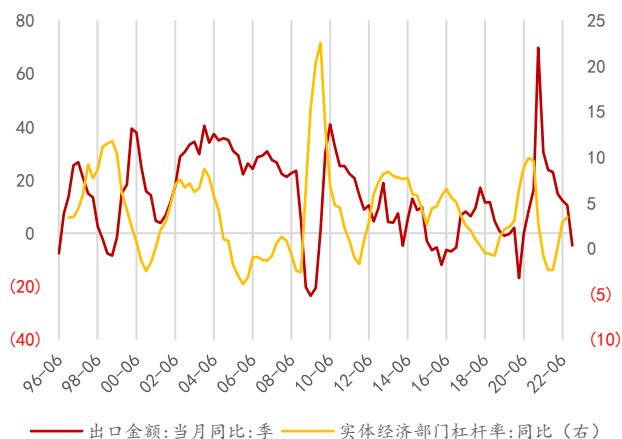
来源：Wind，中泰期货整理

图表 25: MLF 与 NCD(1 年, %)


来源：Wind，中泰期货整理

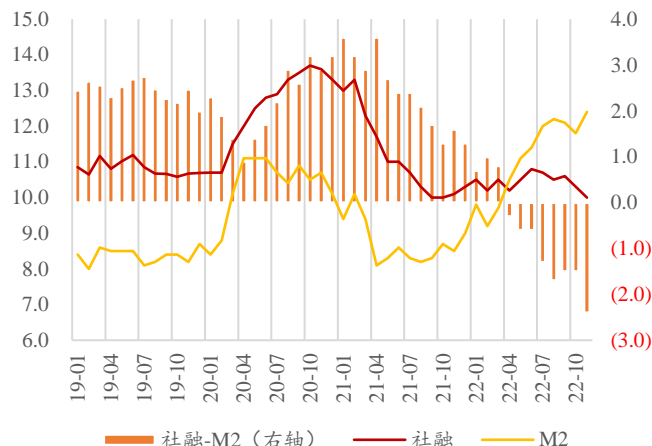
- 在流动性之外，如果单独看国内经济基本面央行还不具备收紧货币政策的条件。一方面，从经济规律，海外市场需求回落，外贸增速下行需要国内放松金融条件加杠杆稳经济。另一方面，从政策效果来看，当前我们尽管在加杠杆稳经济，但是信贷收缩明显超出市场预期，表现通过宽货币——宽信用的过程明显受阻。主要表现为以下三个方面：信贷大小月现象仍然明显，季节性大月货币政策发力效果明显，但是季节性小月回落较多；企业端信贷有一定恢复，长贷和短贷结构也有一定优化，但是居民端信贷效果偏弱；政府债发力较为明显，但企业发债有一定的收缩迹象。因此从总量来看，社融-M2 同比裂口在不断拉大。因此，我们认为下一步央行存在总量方面运用价格工具，比如运用降息工具来护航经济复苏。

图表 26：出口与宏观杠杆率同比变化 (%)



来源：Wind，中泰期货整理

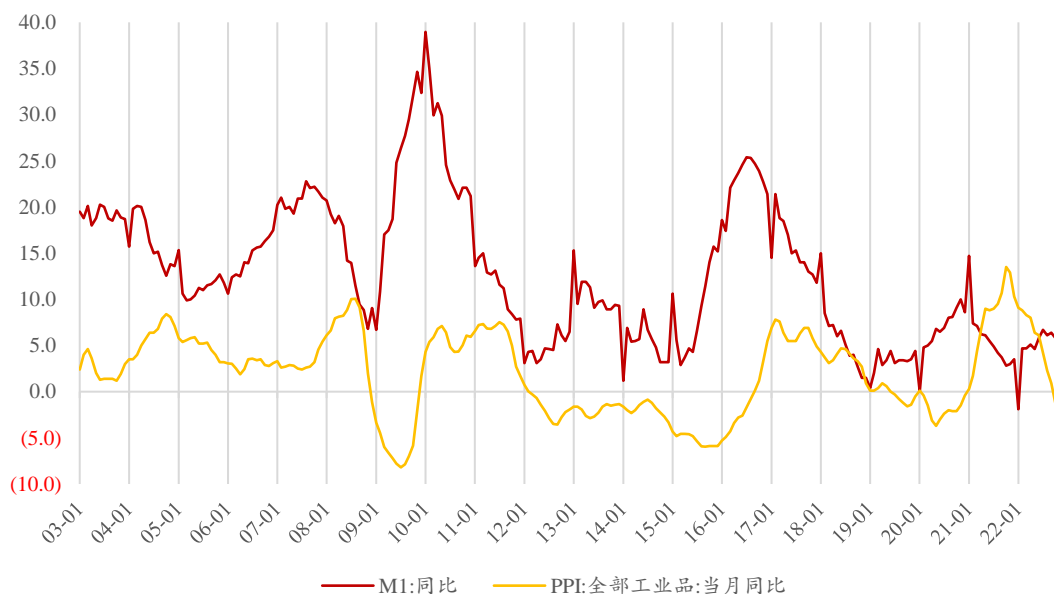
图表 27：社会消费品零售总额:环比:季调 (%)



来源：Wind，中泰期货整理

■ 此外，从国内经济周期运行的角度来看，疫情防控措施放开预期有所转好，但是观测经济运行仍然没有脱离衰退周期。从货币政策的功能来看，货币政策的紧缩至少需要等到国内经济周期已经有较为明确的转好的迹象，再考虑退出防止过度放水引发通胀。因此，我们认为上半年尽管有一定的流动性收敛，但是货币环境仍然是总体偏宽松的状态。

图表 28：M1 和 PPI 当月同比 (%)

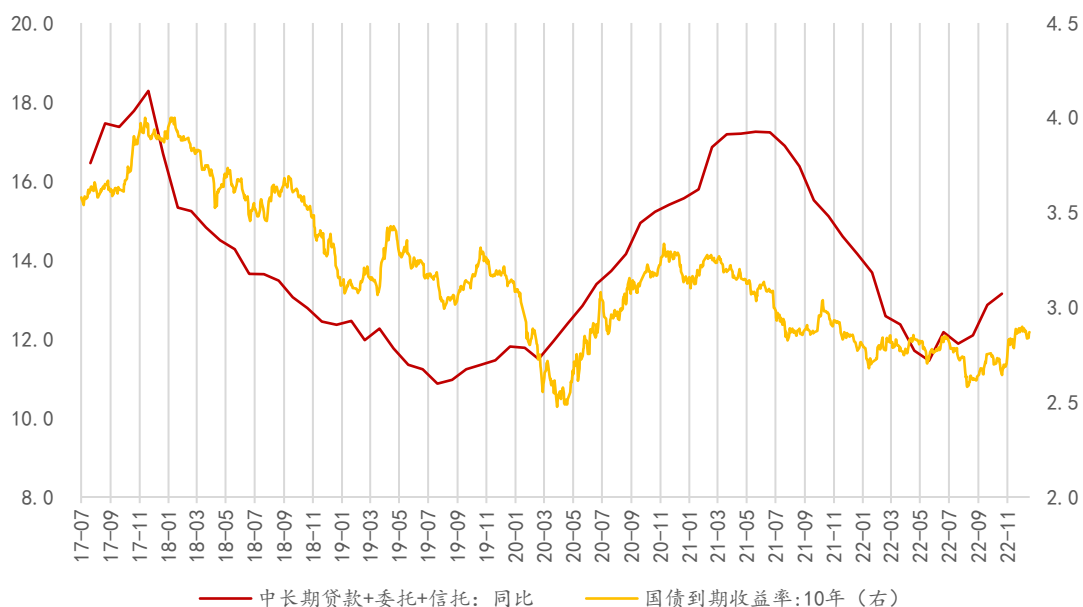


来源：Wind，中泰期货整理

■ 我们提醒，当前由于信用过度收缩并引发的一定的信贷负反馈，央行以及银保监部门今年 11 月份进一步出台了金融支持房地产健康发展的 16 条措施，较大程度上改善了地产行业流动性的环境。因此从政策角度来看，随着金融支持房地产融资三支箭和 16 条措施的落地、见

效，金融对于地产行业信贷的有望能够提前走出底部位置。从历史经验来看，如果地产行业融资能够畅通循环，信用周期可能会走出收缩周期，届时可能会对债券市场的方向起到关键性的影响。

图表 29：企业信贷与国债到期收益率 (%)



来源：Wind，中泰期货整理

■ 综上，我们对 2023 年债券市场整体看法是冲高回落，宽幅震荡。节奏方面，一、三季度可能震荡偏强，二、四季度可能走势偏弱。尽管长期走势我们持谨慎观点，但是基于宏观经济基本面情况，当前尚不支持债市走趋势熊市的结论，操作策略方面重波段可能比重方向收益更加。

四、结论与资产展望：强势美元或有余震但空间已较为有限黄金价值凸显，看多人民币资产，预计全年权益 > 债券 > 商品

- 通胀压力下 2022 年美联储鹰派十足，国内资产在中美周期错位中落于被动。就资产表现来看，2022 年全球主要资产类别中，美元一枝独秀其余资产均显著承压，海外货币环境明显压缩了国内债券运行的高度，债券全年未能在宽松加码的货币政策下走出明显的趋势牛市，总体呈震荡走势。
- 展望 2023 年，尽管当前美联储预期管理 2023 年不降息，但更为确定的是加息空间已然不大。美国经济周期性回落较为明确通胀也有见顶迹象，但是通胀粘性的下降尚不明显，美联储保持高利率较长时间立场比较充分。美债收益率上行周期可能还未结束，高利率对风险资产冲击可能还会有余震。美国可能将于 2023 年下半年开始步入显性衰退，欧元区将明显早于美国但内部分化目前尚不严重。从金融周期看加息尾部和维持

阶段商品运行直接规律不明显，但经济周期顶部回落商品往往偏弱势。过去两年来，根据利率周期来看商品会发现，受到流动性的影响商品运行跟海外的利率周期走势更为接近，与国内的利率周期走势有一定的背离。2023 年商品可能是前期冲高但后续偏弱运行，特别是 09 月份商品合约需要警惕。

- 2023 年债券市场整体看法是冲高回落，宽幅震荡。节奏方面，一、三季度可能震荡偏强，二、四季度可能走势偏弱。尽管长期走势我们持谨慎观点，但是基于宏观经济基本面情况，当前尚不支持债市走趋势熊市的结论，操作策略方面重波段可能比重方向收益更加。
- 基于海内外利率周期的分析，我们战略性看多黄金资产和国内权益资产。
- 风险提示：疫情规模性反复，俄乌冲突地缘政治失控，美联储加息大幅超出预期

免责声明：

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的交易建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。