

新起点，新征程。

2023 年 01 月 29 日

股指 2023 年展望

报告要点：

创元投资咨询

2023 年海外宏观矛盾为美联储货币紧缩的转向。2023 年在通胀下行确立的前提下，美联储后续的货币政策紧缩的放缓也会出现。预期美联储后续货币政策会分为三个阶段。第一个阶段加息放缓，第二停止加息，维持高利率，第三个阶段美联储降息预期升温。美联储降息的原因有三点。（1）前瞻性数据已经显示出美国经济后续将陷入衰退，例如美债长短端利率出现倒挂。（2）美国经济数据也出现回落。（3）美联储如果保持高利率，那美国财政支付利息的压力也会增大，缓解债务风险迫使美联储降息。从节奏上看，预期 2023 年上半年美联储还会继续将抑制高通胀作为其首要政策目标，而此轮加息终点利率最快将会在一季度达到，二季度维持高利率，四季度或到年底降息预期或升温，越往后走，市场对美国经济的衰退的顾虑也会越深。

创元投资咨询

股指研究员：刘钊含

邮箱：liuyh@cyqh.com.cn

投资咨询资格号：Z0015686

2023 年国内宏观矛盾为经济复苏的强度。2023 年我国经济向上修复的确定性强。原因有三点：（1）疫情管控对经济的负面约束消失。（2）2023 年是二十大之后的开局之年，经济修复的迫切性较强。（3）稳增长政策的宽松对经济修复起到支撑。但在经济修复的趋势中，疫情的情况以及居民、企业市场主体信心的修复程度会影响到整体经济修复的幅度。宏观基本面上，因全球总需求的收缩，外需面临回落，经济的发力依靠内需。内需房地产和消费为重要变量。

A 股策略：展望 2023 年，A 股走势预期震荡回升，机会大于风险，具备配置价值，但 A 股具体上升空间要关注国内经济修复的幅度。节奏上看，一季度国内基本面较弱，但市场对未来稳增长政策预期较强，A 股预期走出波折向上走势。二季度美联储或暂停加息，海外负面冲击减少，国内则因二季度低基数和政策加持，经济延续修复，A 股走势期待值更高。下半年，海外货币政策是否转向、经济衰退压力如何会再次扰动 A 股；而国内经济修复幅度以及在经济修复之后货币政策是否边际收紧也会对 A 股走势进行扰动。

目录

一、2022 年回顾：海外高通胀、紧货币，国内经济修复疲弱，权益市场承压 .	3
二、2023 年宏观矛盾	5
2.1 海外：美联储货币紧缩的转向	5
2.2 国内：关注经济复苏的强度	12
三、A 股投资策略	23



一、2022 年回顾：海外高通胀、紧货币，国内经济修复疲弱，权益市场承压

2022 年欧美通胀创近四十年以来新高，因高通胀的压力，美联储通过大幅快速加息的方式来削减总需求，以此来修正供给和需求的不平衡。而不断抬升的利率使得美元流动性收紧，美元走强，风险资产整体承压。另外 2022 年风险事件频发，俄乌冲突、国内疫情反复等也给资本市场带来巨大的扰动，市场风险偏好降低，投资回报率下降。

在紧缩以及黑天鹅事件的背景下，各国资产的宏观定价重心则有所不同。美国资产的定价重心围绕通胀，欧洲资产定价重心围绕能源，中国资产定价重心围绕疫情负面冲击下的经济增长。

美国通胀：2022 年美国面临的通胀问题在历史上处于罕见。而美国不断上升的通胀则有多个因素叠加而成。从需求端来看，在经历新冠疫情冲击之后，美联储天量的放水以及对私人部门大量的财政补贴，刺激了居民的需求，私人部门健康的资产负债表使得私人部门的需求一直处于过热的状况，从而推升了通胀。从供给端来看，能源短缺和就业紧缺使得全球的供应链恢复的速度延缓，另外就业的紧缺也使得薪资和通胀螺旋上行，双重叠加下通胀高烧难退。能源主要受到俄乌冲突的影响，此黑天鹅事件破坏了全球能源的供应格局，使得能源的供给下降。劳动力紧缺主要有两个方面的原因，第一因为新冠疫情的影响，大量的劳动力退出劳动力市场。第二，美国天量的财政刺激使得私人部门的服务业需求相比商品更具备韧性，人员需高度接触的服务业需求延续更加带来劳动力的紧缺。因此。而在高通胀的胁迫下，美联储意识到自身货币政策转向较晚，不得不采取快速大幅加息方式来控制通胀，货币政策收紧的速度为近四十年以来最快。

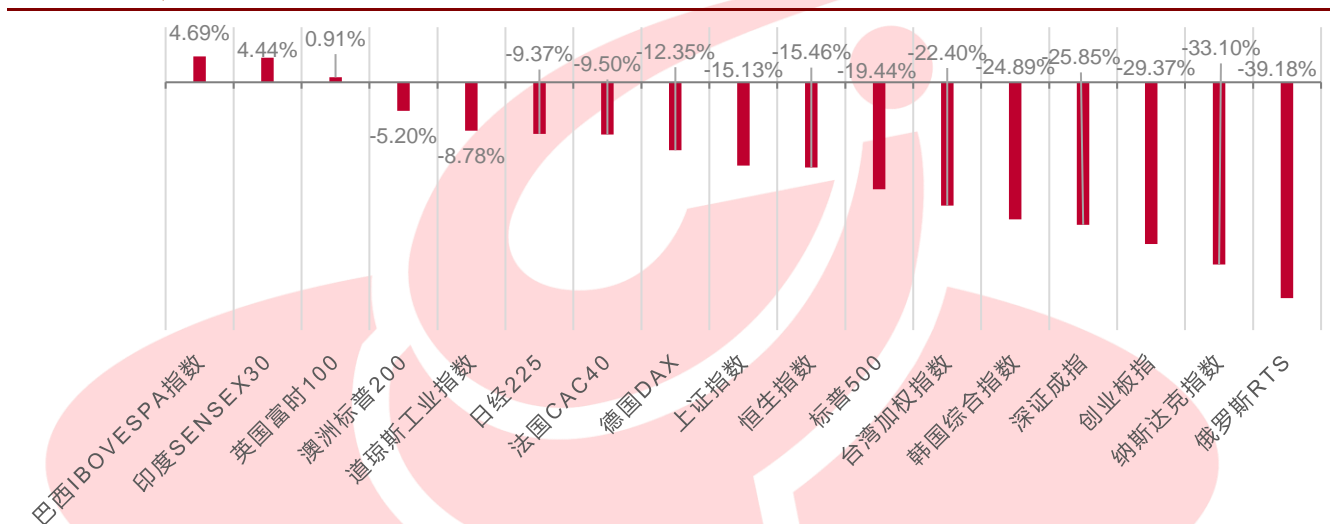
欧洲能源：2022 年发生的俄乌冲突使得欧洲面临的各种政治经济问题显性化。从宏观定价重心来看，欧洲虽然与美国面临同样的通胀问题，但欧洲的通胀更多倾向供给端。相比美国，欧洲对俄罗斯能源的依赖程度较大，在欧洲对俄罗斯实施多轮制裁的过程当中，欧洲能源成本飙升，俄乌冲突持久性推高了本就高企的通胀，而这对欧洲主要国家的经济负面冲击较大，经济也陷入停滞。而在通胀不断攀升下，欧洲央行采取大幅加息的方式来控制通胀，但能源价格高企的问题并未解决，高通胀与大幅加息也使得欧洲经济相比美国陷入衰退的风险更大。

中国疫情冲击经济基本面：2022 年我国国内的通胀压力远远低于海外，同时我国的货币政策处于宽松，整体资产的定价重心更多围绕经济增

长。在经历疫情 2 年后，2022 年疫情在我国重点城市的反复，在严格的防疫政策下对我国的经济以及居民的心理产生较大负面影响，与此同时，房地产承压，尽管货币政策和财政政策均保持宽松，房地产的政策也出现拐点，但市场信用扩张传导并不佳，对经济的提振有限。

在此背景下，2022 年资产表现是呈现能源走强，美元走强，而股市、债市则表现较弱。国内 A 股股指均呈现下跌，但大盘指数相比小盘指数明显抗跌，价值风格表现优于成长。主要原因还是在于在美联储加息背景下，成长板块的估值大幅缩水，而上游资源板块因受到俄乌冲突、高温限电等影响，大宗商品价格大幅上升，使得其业绩表现良好。且疫情的反复对价值板块的业绩影响小于成长。因此大盘指数走势相比小盘指数走势要强。

图 1：2022 年全球股指涨跌幅



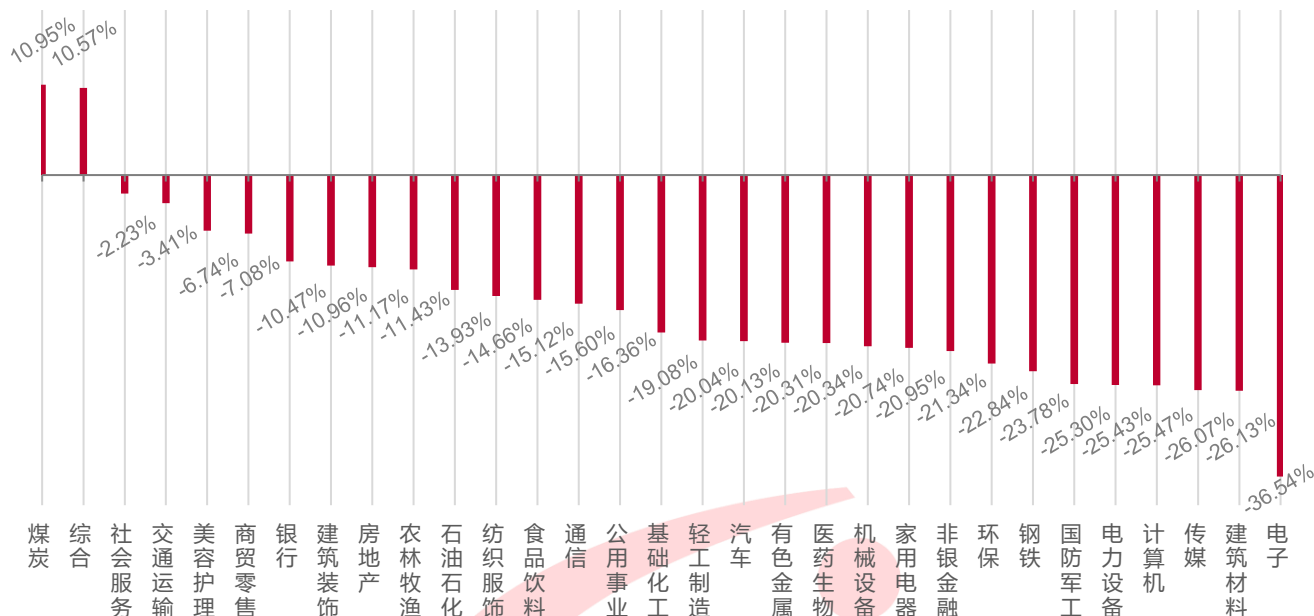
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 2：2022 年中国主要股指涨跌幅



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 3：2022 年申万一级行业涨跌幅



资料来源：Wind、创元投资咨询

二、2023 年宏观矛盾

2022 年为应对不断攀升的通胀，美联储货币政策的快速收紧，而这对经济产生了明显的负面影响，市场对美国未来经济陷入衰退的担忧不断上升。2023 年，海外资产宏观定价的主要矛盾在于美联储的货币政策何时会转向，并且在美联储大幅加息下，美国经济的衰退幅度会有多大。国内方面，2022 年因疫情的反复和国内房地产的行下，经济疲弱。2022 年年底，国内疫情防控政策全面放开，房地产政策也出现拐点，对中国经济负面冲击的风险已经释放，2023 年国内资产宏观定价的主要矛盾在于国内经济的向上修复，以及在外需的下降和内需的上升下，国内经济复苏的程度。

2.1 海外：美联储货币紧缩的转向

不断攀升的通胀是 2022 年整体宏观资产定价的起点，因高通胀压力，自 2021 年年底开始，美联储宽松的货币政策开始转向，2023 年美联储采取了大幅快速加息的方式来抑制通胀。在经历一年的紧缩之后，美国通胀已经进入下行通道，预期 2023 年美通胀回落的速度将加快。

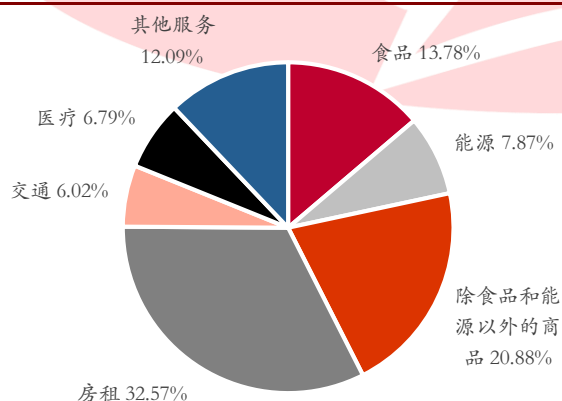
图 4：美联储的加息周期



资料来源：Wind、创元投资咨询

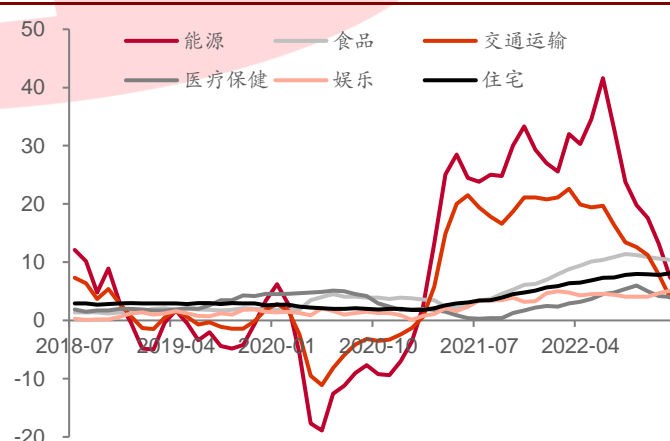
从需求端来看，随着美联储持续的大幅加息，商品的价格已经处于下行的态势，服务的价格虽然保持韧性，但在此背景下不会一直延续背离。2023 年美国通胀下行的速率主要关注住房项。原因主要有两点。第一，从美国 CPI 通胀结构中来看，住房项的占比较大，占比达到 32.57%，核心 CPI 比重将近 42%。第二，自 2022 年 10 月开始，美 CPI 出现向下的拐头，但 CPI 中住房项却依旧保持韧性，住房租金同比依旧处于走高的过程中。对于住房租金 CPI 来看，一般房屋的价格会领先住房租金一年半左右。而房价在 2022 年一季度出现回落，而这也指向住房租金 CPI 到 2023 年三季度能看见趋势性回落。

图 5：2022 年美国 CPI 构成



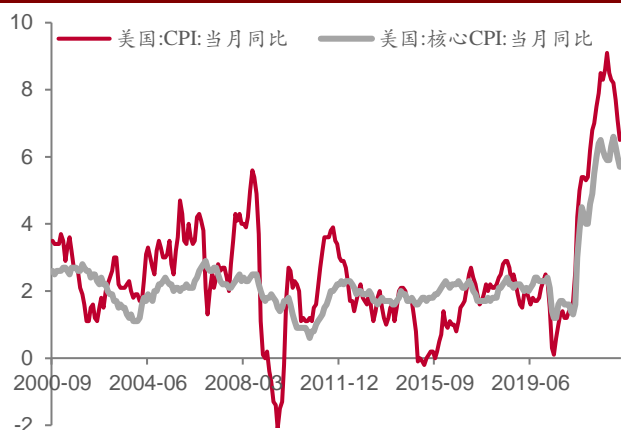
资料来源：美国劳工部、创元投资咨询

图 6：美国 CPI 分项



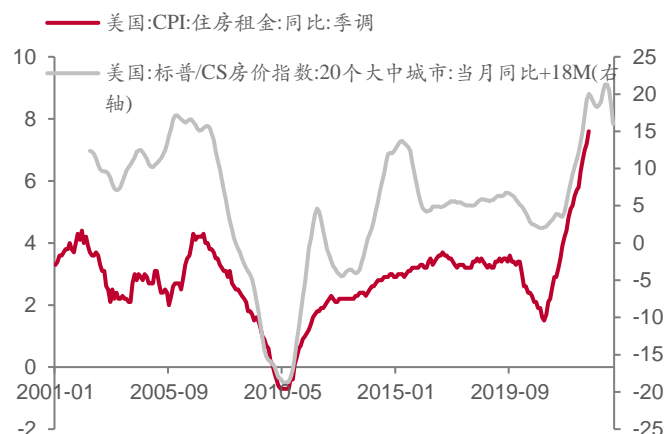
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 7：美国通胀



资料来源：Wind、创元投资咨询

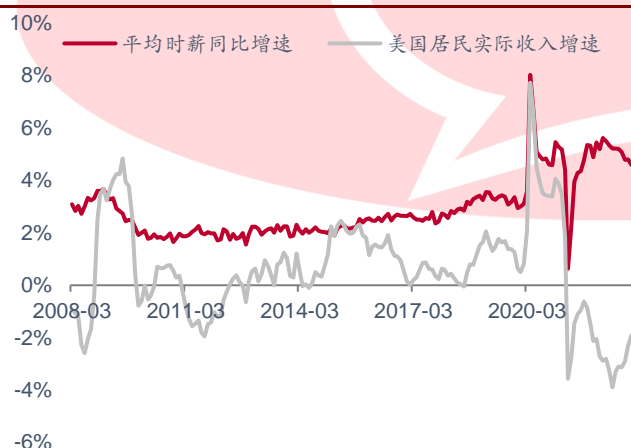
图 8：房价领先房租 CPI



资料来源：Wind、创元投资咨询

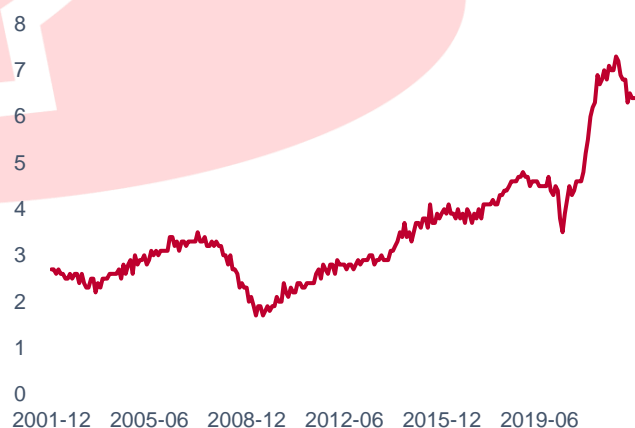
从供给端来看，供给对通胀的约束也会进一步放松。首先因需求的回落和美拜登政府疏导物流政策，物流对供给的约束已经放松。其次，虽然俄乌冲突仍旧在持续，但全球需求的回落指向能源价格上方空间的有限，其次因 2022 年的能源价格高基数，能源将继续拉动通胀向下。最后则是劳动短缺问题。因通胀增速远大于薪资增速，实际薪资增速为负，随着时间的推移，因疫情主观退出劳动力市场的年轻人最终还是返回劳动力市场，工资的拐点也会出现。因此在住房项以及能源高基数等影响下，美通胀将会在 2023 年下半年明显回落。

图 9：美国居民平均时薪同比-CPI 同比



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 10：美国职位空缺率

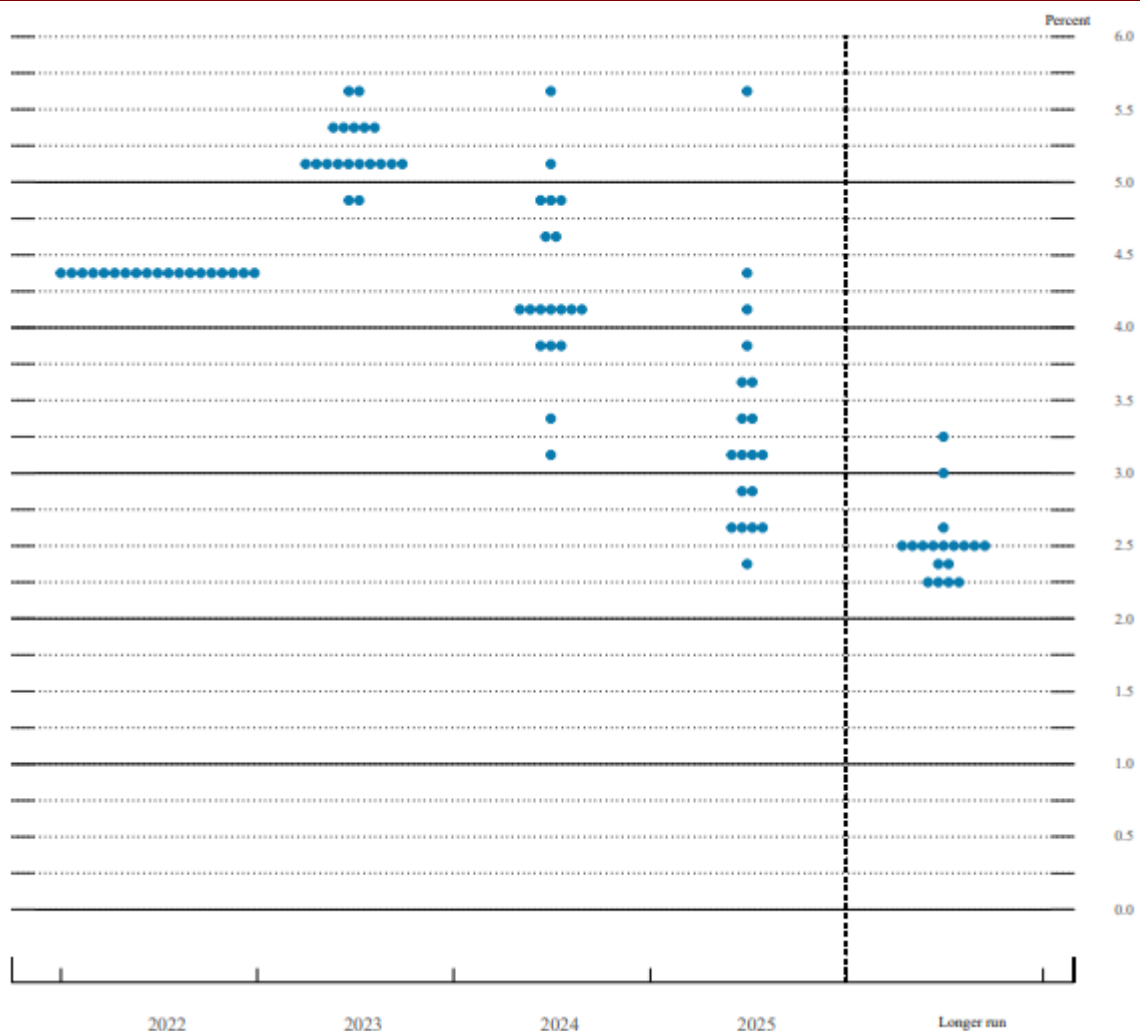


资料来源：Wind、创元投资咨询

2023 年在通胀下行确立的前提下，美联储后续的货币政策紧缩的放缓也会出现。预期美联储后续货币政策会分为三个阶段。第一个阶段加息放缓，第二个阶段达到限制利率后停止加息且维持高利率，第三个阶段市场对美联储降息预期的升温。

加息放缓：2022 年美联储全年连续加息 7 次，其中 4 次加息 75BP，累计加息 425BP，联邦基金利率目标区间上调至 4.25%-4.50%。从目前的背景来看，目前美联储已经进入加息放缓的阶段。首先，2022 年 10 月华尔街日报记者向市场传递美联储加息放缓的信号。其次，美联储公布的 11 月会议纪要传达加息放缓，但终点利率提高的信号。再次，12 月美联储议息会议美联储首次将加息幅度放缓至 50BP，最后，美国目前的通胀和核心通胀已经走出下行的趋势，并且快速大幅的紧缩政策对经济的负面影响已经开始显现。根据 2022 年美联储最后一次议息会议点阵图显示次轮美联储加息利率终点为 5.1%，预期在 2023 年上半年美联储会达到本轮加息的终点利率。

图 11：2022 年 12 月美联储点阵图



资料来源：Wind、创元投资咨询

维持高利率：在美联储将联邦基金利率提高至限制性区间后，美联储将保持高利率较长时间来对抗高通胀。尽管目前通胀已经超预期出现下降，但

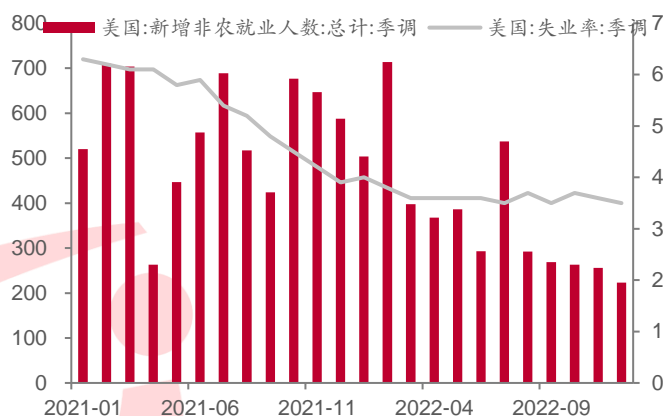
高通胀依旧具备粘性，服务业通胀依旧具备风险，美联储依旧需要更多的数据来佐证通胀的下降。因此 2023 年，市场将对劳动力市场数据，例如薪资、失业率等数据关注度进一步提高，以劳动力市场的状况来检测服务通胀放缓的速率。如果劳动力市场不出现大幅恶化，那么美联储将会较长时间维持高利率。

图 12：美国私人非农员工平均时薪同比



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 13：美国失业率和新增就业人口



资料来源：Wind、创元投资咨询

市场对美联储降息预期的升温：在 2022 年美联储大幅加息阶段，利率的抬升虽然对经济有负面影响，但从美国经济数据能看到，美国经济依旧保持韧性，2023 年如果美联储将联邦基金利率提高至限制区间且维持高利率较长时间，例如二个季度，那么对经济的损伤，例如房地产市场的影响将是巨大的，而美联储也会因经济的转下而考虑降息。

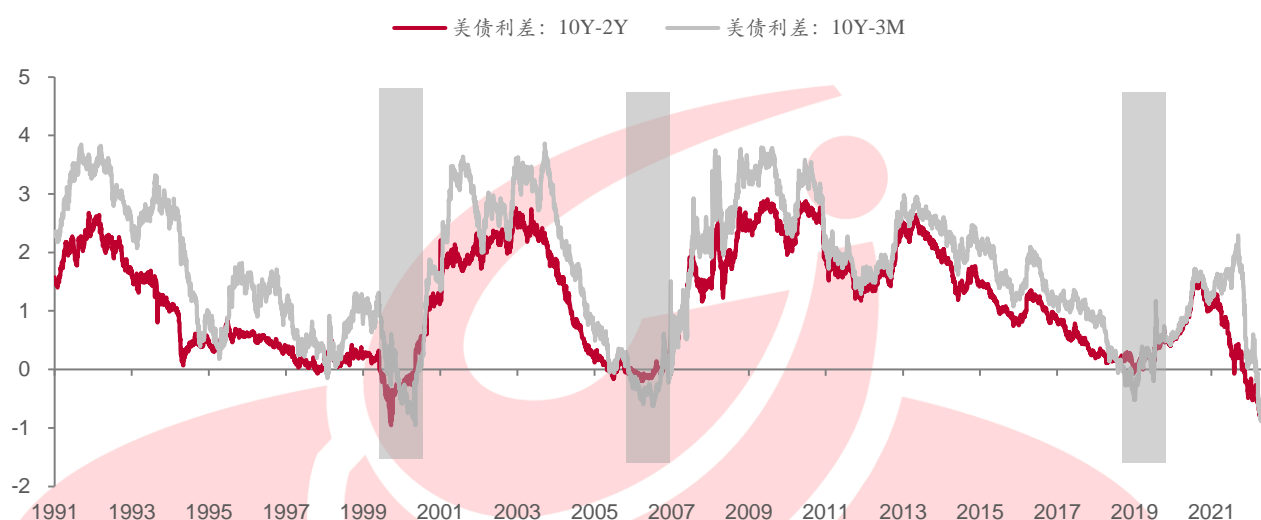
美联储降息的原因有三点。第一点，从目前一些数据上已经显示出美国经济后续将陷入衰退。例如美债长短端利率出现倒挂，2 年期-10 年期美债收益率在 2022 年 4 月出现倒挂，3 个月-10 年期美债收益率在 2022 年 10 月出现了倒挂，一般长短端利率领先衰退大概一年多时间，这指向美国经济在未来半年内衰退的概率大幅上升。第二点，美国的经济数据也出现回落，12 月非制造业 PMI、消费者信心指数、新屋开工、成屋销售总数（12 月 402 万套，创 2011 年 12 月以来新低）均出现明显下滑。第三点，美联储如果保持高利率，那么美国财政支付利息的压力也会增大。疫情后，美国大规模财政刺激下，美国政府的债务大幅飙升，政府杠杆率最高达到 122% 以上，但因美联储的低利率且财政部增加短债发行比例，2020 年、2021 年美国的偿债压力处于历史的低位，2022 年随着美联储进入加息周期，美债利息支付的压力也开始显现。而目前美国财政赤字也使得后续美政府对债券会维持借新还旧，而在高利率且在存量经济下，等之前大量的短期债券到期，那么美国财

政将无法支付利息。

随着高利率时间的维持，美国核心通胀有了明显的回落，以及经济硬着陆的现象显现，市场对美联储降息的预期也会升温。

从时间的节奏上来看，预期 2023 年上半年美联储还会继续将抑制高通胀作为其首要政策目标，而此轮加息终点利率最快将会在一季度达到，二季度维持高利率，2023 年四季度或到年底降息预期或升温，整体来看越往 2023 年后走，市场对美国经济的衰退的顾虑也会越深。

图 14：美债收益率倒挂



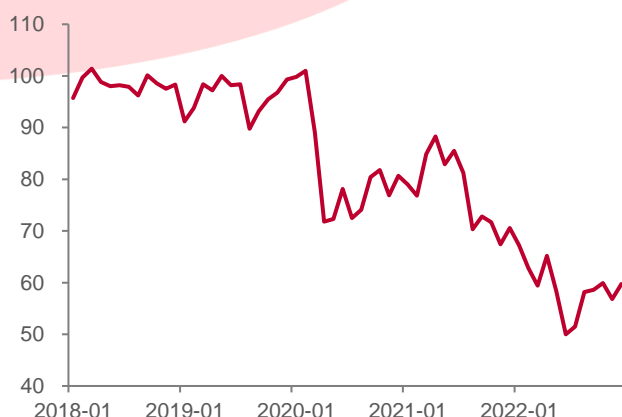
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 15：美国 GDP



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 16：密歇根大学消费者信心指数



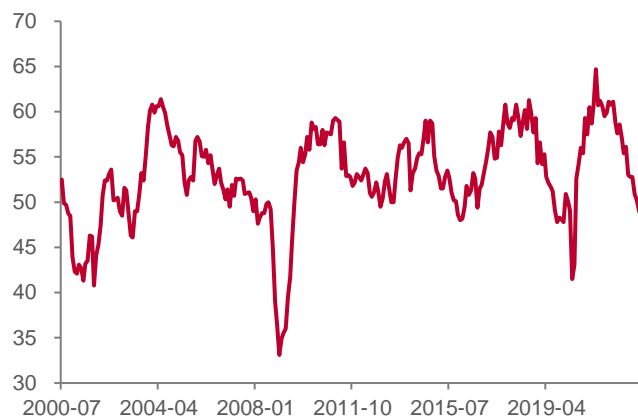
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 17: 美国 Markit 制造业 PMI



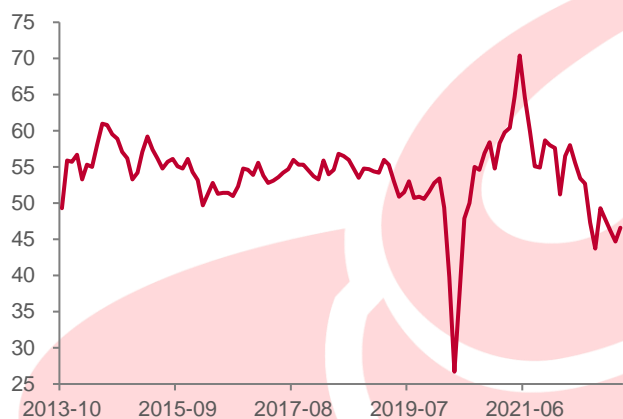
资料来源: Wind、创元投资咨询

图 18: 美国 ISM 制造业



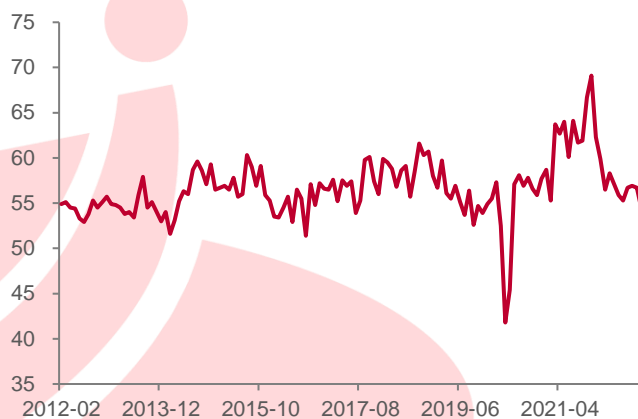
资料来源: Wind、创元投资咨询

图 19: 美国服务业 PMI



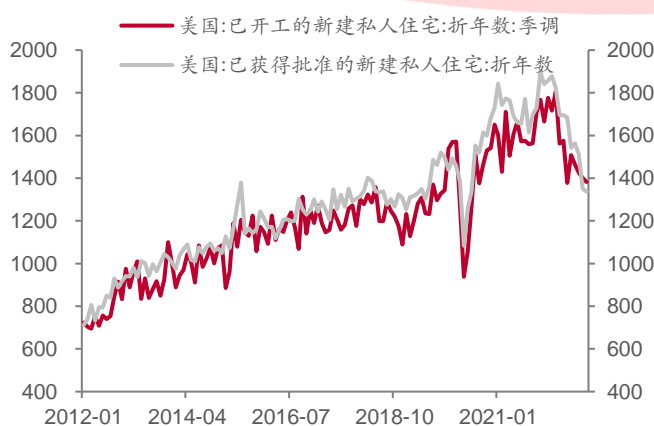
资料来源: Wind、创元投资咨询

图 20: 美国 ISM 非制造业 PMI



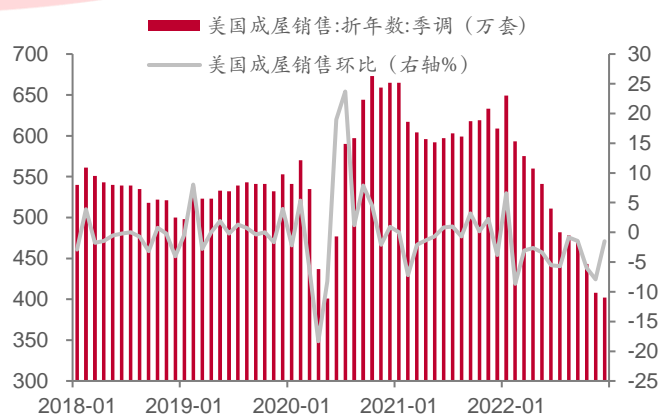
资料来源: Wind、创元投资咨询

图 21: 美国新屋开工 单位: 千套



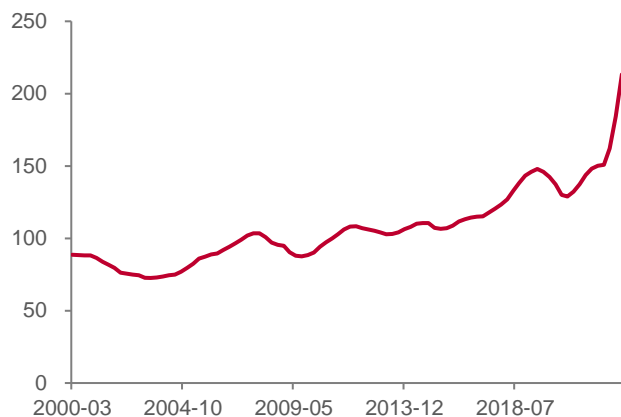
资料来源: Wind、创元投资咨询

图 22: 美国成屋销售



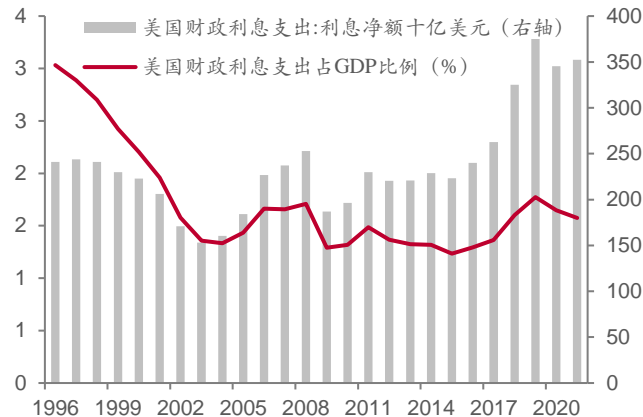
资料来源: Wind、创元投资咨询

图 23：美国政府利息支出（单位十亿美元）



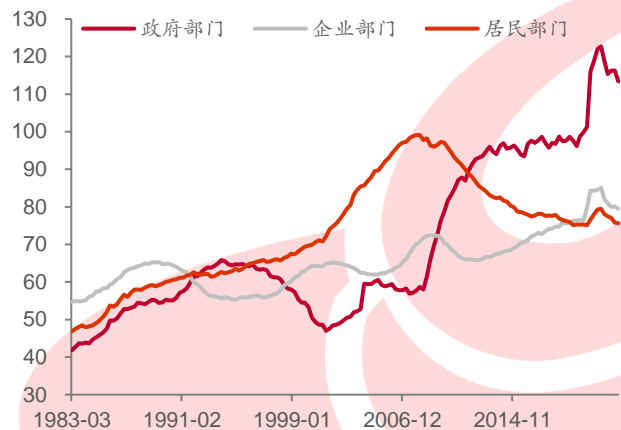
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 24：美国财政利息支出



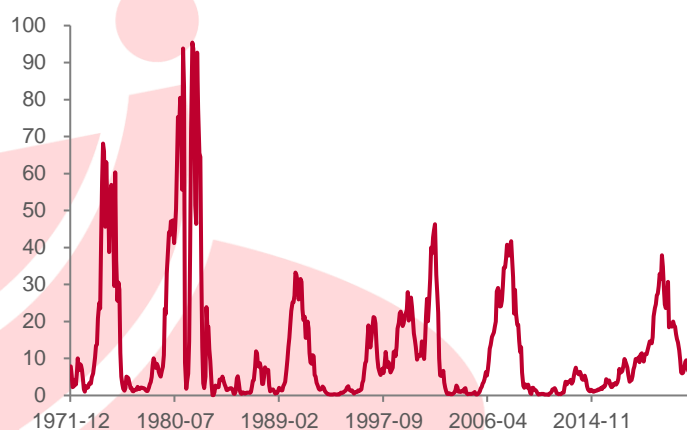
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 25：美国政府、居民、企业部门杠杆率



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 26：纽约联储测算美国未来 12 月发生衰退的概率



资料来源：Wind、创元投资咨询

2.2 国内：关注经济复苏的强度

2022 年是新冠疫情发生的第三个年头，因新冠毒株不断的迭代，毒株传播速度加快，国内重点城市疫情出现了反复。在 2022 年 11 月前，我国依旧执行动态清零政策，疫情的反复和严格的防控使得未来经济充满着不确定性，损伤着人们对经济修复的预期。于此同时，国内房地产基本面转下，海外地缘政治局势复杂和加息。在大环境不佳和居民预期受损下，即使监管层维持宽松的货币政策和财政政策，也能看到国内稳增长政策对经济的支撑效果并不好，离全年 GDP 5.5% 的增长目标有很大距离。

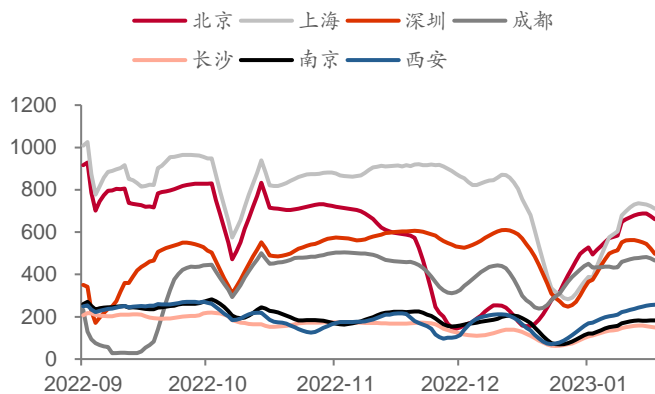
展望 2023 年，我国经济复苏的趋势确定。第一，2022 年 11 月之后，国内疫情防控政策放开，疫情管控对经济的负面约束消失，第二，2023 年也是

二十大之后的开局之年，经济修复的迫切性较高。第三，12月的中央工作会议将“稳增长”排在首位，扩大内需是经济工作的重中之重。央行也提出“要在总量上确保社会总需求得到有力支撑”，政策的宽松对经济修复起到支撑。但在经济修复的趋势中，疫情的情况会影响到整体经济修复的幅度。

从经济三驾马车来看，2023年，外需会由原先的拉动转为拖累，内需重要性大幅提升，地产、基建、消费将会有显著的改善。一季度因2022年同期的高基数叠加经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力较大，全年经济增长压力最大；二季度和四季度因低基数原因，同比增速将较高。

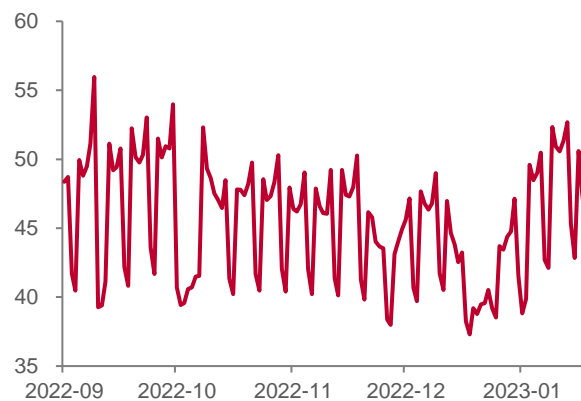
(1) 消费将重启：2022年，我国消费因受到疫情的反复出现较大的波动，全年社会消费品零售总额出现负增长，为-0.2%。2023年预期居民生活将恢复正轨，我国消费将逐步修复。首先，在2022年12月我国疫情管控全面放开之后，新冠确诊病例不断攀升，第一轮新冠疫情的冲击影响很大。但从一二线城市的地铁客运量数据来看，大城市的地铁客运量在12月就出现了拐点，另外1月因春节的缘故，大规模人员流动，全国的感染在1月预期会达到峰值。后续随着新增感染病例的减少，居民生活将逐步回到正轨，从而带动消费的恢复。另外因为疫情管控的放开直接利好服务业的修复，服务业消费会有比较明显的回升。其次，政策的刺激。中央经济工作会议中提出，2023年要把恢复和扩大消费摆在优先位置。另外针对社零消费中的重要权重，汽车和房地产链，中央工作会议中也提出了支持的政策。而这也更加支撑消费的修复。最后则是居民消费的潜力较大。目前居民部门的杠杆率一直保持在平稳的状况，保持在62.4%。且2022年四季度开始，居民存款增速快速上升，升至高位。居民存款的快速上升的原因主要原因除了因为疫情的反复，经济前景不明朗带来居民收入预期下降、支出增速明显回落外，疫情的管控破坏居民消费的场景也是重要原因。随着疫情影响逐步消退，消费场景恢复，经济逐步修复下居民对未来预期也会发生积极改变，利于消费的修复。当然，针对居民消费不利的一面则是，经历疫情三年，居民心理创伤的修复则需要较长时间，而这也影响到消费整体修复的斜率。

图 27：7 日日均地铁客运量



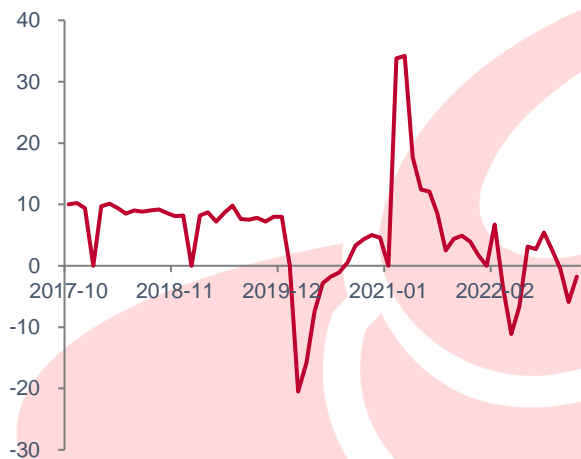
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 28：内地省会城市拥堵延时指数合计



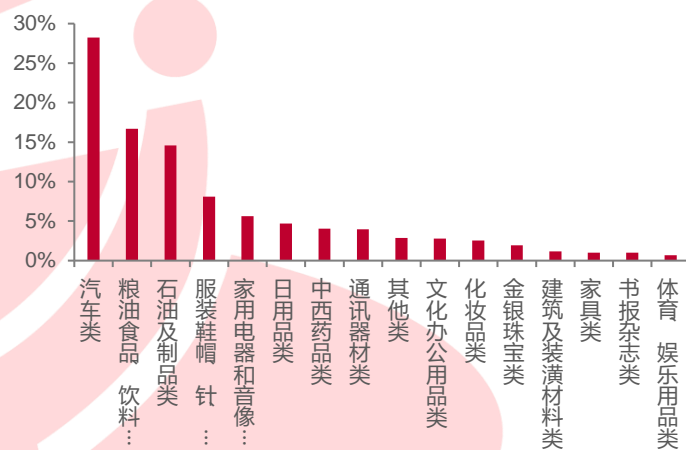
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 29：社会消费品零售总额:当月同比



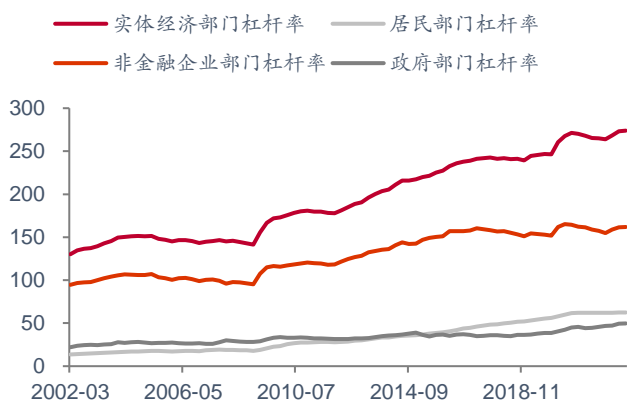
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 30：社零分项占比



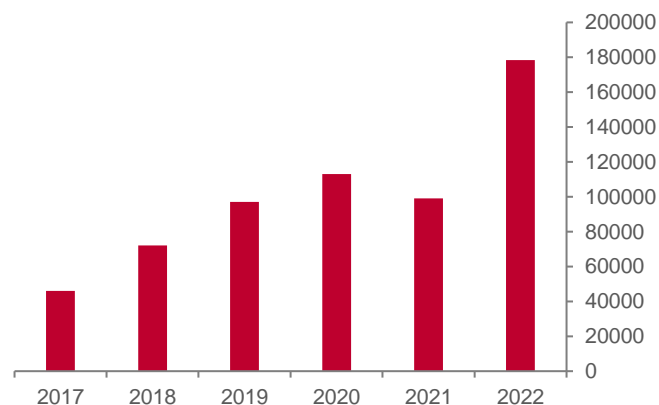
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 31：居民杠杆率平稳



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 32：新增人民币存款：居民户（单位：亿元）



资料来源：Wind、创元投资咨询

(2) 房地产利好政策密集，将呈现若修复：2022 年全国房地产基本面转下，房地产投资出现有记录以来首次负增长，新开工、施工、竣工、销售全部转负，居民中长期贷款也已经持续 1 年以上大幅下滑，房地产投资成为拖累经济增长的一项。2022 年年初开始，房地产政策一直处于犹豫中，但自 9 月底开始，房地产政策开始出现缓和，房地产供给端的三支箭支持房企融资，第一支箭信贷、第二支箭债券融资、第三支箭股权融资，体现监管层对房地产救市的决心。到年底房地产新开工、施工等均有了好转，但并未扭转房地产基本面向下趋势。2023 年 1 月人民银行、银保监会发布通知决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，地方政府“因城施策”引导合理购房需求，例如下调首付比例等，政策也开始从需求端发力。2023 年，房地产更多的政策也会相继出台，来从需求端扭转居民购房的信心。

2023 年初监管层密集发声，针对房地产未来的定位，监管层支持地产行业健康发展的信号也越发明显。第一，强调房地产是国民经济的支柱产业。第二重申坚持房住不炒定位，但要稳定房地产市场，积极推进保交楼、保民生、保稳定。第三推动房地产业向新发展模式平稳过渡，虽然目前未明确新发展模式形式，但后续具体措施也会陆续出台。

根据房地产周期，此轮房地产周期自 2020 年开启，从地产周期考虑，此轮房地产下行要到 2023 年年中才会逐步开始企稳回升。展望 2023 年，房地产政策的纠偏使得地产最困难的时候已经过去，房地产集成呈现 2022 年大幅下跌概率较小，另外考虑到经济修复压力的增大以海外需求的回落，房地产投资发力的需求也会更加迫切，因此，预期全年房地产投资增速由上半年回落到下半年开始逐步企稳回升，但修复依旧处于若修复。

图 33：房屋新开工、施工、竣工面积同比增速



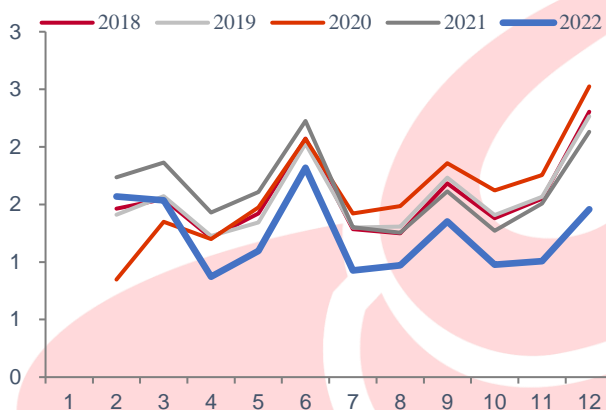
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 34 商品房销售面积和销售额同比增速 (%)



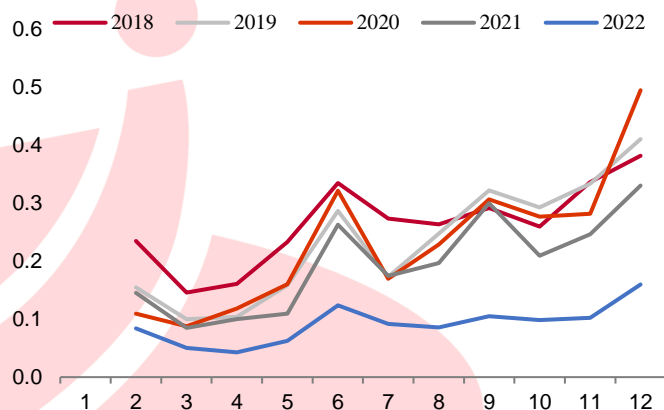
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 35：商品房销售面积当月值 (亿平方米)



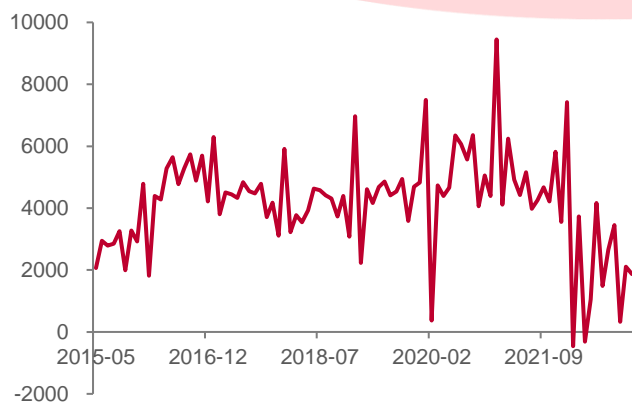
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 36 全国购置土地面积当月值 (亿平方米)



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 37：居民中长期贷款



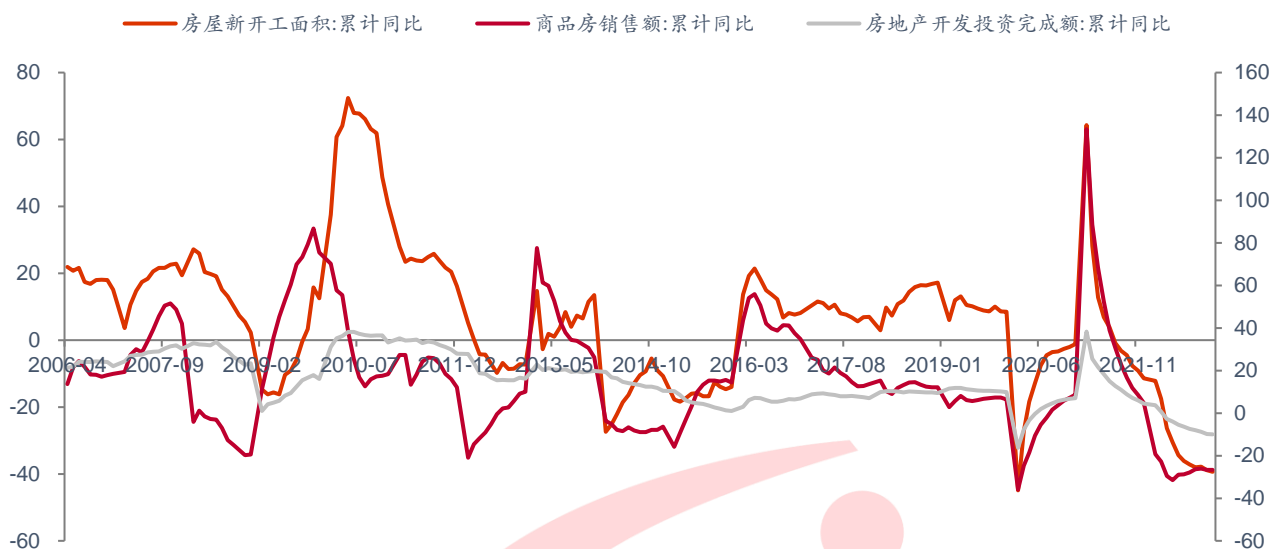
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 38 房地产开发投资 (%)



资料来源：Wind、创元投资咨询

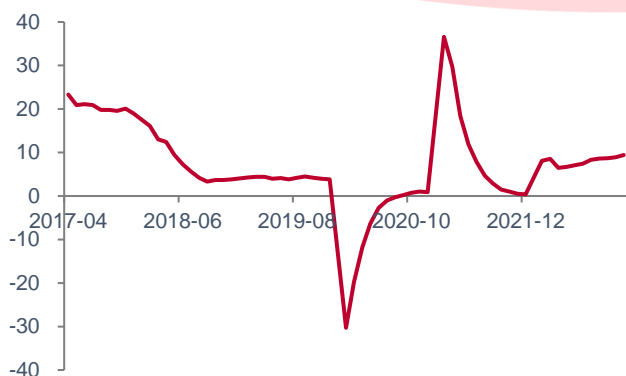
图 39：房地产周期



资料来源：Wind、创元投资咨询

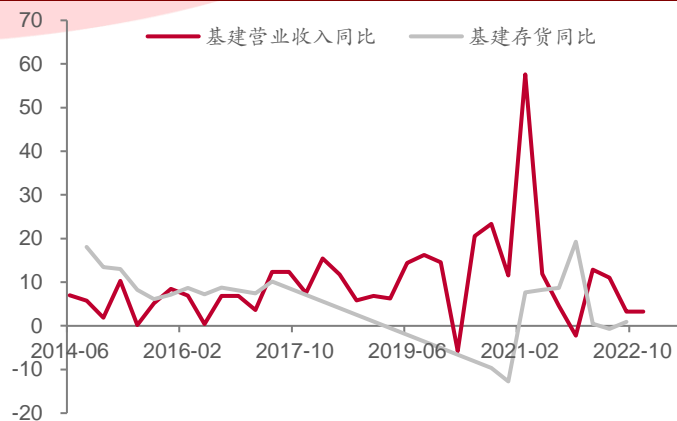
（3）基建投资继续发力：2022 年在政策加码，资金支持下，基建保持高速增长，1-12 月累计增长 9.4%，领先制造业和房地产，成为托底经济的主要支撑项。资金方面，上半年财政资金与专项债支撑基建的高速增长，下半年，政府开始积极运用新型结构性工具，例如调增政策性银行 8000 亿信贷额度，政策性开发性金融工具 6000 亿等来支持基建投资。在稳增长的压力下，2023 年监管层将继续在政策端支持基建投资，基建投资增速将继续发力来对冲出口等方面下行的压力。

图 40：基建投资累计同比



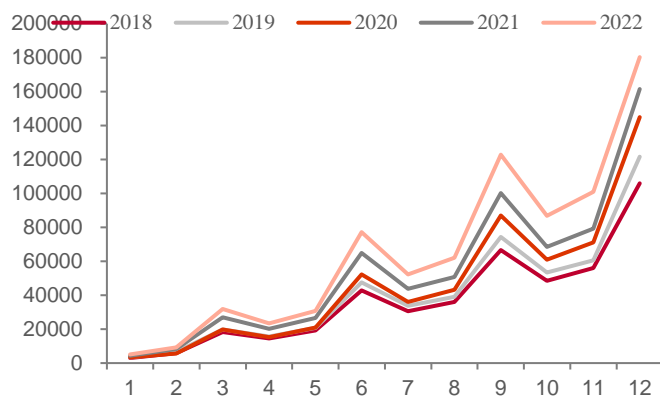
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 41 基建处于补库阶段



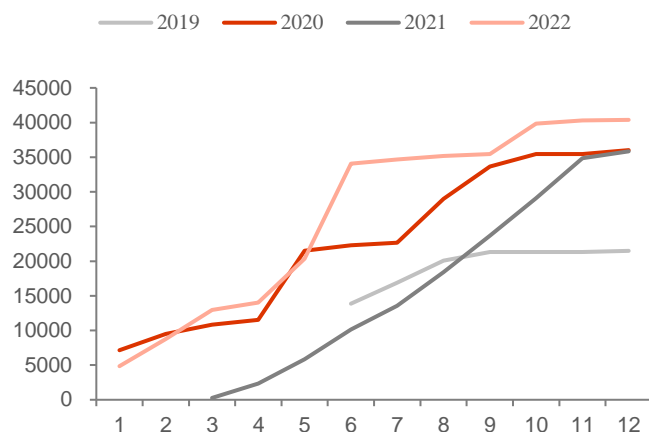
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 42：七家大型建筑企业基建类订单额（亿元）



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 43 新增发行专项债（亿元）

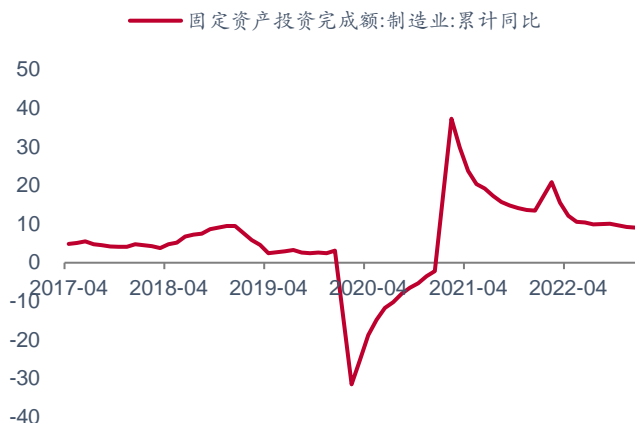


资料来源：Wind、创元投资咨询

（3）制造业投资受设备更新周期支撑：2022 年因出口维持高景气度叠加政策端的发力，1-12 月制造业投资累计增长 9.1%，与基建一起推动固定资产投资保持平稳增长。2022 年政策层面上制造业中小微企业继续延缓缴纳部分税费；央行设立设备更新改造专项再贷款；对设备更新改造等特定领域财政贴息等。这也使得 2022 年企业中长期贷款增速保持高增。在二十大报告中强调举国体制构建制造业创新体系，另外在国家安全等背景下，中长期来看，制造业新一轮设备更新周期已经开启。从周期角度看，自 2002 年开始，设备更新周期跨度均为 7 年，此轮设备周期开启为 2016 年供给侧改革之后，目前已经处于此轮设备更新周期的尾声。

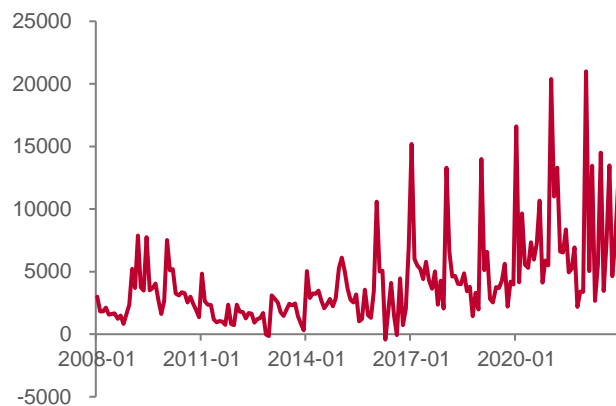
展望 2023 年，在外需回落下，出口依赖程度较高的制造业行业会受到影响，但政策在设备更新改造上的支持，会使得中游设备仪器等行业受益。因此制造业投资增速在总量微降下结构上有所两点。而从利润来看，因 PPI 和 CPI 的剪刀差回落，中下游行业的利润占比将继续回升。

图 44：制造业投资累计同比



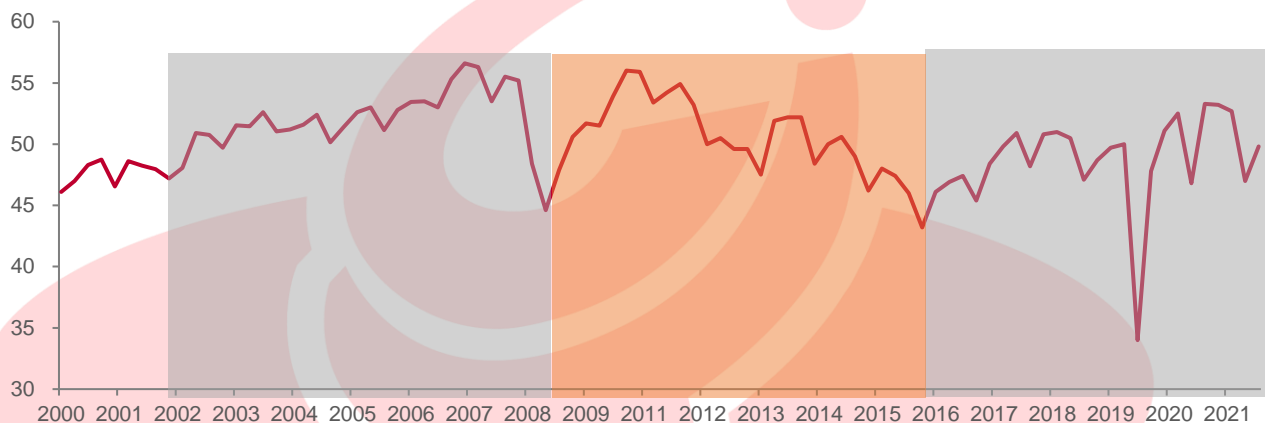
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 45 企业中长期贷款



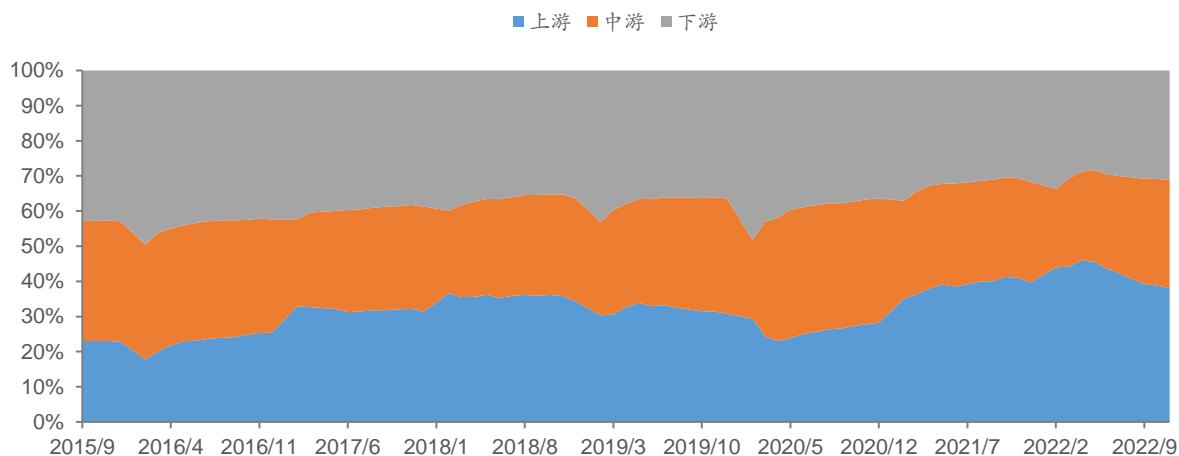
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 46：设备更新周期



资料来源：Wind、创元投资咨询

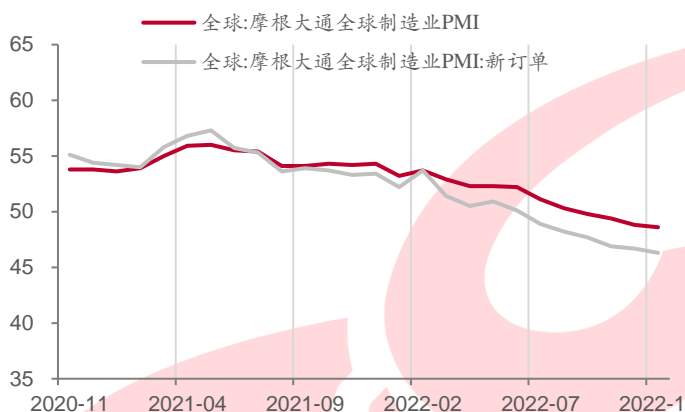
图 47：上中下游产业链累计利润格局变化



资料来源：Wind、创元投资咨询

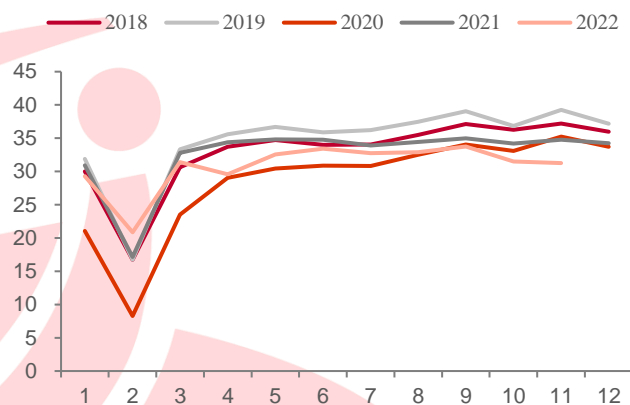
(5) 外需收缩，出口承压：自 2020 年新冠疫情之后，全球实施宽松的货币财政政策来应对疫情，这也带来的海外需求的大幅反弹。而在海外供应链遭受巨大冲击，我国因疫情控制较好，充当了世界工厂的角色，这也使得我国出口经历了两年高增长，在内需疲弱下拉动了我国经济的增长。2022 年随着海外主要国家进入紧缩，全球的贸易增速也开始下滑，全球制造业 PMI 也处于下行中，而我国出口增速在 2022 年 8 月出现转负。2023 年，在高通胀压力下，欧美的加息和维持高利率将会较长时间保持，经济体陷入衰退的概率也在增大，这对全球的需求继续起到压制，因此出口增速对我国经济将会由原先的拉动转为拖累。

图 48：全球制造业 PMI



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 49：公路货运量（亿吨）



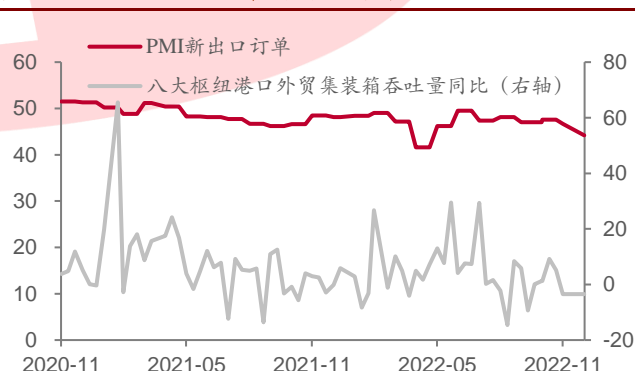
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 50：进出口



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 51：PMI 新出口订单与外贸集装箱吞吐量



资料来源：Wind、创元投资咨询

(7) 通胀不构成核心矛盾：2022 年与海外高通胀不同，我国通胀压力较小。因疫情反复影响，国内的需求较为低迷，CPI 运行较为平稳，PPI 处于震荡下行中。对于 CPI，在需求疲弱下，上半年因俄乌冲突，国际油价飙升带动 CPI 交通工具燃料价格上行，下半年原油价格回落，猪周期使得猪肉价

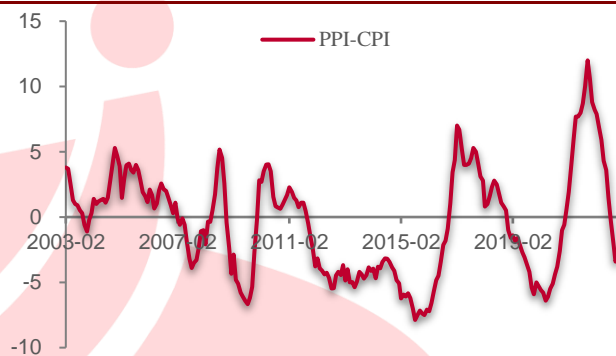
格上行带动 CPI 继续的上行，但因疫情制约消费，使得 2022 年 CPI 保持温和的态势，未触及政策调控目标 3%。PPI 则在高基数下缓慢下行，但因上半年因俄乌冲突，大宗商品价格高企，PPI 回落的速度较为缓慢，下半年随着油价回落 PPI 降幅明显加快，在 8 月 PPI 与 CPI 的剪刀差由正转负。2023 年预计将延续 PPI-CPI 剪刀差为负的格局。今年重点关注油价与猪肉价格，以及疫情形势的变化。如果疫情对经济负面影响未实质性消退，猪周期带动的猪肉价格可控，那么 CPI 上升的斜率将放缓。而对于油价，经历冬天，欧洲能源也经历的压力测试，能源的压力在一定程度缓解，但俄乌冲突依旧持续和中国需求的提振也会支撑油价，因此原油的价格在一定程度上还处于博弈的过程中，PPI 在延续回落后下方依旧有支撑。但整体来看国内通胀在 2023 年不会构成核心矛盾。

图 52: CPI 与 PPI



资料来源: Wind、创元投资咨询

图 53: PPI-CPI 剪刀差



资料来源: Wind、创元投资咨询

(8) 货币政策注重使用结构性工具: 2022 年国内疫情反复使得国内经济基本面向下，货币政策维持宽松，但因美联储大幅加息使得中美利差倒挂制约了我国货币宽松的幅度。2023 年随着美联储加息达到限制区域，且到下半年美经济陷入衰退概率加大，美联储讨论降息的可能性也在加大，而我国货币政策受到的掣肘也会降低，另外 2023 年我国依旧面临较大的经济增长压力，国内货币政策在总量上将保持宽松，并且降准降息的概率也较大，同时考虑到中国处于较长转型期，为给后续宽松留足空间，也会配合财政政策更加着重使用结构性工具。对于房地产、基建支持会加码，对制造业、设备更新改造等阶段性工具的投入也将会加大。

图 54：中、美债收益率和人民币汇率



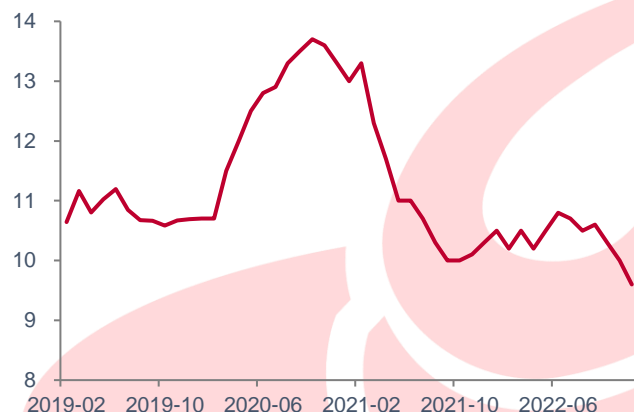
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 55：中美利差



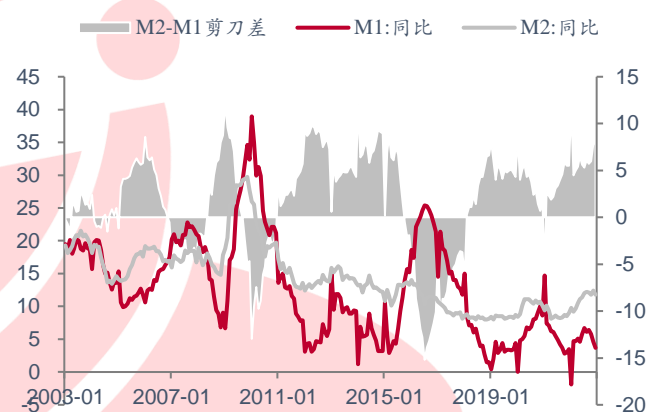
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 56：社融增速



资料来源：Wind、创元投资咨询

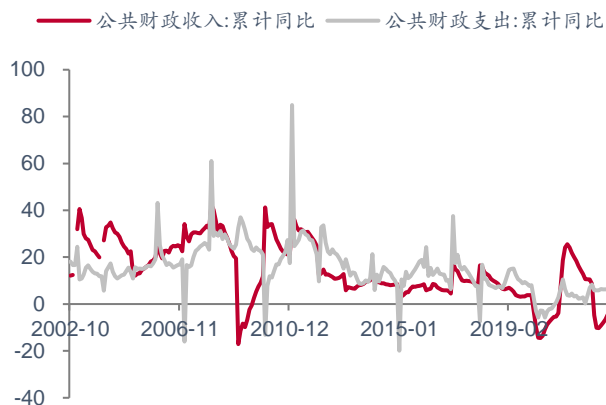
图 57：M1 和 M2 同比增速



资料来源：Wind、创元投资咨询

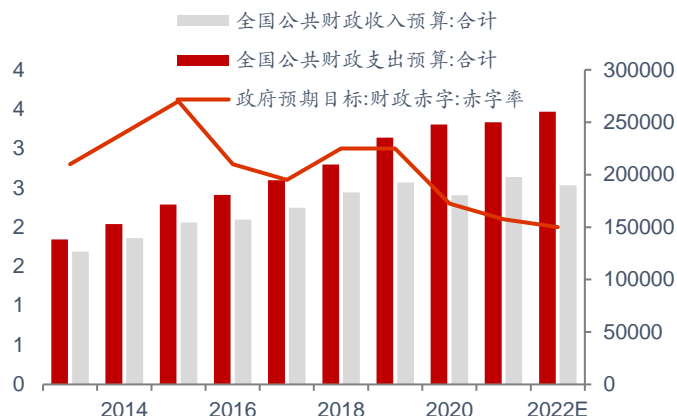
(9) 财政政策维持积极：根据中央经济工作会议部署，2023 年积极的财政政策要加力提效。在经济基本面向下，逆周期的思路下，积极的财政政策值得期待，财政赤字的规模和专项债预期均会加码。对于赤字率来看，2023 年政策端减税降费将延续，另外虽然在 2022 年地产政策加码，但对房地产市场提振有限，因此土地收入也难以恢复，预期公共财政收入依旧较弱，公共财政收支平衡压力依旧较大。而赤字率会维持 2022 年的水平 2.8%或提高至 3%。对于专项债来看，2022 年下半年开始，中央多次强调盘活专项债债务限额空间，而此限额还有 1 万亿左右空间，预期 2023 年至少会维持 2022 年水平 4 万亿左右。

图 58：全国财政收入与支出累计同比



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 59：财政支出预算



资料来源：Wind、创元投资咨询

2.3 总结：2023 年全球经济呈现中国修复美国转弱

2022 年美国步入极度鹰派的加息周期，但在利率快速升高下，美国经济显示其韧性，而我国在疫情反复下延续严格的防疫政策，经济疲弱。2023 年宏观经济将发生转向，因美联储的过度紧缩，美国陷入经济衰退的概率加大，而我国则因防疫政策放开，年初第一波疫情高峰到来，并且 2023 年为二十大后的开局之年，经济修复的迫切性较强，整年经济向上修复的确定性较强，但因全球总需求的收缩，外需面临回落，经济的发力依靠内需，并且疫情会有反复，整体会影响到经济修复的强度。

2023 年重点需要跟踪的是：海外关注美联储过度紧缩下是否会导致经济的衰退，另外因经济的向下，美联储是否会调整其货币政策。国内则重点跟踪经济修复的力度，关注居民、企业市场主体信心的修复。

三、A 股投资策略

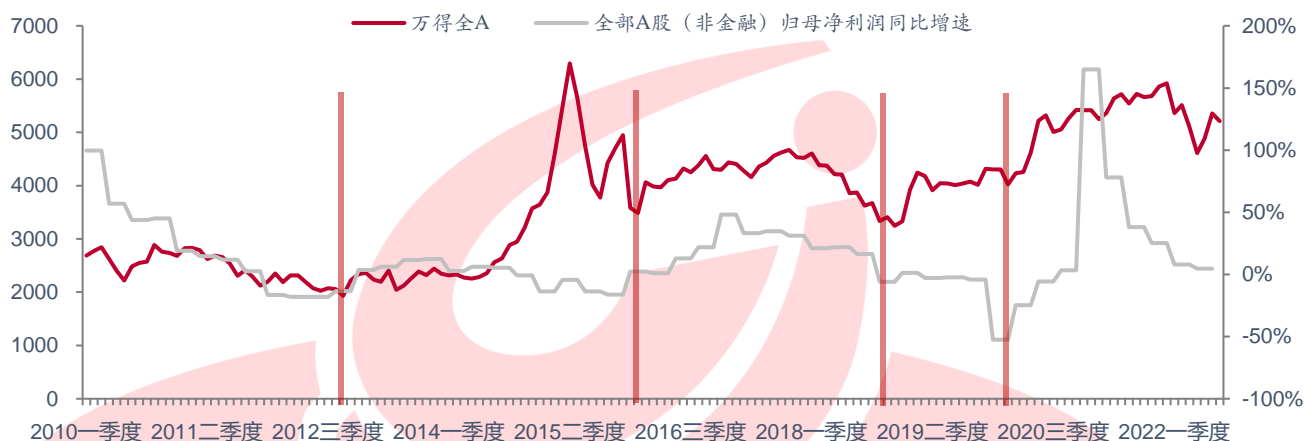
在经历一年回调之后，A 股风险释放较为充分，展望 2023 年，A 股走势预期震荡回升，机会大于风险，具备配置价值，但 A 股具体上升空间要关注国内经济修复的幅度。

分子端（企业盈利逐步回升）：2023 年随着居民生活逐步回归正常，宏观经济将逐渐企稳修复，全 A 盈利增速有望回升。从周期角度来看，自 2004 年开始，A 股一共经历 5 轮盈利周期，每轮盈利周期时间为 3.5 年左右。此

轮盈利周期开启时间为 2020 年，目前企业盈利处于低迷阶段，非金融上市公司归母净利润增速处于低位，但盈利增速下行已经接近尾声，如按照时间周期，本轮盈利周期低点将在 2023 年二季度。另外从上市公司盈利角度来看，目前非金融上市公司 ROE 维持在 8.4%，处于较高水平，这指向虽然目前上市公司虽然景气度低迷，但整体盈利质地尚佳，步入 2023 年，随着疫情管控放开，稳增长政策密集出台，企业盈利会逐步回升。

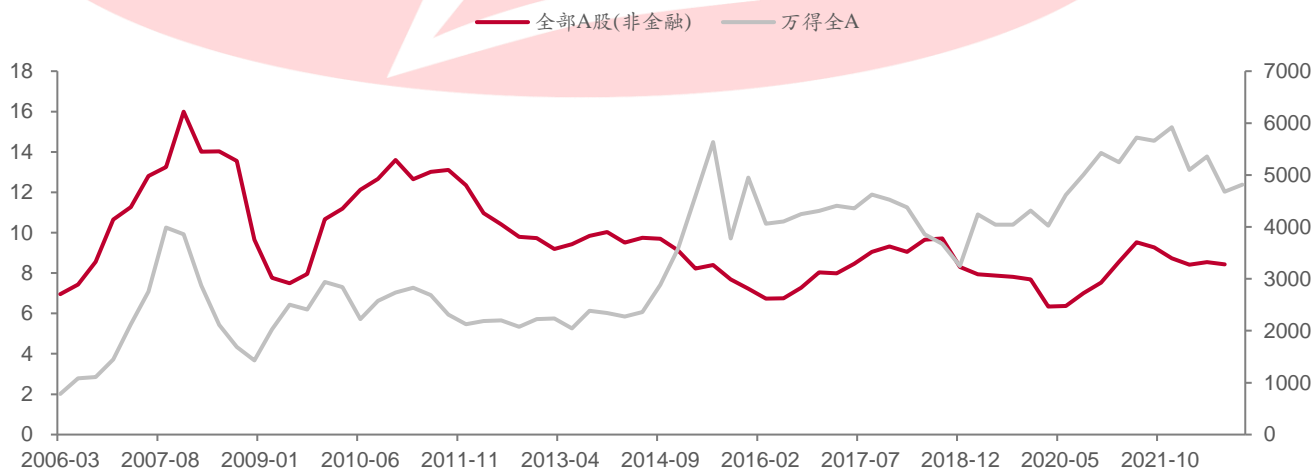
另外从 A 股走势来看，A 股的走强会提前于盈利周期的上行时间。因此 2023 年 A 股向上的拐点会到来。

图 60： A 股盈利周期



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 61： A 股 ROE



资料来源：Wind、创元投资咨询

分母端：美联储加息已经临近限制区域，随着时间推移，美国陷入衰退的概率加大，美债利率与美元有望回落，而国内宏观流动性将延续宽松，利多 A 股。

另外目前 A 股在经历 2 年震荡回落行情之后，估值已经处于较低的位置。截止至 2023 年 1 月 19 日，上证综指的 PE 为 12.97，创业板 PE 为 42.61。A 股估值回落原因主要有两点，第一 2022 年因海外主要国家进入紧缩周期，全球流动性大幅减少，北上资金流入放缓。第二，国内疫情反复，防疫政策的不确定使得居民对经济信心不足，信贷扩张缓慢，经济疲软。进入 2023 年，以上两点均会呈现改善，A 股在估值水平较低下，上涨的概率加大。

权益市场风险偏好处于上升当中。A 股市场风险溢价水平出现持续上升趋势，市场风险偏好开始回升。股债性价比来看，目前万得全 A 股债相对回报率处于均值上方水平，处于较高位置，权益市场投资回报优于债券。数据均利多 A 股后续的回升。

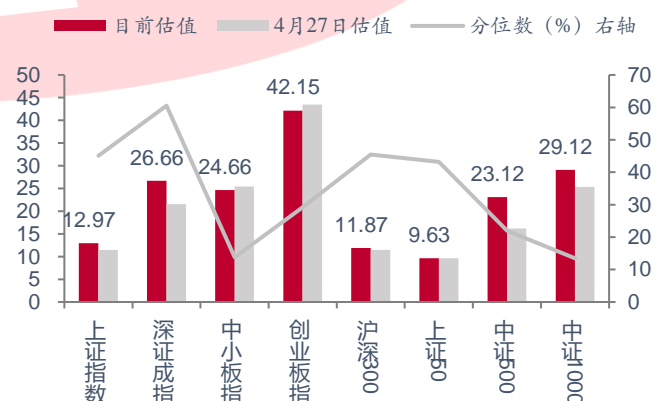
A 股节奏：2023 年 A 股机会大于风险，整年 A 股走势预期震荡回升，机会大于风险，具备配置价值。节奏上看，一季度国内基本面较弱，但市场对未来稳增长政策预期较强，A 股预期走出波折向上走势。二季度美联储或暂停加息，海外负面冲击减少，国内则在二季度低基数，以及政策加持下经济延续修复，A 股涨幅预期高于一季度，进入下半年，海外货币政策是否转向，经济衰退压力如何可能会再次扰动 A 股，而国内经济修复幅度，以及在经济修复之后货币政策是否边际收紧也会对 A 股走势进行扰动。

图 62：主要指数 2023 年 1 月 19 日市盈率

指数	市盈率		
	当前值	均值	分位数
万得全 A	17.72	17.59	50.55%
上证指数	12.97	13.42	43.85%
深证成指	26.87	24.03	59.60%
创业板指	42.61	52.24	27.46%
上证 50	9.81	10.15	42.73%
沪深 300	12.01	12.28	44.26%
中证 500	23.77	31.44	21.28%
中证 1000	29.68	49.48	13.02%

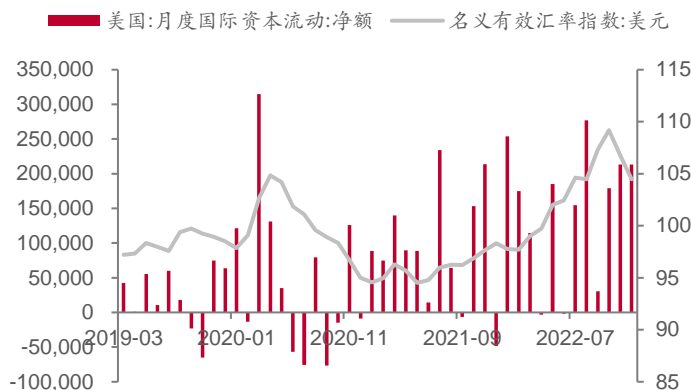
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 63：重要指数估值



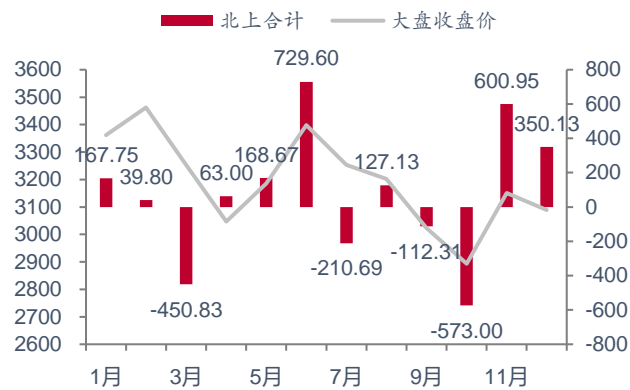
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 64：美元回流美国



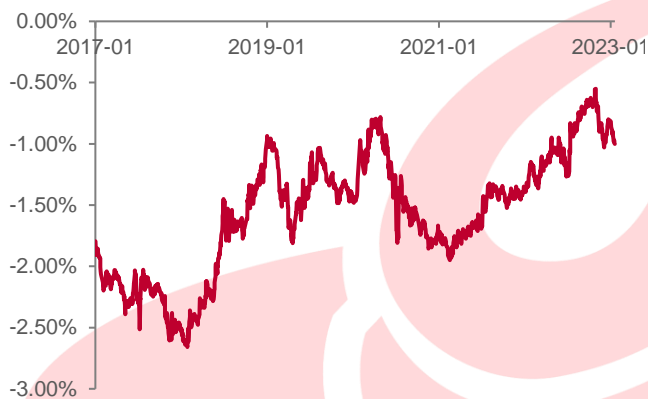
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 65：2022 年北上资金流入放缓



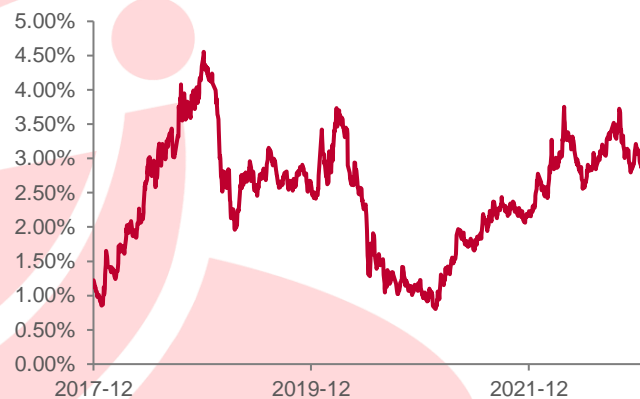
资料来源：Wind、创元投资咨询

图 66：A 股风险溢价指数：股息率-10 年国债



资料来源：Wind、创元投资咨询

图 67：股债相对回报率



资料来源：Wind、创元投资咨询

市场风格：因外需回落，经济依靠内需来拉动。从内需来看，目前房地产基本面依旧疲弱，市场对其信心依旧较弱，叠加疫情存在的不确定性以及经历三年疫情，居民心理的修复需要时间。2023 年国内经济修复的强度不会很强劲，特别是一季度，面临的经济增长压力依旧较大。因此受监管层政策支持，产业政策倾斜的行业会更加受到青睐，市场风格开始会偏向蓝筹，后续会逐步转向成长。

行业：上半年关注疫情之后经济复苏的板块，例如金融、消费、建筑、房地产。在经济出现企稳之后，可关注产业升级和自主安全相关的板块，例如新能源、计算机、通信、军工、电子等。

创元研究团队介绍：

许红萍，创元期货研究院院长，10 年以上期货研究经验，5 年以上专业的大宗商品、资产配置和研究团队投研一体化运营经验。擅长有色金属研究，曾在有色金属报、期货日报、文华财经、商报网等刊物上发表了大量研究论文、调研报告及评论文章；选获 2013 年上海期货交易所铝优秀分析师、2014 年上海期货交易所所有有色金属优秀分析师（团队）。

廉超，创元期货研究院联席院长，经济学硕士，郑州商品交易所高级分析师，十几年期货市场研究和交易经验，多次穿越期货市场牛熊市。（从业资格号：F3094491；投资咨询证号：Z0017395）

王小琦，创元期货研究院院长助理，澳洲麦考里大学会计学硕士，澳大利亚注册会计师，拥有多年海外商品、股票、外汇、利率等衍生品交易经验，对国内外各类资产配置较为见长。（从业资格号：F3027456）

创元宏观金融组：

张紫卿，创元期货研究院宏观及利率期货研究员，澳大利亚国立大学金融与精算统计学硕士，具有多元化金融机构从业经验。长期着眼于银行间资金和利率市场，具有独到的宏观分析视角，致力于金融大周期分析及研究判断。（从业资格号：F3078632；投资咨询证号：Z0018376）

何焱，创元期货研究院贵金属研究员，中国地质大学（北京）矿产普查与勘探专业硕士，专注宏观和贵金属研究，聚焦多方因素对贵金属行情的综合影响。（从业资格号：F03110267）

创元有色金属组：

田向东，创元期货研究院铜期货研究员，天津大学工程热物理硕士。致力于铜基本面研究，专注于产业链上下游供需平衡分析。（从业资格号：F03088261）

李玉芬，创元期货研究院铝期货研究员，专注铝上下游分析，注重基本面研究，善于发掘产业链的主要矛盾。（从业资格号：F03105791）

陈昱允，创元期货研究院锌期货研究员，香港中文大学金融工程硕士，专注于锌基本面研究，致力于构建系统化金属商品投研框架，结合产业驱动与数据处理挖掘投资机会。（从业资格号：F03106586；投资咨询证号：Z0018519）

创元黑色建材组：

陶锐，创元期货研究院资深黑色商品研究员，重庆大学数量经济学硕士，曾任职于某大型期货公司黑色主管，荣获“最佳工业品期货分析师”。（从业资格号：F03103785；投资咨询证号：Z0018217）

徐艺丹，创元期货研究院钢矿期货研究员，天津大学金融硕士，专注铁矿及钢材基本面研究，致力于黑色金属产业链行情逻辑演绎。（从业资格号：F3083695）

杨依纯，创元期货研究院铁合金期货研究员，专注锰硅、硅铁上下游产业链分析，注重基本面研究。（从业资格号：F3066708）

韩涵，创元期货研究院纯碱玻璃研究员，奥克兰大学专业会计硕士，专注纯碱及玻璃上下游分析和基本面的研究。（从业资格号：F03101643）

创元农副产品组：

张琳静，创元期货研究院油脂期货研究员，有七年多期货研究交易经验，专注于油脂产业链上下游分析和行

情研究。(从业资格号：F3074635；投资咨询证号：Z0016616)

再依努尔·麦麦提艾力，创元期货研究院棉花期货研究员，毕业于上海交通大学，具有商品期货量化 CTA 研究经验，致力于棉花基本面研究，专注上下游供需平衡分析。(从业资格号：F03098737)

陈仁涛，创元期货研究院玉米、生猪研究员，苏州大学金融专业硕士，专注玉米、生猪上下游产业链的基本面研究。(从业资格号：F03105803)

创元能源化工组：

高赵，创元期货研究院聚烯烃研究员，英国伦敦国王学院银行与金融专业硕士。致力于多维度分析 PE、PP 等化工品，善于把握行情演绎逻辑，曾为多家现货企业提供风险管理建议。(从业资格号：F30564463；投资咨询证号：Z0016216)

常城，创元期货研究院橡胶、PTA 研究员，东南大学国际商务硕士，致力于橡胶、PTA 产业链基本面研究。(从业资格号：F3077076；投资咨询证号：Z0018117)

金芸立，创元期货研究院原油期货研究员，墨尔本大学管理金融学硕士，专注原油基本面的研究，善于把握阶段性行情逻辑。(从业资格号：F3077205)

白虎，创元期货研究院沥青苯乙烯研究员，多年化工产业研究与交易经验，曾先后任职于卓创资讯、招商期货、深圳中安汇富资本担任化工研究员，对化工产业发展变化有较强理解。(从业资格号：F03099545)

创元投资咨询团队介绍：

刘钺含，股指期货研究员，英国利物浦大学金融数学硕士，拥有多年券商从业经验。专注于股指期货的研究，善于从宏观基本面出发对股指进行大势研判，把握行业和风格轮动。(从业资格号：F3050233；投资咨询证号：Z0015686)

创元期货股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备期货投资咨询业务资格，核准批文：苏证监期货字[2013]99 号。

免责声明：

本研究报告仅供创元期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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投资建议，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。本报告的版权归本公司所有，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，需征得创元期货股份有限公司同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

分支机构名称	服务与投诉电话	详细地址(邮编)
客户服务中心	400-700-0880	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
信息技术管理总部	0512-68288206	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
总部市场一部	0512-68296092	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
总部市场二部	0512-68363021	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
机构事业部	0512-68292842	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
投资咨询总部	0512-68656937	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
资产管理总部	0512-68363010	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
结算风控总部	0512-68293758	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
合规稽核总部	0512-68017927	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
营销管理总部	0512-68276671	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
风险管理子公司	0512-68286310	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
北京分公司	010-59575689	北京市东城区北三环东路 36 号 1 号楼 B1209 房间 (100013)
北京第二分公司	010-68002268	北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 23 层 05-06 号 (100089)
上海分公司	021-68409339	中国(上海)自由贸易试验区松林路 357 号 22 层 A、B 座 (200120)
上海第二分公司	021-61935298	中国(上海)自由贸易试验区浦东南路 360 号 5 层 512 室 (200127)
广州分公司	020-85279903	广州市天河区华夏路 30 号 3404 室 (510620)
深圳分公司	0755-23987651	深圳市福田区福田街道福山社区卓越世纪中心、皇岗商务中心 4 号楼 901 (518000)
浙江分公司	0571-88077993	杭州市上城区五星路 198 号瑞鼎国际商务中心 2404 室 (310016)
大连分公司	0411-84990496	大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2806 号房间 (116023)
重庆分公司	023-88754494	重庆市渝北区新溉大道 101 号中渝香茶公馆 7 幢 20-办公 4 (401147)
南京分公司	025-85516106	南京市建邺区庐山路 168 号 1107 室 (210019)
山东分公司	0531-88755581	中国(山东)自由贸易试验区济南片区草山岭南路 975 号金域万科中心 A 座 1001 室 (250101)
烟台分公司	0535-2151416	山东省烟台市芝罘区南大街 11 号 25A03, 25A05 号 (264001)
新疆分公司	0991-3741886	新疆乌鲁木齐经济技术开发区玄武湖路 555 号万达中心 C3308、C3309、C3310 (83000)
南宁分公司	0771-3101686	南宁市青秀区金浦路 22 号名都苑 1 号楼 1413 号 (530022)
四川分公司	028-85196103	中国(四川)自由贸易试验区成都高新区天府大道北段 28 号 1 栋 1 单元 33 楼 3308 号 (610041)
淄博营业部	0533-7985866	山东省淄博市张店区华光路 77 号汇美福安商务楼 5 楼 (255022)
日照营业部	0633-5511888	日照市东港区海曲东路南绿舟路东兴业喜来登广场 006 幢 02 单元 11 层 1106 号 (276800)
郑州营业部	0371-65611863	郑州市未来大道 69 号未来公寓 301、302、303、305、316(450008)
合肥营业部	0551-63658167	安徽省合肥市蜀山区潜山路 888 号百利商务中心 1 号楼 06 层 11 室 (246300)
徐州营业部	0516-83109555	徐州市和平路帝都大厦 1#-1-1805(221000)
南通营业部	0513-89070101	南通市崇川路 58 号 5 号楼 1802 室(226001)
常州营业部	0519-89965816	常州市新北区太湖东路常发商业广场 5-2502、5-2503、5-2504、5-2505 部分室 (213002)
无锡营业部	0510-82620193	无锡市中山路 676-501 室 (214043)
张家港营业部	0512-35006552	张家港市杨舍镇城北路 178 号华芳国际大厦 B1118-19 室 (215600)
常熟营业部	0512-52868915	常熟市金沙江路 11 号中汇商业广场 102(215500)
吴江营业部	0512-63803977	江苏省苏州市吴江区东太湖大道 7070 号亨通大厦总部经济中心办公楼 1610 号(215200)