

2023年大类资产配置策略

黎明将至

中信证券研究部
余经纬 大类资产配置首席分析师
(执业编号：S1010517070005)

2022年12月7日

- 明年上半年，预计经济内强外弱、政策内松外紧是市场主线，国内股强债弱，海外债强股弱。预计下半年海外货币政策转向，关注流动性敏感资产
- 国内：预计明年GDP增速5%左右，Q2为高点。上半年为经济环比修复最快阶段，高端制造和基建是主要支撑，消费恢复弹性大
 - 趋势一：防疫政策渐进式调整，疫情对经济的冲击收窄。经济将逐渐回归潜在增速；
 - 趋势二：房地产信用修复带来竣工改善，地产销售、投资预计实现小幅负增长，对经济负向拖累收窄；
 - 趋势三：政策聚焦财政发力，节奏前置，预计赤字率提高至3.0%以上，二十大报告确定的中长期改革方向细化落地
- 海外：预计上半年从“紧缩交易”转向“衰退交易”，下半年关注流动性敏感资产
 - 经济：制造业、房地产和消费走弱料将带动美国经济上半年进入实质性衰退，居民、企业资产负债表良好使得衰退时间长、幅度小；
 - 流动性：预计美国CPI至明年底回到3.5%左右，一季度结束加息，三季度讨论降息可能性，落地可能在年底或2024年
- 预计明年大类资产表现：A股>H股>黄金>美股>有色金属>黑色金属>美国国债>中国国债>原油
 - A/H股：预计上半年为上涨最顺畅阶段，盈利预期改善+美债利率下行带动贴现率，关注港股成长+防疫调整+改革落地+地产链条
 - 美债/黄金：经济衰退确认+流动性转向，牛市起点确定性较强；
 - 美股/有色金属：预计上半年基本面弱化难以充分演绎，下半年海外流动性转向后将出现配置机会；
 - 人民币债券：货币政策总量宽松可能较为克制，基本面驱动的股票市场跷跷板效应明显，预计上半年利率有上行动力，下半年关注内外经济共振
- 风险因素：稳增长政策效果可能不及预期；房地产信用恢复情况可能不及预期；疫情发展与防疫政策变化存在不确定性；海外通胀回落速度可能与预期不符；海外经济衰退风险可能被低估。

CONTENTS

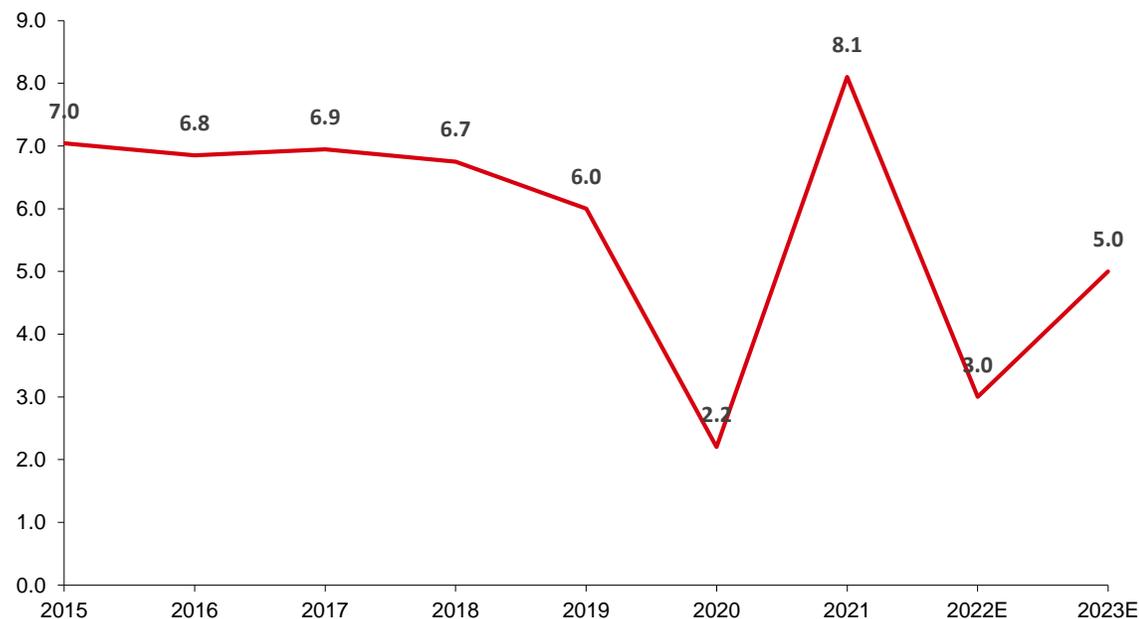
目录

1. 国内：2023年GDP增速预计5%左右，高端制造和基建是主要支撑，消费弹性大
2. 海外：从“紧缩交易”转向“衰退交易”，下半年关注流动性敏感资产
3. 大类资产：黎明将至
4. 风险因素

■ 2023年GDP增速有望达到5%左右，先上后下

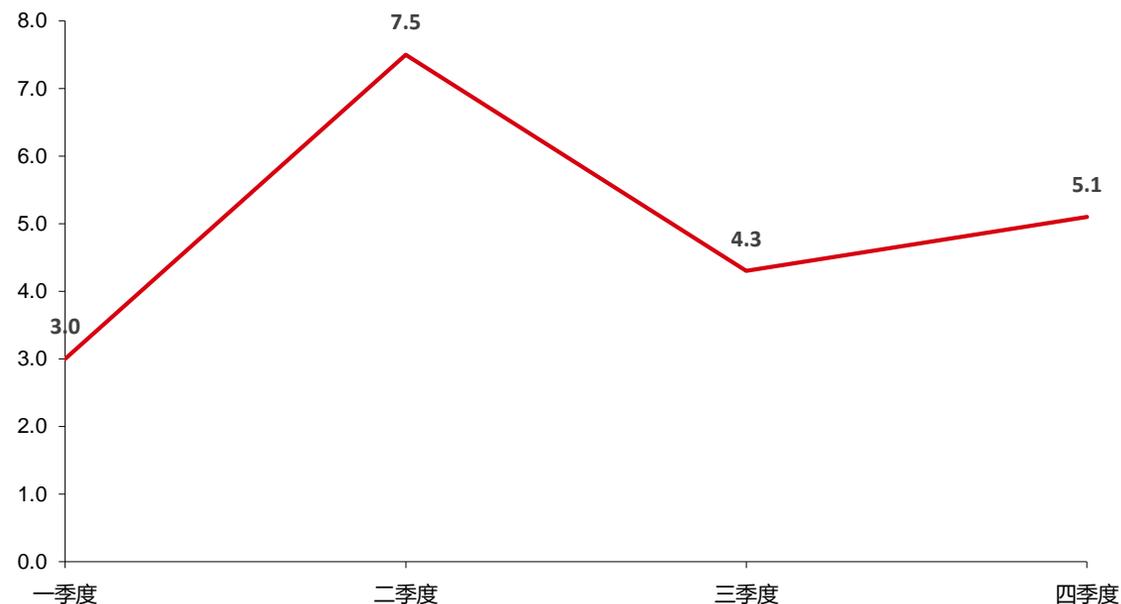
- 为实现2035年实际GDP翻一番的目标，期间年化经济增速需要保持在4.8%左右。
- 一揽子稳增长举措和疫情防控措施的边际变化有望推动明年上半年经济复苏，叠加二季度的低基数效应，预计明年GDP走势先上后下。

历年GDP增速及预测 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

2023年GDP走势预计先上后下 (%)

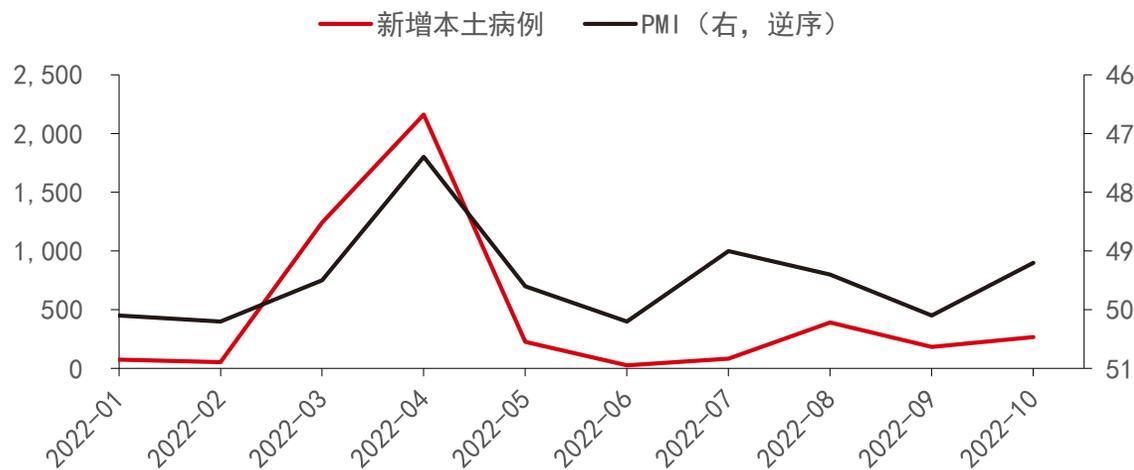


资料来源：中信证券研究部预测

疫情走势是扰动今年复苏斜率的重要因素

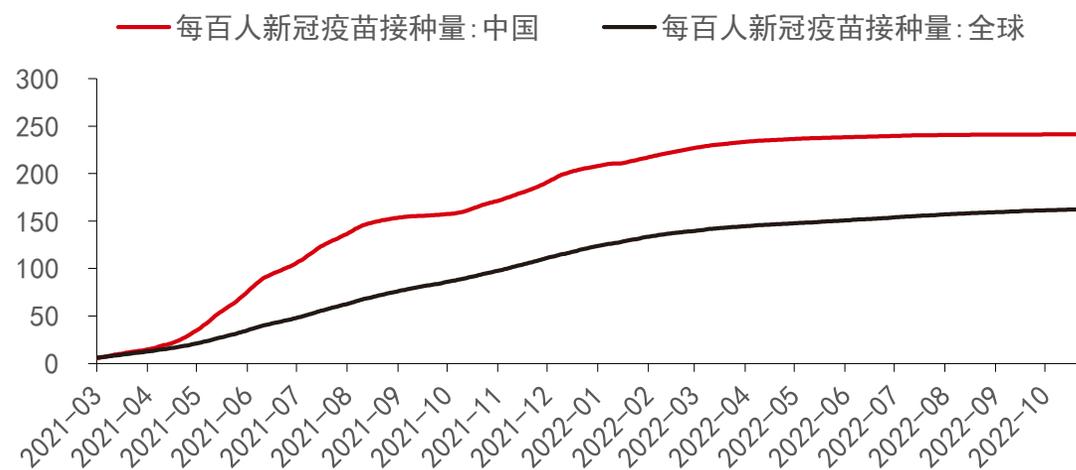
- 三重压力的冲击导致经济内生修复动力不足，疫情的反复使得本不牢固的经济复苏基础更加脆弱
 - 今年以来，在疫情防控压力较大的时期，经济复苏速度明显下滑
- 防疫政策的调整方向是精准防疫，但变化是渐进的，疫情与经济的负相关性减弱是明确的趋势：
 - 新冠病毒的变异方向是传染能力越来越强而致病能力下降；
 - 各国疫苗覆盖范围提高和应对疫情的手段更加成熟；
 - 自2020年初以来，我国防疫政策已经经历过多次调整，未来有望进一步优化

疫情的反复扰动了经济复苏节奏（例，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

偏高的疫苗接种率为防疫政策的进一步优化提供了空间（剂次）



资料来源：Wind，中信证券研究部

一分为二看待地产周期

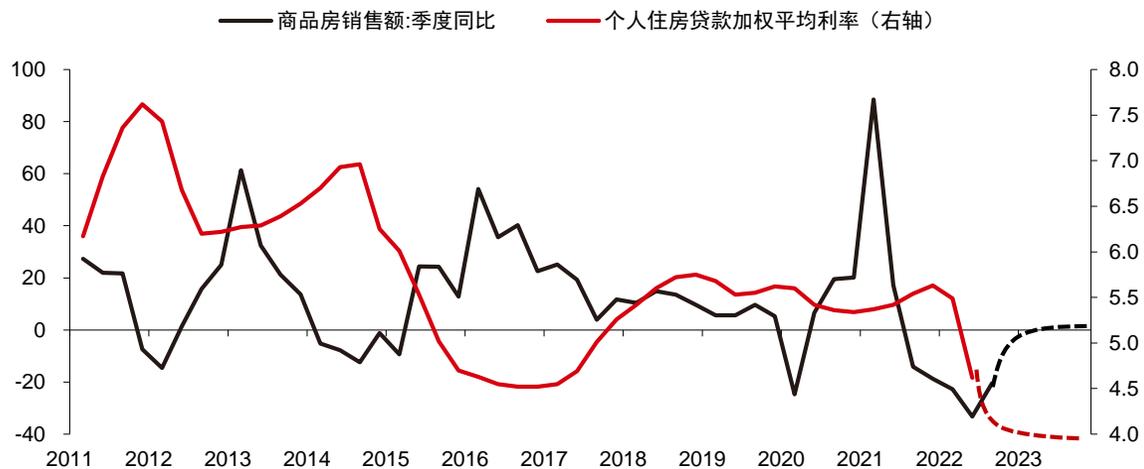
- **商品房销售**：在利率下调、放松限购限贷等需求端的刺激下，预计地产销售将企稳反弹，明年商品房销售额大致与今年持平。
- **房地产投资**：2023年或许仍将保持-10%左右的负增长。
 - 在信用问题的纠缠下，房企信用和信心难以迅速改善。
 - 今年拿地和开工较少，将减少明年的存量可开发项目。

2023年房地产分项数据预测

时间	房地产投资	新开工面积	施工面积	竣工面积	商品房销售额	商品房销售面积
2014	10.5%	-10.7%	9.2%	5.9%	-6.3%	-7.6%
2015	1.0%	-14.0%	1.3%	-6.9%	14.4%	6.5%
2016	6.9%	8.1%	3.2%	6.1%	34.8%	22.5%
2017	7.0%	7.0%	3.0%	-4.4%	13.7%	7.7%
2018	9.5%	17.2%	5.2%	-7.8%	12.2%	1.3%
2019	9.9%	8.5%	8.7%	2.6%	6.5%	-0.1%
2020	7.0%	-1.2%	3.7%	-4.9%	8.7%	2.6%
2021	4.4%	-11.4%	5.2%	11.2%	4.8%	1.9%
2022E	-9.4%	-40.0%	-1.9%	-15.0%	-24.0%	-21.9%
2023E	-9.7%	-25.0%	-4.8%	0.0%	-1.6%	-4.9%

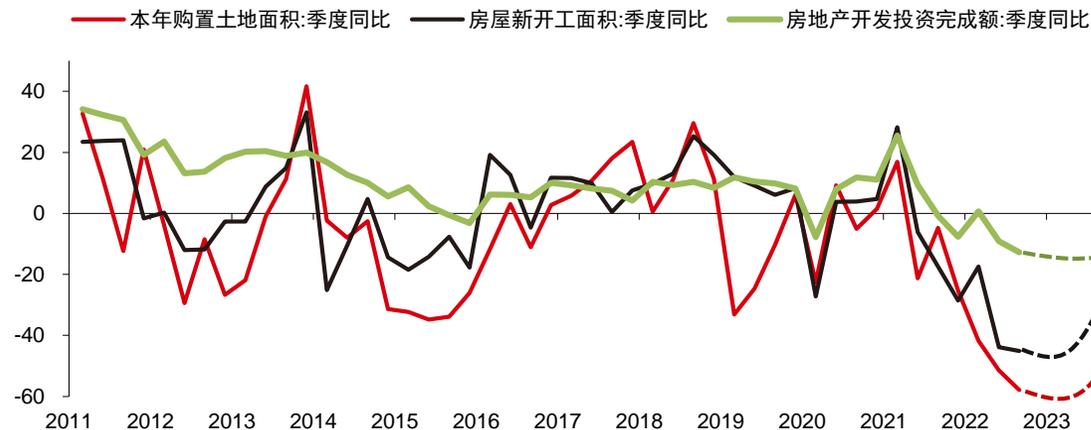
资料来源：Wind，中信证券研究部预测

从按揭贷款利率下行到地产销售回暖 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

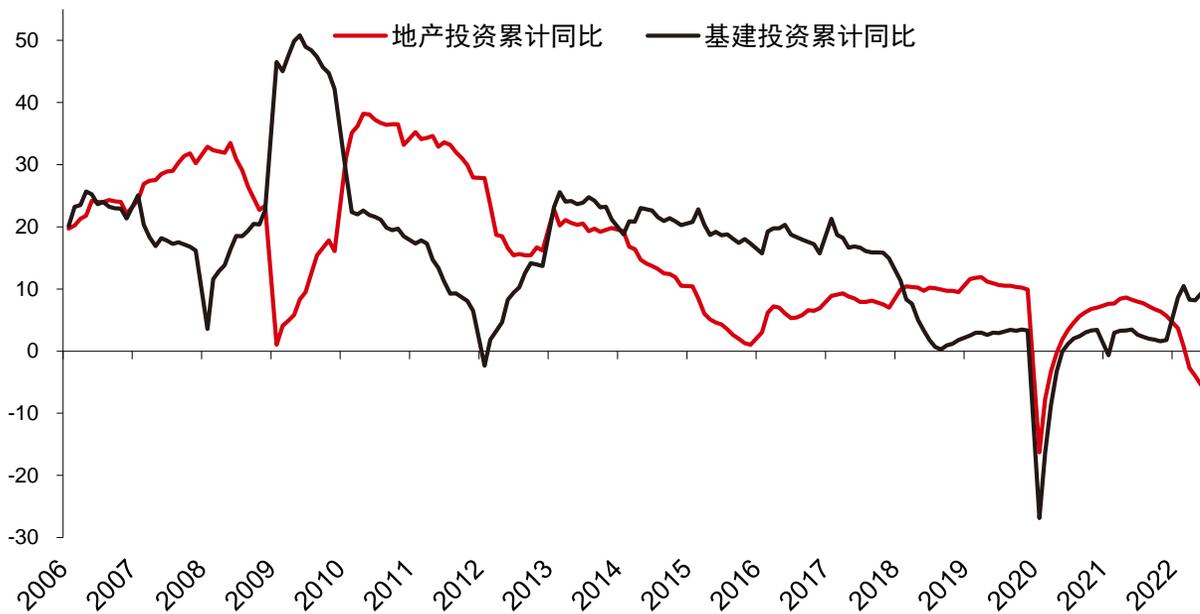
从销售回暖到房企拿地、开工的传导将被拉长 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

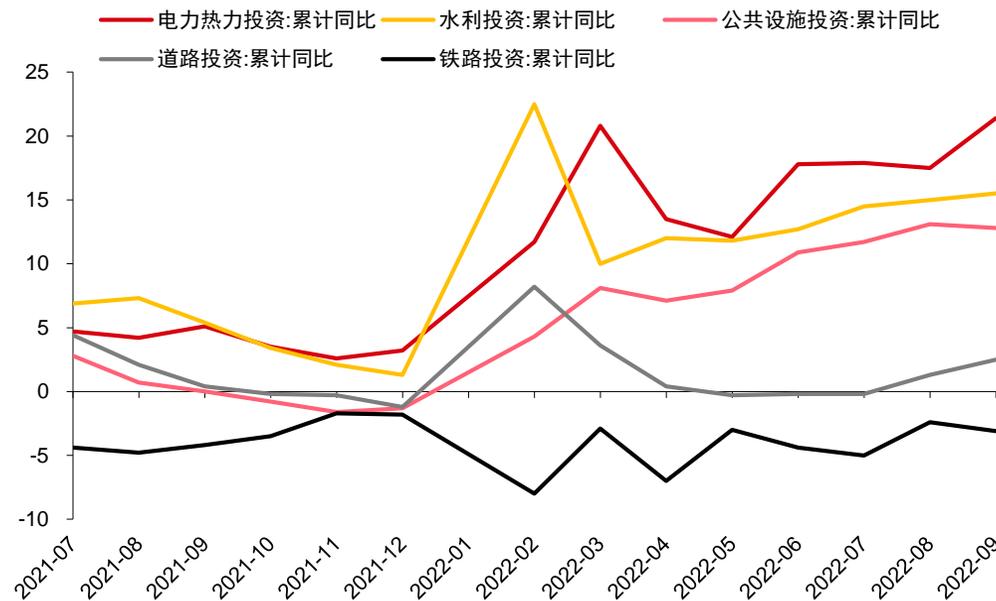
- 基建和地产投资往往此消彼长，基建扮演逆周期调节的重要角色，在土地财政收入下降的背景下，基建投资将更多依赖专项债和政策性金融工具融资，明年仍需要8-10%的增速来对冲地产投资下行的压力。
 - 基建投资发力方向聚焦新基建和新能源，传统基建增速偏低。

地产和基建投资周期此消彼长 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2021年数据为两年平均增速

基建发力的方向 (%)

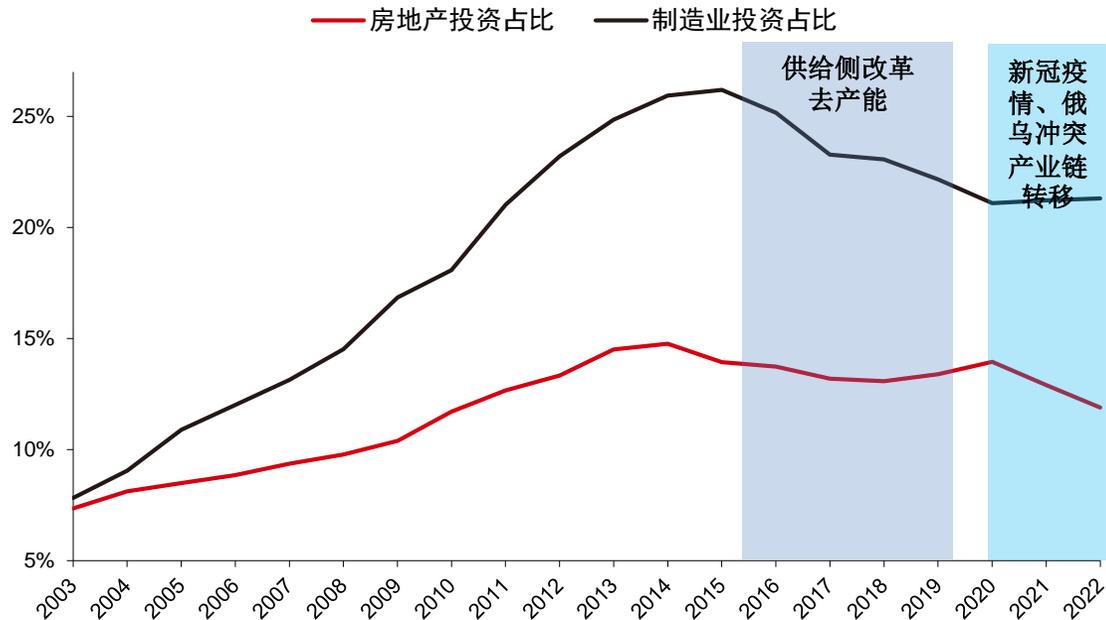


资料来源：Wind，中信证券研究部

从地产周期向制造业周期过渡

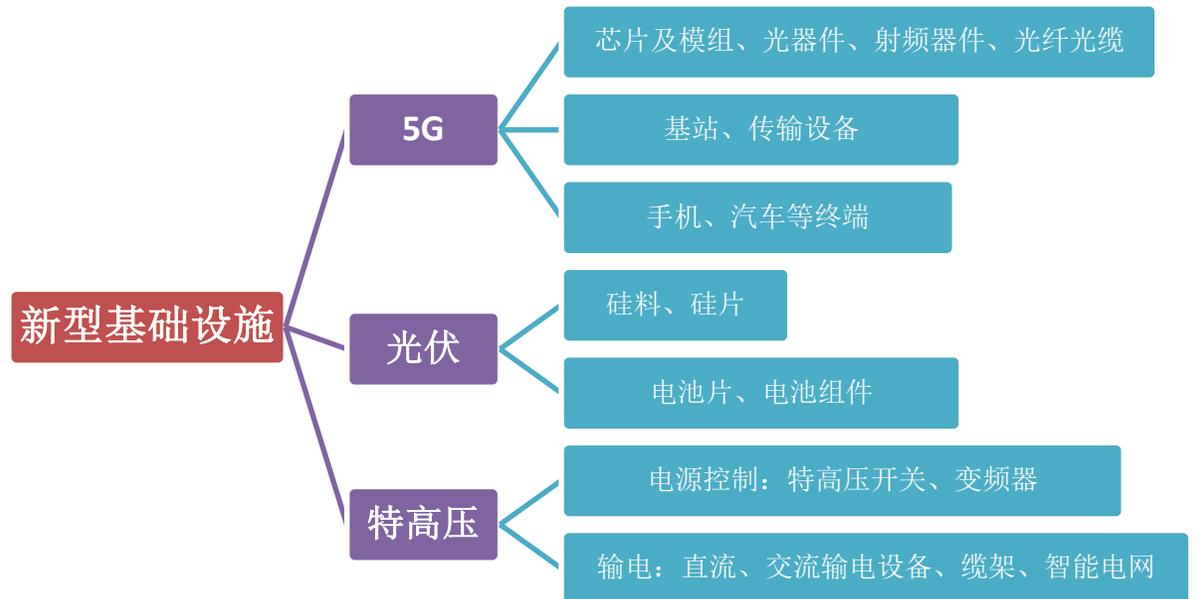
- 中国经济的周期引领者可能发生系统性切换，明年制造业投资有望保持9.1%左右的高增长
 - 地产依靠其与金融、财政和上下游产业链的深度绑定，成为过去三十年中国经济周期的核心变量。
 - 随着大地产周期的落幕，以新兴制造业为代表的现代产业或将替代地产成为新的经济周期引领者。
- 新型基础设施建设中的绝大多数产品来自高技术制造业，如5G、光伏、特高压设备、新材料等。

地产和制造业投资占GDP的比重（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2022年为中信证券研究部估算值

新型基础设施建设很大程度上依靠高技术制造业的产品



资料来源：中信证券研究部

■ 疫情仍是核心变量

- 疫情防控措施的优化将助力消费回暖。
- 但疫情本身的波折也值得关注，或将为明年带来不确定性。

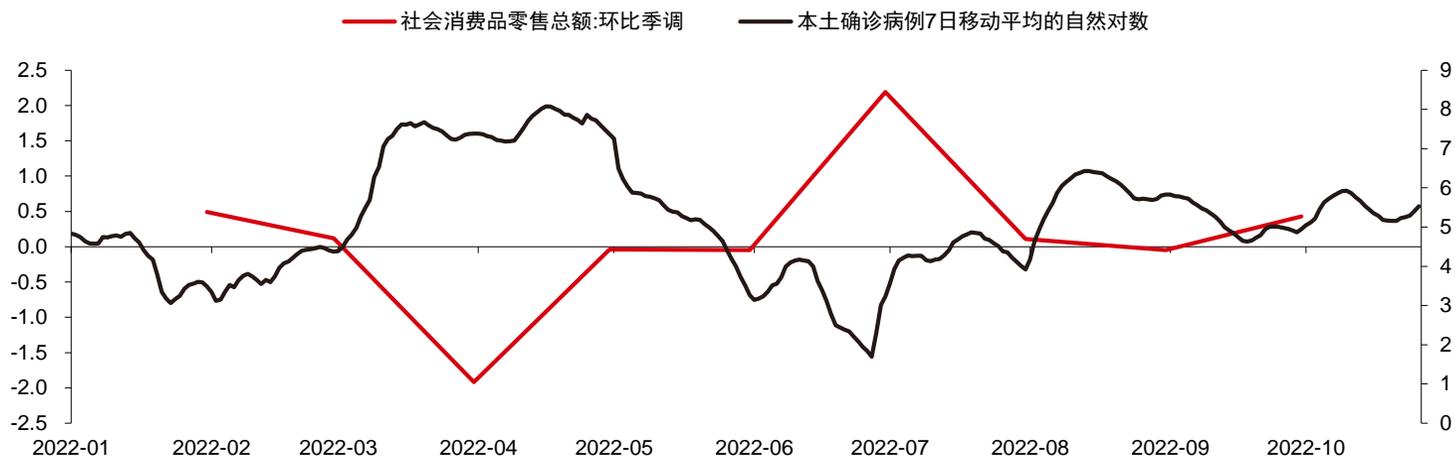
■ 政策支持消费的力度将有所增大

- 家电、汽车等耐用消费品补贴。
- 消费券能否发力？

■ 2023年社零增速展望：

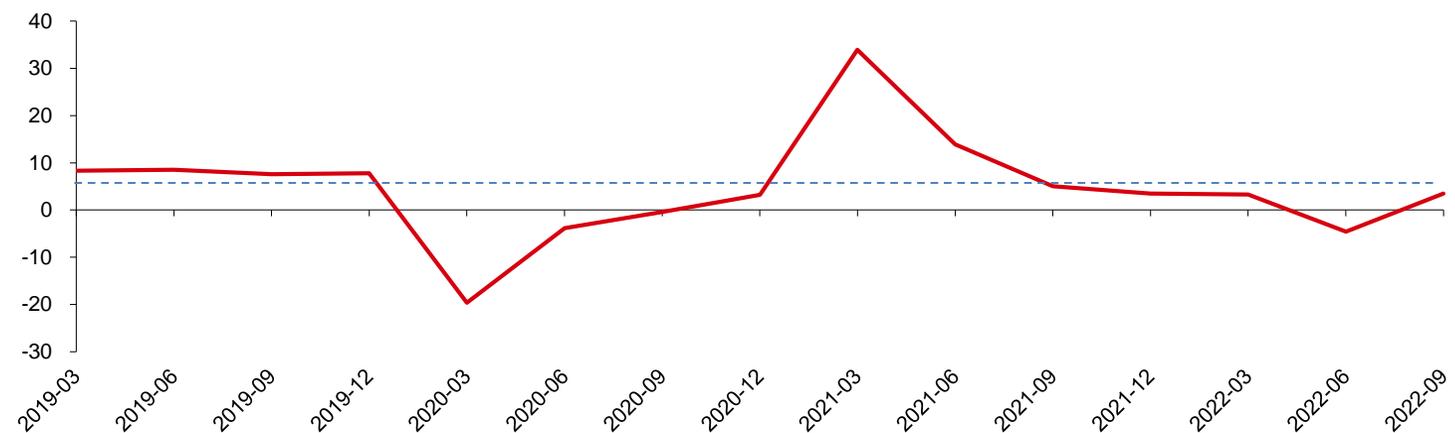
- 在低基数效应下，明年社零增速有望回升至6%左右。

疫情和消费的负相关关系（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

疫情前后的季度社零增速表现（%）

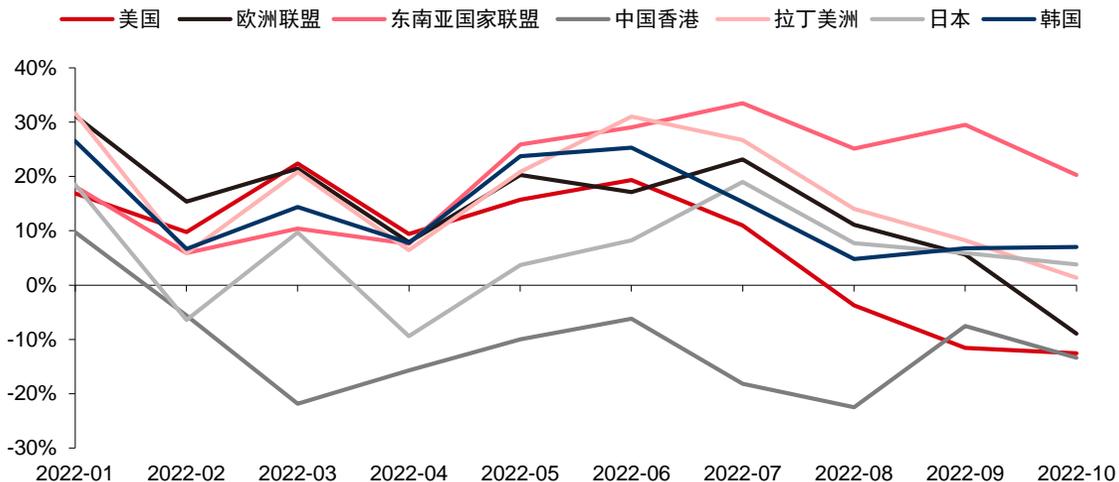


资料来源：Wind，中信证券研究部

我国出口增速料将下移，但结构性亮点仍可期

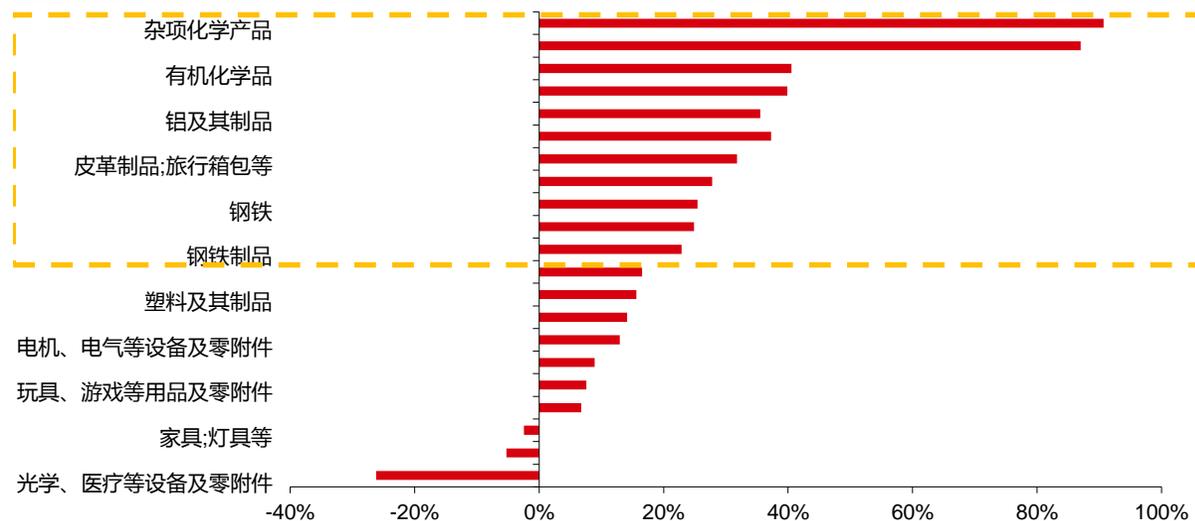
- 展望2023年，外需趋势性回落下，我国出口料将面临下行风险，但结构性亮点可期。预计2023年我国出口同比增速为-4%，进口增速为2%左右
- 贸易伙伴维度：欧美外需低迷拖累我国出口表现，但RCEP带来一定贸易创造效应。
 - 10月，中国大陆对美国出口同比增速录得-13%，已连续三个月读数为负；东盟仍是我国出口的重要支撑项，10月中国大陆对东盟出口同比增长20%，显示出RCEP对于我国和东盟等成员国之间的贸易创造效应在发挥作用。
- 出口商品维度：轻工产品与多数机电产品出口增速料将放缓，但对欧洲高耗能产业的替代产品有望实现亮眼表现

中国大陆对欧美出口增速转负，对东盟出口持续高增（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：仅2021年的同比增速为较2019年同期的两年复合增速

今年前三季度，化工、金属、纸、箱包、汽车等商品出口表现亮眼（%）

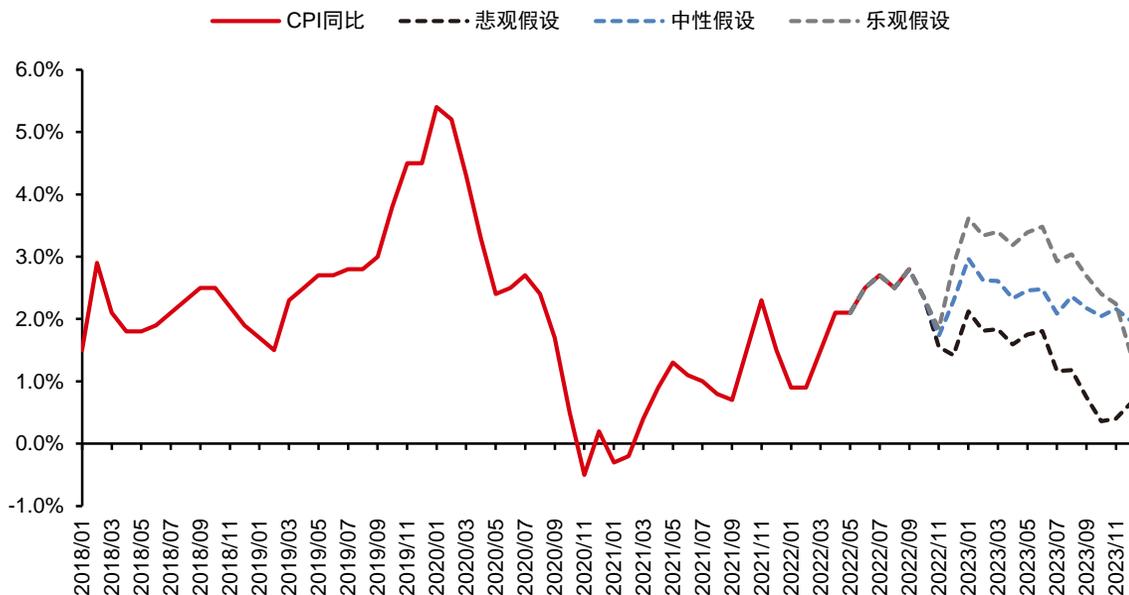


资料来源：CEIC，中信证券研究部

上半年猪通胀高位，下半年PPI弱回升

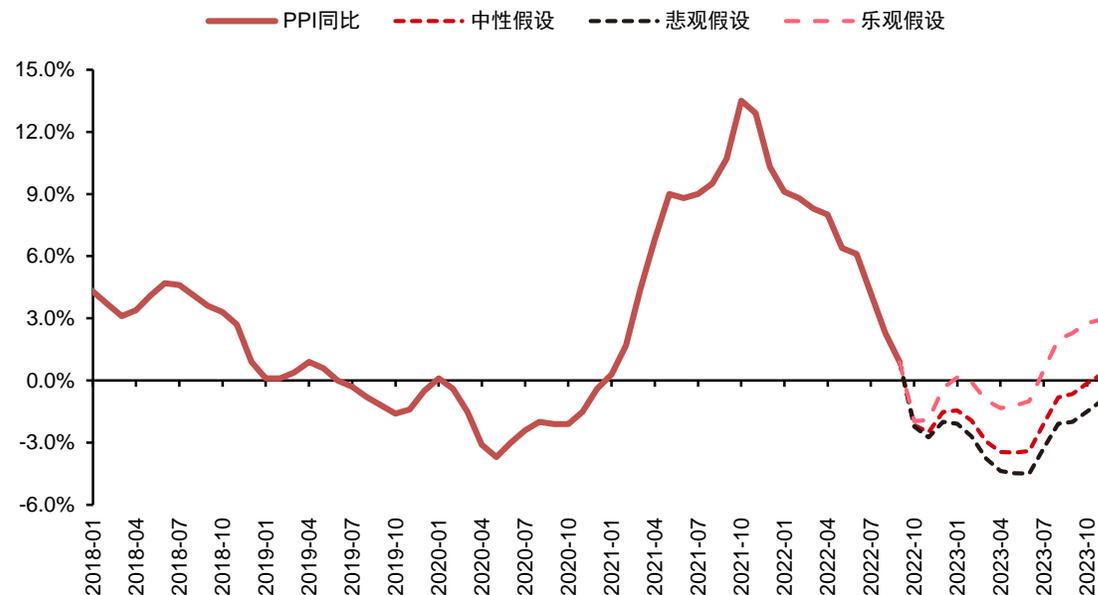
- 预计2023年上半年通胀面临CPI同比高位和PPI同比触底格局，下半年CPI同比回落而PPI同比回升
- 猪价高点或在2023年年中至三季度：（1）猪周期中能繁母猪同比拐点领先猪价拐点约1年；（2）典型猪周期猪价上涨阶段持续1.5年左右。
- 商品房销售面积同比领先PPI同比约9个月：（1）商品房销售面积同比于2022年5月触底，对应本轮PPI同比下行趋势或将于2023年2月前后迎来拐点。

CPI同比展望



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

PPI同比展望

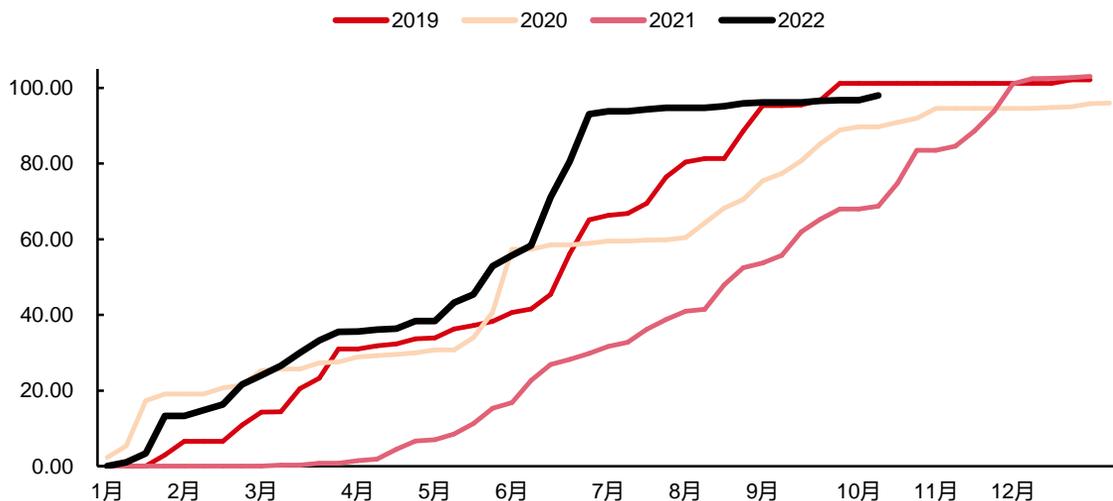


资料来源：Wind，中信证券研究部预测

专项债扩容和赤字率上行值得期待

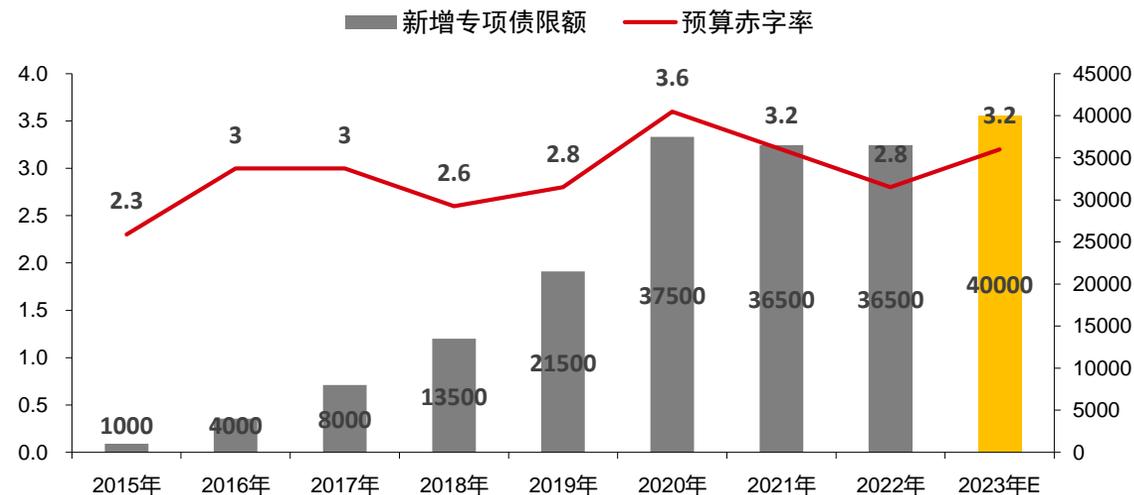
- 明年财政应当更加积极，节奏偏向前置
 - 预算赤字率：今年预算赤字率2.8%偏保守，明年或可达到3.0%以上。
 - 地方政府专项债：专项债使用范围有所扩大，明年可能发行4万亿或更大规模的新增专项债。
- 政策性金融工具加快落地，拉动配套贷款的杠杆作用较强
 - 第二批3000亿元以上的资金投放和配套贷款落地更迅速，同时受隐性债务监管的约束更少，刺激效果会更显著

地方专项债券累积发行规模占全年额度比例（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

财政预算赤字率和新增专项债限额（%，亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

总量宽松可能相对克制，货币政策聚焦宽信用

- 降准有望成为“常规操作”
 - 补充流动性缺口：假设贷款增速在10%，缴准金额2万亿，对应2次降准共0.75%
 - 新增再贷款额度等结构性；部分置换8月~12月MLF，可能增加一次降准
 - 降准时点可能是Q1或Q4：（1）政府债发行密集；（2）逆周期加力；（3）MLF集中到期。
- 降成本目标下，进一步引导LPR下行
 - 降成本并不局限于小微企业，企业综合融资成本下行要求下仍需引导LPR下调
- 继续用好结构性货币政策工具，突出金融支持重点领域

历史降准周期梳理

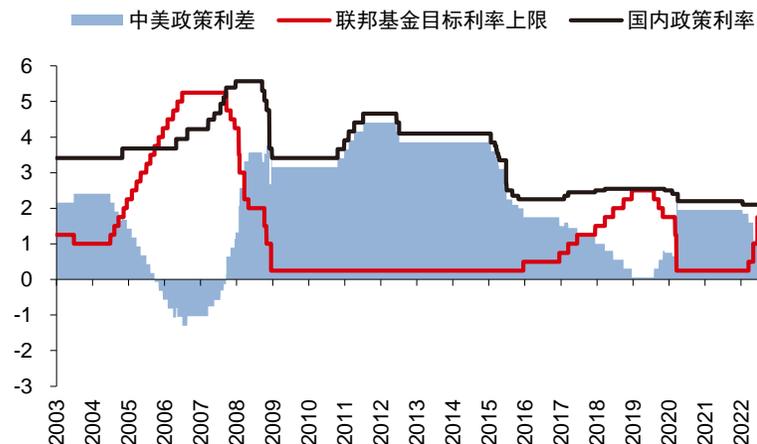
货币宽松区间	降准落地时间	幅度
2008.9~2008.12	2008.9.25	-1.00%
	2008.10.15	-0.50%
	2008.12.5	-2.00%
	2008.12.25	-0.50%
2011.12~2012.7	2011.12.5	-0.50%
	2012.2.24	-0.50%
2014.11~2016.3	2012.5.18	-0.50%
	2015.2.5	-0.50%
	2015.4.20	-1.00%
	2015.9.6	-0.50%
2018.4~2020.5	2015.10.24	-0.50%
	2016.3.1	-0.50%
	2018.4.25	-1.00%
	2018.7.5	-0.50%
2021.7~	2018.10.15	-1.00%
	2019.1.15/2.15	两次共-1%
	2019.5.15	对中小银行实行较低存款准备金率，分三次实施到位
	2019.9.16	-0.50%
	2020.1.6	-0.50%
	2020.3.6	定向降准-0.5%~1%
2021.7~	2020.4.15	中小银行定向降准-1%，分两次实施到位
	2021.7.15	-0.50%
	2021.12.15	-0.50%
	2022.4.15	-0.25%

降成本仍是疏通货币政策传导机制的目标 (%)



资料来源：Wind，历年政府工作报告，中信证券研究部

中美货币政策分化将收敛 (%， bps)

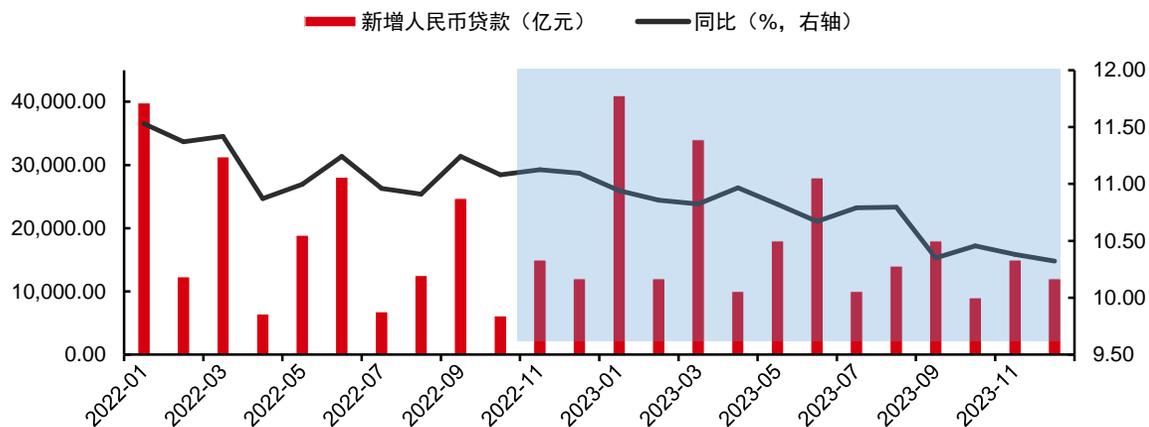


资料来源：Wind，中信证券研究部

社融同比增速预计先上后下

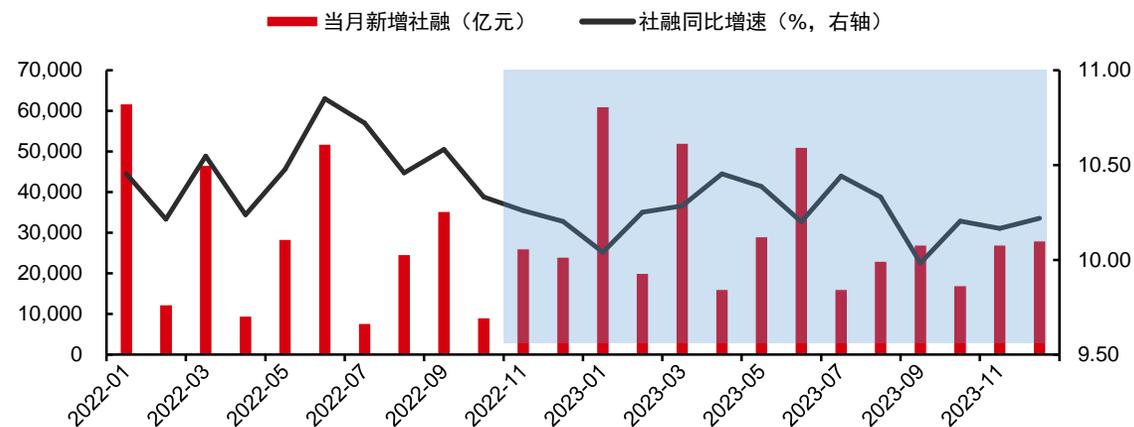
- 再贷款等结构性货币政策工具的效果将延续至2023年初，上半年信贷增长可能会有超季节性表现。
 - 降成本和宽信用目标下，后续LPR报价仍有下调空间，且非对称下调概率更高；
 - 2023年全年新增人民币贷款规模有望超过22万亿元，且发行节奏上更多集中在上半年，一季度信贷或迎来“开门红”
- 社融同比增速高点预计出现在2023年上半年，预计全年社融增量约为36-37万亿
 - 社融同比增速预计前高后低，高点出现在一二季度交接之际，预计在10.4%附近，年末落在10.1-10.2%区间可能性较大。
 - 个别月份受到基数效应影响，读数可能出现波动。

新增人民币贷款规模及同比增速预测（亿元，%）



资料来源：wind，中信证券研究部预测（蓝色部分为预测值）

新增社会融资规模及同比增速预测（亿元，%）



资料来源：wind，中信证券研究部预测（蓝色部分为预测值）

CONTENTS

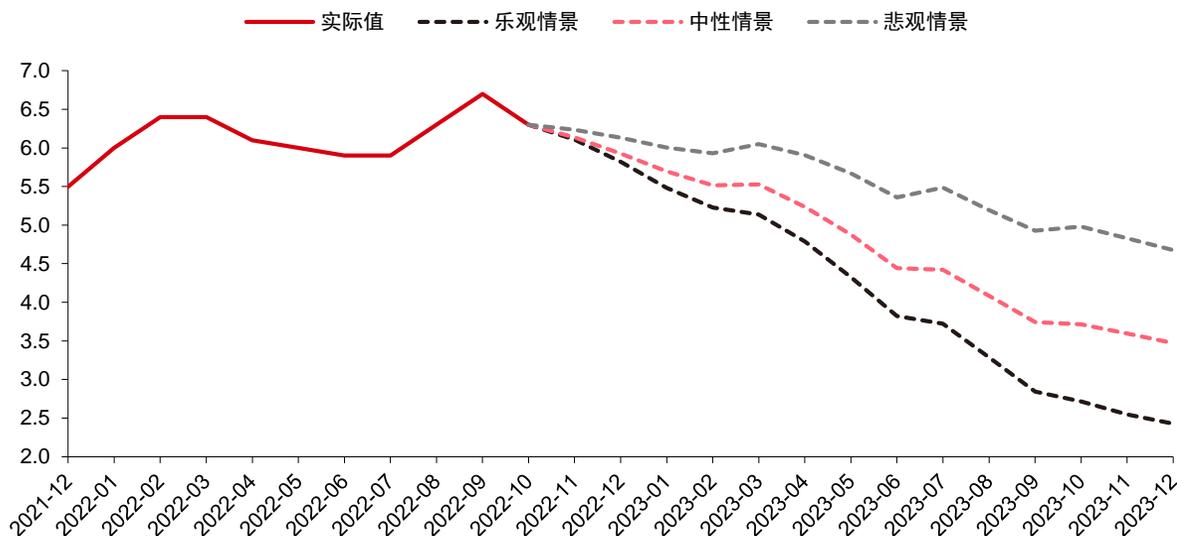
目录

1. 国内：2023年GDP增速预计5%左右，高端制造和基建是主要支撑，消费弹性大
2. 海外：从“紧缩交易”转向“衰退交易”，下半年关注流动性敏感资产
3. 大类资产：黎明将至
4. 风险因素

预计明年上半年美国通胀将出现较大缓解

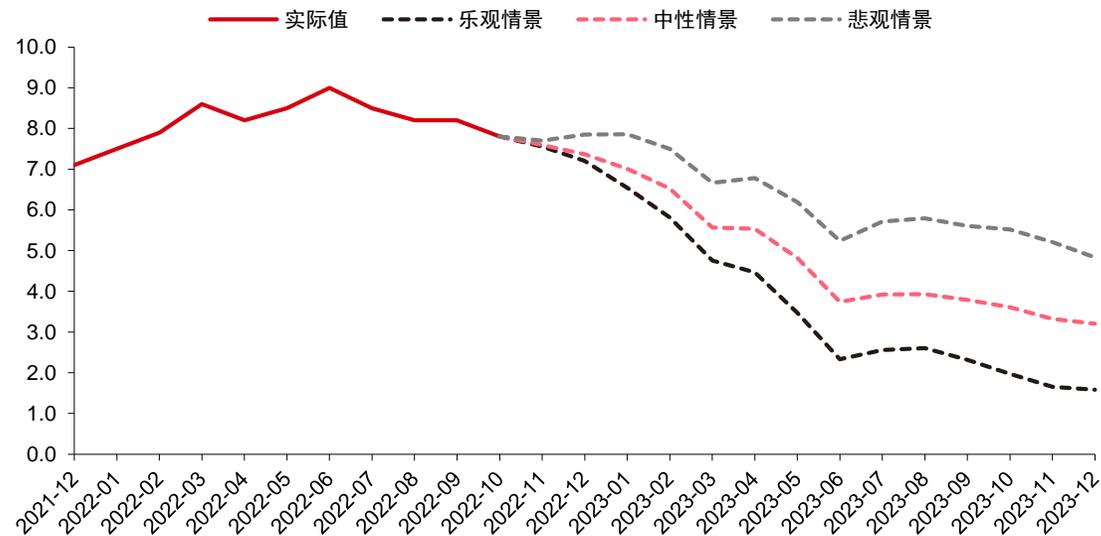
- 当前供给端压力有所缓解，需求端趋弱，美国通胀压力预计继续缓解，在明年上半年取得较大进展
 - 美国消费韧性预计将较快被消磨，进而将推动核心商品项通胀继续回落。
 - 核心服务项中的住房项增速预计仍将高位运行，但其他核心服务项通胀压力或将于明年跟随需求逐步下降。
 - 明年在全球衰退风险加剧的背景下，能源项存在偏大幅回落的较大可能性。若极端天气扰动不再加剧，食品、大宗商品价格下跌预计会缓慢蔓延渗透至食品消费的终端价格，食品通胀或于明年出现趋势性下行。
- 若地缘政治冲突不再进一步加剧，明年年中美国CPI增速或在2.3%-5.2%区间内，核心CPI增速或在3.8%-5.4%区间内。

美国核心CPI同比增速展望 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部测算

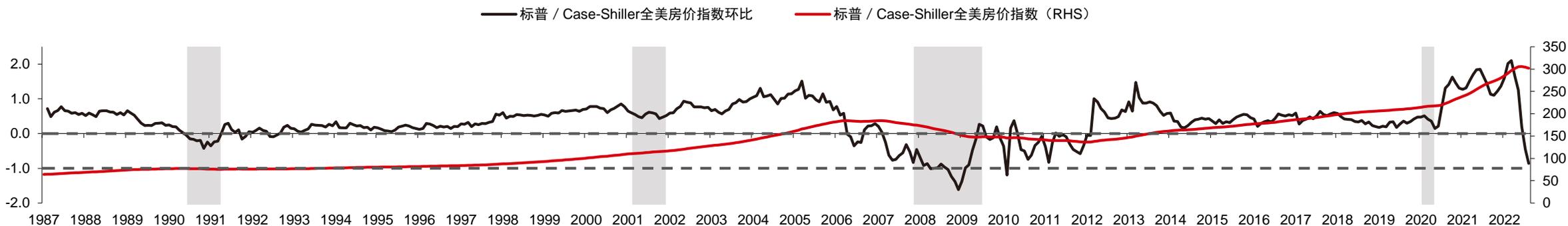
美国CPI同比增速展望 (%)



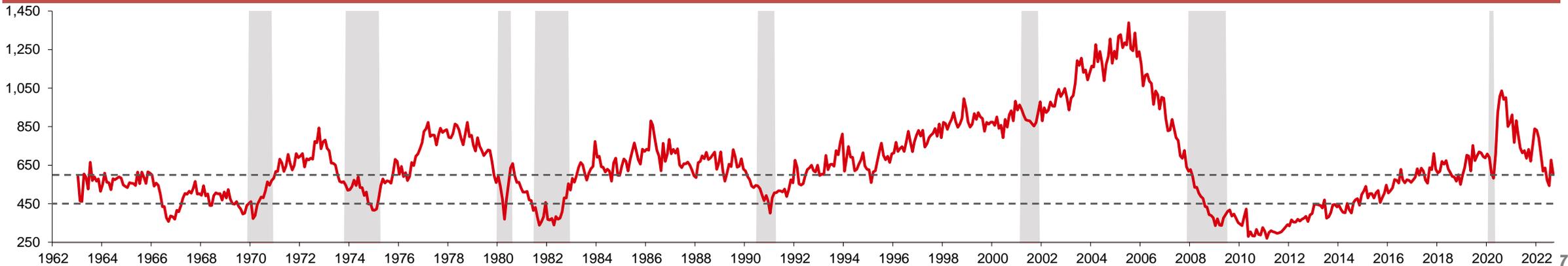
资料来源: Wind, 中信证券研究部测算

- 由于美联储激进加息，房地产多项指标已显示出房地产市场已步入衰退
 - 当前房价环比已连续大幅负增长，住房销售数据已跌入警示区间，住房开工规模即将跌入警示区间。
 - 由于短期美联储不会停止加息步伐，明年较快降息的难度也较高，因此房地产市场存在步入深度衰退的风险。

标普 / Case-Shiller全美房价指数环比负增长，已跌入警示区间（%， /）



新建住房销售在警示区间上限（600）附近震荡（千套）

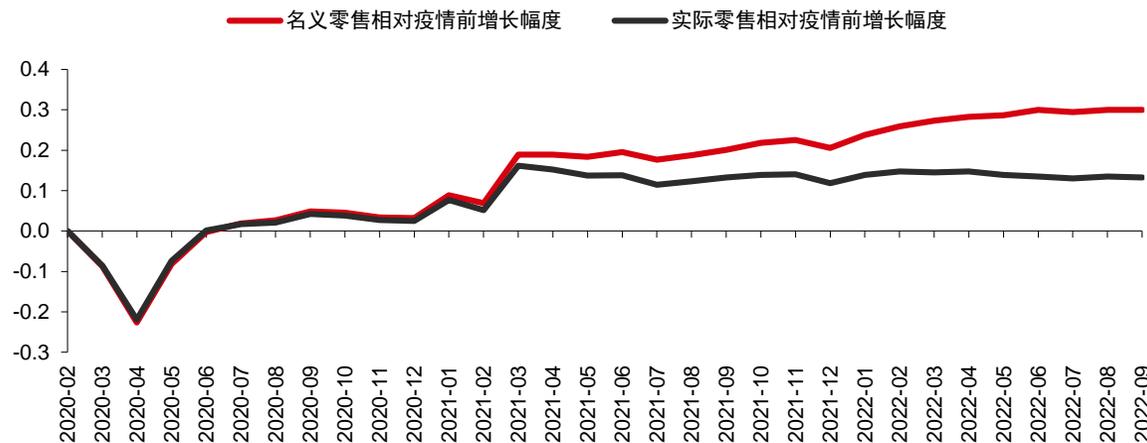


明年存在消费失速下降的可能性

■ 消费韧性较难持续，高利率以及劳动力市场恶化或在明年导致消费下行速度超预期

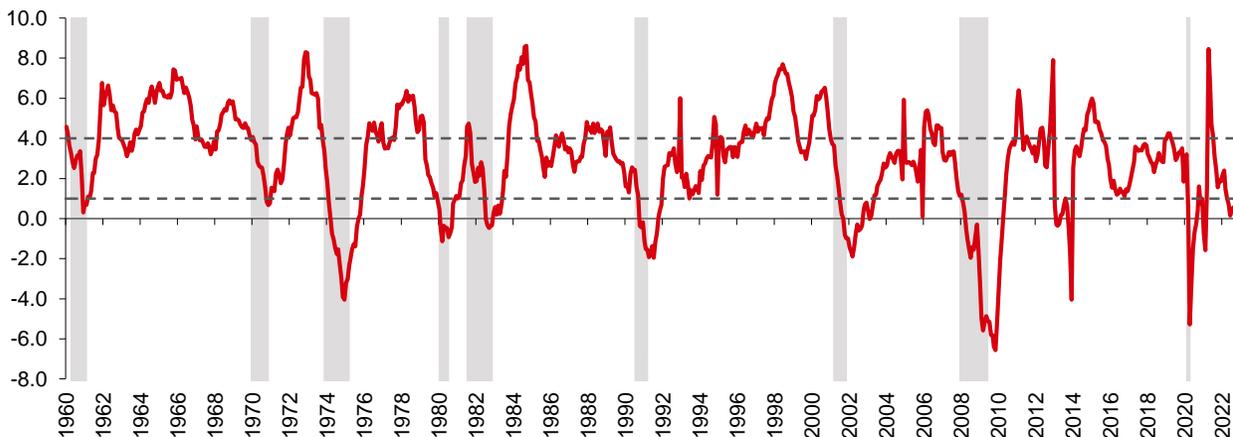
- 未来超额储蓄以及收入对于消费的支撑将较有限。
 - 基于我们对超额储蓄的测算，预计疫情冲击后居民获得的超额储蓄或于今年年末或明年一季度消耗殆尽；实际收入增速已突破警戒范围的下限。
- 美国消费或于今年年末以及明年面临较大的压力，明年实际个人消费支出预计将出现环比负增长，负增速或超预期。

实际消费已经出现了增长乏力（%）



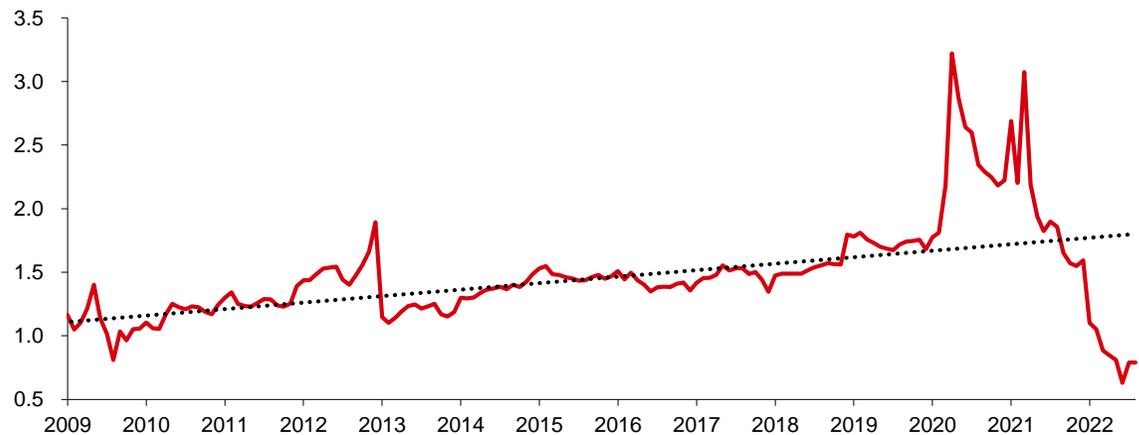
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：图表显示了当前与COVID-19冲击前支出水平的差异，基数为2020年2月

实际个人收入同比增速已突破警示区间下限（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：个人实际收入同比增速计算方式为剔除个人转移支付收入后的个人收入水平经通胀调整后的同比增速；阴影为NBER定义的经济衰退期

疫情冲击后美国居民获得的实际超额储蓄存款正在被快速消耗

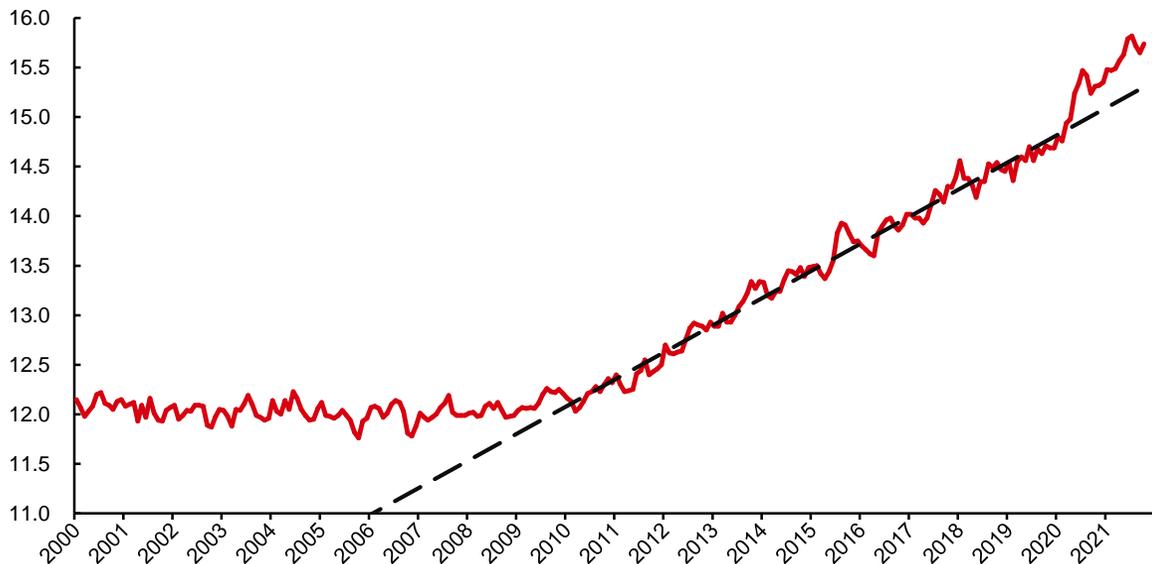


资料来源：Wind，中信证券研究部 注：指标为美国个人储蓄存款（折年数）经通胀调整后，取自然对数的数值

预计劳动力缺口将在明年上半年反转

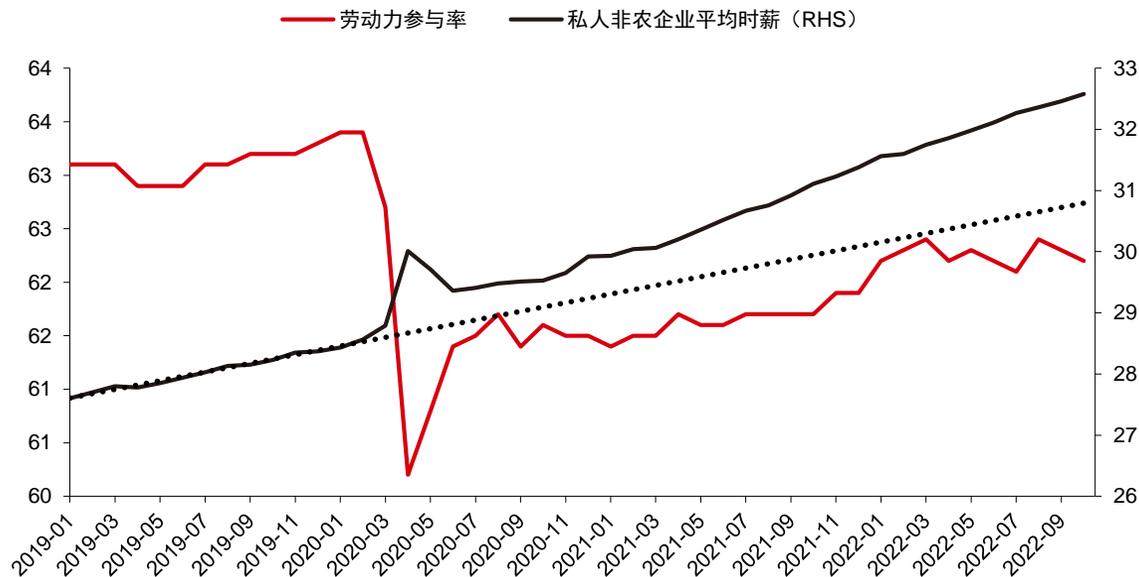
- 虽然当前劳动力市场偏强劲，但非农数据已呈现出趋弱趋势
 - 疫情后移民人口大幅下降，退休人口上升超出趋势，预计此轮劳动力市场较难修复至疫情以前的趋势。GDP下行将推动就业市场进一步降温。
- 基于美联储对于失业率的预测，萨姆规则衰退指标或于明年上半年达到0.5%水平，反映了经济衰退不可避免
 - 自1970年以来，在萨姆规则衰退指标（失业率（三个月均值）与过去12个月低点的差值）指标达到0.5%时往往经济衰退已经开始。

退休人口占总人口比重在疫情后上升超出原有趋势（%）



资料来源：IPUMS-CPS，中信证券研究部 注：采用IPUMS当前人口调查 (CPS) 的微观数据，已用IPUMS-CPS推荐使用的个人层面权重进行加权，需注意或存在样本偏差的误差；虚线为2011.1（考虑到第一批婴儿潮达到65岁）至2019.12数据的趋势线

劳动参与率系统性下降，工资抬升（%，美元）

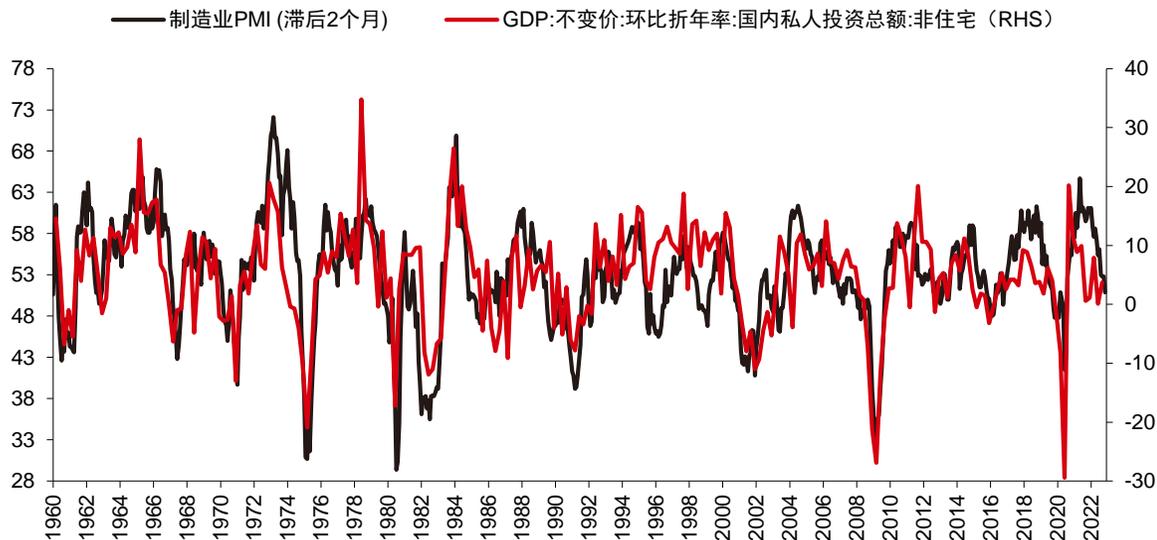


资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 贷款条件收紧、利率上行会对需求以及利润造成下行压力

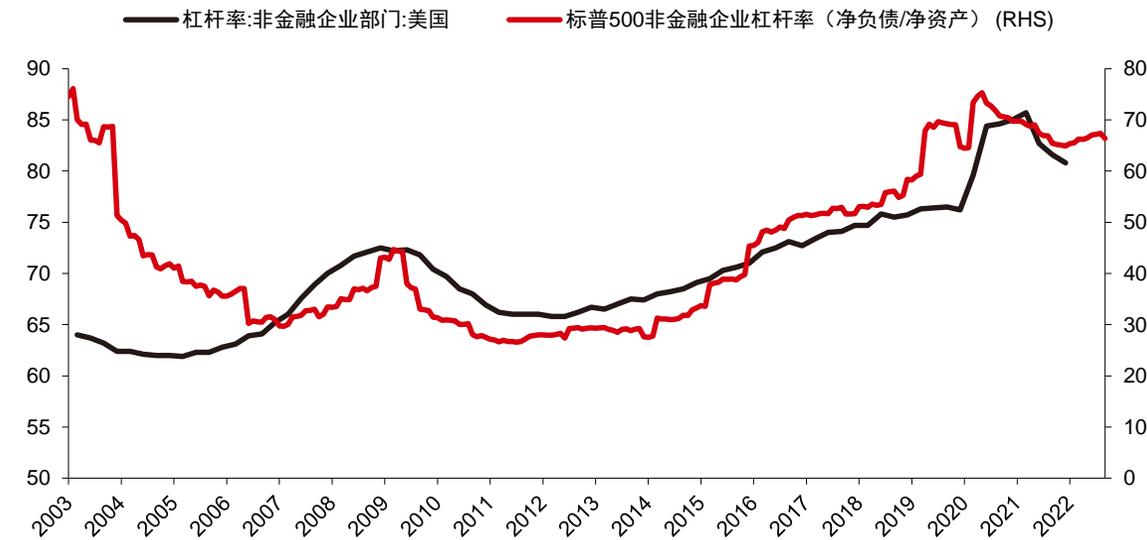
- 虽然或由于上季度低基数，三季度企业投资环比增速有所好转，但整体仍然为趋势性下行。
- 当前美国需求快速回落，10月制造业PMI快速回落至50.2，2022年第二季度贷款标准已开始收紧。
- 目前企业杠杆率处于历史高位，美联储加息对企业的影响预计将逐步显现。
- 多因素预计将导致企业投资环比增速下降速度较快。

未来企业投资的下行趋势或将持续 (I, %)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

目前企业杠杆水平处于历史高位 (% , %)



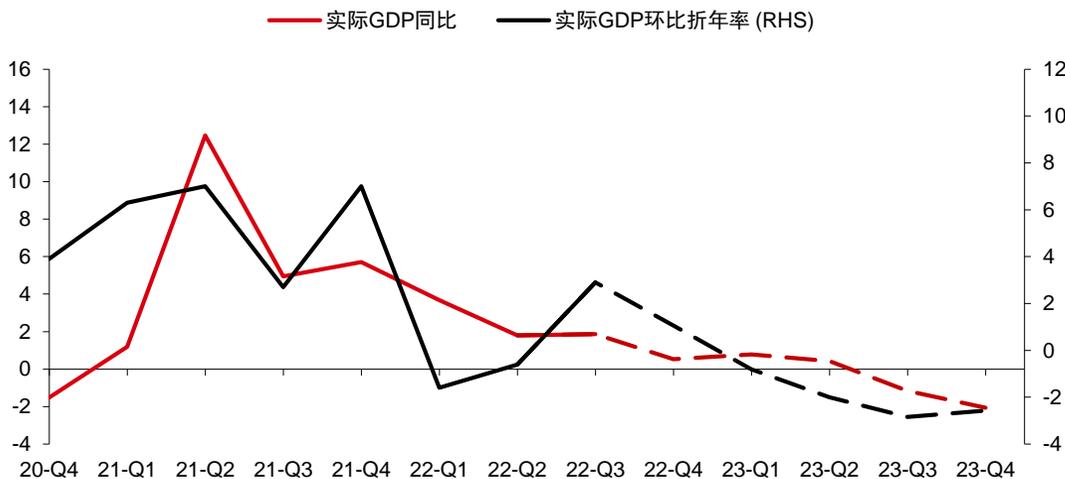
资料来源: Bloomberg, Wind, 中信证券研究部

预计明年上半年美国经济步入实质性衰退，衰退风险或超预期

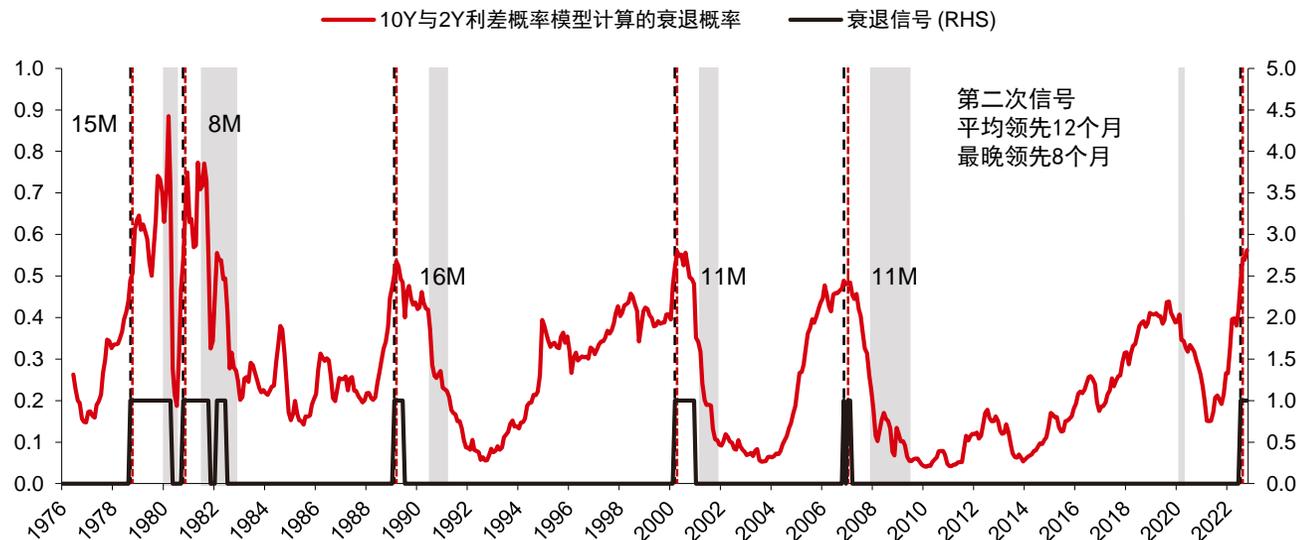
■ 美国经济已临近衰退时点，经济下行速度或超预期

- 利率敏感的美国房地产市场已经开始衰退，存在房地产深度衰退的可能性；美国消费韧性料将仅可持续至今年四季度。
- 三季度出现的贸易逆差缩小的情形较难持续，尤其是美元仍偏强势的背景下。
- 由于加息节奏过快，存在未来企业投资快速下降的可能性，并且未来美国去库存趋势较难改变。
- 若明年美联储降息不及时，则未来美国经济存在深度衰退的可能性。

美国实际GDP增速展望 (%)



10Y-2Y利差Probit模型计算出的衰退概率已在7月突破阈值 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：右轴变量衰退信号为布尔型变量，当衰退概率突破阈值则衰退信号为1，意味着概率模型预测结果为未来12个月内经济将步入衰退，反之则为0，即未来12个月内经济不会步入衰退；灰色阴影为NBER定义的美国经济衰退期；黑色竖线为每个周期内模型预测的概率首次突破阈值时点，红色竖线为每个周期内模型预测的概率第二次突破阈值时点；标签为第二次突破阈值时点领先经济衰退开始时点的月数

美联储停止加息时点或为明年一季度

- 预计12月议息会议加息50bps概率较高，美联储或于明年一季度停止加息，加息终点或略高于5%
 - 今年年底以及明年一季度美国经济以及劳动力市场都将面临较高的恶化风险；
 - 控制通胀或于明年一季度出现一定进展；
 - 从泰勒规则以及实际利率角度来看，加息终点水平位于略高于5%是合意的紧缩水平。
 - 当前10年期美债利率已经突破联邦基金目标利率水平，如此极端的倒挂也会给予美联储加息压力。

泰勒规则下加息至略高于5%并保持至明年三季度或是合意的 (%)



资料来源：CBO, Bloomberg, Wind, 中信证券研究部预测 注：粉色阴影为加息周期，此轮加息周期截止时点尚不确定，因此以当月时点作为加息停止时点

美联储加息预期

MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	75.8%	24.2%	0.0%	0.0%		
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	36.3%	51.1%	12.6%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.7%	41.1%	38.7%	8.5%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.7%	33.7%	39.3%	16.2%	2.2%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.4%	32.9%	39.1%	16.9%	2.6%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	12.7%	34.0%	35.3%	14.4%	2.2%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.4%	4.7%	18.9%	34.3%	29.2%	10.9%	1.5%
2023/11/1	0.0%	0.2%	2.4%	11.2%	26.0%	32.0%	20.8%	6.6%	0.9%
2023/12/13	0.1%	1.7%	8.3%	21.1%	30.0%	24.5%	11.3%	2.7%	0.3%

资料来源：CME，2022年11月25日

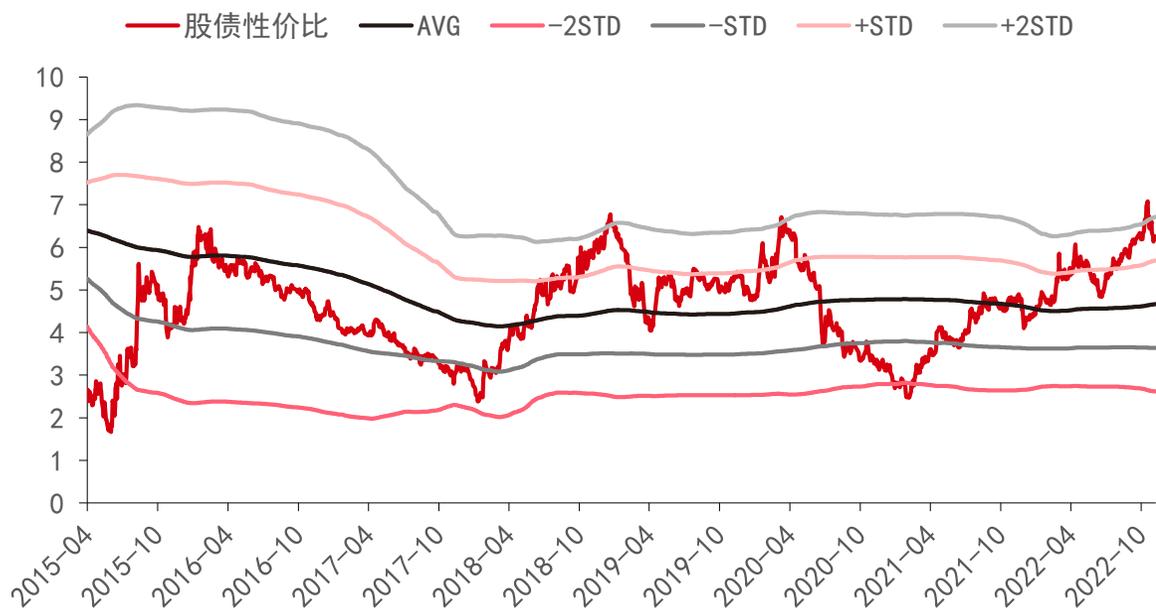
CONTENTS

目录

1. 国内：全年预计5%以上增速，高端制造和基建是主要支撑，消费弹性大
2. 海外：从“紧缩交易”转向“衰退交易”，下半年关注流动性敏感资产
3. 大类资产：黎明将至
4. 风险因素

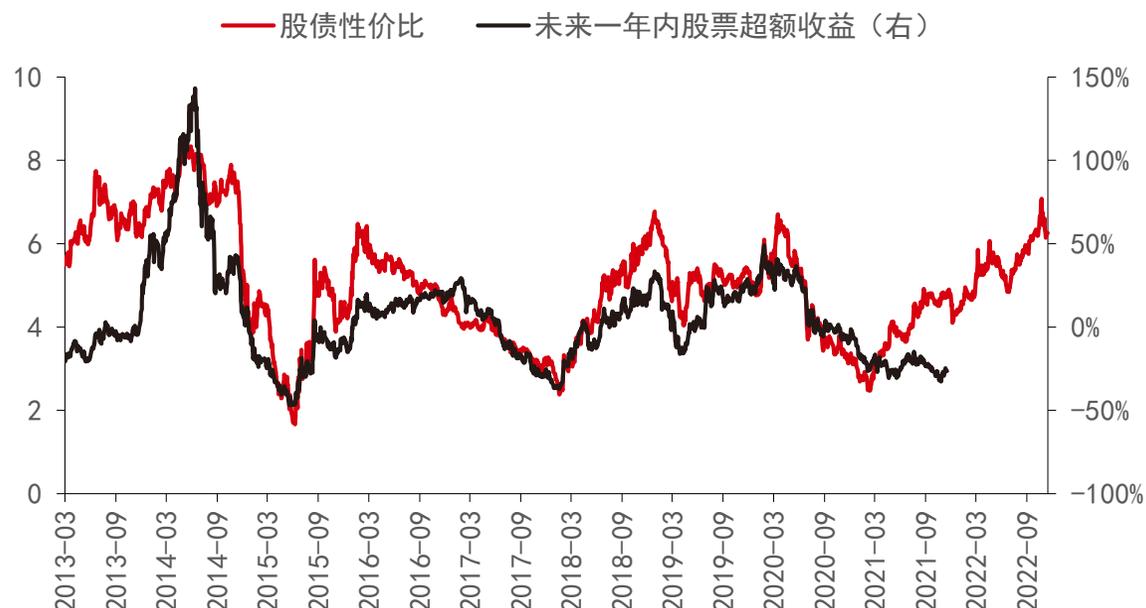
- 尽管近期债券利率出现明显反弹，但股债性价比依旧接近2倍标准差这一历史极值位置，当前权益资产估值明显占优
 - 截至11月21日，中证全指市盈率仅处于近五年来的20%分位数水平。中长期来看，做多权益资产赔率占优
- 股票和债券的估值分化叠加经济预期的回暖，预计未来一到两个季度内，股强债弱将会成为主基调

股债性价比接近两倍标准差这一极值位置



资料来源：Wind，中信证券研究部

股强债弱可能是未来一到两个季度的主基调

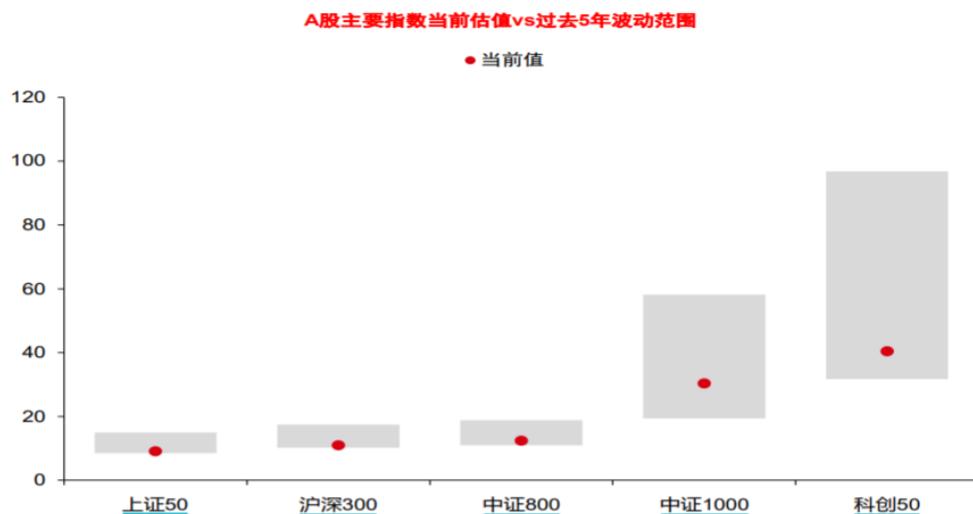


资料来源：Wind，中信证券研究部

权益修复行情揭开序幕

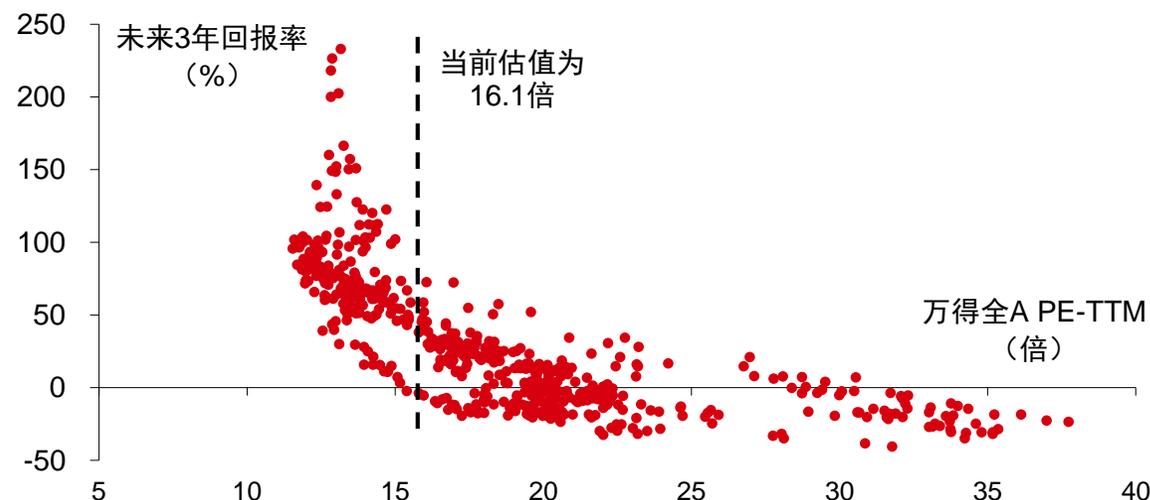
- “二十条”标志着新一轮的防疫政策优化过程已经开始，市场风险偏好有所回升
- 随着防疫政策的优化调整，和新一年稳增长政策的接续发力，预计中长期经济回暖趋势较为明显，做多权益资产的胜率也有所提高
- 当前建议重点关注政策落地后受益明显的品种，具体包括以下三条主线：
 - ①疫情精准防控下的受益板块，重点关注疫情相关的疫苗、特效药、消费医疗器械、医药流通等细分行业；②房地产“第二支箭”加速落地对市场预期的提振下，重点关注优质的地产开发商，地产产业链上的建材、家电，以及前期估值受压制的优质银行，受益长端利率上行的保险；③全球流动性拐点预期出现，重点关注港股（互联网、创新药）和贵金属。

低估值为权益资产提供安全边际，中长期修复行情揭开序幕



资料来源：Wind，中信证券研究部

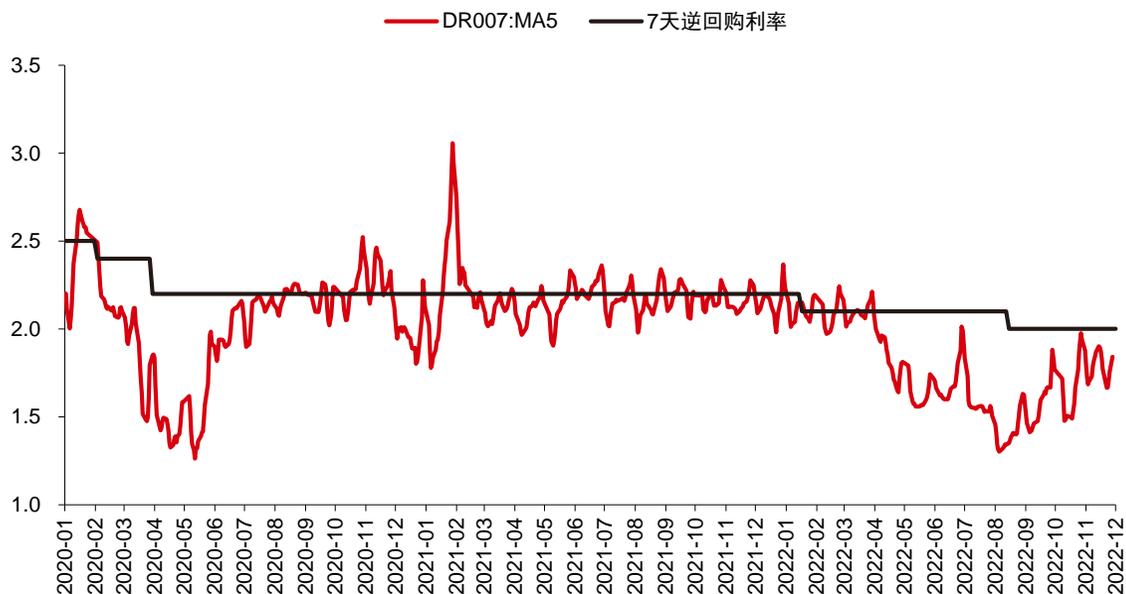
A股估值水平反映未来3年取得正收益概率很高



资料来源：Wind，中信证券研究部

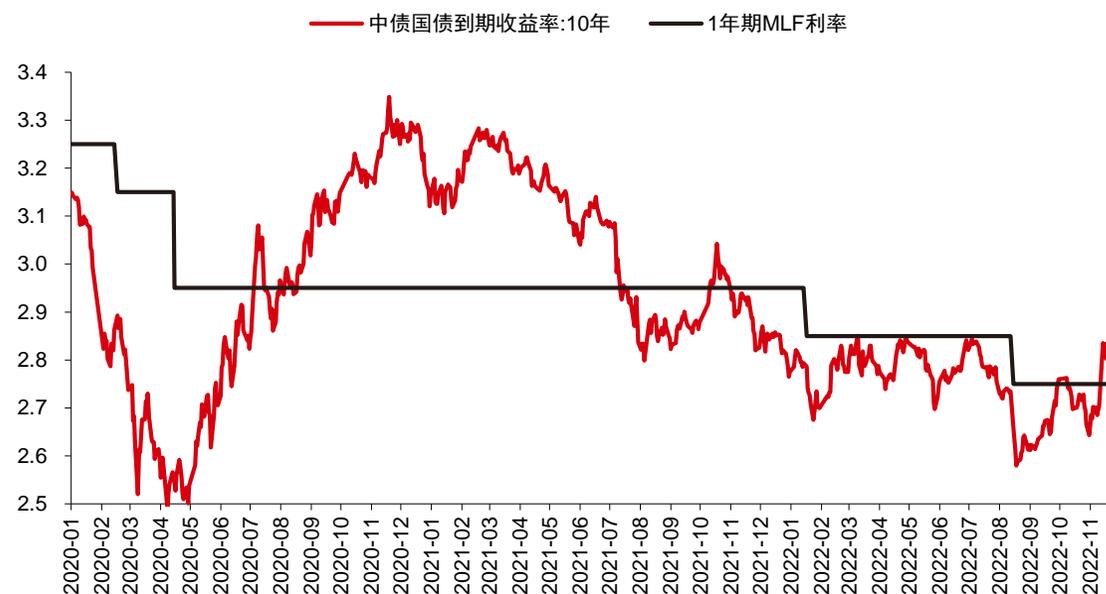
- 预计明年年初的宽财政、宽信用政策信号推动利率上行，下半年宽货币引导利率回落
 - 2023年上半年，经济增长动能回升，社融增速上行，总量和结构性货币政策并用阶段宽信用效果显现，利率趋于震荡上行，高点或为2.9%（MLF利率+15bps）
 - 2023年下半年，外需走弱风险加大，经济内生动能趋弱，叠加社融增速回落，政策目标转为宽货币，利率趋于回落，低点或为2.5%（MLF利率-15bps）

DR007和7天逆回购利率（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

10年期国债利率和MLF利率（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部，数据截至2022年6月末

城投到期压力在降低

	总发行量(亿元)	总偿还量(亿元)
2025年	-	33,100.54
2024年	-	28,456.94
2023年	-	28,340.76
2022年	45,293.13	37,503.19
2021年	56,938.57	33,066.09
2020年	45,101.16	22,143.77
2019年	30,864.79	18,434.32
2018年	20,228.03	16,082.83
2017年	17,090.13	11,675.15

信用利差能否突破历史

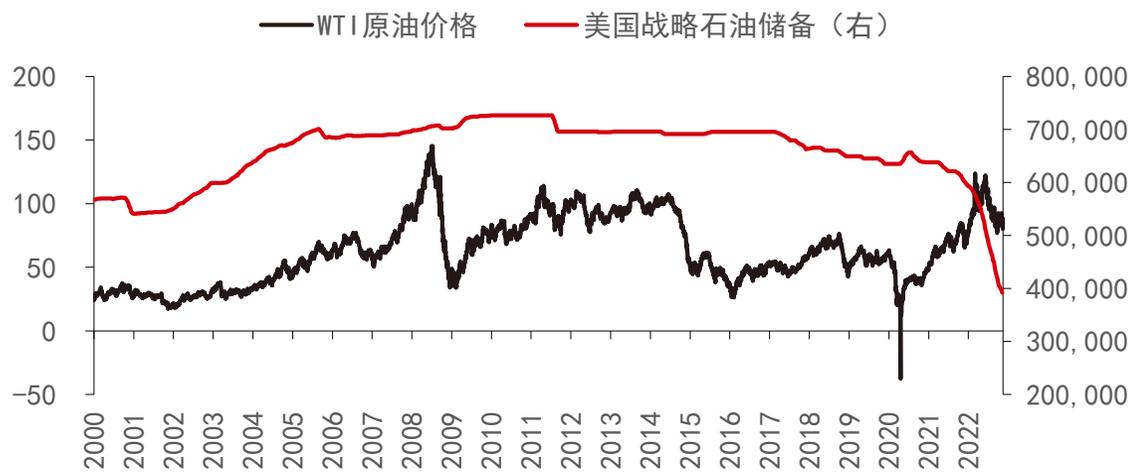
	当前水平			较月初变动(bp)			历史中位数			当前水平历史分位		
	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
AAA+	41.05	39.62	54.78	3.43	0.7	-1.8	93.04	98.65	104.55	3.80%	2.00%	2.80%
AAA	46.67	50.28	67.8	3.23	2.2	-0.29	99.82	108.34	114.45	4.70%	3.80%	6.40%
AA+	57.41	67.14	84.72	3.21	3.22	0.7	123.83	141.08	155.76	2.80%	3.10%	1.00%
AA	66.41	86.14	134.72	7.21	-0.78	-5.3	147.93	172.6	198.02	1.90%	1.00%	3.10%

资料来源: Wind, 中信证券研究部

- 2022年以来信用债整体利差收窄明显。
 - 主要板块信用债利差均处于3%分位数以下水平。
- 长久期信用债利差或将继续维持较高水平。
 - 今年以来信用债热度并未缩减, 叠加“资产荒”导致市场对于信用资产的争抢。
- 稳增长压力较大的年份, 城投信用需要呵护。
- 城投债到期压力有所下降
 - 以年度视角而言, 近年来城投到期主要集中在2021年和2022年, 而2023年绝对到期压力在缓解;
 - 从月度视角来看, 城投债到期压力集中在2023年3月和4月, 偿还规模分别为3684亿元和3333亿元, 占全年的14%和12%。

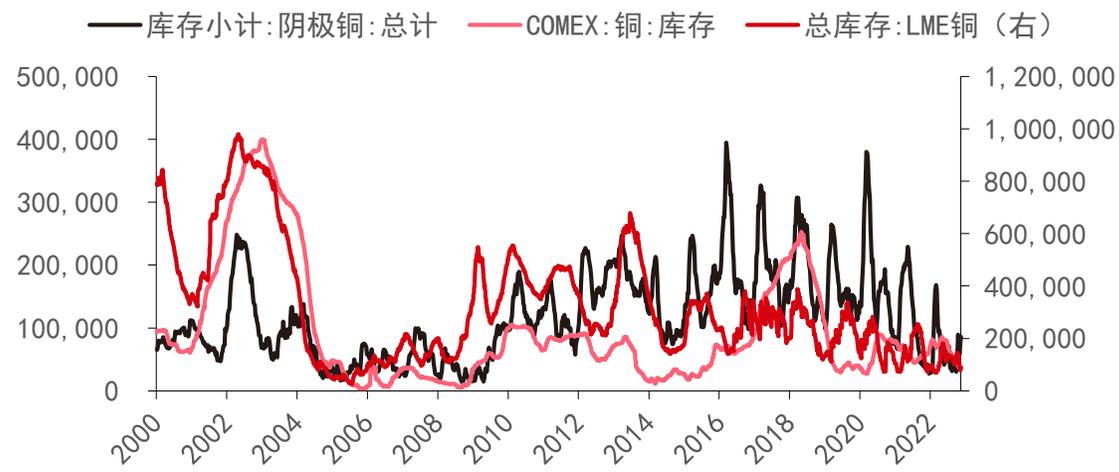
- 国内经济复苏有望带动黑色震荡回暖；海外衰退背景下，原油和有色价格有下行风险
 - 黑色：疫情得到阶段性控制后，国内复苏趋势料将较为明显，而地产政策的持续放松有望对黑色需求形成支撑，预计黑色商品可能偏强震荡运行
 - 原油：短期内，在偏紧的供需关系及有限的供给增量作用下，预计原油价格仍将保持震荡，中长期来看，海外衰退冲击原油需求的风险会逐步兑现，届时油价可能出现回落
 - 铜：铜库存处于历史低位，价格难以进一步大幅走低，2023年后供给转向宽松且需求可能回落，预计铜价将震荡下行
- 黄金：2023年海外经济走弱+流动性从紧缩走向宽松，黄金的配置价值有望显现。

美国战略石油储备快速走低，难以大幅增产（美元/桶，千桶）



资料来源：Wind，中信证券研究部

处于历史低位的库存有望对短期内铜价形成支撑（吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部

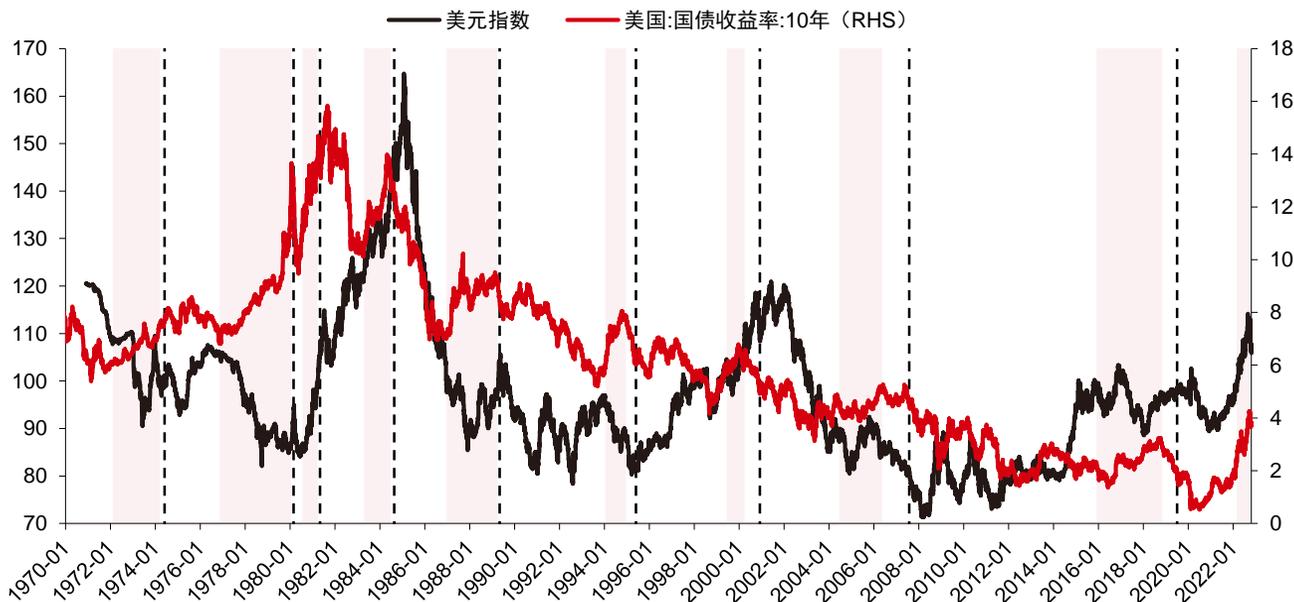
美元美债收益率或已见顶，美债做多机会显著

■ 未来10年期美债利率突破前高的风险偏低

- 10年期美债利率与2024年底政策利率水平均保持高度一致，美联储继续鹰派会增强远期降息预期，因而后续美联储更鹰派的表态对10年期美债利率的推动或较有限。此外，未来中短期美债利率或跟随政策利率继续上升。
- 此轮加息停止后，10年期美债利率预计受降息预期影响存在一定下行风险，大幅下行时点或在降息开启时点前三个月左右。

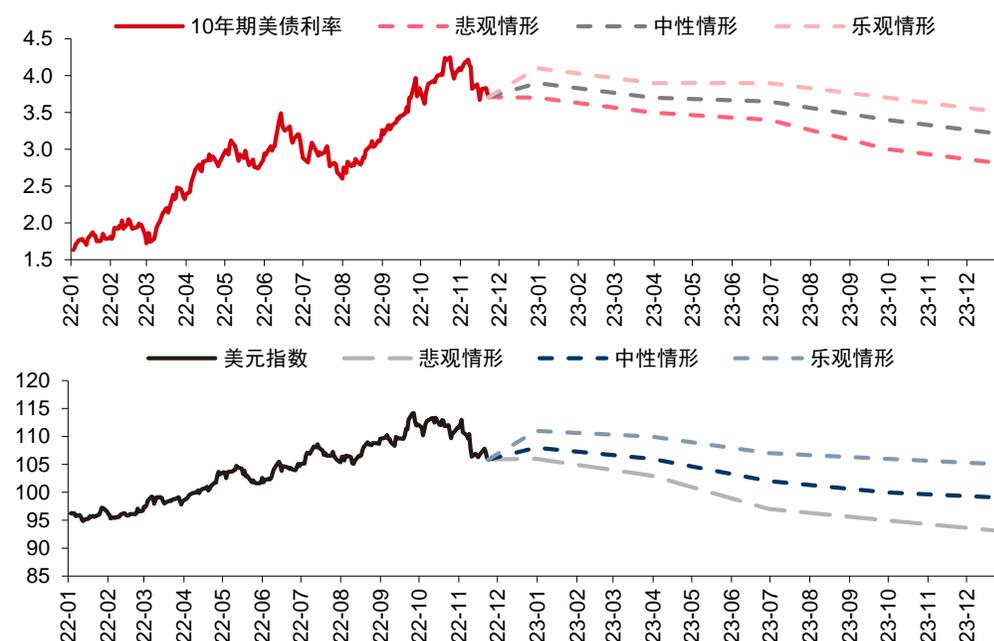
■ 美元指数或已见顶：美联储加息预期下调构成美元指数的下行压力，但从相对经济差的角度来看，欧洲通胀高烧不退，经济修复疲弱，未来欧美经济差难言明显收敛，美元指数较难大幅下行

历史上货币政策转向会推动美债利率与美元有所下行 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 粉色阴影为加息周期, 黑色竖线为降息时点

美债与美元指数未来展望 (% , /)



人民币低点确认，但短期难出现趋势性反弹

- 美元指数的阶段性高点或已过去，其对于人民币的被动贬值压力趋弱
 - 即使美元指数再出现超预期反弹的情况，在国内经济预期改善、股债市场资本流出压力放缓、积压的结汇需求或年底释放等因素的影响下，美元兑人民币即期汇率或再难突破此前高点
- 但人民币或难以出现趋势性升值行情，短期维持宽幅震荡行情的概率较高，长期来看人民币汇率或逐步回归内部因素主导，需要经过疫情的压力测试以及经济修复的数据验证来支撑人民币继续走强

预计美元指数阶段性高点已过，人民币汇率低点或许已经确认



地缘政治环境变化超预期；

稳增长政策效果可能不及预期；

房地产信用恢复情况可能不及预期；

疫情发展与防疫政策变化存在不确定性；

海外通胀回落速度可能与预期不符；

海外经济衰退风险可能被低估。



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

余经纬

大类资产配置首席分析师
执业编号：S1010517070005

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问<https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由CLSA Europe BV分发；在英国由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由CLSA Limited分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第571章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA客户应联系CLSA Limited的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则界定且CLSA Americas, LLC提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及CLSA的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就CLSA Singapore Pte Ltd.可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd豁免遵守《财务顾问法》（第110章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA业务条款的新加坡附件中证券交易服务C部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的CLSA Europe BV分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于1994年11月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA及其关联方在过去12个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@cls.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2022版权所有。保留一切权利。