

# 大国博弈下的新起点

## 2023年大类资产配置策略

银河证券研究院 总量&固收团队

刘丹

2022.12.16

一、2022年大类资产定价：美元、美债冲击

二、美债利率维持高位—信用紧缩周期

三、2022年后的美元、美债和黄金逻辑变化

四、国内股、债的决定：金融周期、经济周期

五、股、债性价比衡量：股、债跷跷板

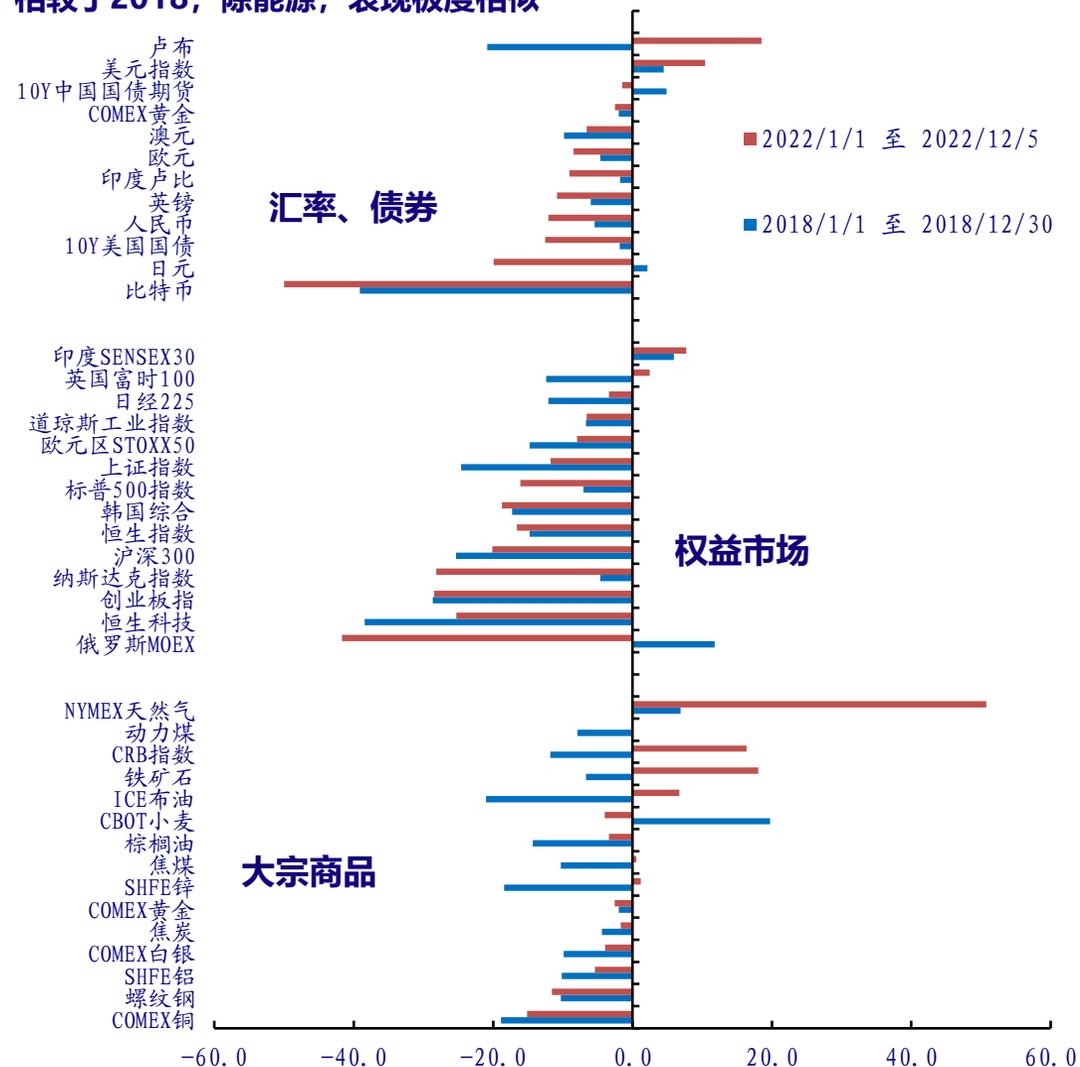
六、结语与2023年大类资产配置建议

# 一、2022年大类资产定价：美元、美债冲击

---

# (一) 大类资产表现：滞胀到衰退，金融条件持续收紧

相较于2018，除能源，表现极度相似



**市场冲击因素：能源供给冲击和金融条件收紧，美元和美债冲击。**

- **大类资产表现：除能源、粮食外的大宗、权益、非美货币除卢布悉数走弱。**
- **美元和美债：**10月21日盘中，10Y美债达到4.34%，11月2Y美债盘中达到4.896%。美元强势。
- **利率和汇率：**卢布结算令后卢布成最强货币，数字货币表现最差。美元对主要币种汇率冲击大，日元跌幅超20%。
- **大宗商品：**能源和粮食表现亮眼。原油价格和铜的表现背离，体现上游供给冲击和下游需求萎缩的滞胀逻辑。
- **权益市场：**美债利率大幅上行估值和业绩的双重压力悉数下跌，科技股领跌，印度、英国股市四季度转正。
- **2022年正收益资产：卢布、美元、能源、印度等股市。**

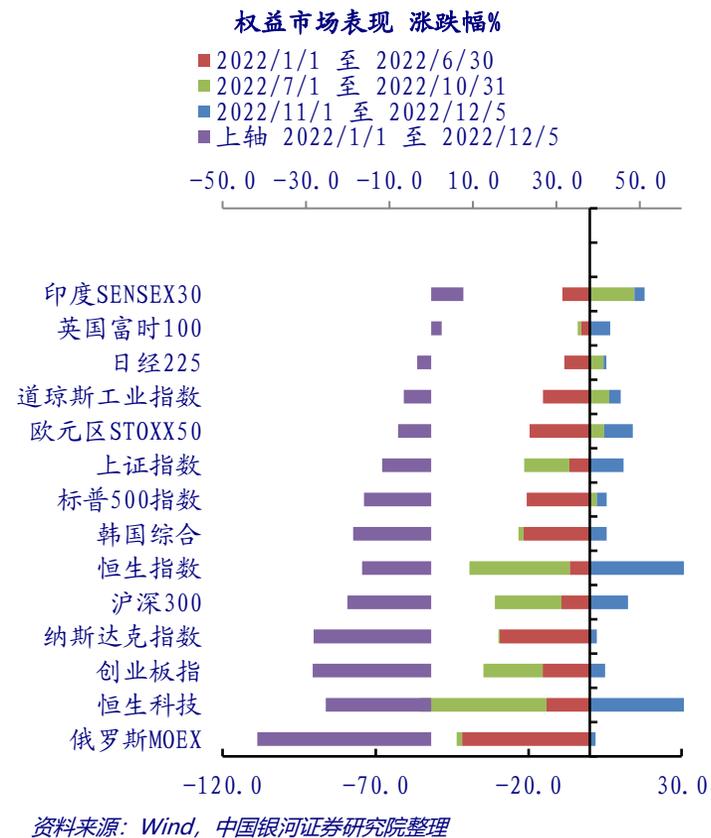
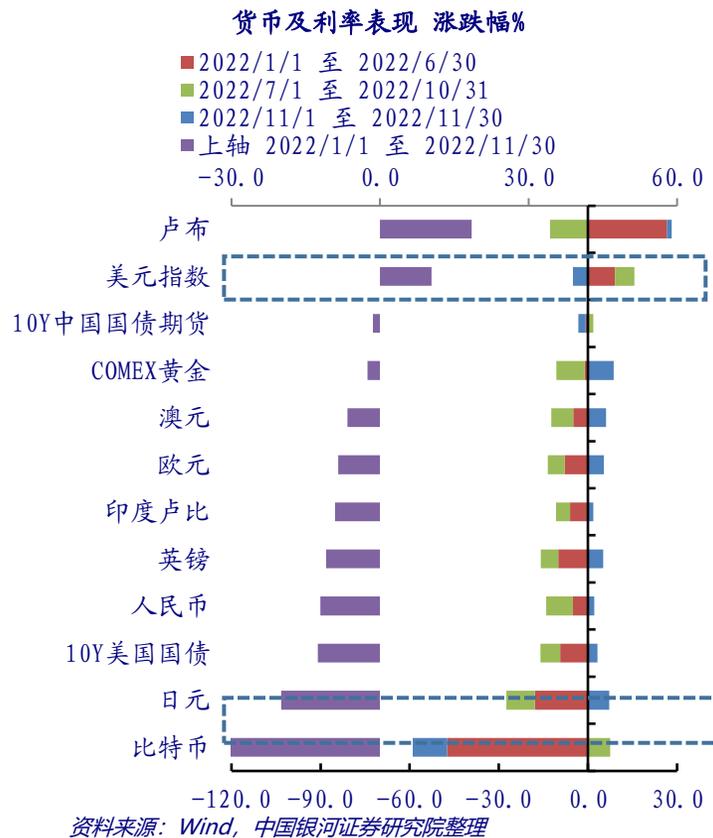
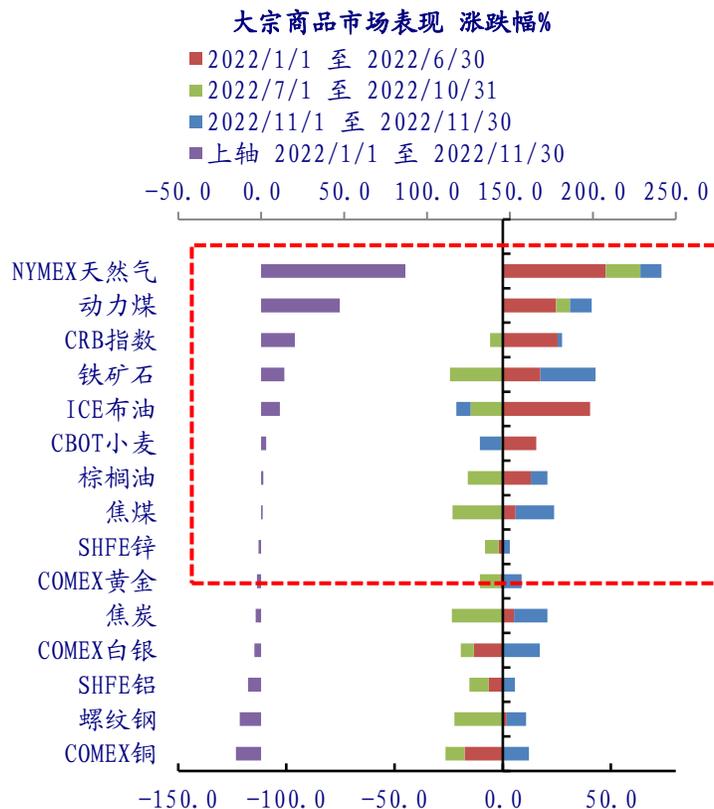
**市场与2018年流动性冲击相似，但结构性差异也很明显。**

- **权益市场：**表现最相似，科技股领跌，但本轮美股跌幅更大。
- **汇率、利率冲击：**美债利率上行幅度更大，对黄金冲击有限，对各国债市和汇率冲击更大。
- **大宗商品：**贵金属、工业金属表现较差，但受供给冲击明显的品种，能源、粮食、铁矿石、锌等表现相对较好。

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## (二) 美债—大类资产定价的锚

### 能源价格推升通胀，强加息背景下美债、美元冲击其他大类资产表现



**市场冲击因素:** 能源供给冲击和金融条件收紧，美元和美债冲击。

**美债利率—资产定价的锚:** 分阶段上半年、7月到10月底、10月底以后。上半年滞胀逻辑，下半年原油价格见顶回落，10月底以后美债利率似乎见拐点，各类资产同步变动。

**汇率、利率:** 加息预期变化主导，10月底美债冲高回落，美元由强转弱，非美货币压制减轻转走强。

**权益市场:** 股指多数在10Y美债10月21日冲高后一周见底。多因素促使恒生科技、欧股强劲，美股表现一般。大宗亦有所表现。

## (三) 2022研报关注和预判：前瞻性、准确性突出

### 年度、季度等大类资产配置策略报告

- 2022年初提出上半年控风险，下半年博收益投资策略观点：[2022年度大类资产配置策略报告：极致后的新常态（全文）](#)，[2022/1/21 四张图看美联储货币政策收紧，激进但在情理之中](#)。上半年美加息、缩表预期差扰动市场，打压估值，波动较大，下半年波动降低。国内节奏大致匹配，上半年政策释放期，债市顺风，下半年经济企稳迹象进一步明确，权益市场或有表现。
- 2022春季投资策略：[供给冲击&金融条件收紧，动荡格局下的大类资产配置策略](#)，提出市场两大驱动因素，能源供给冲击滞胀风险加大，流动性边际收紧加速制约经济和风险偏好。
- 2022年中策略：[去美元化进程加速背景下大类资产研判](#)，提出去美元化背景下美债利率上行风险较以往更大。上半年美债利率大幅上行，一方面是通胀上行美联储加息预期不断强化推升，另一方面对俄制裁的反噬，带来美元信用货币体系和贸易结算体系更大的挑战，各国抛售美债加速，进一步推升了美债利率的涨幅。下半年叠加缩表，美债利率上行风险依旧较大，加大全球利率上行压力和债务风险，叠加衰退风险加大，打压风险资产。

### 7月和9月专题报告：国际、国内周期研判大类资产

- 国际周期：[2022/7/21以史为鉴：从美国50年周期看大类资产走向](#)，2020年以后极致的周期和当前的定位。通过历史周期的大类资产表现推演，目前通胀压力仍未缓解，加息周期未结束，经济确定下行，总体处于股债商品悉数下跌阶段，**现金最优**。
- 国内周期：[2022/9/5 长期利率的定价与经济周期的看法](#)，实体经济决定的利率水平底部位置或向下突破。外贸数据印证外需放缓，海外衰退演绎。总需求萎缩与结构性需求增长意味着**总量风险、结构机会，债市仍优**。

### 10月底预判美联储政策预期曲线接近顶部，对市场冲击将降低：

- [2022/9/27大类资产配置专题：如何看美债？周期定位美债具有配置价值](#)
- [2022/10/26 央行抛压与博弈下的美债市场——如何看美债？报告之二](#)，10月汇率、利率市场的极度波动，外溢效应，美债遭遇全球央行抛售，流动性极差，重点关注博弈之下，美联储的预期引导边际变化，政策利率预期曲线顶部基本确认，11月议息会议会有一些好消息。

## (四) 2023年度策略我们关注和回答的核心问题

### 一、国际经济、金融周期定位和资产表现

- 美加息周期末期，市场的风险在哪？加息周期末期，利率抬升的边际冲击降低，但利率高位的维持，确定性进入信用紧缩周期。
- 信用紧缩周期叠加，市场会如何走？大宗商品、股市和债市。

### 二、2022年的地缘冲突和大国博弈，带给美元体系的资产定价逻辑的改变？

- 美元、美债、黄金和原油。

### 三、中国市场股、债行情研判

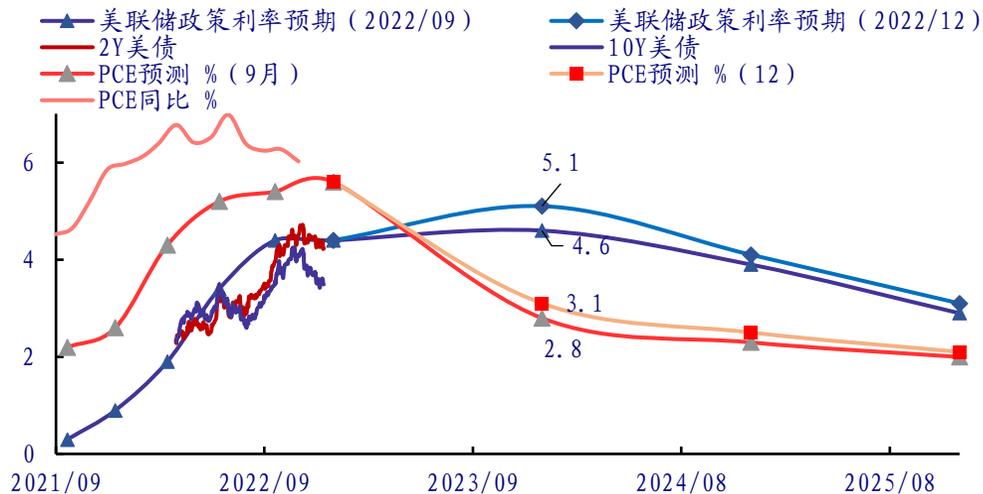
- 中国的股票市场、债券市场、企业盈利水平的关系？美债周期如何起作用？
- 影响中国经济的几大核心因素会怎么样？消费的拖累和房地产市场如何看？
- 逆全球化加速背景下大国博弈加剧，中国制造的机遇和挑战？
- 如何看待2022年股票市场和债券市场？股债跷跷板是否继续演绎？

## 二、美债利率维持高位—信用紧缩周期

---

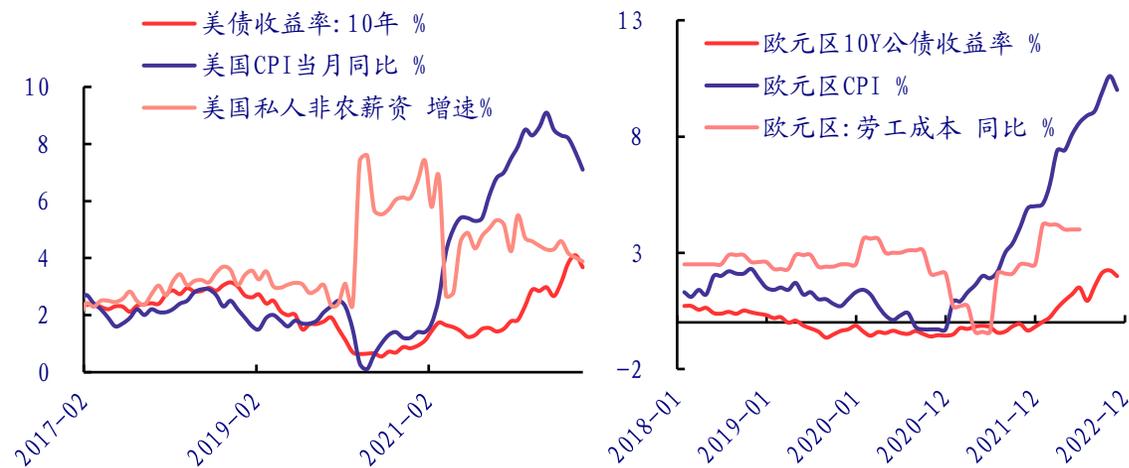
# (一) 美联储加息周期接近尾声，但难言拐点

## 美联储对长期通胀路径和政策利率路径预测值有所上调



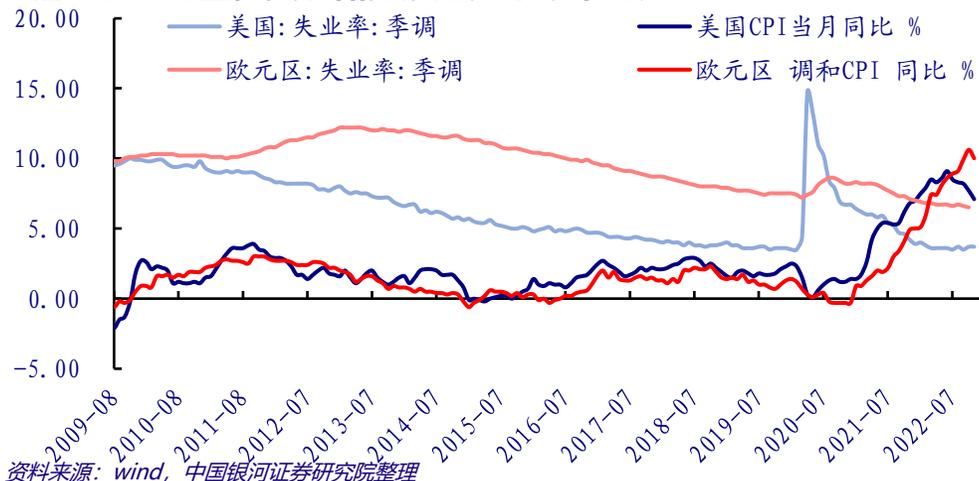
资料来源: 美联储, wind, 中国银河证券研究院整理

## 相对于欧元区，美联储更接近货币政策拐点



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 相对于欧元区，美联储更接近货币政策拐点

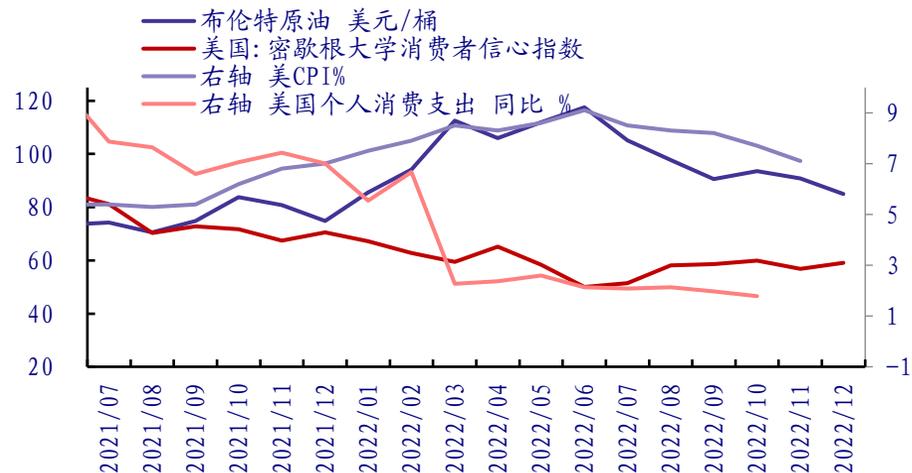


资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

- **市场预期:** 发达经济体加息周期接近尾声，但2023年利率维持高位。
- **美联储政策利率预期曲线处于顶部区域:** 通胀缓和，美薪资增速放缓，但就业市场由于供给短缺，降温仍需时间。
- **美联储调升2023年政策利率预期和通胀预期，**美债利率没有大幅波动，市场预期并没有发生大的转变，**2023年政策利率预期曲线顶部已现，但对于利率维持高位的预期没有改变，抑制风险偏好。**
- **相对于欧元区:** 美联储货币政策更接近拐点，但难言拐点。**货币政策边际差异将使美元边际走弱。**

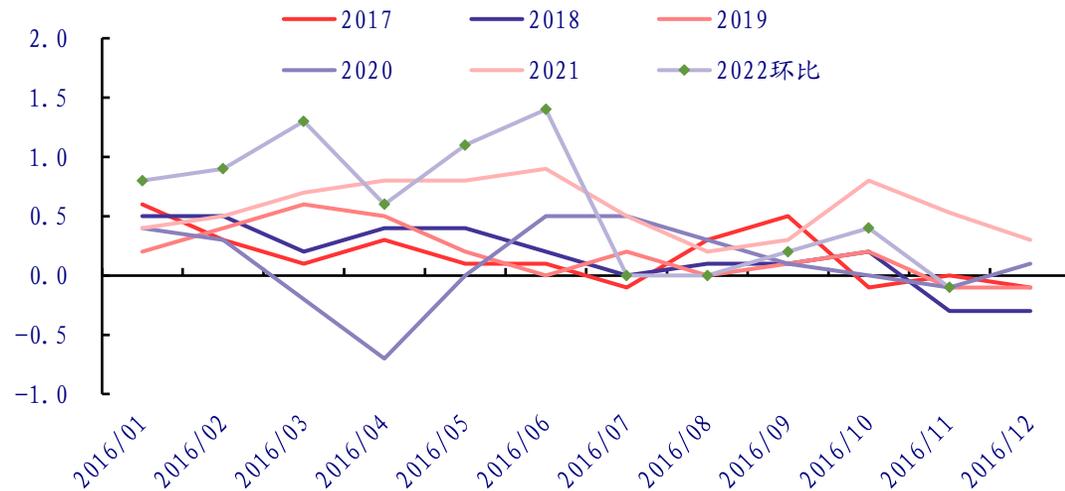
## (二) 通胀：美通胀压力缓解，进入缓慢下行通道

### 能源价格扰动降低，通胀缓慢下行



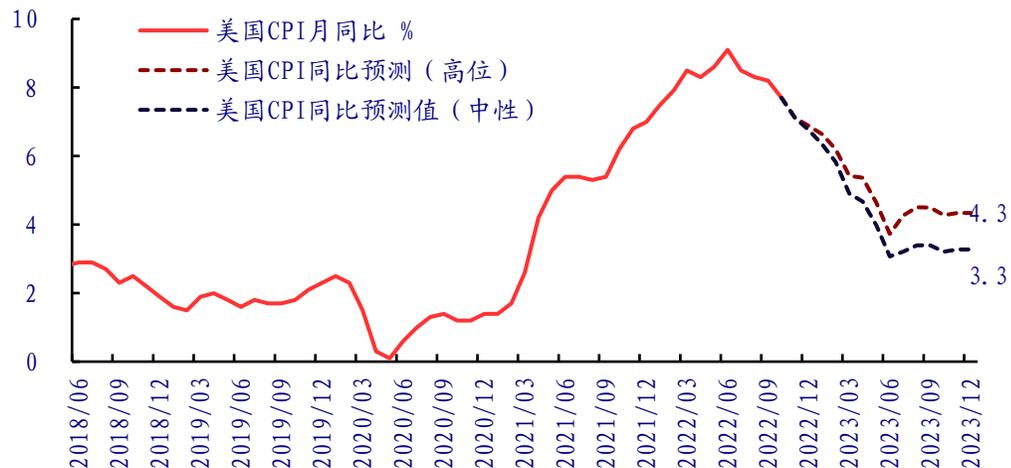
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 美通胀压力环比增速回落至往年正常水平



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 通胀缓慢下行，美联储放缓加息，加息周期尾声

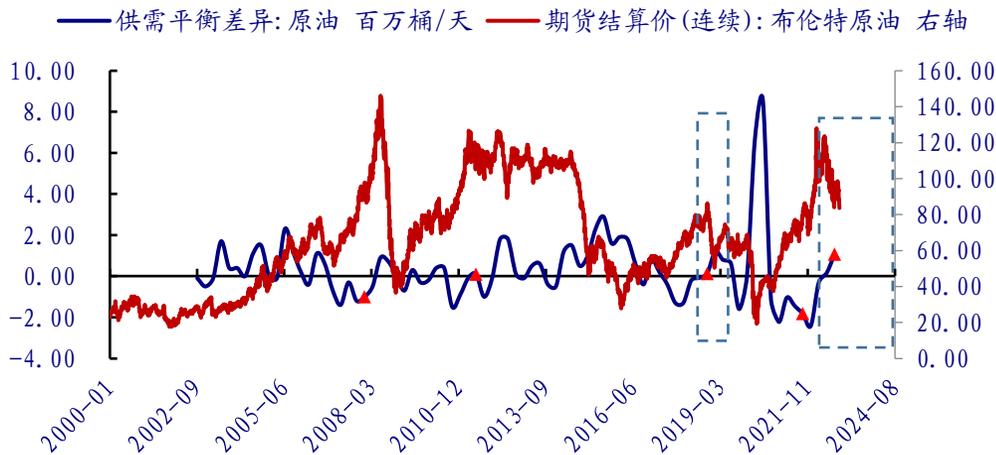


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

- 能源价格扰动降低，通胀缓慢下行
- 通胀压力缓解，环比增速回落至往年水平。
- 消费信心平稳，甚至有所回升，就业市场保持强劲，将支持通胀水平下行相对缓慢。

## (二) 通胀：原油供需关系改善+对俄“原油限价令”

### 原油供需格局改善



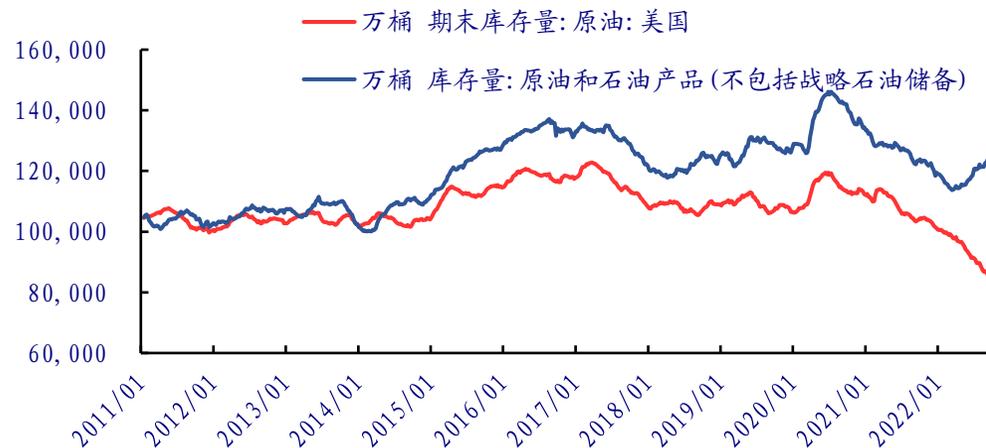
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 钻井平台数回升, 需求下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 美国释放原油储备, 战略储备库存大幅降低, 后续增加不确定性



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

- 原油供需格局改善: 随着钻井平台数回升以及经济下行压力加大, 需求萎缩, 原油供需关系改善。
- 对俄“原油限价令”的影响, 政治博弈加剧, 同时对物流的不利影响有所体现, 将阶段性影响供给, 但也影响对俄原油的需求, 俄降价出售原油的可能性更大, 总体原油价格较难上涨。
- 美原油库存在极低的水平, 尤其是战略石油储备库存水平, 带给未来原油供给不确定性, 但额外也增加了美的补库需求。
- 因此原油限价令后, 原油对市场的冲击和波动大概率降低。

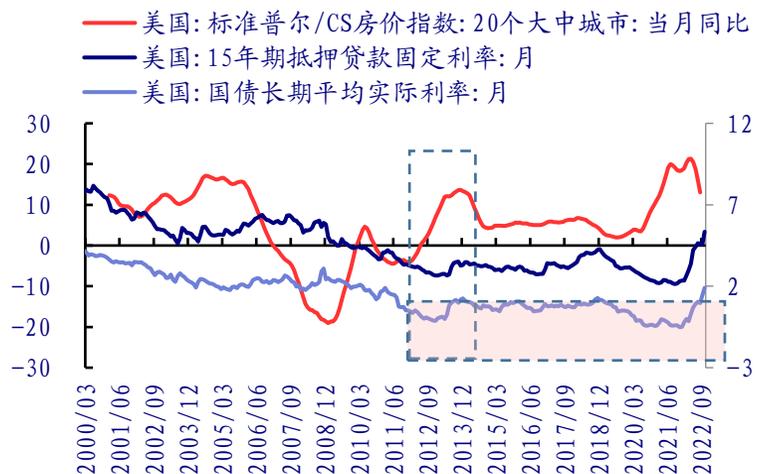
## (二) 通胀：美信用紧缩周期，抑制经济和房价

### 企业生产、订单下行，库存高位



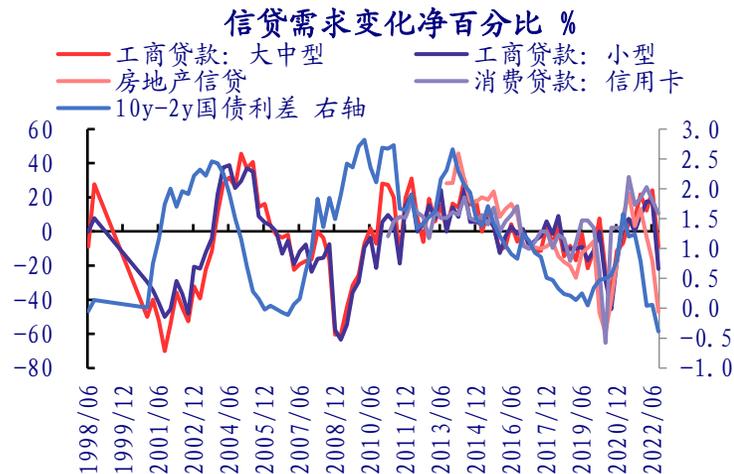
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 利率的大幅上行已抑制房价



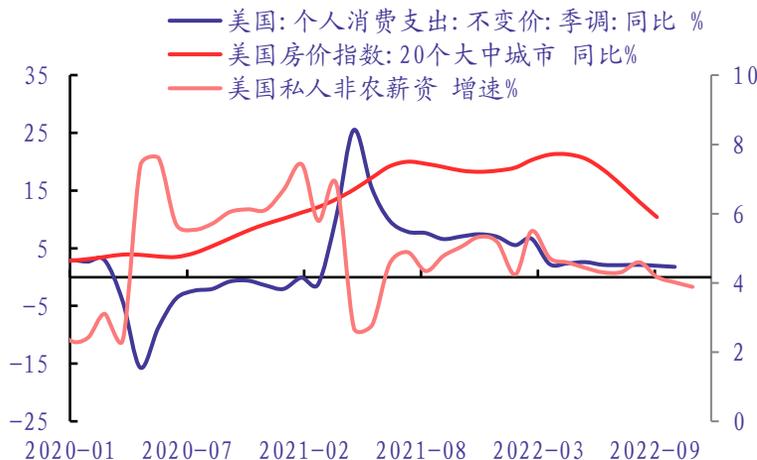
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 期限利差深度倒挂，抑制信贷融资



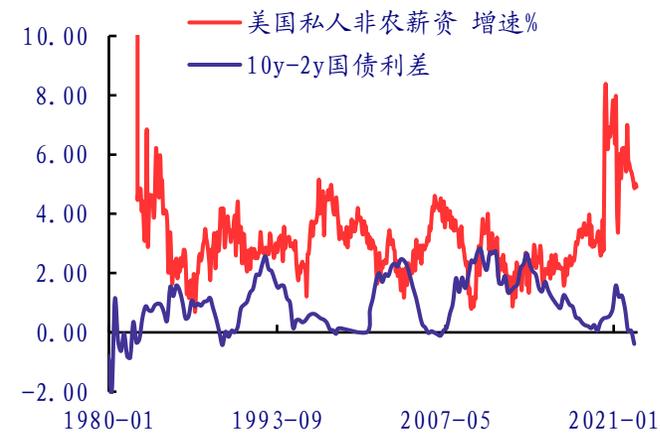
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 薪资的增速放缓很难同时支撑房价和消费的增长



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 薪资增速的下行几乎可以确认

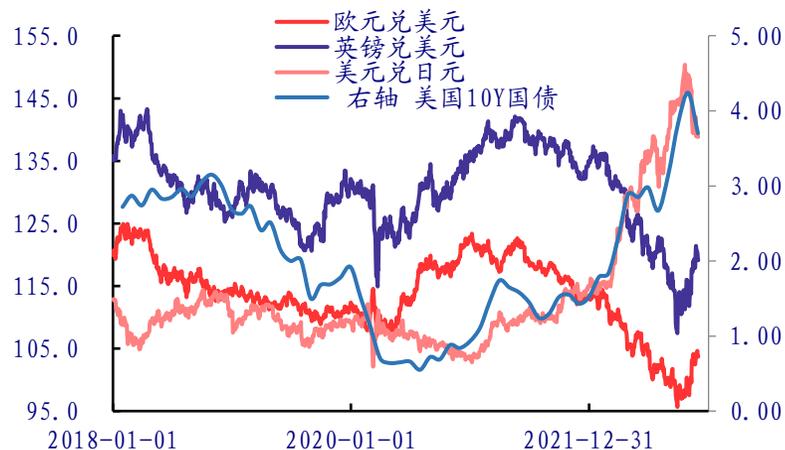


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

- **期限利差压缩至超低位置：抑制整个信贷融资，信用扩张面临压力，薪资增速面临下行压力。**
- **薪资上涨放缓抑制消费，不支持房价上涨。**
- **利率的上行对房价的影响，已经突破临界点：贷款利率的上行和实际利率的上行，已经开始抑制房价的上涨。**
- **利率维持高位时间较长：薪资增速虽有所放缓，但就业市场仍然较强，因此，薪资以及消费仍有支撑，通胀的下行将缓慢，利率高位持续时间或较长。**

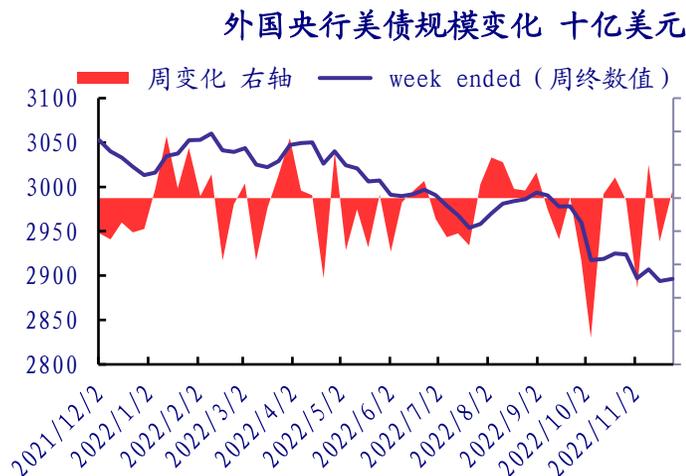
# (三) 美联储货币政策：泰勒规则之外的因素

美债利率飙升，各国汇率压力加大



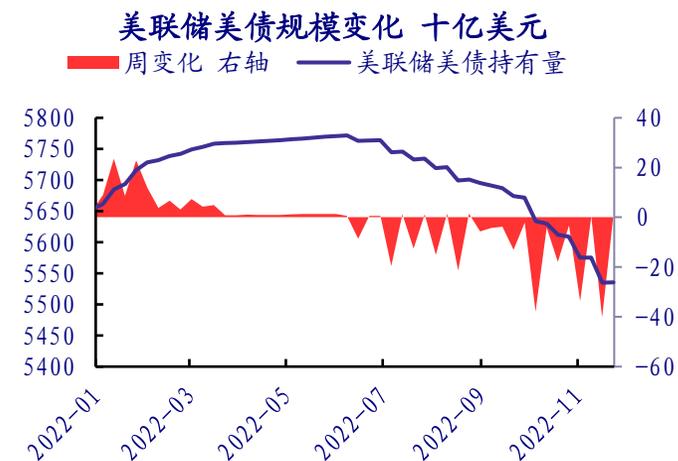
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

汇率等压力下，外国央行美债抛售压力大



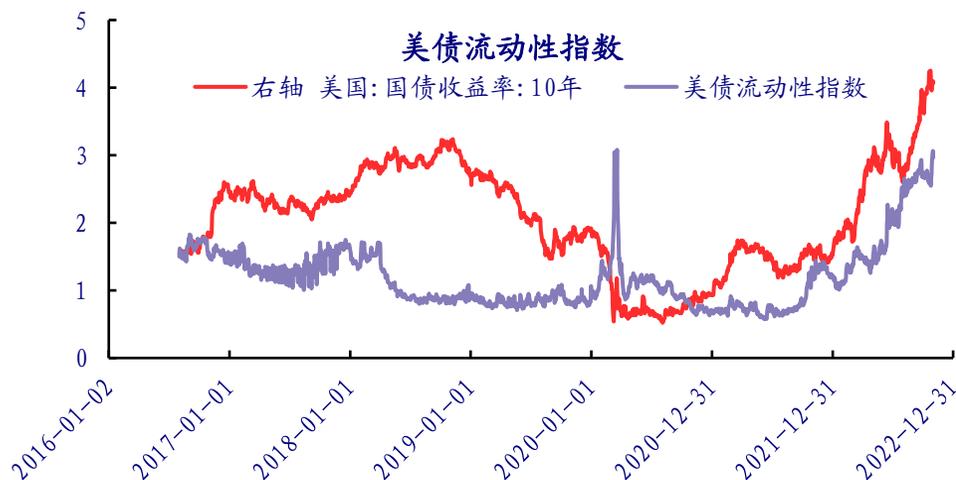
资料来源：Wind，美联储，中国银河证券研究院整理

美联储缩表美债抛售压力大



资料来源：Wind，美联储，中国银河证券研究院整理

美债10月流动性指数与疫情冲击期间相当

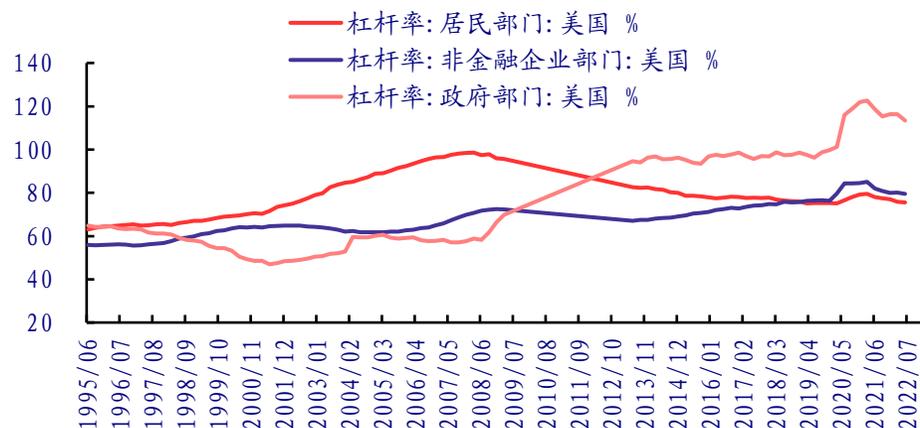


资料来源：Wind，Bloomberg，中国银河证券研究院整理

- **美联储激进加息的外溢效应反噬：**10月下旬外国央行维稳汇率以及利率的压力加大，被动抛售美债加速，市场缺乏买盘，流动性极差，美债利率上行失控。
- **极度波动下迎逆转：**英国不恰当的政策，加剧了汇率和利率波动，市场供需恶化，被迫购债。日本YCC操作难以持续，汇率破150，10Y利率破0.25%，维持难度加大，除了抛售美债，被迫巨资干预汇市并购债。
- **央行博弈之下的抉择，美联储转鸽：**11月美联储加息预期引导，放缓加息节奏，缓解利率上行压力和欧、日等汇率压力，外国央行被动抛售美债压力大幅缓解，**美联储延续缩表节奏。**
- **缩表操作下美债供需格局难有大幅改善，抑制美债利率下行空间。**

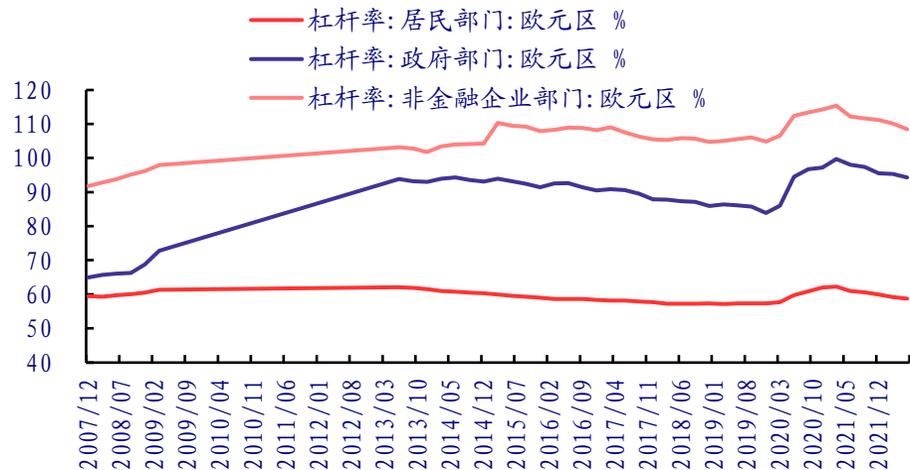
# (四) 国际信用收缩周期，全球范围普遍去杠杆

## 大幅加息，美国各部门去杠杆



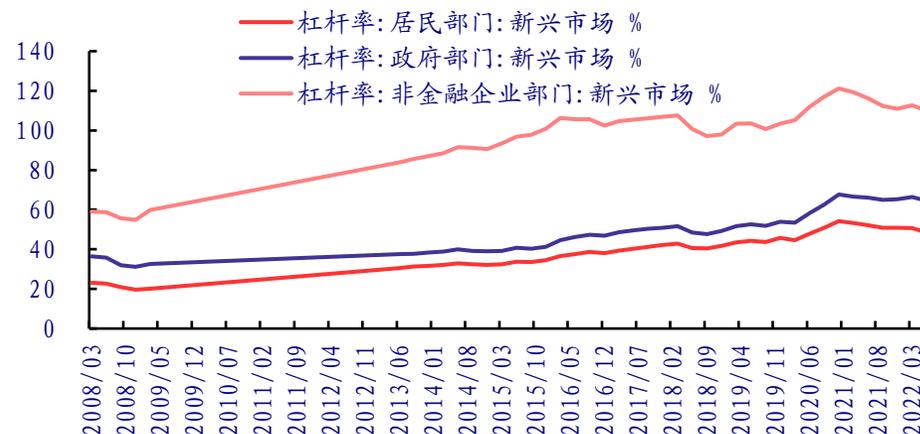
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 欧元区各部门去杠杆



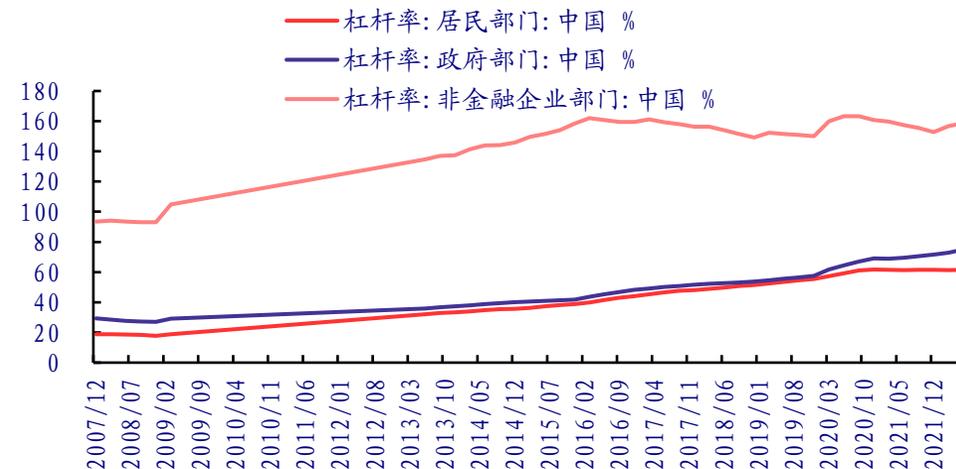
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 新兴市场2022年Q2各部门去杠杆



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 2022年中国企业部门、政府部门加杠杆，居民部门杠杆没有抬升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

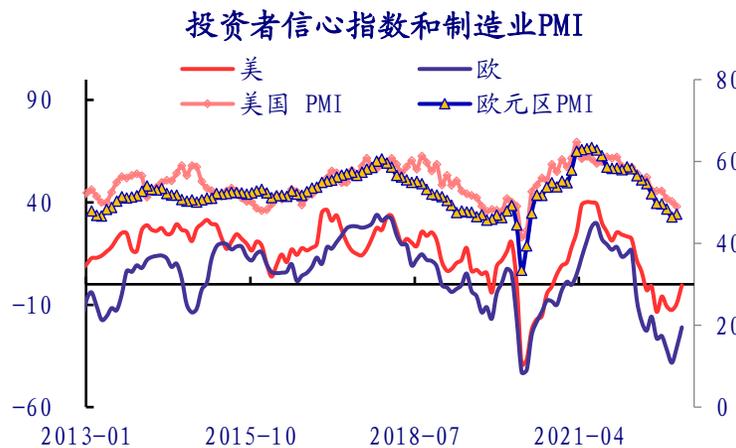
# (五) 信用收缩加剧全球经济下滑风险

全球服务业、制造业PMI全面下行



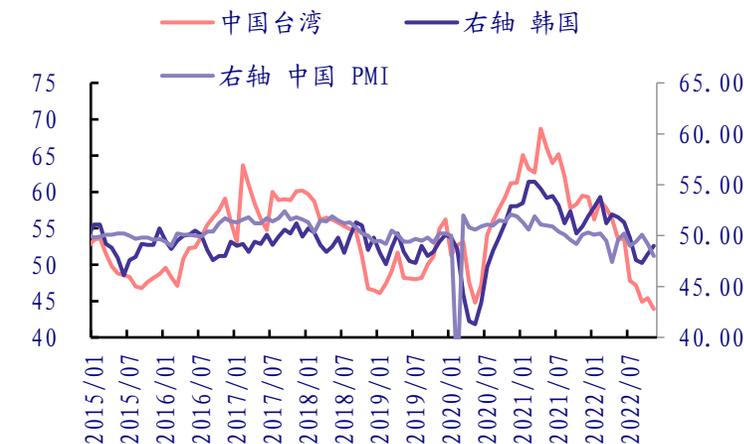
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

欧美投资者信心指数有所回升



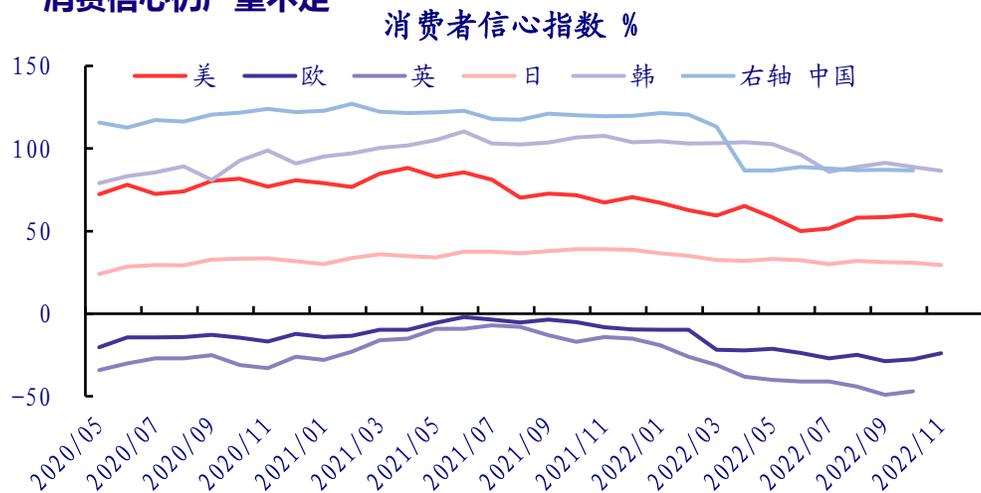
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

韩国PMI有止跌迹象



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

消费信心仍严重不足



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

- 整体经济处于下滑态势。
- 欧元区投资、消费信心均有所回升, 美国投资信心亦有所回升。生产端似有转机。
- 信用收缩主要对地产、融资消费等产生较强抑制作用, 对投资端整体不利, 但投资信心的阶段回升一定程度反应后续下滑压力或减轻。
- 高科技等相关领域的投资, 基本不受影响。

# 信用紧缩周期的资产研判：债券最优

## 2023年国际周期定位：加息周期末期&信用紧缩周期

**美通胀见顶，加息周期末期：**短端利率维持高位，美长债利率有所下行，期限利差维持低位，股市会有阶段性估值修复的上涨。但后续表现取决于利率变动和经济表现。

**利率高位并持续——信用紧缩周期：**发达经济体普遍利率高位，美长债利率下行有限或高位波动，信用紧缩周期，经济下行，通胀回落，股市、大宗难有持续表现。

**资产配置：**债市具有配置价值，难以向权益市场切换。

## 信用紧缩周期的结束依赖降息周期的启动（2023年下半年可观察）

**若降息周期开启：**各期限利率大幅下行（如82年9月），估值压制降低，信用紧缩周期逐步结束，经济触底预期将推升股市领先经济上涨（股债双牛）。

**降息周期的启动对经济的影响至关重要，经济是否触底是股市趋势拐点的关键。**

**资产轮动：**股票市场的趋势拐点在于降息周期何时启动，债券市场将收获票息和资本利得。

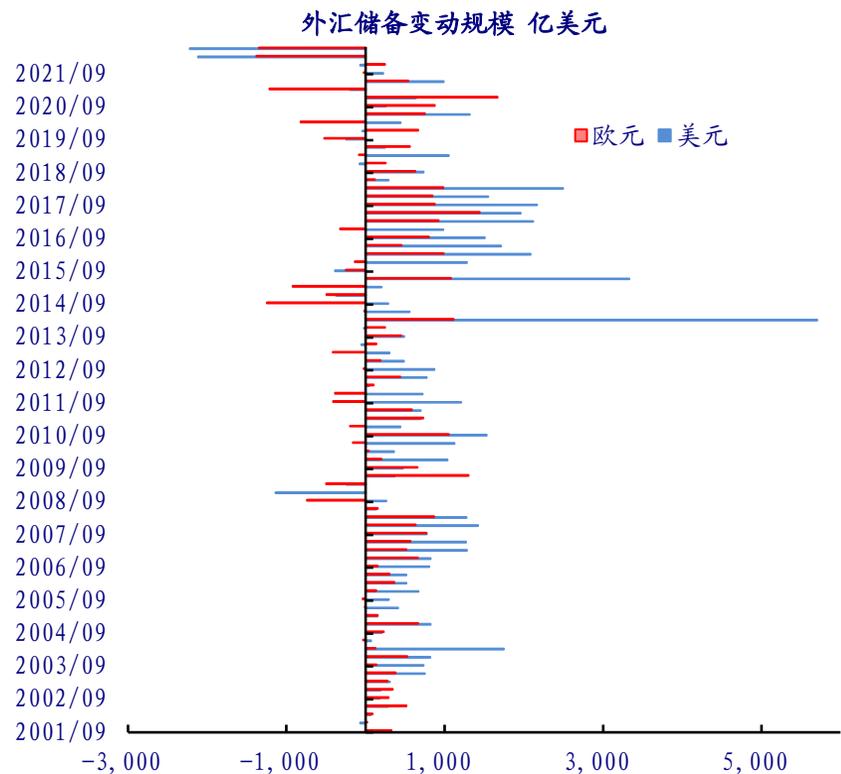
更长周期，经济触底回升和股市的上涨以及降息周期接近尾声，将使长债利率逐步面临上行压力。

# 三、2022年后的美元、美债和黄金逻辑变化

---

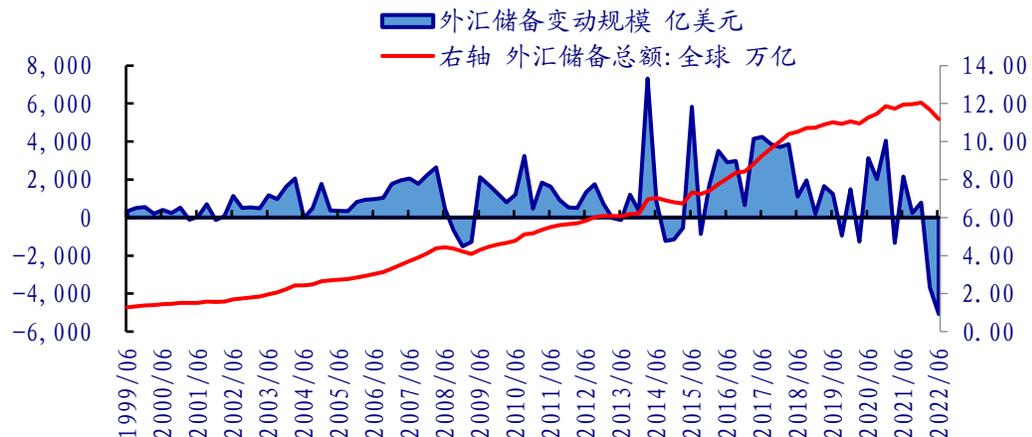
# (一) 美元信用体系面临挑战：全球外储、美元、欧元被大幅减持

## 外储中，美元、欧元规模大幅下降

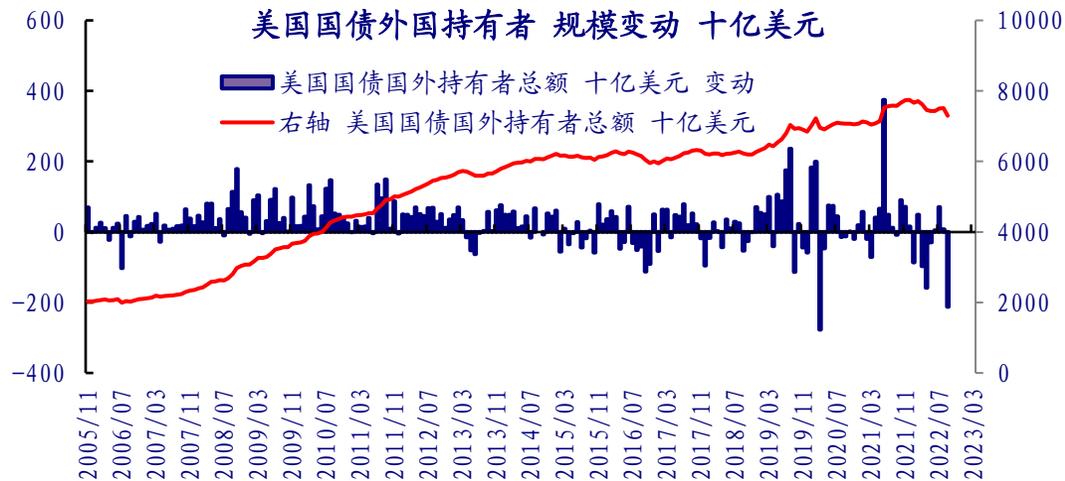


**2022年2月以来：  
美元信用货币体系、贸易结算体系的挑战前所未有**

## 全球外储规模前所未有的下降

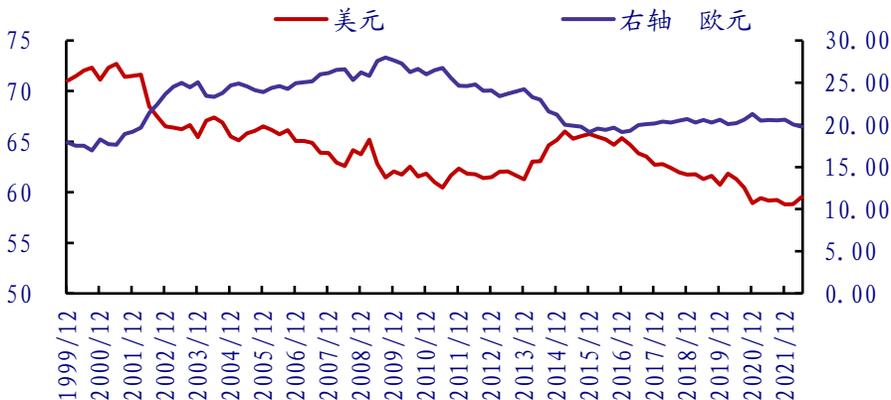


## 美债遭遇海外持有者前所未有的抛售



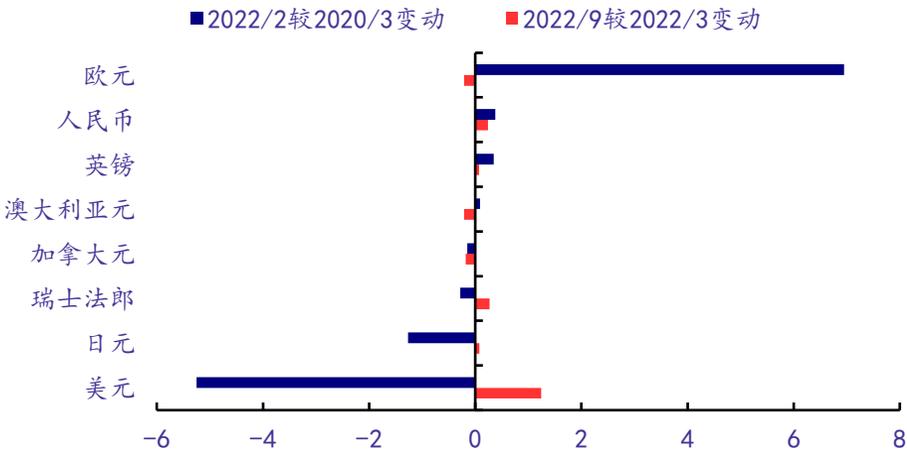
## (二) 外储和国际贸易结算结构：多元化趋势

全球外储规模下降，但占比变化，美元小幅回升，欧元下降



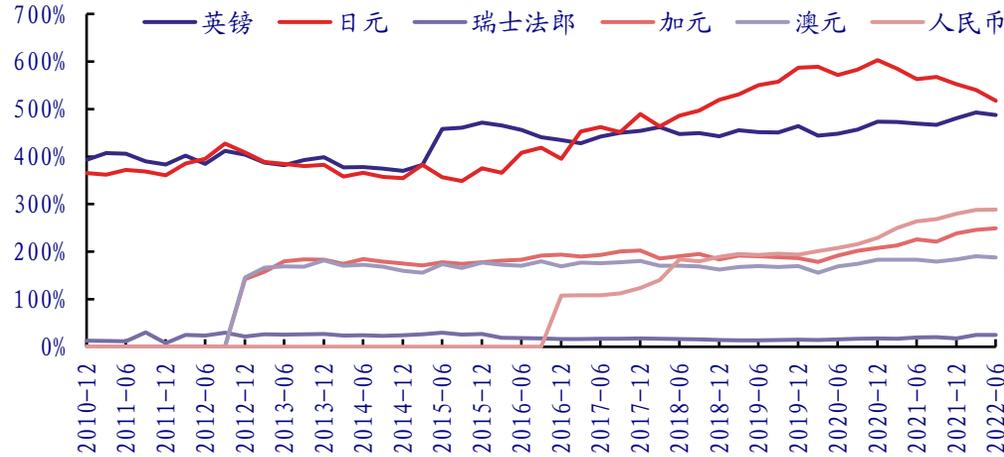
资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

国际贸易结算：SWIFT系统美元占比回升，欧元下降



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

外储结构呈现更加多元趋势



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理 (2022年3月俄罗斯被剔除SWIFT,占比分母发生改变)

### 2020年-2022/02，国际贸易结算方面，欧元重新威胁美元地位

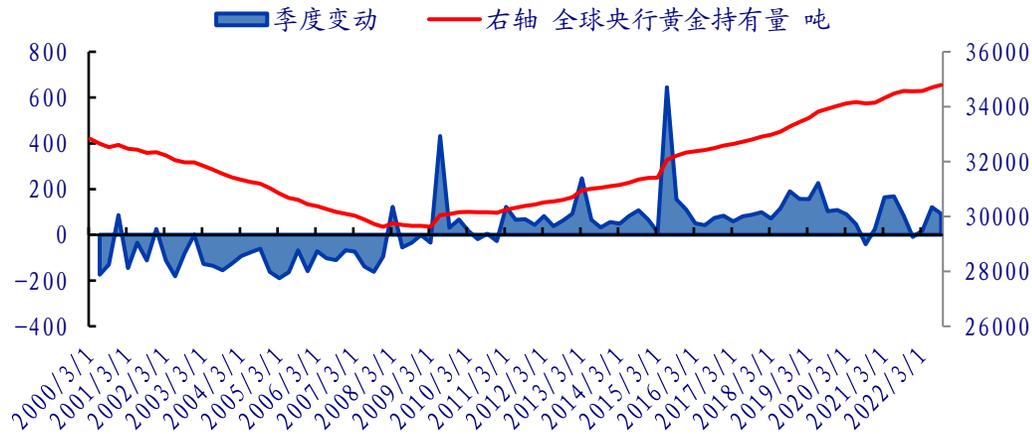
- 除了储备货币方面，在国际贸易结算领域，2020年疫情后美元的结算占比大幅下降，欧元的结算占比大幅上升且结算比例接近美元，
- 人民币结算占比有所上升，但无论体量还是增速，都无法与欧元媲美。

### 2022年2月以后，国际贸易结算多元化趋势

- SWIFT系统中，国际贸易多元化趋势更加明显。
- 能源交易：部分是相当于是基于绑定黄金的结算。

# (三) 黄金的货币属性vs美元信用：全球央行增持黄金

全球央行加总持有黄金规模2008年以后持续上升



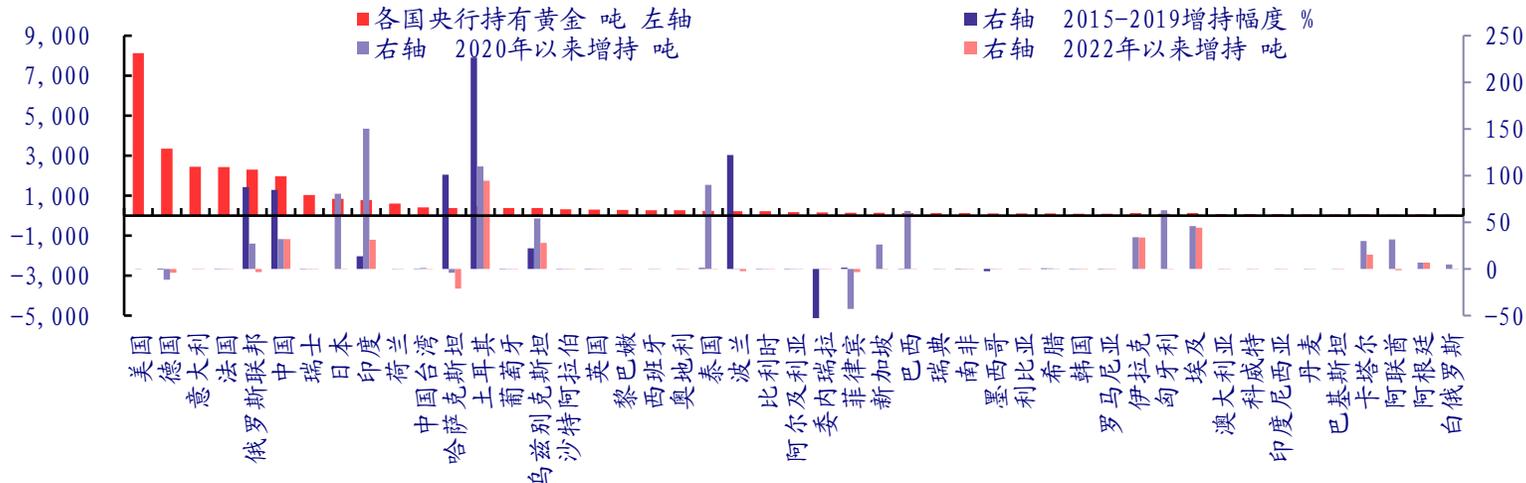
资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

全球央行黄金需求量在2022Q3激增



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

全球增持黄金的央行家数在2020年以后大幅增加



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

**2008年以后**，长期的QE使美元信用遭遇挑战，全球央行持有黄金规模持续攀升，主要集中在除欧美发达经济体以外的国家。

**2015-2019年**：增持黄金幅度较大的国家主要是俄罗斯、中国、土耳其、哈萨克斯坦、波兰。

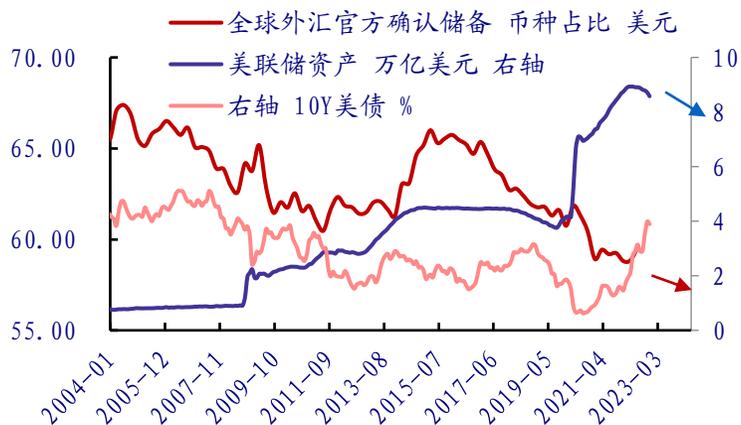
**2020年以来**：增持国家增多，包括日本、印度、泰国、巴西、匈牙利以及中东国家也增持黄金，这些国家半数是在2022年增持的。

**2022年Q3央行对于黄金的需求激增。**

背后是美元滥发、金融安全、地缘政治、能源格局等因素。

## (四) 美债和黄金的逻辑，黄金的支撑较强

### 美债、美联储资产负债表、去美元化进程关联



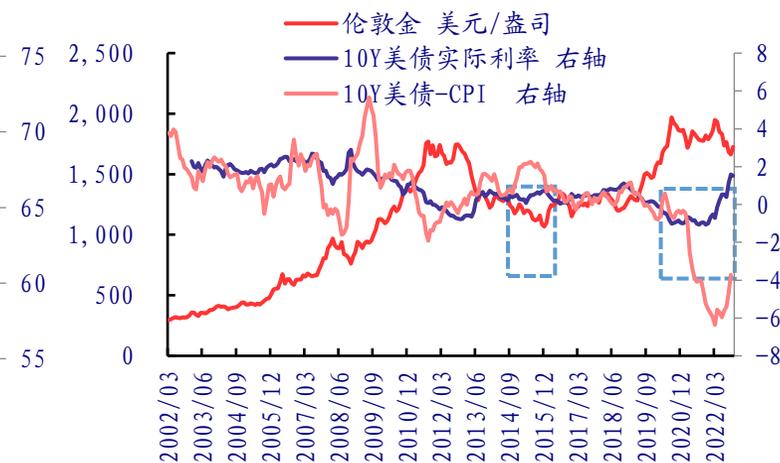
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 黄金和去美元化进程高度相关



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 实际利率和黄金的表现通常是负相关



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 美债，利率长期中枢水平将抬升

- **美债与缩表&去美元化：**2023年资产负债表继续收缩，2022Q2美元在全球外储占比有所抬升，但整个外储规模在下降，去美元化趋势实际在加速，随着美债利率具备超高配置价值，或有所缓解，但趋势似乎无法逆转，美债利率长期中枢水平将抬升。
- 2023美债利率维持高位区间震荡。美债利率的下行依赖缩表的结束和降息周期的启动，但宽松损伤美元信用。

### 黄金的决定因素：美债实际利率和去美元化进程，到底哪个起最关键作用？

- **TIPS同样的幅度，黄金不一样的表现：**2012年9月份美债实际利率的表现和当前比较相似，都是实际利率大幅上行，并回正，但明显此次黄金的下跌幅度更弱。而用名义10Y美债-CPI来看，关联性似乎不高。**加息、缩表周期：**2017年年中到2019年年初，快速加息+缩表周期，美债实际利率大幅上行，但处于去美元化趋势，黄金表现较坚挺。
- **2022年去美元化背景+美快速加息，**美实际利率上行压制黄金表现但黄金相对抗跌。2023年金融周期压制下降，黄金将有表现。

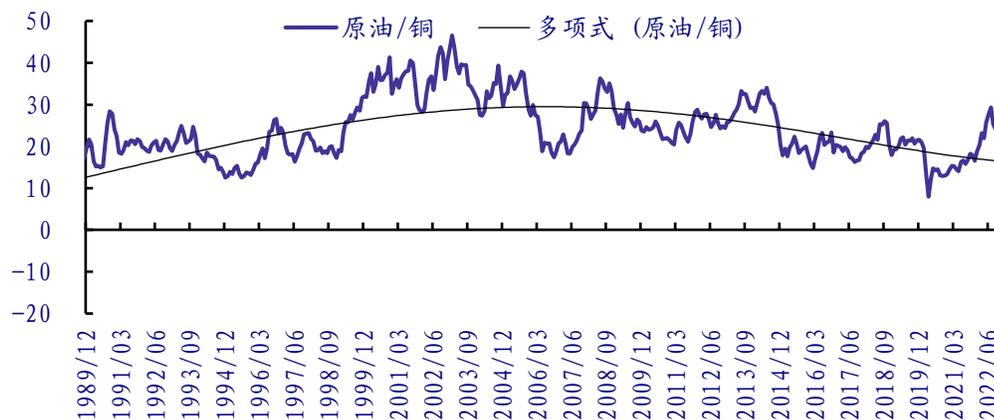
## (五) 原油、黄金与白银和铜：能源结构和货币体系变动趋势主导

### 黄金和原油价格比值目前处于均值附近



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 原油和铜比值偏高



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 黄金/白银比值较高

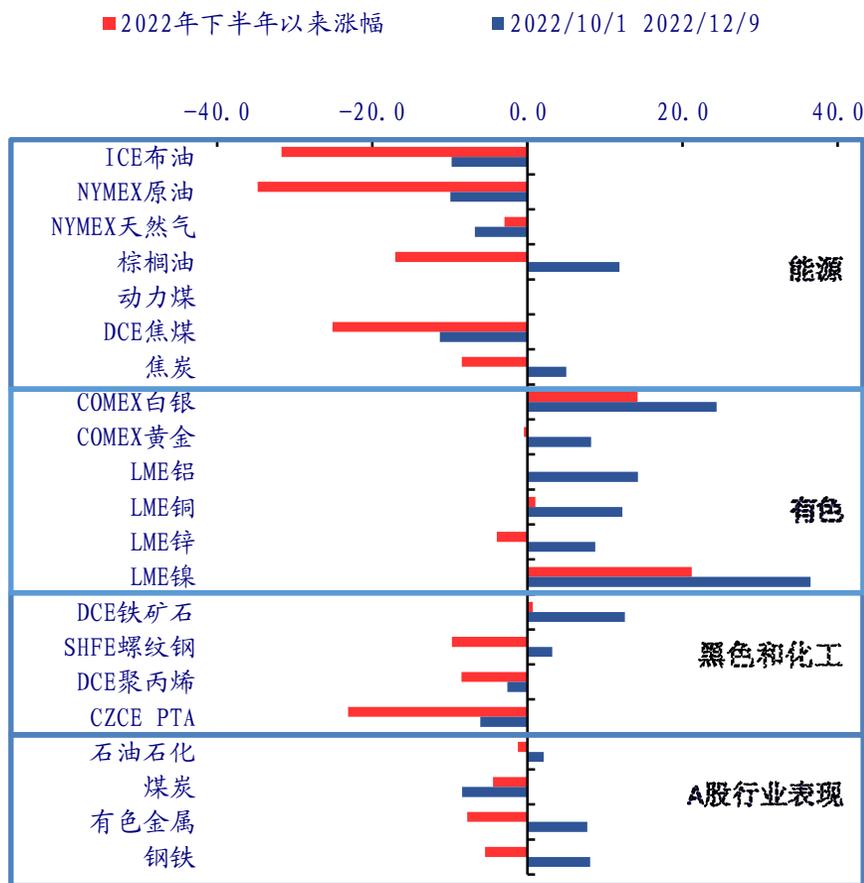


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

- **黄金、白银**（货币属性），**原油**（传统能源），**铜和白银**（新能源领域需求增长的工业品属性），四种商品的长期趋势，**将受全球能源结构和货币体系演进趋势主导。**
- **黄金、白银**：货币属性加强以及金融周期美联储加息放缓，支撑金价、银价。
- **黄金/原油**：**比值长期中枢将有所抬升。**黄金与原油的关系更加紧密，但原油市场价格目前在供需关系改善、新能源产业替代等趋势影响下，长趋势或难有表现。
- **黄金/白银**：白银除了具备贵金属的货币属性，新能源领域需求增长的工业属性在未来提供更强支撑。金融周期和工业需求增长周期同时推升白银上涨，将比黄金表现更加亮眼。
- **原油/铜**：体现传统能源与新能源对比趋势，比值趋势下行。

# (六) 美经济、通胀下行周期不利大宗商品，但美元弱势提供支撑

2022年10月后工业品涨幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美国通胀周期与大宗商品价格高度相关



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

- **美经济、通胀下行周期不利大宗商品，但美元弱势提供支撑：**CRB大宗商品价格指数的顶点略领先于美通胀周期的顶点，此次也不例外。
- **大宗商品10月以来的行情，后续趋势延续的概率较高**
- **黄金、白银：**货币属性加强以及金融周期美联储加息放缓，支撑金价、银价，2023年仍将有所表现。**黄金/白银：比值将下降，白银表现更好。**
- **黄金/原油：比值长期中枢将抬升。原油阶段性或仍有不确定性，但长期不看好。**
- **原油/铜：**体现传统能源与新能源对比趋势，比值趋势下行。铜的总需求有可能在信用收缩周期，表现一般，但下跌风险很低。
- **黑色系：**铁矿石、钢铁行业有上涨空间，受益于中国疫情优化对消费和居民就业及收入的预期改善，以及中国地产周期底部向上修正预期。
- **A股市场：**有色、黑色权益市场表现不弱，趋势延续。石油石化总体表现难有起色，但行业存分化。

## 小结：黄金货币属性支撑价格，大宗延续行情

**美元信用体系面临挑战：**全球外储、美元、欧元被大幅减持；外储和国际贸易结算多元化趋势，2022年2月以后，SWIFT系统中多元化明显，能源交易结算部分绑定黄金。

**黄金的货币属性vs美元信用：全球央行增持黄金。**2008年后，长期QE使美元信用遭挑战，全球央行持有黄金规模持续攀升，主要是除欧美发达经济体以外的国家；2015-19年，俄罗斯、中国、土耳其、哈萨克斯坦、波兰等增持黄金幅度较大；2020年以来，增持国家增多，包括日本、印度、泰国、巴西、匈牙利及中东国家，半数是2022年增持。2022年Q3央行对于黄金的需求激增，背后是美元滥发、金融安全、地缘政治、能源格局等因素。

**去美元化进程，美债供需格局恶化：**2022Q2全球外储占比美元抬升但外储规模下降，去美元化实际在加速，美债利率具备超高配置价值或将有缓解但趋势可能无法逆转，美债利率长期中枢水平将抬升。2023美债维持高位震荡，利率下行依赖缩表结束和降息周期启动。

**黄金：去美元化进程是定价主导因素，与美债实际利率关联弹性降低。**与当前相似的历史周期中，TIPS同样幅度实际利率大幅上行并回正时此次黄金下跌幅度更弱；快速加息+缩表周期，美债实际利率大幅上行，但处于去美元化趋势，黄金表现较坚挺。2023年金融周期压制下降，黄金将有表现。

**黄金、白银(货币属性)，原油(传统能源)，铜和白银(新能源领域需求增长的工业品属性)的长期趋势，将受全球能源结构和货币体系演进趋势主导。**

**大宗商品：美经济、通胀下行周期不利大宗商品，但美元弱势提供支撑。10月以来的行情，后续趋势延续的概率较高。**

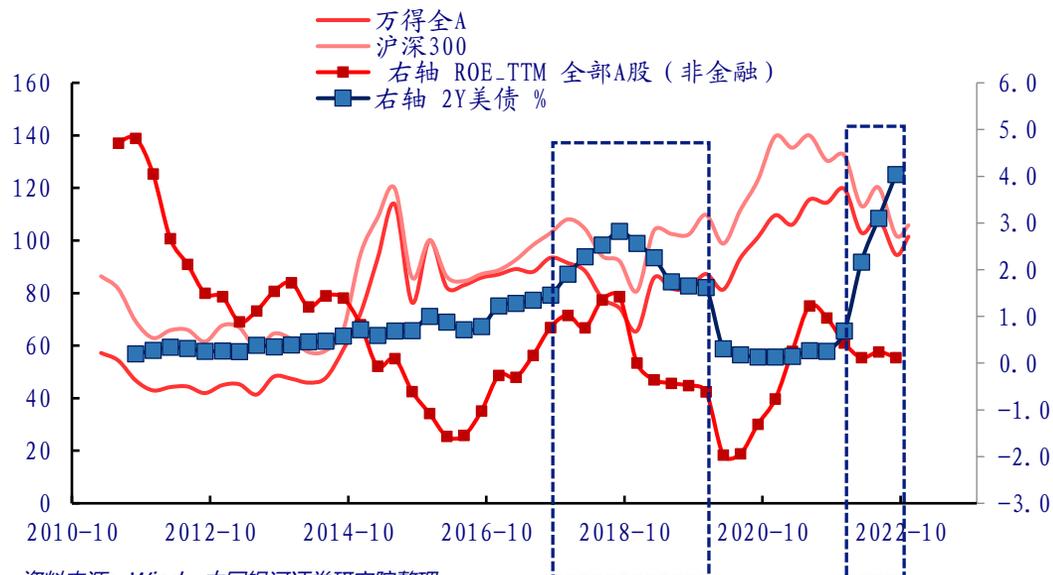
**黄金、白银：**货币属性加强及美联储加息放缓支撑金、银价，2023年仍将有所表现；**黄金/白银：**比值将下降，白银表现更好；**黄金/原油：**比值长期中枢将有所抬升，原油阶段性或仍有不确定但长期不看好；**原油/铜：**体现传统能源与新能源对比，比值趋势下行，铜总需求可能在信用收缩周期，表现一般但下跌风险低；**黑色系：**铁矿石、钢铁行业有上涨空间，受益于中国疫情优化对消费和居民就业及收入的预期改善，以及中国地产周期底部向上修正预期。**A股市场：**有色、黑色权益市场表现不弱，趋势延续，石油石化总体表现难有起色。

## 四、国内股、债的决定：金融周期、经济周期

---

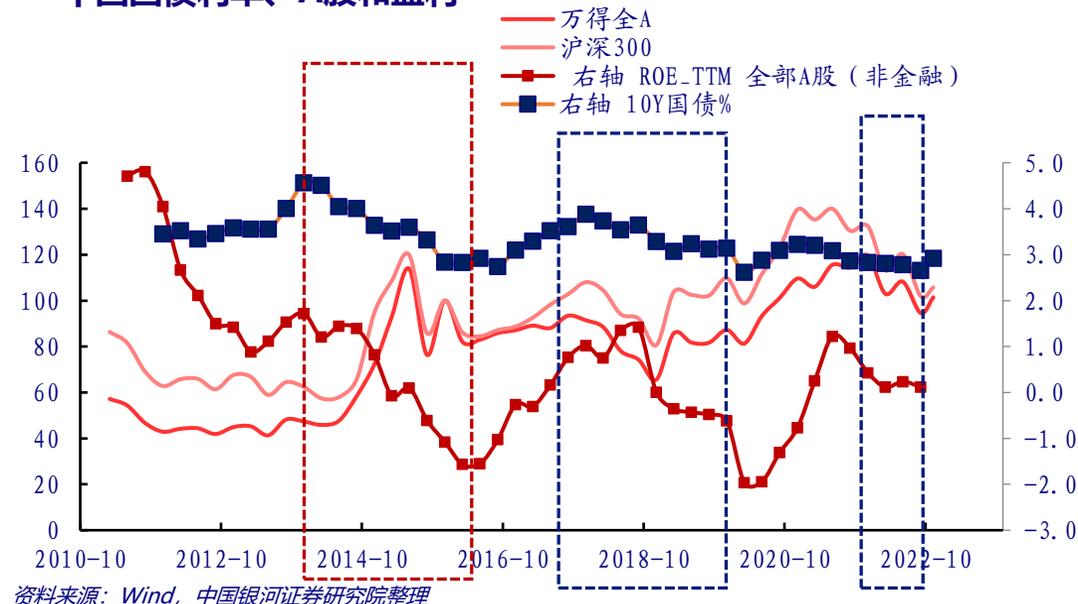
# (一) 股、债市场的决定因素差异与关联

## 美债利率、A股和盈利



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 中国国债利率、A股和盈利

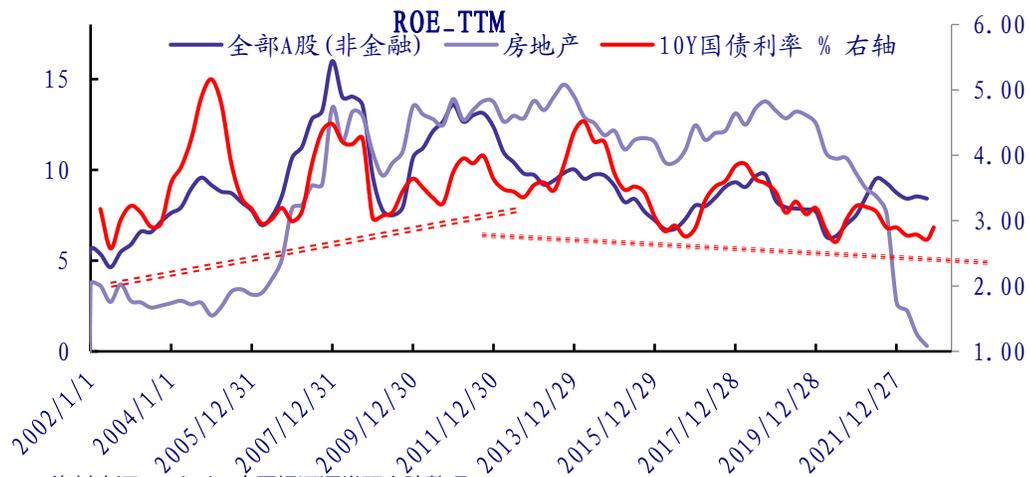


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

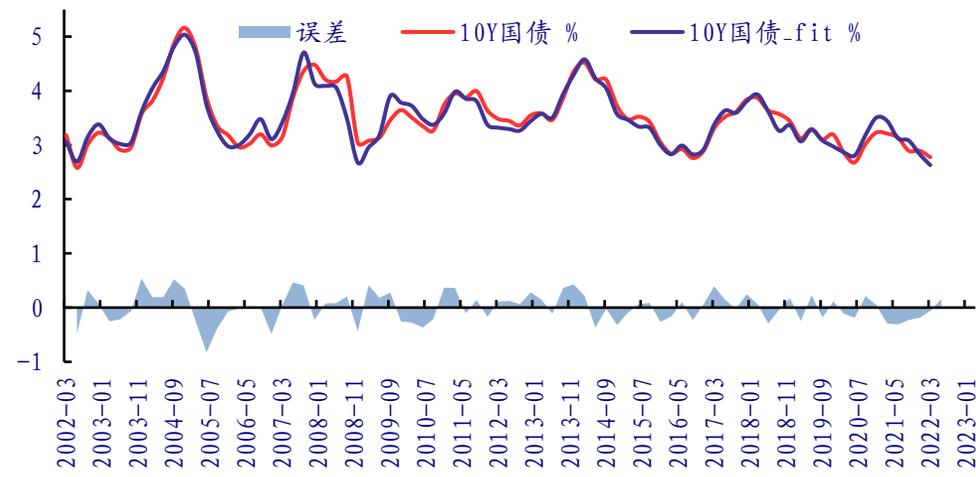
- **全行业ROE和10Y国债:** 对应关系明显。国债市场领先企业盈利能力表现, 尤其是ROE下行周期开启前, 国债市场收益率率先下行。
- **全行业ROE和A股表现阶段背离, 美债周期解释:** 阶段性股市表现与ROE的背离 (2017/09-2019/12), 在于美债对于估值水平波动的影响。包括今年, 美债起了主导作用。2014年-2015年的阶段背离主要受国内因素影响。
- **国内债市、股市关联:** 美债加息周期, 股市面临下跌风险, 盈利面临顶部拐点, 国内债市利率下行; 但美债降息周期开启后, 即使经济和盈利继续面临下行风险, 但股市走稳, 债市表现一般, 股债跷跷板较明显。如果盈利周期底部拐点确认, 则股涨债跌。
- **中、美债市关联度不高:** 美债主要影响汇率, 国内货币政策相对独立。
- **2023年, 股市的表现或将受两种因素影响, 美债波动和企业盈利及预期。中国国债利率水平主要取决于经济基本面, 但同时受股市影响, 体现股债跷跷板特征。**

## (二) 债市：长期利率由全行业和房地产盈利水平决定

中国企业盈利水平趋势向下，利率中枢水平下移



10Y国债利率估算 (ROE&房地产ROE)



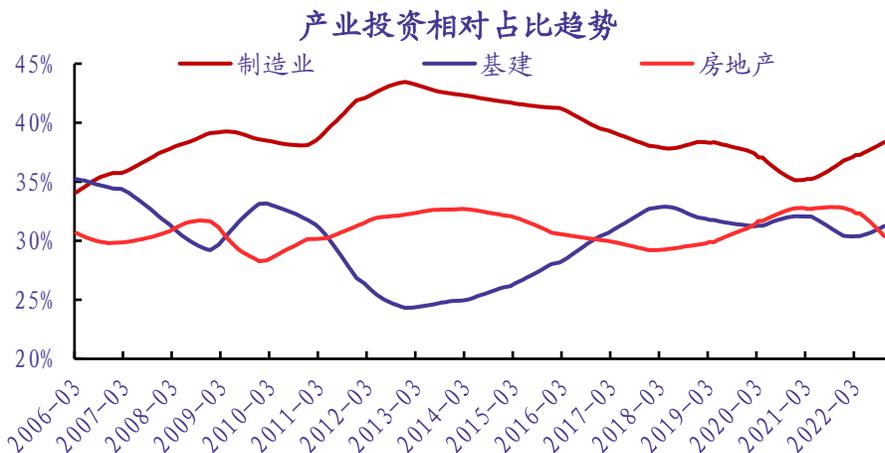
长期利率的位置如何看？



- **长期利率水平主要还是由企业盈利能力和房地产周期决定。**从周期波动和趋势看，长期利率与全社会盈利水平具有高度相关性，同时由于房地产相关领域债务融资为主的属性，房地产行业对利率的影响非常大。
- **企业盈利的拐点和利率的拐点错位：**长债利率由于地产高利润以及政府融资刚性需求，抬升了整体利率水平，利率顶部的趋势拐点在2014年以后出现，滞后2007年企业盈利拐点。
- **详见专题报告：《长期利率定价与经济周期看法》**
- 房地产行业盈利是否企稳，全行业盈利未来怎样？
- 10Y国债11月以来有所回升，在房地产政策加码，疫情优化、中欧经贸关系有所改善等对未来盈利预期改善的情况下的表现。

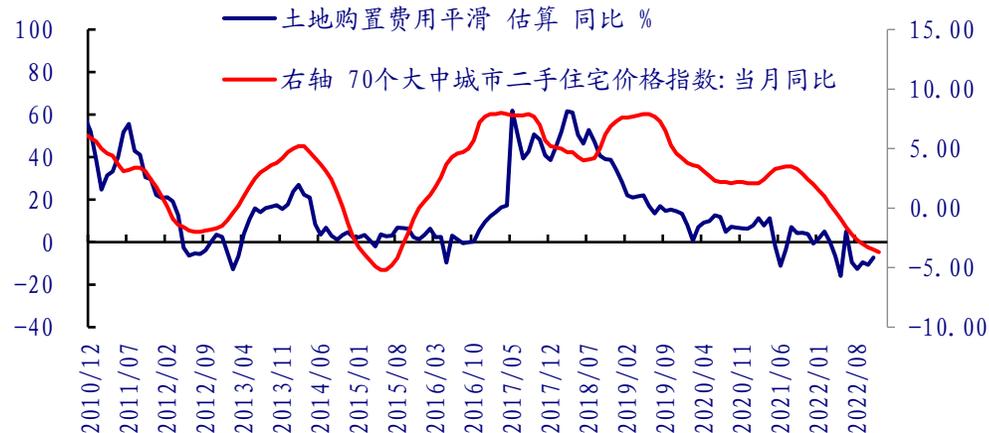
### (三) 2015年以后需求端主导利率波动：房地产是关键变量

#### 中国的产业结构调整2020年以后比较明显



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

#### 房价的上涨才会带动土地市场回暖增加



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

#### 2015年以后利率的周期波动与房地产周期密切相关

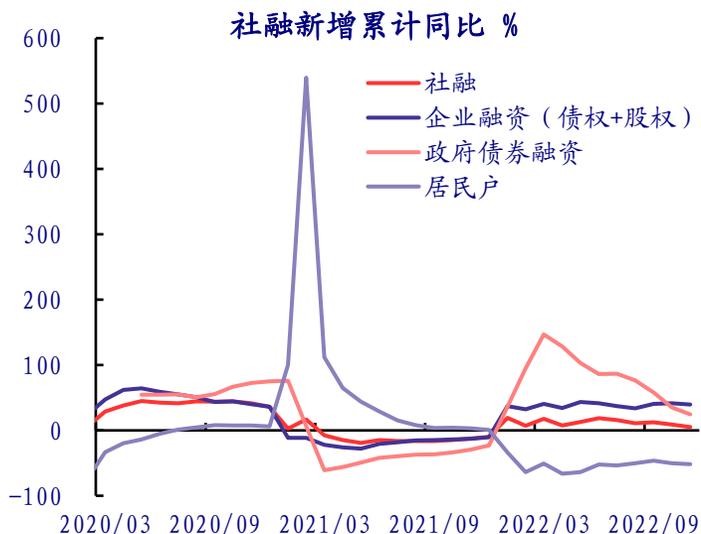


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

- **产业结构调整促进长期经济增长**: 中国的产业结构调整2020年以后比较明显, 房住不炒背景下, 房地产占比持续下降。**二十大胜利闭幕, 指明未来发展方向, 中国经济由高速发展转向高质量发展。**长期结构调整仍将持续。
- **房地产行业景气度的趋势下行**: 意味着更低的信用扩张速度和更低的利率水平。
- **2015年以后需求端主导利率波动**: 融资需求的周期主要与房地产周期密切相关, 主导利率周期波动。
- **土地购置费用与利率的关系密切, 甚至略领先**: 11月中旬, 房地产企业预售资金监管、融资方式利好政策连发, 叠加中央“因城施策”政策, 各地方政府亦发力需求端。**地产周期启动房企资金约束降低, 但仍依赖终端购房融资周期的启动。**

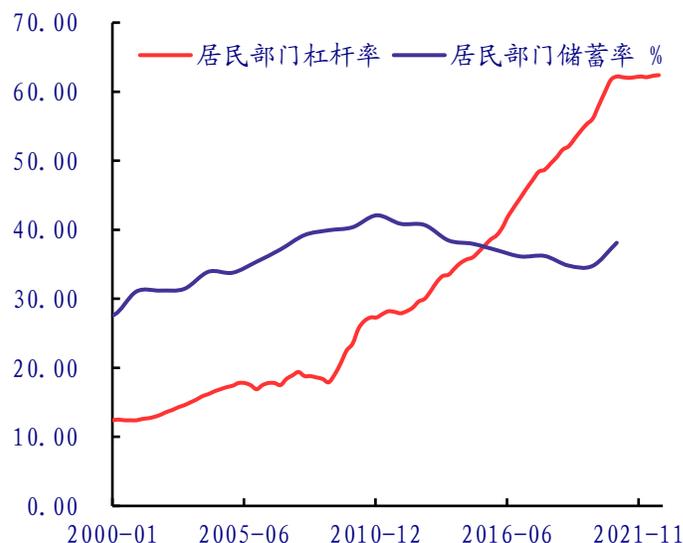
# (三) 居民部门财务状况及收入下降制约信用扩张

### 社融的拖累项在居民部门



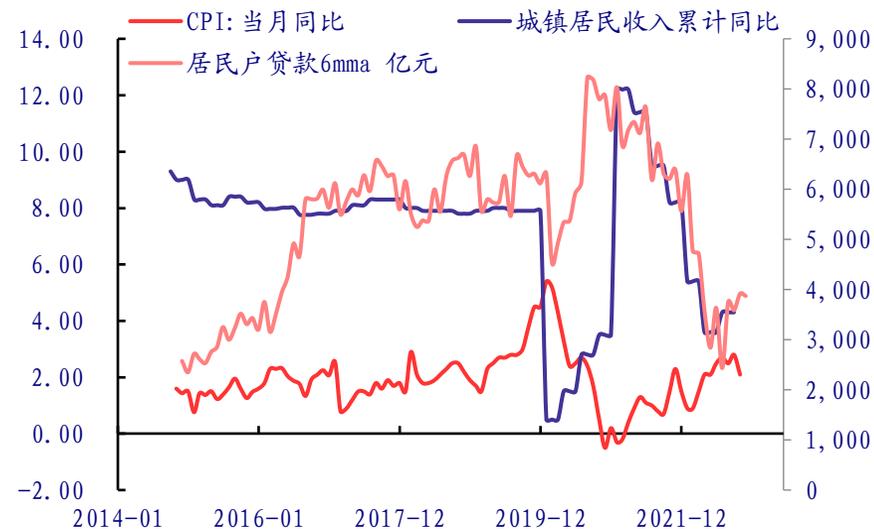
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 居民储蓄率拐点2020年, 杠杆率顶部2021年



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 居民收入增速的下降抑制居民部门信贷融资

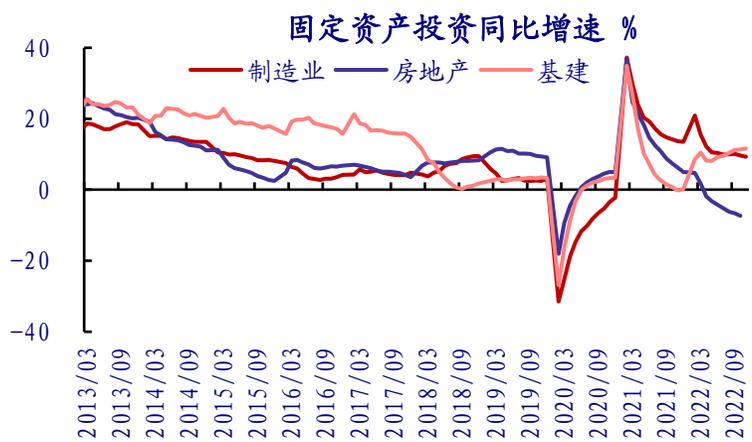


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

- **居民部门杠杆, 当前高于60%:** 在2020年以前, 居民部门加杠杆行为与金融周期无关。但加杠杆到高位后, 风险增加, 政策层对加杠杆态度谨慎。居民部门储蓄率拐点2020年, 杠杆率顶部在2021年。
- **居民收入增速的快速下降抑制居民部门信贷融资:** 居民收入增速在2019年一直保持相对稳定, 居民部门维持了比较旺盛的信用需求, 融资规模在2015年快速上升后保持相对稳定, 虽然有波动, 但在5000-7000亿元规模区间。2022年2月份疫情冲击, 大概4500亿元(6mma), 2022年3月份, 俄乌冲突开始全球经济不确定性增加并叠加疫情, 居民收入增速快速下降, 居民信贷融资跌破5000亿元并持续向下。收入的下降制约居民部门加杠杆能力。
- **疫情管控优化, 预期已经有所改善:** 短期对生产、就业、消费仍有冲击, 但脉冲过后, 疫情对经济的制约将逐步减轻, 利率的下行、以及收入增速的稳定, 居民部门融资有所改善, 目前呈现筑底特征。

# (三) 疲弱的房地产周期：销售初现企稳迹象

房地产似乎和制造业是顺周期关系，基建是政策对冲



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

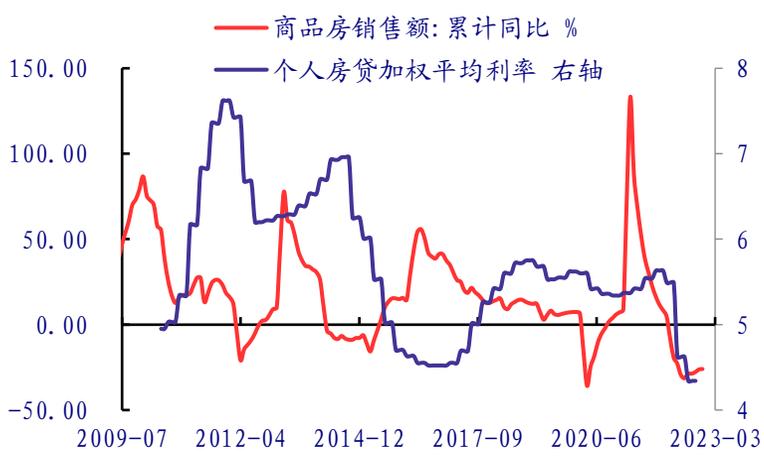
需求主导的金融周期，房地产周期决定利率的水平。



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

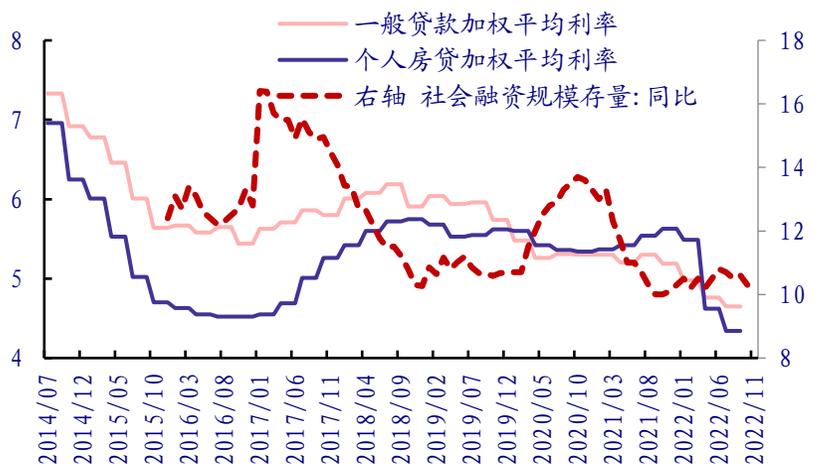
制造业低迷制约房地产，房地产周期决定利率的水平：从地产、基建和制造业投资增速来看，房地产似乎和制造业是顺周期关系，基建是政策对冲主要手段。在整个经济下行压力尤其是外需压力较大对制造业预期不利的情况下，收入预期下降对地产周期的启动亦构成制约。而房地产周期是否启动决定利率水平是否有抬升压力。

个人房贷利率下行幅度推动销售企稳



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

信用扩张与房地产更相关

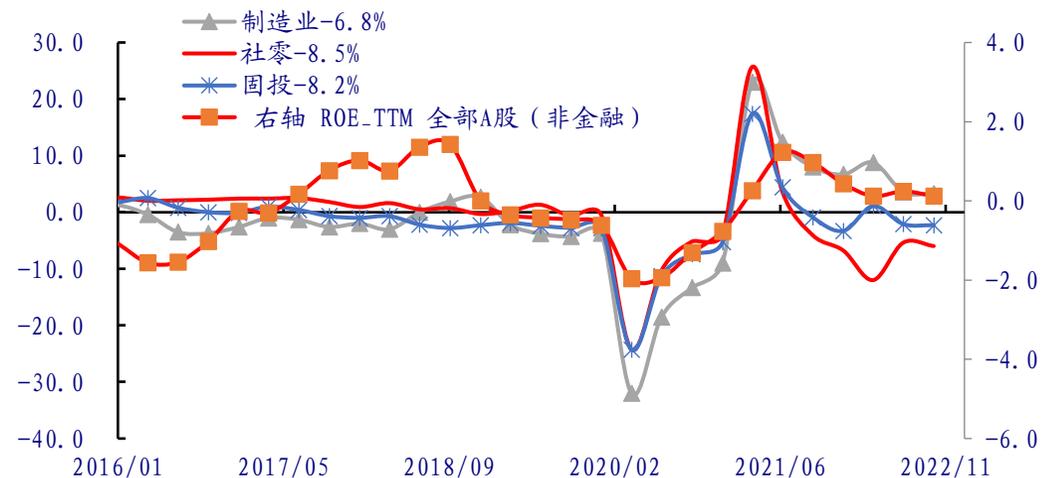


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

疲弱的房地产周期，对利率冲击不大：信用扩张更与房地产行业相关，社融与房地产贷款利率更相关。房地产疲弱是对投融资的拖累是重要因素，个人贷款加权平均利率的大幅下行目前已经开始推升销售回暖，将一定程度改善房地产市场和土地市场的下行压力，但居民部门加杠杆能力有限，房地产市场政策不会过度刺激推升债务风险。信用的扩张幅度要远低于以往地产周期。

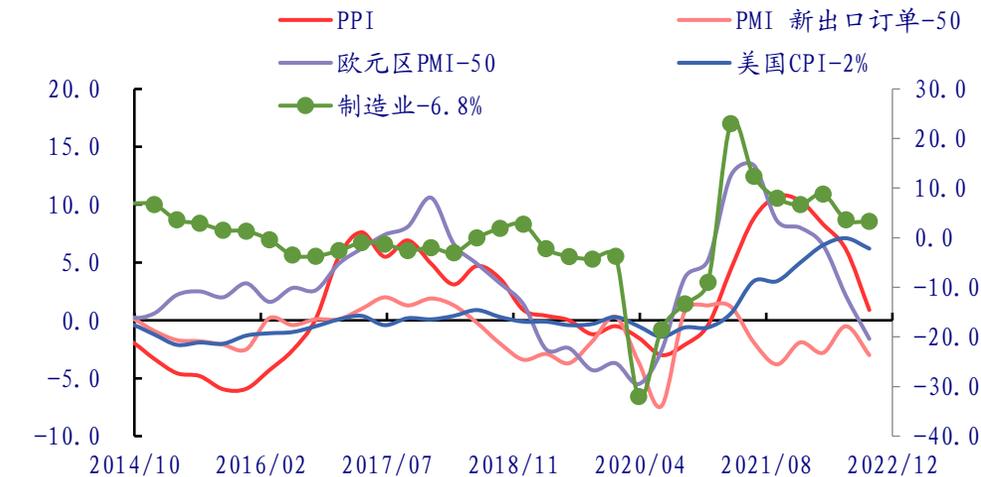
# (四) 企业盈利受消费拖累较大，制造业盈利行业分化

制造业投资增速趋稳，消费下滑明显，企业盈利受消费的拖累较大



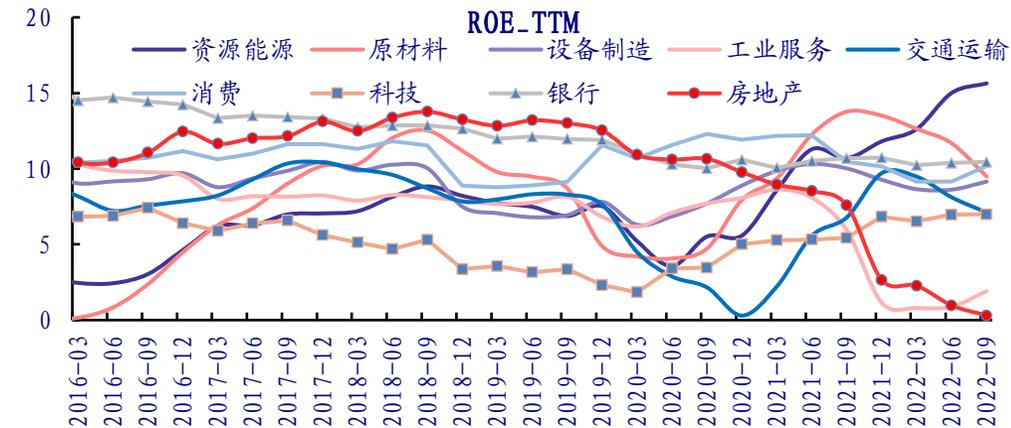
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

制造业与PPI及外需高度关联，但韧性较强



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三季度行业盈利除消费、地产、原材料，其他行业企稳



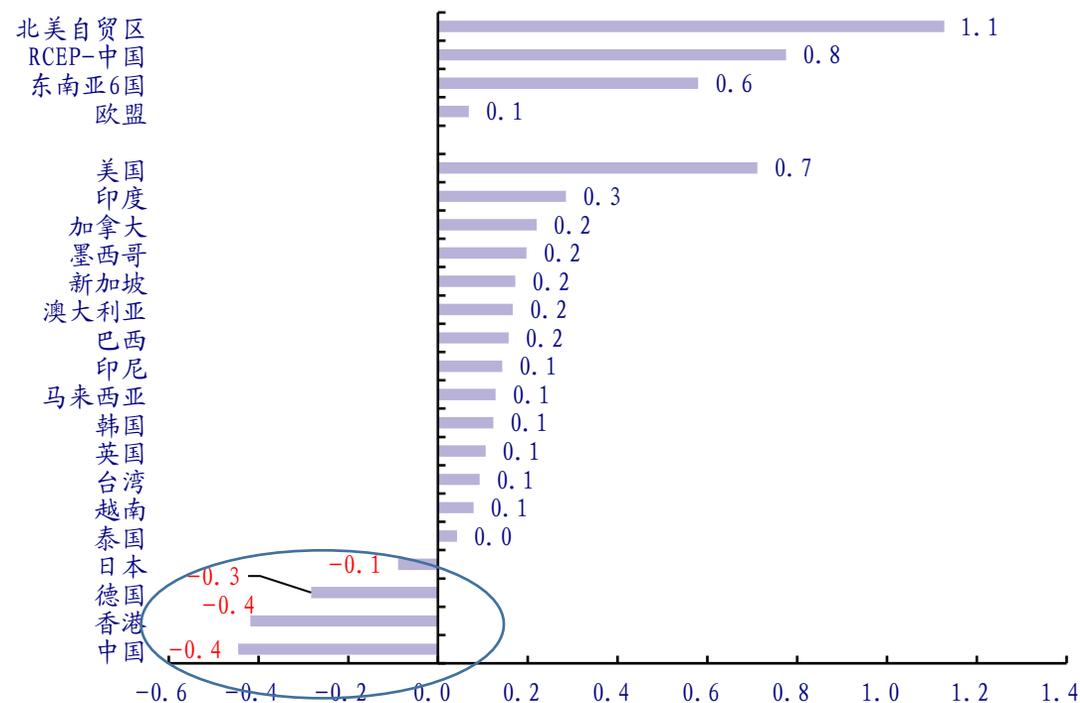
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

- **企业盈利受消费拖累较大，内需疲弱：**疫情冲击影响，后续将有所降低，预期有所改善。
- **制造业与PPI及外需高度关联：**外需对制造业的影响，随着2015年以后供给侧改革，过度投资放缓，制造业周期与海外的生产与消费体现出明显的周期性特点。中国的PPI与制造业关联性以及外需的关联性均体现高度关联特点。
- **制造业韧性较强，行业盈利分化：**制造业投资、用电量来看，四季度用电量建筑业和制造业有环比改善迹象。上下游利润来看，下游有所改善。细分行业，三季度除消费、地产、原材料，其他行业企稳。

# (四) 2022年外贸-全球市场份额变化：中国挑战内需>外需

北美、东南亚等区域外贸份额上升，欧盟总体表现较弱

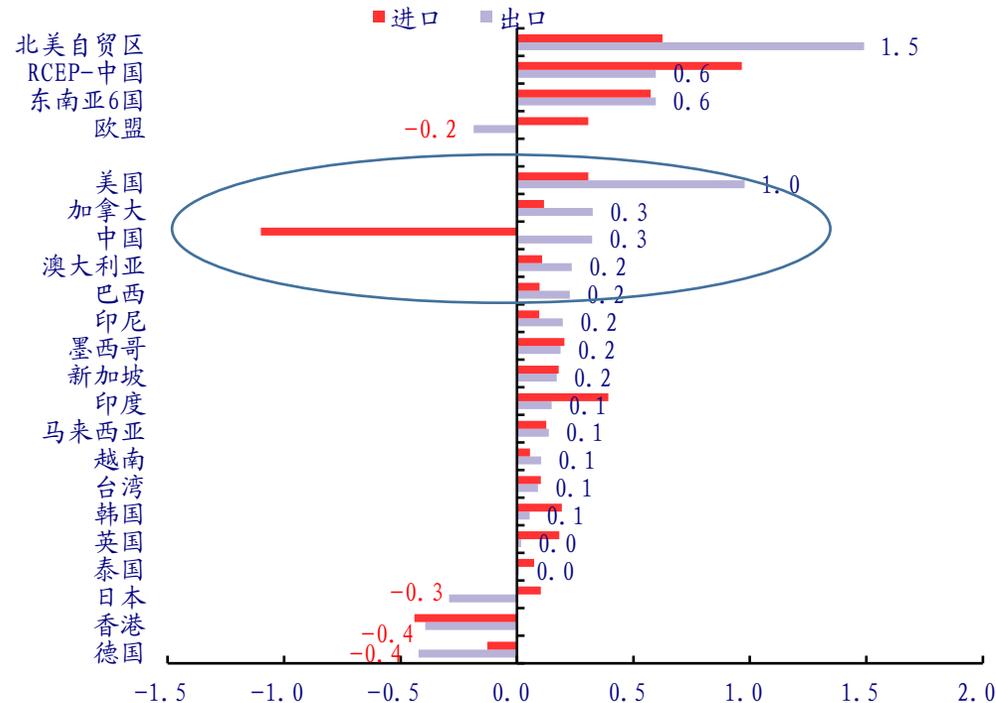
进出口份额 2022年4-7月较2021年变化 %



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美国出口份额抬升最大，中国出口份额上升，但进口份额下降明显

进、出口份额 2022年4-7月较2021年变化 %



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

中国外贸的出口优势，使得中国的出口表现较好，也使制造业的韧性较强。但内需不振是2022年国内面临的主要问题，与消费的下滑表现一致，我们认为海外衰退预期影响，同时受疫情的影响因素较大。

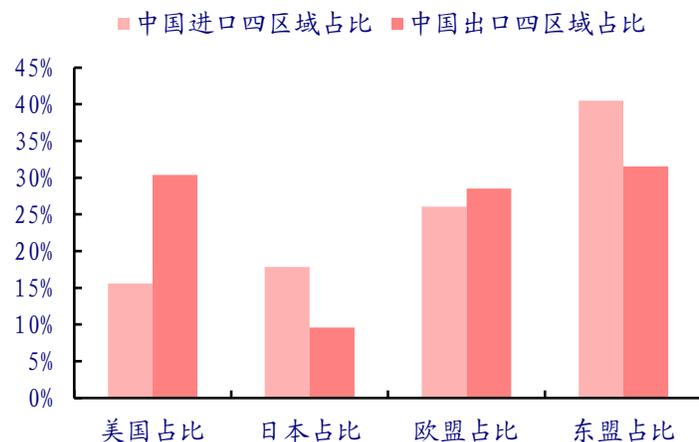
后续内需受益于政策发力和疫情管控优化，短期冲击之后，将迎来改善。

## (四) 2023年外需萎缩，但压力或边际放缓

IMF&WB预测均值		全球	美国	中国	英国	欧元区	德国	日本	印度	东盟五国
GDP增速及预测 %	2024年预测均值	3.09	1.60	4.80	0.56	1.84	1.50	0.97	6.66	5.29
	2023年预测均值	2.83	1.70	4.82	0.32	1.20	-0.29	1.46	6.58	4.88
	2022年预测均值	3.05	2.07	3.75	3.61	2.78	1.55	1.72	7.17	5.32
	2021年	5.90	5.70	8.10	7.40	5.40	2.90	1.70	8.70	3.40
	2016-19均值	3.36	2.28	6.64	1.98	1.98	1.75	0.73	6.31	5.22
GDP增速变动 %	2024年/2023年	0.26	-0.09	-0.02	0.25	0.64	1.80	-0.49	0.08	0.42
	2023年/2022年	-0.22	-0.37	1.07	-3.29	-1.58	-1.84	-0.27	-0.59	-0.44
	2022年/2021年	-2.85	-3.63	-4.35	-3.80	-2.62	-1.35	0.02	-1.53	1.92
	2023年/ (2016-19) 均值	-0.53	-0.58	-1.82	-1.67	-0.77	-2.04	0.73	0.27	-0.34

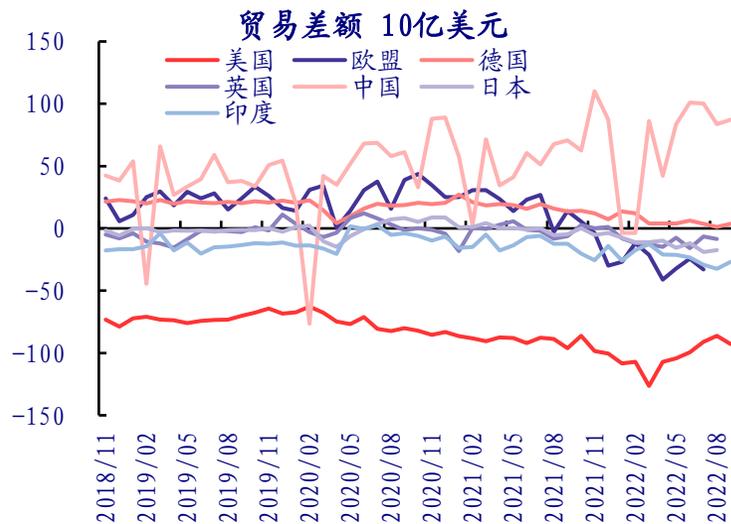
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 对东盟外贸表现相对较好奠定中国出口稳健基础



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 多国贸易差额表现呈下行趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2022年市场冲击比较大，加上2021年的高基数，中、美、欧、英、印表现都比较差，东盟表现较好，且与中国关系稳定，奠定中国外贸出口稳健基础。

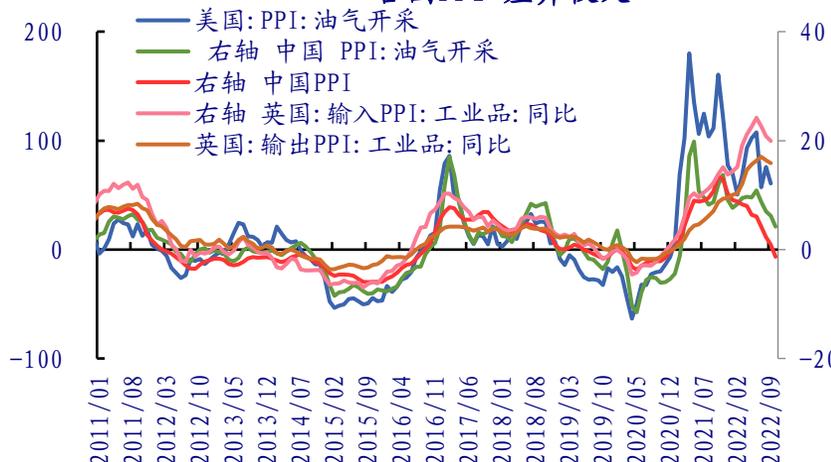
2023年外需萎缩压力边际有所缓解：2023年中国主要贸易伙伴，东盟、美国经济虽然下滑，但幅度不大。欧元区衰退风险大，但结构性需求增长比较确定。

欧盟、英国、日本等汇率的贬值压力放缓，能源冲击降低，一定程度缓解需求下滑压力。

# (五) 中国制造：成本优势、价格优势、市场优势

## 中国上游能源PPI和工业品PPI低于欧、美

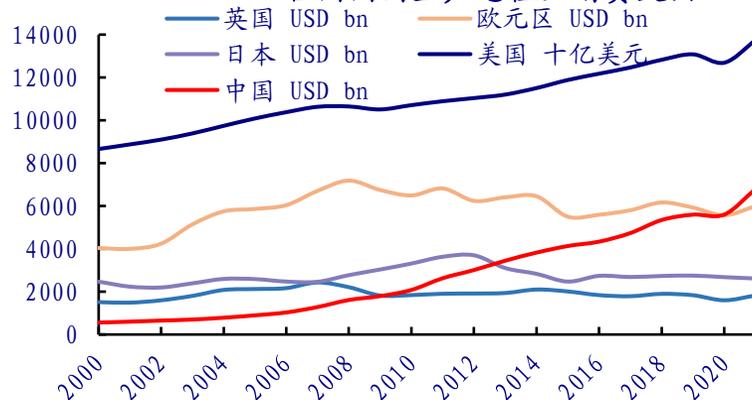
各国PPI 差异较大



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 中国市场规模快速增长

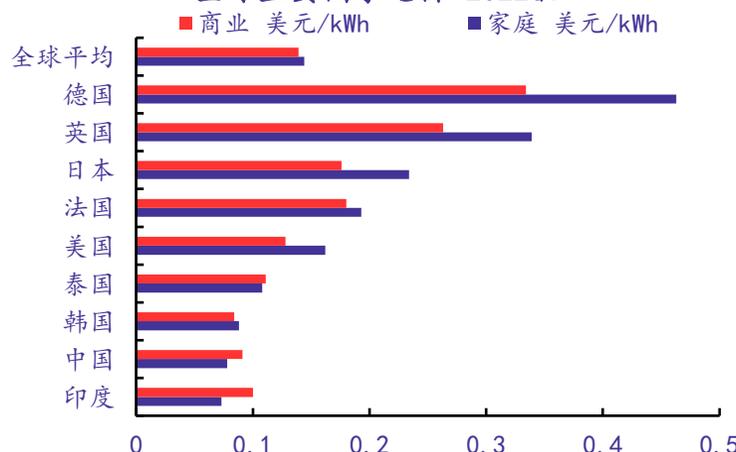
各国国内生产总值: 消费支出



资料来源: CEIC, 中国银河证券研究院整理

## 居民和企业电价中国优势明显

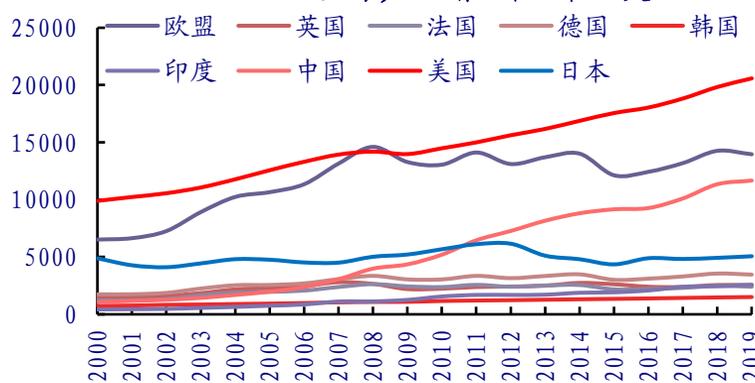
全球主要国家电价 2022Q1



资料来源: GlobalPetrolPrices, 中国银河证券研究院整理

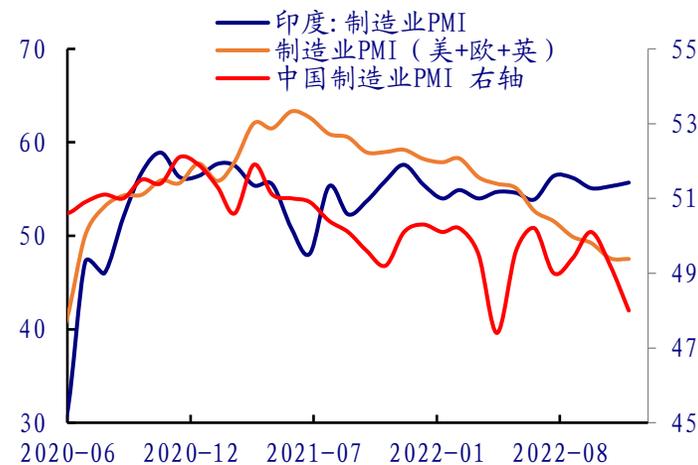
## 中国生产体量快速增长

全球产业增加值 十亿美元



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 印度的竞争关系比较明显, 但体量规模中国占优



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

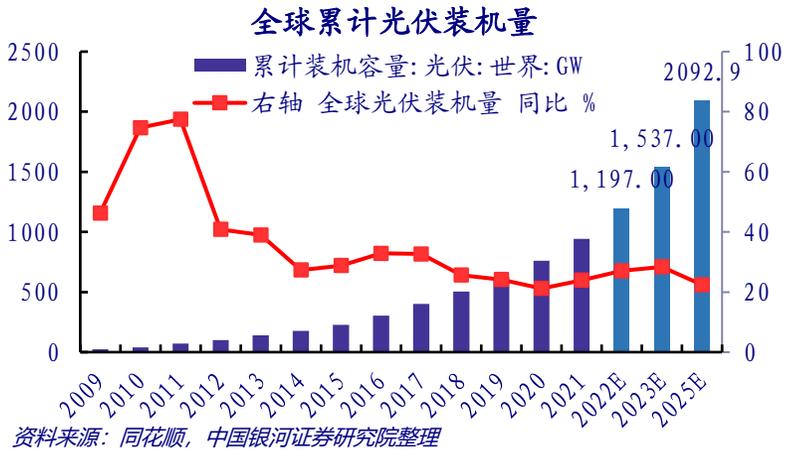
- **成本优势和价格优势:** PPI上下游价格分化以及电价差异, 体现中国在能源成本优势, 终端产品价格优势。成本优势还体现在工资增幅差异, 利率水平等优势上面。
- **市场优势:** 中国在生产 and 消费, 在全球来看, 是快速增长的市场, 目前的体量是美国市场的一半以上, 与欧元区体量相当。
- **全球总需求萎缩的情况下, 市场的稀缺性凸显。**

## (六) 美两大法案逆全球化，大国博弈加剧

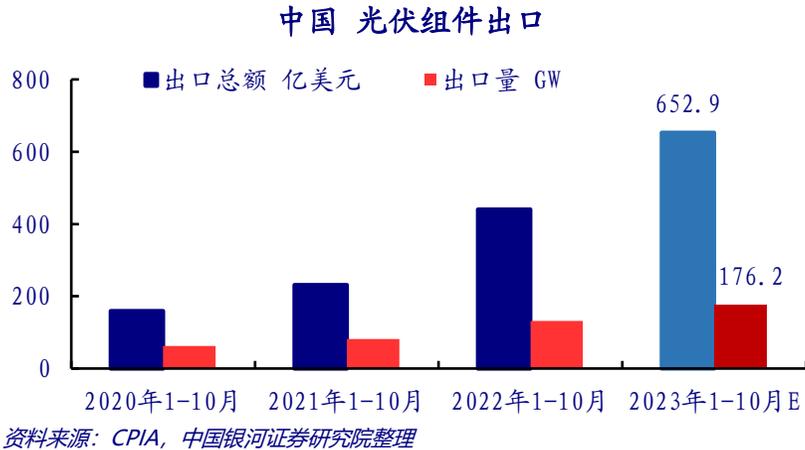
- **《2022年通胀削减法案》**：美国投入约7400亿美元的《削减通胀法案》将投入3690亿美元用于建设清洁能源及新能源汽车等关键项目，明确仅对北美本地组装、车里的动力电池必须在北美生产的新能源汽车减免税收补贴，细化对上游动力电池原材料到组装零部件等产地组装地做了明确的限定；
- **《芯片与科学法案》**：授权资金总额高达约2800亿美元的《芯片与科学法案》为美本土芯片产业提供巨额补贴和减税优惠，《芯片法案》为美国的半导体生产和研究提供**527亿美元**的补贴，并要求任何接受美方补贴的公司必须在美国本土制造芯片，限制各半导体公司对华出口芯片。
- 美国2022年8月签署的两大法案，通过不公正的补贴让外企必须在赴美投资与在美市场受歧视间二选一，加大全球芯片、新能源领域产业链、供应链的挑战，意味着资本、技术的流向以及美国市场需求和生产的闭环，削弱美国以外国家的产业竞争力和市场空间。
- **全球化贸易分工模式、市场化竞争模式转变**：产业将从全球化、合作化、分工化向多区域化、多生态化、竞争化发展。全球大市场逐步转变为多元局部市场。由全球化布局单点技术创新竞争，转变为区域市场的全产业链布局综合产业、科技实力的竞争。
- **美国与其盟友：贸易摩擦增加，大国博弈加剧。美国的“内循环”使得中、欧、韩加深“绑定”关系，经贸合作必要性加强。**
  - **欧盟**：2022年12月初，欧盟正式通过**《欧盟芯片法案》**各国集体同意拨款**450亿欧元**以恢复欧盟半导体产业市占率至20%并**打造自己的芯片生态系统以减少对美国的依赖**；
  - **中国**：2022年12月12日，中国将美国对华芯片等产品的出口管制措施诉诸世贸组织争端解决机制。
  - **韩国**：12月11日，韩国外交部官赴美同美方对撤销美国《通胀削减法案》中涉及韩国产汽车的歧视性条款交换意见。
- **加大中欧合作，促进市场融合**：12月15日，刘鹤总理在第五轮中国 - 欧盟工商领袖和前高官对话上发表书面致辞：当前，国际政治经济形势正在发生深刻复杂变化，不稳定、不确定、不安全因素显著增多，中欧关系重要性尤为凸显。贸易投资合作是中欧之间最紧密的利益纽带。中方愿与欧方积极拓展在经贸、绿色、数字、金融、科技等领域合作，共同维护以世贸组织为核心的多边贸易体制。

# (六) 新能源产业链与市场的竞争白热化

## 全球光伏装机量将保持高增速



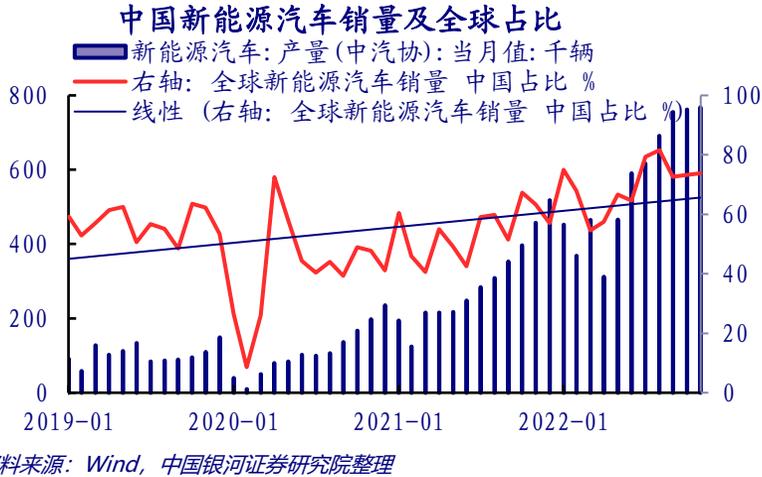
## 中国光伏组件出口保持高增速



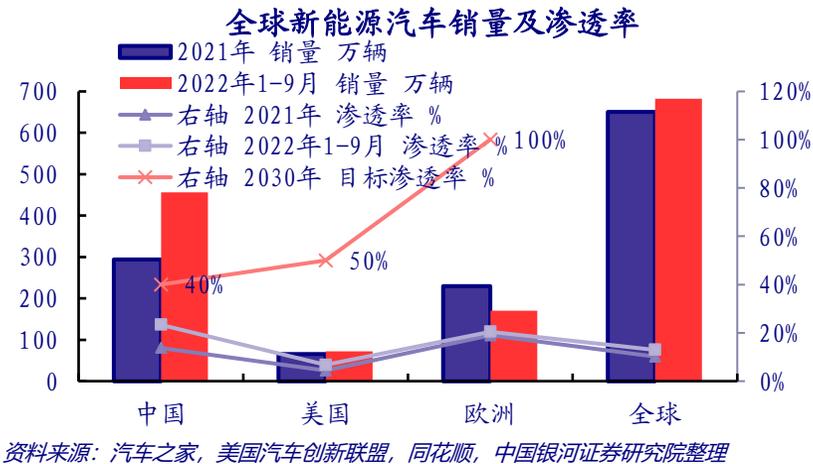
能源转型, 新能源领域需求增长周期是确定的, 但产业链和市场的竞争更趋白热化。

大国博弈下的机会: 美国和欧、韩等国贸易摩擦增加, 加大中欧、中韩等国贸易合作的必要性。

## 中国新能源汽车产销旺, 全球市场占比高



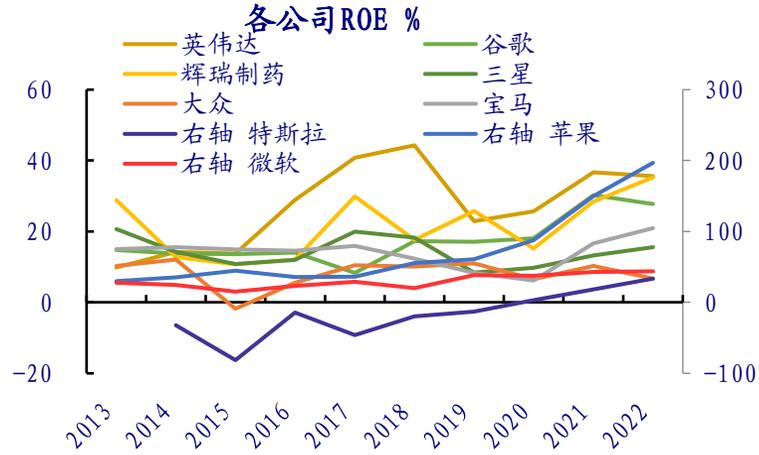
## 新能源车未来市场空间大, 但产业链及市场竞争白热化



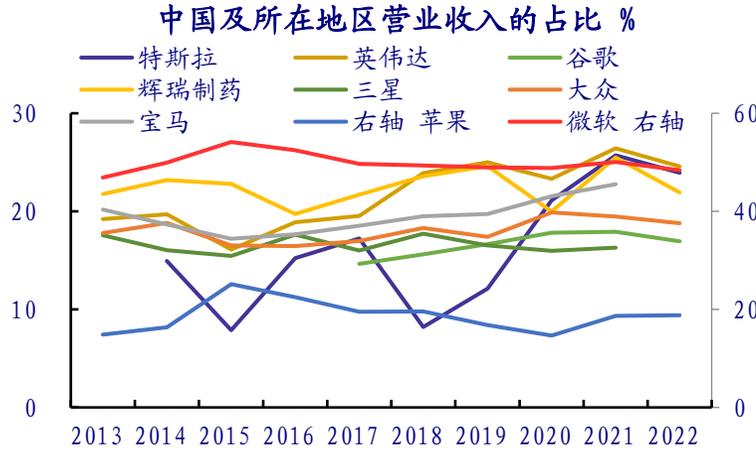
全产业链布局优势中国占优, 一定程度弥补技术短板, 加上市场优势, 有利于对欧、东盟等关键外贸关系的稳定, 制造业具备机会。

# (六) 企业实现高成长，除了技术，市场是稀缺要素

跨国公司的高成长性，中国市场份额是主要决定因素

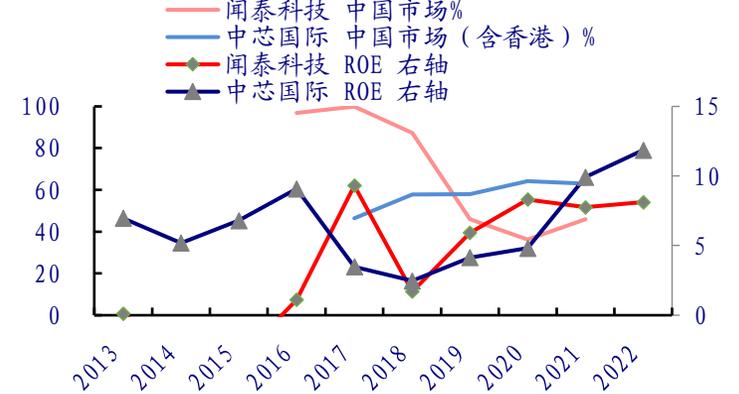


资料来源: Wind, bloomberg, CEIC, 同花顺, 中国银河证券研究院整理

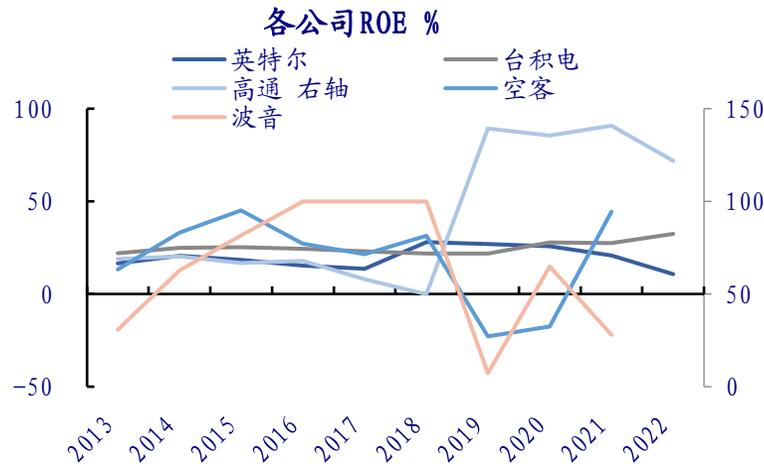


资料来源: Wind, bloomberg, CEIC, 同花顺, 中国银河证券研究院整理

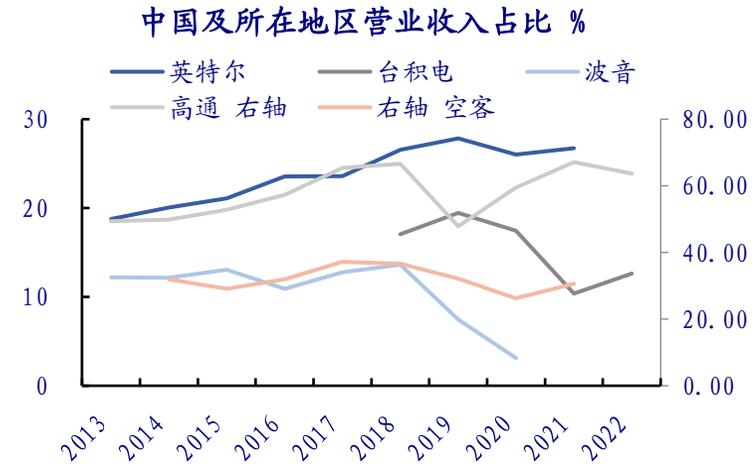
A股科技公司ROE与中国市场占比 %



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

- 跨国龙头公司：技术是关键要素，但实现盈利的高增长，与中国市场份额稳定或持续增长密切相关。
- 关键技术领域竞争更加激烈，美国对于外贸出口的限制，除了技术封锁，影响市场份额，意味着企业盈利成长性的下滑。
- 中国挑战下的机会在于自身研发力度加强与国产替代，长期趋势增长。
- A股科技公司的成长，技术的突破以外，市场的开拓起到关键作用，国产替代（中芯国际）和海外市场的开拓（闻泰科技）。

## (七) 扩大内需，政策持续集中发力，未来可期

- 12月14日，中共中央 国务院印发 **《扩大内需战略规划纲要（2022 - 2035年）》**。
- 《纲要》提出，**不断释放内需潜力，充分发挥内需拉动作用，建设更加强大的国内市场**，推动我国经济平稳健康可持续发展。要坚持问题导向，围绕**推动高质量发展**，针对我国中长期扩大内需面临的主要问题，部署实施扩大内需战略的重点任务。加快**培育完整内需体系，促进形成强大国内市场，支撑畅通国内经济循环**。
- 展望未来一段时期，《纲要》提出**国内市场主导国民经济循环特征会更加明显**，消费已成为我国经济增长的主拉动力，**居民消费优化升级同现代科技和生产方式相结合**，我国这一全球最有潜力的消费市场还将不断成长壮大。
- 展望2035年，《纲要》提出实施扩大内需战略的远景目标是：
  - **消费和投资规模再上新台阶**，完整内需体系全面建立；
  - 新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化基本实现，强大国内市场建设取得更大成就，**关键核心技术实现重大突破，以创新驱动、内需拉动的国内大循环更加高效畅通**；
  - 人民生活更加美好，全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展；
  - 改革对内需发展的支撑作用大幅提升，**高标准市场体系更加健全，现代流通体系全面建成**；
  - 我国参与**全球经济合作和竞争新优势持续增强，国内市场的国际影响力大幅提升**。
- 12月6日，**中共中央政治局会议**：提出“**要着力扩大国内需求**，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用”，以及“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”。
- 11月，**刘鹤总理**发表署名文章 **《把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来》**：“实施扩大内需战略是应对外部冲击、稳定经济运行的有效途径”，“着力扩大内需，增强消费对经济发展的基础性作用和投资对优化供给结构的关键作用，持续释放现代化建设蕴藏的巨大消费和投资潜力”。

# 小结：股、债行情的决定因素与市场研判

## 股、债的决定：金融周期、经济周期

**10Y国债和全行业ROE：**对应关系明显。**A股和全行业ROE表现阶段背离：**美债周期影响大，主要是估值的影响。

**国内债市、股市关联：**美债加息周期，股市面临下跌风险，盈利面临顶部拐点，国内债市利率下行；**但美债降息周期开启，即使经济和盈利继续面临下行风险，但股市走稳，债市表现一般，股债跷跷板较明显。**如果盈利周期底部拐点确认，则股涨债跌。

**中、美债市关联度不高：**美债主要影响汇率，国内货币政策相对独立。

**2023年，股市的表现：**将受美债波动和企业盈利及预期影响。美债利率下行带来估值修复空间。

**中国长债利率水平：**主要取决于经济基本面，**但美债利率顶部且有下行空间，股市走稳，债市将受股市影响，体现股债跷跷板特征。**

## 长债利率的决定：全行业和房地产盈利能力

**二十大指明未来发展方向，中国经济由高速发展转向高质量发展，**长期产业结构调整仍将持续。房地产行业景气度的趋势下行，意味着趋势上更低的信用扩张速度和更低的利率水平。

**房地产行业盈利，预期边际改善，拐点尚需时间：**居民部门杠杆率高位及收入下降制约信用扩张，疫情管控优化预期已有改善，目前呈筑底特征。个人贷款加权平均利率大幅下行销售有所回暖，但居民部门加杠杆能力有限，信用的扩张幅度有限，利率上行压力不大。

**全行业盈利能力，下滑预期有所扭转：**企业盈利受消费拖累较大，内需疲弱，疫情冲击影响后续将降低；制造业与PPI及外需高度关联，韧性较强，盈利行业分化。2023年外需萎缩，但压力或边际放缓。

**长债利率：**盈利预期有所改善，下行动力不足，但盈利压力仍在，拐点有待确认，利率上行风险亦不大。

## 小结：全行业盈利能力的影响，逆全球化的大国博弈与中国制造

**2022年中国外贸挑战，内需>外需：**2022年内需不振是主要问题，疫情因素影响较大；**内需后续将改善：**疫情管控优化，短期对生产、就业、消费仍有冲击，但脉冲过后，疫情对经济的制约将逐步减轻。《扩大内需纲要》政策集中发力，统筹发力，扩内需。

**2023年外需萎缩，但压力或边际放缓：**2022年市场冲击比较大，加上2021年的高基数，中、美、欧、英、印表现都比较差，东盟表现较好，且与中国关系稳定，奠定中国外贸出口稳健基础。2023年中国主要贸易伙伴东盟、美国经济下滑但幅度不大，欧元区衰退风险大但结构性需求增长较确定，叠加欧英日等汇率贬值压力放缓能源冲击降低，一定程度缓解需求下滑压力。

**中国制造的部分优势：**价格优势；成本优势；市场优势，全球总需求萎缩及国际贸易保护主义抬头的情况下，市场的稀缺性凸显。

**美两大法案，贸易摩擦增加，大国博弈加剧：**《美通胀削减法案》和《芯片法案》，逆全球化举措，加大全球芯片、新能源领域产业链、供应链的挑战。

**产业布局与市场的转变：**全球大市场逐步转变为多元局部市场。产业布局由全球化布局单点技术创新竞争，转变为区域市场的全产业链布局综合产业、科技实力的竞争。

**大国博弈下的机会：**美国和欧、韩等国贸易摩擦增加，中、欧、韩加深“绑定”关系，经贸合作深化必要性加强。**全产业链布局优势中国占优，一定程度弥补技术短板，加上市场优势，利于对欧、东盟等经贸关系稳定，制造业具备机会。**

**新能源需求增长周期，产业链与市场的竞争白热化：**中国短期受影响不大，但长期挑战和机遇并存。

**企业实现高成长，除了技术，市场是稀缺要素：**跨国龙头公司，除技术外，盈利的高增长与中国市场份额稳定或持续增长密切相关。技术领域的制裁与市场份额的下降，企业盈利成长性下滑。**A股科技公司技术攻关是发力点，国内市场（国产替代）和海外市场开拓关键作用。**

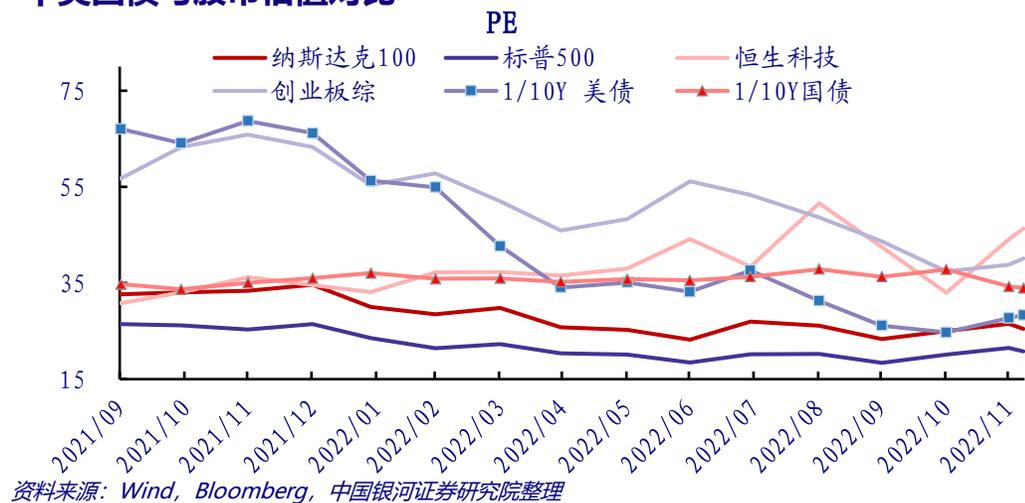
**政策未来方向目标：**关键核心技术实现重大突破，以创新驱动、内需拉动的国内大循环更加高效畅通；全球经济合作和竞争新优势持续增强，国内市场的国际影响力大幅提升。

## 五、股、债性价比衡量：股、债跷跷板

---

# (一) 美债衡量股债性价比：美债性价比较高

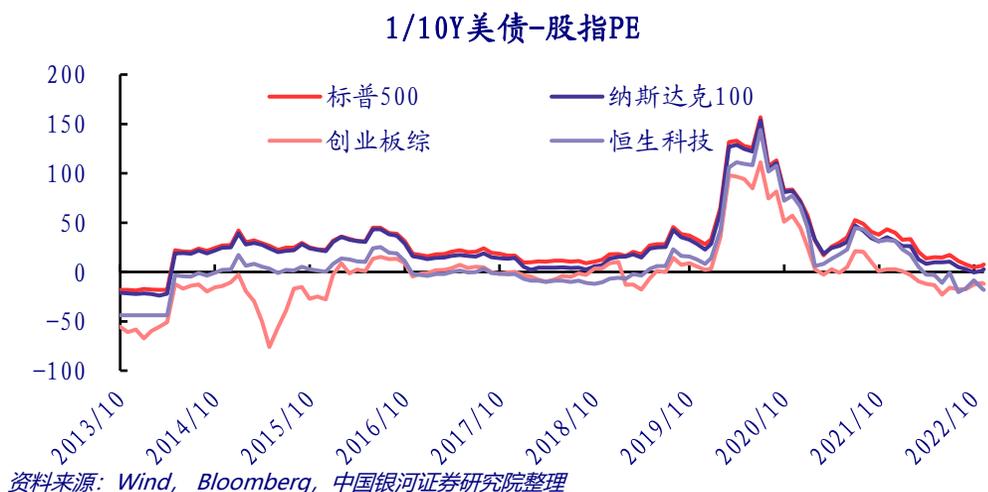
### 中美国债与股市估值对比



### 美债期限利差低位时不利于创业板指表现



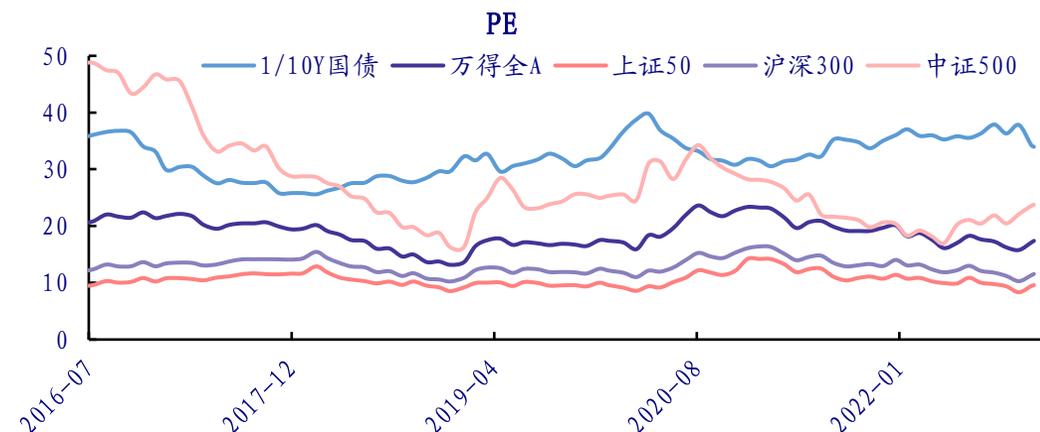
### 美债与科技股估值



- 股债性价比衡量指标：PE估值水平，美债估值-股市估值差
- 10Y美债估值对比：从估值水平看，随着美债利率抬升，估值下降，低于中国国债估值水平，与纳斯达克100估值相当，目前10Y美债估值非常具备吸引力。
- 从美债估值-股市估值指标来看：美债估值与各指数估值水平差值在极低区间，显明美债的性价比高。
- 10Y中国国债估值对比：创业板估值水平快速下降，2022年10月底，中国国债估值水平与创业板估值相当，高于恒生科技估值，11月随着股市上涨，债市利率抬升，科技股估值重新高于10Y国债估值。市场未来如果给科技股成长定价的话，估值相对有提升空间。
- 美债期限利差低位，不利于科技股的表现。

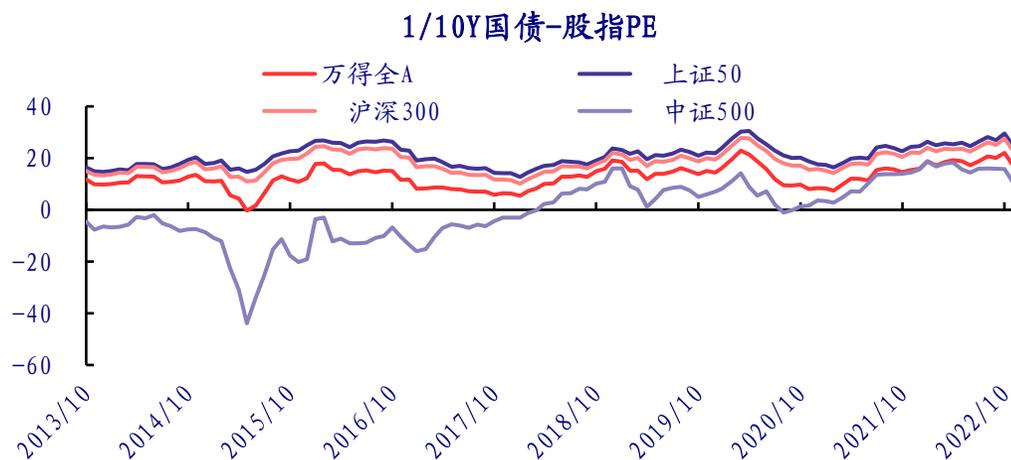
## (二) 国内股债性价比：A股性价比较高

### 10Y国债与A股估值对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 10Y国债与A股估值差处于高位

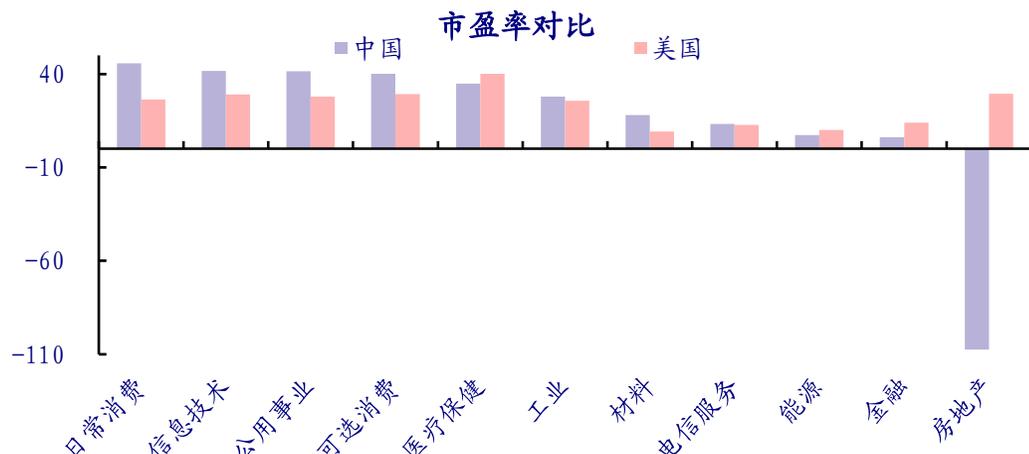


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

- 估值对比: 从估值水平看, 随着10Y国债利率下行, 估值抬升, 而A股各主要股指估值大幅下降, 中国国债估值明显高于A股主要股指估值。
- 从10Y国债估值-股市估值指标来看: 10Y国债估值与各指数估值水平差值在高位区间, 显明A股相对债市的性价比较高。
- 随着股市的估值修复和利率的抬升, 目前股市性价比仍然较优, 但业绩及业绩预期的影响将变得越发重要。

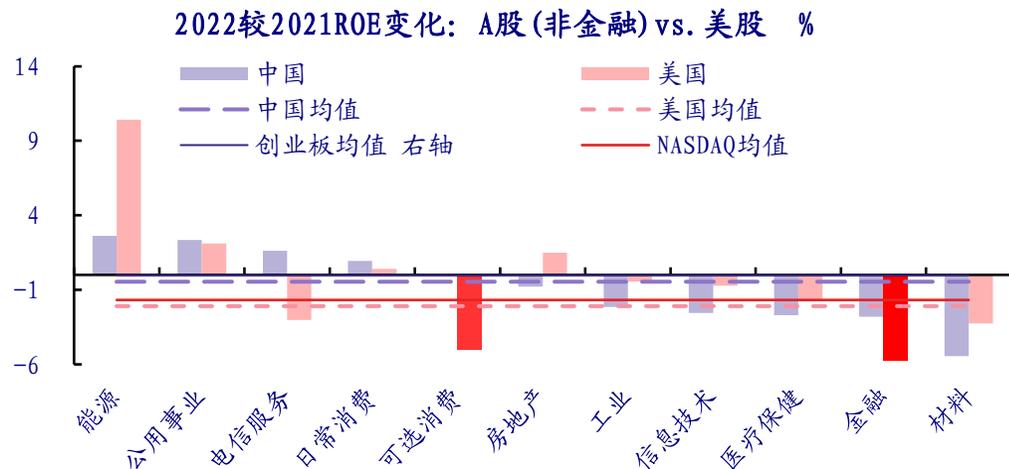
# (三) 国际视角：中国股市具有一定吸引力

### A股市场某些行业市盈率有明显吸引力



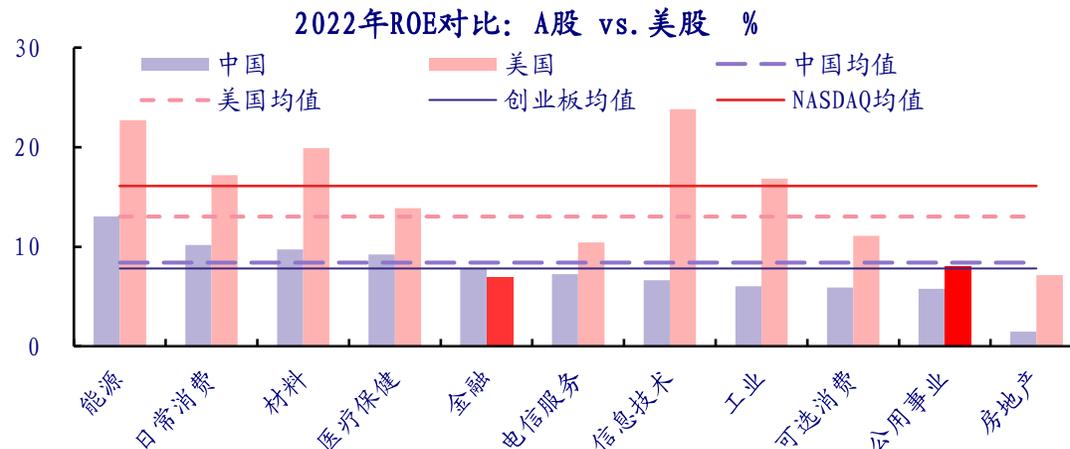
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 行业盈利能力变动中国总体相对稳定



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 行业盈利能力仍有较大差距

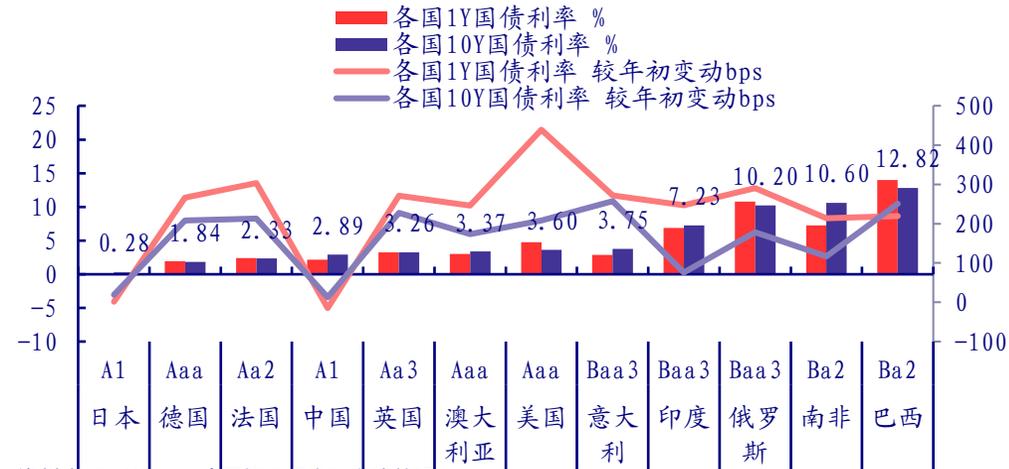


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

- **估值对比:** A股行业估值部分行业具备很好的吸引力。地产、金融、能源、医疗保健等行业相对美股具备明显估值优势。美债压制减轻, 具备估值修复空间。
- **行业盈利能力变动:** 2022年能源、公用事业、电信服务、日常消费、可选消费等, 盈利能力抬升或稳定, 后续随着消费预期改善, 经济下行压力减弱, 部分行业趋势有望延续。2022年盈利下降的行业, 地产、金融存预期改善空间, 工业、信息技术、材料盈利下滑明显且估值优势不明显。
- **中资美元债的配置机会明显:** 受益于美债投资价值和行业盈利预期修复, 信用利差压缩。

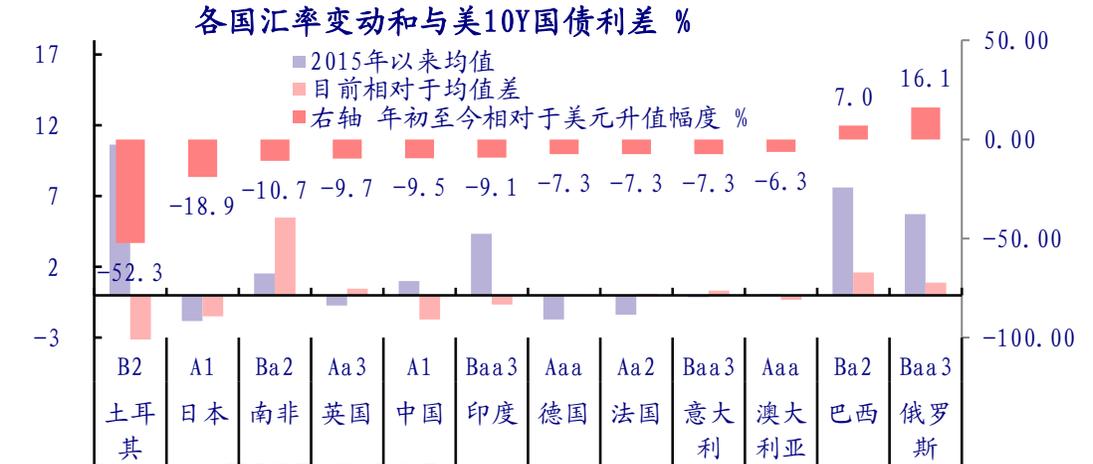
# (四) 中国国债配置价值降低，外资持续撤出

各国国债利率水平与变动幅度



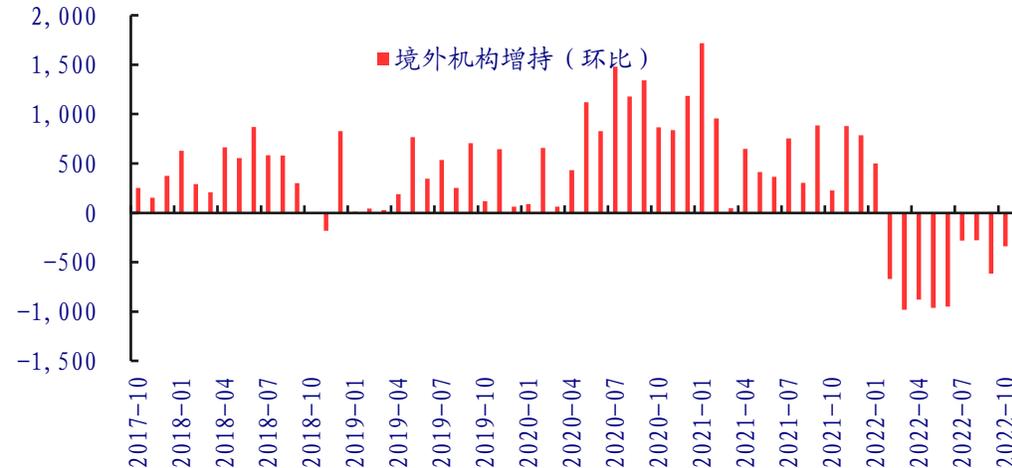
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

各国与美债利差及汇率波动



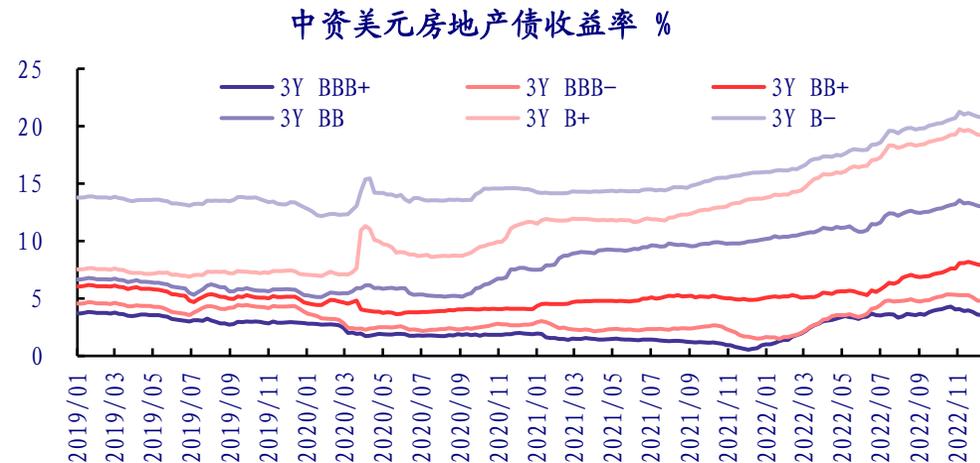
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

境外机构持债变动 亿元



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

中资美元债投资价值明确



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

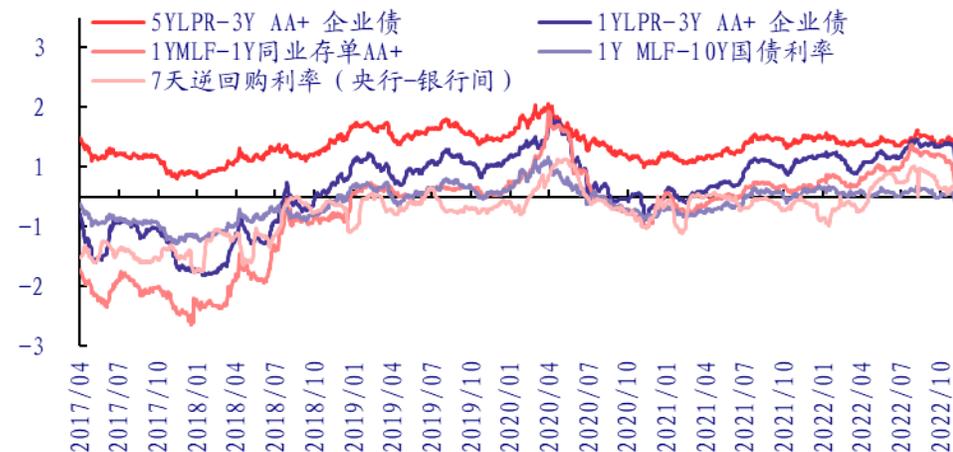
# (五) 货币政策未转向，但向政策利率中枢回归

市场利率和政策利率表现



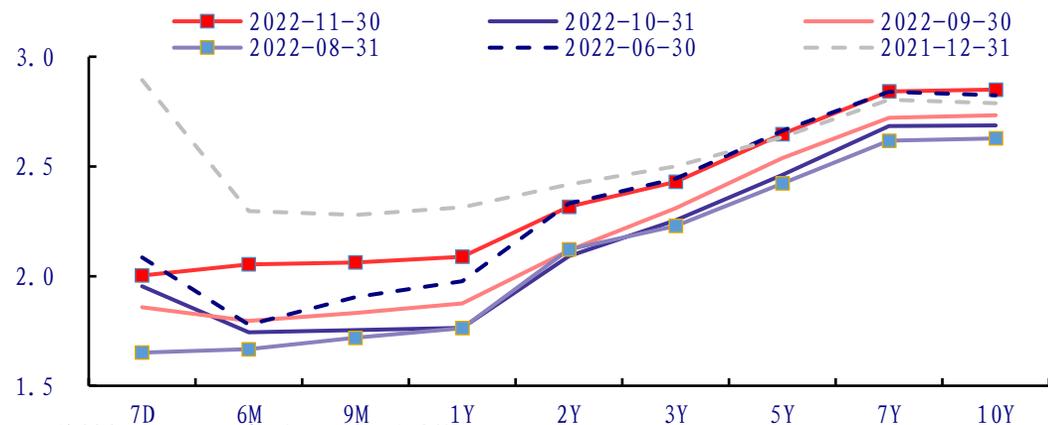
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

市场利率向政策利率回归



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

国债收益率较10月全面上行，长端已达年初水平



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

央行货币政策考虑通胀，但未转向



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

# (六) 国内股债：股、债跷跷板格局

## 股债跷跷板



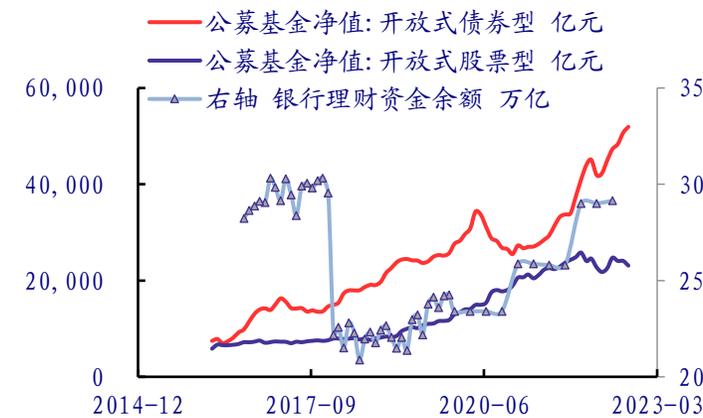
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 债基规模与利率趋势负相关



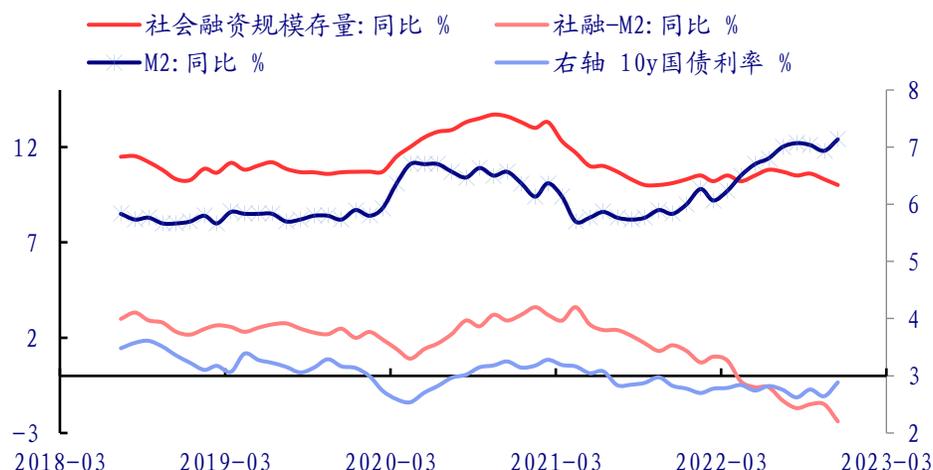
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 2021Q4后固收产品与权益配置比重差距巨大



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 社融-M2与10Y国债走势背离



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

- **当前股债性价比来看，股市占优。**
- **债基规模与利率趋势负相关：**股票基金规模变动与利率的关系不算大，2022年之前一直上升趋势。
- **资产配置体量对比：**2021年四季度以来，利率下行幅度不算大，债基规模和理财规模大幅飙升，合计增加5万亿体量，总规模5万亿债基+29万亿理财。股市跌幅大，股票型基金规模降低1200亿至2.2万亿。相比2018年，资产配置类别，固收类产品规模变动幅度更大，与权益配置比重差距巨大。
- **从市场资金配置来看，股债行情的切换，加上对理财产品净值化转型初期，公众对净值波动风险接受能力低，由于债券市场体量规模过大，调整必然带来债市利率的波动。**
- **社融-M2与10Y国债走势背离：**说明货币政策未转向，债市利率主要是交易性冲击。因此利率上行波动较大，但空间有限，基本也无下行空间。

# 小结：股债性价比与股、债跷跷板

## 股、债性价比衡量指标：PE估值水平，债券估值-股市估值差

**美债衡量股债性价比：美债性价比较高。**美债利率抬升估值下降，低于中国国债并与纳斯达克100相当，且与各指数估值水平差值在极低区间。

**10Y中国国债与科技股：**创业板估值水平快速下降，11月随着股市上涨债市利率抬升，科技股估值重高于国债，市场未来给科技股成长定价估值相对有提升空间，但美债期限利差低位不利于科技股表现。

**国内股债性价比：股市性价比较高。**10Y国债利率下行估值抬升，而A股主要股指估值大幅下降，国债估值明显高于A股主要股指，国债估值与各指数估值水平差值在高位区间。随着股市的估值修复和利率的抬升，目前股市性价比仍然较优，但业绩及业绩预期的影响将变得越发重要。

## 中国股市与中资美元债的投资机会

**中美行业估值对比：**A股部分行业受益于美债压制减轻，具备估值修复空间。地产、金融、能源、医疗保健等行业相对美股具备明显估值优势。

**行业盈利能力变动：**2022年能源、公用事业、电信服务、日常消费、可选消费等盈利能力抬升或稳定，后续随着消费预期改善经济下行压力减弱，部分行业趋势有望延续。

**中资美元债的配置机会明显：**中资美元债受益于美债投资价值 and 行业盈利预期修复信用利差压缩。

## 国内股债：股、债跷跷板格局

**债市投资性价比低：**国际视角，中国国债配置价值下降，外资持续撤出；国内视角股市占优，债市产品赎回压力加大。

**资产配置体量对比：**2021年四季度以来固收类产品规模至少增长5万亿体量，总规模5万亿债基+29万亿理财，与权益配置比重差距巨大。从市场资金配置来看，股债行情的切换，加上对理财产品净值波动风险接受能力低，由于债券市场产品体量规模过大，调整必然带来债市利率的波动。

**社融-M2与10Y国债走势背离：**说明货币政策未转向，债市利率主要是交易性冲击。因此利率上行波动较大，但空间有限，基本也无下行空间。

## 六、2023年大类资产配置建议

# 结语：2022年的改变是深刻的，2023年—新趋势的起点

## 2022年大国博弈下，全球格局发生趋势改变

2022年，大国博弈前所未有的，美欧的竞争在增加

**美元信用货币体系遭遇前所未有的挑战：**美国滥用制裁导致的问题，涉及央行储备货币美元资产的安全性，贸易结算尤其是能源领域更加多元化。

**美元信用体系内部，美元完胜欧元、日元等友邦货币，吸引资本流入。**2020持续到2022如此大幅的货币扩张，2022不到一年时间如此剧烈的加息，造成的极度市场波动，美元受益。同时美债利率高位，价格优势吸引资本流入，应对去美元化压力。

**能源供需格局造成的深刻改变：**欧洲的能源供给格局，对俄、美能源依赖和政治关系的转变，在此背景下，欧洲能源成本对产业体系造成的深远影响，以及未来欧洲能源结构产业趋势影响深远。

**高科技领域和新能源领域：**《通胀法案》和《芯片法案》，全球化自由市场、贸易分工格局的转变。美欧的竞争，中美的竞争，技术领域的竞争，资本的竞争、市场的竞争都在加剧，同时博弈之下中欧的合作必要性增加。

## 博弈之下，中国的从容应对

**人民币：**能源需求最大的经济体，交易货币，人民币结算具备优势和可操作性。

**金融环境稳定：**美元对人民币的冲击可控，国内货币政策保持独立，在全球范围内实属难得，为经济营造宽松的环境缓解全球信用紧缩周期对中国的影响。但经济的拖累，**内需压力大，包括房地产。**

**全球竞争与合作：**成本优势、市场优势、全产业链优势，奠定中国制造业出口优势、抗冲击能力、和全球合作的基础。

**博弈之下的对外关系：**市场的稀缺性凸显，中国稳定庞大的市场空间与欧的经贸关系更有合作空间，与东盟关系稳定，和平发展。

**扩内需发力的纲领性文件：**全局观，供给和需求协同发展，**应对经济下行压力，畅通内循环，拉动双循环，系统科学发展的思路必然带来胜利果实。**

# 2023年大类资产配置建议

资产		逻辑	详细资产类别	具体投资逻辑
去美元化+逆全球化	类货币	整体对类货币资产有利	数字货币	金融周期不利于数字货币，但压制有所减轻。
			黄金	美元滥发、金融安全、地缘政治、能源格局等因素，美元信用货币体系、贸易结算体系遭遇更大挑战，黄金货币属性强化，央行需求大幅增加，支撑黄金走强。
	科技股	美债冲击放缓，但利率维持高位，经济下行，业绩和估值仍承压	纳指 创业板	相对美债配置价值不高，创业板相对于中国国债有配置价值，但美债期限利差低位抑制表现。
美元资产		美联储政策利率预期曲线顶部基本确认，通胀下行缓慢，利率高位维持，降息周期较难启动，信用收缩周期压制经济，抑制风险偏好。逆全球化贸易摩擦加大，对美股盈利或产生不确定影响。	美元	美债利率顶部，相对于欧元区货币政策更接近拐点，美元顶部确认，虽然走弱但经济基本面仍有支撑。
			美债	政策利率预期曲线顶部区间，美债具有配置价值，收益率曲线倒挂，后续10Y美债3.5%上下50bps波动。
			美股	利率高位，估值回调幅度有限，信用紧缩周期经济下行不利于业绩表现，很难具有超额受益。
			房价	信用收缩周期不利于房价。
中国市场		中国长债利率水平，主要经济基本面和房地产周期，但美债利率顶部且有下行空间，股市走稳，债市将受股市影响，体现股债跷跷板特征。	股市	国内股债性价比： <b>股市性价比较高。美债利率压制减轻，股市估值有修复空间，经济预期走稳，股市存在机会。</b> 美两大法案加大美国及盟国在高科技领域、新能源领域经贸摩擦，博弈之下，中国市场的稀缺价值增加，中国制造挑战下的机遇带来投资机会。扩内需战略将在供给、需求双方发力，确定高质量发展趋势。
			债市	债市投资性价比低，国内视角股市占优，债市赎回压力加大。货币政策未转向，债市利率主要是交易性冲击。因此 <b>利率上行波动较大，但空间有限</b> ；经济虽仍面临下行压力，但房地产市场融资企稳预期以及经济预期改善， <b>下行空间亦有限。中资美元债机会明确。</b>
工业品		黄金、白银(货币属性)，原油(传统能源)，铜和白银(新能源领域需求增长的工业品属性)的长期趋势，将受全球能源结构和货币体系演进趋势主导。	原油	原油供需关系改善+对俄“原油限价令”，原油对市场的冲击和波动大概率降低。
			工业品	大宗商品：10月以来的行情，后续趋势延续的概率较高。但存在短期逻辑矛盾，品种对冲策略更加。

# 分析师简介

## 刘丹 博士

简介：首席FICC&固收分析师，总量组组长，北京大学中国经济研究中心理论经济学博士后，具有10余年宏观经济、金融市场研究工作经验，2011年6月加入中国银河证券研究院至今，主要从事FICC&固收相关研究，涵盖大类资产配置、股、债投资策略等研究工作。

Tel: (8610) 80927620

Email: liudan\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130513050003

## 分析师承诺

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

# 银河总量&固收团队介绍

## 刘丹 首席FICC&固收分析师、总量组组长

简介：北京大学中国经济研究中心理论经济学博士后，具有10余年宏观经济、金融市场研究工作经验，2011年6月加入中国银河证券研究院至今，主要从事FICC&固收相关研究，涵盖大类资产配置、股、债投资策略等研究工作。

擅长：准确把握宏观、金融周期波动，前瞻性研判大类资产配置机会。

- **2022年：提出上半年控风险，下半年博收益投资策略观点。7月份提出大类资产配置周期**，当前处于加息周期后期，通胀高位，加息周期未结束，经济确定下行，现金最优。后续进入衰退期，债市逐步具备配置价值。国内总量风险、结构机会，债市仍优。**10月末提出美联储政策利率预期引导将趋于平稳。**
- **2021年：预判大类资产配置逻辑在于货币宽松周期资产再定价和中国新经济结构。**海外经济复苏+通胀+资产价格泡沫（股市高估值、房价上涨）。中国新经济结构主导，股市聚焦技术升级和消费升级，债市长期利率趋势下行。
- **2020年：准确研判下半年利率中枢上移，10Y国债下半年波动区间3-3.4%。**准确预判四季度震荡重启格局。
- **2019年：准确预判美债、黄金配置机会，预判债市为震荡市。**
- **2018年：准确预判上半年利率下行趋势，下半年美加息周期下的全球风险和国内必要的信用扩张。**

## 团队成员简介

### 周欣洋 助理分析师

简介：帝国理工学院硕士，2022年2月加入中国银河证券研究院从事FICC&固收的研究工作。

Tel: (8610) 80927726

Email: zhouxinyang\_yj@chinastock.com.cn

欢迎关注中国银河证券研究

“丹博视角”专栏

中国银河证券研究

扫码关注我们  
微信号 | zgyhzqyj



# 评级标准

## 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

## 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

# 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。



**谢 谢!**

**中国银河证券研究**

扫码关注我们  
微信号 | zgyhzqyj



**创造财富 担当责任**

股票代码: 601881.SH 06881.HK