

2023 年宏观经济与大类资产配置展望

星星之火可以燎原

预计 2023 年全球经济增长弱于 2022 年，美联储紧缩政策预计持续至年中。中国经济迎来复苏，通胀依然可控，财政政策与货币政策将协同发力。大类资产配置上半年排序为股票>大宗>货币>债券，下半年排序为大宗>股票>货币>债券。

相关研究报告

《大类资产追踪周报：A 股走势偏弱，北上资金小幅流入》20221218

《信用债赎回潮延续，成交额上涨，估值下行：信用债周报 20221212-1218》20221218

《经济工作会议点评：以发展凝聚信心》20221218

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：陈琦

qi.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110003

证券分析师：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

证券分析师：孙德基

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

- 预计 2023 年全球经济增长弱于 2022 年，但新冠疫情、美联储加息、俄乌冲突等压制 2022 年经济增长的因素在 2023 年预计均将有所缓解，2023 年下半年全球经济增长存在企稳可能。美国劳动力市场依然强韧，对其通胀韧性不宜低估，美联储的紧缩政策或持续至 2023 年年中，经济陷入衰退的风险增加，美元指数先强后弱；欧元区经济增长疲软，衰退概率较大，但欧央行为对抗通胀仍将延续加息进程；日本经济复苏预计较为缓慢，通胀目标初步达成日央行货币政策转向可能性较小，日元仍大概率迎来升值行情。
- 中国经济 2023 年将迎来复苏。出口或将维持较低景气，贸易顺差将有所收窄；消费有望温和修复，投资仍需发力以稳定经济增长。其中制造业投资仍将贡献较高增速，地产投资有望温和回暖，基建投资的确定性依然较强。CPI 涨幅扩大，全年先高后低，但通胀压力依然可控，不会对货币政策构成明显掣肘；PPI 则先抑后扬，PPI-CPI 剪刀差下半年预计再度转正，影响工业企业内部利润分配。
- 中国宏观政策依然强调经济增长，财政政策与货币政策将协同发力。国内货币政策将更加重视以我为主，货币金融环境将呈现从宽货币到宽信用的转变，结构性工具重要性提升，社融-M2 剪刀差收窄，市场利率逐步向政策利率收敛。随着经济增长的企稳，2023 年下半年货币政策目标中防风险权重将逐渐上升。财政政策将继续积极有为，提升效能。减税降费力度或有减弱，赤字率小幅提升。
- 2023 年人民币大类资产配置将遵循复苏交易趋势，风险资产整体表现或好于避险资产。从时间节奏上看，2023 年上半年国内经济增速前低后高，海外经济大概率步入衰退，因此人民币风险资产中股票的表现要优于国际定价的大宗商品，排序为股票>大宗>货币>债券；下半年随着美联储停止加息和美国经济走出衰退，外需提振大宗商品价格，排序为大宗>股票>货币>债券。
- 风险提示：全球通胀回落偏慢，美联储货币政策锚点转向增长，国内消费和地产复苏不及预期，全球新冠疫情发展不确定，俄乌局势前景不明。

目录

1.海外经济：衰退将至，静待企稳	6
1.1 全球经济：衰退意味明显，下半年或有企稳	6
1.2 美国：通胀韧性较强，紧缩或持续至年中	7
1.3 欧洲：衰退概率较大，通胀仍有上行风险	10
1.4 日本：政策或难转向，日元升值概率较大	12
2.中国经济：千磨万击还坚劲	15
2.1 中国经济增长：坚韧的复苏之路	15
2.2 温和上行的通胀	24
2.3 政策展望：货币财政协同发力	28
3.大类资产配置展望：星星之火可以燎原	34
3.1 2022 年衰退预期主导全球资产定价	34
3.2 股票：复苏趋势的受益者	35
3.3 债券：三个负面因素可能共振	37
3.4 大宗商品：国际定价产品的价格拐点依赖全球经济复苏	39
3.5 货币基金：更短的久期重塑货币基金利率通道	41
4.结论、预测与风险	43
4.1 结论与预测	43
4.2 风险提示	44

图表目录

图表 1. 摩根大通全球制造业 PMI 跌破荣枯线.....	6
图表 2. OECD 综合领先指标持续走弱.....	6
图表 3. 2023 年全球增长或是短期底部.....	7
图表 4. 美国 CPI 同比、环比增速及分项拉动作用（单位：%）.....	8
图表 5. 美国 CPI 住宅价格同比增速较房价增速滞后 15 个月.....	8
图表 6. 美国新增非农就业人数及构成.....	9
图表 7. 美国劳动参与率变化情况.....	9
图表 8. 美国劳动力市场求人倍数与工资增速.....	9
图表 9. 美国实际 GDP 环比折年率变化情况.....	10
图表 10. 10 年与 3 个月美债收益率差值.....	10
图表 11. 欧元区实际 GDP 环比增速.....	11
图表 12. 欧元区消费者信心指数和工业信心指数.....	11
图表 13. 欧元区贸易条件持续恶化.....	11
图表 14. 2022 年 9 月欧央行经济预测结果.....	11
图表 15. 欧元区通胀走势.....	12
图表 16. 2022 年 9 月欧央行通胀预测结果.....	12
图表 17. 日本 GDP 增速及构成情况.....	12
图表 18. 日本 CPI 增速变化情况.....	13
图表 19. 日美利差与日元兑美元汇率.....	14
图表 20. 日本 CPI 增速与工资增速.....	14
图表 21. 对美、对欧贸易差额持续收窄.....	15
图表 22. 对主要经济体的出口增速均有回落.....	15
图表 23. 矿产品出口表现较好.....	16
图表 24. 欧盟从中国进口的商品结构.....	16
图表 25. 2022 年 10 月限额以上单位商品零售结构.....	16
图表 26. 消费者信心指数表现.....	17
图表 27. 消费者预期指数表现.....	17
图表 28. 2022 年下半年以来，汽车持续贡献正增长.....	18
图表 29. 中国汽车更新市场空间广阔.....	18
图表 30. 家具家电有望被地产销售带动.....	18
图表 31. 家装建材有望受到保交楼带动.....	18
图表 32. 可选消费与房价具备一定的正相关性.....	19

图表 33. 制造业投资当月增速持续维持高增速.....	19
图表 34. 制造业投资累计增速表现较好.....	19
图表 35. 制造业投资与出口具备一定的正相关性.....	20
图表 36. 汽车对制造业投资的拉动显著提升.....	20
图表 37. 高技术产业是制造业投资的主体.....	20
图表 38. 高技术产业对制造业投资的拉动显著.....	20
图表 39. 房屋新开工、竣工均跌幅显著.....	21
图表 40. 土地购置面积下降.....	21
图表 41. 各资金来源对地产投资增速的拖累表现.....	22
图表 42. 预算内资金向基建领域的支出表现.....	23
图表 43. 年内公共财政对基建投资的支持力度较高.....	23
图表 44. 地方政府专项债发行规模.....	23
图表 45. 土地使用权出让金收入安排的支出缺口较大.....	23
图表 46. 2022 年核心 CPI 与 CPI 走势一度分化.....	24
图表 47. 核心 CPI 与居民消费支出实际增速.....	24
图表 48. 核心 CPI 与社零实际增速.....	24
图表 49. 2019 年前的猪周期上行时间大致 1 年到 1 年半.....	25
图表 50. 2019 年开始的一轮猪周期上行高度明显超越此前.....	25
图表 51. 能繁母猪存栏增速转正.....	26
图表 52. 目前存栏绝对水平较高.....	26
图表 53. PPI 走势更多受国际大宗商品价格和国内库存周期影响.....	26
图表 54. 大宗商品价格与全球经济增长.....	27
图表 55. CRB 工业原料与全球货币政策.....	27
图表 56. 库存周期即将向上.....	27
图表 57. PPI-CPI 剪刀差转正或意味着利率上行.....	28
图表 58. PPI 中生活资料涨幅扩大.....	28
图表 59. 宏观杠杆率或将延续 2021 年稳杠杆趋势.....	29
图表 60. 基础货币投放方向有所改变.....	30
图表 61. 中期借贷便利利率较高.....	30
图表 62. 中期借贷便利“重价不重量”.....	30
图表 63. 再贷款工具额度持续扩充.....	30
图表 64. 社融-M2 剪刀差或将缩窄.....	31
图表 65. 信贷结构逐渐优化.....	31
图表 66. 信贷扩张中后期资金面回归中性.....	31
图表 67. 一般贷款加权平均利率下降至历史低位.....	32

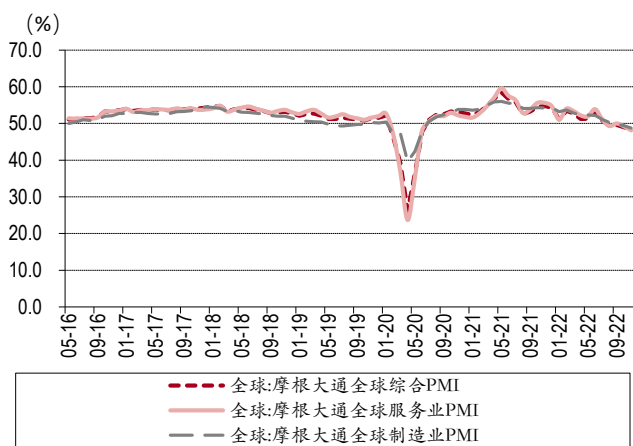
图表 68. 商业银行净息差收窄.....	32
图表 69. 2022 年以来政府性基金收支缺口扩大.....	33
图表 70. 专项债债务空间受限.....	33
图表 71. 专项债发行或呈现前高后低.....	33
图表 72. 截至 2022 年 11 月 18 日主要大类资产价格表现.....	34
图表 73. 2022 年可比口径 A 股归母净利润增速前三季度前高后低.....	35
图表 74. 当前 A 股各行业 PE 整体处于 2015 年以来较低水平.....	36
图表 75. 陆股通累计净流入资金持续增长.....	36
图表 76. 2023 年 A 股再融资规模可能放量.....	36
图表 77. 居民新增存款增长显著.....	37
图表 78. 四季度涨幅靠前的 A 股主题指数.....	37
图表 79. 2015 年以来各收益率曲线主要波动区间.....	37
图表 80. 存款准备金率水平偏低.....	38
图表 81. 政策性利率处于较低水平.....	38
图表 82. 中美利差影响国债收益率走势.....	38
图表 83. 2022 年（截至 2022 年 11 月 18 日）大宗商品表现疲弱（单位：%）.....	39
图表 84. 美元指数强势难以为继.....	40
图表 85. 美联储加息接近尾声，黄金价格压力减小.....	40
图表 86. 能源价格高位震荡.....	40
图表 87. 农产品期货价格冲高回落.....	41
图表 88. 周期品价格主要受供需主导.....	41
图表 89. 货币基金收益率中位数下行.....	42
图表 90. 货币基金哑铃型资产分布特征更明显.....	42
图表 91. 2023 年主要经济指标预测（单位：%）.....	43

1.海外经济：衰退将至，静待企稳

1.1 全球经济：衰退意味明显，下半年或有企稳

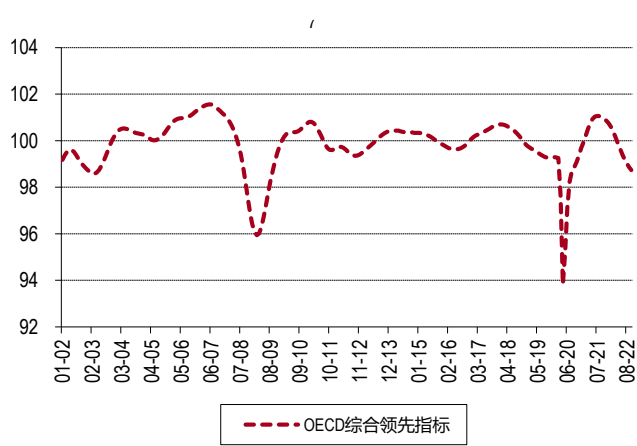
全球衰退风险明显上升。2022年以来，持续的新冠疫情、以美联储为代表的全球央行快速收紧货币政策以及俄乌冲突导致的地缘政治问题对全球经济增长造成了明显的遏制。2022年9月，摩根大通全球制造业PMI跌破荣枯线，延续2022年2月以来的下跌趋势，至11月已连续三个月位于荣枯线下方；9月OECD综合领先指标跌破99，10月继续下行，已经连续15个月下降，除了2020年3月至9月期间，上次该指标在99下方还是2008—2009年金融危机期间。换言之，除了疫情最为严重的时间，本轮全球经济放缓的程度是金融危机之后最为严重的一次。正如IMF在最新一期《世界经济展望》中所指出的，“如果不包括全球金融危机和新冠疫情最严重阶段，那么这将是2001年以来最为疲弱的增长表现”。

图表 1. 摩根大通全球制造业 PMI 跌破荣枯线



资料来源：美国劳工部，万得，中银证券

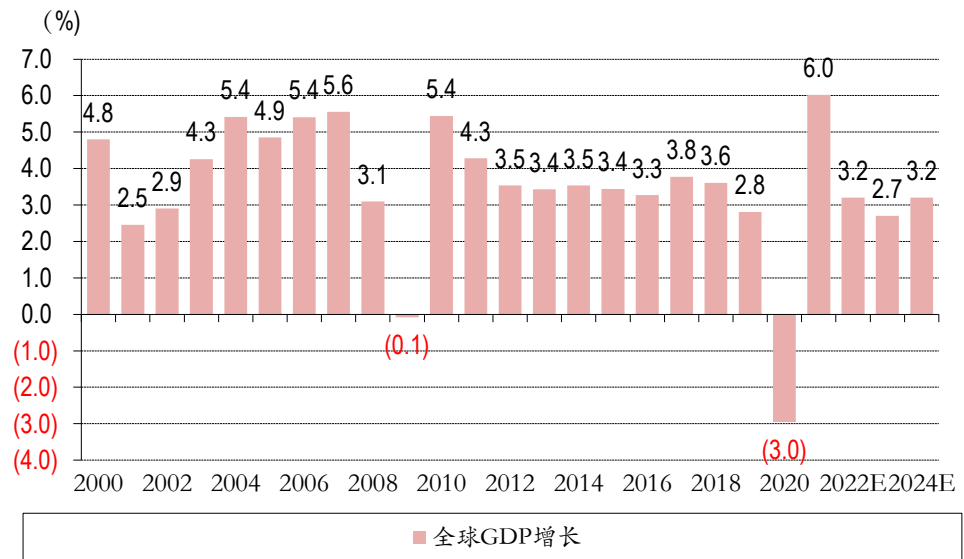
图表 2. OECD 综合领先指标持续走弱



资料来源：美国劳工部，万得，中银证券

2024 年增速好于 2023 年。IMF 最新预测 2023 年全球增长 2.7%，2024 年全球增长 3.2%。美联储 9 月会议预测美国经济 2023 年增长 1.2%，2024 年增长 1.7%；欧央行 9 月会议预测欧元区 2023 年增长 0.9%，2024 年增长 1.9%。基于上述判断，全球经济增长大概率会在 2023 年触底。但增速较疫情前仍有差距。

图表 3. 2023 年全球增长或是短期底部



资料来源：IMF，中银证券

全球经济增长 2023 年下半年存在企稳的可能。不过，从 2022 年压制全球增长的几个因素看，新冠疫情的影响仍在持续，但随着时间的推移，对全球经济的影响预计逐渐减弱；俄乌冲突结果仍悬而未决；而美联储的货币政策收紧进程已经度过了最快速的阶段，2023 年下半年加息停止概率较大。而中国经济已经度过最艰难的时刻。此外，从历史数据看，OECD 综合领先指标的下行周期大致从一年半到近两年不等，该指标此轮高点在 2021 年 7 月出现，迄今已下行 14 个月。综合判断，全球经济在 2023 年下半年存在企稳的可能性。

1.2 美国：通胀韧性较强，紧缩或持续至年中

1.2.1 劳动力市场强劲，通胀韧性不宜低估

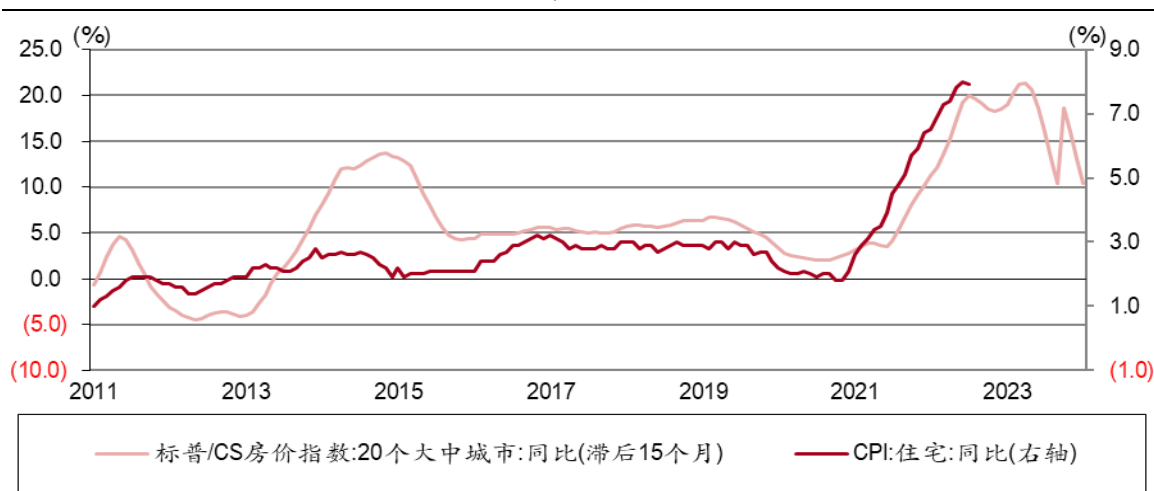
核心商品增速放缓，住房服务或于 2023 年年中触顶，关注劳动力市场走势。2020 年 6 月以来，供需两方面因素推动美国通胀持续走高，CPI 同比增速最高升至 9.1%，供给因素表现为供应链受阻、劳动力短缺，以及地缘政治冲突导致能源和食品价格上涨，需求因素则是指疫情暴发之后美国出台强刺激政策带动消费需求迅速增加。随着供应链压力缓解、政策逐步收紧，核心商品价格同比增速明显收窄，10 月环比转为负增长，尤其是二手车价格同比增速在 10 月降至零，环比增速已经连续四个月为负。核心服务中，住房服务价格权重最大并且保持较强韧性。由于住房价格增速滞后美国房价约 15 个月，后者自 2022 年 5 月已经开始下降，由此预计住房服务价格同比增速或于 2023 年中触顶；医疗服务价格主要反映健康保险公司留存收益状况，2021 年疫后重启导致就医报销支出增加，留存收益明显减少，这体现为 2022 年 10 月至 2023 年 9 月医疗服务价格下降（10 月份医疗服务价格环比下跌 0.6%），对同期 CPI 环比形成负向拉动作用。除住房和医疗之外的其他核心服务价格并未出现逆转势头，对 9 月、10 月 CPI 同比增速的拉动作用升至 1.2 个百分点，对 CPI 环比拉动作用基本维持在 0.1 个百分点。影响这部分核心服务价格走势的关键在于劳动力市场。

图表4. 美国CPI同比、环比增速及分项拉动作用 (单位: %)

	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10
CPI同比	7.5	7.9	8.5	8.3	8.6	9.1	8.5	8.3	8.2	7.7
食品	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
能源	1.7	1.7	2.2	2.1	2.4	3.0	2.4	1.7	1.4	1.3
核心CPI	4.8	5.1	5.1	4.9	4.8	4.7	4.7	5.0	5.3	5.0
核心商品	2.4	2.5	2.4	2.0	1.8	1.5	1.5	1.5	1.4	1.1
新车	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
二手车	1.1	1.1	1.0	0.7	0.5	0.3	0.3	0.3	0.2	0.0
核心服务	2.4	2.6	2.8	2.9	3.0	3.2	3.2	3.5	3.9	3.9
住房	1.5	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9	2.1	2.2	2.3
医疗	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.4
其他	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2
CPI环比	0.6	0.8	1.2	0.3	1.0	1.3	0.0	0.1	0.4	0.4
食品	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
能源	0.1	0.3	0.9	(0.2)	0.3	0.6	(0.4)	(0.4)	(0.2)	0.1
核心CPI	0.5	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6	0.2	0.4	0.5	0.2
核心商品	0.2	0.1	(0.1)	0.0	0.1	0.2	0.0	0.1	0.0	(0.1)
新车	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
二手车	0.1	(0.0)	(0.2)	(0.0)	0.1	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)
核心服务	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.2	0.3	0.4	0.3
住房	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
医疗	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	(0.0)
其他	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	(0.0)	0.1	0.1	0.1

资料来源: 美国劳工部, 万得, 中银证券

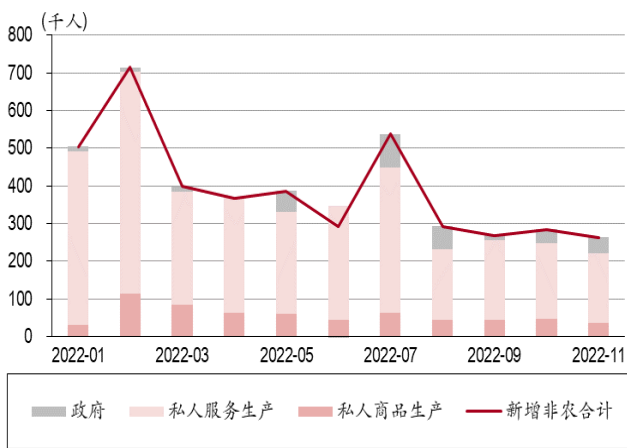
图表5. 美国CPI住宅价格同比增速较房价增速滞后15个月



资料来源: 万得, 中银证券

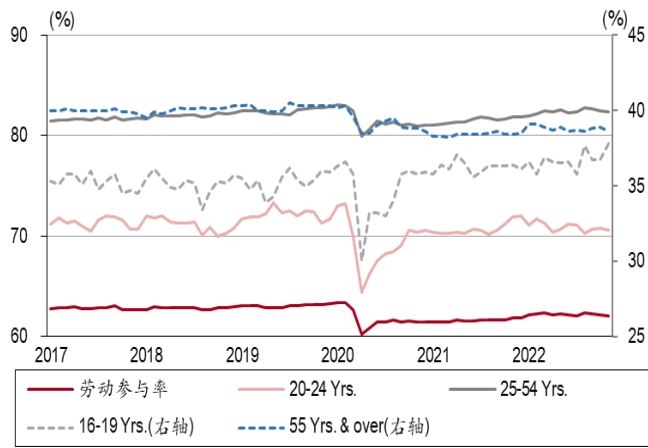
美国劳动力市场表现仍然强劲。从需求端来看, 2022年8月至11月新增非农就业岗位较前7个月明显减少, 但每月平均新增27.7万, 仍远高于鲍威尔指出的适应人口增长所需的每月新增10万的水平。从供给端来看, 美国劳动参与率总体处于回升态势, 但仍然低于疫情前水平, 部分原因是由于对疫情的担忧以及财富积累等原因导致很多老年劳动力选择提前退休, 55岁及以上劳动参与率维持在较低水平。

图表 6. 美国新增非农就业人数及构成



资料来源：美国劳工部，万得，中银证券

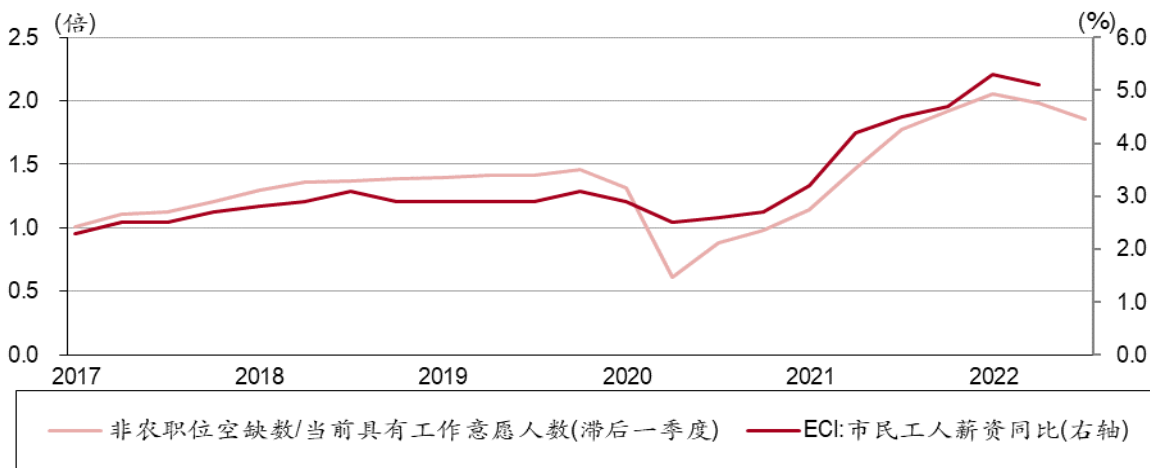
图表 7. 美国劳动参与率变化情况



资料来源：美国劳工部，万得，中银证券

2022 年以来，非农职业空缺数/具有工作意愿劳动力持续位于 2 附近，劳动力供不应求状况仍然较为严峻，即便薪资增速有所放缓，但改善幅度非常有限，仍将对核心服务通胀形成支撑。

图表 8. 美国劳动力市场求人倍数与工资增速

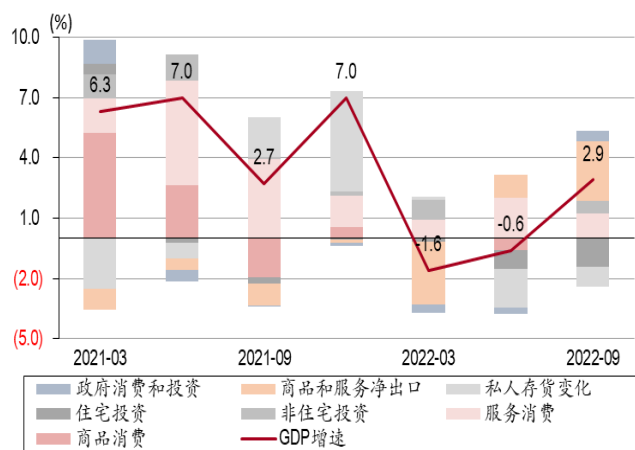


资料来源：万得，中银证券

1.2.2 经济衰退可能性较大，紧缩政策或持续至年中

2022 年一、二季度美国 GDP 环比折年率连续负增长，陷入技术性衰退，三季度环比折年率虽然回升至 2.9%，但主要由衰退型顺差主导。受刺激政策退坡、金融条件收紧影响，美国经济下行压力逐渐显现。从消费来看，个人商品消费已经向疫情前趋势水平回归，2022 年前三季度对实际 GDP 增速的贡献持续为负，虽然在服务消费带动下，个人消费总支出对实际 GDP 增速贡献仍然为正，但前期居民积累的超额储蓄逐渐消耗，对后续消费的支撑作用将继续减弱。从投资来看，私人投资对 GDP 增速贡献连续两个季度为负，尤其是对利率敏感的住宅投资，对实际 GDP 增速的环比拉动率自 2021 年二季度以来持续为负，2022 年三季度拖累程度扩大至 1.4 个百分点。作为美国经济的领先指标，制造业 PMI 持续下滑，11 月 PMI 初值已经降至 47.6，为 2020 年 6 月份以来新低；10 年期和 3 个月美债收益率倒挂程度加深，11 月前者较后者平均低了 43BP，预示美国经济陷入衰退风险增加。

图表 9. 美国实际 GDP 环比折年率变化情况



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 10 年与 3 个月美债收益率差值



资料来源：万得，NBER，中银证券

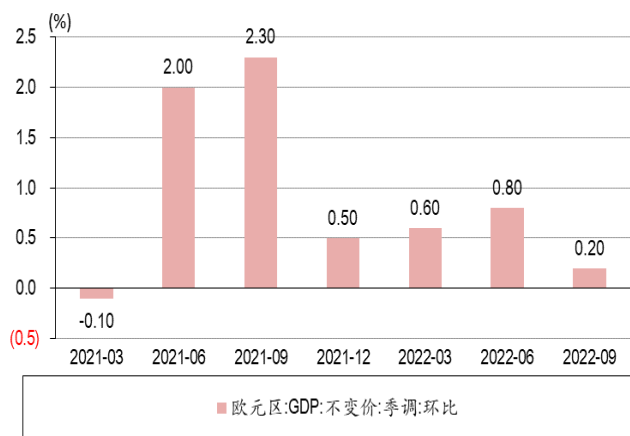
美联储紧缩政策将在 2023 年上半年持续。如前所述，目前美国劳动力市场仍然强劲，通胀存在上行风险，因此继续实施紧缩政策，减少劳动力需求，恢复价格稳定仍是美联储首要目标。在通胀出现确定性改善之前，美联储紧缩政策不会轻易转向。随着紧缩政策持续，美国经济软着陆可能性明显降低。相较于 9 月 FOMC 会议纪要，11 月 FOMC 会议纪要已经开始强调经济衰退风险。我们预计，基准情形下，2023 年美国或出现轻度衰退，上半年或加息 2~3 次，紧缩政策持续至年中，而下半年是否转为降息，则取决于美国经济衰退程度和通胀表现。鉴于货币政策对经济和通胀的滞后影响存在不确定性，而且此前鲍威尔多次强调做多风险要小于做少，因此不排除美联储紧缩过度风险，或者其他经济爆发金融风险波及美国经济。在这种情形下，美国经济可能出现深度衰退，通胀压力或更快缓解，美联储开启降息的时点也将相应提前。

1.3 欧洲：衰退概率较大，通胀仍有上行风险

1.3.1 经济增长疲软，衰退概率较大

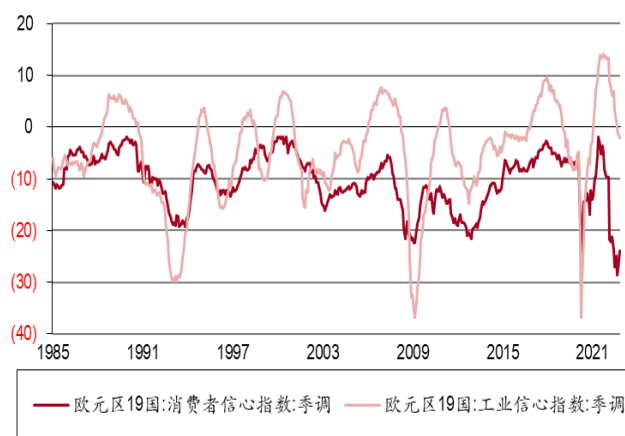
欧元区 2022 年增长好于预期，但三驾马车均存不确定性。2022 年上半年，即便俄乌冲突爆发，但受经济重新开放和旅游业强劲反弹影响，欧元区经济状况好于预期，三季度 GDP 环比增速由二季度的 0.8% 降至 0.2%，仍然高于 9 月份欧央行预测值 0.1%。而且，近期高频数据显示，欧元区经济数据出现积极迹象，例如消费者信心指数有所回升、11 月 PMI 初值好于预期等。不过即便如此，我们预计欧元区经济疲软势头仍将持续，衰退可能性较大。一是，欧元区消费者信心指数在 2022 年 9 月份降至 -28.7，创历史新低，虽然 10 月、11 月有所回升，但仍处于历史低位，接近 2020 年 4 月即疫情爆发初期，信心减弱、不确定性增加以及实际工资下降，或继续削弱私人消费需求。二是，欧元区工业信心指数在 2022 年 9 月至 11 月持续为负，信心减弱叠加融资成本上升，可能继续打击企业投资积极性。2022 年 7 月至 11 月，欧元区制造业 PMI 持续位于荣枯线下方。10 月份欧元区银行贷款调查 (BLS) 结果显示，三季度企业用于固定投资目的的贷款需求进一步恶化。三是，能源价格上涨叠加供应短缺相关的进口投入增加，使得 2022 年欧元区进口价格压力明显大于出口价格，进口价格指数/出口价格指数最高升至 2022 年 7 月份的 1.16。如果能源价格维持高位，叠加外需减弱，贸易状况有可能继续恶化。

图表 11. 欧元区实际 GDP 环比增速



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 欧元区消费者信心指数和工业信心指数



资料来源: 万得, 中银证券

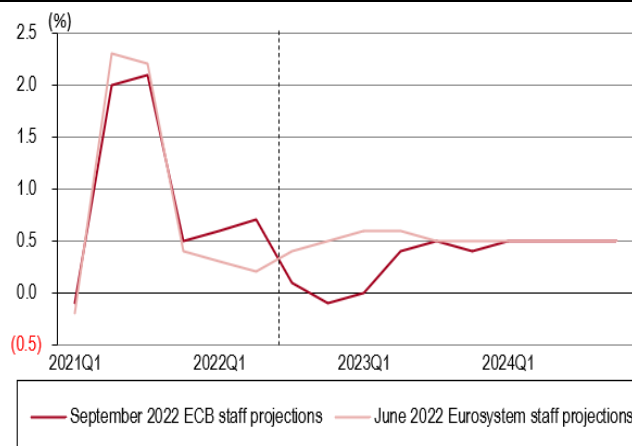
2023 年衰退风险不容忽视。 欧央行 9 月预测 2022 年欧元区实际 GDP 增速预计为 3.1%，2023 年放缓至 0.9%，2024 年回升至 1.9%，其中 2022 年四季度负增长，为 -0.1%，2023 年一季度零增长。2023 年，尤其是上半年，欧元区的衰退风险不容忽视。

图表 13. 欧元区贸易条件持续恶化



资料来源: 万得, 中银证券

图表 14. 2022 年 9 月欧央行经济预测结果



资料来源: ECB, 中银证券

1.3.2 通胀不停，加息不止

欧元区通胀仍有上行风险。 2022 年以来，能源和食品价格上涨、供应链受阻和需求复苏共同推动欧元区通胀持续上行，HICP 同比增速在 2022 年 10 月达到 10.6%，创历史新高，并且大多数商品和服务价格出现明显上涨，核心 HICP 同比增速连续两个月保持在 5%，尚未出现逆转迹象。受能源价格增长放缓的影响，11 月 HICP 同比初值回落至 10%，但难言欧元区通胀已经见顶。未来欧元区通胀仍面临上行风险。

一是地缘政治冲突仍是重大风险，对 2023 年欧洲能源市场的扰动或将持续。二是高能源成本从批发层面到零售层面的传导存在不确定性。此外，与美国类似，欧洲企业同样面临劳动力短缺问题。最新调查数据显示，欧洲仍有大量制造业和服务业企业将劳动力短缺视为限制生产的主要因素。2022 年 10 月欧元区失业率仅为 6.5%，创历史新低。因此，劳动力短缺导致的工资上涨压力可能推高通胀。

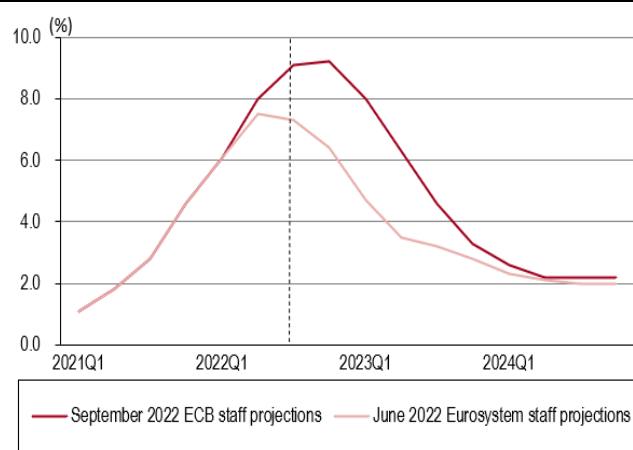
欧央行通胀展望风险偏向上行。根据欧央行9月的经济预测，2022年欧元区总体通胀率预计为8.1%，2023年、2024年将先后降至5.5%、2.3%。不过ECB执委Knot表示，这一展望的风险“完全偏向上行”，欧央行面临紧缩不足而非紧缩过度的风险。施纳贝尔也表达了类似的观点，认为央行面临的最大风险是政策错误地根据通胀将快速下降的假设进行校准，从而低估了通胀的持续性。在保持价格稳定、防止通胀预期脱锚的目标下，欧央行加息仍将持续，加息结束或在2023年年中之前，具体加息节奏则取决于经济数据表现。

图表 15. 欧元区通胀走势



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 2022年9月欧央行通胀预测结果



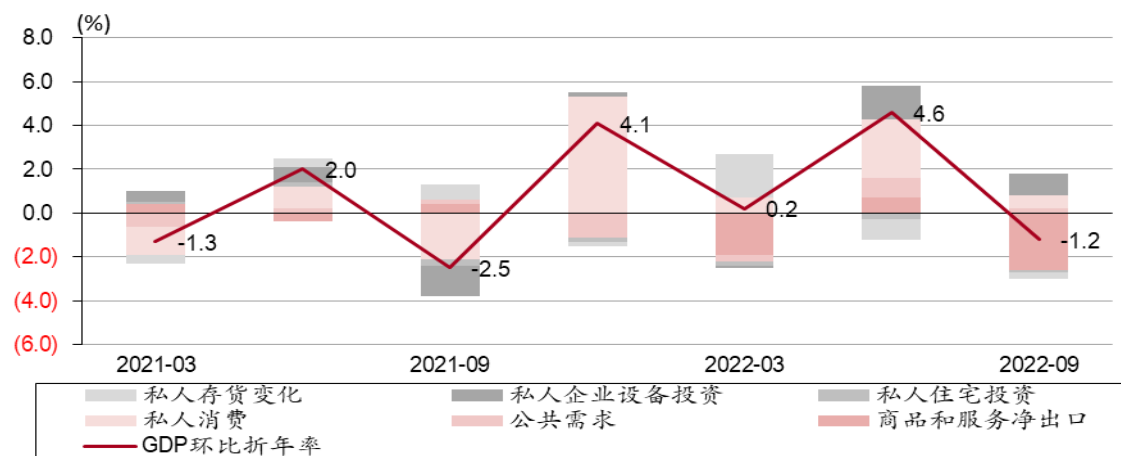
资料来源：ECB，中银证券

1.4 日本：政策或难转向，日元升值概率较大

1.4.1 经济复苏较为缓慢

贸易拖累日本经济增长。2022年一、二季度，日本实际GDP增速分别为0.2%、4.6%，三季度则降为-1.2%，是2021年三季度以来首次负增长。商品和服务净出口是GDP增速主要拖累项，2022年一季度和三季度贡献分别为-1.9%、-2.6%。受国际大宗商品价格上涨影响，日本贸易差额自2021年8月以来持续为负，为经济带来较大压力。私人消费需求恢复乏力，企业设备投资需求减弱，二者对三季度GDP增速贡献分别由2.7%、1.5%降至0.6%、1.0%。受疫情反复和物价上涨影响，日本消费者信心指数持续下降，11月降至29.6，为2020年9月以来新低。在全球经济衰退背景下，预计日本经济维持低迷态势。日本央行预测，2022财年日本经济增速为2%，2023财年、2024财年经济增速先后降至1.9%、1.5%。

图表 17. 日本 GDP 增速及构成情况

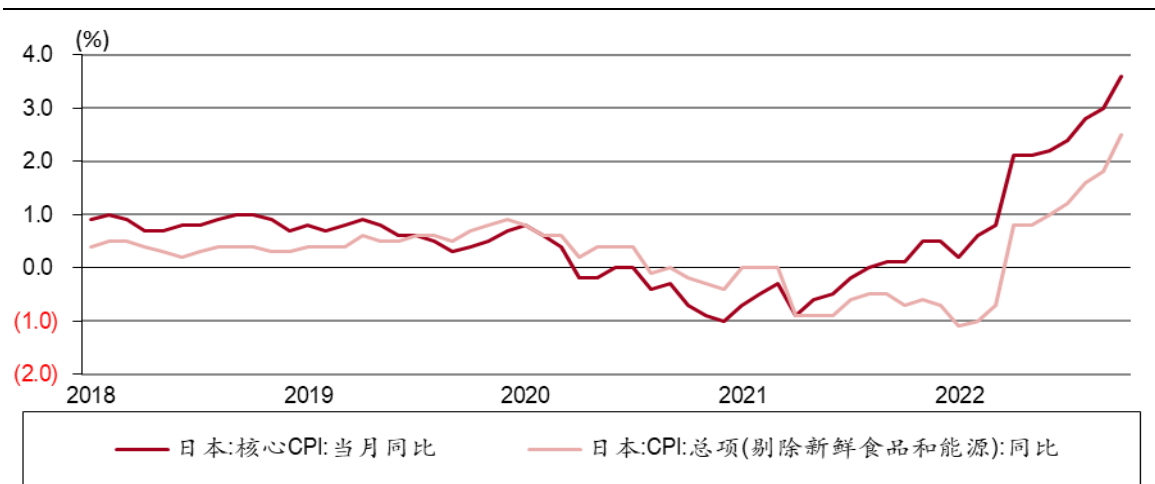


资料来源：万得，中银证券

1.4.2 通胀目标初步达成

日本通胀上行。2022年4月，日本CPI（剔除新鲜食品价格）同比增速达到2.1%，表面上达到了2%的目标，但其实主要反映了能源价格上涨的影响，能源价格以外各类商品价格涨幅较小，同比增速仅为0.8%。2022年10月CPI（剔除新鲜食品价格）同比增速升至3.6%，创1982年3月以来新高，剔除新鲜食品和能源价格的CPI同比增速升至2.5%，是2015年4月以来首次超过2%。在通胀上行背景下，日本政府开始出台政策加以应对。此前日本财务大臣铃木俊一宣布，日本政府将全力应对眼下的生活成本危机，让经济重回增长轨道。日本首相岸田文雄领导的内阁决定推出总额29.1万亿日元（约合2067亿美元）的综合经济救助计划，以抑制物价上涨、提振经济。不过，日本央行仍然坚持实施宽松货币政策。

图表 18. 日本 CPI 增速变化情况



资料来源：万得，中银证券

1.4.3 货币政策转向可能性较小

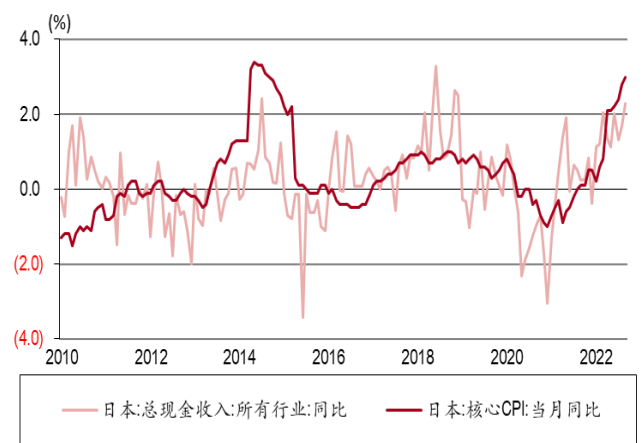
通胀基础不牢固或使得日本银行放弃 YCC 的可能性相对较低，但日元大概率将迎来升值行情。日本央行自 2013 年 1 月开始采取 2% 的通胀目标，黑田东彦自 2013 年 3 月开始担任日本央行行长。此后日本货币政策组合从“QQE+负利率”演变为“伴随收益率曲线控制的 QQE+负利率”。2021 年以来，主要经济体先后收紧货币政策，但日本央行以未实现并维持 2% 的价格稳定目标为由，一直坚持宽松，日美货币政策分化因此导致日元自 2022 年 3 月以来大幅贬值。目前日本通胀已经初步达到了 2% 的目标，同时黑田东彦任期将于 2023 年 4 月结束，因此市场预期新的日本央行行长上任之后有可能会放弃 YCC。不过，考虑到当前日本工资增速仍然低于通胀，通胀上升趋势持续性存疑。按照日本央行预测，2022 财年日本 CPI（剔除新鲜食品价格）、CPI（剔除新鲜食品和能源价格）增速分别为 2.9%、1.8%，2023 财年、2024 财年均降至 1.6%，低于 2%。由此看来，通胀基础不牢固或使得日本银行放弃 YCC 的可能性相对较低。但无论哪种情况，由于美联储紧缩政策逐步放缓，日美货币政策由分化转为收敛，叠加全球风险隐患较多可能促使避险情绪升温，日元大概率将迎来升值行情。

图表 19. 日美利差与日元兑美元汇率



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 日本 CPI 增速与工资增速



资料来源：万得，中银证券

2. 中国经济：千磨万击还坚劲

2.1 中国经济增长：坚韧的复苏之路

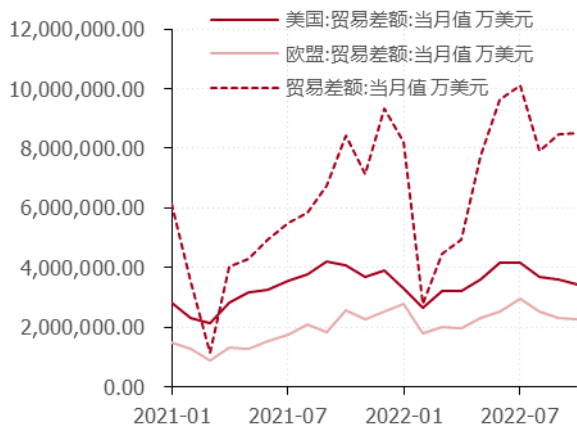
2022年，中国经济在需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力下，依然维持了相当的韧性，前三季度GDP增长3.0%。2023年，我们预计随着疫情防控政策的优化，中国经济将迎来新一轮复苏，全年GDP增速预计在5%以上。但消费、投资、净出口“三驾马车”贡献不一，出口或将维持较低景气，消费有望温和修复，投资仍需发力以稳定经济增长。

2.1.1 出口或将维持较低景气，贸易顺差预计收窄

2022年三季度以来，中国出口增速持续回落。2022年10月，按美元计价，中国出口2983.7亿美元，同比下降0.3%；进口2132.2亿美元，同比下降0.7%；进、出口同比增速均于四季度初转负；11月美元计价的出口和进口降幅进一步扩大。尽管转负存在人民币汇率走弱导致的“计价”问题，但出口下行的趋势较为明确。

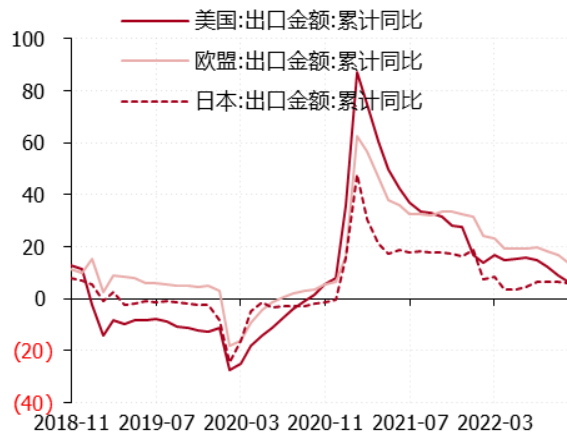
从净出口的整体趋势看，在疫情对供给的暂时性扰动缓解后，海外因素或将使得2023年净出口同比增速缓慢下降。中国贸易顺差的主要贡献国为欧盟、美国，2022年为应对通胀，美联储、欧央行均开启较快节奏加息，需求收缩叠加价格支撑逐步消退，出口的弱势预计在2023年将持续一段时间。如下半年全球增长出现企稳迹象，届时出口或有望企稳。与此同时，随着中国需求的复苏，预计2023年进口表现将强于2022年。自2020年下半年以来中国的高顺差局面或有所变化，预计2023年贸易顺差将有所收窄。

图表 21. 对美、对欧贸易差额持续收窄



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 对主要经济体的出口增速均有回落

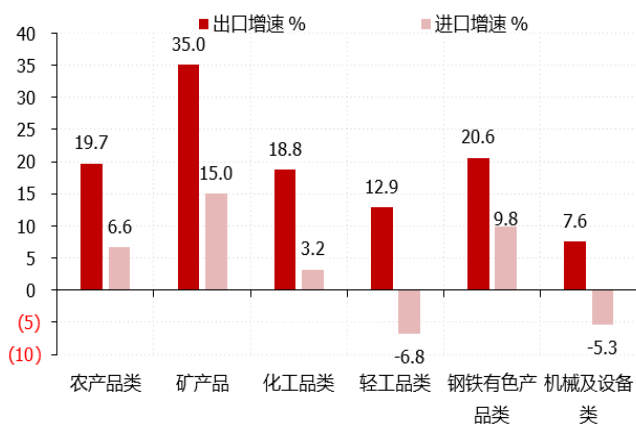


资料来源：万得，中银证券

着眼结构，中国出口占比较高的几种主要商品对出口的贡献度近期均有下降。中国制造业产能优势明显，出口商品以工业品及工业半成品为主，机电产品、周期产品及轻工制品在我国出口商品总额中占比超60%。据我们测算，10月当月，机电产品、周期品、能源相关产品及纺织品共计拖累出口单月同比增速下降0.25个百分点，而近一年，以上商品对出口同比增速的月均正拉动为10.95%，商品出口增速的普遍回落，或能反映出海外需求的普遍回落。

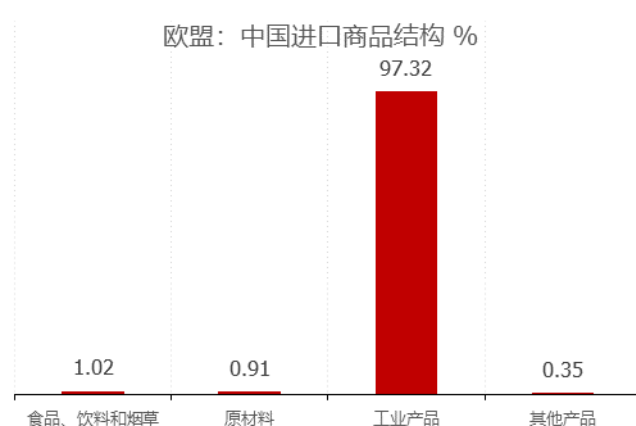
短期出口的结构亮点，难以改变出口的整体下行趋势。三季度以来，中国矿产品出口增速持续较快，能源产品对出口增速拉动仍为正，9月、10月分别拉动当月出口同比增速上行3.5和0.9个百分点，主要由于地缘政治因素引发的欧洲能源价格短缺。但欧盟从我国进口的主要商品中，矿产品占比相对较少，对我国出口的整体拉动作用终究有限。

图表 23. 矿产品出口表现较好



资料来源：万得，中银证券

图表 24. 欧盟从中国进口的商品结构



资料来源：万得，中银证券

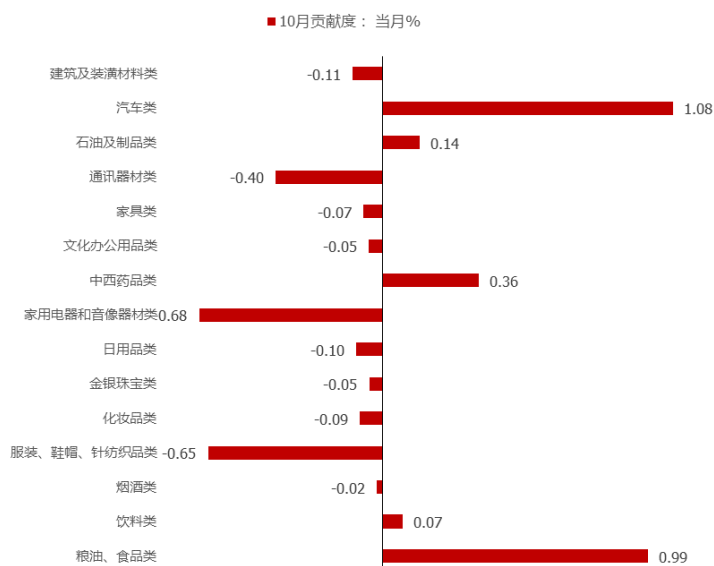
2.1.2 消费有望温和修复

2.1.2.1 防疫“精准化”发展，消费有望迎来场景改善

2022 年以来，疫情对消费形成持续冲击，防疫政策对消费场景的物理限制是直接原因。在我们此前的专题报告《宏观角度如何看待当前消费？》中，我们明确提出，防疫、汽车和地产将是影响消费后续复苏的关键因素，我们仍然维持上述观点。

从国家统计局最新一期数据看，2022 年 10 月，社会消费品零售总额 40271 亿元，同比下降 0.5%，为 4 月以来首次负增长。从结构看，10 月限额以上单位商品零售中，仅必选消费（食品饮料等）、医药、汽车及石油相关产品贡献为正，可选消费、地产周期类相关消费表现仍然弱势，分别拖累当月社零同比下降 0.59 和 0.87 个百分点。

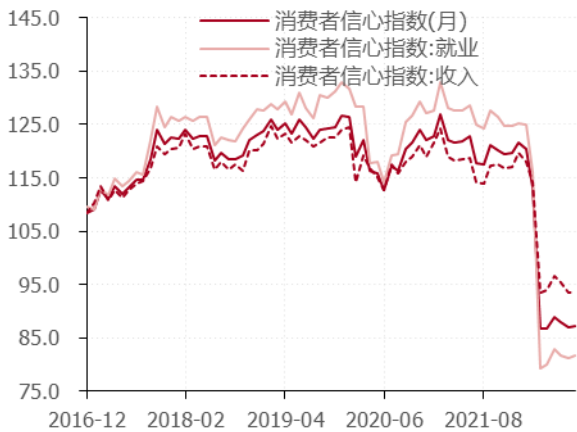
图表 25. 2022 年 10 月限额以上单位商品零售结构



资料来源：万得，中银证券

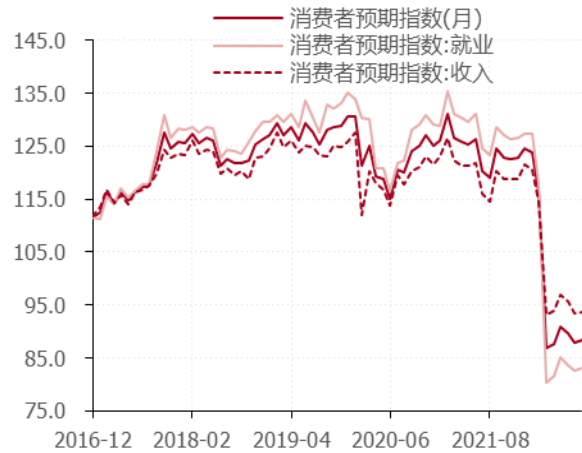
疫情防控压力是 2022 年消费低迷的主要原因。首先，疫情对线下消费的冲击延续；10 月餐饮业、住宿业 PMI 分别为 33.8% 和 28.9%，连续两月处于极低景气区间；两行业经营预期也均低于荣枯线。其次，居民消费预期迟迟未恢复。截至 9 月，消费者信心指数、消费者预期指数分别为 87.2% 和 88.4%，自 4 月以来，未见明显修复。且在疫情的冲击下，消费者对就业、收入的信心及预期均较低迷，9 月消费者就业信心及预期收入指数分别为 81.80% 和 83.10%，均较上年同期低 30 个百分点以上，消费者信心被过长的疫情防控周期拖累。

图表 26. 消费者信心指数表现



资料来源：万得，中银证券

图表 27. 消费者预期指数表现



资料来源：万得，中银证券

防疫政策精准导向，对消费场景的限制有望缓解。着眼未来防疫政策，2022 年 11 月 10 日，中共中央政治局常务委员会召开会议，在强调“坚定不移贯彻“动态清零”总方针”的基础上，提出要“准确分析疫情风险，进一步优化调整防控措施”；随后，国家卫健委发布“进一步优化防控工作的二十条措施”，预计明年防疫政策趋向将更加精准。值得一提的是，11 月 15 日，《文化和旅游部关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好文化和旅游行业防控工作的通知》正式印发，提出跨省旅游经营活动不再与风险区实施联动管理，促进各地出行、旅游经营活动恢复，2023 年餐饮、住宿业“防疫压力”有望释放。

综上，我们认为，随着 2023 年防疫措施对消费场景限制的进一步缓解，消费者信心及预期有望持续修复，消费有望温和复苏。

2.1.2.2 汽车消费仍是重要抓手，关注地产的双重提振效应

从结构上看，我们认为汽车、地产及可选消费将是影响 2023 年消费的关键点。

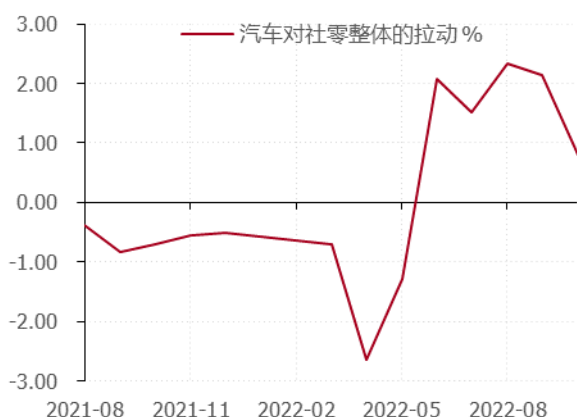
(1) 汽车仍将是明年消费的重要抓手

2022 年 6 月以来，国内提振汽车消费的力度较大。政策从购置税减免、汽车补贴等多个角度向汽车，特别是新能源汽车消费倾斜，下半年国内汽车销售高频数据明显反弹，汽车成为扩内需的重要抓手。在 10 月社零中，除粮食饮料及中西药外，汽车继续贡献正增长；据我们测算，汽车消费为 10 月社零同比增速贡献 0.81 个百分点。

我们认为，汽车仍将是 2023 年促消费的重要抓手之一，原因有二。其一，当前汽车类消费肩负“产业升级”、“消费支撑”的双重责任，政策对汽车产业的扶持仍具备较高的确定性。2022 年 8 月国常会决定“延续实施新能源汽车免征车购税等政策”，对新能源汽车免征车购税政策延至 2023 年底，佐证我们这一观点。

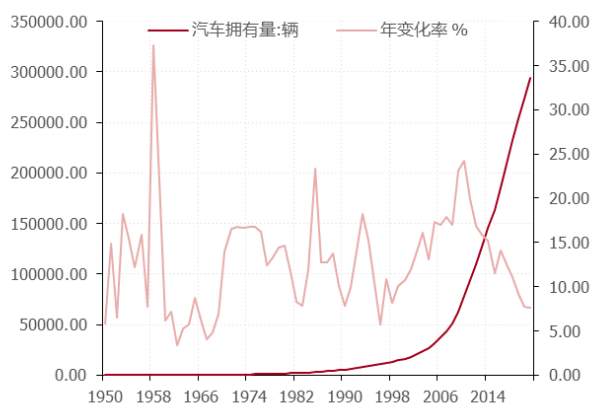
其二，中国汽车更新市场空间广阔。自 2010 年起，中国汽车拥有量年增长速度明显下滑，从年均 20% 以上的增速水平，下落至 7% 左右，假设汽车以 10 年为更新周期，中国拥有较为广阔的汽车更新市场，更新需求有望被汽车消费促进政策激发。

图表 28. 2022 年下半年以来，汽车持续贡献正增长



资料来源：万得，中银证券

图表 29. 中国汽车更新市场空间广阔



资料来源：万得，中银证券

(2) 地产行业回归合理发展，有望从直接、间接两方面提振消费

国家统计局数据显示，1-10 月房地产投资增速同比下降 8.8%，其中住宅投资增速下降 8.3%。土地购置面积和土地成交价款累计同比分别下降 53.0%和下降 46.9%。商品房销售面积同比下降 22.3%，商品房销售额累计同比下降 26.1%，地产产业链运行仍较弱势。

在我们此前的专题报告《宏观角度如何看待当前消费？》中，详细讨论过地产对于消费复苏的直接、间接影响。一方面，地产销售复苏能够对建材建筑、家具家电等地产后周期类相关消费产生提振，10 月当月，限额以上家电、家具及建材建筑产品消费同比增速仍处于明显负区间，同比降幅分别为 14.1%、6.6%和 8.7%，地产后周期消费共计拖累当月限额以上社零增速下降 0.89 个百分点。另一方面市场对房价的预期转强，有助于产生“正财富效应”，推动居民消费意愿的修复。

图表 30. 家具家电有望被地产销售带动



资料来源：万得，中银证券

图表 31. 建筑建材有望受到保交楼带动



资料来源：万得，中银证券

2022 年三季度以来地产政策逐步转暖，近期金融支持地产 16 条以及证监会放松地产企业融资等政策从融资端解决了此前限制地产投资的关键因素，预计 2023 年房地产开发投资将逐步回暖，地产后周期消费有望直接受益。此外，可选消费有望受益于逐步稳健的房价预期。我们将社零中可选消费与 70 大中城市房价的同比变动做出对比，发现居民选择可选消费的意愿，一定程度上受到房价带动，可选消费走势变动往往滞后于房价变动 9-12 个月。展望 2023 年，随着房地产行业预期逐步趋稳，叠加防疫对消费场景的限制放松，可选消费有望在 2023 年下半年迎来显著修复。

图表 32. 可选消费与房价具备一定的正相关性



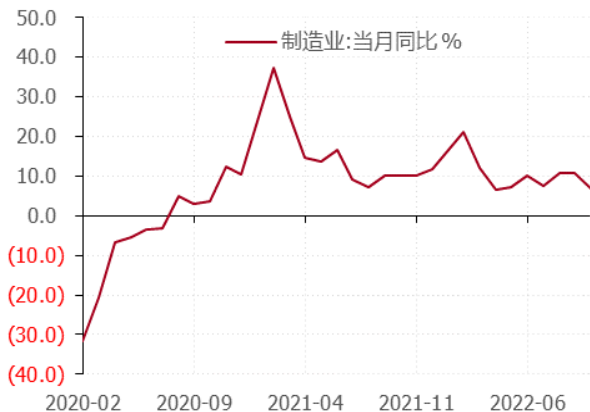
资料来源: 万得, 中银证券

2.1.3 投资端发力的确定性较强

2.1.3.1 制造业投资仍有望贡献高增速

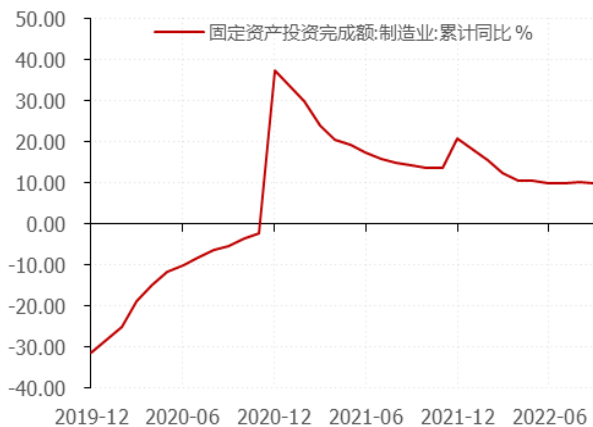
2021 年以来, 制造业投资持续维持较高增速, 对国内固定资产投资增速具备较强的拉动作用。2022 年 1-10 月, 中国制造业投资同比增长 9.7%, 拉动固定资产投资累计同比增速上行 4.34%; 从当月同比增速看, 制造业投资前 10 月同比增速平均值为 10.2%, 制造业投资是 2022 年投资端的最重要贡献项。

图表 33. 制造业投资当月增速持续维持高增速



资料来源: 万得, 中银证券

图表 34. 制造业投资累计增速表现较好

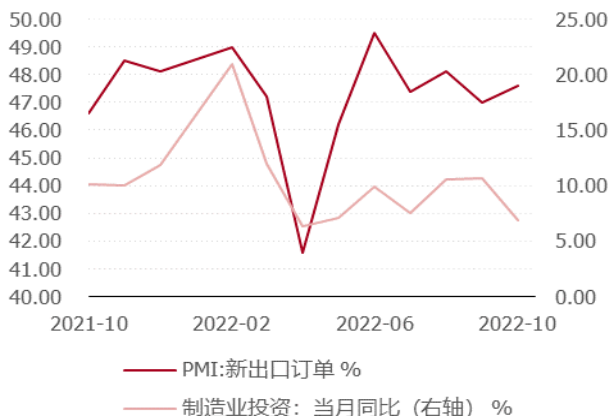


资料来源: 万得, 中银证券

无需担忧 2023 年制造业投资的韧性。2022 年 8 月以来, 货物贸易出口同比增速持续下滑, 10 月增速落至出现负增长区间, 考虑到出口与制造业投资存在一定的正相关关系, 部分市场观点对后续制造业投资表示担忧。但我们认为, 2023 年制造业投资仍有望维持韧性。

出口不是当前制造业投资的主要拉动项。尽管出口与制造业投资具备一定的正相关性，但并非制造业投资的主要拉动项。2022年，海外主要经济体陆续进入紧缩周期，外需不振致使制造业PMI新出口订单持续处于荣枯线以下，但年内制造业投资始终维持较高增速，且其在固定资产投资中占比也有所提升，截至2022年10月，制造业投资在固定资产投资中占比达44.75%，较上年同期高1.6个百分点，可见当前出口不是制造业投资的主要拉动项。

图表 35. 制造业投资与出口具备一定的正相关性



资料来源：万得，中银证券

图表 36. 汽车对制造业投资的拉动显著提升

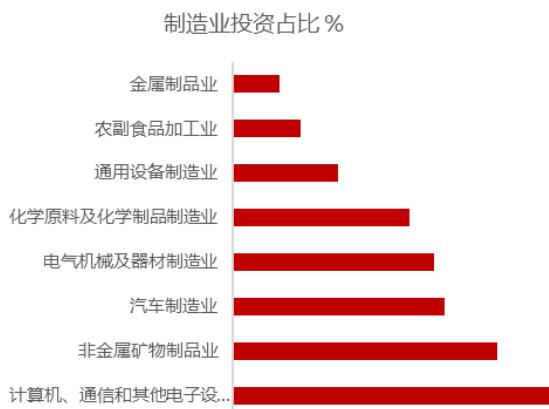


资料来源：万得，中银证券

产业升级是当前制造业投资主要拉动力。着眼结构，2022年1-10月，制造业投资中规模占比最高的行业为计算机、通信和其他电子设备制造业、非金属矿物制品业、汽车制造业及电气机械及器材制造业，其中，除非金属矿物制品业外，均为科技创新、双碳等转型升级相关行业。从贡献度看，2022年1-10月，计算机、通信和其他电子设备制造业、汽车制造业及电气机械及器材制造业同比增速分别实现20.80%、12.80%和39.70%，累计拉动制造业投资上行6.8个百分点，当前制造业投资的主要拉动力为政策背景下的产业升级。

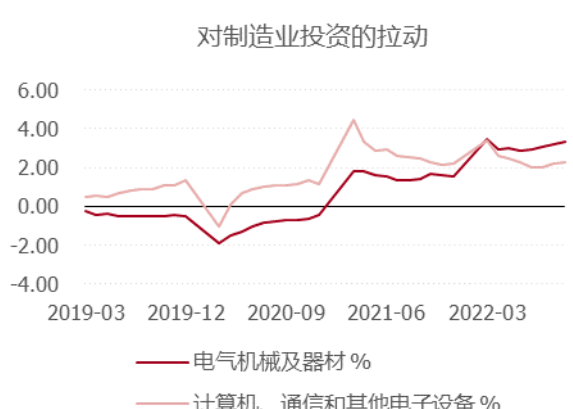
产业升级是我国经济发展的中长期任务，二十大报告明确提出要“建设现代化产业体系”，并将“新一代信息技术”、“人工智能”和“新能源新材料”明确写进二十大报告，预计在政策的持续扶持下，产业升级将继续支撑2023年制造业投资的韧性。

图表 37. 高技术产业是制造业投资的主体



资料来源：万得，中银证券

图表 38. 高技术产业对制造业投资的拉动显著



资料来源：万得，中银证券

2.1.3.2 地产投资有望温和回暖

2022年以来，地产投资整体弱势。据国家统计局数据，1-10月累计，全国房地产开发投资113945亿元，同比下降8.8%；其中，住宅投资86520亿元，下降8.3%，拖累2022年固定资产投资表现：1-10月，房地产开发企业房屋施工面积、新开工面积、竣工面积同比降幅分别为5.7%、37.8%和18.7%；土地购置面积降幅达53.0%。

图表 39. 房屋新开工、竣工均跌幅显著



资料来源：万得，中银证券

图表 40. 土地购置面积下降

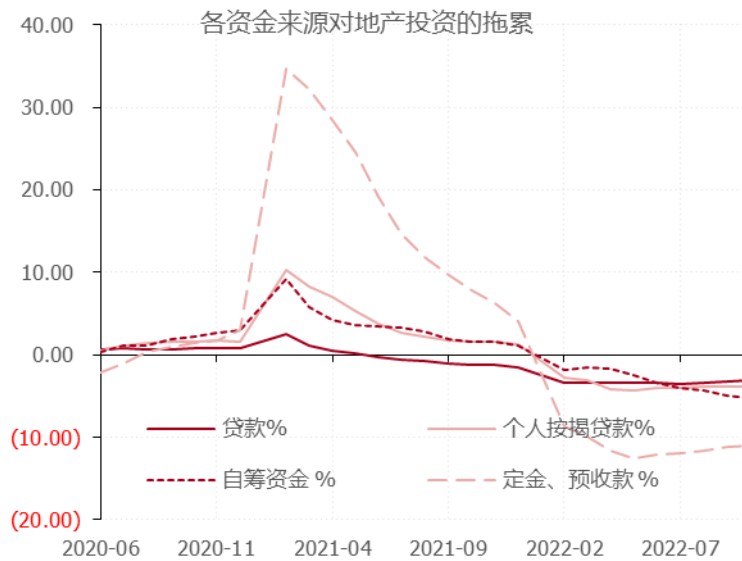


资料来源：万得，中银证券

地产融资环境收紧是当前地产投资走弱的直接原因。考虑到年内施工、竣工及销售降幅均较显著，我们对地产投资结构的分析主要从资金来源角度展开。2021年下半年以来，地产融资端政策明显收紧，2021年6月起，地产投资中的国内贷款累计同比增速转负，且跌幅持续扩大；2022年，房企从非金融机构中所取得的自筹资金同比增速也转负；2022年1-10月，地产投资中国内贷款、自筹资金累计同比降幅分别为26.6%和33.8%，共计拖累年内地产投资到位资金增速下降超过8个百分点。

销售走弱对年内地产到位资金的影响更加显著。1-10月累计，房地产开发资金来源中，定金预付款、个人按揭贷款同比分别下降33.80%和24.50%，共计拖累地产到位资金增速下降接近15.0个百分点；究其原因，其一，各地此前出台限购政策，对地产销售有所影响；其二为居民对房价的预期有所转弱，购房意愿受到影响。据中指研究院数据，1-10月深圳、杭州等热点城市刚需性、改善性住房成交同比降幅均在30%以上，多因素影响下，地产销售不振，也对地产投资形成间接影响。

图表 41. 各资金来源对地产投资增速的拖累表现



资料来源：万得，中银证券

三季度以来，政策在坚持“房住不炒”的基础上，向地产行业持续释放积极信号。销售端，9月30日，央行下调首套住房公积金贷款利率。在投资端，央行、银保监会于11月23日正式下发了《做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作》，在销售端，鼓励金融机构结合自身经营情况、客户风险状况和信贷条件等，在城市政策下限基础上，合理确定个人住房贷款具体首付比例和利率水平。在融资端，提及贷款、债券和信托资管等多种融资手段，鼓励房地产合理融资需求。值得一提的是，“保交楼”政策也有助于扭转购房者对地产行业的预期：在11月21日人民银行、银保监会联合召开的全国性商业银行信贷工作座谈会上，央行党委委员、副行长潘功胜介绍，“在前期推出的‘保交楼’专项借款的基础上，人民银行将面向6家商业银行推出2000亿元‘保交楼’贷款支持计划，为商业银行提供零成本资金，以鼓励其支持‘保交楼’工作。”11月28日，证监会推出资本市场支持房地产市场平稳健康发展五项措施，对房企融资松绑。信贷、股权融资等措施的松动直接纠偏了此前地产融资的过度紧缩。

展望2023年，随着政策的积极发力，地产投资有望从销售、开发两端逐步回暖，进而对行业预期形成边际改善。

2.1.3.3 基建投资的确定性仍然较强

2022年以来，基建的“稳增长”作用明确，1-10月累计，基础设施投资（老口径）同比增长8.7%；其中，水利管理业投资增长14.8%，公共设施管理业投资增长12.7%，道路运输业投资增长3.0%。

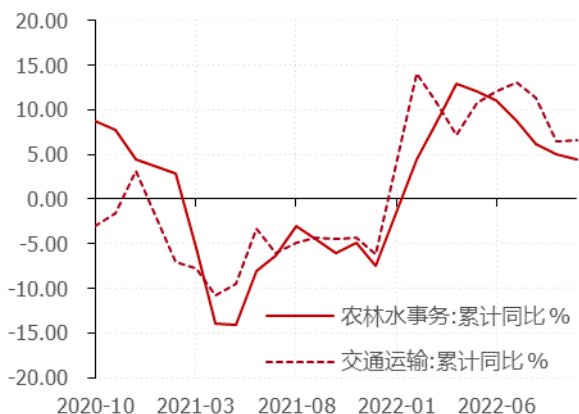
在政策的扶持下，年内基建实现较高增速。我们认为，政策助力有望继续在2023年对基建投资的韧性形成保障：

(1) 政策为基建项目提供较为丰富的存量 and 增量

2022年5月，国务院印发的《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》及《扎实稳住经济一揽子政策措施》均对基建项目作出强调；前者强调尽快形成有效投资，精准有效支持“十四五”规划102项重大工程等新项目建设；后者则明确提出加快推进“一批论证成熟的水利工程项目”、“交通基础设施”及“城市地下综合管廊建设”，分别对应国家统计局口径基建投资中的水利管理业、道路铁路运输业和城市管理业，以上三项在中国基建投资中占比持续处于80%左右水平，基建项目周期较长，年内政策为基建投资积累了较为丰富的项目存量，有望为2023年乃至往后几年的基建投资增速提供韧性。

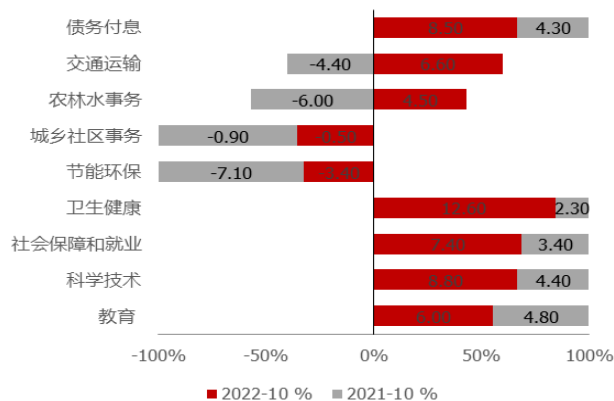
此外，政策持续为2023年扩大有效投资储备“项目增量”。11月18日，国家发改委投资司负责同志主持召开部分省份基金项目视频调度工作会，提出做好项目储备和项目前期工作，为2023年扩大有效投资打好基础。

图表 42. 预算内资金向基建领域的支出表现



资料来源: 万得, 中银证券

图表 43. 年内公共财政对基建投资的支持力度较高



资料来源: 万得, 中银证券

(2) 2023 年基建有望获得资金端保障

其一，专项债、政策性金融工具或将在 2023 年继续为基建投资发挥积极作用。2022 年 7 月以来，国常会确定了政策性开发性金融工具支持重大项目建设的举措，确定规模为 3000 亿元，主要用途为补充投资包括新型基础设施在内的重大项目资本金，8 月国常会继续部署，在 3000 亿元政策性开发性金融工具已落到项目的基础上，再增加 3000 亿元以上额度。11 月 22 日，国家发改委召开部分省份基金项目视频调度工作会，督促指导地方推进政策性开发性金融工具已签约投放项目加快开工建设，政府性金融工具、专项债有望在 2023 年继续为基建投资提供支持。

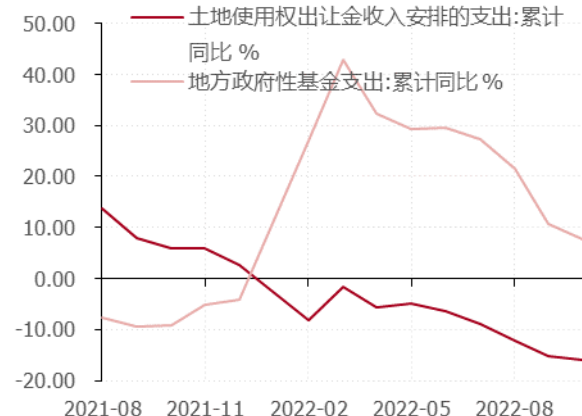
其二，预算内资金方面，2022 年基建的扩内需作用持续夯实，财政持续加大向基建领域的支持。1-10 月累计，财政预算内资金向农林水、交通运输领域支出的同比增速分别为 4.5% 和 6.6%，明显高于 2021 年同期水平；尽管预算内资金在基建投资中占比较小，但其对于财政的倾斜方向具备一定的指向性作用。

图表 44. 地方政府专项债发行规模



资料来源: 万得, 中银证券

图表 45. 土地使用权出让金收入安排的支出缺口较大



资料来源: 万得, 中银证券

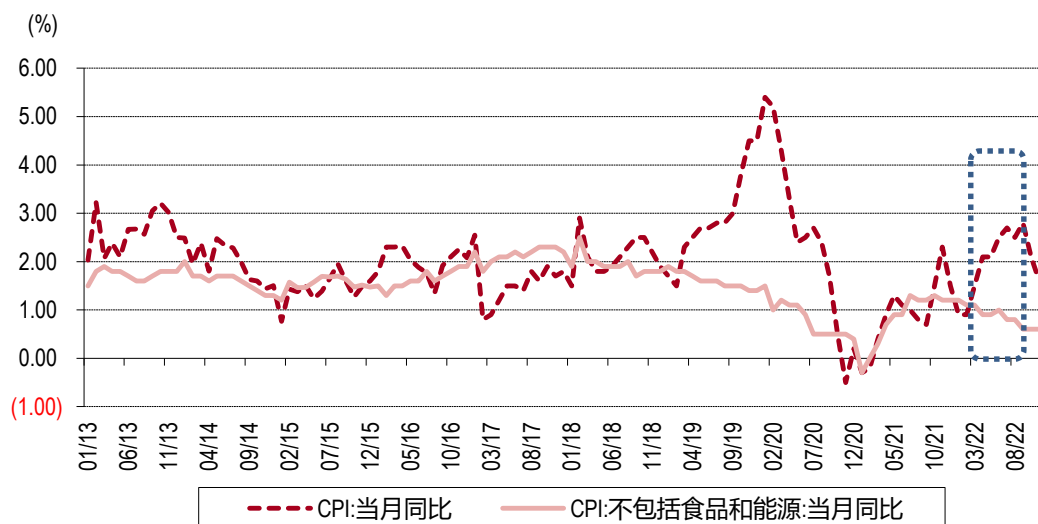
其三，政府性基金预算支出有望为 2023 年基建发力提供“增量”支持。据往年经验，土地使用权出让金收入安排的支出是基建投资的重要支持之一。2022 年以来，土地使用权出让金收入规模明显下降，相关收入安排的支出增速也有所下滑，政府基金性预算支出缺口主要靠专项债、政策性金融工具补充。当前政策为地产行业的合理融资需求提供保障，地产企业拿地意愿有望逐步回升，土地使用权出让金收入安排的支出规模有望逐步回升。

2.2 温和上行的通胀

2.2.1 前高后低的CPI

2022年CPI与核心CPI分化。2022年1—11月，CPI同比上涨2.0%，其中核心CPI同比上涨0.9%。CPI与核心CPI走势一度呈现明显的分化格局。进入四季度，二者的分化有所收窄。

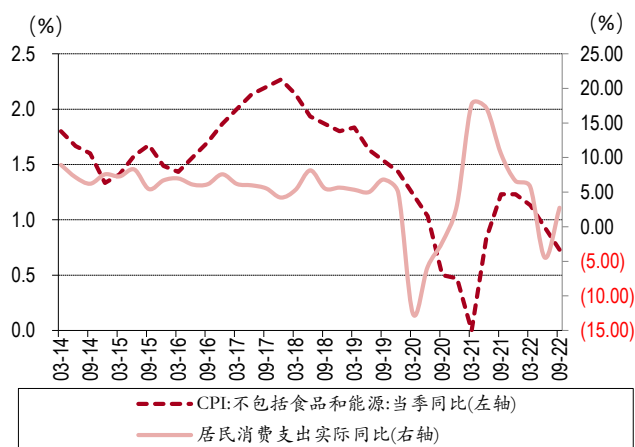
图表 46.2022 年核心 CPI 与 CPI 走势一度分化



资料来源：万得，中银证券

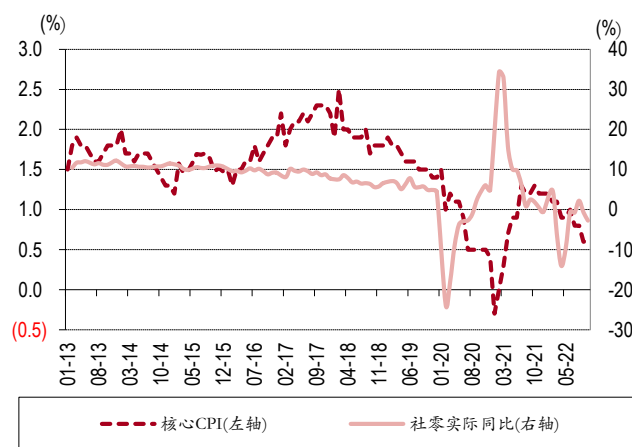
核心CPI走弱背后是消费需求趋弱。2022年核心CPI同比涨幅从1月的1.2%逐步下降至11月的0.6%。是2013年以来罕见的低位。其背后的主要原因仍是疫情扰动下居民消费需求的走弱。

图表 47. 核心 CPI 与居民消费支出实际增速



资料来源：万得，中银证券

图表 48. 核心 CPI 与社零实际增速



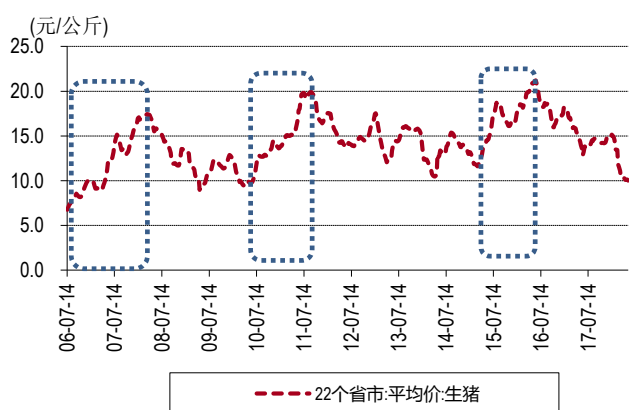
资料来源：万得，中银证券

2023年中国经济增速将较2022年有所提升。随着GDP增速的回升，相应的，居民收入和消费支出也将温和回升，核心CPI整体将温和上行。

能源价格对中国 CPI 直接影响不大，食品价格中猪肉价格仍是关键。从中国 CPI 各分项占比看，能源价格直接影响的是“交通与通信”类下的“交通工具燃料”以及“居住”类下的“水电燃料”，二者占比不高；在中国目前的价格体系下也缺乏上行空间。能源对中国 CPI 的影响，更多是通过影响工业品价格进而影响消费品价格，是一种间接影响。从食品看，粮食和油脂近年来波动较小，2015 年之后同比价格波动幅度较大的食品项目基本是畜肉和鲜菜。不同的是，鲜菜的波动相对频繁，但波动幅度也相对偏小，畜肉价格波动的周期相对较长，但波动幅度也更大（参见我们此前的专题报告《高通胀的定价权》）。因此，我们在讨论食品时，依然重点关注猪肉的变化。

上轮猪周期高度超越此前周期。2022 年 10 月，CPI 中猪肉同比涨幅为 51.8%，11 月涨幅收窄至 34.4%。从绝对水平看，猪肉价格于 2021 年 10 月触底，经过短暂上行后 2022 年初再度下行，并于 2022 年 3 月后重新开始上涨。从历史数据判断，在 2019 年之前，猪周期的上行阶段大致 1 年到 1 年半。但始于 2019 年的上轮猪周期由于叠加了非洲猪瘟的影响，对供给的冲击明显放大，全国生猪存栏量最低跌破 2 亿头，猪肉价格的上涨幅度也明显超过此前的周期。

图表 49. 2019 年前的猪周期上行时间大致 1 年到 1 年半



资料来源：万得，中银证券

图表 50. 2019 年开始的一轮猪周期上行高度明显超越此前

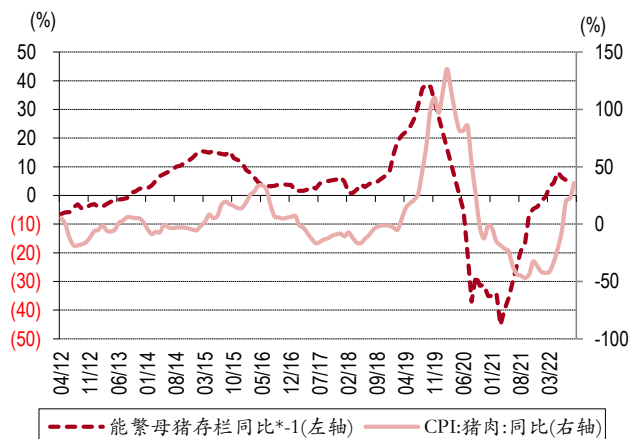


资料来源：万得，中银证券

存栏快速回升。上轮猪周期中猪肉价格的快速上涨以及后续为恢复供给所做的努力导致了生猪存栏的快速回升，截至 2022 年 9 月，生猪存栏量已恢复至 4.4 亿头以上，截至 2022 年 10 月，能繁母猪存栏量恢复至 4379 万头，二者均达到了 2014 年水平。

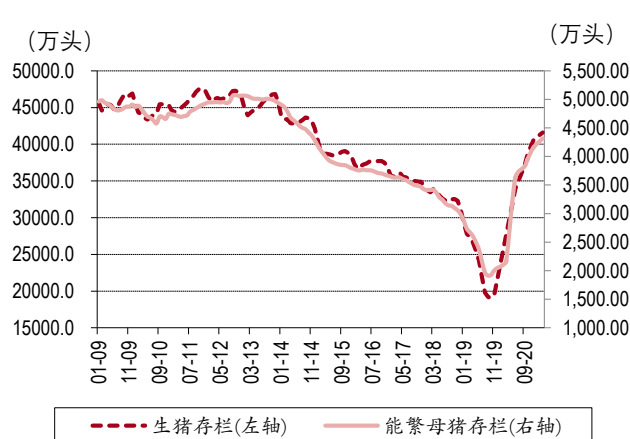
预计本轮猪周期价格上行相对平稳。鉴于猪肉供给恢复明显较快，目前存栏绝对水平较高，且 2022 年 7 月能繁母猪存栏量同比降幅已经开始逐步收窄，10 月能繁母猪存栏量同比转增，预计本轮猪周期价格上行将相对平稳，难以再度出现 2019 年同比涨幅最高超过 100% 的情形。

图表 51. 能繁母猪存栏增速转正



资料来源：万得，中银证券

图表 52. 目前存栏绝对水平较高



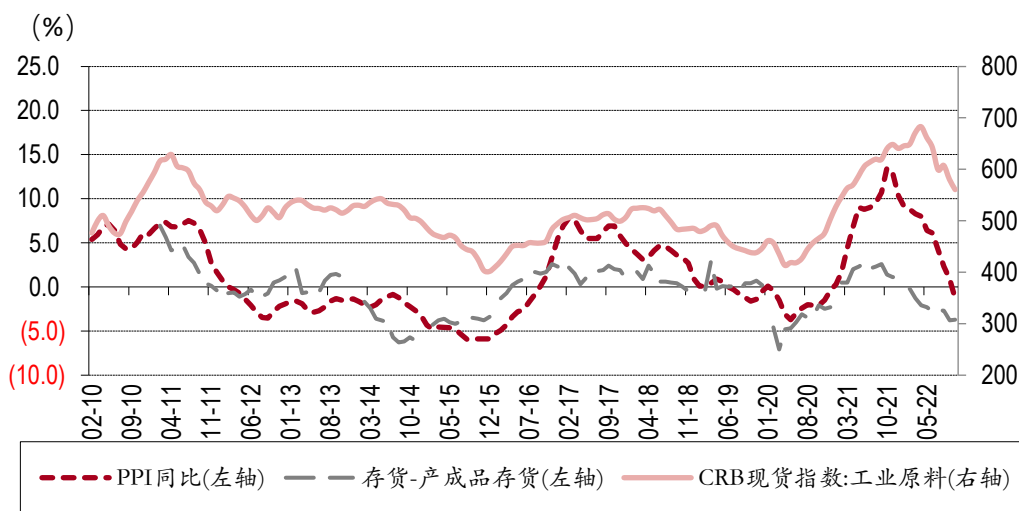
资料来源：万得，中银证券

预计 2023 年 CPI 温和上行。综合判断，2023 年，预计将出现核心 CPI 温和回升叠加食品价格温和上涨局面，因此 CPI 同比涨幅较 2022 年有所扩大是大概率事件。但无论是核心 CPI 还是食品价格预计都难以出现大幅上涨，因此 CPI 总体仍呈温和上行，不会对货币政策构成明显掣肘。不过，PPI 向 CPI 的传导依然需要关注。从趋势看，我们预计 2023 年 CPI 全年呈前高后低走势，一季度为年内高点。

2.2.2 前低后高的 PPI

相对于 CPI 而言，国内 PPI 的走势更多受国际大宗商品价格和国内库存周期影响。

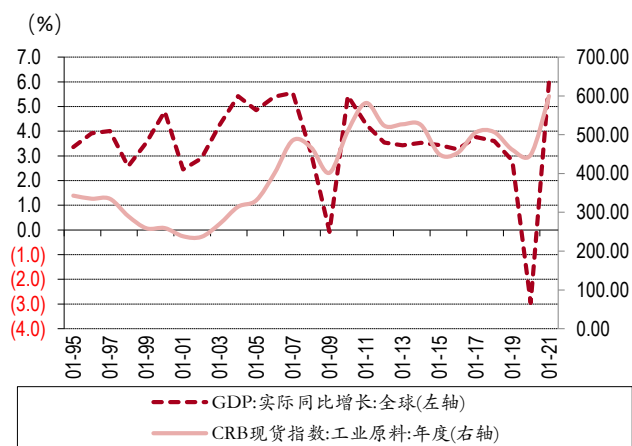
图表 53. PPI 走势更多受国际大宗商品价格和国内库存周期影响



资料来源：万得，中银证券

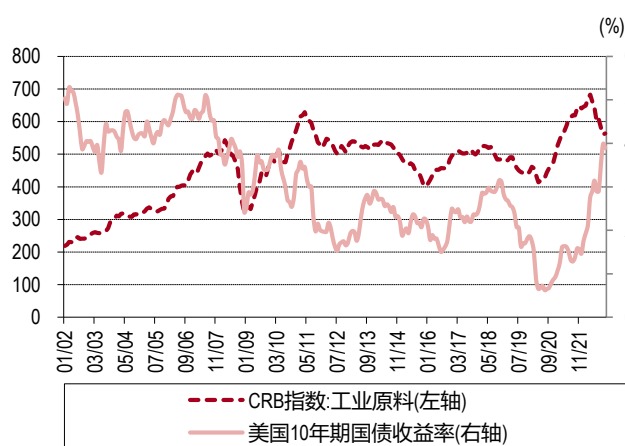
全球增长和货币政策变化驱动 2023 年大宗商品价格先抑后扬。2022 年，在俄乌冲突以及美联储快速收紧货币政策等因素影响下，国际大宗商品价格波动剧烈。2023 年，我们倾向于认为大宗商品价格先抑后扬。首先，如前所述，2022 年压制全球经济增长的几个因素在 2023 年均有所缓和，全球增长在 2023 年下半年有企稳可能。其次，从全球货币政策看，美联储的加息节奏在 2023 年大概率放缓，2023 年下半年停止加息的可能性较大。在此基础上考虑市场预期的变化，预计美元强势在 2023 年二季度大概率出现转折。因此，从基本面角度压制大宗商品价格的全球需求放缓和强势美元两个因素均在 2023 年下半年有所缓和。

图表 54. 大宗商品价格与全球经济增长



资料来源：万得，中银证券

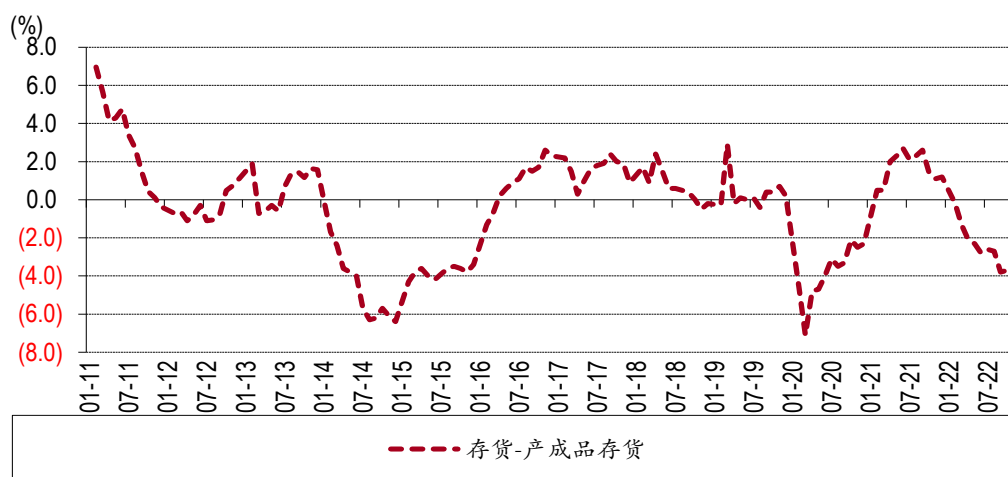
图表 55. CRB 工业原料与全球货币政策



资料来源：万得，中银证券

地产投资恢复，带动库存周期上行，驱动国内工业品价格。从国内经济周期看，2023 年，投资仍将是国内经济增长的重要支撑，尤其是房地产开发投资的恢复对国内黑色系商品价格构成支撑。从国内库存周期看，目前国内工业企业仍处于主动去库存阶段。存货增速和产成品存货增速的差值体现了原材料和中间品存货的变化，可以体现企业扩产意愿。从存货增速和产成品存货增速差值的历史规律看，主动去库存阶段持续时间大致在 1 年到 1 年半。本轮两个库存指标差值从 2021 年 9 月开始逐步收窄并在 2022 年 2 月转为负值，差距逐渐扩大，但从 2022 年 7 月开始，二者差值开始趋向平稳。我们预计，随着国内经济逐步走出疫情扰动，预计 2023 年二季度库存周期将重新转向上行，并进而从需求端驱动国内工业品价格的再度向上。

图表 56. 库存周期即将向上



资料来源：万得，中银证券

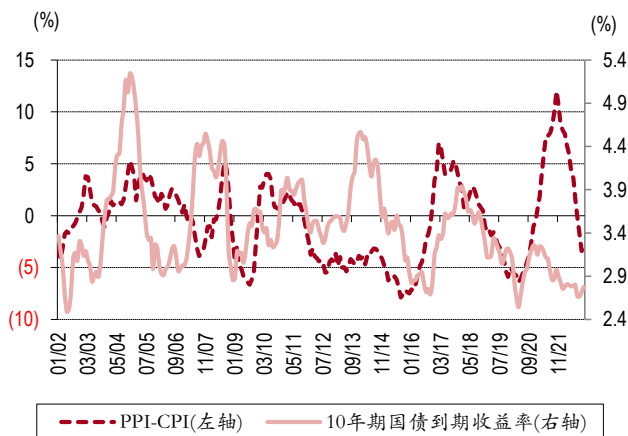
2023 年 PPI 先抑后扬。基于对上述影响因素的分析以及基期因素的影响，我们预计 2023 年 PPI 全年温和上涨。从月度分布看，呈现先抑后扬的趋势，二季度为全年低点，高点出现在三季度末四季度初。

2.2.3 两个值得关注的问题

PPI-CPI 剪刀差再度转正。需要关注的是，按照上述预判，2023 年下半年 PPI-CPI 剪刀差可能再度转正。PPI-CPI 剪刀差的转正一方面会带来工业企业内部的利润再分配，总体上更为利好上游企业；另一方面，从历史数据看，PPI-CPI 剪刀差扩大的过程，也是债券收益率上升的过程，需关注利率上行对资产价格的影响。

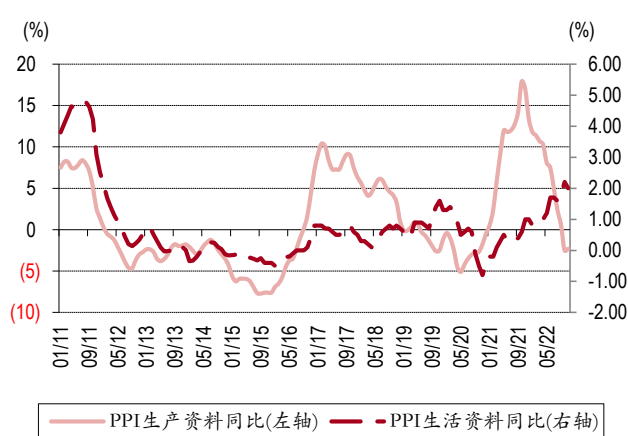
PPI 向 CPI 的传导。另一个值得关注的问题是，2022 年以来，尽管 PPI 同比涨幅不断收窄，自 10 月起已转为同比下降；但 PPI 中的生活资料价格同比涨幅则不断扩大。仍需关注 PPI 向 CPI 的传导。

图表 57. PPI-CPI 剪刀差转正或意味着利率上行



资料来源：万得，中银证券

图表 58. PPI 中生活资料涨幅扩大



资料来源：万得，中银证券

2.3 政策展望：货币财政协同发力

展望 2023 年，货币财政延续联动。党的二十大报告中提出，“加强财政政策和货币政策协调配合”，从今年以来的货币财政政策联动可以看出二者配合更为紧密。今年以来稳增长压力贯穿全年，因此相比于 2020 年 5 月货币政策快速退出，2022 年货币与财政协同性更强。一方面央行全年提供宽松流动性和较低融资成本支持政府债发行，上半年 1 月央行开启年内第一次降息，配合 3.65 万亿元专项债发行，同时通过依法向财政部上缴结存利润 1.1 万亿元，配合财政加快留抵退税；下半年 8 月央行开启年内第二次降息，配合 5000 余亿元结存专项债发行，同时调增政策性银行 8000 亿元信贷额度、并使用 6000 亿元政策性开发性金融工具，用以支持基建投资。另一方面央行发行了大量带有准财政属性的结构性货币政策工具，并通过财政贴息定向支持实体经济薄弱环节。尽管今年较为特殊在于多方因素交织导致稳增长压力较大，货币财政均必须兼顾跨周期调节和逆周期调节的角色，但出于货币政策要求的针对性精准性更强，“再贷款工具+财政贴息”的组合或许仍将在 2023 年的货币财政操作框架中承担起更重要的作用，政策性开发性金融工具也可能再度启用。

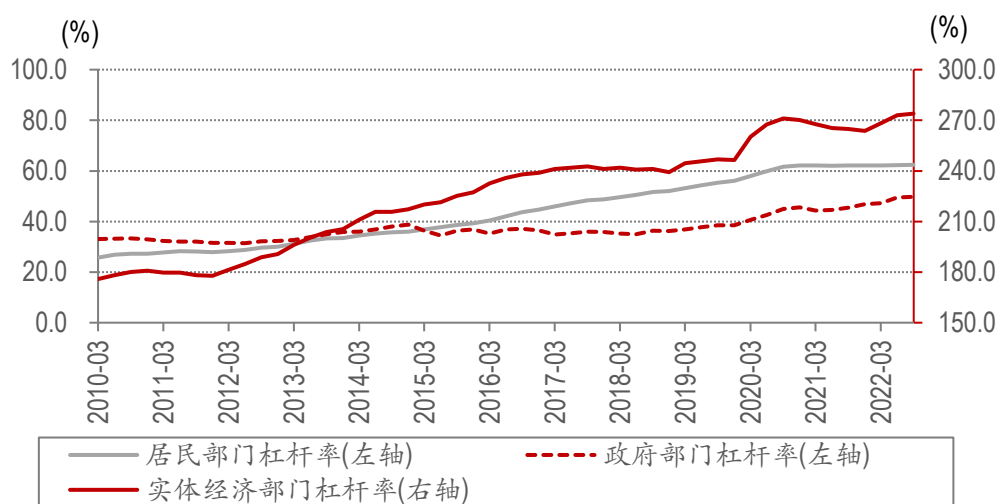
2.3.1 货币政策：信用扩张，资金收敛

展望 2023 年，国内金融环境将呈现从宽货币到宽信用的转变。预计 2023 年年初经济仍呈现弱复苏态度，信用扩张缓慢修复，货币政策仍将提供宽松融资环境；二季度以后随着经济增速逐渐企稳，实体经济内生经济动能恢复，中长期贷款需求扩张，货币政策将会实现从宽松向中性环境的收敛，核心目标也由稳增长逐渐转向防风险。2022 年货币政策操作框架更趋完善，我们认为 2023 年货币政策将会延续两个特征：第一，货币政策更加注重以我为主；第二，货币与财政关系更加密切。

从货币政策目标来看，经济增长企稳后，防风险权重将上升。展望 2023 年，一季度就业仍有压力。一是经济复苏仍不稳定，春节提前导致停工停产压力前移；二是各地疫情反弹严重，防疫政策松动后短期感染人数上升造成减员；三是海外经济衰退等外部因素可能对国内出口形成冲击影响就业。在经济复苏基础不稳固的背景下，货币政策仍需发挥稳增长作用。随着二季度后经济逐步企稳，货币政策目标中防风险权重将逐步上升，总基调或由加大稳健货币政策实施力度转为灵活精准、合理适度，监管可能适度压制银行间资金空转。节奏上可能与 2016 年相似，2016 年 7 月 26 日，中央政治局会议提出“抑制资产泡沫”，央行随即于 2016 年 8 月下旬重启 14 天逆回购、9 月重启 28 天逆回购，金融去杠杆随之开启，对应至 2023 年也需关注央行是否会重点提及资产泡沫等措辞。此外，随着美联储加息步伐缓和，美元指数触顶回落，人民币贬值压力减轻，货币政策国际收支平衡目标压力减小，外部约束也将得以放松。

稳增长周期中，货币政策更加注重以我为主。现代中央银行制度虽然有币值稳定、充分就业、金融稳定、国际收支平衡四大目标，但在不同经济周期中权重不同。在 2022 年就业压力较大、微观主体活力不足背景下，稳增长保就业权重相对较高，因此央行对于其他目标容忍度有所提升。一方面体现在对于金融稳定的约束相对较小，如央行在 2021 年四季度货币政策执行报告中放松宏观杠杆率约束，再如二季度以来央行不再提货币市场利率围绕政策利率波动，而是放松狭义流动性约束，保持银行间极度宽松的资金面，以便于支持实体经济融资。另一方面体现在对于国际收支平衡的约束较小，以往央行降息周期往往会避开美联储加息周期，但 2022 年央行在全球加息潮的背景下开启了两次降息，在国际收支出现失衡风险时主要通过外汇存款准备金率等汇率工具加以引导。另外，在内需相对疲弱的情况下，央行在稳增长和防通胀之间也往往优先考虑前者，这一点在 2019 年末和 2022 年 11 月都有印证。整体来看在稳增长周期中，随着经济增长压力加大，货币政策往往会采取总量宽松工具释放流动性，其他因素更多只是扰动。

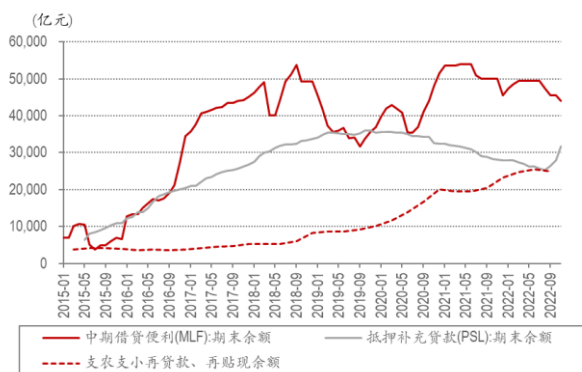
图表 59. 宏观杠杆率或将延续 2021 年稳杠杆趋势



资料来源：万得，中银证券

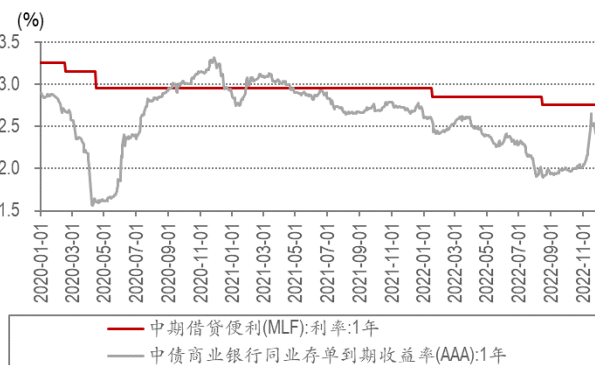
从货币政策数量型工具来看，基础货币投放方向有所改变。2023 年再贷款、再贴现、贷款支持工具等结构性货币政策工具将成为主要的中期基础货币投放方式，同时抵押补充贷款也将在一定程度上承担稳地产功能，结构性工具一定程度上替代中期借贷便利。从 2014 年创设中期借贷便利以来，中期借贷便利配合降准成为中长期基础货币的主要投放方式，但 2022 年前 11 月中期借贷便利净回笼 1500 亿元，中长期基础货币投放重心落在了结存利润、降准以及结构性工具之上。这一方面是因为中期借贷便利价格持续高于同期限同业存量利率，银行对于中期借贷便利需求较低。另一方面是因为中期借贷便利更多承担了价格锚的作用，从 2021 年一季度货币政策执行报告中提出“市场在观察央行公开市场操作时，应重点关注公开市场操作利率、中期借贷便利利率等政策利率，以及市场基准利率在一段时间内的运行情况，而不应过度关注央行操作数量，避免对货币政策取向产生过分解读”以来，1 年期中期借贷便利利率作为政策利率的重要性提升，承担着关联 LPR 报价利率和存款利率的功能，相应地在央行重价不重量的引导下中期借贷便利操作数量相应淡化，数量上 2021 年全年和 2022 年前 11 月均呈现净回笼。因此，随着中期借贷便利数量淡化、降准空间下降、结存利润减少，结构性工具投放基础货币的重要程度提升。节奏上来看，2023 年 1 月和四季度中期借贷便利到期数量较大，1 月份或继续通过抵押补充贷款和再贷款工具补充流动性，四季度或小幅全面降准置换中期借贷便利。

图表 60. 基础货币投放方向有所改变



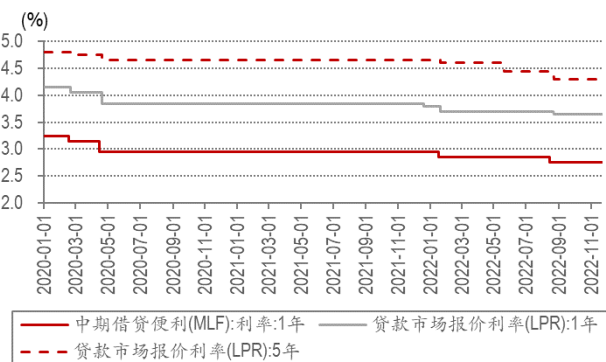
资料来源：万得，中银证券

图表 61. 中期借贷便利利率较高



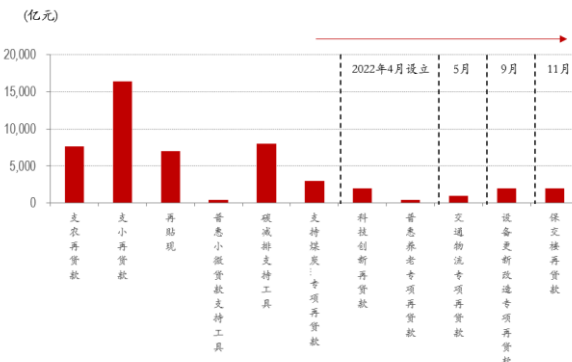
资料来源：万得，中银证券

图表 62. 中期借贷便利“重价不重量”



资料来源：万得，中银证券

图表 63. 再贷款工具额度持续扩充

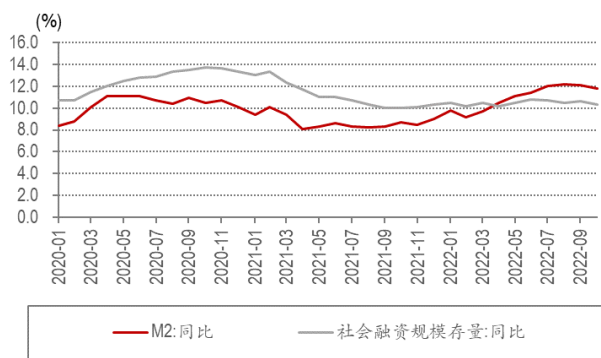


资料来源：万得，中银证券

结构性工具重要性提升。结构性工具对应着总量稳结构优的方向。2022 年 8 月，央行在“结构性货币政策工具”板块中，详细地介绍了具体工具并按季度披露各项工具情况，同时提到“围绕支持普惠金融、绿色发展、科技创新等国民经济重点领域和薄弱环节，服务经济高质量发展，逐步构建了适合我国国情的结构性货币政策工具体系”。预计 2023 年在小微、科技、地产等领域，央行将延续 2022 年风格，继续加大结构性工具力度，并根据对象通过低息、财政贴息、免息的不同方式定向降低薄弱关键领域企业融资成本。从结构性工具“先贷后借”模式来看，在基础货币投放数量和投放效率上结构性工具可能不及总量性工具水平，但从央行披露数据来看，三季度长期性和阶段性结构性工具实现净投放 1484 亿元，11 月以来抵押补充贷款、科技创新再贷款等工具投放中长期流动性 3200 亿元，边际上投放力度有所增强，且实现了对中期借贷便利的替代，重要性相对提升。

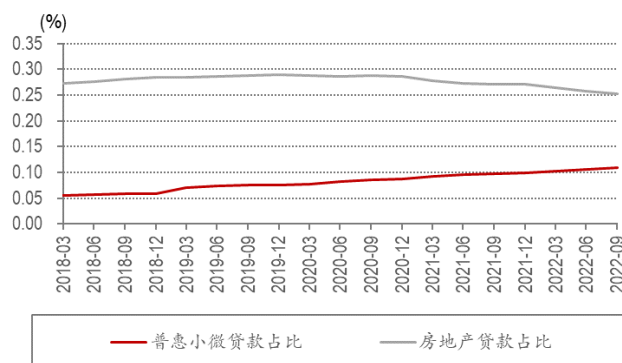
信贷结构优化，社融-M2 剪刀差缩窄。随着中国经济从高速增长转向高质量发展进程，货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速仍将保持基本匹配，在 2023 年经济相对修复的情况下，货币政策将逐渐减少逆周期调节，强化跨周期调节，宽松幅度逐步收敛，全年社融和 M2 增速小幅回落至名义经济增速附近。社融方面，表内融资和政府债券仍是主要支持，表外融资中委托贷款受政策性开发性金融工具影响或呈现前高后低趋势，整体持续降压，直接融资占比小幅提升。货币供应量方面，M2 预计回落，一方面上缴结存利润和留抵退税支持实体经济因素消除，另一方面受高基数影响，M2 增速向社融增速收敛。信贷方面，短贷和票据冲量的现象或将减少，信贷结构相对优化。其中增量企业中长期贷款或主要来源于以下方面，一是设备更新改造专项再贷款支持下的制造业贷款，二是房地产长效机制下合理的地产企业贷款，三是碳减排工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款支持下的碳减排项目贷款。居民中长期贷款则是仍依赖于房地产政策的预期和经济修复下居民储蓄意愿是否转化为投资意愿。

图表 64. 社融-M2 剪刀差或将收窄



资料来源：万得，中银证券

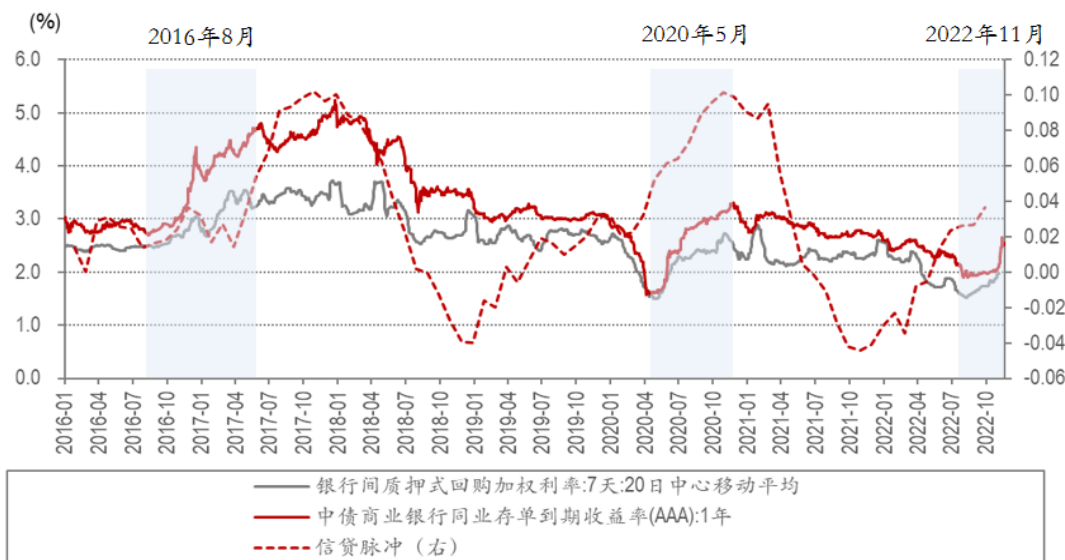
图表 65. 信贷结构逐渐优化



资料来源：万得，中银证券

从货币政策价格型工具来看，存款利率市场化将进一步提升。2022 年 4 月央行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，此后 9 月央行在《深入推进利率市场化改革》中强调了市场在利率形成中的决定性作用，其中再次提到“充分发挥存款利率市场化调整机制重要作用”。从政策利率、市场利率、存贷款利率来看，可以看出存款利率市场化程度有所加深。2022 年以来截至 11 月底，政策利率中 7 天逆回购利率、1 年期中期借贷便利分别下降了 20bp，1 年期、5 年期 LPR 报价利率分别下降 15bp、35bp，市场利率中 7 天存款类机构质押式回购加权利率、1 年期 AAA 级同业存单利率分别下降 27bp、13bp，存贷款利率中截止 9 月一般贷款加权平均利率下降 54bp，存款方面，根据央行 4 月底一周全国金融机构新发生存款加权平均利率下调 10bp，其次根据各大银行公告，9 月期间下调活期存款、通知存款、整存整取、零存整取等多个品种 10-30bp 不等。

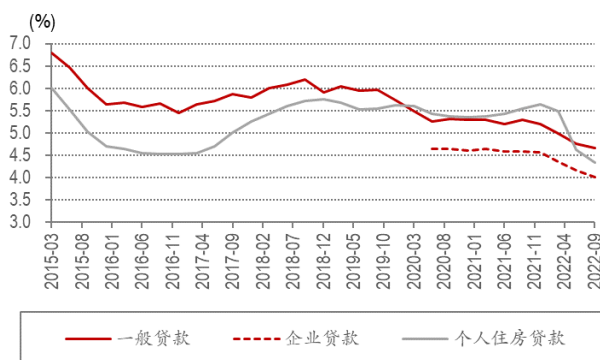
图表 66. 信贷扩张中后期资金面回归中性



资料来源：万得，中银证券

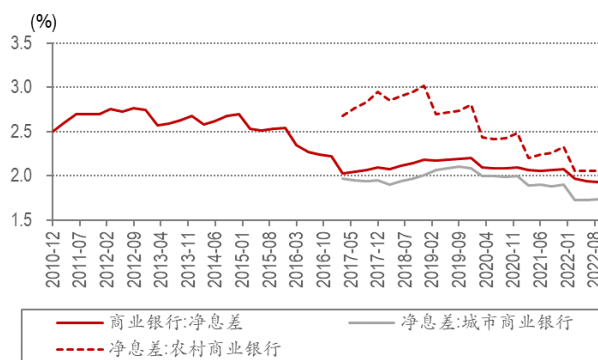
随着存款利率市场化深化，预计 2023 年存款挂牌利率或进一步下降，主要受两方面影响，一方面，2022 年以来一般贷款加权平均利率下降幅度高于存款利率，商业银行整体净息差持续压缩至 1.94% (-0.14pct)，除民营银行外，其他主体银行净息差均呈现持续下滑，尤其是农商行下滑幅度较高，截至 9 月为 2.06% (-0.27pct)，商业银行整体有调降存款挂牌利率的动力。另一方面，部分再贷款具有让利支持实体经济功能，如设备更新改造专项再贷款需要以 1.75% 成本同时以不高于 3.2% 的利率发放，一定程度上也增加了银行净息差压力。

图表 67. 一般贷款加权平均利率下降至历史低位



资料来源：万得，中银证券

图表 68. 商业银行净息差收窄



资料来源：万得，中银证券

市场利率向政策利率收敛。回顾往年货币政策执行报告，自 2020 年二季度专栏 2《完善利率传导机制》，央行开始强调“引导货币市场利率围绕公开市场操作利率平稳运行”和“国债收益率曲线、同业存单等市场利率围绕中期借贷便利利率波动”。基于此，市场往往以资金利率和政策利率的相对高低判断流动性松紧。2022 三季度货政报告中仍没有恢复“引导市场利率围绕政策利率为中枢上下波动”表述，表示在目前稳增长目标下，市场利率保持在政策利率以下仍是央行的合意水平，其次，报告中也未提及“管好货币供给总闸门”表述，同样指向宽货币并未退潮。因此在这一轮稳增长周期中，央行短期内难以轻易收紧资金面，问题在于货币政策正常化的节奏如何。从以往信用扩张周期来看，信贷扩张中后期流动性将逐渐收紧，触发因素主要为基本面因素，如 2020 年 5 月进出口数据、金融数据超预期后，央行缩量续作中期借贷便利，其次为金融去杠杆因素，如 2016 年 7 月，中央政治局会议提出“抑制资产泡沫”后，次月央行开启公开市场锁短放长操作。展望 2023 年，需重点关注二季度期间经济数据好转对于流动性的影响。

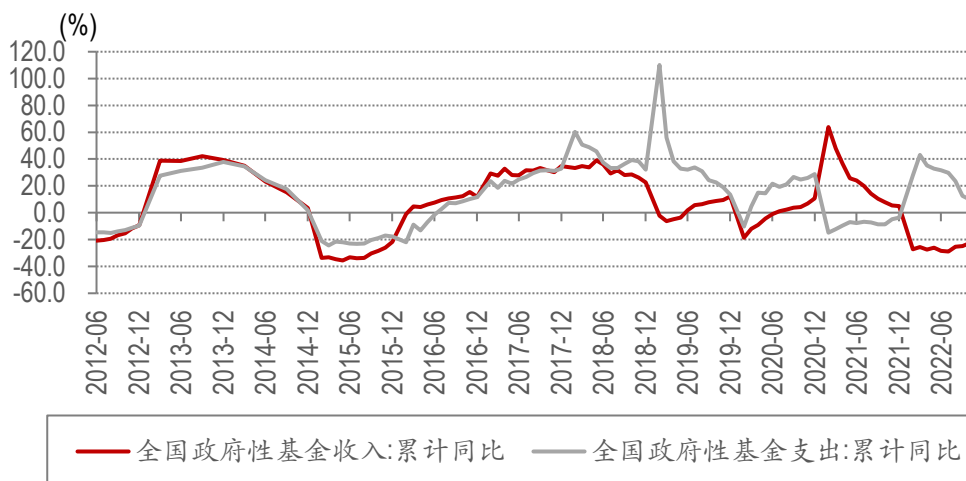
2.3.2 财政政策：积极有为，提升效能

展望 2023 年，财政政策将延续提升效能基调。2022 年以来“三重压力”叠加疫情反弹、地产萎靡、地缘政治等因素干扰下，需求收缩、供给冲击、预期转弱均修复较慢。预计 2023 年财政政策仍将积极发力稳定宏观经济大局，进一步提升效能，财政预算赤字率或高于 2022 年水平，为 2023 年政策扩张留有一定腾挪空间。从 2022 年经验来看，在疫情和地缘政治扰动超出年初预期的背景下，稳增长压力骤增，财政空间紧张，最终通过上缴特定金融机构和国有企业结存利润 1.65 万亿元、调增政策性银行 8000 亿元信贷额度、使用 6000 亿元政策性开发性金融工具、发行专项债结存限额 5000 亿元等方式应对财政压力。相对而言 2023 年或将提前做好准备留出财政空间，同时也可能再次与货币政策协调配合，通过政策性开发性金融工具支撑基建投资以工代赈。

财政托底必要性高，减税降费或将放缓。2023 年稳增长压力依然不低。外需方面，发达经济体持续紧缩，全球或面临衰退，外需对经济支撑趋弱。内需方面，居民消费的恢复依然存在不确定性。为保持政策连续性和稳定性，扭转偏弱的经济预期，财政托底必要性凸显。2022 年以来财政收支矛盾较大。支出方面，卫生健康等民生类支出、基建类财政支出大幅增加。收入方面，受到大规模留抵退税影响，依照财政部可比口径数据测算，2022 年 1-10 月增值税留抵退税规模累计实现 1.76 万亿元，对财政产生较大压力，预计 2023 年减税降费将相对放缓，减轻财政支出压力。

收支矛盾的另一面来源于政府性基金收入。2022 年以来房地产市场的萎靡导致拿地和新开工大幅下降，地方政府土地出让收入骤减，但地方政府债务压力持续提升。在“保交楼”、民营企业债权融资工具、民营企业股权融资工具、免息再贷款工具等纾困政策的扶持下，民企房企出现大规模系统性风险的概率降低，但由于政策落地需要时间，且房地产长效机制下市场预期难以出现方向性扭转，预计土地出让收入或将呈现边际回升，带动政府性基金收入小幅回升。

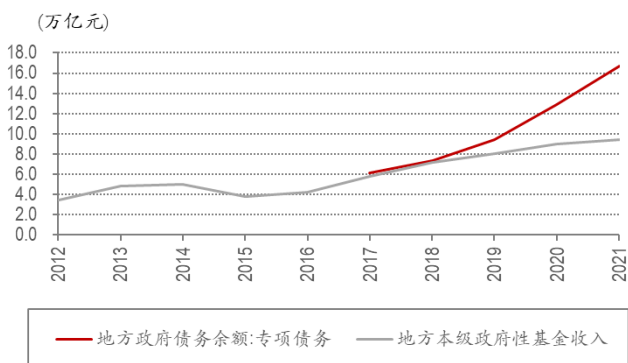
图表 69. 2022 年以来政府性基金收支缺口扩大



资料来源: 万得, 中银证券

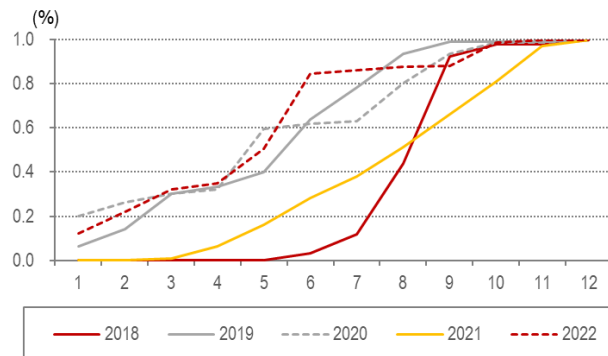
赤字率或小幅提升, 延续效能提升。在出口趋势性回落、消费和地产复苏仍有不确定性的情况下, 预计 2023 年赤字率将小幅提升, 专项债额度或持平, 节奏相对前置。预计基建仍将继续发力, 专项债发行前置以支持基建投资扩张, 由于限额-余额空间还有约 1 万亿远, 2023 年专项债实际规模还有可能超出新增限额。此外, 在强调财政货币政策配合的基调下, 政策性开发性金融工具或许将再次扩张。尽管政策性金融工具都具有临时性, 但面临财政货币政策逆周期调节力度加大时期, 往往呈现信贷扩张。

图表 70. 专项债债务空间受限



资料来源: 万得, 中银证券

图表 71. 专项债发行或呈现前高后低



资料来源: 万得, 中银证券

3. 大类资产配置展望：星星之火可以燎原




















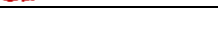
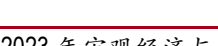
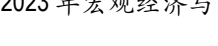
2023 年人民币大类资产配置将遵循复苏交易趋势，风险资产整体表现或好于避险资产。从时间节奏上看，2023 年上半年国内经济增速前低后高，海外经济大概率步入衰退，因此人民币风险资产中股票的表现要优于国际定价的大宗商品，排序为股票>大宗>货币>债券；下半年随着美联储停止加息和美国经济走出衰退，外需提振大宗商品价格，排序为大宗>股票>货币>债券。

3.1 2022 年衰退预期主导全球资产定价

2022 年至今，全球大类资产普跌，美元一枝独秀。年初以来影响全球大类资产价格的因素主要有两个，一是乌克兰危机，二是美联储加息。虽然年初美欧大幅放松了对新冠疫情的防控措施，出现了阶段性消费反弹，但在上述两个因素影响下，全球经济前景预期依然承压，大类资产进入衰退交易阶段。在预期疲弱带动下，国际资本对风险资产的偏好大幅下降，股票、大宗商品价格年初以来大幅下跌，债券收益率受美联储加息影响持续大幅上行。人民币资产基本面与海外最大的不同，在于货币政策持续宽松，因此在全球范围内主要主权债收益率大幅上升的情况下，国债收益率基本保持稳定。

四季度定价逻辑发生转折。转折发生在两方面：一方面是市场一致预期美联储加息的拐点即将到来，12 月大概率加息 50BP，较此前的加息 75BP 幅度下降，这也意味着 2023 年美联储紧缩的货币政策将步入下半场；另一方面是全球资本市场经过一年的调整，已经比较充分地定价了全球范围内经济衰退和货币政策收紧预期的负面影响，随着美联储货币政策边际调整，市场开始预期 2023 年全球经济筑底，经济强劲的经济体比如美国，可能重拾上升趋势。因此四季度风险资产价格开始上行。

图表 72. 截至 2022 年 11 月 18 日主要大类资产价格表现

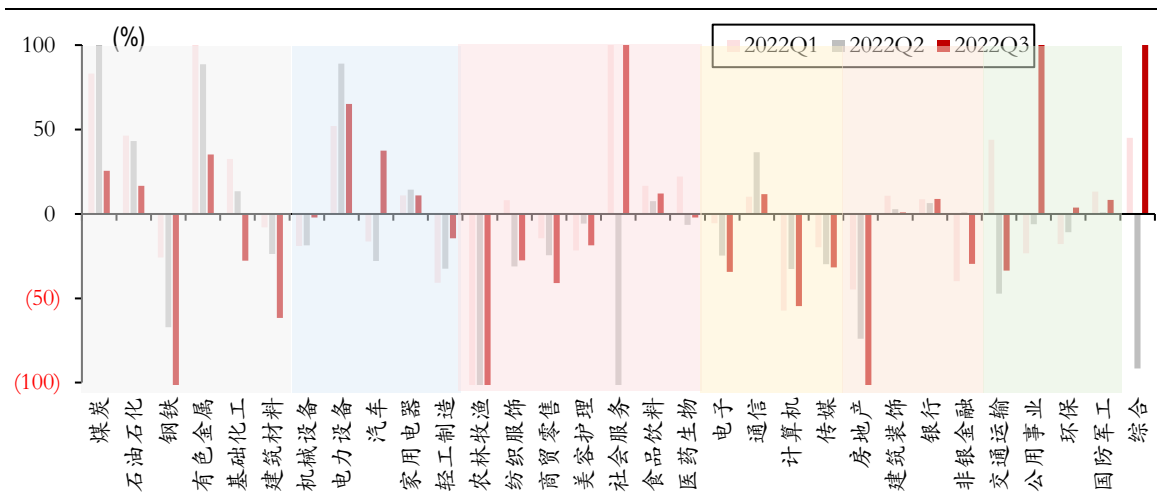
分类	名称	现价	截至 11 月 18 日	四季度至今	三季度	上半年	年初以来
股票	上证综指	3,085.04		2.01	-11.01	-6.63	-15.24
	深证成指	11,134.47		3.30	-16.42	-13.20	-25.06
	中小 100	7,520.24		2.26	-16.73	-11.56	-24.69
	创业板指	2,387.30		4.30	-18.56	-15.41	-28.15
	万得全 A	4,895.28		4.60	-12.61	-9.53	-17.30
	沪深 300	3,769.13		-0.94	-15.16	-9.22	-23.71
	标普 500	3,949.94		10.16	-5.28	-20.58	-17.13
	NASDAQ	11,024.51		4.24	-4.11	-29.51	-29.53
	MSCI 发达市场	2,640.44		11.01	-6.58	-21.21	-18.30
	MSCI 新兴市场	931.05		6.31	-12.48	-18.78	-24.43
债券	中债国债	2.70		6 BP	-6 BP	4 BP	4 BP
	十年美债	4.22		-1 BP	85 BP	146 BP	230 BP
	十年欧债	2.37		-2 BP	64 BP	169 BP	230 BP
	十年日债	0.27		-1 BP	4 BP	15 BP	18 BP
大宗商品	NYMEX 原油	80.25		0.96	-24.60	40.95	6.70
	SHFE 螺纹钢	3,671.00		-3.98	-13.17	1.79	-14.65
	LME 铜	7,895.00		4.43	-9.30	-15.26	-18.78
	LME 铝	2,380.00		10.08	-12.41	-12.95	-15.23
	CBOT 大豆	1,436.25		5.24	-6.31	9.05	7.24
	COMEX 黄金	1,739.50		4.04	-7.69	-1.13	-4.87
货币类	货币基金	1.56		-20 BP	-17 BP	-53 BP	-91 BP
外汇	美元指数	106.97		-3.86	7.11	9.10	12.35

资料来源：万得，中银证券

3.2 股票：复苏趋势的受益者

2022 年前三个季度上市公司业绩增速逐季下降。2022 年前三个季度国内实际 GDP 同比增速分别为 4.8%、0.4%和 3.9%，其中二季度受疫情影响经济增速大幅下滑，但三季度随着疫情逐步得到有效控制，经济增速明显反弹。同时期上市公司归母净利润同比增速则是持续下行的，全部上市 A 股前三个季度当季归母净利润同比增速分别为 5.4%、2.6%和 0.8%，一定程度上与上市公司行业结构特点相关。三季度各行业分类中，原材料类和 TMT 类上市公司利润同比增速较二季度整体进一步下行，但中游制造业、公共事业和部分消费品行业的业绩增速较二季度仍有不同程度的反弹，在利润结构上，也表现出原材料和 TMT 占比下降，中游制造业、消费品类、公共事业、以及地产金融占比上升的特点。在基数效应的影响下，2023 年上市公司利润增速整体或表现出上半年上升、下半年下降的趋势性特点，全年增速中枢或高于 2022 年，因此盈利趋势好转将成为 A 股资产价格的支撑。

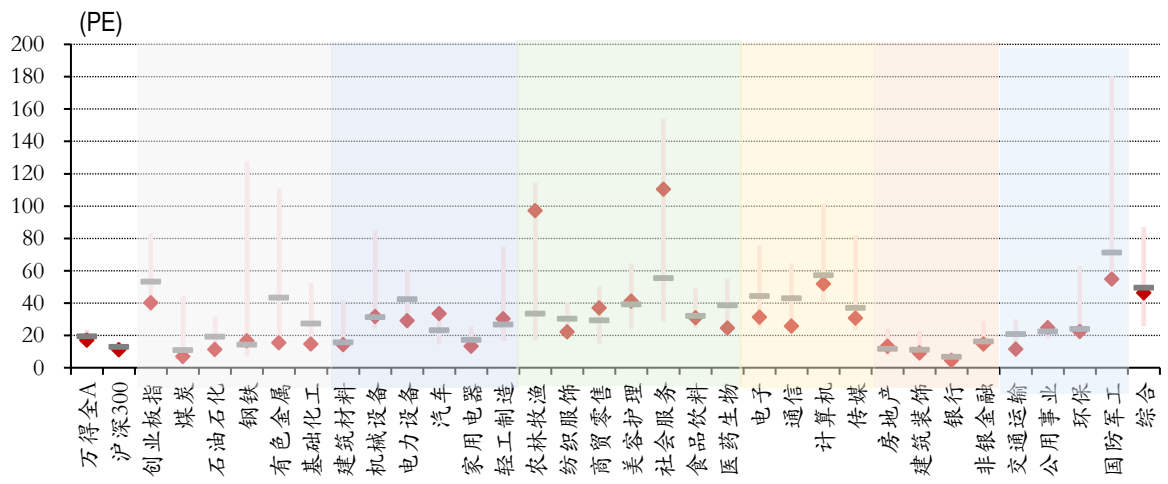
图表 73. 2022 年可比口径 A 股归母净利润增速前三季度前高后低



资料来源：万得，中银证券

估值有上升空间。以 2015 年以来估值波动中部 90%的数据为区间计算，从市场指数看，截至 11 月 18 日，万得全 A 指数当前估值在中位数下方区间 51.4%的位置，沪深 300 指数在中位数下方区间 95.7%的位置，创业板指在中位数下方区间 74.2%的位置，市场指数当前的估值水平不仅均低于 2015 年以来的中位数，而且在中位数下方区间明显偏低的水平上，其中权重股和大盘股估值偏低的现象更明显。从行业估值看，31 个申万行业当中仅有 9 个估值高于中位数，其中包括受疫情冲击出现行业性亏损的社会服务、美容护理、商贸零售，受猪周期拖累的农林牧渔，受行业调控政策影响的房地产，受二季度疫情冲击后供应链修复反弹的汽车，受益于避险需求的公共事业，以及钢铁和轻工制造，另外部分行业的估值已经落入 2015 年以来最低 5%区间水平，包括银行、通信、交通运输、国防军工，以及周期类行业有色金属、煤炭和石油石化。

图表 74. 当前 A 股各行业 PE 整体处于 2015 年以来较低水平



资料来源：万得，中银证券

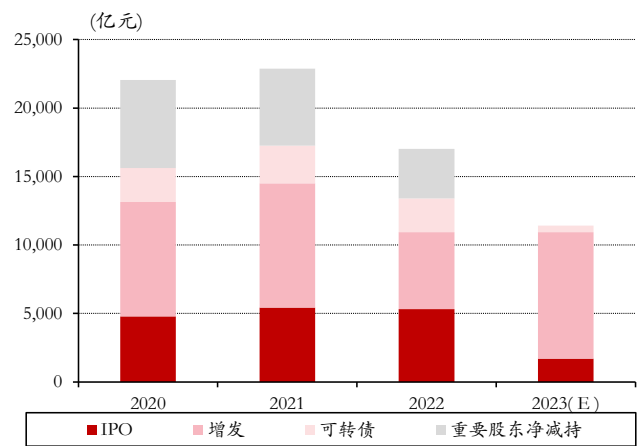
机构资金净流入有望边际好转。2015 年陆港通开通以来，陆股通资金基本保持年均净流入趋势。2022 年截至 11 月 18 日，沪股通当年累计净流入 679 亿元，深股通当年累计净流出 313 亿元，二者表现差异主要原因在于投资者的风险偏好和交易标的的估值水平，同时也是 2016 年以来北上资金净流入最少的一年。一级市场方面，截至 2022 年 10 月底 A 股募资总额 1.44 万亿元，其中 IPO 融资 5324 亿元，增发融资 5616 亿元，可转债融资 2470 亿元；二级市场方面，重要股东净减持 3602 亿元。从资金流出规模看，IPO 融资维持在较高水平，可转债融资水平自 2019 年以来连续四年规模基本持平，但增发规模明显下降。目前 2022 年已过审但未实施的融资规模中，包括 IPO 融资 1696 亿元，增发 9243 亿元，可转债 474 亿元，共计 1.14 万亿元，IPO 融资规模和可转债融资规模明显偏低，但增发融资规模较高，预计 2023 年一级市场融资总规模可能在 2022 年的基础上有所增加。但二级市场机构资金状况可能好转，一方面二级市场估值偏低，重要股东净减持可能维持在较低水平，另一方面随着市场开始定价复苏交易，北上资金净流入规模有望较 2022 年明显上升。

图表 75. 陆股通累计净流入资金持续增长



资料来源：万得，中银证券

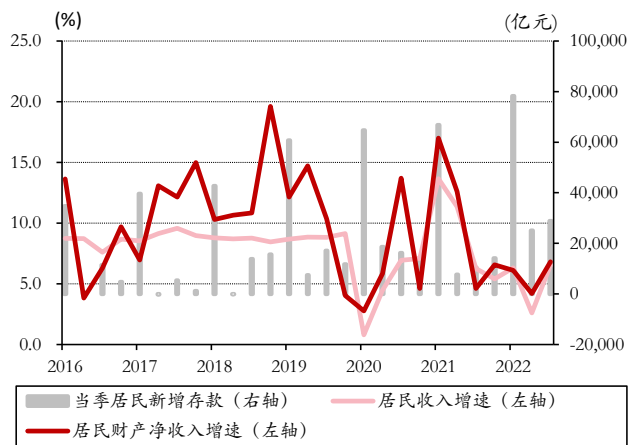
图表 76. 2023 年 A 股再融资规模可能放量



资料来源：万得，中银证券

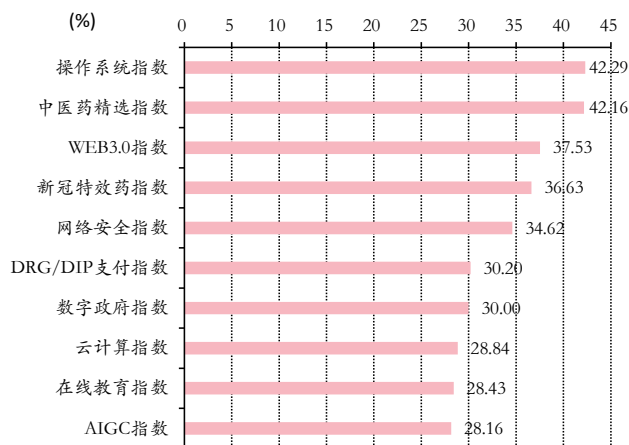
居民部门资产配置有望转向股票类产品。2022 年股票类产品投资回报率整体偏低，但四季度这一状况出现明显改善，以主题指数为例，四季度以来涨幅靠前的 TMT 类和医药类主题指数，涨幅平均在 30% 左右，同时期债券类产品的估值出现明显波动，相较之下财富效应出现向股票类资产转向的迹象。从居民部门收入情况看，三季度居民收入增速 6.5%，其中居民财产净收入增速 6.8%，且前三个季度居民当季新增存款分别达到 7.82 万亿元、2.51 万亿元和 2.88 万亿元，均为历史同期最高水平，表明居民部门存在资产配置的需求。

图表 77. 居民新增存款增长显著



资料来源: 万得, 中银证券

图表 78. 四季度涨幅靠前的 A 股主题指数



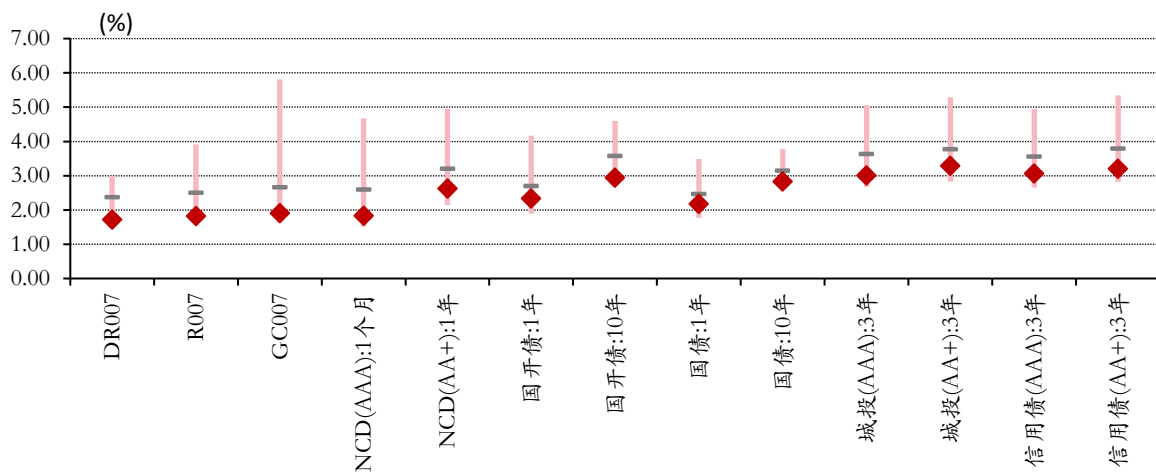
资料来源: 万得, 中银证券

总体看, 2023 年 A 股有望扭转 2022 年下跌的趋势转而上行, 其中比较坚实的基础是偏低的估值和经济复苏大趋势, 有望较 2022 年边际改善的是北上资金净流入规模和居民的股票类资产配置偏好。

3.3 债券: 三个负面因素可能共振

偏低的利率水平。以 2015 年以来各品种固收产品交易日收盘利率为例, 剔除波动区间最高和最低各 5% 部分, 固收资产的利率水平整体基本处于历史波动区间 20% 分位数以内。拆借利率的分位数水平最低, 其中 DR007 位于历史波动区间 3.32% 分位数, R007 位于 6.63% 分位数, GC007 位于 7.77% 分位数; 利率债分位数整体在 20% 下方, 其中十年国开债截至 11 月 18 日收益率已经处于区间下方, 一年期利率债经过市场调整之后已经回升至 20% 分位数上下; 信用债的收益率分位数相对较高, AAA 评级三年期城投债和企业债收益率分位数分别为 12.78% 和 16.41%, AA+ 评级三年期城投债和企业债收益率分位数分别为 18.98% 和 16.16%。收益率水平整体偏低有两方面原因: 一是货币拆借利率在半年左右时间内持续位于历史较低水平, 为跨期交易和信用套利交易创造了便利; 二是固定收益率投资产品规模增长较快, 配置刚需压低了债市收益率。但在当前收益率水平上, 2023 年利率进一步下行空间明显被压缩, 反而是波动性和上行空间都有所放大。

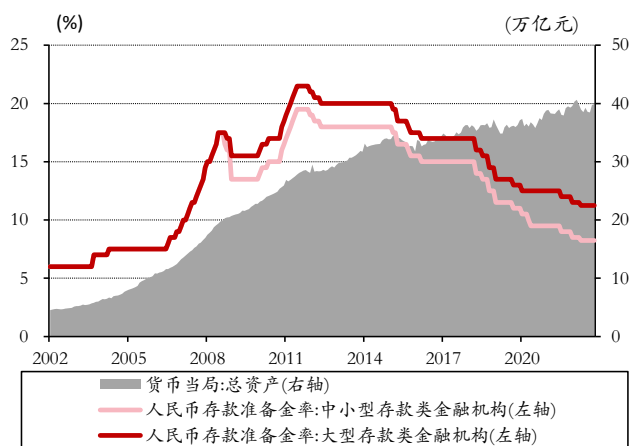
图表 79. 2015 年以来各收益率曲线主要波动区间



资料来源: 万得, 中银证券

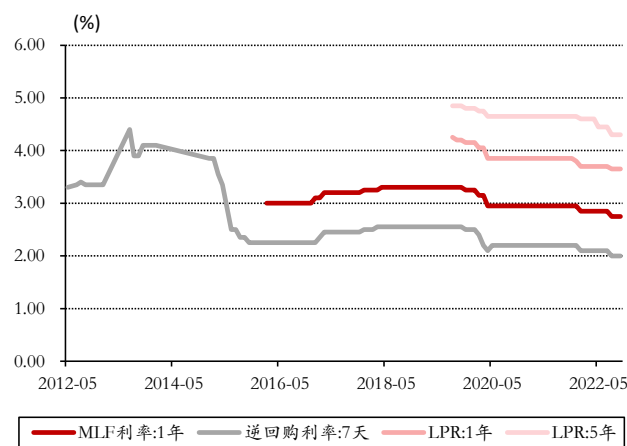
不确定的货币政策走向。三方面看货币政策空间：存款准备金率方面，当前大型机构存准率 11.25%，中小型机构存准率 8.25%，分别为 2006 年和 2007 年以来最低水平，虽然历史上 2003 年之前存准率最低达到 6%，但在巴塞尔协议的限制下，资本会成为宽信用的障碍，因此存准率下降的空间变小；政策利率方面，7 天逆回购利率 2% 处于 2003 年以来最低水平，1 年期 MLF 利率 2.75%、1 年期 LPR 利率 3.65%、5 年期 LPR 利率 4.3%，均处于数据发布以来最低水平；截至 2022 年 10 月，央行资产负债表总资产规模 39.89 万亿元，略低于 2022 年 2 月的历史最高水平 40.62 万亿元，较 2021 年底规模上升了 0.32 万亿元。从货币政策工具来看，传统的数量工具和价格工具进一步宽松的空间已经较小，但 2022 年央行资产负债表规模控制较好，因此 2023 年如果经济能够保持稳定复苏态势，则货币政策大概率维持不变或适时边际回收流动性，如果经济复苏趋势受超预期因素冲击，则货币政策可能延续宽信用和支持实体经济的导向，更多体现在央行资产负债表扩张上。

图表 80. 存款准备金率水平偏低



资料来源：万得，中银证券

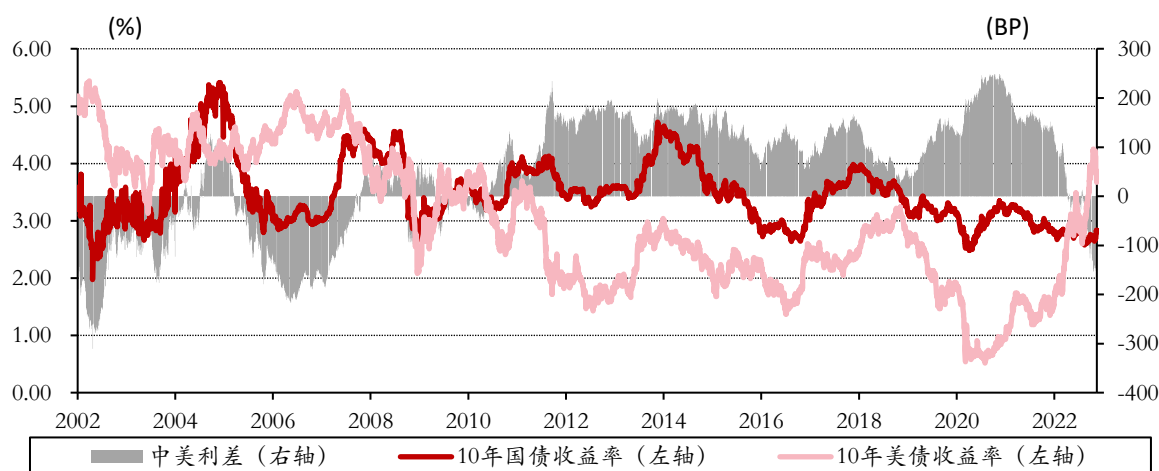
图表 81. 政策性利率处于较低水平



资料来源：万得，中银证券

历史低位的中美利差。截至 2022 年 11 月 18 日，十年国债收益率 2.83%，十年美债收益率 3.82%，自 10 月以来在十年国债收益率上行且十年美债收益率下行的情况下，中美利差从 10 月最高水平-153BP 收窄到-100BP，无论是利差幅度还是倒挂持续时间，都是次贷危机以来的最高水平。考虑到美联储加息的过程进入下半年，预计十年美债收益率震荡回落，中美利差收窄但倒挂情形短期难有改变，将通过人民币汇率波动、国际资本流动等方式影响中国资本市场包括债券市场。

图表 82. 中美利差影响国债收益率走势



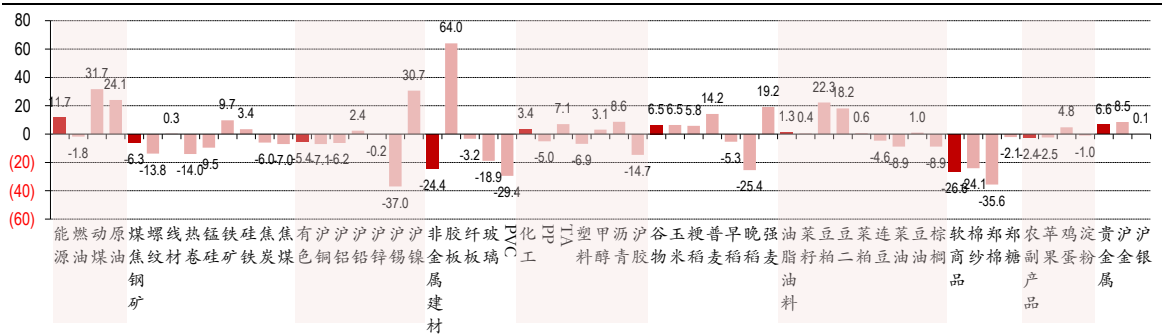
资料来源：万得，中银证券

综上所述，2023 年债券市场的问题是向下空间不足但向上弹性有余，在经济持续复苏和市场担忧货币政策转向的矛盾中，债市收益率大概率向历史中位数回摆。

3.4 大宗商品：国际定价产品的价格拐点依赖全球经济复苏

2022 年能源、谷物、贵金属上涨，周期品疲弱。2022 年影响大宗商品价格走势的因素较多：一是年初乌克兰危机始料未及，由于俄乌双方在全球能源、食品、工业原料等多个领域处于主要供给方的位置，冲突对生产端造成的负面影响叠加美欧对俄罗斯的经济制裁，导致部分行业全球供求结构失衡，价格阶段性冲高；二是虽然年初以来海外新冠疫情防控措施大幅放松，以消费为代表的需求反弹，但需求反弹过后市场预期全球经济逐步走弱，需求端回落拖累供给相对平稳的周期品价格表现；三是美联储持续大幅加息，加之经济基本面美强欧弱，美元走势持续上升一度接近 115，对国际大宗商品价格造成负面影响。但随着经济形势的发展，2023 年上述有两大影响因素将发生改变：一是全球经济衰退或将从预期成为现实，届时市场开始预期经济筑底回升趋势好转；二是美国加息过程的拐点将出现，美元难以持续保持强势。

图表 83. 2022 年（截至 2022 年 11 月 18 日）大宗商品表现疲弱（单位：%）



资料来源：万得，中银证券

美元走势将从 2022 年的“不弱”转向 2023 年的“难强”。2022 年支撑美元走强的两个因素都出现了边际变化，一是美联储持续大幅加息行至拐点，预计美联储最快将于 2022 年 12 月加息幅度边际收窄至 50BP，这意味着美联储的加息过程已经过半，接下来将是紧缩货币政策逐步退出的过程，并且这一过程有望在经济压力下缩短；二是美强欧弱的经济基本面对比有所收敛，市场目前一致预期在美联储持续大幅加息影响下，2023 年上半年美国经济将落入衰退，但欧洲方面受能源问题结构性冲击的影响将边际减弱，虽然二者经济基本面差异依然较大，但对比程度已没有 2022 年强烈。另一方面，在美债收益率处于较高水平的情况下，美元资产仍对国际资本有较强吸引力，因此国际资本仍有回流美元资产的动力，美元指数走势不弱，但难以持续突破前期高点。

图表 84. 美元指数强势难以为继



资料来源：万得，中银证券

黄金价格走势将取决于美联储加息进程。黄金价格的主要影响因素包括美国实际利率、通胀、美元指数和经济增长，2023年至少两个因素将出现实质性拐点，一是美国通胀在2022年上行的趋势将出现反转，2023年美国通胀将呈现中枢下降、趋势下行的特点，二是市场预期2023年上半年美联储加息过程将结束，除此之外美元指数强势上升的趋势和美国经济复苏的趋势也有较大概率发生变化。综合影响之下，黄金价格将结束下跌过程，预计在2023年下半年逐步震荡走高。

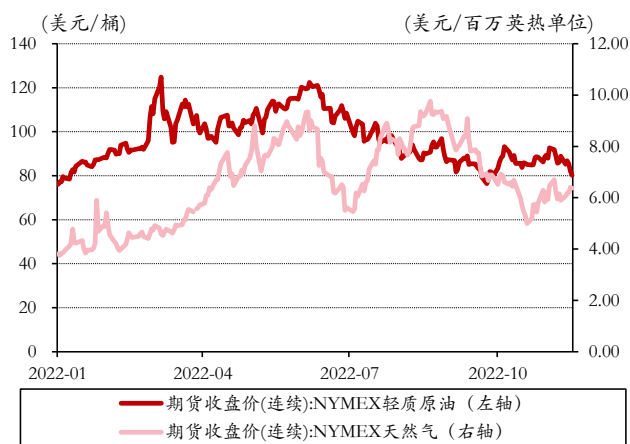
能源价格主要受三方面因素影响，将以区间波动为主。一是乌克兰危机和西方对俄罗斯能源的制裁，对全球能源供需格局的人为结构性改变仍将持续，二是2023年以美欧为代表的全球经济将阶段性陷入衰退，需求疲弱的情况将持续一段时间，三是美元指数的强势上涨趋势或发生改变。在没有新的外部冲击情况下，当前全球能源价格已经一定程度上消化了上述预期，我们预计以原油为代表的国际能源价格将在供给端相机抉择的背景下，价格或维持在80美元/桶—100美元/桶之间波动。

图表 85. 美联储加息接近尾声，黄金价格压力减小



资料来源：万得，中银证券

图表 86. 能源价格高位震荡



资料来源：万得，中银证券

农产品期货价格主要取决于供给端。供给端的影响主要来自两方面，一是自然条件对农产品生产的影响，二是乌克兰危机对俄乌两国农产品生产、外运、以及俄罗斯化肥等原料国际贸易限制对全球农产品生产的影响。需要关注的是，农产品产量下降和化肥价格上升，可能内化到农产品生产成本当中，从而推高2023年农产品价格波动的中枢。

周期品价格有望受益于全球经济向好。2022 年周期品价格先上后下，主要是受全球经济形势变化的影响。2023 年全球经济走势或与 2022 年相反，上半年美欧等主要经济体先后落入衰退区间，但随着通胀确定性回落和央行结束加息进程，下半年全球经济有望逐步企稳。由于当前周期品价格已经一定程度上反应了全球经济衰退预期，因此 2023 年周期品价格有望在波动中迎来上涨。

图表 87. 农产品期货价格冲高回落



图表 88. 周期品价格主要受供需主导



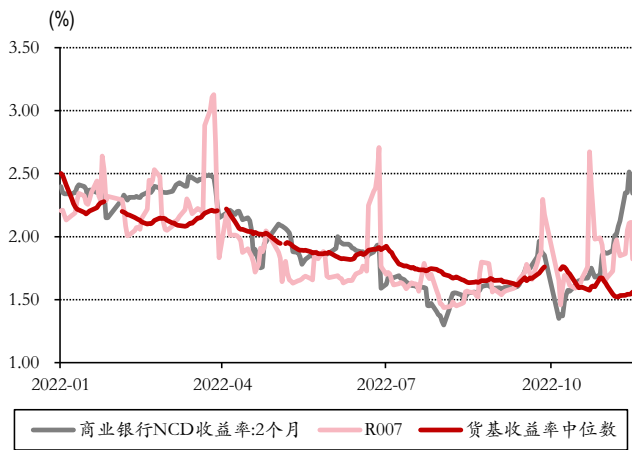
综上，2023 年上半年大宗商品中能源价格可能受益于季节性需求较强，下半年随着全球经济出现复苏拐点，周期品表现更好。

3.5 货币基金：更短的久期重塑货币基金利率通道

2022 年货币基金收益率持续下行。2022 年货币基金收益率除了在季末时点小幅反弹之外，其他时间内整体维持了下行趋势，从年初的 2.5% 行至 1.5% 左右。货币基金收益率下行的趋势与货币拆借利率下行的趋势一致，主要原因还是疫情冲击影响下，年内经济稳增长持续承压，货币政策整体基调偏宽松，货币市场流动性较为充裕。截至三季度末，货币基金收益率整体仍在 R007 和商业银行 2 个月 NCD 收益率构建的走廊当中，但这一情况在四季度出现扭转。2022 年 10 月之后，受缴税和秋冬季疫情多地散发等因素影响，虽然央行的货币政策没有专项，但货币市场流动性仍出现阶段性紧张，R007 利率较三季度波动中枢出现明显上行，带动商业银行 2 个月 NCD 收益率也出现持续上行趋势，与前期不同的是，货币基金收益率中位数反而下行，且创下年内新低，我们认为这是货币基金对流动性偏好上升所致。

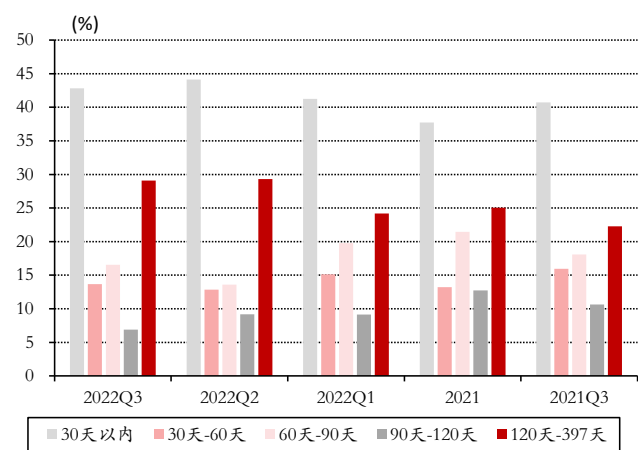
2023 年宽松的货币环境难改，但货币基金的风险偏好或更低。2023 年国内经济发展的重点，是稳定经济复苏趋势，虽然国内通胀前高后低对货币政策构成掣肘，但海外衰退压力拖累外需，更需货币政策以我为主支撑内需。在货币政策整体难收紧的情况下，货币拆借利率即便向历史中枢回摆，预计大概率将在 2% 附近波动，从 2022 年前三季度货币基金资产配置进一步提高 30 天以内和 120 天—397 天资产集中的趋势看，结合 2022 年四季度货币基金对流动性的偏好大幅上升的情况，我们预计货币基金在资产配置端或继续加大 30 天以内资产的配置比例，同时可能开始缩短久期，降低 120-397 天品种的配置比例。综合来看，货币基金收益率波动可能加大向 R007 利率靠拢，全年维持在 2% 下方波动。

图表 89. 货币基金收益率中位数下行



资料来源: 万得, 中银证券

图表 90. 货币基金哑铃型资产分布特征更明显



资料来源: 万得, 中银证券

4. 结论、预测与风险

4.1 结论与预测

预计 2023 年全球经济增长弱于 2022 年，但新冠疫情、美联储加息、俄乌冲突等压制 2022 年经济增长的因素在 2023 年预计均将有所缓解，2023 年下半年全球经济增长存在企稳可能。美国劳动力市场依然强韧，对其通胀韧性不宜低估，美联储的紧缩政策或持续至 2023 年年中，经济陷入衰退的风险增加，美元指数先强后弱；欧元区经济增长疲软，衰退概率较大，但欧央行为对抗通胀仍将延续加息进程；日本经济复苏预计较为缓慢，通胀目标初步达成但其上升趋势能否持续依然存疑，日央行货币政策转向可能性较小，尽管如此，日元仍大概率迎来升值行情。

随着疫情防控政策的优化，中国经济 2023 年将迎来复苏，全年 GDP 增速预计在 5% 以上。消费、投资、净出口“三驾马车”贡献不一。出口或将维持较低景气，贸易顺差将有所收窄；消费有望温和修复，投资仍需发力以稳定经济增长。其中制造业投资仍将贡献较高增速，地产投资有望温和回暖，基建投资的确定性依然较强。CPI 涨幅扩大，全年先高后低，但通胀压力依然可控，不会对货币政策构成明显掣肘；PPI 则先抑后扬，PPI-CPI 剪刀差下半年预计再度转正，影响工业企业内部利润分配。

宏观政策依然强调经济增长，财政政策与货币政策将协同发力。国内货币政策将更加注重以我为主，货币金融环境将呈现从宽货币到宽信用的转变，结构性工具重要性提升，社融-M2 剪刀差收窄，市场利率逐步向政策利率收敛。随着经济增长的企稳，2023 年下半年货币政策目标中防风险权重将逐渐上升。财政政策将继续积极有为，提升效能。减税降费力度或有减弱，赤字率小幅提升。

大类资产配置方面，2023 年人民币大类资产配置将遵循复苏交易趋势，风险资产整体表现或好于避险资产。从时间节奏上看，2023 年上半年国内经济增速前低后高，海外经济大概率步入衰退，因此人民币风险资产中股票的表现要优于国际定价的大宗商品，排序为股票>大宗>货币>债券；下半年随着美联储停止加息和美国经济走出衰退，外需提振大宗商品价格，排序为大宗>股票>货币>债券。

我们对 2023 年主要经济指标的预测如图表 91 所示。

图表 91. 2023 年主要经济指标预测（单位：%）

	2022E	2023E	2023Q1E	2023Q2E	2023Q3E	2023Q4E
实际 GDP 同比	3.0	5.2	3.0	7.1	4.6	5.8
名义 GDP 同比	5.3	7.0	4.7	8.1	6.7	8.2
工业增加值同比	4.1	5.5	4.5	6.2	5.4	6.0
固定资产投资同比	5.1	6.4	4.7	6.0	6.3	6.4
社会消费品零售总额同比	-0.3	6.8	1.8	8.5	5.7	11.0
出口（美元计价）同比	7.2	5.8	(2.3)	3.4	4.7	16.5
进口（美元计价）同比	1.6	6.2	(1.5)	3.0	8.7	14.4
CPI 同比	2.0	2.3	2.6	2.2	2.3	2.2
PPI 同比	4.3	1.0	0.3	(0.8)	1.9	2.7
存量社融同比	10.1	10.1	9.7	9.7	9.9	10.1
M2 同比	12.1	10.1	11.7	11.5	10.7	10.1

资料来源：中银证券

4.2 风险提示

(1) **全球通胀回落速度偏慢。**截至 2022 年 10 月，美国 CPI 同比增速和 PPI 同比增速第一次出现低于预期且增速下行的情况，但与之相反的，是欧洲通胀同比走势依然强劲。从细分结构看，支撑美国通胀高企的因素，除了食品和能源，还有住房、汽车和服务，因此在失业率较低且工资同比增速较高的情况下，美国通胀可能表现出粘性较强的特征。而欧洲的通胀核心推动力来自能源价格高企，能源价格推高了全社会的生产生活成本，并且已经出现制造业向欧洲以外地区转移的情况。如果 2023 年美欧通胀回落速度偏慢，则包括加息在内的紧缩货币政策退出的时间将超预期拉长，不仅遏制资本市场价格表现，而且可能加深美欧经济衰退的幅度。

(2) **美联储货币政策锚点放弃通胀，转向经济增长。**截至 2022 年 11 月，美联储官方货币政策调整的态度一直锚定通胀水平，强调在通胀未见明确回落的情况下，紧缩的货币政策不会转向。但市场当前一致预期 2023 年上半年美国经济将陷入衰退，如果美国经济调整的情况超出美联储预期，不排除美联储货币政策转向时间提前。

(3) **国内地产和消费复苏不及预期。**2023 年中国经济复苏驱动因素中，消费和地产的复苏占据着重要地位，但新冠疫情和居民预期的演变亦可能对二者造成负面影响，进而增加复苏的不确定性。

(4) **全球新冠疫情发展不确定。**鉴于新冠病毒变异的过程没有停止，新冠疫情对全球劳动力供给、供应链恢复、生产端格局变化、消费场景恢复等方面的影响仍存在不确定性。

(5) **俄乌局势前景不明。**俄乌局势的外溢性影响依然存在于欧洲地缘安全、全球食品和能源价格、全球化肥等原材料供应领域，即便俄乌冲突短期内能够结束，美欧为首的西方对俄罗斯的制裁持续时间也将对上述各方面造成持续负面影响。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371