

春晖渐近，风正扬帆

2023 年年度市场策略报告

2022 年 12 月 28 日

投资要点
上证指数-沪深 300 走势图


%	1M	3M	12M
上证指数	-1.39	-2.03	-15.92
沪深 300	1.56	-1.06	-22.10

黄红卫
分析师

 执业证书编号:S0530519010001
 huanghongwei@hncatching.com

相关报告

- 1 财信宏观策略&市场资金跟踪周报 (12.26-12.30): 指数缩量调整, 继续看好 A 股 2022-12-25
- 2 财信宏观策略&市场资金跟踪周报 (12.19-12.23): 中央经济工作会议释放利好, A 股机会大于风险 2022-12-18
- 3 宏观经济研究周报 (12.12-12.18): 货币、财政政策将继续发力, 低位布局时机已至 2022-12-14

- **2023 年全球经济衰退风险增加, 但流动性将边际缓解:** 鲍威尔强调“美联储的政策正接近充分限制性的利率水平, 须在一段时间内维持限制性利率”。我们测算美联储的“充分限制性的利率水平”大概率在 5.1% 附近, 预计 2023 年 1 月、3 月美联储还将分别加息 25 个 bp 左右, 预计将在明年 2 季度结束加息进程, 但预计美联储仍将维持高利率 (5.1%) 较长时间。从加息时间和加息节奏来看, 美联储本轮加息已经处于尾声阶段, 2023 年全球流动性将趋于缓解, 2023 年全球股市杀估值过程或将告一段落, 黄金和白银也迎来底部配置时机。作为衰退前瞻性指标, 美国 2 年期与 10 年期国债收益率倒挂幅度为 1981 年以来之最, 未来美国经济衰退深度可能超预期, 后续仍需警惕美股杀业绩风险。如果 2023 年美国发生硬着陆、失业率攀升, 不排除美联储提前结束缩表, 并进入降息周期可能性。
- **疫情和地产是 2022 年国内经济走弱的核心原因:** (1) 考虑到刚需及改善等自住需求占比约 41.8%, 预计“保交楼楼盘”在 2023 年下半年陆续交付后, 刚需及改善等自住需求将回暖, 2023 年下半年地产板块有望弱复苏。(2) 考虑到疫情防控优化存在 3-4 个月的闯关期, 此时经济通常会走弱, 我们预计 2022 年 Q4、2023 年 Q1 国内经济将会进入筑底阶段。参照海外经验, 2023 年国内可能会经历 3 轮左右的疫情冲击, 消费和经济将在曲折中复苏。但第一轮疫情对消费、经济、资本市场的冲击最大, 随后几轮疫情的冲击将逐渐减弱。综上, 2023 年国内经济有望曲折复苏至中枢水平, A 股市场也将震荡中上行。
- **2023 年中国资产迎来战略配置时点:** 2022 年在业绩疲软、估值承压、风险偏好下降等多重冲击下, A 股及港股指数大多领跌全球主要股指, 本轮 A 股调整幅度已达 2012 年、2018 年熊市水平。相较全球股市而言, 上证指数、恒生指数处于估值洼地, 后续存在较大估值上修的可能性。展望 2023 年, 欧美国家经济硬着陆风险增加, 中国外需存在较大不确定性, 预计中国将处于加杠杆周期。叠加中国疫情防控优化、地产融资改善政策效果显现, 预计中国经济将领先全球复苏, 人民币汇率将止跌回升, 中国资产也将领涨全球。当下 AH 溢价指数处于高位, 叠加 2023 年港股双币机制落地、港股流动性改善, 预计港股走势将强于 A 股。
- **投资建议:** 2023 年业绩层面利好成长风格, 流动性层面利好蓝筹风格, 预计 2023 年市场风格将相对均衡, 成长风格或略微占优, 2023 年建议关注以下四条主线: (1) **中概互联板块。**此前制约中概互联网板块的业绩走弱、退市风险、流动性风险、行业政策风险, 都将在 2023 年出现明显缓解, 可关注恒生科技、纳斯达克中国金龙指数。(2) **低估值的成长板块,** 如估值大幅回落、基本面暂处低谷的信创、生物医药板块。(3) **贵金属。**随着美国经济进入衰退期间, 后续 10 年期美债实际收益率、美元指数上行空间很小, 黄金、白银已进入底部配置区间。(4) **消费复苏板块。**2023 年疫情对国内经济冲击将弱化, 线下消费和服务板块将迎来复苏, 如社服、交运、食品饮料。
- **风险提示:** 新冠新变种风险; 发达国家经济硬着陆风险; 国内政策力度不及预期风险; 地产未如期好转风险; 中美产业链竞争风险。

内容目录

1 行情复盘：2023 年中国资产迎来战略配置时点	5
1.1 全球配置：预计 2023 年中国资产将领涨全球主要股指.....	5
1.2 A 股研判：调整幅度及调整时间都已足够，上行基础坚实.....	8
1.3 板块风格：2023 年市场风格或相对均衡，成长风格或略微占优.....	11
1.4 通胀预测：2023 年美国通胀大概率将回落，但需警惕中国通胀滞后效应.....	14
1.5 政策推演：2023 年全球风险偏好提升，国内政策利好将超预期.....	18
1.6 本章小结：预计 2023 年中国资产将领跑全球市场.....	20
2 全球：2023 年全球经济衰退风险增加，但流动性将边际缓解	21
2.1 经济：全球经济衰退风险增加.....	21
2.2 流动性：美联储加息已处于尾声阶段，2023 年全球流动性边际缓解.....	25
2.3 估值：美股估值仍高于理论水平，风险尚未完全释放.....	31
2.4 业绩：警惕美国上市公司的杀业绩风险.....	32
2.5 本章小结：2023 年全球经济衰退风险增加，但全球流动性将缓解.....	32
3 中国：2023 年国内经济将在曲折中复苏	33
3.1 经济概况：2023 年国内经济将向正常增速回归.....	33
3.2 经济驱动力一：地产政策持续加码，预计 2023 年下半年地产将弱复苏.....	34
3.3 经济驱动力二：疫情防控优化，明年经济将在曲折中复苏.....	37
3.4 经济驱动力三：2023 年“稳增长”位列首位，政策利好或超预期.....	39
3.5 估值：A 股整体估值处于低位，中长线资金迎来较好布局时点.....	42
3.6 业绩：国防军工、建筑装饰、商贸零售、机械设备、TMT 业绩有望边际改善.....	42
3.7 本章小结：2023 年国内经济将在曲折中复苏、回归正常增速水平.....	43
4 投资建议	44
5 风险提示	44

图表目录

图 1：2022 年迄今，全球主要股指涨跌幅（%）.....	5
图 2：A 股、港股主要指数的涨跌幅拆解（%）.....	5
图 3：欧盟 27 国、美国、中国的制造业/工业产能利用率的走势.....	6
图 4：疫情后，中美货币政策周期发生错位.....	6
图 5：全球各主要股指的市盈率（TTM）估值分位数.....	7
图 6：全球各主要股指的市净率（LF）估值分位数.....	7
图 7：AH 股溢价率分布.....	7
图 8：上证沪港通 AH 溢价指数自发布以来走势.....	7
图 9：恒生科技指数的行业权重构成.....	8
图 10：纳斯达克中国金龙指数的行业权重构成.....	8
图 11：全部 A 股的市盈率中位数的分位值.....	9
图 12：历史历次熊市底部，A 股市场的破净率水平.....	9
图 13：2000 年以来，中国股债相对回报率走势.....	9

图 14: 企(事)业单位新增人民币中长期贷款的同比增加值与万得全 A 滚动市盈率的走势.....	10
图 15: 2000 年年以来, 全部 A 股的换手率与万得全 A 指数的走势.....	10
图 16: 2001 年以来的 7 次历史大底, 有 6 次是 W 型底(双底).....	11
图 17: 相对业绩增速与指数涨跌幅走势相对一致(沪深 300 指数 VS 创业板指).....	12
图 18: DR007 利率与“创业板指/万得全 A 市盈率比值”负相关.....	12
图 19: 2003 年以来, 我国社融存量同比增速与 M2 同比增速的剪刀差.....	14
图 20: 美国 CPI 住宅分项同比滞后于美国房价指数一年左右.....	16
图 21: 美国 CPI 当月同比与美国滞后 16 个月的流通中货币同比增速高度相关.....	16
图 22: “中国 M2 同比与 GDP 同比剪刀差”约领先于中国 CPI 当月同比约 1-2 年.....	17
图 23: 越南防疫政策放松后, 越南 CPI 当月同比明显走高.....	17
图 24: 小型企业 PMI 连续 19 个月处于收缩区间, 供给端产能收缩.....	18
图 25: 2000 年迄今, 中国 PPI-CPI 剪刀差走势.....	18
图 26: 发展中经济体危机多爆发于美元强势周期的中段, 发达经济体危机多爆发于美元 偏弱周期.....	18
图 27: 1979-1981 年国内赤字率大幅提升.....	20
图 28: 全球经济复苏的边际速度放缓.....	22
图 29: 美国库存总额及美国库存销售比.....	22
图 30: 欧盟 27 国、美国、中国的制造业/工业产能利用率.....	22
图 31: 美国个人消费支出.....	23
图 32: 美国密歇根大学的消费者信心指数.....	23
图 33: 美国 2 年期-10 年期国债出现 40 年以来最严重倒挂.....	24
图 34: 美国缅因州失业率通常领先于美国失业率反弹.....	24
图 35: 波罗的海干散货指数走势.....	24
图 36: 中国及上海的出口集装箱运价指数.....	24
图 37: 美国 CPI 及核心 CPI 走势.....	26
图 38: 美国 PPI 的同比、环比增速走势.....	26
图 39: 美国联邦基金利率(月均)与美国 CPI 走势.....	27
图 40: 美国联邦基金利率(月均)与美国失业率走势.....	27
图 41: 美国历史上加息周期的经济着陆方式.....	27
图 42: 美国 10 年期国债收益率与美国政府部门杠杆率的乘积.....	28
图 43: 美联储联邦基金利率走势.....	28
图 44: 美联储 2022 年 12 月份点阵图.....	29
图 45: 黄金价格与 10 年期美债实际收益率高度负相关.....	31
图 46: 1985 年迄今的金银比走势.....	31
图 47: 标普 500 指数市盈率与美国 CPI 的走势.....	32
图 48: 标普 500 指数市盈率与美国市盈率的走势.....	32
图 49: 全部上市美股(不含 OTC)单季度 ROA 走势.....	32
图 50: 全部上市美股(不含 OTC)的 ROE 走势.....	32
图 51: 中国制造业 PMI 持续在荣枯线上下波动.....	34
图 52: 万得一致预测 GDP 增速可较好预测实际 GDP 增速.....	34
图 53: 房地产开发投资完成额累计值及累计同比(万亿元、%).....	35
图 54: 国内商品房销售额累计值及累计同比(万亿元、%).....	35
图 55: 国房景气指数走势.....	35
图 56: 2022 年, 房地产对国内 GDP 产生拖累作用.....	35

图 57: 供给端, 地产流动性风险正初步化解.....	36
图 58: 需求端, 地产行业长周期拐点已经到来.....	36
图 59: 2022 年 1-11 月, 房地产开发企业到位资金的构成情况 (亿元).....	37
图 60: 2018 年第三季度全国城镇家庭新购房目的占比 (%).....	37
图 61: 越南防疫指数回落后, 确诊病例短时激增.....	37
图 62: 日本防疫指数回落后, 确诊病例短时激增.....	37
图 63: 闯关期后, 越南消费明显复苏.....	38
图 64: 闯关期后, 日本消费复苏, 但未复苏至疫情前水平.....	38
图 65: 2022 年以来, 北上广的地铁客运量周平均值走势.....	39
图 66: 百度疫情指数分布 (疫情搜索比例).....	39
图 67: 国内消费复苏存在较大不确定性.....	39
图 68: 中国出口金额及增速.....	39
图 69: 新增地方政府债券发行额 (亿元、累计值).....	40
图 70: 新增地方政府专项债券发行额 (亿元、累计值).....	40
图 71: 截至 12 月 20 日, 中美 10 年期国债收益率已经倒挂 82bp.....	41
图 72: 中国 1 年期 MLF 操作利率走势.....	41
图 73: 社融增速约领先于工业企业利润总额增速同比 1-2 个月.....	41
图 74: 社融增速约领先于股市市盈率估值增速 1-2 个月.....	41
图 75: A 股不同指数的市盈率估值中位数位置.....	42
图 76: 申万一级行业的市盈率估值中位数分布.....	42
表 1: 2625 家 A 股样本公司中, 万得一致预测的 2022 年-2024 年的净利润平均值及增速水平 (分行业汇总).....	13
表 2: 2021 年迄今, 美国 CPI 季调同比的分项拆解 (财信证券内部测算数据, 与实际可能存在一定偏差).....	15
表 3: 各主要机构对全球经济的预测.....	25
表 4: 美联储历史 7 次缩表期间的经济表现及市场表现.....	30

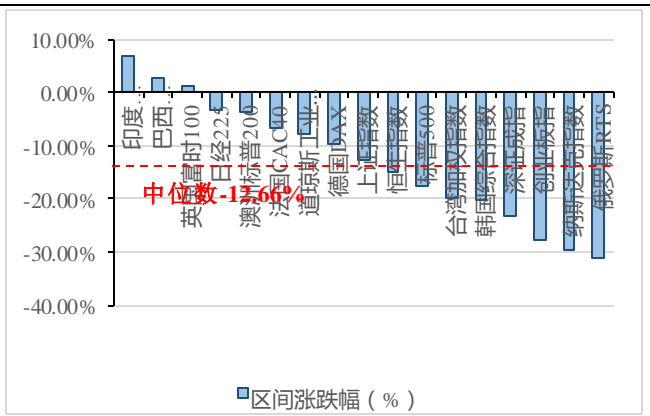
1 行情复盘：2023 年中国资产将迎来战略配置时点

1.1 全球配置：预计 2023 年中国资产将领涨全球主要股指

2022 年全球权益资产表现不佳。2022 年在 40 年未有之高通胀、美联储鹰派加息、全球局势紧张下，全球权益市场普遍表现不佳。截至 12 月 12 日，2022 年 17 个全球主要股指中，仅有 3 个取得正收益，全球主要股指涨跌幅中位数为-12.66%。同期，上证指数、恒生指数、深证成指、创业板指跌幅分别为-12.66%、-14.95%、-23.28%、-27.72%，A 股及港股指数大多领跌全球主要股指。**2022 年 A 股及港股走势不佳的原因在于：(1) 业绩承压。**疫情反复叠加地产流动性风险暴露，2022 年前三季度 GDP 同比仅增长 3%，大幅低于此前两会设定的 5.5%GDP 预期目标增速；**(2) 估值承压。**在美联储鹰派加息下，作为全球资产估值锚的 10 年期美债收益率大幅上行，A 股（尤其是成长板块）估值承压；**(3) 风险偏好下降。**俄乌冲突爆发、中美关系紧张等，投资者避险情绪升温。

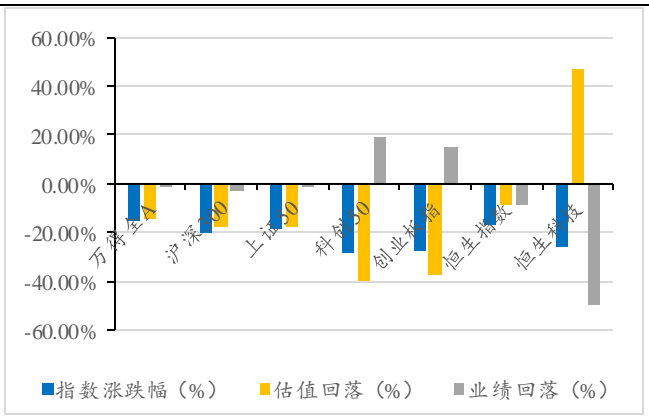
如将指数涨跌幅拆解为估值贡献及业绩贡献，万得全 A、沪深 300、上证 50、科创 50、创业板指、恒生指数、恒生科技的估值贡献分别为-14.06%、-17.77%、-17.40%、-39.67%、-37.25%、-9.09%、46.94%，业绩贡献分别为-1.76%、-2.68%、-1.14%、19.10%、15.17%、-8.50%、-49.69%。综合来看，受美联储加息以及赛道股估值回落影响，科创 50 指数及创业板指等科技成长板块的业绩仍在正增长，但估值大幅回落成为其大幅走弱的主要原因；万得全 A、沪深 300、上证 50、恒生指数等偏蓝筹板块，同时受业绩下滑以及估值回落的影响，估值回落对指数拖累作用更大；恒生科技经历此前大幅杀估值后，2022 年其下跌主要由业绩下滑贡献。

图 1：2022 年迄今，全球主要股指涨跌幅 (%)



资料来源：wind 资讯 (20220101 至 20221212 期间涨跌幅)，财信证券

图 2：A 股、港股主要指数的涨跌幅拆解 (%)



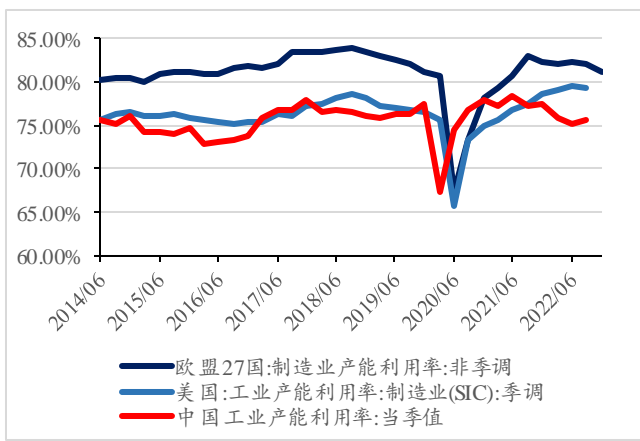
资料来源：wind 资讯 (20220101 至 20221212 期间涨跌幅)，财信证券

通常一轮完整熊市历程会经历杀估值、杀业绩、杀逻辑三个阶段，目前恒生科技、在美中概股等处于杀逻辑尾声阶段；万得全 A、沪深 300、上证 50、恒生指数等偏蓝筹板块处于杀业绩尾声阶段；科创 50 及创业板指等科技成长板块处于杀估值尾声阶段，暂未经历杀业绩阶段。因此 10 月底的反弹行情中，恒生科技、在美中概股的反弹最早、幅

度也最大；万得全 A、沪深 300、上证 50、恒生指数等偏蓝筹板块的反弹时点居中、反弹幅度居中；科创 50 及创业板指等科技成长板块反弹时点最晚、反弹幅度最小。

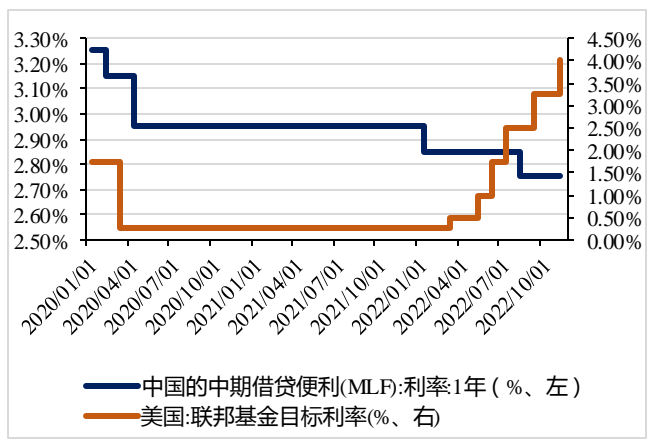
预计 2023 年中国资产将领涨全球。疫情之后，中国、美国经济周期和货币政策周期发生双重错位：（1）受疫情反复和地产走弱影响，2022 年中国工业产能利用率高位较大回落，中国 CPI 通胀低位运行，国内货币政策逆周期调节发力、多次降准降息，以提振实体经济需求；（2）2022 年美国工业产能利用率持续上行，叠加通胀高企，美联储创下 40 年以来最快加息速度，不惜以“浅度衰退”方式来遏制通胀。展望 2023 年，欧美国家经济硬着陆风险增加，中国外需存在较大不确定性，预计中国将处于加杠杆周期。**叠加中国疫情防控优化、地产融资政策改善效果显现，预计中国经济将领先全球复苏，人民币汇率将止跌回升，A 股、港股、在美中概股也将领涨全球主要股指。**

图 3：欧盟 27 国、美国、中国的制造业/工业产能利用率的走势



资料来源：wind 资讯，财信证券

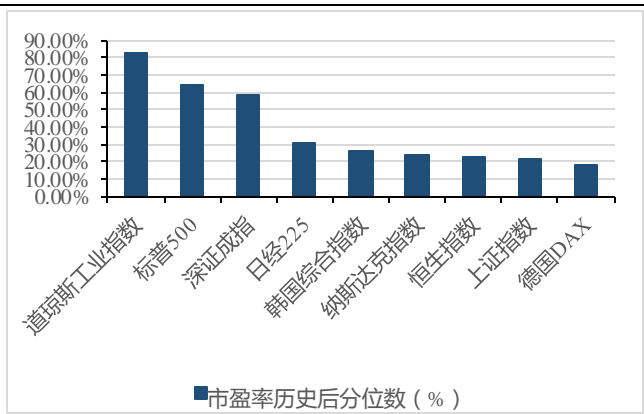
图 4：疫情后，中美货币政策周期发生错位



资料来源：wind 资讯，财信证券

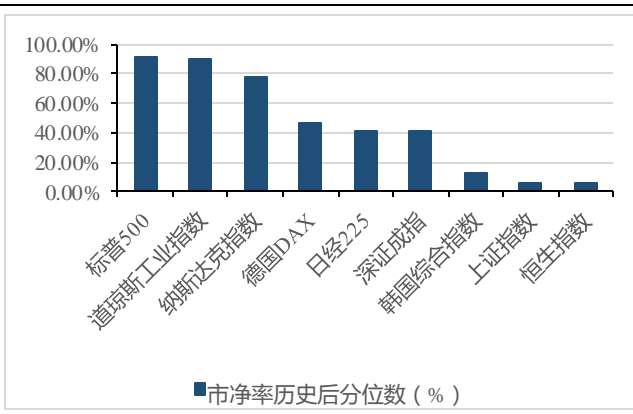
A 股、港股估值在全球具备性价比优势。我们统计 2002 年 7 月 1 日以来的全球主要股指的市盈率及市净率估值分位数。截至 2022 年 12 月 13 日，上证指数、恒生指数市盈率 (TTM) 估值分别处于历史后 21.65%、22.15% 分位，远低于同期美股、日股、韩股市市盈率分位数，但深证成指市盈率估值分位数为 58.27%，相对偏高；截至 2022 年 12 月 13 日，恒生指数、上证指数市净率估值分别处于历史后 5.63%、6.00% 分位，远低于同期美股、日股、韩股、欧股的市净率分位数，但深证成指市净率估值分位数为历史后 40.42%，相对偏高。总体而言，上证指数、恒生指数处于估值洼地，后续存在较大估值上修的可能性。

图 5: 全球各主要股指的市盈率 (TTM) 估值分位数



资料来源: wind 资讯 (数据统计期间为 20020701-20221213; 分位数数值为 20221213 数据), 财信证券

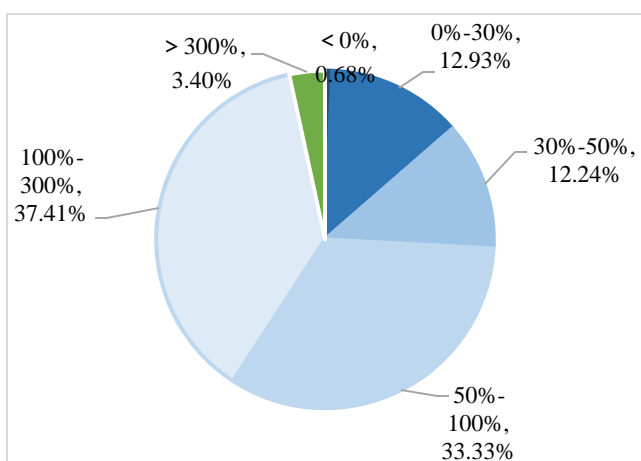
图 6: 全球各主要股指的市净率 (LF) 估值分位数



资料来源: wind 资讯 (数据统计期间为 20020701-20221213; 分位数数值为 20221213 数据), 财信证券

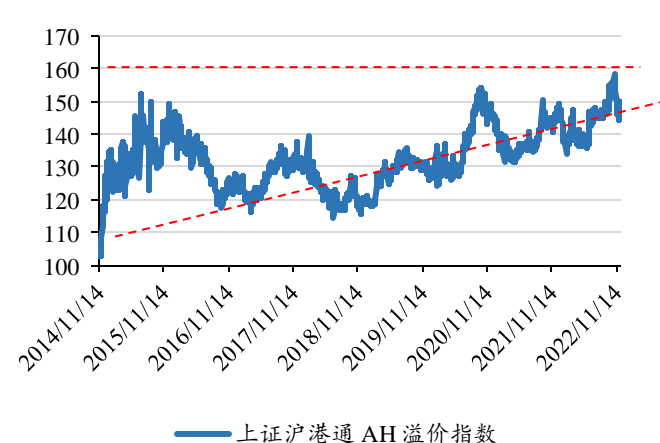
AH 溢价指数高位叠加港股双币机制落地, 港股走势将强于 A 股。长期以来, 港股市场主要承接人民币和美元溢出的流动性, 港股处于流动性边缘, 存在估值折价。上证沪港通 AH 溢价指数可衡量 A 股、港股的整体溢折价水平, 该指数以 2005 年 1 月 1 日为基日、基点为 100 点。自 2014 年 11 月 17 日发布迄今, 上证沪港通 AH 溢价指数震荡上行, 平均值为 132.63, 上行至 155 点时将趋势性回落。也即 2014 年 11 月以来, AH 股溢价率总体趋势性走高, 当上行至极值 (AH 溢价指数 155 点附近), 港股将相对 A 股市场走强。此外, 我们统计 12 月 12 日的 147 只 AH 股样本中, 仅 1 家 (招商银行) H 股出现溢价, 其他 146 家均是 A 股相对 H 股溢价, AH 股溢价率中位数为 77.79%。香港特首李家超表示 2022 年内提交条例草案, 宽免双币股票市场庄家交易的股票买卖印花税以优化人民币股票交易机制。根据许正宇, 香港计划在 2023 年上半年推出双币股票市场庄家机制, 此举或较大改善港股流动性, 叠加 AH 溢价指数处于高位 (145.56 点), 预计 2023 年港股市场走势将强于 A 股市场。

图 7: AH 股溢价率分布



资料来源: wind 资讯 (截至 20221212; 共计 147 个样本), 财信证券

图 8: 上证沪港通 AH 溢价指数自发布以来走势

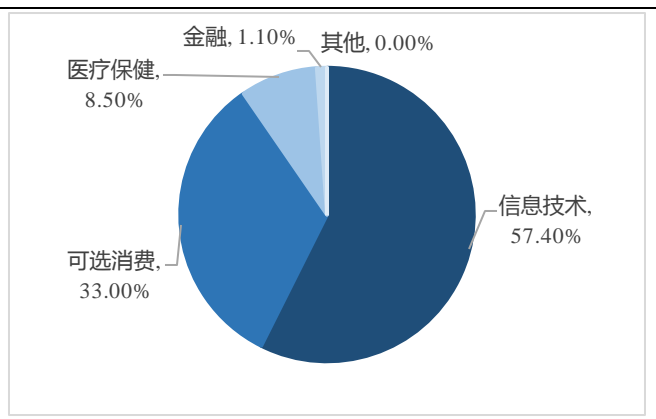


资料来源: wind 资讯 (数据统计期间为 20141117-20221212), 财信证券

重点关注恒生科技指数及纳斯达克中国金龙指数。从指数权重构成来看, 恒生科技

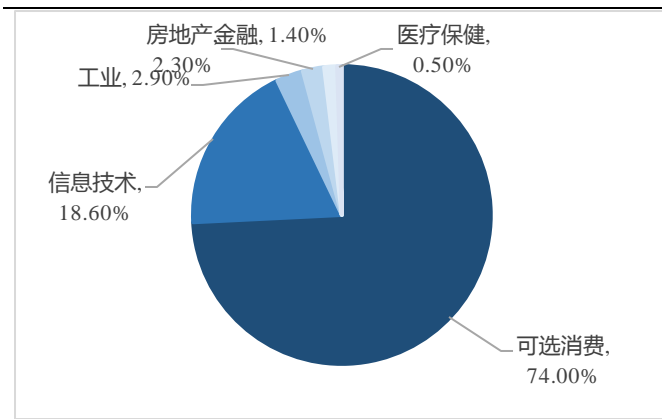
指数、纳斯达克中国金龙指数主要由互联网平台企业、医药生物企业构成。12月份中央经济工作会议重点强调“从改善社会心理预期，提振发展信心入手，从政策和舆论上鼓励支持民营经济和民营企业发展壮大”。总体来看，持续2年的互联网、地产、医美、电子烟、游戏、教培等行业严监管政策可能出现缓和。相比去年经济工作会议的“加强反垄断和反不正当竞争、有效控制资本消极作用、要为资本设置红绿灯、依法加强对资本的有效监管、防止资本野蛮生长”等措辞，本次会议提出“支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中大显身手”，预计平台企业将迎来政策密集利好期，预计恒生科技指数、纳斯达克中国金龙指数将迎来底部反转。

图 9：恒生科技指数的行业权重构成



资料来源：wind 资讯（截至 20221215，采用 wind 一级行业分类），财信证券

图 10：纳斯达克中国金龙指数的行业权重构成



资料来源：wind 资讯（截至 20221215，采用 wind 一级行业分类），财信证券

综上，全球资产配置角度而言，我们预计中概股、恒生科技、港股市场的反弹时点将早于 A 股，A 股市场反弹时点将早于美股市场。后续，中概股、恒生科技、港股市场的反弹力度将大于 A 股，A 股市场反弹力度将大于美股市场。

1.2 A 股研判：调整幅度及调整时间都已足够，上行基础坚实

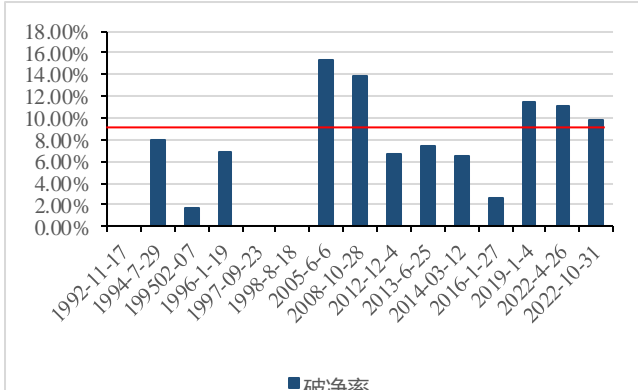
本轮 A 股调整幅度已达 2012 年、2018 年熊市水平：（1）我们统计了 2012 年以来的全部 A 股市盈率中位数的分位数水平，2012 年熊市、2018 年熊市的市盈率中位数的底部分别为历史后 5.89% 分位、历史后 3.59%。2022 年 4 月、10 月，全部 A 股市盈率中位数分别达历史后 3.13% 分位、历史后 8.02%，本轮 A 股调整幅度已达 2012 年、2018 年熊市水平；（2）我们统计 1990 年以来的 A 股 15 次市场底部的市净率估值水平，破净率（市净率低于 1 的个股数量占比）超过 10% 通常意味着熊市底部，历史上三次大规模破净（破净率 > 10%）分别出现在 2005 年、2008 年、2018 年。2022 年 4 月底、10 月底 A 股破净率分别为 11.12%、9.79%，2022 年破净率曾两次接近熊市底部水平。

图 11：全部 A 股的市盈率中位数的分位值



资料来源：wind 资讯（截至 2022 年 12 月 13 日；上述 4 个全部 A 股市盈率估值中位数底部出现的时间分别为：2012-11-30、2018-10-19、2022-04-26、2022-10-10），财信证券

图 12：历史历次熊市底部，A 股市场的破净率水平



资料来源：wind 资讯（截至 2022 年 12 月 13 日；A 股历史 15 次底部位置出现的时间分别为 19921117、19940729、19950207、19960119、19970923、19980818、20050606、20081028、20121204、20130625、20140312、20160127、20190104、20220426、20221031），财信证券

权益配置价值要大于债市。我们以 1/万得全 A 市盈率- 10 年期国债到期收益率来衡量股债相对回报率。2002 年以来，中国的股债相对回报率中位数为 1.56%、其±一倍标准差在【-0.30%、3.41%】。历史上，当股债相对回报率每次触及 3.41% 时，意味着股市相对债市出现明显低估，此时万得全 A 指数即将走牛，宜增配权益比重。2022 年 4 月 26 日、10 月 28 日，股债相对回报率分别触及 3.75%、3.73% 高位后，发生趋势性回落。11 月份以来，即使债券市场经历快速调整，但截至 12 月 13 日，中国的股债相对回报率仍高达 2.91%，权益配置价值仍要大于债市。

图 13：2000 年以来，中国股债相对回报率走势

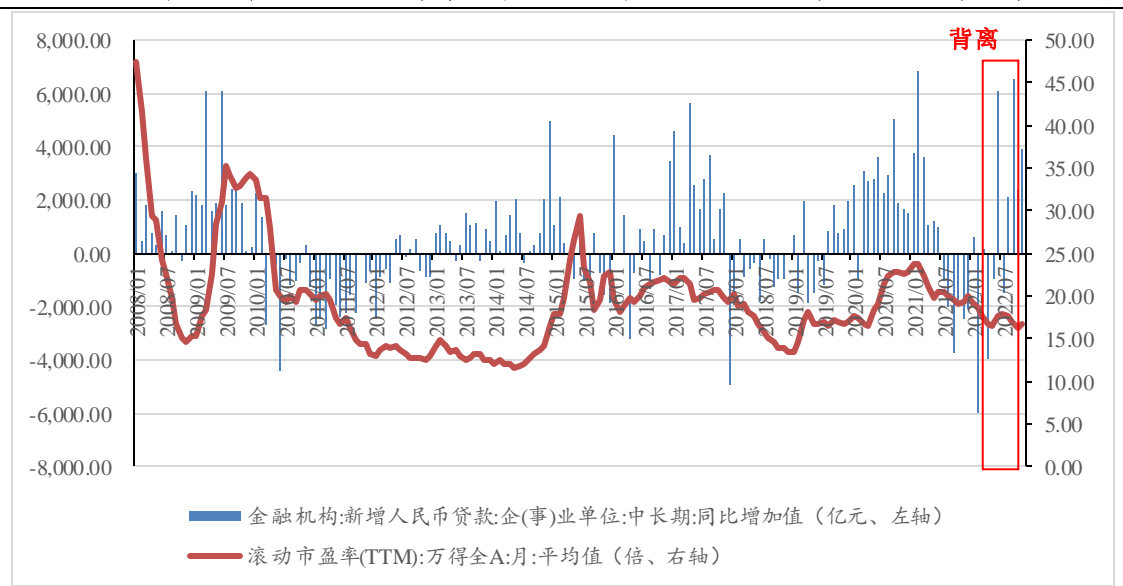


资料来源：wind 资讯（股债相对回报率=1/万得全 A PE - 10 年期国债到期收益率；截至 20221215），财信证券

企业中长贷持续改善，A 股整体易上难下。11 月份的企（事）业单位中长期贷款新增 7367 亿元，同比多增 4320 亿元，已连续 4 个月同比多增，企业端信心持续复苏。从历史来看，企（事）业单位中长期贷款新增额与万得全 A 市盈率走势高度相关，企（事）

业单位中长期贷款持续改善，预计后续 A 股整体易上难下。

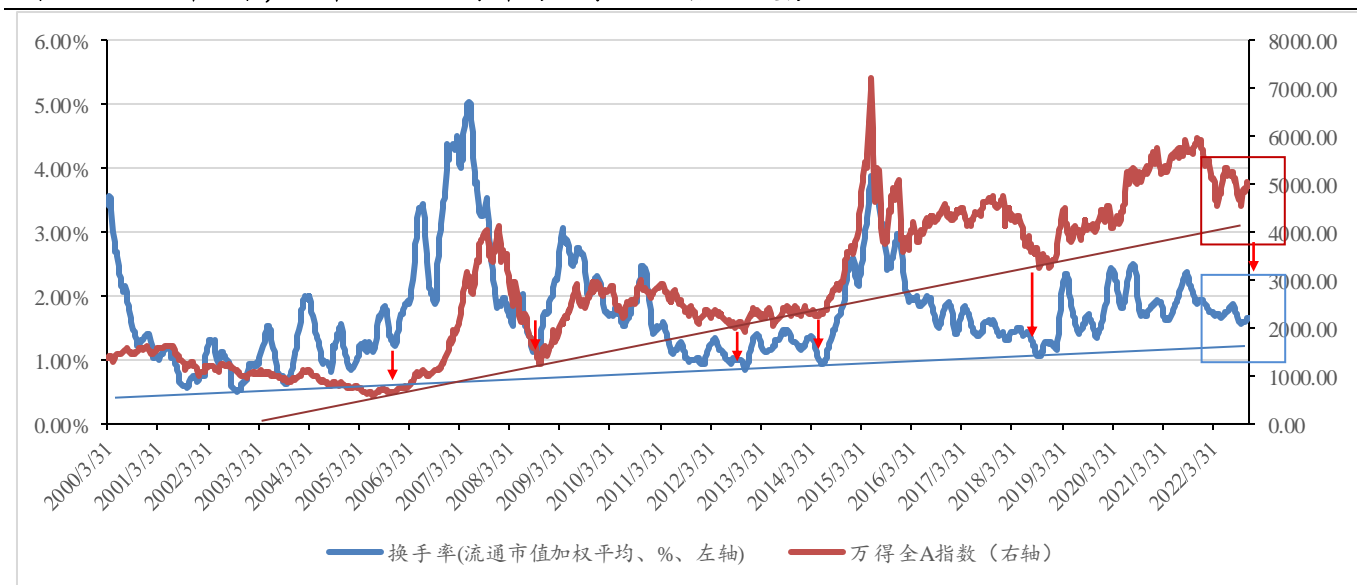
图 14: 企(事)业单位新增人民币中长期贷款的同比增加值与万得全 A 滚动市盈率的走势



资料来源: Wind 资讯 (截至 2022 年 11 月), 财信证券

本轮 A 股指数调整时间已足够、市场筹码在底部充分换手。2015 年以来，国内经济及宏观政策进入密集调控期，A 股牛熊切换更加频繁，熊市持续时间通常在 1 年以内，例如：2015 年中-2016 年中、2018 年。本轮 A 股下行从 2021 年 12 月迄今，调整时长已达 1 年，调整时长已超过 2015 年、2018 年水平。筹码结构而言，我们统计 2000 年迄今的全部 A 股日均换手率（移动 3 个月平均值）与万得全 A 指数走势。长趋势而言，万得全 A 指数、换手率水平都呈现震荡上行趋势。全部 A 股的换手率底部也通常意味着万得全 A 指数的底部。目前万得全 A 指数、换手率水平均已接近各自的中长期支撑位（下图中的两条斜线），说明 A 股指数已处于底部位置，且市场筹码已经在底部进行充分换手。

图 15: 2000 年以来，全部 A 股的换手率与万得全 A 指数的走势



资料来源: wind 资讯 (全部 A 股的换手率采用流通市值加权平均计算，并用移动 3 个月的平均值进行处理)、财信证券

双底探底符合历史规律，后续反弹基础更为坚实。2001年以来，A股一共历经7次历史底部。除了2010年7月A股市场呈现单底以外，其余6次A股市场都是双底（W型底）。由于熊市需要磨底，企业业绩改善、投资者信心恢复都需要在底部震荡较长时间，双底形态的震荡时间比单底要更长，因此双底出现的历史频率要远高于单底。2022年4月、10月，本轮指数在二次探底、形成W型底部后，后续反弹基础将更为坚实。

图 16：2001 年以来的 7 次历史大底，有 6 次是 W 型底（双底）

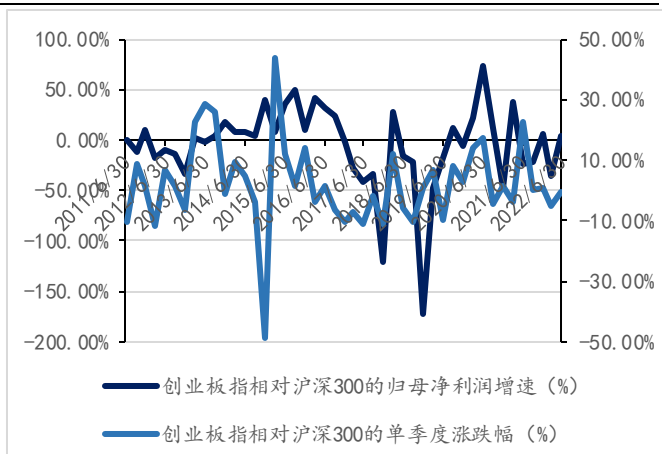


资料来源：wind 资讯（将wind 全A 指数的下跌幅度超过20%，反弹幅度超过30%定义为底部）、财信证券

1.3 板块风格：2023 年市场风格或相对均衡，成长风格或略微占优

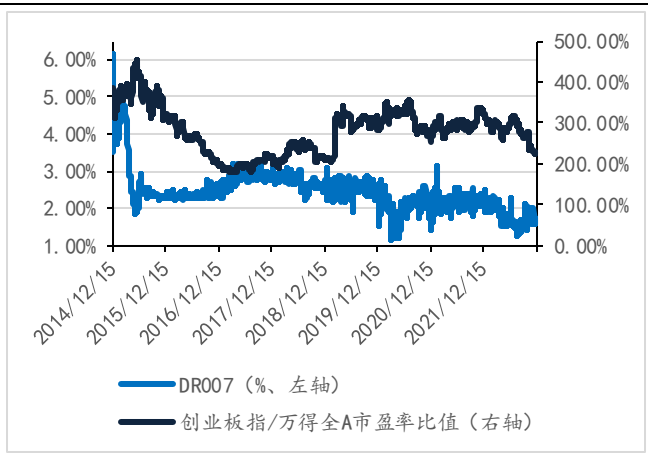
相对业绩增速是决定市场风格的主要原因，宽货币环境利好成长风格。我们统计 2011 年 Q2 以来的沪深 300 与创业板指的相对业绩增速与指数相对涨跌幅，业绩增速快的指数通常走势较好，相对业绩增速可解释价值和成长风格切换。此外，DR007 可衡量银行间系统的流动性水平。当 DR007 走低时，说明银行间系统流动性充裕，流动性更容易推动成长板块（创业板指）估值提升；当 DR007 走高时，银行间系统流动性紧张，成长板块（创业板指）估值更容易下跌。

图 17: 相对业绩增速与指数涨跌幅走势相对一致(沪深 300 指数 VS 创业板指)



资料来源: wind 资讯, 财信证券

图 18: DR007 利率与“创业板指/万得全 A 市盈率比值”负相关



资料来源: wind 资讯 (截至 2022 年 12 月 14 日), 财信证券

预计 2023 年 A 股业绩将明显改善, 线下消费及服务板块将强势复苏。截至 2022 年 12 月 15 日, 我们在 5033 家 A 股公司中, 选取 2625 家有 2022-2024 年 wind 一致预测净利润平均值的样本公司, 并分行业汇总: (1) 预测 2022 年-2024 年 A 股样本上市公司的净利润增速为 7.85%、19.23%、15.32%, 2023 年-2024 年 A 股样本上市公司业绩增速将明显改善, 业绩端将明显提振 A 股市场行情; (2) 2023 年预测净利润增速超过 40% 的行业为: 社会服务、农林牧渔、交通运输、商贸零售、钢铁, 主要为受益于疫情防控优化、线下消费和服务复苏的板块; (3) 2023 年预测净利润增速在 31% 至 40% 的行业为: 美容护理、国防军工、电力设备、电子、公用事业、汽车、计算机、传媒, 主要集中在高成长的赛道板块; (4) 2023 年预测净利润增速在 25% 至 31% 的行业为: 轻工制造、机械设备、基础化工、纺织服饰、建筑材料, 主要集中在中游制造和出口相关产业链; (4) 2023 年预测净利润增速在 20% 至 25% 的行业为: 非银金融、医药生物、环保、有色金属、食品饮料, 主要集中在必需消费相关板块; (5) 2023 年预测净利润增速在 9% 至 16% 的行业为: 建筑装饰、家用电器、通信、房地产、银行, 主要集中在地产产业链及金融板块; (6) 2023 年预测净利润增速低于 6% 的行业为: 石油石化、煤炭、综合, 主要集中在能源品板块。

综上, 随着疫情防控优化及地产刺激政策出台, 2023 年上市公司业绩将更明显回暖, 对 A 股行情形成较强支撑, 预测 2023 年业绩增速从高到低的板块分别为: 疫后复苏的线下可选消费及出行板块 > 高景气的成长赛道板块 > 中游制造及出口相关产业链 > 必需消费板块 > 地产产业链及金融板块 > 能源品板块。成长板块业绩总体要强于蓝筹板块, 地产及金融板块复苏力度或偏弱。

表 1：2625 家 A 股样本公司中，万得一致预测的 2022 年-2024 年的净利润平均值及增速水平（分行业汇总）

申万一级行业	2021 净利润 (亿元)	2022 预测净利润 (亿元)	2022 预测净利润同比 (%)	2023 预测净利润 (亿元)	2023 预测净利润同比 (%)	2024 预测净利润 (亿元)	2024 预测净利润同比 (%)
社会服务	4.68	34.16	630.01%	124.00	263.03%	171.63	38.41%
农林牧渔	(115.21)	392.90	441.03%	929.84	136.66%	915.19	-1.58%
交通运输	1616.79	1385.32	-14.32%	2067.98	49.28%	2389.70	15.56%
商贸零售	299.93	291.69	-2.75%	426.38	46.18%	529.40	24.16%
钢铁	1107.99	524.92	-52.62%	763.31	45.42%	899.14	17.80%
美容护理	71.30	92.20	29.32%	127.97	38.80%	161.59	26.27%
国防军工	333.60	450.02	34.90%	616.13	36.91%	828.61	34.49%
电力设备	1586.45	2700.10	70.20%	3694.56	36.83%	4693.28	27.03%
电子	1922.18	1767.07	-8.07%	2408.18	36.28%	3113.12	29.27%
公用事业	712.98	1405.39	97.12%	1893.02	34.70%	2223.69	17.47%
汽车	989.51	1196.98	20.97%	1610.77	34.57%	2060.91	27.95%
计算机	683.68	735.08	7.52%	981.46	33.52%	1269.02	29.30%
传媒	345.20	363.41	5.28%	485.00	33.46%	570.17	17.56%
轻工制造	348.38	379.33	8.88%	494.90	30.47%	601.40	21.52%
机械设备	1132.81	1177.53	3.95%	1505.30	27.84%	1874.28	24.51%
基础化工	1903.68	2121.60	11.45%	2678.41	26.25%	3278.93	22.42%
纺织服饰	311.02	304.30	-2.16%	381.68	25.43%	454.61	19.11%
建筑材料	1055.33	724.43	-31.36%	906.02	25.07%	1072.00	18.32%
非银金融	4759.71	3848.85	-19.14%	4784.94	24.32%	5515.55	15.27%
医药生物	1588.71	1825.80	14.92%	2267.06	24.17%	2856.25	25.99%
环保	258.22	278.85	7.99%	340.60	22.15%	409.27	20.16%
有色金属	1202.20	1997.20	66.13%	2422.33	21.29%	2893.96	19.47%
食品饮料	1603.20	1818.90	13.45%	2202.09	21.07%	2617.40	18.86%
建筑装饰	2336.96	2151.49	-7.94%	2482.47	15.38%	2834.74	14.19%
家用电器	890.96	1000.83	12.33%	1151.63	15.07%	1312.99	14.01%
通信	1744.78	1926.53	10.42%	2160.41	12.14%	2404.29	11.29%
房地产	1800.15	1315.27	-26.94%	1457.08	10.78%	1605.77	10.20%
银行	19039.92	20237.99	6.29%	22163.98	9.52%	24380.03	10.00%
石油石化	3409.80	4167.51	22.22%	4382.40	5.16%	4649.56	6.10%
煤炭	1907.52	2530.30	32.65%	2618.99	3.51%	2744.98	4.81%
综合	4.29	18.25	325.40%	12.56	-31.20%	18.24	45.27%
总计	54856.73	59164.17	7.85%	70541.44	19.23%	81349.70	15.32%

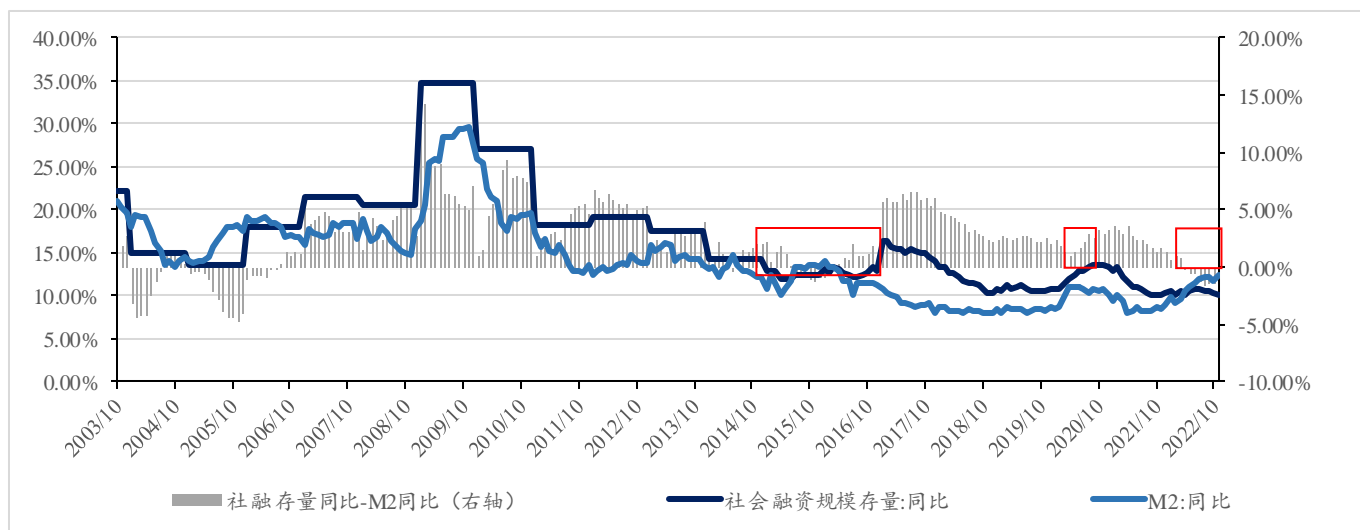
资料来源：Wind 资讯（注释：1）5033 家 A 股公司中，仅选取 2625 家有 2022-2024 年 wind 一致预测净利润值的 A 股公司作为样本，对样本值进行分行业汇总；2）采取 2021 年申万一级行业分类；3）2625 家样本上市公司的预测值截至 2022 年 12 月 15 日），财信证券

稳（紧）货币+宽信用组合下，蓝筹板块通常跑赢成长板块。如将社融增速视为融资需求、M2 增速视作融资供给，两者差值则代表融资缺口。在宽货币环境（M2 增速 > 社融增速）下，实体经济融资需求较弱，资金淤积在金融体系中，股市主要由流动性驱动估值提升。以创业板指为代表的成长板块将跑赢以沪深 300 为代表的蓝筹板块，例如 2014 年至 2015 年 6 月的创业板大牛市；在宽信用条件（社融增速 > M2 增速）下，实体经济

融资需求回暖，资金从金融体系转向实体经济。通常上市公司业绩企稳回升，股市由业绩驱动，以沪深 300 为代表的蓝筹板块会跑赢以创业板指为代表的成长板块，例如 2016 年至 2017 年的核心资产及蓝筹股牛市。

2022 年 11 月份国内 M2 同比增长 12.4%，增幅创下 2016 年 4 月以来新高，高于 11 月份社融存量同比增速（10.00%）。社融增速与 M2 增速剪刀差从 10 月的-1.5%的继续大幅回落至 11 月的-2.4%，剪刀差已经连续 8 个月处于负值区间，表明资金仍淤积在金融体系中，并未有效向实体经济传导。展望 2023 年，随着疫情防控政策优化、地产弱修复，预计宽货币将向宽信用传导，社融增速与 M2 增速的剪刀差将转负回正，GDP 增速向中枢值回归，国内经济将迎来弱复苏。考虑到 2023 年业绩层面利好成长风格，流动性层面（社融增速与 M2 增速剪刀差回正）利好蓝筹风格，预计 2023 年市场风格将相对均衡，成长风格或略微占优。

图 19：2003 年以来，我国社融存量同比增速与 M2 同比增速的剪刀差



资料来源：wind 资讯（截至 2022 年 11 月），财信证券

1.4 通胀预测：2023 年美国通胀大概率将回落，但需警惕中国通胀滞后效应

判断美国 CPI 走势的关键在于住房（租金）项目。美国 11 月 CPI 同比上升 7.1%，低于预估为 7.3%，前值为 7.7%，美国通胀连续 2 个月低于预期。以 2021 年 11 月美国 CPI 分项构成为例：能源占比约 7.54%、食品占比约 13.99%、交通（新车与二手车）占比 7.30%、住房（房租）占比 31.90%、医疗保健占比 8.48%、其他分项合计占比 30.79%。我们据此拆解了 2021 年迄今的美国 CPI 贡献占比：（1）美国 CPI 从 2021 年 3 月开始超过 2%，2021 年 3 月-2022 年 7 月，能源价格上涨一直是美国 CPI 的最主要贡献项；（2）2022 年 8 月-2022 年 11 月，住房（房租）开始取代能源，成为美国 CPI 的最主要贡献项。因此判断美国 CPI 走势的关键在于住房（租金）走势。

表 2: 2021 年迄今, 美国 CPI 季调同比的分项拆解 (财信证券内部测算数据, 与实际可能存在一定偏差)

月份	CPI	食品	能源	新车与二手车	住房(房租)	医疗保健	其他
2022-11	7.10%	1.50%	0.98%	0.57%	2.49%	0.36%	1.21%
2022-10	7.80%	1.52%	1.33%	0.82%	2.52%	0.42%	1.19%
2022-09	8.20%	1.57%	1.50%	0.92%	2.55%	0.51%	1.15%
2022-08	8.20%	1.59%	1.80%	0.98%	2.49%	0.46%	0.88%
2022-07	8.50%	1.52%	2.48%	1.20%	2.36%	0.41%	0.53%
2022-06	9.00%	1.45%	3.13%	1.43%	2.33%	0.38%	0.27%
2022-05	8.50%	1.41%	2.59%	1.41%	2.20%	0.31%	0.57%
2022-04	8.20%	1.32%	2.28%	1.45%	2.07%	0.27%	0.82%
2022-03	8.60%	1.23%	2.43%	1.64%	2.04%	0.25%	1.01%
2022-02	7.90%	1.11%	1.94%	1.54%	1.88%	0.20%	1.23%
2022-01	7.50%	0.98%	2.04%	1.53%	1.82%	0.21%	0.93%
2021-12	7.10%	0.88%	2.22%	1.55%	1.63%	0.19%	0.63%
2021-11	6.80%	0.85%	2.50%	1.54%	1.53%	0.14%	0.24%
2021-10	6.20%	0.74%	2.25%	1.37%	1.44%	0.11%	0.30%
2021-09	5.40%	0.64%	1.88%	1.20%	1.24%	0.03%	0.40%
2021-08	5.20%	0.52%	1.89%	1.28%	1.12%	0.03%	0.35%
2021-07	5.30%	0.48%	1.79%	1.39%	1.05%	0.03%	0.56%
2021-06	5.30%	0.34%	1.85%	1.56%	0.99%	0.03%	0.53%
2021-05	4.90%	0.29%	2.11%	1.45%	0.93%	0.08%	0.05%
2021-04	4.20%	0.34%	1.88%	1.09%	0.83%	0.13%	-0.06%
2021-03	2.70%	0.49%	1.00%	0.44%	0.67%	0.15%	-0.05%
2021-02	1.70%	0.50%	0.17%	0.04%	0.57%	0.17%	0.24%
2021-01	1.40%	0.53%	-0.29%	-0.10%	0.57%	0.17%	0.52%

资料来源: Wind 资讯 (截至 2022 年 11 月), 财信证券

预计 2023 年第二季度起, 美国核心 CPI 也将实质性回落。美国 CPI 住宅分项同比滞后于美国房价指数一年左右, 鉴于美国房价指数于 2022 年 4 月开始震荡回落, 我们预计 2023 年 4 月起, 美国 CPI 住宅分项同比将实质性回落。而住房项目合计占核心 CPI 比值的 40.65%, 预计 2023 年第二季度起美国核心 CPI 也将实质性回落。但美国房价指数在今年形成 M 型顶部 (双顶), 预计明年美国核心 CPI 将在曲折中回落, 明年第一季度美国核心 CPI 仍存在超预期可能性。

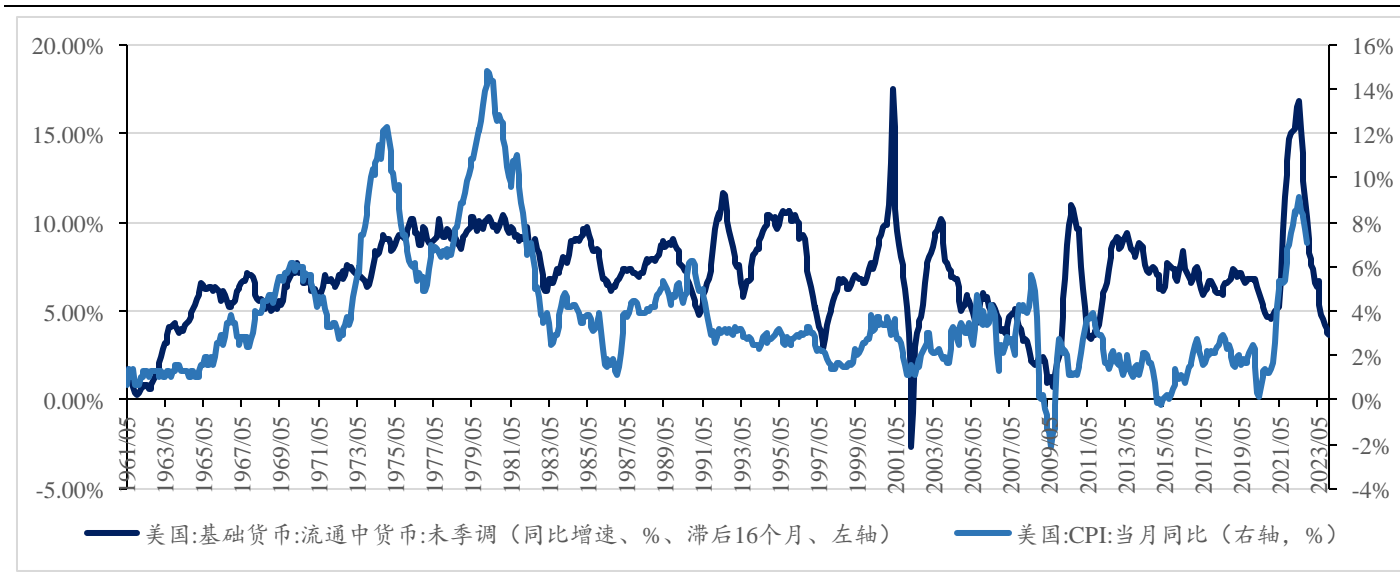
图 20：美国 CPI 住宅分项同比滞后于美国房价指数一年左右



资料来源：Wind 资讯（截至 2022 年 11 月），财信证券

美国 CPI 同比增速已经连续回落 5 个月。根据货币主义学派，如承认通货膨胀是一种货币现象，则美国流通中货币增速将决定美国通胀走势。实证研究表明，美国 CPI 当月同比与美国滞后 16 个月-18 个月的流通中货币同比增速高度相关。2021 年 2 月美国流通中货币已经触顶（同比+16.88%），以滞后 16-18 个月时间计算，预计美国 CPI 同比增速将在 2022 年 6 月触顶回落。从 2022 年 6 月至 11 月，美国 CPI 同比增速已经连续 5 个月回落。

图 21：美国 CPI 当月同比与美国滞后 16 个月的流通中货币同比增速高度相关



资料来源：Wind 资讯（截至 2022 年 11 月），财信证券

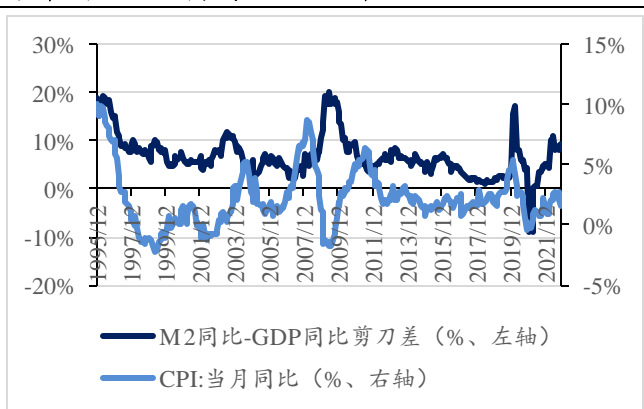
警惕 2023 年中国国内 CPI 超预期上行。在全球面临 40 年未有高通胀之际，疫情反复、地产基本面走弱压制了中国消费需求。相比 G20 主要经济体的 CPI 大多超过 5%，

11 月份，中国 CPI 同比仅增长 1.6%，涨幅较上月回落 0.5 个百分点，PPI 同比下降 1.3%，降幅与上月相同。央行《2022 年第三季度中国货币政策执行报告》提出，高度重视未来通胀升温的潜在可能性。随着疫情防控政策优化、地产基本面复苏、叠加低基数效应，不排除 2023 年中国 CPI 超预期上行可能性。考虑到疫情冲击主要集中在 2023 年一季度，我们预计 2023 年一季度国内 CPI 仍将在低位运行，二季度以后国内 CPI 可能大幅上行。

(1) M2 增速可能有滞后效应。 广义货币 M2 代表现实和潜在的货币购买力，从历史来看，“中国 M2 同比与 GDP 同比剪刀差”约领先于中国 CPI 当月同比约 1-2 年。2022 年 4 月以来，中国 M2 同比连续 8 个月高于 10%，大幅超过前三季度 GDP 增速（3%），按照 1-2 年传导时滞计算，高 M2 增速可能推高 2023 年整体物价水平。央行指出，一段时间，M2 增速处于相对高位，若总需求进一步复苏升温，可能带来滞后效应。

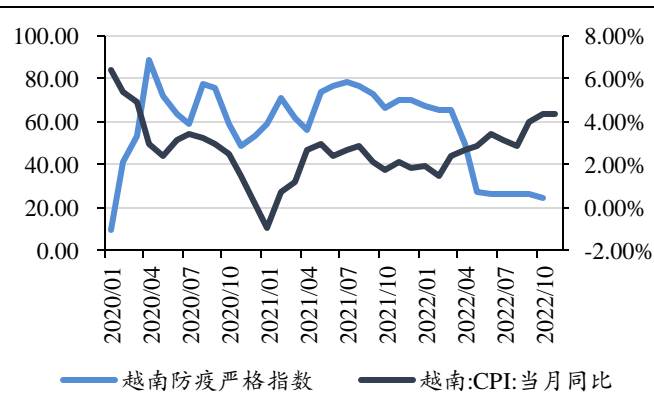
(2) 疫后消费将强势复苏。 随着优化疫情防控 20 条、新 10 条发布，国内疫情防控进入新阶段。参照海外疫情防控放开后的经验，海外经济体经过为期 3-4 个月“闯关期”后，此前疫情压制的消费、服务、出行需求通常会强势复苏。叠加疫情常态化后的劳动力短缺、供应链紧张，供需缺口放大将加剧通胀压力。

图 22：“中国 M2 同比与 GDP 同比剪刀差”约领先于中国 CPI 当月同比约 1-2 年



资料来源：wind 资讯（截至 2022 年 11 月；GDP 同比采用季度同比增速计算，并假设 2022 年第四季度的 GDP 同比增速为 3%），财信证券

图 23：越南防疫政策放松后，越南 CPI 当月同比明显走高

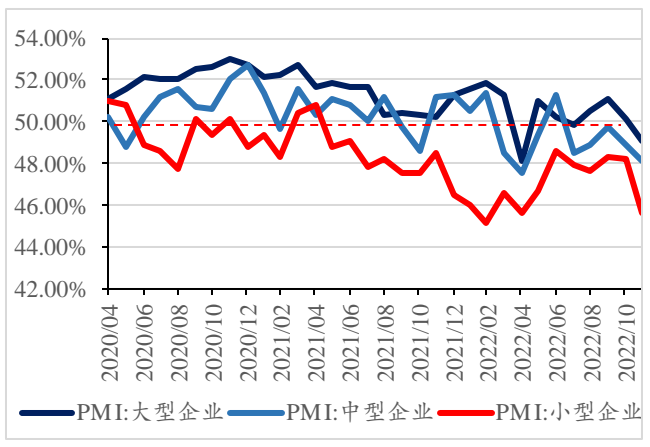


资料来源：wind 资讯（截至 2022 年 11 月），财信证券

(3) 线下消费及服务产能大幅出清。 国内长达 3 年的疫情防控措施，消费持续低迷，线下消费、线下服务等企业出现较多出清。2021 年 5 月起，小型企业 PMI 连续 19 个月处于收缩区间。供给端产能收缩，将加剧疫后的通胀压力。

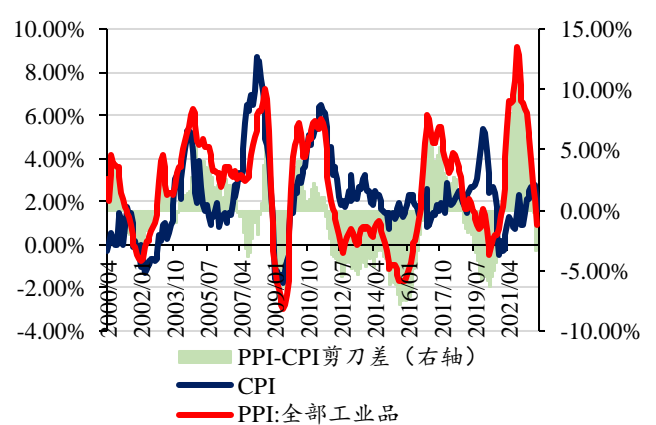
(4) 中下游环节存在修复资产负债表动力。 近两年海外大宗商品价格上涨，中国 PPI 一度大幅走高；但疫情压制国内消费，国内 CPI 始终低位运行。本轮 PPI-CPI 剪刀差从 2021 年 1 月至 2022 年 7 月持续为正，2021 年 10 月高达 12.00%，创下有数据记录以来最高值。这说明中游制造以及下游消费环节同时承受成本上涨、需求萎靡的双重压力，资产负债表持续受损。随着疫情后的需求恢复，预计中游制造、下游消费环节企业存在修复资产负债表的动力，或存在较强涨价动机。

图 24: 小型企业 PMI 连续 19 个月处于收缩区间, 供给端产能收缩



资料来源: wind 资讯 (截至 2022 年 11 月), 财信证券

图 25: 2000 年迄今, 中国 PPI-CPI 剪刀差走势



资料来源: wind 资讯 (截至 2022 年 11 月), 财信证券

1.5 政策推演: 2023 年全球风险偏好提升, 国内政策利好将超预期

预计 2023 年全球风险偏好将边际提升。2022 年处于美联储加快紧缩货币政策之年、欧美经济冲高回落之年、全球 40 年未有的高通胀之年, 再加上俄乌冲突爆发、台海局势紧张, 外围市场并不太平, 投资者风险偏好明显下降。展望 2023 年, 随着全球通胀压力缓解、美联储加息边际减缓、中国经济成为全球主要引擎, 预计全球紧张局势将明显缓解, 大幅提升市场风险偏好。

总结历史危机演绎规律, 发展中经济体的主流危机为国际收支危机, 但近年来, 以拉美、亚洲为代表的发展中经济体的国际收支情况明显改善; 发达经济体而言, 从危机的初步显露到最终全面爆发的时滞比较长, 演化需要约 2 年, 例如次贷危机、欧债危机。总体而言, 2023 年 (尤其是上半年) 全球还未到危机爆发时点, 无需过度担忧海外风险集中爆发。

图 26: 发展中经济体危机多爆发于美元强势周期的中段, 发达经济体危机多爆发于美元偏弱周期



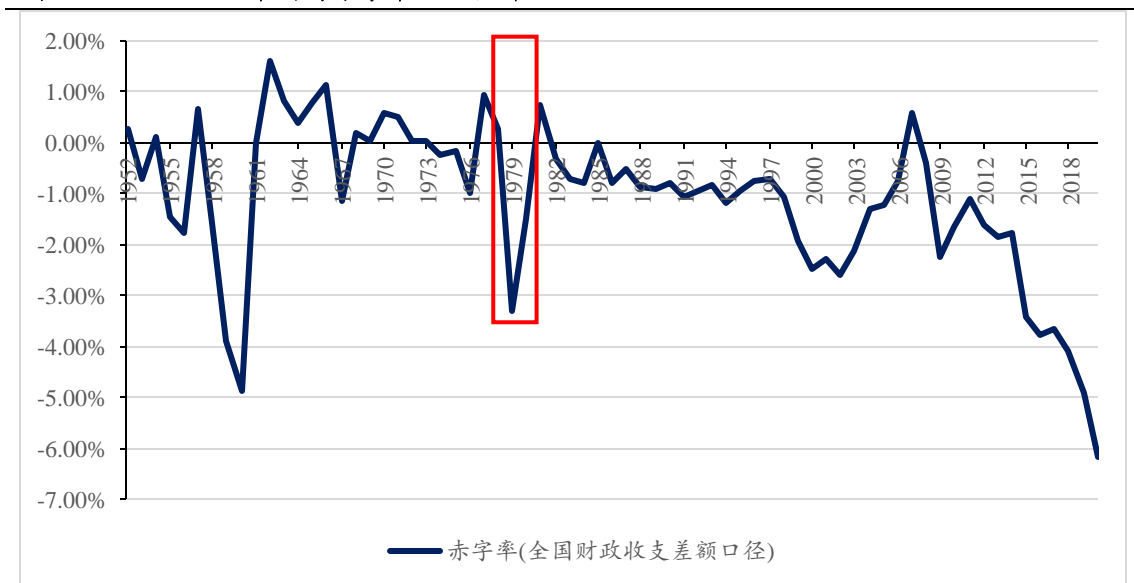
资料来源: wind 资讯 (利率左轴、单位%; 美元指数右轴), 财信证券

2023 年国内政策利好大概率超预期。2022 年 10 月, 党的二十大报告提出: (1) 高

质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务。发展是党执政兴国的第一要务。我们认为，在传统的经济发展模式下，当国内经济下行压力加大时，国内政策更加强调稳增长，地产和基建通常逆周期发力来托底经济，以地产产业链、基建产业链、银行为代表的价值板块通常跑赢成长板块，例如：2009年-2010年、2016年-2017年。而高质量发展着力点则在于依靠科技创新驱动，推动产业链转型升级、提高全要素生产率。当前，在高质量发展模式下，以TMT、新能源为代表的新赛道将迎来政策的大力支持。**(2) 完善科技创新体系，坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，健全新型举国体制，强化国家战略科技力量。**我们认为，近年来，去全球化力量日益抬头，欧美国家对我国技术封锁加剧，我国迫切需要解决关键核心技术的卡脖子环节问题。由于发达国家拥有技术先发优势、市场优势，后发国家产业链升级难度非常大，后发国家通常需要集举国力量方可推进关键技术突破，例如东亚地区的日本、韩国即是通过举国力量进行产业链突破的典型代表。二十大报告重点提及“健全新型举国体制，强化国家战略科技力量”，预计我国将在半导体、信创、军工、发动机等高精尖领域加大研发投入支持，尤其看好具备央企或者国企性质的自主可控龙头公司。**(3) 确保粮食、能源资源、重要产业链供应链安全。**我们认为，二十大报告对“安全”的提法明显增多。目前我国安全问题主要体现在：产业链安全、信息安全、能源安全、粮食安全、金融安全、军事安全。其中产业链安全需解决芯片、核心软件等关键技术环节的卡脖子环节；信息安全需加强个人信息保护，并在软硬件领域强化国产替代；能源安全需降低石油、天然气的对外依存度，切实推进新能源战略；粮食安全需坚守十八亿亩耕地红线，解决种子对外依存度高问题，并加强大豆等关键作物领域的国产替代；金融安全需保持人民币汇率稳定、加速人民币国际化进程、继续推进资本市场改革；军事安全需继续加强军事建设，二十大提出“打造强大战略威慑力量体系”，预计国防军工相关领域将迎来发展机会。

总体而言，当前正值百年未有之大变局，安全及高质量发展等已代替和平与发展，成为时代关键词，高质量发展、产业升级、自主可控大概率成为未来5-10年的投资主旋律。我们认为2023年作为二十大后的开局之年，政策利好可能超预期。

图 27：1979-1981 年国内赤字率大幅提升



资料来源：Wind 资讯，财信证券

1.6 本章小结：预计 2023 年中国资产将领跑全球市场

2022 年在业绩疲软、估值承压、风险偏好下降等多重冲击下，A 股及港股指数大多领跌全球主要股指。相较全球股市而言，上证指数、恒生指数处于估值洼地，后续存在较大估值上修的可能性。展望 2023 年，欧美国家经济硬着陆风险增加，中国外需存在较大不确定性，预计中国国内将处于加杠杆周期。叠加中国疫情防控优化、地产融资政策效果显现，预计 2023 年中国经济将领先全球复苏，人民币汇率将止跌回升，中国资产也将领涨全球。当下 AH 溢价指数处于高位，随着 2023 年港股双币机制落地、港股流动性改善，预计港股走势将强于 A 股。

一、指数层面，本轮 A 股调整幅度已达 2012 年、2018 年熊市水平：(1) 2022 年 4 月、10 月，全部 A 股市盈率中位数分别达历史后 3.13% 分位、历史后 8.02%，已达 2012 年、2018 年熊市水平；(2) 历史上，破净率超过 10% 通常意味着熊市底部，2022 年 4 月底、10 月底破净率曾两次接近熊市底部水平；(3) 2022 年 4 月底、10 月底股债相对回报率曾经两度到达历史高位，随后发生趋势性回落，权益配置价值相对债市突出；(4) 11 月份的企（事）业单位中长期贷款新增 7367 亿元，同比多增 4320 亿元，已连续 4 个月同比多增，企业端信心持续复苏。从历史来看，企（事）业单位中长期贷款新增额与万得全 A 市盈率走势高度相关，企（事）业单位中长期贷款持续改善，预计后续 A 股整体易上难下；(5) 全部 A 股的换手率底部也通常意味着万得全 A 指数的底部，目前两市换手率已经达到 2018 年熊市底部水平；(6) 技术面而言，双底探底符合历史规律，4 月底、10 月底指数两轮探底后，后续反弹基础更为坚实。

二、风格层面，预计 2023 年市场风格相对均衡。业绩端来看，万得一致预测 2023 年业绩增速从高到低的板块分别为：疫后复苏的线下可选消费及出行板块 > 高景气的成长赛道板块 > 中游制造及出口相关产业链 > 必需消费板块 > 地产产业链及金融板块 > 能

源品板块。成长板块业绩总体要强于蓝筹板块，地产及金融板块复苏力度或偏弱。流动性来看，社融增速与 M2 增速剪刀差从 10 月的-1.5%的继续大幅回落至 11 月的-2.4%。2023 年随着疫情防控政策优化、地产弱修复，预计宽货币将向宽信用传导，社融增速与 M2 增速的剪刀差将转负回正。历史来看，稳货币+宽信用组合下，蓝筹板块通常跑赢成长板块。考虑到 2023 年业绩层面利好成长风格，流动性层面（社融增速与 M2 增速剪刀差回正）利好蓝筹风格，预计 2023 年市场风格将相对均衡，成长风格或略微占优。

三、通胀层面，住房项目合计占核心 CPI 比值的 40.65%。美国 CPI 住宅分项同比滞后于美国房价指数一年左右，鉴于美国房价指数于 2022 年 4 月开始震荡回落，我们预计 2023 年 4 月起，美国 CPI 住宅分项同比将实质性回落。但美国房价指数在今年形成 M 型顶部（双顶），预计明年美国核心 CPI 将在曲折中回落，明年第一季度美国核心 CPI 仍存在超预期可能性。央行《2022 年第三季度中国货币政策执行报告》提出，高度重视未来通胀升温的潜在可能性。考虑到国内 M2 增速可能有通胀的滞后效应、疫后消费将强势复苏、线下消费及服务产能大幅出清加剧了供给端压力、中下游环节存在修复资产负债表动力，叠加 2022 年 CPI 低基数，我们需警惕 2023 年中国国内 CPI 超预期上行。考虑到疫情冲击主要集中在 2023 年一季度，我们预计 2023 年一季度国内 CPI 仍将在低位运行，二季度以后国内 CPI 大概率出现上行。

四、政策层面，当前正值百年未有之大变局，安全及高质量发展等已代替和平与发展，成为时代关键词，高质量发展、产业升级、自主可控大概率成为未来 5-10 年的投资主旋律。我们认为 2023 年作为二十大后的开局之年，政策利好可能超预期。

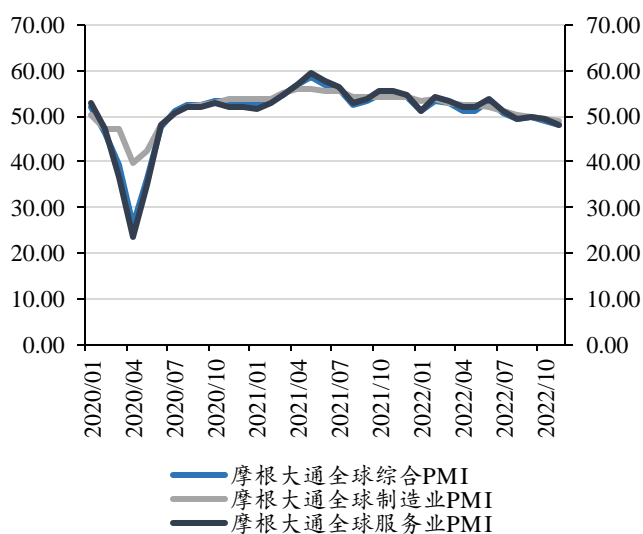
2 全球：2023 年全球经济衰退风险增加，但流动性将边际缓解

2.1 经济：全球经济衰退风险增加

全球经济景气度边际减弱。PMI 作为反映经济的同步指标，2022 年 11 月的全球综合 PMI 为 48.00，已经连续 4 个月处于荣枯线下方，全球经济持续承压。

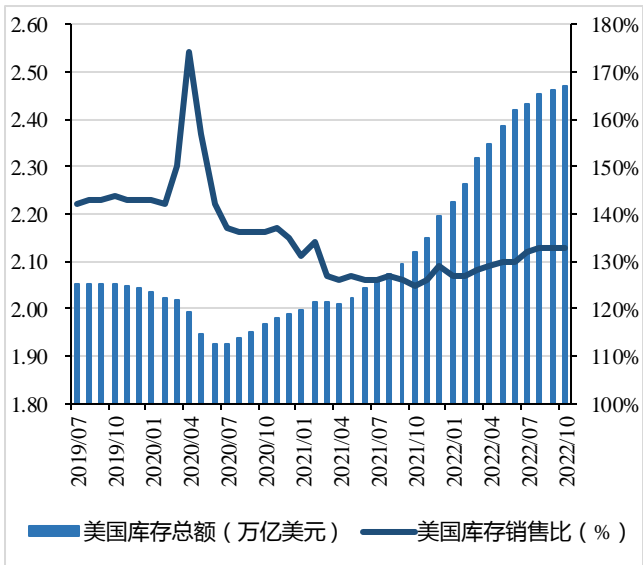
(1) 从补库存来看，2022 年 10 月，美国库存销售比为 133%，距离疫情前的库存销售比 140%，总体提升空间已经较小，美国经济补库存过程已进入尾声。

图 28：全球经济复苏的边际速度放缓



资料来源：wind 资讯（截至 2022 年 11 月），财信证券

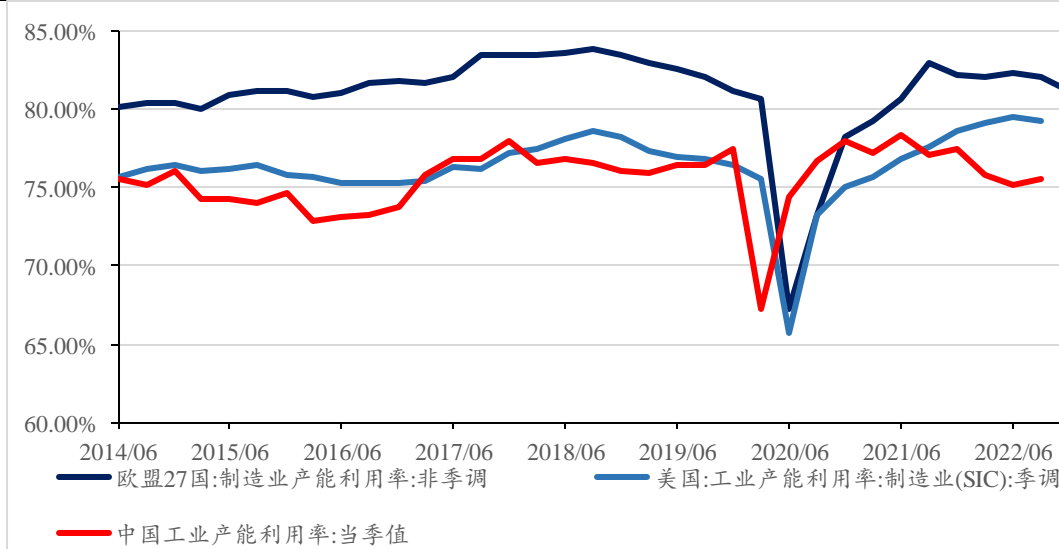
图 29：美国库存总额及美国库存销售比



资料来源：wind 资讯（截至 2022 年 10 月），财信证券

(2) 从生产端来看，2022 年第三季度美国工业的产能利用率为 79.19%（环比下降 0.29 个百分点），欧盟 27 国制造业产能利用率为 82.00%（环比下降 0.3 个百分点），都超过了疫情前水平（2019 年第四季度分别为 75.38%、81.10%），且呈现触顶回落迹象，预计未来数个季度欧美国国家产能利用率还将持续走弱。

图 30：欧盟 27 国、美国、中国的制造业/工业产能利用率



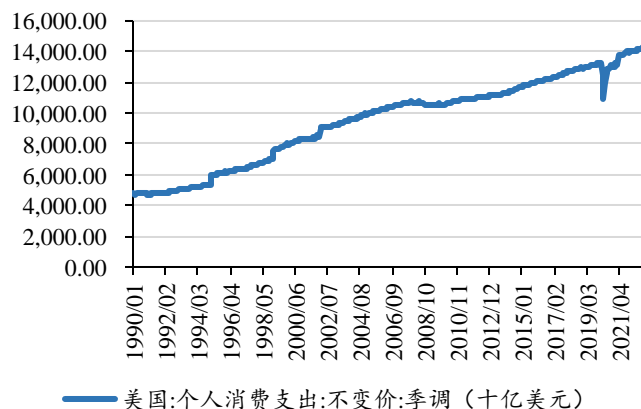
资料来源：Wind 资讯（截至 2022 年 12 月），财信证券

(3) 消费端而言，消费约占美国 GDP 的七成左右。作为消费的前瞻性指标，自从密歇根消费者信心指数建立以来，一共出现四次高位大幅回落走势，第一次为上世纪八十年代初期，随后 1980 年和 1982 年美国出现经济衰退；第二次为上世纪九十年代初期，随后 1991 年美国出现经济衰退；第三次为次贷危机时期，随后美国在 2008 年和 2009 年出现经济衰退。第四次为现在，目前密歇根消费者信心指数再次从高位回落至历史最低

点（2022年6月的50.00点），未来美国经济衰退概率大幅增加。

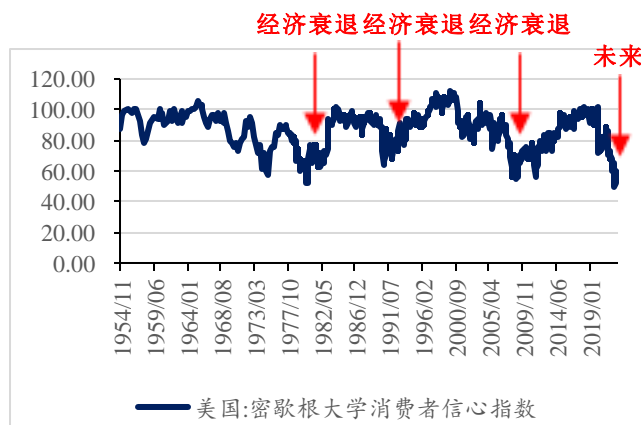
近期美联储表态也传达了不惜通过衰退来实现抗通胀的目标。美联储主席鲍威尔表示“恢复物价稳定需要一段时间，历史告诫不要过早放松政策。降低通胀可能需要持续一段时间经济增长低于趋势水准”。本轮通胀主要由供给端主导，而供给端产能释放需要2-3年。为实现供给和需求端平衡，本轮高通胀缓解大概率需要通过需求端萎缩来实现，增加了美国经济衰退风险。

图 31：美国个人消费支出



资料来源：wind 资讯（截至 2022 年 10 月），财信证券

图 32：美国密歇根大学的消费者信心指数

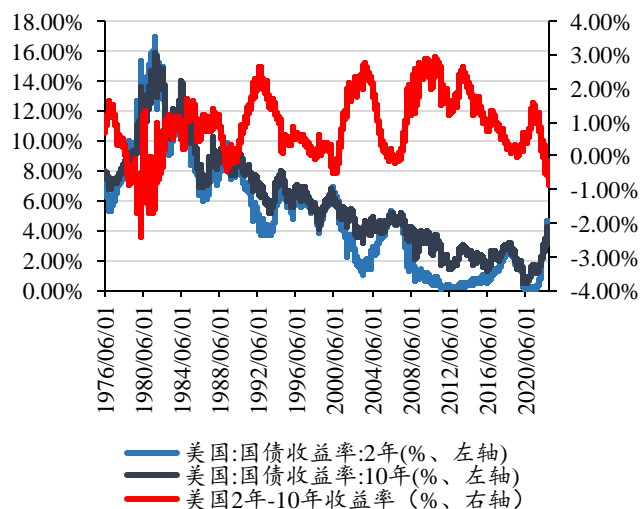


资料来源：wind 资讯（截至 2022 年 12 月），财信证券

美债收益率倒挂或预示经济衰退。通常短期利率对货币政策更敏感、长期利率对经济增速更敏感，短期利率和长期利率倒挂通常预示着未来经济衰退信号。1960 年以来，美国每次衰退前都会出现收益率曲线倒挂现象（2 年期国债收益率高于 10 年期美国国债收益率）。12 月 7 号，美国 2 年期与 10 年期国债收益率倒挂幅度为-0.84%，创下 1981 年以来最大倒挂幅度，未来美国经济衰退深度可能超市场预期。

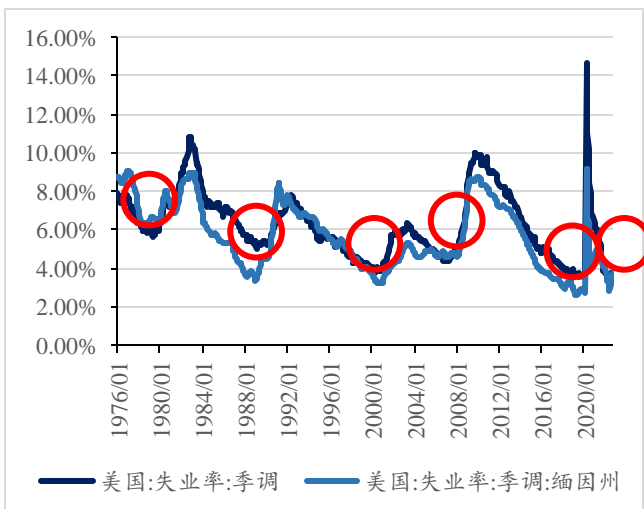
美国缅因州主要以木材加工、水产加工等初级制造业为主，经济结构偏中低端。从历史来看，每次经济衰退发生时，美国缅因州失业率通常会领先于美国整体失业率触底反弹。2022 年 7 月迄今，美国缅因州失业率已经连续 4 个月上升，这意味着后续美国整体失业率也可能处于上升通道中。

图 33: 美国 2 年期-10 年期国债出现 40 年以来最严重倒挂



资料来源: wind 资讯 (截至 20221216), 财信证券

图 34: 美国缅因州失业率通常领先于美国失业率反弹



资料来源: wind 资讯 (截至 2022 年 11 月), 财信证券

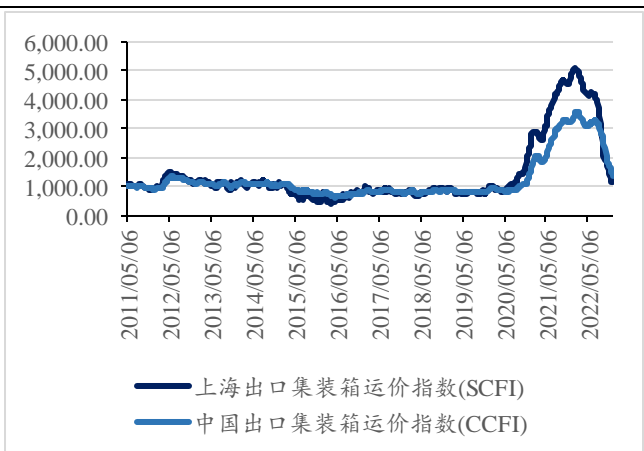
2022 年全球航运价格明显回落。航运价格指数与全球经济冷热息息相关，2022 年以来，波罗的海干散货指数和中国集装箱运输指数均明显回落，说明全球经济增长动能明显走弱。

图 35: 波罗的海干散货指数走势



资料来源: wind 资讯 (截至 2022 年 12 月 16 日), 财信证券

图 36: 中国及上海的出口集装箱运价指数



资料来源: wind 资讯 (截至 2022 年 12 月 16 日), 财信证券

全球同步收紧货币及财政政策，全球经济进一步承压。受制于通胀高企，全球正以半个世纪以来从未见过的同步程度撤回货币和财政刺激措施，各主要机构均下调了今明两年的全球经济增长预期。世界银行预计 2023 年全球 GDP 增速将放缓至 0.5%，人均 GDP 下降 0.4%，将符合全球经济衰退的技术定义。

受大幅收紧货币政策影响，美国经济大概率出现放缓。12 月份美联储虽然小幅上调 2022 年 GDP 增速至 0.5% (9 月预测值 0.2%)，但却进一步下调 2023 年 GDP 增速至 0.5% (9 月预测值 1.2%)，下调 2024 年 GDP 增速至 1.6% (9 月预测值 1.7%)，维持 2025 年 GDP 增速为 1.8% (9 月预测值 1.8%)，维持长期 GDP 增长预估中值为 1.8% (9 月份预测

值 1.8%)。

表 3：各主要机构对全球经济的预测

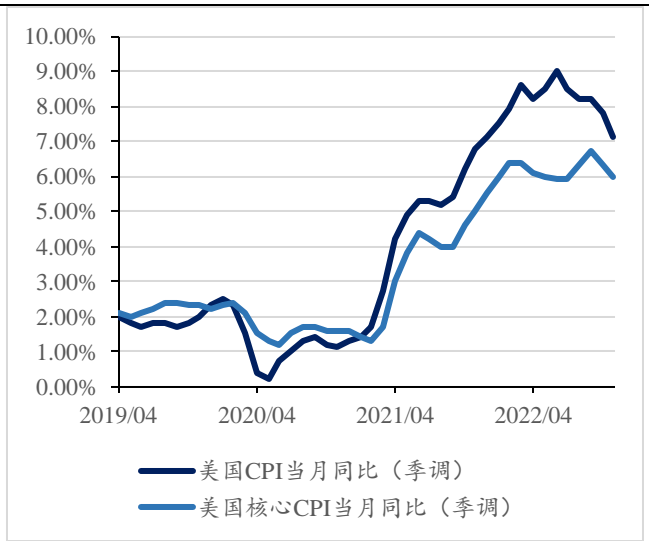
预测主体	预测时间	驱动因素	经济预测内容
联合国 《2022年中世界经济形势与展望》	2022年5月	全球经济复苏被俄乌冲突扰乱，引发巨大人道主义危机，提高了粮食和大宗商品价格，在全球范围内加剧了通胀压力	将2022年全球经济增速下调至3.1%，低于2022年1月发布的4%的增速预期。报告预计2022年全球通胀率将增至6.7%，粮食和能源价格将大幅上涨
世界银行	2022年9月	全球决策者正在以半个世纪以来从未见过的同步程度撤回货币和财政刺激措施	投资者预计各国明年将把全球货币政策利率提高到近4%。估计2023年全球GDP增速将放缓至0.5%，人均GDP下降0.4%。如果真如此，将符合全球经济衰退的技术定义
惠誉评级 《全球经济展望》	2022年9月	受累于欧洲能源危机，通胀愈演愈烈，全球货币政策加速收紧，全球经济在几个月遭遇“完美风暴”	将今年全球GDP增长预测下修至2.4%，较6月时下调0.5个百分点。预计欧元区于本季步入衰退，美国将在2023年年中陷入温和衰退，明年上述地区或经历经济零增长。
IMF	2022年10月	当前全球经济面临诸多挑战：通货膨胀率达到几十年来最高水平、大多数地区金融环境收紧、乌克兰危机以及新冠疫情持续，严重影响全球经济增长前景	IMF将今年全球经济增长预期维持在3.2%不变，将明年下调0.2个百分点至2.7%

资料来源：财联社，财信证券

2.2 流动性：美联储加息已处于尾声阶段，2023年全球流动性边际缓解

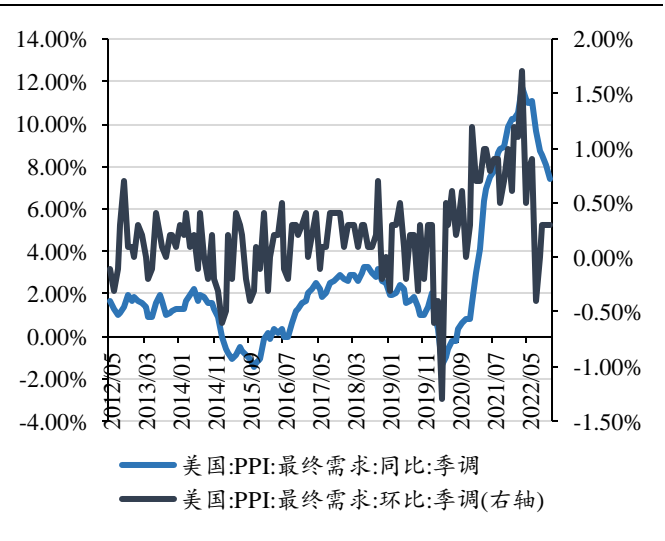
美联储连续上调未来3年的通胀预期。美国11月CPI同比上升7.1%，为2021年12月以来最小增幅，预估为7.3%，前值为7.7%。虽然美国通胀连续两个月低于市场，但今年以来，美联储却连续上调未来3年的通胀预期。12月份，美联储上调2022年PCE通胀率至5.6%（3月、6月、9月份预估分别为4.3%、5.2%、5.4%），上调2023年PCE至3.1%（3月、6月、9月份的预估分别为2.7%、2.6%、2.8%），上调2024年PCE至2.5%（6月、9月份的预估为2.2%、2.3%），上调2025年PCE至2.1%（9月份预估为2.0%），维持较长期预估PCE中值为2.0%（6月、9月份的预估为2.0%、2.0%）。总体而言，本轮美国高通胀具有一定粘性，且遏制通胀上行已经成为美国社会一致共识，美联储高利率环境或维持较长时间。

图 37: 美国 CPI 及核心 CPI 走势



资料来源: wind 资讯 (截至 2022 年 11 月), 财信证券

图 38: 美国 PPI 的同比、环比增速走势

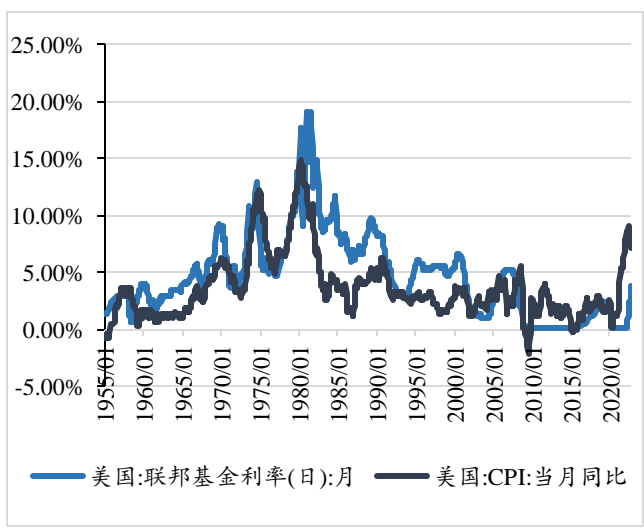


资料来源: wind 资讯 (截至 2022 年 11 月), 财信证券

密切关注失业率是否到达 5%-5.5% 区间。美联储目标利率取决于通胀和经济（失业率）。为切断通胀预期以及防止通胀反复抬头，我们预计本次美联储目标利率高点将滞后于 CPI 增速高点。此外，从历史规律来看，当美国失业率指标从低位向上击破 5%-5.5% 的失业率时，美联储货币政策重点将从遏制通胀转向失业率。2022 年 11 月，美国失业率（季调）仅 3.7%，仍远低于 5%-5.5% 的失业率，美国经济仍处于充分就业状态，未来 2-3 个季度，美国仍将维持高利率环境。后续需密切关注失业率是否达到 5%-5.5% 左右，如出现，美国货币政策转向鸽派的概率将大幅提升。

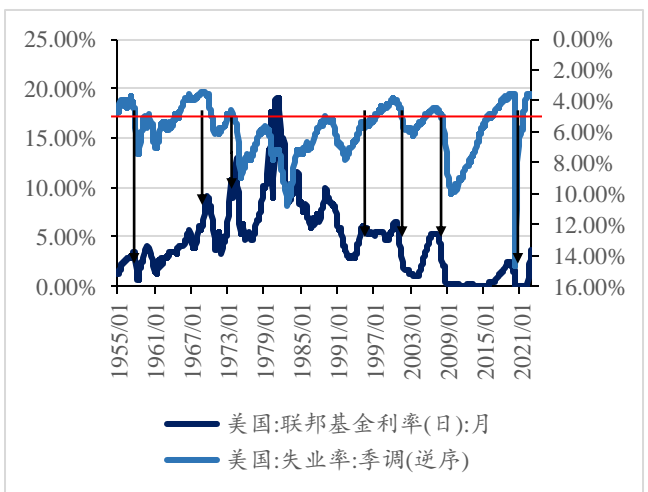
根据 12 月份美联储预测，美联储下调 2022 年失业率预期至 3.7%（9 月份预期为 3.8%），上调 2023 年失业率预期至 4.6%（9 月份预期为 4.4%），上调 2025 年失业率预期至 4.5%（9 月份预期为 4.3%），维持长期失业率预期为 4.0%（9 月份预期为 4.0%）。单就失业率而言，当下暂未看见美联储货币政策转鸽的信号。

图 39: 美国联邦基金利率(月均)与美国 CPI 走势



资料来源: wind 资讯 (截至 2022 年 11 月), 财信证券

图 40: 美国联邦基金利率(月均)与美国失业率走势



资料来源: wind 资讯 (截至 2022 年 11 月), 财信证券

本轮通胀大概率引发美国经济衰退风险。从 1954 年以来的美联储 12 次货币紧缩周期来看, 其中有 9 次以衰退结束, 只有 3 次未迎来衰退。此外, 当美国通胀上行压力更大、美联储首次加息时点越晚、通胀由供给端主导时, 美国经济更容易迎来硬着陆 (经济衰退)。考虑到本轮美国通胀为 40 年以来新高 (上行幅度大)、美联储货币政策在通胀开始大幅上行 10 个月后才开始转鹰、本轮通胀很大程度由供给端主导, 因此我们判断本轮通胀大概率引发美国经济衰退风险。

图 41: 美国历史上加息周期的经济着陆方式



资料来源: wind 资讯, 财信证券

美联储的政策正接近充分限制性的利率水平。在 6 月、7 月、9 月、11 月连续 4 次单次加息 75 个基点后, 美国 CPI 已经连续 2 个月 (10 月、11 月) 超预期回落, 12 月份美联储加息节奏边际放缓。12 月份美联储将联邦基金利率目标区间上调 50 个基点到 4.25%

至 4.5% 之间。但 12 月份美联储主席鲍威尔继续释放鹰派信号：“历史教训强烈警告不要过早放松政策，将坚持到任务完成为止，预计明年通胀将大幅下降，在确信通胀率向 2% 靠拢之前不会降息”。鲍威尔还强调“美联储的政策正接近充分限制性的利率水平，须在一段时间内维持限制性利率”。我们认为美联储的“充分限制性的利率水平”大概率在 5.1% 附近，理由如下：

(1) 美联储 12 月份点阵图将 2023 年年底的联邦基金利率上调至 5.1%，高于此前 9 月份点阵图预估 (4.6%)；

(2) 美国政府高杠杆率限制其加息空间。1953 年以来，美国杠杆率与 10 年期美债收益率乘积的最高值达 5.77% (1984 年 6 月)。我们以 5.77% 上限计算，2022 年 Q2 末美国政府杠杆率 (113.40%) 对应的 10 年期美债收益率上限值在 5.09%，预计后续 10 年期美债收益率上行空间并不大；

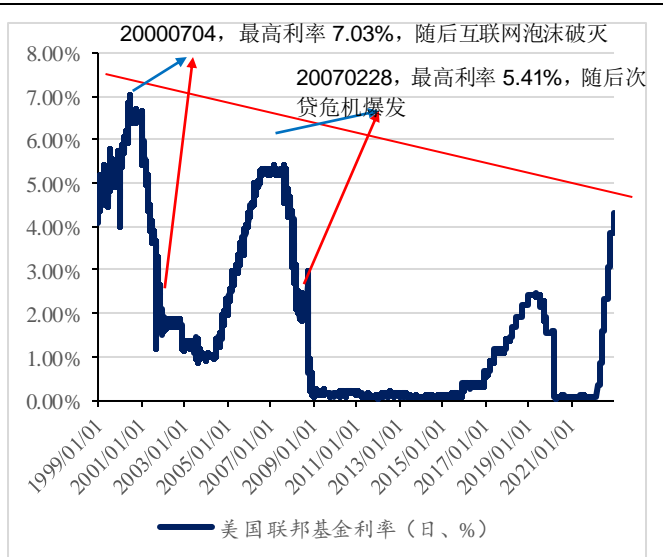
(3) 历史来看，2000 年美国联邦基金利率最高达到 7.03% (20000704)，随后互联网泡沫破灭；2007 年美国联邦基金利率最高达到 5.41% (20070228)，随后次贷危机爆发。2022 年 Q2 末美国非金融部门杠杆率 (263.5%) 大幅超过 2000 年 Q1 末 (188.10%)、2007 年 Q4 末 (229.8%)，美国经济积累的风险更大，叠加美国在全球的经济实力占比不及 2000 年、2007 年。为避免严重债务风险爆发，预计本轮美国联邦基金利率很难超过 2007 年水平 (5.41%)。

图 42：美国 10 年期国债收益率与美国政府部门杠杆率的乘积



资料来源：wind 资讯 (截至 2022 年 6 月；10 年期美债收益率采用季度平均值计算)，财信证券

图 43：美联储联邦基金利率走势



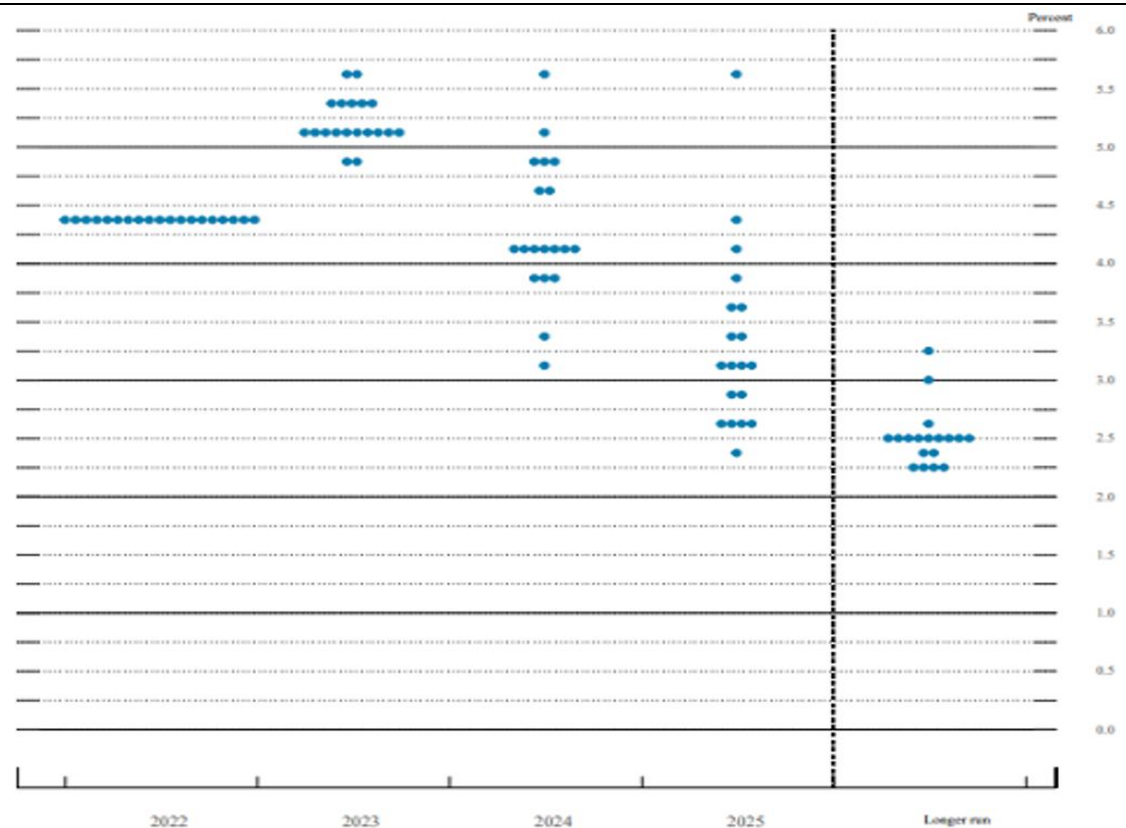
资料来源：Wind 资讯 (截至 20221215)，财信证券

综上，预计本轮美联储加息利率终点在 5.1% 附近，预计 2023 年 1 月、3 月美联储还将分别加息 25 个 bp 左右，预计将在明年 2 季度结束加息进程。但考虑到当下美国 CPI 仍大幅高于 2% 目标中枢水平，预计美联储仍将维持高利率 (5.1%) 较长时间，同时配合缩表等操作，直到美国 CPI 通胀接近 2% 或者美国失业率接近 5% 区间，随后才可能进入

降息周期。

从加息时间和加息节奏来看，美联储本轮加息已经处于尾声阶段，2023 年全球流动性将趋于缓解，2023 年全球股市杀估值过程或将告一段落。当下全球市场关注焦点从此前的单次加息幅度转向最终利率高点、以及欧美经济衰退深度，不排除后续欧美股市仍继续杀业绩的风险。

图 44：美联储 2022 年 12 月份点阵图



资料来源：美联储官网，财信证券

美联储缩表期间的经济和市场表现通常不佳。从 20 世纪以来，美联储共经历了 7 次缩表，持续时间通常在 1-2 年，7 次缩表的平均缩表规模为 9%。在 7 次缩表中，通常会引发经济增速下行，同期股市也大多下行，原油等大宗商品价格大多下行，国债收益率大多下行。

本轮缩表规模以及节奏都明显快于上轮。根据美联储官网，美联储 11 月实现缩表 922.94 亿美元，其资产总额由 8.676 万亿美元降至 8.584 万亿美元。总体来看，本轮缩表速度约是 2017 年-2019 年缩表速度峰值（500 亿美元）的 2 倍。据美联储发布的研究报告称，未来几年美联储资产负债表规模削减 2.5 万亿美元，美联储持有的证券组合可能会降至 5.9 万亿美元。以 2022 年 5 月美国存储机构总资产约 9 万亿美元计算，预计本轮美联储缩表总规模在 2.5 万亿美元至 3 万亿美元左右，总缩表规模约是上轮缩表规模（7000 亿美元）的 3-4 倍，总缩表幅度（27.8%-33.3%）约是上轮缩表幅度（15.50%）的 2 倍。但如果 2023 年美国发生硬着陆、失业率攀升，不排除美联储提前结束缩表，并进入

降息周期可能性。

表 4：美联储历史 7 次缩表期间的经济表现及市场表现

开始时间	时代背景	持续时长	主要缩表方式	缩表规模	加息/降息	经济表现	市场表现
1920 年	一战结束后	2 年	票据贴现与短期贷款收缩	15%	——	经济增速快速下行，由恶性通胀到通缩	股市下行、国债收益率下行、原油价格下行
1930 年	大萧条、《斯穆特霍利关税法案》	1 年	票据贴现与短期贷款收缩	5%	——	陷入严重及长期衰退	股市下行、国债收益率下行、原油价格下行
1949 年	二战结束后，美国未偿债务规模占 GDP 比重大幅回落	1 年	长期国债持有规模显著下滑	8%	——	经济下滑，通缩到高增长、低通胀	股市下行、国债收益率下行、原油价格小幅下行
1960 年	海外美元持有者黄金兑换需求上升	1 年	黄金持有规模显著下滑	2%	缩表期间 2 次降息	低增长、低通胀到高增长、低通胀	股市震荡上行、国债收益率下行、原油价格小幅下行、环境震荡
1978 年	石油危机，控制货币数量抑制恶性通胀	1 年	短期国债持有规模显著下滑	10%	缩表期间 9 次加息	严重滞胀	股市下行、国债收益率上行、原油价格持续高位、黄金大涨
2000 年	科技网络泡沫破灭后，短期工具退出	1 年	回购协议项目持有规模显著下滑	9%	缩表期间 3 次加息	持续低增长、通胀保持合理水平	股市下行、国债收益率下行、原油震荡、黄金价格震荡
2017 年	次贷危机后的 3 轮量化宽松工具退出	2 年	国债、MBS	15.50%	缩表期间加息	经济增速较好	一度打断了美股长牛势头

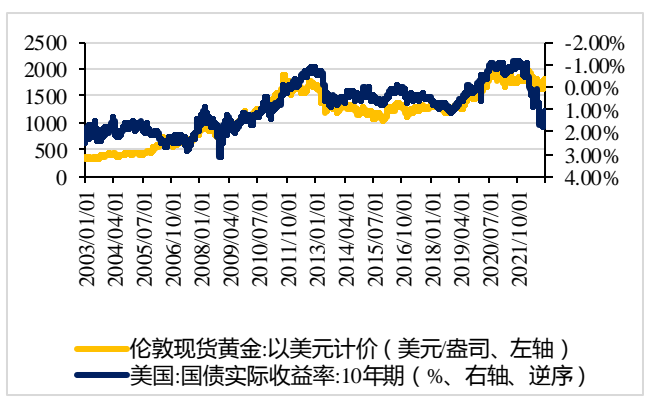
资料来源：《美联储历次缩表的影响》& 东方财富网& 美联储数据库，财信证券

黄金价格已经进入底部配置区间。黄金作为不生息、抗通胀资产，其价格走势与 10 年期美债实际收益率（10 年期美债名义收益率-通胀率）高度负相关。当 10 年期美债实际收益率下降时，黄金价格通常上涨。2003 年以来，二者符合以下回归关系式：黄金价格（美元/盎司）= -40249 ×（10 年期美债实际收益率）+ 1496.9，其中 R²（相关系数）高达 0.7741。10 年期美债实际收益率=10 年期美债名义收益率-隐含中长期通胀率。2003 年迄今隐含中长期通胀率始终在 2% 左右波动，因此 10 年期美债实际收益率主要由 10 年期美债名义收益率决定。我们计算，2022 年 Q2 末美国政府杠杆率（113.40%）对应的 10 年期美债收益率上限值在 5.09%，预计后续 10 年期美债收益率上行空间并不大。这也意味着后续 10 年期美债实际收益率上行空间很小，黄金价格已经进入底部配置区间。

金银比存在中枢回归趋势，白银上涨空间大于黄金。黄金及白银作为传统货币，受金融属性共同驱动，其币值存在相对比价关系。从 1985 年《广场协议》美元开始主动贬值迄今，金银比（伦敦黄金现价/伦敦白银现价）一直在均衡区间波动，金银比中位数在

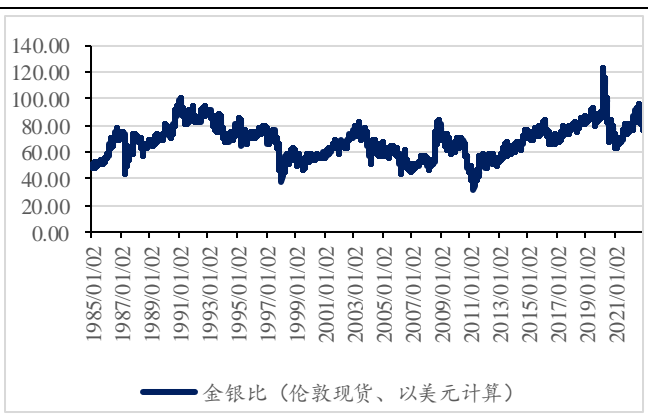
68.77，其±一倍标准差的金银比范围为【56.28，81.27】。1985年迄今，金银比有64.36%频率落于【56.28，81.27】区间，有20.57%频率低于56.28，有15.07%频率高于81.27。从历史规律来看，当金银比超出【56.22，81.20】区间时，存在向中枢回归的趋势。2022年5-11月金银比持续超过81.20一倍标准差。截至12月19日，金银比为77.06，存在继续向下回归趋势。这意味着未来白银将比黄金具备更大价格向上空间。

图 45: 黄金价格与 10 年期美债实际收益率高度负相关



资料来源: wind 资讯 (截至 20221219), 财信证券

图 46: 1985 年迄今的金银比走势

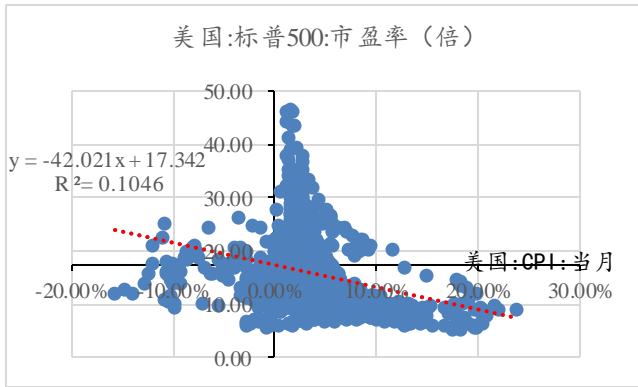


资料来源: wind 资讯 (截至 20221219), 财信证券

2.3 估值：美股估值仍高于理论水平，风险尚未完全释放

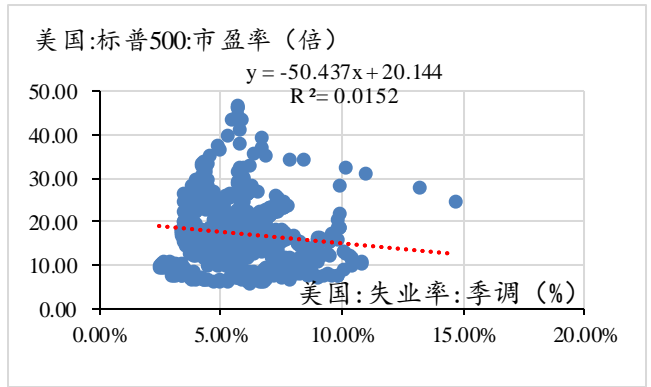
标普 500 当下估值或仍高于理论水平。我们统计了自 1914 年 1 月以来的标普 500 指数市盈率与美国 CPI 走势、以及 1948 年 1 月以来的标普 500 指数市盈率与美国失业率走势。当美国 CPI 走高或者美国失业率走高时，标普 500 指数市盈率将系统性降低，回归方程式分别为： $\text{标普 500 市盈率} = -42.021 \times (\text{美国 CPI 同比}) + 17.342$ 、以及 $\text{标普 500 市盈率} = -50.437 \times (\text{美国失业率}) + 20.144$ 。如将美国 11 月份 CPI(7.10%)以及失业率(3.70%)迭代上述回归公式，计算标普 500 指数市盈率分别为 14.36 倍、18.28 倍，二者均低于标普 500 当前市盈率估值（约 20 倍），这意味着标普 500 当前估值或仍高于理论水平，或存在进一步杀估值空间。

图 47: 标普 500 指数市盈率与美国 CPI 的走势



资料来源:wind 资讯 (1914 年 1 月至 2022 年 11 月, 剔除 2008 年 11 月至 2009 年 10 月标普 500 市盈率因业绩下滑而异常偏高情形), 财信证券

图 48: 标普 500 指数市盈率与美国市盈率的走势

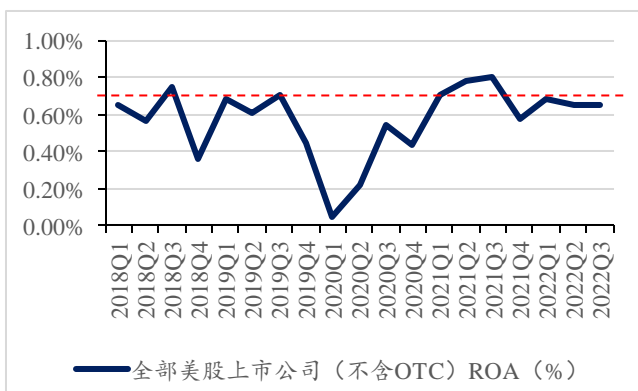


资料来源:wind 资讯 (1948 年 1 月至 2022 年 8 月, 剔除 2008 年 11 月至 2009 年 10 月标普 500 市盈率因业绩下滑而异常偏高情形), 财信证券

2.4 业绩: 警惕美国上市公司的杀业绩风险

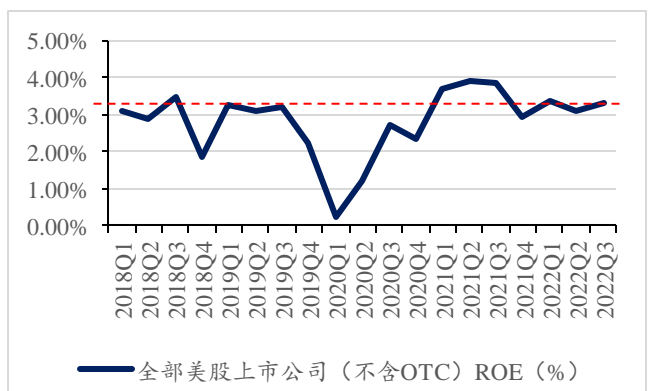
美国上市公司盈利能力存在继续回落的可能性。在通胀前期, 由于美国需求旺盛, 美股公司此时具备较强的价格传导以及提价能力, 此时美股上市公司一定程度受益于通胀, 价升继续推动美股盈利改善。2021 年 Q4 以后, 美国通胀继续上行, 一定程度侵蚀了美国需求, 以至于美股公司不能顺利传导通胀压力。此外, 美联储快速加息缩表也将加大美国经济硬着陆的风险, 美国经济衰退风险增加。后续, 美股上市公司大概率面临成本端上升以及需求端下滑的双重压力, 美股盈利能力存在大幅回落的可能性。当下美股上市公司 (不含 OTC) 的 ROE 及 ROA 尚处于疫情前的中枢水平, 美股暂未完全反映美股上市公司业绩下滑, 后续仍需警惕杀业绩风险。

图 49: 全部上市美股 (不含 OTC) 单季度 ROA 走势



资料来源:wind 资讯 (截至 2022 年 Q3), 财信证券

图 50: 全部上市美股 (不含 OTC) 的 ROE 走势



资料来源:wind 资讯 (截至 2022 年 Q3), 财信证券

2.5 本章小结: 2023 年全球经济衰退风险增加, 但全球流动性将缓解

全球经济而言, 受制于通胀高企, 全球正以半个世纪以来从未见过的同步程度撤回

货币和财政刺激措施，各主要机构均下调了今明两年的全球经济增长预期。当美国通胀上行压力更大、美联储首次加息时点越晚、通胀由供给端主导时，美国经济更容易迎来硬着陆（经济衰退）。考虑到本轮美国通胀为 40 年以来新高（上行幅度大）、美联储货币政策在通胀开始大幅上行 10 个月（2021 年 12 月）才开始转鹰、本轮通胀很大程度上由供给端主导，因此我们判断本轮通胀大概率引发美国经济衰退风险。2022 年 11 月的全球综合 PMI 为 48.00，已经连续 4 个月处于荣枯线下方，全球经济持续承压。作为衰退前瞻性指标，12 月 7 号美国 2 年期与 10 年期国债收益率倒挂幅度为 -0.84%，创下 1981 年以来最大倒挂幅度，未来美国经济衰退深度可能超市场预期。

通胀而言，本轮美国高通胀具有一定粘性，且遏制通胀上行已经成为美国社会一致共识，预计未来 2-3 个季度，美国仍将维持高利率环境。后续需密切关注失业率是否达到 5%-5.5% 左右，如出现，美国货币政策转向鸽派的概率将大幅提升。12 月份美联储下调 2022 年失业率预期至 3.7%（9 月份预期为 3.8%），上调 2023 年失业率预期至 4.6%（9 月份预期为 4.4%）。单就失业率而言，当下暂未看见美联储货币政策转鸽的信号。

加息节奏而言，12 月份鲍威尔强调“美联储的政策正接近充分限制性的利率水平，须在一段时间内维持限制性利率”。我们认为美联储的“充分限制性的利率水平”大概率在 5.1% 附近，理由如下：（1）美联储 12 月份点阵图将 2023 年年底的联邦基金利率上调至 5.1%，高于此前 9 月份点阵图预估（4.6%）；（2）以 5.77% 上限计算，2022 年 Q2 末美国政府杠杆率（113.40%）对应的 10 年期美债收益率上限值在 5.09%；（3）2000 年、2007 年美国联邦基金利率最高达到 7.03%、5.41%，随后分别发生互联网泡沫破灭、次贷危机爆发。当下美国经济积累的风险更大，为避免严重债务风险爆发，预计本轮美国联邦基金利率很难超过 2007 年水平（5.41%）。综上，我们预计本轮美联储加息利率终点在 5.1% 附近，预计 2023 年 1 月、3 月美联储还将分别加息 25 个 bp 左右，预计将在明年 2 季度结束加息进程，但预计美联储仍将维持高利率（5.1%）较长时间。从加息时间和加息节奏来看，美联储本轮加息已经处于尾声阶段，2023 年全球流动性将趋于缓解，2023 年全球股市杀估值过程或将告一段落。但当下美股上市公司（不含 OTC）的 ROE 及 ROA 尚处于疫情前的中枢水平，美股暂未完全反映美股上市公司业绩下滑，后续仍需警惕杀业绩风险。

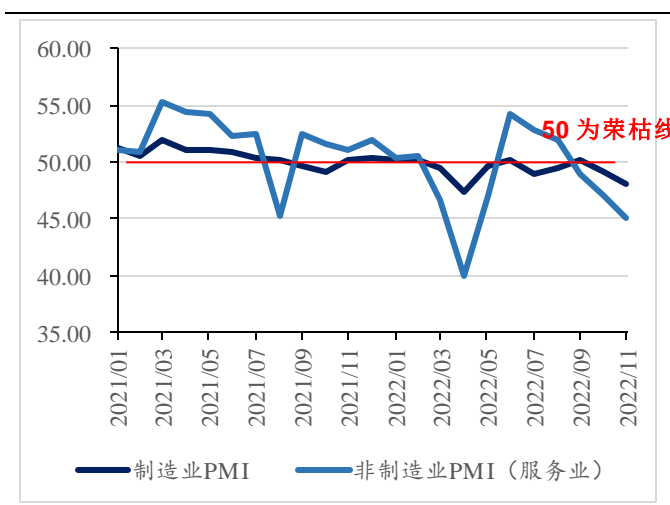
但如果 2023 年美国发生硬着陆、失业率攀升，不排除美联储提前结束加息缩表，并进入降息周期可能性。黄金价格走势与 10 年期美债实际收益率（10 年期美债名义收益率-通胀率）高度负相关。以 10 年期美债收益率潜在上限值 5.09% 计算，并考虑 10 年期通胀预期在 2% 左右，预计后续 10 年期美债实际收益率上行空间很小，黄金价格已经进入底部配置区间。历史而言，金银比存在中枢回归趋势，截至 12 月 19 日，金银比为 77.06，存在继续向下回归趋势，未来白银将比黄金具备更大价格向上空间。

3 中国：2023 年国内经济将在曲折中复苏

3.1 经济概况：2023 年国内经济将向正常增速回归

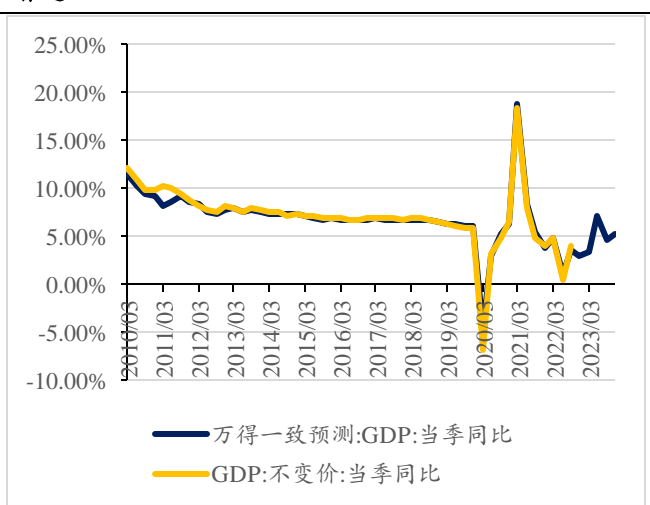
2023 年国内经济增速将向正常增速回归。在地产和疫情双重冲击下，本轮经济复苏基础并不稳固。2021 年第三季度以来，国内制造业 PMI 持续在荣枯线上下波动，并未出现趋势性好转。历史上，万得一致预测 GDP 单季增速对实际 GDP 单季增速的解释度较高，万得一致预测 2022 年 Q3 GDP 单季增速为 3.68%（实际为 3.90%）。万得一致预测 2022 年 Q4、2023 年 Q1 单季增速将回落至 2.91%、3.39%，但预测 2023 年 Q2 GDP 单季增速将快速回升至 7.14%。考虑到疫情防控优化存在 3-4 个月的闯关期，此时经济通常会走弱。叠加地产需求端复苏尚需时日，我们预计 2022 年 Q4、2023 年 Q1 国内经济将迎来筑底阶段。2023 年 Q2 后，随着疫后生活回归正常、地产基本面弱复苏，预计国内经济增速将向正常增速回归。

图 51: 中国制造业 PMI 持续在荣枯线上下波动



资料来源: wind 资讯 (截至 2022 年 11 月), 财信证券

图 52: 万得一致预测 GDP 增速可较好预测实际 GDP 增速

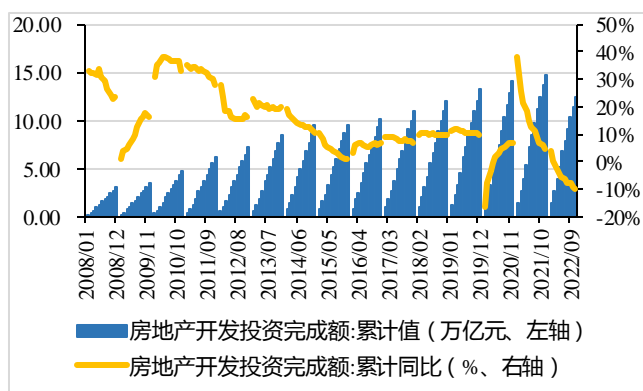


资料来源: wind 资讯 (截至 2022 年 12 月 20 日数据; 预测值至 2023 年 12 月), 财信证券

3.2 经济驱动力一：地产政策持续加码，预计 2023 年下半年地产将弱复苏

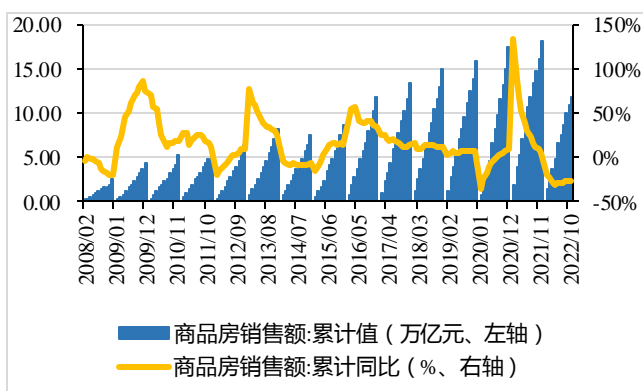
疫情冲击、地产流动性风险暴露下，2022 年地产基本面明显走弱。根据国家统计局，2022 年 1-11 月份，全国房地产开发投资 123863 亿元，同比下降 9.8%；房屋新开工面积 111632 万平方米，同比下降 38.9%；商品房销售面积 121250 万平方米，同比下降 23.3%；商品房销售额 118648 亿元，下降 26.6%。

图 53: 房地产开发投资完成额累计值及累计同比(万亿元、%)



资料来源: wind 资讯 (截至 2022 年 11 月), 财信证券

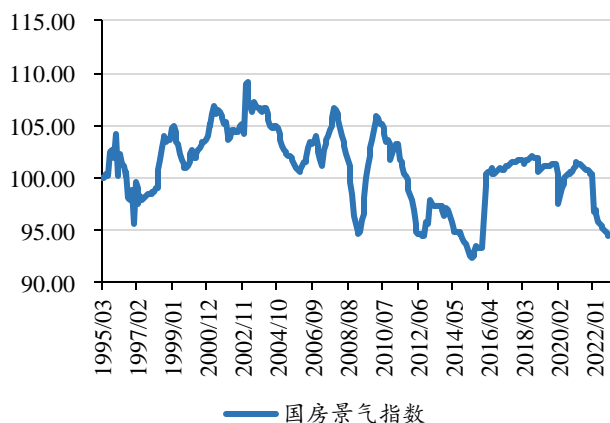
图 54: 国内商品房销售额累计值及累计同比(万亿元、%)



资料来源: wind 资讯 (截至 2022 年 11 月), 财信证券

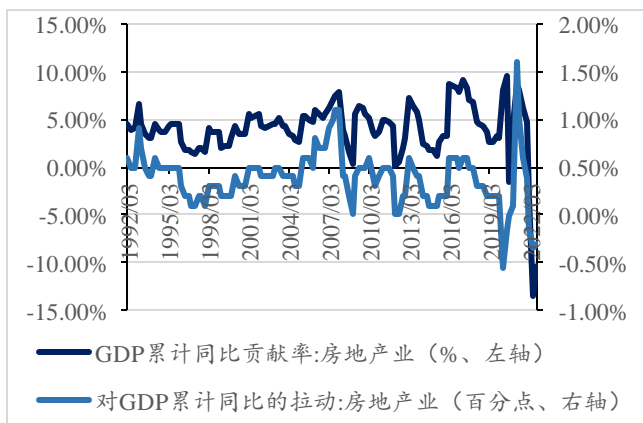
2022 年房地产对经济的拖累作用为 30 年最大水平。2022 年 11 月, 国房景气指数下行至 94.42 点, 低于亚洲金融危机时期 (1996 年 12 月 95.59 点) 以及次贷危机时期 (2009 年 3 月的 94.74 点) 水平, 历史上仅高于 2015 年水平 (2015 年 5 月 92.43 点)。影响程度而言, 截至 2022 年第三季度末, 房地产业对 GDP 累计同比贡献率为 -10.29%, 2022 年为 1992 年有数据记录以来房地产业对 GDP 累计同比贡献率最低的一年; 截至 2022 年第三季度末, 房地产业对 GDP 累计同比的拉动为 -0.31%, 2022 年也是 1992 年有数据记录以来房地产业对 GDP 累计同比的拉动最低的一年。

图 55: 国房景气指数走势



资料来源: wind 资讯 (截至 2022 年 11 月), 财信证券

图 56: 2022 年, 房地产对国内 GDP 产生拖累作用



资料来源: wind 资讯 (截至 2022 年 Q3), 财信证券

本轮地产基本面持续走弱原因在于: (1) 供给端地产公司流动性风险持续暴露。此前国内地产公司 (尤其是民营地产公司) 普遍采用“高负债、高杠杆、高周转”经营模式, 积累了较大经营风险。现金流危机下, 部分期房不能如期交付, 影响了购房需求; (2) 需求端中周期拐点已现。2021 年我国常住人口城镇化率达到 64.72%, 城镇化率已步入中尾声阶段, 未来将迎来城镇化率放缓。从历史来看, 中国出生率从 1987 年 2.33% 一路下行至 2000 年的 1.40%, 这意味 20-35 岁置业人口大幅减少, 购房需求中长期在走弱。2020 年我国家庭户人均居住面积达到 41.76 平方米, 其中城市家庭人均居住面积为 36.52 平方

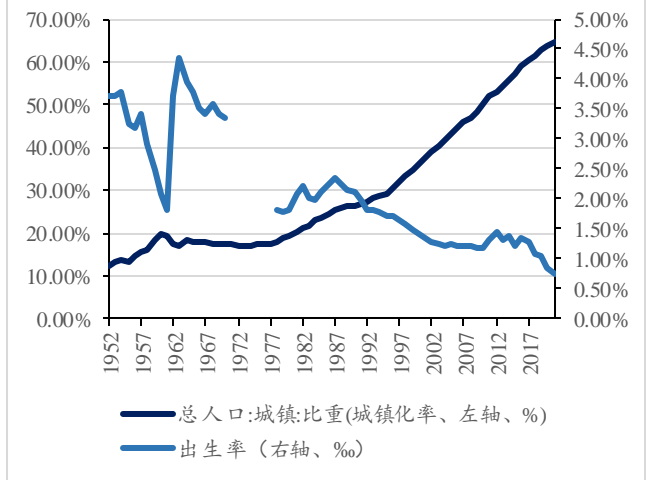
米，已经达到或接近发达国家水平。

图 57：供给端，地产流动性风险正初步化解



资料来源：wind 资讯（截至 2022 年 12 月 19 日），财信证券

图 58：需求端，地产行业长周期拐点已经到来



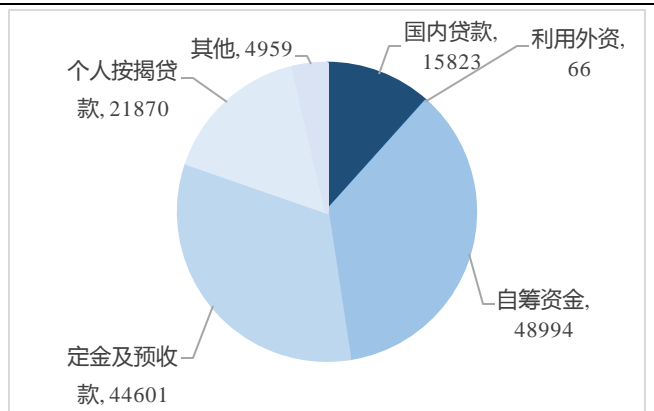
资料来源：wind 资讯（截至 2021 年），财信证券

预计 2023 年下半年地产基本面将弱复苏。为化解地产公司流动性风险，国家相继出台促进地产公司融资的三只箭（银行信贷、债券融资、股权融资）。现阶段地产融资政策主要针对未交付楼盘，化解存量风险，重点解决“保交楼”问题。2022 年 1-11 月份，房地产开发企业到位资金 136313 亿元，同比下降 25.7%。其中，定金及预收款 44601 亿元，下降 33.6%；个人按揭贷款 21870 亿元，下降 26.2%。定金及预收款及个人按揭贷款二者占房地产到位资金的 48.76%，地产三只箭能提供的资金可能尚难以弥补销售缺口，销售端持续低迷制约了地产基本面复苏。

根据西南财大报告，从 2018 年第三季度全国城镇家庭新购房的目的来看，投资性需求占比 58.2%、改善型需求占比 26.7%、首次购房刚需占比 15.1%。在房住不炒大基调下，投资性需求趋于萎靡。当下改善型需求和首次购房刚需对“交付风险”仍有较大担忧，需待“第一批保交楼楼盘”交付后，改善及刚需等自住需求才会释放。通常新房从开盘到交房需要一年半到三年时间，我们据此预计“保交楼楼盘”可能要到 2023 年下半年开始交付。考虑到刚需及改善等自住需求占比约 41.8%，预计“保交楼楼盘”交付后，2023 年下半年地产板块有望弱复苏。

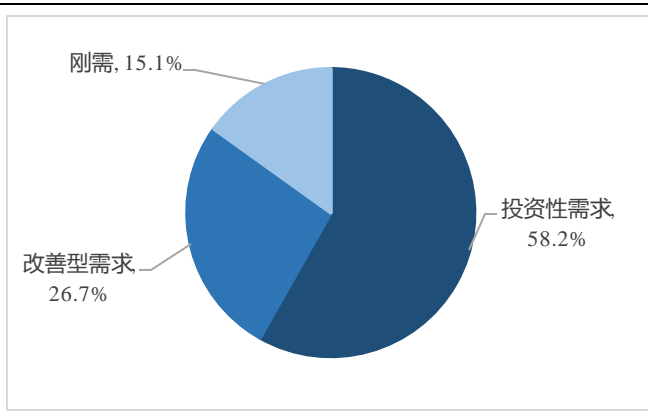
12 月份中央经济工作会议将“保交楼、化解优质头部房企风险、支持刚性和改善性住房需求”置于“房住不炒”前面，说明当前房地产行业的主要矛盾是防范风险，对房地产的支持态度仍要超过控制态度，政策的拐点已经非常明显。在供给端地产融资三只箭落地后，不排除 2023 年在因城施策的基础上对限购、限贷等方面政策做出调整，预计 2023 年房地产板块有望迎来需求端政策利好，地产基本面有望弱复苏，对经济增长的拖累效应将会缓解，甚至一定程度上支撑经济增长。

图 59: 2022 年 1-11 月, 房地产开发企业到位资金的构成情况 (亿元)



资料来源: wind 资讯及国家统计局 (截至 2022 年 11 月), 财信证券

图 60: 2018 年第三季度全国城镇家庭新购房目的占比 (%)

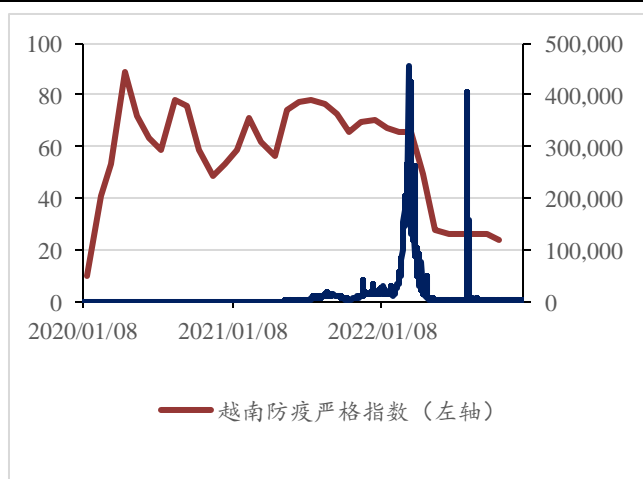


资料来源: 西南财大报告, 财信证券

3.3 经济驱动力二: 疫情防控优化, 明年经济将在曲折中复苏

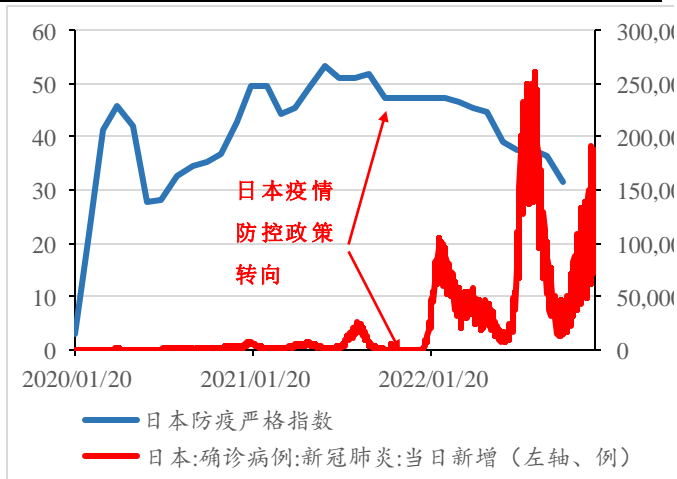
国内已进入优化疫情防控的新阶段。12 月 7 日《疫情防控新十条》提出, 不得采取各种形式的临时封控; 不再对跨地区流动人员查验核酸检测阴性证明和健康码, 不再开展落地检; 具备居家隔离条件的无症状感染者和轻型病例一般采取居家隔离; 加快推进老年人新冠病毒疫苗接种。《疫情防控新十条》出台意味着本轮新冠疫情防控政策已经出现实质性转变, 国家已进入有序优化疫情防控措施的新阶段。

图 61: 越南防疫指数回落后, 确诊病例短时激增



资料来源: wind 资讯 (截至 2022 年 12 月), 财信证券

图 62: 日本防疫指数回落后, 确诊病例短时激增

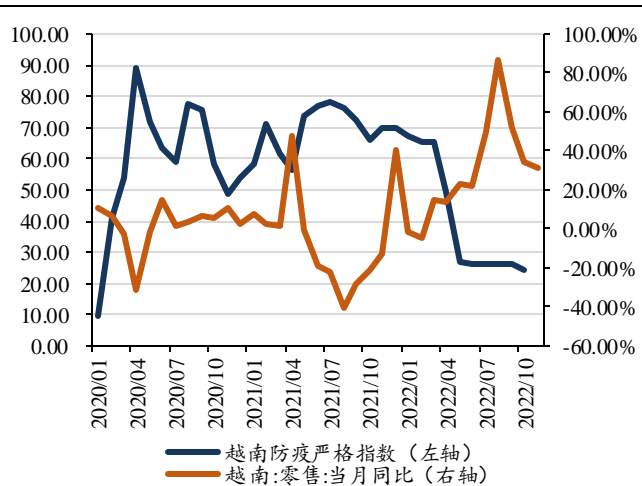


资料来源: wind 资讯 (截至 2022 年 12 月), 财信证券

未来一个季度国内将面临疫情“闯关期”。从海外的疫情防控经验来看, 随着新冠确诊病例及死亡人数增加, 伴随着部分医疗资源挤兑, 海外经济体通常会进入为期 2-4 个月的闯关期, 经济通常会再次触底。其中越南的疫情闯关期约持续 3 个月 (2022 年 2 月-4 月), 日本的疫情闯关期约持续 4 个月 (2022 年 1 月至 4 月); 在 2-4 个月闯关期过后, 新冠确诊病例及死亡人数会下降至稳定水平, 此时被抑制的消费、服务、出行需求都将

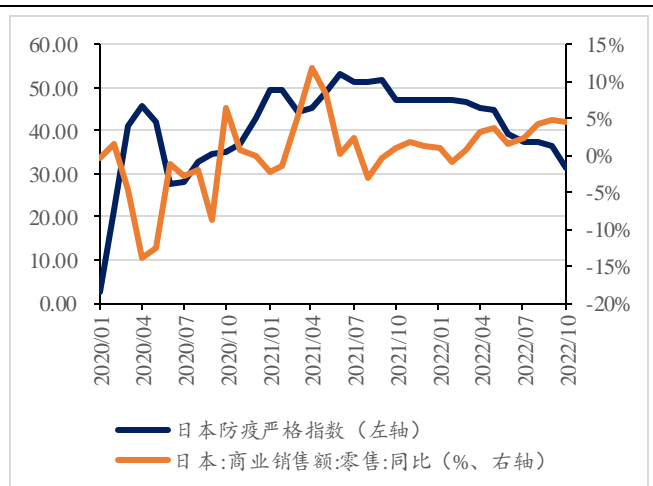
复苏，经济可能迎来再通胀阶段。但总体而言，疫情高峰期过后，消费仍难完全复苏至疫情前水平，例如：越南零售增速约恢复至疫情前水平，日本零售增速距离疫情前仍有较大差距。

图 63：闯关期后，越南消费明显复苏



资料来源：wind 资讯（截至 2022 年 12 月），财信证券

图 64：闯关期后，日本消费复苏，但未复苏至疫情前水平



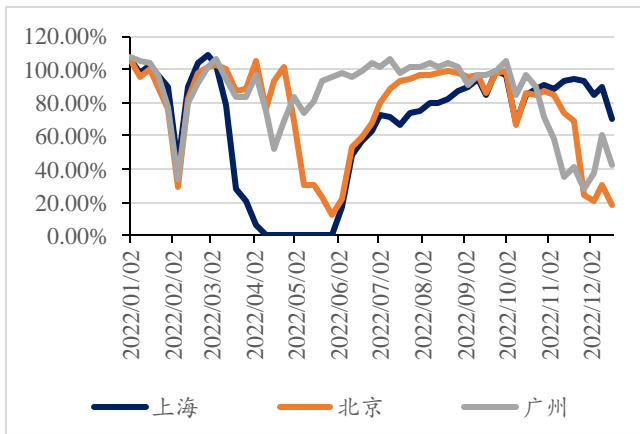
资料来源：wind 资讯（截至 2022 年 8 月），财信证券

国内经济有望曲折复苏至中枢水平。根据钟南山团队模型测算，预计广州第一波感染峰值可能会在明年一月中旬到二月中旬到来，三月份中月上旬进入平稳阶段，乐观估计在明年上半年可恢复到疫情前的生活状态。综合考虑海外防疫经验以及钟南山团队测算，我们认为明年一季度国内经济可能再次面临短暂考验，但明年二季度以后国内经济有望曲折复苏至中枢水平。

相比 2021 年 Delta 毒株而言，2022 年流行的 Omicron 毒株的重症率和死亡率大幅下降，但 Omicron 毒株善于重组、变异快、免疫逃逸更强，不同 Omicron 毒株存在重复感染问题。以日本为例，从 2021 年 10 月有序放开疫情防控以来，2022 年日本已经经历三轮疫情感染高峰期：2022 年 1 月至 4 月、7 月至 9 月、11 月迄今，今年日本 7 月和 11 月疫情还都是由 BA.5 引发。当前 Omicron 变异毒株已达几百种，同时流行的变异毒株有几十种，比较主流有十几种。在欧美国家而言，BQ.1 和 XBB 是优势毒株，表现为传播力和免疫逃逸能力增加。根据国务院联防联控机制新闻发布会，我国近三个月以来已经监测到 BF.7、BQ.1、XBB 传入我国。目前我国疫情还是以 BA.5.2、BF.7 为主，整个 BQ.1 和 XBB 在我国尚未形成优势传播，但其传播优势会逐渐增加，和 BA.5.2 和 BF.7，以及其他 50 多个输入的亚分支，可能会形成一个共循环。

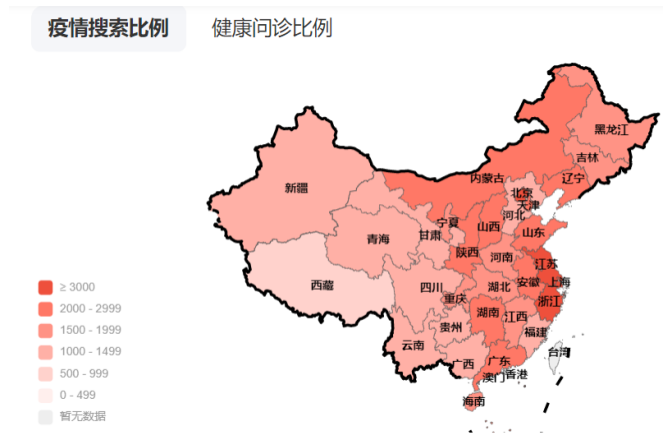
考虑到 Omicron 强免疫逃逸性、不同毒株之间的相互重复感染性，并参照日本 2022 年的三轮疫情爆发经验（每隔 3 个月左右爆发一轮），我们认为：2023 年国内可能会经历 3 轮左右的疫情冲击，2023 年国内消费和经济将在曲折中复苏。但从海外疫情冲击来看，第一轮疫情对消费、经济、资本市场的冲击最大，随后几轮疫情的冲击将逐渐减弱。

图 65: 2022 年以来, 北上广的地铁客运量周平均走势



资料来源: wind 资讯 (截至 2022 年 12 月; 基准为 2021 年北上广各自的地铁客运量周平均值), 财信证券

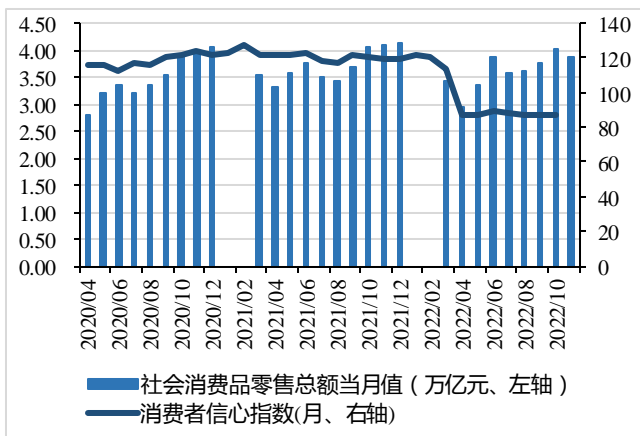
图 66: 百度疫情指数分布 (疫情搜索比例)



资料来源: wind 资讯 (以上数据为单位人口搜索比例 (所在地域指数/当地人口规模), 港澳台数据暂缺失; 截至 2022 年 12 月 20 日), 财信证券

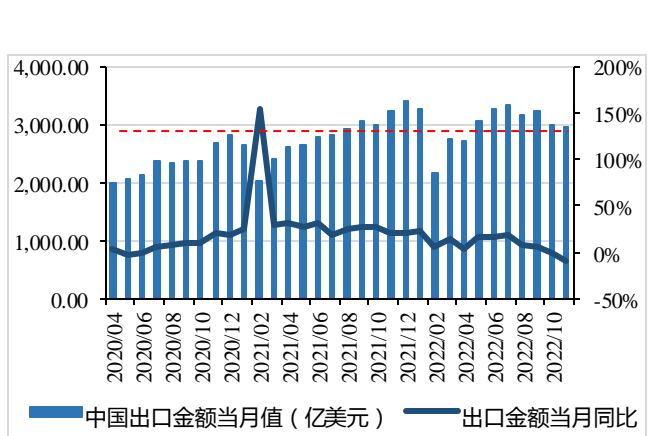
后疫情时代的消费和地产弱复苏可期, 但外需存在较大不确定性因素。根据《2022 年三季度城镇储户问卷调查报告》, 第三季度选择“更多储蓄”的居民占比较上个季度下降了 0.3 个百分点, 这是去年二季度以来首次出现下降。选择“更多投资”的居民占比比上季增加了 1.2 个百分点, 亦是 6 个季度以来的首次回升。在未来三个月准备增加支出项目中, 选择“购房”的居民占比出现了 5 个季度以来首次回升。这表明当下居民投资、购房信心有所回升, 后疫情时代的消费和地产弱复苏可期。在欧美经济冲高回落叠加出口高基数下, 以美元计算, 2022 年 10 月、11 月中国出口金额当月同比-0.20%、-8.90%, 连续 2 个月负增长。2023 年欧美经济体硬着陆风险增加, 大概率减弱从中国进口商品的需求, 我们预计 2023 年中国出口商品金额增速将承压。

图 67: 国内消费复苏存在较大不确定性



资料来源: wind 资讯 (截至 2022 年 11 月), 财信证券

图 68: 中国出口金额及增速



资料来源: wind 资讯 (截至 2022 年 11 月), 财信证券

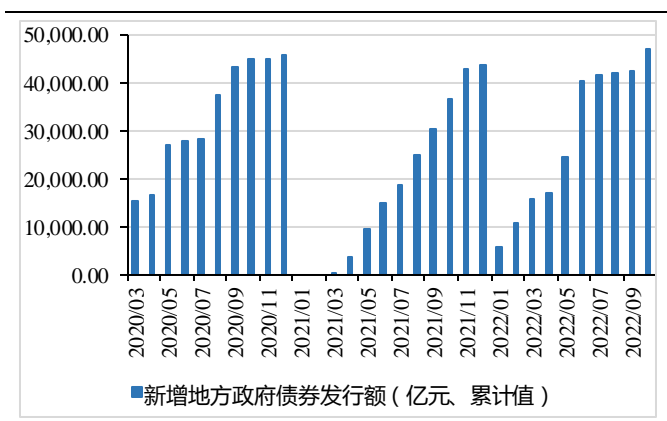
3.4 经济驱动力三: 2023 年“稳增长”位列首位, 政策利好或超预期

宏观政策预计托而不举。2022 年前三季度国内 GDP 同比增长 3%, 大幅低于此前两

会提出的“5.5%的 GDP 增速预期目标”。12 月份中央经济工作会议奠定 2023 年经济工作基调：

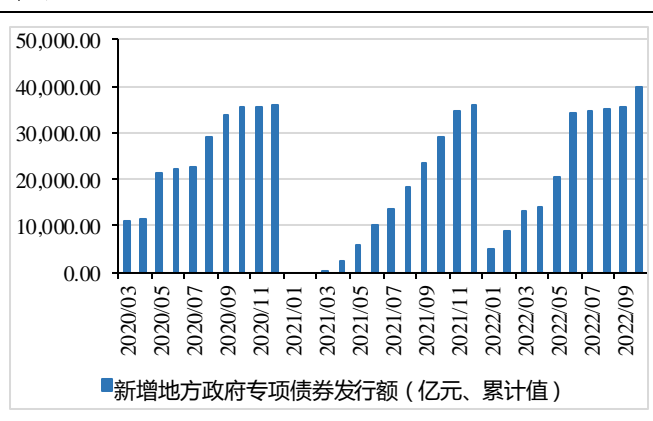
(1) 本次会议延续“稳字当头、稳中求进”提法；要求做好稳增长、稳就业、稳物价，其中“稳增长”位列首位，更加凸显稳增长重要性。2023 年经济将重回正常增长状态，预计 GDP 增速为 5.0-5.5% 的区间。会议延续了二十大报告“高质量发展”经济基调，要求实现质的有效提升和量的合理增长，经济结构转型和总量增长目标同等重要；强调“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”，预计后续将出台针对新能源、半导体、军工、医药生物等成长板块的扩大内需政策。

图 69：新增地方政府债券发行额（亿元、累计值）



资料来源：wind 资讯（截至 2022 年 10 月），财信证券

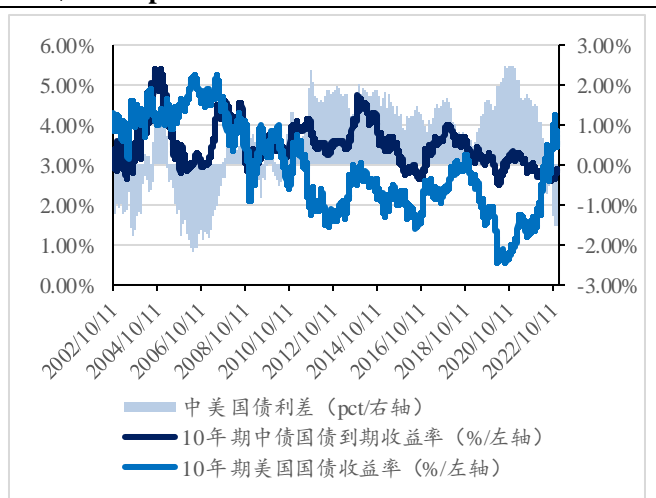
图 70：新增地方政府专项债券发行额（亿元、累计值）



资料来源：wind 资讯（截至 2022 年 10 月），财信证券

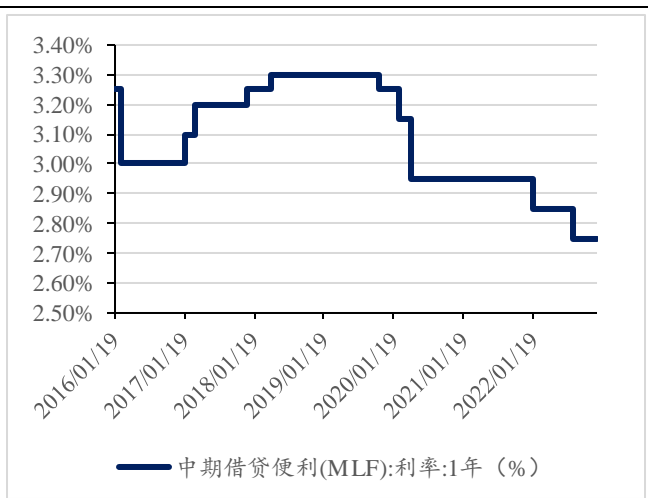
(2) 会议要求，积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力。财政政策“加力”意味着明年财政政策力度将进一步加大，预计 2023 年赤字率目标将有所提高，预计一般预算赤字率在 2.9%-3.1% 左右，新增专项债额度预计和 2022 年相当。“提效”意味着明年财政政策重点可能从 2022 年基建投资、大规模退税转向全面提振消费、助力科技创新和产业升级，更侧重项目长期效益。货币政策“精准”对应结构，“有力”对应总量，预计明年货币政策力度将加大，降准、降息等总量政策将会相机推出，各种结构性政策工具也有望继续加码。截至 2022 年 12 月 20 日，中美 10 年期国债收益率利差已经倒挂 82bp，收益率倒挂加剧了外资流入压力，并制约国内货币政策操作空间。展望 2023 年，随着美国通胀回落及加息节奏放缓，将打开国内货币政策的操作空间。

图 71: 截至 12 月 20 日, 中美 10 年期国债收益率已经倒挂 82bp



资料来源: wind 资讯 (截至 2022 年 12 月 20 日), 财信证券

图 72: 中国 1 年期 MLF 操作利率走势



资料来源: wind 资讯 (截至 2022 年 11 月), 财信证券

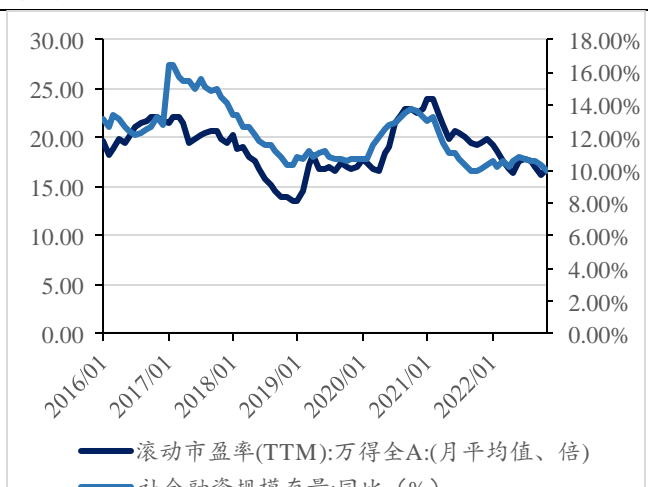
通常社融增速代表实体经济融资需求、反映实体经济信心。股市指数=股市估值×业绩。从业绩来看, 社融增速约领先于工业企业利润总额增速 1-2 个月; 从估值来看, 社融增速也约领先于股市市盈率估值水平 1-2 个月。11 月份社会融资规模增量为 1.99 万亿元, 比上年同期少 6109 亿元, 低于市场预期的 2.17 万亿元。但结构来看, 居民中长期贷款增加 2103 亿元, 较上月 332 亿元出现明显改善, 地产基本面有企稳迹象, 但仍需继续观察; 企(事)业单位中长期贷款新增 7367 亿元, 同比多增 4320 亿元, 已连续 4 个月同比多增, 企业端信心持续复苏。总体而言, 当下社融增速尚未出现明显回暖迹象, 但社融结构已有所改善。展望 2023 年, 随着疫情对经济冲击消退、叠加地产基本面弱复苏, 预计宽货币将向宽信用传导。在社融增速触底回升后, 预计股市也将滞后 1-2 个月触底回升。

图 73: 社融增速约领先于工业企业利润总额增速同比 1-2 个月



资料来源: wind 资讯 (截至 2022 年 11 月), 财信证券

图 74: 社融增速约领先于股市市盈率估值增速 1-2 个月

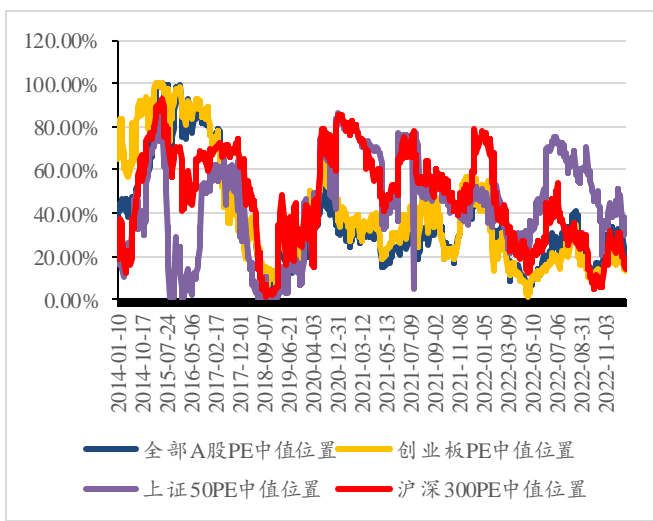


资料来源: wind 资讯 (截至 2022 年 11 月, 月市盈率采用日市盈率算术平均计算), 财信证券

3.5 估值：A 股整体估值处于低位，中长线资金迎来较好布局时点

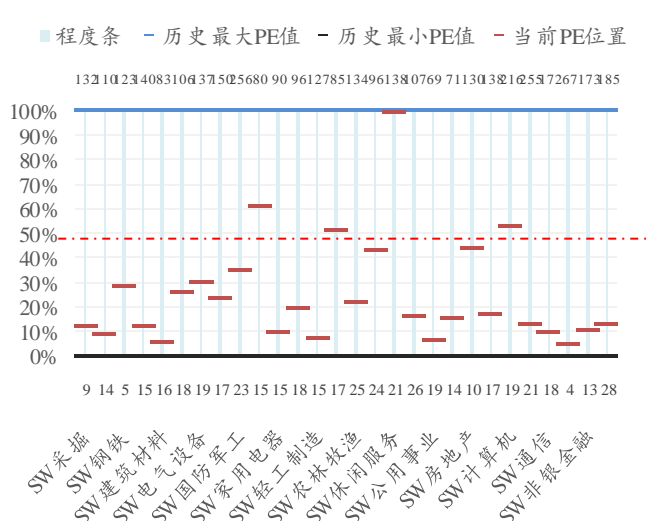
A 股整体估值仍较便宜：截至 2022 年 12 月 21 日，全部 A 股 PE 中位数为 31.74 倍，位于历史后 17.64%分位，低于历史上的 82.36%时期，A 股整体估值仍较便宜，中长线资金迎来较好的布局时点。分板块而言，上证 50 指、沪深 300 指、创业板指的市盈率中位数分别为 15.62X、19.62X、38.51X，分别位处历史后的 31.87%、14.49%、13.74%分位。分行业而言，除汽车、休闲服务、商业贸易、计算机等少数行业外，大部分的申万一级行业的市盈率估值位于 50%分位以下。

图 75：A 股不同指数的市盈率估值中位数位置



资料来源：wind 资讯（截至 2022 年 12 月 21 日），财信证券

图 76：申万一级行业的市盈率估值中位数分布

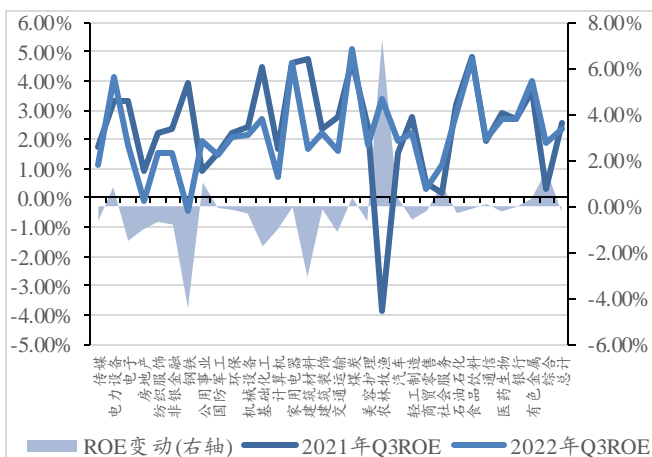


资料来源：wind 资讯（截至 2022 年 12 月 21 日），财信证券

3.6 业绩：国防军工、建筑装饰、商贸零售、机械设备、TMT 业绩有望边际改善

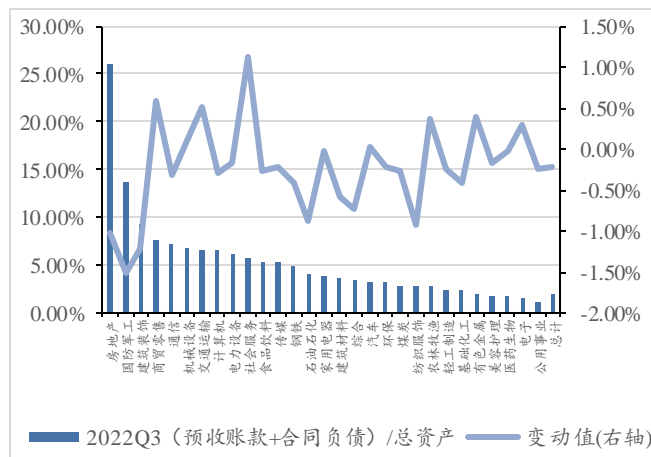
国防军工、建筑装饰、商贸零售、机械设备、TMT 业绩有望边际改善。2022 年国内经济下行压力加大，2022 年第三季度全部 A 股实现营收 17.78 万亿元（同比+7.10%），实现归母净利润 1.39 万亿元（同比+1.22%，前值 2.65%），归母净利润增速已连续三个季度回落。截至 2022 年 Q3 末，（预收账款+合同负债）/总资产比值居前的行业分别为：房地产（26.07%）、国防军工（13.71%）、建筑装饰（9.22%）、商贸零售（7.69%）、通信（7.31%）、机械设备（6.70%）、交通运输（6.65%）、计算机（6.58%）、电力设备（6.26%）、社会服务（5.75%）；2021 年 Q3 至 2022 年 Q3，（预收账款+合同负债）/总资产比值变动居前的行业分别为：社会服务（+1.12pct）、商贸零售（+0.58pct）、交通运输（+0.67pct）、有色金属（+0.67pct）、农林牧渔（+0.67pct）、电子（+0.67pct）。国防军工、建筑装饰、商贸零售、机械设备、TMT 的（预收账款+合同负债）/总资产比值维持在高位，其中社会服务提升幅度较大，未来 1-3 个季度收入增速有望边际改善。

图 77：2021 年 Q3-2022 年 Q3，各申万一级行业的 ROE 走势



资料来源：Wind，财信证券

图 78：2021 年 Q3 至 2022 年 Q3 各个行业，（预收账款+合同负债）/总资产的比值及变化趋势



资料来源：Wind，财信证券

3.7 本章小结：2023 年国内经济将在曲折中复苏、回归正常增速水平

历史上，万得一致预测 GDP 单季增速对实际 GDP 单季增速的解释度较高。万得一致预测 2022 年 Q4、2023 年 Q1 单季增速将回落至 2.91%、3.39%，但预测 2023 年 Q2 GDP 单季增速将快速回升至 7.14%。考虑到疫情防控优化存在 3-4 个月的闯关期，此时经济通常会走弱。叠加地产需求端复苏尚需时日，我们预计 2022 年 Q4、2023 年 Q1 国内经济将有所回落。2023 年 Q2 后，随着疫后生活回归正常、地产基本面弱复苏，预计国内经济增速将向正常增速回归。2023 年国内经济弱复苏的动力在于：

(1) 预计 2023 年下半年地产基本面将弱复苏。2022 年地产基本面明显走弱，截至 2022 年第三季度末，房地产业对 GDP 累计同比贡献率为-10.29%，2022 年为 1992 年有数据记录以来房地产业对 GDP 累计同比贡献率最低的一年；截至 2022 年第三季度末，房地产业对 GDP 累计同比的拉动为-0.31%，2022 年也是 1992 年有数据记录以来房地产业对 GDP 累计同比的拉动最低的一年。本轮地产基本面持续走弱既有供给端地产公司流动性风险暴露的影响，也有需求端中长期有效购房需求走弱的拖累。在房住不炒大基调下，投资性需求趋于萎靡。当下改善型需求和首次购房刚需对“交付风险”仍有较大担忧，需“第一批保交楼楼盘”交付后，改善及刚需等自住需求才会释放。通常新房从开盘到交房需要一年半到三年时间，我们据此预计“保交楼楼盘”可能要到 2023 年下半年开始交付。考虑到刚需及改善等自住需求占比约 41.8%（西南财大报告），预计“保交楼楼盘”交付后，2023 年下半年地产板块有望弱复苏。

(2) 2023 年疫情冲击将大幅弱化。《疫情防控新十条》标志着本轮新冠疫情防控政策已经实质性转变。从海外的疫情防控经验来看，随着新冠确诊病例及死亡人数增加，伴随着部分医疗资源挤兑，海外经济体通常会进入为期 2-4 个月的闯关期，经济通常会再次触底。在 2-4 个月闯关期过后，新冠确诊病例及死亡人数会下降至稳定水平，此时被抑制的消费、服务、出行需求都将复苏。考虑到 Omicron 强免疫逃逸性、不同毒株之

间的相互感染性，并参照日本 2022 年的三轮疫情爆发经验（每隔 3 个月左右爆发一轮），我们认为：2023 年国内可能会经历 3 轮左右的疫情冲击，2023 年国内消费和经济将在曲折中复苏。但从海外疫情冲击来看，第一轮疫情对消费、经济、资本市场的冲击最大，随后几轮疫情的冲击将逐渐减弱。综上，我们认为明年一季度国内经济可能再次面临短暂考验，但后续国内经济有望曲折复苏至中枢水平。

（3）政策利好持续发力。12 月份中央经济工作会议延续“稳字当头、稳中求进”提法，要求“积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力”。财政政策“加力”意味着明年财政政策力度将进一步加大，预计 2023 年赤字率目标将有所提高，预计一般预算赤字率在 2.9%-3.1% 左右，新增专项债额度预计和 2022 年相当。“提效”意味着明年财政政策重点可能从 2022 年基建投资、大规模退税转向全面提振消费、助力科技创新和产业升级，更侧重项目长期效益。货币政策“精准”对应结构，“有力”对应总量，预计明年货币政策力度将加大，降准、降息等总量政策将会相机推出，各种结构性政策工具也有望继续加码。

4 投资建议

本轮 A 股调整幅度已达 2012 年、2018 年熊市水平。2023 年中国将处于加杠杆周期，叠加中国疫情防控优化、地产融资政策效果显现，预计 2023 年中国经济将领先全球复苏，中国资产也将领涨全球主要股指。2023 年业绩层面利好成长风格，流动性层面（社融增速与 M2 增速剪刀差回正）利好蓝筹风格，预计 2023 年市场风格将相对均衡，成长风格或略微占优，2023 年建议关注以下四条主线：

（1）**中概互联板块**。此前制约中概互联网板块的业绩承压、退市风险、流动性风险、行业政策风险，在 2023 年将出现明显缓解，可关注恒生科技、纳斯达克中国金龙指数。

（2）**低预期的成长板块**，例如估值大幅回落、基本面暂处低谷的信创、生物医药板块。

（3）**金、银等贵金属**。后续 10 年期美债实际收益率上行空间很小，黄金、白银已经进入底部配置区间。

（4）**疫后消费复苏板块**。2023 年疫情对国内经济冲击将弱化，线下消费和服务板块有望迎来复苏，如社会服务、交通运输、食品饮料板块。

5 风险提示

地产基本面持续恶化风险；新冠新变种风险；发达国家经济硬着陆风险；国内政策力度不及预期风险；地产未如期好转风险；中美产业链竞争风险；俄乌冲突持续化风险；主要经济体贸易摩擦加剧的风险；新兴市场资本市场危机的风险。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。

本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438