

# 2023年宏观经济及大类资产展望

杨为敦 S0020521060001

2022年10月

## 宏观经济：

### 1、2023年，地产投资的企稳和库存周期的启动会给国内经济带来积极影响：

1) 地产投资企稳：本轮地产投资端企稳的时间大概在2023年三季度。本轮地产行业的下行周期始于2021年初开始的三条红线和贷款集中度考核要求，这个影响不是趋势性的；在行业企稳后，地产投资增速也会调整到一个新的中枢之上。

2) 库存周期启动：如果欧美等发达国家在明年二季度停止加息甚至出现降息，则商品价格会在2023年底、2024年初见底，这会带动企业部门进入补库存周期，进而带动国内经济上行。

### 2、2024年年初，全球经济可能会开启共振复苏：

1) 全球通胀高企迫使各国央行收紧货币以抑制需求；

2) 如果全球通胀已处于见顶回落阶段的话，则美国经济2024年将进入复苏期。

### 3、预计本轮国内的宽信用大概会持续到明年年底：

1) 随着国内货币政策的持续宽松，M2、社融等多项信用指标进入上行通道之中；

2) 本轮M2比社融上升更为迅猛的原因是银行的活动异常活跃，银行资金大量进入二级市场，信用扩张本质上还是供应驱动的；

3) 如果经济名义增长率继续放缓，则在持续的货币宽松背景下，宽信用可能会持续到2023年年底。

## 大类资产配置：

### 1、固定收益类资产（利率债、信用债）具备较高的投资价值

- 1) 经济承压+货币宽松，这是固定收益市场最强势的组合；
- 2) 资产荒问题导致货币同时从广义基金的口径流向债市，长端收益率的弹性更足；
- 3) 宽松的融资环境使得信用债的风险基本可控。

### 2、权益市场将进入到一轮偏长的震荡市之中，但结构性机会仍存

- 1) 业绩和估值是决定权益资产价格的两面，根据我们对上市公司业绩和流动性的估算，权益市场将整体处于震荡市中；
- 2) 这期间仍存在结构性的机会；在行业配置上，大消费类确定性更高。

### 3、商品：仍以做空机会为主

- 1) 全球M2同比已经跌破了2019年，但大多商品的价格还在2019年之上，这与俄乌冲突等国际形势动荡有关；
- 2) 2023年是全球去信用的最后一年，商品下跌也进入到了后半程，从当前价格位置来看，大豆、焦煤、豆粕、原油、铜的做空胜率更高。

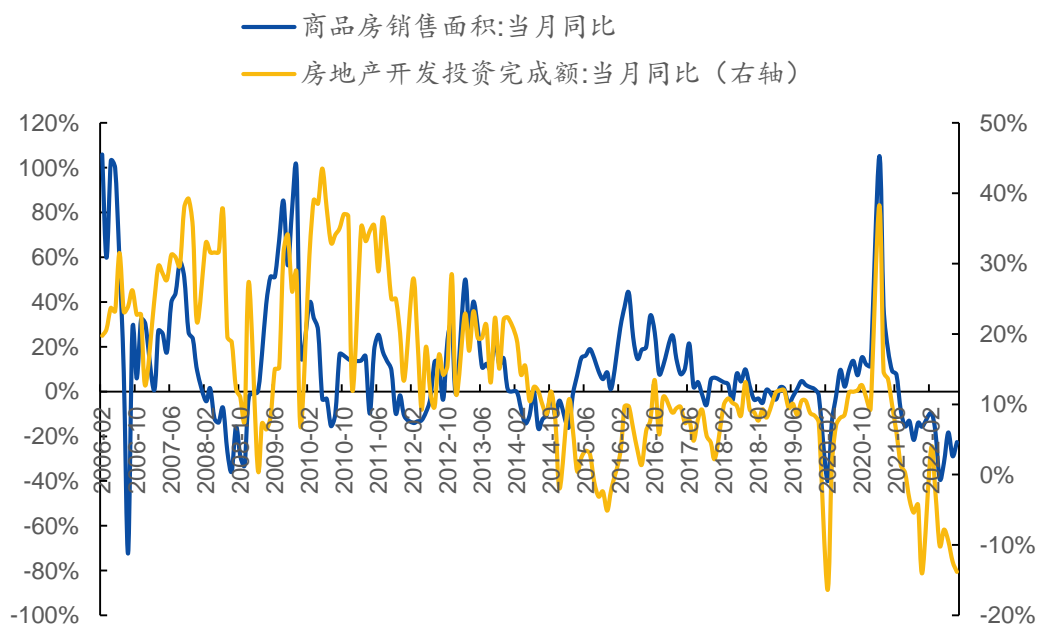
### 4、在全球经济企稳之后的大类资产配置

- 1) 债券市场：债券收益率企稳，固收类资产的收益变窄；
- 2) 权益市场：经济回升有望带动权益市场行情，地产等周期类行业料有所表现；
- 3) 商品市场：熊市进入尾声，操作性价比低。

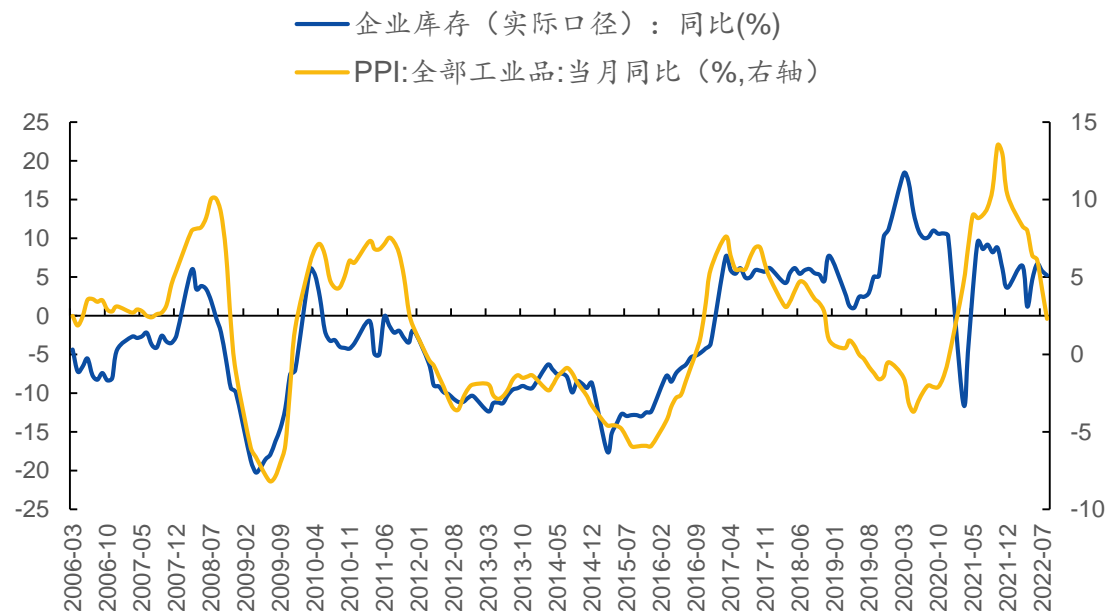
- 国内经济展望
- 全球经济展望
- 宽信用背景下的实体经济
- 2023年大类资产配置策略

## ■ 当下国内经济的核心线索

- 房地产：从地产销售的企稳回升传导到地产投资端仍需要一定的时间。
- 库存周期：大宗商品价格的下降带动企业库存的去化。



资料来源：wind，国元证券研究所

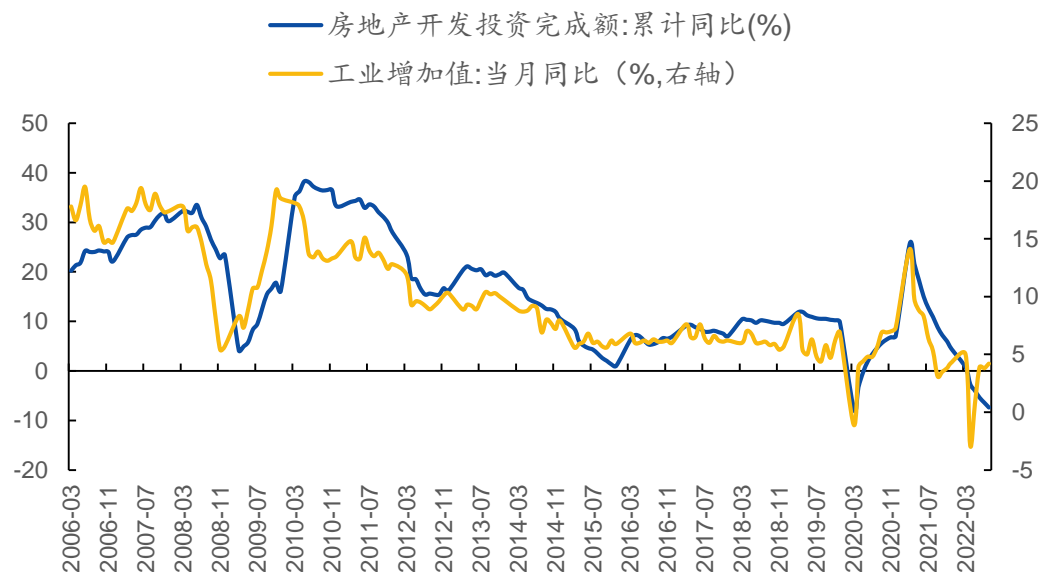


资料来源：wind，国元证券研究所

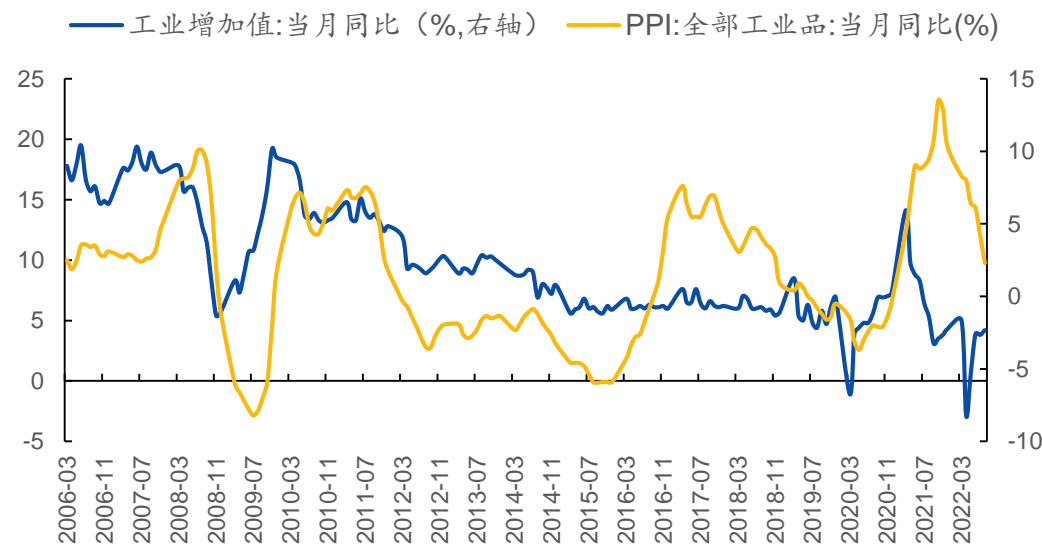
## ■ 这两个线索对国内经济的影响至关重要

### □ 历史经验来看：

- 国内经济从没有在地产投资的同比下降期出现过上行；
- 经济在基建投资加速期不一定是上行的，还需要观察地产投资的情况。
- 在库存周期处于下降阶段时，经济一般都是下行的。



资料来源：wind，国元证券研究所



资料来源：wind，国元证券研究所

## ■ 预计2023H2地产投资将会企稳

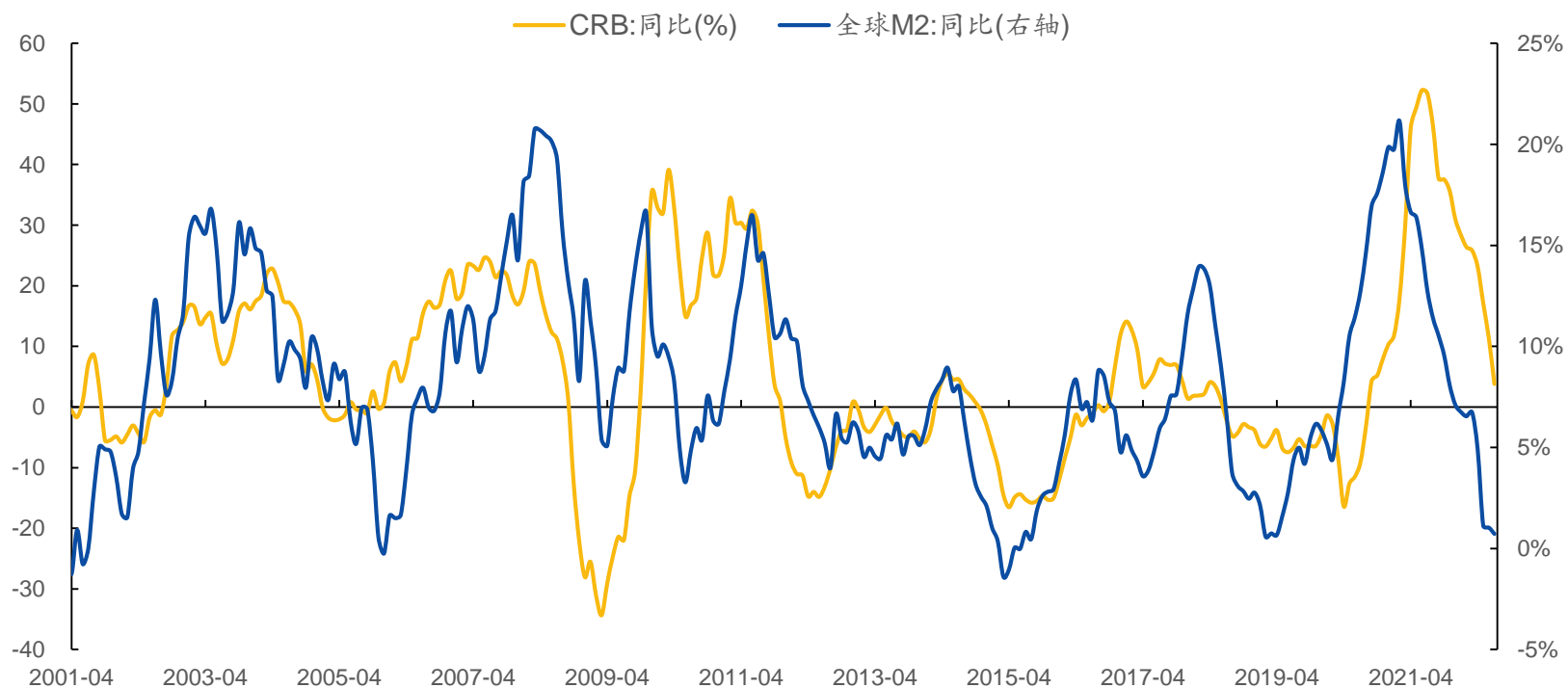
- 根据既往从地产销售企稳传导到地产投资企稳的时间来推算，本轮地产投资端企稳的时间大概在明年年中；
- 本轮地产行业的下行周期始于2021年初开始的三条红线和贷款集中度考核要求，这个影响是点状的，不是趋势性的；
- 当本轮地产企稳后，地产投资增速也会调整到一个新的中枢之上。



资料来源: wind, 国元证券研究所

## ■ 预计2023H2库存周期将会企稳

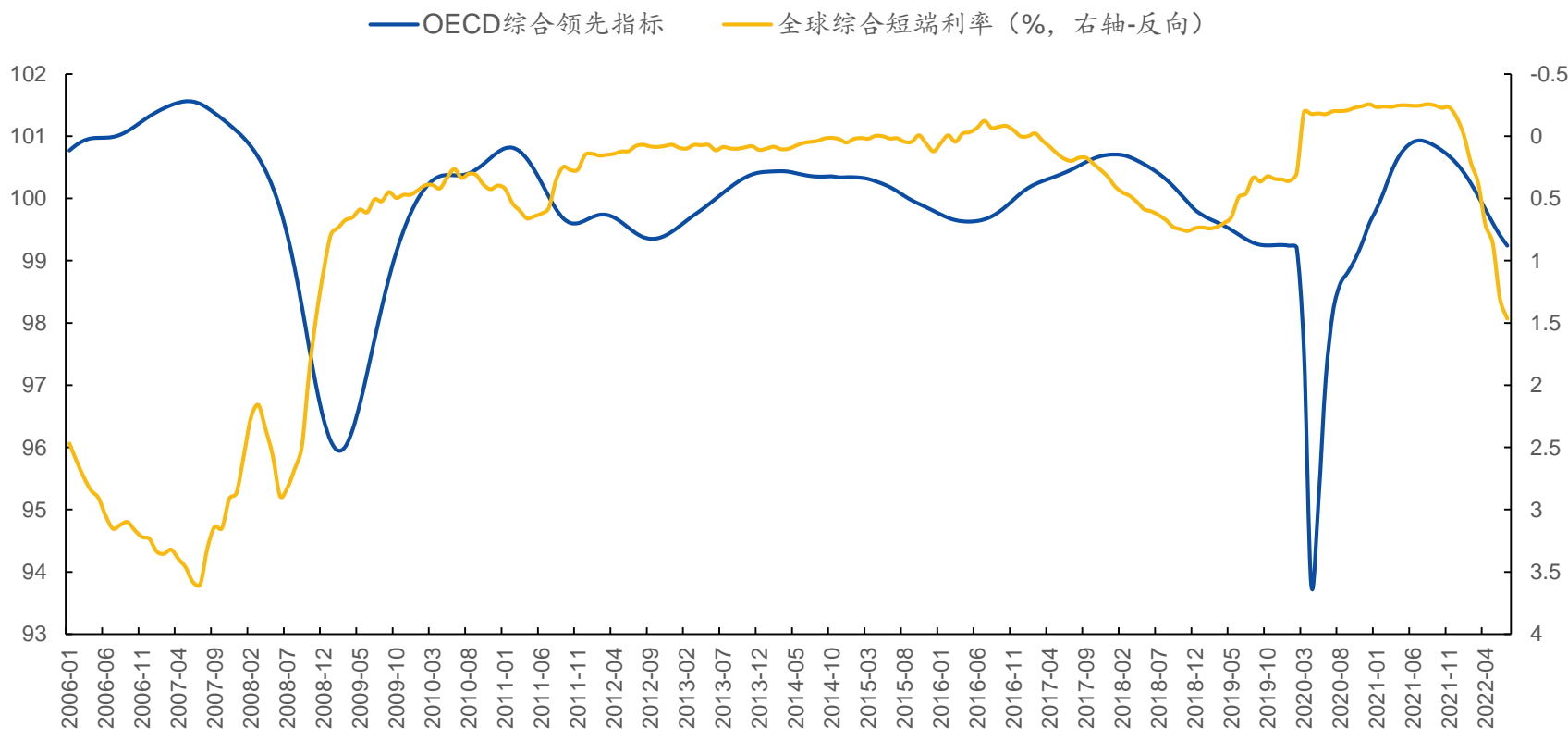
- 商品表现通常滞后于主流国家货币政策2-3个季度，照此推算，如果欧美等发达国家在明年二三季度停止加息甚至出现降息，则商品价格会在2023年底、2024年初见底；
- 商品周期的筑底反弹会带动企业部门进入补库存周期，进而带动国内经济上行。





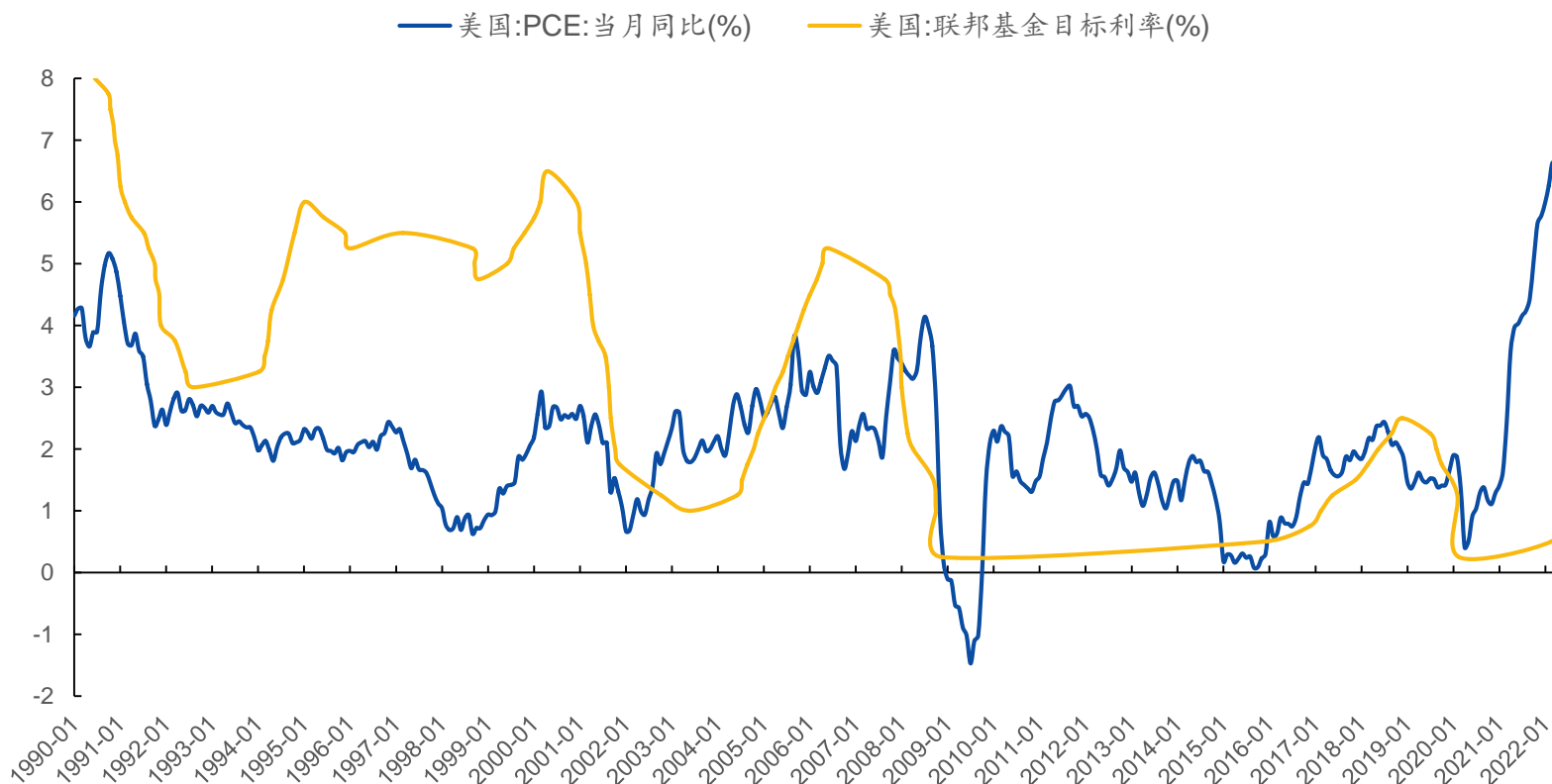
### ■ 2024年，全球可能会共振复苏

- 劳动力市场供需失衡、全球贸易摩擦、地缘政治冲突等问题导致发达国家通胀水平高企，为了降低通胀，发达国家持续收紧货币以抑制需求。
- 发达国家的货币政策重启宽松是经济实现企稳复苏的必要条件。



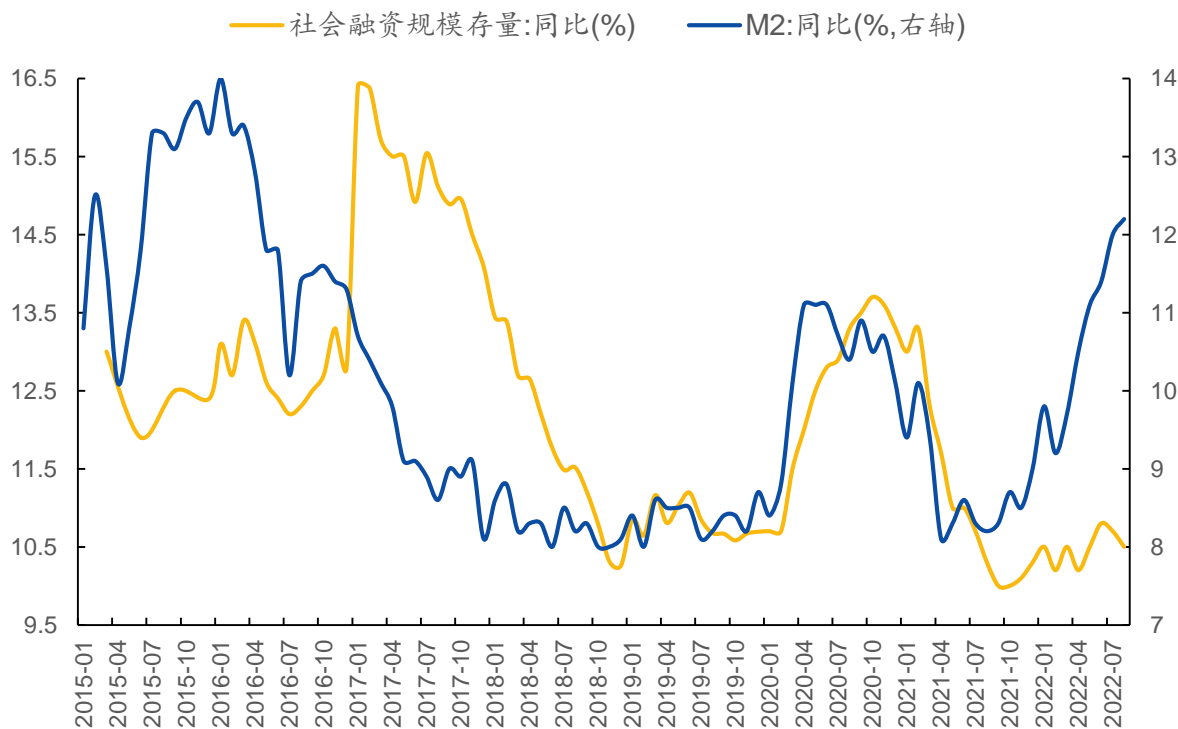
### ■ 2024年，全球可能会共振复苏

- 以美国为例，如果美联储在2023年下半年放松货币政策，则美国经济进入平稳复苏阶段大概在2024Q1附近。
- 就2023年而言，全年的国际环境压力仍存，我们更多需要关注内生因素的变化。



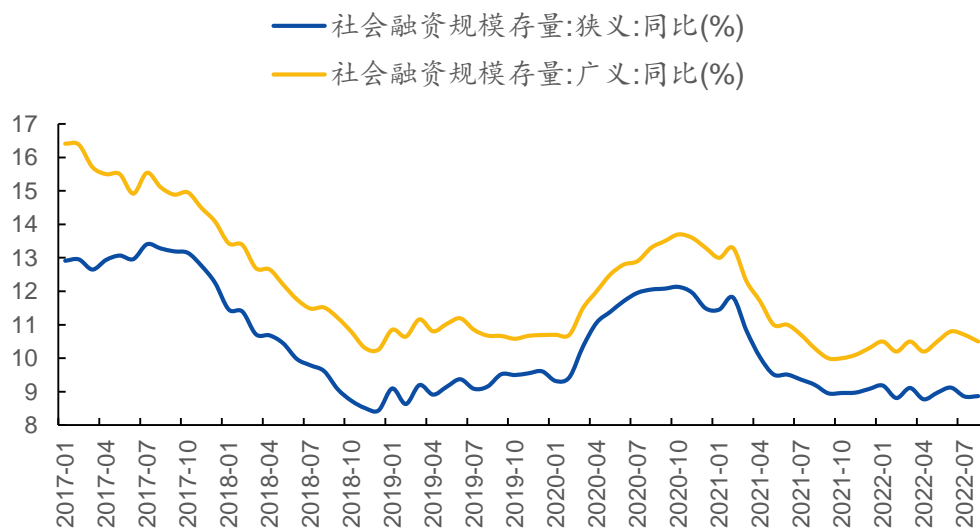
#### ■ 本轮国内经济表现的背景是信用的持续扩张

- 随着国内货币政策的持续宽松，M2、社融等多项信用指标进入上行通道之中。
- 如果经济名义增长率继续放缓，则在持续的货币宽松背景下，宽信用可能会持续到2023年年底。

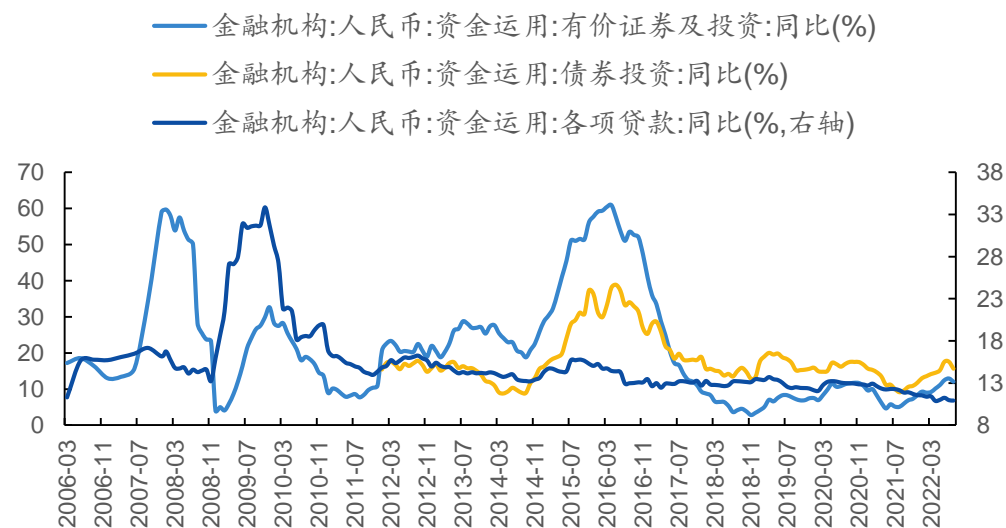


#### ■ 本轮国内经济表现的背景是信用的持续扩张

- 本轮国内的宽信用主要依靠国家力量的推动，预计在地产投资复苏之前，这个结构很难改变；
- 但银行的活动异常活跃，在实体承压的背景下，银行参与了大量二级市场项目，这也是M2更为迅猛地上升的原因，这一轮的信用扩张，本质上还是供应驱动的。



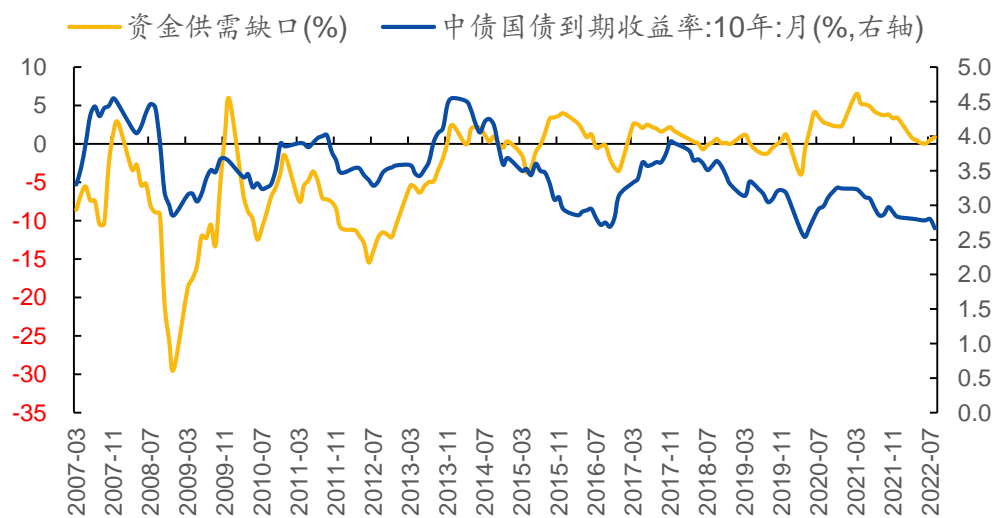
资料来源: wind, 国元证券研究所



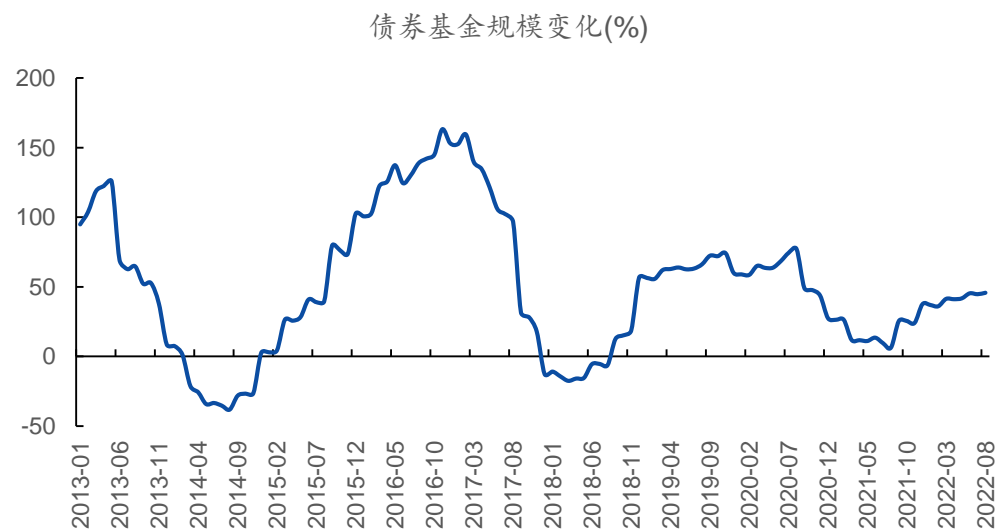
资料来源: wind, 国元证券研究所

### ■ 固定收益类资产（利率债、信用债）具备较高的投资价值

- 经济承压+货币宽松，这是固定收益市场最强势的组合；
- 资产荒问题导致货币同时从广义基金的口径流向债市，长端收益率的弹性更足；
- 宽松的融资环境使得信用债的风险基本可控。



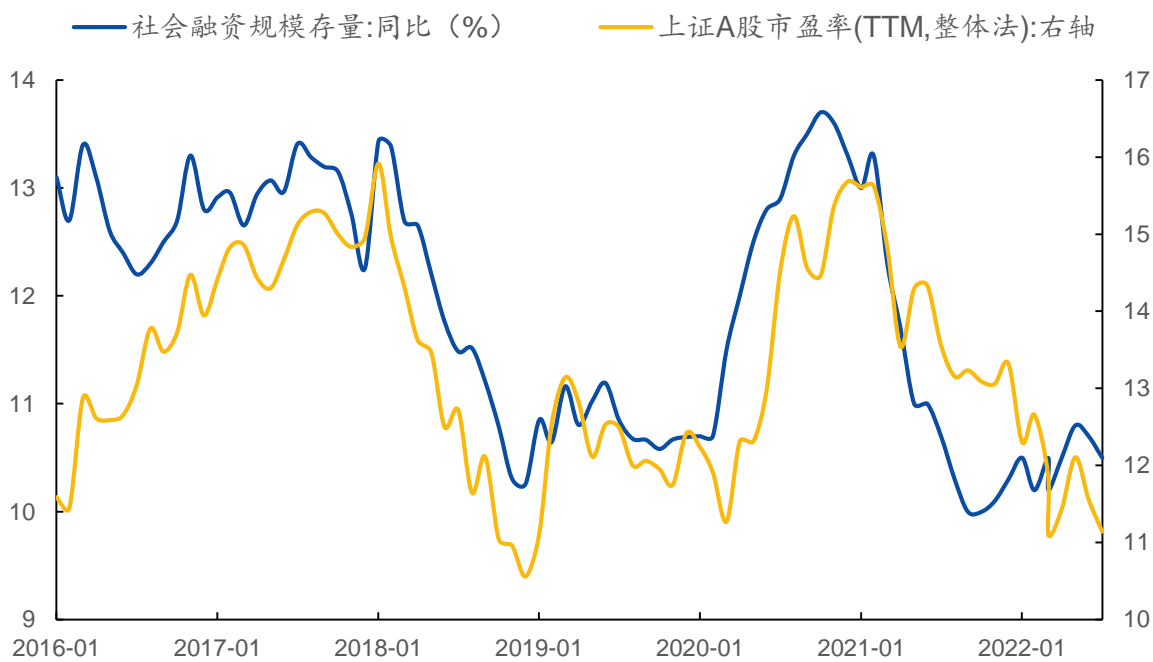
资料来源：wind，国元证券研究所



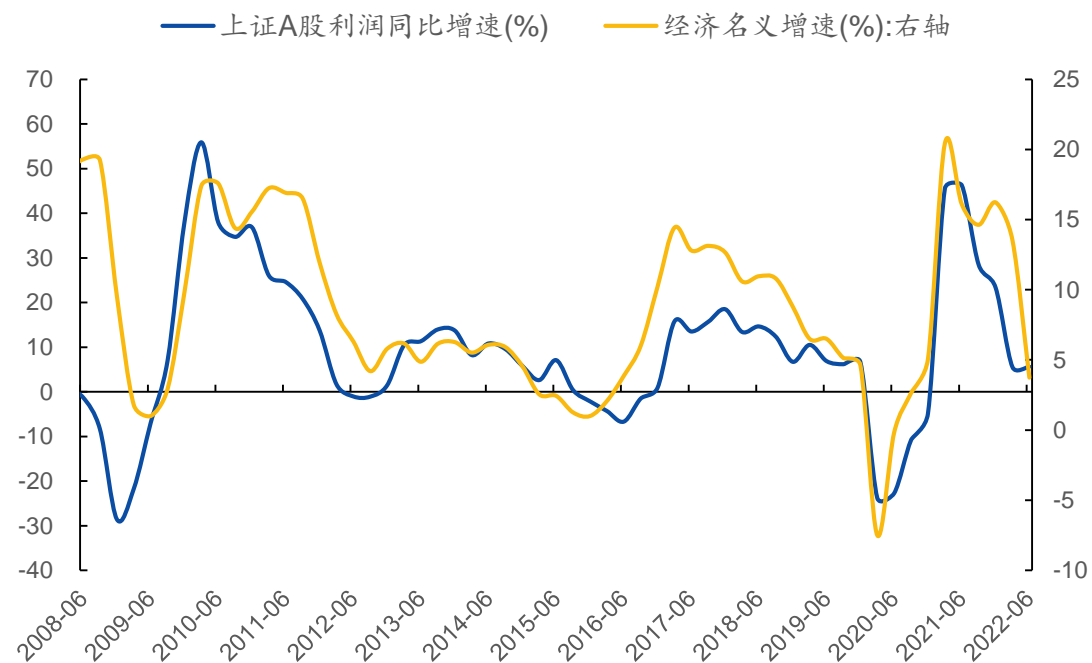
资料来源：wind，国元证券研究所

### ■ 权益类资产将进入到一轮较长的震荡期

- 业绩和估值是决定权益资产价格的两面，根据我们对上市公司业绩和流动性的估算，权益市场将整体处于震荡市中；



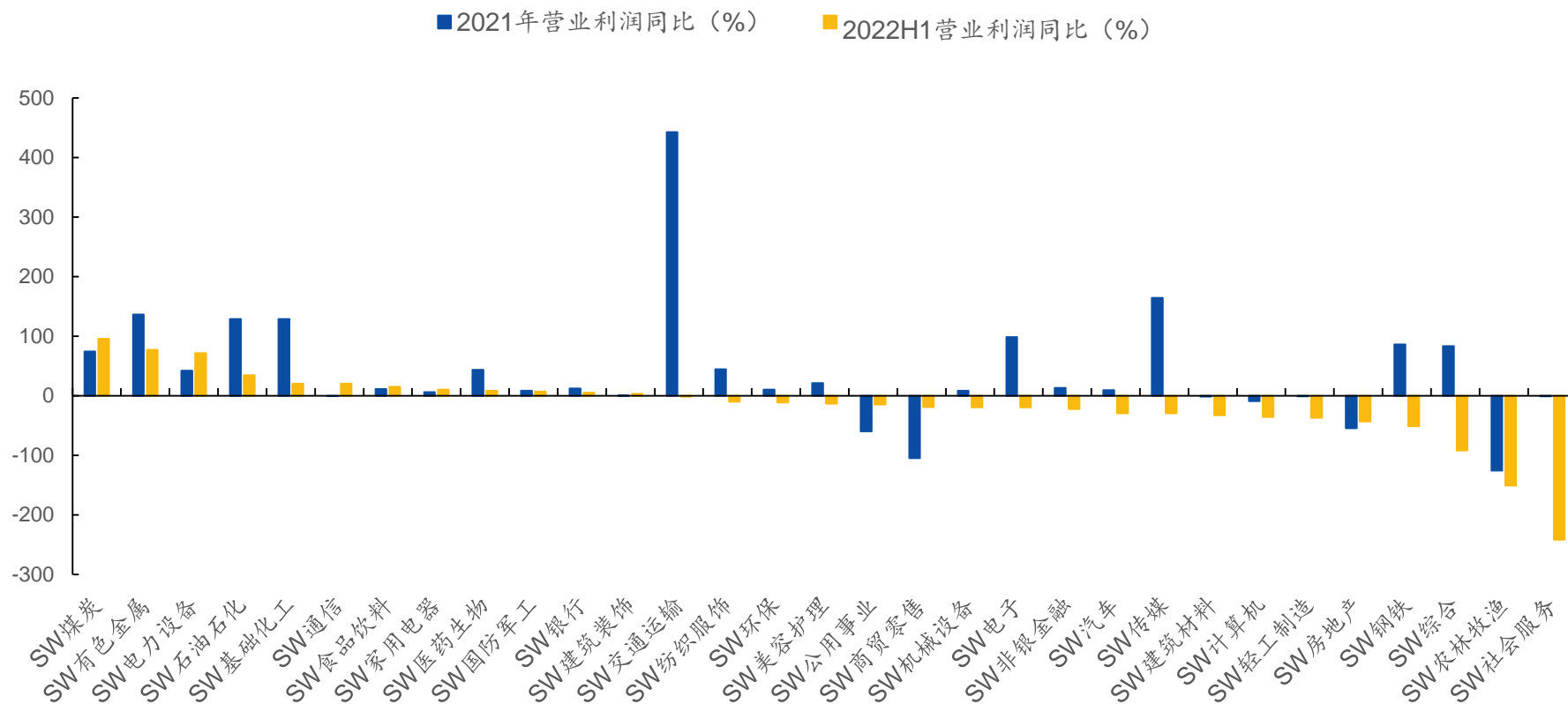
资料来源: wind, 国元证券研究所



资料来源: wind, 国元证券研究所

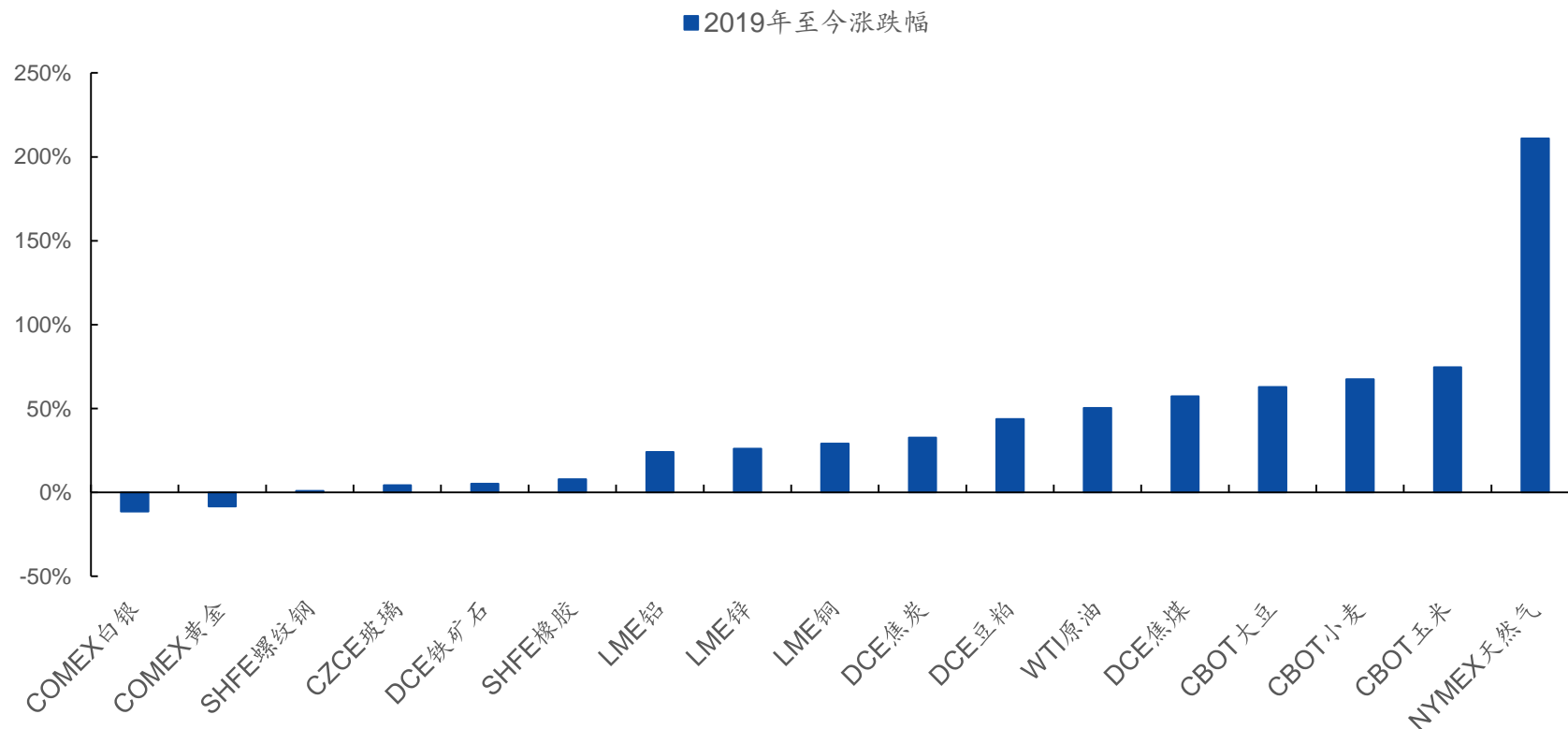
## ■ 行业配置：可能会向大消费类切换

- 整体震荡市中结构性机会仍存；
- 消费类行业的确定性更高：食品饮料、家用电器、医药生物；
- 因全球地缘政治问题，军工凸显长期价值。



### ■ 商品：仍以做空机会为主

- 全球M2同比已经跌破了2019年，但大多商品的价格还在2019年之上，这与俄乌冲突等国际形势动荡有关；
- 2023年是全球去信用的最后一年，商品下跌也进入到了后半程，从当前价格位置来看，大豆、焦煤、豆粕、原油、铜的做空胜率更高。



资料来源：wind，国元证券研究所



### ■ 在全球经济企稳（预计在2024年初）之后的大类资产配置

- 债券市场：债券收益率企稳，固收类资产的收益变窄；
- 权益市场：经济回升有望带动权益市场行情，地产等周期类行业料有所表现；
- 商品市场：熊市进入尾声，操作性价比低。

货币政策不及预期，新冠肺炎疫情反复超预期，国际地缘政治冲突升级。



## (1) 公司评级定义

买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上

## (2) 行业评级定义

推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。



### 免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

### 国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188