

## 尾部风险暗流涌动，曙光初现谨慎前行

### 宏观经济/资产配置

#### 内容提要：

- ◆ 海外量化紧缩政策的全面影响尚未显现，全球经济在 2023 年陷入衰退的风险加大。美联储加息放缓并非货币政策转向，加息还会持续一到两个季度，缩表正在全速运转。随着离岸美元信用进一步收缩，外汇储备不足以及高债务国家仍面临去杠杆压力，美元流动性短缺可能再次上演，进而加剧资产价格下跌。海外货币紧缩周期的尾部风险有待出清，金融市场动荡在所难免，需做好风险应对。
- ◆ 全球经济处于下行周期，出口仍将面临下行压力，宏观政策将在扩大内需方面进一步发力，充分发挥投资和消费对经济的拉动作用。随着疫情防控措施不断优化，以及新一轮稳增长政策的出台，2023 年我国经济有望企稳回升，全年或呈现前低后高的走势。
- ◆ 货币政策坚持以我为主，继续发挥降准、降息、再贷款再贴现等总量和结构性政策工具的作用，引导金融机构贷款利率下降，进一步向实体经济让利，降低企业融资成本。
- ◆ 从时间周期的角度来看，国内主动去库存进入尾声，新一轮库存周期有望在 2023 年一季度开启，并迎来企业盈利增速向上的拐点，股指估值有望回归业绩驱动。
- ◆ 美联储加息周期进入尾声，美国国债收益率已接近顶部，中美国债利差倒挂的压力将得到缓解，我国货币政策大概率延续宽松基调。预计 10 年期国债收益率波动区间在 2.5%-3.5%，下半年信用债表现有望好于利率债。
- ◆ 进入 2023 年，美联储加息周期或在二季度结束，根据历史数据推断，加息结束的前后有望迎来实际利率的顶部，是黄金多头配置的最佳时间窗口。

#### 程 伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

投资咨询证：Z0012892

TEL：0516-83831160

E-MAIL：chengwei

@neweraqh.com.cn

#### 近期报告回顾

静待美联储加息落地，短线调

整不改反弹格局 20221209

降准叠加房地产政策利好，短

期有望延续反弹 20221202

国常会再次释放降准信号，股

指调整或已接近尾声 20221125

政策面利好频出，短线调整不

改反弹格局 20221118

政策再次释放积极信号，短期

有望延续反弹 20221111

## 第一部分 国际篇

2022 年已进入尾声，从影响全年市场波动的因素来看，疫情反复、俄乌冲突、美联储加息是绕不开的关键词。俄乌冲突爆发初期，原油、天然气、粮食等基础原材料价格大幅上涨，新冠疫情下供应链紧张的局面仍未得到有效缓解，全球通胀压力居高不下。为抗击通胀，今年各国央行以历史罕见的速度加息。截至 2022 年 12 月，美联储年内共进行了 7 次加息，累计加息为 425 个基点，幅度仅次于 1980 年沃尔克时期；欧洲央行年内共加息 4 次，累计加息为 250 个基点，幅度创历史最高纪录。全球货币紧缩加快背景下，经济下行压力加大，由滞胀走向衰退的概率增加。截至 2022 年 11 月，摩根大通全球制造业 PMI 降至 48.8，连续 3 个月处于收缩区间，为 2020 年 7 月以来新低。欧元区制造业和服务业 PMI 均已跌破扩张区间，美国制造业 PMI 首次跌破临界值，服务业 PMI 已连续 5 个月进入收缩区间。

### 一、美联储加息步伐放缓，美国经济由滞胀陷入浅衰退

今年以来，美联储将控制通胀作为货币政策的首要目标，开启了激进加息和缩表的模式，不惜经济在未来一段时间内陷入衰退。在美联储的“不懈努力”下，美国通胀在三季度出现放缓的迹象，但经济下行压力也在加大。由于降低通胀取得初步进展，美联储开始考虑放慢加息步伐，避免经济出现硬着陆。美联储主席鲍威尔在 12 月会议上表示，需要在一段时间内采取限制性的政策立场，确信通胀持续下降之前不考虑降息。意味着美联储未来将采用“小步加息”替代激进加息，加息持续的时间将会延长，预计将在 2023 年二季度暂停加息。

图 1. 美国制造业和服务业 PMI 跌破扩张区间 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 2. 美国 GDP 同比增速放缓 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

从先行指标来看，美国 11 月 Markit 制造业 PMI 降至 47.7（前值 50.4），2020 年 7 月以来首次跌破扩张区间，ISM 制造业 PMI 降至 49（前值 50.2），创 2020 年 6 月以来新低。11 月 Markit 服务业 PMI 降至 46.1（前值 46.6），连续 5 个月处于收缩区间。美国 11 月密歇根大学消费者信心指数降至 56.8（前值 59.9），处于历史低位，12 月 Sentix 投资信心指数为 -0.5，连续 8 个月维持在负区间。同步指标显示，美国 11 月耐用品订单环比下降 2.1%，为 2020 年 5 月以来最大降幅，11 月工业生产指数同比增长 2.5%，为年内次低水平，增速自 2021 年 4 月以来进入下行趋势。美国 10 月进口同比增长 13.9%（前值 14.7%），为 2021 年 3 月以来最低，出口同比增长 13.6%（前值 22.2%），创 2021 年 4 月以来新低。数据表明，美国经济领先指标即将进入收缩区间，生产和

需求同步下滑，出口表现强劲主要受欧洲能源短缺的拉动，但不具有可持续性。

图 3. 美国密歇根大学消费者信心指数低迷



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

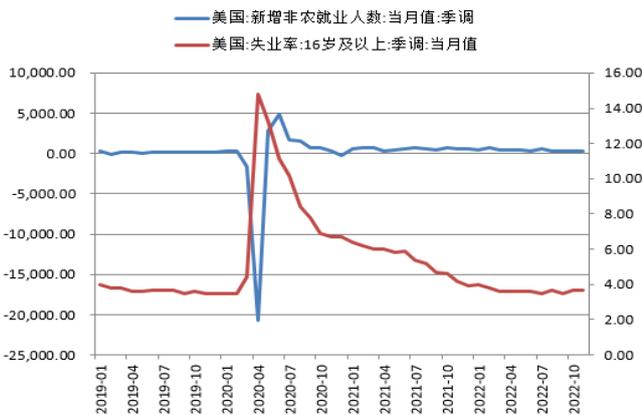
图 4. 美国耐用品订单和工业产出同比高位回落 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

美国劳动力市场增长放缓，失业率小幅上升，但仍在充分就业要求的范围内。虽然整体通胀有所回落，但核心通胀依然较高，没有足够的证据表明通胀趋势性下降。美国 11 月新增非农就业 26.3 万（前值 26.1），结束连续 3 个月下降，失业率持平于 3.7%，平均小时工资同比增长 5.1%，增速较上月加快 0.5 个百分点。此外美国当周初请失业金人数已连续一年低于 30 万，符合充分就业要求的标准。美国 11 月 CPI 同比上涨 7.1%（前值 7.7%），涨幅连续 5 个月回落，为 2022 年以来新低。核心 CPI 同比上涨 6.0%（前值 6.3%），剔除能源和食品价格后，核心通胀依然较高。美国 10 月核心 PCE 物价指数同比上涨 5%，尽管较上月有所回落，但仍维持在近 30 年高位。数据表明，尽管美国就业增长放缓，通胀压力有所回落，但劳动力市场依然强劲，距离实现 2% 通胀目标还有很长一段路要走。

图 5. 美国非农就业（千人）强劲和失业率（%）维持低位



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 6. 美国 CPI 和核心 PCE 同比放缓 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

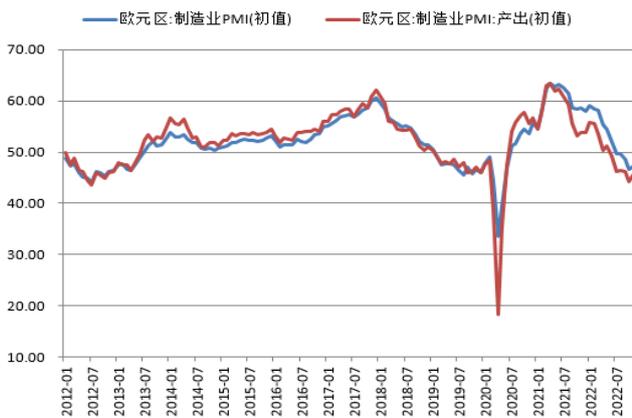
美联储 12 月 FOMC 会议宣布加息 50 个基点，为年内第 7 次加息，联邦基金利率目标区间上调至 4.25%-4.5%，创 2007 年 12 月以来新高。货币政策声明显示，最近几个月就业增长强劲，失业率保持在低位，通胀仍然高企，持续加息可能是适当的。会议下调未来两年经济增速预期，上调未来三年通胀预期和失业率预期，点阵图显示，多数官员预计 2023 年底前联邦基金利率在 5%-5.5% 之间。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，

美国经济与去年相比大幅放缓，紧缩政策的全面影响尚未显现。可能需要在一段时间内采取限制性政策立场，终端利率水平比加息速度更重要，在 FOMC 确信通胀持续下降之前，不会考虑降息。我们认为，美联储放缓加息并不意味着货币政策转向，只是用“小步加息”的方式替代激进加息，根据点阵图的预测，2023 年还将加息 75-100 个基点，预计在二季度暂停加息。缩表按原计划进行，2022 年 9 月开始全速运转，规模达到每月 950 亿美元，预计 2024 年结束缩表，资产负债表最终将收缩 2.5-3 万亿美元。

## 二、欧洲央行坚持激进加息，欧元区经济衰退难以避免

俄乌冲突爆发以来，欧美等国家反复升级对俄罗斯的制裁，导致能源和粮食价格快速上涨，欧洲能源短缺进一步加剧，通胀形势持续恶化，拖累欧元区经济持续走弱。为遏制顽固的通胀预期，欧洲央行 7 月开启 2012 年以来的首次加息，2014 年以来的负利率宣告结束，以史无前例的速度加息对抗通胀。截至 2022 年 12 月，欧洲央行年内进行了 4 次加息，累计 250 个基点，隔夜存款利率达到 2%，为 2009 年以来新高。

图 7. 欧元区制造业和服务业 PMI 连续下降 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 8. 欧元区 GDP 同比增速回落 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

从领先指标来看，欧元区 11 月制造业 PMI 由 46.4 小幅回升至 47.1，但已连续 5 个月处于收缩区间，服务业 PMI 降至 48.5（前值 48.6），为 2021 年 3 月以来新低。欧元区 10 月经济景气指数降至 92.5，连续 8 个月下降，为 2020 年 12 月以来新低。10 月消费者信心指数录得 -23.9，11 月 Sentix 投资信心指数降至 -30.9，维持在历史低位。同步指标显示，欧元区 9 月工业产出同比增长 4.9%（前值 2.8%），为 2021 年 9 月以来新高，8 月零售销售同比增长 7.3%（前值 8.1%），为年内次低水平。欧元区 9 月进口同比增长 25.1%（前值 31.4%），出口同比增长 27.3%（前值 36.5%），进出口增速自年内高位大幅回落。数据显示，欧元区经济前瞻指标显著走低，制造业和服务业连续收缩，出口快速下降，消费增长乏力。随着货币紧缩的影响外溢，欧元区经济或已陷入衰退，未来可能进一步恶化。

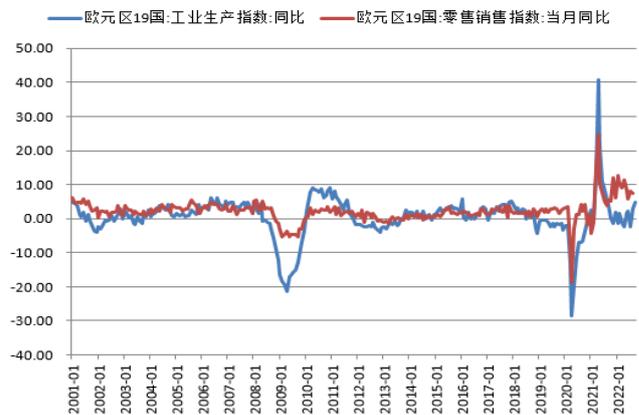
欧元区 10 月失业人数降至 1087.2 万（前值 1101.4），失业率降至 6.5%，均创历史最低记录。欧元区 11 月 CPI 同比上涨 10%（前值 10.6%），为 2021 年以来首次回落，但仍为历史第二高位。核心 CPI 同比上涨 5%，与上月持平，连续两个月处于历史最高位。数据表明，欧元区劳动力市场持续收紧，失业人数和失业率降至历史低位。受能源和粮食价格上涨的影响，欧元区通胀持续上升，创历史新高，迫使欧洲央行不得不加快收紧货币政策。

图 9. 欧元区经济景气指数和消费者信心指数



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

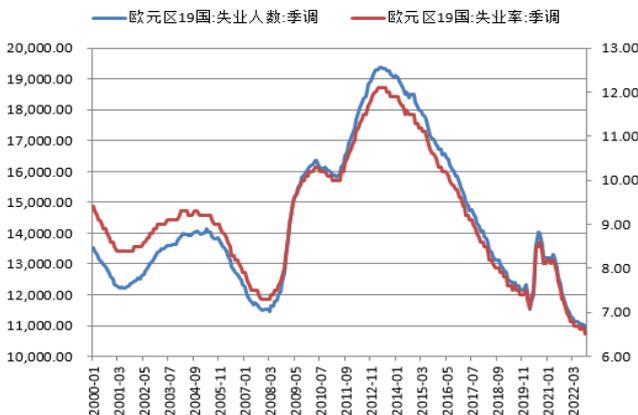
图 10. 欧元区工业产出和零售销售同比大幅回落 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

欧洲央行 12 月会议宣布加息 50 个基点，为年内第 4 次加息，主要再融资利率、边际借贷利率和隔夜存款利率分别上调至 2.5%、2.75% 和 2%。决定将于 2023 年 3 月启动量化紧缩，平均每月减少 150 亿欧元资产购买计划组合。货币政策声明显示，利率仍需以稳定的速度大幅上升，以达到足以确保通胀及时恢复至 2% 中期目标的限制性水平。由于能源危机、高度不确定性、全球经济活动减弱和融资条件收紧，欧元区经济可能在本季度和下一季度收缩，将 2023 年 GDP 增速预期由 0.7% 下调至 0.5%。欧洲央行行长拉加德在新闻发布会上表示，货币政策没有转向，需要在利率方面做得比市场定价的更多，预计 2 月份后可能会进行两次 50 个基点的加息。我们认为，欧洲央行支持连续加息 50 个基点，并于 2023 年 3 月开始缩表，比市场预期的更为激进，欧元区经济衰退难以避免，部分国家可能发生债务违约风险。

图 11. 欧元区失业人数（千人）和失业率（%）创历史新高



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 12. 欧元区 CPI 创历史新高 (%)



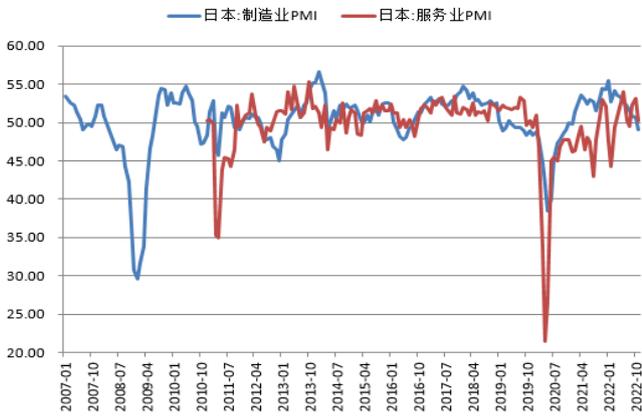
资料来源：同花顺 新纪元期货研究

### 三、日本央行货币政策保持不变，日元汇率创 30 年新低

受疫情反复、能源价格上涨等因素影响，今年以来，日本经济复苏缓慢。从领先指标来看，日本 10 月制造业 PMI 降至 49.4（前值 50.7），连续 8 个月下降，2021 年 2 月以来首次跌破枯荣线。10 月服务业 PMI 降至 50.0（前值 53.2），9 月以来再次逼近临界值。日本消费者信心指数自 2021 年 10 月以来进入下行趋势，2022 年 10 月降至 30.8（前值 31.2），为 2021 年 2 月以来次低水平。同步指标显示，日本 9 月工业生产同比增长

9.6%，为 2021 年 8 月以来新高。日本 7 月商业零售额同比增长 7.1%，增速自 2021 年 5 月见顶回落。日本 10 月出口同比增长 25.3%（前值 28.9%），进口同比增长 53.5%（前值 31.4%），刷新历史最高纪录，主要受日元剧烈影响。

图 13. 日本制造业和服务业 PMI 跌破枯荣线 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

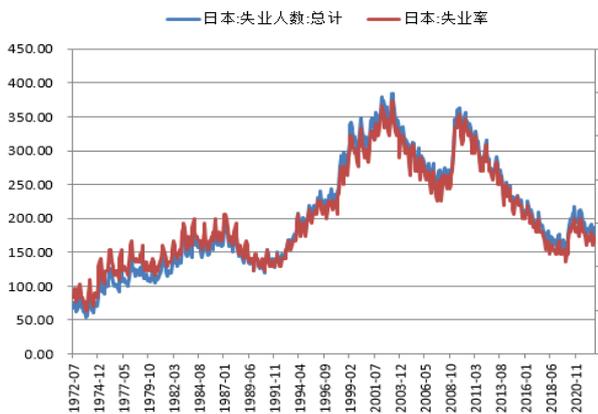
图 14. 日本 GDP 同比下降 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

从就业来看，日本劳动力市场整体保持稳定，受疫情的影响小于欧美国家。日本 9 月失业人数总计 187 万，失业率为 2.7%，略高于疫情前水平。日本通胀自 2021 年以来呈现持续上升的态势，10 月 CPI 同比上涨 3.7%（前值 3%），为 1991 年 2 月以来最高水平。剔除生鲜食品价格后的核心 CPI 同比上涨 3.6%（前值 3%），创 40 年来新高。数据表明，受粮食、能源价格上涨的影响，日本通胀快速回升，远超 2% 的长期目标，此外日元汇率剧烈贬值，创 30 年新低，也在一定程度上推高了通胀。

图 15. 日本失业人数（千人）和失业率（%）维持低位



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 16. 日本 CPI 加快回升 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

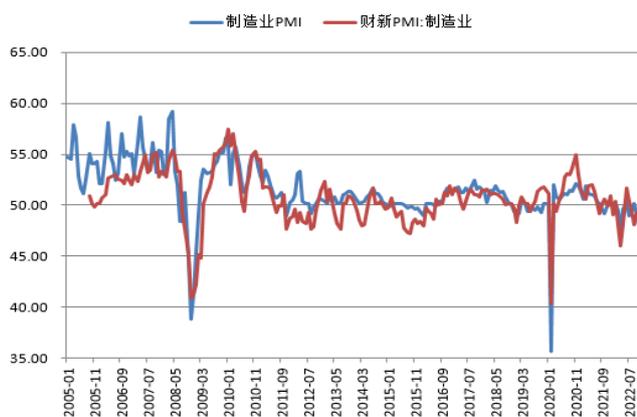
日本央行 10 月会议宣布维持基准利率在 -0.1% 的水平不变，重申继续坚持当前超宽松货币政策，通过购买长期国债，使长期利率维持在零左右。货币政策声明显示，受新冠疫情反弹等因素影响，2022 年经济增速预期由 2.4% 下调至 2.0%，2023 年经济增速由 2% 下调至 1.9%，2022 年核心通胀由 2.3% 上调至 2.9%。日本央行行长黑田东彦在新闻发布会上表示，为支持经济持续复苏，将继续坚持 2% 的通胀目标和超宽松货币政策，密切关注国内外因素对日本经济影响，如有必要将推出进一步宽松措施。从日本央行公布的会议纪要来看，政策制定者

还讨论了是否需要警惕长期宽松货币政策的副作用，以及未来退出超低利率的潜在影响。我们认为，在欧美等主要发达国家央行以历史罕见的速度加息背景下，日本央行依旧维持超宽松货币政策，使得日本与其他国家之间的利差持续扩大，日元汇率急剧贬值，创近 30 年新低，进一步加大国内通胀压力，从而倒逼日本央行在未来退出负利率政策。

## 第二部分 国内篇

回顾 2022 年，奥密克戎变异病毒肆虐全球，国内疫情呈现多点散发、局部扩散的趋势，给精准防控和动态清零带来挑战。上半年长春、上海疫情爆发，我国经济遭受严重冲击，第二季度 GDP 同比仅增长 0.4%，上半年经济增长 2.5%。进入下半年，随着疫情形势逐渐好转，以及稳经济一揽子举措出台，经济开始爬坡过坎，第三季度 GDP 同比增长 3.9%，前三季度 GDP 同比增长 3%，但离实现 5.5% 的预期发展目标还有较大差距。

图 17. 中国官方和财新制造业 PMI (%) 连续两个月收缩



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 18. 中国 GDP 当季和累计同比 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

展望 2023 年，随着全球货币紧缩的溢出效应进一步显现，世界经济衰退似乎难以避免，或将倒逼全球货币政策再次转向宽松，预计时间窗口在下半年。由于海外需求放缓，明年上半年出口仍将面临下行压力，宏观政策需要在扩大内需方面进一步发力。中央经济工作会议指出，要加大宏观政策调控力度，着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置。提出稳健的货币政策要精准有力，保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。继续发挥总量和结构性政策工具的作用，包括降准、降息、再贷款再贴现等一系列措施，引导金融机构贷款利率下行，进一步降低社会综合融资成本。财政政策要加力提效，保持必要的财政支出强度。通过减税降费、转移支付、财政贴息等手段，进一步为实体经济减负，预计财政赤字率将上调至 3.2% 左右，地方专项债发行限额有望进一步扩大。

### 一、经济有望触底反弹，全年增速前低后高

从经济周期和宏观政策的角度，我国经济目前处于弱复苏阶段，施行积极的财政政策和宽松的货币政策，而海外经济体正在由滞胀走向衰退，货币政策仍在紧缩周期。由于国内外货币政策和经济周期不同步，2023 年我国经济复苏将受到外部因素的扰动，包括外需放缓和紧缩政策的影响外溢。

#### 1. 稳楼市政策不断加码，房地产投资降中趋稳

今年房地产投资是拖累经济的最主要因素，受疫情反复、居民收入下降、烂尾楼断供风波等多重因素的影响，房地产销售、土地购置、房屋新开工整个链条深陷负反馈机制，房地产投资增速呈现螺旋式下降。2022 年 1-10 月房地产投资同比下降 8.8%，增速创 2020 年 3 月以来新低，降幅连续 6 个月扩大。为实现房地产市场平稳着陆，楼市调控政策陆续放松，各地纷纷下调首套及二套房首付比例，部分地区取消了限购政策，央行先后下调商业和公积金住房贷款利率。为推动化解未交楼个人住房贷款风险，国家出台了“保交楼”专项纾困基金、保交楼贷款支持计划、金融支持地产 16 条等一系列政策举措。在以上政策的支持下，房地产销售有所回暖，今年 1-10 月商品房销售面积同比下降 22.3%，商品房销售额同比下降 26.1%，降幅连续 5 个月收窄。房屋竣工面积同比下降 18.7%，降幅连续 3 个月收窄。由于房地产销售端向投资端传导存在时间差，土地购置和房屋新开工面积降幅仍在扩大。土地购置面积自 2021 年 5 月以来进入负增长，截至今年 10 月底，土地购置面积同比下降 53%，为历史最大降幅。1-10 月房屋新开工面积同比下降 37.8%，连续 15 个月负增长，为 2020 年 3 月以来次低水平。

图 19. 固定资产投资和房地产投资增速延续下跌趋势 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

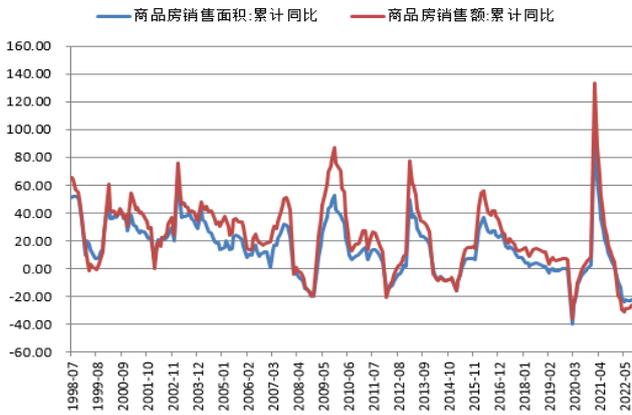
图 20. 房屋新开工和土地购置面积同比增速 (%) 创历史新低



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

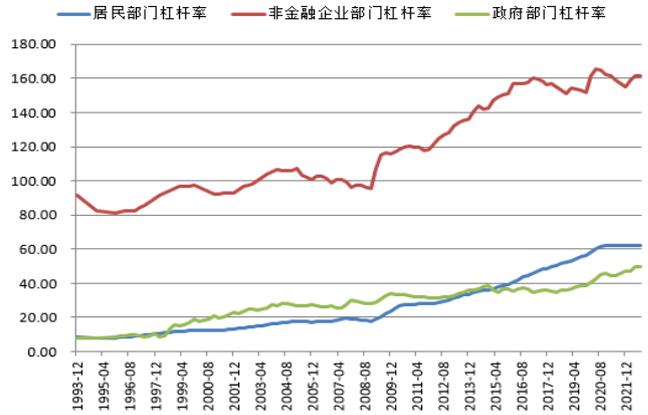
展望 2023 年，我们认为在稳楼市政策的支持下，房地产销售有望回暖，但难以回到过去几年同期水平，房地产投资难以发生趋势性逆转，预计 2008 年金融危机以来，居民部门经历了两轮加杠杆，2009-2014 年居民杠杆率从 19% 上升至 36%，2015-2020 年居民杠杆率从 36% 上升至 62%，对应的事件分别是 08 年“四万亿”信贷刺激和 2015 年供给侧改革。2021 年以来，居民部门杠杆率连续 7 个季度稳定在 62% 附近，处于历史高位，未来继续上升的空间有限。主要原因在于，长期来看，全国新生人口逐年下降，人口峰值已经到来，未来购房总需求下降。短期来看，由于居民收入预期和信心尚未扭转，预防性需求增加，此外房地产投机“稳赚不赔”的预期被打破，主动加杠杆的意愿下降。从居民贷款来看，2022 年 1-10 月住户部门新增中长期贷款 23532 亿元，为 2015 年以来同期最低水平，大幅低于上年同期的 51421 亿元，也显著低于过去 7 年同期平均水平 43628 亿元。数据表明，房地产销售的高光时刻已经过去，未来将进入存量消化阶段。

图 21. 商品房销售面积和销售额同比大幅下滑 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 22. 企业和居民宏观杠杆率维持高位 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

## 2. 消费有望缓慢复苏，最终取决于居民资产负债表的修复

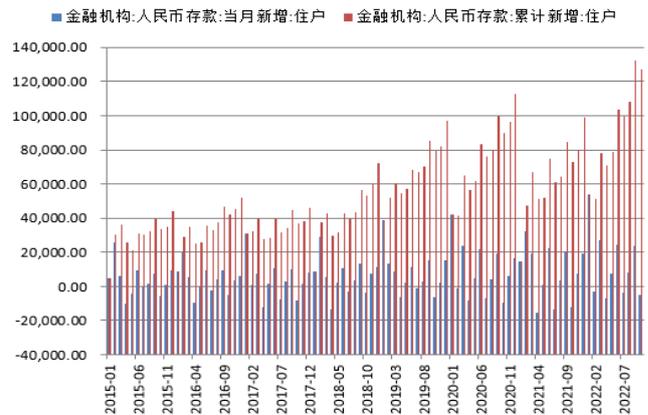
今年居民对未来收入的预期和信心下降，是影响消费的最主要因素。由于中低收入人群收入减少，社会整体的边际消费倾向下降，即每增加一个单位的收入所带来的消费变化。从货币需求的三大动机来看，今年居民的预防性需求明显上升，表现为消费支出减少和储蓄存款增加。截至 2022 年三季度末，我国居民人均消费支出 17878 元，略高于上年同期的 17275 元，同比增长仅为 1.5%，远低于近两年平均增速，剔除物价上涨因素，实际消费支出可能是负增长。2022 年 1-10 月社会消费品零售总额为 360575.10 亿元，上年同期为 358511.10 亿元，累计同比增长 0.6%，扣除物价因素后，消费品零售实际累计同比下降 2.3%。消费支出减少的同时，居民储蓄存款却在增加，2022 年 1-10 月住户部门新增存款 126997 亿元，为历史同期新高，远超上年同期的 72800 亿元和 2020 年同期的 89931 亿元。

图 23. 居民人均可支配收入和消费支出同比下降 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 24. 居民新增存款创历史新高 (亿元)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

展望 2023 年，随着疫情防控政策进一步优化，约束正常消费活动的一些外部条件解除，有助于旅游、餐饮、影视等行业走向复苏。但消费增速能否恢复至潜在趋势水平，最终将取决于居民收入的增长，居民收入和国民经济发展、收入分配制度、社会保障体系等密切相关。我们认为，进入 2023 年，随着生产和生活秩序逐渐回归正常，以及在减税降费、降息、转移支付等一系列政策的支持下，居民收入有望改善，资产负债表将得

到修复。此外，汽车、家电等大宗消费刺激政策以及其他消费补贴政策将继续实施，有助于推动消费恢复增长，考虑到低基数因素，预计 2023 年社会消费品零售总额同比增长 10% 左右，两年平均增速在 4% 左右。

### 3. 出口上半年仍将面临下行压力

全球货币紧缩背景下，全球经济步入下行周期，国际贸易持续萎缩。航运是国际贸易的晴雨表，运费作为航运业最重要的经济指标，运费的高低直接反映了航运业的兴衰。波罗的海干散货指数（BDI）是由几大航线的即期运费加权计算得出，被视为经济的领先指标。BDI 自 2021 年 10 月见顶回落，截至 2022 年 11 月，累计下跌了 80%，表明国际贸易活动从 2021 年四季度已经开始放缓。世界贸易组织发布报告称，全球贸易预计在 2022 年下半年失去增长动能，2023 年增速将大幅下降，将 2023 年全球货物贸易增速预期下调至 1%。

图 25. 波罗的海干散货指数降至历史低位（BDI）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 26. 进出口下行压力加大（%）



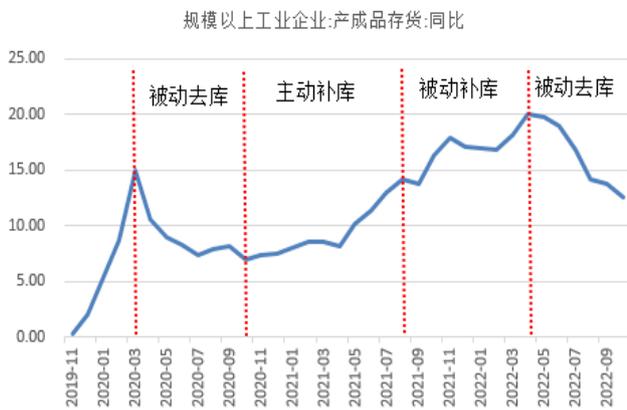
资料来源：同花顺 新纪元期货研究

展望 2023 年，随着全球货币政策收紧对经济的抑制效应进一步显现，欧美等主要发达国家经济或将陷入衰退，海外需求将继续萎缩，明年上半年出口仍将面临下行压力。按美元计价，今年 11 月进口同比下降 10.6%（前值-0.7%），为 2020 年 6 月以来最大降幅。出口同比下降 8.7%（前值-0.3%），创 2020 年 3 月以来新低。全球经济下行压力加大背景下，国内外需求持续放缓，出口订单下降，企业主动减少对原材料的进口，是进出口增速降幅扩大的主要原因。今年 1-11 月份，进口同比增长 2%（前值 3.5%），出口同比增长 9.1%（前值 11.1%），增速分别为 2021 年以来新低。前 11 个月实现贸易顺差 8020.4 亿美元，较上年同期扩大 39%。

### 4. 主动去库存接近尾声

2020 年新冠疫情爆发初期，各国相继实施大规模的财政刺激和量化宽松政策，短期内总需求激增。2020 年 3 月至 10 月，由于海外生产中断，物资供应不足，订单供不应求，从而拉动我国出口快速增长。产不足需的情况下库存急剧下降，企业进入被动去库存阶段；2020 年 10 月至 2021 年 9 月，在需求扩张和利润增长加快的驱使下，生产进入全负荷运转，企业进入主动补库存阶段；2021 年 9 月至 2022 年 4 月，随着美国等主要发达国家刺激政策陆续退出，海外总需求开始放缓，但国内生产仍在扩张，库存被动累积，企业进入被动补库存阶段；2022 年 4 月以来，随着需求和盈利进一步下降，部分行业陷入亏损，企业被迫缩减产量以减少损失，进入主动去库存阶段。

图 27. 库存周期的四个阶段 (%)



资料来源: 同花顺 新纪元期货研究

图 28. 历次库存周期持续时间 (月)



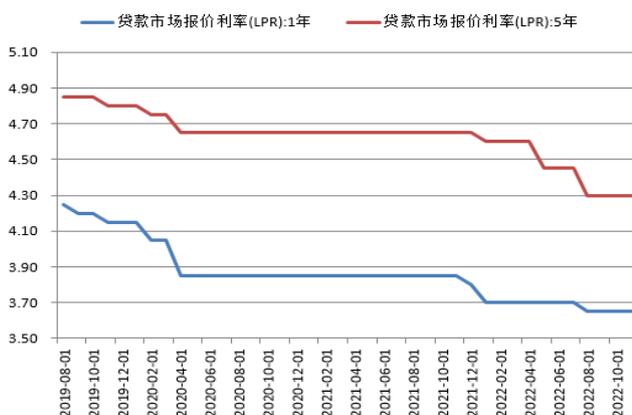
资料来源: 同花顺 新纪元期货研究

2003 年以来, 我国共经历了六轮库存周期, 分别是 2003-2006 年、2006-2009 年、2009-2013 年、2013-2016 年、2016-2019 年、2019-2022 年。根据历史统计, 一轮库存周期的平均持续时间为 40 个月左右。最近一轮库存周期始于 2019 年 12 月, 截至 2022 年 12 月, 本轮库存周期已持续 37 个月。根据时间周期推断, 本轮库存周期将于明年一季度结束, 届时将迎来新一轮库存周期。

## 二、货币政策保持宽松, 信用扩张有望加快

2022 年以来, 央行货币政策坚持以我为主, 充分发挥总量和结构性政策工具的作用, 不断为实体经济恢复发展提供支持。央行年内共进行了 3 次降息和两次降准, 其中 1 年期 LPR 累计下调 15 个基点, 5 年期 LPR 累计调降 35 个基点, 存款准备金率累计下调 50 个基点, 释放长期资金约 10300 亿元。在降息、降准等一系列政策的刺激下, 信贷和社融增速企稳回升, 但仍低于广义货币供应量 M2 增速。截止 2022 年 10 月底, 社会融资规模存量为 341.42 亿元, 同比增长 10.3%, 低于近 6 年同期水平。广义货币供应量 M2 同比增长 11.8%, 连续两个月回落, 但仍维持在 2016 年高位。回顾 2020 年, 同样是宽松的货币政策环境, 社融增速显著高于 M2 增速, 而 2022 年却出现了相反的情况。我们认为, 主要原因在于: 2022 年国内疫情反复多发, 面对经济的不确定性, 企业对生产和经营保持谨慎, 居民对未来收入的预期和信心下降, 预防性需求上升, 主动加杠杆的意愿不足。

图 29. 一年期和五年期贷款市场报价利率 (%)



资料来源: 同花顺 新纪元期货研究

图 30. 社会融资规模和 M2 增速剪刀差扩大 (%)



资料来源: 同花顺 新纪元期货研究

为最大限度减少疫情对经济发展的影响，二十大以来，疫情防控政策不断优化。2022 年 11 月 11 日，国务院联防联控机制公布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》，提出进一步优化防控工作的二十条措施。12 月 7 日，国务院联防联控机制公布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，对风险区划定和管理、核酸检测、隔离方式等工作提出十个方面进一步的优化要求。中国人民银行传达中央经济工作会议精神指出，综合运用公开市场操作等多种货币政策工具，保持金融体系流动性合理充裕。持续释放贷款市场报价利率（LPR）改革效能，发挥存款利率市场化调整机制作用，推动企业融资成本稳中有降。展望 2023 年，随着疫情防控优化措施的全面落实，以及稳增长政策进一步加码，企业对经济的预期和信心有望改善，有助于推动宽货币向宽信用领域传导，资金在银行体系内淤积和空转的现象有望扭转。

## 第三部分 资产配置

美联储于 2022 年 12 月开始放缓加息步伐，但并不意味着货币政策转向，而是以小步加息的方式替代激进加息，预计加息将持续至 2023 年二季度，联邦基金利率达到 5%-5.5% 的区间后将维持一段时间，资产负债表仍以每月 950 亿美元的速度缩减。展望 2023 年，全球货币紧缩对经济的抑制效应将进一步显现，世界经济陷入衰退的风险加大，美国 10 年期和 2 年期国债收益率曲线自 2022 年 7 月发生倒挂，且幅度不断加深，截至 12 月 9 日，10-2 年期美债收益率倒挂幅度达到 124 个基点。历史数据显示，美国长短期国债收益率倒挂持续的时间越长，经济衰退的可能性越大。进入 2023 年，随着离岸美元信用进一步收紧，外汇储备不足以及高债务国家仍将面临去杠杆压力，进而引发资本外流、货币贬值、资产价格下跌等风险，金融市场动荡或在所难免，投资者需做好风险应对。

国内方面，由于全球经济处于下行周期，外需增长放缓，出口下行压力加大，对经济增长由正贡献转为拖累项，宏观政策将在扩大内需方面进一步发力。中央政治局会议强调积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策精准有力，着力扩大国内需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。我们预计，2023 年财政赤字率将适度上调，预计在 3.2% 左右，财政资金主要靠发行国债筹集，主要用于保障民生和为市场主体减负，地方专项债发行规模有望扩大，继续发挥基建投资托底的作用。货币政策坚持以我为主，通过降准、降息、再贷款再贴现等总量和结构性政策工具，引导金融机构贷款利率下行，进一步向实体经济让利。随着疫情防控措施不断优化，以及稳增长政策进一步加码，2023 年经济有望企稳，全年或呈现前低后高的走势。

### （1）股指

从企业盈利和库存周期的关系来看，企业利润和产成品存货同比增速存在显著的正相关性，即企业盈利增速上行，对应被动去库存和主动补库存；企业盈利增速下行，则对应被动补库存和主动去库存。本轮库存周期始于 2019 年 12 月，至今已持续 37 个月，2022 年 4 月企业进入主动去库存阶段。国家统计局公布的数据显示，今年 1-10 月全国规模以上工业企业实现利润总额 69768.2 亿元，同比下降 3.0%，连续 4 个月负增长，为 2020 年 9 月以来新低。在 41 个工业大类行业中，19 个行业利润总额同比增长，22 个行业下降。煤炭、石油和天然气开采等上游原材料加工业利润继续回落，但仍保持较高增速，汽车和专用设备中游制造业利润增速由

负转正，纺织服装、化学原料等下游制造业利润降幅继续扩大。今年 1-10 月产成品存货同比增长 12.6%（前值 13.8%），增速连续 6 个月回落，为 2021 年 7 月以来新低。数据表明，尽管原材料价格回落有助于行业利润结构改善，但经济下行背景下，终端需求持续放缓，下游制造业经营压力依然较大，企业仍在主动去库存阶段，根据时间周期推断，这一过程将持续至 2023 年一季度，届时将迎来新一轮库存周期和企业盈利增速的拐点。

从无风险利率的角度来看，海外货币紧缩背景下，我国货币政策坚持以我为主，不搞“大水漫灌”，保持流动性合理充裕。通过发挥降准、降息、再贷款再贴现等总量和结构性政策工具的作用，引导金融机构贷款利率下行，推动社会综合融资成本下降，进一步向实体经济让利。2022 年以来，央行共进行了两次降准和三次降息，截至 2022 年 12 月，大型金融机构存款准备金率降至 11%，中小型金融机构存款准备金率降至 8%，分别创 2007 年 6 月和 2006 年 8 月以来新低。央行 1 年期贷款市场报价利率（LPR）降至 3.65%，5 年期 LPR 降至 4.3%，为历史最低水平。央行行长易纲在人民日报撰文称，发挥货币政策的总量和结构双重功能，精准加大对国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度。展望 2023 年，我们认为上半年货币政策仍将保持宽松，不排除再次降准或降息的可能，无风险利率维持低位，有助于提升股指的估值水平。

展望 2023 年，随着疫情防控措施不断优化，以及稳经济一揽子举措发挥效能，我国经济有望企稳回升，全年或呈现前低后高的走势。本轮库存周期已接近尾声，主动去库存或在明年一季度结束，届时将开启新一轮库存周期，并迎来企业盈利增速向上的拐点。货币政策坚持以我为主，不搞“大水漫灌”，继续发挥总量和结构性政策工具的作用，进一步降低企业融资成本。明年全球经济陷入衰退的风险加大，国内稳增长政策的力度有望进一步加码，结合库存周期和企业盈利增速拐点到来，股指有望迎来估值修复行情。

## （2）债券

2023 年全球经济衰退的风险加大，美联储加息周期进入尾声，美国国债收益率已接近顶部，中美国债利差倒挂的压力将得到缓解，我国货币政策大概率延续宽松基调。随着疫情防控措施不断优化，以及新一轮稳增长政策出台，经济有望探底回升，全年或呈现前低后高的走势。预计 10 年期国债收益率波动区间在 2.5%-3.5%，下半年信用债表现有望好于利率债。

## （3）黄金

布雷顿森林体系瓦解后，黄金与美元脱钩，长期以来，二者之间形成此消彼长的关系。此外，黄金作为一种无息资产，其价格还受到实际利率的影响，当实际利率上升时黄金趋于下跌，反之当实际利率下降时，黄金倾向于上涨。从中长期来看，黄金价格的走势主要取决于美元和实际利率的变化。

美元作为世界货币的锚，除了受美国经济以及货币政策等自身因素的影响，还受到欧洲、日本等 G7 国家经济和货币政策的影响。2022 年以来，各国央行纷纷将控制通胀作为货币政策的首要任务，美联储等主要发达国家央行以历史罕见的速度加息，推动国债收益率曲线快速上升，实际利率由负转正。由于美国经济的韧性较强，加息的速度也显著快于欧元区等其他发达国家，导致美国与其他国家之间的利差不断扩大，从而推动美元指数走强。受美联储加息放缓的预期影响，美元指数在 2022 年四季度承压回落，但加息放缓并不意味着货币政策转向，随着美联储资产负债表的持续收缩，美元流动性将进一步收紧，2023 年美元指数存在再次走强的可能，黄金中期存在下行压力。

实际利率的走向主要取决于名义利率和通胀预期的变化。2022 年多数时间里，名义利率和通胀预期都在上升，实际利率上升还是下降则取决于二者哪个上升的速度更快。2022 年 2 月 24 日俄乌冲突爆发前后，受原油价格暴涨的影响，通胀预期急剧上升，从而导致实际利率被动下行，推动黄金价格快速上涨；随着美联储加息和缩表的节奏加快，名义利率上升的速度快于通胀预期，推动实际利率不断上升。2022 年 3 月至 10 月，美国 10 年期国债实际收益率从-1.04%一路上升至 1.74%，黄金价格自历史高位进入下跌趋势；2022 年 11 月以来，受美联储加息放缓的预期推动，名义利率快速下行，且下降的速度快于通胀预期，从而推动实际利率下行。美国 10 年期国债实际收益率由 1.74%最低降至 1%，黄金价格进入阶段性反弹。展望 2023 年，美联储加息还将持续，根据点阵图预测，联邦基金利率的终值在 5%-5.5%，意味着未来还有 75-100 个基点的加息空间。我们认为，当前距离美联储结束加息的时间尚早，随着货币紧缩对经济的抑制效应进一步显现，未来一段时间通胀预期下降的速度可能超过名义利率，实际利率仍有上升的风险。参考美联储上一轮加息周期，美国 10 年期国债实际收益率在 2018 年 11 月达到 1.17%的峰值，时间节点落在加息结束前的一个月。

## 免责声明

本研究报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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。本报告仅反映撰写人的分析方法和观点，不代表新纪元期货股份有限公司的立场。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所获得许可，并需注明出处为新纪元期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司机构

### 公司总部

全国客服热线：400-111-1855

邮编：221005

地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼8-9层

### 南京分公司

电话：025-84706666

邮编：210019

地址：南京市建邺区庐山路168号1504室

### 成都分公司

电话：028-68850968

邮编：610004

地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

### 深圳分公司

电话：0755-33373952

邮编：518001

地址：深圳市罗湖区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

### 上海分公司

电话：021-61017395

邮编：200120

地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室

### 徐州营业部

电话：0516-83831113

邮编：221005

地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼9层

### 南京营业部

电话：025-84787996

邮编：210018

地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

### 北京东四十条营业部

电话：010-84261653

邮编：100007

地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

### 广州营业部

电话：020-87750826

邮编：510080

地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

### 苏州营业部

电话：0512-69560991

邮编：215028

地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

### 南通营业部

电话：0513-55880516

邮编：226001

地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

### 重庆营业部

电话：023-67900698

邮编：400010

地址：重庆市南岸区江南大道2号国汇中心写字楼5-8