



2022年12月26日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：黄婷莉

• 从业资格编号 F3073548

• 投资咨询编号 Z0015398

邮箱：huangtingli@jinxinqh.com



全球经济周期再错位，股债强弱切换正当时

内容提要

全球经济周期回顾：2022年全球经济周期呈现明显错位，“海外抗通胀”和“国内稳增长”的主线下内外政策周期明显分化。美国通胀超预期上行推动美联储加息进程加快，而俄乌冲突则加剧了全球的供应链问题，全球滞胀逻辑和比差逻辑由此形成。而国内今年则是稳增长主线遭遇经济复苏梗阻，内外多重扰动下经济循环受阻，经济结构呈现“政策驱动强+内生动力弱”特点。新旧动能切换的阶段，高度依赖房地产的旧经济和债务驱动正在慢慢弱化，而新动能尚未形成对冲力量，微观主体活力和信心不足下，经济阶段性下行压力显现。

经济远景目标、地方财政以及外需回落压力均急需经济增长条件的打开：1) 2035年远景目标蕴含增速底线要求；2) 财政收入压力叠加地方债务率上升，需要增长条件的打开；3) 外需快速回落的背景下亟需扩大内需战略对冲。随着二十大报告再次提出“扩大内需战略”，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，稳增长政策预期持续增强。

国内经济有望度过压力峰值：2023年，随着国内疫情防控约束逐步打开以及扩内需战略的出台，拖累今年经济下行的两大因素消费和地产有望企稳，低基数+地产底部企稳对经济拖累减轻+消费、基建对冲出口下行，国内经济大概率正在度过压力峰值，明年经济增速有望向5-5.5%回归。不过短期国内宏观“强预期”和“弱现实”的背离仍在加大，预计经济仍处在1-2个季度的磨底期，短期对经济基本面不乐观，中期对经济修复不悲观。从经济结构来看，1) 防疫优化路径下消费修复约束打开；2) 地产底部企稳对经济拖累减轻，销售可能实现低位短期均衡；3) 基建投资仍有韧性，但高基数和资金来源的约束下或略弱于今年；4) 外需回落速度仍是不确定性。

美联储加息拐点仍是博弈重心：2023年，欧美经济衰退将从预期变为现实，对于美联储加息何时停止将是核心关注点，美联储货币政策取决于通胀和就业的回落顺序和程度。我们认为当前美联储已进入紧缩的最后阶段，通胀拐点确认，但以劳工价格为基石的核心服务业通胀粘性仍然较强，强劲的劳动力市场与较高的职位空缺意味着短期失业率不会快速反转。美联储加息预期放缓但并未逆转，确定加息结束仍为时过早，不过全球流动性拐点有望在上半年度过压力峰值。

全球经济周期再错位，股债强弱转换正当时：明年全球经济周期继续错位，

请务必仔细阅读正文之后的声明

国内经济大概率正在度过压力峰值，而海外欧美经济衰退正在从预期变为现实，全球流动性拐点逐步确认，预计经济增速中国>美国>欧洲。1) 宏观组合对中国的资产价格相对有利，国内“衰退后期”向“复苏前期”过渡分别对应风险偏好提振和业绩盈利驱动，流动性压力减轻下有利于释放资产估值压力，同时中国经济占优的结构也有利于我国的跨境资金流动。2023 年股市中枢抬升，股市估值修复、盈利起舞都有期待，但疫后复苏进程决定市场节奏，风格结构切换仍有待国内外宏观主线的变化。2) 随着经济修复预期+财政供给压力+资金面中性回归，利率中枢预计小幅抬升，债市波动加剧。不过经济复苏节奏预计仍偏缓慢，经济潜在增速下降，利率上限或难实质超过 2020 年之前 3.1%的水平。3) 全球需求走弱下商品整体趋势不佳，但中国防疫优化+地产支持政策加码，中国需求有望在一定程度上对冲海外需求下行压力，低库存背景下部分商品价格可能具有一定的向上弹性。

风险提示

国内疫情形势超预期、通胀超预期风险、海外衰退压力超预期、地缘政治风险超预期

目录

一、	全球经济周期回顾.....	4
1.	2022年海外的三个关键词：高通胀、美联储加息、俄乌冲突.....	4
2.	2022年国内稳增长主线遭遇经济复苏梗阻.....	5
二、	经济增长条件亟需打开.....	6
1.	2035年远景目标蕴含增速底线要求.....	6
2.	财政收入压力叠加地方债务率上升，需要增长条件的打开.....	7
3.	外需快速回落的背景下亟需扩大内需战略对冲.....	8
三、	国内经济有望度过压力峰值.....	9
1.	防疫优化路径下消费修复约束打开.....	10
2.	地产底部企稳对经济拖累减轻.....	12
3.	基建投资高位略有放缓.....	17
4.	外需回落速度仍是不确定性.....	19
四、	美联储加息拐点仍是博弈重心.....	21
1.	2023年欧美经济衰退从预期变为现实.....	21
2.	美联储紧缩预期弱化，但核心服务通胀粘性仍存确定性.....	23
3.	美联储进入紧缩的最后阶段但暂未逆转.....	25
五、	资产再定价.....	26
1.	2023年宏观组合有利于国内权益资产.....	27
2.	利率中枢小幅抬升，波动加剧.....	29
3.	大宗商品供需双弱，关注低库存支撑的机会.....	31
六、	风险提示.....	31
	重要声明.....	32

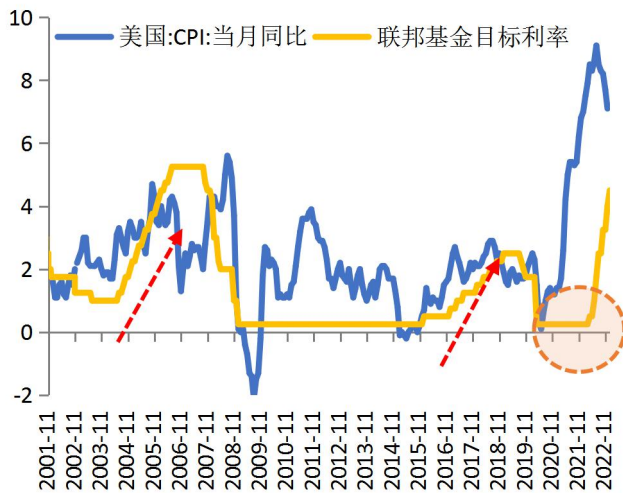
一、全球经济周期回顾

1. 2022年海外的三个关键词：高通胀、美联储加息、俄乌冲突

2022年全球经济周期呈现明显错位，“海外抗通胀”和“国内稳增长”的主线下内外政策周期明显分化，通胀超预期上行推动美联储加息进程加快，而俄乌冲突则加剧了全球的供应链问题，全球滞胀逻辑和比差逻辑由此形成。而这也正是国内出口“减速+韧性”的由来，外需回落叠加供应链优势并存。

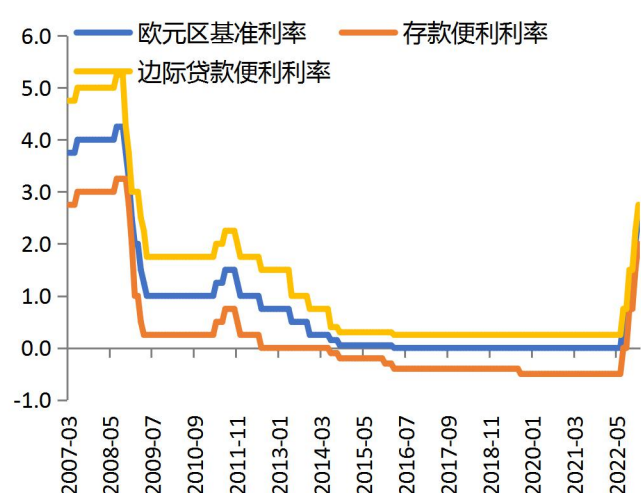
- 1) 本轮海外通胀超预期的成因主要受到供需缺口以及政策因素的推动：①供给端受到航运瓶颈+劳动力短缺+俄乌冲突等冲击，全球供应链受阻下供给修复较慢，尤其是俄乌冲突则加剧了全球供应链的问题，进一步推升全球通胀和企业成本上行压力；②需求端受MMT对居民购买力推升的影响，总需求快速扩张；③美联储滞后周期加息，低估通胀的韧性，超宽松货币政策对通胀上行形成滞后影响。
- 2) 几十年未见的高通胀加快了本轮美联储缩表加息的节奏，远快于以往的加息进程加剧了经济衰退风险和全球流动性的收缩。美联储加息一方面从全球流动性和估值角度施压资产价格，另一方面快速的紧缩节奏也使得全球经济衰退风险升温，需求端回落压力加大。

图 1：美联储滞后周期加息加快本轮加息节奏（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 2：欧元区加息节奏同样加快（%）



资料来源：Wind，优财研究院

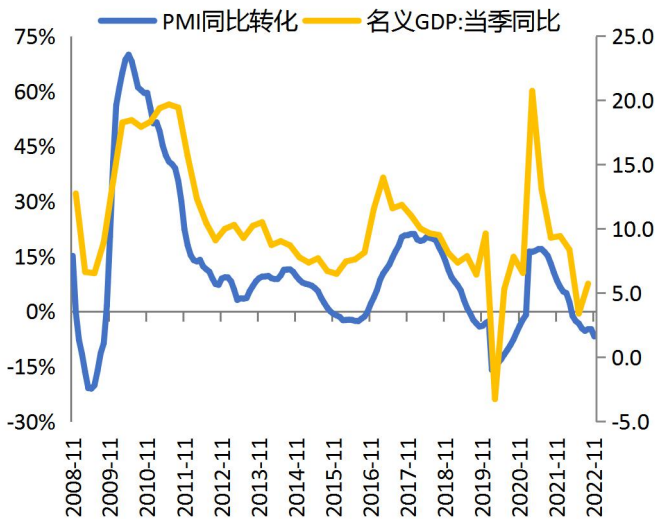
2. 2022 年国内稳增长主线遭遇经济复苏梗阻

而国内今年则是稳增长主线遭遇经济复苏梗阻，内外多重扰动下经济循环受阻，经济结构呈现“政策驱动强+内生动力弱”特点。新旧动能切换的阶段，高度依赖房地产的旧经济和债务驱动正在慢慢弱化，而新动能尚未形成对冲力量，微观主体活力和信心不足下，经济阶段性下行压力显现。

全球经济周期走弱，叠加国内疫情防控、地产周期下行和风波扰动，微观主体在多重不确定性下活力不足，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力下经济面临阶段性下行压力，外需和逆周期是亮点，地产和消费拖累显著。

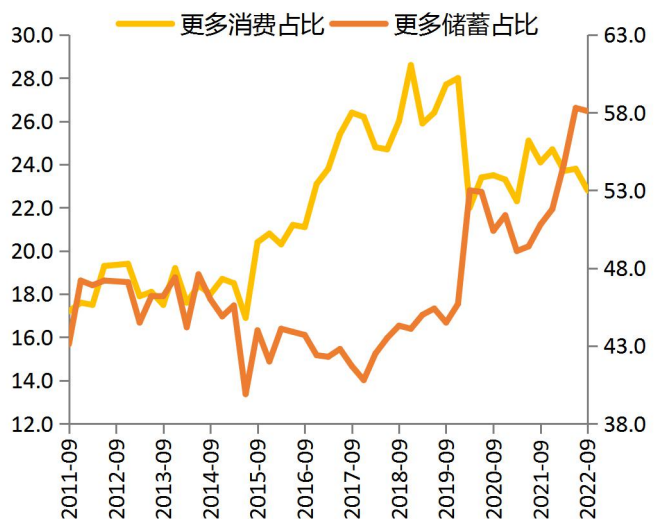
微观主体信心和活力不足仍是主要制约：1) 企业预期弱，订单不足+成本压力下，实体信贷需求不足，资本开支意愿走低，招工需求随即走弱；2) 因此居民就业收入压力加大，预期走弱下预防性储蓄走高+消费场景约束，消费和买房弱。

图 3：宏观主线叠加扰动下经济下行压力加大（%）



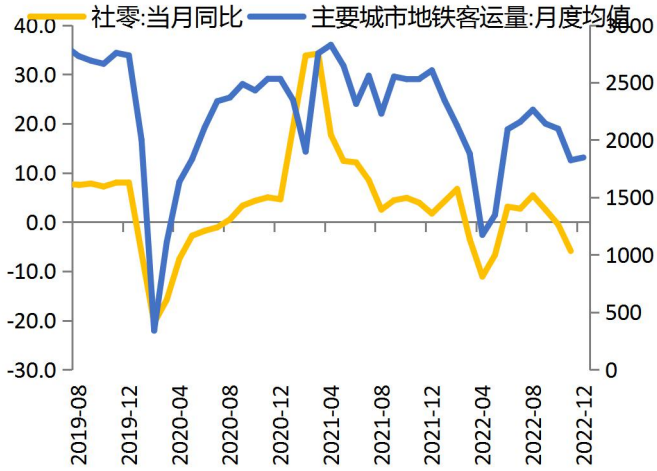
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：预期走弱下预防性储蓄走高（%）



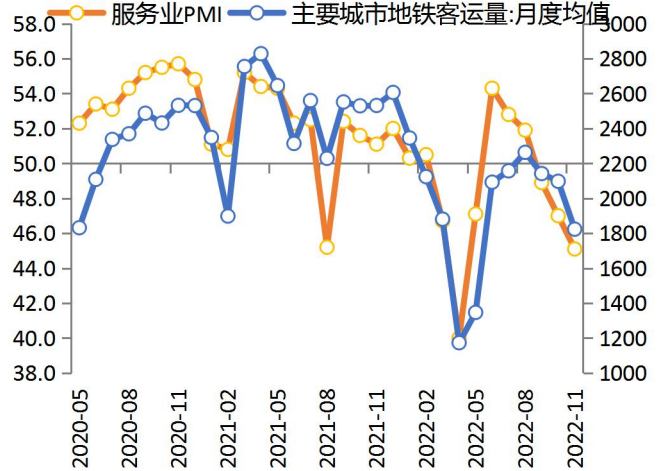
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：居民生活半径约束下消费走弱 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 6：居民活动走弱约束服务业修复 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

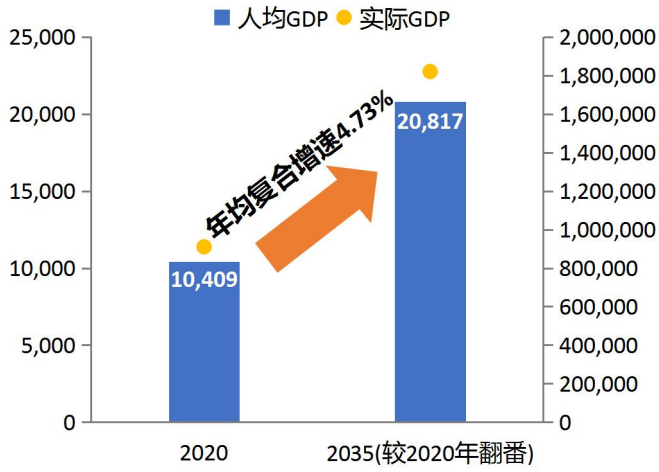
二、经济增长条件亟需打开

2035 年经济远景目标蕴含的增速底线要求、地方财政压力以及外需回落，均急需增长条件的打开，二十大报告再次提出“扩大内需战略”，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，稳增长政策预期持续增强。

1. 2035 年远景目标蕴含增速底线要求

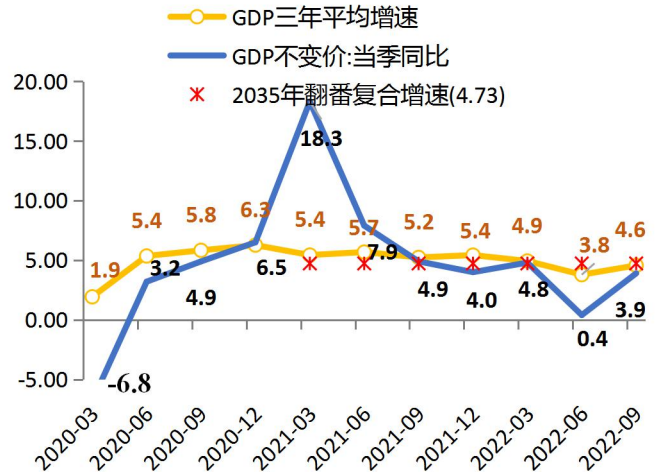
二十大报告指出，从 2020 年到 2035 年，基本实现社会主义现代化，人均国内生产总值迈上新的大台阶，达到中等发达国家水平。如果按“目前中等发达国家人均国内生产总值在 2 万美元以上”以及过去十年高收入国家人均 GDP 增长率计算，2035 年国内人均 GDP 需达到约 2.3 万美元左右，较 2020 年的 1.04 万美元大约翻一番。以此推算，2020-2035 年十五年年均复合增长率不能低于 4.73%，而三季度经济增速已降至增长底线之下（3.9%），经济增速底线要求下稳增长政策亟需加力。而从海外经济体表现来看，在赶超战略下，经济增长中枢也将面临逐步下台阶的过程，因此第一个五年中经济增长需保持更高的增速。

图 7：人均 GDP 翻番需要年均增速不低于 4.7 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 8：三季度经济增速已低于远景目标增速 (%)

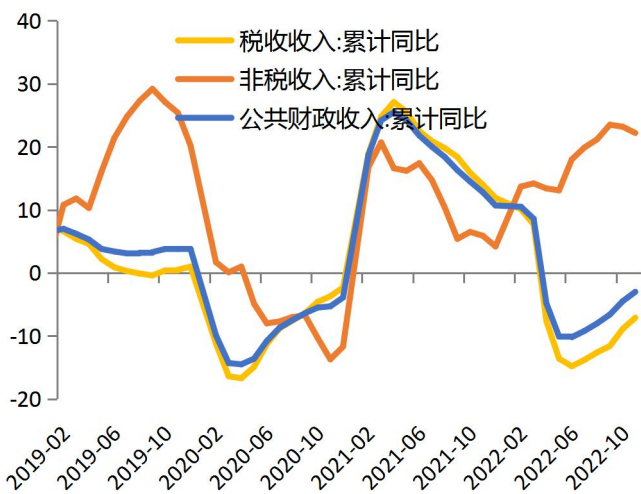


资料来源：Wind，优财研究院

2. 财政收入压力叠加地方债务率上升，需要增长条件的打开

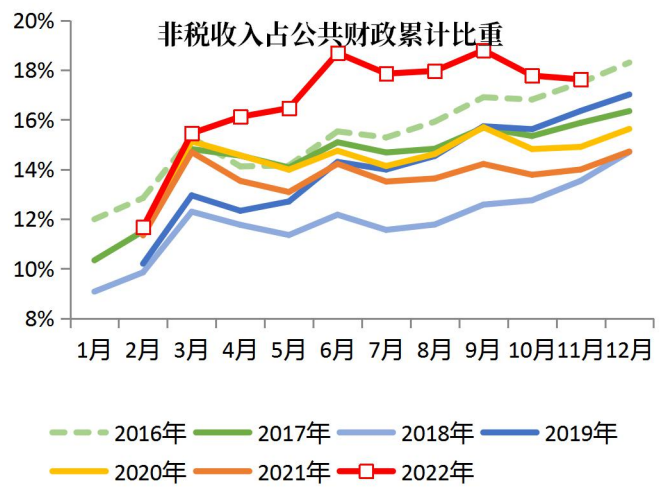
一方面，受疫情防控和经济下行影响，2022 年财政被动增支减收，而非税收入增速显著高于公共财政收入增速，非税收入占狭义财政收入比重也持续保持近十年来最高位。而由于非税收入主要来自于地方盘活闲置资产，以及原油价格上涨带来的特别收益金专项收入等，并不具备可持续性，经济动能偏弱下财政收入压力较大。

图 9：非税收入增速显著高于公共财政收入 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

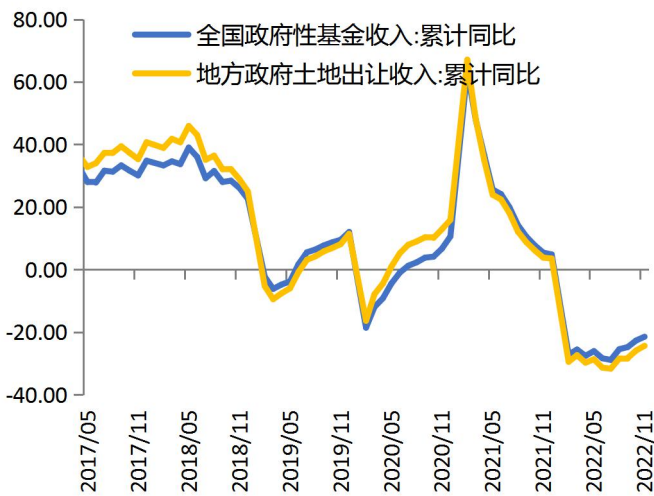
图 10：非税收入占比保持近十年来最高位 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

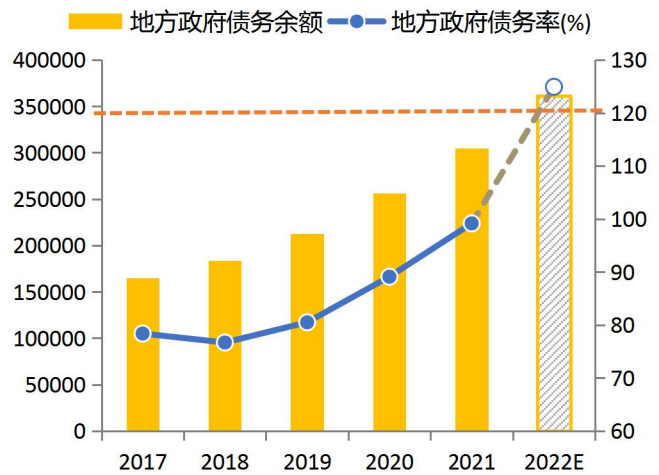
另一方面，受地产周期性下行影响，今年土地出让收入大幅下滑，1-11月全国政府性基金收入同比增长-21.5%，广义财政收入压力加大。且财政部126号文强调“不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入”也约束土地出让收入，明年政府性基金收入仍面临较大的缺口。在此背景下我们测算的地方政府债务率也快速走高，预计2022年或升破120%的警戒线，在债务余额不断走高下仍需打开经济增长条件，经济增速和财政收入的上升有利于债务率的降低。

图 11: 土地出让收入下滑制约政府性基金收入 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 地方政府债务率或升破 120%的警戒线 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

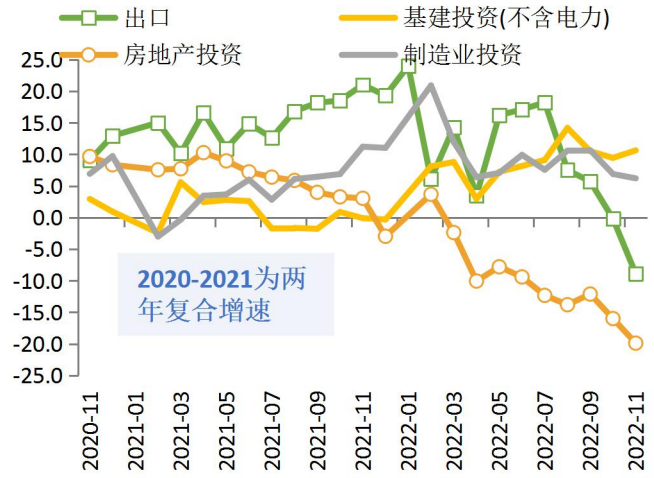
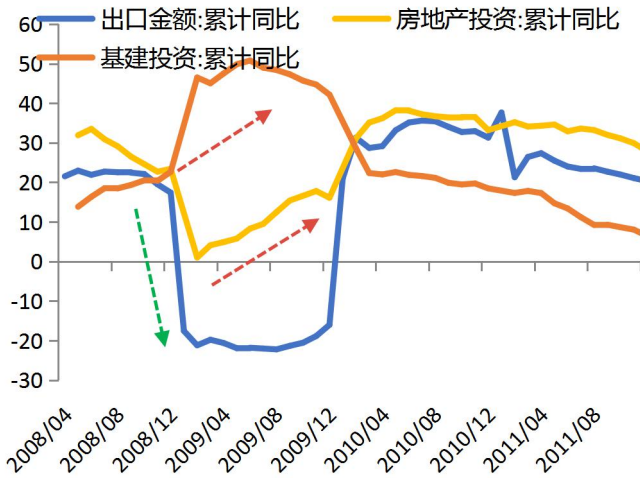
3. 外需快速回落的背景下亟需扩大内需战略对冲

二十大报告提出“扩大内需战略”、“实施扩大内需战略是应对外部冲击、稳定经济运行的有效途径”。回顾往轮“扩大内需战略”，无论是1998年亚洲金融危机，还是2008年国际金融危机，均面临外需的急剧收缩对经济的拖累，扩大内需、实施积极的财政政策、加大政府投资成为了政策支持的方向，通过拉动基建投资和同时拉动地产和基建两大增长引擎，稳定经济增长。

这与当前出口增速快速下滑的基本面背景相类似，内需支持政策仍需出台以稳定经济增长，托基建、稳地产、扩制造是主要方向，财政空间和金融政策仍是关键。

图 13: 往轮“扩大内需战略”拉动地产和基建 (%)

图 14: 外需快速回落的背景下内需仍需加力 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

资料来源: Wind, 优财研究院

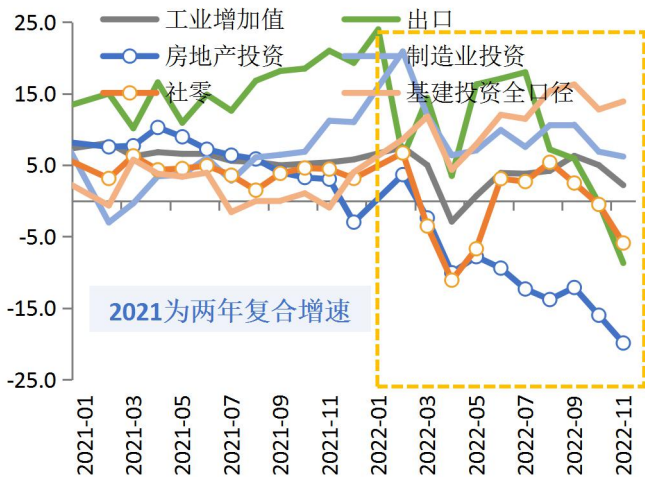
三、国内经济有望度过压力峰值

2023 年，随着国内疫情防控约束逐步打开以及扩内需战略的出台，拖累今年经济下行的两大因素消费和地产有望企稳，低基数+地产底部企稳对经济拖累减轻+消费、基建对冲出口下行，国内经济大概率正在度过压力峰值，明年经济增速有望向 5-5.5% 回归。而海外欧美经济衰退正在从预期变为现实，中国经济将转为占优，预计经济增速中国>美国>欧洲，全球流动性拐点将于明年上半年确认。

一方面，当前国内经济增速已低于中期远景目标和财政平衡的要求，随着防疫政策优化、地产的再度均衡、以及新一轮扩大内需战略的落地，国内经济有较大概率度过压力峰值。具体结构体现为“地产底部企稳对经济拖累减轻+消费有待疫情冲击后打开修复约束+政策向基建、制造业投资倾斜+出口下行”。另一方面，尽管美联储仍处在加息过程中，确定加息结束仍为时过早，但美国通胀拐点已经确认，加息进入后半程下 12 月加息幅度已放缓至 50bp，预计 2023 年上半年全球流动性拐点将度过压力峰值。

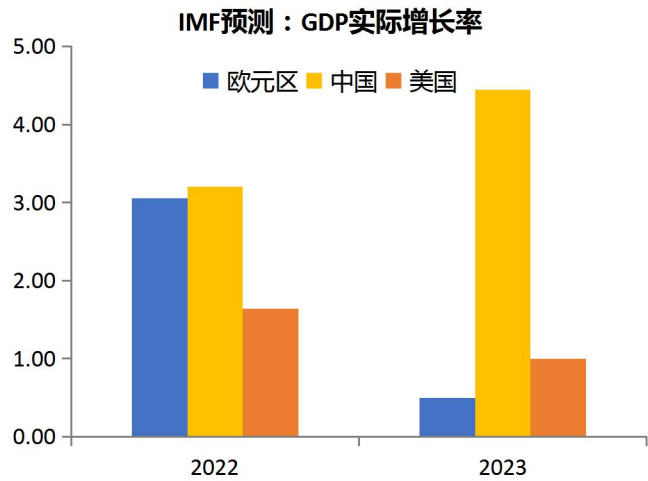
但短期国内宏观“强预期”和“弱现实”的背离仍在加大，预计经济仍处在1-2个季度的磨底期，短期对经济基本面不乐观，中期对经济修复不悲观。疫情爬坡的过程仍对居民活动和经济修复产生较为明显的冲击，消费仍处在挖坑修复的前半程，地产在政策支撑下硬着陆风险降低、但疫情对销售也有扰动。考虑到各个城市的疫情峰值时点的不同，预计经济仍处在1-2个季度的磨底期，年底和明年一季度压力仍然较大，短期对经济基本面不乐观，中期对经济修复不悲观。明年在海外经济下行带动外需回落下，仍需关注内需上行和外需回落的角力。

图 15：地产和消费是 2022 年经济的两大拖累（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 16：2023 年经济增速预测（%）



资料来源：Wind，优财研究院

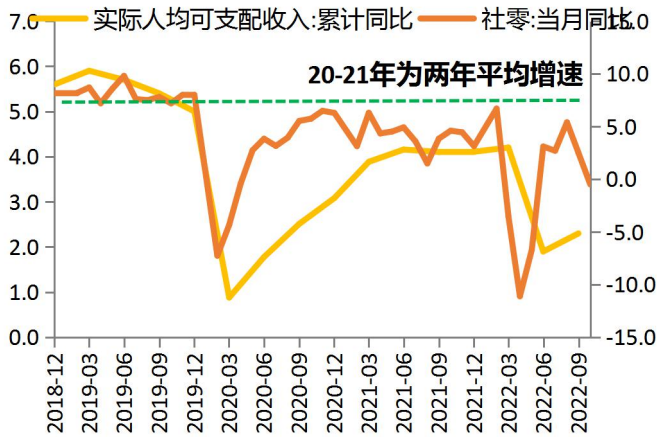
1. 防疫优化路径下消费修复约束打开

2020 年以来，疫情长尾效应下消费是经济恢复的慢变量。此前经济在疫后修复的过程中，由于受到疫情常态化防控对消费场景和居民半径的约束，叠加不确定性高企引发的居民收入预期走弱和预防性储蓄攀升等影响，消费一直是经济恢复的慢变量，消费修复存在显著的天花板效应。实际人均可支配收入增速持续低于疫情前水平，央行问卷调查显示“更多储蓄占比”持续回升，居民储蓄倾向明显走高，这也是 20-21 年消费修复面临的困境。

而随着防疫优化路径下消费修复约束的打开，预计疫情期间形成的“超额储蓄”存

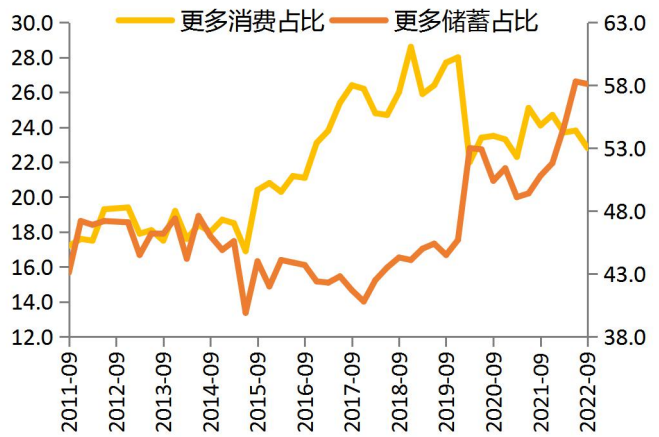
在释放空间，消费可能会在经历短期冲击挖坑后进入逐季恢复。一方面，疫情防控优化下消费场景的约束打开，在第一轮疫情爬坡的冲击过后，居民生活半径将进入底部逐步回升的过程，同时不确定性的降低下消费意愿也有望回暖。另一方面，随着疫情防控优化叠加“扩大内需战略”下稳增长政策的出台和落地，内需改善有望支撑居民就业和收入，消费能力也有望边际修复。而疫情期间居民形成的超额预防性储蓄和被动储蓄也存在释放空间，消费可能会在经历短期冲击挖坑后进入逐季恢复，预计社交经济和体验式消费将大幅受益于场景恢复，可选消费将边际受益于内需修复，而地产销售企稳也有助于地产后周期消费修复。

图 17：疫后消费修复存在天花板效应（%）



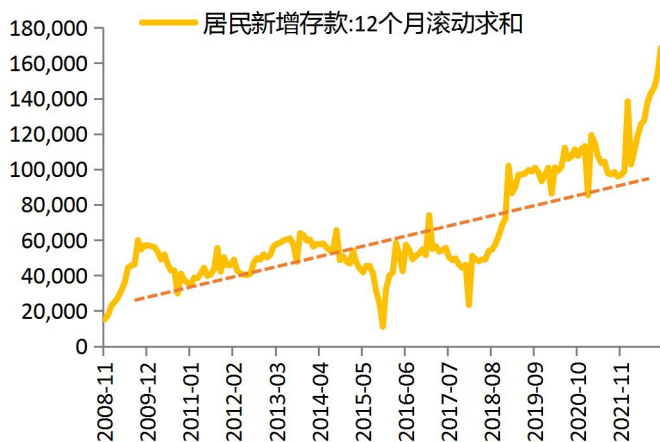
资料来源：Wind，优财研究院

图 18：居民消费倾向低+预防性储蓄高（%）



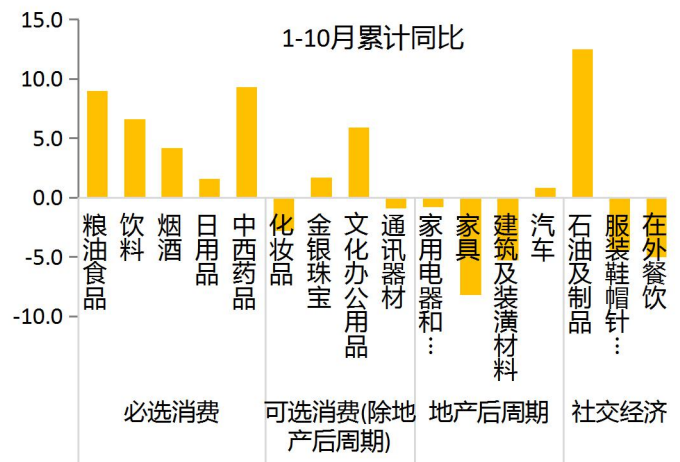
资料来源：Wind，优财研究院

图 19：居民存款持续走高（亿元）



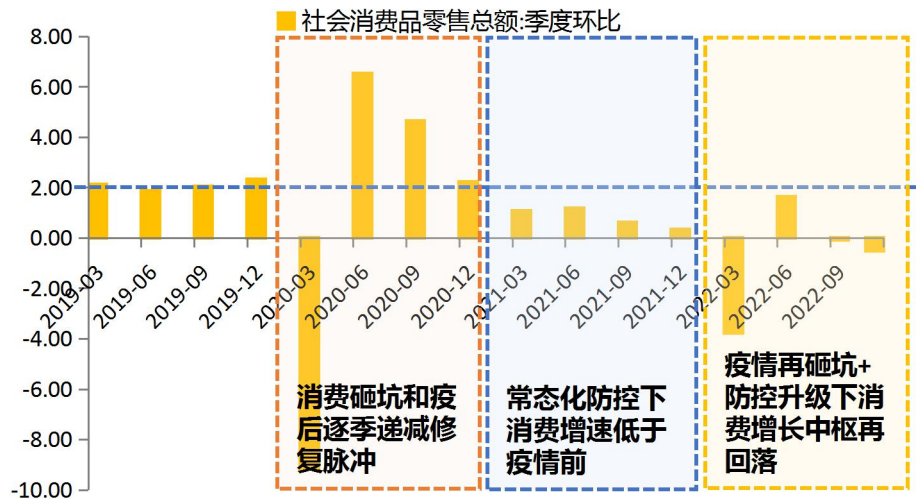
资料来源：Wind，优财研究院

图 20：社交经济和地产后周期消费偏弱（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 21：疫后消费增长中枢逐级回落（%）



资料来源：Wind，优财研究院

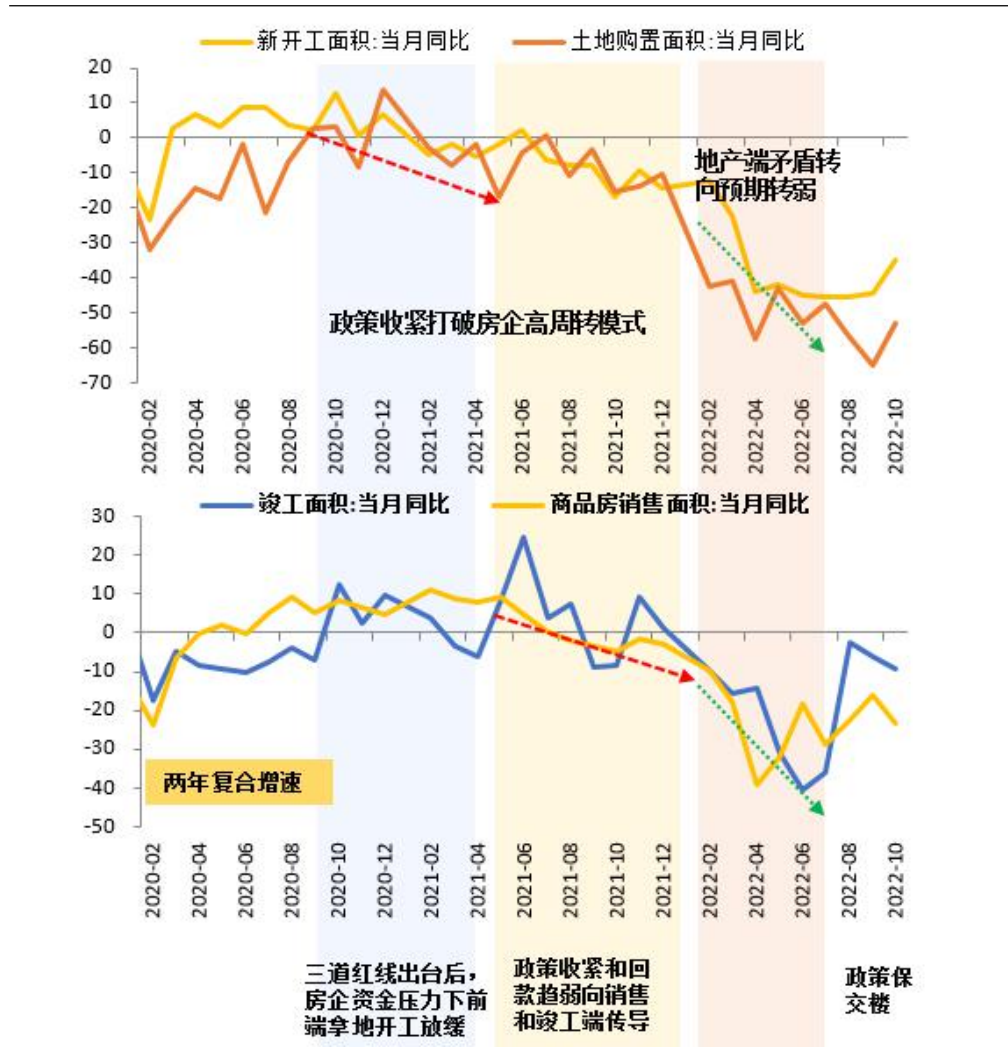
2. 地产底部企稳对经济拖累减轻

1) 地产周期性下行压力叠加信用风险加剧地产链负循环

地产去杠杆成为今年内需下行的主线，本轮地产下行经历了三个阶段：1) 2020年8月，针对房企融资规模量化管理的“三条红线”政策出台，房企外源融资渠道受到冲击，打破房企高周转模式。前端拿地开工率先回落，而销售回款的强劲也为地产韧性提供了条件。2) 2021年年中以来，地产调控持续加码叠加此前房贷集中度管理导致房贷额度不足逐渐显现，房企销售回款快速下滑，进一步冲击房企过去高杠杆高周转的模式，前端拿地开工进一步下行，并向竣工端压力传导。3) 2022年初以来，销售走弱驱动转向“需求端购房意愿的走弱”，预期转弱成为地产端主要矛盾，供需两端同步冲击加剧地产下行压力，地产产业链全链条快速走弱，并引发断贷风波和地产链条的负反馈和负循环。

而随着政策转向稳地产和保交楼，竣工增速降幅率先收窄，需求侧政策支撑下销售底部企稳，但前端拿地开工仍在走弱，反映房企预期转弱问题仍未有扭转。

图 22：本轮地产周期性下行经历三个阶段（%）



资料来源：Wind，优财研究院

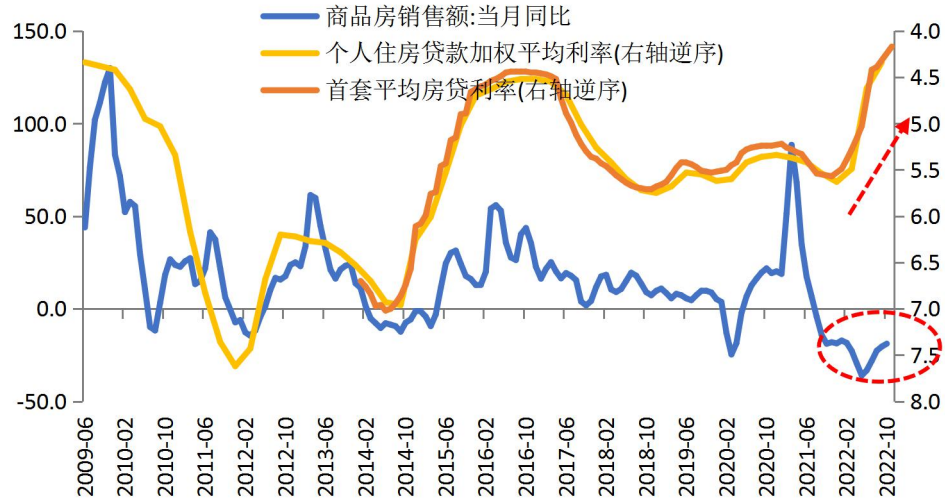
2) 地产信用和销售负循环下，需求侧放松难以改善核心矛盾

随着经济下行压力的加大，房地产政策自去年年底起有所松动，地产下行压力和政策调控动态博弈。我们把本轮地产政策放松分为三个阶段，从保需求（5 年期 LPR 下调、因城施策放松限购）→保交楼（政策性金融专项借款）→保主体（供给端纾困政策持续加码），地产政策的边际调整持续加快。

但在供需两端预期同步转弱的核心矛盾下，需求侧放松仍有节制，救项目>救企业下主体信用风险未能明显缓释，前两阶段的地产政策放松并未取得显著成效，“政策底”向“投资底”传导时滞拉长，地产链条的负循环具体体现为“民营房企违约

风险→融资及现金流受阻→不拿地不开工+竣工困难→居民担忧交付不买房→销售回款下滑进一步加剧流动性风险”。

图 23：“政策底”向“投资底”传导的时滞被拉长（%）



资料来源：Wind，优财研究院

3) 供给端纾困政策的升温，房地产政策有望实现从量变到质变的变化

11月以来，信贷、债券、股票融资支持“三箭齐发”，“保主体”政策升温意味着对18-21年全面去杠杆政策的均值回归。从“第二支箭”→“地产金融16条”→保函置换预售监管资金→保交楼贷款支持计划→国有及股份行房企授信→涉房企业股权融资优化五项措施，房地产供给端纾困政策持续升温，支撑地产转暖预期，地产债地产股纷纷快速上涨。

我们认为供给端纾困政策有利于地产信用风险的缓释，降低房企资产负债表风险，房地产政策加码或实现量变到质变的转变，居民和房企此前形成的悲观预期有望修复，从而打破房地产投资链条的负循环。

图 24：房企供给端纾困持续加码

11月以来地产融资端松绑政策密集出台

时间	文件	内容
11月8日	交易商协会发布《“第二支箭”延期并扩容支持民营企业债券融资再加力》	<ul style="list-style-type: none"> 由人民银行再贷款提供资金支持，委托专业机构按照市场化、法治化原则，通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式，支持民营企业发债融资。 针对包括房地产企业在内的民营企业发债融资计划，预计规模可达 2500 亿元，后续视情况进一步扩容。 交易商协会组织中债增进公司积极开展部分民营房地产企业债券融资增信工作
11月11日	央行、银保监会印发《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》	从房地产融资、保交楼、风险处置、消费者权益、金融管理政策和住房租赁等六大方面出台十六条具体措施
11月14日	银保监会、住建部、人民银行联合发布了《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》	允许商业银行按市场化、法治化原则，与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务。
11月21日	全国性商业银行信贷工作座谈会人民银行将面向 6 家商业银行推出 2000 亿元“保交楼”贷款支持计划	<ul style="list-style-type: none"> 人民银行面向 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。 截至11月24日，保交楼专项借款工作取得阶段性进展，专项借款资金已基本投放至项目，资带动形成一批实物工作量，有效促进了项目建设交付。
11月23日	央行、银保监会正式发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 市场热议的“地产金融16条”正式出台，从开发贷款、信托贷款、债券融资等方面全面支持房地产融资。 六大国有银行已与17家房企达成合作协议，已披露的意向性授信额度合计为12750亿元。 11月29日，股份制银行也加入房企授信，中信银行分别与10家房地产企业签订“总对总”战略合作协议。
11月28日	证监会宣布在涉房企业股权融资方面调整优化五项措施，并自即日起施行	五方面举措包括恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，允许符合条件的房地产企业实施重组上市；恢复上市房企和涉房上市公司再融资，允许上市房企非公开方式再融资；调整完善房地产企业境外上市政策，H股上市公司再融资与A股政策保持一致；进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用，开展不动产私募投资基金试点。

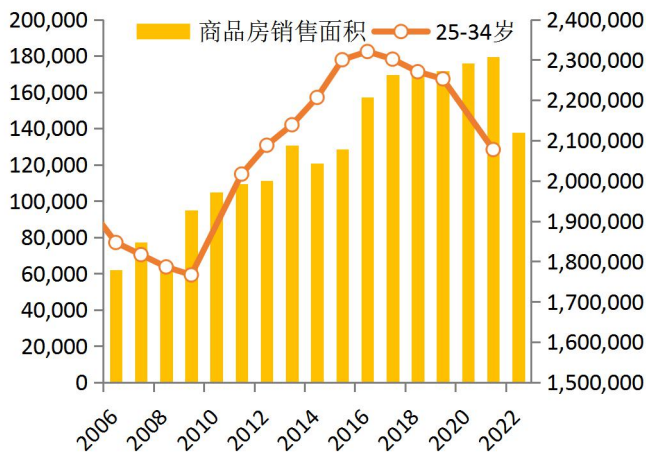
资料来源：Wind，优财研究院

4) 地产销售可能实现低位短期均衡

从人口结构来看，地产销售增长中枢已完成大幅度调整。一方面，主力购房人群 25-34 岁人口已经从 2016 高峰逐年回落，但 2017-2021 年商品房销售面积仍保持在 17 万亿的高位，对应 2015 年以来居民杠杆率的快速攀升，2021 年为本轮销售周期峰值 17.9 万亿，预计 2022 年商品房销售面积回落至 13.8 万亿左右，基本匹配此年龄人口所对应的中枢水平。另一方面，从 80 后与 90 后的人口降幅来看（-16.6%），也与 22 年-23% 的销售降幅大致匹配。随着地产金融政策的改善，预计商品房销售或将在此水平形成低位的短期均衡。

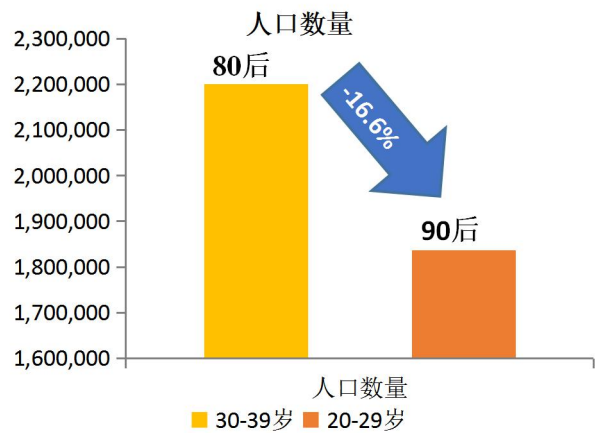
“疫情影响销售场景+居民就业收入压力约束加杠杆+房价预期弱+期房交付担忧”是拖累今年房地产销售降幅持续扩大的主要因素，而随着地产放松政策的不断加码以及疫情防控优化的持续推进，这些主要约束正在呈现边际改善的特征。作为房地产产业链良性循环能否形成的关键，地产销售面临的是大周期下行嵌套小周期企稳，预计年底年初企稳，明年低基数效应下小幅反弹。

图 25：商品房销售中枢基本完成调整（%）



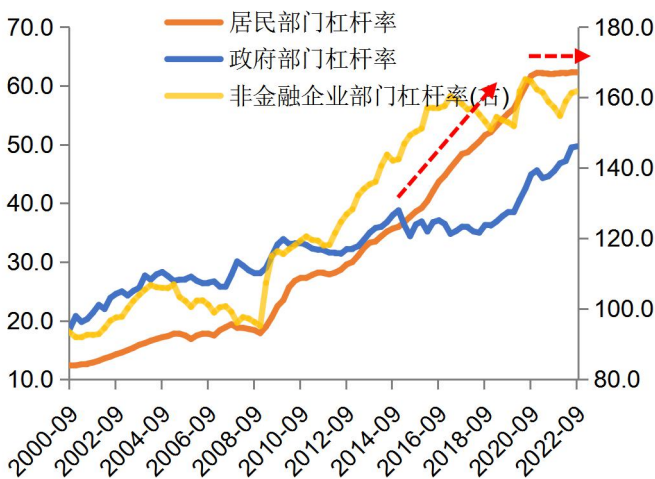
资料来源：Wind，优财研究院

图 26：商品房销售回落与人口结构趋势匹配（%）



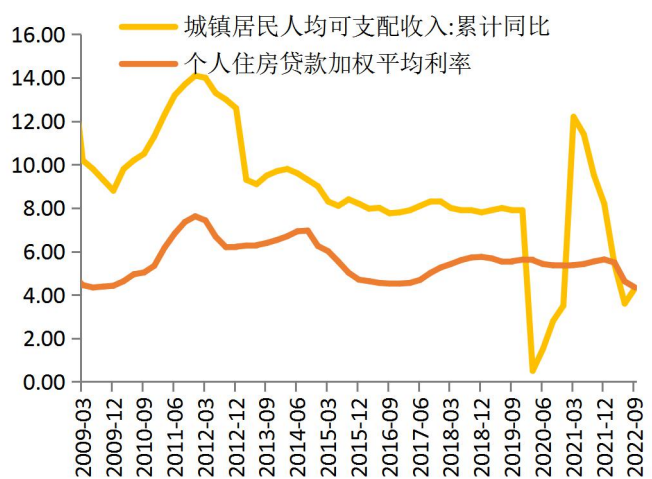
资料来源：Wind，优财研究院

图 27：前期居民过快加杠杆透支空间（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 28：收入低于房贷利率制约加杠杆空间（%）



资料来源：Wind，优财研究院

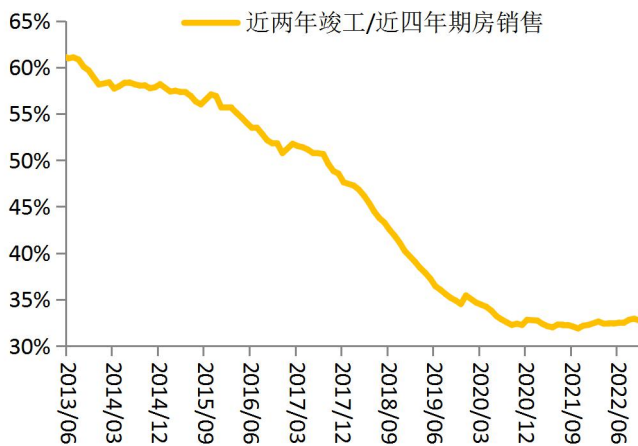
5) 房地产链条的良性循环仍需要时间传导

随着地产融资渠道梗阻打通叠加政策“保交楼”支撑下，预计竣工/复工端率先修复，对地产投资形成托底效应，但房企资产负债表的重塑和房价预期的扭转仍是一个慢变量，叠加居民加杠杆仍然受到收入预期的制约，供需两端共振形成主动投资的修复需要更长时间。

预计未来将沿着“拿地-开工-销售-施工-竣工”链条从后端修复向前端回暖逐渐传导，房地产链条的良性循环形成的关键在于销售的好转以及房企主动投资动力的回升。

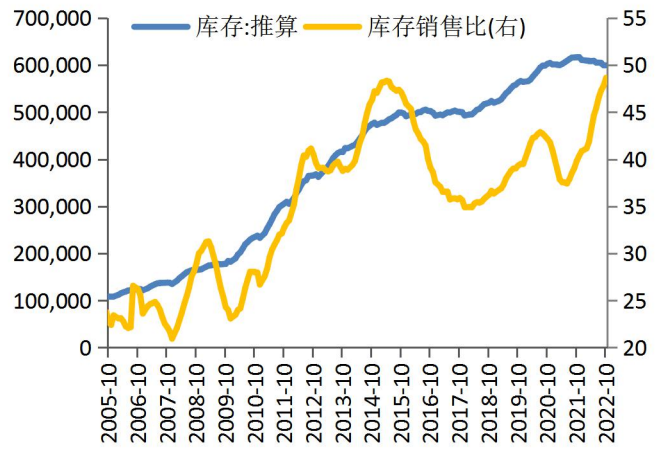
“房住不炒”大框架不变下预计销售和 investment 都回不到原来高位的状态。

图 29: 竣工率持续位于低位 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 30: 房地产库存销售比高位制约主动投资 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

3. 基建投资高位略有放缓

2022 年，经济下行压力强化政策稳增长意愿，基建增速转正后逐步上行，但上半年疫情局部冲击叠加财政压力下有所反复，而随着下半年政策性金融发力以及专项债结存限额接力，叠加中央督导组增强项目和意愿、7.28 政治局会议再次明确下半年政策重心将由保市场主体转向扩大内需，基建投资再度加速。9 月以来，随着高温消退，基建意

愿、项目、资金以及实物工作量形成合力，“7400 亿政策性开发性金融工具+8000 亿政策性银行信贷额度+5000 亿专项债余额限额”资金支持下基建投资增速进一步走强，高频的沥青开工率、建筑业 PMI 等数据也都有印证。

预计明年基建意愿、项目和实物工作量的合力有望继续发挥作用。1) 内需恢复仍处在早期阶段，外需下行仍需对冲，叠加政府换届后存在增长诉求，二十大报告再次提出“扩大内需战略”，基建支出意愿仍然较强；2) 十四五储备项目提前开工，叠加年底对明年基建项目提前申报，项目储备充足。3) 今年较多基建项目落地后对应 2-3 年的施工周期，明年配套贷款和财务支出仍有支撑。

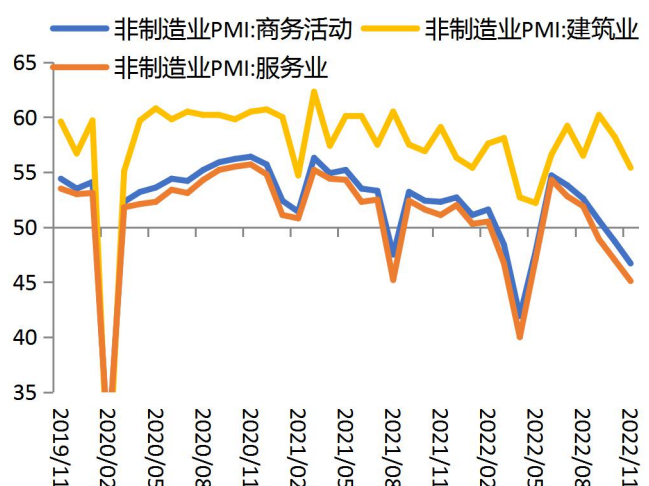
但明年广义财政存在压力，预计基建投资存在韧性、但在高基数和资金来源的约束下或略弱于今年，基建投资增速或保持在 5-10% 区间。一方面，地方债务率已经逼近 120% 的警戒线上沿，且专项债将迎来到期高峰，限额扩张存在阻力；另一方面，土地出让收入下降下广义赤字率可能显著收窄，财政腾挪空间减小。不纳入赤字的政策性金融工具预计仍将是资金的主要抓手，但或难超今年额度。

图 31：基建增速逐级抬升（%）



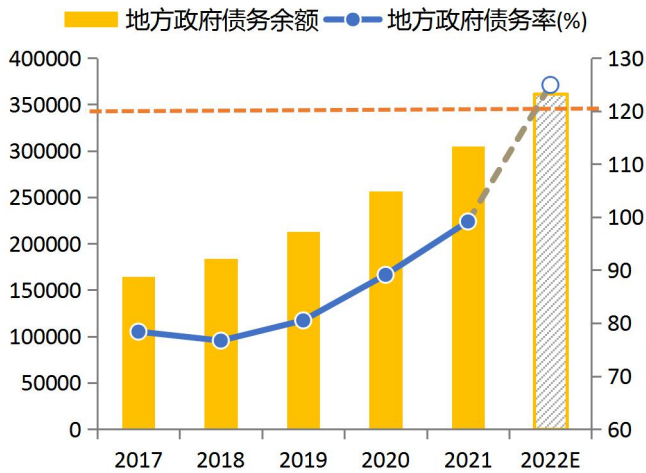
资料来源：Wind，优财研究院

图 32：施工旺季建筑业 PMI 一枝独秀（%）



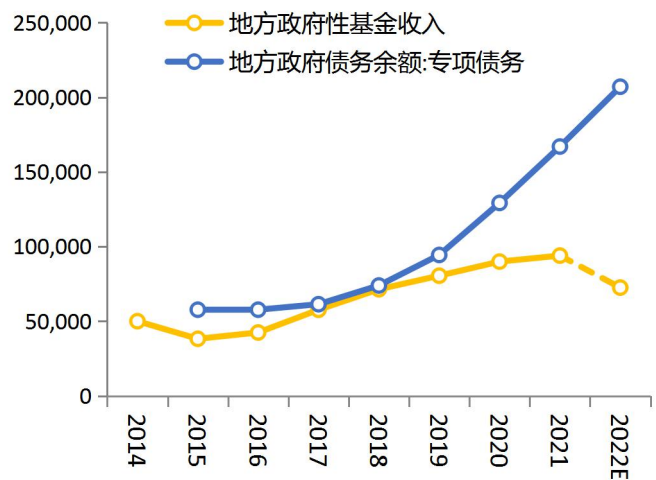
资料来源：Wind，优财研究院

图 33：地方政府债务率或升破 120%的警戒线（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 34：政府性基金收入制约专项债限额（%）



资料来源：Wind，优财研究院

4. 外需回落速度仍是不确定性

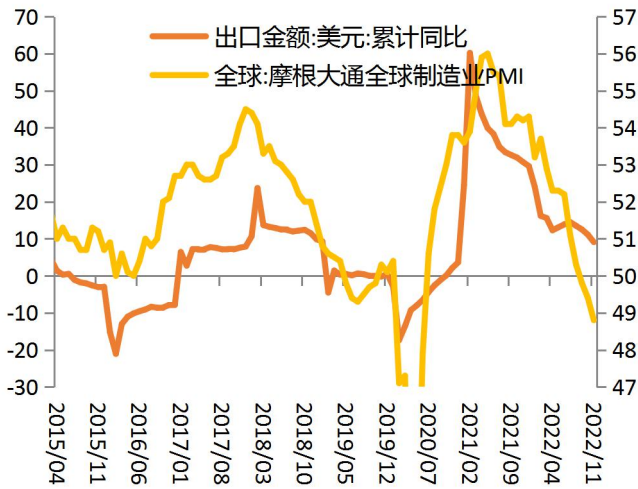
2020 年以来，出口经历了两年多的高增长，其支撑因素分别从国内的供应链条优势→超宽松政策下海外需求的快速扩张→俄乌冲突推升全球能源和电价下国内成本和产业链优势的显现，而随着全球经济衰退阴影下外需承压+美国去库周期+价格贡献回落，今年下半年出口增速快速回落并转负，未来出口下行仍将是明年经济的挑战。

尽管当前美国经济仍有一定韧性，不过美联储抗通胀态度坚决下需求放缓仍是通胀回落的必要条件，海外衰退阴影下外需仍将继续承压，摩根大通全球 PMI 已回落至收缩区间，10 月起单月出口增速已回落至负值区间。叠加美国库存回落周期以及基数抬高下出口价格贡献的逐渐减弱，出口下行仍将是明年经济的挑战。从前瞻指标来看，韩国出口显著回落、出口运价连续下跌、出口集装箱吞吐量同比转负，各类前瞻指标均一致性地指向出口回落压力。

不过结构性亮点对出口存在托底效应，且 CRB 指数处在下行周期后半段，随着明年年中价格同比的底部企稳，或将对出口名义增速形成一定支撑。当前国内出口仍分别受到生产成本优势（高耗能产品）、海外碳中和（光伏、新能源产业链）、欧洲能源危机

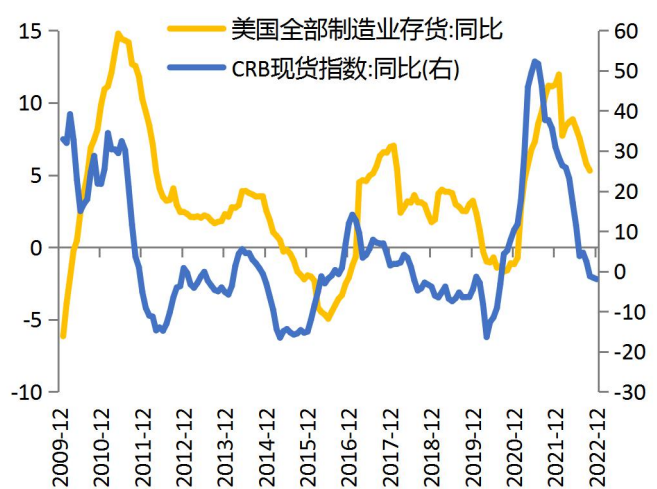
导致生产停滞（电子、机械、化工、医药等）、海外社交经济修复（箱包服饰）的支撑，不过结构性亮点更多地只是影响斜率而非趋势。

图 35：全球 PMI 收缩下外需承压（%）



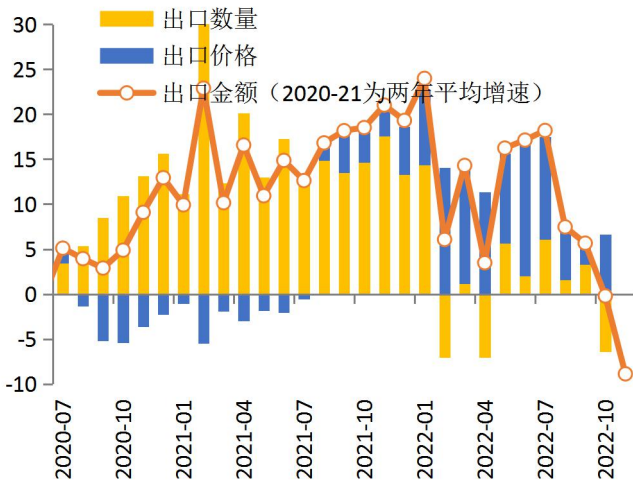
资料来源：Wind，优财研究院

图 36：美国库存周期回落（%）



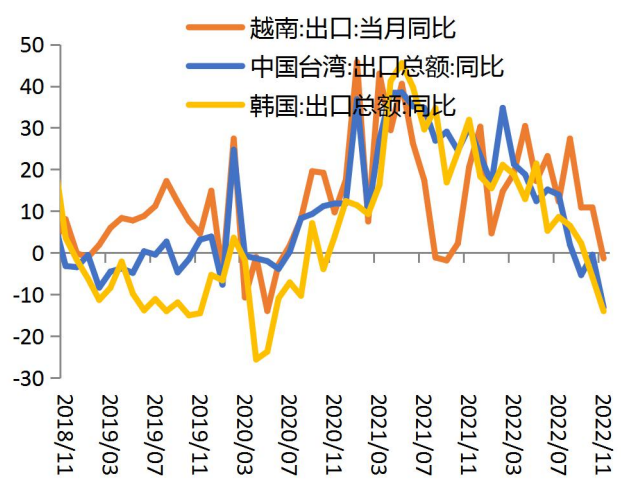
资料来源：Wind，优财研究院

图 37：出口价格贡献的逐渐减弱（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 38：韩国台湾等主要出口国增速均在放缓（%）



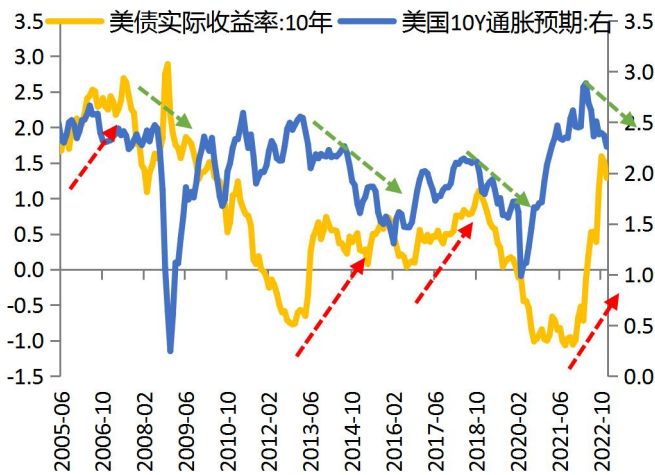
资料来源：Wind，优财研究院

四、美联储加息拐点仍是博弈重心

2022年，海外持续的高通胀压力推升货币政策收敛步伐不断加快，美欧进入快速加息周期。美联储自3月以来步入快速加息窗口，年内已完成7次加息，单次加息幅度从25→50→75→50bp，累计加息达到425个基点，基准利率提升至4.25%-4.5%的十五年新高。

2023年，欧美经济衰退将从预期变为现实，对于美联储加息何时停止将是核心关注点，我们认为当前美联储已进入紧缩的最后阶段，通胀拐点确认但核心服务通胀粘性较强下回落速度仍有不确定性，美联储加息预期放缓但并未逆转，确定加息结束仍为时过早，不过全球流动性拐点有望在上半年度过压力峰值。

图 39：实际利率抬升下通胀预期逐渐回落（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 40：美联储 3 月以来快速加息（%）



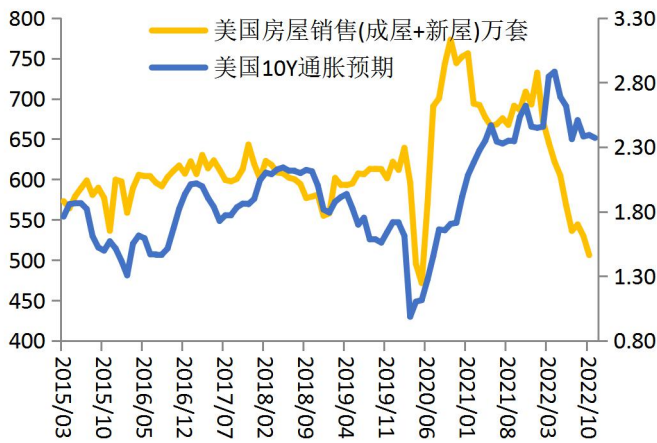
资料来源：Wind，优财研究院

1. 2023 年欧美经济衰退从预期变为现实

明年欧美经济衰退从预期开始变为现实，美联储加息拐点仍是重要的博弈点，美联储货币政策取决于通胀和就业的回落顺序和程度，地产端大幅走弱叠加收益率曲线深度倒挂下美国经济衰退渐进。结构上看，金融条件收紧的传导路径从地产→商品→设备投

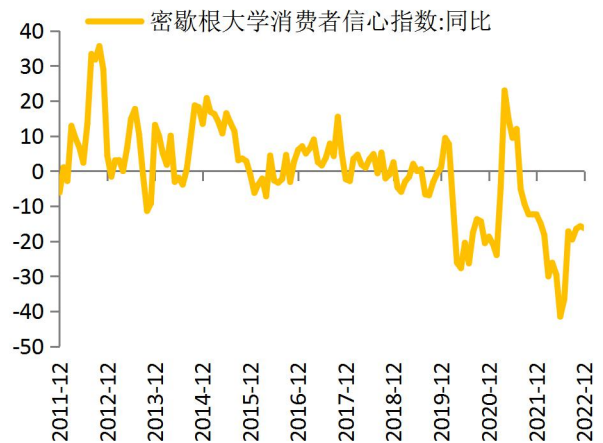
资→服务和就业，当前高利率敏感的地产投资已有显著下滑，房屋销售年初即进入回落通道，带动长期通胀预期筑顶回落，高通胀侵蚀居民实际收入下消费者信心大幅受挫。同时，美债收益率曲线长短端深度倒挂下经济衰退再次预警，当前美债 10-2Y 利差倒挂幅度创 2000 年以来之最，折射出市场极高的衰退预期。

图 41：美国房屋销售下行带动通胀预期回落 (%)



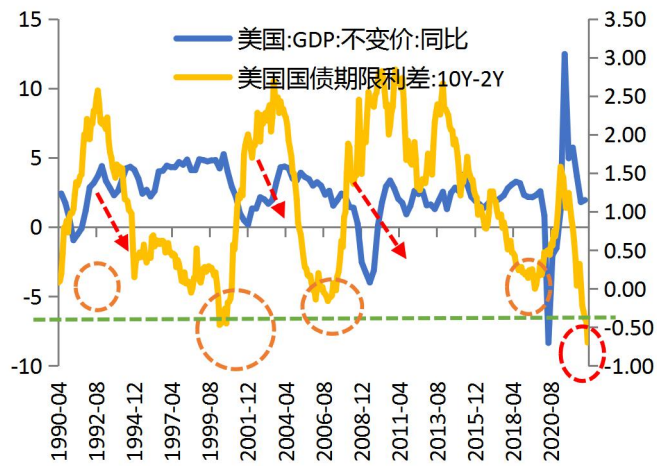
资料来源：Wind，优财研究院

图 42：通胀飙升下消费者信心受挫 (%)



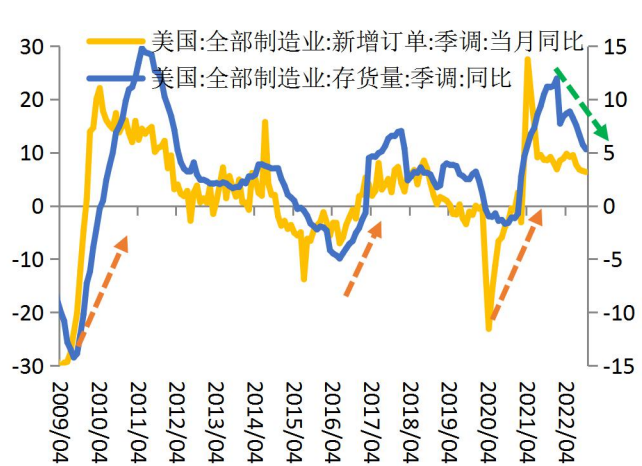
资料来源：Wind，优财研究院

图 43：收益率曲线深度倒挂预警经济衰退渐进 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 44：美国仍处在高库存去库过程中 (%)

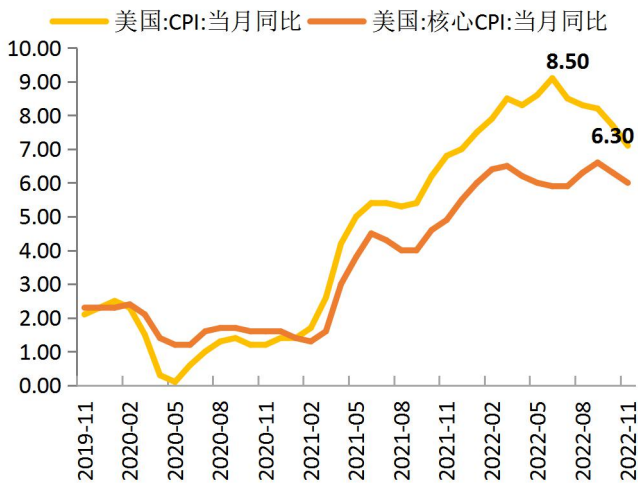


资料来源：Wind，优财研究院

2. 美联储紧缩预期弱化，但核心服务通胀粘性仍存确定性

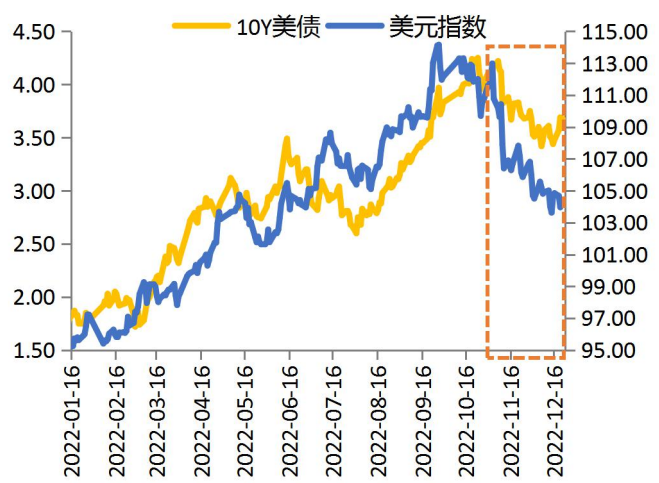
核心通胀见顶回落下美联储未来紧缩预期弱化，随着美国 10 月 CPI 不及预期以及核心通胀筑顶后，市场预期美联储加息节奏放缓并下移终点利率，外部流动性收紧压力减轻。10 年期美债收益率快速下行推动全球流动性改善，同时美元下行也缓解非美市场的资产估值压力，推动全球长久期资产的估值修复。而 12 月加息幅度放缓至 50bp 也确认美联储进入紧缩最后阶段。

图 45: 美国通胀拐点确认，连续两月不及预期 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 46: 流动性和资产估值压力有所缓解 (%)



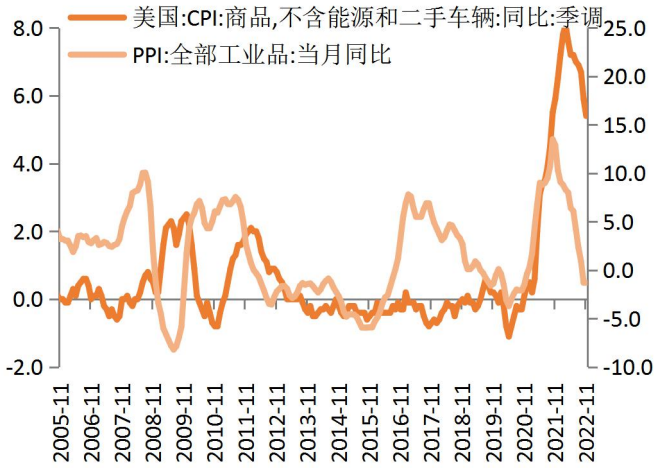
资料来源: Wind, 优财研究院

加息的背后是通胀，美国通胀拐点确认但回落速度仍有不确定性，仍不能低估美国通胀的粘性。美联储快速加息压制需求，全球大宗商品价格下行，叠加我国 PPI 回落和全球供应链压力缓解，美国核心商品通胀下行的整体趋势确立。但一方面，能源价格在供需的持续博弈下仍偏震荡，另一方面，偏紧的劳动力市场意味着工资-核心服务通胀的粘性仍然较高。

当前以劳工价格为基石的核心服务业通胀粘性仍然较强，强劲的劳动力市场与较高的职位空缺意味着短期失业率不会快速反转。当前职位空缺与失业人数的比值仍在 1.7 左右的高位，而疫情前正常水平在 1.1-1.2 左右，推升工资增速升至 5% 以上，职位空缺

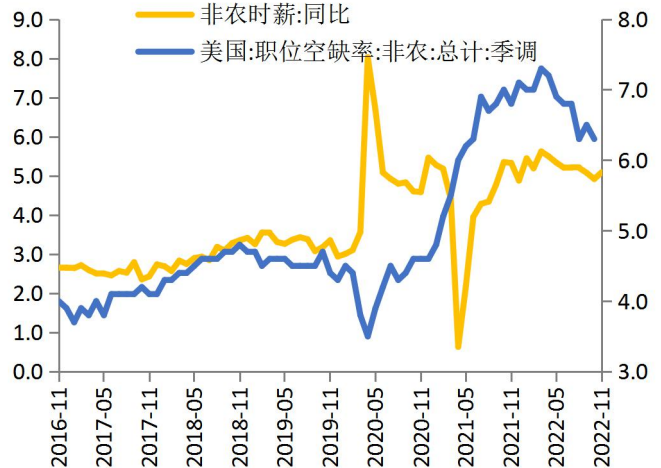
率高企下工资上涨趋势难以放缓，而薪资增长又进一步强化了通胀的粘性，后续核心服务通胀回落难度仍然较大。

图 47：美国核心商品通胀下行的趋势确立 (%)



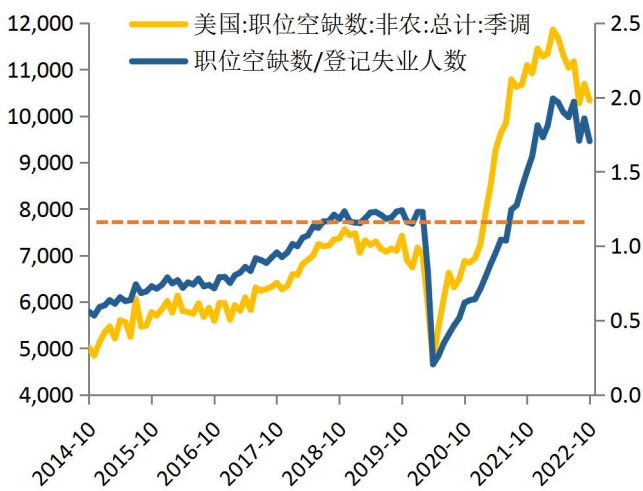
资料来源：Wind，优财研究院

图 48：职位空缺率高企下工资上涨难以放缓 (%)



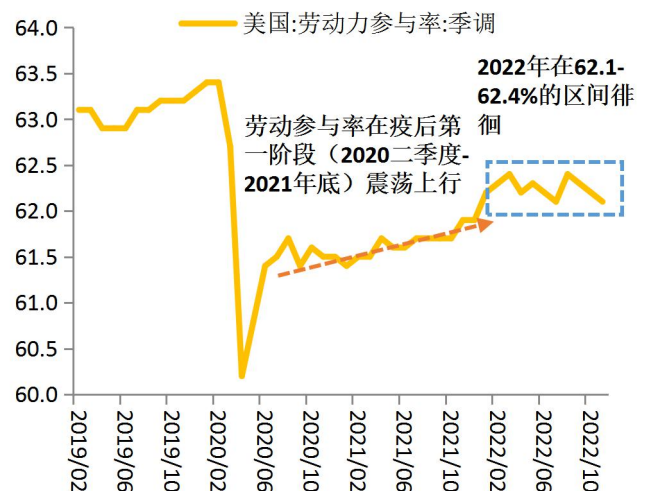
资料来源：Wind，优财研究院

图 49：职位空缺与失业人数比值处于高位 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 50：劳动参与率回落下劳动力市场偏紧 (%)



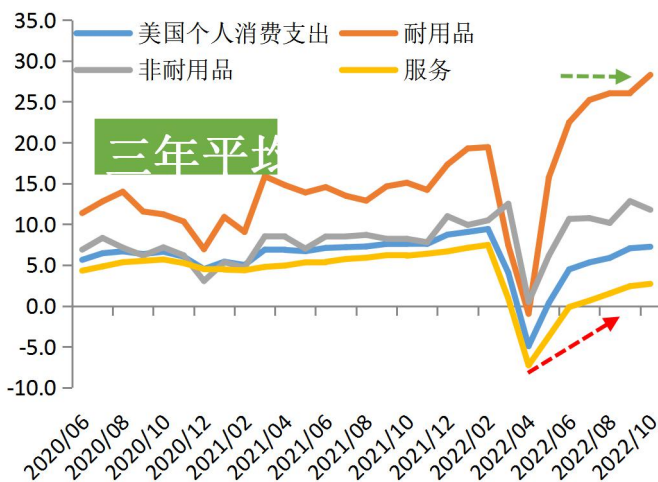
资料来源：Wind，优财研究院

3. 美联储进入紧缩的最后阶段但暂未逆转

我们认为当前美联储加息预期逆转的三个条件仍未被满足：（1）经济进一步下行；（2）通胀回落速度得到确认，尤其是核心服务项明显降温；（3）劳动力市场出现明显松动。偏紧的劳动力市场意味着核心服务通胀粘性仍然较高，通胀拐点确认但回落速度仍有不确定性，而金融条件收紧向经济下行传导仍处在过程中，叠加超额储蓄对消费的支撑，经济增长仍存在一定韧性。

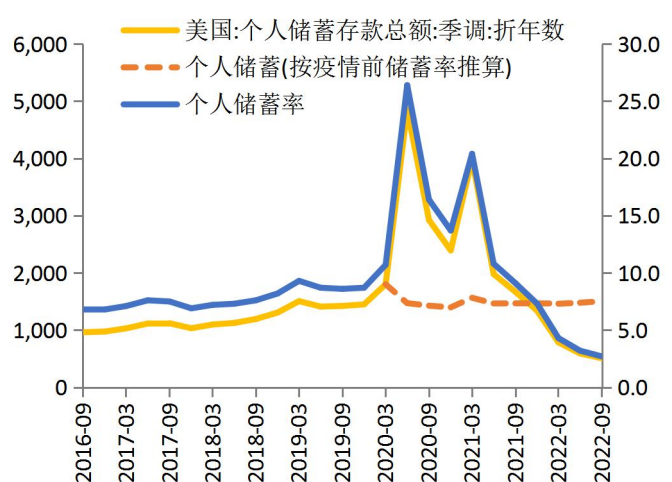
通胀数据超预期回落后，加息终点下移+加息节奏放缓+市场情绪修复，但持续紧缩的金融条件仍然是抑制通胀的关键，“higher for longer”的路径仍未有太大改变。在持续时间和加息终点问题上，目前美联储提供的信号相对偏鹰。1979-1984年沃尔克控制高通胀的经验也告诉我们，要控制通胀，限制性的货币政策需要持续一定时间，过快的金融条件缓和带来的是居高不下的通胀问题。在市场对美联储放缓基本定价下，市场更需要关注美联储政策利率终点的高度和持续时间，明年一季度的加息或是风险点。而随着加息幅度放缓的确认，2023年上半年全球流动性拐点将确认度过压力峰值。

图 51：美国消费支出仍有韧性（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 52：超额储蓄仍是美国消费的重要支撑（%）



资料来源：Wind，优财研究院

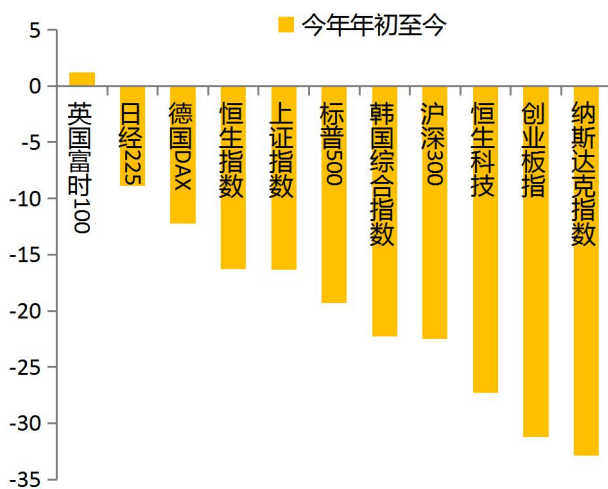
五、资产再定价

今年海外主线是“滞胀+加息”，美联储加息冲击全球流动性，大类资产除美元外表现均偏弱，强美元对商品、新兴市场权益资产均形成明显压制。年内高通胀压力引发联储货币收紧下美债美股双杀，美国 10Y 国债收益率从 1.5% 升至 3.6%，其中受经济衰退担忧升温 and 紧缩预期阶段性缓和的支撑，美债美股短期经历了两阶段反弹。而随着 12 月加息幅度放缓至 50bp、以及美联储对控通胀和政策高利率持续时间拉长的鹰派态度，市场进入紧缩的再次探底。

国内则同时受到内部超预期疫情和地产下行等冲击以及外部紧缩的双重压力，经济稳增长压力加大，盈利预期和风险偏好双双走弱，A 股年初以来持续震荡下行，尤其是成长类的资产以及受到内外负面因素双重冲击的港股跌幅更为明显。而债市则在中国经济下行压力的主要矛盾下在前三季度保持震荡偏强的走势，微观主体活力不足下实体融资需求偏弱、以及货币政策持续宽松均构成支撑因素。

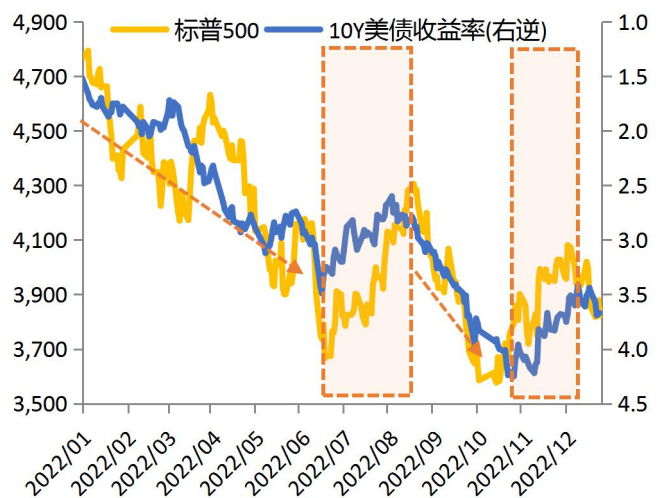
11 月初以来，随着宏观主要线索发生边际变化，“疫情防控优化二十条+房地产融资支持政策持续升温+美联储加息节奏放缓”助力全球流动性改善和国内经济基本面复苏预期增强，“强预期”下权益市场底部反弹，债市则快速调整。

图 53：权益市场表现偏弱（%）



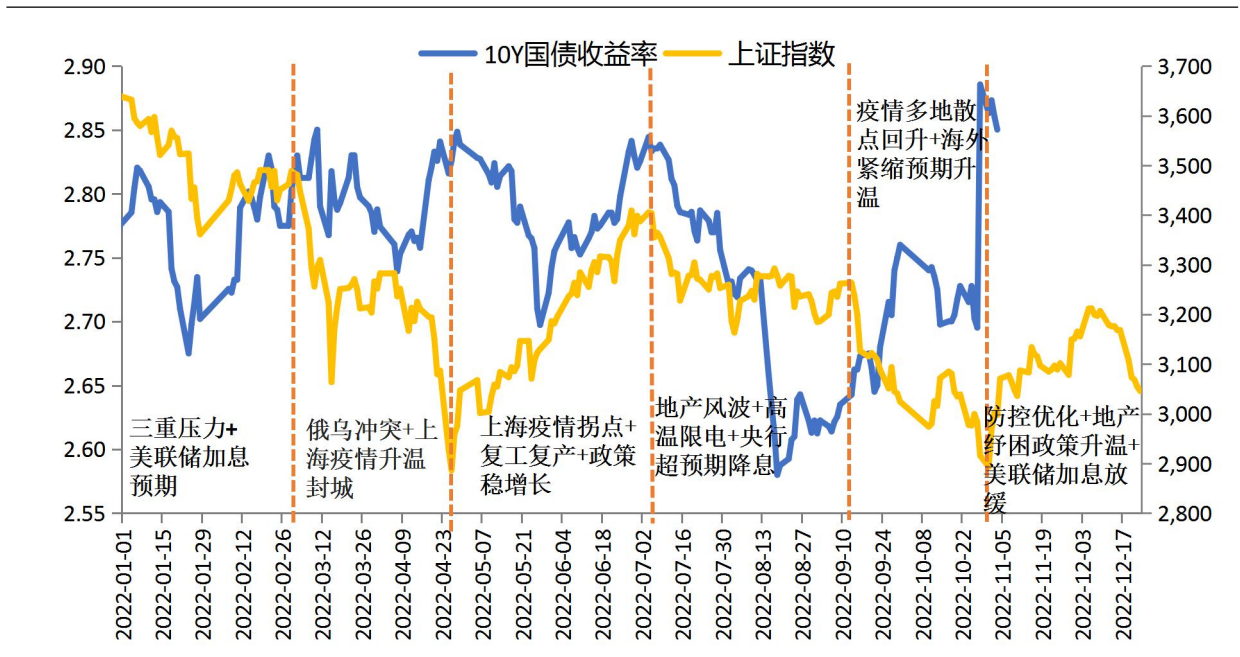
资料来源：Wind，优财研究院

图 54：联储货币快速收紧下美国股债双杀（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 55: 股债走势回顾 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

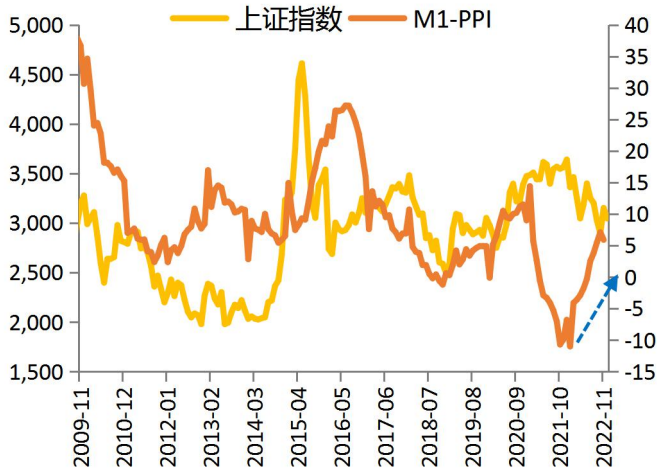
1. 2023 年宏观组合有利于国内权益资产

一方面，当前市场估值已回归合理区间。随着今年权益市场的持续调整，股市估值和情绪指标已处于底部区域，股债相对回报率持续位于高位，宏观流动性充裕也形成底部支撑。

另一方面，明年全球经济周期继续错位，国内经济大概率正在度过压力峰值，而海外欧美经济衰退正在从预期变为现实，全球流动性拐点逐步确认，宏观组合对中国的资产价格相对有利，明年股市估值修复、盈利起舞都有期待，2023 年股市中枢抬升，但疫后复苏进程决定市场节奏。

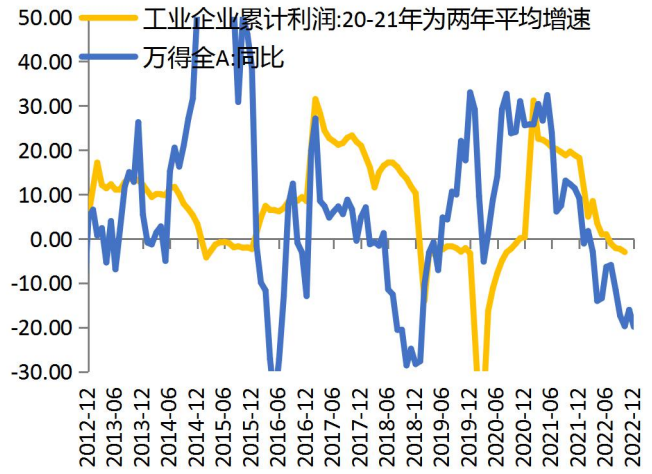
1) 国内经济大概率正在度过压力峰值，国内当前处于“衰退后期”即将向“复苏前期”过渡的阶段，分别对应权益资产受到风险偏好提振和业绩盈利驱动的两个上涨阶段。2) 海外欧美经济衰退正在从预期变为现实，全球流动性拐点将度过压力峰值，流动性压力减轻下将有利于释放资产估值压力，国内权益资产有望受益。3) 全球经济周期继续错位，中国经济在增长左侧逐步修复，而海外经济在增长右侧面临衰退压力，中国经济占优的结构也有利于我国的跨境资金流动。

图 56：流动性改善有望支撑股指估值的修复（%）



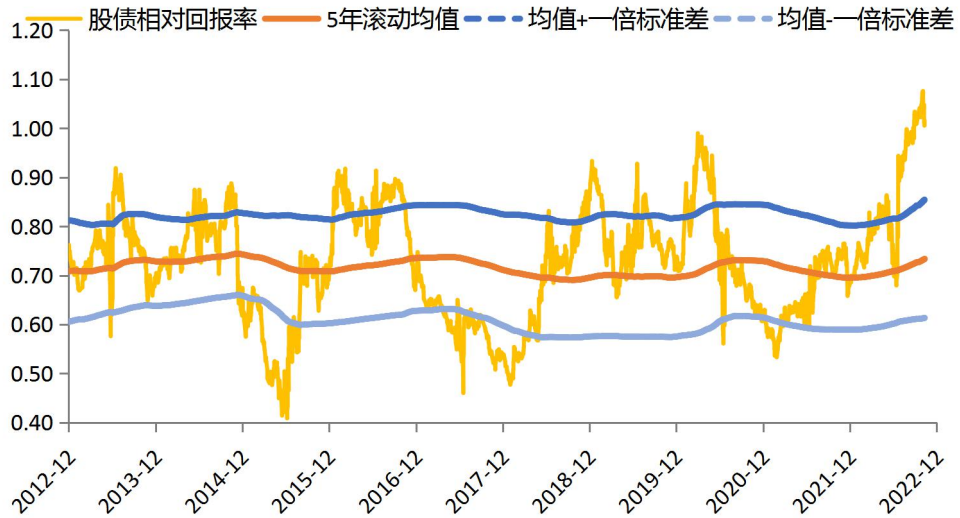
资料来源：Wind，优财研究院

图 57：经济修复程度弱仍拖累盈利增长（%）



资料来源：Wind，优财研究院

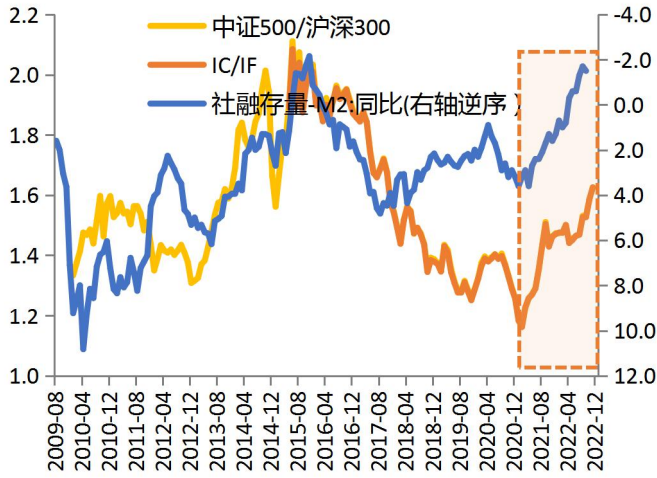
图 58：股市估值和情绪指标已处于底部区域（%）



资料来源：Wind，优财研究院

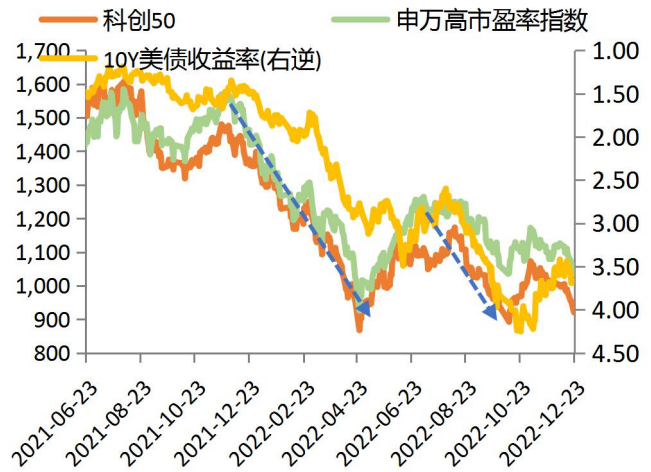
风格结构切换仍有待国内外宏观主线的变化，美联储紧缩政策转向前价值有望继续整体占优，全球无风险利率高位仍压制成长走势，而在国内经济预期企稳或上行前，中小盘仍强于大盘。今年股市风格表现出小盘跑赢大盘的现象，与持续走低的“社融-M2增速”保持一致，受到经济增长乏力下大盘股盈利受损、以及流动性充裕下资金“脱实向虚”行为的影响。而随着明年国内外宏观主线的变化下，风格结构有望发生切换。

图 59：今年股市风格小盘跑赢大盘（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 60：无风险利率走高冲击高市盈率板块（%）



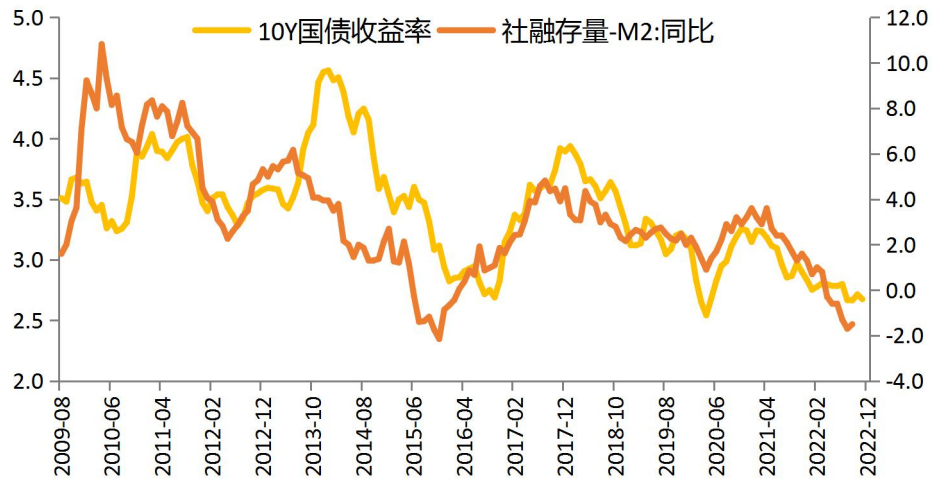
资料来源：Wind，优财研究院

2. 利率中枢小幅抬升，波动加剧

经济弱修复下资金面暂不具备收紧基础，但三季度执行报告反映出央行的操作思路正在从之前的“总量式宽松”向“结构性支持”切换，资金面边际中性回归。货币政策执行报告对通胀和外部制约的关注度明显提高，同时更重视政策性金融等财政协调作用。预计明年货币政策基调维持“稳字当头”，但腾挪空间明显减小，随着二季度消费支撑回升、地产拖累减弱，经济小复苏节奏下资金面边际上向中性回归。

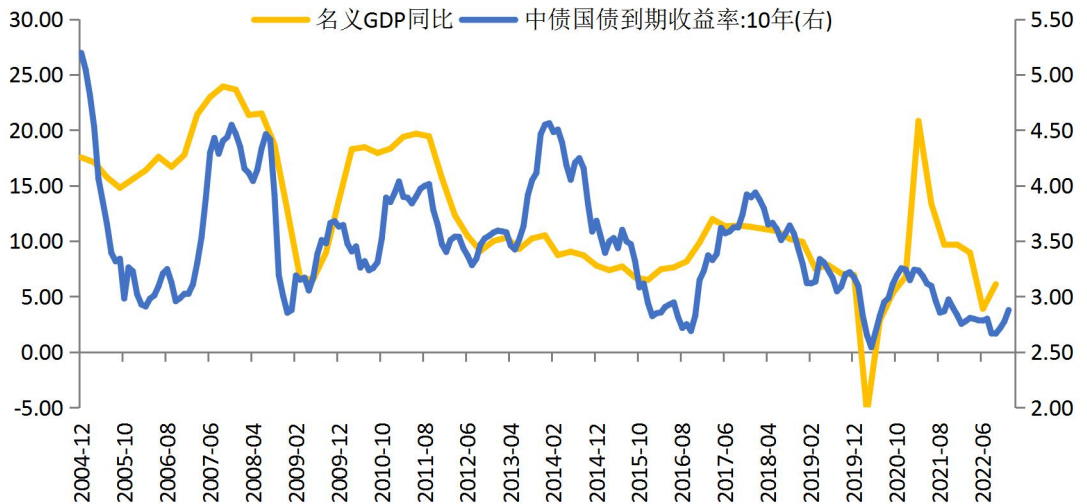
2023 年，随着经济修复预期+财政供给压力+资金面中性回归，利率中枢预计小幅抬升，中央经济会议基调明显转向稳增长，疫情+地产两大核心矛盾转变，短期理财赎回问题仍在演绎，债市波动加剧。不过经济复苏节奏预计仍偏缓慢，经济潜在增速下降，利率上限或难实质超过 2020 年之前 3.1% 的水平。

图 61：2022 年流动性呈现衰退式宽松，明年宏观流动性或趋于均衡（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 62：利率上限或难实质超过 2020 年之前 3.1% 的水平 (%)



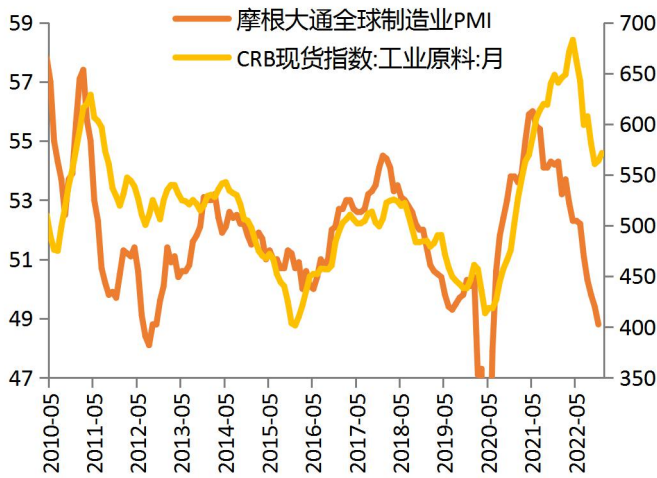
资料来源：Wind，优财研究院

3. 大宗商品供需双弱，关注低库存支撑的机会

2023 年海外从“通胀+紧缩”逐渐进入衰退逻辑，全球需求走弱下商品整体趋势不

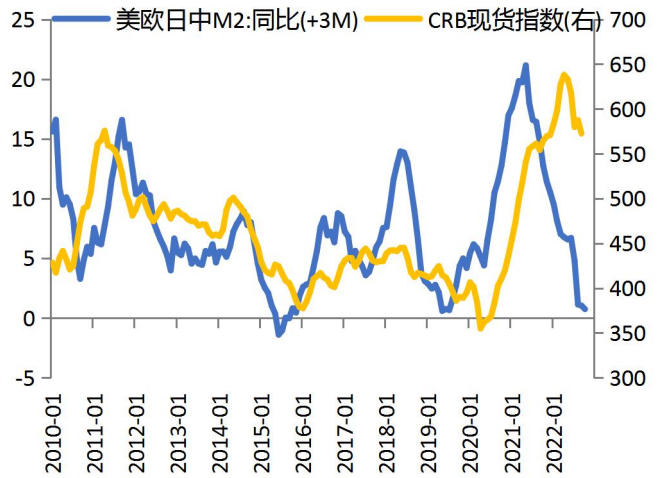
佳，但中国防疫优化+地产支持政策加码，中国需求有望在一定程度上对冲海外需求下行压力，低库存背景下部分商品价格可能具有一定的向上弹性。商品主要寻找需求在国内地产中后端、同时供给偏弱的品种，整体趋势性机会可能还要等待，预计金属好于能化。国内定价的黑色系商品需等待经济复苏+基建高景气提供做多机会，而“海外紧缩后段+经济衰退预期+强美元”约束下需求端仍在趋弱，着重关注低库存+供给受限的品种。

图 63：全球景气度回落中商品趋势不佳 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 64：全球流动性回落约束价格表现 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

六、风险提示

国内疫情形势超预期、通胀超预期风险、海外衰退压力超预期、地缘政治风险超预期

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资

咨询执业资格，保证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理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，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或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>