

宏观深度报告

2023 年亚洲经济和资本市场展望

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



平安观点：

- 本文回顾 2022 年亚洲经济与资本市场表现，在判断 2023 年亚洲经济走势的基础上，展望股票、债券、外汇及大宗商品市场投资机会，以期为全球大类资产配置提供亚洲角度的参考。
- 预计 2023 年亚洲经济和资本市场受外部因素影响的主线将发生切换。亚洲以发展中经济体为主，且经济对外依存度较高，易受欧美等主要发达经济体经济形势和政策变化的影响。2022 年美欧经济尚未进入衰退，亚洲主要经济体出口维持较强韧性，但在美联储“追赶式”加息下，美元和美债收益率飙升，亚洲市场面临资本流出压力。展望 2023 年，外部因素影响亚洲的主线发生切换：欧美步入衰退后，亚洲出口或将承压，但美联储紧缩节奏放缓，亚洲市场面临的资本外流压力或将缓解。
- 股票市场方面，2023 年亚洲股市有望完成筑底，这主要基于外部货币金融环境趋于缓和，对亚洲股市的估值及风险偏好或有支撑。然而，基于全球经济衰退风险、亚洲经济体基本面下行压力，市场总体反弹空间及时间仍存不确定性。不过，亚洲股票市场相对其他区域的配置价值依然较高，这主要基于亚洲股票中长期风险收益表现较好、当前估值水平较为合理、预期盈利增速也相对占优。
- 债券市场方面，2023 年亚洲美元债具备较高的投资价值：一是，亚洲债市有望迎来“经济下行+货币宽松”的基本面“顺风”环境；二是，亚洲美元债中长期风险收益特征优异，当前的收益率水平已达历史高位；三是，内外部环境好转下，亚洲美元债信用利差或难进一步大幅攀升，有望迎来边际修复。
- 外汇市场方面，一是 2023 年中美经济形势（从周期错位到同步）或将朝着有利于人民币资产的方向发展，预计美元兑人民币汇率中枢将下移；二是若日本央行坚守收益率曲线控制策略维持极度宽松，2023 年日元贬值压力仍存。
- 大宗商品方面，一是全球能源需求增速或保持平稳下行，但供给端存在多重扰动。参考油价和库存水平的历史相关性，预计未来一年左右时间，WTI 原油价格中枢在 80-90 美元/桶；二是当前金价正处于“通胀缓和+强紧缩”的承压期，但受避险需求支撑亦难大幅走弱，金价反弹或待美国经济衰退步入中后期；三是国际粮价再度明显上行的动力不足，波动幅度也有望缩窄，波动中枢或逐步回归至 2021 年四季度水平。
- 风险提示：以美联储为代表海外央行货币紧缩力度超预期、欧洲或亚洲部分国家债务危机重演、地缘政治冲突升级、新冠病毒出现高传播性新变种、亚洲经济增速弱于预期等。

正文目录

- 一、亚洲经济回顾及展望.....4
 - 1.1 2022 年亚洲经济回顾..... 4
 - 1.2 2023 年亚洲经济展望..... 4
- 二、亚洲资本市场展望6
 - 2.1 股票市场 6
 - 2.2 债券市场11
 - 2.3 外汇市场 15
 - 2.4 大宗商品 16

图表目录

图表 1	近年中、日、韩、印四国的出口累计同比	5
图表 2	欧元区经济领先指标已大幅走弱	6
图表 3	2022 年前三季度 MSCI 分地区股票市场涨跌幅	7
图表 4	2022 年亚洲及美国股票市场涨跌幅（%）	7
图表 5	MSCI 亚洲（除日本）地区股票市场涨跌与美元指数变化	8
图表 6	近五年 MSCI 亚洲相比其他核心区域指数风险收益表现较好	9
图表 7	2000 年以来 MSCI 亚洲指数与其他区域指数收益率的相关性不高	9
图表 8	截止 2022 年 9 月，MSCI 分区域指数股票估值水平	10
图表 9	2016 年以来，亚洲主要股票指数 PE 区间	10
图表 10	截止 2022 年 9 月，MSCI 主要地区股票指数 EPS 增速预测	11
图表 11	截止 2022 年 9 月，亚洲主要经济体 10 年期国债收益率	12
图表 12	2022 年前三季度，iBoxx 亚洲美元债指数分地区收益率	12
图表 13	iBoxx 亚洲美元债指数到期收益率与美国 10 年期国债收益率变化（%）	13
图表 14	近十年亚洲美元债指数风险收益表现优于欧美地区	14
图表 15	iBoxx 分地区债券指数收益率	14
图表 16	亚洲高收益债违约率（%）	15
图表 17	美日 10Y 国债利差和美元兑日元汇率有一定同步性	16
图表 18	美国原油库存和 WTI 油价存在较强的负相关性	17
图表 19	全球食品价格与国际油价走势高度相关	18

2022 年以来，得益于出口的亮眼表现，以东盟、印度为代表的亚洲部分经济体维持了较强的增长韧性，但在较大的资本流出压力下，亚洲资本市场的表现却不尽如人意，呈股债汇三杀状态。展望 2023 年，亚洲经济何去何从，资本市场的投资机会何处挖掘？本文回顾 2022 年亚洲经济与资本市场表现，在判断 2023 年亚洲经济走势的基础上，展望股票、债券、外汇及大宗商品市场投资机会，以期为全球大类资产配置提供亚洲角度的参考。

一、亚洲经济回顾及展望

1.1 2022 年亚洲经济回顾

亚洲各经济体在发展水平、经济体量等方面，存在较大差异。我们将亚洲各经济体分为中国（不含港澳台）、日本、韩国和其它经济体四类，逐一回顾 2022 年经济形势。

第一，中国经济增速有所放缓。根据 IMF 数据，2021 年中国 GDP 为 17.5 万亿美元，占亚洲经济总量的 46.3%。因此，中国经济形势对亚洲经济整体有决定性影响。2021 年中国 GDP 同比 8.1%，为亚洲 GDP 同比增长 6.1% 贡献重要力量。不过，2022 年中国经济面临失速风险：一是新冠疫情冲击，疫情影响最严重的二季度 GDP 仅同比增长 0.4%；二是房地产市场降温，7 月中国房地产行业出现事件性冲击，延长了行业探底时间。5 月末中国陆续出台多项稳增长政策，包括加大基建投资、以汽车为主要抓手刺激消费、推进保交楼和释放制造业设备更新需求等。中国经济正稳步修复，9 月亚洲开发银行预计 2022 年中国 GDP 同比增长 3.3%。

第二，日本 GDP 增速小幅回落。日本内阁府数据显示，2022 年一、二季度日本 GDP 分别同比增长 0.1%、2.2%。2022 年 3 月下旬，日本防疫政策开始放松，包括服装、旅游、在外餐饮等在内的半耐用品和服务消费开始较快恢复。企业盈利改善，推动二季度日本非住户私人部门的投资同比转正。2022 年下半年，日本私人消费继续稳步复苏，不过出口由于供应链受阻（汽车产业链尤为明显），其恢复空间可能有限。2022 年 8 月日本 CPI 同比为 3.0%，核心 CPI 同比也高达 2.8%。俄乌冲突和日元贬值对日本消费品通胀有重要推动，后续可能削弱低收入群体的消费意愿。亚洲开发银行 9 月发布的报告显示，其预计日本 GDP 同比将从 2021 年的 1.7% 小幅放缓至 2022 年的 1.4%。

第三，韩国经济增速下滑，但表现仍相对亮眼。2022 年上半年韩国 GDP 同比增长 2.9%，在亚洲主要经济体中靠前。受益于半导体和石油制品的强劲出口，上半年韩国出口实际同比增长 6.0%。为应对经济下行，2022 年上半年韩国政府支出增长了 5.4%。劳动力市场恢复高景气，上半年韩国私人部门消费同比增长 4.2%。不过，由于原材料和能源价格高涨，以及企业信心羸弱，上半年韩国投资表现低迷。2022 年下半年韩国经济增速大概率将进一步回落：原因一是疫后重启对经济的推动作用减弱；二是利率上升对消费和投资都有抑制；三是主要贸易伙伴增长放缓意味着韩国出口面临较大压力。今年 9 月韩国出口同比已降至 2.8%，这是 2020 年 11 月以来的最低水平。根据亚洲开发银行 2022 年 9 月的预测，韩国 GDP 同比将从 2021 年的 4.1% 下滑至 2022 年的 2.6%。

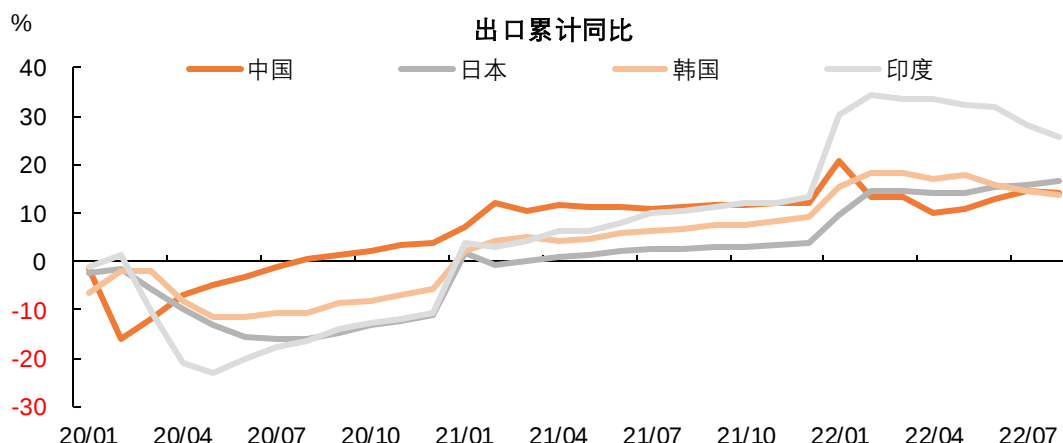
第四，除中国（不含港澳台）、日本和韩国外的其它亚洲经济体，2022 年经济维持较强韧性。IMF 数据显示，除中日韩以外的其它亚洲经济体，2021 年 GDP 合计占亚洲的 35.9%，其中东盟和印度分别占比 9.0%、8.1%。亚洲开发银行 2022 年 9 月报告显示，东盟国家 GDP 同比将从 2021 年的 3.3% 大幅回升至 2022 年的 5.1%；除新加坡外，2022 年其余国家的 GDP 增速均回升，尤其是越南（从 2.6% 提高至 6.5%）、菲律宾（从 5.7% 提高至 6.5%）和马来西亚（从 3.1% 提高至 6.0%），这些国家受益于防疫政策调整和外需强劲；2022 年一、二季度，印度 GDP 同比分别为 4.1% 和 13.5%，其中二季度因从疫情向常态回归，私人消费激增，其拉动印度经济增长 14.0 个百分点。根据 2022 年 9 月亚洲开发银行的预测，印度 GDP 同比将从 2021 年的 8.7% 放缓至 2022 年的 7.0%。

1.2 2023 年亚洲经济展望

亚洲以发展中经济体为主，且对外开放程度较高，易受欧美等主要发达经济体经济形势和政策变化的影响。展望 2023 年，我们认为从外部冲击的视角看，2023 年亚洲经济和资本市场的主线与 2022 年相比将发生明显切换。

2022年亚洲主要经济体的出口表现较强,因此从经济基本面的角度看,外需对2022年亚洲经济形成支撑。用出口总额/GDP来衡量外贸依存度,2020年东盟、韩国、中国(不含港澳台)、日本和印度的贸易依存度分别为53.8%、31.3%、17.7%、12.7%和10.6%。因美欧经济尚未进入衰退,今年亚洲主要经济体的出口继续展现韧性。1-8月以本币计价的印度、日本、中国和韩国出口分别同比增长25.7%、16.6%、14.2%、13.5%、均高于2021年全年的两年平均增速13.1%、3.9%、12.3%和9.0%。因此,强劲出口在2022年仍为亚洲经济增长贡献积极力量。

图表1 近年中、日、韩、印四国的出口累计同比



资料来源: Wind, 平安证券研究所 (注: 2021年数据均为两年平均同比)

但2022年亚洲面临较大的资本外流压力。新冠疫情爆发后,美国实施了超常规的货币宽松政策和积极财政政策,私人部门需求强劲。但供给端面临诸如供应链中断、全球贸易保护主义升温等掣肘,俄乌冲突后全球能源、粮食价格大涨,进一步推升美国通胀压力。为捍卫信誉,美联储开启“追赶式”紧缩,2022年3月和5月分别加息25bp、50bp,在6月、7月和9月连续3次加息75bp。2022年9月美联储发布的点阵图显示,2022年和2023年的联邦基金目标利率中值分别为4.4%、4.6%,这意味着2022年美联储可能还将加息125bp。

美联储超预期紧缩,叠加美国经济相对欧洲和日本表现更强,令2022年美债利率飙升、美元指数大涨。2年期美债收益率从2021年末的0.73%升至高点4.37%(9月27日),10年期美债收益率从2021年末的1.51%升至高点4.02%(9月28日),美元指数从2021年末的96.0升至高点114.2(9月27日)。

尽管面临美元指数走强、长端美债收益率急速攀升的压力,但亚洲多数经济体货币紧缩节奏相对于美联储而言却较慢,这导致亚洲货币多数贬值、资本外流。中国货币政策坚持“以我为主”,2022年8月超预期下调MLF和逆回购利率;日本央行坚持收益率曲线控制策略,财务省于9月22日入场干预日元汇率,寻求“内外平衡”;截至9月末,印度和韩国今年已分别累计加息190bp、150bp,幅度小于美联储的300bp。巴克莱数据显示,2022年1-7月亚洲债市净流出695亿美元。根据汤森路透的统计,今年前三季度亚洲新兴市场股市流出697亿美元,高于2008年全球金融危机时476亿美元的资金流出。

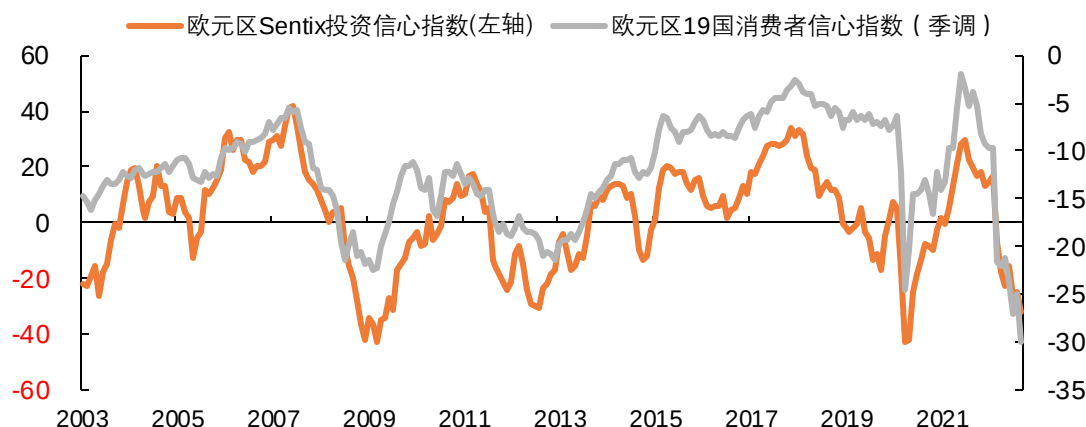
展望2023年,我们认为亚洲经济和资本市场受外部因素影响的主线将较2022年发生切换。欧美经济衰退后,以出口为导向的亚洲经济体,外需放缓压力将明显体现。而资本市场上,因美联储加息节奏料将放缓,甚至可能在2023年降息,亚洲市场资本流出压力或将减弱。

2023年美国经济衰退几成必然,且存在“硬着陆”风险。一是,以史为鉴,上世纪70-80年代,当美国CPI同比升至5%以上时,经济衰退便如期而至。2022年美国CPI同比最高达到9.1%,不仅超过了此前触发衰退的水平,而且已超过1970年美国经济“软着陆”时期的水平。二是,当前美联储表现出很强的遏制通胀决心,不惜付出经济衰退的代价。这意味着类似1981-82年沃尔克时期,本次美联储紧缩力度可能足以“制造”一场衰退。三是,目前尚不能排除未来通胀反复的风险。如果

发生新的供给冲击（例如欧佩克大幅削减原油产量），或者美联储实际紧缩力度不足，那么美国通胀仍可能反复，从而在后续酿制更大程度的衰退。

相比于美国，欧洲经济衰退的风险更大。2021年数据显示，欧洲约48%的煤炭、25%的石油和48%的天然气进口来自俄罗斯。随着北半球秋冬季来临，欧洲能源危机或将愈演愈烈，对经济拖累尤为明显。IMF研究显示，仅俄罗斯天然气供应中断给欧洲各国造成的产出损失就普遍达2%左右。此外，能源危机推升欧洲通胀，欧元区货币政策加码紧缩，亦令欧洲衰退风险进一步上升。欧洲各经济领先指标已大幅走弱，欧元区Sentix投资信心指数9月已降至-31.8，低于欧债危机时期；欧元区19国消费者信心指数9月为-29.9，创1985年有统计以来的新低。欧洲经济2022年四季度就可能步入衰退，令出口导向型特征明显的亚洲经济体增长承压。

图2 欧元区经济领先指标已大幅走弱



资料来源：Wind, 平安证券研究所

亚洲开发银行2022年9月发布的预测报告显示，2023年中国GDP同比增长4.5%，日本GDP同比增长1.6%，韩国GDP同比增长2.3%，除中日韩外的其它亚洲经济体同比增长5.3%。

在欧美经济衰退拖累亚洲出口的同时，2023年美联储紧缩节奏放缓，使得亚洲市场资本外流的压力缓解。2022年9月下旬到10月上旬，美国金融市场交易的主线从紧缩到衰退，再到紧缩，原因是期间公布的美国数据扰动较大：一方面，2022年9月美国ISM制造业PMI录得50.9，低于预期值52.2和前值52.8，是2020年5月以来新低。另一方面，2022年10月7日公布的9月美国非农数据好于预期，又令紧缩预期升温。我们认为，美国经济衰退在所难免，2022年10月初美联储副主席布雷纳德也称加息政策存在双重风险，联合国贸发会2022年10月3日呼吁美联储和其他央行停止加息以避免经济陷入长期停滞。因此，2023年美联储加息节奏料将放缓（截至2022年10月8日，CME利率期货显示2023年加息1次），甚至在经济衰退后存在降息可能，这将使得亚洲债市和美债的利差收窄、新兴市场货币贬值压力缓解、资本外流对亚洲市场的冲击也有望减弱。

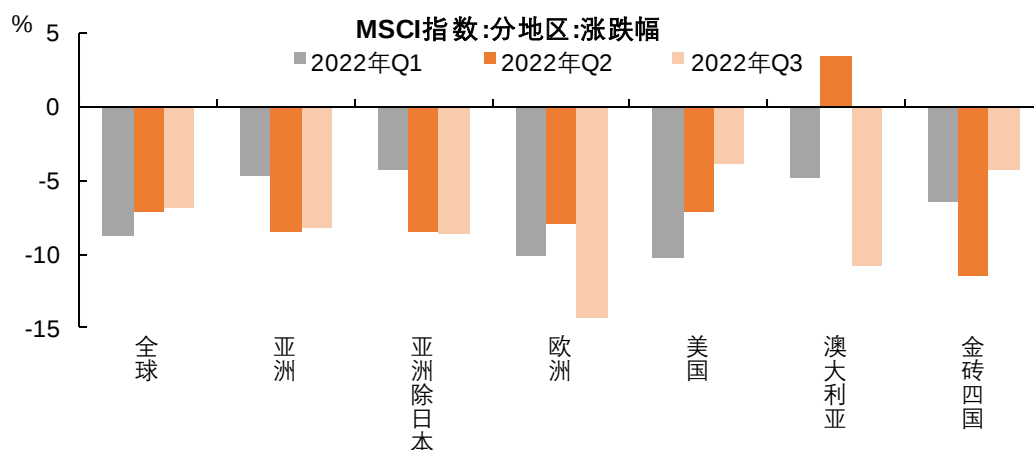
二、亚洲资本市场展望

2.1 股票市场

2022年以来，受到俄乌冲突推升通胀、新冠疫情冲击供应链、以及主要发达国家货币政策转向的影响，全球股市剧烈动荡，亚洲股市连续三个季度下跌。总体看，亚洲股市相对于全球股市表现偏弱，MSCI亚洲指数下跌29%，较MSCI全球、MSCI美国指数跌幅更深。分区域看，代表性经济体以本币计价的股指表现分化较大。韩国、尼泊尔、越南及中国的A股、港股、

台股 2022 年前三季度的调整幅度均超过 20%，分别下跌了 27.6%、26.6%、24.4%、23.0%、26.4%和 26.3%。但是，印尼雅加达综合指数、老挝 LSX 指数、新加坡 EDI 海峡时报指数分别上涨 37.2%、7.0%和 0.7%。**风格方面**，MSCI 亚洲大盘风格跑输中小盘 2.8 个百分点，成长股表现跑输价值股 10.1 个百分点。无论以 MSCI 亚洲指数、还是以 MSCI 亚洲（除日本）指数比较，中小盘价值风格的表现均强于指数整体。

图表3 2022 年前三季度 MSCI 分地区股票市场涨跌幅



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 2022 年亚洲及美国股票市场涨跌幅 (%)

区域	指数	2022 年前三季度	2022 年 Q3	2022 年 Q2	2022 年 Q1
美国	标普 500	-22.8	-4.0	-6.2	-9.9
中国	沪深 300 指数	-23.0	-15.2	6.2	-14.5
中国香港	恒生指数	-26.4	-21.2	-0.6	-6.0
中国台湾	台湾综指	-26.3	-9.5	-16.2	-2.9
日本	日经 225	-9.9	-1.7	-5.1	-3.4
韩国	韩国 KOSPI 指数	-27.6	-7.6	-15.4	-7.4
新加坡	新加坡 EDI 海峡时报	0.2	0.9	-9.0	9.1
尼泊尔	尼泊尔证券交易所	-26.6	-9.0	-19.9	0.8
越南	越南 HCMC 指数	-24.4	-5.5	-19.7	-0.4
菲律宾	菲律宾 PSEi 指数	-19.4	-6.7	-14.5	1.1
斯里兰卡	斯里兰卡 CSE 指数	-18.8	35.3	-17.5	-27.2
马来西亚	富时马来西亚	-11.0	-3.4	-9.0	1.3
巴基斯坦	巴基斯坦 KSE100 指数	-7.8	-1.0	-7.5	0.7
泰国	泰国 SET 指数	-4.1	1.4	-7.5	2.3
孟加拉国	孟加拉 DSEX 指数	-3.6	2.1	-5.6	0.0
印度	印度 Sensitive30 指数	-1.4	8.3	-9.5	0.5
柬埔寨	柬埔寨综合指数	-1.3	-5.0	-12.2	18.3
印度尼西亚	印尼雅加达综合指数	7.0	1.9	-2.3	7.4
老挝	老挝 LSX 指数	37.2	43.4	-4.1	-0.2

资料来源: Wind, CEIC, 平安证券研究所

展望 2023 年，亚洲股票市场有望完成筑底。外部货币金融环境趋于缓和，对亚洲股市的估值和风险偏好或有支撑，2023 年的亚洲股市有望完成筑底。然而，基于全球经济衰退风险、亚洲经济体基本面的下行压力，市场总体的反弹空间和时间仍

存不确定性。不过，**相对其他区域而言，亚洲股票市场的配置价值依然较高**：一方面，亚洲股票中长期风险收益表现较好，具备较优的配置价值；另一方面，经过前期调整，当前亚洲股票市场整体估值水平较为合理，且以预期盈利增速衡量，亚洲股市相对全球其他区域具备相对的吸引力。**市场风格和占优板块或随股市及外部环境拐点的出现而切换**。在美联储货币紧缩、美元指数拐点出现之前，股票市场依然“逆风”，高股息的红利板块、估值相对较低的中小盘价值板块有望持续占优。而随着全球经济下滑压力加大、海外紧货币节奏放缓，美元外流压力缓解，亚洲经济体的货币政策空间逐渐打开，成长板块有望受益于流动性好转率先开启反弹。

1、亚洲股市外部环境有望改善

2022 年年初以来，俄乌冲突使得欧洲能源紧张局面更甚，欧美经济景气分化加剧。同时，全球通胀风险再度攀升，带动美联储加速紧货币，带动美债利率快速上升。二者叠加之下，美元指数较快上行，强势美元吸引国际资本回流美国，全球“美元荒”加剧。美国财政部公布的国际资本流动报告（TIC）数据显示，2021 年下半年至 2022 年上半年，美国月度国际资本累计流入 1.36 万亿美元，达 1980 年以来滚动 12 个月统计数据的高点。在此背景下，亚洲股票市场面临较大的资本外流压力，大幅下跌并跑输全球主要非美经济体。

亚洲股票场所面临的外部压力在 2023 年年内有望迎来拐点。历史上，在美联储加息周期开启前及加息初期，美元指数往往走强，因美元资产收益预期上升；但在加息中后期，美元指数震荡走弱，因对美国经济前景的担忧加剧。根据美联储 9 月议息会议的点阵图、CME 期货隐含的利率预期，我们预计美联储加息节奏将于 2023 年放缓，本轮加息周期已接近尾声，且在全球经济衰退风险提升下，不排除美联储于 2023 年下半年降息的可能性。这或意味着美元指数将逐步见顶，亚洲股票场所面临的资本流出压力趋弱。

可以回顾下 2000 年以来美元指数与亚洲股票市场表现的关系。一方面，美元指数走强时期，MSCI 亚洲（除日本）指数往往趋于下跌，相对于全球非美经济体的超额收益也随之走弱。典型时期有：1) 2000 年初至 2001 年 6 月，互联网泡沫破裂，美元指数自 101.8 升至 119.5，同期 MSCI 亚洲（除日本）指数累计下跌了 41.5%，跌幅高于全球的 24.2% 及非美经济体的 28.3%。2) 2008 年 3 月至 11 月，国际金融危机冲击下，美元指数自 71.8 升至 86.55，同期 MSCI 亚洲（除日本）指数累计下跌了 62.4%，跌幅高于全球的 48.5% 及非美经济体的 54.3%。

另一方面，美元指数走弱时期，MSCI 亚洲（除日本）指数往往表现偏强，相对于全球非美经济体的超额收益走高。典型时期有：1) 2002 年初至 2003 年 12 月，美元指数下行周期开启，自 120.2 降至 86.9，同期 MSCI 亚洲（除日本）指数累计上涨 11.4%，涨幅高于全球的 4.4% 及非美经济体的 10.1%。2) 2005 年 12 月至 2007 年 11 月，美元指数自 91.6 降至 76.5，同期 MSCI 亚洲（除日本）指数累计上涨 36%，涨幅高于全球的 15.4% 及非美经济体的 21.5%。

图表5 MSCI 亚洲（除日本）地区股票市场涨跌与美元指数变化



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_47124

