

宏观配置年报：东方欲晓，莫道君行早

——2023 年宏观配置及投资展望

王笑	投资咨询从业资格号：Z0013736	wangxiao019787@gtjas.com
毛磊	投资咨询从业资格号：Z0011222	maolei013138@gtjas.com
戴璐(联系人)	从业资格号:F03107988	dailu026543@gtjas.com
唐立(联系人)	从业资格号:F03100274	tangli026575@gtjas.com
李聂霜玉(联系人)	从业资格号：F03087581	linieshuangyu024249@gtjas.com

报告导读：

过去一年的交易主线海外是滞涨与紧缩，国内是疫情反复下的类衰退。明年的主线将是中国复苏与海外软着陆。

从宏观周期定位的角度来看，不论是国内的库存周期、信用周期，还是海外的加息周期，均在当下指向了切换，全球资产配置已经进入新的阶段。而在各类资产胜率变化相对确定的前提下，我们也要关注快交易节奏中盈亏比的动态变化。

国内即将进入新一轮大库存周期的开启，伴随着需求的逐渐回升，美国稍落后我国一个季度左右的身位。国内宽信用也将逐步落地，意味着无风险利率将脱离先前的底部区间。与此同时，海外通胀预期回落与加息周期边际转向仍是当前的核心交易思路。

在大类资产配置上，权益端我们认为国内权益胜率较高，尤其是下游消费行业，具有较高盈亏比。海外估值压力减轻，但盈利短期仍在向下，但在前期的紧缩交易中，美股调整较为充分，因此也具有一定的安全边际，成长或迎来跑赢价值的时间窗口。商品端与中国强相关类品种料中枢抬升，海外原油仍将受到外需冲击的扰动，黄金胜率极高。另外，美债胜率也较高，但需要根据收益率点位持续跟踪盈亏比，中债（尤其是利率债）明年的风险管理需求或较强。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

1. 宏观回顾与展望.....	3
2. 周期定位与大类资产配置新阶段.....	4
2.1 周期切换与配置偏好.....	4
2.2 国内权益迎风飞扬/海外美股整装待发.....	7
2.3 国内商品中枢抬升/海外商品稍弱一筹.....	10
2.4 国内债市临深履薄/海外美债仍有空间.....	13
3. 商品看宏观.....	16
3.1 宏观经济定位.....	16
3.2 静待经济寻底信号.....	17
3.2.1 工业企业利润.....	17
3.2.2 库存周期.....	18
3.2.3 工业需求.....	19
3.3 不稳定宏观环境下的剧烈波动市场.....	19
4. 另类数据与供应链压力.....	22

1. 宏观回顾与展望

过去一年的交易主线海外是滞涨与紧缩，国内是疫情反复下的类衰退。2022年至今的全球权益市场表现较差，受到前期美联储快节奏大幅加息的影响，对流动性敏感的成长类资产领跌。在中美年中以来需求共振下行的趋势下，商品供应链端的矛盾不再是交易主线，商品价格中枢也随之回落。

当下国内、海外均出现交易逻辑的转折点，明年的交易情景最可能是中国复苏与海外软着陆。

低基数下，明年的经济增速将较为亮眼，地产、下游消费的复苏是主旋律。从当前的各项政策重心中也能看出，对于经济增长支持的力度越来越大。CPI端或温和上升，尽管猪周期仍处于上行阶段，但放储对冲力度较大，PPI端下半年或开始转正。

明年的货币政策很难再看到今年的宽松情况，结构性的流动性支持仍是央行的主要工作思路。财政端压力犹存，专项债发行规模存在一定惯性。

图 1：2022 年全球权益市场表现（截至 1 月末）

权益市场	A股	上证综合指数	-13.42%
		深证成指	-25.23%
	创业板指数	-29.41%	
	海外	恒生指数	-20.52%
		东京日经225指数	-4.55%
		道琼斯工业平均指数	-4.81%
		标准普尔500指数	-14.39%
		纳斯达克综合指数	-26.70%
		伦敦金融时报100指数	2.55%
		巴黎CAC40指数	-5.79%
	法兰克福DAX指数	-10.13%	

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 2：2022 年部分重点资产表现（截至 1 月末）

商品	LME铜	-15.41%
	LME铝	-14.93%
	布伦特原油	9.84%
	伦敦金现	-3.33%
	伦敦银现	-6.63%
	动力煤	47.33%
	生猪	47.67%
另类资产	比特币	-62.72%
固定收益	10年期国债收益率变动 (bp)	10.96
	美国10年期国债收益率变动 (bp)	216.00
	AA级产业债信用利差变动 (bp)	-91.64

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 3：明年宏观经济数据增速预测

类别	指标	2023年 (预测)	2022年 (预测)	2021年	2020年
总量	GDP	5.3	3.4	8.1	2.3
生产端	工业增加值	5.4	4.4	9.6	2.8
	社会消费品零售	6.2	1.3	13.4	-3.9
投资、内外需	固定资产投资	6.3	6	6.8	2.9
	出口	2.8	10.8	21.5	3.6
	进口	4.4	4.2	23.5	-1.1
价格	CPI	2.3	2.2	0.9	2.5
	PPI	0.3	4.5	5.9	-1.8
货币供给	M2	9.9	11.1	8.4	10.1
外汇	美元/人民币	6.6	7	6.4	6.52

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

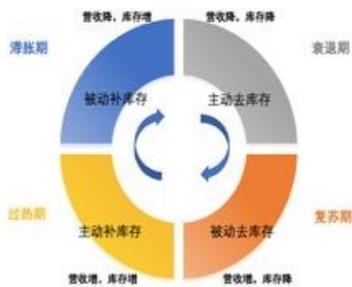
2. 周期定位与大类资产配置新阶段

2.1 周期切换与配置偏好

从库存周期的定位来看，我国从今年4月进入营收、库存增速双降的类衰退主动去库周期，当下已经逐渐进入主动去库尾声。随着各项经济支持政策的密集出台，防疫管理的逐渐放开，需求增速的逐渐回升，我国即将切换进入被动去库周期。历史上我国一大轮库存周期的时长为3年半左右，当下我们也处在新旧大库存周期更迭的时间点。在库存周期视角下，国内的复苏道路十分明确。

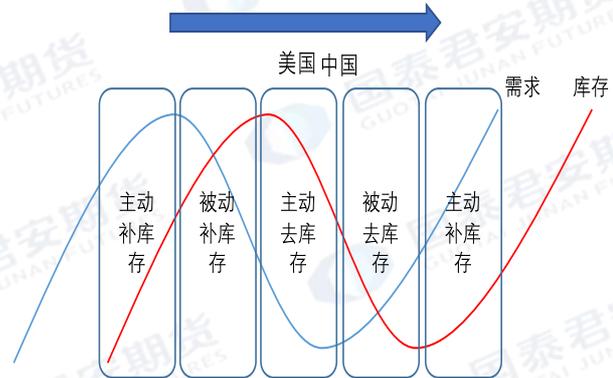
尽管美国大型零售商财报信息显示美国在上半年就出现了库存过高的情况，但运营能力顶尖的零售商如沃尔玛、好市客等的财报，库存情况更像是美国宏观整体库存情况的领先指标。宏观数据的确认下，美国在7月份同样进入了主动去库周期。因此3季度全球资产的表现背景是中、美主动去库周期的共振。由于美元的特殊货币地位与美联储的加降息的领先性，美国库存周期切换的速度快于我国，本轮美国进入需求回升的被动去库时间点大概率在明年2季度。

图 4: 库存周期与经济周期的简易对照



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 5: 中国已在主动去库尾声，而美国略微落后



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 6: 中国的库存周期一轮时长大约是 3 年半，美国的库存周期切换速度更快

中国库存周期时间表

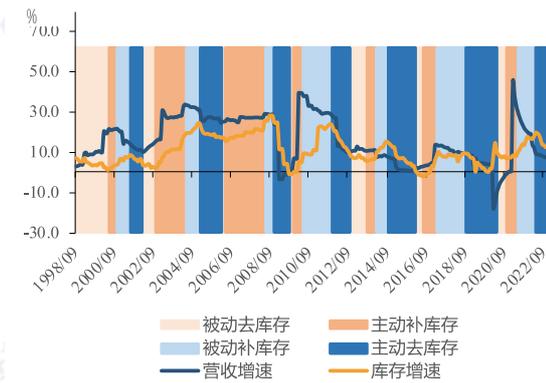
库存周期	时间	被动去库存 (月)	主动补库存 (月)	被动补库存 (月)	主动去库存 (月)	总时长 (月)
1	1998/9-2002/1	21	5	8	7	41
2	2002/2-2006/1	9	18	9	13	49
3	2006/3-2009/7	3	24	5	9	41
4	2009/8-2012/9	3	6	18	11	38
5	2012/10-2016/1	11	5	7	17	40
6	2016/2-2020/3	5	9	17	19	50
7	2020/4-至今	7	6	11	至今9	?
平均时长 (月)		9	11	11	13	43

美国库存周期时间表

库存周期	时间	被动去库存 (月)	主动补库存 (月)	被动补库存 (月)	主动去库存 (月)	总时长 (月)
1	1996/3-1998/9	12	7	8	4	31
2	1998/10-2002/2	6	14	6	3	29
3	2002/3-2003/6	3	10	2	2	17
4	2003/7-2007/3	9	11	18	6	44
5	2007/4-2009/6	6	4	8	9	27
6	2009/7-2013/4	4	20	0	20	44
7	2013/5-2015/11	7	7	3	14	31
8	2015/12-2020/3	12	18	8	14	52
9	2020/4-至今	5	10	12	至今6	?
平均时长 (月)		7	11	7	9	34

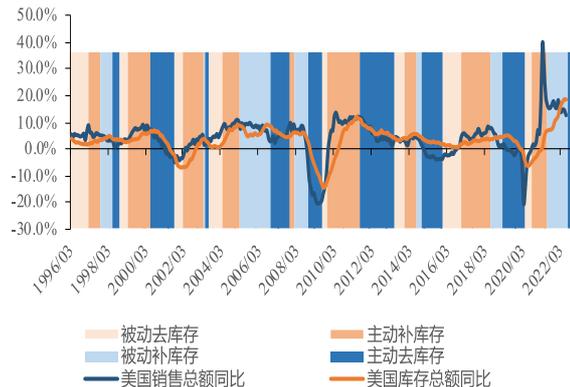
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 7：中国于 2 季度初进入主动去库



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 8：美国于 3 季度进入主动去库



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 9：美中端零售商 1 季度 EPS 大幅不及预期

分类	公司	营收/较一致预期 (亿美金)	EPS/较一致预期(美金)	公布后一日涨跌幅
高端零售	梅西百货	55.39/+2.06	1.08/+0.26	19.31%
	诺德斯特龙	35.69/+2.88	(0.06)/-0.01	14.02%
中端零售	沃尔玛	1415.69/+26.30	1.30/-0.18	-11.38%
	塔吉特	251.70/+6.80	2.19/-0.88	-24.93%
	好市多	525.96/+8.89	3.04/0.01	1.24%
廉价零售	美元树	69.03/+1.42	2.37/+0.37	21.87%
	达乐	87.51/+0.51	2.41/+0.10	13.71%
	TJX	114.06/-1.83	0.68/+0.08	7.12%

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 10：2 季报表现有所好转，库存压力微观转向

分类	公司	营收/较一致预期 (亿美金)	EPS/较一致预期(美金)	公布后一日涨跌幅
高端零售	梅西百货	56.00/+1.10	1.00/+0.15	3.76%
	诺德斯特龙	40.95/+1.26	0.81/+0.01	-19.96%
中端零售	沃尔玛	1528.59/+20.52	1.77/+0.15	5.11%
	塔吉特	260.37/+0	0.39/-0.33	-2.69%
	好市多	707.60/-13	4.30/+0.14	-4.26%
廉价零售	美元树	67.65/-0.21	1.60/+0.01	-10.22%
	达乐	94.26/+0.22	2.98/+0.05	-0.55%
	TJX	118.43/-2.06	0.69/+0.03	2.84%

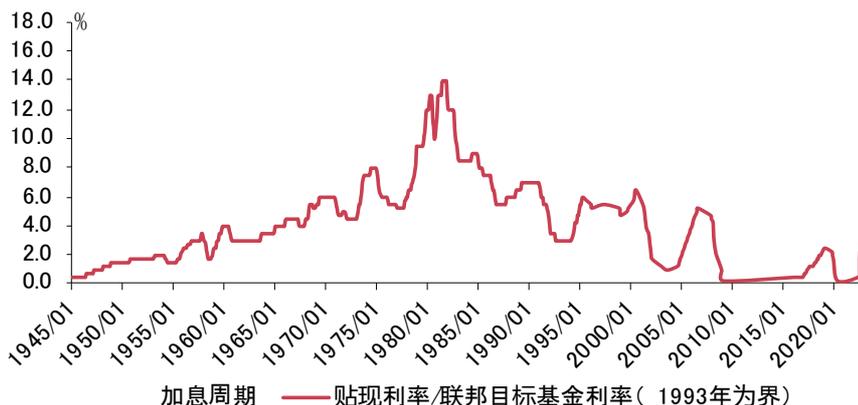
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

从美国加息周期的定位来看，本轮加息周期至今已历时 10 个月，已加息 375bp，特点是速度快，幅度大。二战后美联储共有 15 轮加息周期（含本次），除本次外，此前加息平均时长为 2 年，加息幅度在 150bp 至 775bp 区间内，平均加息幅度为 288bp。

当前美联储会议纪要传递的信息仍然是短期加息节奏放缓和终端目标利率有上调可能性，但本轮加息周期已经处于中后阶段。由于前期加息过快而受到冲击的高风险偏好类资产将迎来配置的窗口期，结合中美库存周期的时滞来看，估值端压力有所释放后，美国资产面临的盈利压力短期仍存，中国资产盈利端的修复更早。

当下的加息周期更类似历史上 1980 年那次 70 年代大滞胀逐渐结束时段的加息周期，不论是成因（俄乌战争/第二次中东石油危机均二次冲击了美国通胀），还是经济基本面情况（CPI 与核心 PCE 剪刀差显示需求的强劲不可持续），都在预示着未来的衰退更有可能是软着陆场景。事实上 NBER 也确实锚定 1981 年 7 月为那一轮加息周期后的衰退开始时间点。因此在加息/衰退周期视角下，美国更可能走向温和型衰退。

图 11：本次加息速度快、幅度大，但这两点均已边际转向



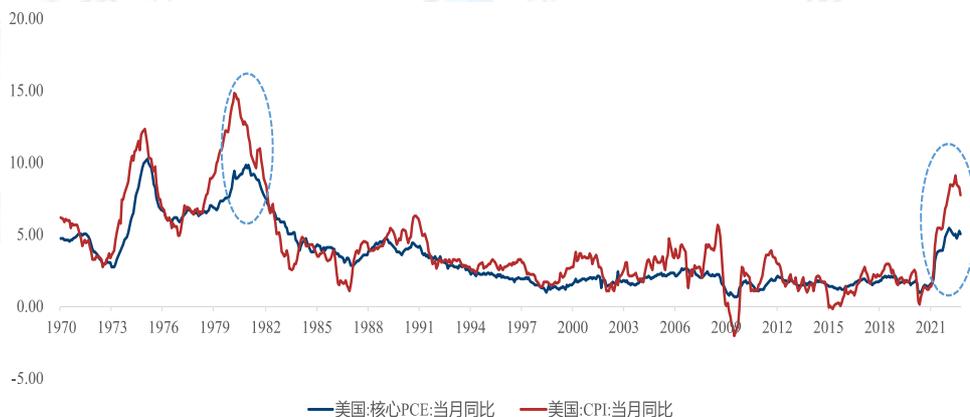
资料来源：圣路易斯联储，国泰君安期货研究

图 12：美联储二战后加息周期统计

加息周期	开始	结束	加息前利率(%)	加息后利率(%)	加息时长(月)	累计加息bp
1	1946年4月	1953年1月	0.50	2.00	82	150
2	1955年4月	1957年8月	1.50	3.50	28	200
3	1958年9月	1959年9月	1.75	4.00	12	225
4	1963年7月	1965年12月	3.00	4.50	29	150
5	1967年11月	1969年4月	4.00	6.00	17	200
6	1973年1月	1974年4月	4.50	8.00	15	350
7	1977年8月	1980年2月	5.25	13.00	30	775
8	1980年9月	1981年5月	10.00	14.00	8	400
9	1982年12月	1984年8月	8.50	11.50	20	300
10	1987年9月	1989年2月	5.50	7.00	17	150
11	1994年2月	1995年2月	3.00	6.00	12	300
12	1999年6月	2000年5月	4.75	6.50	11	175
13	2004年6月	2006年6月	1.00	5.25	24	425
14	2015年12月	2018年12月	0.25	2.50	36	225
15	2022年3月	至今	0.25	-	-	-
				平均值	24	288

资料来源：圣路易斯联储，Wind，国泰君安期货研究

图 13：本次加息周期与 1980 年加息周期更为相似



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

2.2 国内权益迎风飞扬，海外美股整装待发

总体来看，每轮底部出现在主动去库周期概率较大，并且偏早中期，源于权益市场的预期周期较远，权益触底反弹往往先于真实需求的回升。随着经济的复苏，权益资产的胜率将不断提升，贯穿整个被动去库周期。因此当下配置权益的安全边际和盈亏比均较高。

从信用周期的角度来看，宽信用的最终落地信号出现时（贷款需求社融存量增速上穿贷款供给 M2 增速），股市往往走牛（此信号偏右侧）。信用扩张的落地代表着盈利端的复苏和预期的全面好转。本轮信用扩张将会以前期受地产弱期压制的居民端的融资意愿扩张作为最终落地环节，我们大概率会在未来一到两个季度内看见这一信号的触发。

从上中下游的角度来看，尽管 PPI-CPI 剪刀差转负已有一段时间，但下游利润在前期疫情防控下迟迟不能好转。但在当下时间点，这一逻辑将逐渐被逆转，下游可选消费将迎来不错的机会。

图 14：我国权益宽基指数不同库存周期下的回报统计

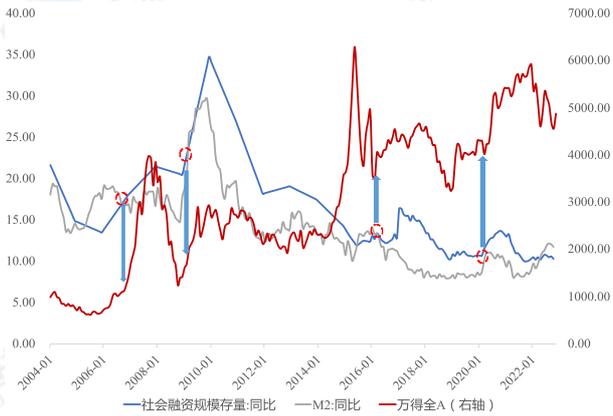
库存周期	时长（月）	区间收益			
		上证50	沪深300	中证500	中证1000
主动去库存					
2001/7-2002/1	7				
2005/2-2006/2	13	2.43%	1.76%	-4.86%	-9.23%
2008/11-2009/7	9	99.61%	104.09%	113.34%	119.33%
2011/11-2012-9	11	-5.36%	-10.33%	-16.17%	-19.34%
2014/9-2016/1	17	21.81%	20.20%	11.25%	20.54%
2018/9-2020/3	19	3.92%	7.98%	6.38%	10.42%
2022/4-至今					
被动去库存					
1998/9-2000/5	21				
2002/2-2002/10	9				
2006/3-2006/5	3	24.95%	31.01%	45.74%	39.50%
2009/8-2009/10	3	6.19%	6.60%	9.71%	9.26%
2012/10-2013/8	11	-2.26%	0.31%	12.76%	22.33%
2016/2-2016/6	5	0.23%	1.95%	8.72%	17.41%
2020/4-2020/10	7	14.62%	20.01%	14.15%	14.67%
主动补库存					
2000/6-2000/10	5				
2002/11-2004/4	18				
2006/6-2008/5	24	153.99%	159.07%	152.74%	162.36%
2009/11-2010/4	6	-16.92%	-15.81%	-1.50%	3.47%
2013/9-2014/1	5	-10.09%	-8.58%	0.32%	5.46%
2016/7-2017/3	9	9.49%	7.87%	3.20%	-1.90%
2020/11-2021/4	6	-1.42%	1.14%	0.32%	-5.40%
被动补库存					
2000.11-2001/6	8				
2004/5-2005/1	9				
2008/6-2008/10	5	-36.08%	-39.32%	-46.89%	-47.61%
2010/5-2011/10	18	-3.31%	0.71%	1.03%	8.66%
2014/2-2014/8	7	7.99%	7.31%	11.37%	11.95%
2017/4-2018/8	17	5.43%	-3.06%	-22.49%	-35.50%
2021/5-2022/3	11	-18.53%	-19.05%	-4.91%	-0.19%

库存周期	上证50		沪深300		中证500		中证1000	
	区间上涨概率	区间表现	区间上涨概率	区间表现	区间上涨概率	区间表现	区间上涨概率	区间表现
主动去库存	80%	4.70%	80%	4.90%	60%	1.85%	60%	1.60%
被动去库存	80%	8.75%	100%	11.98%	100%	13.21%	100%	21.63%
主动补库存	40%	-4.73%	60%	-3.85%	80%	0.59%	60%	0.41%
被动补库存	40%	-8.90%	40%	-20.68%	40%	-2.38%	40%	-2.54%

剔除极值：主动去库存2008/11-2009/7周期与主动补库存2006/6-2008/5周期数据

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 15: 宽信用逐步落地, 权益胜率提高



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 16: 下游企业利润终将修复 (剪刀差转负)



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

美股在不同美国库存周期下的表现与胜率规律与中国相似。由于美国仅处在主动去库中期, 当下加息速度放缓估值压力减轻的同时, 盈利端仍在向下。

在前期的加息紧缩交易中, 美股调整较为充分, 具有一定的安全边际, 料美股向下空间有限。本次加息周期下的表现在历史统计上偏弱, 最大回撤排名靠前 (尤其是纳斯达克指数), 当下我们观察到传统加息周期下表现较强的防守型、刚性支出型行业 (公共事业、能源、医疗) 表现出转弱趋势, 往后我们或能看到美股的风格切换, 成长或逐渐跑赢价值。

从衰退视角来看, 我们发现在温和衰退下, 美股并不会会有大幅向下的走势。结合当前美国居民杠杆率来看, 整体经济硬着陆的概率有限。

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_50473

