



宏观研究

【粤开宏观】反转之年：2023 年大类资产配置展望

2023 年 02 月 01 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
邮箱：majiajin@y kzq.com

研究助理：原野

近期报告

《【粤开宏观】从财税视角看湖北：中部崛起领头羊的财政与债务形势》2022-12-29

《【粤开宏观】海南：“热带宝地”的财政体制、形势与债务全景》2022-12-30

《【粤开宏观】防范化解地方债务风险：形势与应对》2023-01-04

《【粤开宏观】超额储蓄的规模、来源与影响》2023-01-15

《【粤开宏观】2022 年中国经济数据收官，人口总量出现负增长》2023-01-17

摘要

2023 年中国经济和资本市场开局亮眼，春节消费回暖、股市上涨、人民币汇率升值、市场情绪改善。展望全年，大类资产将如何表现？哪些将优先配置，哪些可能机会不大？

一、2023 年大类资产配置策略：投资中国，多配股票

1、总体上看，2023 年国内大类资产收益大概率要高于 2022 年，经济逐步恢复、风险偏好上升、政策宽松、外部压制估值的美联储加息等因素将逐步解除并转为有利因素。

2、从资产配置角度，2023 年宜配置更多的人民币资产，海外资产风险上升；同时配置较高比例的权益资产，权益板块中要积极关注消费修复和房地产困境反转的相关投资机会等。从 1 月大类资产表现来看，A 股>黄金>大宗商品>国债>美元。

二、股债商汇与房地产市场展望

1、股票：A 股或迎来结构性牛市，年中或有回调，全年将呈现“N”型走势，消费板块整体占优。消费、地产复苏，对经济支撑作用开始显现，将带动企业盈利修复。同时当前 A 股估值仍低，且美联储加息节奏放缓，外部压制估值的负面因素减小；叠加宽松的流动性环境、外资加速流入共同助推行情上行。但反复感染的负面冲击、疤痕效应制约消费恢复节奏、地产销售难回疫情前水平等均可能造成经济恢复不及预期，需警惕年中回调的可能。

风格上或呈现“先价值后成长”特征，宜关注三条主线。一是需求复苏、困境反转相关行业，例如线下消费服务，酒店餐饮、影视院线、航空机场等。二是供给整合出清的行业，例如房地产。三是长期景气、与自主安全相关的行业，例如数字经济、芯片半导体等。

2、债券：利率温和反弹，短久期信用债存在机会。利率债方面，国内宏观基本面改善，叠加风险情绪改善，以国债为代表的利率中枢或将抬升；但货币政策仍将保持稳健偏宽松。两相作用下，预计 2023 年利率将会温和反弹，但整体处在“上有顶、下有底”的区间，债市波动明显加大。信用债（城投）方面，土地出让收入弱改善不能根本缓解地方财力紧张问题，城投基本面支撑较弱。同时，城投区域分化较大，且隐债清零工作使得城投环境较紧。但城投多为技术违约或展期，鲜有实质违约情况，总体风险可控。优先布局强资质区域、高等级、短久期品类。

3、商品：全球经济下行趋势下，缺乏系统性机会。一是工业品方面，海内外经济周期错位，需求支撑在国内，预计以国内需求为主的黑色系商品（螺纹钢），相比国际定价的有色（铜）、原油等会表现更佳。二是贵金属（黄金）



方面，随着美联储进入此轮加息周期的尾声，黄金的配置价值凸显，建议逢低买入。三是农产品方面，作为弱经济周期品种，更多需关注天气因素和地缘政治引发的供给侧扰动。

4、人民币汇率：双向波动、逐步升值。一是美国通胀回落叠加经济衰退风险上升，美联储将放缓加息步伐，美元指数走弱；二是中国防疫政策优化、房地产市场逐步企稳、稳增长政策发力、经济将持续恢复，人民币资产将有较好表现，吸引外资流入。年内人民币兑美元汇率或升至 6.5。

5、房地产：一二线城市好于三四线，量力而行、现房优先。受益于第一波疫情高峰过去、房地产支持政策持续发力、经济回暖等有利条件，2023 年房地产市场将逐步迎来恢复。根据前几轮周期的经验，房地产周期触底回升时，通常是一二线城市领涨，并通过示范效应逐步外溢至三四线城市。对于刚需和改善性需求来说，当前房价处于相对低位，且房贷利率较低，是比较不错的上车机会。但应注意楼盘的交付风险、自身的偿债能力等，建议量力而行，现房优先。

风险提示：疫情的不确定性、国际地缘政治冲突的不确定性、美国高通胀的粘性、国内信心和预期恢复情况等因素，可能使得当前中国权益类资产占优的逻辑发生改变。



目 录

一、2023 年大类资产配置策略：投资中国，多配股票	4
二、股债商汇与房地产市场展望	6
（一）股票：A 股或迎来结构性牛市，消费板块整体占优	6
（二）债券：利率温和反弹，短久期信用债存在机会	9
（三）大宗商品：全球经济下行趋势下，缺乏系统性机会	10
（四）人民币汇率：双向波动、逐步升值	11
（五）房地产：一二线城市好于三四线，量力而行、现房优先	13
三、可能改变股票占优逻辑的风险因素	14

图表目录

图表 1：国内第一波疫情高峰已过	4
图表 2：2023 年欧美经济增长放缓，中国经济增长加快	5
图表 3：经济复苏阶段，股票表现更佳	5
图表 4：2023 年 1 月大类资产表现，A 股>黄金>大宗商品>国债>美元	6
图表 5：11 月后 A 股市场行情快速回暖	7
图表 6：各行业涨跌幅情况	7
图表 7：主要宽基指数估值情况	8
图表 8：节后小盘股相对强势	9
图表 9：10 年期国债及国开债走势	10
图表 10：全球精炼铜显性库存处于较低水平	11
图表 11：2022 年人民币汇率先贬后升	12
图表 12：2022 年 12 月外资增持国内债券	12
图表 13：2022 年 11 月以来，外资增持 A 股	13
图表 14：一线城市新房价格比二三线城市更坚挺	14
图表 15：一线城市二手房价格比二三线城市更坚挺	14



一、2023 年大类资产配置策略：投资中国，多配股票

总体上看，2023 年国内大类资产收益大概率要高于 2022 年，经济逐步恢复、风险偏好上升、政策宽松、外部压制估值的美联储加息等因素将逐步解除并转为有利因素。

从内部看，防疫政策优化，中国经济将从疫情模式重回市场经济模式，生产生活秩序持续恢复，预计 2023 年 GDP 增速将达 5% 以上；经济动能从外需切换到内需，基建仍是主要支撑力量，房地产投资和消费降幅收窄，是经济增速回升的边际贡献力量。中国的货币、财政政策空间相较其他经济体还较大，政府部门杠杆率在疫情期间上升幅度明显低于发达经济体、杠杆率绝对值仍处于中等水平、货币金融环境有利于财政发债，存款准备金率、政策利率仍有下调空间。政府将“稳增长”放到更高位置，并将提振信心和预期作为稳经济的重要突破口，因此政策总体是宽松的，风险偏好将明显上升。

从外部看，2022 年压制风险资产估值的因素在 2023 年将逐步解除并转为积极因素。美联储持续高强度、快节奏的加息成为 2022 年全球风险资产受挫的重要因素，引发资本回流美国、全球金融市场动荡。2023 年随着美国经济从滞胀走向衰退，美联储加息节奏将放缓，利好风险资产估值。

图表1：国内第一波疫情高峰已过



图2-1 全国发热门诊（诊室）诊疗人数变化趋势

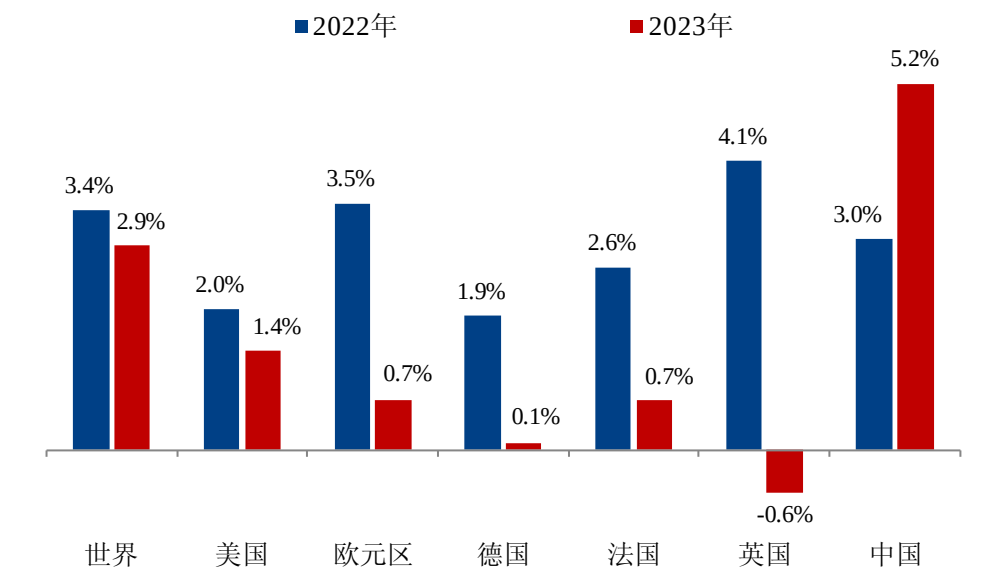
资料来源：中国疾病预防控制中心、粤开证券研究院

从资产配置角度，2023 年宜配置更多的人民币资产，海外资产风险上升；同时配置较高比例的权益资产，权益板块中要积极关注消费修复和房地产困境反转的相关投资机会等。

首先，海内外资产中，人民币资产占优。从经济周期来看，中国经济由下行压力较大转向稳步恢复，欧美经济由滞胀转向衰退，中国经济基本面更好，人民币资产将更具吸引力。IMF 在 2023 年 1 月的《世界经济展望》中预测，全球经济增速将从 2022 年的 3.4% 降至 2023 年的 2.9%，其中，美国从 2.0% 降至 1.4%，欧元区从 3.5% 降至 0.7%，而中国则从 3.0% 升至 5.2%。



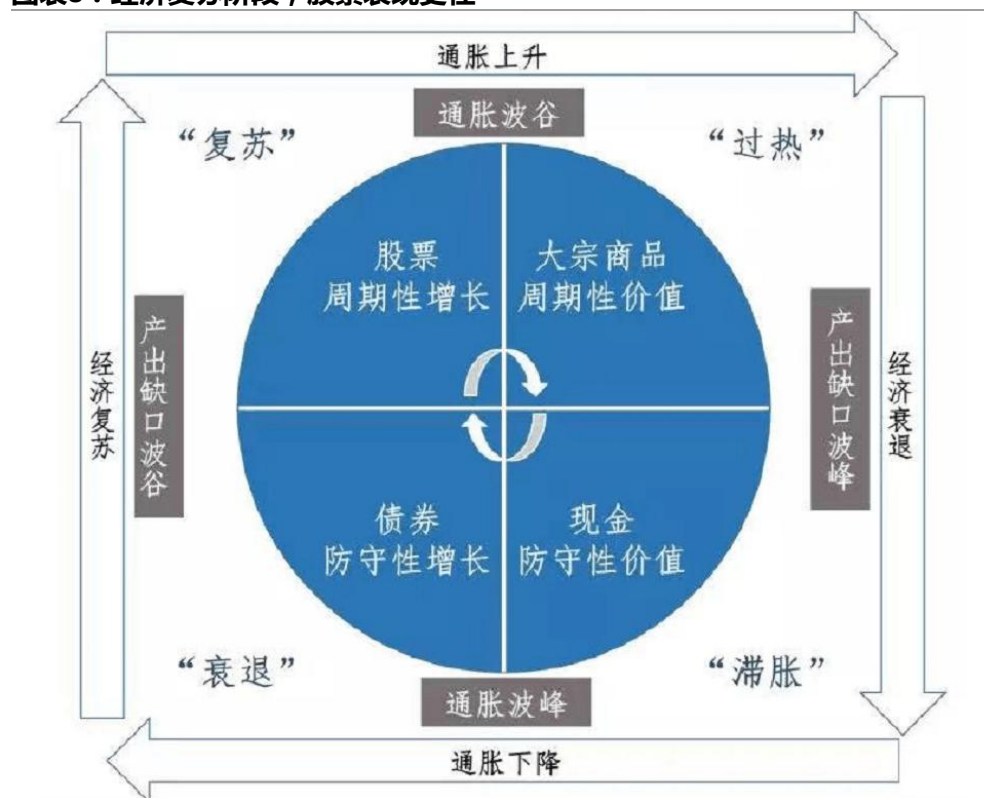
图表2：2023 年欧美经济增长放缓，中国经济增长加快



资料来源：IMF、粤开证券研究院

其次，国内各类资产中，权益类资产占优。根据美林投资时钟，当前中国经济处于复苏阶段，权益类资产将有更好表现。2022 年全球经济处于滞胀阶段，大宗商品表现最佳，同时股债双杀；2023 年以来，在中国经济复苏预期下，企业盈利向好与估值抬升共同推高 A 股。从 1 月大类资产表现来看，A 股>黄金>大宗商品>国债>美元。

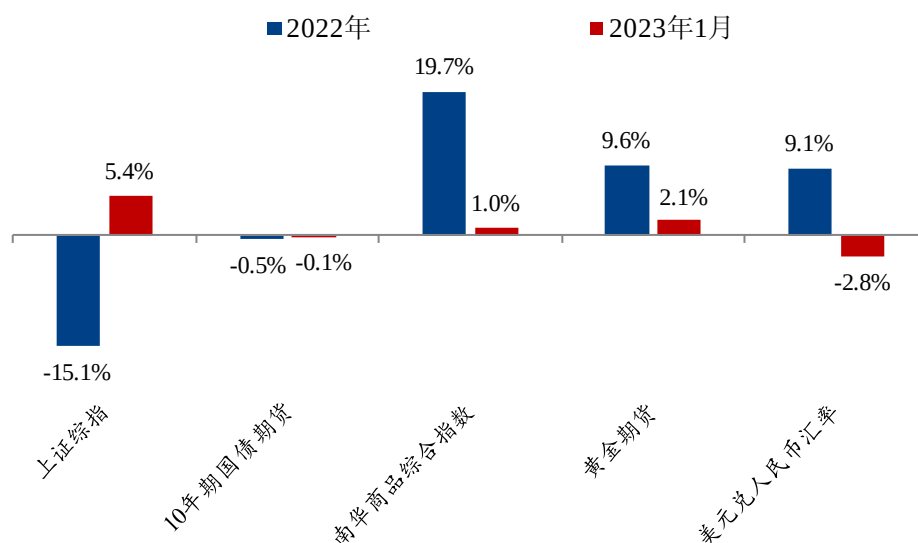
图表3：经济复苏阶段，股票表现更佳



资料来源：Merrill Lynch、粤开证券研究院



图表4：2023年1月大类资产表现，A股>黄金>大宗商品>国债>美元



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、股债商汇与房地产市场展望

（一）股票：A股或迎来结构性牛市，消费板块整体占优

1、当前股市正交易什么：复苏预期

去年11月，关于疫情防控的二十条优化措施公布实施，市场开始交易复苏预期，行情逐渐回暖。12月中央经济工作会议召开，财政货币、地产基建等政策拱卫下市场信心得以提振，外资加速进场，上涨态势延续至今，消费、地产板块整体表现突出。

2022年11月，中共中央政治局常务委员会召开会议，部署进一步优化防控工作的二十条措施；与此同时，民企“第二支箭”等地产融资政策出台。市场预期消费、房地产两大变量，将逐步企稳，从“拖累经济”变成“边际贡献”，并加速交易此逻辑。11月Wind全A上涨7.9%，上证指数上涨8.9%。

随后，受放开后疫情高峰、债市流动性冲击等负面因素扰动，市场出现短暂回调。但很快，降准落地，中央经济工作会议召开，稳增长政策进一步强化，市场信心得以稳固。同时北上资金加速流入，连续11周加仓A股，资金面助推上涨行情延续。2023年开年，Wind全A、上证指数等宽基指数周线录得四连阳，1月分别上涨7.4%和5.4%。从去年11月至今年1月底，食品饮料、社会服务（餐饮）、传媒（影院）等消费相关板块，房地产板块（包括上下游建材、家电等）表现突出。


图表5：11 月后 A 股市场行情快速回暖


资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表6：各行业涨跌幅情况

申万一级行业	2022 年 11 月至 今涨跌幅 (%)	去年 11 月涨跌幅 (%)	去年 12 月涨跌幅 (%)	2023 年 1 月涨跌 幅 (%)
食品饮料	35.8	16.6	10.8	5.2
建筑材料	26.8	20.5	-3.4	9.0
非银金融	24.4	15.0	-0.7	8.9
家用电器	24.2	13.5	1.0	8.3
传媒	23.1	14.5	2.3	5.1
社会服务	20.5	13.6	6.5	-0.3
房地产	20.5	27.8	-9.1	3.7
美容护理	19.4	7.3	10.3	0.8
银行	19.2	14.1	1.1	3.3
轻工制造	19.0	12.4	0.9	5.0
纺织服饰	17.2	10.3	1.5	4.7
商贸零售	17.0	14.3	3.6	-1.2
有色金属	16.0	7.5	-5.9	14.7
钢铁	13.5	11.0	-4.6	7.3
基础化工	12.8	9.2	-4.4	8.0
综合	12.4	9.8	2.3	0.1
石油石化	12.3	10.5	-5.8	7.9
汽车	12.1	8.0	-6.4	10.9
建筑装饰	11.7	13.8	-7.0	5.5
计算机	11.0	0.0	-1.6	12.8
农林牧渔	10.3	5.3	1.4	3.3



申万一级行业	2022 年 11 月至 今涨跌幅 (%)	去年 11 月涨跌幅 (%)	去年 12 月涨跌幅 (%)	2023 年 1 月涨跌 幅 (%)
医药生物	10.3	7.4	-2.6	5.5
机械设备	9.8	5.8	-5.5	9.7
交通运输	9.7	8.1	-0.5	2.0
电力设备	8.8	1.3	-4.0	11.8
环保	8.1	7.5	-5.1	6.0
电子	8.0	3.2	-4.5	9.5
通信	6.0	1.2	-4.1	9.2
公用事业	5.3	8.1	-4.6	2.1
煤炭	0.6	7.3	-10.9	5.2
国防军工	-3.8	-5.3	-4.6	6.5

资料来源：Wind、粤开证券研究院 (2022 年 11 月 1 日-2023 年 1 月 31 日)

2、未来股市将如何演绎：今年 A 股将迎来结构性牛市，年中或有回调，全年将呈现“N”型走势

首先，本轮行情仍将持续，背后是宏观经济复苏带动企业盈利修复，估值修复以及资金面的共同作用。

1) 宏观方面，消费、地产复苏，对经济支撑作用显现。消费方面，春节期间出行旅游、线下文娱消费数据已经显示居民生活和经济活动明显回暖：文旅部数据显示 2023 年春节假期国内出游 3.08 亿人次，同比增长 23.1%，恢复至 2019 年 88.6%；2023 年春节档票房收入位列中国影史春节档票房榜第二，七天票房共计 67.6 亿元，同比增长 11.9%。房地产方面，“三支箭”等融资政策刺激下，房地产投资降幅将明显收窄；保交楼政策目标下，施工竣工将加快，带动建筑材料、家具等上下游行业修复。经济复苏将带动企业盈利逐步修复。

2) 估值方面，当前 A 股估值仍低，尤其是中小盘指数尚有修复空间，且美联储加息节奏放缓，外部压制估值的负面因素减小。沪深 300、中证 500、中证 1000 的市盈率位于 10 年内 43.6%、25.6%、14.4%的历史分位点。同时还需关注到，前期对于一些行业的整治已经有所成果，顶层政策多次表示对民营经济、平台经济（规范化）的重视和支持，这有利于提振企业、投资者信心。

3) 资金方面，宽松的流动性环境、超额储蓄回流、北上资金加码共同助推行情上行。

4) 其他方面，3 月两会将强化正向政策预期，同时 1-2 月数据真空期，导致短期内

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_51764

