



2023 年宏观经济与资本市场展望①：东风吹暖





■ 展望 2023 年, 美国经济的主题将由通胀逐步过渡为衰退。美国 CPI 通胀 10 月超预期回落, 主要由商品通胀下行驱动, 服务通胀仍然具备粘性。这一格局预计将在 2023 年上半年延续, 美国通胀至 2023 年中将回落至 4% 附近。由于高通胀侵蚀了美国居民和企业的购买力, 高利率进一步抑制了需求, 2023 年上半年美国经济或陷入实质性衰退, 美联储本轮加息周期将相应见顶, 政策利率下限高点位于 4.5-4.75% 之间。在此背景下, 欧美经济政策对我国的主要冲击将相应由资本项切换至经常项, 我国资本外流及汇率贬值压力缓解, 但外需收缩或加剧。

■ 大疫三年后, 渐进重启将成为 2023 年中国经济的主题。参考海外

经验，经济活动向常态回归将显著提振消费动能，特别是服务消费有望出现显著反弹。政策助推下，基建和制造业投资有望稳健增长。下行压力将主要来自于出口和房地产。随着外需显著回落，出口收缩幅度或加大。考虑到我国住房需求中长期中枢或低于当前水平，以及土地市场和新开工的低迷，2023 年房地产投资或小幅负增长。预计 2023 年我国 GDP 增速为 4.9%，2022 年为 3.2%，两年平均 4.1%。

■ 货币金融方面，随着外部约束缓解，2023 年我国货币政策空间将相应扩张，总量工具使用概率相应上升，结构性工具将延续发力。基准情形下，或有 2 次降准、1 次 MLF 降息，考虑到房地产市场的下行压力，1 年期与 5 年期以上 LPR 或继续非对称调降。受信贷需求边际回暖和非标融资收缩放缓的支撑，社融增速有望小幅上升；私人部门消费投资需求回升，储蓄意愿下降，M2 增速将有所下降，略低于社融增速，广义流动性重回缺口。

■ 财政政策将积极作为，节奏前置。预计 2023 年目标赤字率为 2.8%，新增专项债限额 3.65 万亿，与 2022 年持平，以增强财政可持续性。财政或通过盘活更多存量资金、积极运用“准财政”工具、发行特别国债等方式维持“事实积极”。财政政策和货币政策将加强协调配合，扩内需、促增长。

■ 大类资产配置策略建议积极布局权益资产。2023 年可能是资产配置的转折之年，基于二十大的胜利闭幕，有理由对中国的宏观政策和经济

复苏做偏乐观的期待。再结合防疫政策调整带来的信心加持，预计资本市场的总量压力和结构性压力都将得到一定程度改善。美联储 2023 年将结束本轮加息周期，这将是海外资产最大的转折点。具体资产配置建议如下：

高配：A 股的成长风格。中高配：A 股、港股科技股，A 股的消费风格、黄金、美债。标配：中国国债、信用债、美股、美元、人民币、欧元、日元和英镑。中低配：A 股的周期风格。

中国经济数据预测表

指标	2019	2020	2021	2022F	2023F	
实际 GDP	6.1	2.3	8.1	3.2	4.9	
社会消费品零售总额	8.0	-3.9	12.5	0.8	4.4	
全社会固定资产投资	5.4	2.9	4.9	4.4	3.4	
房地产投资	9.9	7.0	4.4	-9.3	-1.8	
基建投资	3.3	3.4	0.2	10.8	6.0	
制造业投资	3.1	-2.2	13.5	8.7	4.5	
出口 (以美元计)	0.5	3.6	29.9	8.8	-4.0	
进口 (以美元计)	-2.7	-0.7	30.1	3.0	2.0	
CPI*	2.9	2.5	0.9	2.0	1.8	
PPI*	-0.3	-1.8	8.1	4.3	-0.3	
社融	10.7	13.3	10.3	10.2	10.5	
M2	8.7	10.1	9.0	11.6	10.1	
人民币贷款	12.3	12.8	11.6	11.0	11.1	
财政目标赤字率	2.8	3.6	3.2	2.8	2.8	
新增地方政府专项债 (万亿元)	2.15	3.75	3.65	3.65	3.65	
降准预期	次数	3	3	2	2	
	幅度 (bp)	150	50	100	50	50
利率	1 年期 MLF:年末	3.25	2.95	2.95	2.75	2.65
	1 年期 LPR:年末	4.15	3.85	3.80	3.65	3.55
	5 年期 LPR:年末	4.80	4.65	4.65	4.30	4.15

注：以上指标除专门标记外，均为同比增速，单位为%；带*指标为年度均值

资料来源：Wind、招商银行研究院

一、宏观主线：美欧衰退，中国重启

（一）美欧经济：从“高通胀”到“浅衰退”

回顾 2022 年，高通胀是美国及全球经济最重要的主题之一。美国通胀不断走高，叠加劳动力市场“用工荒”高烧不退，驱动美联储持续激进加息，并如期开启“二次缩表”。2022 年 3 月至 11 月，美联储加息 6 次共计 375bp，加息速度为近 40 年最快（图 1），对全球美元流动性和资本市场形成巨大冲击。截至 11 月 30 日，2022 年标普 500 指数累计下跌 15%，最大回撤 25%；10 年期美债收益率从 2022 年初的 1.63% 震荡攀升至 3.68%，上行超过 200bp，10 月末一度突破 4.25%（图 2）。

图 1：美联储激进上调政策利率

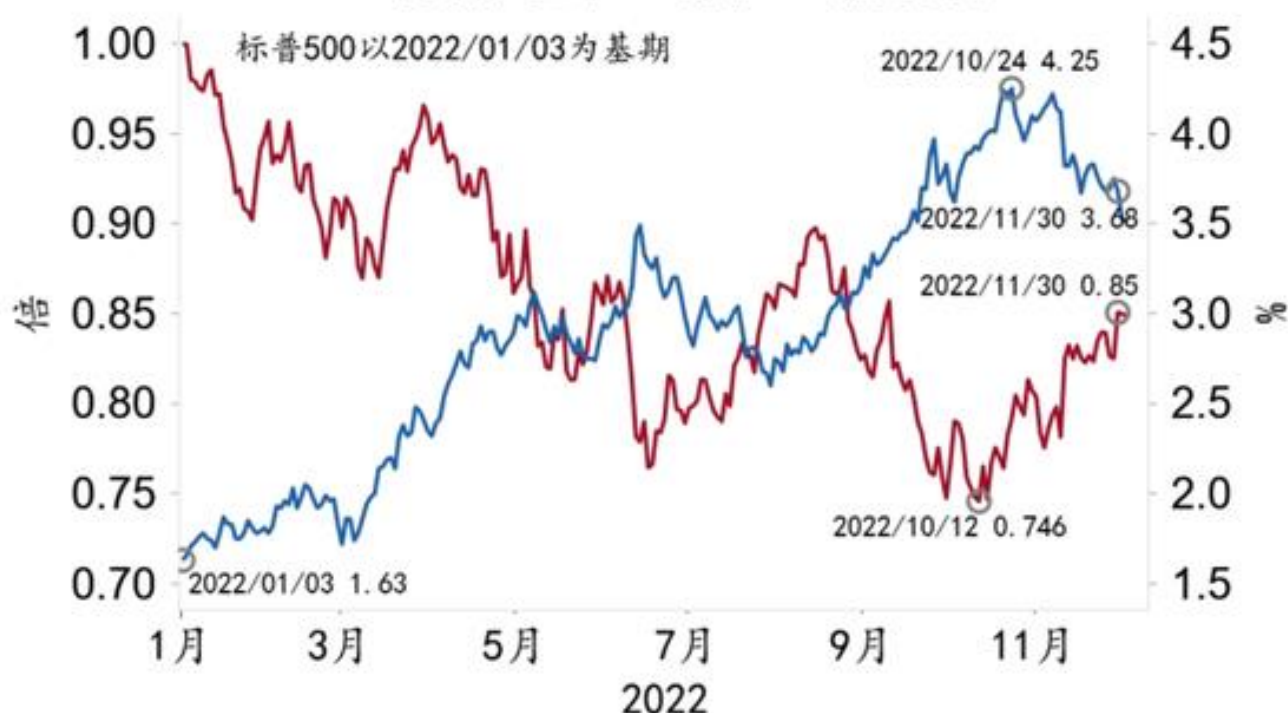
美联储利率操作框架



图 2：美国资本市场大幅波动

2022年美国股债市场表现

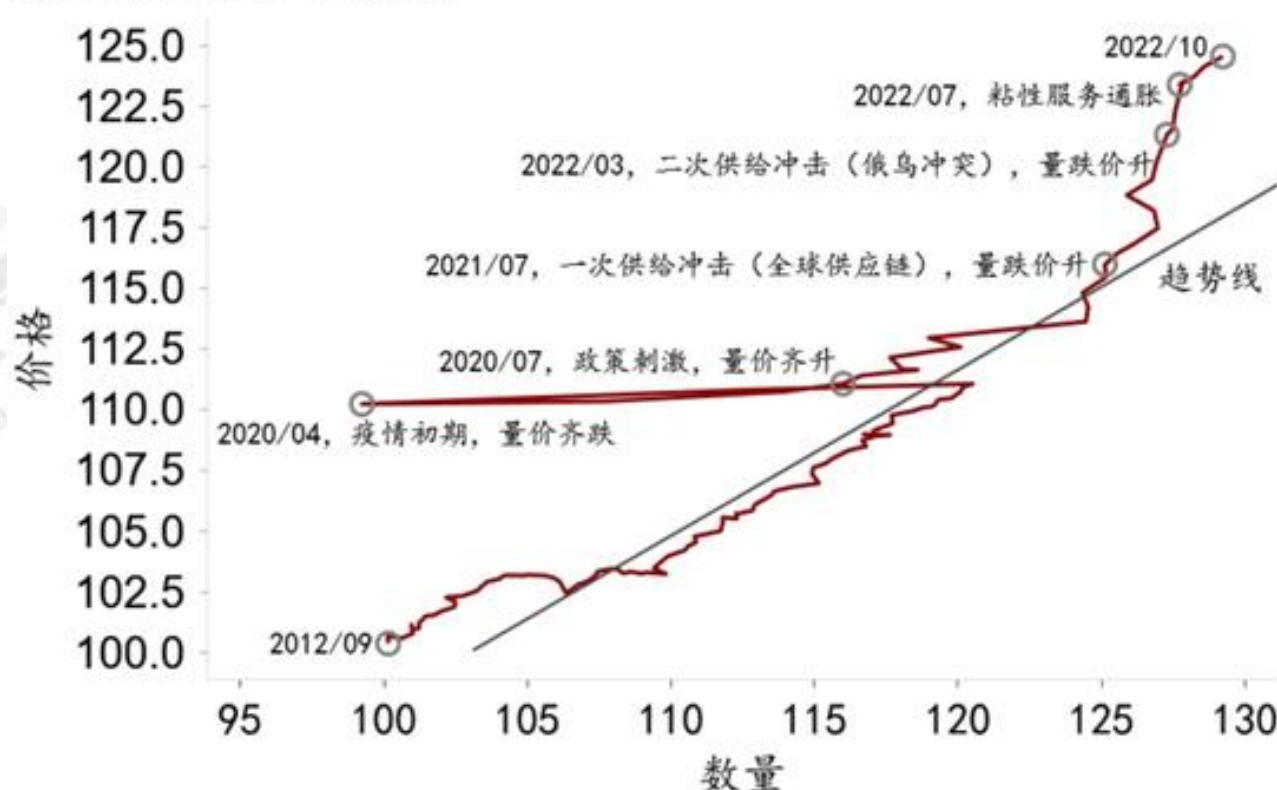
-10Y美债收益率 - 标普500指数变动



通胀方面，新冠疫情爆发后，供需因素交互主导，推动美国通胀持续上行。2020年4-6月疫情爆发之初，美国居民消费“量价齐跌”，CPI通胀一度跌至0.1%的低位。其后随着美国大规模宏观刺激政策出台，防疫封锁放松，旺盛的商品需求开始占据主导地位，居民消费“量价齐升”，通胀相应稳步上行。2021年下半年后，在全球供应链紊乱、俄乌冲突以及中国疫情等供给冲击下，居民消费“量跌价升”，美国通胀陡峭上行，不断刷新近40年新高。2022年中以来，受宏观政策“双紧缩”影响，美国需求有所下行，CPI通胀相应见顶回落，至10月下行至7.7%（图3）。

图3：美国本轮通胀发展的五个阶段

美国PCE量价散点图



从结构上看，美国核心商品项通胀已于 2022 年上半年见顶回落，但核心服务项通胀仍然处于本轮最高位。与此同时，食品和能源通胀走势变数仍存，地缘政治风险或带来新的供给冲击。

前瞻地看，短期内美国通胀或在商品通胀回落驱动下保持下行态势，中期或在服务通胀回落驱动下加速下行，但长期通胀中枢或受劳动力短缺

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_49862

