

交银施罗德基金 2023 年一季度宏观策略展望报告

BANK OF COMMUNICATIONS SCHRODER FUND MANAGEMENT CO., LTD.

一、 交银施罗德基金首席策略师马韬： ——权益市场展望及配置建议

二、 交银施罗德基金固收分析师张顺晨： ——债券市场展望及配置建议

交银施罗德基金 2023 年一季度宏观策略展望报告

一、中国权益市场展望及配置建议：斗转星移

- ◆ **2023 年权益市场受到企业盈利和市场估值双向提振：**2022 年 A 股市场在新冠疫情、海外通胀与货币紧缩三重压力下调整明显，但估值逼近历史极端水平，11 月初股权风险溢价指标达到 2011 年以来最高位置，提示出现了较好的配置机会。展望 2023 年一季度，随着海外通货膨胀压力和货币紧缩力度的阶段性回落，以及国内房地产和线下出行政策的优化拉动经济增长，A 股有望出现企业盈利和资产估值两方面的改善，带动整体权益市场出现修复。
- ◇ **2023 年国内经济主要动力来自内需，居民部门投资与消费活动主导：**结构上来看，2023 年中国出现内需修复概率较大，居民部门成为内需修复主导力量，居民过剩储蓄逐季转化为投资与消费是可预期事件。2023 年一季度投资需求释放可能强于消费，二季度消费需求释放更为充分，届时将迎来全年经济修复斜率最大时点；出口全年下行压力显著，出口余温集中在少数成本优势行业，也将使得制造业投资从扩张产能转向降本增效和技术改造，从产能设备转向软件支出；基建增速预计将维持不变且发力前置，房地产建安增速强于新开工增速，预计建筑业对经济真实拉动向好。
- ◇ **2023 年外资对 A 股配置预计回暖，但海外源头风险仍不容小视：**在国内经济修复的同时，2023 年全球供给冲击和需求下滑仍有可能持续，因此 2023 年的另一主线是国内经济在 2 年之后再度强于海外，在阶段性吸引外资配置的同时，海外也可能是实体经济和金融市场的风险来源。2023 年上半年是海外经济 and 价格相对稳定的甜蜜期，2023 年下半年经济与价格不确定性更大，使得资本市场上半年机会

交银施罗德基金 2023 年一季度宏观策略展望报告

的确定性可能大于下半年。其中欧洲能源危机，美国货币政策再度波动以及海外非银金融部门资产负债流动性不匹配等风险需要重点关注。

- ✧ **2023 年市场风格倾向于大盘股，价值先于成长修复：**在以上的宏观假设下，2023 年 A 股市场大概率以大盘风格为主导，低估值价值板块先于高估值成长板块修复，中小盘跟随市场大势修复。时间顺序上，2023 年一季度关注金融地产和建筑产业，二季度关注消费与出行产业。主题上关注国企价值重估，新型举国体制机制对科技行业的带动，进口产业链，乡村振兴等。

二、中国债券市场展望及配置建议

- ◆ **展望 2023 年，随着疫情的影响逐步减弱、地产市场低位企稳，叠加海外经济陷入衰退，增长动能可能从外需切换到内需。预计经济中枢缓慢上行，受基数效应影响同比增速将在二季度录得高点。作为二十大开局之年，结合高质量发展定调，2023 年或呈现信用环境维持宽松、货币条件回归中性、通胀温和可控的格局。对于债券市场，我们认为国内基本面修复节奏和流动性的边际变化将成为影响行情的主要因素，短期春节前后经济依然承压，市场情绪修复后债券或存在交易性机会，明年二季度伴随消费潜力释放和地产修复，债市或面临一定扰动，预计下半年整体维持震荡。**
- ✧ **基本面方面，**目前市场对于未来出口回落已经形成一致预期，增长的主要动能或将转为内需，主要关注点在于地产的修复节奏和消费反弹力度。当前出口增速已回落至负区间，随着全球货币紧缩的效果显现，企业投资和居民购房活动均受到抑制，后续海外发达经济体陷入衰退的概率不低，叠加高基数效应，明年出口对经济或形

交银施罗德基金 2023 年一季度宏观策略展望报告

成一定拖累。参考海外经验，在防疫政策放松后，人流和物流逐渐修复，有助于拉动零售和餐饮服务业增长，考虑我国居民消费倾向处于低位，前期积累的储蓄和受到压制的需求将支撑商品消费反弹，但在感染上升期，服务业或依然承压，中长期消费恢复空间仍取决于内需修复和居民收入的增长。今年大规模留底退税缓解了企业现金流紧张，制造业投资增速维持高位，考虑盈利和贷款需求指数偏低，明年企业增加资本开支的内生动能或不足，但受科技创新和能源改革等相关配套政策支持，制造业投资增速有望保持平稳。2022 年基建新开工项目较多，后续施工推进和配套贷款将对投资形成支撑，但考虑隐性债务监管并未放松，叠加土地出让收入下滑推升地方政府还债压力，基建向上弹性将受到抑制，结合基数效应，以及政策性金融工具对资金来源的补充，预计明年基建增速稳中略降。我们认为地产投资可能是存在较大预期差的部分，近期监管加快推进信贷、债券和股权等“三只箭”落地以支持房企融资，推进保交楼问题解决，但在供给端政策发力后，地产行业的持续改善仍要取决于需求端的预期与信心。基准情形下，考虑领先指标拿地和新开工仍在深度负区间，后续销售回暖传导到投资端也有一定时滞，预计本轮地产周期修复需要较长时间，明年大概率温和企稳，对经济的拖累边际减弱。

- ✧ **通胀方面**，预计 2023 年 CPI 和 PPI 均有所回落，全年出现明显通胀的概率不大，但需要关注疫情管控放开后，若国内需求快速回升，将拉动下半年 CPI 服务项，导致核心通胀升温。基准情形下，预计 2023 年猪价将在年中进入下行通道，食品与非食品走势呈现一降一升。节奏上，预计全年 CPI 前高后低，年初出现高点或阶段性高点，随后逐季回落。PPI 方面，伴随外需走弱，大宗商品价格或呈现弱势震荡，下半年国内地产需求边际企稳，有望带动黑色价格缓慢回升，但对整体 PPI 拉动有限。节奏上，二季度 PPI 或达到年内底部，下半年小幅上行。

交银施罗德基金 2023 年一季度宏观策略展望报告

- ✧ **从流动性来看**，中央经济工作会议定调货币政策“精准有力”，预计再贷款等结构性工具仍将发挥积极作用，通过定向支持特定领域，实现精准直达的宽信用效果，同时投放基础货币，也有助于稳定银行间流动性。考虑明年年初 MLF 到期量较大，央行降准仍有一定概率，但从中长期来看，经济有望向潜在产出修复，叠加实体融资需求改善，预计资金面大方向趋于收敛，明年二季度是重要观察时点。随着地产“三只箭”落地以及疫情政策逐步优化，信贷增速底部大概率在明年上半年出现，全年信用增速呈现窄幅震荡的格局，年底小幅上行。信用的扩张节奏取决于广义财政力度和地产需求端政策，中性假设下预计 2023 年新增社融 36 万亿左右，对应年底社融增速在 10.3%附近。
- ✧ **明年海外政策和机构行为也将对债市产生一定影响**，尤其是美联储加息拐点和银行理财规模变化。美联储 12 月议息会议宣布加息 50bp，紧缩节奏有所放缓。在前期美联储持续加息后，融资成本不断走高对美国房地产周期和居民消费活动的抑制正在逐步显现，市场预期美国将在明年上半年陷入衰退。同时，当前美国通胀数据已经基本确认见顶，明年供需矛盾缓解，通胀压力或进一步下行。综合来看，美联储大概率在明年一季度末停止加息，后续若失业率明显抬升，或触发联储政策转向，关注明年四季度海外降息预期的变化，对国内债市而言，明年中美利差倒挂程度有所修复，将减小外资流出压力。此外，随着理财净值化转型推进，投资者申赎或更加频繁，需要关注市场交易过于集中时，理财规模变动可能导致的债市波动风险。
- ◆ **配置建议：**
 - ✧ **把握阶段性行情、合理利用杠杆、严控信用风险。**

交银施罗德基金 2023 年一季度宏观策略展望报告

- ✧ **把握阶段性行情：**如上分析，我们预计 2023 年债券市场在政策积极发力、经济温和修复的影响下，收益率波动区间或将小幅抬升，但整体流动性环境将保持合理充裕，债市大幅下跌的风险较低，收益率或依然维持区间震荡格局，组合可依据增长和流动性的预期差参与波段博弈机会。站在目前时点来看，受机构行为冲击，债市出现快速调整，而基本面和融资需求未见明显改善，考虑防疫政策仍在优化探索，后续在全国感染高峰出现拐点前，经济或阶段性承压，市场悲观预期修正将打开收益率下行空间。二季度开始，由于疫情影响减弱、地产政策逐步见效，经济数据大概率趋于改善，债市或存在边际扰动。下半年，海外衰退压力上升，国内经济动能的持续性将决定市场节奏。债市的主要风险点在于防疫和地产政策转向后，需求集中释放导致市场风险偏好回升，行情的阶段性拐点需要紧密跟踪宽货币向宽信用传导的效率、以及实体经济的变化。
- ✧ **合理利用杠杆：**2023 年政策的主基调侧重稳增长和宽信用，货币政策总量工具发力的空间有限，降息或主要取决于地产需求端表现，降准则关注一季度 MLF 到期量较大的时点。同时，财政政策和货币政策要协调联动，央行将积极运用结构性工具支持信贷增长。考虑利润上缴结束，后续资金面更加依赖公开市场操作。基准情形下，经济增速将向潜在产出回归，明年资金面大方向趋于收敛，预计 DR007 将回归政策利率并围绕其上下波动，中枢或小幅高于 2022 年。当前债券收益率明显调整后，与资金利差处于较高位置，杠杆策略的获利空间增加，但未来理财申赎行为仍会放大资产价格波动，建议在保持组合流动性的前提下合理利用杠杆，加强组合负债端管理和杠杆风险控制。

交银施罗德基金 2023 年一季度宏观策略展望报告

- ◇ **严控信用风险：**今年四季度以来，疫情防控政策优化和稳地产政策进一步出台，叠加资金利率中枢小幅抬升，导致债券市场下跌并引发负反馈。展望明年，在本轮市场调整后，当前信用债无论从绝对收益率水平还是信用利差来看，都已具备较好的配置价值，但理财净值化背景下债市波动放大的特性，可能使得机构投资者更加偏好流动性好的资产，中长久期或低等级的信用利差中枢有走阔风险。因此我们建议控制好信用债投资的久期，并保持好组合的流动性。产业债方面，地产债违约余波未平，需对民企地产债保持警惕，稳地产政策密集出台后，头部央国企地产债的估值有望修复；煤炭行业处在中高景气区间，预计盈利和现金流维持较好，可继续择优配置；钢铁行业阶段性亏损情况可能持续，未来基本面改善取决于下游需求的修复。城投债方面，中央经济工作会议强调加强金融、地方债务风险防控，守住不发生系统性风险的底线，政策仍以维稳为核心诉求，城投债整体违约风险可控，但随着部分地方财力走弱，城投债尾部风险在逐步累积，仍需防范弱区域城投信用风险暴露的可能。

交银施罗德基金首席策略师马韬、固收分析师张顺晨

免责声明：

本报告为研究人员依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述具体证券买卖的出价或征价。

转载条款

本报告版权归交银施罗德基金管理有限公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。