

景顺长城2023年度 经济展望及投资策略

2022年12月

Invesco Great Wall

本材料仅供内部交流使用，不视为宣传推介材料，禁止任何形式的对外发放。

投资策略总览

- 展望2023年，经济和市场仍将面临较大不确定性，但我们判断，国内经济将较今年显著回暖，同时市场也将提供更多机会。

1

国内宏观

- 国内将开启新一轮经济周期，从今年所处的收缩期转向复苏期。

2

海外宏观

- 海外通胀大概率继续回落，发达经济体央行将于上半年结束本轮加息周期，但经济将继续承受下行压力。

3

A股研判

- 估值处于历史低位，经济即将复苏，企业盈利逐步见底，可积极布局权益资产。

4

权益策略

- 政策转向的受益板块是中短期阻力最小的方向，包括地产链、港股互联网、部分消费品。

5

中长期结构性机会

- 20大指向的新时代特征，是寻找中长期结构性机会的关键切入点，值得持续关注方向包括军工、信创、医药、以半导体为代表的高端制造。

投资策略总览

6	利率债	<ul style="list-style-type: none">中长期看，经济见底回升预期决定了利率底部抬升，明年大概率中枢上抬，节奏上需要观察地产政策落地后，基本面何时企稳。
7	信用债	<ul style="list-style-type: none">中短期看，短端的绝对和相对配置价值均较为突出。
8	贵金属	<ul style="list-style-type: none">随着美联储加息周期结束，海外进入衰退、或中长期滞胀，贵金属将迎来新一轮行情。
9	大宗商品	<ul style="list-style-type: none">能源商品处于中长期行情的回调阶段；基本金属2023年供需基本平衡，市场总体偏向震荡；黑色系商品明年暂时看不到需求端的强逻辑，供应端也比较难看到明显的收缩。
10	风险	<ul style="list-style-type: none">疫情对明年国内经济的影响存在较大不确定性；不排除海外通胀无法回落至合意区间，导致主要央行无法在经济衰退中提供足够政策支持。

目录

01. 2023年国内经济展望

02. 2023年海外经济展望

03. 2023年权益策略

04. 2023年固收策略

05. 2023年资产配置观点

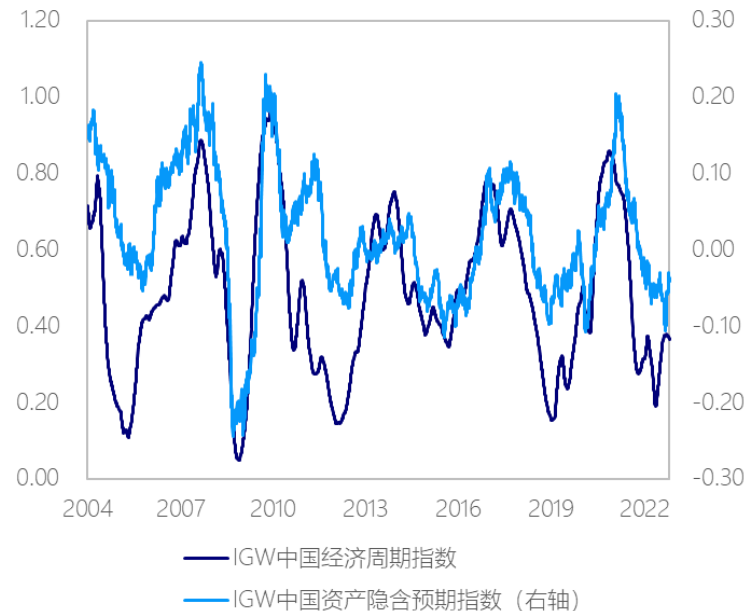
2023年国内经济展望

1

经济周期

- 国内经济今年的特点是外强内弱。前三季度外需在疫情防控较好以及制造业的低成本优势下保持了较好的增长，内需在疫情反复和地产的出清下持续走弱，消费和地产拖累经济。
- 当前经济正处于磨底阶段，展望明年，随着政策优化的滞后效应逐步体现，预计本轮经济下行周期可能在接下来1-2个季度左右接近尾声。

中国经济周期观察指标



资料来源：Wind，景顺长城。IGW中国经济周期指数、IGW中国资产隐含预期指数为景顺长城内部自建指标。

货币信用条件

- 2022年宽信用过程呈锯齿状反复，反映了政策驱动下社融增长持续性的不稳定，融资需求在相对底部区间，地产和疫情散发这两个核心矛盾压制需求，但结构上增量政策工具效力在发酵，尤其是PSL连续三个月多增，企业中长贷较为坚韧。

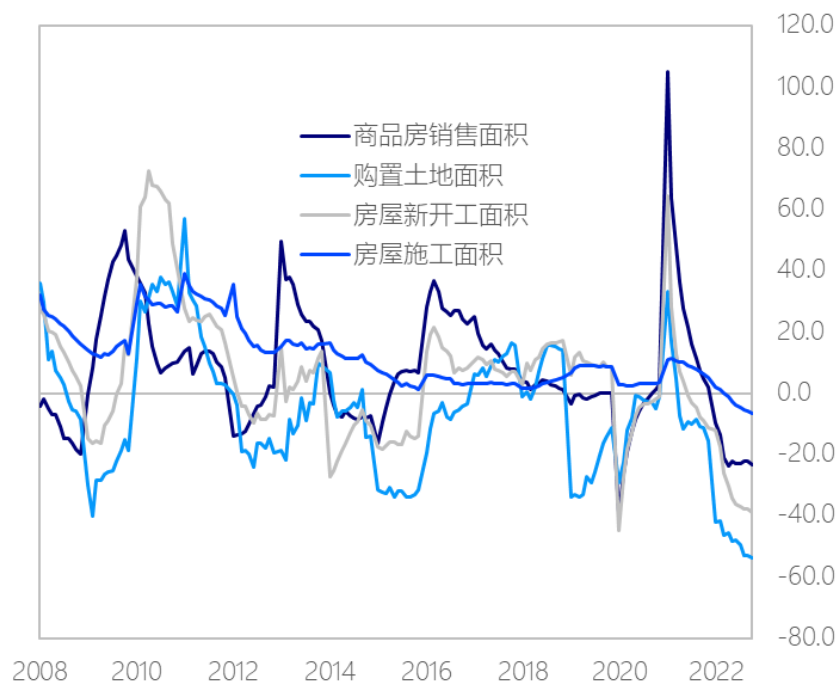


资料来源：Wind，景顺长城。

房地产

- 民企大范围违约，导致行业处于缩表过程，销售—购地的复苏链条被阻断，商品房销售和土地购置面积都出现大幅下滑。近期地产政策在逐步放松，目前数据比较弱，政策放松力度不断加码。

地产链数据累计同比



资料来源：Wind，景顺长城。

制造业

- 制造业投资是典型的顺周期部门，在这一轮经济下行周期中，制造业投资反而表现亮眼，一方面是我国在生产上抢了更多份额的滞后结果，另外一方面是因为我国在新兴行业里较大扩张了产能，而这两点都极大推升了国产替代的进程。
- 但展望未来，在企业盈利仍未企稳，库存仍在主动去化阶段，叠加出口或进一步下行，制造业或阶段性承压。



资料来源：Wind，景顺长城。

消费

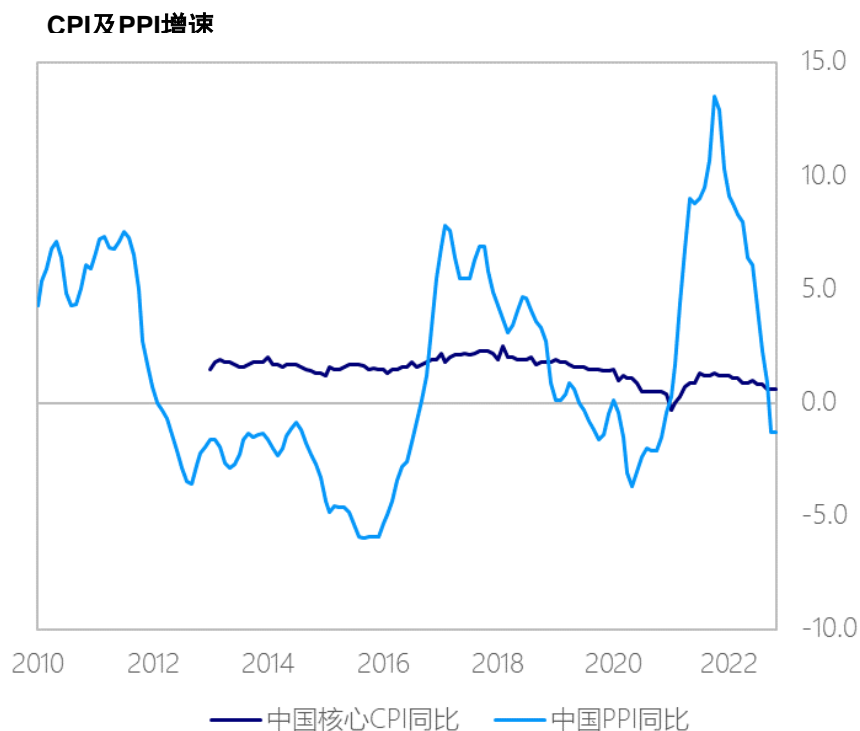
- 消费今年大幅拖累经济，主要受疫情对于消费场景的限制、经济下行周期中居民收入的下滑等影响。
- 短期内消费的拖累不会很快逆转，但展望明年，受益于防疫政策优化、积压需求和超额储蓄（一部分被动、一部分预防性）释放，消费有望对经济明显支撑。



资料来源：Wind，景顺长城。

通胀

- 核心CPI维持低位、PPI同比转入负增长，映射内需不足，反映经济循环仍受阻，经济动能较差。通胀反映基本面的弱势，顺周期项多数延续下滑，社交经济相关价格维持弱势，地产链条开工端仍然疲弱。



资料来源：Wind，景顺长城。

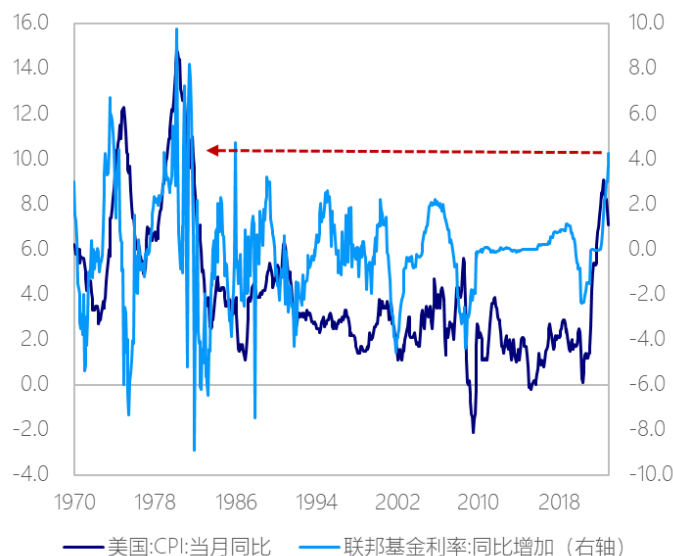
2023年海外经济展望

2

货币政策

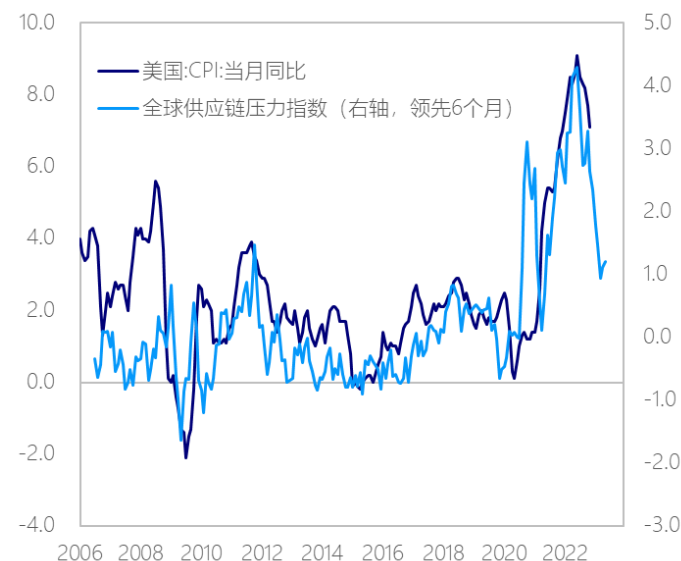
- 今年海外宏观的核心主题是通胀高企背景下的货币紧缩，年初至今美联储累计加息425bp，加息速率仅次于1980年的沃克尔时期。
- 年中以来，全球供应链瓶颈持续缓解，大宗商品价格显著回落，主要发达国家的房地产市场也明显降温，均有利于通胀水平继续向下修复。在此背景下，预计以美联储为代表的发达国家央行将于明年上半年结束本轮加息周期。

美国通胀及联邦基金利率



资料来源：Wind，景顺长城。

美国通胀及全球供应链压力



资料来源：Wind，景顺长城，纽约联储。

实体经济

- 尽管今年通胀高企和货币紧缩对企业和居民部门均构成较大压力，但得益于过去三年全球经济上行、以及政府的转移支付，截至目前私人部门的资产负债表没有显著恶化，也支撑了今年发达国家的经济增长。
- 展望明年，考虑到货币政策效果的滞后性，预计中国以外的经济体将继续承受下行压力。尽管不能排除欧美进入衰退的情形，但基于当前信息判断，大概率是一次相对可控的浅衰退。

全球货币政策及经济周期

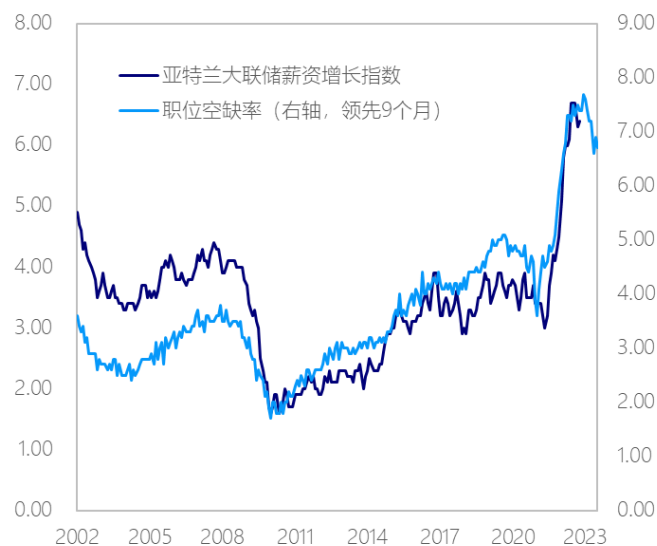


资料来源：Wind，景顺长城。IGW全球货币政策扩散指数为景顺长城内部自建指标。

风险

- 明年海外宏观的主要风险仍然来自通胀方面：
 - 再度出现以大宗商品为代表的意外供给冲击；
 - 发达经济体劳动力市场持续过热。
- 以上风险均将迫使全球央行推迟结束紧缩周期、或在经济进入衰退的时候无法提供宽松支持，从而对全球经济和金融稳定构成较大风险。

美国薪资增速



资料来源：Wind，景顺长城。

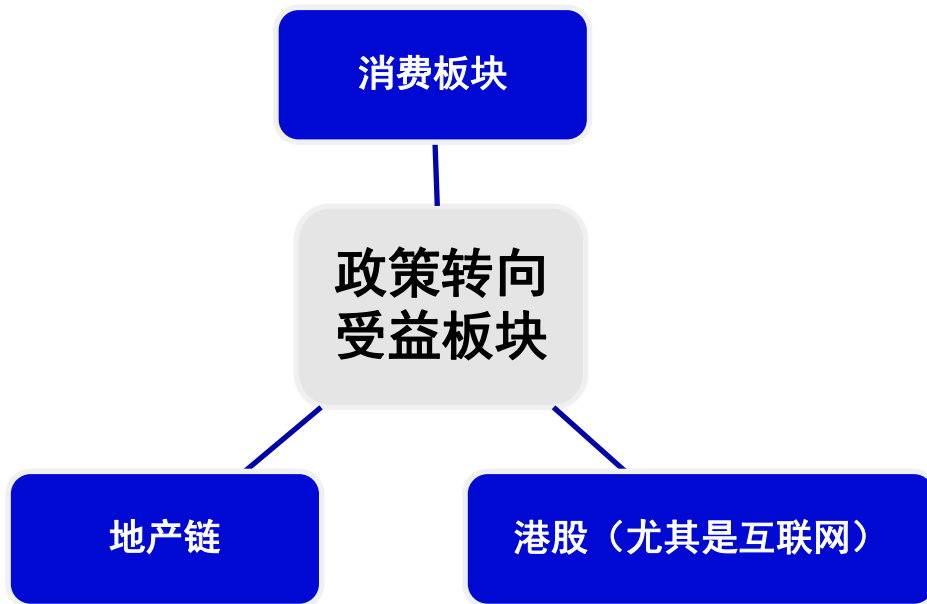
2023年权益策略

3

关注：政策转向受益板块

消费板块可能是明年A股投资的重要胜负手

- 12月16日召开的中央经济工作会议对明年的经济工作做出五点指示：一是扩大国内需求，二是加快建设现代化产业体系，三是切实落实“两个毫不动摇”，四是更大力度吸引和利用外资，五是有效防范化解重大经济金融风险。



关注：政策转向受益板块

地产链

地产链

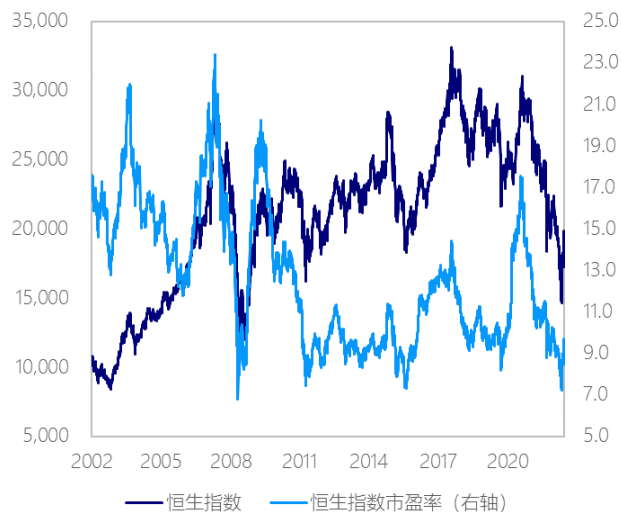
- 2022年地产行业经历了较为严重的下滑，全年预计销售面积同比下滑20-25%，供给侧由于民营企业违约频发，出清的较为彻底。
- 政策端从三季度以来开始逐步放松：
 - 首先是融资端，从扩大版民营企业债券融资支持工具（第二支箭）到AH股股权融资放开（第三支箭），房企大部分的融资渠道都有所放宽，对房企的融资现金流有一定缓解。
 - 其次是需求端，从杭州放松认房认贷标准以来，陆续有部分城市跟进放松限购限贷政策，预计后续会有更多城市跟进。
- 展望2023年，随着需求端政策的陆续出台，销售有望在下半年逐步企稳，而供给侧的出清使得龙头国央企的拿地利润率恢复，长期集中度提升的逻辑更加顺畅。

关注：政策转向受益板块

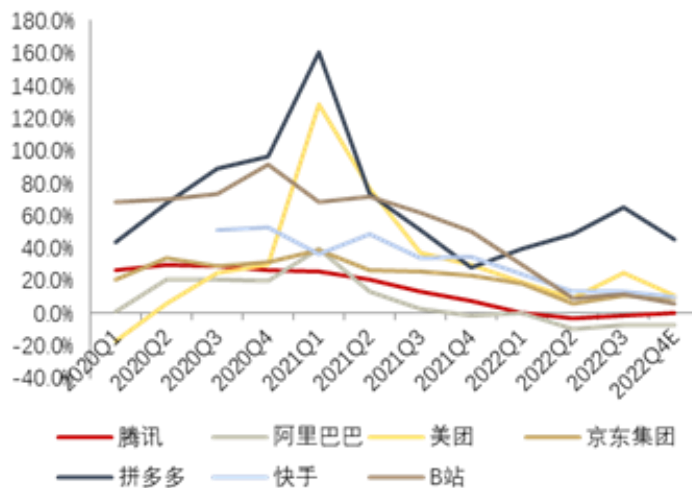
港股&互联网

- 当前港股估值已经充分反应各种压制因素，存在持续估值修复的潜力。截至11月底，恒生指数动态PE已经降至近10年均值以下1倍标准差。我们认为压制港股估值的三大因素：地缘政治及中美摩擦、美联储加息、房地产及疫情防控问题，都将在2023年得到缓解或边际改善。
- 2023年港股市场有望迎来盈利与估值双重修复的机遇，看好港股市场投资机会。从行业的角度，消费、服务业和地产产业链受益于疫情后复苏，消费互联网、餐饮旅游博彩、医疗服务、运动服饰、白酒家电、房地产建材等行业机会已经展开。市场对疫情影响经济2-3个月有所预期，超跌反弹品种估值较为宽容，明年二季度开始届时可能面临盈利和估值的匹配。

恒生指数估值水平



主要互联网企业盈利增速



资料来源：Wind，景顺长城。

关注：中长期结构性机会

“中国式现代化”将是未来最重要的时代特征

- 20大对未来5-10年国内经济社会做出了重要展望，以高质量发展、安全、民生为核心的“中国式现代化”将是未来最重要的时代特征，我们认为这是寻找长期结构性机会的重要切入点。
- 在实现中国式现代化的过程中，不同类型的行业和企业将承担起不同的角色，包括基础设施型行业、进阶服务型行业、开拓探索型行业。

新时代特征下的企业分类视角

新时代特征下的三种企业类型				
	基础设施型行业	进阶服务型行业	开拓探索型行业	
	与新时代特征的关系	服务于安全和民生	兼顾发展、安全和民生	聚焦高质量发展
政策定位	产业政策导向	强调为经济和居民提供保障和基础服务，不以增速和盈利为首要目标	通过市场化方式为社会提供优质服务，但不应谋求垄断、赚取暴利	鼓励技术突破、模式创新、做大做强
	行业监管力度	从严、稳定	适度、动态调整	相对宽松
	市场化程度	一定程度垄断	有限竞争	市场化竞争
行业特征	增长诉求	低	中	高
	利润诉求	中	高	低
	分红诉求	高	中	低
价值判断	内涵价值判断角度	战略地位 稳定的ROE 分红率	“好生意” 合理资本配置的能力 合适的价格	创新性、前瞻性 成长性、景气度
	匹配负债端	稳定现金流 低风险偏好	合理风险合理回报	高资本增值 高风险偏好
	举例	资源能源、公用事业、军工、房地产、银行	医药医疗服务、互联网信创、必选消费	高端制造、数字经济、新能源、节能环保

开拓探索型行业

- 可能主要集中在高端制造、工业母机、半导体、新能源、节能环保等板块，尤其是关键技术被卡脖子的领域。

进阶服务型行业

- 多数与老百姓日常生活直接相关，政策会阶段性地进行约束和引导，市场会相应地重新定价，导致判断“好生意”的难度有所提升。

基础设施型行业

- 呈现相对稳定的业绩、更低的股价波动、较高的股息率，非常适合绝对收益和养老资金。

资料来源：景顺长城。

关注：中长期结构性机会 军工

长期成长逻辑正在加强 板块景气度有望持续至2025年

- 军工板块的长期成长逻辑正逐步加强，主机厂从2021年以来陆续收到大额合同负债，国企的股权激励也在积极推进中。装备放量叠加国产替代持续兑现到上市公司的业绩，板块景气度有望持续到2025年。
- 申万-军工指数TTM估值修复到两年均值附近。核心公司2023年PE估值预计均处于20X-30X，且明年增速仍然有30%-40%，从估值性价比来看，当前军工板块具有较高配置价值。

资料来源：wind，景顺长城。

关注：中长期结构性机会 信创

2023年开启新一轮投资周期 有望持续至2027年

- 2019年-2021年第一期信创试点完成，国产基础软硬件性能得到验证，已经达到可用的阶段，正逐步向好用递进。2023年将开启新一轮信创投资周期，时间有望持续到2027年，体量是第一期的数倍，最终实现党政体系全替代，行业体系能替则替，预计会涌现出更多信创投资的机会。
- 当前处于信创政策密集出台期，市场预期逐步修正，板块由情绪主导，预计到2023年以后会过渡到业绩主导的投资阶段。

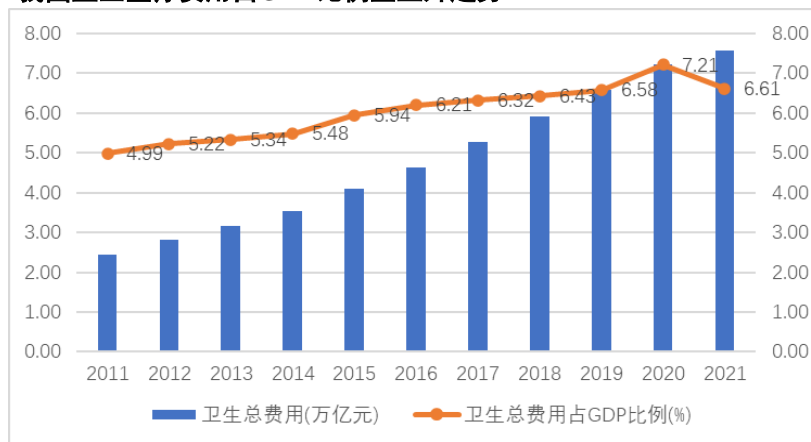
资料来源：wind，景顺长城。

关注：中长期结构性机会

医药

- 截至2022年Q3医药行业估值和持仓均位于历史相对底部区间，充分消化了多重风险。展望未来，我国卫生医疗费用占GDP比例还将提升，支付端持续扩容，且在创新研发、消费升级和老龄化加速的驱动下需求增长较为确定，配置价值突出。未来看好的细分方向如下：
 - （1）复苏方向：前期受损的消费医疗和院内诊疗等领域在2023年业绩有望持续修复，消费医疗中看好眼科、肿瘤、中医连锁和牙科等龙头医疗服务公司和上下游产业链，院内诊疗看好与择期手术和检查检测相关的药械企业。
 - （2）创新方向：2023年随着美股加息预期见顶、投融资在2022年低基数下恢复性增长、国内创新药医保谈判降幅预期温和，均有利于上游投融资预期恢复和下游创新药板块估值修复，带动产业链回暖。
 - （3）高端制造方向：强调自主可控和扩大内需均有望推动医药先进制造业发展。器械领域看好国产替代率低、技术壁垒高、集采风险低的设备和耗材龙头，药品产业链看好生命科学上游中有望突破卡脖子技术的国产试剂和填料企业。

我国卫生医疗费用占GDP比例呈上升趋势

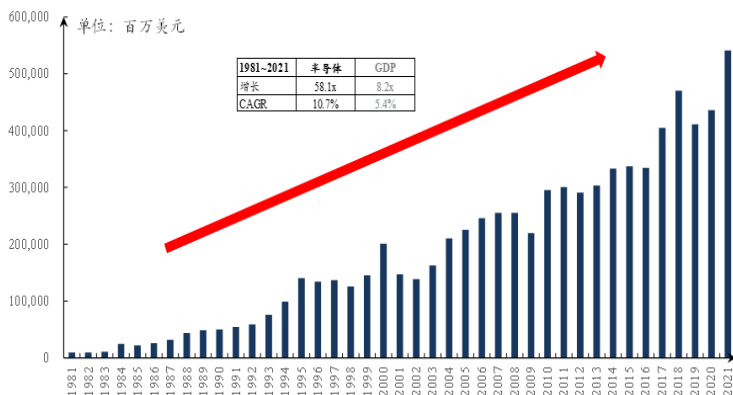


数据来源：国家统计局。

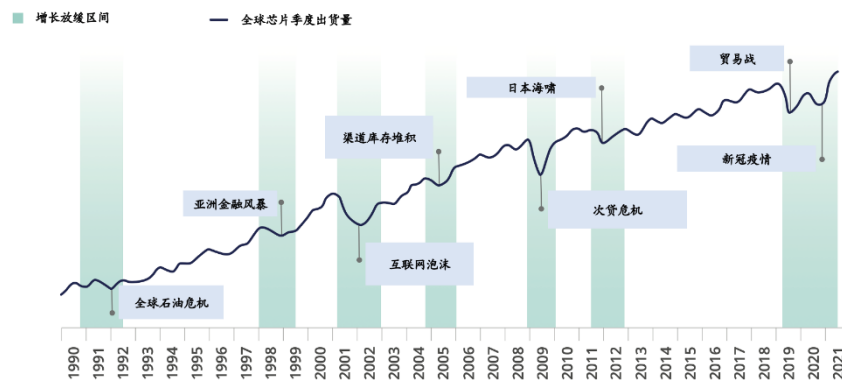
关注：中长期结构性机会 半导体（1/3）

- 缺芯潮后，乐观看待后市结构性投资机会。目前，产业链正经历主动去库的最“黑暗”阶段，但股价前置调整已释放了大部分估值风险，且以存储为代表晶圆厂开始陆续下修其资本开支，历史上通常为景气度相对底部信号。
- 向后展望，库存周期带来的波动已告一段落，产品创新引领的技术发展仍在继续，而自主可供给国内本土企业带来了巨大的增量成长机会。

全球半导体产值规模



全球半导体景气度周期复盘

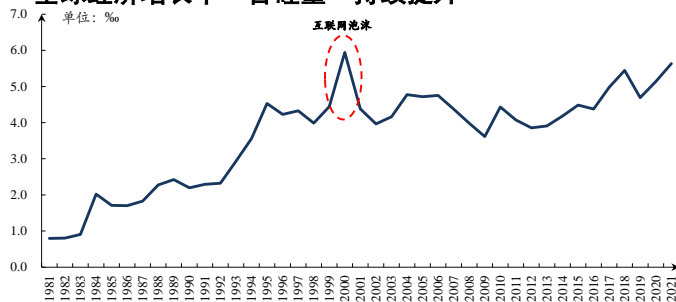


资料来源：SIA，IBRD，景顺长城。

关注：中长期结构性机会 半导体（2/3）

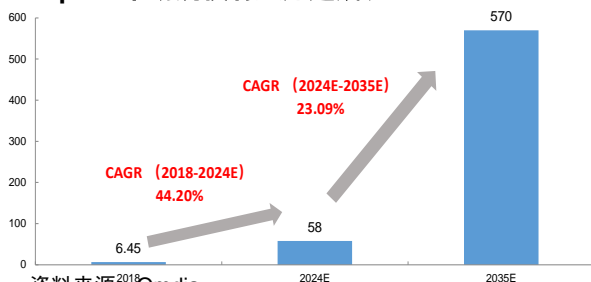
- 展望全球，布局半导体新品周期。按照不同半导体产品承载功能，将其区分为：
 - （1）感知层的数字化：视觉为代表的图像传感器（CIS）是主要需求市场，过去依托于智能手机从单摄到多摄的产品升级，未来汽车CIS、机器视觉将成为增量成长领域。
 - （2）决策层的智能化：智能终端向轻薄短小持续发展，Chiplets将成为后摩尔时代发展方向，并带动产业链价值量分配改变，也给国内产业链实现弯道追赶的机会。
 - （3）执行层的电气化：功率半导体作为核心器件，跟随产业需求进入黄金成长阶段，并以SiC材料升级引领能量密度突破方向，2022年和2023年供需两旺产业进入爆发成长阶段，国内各环节领域逐步突破。

全球经济增长中“含硅量”持续提升



资料来源：SIA, IBRD, 景顺长城。

Chiplets市场规模有望加速成长



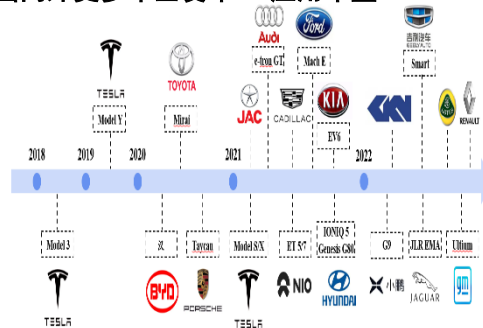
资料来源：Omdia。

传感器需求市场及结构



资料来源：Yole。

国内外更多车企发布sic应用车型

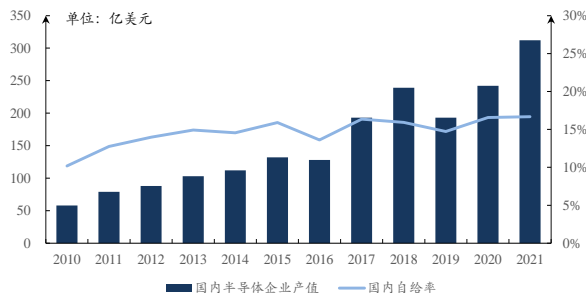


资料来源：公司资料整理，景顺长城。

关注：中长期结构性机会 半导体（3/3）

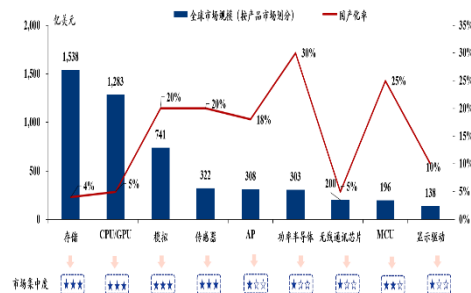
- 聚焦国内，继续看好本土产业链的国产替代。以2018年为拐点，外部管制趋严放大经营环境的不确定性，并在自主可控紧迫需求下，推动本土供应链国产替代的成长机会。具体而言：
 - （1）IC设计：未来聚焦大空间+低渗透领域，汽车和工业有望成为长期发展的蓝海市场。
 - （2）IC制造：成熟制程覆盖绝大多数芯片产品和全球~80%晶圆产能，且已逐步建立国内产业生态。
 - （3）IC设备和材料：受益于制造环节产能转移带来的增量需求，上游供应链景气度弱相关于全球产业周期，并受益国产替代边际加速呈现更快速成长。

国内半导体产值贡献及自给率



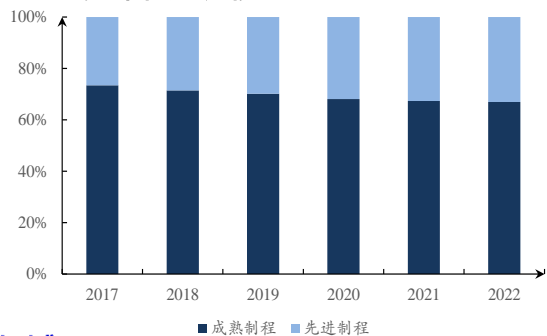
资料来源：IC Insights，景顺长城。

不同IC产品市场特征及国产替代进程



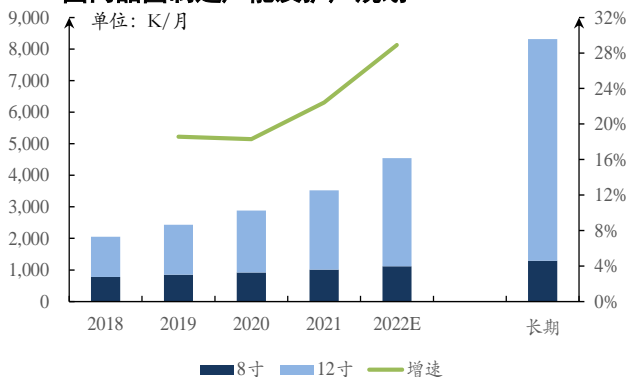
资料来源：公开资料整理，景顺长城。

全球晶圆制造产能结构



资料来源：SEMI，景顺长城。

国内晶圆制造产能及扩产规划



资料来源：公开资料整理，景顺长城。

4

货币政策精准发力 资金利率回归政策利率

- **积极的财政政策要加力提效：**明年发力的前提将是增加政府债券的发行，这对于流动性并不带来绝对的补充，反而在发债和投放的过程中造成资金面的波动。
- **稳健的货币政策要精准有力：**“精准”决定了明年货币政策更多的是以结构性政策为主，出发点还是为了解决当前实体经济需求不足，流动性大规模投放过程中存在空转的问题。
- 预计跨年后CD存在一定下行空间，明年资金价格将回归政策利率附近。

整体供需格局的变化不会剧烈

- 需求端：目前来看信用扩张力度仍比较弱，未来资金收敛的过程可能较为缓和。
- 供给端：2023疫情对经济的压制缓解，但基建托底经济的预期依然是主线，预期专项债限额将有所上调，利率债和类财政工具共同放量在供给层面延续压力。
- 信用债供需双弱。一方面，经济弱复苏下，实体融资需求不足，同时，城投平台的融资依然受到债务管控的限制；另一方面，市场调整幅度较大，理财等配置机构遭遇大规模赎回，信用债需求萎靡不振，发行难度加大。

主要品种观点

1

利率债

- 短期来看，债券市场在经过大幅调整过后，赔率有所提升，阶段性有一定交易机会。
- 中长期来看，利率重回前低的可能已经越来越小，明年大概率中枢上抬，节奏上需要观察地产政策落地后，基本面何时企稳。

2

信用债

- 中短端配置价值突出。一是收益率上行幅度较大，已明显偏离了资金价格中枢；二是绝对收益率回升到2020年底水平，票息价值非常高。三是信用利差走阔幅度较大，已回升至近三年高位，相对价值也非常突出。

3

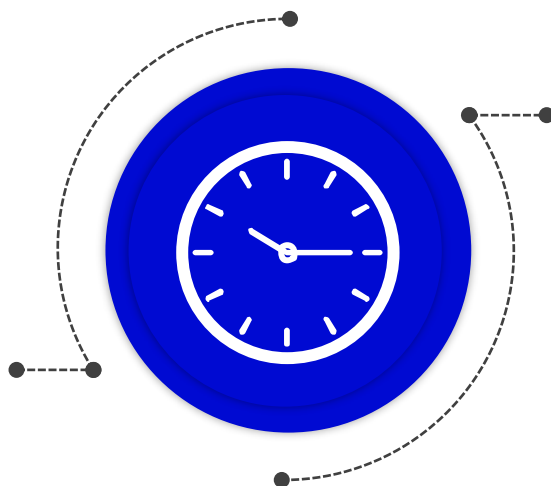
信用风险

- 民营房企信用风险尚未真正缓解。一是房地产融资维稳政策的实施需要一定的过程，在落地过程中也会面临各种各样的问题。二是房地产销售仍处在下行过程中，是否能够企稳回升也存在一定的不确定性，房地产企业特别是民营房地产企业自身依然缺乏造血能力。

可转债

- 目前转债市场的整体估值水平正在向均值水平快速回落，同时考虑到转债市场中权重板块的转债正股估值仍具有较高的吸引力，预计23年转债市场的上涨空间将会明显好于22年。
- 从转债市场整体来看，目前溢价率仍处于中性偏高的状态，权益方面，国内外环境将进一步有利于权益市场。具体到行业选择上，顺周期板块或将是较好的方向，同时顺周期板块的转债估值也相对调整较为充分，23年或将给投资者带来较好的收益。

转债市场整体情况



个券选择

- 股性转债中建议关注正股基本面较好，估值相对较为合理，同时溢价率合理的品种，例如部分金融/周期品/交运/电力转债等。
- 债性转债目前的配置价值调整仍不充分，需等待债券收益率调整结束后寻找新的平衡点。
- 条款博弈目前的重要性有所下降。

2023年资产配置观点

5

权益：估值处于历史相对低位，经济有望重回上行周期，盈利逐步企稳，权益市场或可积极布局（1/3）

- 从绝对估值角度，A股主要宽基指数的市盈率均位于历史最低三分之一分位数区间。
- 从股债相对估值角度，尽管年末国内股债出现强弱互换的行情，但股权风险溢价仍然位于接近正一倍标准差的水平。

A股股权风险溢价（ERP）

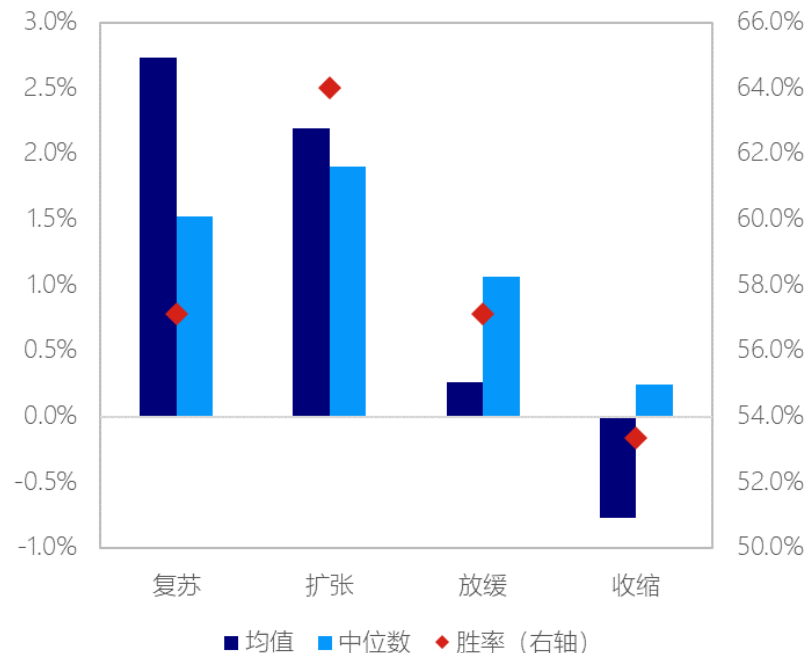


资料来源：Wind，景顺长城，数据截至12月16日。

权益：估值处于历史相对低位，经济有望重回上行周期，盈利逐步企稳，权益市场或可积极布局（2/3）

- 2023年国内有望进入新一轮经济周期，从今年的收缩期逐步转向复苏期。基于我们内部构建的经济周期模型进行统计，可以发现A股在经济复苏期和扩张期的表现显著好于收缩期。

A股在经济周期不同阶段的胜率、赔率统计（月度涨跌幅）



资料来源：Wind，景顺长城。

权益：估值处于历史相对低位，经济有望重回上行周期，盈利逐步企稳，权益市场或可积极布局（3/3）

- 今年5月、10月政策两度布局发力，但受内外因素冲击，本轮经济弱复苏、过程一波三折，Q3业绩进一步回落迎来表现业绩底。
- 2023年全年看，预计盈利增速前低后高，上半年弹性较弱，下半年内外共振，增速有望加速上行。需求方面，内需缓慢向上修复，节奏上依赖疫情常态化的进展；外需企稳预计要在二季度之后才能看到，叠加国内库存周期消化到较低水平，届时总量层面的业绩也会有更好的弹性。

A股2023年盈利预测

单季度盈利 增速&预测	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4E	2023Q1E	2023Q2E	2023Q3E	2023Q4E
全A	4.1%	1.4%	-0.6%	-2.3%	-2.4%	2.3%	6.3%	11.0%
全A两非	7.2%	-3.2%	-2.3%	-8.3%	-6.2%	0.7%	5.6%	15.2%
全A非金融	9.0%	-1.0%	-2.9%	-7.3%	-9.6%	0.0%	6.7%	21.7%

资料来源：Wind，景顺长城，申万宏源证券，数据截至12月14日。

债券：经济基本面维持回暖方向，积极把握配置和交易机会

- 防疫政策上，从动态清零变为放开共存，市场对经济增长预期大幅提升，债券市场大幅调整，理财亏损和客户赎回的负反馈导致信用债大幅下跌，信用利差由历史极低值大幅提升至15年来极高值。
- 短期来看，债券市场在经过大幅调整过后，赔率有所提升，在基本面和预期尚且错位的背景下，债市交易性的窗口可能还没有关闭，阶段性有一定交易机会。
- 中长期来看，利率重回前低的可能已经越来越小，收益率大概已经打出了最低点，中长期经济见底回升预期决定了利率底部抬升，明年大概率中枢上抬，节奏上需要观察地产政策落地后，基本面何时企稳。

大宗商品：目前总体判断大宗商品处于一轮长期上行周期的回调阶段

- 经过接近22年的调整，预计回调已经处于后期，23年全年预计是供需相对平衡的阶段，是新一轮牛市的蓄势阶段。如果做个历史类比，本轮自原油冲击130以后的调整类似于迷你版的2008年和迷你版的74-75年。

1

能源

- 我们判断三个重大逻辑支撑了能源中长期牛市前景。
- 第一：全球能源出口进入寡头结构（主要以闲置产能衡量）；
- 第二：能源革命中长期深刻影响了传统能源的供应弹性，此外由于制裁，预计作为全球核心能源供应主体的俄罗斯产量面临中长期下行压力；
- 第三：地缘政治冲突改变了全球能源贸易流，增加了摩擦成本，能源价格易涨难跌；预计欧佩克财政平衡线将决定了原油价格下限，等待发达经济体逐步兑现本轮衰退预期，油价将会开启新一轮周期；对中国的煤炭而言，对经济影响更大的电煤市场已经基本上管控成熟，预计煤炭市场进入平稳阶段。

2

贵金属

- 过去2年由于复苏叠加强劲的紧缩，且尚未衰退，贵金属市场表现一般。
- 展望未来，随着衰退兑现或者说进入中长期滞胀的情景兑现，美联储加息周期结束，贵金属将迎来新一轮牛市。另外从美元角度和地缘政治角度，贵金属也面临潜在利多。

3

基本金属

- 基本金属中长期格局比较清晰，对铜铝而言，23年是供需平衡的年份，行情预计类似于19年偏震荡，自24年开始将会面临长期的短缺格局，可能开启新一轮牛市周期。

4

黑色系商品

- 自21年3季度以来，随着地产周期调整，黑色系总体价格进入下行趋势。
- 对明年而言，暂时看不到需求端的强逻辑，而供应端也比较难看到明显的收缩，预计未来行业的出清更多以市场化手段为主，出清市场相对漫长，未来需要关注的是碳排放对于行业的影响。基准假设下，预计黑色系商品会随着经济和地产温和修复，盈利略有改善。

谢谢