

2023年宏观市场展望

宏观策略部

2022年12月

主要观点

◆ 宏观及政策：

1. **中国：**防控和地产政策的放松是阻止经济出现深度资产负债表衰退的关键。在外需回落而内生性修复动能偏弱的情形下，预计明年国内经济弱复苏，整体修复路径一波三折、前低后高。考虑到第一波冲击前置、基数效应等因素，明年GDP增速在5%左右。政策方面，预计财政支出的力度不会超过今年，但相机抉择加码的可能性较大；货币会继续配合财政维持适度的宽松，通胀不是掣肘。
2. **美国：**增长方面，美国经济明年Q2前后出现浅衰退仍然是基本的假设。通胀方面，预计明年Q2劳动力缺口得以弥补，当前7%的通胀在23年中降至4%左右，23年末降至3%左右。货币政策方面，目前5.0的终端利率已经具备限制性，紧缩预期大概率在明年Q1见顶，对应美债利率和美元顶。但考虑到劳动力市场和商品供给的约束，下半年美联储的降息空间会受到限制。

◆ 资产价格：

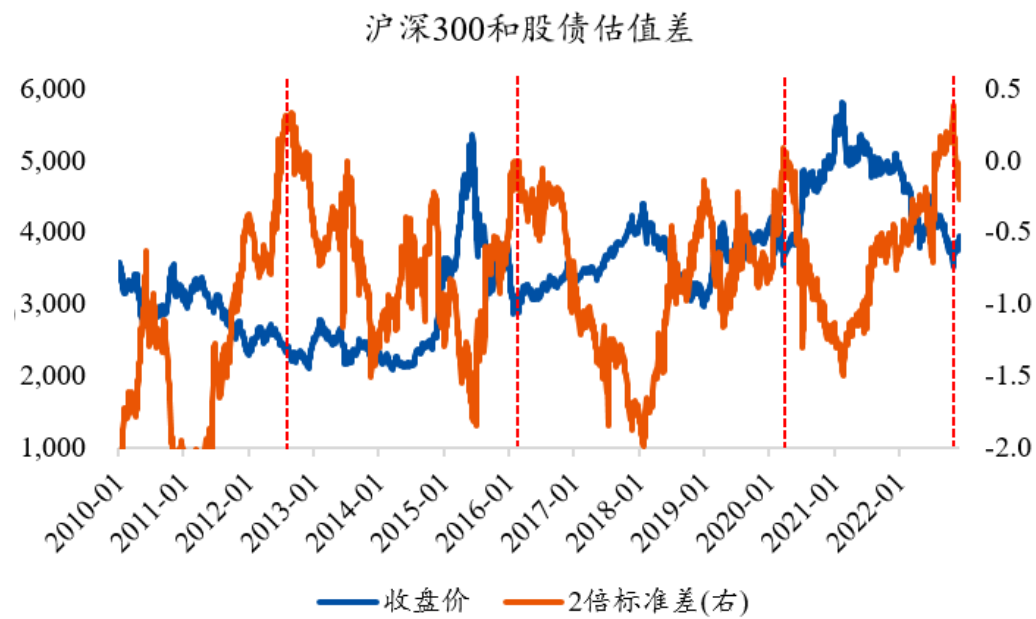
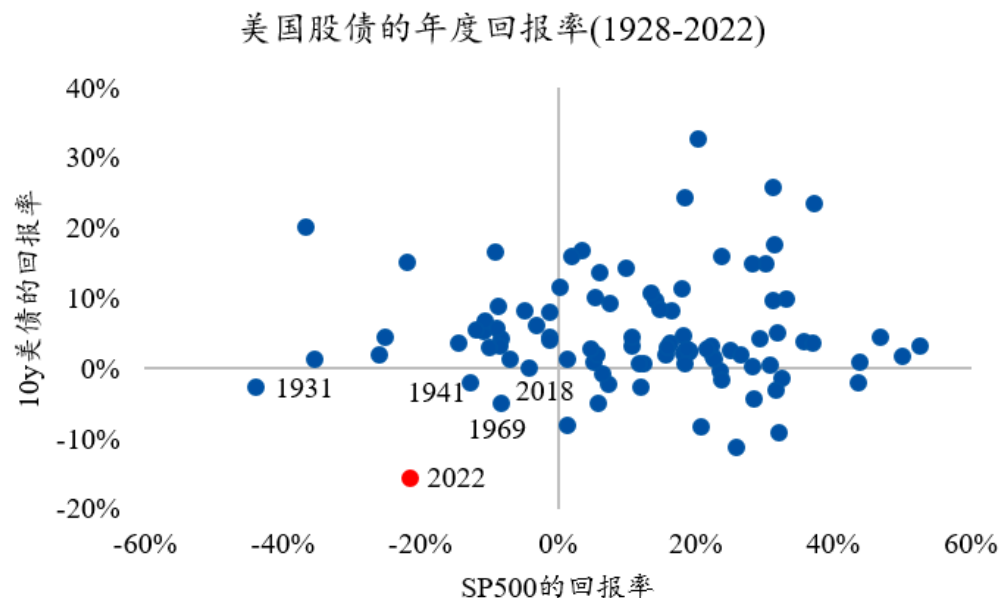
1. **股市：A股：**（1）今年压制A股偏弱的两个因素在明年都会出现一定的逆转，但弹性都相对有限，意味明年A股转向结构性行情，预期回报率转正但不宜过于乐观。（2）行业配置适当均衡，主要关注两类方向：1）顺经济周期方向，主要包括白酒、饮料、医疗服务、家居、零售等供给有收缩、需求对经济敏感且估值相对合理的行业；2）顺产业周期方向，包括景气在低位明年有望超预期上行的科技板块，如半导体、计算机和消费电子等，以及景气回落有望慢于市场预期的高端制造，如光伏储能、风电、电池等。（3）由于市场生态的变化，投资策略从动量/景气/超预期交易转变为反转/赔率/再平衡交易，需要动态的轮动。从节奏上看，先交易复苏品种，再交易产业机会；配置上重视赔率，适度逆向。**港股：**从三个维度测算恒生综指明年的预期收益率为10%至15%，结构方面看好盈利端顺周期、估值端对海外流动性敏感的行业，市场的主要风险在于美元强势，而美股下跌对港股的拖累无需过度担心。**美股：**受经济下行和衰退风险的影响，美股明年上半年大概率仍要二次探底，标普500最低点在3300左右，下半年有望触底反弹。
2. **利率：国内利率：**参考当前的政策利率在2.8，以及明年经济处于弱复苏，预计10年期国债利率的核心波动区间在2.7-3.1；考虑到政策相机抉择的可能性较大以及理财净值化对负债端的影响，利率的波动将会有所加大。**美债利率：**预计明年Q1之后10年期美债利率的核心波动区间在3.0-3.5，相比当前进一步小幅下移，但整体下行幅度相对有限（劳动力市场未转松弛与商品存在供应约束）。
3. **商品：基本金属：**铜价预计在Q1先受到国内疫情冲击，而后跟随国内经济弱复苏出现弱反弹。**贵金属：**加息预期、实际利率的走弱对金价形成趋势性支撑。**原油：**预计出行需求在经历欧美衰退和中国冲击后会逐步恢复，油价在70-100美元区间经历先低后高的走势。**黑色金属：**当前政策侧重保交楼和竣工，传导至新开工链条过长预计会不及预期，黑色难有趋势性行情。

关键的宏观定价因子 (1)

◆ 2022年：三重危机叠加

- 美国通胀危机：海外股债双杀的程度在过去百年历史上是罕见的
- 中国增长危机：中国股债的相对吸引力一度达到了几轮周期的最高点
- 欧洲能源危机：让所有的矛盾更加显性化

◆ 资产表现：海外股债双杀，能源一枝独秀；国内股弱债强，股票里面成长股杀估值，价值股杀盈利



数据来源：wind

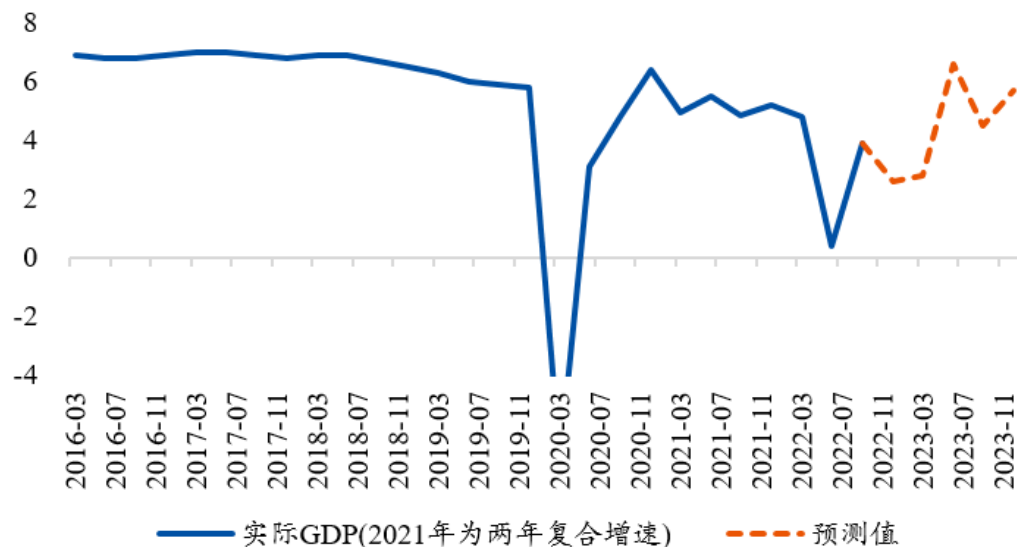
关键的宏观定价因子（2）

- ◆ 2023年：拐点支撑风险偏好，幅度限制上涨空间
 - 美国紧缩周期的拐点，但利率下行的幅度相对有限，预计明年Q1之后10年期美债利率的核心波动区间在3.0-3.5之间
 - 中国政策周期的拐点，但经济修复的弹性相对有限，预计明年GDP回到5.0左右，部分原因在于基数效应
- ◆ 对比：海内外因素共振，弱化版的2019年

10年期美债利率及预测值



中国实际GDP及预测值



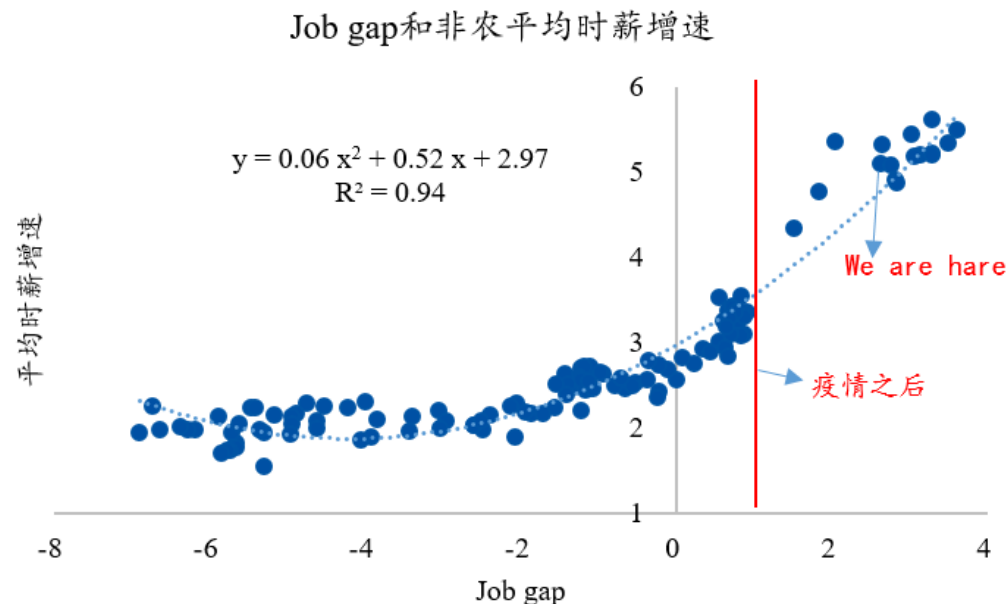
数据来源: wind

美国的通胀：多重因素的耦合

◆ 今年美国通胀成因背后的多重因素：

- 需求端的因素：传统衰退周期中私人部门资产负债表受损，阶段性体现的是通缩的压力；本轮疫情之后衰退的时间太短，叠加大量的财政补贴，私人部门资产负债表相对健康，需求过热。
- 供给端的因素：大量劳动力退出市场导致劳动参与率下降，劳动紧缺程度是二战之后最大的（如果没有劳动力退出则当前这个问题并不存在），推动了工资的上涨；疫情之后供应链恢复缓慢；俄乌冲突导致能源供给下降。

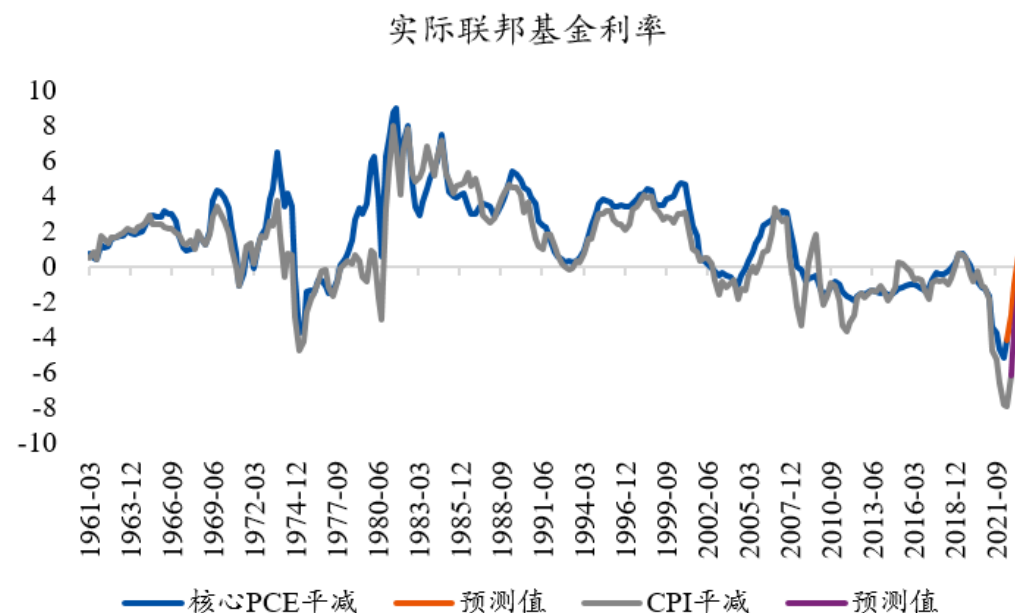
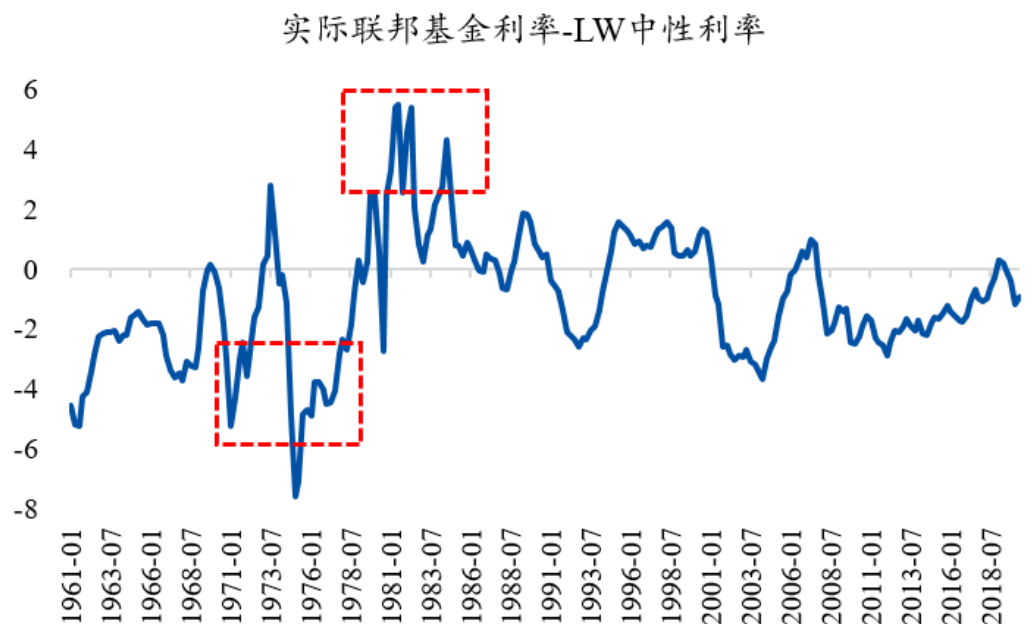
◆ 当前的状态：供应链和能源通胀的问题已经明显缓解，劳动力市场偏紧的状态还在持续。



数据来源：wind

当前的终端利率已经具备限制性特征（1）

- ◆ 根据我们的估算，Fed提出政策利率要回到限制性区域以压制需求，目前5.0的终端利率已经具备限制性：
- 从以往Fed的论述来看，所谓限制性最重要是和中性利率来对比。我们可以看到在1970年代，政策利率大幅低于中性利率；而在沃克尔时期，联邦基金利率比中性利率大概高了250bp。如果当前的名义中性利率是2.5-3.0（Fed给出的中性利率中值到上限），那么5.0的终端利率比中性利率高出了200-250bp，开始接近沃克尔时期，属于限制性的范畴。
- 鲍威尔提出的另一个观察是实际政策利率转正，如果终端利率是5.0，那么估算在明年Q2的时候，对核心PCE和对CPI平减之后的实际政策利率都会转正。

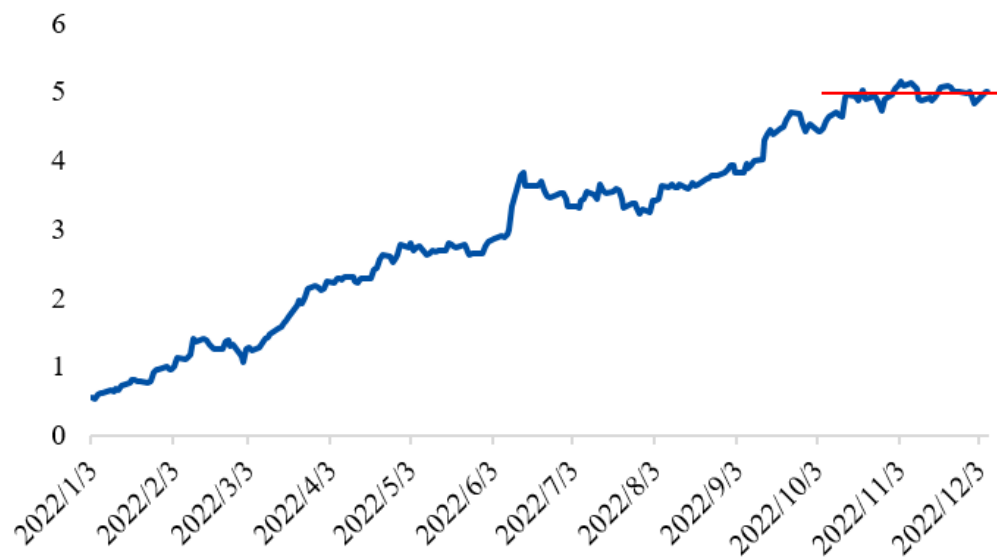


数据来源：wind

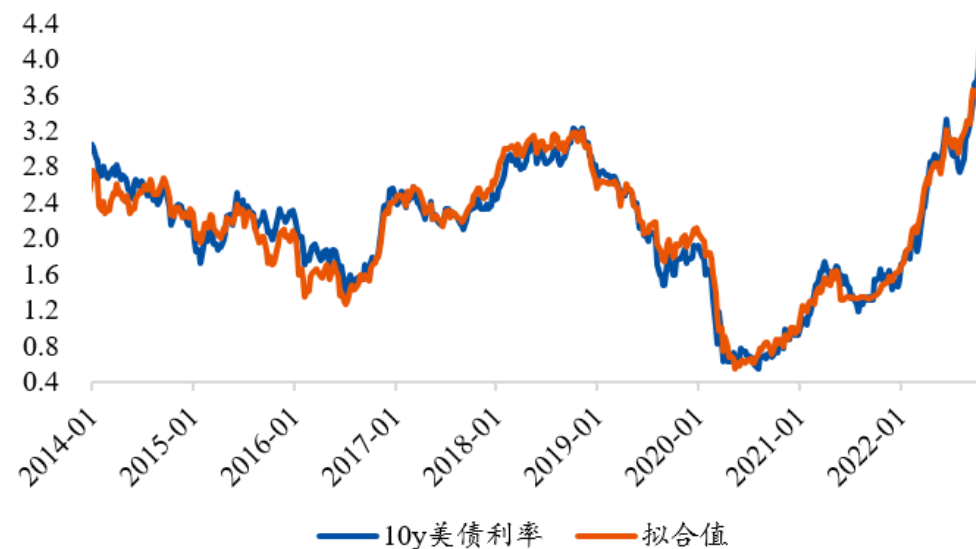
当前的终端利率已经具备限制性特征（2）

- ◆ 从利率期货市场的变化来看，终端利率的预期在达到5.0之后就不再上行，显示市场认为5.0左右的政策利率是合适的，并且暂时不作明显的上调（已经具备限制性）或者下调（劳动力市场仍然偏紧）。除此之外，市场预期明年底Fed会降息，在这些预期之下，我们估算当前10年期美债利率的核心波动区间在3.3-3.8。如果美联储比市场预期的更紧，即在政策利率上调到5.0之后保持很长时间不降息，那么10年期美债利率的上限大概只是回到4.0左右，难以明显上行。
- ◆ 根据我们的模型，预计明年Q1之后10y美债利率的核心波动区间在3.0-3.5之间，相比当前进一步小幅下移，但整体下行幅度相对有限（劳动力市场并未回到完全松弛的状态，部分商品的供应约束还在）。

美国6m1m ois利率



10y美债利率和拟合值

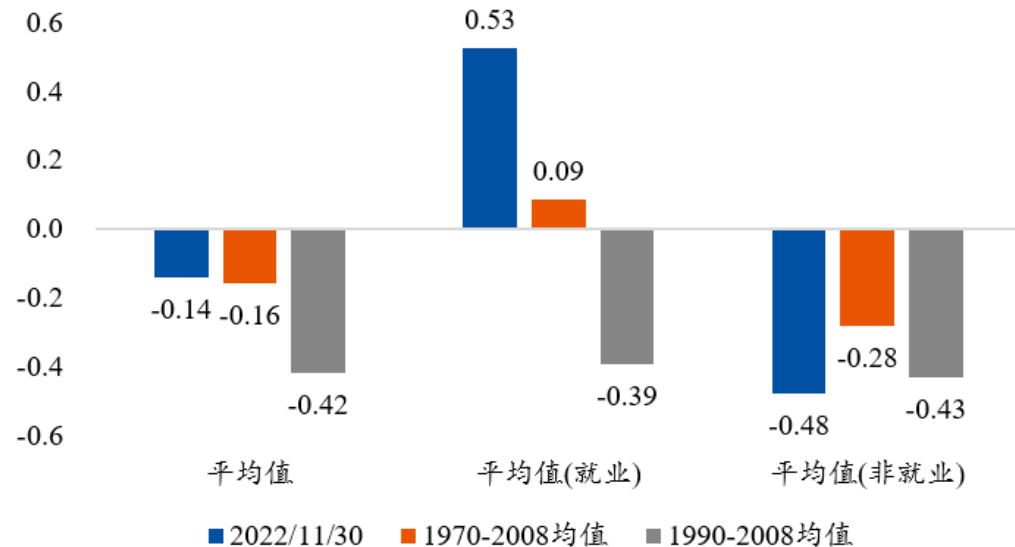


数据来源：wind

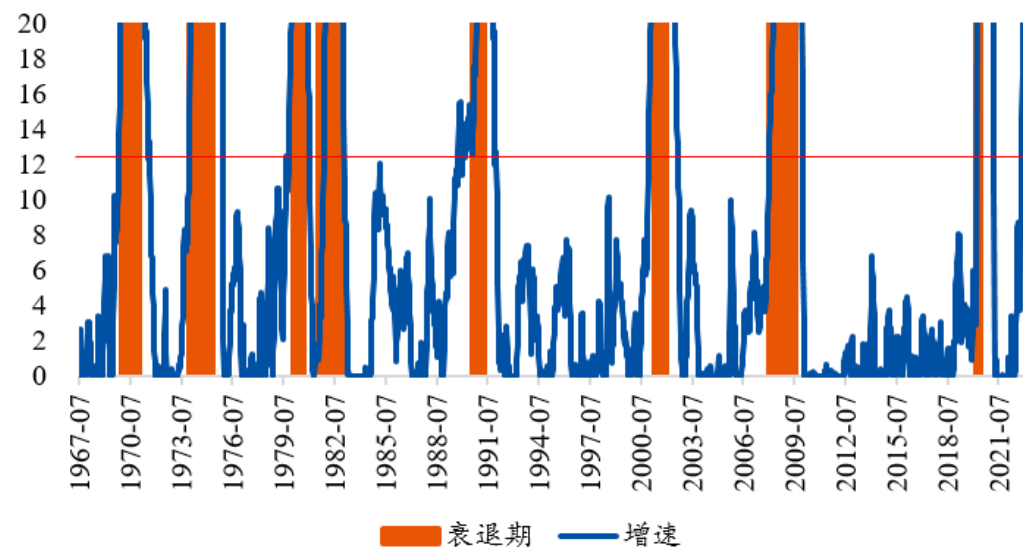
美联储紧缩预期接近尾声的影响（1）

- ◆ 美国经济浅衰退仍然是明年的基本假设，大致在中期前后：
- 从NBER关注的主要经济衰退指标来看，就业的数据有韧性，但非就业的数据已经触及历史上衰退临界点了。
- 而从就业数据来看，持续领取失业金人数的数据正在持续恶化。历史上持续领取失业金人数从底部反弹12%以上，经济衰退的概率是100%，平均滞后3个月，目前这个值已经超过了20%。

NBER关注的主要经济衰退指标对比:同比



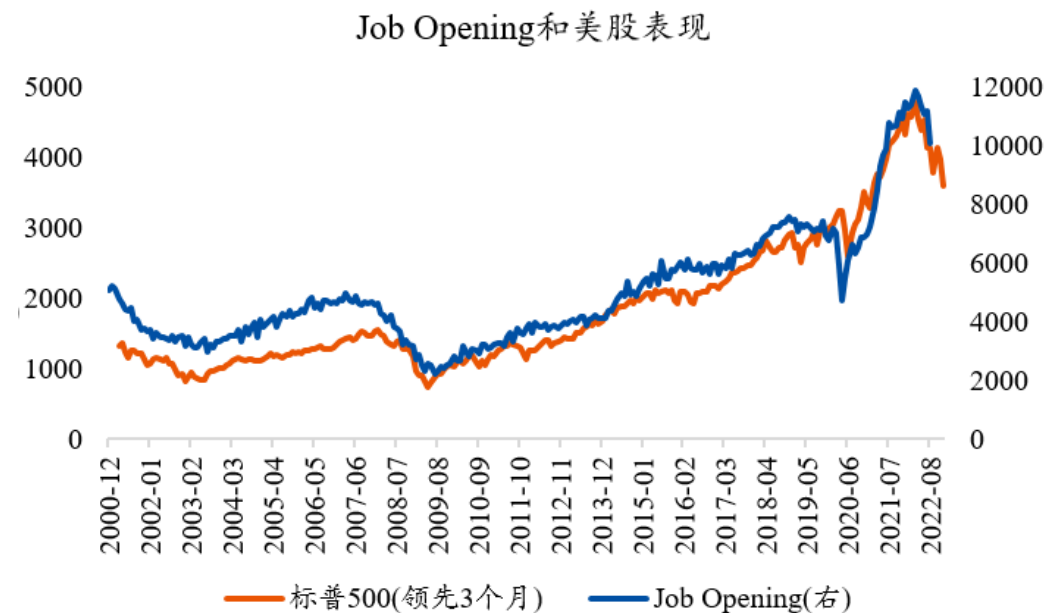
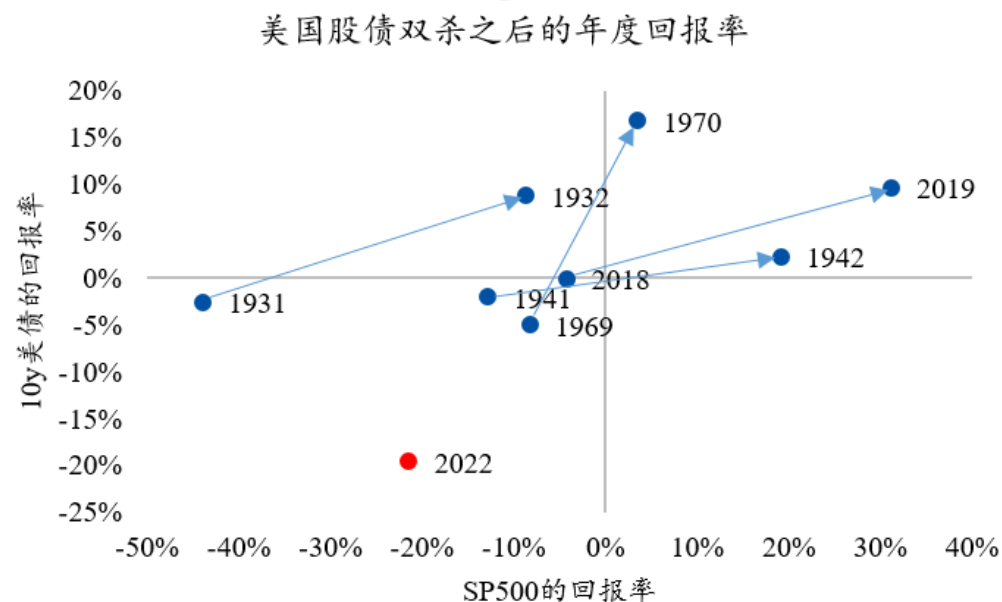
持续领取失业金人数相对过去一年低点增速(%)



数据来源: wind

美联储紧缩预期接近尾声的影响（2）

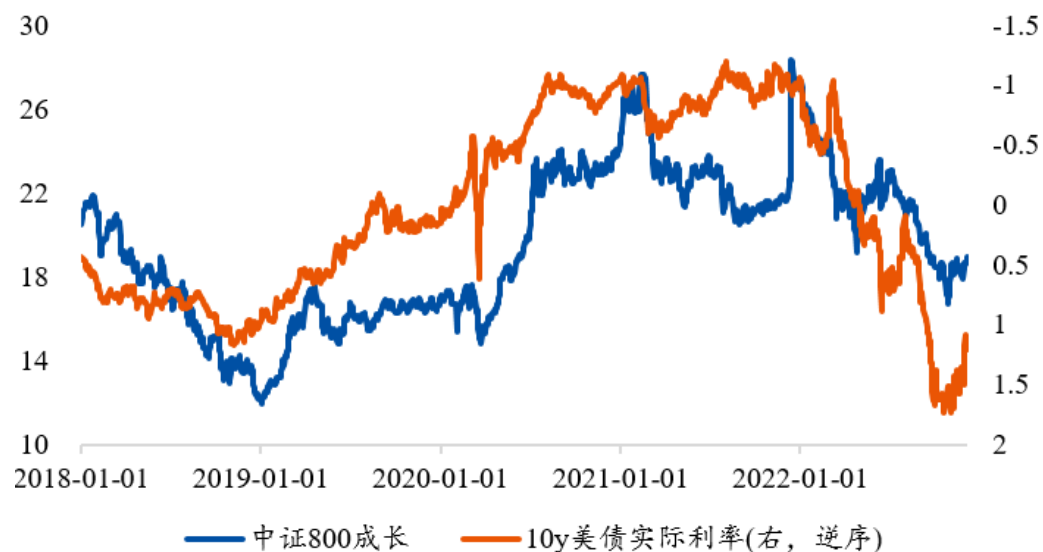
- ◆ 从美国的经济走势来看，预计美联储的紧缩预期在2023Q1见顶。
- 经验上看，美国股债双杀的次年，债市无一例外都是上涨的，并且美联储最后一次加息之后美债利率都是下跌的；历史上全球经济衰退的年份，股市的表现反而都不错。因此从一个比较高的概率来看，明年全球的资产回报将会明显好于今年，其中多美债是胜率最高的交易。
- 考虑到美股尚未反应经济大幅下行乃至衰退的预期，预计美股先跌后涨。根据我们的估算，如果job opening回落到合意的水平（劳动力需求下降200万人），标普500仍有可能跌到3300左右，之后于明年下半年触底反弹。



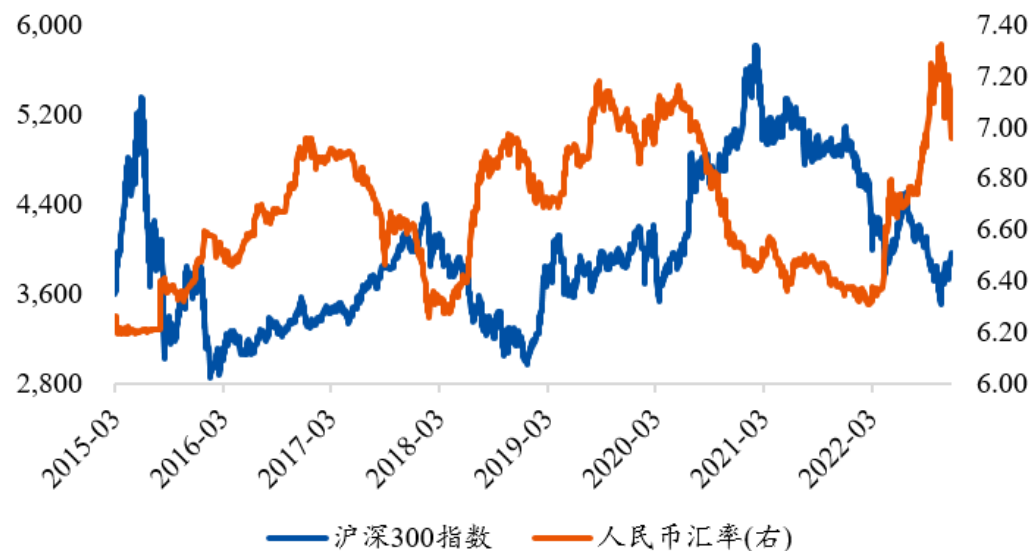
美联储紧缩预期接近尾声的影响（3）

- ◆ 预计美联储紧缩预期的拐点在2023Q1，对应美债利率和美元指数见顶回落，对国内市场的影响将会从负面压制逐步转向小幅的正面支撑：
 - 美债利率见顶回落意味对A股成长股的估值压制结束
 - 美元指数见顶回落意味人民币汇率和沪深300的压力减轻

中证800成长PE和美债实际利率



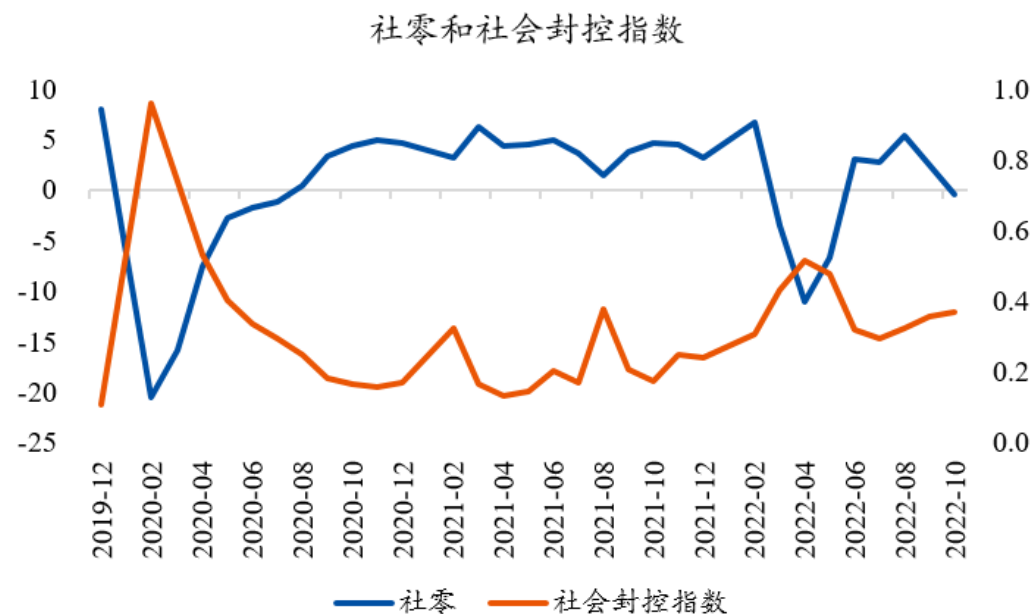
沪深300和人民币汇率



数据来源: wind

当前中国经济的最大负面因素：疫情（1）

- ◆ 2022年国内经济最大的影响因素在于疫情，地产的短周期是一个附着在疫情之下的问题：
- 我们构建的社会封控指数（利用人员流动指数和疫情防控指数合成）可以很好的反应疫情对经济的影响程度，而疫情受损板块（比如消费）的走势和社会封控指数的走势基本一致。
- 由于Omicron的高传播率，今年以来社会封控指数的中枢在上移。

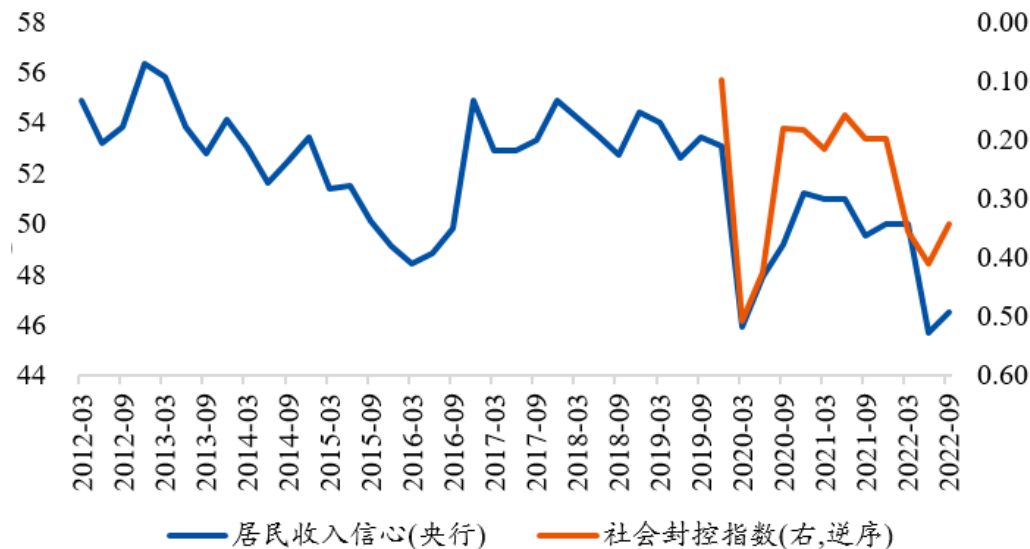


数据来源：wind

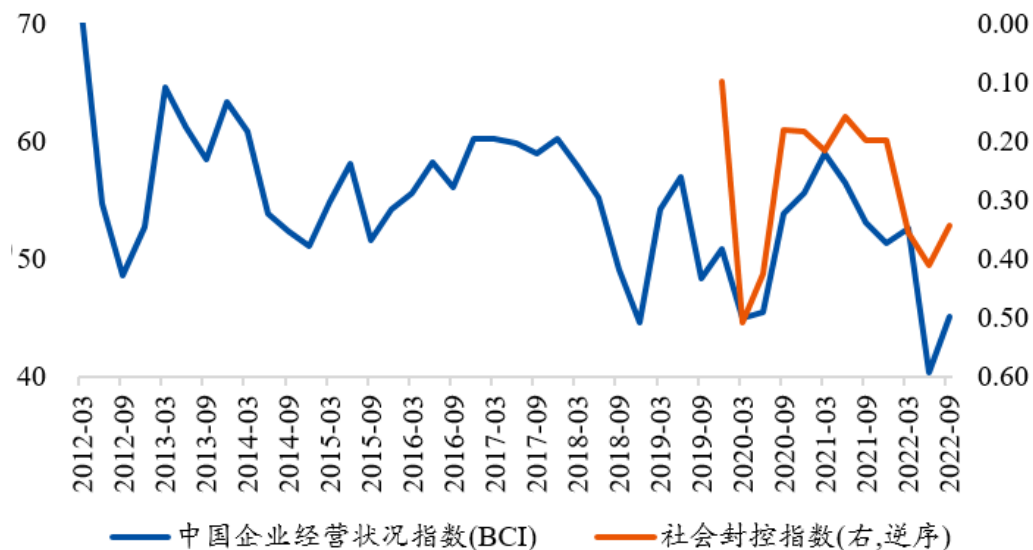
当前中国经济的最大负面因素：疫情（2）

- ◆ 疫情防控不仅造成了人员流动的冻结，也影响了私人部门的预期，从而出现了资产负债表的收缩：
- 居民的收入信心指数和社会封控指数走势基本完全一致，并且随着抗疫两年多来资产负债表的受损，居民的收入信心指数出现了趋势性的下降（对应的是边际消费和投资倾向也出现了趋势性的下降）。从很多数据来看，当前居民的资产负债表存在收缩的迹象，比如过去12个月新增存款大幅上升、新增贷款显著下降，这种现象在过去很多年都没有出现过。
- 中小民企同样类似。比如长江商学院调查的中国企业经营状况指数（主要针对中小民企），同样和社会封控的走势保持一致，并且当前处在历史最低值附近。除此之外，企业的资本开支意愿很弱，民间投资在历史上长期高于整体的制造业投资，但今年以来二者的差值罕见的大幅转负。

居民收入信心和社会封控指数



中国企业经营状况和社会封控指数



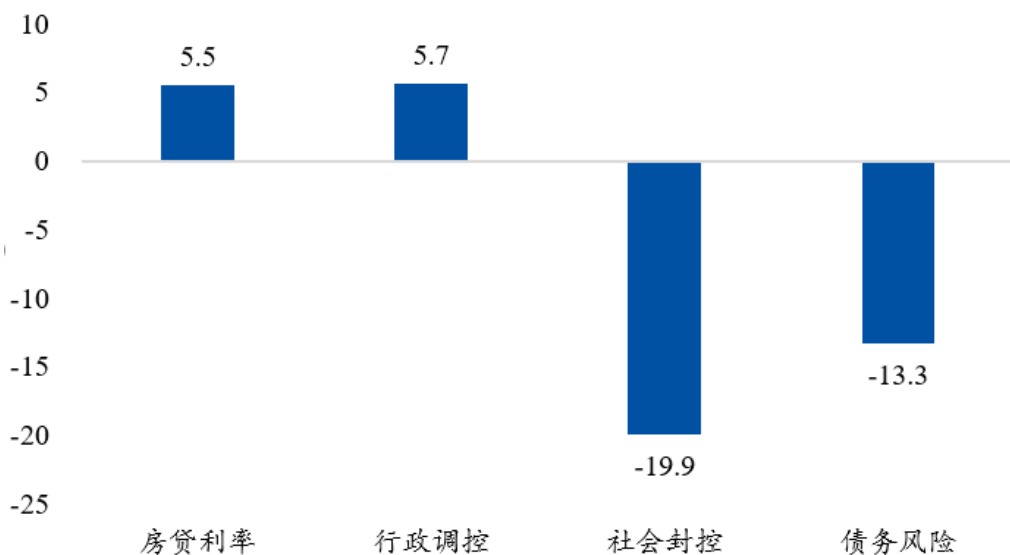
数据来源：wind

当前中国经济的最大负面因素：疫情（3）

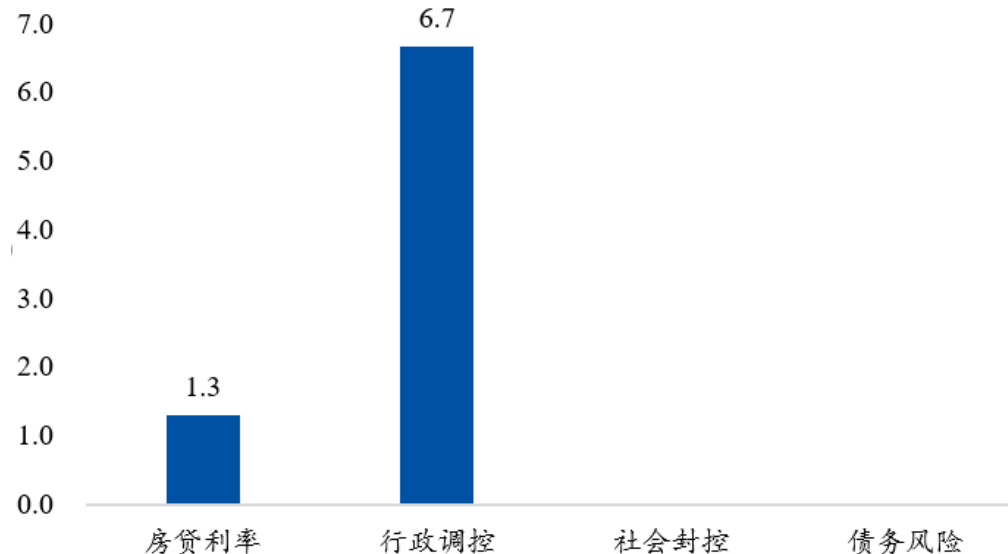
◆ 疫情防控也影响了地产的销售：

- 疫情引发的社会封控不仅直接阻碍了居民现场买房，也在周期上和趋势上减弱了居民的收入信心，这是地产销售最大的负向拖累因素。民企的债务风险和地产销售形成了负反馈，期房销售受到了显著的影响，这是次要因素。
- 根据敏感性分析，我们估算2020年以来，疫情是对地产销售影响最大的因素（-19.9），其次是民企的债务风险（-13.3），而房贷利率的下调和行政调控的放松远远不能对冲相关的负面冲击（11.2），地产销售的明显改善仍然依赖于防疫政策的优化和民企债务风险的化解。

2020年以来的变动对地产销售的影响



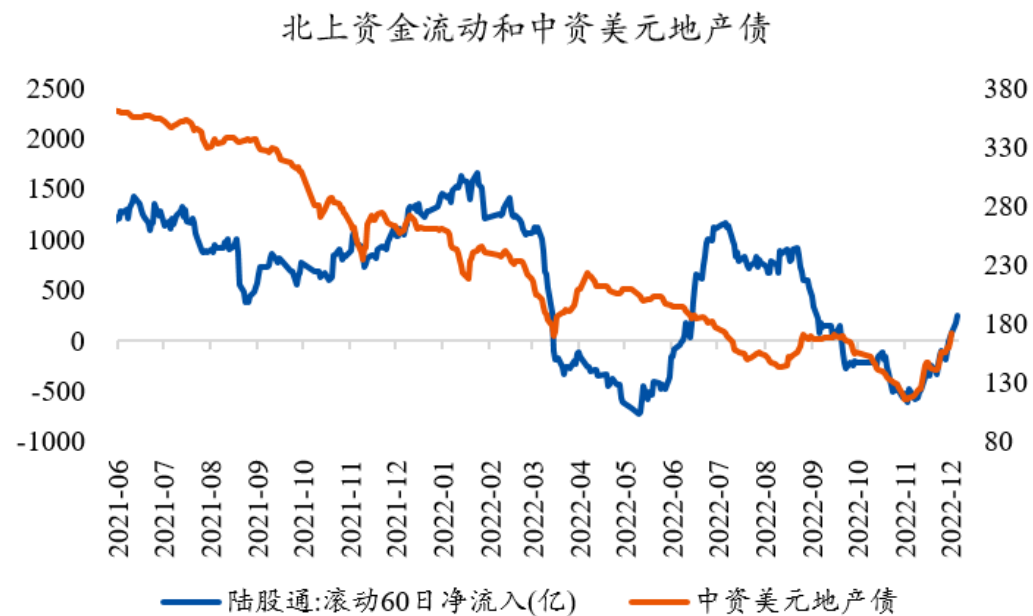
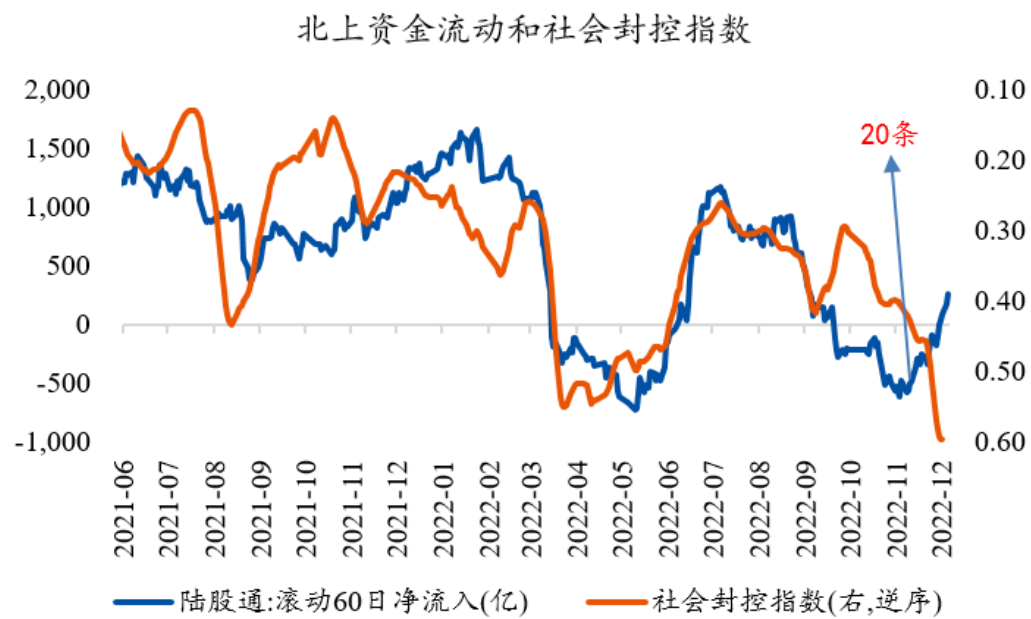
未来潜在的政策优化对地产销售的影响



数据来源：wind

防控和地产政策放松的趋势显著，远期经济预期改善

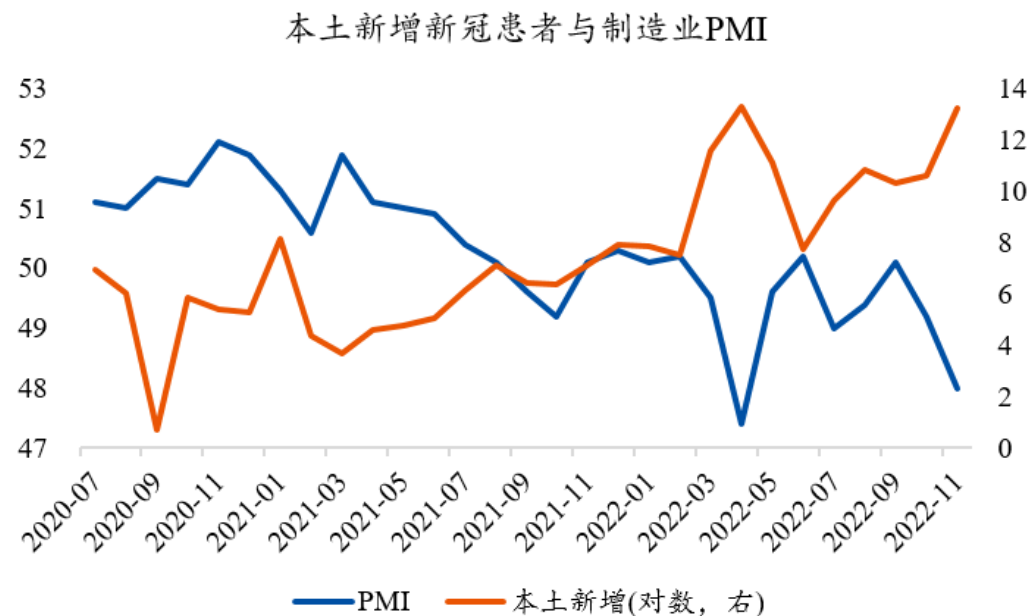
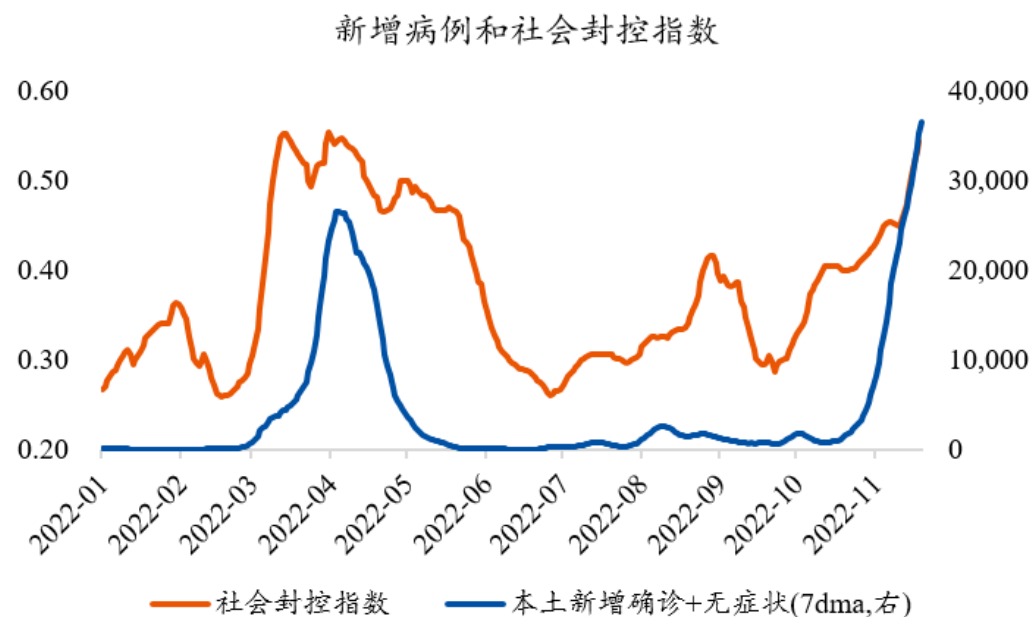
- ◆ 11月以来，地产融资和防控政策均出现了显著的放松，和过去一年所有的政策不同的是，当前的举措属于对症下药，能够切实改善远期的经济预期。北上资金的流动受疫情防控政策的影响最大，“20条”以来虽然人员流动仍然偏弱，但北上资金已经恢复了净流入。
- ◆ 需要思考的是未来经济潜在的恢复路径和力度。



数据来源: wind

经济潜在修复的路径：一波三折弱复苏——防疫的问题（1）

- ◆ 防控政策放松之后，需要迈过两道门槛：先是对新增病例敏感，之后对新增死亡敏感
- 疫情政策对经济影响的基本路径是，新增死亡中枢的下移带来防控管控力度的下降和人员流动的恢复（人员流动指数用的是Google的数据），从而推动经济恢复。一些国家在疫情防控政策的变化过程中，部分阶段因为新增死亡人数的大幅增加而出现人员流动的骤降，之后随着死亡率下降人员流动逐渐恢复。
- 海外已经迈过了新增死亡敏感的阶段，中国之前在第一个阶段，所以新增病例和经济负相关，目前即将迈过这个阶段。



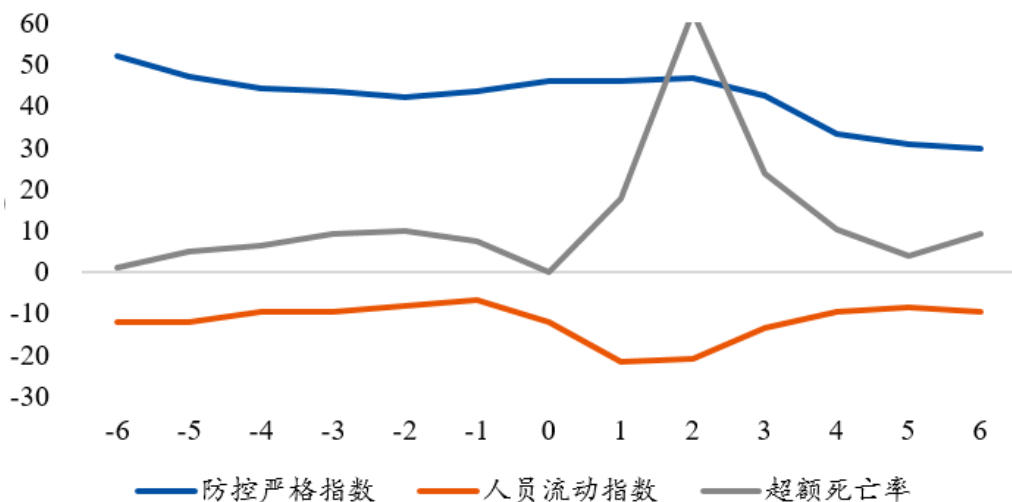
数据来源：wind

经济潜在修复的路径：一波三折弱复苏——防疫的问题（2）

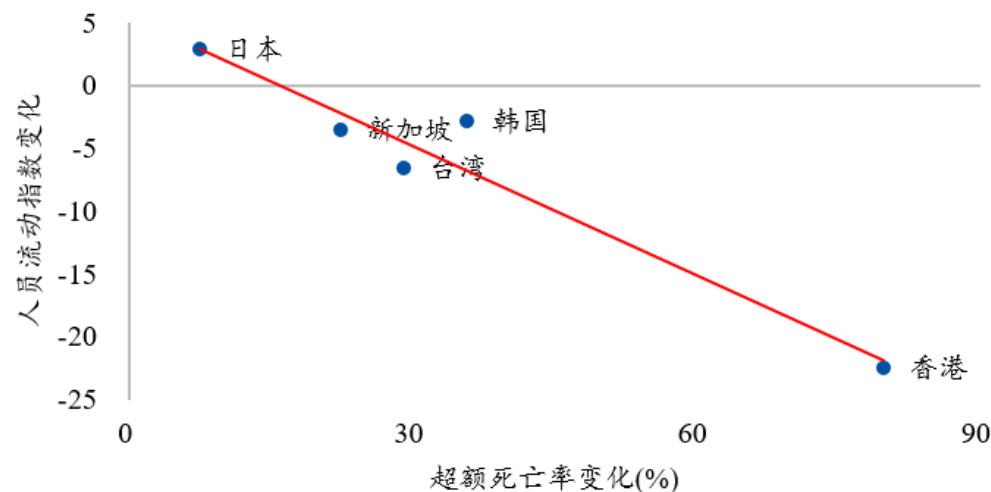
◆ 防控政策放松之后，最重要的两个问题：第一波冲击程度，以及之后的常态化恢复程度

- 第一波冲击往往是最为剧烈的，大约会面临2个月超额死亡率上升的阶段（对应人员流动指数下降），然后在第3个月下降（对应人员流动指数开始恢复）并逐渐恢复到相对正常的水平，之后的冲击波峰减弱。在第一波冲击的过程中，人员流动受到的冲击和超额死亡率有关，而超额死亡率和老年人占比及疫苗接种率有关。中国内地目前的状况好于之前的香港，但比日韩台新都要差些。由于我们在第一波冲击的过程中防控政策是放松的（海外都有适度的收紧），加上病毒的致病性可能减弱，达峰的时间在缩短。预计今年12月至明年2月是冲击最大的月份，3月开始缓和，经济修复。

Omicron第一波冲击亚洲主要国家/地区防控程度、人员流动和超额死亡率变化(0代表超额死亡上升前一月)



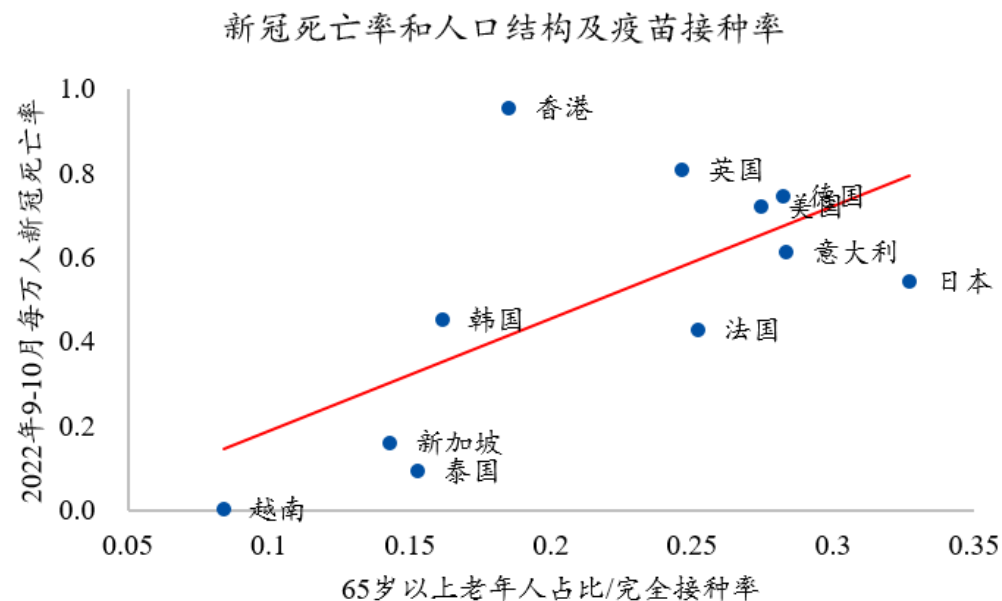
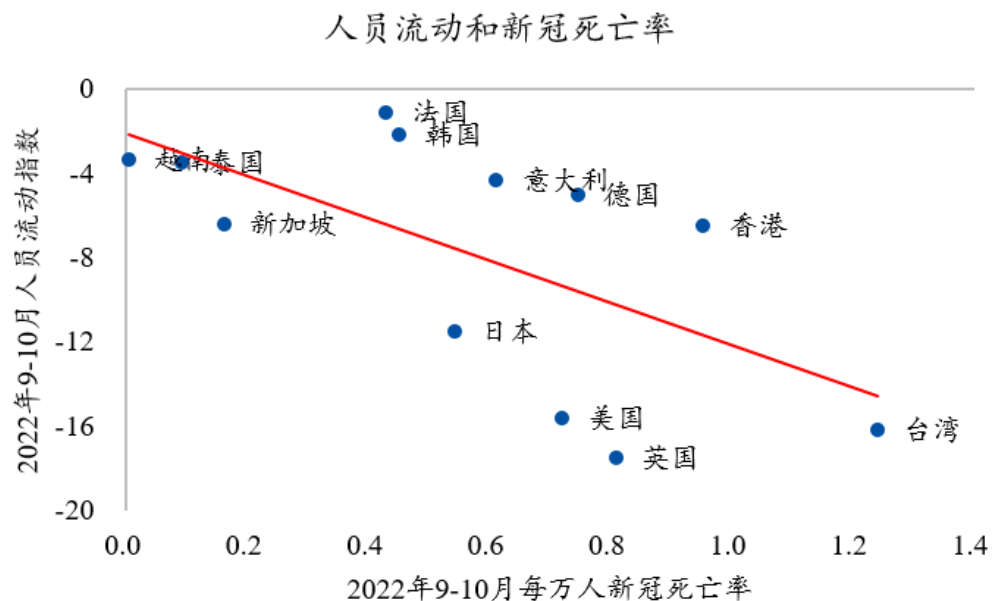
Omicron第一波冲击的过程中人员流动的变化和超额死亡率的变化强负相关



数据来源: wind

经济潜在修复的路径：一波三折弱复苏——防疫的问题（3）

- ◆ 防控政策放松之后，最重要的两个问题：第一波冲击程度，以及之后的常态化恢复程度
- 人员流动最终能够恢复的程度，也和新冠死亡率有关。从数据上看，65岁以上老年人是死亡集中的群体，因此新冠死亡率和一国的老年人占比、接种率及医疗资源有关。但从最终的数据来看，由于新冠一直存在0以上的超额死亡率，很多国家的人员流动最终都不能恢复到完全正常的状态。这个结果和消费的最终恢复状态类似，即欧美各国的服务业消费都没有能回到疫情前的水平，而亚洲各国的边际消费倾向相较于疫情之前也有所下降。第一波冲击之后中国就能完全回到疫情之前的生活状态？目前来看这个概率应该是很低的。



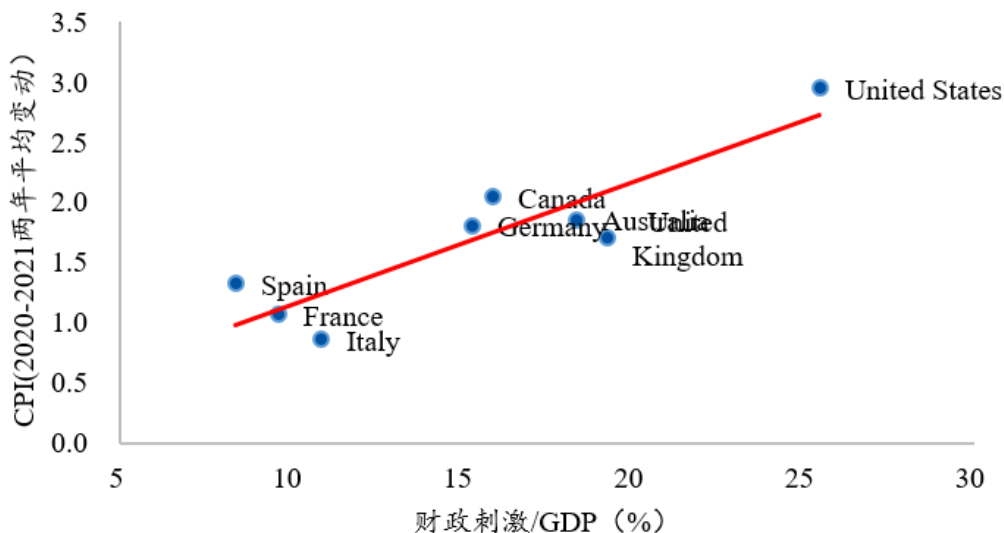
数据来源：wind

经济潜在修复的路径：一波三折弱复苏——防疫的问题（4）

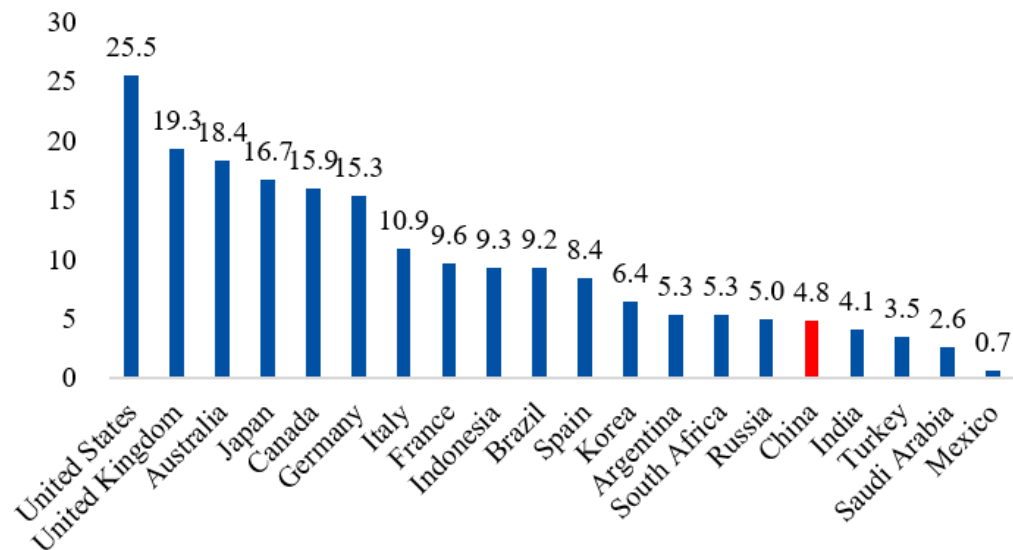
◆ 防控政策放松之后，最重要的两个问题：第一波冲击程度，以及之后的常态化恢复程度

- 除了人员流动和场景恢复之外，疫情之后的财政刺激以及居民资产负债表的稳健状况也是经济恢复的重要基础。以西方主要发达经济体的数据为例（医疗资源处在前列，降低了疫情的扰动），可以看出俄乌战争之前，消费价格（一定程度上反应终端消费的强劲程度）的变动和疫情之后财政刺激的规模成正比。中国的财政刺激规模处在较低的水平，并且在高强度防控近3年之后，私人部门的资产负债表有所受损，收入预期也处在历史上极低的水平，未来资产负债表的修复和信心的恢复都需要时间。换句话说，因为超额储蓄而在疫后报复性消费的概率不大，除非政府直接大规模对私人进行补贴。

疫情之后的财政刺激与物价变动



疫情之后的财政刺激规模(财政刺激/GDP)

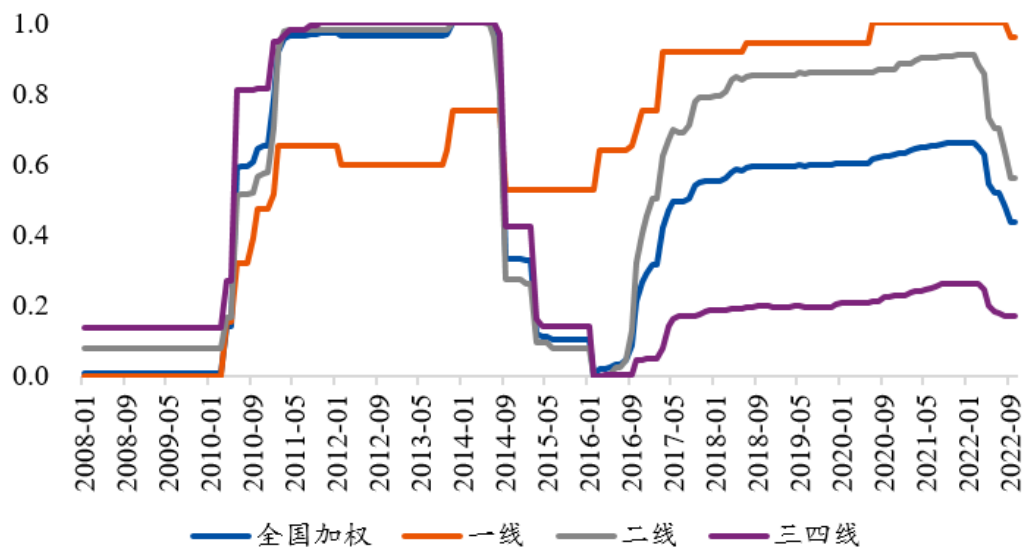


数据来源：wind

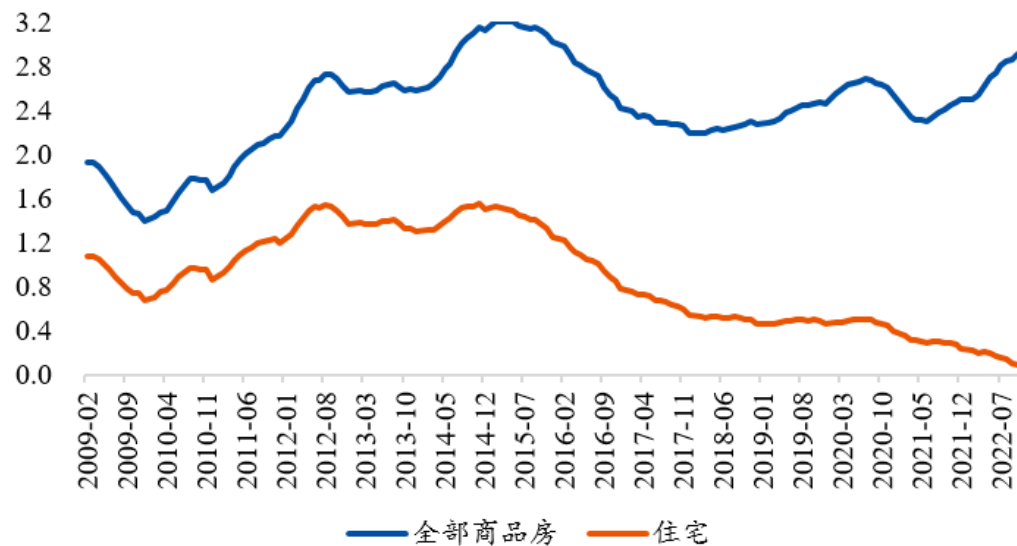
经济潜在修复的路径：一波三折弱复苏——地产的问题

- ◆ 地产融资放松缓解了债务风险，但目前来看更多是保交楼，而需求端的问题在于地产调控政策的力度和效果在一线和非一线不对等：一线库存太低，大幅放松政策容易推高房价；其它绝大部分城市受制于居民资产负债表的受损和棚改货币化的透支效应，放松政策效果又有限，这个局面和2014年并不相同。
- ◆ 未来值得关注的政策信号：一线城市的调控政策会不会放松？

房地产行政调控政策力度

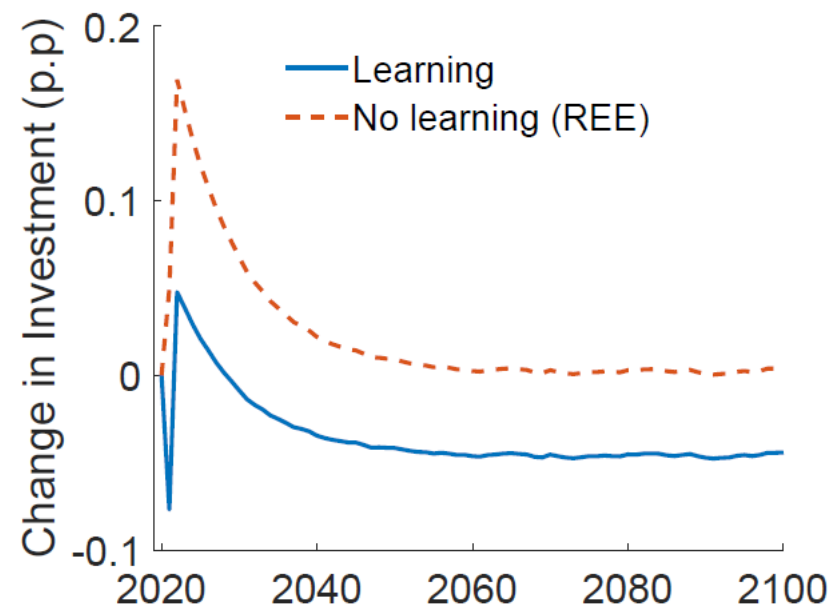
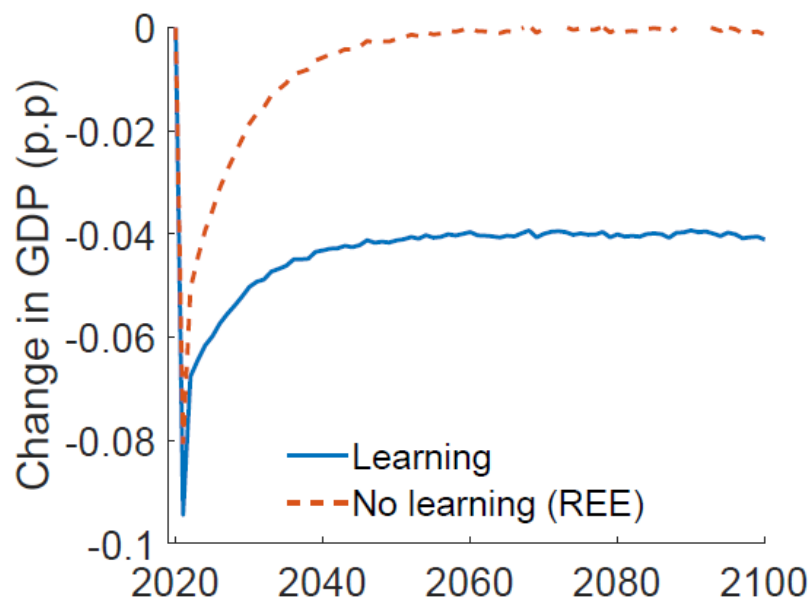


商品房库销比



经济潜在修复的路径：一波三折弱复苏——Scarring effect

- ◆ Scarring effect: Scarring is a persistent change in beliefs about the probability of an extreme, negative shock to the economy. 尾部风险事件的冲击会重塑信念，使得经济主体在作出决策时将更多考虑未来发生极端、负面冲击事件的可能性，从而影响企业和消费者恢复原有投资和消费水平的能力。目前大量的研究都认为疫情之后的“Scarring effect”对长期经济有重大的影响：（1）企业减少投资和雇佣；（2）消费者减少消费和增加储蓄；（3）长期的潜在增长率会受到负面冲击。比如一项研究显示新冠之后美国的长期GDP将会永久性减少4%。



从经济修复到资产价格的映射

◆ 从这些分析来看，防控政策边际放松之后的经济修复路径：

- 第一个阶段：政策放松的信号发出之后，市场对远期经济的预期出现改善（当前）；
- 第二个阶段：新增病例和死亡人数上升之后，经济特别是消费会在阶段性承压（今年12月-明年2月）；
- 第三个阶段：新增死亡人数开始下降之后，经济继续修复，但整体的弹性不能作太高的预期（明年3月起）。

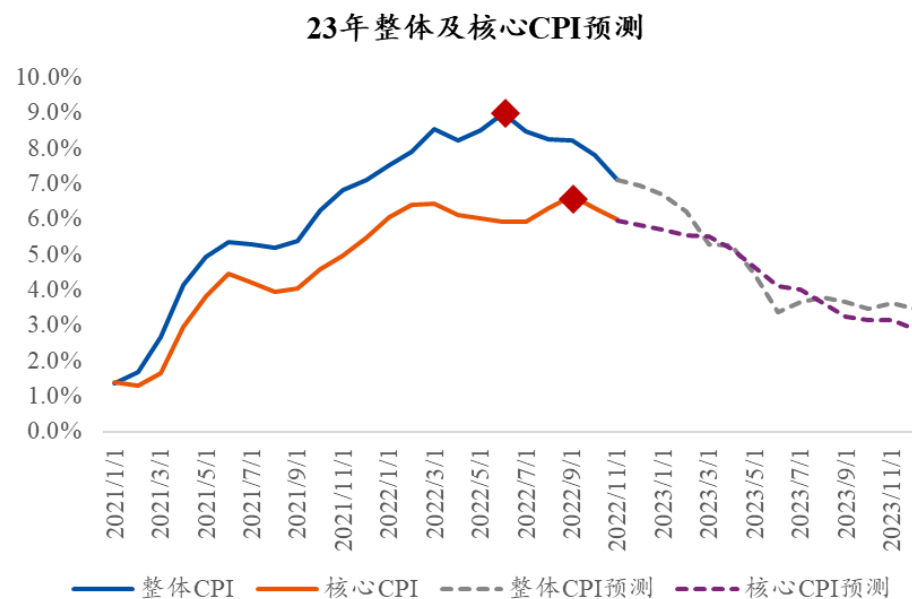
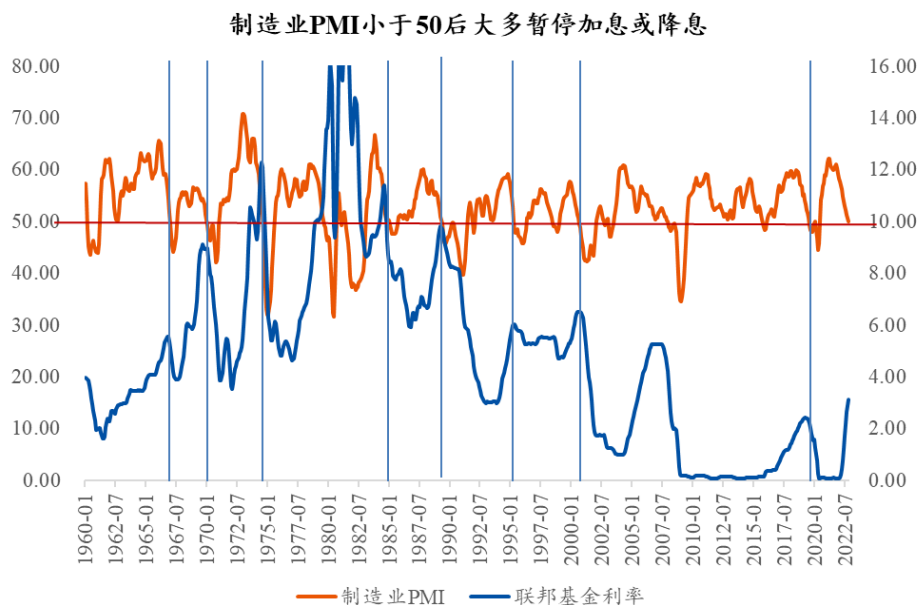
◆ 对应资产价格的表现：

- 第一个阶段：政策放松的信号改善风险偏好，股市反弹，债市承压，消费和地产链领涨，大部分涨幅会在预期阶段完成；
- 第二个阶段：经济特别是消费阶段性承压，但因为在预期内预计资产价格的波动幅度不大；
- 第三个阶段：经济继续修复但修复的幅度可能会低于当前部分乐观的预期，大类资产回到股略强债略弱的局面（10年期国债利率的区间2.7-3.1），部分复苏品种面临兑现不及预期的风险。

- ◆ 总体来看，海内外因素共振改善，在资产配置的大方向上从股弱债强转向股强债弱，在股票行业配置关注三个方向：
（1）受益于防控和地产政策放松的部分消费和地产链；（2）各种产业主题投资（比如泛安全领域而基本面触底回升的半导体和计算机等）；（3）景气继续得到验证的部分高端制造（新能源细分等）。考虑到经济弹性和产业趋势，市场缺乏持续强势的主线，预计会在以上三个方向中轮动：（1）从基本面的边际变化来看，前两类更大；（2）从节奏上看，先交易复苏品种，再交易产业机会；（2）配置上把握节奏，适度逆向。

主要风险探讨：美国的通胀

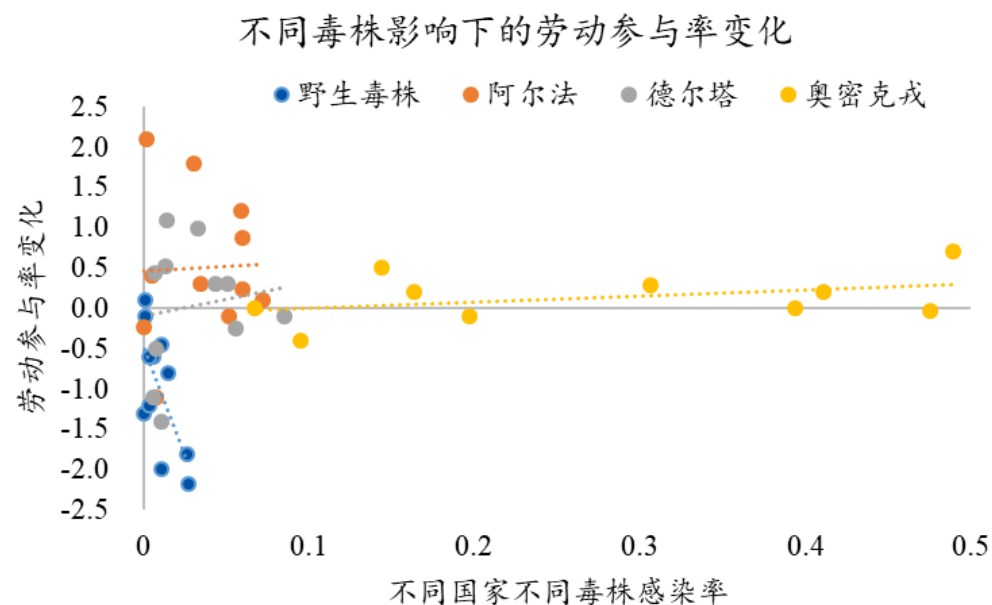
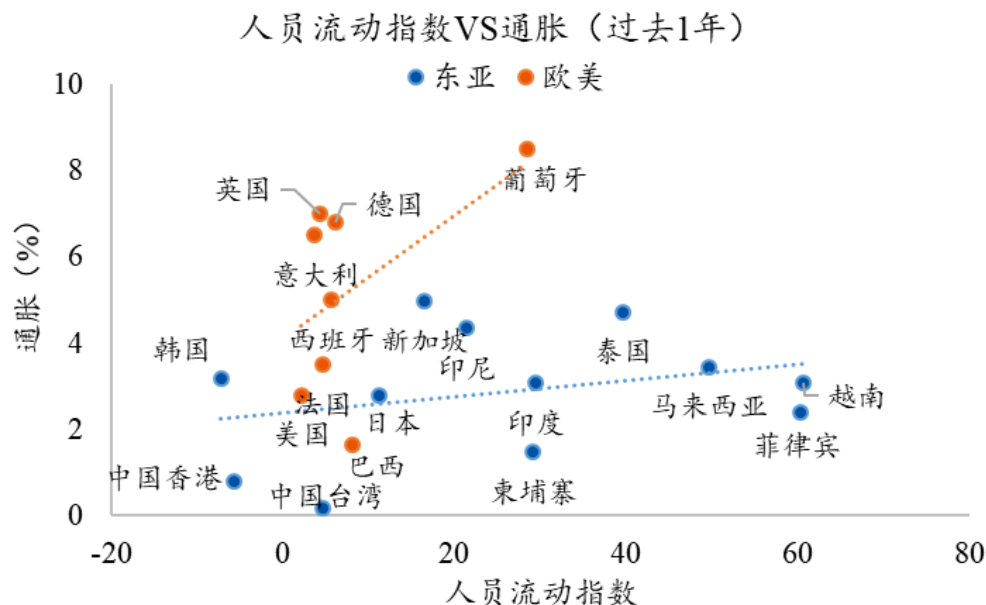
- ◆ 市场关心中国reopen对美国通胀的影响，我们认为明年美国核心CPI会因为自身经济衰退压力走弱，中国需求刺激起来的大宗上涨对美国属于外来的“输入性通胀”，从而这对联储货币政策的掣肘可能相对有限（今年中国货币的宽松就是一个很好的例子），和今年联储加息打压商品控通胀的逻辑有所不同，明年控通胀的核心大概率还是看美国劳动力市场紧张度。如果劳动力市场如期降温，那么美国核心通胀大方向仍然向下，大概率难以对货币政策形成掣肘。当前最新的制造业PMI已回落至50以下，而历史上均对应了暂停加息或降息（除了70年代通胀上行期，与当前通胀下行趋势也不符）。
- ◆ 此外，即使按照外资行对商品最激进的预期进行测算（原油23年均价达到100美元），在23年下半年CPI将维持在3.5%左右或难以再冲高。



数据来源：wind

主要风险探讨：中国的通胀

- ◆ 需求端，人员流动的恢复有助于经济活力的提升，从而对通胀的贡献偏正面；分国别来看，欧美通胀水平明显更高，对人员流动恢复更敏感，因为欧美国家人员流动恢复更顺畅、财政补贴较多、而劳动力供给在部分欧美国家还受到了影响，供需缺口变大，通胀压力也更明显。而东亚国家人员流动恢复带来的通胀压力明显更小。
- ◆ 供给端，从通胀来源来看，影响最大的是劳动供给缺口。美英等部分国家劳动参与率出现了下降，很重要的原因在于初期感染野生毒株人数较多、症状严重，long covid现象比较普遍；另外还有提前退休增加、以及财政补贴等原因；但对于东亚国家，Omicron对劳动参与率几乎没有影响。
- ◆ 中国的对比：财政补贴，资产负债表，劳动参与率。



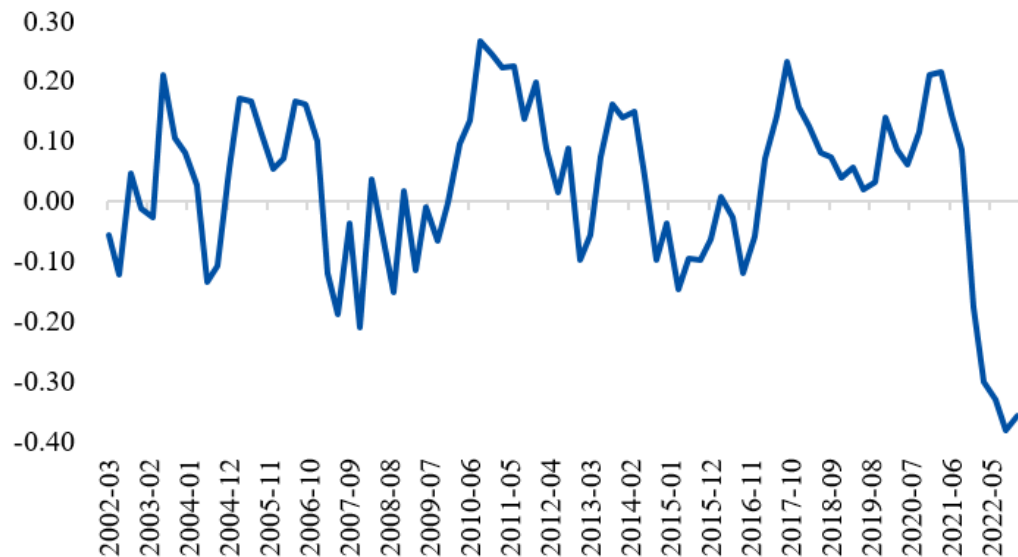
数据来源：wind

今年A股的特征：市场快速轮动，景气策略失效（1）

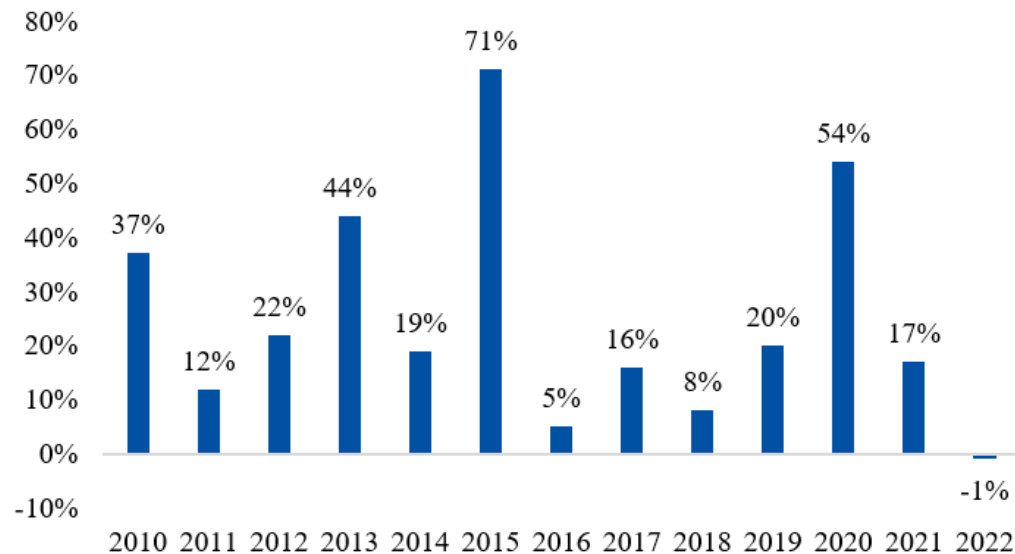
◆ 今年以来A股的一些特征导致投资的难度非常大：

- 行业季度回报的相关性处在历史最低值，反应市场快速轮动
- 历史上长期有效的景气策略（基于业绩超预期构建组合）今年首次失效

申万一级行业季度表现相关性(ma4)



业绩超预期模型超额收益



数据来源：wind

今年A股的特征：市场快速轮动，景气策略失效（2）

◆ 今年以来A股的一些特征导致投资的难度非常大：

- 市场对景气的定价不持续
- 市场对政策的定价高波动
- 市场对事件的定价很博弈

表：今年阶段性表现持续时间最长、超额最显著的3个方向均为纯景气驱动（煤炭、光伏、储能），其它受政策驱动的方向主要表现的时间大致在20-30个交易日，后续涨幅和之前跌幅呈现负相关，且轮动快速，交易拥挤/政策低于预期/景气担忧是行情结束的最主要3个原因

		持续时间	阶段涨幅	15个交易日表	超额收益	全年涨幅	开始	结束	主要逻辑	驱动因素	结束原因
801950.SI	煤炭	86	48.3%	-4.5%	48.3%	15.3%	2022/2/7	2022/6/14	景气驱动	俄乌能源危机	能源价格下跌
801180.SI	房地产	14	32.7%	-16.2%	32.7%	-4.7%	2022/3/16	2022/4/6	政策驱动	刘鹤讲话	地产救助政策证伪
801093.SI	汽车零部件	65	59.1%	-19.9%	59.1%	-19.6%	2022/4/27	2022/8/1	政策+景气驱动	复工复产+汽车政策	交易拥挤+销量低于预期
884126.WI	机器人指数	78	66.5%	-22.2%	66.5%	-15.3%	2022/4/27	2022/8/18	事件+景气驱动	特斯拉人形机器人	交易拥挤+事件低于预期
801735.SI	光伏设备	78	76.1%	-23.9%	76.1%	-18.9%	2022/4/27	2022/8/18	景气驱动	俄乌能源危机	交易拥挤+明年景气担忧
884790.WI	储能	81	105.2%	-27.4%	105.2%	-9.3%	2022/4/27	2022/8/23	景气驱动	俄乌能源危机	交易拥挤+明年景气担忧
8841354.WI	医疗器械	14	29.3%	-9.6%	29.3%	-14.4%	2022/9/27	2022/10/21	政策驱动	财政贴息贷款	交易拥挤+政策效应减弱
930641.CSI	中药	49	42.6%	-9.4%	42.6%	-5.7%	2022/9/27	2022/12/12	事件驱动	防控放松	疫情博弈进入尾声
8841644.WI	信创	27	24.2%	-14.7%	24.2%	-20.7%	2022/10/12	2022/11/17	政策驱动	自主可控政策	交易拥挤+政策预期暂不明
886016.WI	建筑	25	19.4%	-1.7%	19.4%	-6.3%	2022/11/1	2022/12/5	政策驱动	中国特色估值体系	交易拥挤+基本面逻辑偏弱
801180.SI	房地产	29	28.5%	-14.8%	28.5%	-4.7%	2022/11/1	2022/12/9	政策驱动	地产融资政策放松	需求端刺激政策证伪

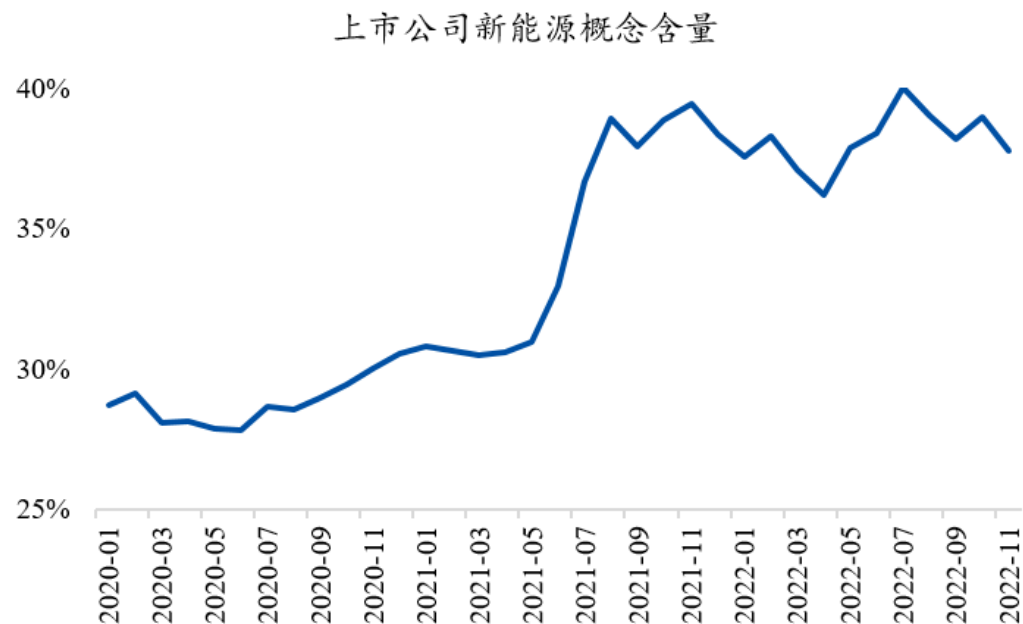
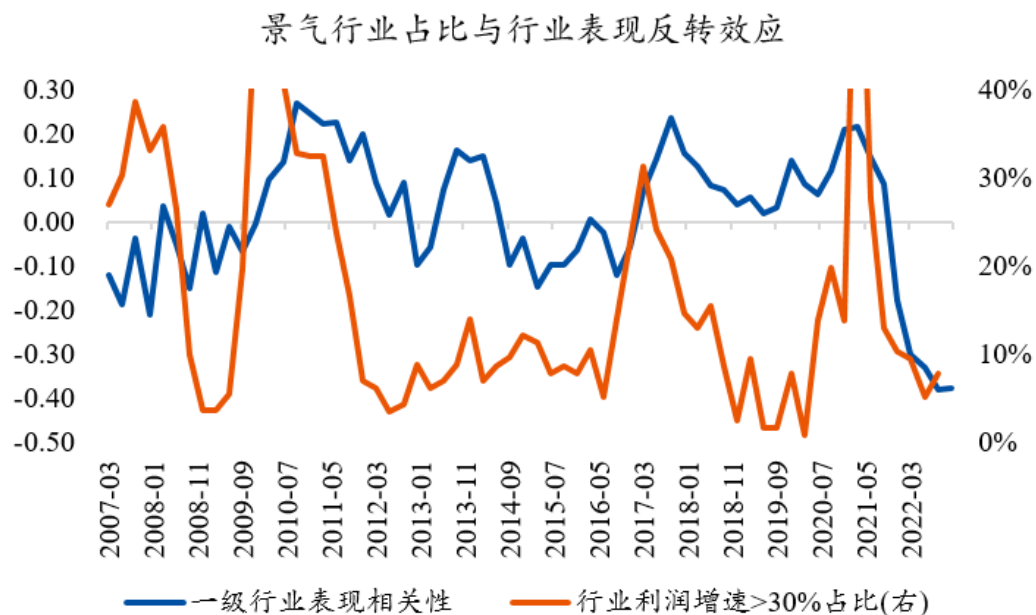
资料来源：广发基金

数据来源：wind

今年A股的特征：原因及影响（1）

◆ 今年行情特征背后的一些原因之基本面：

- 景气向上行业的占比处在历史低点，资金容易抱团形成交易拥挤，历史上看反转效应和景气变化相关。
- 单一行业/产业的抱团往往出现在弱经济/强产业的阶段，典型如2015年的互联网，“双创”概念市值占比最高45%；当前新能源概念市值占比最高40%，之后一直震荡。



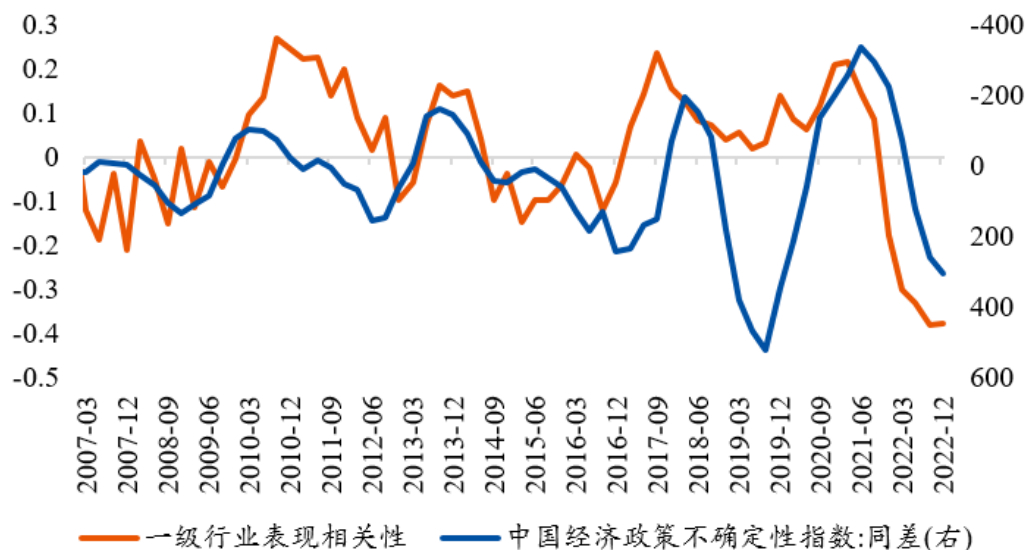
数据来源：wind

今年A股的特征：原因及影响（2）

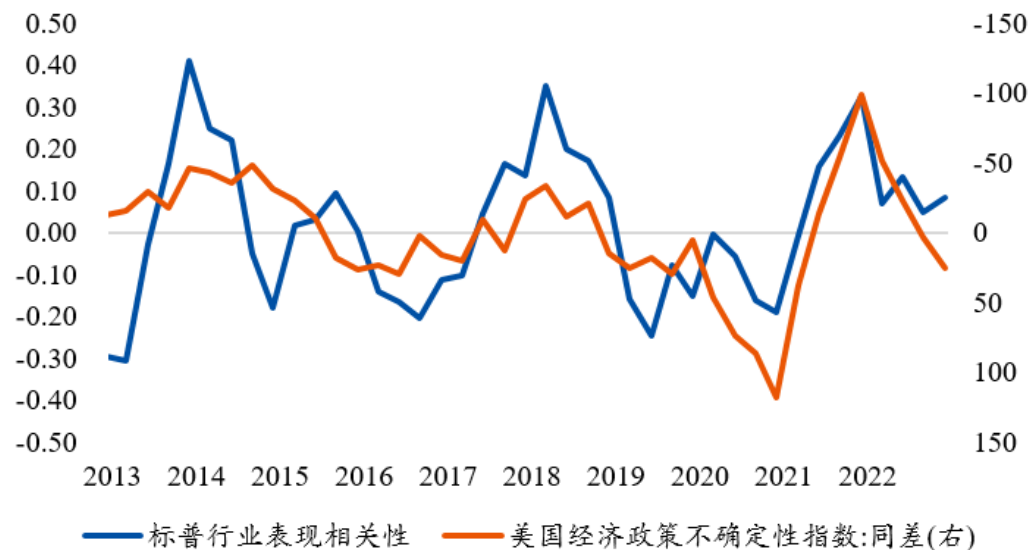
◆ 今年行情特征背后的一些原因之政策面：

- 政策的不确定性极高，难以对长期定价，资金对防疫和地产政策反复博弈短线交易。
- 历史上看，中美都体现出政策不确定性和行业反转效应的正相关性。今年以来，中国国内的经济政策不确定性达到了历史高点（2019年的政策不确定性更多是贸易战引起的）。

中国经济政策不确定性指数和行业表现反转效应



美国经济政策不确定性指数和行业表现反转效应



今年A股的特征：原因及影响（3）

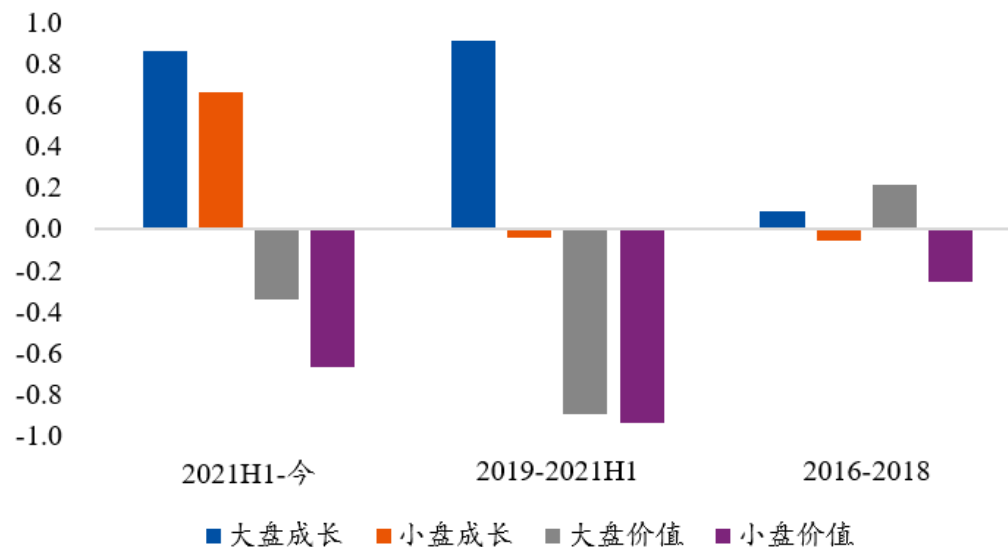
◆ 今年行情特征背后的一些原因之资金面：

- 由于资产端（强产业趋势+国内外货币宽松）和负债端（资管新规之后的居民资金流入）的变化，2019年以来公募基金的业绩和规模进入正循环。2021H1之后，资产端的变化（基本面和股市走弱，基金超额异常偏高之后开始向常态回归）导致二者进入负循环，公募的定价权丧失。
- 风格上，2019年以来制造业牛市推动成长风格走强，景气持续超预期进一步强化了成长风格。2021H1以来部分制造业的基本面预期开始回落，基于景气的成长风格随之走弱，基于赔率的价值风格相对走强。

普通股票型基金年化超额收益



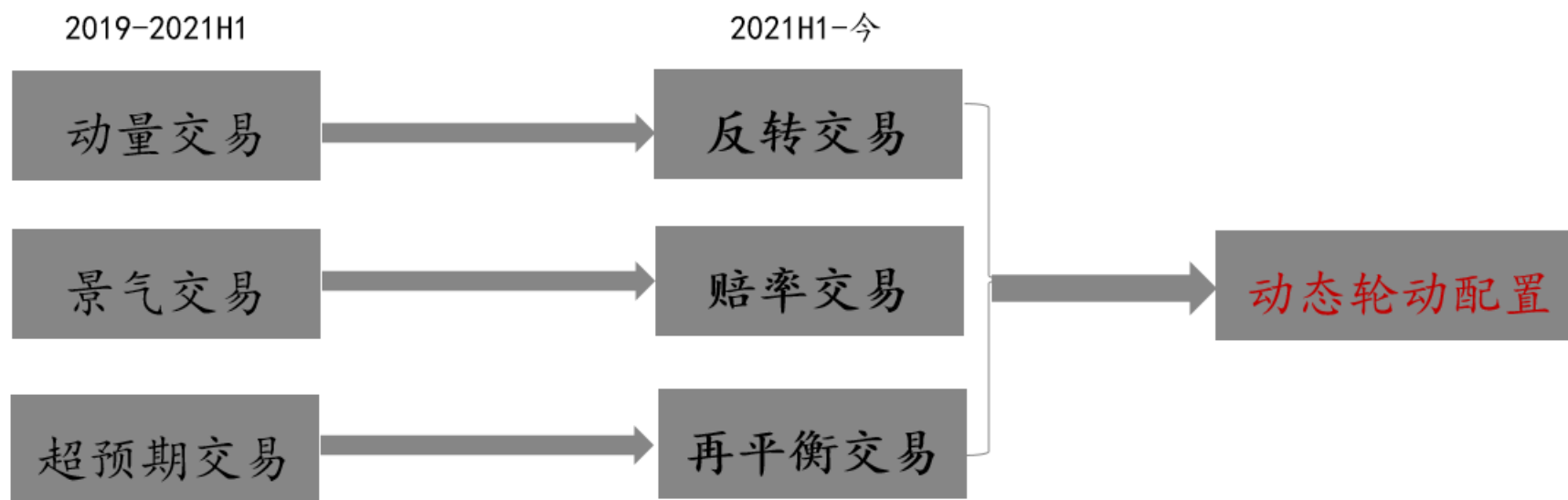
基金重仓超额和不同风格的相关性



数据来源：wind

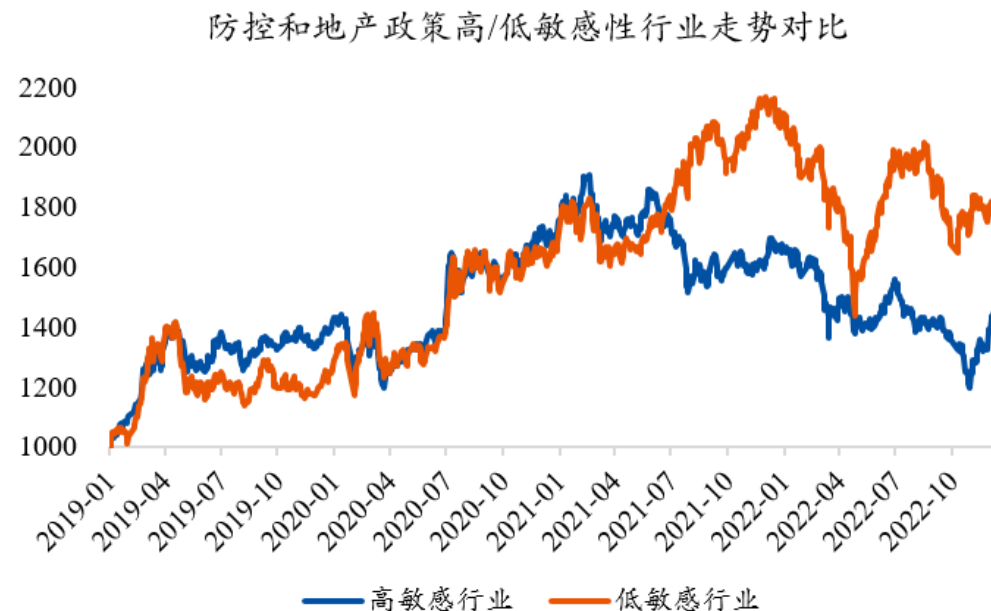
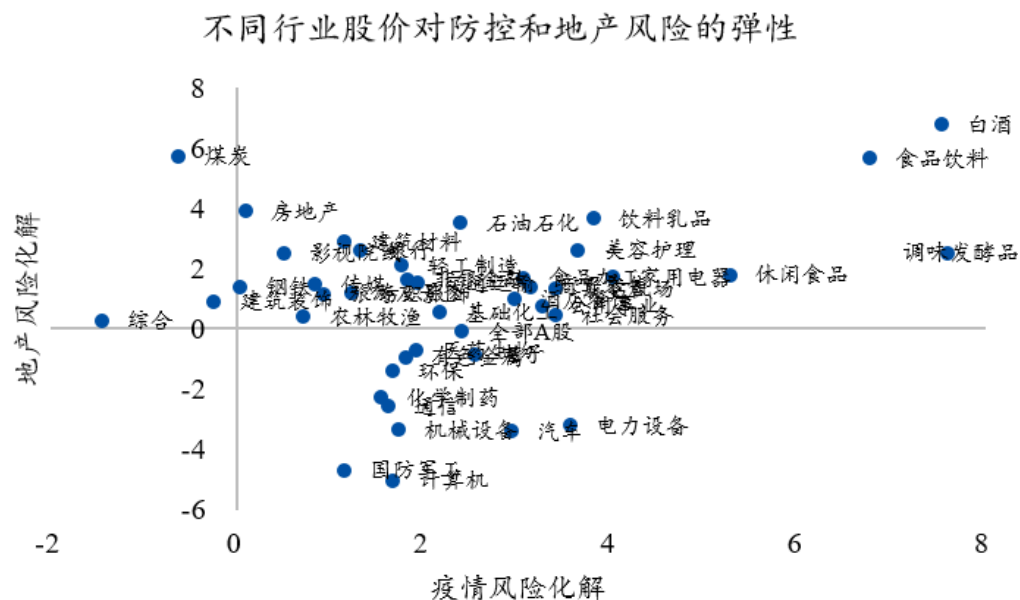
今年A股的特征：原因及影响（4）

- ◆ 市场生态的变化对交易策略的影响：从动量/景气/超预期交易转变为反转/赔率/再平衡交易
- 市场领先基金的换手率增加
- 基于赔率的价值型基金的业绩排名上升
- 2019-2021H1有效的静态配置当前难以躺赢，需要动态的轮动和再平衡



明年的潜在变化和配置策略（1）

- ◆ 明年的潜在变化：（1）基本面：景气向上行业明显增加，但在缺乏强经济/强产业趋势的背景下，弹性相对有限；（2）政策面：防控和地产政策放松之后，政策不确定性有所改善，但仍然存在一定的分歧；（3）资金面：滚动3年的公募基金超额仍然未回归正常，增量资金的流入预计依旧有限。
- ◆ 配置策略：关注三个方向：（1）经济修复的受益品种，以消费和地产链为主；（2）景气潜在触底回升的品种，如半导体和计算机；（3）基本面继续超当前悲观预期的景气品种，如部分新能源细分。需要说明的是，2021年中期以来，对经济政策高敏感和低敏感的行业表现出现了显著的分化，在政策调整之后，二者的表现将会有所收敛，过去两年高端制造一枝独秀的局面已被打破。但考虑到经济修复的弹性有限以及政策对中期目标的兼顾，仍然需要基于基本面和赔率作轮动。



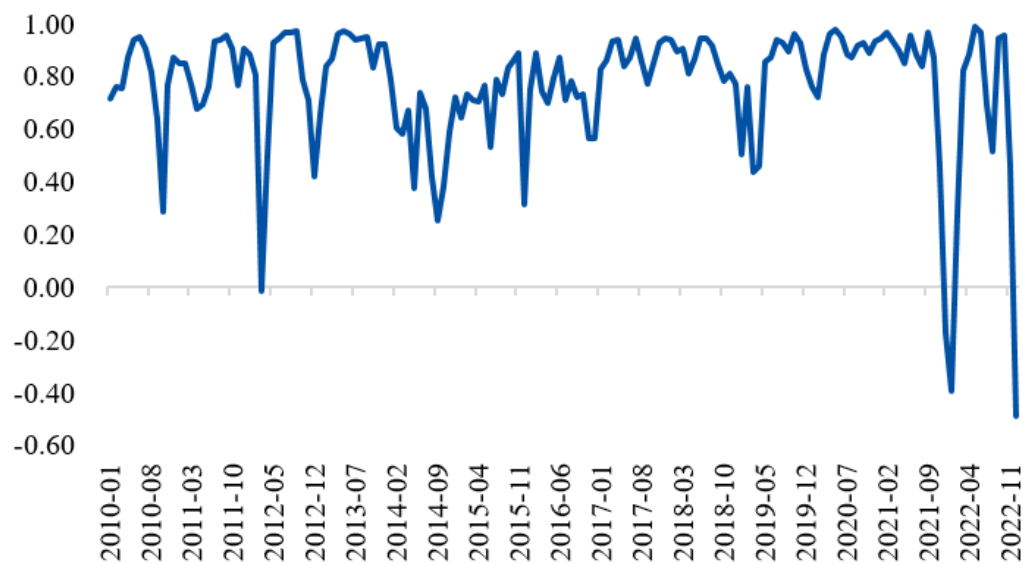
数据来源: wind

明年的潜在变化和配置策略（2）

◆ 除了基本面和赔率，我们也提供其它两个相对有效的维度：

- 景气投资有效指数：景气投资在绝大部分年份都非常有效，虽然近两年来有效性有所下降（原因如前所述），但每年的2、3季度有效性都会回升（经济和盈利数据相对明确），明年1季度之后是比较复苏品种和产业赛道景气的关键时期，预计部分复苏品种的基本面可能低于预期，而景气赛道则相反，届时市场表现会有再平衡。
- 交易拥挤度：在强经济/产业趋势阶段，交易拥挤度并不重要；但在弱经济/产业趋势或者存量市场中，交易拥挤度虽然不能提示机会，但可以提示交易的风险。

景气投资有效指数



电力设备指数和交易拥挤度



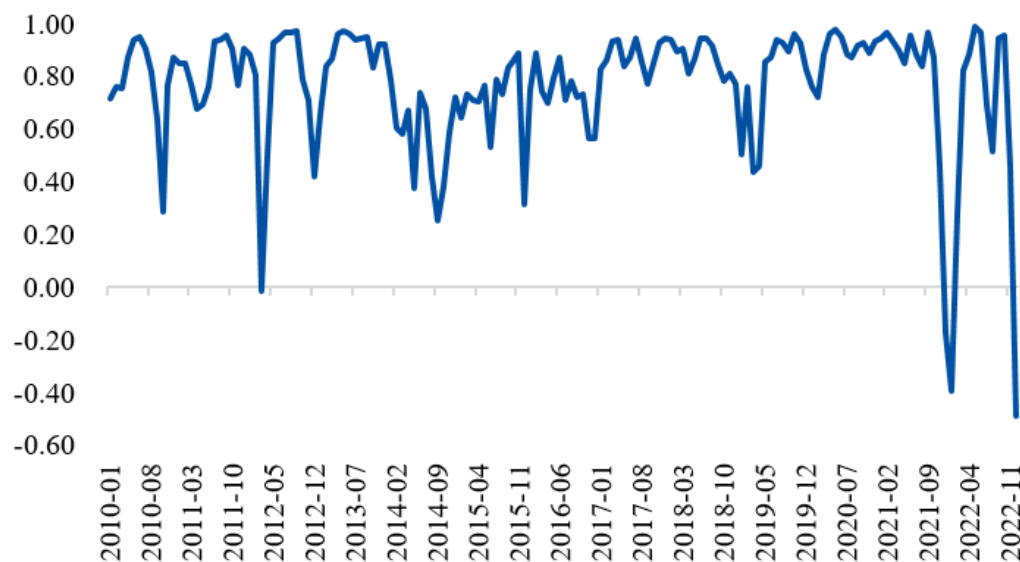
数据来源：wind

明年的潜在变化和配置策略（2）

◆ 除了基本面和赔率，我们也提供其它两个相对有效的维度：

- 景气投资有效指数：景气投资在绝大部分年份都非常有效，虽然近两年来有效性有所下降（原因如前所述），但每年的2、3季度有效性都会回升（经济和盈利数据相对明确），明年1季度之后是比较复苏品种和产业赛道景气的关键时期，预计部分复苏品种的基本面可能低于预期，而景气赛道则相反，届时市场表现会有再平衡。
- 交易拥挤度：在强经济/产业趋势阶段，交易拥挤度并不重要；但在弱经济/产业趋势或者存量市场中，交易拥挤度虽然不能提示机会，但可以提示交易的风险。

景气投资有效指数



电力设备指数和交易拥挤度

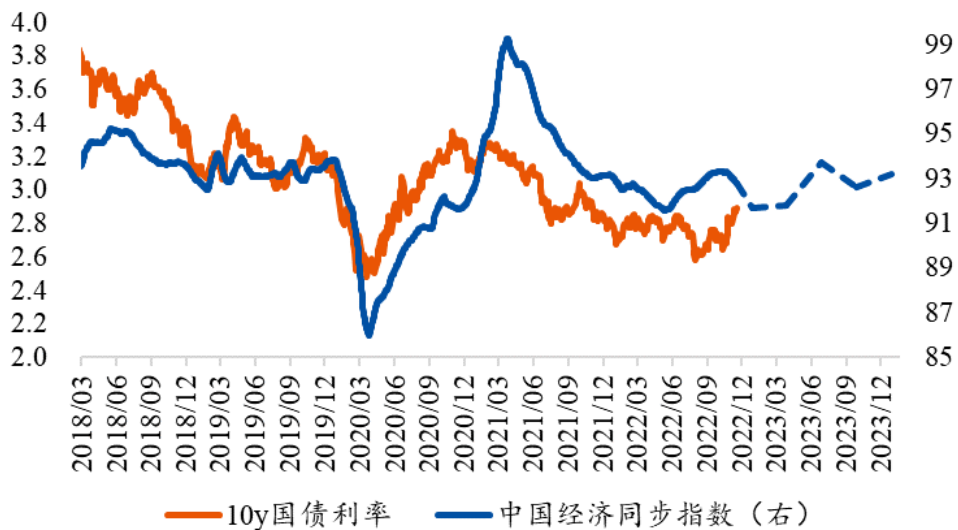


数据来源：wind

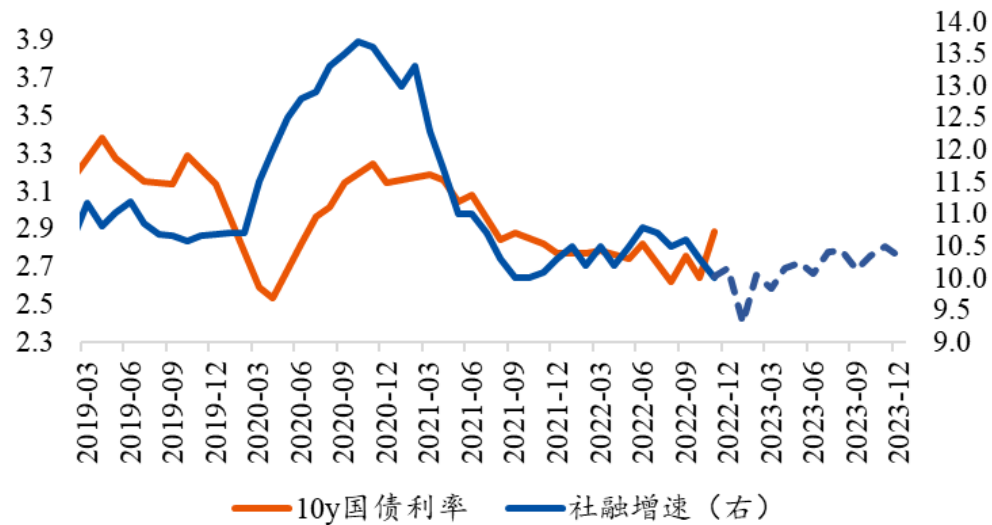
债市利率展望（1）：趋势性上行概率偏低

- ◆ 短期来看，债市受理财赎回风险影响，利率容易出现超调。但利率中期走势则更多取决于经济基本面的变化。整体上，我们预计明年国内经济大概率是个弱复苏（前低后高，预计增速在5%左右），信贷扩张力度将会有所恢复、但弹性也不会太大（预计社融中枢在10%-11%）。因此展望明年，利率有可能先下后上，趋势性上行的概率偏低。年初因为经济冲击前置，利率可能下行；随着经济正常化，利率可能随之回升；但考虑到经济更多是弱复苏，趋势性上行概率偏低。

10y国债利率与经济走势



10y国债利率与社融走势



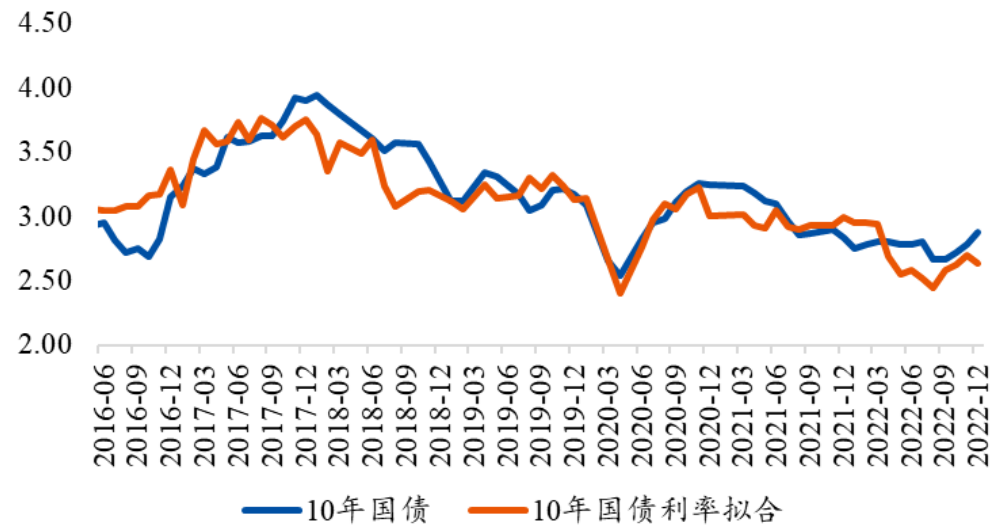
债市利率展望（2）：核心区间2.7-3.1震荡、波动有可能加大

- ◆ 政策会不会收紧？考虑到经济弱复苏、通胀压力有限，政策缺乏收紧的基础（12月17日央行副行长讲到，总量要够，2023年货币宽松力度不能小于今年，基准情形下预期政策利率仍会维持低位）。
- ◆ 预计明年利率继续围绕较低中枢运行、波动有可能加大。过去几年经验来看，在没有强复苏的情况下，利率基本是围绕政策利率中枢震荡，在经济回升的时候略向上偏离。即便考虑防疫放开和经济正常化（类似2019年的弱复苏），利率中枢也没有持续显著地超过政策利率。参考当前的政策利率在2.8，以及明年经济处于弱复苏，预计10年期国债利率的核心波动区间可能在2.7%-3.1%；同时考虑到政策相机抉择的可能性较大以及理财净值化对负债端的影响，利率的波动将会有所加大。

10y国债利率与政策利率走势



经济数据与短期利率拟合的10y国债利率 (%)



数据来源：wind

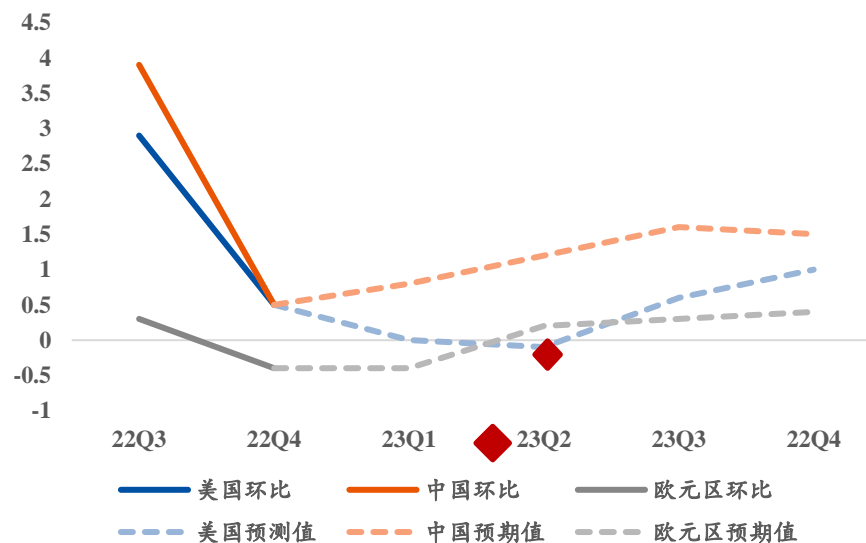
美元：预计23年先震荡偏强然后开启下行

- ◆ 今年以来，fed货币政策鹰派+全球经济和风险偏好下行的大背景下，2个因素都对美元利多，美元的收益率一度高达19%。而11月以来显著下行，从最高点回落9%，这是由于上述两个因素出现一定反转：美国CPI连续不及预期加息预期放缓，中国疫情调整提升风险偏好。
- ◆ 展望明年，在联储放缓加息背景下，美欧货币政策差距会逐步收窄，全年看对美元利空。但节奏上，可能震荡偏强后回落。在23Q1，全球经济可能会先受到欧洲衰退，以及中国疫情第一波冲击的压制，此时美元会有一定支撑，而到23Q2开始，美元或将跟随中国、欧洲经济恢复，联储加息暂停而开启走弱。从而经历了最近2个月的下行后，美元可能将经历一段偏强震荡期，然后再下行。

量化模型可以较好拟合美元的方向

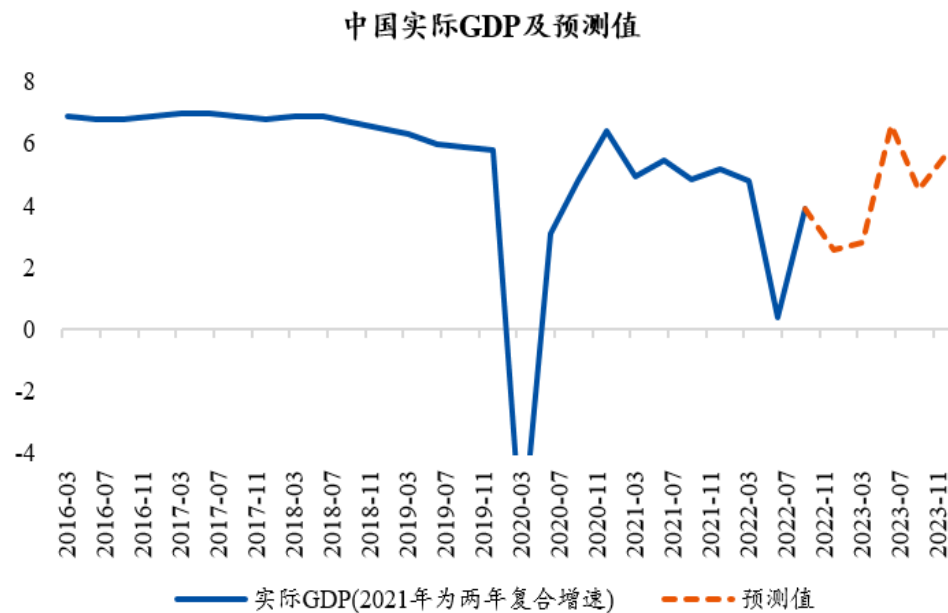
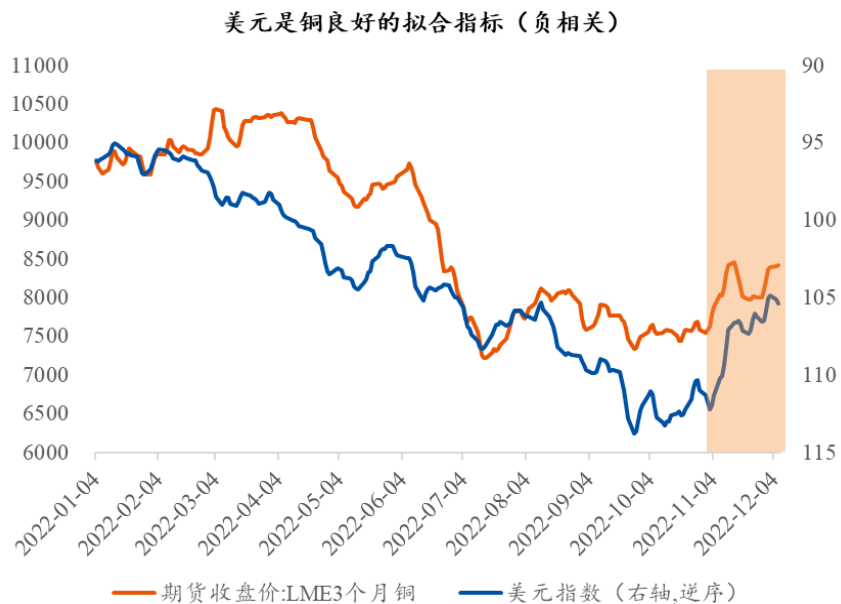


市场对明年主要经济体GDP增速预期



基本金属：逐步由海外加息转为国内经济复苏驱动，预计先跌后涨

- ◆ 铜良好的拟合指标是美元，今年以来二者负相关性达到-90%。1是因为铜金融属性较强，直接受到海外加息压制。2是铜商品属性表达的是经济总需求。而美元也恰好受这两点影响，只不过方向与铜相反。我们判断美元是在当前高位经历一段震荡平台期然后下行，从而明年铜价应该是在低位震荡后有上行可能。背后对应的逻辑是，国内需求先经历疫情冲击，和股票更注重预期不同，商品久期短更注重现实，疫情冲击预计将先压制铜价，而后铜价的反弹程度将取决于中国经济在下半年的复苏强度，我们的判断是弱复苏，对应铜价预计是弱反弹。



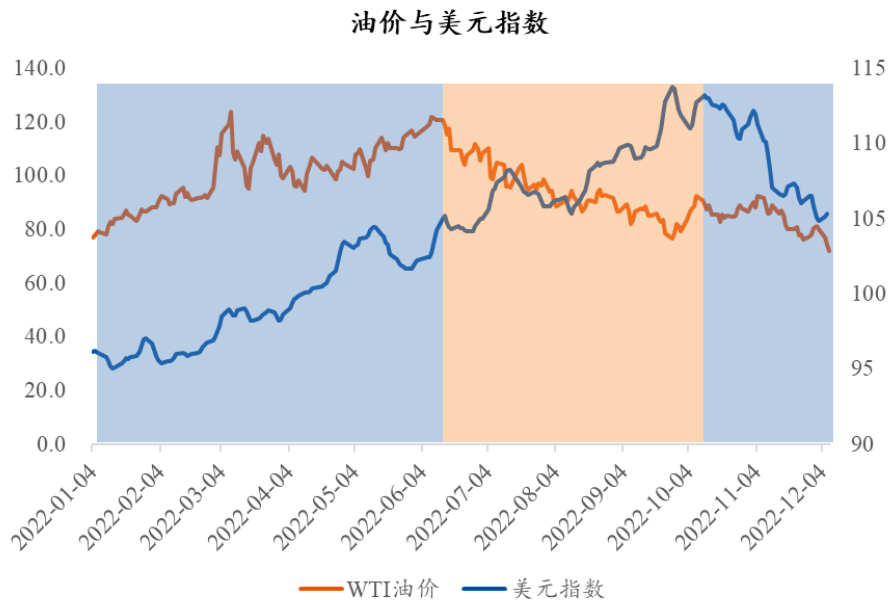
贵金属：黄金受海外加息缓解而走强，白银叠加经济恢复影响

- ◆ **黄金：**对黄金拟合度最好的指标是10y实际利率相关性最强，今年以来二者相关系数为80%。由于实际利率和美元今年都受到加息预期影响最大，从而黄金与美元的相关性今年以来也从60%提高到80%。不论是今年还是往后看，黄金是更取决于海外的品种，加息预期、实际利率的走弱会对金价形成支撑。
- ◆ **白银：**在实际利率影响的基础上，白银还额外受到工业属性影响，从而金银比可以反映除去美国货币政策影响后，单纯对于全球经济前景的预期。可以看到今年以来金银比一直走强，但近期显著走弱，反映了全球经济改善的预期。



原油：由加息转为实际供需影响，预计先低后高

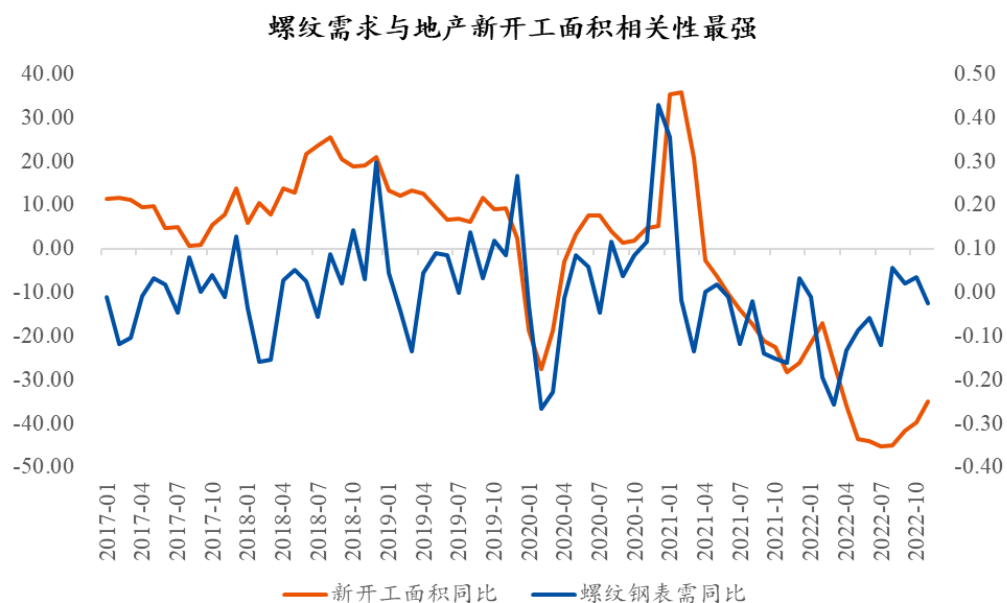
- ◆ 今年以来，油价的主要矛盾出现一波三折。**第1阶段**：年初至6月，在俄乌战争与OPEC超额减产的影响下，油价整体上行，带动了加息预期与美元走强。**第2阶段**：6月-10月，这个关系出现反转，6月公布的CPI大超预期引发了拜登和联储对油价的强力压制，拜登主导释放SPR原油战储，fed主导加息预期走强，美元走强打压油价一路向下。**第3阶段**：美元指数与加息预期走弱，但美国自身供需恶化，衰退预期有所抬头，加上中国放开疫情后出行需求会放缓，带动油价回落。我们看到WTI整体大贴水的背景下，近期前端甚至出现小幅升水，体现当下供需恶化。
- ◆ 展望明年，70美元是美国明年战储采购线，中期看，原油已经具有一定配置价值。出行需求在经历欧美衰退和中国冲击后会逐步恢复，尤其航煤需求将成为明年重要增量。节奏上，油价预计在70-100美元区间经历先低后高的走势。



数据来源：wind

黑色金属：与地产新开工相关性最强，可能不及预期

- ◆ **国内地产是螺纹最主力的需求。**地产分为销售、新开工、施工、竣工面积等多个维度，其中，新开工是和螺纹需求最相关的，因为在打地基时需要螺纹这种大型钢筋，可以看到新开工面积和螺纹表需同比有较好拟合度。从而，当近期如地产刺激政策频出时期，黑色金属出现显著反弹，螺纹、铁矿期货自11月以来上涨10%以上。由于地产预期扭转，长期贴水的曲线甚至出现了升水现象，如螺纹05升水01合约，体现了强预期和弱现实格局。
- ◆ **展望明年，**从中央经济工作会议相关表述看，会对地产托底，但缺乏放开一线城市需求的强刺激。依旧注重保交楼、竣工端，而和黑色需求最相关的新开工大概率会不及预期，从而黑色金属明年预计仍疲弱，回到弱现实的时间第一个窗口可能在春节后的“金三银四”开工季。



数据来源: wind





广发基金
GF FUND MANAGEMENT

心系托付 一路广发

