

帆随风动

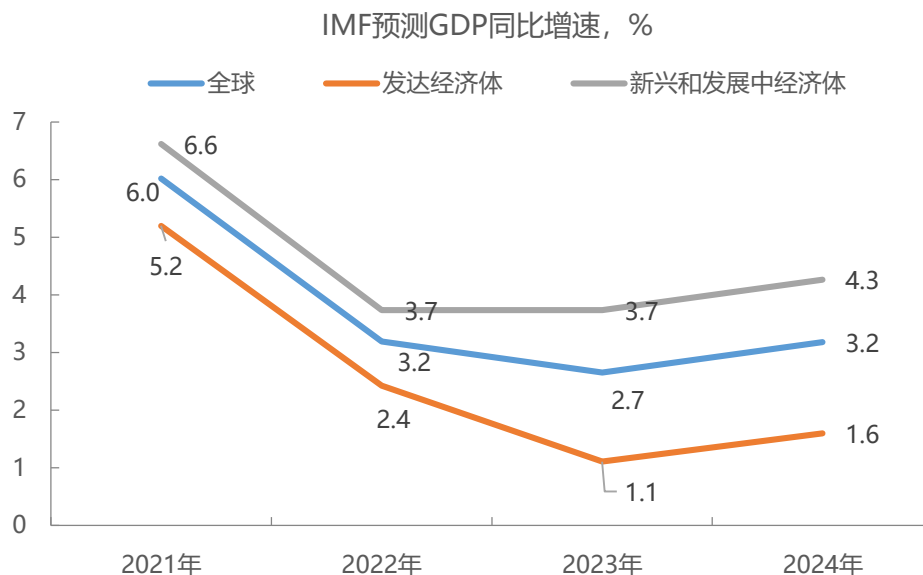
文/东方红资产管理 权益研究团队

一、 宏观经济

1. 外部环境

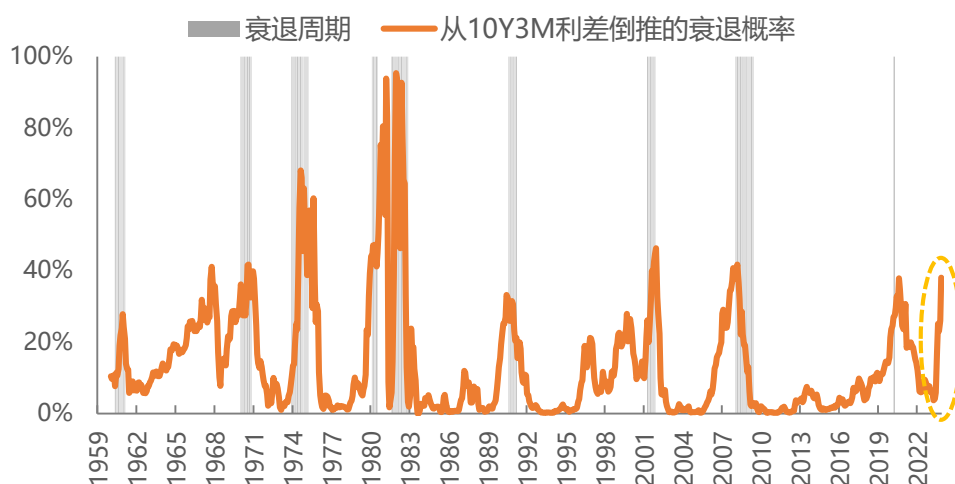
2022 年以来，美欧经济进一步趋弱，且大概率将进入衰退。经济本身动能已经趋弱，叠加货币紧缩、通胀高企、能源短缺的三重压力下，2023 年全球经济预期进一步趋弱。从结构上看，新兴经济体在 2023 年增长预计将好于发达经济体（中国可能是为数不多的 2023 年增长高于 2022 年的经济体）；而在发达经济体内部，欧洲除了面临和美国类似的消费降温、库存去化、地产逆风，其原材料供给还面临着更高的不确定性，因此美国预期仍将略好于欧洲。

IMF 预测 2023 年全球经济增长将进一步下行



数据来源：CEIC，东方红资产管理

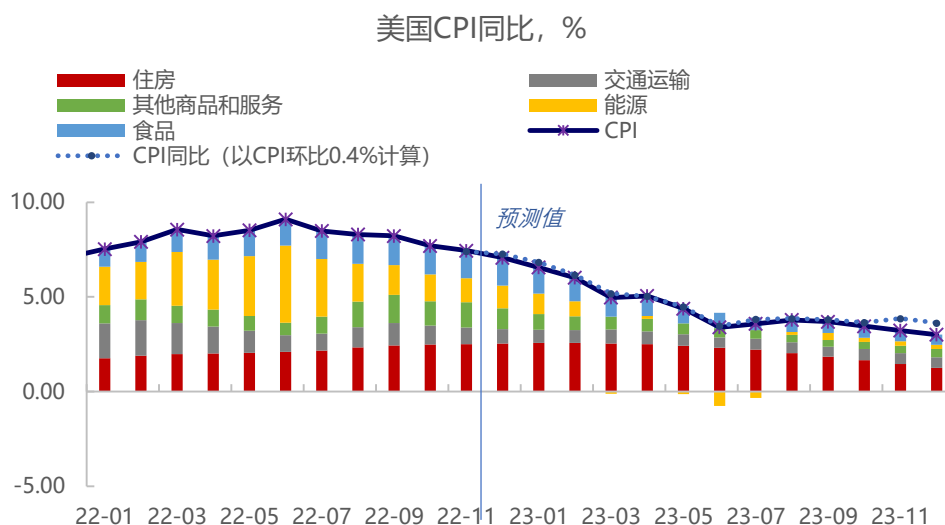
纽约联储预期美国经济进入衰退的概率上升



数据来源：CEIC，东方红资产管理

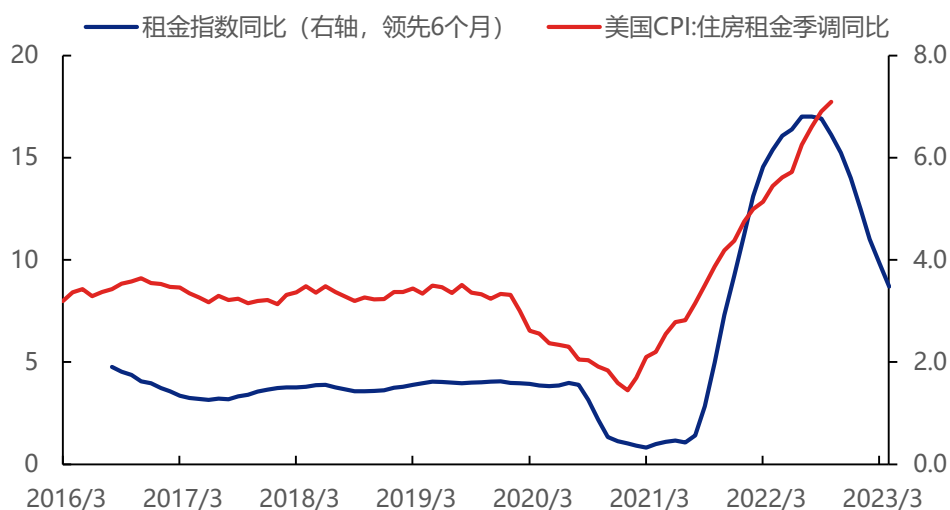
美欧通胀已经进入下行通道, 2023 年下半年在基数效应作用下或明显下台阶。从需求端看, 伴随着货币政策的持续紧缩, 整体需求降温是大势所趋; 从供给端看, 约束也有望进一步改善: 1) 物流缓解的拥堵已经进入趋势性改善通道, 商品供给端约束有望进一步纾解; 2) 得益于 2022 年的高基数, 能源通胀很可能将在 2023 年明显下行; 3) 住房租金占比核心 CPI 超 40%, 市场租金价格领先 CPI 房租分项半年左右, 已经见顶回落。

2023 年美国通胀将进入下行通道



数据来源：CEIC，东方红资产管理

市场租金领先CPI房租分项



数据来源：CEIC，东方红资产管理

2023 年美联储货币紧缩的斜率将显著放缓。根据 0.4% 月环比推算，美国 CPI 在明年 3 月和 6 月或将迎接两步明显“下台阶”，预计 3 月美国 CPI 降至 5% 左右、6 月降至 3%+。预计 2023 年二季度将见到美联储本轮加息的高点。但也需注意到，美联储转松过程中利率往往维持高位较长时间。从 1995 年以来历次周期看，从最后一次加息到开启降息至少经历 5 个月的时间，2006 年到 2007 年开启降息甚至经历了超过一年的时间（直到金融危机风险暴露）。

市场预期全球央行 2023 年加息节奏将显著放缓

全球央行历次会议加息幅度市场预期, bp, 2022.12.15							
FED		ECB		BOE		BOJ	
02/01/2023	31.5	12/15/2022	53.7	12/15/2022	54.1	12/20/2022	0.4
03/22/2023	15.5	02/02/2023	40.6	02/02/2023	43.8	01/18/2023	0.9
05/03/2023	6.6	03/16/2023	28.4	03/23/2023	28.8	03/10/2023	4.8
06/14/2023	-0.9	05/04/2023	15.1	05/11/2023	22.4	04/28/2023	3.9
07/26/2023	-5.2	06/15/2023	2.3	06/22/2023	7.9	06/16/2023	2.8
09/20/2023	-10	07/27/2023	4	08/03/2023	7	07/28/2023	3.5
11/01/2023	-15.8	09/14/2023	-2.6	09/21/2023	0.2	09/22/2023	2.9
12/13/2023	-18.2	10/26/2023	-3.3	11/02/2023	-4.2	10/31/2023	2.1
01/31/2024	-19.8						

数据来源：Bloomberg，东方红资产管理

从历次周期来看，美联储最后一次加息到降息至少经历 5 个月的时间

最后一次加息	1995/1/31	2000/5/15	2006/6/29	2018/12/19
开始降息	1995/7/5	2001/1/3	2007/9/18	2019/7/31
加息停止到开始降息 天数（天）	155	233	446	224
维持利率水平	6.00%	6.50%	5.25%	2.50%
第一次降息幅度	25bp	50bp	50bp	25bp

数据来源：Bloomberg，东方红资产管理

2. 内部环境

外需红利逐步消退，中国出口增长放缓。美欧需求放缓，尤其是商品需求放缓，中国出口增长将放缓。从量价拆分来看，无论是全球贸易的数量，还是中国出口的数量增速均已放缓。而随着全球需求放缓，价格的支撑也将下降。

此外，中国面对的外部地缘政治压力进一步上升，全球供应链重塑对中国出口份额不利。中期选举之后，美国两党分别控制两院，拜登在国内财政扩张将明显受阻的情况下，可能将更多精力放在外交事务上，这意味着中国面对的外部环境将更趋复杂。中国出口份额可能仍有回落的空间。

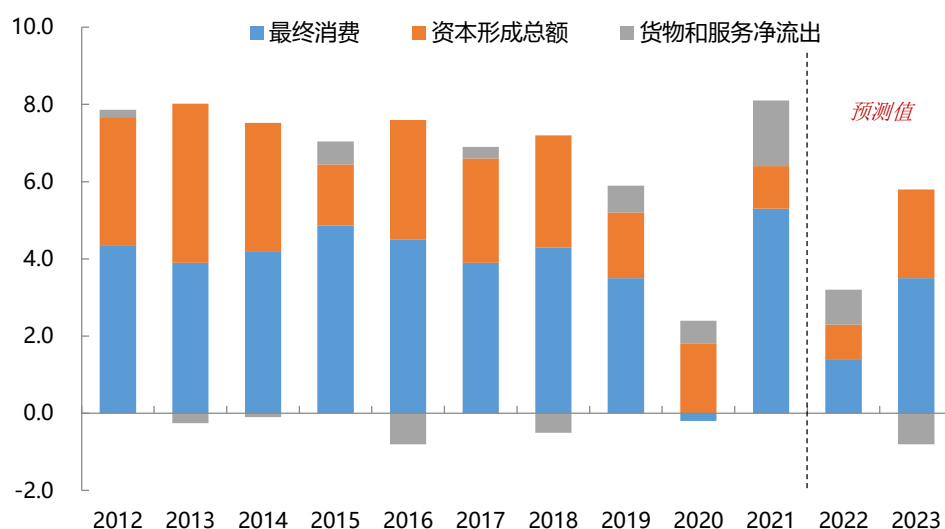
中国出口份额尚未回到 2019 年底的水平



数据来源：Wind，东方红资产管理

中国出口增长进一步放缓

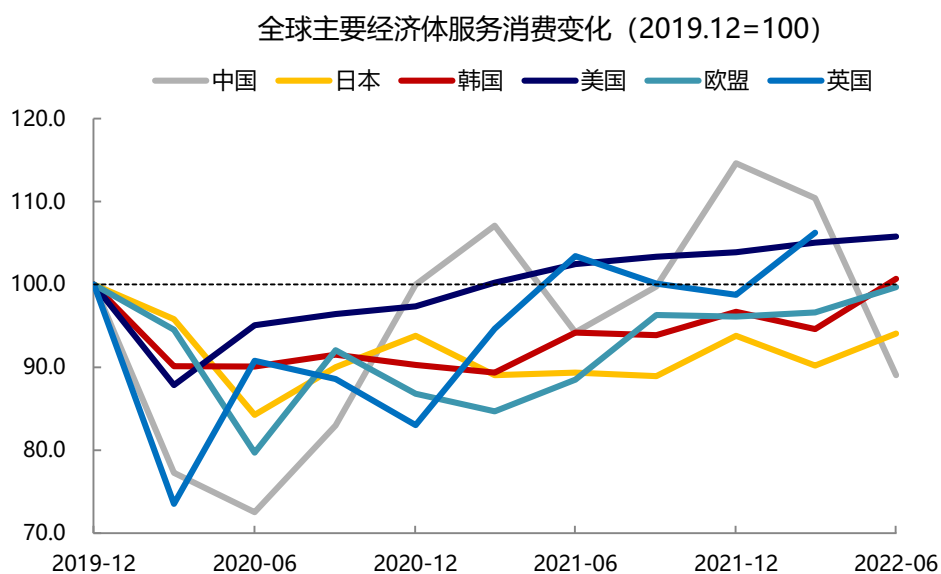
对中国GDP增长拉动，百分点



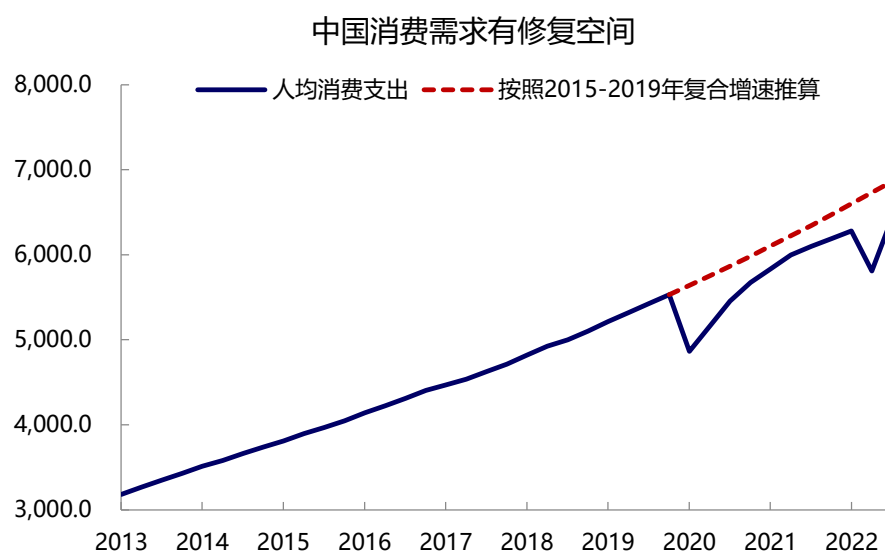
数据来源：Wind，东方红资产管理

关于内需扩大的方向，其一为消费。从海外经验来看，防疫政策放松之后，服务消费均有一波修复。从海外经验来看，过去两年发达经济体先后出现了防疫政策的放松，而放松之后，其服务消费均有不同程度的修复。以英国为例，2021年3月疫情防控放松之后，高接触性服务业——如餐厅、酒店、交通运输均有一波快速的修复。随着国内疫情防控政策调整，待疫情平稳之后，预计将迎来消费的修复。近期防控工作的“二十条”措施指向中国疫情防控政策已经转向，近一个季度可能出现疫情反复，随后疫情进入平稳期，或将带来国内消费的修复。

过去两年随着各经济体防疫政策放松，服务均有不同程度修复



数据来源：Wind，东方红资产管理

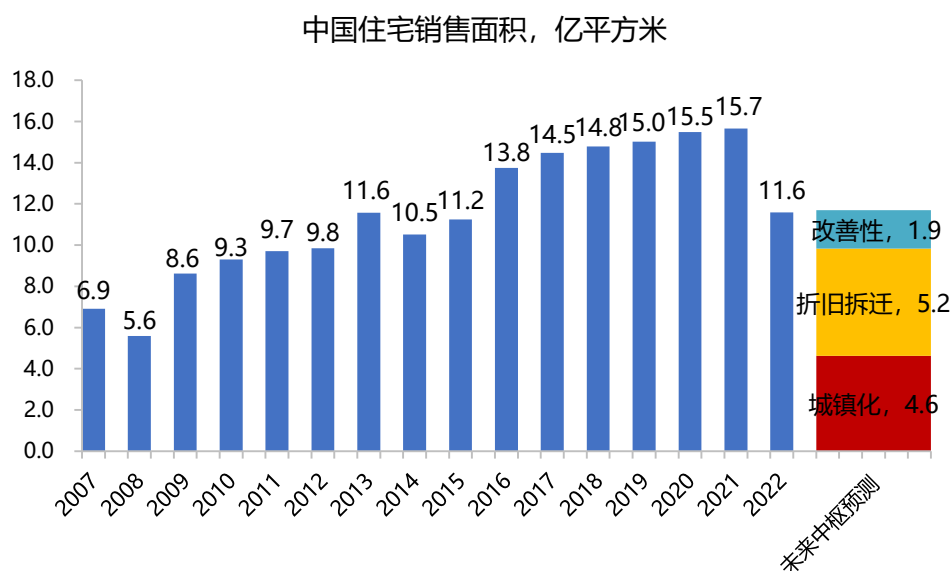


数据来源：Wind，东方红资产管理

内需扩大的方向之二为地产。经济承压背景下，政策对于防范和化解地产部门系统性风险的诉求进一步上升。供给端政策从“保项目”逐步向“保主体”过渡，对开发商融资端的约束进一步下降；明年对于需求端的刺激政策有望进一步升级。而“保交楼”同时符合稳增长、保民生两大政策方向。在“保交楼”的政策下，尽管地产销售短期难有明显

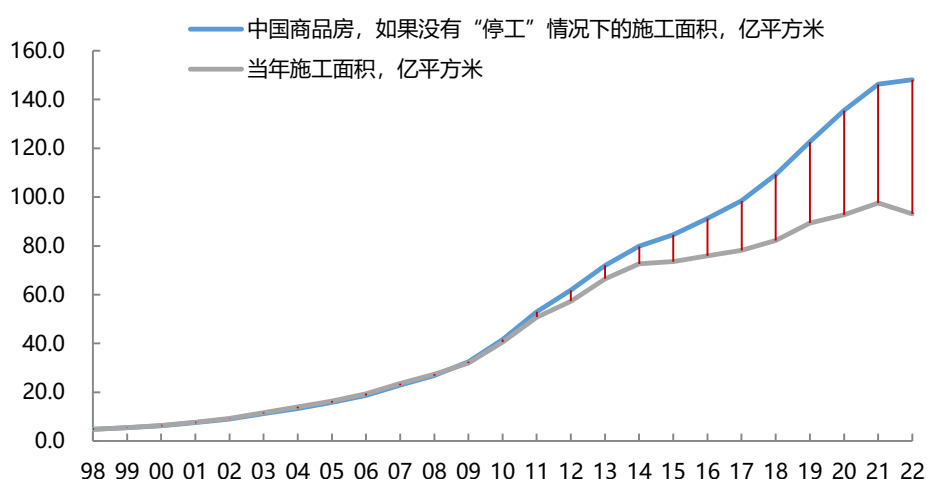
起色，但“已销售未竣工”项目继续在建或支撑地产投资。假设在“保交房”政策下，已销售但未竣工的项目全部处于施工状态，其余施工面积延续以往历史趋势，那么即使销售面积继续放缓拖累新开工面积，地产投资增速可能也会收窄至-3.4%~-1.9%。

未来长期地产销售中枢或为 11.7 亿平米/年，短期或已超调



数据来源: Wind, 东方红资产管理

“保交楼”政策下，已销售未竣工项目继续施工或支撑投资

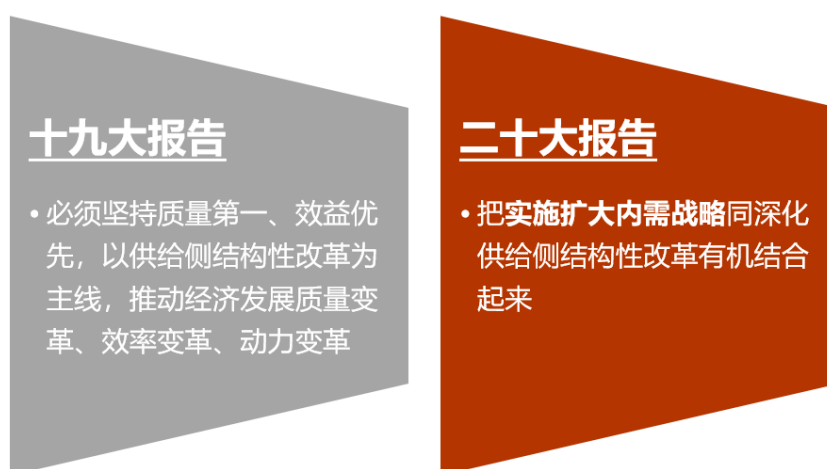


数据来源: Wind, 东方红资产管理

政策层面，党的十九大报告提出“以供给侧结构性改革”为主线。

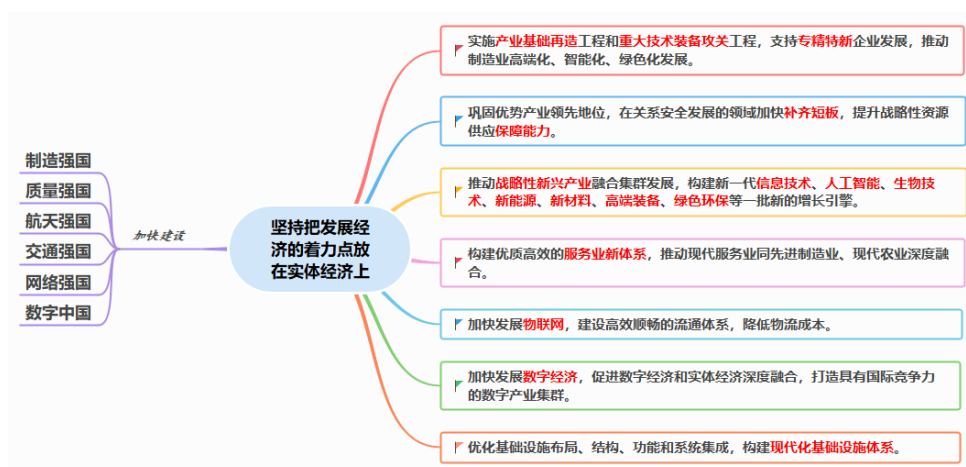
十九大以来，中国在防控金融风险、加强环保建设、减少投资依赖等“减法”方向取得了诸多成效。党的二十大报告指出“物质基础是建设社会主义现代化强国的一个重要基础”，并且明确提出“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”。相比于十九大报告当时集中深化供给侧结构性改革，二十大报告明确提出了要实施扩大内需战略，可以关注后续的需求侧政策，尤其是未来半年可能把“稳增长”摆在比较重要的位置。

二十大报告更加强调扩大内需战略



数据来源：Wind，东方红资产管理

二十大报告着力于发展实体经济



数据来源：Wind，东方红资产管理

从财政政策来看,“健全新型举国体制”或意味着未来较长时间积极财政政策都将是经济的重要支撑之一。在当前的全球环境下,财政支持经济或是未来较长时间内各国采取的通用手段。2022 年《美国国家安全战略》报告中指出,要对抗中国不能单靠市场经济,国家产业战略投资是工业发展与创新的基础 (markets alone cannot respond to the rapid pace of technological change), 未来的发展会依靠国家资本主义。党的二十大报告指出“健全新型举国体制, 强化国家战略科技力量”, 在中国未来的创新发展中财政也将发挥更加重要的作用。

安全和新兴制造业是未来财政可能发力的方向

【安全保障】资源、军工 国家安全的基础保障	【巩固安全】领先产业 支撑国际竞争力的基石	【引领发展】战略新兴产业 引领产业发展的决定性力量	【竞争高地】数字经济 新一轮国际竞争的重点领域
资源保障: ★粮食 ★能源 ★关键基础材料 军事保障: ★国防军队建设 社会治理: ★国家区域应急力量建设	产业基础再造: ★核心零部件 ★基础工艺 ★电子元器件 ★关键基础软件 重大技术装备攻关: ★电力装备 ★新能源 ★通讯设备	★新一代信息技术 ★芯片, 半导体 ★人工智能 ★生物技术 ★新能源 ★新材料 ★高端装备 ★绿色环保	★数字技术 ★数字经济和实体经济融合 ★新业态新模式 ★制造业、农业、服务业数字化、网络化、智能化转型 ★新一代移动通信、数据中心等数字基础设施

数据来源: Wind, 东方红资产管理

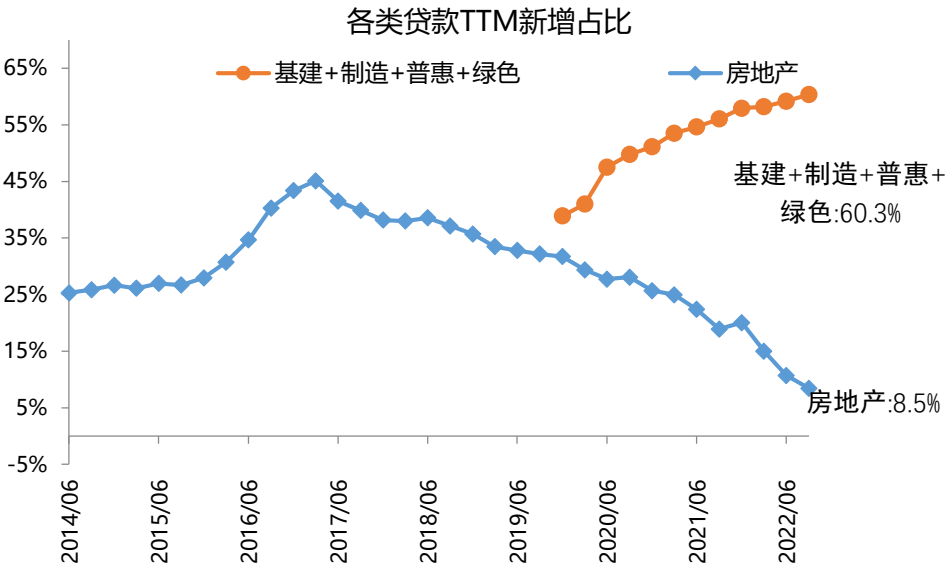
从货币政策来看, 在总量维持宽松的基础上, 将更加着力于使用结构性工具, 加强与财政政策的协调配合。货币政策的主要目标为短期稳增长, 中长期配合财政发力 (包括结构性发力)。一方面, 货币政策可能会维持整体的利率水平在较低水平, 以维系杠杆水平可持续; 另一方面, 考虑到中国将在较长时间处于转型期, 货币政策也需为后续宽松留出一定的空间。在其他需求侧政策发力的同时, 货币政策可能会更加着力于使用结构性工具支持财政的结构性发力。

央行结构性工具储备丰富

结构性货币政策工具情况表（截至2022年9月末）					
工具名称		支持领域	利率(1年期)/激励比例	额度(亿元)	余额(亿元)
长期性工具	支农再贷款	涉农领域	2%	7600	5587
	支小再贷款	小微、民营企业	2%	16400	13863
	再贴现	涉农、小微和民营企业	2%(6个月)	7050	5449
阶段性工具	普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业	2%(激励)	400	127
	抵押补充贷款	棚户区改造、地下走廊、重点水利工程等	2.40%	/	26481
	碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术	1.75%	8000	2469
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	1.75%	3000	578
	科技创新再贷款	科技创新企业	1.75%	2000	800
	普惠养老专项再贷款	5个试点省份,普惠养老项目	1.75%	400	4
	交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微物流(含快递)企业	1.75%	1000	103
	设备更新改造专项再贷款	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	1.75%	2000	0
总计					55461

数据来源：中国人民银行，东方红资产管理

信贷结构变化：房地产贷款下降，政策性金融成为主力



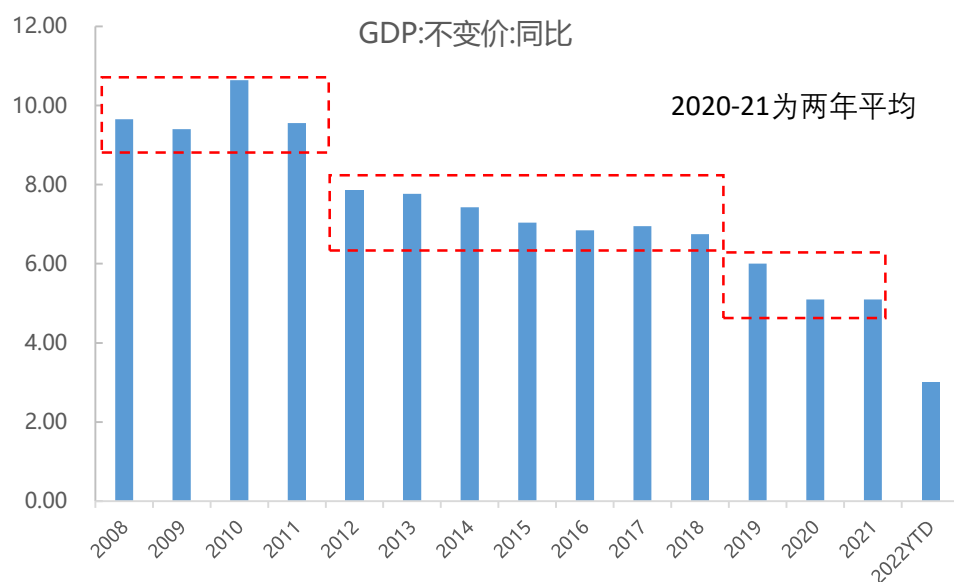
数据来源：中国人民银行，东方红资产管理

当前，经济降速期已过，市场对经济体感或边际改善。2012 年 GDP 增速首次破 8，此后进入 6-8%区间，中国银行研究院预测 2022 年增速将从 5-6%区间降到 3%左右，所以实体经济感受和市场表现都存在一定落差。在经历了 2022 年的降速之后，2023 年经济“底部企稳”。2020

年疫情冲击之后，中国经济率先复苏提振了对于中国经济的信心。而 2022 年在疫情再次超预期、地缘冲突、地产风险等多重问题的冲击下，经济降速对于市场信心的冲击较大。预计到 2023 年，考虑到低基数的效应，即使以 2019 年 Q4 弱经济的环比推算，未来的 GDP 同比也将企稳改善，市场对经济体感或边际改善。

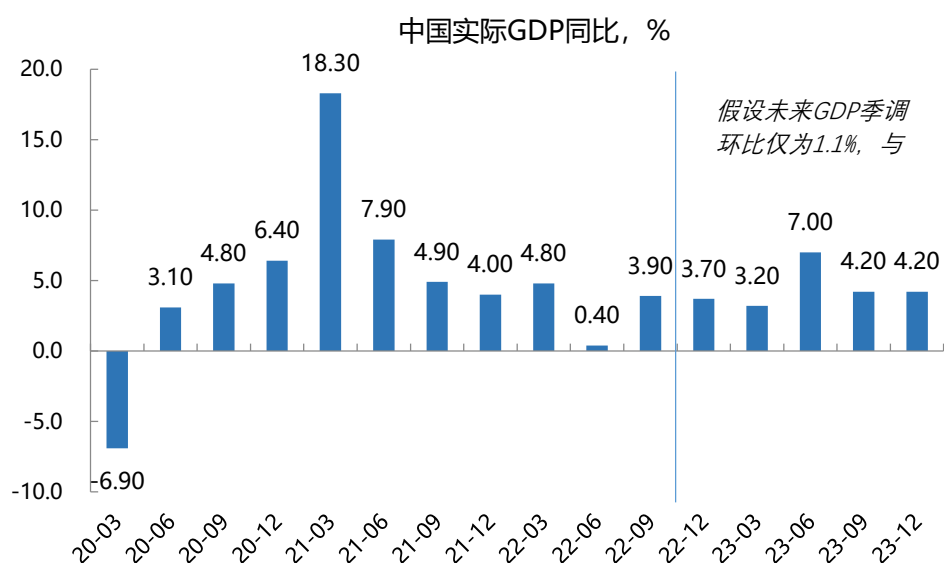
与 2012-2013 年有一定相似之处，在市场对于经济降速体感边际改善之后，相信市场信心会逐步恢复，进而开始展望长期结构性机会。2012 年底重要会议先后召开，市场信心逐渐恢复；2013 年整体经济依然偏弱，抑制了市场投资者对于整体市场的热情，上证综指底部震荡，但并没有限制资金展望长期经济增长动力，创业板自 2012 年底开始持续上涨。

2012 和 2022 年都经历了经济增速的下台阶



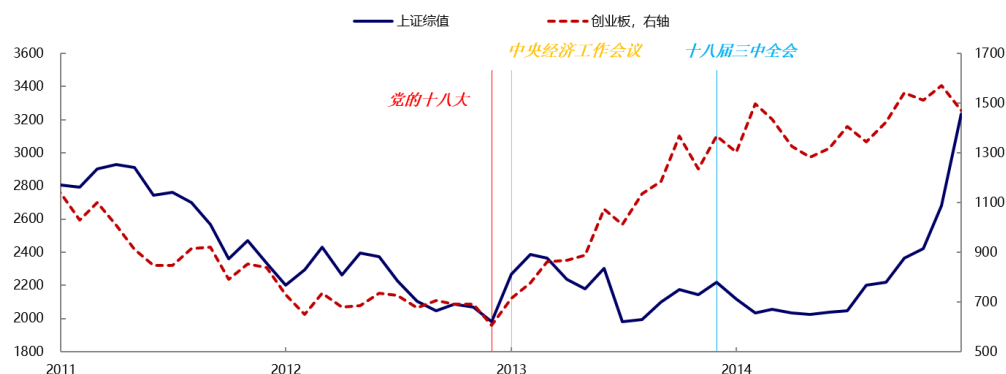
数据来源：Wind，东方红资产管理

即使以 2019 年 Q4 弱经济的环比推算，未来的 GDP 也将企稳改善



数据来源：Wind，东方红资产管理

2013 年经济企稳后，市场展望长期结构性机会



数据来源：Wind，东方红资产管理

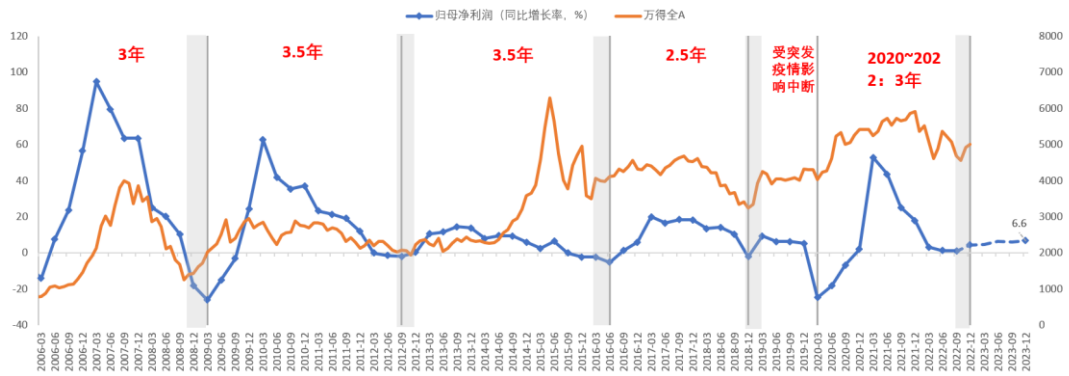
二、 市场展望

1. 基于历史周期分析，市场拐点或至，估值或将迎来修复

A 股一轮完整的盈利周期大致为 3.5 年左右，当前，企业盈利高点回落的过程至今接近尾声，在低基数的背景下明年有望迎来盈利增速的企稳回升，盈利下行周期将接近尾声。而熊牛转换往往在盈利下行周期

尾声启动，而非等到盈利上行周期。因此基于 A 股历史规律，市场拐点可能已经到来。

A 股盈利周期

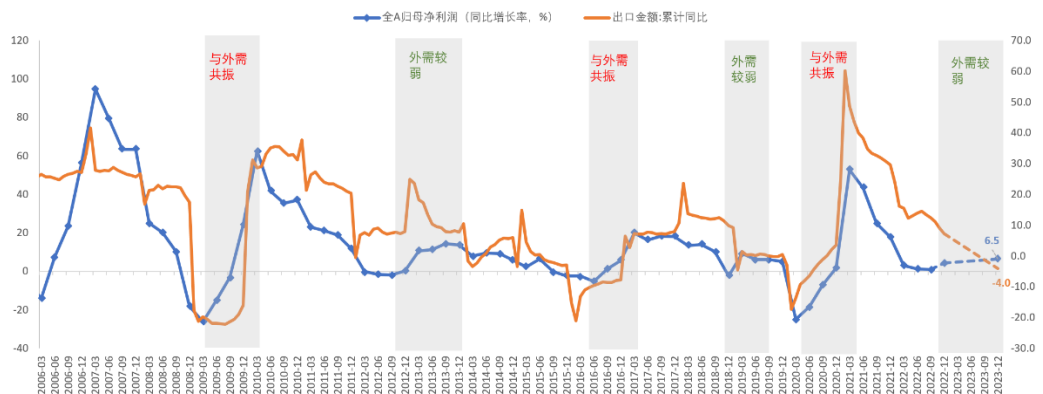


注：历史数据仅供参考，不代表未来表现。

数据来源：Wind，东方红资产管理

企业盈利小幅修复，脱离外需的盈利上行周期可能会缺乏弹性。历史上的 A 股盈利周期往往与海外经济周期共振，但 2023 年外需回落+出口下行的背景下（类似 2013 年、2019 年），A 股的盈利上行周期与历史周期相比或缺乏弹性，企业盈利弱修复的可能性更大。

2023 年可能是内外需背离的盈利上行周期



注：历史数据仅供参考，不代表未来表现。

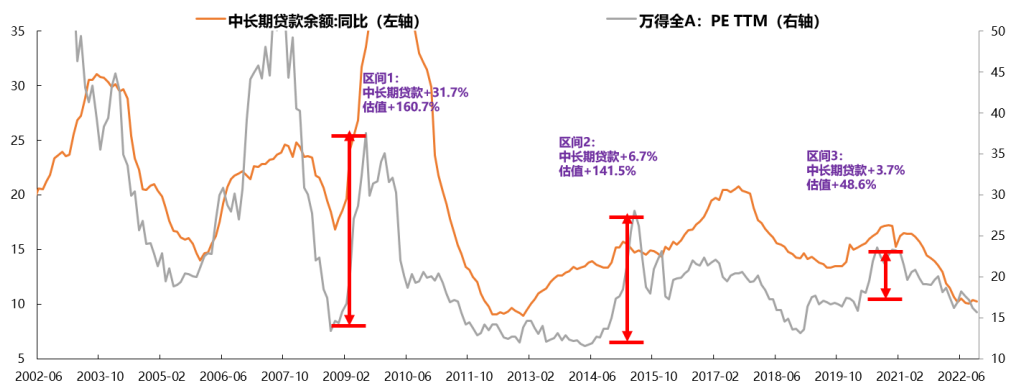
数据来源：Wind，东方红资产管理

中长期贷款增速决定了 A 股整体估值中枢方向，随着防控政策的逐步转向与地产边际好转，明年整体宏观经济环境会出现改善，中长贷增

速大概率也将触底回升。考虑到社融存量越来越庞大，经济增速已经下台阶，信贷扩张可能难以回到以前高增速时代，不再大开大合，对应的A股估值的上行弹性可能不足。

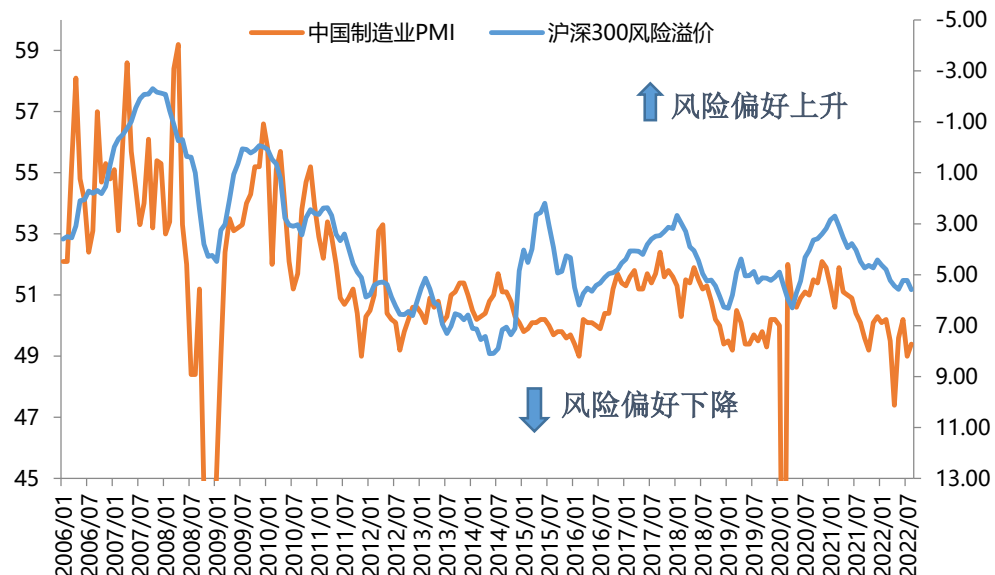
风险溢价回落则将带动估值扩张。明年十年期国债利率中枢可能较今年变化不大，或小幅提升；A股的风险偏好跟随中国基本面，在明年弱复苏的背景下，A股风险溢价或回落13.8%，带动全A合理估值PE(TTM)提升至17.8x（较当前+6%），处于过去5年53%左右的估值分位数。

中长期贷款增速与A股估值高度相关

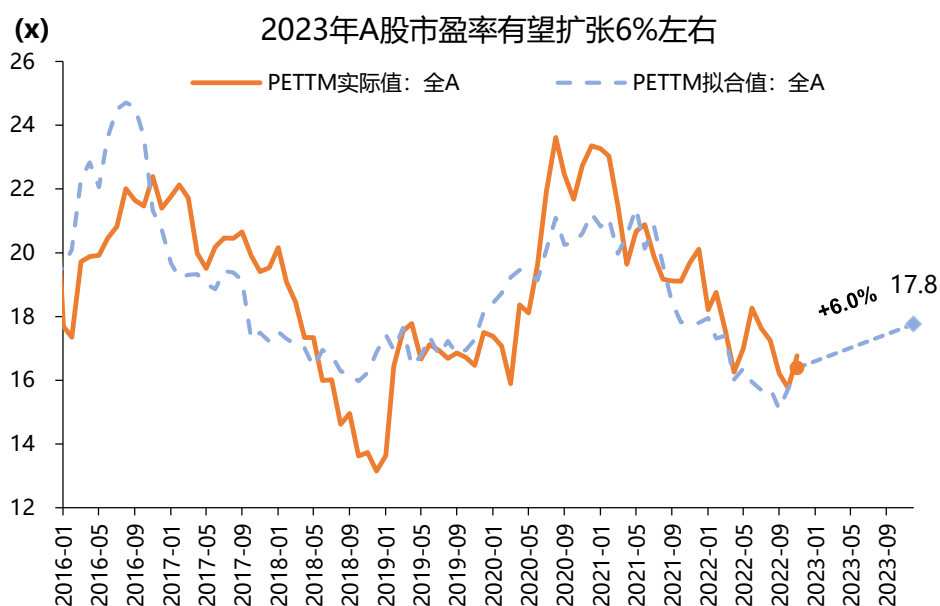


数据来源: Wind, 东方红资产管理

A股风险溢价与中国经济增长高度相关



数据来源: Wind, 东方红资产管理

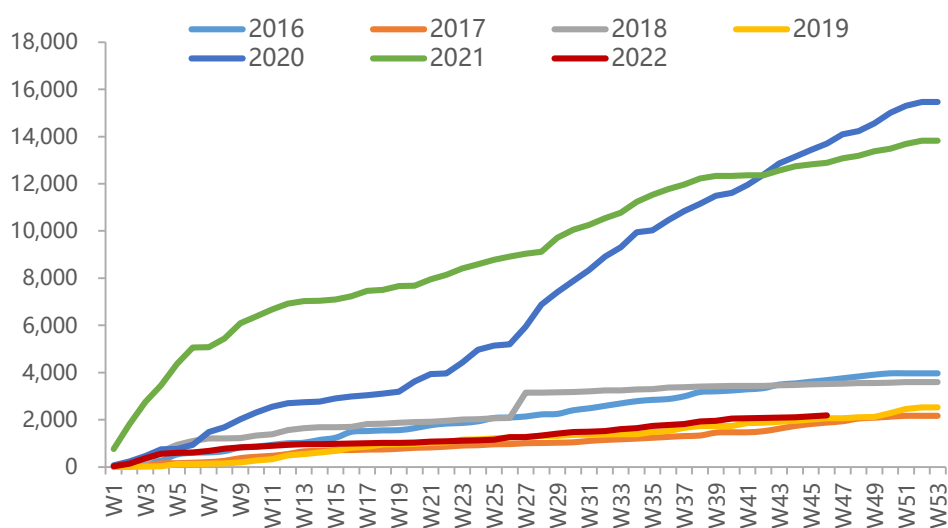


数据来源: Wind, 东方红资产管理

2. 市场资金面有望边际改善

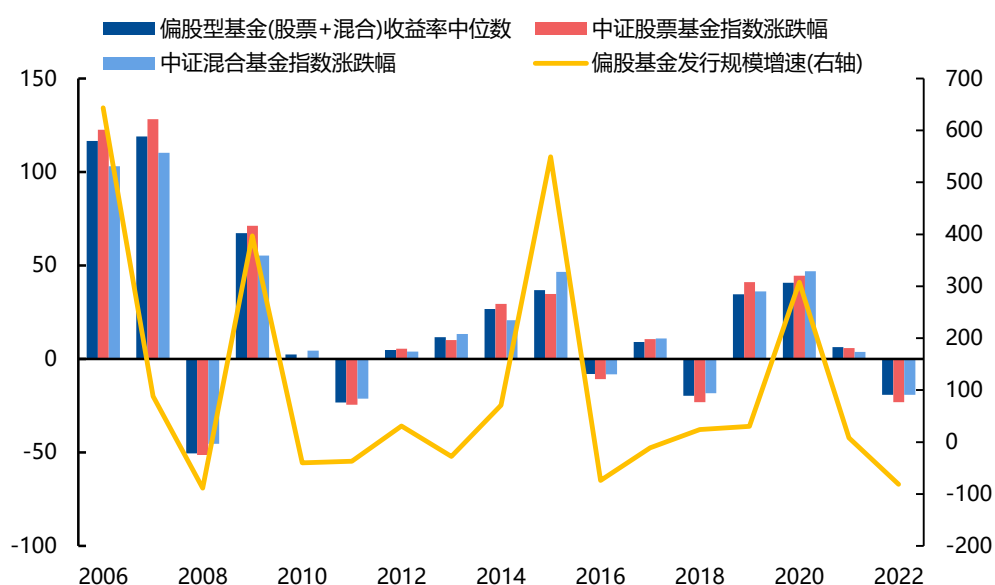
2022 年公募基金发行明显放缓, 截至 11 月, 主动权益型基金仅新发 2200 亿份左右, 远少于 2020 年同期的 1.4 万亿和 2021 年同期的 1.3 万亿。而产品赚钱效应也有待修复, 从历史来看, 公募基金从未连续亏损。若明年基金收益率好转, 基金发行也有望回暖。

主动权益型基金今年以来新成立累计份额(亿份)



数据来源: Wind, 东方红资产管理

历史上公募基金从未连续亏损(%)

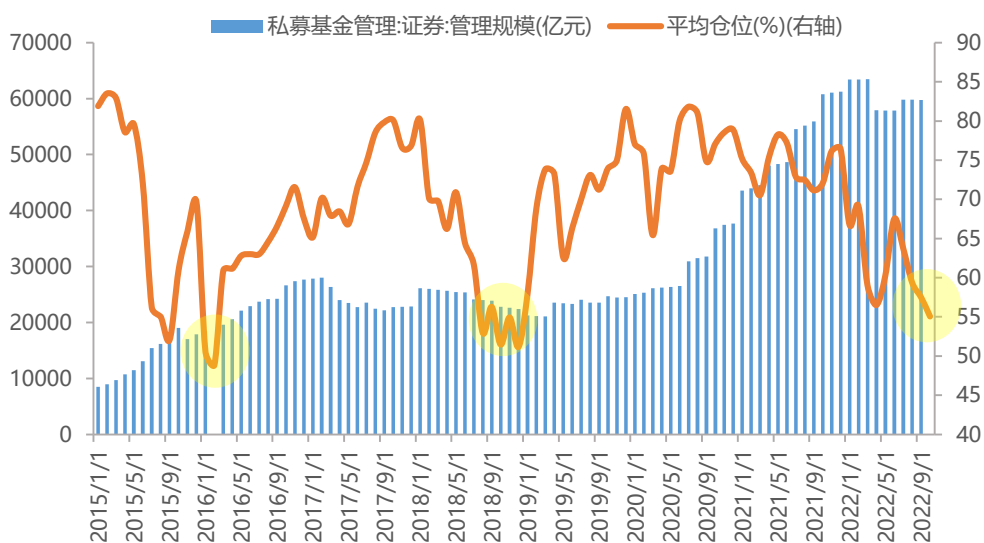


注：我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。数据仅供展示，不代表未来表现。

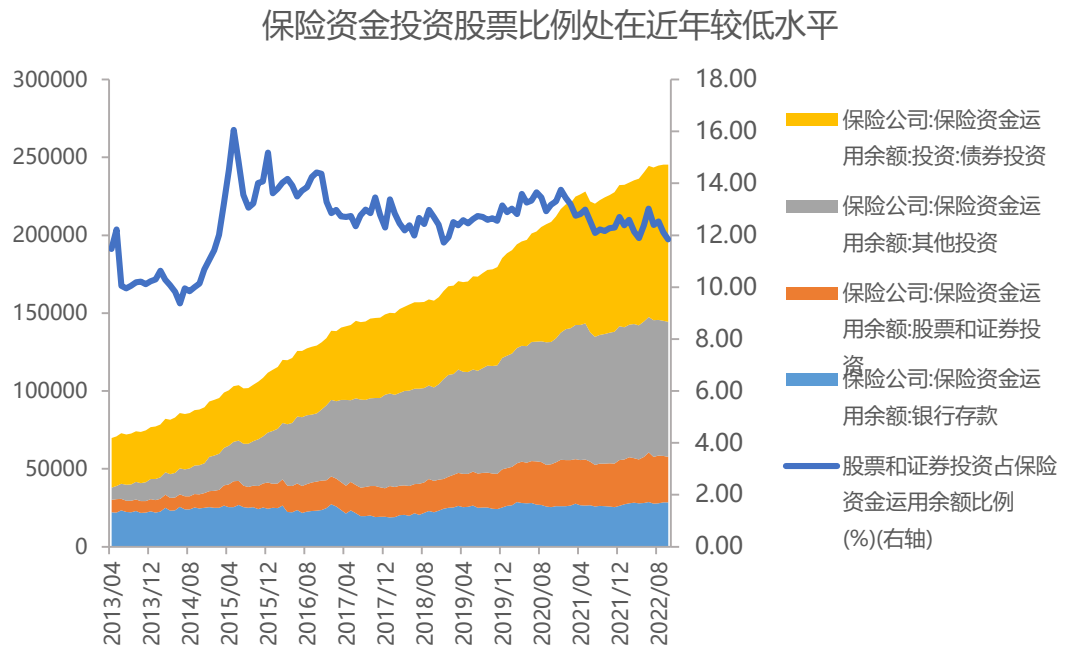
数据来源：Wind，东方红资产管理

绝对收益资金的权益仓位已经处于低位，私募、险资、“固收+”基金的股票仓位均明显下降。截至 10 月底，华润信托阳光私募股票多头指数成份基金平均股票仓位 55%，较 9 月末下降 2.44%，已经低于 4 月底部水平；险资股票和证券投资比例仓位 11.84%，为年内新低；低仓位基金平均权益仓位 19.0%，为年内新低。

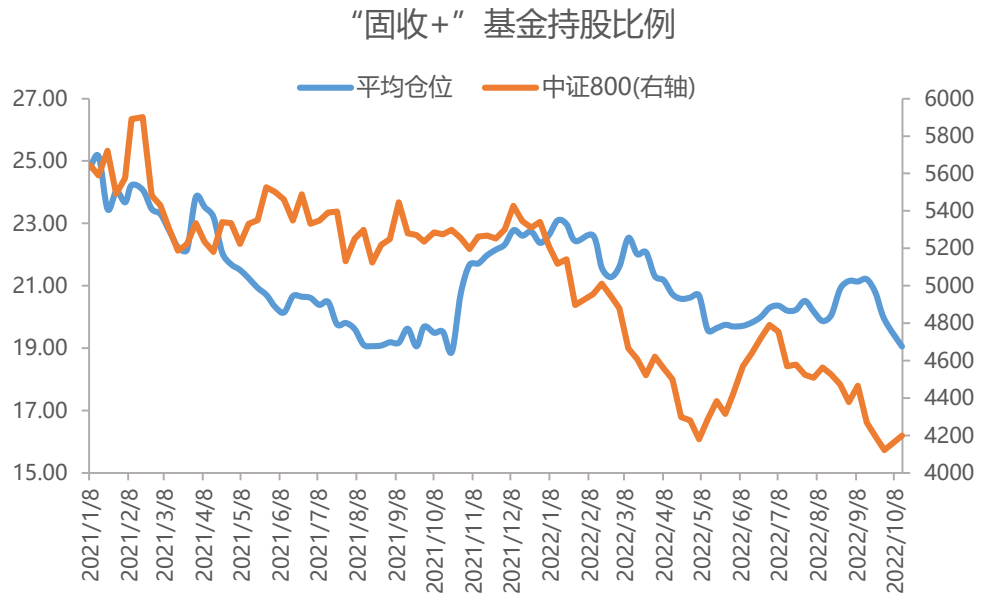
私募证券投资基金规模及平均股票仓位



数据来源：Wind，东方红资产管理



数据来源：Wind，东方红资产管理



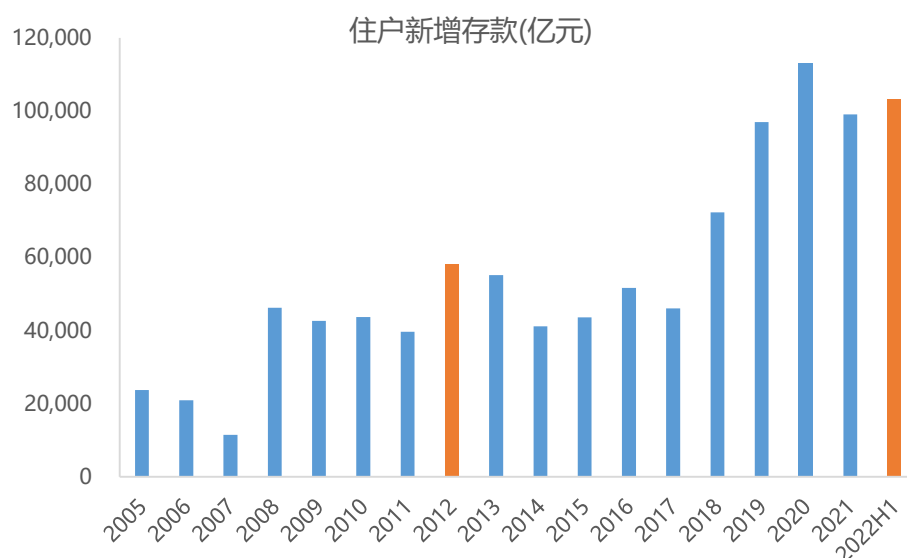
数据来源：Wind，东方红资产管理

居民储蓄存款是投资理财的蓄水池。在经济低迷时居民趋于保守，随着居民投资房地产意愿明显回落，2022 年上半年住户新增存款已经超过去年全年，居民新增储蓄存款增速超过 40%，2012 年也是类似情况。

储蓄存款是风险低收益率低的投资手段，一旦宏观经济情况好转，风险偏好提升，居民往往会将储蓄存款进行投资。历史上，当居民过去一年储蓄存款增速超过 40%，就会触发“储蓄溢出效应”，通常会酝酿一波指数级别的上涨。在房住不炒的大基调下，房价仍保持弱势，居民储蓄更可能溢出到股票和基金市场。

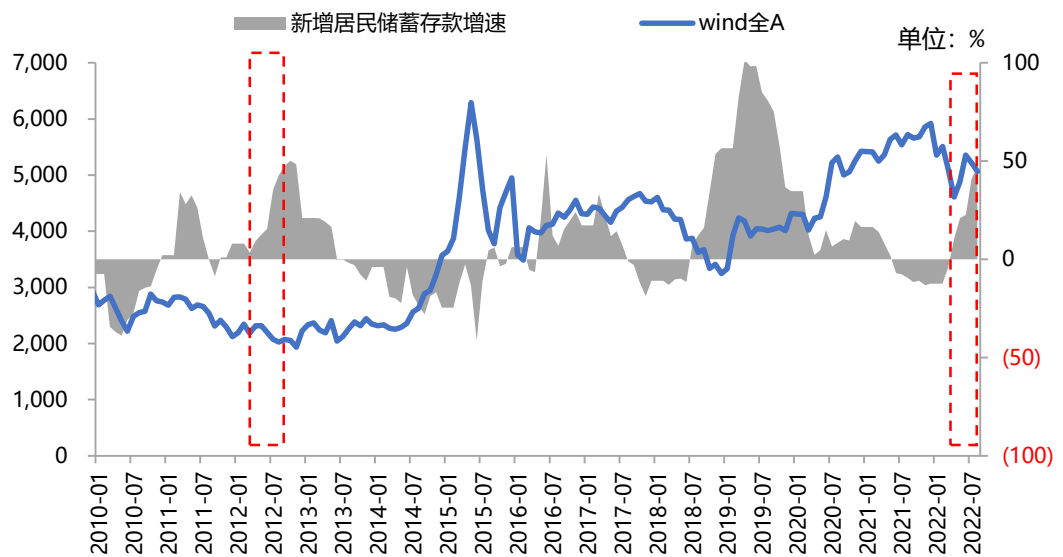
此外，外资系统性流出压力有望缓解。海外流动性拐点将至，美联储加息拐点可能意味着资金再度回流非美市场；如果中国政策和经济状况配合，2023 年人民币汇率和北向资金的压力会有缓和。

2022 年和 2012 年都出现存款大增的情况



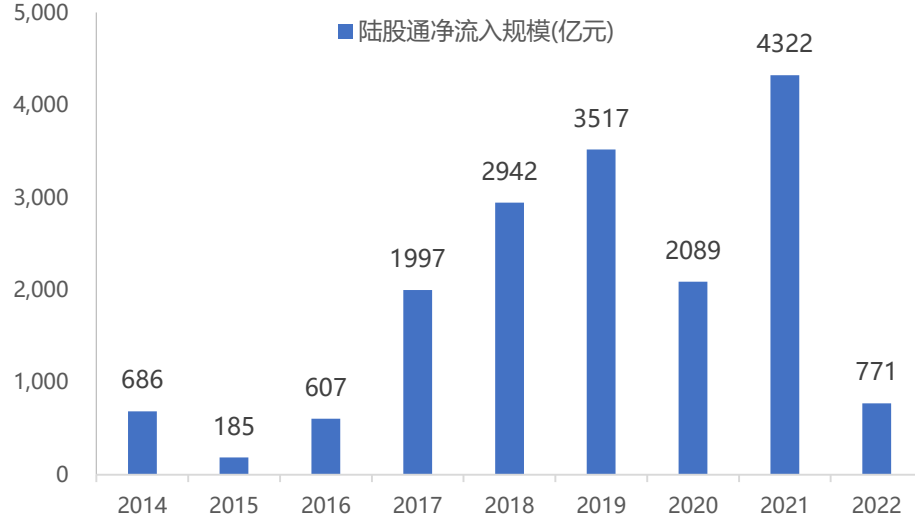
数据来源：Wind，东方红资产管理

居民储蓄存款增速超过40%，储蓄溢出效应有望驱动股市



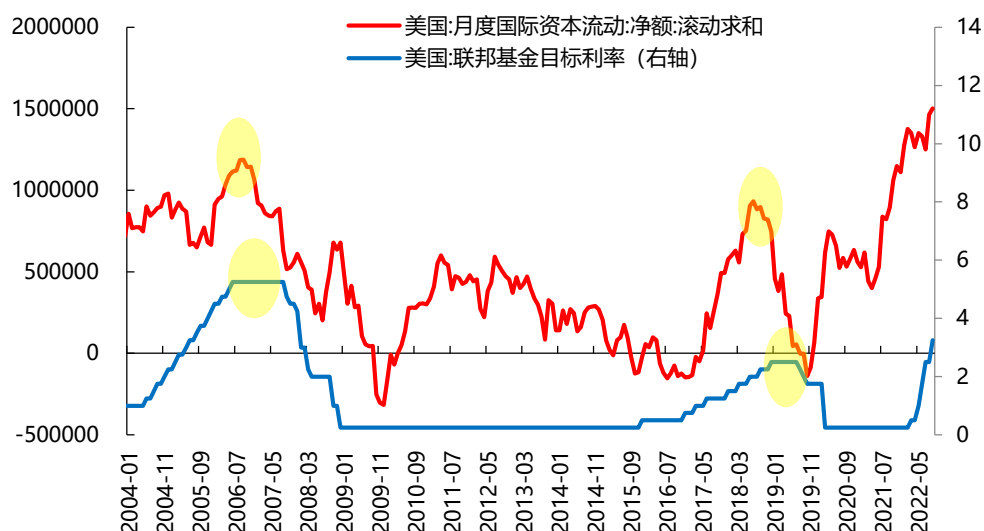
数据来源：Wind，东方红资产管理

2022年外资流入显著减少



数据来源：Wind，东方红资产管理

前两轮美国加息见顶后，国际资本持续净流出美国



数据来源：Wind，东方红资产管理

3. 2023 年市场风格或趋均衡，价值&成长都有阶段性机会

2022 年市场风格割裂且过程中波动很大，截至 12/9，表现最好的两个宽基指数为红利指数（+2.1%）和国证 2000（-11.8%）。前者代表高股息的大盘价值，后者代表 100 亿市值以下的小盘成长。二者在 2022 年的最大回撤分别高达 18%和 33%。从行业表现来看，2022 年各板块之间的快速轮动更加让人难以把握，行业轮动缺乏持续性。其背后主要是总需求疲弱，大部分板块业绩一般，叠加没有增量资金，存量博弈的交易思路主导了今年的市场。

展望 2023 年，在弱复苏的背景下大部分板块基本面可能依然一般，仍缺乏清晰的主线，更多仍是政策驱动下的板块轮动。根据宏观四因子（美国实际利率、中国资金利率、剩余流动性、人民币汇率）拟合的市场风格模型，对于 2016 年以来的成长/价值风格的相对表现有较强的解释力度（ $R^2=78\%$ ）。美国加息政策转向将使得美国实际利率下降，美元/人民币汇率下降，进而利好成长风格；国内稳增长政策加码将引导国内资金利率上升，剩余流动性下降，进而利好价值风格，因此价值和成长都有望获得阶段性机会。

2022 年行业轮动情况

领涨板块	银行	有色金属	煤炭	食品饮料	汽车、新能源	消费者服务
上涨时间	1/4-2/11	1/28-3/2	3/15-4/15	4/12-4/28	4/26-6/28	5/24-6/30
持续交易日	24	19	22	13	42	27
板块收益率	8.5%	17.4%	26.8%	6.3%	57.7%	31.8%
万得全A收益率	-8.2%	3.0%	2.0%	-8.6%	24.6%	14.2%
板块超额收益率	16.7%	14.4%	24.8%	14.8%	33.0%	17.7%

领涨板块	机械	煤炭	消费者服务	计算机	房地产	?
上涨时间	4/26-8/18	8/5-9/7	9/5-9/27	10/10-11/17	11/01-11/29	12月
持续交易日	79	24	16	29	21	?
板块收益率	52.6%	21.7%	8.4%	26.4%	28.2%	?
万得全A收益率	23.0%	-1.0%	-4.2%	7.2%	7.8%	?
板块超额收益率	29.6%	22.7%	12.6%	19.2%	20.4%	?

数据来源：Wind，东方红资产管理

成长/价值风格的相对表现与 美国实际利率、国内资金利率、剩余流动性和人民币汇率有关



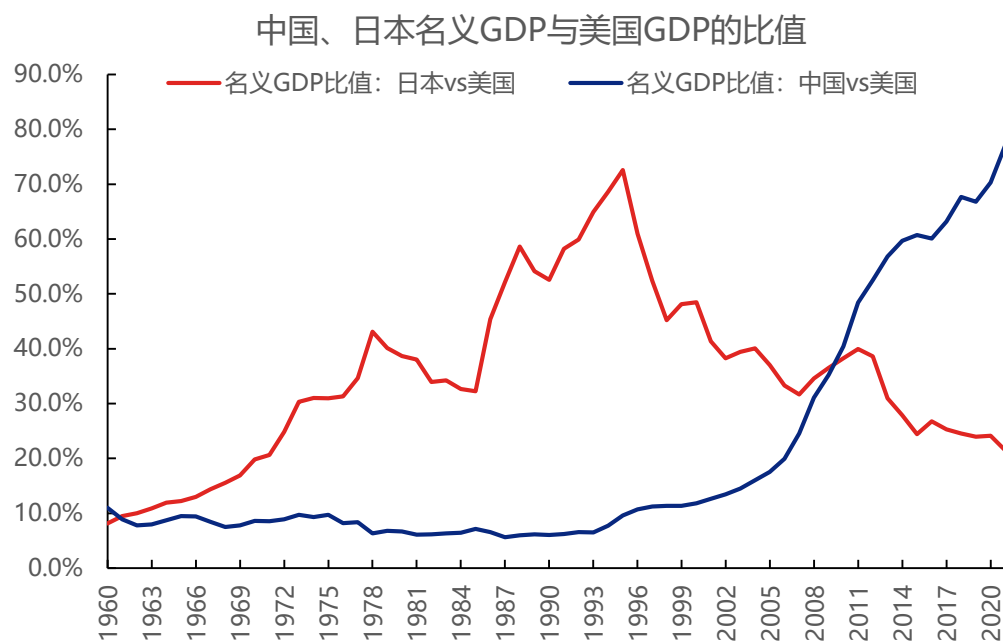
数据来源：Wind，东方红资产管理

三、 风险与不确定性

展望 2023 年，主要风险还是集中于中美关系面临更多不确定性。二十大报告中指出“世界进入新的动荡变革期”，包括“来自外部的打压遏制随时可能升级”，“各种‘黑天鹅’、‘灰犀牛’事件随时可能发生”，对外部环境增强忧患意识，“做到居安思危、未雨绸缪，准备经受风高浪急甚至惊涛骇浪的重大考验”。

对华强硬是美国两党的共识，而失去国会控制后，拜登在内政难以施展的情况下可能将更多精力放在对外事务上（类似于特朗普任期的后两年），中美关系可能面临更多不确定性。

中期选举后国会分裂的结果意味着产业政策可能有所变化。从手段上来看，民主党偏向产业政策，比如《通胀削减法案》和《芯片科学法案》都是“财政补贴相关产业、排挤他国企业”的典型。但美国的高通胀被认为与拜登的财政刺激有关，成为了这次中期选举共和党攻击民主党的有力武器。因此，往前看，大规模的产业补贴政策可能难以推进，取而代之的可能是更多简单粗暴的制裁性质、打压性质的贸易政策。



数据来源：CEIC，东方红资产管理

风险提示：

本材料中包含的内容仅供参考，信息来源于已公开的资料，我司对其准确性及完整性不作任何保证，也不构成任何对投资人的投资建议或承诺。市场有风险，投资需谨慎。读者不应单纯依靠本材料的信息而取代自身的独立判断，应自主做出投资决策并自行承担投资风险。本材料所刊载内容可能包含某些前瞻性陈述，前瞻性陈述具有一定不确定性。