



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

否极泰来，向阳而生

——2023 年大类配置年度策略

日期：2023年04月07日

分析师：郑嘉伟

Tel:

E-mail: zhengjiawei@shzq.com

SAC 编号: S0870521110001

分析师：廖旦

Tel:

E-mail: liaodan@shzq.com

SAC 编号: S0870521110003

相关报告：

《下一站：寻找新均衡》

——2021 年 12 月 27 日

■ 主要观点

2022 年大类资产回顾：商品>债权>黄金>股票。受海外高通胀和俄乌地缘政治冲突影响，南华能化指数上涨15.46%，南华金属指数上涨12.26%、南华农产品指数上涨10.20%。黄金资产除了商品属性外，受美联储加息、美元升值影响较大，总体表现不及能化商品，代表国际金价水平的COMEX黄金连续下跌4.14 %。2022年始于债牛，终于震荡，十年期国债窄幅震荡，波动区间在30BP左右，中证国债、中证企业债以及货币基金指数分别上涨3.17%、2.99%和1.69%，权益低估值板块占优，整体回调幅度较大，万得全A涨跌幅为-18.24%，在大类资产中表现偏弱。

2023 年全球经济展望：海外经济下行压力加大，衰退风险增加。随着主要经济体货币政策持续收紧，海外通胀出现高位回落迹象，但通胀粘性依然较强，部分基本面脆弱性增加，金融市场震荡加剧；根据统计，美国自20世纪70年代后期以来经历了7轮加息周期，有5次在加息期间或加息后出现了经济衰退，预计2023年美联储将结束这轮加息，全球经济脆弱性增强，下行压力增加。

2023 年国内经济：在低基数效应背景下经济有望快速修复。全年实现5-5.5%增速，二季度经济呈现加速修复。2023年政策层面将紧紧围绕二十大报告实现高质量发展；2023年国内结构性通胀压力倍增，货币政策外紧内松转向内外均衡，将增强碳减排等结构性货币政策工具使用。

■ 投资建议

2023 年大类资产配置建议：股>债>黄金>大宗商品。固收资产配置策略：2023年债市波动增加，关注调整后配置机会。整体来看，2023年固收市场面临多重冲击，波动加剧，预期无风险收益率有所上升，关注调整后配置机会，结构上积极应对可能的赎回和流动性风险，建议配置国债期货品种进行对冲。2023年成为地方政府隐性债务化解的关键之年，高资质城投债更具性价比。“权益+”配置策略：加大配置比例，关注估值修复。2023年从“+固收”转变为“固收+”策略，2023年建议大宗配置优先顺序：贵金属>工业金属>能源>农产品。

■ 风险提示

地缘政治风险；美联储加息步伐超预期；海外经济增速不及预期；国内通胀超市场预期；上市公司业绩不及预期；市场波动超市场预期。

目 录

1 2022 年大类资产表现回顾	4
1.1 大类资产表现：商品>债权>黄金>股票	4
1.2 债券市场回顾：始于债牛，终于震荡	5
1.3 权益市场回顾：低估值板块占优，整体回调幅度较大	6
1.4 商品市场回顾：地缘政治冲突下能源、粮食价格飙升	7
2 2023 年全球经济展望：海外经济下行压力加大，衰退风险增加	8
2.1 海外通胀高位运行，全球经济下行压力增加	8
2.2 美联储历次加息后的资产价格表现	10
2.3 金融脆弱性不断增强，海外经济金融风险增大	10
3 2023 年国内经济展望：有望迎来快速修复	10
3.1 经济触底回升	10
3.2 警惕结构性通胀压力	16
3.3 2023 年货币政策前瞻：“定向宽松”	17
4 2023 年大类资产展望：股>债>黄金>大宗商品	19
4.1 2023 年大类资产配置建议：股>债>黄金>大宗商品	19
4.2 固收资产配置策略：波动增加，关注调整后配置机会	19
4.3 “核心资产+”配置策略：高资质城投债更具性价比	20
4.4 “权益+”配置策略：加大配置比例，关注估值修复	21
4.5 商品市场展望：贵金属>工业金属>能源>农产品	25
5 风险提示	26

图

图 1：年初以来各类资产表现	4
图 2：2022 年以来 10 年期国债收益率分阶段走势	5
图 3：权益指数分阶段表现	7
图 4：2022 年初以来商品市场分阶段走势	8
图 5：美联储历次加息	8
图 6：美国 CPI 同比预测 (%)	9
图 7：美国 PPI 同比预测 (%)	9
图 8：2015-2019 与 2020-2022 同季度环比增速差异显著 (截至 2022 年三季度)	11
图 9：2022-2023 季度环比增速预测	11
图 10：GDP 增速 (%)	12
图 11：二三产业增速回升 (%)	12
图 12：内需恢复外需疲软	12
图 13：工业增加值保持增长 (%)	13
图 14：工业增加值环比高于近 12 个月均值 (%)	13
图 15：发电量增速放缓 (%)	13
图 16：三大门类工增复合增速(22 年为三年复合，之前为两 年复合；%)	13
图 17：各主要行业工业增加值的三年复合增速(%)	14
图 18：季度工业产能利用率 (%)	14

图 19: 制造业产能利用率仍处较低水平 (%)	14
图 20: 基建投资增速仍处高位房地产承压 (%)	15
图 21: 分行业投资复合增速 (22 年为三年复合, 之前为两年复合; %)	15
图 22: 社零复苏同比保持增长(22 年为三年复合,之前为两年复合;%)	16
图 23: 可选消费保持较高复合增速	16
图 24: CPI 同比增速预测	17
图 25: PPI 同比增速预测	17
图 26: 风险溢价模型 (截至 2022 年 11 月 18 日)	19
图 27: 历年债券发行规模 (2022 年截至 11 月 24 日, 亿元)	20
图 28: 同业存单实际发行金额和票面利率情况	20
图 29: 上证指数与全部 A 股归母净利润单季度增速	21
图 30: 社融底、盈利底到市场底	22
图 31: 美元兑人民币汇率开始回调	23
图 32: 北上资金开始净流入	24
图 33: 中信一级行业 PE 估值水平 (截至 2022 年 11 月 18 日)	25
图 34: 中信一级行业 PB 估值水平 (截至 2022 年 11 月 18 日)	25

表

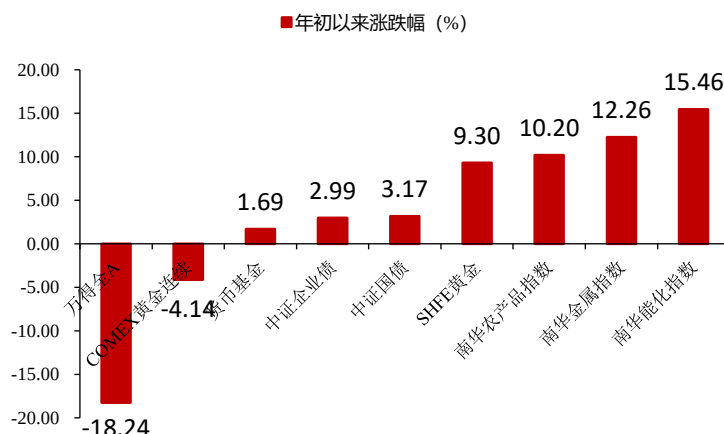
表 1: 历年大类资产表现	4
表 2: 全球重要市场指数 PE 估值对比	22
表 3: 全球重要市场指数 PB 估值对比	23
表 4: 中信二级行业景气度占优行业	25

1 2022 年大类资产表现回顾

1.1 大类资产表现：商品>债权>黄金>股票

截至 2022 年 11 月 16 日¹，大类资产表现排序：商品>黄金>债权>股票。商品方面，受海外高通胀和俄乌地缘政治冲突影响，南华能化指数上涨 15.46%，南华金属指数上涨 12.26%、南华农产品指数上涨 10.20%。黄金资产除了商品属性外，受美联储加息、美元升值影响较大，总体表现不及能化商品，代表国际金价水平的 COMEX 黄金连续下跌 4.14 %。人民币贬值叠加避险需求旺盛，国内的 SHFE 黄金指数上涨 9.30%。中证国债、中证企业债以及货币基金指数分别上涨 3.17%、2.99%和 1.69%，权益指数万得全 A 涨跌幅为-18.24%，在大类资产中表现偏弱。

图 1：年初以来各类资产表现



资料来源：Wind，上海证券研究所

表 1：历年大类资产表现

年份	项目	No1	No2	No3	No4	No5	No6	No7	No8
2008	资产类别	利率债	信用债	黄金	理财	可转债	商品	A 股	
	年涨跌幅%	16.84	12.03	6.62	4.45	-32.35	-35.05	-62.92	
2009	资产类别	A 股	商品	可转债	黄金	理财	信用债	利率债	
	年涨跌幅%	105.47	60.68	42.63	24.14	2.62	0.51	-1.93	
2010	资产类别	黄金	商品	信用债	房地产	理财	利率债	可转债	A 股
	年涨跌幅%	29.53	12.04	4.06	3.80	2.83	2.09	-6.33	-6.88
2011	资产类别	黄金	利率债	理财	房地产	信用债	可转债	商品	A 股
	年涨跌幅%	9.82	6.12	4.38	4.27	4.19	-12.77	-16.96	-22.42
2012	资产类别	信用债	黄金	A 股	理财	商品	可转债	利率债	房地产
	年涨跌幅%	6.26	5.61	4.68	4.56	4.22	4.11	2.30	0.03
2013	资产类别	房地产	A 股	理财	信用债	可转债	利率债	商品	黄金
	年涨跌幅%	11.51	5.44	4.58	1.71	-1.41	-2.43	-12.37	-27.57
2014	资产类别	可转债	A 股	利率债	信用债	理财	黄金	房地产	商品
	年涨跌幅%	56.94	52.44	11.85	10.09	5.16	-1.51	-2.69	-16.54
2015	资产类别	A 股	信用债	利率债	理财	房地产	黄金	商品	可转债
	年涨跌幅%	38.50	9.07	8.37	4.81	4.15	-10.54	-14.52	-26.54

¹ 文中若无特别说明，截至日期与此日期相同

2016	资产类别	商品	房地产	黄金	理财	信用债	利率债	可转债	A 股
	年涨跌幅%	51.34	18.72	8.59	3.86	2.27	0.81	-11.76	-12.91
2017	资产类别	黄金	商品	房地产	A 股	理财	信用债	可转债	利率债
	年涨跌幅%	13.26	7.85	7.15	4.93	4.35	2.31	-0.16	-1.61
2018	资产类别	利率债	信用债	房地产	理财	可转债	黄金	商品	A 股
	年涨跌幅%	9.43	7.44	5.09	4.55	-1.16	-1.65	-5.83	-28.25
2019	资产类别	A 股	可转债	黄金	商品	信用债	利率债	理财	房地产
	年涨跌幅%	33.02	25.15	18.39	15.58	5.04	4.22	4.05	3.34
2020	资产类别	A 股	黄金	商品	可转债	房地产	理财	信用债	利率债
	年涨跌幅%	25.62	24.56	7.41	5.25	4.13	3.74	3.32	2.91
2021	资产类别	可转债	商品	A 股	利率债	信用债	理财	房地产	黄金
	年涨跌幅%	17.83	15.52	8.78	4.72	4.00	3.23	2.46	-5.86
2022	资产类别	商品	利率债	理财	信用债	房地产	黄金	可转债	A 股
	年涨跌幅%	13.24	2.94	2.66	2.53	0.12	-4.30	-8.73	-17.30

资料来源: Wind, 上海证券研究所

1.2 债券市场回顾：始于债牛，终于震荡

2022 年债市窄幅震荡，波动区间在 30BP 左右。3 月在俄乌地缘政治冲击下，国内股债走弱，负反馈机制下十年期国债利率攀至年初以来高点 2.85%，同时金融委强调实施主动货币政策，提振市场信心，债市收益率再度回落。4 月，由于上海、吉林等地疫情影响，十年期国债收益率逐步反映经济基本面，呈现下行趋势。4 月 15 日央行宣布全面降准+定向降准 0.25 个百分点，受益于央行降准，短端资金面进一步宽松，DR001 维持在 1.3% 左右波动；DR007 降至 1.58%，十年期国债收益率下探至 8 月中旬的 2.58%；之后反复震荡回升，近期在资金面、防疫政策优化、地产政策利好等背景下，债市收益率出现大幅超调，10Y 国债收益率回升幅度达到 19.21BP，短端 1Y 国债收益率回升幅度超过 30BP，收益率曲线从债牛走向债平。截至 2022 年 12 月 5 日，10 年期国债到期收益回到年初水平。年初以来，10 年期国债收益率上行 11BP。根据 10 年期国债到期收益率走势，2022 年债市大致可以分为三个阶段。

图 2：2022 年以来 10 年期国债收益率分阶段走势



资料来源: Wind, 上海证券研究所

第一阶段（1月-7月初）：海外地缘政治冲突、国内疫情反复，延缓国内经济复苏进程。在美联储加息、俄乌冲突背景下，债市围绕2.7-2.85%区间窄幅震荡，波动区间在20BP范围内。2022年1月17日，央行下调1年期MLF操作利率和7天期公开市场OMO操作中标利率10BP至2.85%和2.10%，当月1年期和5年期以上LPR分别下行10BP和5BP，十年期国债利率快速下行，达到上半年低点2.67%；随后经济复苏预期增长，债市收益率小幅回升。3月在俄乌地缘政治冲击下，国内股债走弱，负反馈机制下十年期国债利率攀至年初以来高点2.85%。4月15日央行宣布全面降准+定向降准0.25个百分点，投放长期流动性约5300亿元，受益于央行降准和提早完成全年上缴结算利润，短端资金面进一步宽松，十年期国债收益率下探至2.69%。

第二阶段（7月-8月中）：经济预期走弱，流动性宽松下延续债牛行情。7月上旬地产风险逐步显现，地产销售数据明显走弱，制造业PMI再次回落至荣枯线以下，经济预期走弱。7月28日中央政治局会议将经济增长目标调整为“力争实现最好结果”。在实体融资需求不足、地产风险暴露、保就业目标背景下，8月LPR报价再次出现下调，1年期下行5BP至3.65%，5年期及以上下行15BP至4.30%。由于中美经济周期错配和央行“以我为主”的货币政策，即便美国连续加息，但我国10年期国债收益率仍大幅走低，十年期国债到期收益创出年内新低，季度末触底2.58%。

第三阶段（9月初-至今）：美联储加息效应和经济预期好转下利率重回上升通道。9月PMI录得50.10%，回升至荣枯线以上，市场对经济增长预期有所增强，10年期国债收益率开始震荡上行。然而受美联储大幅加息的影响，人民币兑美元即期汇率逐步走低，为维持内外均衡，央行下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，之后债市反复震荡回升，近期在资金面、防疫政策优化、地产政策利好等背景下，债市收益率出现大幅超调，10Y国债收益率回升幅度达到19.21BP，短端1Y国债收益率回升幅度超过30BP，收益率曲线从债牛走向债平。

1.3 权益市场回顾：低估值板块占优，整体回调幅度较大

2022年A股市场行情可以分为四个阶段，其内在驱动分别为疫情冲击、疫情反转叠加稳经济措施出台、房地产风波叠加外需不振、稳经济措施与防疫政策优化。1-4月份先后受到俄乌冲突与疫情反复冲击，二、三产业出现断崖式下行，市场情绪逐渐趋于悲观，带动A股指数下行；5-6月份疫情逐渐得到缓解，同时各项稳经济大盘政策齐发力，市场对前期过度悲观的预期逐渐修复，

带动大盘开始反转；7-9 月份在经济基本面承压背景下对于居民预期产生严重冲击，居民消费意愿收缩，储蓄意愿攀升，同时美国和欧洲相继进入加息周期，对我国出口产生较大冲击，这一阶段股市重启下跌行情；10-12 月份自二十大后中国式现代化蓝图得以擘画，金融 16 条等一系列稳经济举措相继出台，防疫政策得到不断优化，外部地缘政治危机相对缓和，期间市场情绪得到缓解，股市在预期转暖后迎来反转。

图 3：权益指数分阶段表现

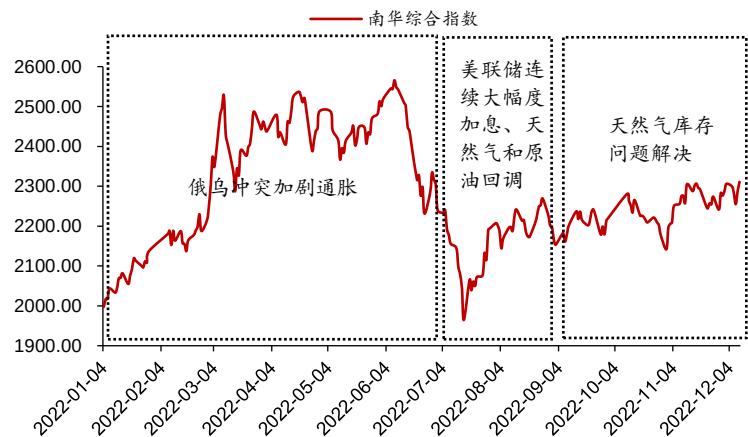


资料来源：Wind，上海证券研究所

1.4 商品市场回顾：地缘政治冲突下能源、粮食价格飙升

2022 年为商品大年。俄乌冲突及全球供应链错配下，大宗商品中天然气和原油以及粮食价格涨幅较大。年初以来，NYMEX 天然气涨幅为 82.36%，原油运输指数涨幅为 217.30%。除此之外，由于俄罗斯镍出口受阻，使得 LME 镍涨幅为 22.78%，但其他有色金属价格变现为下跌。商品市场全年大致可以分为三个阶段：俄乌地缘政治冲突推升通胀、美联储加息以及能源供应链阻滞、俄乌地缘政治冲突持续时间超预期和美国通胀拐点开始显现。2022 年 2 月，俄乌紧张局势加剧，随后包括美国及欧洲国家在内国家及地区对俄罗斯实体及个人实施了各种形式制裁，例如俄罗斯石油及天然气进口的禁令。此外，就地缘政治冲突而言，自 2022 年 3 月初开始，伦金所镍价出现大幅上升，超过 50000 美元/吨。美联储采取加息措施抑制通货膨胀，其他发达经济体也逐步跟进，导致商品指数下跌。10 月份 OPEC+ 组织宣布减产，欧洲天然气储气罐问题得以解决，另一方面，美联储仍大力缩表，通胀拐点开始显现，大宗商品上行后呈现震动走势。

图 4：2022 年初以来商品市场分阶段走势



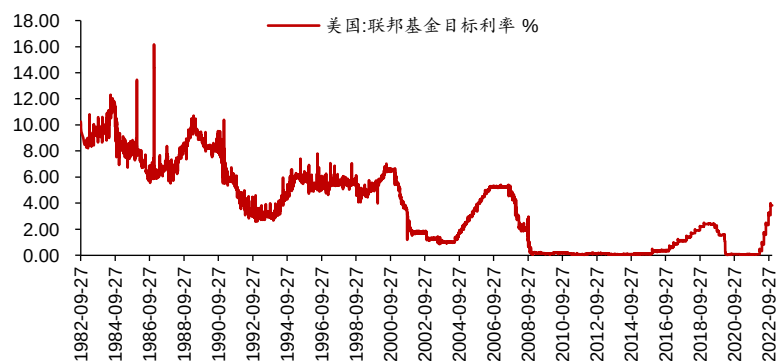
资料来源：Wind，上海证券研究所

2 2023 年全球经济展望：海外经济下行压力加大，衰退风险增加

2.1 海外通胀高位运行，全球经济下行压力增加

美联储迎来新一轮加息周期。美国 11 月如期加息 75BP，将政策利率联邦基金利率的目标区间上调到 3.75%-4.00% 区间。至此美联储自 2022 年 1 月起已连续六次加息，连续第四次加息 75BP，全年已累计加息 375BP。目前美国利率抬升将进一步提高借贷成本，压制国内需求，市场对美国经济步入实质性衰退的担忧持续升温，2023 年美联储大概率会放缓加息节奏。

图 5：美联储历次加息

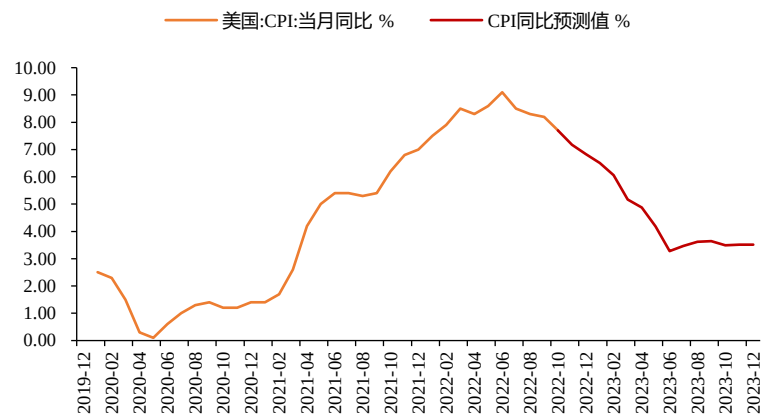


资料来源：Wind，上海证券研究所

11 月美国季调后非农就业人口增加 26.3 万，高于预期的 20 万，11 月份失业率维持在 3.7% 的水平，接近疫情前的低点；得益于能源、食品等分项，美国通胀回落幅度大幅高于市场预期，请务必阅读尾页重要声明

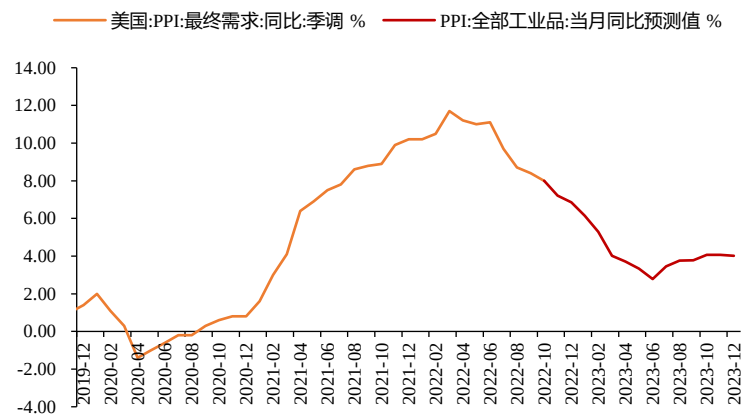
来随着服务和住宅等价格回落，联邦基金利率虽然还会维持一段高位，但美联储将逐步结束加息周期，海外衰退预期进一步增强，未来美债收益率进一步回落，支撑美元指数将呈现高位振荡回落态势。一方面是由于俄乌地缘政治冲突导致的全球食品和能源价格上涨，以及随之而来更广泛涨价压力；另一方面，因为新冠疫情导致的全球增速下滑以及一系列限制政策带来的短期波动。

图 6：美国 CPI 同比预测 (%)



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 7：美国 PPI 同比预测 (%)



资料来源：Wind，上海证券研究所

2023 年美国利率政策：美联储放慢加息节奏，联邦基金利率将维持在 5% 左右。

海外通胀高位运行：通胀仍将显著高于 2% 目标。长期通胀预期似乎维持良好的锚定状态。美国 10 月 CPI 时隔 7 个月再度回落至 8% 以下，为 2022 年 1 月以来最小增幅；得益于能源、食品等分项，海外通胀回落幅度大幅高于市场预期，未来随着服务和住宅等价格回落，美联储将逐步结束此轮加息周期。

美联储货币政策溢出效应：2023 年预计美国就业人口增速稳健，薪资增速仍然偏高。劳动力市场继续失衡。目前就业市场依

然强劲，恢复供需平衡仍有很长路要走。美国经济仍有机会软着陆，但窗口正在变窄。美联储那些政策工具很好地解决经济中的需求，但并不直接影响到食品价格和能源价格，与此同时，还有更多环节通胀压力需要缓解。此外，美联储联邦基金利率高位维持时间拉长，将进一步冲击全球经济金融运行，加快部分脆弱经济体货币汇率和资本流动风险暴露，让全球金融市场调整时间和空间进一步放大，应警惕美联储大幅加息造成的风险外溢。

2.2 美联储历次加息后的资产价格表现

自 20 世纪 70 年代以来美联储经历 7 轮加息周期中有 5 次出现经济衰退。历史并不会简单重演，分析自七十年代以来美联储加息对全球经济的影响，结合大类资产在几次加息中的表现，表明美联储历次加息均对全球经济以及金融市场产生深远影响，甚至成为局部经济危机导火索。

2.3 金融脆弱性不断增强，海外经济金融风险增大

全球经济衰退风险。本轮美国通胀高点已接近 20 世纪七八十年代的“大通胀”时期。其他发达经济体尚未显现通胀回落苗头，前期通胀相对温和的亚洲新兴经济体也出现了物价加速上行的现象，全球通胀浪潮短期内恐将延续。美国自上世纪 70 年代后期以来大体经历了 7 轮加息周期，有 5 次在加息期间或加息后出现了经济衰退。

流动性风险。海外流动性收紧加剧金融市场调整，主要发达经济体加息与强势美元效应叠加，海外资产价格大幅波动，类似英国、意大利等发达经济体国债市场流动性趋紧，养老金、保险公司、对冲基金等非银机构流动性压力加大，部分财务状况较差的市场主体面临冲击。

债务风险。海外债务风险和财政可持续性值得关注，受疫情冲击，各国维持量化宽松政策力度不减。

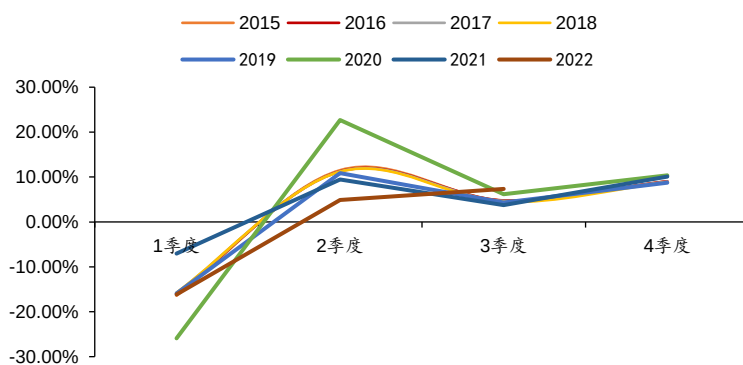
新兴市场“完美风暴”风险。主要发达经济体货币政策发生转向，部分经济基本面较差新兴经济体可能受主要发达经济体货币政策转向影响，存在资本流出、汇率贬值和金融市场波动加大等股债汇联动效应。

3 2023 年国内经济展望：有望迎来快速修复

3.1 经济触底回升

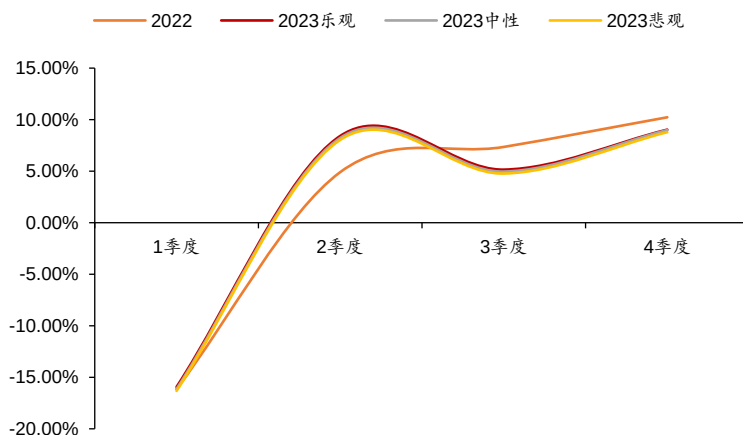
2023年中国经济将呈现触底回升态势。依据现有2022年前三季度GDP同比增速，以及过往5年（2017-2022年）的月度数据，预测2022年第四季度及2023年各季度及年末GDP同比增速。需要观测季度GDP环比增速，疫情前五年（2015-2019年）季度环比增速走势基本趋同，季节效应是影响环比增速主要因素，季调环比增速波动很小甚至可以忽略不计，所以大致可以按照疫情之前趋势来进行预测。与此同时，对2023年GDP同比增速起主要作用的是基数效应。因此，我们可以采用疫情之前年份（从2015年开始）各季度GDP环比增速来模拟替代2023年各季度GDP环比增速。从环比增速来看，受春节假期等影响一季度GDP环比增速下滑，二季度季节性触底反弹，三季度四季度再次回升。在乐观和中性预测下，2023年GDP涨幅预计达到5-5.5%左右。

图 8：2015-2019 与 2020-2022 同季度环比增速差异显著（截至 2022 年三季度）



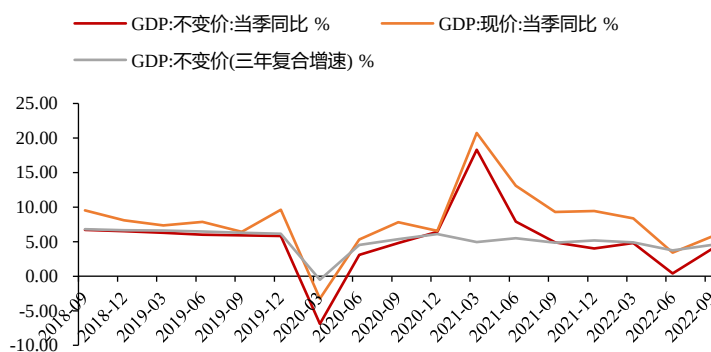
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 9：2022-2023 季度环比增速预测



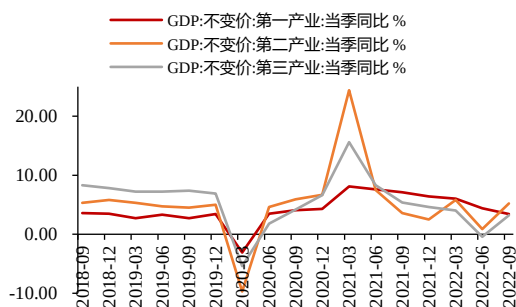
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 10: GDP 增速 (%)



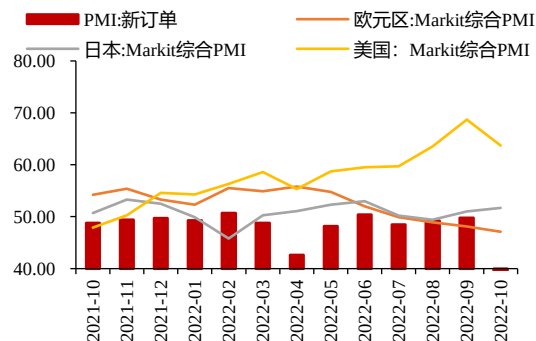
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 11: 二三产业增速回升 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

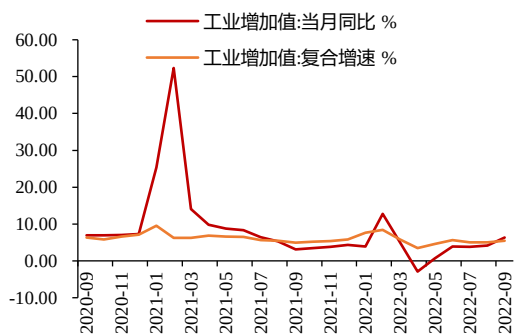
图 12: 内需恢复外需疲软



资料来源: Wind, 上海证券研究所

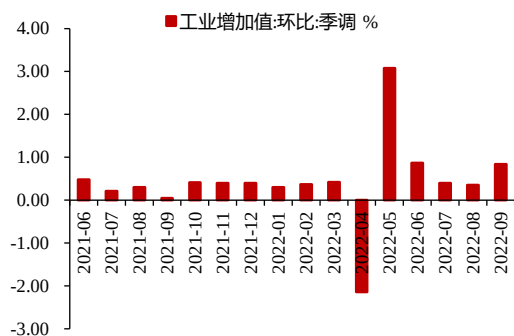
供给端生产回升显著。前三季度供给端工业生产延续积极恢复，表现亮眼。汽车、电子等装备制造业行业表现依旧突出，中上游行业恢复明显。同比来看，规模以上工业增加值实际增长 6.3%，较上月升 2.1 个百分点；从环比看，规模以上工业增加值比上月增长 0.84%，高于上年同期水平。分行业看，41 个大类行业中有 32 个行业增加值保持同比增长。同比增速来看，其中汽车制造业 (23.7%)、电气机械及器材制造业 (15.8%)、化学原料及化学制品制造业 (12.1%) 和黑色金属冶炼及压延加工业 (10.6%) 增速表现亮眼。从三大门类来看，采矿业、制造业和电力、热力、燃气以及水生产和供应业的产能利用率均有所上升。采矿业工业产能利用率上行 0.2pct 至 76.90%，制造业产能利用率较上一季度增加 0.5pct 至 75.90%，电力、热力、燃气及水生产和供应业工业产能利用率较上一季度增加 2.1 个百分点至 72.70%。四季度工业产能利用率将继续回升。

图 13: 工业增加值保持增长 (%)



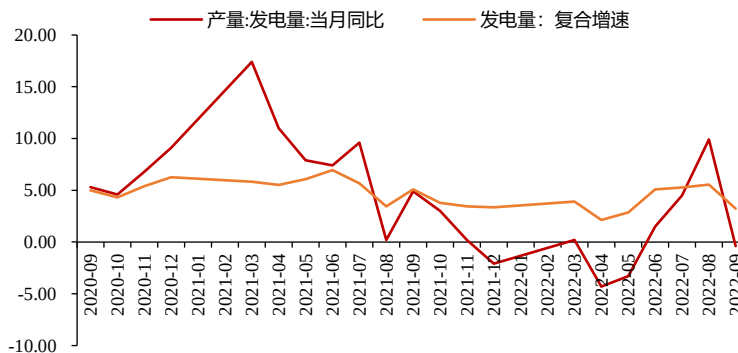
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 14: 工业增加值环比高于近 12 个月均值 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 15: 发电量增速放缓 (%)



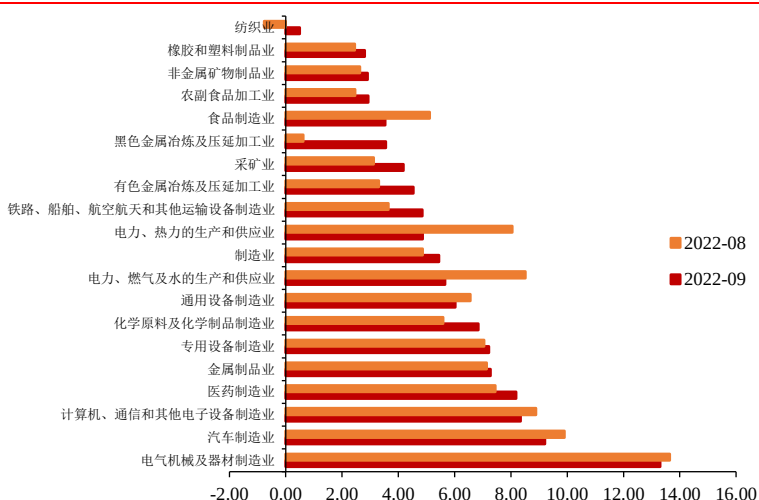
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 16: 三大门类工增复合增速(22 年为三年复合, 之前为两年复合; %)

	采矿业	制造业	电力、燃气及水的生产和供应业
2022-10	4.49	5.05	6.31
2022-09	4.18	5.44	5.66
2022-08	3.12	4.86	8.51
2022-07	1.94	4.95	8.03
2022-06	3.64	5.71	6.74
2022-05	3.74	4.70	4.84
2022-04	4.26	3.38	3.90
2022-03	6.36	5.70	5.44
2021-12	6.09	5.73	6.65
2021-11	4.08	5.27	8.21
2021-10	4.74	4.97	7.49
2021-09	2.70	4.97	7.07
2021-08	2.05	5.75	6.05
2021-07	-1.01	6.10	7.30
2021-06	1.20	6.88	8.51
2021-05	2.14	7.08	7.24
2021-04	1.74	7.62	5.13
2021-03	3.55	6.36	5.87
2020-12	5.25	7.35	6.45
2020-11	3.83	7.00	6.05
2020-10	3.70	6.04	5.29

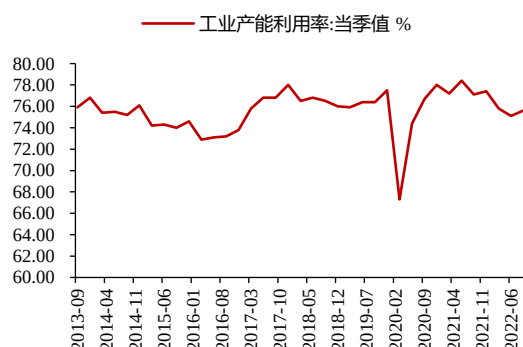
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 17：各主要行业工业增加值的三年复合增速(%)



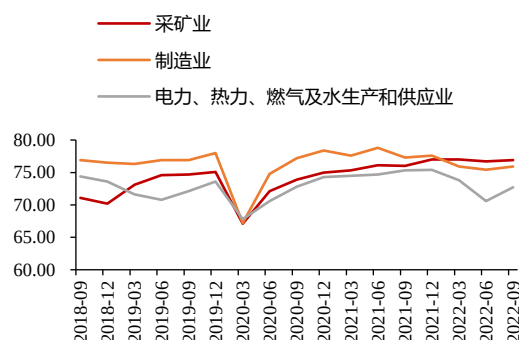
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 18：季度工业产能利用率 (%)



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 19：制造业产能利用率仍处较低水平 (%)

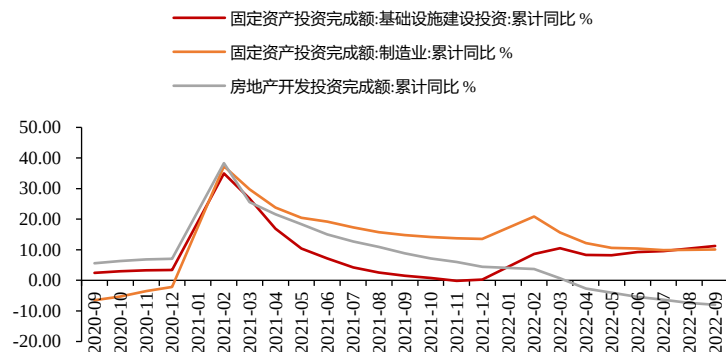


资料来源：Wind，上海证券研究所

需求端：基建投资维持高位，制造业投资稳步回升。2022 年前三季度制造业投资同比增长 10.1%，增速环比二季度末回升 0.1 个百分点；房地产投资同比增速为-8.0%，增速环比二季度末下滑 0.6 个百分点。基建中投资累计同比增速最快的为电力、热力、燃气及水生产和供应业，为 17.8%；水利管理业为 15.5%。在全面加强基础设施建设的背景下，基建投资继续起到支撑作用，后续有望进一步带动社会投资。制造业投资增长稳定，高于上月以及上年同期水平。制造业细分来看，高技术产业投资增长 20.2%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 23.4%、13.4%，此外，同比增速较快的行业有电气机械及器材制造业（39.5%）、计算机、通信和其他电子设备制造业（19.9%）、通用设备制造业（16.7%）和农副食品加工业（16.6%）。

房地产市场依旧疲软，但在地产投资、销售方面跌幅收窄。前三季度全国房地产开发投资同比下降 8.0%，降幅略有收窄（上月降幅 1 个百分点）。前三季度，商品房销售面积同比下降 22.2%，商品房销售额同比下降 26.3%。前三季度，房地产开发企业房屋施工面积同比下降 5.3%，房屋新开工面积下降 38.0%，房屋竣工面积下降 19.9%。房地产开发企业到位资金同比增速回落，国房景气持续下滑。前三季度，房地产开发企业到位资金同比下降 24.5%，其中，国内贷款下降 27.2%；利用外资 61 亿元增长 2.7%；自筹资金下降 14.1%；定金及预收款下降 34.1%；个人按揭贷款下降 23.7%。国房景气指数为 94.86%，2022 年以来持续位于景气线以下。

图 20：基建投资增速仍处高位房地产承压（%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 21：分行业投资复合增速 (22 年为三年复合，之前为两年复合; %)

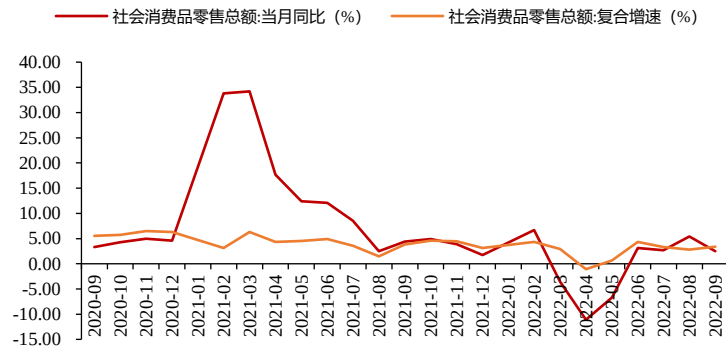
	制造业	农副食品加工业	食品制造业	纺织业	化学原料及化学制品制造业	医药制造业	有色金属冶炼及压延加工业	金属制品业	通用设备制造业	专用设备制造业	汽车制造业	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	电气机械及器材制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业
2022-10	5.86	10.25	6.56	2.41	9.55	14.15	5.95	3.67	4.29	9.63	-3.39	7.89	15.57	18.34
2022-09	5.73	9.63	5.90	2.29	9.08	14.02	5.48	3.65	3.81	9.62	-4.25	7.73	14.37	18.55
2022-08	5.36	8.91	5.94	1.81	9.00	13.26	5.25	2.85	3.34	9.64	-4.50	8.91	13.42	18.31
2022-07	5.00	8.36	5.66	1.01	8.71	13.15	5.39	3.20	3.03	9.43	-5.29	8.27	12.65	18.08
2022-06	5.13	8.02	5.40	0.01	8.71	13.06	5.22	3.75	3.09	9.30	-5.59	7.96	12.07	18.95
2022-05	4.30	7.34	4.99	-0.76	7.04	12.80	7.55	3.12	2.51	8.98	-6.31	6.42	10.79	18.41
2022-04	4.09	6.66	4.44	-1.24	6.91	12.49	7.84	2.63	1.70	8.52	-6.19	6.07	10.07	17.32
2022-03	3.92	6.36	3.39	-2.73	6.08	13.86	6.41	1.79	0.47	8.45	-7.51	5.83	9.31	17.24
2022-02	4.37	6.90	4.20	-1.61	8.31	17.57	8.41	4.10	1.03	9.99	-8.65	4.81	12.82	20.60
2021-12	5.36	8.78	4.12	2.07	6.92	19.17	2.07	1.13	1.27	10.20	-8.15	11.14	6.74	17.30
2021-11	4.75	8.33	3.55	1.69	5.85	19.25	2.64	0.67	0.13	8.82	-9.35	10.95	5.58	17.90
2021-10	3.99	7.34	2.58	0.65	4.50	17.95	1.56	0.19	-0.51	7.80	-10.59	9.11	5.12	17.13
2021-09	3.60	6.30	1.89	0.34	4.31	17.75	1.51	-0.56	-2.09	7.03	-11.75	8.61	3.56	17.88
2021-08	3.12	5.61	0.81	-0.97	4.81	16.69	1.75	-1.75	-2.83	7.05	-12.17	8.61	2.67	18.12
2021-07	2.63	4.81	0.59	-3.69	5.24	16.68	2.65	-1.59	-3.53	6.14	-12.08	6.22	2.08	17.82
2021-06	2.59	3.92	-0.05	-5.45	5.65	17.10	2.62	-1.33	-4.77	5.92	-12.09	4.87	1.47	18.47
2021-05	1.28	1.91	-2.28	-7.04	4.09	15.23	4.42	-3.35	-6.56	4.55	-14.00	2.64	-0.30	16.79
2021-04	0.26	-0.72	-3.84	-8.92	2.54	13.80	5.35	-5.02	-8.49	2.31	-13.52	3.27	-1.19	15.00
2021-03	-1.47	-2.04	-5.63	-13.77	1.44	12.12	4.95	-7.85	-10.11	0.34	-16.10	-1.52	-4.13	12.28
2021-02	-3.02	-2.87	-5.50	-16.40	4.57	13.03	3.21	-8.69	-10.34	1.10	-17.24	-8.09	-4.17	13.95
2020-12	0.42	-4.64	-2.75	-7.91	1.46	17.98	0.40	-6.07	-2.30	3.53	-7.11	-0.03	-7.55	14.63
2020-11	-0.55	-5.62	-2.92	-8.35	0.26	17.14	-2.10	-6.75	-4.47	1.72	-8.04	-2.89	-8.62	14.15
2020-10	-1.43	-7.05	-3.50	-9.51	-0.59	15.11	-2.86	-7.65	-5.18	0.67	-8.16	-4.22	-9.57	12.80

资料来源：Wind，上海证券研究所

消费延续修复。受基数效应以及全国多地疫情扰动影响，社零增速有所放缓但仍延续修复。1—10 月份，社会消费品零售总额同比增长 0.6%，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 0.5%。分项消费当月同比增速较上月有所放缓。线上消费占比持续上升。请务必阅读尾页重要声明

吃穿用品的网购消费同比增速分别降 0.9、升 0.7、0.4 个百分点至 15.6%、4.7%、5.2%。前三季度实物商品网上零售额增长 6.1%，占社会消费品零售总额的比重为 25.7%。按消费类型分，餐饮消费同比增速跌落负区间。前三季度，商品零售同比增长 1.3%；餐饮收入下降 4.6%。

图 22：社零复苏同比保持增长(22 年为三年复合,之前为两年复合;%)



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 23：可选消费保持较高复合增速

	必选消费						可选消费								地产可选		
时间	粮油食品	饮料	烟酒	纺织品	日用品	中西药品	化妆品	金银珠宝	体育娱乐	书报杂志	文化办公	通讯器材	石油制品	汽车	家用电器	家具	建筑装潢
2022-10	9.00%	9.81%	9.32%	0.12%	4.18%	8.41%	6.89%	8.54%	5.33%	12.20%	6.83%	9.90%	5.11%	0.99%	-1.15%	-1.05%	2.14%
2022-09	8.50%	12.11%	7.55%	0.85%	5.52%	9.17%	4.61%	11.44%	8.15%	6.93%	14.35%	7.42%	4.47%	3.85%	-0.13%	-1.60%	1.52%
2022-08	7.24%	10.12%	8.40%	0.97%	4.82%	8.49%	3.66%	9.90%	11.52%	-0.28%	11.84%	0.52%	4.23%	6.26%	0.81%	-2.06%	0.06%
2022-07	8.11%	11.26%	9.18%	1.85%	6.78%	7.22%	4.17%	14.48%	12.66%	4.01%	8.76%	5.33%	6.46%	6.55%	4.26%	-0.02%	0.11%
2022-06	11.66%	16.18%	12.07%	4.48%	11.60%	10.02%	13.92%	8.28%	18.37%	7.06%	14.01%	13.65%	6.75%	3.00%	7.26%	1.46%	5.00%
2022-05	11.43%	14.36%	9.83%	-2.20%	7.34%	8.45%	4.81%	2.21%	12.32%	7.63%	3.68%	3.81%	3.86%	-2.59%	-1.31%	0.61%	4.17%
2022-04	11.46%	13.54%	7.92%	-6.19%	4.46%	8.17%	-1.79%	-1.51%	6.39%	8.26%	2.66%	0.07%	2.09%	-7.40%	-3.73%	-0.33%	2.85%
2022-03	13.25%	16.85%	12.70%	-1.27%	9.15%	10.45%	5.68%	1.68%	6.95%	9.17%	12.49%	10.69%	4.28%	4.05%	-2.23%	0.22%	7.55%
2022-02	9.49%	16.28%	11.28%	2.24%	11.65%	7.99%	8.95%	11.83%	11.81%	-4.80%	11.86%	13.53%	4.16%	5.15%	4.15%	-0.27%	4.09%
2021-12	9.74%	14.83%	13.74%	0.70%	13.27%	10.74%	5.70%	5.54%	10.14%	-0.46%	8.49%	10.16%	5.91%	-0.74%	2.24%	-1.37%	10.17%
2021-11	11.19%	18.51%	12.35%	2.02%	8.35%	11.04%	19.64%	14.85%	11.52%	2.56%	14.60%	20.01%	5.85%	0.87%	5.85%	1.87%	10.54%
2021-10	9.35%	12.78%	14.70%	4.16%	7.52%	8.17%	12.61%	14.63%	7.15%	15.92%	11.60%	20.71%	7.27%	-0.44%	6.05%	1.85%	8.03%
2021-09	8.50%	15.90%	16.80%	1.54%	5.48%	9.10%	8.69%	16.55%	10.67%	6.65%	17.28%	8.24%	1.71%	-0.97%	2.99%	1.38%	6.71%
2021-08	6.82%	12.35%	8.60%	-1.03%	5.44%	8.18%	9.09%	11.28%	15.59%	-1.98%	14.77%	3.18%	-1.66%	1.75%	-0.46%	1.10%	4.98%
2021-07	9.08%	15.64%	9.93%	2.38%	9.96%	6.94%	5.95%	10.85%	13.96%	4.93%	7.41%	5.55%	2.78%	5.01%	2.87%	3.28%	4.31%
2021-06	13.02%	24.05%	15.72%	6.15%	15.44%	9.10%	16.95%	8.37%	22.96%	5.82%	16.66%	17.34%	2.98%	-2.06%	9.35%	5.74%	10.33%
2021-05	11.00%	17.84%	12.97%	5.65%	15.13%	7.30%	13.75%	12.42%	19.57%	11.00%	7.35%	10.09%	1.71%	4.89%	3.70%	7.69%	10.72%
2021-04	12.20%	17.51%	16.26%	3.41%	12.66%	8.30%	10.42%	14.17%	17.45%	10.83%	6.60%	13.20%	0.81%	7.75%	-1.47%	7.30%	11.00%

资料来源：Wind，上海证券研究所

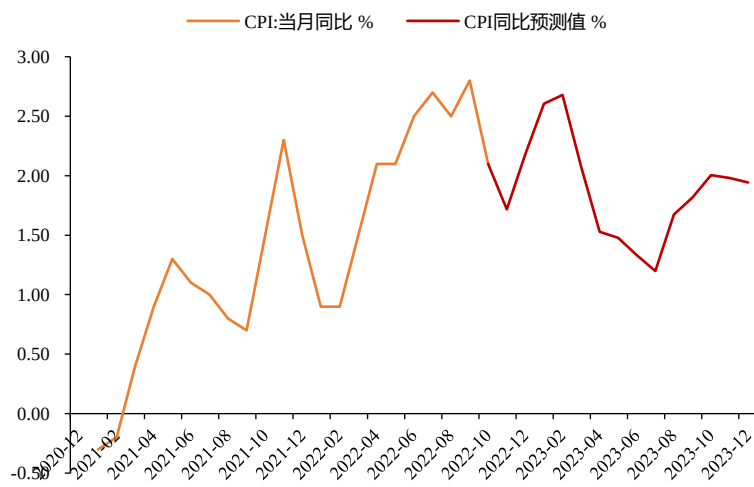
3.2 警惕结构性通胀压力

展望 2023 年，我国物价整体保持稳定，CPI 涨幅整体温和，PPI 低位运行，警惕出现结构性通胀压力。受国内疫情、季节性因素及上年同期对比基数走高等共同影响，叠加生猪供给增加，猪肉价格由涨转降，CPI 同比涨幅回落，PPI 降幅扩大，核心 CPI 保持稳定。疫情以来，我国 M2 增速保持相对高位，若总需求进一步复苏升温，叠加春节错位、冬季猪肉采购和寒冬采暖需求旺盛等因素，可能短期加大结构性通胀压力，高度重视未来通胀升温的潜在可能。预计 2023 年我国 CPI 整体维持 2% 增速，春节前后可

请务必阅读尾页重要声明

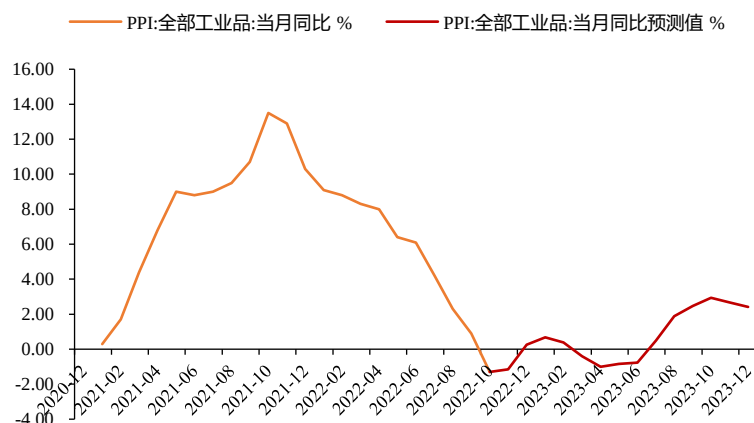
能出现阶段性高点，国际原油等大宗商品价格震荡下行带动 PPI 持续回落，2023 年将维持低位运行。

图 24: CPI 同比增速预测



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 25: PPI 同比增速预测



数据来源: Wind, 上海证券研究所

3.3 2023 年货币政策前瞻：“定向宽松”

稳健的货币政策更加灵活适度。2023 年作为落实党的二十大精神开局之年，推动经济快速从疫情之中恢复过来成为重中之重。其中央行稳健的货币政策更加注重灵活适度，在保持流动性合理充裕前提下加大结构性货币政策工具使用，随着人民币汇率企稳，央行将继续保持流动性合理充裕，预计 2023 年货币政策在量方面，实现货币信贷和社会融资规模增长与名义 GDP 增速要基本匹配；在结构上，发挥结构性货币政策工具“做加法”，发挥金融对能源安全保供和绿色低碳转型的支持作用，满足经济绿色转型需求。

从资金价格来看，贷款利率稳中有降，创有统计以来新低。2022 年三季度央行将 MLF 和 OMO 操作中标利率下调 10BP，有助于引导 LPR 报价下行。

从供给数量来看，货币信贷总量快速增长。三季度末，M2 同比增长 12.1%，社融同比增长 10.6%，人民币贷款余额同比增长 11.1%，均保持在 10%以上较高水平。2022 年前三季度社会融资规模增量累计为 27.77 万亿元，比上年同期多 3 万亿元。其中，人民币贷款同比增加 17.89 万亿元，同比多增 1.06 万亿元；政府债券净融资 5.9 万亿元，同比多 1.5 万亿元；企业债券净融资 2.2 万亿元，同比下滑 2413 亿元；IPO 融资 8738 亿元，同比多 596 亿元；非标融资降幅收窄，委托贷款同比多增 4440 亿元，信托贷款同比少减 7456 亿元。但是居民部门无论是短期贷款，还是中长期贷款均呈现回落态势，显示居民受疫情影响消费意愿不强，购房积极性并不高；政府融资在低基数背景下成为社融企稳回升的重要贡献。

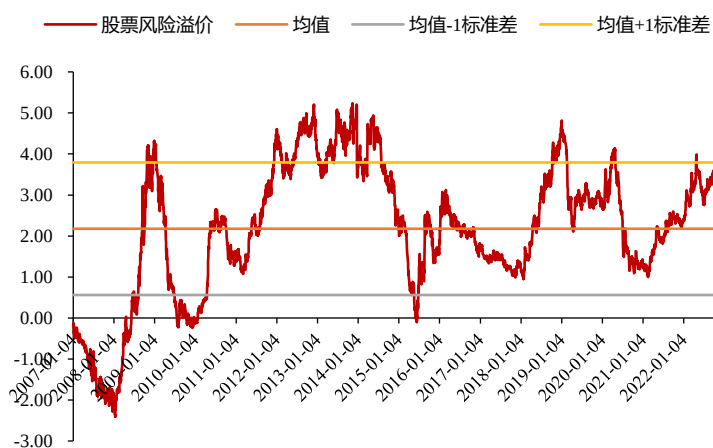
从供给结构来看，发挥结构性货币政策工具定向宽松作用。一是为着力解决重大项目资本金缺口，补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金，截至 2022 年 10 月末，两批金融工具合计已投放 7400 亿元，有力补充了一批交通、能源、水利、市政、产业升级基础设施等领域重大项目的资本金；此外央行鼓励政策性、开发性银行用好今年新增的 8000 亿元信贷额度，引导商业银行通过银团贷款等方式跟进重大项目配套融资。二是开展常规 OMO、常备借贷便利（SLF）和中期借贷便利（MLF）操作，重启抵押补充贷款（PSL），注入中短期流动性。三是实施碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，前三季度央行通过碳减排和煤炭清洁高效利用专项再贷款两个工具累计发放资金 2469 亿元、578 亿元，合计 3047 亿元，此外央行通过科技创新、普惠养老、交通物流专项再贷款三个工具分别向相关金融机构发放再贷款资金 800 亿元、4 亿元、103 亿元，并增加科技创新再贷款额度 2000 亿元，进一步加大对科技创新企业支持力度。四是用好再贷款再贴现支持普惠金融发展，三季度末支农、支小再贷款余额分别为 5587 亿元、13863 亿元，再贴现余额为 5449 亿元，央行通过加大普惠小微贷款支持工具实施力度，强化正向激励，将普惠小微贷款支持工具的激励资金支持比例由 1%提高至 2%。三季度央行向地方法人金融机构提供激励资金 86 亿元，支持其增加普惠小微贷款共计 4387 亿元，三季度末普惠小微贷款余额 23.2 万亿元，同比增长 24.6%。

4 2023 年大类资产展望：股>债>黄金>大宗商品

4.1 2023 年大类资产配置建议：股>债>黄金>大宗商品

2023 年资产配置顺序判断：股>债>黄金>大宗商品。从国内外经济形势来看，防疫制度优化和低基数效应下 2023 年国内经济基本面大概率边际向好，我们预计 2023 年全年实现 5-5.5% 增速，二季度经济呈现加速修复。2023 年政策层面将紧紧围绕二十大报告实现高质量发展，以中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴。风险溢价模型显示，权益相比债权更具性价比。随着海外经济步入下行通道，全球大宗商品价格预计 2023 年将出现高位回落。黄金具有较强抗衰退、抗风险特性，若美元指数进一步调整，黄金相对其他大宗商品有所表现。综上，我们预测 2023 年资产配置顺序为：股>债>黄金>大宗商品。

图 26：风险溢价模型（截至 2022 年 11 月 18 日）



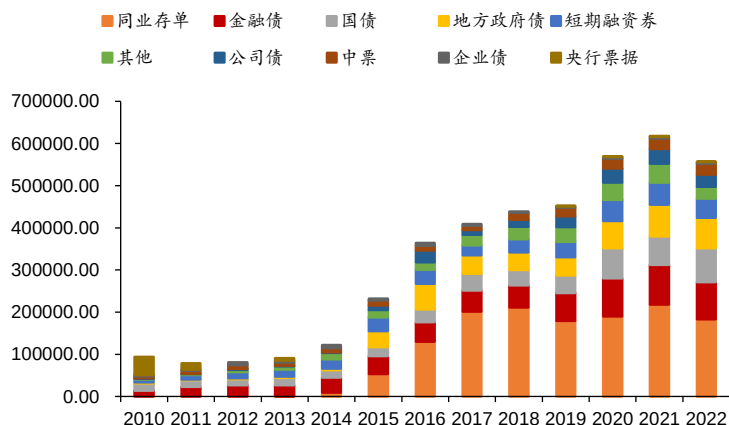
资料来源：Wind，上海证券研究所

4.2 固收资产配置策略：波动增加，关注调整后配置机会

2023 年债市波动增加，关注调整后配置机会。整体来看，2023 年固收市场面临多重冲击，波动加剧，预期无风险收益率有所上升，建议关注调整后配置机会。主要决定因素在于，一是国内经济基本面边际向好；二是随着预期变化货币政策更加稳健，流动性上存在边际收紧的可能；三是需要警惕出现结构性通胀压力。疫情以来，我国 M2 增速保持相对高位，若总需求进一步复苏升温，叠加春节错位、冬季猪肉采购和寒冬采暖需求旺盛等因素，可能短期加大结构性通胀压力，央行高度重视未来通胀升温的潜

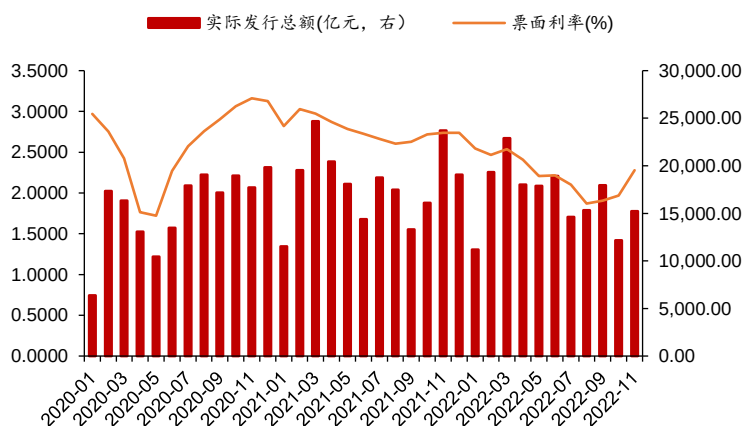
在可能。因此，结构上积极应对可能的赎回和流动性风险，建议配置国债期货品种进行对冲。

图 27：历年债券发行规模（2022 年截至 11 月 24 日，亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 28：同业存单实际发行金额和票面利率情况



资料来源：Wind，上海证券研究所

4.3 “核心资产+”配置策略：高资质城投债更具性价比

低资质城投打破“刚兑信仰”的概率增加。在债务管控的新政策之下，城投平台再融资被约束，地方财政承压，地方偿债能力也明显减弱，弱区域低资质城投依然存在违约的可能，因此经济偏弱地区尾部城投公司债务堆积以及化债情况值得关注。

2023 年城投债坚持中短久期+强区域策略。2022 年以来市场上城投企业发行的短期与超短期债券数量有所增加，反映了发债主体对未来一定时间内无风险利率回升的担忧。警惕未来城投债到期较为集中、土地出让较差且城投债利差较高的地区。经济产

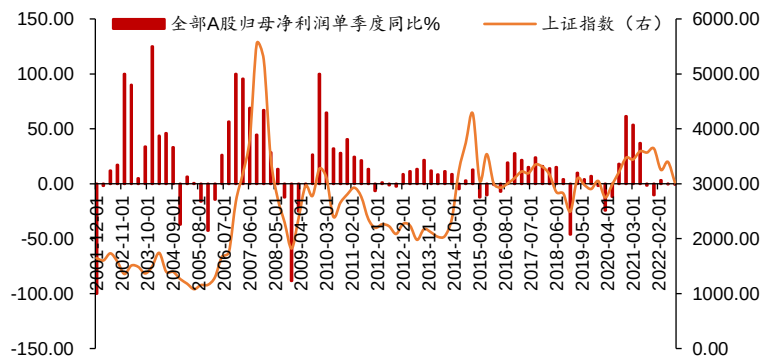
业越发达的地区土地出让收入通常较高且区域利差更低，出现打破“刚兑信仰”的可能性更低。

2023 年成为地方政府隐性债务化解的关键之年。城投债“以时间换空间”化债模式，不论是降低利息、适当展期还是借新还旧的方式在一段时间内可以为城投企业带来一定缓冲，但债务问题依然存在，只是从旧债转为新债，从侧面还是会增加地方政府隐性债务违约风险。化解地区债务仍需政府端、市场端和金融机构多方努力，根据当地债务情况制定适合本地区化债模式才能有效的解决城投债问题。只有通过政府融资债券、银行借贷和直接融资等方式置换城投企业债务，政府+市场端盘活存量资产为区域化债提供增量资金，地方政府盘活闲置低效建设用地，同时加强与国企央企合作，提高国企偿债能力，为城投企业提供外部的资金支持。

4.4 “权益+”配置策略：加大配置比例，关注估值修复

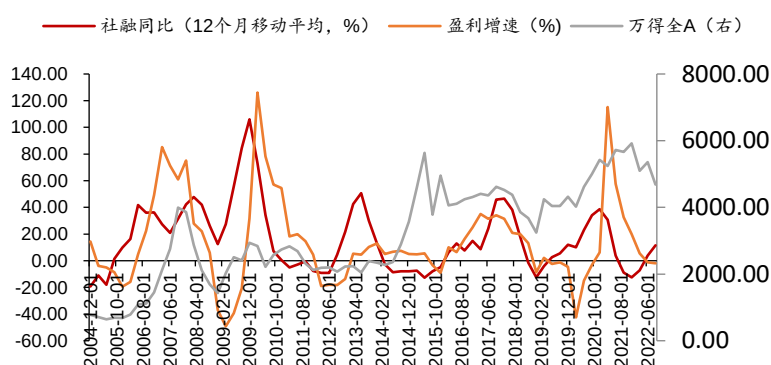
加大权益资产配置比例。相比传统固收，2023 年权益配置或更积极有为。回顾 2001 年以来我国权益指数和上市公司盈利情况可以发现，除了 15 年牛市行情由资金推动外，几乎每次比较大行情都伴随着基本面好转。2017-2018 年开始，经济转入换挡调结构，市场一路下跌。2019 年基本面开始好转，市场迎来一波快速反弹，但随着 2020 年疫情的流行，市场再度转弱。2021 年海外疫情开始流行，国内疫情防控较好，低基数下出口带动经济反弹，市场走过一波“小牛市”。进入 2022 年，由于疫情先后在经济重要省份和地区出现蔓延苗头，叠加房地产行业持续下行，2022Q2-Q3 全部 A 股归母净利润单季度增速为负，A 股整体出现回调。社融底一般领先经济低和市场底，从 2022 年 Q1、Q2、Q3 来看，2022 年以来社融已开始逐步从底部走出，而盈利可能正处于筑底阶段。市场层面，当前 A 股在低位震荡，后续向下空间相对有限。若市场投资者信心修复以及盈利配合，市场有望走出一波慢牛行情。

图 29：上证指数与全部 A 股归母净利润单季度增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 30：社融底、盈利底到市场底



资料来源：Wind，上海证券研究所

相比全球主要股票市场，A股估值不高。纵览全球重要股票市场指数，绝大部分市场最新 PE（TTM）估值和 PB（MRQ）估值都出现比较大的下降。由于近几个季度我国经济受疫情影响较大，上市公司盈利能力趋弱，上证指数和深证成指 PE（TTM）在过去 5 年分位数分别为 15.65%、40.99%，在全球重要股票市场指数中并不占优。但拉长周期看，疫情因素始终会过去，PB（MRQ）估值可能更具有参考意义。从 PB（MRQ）估值来看，上证指数 PB（MRQ）估值仅仅为 1.26，处于过去 5 年 6.54%分位数，仅次于恒生指数。深证成指 PB（MRQ）估值为 2.53，处于过去 5 年 23.38%分位数，低于全球中位数水平。

表 2：全球重要市场指数 PE 估值对比

全球重要指数名称	2017	2018	2019	2020	2021	最新 PE (2022-11-18)	过去 5 年分位 数%
富时 100	22.95	15.50	18.36	118.37	23.53	13.75	4.75
恒生指数	12.81	9.46	10.25	15.56	10.70	8.82	4.76
澳洲标普 200	18.07	15.62	20.12	43.57	23.24	14.42	5.52
台湾加权指数	15.56	12.53	19.54	22.48	-	10.58	6.24
法国 CAC40	18.26	14.46	21.43	57.31	21.68	13.76	9.85

俄罗斯 RTS	7.41	4.79	6.81	13.23	6.91	4.40	11.57
上证指数	15.65	10.99	13.07	16.10	13.90	12.17	15.65
纳斯达克指数	38.86	36.75	33.45	66.60	38.60	30.12	19.27
德国 DAX	19.00	11.60	24.58	66.05	0.00	13.16	20.42
孟买 SENSEX30	--	23.60	26.56	33.60	27.42	23.18	20.43
标普 500	24.56	18.83	24.00	36.98	26.43	20.82	26.42
深证成指	27.58	16.32	24.28	32.19	28.94	25.84	40.99
道琼斯工业指数	21.67	18.99	21.87	30.27	26.44	21.55	42.90
日经 225	19.52	13.86	18.82	38.47	0.00	18.88	51.15

资料来源: Wind, 上海证券研究所

表 3: 全球重要市场指数 PB 估值对比

全球重要指数名称	2017	2018	2019	2020	2021	最新 PB (2022-11-18)	过去 5 年分位数
恒生指数	1.30	1.08	1.10	1.30	1.09	0.88	4.05
上证指数	1.68	1.24	1.40	1.51	1.54	1.26	6.54
纳斯达克指数	3.79	3.90	4.82	6.45	6.11	4.07	8.44
俄罗斯 RTS	0.75	0.76	1.04	1.05	1.04	0.78	11.87
日经 225	1.90	1.54	1.81	2.08	1.92	1.60	12.58
深证成指	3.03	1.91	2.67	3.61	3.47	2.53	23.38
富时 100	2.00	1.59	1.80	1.69	1.67	1.64	29.01
德国 DAX	1.86	1.55	1.64	1.80	1.93	1.55	35.04
澳洲标普 200	2.09	1.84	2.19	2.20	2.39	2.11	41.37
台湾加权指数	1.75	1.47	1.80	2.15	2.36	1.82	46.26
法国 CAC40	1.60	1.43	1.75	1.74	2.03	1.67	51.43
道琼斯工业指数	3.89	3.70	4.88	6.53	7.30	5.99	54.22
标普 500	3.25	2.90	3.52	4.09	4.83	3.89	58.09
孟买 SENSEX30	--	3.00	3.22	3.25	3.58	3.42	74.13

资料来源: Wind, 上海证券研究所

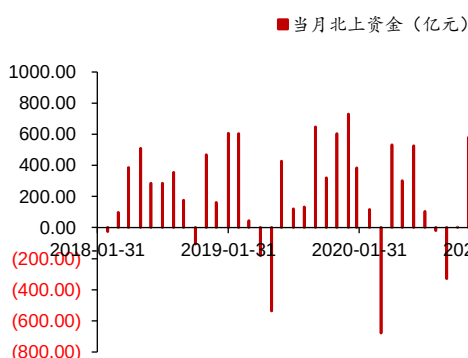
资金流已有回转迹象。2022 年 7 月、9 月、10 月北上资金表现为净流出, 分别为 210.69 亿元、112.31 亿元和 573 亿元。期间人民币兑美元汇率出现大幅度贬值也进一步佐证美债加息以及经济相对强弱可能为净流出的主要原因。截至 2022 年 11 月 23 日, 11 月北上资金净流入 404.44 亿。2023 年美联储本轮加息周期有望终结, 美元指数走弱叠加中美经济强弱反转, 美元兑人民币也开始回调, 外资回流 A 股有望成为趋势。

图 31: 美元兑人民币汇率开始回调



资料来源: Wind, 上海证券研究所

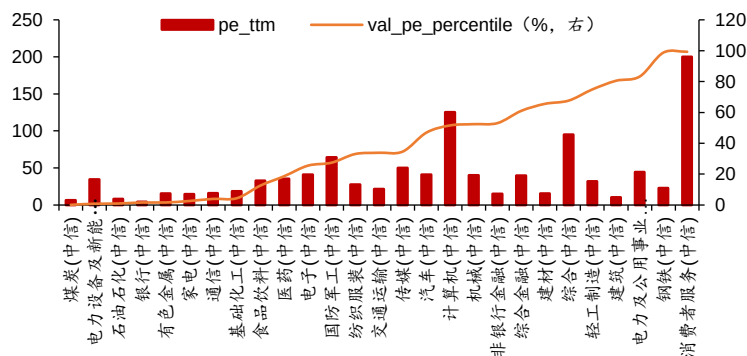
图 32: 北上资金开始净流入



资料来源: Wind, 上海证券研究所

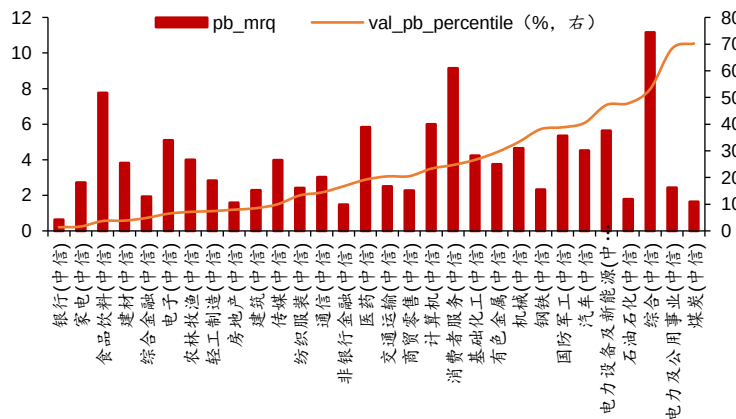
行业角度, 绝大部分行业估值水平不高。从 PE (TTM) 估值来看, 所处过去三年分位数较低行业主要有煤炭、电力设备及新能源、石油石化、银行、有色金属、家电、通信、基础化工、食品饮料、医药。从 PB (MRQ) 估值来看, 所处过去三年分位数较低行业主要有银行、家电、食品饮料、建材、综合金融、电子、农林牧渔、轻工制造、房地产、建筑、传媒、纺织服装、通信、非银行金融、医药。综合来看, 估值较低板块主要集中在周期行业, 包括银行、地产及其产业链上下游、受疫情影响较大的消费和文娱。电力设备及新能源、食品饮料、医药、电子、军工等的 PE (TTM) 绝对水平较高, 与行业成长性相关, 但相对历史水平较低, 值得关注。从历史和未来营收成长性识别高景气度行业: 电力设备及新能源、消费者服务、电子、军工、农林牧渔等。从过去和未来两个维度来看, 电力设备及新能源、消费者服务、电子处于持续增速最快的三个方向; 国防军工和农林牧渔预测景气度占优。

图 33: 中信一级行业 PE 估值水平 (截至 2022 年 11 月 18 日)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 34: 中信一级行业 PB 估值水平 (截至 2022 年 11 月 18 日)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

表 4: 中信二级行业景气度占优行业

中信二级	历史营收增速	预期营收增速
产业互联网	30.25%	40.14%
综合服务	177.16%	32.96%
新能源动力系统	75.68%	32.16%
其他电子零组件 II	78.67%	31.22%
半导体	36.59%	23.08%
通用设备	30.49%	22.95%
仪器仪表 II	47.14%	22.70%
其他钢铁	59.78%	21.64%
其他化学制品 II	54.92%	21.08%
生物医药 II	44.14%	20.94%
装饰材料	36.51%	20.33%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

4.5 商品市场展望: 贵金属>工业金属>能源>农产品

2023 年建议大宗配置顺序: 贵金属>工业金属>能源>农产品。即将到来的全球经济衰退担忧正在压制大宗商品价格, 随着全球增长放缓, 未来商品价格有望高位震荡回落。随着全球能源转型,

2023 年全球能源危机和粮食危机将有所缓解，对化石能源的需求正在逐渐转向可再生能源。随着美联储加息节奏放缓，美元指数回落，黄金价格或迎来上涨。2023 年建议大宗配置优先顺序：贵金属>工业金属>能源>农产品。

5 风险提示

地缘政治风险：俄乌地缘政治冲突加剧，不确定性增加；

美联储加息步伐超预期：美联储加息步伐会有随市场变化进行调整超出预期的可能；

海外经济增速不及预期：海外经济数据暂不完整，存在经济增速不及预期可能；

国内通胀超市场预期：国内经济数据暂不完整，存在通胀超预期可能；

上市公司业绩不及预期：上市公司业绩披露暂不完整，存在业绩不及预期可能；

市场波动超市场预期：市场波动存超预期可能。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。