

## 疫情冲击趋缓，经济复苏可期

虽然 2022 年 12 月的新冠病毒感染疫情对经济造成一定的冲击，但后期预期较好，强预期在短期内对各类资产形成较强的支撑。

文 | 刘俊

中国 2022 年第四季度 GDP 当季 2.9%，预期 1.8%，前值 3.9%，全年 GDP 同比增长 3%。分产业看，第四季度第一产业同比增长 4%，第二产业同比增长 3.4%，第三产业同比增长 2.3%。受新冠疫情扩散和地产探底影响，工业生产活动放缓。中国 12 月规模以上工业增加值同比增长 1.3%，预期 0.5%，前值 2.20%。12 月社会消费品零售总额同比减少 1.8%，餐饮收入增速回落幅度较大。固定资产投资同比回升，房地产投资同比止跌反弹。12 月固定资产投资当月同比增长 3.2%，前值 0.7%。1~12 月累计同比增长 5.1%，前值为 5.3%。分项来看，12 月基建投资当月同比增长 14.3%，房地产投资当月同比减少 12.2%，制造业投资当月同比增长 7.4%。

2022 年 12 月下旬以来，城市人员流动、线下消费活动等从低位较快恢复。此后线下消费活动仍处于较低水平，比如元旦假期旅游出行人次、旅游收入分别为 2019 年同期的 42.8% 和 35.1%，2023 年第一周地铁客运量约为正常时期的六成。但从动态变化来看，恢复的速率较快。截至 1 月 5 日，25 城地铁客运量较低点（12 月 23 日）增长 84%，日均回升 143 万人次。整体

来看，经济修复过程的短期不确定性导致 11 月数据不及预期，但在“走小步、不停步”的防疫政策调整，以及地产新均衡和新一轮扩内需政策的拉动下，2023 年国内经济料将迎来复苏。

### 全年经济工作定调

2022 年 12 月召开的中央经济工作会议强调：“明年经济运行有望总体回升。要坚定做好经济工作的信心。”要求“积极的财政政策要加力提效，优化组合赤字、专项债、贴息等工具，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控”。预计赤字率可能会小幅提升，专项债有望维持积极的规模，财政贴息的政策将会被重视，在实践中会与产业政策结合，加大对设备更新、技术改造进行贴息。

货币政策方面，中央经济工作会议要求：“稳健的货币政策要精准有力。要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，强化金融

稳定保障体系。”

2023年货币政策将为经济增长提供更好的货币环境。同时，为实现汇率水平稳定均衡，货币政策应会进一步推动汇率围绕合理价值双向波动。2022年人民币兑美元汇率一度下跌超过9%，2023年修复上行应该是大概率事件。人民币汇率市场化程度明显提高，央行干预外汇市场的操作明显变少。国内基本面、利差、汇差、风险溢价均对人民币汇率升值有积极影响，央行干预的必要性在降低。

扩大内需是本次中央经济工作会议的重要内容，会议强调“要把恢复和扩大消费摆在优先位置”“着力消除制约居民消费的不利因素”，并明确提出“支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费”；在投资方面“要通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资”，并明确提出“政策性金融要加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持”。2022年11月社零数据显示消费仍然疲软，但疫情期间形成的“超额储蓄”存在释放空间，如未来出现居民收入预期改善、生活半径修复，超额储蓄下行过程释放的流动性会对消费和投资起到支撑作用。

在房地产方面，中央经济工作会议指出要“满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况”“因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题”“推动房地产业向新发展模式平稳过渡”。房地产行业的平稳发展既要通过保交楼、稳融资来平抑信用风险，也要通过改善市场主体的中长期预期，形成新的稳定的市场结构。

产业政策也是值得关注的重点。中央经济工作会议指出要“找准关键核心技术和零部件薄弱环节，集中优质资源合力攻关”“保证产

业体系自主可控和安全可靠，确保国民经济循环畅通”“加快规划建设新型能源体系，提升国家战略物资储备保障能力”。可以持续关注产业政策实施方式优化。产业政策涉及财政、金融、地方政府和经济主体多方参与，是国民经济循环的一个缩影。在打破国外产业链的围堵、实现现代化产业体系的良性循环、建立产业竞争优势的过程中，会涌现出一批具有新商业模式的科技型企业。

坚定不移地推进对外开放，“更大力度吸引和利用外资”“要积极推动加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定和数字经济伙伴关系协定等高标准经贸协议，主动对照相关规则、规制、管理、标准，深化国内相关领域改革”。推动加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定，代表中国坚定以发展促改革的决心，在进出口关税、竞争政策和国企改革方面与国际社会接轨，可以有效提振外资投资信心。

## 权益市场走势分化

2022年12月，上证指数下跌1.97%，创业板指小幅上涨，单月涨幅为0.06%，万得全A指数跌2.12%。在走低行情下，成长风格相对占优，创业板指相对于上证综指的超额收益走高。从行业表现来看，31个申万一级行业指数绝大多数下跌，其中消费类中的食品饮料、美容护理和社会服务与商贸零售行业涨幅靠前，周期类煤炭、房地产和建筑装饰以及汽车行业跌幅靠前。

2022年12月债市止跌企稳。收益率曲线整体呈现平坦化上移趋势，长端收益率基本不变，短端有所上行。相比于利率债的窄幅震荡，赎回潮进一步发酵，使得信用债又经历了第二轮急跌。造成国内资本市场短期调整的因素主

要来自于交易层面和流通层面。

交易层面，此前新冠病毒快速传播对经济造成的不良影响，也导致市场风险偏好降低。如今权益市场放量上涨，而在中央经济工作会议之后预期得到了部分兑现，预期驱动的交易基本结束。对2023年的复苏，政策的作用更多应该是保驾护航，而不是强刺激。将体现为财政支出维持不低于2022年的力度，货币上则会保持合理充裕的流动性。

流动性层面，当经济向好的预期兑现，市场重新面临选择而存在反身性的影响，短期出现调整。此外，2022年12月中旬，美债收益率大幅上行，有报告认为是美联储偏鹰预期有所升温，但日本央行货币政策转向的前瞻性操作，扩大日债收益率波动区间，导致日本资金回流，可能是美债收益大幅上行的主要原因。

## 复苏周期趋势向好

2023年，处于复苏周期内的中国经济将呈现出向好趋势。一是未来政策重心依然会在经济发展上，这是安全和稳定的前提。二是地产和消费的复苏。2022年12月中央经济工作会议强调“推动房地产业向新发展模式平稳过渡”，建立并完善地产新发展模式是2023年地产领域工作的重中之重。地产行业发展模式可能有变化，从供给结构看，保障性租赁住房占比将进一步提升；从供给主体看，低杠杆、低负债、低周转企业将占据更高比重。从消费角度来看，消费恢复节奏可能会受到居民资产负债表修复情况影响，但消费复苏的方向已然确立。疫情期间，居民存款储蓄率上升至历史高位，随着生产生活秩序回归正常，存款储蓄率下行带动居民消费和投资的增加。三是

海外通胀的负面影响逐步消退。无论是货币导致的还是供给结构导致的通胀在2023年都会明显放缓。美国M2存量呈现加速下降的趋势，当前M2同比增速已接近0的水平，代表私人部门的信用派生速度加速回落，预计2023年M2大概率出现负增长，美国通胀接下来放缓的速度也很有可能比市场预期的要快。

投资组合策略有两类机会值得关注。

一是关注美债收益率下行的机会。近期短端美债收益率的上行主要是受日本央行货币政策转向试探的影响，但短期上行并不会改变美国通胀下行的整体趋势。短端基准利率可能在2023年年底回落至3.5%左右，若通胀回落速度较快，美联储的利率路径存在下修的可能。

二是国内风险资产要好于避险资产。中国经济处于弱复苏的周期中，短期内各类风险资产的排序从高到低是价值股、港股成长股、国内成长股。虽然美债无风险收益率下行过程中对于成长股更加利好，但目前通胀预期回落，实际利率保持高位对于成长股的压制并没有完全消除。短端收益率大幅上行概率不大，但同时全球经济放缓，在美债收益率下行的背景下，中国的债券收益率逆势而上的动力不足。而长端可能在2023年出现更多交易稳增长的预期以及经济转好的现实。

在风险资产的行业选择上，三类“增长与安全”并重的领域值得持续关注。一是“大安全”方向的高端制造优势行业，如风电设备、电网设备、机床工具、机器人、能源金属；二是地产、消费复苏的行业，如化妆品、黑色家电、饲料；三是受益于稳增长的行业，如银行、公用事业、交通运输和数字经济。■

(作者供职于英大基金管理有限公司)