

大类资产交易周报

全球主要资产普跌

日本央行意外调整利率曲线控制政策造成一次性冲击；全球主要资产价格普跌，同时美元小幅走弱。

- 全球资产：日本央行意外调整利率曲线控制政策造成一次性冲击；全球主要资产价格普跌，同时美元小幅走弱。我们提示“紧缩交易”的重点从美联储转移至欧日央行的可能性，但维持未来一段时间全球市场可能从“紧缩交易”逐渐迈向“衰退交易”，而在那之后逐步重启“复苏交易”的判断。我们维持对于全球风险资产短期震荡&长期乐观的态度，并持续关注全球经济下行风险释放的过程。
- 中国资产：疫情感染冲击下，股票和商品走弱，人民币小幅震荡，债券回暖；我们维持对于中国风险资产短期震荡&长期乐观的态度。支持性政策有望持续出台以对冲经济下行压力；“强预期，弱现实”的市场特征可能会延续。
- 本周专题讨论：市场跑在了 BOJ 之前。日本央行出于维持金融市场有效性考虑扩大 10 年期国债浮动范围至正负 0.5%，但同时极力避免释放货币政策转向紧缩的信号。市场走在了日本央行前面，并且并未选择相信日本央行的引导；大类资产价格一次性冲击后并未持续调整。基于经济基本面的日本央行政策转向似乎并不牢固；基于维护金融市场有效性的日本央行政策调整可能仍需日本央行的持续引导。我们预计近期日本央行对于市场的扰动仍然可能主要集中在日本资产本身，而对于全球的大类资产冲击可能较小。
- 我们的大类资产观点是：A 股短期震荡，中长期配置机会显现。美股短期震荡，但 2023 年上半年可能会迎来转机。港股短期持续上行压力较大，趋势性反转可能出现在 2023 年上半年。中债 10 年收益率短期震荡，2023 年中后期存在上行风险。美债 10 年收益率短期进一步快速下行可能性不大，但未来数月可能随着经济下行压力凸显而开始新一轮下行。美元指数触顶短期进一步快速下行可能性不大，但未来数月的走势可能取决于全球经济下行的程度。铜油短期可能整体呈现震荡行情，且存在下行风险；2023 年年中左右可能会迎来转机。黄金短期可能整体呈现震荡行情，未来数月的走势或将取决于通胀预期变动和美联储的货币政策路径引导。
- 我们预计全球风险类资产的反转时机可能会出现在 2023 年上半年。届时，本轮全球经济增长触底反弹的领先信号可能会更为清晰；同时，市场可能也会处于一个情绪非常悲观但是资产价格变动对边际利空开始逐渐钝化的状态。
- 风险：1) 中国经济在疫情和房地产等风险的进一步失速；在缺少新的经济增长点的情况下经济磨底时间远超历史均值 2) 美国经济陷入“滞胀”或者爆发新一轮经济/金融危机 3) 大类资产价格同经济周期的历史规律被显著打破 4) 黑天鹅事件。

相关研究报告

《大类资产交易周报：全球资产普涨行情降温》 20221119

《大类资产交易周报：全球资产小幅回暖》 20221204

《新利率周期的开启》 20221216

《大类资产交易周报：全球“紧缩交易暂时缓解”》 221113

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：大类资产配置

证券分析师：周亚齐

(8621)20328270

yaqi.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090002

目录

本周市场分析	4
本周专题讨论：市场跑在了 BOJ 之前	8
大类资产观点	11

图表目录

图表 1. 全球主要金融资产指标价格变动.....	4
图表 2. 市场对于 2023 年六月美联储（橘色线），欧央行（蓝色线）和日本央行（灰色线）政策利率的预期水平.....	5
图表 3. 美元兑日元（浅蓝色线），加币（绿色线），欧元（黄色线）以及英镑（深蓝色线）的走势.....	5
图表 4. 中国主要金融资产指标.....	6
图表 5. 30 大中城市房屋成交量逆季节性走弱.....	6
图表 6 除北京外一线城市地铁客运量持续回落.....	7
图表 7. 日本国债曲线形态以及主要期限收益率变动：12 月 23 日（蓝色曲线）VS 12 月 16 日（黄色曲线）.....	8
图表 8. 日本 10 年国债：即期（蓝色线）以及利率互换收益率（1Y10Y（灰色线），OIS（橘色线））.....	9
图表 9. 日本央行决议前后大类资产价格变动：美元兑日元（灰色），美债 10 年（蓝色），标普 500 期货（绿色），布伦特油价（紫色线），日经 225（黄色线）.....	9
图表 10. 日本 CPI 剔除新鲜食品.....	10
图表 11. 日本家庭收入增速和消费者信心指数回落.....	10
图表 12. 中美经济周期：实际值 & 预测趋势.....	11
图表 13. 工业企业利润增速 VS 出口增速.....	12
图表 14. 标普 500 VS 上证综指.....	12
图表 15. 美联储净流动性提供 VS 标普 500.....	13
图表 16. 美股盈利 VS 美国经济周期.....	13
图表 17. 港股估值性价比仍高.....	13
图表 18. 恒生指数（红色线），标普 500（灰色线）以及上证指数（蓝色线）走势图.....	13
图表 19. 中国 10 年国债收益率 VS 中国经济周期.....	14
图表 20. DR007 近期重新回落.....	14
图表 21. 美国联邦基准利率 VS 美债 10 年收益率.....	14
图表 22. 美债 10 年收益率（红色线）VS 市场对于 2023 年 6 月（绿色线）联邦基准利率预期.....	14
图表 23. 美德实际利差领先美元指数约 3 个月.....	15
图表 24. 美元指数 VS 中德经济不确定性指数.....	15
图表 25. 中国经济周期 VS LME 铜价 YOY.....	15
图表 26. 中国经济周期 VS 布伦特油价 YOY.....	15
图表 27. 金价 VS 美债 5 年实际利率.....	16
图表 28. 美国 5 年通胀预期近期持续回落并可能在衰退期间进一步快速下行.....	16

本周市场分析

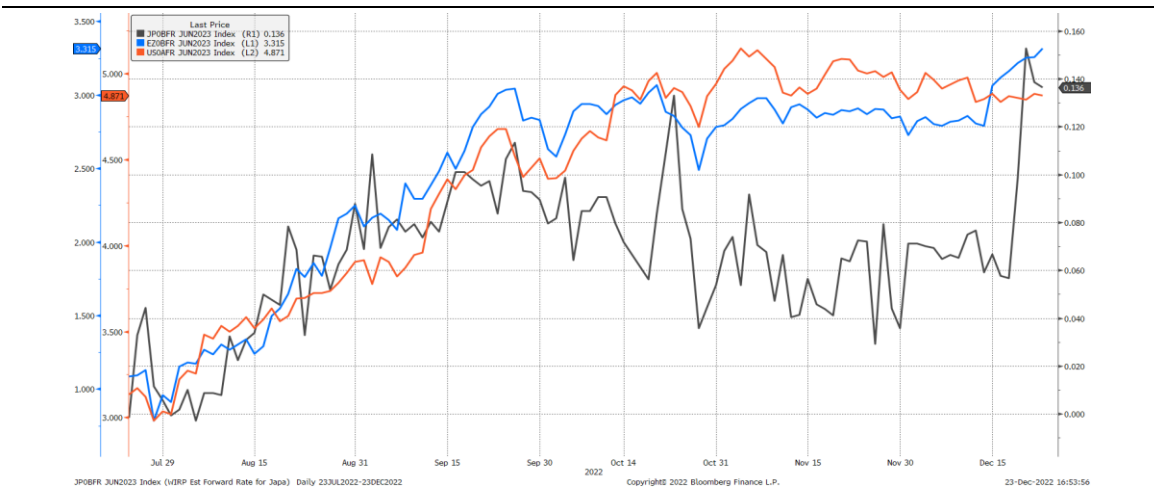
全球资产：日本央行意外调整利率曲线控制政策造成一次性冲击；全球主要资产价格普跌，同时美元小幅走弱。本周正式进入欧美市场的圣诞叠加元旦的休假时间，中美关键经济数据和会议缺失。不过，日本央行在 20 日的货币政策会议上宣布扩大 10 年期国债浮动范围至正负 0.5% 的决议对市场造成了一次性冲击（具体分析请见本周周报专题讨论：市场跑在了 BOJ 之前）。同时，美国本周公布的非关键的通胀，就业和经济增长数据似乎进一步指向劳动市场和与之关联的通胀的韧性，这也对大类资产造成了相应的冲击。整体来看，本周全球大类资产除了中债 10 年，铜和黄金之外，其它所有资产普跌，美元指数在日本央行决议的冲击下全周小幅走弱。具体来看，风险资产中，全球主要股指全线收跌，日本股指以 5% 左右的周跌幅领跌；铜油表现延续分化，本周油价小幅下行而铜价小幅上升，这同上一周两个资产的走势恰好是相反的。固收类资产中，美德 10 年国债收益率均上行超 20bp，而中债 10 年则下行约 2bp。日元兑美元本周走强约 4%，导致美元指数整周小幅走弱约 0.6%（美元指数仍然维持在 104 左右小幅震荡）。金价本周则小幅走强约 2%。当前，在美联储愈发接近预期的 5% 左右的终点利率之际（尽管仍然很大不确定性），欧央行和日本央行因为各自不同的理由所采取的措施却都或多或少给了市场更为鹰派的信号。这可能解释了近期美元为何不再如同过去几个月一样，伴随着全球其它资产价格的走弱而显著走强。如果“美联储观望 + 欧日超预期鹰派”的格局能够延续，那么全球大类资产交易的核心宏观变量，也许就需要从市场对美联储的货币政策路径预期，转移至市场对欧日的货币政策路径预期了。不过目前来看，这尚不是我们的基准情形。我们提示“紧缩交易”的重点从美联储转移至欧日央行的可能性，但维持未来一段时间全球市场可能从“紧缩交易”逐渐迈向“衰退交易”，而在那之后逐步重启“复苏交易”的判断。我们维持对于全球风险资产短期震荡&长期乐观的态度，并持续关注全球经济下行风险释放的过程。

图表 1. 全球主要金融资产指标价格变动

	全球主要金融资产指标	收盘价	价格隔日变动	价格5日变动	价格30日变动	今年以来价格变动	九月价格变动	十一月价格变动
风险资产	比特币	16882	1.8%	-3.0%	3.9%	-63.6%	-3.2%	-16.5%
	标准普尔500指数	3822	0.1%	-1.9%	-3.6%	-19.8%	-9.6%	5.8%
	道琼斯工业平均指数	32850	0.3%	-1.1%	-2.7%	-9.6%	-9.3%	5.9%
	纳斯达克综合指数	10547	0.0%	-2.4%	-5.4%	-32.6%	-10.3%	5.3%
	日经225指数	26568	-2.5%	-5.3%	-4.8%	-7.7%	-6.2%	1.0%
	COMEX铜期货	380	0.4%	0.9%	4.6%	-14.9%	-0.1%	7.4%
	上海深圳沪深300指数	3829	-1.6%	-3.1%	0.7%	-22.5%	-5.9%	6.0%
	标普/澳证200指数	7024	-1.5%	-2.5%	-1.8%	-5.6%	-5.4%	4.4%
	MSCI新兴市场指数(除中国)	1101	0.0%	-0.3%	-1.2%	-18.9%	-8.6%	8.3%
	创业板指数	2311	-1.5%	-3.7%	-3.3%	-30.5%	-9.7%	0.3%
	韩国KOSPI指数	2333	-0.8%	-1.2%	-4.5%	-21.6%	-10.8%	5.9%
	欧元区斯托克50价格指数	3802	-0.2%	-0.9%	-3.1%	-11.5%	-4.0%	8.6%
	恒生科技指数	3996	-3.1%	-3.4%	6.8%	-29.5%	-17.9%	23.5%
	香港恒生指数	19095	-1.3%	-1.4%	6.1%	-18.4%	-12.1%	20.3%
	富时100指数	7371	0.1%	-0.7%	-0.2%	-0.2%	-3.6%	5.4%
	小麦期货(CBT)	751	0.3%	-0.9%	-6.6%	-2.6%	18.8%	-14.5%
	ICE布伦特原油期货	80	0.2%	-1.5%	-8.7%	2.8%	-4.8%	-9.7%
	纽交所天然气期货	5.33	-9.0%	-23.6%	-15.5%	42.8%	-26.9%	21.3%
	美元兑日元	131.73	-3.8%	-4.4%	-6.2%	14.5%	3.2%	-6.9%
	美元兑英镑	0.8208	-0.3%	0.0%	-2.4%	11.0%	3.4%	-4.8%
	美元兑离岸人民币	6.9614	-0.4%	-0.4%	-2.3%	9.5%	3.3%	-3.6%
	金价	1818	1.7%	2.3%	3.8%	-0.6%	-2.2%	7.3%
	美元兑欧元	0.9413	-0.2%	0.0%	-2.8%	7.1%	1.5%	-5.1%
	全球高收益债利差	5.5%	-0.7	-12.4	11.1	-165.9	-59.1	35.2
	全球投资级企业债利差	1.5%	-1.0	-3.0	8.0	-54.0	-15.0	25.0
	10年期德国国债收益率	2.30%	-10.1	-22.1	-29	-248.1	-54.7	20.1
	美元指数即期汇率	104.0	-0.7%	-0.6%	-2.8%	8.7%	2.2%	-5.0%
	10年期美国国债收益率	3.68%	-9.8	-23.6	14.6	-217.2	-57.5	43.7
避险资产	10年期中国国债收益率	2.90%	-0.9	2	-6.6	-11.7	-11.9	-25.7

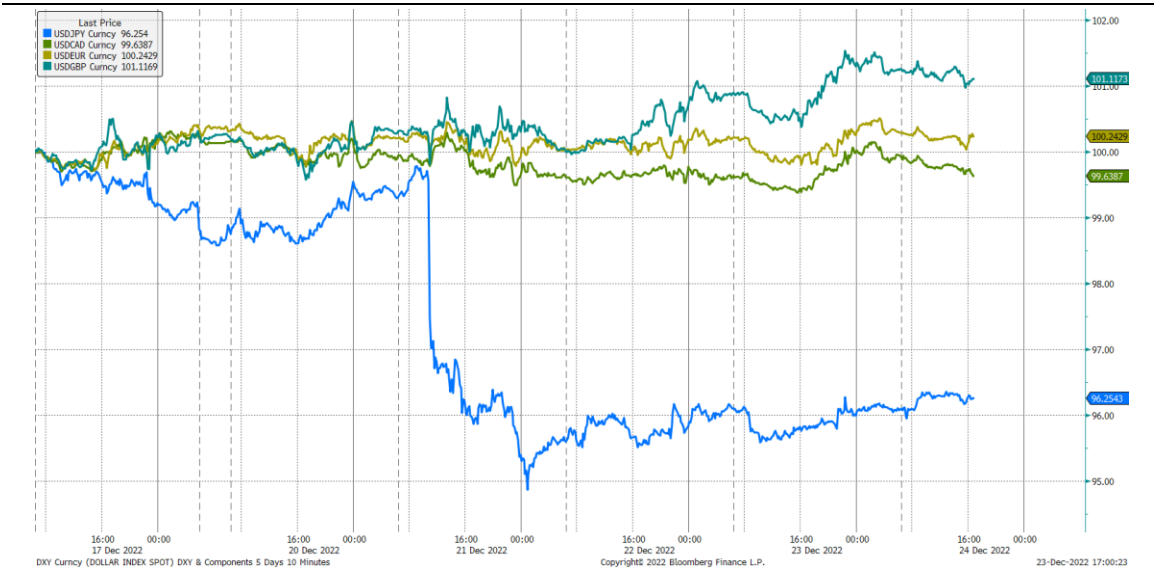
资料来源：彭博，中银证券，注：截至22年12月22日收盘价资产排序按照“风险程度”从高至低排列；风险程度基于资产2017年以来同MSCI全球股票指数的关联度；债券收益率和利差的BP变动中，正值为收益率下行/利差缩小，负值为收益率上行/利差扩大

图表 2. 市场对于 2023 年六月美联储（橘色线），欧央行（蓝色线）和日本央行（灰色线）政策利率的预期水平



资料来源：彭博，中银证券

图表 3. 美元兑日元（浅蓝色线），加币（绿色线），欧元（黄色线）以及英镑（深蓝色线）的走势



资料来源：彭博，中银证券，注：时间截至 22 年 12 月 23 日 17:00BJT, 12 月 17 日=100

中国资产：疫情感染冲击下，股票和商品走弱，人民币小幅震荡，债券回暖；我们维持对于中国风险资产短期震荡&长期乐观的态度。本周在岸市场持续消化防疫政策快速放松，感染人群快速增多对于包括消费和生产等经济活动的短期负面冲击（部分一线和新一线城市地铁客运量掉头向下&30大中城市房屋成交量逆季节性走弱）：在岸市场主要股指均录得 2% 以上的跌幅，其中国证 2000 以超过 6% 的跌幅领跌；南华商品指数及其分项指数中，除开贵金属指数以外，也都有超过 1% 的跌幅；人民币汇率变动则较小；同时，在年末央行持续投放流动性的背景下，在岸资金市场利率水平重新下行，带动国债小幅回暖和信用债利差小幅缩窄。整体来看，我们维持对于中国风险资产短期震荡&长期乐观的态度。

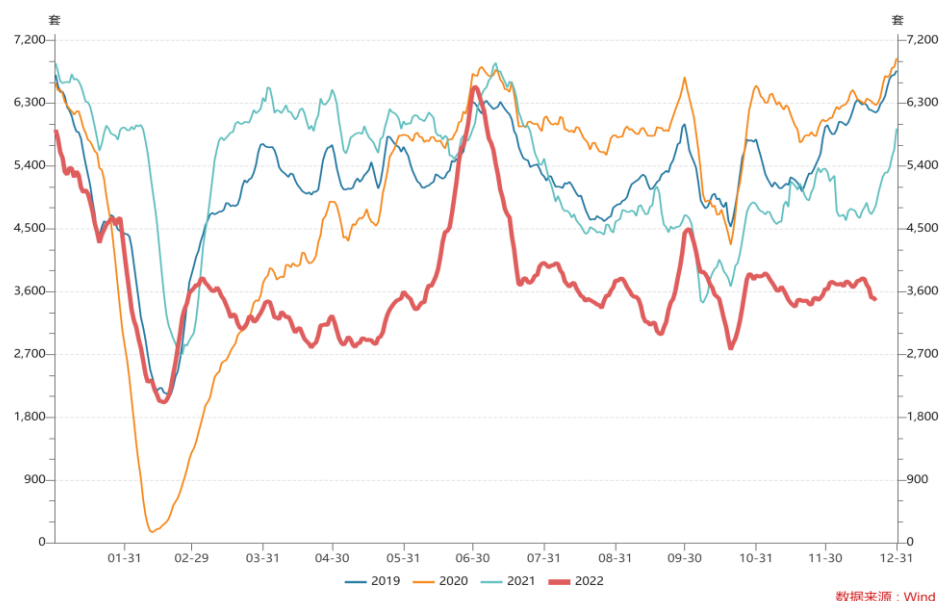
支持性政策有望持续出台以对冲经济下行压力；“强预期，弱现实”的市场特征可能会延续。近期相关政府机构在房地产，防疫措施以及互联网平台，游戏等领域的政策出现边际放松。考虑到全球经济下行所带来的外需可能快速转弱的压力，我们预计不同领域的松绑/刺激政策仍可能持续推出以提振内需。不过，尽管近期和未来数月的政策利好有助于短期提振相关资产价格，但是我们认为后续政策实际力度和效果可能仍需观察，同时外需下行的深度仍有较大不确定性，我们维持中国经济2023年1季度磨底并于2-4季度反弹的判断。我们因此认为近期呈现出的“强预期，弱现实”的市场特征仍可能会延续：市场可能会提前抢跑/博弈政策从而形成 RISK ON 的资产价格变动特征，但是等政策消息实际宣布之后，或者经济现实证伪过高的市场预期之时，则又会进入 RISK OFF 的资产价格变动特征，回吐部分乃至全部前期相关风险资产的涨幅。

图表 4. 中国主要金融资产指标

中国主要金融资产指标		上一交易日 收盘价	价格隔日变 动	价格5日变 动	价格30日变 动	今年以来价 格变动
债券	中债国债到期收益率:10年	2.83%	2.5	6.1	-2.8	-5.0
	中债国债到期收益率:1年	2.23%	4.0	9.0	-12.5	1.6
	1Y AAA 信用利差	0.65%	1.3	5.0	-7.1	-14.8
股票	上证综合指数	3046	-0.3%	-3.9%	-1.6%	-16.3%
	上证50指数	2616	-0.1%	-2.7%	3.2%	-20.1%
	沪深300指数	3828	-0.2%	-3.2%	1.4%	-22.5%
	创业板指数	2286	-0.4%	-3.7%	-2.3%	-31.2%
	国证2000	7562	-0.4%	-5.6%	-6.1%	-18.4%
汇率	即期汇率:美元兑人民币	6.9870	0.1%	0.2%	-2.3%	9.6%
	Wind人民币汇率预估指数	97.55	-0.2%	-0.4%	0.4%	-4.2%
商品	南华综合指数	2310	-0.1%	-0.9%	2.4%	16.1%
	南华能化指数	1848	-0.4%	-2.5%	-1.0%	13.8%
	南华工业品指数	3780	-0.1%	-1.5%	2.4%	17.7%
	南华农产品指数	1084	-0.5%	-1.4%	-2.1%	6.6%
	南华金属指数	6305	0.1%	-0.5%	6.8%	18.0%
	南华贵金属指数	702	-0.7%	1.2%	3.8%	8.0%

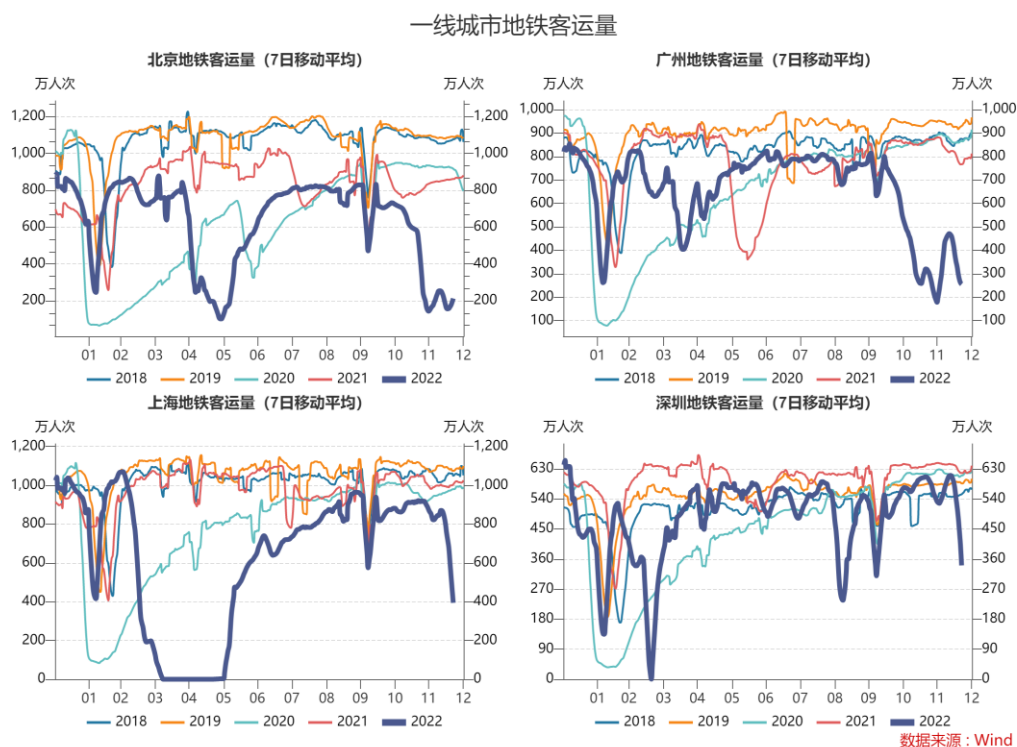
资料来源：万得，中银证券，注：时间截至22年12月23日收盘价；国债收益率和信用债利差BP变动中，正值为收益率/利差下行，负值为收益率/利差上行

图表 5.30 大中城市房屋成交量逆季节性走弱



资料来源：万得，中银证券

图表6 除北京外一线城市地铁客运量持续回落

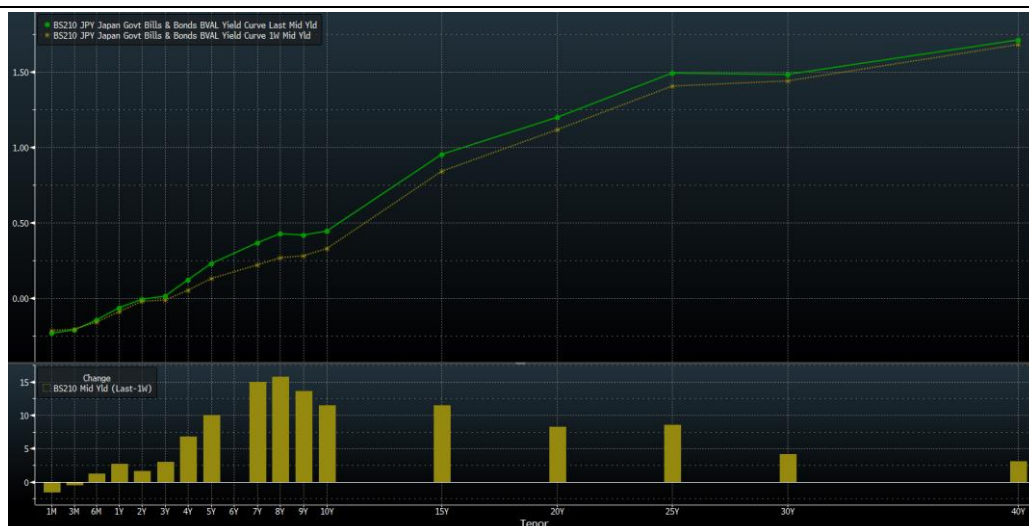


资料来源: 万得, 中银证券

本周专题讨论：市场跑在了 BOJ 之前

日本央行出于维持金融市场有效性考虑扩大 10 年期国债浮动范围至正负 0.5%，但同时极力避免释放货币政策转向紧缩的信号。在 12 月 20 日的货币政策会议上，日本央行在基准利率和资产购买框架等方面如市场所料维持不变，但是在利率曲线控制方面（YCC），出市场预料地将 10 年期国债浮动范围扩大至正负 0.5%。在公告中，日本央行对此变动给出的理由是其认为日本的国债债券市场有效性有所消退，尤其是在利率曲线形态以及即期和远期利率水平价格之间的关系方面；而作为基准的国债价格和曲线的扭曲则会对实体经济中的其它利率水平有效性以及实体经济正常融资造成负面冲击。扩大 10 年期国债浮动范围至正负 0.5% 在目前的市场环境中意味着日本 10 年期国债将从 0.25% 提高至 0.5% 左右的水平。面对这一实际上的紧缩变动，日本央行行长黑田东彦在记者会中极力引导市场避免将其解读为货币政策转向紧缩的信号。黑田东彦强调：1) 这一举动并不是日本宽松货币政策的结束，或者利率曲线控制政策（YCC）的结束。2) 不认为会有 10 年期国债浮动范围的进一步的扩大 3) 日本央行的通胀水平持续保持在 2% 以上的目标目前尚未看到实现的坚实的基础。

图表 7. 日本国债曲线形态以及主要期限收益率变动：12 月 23 日（蓝色曲线）VS 12 月 16 日（黄色曲线）



资料来源：彭博，中银证券

市场走在了日本央行前面，并且并未选择相信日本央行的引导；大类资产价格一次性冲击后并未持续调整。自 2022 年 2 季度以来，利率互换市场中日本 10 年期国债收益率水平就持续显著高于日本国债即期收益率水平，并且也持续显著高于之前的 0.25% 的上限水平。这显示出在美联储加息快速加息

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50540

