

宏观点评 20230127

假期外资“兔”飞猛进，有啥机会和风险？

2023年01月27日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《3%增速背后的中美博弈》

2023-01-18

《3%GDP 增速及其分项对 2023 年的基数效应》

2023-01-17

■ **2023 年春节海外市场似乎受到国内节日氛围的感染，主要股市“兔”飞猛进。**股市的做多情绪“异常坚定”、总能找到“股或最赢”的逻辑——经济数据不好，货币政策转向预期利多股市；经济数据好，“软着陆”预期支持股市。总结春节假期海外市场，我们认为存在三条主线，但是三大主线背后蕴含的矛盾可能是 2023 年宏观交易重要的风险点(图 1)：

■ **我们认为这三条主线构成当前市场定价的不可能三角：做多中国的疫后复苏逻辑，经济下行压力下的美联储加速转向逻辑，和欧美经济“软着陆”的预期。**如果坚信中国经济的强劲复苏以及欧美经济软着陆，那么由此导致的大宗商品价格上涨以及美元的贬值将成为美国通胀下行的拦路虎，而这会成为美联储政策转向和市场一致预期调整的重要变数。

■ **主线一：做多中国可能是当前海外市场最炙手可热的交易。**从大类资产的表现来看，全球主要股指 2023 年以来涨幅前三中与中国相关的占据两席，商品中铜的表现无可撼动，汇率中澳元的涨幅也令其他主要货币相形见绌，我们在之前的报告中已经说明铜和澳元都是与中国经济息息相关的资产；从我们构造的指数来看，外资做多中国的情绪在突破中性区间后继续上涨；从跨境资本流动来看，外资增持中国权益资产的情绪在春节前后出现明显的高涨(图 2 至 4)。

■ **主线二：欧美经济“软着陆”预期似乎也在逐步升温。**相较而言，欧洲方面预期的边际改善更加明显，PMI 与经济景气指数等软数据显示欧洲经济预期向好。1 月的欧元区综合 PMI 录得 50.2，自去年 6 月以来重返扩张区间(图 5)，除此之外，欧元区与德国经济景气指数也在 2023 年初明显反弹(图 6)，是去年 2 月以来重新录得正值，假期德国政府将 2023 年 GDP 增长上修至 0.2%。此前欧洲经济的主要制约来自于高涨的天然气价格，随着欧洲努力摆脱对俄天然气依赖，适逢欧洲遭遇的暖冬天气，欧洲对俄天然气需求减轻，欧洲天然气价格已连续 5 个月回落，目前已降至俄乌冲突爆发前水平(图 7)，能源价格的回落为欧洲经济企稳反弹提供了强力支撑。

■ **美股经济的动能放缓更加明显，不过就业市场和消费是市场的底气所在。**陆续发布的美国经济数据喜忧参半，然而美国经济仍有韧性：一方面，12 月美国 ISM 制造业和服务业 PMI 均超预期下降，工业数据也弱于预期，显示当前美国经济正承担下行压力；另一方面美国 2022 年第四季度实际 GDP 年化环比上升 2.9%，超过市场预期的 2.6%，且非农就业与职位空缺等数据显示美国就业市场仍然偏紧。

■ **在美国经济意外指数中，劳动力市场和个人/家庭(收入、信用等情况)分项表现突出，强劲的就业市场依旧是当前美国经济的重要支撑(图 8 和 9)。**而消费是当前美国经济中最主要的组成部分，目前密歇根大学消费者信心指数反弹至 60.4。此外，美国金融条件指数已连续三个月放松，这为经济动能的企稳创造了环境(图 10)。

■ **主线三：市场对于美联储货币政策加速转向似乎更有信心。**尽管市场对于欧美主要经济体软着陆的预期升温，但是当下美国经济数据的表现并不如人意，2022 年 12 月的 PMI、零售销售等数据继续降温，叠加有着新美联储通讯社之称的 Nick Timiraos 的煽风点火——美联储将在 2 月进一步放缓加息至 25bp，在春季讨论暂停加息，市场对于美联储转向的期望越来越高，如图 11 所示，截至 1 月 27 日，市场预计 2023 年内政策利率高点将出现在 6 月(4.9%)，至年底这一水平则会下降至 4.45%。

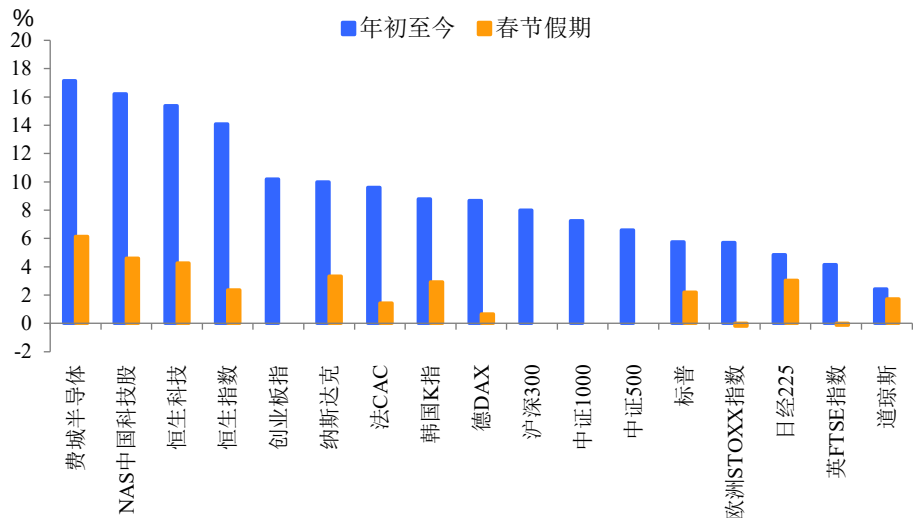
■ **仔细推敲，这三条主线可能是“鱼和熊掌，不可兼得”。**核心的问题在于美国将面临输入型通胀压力：

■ 一方面，做多中国交易背后是对中国经济强劲复苏的期望，我们在之前的报告曾论述了中国需求若出现强劲复苏，叠加欧洲经济改善，将对油、铜等大宗商品价格产生明显的正向拉动，而乌克兰局势的微妙转折(德

美向乌克兰提供主战坦克等攻击性武器，春节局势很可能紧张化)可能进一步火上浇油；

- 另一方面，**中国经济强劲复苏+欧洲经济率先软着陆反弹=美元指数继续走弱**，具体情形可参考 2017 年至 2018 年初，中、欧经济共振复苏的情况下，即使美联储处于紧缩周期，美元指数一度从 103 跌至 88。
- **大宗商品价格上涨+美元贬值=美国输入性通胀**，这会进一步加剧美联储调控通胀的难度，转向决策会更加谨慎。类似的组合在 2017 年底至 2018 年初导致联储不得不转向超市场预期紧缩。
- **不可能三角中，谁最不可能？**我们对于三条主线的可能性排名是：**中国疫后复苏 >> 欧美经济软着陆、欧洲经济率先反弹 > 美联储加速转向**。中国阳达峰的速度超预期，政策力度可能超预期，主动权掌握在自己手中。欧洲经济的反弹对于外部环境的依赖较大：一方面取决于中国经济的复苏力度，另一方面则是俄乌冲突的走势（目前看来有紧张化的迹象）。押注美联储加速转向的风险可能最大，除了我们上述说的三条主线不兼容的核心矛盾外，**当前市场对于美国通胀加速下行的预期过于一致且偏乐观——2023Q3 回到 3%附近，2023Q4 跌破 3%。**而我们在之前的报告中测算不考虑美元大幅贬值的情况下，油价若在中、欧需求的支撑下回到 100 美元/桶上方（这个可能性很大），美国通胀在 2023 年很难回到 3%下方。
- **当前市场交易会以何种形式进入调整？**关注美元和美债收益率的企稳反弹，时间窗口可能在 2 月中旬至 3 月，对于中国市场来说可能出现内外分化。我们预计 2 月 2 日美联储议息会议至 2 月 14 日公布 1 月美国 CPI 数据，将是美元和美债收益率阶段性企稳前最后的下跌窗口，基本面上，1 月美国 Markit PMI 虽然继续位于枯荣线下方，但是输入价格分项自 2022 年 5 月份以来首次上升，这一边际变化值得关注，我们预计商品价格上涨和美元贬值的影响会逐步显现。市场交易层面，从美元指数期货持仓的情况来看，历史上每当投机净持仓占比回落到均值水平附近，美元指数的贬值速度将明显放缓，而当前美元正处于这个关口。此外，如果 3 月俄乌形势急转直下，将进一步助力美元指数反弹（图 12）。
- **对于国内市场而言，基本面的主动权仍然掌握在自己手中，美元和美债带来的流动性冲击可能会使得 A 股的表现好于港股。**疫后复苏以及宽信用的逐步推进是中国经济和资产的底气，中国市场较其他市场也会更有定力。不过，相较而言港股市场更容易受海外流动性的影响，因此在美元和美债收益率反弹的阶段，**此前表现相对落后的 A 股会逐步追上港股的步伐。**
- **风险提示：**海外货币政策收紧下外需回落，海外经济提前进入显著衰退，严重拖累我国出口。毒株出现变异，疫情蔓延形势超预期恶化。

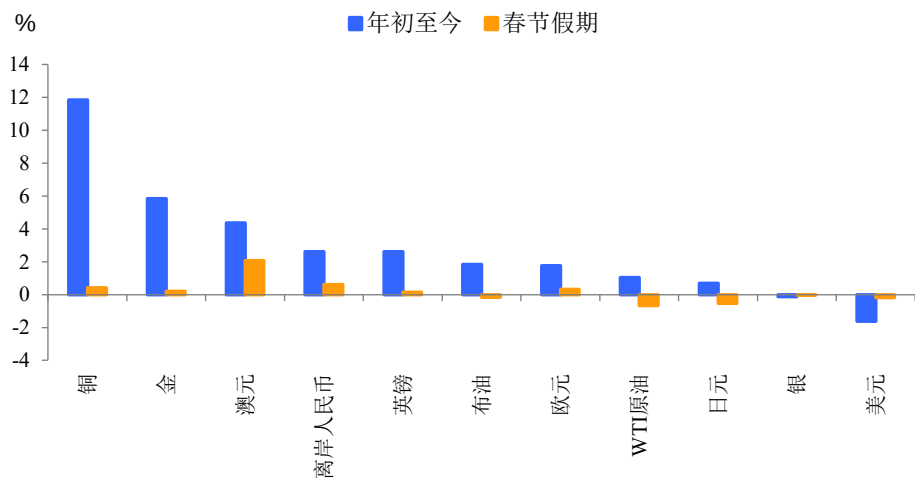
图1: 全球主要股指 2023 年至今及春节假期表现



注: 春节假期统计的是截至大年初五的市场行情。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

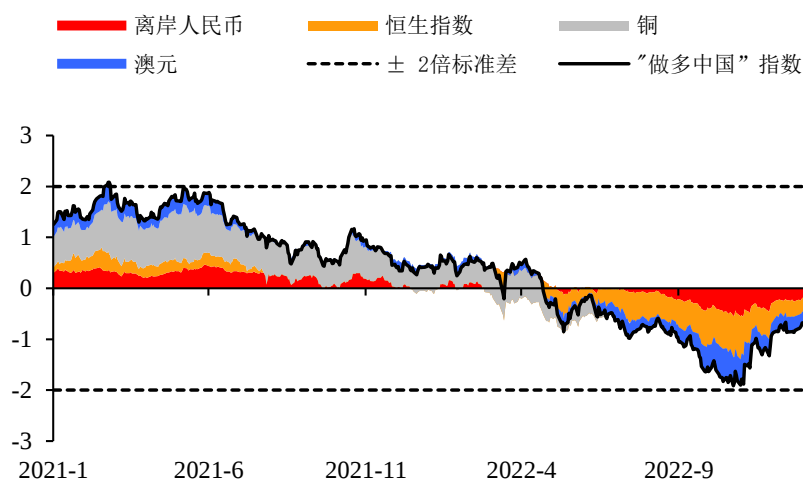
图2: 全球部分商品和汇率 2023 年至今及春节假期表现



注: 以上收益率均是用美元计价的资产价格计算而得。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

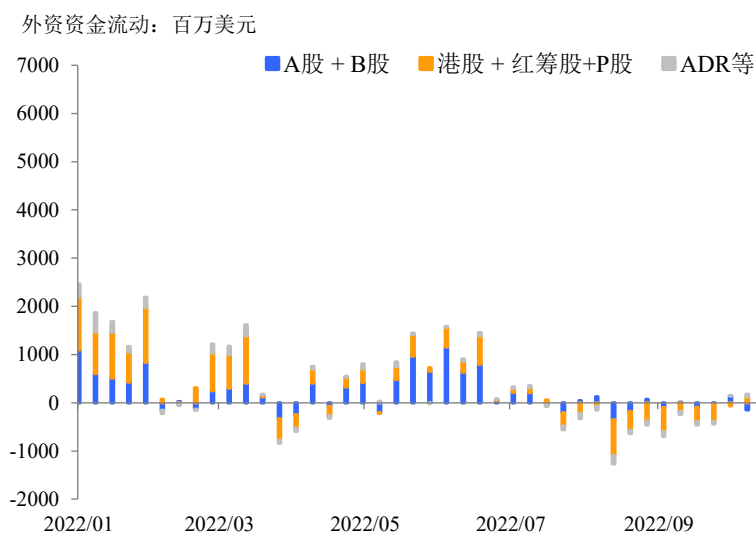
图3: 做多中国指数: 外资继续做多中国



注: 春节假期统计的是截至大年初五的市场行情。

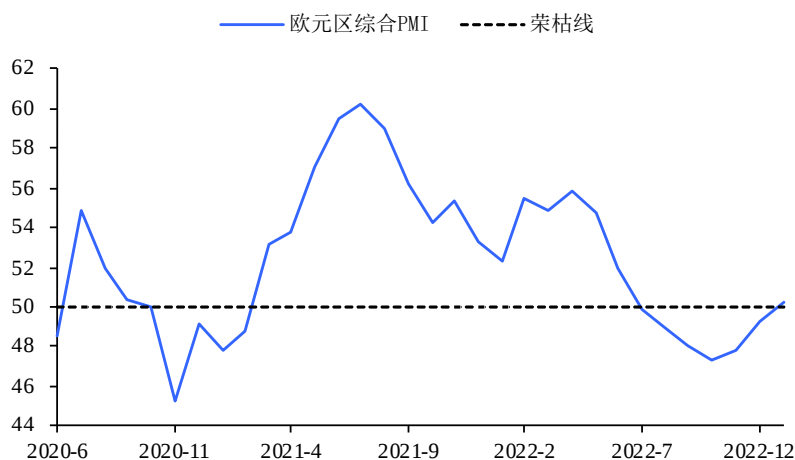
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 外资跨境资金流动: 春节前大幅加码中国股市



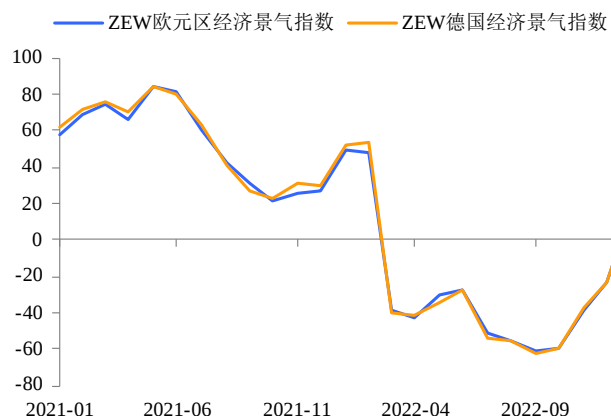
数据来源: EPFR, 东吴证券研究所

图5: PMI 数据显示欧洲经济超预期向好



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 欧元区与德国经济景气度反弹



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 欧洲天然气价格持续回落



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

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_51650

