

大类资产交易周报

“软着陆交易”受到挑战，全球主要资产表现分化

美国强劲劳动力市场数据挑战“软着陆交易”，全球主要资产本周表现分化。

- 全球资产：美国强劲劳动力市场数据挑战“软着陆交易”，全球主要资产本周表现分化。综合来看，我们目前不认为单月的强劲就业数据能够迫使市场完全放弃“软着陆交易”。中长期来看，我们维持全球市场可能从“软着陆交易”逐渐迈向“衰退交易”，而在那之后逐步重启“复苏交易”的判断。我们维持全球风险资产短期谨慎乐观，中长期“最后一跌后重回升势”的判断。
- 中国在岸资产：市场重新校对经济恢复预期，本周资产有所分化：债券，股票和人民币小幅震荡，南华商品指数走弱。我们维持中国风险资产短期谨慎乐观&中长期追随全球风险资产“回撤后重回升势”的判断。
- 本周专题讨论：美联储最后一次加息前后大类资产价格变动。标普 500 在最后加息终点前倾向于小幅震荡，加息终点后震荡走高；美债 2 年收益率在最后加息终点前走势规律性不显著，加息终点后顺畅下行；布伦特原油即期价格以及美元指数则是在最后加息终点前后走势规律性均不显著。
- 在“软着陆交易”的核心逻辑仍然能够维持的前提下，我们认为全球资产短期存在普遍回暖的机会，但是相较 2022 年 11 月的普涨，分化可能加大。中长期来看，我们仍然认为风险资产可能仍面临最后一跌（逐渐充分计价本轮全球经济低点），并在之后重新回到新的上升周期（经济增长触底反弹的领先信号可能愈发清晰）。
- 我们的大类资产观点是：AH 股和美股短期谨慎乐观，趋势性反转或仍需等待（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 年收益率短期震荡下行，但未来数月下行速度可能逐渐加快；美元指数短期震荡下行，但未来数月的走势可能取决于全球经济下行的程度；铜油短期谨慎乐观，趋势性反转或仍需等待；黄金短期谨慎乐观，但未来数月的走势可能取决于美国通胀和经济下行的相对速度。
- 风险：经济实际运行情况偏离预期，预测模型失效以及黑天鹅事件。

相关研究报告

《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”》20221113

《大类资产交易展望：前途是光明的 道路是曲折的》221220

《大类资产交易深度报告：经济周期的经验观察和初步分析》20221216

《2 月 FOMC 会议点评：美联储承认通胀放缓趋势并暗示加息接近终点》20230202

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

大类资产

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

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：美联储最后一次加息前后大类资产价格变动	7
大类资产观点	10
风险提示	15

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. 全球风险类资产价格 5 日表现排序	5
图表 3. 美元汇率对 & 黄金 5 日表现排序:	5
图表 4. 债券类资产 5 日表现排序 (收益率变动,bp)	5
图表 5. 中国主要金融资产指标	6
图表 6. 30 大中城市商品房成交套数 20 日移动均值	6
图表 7. 乘联会零售数据	6
图表 8. 标普 500 在最后一次加息前后 90 天的表现	7
图表 9. 美债 2 年收益率在最后一次加息前后 90 天的表现	8
图表 10. 布伦特油价在最后一次加息前后 90 天的表现	8
图表 11. 美元指数在最后一次加息前后 90 天的表现	9
图表 12. 中美经济周期: 实际值 & 预测趋势	10
图表 13. 出口增速下行或带动企业利润增速下滑	11
图表 14. 标普 500 和上证综指近期同步回升	11
图表 15. 美债实际利率(右轴, 逆序)近期回落带动标普 500 市盈率小幅回升	11
图表 16. 美国企业利润增速或追随美国经济周期进一步回落	11
图表 17. 港股较美股的估值性价比已经回落至近年来的历史平均水平	12
图表 18. 近期恒生指数 (红色线), 标普 500 (灰色线) 以及上证指数 (蓝色线) 共同上行	12
图表 19. 中国 10 年国债收益率 VS 中国经济周期	12
图表 20. 节后资金面整体仍然较为平稳	12
图表 21. 美国联邦基准利率 VS 美债 2 年收益率	13
图表 22. 美债关键期限收益率走低后有所盘整	13
图表 23. 美国经济衰退期间美元指数表现较为强势	13
图表 24. 美元指数 VS 美债 10 年收益率	13
图表 25. LME 铜价 (美元/吨): 实际值 (红色线) VS 模型预测近期走势 (灰色线)	14
图表 26. 布伦特油价 (美元/每桶): 实际值 (红色线) VS 模型预测近期走势 (灰色线)	14
图表 27. 金价 VS 美债 5 年实际利率	14
图表 28. 美国 5yr breakeven(灰色线) VS 美债 5 年收益率(蓝色线)	14
图表 29. 全球经济政策不确定性指数自 2007 年之后趋势性走高并呈现出一定的周期波动规律	16

本周市场分析

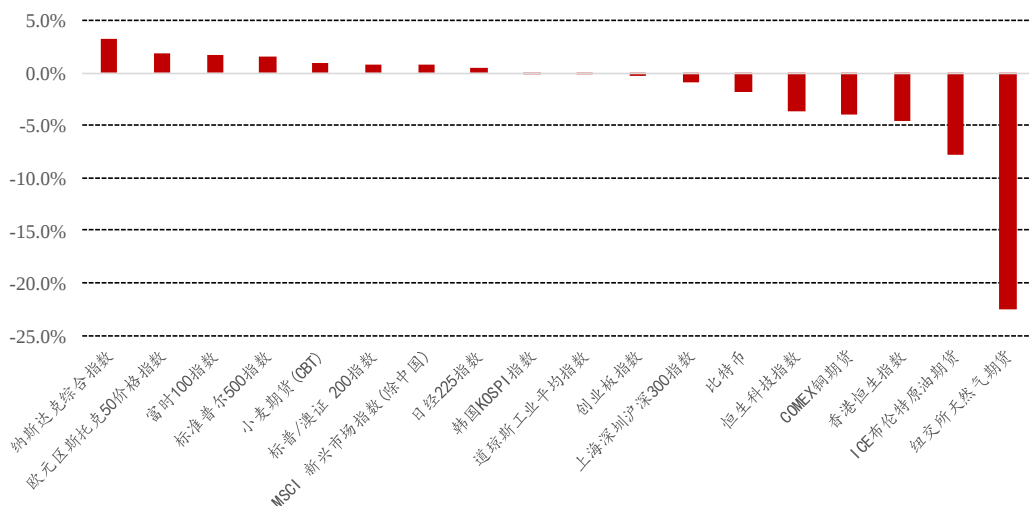
全球资产：美国强劲劳动力市场数据挑战“软着陆交易”，全球主要资产本周表现分化。本周对全球大类资产冲击最为显著的两个事件分别是北京时间周四凌晨美联储的FOMC会议以及周五夜间出炉的美国1月劳动市场数据。美联储的FOMC会议助推了市场的“软着陆交易”（更详细讨论请参考2月2日的报告《2月FOMC会议点评：美联储承认通胀放缓趋势并暗示加息接近终点》，但是远超市场预期的强劲的美国1月劳动市场数据很显然给“软着陆交易”带来了负面冲击。尽管非农小时薪资同比增速如期持续回落并且统计口径调整等技术性原因可能在一定程度上夸大了就业市场的强劲程度，但是远超市场预期的51.7万的1月非农新增就业岗位以及约50年以来最低的失业率无可避免地给市场带来了较大的冲击。一个显而易见并且十分重要的问题是：如果就业的韧性和强劲程度远超市场预期，那么通胀回落的速度和可持续性是否会相应地弱于市场预期？在上述背景下，已经持续了约1个月左右的“软着陆交易”在本周受到了一定的挑战：基准利率和部分利率敏感类资产在周四和周五出现了较大的日内波动，近期整体有所回暖的全球资产也在本周转为分化。具体来看，本周风险类资产中欧股指表现相对较好，而11月以来涨幅显著的港股则表现较弱，但是两者本周变动都在正负5%以内；铜油本周回落，而纽交所天然气则在较高的库存和更温暖的天气预期中进一步暴跌超20%；固收类资产方面，美德10年国债收益率全周变动不大，而信用债利差有所收窄；美元小幅反弹约1%，黄金则在近期持续走高后本周小幅回落约2%。除了FOMC和美国就业数据之外，本周其它的全球主要经济数据和央行表态整体仍然指向全球经济和通胀的同时降温。同时，我们近期持续关注中美财报季数据对于经济实际情况的指引以及中美最新的地缘政治紧张局势是否会进一步升级。综合来看，我们目前不认为单月的强劲就业数据能够迫使市场完全放弃“软着陆交易”。中长期来看，我们维持全球市场可能从“软着陆交易”逐渐迈向“衰退交易”，而在那之后逐步重启“复苏交易”的判断。我们维持全球风险资产短期谨慎乐观，中长期“最后一跌后重回升势”的判断。

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
风险资产	比特币	23384	-0.3%	-1.7%	39.0%
	标准普尔500指数	4136	-1.0%	1.6%	7.4%
	道琼斯工业平均指数	33926	-0.4%	-0.2%	2.0%
	纳斯达克综合指数	12007	-1.6%	3.3%	14.8%
	日经225指数	27509	0.4%	0.5%	7.0%
	COMEX铜期货	406	-0.8%	-3.9%	8.4%
	上海深圳沪深300指数	4142	-0.9%	-1.0%	6.4%
	标普/澳证 200指数	7558	0.6%	0.9%	7.1%
	MSCI 新兴市场指数(除中国)	1176	-0.1%	0.8%	7.2%
	创业板指数	2580	-0.9%	-0.2%	10.5%
	韩国KOSPI指数	2480	0.5%	-0.1%	9.9%
	欧元区斯托克50价格指数	4258	0.4%	1.9%	7.1%
	恒生科技指数	4634	-1.3%	-3.7%	4.7%
	香港恒生指数	21660	-1.4%	-4.5%	4.2%
	富时100指数	7902	1.0%	1.8%	4.2%
	小麦期货(CBT)	757	-0.6%	0.9%	1.5%
	ICE布伦特原油期货	80	-2.7%	-7.8%	2.7%
	纽交所天然气期货	2.41	-1.9%	-22.5%	-42.2%
	美元兑日元	131.19	2.0%	1.0%	-1.1%
	美元兑英镑	0.8295	1.4%	2.7%	0.0%
	美元兑离岸人民币	6.8060	1.0%	0.7%	-1.4%
	金价	1865	-2.5%	-3.3%	0.6%
	美元兑欧元	0.9264	1.1%	0.7%	-1.8%
	美元指数即期汇率	102.9	1.1%	1.0%	-1.3%
	全球高收益债利差	4.7%	3.3	20.7	59.5
	全球投资级企业债利差	1.3%	1.0	6.0	21.0
	10年期德国国债收益率	2.19%	-11.3	4.6	7.9
	10年期美国国债收益率	3.52%	-13.2	-2.1	15.8
	10年期中国国债收益率	2.90%	0.1	3.2	-7.8
避险资产					

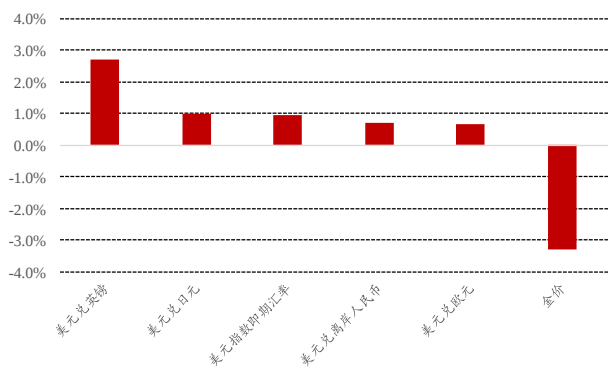
资料来源：彭博，中银证券，注：截至23年2月3日收盘价 资产排序按照“风险程度”从高至低排列；风险程度基于资产2017年以来同MSCI全球股票指数的关联度；债券收益率和利差的BP变动中，正值为收益率下行/利差缩小，负值为收益率上行/利差扩大

图表 2. 全球风险类资产价格 5 日表现排序



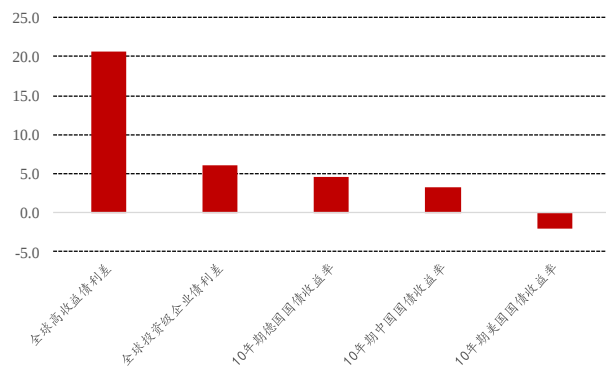
资料来源：彭博，中银证券，注：截至 23 年 2 月 3 日 收盘价

图表 3. 美元汇率对 & 黄金 5 日表现排序：



资料来源：彭博，中银证券，注：截至 23 年 2 月 3 日 收盘价

图表 4. 债券类资产 5 日表现排序 (收益率变动, bp)



资料来源：彭博，中银证券；注：截至 23 年 2 月 3 日 收盘价，收益率变动正值为下降，意味着资产价格走高，反之亦然

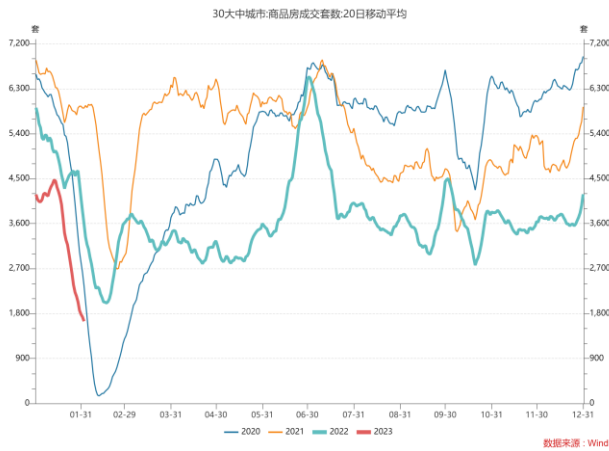
中国在岸资产：市场重新校对经济恢复预期，本周资产有所分化：债券，股票和人民币小幅震荡，南华商品指数走弱。我们维持中国风险资产短期谨慎乐观&中长期追随全球风险资产“回撤后重回升势”的判断。春节后的第一个交易周，市场迅速消化休市期间的全球事件和资产价格变动，并结合假日期间出行消费数据以及高频经济数据重新校对经济恢复预期。在这样的背景下，节前在乐观的中国经济预期推动下形成的风险偏好抬升的交易特征本周并未延续，除商品外的在岸市场整体呈现震荡态势：主要股指全周涨跌幅大部分小幅收跌（国债 2000 以接近 4% 的幅度显著领涨）；节后资金面整体稳定，国债曲线前端和后端变动均不大，1 年期信用利差小幅收窄；人民币双边汇率追随美元走势本周整体小幅震荡（FOMC 会议造成了短暂的冲击）。经济数据方面，在疫情扰动显著缓解的背景下，本周公布的 1 月官方 PMI 指数基本符合市场预期，并显示出一定的经济内生动力边际恢复的信号（更具体的分析，请参考中银宏观团队本周撰写的相关分析报告）。另一方面，从高频数据来看，经济活动的恢复可能尚难言强劲：30 大中城市商品房成交套数 20 日移动均值已经低于 2022 年春节的低点，乘联会厂家零售数据也低于 2022 年春节的低点。

图表 5. 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
债券	中债国债到期收益率:10年	2.89%	0.3	2.8	-6.1
	中债国债到期收益率:1年	2.15%	0.0	0.2	-5.3
	1Y AAA 信用利差	0.56%	1.0	1.5	-3.9
股票	上证综合指数	3263	-0.7%	0.0%	3.3%
	上证50指数	2775	-1.3%	-2.2%	2.3%
	沪深300指数	4142	-0.9%	-1.0%	4.0%
	创业板指数	2580	-0.9%	-0.2%	6.5%
	国证2000	8494	0.0%	3.8%	6.8%
汇率	即期汇率:美元兑人民币	6.7465	0.4%	-0.4%	-1.6%
	Wind人民币汇率预估指数	99.04	0.0%	0.2%	0.0%
商品	南华综合指数	2379	0.2%	-2.3%	2.2%
	南华能化指数	1902	-0.2%	-4.2%	2.2%
	南华工业品指数	3899	0.2%	-3.0%	2.6%
	南华农产品指数	1117	0.2%	-0.3%	-0.2%
	南华金属指数	6533	0.6%	-1.9%	2.8%
	南华贵金属指数	707	-1.6%	-1.5%	1.6%

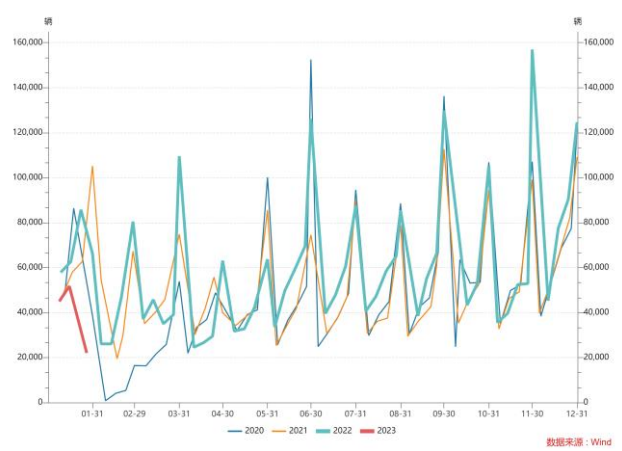
资料来源: 万得, 中银证券, 注: 时间截至 23 年 2 月 3 日 收盘价; 国债收益率和信用债利差 BP 变动中, 正值为收益率/利差下行, 负值为收益率/利差上行

图表 6. 30 大中城市商品房成交套数 20 日移动均值



资料来源: 万得, 中银证券

图表 7. 乘联会零售数据



资料来源: 万得, 中银证券

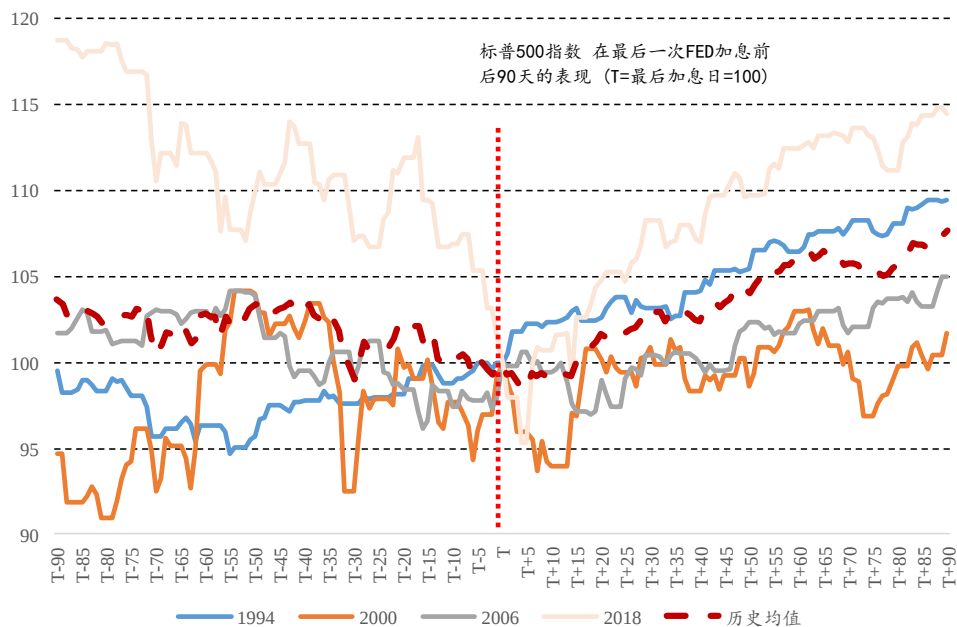
本周专题讨论：美联储最后一次加息前后大类资产价格变动

2月2日美联储公布了2月FOMC会议声明，加息步伐由50bp进一步放缓至25bp。(关于2月FOMC的点评，请参考2月2日的报告《2月FOMC会议点评：美联储承认通胀放缓趋势并暗示加息接近尾声》。)综合考虑美国经济基本面以及美联储对于未来加息路径的引导，我们认为本轮加息可能已经接近尾声。我们预计未来可能还会有1-2次25bp的加息(3月25bp & 5月25bp)，之后联邦基准利率将会维持在5%左右的终点利率水平一段时间。在这样的背景下，我们在本周专题讨论中搜集并分析了1990年以来，代表性大类资产在美联储最后一次加息前后90个自然日的表现，以帮助投资人对于未来数月(愈发接近最后一次加息)的大类资产走势形成更合乎历史规律的判断。**我们观察的基本结论是：标普500在最后一加息终点前倾向于小幅震荡，加息终点后震荡走高；美债2年收益率在最后一加息终点前走势规律性不显著，加息终点后顺畅下行；布伦特原油即期价格以及美元指数则是在最后一加息终点前后走势规律性均不显著。**

自1990年前后美联储的货币政策中间目标从数量向价格转变以来，美联储总共开启了五次加息周期，分别发生在1994，2004-2006，2016-2019，以及当下的2022-2023。在前四次加息周期中，最后一次加息的时间分别是1995年2月1日，2000年5月16日，2006年6月29日以及2018年12月20日。我们以这些日期为基准日(T=100)，考察了基准日前后代表性大类资产价格的变动情况。我们以标普500代表权益类资产，美债2年收益率代表固收类资产，布伦特原油即期价格代表商品类资产，美元指数代表汇率类资产。

标普500在最后一加息终点前倾向于小幅震荡，加息终点后震荡走高。1994年，2000年以及2006年标普500在加息终点前上下震荡范围大致在5%以内，2018年是一个显著的例外——在地缘政治因素干扰的背景下，标普500在最后一次加息前90个自然日走低超15%。而在加息终点之后，历史上标普500的表现都是震荡走高的，加息后90个自然日历史平均涨幅是接近10%。在压制经济的加息进程结束之后，权益资产在短期内能够取得较好的回报，这也是符合常识的历史数据。

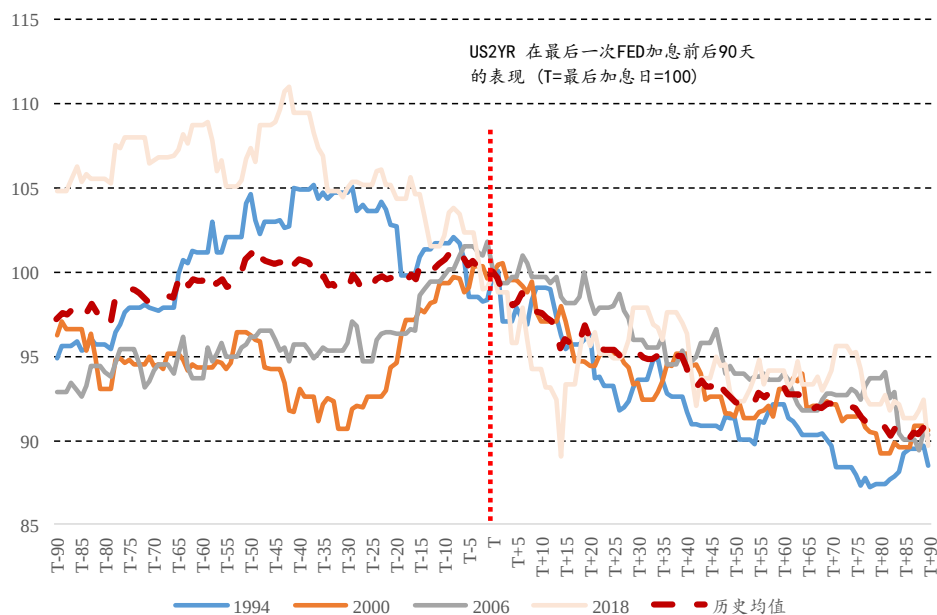
图表8.标普500在最后一次加息前后90天的表现



资料来源：彭博，中银证券

美债2年收益率在最后一加息终点前走势规律性不显著，加息终点后顺畅下行。1994年以及2018年美债2年收益率在加息终点前50个自然日左右已经开始持续回落；2000年和2006年美债2年收益率在加息终点前30个自然日则出现加速上行。尽管加息前的历史表现各异，但是加息后历史上2年收益率则都是较为顺畅地下行的。

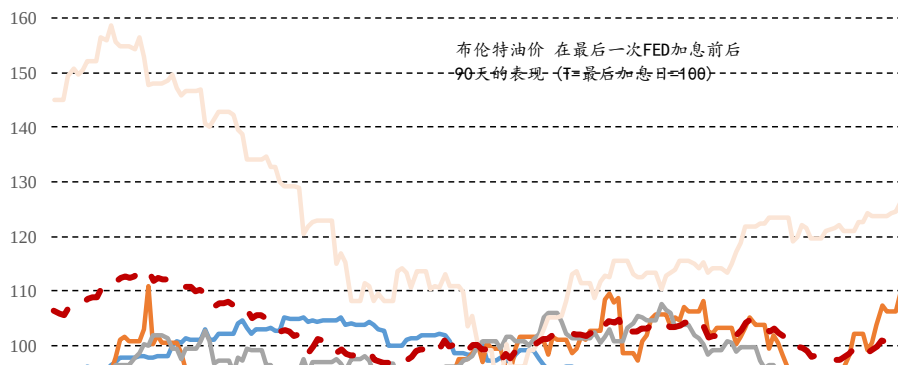
图表 9. 美债 2 年收益率在最后一次加息前后 90 天的表现



资料来源：彭博，中银证券

布伦特即期价格在最后加息终点前后规律性不明显。1994 年以及 2006 年布伦特油价在加息终点前波动相对较小，2000 年呈“W”型走势上下波动幅度较大，而 2018 年则是持续快速回落；加息终点之后的 90 天内，布伦特油价的历史走势也是有所分化的：1994 年和 2006 年是震荡下行，2000 年则是相对小幅震荡，2018 年则是震荡走强。

图表 10. 布伦特油价在最后一次加息前后 90 天的表现



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_51938

