

大类资产交易周报

市场朝美联储引导回归

市场朝美联储引导回归，利率敏感类资产领跌，油气领涨。

- 全球资产：市场朝美联储引导回归，全球主要资产本周小幅震荡并维持分化态势，利率敏感类资产价格回落，油气领涨。短期来看，尽管有波折，但我们维持“软着陆交易”能够持续的判断。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：市场持续校对经济恢复预期，本周在岸资产整体小幅回落。
- 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）。
- 我们的大类资产趋势观点是：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
大类资产观点	8
风险提示	13

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. 市场对于终点利率的预期重新回归美联储的引导.....	5
图表 6. 中国主要金融资产指标.....	6
图表 7. 30 大中城市商品房成交套数 20 日移动均值.....	6
图表 8. 乘联会零售数据	6
图表 9. 1 月 CPI 各项数据均有所回升, 但核心 CPI 仍然较为疲软.....	7
图表 10. 中长期贷款增速拐点暗示本轮中国经济周期底部或出现在年中左右.....	7
图表 11. 中美经济周期: 实际值 & 预测趋势.....	8
图表 12. 出口增速下行或带动企业利润增速下滑.....	9
图表 13. 标普 500 和上证综指近期同步回升后盘整.....	9
图表 14. 美债实际利率 VS 标普 500 市盈率.....	9
图表 15. 美国企业利润增速或追随美国经济周期持续回落.....	9
图表 16. 港股较美股的估值性价已经回落至近年来的历史平均水平.....	10
图表 17. 前期较标普 500 (灰色线) 以及上证指数 (蓝色线) 表现更好的恒生指数 (红色线) 近期有所回落.....	10
图表 18. 中国 10 年国债收益率 VS 中国经济周期.....	10
图表 19. 本周资金面出现了一定扰动.....	10
图表 20. 美国联邦基准利率 VS 美债 2 年收益率.....	11
图表 21. 美债关键期限收益率近期有所反弹.....	11
图表 22. 美国经济衰退期间美元指数表现较为强势.....	11
图表 23. 美元指数 VS 美德国债 10 年收益率.....	11
图表 24. LME 铜价 (美元/吨): 实际值 (红色线) VS 模型预测近期走势 (灰色线)	12
图表 25. 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)	12
图表 26. 金价 VS 美债 5 年实际利率.....	12
图表 27. 美国 5yr breakeven(灰色线)以及美债 5 年收益率(蓝色线)短期均有所反弹	12
图表 28. 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.....	14

本周市场分析

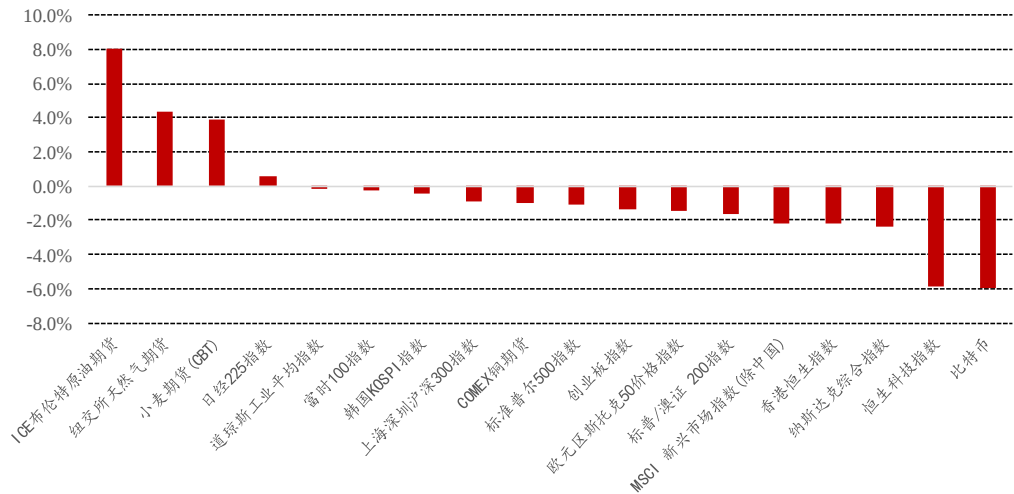
全球资产：市场朝美联储引导回归，全球主要资产本周小幅震荡并维持分化态势，利率敏感类资产价格回落，油气领涨。本周全球主要经济数据和地缘政治发展并未给全球主要资产带来显著冲击。土耳其的地震灾害给当地带来了巨大的人道主义灾难，并且也对当地的油气等基础设施带来了一定的冲击，但是对于全球主要资产的影响有限。在上周五强劲的非农数据的影响以及本周美联储官员的略显鹰派的发言的冲击下，本周基于衍生品价格测算出来的市场对于联储终点利率的预期进一步走高至 5.15%。这一数值已经同美联储官员目前预期的约 5.1% 的终点利率基本吻合，显示出在同美联储对于终点利率的预期分叉约 1 个月之后，在强劲就业数据冲击下，市场不得不校正预期，并重新相信美联储的引导。市场对于加息路径预期的边际紧缩，也使得 12 月中旬开始的“软着陆交易”在本周继续受挫——本周我们所追踪的全球主要资产小幅震荡并维持了上周的分化态势。具体来看，本周风险类资产中比特币和主要股指全线回落：比特币周跌幅约 6%，股指中对利率更为敏感的纳斯达克，恒生科技和 MSCI 新兴市场（除中国）指数超过 2% 的周跌幅领跌；大宗商品整体小幅回暖，布伦特油价本周录得 8% 左右的涨幅，近期持续暴跌的纽交所天然气期货本周小幅反弹；固收类资产方面，美德 10 年国债收益率全周走高约 20bp，高收益债信用利差有所走阔；美元小幅反弹约 0.7%，黄金则变动不大。往前看，我们认为市场的终点利率预期在目前的水平继续持续上行的可能性不大：1) FED 官员至少目前并没有显著上调预期的终点利率，目前位于 5.15% 左右的水平已经是一个相对“合意”的水平了 2) 通胀整体仍然大概率下行，当然鲍威尔所说的去掉房租的服务业通胀（主要是交通&医疗）下行幅度可能相对较慢。因此，我们认为市场重回“紧缩交易”的可能性目前看起来比较小，支撑“软着陆交易”的宏观条件仍然存在。因此短期来看，尽管有波折，但我们维持“软着陆交易”能够持续的判断。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	21541	-1.4%	-5.9%	22.7%
	标准普尔500指数	4090	0.2%	-1.1%	3.0%
	道琼斯工业平均指数	33869	0.5%	-0.2%	-0.3%
	纳斯达克综合指数	11718	-0.6%	-2.4%	7.2%
	日经225指数	27671	0.3%	0.6%	4.6%
	COMEX铜期货	402	-2.0%	-1.0%	-3.6%
	上海深圳沪深300指数	4106	-0.6%	-0.9%	2.4%
	标普/澳证 200指数	7434	-0.8%	-1.6%	3.3%
	MSCI 新兴市场指数(除中国)	1151	-0.3%	-2.2%	0.7%
	创业板指数	2545	-1.0%	-1.4%	4.1%
	韩国KOSPI指数	2470	-0.5%	-0.4%	4.7%
	欧元区斯托克50价格指数	4198	-1.2%	-1.4%	2.4%
	恒生科技指数	4362	-4.6%	-5.9%	-4.1%
	香港恒生指数	21190	-2.0%	-2.2%	-1.1%
	富时100指数	7882	-0.4%	-0.2%	2.0%
	小麦期货(CBT)	786	3.8%	3.9%	6.2%
	ICE布伦特原油期货	86	2.2%	8.1%	4.5%
	纽交所天然气期货	2.51	3.5%	4.3%	-31.5%
	美元兑日元	131.36	-0.2%	0.1%	-0.8%
	美元兑英镑	0.8291	0.5%	0.0%	0.7%
	美元兑离岸人民币	6.8231	0.5%	0.3%	0.8%
	金价	1866	0.2%	0.0%	-0.5%
	美元兑欧元	0.9365	0.6%	1.1%	0.7%
	美元指数即期汇率	103.6	0.4%	0.7%	0.4%
	全球高收益债利差	4.9%	-11.5	-20.7	18.2
	全球投资级企业债利差	1.3%	-2.0	-2.0	14.0
	10年期德国国债收益率	2.36%	-6.1	-17.1	-16
	10年期美国国债收益率	3.73%	-7.4	-20.7	-19.3
	10年期中国国债收益率	2.89%	0.3	0.4	-1.8
避险资产					

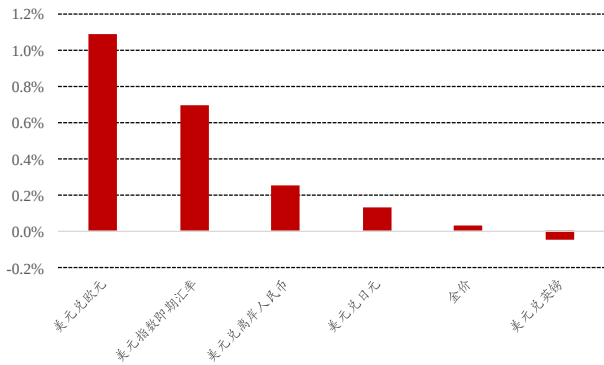
资料来源：彭博，中银证券，注：截至 23 年 2 月 10 日 收盘价 资产排序按照“风险程度”从高至低排列；风险程度基于资产 2017 年以来同 MSCI 全球股票指数的关联度；债券收益率和利差的 BP 变动中，正值为收益率下行/利差缩小，负值为收益率上行/利差扩大

图表 2. 全球风险类资产价格 5 日表现排序



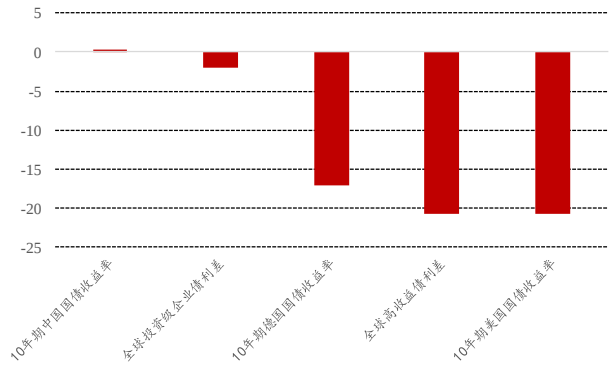
资料来源：彭博，中银证券，注：截至23年2月10日收盘价

图表 3. 美元汇率对 & 黄金 5 日表现排序：



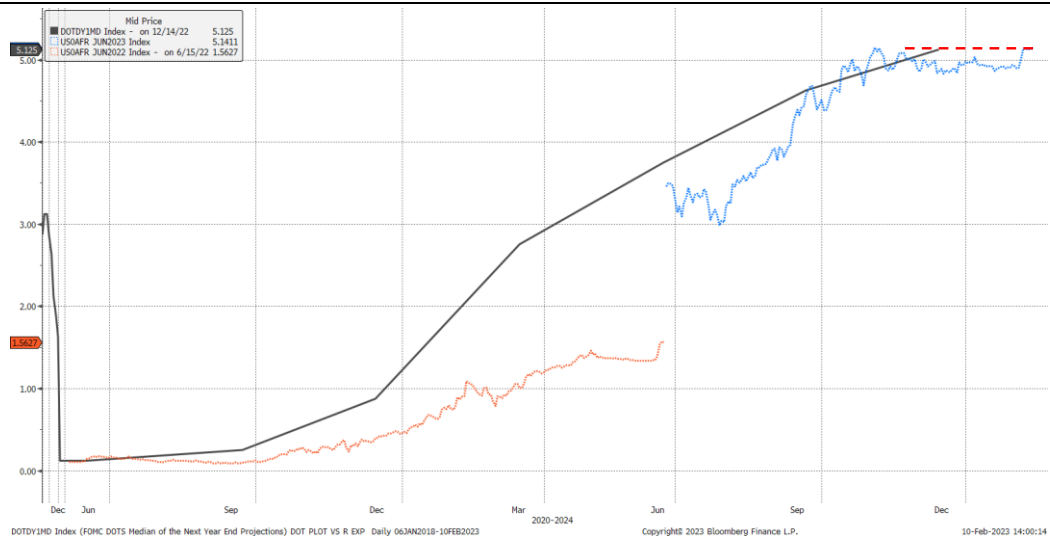
资料来源：彭博，中银证券，注：截至23年2月10日收盘价

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10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

图表 5. 市场对于终点利率的预期重新回归美联储的引导



资料来源：彭博，中银证券

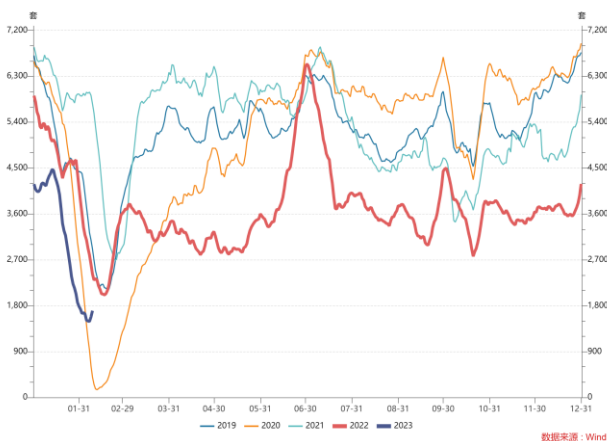
中国在岸资产：市场持续校对经济恢复预期，本周在岸资产整体小幅回落。在经济活动数据真空期，市场近期关注高频数据以及金融数据所释放的信号。整体来看，包括地产和汽车销售的高频数据显示经济活动在春节后开始出现季节性恢复，但仍难言强劲。1月CPI和PPI分别录得2.1%以及-0.8%的同比增速，显示通胀仍在回升通道，但回升速度低于市场预期。1月金融数据Headline全面超预期，同时相关信贷数据显示包括企业和居民在内的中长期贷款增速拐点可能已经出现。基于历史数据和经济逻辑来看，这一领先指标在1月出现拐点可能意味着本轮中国经济周期底部或出现在年中左右。从结构看，1月金融数据不足之处在于居民中长期贷款增长仍然较为疲软。整体来看，金融和通胀数据均显示短期经济“V”型强劲反弹的可能性仍然不高。在这样的背景下，本周在岸市场整体小幅回落：主要股指全周均小幅收跌；人民币双边汇率追随美元走势本周整体小幅走弱，但一揽子指数仍然较为稳定；在资金面波动的影响下，国债收益率略有走高；南华商品指数及其主要分项本周则整体小幅震荡。

图表 6. 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	2.90%	-0.9	-0.6	0.1
	中债国债到期收益率:1年	2.17%	-0.1	-1.8	-7.1
	1Y AAA 信用利差	0.56%	-0.4	0.2	9.2
股票	上证综合指数	3261	-0.3%	-0.1%	2.0%
	上证50指数	2747	-0.5%	-1.0%	-1.5%
	沪深300指数	4106	-0.6%	-0.9%	0.8%
	创业板指数	2545	-1.0%	-1.4%	2.1%
	国证2000	8577	-0.4%	1.0%	7.8%
汇率	即期汇率:美元兑人民币	6.7999	0.3%	0.8%	1.3%
	Wind人民币汇率预估指数	99.62	0.0%	0.6%	0.1%
商品	南华综合指数	2363	-0.6%	-0.7%	-0.7%
	南华能化指数	1897	-1.1%	-0.2%	-1.0%
	南华工业品指数	3888	-0.5%	-0.3%	-0.6%
	南华农产品指数	1108	-0.3%	-0.8%	-0.2%
	南华金属指数	6494	0.1%	-0.6%	-0.6%
	南华贵金属指数	683	-1.0%	-3.4%	-3.0%

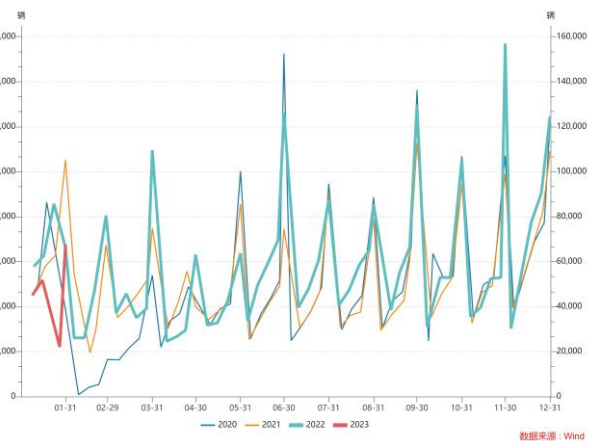
资料来源：万得，中银证券，注：时间截至23年2月10日收盘价；国债收益率和信用债利差BP变动中，正值为收益率/利差下行，负值为收益率/利差上行

图表 7. 30大中城市商品房成交套数 20日移动均值



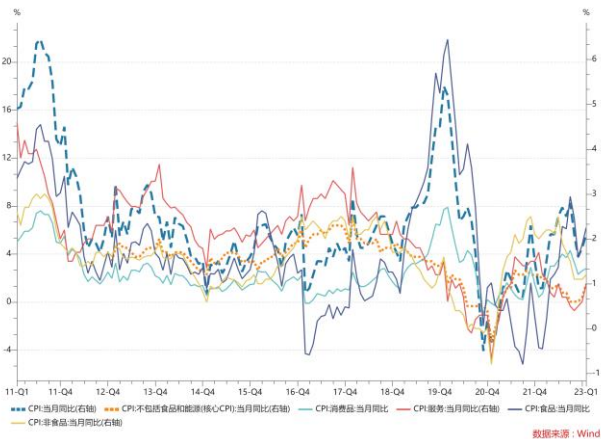
资料来源：万得，中银证券

图表 8. 乘联会零售数据



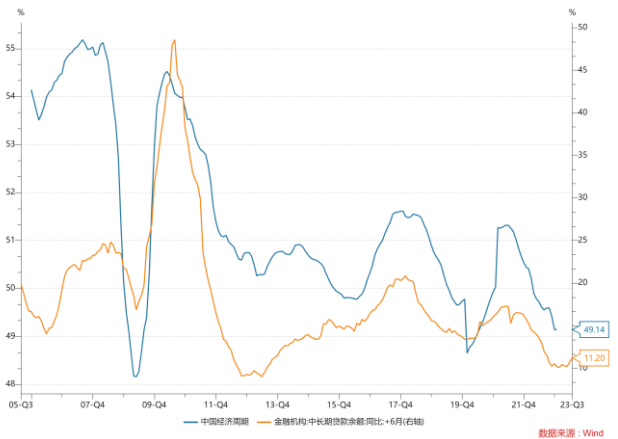
资料来源：万得，中银证券

图表 9.1 月 CPI 各项数据均有所回升，但核心 CPI 仍然较为疲软



资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 中长期贷款增速拐点暗示本轮中国经济周期底部或出现在年中左右



资料来源: 万得, 中银证券

大类资产观点

我们基于经济周期模型并综合考虑各类资产之间的关联性及其各自的特征来给出资产价格走势预测。我们的大类资产观点主要基于 1) 我们对于经济周期的判断；2) 我们观察到的经济周期和大类资产之间的历史关联度 3) 大类资产之间的关联度 4) 在上述基础上，我们综合考虑各个大类资产自身的资产特征要素和具体情况，相似时期的历史价格变动范围，市场的交易特征和逻辑以及我们其他总量和行业团队的观点等，来给出资产价格的走势预测。

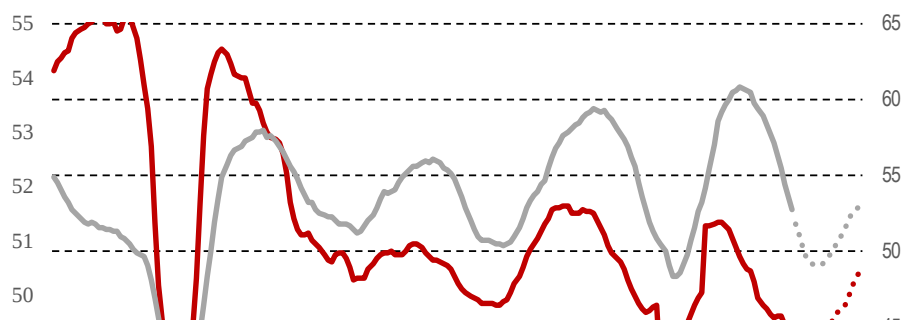
我们预计中美经济周期有望在 2023 年 2-4 季度共振反弹。基于我们的经济周期模型，并参考市场的一致预期以及中银宏观团队的分析，我们预计 2023 年 1 季度，中国经济周期会持续处于磨底阶段，而美国经济周期仍处于下行阶段；本轮中美经济周期底部会弱于 2016 年但是会好于 2008 年金融危机；本轮中美经济周期的底部有望在 2023 年 2-4 季度形成，并在之后开始共振上行。

（关于经济周期的分析和判断，以及我们如何基于经济周期进行资产价格趋势分析，更具体的相关论述请参见 2022 年 12 月 8 日的《大类资产交易深度报告：基于经济周期的大类资产价格趋势研究》以及 2022 年 12 月 16 日的《大类资产交易深度报告：经济周期的经验观察和初步分析》）

在“软着陆交易”的核心逻辑仍然能够维持的前提下（弱于预期的美国通胀 & 美国经济韧性持续），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（不同资产的 Alpha 因素影响力有所上升）。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）。

我们的大类资产趋势观点是：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。（我们会在后文中对上述观点进行更多的具体讨论。）

图表 11.中美经济周期：实际值 & 预测趋势



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_52183

