

大类资产交易周报

“紧缩”担忧暂缓，风险资产回暖

美国就业数据前“紧缩”担忧并未进一步升温，全球风险资产价格普遍回暖。

- 美国就业数据前“紧缩”担忧并未进一步升温，全球风险资产价格普遍回暖。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：超预期 PMI 以及两会行情推升市场对经济恢复预期，本周在岸风险资产走高。
- 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	7
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. 固收类资产 5 日表现排序 (收益率变动,bp)	5
图表 5. 本周市场对于联邦基准利率终点利率的预期 (绿色虚线) 稳定在 5.4% 左右的水平, 除美元外的各类资产价格有所回暖	5
图表 6. 中国主要金融资产指标	6
图表 7. 2 月制造业 PMI 录得近年来最高水平, 但可持续性存疑	6
图表 8. 基于 PMI 产成品库存的库存周期显示中国经济周期未来数月可能仍将处于磨底阶段	6
图表 9. 中美经济周期: 实际值 & 预测趋势	7
图表 10. 出口增速下行或带动企业利润增速下滑	8
图表 11. 在国内经济预期企稳的背景下, 近期 A 股表现好于美股	8
图表 12. 尽管短期走高, 但美债实际利率仍有可能重返回落趋势 (右轴, 逆序) 并推动美股估值回升	9
图表 13. 美国企业利润增速或追随美国经济周期持续回落	9
图表 14. 港股较美股的估值性价比重回历史较高水平	9
图表 15. 标普 500 (灰色线), 上证指数 (蓝色线) 以及恒生指数 (红色线) 本周同步反弹	9
图表 16. 中国 10 年国债收益率 (右轴, %) VS 中国经济周期	10
图表 17. 本周资金面紧张程度有所缓解, 但降息预期的边际回落推动 1 年期国债收益率小幅走高	10
图表 18. 美国联邦基准利率 VS 美债 2 年收益率	10
图表 19. 美债关键期限收益率近本周涨幅缩窄	10
图表 20. 美国经济衰退期间美元指数表现较为强势	11
图表 21. 美元指数可能会随着中德经济不确定性回落	11
图表 22. LME 铜价 (美元/吨): 实际值 (红色线) VS 模型预测近期走势 (灰色线)	11
图表 23. 布特油价 (美元/每桶): 实际值 (红色线) VS 模型预测近期走势 (灰色线)	11
图表 24. 金价 VS 美债 5 年实际利率 (右轴逆序)	12
图表 25. 美国 5yr breakeven (灰色线) 快速走高而美债 5 年收益率 (蓝色线) 涨幅则收窄	12
图表 26. 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

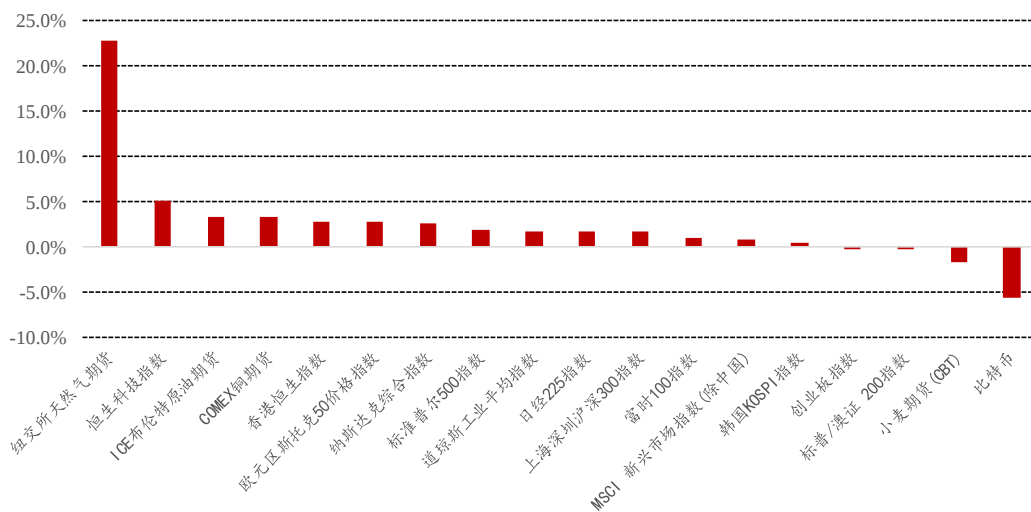
全球资产：美国就业数据前“紧缩”担忧未持续升温，全球风险资产价格普遍回暖。本周公布的美国 2 月 ISM 制造业 PMI 数据显示美国的制造业活动持续处于收缩区间，但 47.7 的水平仍显著高于历史上经济衰退期间的低谷数值。另一方面，2 月 55.1 的服务业 PMI 显示非制造业经济活动仍然充满活力，不过其分项中的物价指数保持了回落的势头，这有助于缓解市场对于美国通胀压力的担忧。欧元区方面，尽管各个经济体有所差异，但是 2 月欧元区整体的制造业 PMI 为 48.5，同美国的水平接近，显示该区域制造业仍持续降温；另一方面，欧元区主要经济体 2 月 CPI 均高于市场预期，这加剧了市场对于欧央行紧缩政策的担忧，但并未对全球资产造成显著冲击。同美国和欧元区制造业收缩形成鲜明对比的是中国 2 月大超预期的制造业 PMI（详细分析请参考我们的 2 月 PMI 报告）：52.6 的数值显著高于 50 左右的市场预期，并且从历史上看通常只会持续出现在中国经济快速上行的阶段。展望未来，在欧美经济下行的背景下，全球经济增长不确定性仍然较多，中国经济仍然面临外部压力。整体来看，在关键的美联储就业和通胀数据公布之前，本周市场对于“紧缩”风险的担忧并未继续升温（超预期的美国服务业 PMI 并未引发市场新一轮抛售以及已经升至 5.4% 左右的终点利率预期可能意味着近期市场对于“紧缩”的计价已经比较充足），本周全球风险资产价格也获得了回暖的空间。具体来看，风险类资产中，同中国经济联系密切并且对美国利率较为敏感的港股指数和铜价本周以 3%-5% 的涨幅领涨，其余风险资产也大都录得正涨幅；近期波动较大的纽交所天然气期货价格本周继续维持了暴涨暴跌的模式（本周上涨接近 23%）。固收类资产方面，德债 10 年收益率在欧元区超预期的通胀数据推动下本周大幅走高约 18bp，而美债 10 年和中债 10 年收益率本周则大致收平。避险资产方面，本周美元小幅走弱约 1%，黄金在经历了近期持续的回落之后本周录得 2% 左右的涨幅。短期来看，尽管波动可能会加大，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	22243	-5.0%	-5.6%	-6.1%
	标准普尔500指数	4046	1.6%	1.9%	-1.8%
	道琼斯工业平均指数	33391	1.2%	1.7%	-2.1%
	纳斯达克综合指数	11689	2.0%	2.6%	-1.1%
	日经225指数	27927	1.6%	1.7%	2.1%
	COMEX铜期货	408	-0.1%	3.2%	-0.8%
	上海深圳沪深300指数	4131	0.3%	1.7%	-1.6%
	标普/澳证 200 指数	7284	0.4%	-0.3%	-2.9%
	MSCI 新兴市场指数(除中国)	1124	0.7%	0.7%	-3.9%
	创业板指数	2422	0.2%	-0.3%	-7.3%
	韩国KOSPI 指数	2432	0.2%	0.3%	-0.7%
	欧元区斯托克50价格指数	4295	1.3%	2.8%	3.0%
	恒生科技指数	4211	2.1%	5.0%	-10.3%
	香港恒生指数	20568	0.7%	2.8%	-6.8%
	富时100指数	7947	0.0%	0.9%	2.4%
	小麦期货(CBT)	696	-0.8%	-1.8%	-8.4%
	ICE布伦特原油期货	86	1.3%	3.2%	3.6%
	纽交所天然气期货	3.01	8.8%	22.8%	21.9%
	美元兑日元	135.87	-0.7%	-0.4%	5.3%
	美元兑英镑	0.8308	-0.8%	-0.8%	2.8%
	美元兑离岸人民币	6.8954	-0.4%	-1.2%	2.6%
	金价	1856	1.1%	2.5%	-4.8%
	美元兑欧元	0.9403	-0.3%	-0.8%	3.3%
	美元指数即期汇率	104.5	-0.5%	-0.7%	3.3%
	全球高收益债利差	4.9%	6.8	13.8	11.4
	全球投资级企业债利差	1.3%	1.0	2.0	1.0
	10年期德国国债收益率	2.72%	3.6	-17.8	-43.1
	10年期美国国债收益率	3.95%	10.4	-0.9	-53.5
	10年期中国国债收益率	2.92%	0.6	-0.5	-0.8
避险资产					

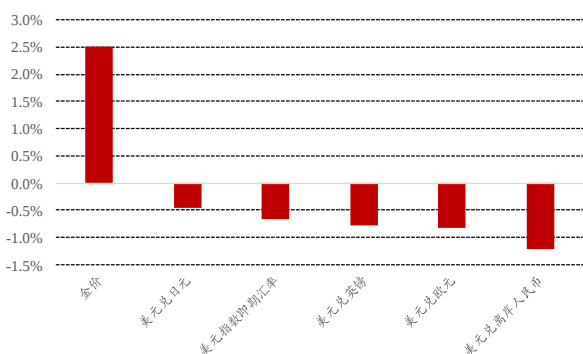
资料来源：彭博，中银证券，注：截至 23 年 3 月 3 日 收盘价 资产排序按照“风险程度”从高至低排列；风险程度基于资产 2017 年以来同 MSCI 全球股票指数的关联度；债券收益率和利差的 BP 变动中，正值为收益率下行/利差缩小，负值为收益率上行/利差扩大

图表 2. 全球风险类资产价格 5 日表现排序



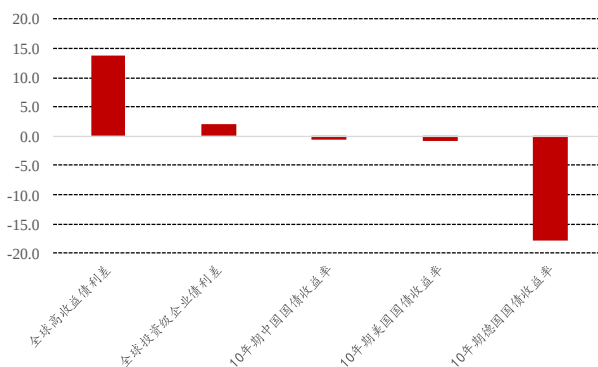
资料来源：彭博，中银证券，注：截至 23 年 3 月 3 日 收盘价

图表 3. 美元汇率对 & 黄金 5 日表现排序



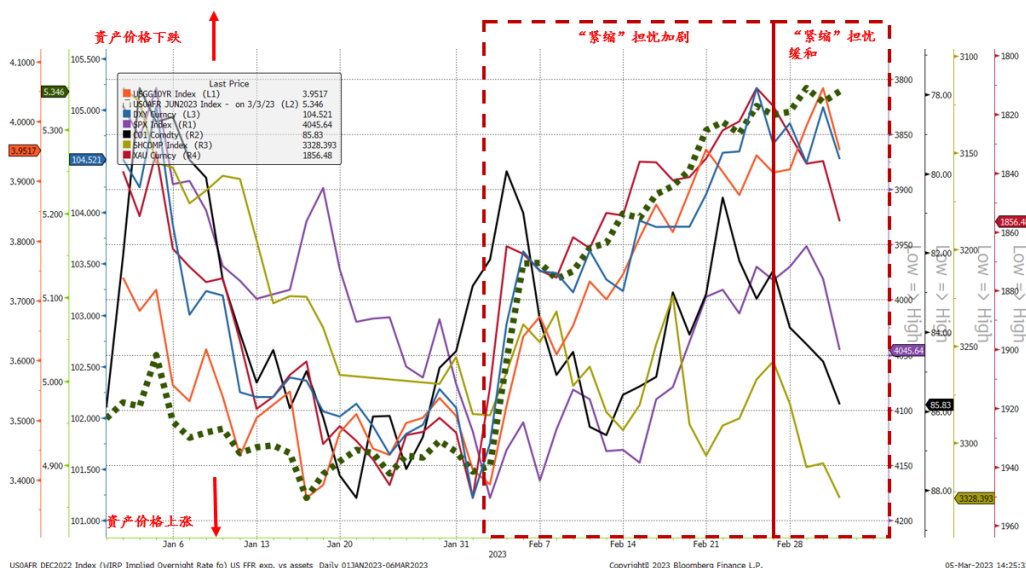
资料来源：彭博，中银证券，注：截至 23 年 3 月 3 日 收盘价

图表 4. 固收类资产 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 3 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

图表 5. 本周市场对于联邦基准利率终点利率的预期 (绿色虚线) 稳定在 5.4% 左右的水平，除美元外的各类资产价格有所回暖



资料来源：彭博，中银证券

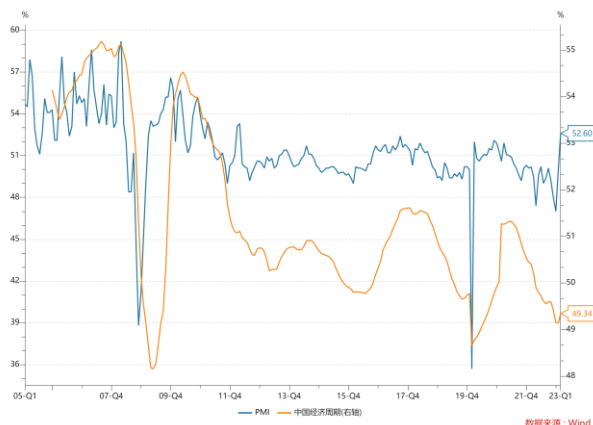
中国在岸资产：超预期 PMI 以及两会行情推升市场对经济恢复预期，本周在岸风险资产走高。在大超市场预期的 PMI 以及两会行情推动下，本周在岸市场整体呈现出风险资产走高，避险资产走低特征：除创业板外的主要股指全周小幅收涨；人民币在双边汇率和一揽子指数中均小幅走强；南华商品指数及其主要分项本周也是小幅收涨；在降息预期边际回落的背景下，1 年期国债收益率小幅走高约 3bp，而 10 年期收益率小幅下行约 1bp。在全球经济增长不确定性较高以及国内政策持久定力的背景下，我们对于未来中国经济活动是否能够持续快速超预期恢复持有较为谨慎的态度。

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%	0.8	1.0	0.7
	中债国债到期收益率:1年	2.32%	0.2	-2.8	-16.0
	1Y AAA 信用利差	0.54%	-0.8	-2.0	2.3
股票	上证综合指数	3328	0.5%	1.9%	1.3%
	上证50指数	2775	0.2%	1.7%	-1.6%
	沪深300指数	4131	0.3%	1.7%	-1.6%
	创业板指数	2422	0.2%	-0.3%	-7.3%
	国证2000	8571	-0.2%	0.3%	1.2%
汇率	即期汇率:美元兑人民币	6.9002	-0.1%	-0.6%	2.4%
	Wind人民币汇率预估指数	99.43	-0.2%	0.2%	0.3%
商品	南华综合指数	2421	0.6%	0.4%	0.3%
	南华能化指数	1964	0.5%	0.9%	1.1%
	南华工业品指数	3984	0.5%	0.4%	0.4%
	南华农产品指数	1135	0.1%	-0.6%	1.2%
	南华金属指数	6553	0.3%	-0.5%	-0.9%
	南华贵金属指数	688	0.6%	0.2%	-3.2%

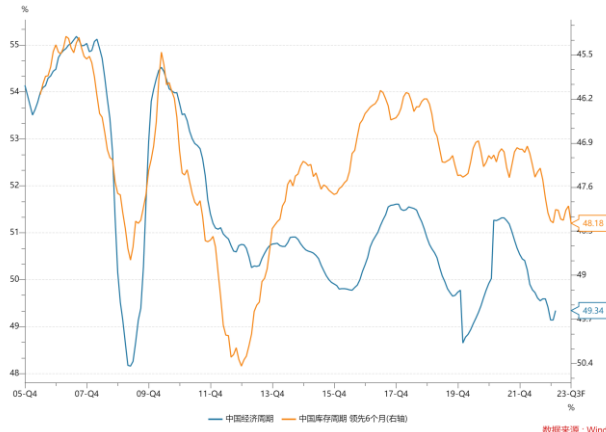
资料来源：万得，中银证券，注：时间截至 23 年 3 月 3 日 收盘价；国债收益率和信用债利差 BP 变动中，正值为收益率/利差下行，负值为收益率/利差上行

图表 7. 2 月制造业 PMI 录得近年来最高水平，但可持续性存疑



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 基于 PMI 产成品库存的库存周期显示中国经济周期未来数月可能仍将处于磨底阶段



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。

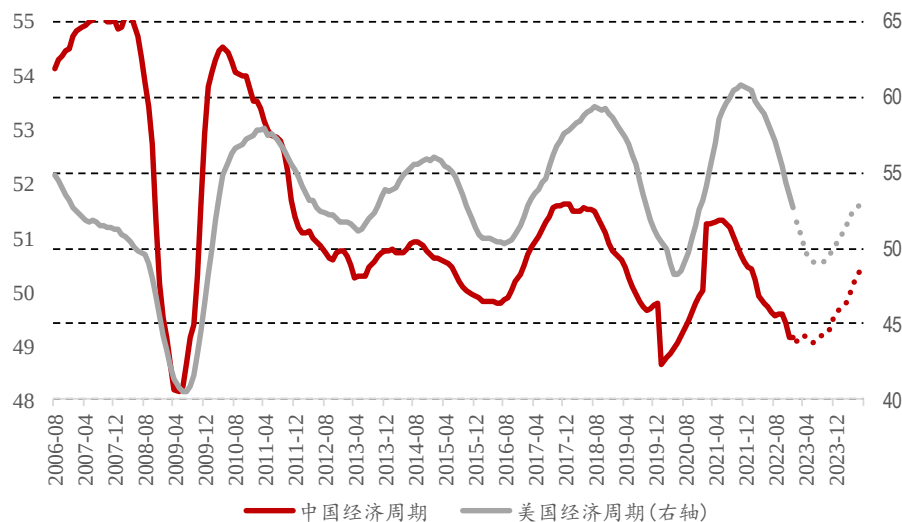
我们预计中美经济周期有望在 2023 年 2-4 季度共振反弹。基于我们的经济周期模型，并参考市场的一致预期以及中银宏观团队的分析，我们预计 2023 年 1 季度，中国经济周期会持续处于磨底阶段，而美国经济周期仍处于下行阶段；本轮中美经济周期底部会弱于 2016 年但是会好于 2008 年金融危机；本轮中美经济周期的底部有望在 2023 年 2-4 季度形成，并在之后开始共振上行。

（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。）

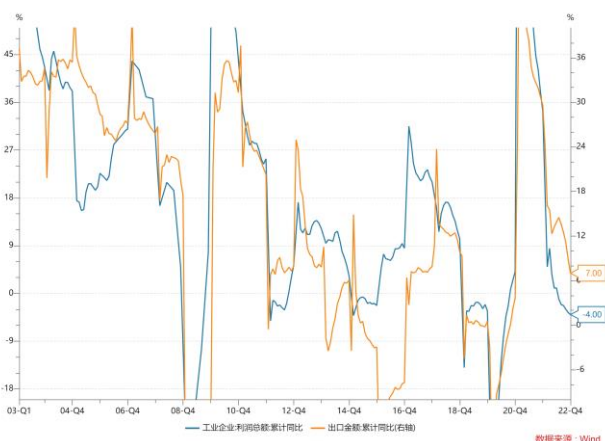
图表 9.中美经济周期：实际值 & 预测趋势



资料来源：万得，中银证券

A 股短期受益于全球“软着陆交易”，反弹程度或取决于国内经济恢复和政策支持之间的平衡；趋势性反转或仍需等待。从 A 股自身的 Alpha 因素来看，市场近期对于 A 股的盈利预期一方面可能受到经济实际恢复情况的影响，一方面则可能受到政府支持性政策的持续时间和强度的影响。从逻辑上看，二者可能存在一定的此消彼长的关系。在经济有所回暖但尚不稳固的现状下，同时基于两会的政府工作报告内容，我们预期支持性政策仍将持续推出，但大规模刺激的可能性较低。另一方面，站在全球的角度来看，“软着陆交易”的 Beta 因素也为 A 股短期的进一步回暖提供了空间。因此，短期来看，我们维持对于 A 股谨慎乐观的态度。中长期来看，A 股或仍面临全球经济增长和金融风险的不确定性所带来的回撤压力。A 股趋势性反转或需要等待至上述不确定性因素消退的迹象逐渐明朗之后。

图表 10. 出口增速下行或带动企业利润增速下滑



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 在国内经济预期企稳的背景下，近期 A 股表现好于美股



资料来源：万得，中银证券

美股短期在“软着陆交易”下仍有回暖空间；趋势性反转或仍需等待。短期来看，在大宗商品价格回落趋势和美国房地产市场降温趋势仍然持续的背景下，我们预期美国通胀水平仍然会整体持续回落；而另一方面，近期公布的上市公司财报数据和关键经济增速数据尚未迫使市场完全放弃经济软着陆的可能性。尽管短期有所波动，但正如前文所言，我们仍然预期“软着陆交易”仍有可持续空间，从而为美国股市短期的回暖创造空间。不过展望未来，如我们在 2022 年 11 月 19 日的报告《大类资产交易周报：全球资产普涨行情降温》中提到的，我们认为美股可能还未充分计价未来数月美国经济衰退的风险。同时，美联储持续的缩表也会在流动性上对美股施加下行压力。我们认为美国经济周期本轮的底部确认可能需要等到 2023 年中后期，但是美股大概率会提前一段时间对此做出反应并逐渐触底反弹。我们因此认为尽管短期美股存在一定的回暖空间，但是趋势性反转或仍需等待前述经济不确定性充分计价。

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_52884

