

大类资产交易 2023 年展望

前途是光明的 道路是曲折的

从“紧缩交易”到“衰退交易”再到“复苏交易”。

- 近期主导市场的“紧缩交易”显示出式微的迹象。“紧缩交易”以美联储紧缩路径预期为核心的交易逻辑，以美元指数同其它资产强负相关性为显著的交易特征。“紧缩交易”仍然近期仍然是市场的主导，但步入尾声的迹象似乎已经开始显现。
- “紧缩交易”之后，“衰退交易”和“复苏交易”或将先后主导市场。全球经济面临下行压力是当下以及未来一段时间最大的确定的宏观因素；中美经济周期有望于 2023 年 2-4 季度反弹。随着全球经济下行压力愈发显著，“衰退交易”可能成为新的市场交易主题；目前市场可能尚未对经济下行压力进行足够充分的计价。外需下行压力抬高内需的重要性，我们预计中国支持性政策有望持续出台并推升中国风险资产的相对表现；我们关注疫情发展对于经济活动影响的深度和持续时间。“复苏交易”有望于 2023 年上半年逐渐取代“衰退交易”并持续至 2023 年结束，但复苏的斜率仍有诸多不确定性。
- 11 月以来我们推荐的策略是：持有一定仓位的风险资产可能是目前“进可攻，退可守”的选择；AH 股相对表现或优于美股；看多美元类固收产品的确定性和性价比可能较好。
- 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。美元指数回落后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。
- 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

《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

《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》 20221208

《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

《新利率周期的开启》 20221216

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

1 2023 年的大类资产交易主题：从“紧缩交易”到“衰退交易”再到“复苏交易”	5
1.1 近期主导市场的“紧缩交易”显示出式微的迹象.....	5
1.2 “紧缩交易”之后，“衰退交易”和“复苏交易”或将先后主导市场	7
1.3 风险提示和分析	10
2 大类资产观点	12
2.1 大类资产整体策略.....	12
2.2 大类资产观点.....	12

图表目录

图表 1. 主要金融资产价格趋势性变动：红框部分显示美元指数的涨跌同其它资产价格变动相反	5
图表 2. 美元指数 VS 标普 500 的 120 日滚动关联度	6
图表 3. 美元指数 VS 布伦特油价的 120 日滚动关联度	6
图表 4. 美元指数 VS 美债 10 年收益率的 120 日滚动关联度	6
图表 5. 美元指数 VS 沪深 300 的 120 日滚动关联度	6
图表 6. “紧缩交易” 的不同阶段资产价格呈现出不同的变动特征	7
图表 7. 全球主要经济体经济周期走势	7
图表 8. 中美经济周期走势	7
图表 9. 典型的“衰退交易” 所经历的阶段和资产价格变动特征：以 2008 年金融危机为例	8
图表 10. 分析师对于美股盈利的增速目前似乎仍比较乐观	9
图表 11. 出口下行给工业企业利润带来下行压力	9
图表 12. 我们预计中美经济周期将于 2023 年 2-4 季度反弹；全球风险资产有望提前 6 个月左右见底	10
图表 13. 工业品代表的铜价领先中国经济周期约 3 个月	10
图表 14. 股票代表纳斯达克指数领先美国经济周期约 6 个月	10
图表 15. 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	11
图表 16. 工业企业利润增速 VS 出口增速	13
图表 17. 标普 500 VS 上证综指	13
图表 18. 美联储净流动性提供 VS 标普 500	14
图表 19. 美股盈利 VS 美国经济周期	14
图表 20. 港股估值性价比仍高	14
图表 21. 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	14
图表 22. 中国 10 年国债收益率 VS 中国经济周期	15
图表 23. DR007 中枢有所上行	15
图表 24. 美国联邦基准利率 VS 美债 10 年收益率	15
图表 25. 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	15
图表 26. 美德实际利差领先美元指数约 3 个月	16
图表 27. 美元指数 VS 中德经济不确定性指数	16

图表 28. 中国经济周期 VS LME 铜价 YOY	16
图表 29. 中国经济周期 VS 布伦特油价 YOY.....	16
图表 30. 金价 VS 美债 5 年实际利率.....	17
图表 31. 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.....	17

1 2023 年的大类资产交易主题：从“紧缩交易”到“衰退交易”再到“复苏交易”

1.1 近期主导市场的“紧缩交易”显示出式微的迹象

“紧缩交易”以美联储紧缩路径预期为核心的交易逻辑，以美元指数同其它资产强负相关性为显著的交易特征。在过去的数月当中，我们观察到在我们所跟踪的全球主要资产中，其价格变动呈现出一种并不常见的特征：美元指数同其它几乎所有大类资产价格的变动呈现出较强的负相关性，而传统风险资产和避险资产的负相关性消失了（股债同跌同涨），同时不同资产类别自身的 Alpha 因素的影响力似乎也让位于全球宏观的 Beta 因素。基于我们对于市场价格变动，全球宏观因素以及市场讨论的观察，我们认为上述大类资产价格变动特征反映的是市场对于美联储紧缩路径的预期（目前主要是指对加息节奏的预期，之后缩表可能会获得更大的市场关注）。鉴于市场的用语习惯，我们把上述以美联储紧缩路径的预期为核心交易逻辑，以美元指数同其它资产强负相关性为显著的交易特征，称为“紧缩交易”（Fed Tightening Trade）。

图表 1. 主要金融资产价格趋势性变动：红框部分显示美元指数的涨跌同其它资产价格变动相反

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	16838	-3.2%	-1.6%	1.9%	-63.7%	-3.2%	-16.5%
	标准普尔500指数	3852	-1.1%	-2.1%	-2.7%	-19.2%	-9.6%	5.8%
	道琼斯工业平均指数	32920	-0.8%	-1.7%	-1.9%	-9.4%	-9.3%	5.9%
	纳斯达克综合指数	10705	-1.0%	-2.7%	-4.3%	-31.6%	-10.3%	5.3%
	日经225指数	27527	-1.9%	-1.3%	-1.8%	-4.4%	-6.2%	1.0%
	COMEX铜期货	376	0.0%	-3.0%	-0.3%	-15.7%	-0.1%	7.4%
	上海深圳沪深300指数	3954	0.1%	-1.1%	3.1%	-20.0%	-5.9%	6.0%
	标普/澳证 200 指数	7149	-0.8%	-0.9%	0.4%	-4.0%	-5.4%	4.4%
	MSCI 新兴市场指数(除中国)	1097	-0.7%	-1.8%	-2.6%	-19.2%	-8.6%	8.3%
	创业板指数	2374	-1.1%	-1.9%	-1.2%	-28.6%	-9.7%	0.3%
	韩国KOSPI指数	2360	0.0%	-1.2%	-4.7%	-20.7%	-10.8%	5.9%
	欧元区斯托克50价格指数	3804	-0.8%	-3.5%	-2.0%	-11.5%	-4.0%	8.6%
	恒生科技指数	4149	0.3%	-5.0%	9.0%	-26.8%	-17.9%	23.5%
	香港恒生指数	19451	0.4%	-2.3%	6.5%	-16.9%	-12.1%	20.3%
	富时100指数	7332	-1.3%	-1.9%	-0.3%	-0.7%	-3.6%	5.4%
	小麦期货(CBT)	754	-0.5%	5.7%	-7.8%	-2.2%	18.8%	-14.5%
	ICE布伦特原油期货	79	-2.7%	3.9%	-14.9%	1.6%	-4.8%	-9.7%
	纽交所天然气期货	6.60	-5.3%	5.7%	6.5%	76.9%	-26.9%	21.3%
	美元兑日元	136.60	-0.9%	0.0%	-2.1%	18.7%	3.2%	-6.9%
	美元兑英镑	0.8232	0.2%	0.9%	-1.9%	11.4%	3.4%	-4.8%
美元兑离岸人民币	6.9774	-0.2%	0.2%	-1.8%	9.8%	3.3%	-3.6%	
金价	1793	0.9%	-0.2%	1.1%	-2.0%	-2.2%	7.3%	
美元兑欧元	0.9446	0.4%	-0.4%	-1.8%	7.4%	1.5%	-5.1%	
全球高收益债利差	5.4%	-10.7	-7.2	13.6	-164.1	-59.1	35.2	
全球投资级企业债利差	1.5%	-1.0	1.0	13.0	-52.0	-15.0	25.0	
10年期德国国债收益率	2.15%	-6.9	-21.9	-15.6	-232.9	-54.7	20.1	
美元指数即期汇率	104.7	0.1%	-0.1%	-1.5%	9.4%	2.2%	-5.0%	
10年期美国国债收益率	3.48%	-3.6	9.6	20.8	-197.2	-57.5	43.7	
10年期中国国债收益率	2.91%	0.2	0.7	-7.7	-13.5	-11.9	-25.7	
避险资产								

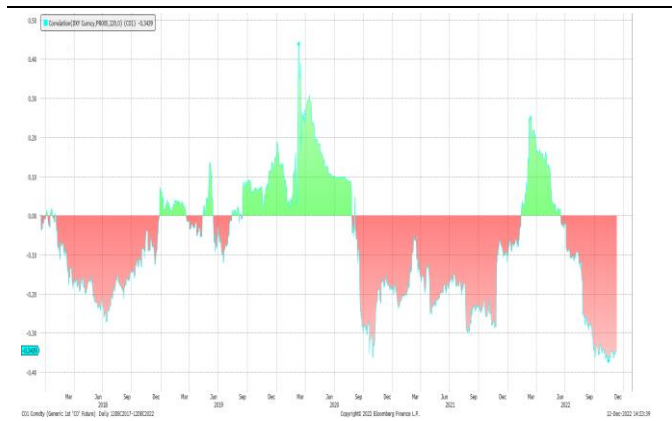
资料来源：彭博，中银证券；数据截至 2022 年 12 月 16 日收盘价

图表 2. 美元指数 VS 标普 500 的 120 日滚动关联度



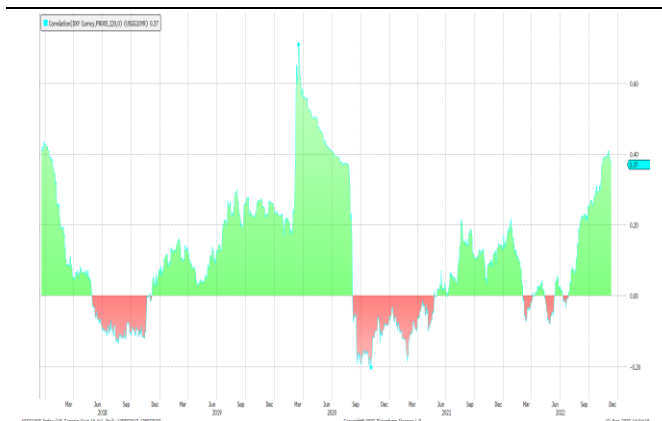
资料来源：彭博，中银证券；关联度以资产价格的百分比变动为基础；数据截至 2022 年 12 月 12 日

图表 3. 美元指数 VS 布伦特油价的 120 日滚动关联度



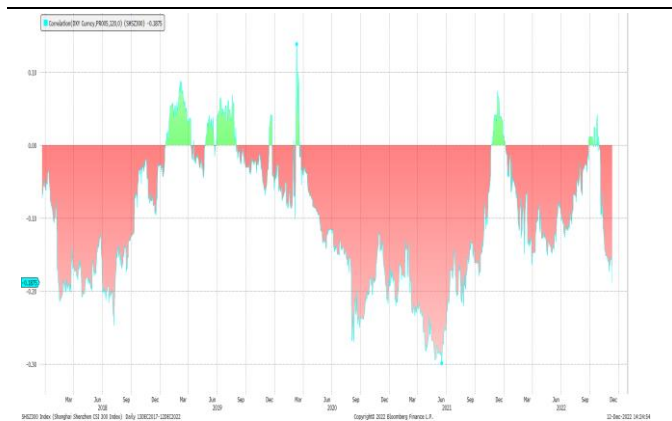
资料来源：彭博，中银证券；关联度以资产价格的百分比变动为基础；数据截至 2022 年 12 月 12 日

图表 4. 美元指数 VS 美债 10 年收益率的 120 日滚动关联度



资料来源：彭博，中银证券；关联度以资产价格的百分比变动为基础；数据截至 2022 年 12 月 12 日

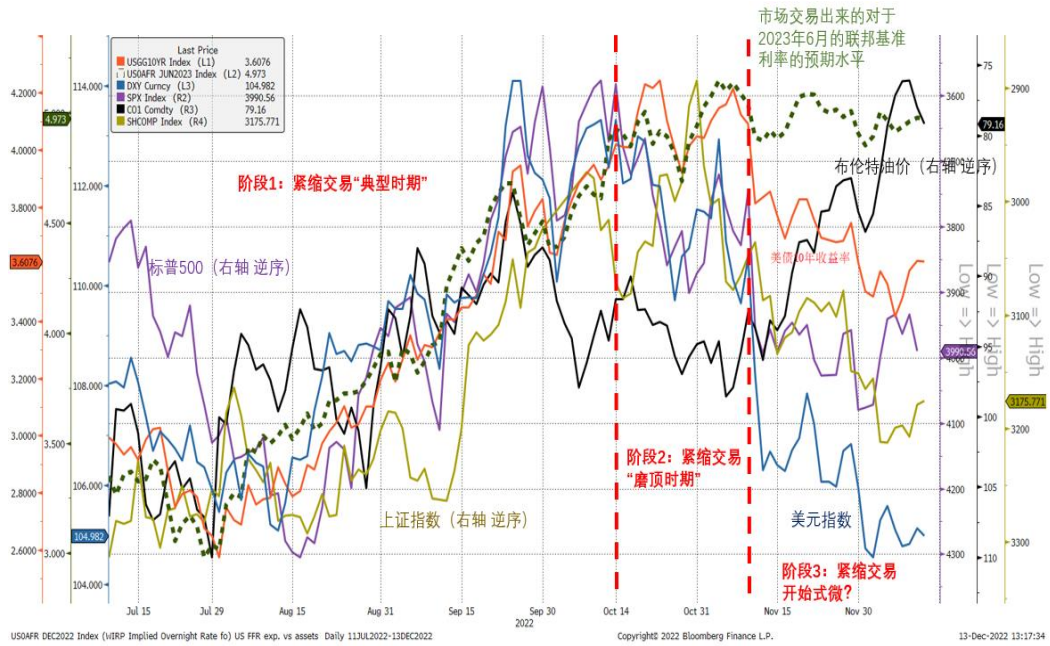
图表 5. 美元指数 VS 沪深 300 的 120 日滚动关联度



资料来源：彭博，中银证券；关联度以资产价格的百分比变动为基础；数据截至 2022 年 12 月 12 日

“紧缩交易”仍然近期仍然是市场的主导，但步入尾声的迹象似乎已经开始显现。近期市场（尤其是欧美市场）讨论和关注的重点之一仍然是美国的通胀和美联储未来的紧缩路径，并且在关键美国通胀和劳工数据公布，以及关键联储官员表态前后市场价格波动仍然比较大。这些信息都显示了“紧缩交易”目前可能仍然是市场的主导交易主题。但是另一方面，我们也注意到一些因素的边际变化似乎显示该交易主题可能已经步入尾声。首先，从交易逻辑上或者说宏观驱动因素来看，基于衍生品价格计算出来的联储终点利率目前已经交易至 5% 左右，我们认为这意味着市场可能已经比较充分地计价了 2023 年的美联储的紧缩路径。同时，尽管 12 月的 FOMC 点阵图显示联储官员预计 2023 年合意的美联储基准利率已经升至 5.1% 左右（略高于市场预期的 4.85%），但是目前联储官员尚未释放出强烈的引导市场进一步提高对终点利率水平预期的信号。（我们对于 2023 年美国宏观经济，通胀和美联储加息路径的预期，请参见 2022 年 11 月 13 日的《大类资产交易周报：全球“紧缩交易”暂时缓解》报告中的专题讨论部分，在此不再赘述。）其次，从资产价格关联度来看，我们注意到资产价格关联度近期呈现出不同于过去一段时间的变动特征：美元指数同其它资产的关联度不再那么明显，同时大类资产价格在联储终点利率预期大致维持在 5% 左右的水平不变的情况下，仍然出现了显著的波动：美债收益率和美元出现了较快的下行，美股有所反弹但是同时同为风险资产的原油价格则出现了快速下跌。这样的价格变动似乎有了些某种程度上的“衰退交易”的意思。综上所述，不管是从“紧缩交易”的宏观驱动因素上（较为充分计价的紧缩路径预期）还是资产价格特征上（过去一段时间的资产价格关联度被打破），我们认为近期的新变动都指向了“紧缩交易”可能的式微。

图表 6. “紧缩交易”的不同阶段资产价格呈现出不同的变动特征

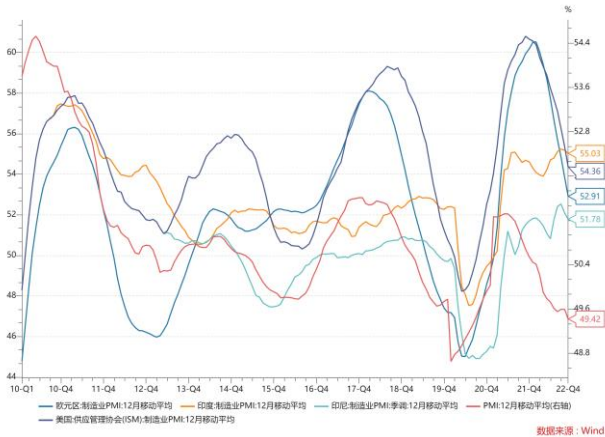


资料来源: 彭博, 中银证券; 数据截至2022年12月13日收盘价

1.2 “紧缩交易”之后, “衰退交易”和“复苏交易”或将先后主导市场

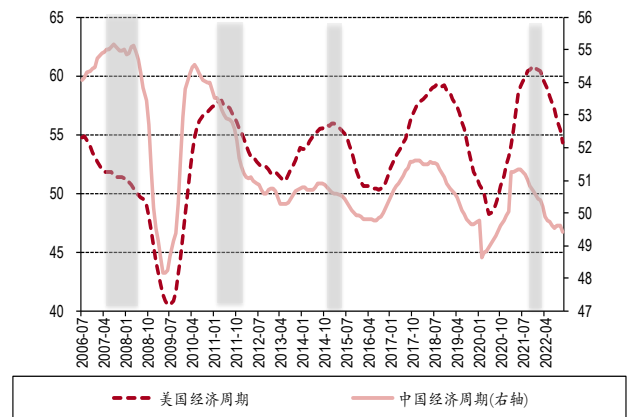
全球经济面临下行压力是当下以及未来一段时间最大的确定的宏观因素; 中美经济周期有望于2023年2-4季度反弹。从基于制造业PMI构建的全球经济周期来看, 以欧美为代表的发达经济体的经济周期正处于快速下行阶段, 中国经济周期处于磨底阶段(并仍伴有进一步下行的风险), 而以印度和印尼为代表的新兴市场经济体的经济周期也展现出拐头向下的迹象。基于我们对于经济周期规律的观察, 先行指标, 中银宏观团队的预测以及机构经济学家的一致预期, 我们预计全球经济周期下行的压力仍将在未来数月持续, 中美经济周期的底部有望在2023年2-4季度形成, 并在之后开始共振上行。(关于经济周期的分析和判断, 以及我们如何基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》)

图表 7. 全球主要经济体经济周期走势



资料来源: 万得, 中银证券;

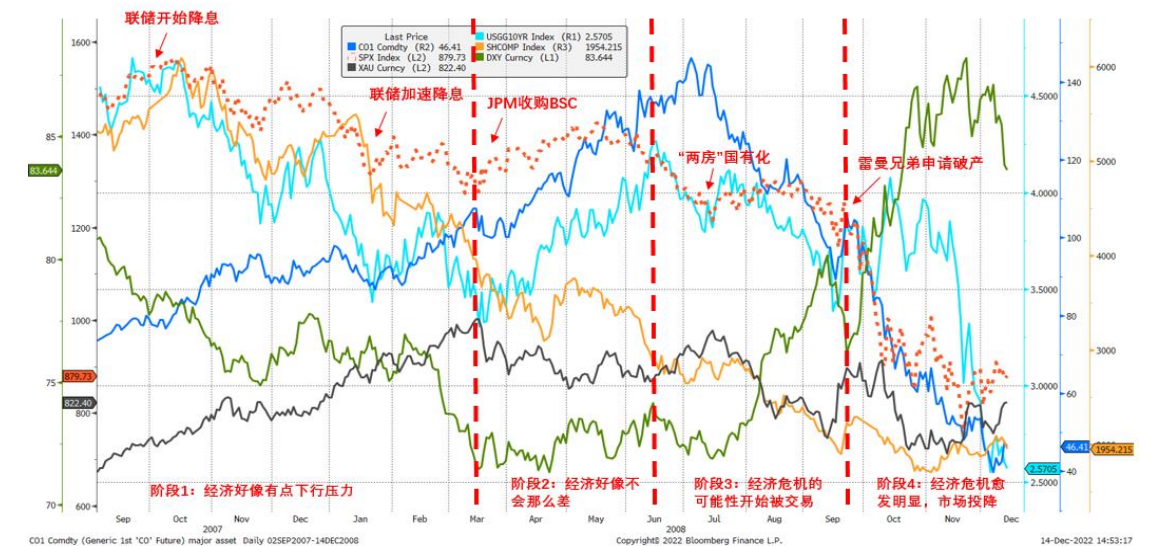
图表 8. 中美经济周期走势



资料来源: 万得, 中银证券; 阴影部分为中美经济背离时间

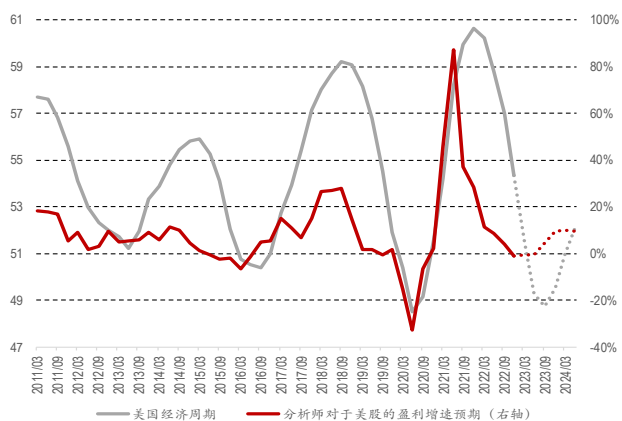
随着全球经济下行压力愈发显著，“衰退交易”可能成为新的市场交易主题；目前市场可能尚未对经济下行压力进行足够充分的计价。我们对2008年金融危机期间的典型的“衰退交易”做了简要的复盘，发现市场对于经济下行/金融危机风险的理解和交易是一个渐进的，有所反复的过程。这一发现并不奇怪：市场尽管极具前瞻性，但是毕竟没有先知的能力，所以也只能边观察，边摸索，边交易。以2008年“衰退交易”为例，我们总结市场大致经过了四个阶段：第一阶段是市场认识到经济开始出现下行压力，伴随货币政策放松，期间股票指数，美债收益率和美元指数下行(RISK OFF)，金价和油价小幅走高；第二阶段是在更多的支持性政策和利好事件推动下，市场认为经济似乎并不会那么差，并开始修复第一阶段对于经济下行的预期，从而展现出一定程度上的风险资产和美债收益率震荡上行的局面(RISK ON)，美元指数和金价在这一阶段大致横盘；第三阶段是在市场自满之际，经济危机的迹象开始显露，市场重回 RISK OFF，同时美元指数开始快速上行；第四阶段则是经济危机愈发明显，市场开始恐慌抛售并彻底投降(Capitulation)，风险资产快速下行，美元指数冲高触顶。基于我们对于市场的观察和对经济发展前景的判断，相较于2008年的情况，我们认为目前市场可能处于认为经济不会那么差的自满的阶段，但是之后随着经济下行压力逐渐清晰，市场会需要重新下修对于经济增速的预期，从而可能带来新一轮的 RISK OFF。结合目前的 market 情况，这样的判断让我们认为“衰退交易”近期可能接棒“紧缩交易”，成为市场新的主题。这一观点在目前分析师对于美股的盈利预期上可以有更清晰的证据：基于彭博数据，目前分析师们预计美股2023年的盈利增速的低点会大致在2023年2季度前后出现，并且最低点仅仅是一个大约是0的同比增速（相比之下，2016年的盈利增速最低点为约-5%）。相对比的是，我们预计本轮美国经济周期下行深度会超过2016年，因此我们也认为最终美股的盈利增速低点也应该低于2016年的-5%的增速，而不会是一个大约是0的增速，也即我们认为市场对于美股的盈利预期乃至更广泛的全球经济增长前景预期可能仍需要进一步的下修。

图表9. 典型的“衰退交易”所经历的阶段和资产价格变动特征：以2008年金融危机为例



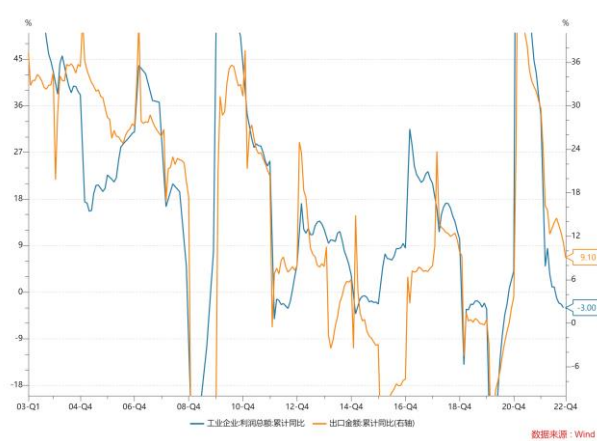
资料来源：彭博，中银证券；红色点状线为标普500，黄色线为上证指数，浅蓝色线为美债10年收益率，深蓝色线为布伦特油价，绿色线为美元指数，黑色线为黄金价格

图表 10. 分析师对于美股盈利的增速目前似乎仍比较乐观



资料来源：万得，彭博，中银证券；

图表 11. 出口下行给工业企业利润带来下行压力

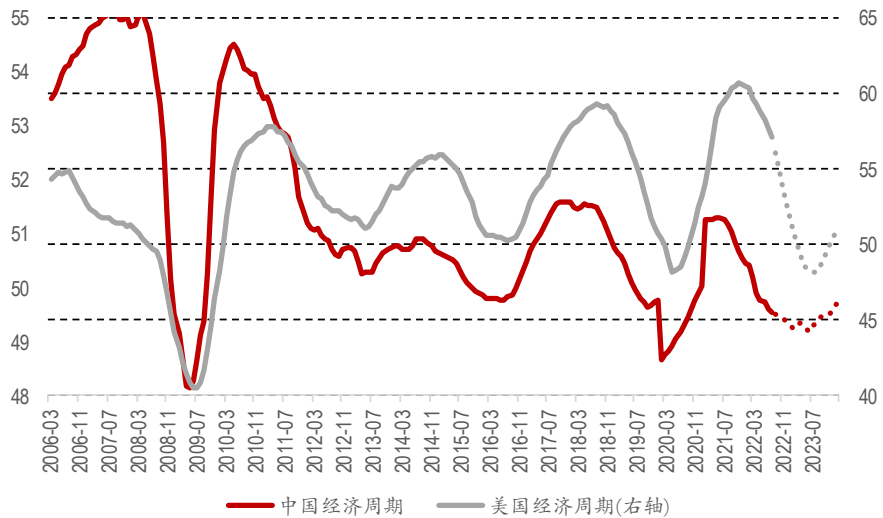


资料来源：万得，中银证券；阴影部分为中美经济背离时间

外需下行压力抬高内需的重要性，我们预计中国支持性政策有望持续出台并推升中国风险资产的相对表现；我们关注疫情发展对于经济活动影响的深度和持续时间。全球经济下行的压力毫无疑问会通过出口等方式逐渐传导至国内。从历史数据上来看，出口同比增速同工业企业利润，全 A 盈利以及制造业投资等经济活动数据都有不错的逻辑和数据关联性。类似于对上下游和整体经济影响广泛的房地产产业链，出口产业链对于我国经济活动的影响可能也是不可小觑的。正是在全球经济增长前景愈发黯淡的背景下，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。我们认为这显示出了在外需下行压力下，内需的重要性进一步提高，我们因此预计各个领域的松绑/刺激政策仍可能会持续推出。不过，尽管近期和未来数月的政策利好可能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，我们因此维持中国经济 2023 年 1 季度磨底并于 2-4 季度反弹的判断，并对于认为中国风险资产能够短期 V 型反转的观点心存疑虑。另一方面，尽管中国风险资产在绝对收益方面可能在短期内难见出色的表现，但是源源不断的政策支持将可能有助于中国风险资产相对于海外发达经济体的风险资产的表现。于此同时，鉴于欧美和亚洲的经验，我们持续关注疫情管控优化之后，我国疫情曲线的变动及其对于劳动力市场和居民消费等经济数据的短期和中长期的可能影响。

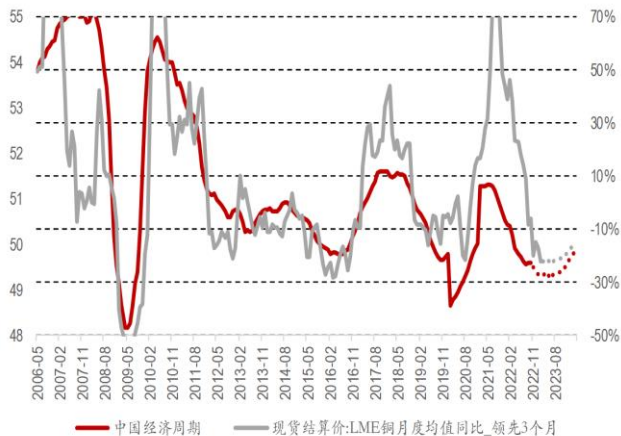
“复苏交易”有望于 2023 年上半年逐渐取代“衰退交易”并持续至 2023 年结束，但复苏的斜率仍有诸多不确定性。在主要资产价格比较充分地计价了经济下行的压力之后，随着经济底部的能见度愈发清晰（正如前文所述，我们预计经济底部在 2-4 季度），我们预计全球风险资产有望于 2023 年上半年触底回升（也即先于经济底提前 6 个月左右）。届时，全球主要资产价格有望重回比较典型的 RISK ON 特征，并大致贯穿 2023 年剩余的时间。不过，复苏的斜率以及风险资产反弹的斜率很显然会有诸多不确定性。

图表 12. 我们预计中美经济周期将于 2023 年 2-4 季度反弹；全球风险资产有望提前 6 个月左右见底



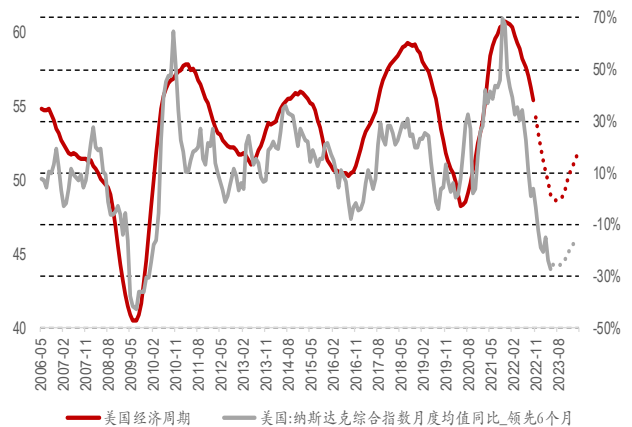
资料来源：万得，中银证券

图表 13. 工业品代表的铜价领先中国经济周期约 3 个月



资料来源：万得，中银证券；

图表 14. 股票代表纳斯达克指数领先美国经济周期约 6 个月



资料来源：万得，中银证券

1.3 风险提示和分析

我们对于 2023 年大类资产交易主题从“紧缩交易”到“复苏交易”再到“复苏交易”的判断面临着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冲击这三个层面的风险。

经济基本面和风险资产表现好于我们的预期：“软着陆交易”取代“衰退交易”。从宏观数据来看，更弱的“衰退交易”/更早更强的“复苏交易”可能意味着美国乃至全球经济成功实现“软着陆”。这一情况指向的宏观现象包括：美国通胀（尤其是同劳动力市场紧密相关的非房租服务业通胀）快速下行并且美联储相信这一趋势是可持续的，从而使得美联储能够在 PCE Headline 尚未彻底回到 2% 以内的情况下选择政策转向，同时美国失业率并未显著上升。从交易层面来看，“软着陆”的交易可能会出现股债组合是：债券曲线下移且关键曲线倒挂显著改善（牛平）& 标普 500 持续快速上行并升破关键点位（例如 7 月左右形成的前高 4300），以显示市场对于在美联储政策转向下对未来经济增速预期快速改善。

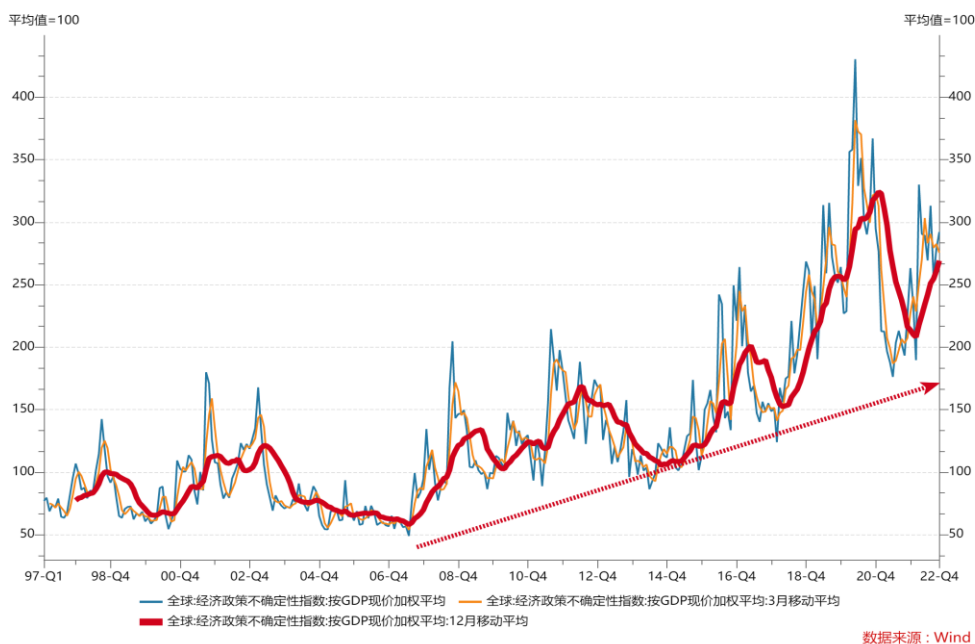
经济基本面和风险资产表现弱于我们的预期：1) “紧缩交易”延长。从宏观数据来看，更持久的“紧缩交易”可能意味着美国乃至全球经济陷入“滞胀”的时长超过预期。这一情况指向的宏观现象包括：美国通胀（尤其是同劳动力市场紧密相关的非房租服务业通胀）下行节奏显著弱于市场预期，甚至出现持续的反弹，美联储被迫在终点利率维持更长的时间甚至采取更为鹰派的紧缩路径。从交易层面来看，“紧缩交易”延长可能意味着更高的市场对于终点利率的预期，而类似于2022年8月和9月出现的“美元涨&其它所有资产普跌”可能会卷土重来，以显示市场计价更鹰派的美联储对于全球经济进一步的负面冲击。

经济基本面和风险资产表现弱于我们的预期：2) “衰退交易”深度更大。从宏观数据来看，更深的“衰退交易”可能意味着美国乃至全球经济衰退深度超出市场预期。这一情况指向的宏观现象包括：美国通胀（尤其是同劳动力市场紧密相关的非房租服务业通胀）下行节奏基本符合/超出市场预期，同时美国乃至全球经济快速下行，并甚至伴随金融风险事件开始零星爆发。美联储政策边际鸽派的空间显著提高，但是暂时不再是市场关注的核心。市场开始意识到即便是美联储政策边际转向也并不足够逆转经济下行的势头。从交易层面来看，上述情况可能意味着包括股票和商品在内的风险资产的快速抛售和无风险利率资产价格的反弹，以显示市场对于未来经济活动的悲观预期。

以经济周期和资产价格趋势变动的历史关联度为基础的预测模型失效。具体分析请参考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》。

全球经济政策不确定性指数似乎仍处于长期上升趋势，黑天鹅事件仍可能带来新的扰动。尽管2022年的俄乌危机和台海危机等地缘政治事件目前已经被市场充分交易，并且目前看起来相关风险并未重新快速上升。但是黑天鹅事件的定义就是不可预测，我们因此提醒投资人对尾部风险保持警惕，并用与黑天鹅事件有一定关联度的全球经济政策不确定性指数来尝试对于黑天鹅事件可能的规律进行初步的观察。观察全球经济政策不确定性指数，我们发现几个有意思的特征：1) 2007年之后该指数趋势性持续上升 2) 大致上呈现出三年一个“周期”，每年都有“小高潮” 3) 我们目前处于2021年年中开始的“周期”的下行阶段。我们认为上述观察可能反映了金融危机之后全球政治发展出现的新特征。尽管2023年可能处于不确定性“周期”的下行阶段，但是仍可能出现不确定性“小高潮”。我们因此提示投资人注意包括地缘政治，疫情变种等非经济事件可能对资产价格带来的剧烈冲击。

图表 15. 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



资料来源：万得，中银证券

2 大类资产观点

2.1 大类资产整体策略

持有一定仓位的风险资产可能是目前“进可攻，退可守”的选择；AH股相对表现或优于美股；看多美元类固收产品的确定性和性价比可能较好。我们从11月开始对外服务以来，观点一直是建议投资人可以开始适当关注风险资产的配置机会，尤其是估值性价比比较高的AH股票。我们认为目前持有一定仓位的风险资产是一个风险收益比较好的策略：如果市场如我们所料一般进入“衰退交易”并出现最后一跌/底部震荡，那么相对有限的风险资产仓位将有助于限制组合跌幅，并为未来的“复苏交易”提供充足的抄底资金准备；另一方面，即便是经济和市场比我们预期的乐观，那么现存的风险资产仓位也将降低踏空的损失，并帮助减缓盲目追高上车的情绪交易。对于目前风险资产较轻的投资人，在经历了11月的AH股和美股的反弹之后，我们建议可以逢低布局。同时，基于估值水平和政策支持的意愿和空间而言，我们认为AH股表现近期或优于美股。从我们目前追踪的主要大类资产类别中来看，我们认为当前美元类固收产品的确定性和性价比可能是较好的：目前美元现金类产品仍能够提供4%左右的年化收益率，而目前1.5%左右的全球投资级（Investment Grade）信用债息差以及5.5%左右的全球高收益（High Yield）信用债息差则意味着美元信用类固收产品的年化收益率可以轻松达到5%-10%的区间。同时，如果未来美联储能够边际转鸽（“紧缩交易”逐渐让位于“复苏交易”），那么该投资还会获得相当可观的资本利得。当然，对于负债端为人民币的机构，美元未来一段时间的方向性变动所带来的汇率风险也会是重要的考虑。在考虑了汇率对冲成本之后（基于离岸人民币点差估算，目前锁汇的年化成本大致为约2%），美元类固收产品同在岸产品的收益率将大致持平。但是相比国内货币政策，我们认为目前来看美联储货币政策逐渐转向鸽派的空间可能更大。我们因此认为美元类固收产品可能会在未来数月在资本利得方面优于在岸产品。

2.2 大类资产观点

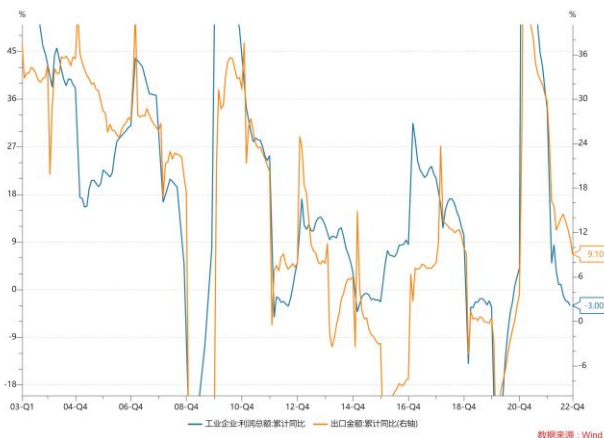
我们基于经济周期模型并综合考虑各类资产之间的关联性及其各自的特征来给出资产价格走势预测。我们的大类资产观点主要基于1) 我们对于经济周期的判断；2) 我们观察到的经济周期和大类资产之间的历史关联度 3) 大类资产之间的关联度 4) 在上述基础上，我们综合考虑各个大类资产自身的资产特征要素和具体情况，相似时期的历史价格变动范围，市场的交易特征以及我们其他总量和行业团队的观点等，来给出资产价格的走势预测。（具体分析请参考2022年12月8日的《大类资产交易深度报告：基于经济周期的大类资产价格趋势研究》。）

正如前文所述，我们预计中美经济周期有望在2023年2-4季度共振反弹，而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。

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。

A股短期震荡，中长期配置机会显现。尽管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，但是对于政策落地情况和实际效果我们目前仍然持相对谨慎的态度。我们构建的基于经济周期的大类资产模型显示，A股近期仍大概率处于震荡行情，但是未来数月随着中国和全球经济增速见底信号愈发清晰，A股的底部反转有望于2023年上半年逐渐形成。从盈利看，我们认为目前A股的最大风险点在于出口的快速走弱可能带来的企业盈利的下行冲击。从估值看，尽管目前WIND全A静态市盈率水平已经接近历史低位，但是在经济周期的磨底阶段，市场信心可能难以有显著提升，估值水平可能短期也较难出现显著反弹。从大类资产关联度看，A股同美股的长期关联度和走势是紧密相关的。这也就意味着在未来数月，如果美股在美国货币政策和经济自身动力枯竭的双重压力下，持续面临下行压力，那么A股可能也难以完全独善其身。不过考虑到近期国内政策管控确实有一些边际缓和迹象，我们因此认为如果在房地产，防疫措施以及互联网平台等方面的支持性政策能够持续出台，A股相对表现有望优于美股。同时，我们维持A股短期震荡，中长期配置机会显现的判断。

图表 16. 工业企业利润增速 VS 出口增速



资料来源：万得，中银证券

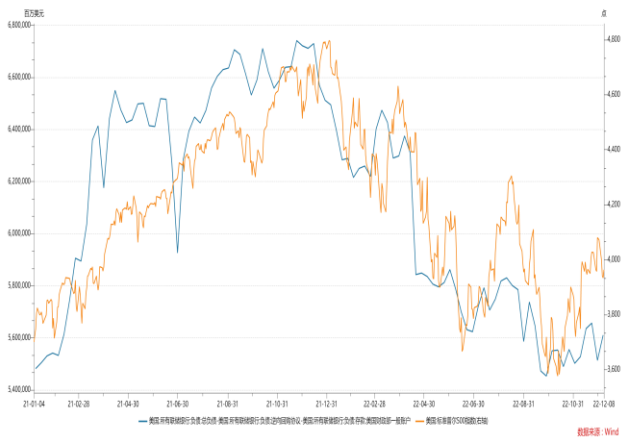
图表 17. 标普 500 VS 上证综指



资料来源：万得，中银证券

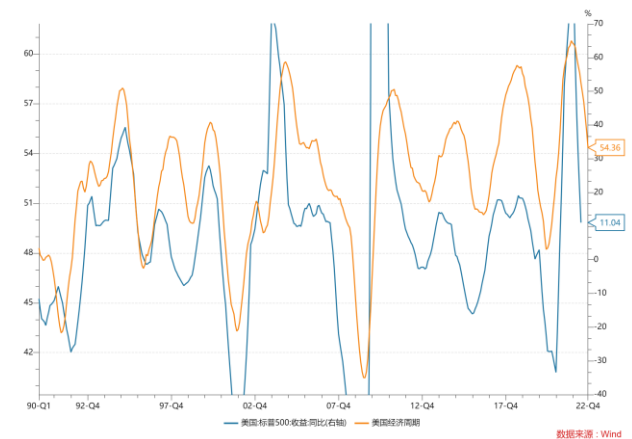
美股短期震荡，但 2023 年上半年可能会迎来转机。如我们在 11 月 19 日的报告《大类资产交易周报：全球资产普涨行情降温》中提到的，我们认为美股可能还未充分计价未来数月美国经济衰退的风险。同时，我们认为现在谈论联储转向鸽派 (FED PIVOT) 还为时尚早。同时，美联储持续的缩表也会在流动性上对美股施加下行压力。我们因此认为近期无论是看分子端还是看分母端，美股短期可能都难以找到进一步快速上涨的支持。展望未来，我们认为美国经济周期本轮的底部和通胀回落路径的进一步确认可能需要等到 2023 年中后期，但是美股大概率会提前一段时间对此做出反应并逐渐触底反弹。我们维持美股短期震荡，但 2023 年上半年可能会迎来转机的判断。

图表 18. 美联储净流动性提供 VS 标普 500



资料来源：万得，中银证券

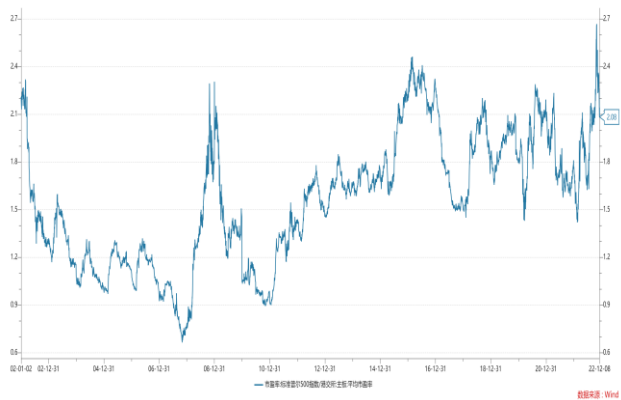
图表 19. 美股盈利 VS 美国经济周期



资料来源：万得，中银证券

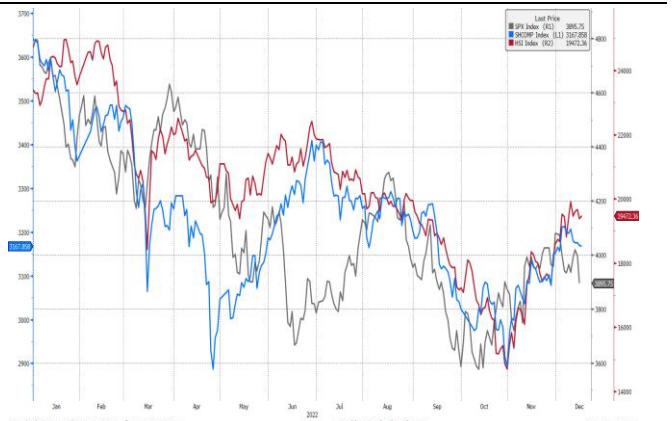
港股短期持续上行可能面临压力，趋势性反转可能出现在 2023 年上半年。在经历了 V 型反弹后，标普 500 同恒生指数的市盈率比值已经从 2002 年以来的历史新高快速朝着历史波动范围回落，但仍处于显著的历史高位水平。展望未来，我们认为港股的反转可能需要内地经济盈利预期改善，美国国债实际利率水平快速回落这两者中的至少一个。类似于我们对于 A 股和美股的判断，在近期全球经济下行周期的背景下，我们维持恒生指数短期持续上行可能面临压力，反转可能出现在 2023 年上半年的判断。

图表 20. 港股估值性价比仍高



资料来源：万得，中银证券

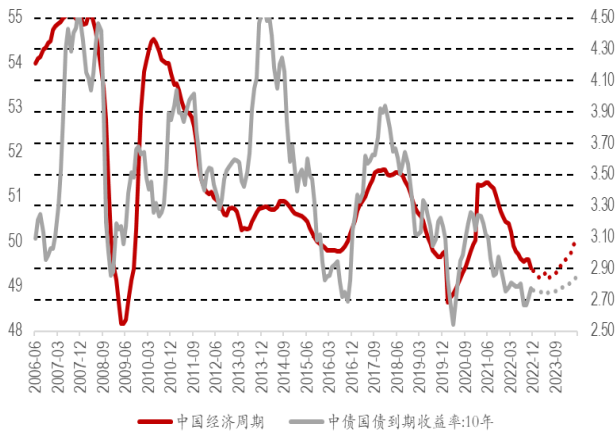
图表 21. 恒生指数（红色线），标普 500（灰色线）以及上证指数（蓝色线）走势图



资料来源：彭博，中银证券

中债 10 年收益率短期震荡，2023 年中后期存在上行风险。考虑到目前的经济结构性问题以及美元指数仍处于高位带来的汇率风险，我们认为目前货币政策持续快速放松的可能性并不大。另一方面，尽管近期疫情政策调整提振市场对于经济增长的预期，但是我们认为经济短期仍可能较难出现 V 型复苏，而房地产的疲软以及外需的下行压力则使得经济增长前景仍面临不确定性，我们因此并不认为央行会快速逆转支持性的货币政策倾向。综合来看，我们认为中国 10 年国债收益率近期可能处于震荡行情。就具体点位而言，中银固收团队在 12 月 16 日的报告《新利率周期的开启》中指出近期国债 10 年期的主要波动区间或在 2.9-3.0%。我们赞同这一观点并认为 2023 年中后期，随着我国经济逐渐重回上行周期，中国 10 年国债收益率可能存在上行风险。

图表 22. 中国 10 年国债收益率 VS 中国经济周期



资料来源：万得，中银证券

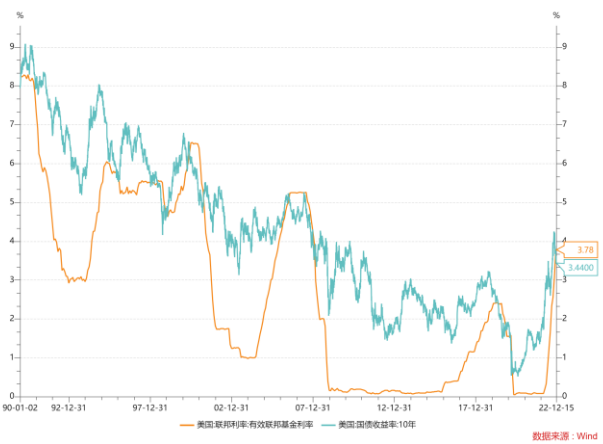
图表 23. DR007 中枢有所上行



资料来源：万得，中银证券

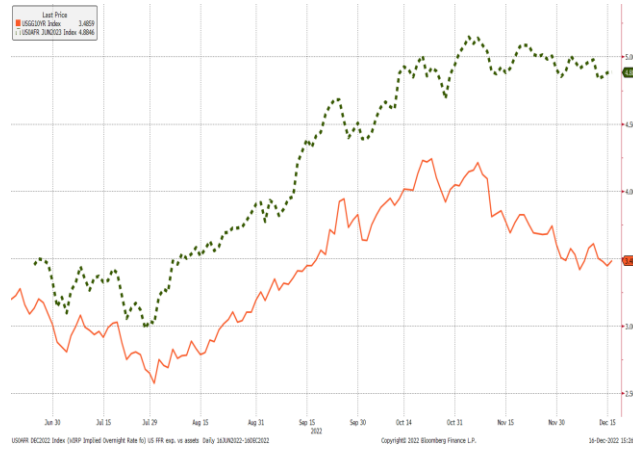
美债 10 年收益率短期进一步快速下行可能性不大，但未来数月可能随着经济下行压力凸显而开始新一轮下行。当前终端利率预期已经交易到 5% 左右，我们认为这意味着市场目前已经对本轮美联储加息路径有了相对充分的计价（更具体的讨论请参见 11 月 13 日的报告《大类资产交易周报：全球“紧缩交易暂时缓解”》）。我们因此认为美国 10 年国债收益率触顶的可能性已经打开。不过另一方面，在“加息放缓但持续时间更长”（Slower for longer）的美联储路径引导下，我们认为美债收益率短期进一步快速下行可能性不大（历史上看，联邦基准利率横盘而美债收益率快速下行的情况并不多见，并且多发生在经济危机期间）。不过未来数月美国经济下行压力的逐渐清晰，市场逐渐进入“衰退交易”，美债 10 年收益率届时可能会开始新一轮的下行（这也取决于届时美国通胀的水平以及美联储的态度）。

图表 24. 美国联邦基准利率 VS 美债 10 年收益率



资料来源：万得，中银证券

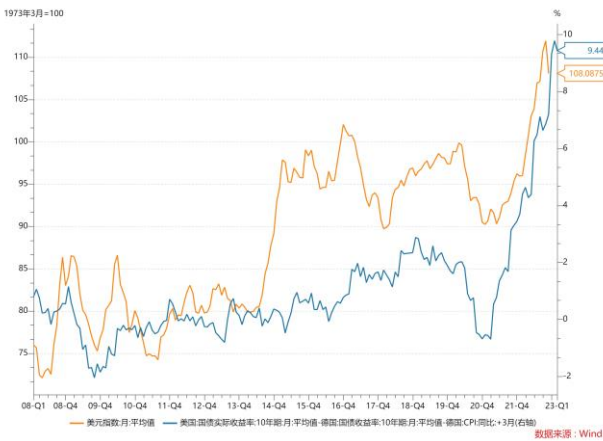
图表 25. 美债 10 年收益率 (红色线) VS 市场对于 2023 年 6 月 (绿色线) 联邦基准利率预期



资料来源：彭博，中银证券

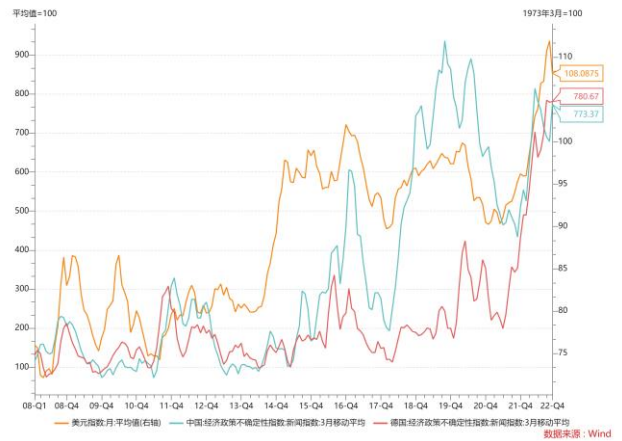
美元指数回落后短期进一步快速下行可能性不大，但未来数月的走势可能取决于全球经济下行的程度。我们在 11 月 19 日的报告《大类资产交易周报：全球资产普涨行情降温》中的专题讨论部分已经对美元指数做了具体分析，因此不再赘述。基于我们在该中的讨论以及美德实际利差以及中德经济不确定性指数这两个相对简单直接的指标，我们维持美元指数短期快速下行可能性不大的判断。未来数月随着美国经济下行压力的逐渐清晰，市场逐渐进入“衰退交易”，美元指数的走势可能将取决于全球经济下行的程度——2008 年金融危机风险资产抛售最快的时期，也正是美元指数的快速上行期。

图表 26. 美德实际利差领先美元指数约 3 个月



资料来源：万得，中银证券

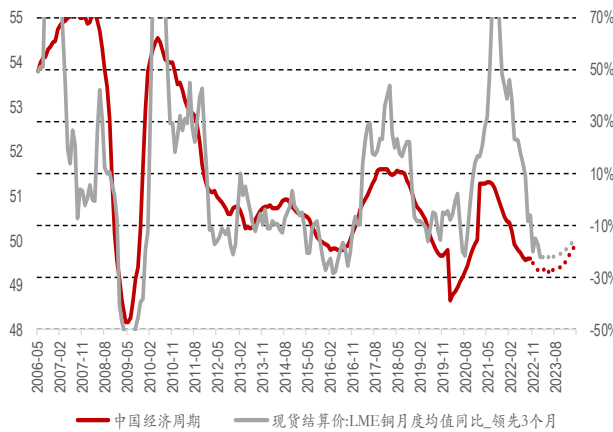
图表 27. 美元指数 VS 中德经济不确定性指数



资料来源：万得，中银证券

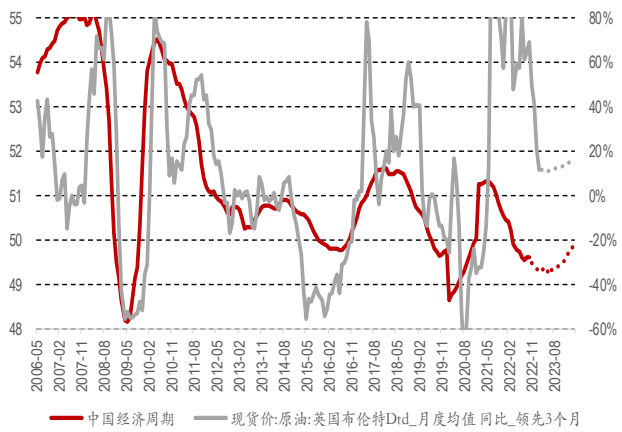
铜油短期可能整体呈现震荡行情，且存在下行风险；2023 年年中左右可能会迎来转机。据彭博统计，目前的分析师一致预期（中位数）是未来数月布伦特油价可能会维持在 90-95 美元(每桶)左右，LME 铜价会在 7200-7600 美元/吨波动。基于我们所构建的经济周期模型并综合考虑我们对于全球经济走势的判断和供给方面的因素，我们大致赞同上述一致预期并认为随着全球经济下行压力的逐渐显现，铜油价格可能会面临进一步下行风险。不过，由于我们预计包括中美在内的全球经济周期有望于 2023 年 2-4 季度反弹，我们因此预计铜油价格会先于经济周期 3 个月左右触底反弹（也即有望于 2023 年年中左右迎来转机）。

图表 28. 中国经济周期 VS LME 铜价 YOY



资料来源：万得，中银证券

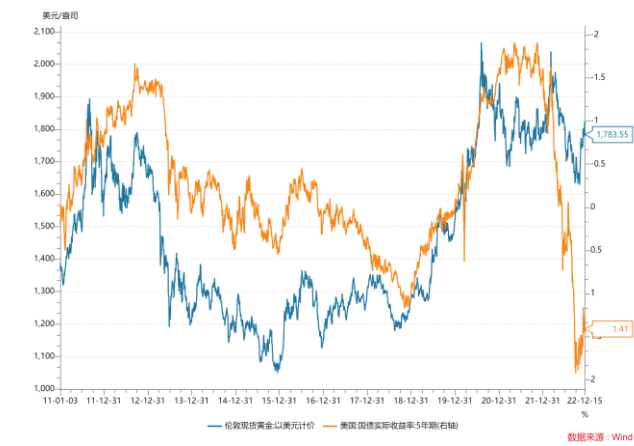
图表 29. 中国经济周期 VS 布伦特油价 YOY



资料来源：万得，中银证券

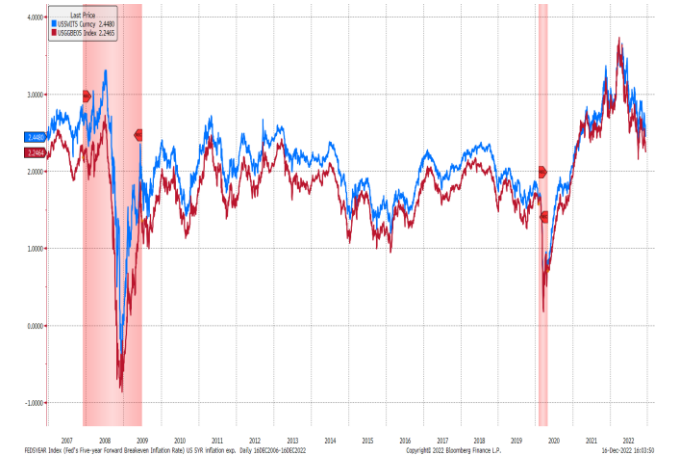
黄金短期可能整体呈现震荡行情，未来数月的走势或将取决于通胀预期变动和美联储的货币政策路径引导。我们通过理解长端实际收益率（名义收益率减去通胀预期）来理解金价的可能走势。正如前文所说，我们不认为美债长端收益率短期会进一步快速下行，但未来数月随着市场开始交易更差的经济预期，美债长端收益率可能会进入新一轮下行阶段。假设长期通胀预期整体平稳的前提下（这个假设在经济快速下行的情况下可能会不成立），这自然意味着短期金价进一步快速上行（也即长端实际收益率快速下行）可能性较低，但是未来数月存在进一步趋势走高（也即长端实际收益重回趋势性下行）的可能性。目前市场一致预期是未来数月伦敦金现可能交易在 1700-1780 美元/盎司附近。我们短期大致赞同这一观点，但是认为未来数月存在金价进一步趋势性走高的可能性（在通胀预期不快速下行的前提下）。

图表 30. 金价 VS 美债 5 年实际利率



资料来源: 万得, 中银证券

图表 31. 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



资料来源: 万得, 中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371