

## 【申银万国期货】宏观主线充分演绎，市场波动或逐步上升

### ——2 月份资产配置报告

2023 年 1 月 31 日

分析师：汪洋

从业资格号：F0306430

投资咨询号：Z0002320

邮箱：wangyang@sywgqh.com.cn

联系人：刘鸿

从业资格号：F03110695

电话：021-50585911

邮箱：liuhong@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号

宝安大厦 7、8、10 楼

邮编：200122

电话：021 5058 8811

传真：021 5058 8822

网址：www.sywgqh.com.cn



申银万国期货  
宏观金融研究



申银万国期货研究

#### 摘要：

- **四大宏观主线影响资产价格。**从2022年11月开始，影响全球资产价格主要有四大宏观主线：中国防疫措施调整带来消费需求的全面恢复、中国房地产企业融资环境的大幅改善和房地产销售政策的调整、美联储加息的放缓以及欧洲能源危机的缓解。在此宏观环境下，全球股市普遍上涨、美元指数下跌人民币升值、多数大宗商品价格上涨、美国国债利率回落，中国国债利率上升。1月份这一趋势延续。
- **预期与现实之间：重要的转折点。**过去两年国内经济承压下行，其中最大的两个影响因素就是疫情和地产，对消费和投资带来广泛的负面影响。2022年11月防疫和地产政策的调整，就是影响过去2年经济增长最大的两大变量的政策转折，是“政策底”。即便在“政策底”发生之后的一段时间经济受到一些短期因素的影响还没有明显改善，但是资产价格已经对这种中长期增长前景的转向做出积极“响应”：“市场底”与“政策底”基本同步，领先于“经济底”
- **融资环境转变：从预期走向现实。**房地产是国内基建内循环的核心环节，其持续下行关键在于房企的流动性危机。政策变化带来融资环境的大幅改善，明显降低了房企的违约风险，对权益类资产特别是恒生指数带来直接的利好。融资环境改善只是走出房地产危机的第一步，房地产销售后续还将逐步恢复。但是从融资改善到销售改善，中间的时间间隔还存在一定的不确定性
- **资产价格展望。**从去年11月开始的四大宏观主线在一季度仍然将延续。经过三个月上涨之后，部分资产价格如人民币、恒生指数、沪深300、铁矿石、螺纹钢和铜等已经有较大幅度的上涨。基于预期的上涨行情或已得到较为充分的演绎，而在现实还未充分兑现之前市场的波动加大，但是不会影响整体的趋势。在现实开始明确兑现之后（即看到地产销售的回升、房价的企稳和消费的持续复苏），波动或将减小，趋势再次回归。

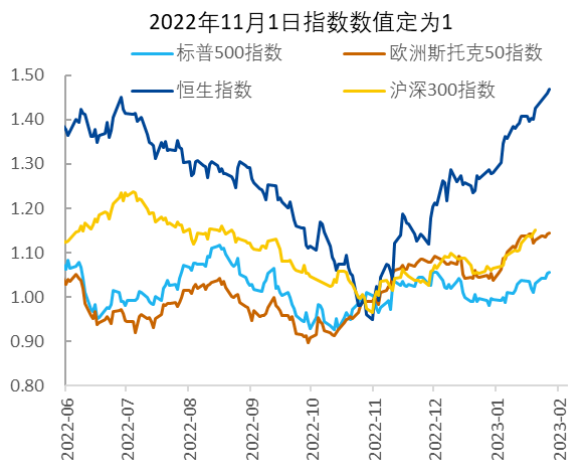
## 目录

一、资产表现回顾：四大交易主线.....	3
二、预期与现实之间——重要的转折点.....	4
三、融资环境的改变：从预期走向现实.....	6
四、美国：焦点转变.....	8
五、资产价格展望.....	9
六、风险提示.....	9

## 一、资产表现回顾：四大宏观主线

从2022年11月开始，影响全球资产价格主要有四大宏观主线：中国防疫措施调整带来消费需求的全面恢复、中国房地产企业融资环境的大幅改善和房地产销售政策的调整、美联储加息的放缓以及欧洲能源危机的缓解。在此宏观环境下，全球股市普遍上涨、美元指数下跌人民币升值、多数大宗商品价格上涨、美国国债利率回落，中国国债利率上升。1月份这一趋势延续。

图 1：1 月份全球股市普遍上涨



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 2：股票、部分商品和人民币汇率均上涨



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 3：国内银行理财的赎回带来流动性的收紧，未来政策利率调整的可能性不高



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 4：美国股债同涨反映目前驱动市场的主要因素为流动性，对衰退的担忧较少



资料来源：Wind，申万期货研究所

就股市表现来看，A股主要受益于对中国经济的回升的乐观预期。这种预期在春节之后或逐步兑现。美股主要受益于通胀回落之后美联储加息速度的放缓；而港股既受到中国经济回升的预期推动和美联储加息放缓带来的估值提升，因此近期港股涨幅明显高于A股和港股。欧洲在能源危机缓解之后经济景气度改善，欧洲股市表现也较好。

债券方面，中国长端国债利率受到经济前景改善的影响出现一定幅度上涨，短端则更多受到银行理财的赎回带来的流动性收紧的影响。AAA银行同业存单的利率已经从前期的逆回购利率附近上涨至MLF利率附近，未来一段时间政策利率调整的可能性不高，流动性进一步收紧的空间有限。

汇率方面，中国经济回升、债券利率的上升和美国经济的放缓以及美联储加息速度的放缓，都指向人民币对美元升值。欧元区经济景气度的改善与欧央行偏鹰派的货币政策表态，也促进了欧元的升值与美元的贬值。

大宗商品方面，中国需求影响较大的商品多数出现上涨。从基本的供需来看，一些商品的基本面在2022年末和2023年初尚未看到明显的改善，但是对于未来较为乐观的需求对市场情绪形成了较大的提振。这种需求未来在多大程度上兑现成为关键。

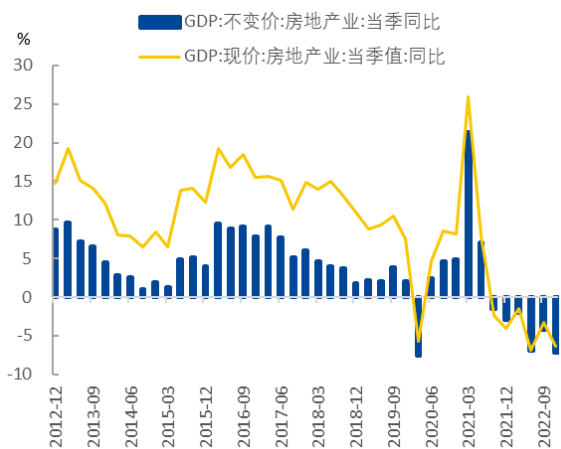
## 二、预期与现实之间——重要的转折点

2020年受到新冠疫情的影响，国内经济在短期出现了大幅的回落，但是从当年二季度末开始经济就出现了明显的回升。从2021年下半年开始至2022年末，国内经济再次持续承压下行，其中最大的两个影响因素就是疫情和地产。从2021年下半年开始，房地产业GDP同比增速连续6个季度负增长，史无前例。房地产对投资和消费都有大影响。某种程度上，房地产是中国经济内循环的核心。而在疫情和地产的双重冲击之下，居民消费明显回落。反映消费的零售增长持续偏离疫情前的趋势。作为对比，在2020年初零售大幅回落之后，2020年下半年至2021年上半年零售一度持续改善。实体经济受到较大负面影响，在居民的存款与贷款上也有直接的体现。居民的中长期贷款主要是房贷，2022年末居民的房贷一度回落至2010年附近的水平；而在消费与买房活动明显减少之后居民存款大幅上升。

即便从长期来看，中国居民的消费和房地产销售增速的中枢都可能持续下行，地产的销售可能已经进入下行通道；但是过去

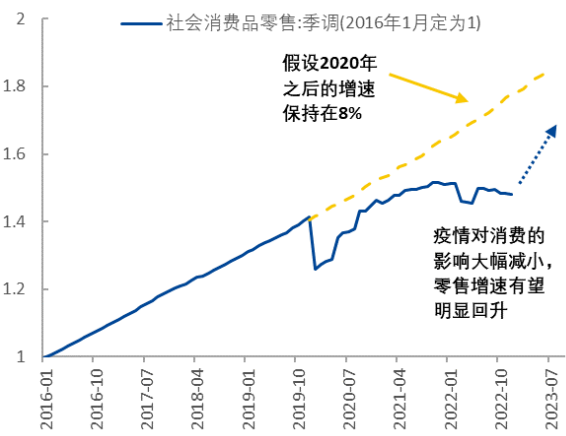
2年左右这两点下行的速度过快，地产销售在2年时间里下行的幅度超过此前近10年上涨的幅度，这带来很多经济活动极其剧烈的收缩。显然这种下跌的速度太快，是非正常的经济现象。在防疫措施与地产政策调整之后，消费与地产销售存在明显的改善空间，即便这种改善可能是向长期的下行中枢的回归。

图 5：房地产业 GDP 已经连续 6 个季度同比负增长，史无前例



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 6：受疫情等多方面因素影响，反映消费的零售数据大幅偏离疫情前的增长趋势



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 7：居民新增中长期贷款回到 10 年前的水平



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 8：居民新增存款大幅增长



资料来源：Wind，申万期货研究所



2022年11月防疫和地产政策的调整，就是影响过去2年经济增长最大的两大变量的政策转折，是“政策底”。即便在“政策底”发生之后的一段时间经济受到一些短期因素的影响还没有明显改善，但是资产价格已经对这种中长期增长前景的转向做出积极“响应”：“市场底”与“政策底”基本同步，领先于“经济底”。

### 三、融资环境的改变：从预期走向现实

房地产GDP从2021年下半年开始持续负增长，受到多方面因素的影响，其中关键的一点是房地产企业融资环境的持续恶化，违约风险大幅上升，即流动性危机。从房企美元债的违约情况来看，2021年有接近30%的债务违约，2022年超过了50%！违约风险的大幅上升导致中资高收益美元债（以房企的发债为主）收益率从2021年初的10%以内一度上涨至30%。房企的流动性危机导致部分企业交楼难度上升，考虑到银行对房地产行业的敞口，房企的流动性危机甚至对银行资产质量带来一定影响。

图 9：房企融资环境的大幅改善显著降低了违约风险，美元高收益债的收益率明显下行



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 10：企业的信用风险降低，对港股带来较大的利好



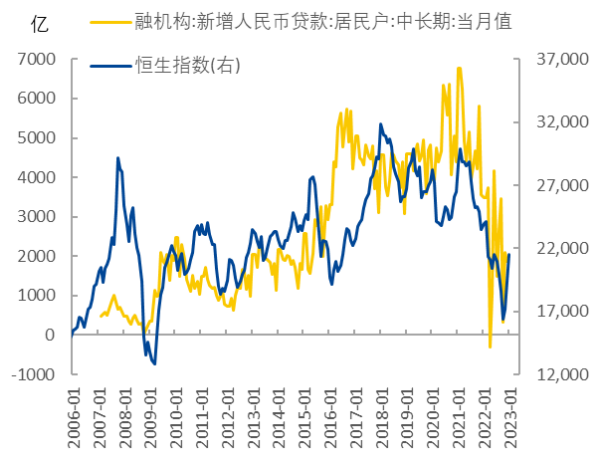
资料来源：Wind，申万期货研究所

在改善房企融资的“十六条”政策以及“三支箭”推出之后，房地产企业的融资环境有了大幅改善，违约风险显著降低。中资高收益美元债收益率在2个多月的时间里从30%迅速回落至15%，为一年多以来的低点。当然比2021年初还高了不少。对比高收益美元债指数与恒生指数可以发现，二者的涨跌有较大的一致性。高收益债的价格与宏观经济的景气度密切相关，而后

者同样也影响到股票的价格。因此过去很长时间里中资高收益美元债的价格与恒生指数走势高度一致。从高收益美元债的收益率来看，目前还只是危机的缓解，企业融资成本依然很高，这意味着美元债的收益率还有下行空间，恒生指数还有上行空间。

融资环境改善只是走出房地产危机的第一步，房地产销售后续还将逐步恢复。但是从融资改善到销售改善，中间的时间间隔还存在一定的不确定性。居民的中长期贷款(主要是房贷)和房价的涨跌都与房地产销售密切相关，可以用来表征房地产市场的景气度。前文提到过，房地产是中国经济内循环的核心，因此对比居民的中长期贷款、房价的环比涨跌幅与股指(恒生指数、沪深300指数)，可以看到在很多时候走势高度同步。其中的逻辑在于，房地产销售及影响房地产的投资也影响房地产后周期的消费，还影响居民甚至是整个经济体的信用扩张。现在的问题是，过去2个多月股指的反弹来自于融资环境的改善、流动性危机的缓解，但在房地产销售层面还没看到持续改善的迹象。从预期到现实有多长时间还需观察。

图 11：居民中长期贷款既反映房地产销售又影响经济体的信用扩张，对股市影响很大



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 12：房价的涨跌与房地产销售和投资，以及居民信用扩张高度关联，



资料来源：Wind，申万期货研究所

短期来看，由融资环境改善驱动的股市上涨已经到达一定幅度。但是房地产现实层面的改善还较慢。预计未来政策层面促进房地产销售的措施还将不断推出。从预期过渡到现实之后，股指有望延续之前的上涨。

## 四、美国：焦点转变

2022年美联储加息速度比此前多次的加息周期都更快，对于美国经济产生的影响在逐步体现。美国制造业生产和企业投资都出现了停止增长甚至是负增长的现象，对美国工业品价格和消费者价格都带来较大的影响。近期中国和欧洲的多重利好对部分工业品价格带来提振，但是受美国经济增长影响较大的原油价格仍然表现较弱，主要就是收到美国经济增长的拖累。

图 13：美国制造业生产已经负增长，对原油价格带来一定的影响



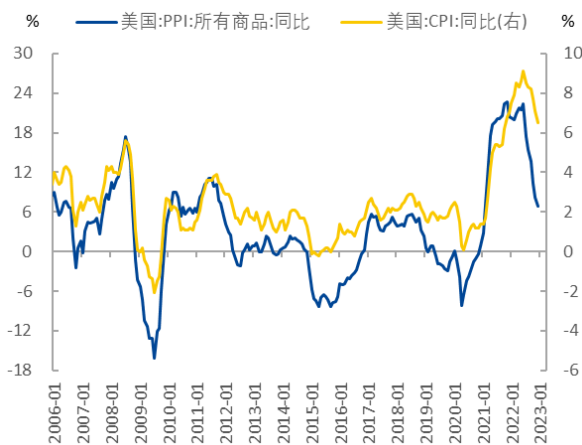
资料来源：Wind，申万期货研究所

图 14：反映企业投资的核心资本品订单停止增长



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 15：美国工业生产和投资都开始放缓，工业品价格和消费者价格增速都明显回落



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 16：美国 2 年期国债利率低于联邦基金利率，加息周期即将结束



资料来源：Wind，申万期货研究所



美国通胀回落美联储加息速度放缓，2月初美联储议息会议大概率加息25bp，市场已经在关注什么时候结束加息。2年期美债收益率已经低于联邦经济利率，就是这种预期的体现。最新公布的去年四季度美国GDP季调环比折年增长达到2.9%，显示美国经济增长虽然放缓但是还存在一定韧性。2022年美联储货币政策的超预期调整主要是为了抑制通胀，2023年美联储货币政策路径的演化或将主要取决于对美国经济衰退的判断。我们认为上半年美国经济明显失速的可能性不高，下半年则需重点关注美国经济下行带来的影响。

## 五、资产价格展望

从去年11月开始的四大宏观主线（中国防疫措施调整带来消费需求的全面恢复、中国房地产企业融资环境的大幅改善和房地产销售政策的调整、美联储加息的放缓以及欧洲能源危机的缓解）在2023年一季度仍然将延续。经过三个月上涨之后，部分资产价格已经有较大幅度的上涨，例如人民币兑美元已经回到去年第三季度的水平，恒生指数已经回到去年3月和7月的高点附近，沪深300指数在过3个月的涨幅也已经接近20%，10年期中国国债利率也回到2021年末的水平。而受益于中国经济改善的部分大宗商品价格如铁矿石、螺纹钢和铜等也有较大幅度的上涨。基于预期的上涨行情或已得到较为充分的演绎，而在现实还未充分兑现之前市场的波动加大，但是不会影响整体的趋势。在现实开始明确兑现之后（即看到地产销售的回升、房价的企稳和消费的持续复苏），波动或将减小，趋势再次回归。

## 六、风险提示

- 1、中美关系发展超预期；
- 2、美国经济衰退超预期。

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。