

# 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 模型预期近期走势 (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

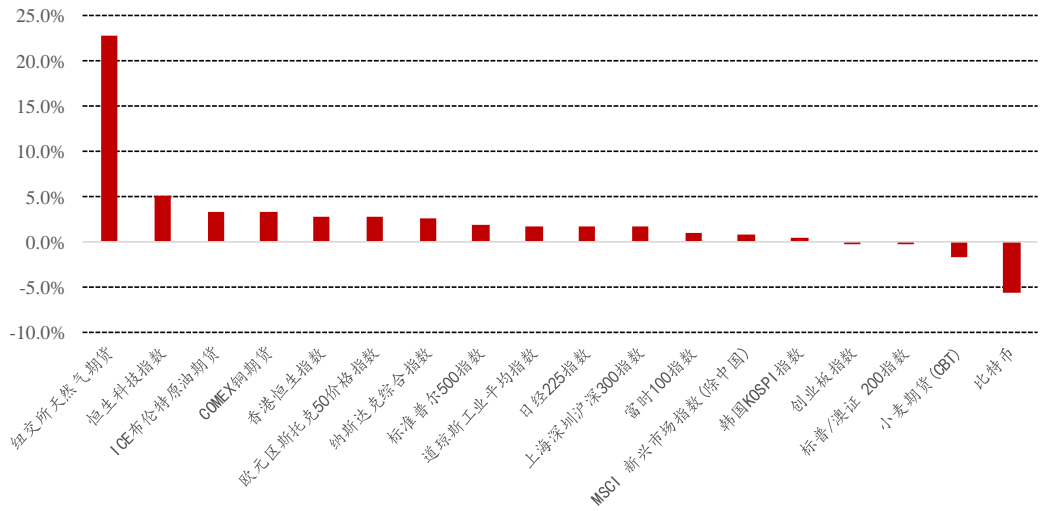
**全球资产：美国就业数据前“紧缩”担忧未持续升温，全球风险资产价格普遍回暖。**本周公布的美国2月ISM制造业PMI数据显示美国的制造业活动持续处于收缩区间，但47.7的水平仍显著高于历史上经济衰退期间的低谷数值。另一方面，2月55.1的服务业PMI显示非制造业经济活动仍然充满活力，不过其分项中的物价指数保持了回落的势头，这有助于缓解市场对于美国通胀压力的担忧。欧元区方面，尽管各个经济体有所差异，但是2月欧元区整体的制造业PMI为48.5，同美国的水平接近，显示该区域制造业仍持续降温；另一方面，欧元区主要经济体2月CPI均高于市场预期，这加剧了市场对于欧央行紧缩政策的担忧，但并未对全球资产造成显著冲击。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
<b>风险资产</b>				
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
<b>避险资产</b>				

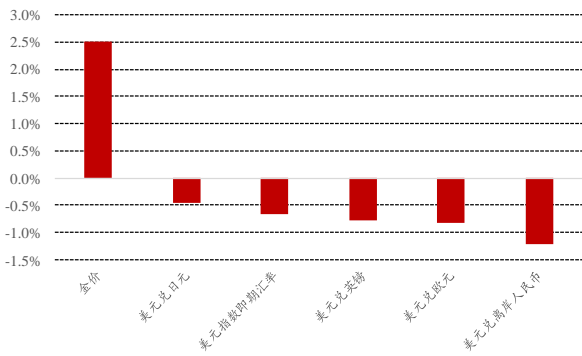
资料来源：彭博，中银证券，注：截至23年3月3日收盘价 资产排序按照“风险程度”从高至低排列；风险程度基于资产2017年以来同MSCI全球股票指数的关联度；债券收益率和利差的BP变动中，正值为收益率下行/利差缩小，负值为收益率上行/利差扩大

图表 2. 全球风险类资产价格 5 日表现排序



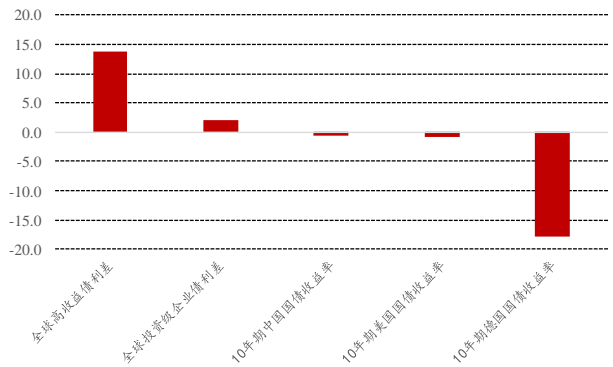
资料来源: 彭博, 中银证券, 注: 截至 23 年 3 月 3 日 收盘价

图表 3. 美元汇率对 & 黄金 5 日表现排序



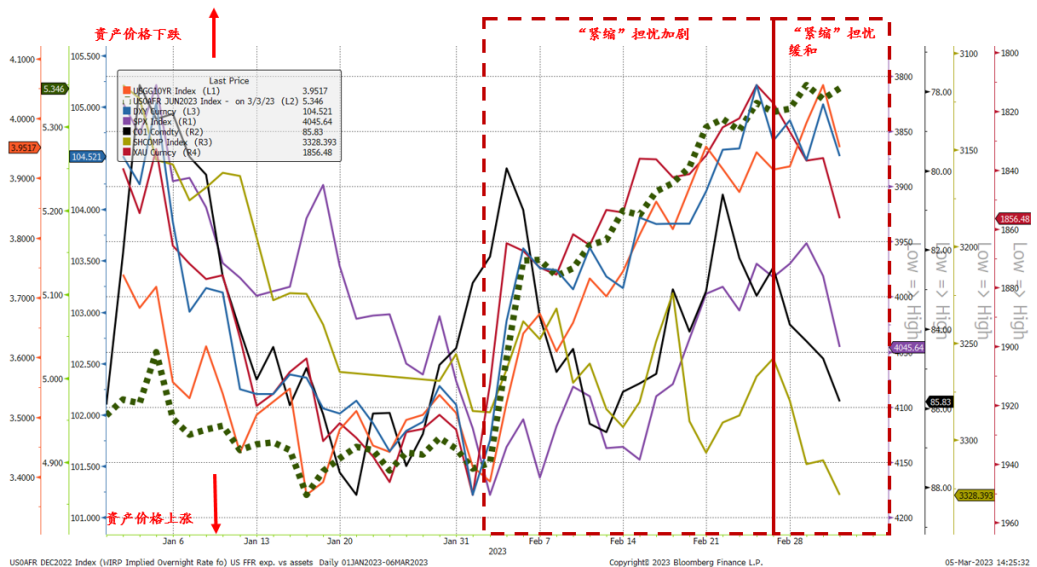
资料来源: 彭博, 中银证券, 注: 截至 23 年 3 月 3 日 收盘价

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



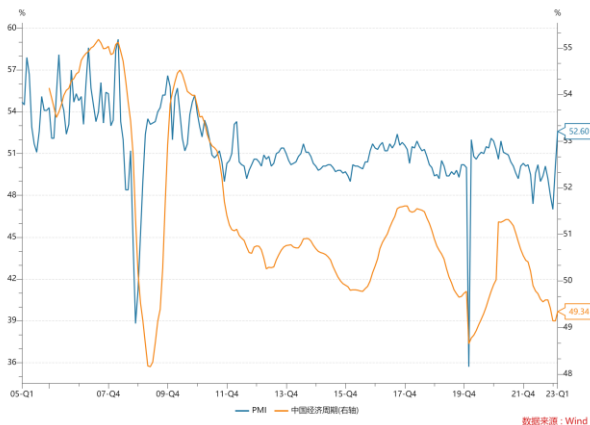
**中国在岸资产：超预期 PMI 以及两会行情推升市场对经济恢复预期，本周在岸风险资产走高。**在大超市场预期的 PMI 以及两会行情推动下，本周在岸市场整体呈现出风险资产走高，避险资产走低特征：除创业板外的主要股指全周小幅收涨；人民币在双边汇率和一揽子指数中均小幅走强；南华商品指数及其主要分项本周也是小幅收涨；在降息预期边际回落的背景下，1 年期国债收益率小幅走高约 3bp，而 10 年期收益率小幅下行约 1bp。在全球经济增长不确定性较高以及国内政策持久定力的背景下，我们对于未来中国经济活动是否能够持续快速超预期恢复持有较为谨慎的态度。

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%

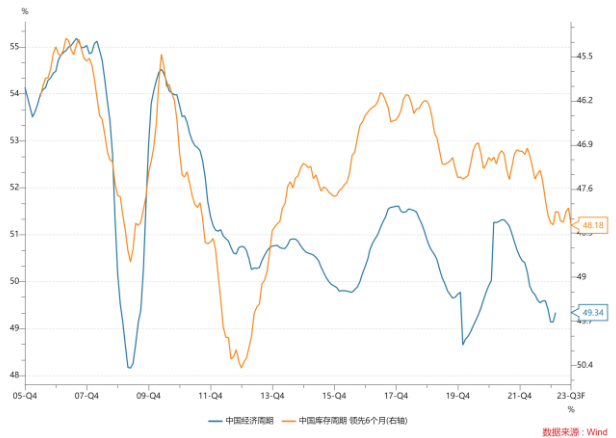
资料来源：万得，中银证券，注：时间截至 23 年 3 月 3 日 收盘价；国债收益率和信用债利差 BP 变动中，正值为收益率/利差下行，负值为收益率/利差上行

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。

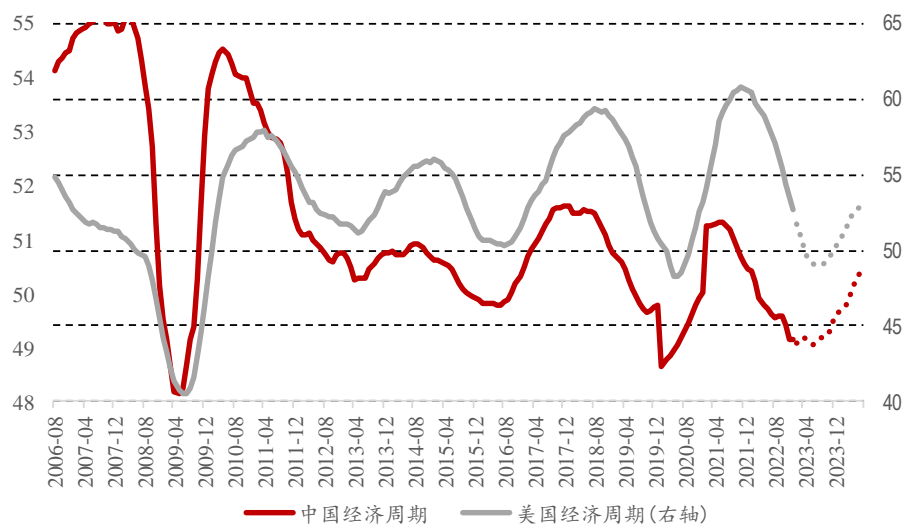
我们预计中美经济周期有望在 2023 年 2-4 季度共振反弹。基于我们的经济周期模型，并参考市场的一致预期以及中银宏观团队的分析，我们预计 2023 年 1 季度，中国经济周期会持续处于磨底阶段，而美国经济周期仍处于下行阶段；本轮中美经济周期底部会弱于 2016 年但是会好于 2008 年金融危机；本轮中美经济周期的底部有望在 2023 年 2-4 季度形成，并在之后开始共振上行。

（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。）

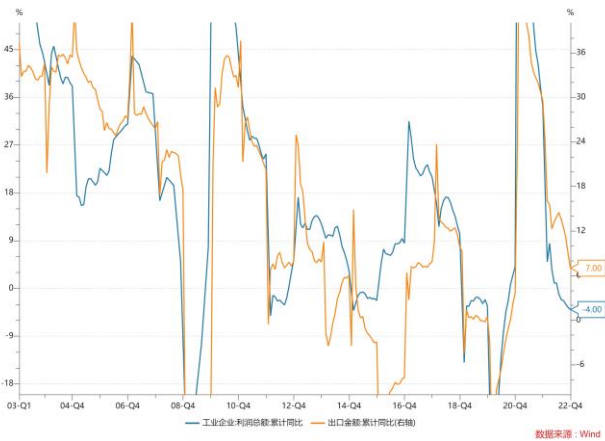
图表 9.中美经济周期：实际值 & 预测趋势



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

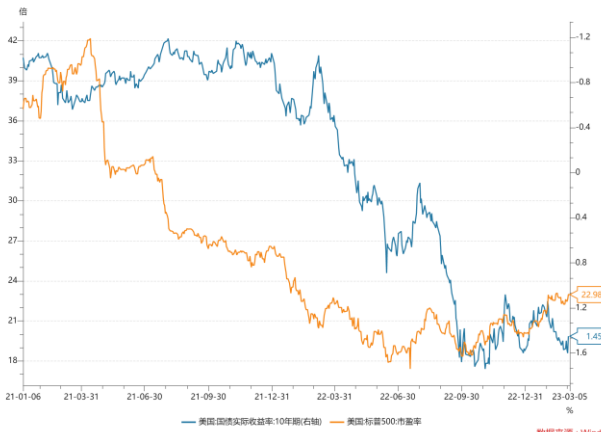


资料来源：万得，中银证券

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。

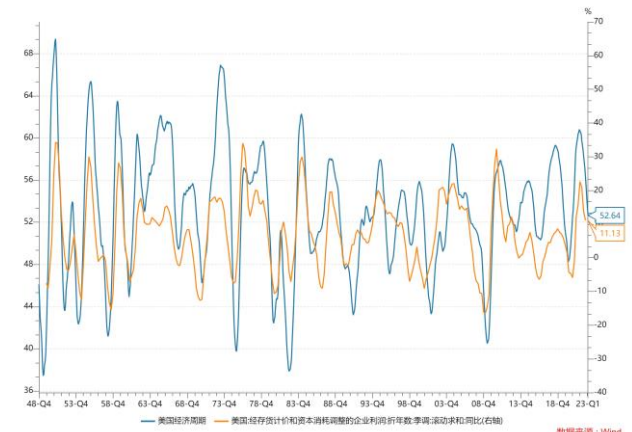


图表 12. 尽管短期走高, 但美债实际利率仍有可能重返回落趋势(右轴, 逆序) 并推动美股估值回升



资料来源: 万得, 中银证券

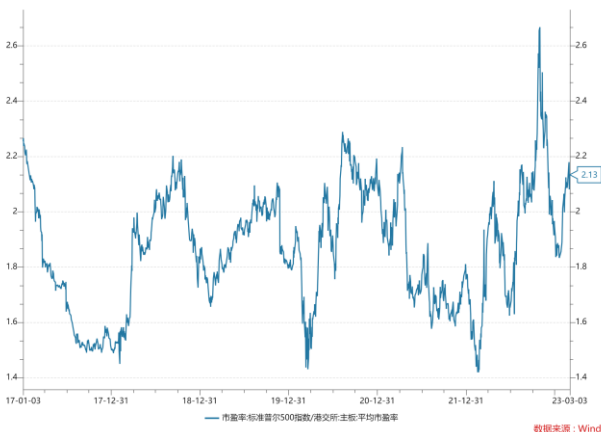
图表 13. 美国企业利润增速或追随美国经济周期持续回落



资料来源: 万得, 中银证券

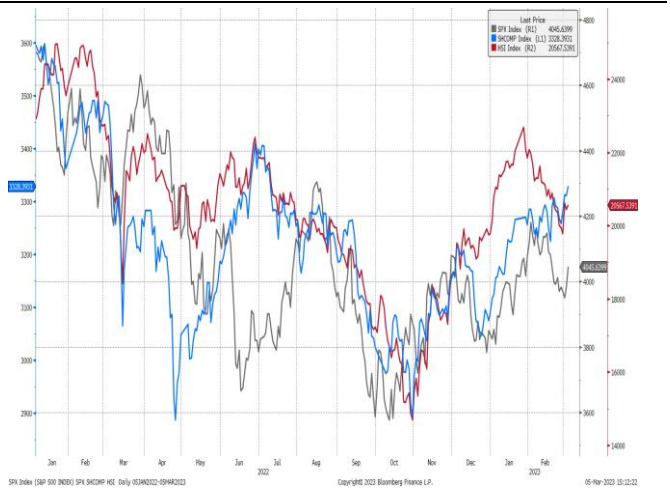
港股短期可能仍有一定的回暖空间; 趋势性反转或仍需等待。短期来看, 类似于 A 股, 港股盈利预期的变动或取决于内地经济实际恢复情况和支持性政策的持续程度以及强度之间的平衡; 估值则受益于“软着陆”交易下美国名义和实际利率回落。但是从稍远一点的角度来看, 中国经济增长可能仍需面对全球经济下行的压力。我们认为这意味着港股的趋势反转可能仍需等待。

图表 14. 港股较美股的估值性价比重回历史较高水平



资料来源: 万得, 中银证券

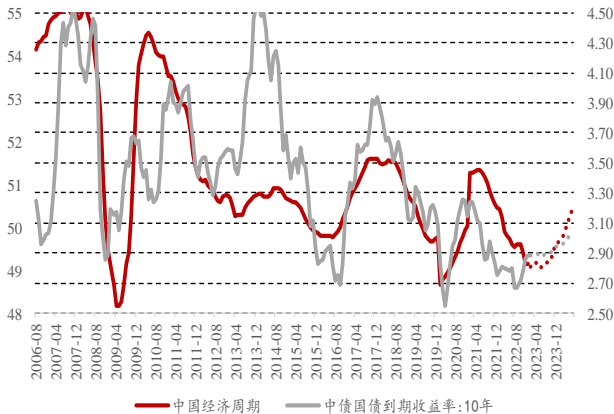
图表 15. 标普 500 (灰色线), 上证指数 (蓝色线) 以及恒生指数 (红色线) 本周同步反弹



资料来源: 彭博, 中银证券

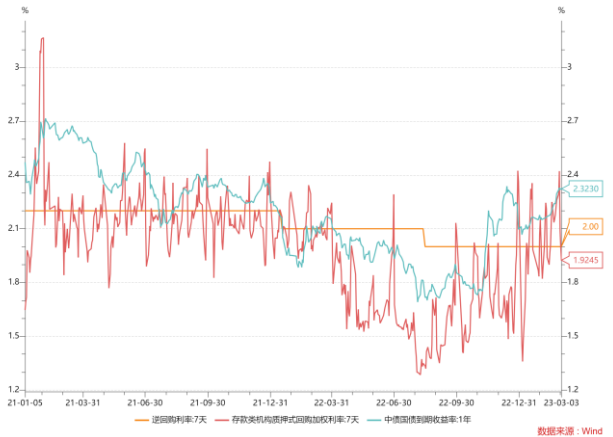
中债 10 年收益率短期震荡, 2023 年中后期存在上行风险。考虑到目前的经济的结构性和政策信号, 尽管降准和降息的空间仍在, 但我们认为货币政策在总量层面持续快速放松的可能性并不大。另一方面, 尽管近期疫情政策调整提振市场对于经济增长的预期, 但我们认为经济短期仍可能较难出现 V 型复苏, 而房地产恢复以及外需的不确定性则使得经济增长前景仍难言乐观。考虑到经济回暖的不确定性以及政策信号, 我们认为央行仍将主要依靠结构性政策 (而不是总量政策) 来继续呵护银行间流动性以及支持整体经济增长。综合来看, 我们认为中国 10 年国债收益率近期可能处于震荡行情。就具体点位而言, 中银固收团队在 2022 年 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 16. 中国 10 年国债收益率（右轴，%） VS 中国经济周期



资料来源：万得，中银证券

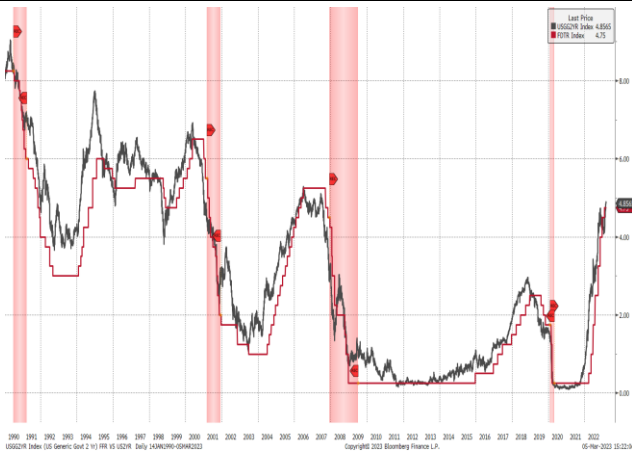
图表 17. 本周资金面紧张程度有所缓解，但降息预期的边际回落推动 1 年期国债收益率小幅走高



资料来源：万得，中银证券

美债 10 年收益率短期仍有震荡下行空间，而未来数月可能随着经济下行压力凸显而开始新一轮快速下行。2 月以来，伴随着紧缩风险的抬头，美债收益率持续回弹。本周随着这一风险的较为充分的计价以及关键数据的空窗期，美债收益率并未继续攀升。但是如在近期的报告中所言，我们认为市场的终点利率预期在目前 5.4% 左右的水平上进一步大幅走高的可能性较低并且“软着陆交易”仍有基本面支撑。我们因此认为美债收益率重返震荡下行的趋势仍是近期的大概率事件。未来数月随着美国经济下行压力的逐渐清晰，美联储可能不得不从目前抗击通胀的政策框架再次转换为拯救经济的政策框架，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。

图表 18. 美国联邦基准利率 VS 美债 2 年收益率



资料来源：彭博，中银证券

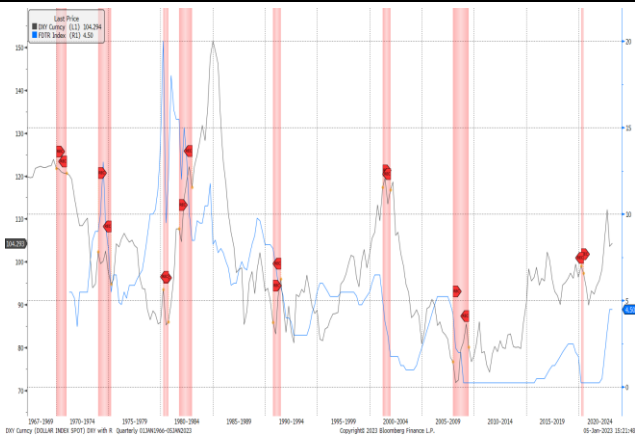
图表 19. 美债关键期限收益率近本周涨幅缩窄



资料来源：万得，中银证券

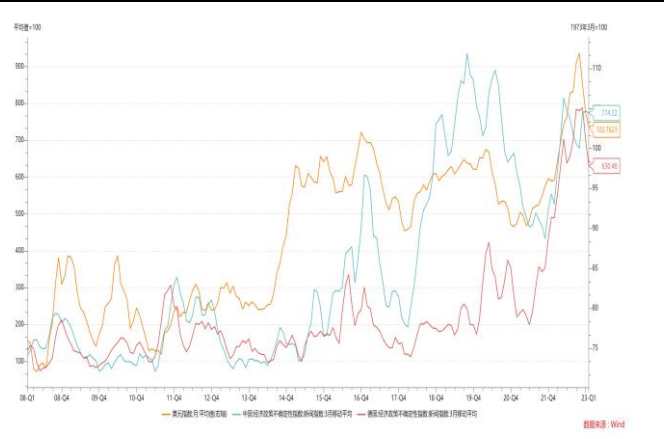
美元指数短期仍有重返震荡走低的可能性，但未来数月的走势可能取决于全球经济下行的程度。短期而言，在“软着陆交易”的主题下，尽管短期有所反弹，但我们认为美元指数仍可能重回震荡走低的趋势。同时，随着美联储对于市场的影响暂时弱化，日欧英等其它主要央行的政策决定对于美元的影响可能增加。在本地经济体通胀担忧高企的背景下，日欧英央行采取宽松政策的可能性较小。这也使得美元持续走高缺少经济逻辑支撑。未来数月，随着美国经济下行压力的逐渐清晰，市场逐渐进入“衰退交易”，美元指数的走势可能将取决于全球经济下行的程度——2008 年金融危机风险资产抛售最快的时期，也正是美元指数的快速上行期。

图表 20. 美国经济衰退期间美元指数表现较为强势



资料来源：彭博，中银证券

图表 21. 美元指数可能会随着中德经济不确定性回落



资料来源：万得，中银证券

受益于中国经济恢复和全球“软着陆交易”，铜油短期可能存在回暖空间；趋势性反转或仍需等待。据彭博统计，目前的分析师一致预期（中位数）是 2023 年布伦特油价可能会在 86-90 美元(每桶)左右波动，LME 铜价会在 8500-8550 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。不过短期而言，在中国经济开放和全球“软着陆交易”的推动下，铜油价格可能会短暂升破市场预期的范围。我们基于经济周期的模型也显示短期铜油存在反弹空间。不过更长远一点来看，随着全球经济下行压力的逐渐显现，铜油价格可能会重新面临下行风险，而在经济下行压力被充分计价之后，铜油价格可能重回趋势性上涨。

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）



资料来源：万得，中银证券

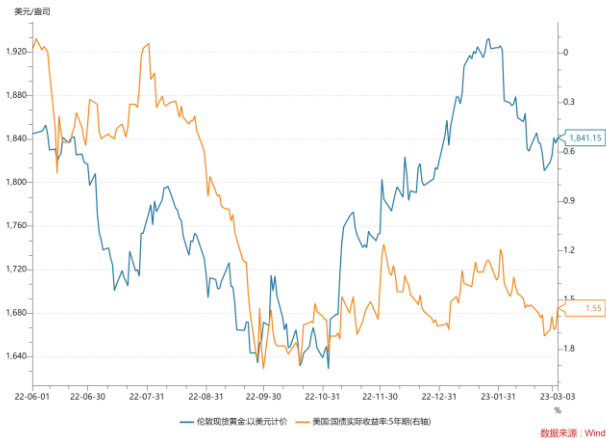
图表 23. 布特油价(美元/每桶)：实际值（红色线）VS 模型预期近期走势（灰色线）



资料来源：万得，中银证券

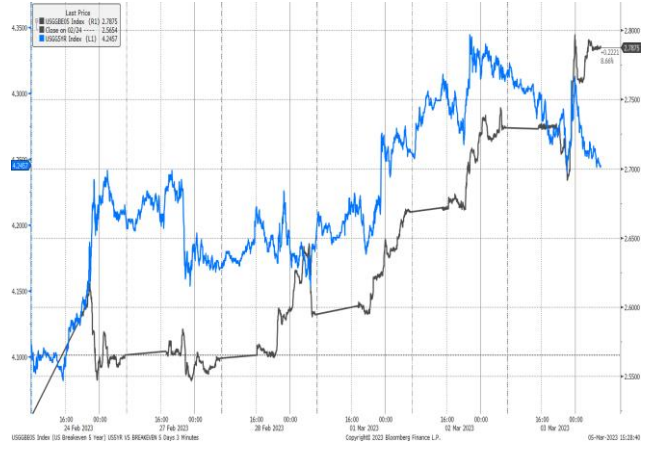
黄金短期可能存在回暖空间，但未来数月的走势可能取决于美国通胀和经济下行的相对速度。我们通过理解长端实际收益率（名义收益率减去通胀预期）来理解金价的可能走势。对于名义收益率，正如前文所说，我们认为在目前的“软着陆交易”阶段美债名义收益率可能会震荡下行，而在“衰退交易”阶段可能会下行得更快。对于通胀预期，我们观察到美国 5yr breakeven 近期持续快速走高。如果该趋势能够持续，那么走弱/涨幅较慢的名义利率 & 快速走高的通胀预期毫无疑问是黄金的“黄金搭档”。但是从逻辑上看，这一组合的持续时间应该不会很长——走高的通胀预期可能很快会成为美联储和市场的关注焦点，从而在紧缩的预期下抬高名义利率。未来随着市场进入“衰退交易”之后，金价的走势则可能取决于美国通胀和经济下行的相对速度（以及美联储的政策应对）。目前市场一致预期是 2023 年伦敦金现可能交易在 1850 美元/盎司附近。基于上述分析，我们认为金价短期可能会持续突破这一区间的上限，但是上涨的持续性仍有待观察。

图表 24. 金价 VS 美债 5 年实际利率 (右轴逆序)



资料来源: 万得, 中银证券

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



资料来源: 彭博, 中银证券



## 风险提示

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 年之后该指数持续趋势性上升 2) 大致上呈现出三年左右一个“周期”，每年都有“小高潮” 3) 我们目前处于 2022 年年初开始的“周期”的上行阶段。我们认为上述观察可能反映了金融危机之后全球经济政治发展出现的新特征。



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



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任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，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予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，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。所有本报告期内使用的商标、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