金信期货
GOLDTRUST FUTURES

宏观 •季度报告

2023 年 3 月 26 日

Experts of financial derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1 号

作者：黄婷莉

• 从业资格编号 F3073548

• 投资咨询编号 Z0015398

邮箱：huangtingli@jinxinqh.com

中国渐复苏，海外近衰退

内容提要

疫后修复是短期国内经济主线：随着疫情在 12 月底度过峰值，今年年初经济进入疫后修复的早期阶段，高频数据显示经济沿着出行-->基建-->地产渐进好转，经济修复维持向好势头，1-2 月 PMI 重回扩张区间并延续回升也验证高频数据显示的经济修复特征。尽管高频数据特征一度分化导致市场对经济修复斜率的分歧加大，但经济修复方向确认，短期节奏扰动不改中期修复趋势。

总的来看，当前经济复苏仍处在早期阶段，其修复特征主要体现为政策驱动、积压需求、场景恢复等因素带来的外生性和补偿性动能，环比增速爬坡较快，但顺周期力量不强，内生动能尚在修复阶段，同比增速与潜在增速仍有距离。从海外经济体疫情放开下经济修复的经验来看，修复早期阶段往往持续 1-2 个季度，而后进入以就业、收入等内生动能主导的第二阶段修复期，经济修复的斜率将随之放缓，而同比增速仍难回到疫情前水平。

随着出行链条下居民活动修复、以及基建链条加力对就业拉动的逐渐显现，我们认为需求端仍有修复空间，本轮国内经济修复仍有一定持续性。但收入和信心的改善仍然是慢变量，内需循环的畅通仍需要时间，因此以内生动能驱动的经济修复第二阶段的斜率将逐渐收敛，同比增速继续向潜在增速回归。且政策端弱化经济增速目标，强调就业和扩大消费的优先位置，大规模刺激性政策缺位下今年经济复苏大概率偏于温和。短期风险在于 2 季度国内经济修复斜率不及预期，但届时三季度仍有增量政策出台窗口，中期看无需太担心今年经济修复的趋势。

国内经济修复结构仍体现为内需回升对冲外需回落：随着国内疫情防控约束逐步打开以及扩内需战略的出台，拖累 2022 年经济下行的两大因素消费和地产有望企稳，低基数+地产底部企稳对经济拖累减轻+消费、基建对冲出口下行，2023 年国内经济主线为疫后修复，经济增速有望向 5-5.5%回归。从 1-2 月经济数据来看，经济开局平稳复苏，除生产端仍受到一定疫情尾端的扰动外，消费和投资整体增速均高于预期。往后看，今年经济增长的结构可能表现为，1）疫情制约打开支撑居民消费修复路径；2）随着供给端纾困政策出台缓释地产信用风险，地产投资链条负循环打破，地产底部企稳；3）基建和制造业仍是短期拉动内需的主力；4）外需回落仍是今年经济的一大挑战。

美联储面临“通胀韧性”和“金融风险”的权衡：年初以来，美联储加息预期一波三折，从年初通胀回落下加息节奏进一步放缓→2 月“美国经济数据超预期强劲+通胀下行速度偏慢+美联储鹰派发言”下的加息预期回摆→3 月硅谷银行风险事件引发市场流动性担忧及美国经济衰退预期，加息终点和节奏再度下修。**3 月初以来美国硅谷银行引发的风险事件是海外宏观逻辑的主导，往后看美联储抗通胀立场仍然不变，但在银行风险事件可能导致信用紧缩过程加快下，金融稳定逐步成为美联储加息进程中的权衡因素之一，通胀的影响权重开始变弱。**短期美联储大概率将采取以结构性工具解决金融风险，而继续以利率政策来应对通胀韧性的组合。同时美联储乐见信用紧缩对总需求的拖累，从而发挥抑制通胀的效果，后续更大幅加息的必要性下降，加息周期大概率正接近尾声。**而随着信用收紧过程的加快，对实体经济的拖累也会进一步显现，美国经济衰退风险正在上升。**

请务必仔细阅读正文之后的声明

国内外宏观主线主导资产价格走势：一季度，国内外宏观分别沿着“中国经济疫后修复”和“海外经济衰退渐进及货币转向”的主线展开。而 2 月以来，国内主线同时受到经济复苏斜率分歧加大、经济增速目标低于预期下政策力度下修的扰动，海外加息节奏则面临美国经济数据超预期强劲、通胀下行速度偏慢、以及银行风险事件蔓延的波动，美联储加息预期一波三折。总的来看，市场预期差是形成资产价格的波动来源，全球各大股指一季度大多上涨、但波动加大，国内创业板和港股表现偏弱，体现全球流动性风险的影响，海外收益率多数下跌但美债利率波动明显加大，国内 10Y 国债收益率基本在 2.8-2.9%区间内窄幅震荡。

近期宏观主要矛盾仍在于海外，银行风险事件的蔓延带来市场风险偏好的下降、以及美联储货币政策调整的不确定性，风险资产价格短期压力有所加大。随着银行业风险带来的美国信用紧缩临近，未来美国经济下行压力加大，衰退风险或逐步定价，美债、贵金属仍偏利好，不过近期涨幅已经不小，降息预期已经被较充分定价，不排除会有所回调。而美股则将逐步反映分子端盈利下修的压力。随着后续扰动逐步减弱后，国内资产价格的主线或仍将回到经济复苏的节奏中。

1) A 股短期仍面临“海外银行风险事件+国内政策和增长下修”的压力，存量资金博弈+板块轮动过快，预计 A 股仍处在震荡区间，赚钱效应不佳；中期经济向好修复趋势仍是主导股市上行的因素，随着美联储加息渐近尾声、以及国内政策增量预期打开，4-5 月股市胜率或将提升。
2) 债市中期仍是“经济温和修复+货币稳健偏松”的逻辑，10Y 国债收益率大概率延续 2.8-3.0%震荡区间。
3) 美联储加息周期渐入尾声，鸽派+银行风险事件加速信用紧缩，美国经济下行压力加大，中美经济周期错位下人民币汇率仍以稳中偏强为主，美元仍存下行压力。
4) 商品方面，贵金属中期将继续受益于美联储加息尾声+美国经济衰退风险上升，不过在前期上涨较快以及市场降息预期较为充分下，短期可能存在调整需求；随着美国经济下行压力加大，流动边际宽松预期以及美元走弱支撑有色金属，而原油价格或仍受制于美国远端经济衰退压力；而以国内经济基本面主导的黑色系商品方面，在此前市场的强预期未得到兑现下，短期调整压力或有所加大。

风险提示

政策力度不及预期，货币政策收紧超预期，海外银行风波发酵超预期

目录

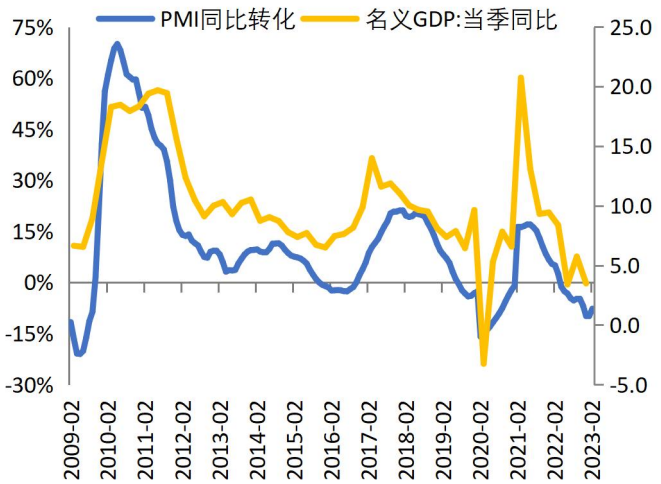
一、 国内经济修复方向确认 4
1. 一季度宏观主线的扰动加大 4
2. 疫后修复是短期国内经济主线 4
3. 经济修复的成色和特征如何？ 6
二、 国内经济修复结构：内需回升对冲外需回落 10
1. 疫情制约打开支撑居民消费修复路径 12
2. 房地产底部企稳对经济拖累减轻 13
3. 基建和制造业仍是短期拉动内需的主力 16
4. 外需回落仍是今年经济的一大挑战 17
三、 美联储面临“通胀韧性”和“金融风险”的权衡 19
1. 美联储加息节奏一波三折 19
2. 美联储控通胀道路仍未完成 19
3. 银行业风险下美联储金融风险权衡因素加大，加息周期接近尾声 .. 21
四、 国内外宏观主线主导资产价格走势 22
五、 风险提示 26
重要声明 27

一、 国内经济修复方向确认

1. 一季度宏观主线的扰动加大

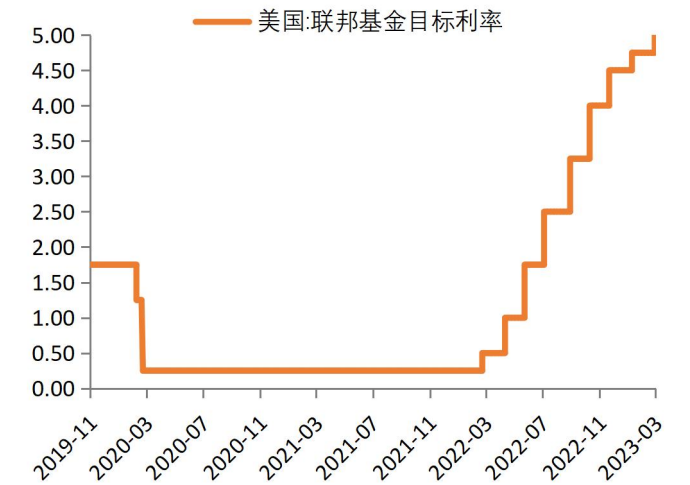
2023 年一季度，国内外宏观分别沿着“中国经济疫后修复”和“海外经济衰退渐进及货币转向”的主线展开。而 2 月以来，国内主线同时受到经济复苏斜率分歧加大、经济增速目标低于预期下政策力度下修的扰动，海外加息节奏则面临美国经济数据超预期强劲、通胀下行速度偏慢、以及银行风险事件蔓延的波动。总的来看，市场预期差是形成资产价格的波动来源。

图 1：国内经济疫后修复是主线（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 2：海外紧缩节奏仍是主线（%）



资料来源：Wind，优财研究院

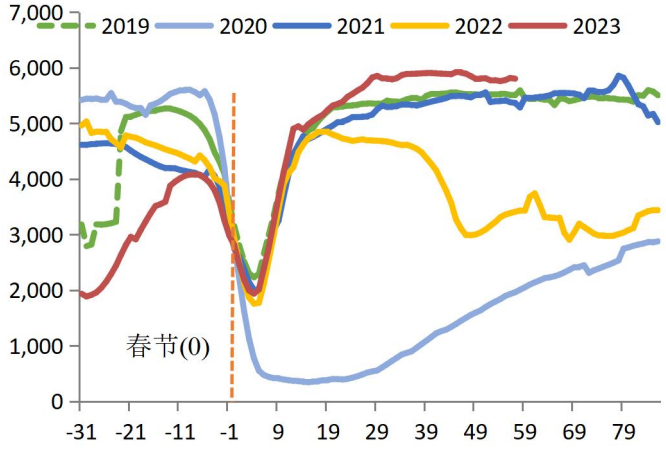
2. 疫后修复是短期国内经济主线

随着疫情在 12 月底度过峰值，今年年初经济进入疫后修复的早期阶段，高频数据显示经济沿着出行-->基建-->地产渐进好转，经济修复维持向好势头，1-2 月 PMI 重回扩张区间并延续回升也验证高频数据显示的经济修复特征。①出行端率先修复，主要城市地铁客运量和全国拥堵延时指数节后迅速回升，且超出疫情前水平，居民生活半径正

常化回归下，服务业景气度和社交类消费加快修复，餐饮消费回升较快；②而后随着元宵节后劳务到位率回升，建筑业开复工快速修复，尤其是基建和市政项目开复工情况逐步赶超去年农历同期水平；③而受制于资金到位偏慢的影响，房建项目开复工仍然相对偏慢，不过积压需求逐步释放支撑二手房销售逐步回暖并向新房市场有所传导，地产需求端呈现底部企稳的特征，后续施工端仍有修复空间。

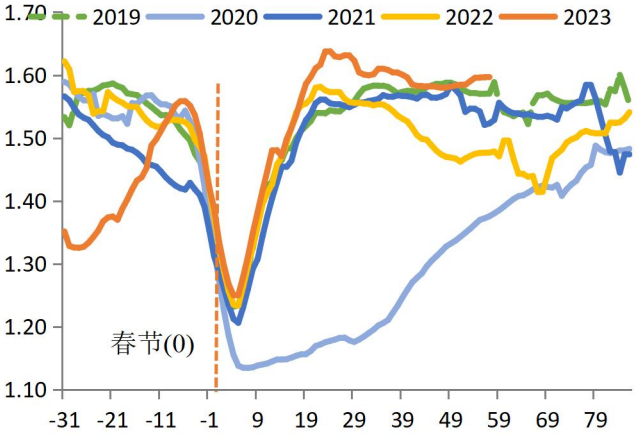
尽管高频数据特征一度分化导致市场对经济修复斜率的分歧加大，但经济修复方向确认，短期节奏扰动不改中期修复趋势。

图 3：10 个主要城市地铁客运量（万人次）



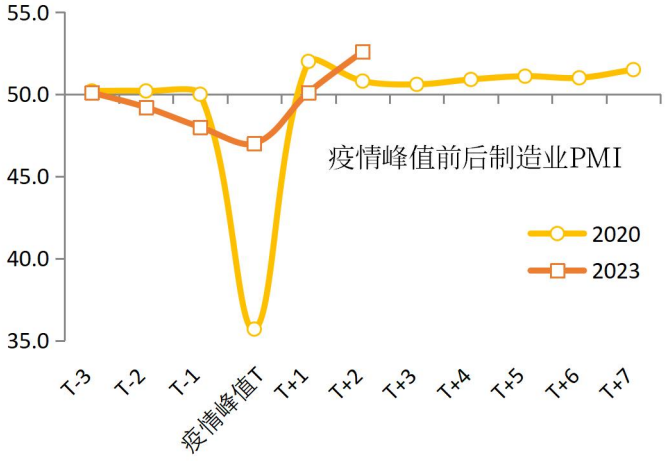
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：全国拥堵延时指数



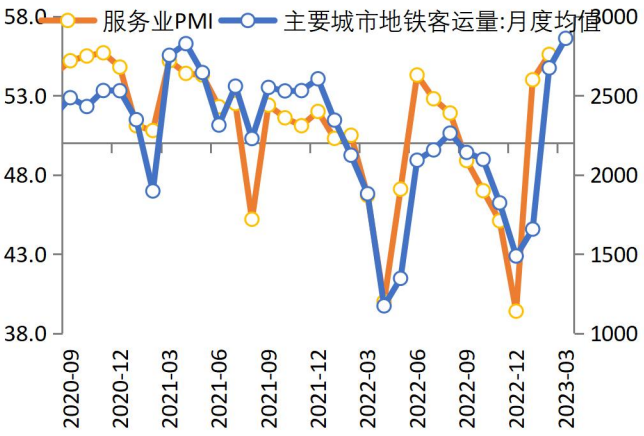
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：PMI 回升印证经济疫后修复阶段（%）



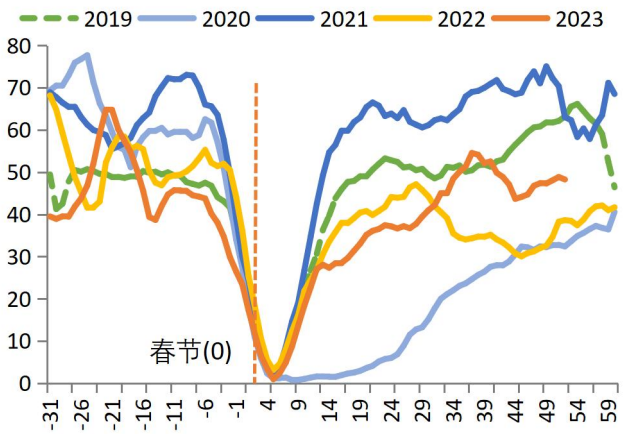
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：居民活动修复支撑服务业景气度回暖（%）



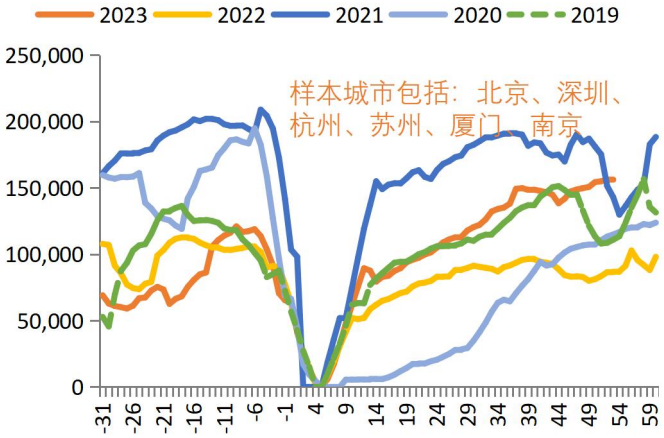
资料来源：Wind，优财研究院

图 7：30 城商品房成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

图 8：重点城市二手房住宅成交面积（平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

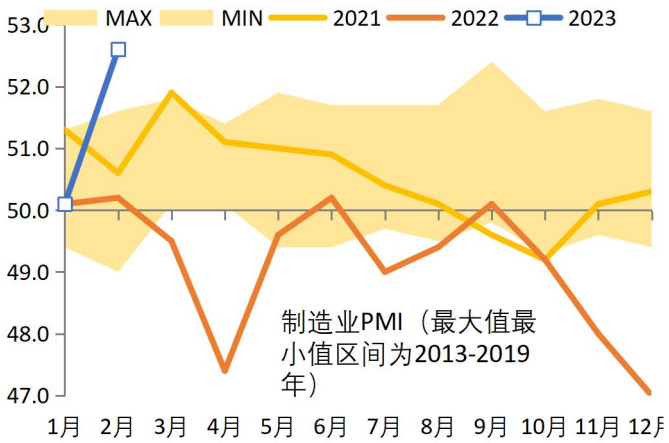
3. 经济修复的成色和特征如何？

随着疫情扰动对经济的拖累逐步消散，宏观经济进入修复区间，但我们同时也发现当前经济的复苏呈现一定的结构和特征：

1）**积压需求释放以及场景恢复支撑经济的脉冲式修复，环比增速爬坡快、但同比仍存在与潜在增速的差距。**以表征经济环比表现的 PMI 指标来看，1 月制造业 PMI 重回荣枯线上方意味着经济进入环比回升阶段，2 月 PMI 再度快速上升 2.5 个百分点至 52.6，大幅超出 2013 至 2019 年间的运行区间。

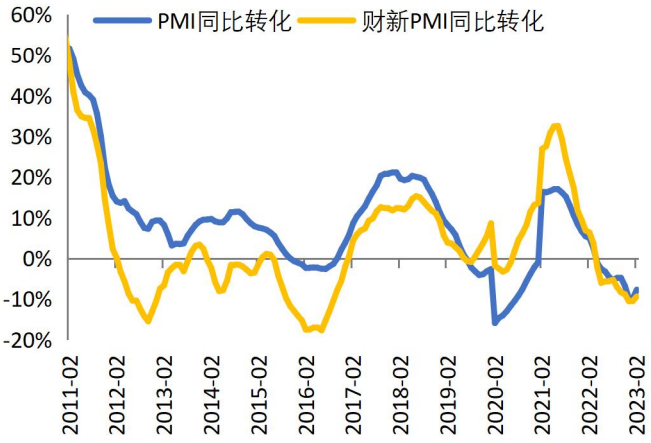
与 2020 年经济疫后修复阶段类似，环比增速的快速爬坡，更多地反映积压需求释放以及场景恢复下的补偿性修复，而后环比增速将逐步放缓。而反观 PMI 同比转化值依然处在底部区间，仅呈现筑底的态势，同比增速仍与疫情前水平存在明显差距。

图 9：PMI 环比回升速度较快（%）



资料来源：Wind，优财研究院

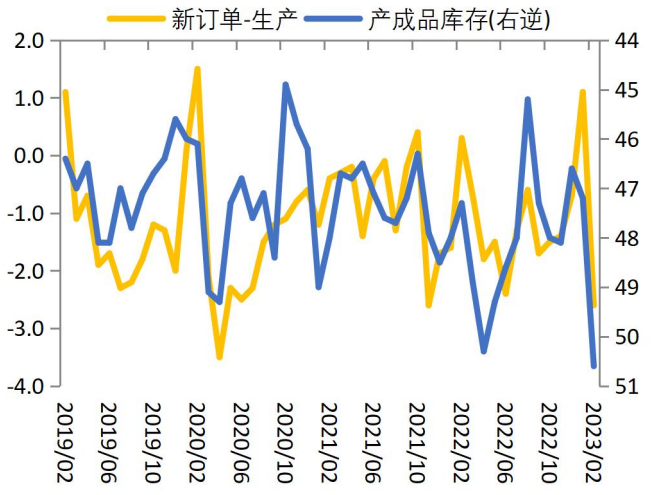
图 10：PMI 同比转化值依然处在底部区间（%）



资料来源：Wind，优财研究院

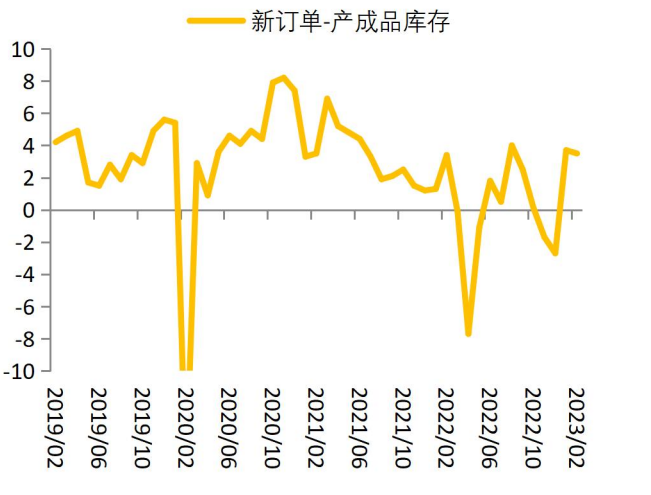
2）**复苏加快但需求仍略不足。**随着节后务工人员返程速度加快，生产端和建筑业开复工快速回升，2 月 PMI 生产指数明显回升，补齐了 1 月生产修复偏慢的短板。但供需结构以及经济动能的走弱均反映需求端修复仍然偏慢，拖累企业被动补库存。需求不足仍是当前经济修复的短板。

图 11：供需结构走弱对应被动补库存（%）



资料来源：Wind，优财研究院

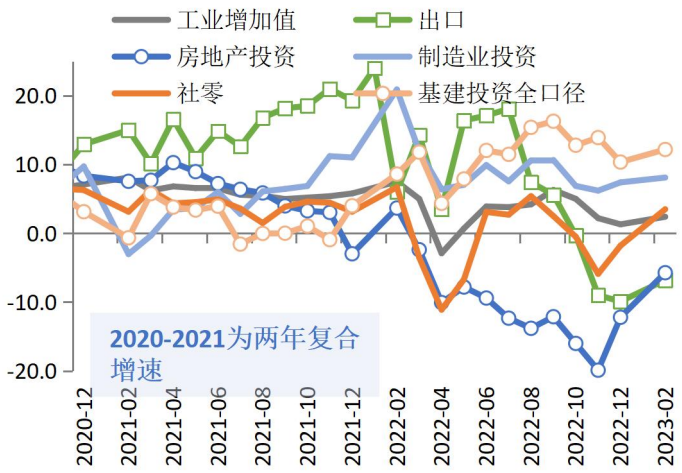
图 12：经济动能小幅回落（%）



资料来源：Wind，优财研究院

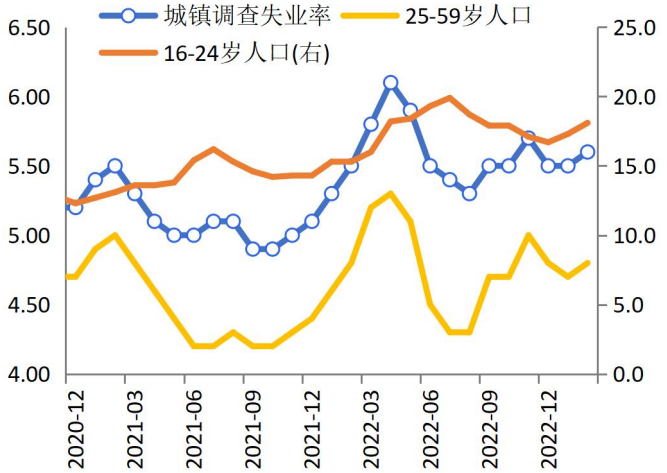
3）**政策驱动仍是内需的主要特征，内生的顺周期力量不强。**从 1-2 月经济数据来看，靠近政策端的基建和制造业仍是支撑内需的主要动能，经济的顺周期力量小幅修复但更多地集中在场景修复下的出行链活动。而依靠就业和收入恢复支撑的内生顺周期力量的修复仍偏滞后，失业率仍在上行，汽车消费等大件消费依然偏弱。同时，外需仍处在回落过程中，作为吸收就业的一大主力，出口负增长压力也会向就业和居民收入端传导，进而制约内生顺周期力量的修复。

图 13：政策驱动仍是经济修复特征（%）



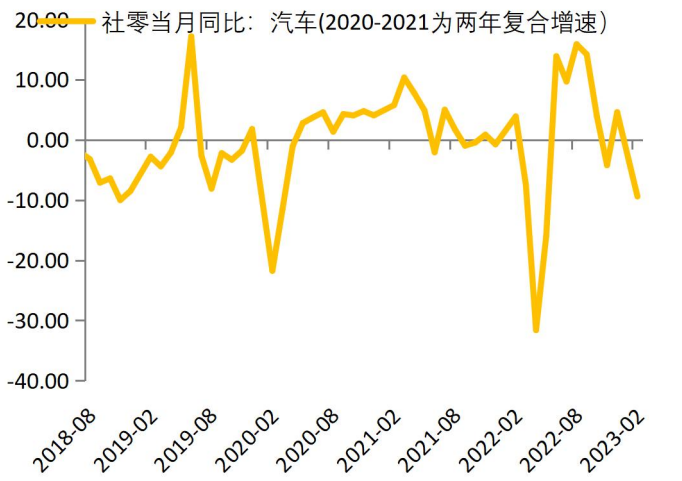
资料来源：Wind，优财研究院

图 14：经济修复早期阶段就业仍然偏弱（%）



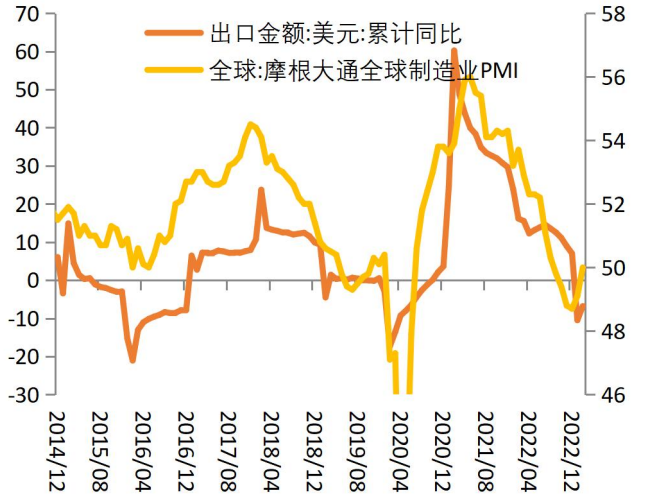
资料来源：Wind，优财研究院

图 15：汽车消费等大件消费依然偏弱（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 16：外需仍处在回落过程中（%）



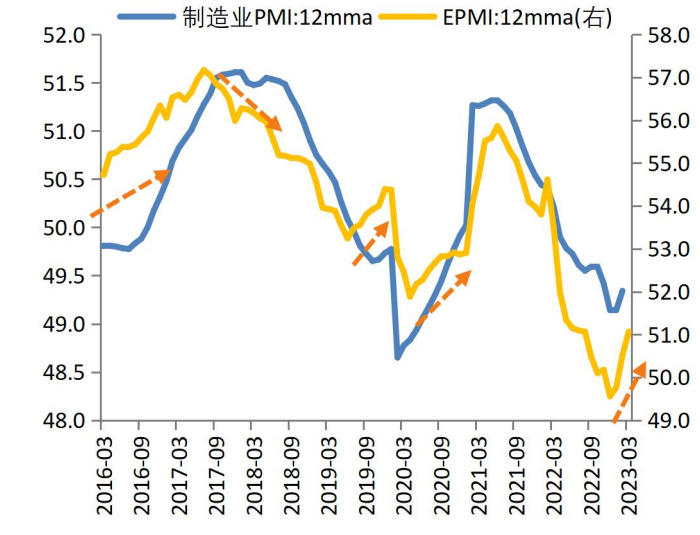
资料来源：Wind，优财研究院

整体来看，当前经济复苏仍处在早期阶段，其修复特征主要体现为政策驱动、积压需求、场景恢复等因素带来的外生性和补偿性动能，环比增速爬坡较快，但顺周期力量不强，内生动能尚在修复阶段，同比增速与潜在增速仍有距离。从海外经济体疫情放开下经济修复的经验来看，修复早期阶段往往持续 1-2 个季度，而后进入以就业、收入等内生动能主导的第二阶段修复期，经济修复的斜率将随之放缓，而同比增速仍难回到疫情前水平。

随着出行链条下居民活动修复、以及基建链条加力对就业拉动的逐渐显现，我们认为需求端仍有修复空间，本轮国内经济修复仍有一定持续性。但收入和信心的改善仍然是慢变量，内需循环的畅通仍需要时间，因此以内生动能驱动的经济修复第二阶段的斜率将逐渐收敛，同比增速继续向潜在增速回归。且政策端弱化经济增速目标，强调就业和扩大消费的优先位置，大规模刺激性政策缺位下今年经济复苏大概率偏于温和。

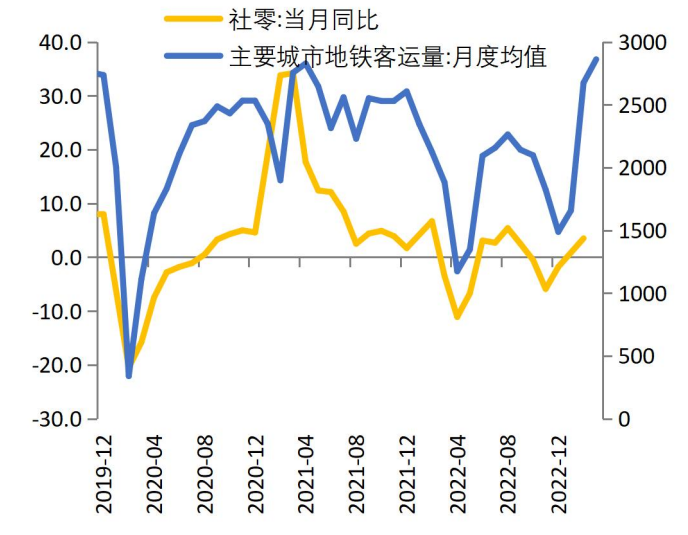
短期风险在于 2 季度国内经济修复斜率不及预期，但届时三季度仍有增量政策出台窗口，中期看无需太担心今年经济修复的趋势。后续就业和消费仍是内生动能的关键，作为吸纳中低收入群体就业的主力，地产的修复仍是后续经济复苏动能的重要观测指标。

图 17：EPMI 拐点预示制造业景气度底部回升（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 18：出行链条将逐步带动消费修复（%）



资料来源：Wind，优财研究院

二、 国内经济修复结构：内需回升对冲外需回落

随着国内疫情防控约束逐步打开以及扩内需战略的出台，拖累 2022 年经济下行的两大因素消费和地产有望企稳，低基数+地产底部企稳对经济拖累减轻+消费、基建对冲出口下行，2023 年国内经济主线为疫后修复，经济增速有望向 5-5.5%回归。

从 1-2 月经济数据来看，经济开局平稳复苏，除生产端仍受到一定疫情尾端的扰动外，消费和投资整体增速均高于预期。消费同比增速重回正值区间，居民生活半径修复支撑社交经济加快修复，餐饮消费回升较快。基建和制造业增速继续小幅上行，仍是支撑投资端的主要动能，也符合年初基建项目开复工较快的高频数据特征。房地产投资则延续降幅快速收窄的过程，但同比仍为负值显示年初地产投资和销售面积仍慢于去年同期，年初房建项目开工受制于资金到位不足的扰动，国内贷款仍然偏弱。尽管 2 月二手房市场明显回暖，也带动新房市场销售回升，但在前期积压需求消化后需求端能否持续修复仍存在较强不确定性。

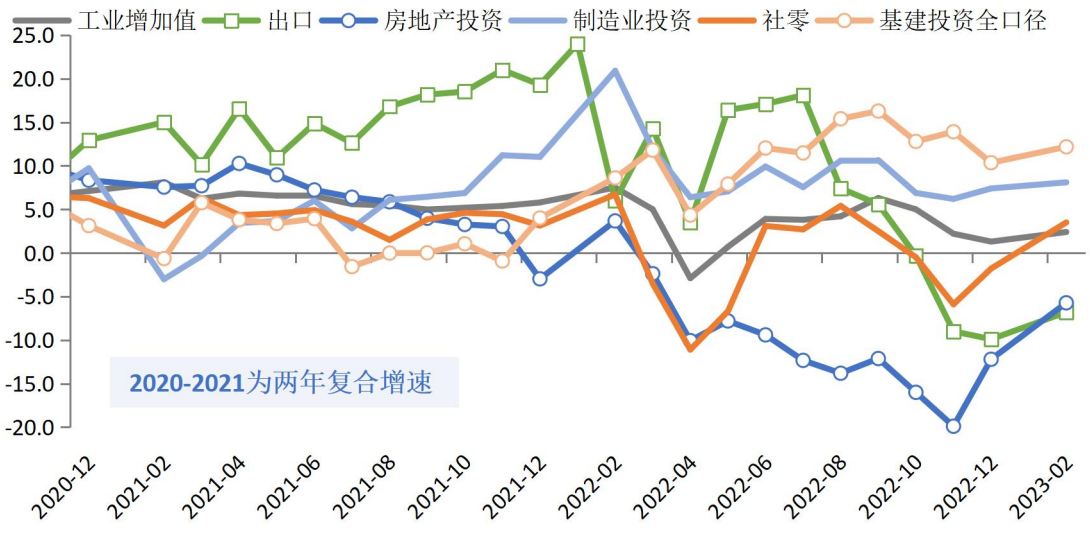
图 19：宏观经济热力图（%）

指标	同比	23-02	23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04
工业增加值	当月同比%	2.4	#N/A	1.3	2.2	5.0	6.3	4.2	3.8	3.9	0.7	-2.9
固定资产投资		5.5	#N/A	3.2	0.7	4.3	6.6	6.5	3.5	5.8	4.5	1.8
基建(不含电力)		9.0	#N/A	14.3	10.6	9.4	10.5	14.2	9.1	8.2	7.2	3.0
基建		12.2	#N/A	10.4	13.9	12.8	16.3	15.4	11.5	12.0	7.9	4.3
房地产		-5.7	#N/A	-12.2	-19.9	-16.0	-12.1	-13.8	-12.3	-9.4	-7.8	-10.1
制造业		8.1	#N/A	7.4	6.2	6.9	10.7	10.6	7.5	9.9	7.1	6.4
社消零售		3.5	#N/A	-1.8	-5.9	-0.5	2.5	5.4	2.7	3.1	-6.7	-11.1
出口金额		-6.8	#N/A	-9.9	-9.0	-0.3	5.6	7.4	18.1	17.1	16.4	3.5
进口金额		-10.2	#N/A	-7.5	-10.6	-0.7	0.2	0.0	1.6	0.0	3.5	0.1
CPI	当月同比%	1.0	2.1	1.8	1.6	2.1	2.8	2.5	2.7	2.5	2.1	2.1
PPI	当月同比%	-1.4	-0.8	-0.7	-1.3	-1.3	0.9	2.3	4.2	6.1	6.4	8.0
M1	%	5.8	6.7	3.7	4.6	5.8	6.4	6.1	6.7	5.8	4.6	5.1
M2	%	12.9	12.6	11.8	12.4	11.8	12.1	12.2	12.0	11.4	11.1	10.5
社融	存量同比%	9.9	9.4	9.6	10.0	10.3	10.6	10.5	10.7	10.8	10.5	10.2
失业率	城镇调查	5.6	5.5	5.5	5.7	5.5	5.5	5.3	5.4	5.5	5.9	6.1

资料来源：Wind，优财研究院

往后看，今年经济增长的结构可能表现为，1）疫情制约打开支撑居民消费修复路径，居民生活半径底部回升叠加不确定性降低，消费意愿有望回暖；同时随着政策支撑内需改善和居民就业和收入回暖，疫情期间形成的“超额储蓄”存在释放空间，消费年底挖坑后进入逐季恢复。**2）随着供给端纾困政策出台缓释地产信用风险，有望打破此前地产投资链条的负循环，地产底部企稳对经济拖累减轻；**同时从人口结构看，地产销售增长中枢也在 22 年完成大幅度调整，未来销售可能实现低位短期均衡，不过房地产链条的良性循环仍需要时间传导，预计未来将沿着“拿地-开工-销售-施工-竣工”链条从后端修复向前端回暖逐渐传导；**3）基建和制造业仍是短期拉动内需的主力，**基建投资仍有韧性，意愿、项目和实物工作量的合力有望继续发挥作用，但高基数和资金来源的约束下或略弱于去年，增速或保持在 5-10%区间；**4）外需回落仍是今年经济的一大挑战，**全球经济衰退阴影下外需承压+美国去库周期+价格贡献回落，出口下行仍是今年经济的挑战。

图 20：地产投资底部企稳降幅收窄，基建和制造业仍是拉动内需的主力（%）



资料来源：Wind，优财研究院

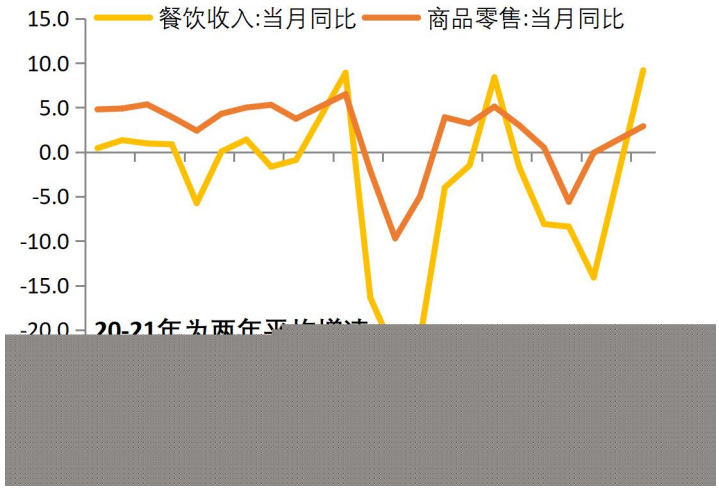
1. 疫情制约打开支撑居民消费修复路径

防疫优化路径下消费修复约束打开，居民生活半径底部回升叠加不确定性降低，消费意愿有望回暖；同时随着政策支撑内需改善和居民就业和收入回暖，疫情期间形成的“超额储蓄”存在释放空间。

一方面，疫情防控优化下消费场景的约束打开，疫情冲击消散后居民生活半径将进入底部逐步回升的过程，同时不确定性的降低下消费意愿也有望回暖。另一方面，随着疫情防控优化叠加“扩大内需战略”下稳增长政策的出台和落地，内需改善有望支撑居民就业和收入，消费能力也有望边际修复，届时疫情期间居民形成的超额预防性储蓄和被动储蓄也存在释放空间。

1-2 月消费同比增速重回正值区间，其中餐饮消费回升较快，居民生活半径修复支撑社交经济加快修复。**预计后续消费将维持逐季恢复的趋势，社交经济和体验式消费将率先大幅受益于场景恢复，而后可选消费也将逐渐边际受益于内需修复，同时地产销售企稳也有助于地产后周期消费修复。**

图 21：居民生活半径修复支撑餐饮消费回升（%）



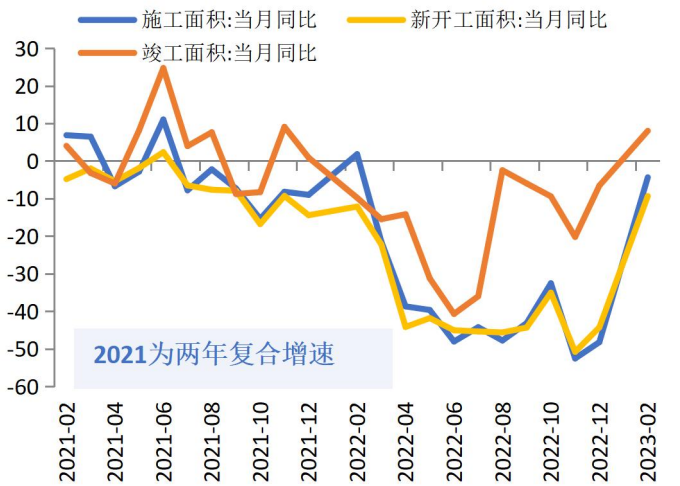
资料来源：Wind，优财研究院

图 22：居民“超额储蓄”存在释放空间（亿元）

资料来源：Wind，优财研究院

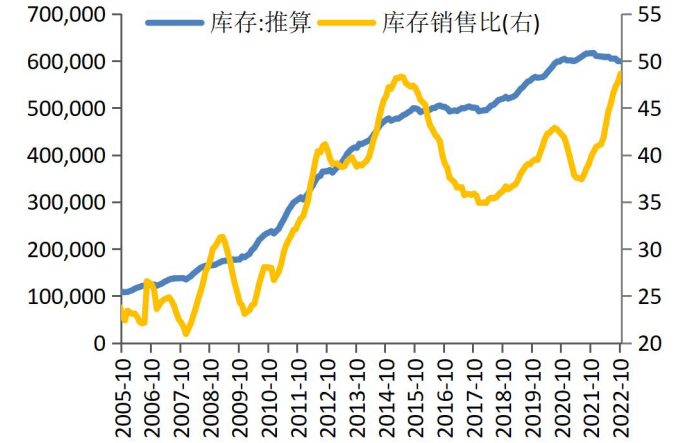
从高频数据来看，继 2 月商品房成交回升后，3 月初 30 城新房成交略有放缓，在前期积压需求的释放后，未来需求能否持续恢复仍是关注重点，这也是地产产业链能否实现良性循环的关键。

图 28：竣工>施工>开工（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 29：地产库存销售比高位制约主动投资（%）



资料来源：Wind，优财研究院

3. 基建和制造业仍是短期拉动内需的主力

年初基建投资维持较强韧性，和制造业投资成为支撑内需的主要动能。基建意愿、项目、资金的合力继续发挥作用，1-2 月企业中长贷大幅多增，同时基建年后开复工节奏较快，石油沥青装置开工率和水泥发运率年后均维持回升趋势。

预计今年基建意愿、项目和实物工作量的合力有望继续发挥作用，基建投资存在韧性。1）内需恢复仍处在早期阶段，外需下行仍需对冲，叠加政府换届后存在增长诉求，二十大报告再次提出“扩大内需战略”，基建支出意愿仍然较强；2）十四五储备项目提前开工，叠加去年年底对基建项目提前申报，项目储备充足。3）去年较多基建项目落地后对应 2-3 年的施工周期，今年配套贷款和财务支出仍有支撑。

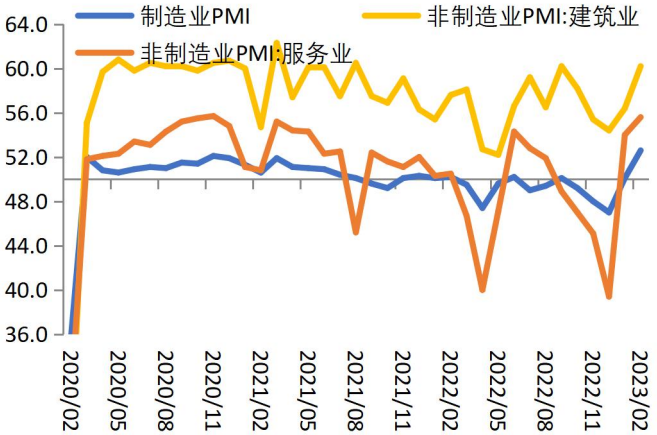
预计今年基建投资节奏上整体或偏前置，财政政策加力提效、取向积极，但利润上

缴、结转结余、专项债限额空间等退坡下，实际可用财力比去年有一定下降，下半年在高基数和资金来源的约束下基建增速或略有放缓，年度增速或保持在 5-10%区间。

图 30：基建投资维持高增长（%）

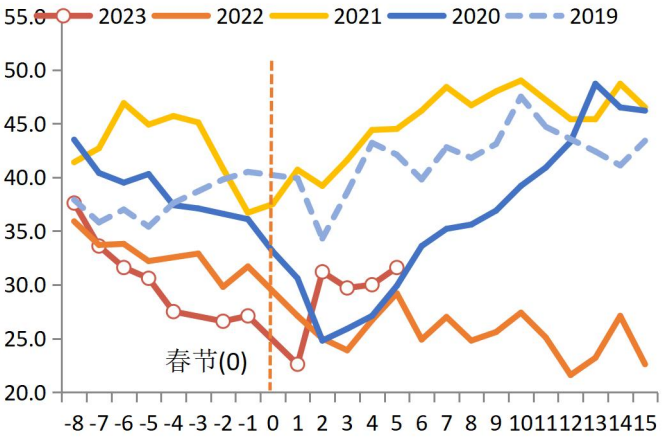
资料来源：Wind，优财研究院

图 31：建筑业景气度仍在高位（%）



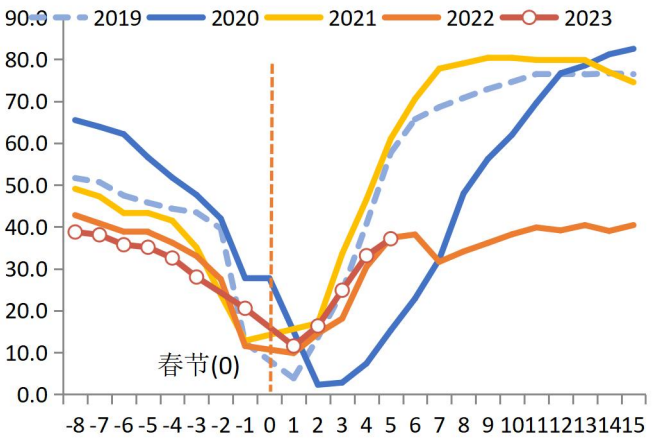
资料来源：Wind，优财研究院

图 32：石油沥青装置开工率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 33：全国水泥发运率（%）



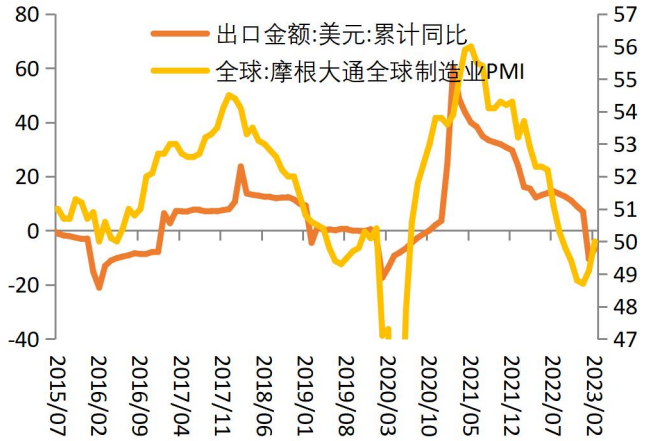
资料来源：Wind，优财研究院

4. 外需回落仍是今年经济的一大挑战

在经历了两年多的高增长后，2023 年出口将面临“全球经济衰退渐进+美国去库周期+价格贡献回落”的多重压力，外需回落成为今年经济的一大挑战。同时作为吸收就业的一大主力，出口负增长压力也会向就业和居民收入端传导，进而制约内生顺周期力量的修复。

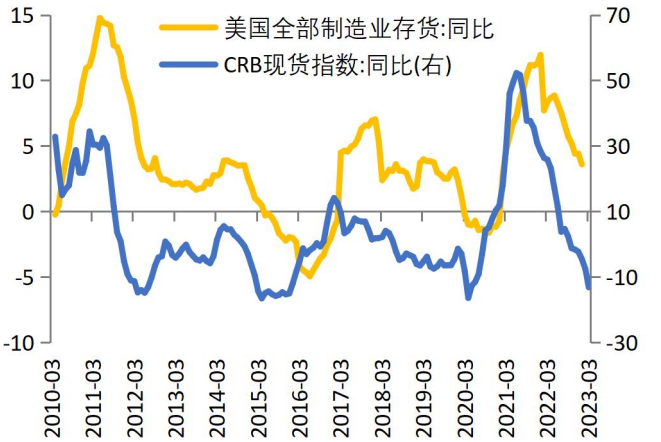
尽管市场仍对美国经济软着陆抱有一定期待，但持续的高利率环境也引发了银行业风险事件的发酵，随着银行风险事件可能导致信用紧缩过程的加快，对实体经济的拖累也会进一步显现，美国经济衰退风险正在上升。从高频数据来看，尽管 2 月新出口订单回升较快，反映生产能力和运输瓶颈的改善、以及欧美经济的韧性，但出口集装箱运价指数仍处下行趋势，出口运价已连跌 32 周，且领先指标韩国 2 月出口额同比减少 7.5%，海外需求走弱仍是今年需求端的主要压力来源。

图 34：全球 PMI 收缩下外需承压（%）



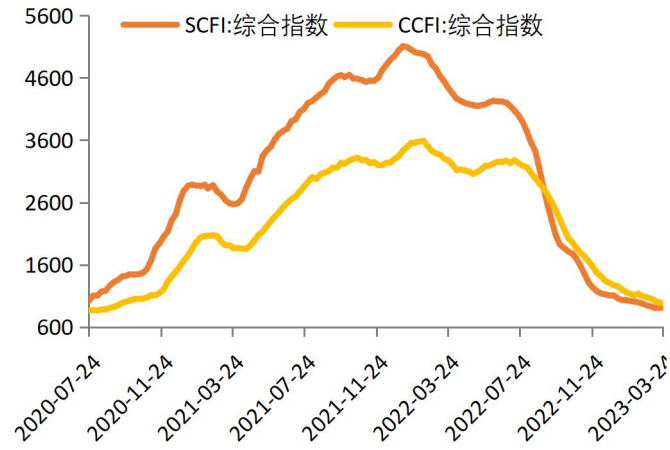
资料来源：Wind，优财研究院

图 35：美国库存周期回落（%）



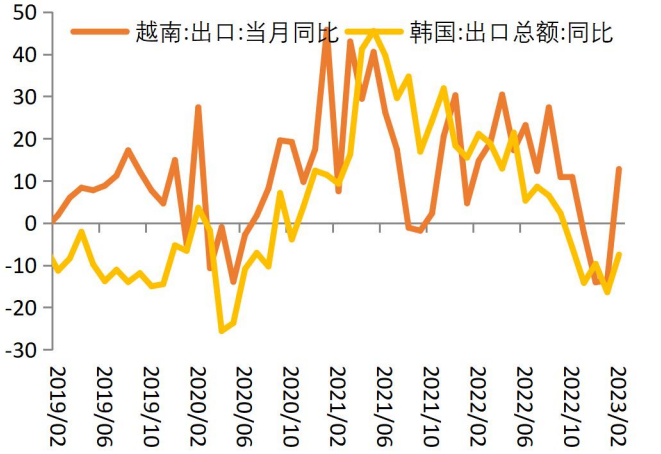
资料来源：Wind，优财研究院

图 36：出口集装箱运价指数仍处下行趋势



资料来源：Wind，优财研究院

图 37：韩国 2 月出口同比维持负增长（%）



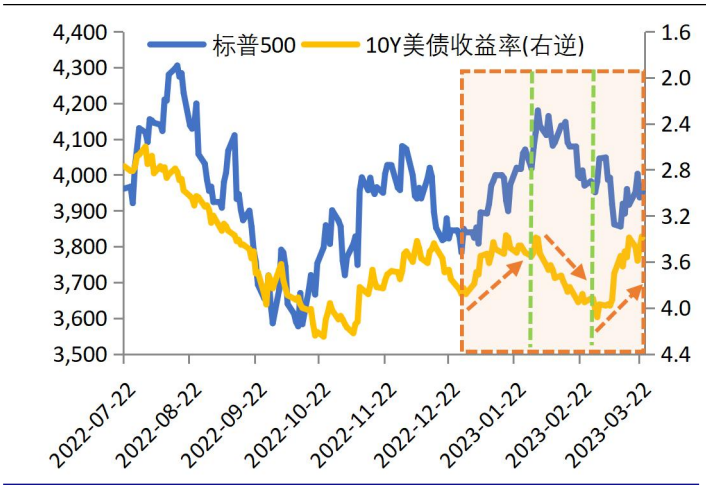
资料来源：Wind，优财研究院

三、 美联储面临“通胀韧性”和“金融风险”的权衡

1. 美联储加息节奏一波三折

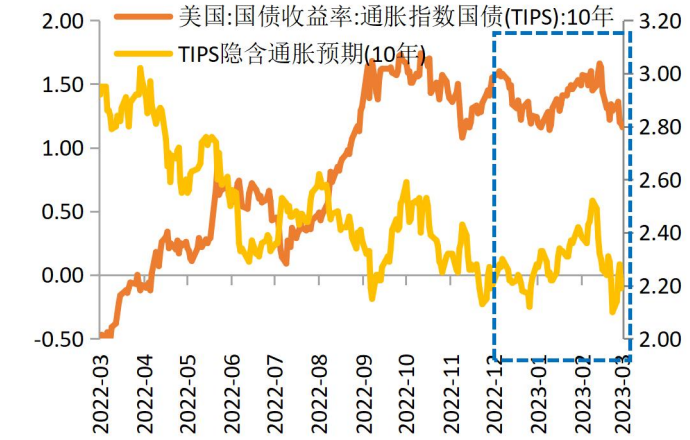
今年年初以来，美联储加息预期一波三折，从年初通胀回落下加息节奏进一步放缓→2 月“美国经济数据超预期强劲+通胀下行速度偏慢+美联储鹰派发言”下的加息预期回摆→3 月硅谷银行风险事件引发市场流动性担忧及美国经济衰退预期，加息终点和节奏再度下修。美债收益率也经历了从下行→上行→下行的过程，3 月初一度回升至 4%以上，截至 3 月 24 日，10 年美债收益率再度回落至 3.37%。

图 38：美联储加息预期一波三折（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 39：美债实际收益率与通胀预期（%）



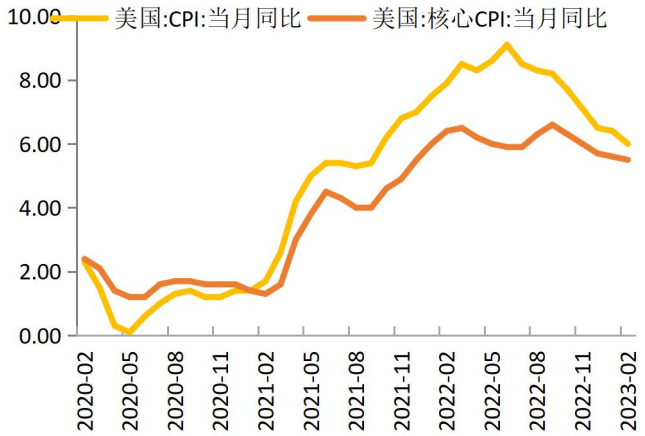
资料来源：Wind，优财研究院

2. 美联储控通胀道路仍未完成

美联储加息周期接近尾声，通胀数据见顶回落一定程度上缓解了美联储当下面临的压力，但核心服务通胀粘性偏强仍是不确定性，控通胀道路仍未结束。美联储 3 月议息会议同时下修经济预测并上修通胀预测，也解释了其在银行业风险下选择继续加息的出发点。这也与我们此前强调的“偏紧的劳动力市场意味着工资-核心服务通胀的粘性仍然较高”的观点一致，美国通胀拐点确认但通胀粘性下其回落速度仍有不确定性。

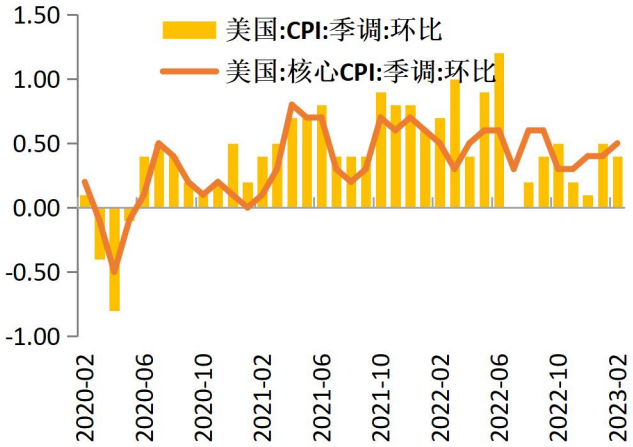
短期强劲的劳动力市场与较高职位空缺，仍在强化以劳工价格为基石的核心服务业通胀粘性。当前职位空缺与失业人数的比值仍在 1.9 的高位，而疫情前正常水平在 1.1-1.2 左右，职位空缺率高企下工资上涨趋势放缓仍然偏慢，进一步强化了服务业通胀的粘性，核心服务通胀回落难度仍然较大。

图 40：美国 CPI 下行趋势确立（%）



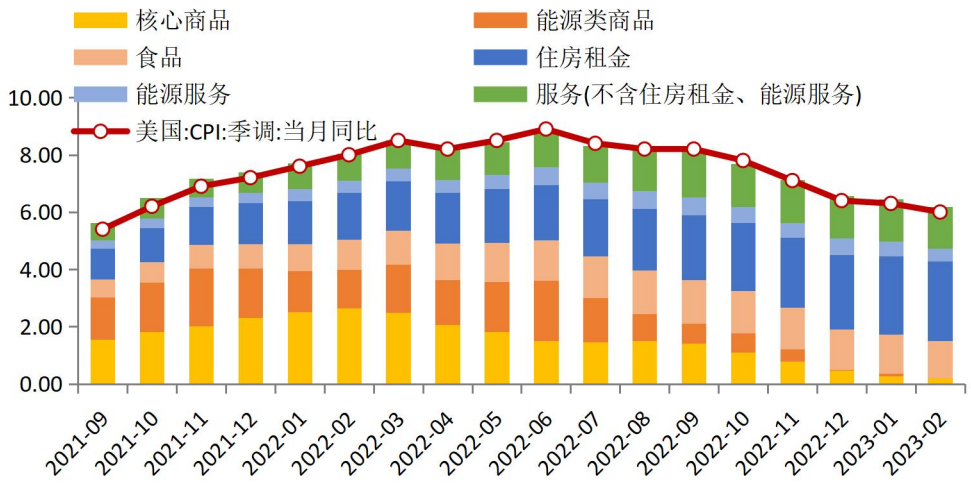
资料来源：Wind，优财研究院

图 41：核心 CPI 环比再度加快（%）



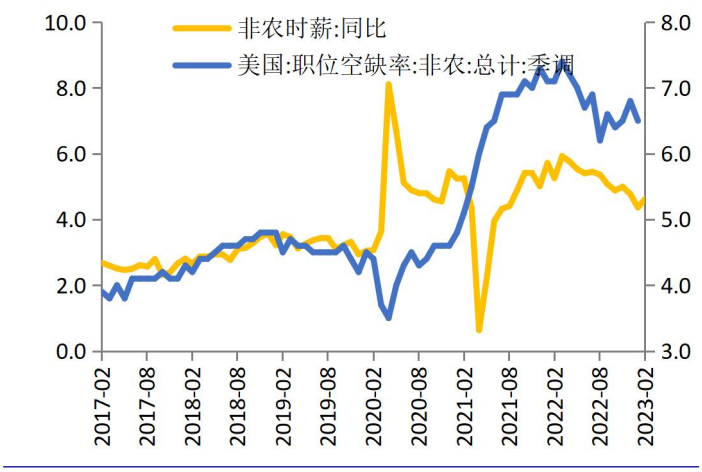
资料来源：Wind，优财研究院

图 42：CPI 分项同比拉动（%）



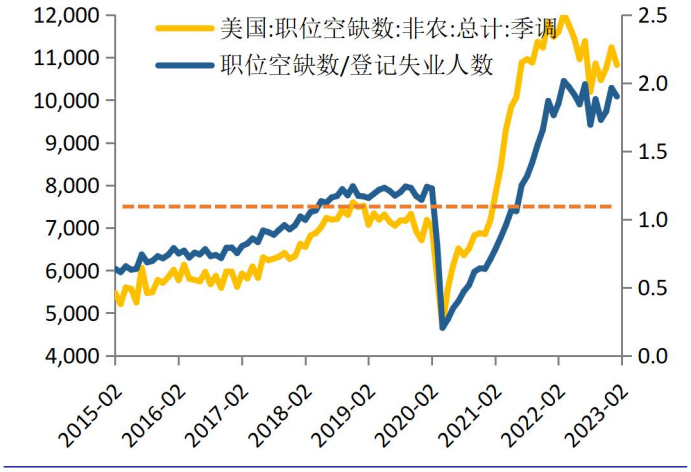
资料来源：Wind，优财研究院

图 43：职位空缺率高企下工资上涨放缓偏慢（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 44：职位空缺与失业人数比值处于高位（%）



资料来源：Wind，优财研究院

3. 银行业风险下美联储金融风险权衡因素加大，加息周期接近尾声

3 月初以来美国硅谷银行引发的风险事件是海外宏观逻辑的主导，且风险一度向美国签名银行、第一共和银行等中小银行、以及欧洲瑞士信贷蔓延，市场避险情绪快速升温，风险资产明显承压，美债、黄金大幅上涨，而美股、美元回调。

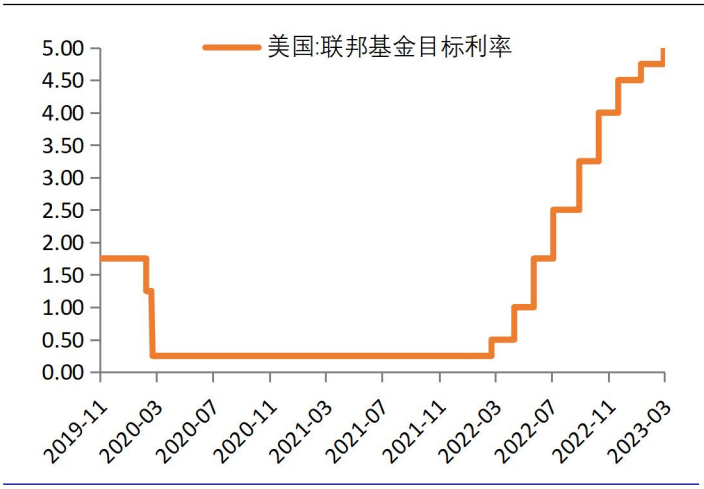
我们认为个案风险不存在大面积复制和传递的基础，同时政府应对较为快速积极，不至于引发系统性风险。硅谷银行风险事件有其发生的特殊性，其负债端集中于科技公司和初创公司的活期存款，而资产端则大规模投向了长久期固收资产，资产和负债的久期极限错配、以及负债端的不稳定，是触发风险的主因。 同时对于此次风险事件政府应对较为快速积极，美国财政部、美联储、美国联邦存款保险公司联合“救市”，且从“外汇稳定基金”中拨款 250 亿美元以支持紧急银行定期融资计划。

美联储抗通胀立场仍然不变，但在银行风险事件可能导致信用紧缩过程加快下，金融稳定逐步成为美联储加息进程中的权衡因素之一，通胀的影响权重开始变弱。短期美联储大概率将采取以结构性工具解决金融风险，而继续以利率政策来应对通胀韧性的组合。同时美联储乐见信用紧缩对总需求的拖累，从而发挥抑制通胀的效果，后续更大幅加息的必要性下降，加息周期大概率正接近尾声。而随着信用收紧过程的加快，对实体经济的拖累也会进一步显现，美国经济衰退风险正在上升。

从 3 月议息会议的表态来看，美联储继续强调抗通胀立场，认为短期经济仍在向好，但同时增加了对近期银行业问题的关注，强调银行系统仍完好且有韧性，近期的事件可能导致更紧张的信用状况，这样一来货币政策要做的就更少。因此，美联储也暗示加息周期可能已经接近尾声，删去“继续多次加息”的表述改为“一些额外政策紧缩”。

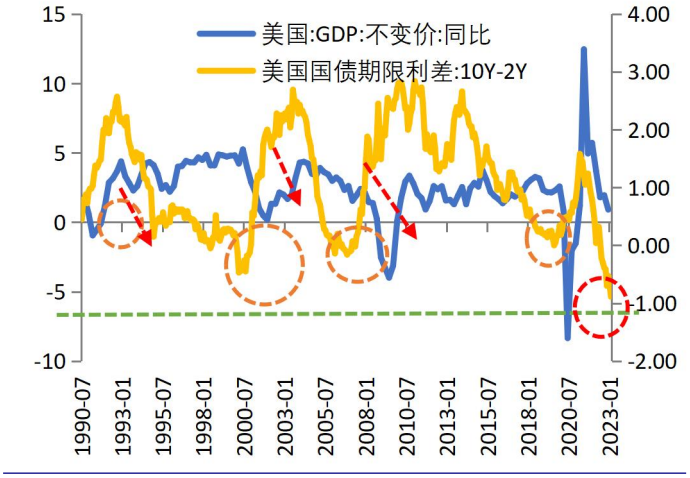
随着银行业风险带来的美国信用紧缩临近，未来美国经济下行压力加大，后续衰退风险或逐步定价，美债、贵金属仍偏利好，而美股则将逐步反映分子端盈利下修的压力，“杀业绩”在所难免。

图 45：美联储 3 月如期加息 25 个基点（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 46：收益率曲线深度倒挂下经济衰退渐进（%）



资料来源：Wind，优财研究院

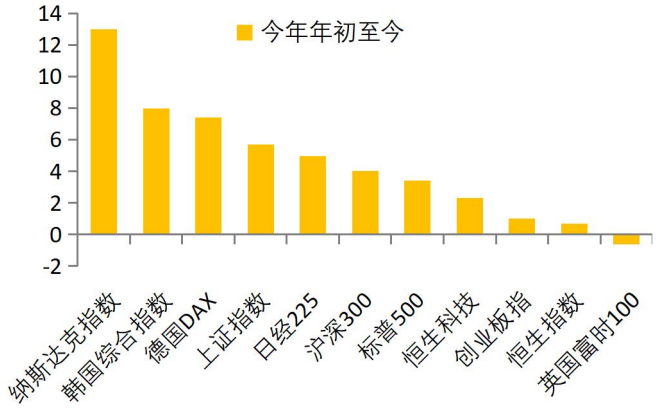
四、 国内外宏观主线主导资产价格走势

一季度，国内外宏观分别沿着“中国经济疫后修复”和“海外经济衰退渐进及货币转向”的主线展开。而 2 月以来，国内主线同时受到经济复苏斜率分歧加大、经济增速目标低于预期下政策力度下修的扰动，海外加息节奏则面临美国经济数据超预期强劲、通胀下行速度偏慢、以及银行风险事件蔓延的波动，美联储加息预期一波三折。总的来看，市场预期差是形成资产价格的波动来源，全球各大股指一季度大多上涨、但波动加大，国内创业板和港股表现偏弱，体现全球流动性风险的影响，海外收益率多数下跌但

美债利率波动明显加大，国内 10Y 国债收益率基本在 2.8-2.9%区间内窄幅震荡。

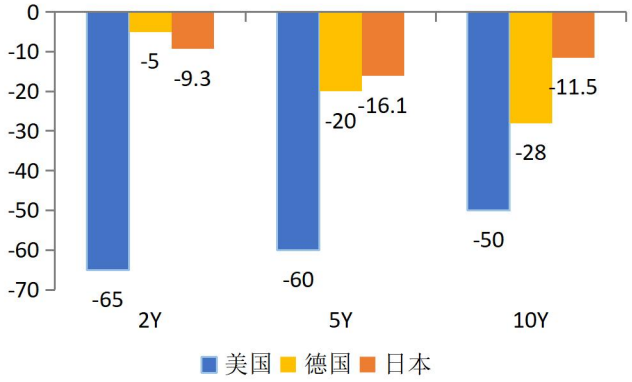
具体来看，**1 月美联储加息预期回落支撑全球流动性向好、叠加国内经济基本面复苏预期增强**，市场风险情绪向好，国内外风险资产表现较好，海外国债收益率下行，国内长端利率小幅上行。**2 月国内外两条宏观主线“中国经济复苏预期+海外经济衰退及货币转向”均存在扰动**，市场情绪趋于谨慎，国内股市以震荡为主，美股和港股偏弱，美债 10Y 国债收益率重返 4%，国内债市月内震荡。**3 月受海外银行风险事件发酵的影响，避险情绪成为短期资产价格的主导**，全球风险资产明显承压，美债、黄金大幅上涨，美股、美元回调，国内股市和商品也在外围扰动的影响下走弱，债市则受到避险情绪的提振。

图 47：年初至今全球各大股指涨跌幅（%）



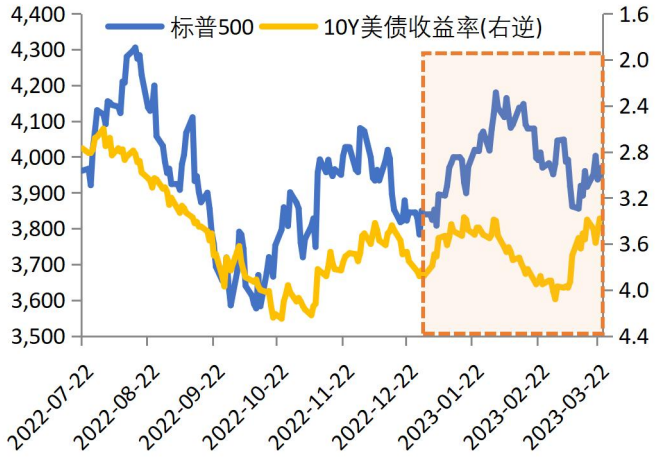
资料来源：Wind，优财研究院

图 48：年初以来海外收益率变动（bp）



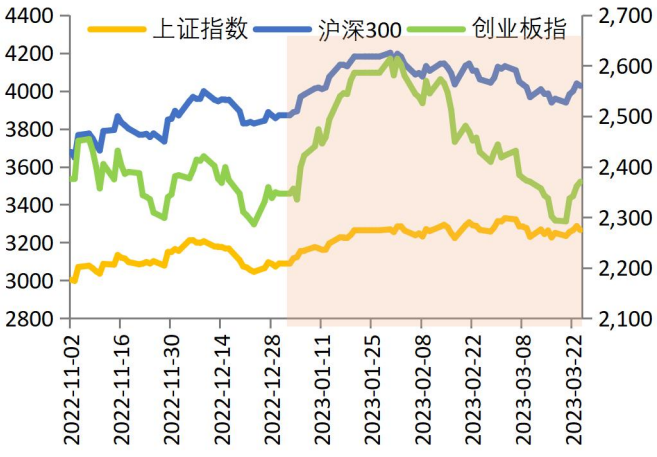
资料来源：Wind，优财研究院

图 49：美联储紧缩节奏主导美股美债走势（%）



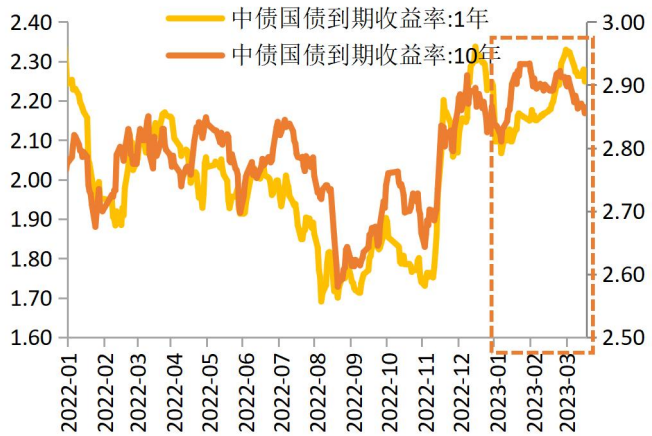
资料来源：Wind，优财研究院

图 50：国内股市一季度先涨后跌（%）



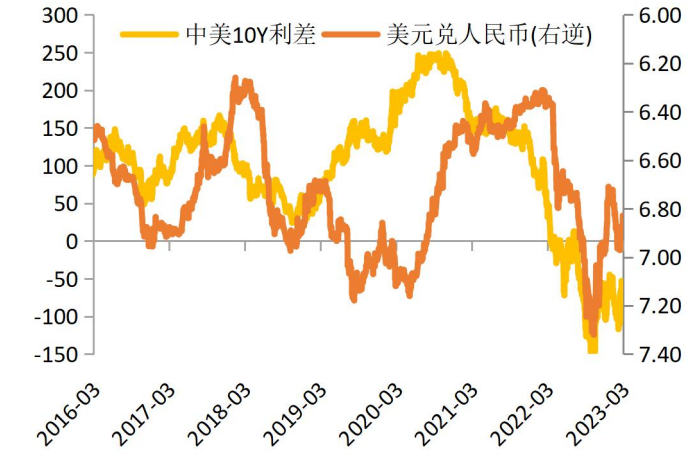
资料来源：Wind，优财研究院

图 51：国内收益率窄幅震荡（%，bp）



资料来源：Wind，优财研究院

图 52：中美利差 VS 汇率（bp）



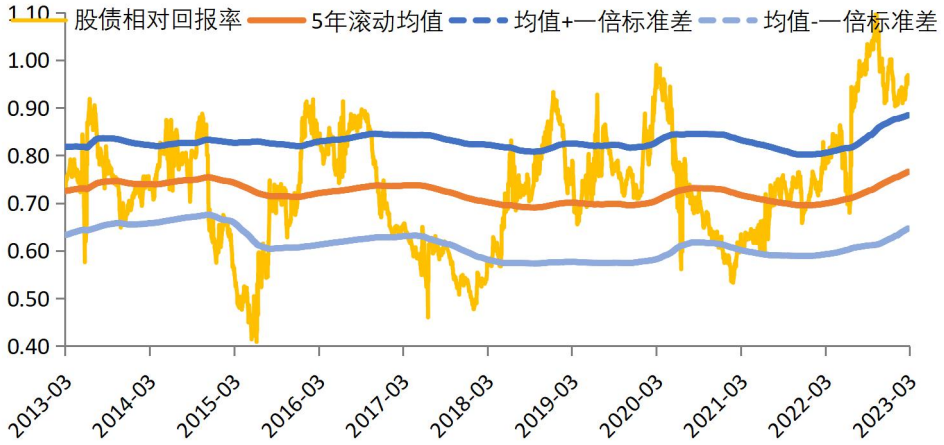
资料来源：Wind，优财研究院

近期宏观主要矛盾仍在于海外，银行风险事件的蔓延带来市场风险偏好的下降、以及美联储货币政策调整的不确定性，风险资产价格短期压力有所加大。随着银行业风险带来的美国信用紧缩临近，未来美国经济下行压力加大，衰退风险或逐步定价，美债、贵金属仍偏利好，不过近期涨幅已经不小，降息预期已经被较充分定价，不排除会有所回调。 而美股则将逐步反映分子端盈利下修的压力。随着后续扰动逐步减弱后，国内资产价格的主线或仍将回到经济复苏的节奏中。

- A 股短期仍面临“海外银行风险事件+国内政策和增长下修”的压力，存量资金博弈+板块轮动过快，预计 A 股仍处在震荡区间，赚钱效应不佳；中期经济向好修复趋势仍是主导股市上行的因素，随着美联储加息渐近尾声、以及国内政策增量预期打开，4-5 月股市胜率或将提升。
- 债市中期仍是“经济温和修复+货币稳健偏松”的逻辑，10Y 国债收益率大概率延续 2.8-3.0%震荡区间。
- 美联储加息周期渐入尾声，鸽派+银行风险事件加速信用紧缩，美国经济下行压力加大，中美经济周期错位下人民币汇率仍以稳中偏强为主，美元仍存下行压力。
- 商品方面，贵金属中期将继续受益于美联储加息尾声+美国经济衰退风险上升，

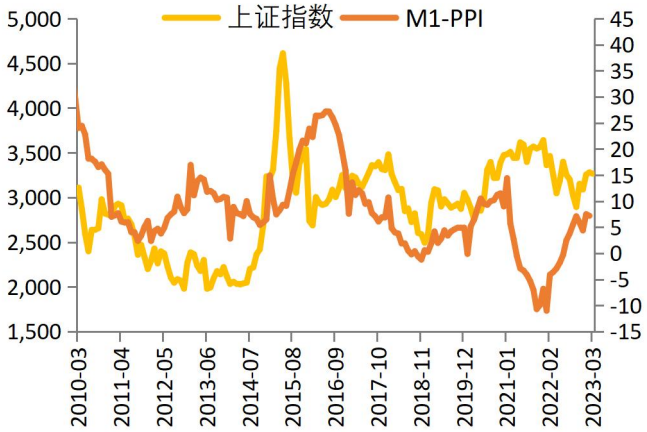
不过在前期上涨较快以及市场降息预期较为充分下，短期可能存在调整需求；随着美国经济下行压力加大，流动边际宽松预期以及美元走弱支撑有色金属，而原油价格或仍受制于美国远端经济衰退压力；而以国内经济基本面主导的黑色系商品方面，在此前市场的强预期未得到兑现下，短期调整压力或有所加大。

图 53：股票相对性价比仍较债市明显占优



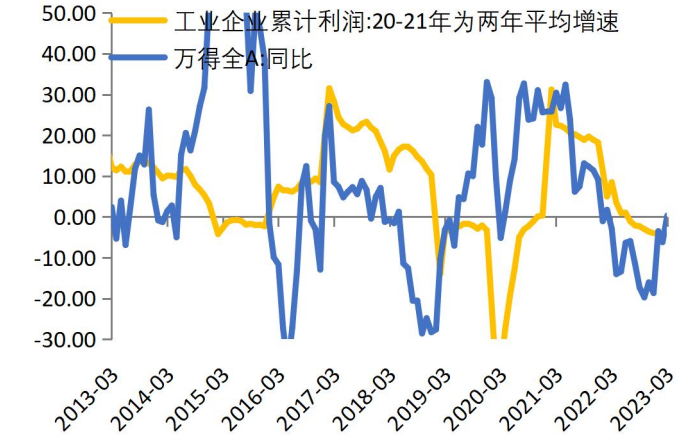
资料来源：Wind，优财研究院

图 54：股市流动性仍有支撑（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 55：股市业绩有望受经济修复支撑（%）

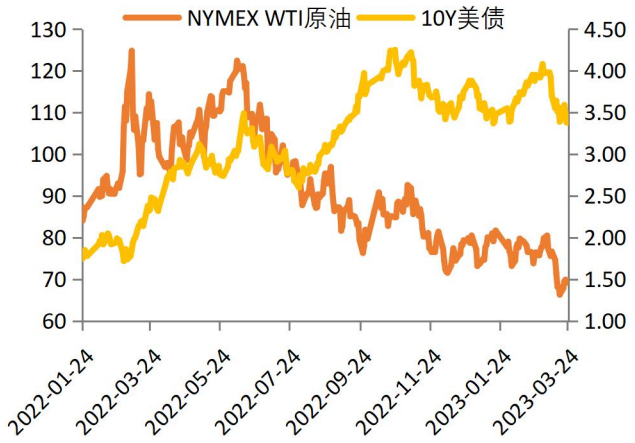


资料来源：Wind，优财研究院

图 56：美欧差值 VS 美元指数

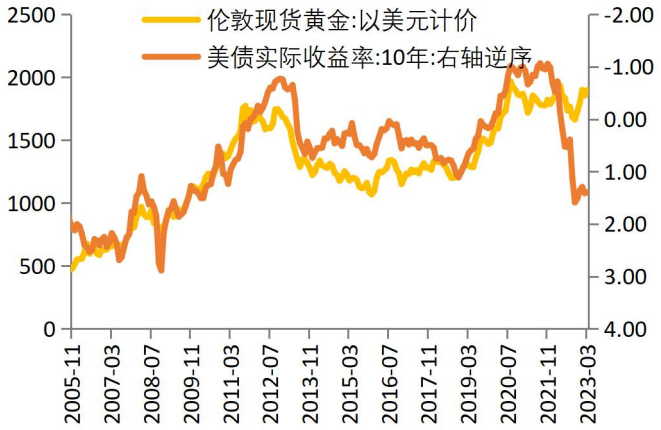
资料来源：Wind，优财研究院

图 57：原油价格 VS 10Y 美债（美元/桶，%）



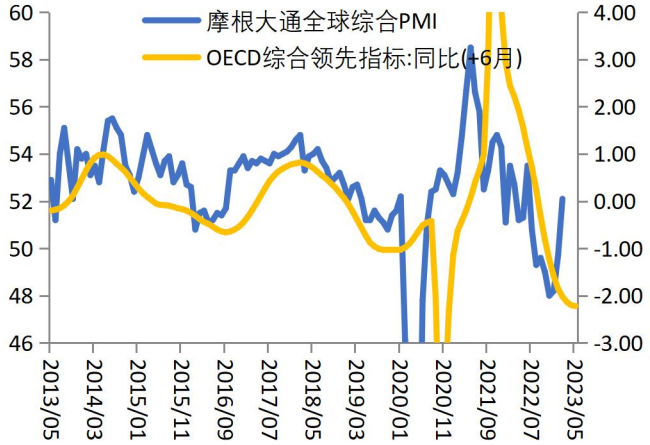
资料来源：Wind，优财研究院

图 58：美债实际收益率 VS 黄金



资料来源：Wind，优财研究院

图 59：OECD 领先指标与全球 PMI（%）



资料来源：Wind，优财研究院

五、 风险提示

政策力度不及预期，货币政策收紧超预期，海外银行风波发酵超预期

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他任何方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层
电话：400-0988-278
网址：https://www.jinxinqh.com/