



# 登高望远，攻守兼备

——2023年春季宏观经济与大类资产运行展望

2023年4月12日

国投安信研究院金融衍生品中心 李而实

从业资格号：F3057070

投资咨询号：Z0016176

# 观点回顾：守得云开，结构重塑 (2022年12月)

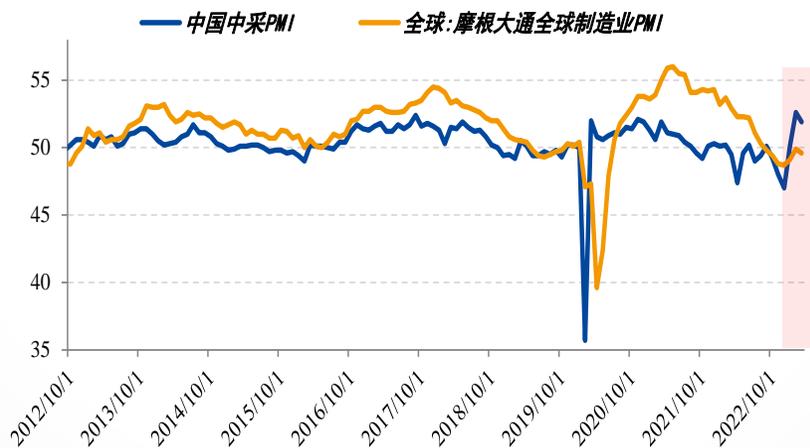
- **宏观经济-守得云开**: A、美债收益率和美元的组合对于非美经济的外溢在中期会不断弱化；B、美国“衰退交易”与中国“复苏交易”共存，上半场前者影响力较强，下半场后者影响力较强；
- **大类资产-结构重塑**: A、跟踪实际利率的触顶回落和波动率中枢的下移；B、股市结构上关注价值的重估，成长补涨；C、商品关注三条主线，贵金属长线布局，内强外弱，中下游利润修复。

图：基于1-2月份经济数据抬升引导利率上行，触发美欧银行业危机，隐含利率下移



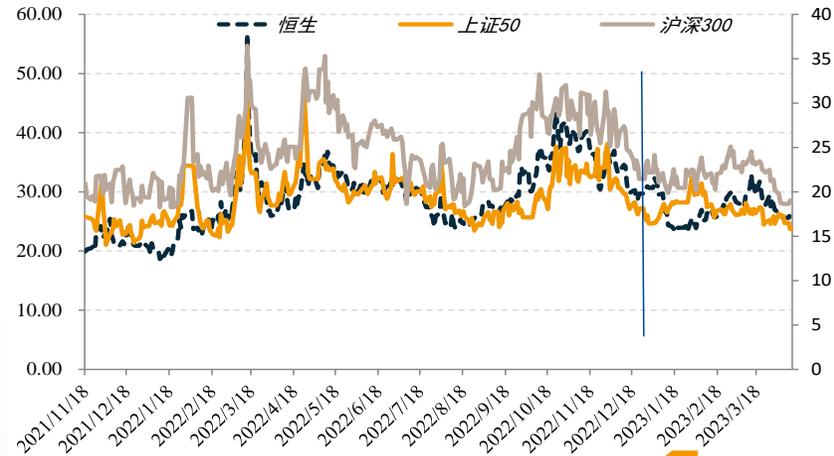
数据来源: bloomberg, 国投安信期货

图：从2022年12月份到2023年2月，全球制造业出现了弱反弹，且中国的反弹力度显著更强



数据来源: wind, 国投安信期货

图：从去年12月份后大中华区的波动率中枢进一步走低，欧美银行业冲击紧带来小幅抬升

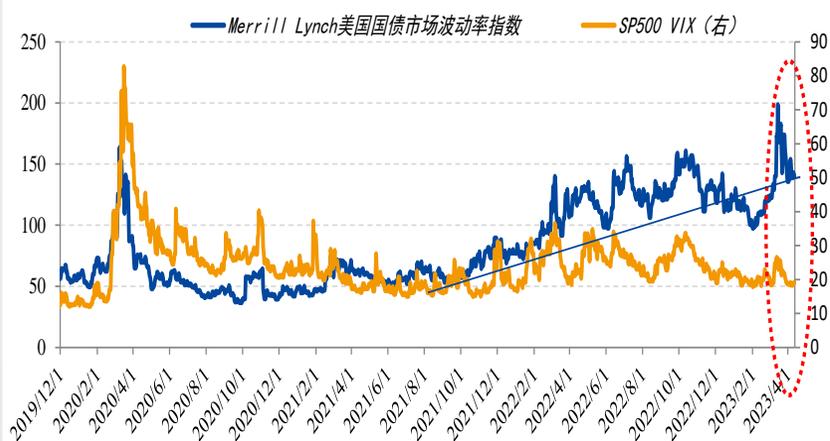


数据来源: wind, 国投安信期货

# 2023年Q1宏观运行：美联储紧缩外溢的天花板显现

- **经济的企稳遭遇金融的逆风**：盯住就业加息和通胀韧性加息，触发了金融稳定的风险，表明用单纯的提高利率管理通胀已经不可持续，如何平衡金融稳定和通胀压力构成重要命题；
- **美联储政策需要再平衡，紧缩外溢进一步弱化**：美联储对于利率和信贷收缩管理通胀需要做出再平衡，其紧缩的天花板再度显现，通过利差向非美尤其是亚太输出紧缩的力量减弱；
- **推论**：继续管理通胀仍会是美国后续的任务之一，但通过利差向中国输出紧缩的影响转弱。

图：2月FED引导利率抬升的过程中，美债隐波大幅抬升，带来了全球金融市场的冲击



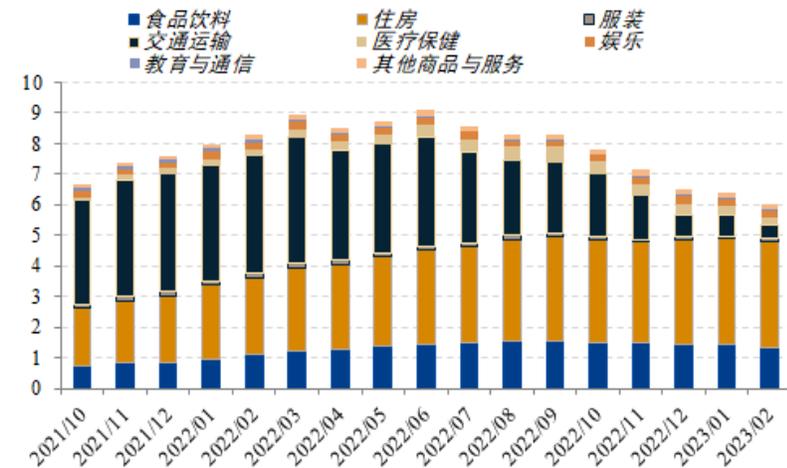
数据来源：wind，国投安信期货

图：根据FDIC的报告，截至截止2022年四季度，美国银行业的未实现利润达到了6200亿美元左右



Source: FDIC.  
Note: Insured Call Report filers only.

图：美国通胀同比增速到了6%左右，主要靠非核心通胀的压降，服务业的压力仍然存在



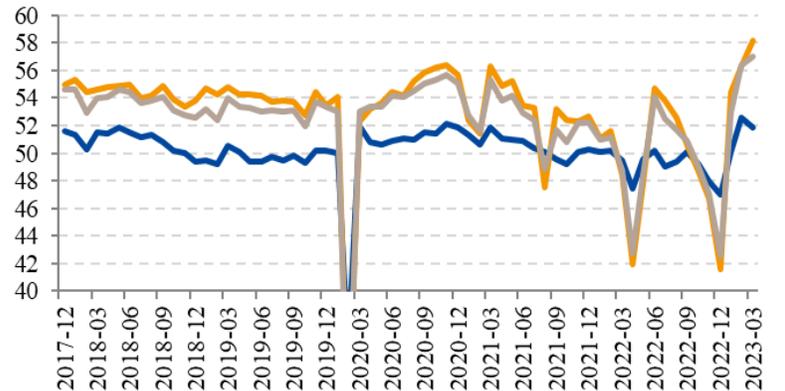
数据来源：wind，国投安信期货

# 2023年Q1全球经济：共振反弹，结构失衡

- **中国的韧性显著强于海外：**去年Q4后，由于能源危机的缓和、美元走弱以及中国经济重启，全球景气度Q1共振反弹；低通胀叠加宽信用政策发力，中国经济景气度显著强于海外；
- **服务业显著强于制造业：**在复苏的过程中存在一定的非对称性，即全球的服务业复苏强于制造业，表明全球化的修复程度有限，Q1尾声，制造业反弹的动能有所衰竭；
- **推论：**美欧制造业的压力或在Q2进一步显现，高景气服务业可能也逐步面临压力。

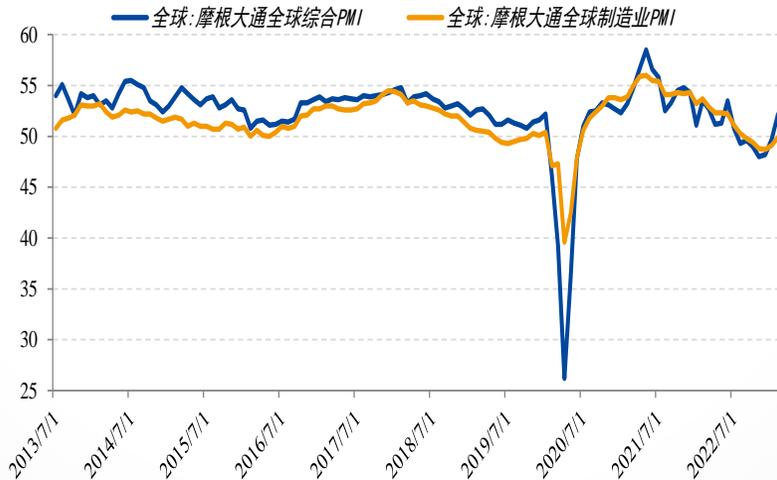
图：中国在Q1复苏的节奏和海外是共振的，而疫后的经济重启让中国的服务业弹性更大

单位：% — 制造业PMI — 非制造业PMI — 中国综合PMI：产出指数

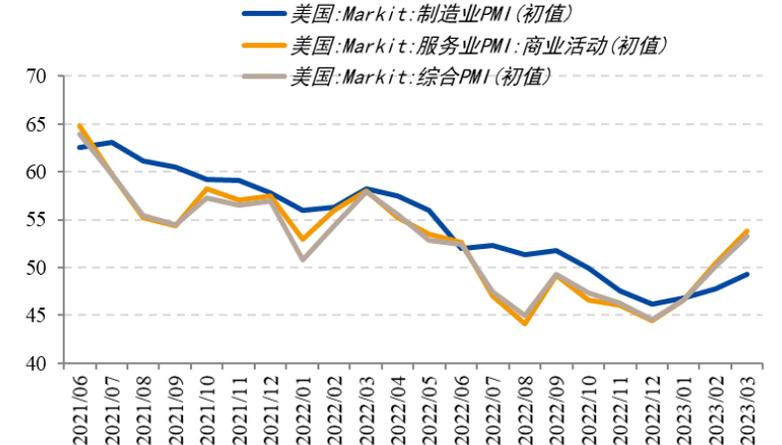


数据来源：wind，国投安信期货

图：从全球的PMI水平整体来看，到3月份已经有见顶迹象，但是服务业仍然处于扩张状态中



图：服务业强于制造业的情况，普遍存在于美欧经济体中，且制造业的持续性较差

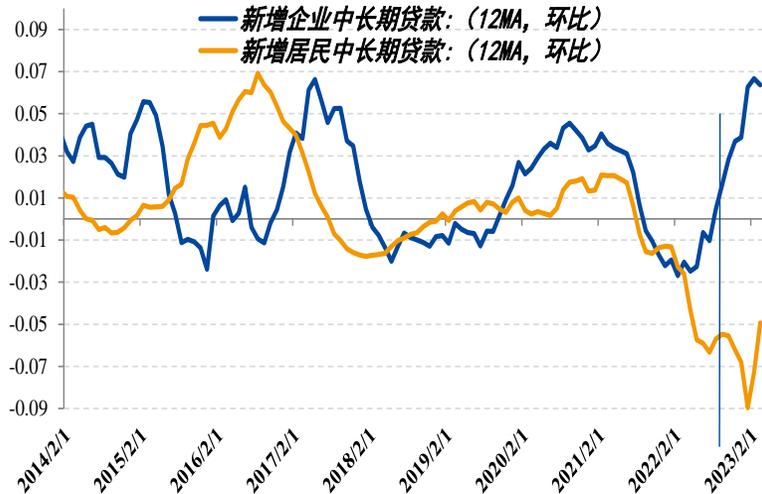


数据来源：wind，国投安信期货

# 2023年Q1中国经济：宽信用效果显现，增长预期向下修正

- **地产小周期驱动经济反弹**：前期政策传导下，房地产数据整体超预期，消费服务的高频数据保持强劲；两会目标表明当前经济政策兼顾多重目标，增长预期有所下修；
- **流动性环境保持稳定**：国内处于复苏的早期，且通胀水平相对较低，宽信用效果显现后，在景气度修复的过程中，仍然维持着资金面的平稳；稳金融的持续力得到了巩固。
- **推论**：美联储紧缩外溢逐渐弱化后，中国相对独立的货币政策会继续保持。

图：在信用扩张的过程中，企业部门仍是加杠杆的主体，居民中长期杠杆的修复处在早期



图：在信用扩张的同时，M1和M2的剪刀差仍然偏弱，工业领域偏通缩的状态延续



数据来源：wind，国投安信期货

图：房地产销售修复，地产的竣工带动了房地产投资额低位小幅反弹，新开工偏弱

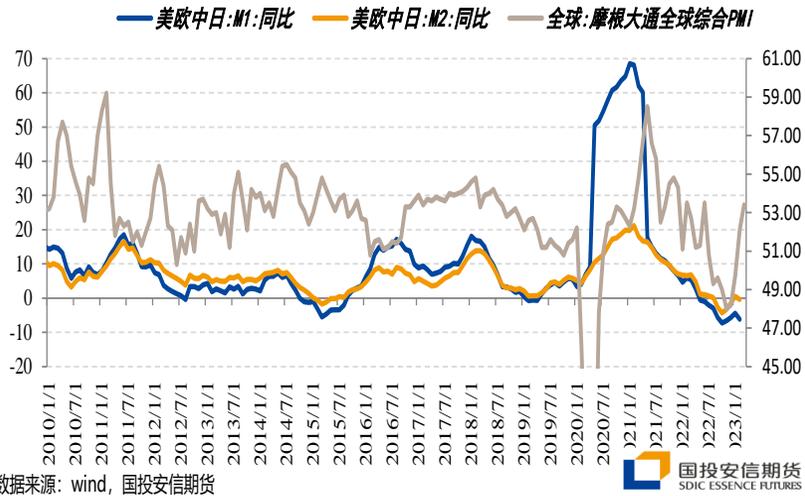


数据来源：wind，国投安信期货

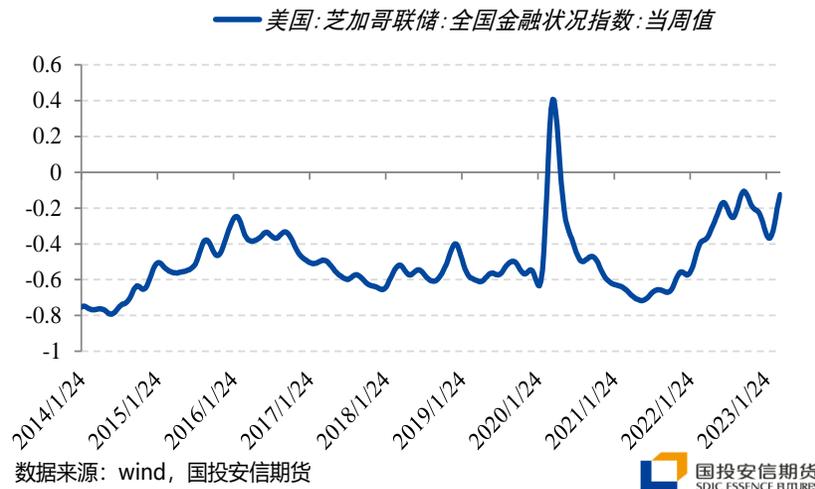
# 2023年全球经济Q2展望：外围危机缓解，但衰退压力再显

- **银行业危机可控，但进一步考验美国政策平衡术：**美联储快速启动从离岸到在岸的救助，使得银行业危机快速平复，离岸美元的恐慌缓解；如何管理通胀同时平衡金融稳定，增加了美联储政策管理难度；
- **美欧经济衰退压力仍会扰动：**如果不能稳定国债市场，那么危机难以有效缓解；因此，美国大概率会通过银行业危机来产生对于实体的信贷收缩，从而给经济和通胀降温；Q2美国服务业的压力也会慢慢显现；
- **推论：Q1的发达市场的经济反弹带来了金融体系的动荡，这种动荡会让Q2发达经济体经济再度面临压力。**

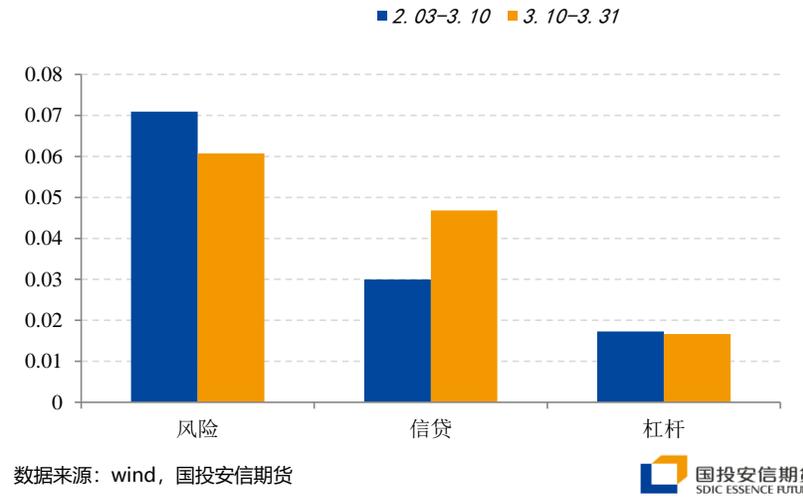
图：全球重要经济体的M2增速有触底反弹迹象，但是在美欧紧缩背景下仍然偏弱势



图：1-2月份美国的芝加哥联储金融状况指数改善，银行业冲击后再度恶化



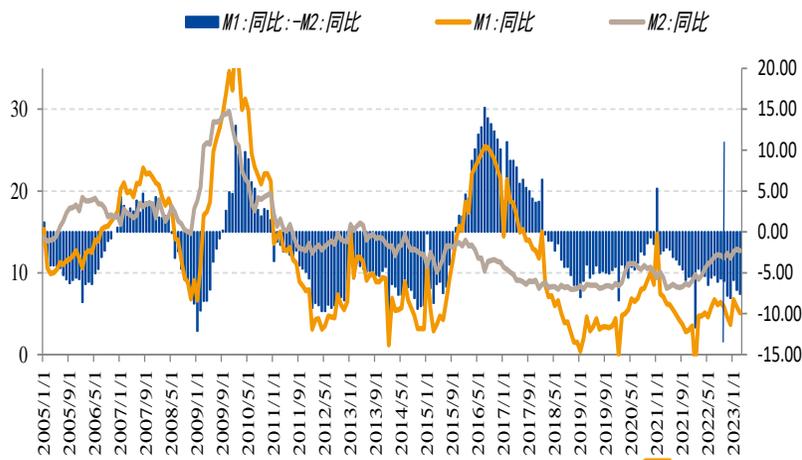
图：2月份到硅谷银行冲击之前，金融状况的收紧主要靠利率，随后信贷的压力开始增加



# 2023年中国经济Q2展望：虽有扰动，韧性犹在

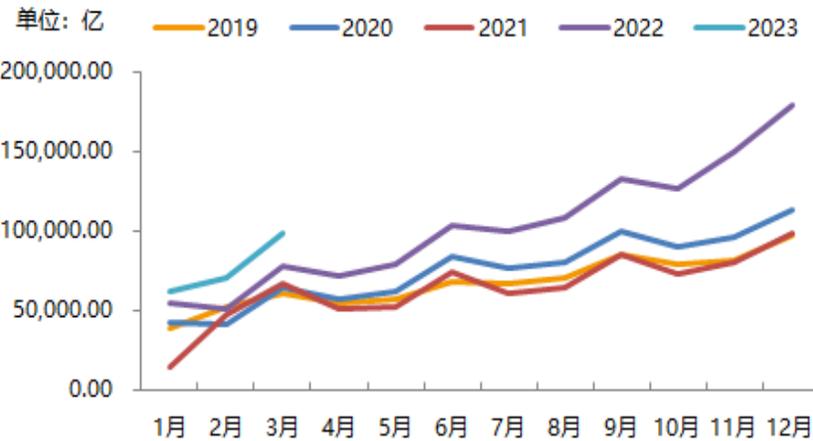
- **中期的渐进式修复持续：**中国地产小周期启动与信用扩张驱动的经济韧性较强，随着疫情防控政策的优化地产政策的累积效应会显现；中期来看，外需缓慢回落，内需渐进式承接增长动能的格局延续；
- **关注中国经济政策的延续性：**Q2增长受到外围的影响会有所回落，但整体强于欧美；当前通胀压力仍然较低，美联储紧缩外溢对于中国影响缓解下，关注利好经济修复的政策延续推进。
- **推论：**Q2中国经济的阶段性回调是Q1中国经济触底反弹的再确认，中期的复苏格局延续。

图：中国的社融和M2增速维持在高位，中国对于全球信用的触底反弹贡献较大



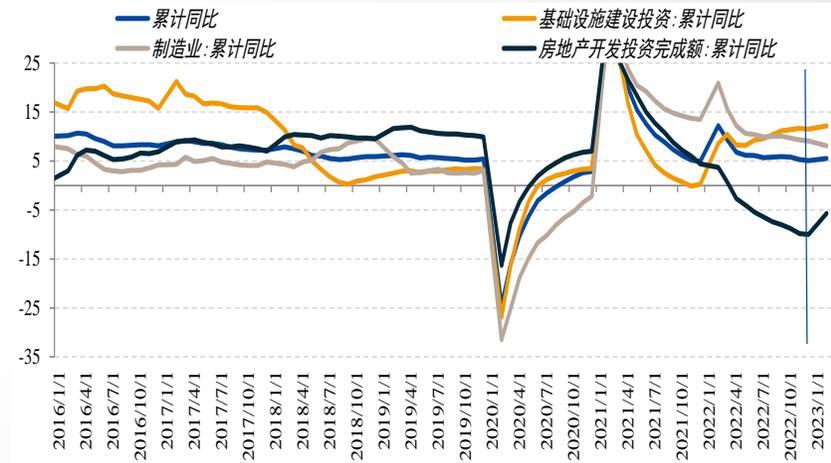
数据来源: wind, 国投安信期货

图：在信用扩张的同时，居民部门的超额储蓄也在增加，消费需求的抬升不足



数据来源: Wind, 国投安信期货

图：固定资产投资增速平稳，整体的结构再平衡位于早期阶段



数据来源: wind, 国投安信期货

# 大类资产：实际利率和波动率震荡下移，美元震荡为主

- **实际利率和波动率的震荡下移**：在名义利率（加息的天花板）和通胀预期（衰退带来通胀降温）交替下行过程中，实际利率以震荡下移为主；波动率脉冲式上行后，短期由于救市政策维持在低位；
- **美元以震荡为主**：金融稳定制约下，美国以利差驱动美元走强的力量有所削弱；但美欧经济整体回落之下，欧洲经济相对于美国的优势不明显，对于美元形成一定的支撑，预计美元以震荡为主。

图：名义利率和通胀预期开始了交替压降之旅，这个过程TIPS定价的实际利率缓慢震荡下移

图：在硅谷银行冲击的过程中，虽然外围市场的波动率抬升，但是人民币兑美元隐波持续震荡下移

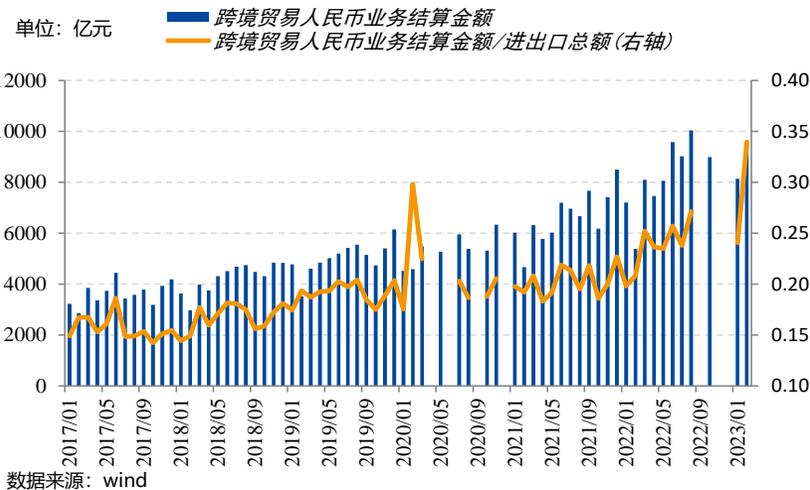
图：美欧银行业冲击让美债收益率触碰到天花板，预计美元Q2以震荡为主



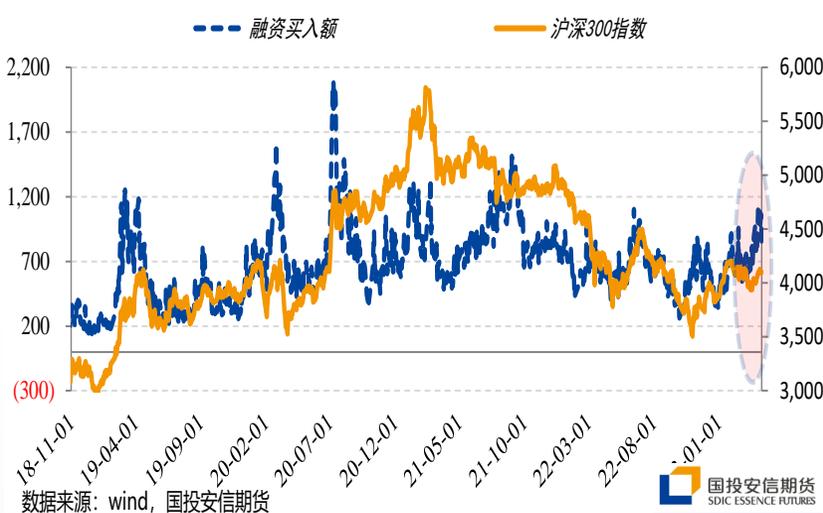
# 国内股债：流动性环境积极支持股债偏强运行

- **汇率压力缓解，政策维护流动性：**美债收益率的天花板显现后，国内有效汇率的压力逐步缓解；硅谷银行冲击后，降准应对外部压力，待外部经济增速压力进一步显现后，国内继续推进偏积极的货币政策的概率较大；通胀给货币政策的约束较小，推动资本市场制度建设的政策意愿较强；
- **配置力量和国内资金交替活跃：**美联储政策约束下降，叠加人民币国际化加快推进，外围资金配置国内资产的诉求增强；国内货币市场流动性稳定，国内证券公司资金成本降低，因此预计呈现出内外流动性交替积极的状态，且整体上来看国内资金面对于海外的波动有一定的免疫性。

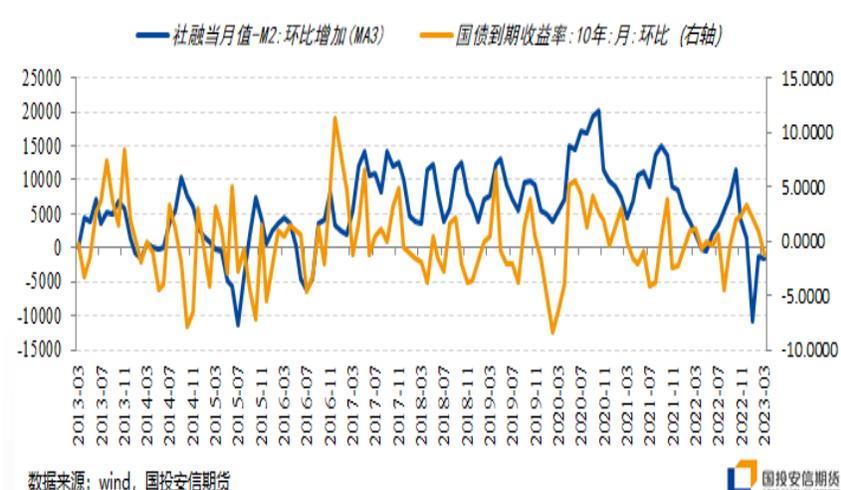
图：跨境人民币结算金额在俄乌冲突之后出现了较快速度的增长，人民币国际化加速



图：春节之后融资买入额较为活跃，表明内资定价能力增强，支持中小市值偏强



图：11月份以来，在社融与M2同步扩张中，M2增速扩张更快，这支持了国债收益率的震荡回落



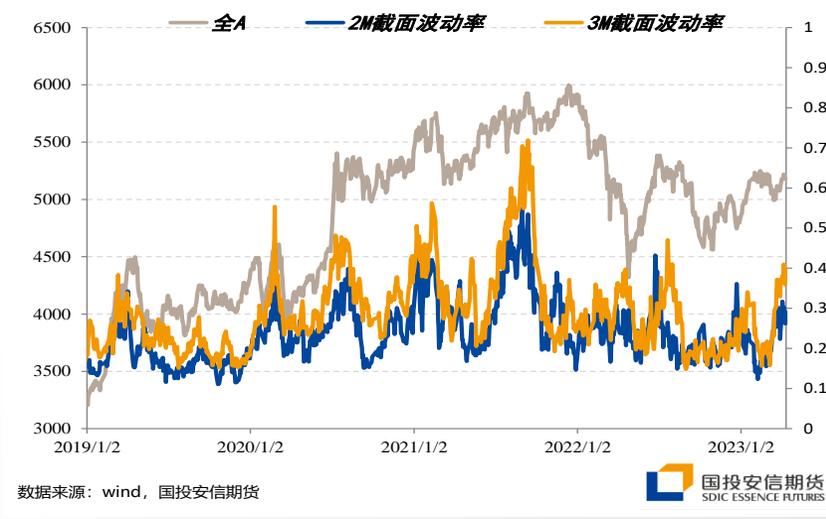
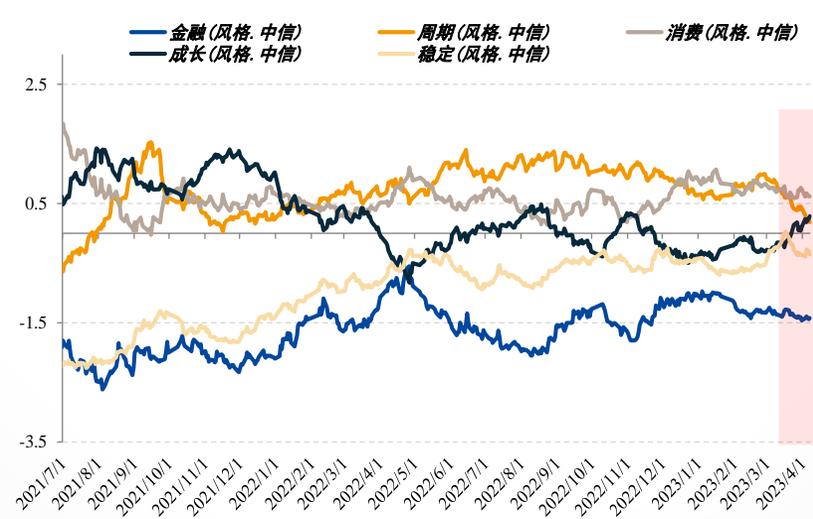
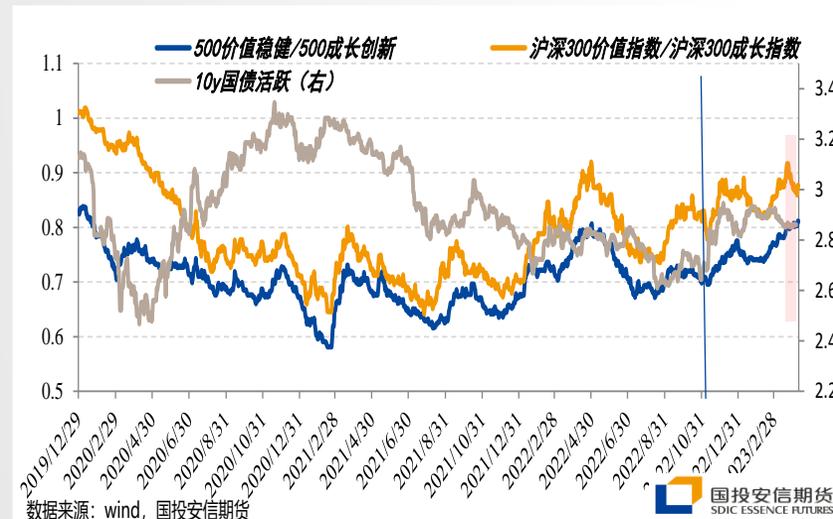
# 股市结构：价值领涨成长补涨的格局延续

- **价值的重构**：从2022年11月开始，一直以价值板块的修复为主，只不过遵循了从大市值价值向中小市值的转移，成长会有阶段性的修复，“科技+央企”两大板块为基准，其它板块交替补涨，在当前复苏的早期更多以低估值板块的估值修复为主。
- **科技成长领涨后，关注消费和金融可能的补涨**：硅谷银行冲击后，叠加经济进入淡季，周期板块明显回落，但流动性环境相对强势支撑成长偏强；尽管拥挤度严重分化，但海外的衰退和国内流动性环境的积极使得周期的偏弱势和成长的偏强势尚难转势，关注消费和金融的补涨

图：11月A股行情启动以来，一直是价值领涨，成长补涨，只不过从大市值向中小市值有所迁移

图：从中信5风格来看，分化较大，成长偏强势的格局或有所延续，中期关注消费和金融的补涨

图：目前A股的板块间分化的程度达到了相对较高的状态，TMT板块的拥挤度较高



# 商品指数：从通胀周期高点看商品指数的运行规律

- 短周期同比高点后的走势：重点考察了80年代以来美国通胀同比高点前后300个交易日商品指数的走势，并将走势合成平均走势；
- 商品指数在美国通胀同比高点前进入到熊市：通过历史复盘来看a、商品指数在美国通胀同比高点前两个月左右是熊市的起点；b、在美国通胀同比高点后的6个月是熊市的主跌段；c、在六个月之后下跌斜率放缓进入弱势震荡阶段。

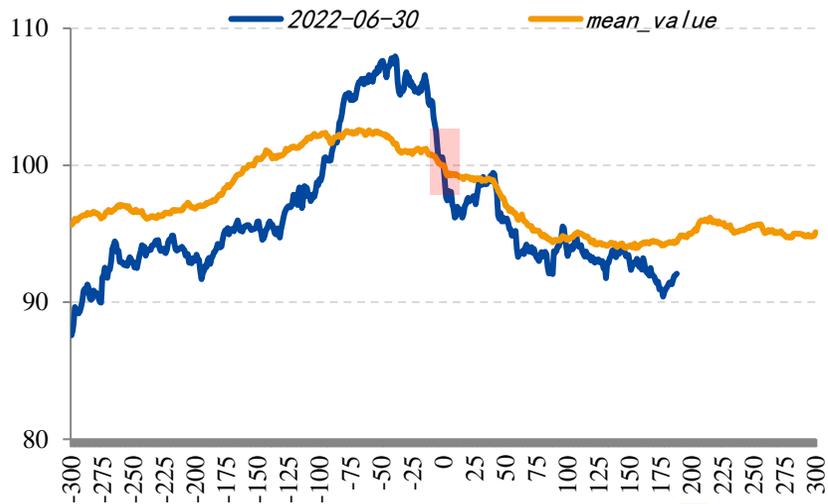
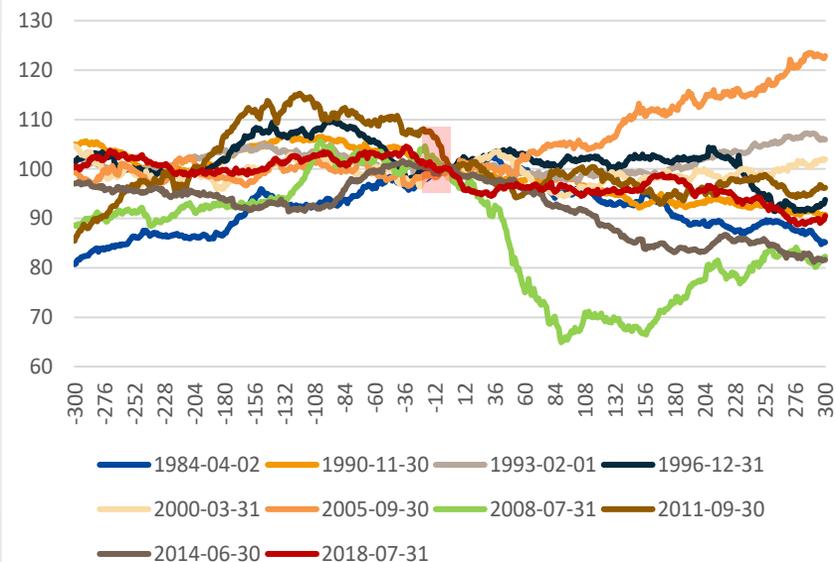
图：历次短周期通胀同比高点前后CRB商品指数的走势

图：短周期通胀同比高点前后CRB指数走势的均值以及本轮周期中价格走势的比较

表格 1：CRB 指数分类及权重分配

	商品	指数权重	类别权重合计
石油类品种 (3个)	WTI 原油	23%	33%
	燃料油	5%	
	无铅汽油	5%	
高流动性品种 (7个)	天然气	6%	42%
	玉米	6%	
	大豆	6%	
	活牛	6%	
	黄金	6%	
	铝	6%	
	铜	6%	
一般流动性品种 (4个)	白糖	5%	20%
	棉花	5%	
	咖啡	5%	
	可可	5%	
其他品种 (5个)	镍	1%	5%
	小麦	1%	
	生猪	1%	
	橙汁	1%	
	白银	1%	

资料来源：Thomson Reuters, 国投安信期货



数据来源：wind, 国投安信期货



# 商品结构：年度主线部分短暂休整，方向不变

- **2022年Q4后期以来的主线——工业品的反抗**：经济短周期的尾部，形成了工业品相对于能源和农产品的再平衡；这种再平衡随着全球制造业反弹衰竭，叠加OPEC+减产，出现整固迹象；
- **年度主线进入一个整固期，中期方向不变**：美联储紧缩边界推动的贵金属配置价值、国内定价的商品偏强势、中下游商品利润的修复是年度三条主线，Q2或有一定的反复，但是中期的大方向不会变化，商品的波动幅度抬升有限，震荡分化的格局延续，仍然聚焦于结构行情。

图：中国的PPI-CPI剪刀差仍然弱势，工业品相对于农产品的修正或出现整固



图：Q1中国的PMI反弹强劲，驱动了工业品相对于农产品的修复，但后续或有整固

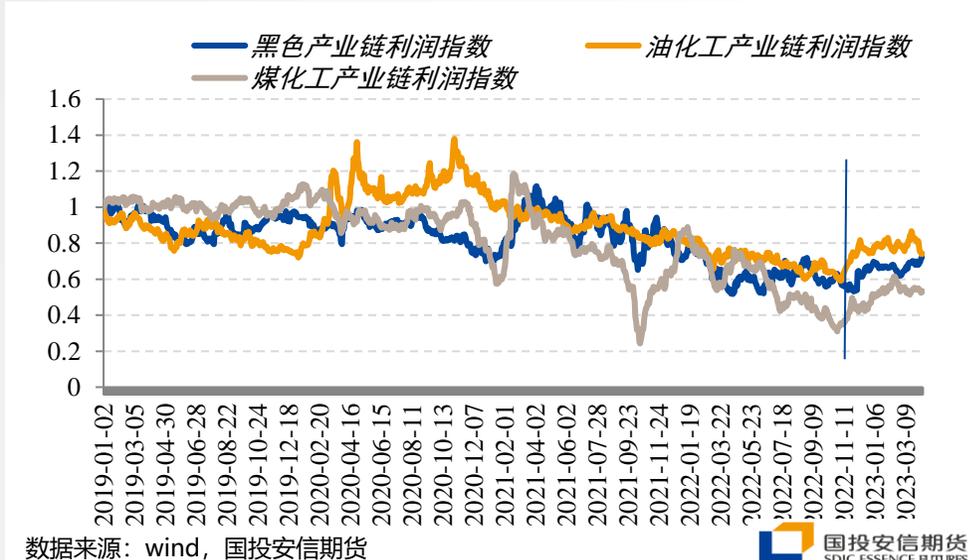


图：从海外视角来看，去年11月份以来商品的主要命题同样是工业品的反抗



# 大宗商品：关注美国经济的扰动，波动抬升幅度有限重结构

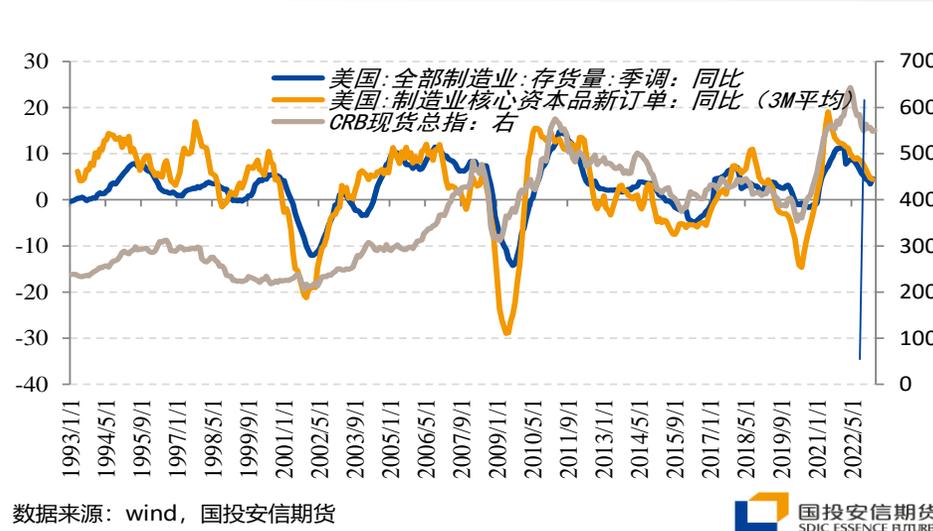
图：国投安信期货商品指数系列——各产业链利润指数走势



图：商品指数走势，近期黑色季节性回落，能源在减产下反弹



图：从2022Q4到2023Q1，美国的库存周期仍在给商品指数施压



图：硅谷银行冲击后，商品的实际波动率有低位抬升趋势



# 观点总结：登高望远，攻守兼备

- **A、宏观经济：登高望远**

- 1)、短期全球景气度触碰到修复的“高点”，美欧经济的“衰退交易”形成扰动；
- 2)、美欧银行业的危机以及美国的救助，让紧缩的“高点”进一步显现；
- 3)、从“长远”来看，中国经济渐进式修复的格局不会变，积极宏观政策方向不会变。

- **B、大类资产：攻守兼备**

- 1)、中国宏观流动性偏积极对于中国的股债构成支撑，金融品整体偏乐观，“进攻”思维；
- 2)、股市结构而言，价值领涨成长补涨延续，科技占优不易扭转，关注消费和金融的补涨；
- 3)、商品全年主线小幅折返大方向坚守，低波动分化行情，策略上偏“保守”聚焦结构。

国投安信期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。

本报告仅供国投安信期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投安信期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。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。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。



研究院公众号



投资咨询部公众号

谢谢!



数据投研平台APP(安卓)



数据投研平台APP(IOS)

欢迎通过数据投研平台获取我司研投支持, 网址<https://www.gtaxyj.com>