

大类资产交易周报

“软着陆交易”回归，风险资产回暖

市场交易逻辑从金融风险会回归至全球经济的基本面，“软着陆交易”回归。

- 全球资产：市场交易逻辑从金融风险会回归至全球经济的基本面；美国通胀放缓推动“软着陆交易”重返，风险资产普遍回暖。
- 中国在岸资产本周整体震荡。
- 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；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；黄金短期震荡，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.....	12

图表目录

图表 1. 全球主要金融资产指标价格变动	5
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	6
图表 4. 固收类资产 5 日表现排序 (收益率变动,bp)	6
图表 5. 中国主要金融资产指标.....	6
图表 6.中美经济周期: 实际值 & 预测趋势.....	7
图表 7.A 股: 中长期看, 出口增速下行或带动企业利润增速下滑	8
图表 8.H 股: 贸易逆差的高位回落有望带动人民币有效汇率的回落, 从而带动 AH 股溢价的收窄.....	8
图表 9. 美股: 分析师对于美股盈利增速的预测可能仍有进一步下调的空间	8
图表 10. 上证指数(蓝色线), 标普 500 (黑色线) 以及恒生指数 (红色线) 近期整体有所回暖	8
图表 11. 中国 10 年国债收益率近期已经回到了疫情政策调整之前的交易区间, 显示其估值存在过高的风险	9
图表 12.近期资金面持续围绕政策利率波动	9
图表 13. 美国联邦基准利率 VS 美债 2 年收益率.....	9
图表 14. 美债关键期限收益率近期整体呈现箱体震荡特征	9
图表 15.美国经济衰退期间美元指数表现较为强势.....	10
图表 16. 美德 2 年期实际收益率利差 (虚线) VS 美元指数 (实线)	10
图表 17. LME 铜价 (美元/吨): 实际值 (红色线) VS 模型预测近期走势 (灰色线)	10
图表 18. 布伦特油价 (美元/每桶): 实际值 (红色线) VS 模型预期近期走势 (灰色线)	10
图表 19. 金价 VS 美债 5 年实际利率 (右轴逆序)	11
图表 20.美国 5 年通胀预期 (灰色线)和美债 5 年收益率(蓝色线)近期处于震荡行情, 金价 (红色线) 也整体震荡	11
图表 21. 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	13

本周市场分析

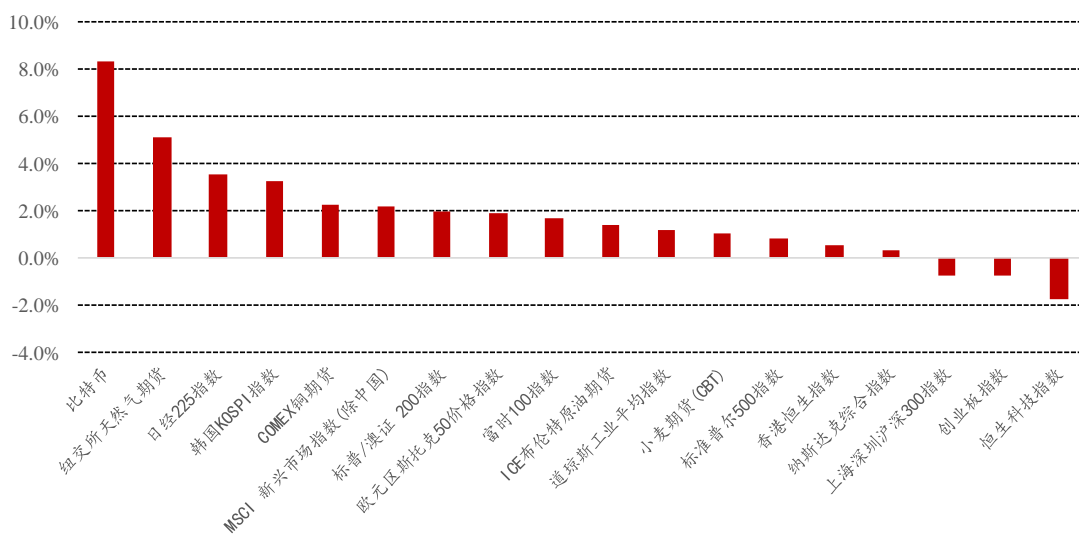
全球资产：市场交易逻辑从金融风险会回归至全球经济的基本面；美国通胀放缓推动“软着陆交易”重返，风险资产普遍回暖。本周公布的美国3月CPI以及PPI数据整体弱于市场预期，并且服务通胀整体显示出边际降温的迹象；初次以及持续申领失业保险人数边际上升；3月零售数据弱于市场预期。中国方面，尽管3月CPI数据略微低于预期，但高于市场预期的3月金融数据以及异常强劲的进出口数据边际降低了市场对于经济增速可能进一步下滑的担忧。（关于美国通胀数据和中国经济数据的具体讨论请参考相关报告）。整体来看，由于并没有发生新的重大金融风险事件，市场近期的交易逻辑已经由金融风险回归至全球经济的基本面。这也同我们此前的预期相一致。不过我们也注意到，尽管全球主要股指以及铜油价格均已回升至硅谷银行挤兑事件之前的水平，但是美债收益率、美元指数则仍然显著低于该事件之前的水平，而黄金也并没有回吐金融风险事件以来的涨幅；与此同时，市场在金融风险冲击之后形成的对于美联储在2023年降息的预期也并未显著改变。这样的观察再次提示我们，尽管市场的交易逻辑已经回归基本面了，但是金融风险在市场上留下的“烙印”，并未完全消除。本周，弱于市场预期的美国通胀数据推动了“软着陆交易”的重返。参考2023年1月的市场走势，我们认为这一交易主题的经济逻辑是：一方面市场相信经济活动的放缓能够带来通胀的降温从而降低美联储紧缩政策的必要性，但是与此同时又不认为经济活动的回落会是非常严重的（例如进入衰退）；这一交易主题的资产价格变动特征是：风险资产回暖，美元&美债震荡下行。而这大致上也是近期我们所观察到的现象。具体来看，全球主要股指中，AH股走势相对较弱（AH主要股指全周小幅收跌/大致收平），日韩股指则以3%的周涨幅领涨。大宗商品中，近期波动较大的天然气全周收涨5%，铜油则均录得2%左右的周涨幅。避险资产中，美元和金价本周均小幅收跌。固收类资产中，美德10年国债本周分别上行12bp、26bp，但仍尚未显著突破近期的箱体震荡区间；中债10年小幅下行约2bp；高收益债券利差大幅收缩约24bp，投资级债券利差则收窄6bp。近期全球市场“软着陆交易”主题的回归同我们之前的判断是基本一致的，但是由于该主题所需要的经济数据条件（通胀较快下行 & 经济不能失速）是比较苛刻的，我们不认为该交易主题能够持续较长时间。结合全球经济周期走势，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。我们因此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	2023年以来价格变动	2023年1月价格变动
风险资产	比特币	30470	0.6%	8.3%	24.9%	84.2%	38.8%
	标准普尔500指数	4138	-0.2%	0.8%	6.3%	7.8%	6.2%
	道琼斯工业平均指数	33886	-0.4%	1.2%	6.3%	2.2%	2.8%
	纳斯达克综合指数	12123	-0.4%	0.3%	6.0%	15.8%	10.7%
	日经225指数	28493	1.2%	3.5%	4.6%	9.2%	4.7%
	COMEX铜期货	411	-0.4%	2.3%	6.5%	7.8%	10.9%
	上海深圳沪深300指数	4092	0.6%	-0.8%	2.6%	5.7%	7.4%
	标普/澳证 200指数	7362	0.5%	2.0%	4.1%	4.6%	6.2%
	MSCI 新兴市场指数(除中国)	1162	0.3%	2.2%	6.8%	6.0%	6.0%
	创业板指数	2428	0.9%	-0.8%	3.9%	3.5%	10.0%
	韩国KOSPI指数	2571	0.4%	3.3%	8.1%	15.0%	8.4%
	欧元区斯托克50价格指数	4391	0.6%	1.9%	8.8%	15.7%	9.7%
	恒生科技指数	4164	0.1%	-1.7%	7.7%	0.9%	10.0%
	香港恒生指数	20439	0.5%	0.5%	4.6%	3.3%	10.4%
	富时100指数	7872	0.4%	1.7%	7.2%	5.6%	4.3%
	小麦期货(CBT)	683	2.3%	1.0%	-2.9%	-13.8%	-3.9%
	ICE布伦特原油期货	86	0.3%	1.4%	17.1%	0.5%	-1.7%
	纽交所天然气期货	2.11	5.3%	5.1%	-13.3%	-52.8%	-40.0%
	美元兑日元	133.79	0.9%	1.2%	0.3%	2.0%	-0.8%
	美元兑英镑	0.8056	0.9%	0.0%	-2.9%	-2.7%	-1.9%
美元兑离岸人民币	6.8729	0.0%	-0.1%	-0.3%	-0.7%	-2.4%	
金价	2004	-1.8%	-0.2%	4.5%	9.9%	5.7%	
美元兑欧元	0.9097	0.5%	-0.8%	-3.8%	-2.6%	-1.5%	
美元指数即期汇率	101.6	0.5%	-0.5%	-3.0%	-1.9%	-1.4%	
全球高收益债利差	5.3%	7.6	23.8	58.9	14.6	46.9	
全球投资级企业债利差	1.5%	2.0	6.0	24.0	-1.0	14.0	
10年期德国国债收益率	2.44%	-6.8	-25.7	-31	13.1	28.5	
10年期美国国债收益率	3.51%	-6.8	-12.2	-5.8	36.2	36.8	
10年期中国国债收益率	2.83%	0.1	2	4.5	0.9	-6.3	
避险资产							

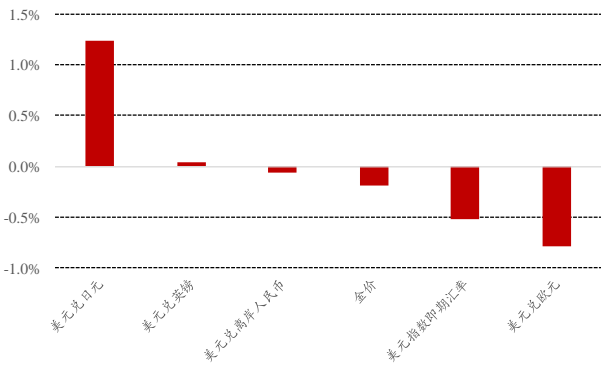
资料来源：彭博，中银证券，注：截至23年4月14日收盘价 资产排序按照“风险程度”从高至低排列；风险程度基于资产2017年以来同MSCI全球股票指数的关联度；债券收益率和利差的BP变动中，正值为收益率下行/利差缩小，负值为收益率上行/利差扩大

图表 2. 全球风险类资产价格 5 日表现排序



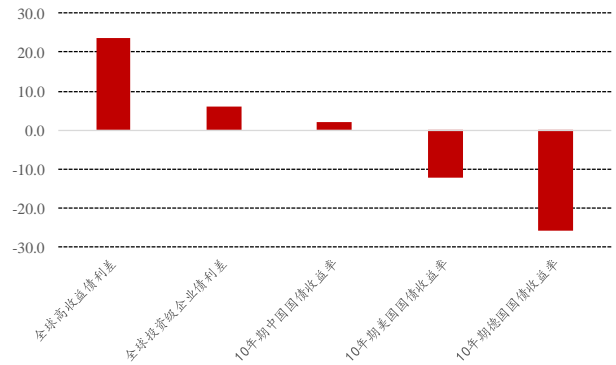
资料来源：彭博，中银证券，注：截至23年4月14日收盘价

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 4 月 14 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 4 月 14 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

中国在岸资产：各类资产横盘震荡。 3 月进一步回落的 CPI 以及 PPI 同比增速曾一度引发了市场上关于中国经济是否出现“通缩”的担忧；另一方面，尽管可持续性存疑，但是高于市场预期的 3 月金融数据以及异常强劲的进出口数据至少降低了于中国经济短期快速失速的尾部风险的可能性。在这样的背景下，本周中国在岸市场各类资产整体呈现横盘震荡的特征。具体而言，主要股指中除上证指数收涨外，其余均收跌，但是本周涨跌幅均在正负 1% 以内；伴随美元的小幅走弱，人民币在双边汇率中也小幅走强，而人民币一揽子指数则小幅走弱；除贵金属指数本周收涨接近 2% 以外，南华商品指数及其细分指数本周均录得小幅跌幅；本周 1 年期和 10 年期国债收益率均小幅下行约 2bp，1 年期信用利差扩大约 2bp。

图表 5. 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	2023年以来 价格变动
债券	中债国债到期收益率:10年	2.83%	0.0	1.8	3.7	0.7
	中债国债到期收益率:1年	2.21%	-0.2	1.9	7.0	-11.2
	1Y AAA 信用利差	0.53%	-0.7	-2.2	0.4	12.9
股票	上证综合指数	3338	0.6%	0.3%	2.3%	8.1%
	上证50指数	2679	0.3%	-0.2%	1.2%	1.7%
	沪深300指数	4092	0.6%	-0.8%	2.6%	5.7%
	创业板指数	2428	0.9%	-0.8%	3.9%	3.5%
	国证2000	8530	0.4%	-0.5%	2.1%	11.1%
汇率	即期汇率:美元兑人民币	6.8495	-0.3%	-0.4%	-0.7%	-1.5%
	Wind人民币汇率预估指数	98.80	-0.4%	-0.2%	-0.8%	1.2%
商品	南华综合指数	2351	0.4%	-0.5%	-0.3%	-1.3%
	南华能化指数	1866	0.3%	-0.8%	-0.3%	-1.6%
	南华工业品指数	3807	0.6%	-0.5%	-1.3%	-2.2%
	南华农产品指数	1050	-0.2%	-1.8%	-4.8%	-6.5%
	南华金属指数	6298	0.9%	-0.2%	-2.5%	-3.4%
	南华贵金属指数	771	1.0%	1.9%	9.3%	8.6%

资料来源：万得，中银证券，注：时间截至 23 年 4 月 14 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

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。

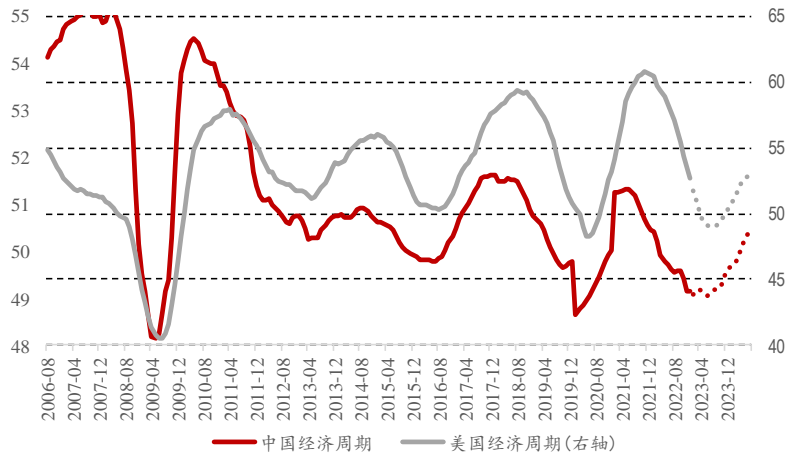
我们预计中美经济周期有望在 2023 年 2-4 季度共振反弹。基于我们的经济周期模型，并参考市场的一致预期以及中银宏观团队的分析，我们预计 2023 年 1 季度，中国经济周期会持续处于磨底阶段，而美国经济周期仍处于下行阶段；本轮中美经济周期底部会弱于 2016 年但是会好于 2008 年金融危机；本轮中美经济周期的底部有望在 2023 年 2-4 季度形成，并在之后开始共振上行。

（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；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；黄金短期震荡，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。

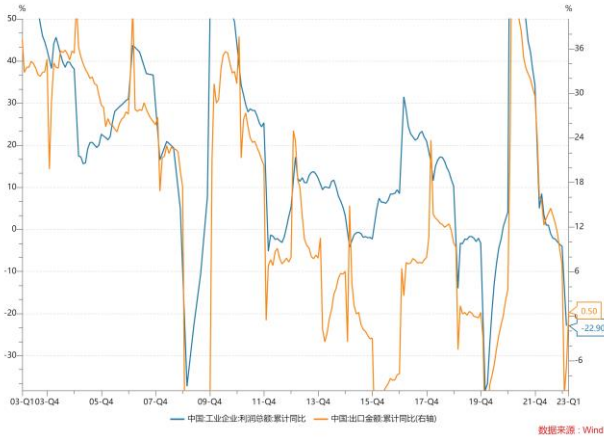
图表 6.中美经济周期：实际值 & 预测趋势



资料来源：万得，中银证券

AH 股&美股: 全球 Beta: 全球金融风险缓和有望推动短期回暖, 趋势性反转或仍需等待; AH Alpha: 国内经济恢复和政策支持之间的平衡。从全球 Beta 来看, 正如前文所述, 我们认为市场近期呈现出“软着陆交易”的特征: 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, 美国通胀水平仍有整体持续回落的空间; 与此同时, 失业率的上升以及经济数据的全面回落可能不会一蹴而就。这就意味着通胀的下行可能会发生在经济仍具韧性的时期。“软着陆交易”所带来的 Beta 行情有助于推动包括 AH 股以及美股在内的全球股指的回暖。从不同股指的 Alpha 层面而言, 美股近期需要关注一季度财报的披露所可能带来的扰动; AH 股盈利预期则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。在经济有所回暖但尚不稳固的现状下, 同时基于政府相关表态, 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。不过展望未来, 全球权益市场可能仍需为未来全球经济持续的下行不断进行计价, 从而实现我们一直等待的“最后一跌”。在这之后, AH 以及美股的更为顺畅的趋势性上行的空间会被逐步打开。

图表 7. A 股: 中长期看, 出口增速下行或带动企业利润增速下滑



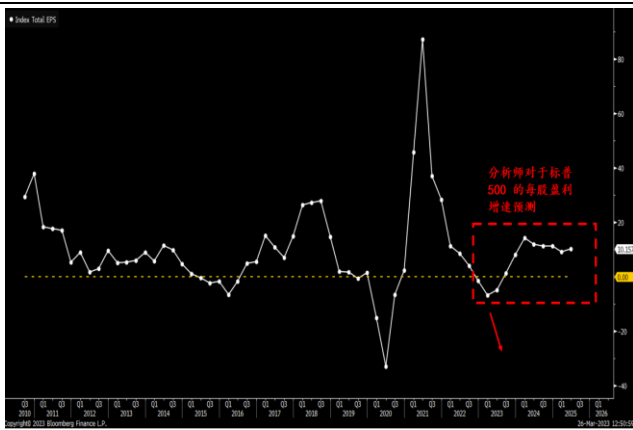
资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. H 股: 贸易逆差的高位回落有望带动人民币有效汇率的回落, 从而带动 AH 股溢价的收窄



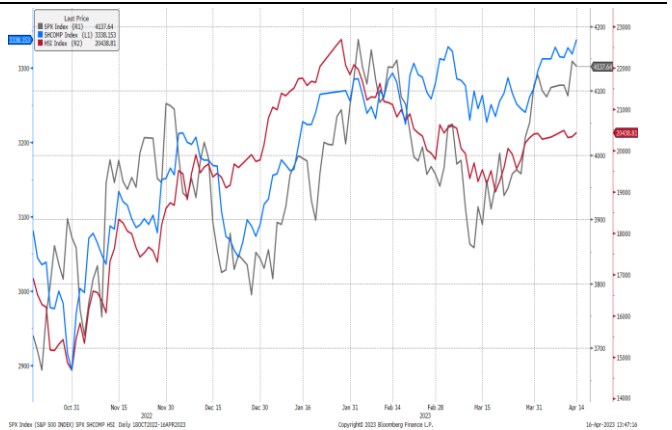
资料来源: 万得, 中银证券

图表 9. 美股: 分析师对于美股盈利增速的预测可能仍有进一步下调的空间



资料来源: 彭博, 中银证券

图表 10. 上证指数(蓝色线), 标普 500 (黑色线) 以及恒生指数 (红色线) 近期整体有所回暖



资料来源: 彭博, 中银证券

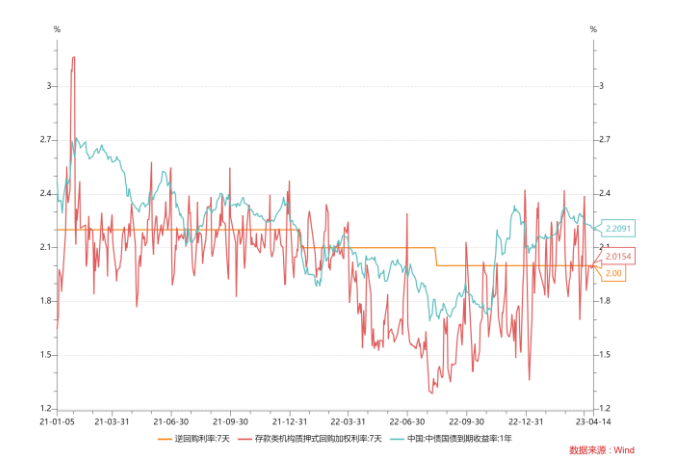
中债 10 年收益率短期震荡，2023 年中后期存在上行风险。考虑到目前的经济的结构性和政策信号，尽管降准和降息的空间仍在，但我们认为货币政策在总量层面持续快速放松的可能性并不大。另一方面，尽管近期房地产市场边际回暖，但是考虑到外部经济环境以及强力经济刺激政策的缺位，我们认为经济短期可能较难出现 V 型复苏。考虑到经济回暖的不确定性以及政策信号，我们认为央行仍将主要依靠结构性政策（而不是总量政策）来继续呵护银行间流动性以及支持整体经济增长。综合来看，我们认为中国 10 年国债收益率近期可能处于震荡行情。就具体点位而言，中银固收团队在 2022 年 12 月 16 日的报告《新利率周期的开启》中指出近期国债 10 年期的主要波动区间或在 2.9-3.0%。尽管近期 10 年期国债收益率已经低于该区间，但我们仍然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 11. 中国 10 年国债收益率近期已经回到了疫情政策调整之前的交易区间，显示其估值存在过高的风险



资料来源：万得，中银证券

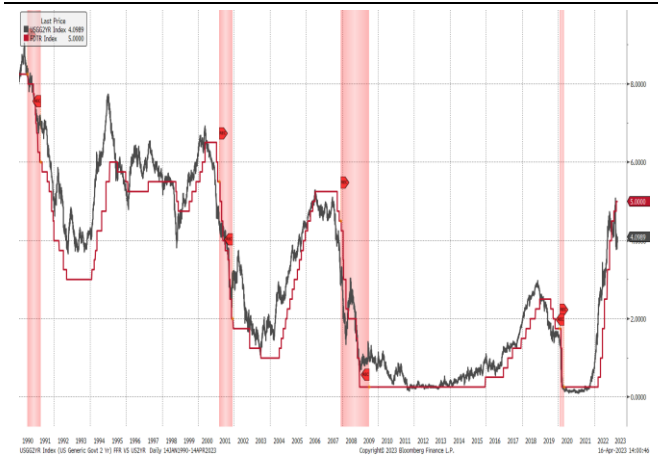
图表 12. 近期资金面持续围绕政策利率波动



资料来源：万得，中银证券

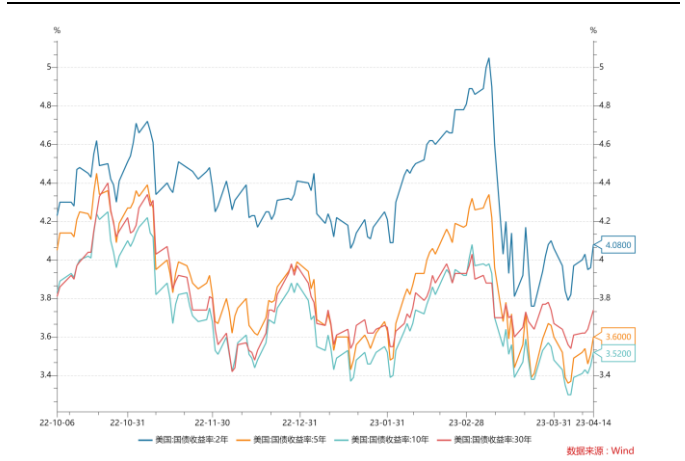
短期来看，通胀下行有望接替金融风险为美债收益率持续提供震荡下行空间；未来数月经济下行压力逐渐凸显则有望推动收益率更快下行。在金融风险告一段落的背景下，在前期快速下行之后，近期美债收益率呈现区间震荡的特征。往前看，在通胀仍然在趋势性下行以及美联储并未给出更鹰派的信号的背景下，我们认为之后美债收益率有望随着通胀压力的缓解而进一步震荡下行。中长期来看，随着美国经济下行压力的逐渐清晰，取决于届时的通胀水平，美联储有可能会选择从目前抗击通胀的政策框架再次转换为拯救经济的政策框架，市场逐渐进入“衰退交易”，美债 10 年收益率届时可能会开始新一轮的下行。

图表 13. 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

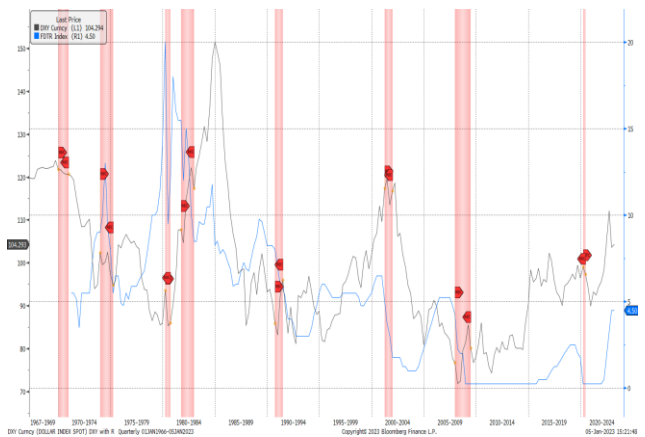
图表 14. 美债关键期限收益率近期整体呈现箱体震荡特征



资料来源：万得，中银证券

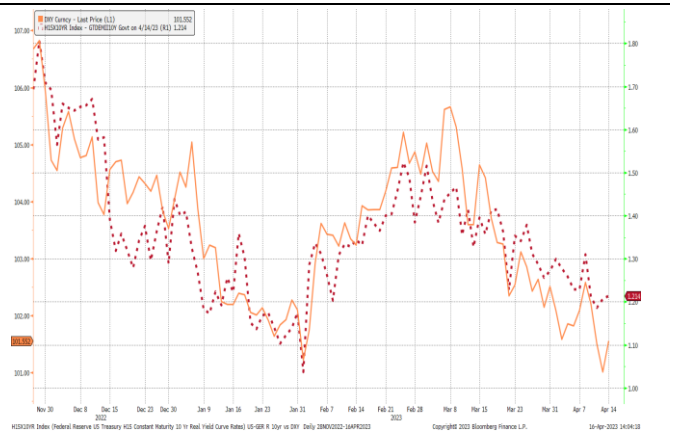
美元指数短期仍有震荡走低的空间，但未来数月的走势可能取决于全球经济下行的程度。在金融风险暂时缓和，“软着陆交易”能够重返的背景下，美元指数近期重回震荡走低的趋势。同时，随着市场对于美联储终点利率预期的较为充分的计价，日欧英等其它主要央行的政策决定对于美元的影响可能增加。在本地经济体通胀担忧高企的背景下，日欧英央行进一步采取宽松政策的可能性较小。这也使得美元持续走高缺少经济逻辑支撑。未来数月，随着美国经济下行压力的逐渐清晰，市场逐渐进入“衰退交易”，美元指数的走势可能将取决于全球经济下行的程度——2008年金融危机风险资产抛售最快的时期，也正是美元指数的快速上行期。

图表 15. 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 16. 美德 2 年期实际收益率利差（虚线） VS 美元指数（实线）



资料来源：彭博，中银证券

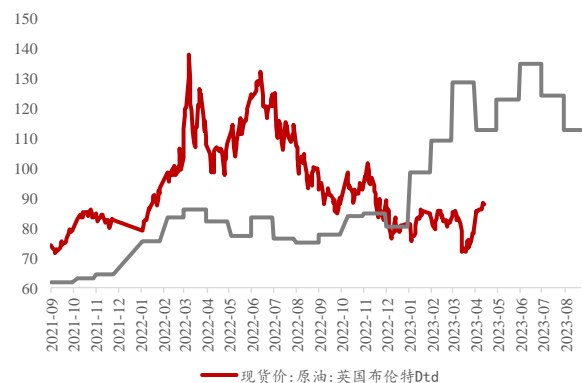
“软着陆交易”回归为铜油持续小幅回暖打开空间；趋势性反转或仍需等待。在经历了 OPEC+ 减产决定的冲击之后，布伦特油价从低于 80 美元/桶跳涨至约 85 美元/桶的水平，但在全球经济仍处于放缓趋势的背景下，油价也未能进一步显著冲高。据彭博统计，截至 2023 年 4 月 16 日，分析师一致预期（中位数）是 2023 年布伦特油价可能会在 85-90 美元(每桶)左右波动，LME 铜价会在 8500-8900 美元/吨波动。基于我们所构建的经济周期模型并综合考虑我们对于全球经济走势的判断和供给方面的因素，我们大致赞同上述一致预期。短期在“软着陆交易”回归的背景下，铜油存在进一步小幅回暖的空间，铜油价格也可能升破市场预期范围。我们基于经济周期的模型也显示短期铜油存在回暖空间。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 17. 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

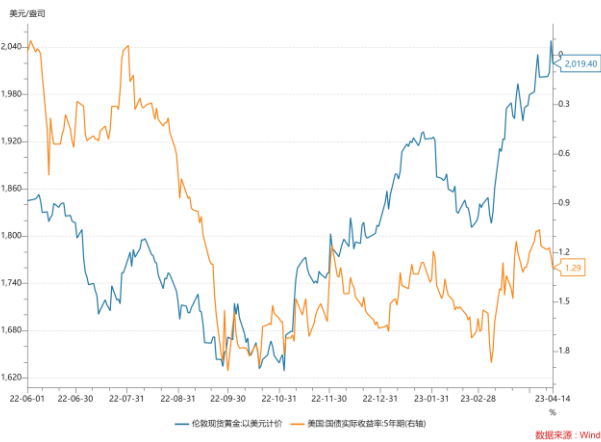
图表 18. 布伦特油价(美元/每桶)：实际值（红色线）VS 模型预期近期走势（灰色线）



资料来源：万得，中银证券

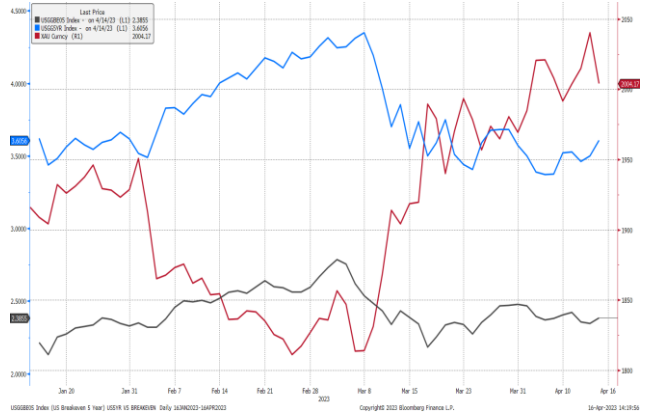
金价短期可能处于震荡行情；未来数月的走势可能取决于美国通胀和经济下行的相对速度。我们通过理解长端实际收益率（名义收益率减去通胀预期）来理解金价的可能走势。近期在金融事件冲击下，美债长端名义收益率下行速度快于长端通胀预期，使得实际利率走弱，推升黄金快速走高。但是近期随着风险事件的告一段落以及美国名义收益率和通胀预期进入箱体震荡，金价也有可能随之进入震荡行情。未来随着市场进入“衰退交易”之后，金价的走势则可能取决于美国通胀和经济下行的相对速度（以及美联储的政策应对）。在本轮“衰退交易”期间，如果通胀水平仍然高企，那么美联储的降息空间较历史相比可能有限，也即名义利率下行速度可能会慢于通胀预期下行速度，这可能使得实际利率有所走高，从而使得黄金价格受到负面冲击。基于彭博统计，截至2023年4月16日，市场一致预期是2023年伦敦金现可能交易在1900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高于市场预期的水平，但是上涨的持续性仍有待观察，并且未来存在一定的下行风险。

图表 19. 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 20. 美国 5 年通胀预期 (灰色线) 和美债 5 年收益率 (蓝色线) 近期处于震荡行情, 金价 (红色线) 也整体震荡



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。

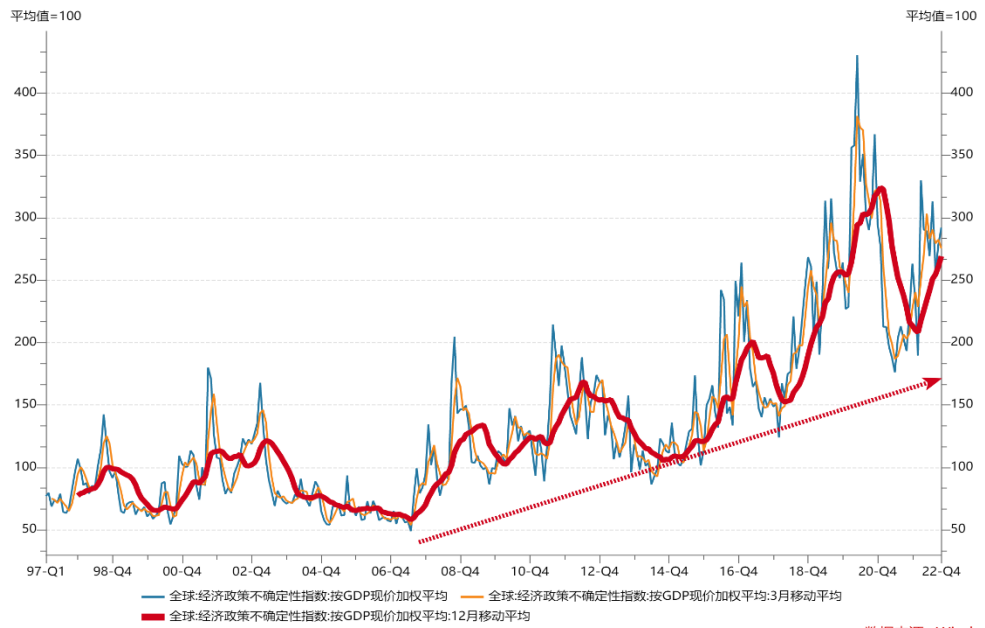
经济基本面和风险资产表现弱于我们的预期：1) “紧缩交易”延长。从宏观数据来看，更持久的“紧缩交易”可能意味着美国乃至全球经济陷入“滞胀”的时长超过预期。这一情况指向的宏观现象包括：美国通胀（尤其是同劳动力市场紧密相关的非房租服务业通胀）下行节奏显著弱于市场预期，甚至出现持续的反弹，美联储被迫在终点利率维持更长的时间甚至采取更为鹰派的紧缩路径。从交易层面来看，“紧缩交易”延长可能意味着更高的市场对于终点利率的预期，而类似于 2022 年 8 月和 9 月出现的“美元涨 & 其它所有资产普跌”可能会卷土重来，以显示市场计价更鹰派的美联储对于全球经济进一步的负面冲击。

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 年之后该指数趋持续势性上升 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 21. 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，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