

类别
宏观市场月报

日期
2023年05月04日



宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)
020-38909340
hezq@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)
021-60635739
huangwx@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)
021-60635731
dongb@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3054198

研究员：王天乐(期权量化)
021-60635568
wangtl@ccbfutures.com
期货从业资格号：F03107564



中国经济开局良好但势头放缓

近期研究报告

《宏观专题-美国银行业危机短期缓解但隐患继续累积》2023.4.28

《宏观专题-美国经济开年表现与非通胀交易的反复》2023.2.21

《宏观专题-中美超额储蓄形成机制和释放路径比较》2023.1.8

《宏观专题-2023年美国软着陆前景展望》2022.11.16

《宏观专题-221105-2023年美国就业市场降温程度评估》2022.11.5

《宏观专题-民主党处境改善但难改中期选举大势》2022.8.24

观点摘要

- 2022年11月份至今国际市场反复流行非通胀交易，首先是2022年11月份至2023年1月份美国通胀压力开始缓解而且美联储也开始放缓紧缩步伐，市场预期美联储将很快结束加息周期并在2023年下半年开始降息，风险资产与避险资产同时走高而美元汇率贬值；然后是2023年2月份期间公布的美国经济数据显示美国就业市场继续火爆，而通胀与经济则具有相当强的韧性，市场重新评估对美联储政策利率路径的预期；接着3月份美国银行业危机爆发美联储释放大量短期流动性且下调政策利率路径预期，市场一度预期美联储已经结束生息阶段并年内大幅降息100BP，非通胀交易再度回归；4月份以来美国经济数据小幅回暖，而通胀预期显著回升，美联储降息预期有所淡化，市场走势偏震荡。中国一季度经济在既有刺激政策和疫后重新开放双重利多影响下开局良好，一季度GDP同比增长4.5%好于市场主流预期；但出口订单消化以及新增政策缺席使得二季度经济增长动能开始放缓，4月份官方制造业PMI回落到萎缩区间之内，10年期国债利率跌破2.8%关口；与此同时基数效应推动企业盈利增速企稳回升，分子和分母端同时改善使得股市走势与宏观经济有所脱节。
- 在经济重新开放之后，国内压抑消费和海外积压订单有一个释放过程；而在这个释放过程结束之后，中国经济复苏势头从4月份开始放缓。我们预计后续中国经济在欧美央行持续加息对抗通胀、国内刺激政策继续发挥作用、中外地缘政治风险上升以及国内债务压力等多空因素影响下维持弱复苏格局，利率债基本面持续偏多；基数效应推动企业盈利企稳回升短期内也利多股市，但股市中期而言偏震荡。商品方面，能源价格在经济衰退前景与厄尔尼诺天气状况多空影响下或先抑后扬，美国经济衰退预期影响下贵金属将继续偏强运行，伦敦黄金创历史新高可能性较大。建议继续超配利率债和黄金，标配价值股和原油，低配信用债和成长股。

目录

一、2023 年迄今宏观市场回顾.....	- 4 -
二、宏观环境评述.....	- 4 -
2.1 中国经济开局良好但势头开始放缓.....	- 4 -
2.2 美国经济短期回暖但通胀预期回升.....	- 7 -
2.3 美联储本轮加息进程接近尾声.....	- 10 -
三、资产市场分析.....	- 12 -
四、中期资产配置.....	- 15 -

一、2023 年迄今宏观市场回顾

2022 年 11 月份至今国际市场反复流行非通胀交易，首先是 2022 年 11 月份至 2023 年 1 月份美国通胀压力开始缓解而且美联储也开始放缓紧缩步伐，市场预期美联储将很快结束加息周期并在 2023 年下半年开始降息，风险资产与避险资产同时走高而美元汇率贬值；然后是 2023 年 2 月份期间公布的美国经济数据显示美国就业市场继续火爆，而通胀与经济则具有相当强的韧性，市场重新评估对美联储政策利率路径的预期；接着 3 月份美国银行业危机爆发美联储释放大量短期流动性且下调政策利率路径预期，市场一度预期美联储已经结束生息阶段并年内大幅降息 100BP，非通胀交易再度回归；4 月份以来美国经济数据小幅回暖，而通胀预期显著回升，美联储降息预期有所淡化，市场走势偏震荡。中国一季度经济在既有刺激政策和疫后重新开放双重利多影响下开局良好，一季度 GDP 同比增长 4.5% 好于市场主流预期；但出口订单消化以及新增政策缺席使得二季度经济增长动能开始放缓，4 月份官方制造业 PMI 回落到萎缩区间之内，10 年期国债利率跌破 2.8% 关口；与此同时基数效应推动企业盈利增速企稳回升，分子和分母端同时改善使得股市走势与宏观经济有所脱节。

二、宏观环境评述

2.1 中国经济开局良好但势头开始放缓

2023 年一季度中国实际 GDP 和名义 GDP 分别同比增长 4.5% 和 5%，实际 GDP 增速高于市场主流预期的 4%，也是近四个季度以来的最高增速；而 GDP 平减系数增速达到 0.5%，较 2022 年四季度的 0.1% 明显回升，也戳破了 CPI 与 PPI 数据低迷引起的通缩假象。分产业看，第二产业对实际 GDP 同比贡献率由 2022 年四季度的 47.7% 下降至 27.1%，这是 1982 年以来的最低值，显示出由中美博弈、新冠疫情和乌克兰战争引发的地缘政治风险和跨国产业链重组对中国工业产业的抑制作用，这也是 2023 年一季度第二产业 GDP 平减系数同比萎缩 1.7% 的原因之一。工业生产的疲软使得第三产业产出占总产出比重重新超过 58%，但仍略低于 2019 年至 2021 年同期读数。

在第二产业表现欠佳的情况下，第三产业服务业成为中国经济的定海神针。2023 年一季度第三产业实际 GDP 同比增长 5.4%，为近六个季度的最高值；第三产业对实际 GDP 同比贡献率由 2022 年四季度的 41.8% 上升到 69.5%，为有数据统计以来的最高值。除了金融业和信息技术外，几乎所有服务行业都显示出强劲复苏势头，特别是住宿、餐饮和旅游业，而房地产业对整体经济增长的影响也从去年

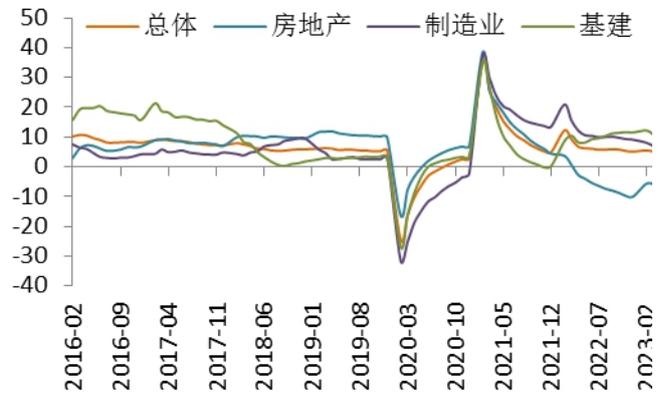
的拖累转为促进。由于美欧央行紧缩以及中美博弈导致外部环境恶化，这种不均衡复苏的局面可能会贯穿 2023 年全年，央行货币政策因此会持续保持在稳健偏宽松水平。

图1：中国GDP增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图2：中国固定资产投资增速

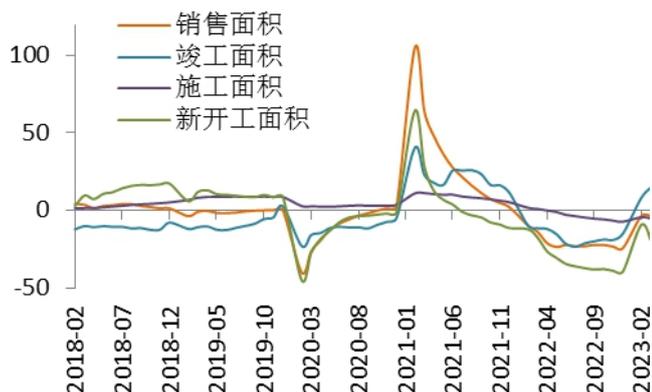


数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2022 年 1-3 月份中国固定资产投资累积同比增长 5.1%，增速较 1-2 月份回落 0.4 个百分点，为 3 月份经济数据的最大意外现象。分行业看，1-3 月份制造业投资累积同比增长 7%，增速较 1-2 月份回落 1.1 个百分点，延续了自 2022 年 3 月份以来的回落趋势，反映出国内外需求低迷对制造业投资意愿的抑制；1-3 月份房地产投资累积同比萎缩 5.8%，萎缩程度较 1-2 月份小幅扩大 0.1 个百分点但远小于 2022 年的 10%，显示出房地产业动荡局面在多政策支持下有所平息但整体上回暖力度偏弱，在收入前景不确定的影响下居民部门购房心态继续谨慎；1-3 月份广义基础设施建设投资累积同比增长 10.8%，增速较 1-2 月份收窄 1.4 个百分点，显示出在年初基建工程集中开工之后，财政约束导致基建投资对整体投资的拉动作用减弱，我们预计随着私人部门经济内生增长动能的回升，作为稳增长基石的基建投资增速可能继续回落。

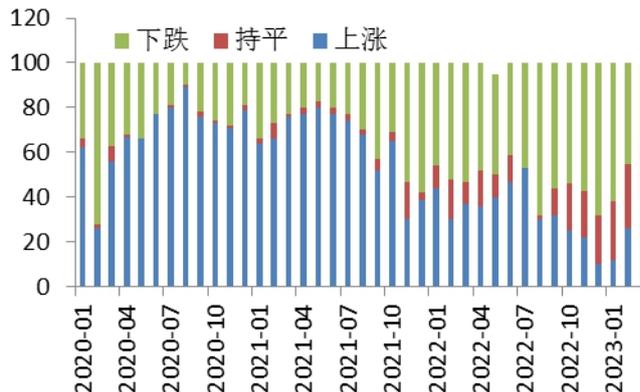
房地产方面，1-3 月份房地产销售面积累积同比萎缩 3.54%，萎缩程度较 1-2 月份小幅收窄 0.1 个百分点，房地产销售方面表现出二手热一手冷、局部热大部冷的现象。由于房地产销售整体依旧偏弱，房地产开发商一方面加快竣工步伐，争取趁目前政策面友好消化库存回笼资金，另一方面控制项目新开工节奏，1-3 月份房地产新开工面积累积同比萎缩 19.2%，萎缩程度较 1-2 月份扩大 9.8 个百分点；1-3 月份房地产施工面积累积同比萎缩 5.2%，萎缩程度较 1-2 月份扩大 0.8 个百分点；1-3 月份房地产竣工面积累积同比增长 14.7%，增速较 1-2 月份扩大 6.7 个百分点。

图3：中国房地产建造销售增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图4：中国百城房价环比变动情况



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

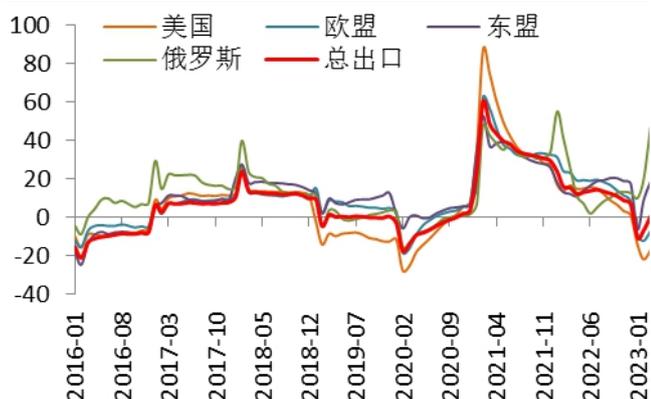
在房地产价格方面，在房地产购买政策和较低购房利率刺激下，2023年3月份百城平均房价继续小幅回升，但同比增速因基数效应还表现为萎缩。3月份房价环比上涨的城市数由前一月的26个增长到41个，房价环比下跌的城市数则有前一月的45个减少为39个，这是自2022年8月份以来房价上涨城市数首次超过房价下跌城市数。分区域看，3月份一线城市和三线城市房价同比分别萎缩0.14%和0.68%，而二线城市房价同比增长0.21%，这是因为一线城市继续维持房地产限购政策，而三线城市房地产严重供过于求，只有房地产限购政策放松、房贷利率下调与房地产库存压力偏小的二线城市房价有较强回升动能。

一季度表现亮眼的除了消费还有出口，虽然一季度货物和服务净出口对实际GDP同比增速拖累0.06个百分点，为2020年三季度以来最低值，但仍好于市场主流预期；以美元计算1-3月份出口累积同比增长0.5%，增速较1-2月份回升7.3个百分点。而在欧美主流消费市场购买力因央行持续紧缩以及通货膨胀压力高企双重影响而走弱的情况下，同期韩国、越南以及中国台湾地区出口增速均出现双位数收缩，相比较而言中国出口形势是好于市场预期的。究其原因可能有两个，其是对一带一路经济体出口的增加抵消了欧美日传统消费市场的疲软，2023年1-3月份中国对美国、欧盟和日本的累积出口分别同比萎缩17%、7.1%和2.4%，但对东盟和俄罗斯的累积出口分别同比增长18.6%和47.1%；中国在乌克兰战争爆发后不偏不倚不拉偏架的应对危机立场赢得更多发展中国家的尊重，朋友圈的扩大对于中国商品开拓国际市场有直接利多作用。

其二是中国新能源汽车异军突起，依靠中国全产业链优势发展起来的优质价廉新能源汽车开始在国际市场上与欧美日汽车同台竞技，中国一季度新能源汽车出口额达到95.5亿美元，占汽车出口比重提升至44.7%，拉动整体出口增长0.6个百分点；一季度全部汽车出口量达到106.9万辆，超过日本的104.7万辆，首

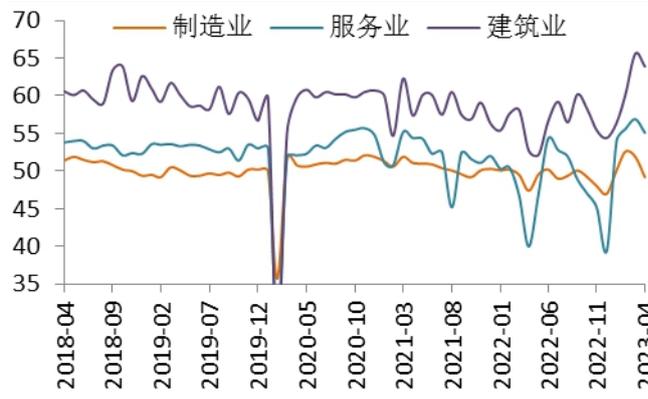
次成为全球第一的汽车出口国家。其三是年初出口有消化积压订单的短期因素，因为 2022 年底至 2023 年初防疫闯关阶段部分出口订单积压到 2/3 月份才生产交付；鉴于 4 月份官方制造业 PMI 中的新出口订单指数回落到 47.6%（前两个月均超过荣枯分界线 50%），我们预计这一因素将从 4 月份起对出口形成拖累。

图5：中国国别出口增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图6：中国官方PMI



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

中国 4 月份官方制造业、服务业和建筑业 PMI 均环比回落，制造业 PMI 环比回落 2.7 个百分点至 49.2%，是 2023 年首次低于荣枯分界线；服务业 PMI 环比回落 1.8 个百分点至 55.1%，但仍处于非常高的水平，显示服务业对经济的拉动作用将进一步增强。4 月份综合 PMI 环比回落 2.6 个百分点至 54.4%，显示中国经济复苏动能最大的时期已经过去，但在已有经济刺激政策以及经济重新开放的双重利多影响下，除非欧美经济陷入深度衰退，我们判断中国经济将延续弱复苏步伐，整体经济不温不火，经济结构继续优化。

2.2 美国经济短期回暖但通胀预期回升

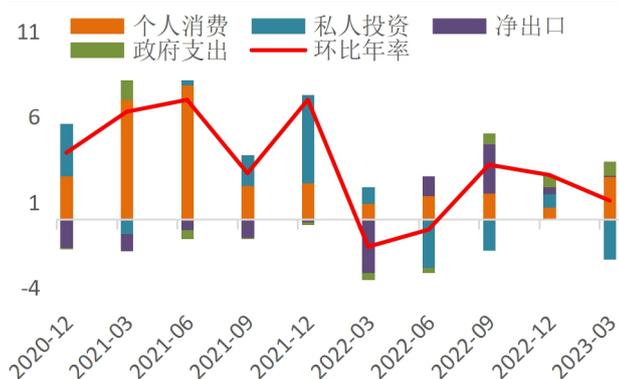
在银行业危机爆发后，美国经济一方面要承受美联储大幅度加息带来的累积滞后冲击，另一方面也要经受银行业化解经营风险带来的信贷条件收紧压力，虽然美国居民部门超额储蓄、拜登政府积极财政政策以及乌克兰战争促进军工能源出口等利多因素依然存在，但美国经济衰退概率趋于上升仍是确定的。2023 年一季度美国实际 GDP 环比年率增长 1.1%，为连续两个季度回落且低于市场主流预期的 1.9%；GDP 平减系数环比年率增长 4%，高于市场主流预期的 3.7%，说明美国通胀压力依然较高，总体上看美国经济滞胀格局进一步深化。

从分项看，一季度个人消费环比年率拉动 2.48 个百分点，为 2021 年三季度以来最大值，说明居民部门超额储蓄在通胀压力缓解之后开始发挥作用，这也是我们认为美国经济不太会出现深度衰退的主要依据；一季度私人投资环比年率拖

累 2.34 个百分点，近四个季度以来有三个季度出现环比拖累，说明美联储持续收紧货币政策对企业投资意愿的冲击越来越大；一季度净出口环比年率拉动 0.11 个百分点，虽然仍然维持正值但仍是近四个季度的最小值，意味着乌克兰战争对美国出口的拉动作用在逐步减弱。

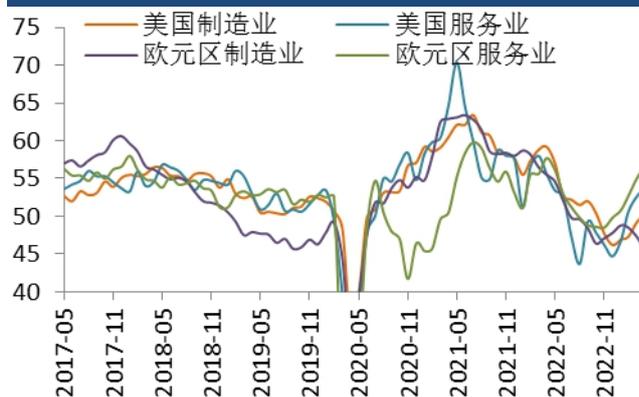
4 月份美国 ISM 制造业 PMI 小幅回升 0.8 个百分点至 47.1%，依然是连续第六个月位于萎缩区间，而且物价指数以更大的幅度回升（4 个百分点），意味着在美联储释放出巨额短期流动性以应对银行业的流动性需求时，美国的通胀压力比经济动能回升得更快。另一方面，4 月份美国 Markit 制造业和服务业 PMI 均环比回升且双双回到扩张区间，或说明美国二季度经济衰退可能性仍然不大；欧元区 4 月份 Markit 制造业 PMI 意外下滑但服务业 PMI 继续回升，整体通胀压力缓解对欧元区经济的刺激作用依然存在。

图7：美国GDP增速及分解



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图8：4月份美欧制造业和服务业PMI



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

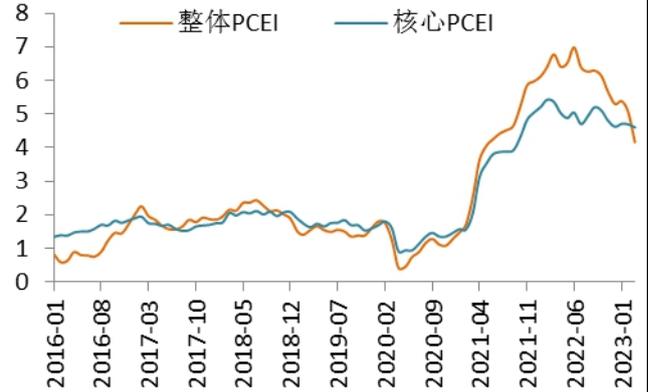
就业方面，截止 4 月 22 日当周美国初请失业金人数 23 万，近五周均维持在 20 万上方，四周移动均值同样上升到 23 万，略高于疫情前水平；截止 4 月 15 日当周续请失业金人数 185.8 万，基本上延续了 2022 年 6 月份以来的震荡上行趋势，说明银行业危机爆发后美国就业市场有边际缓和迹象，市场将从美国 4 月份非农就业数据中寻找更多线索。在就业市场总体供需方面，2 月份职位空缺数为 993.1 万，自 2021 年 6 月份以来首次低于 1000 万，这也使得 2 月份就业市场供需缺口从前一月的 486.9 万回落到 399.5 万，同样说明美国就业市场异常紧俏局面正在缓解。但要强调的一点是接近 400 万的供需缺口说明美国就业市场仍然相当紧俏，设想一个月新增就业 20 万，也需要 20 个月或 1 年半多一点的时间才能补上供需缺口，更不用说劳动力供过于求了。4 月份美国 ISM 制造业 PMI 的就业指数重新回到扩张区间，但从周度失业数据观察，月度新增非农就业数据可能继续回落到 20 万左右。

图9：美国周度失业数据



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图10：整体通胀回落但核心通胀坚挺



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

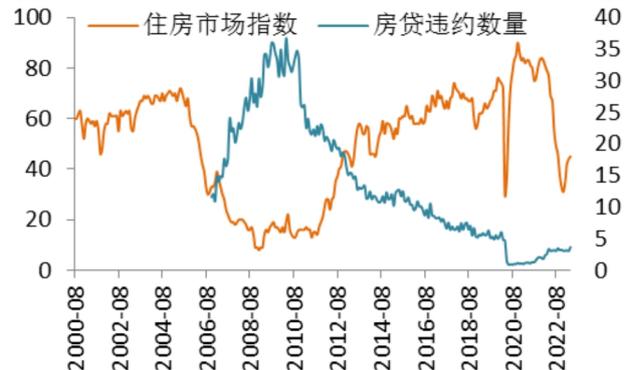
通胀方面，新冠疫情的缓和、乌克兰战争的平稳以及全球经济增长动能的减弱推低大宗商品特别是能源价格，美欧日整体通胀压力均因此而开始缓解，4月份美国整体PCE物价同比增速回落到4.2%，核心PCE物价增速也小幅回落到4.6%；但新冠疫情对人口结构和就业观念的影响、疫情期间大规模财政刺激计划的滞后效应以及全球政经格局重组对生产物流成本的抬升，势必推高欧美经济体通胀中枢并已经引发民众较高的通胀预期。3月份银行业危机爆发后美联储释放出大量流动性，引发民众对美联储控制通胀信心的质疑；3月底OPEC+继2022年底以来第二次减产原油，使得油价在70美元/桶上方呈现企稳迹象。在这两个事件影响下，3月份纽约联储储户调查一年期通胀预期从前一月的4.23%上升到4.75%，4月份密歇根大学消费者调查一年期通胀预期从前一月的3.6%上升到4.6%，意味着美国民众对于美联储在经济衰退风险威胁下是否会坚定控制通胀表示怀疑，美国薪资-通胀螺旋式上升的风险继续存在。

图11：近期通胀预期意外回升



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图12：美国房地产市场低位企稳



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

由于房价和抵押贷款利率小幅回落同时工资继续上升提振居民部门实际购买力，2023年1-4月份美国NAHB住房市场指数连续四个月回升，显示出美国房地

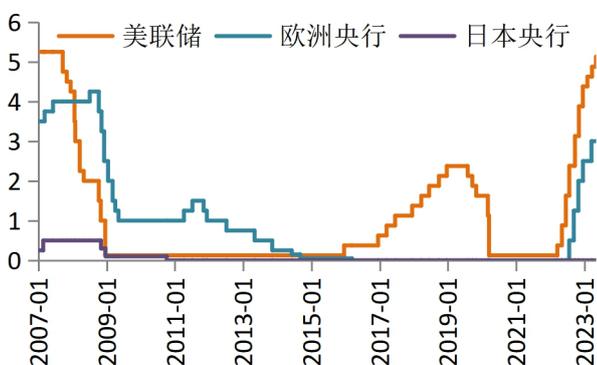
产市场低位企稳的可能性。2023年3月份房地美房价指数较2022年6月份高点回落1.3%（2020年5月份至2022年6月份上涨了38.5%），2023年4月27日当周美国30年期抵押贷款利率较2022年10月27日当周高点回落65BP（2021年初至2022年10月27日上涨443BP），使得美国居民房地产购买力指数从2022年10月份的阶段性低点91.3上升到2023年2月份的103.9。与之相对的是美国新屋销售从2022年7月份的543千套（年化）上升到2023年3月份的683千套（年化），而新屋待售数量也从471千套下降到425千套，房屋销售的回暖以及待售库存的下降使得近期营建许可和新屋开工均有所改善。

2.3 美联储本轮加息进程接近尾声

2023年5月2日至3日美联储召开年内第三次议息会议，会议决定将联邦基金利率目标区间提高25BP至5-5.25%，加息举措以及加息幅度符合市场主流预期。从2022年3月16日至今美联储已经连续10次加息，累积加息幅度达到500BP；目前政策利率水平与2007年上半年峰值相差无几（2007年上半年为点值水平5.25%，目前为区间值水平5-5.25%），且与美联储3月份会议利率点阵图所显示的2023年底政策利率水平预测中值一致。

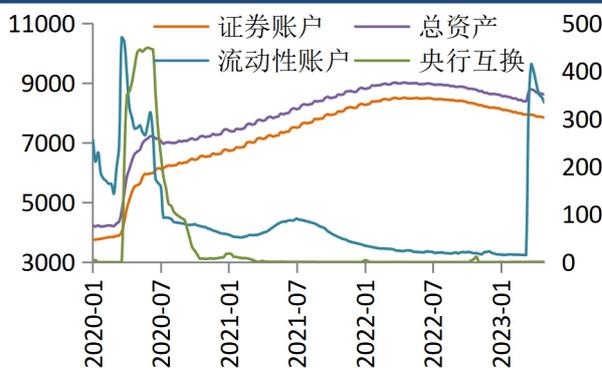
在经济状况方面，美联储认为美国一季度经济温和增长，最近几个月新增就业表现稳健，失业率保持低位，通胀依然高企。在银行业危机评估方面，美联储认为美国银行系统是健康的有弹性的，但对家庭和商业的信贷条件收紧很可能对经济活动、就业和通胀产生影响，虽然这些影响的边界还不是很确定，美联储仍然高度关注通胀风险。对比3月份会议措辞看，美联储对经济状况的评估基本上没有变化，但对银行业危机引发信贷条件收紧的判断从预测变成现实，这是由于的确可以观察到美国银行系统信贷规模已经开始收缩。

图13：美欧日央行基准利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图14：美联储资产负债表



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

5月份会议声明在前瞻指引方面的变动很大。在3月份会议声明中美联储预期“为了获得推动通胀回到2%目标的足够限制性的货币政策立场，一些额外的政策收紧将是合适的”，在决定联邦基金利率目标区间的未来提升幅度时，美联储将综合考虑“货币政策的累积收紧，货币政策对经济活动和通胀的滞后性影响以及经济基本面和金融市场状况的发展”；而在本次会议声明中美联储删除“一些额外的政策收紧将是合适的”这句话，而改为“在决定何种程度的额外政策收紧对于推动通胀回到2%目标是合适的时候，美联储将综合考虑.....”。

前瞻指引的调整意味着美联储不再对继续加息持确定性态度，美联储本轮加息进程有可能在5月加息之后就结束；但美联储对是否停止加息也没有确定性表态，未来是否还有加息行动取决于经济状况、通货膨胀以及市场发展；甚至美联储也可能在暂停加息之后又开始加息，如澳洲央行4月4日会议暂停加息之后又在5月2日会议上加息25BP那样。此外美联储将继续推进缩减资产负债表的计划，并且再次重申美联储“坚定地致力于推动通胀回到2%目标的使命”。

在3月份议息会议之后，市场预期美联储6月份会议维持政策利率不动的概率为82.3%，与会议之前相差无几；而预期利率下降25BP的概率从16.6%变为0，预期利率上调25BP的概率从0变为17.7%，说明鲍威尔的讲话对抑制市场降息预期起到一定程度的作用。但市场继续预期美联储将在9月份之后连续降息，到2023年底联邦基金利率目标区间将回落到4.25-4.5%，这与美联储3月份议息会议利率点阵图显示的中值预测水平有75BP分歧。预计未来一段时间美国经济数据以及通货膨胀对美联储利率路径预期以及金融市场波动的影响有所加大。

4月28日中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。会议认为我国疫情防控取得重大决定性胜利，经济社会全面恢复常态化运行，宏观政策靠前协同发力，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解，经济增长好于预期，市场需求逐步恢复，经济发展呈现回升向好态势，经济运行实现良好开局。但当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力，推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战。

会议强调下一阶段经济工作要点包括：1、把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来，统筹推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解；2、加快建设现代化产业体系，在短板领域加快突破，在优势领域做大做强；巩固和扩大新能源汽车发展优势，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造；重视通用人工智能发展，营造创新生态，重视防范风险；3、积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求

的合力；4、破除影响各类所有制企业公平竞争、共同发展的法律法规障碍和隐性壁垒，持续提振经营主体信心，帮助企业恢复元气；5、把吸引外商投资放在更加重要的位置，稳住外贸外资基本盘；6、有效防范化解重点领域风险，统筹做好中小银行、保险和信托机构改革化险工作。

4月28日日本央行召开新行长植田和男上任后的首次议息会议，会议决定维持政策利率不变，准备金利率维持在-0.1%，10年期日本国债利率维持在0%附近（允许波动范围维持在±0.5%）。政策声明出现较大变动，在“如有必要将毫不犹豫地采取额外的宽松措施”的整体鸽派立场下，删掉“预计短期和长期政策利率将保持在目前或更低的水平”，同时新增“灵活地应对经济活动、价格以及金融状况的发展”，为灵活调整YCC打开空间。在新闻发布会上，植田和男承认需要注意政策效果和副作用的平衡，但不成熟的政策收紧有更大风险，达到2%价格稳定目标仍需时日，有必要维持当前超宽松政策。植田和男认为调整YCC的条件是日本央行对未来趋势通胀的预测必须非常强劲且接近2%，本次日本央行分别上调2023财年和2024财年的核心CPI预测至1.8%和2%，接下来日本春季工资谈判结果将成为日本央行夏季是否调整货币政策的关键所在。

三、资产市场分析

由于2022年四季度以来美国通胀压力开始缓解，而美联储虽然放缓加息步伐但仍继续收紧货币政策，市场预期美联储很快结束加息周期并将于2023年下半年开始降息，2023年1月份美债3个月期利率上升28BP而10年期利率回落36BP；2月份期间公布的经济数据显示美国就业市场继续火爆，经济增长和通货膨胀极具韧性，市场重新评估美联储政策利率路径，美债3个月期和10年期利率分别上升20BP和49BP。3月份银行业危机引发的信贷条件收紧使得美国经济在美联储紧缩之外新增一个利空因素，美国经济衰退风险因此显著增大；虽然银行业危机在监管机构火速介入和美联储短期流动性的支持下短期缓解，但市场疑虑难以消除，3月中旬至4月底美债10年期利率在3.3-3.7%之间偏弱运行，而美联储继续加息以及财政悬崖风险推动美债3个月期利率上升到5.25%。

我们认为美国经济无近忧但有远虑，居民部门超额储蓄以及积极财政政策对美国经济的支撑暂时还是会超过银行系统动荡和美联储持续紧缩对美国经济的负面冲击，但利多因素力度在减弱而利空因素力度在加强，美国经济增长动能从二季度开始减弱，很可能下半年进入温和衰退格局。另一方面，就业市场的结构性以及通货膨胀的结构化外部化，使得通胀压力虽然开始缓解但缓解速度较慢，在下半年基数效应减退后通胀增速回落速度可能更慢，薪资物价螺旋式上升的风险

在温和衰退的情形下不会显著化解。因此美联储在结束升息周期之后年内开始降息周期的门槛较高，除非出现较大的金融地产系统性风险，真正意义上的降息周期应该会拖到 2024 年，这也有助于民主党在美国总统大选中的表现。在这样的基准预期下，我们判断美国 10 年期利率已经见顶但无显著回落空间，核心波动区间在 3-4% 之间。

2023 年 1-2 月份中国国债收益率在疫后经济复苏预期的打压下延续 2022 年 11 月份以来的上升趋势，10 年期国债收益率最高上升到 2.93%；随后 3 月份欧美银行业危机引发中美央行释放短期流动性维稳市场，而 3 月份制造业 PMI 回落意味着中国经济复苏势头开始放缓，因此国债收益率曲线开始整体下行，4 月底 10 年期国债回落到 2.79%。我们认为在海外经济衰退风险提升、地缘政治风险持续高企以及内部高债务压力等诸多利空因素影响下，中国国债上行空间非常有限，年内 10 年期国债收益率最高点或已经出现；但中美博弈背景下当局也会适时出台全局或结构性刺激政策以维持经济增速在合理水平，因此短期看国债下跌幅度也相对较小。我们判断年内 10 年期国债利率核心波动中枢为 2.6-3%，关注经济复苏强度、经济政策以及海外经济状况的变化。

图15：中美10年期国债利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图16：美元和人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

中国疫后经济复苏预期削弱美元的海外避险需求，而通胀压力缓解以及美联储放缓紧缩步伐则削弱美元的利差优势，2023 年初美元指数延续自 2022 年 9 月底以来的调整趋势，2 月 2 日美元指数跌破 101 关口；2 月份公布的经济数据显示美国就业市场继续火爆，美国经济和通胀具有较强韧性，市场重新评估美联储政策利率路径，2 月初至 3 月初美元指数持续反弹至 105.5 上方；3 月份银行业危机引发的信贷条件收紧使得美国在经济在美联储紧缩之外新增一个利空因素，美国经济衰退风险因此显著增大，虽然银行业危机在监管机构火速介入和美联储短期流动性的支持下短期缓解，但市场疑虑难以消除，3 月中旬以来美元指数偏弱调整

并再度跌破 101 关口。由于美国经济在双重利空因素影响下衰退风险上升，美联储紧缩进程可能提前结束，预计年内美元指数还将偏弱运行，跌破 100 关口的可能性有所上升，但积极财政政策以及地缘政治风险仍将限制美元跌幅。中国疫后经济复苏预期使得 2022 年四季度人民币汇率实现牛熊转换，但国内外民间需求不振抑制下的弱复苏也限制人民币汇率涨幅，预计 2023 年人民币兑美元汇率在 6.6-6.8 区间有较强阻力，3 月份以来随着经济复苏斜率放缓人民币汇率指数有触顶回落迹象。

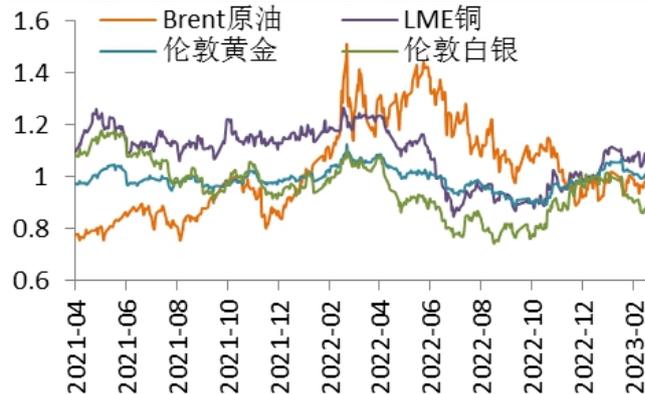
中国疫后经济复苏预期以及通胀压力缓和后美联储结束紧缩进程预期，推动 2022 年 11 月份至 2023 年 2 月初全球股市联袂反弹；2 月初至 3 月初全球经济延续复苏步伐，但美国通胀韧性迫使市场重估美联储政策利率路径，欧美股市开始调整而中国股市高位盘整；3 月中旬至今银行业危机提升美国经济衰退风险，经济数据显示中国一季度经济超预期复苏但势头开始放缓，对美联储提前结束紧缩进程的预期提振欧美市场风险偏好，对中国经济超预期复苏后政策支持力度减弱的担忧抑制中港股市。截至 4 月 28 日中国万得全 A 指数、美国标普 500 指数、欧洲 STOXX600 指数和香港恒生指数年内分别上涨 4.9%、8.6%、9.8%和 0.1%。由于中国经济复苏势头开始放缓但企业盈利增速企稳回升，国债收益率偏弱回落增强股市性价比，美国经济衰退前景意味着美联储可能提前结束紧缩进程，因此 5 月份中国股市或偏强运行，观察经济政策是否有退出迹象以及中外地缘政治风险，也要提防海外股市调整带来的情绪传染风险。

图17：中美欧股票指数(2022年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图18：国际重点商品(2022年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2023 年 1 月份美元指数偏弱调整以及中国经济疫后复苏预期与欧美央行持续收紧货币流动性相抵，商品大盘整体偏震荡，与中国经济相关度较高的工业金属以及直接受益于美元指数调整的贵金属有突出表现，但 2 月份期间公布的美国经济数据重新打压贵金属；3 月份中国经济复苏势头开始放缓，而银行业危机显著

增大美国经济衰退风险，工业商品价格开始偏弱调整，虽有 OPEC+再度减产利好原油价格仍然两度跌破 80 美元/桶关口，而避险需求则推动贵金属突破上行，伦敦黄金再度挑战历史新高 2075 美元/盎司。往前看工业商品在供应需求双双收缩情况下偏弱调整但有分化，厄尔尼诺天气状况或推动能源和农产品价格走高，美国经济衰退预期影响下贵金属将继续偏强运行。

四、中期资产配置

在经济重新开放之后，国内压抑消费和海外积压订单有一个释放过程；而在这个释放过程结束之后，中国经济复苏势头从 4 月份开始放缓。我们预计后续中国经济在欧美央行持续加息对抗通胀、国内刺激政策继续发挥作用、中外地缘政治风险上升以及国内债务压力等多空因素影响下维持弱复苏格局，利率债基本面持续偏多；基数效应推动企业盈利企稳回升短期内也利多股市，但股市中期而言偏震荡。商品方面，能源价格在经济衰退前景与厄尔尼诺天气状况多空影响下或先抑后扬，美国经济衰退预期影响下贵金属将继续偏强运行，伦敦黄金创历史新高可能性较大。建议继续超配利率债和黄金，标配价值股和原油，低配信用债和成长股。

表1：中期资产配置建议

大类	细分	配置建议	影响因素
货币	货币	低配	中国经济弱复苏，央行维持稳健偏宽松货币政策，货币收益率偏低；
债券	利率债	超配	中国经济复苏斜率放缓，利率债基本面好转；
	信用债	低配	信用利差处于较低水平，经济复苏不平衡，留意特定行业信用风险；
股票	价值股	标配	中国经济延续复苏步伐，价值股基本面改善；
	成长股	低配	中国经济复苏斜率放缓，成长股性价比较低；
商品	原油	标配	全球经济增长前景转弱，但厄尔尼诺可能性上升，原油价格或先抑后扬；
	黄金	超配	全球经济增长前景转弱，地缘政治风险上升，黄金避险作用增强；
主要风险因素			中国疫后复苏，美联储紧缩步伐，中美地缘政治；

数据来源：建信期货研究发展部

【建信期货研究发展部】

宏观金融研究团队 021-60635739 有色金属研究团队 021-60635734 黑色金属研究团队 021-60635736
 石油化工研究团队 021-60635738 农业产品研究团队 021-60635732 量化策略研究团队 021-60635726

免责声明：

本报告由建信期货有限责任公司（以下简称本公司）研究发展部撰写。

本研究报告仅供报告阅读者参考。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告版权归建信期货所有。未经建信期货书面授权，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在授权范围内使用，并注明出处为“建信期货研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部

地址：上海市浦东新区银城路99号（建行大厦）5楼
 电话：021-60635548 邮编：200120

深圳分公司

地址：深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心B3211
 电话：0755-83382269 邮编：518038

山东分公司

地址：济南市历下区龙奥北路168号综合营业楼1833-1837室
 电话：0531-81752761 邮编：250014

上海浦电路营业部

地址：上海市浦电路438号1306室（电梯16层F单元）
 电话：021-62528592 邮编：200122

北京营业部

地址：北京市宣武门西大街28号大成广场7门501室
 电话：010-83120360 邮编：100031

福清营业部

地址：福清市音西街福清万达广场A1号楼21层2105、2106室
 电话：0591-86006777/86005193 邮编：350300

郑州营业部

地址：郑州市未来大道69号未来大厦2008A
 电话：0371-65613455 邮编：450008

宁波营业部

地址：浙江省宁波市鄞州区宝华街255号0874、0876室
 电话：0574-83062932 邮编：315000

总部专业机构投资者事业部

地址：上海市浦东新区银城路99号（建行大厦）6楼
 电话：021-60636327 邮编：200120

西北分公司

地址：西安市高新区高新路42号金融大厦建行1801室
 电话：029-88455275 邮编：710075

浙江分公司

地址：杭州市下城区新华路6号224室、225室、227室
 电话：0571-87777081 邮编：310003

上海杨树浦路营业部

地址：上海市虹口杨树浦路248号瑞丰国际大厦811室
 电话：021-63097527 邮编：200082

广州营业部

地址：广州市天河区天河北路233号中信广场3316室
 电话：020-38909805 邮编：510620

泉州营业部

地址：泉州市丰泽区丰泽街608号建行大厦14层CB座
 电话：0595-24669988 邮编：362000

厦门营业部

地址：厦门市思明区鹭江道98号建行大厦2908
 电话：0592-3248888 邮编：361000

成都营业部

地址：成都市青羊区提督街88号28层2807号、2808号
 电话：028-86199726 邮编：610020

【建信期货联系方式】

地址：上海市浦东新区银城路99号（建行大厦）5楼
 邮编：200120 全国客服电话：400-90-95533
 邮箱：service@ccbfutures.com 网址：<http://www.ccbfutures.com>