



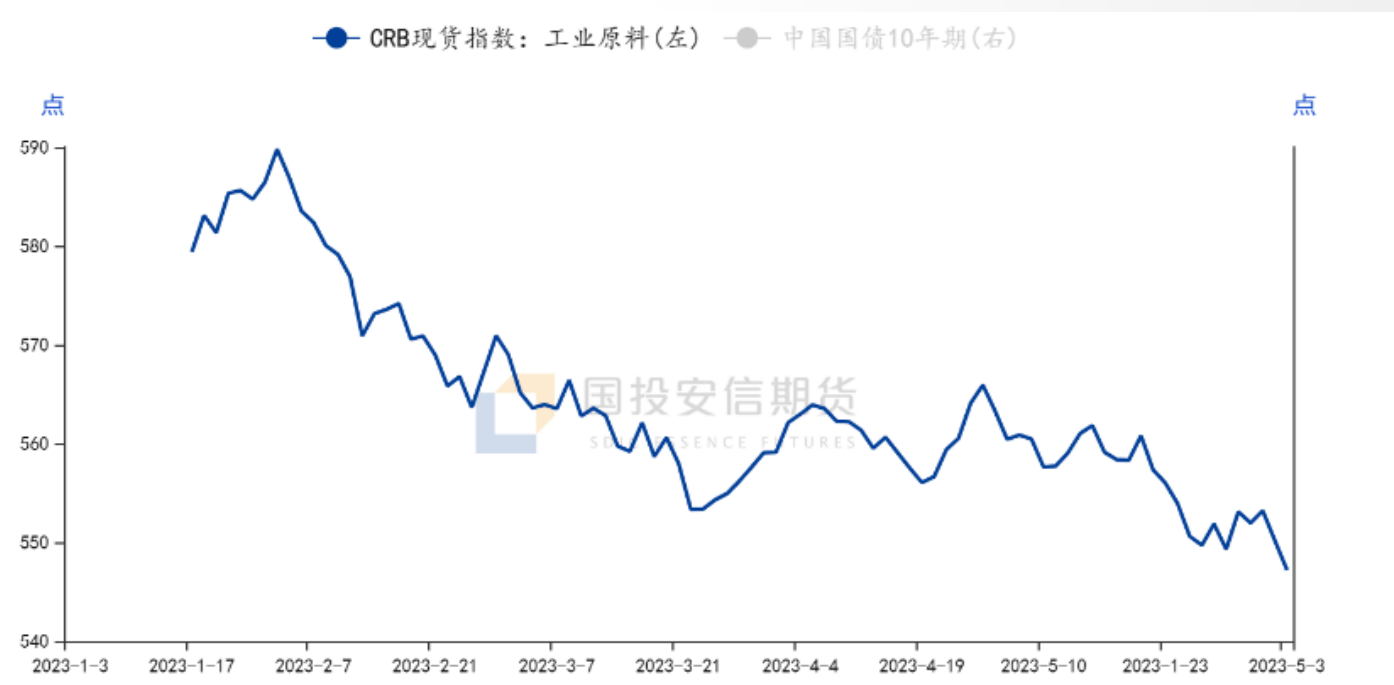
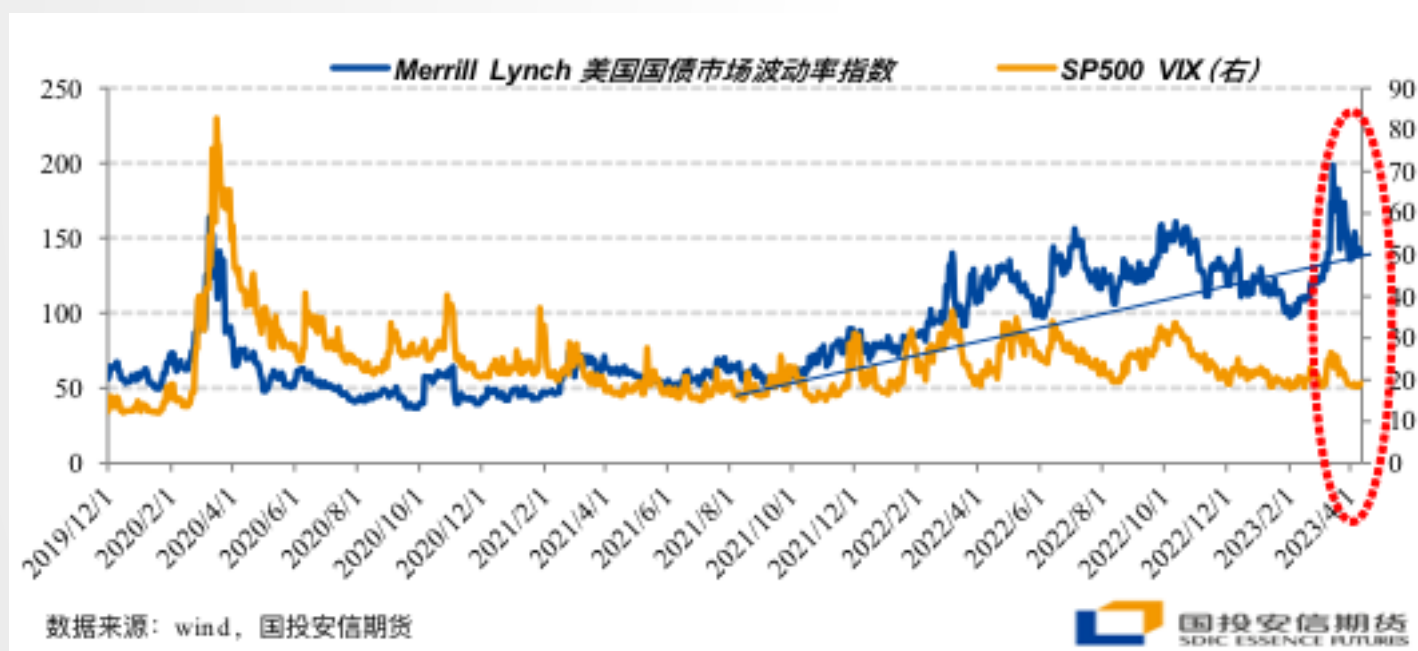
登高望远，攻守兼备

——2023年宏观中期逻辑展望

国投安信期货研究院 金融衍生品负责人
朱赫

2023年H1宏观运行：美联储加息周期持续

- 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。
- 美联储对于利率和信贷收缩管理通胀需要做出再平衡。

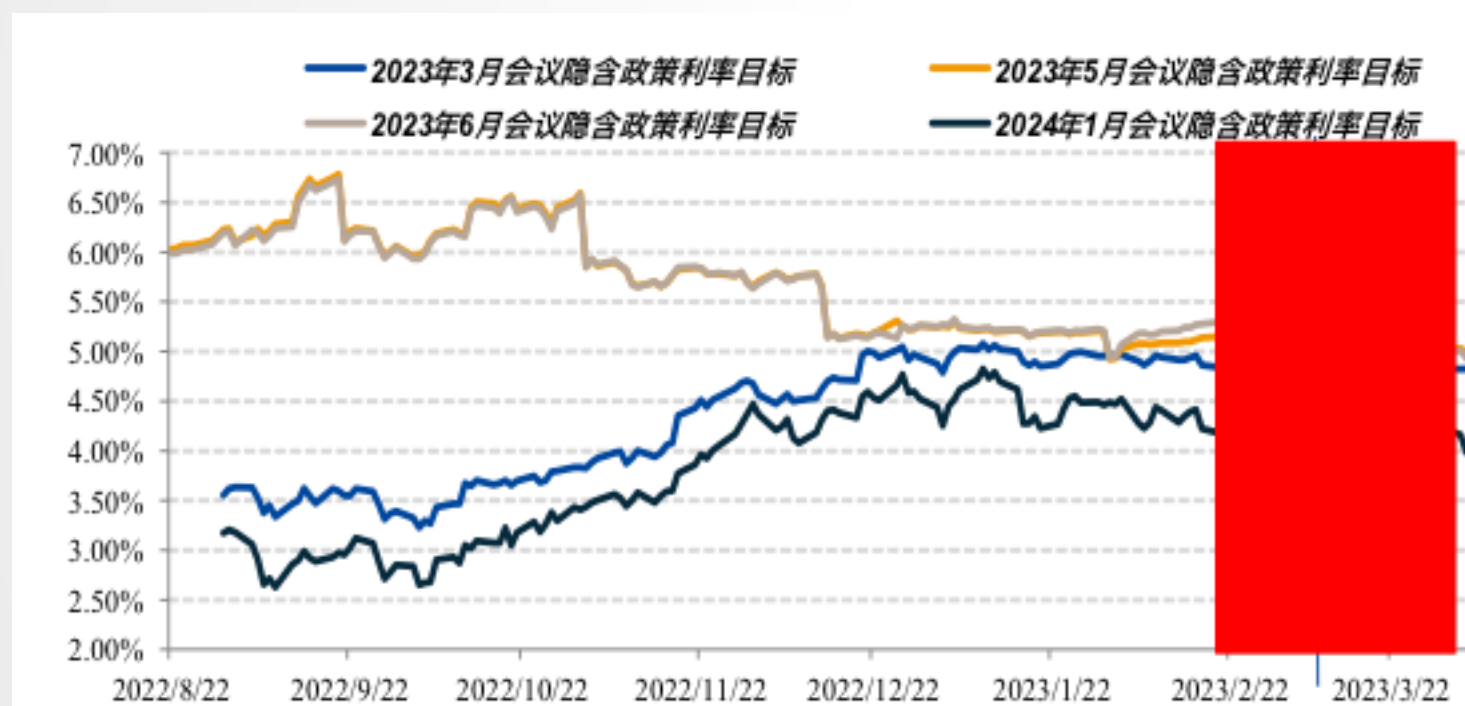


数据来源: Wind、国投安信期货

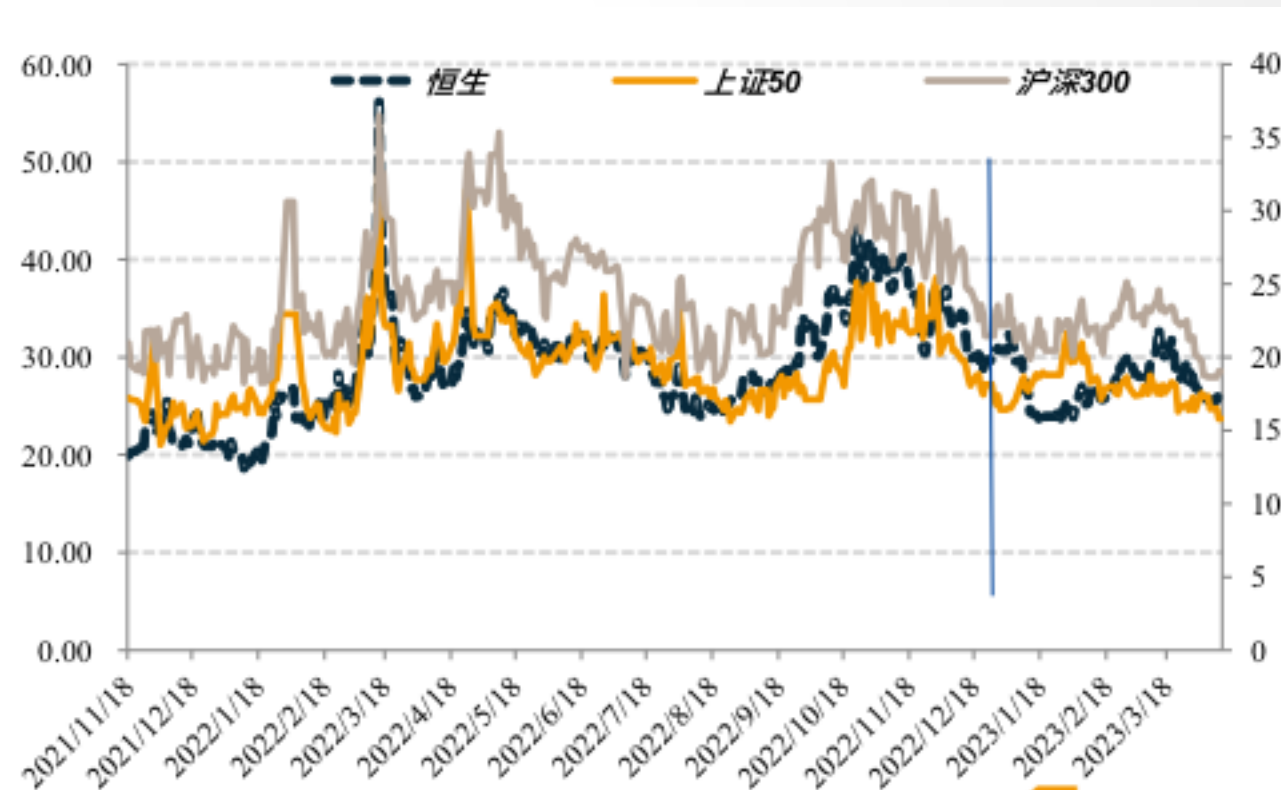
数据来源: Wind、国投安信期货

2023年H1宏观运行：美国硅谷银行给全球央行敲响警钟

- 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。
- 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: bloomberg, 国投安信期货



数据来源: wind, 国投安信期货

数据来源: Wind、国投安信期货

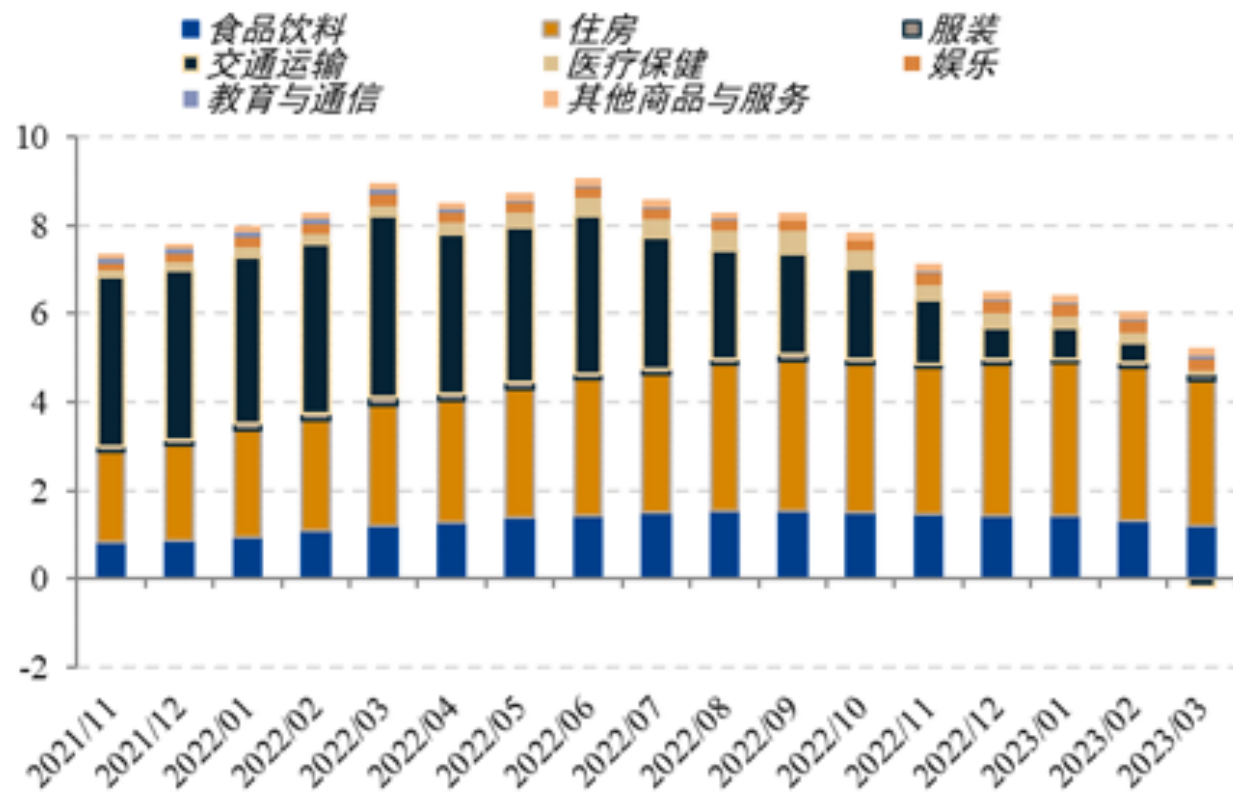
数据来源: Wind、国投安信期货

2023年H1宏观运行：美国硅谷银行给全球央行敲响警钟

- 硅谷银行的冲击表明美国金融体系自身对于美债利率抬升正触碰到一定的天花板。
- 硅谷银行的冲击事件对于美债收益率的高点确立而言较强的中期意义。
- 硅谷银行破产回顾：
 - 3月10日，全美第16大银行——硅谷银行宣布破产，这是自2008年金融危机后宣布破产的银行中规模最大的一家。这家成立于1983年，总资产约为2120亿美元的联邦储备系统成员银行主要为初创企业提供融资。
 - 2020年以来，美联储的无限量化宽松(QE)环境下，硅谷银行大量持有国债和MBS，存款和贷款规模也随之快速增长。
 - 然而，在疫情结束后，美联储史无前例地快速加息，截至到2022年，美联储的累积加息幅度已累计高达450bp=4.5%。导致硅谷银行的长短资金的收益率极端不匹配，加上硅谷银行客户结构中PE/VC、科技及生物医药等占比过高，而疫情结束后的加息阶段，公司面临估值缩水、融资难度加大需要提取存款维持公司运转，从而导致硅谷银行亏损。
 - 该事件反映出美联储快速加息后对于美国存量债务的冲击，从而在对利率敏感的创投圈率先引爆。

2022年—2023年Q1美国通胀演化路径回溯

- 第一阶段，2022年上半年，核心与非核心通胀共振上行，源自地缘局势冲突以及美国劳动力市场的强势共振。
- 第二阶段，2022年三季度，名义通胀开始回落，但核心通胀继续上行，源自美联储紧缩政策对全球需求的压制初步显现，而劳动力市场的韧性犹存。
- 第三阶段，2022年四季度至今，核心通胀和非核心通胀共振下行，源自地缘局势风险被阶段性管控，同时前期紧缩的滞后性效果出现，消费服务市场开始降温。

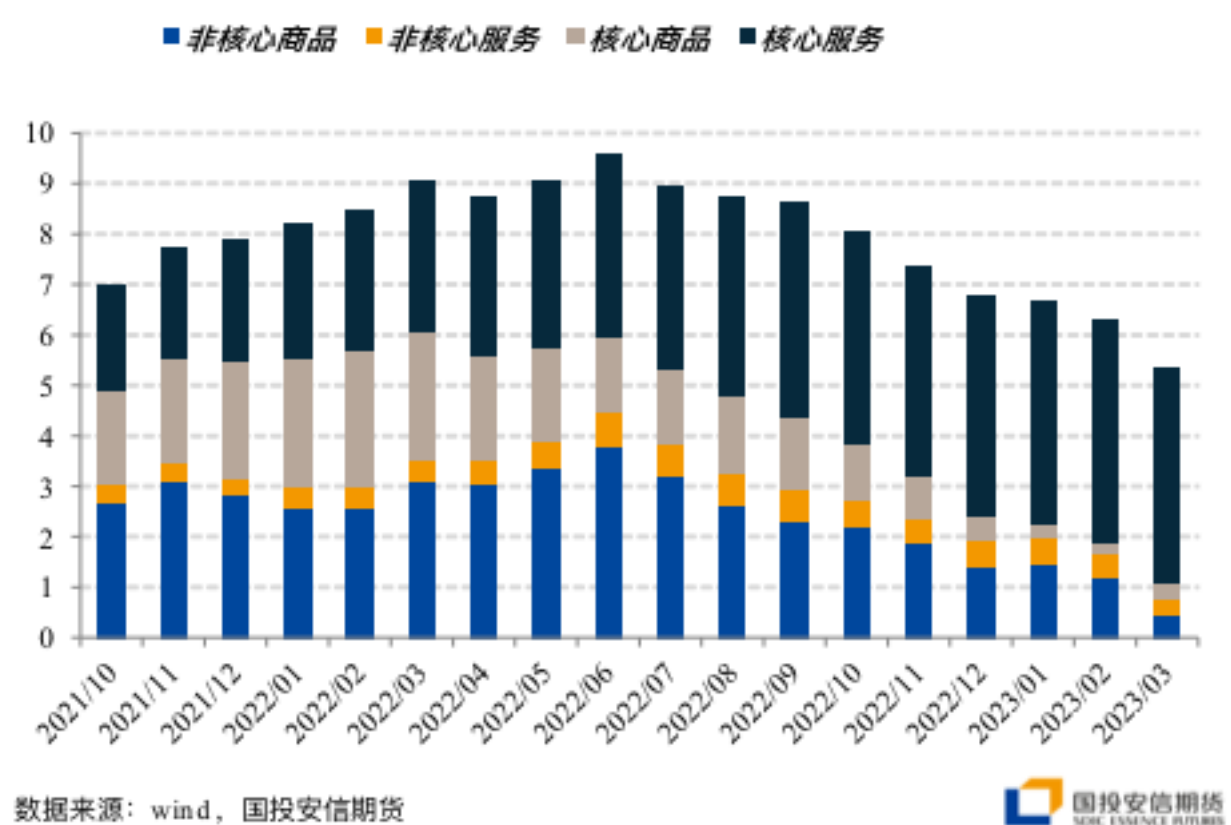
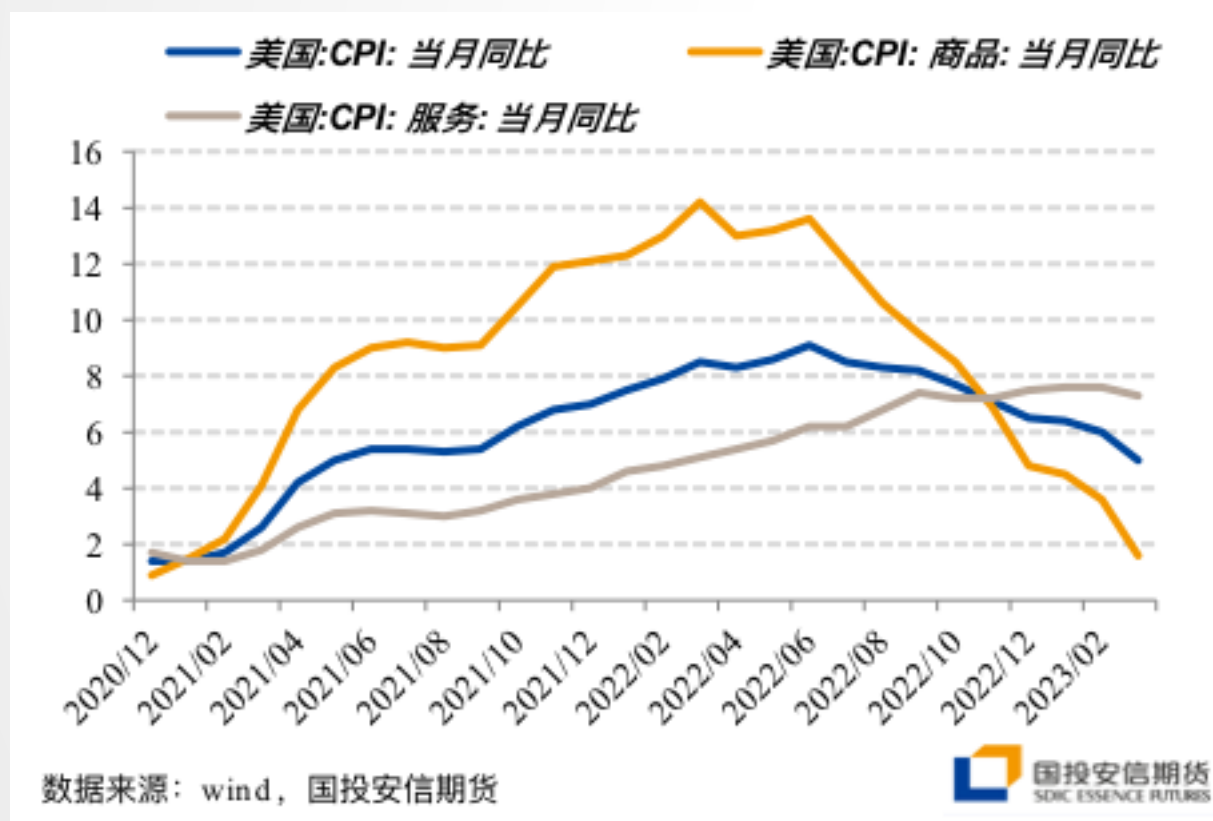


数据来源: Wind、国投安信期货

数据来源: Wind、国投安信期货

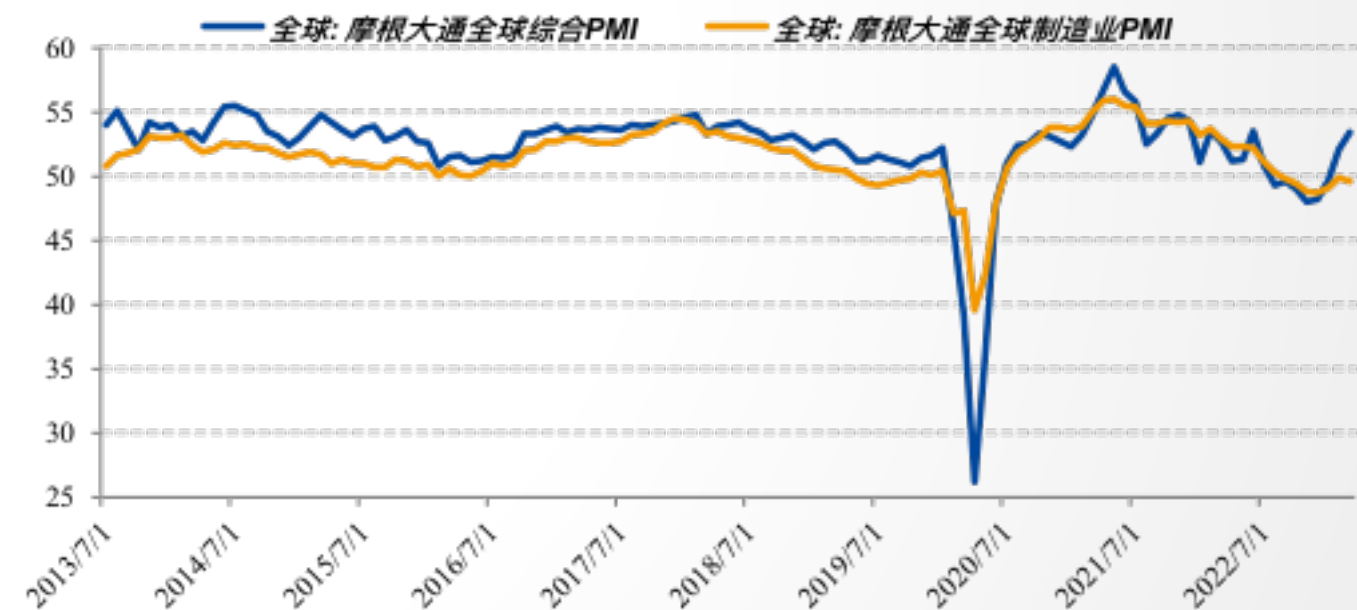
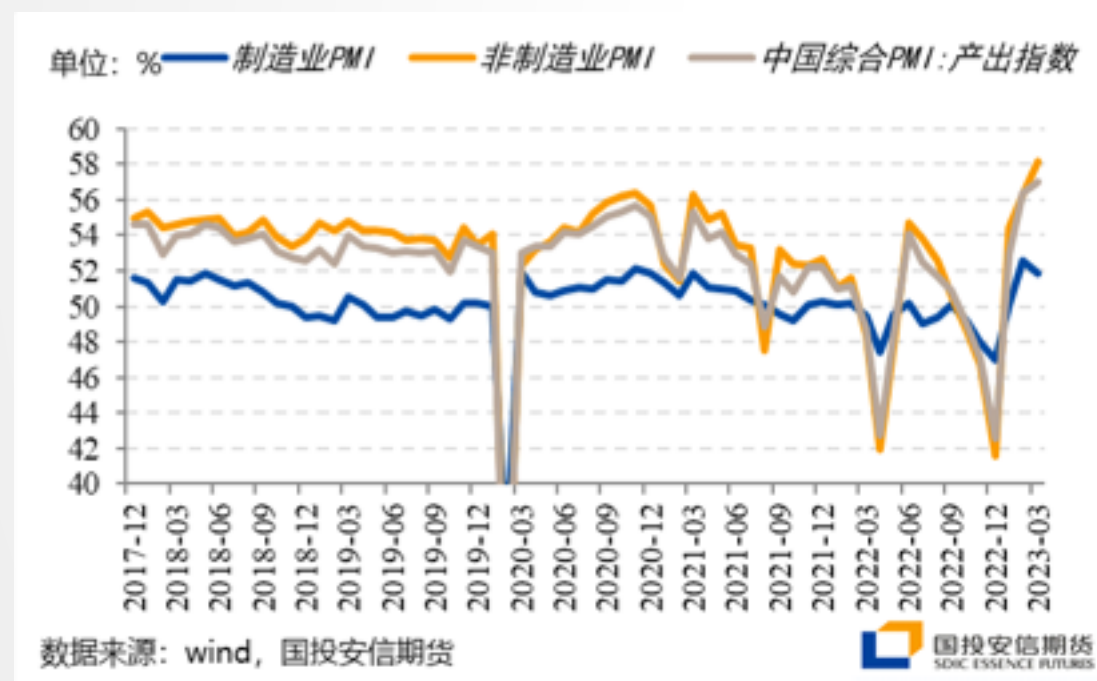
2023年H2美国通胀的演化路径

- 情景A，浅衰退下的通胀结构再平衡。美国以供应链的稳定性为主要思路。
- 情景B，硬着陆下通胀波动率放大。如果美国劳动力市场的韧性带来的通胀韧性让核心服务业通胀降温斜率变缓，那么这个阶段核心商品与非核心商品的通胀都会面临较大压力。



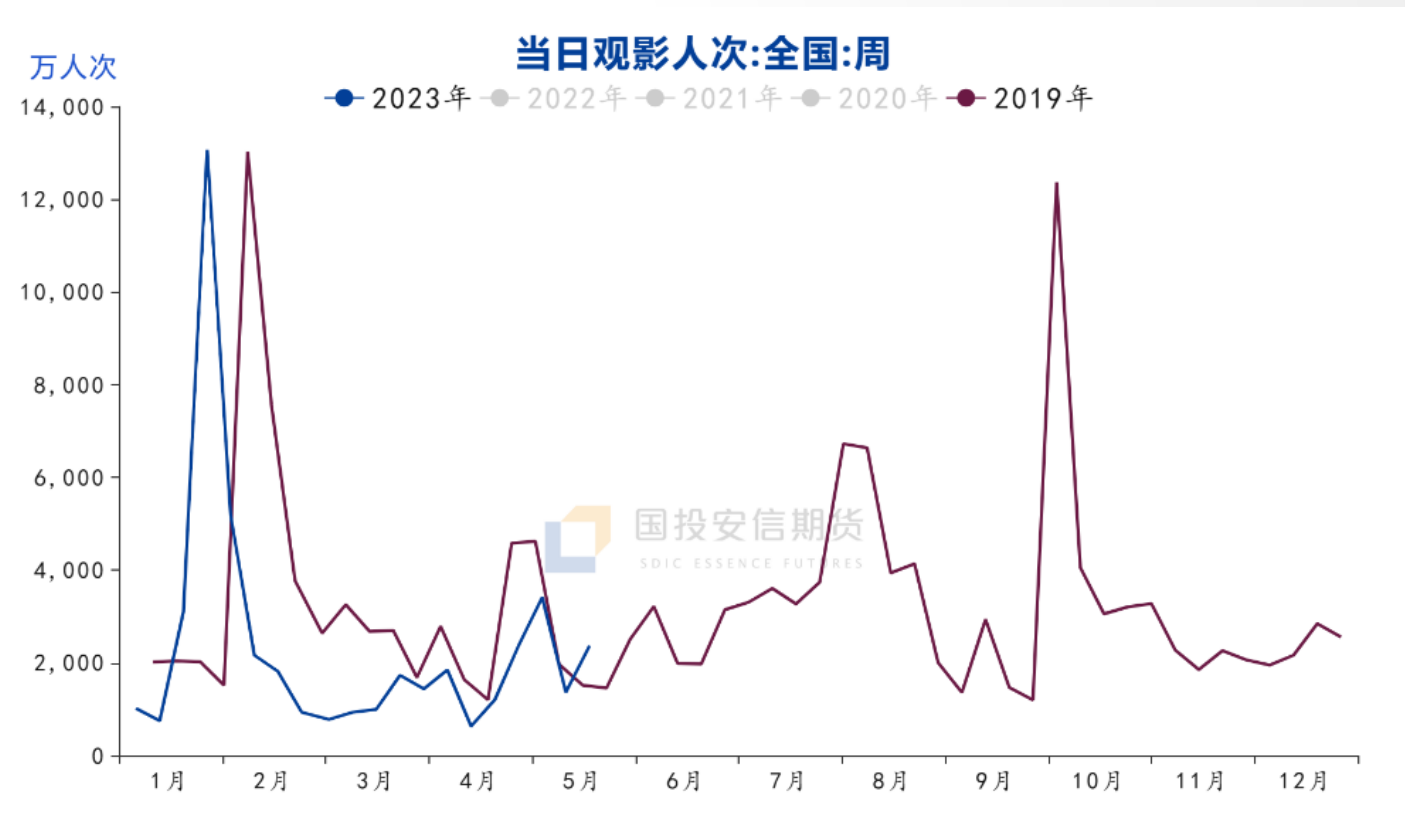
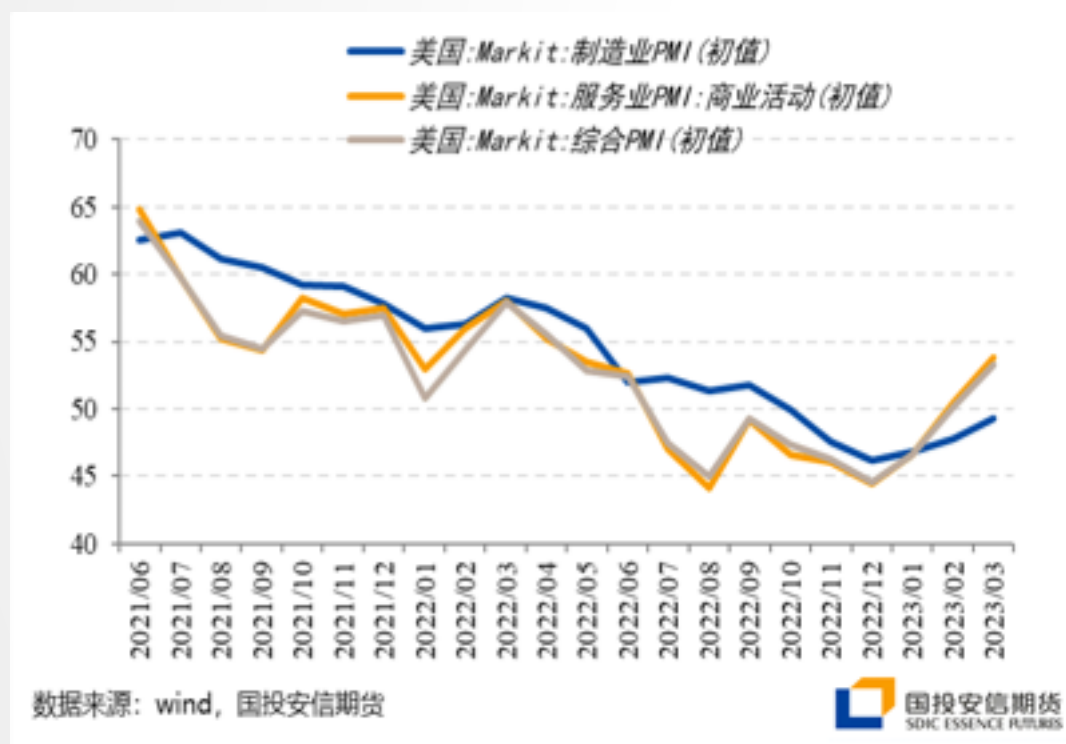
2023年Q1全球经济：共振反弹

- 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；



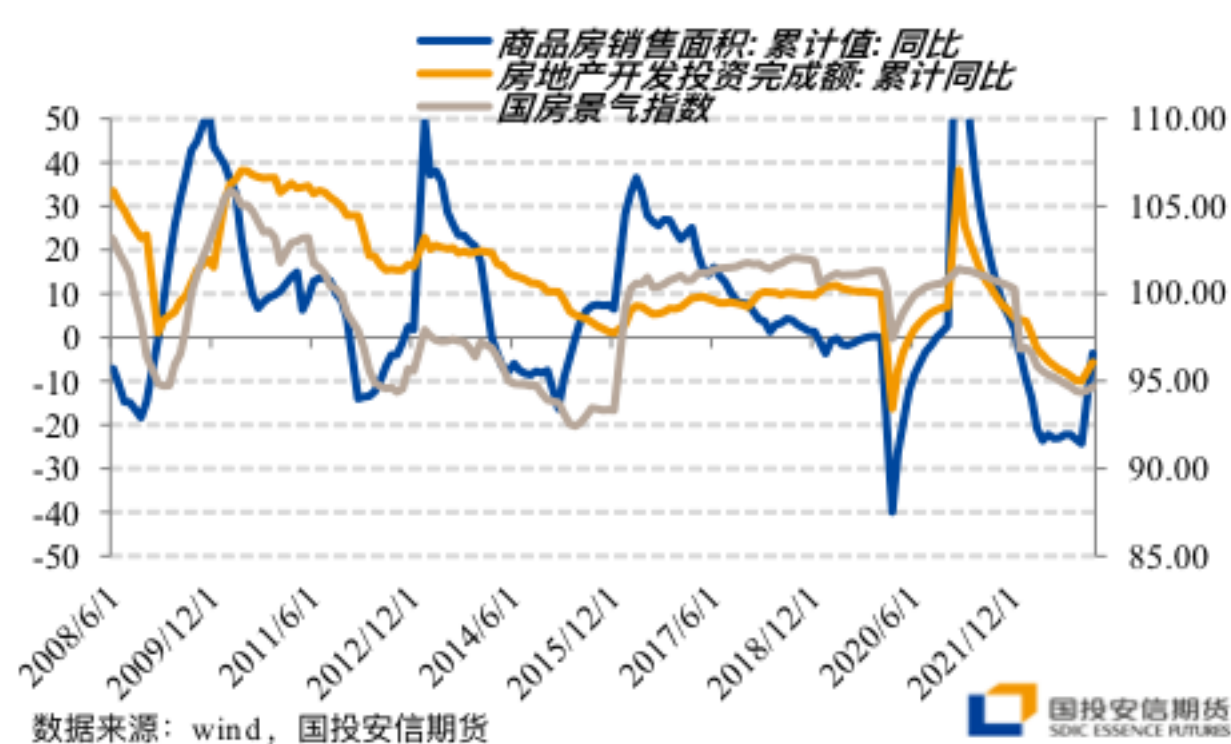
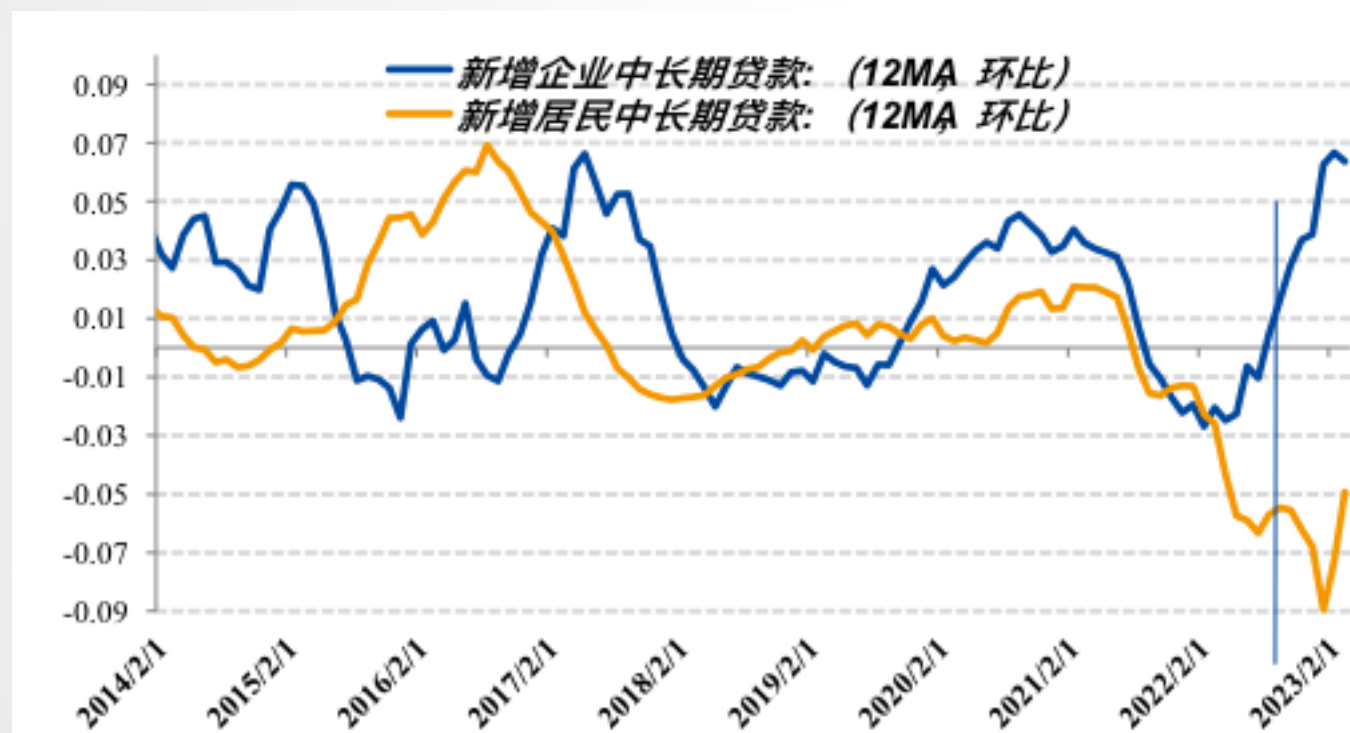
2023年Q1全球经济：结构失衡

- 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
- 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。



2023年Q1中国经济：地产小周期修复

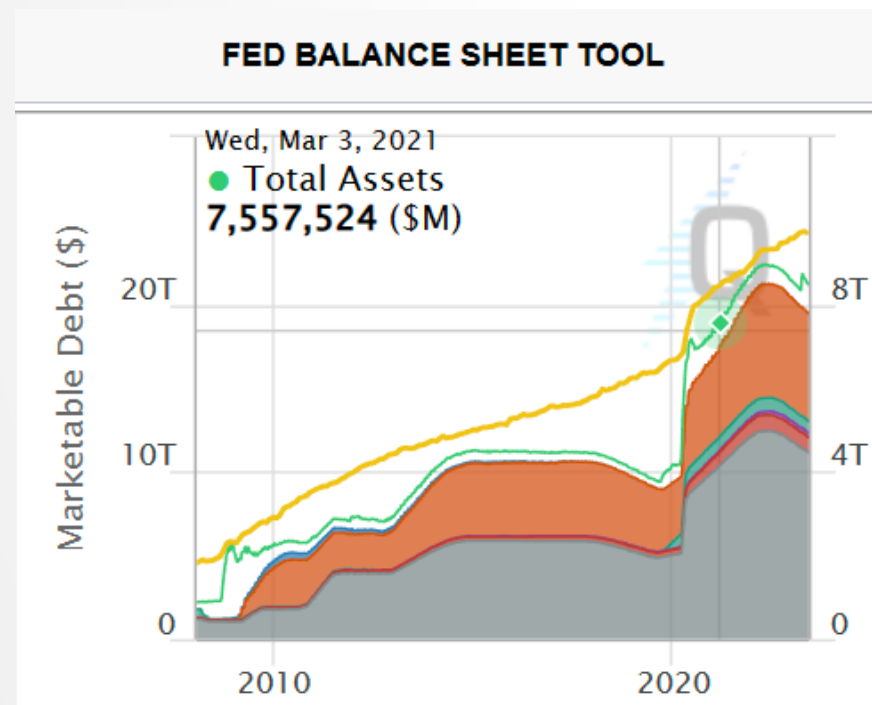
- 地产小周期驱动经济反弹：前期政策传导下，房地产数据整体处于修复阶段
- 消费服务的高频数据保持强劲；两会目标表明当前经济政策兼顾多重目标，增长预期有所下修；



数据来源: Wind、国投安信期货

数据来源: Wind、国投安信期货

- 5月美议息会议落地后，暂停加息的暗示与暂不降息的信号并存。通过隐含概率来看，市场认为6月结束加息的概率很大。美国的信贷收缩机制已经缓慢展开，核心通胀，特别是核心服务价格的韧性虽然较强，但是支持因素也在逐步弱化。比如说：失业率明显回升、超额储蓄带来的超额消费回落等等。

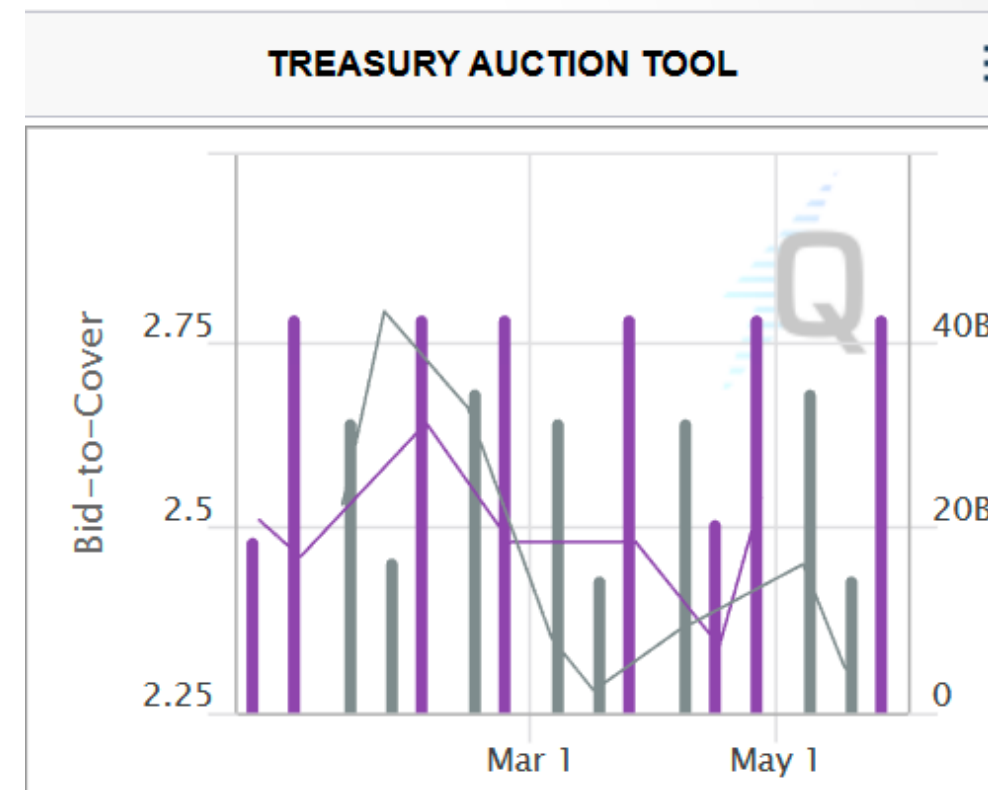


MEETING	RATE (BPS)	PROB	RATE (BPS)	PROB
2023/6/14	500-525	81.4%	525-550	18.6%
2023/7/26	500-525	77.4%	525-550	21.7%
2023/9/20	500-525	54.6%	525-550	13.2%
2023/11/1	475-500	48.1%	500-525	11.2%
2023/12/13	450-475	40.4%	475-500	33.4%

美国债务违约风险提升

- 本轮短期美债波动上行的直接导火索正是近期市场热烈讨论的美国政府的债务上限问题。今年年初以来，美国国债总额达到债务上限31.4万亿美元，美国财政部正式进入“债务发行暂行期”，财政部长多次向市场提高美债短期违约风险。

QUARTERLY ISSUANCE (\$B) ☰				
	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2
2 YEAR	132	126	126	126
3 YEAR	126	120	120	120
5 YEAR	135	129	129	129
7 YEAR	111	105	105	105
10 YEAR	100	99	99	99
20 YEAR	41	39	39	39
30 YEAR	58	57	57	57
GROSS	703	675	675	675
MATURITIES	383	291	510	428
NET	320	384	165	247

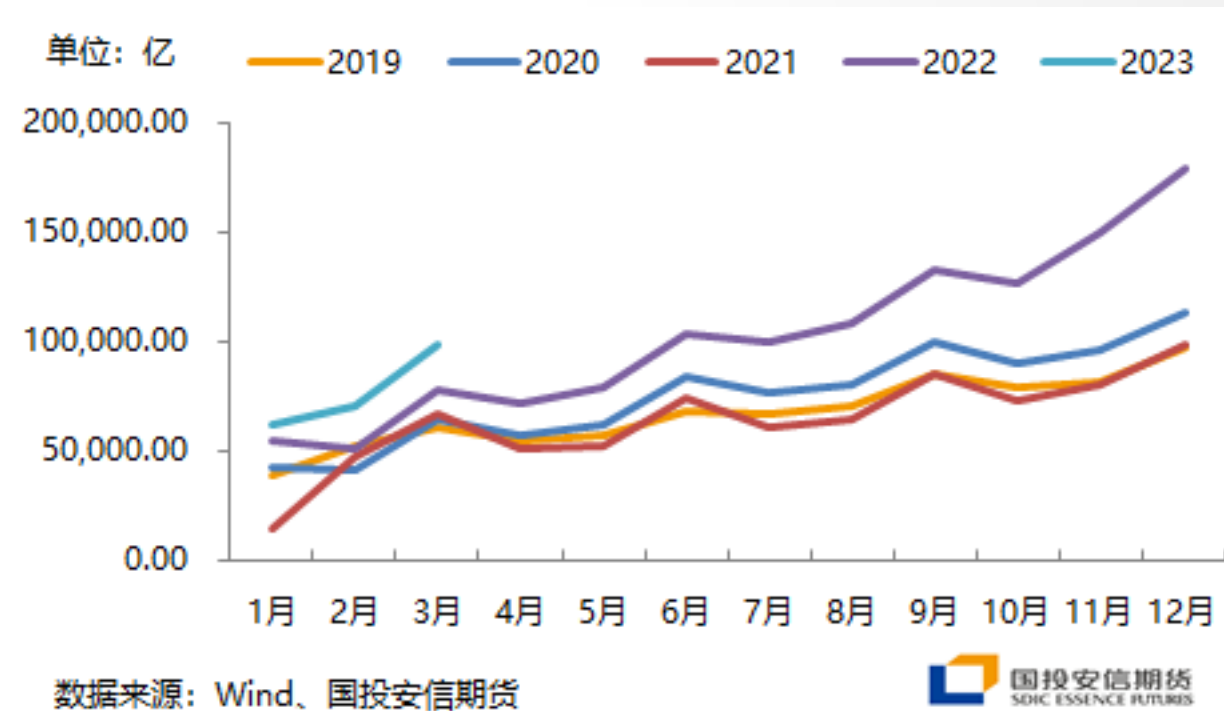
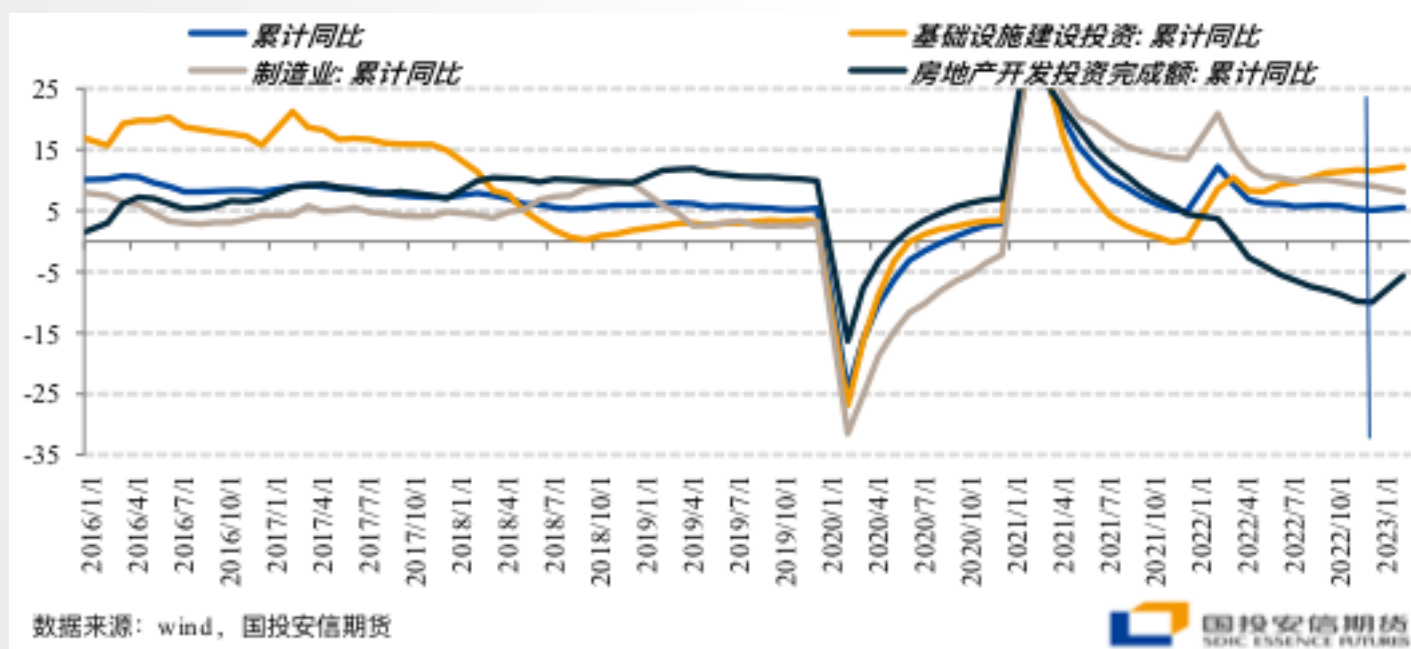


数据来源: Wind、国投安信期货

数据来源: Wind、国投安信期货

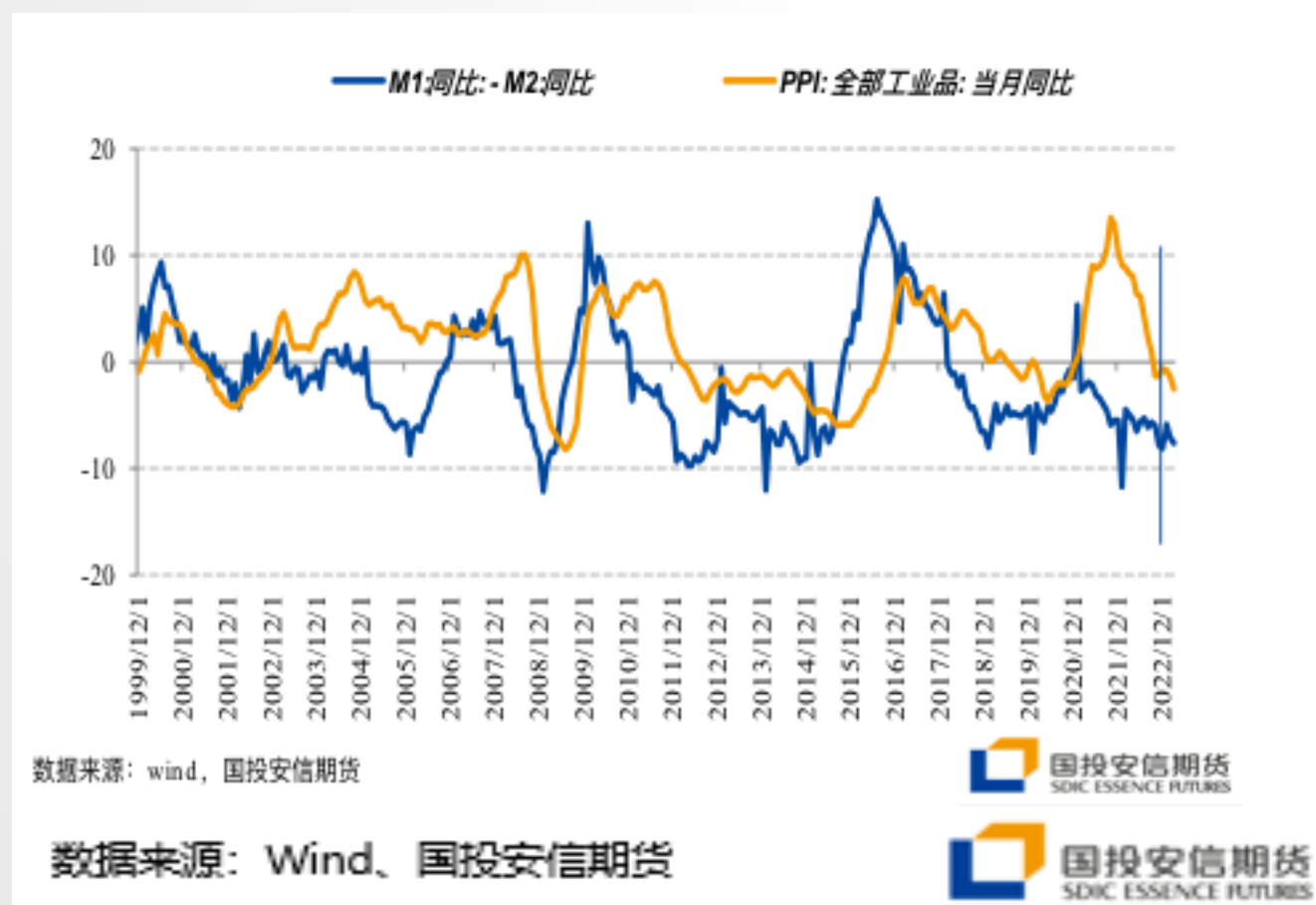
2023年中国经济Q2展望：韧性犹在

- 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
- 居民部门的超额储蓄也在增加，消费需求的抬升不足



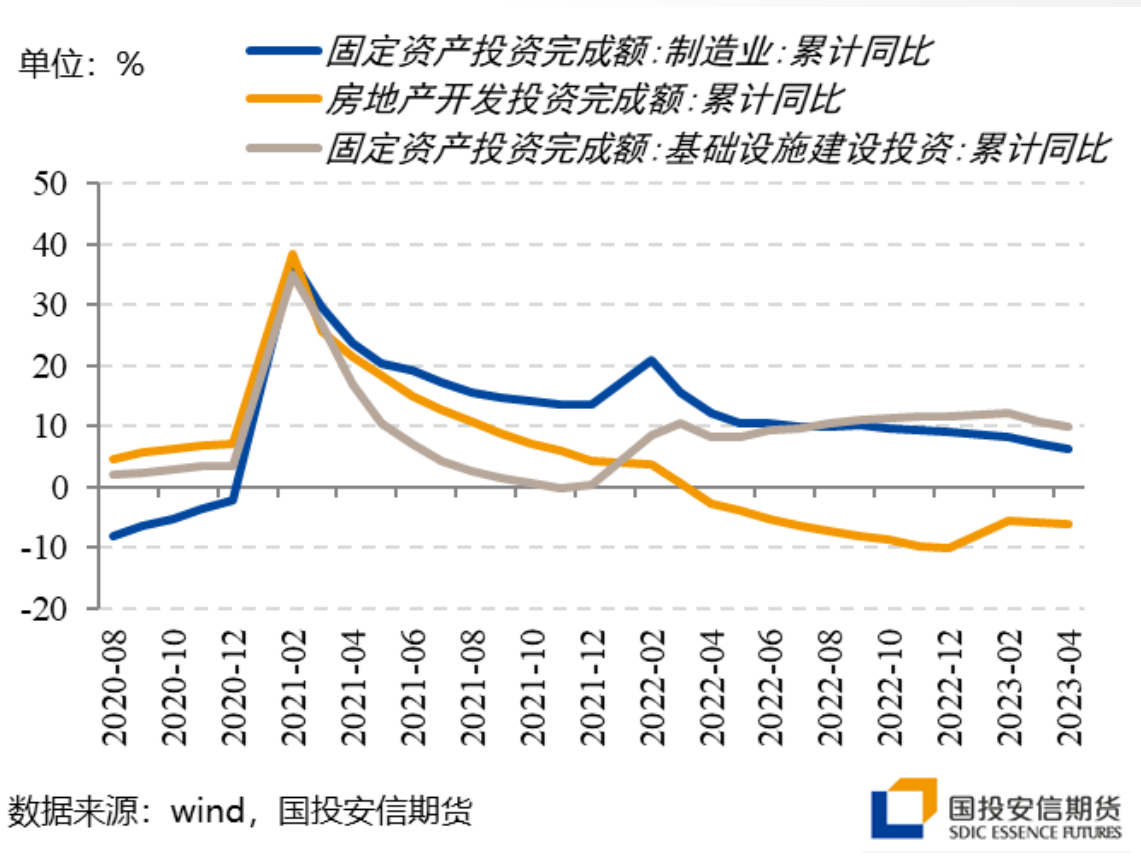
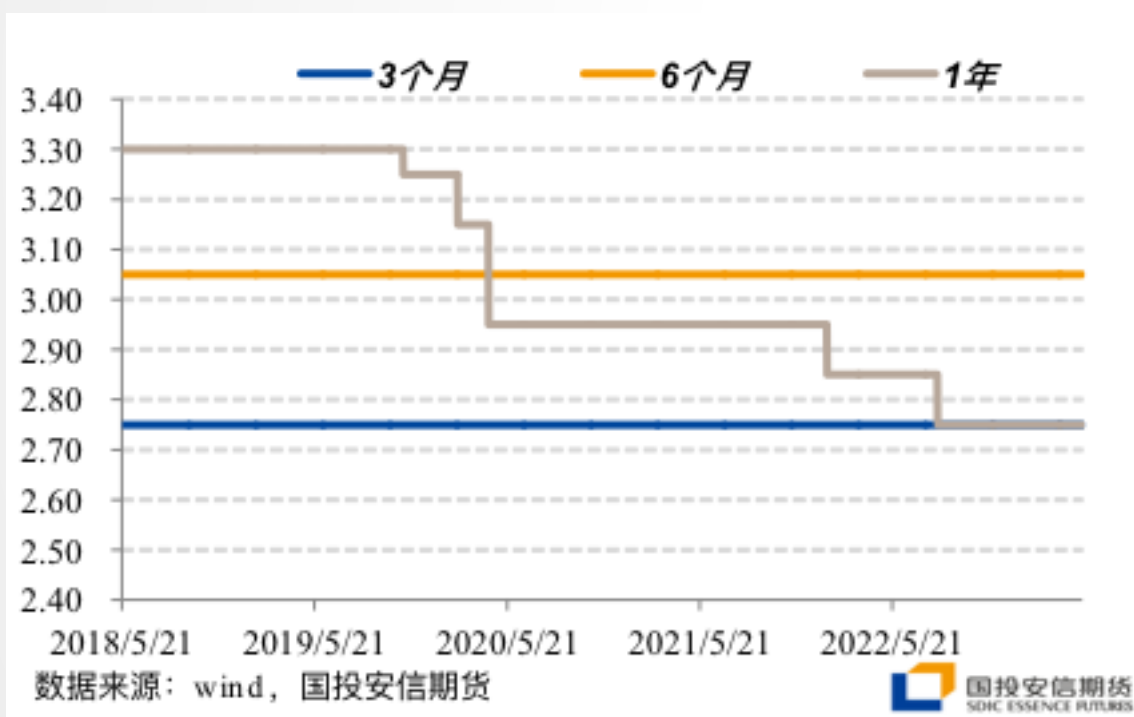
2023年H2中国经济：宽货币延续

- 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。



2023年H2中国经济：宽货币延续

- 国有大行下调通知存款等对公业务的利率。此前中小银行以点带面下调存款利率报价受到市场广泛的关注，当下这波风潮已经向国有大行蔓延。



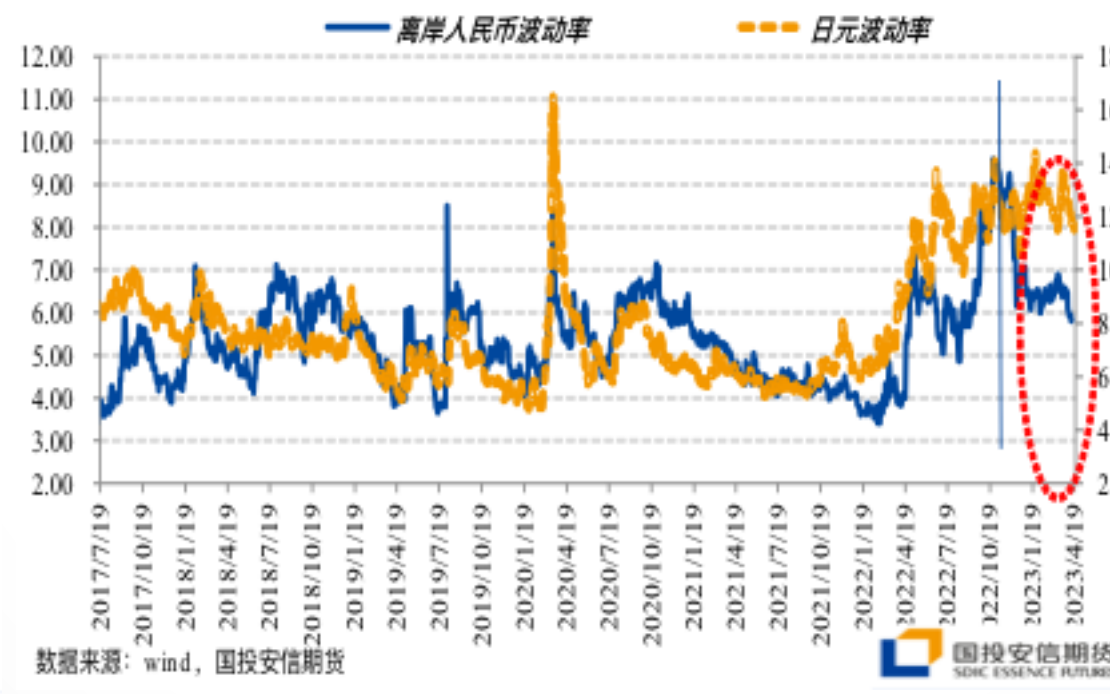
大类资产：实际利率和波动率震荡下移，美元震荡为主

- 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

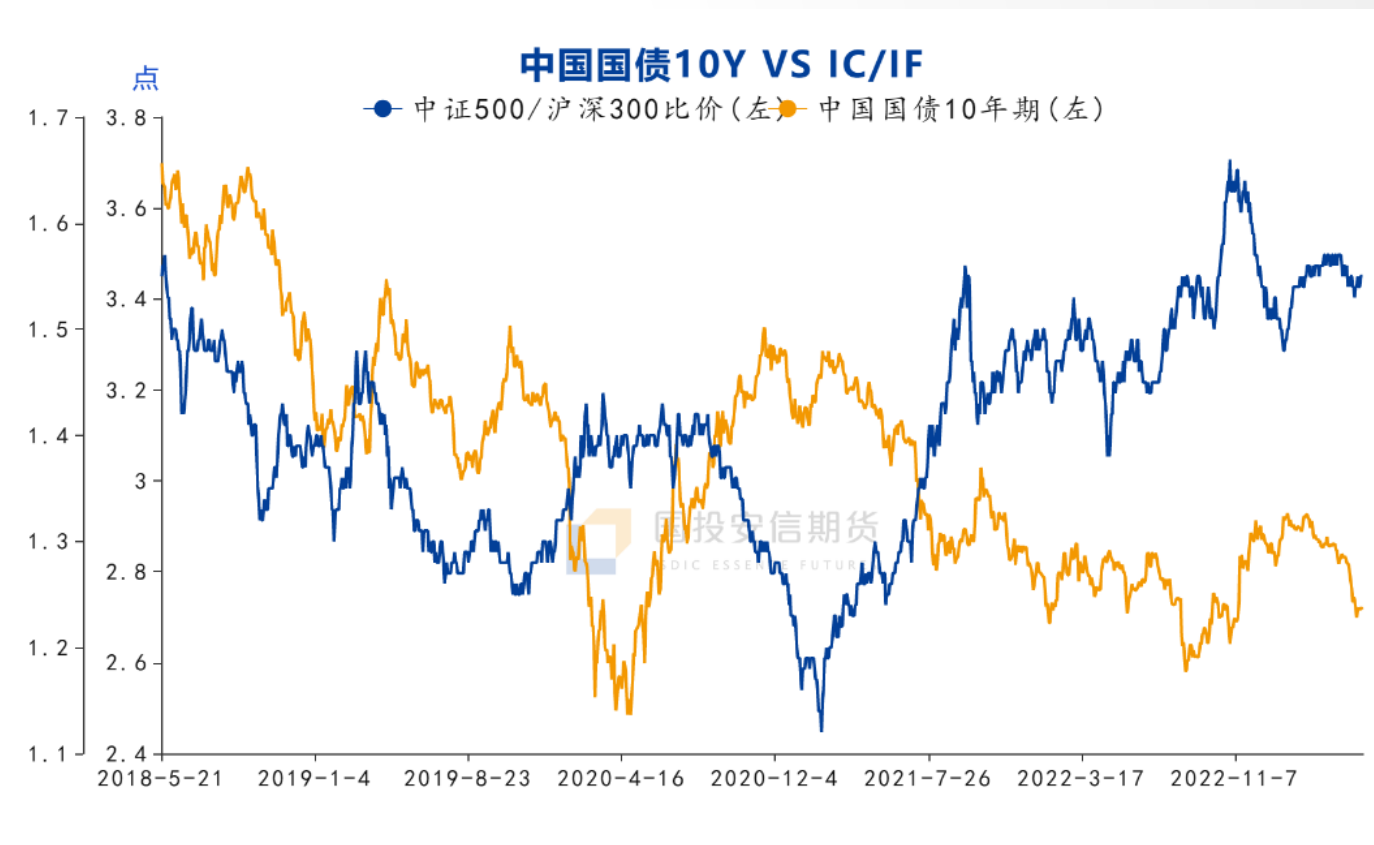
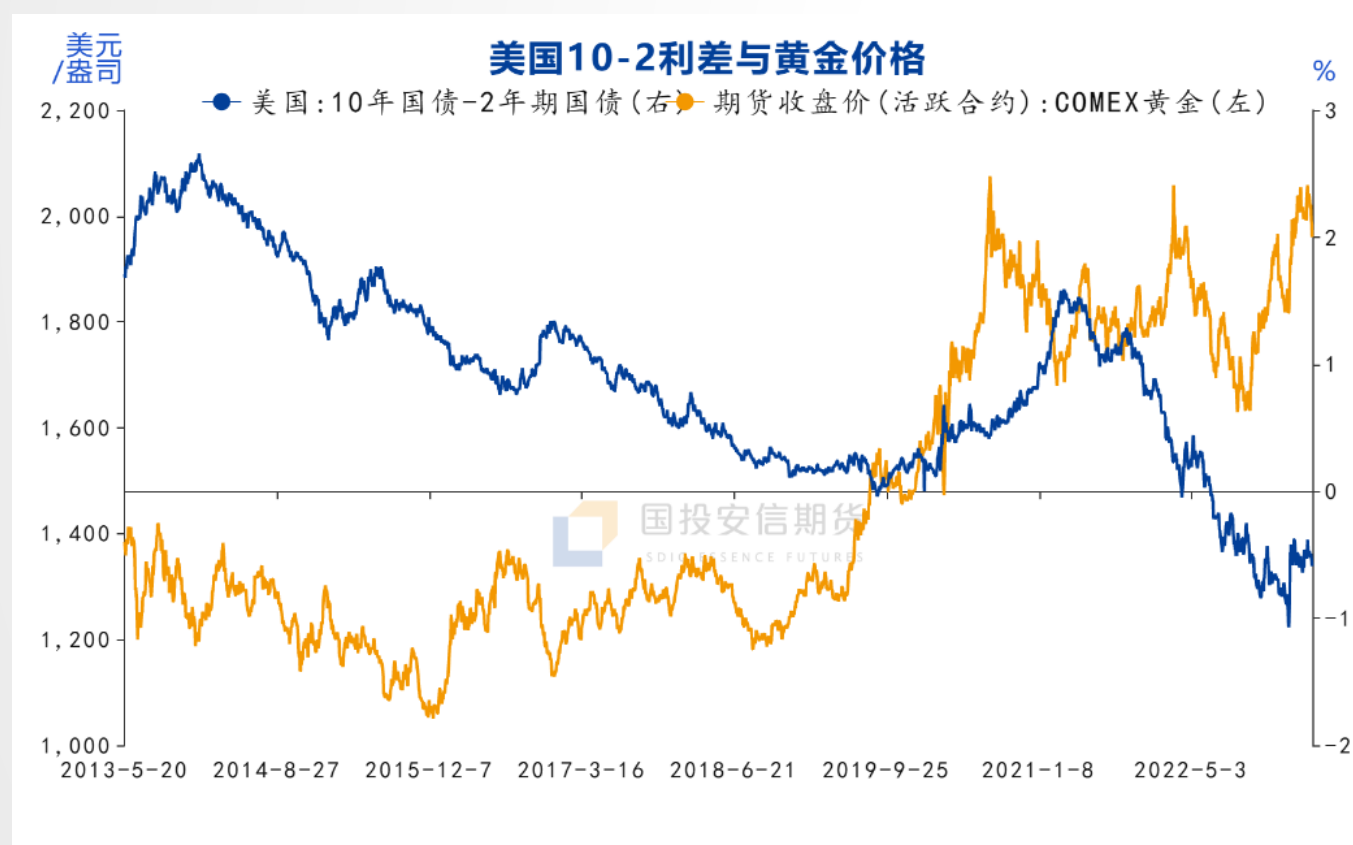
图：在硅谷银行冲击的过程中，虽然外围市场的波动率抬升，但是人民币兑美元隐波持续震荡下移

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



中期格局正在形成

- 中期来看，全球景气度触碰到修复的“高点”，美欧经济的“衰退交易”正在逐步形成，交易美股增长向下的动能也正在集聚。若6月，美国债务上限问题顺利解决，避险情绪消退，曲线倒挂情况也会自然解决，美股压力也会缓解。在此前，避险情绪推动下，黄金类避险资产明显受益。



数据来源: Wind、国投安信期货

数据来源: Wind、国投安信期货

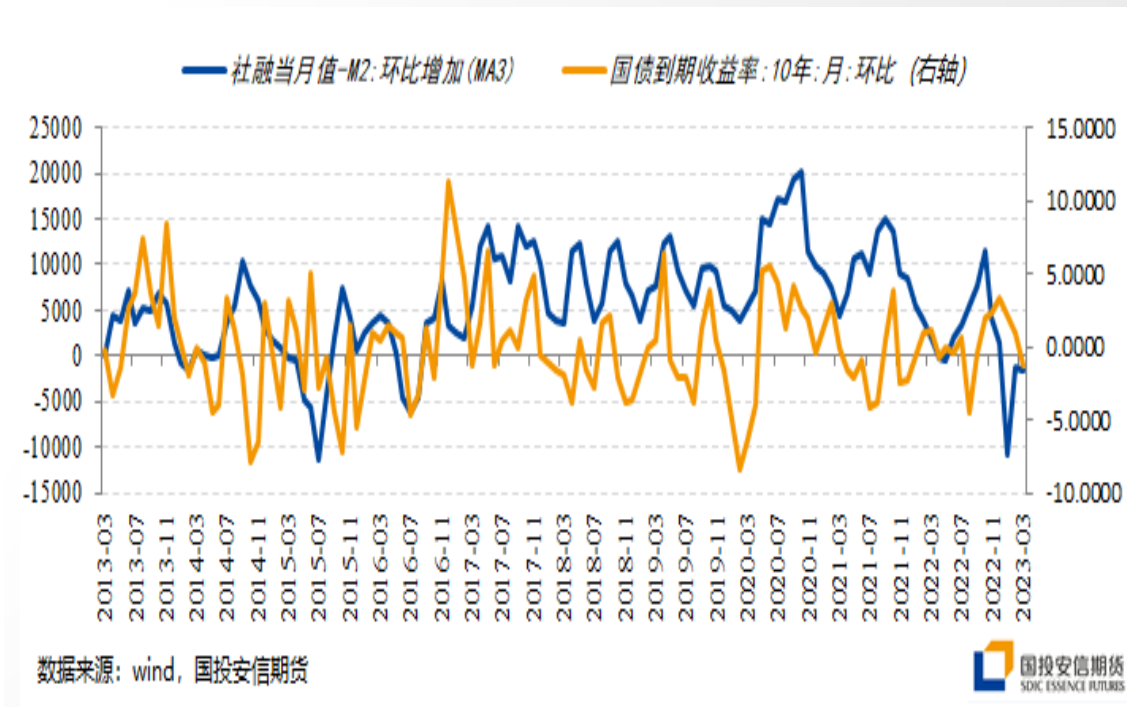
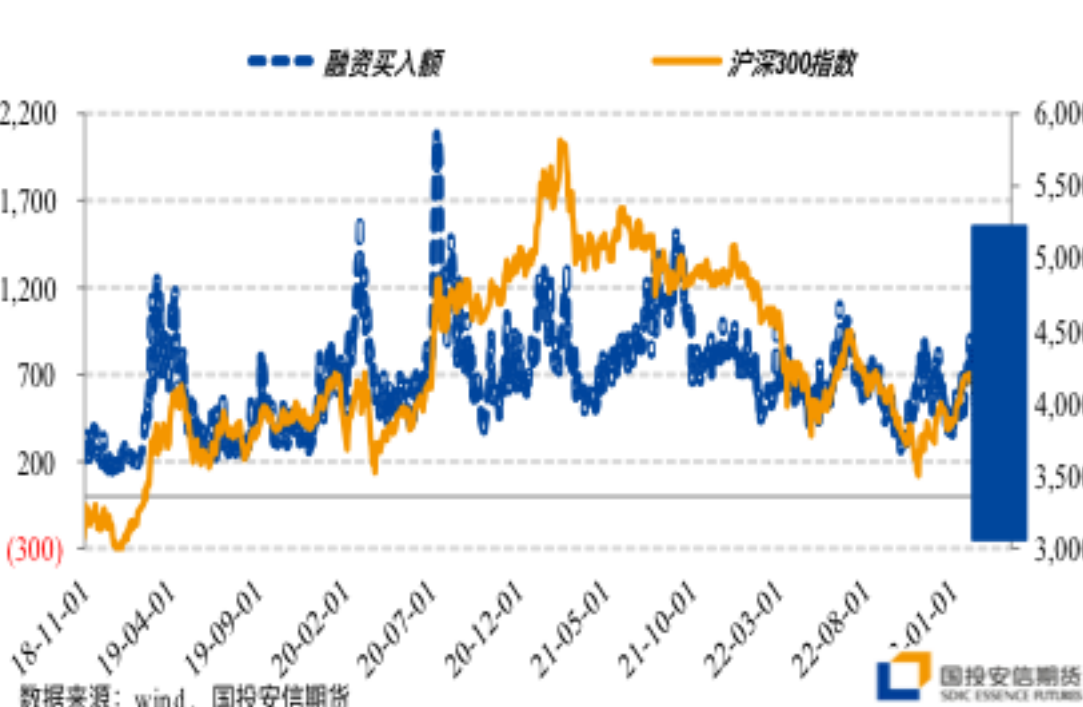
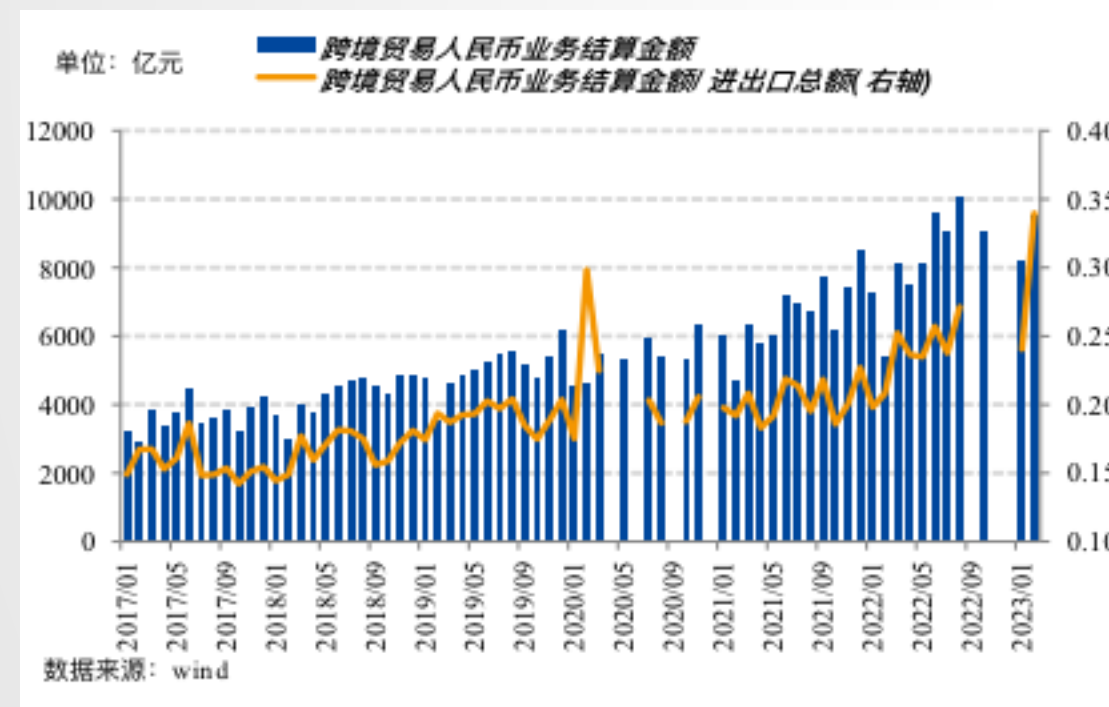
国内股债：流动性环境积极支持股债偏强运行

- 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



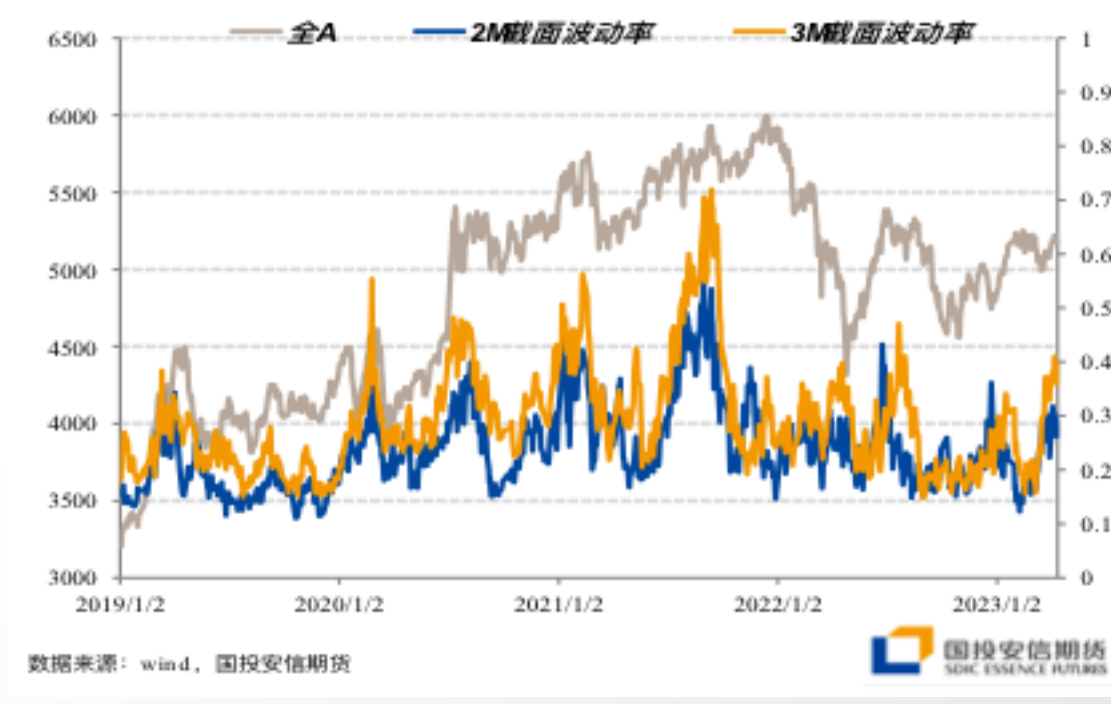
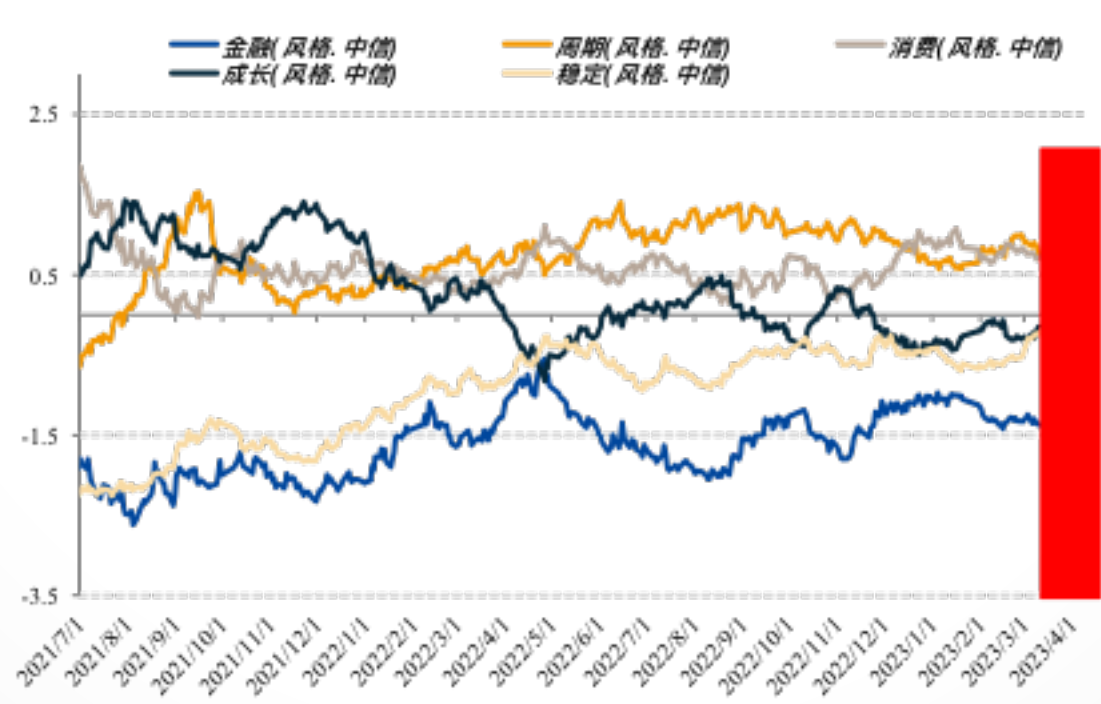
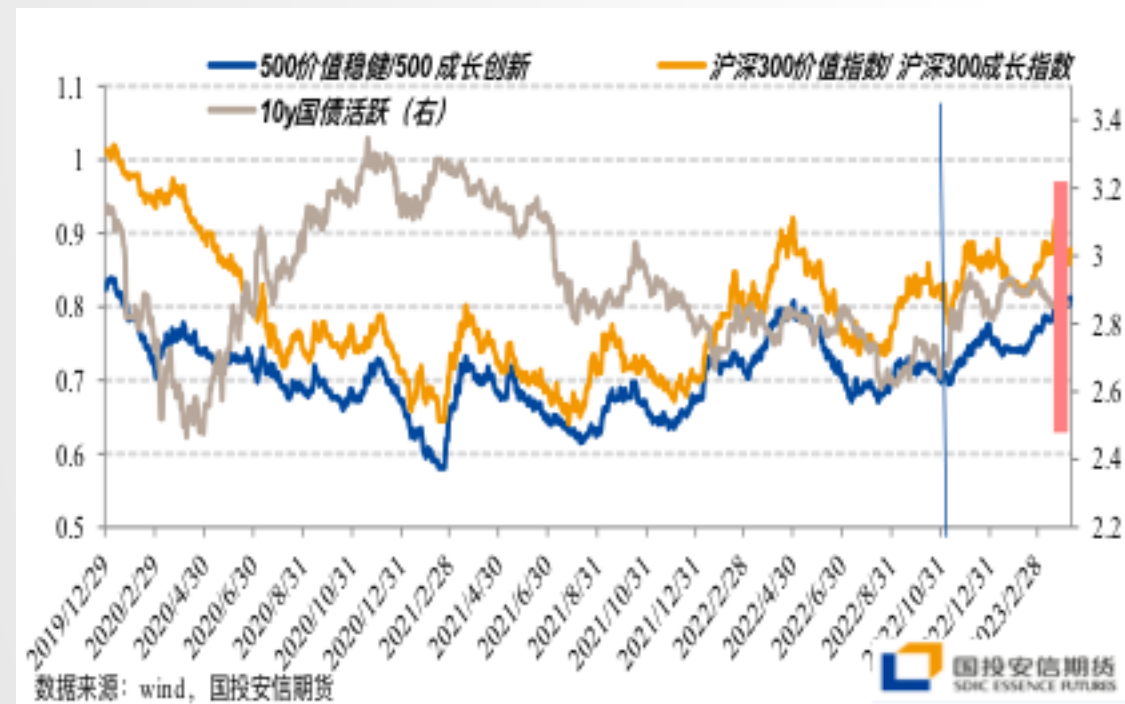
股市结构：价值领涨成长补涨的格局延续

- 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

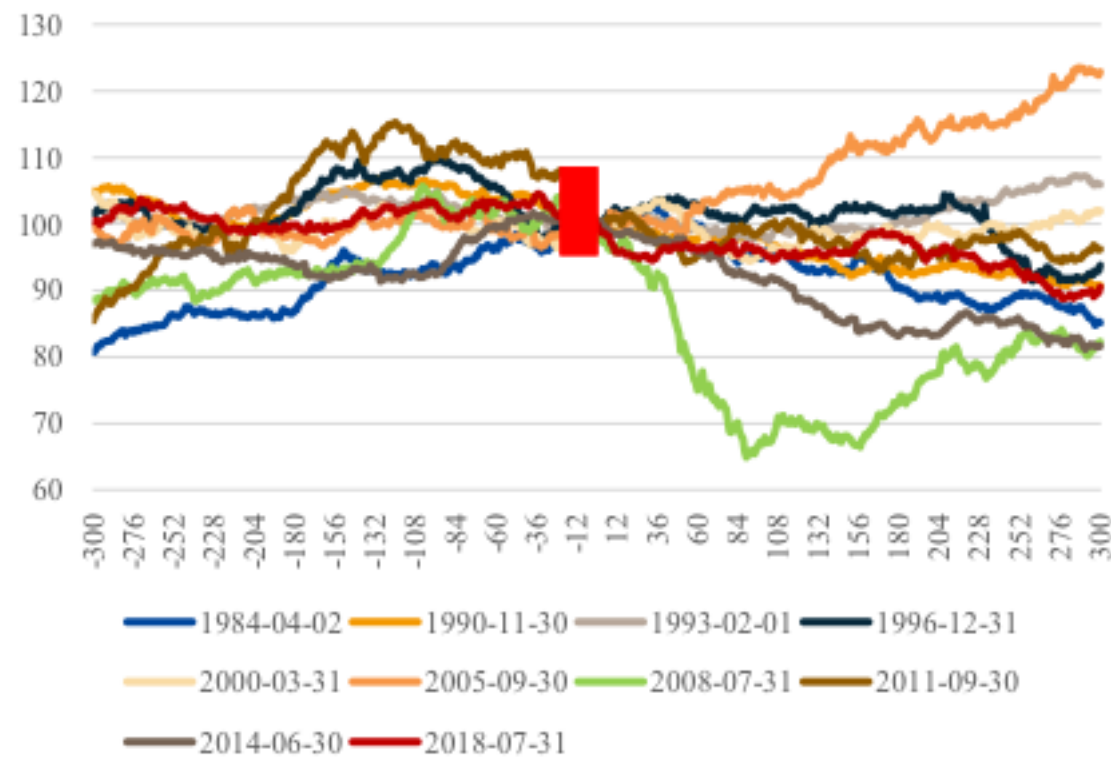


数据来源：wind，国投安信期货

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



数据来源：wind，国投安信期货

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

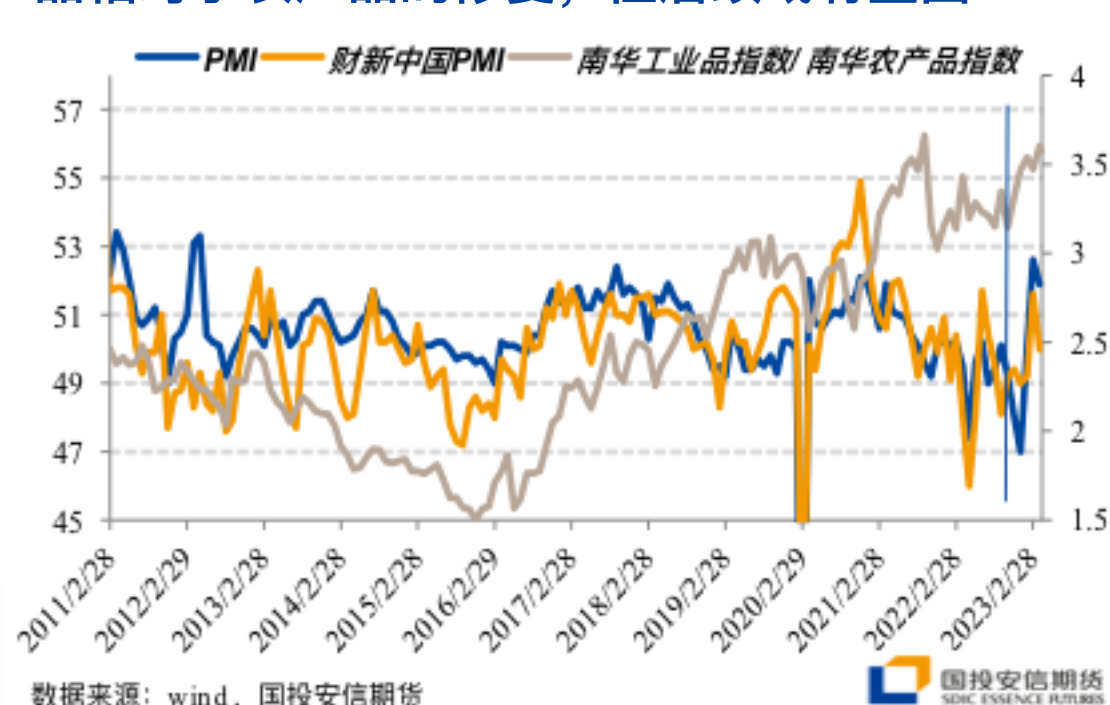
商品结构：年度主线部分短暂休整，方向不变

- 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

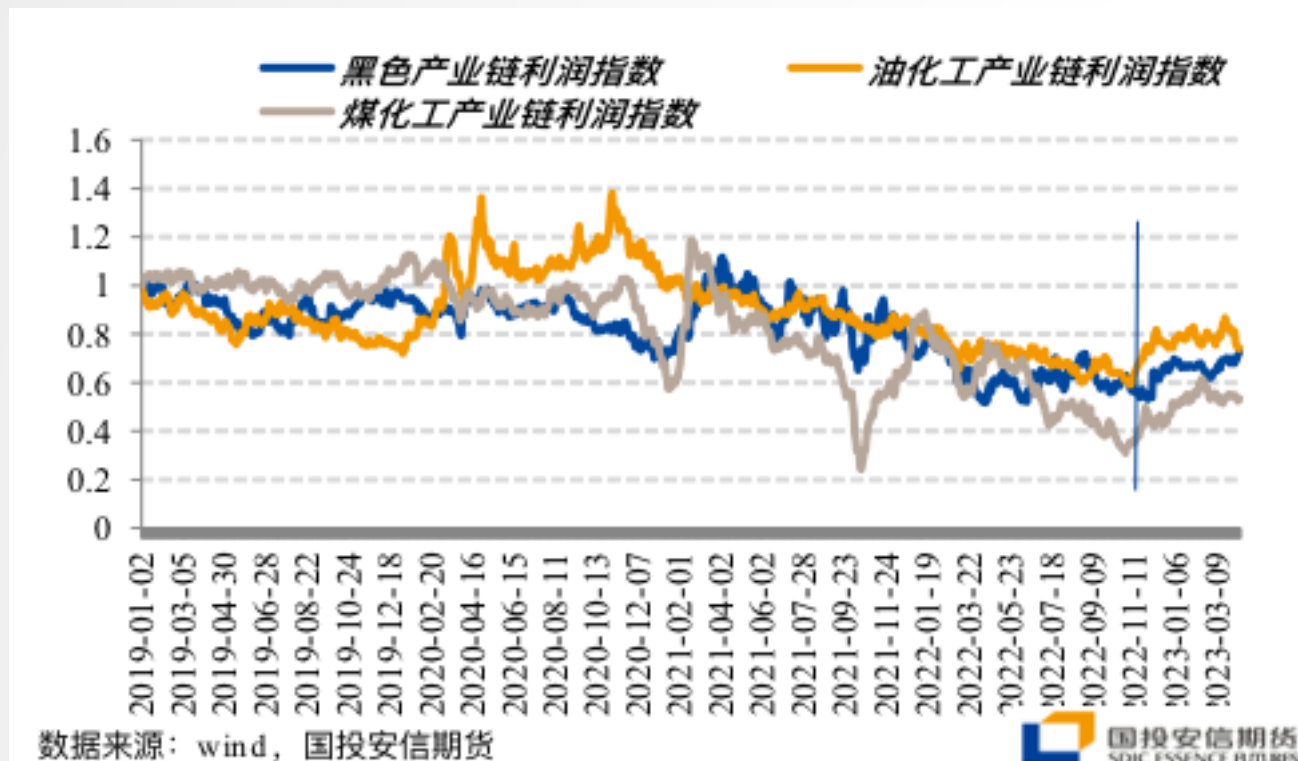


图：从海外视角来看，去年11月份以来商品的主要命题同样是工业品的反抗

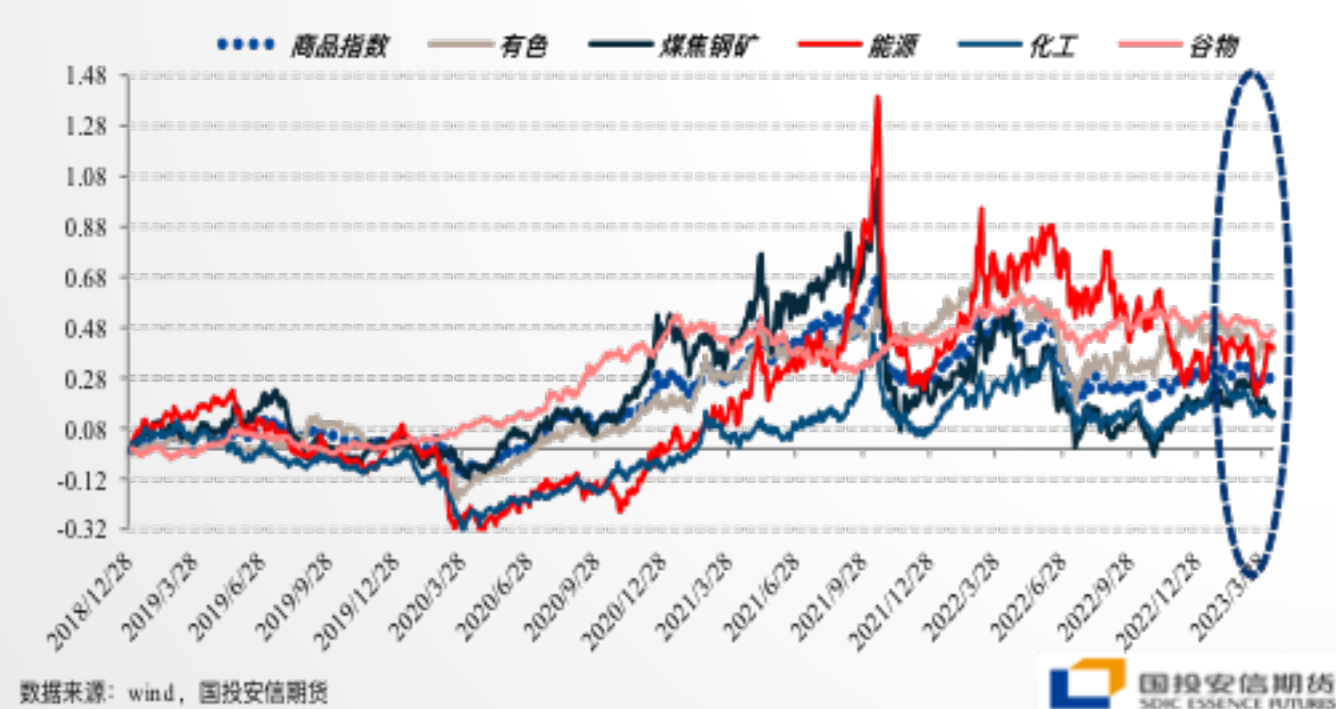


大宗商品：关注美国经济扰动，波幅有限，重视结构

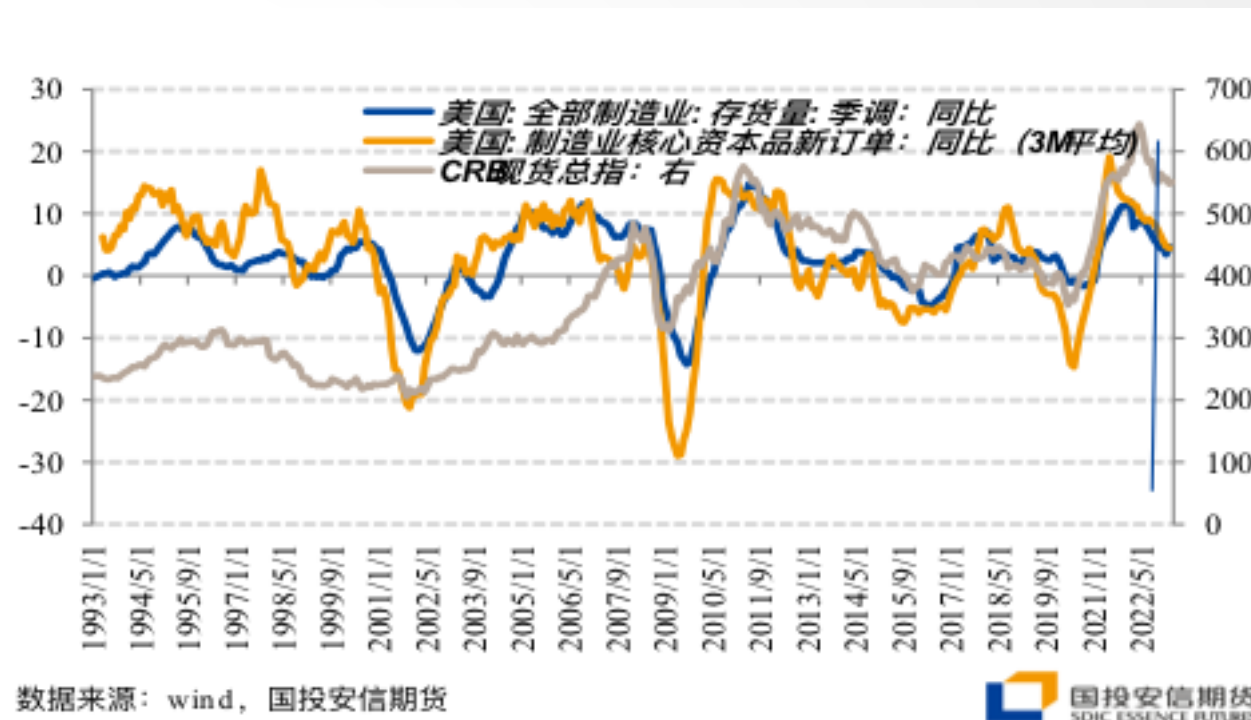
图：国投安信期货商品指数系列——各产业链利润指数走势



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



- 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>