

类别
宏观市场月报

日期
2023年6月2日



宏观金融研究团队

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

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

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

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



国内外物价冰火两重天

近期研究报告

《贵金属专题-本轮黄金牛市的驱动力与运行特征》2023. 5. 22

《宏观专题-美国债务违约风险再次浮现》2023. 5. 12

《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

观点摘要

- 2023 年初迄今中美经济通胀形势背道而驰。中国防疫共存闯关之后的经济重新开放，使得 2023 年一季度中国经济超预期恢复；但在海外积压订单和国内受抑消费释放之后，中国经济重返弱复苏路径，地缘政治风险和房地产市场动荡抑制居民消费意愿以及通胀预期；相应地中国股市、人民币汇率和工业品价格先反弹后调整，而国债收益率则持续回落，后期观察地缘政治风险改善和中国经济政策动向。美国拜登政府积极财政计划的滞后效应以及通胀压力缓解对居民消费的促进作用支撑美国经济，3 月份银行业危机促使美联储释放大量短期流动性并降低利率路径预期，但美联储控制通胀决心的动摇在就业市场结构性紧俏以及通货膨胀结构化外部化的情况下立即推高通胀预期与实际通胀，美元汇率和美债利率因此偏强运行，大宗商品普遍承压调整。5 月份宏观市场围绕中国经济复苏势头放缓、美联储继续紧缩预期加强以及美国债务上限谈判三条主线展开。
- 在国内外积压需求释放之后中国经济重返弱复苏格局，而新增经济刺激政策的出台需要一个观察酝酿时间窗口，预计 6 月份股债天平依然偏向债券，但对于经济刺激政策的预期可能在 6 月中下旬使得股债天平偏向于股票。债务上限协议达成令到美国可以重新扩张政府债务、维持社会经济正常秩序，而这一方面增强经济就业通胀韧性另一方面使得美联储政策利率在更高水平保持更长时间，美元汇率和美债利率得以继续偏强运行，从而不利于大宗商品价格，但美联储持续紧缩增强美国经济衰退预期中期利多黄金，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。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 中国经济重返弱复苏路径	- 4 -
2.2 美国通胀压力环比回升	- 7 -
2.3 债务上限谈判有惊无险	- 9 -
三、资产市场分析	- 11 -
四、中期资产配置	- 14 -

一、2023 年迄今宏观市场回顾

2023 年初迄今中美经济通胀形势背道而驰。中国防疫共存闯关之后的经济重新开放，使得 2023 年一季度中国经济超预期恢复；但在海外积压订单和国内受抑消费释放之后，中国经济重返弱复苏路径，地缘政治风险和房地产市场动荡抑制居民消费意愿以及通胀预期；相应地中国股市、人民币汇率和工业品价格先反弹后调整，而国债收益率则持续回落，后期观察地缘政治风险改善和中国经济政策动向。美国拜登政府积极财政计划的滞后效应以及通胀压力缓解对居民消费的促进作用支撑美国经济，3 月份银行业危机促使美联储释放大量短期流动性并降低利率路径预期，但美联储控制通胀决心的动摇在就业市场结构性紧俏以及通货膨胀结构化外部化的情况下立即推高通胀预期与实际通胀，美元汇率和美债利率因此偏强运行，大宗商品普遍承压调整。5 月份宏观市场围绕中国经济复苏势头放缓、美联储继续紧缩预期加强以及美国债务上限谈判三条主线展开，虽然本轮债务上限谈判难度高于 2011 年，美国 1 年期主权违约概率也达到历史新高；但由于共和党的民众支持力度以及麦卡锡在共和党中的支持力度不足，谈判过程虽然反反复复但最终赶在“X”日之前达成协议，债务违约风险的减退以及 AI 热潮的兴起推动美股偏强运行。

二、宏观环境评述

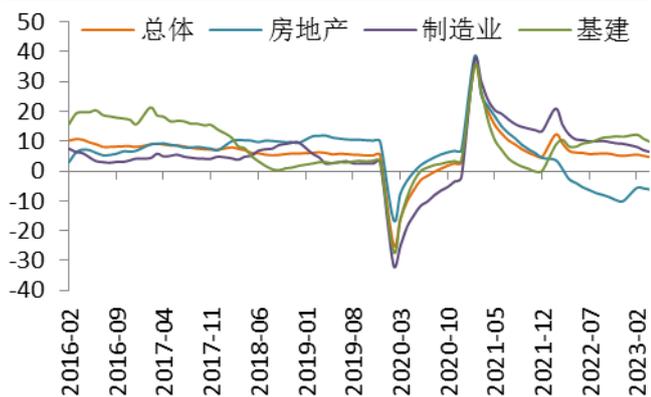
2.1 中国经济重返弱复苏路径

在积压海外订单和受抑国内消费在一季度释放之后，2023 年 4 月份起中国经济重返弱复苏路径。4 月份中国经济数据总体弱于市场主流预期，这一方面促使市场修正关于中国经济强劲复苏的不合理预期，另一方面也使得中国经济政策始终保持在刺激性基调。货币政策注重压低社会融资利率以支持经济复苏，但也要提防充裕流动性引发的货币空转、通胀压力以及汇率贬值压力；财政政策注重支持科研攻关突破技术关口以及在经济增速换挡经济结构升级时期大力支持就业稳定居民收入预期，同时避免地方政府隐性债务风险和房地产市场风险。

2023 年 1-4 月份城镇固定资产投资累计同比增长 4.7%，增速较 1-3 月份回落 0.4 个百分点。其中制造业 1-4 月份投资累计同比增长 6.4%，增速较 1-3 月份回落 0.6 个百分点，延续 2022 年初以来的减少趋势，显示出地缘政治风险以及欧美经济疲软抑制制造业投资意愿；房地产 1-4 月份投资累计同比萎缩 6.2%，萎缩程度较 1-3 月份扩大 0.4 个百分点，意味着行业调整政策持续调整后房地产市场虽有低位企稳迹象但复苏基础尚不牢固；基础设施建设 1-4 月份投资累计同比增长

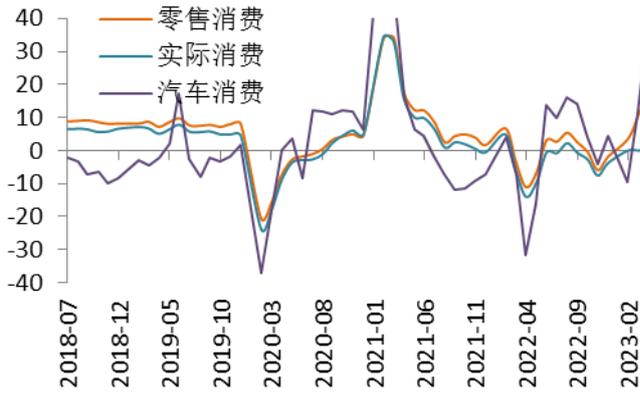
9.8%，增速较1-3月份回落2个百分点，显示出基建投资继续成为稳增长重要抓手但高基数影响下基建投资增速难免回落。1-4月份民间部门投资累计同比增长0.4%，增速较1-3月份回落0.2个百分点，延续自2021年以来的回落趋势；国有企业投资累计同比增长9.4%，增速较1-3月份的10%回落0.6个百分点，显著脱离前面半年的高增速区间。正如我们一直强调的，基建投资稳增长只能起到托底作用，经济增长动能的真正回升仍有赖于民间私人部门的投资支出意愿。

图1：中国固定资产投资



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图2：中国社会消费增速

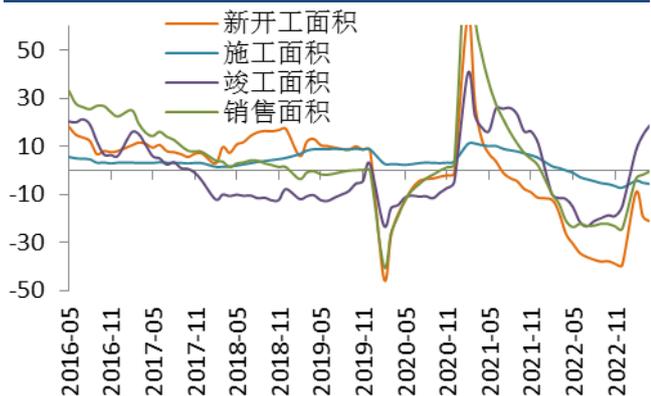


数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2023年4月社会消费品零售总额同比增长18.4%，复合增速为3.5%，较3月下滑1.3个百分点；其中文化办公、建筑装潢、通讯器材、汽车等商品分项单月复合增速降幅均在3个百分点以上，显示出大件商品、房地产相关商品消费仍然偏弱。在疫后经济重新开放、场下消费场景恢复使得疫情期间抑制的服务业消费基本释放之后，居民商品消费特别是耐用品消费更多取决于社会经济增长前景以及居民收入增长预期，我们认为财政刺激政策特别是直接财政支持对于提振居民消费意愿至关重要。

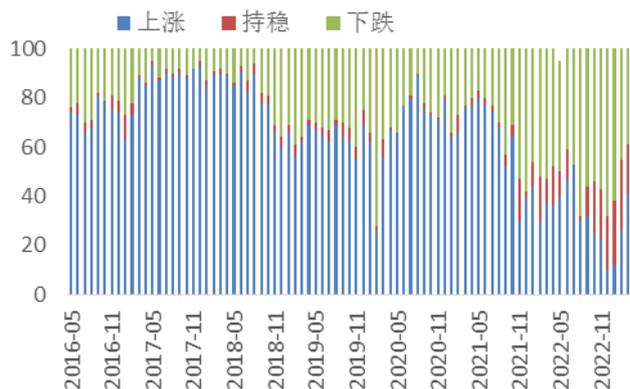
房地产方面，2023年1-4月份销售面积累计同比萎缩0.4%，萎缩程度较1-3月份收窄1.4个百分点；2-4月份销售额累计同比增长8.8%，增速较1-3月份加快4.3个百分点，显示出房地产市场销售已经逐步企稳，房地产价格有一定起色。房地产销售回暖以及保交楼政策支持下，1-4月份竣工面积同比增长18.8%，增速较1-3月份加快4.1个百分点。但房地产开发商对于后续市场状况仍然较为谨慎，在拿地开工方面较为保守，1-4月份新开工面积累计同比萎缩21.2%，萎缩程度较1-3月份扩大2个百分点；1-4月份施工面积累计同比萎缩5.6%，萎缩程度较1-3月份扩大0.4个百分点。4月底待售面积为6.45亿平方米，为连续两个月回落，以连续12个月销售面积移动平均计算的去化月数小幅上升到5.31，接近2016年2月份的6.21纪录峰值，因此目前房地产市场供过于求现象较为严重。

图3：房地产开发销售增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图4：百城房价环比变动城市数



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

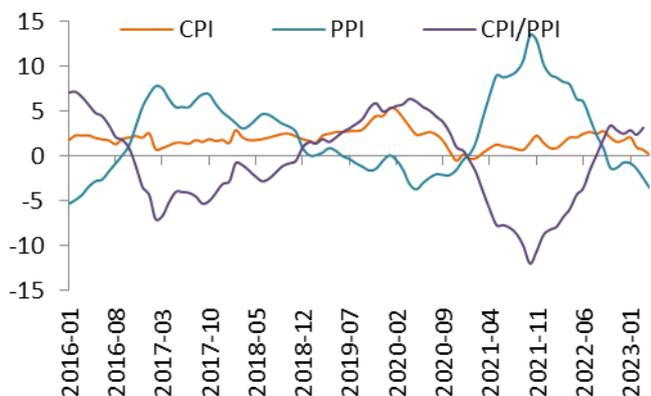
2023年4月份百城平均房价环比增速持平于上月的0.02%，为连续两个月环比回升，同比萎缩程度则小幅扩大至0.07%。从房价环比涨跌看，4月份环比上涨的城市有30个，比上个月减少11个；环比持平的城市有26个，比上个月增加6个；环比下跌的城市有44个，比上个月增加5个。总体上看全国房价有企稳迹象但分化比较严重，加上房地产市场严重供过于求，我们认为全国房价普遍上涨的情况不太可能再次出现，房地产市场投资逻辑已经出现根本性变化，房价涨幅低于通胀将成为普遍现象。

4月份中国CPI同比增长0.1%，增速较3月份回落0.6个百分点；其中上年价格变动的翘尾影响约为0.3个百分点，比上月回落0.4个百分点；新涨价影响约为-0.2个百分点，上月为0。从环比看，4月份CPI环比萎缩0.1%，为连续三个月萎缩；其中食品价格下降1.0%，降幅比上月收窄0.4个百分点，影响CPI下降约0.19个百分点。非食品价格由上月持平转为上涨0.1%，影响CPI上涨约0.04个百分点。4月份中国PPI同比萎缩3.6%，萎缩程度较3月份扩大1.1个百分点；其中上年价格变动的翘尾影响约为-2.6个百分点，上月为-2.0个百分点；新涨价影响约为-1.0个百分点，上月为-0.5个百分点。从环比看，PPI由上月持平转为下降0.5%，其中生产资料价格由上月持平转为下降0.6%，生活资料价格由上月持平转为下降0.3%。

虽然有基数效应的影响，但整体CPI环比连续三个月萎缩、核心CPI持续在零轴附近徘徊、整体PPI萎缩程度持续扩大，集中反映过去三年替代性出口需求带来的产能扩张，以及地缘政治风险和房地产市场动荡引发的需求不足，之间的供过于求导致的通缩风险。虽然货币政策维持稳健偏宽松基调，4月份广义货币M2同比增长12.4%，但在私人部门缺乏投资和消费意愿的情况下，货币政策难以有效传递到实体经济。总体来看，在欧美央行持续收紧货币政策以及国内制造业

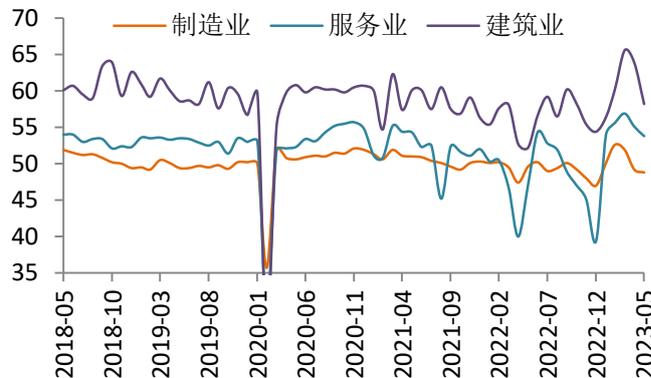
产能严重过剩等因素的影响下，中国通缩压力将持续存在，但货币财政政策的主动管理以及能源食品价格的企稳回升或能使得中国避免真实通缩。

图5：中国物价状况



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图6：中国官方PMI



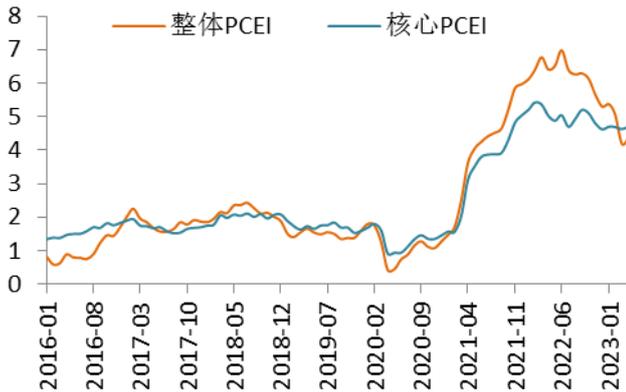
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2023年5月份中国官方制造业PMI环比回落0.4个百分点至49.2%，为连续两个月位于萎缩区间；服务业商务指数环比回落1.3个百分点至53.8%，建筑业商务指数环比回落5.7个百分点至58.2%，均为连续2个月回落但仍高于荣枯分界线；综合PMI环比回落1.5个百分点至52.9%，为连续第五个月位于扩张区间，显示中国经济恢复动能持续减弱但依然处于复苏轨道上。在调查的21个制造业行业中有11个位于扩张区间，行业景气度呈现出一定程度的分化；装备制造业、高技术制造业和消费品行业PMI分别为50.4%、50.5%和50.8%，比上月有不同程度扩张；高耗能行业PMI回落至45.8%，为近10个月低点。在“五一”节日效应带动下，旅游出行、线下消费等较为活跃，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等服务业行业商务活动指数均位于55.0%以上较高景气区间；资本市场服务、房地产等行业商务活动指数均位于收缩区间，行业景气水平下降。

2.2 美国通胀压力环比回升

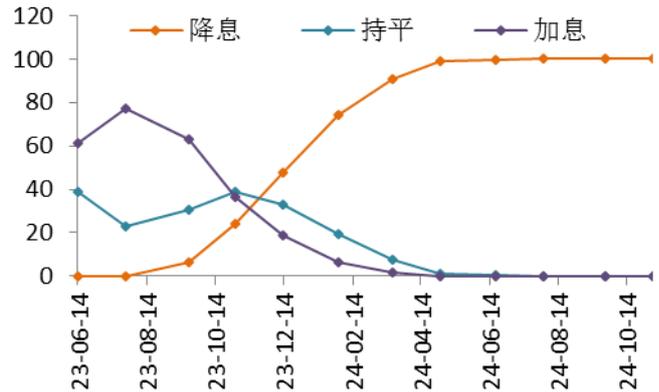
美国4月份个人消费支出(PCE)物价指数同比上涨4.4%，高于市场主流预期的4.3%且高于前值4.2%；剔除食物和能源后的核心PCE物价指数同比增长4.7%，同样超出市场主流预期和前值4.6%，核心PCE物价指数环比上涨0.4%，为2023年1月以来新高。与此同时，追踪与当前经济周期相关的通胀压力的周期性核心PCE仍然非常高，处于1985年以来的最高记录。PCE物价增速重新抬头，意味着美联储收紧货币政策以控制通胀的任务有失败可能，这将迫使美联储进一步收紧货币政策，即使面临经济衰退风险。数据公布后，美联储6月14日议息会议继续加息25BP的概率从前一天的41.8%上升到71.1%，而首次降息时点则推迟到2024年初，市场正在接受美联储政策利率将在更高水平保持更长时间的现实。

图7：美国PCE物价指数增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

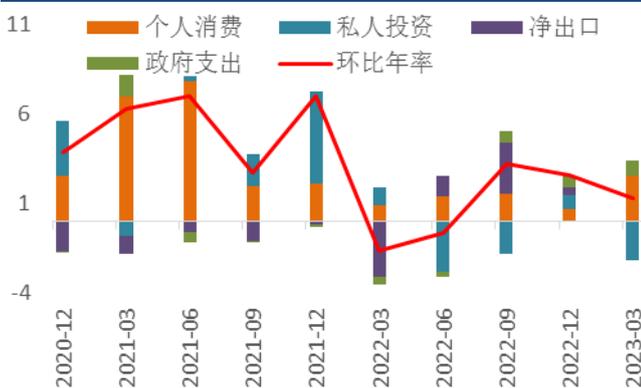
图8：美联储利率政策行动概率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

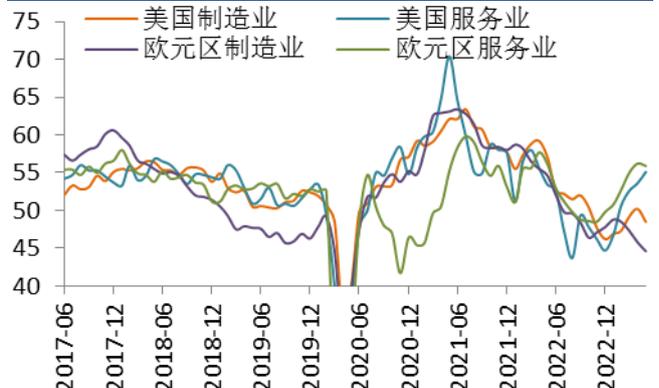
2023 年一季度美国实际 GDP 环比年率增速从初值 1.1% 上修为 1.3%，但仍低于过去两个季度的 3.2% 和 2.6%。占美国经济总量约七成的个人消费支出环比年率增长 2.52%，较初值上调 0.1 个百分点，也是自 2021 年三季度以来的最高值，显示通胀压力减轻以及薪资收入稳定情况下私人消费对美国经济的支撑作用愈加稳固；反映企业投资状况的非住宅类固定资产投资环比年率增长 0.18%，增幅较此前数据上调 0.7 个百分点；住宅类固定资产投资下跌 0.22%，降幅较此前数据增加 1.2 个百分点，该数据已连续 8 个季度下滑。此外，政府消费支出和投资拉动经济增长 0.89 个百分点，私人库存投资拖累当季经济增长 2.1 个百分点。总体而言，通胀压力缓解对美国个人消费的促进作用仍将在二季度有所体现，基本上对冲掉美联储继续紧缩的负面影响；但下半年通胀回落速度将明显放缓，甚至不排除在厄尔尼诺天气状况的影响下通胀增速回升可能性，届时美联储被迫继续收紧货币政策，货币政策收紧的累积滞后效应以及通胀压力持久不退对个人消费的抑制将共同导致美国经济进入衰退格局。鉴于美国居民部门的超额储蓄以及美国政府积极财政政策的滞后效应，我们认为美国经济衰退将是温和的。

图9：美国实际GDP环比年率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图10：欧美Markit PMI



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

美国 5 月份 Markit 制造业 PMI 初值重新回落到 48.5%，但服务业 PMI 初值则延续自 2023 年初以来的回升步伐，意味着通胀压力缓和、美联储释放大量短期流动性以及美联储升息阶段接近尾声等因素对美国经济的促进作用可能延续至 5 月份。欧元区方面，5 月份制造业 PMI 和服务业 PMI 初值均环比回落，因此综合 PMI 初值逆转了 2022 年 11 月份以来的上升趋势，但仍高于荣枯分界点，这说明欧元区经济越来越感受欧洲央行持续紧缩带来的压力，但通胀压力缓和和对欧洲经济的刺激作用继续存在。总体而言，我们认为 2023 年二季度美欧经济继续复苏，尽管复苏势头可能比一季度有所放缓。

2.3 债务上限谈判有惊无险

2023 年 1 月 19 日，美国国债总额达到债务上限 31.4 万亿美元，美国财政部宣布进入“国债发行暂停期”，警告非常措施以及库存现金只能支撑到 6 月初，亦即美国政府债务可能最早在 6 月初出现违约，这个特定日期被称为“X”日。2 月 1 日，美国总统拜登与众议院议长麦卡锡就债务上限问题举行首次会谈，麦卡锡在会议结束后称双方没有达成一致，共和党人不会同意无条件地提高债务上限。4 月 26 日，众议院通过麦卡锡提出的《限制、节约、增长法案》，法案要求在提高债务上限的同时大幅收紧财政刺激措施，而拜登政府再次表示国会应无条件提高债务上限。

5 月 9 日，在距离“X”日到来只有三周时间的时候，拜登与麦卡锡就债务上限问题举行第二次谈判，双方仍然没有取得任何进展，唯一的共识是三天后再谈，随后会谈日期被推迟到 5 月 16 日。5 月 16 日双方的第三次磋商会议以一种乐观且出人意料的基调结束，双方均表示他们决心尽快达成协议，以避免出现将给经济造成灾难性影响的债务违约。5 月 18 日麦卡锡在国会表示，他和美国总统拜登指定的债务上限谈判代表可能最快本周末达成原则上的协议，债务上限的相关协议将下周提交众议院进行表决，至此市场对于两党很快达成债务上限协议的乐观情绪达到顶峰，而拜登也放心赶赴日本参加 5 月 19 日至 21 日的 G7 广岛峰会。

而 5 月 19 日双方的债务上限谈判则 180 度转弯，麦卡锡的谈判代表在闭门会议开始后不久便突然离开；在当天晚上的第二次会议结束后，双方均未提及任何进展，也没有安排进一步的会议。5 月 20 日麦卡锡重申自己的谈判底线是在今年的基础上削减下一年的开支，并谴责白宫的立场较周二开会讨论上调债务上限时出现倒退，称自己无法指望能在拜登从 G7 会议抽身返回美国之前围绕债务上限问题取得进展。美国白宫在麦卡锡发表讲话之后也发表一份声明，称共和党人正在挟持经济，将美国政府推向违约的边缘，并使美国在经历了两年的稳定就业和工

资增长后陷入衰退；声明强调如果共和党人回到谈判桌上真诚地进行谈判，那么达成一项合理的两党协议还有道路可走，但拜登不会接受一份极端“MAGA”优先事项的愿望清单。

5月21日开始拜登与麦卡锡重新开始磋商，在经过多轮谈判后，5月27日美国总统拜登与众议院议长麦卡锡达成关于债务上限的原则性协议，主要内容包括：1、暂停实施债务上限：在截至2024年12月31日的两年时间内暂停实施债务上限（从国债总额首次触及债务上限的2023年1月份起计算），因此在2024年总统大选结束之前美国将暂时避免债务上限议题的干扰，两年到期后债务上限自2025年1月1日起自动生效。

2、削减非国防自主开支但增加国防开支：协议约束2024财年美国自主开支中的国防与非国防预算分别为8863.49亿美元与7036.51亿美元，约束2025财年的国防与非国防预算分别为8952.12亿美元与7106.88亿美元；总体上看开支削减大约为500亿美元，国会预算办公室估计2023年美国财政支出为6.3万亿美元，因此总削减支出不到美国年度财政支出的0.8%。

3、收回未使用的疫情救助金以及部分国税局资金：因为美国已经宣布疫情结束，协议要求收回尚未使用的疫情救助金；此外，《通胀削减法案》曾批准为国税局提供800亿美元资金用于提高对纳税人的审计力度，协议要求将800亿美元减少至700亿美元。

4、结束学生贷款豁免并提高领取社会福利的工作要求：由于美国大学学费高昂，目前全美有4500万人背负总额高达1.75万亿美元的联邦学生贷款，2022年拜登实施学生贷款豁免计划，规定年收入不足12.5万美元的联邦学生贷款人可以获得1万美元的减免，协议要求结束这一计划；另外协议要求提高对领取补充营养援助计划（即食品券）的工作要求，这有助于吸引更多人进入劳动力市场缓解劳动力紧俏局面。

相比麦卡锡在4月底提出并在众议院勉强通过的《限制、节约、增长法案》，新的原则性协议大幅倾向于民主党，突出表现在拜登政府三个财政刺激计划《基础设施投资与就业法案》、《芯片与科学法案》以及《通胀削减法案》的主要内容都得以保留，这与《限制、节约、增长法案》取消拜登政府财政刺激计划的主旨背道而驰，可以说麦卡锡在与拜登的谈判中没有取得多少成果。我们认为，这与2022年中期选举中共和党惨胜以及麦卡锡在15轮投票过后才当选众议院议长有关，因为这反映了共和党的民众支持力度以及麦卡锡在共和党中的支持力度不足，

因此麦卡锡无法有效动摇民主党的强硬立场。从 2023 年 1 月 19 日国债总额到达债务上限到原则性协议达成之前，美国财政部一直坚持“X”日最早将于 6 月初到来的判断，这也给共和党人施加谈判压力。

在知悉原则性协议将要达成之后，美国财政部宣布“X”日被推迟到 6 月 5 日而不是财政部一直坚持的 6 月初，这给美国国会更多时间来协调投票，这也使得美国国债违约概率显著下降。但这份原则性协议仍可能在国会遭到麻烦，削减支出金额过小无法满足共和党强硬保守派，而削减支出本身就会激怒民主党激进进步派，以众议员 Chip Roy 为代表的少数共和党保守派已经公开反对该协议；因此国会两院投票过程可能出现一些波折，而最终协议内容也可能有所调整，但我们预计在“X”日之前达成最终协议而避免美债违约的概率已经显著提高。另一方面，虽然美国国债大概率最终得以避免违约，但债务扩张路径以及谈判过程的反复仍有可能使得评级机构下调美国主权信用评级，2011 年标普就是在两党达成债务上限协议后下调美国信用评级的，5 月 24 日惠誉将美国长期外币发行违约评级（AAA）置于负面评级观察。

总体上看，两党达成原则性协议以及民主党如愿保留大多数财政刺激计划，意味着民主党在这场博弈中取得胜利并且美国财政状况恶化状况没有得到改善，换言之美国国债短期违约风险消除但中期财政压力恶化风险依然存在，而民主党在 2024 年总统大选中的胜率也有所上升。由于债务上限协议的达成意味着美国财政部可以重新扩张债务并且美国经济社会正常秩序可以继续，因此美元汇率和美债利率将得到提振，受到不确定性干扰的股市和工业商品价格存在反弹机会，避险需求将推将短期内打压贵金属。而在债务上限协议逐步落地后，市场关注点将转移到美国经济通胀状况以及美联储货币政策路径上面。

三、资产市场分析

2022 年下半年至 2023 年 3 月份，以新增非农就业和就业市场供需缺口为代表的美国就业市场紧张态势以及以 CPI 和 PCE 物价指数为代表的美国通胀压力震荡缓解，美联储自 2022 年 12 月会议以来持续放缓加息速度并最终暗示加息周期接近尾声，3 月份银行业危机一方面迫使美联储释放大量短期流动性并且降低政策利率路径预期另一方面通过信贷条件收紧增大美国经济衰退概率，因此年初至 3 月 23 日，美国 2 年期和 10 年期国债利率分别回落 65BP 和 50BP，尽管同期内美国 3 个月期国债因美联储持续加息而上升 31BP。3 月 23 日至 5 月底，由于监管机构迅速介入化解银行业危机，美国经济、就业和房地产市场展示较强韧性，美联储对抗通胀压力的决心动摇推升通胀预期和实际通胀，美联储降息预期减退而进

一步加息预期增强,美国3个月期、2年期和10年期国债利率分别上升79BP、70BP和42BP,3M/10Y期限利差倒挂程度扩大到历史性的183BP,2Y/10Y期限利差倒挂程度扩大至77BP但尚低于3月8日的极值水平107BP。我们认为美国经济无近忧但有远虑,美联储持续紧缩以及银行信贷收紧对美国经济的抑制作用,势必逐渐抵消美国政府积极财政政策以及通胀压力缓解对美国消费的刺激作用,美国经济增长动能减弱甚至进入温和衰退仍然是我们的基线预测;另一方面,美国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,不排除在美联储停止加息以及能源食品价格反弹的情况下通胀短期回升得情况。总体上看美国经济滞涨格局将进一步深化而美联储政策利率将在较高水平保持较长时间,我们预计美国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,而国内外积压需求释放之后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,5月底10年期国债回落到2.69%,与去年经济形势最悲观时期的2.58%相差不远。在海外经济增长动能放缓、地缘政治风险持续高企以及内部债务压力居高不下等诸多利空因素影响下,中国国债上行空间非常有限,实际上我们认为年内10年期国债收益率最高点已经出现;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有限,特别实在制造业PMI连续两个月低于50%之后更需观察经济政策动向。我们判断年内中国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11: 中美10年期国债利率



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

图12: 美元和人民币汇率

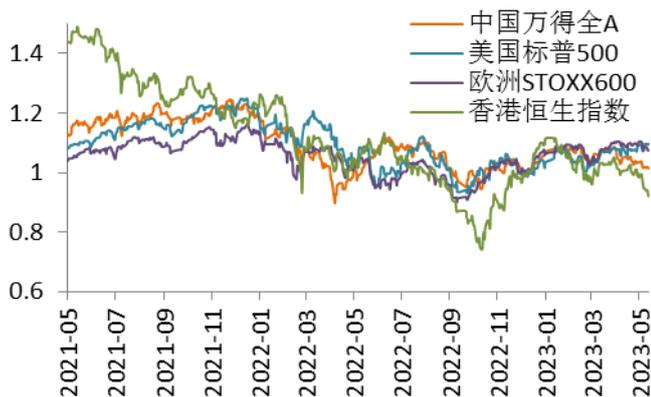


数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

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、美联储放缓紧缩步伐以及欧洲央行加快生息步伐则削弱美元的利差优势，3月份银行业危机一方面迫使美联储释放大量短期流动性另一方面通过信贷条件收紧增大美国经济衰退概率，2月初与3月中美元指数两次跌破101关口。而由于监管机构迅速介入后银行业危机得到控制，5月份欧洲央行开始放缓加息步伐，中国经济复苏势头开始放缓，美国经济数据表现良好通胀继续展现韧性，美联储降息预期减退而继续紧缩预期增强，4月份至5月份美元指数偏强运行至104上方。我们预计美国经济滞涨格局进一步深化、美联储政策利率在较高水平保持较长时间以及欧洲和中国经济增长势头放缓等因素，将使得美元指数在核心区间100-108内高位盘整；考虑到债务上限协议达成消除美国国内政治风险并可能促使美联储进一步提高政策利率，6月份美元指数在当前时点上有进一步上行空间。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，上周人民币对美元离岸汇率进一步跌破7.1关口，预计6月份人民币汇率还有进一步走弱空间，但低于2022年低点的可能性不大。

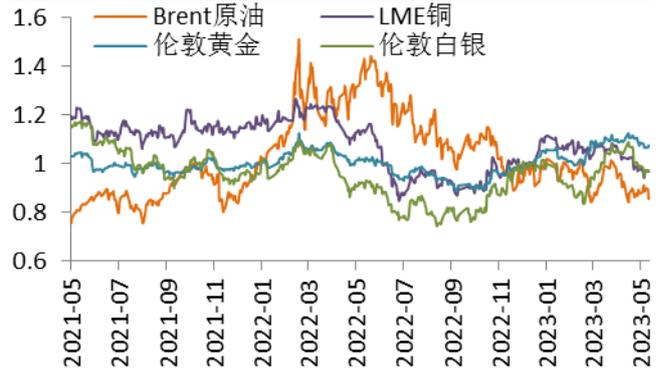
2023年初至4月中旬中外股市走势方向基本一致，年初至2月上旬在中国经济疫后复苏预期和美联储放缓紧缩预期影响下联袂反弹，2月初至3月中旬受美国经济通胀展示韧性、市场重估美联储政策利率路径以及美欧银行业危机影响而偏弱调整，3月下旬至4月中旬因中美央行释放流动性、美欧银行业危机减退而展开一轮反弹。4月下旬至5月份中外股市分道扬镳，中国经济增长势头放缓以及地方政府债务恶化持续打压陆港股市，而AI热潮的兴起以及大科技企业盈利状况使得美国股市顶住美联储加息预期回归的压力而继续反弹，通胀压力的持续缓解以及欧洲央行放缓加息步伐也继续推高欧洲股市。截止5月底年内中国万得全A指数、美国标普500指数和欧洲STOXX600指数分别上涨1.5%、9.5%和7.5%而香港恒生指数下跌7.8%。由于数据显示5月份中国经济增长势头进一步放缓，监管层在采取进一步行动之前需要有一个观察思考时间窗口，通胀回升压力下美联储可能宣布进一步加息从而抑制全球风险资产表现，因此6月份中国股市大概率继续偏弱运行；但随着刺激政策预期的加强，预计中国股市下跌空间相对有限，6月14日美联储会议或成为中国股市筑底反弹的转折时点，同时要紧密观察中美地缘政治风险和中美贸易壁垒是否有缓和消融迹象。

图13: 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14: 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年初至5月底美国CRB商品指数和中国南华商品指数分别下跌8%和10.4%，欧美央行持续紧缩引发的全球制造业需求疲软以及全球货币流动性趋于收紧为抑制大宗商品价格的主要因素；美联储放缓加息步伐、中国经济疫后复苏预期以及美元指数偏弱调整在2022年四季度到2023年1月份一度支撑商品价格反弹，但在国内外积压需求释放之后，高债务压力下的中国经济重返弱复苏格局，2023年2月份至今工业商品价格持续调整。分品种看年内工业品和农产品分别下跌13.5%和9.2%而贵金属上涨5.6%，工业品中有色金属、能源化工和黑色产业链分别下跌11.4%、14.7%和17.2%，贵金属特别是黄金成为年内商品大盘唯一亮点，美联储持续紧缩引发的经济衰退预期以及银行业危机和地缘政治风险带来的避险需求持续利多黄金，5月4日美元金价在亚盘开盘时分创下历史新高2082美元/盎司；但美国经济滞涨格局以及美联储政策利率在更高水平保持更长时间导致的美元汇率和美债利率强势运行使得黄金上涨流畅度大为降低。往前看利差优势和经济比较优势将继续支撑美元汇率，美国经济就业韧性以及通胀反复支撑美债利率，中国经济复苏势头有惯性下滑风险，工业金属价格可能继续承压调整，厄尔尼诺天气状况或推动能源和农产品价格企稳反弹，贵金属价格或在美联储6月会议之后再次获得上涨动能。

四、中期资产配置

在国内外积压需求释放之后中国经济重返弱复苏格局，而新增经济刺激政策的出台需要一个观察酝酿时间窗口，预计6月份股债天平依然偏向债券，但对于经济刺激政策的预期可能在6月中下旬使得股债天平偏向于股票。债务上限协议达成令到美国可以重新扩张政府债务、维持社会经济正常秩序，而这一方面增强经济就业通胀韧性另一方面使得美联储政策利率在更高水平保持更长时间，美元汇率和美债利率得以继续偏强运行，从而不利于大宗商品价格，但美联储持续紧

缩增强美国经济衰退预期中期利多黄金，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。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>