

# 大类资产交易周报

## 资产价格重返分化震荡

宏观交易线索持续缺席，全球资产重返分化震荡态势。

- 全球主要资产：宏观线索继续缺乏，全球资产重返分化震荡的态势。
- 中国在岸主要资产：商品回暖，利率债持续走强，股票横盘震荡，人民币走弱。
- 短期来看，市场目前可能处于寻找交易主线的过程中，各个资产表现可能仍面临持续分化的局面。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股和美股短期震荡，趋势性反转仍需等待；中债短期存在高估的迹象，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，中长期仍存在下行压力；铜油短期谨慎乐观，趋势性反转或仍需等待；黄金短期谨慎乐观，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

《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》221216

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. 全球避险类资产价格 5 日表现排序:美元&黄金 .....	6
图表 4. 债券类资产 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.大类资产观点.....	8
图表 8.市场对大类资产价格的一致预期 .....	8
图表 9.未来数月, 出口增速下行的可能性仍会对企业利润增长施加压力, 从而对 AH 股分子端造成压力 .....	8
图表 10.上证指数(蓝色线), 标普 500 (黑色线) 以及恒生指数 (绿色线) .....	8
图表 11. 中国 10 年国债收益率持续低于 1 年期 MLF, 而这一般发生在经济下行周期.....	9
图表 12.近期 DR007 持续低于政策利率水平, 显示资金面持续宽松, 1 年期国债收益率持续走低.....	9
图表 13.市场对于 6 月 (黑色线) 和 12 月 (蓝色线) 联邦基准利率水平变动 .....	9
图表 14. 美债关键期限收益率中, 短端 2 年期国债收益率 5 月中旬以来涨幅最大	9
图表 15.美国全球经济占比的回落可能使得美元指数未来一年的表现承压 .....	10
图表 16.市场对于美联储和欧央行的 2023 年 12 月基准利率的预期水平差值(绿色线) VS 美元指数(红色线) .....	10
图表 17.布伦特油价 (紫色线) 以及 LME 铜价 (绿色线) 目前接近或低于 3 月的低点, 但标普 500 (蓝色线) 仍显著高于彼时的水平 (3 月 8 日水平=100) .....	10
图表 18. 金价 VS 美债 5 年实际利率 (右轴逆序) .....	11
图表 19.美债 5 年通胀预期 (灰色线), 美债 5 年收益率(蓝色线)VS 金价 (红色线) .....	11
图表 20. 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

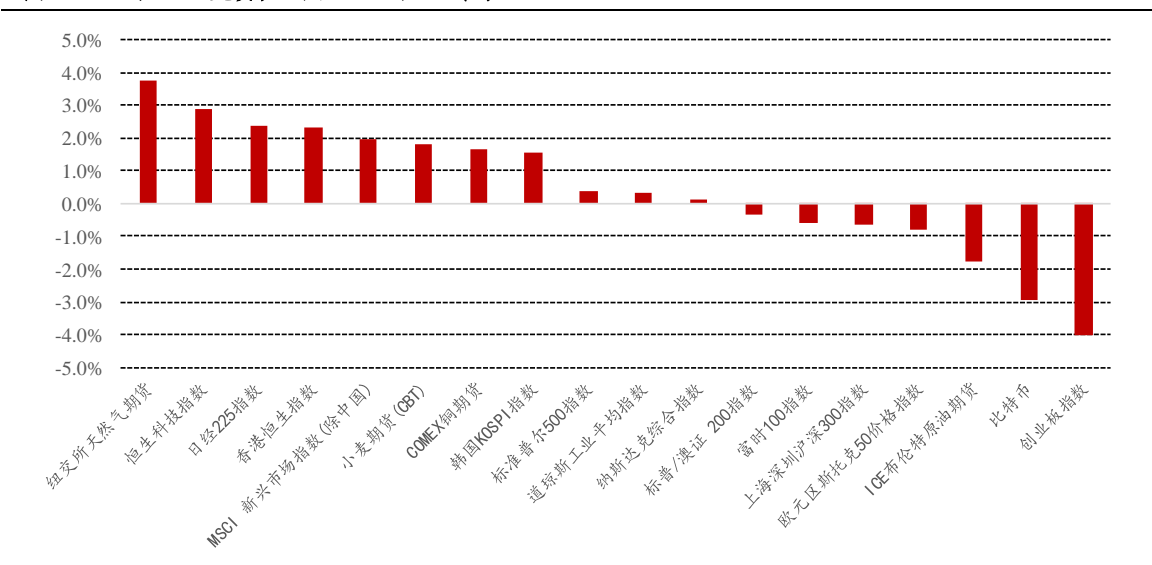
**全球主要资产：宏观线索继续缺乏，全球资产重返分化震荡的态势。**本周全球重点经济数据：美国方面，5月标普 Markit 服务业 PMI 和综合 PMI 终值分别为 54.9 和 54.3，均低于之前公布的初值，5月 ISM 服务业 PMI 报 50.3，低于市场预期和前值；4月美国贸易逆差为约 746 亿美元，小于市场预期，但大于前值。从滚动 12 个月趋势变动来看，美国贸易逆差有所收窄；就业数据中，首次申领失业保险人数环比走高，而持续申领失业保险人数环比持平。欧元区方面，2023 年 1 季度欧元区实际 GDP 环比终值为-0.1%，继 2022 年 4 季度的环比-0.1%之后持续录得环比负增长，确认欧元区进入技术性衰退。日本方面，4 月劳工薪酬和家庭开支录得 1%和-4.4%的同比增速，均弱于市场预期，显示薪资增长对于通胀的压力边际回落。中国方面，5 月财新服务业 PMI 录得 57.1，高于市场预期以及前值；5 月美元计价的进出口金额分别录得-4.5%以及-7.5%的同比增速，前者高于市场预期，后者弱于市场预期；5 月 CPI 和 PPI 分别录得 0.2%以及-4.6%的同比增速，前者同市场预期大致持平，后者弱于市场预期。整体看，本周经济数据继续指向欧美经济整体的放缓，并对中国出口增速形成压力，而中国持续偏弱的通胀水平也再次佐证了经济活动仍然较为疲软的实际状况。其它方面，本周澳大利亚和加拿大央行均选择加息 25 基点，这超出了市场预期，也在一定程度上推动了海外主要经济体债券收益率的走高；另一方面，据彭博报道，中国部分银行将进一步小幅下调人民币和美元的存款利率。参考上一次存款利率调整时的市场反应并考虑目前的存款调整机制，我们认为这次存款调降所隐含的政策信号意义可能是有限的，并预计主要资产价格的反应也可能是有限的。在缺乏宏观线索的背景下，在经历了前一周短暂的普遍回暖之后，本周全球主要资产价格走势重返震荡分化的局面。具体来看，在我们追踪的全球主要股指中，绝大部分股指本周变动均在正负 2%左右；大宗商品中，铜价和布伦特油价分别录得 1.6%的周涨幅和 1.8%的周跌幅，纽交所天然气和小麦本周则分别上涨 3.8%和 1.8%；避险资产中，黄金本周走高约 0.7%，美元指数则走弱约 0.4%；固收类资产中，美德 10 年期国债收益率全周分别走高约 5bp 和 6bp，中国 10 年国债收益率走低约 3bp，全球高收益债券利差收窄约 14bp，投资级债券利差走阔约 1bp。**短期来看，在新的宏观交易主题尚不明确的背景下，我们预计走势分化且宽幅震荡仍可能是全球主要资产的走势特征。中长期来看，我们维持全球市场逐步迈向“衰退交易”，之后再逐步重启“复苏交易”的判断。我们认为短期各类资产走势可能仍面临分化的局面，并维持风险资产中长期“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	26444	-0.8%	-3.0%	-5.1%	59.9%	38.8%
	标准普尔500指数	4299	0.1%	0.4%	3.9%	12.0%	6.2%
	道琼斯工业平均指数	33877	0.1%	0.3%	1.0%	2.2%	2.8%
	纳斯达克综合指数	13259	0.2%	0.1%	7.7%	26.7%	10.7%
	日经225指数	32265	2.0%	2.4%	10.8%	23.6%	4.7%
	COMEX铜期货	379	-0.2%	1.6%	-1.0%	-0.6%	10.9%
	上海深圳沪深300指数	3837	0.4%	-0.7%	-4.0%	-0.9%	7.4%
	标普/澳证 200指数	7123	0.3%	-0.3%	-1.8%	1.2%	6.2%
	MSCI 新兴市场指数(除中国)	1207	1.0%	1.9%	4.5%	10.1%	6.0%
	创业板指数	2143	0.9%	-4.0%	-5.3%	-8.7%	10.0%
	韩国KOSPI指数	2641	1.2%	1.5%	5.8%	18.1%	8.4%
	欧元区斯托克50价格指数	4290	-0.2%	-0.8%	-0.4%	13.1%	9.7%
	恒生科技指数	3934	1.0%	2.9%	3.2%	-4.7%	10.0%
	香港恒生指数	19390	0.5%	2.3%	-1.9%	-2.0%	10.4%
	富时100指数	7562	-0.5%	-0.6%	-2.3%	1.5%	4.3%
	小麦期货(CBT)	630	0.6%	1.8%	0.3%	-20.4%	-3.9%
	ICE布伦特原油期货	75	-1.5%	-1.8%	-2.1%	-12.9%	-1.7%
	纽交所天然气期货	2.25	-4.2%	3.8%	2.9%	-49.6%	-40.0%
	美元兑日元	139.40	0.3%	-0.4%	3.8%	6.3%	-0.8%
	美元兑英镑	0.7954	-0.1%	-0.9%	0.4%	-3.9%	-1.9%
	美元兑离岸人民币	7.1439	0.3%	0.5%	3.0%	3.2%	-2.4%
	金价	1961	-0.2%	0.7%	-3.4%	7.5%	5.7%
	美元兑欧元	0.9303	0.3%	-0.4%	2.2%	-0.4%	-1.5%
	美元指数即期汇率	103.6	0.2%	-0.4%	2.0%	0.0%	-1.4%
	全球高收益债利差	5.1%	8.6	14.5	52.6	31.8	46.9
	全球投资级企业债利差	1.5%	0.0	-1.0	7.0	-2.0	14.0
10年期德国国债收益率	2.38%	2.5	-6.5	-8.9	19.4	28.5	
10年期美国国债收益率	3.74%	-2.1	-4.9	-29.7	13.5	36.8	
10年期中国国债收益率	2.69%	1.6	2.8	2.8	14.8	-6.3	
避险资产							

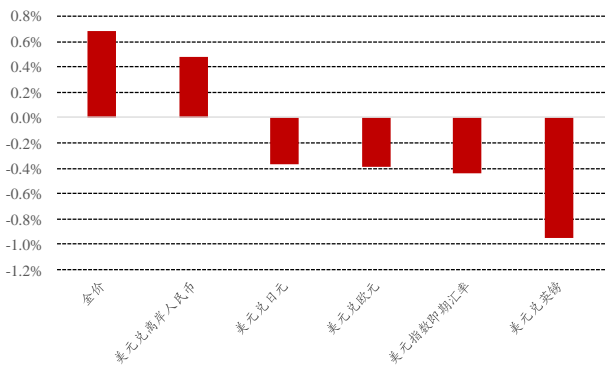
资料来源：彭博，中银证券，注：截至23年6月9日收盘价 资产排序按照“风险程度”从高至低排列；风险程度基于资产2017年以来同MSCI全球股票指数的关联度；债券收益率和利差的BP变动中，正值为收益率下行/利差缩小，负值为收益率上行/利差扩大

图表 2. 全球风险类资产价格 5 日表现排序



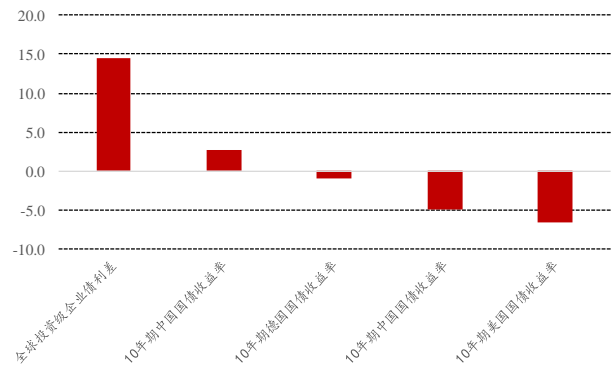
资料来源：彭博，中银证券，注：截至23年6月9日收盘价

图表 3. 全球避险类资产价格 5 日表现排序:美元&黄金



资料来源: 彭博, 中银证券, 注: 截至 23 年 6 月 9 日 收盘价

图表 4. 债券类资产 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 6 月 9 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

**中国在岸主要资产: 商品回暖, 利率债持续走强, 股票横盘震荡, 人民币走弱。**本周公布的 5 月通胀和外贸数据继续指向经济“弱复苏”的现实, 而陆家嘴论坛中关键官员的发言并未给出新一轮政策支持信号。整体看, 本周在岸市场仍然追随全球市场走势, 呈现出各类资产走势分化震荡的态势。具体来看, 在我们追踪的主要股指中, 除创业板指数录得 4% 左右的周跌幅之外, 其余主要股指本周基本横盘或者小幅下跌。人民币双边汇率和一揽子指数本周均小幅走弱。南华商品指数本周录得约 2.1% 的涨幅, 其细分项目中, 仅有能化指数录得小幅下跌, 其余指数均录得 1%-3% 的小幅上涨本周 10 年期国债收益率和 1 年期国债收益率分别上行约 3bp 和 11bp, 1 年期信用利差走阔约 7bp。

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	2.67%	1.2	2.5	5.1	16.5
	中债国债到期收益率:1年	1.86%	2.5	11.0	22.5	23.3
	1Y AAA 信用利差	0.57%	-1.4	-6.9	-3.9	9.2
股票	上证综合指数	3231	0.6%	0.04%	-2.6%	4.6%
	上证50指数	2544	0.2%	0.01%	-4.9%	-3.5%
	沪深300指数	3837	0.4%	-0.7%	-4.0%	-0.9%
	创业板指数	2143	0.9%	-4.0%	-5.3%	-8.7%
	国证2000	8079	0.7%	-1.5%	-0.4%	5.2%
汇率	即期汇率:美元兑人民币	7.1241	0.0%	0.7%	2.9%	2.5%
	Wind人民币汇率预估指数	96.66	-0.2%	-0.5%	-1.5%	-1.0%
商品	南华综合指数	2246	1.0%	2.1%	-0.2%	-5.7%
	南华能化指数	1670	-0.1%	-0.05%	-3.4%	-11.9%
	南华工业品指数	3534	0.7%	1.5%	-1.2%	-9.2%
	南华农产品指数	1051	1.2%	1.7%	-0.1%	-6.3%
	南华金属指数	6150	1.7%	2.9%	1.2%	-5.6%
	南华贵金属指数	765	1.7%	1.1%	-1.0%	7.8%

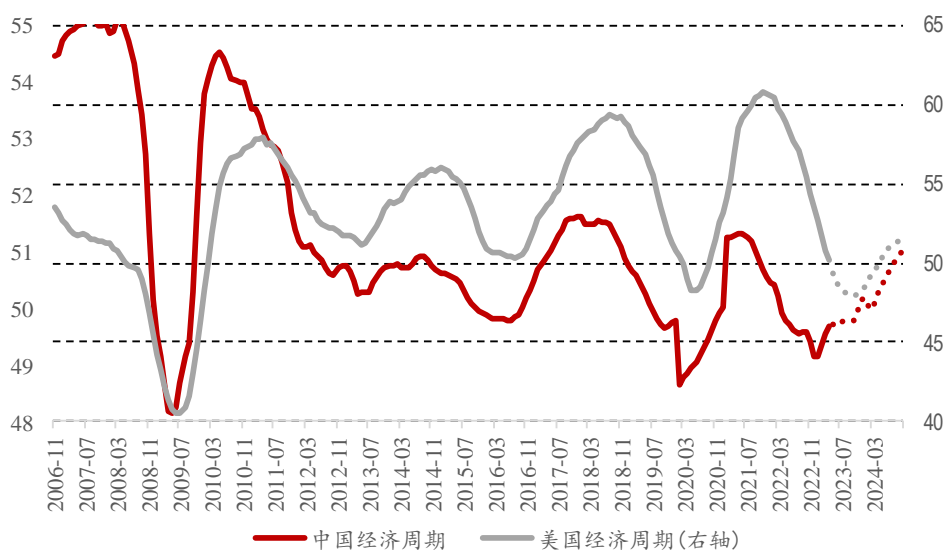
资料来源: 万得, 中银证券, 注: 时间截至 23 年 6 月 9 日 收盘价; 国债收益率和信用债利差 BP 变动中, 正值为收益率/利差下行, 负值为收益率/利差上行

## 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。

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

（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》）

短期来看，市场目前可能处于寻找交易主线的过程中，各个资产表现可能仍面临持续分化的局面。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 股和美股短期震荡，趋势性反转仍需等待；中债短期存在高估的迹象，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，中长期仍存在下行压力；铜油短期谨慎乐观，趋势性反转或仍需等待；黄金短期谨慎乐观，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 7. 大类资产观点

风险资产	大类资产配置 & 交易节奏	缺乏主线						衰退交易						复苏交易								
		短期看法 (<3个月)						中期看法 (3-6个月)						长期看法 (>6个月)								
		-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3
股票	A股																					
	H股																					
	美股																					
大宗商品	原油																					
	铜																					
	黄金																					
汇率	人民币对美元																					
	美元指数																					
政府债券	中国国债																					
	美国国债																					

资料来源：中银证券，\*多空定义：-3=非常看空，-2=看空，-1=谨慎看空，0=中性，+1=谨慎看多，+2=看多，+3=非常看多

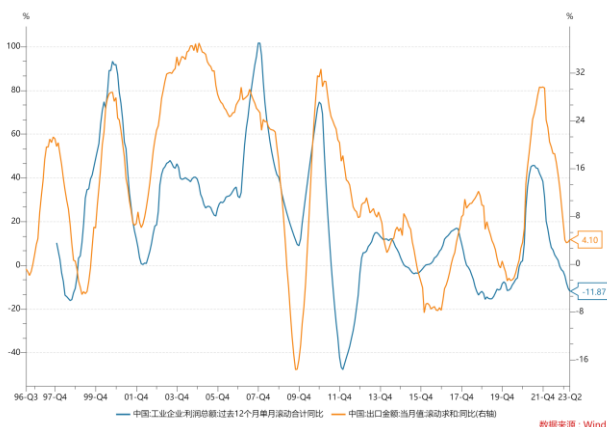
图表 8. 市场对大类资产价格的一致预期

风险资产	主要金融资产	收盘价	主力合约	主力合约隐含走势	分析师一致预期 23Q3	23Q3预期隐含走势	分析师一致预期 23Q4	23Q4预期隐含走势	2023年年末水平预期	2023年年末预期隐含走势	12个月后的水平预期	12个月后的预期隐含价格走势
	比特币	26444	26475	0.1%								
	标准普尔500指数	4299	4349	1.2%					4000	-7.0%	4770	11.0%
	沪深300	3837	3830	-0.2%							5019	30.8%
	日经225指数	32265	32200	-0.2%							33470	3.7%
	欧元区斯托克50价格指数	4290	4291	0.0%							5044	17.6%
	香港恒生指数	19390	19361	-0.1%					4275	-0.3%	26357	35.9%
	LME铜现货(\$)	8349	8358	0.1%	8800	5.4%	8598	3.0%				
	ICE布伦特原油期货	74.79	74.79	0.0%	88	17.0%	90	20.3%				
	国际金价	1961	1977	0.8%	1975	0.7%	2000	2.0%				
	2年期美国国债收益率	4.60	4.51	8.7	3.99	61	3.74	86				
	10年期美国国债收益率	3.74	3.71	3.0	3.50	24	3.39	35				

资料来源：彭博，中银证券，\*截至23年6月9日收盘价；债券收益率的BP变动中，正值为收益率下行，负值为收益率上行，主力合约涵义：股指和商品指相对应的主力合约以及美债的3个月远期合约

**AH股&美股：全球Beta缺乏主线；AH Alpha：国内经济恢复和政策支持之间的平衡。**全球Beta来看，全球市场近期缺乏交易主线，这可能意味着AH股和美股股指短期难看到单边走势。而从不同股指的Alpha层面而言，短期而言，AI相关概念对于整体美股的带动作用则仍有待观察，历史数据上来看，主要依赖于大市值拉升指数的行情的可持续性概率并不大；在强力政策刺激以及经济持续强势修复的线索均较为匮乏的背景下，市场对于AH股的盈利预期短期可能难以显著上调。另一方面，经济活动近期也难以跌落重回疫情扰动时的底部区间，这也使得AH股盈利预期难以在当前的基础上大幅下修。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 9. 未来数月，出口增速下行的可能性仍会对企业利润增长施加压力，从而对AH股分子端造成压力



资料来源：万得，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(绿色线)



资料来源：彭博，中银证券



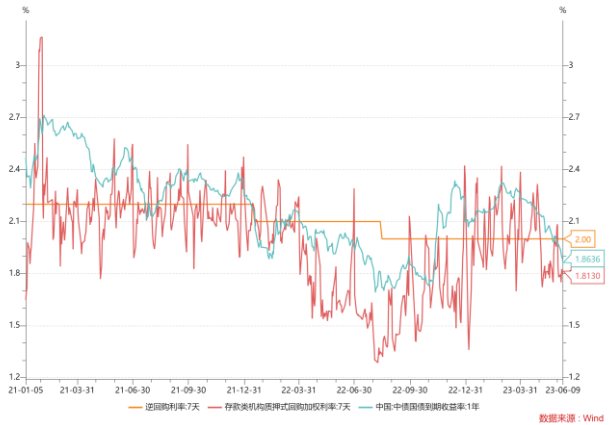
中债短期存在高估的风险，2023年中后期存在上行风险。考虑到目前的经济结构性问题和政策信号，尽管降准和降息的空间仍在，但我们认为货币政策在总量层面持续快速放松的可能性并不大。另一方面，尽管近期房地产市场边际回暖，但是考虑到外部经济环境以及强力经济刺激政策的缺位，我们认为经济短期可能较难出现V型复苏。考虑到经济回暖的不确定性以及政策信号，我们认为央行仍将主要依靠结构性政策（而不是总量政策）来继续呵护银行间流动性以及支持整体经济增长。综合来看，我们认为经济基本面和货币政策的现状应该支持中国10年国债收益率走出震荡行情，而不是单边行情。我们认为近期持续走低的国债收益率以及走高的国债期货存在偏离基本面的可能性。中长期来看，随着我国经济逐渐重回较为顺畅的上行周期，中国10年国债收益率上行风险也可能逐步加大。

图表 11. 中国 10 年国债收益率持续低于 1 年期 MLF，而这一现象一般发生在经济下行周期



资料来源：万得，中银证券

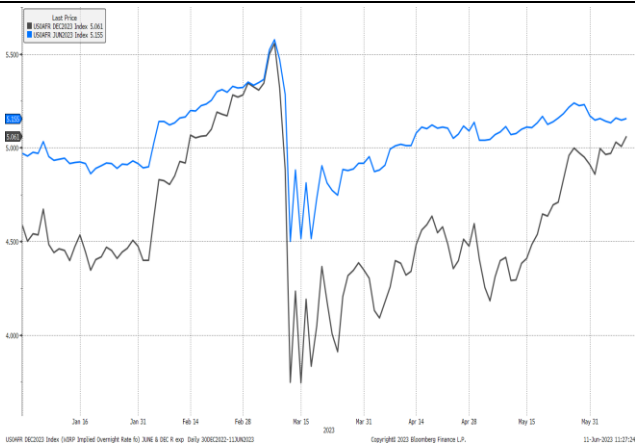
图表 12. 近期 DR007 持续低于政策利率水平，显示资金面持续宽松，1 年期国债收益率持续走低



资料来源：万得，中银证券

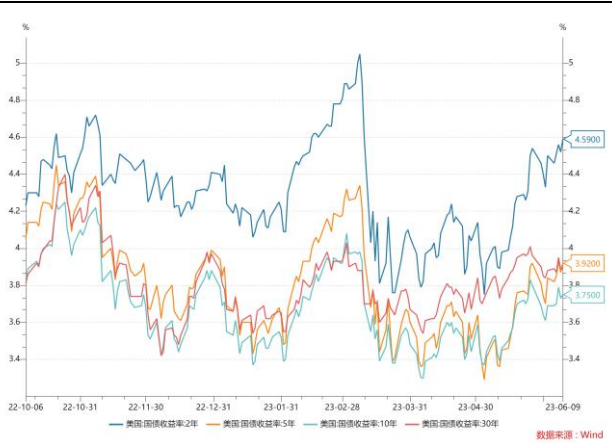
短期来看，通胀下行有望为美债收益率持续提供震荡下行空间；未来数月经济下行压力逐渐凸显则有望推动收益率更快下行。短期来看，在通胀仍然趋势性下行，美联储并缺乏鹰派指引，以及金融风险隐忧尚未根除的背景下，我们认为美债收益率仍有震荡下行的空间。近期的收益率走高更可能是对于年内过于激进的降息预期的一定程度的修复，而并不是由美联储指引或者经济基本面预期发生显著变动所引起的。而目前随着这一过程的基本完成，美债收益率也随之冲高回落。考虑到美国经济基本面和美联储的引导，我们认为 2 年期美债收益率持续走高乃至重返金融风险之前水平的可能性较低。中长期来看，随着美国经济下行压力的逐渐清晰，取决于届时的通胀水平，美联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. 市场对于 6 月（黑色线）和 12 月（蓝色线）联邦基准利率水平变动



资料来源：彭博，中银证券

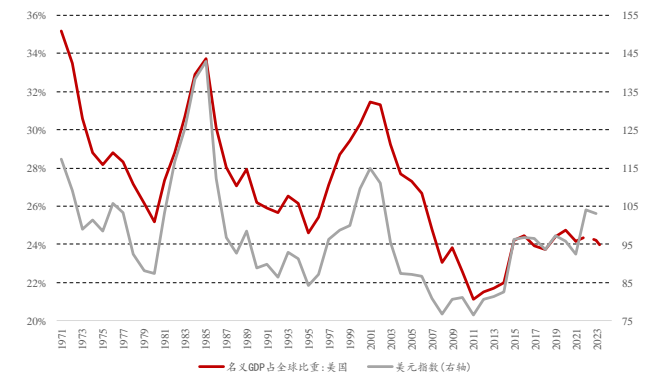
图表 14. 美债关键期限收益率中，短端 2 年期国债收益率 5 月中旬以来涨幅最大



资料来源：万得，中银证券

美元指数短期可能仍能持续震荡，但中长期下行压力仍在。在金融风险隐患尚未根除以及市场对于美联储 2023 年降息的激进预期基本修复完成的背景下，美元指数冲高后可能仍将维持震荡格局。中长期来看，在通胀走势差异的背景下，欧元区较美国货币政策边际更为鹰派的可能性较大，美元指数也将承受下行压力。同时，基于彭博经济学家的一致预期，2023-2024 年，全球经济中美国的占比可能重新回落，这会对美元指数形成长期的下行压力。

图表 15. 美国全球经济占比的回落可能使得美元指数未来一年的表现承压



资料来源：彭博，中银证券

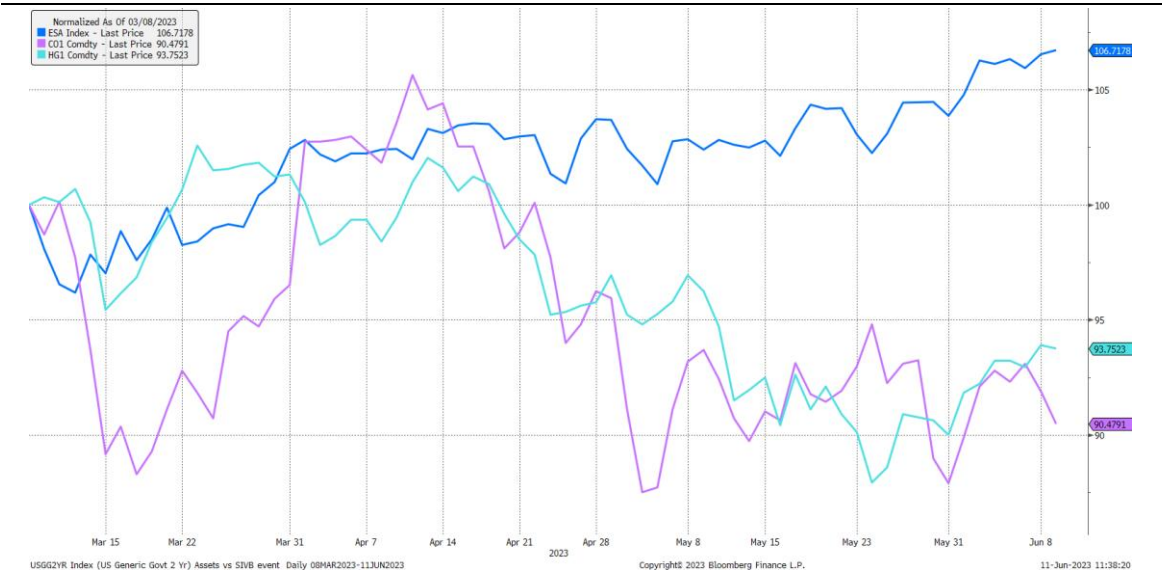
图表 16. 市场对于美联储和欧央行的 2023 年 12 月基准利率的预期水平差值(绿色线) VS 美元指数(红色线)



资料来源：彭博，中银证券

“超跌”后，铜油短期或有有限的回暖空间；趋势性反转或仍需等待。近期铜油价格在基本面没有发生显著变动的情况下出现了大幅回落：布伦特油价一度下行并接近 3 月中旬在金融风险冲击下形成的低点，而铜价已经显著低于彼时的水平。与此同时，风偏更高的全球主要股指则整体维持震荡行情。从大类资产关联的角度而言，这可能意味着铜油短期出现了“超跌”。另一方面，据彭博统计，目前分析师一致预期（中位数）是 2023 年下半年布伦特油价均值可能会在 88-90 美元(每桶)左右，LME 铜价均值则会在 8600-8800 美元/吨左右。而目前约 76 美元左右的布油和 8000 美元左右的 LME 铜价均已经处于或低于分析师一致预期范围的下限。我们因此认为短期来看，铜油存在有限的回暖的空间。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。OPEC+近期的减产行动和释放的稳定油价的信号对于油价短期虽有提振，但是恐怕难以改变油价趋势性的走势。

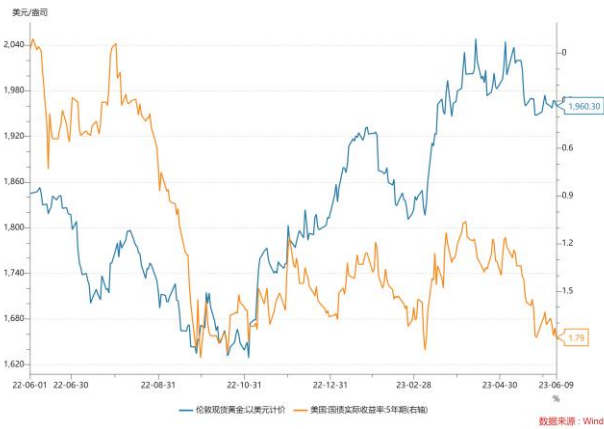
图表 17. 布伦特油价（紫色线）以及 LME 铜价（绿色线）目前接近或低于 3 月的低点，但标普 500（蓝色线）仍显著高于彼时的水平（3 月 8 日水平=100）



资料来源：彭博，中银证券

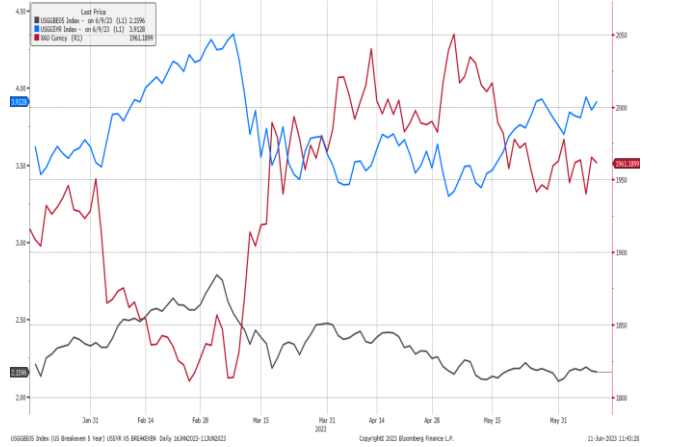
**金价短期谨慎乐观；未来数月的走势可能取决于美国通胀和经济下行的相对速度。**在各个大类资产中，我们观察到金价和美债对美国金融风险较为敏感。而我们认为金融风险仍存在反复的可能性，我们因此认为金价短期仍有冲高的可能性。未来随着市场进入“衰退交易”之后，金价的走势则可能取决于美国通胀和经济下行的相对速度（以及美联储的政策应对）。在本轮“衰退交易”期间，如果通胀水平仍然高企，那么美联储的降息空间较历史相比可能有限，也即名义利率下行速度可能会慢于通胀预期下行速度，这可能使得实际利率有所走高，从而使得黄金价格受到负面冲击。基于彭博统计，截至2023年5月5日，市场一致预期是2023年伦敦金现可能交易在1900-1970美元/盎司的范围。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 18. 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 19. 美债 5 年通胀预期（灰色线），美债 5 年收益率（蓝色线）VS 金价（红色线）



资料来源：彭博，中银证券

## 风险提示

我们未来市场交易主题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。

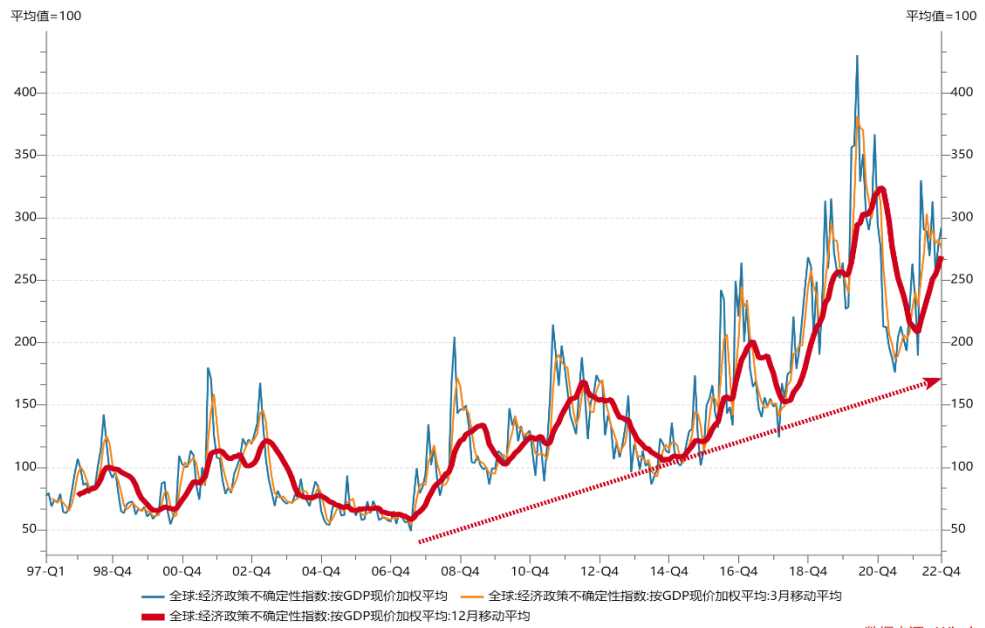
**经济基本面和风险资产表现弱于我们的预期：1) “紧缩交易”延长。**从宏观数据来看，更持久的“紧缩交易”可能意味着美国乃至全球经济陷入“滞胀”的时长超过预期。这一情况指向的宏观现象包括：美国通胀（尤其是同劳动力市场紧密相关的非房租服务业通胀）下行节奏显著弱于市场预期，甚至出现持续的反弹，美联储被迫在终点利率维持更长的时间甚至采取更为鹰派的紧缩路径。从交易层面来看，“紧缩交易”延长可能意味着更高的市场对于终点利率的预期，而类似于 2022 年 8 月和 9 月出现的“美元涨 & 其它所有资产普跌”可能会卷土重来，以显示市场计价更鹰派的美联储对于全球经济进一步的负面冲击。

**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 20. 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内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。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