

宏观周报

2023年06月12日

市场平行、风格随机漫步

——热点与高频 20230612

核心内容：

近期一个热门问题是，为什么美国高利率环境下没有衰退、中国低利率环境下没有复苏？从资产价格来看确实是这样，美债收益率高位，美股上行；同期中国利率降至2.7%之后开始平行，A股最近两周也开始平行，行业风格随机漫步。指数平行、风格随机的市场，应该已经充分定价了“盈利底反弹乏力、政策没有新增量”的利空，但也可能没有明显超跌。此时的市场对政策、行业等方面的利好极为敏感，可以实现“当天定价”。

1.国内资产：国内利率、股市开始平行，商品反弹、汇率继续调整。5月10日以来，10年期国债收益率持续运行在2.7%左右。进入5月26日到6月9日的这两周，商业银行1年同业存单收益率从2.42%下降至2.32%，但长端利率降幅很小。股市最近两周也保持平行震荡，上证综指维持3200左右，沪深300指数维持3800左右。USDCNY进入6月之后调整至7.15。大宗商品在5月末出现反弹，螺纹钢从3500元/吨以下回到3700以上。

2.海外资产：美元指数回落，美股保持上行，美债收益率保持高位。5月25日以来，美元指数从104.3回落至103.55；美国10年期、1年期国债收益率分别运行在3.6%至3.8%、5.1%至5.25%的高位区间；金价相应地在1950至1970美元/盎司区间。美股保持上行，同时港股、A股有所反弹。布油从73回到76美元/桶，LME铜从7900回到8300美元/吨。

但是从经济运行和政策应对的角度来看，“美国高利率环境下没有衰退、中国低利率环境下没有复苏”其实只是个表象，更深层次包括三个层面。

1.实际利率：美国联邦基金利率是超过了5%，但通胀率也有5%，所以实际利率其实很低。通胀保值国债（TIPS）暗示美国实际利率约为1.5%左右。中国5年期LPR是4.3%，一般贷款加权平均利率是4.5%，但CPI现在是0.2%，PPI为-4.6%，通胀率为负，所以实际利率反而更高，这会增加偿债压力、降低支出意愿。如果通胀率在负值区间停留过久，还会导致“债务——通缩”循环。所以当前政策的关键应该是实现温和通胀。

2.海外经济：高利率对金融、房地产、信息技术等部门影响明显，但在高通胀环境（日本也实现了多年难求的通胀率）之中，薪资增速也相对较高，这种货币幻觉支撑了消费的稳定。所以，尽管海外GDP增速未来还会下行，但全年能实现正增长。未来随着美联储、欧央行等陆续停止加息，全球也将在今冬明春迎来“软着陆”，对中国出口也是重要支撑。

3.中国经济：只依靠消费和服务业的内生修复还不够，出口探底、固定资产投资降速、房地产转型阵痛、工业品降价去库存等产生的名义增速下行压力还是比较大的。当前国内政策的关键应该是供需双向发力稳定商品价格，尽快实现温和通胀（包括房地产和金融资产在内的广义通胀），这样才能保证货币政策效果，以及财政政策空间（增加收入、缓解债务）。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

研究助理：于金潼

风险提示：

1. 持续通缩的风险
2. 政策时滞的风险
3. 海外衰退的风险

宏观日历

日期	事件或数据
6月12日(周一)	1. 中国5月货币金融数据
6月13日(周二)	1. 美国5月CPI
6月14日(周三)	-
6月15日(周四)	1. 中国5月工业、投资、消费、就业等 2. 中国5月MLF利率 3. 美联储利率决议 4. 欧央行利率决议 5. 美国5月零售、工业等
6月16日(周五)	1. 欧元区5月CPI 2. 日央行利率决议
6月17日(周六)	-
6月18日(周日)	-
6月19日(周一)	-
6月20日(周二)	1. 中国6月LPR报价
6月21日(周三)	-
6月22日(周四)	1. 美国5月成屋销售 2. 中国端午节假期
6月23日(周五)	-
6月24日(周六)	-
6月25日(周日)	-
6月26日(周一)	-

资料来源: Wind, 金十数据, 中国银河证券研究院

图 1：美国 10 年期、1 年期国债收益率



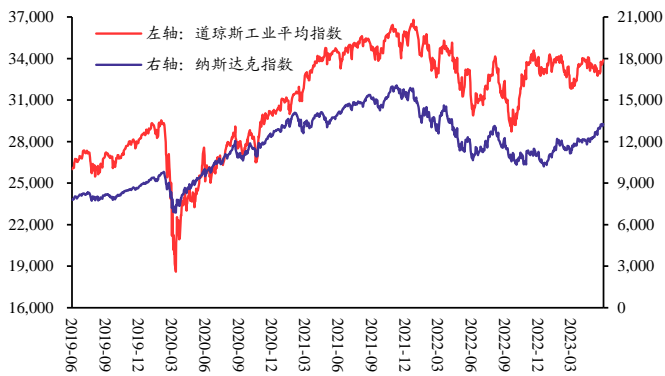
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2：美国 10 年期 TIPS 收益率与伦敦黄金价格



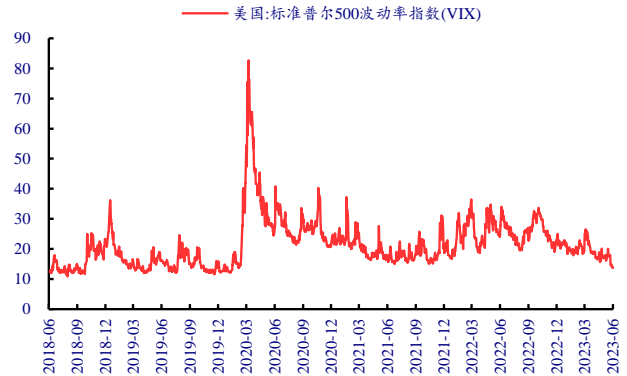
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 3：美股道指、纳指



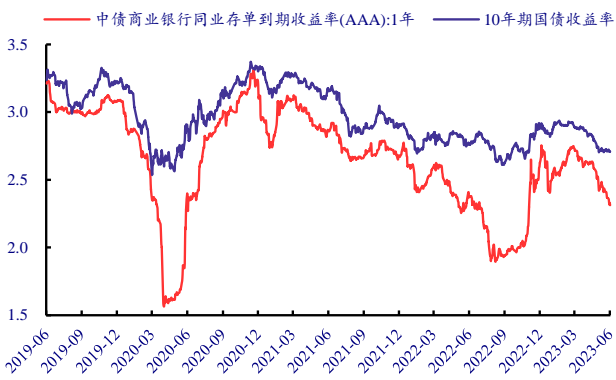
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：美股标普指数的波动率指数 (VIX)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5：中国 10 年期国债收益率与商业银行同业存单收益率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：美元指数与 USDCNY



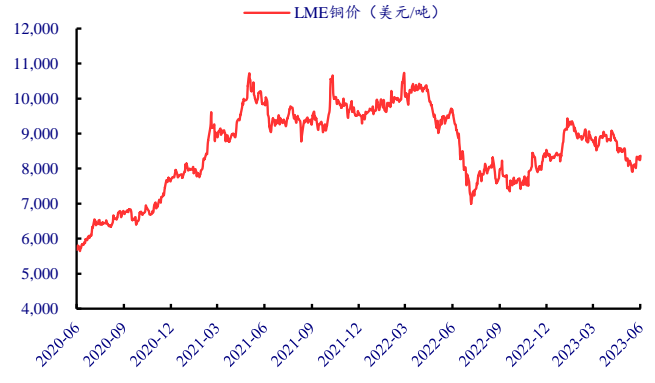
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7：布伦特原油期货价与 CRB 工业原料指数



资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

图 8：LME 铜价（美元/吨）



资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

图 9：上期所螺纹钢和热卷价格（元/吨）



资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

图 10：焦煤、焦炭、动力煤价格（元/吨）



资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

图 11：郑商所纯碱与玻璃价格（元/吨）



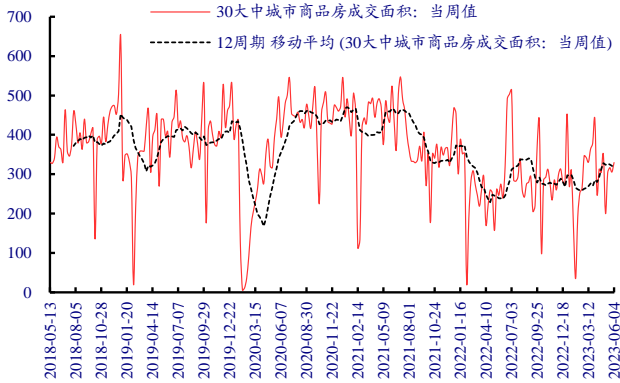
资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

图 12：全国水泥价格指数（点）



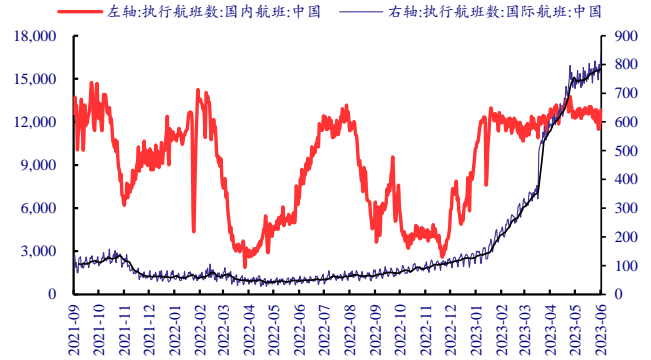
资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

图 13: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)



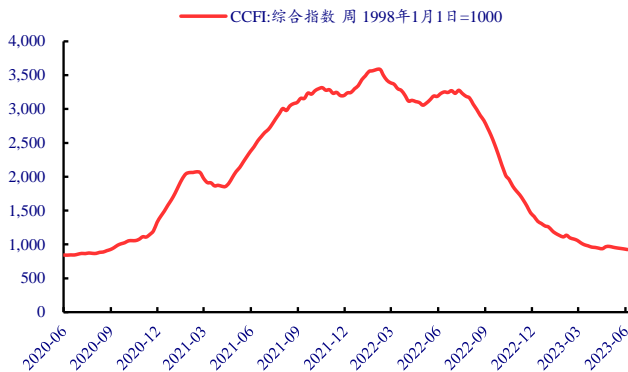
资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 14: 执行国内航班数与国际航班数



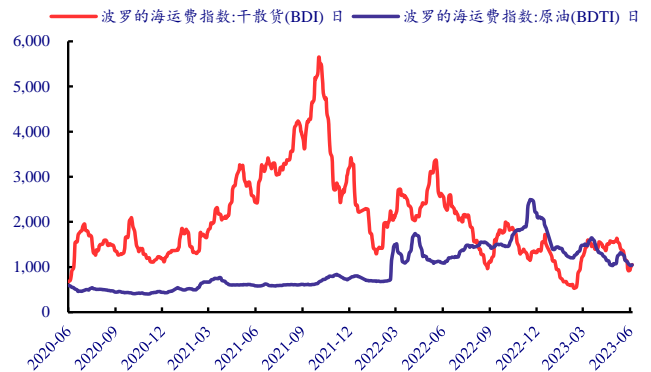
资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 15: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)



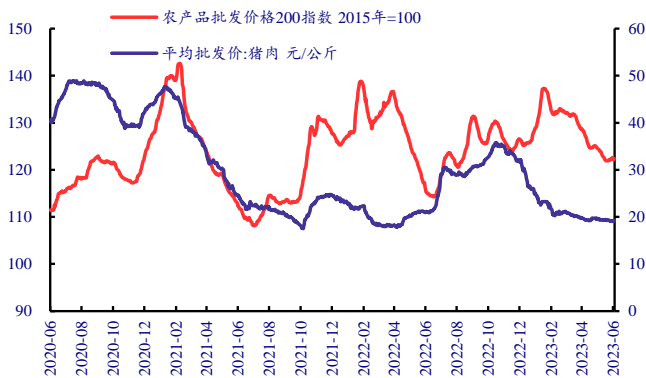
资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 16: 波罗的海运费指数: 干散货指数 (BDI) 与原油指数 (BDTI)



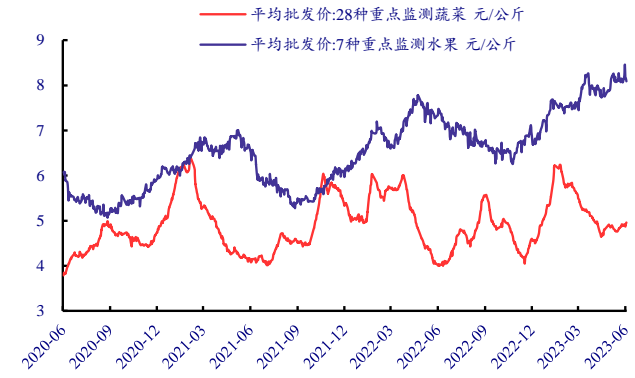
资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 17: 农产品价格 200 指数 (2015 年 =100) 与猪肉批发价



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 18: 农业部 28 种蔬菜、7 种水果监测价格 (元/kg)



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 美国 10 年期、1 年期国债收益率.....	3
图 2: 美国 10 年期 TIPS 收益率与伦敦黄金价格.....	3
图 3: 美股道指、纳指.....	3
图 4: 美股标普指数的波动率指数 (VIX)	3
图 5: 中国 10 年期国债收益率与商业银行同业存单收益率.....	3
图 6: 美元指数与 USDCNY	3
图 7: 布伦特原油现货价与 CRB 工业原料指数.....	4
图 8: LME 铜价 (美元/吨)	4
图 9: 上期所螺纹钢和热卷价格 (元/吨)	4
图 10: 焦煤、焦炭、动力煤价格 (元/吨)	4
图 11: 郑商所纯碱与玻璃价格 (元/吨)	4
图 12: 全国水泥价格指数 (点)	4
图 13: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)	5
图 14: 执行国内航班数与国际航班数.....	5
图 15: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)	5
图 16: 波罗的海运费指数: 干散货指数 (BDI) 与原油指数 (BDTI)	5
图 17: 农产品价格 200 指数 (2015 年 =100) 与猪肉批发价.....	5
图 18: 农业部 28 种蔬菜、7 种水果监测价格 (元/kg)	5

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312

程曦 0755-83471683

上海地区：何婷婷 021-20252612

陆韵如 021-60387901

北京地区：唐嫚玲 010-80927722

suyiyun_yj@chinastock.com.cn

chengxi_yj@chinastock.com.cn

hetingting@chinastock.com.cn

luyunru_yj@chinastock.com.cn

tangmanling_bj@chinastock.com.cn