



国投安信期货
SDIC ESSENCE FUTURES



穿越荣枯,谋定后动

---2023年宏观经济与大类资产中期运行展望

国投安信研究院金融衍生品研究中心-李而实

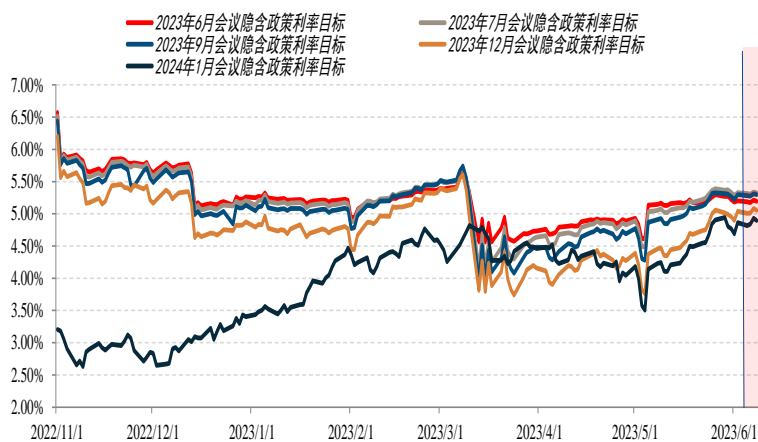
从业资格号: F3057070

投资咨询号: Z0016176

观点回顾：守得云开，结构重塑（2022年12月）

- 宏观经济-守得云开：A、美债收益率和美元的组合对于非美经济的外溢在中期会不断弱化；B、美国“衰退交易”与中国“复苏交易”共存，上半场前者影响力较强，下半场后者影响力较强；
- 大类资产-结构重塑：A、跟踪实际利率的触顶回落和波动率中枢的下移；B、股市结构上关注价值的重估，成长补涨；C、商品关注三条主线，贵金属长线布局，内强外弱，中下游利润修复。

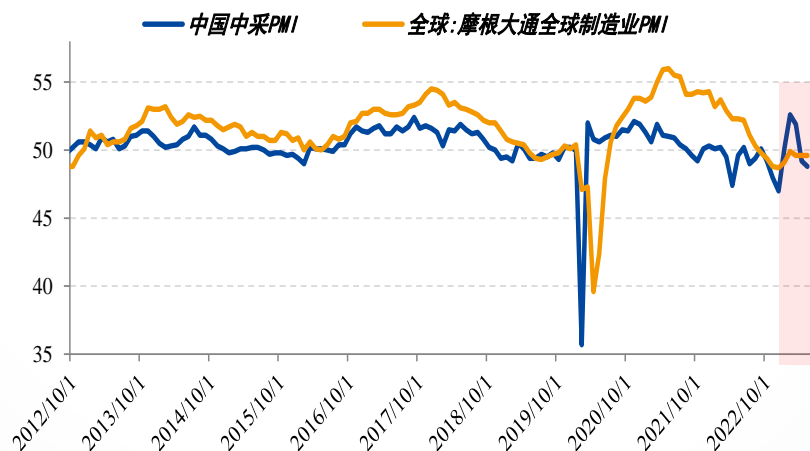
图：基于1-2月份经济数据抬升引导利率上行，触发美欧银行业危机，隐含利率下移



数据来源：bloomberg, 国投安信期货



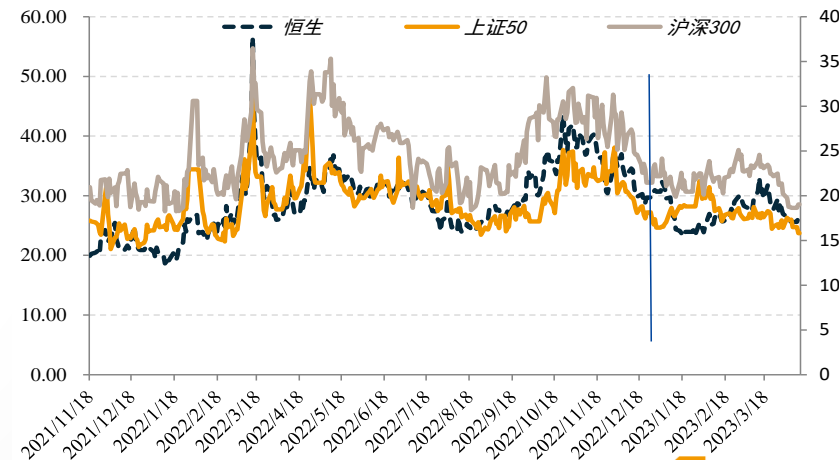
图：从2022年12月份到2023年2月，全球制造业出现了弱反弹，且中国的反弹力度显著更强



数据来源：wind, 国投安信期货



图：从去年12月份后大中华区的波动率中枢进一步走低，欧美银行业冲击紧带来小幅抬升



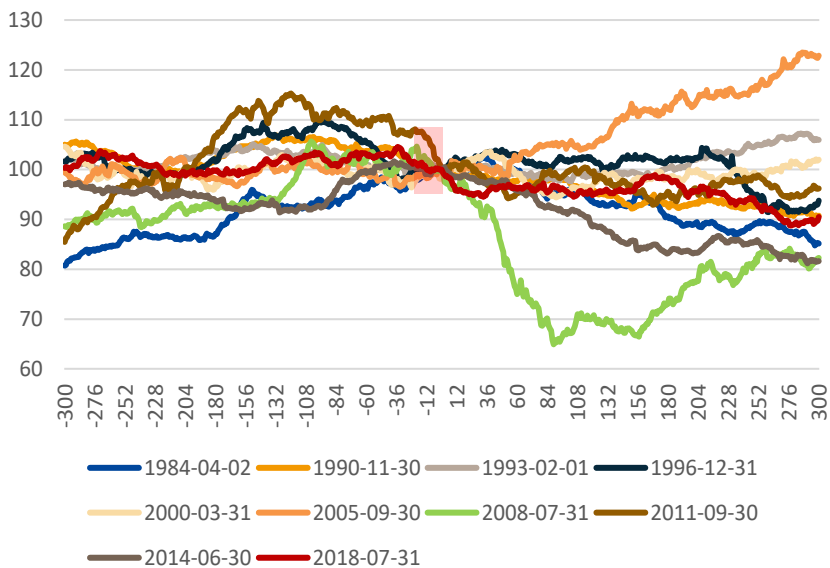
数据来源：wind, 国投安信期货



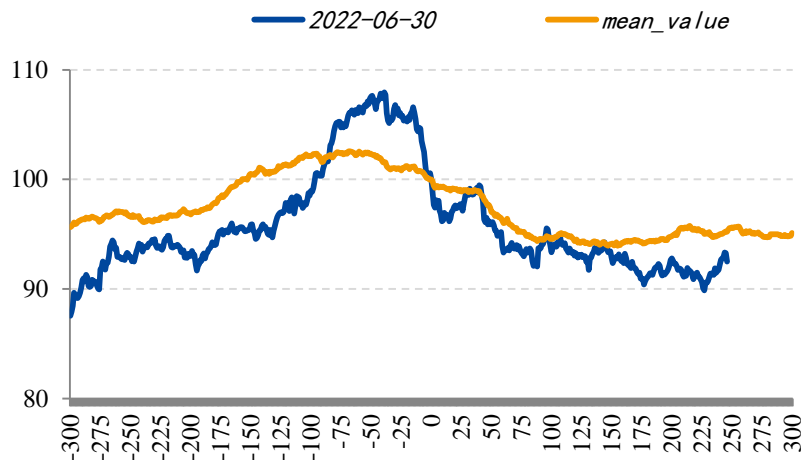
春季观点回顾：登高望远，攻守兼备（2023年4月）

- **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。

图：80年代以来历次美国通胀的高点前后300个交易日CRB商品指数的走势

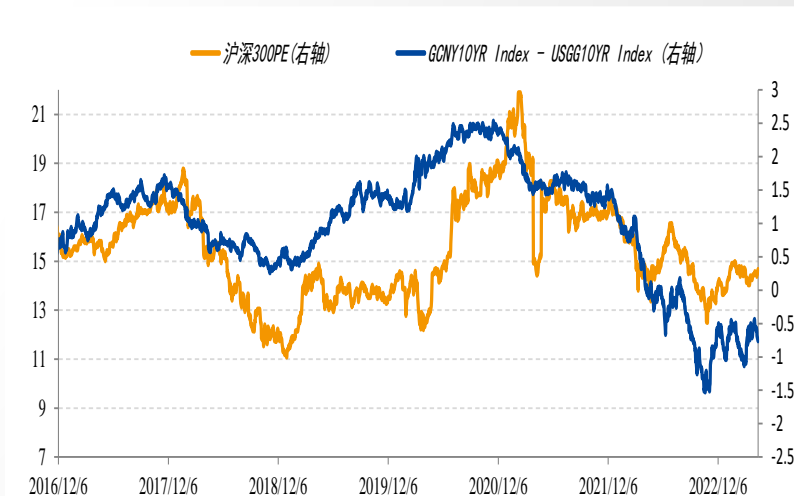


图：短周期通胀同比高点前后CRB指数走势的均值以及本轮周期中价格走势的比较



数据来源：wind，国投安信期货

图：从去年11月份开始，中美利差有触底的迹象，伴随着沪深300估值的触底反弹

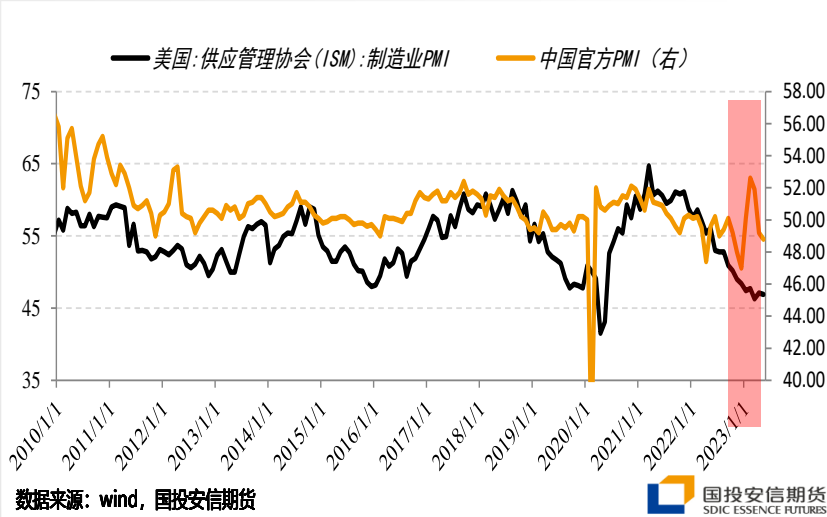


数据来源：bloomberg，国投安信期货

探索经济运行中预期差的来源：中美经济周期的交错

- **中美短周期出现交错**：从大的方向来看，中美经济有明显的周期交错，且交错的时间逐步延长，增长和通胀的因子出现明显的分化；从去年Q4到今年3月份，中国经济领先全球复苏，美国的复苏有一定滞后，进入到Q2前期，中国的增长因子再度弱于美国，到了Q2后期，全球共振回落；
- **中国复苏的渐进性与美国衰退的渐进性**：美国的潜在衰退压力增加，面对硅谷银行的冲击以及美国债务上限的压力进行了快速处理，使得美国信贷和服务业的冲击平缓；由于美国通胀下降的缓慢，国内货币政策的方向上虽然以我为主，但是面临金融安全和供应链安全层面的不确定性，刺激力度上相对保守。

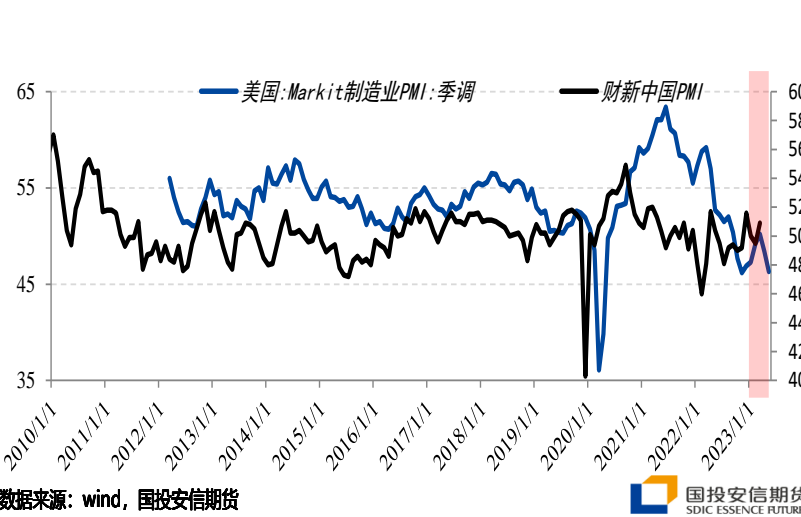
图：从中采PMI和美国ISM PMI的角度来看，美国在探底，中国经历了先反弹后回落



数据来源：wind，国投安信期货

国投安信期货
SDIC ESSENCE FUTURES

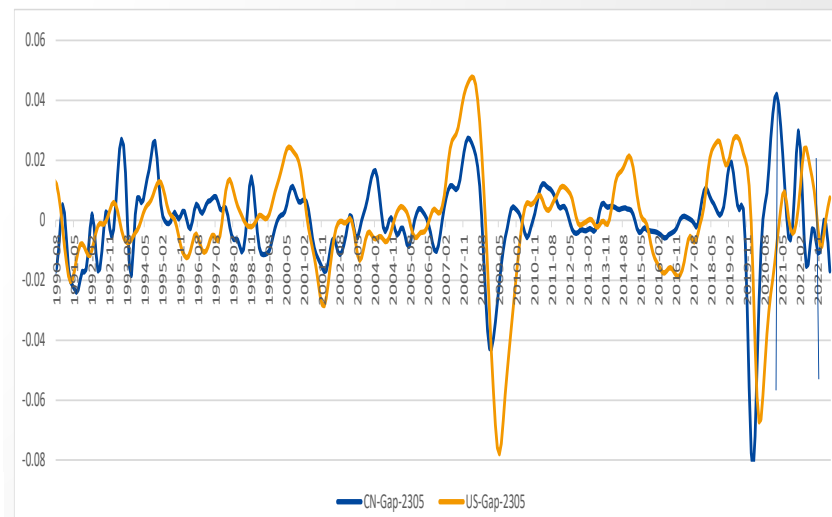
图：从Markit PMI的角度来看，国内的经济景气度相对更有韧性，美国有一定的弹性



数据来源：wind，国投安信期货

国投安信期货
SDIC ESSENCE FUTURES

图：从工业增加值产出缺口来看，中国的经济短周期的高点和去年底以来的反弹中都有领先性

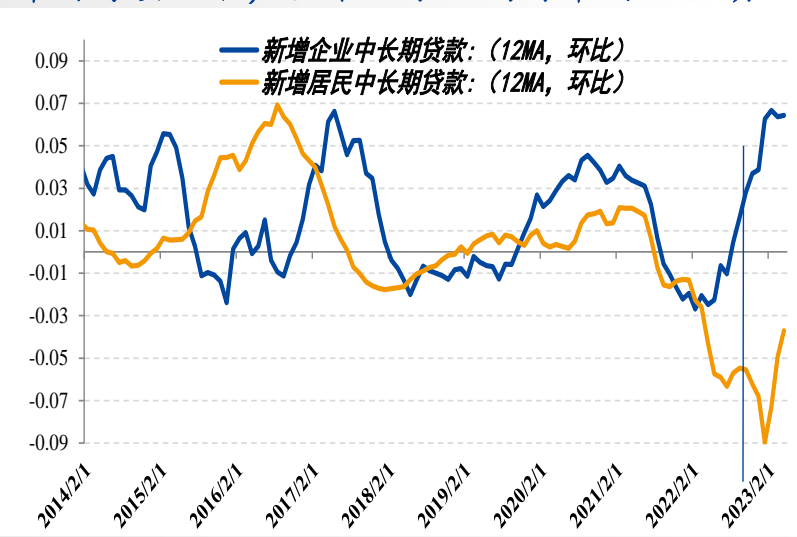


— CN-Gap-2305 — US-Gap-2305

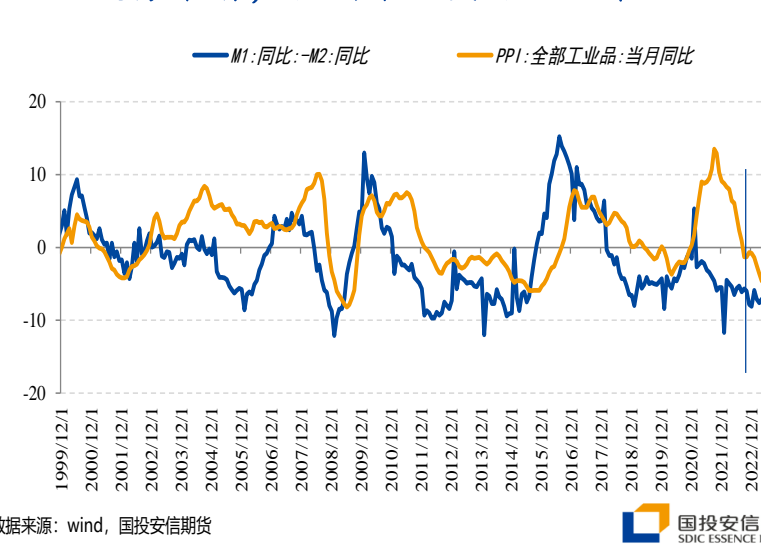
经济周期：预期差关乎节奏，但周期规律仍会发挥作用

- 长期因子约束的显现-国内转型期增长动能弱势：从去年开始国内房地产大周期向下和国内居民资产负债表的压力出现明显共振，在政策的观望期房地产小周期修复持续性较差；
- 长期因子约束的显现-供应链冲击与劳动力供给摩擦下的通胀压力：后疫情时代，美国劳动力市场的约束在增加，通过财政刺激提高内需的同时，供给约束也提高了通胀的顽固性；
- 预期差来源于节奏，但周期规律难以逃脱：中国经济展开了寻底之旅，但是当前仍然处于复苏的早期，中期来看稳增长仍然会回归；美国通过维护金融条件虽然让服务业的韧性有所增加，但是不代表经济下行压力的消失以及新一轮周期的开始，承受的美债利率高度和服务业韧性仍有天花板。

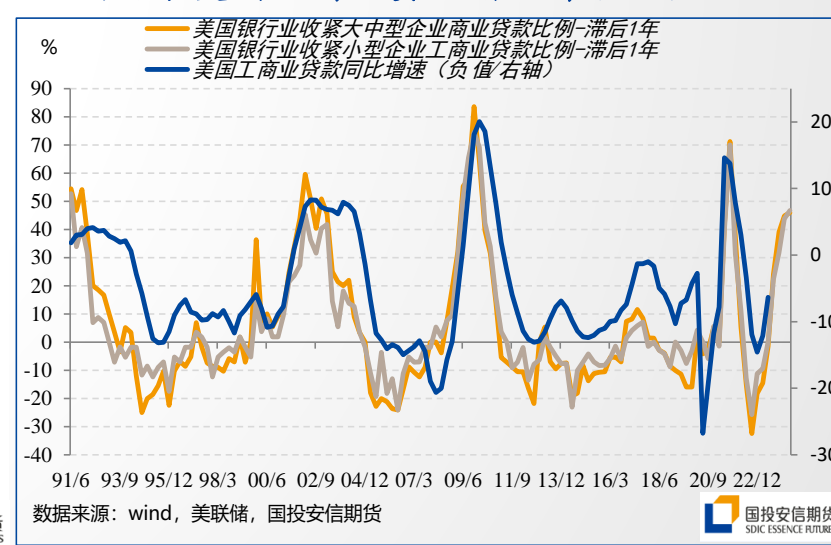
图：2022年开始企业贷款不断走高，但是居民部门持续回落，当下处于结构再平衡的初期



图：从M1-M2同比增速的剪刀差与PPI同比增速的走势来看，信用下沉实体的效果较差



图：美国银行业收紧对于各类企业商业贷款的比例对于美国工商业贷款增速有领先性



SOURCE: Bloomberg, Wind, Public or official information, MFI. © MFI Co., Ltd.

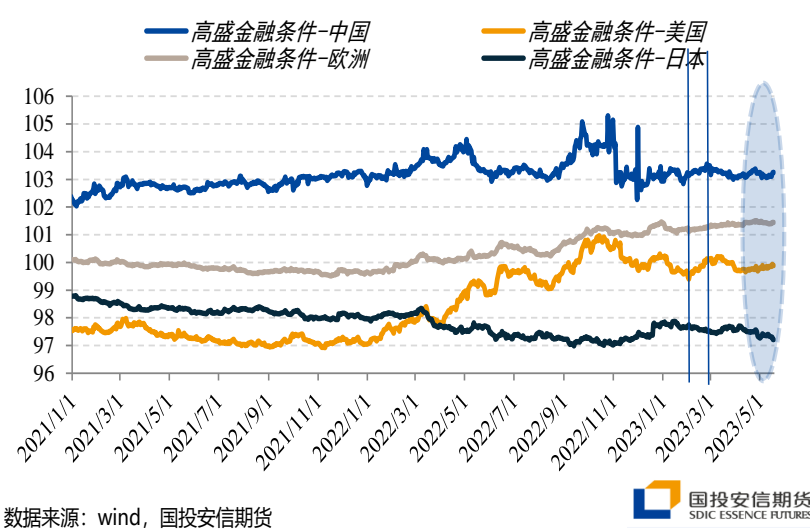
大类资产运行：Q2汇率波动再度放大，美元走强人民币顺势贬值

- 人民币兑美元隐含波动率有所放大：5月份后，2月的一幕重现，即美联储引导市场定价的政策利率上行，或者说纠正市场定价的偏鸽，日元兑美元波动率处在下降状态中，而人民币兑美元隐波处于上升状态中；释放的信号表明美联储的偏鹰引导通过汇率渠道影响EM更多，而美国本土相对平稳；**
- 美债名义利率和实际利率共同抬升，美股强势：5月开始FED整体释放了偏鹰的信号，引导了美债收益率抬升，美元偏强打压了通胀预期，美国实际利率在抬升；5月在债务上限尚不明朗的背景下，并未过多定价美债违约风险，美股的风险偏好在提振，整体来看资金回流美国特征明显。**

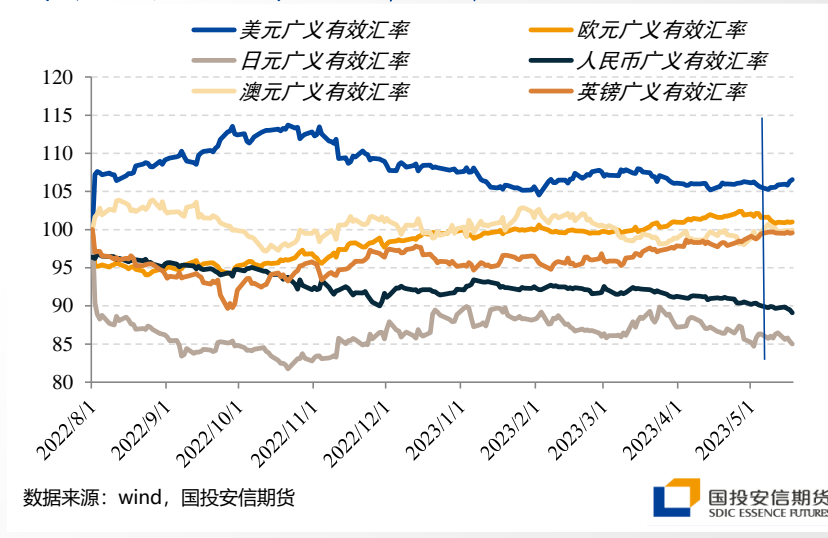
图：从5月中旬开始，人民币隐含波动率低位反弹，而日元隐含波动率继续回落



图：5-6月份美债收益率抬升带来的美国金融条件的恶化程度尚显著低于2月份



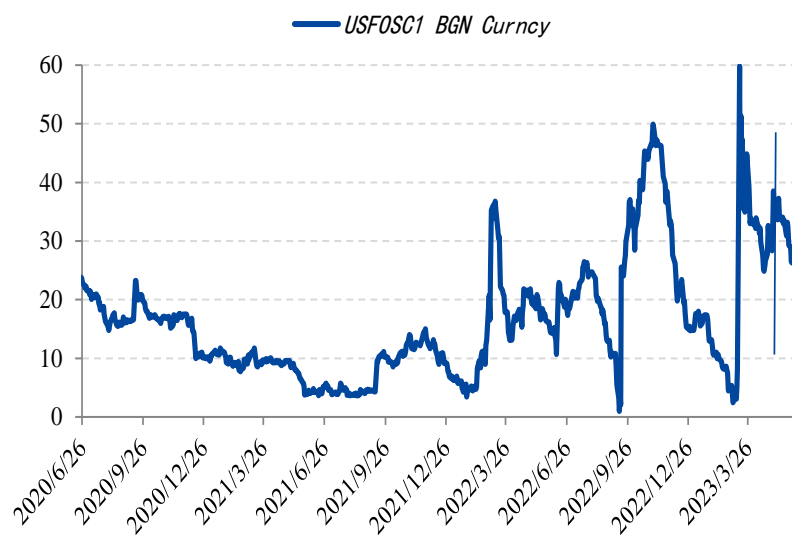
图：5月份FOMC会议后，日元和人民币共同推动了美元有效汇率的升值



底层逻辑：美国为何承受住了更高的美债利率？

- A、美国金融市场有所承压，又波澜不惊：a、市场只是局部定价了债务违约风险，比如超短期的国债收益率偏高，但是整个发达市场的股市显然并未定价违约风险；b、在快速地处理了银行业危机之后，美国金融体系对于美债收益率抬升的承受能力似乎有所增强；
- B、日元的重要性：日元对于美元的支持有所强化。在美日利差的驱动下，日本的宽松支持了资金流入美股，海外资金净流入美国市场，虽然一部分资金从国债市场流出，但是却流入了美国公司债市场，使得美国的信用利差得以压低，美股得到提振。

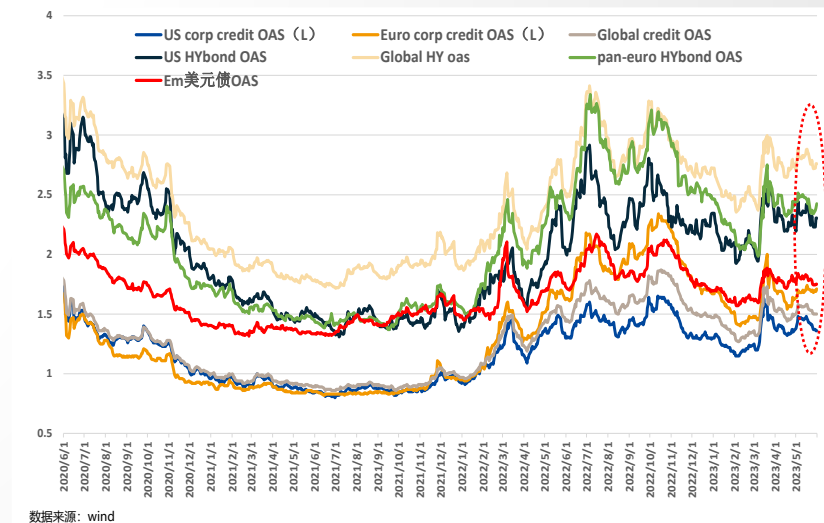
图：5月份议息会议后从Libor-FRA来看，美元流动性压力在回落；



图：美日利差在5月份FOMC会议后开始走强



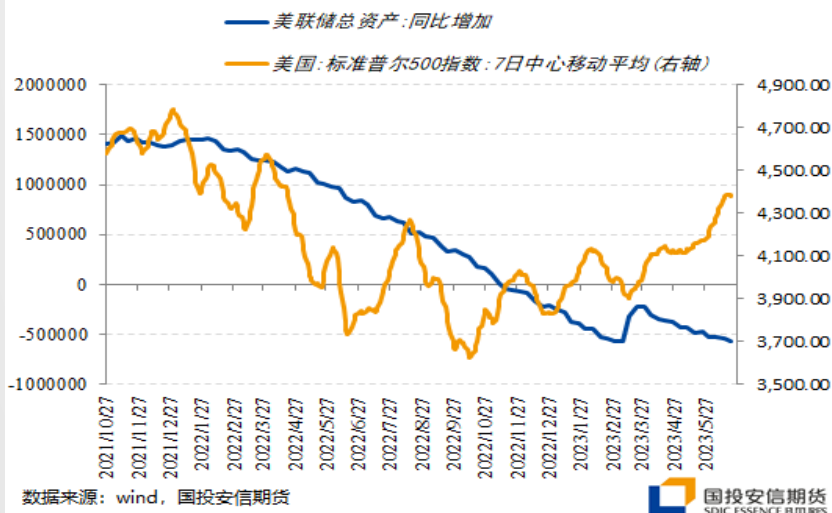
图：5月中旬以来美国信用债和高收益债信用利差回落，支持美股上涨



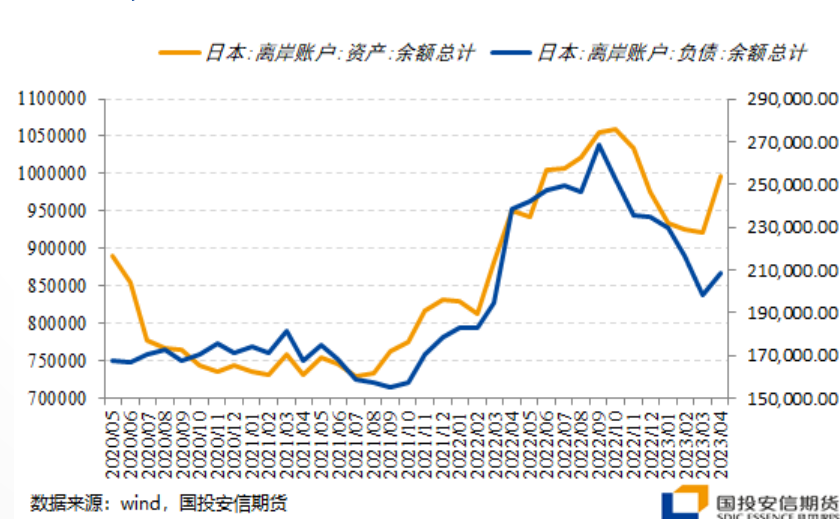
底层逻辑：日元对于美国金融条件的维稳扮演了重要的角色

- **美国股市与美国实际利率的背离**：从5月份之后二者开始向正相关转换，即在美债实际利率抬升的同时，美股屡创新高；与此同时可以看到SPX的走势和FED总资产的同比增加出现了背离；
- **日本对外投资开始抬升**：从硅谷银行业冲击开始，日本投资者开始大幅的增加海外资产的配置；在发达市场信用利差脉冲式抬升后，开始不断地回落；
- **日元对于发达市场金融条件稳定的意义**：能源危机的缓和以及大宗商品的回落开始让发达市场尤其是日本的输入性通胀压力较小，因此在维持宽松支撑离岸市场的能力有所增强。

图：美联储的主动缩表尚未结束，资产负债表的边际变化和美股的表现出现了分化



图：4月份后日本的离岸金融账户的资产开始大幅攀升，表明日本投资者对外投资大幅增加



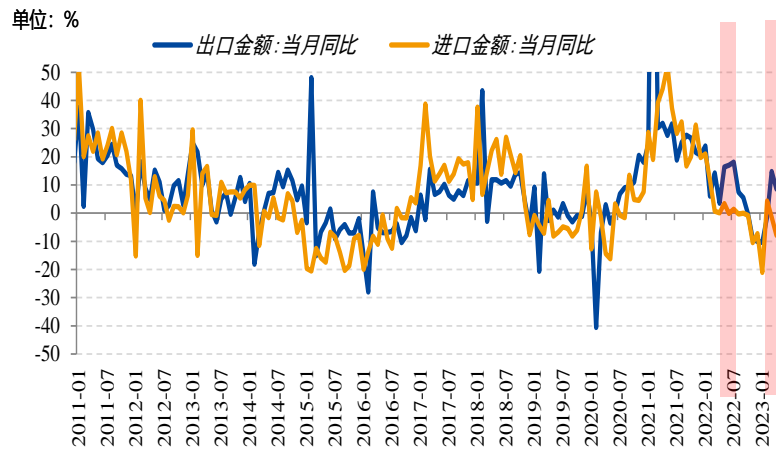
图：发达市场的信用利差在硅谷银行冲击后开始不断回落，发达市场的金融条件开始修复



底层逻辑：如何理解人民币波动的放大，以及贬值与国内政策的联系

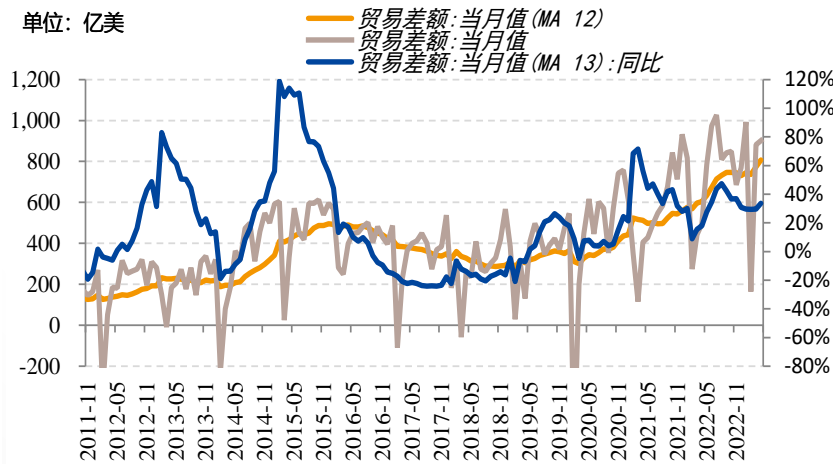
- 人民币即期和远期市场的负相关性：**后疫情时代，在国内出口韧性不断增强的背景下，人民币即期汇率和远期开始转化为负相关性，即在2020-2021年人民币升值的过程中，远期市场显示会走贬，而2022-2023年市场贬值的时候，市场并不恐慌，计价未来会升值；这样的变化构成了人民币汇率在贬值或者说扩大双向波动的过程中具有一定的“主动性”；
- 去年4月份的经验：**按照2022年4月份的经验，在人民币汇率快速贬值后，在随后的2-3个月中，政策先是稳定了汇率，然后货币政策利率进一步下调，随后又召开了稳定经济大盘的工作会议。那么在当前快速贬值的阶段，应仍然为政策的观望期和储备期而非出台期。随后观察政策对于汇率贬值的态度，再观察货币总量政策和稳增长政策的逻辑。

图：进入到Q2后，进出口增速再度拉出剪刀差



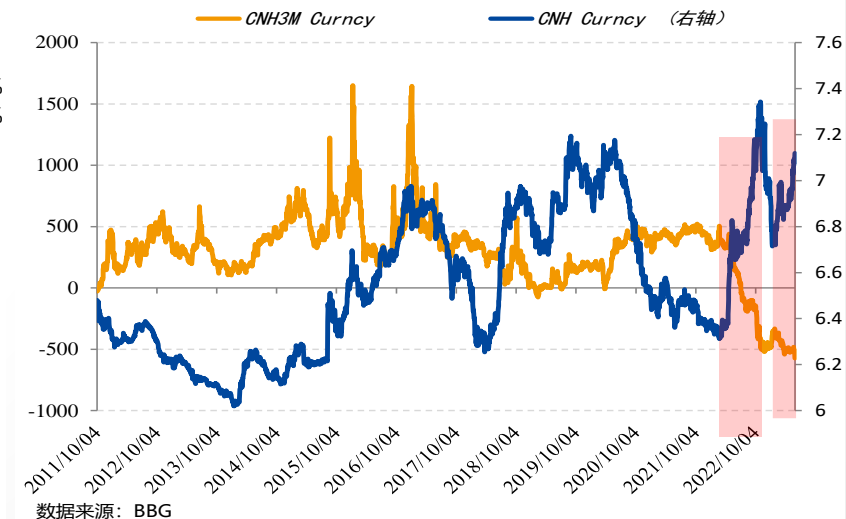
数据来源: wind

图：从2022-2023，贸易顺差继续扩张，增速维持高位



数据来源: wind

图：2020-2021年，随着人民币汇率和远期人民币汇率开始呈现负相关关系

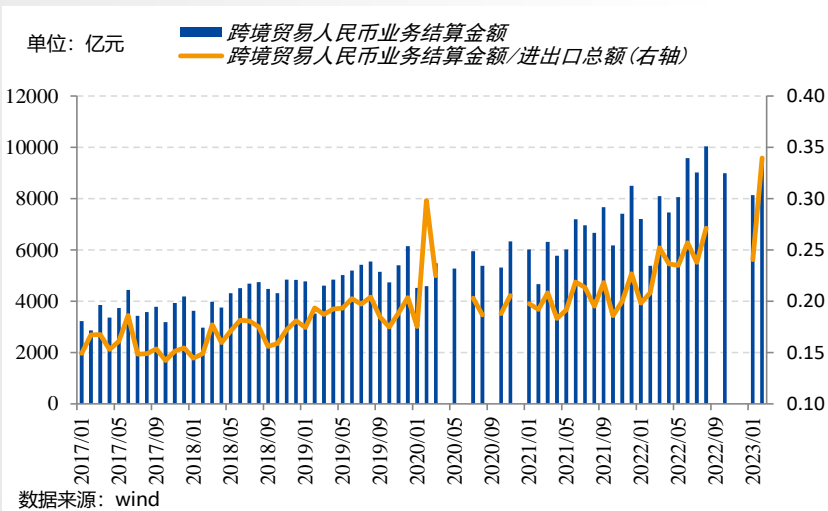


数据来源: BBG

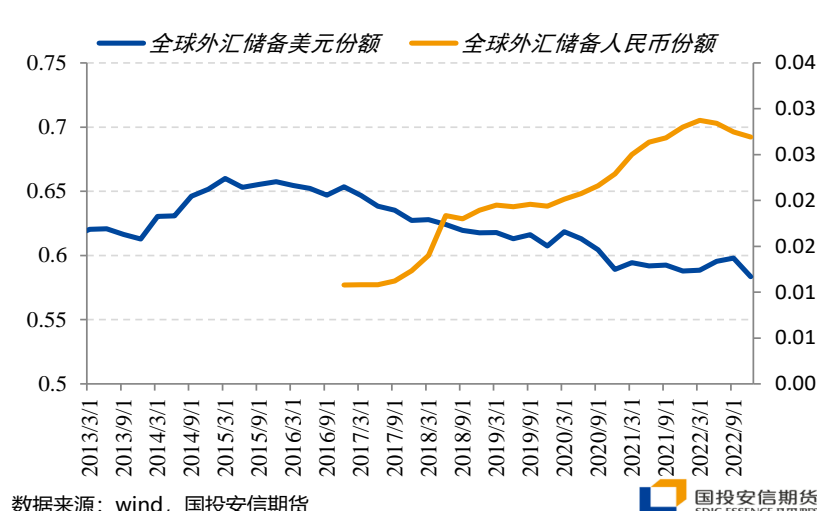
底层逻辑：全球“去美元化”与人民币国际化中的预期差

- **人民币国际化不断推进**：从去年Q4开始，中国在中东的影响力渗透不断加速，推动了中东核心资源国尝试通过人民币进行结算，随后巴西和东南亚的重要国家几乎在同一时间开始推动人民币结算，本质上是中国外交上不断突破的表现；除了推动人民币国际化之外，一些大型EM经济体也试图推动本地货币结算，比如印度和马来西亚推动印度卢比计算；美元的紧缩外溢进一步面临阻力。
- **人民币国际化中的融资货币与投资货币**：从中期来看，在计价货币层面的突破尚任重道远；在俄乌冲突后，人民币在中国的对外贸易结算额中大幅抬升，与此对应是中国在“一带一路”框架下的出口份额不断提升；作为融资货币的人民币追求低利率融出，但是作为投资和储备货币的人民币又会受到贬值的制约。

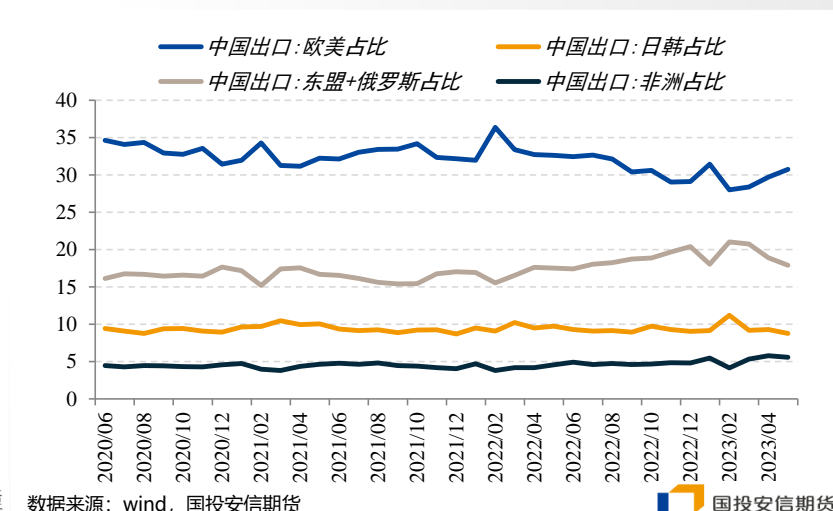
图：从2022年Q1开始，跨境人民币结算金额出现了较快速度的增长



图：全球外汇储备美元份额与人民币份额——后疫情时代人民币储备份额抬升



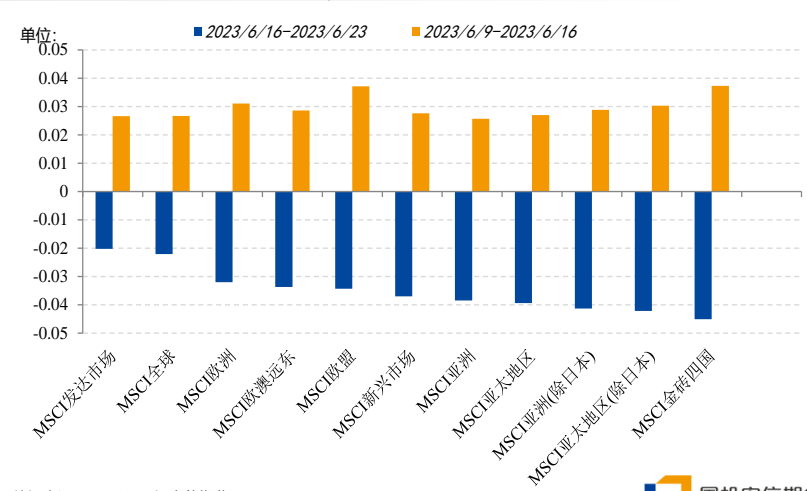
图：俄乌冲突后，在对外贸易中，中国出口东盟和俄罗斯等国家的占比抬升，欧美下降



底层逻辑：美企业家和官员访华或可以理解成干预汇率斜率的开始

- **市场提前积极反映布林肯访华，但等待积极经贸政策进一步落地：**此前我们提出在5-6月份全球风险资产渐次和轮动修复的过程中，发达市场股指充当领先指标，而A股和人民币汇率则是滞后修复的品种；近期随着布林肯访华的落地，外围市场开始再度开始反映美联储偏鹰政策，外围市场再度回落，A股和人民币调整；
- **市场继续交易国内政策出台：**访谈可能更多的是国内开始干预贬值斜率的起点，总量货币政策回归，但是市场在等待中美有更多的和经贸相关的合作的出台，以及国内偏财政政策会有一些的出台；否则对于宽信用的效果仍然持一定的怀疑态度，同时人民币的贬值趋势不易扭转。

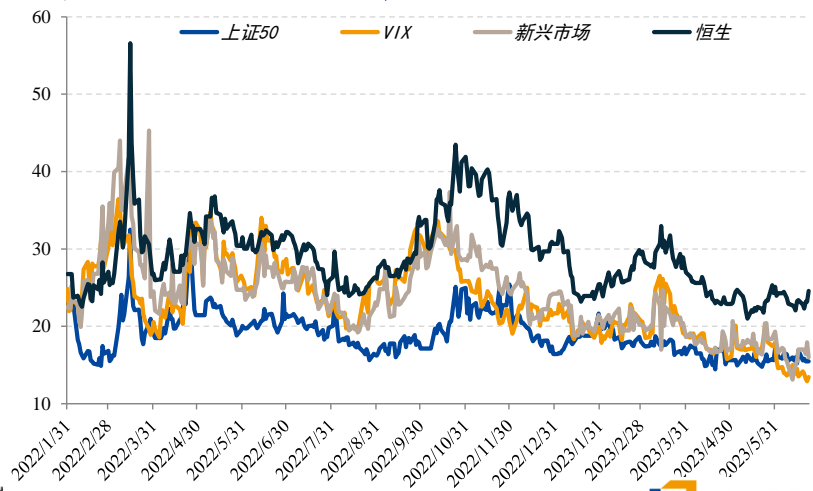
图：议息会议后的一周开始，市场在充分的政策利好预期后，普遍有所回落



数据来源：wind，国投安信期货



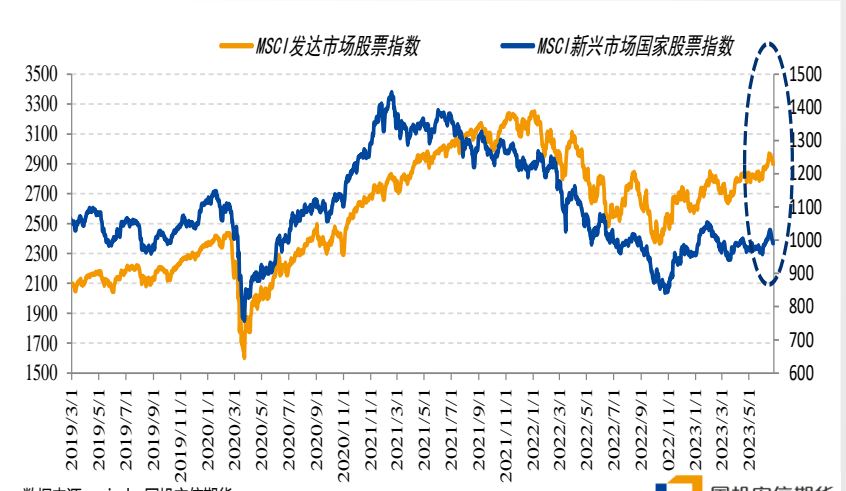
图：议息会议之后整体来看，新兴市场国家和港股的隐波抬升幅度大



数据来源：wind，国投安信期货



图：发达市场的相对优势未发生变化



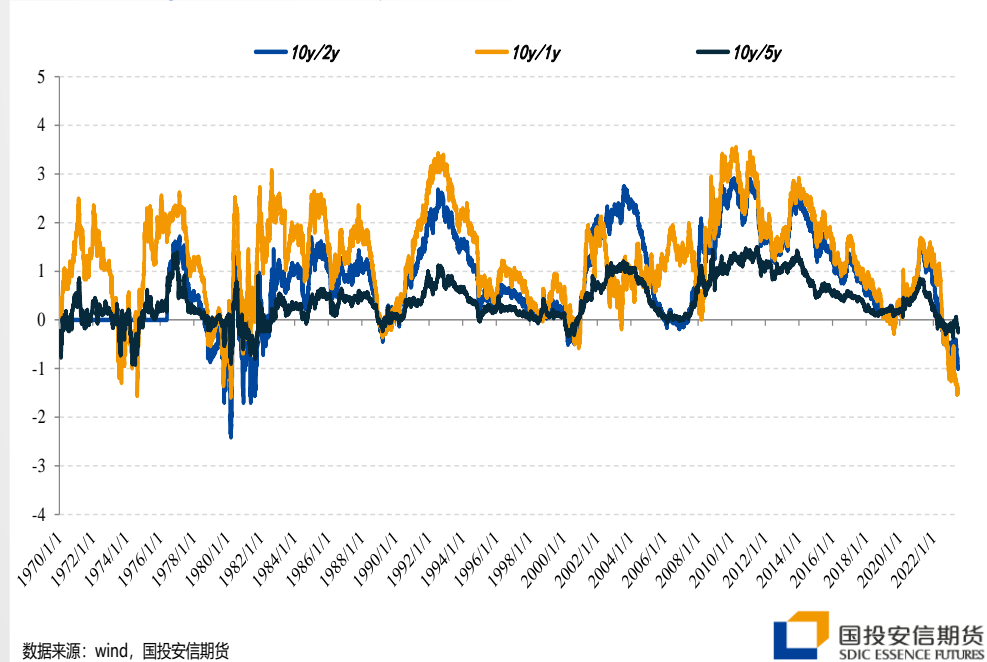
数据来源：wind，国投安信期货



底层逻辑：鲍威尔听证会仍延续此前基调，美债利率仍待测试高点

- 鲍威尔两日听证会释放利率可能更高的信号：**在货币政策层面，鲍威尔明确表示，6月暂停加息和“点阵图”上调今年利率预期“完全是一致的”。未来按更加温和的幅度继续加息可能是合理的，与2022年相比，加息幅度不再那么重要。他强调，美联储从未采用过“暂停”（pause）这个词来描述加息决策，18位FOMC与会官员中有16人认为年内继续加息是合适的，而且绝大多数人预计今年还会再加息两次；
- 美债收益率仍需测试高点：**美联储仍然在对于美债收益率高点进行测试，美债利率偏紧的状态下，国内的货币政策“以我为主”的空间不宜乐观，汇率压力对于货币政策的压制会有一定显现；因此当前国内宏观政策的基础环境破局的信号尚不明朗，在风险资产的磨底的过程中，等待更明朗的政策驱动。

图：美债收益率曲线的倒挂进入到6月份后并未出现好转，继续恶化中

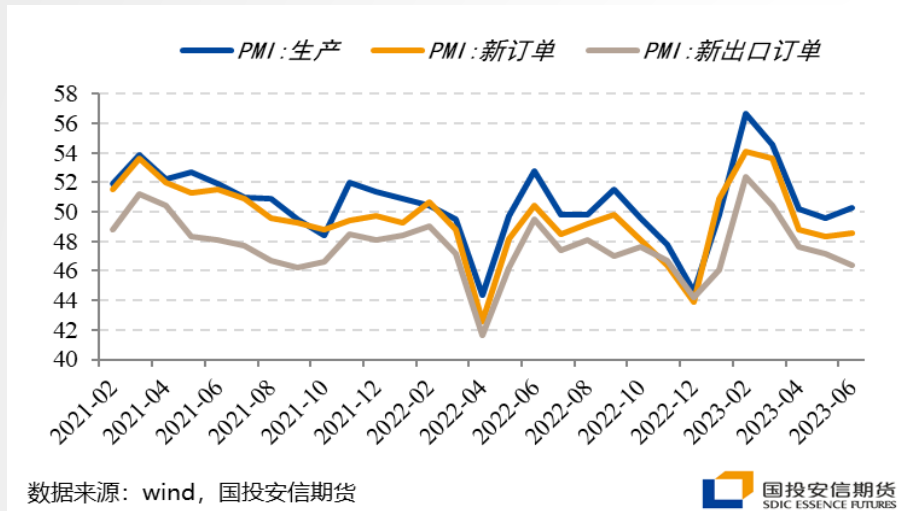


图：进入5月下旬到6月份，美国实际利率触碰到前期高位开始震荡，但尚未回落

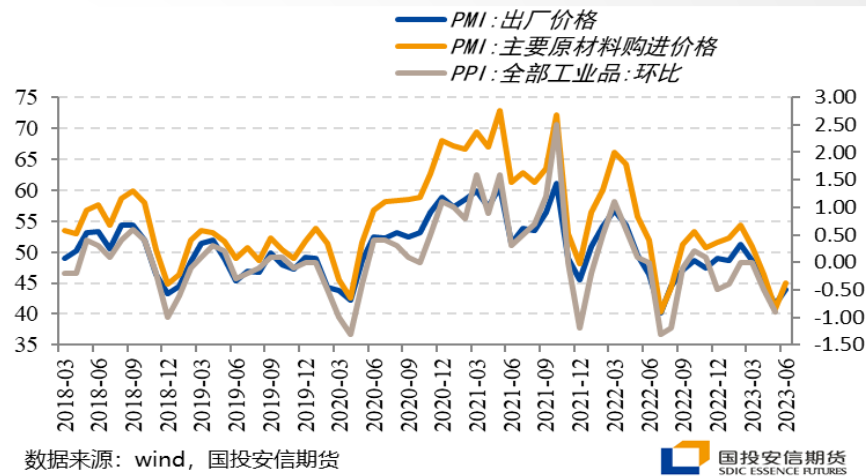


国内宏观：景气度小幅改善，经济环比探底过程或近结束

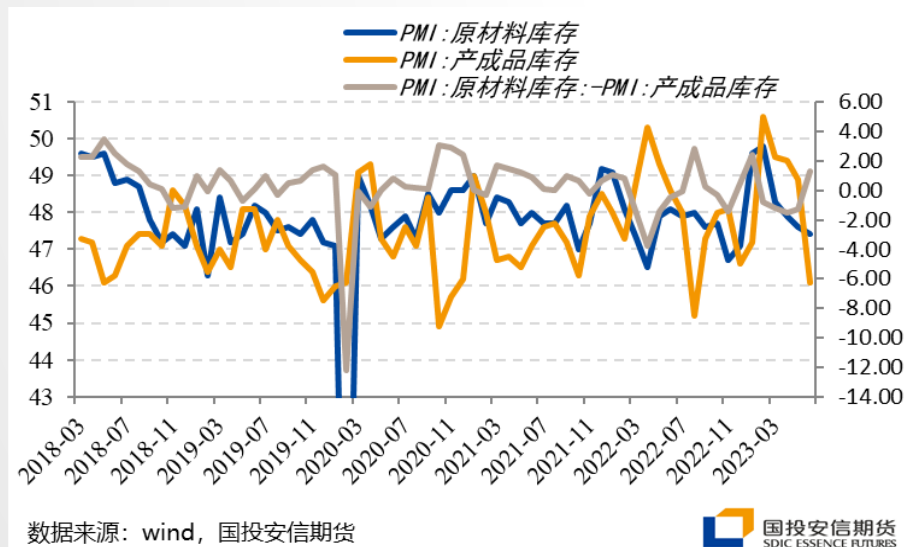
图：产需同步回升，生产好于需求，内需好于外需



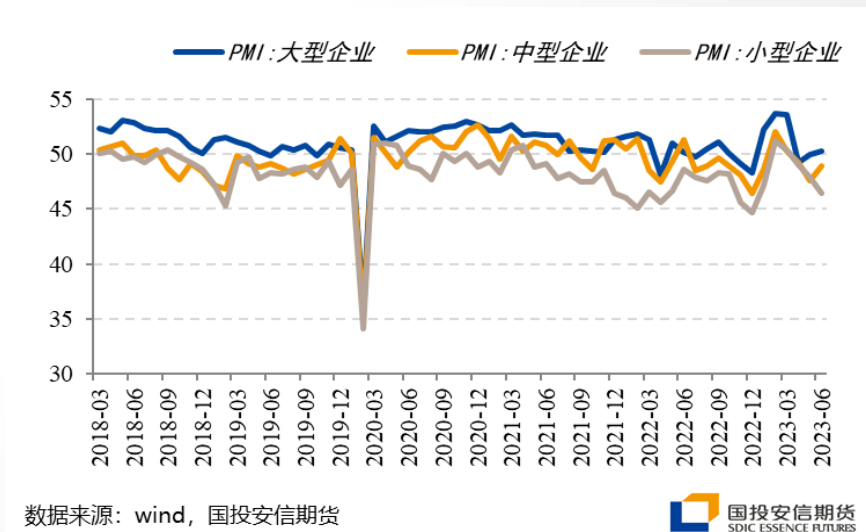
图：价格指数环比回升，预示PPI或将触底回升



图：库存去化继续



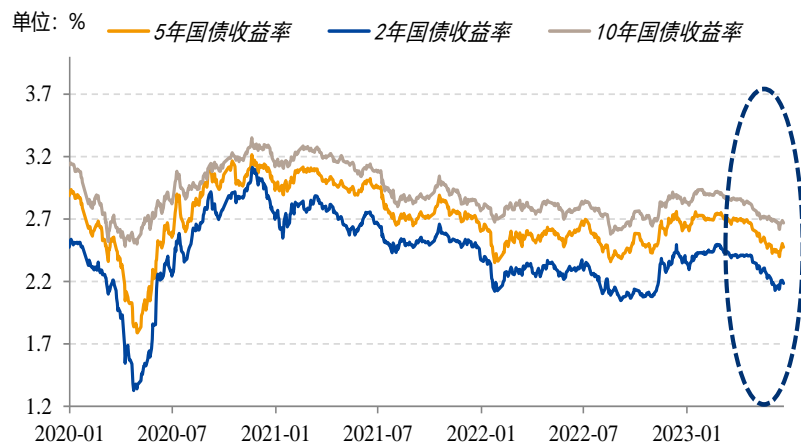
图：企业景气度分化程度加剧，大型企业重回扩张区间，表现好于整体制造业



大类资产：短期风险缓解但驱动弱勢，磨底中聚焦结构性行情

- 汇率给股债的压力政策进一步显现：**汇率冲击力度较小时，股债轮动的基本格局仍然能够维持，如果汇率冲击力度较大，即资本外逃的压力较大，则股债双杀的压力会有所增加；从过去几周的运行来看，看似经济政策预期推动着股债轮动，但实际上随着贬值的持续推进，债市从慢牛向波动有所放大推动，与此股票资金流入的持续性较差，板块修复的持续性差；汇率对金融品的负面效果仍在体现；
- 商品构筑阶段性底部，聚焦结构：**大宗商品而言，恐慌情绪有所消退后，近期反弹有很多供给驱动偏积极的品种出现，但整体来看经济淡季与国内一揽子政策尚未推出之际，现实层面在需求端缺乏明确的驱动力，因此短期的磨底行情或有一定的反复，仍然是以结构性行情的演绎为主。

图：6月中旬后中国国债收益率有低位反弹迹象，且长端抬升幅度较大



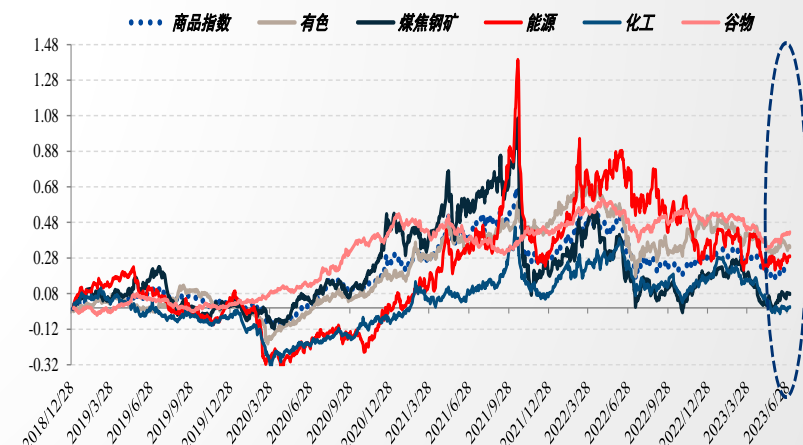
数据来源：Wind、国投安信期货

图：从上证内部涨跌家数结构来看，Q2一直位于低位，目前修复的迹象仍不明朗



数据来源：wind, 国投安信期货

图：大宗商品指数在6月份呈现出构建底部的特征，结构上能源相对较为弱勢，农产品偏强



数据来源：wind, 国投安信期货

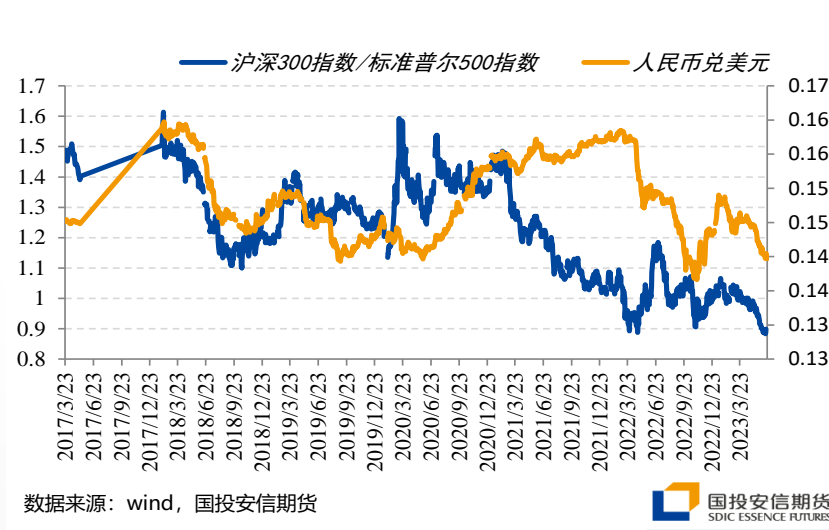
大类资产：中期汇率贬值让压力充分释放，风险资产筑底等待破局

- **跟踪破局的线索：**央行已启动了货币政策宽松，下调了OMO和MLF利率，或为一揽子逆周期政策的启动；FED实施鹰派“暂停”，美债收益率的天花板仍待测试，是一个压制因素，跟踪美国金融和经济的承受力；美高级官员访华，继续释放经贸谈判的信号，关注后续进展，能否驱动汇率走势发生逆转；
- **中期再通胀的回归，短期把握节奏：**如果地缘风险管控且有一定的经贸合作推进的迹象，且国内出台一定的经济政策，那么中期来看有再通胀交易回归的可能（部分大宗商品转为强势，国债震荡回落，弱复苏再度驱动A股市场反弹等）；美联储以相对平稳的模式进入到“暂停”，还是以冲击的模式进入到“暂停”，决定了波动的幅度；短期市场计入了较为乐观的预期，Q3的早期注意把握市场的节奏。

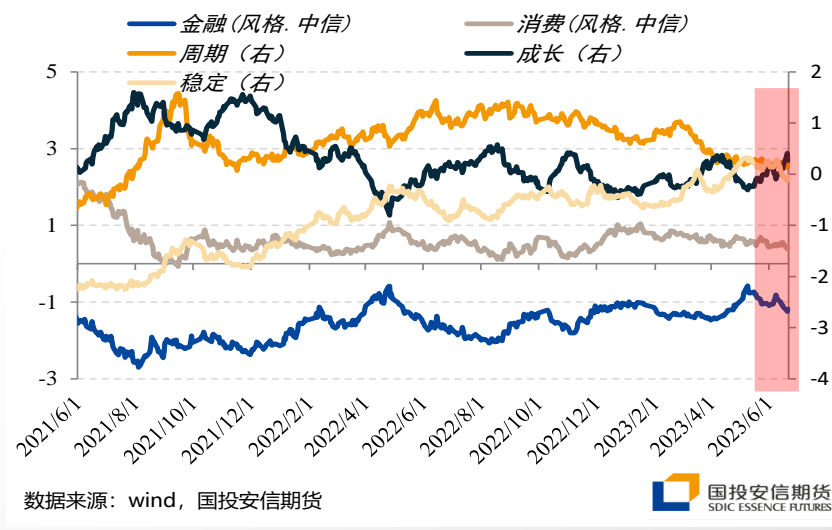
图：A股的风险溢价和财新PMI的走势保持了较好的同步性，中期来看有震荡走低潜力



图：2022年Q4以来，沪深300和标普500的比价和人民币兑美元高度一致，在人民币汇率贬值扭转前，沪深300可以理解为相对标普的补涨



图：从A股内部结构来看，成长占优的格局一度有一些波动，但并未出现显著逆转



观点总结：穿越荣枯，谋定后动

A、宏观：汇率的预期差来源

- 1)、问题的本质仍然是周期的交错，即美国衰退的渐进对应中国复苏的渐进；
- 2)、人民币汇率贬值的“主动性”强化了这种预期差。

B、经济政策：破局之路

- 1)、美债利率在测试经济和金融承受力的阶段；在人民币贬值过程中，且国内政策处于储备期；
- 2)、贬值靠近边界后，央行开始干预，随后国内经济政策再度转向，风险资产迎来转机。

C、大类资产：当前筑底阶段，H2穿越荣枯，谋定后动

- 1)、央行已经启动了货币政策宽松，下调了OMO和MLF汇率，或为一揽子逆周期政策的启动；
- 2)、FED实施鹰派“暂停”，美债收益率的天花板仍待测试，是一个压制因素。
- 3)、美高级官员访华，继续释放经贸谈判的信号，关注后续进展，否驱动汇率走势发生逆转。

D、展望未来：对于新一轮上升周期保持耐心

- 1)、H2阶段性反弹，等待年底到明年初美国货币政策进一步转向，以及中美经贸更明朗的信号；
- 2)、等待美国经济周期和中国经济相对同步，人民币重新确立启动升值周期。

E、H2风险提示：1)、美联储偏鹰状态再度引发全球金融市场去杠杆；2)、俄乌局势升级导致大宗商品供应链再度带来不确定等。

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。