

大类资产交易周报

资产走势重返震荡分化

“软着陆”交易如期未能延续，各类资产走势重返震荡分化态势。

- 全球主要资产：“软着陆”交易未能延续，各类资产重返震荡分化态势。
- 中国在岸主要资产：风险偏好边际走弱，股弱债强，商品涨势延续但涨幅收敛。
- 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，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；铜油短期震荡，趋势性反转或仍需等待；黄金短期震荡，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

《2023年下半年宏观经济与大类资产配置展望》230608

《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.....	13

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.纳斯达克隐含美国经济周期预期较为乐观.....	9
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)	9
图表 11. 中国 10 年国债收益率隐含的中国经济周期预期较为悲观.....	9
图表 12.DR007 (红色线), 7 天逆回购利率 (黄色线) 以及 1 年期国债收益率 (绿色线)	9
图表 13.短期来看, 美债 10 年收益率进一步向上突破或将要求市场进一步提高美联储加息预期.....	10
图表 14.市场对于 7 月 (绿色线) 和 12 月 (黑色线) 联邦基准利率水平预期均已接近金融风险前水平	10
图表 15. 美债关键期限收益率近期高位震荡	10
图表 16.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	11
图表 17.本周 DXY 美元指数重返近期的 100-105 的震荡区间.....	11
图表 18.布伦特油价 (紫色线) 以及 LME 铜价 (绿色线) 目前已经接近硅谷银行挤兑事件之前的水平, 同标普 500 (蓝色线) 的涨幅差距有所缩小.....	11
图表 19. 金价 VS 美债 5 年实际利率 (右轴逆序)	12
图表 20.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)	12
图表 21. 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	14

本周市场分析

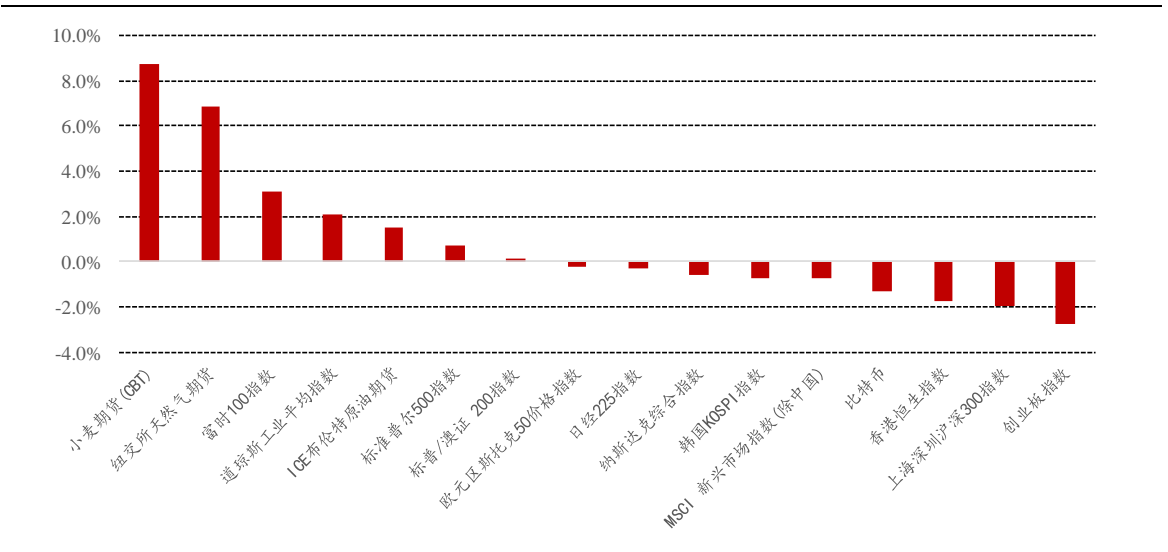
全球主要资产：“软着陆”交易未能延续，各类资产重返震荡分化态势。本周全球重点经济数据：1) 美国：景气指数中，7月帝国制造业指数录得1.1，较前值大幅回落但好于市场预期；6月经济领先指数(Leading Index)环比为-0.7%，弱于市场预期但同前值相同；7月费城联储商业预期指数录得-13.5，弱于市场预期但同前值大致相同。经济活动数据中，6月零售消费环比增速0.2%，低于市场预期和前值，趋势性同比增速则继续回落；6月工业产出环比增速和设备利用率分别录得-0.5%以及78.9%，均弱于市场预期以及前值。房地产数据中，6月成屋销售和新开工数据(季调折年数)分别为约416万套以及143万套，均弱于市场预期和前值。劳动数据中，初次和持续申领失业保险金数据则仍维持着近期的趋势(前者持续徘徊在22-25万人/周，最新一期数据低于市场预期；后者从186万人持续小幅回落至目前的175万人左右，最新一期数据高于市场预期)。2) 欧元区：6月CPI以及核心CPI同比增速均为5.5%，前者同初值一致但较6.1%的前值有所回落，后者高于初值和前值的5.4%；7月消费者信心初值录得-15.1，好于市场预期和前值。3) 日本：6月全国CPI同比增速为3.3%，较3.2%的前值小幅回升。4) 中国：2季度GDP同比增速为6.3%，弱于市场预期的7.1%，6月工业增加值、社零同比增速分别为4.4%(vs市场预期2.5%)、3.1%(vs市场预期3.3%)，6月固定资产投资增速累计同比为3.8%(vs市场预期3.4%)。(关于中国最新经济活动数据更详细的分析，请参考相关报告。)整体来看，本周美国经济数据 display 美国景气指数依旧边际下行，制造业和零售持续回落，而房地产市场在前期降温之后近期有所企稳。与此同时，劳动力市场韧性仍存。欧元区和日本的通胀回落路径则有所反复。中国经济复苏态势仍旧偏弱。本周关键央行表态/地缘政治方面，我们注意到：1) 据彭博报道，日本央行官员对于YCC调整依旧持谨慎态度，这带动了日元的短时走弱。2) 本周美国总统气候问题特使克里以及前国务卿基辛格访华，这也是近期中美近期外交方面一系列对话的最新的延续和进展。与此同时，央行本周对于外汇市场持续进行政策调整和预期引导。这些都助于缓和人民币对美元贬值的压力：人民币连续两周在亚洲货币中表现较好。从市场走势来看，上一周，在低于预期的美国通胀数据的推动下，市场呈现出美元跌而各类资产普涨的情况；本周，这一情况并未延续，反而是出现了一定的逆转，这同我们上周的判断是一致的。具体来看，大部分全球主要股指小幅回吐上周涨幅，其中AH股本周回撤相对较多，约2%左右；大宗商品本周表现整体较好：本周COMEX铜价下跌约3%，布伦特原油、纽约天然气、小麦本周则分别上涨2%、7%、9%。避险资产中，上周跌破100水平的美元DXY指数本周反弹重返100上方，而黄金本周则微涨0.3%。固收类资产中，无论是美德中的10年国债，还是全球高收益和投资级债券利差，本周都基本呈现横盘的走势。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
风险资产	比特币	29884	0.5%	-1.3%	-0.3%	80.7%
	标准普尔500指数	4536	0.0%	0.7%	3.9%	18.1%
	道琼斯工业平均指数	35228	0.0%	2.1%	3.8%	6.3%
	纳斯达克综合指数	14033	-0.2%	-0.6%	3.9%	34.1%
	日经225指数	32304	-0.6%	-0.3%	-3.8%	23.8%
	COMEX铜期货	380	-0.4%	-3.0%	-2.8%	-0.2%
	上海深圳沪深300指数	3822	0.0%	-2.0%	-1.1%	-1.3%
	标普/澳证 200指数	7314	-0.2%	0.1%	0.0%	3.9%
	MSCI 新兴市场指数(除中国)	1241	-0.7%	-0.8%	1.9%	13.2%
	创业板指数	2163	0.3%	-2.7%	-2.2%	-7.8%
	韩国KOSPI指数	2610	0.4%	-0.7%	1.1%	16.7%
	欧元区斯托克50价格指数	4391	0.4%	-0.2%	1.6%	15.8%
	恒生科技指数	4104	1.0%	-2.9%	3.6%	-0.6%
	香港恒生指数	19075	0.8%	-1.7%	-0.7%	-3.6%
	富时100指数	7664	0.2%	3.1%	1.4%	2.8%
	全球高收益债利差	4.8%	1.1	1	34	69
	全球投资级企业债利差	1.3%	1.0	3	10	13
	小麦期货(CBT)	698	-4.1%	8.7%	-5.0%	-11.9%
	ICE布伦特原油期货	81	1.8%	1.5%	5.1%	-5.6%
	纽交所天然气期货	2.71	-1.6%	6.9%	4.5%	-39.4%
美元兑日元	141.73	1.2%	2.1%	-0.1%	8.1%	
美元兑英镑	0.7780	0.1%	1.9%	-0.7%	-6.0%	
美元兑离岸人民币	7.1881	0.2%	0.4%	0.2%	3.8%	
金价	1962	-0.4%	0.3%	1.5%	7.6%	
美元兑欧元	0.8989	0.0%	0.9%	-1.2%	-3.8%	
美元指数即期汇率	101.1	0.2%	1.2%	-1.0%	-2.4%	
10年期德国国债收益率	2.47%	2	4	-3	10	
10年期美国国债收益率	3.83%	2	0	-12	4	
10年期中国国债收益率	2.62%	1	3	6	22	
避险资产						

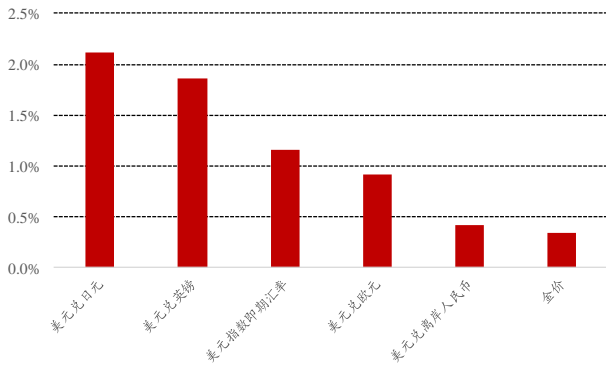
资料来源：彭博，中银证券，注：截至23年7月21日收盘价 资产排序按照“风险程度”从高至低排列；风险程度基于资产2017年以来同MSCI全球股票指数的关联度；债券收益率和利差的BP变动中，正值为收益率下行/利差缩小，负值为收益率上行/利差扩大

图表 2. 全球风险类资产价格5日表现排序



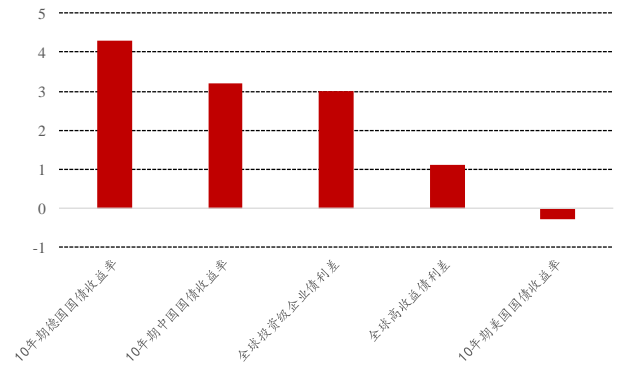
资料来源：彭博，中银证券，注：截至23年7月21日收盘价

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 7 月 21 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 7 月 21 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: 风险偏好边际走弱, 股弱债强, 商品涨势延续但涨幅收敛。 本周在经济数据弱于预期以及政策支持预期有所反复的背景下, 在岸市场风险偏好边际走弱, 股弱债强, 商品涨势延续但涨幅收敛。具体来看, 我们追踪的主要股指均本周均收跌, 跌幅均在 1.5%-2%左右。商品则表现则相对较好, 南华商品指数本周收涨约 1%, 其主要分项本周均涨幅则均在约 1%以内。随着美元的走强, 本周人民币兑美元走弱, 而一揽子指数则整体横盘。本周 10 年期和 1 年期国债收益率分别下行约 4 个基点和 10 个基点, 1 年期信用利差走阔约 6 个基点。

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	2.61%	1.4	3.7	6.2	22.7
	中债国债到期收益率:1年	1.74%	1.0	10.0	17.8	35.8
	1Y AAA 信用利差	0.63%	-0.8	-6.2	-6.4	3.2
股票	上证综合指数	3168	-0.1%	-2.2%	-0.9%	2.5%
	上证50指数	2509	0.1%	-1.5%	-0.4%	-4.8%
	沪深300指数	3822	0.0%	-2.0%	-1.1%	-1.3%
	创业板指数	2163	0.3%	-2.7%	-2.2%	-7.8%
	国证2000	7967	-0.3%	-2.3%	-2.2%	3.8%
汇率	即期汇率:美元兑人民币	7.1790	0.0%	0.7%	-0.2%	3.3%
	Wind人民币汇率预估指数	95.05	0.6%	0.0%	-0.5%	-2.7%
商品	南华综合指数	2421	0.0%	0.9%	5.6%	1.7%
	南华能化指数	1818	0.0%	0.3%	6.2%	-4.1%
	南华工业品指数	3772	0.1%	0.4%	5.0%	-3.1%
	南华农产品指数	1134	-0.9%	0.9%	4.1%	1.0%
	南华金属指数	6387	0.2%	0.6%	3.2%	-2.0%
	南华贵金属指数	779	-0.8%	1.2%	3.8%	9.7%

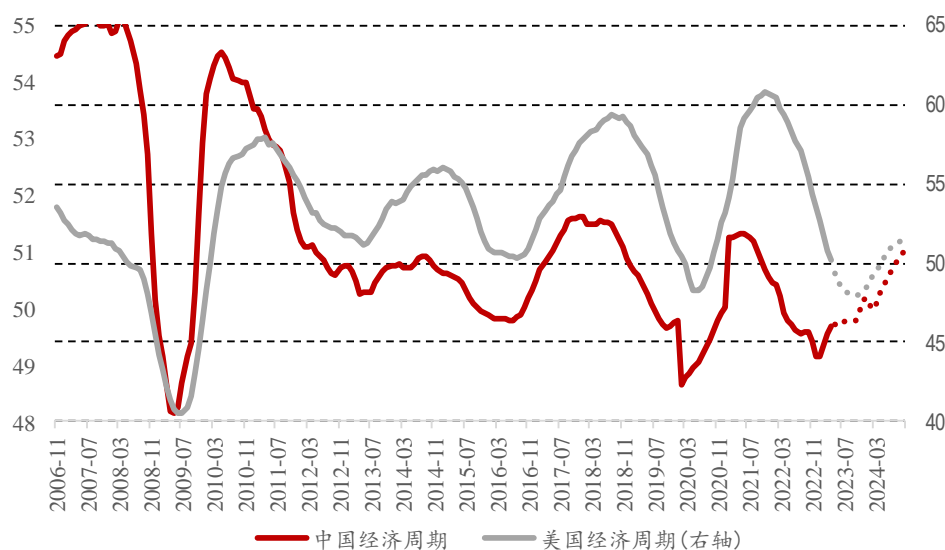
资料来源: 万得, 中银证券, 注: 时间截至 23 年 7 月 21 日 收盘价; 国债收益率和信用债利差 BP 变动中, 正值为收益率/利差下行, 负值为收益率/利差上行

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各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，我们预计近期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 年下半年形成，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，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；铜油短期震荡，趋势性反转或仍需等待；黄金短期震荡，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

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

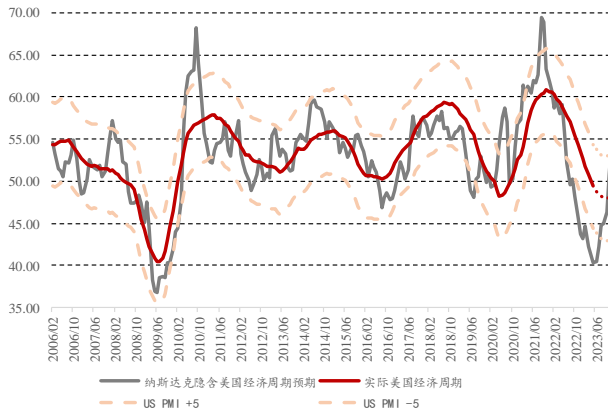
图表 8. 市场对大类资产价格的一致预期

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	29884	29885	0.0%								
标准普尔500指数	4536	4565	0.6%					4100	-9.6%	4894	7.9%
沪深300	3822	3837	0.4%							4960	29.8%
日经225指数	32304	32270	-0.1%							35169	8.9%
欧元区斯托克50价格指数	4391	4413	0.5%					4275	-2.7%	5078	15.6%
香港恒生指数	19075	19057	-0.1%							25995	36.3%
LME铜现货(\$)	8423	8444	0.3%	8800	4.5%	8598	2.1%				
ICE布伦特原油期货	81.07	81.07	0.0%	88	7.9%	90	11.0%				
国际金价	1962	2005	2.2%	1945	-0.9%	1976	0.7%				
2年期美国国债收益率	4.84			4.63	21	4.40	44				
10年期美国国债收益率	3.83			3.76	7	3.65	18				

资料来源：彭博，中银证券，*截至 23 年 7 月 21 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

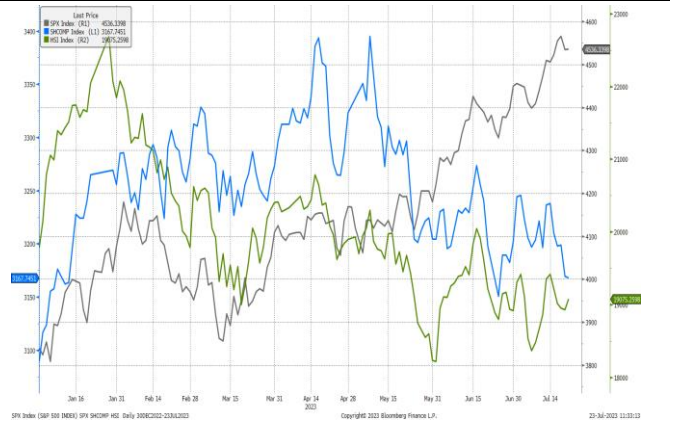
AH 股&美股：短期震荡，趋势性反转仍需等待。全球 Beta 来看，全球市场近期缺乏交易主线，这可能意味着 AH 股和美股股指短期难看到单边走势。而从不同股指的 Alpha 层面来看，短期而言，尽管我们注意到美股的涨势开始显现出扩散的迹象（从科技龙头拉升扩散至更广泛的股票市场普遍上涨），但是考虑到美国经济目前仍处于放缓趋势之中，我们对于这种扩散的可持续性仍然存疑。我们关注美股二季度财报是否将支持美股的普涨势头以及 AI 主题交易的延续。基于我们的“经济周期——大类资产价格”模型，我们认为目前纳斯达克指数对于经济预期的计价是较为乐观的。另一方面，在强力政策刺激以及经济持续强势修复的线索均较为匮乏的背景下，市场对于 AH 股的盈利预期短期可能难以显著上调。不过，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。近期更为积极的各类稳增长的政策信号也有助于削减 AH 股的下行风险。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. 纳斯达克隐含美国经济周期预期较为乐观



资料来源：万得，中银证券

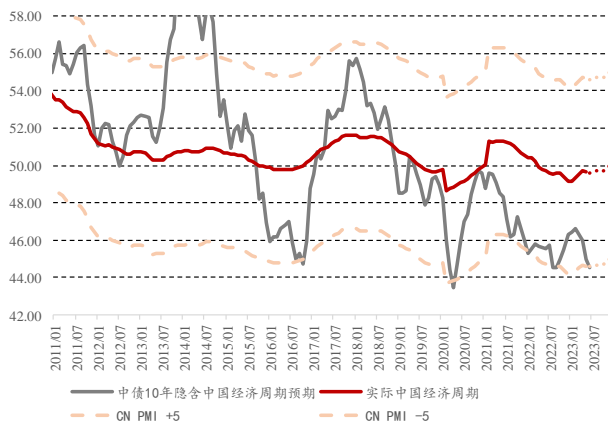
图表 10. 上证指数(蓝色线)，标普 500 (黑色线) 以及恒生指数 (绿色线)



资料来源：彭博，中银证券

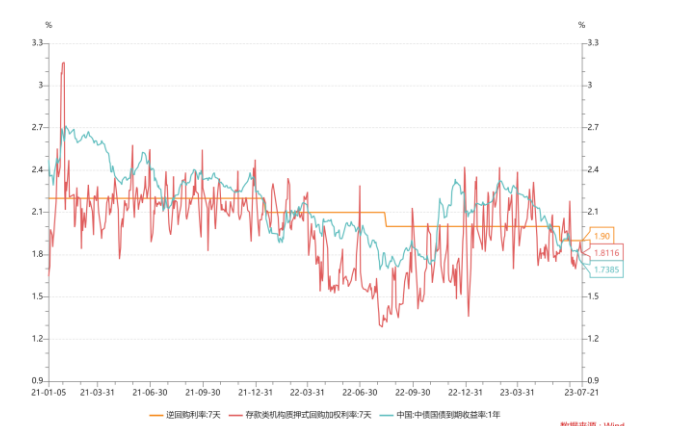
中债 10 年短期存在高估的风险，2023 年中后期存在上行风险。考虑到 1) 目前经济结构性问题可能会使得单一的货币政策放松的结果大打折扣 2) 近期关键经济会议对于货币政策的定调以及最新的央行官员表态，即便是在近期央行选择将政策利率调降 10 个基点之后，我们仍然认为央行持续采取结构性货币政策支持经济恢复的可能性高于总量层面持续快速放松的可能性。基于我们的“经济周期——大类资产价格”模型，我们认为目前中债 10 年收益率对于经济悲观预期的计价是非常充分的。综合考虑上述因素，我们认为中债 10 年收益率目前上行的风险或高于继续下行并大幅跌破前低 2.61% 的风险。中长期来看，随着我国经济逐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 年国债收益率隐含的中国经济周期预期较为悲观



资料来源：万得，中银证券

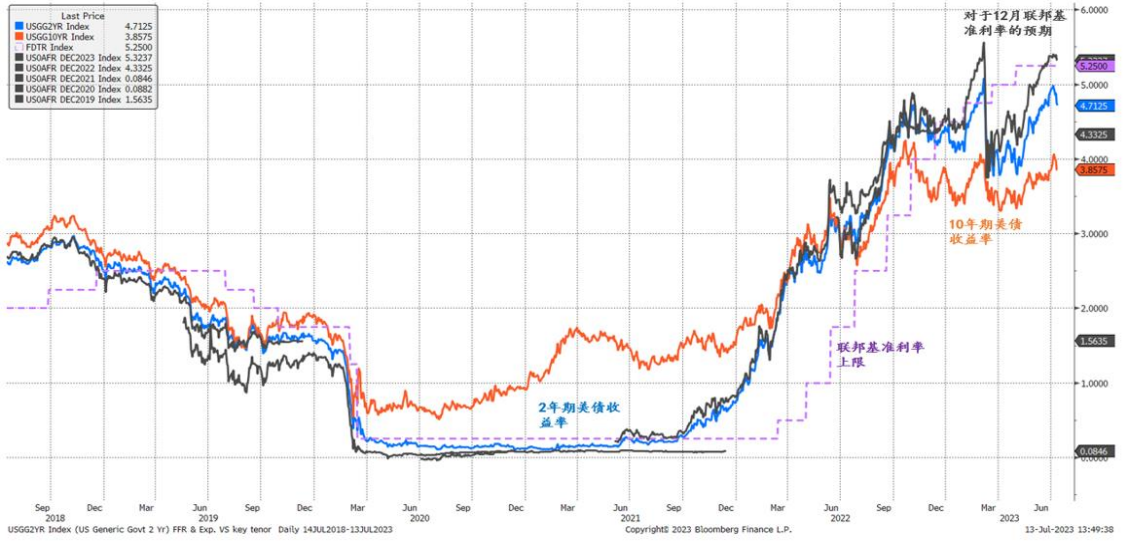
图表 12. DR007 (红色线)，7 天逆回购利率 (黄色线) 以及 1 年期国债收益率 (绿色线)



资料来源：万得，中银证券

短期来看，美债 10 年或高位横盘震荡；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，在通美联储加息接近终点以及金融风险持续收敛的背景下，美债 10 年或在高位横盘震荡。展望未来，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.短期来看，美债 10 年收益率进一步向上突破或将要求市场进一步提高美联储加息预期



资料来源：彭博，中银证券

图表 14.市场对于 7 月（绿色线）和 12 月（黑色线）联邦基准利率水平预期都已经接近金融风险前水平



资料来源：彭博，中银证券

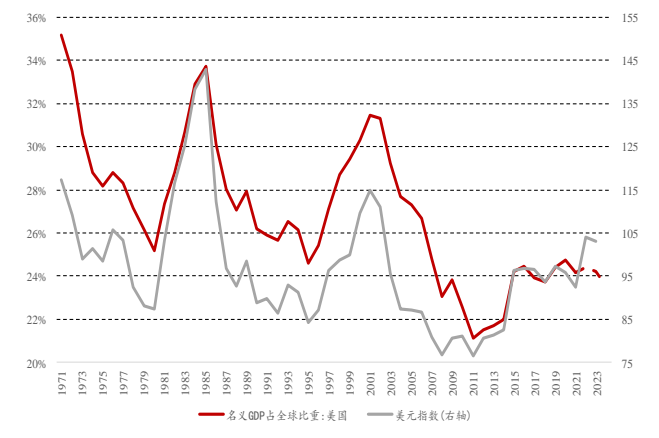
图表 15. 美债关键期限收益率近期高位震荡



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。在主要央行货币政策路径有所分化的背景下（欧美英货币政策继续紧缩，但节奏有所不同；日本央行仍维持宽松政策），短期来看，美元指数或仍将处于震荡区间。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 16.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

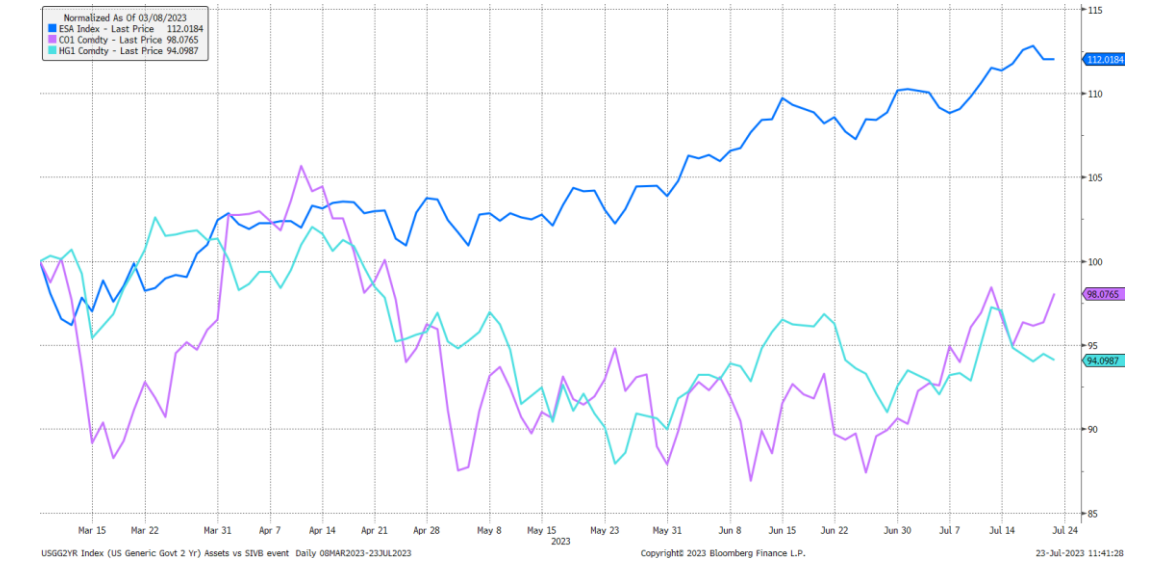
图表 17.本周 DXY 美元指数重返近期的 100-105 的震荡区间



资料来源：彭博，中银证券

铜油短期震荡，趋势性反转仍需等待。在近期的涨幅之后，我们之前对于铜油谨慎乐观的观点已经得到了兑现。正如前文所说，我们认为目前的宏观环境 BETA 并不能支持铜油的持续走高。另一方面，从 Alpha 角度看，据彭博统计，目前大宗商品分析师一致预期（中位数）是 2023 年 3 季度布伦特油价会在 88 美元(每桶)左右，LME 铜价均值则会在 8800 美元/吨左右。而目前约 80 美元左右的布油和 8700 美元左右的 LME 铜价均已经比较分析师的预期。我们因此认为短期来看，铜油应该处于震荡的行情。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。

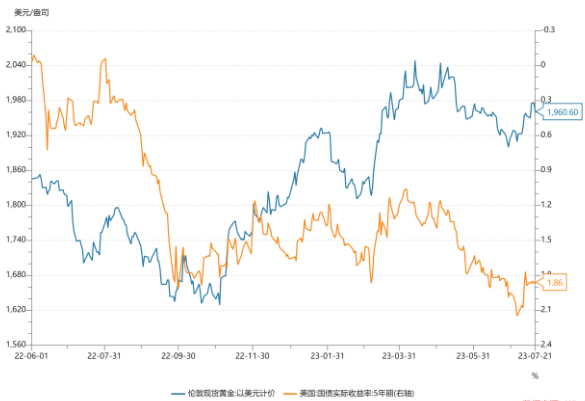
图表 18.布伦特油价（紫色线）以及 LME 铜价（绿色线）目前已经接近硅谷银行挤兑事件之前的水平，同标普 500（蓝色线）的涨幅差距有所缩小



资料来源：彭博，中银证券

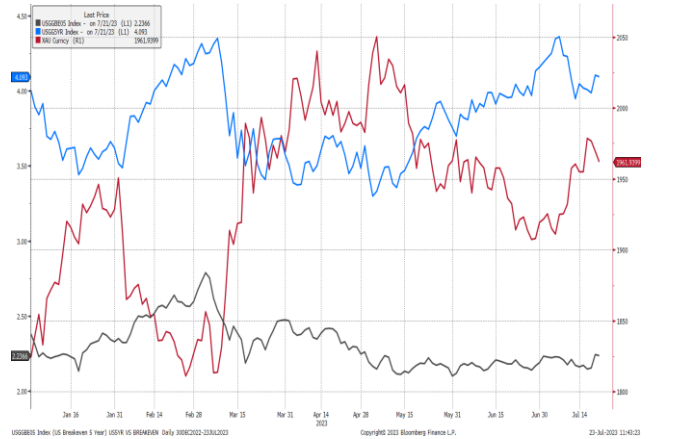
金价短期震荡；未来数月的走势可能取决于美国通胀和经济下行的相对速度。在各个大类资产中，我们观察到金价和美债对美国金融风险较为敏感。而我们认为金融风险仍存在反复的可能性，我们因此认为黄金仍有对冲风险的配置价值。但是从短期走势来看，由于我们认为美债名义利率和通胀预期短期或都将处于震荡态势，我们也因此认为金价短期也将处于震荡态势。另一方面，基于彭博统计，商品分析师的一致预期是2023年3季度伦敦金现可能交易在1950美元/盎司左右。而目前伦敦金现已经位于这一水平。展望未来，随着市场进入“衰退交易”之后，金价的走势则可能取决于美国通胀和经济下行的相对速度（以及美联储的政策应对）。在本轮“衰退交易”期间，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。

图表 19. 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 20. 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 2022 年 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。

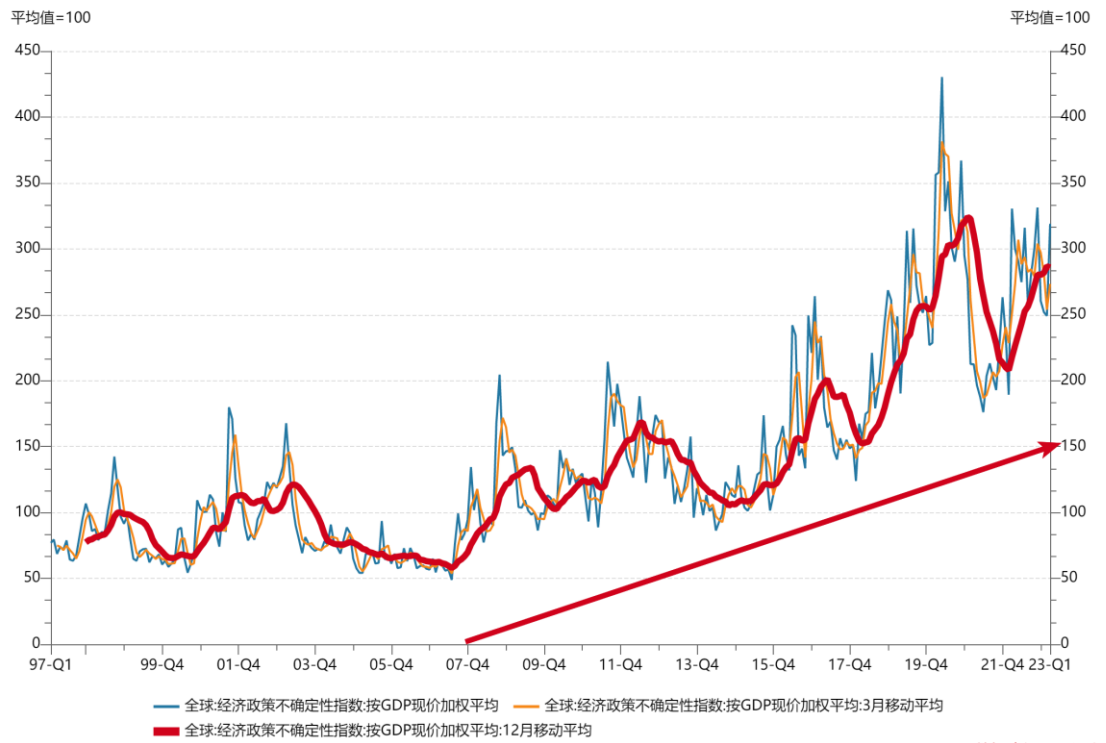
经济基本面和风险资产表现弱于我们的预期：1) “紧缩交易”延长。从宏观数据来看，更持久的“紧缩交易”可能意味着美国乃至全球经济陷入“滞胀”的时长超过预期。这一情况指向的宏观现象包括：美国通胀（尤其是同劳动力市场紧密相关的非房租服务业通胀）下行节奏显著弱于市场预期，甚至出现持续的反弹，美联储被迫在终点利率维持更长的时间甚至采取更为鹰派的紧缩路径。从交易层面来看，“紧缩交易”延长可能意味着更高的市场对于终点利率的预期，而类似于 2022 年 8 月和 9 月出现的“美元涨 & 其它所有资产普跌”可能会卷土重来，以显示市场计价更鹰派的美联储对于全球经济进一步的负面冲击。

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 21. 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