

大类资产交易周报

市场盘整歇息

圣诞休假季临近，经济数据增量信息有限，本周市场盘整歇息。

- 美国房地产数据好坏参半，就业市场韧性依旧，PCE 超预期回落；日本通胀回落，央行按兵不动；全球市场本周整体盘整震荡。
- 中国在岸主要资产：股票仍然较弱，商品和债市走强。
- 我们预计短期市场将持续围绕美国通胀走势的预期变动进行交易，市场可能会在普涨（“软着陆交易”）和普跌（“紧缩交易”）中来回切换，各类资产价格也可能因此处于宽幅震荡的局面。中长期来看，随着全球经济周期触底回升的迹象愈发明显，全球风险资产可能会在波折中逐渐重回上行的趋势。
- 我们的大类资产趋势观点是：AH股&美股短期震荡，趋势性反转仍需等待。中债10年短期震荡，之后能否进一步下行或主要取决于货币政策宽松力度；2024年存在上行风险。短期来看，美债10年短期或仍有下行空间；未来数月走势将取决于通胀和劳动力市场数据。美元指数短期仍有下行空间；2024年或呈现震荡格局。铜油短期震荡，趋势性反转仍需等待。金价短期仍有上行空间，更长期的走势可能取决于美国通胀和美联储的指引。
- 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.....	8
风险提示.....	13

图表目录

图表 1. 本周主要经济体关键经济数据	4
图表 2. 美国(灰色)、日本(紫色)、欧元区(橘色)、英国(绿色)和中国(蓝色)的 CPI 同比走势	5
图表 3. 全球主要金融资产指标价格变动	5
图表 4. 全球风险类资产价格 5 日表现排序	6
图表 5. 全球避险类资产价格 5 日表现排序:美元&黄金	6
图表 6. 债券类资产 5 日表现排序 (收益率变动,bp)	6
图表 7. 中国主要金融资产指标.....	7
图表 8.中美经济周期: 实际值 & 预测趋势	8
图表 9.大类资产观点.....	9
图表 10.纳斯达克隐含美国经济周期预期较为乐观.....	9
图表 11.纳斯达克指数 PE(绿色线)和 PS(棕色线).....	9
图表 12. 中国 10 年国债收益率 vs 1 年期 MLF	10
图表 13.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)	10
图表 14.美债 10 年收益率本周回落至 3.9%	10
图表 15.美债关键期限收益率中长端本周进一步回落.....	10
图表 16.美国全球经济占比在 2024 年可能出现小幅回落,这会使得美元指数在 2024 年的表现承压.....	11
图表 17.美元指数 (灰色线) VS 市场对于美联储和欧央行的 2024 年 6 月政策利率水平预期差 (红色线)	11
图表 18. LME 铜自 5 月以来持续在 7900-8800 美元/吨的区间震荡	11
图表 19.布伦特油价重回 72-88 美元/桶的震荡区间	11
图表 20. 金价 VS 美债 5 年实际利率滚动 20 日关联度.....	12
图表 21. 金价 VS 美债 5 年实际利率(右轴逆序)走势	12
图表 22. 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

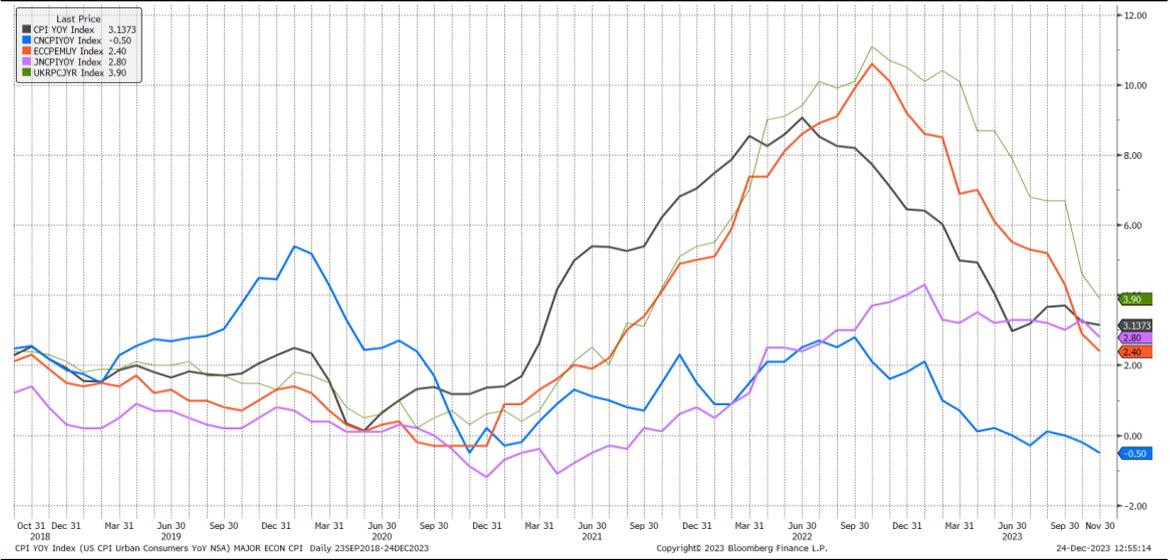
美国房地产数据好坏参半，就业市场韧性依旧，PCE 超预期回落；日本通胀回落，央行按兵不动；全球市场本周整体盘整震荡。本周美国公布的 11 月房地产数据显示新屋开工有所回升，二手房销售小幅回暖，但新房销售进一步回落；周度的初次和持续申领失业救济人数同前值大致持平，且均低于市场预期，显示美国劳动力市场韧性依旧。11 月 PCE 和核心 PCE 同比增速分别为 2.6% 和 3.2%，均低于前值和市场预期。欧元区 11 月核心 CPI 和 CPI 同比增速的终值分别为 3.6% 和 2.4%，同初值一致。日本 11 月全国 CPI（除生鲜食品）同比增速为 2.5%，较 10 月的 2.9% 同比增速进一步回落，且同市场预期一致。本周数据显示主要经济体通胀压力在 11 月进一步降低。经济数据之外，本周日本央行选择“按兵不动”并维持对未来政策调整非常谨慎的态度。红海航运冲击仍在发展中，但尚未对全球市场和经济造成显著影响。在上述经济和市场背景下，全球市场本周整体呈现出震荡横盘的局面，港股则在本周五的游戏监管新规的冲击下出现较大跌幅。具体来看，我们追踪的全球主要股指，除了港股本周跌幅超过 2% 之外，其余股指涨跌幅均在正负 2% 以内。大宗商品中，铜价大致收平，能源类的纽交所天然气和原油本周则分别大涨约 5% 和 3%，小麦则下跌约 2%。避险资产中，美元指数和国际金价分别录得约 1% 的跌幅和约 2% 的涨幅。固收类资产中，美国、德国和中国的 10 年期国债收益率本周均录得小幅下行，分别下行 2 个、4 个和 2 个基点；全球投资级和高收益债券收益率本周分别收窄 1 个和 3 个基点。我们预计短期市场将持续围绕美国通胀走势的预期变动进行交易，市场可能会在普涨（“软着陆交易”）和普跌（“紧缩交易”）中来回切换，各类资产价格也可能因此处于宽幅震荡的局面。中长期来看，随着全球经济周期触底回升的迹象愈发明显，全球风险资产可能会在波折中逐渐重回上行的趋势。

图表 1. 本周主要经济体关键经济数据

经济体	日期时间	数据	反映时期	预期值	实际值	前值	修正
美国	12/19 21:30	新宅开工指数	11月	1360k	1560k	1372k	1359k
	12/19 21:30	建筑许可	11月	1465k	1460k	1487k	1498k
	12/20 05:00	长期净TIC流量	0c修正	--	\$3.3b	-\$1.7b	\$0.9b
	12/20 05:00	净TIC流量总计	0c修正	--	-\$83.8b	-\$67.4b	-\$64.8b
	12/20 20:00	周度MBA抵押贷款申请指数环比	12月 15日	--	-1.5%	7.4%	--
	12/20 21:30	经常项目余额	3Q	-\$196.0b	-\$200.3b	-\$212.1b	-\$216.8b
	12/20 23:00	二手房销量年率	11月	3.78m	3.82m	3.79m	--
	12/20 23:00	世界大型企业研究会消费者信心指数	12月	104.5	110.7	102	101
	12/21 21:30	GDP环比折合年率	3Q 修正	5.2%	4.9%	5.2%	--
	12/21 21:30	个人消费	3Q 修正	3.6%	3.1%	3.6%	--
	12/21 21:30	GDP价格指数	3Q 修正	3.6%	3.3%	3.6%	--
	12/21 21:30	核心PCE价格指数季环比	3Q 修正	2.3%	2.0%	2.3%	--
	12/21 21:30	周度首次申领失业救济人数	12月 16日	215k	205k	202k	203k
	12/21 21:30	持续领取失业救济人数	12月 9日	1880k	1865k	1876k	1866k
	12/21 21:30	费城联储企业前景	12月	-3	-10.5	-5.9	--
	12/21 23:00	世界大型企业研究会领先指数环比	11月	-0.5%	-0.5%	-0.8%	-1.0%
	12/22 21:30	个人收入环比	11月	0.4%	0.4%	0.2%	--
	12/22 21:30	个人支出环比	11月	0.3%	0.2%	0.2%	--
	12/22 21:30	耐用品订单环比	11月 初值	2.3%	5.40%	-5.4%	--
	12/22 21:30	耐用消费品(除运输类)	11月 初值	0.1%	0.50%	0.0%	--
	12/22 21:30	个人消费支出指数 同比	11月	2.8%	2.6%	3.0%	2.9%
	12/22 21:30	个人核心消费支出指数 环比	11月	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%
12/22 21:30	个人核心消费支出指数 同比	11月	3.3%	3.2%	3.5%	3.4%	
12/22 23:00	新建住宅销量年率	11月	690k	590k	679k	--	
12/22 23:00	密歇根大学消费者信心指数	12月 终值	69.4	69.7	69.4	--	
欧元区	12/19 18:00	CPI 同比	11月 终值	2.4%	2.4%	2.4%	--
	12/19 18:00	CPI 月环比	11月 终值	-0.5%	-0.6%	-0.5%	--
	12/19 18:00	核心CPI同比	11月 终值	3.6%	3.6%	3.6%	--
	12/20 23:00	消费者信心指数	12月 初值	-16.3	-15.1	-16.9	--
日本	12/19 10:49	日本央行政策利率余额利率	12月 19日	-0.100%	-0.100%	-0.100%	--
	12/19 10:49	日本央行10年期收益率目标	12月 19日	0.000%	0.000%	0.000%	--
	12/20 07:50	贸易余额	11月	-¥1000.1b	-¥776.9b	-¥662.5b	-¥661.0b
	12/22 07:30	国民消费物价指数同比	11月	2.8%	2.8%	3.3%	--
	12/22 07:30	全国CPI（除生鲜食品）同比	11月	2.5%	2.5%	2.9%	--

资料来源：彭博，中银证券

图表 2. 美国(灰色)、日本(紫色)、欧元区(橘色)、英国(绿色)和中国(蓝色)的 CPI 同比走势



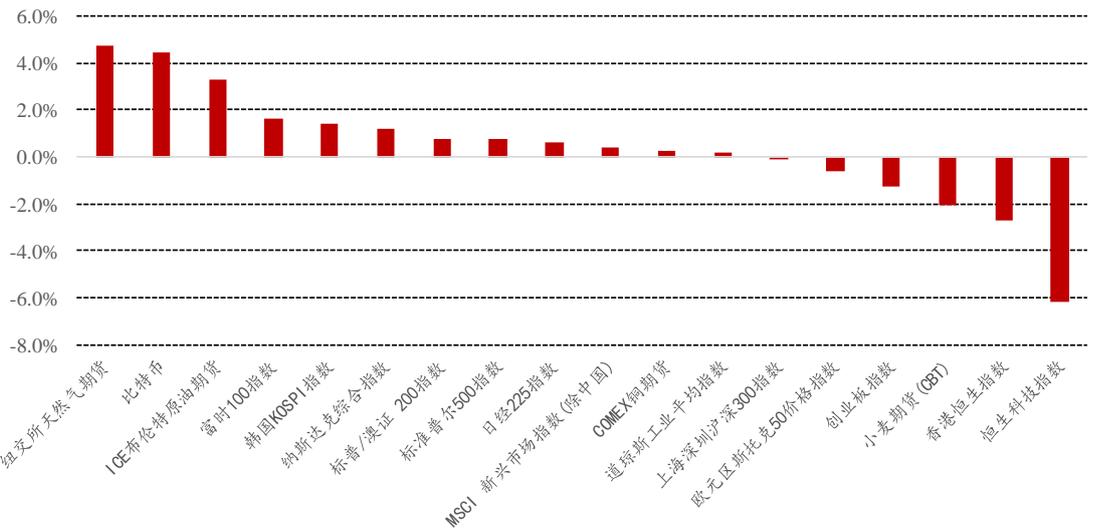
资料来源: 万得, 中银证券

图表 3. 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	43747	-0.6%	4.5%	16.3%	164.5%
标准普尔500指数	4755	0.2%	0.8%	4.3%	23.8%
道琼斯工业平均指数	37386	0.0%	0.2%	6.0%	12.8%
纳斯达克综合指数	14993	0.2%	1.2%	5.1%	43.2%
日经225指数	33169	0.1%	0.6%	-0.8%	27.1%
COMEX铜期货	390	-0.3%	0.3%	3.5%	2.2%
上海深圳沪深300指数	3337	0.2%	-0.1%	-5.8%	-13.8%
标普/澳证 200指数	7502	0.0%	0.8%	6.1%	6.6%
MSCI 新兴市场指数(除中国)	1282	0.4%	0.4%	4.9%	16.9%
创业板指数	1826	-0.4%	-1.2%	-6.4%	-22.2%
韩国KOSPI指数	2600	0.0%	1.4%	3.5%	16.2%
欧元区斯托克50价格指数	4521	-0.1%	-0.6%	3.9%	19.2%
恒生科技指数	3548	-4.4%	-6.2%	-12.0%	-14.1%
香港恒生指数	16340	-1.7%	-2.7%	-7.9%	-17.4%
富时100指数	7698	0.0%	1.6%	3.1%	3.3%
全球高收益债利差	4.2%	3.0	7	50	122
全球投资级企业债利差	1.2%	1.0	0	11	31
小麦期货(CBT)	616	0.6%	-2.1%	10.9%	-22.2%
ICE布伦特原油期货	79	-0.4%	3.3%	-3.5%	-8.0%
纽交所天然气期货	2.61	1.5%	4.8%	-9.9%	-41.7%
美元兑日元	142.41	0.2%	0.2%	-4.8%	8.6%
美元兑英镑	0.7874	-0.1%	-0.2%	-1.6%	-4.9%
美元兑离岸人民币	7.1544	0.2%	0.3%	-0.1%	3.4%
金价	2053	0.3%	1.7%	3.2%	12.6%
美元兑欧元	0.9080	0.0%	-1.1%	-1.1%	-2.8%
美元指数即期汇率	101.7	-0.1%	-0.8%	-2.1%	-1.8%
避险资产					
10年期德国国债收益率	1.98%	-2	4	58	59
10年期美国国债收益率	3.90%	-1	2	51	-2
10年期中国国债收益率	2.62%	0	2	7	22

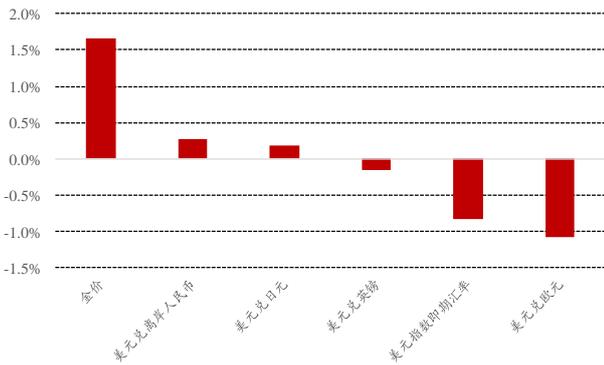
资料来源: 彭博, 中银证券, 注: 截至23年12月22日收盘价 资产排序按照“风险程度”从高至低排列; 风险程度基于资产2017年以来同MSCI全球股票指数的关联度; 债券收益率和利差的BP变动中, 正值为收益率下行/利差缩小, 负值为收益率上行/利差扩大

图表 4. 全球风险类资产价格 5 日表现排序



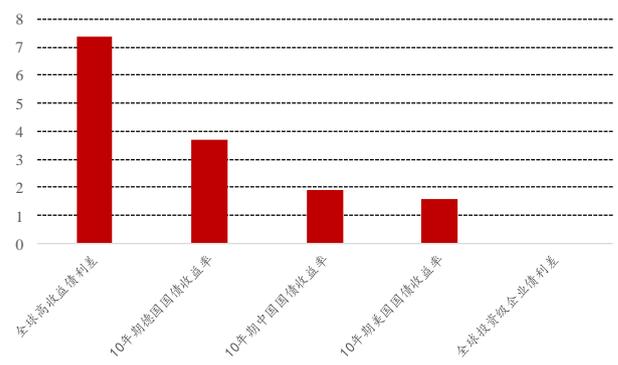
资料来源：彭博，中银证券，注：截至23年12月22日收盘价

图表 5. 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12月22日收盘价

图表 6. 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12月22日收盘价，收益率变动正值即为下降，意味着资产价格走高，反之亦然

中国在岸主要资产：股票仍然较弱，商品和债市走强。受周五游戏监管政策调整冲击，本周 A 股市场主要指数仍然收跌，而在大行再次调降存款利率的背景下，债市本周继续走强。具体来看，除上证 50 外，我们追踪的股指本周均录得下跌；南华商品指数本周收涨约 2%，除农产品外的细分指数均录得上涨。汇率方面，在美元走强的背景下，本周在岸人民币对美元重新走弱至约 7.14，而人民币一篮子指数则大致收平。固收资产方面，本周 1 年期和 10 年期国债收益率分别小幅下行约 6 个和 4 个基点。1 年期信用利差收窄约 1 个基点。

图表 7. 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	2.59%	0.2	3.5	7.1	24.8
	中债国债到期收益率:1年	2.25%	2.7	5.5	-10.5	-15.6
	1Y AAA 信用利差	0.50%	-0.9	1.5	5.6	16.3
股票	上证综合指数	2915	-0.1%	-0.9%	-5.0%	-5.6%
	上证50指数	2271	0.4%	1.1%	-5.6%	-13.8%
	沪深300指数	3337	0.2%	-0.1%	-6.7%	-13.8%
	创业板指数	1826	-0.4%	-1.2%	-8.4%	-22.2%
	国证2000	7387	-1.5%	-3.7%	-8.0%	-3.8%
汇率	即期汇率:美元兑人民币	7.1393	-0.1%	0.6%	-0.5%	2.7%
	Wind人民币汇率预估指数	96.87	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.8%
商品	南华综合指数	2563	0.5%	2.0%	0.0%	7.7%
	南华能化指数	2005	0.7%	3.0%	-0.2%	5.7%
	南华工业品指数	4073	0.7%	2.5%	0.7%	4.7%
	南华农产品指数	1069	-0.3%	-0.8%	-5.6%	-4.8%
	南华金属指数	6710	0.5%	2.0%	1.5%	3.0%
	南华贵金属指数	809	0.5%	1.0%	3.0%	13.9%

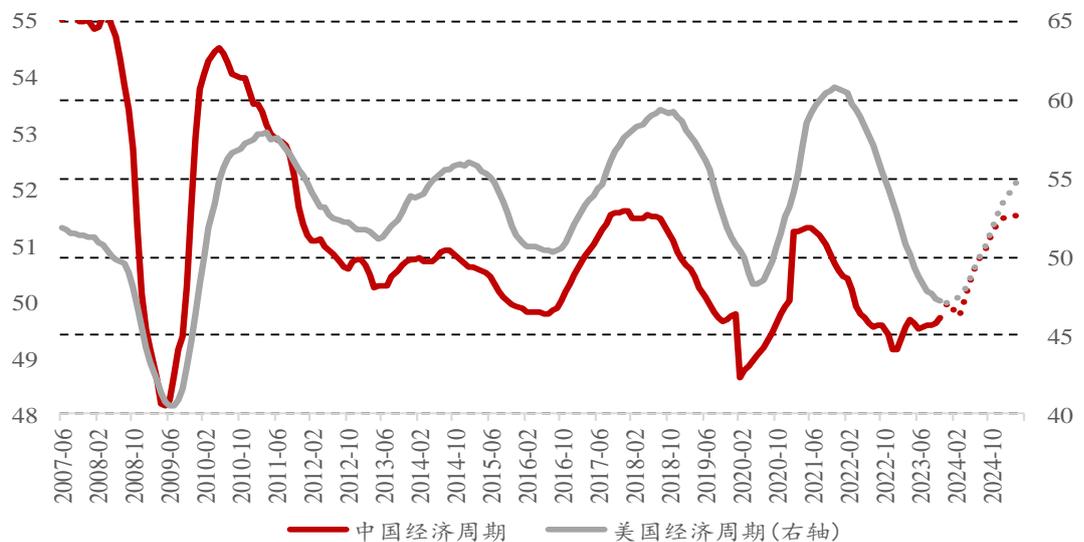
资料来源: 万得, 中银证券, 注: 时间截至23年12月22日收盘价; 国债收益率和信用债利差BP变动中, 正值为收益率/利差下行, 负值为收益率/利差上行

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 2024 年 1 季度左右共振反弹。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 2024 年 1 季度左右形成，并在之后开始共振上行。

图表 8.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》）

我们预计短期市场将持续围绕美国通胀走势的预期变动进行交易，市场可能会在普涨（“软着陆交易”）和普跌（“紧缩交易”）中来回切换，各类资产价格也可能因此处于宽幅震荡的局面。中长期来看，随着全球经济周期触底回升的迹象愈发明显，全球风险资产可能会在波折中逐渐重回上行的趋势。

我们的大类资产趋势观点是：AH 股&美股短期震荡，趋势性反转仍需等待。中债 10 年短期震荡，之后能否进一步下行或主要取决于货币政策宽松力度；2024 年存在上行风险。短期来看，美债 10 年短期或仍有下行空间；未来数月走势将取决于通胀和劳动力市场数据。美元指数短期仍有下行空间；2024 年或呈现震荡格局。铜油短期震荡，趋势性反转仍需等待。金价短期仍有上行空间，更长期的走势可能取决于美国通胀和美联储的指引。

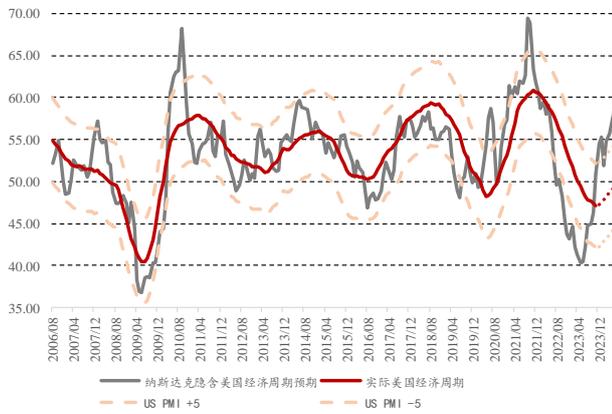
图表 9. 大类资产观点

大类资产配置 & 交易节奏		紧缩交易&软着陆交易						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

AH股&美股：短期震荡，趋势性反转仍需等待。全球Beta来看，在“紧缩交易”和“软着陆交易”的交替主导中，AH股和美股股指短期难看到顺畅的单边走势。就美股而言，尽管美股的盈利增速有望进一步修复，但是其昂贵的估值是我们认为其难以出现顺畅的趋势性上涨的主要原因：纳斯达克指数目前约4倍的PS和约36倍的PE仍然处于历史较高区间。并且我们的模型显示纳斯达克指数对于经济预期的计价仍然是偏乐观的。对于AH股来说，相较全球宏观Beta，其自身的Alpha目前则主要围绕支持性经济政策出台的强度、广度和效果来展开。短期来看，我们预计AH股仍将维持近期的震荡局面。展望未来，随着全球经济周期底部的迹象愈发显著，AH以及美股在经过一些调整和波折之后的更为顺畅的趋势性上行的空间会被逐步打开。

图表 10. 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

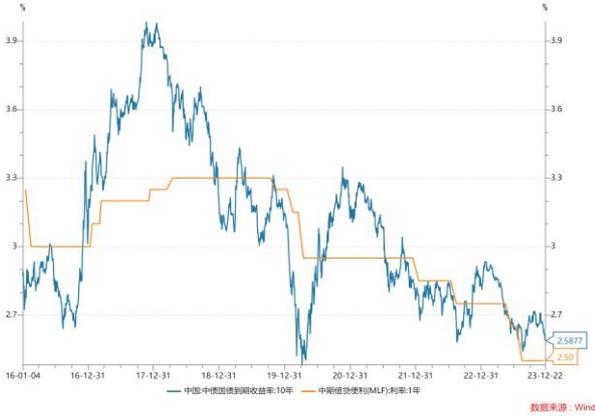
图表 11. 纳斯达克指数 PE(绿色线)和 PS(棕色线)



资料来源：彭博，中银证券

中债 10 年短期震荡，之后能否进一步下行或主要取决于货币政策宽松力度；2024 年存在上行风险。在经历了前期央行降息降准和近期的资金面波动之后，综合考虑了目前经济的基本面情况以及 10 年期国债收益率同 1 年期 MLF 之间的历史关联度，我们认为中债 10 年收益率短期将以在 2.6%-2.7% 左右的震荡行情为主。近期能否进一步下行将取决于货币政策进一步宽松的力度和持续时间。中长期来看，随着我国经济在未来数月逐渐重回较为顺畅的上行周期，中国 10 年期国债收益率上行风险也可能逐步加大。

图表 12. 中国 10 年国债收益率 vs 1 年期 MLF



资料来源：万得，中银证券

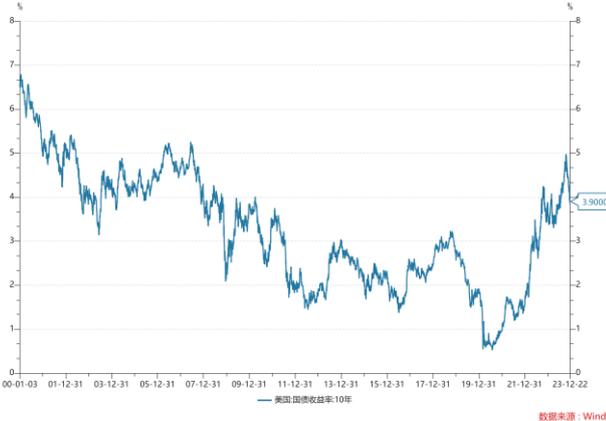
图表 13. DR007 (红色线), 7 天逆回购利率 (黄色线) 以及 1 年期国债收益率 (绿色线)



资料来源：万得，中银证券

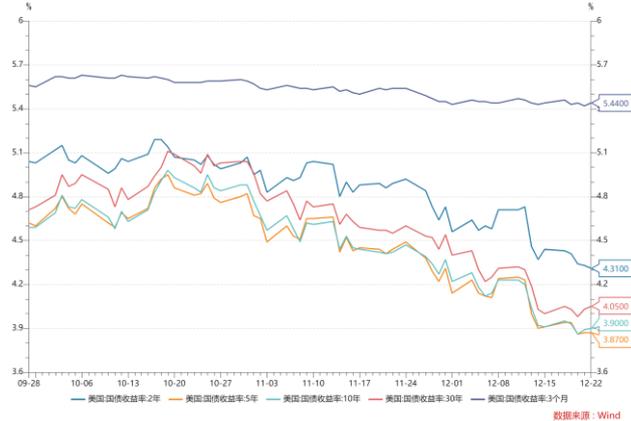
短期来看，美债 10 年收益率仍有下行可能性；未来数月走势将取决于通胀和劳动力市场数据。在美联储“鸽派”转向并为 2024 年降息打开大门的背景下，美债 10 年收益率短期仍有进一步下行的可能性。未来数月，我们预计美国劳动力市场仍会边际降温，通胀数据也将继续朝 3% 以下回落，但这一过程可能会出现波折。显著强于预期的数据仍可能使得通胀和政策紧缩担忧卷土重来，并重新推高美债中长端收益率。中长期来看，美债长端收益率的“合理”水平将取决于美国经济活动能否适应显著高于疫情前的货币政策利率水平。

图表 14. 美债 10 年收益率本周回落至 3.9%



资料来源：万得，中银证券

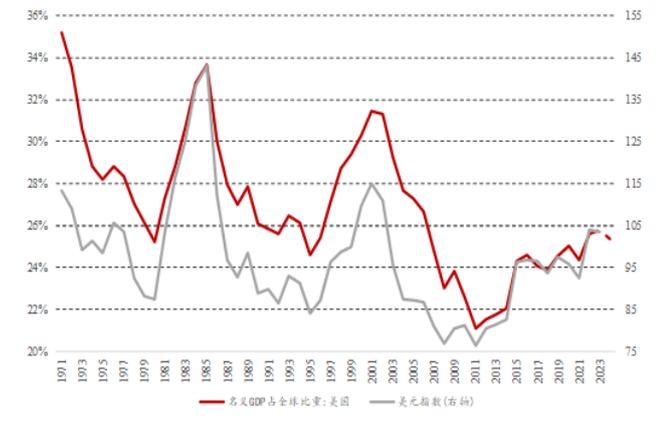
图表 15. 美债关键期限收益率中长端本周进一步回落



资料来源：万得，中银证券

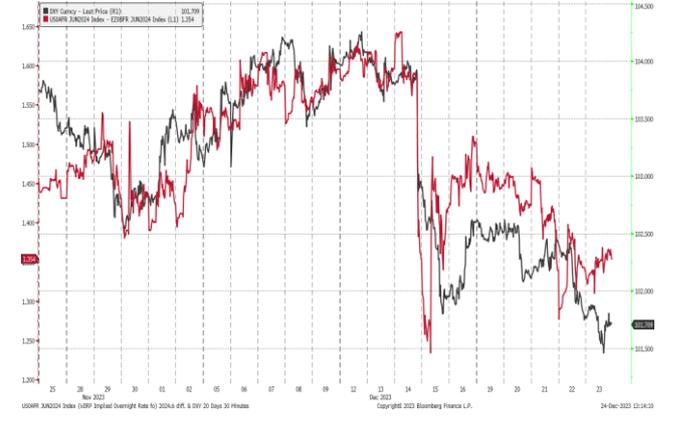
美元指数短期仍有进一步回落的可能性；2024 年或呈现震荡格局。短期来看，尽管美联储已经转向鸽派，但欧央行和英国央行仍然维持了“讨论降息为时尚早”的态度。这使得美元短期可能仍有进一步回落的可能性。不过，类似于我们对于美国中长端收益率的看法，我们也认为显著强于预期的美国通胀和就业数据将带来美元的快速反弹。中长期来看，基于市场的一致预期和我们的计算，我们预计美国的名义 GDP 占全球的比重在 2024 年可能会略有下滑，我们因此认为 2024 年美元指数可能会维持一个震荡格局。

图表 16.美国全球经济占比在 2024 年可能出现小幅回落,这会使得美元指数在 2024 年的表现承压



资料来源: 彭博, 中银证券

图表 17.美元指数 (灰色线) VS 市场对于美联储和欧央行的 2024 年 6 月政策利率水平预期差 (红色线)



资料来源: 万得, 中银证券

铜油短期震荡, 趋势性反转仍需等待。我们认为目前的宏观环境 BETA(“紧缩交易”和“软着陆交易”)并不能支持铜油的单边走势。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 4 季度布伦特油价会在 90 美元(每桶)左右, LME 铜价均值则会在 8500 美元/吨左右。而目前约 79 美元左右的布油和 8600 美元左右的 LME 铜价尚未显著偏离上述预期。我们因此认为短期来看, 铜油应该处于震荡的行情。更长远一点来看, 铜油价格可能重回趋势性上涨需要等待全球经济周期重回上行。

图表 18. LME 铜自 5 月以来持续在 7900-8800 美元/吨的区间震荡



资料来源: 彭博, 中银证券

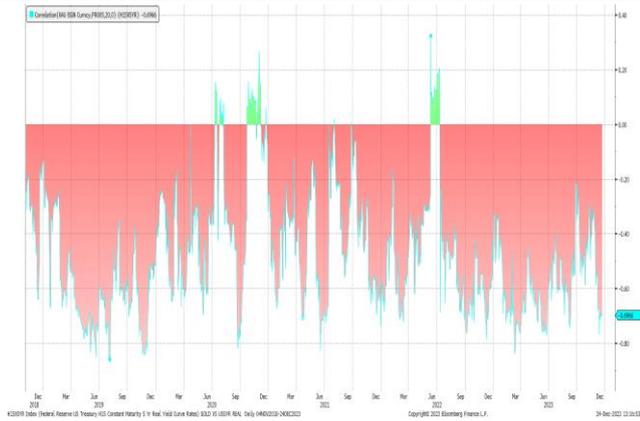
图表 19.布伦特油价重回 72-88 美元/桶的震荡区间



资料来源: 彭博, 中银证券

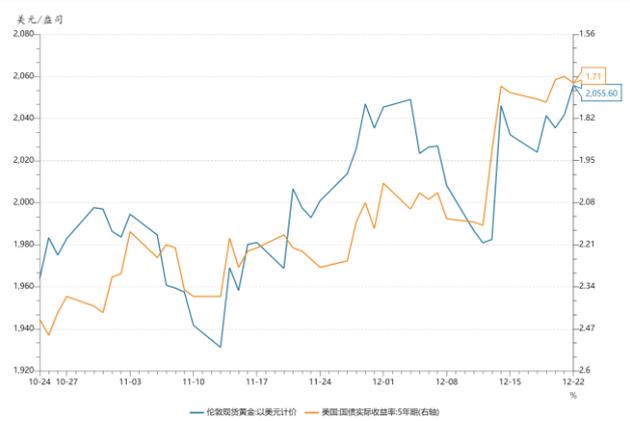
黄金同实际利率负关联度重新上升, 短期美债收益率和美元走弱支撑黄金上涨空间; 金价更长期的走势将取决于美国通胀的下行速度和美联储的指引。10 月份, 中东的地缘冲突削弱了金价同实际利率的负关联度, 并增加金价短期的不确定性。但随着该地缘冲突事件外溢的风险有所降温, 黄金同实际利率的负关联度重新上升。短期来看, 正如前文所述, 由于我们认为美债收益率和美元短期仍有下行风险, 因此如果二者进一步走弱, 金价也可能随之短期走强(假设通胀预期不发生显著变化)。而从更长一点的角度来看, 金价的走势则可能取决于美国通胀和美联储的指引。

图表 20. 金价 VS 美债 5 年实际利率滚动 20 日关联度



资料来源：彭博，中银证券

图表 21. 金价 VS 美债 5 年实际利率(右轴逆序)走势



资料来源：万得，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 22. 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



数据来源: Wind

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予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。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