

大类资产交易 2023 年展望

前途是光明的 道路是曲折的

从“紧缩交易”到“衰退交易”再到“复苏交易”。

- 近期主导市场的“紧缩交易”显示出式微的迹象。“紧缩交易”以美联储紧缩路径预期为核心的交易逻辑，以美元指数同其它资产强负相关性为显著的交易特征。“紧缩交易”仍然近期仍然是市场的主导，但步入尾声的迹象似乎已经开始显现。
- “紧缩交易”之后，“衰退交易”和“复苏交易”或将先后主导市场。全球经济面临下行压力是当下以及未来一段时间最大的确定的宏观因素；中美经济周期有望于 2023 年 2-4 季度反弹。随着全球经济下行压力愈发显著，“衰退交易”可能成为新的市场交易主题；目前市场可能尚未对经济下行压力进行足够充分的计价。外需下行压力抬高内需的重要性，我们预计中国支持性政策有望持续出台并推升中国风险资产的相对表现；我们关注疫情发展对于经济活动影响的深度和持续时间。“复苏交易”有望于 2023 年上半年逐渐取代“衰退交易”并持续至 2023 年结束，但复苏的斜率仍有诸多不确定性。
- 11 月以来我们推荐的策略是：持有一定仓位的风险资产可能是目前“进可攻，退可守”的选择；AH 股相对表现或优于美股；看多美元类固收产品的确定性和性价比可能较好。
- 我们的大类资产观点是：A 股短期震荡，中长期配置机会显现。美股短期震荡，但 2023 年上半年可能会迎来转机。港股短期持续上行压力较大，趋势性反转可能出现在 2023 年上半年。中债 10 年收益率短期震荡，2023 年中后期存在上行风险。美债 10 年收益率短期进一步快速下行可能性不大，但未来数月可能随着经济下行压力凸显而开始新一轮下行。美元指数回落后短期进一步快速下行可能性不大，但未来数月的走势可能取决于全球经济下行的程度。铜油短期可能整体呈现震荡行情，且存在下行风险；2023 年年中左右可能会迎来转机。黄金短期可能整体呈现震荡行情，未来数月的走势或将取决于通胀预期变动和美联储的货币政策路径引导。
- 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

《大类资产交易周报：全球“紧缩交易”暂时缓解》20221113

《大类资产交易周报：全球资产普涨行情降温》20221119

《大类资产交易周报：全球资产小幅回暖》20221204

《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》20221208

《大类资产交易深度报告：经济周期的经验观察和初步分析》20221216

《新利率周期的开启》20221216

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：大类资产配置

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

1 2023 年的大类资产交易主题：从“紧缩交易”到“衰退交易”再到“复苏交易”	5
1.1 近期主导市场的“紧缩交易”显示出式微的迹象.....	5
1.2 “紧缩交易”之后，“衰退交易”和“复苏交易”或将先后主导市场	7
1.3 风险提示和分析	10
2 大类资产观点.....	12
2.1 大类资产整体策略.....	12
2.2 大类资产观点.....	12

图表目录

图表 1. 主要金融资产价格趋势性变动：红框部分显示美元指数的涨跌同其它资产价格变动相反	5
图表 2. 美元指数 VS 标普 500 的 120 日滚动关联度	6
图表 3. 美元指数 VS 布伦特油价的 120 日滚动关联度	6
图表 4. 美元指数 VS 美债 10 年收益率的 120 日滚动关联度	6
图表 5. 美元指数 VS 沪深 300 的 120 日滚动关联度	6
图表 6. “紧缩交易”的不同阶段资产价格呈现出不同的变动特征	7
图表 7. 全球主要经济体经济周期走势	7
图表 8. 中美经济周期走势	7
图表 9. 典型的“衰退交易”所经历的阶段和资产价格变动特征：以 2008 年金融危机为例	8
图表 10. 分析师对于美股盈利的增速目前似乎仍比较乐观	9
图表 11. 出口下行给工业企业利润带来下行压力	9
图表 12. 我们预计中美经济周期将于 2023 年 2-4 季度反弹；全球风险资产有望提前 6 个月左右见底	10
图表 13. 工业品代表的铜价领先中国经济周期约 3 个月	10
图表 14. 股票代表纳斯达克指数领先美国经济周期约 6 个月	10
图表 15. 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	11
图表 16. 工业企业利润增速 VS 出口增速	13
图表 17. 标普 500 VS 上证综指	13
图表 18. 美联储净流动性提供 VS 标普 500	14
图表 19. 美股盈利 VS 美国经济周期	14
图表 20. 港股估值性价比仍高	14
图表 21. 恒生指数（红色线），标普 500（灰色线）以及上证指数（蓝色线）走势图	14
图表 22. 中国 10 年国债收益率 VS 中国经济周期	15
图表 23. DR007 中枢有所上行	15
图表 24. 美国联邦基准利率 VS 美债 10 年收益率	15
图表 25. 美债 10 年收益率（红色线）VS 市场对于 2023 年 6 月（绿色线）联邦基准利率预期	15
图表 26. 美德实际利差领先美元指数约 3 个月	16
图表 27. 美元指数 VS 中德经济不确定性指数	16

图表 28. 中国经济周期 VS LME 铜价 YOY	16
图表 29. 中国经济周期 VS 布伦特油价 YOY.....	16
图表 30. 金价 VS 美债 5 年实际利率.....	17
图表 31. 美国 5 年通胀预期近期持续回落并可能在衰退期间进一步快速下行	17

1 2023 年的大类资产交易主题：从“紧缩交易”到“衰退交易”再到“复苏交易”

1.1 近期主导市场的“紧缩交易”显示出式微的迹象

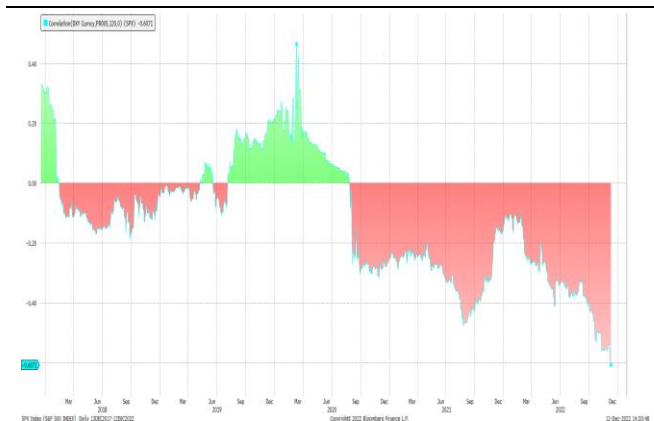
“紧缩交易”以美联储紧缩路径预期为核心的交易逻辑，以美元指数同其它资产强负相关性为显著的交易特征。在过去的数月当中，我们观察到在我们所跟踪的全球主要资产中，其价格变动呈现出一种并不常见的特征：美元指数同其它几乎所有大类资产价格的变动呈现出较强的负相关性，而传统风险资产和避险资产的负相关性消失了（股债同跌同涨），同时不同资产类别自身的 Alpha 因素的影响力似乎也让位于全球宏观的 Beta 因素。基于我们对于市场价格变动，全球宏观因素以及市场讨论的观察，我们认为上述大类资产价格变动特征反映的是市场对于美联储紧缩路径的预期（目前主要是指对加息节奏的预期，之后缩表可能会获得更大的市场关注）。鉴于市场的用语习惯，我们把上述以美联储紧缩路径的预期为核心交易逻辑，以美元指数同其它资产强负相关性为显著的交易特征，称为“紧缩交易”（Fed Tightening Trade）。

图表 1. 主要金融资产价格趋势性变动：红框部分显示美元指数的涨跌同其它资产价格变动相反

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	今年以来价格变动	九月价格变动	十一月价格变动
风险资产	比特币	16838	-3.2%	-1.6%	1.9%	-63.7%	-3.2%	-16.5%
	标准普尔500指数	3852	-1.1%	-2.1%	-2.7%	-19.2%	-9.6%	5.8%
	道琼斯工业平均指数	32920	-0.8%	-1.7%	-1.9%	-9.4%	-9.3%	5.9%
	纳斯达克综合指数	10705	-1.0%	-2.7%	-4.3%	-31.6%	-10.3%	5.3%
	日经225指数	27527	-1.9%	-1.3%	-1.8%	-4.4%	-6.2%	1.0%
	COMEX铜期货	376	0.0%	-3.0%	-0.3%	-15.7%	-0.1%	7.4%
	上海深圳沪深300指数	3954	0.1%	-1.1%	3.1%	-20.0%	-5.9%	6.0%
	标普/澳证 200指数	7149	-0.8%	-0.9%	0.4%	-4.0%	-5.4%	4.4%
	MSCI新兴市场指数(除中国)	1097	-0.7%	-1.8%	-2.6%	-19.2%	-8.6%	8.3%
	创业板指数	2374	-1.1%	-1.9%	-1.2%	-28.6%	-9.7%	0.3%
	韩国KOSPI指数	2360	0.0%	-1.2%	-4.7%	-20.7%	-10.8%	5.9%
	欧元区斯托克50价格指数	3804	-0.8%	-3.5%	-2.0%	-11.5%	-4.0%	8.6%
	恒生科技指数	4149	0.3%	-5.0%	9.0%	-26.8%	-17.9%	23.5%
	香港恒生指数	19451	0.4%	-2.3%	6.5%	-16.9%	-12.1%	20.3%
	富时100指数	7332	-1.3%	-1.9%	-0.3%	-0.7%	-3.6%	5.4%
	小麦期货(CBT)	754	-0.5%	5.7%	-7.8%	-2.2%	18.8%	-14.5%
	ICE布伦特原油期货	79	-2.7%	3.9%	-14.9%	1.6%	-4.8%	-9.7%
	纽交所天然气期货	6.60	-5.3%	5.7%	6.5%	76.9%	-26.9%	21.3%
	美元兑日元	136.60	-0.9%	0.0%	-2.1%	18.7%	3.2%	-6.9%
	美元兑英镑	0.8232	0.2%	0.9%	-1.9%	11.4%	3.4%	-4.8%
	美元兑离岸人民币	6.9774	-0.2%	0.2%	-1.8%	9.8%	3.3%	-3.6%
	金价	1793	0.9%	-0.2%	1.1%	-2.0%	-2.2%	7.3%
	美元兑欧元	0.9446	0.4%	-0.4%	-1.8%	7.4%	1.5%	-5.1%
	全球高收益债利差	5.4%	-10.7	-7.2	13.6	-164.1	-59.1	35.2
	全球投资级企业债利差	1.5%	-1.0	1.0	13.0	-52.0	-15.0	25.0
	10年期德国国债收益率	2.15%	-6.9	-21.9	-15.6	-232.9	-54.7	20.1
	美元指数即期汇率	104.7	0.1%	-0.1%	-1.5%	9.4%	2.2%	-5.0%
避险资产	10年期美国国债收益率	3.48%	-3.6	9.6	20.8	-197.2	-57.5	43.7
	10年期中国国债收益率	2.91%	0.2	0.7	-7.7	-13.5	-11.9	-25.7

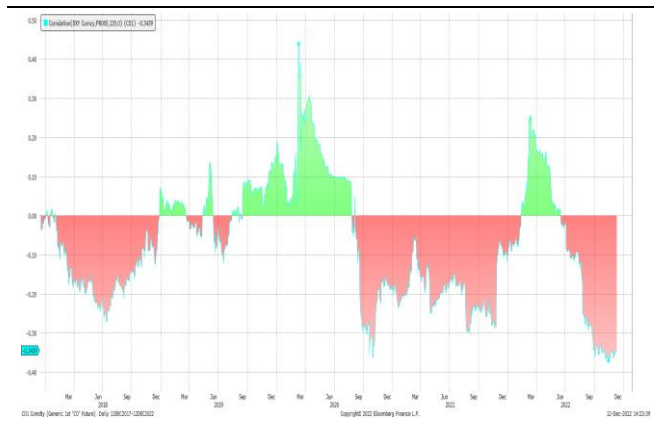
资料来源：彭博，中银证券；数据截至 2022 年 12 月 16 日收盘价

图表 2. 美元指数 VS 标普 500 的 120 日滚动关联度



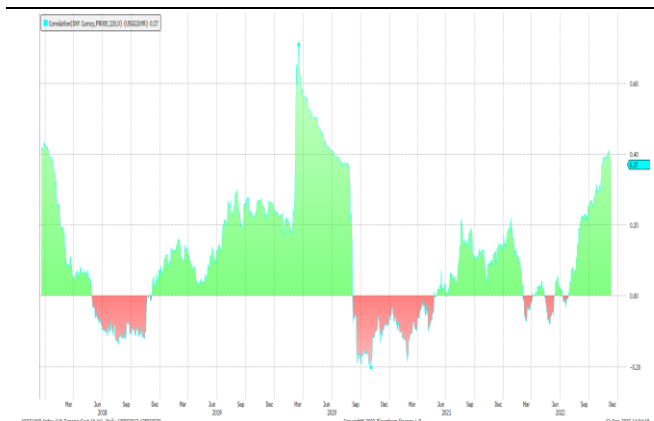
资料来源：彭博，中银证券；关联度以资产价格的百分比变动为基础；数据截至 2022 年 12 月 12 日

图表 3. 美元指数 VS 布伦特油价的 120 日滚动关联度



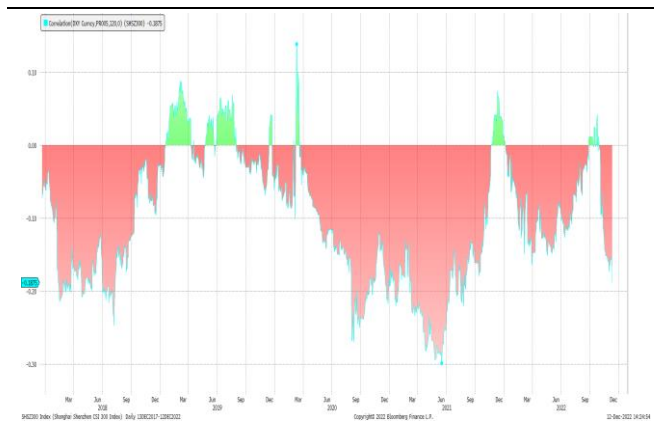
资料来源：彭博，中银证券；关联度以资产价格的百分比变动为基础；数据截至 2022 年 12 月 12 日

图表 4. 美元指数 VS 美债 10 年收益率的 120 日滚动关联度



资料来源：彭博，中银证券；关联度以资产价格的百分比变动为基础；数据截至 2022 年 12 月 12 日

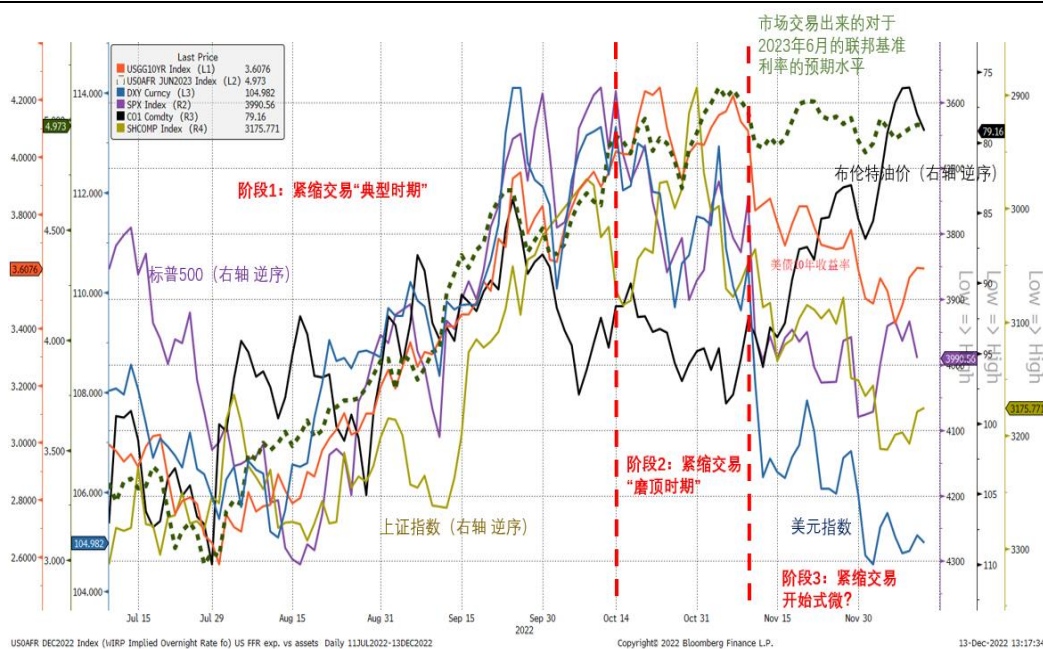
图表 5. 美元指数 VS 沪深 300 的 120 日滚动关联度



资料来源：彭博，中银证券；关联度以资产价格的百分比变动为基础；数据截至 2022 年 12 月 12 日

“紧缩交易”仍然近期仍然是市场的主导，但步入尾声的迹象似乎已经开始显现。近期市场（尤其是欧美市场）讨论和关注的重点之一仍然是美国的通胀和美联储未来的紧缩路径，并且在关键美国通胀和劳工数据公布，以及关键联储官员表态前后市场价格波动仍然比较大。这些信息都显示了“紧缩交易”目前可能仍然是市场的主导交易主题。但是另一方面，我们也注意到一些因素的边际变化似乎显示该交易主题可能已经步入尾声。首先，从交易逻辑上或者说宏观驱动因素来看，基于衍生品价格计算出来的联储终点利率目前已经交易至 5% 左右，我们认为这意味着市场可能已经比较充分地计价了 2023 年的美联储的紧缩路径。同时，尽管 12 月的 FOMC 点阵图显示联储官员预计 2023 年合适的美联储基准利率已经升至 5.1% 左右（略高于市场预期的 4.85%），但是目前联储官员尚未释放出强烈的引导市场进一步提高对终点利率水平预期的信号。（我们对于 2023 年美国经济，通胀和美联储加息路径的预期，请参见 2022 年 11 月 13 日的《大类资产交易周报：全球“紧缩交易”暂时缓解》报告中的专题讨论部分，在此不再赘述。）其次，从资产价格关联度来看，我们注意到资产价格关联度近期呈现出不同于过去一段时间的变动特征：美元指数同其它资产的关联度不再那么明显，同时大类资产价格在联储终点利率预期大致维持在 5% 左右的水平不变的情况下，仍然出现了显著的波动：美债收益率和美元出现了较快的下行，美股有所反弹但是同时同为风险资产的原油价格则出现了快速下跌。这样的价格变动似乎有了些某种程度上的“衰退交易”的意思。综上所述，不管是从“紧缩交易”的宏观驱动因素上（较为充分计价的紧缩路径预期）还是资产价格特征上（过去一段时间的资产价格关联度被打破），我们认为近期的新变动都指向了“紧缩交易”可能的式微。

图表 6.“紧缩交易”的不同阶段资产价格呈现出不同的变动特征

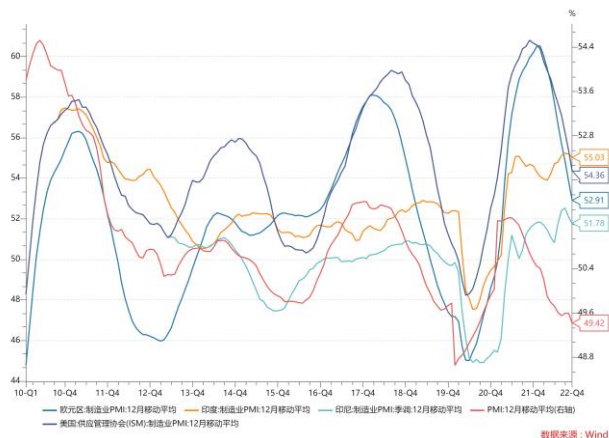


资料来源：彭博，中银证券；数据截至 2022 年 12 月 13 日收盘价

1.2 “紧缩交易”之后，“衰退交易”和“复苏交易”或将先后主导市场

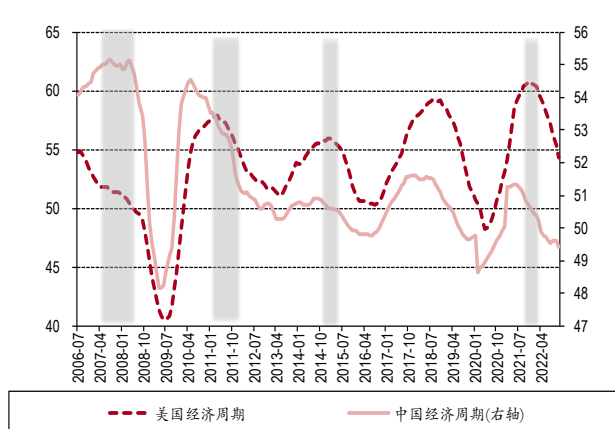
全球经济面临下行压力是当下以及未来一段时间最大的确定的宏观因素；中美经济周期有望于 2023 年 2-4 季度反弹。从基于制造业 PMI 构建的全球经济周期来看，以欧美为代表的发达经济体的经济周期正处于快速下行阶段，中国经济周期处于磨底阶段（并仍伴有进一步下行的风险），而以印度和印尼为代表的新兴市场经济体的经济周期也展现出拐头向下的迹象。基于我们对于经济周期规律的观察，先行指标，中银宏观团队的预测以及机构经济学家的一致预期，我们预计全球经济周期下行的压力仍将在未来数月持续，中美经济周期的底部有望在 2023 年 2-4 季度形成，并在之后开始共振上行。（关于经济周期的分析和判断，以及我们如何基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》）

图表 7. 全球主要经济体经济周期走势



资料来源：万得，中银证券；

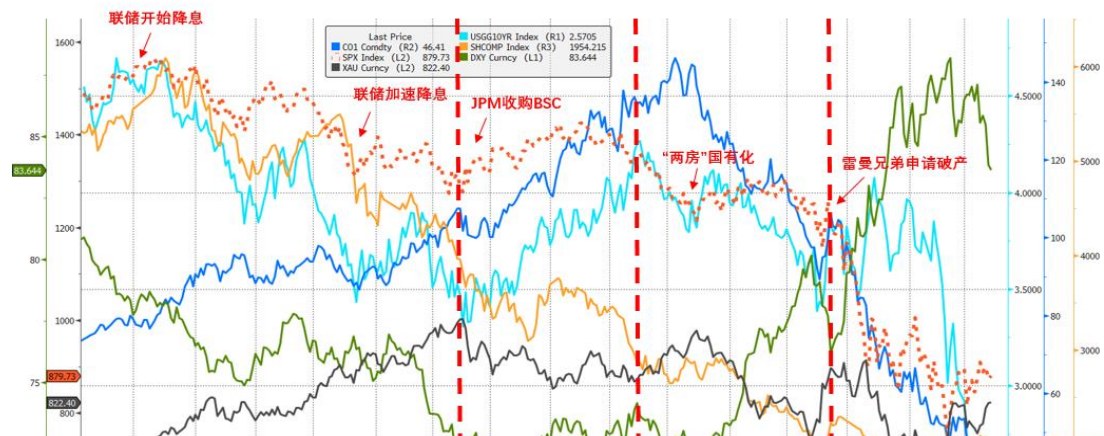
图表 8. 中美经济周期走势



资料来源：万得，中银证券；阴影部分为中美经济背离时间

随着全球经济下行压力愈发显著，“衰退交易”可能成为新的市场交易主题；目前市场可能尚未对经济下行压力进行足够充分的计价。我们对 2008 年金融危机期间的典型的“衰退交易”做了简要的复盘，发现市场对于经济下行/金融危机风险的理解和交易是一个渐进的，有所反复的过程。这一发现并不奇怪：市场尽管极具前瞻性，但是毕竟没有先知的能力，所以也只能边观察，边摸索，边交易。以 2008 年“衰退交易”为例，我们总结市场大致经过了四个阶段：第一阶段是市场认识到经济开始出现下行压力，伴随货币政策放松，期间股票指数，美债收益率和美元指数下行(RISK OFF)，金价和油价小幅走高；第二阶段是在更多的支持性政策和利好事件推动下，市场认为经济似乎并不会那么差，并开始修复第一阶段对于经济下行的预期，从而展现出一定程度上的风险资产和美债收益率震荡上行的局面(RISK ON)，美元指数和金价在这一阶段大致横盘；第三阶段是在市场自满之际，经济危机的迹象开始显露，市场重回 RISK OFF，同时美元指数开始快速上行；第四阶段则是经济危机愈发明显，市场开始恐慌抛售并彻底投降(Capitulation)，风险资产快速下行，美元指数冲高触顶。基于我们对于市场的观察和对经济发展前景的判断，相较于 2008 年的情况，我们认为目前市场可能处于认为经济不会那么差的自满的阶段，但是之后随着经济下行压力逐渐清晰，市场会需要重新下修对于经济增速的预期，从而可能带来新一轮的 RISK OFF。结合目前的 market 情况，这样的判断让我们认为“衰退交易”近期可能接棒“紧缩交易”，成为市场新的主题。这一观点在目前分析师对于美股的盈利预期上可以有更清晰的证据：基于彭博数据，目前分析师们预计美股 2023 年的盈利增速的低点会大致在 2023 年 2 季度前后出现，并且最低点仅仅是一个大约是 0 的同比增速（相比之下，2016 年的盈利增速最低点为约-5%）。相对比的是，我们预计本轮美国经济周期下行深度会超过 2016 年，因此我们也认为最终美股的盈利增速低点也应该低于 2016 年的-5%的增速，而不会是一个大约是 0 的增速，也即我们认为市场对于美股的盈利预期乃至更广泛的全球经济增长前景预期可能仍需要进一步的下修。

图表 9. 典型的“衰退交易”所经历的阶段和资产价格变动特征：以 2008 年金融危机为例



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50357

