

暗潮涌现：等待是唯一的主题



走势评级：美元:看跌
报告日期：2023 年 06 月 28 日

元涛 首席分析师(外汇)
从业资格号：F0286099
投资咨询号：Z0012850
Tel: 8621-63325888-3908
Email: tao.yuan@orientfutures.com

★美国：软着陆困难，等待美联储降息

美国经济远期衰退逐渐由预期转向现实，劳动力市场“断脆”的非线性走弱可能拉开政策反转的序幕。

★欧洲：通胀顽固，经济乏力

欧元区的经济修复远不及预期，核心通胀的顽固导致政策继续收紧。

★日本：日元或许已到极限

日本对于高通胀并不担忧，因此继续维持非常缓慢的政策退出节奏。日元继续受制于美日利差，等待反转的时刻。

★全球宏观：等待是唯一的主题

全球经济受制于高通胀带来的流动性紧缩的局面在衰退压力来临下得到改变，流动性重新注入带来市场活力，但是在反转之前需要熬过艰难等待阶段。

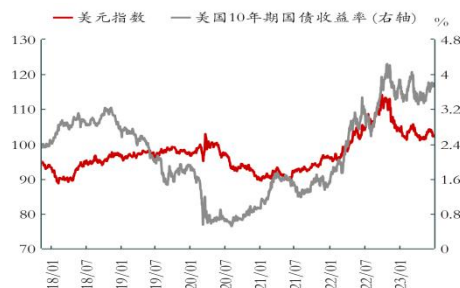
★投资建议：

随着在下半年美联储改变货币政策导向，我们认为风险资产的拐点也会出现，当然衰退本身会造成市场风险偏好的走弱，因此风险资产先跌后涨的概率较高。由于结构性问题持续存在，经济修复和通胀预期的反复也会继续存在，因此高增长低通胀的状态很难长期出现，依旧对于贵金属持有明显的推荐偏好。

★风险提示：

核心通胀高企推迟政策转向时间。

美元指数和美债的走势



目录

| | |
|-------------------------|----|
| 1、美国：平衡逐渐打破，软着陆困难..... | 5 |
| 1.1、劳动力市场：非线性的走弱压力..... | 5 |
| 1.2、远期衰退从预期到现实..... | 7 |
| 1.3、美元：中期美元继续看跌..... | 11 |
| 2、欧元区和日本..... | 14 |
| 2.1、欧元区：复苏乏力，通胀顽固..... | 14 |
| 2.2、日本：日元或许已到极限..... | 19 |
| 3、全球宏观：等待是唯一的主题..... | 22 |
| 4、投资建议..... | 24 |
| 4.1、美元走弱..... | 24 |
| 4.2、风险资产先跌后涨..... | 24 |
| 5、风险提示..... | 24 |

图表目录

| | |
|------------------------------|----|
| 图表 1：美国整体失业率处于极低水平..... | 5 |
| 图表 2：高龄劳动参与率问题持续存在..... | 5 |
| 图表 3：首申依旧低位..... | 6 |
| 图表 4：职位空缺降低速度不够快..... | 6 |
| 图表 5：低端服务业和医疗占据职位空缺绝大部分..... | 6 |
| 图表 6：美国劳动力成本钝化于薪资增速..... | 6 |
| 图表 7：整体通胀下行明显，核心通胀走低..... | 7 |
| 图表 8：核心通胀的韧性来自于劳动力市场 | 7 |
| 图表 9：核心通胀环比存在明显粘性..... | 7 |
| 图表 10：房租价格持续降低是趋势..... | 7 |
| 图表 11：居民信贷预计走低..... | 8 |
| 图表 12：收入增速降低下对于消费形成负面影响..... | 8 |
| 图表 13：企业和政府明显去杠杆..... | 9 |
| 图表 14：实体经济继续下行..... | 9 |
| 图表 15：美国商业银行信贷紧缩趋势明显..... | 9 |
| 图表 16：商业银行信贷紧缩往往意味着经济衰退..... | 9 |
| 图表 17：美国商业地产价格明显走低..... | 10 |
| 图表 18：美国商业地产信贷紧缩幅度加剧..... | 10 |
| 图表 19：政策利率核心通胀 通胀预期..... | 11 |
| 图表 20：美联储政策利率和信用利差..... | 11 |
| 图表 21：财政货币双紧缩..... | 12 |
| 图表 22：问题暂时得到掩盖..... | 12 |
| 图表 23：美股反映软着陆预期..... | 12 |
| 图表 24：美债反映衰退预期..... | 12 |
| 图表 25：欧元区经济复苏乏力..... | 14 |
| 图表 26：欧元区核心通胀降低速度缓慢..... | 14 |
| 图表 27：欧元区 PPI 明显回落..... | 15 |
| 图表 28：PPI 到 CPI 传导速度不足..... | 15 |
| 图表 29：制造业明显走弱，服务业维持韧性..... | 15 |
| 图表 30：职位空缺上升带动就业市场紧张..... | 15 |
| 图表 31：企业和居民消费信心回升..... | 16 |
| 图表 32：居民和企业债务增速降低..... | 16 |
| 图表 33：零售回落和信心指数存在分歧..... | 16 |

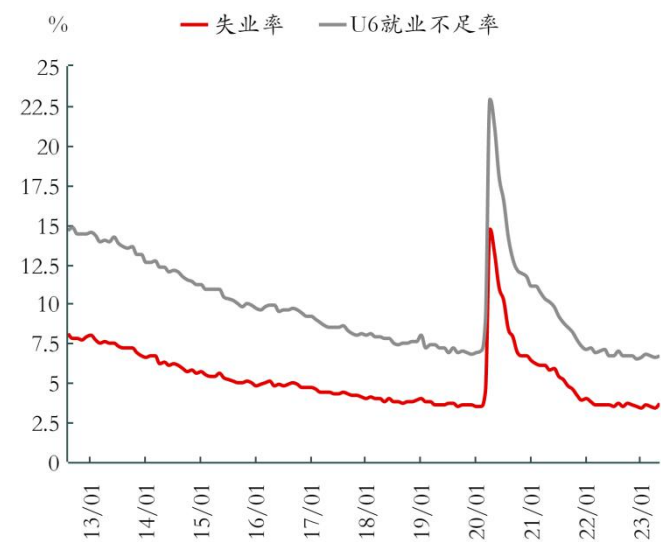
| | |
|--------------------------------|----|
| 图表 34 : 欧元区居民消费信贷增速回不到疫情前..... | 16 |
| 图表 35 : 欧元区进出口增速降低..... | 17 |
| 图表 36 : 经常项持续回升..... | 17 |
| 图表 37 : 流动性紧缩, 央行继续缩表..... | 17 |
| 图表 38 : 缩表局面下信用利差收窄..... | 17 |
| 图表 39 : 日本整体经济维持稳定..... | 19 |
| 图表 40 : 核心通胀有一定压力..... | 19 |
| 图表 41 : 日本居民部门薪资增速持续走弱..... | 19 |
| 图表 42 : 日本实际工资走弱, 工资粘性不足..... | 19 |
| 图表 43 : 进口价格明显回落, 矛盾缓解..... | 20 |
| 图表 44 : 企业服务价格倾向下行压力..... | 20 |
| 图表 45 : 美国需求走弱将拖累日本经济..... | 20 |
| 图表 46 : 日本企业的走强趋势值得怀疑..... | 20 |
| 图表 47 : 日本央行边际紧缩放缓..... | 21 |
| 图表 48 : 海外投资者降低日债的持有..... | 21 |
| 图表 49 : 核心通胀很关键但是日本央行政策保守..... | 21 |
| 图表 50 : 日元继续反映美日利差..... | 21 |
| 图表 51 : 全球经济面临持续压力..... | 22 |
| 图表 52 : 高通胀和信用风险之间维持微妙平衡..... | 22 |
| 图表 53 : 美国消费稳定, 中国地产疲弱..... | 23 |
| 图表 54 : 中美差异导致人民币贬值压力上升..... | 23 |
| 图表 55 : 央行持续紧缩, 流动性缓慢回升..... | 23 |
| 图表 56 : 全球经济结构性问题难改..... | 23 |

1、美国：平衡逐渐打破，软着陆困难

1.1、劳动力市场：非线性的走弱压力

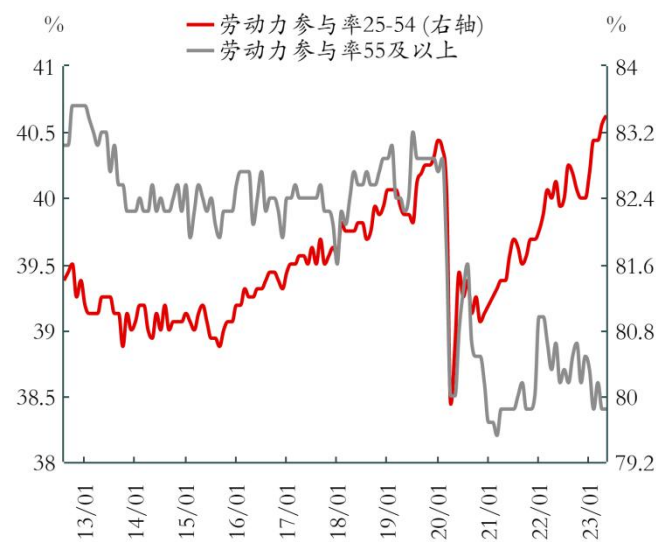
美国劳动力市场的韧性超乎寻常的维持较长时间，失业率位于绝对低位，结构性的劳动参与率问题依旧存在，这使得劳动力市场一直面临相对强势的环境，也造成了市场对于加息预期迟迟不变的核心原因。

图表 1：美国整体失业率处于极低水平



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 2：高龄劳动参与率问题持续存在

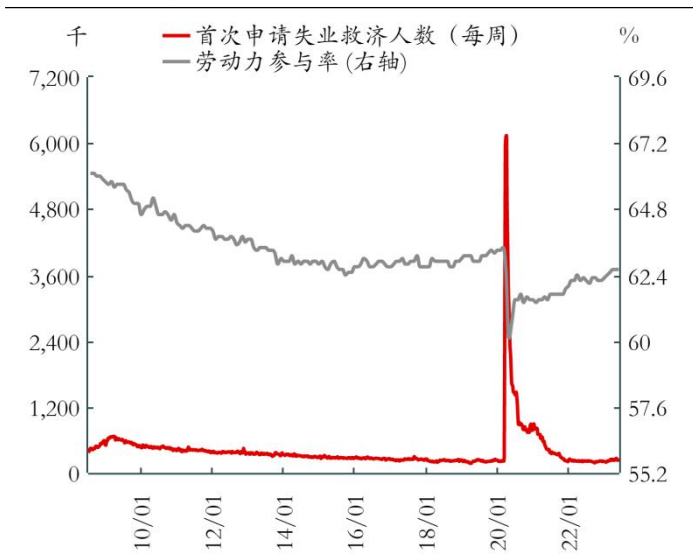


资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

我们在 22 年的年度报告中认为劳动力市场 23 年走弱的判断目前为止并没有改变。只不过目前的劳动力市场走弱的节奏相较而言比我们预期的要缓慢，劳动力市场处于明显偏紧状态的原因在于职位空缺降低的速度不足以扭转结构性的劳动参与率不足，导致经济在逐渐降温后对于劳动力市场的传导过程较为缓慢，因此目前薪资增速所体现出的粘性还是反应了劳动力市场的结构性问题所带来的负向传导节奏过于缓慢的结果。

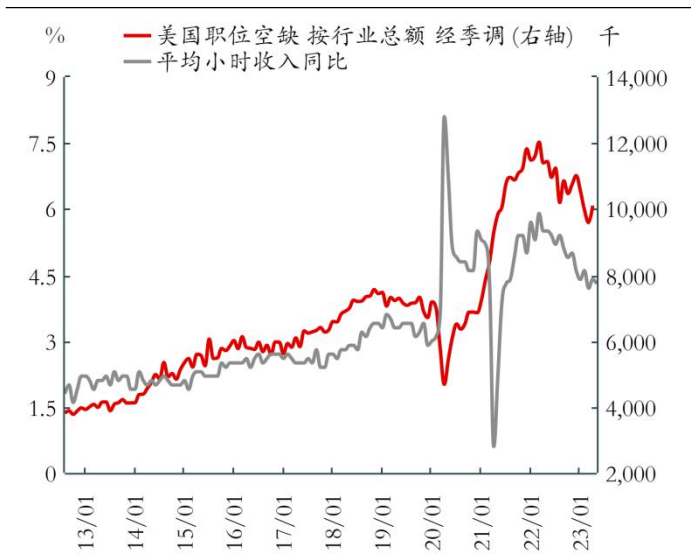
因此我们并不认为目前的政策存在问题，对于劳动力市场降温的过程一定是经济降温而非增加就业所完成，目前的低失业率反应出的劳动力市场失衡想要被打破我们预计会在今年下半年看到劳动力市场非线性的走弱，这是由于整体经济持续下行压力到某个阶段后，对于劳动力市场产生了突然的，剧烈的负向传导，因此劳动力市场的降温节奏远期来看不是一步一步的逐渐降温，而是断脆，这种断脆表明劳动力市场正式从结构性过热转向实际冷却。

图表 3：首申依旧低位



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

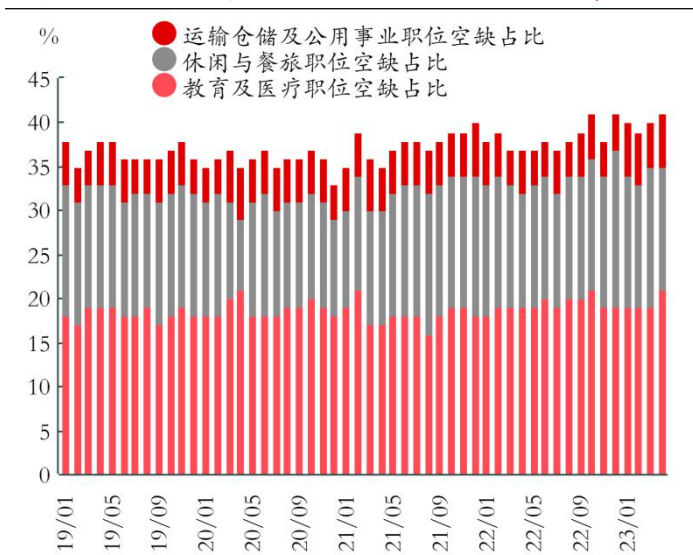
图表 4：职位空缺降低速度不够快



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

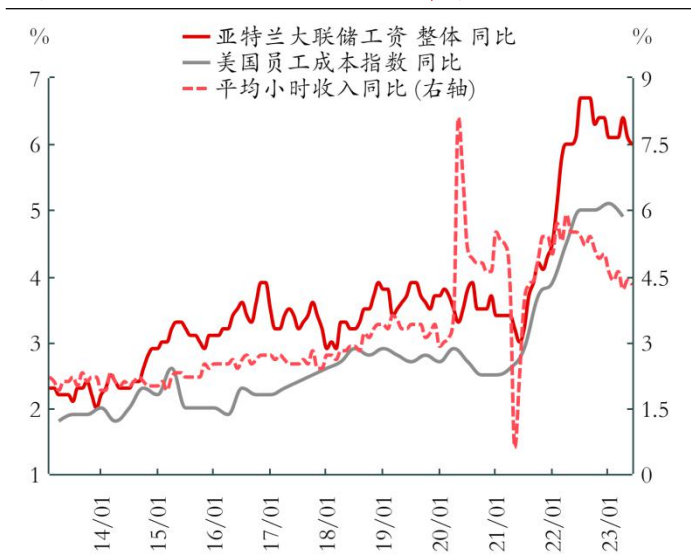
因此对于目前的劳动力市场而言，考虑到结构上存在的问题使得整体的用工成本持续处于高位，劳动力市场的非线性走弱的前提需要看到申请失业金人数的明显上升，表明供需失衡的潜在缓解。劳动力市场的煎熬不是时间的平缓过渡而是等待突然的，因为经济衰退压力上升量变引起质变的劳动力市场转折，可以预计这种情况在今年就会发生。

图表 5：低端服务业和医疗占据职位空缺绝大部分



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

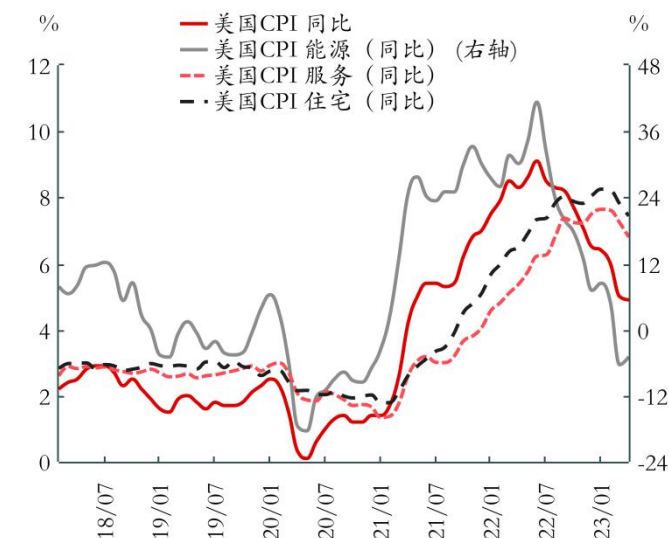
图表 6：美国劳动力成本钝化于薪资增速



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

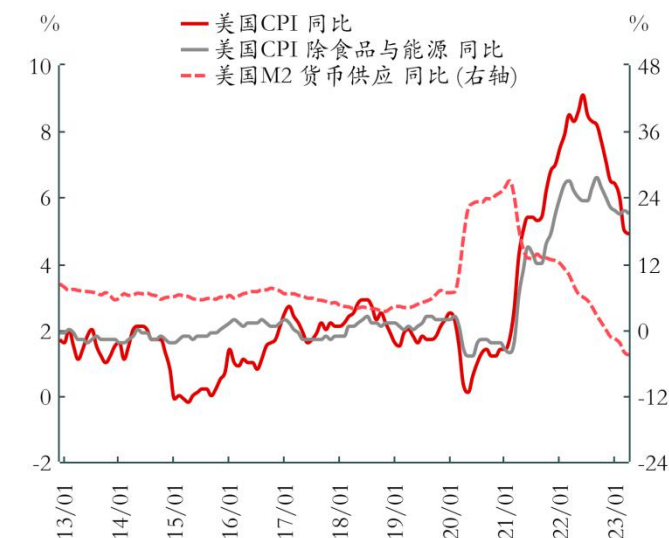
1.2、远期衰退从预期到现实

图表 7：整体通胀下行明显，核心通胀走低



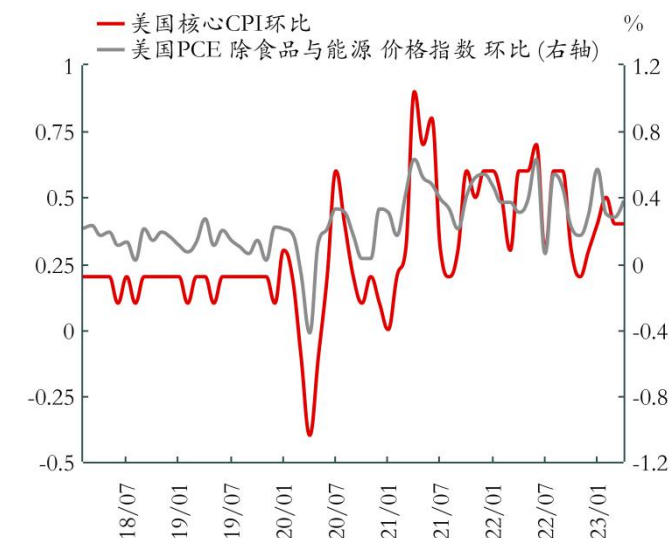
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 8：核心通胀的韧性来自于劳动力市场



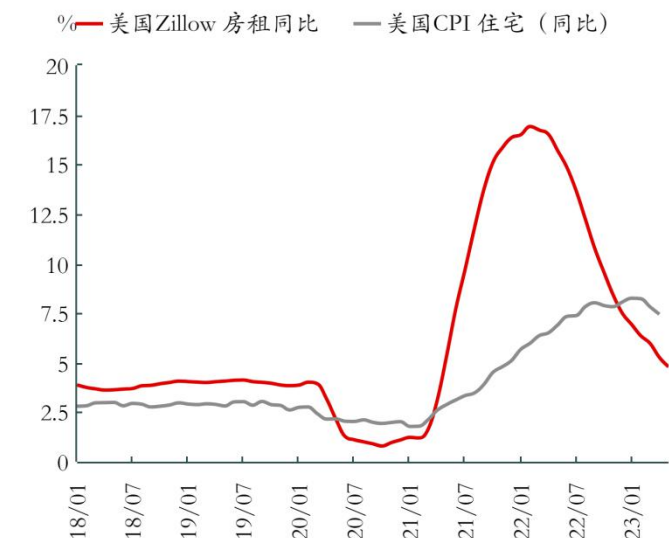
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 9：核心通胀环比存在明显粘性



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 10：房租价格持续降低是趋势



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

我们看到了美国整体通胀自 2023 年开始明显的降低，整体通胀的压力迅速消散，因为疫情和地缘产生的供应压力继续缓解，上游大宗商品的价格迅速走弱，这使得整体通胀的压力完全消散，更不用说目前全球需求的进一步降低包括美国制造业的疲弱带来的对于整体通胀进一步的下行压力，因此整体通胀可以继续被忽视。

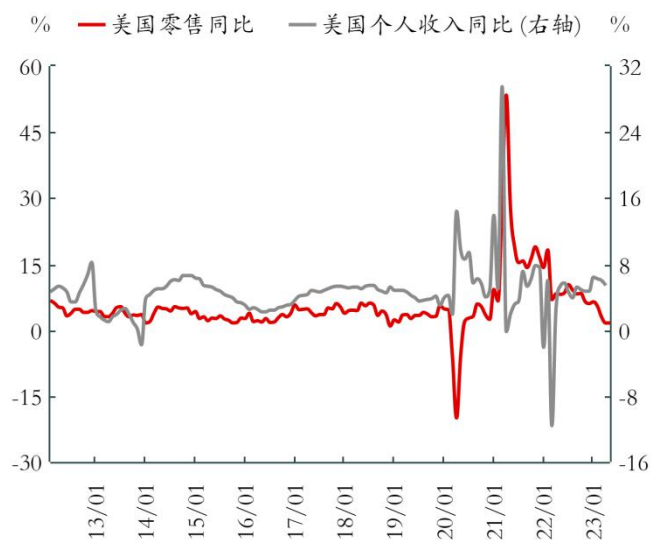
美国核心通胀目前的变化是核心通胀的影响因素目前出现了分化，核心通胀主要的两部分，房租和核心服务之间形成了明显的分歧，房租趋势下行的状态不会发生变化，但是核心服务受制于薪资增速依旧维持一定的韧性。这就使得核心通胀短期内降低的速度不及预期。那我们如何看待核心通胀 23 年下半年的走势？我们认为答案还是和劳动力市场是一致的，M2 对于通胀的传导时滞主要就是因为劳动力市场的结构性紧缩，因此核心通胀真正的问题在于劳动力市场非常态走强的局面持续对于薪资增速产生粘性，支撑了核心通胀持续处于高位，因此打破这种平衡的有且仅有劳动力市场出现的“脆断”来打破目前核心通胀的粘性。

图表 11：居民信贷预计走低



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 12：收入增速降低下对于消费形成负面影响



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

美国居民部门的消费依旧受到薪资增速的支撑，但是我们认为这种支撑最终是要向下被逐渐打破，因为劳动力市场存在的韧性降低压力，同时实体经济的走弱也削减了居民部门的借债意愿，因此我们预计美国居民目前的较为强劲的支出将会出现走弱的倾向。

图表 13: 企业和政府明显去杠杆



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 14: 实体经济继续下行



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

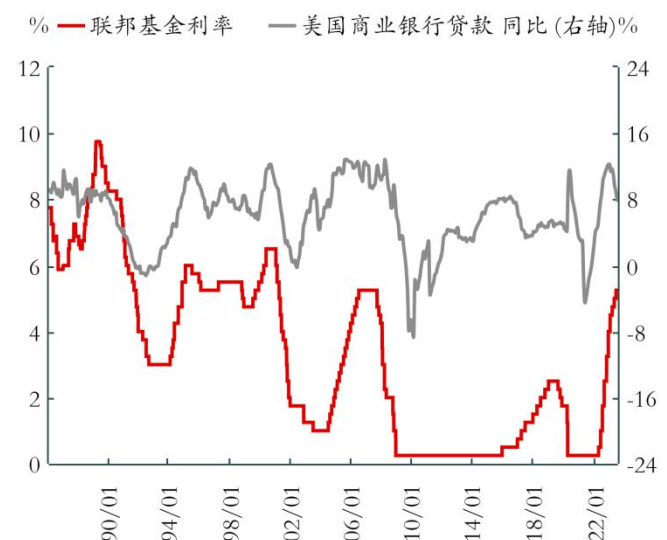
这就是为什么我们认为下半年美国经济的主线将是衰退逐渐成为现实的过程。从 23 年硅谷银行出现流动性危机开始, 加速加息带来的负面影响逐渐传导至实体经济, 硅谷银行出现的流动性风险不是单纯的挤兑, 而是加速加息导致的实体经济逐渐无法适应货币政策的紧缩力度。收益率曲线严重倒挂导致美国中小银行在面临实体经济下行压力加剧的颓势下出现了挤兑。

图表 15: 美国商业银行信贷紧缩趋势明显



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

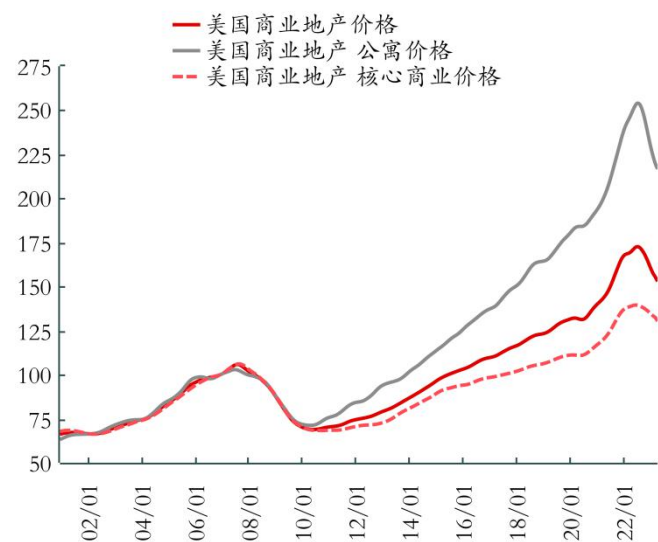
图表 16: 商业银行信贷紧缩往往意味着经济衰退



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

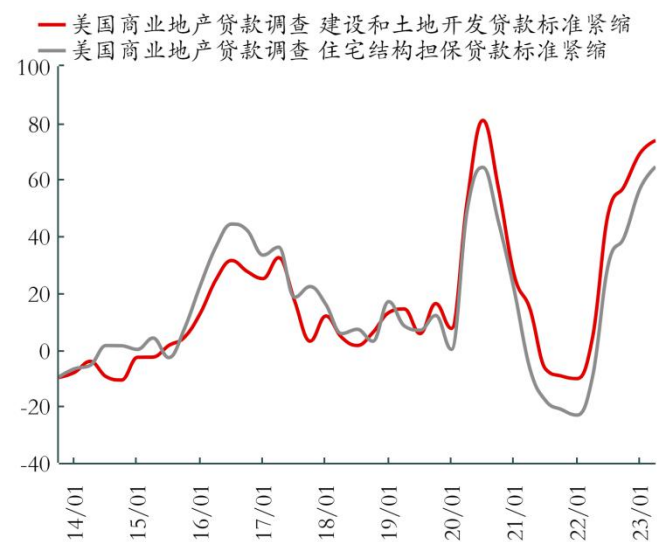
虽然政策制定者向金融机构注入了流动性来解决流动性挤兑，但是这只是暂时缓解了问题的进一步爆发，还是没有解决真正的矛盾。这种矛盾只会随着时间的推移变得更加剧烈。因为我们认为银行部门已经由于流动性挤兑出现了信贷紧缩的倾向，而目前来看，高企的利率水平对于房地产尤其是商业地产部门形成的压力还在延续，我们应该关注这些较为脆弱的部门在今年下半年所面临的压力加剧的状况，这会加速美国经济面临的衰退局面。

图表 17：美国商业地产价格明显走低



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 18：美国商业地产信贷紧缩幅度加剧



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

居民部门的消费依旧维持韧性，这也是由于劳动力市场结构性问题导致的过热所支撑。企业部门的持续弱势和进一步走低的储蓄率对于居民部门未来消费增速形成压制，但是劳动力市场的韧性对冲了这种压制。

所以我们看到了目前美国经济非常明显的特征，一方面高利率环境下脆弱的实体部门游走在衰退的边缘，面临进一步下行的压力，另一方面劳动力市场的韧性又支撑着居民部门消费和通胀，这种拉扯最终导致的结果我们认为还是会以劳动力市场的“断脆”作为破局的标志。

在劳动力市场断脆发生前，除了美国中小银行业，美国的商业地产部门也处于持续的脆弱状态，因此商业地产所暴露出的风险预计在今年下半年会逐渐被放大，因此需要密切关注商业地产的状况和随之而来的风险传导。目前平静的表象之下潜藏的暗流涌动在未来半年的时间将逐步显现。

1.3、美元：中期美元继续看跌

目前美联储的困境在于核心通胀高企导致限制性利率水平需要维持在持续的高位。我们此前探讨过平稳的过渡非常困难，主要原因在于实体经济的韧性不足。这一点从美联储加速加息阶段开始实际上就开始呈现。

图表 19：政策利率核心通胀 通胀预期



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 20：美联储政策利率和信用利差

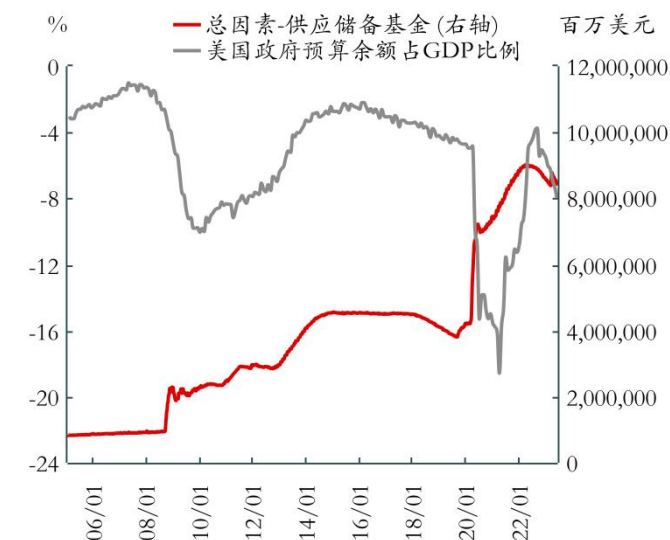


资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

实体经济下行压力明显受到限制性利率的影响，而劳动力市场韧性使得限制性利率的负面传导弱于实体经济，核心通胀滞后于薪资增速，限制性利率滞后于核心通胀。这种逐渐滞后的影响本质上是实体经济和货币政策之间的周期错配，我们将在今年下半年继续看到核心通胀降低速度弱于实体经济，直到局面出现明显变化。

目前对于降息的预期发生了重要的变化，美联储官员给出的预期 23 年并不会降息，主要的考量还是核心通胀的问题，在流动性风险被短期抑制的状态下，软着陆的预期在上升。我们认为在上文所提到的负向循环下，基本上不存在平滑过渡的可能性，美联储政策盯住的核心通胀问题，也需要劳动力市场出现“断脆”后才会得到真正的解决。目前信用利差持续维持低位可能是一个假象，政策之间的平衡尤其是当劳动力市场韧性突然减退的情况开始发生，我们并不认为这种压力会使得信用利差能够维持在低位。

图表 21: 财政货币双紧缩



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

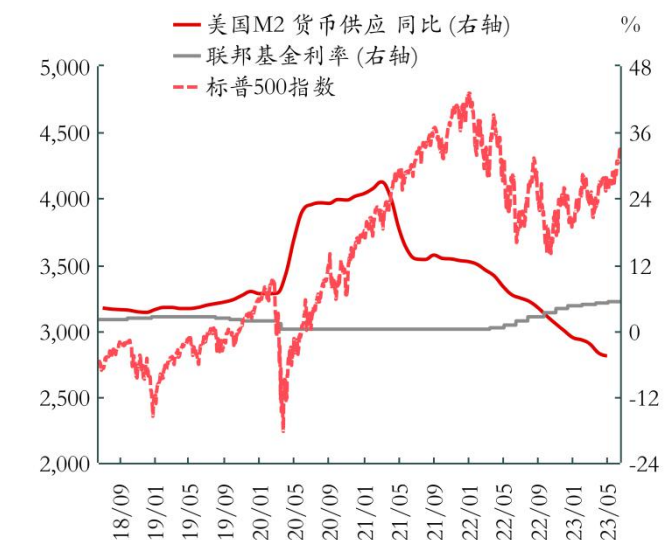
图表 22: 问题暂时得到掩盖



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

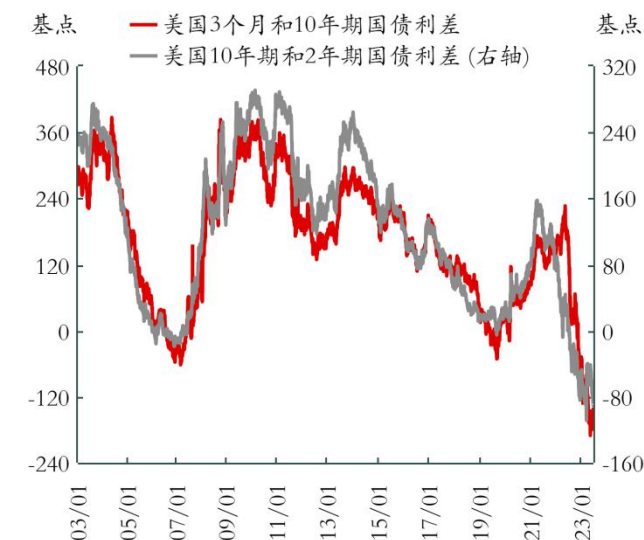
硅谷银行的风险事件由于及时注入了流动性所以导致并未成为劳动力市场断脆的触发因素,但是限制性政策利率维持的时间长度越长,对于实体经济存在的挤压将导致其他脆弱的部门或者是银行系统本身继续存在非线性走弱的压力,因此我们认为随着实体经济进一步下行,潜在风险发生的概率不但不会降低反而会继续上升。

图表 23: 美股反映软着陆预期



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 24: 美债反映衰退预期



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

因此美元中期继续看跌，看跌美元不是因为美国经济基本面的相对强势不存在，而是对于衰退的担忧在持续的加重，我们认为衰退本身就是限制性政策利率和高通胀带来的挤压。目前的环境实际上是处于明显的不稳定状态，维持这一个脆弱的平衡，这种平衡难以延续最重要的因素就是劳动力市场本身韧性的反身性，这种反身性增加了限制性利率存在的时间，最终也会造成实体经济非线性的走弱，对于劳动力市场造成真正的负面影响。

因此目前美联储进入到一种进退两难之地，一方面前瞻性的政策指引失效，限制性利率水平维持的时间没有明确的数据引导，需要在微妙的平衡中寻找政策空间。对于核心通胀降低的执念造成了远期衰退风险的压力非线性上升，因此美联储官员明白政策的代价，只不过劳动力市场韧性支撑的消费表面繁荣和通胀粘性使得美联储官员还是抱有侥幸的心理，当局面真的开始反转的时候，我们并不认为美联储的官员还能维持对于控制通胀坚定的态度。

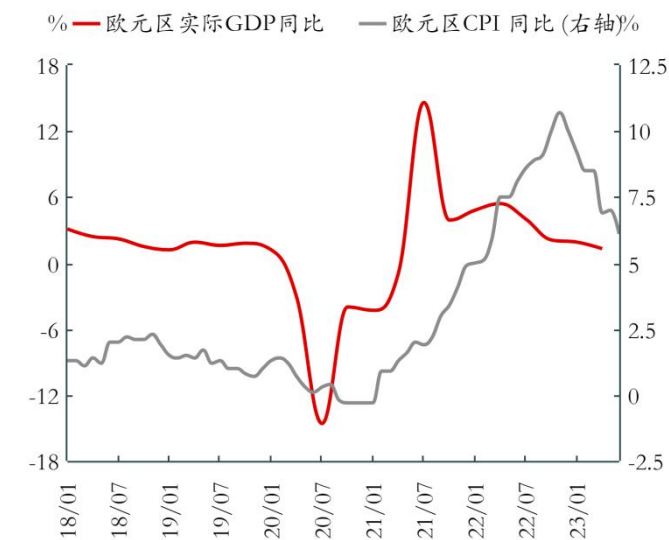
核心通胀缓解的问题本身就是一个持续对于经济系统施压的过程，这伴随着的往往是经济部门中不同的实体压力承受的阈值不一样，因此非线性的过程和预期的平稳之间必然存在着背离。目前股票市场和债券市场对于美国经济截然不同的预期隐含着软着陆和衰退的区别，时间还是站在衰退的一边，因此在可能到来的流动性逆转前，市场风险偏好恐怕面临压力。

2、欧元区和日本

2.1、欧元区：复苏乏力，通胀顽固

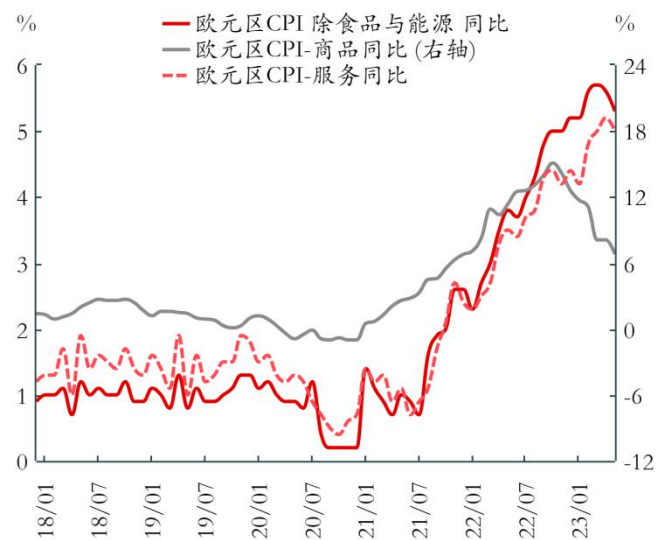
欧元区目前经济最大的问题在于核心通胀下行的速度远远不足，核心通胀在继续上升，同时整体通胀出现的走弱和核心通胀之间的传导出现了不顺畅的状况。欧元区核心通胀的顽固还是来自于之前整体高通胀的滞后效应，

图表 25：欧元区经济复苏乏力



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

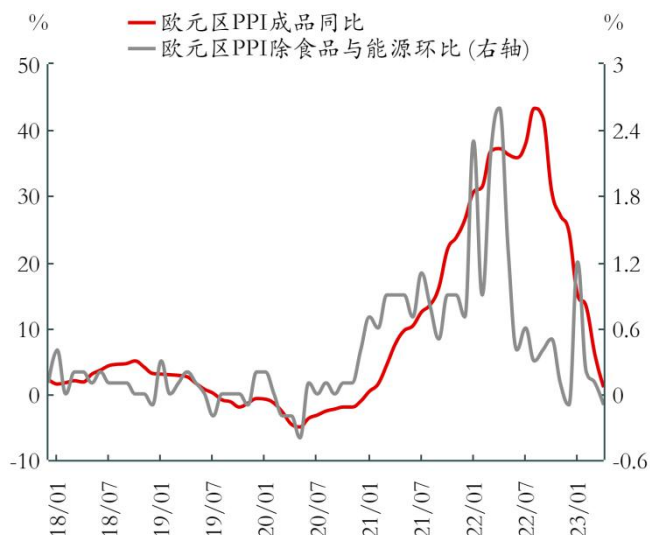
图表 26：欧元区核心通胀降低速度缓慢



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

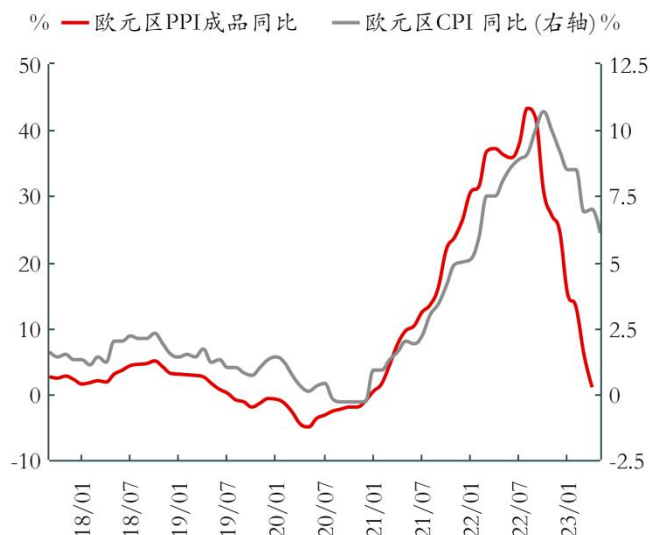
欧元区的劳动力市场比我们预计的要紧张，失业率整体已到非常低的水平，并且职位空缺数在持续的上升，考虑到目前欧元区经济的状况并不是非常的好，因此欧元区经济出现了类似于美国的局面，劳动力市场紧张但是实体经济并未出现非常明显的回升。这种结构性的压力导致核心通胀迟迟没有出现降低的状况。劳动力市场的紧张推升了劳动力成本的上升。这表明欧元区的核心通胀高企劳动力市场有一定的影响，高通胀惯性的滞后因素也有影响。

图表 27: 欧元区 PPI 明显回落



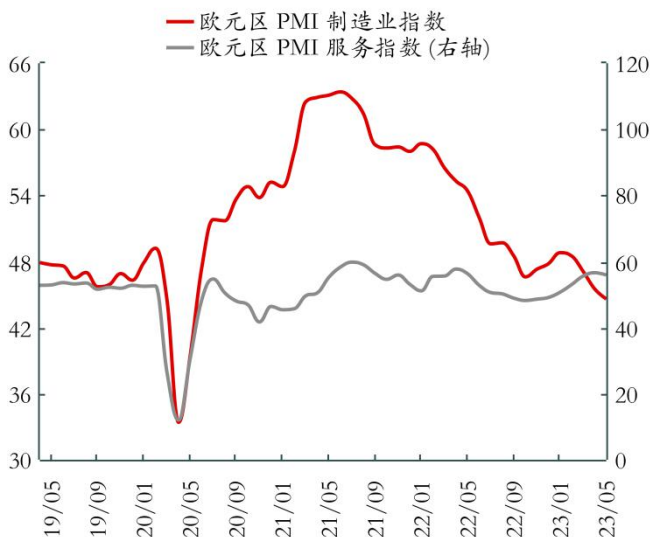
资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 28: PPI 到 CPI 传导速度不足



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 29: 制造业明显走弱, 服务业维持韧性



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 30: 职位空缺上升带动就业市场紧张



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

之前我们认为在上游能源价格明显回落后, 欧元区的实体经济就会明显反弹, 实际上欧元区实体经济的表现明显出现了不一样的特征。制造业 PMI 持续走弱但是服务业 PMI 维持韧性。这表明了上游价格明显回落后, 并未有效改善制造业部门的状况, 鉴于欧元区经济外向型的特征, 制造业的走弱表明了全球需求的降低带来的影响, 而服务业 PMI

维持韧性则是劳动力市场偏紧的结果。从这一点来看，目前的欧元区经济和美国经济呈现出类似的特征。

图表 31：企业和居民消费信心回升



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 32：居民和企业债务增速降低



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

这种情况可以延续吗？欧元区居民部门的消费没有非常强势，居民部门和企业部门的信心在缓慢的回升，企业和居民部门的债务增速在降低，这种看起来相互矛盾的信号实际上都在指向一个方向-经济复苏不稳定，非常容易遭到冲击。

图表 33：零售回落和信心指数存在分歧



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 34：欧元区居民消费信贷增速回不到疫情前



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

因为欧元区经济的底色还是外需，全球经济下行压力下，外需不足导致进出口之间的物价劣势消失后，没有真的转化成外需的增长，虽然经常项盈余在回升，但是进出口的增速在继续降低。

图表 35: 欧元区进出口增速降低



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

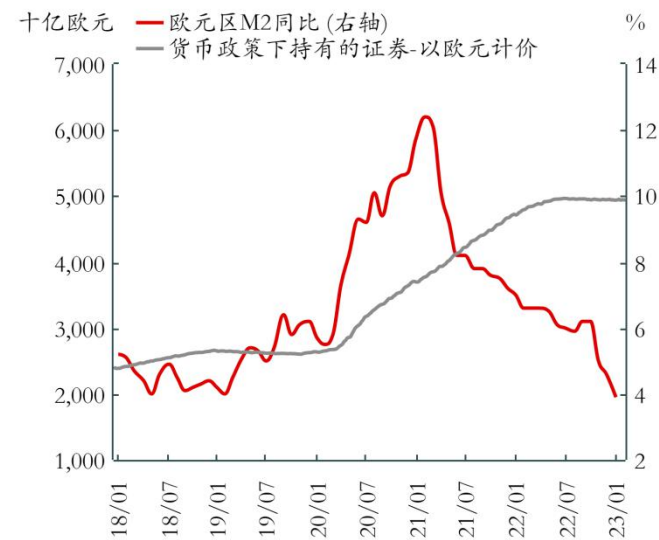
图表 36: 经常项持续回升



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

因此欧元区经济的主要矛盾逐渐从地缘因素带来的供应冲击转化成外需不足导致的经济复苏不稳定。因此这种表面上的风平浪静在目前的环境下很难维持。经济缺乏必要的韧性，居民和企业的债务增速逐渐降低后，本就相对疲弱的居民消费能否仅仅依靠劳动力市场支撑，这是需要打上疑问的。

图表 37: 流动性紧缩，央行继续缩表



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 38: 缩表局面下信用利差收窄



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

对于欧央行来说，目前的环境陷入到一种很纠结的状态。核心通胀的顽固不得不使政策制定者继续加息来抑制高通胀，全球经济的需求下行限制了欧元区经济复苏的空间。因此欧央行进一步加息的空间有限，预计欧央行的政策利率顶部非常接近，我们可以判断欧央行的资产购买减少速度是非常温和的，因此整体的货币政策紧缩力度维持在一个痛苦但是不至于产生冲击的力度范围内。

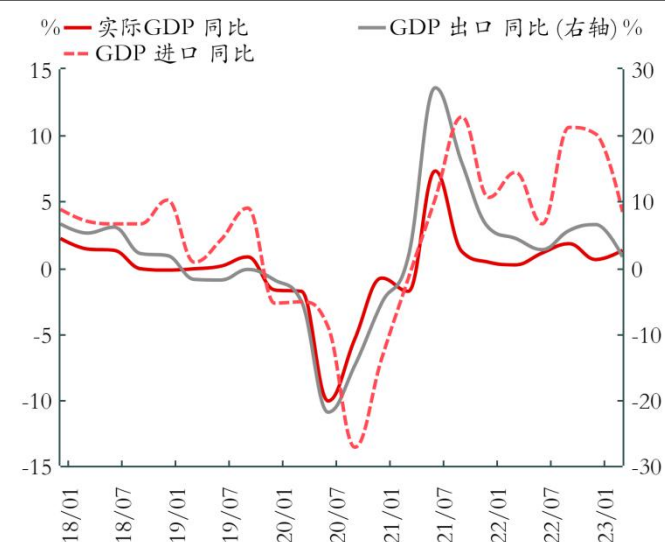
真正的考验来自于全球经济远期衰退压力逐渐成为现实后，对于欧元区经济的冲击。由于欧元区经济周期和美国的高度一致，因此我们可以判断美国经济远期衰退的影响将直接传到至欧元区经济，导致欧元区经济也会面临衰退冲击，因此当美联储开始降息的情况下，我们预计欧央行实际的加息进程虽然滞后但是空间也非常有限。

因此目前我们可以看到在核心通胀存在明显韧性并且信用利差维持低位的环境下，欧央行政策维持强硬的态度，本质上和美联储一致，都是利用时间窗口来解决问题。

2.2、日本：日元或许已到极限

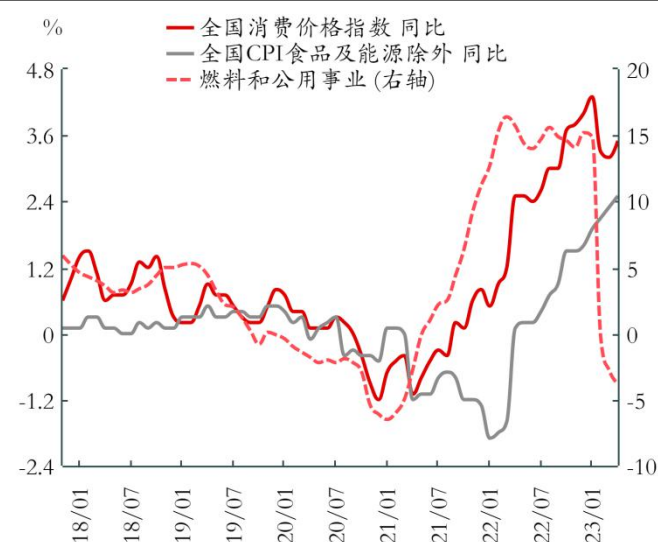
23 年日本经济最大的变化在于核心通胀的上升，整体通胀出现了一定的回落但是核心通胀在继续上升，同时经济基本面边际上净出口的回升带动了 GDP 出现了反弹。

图表 39：日本整体经济维持稳定



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

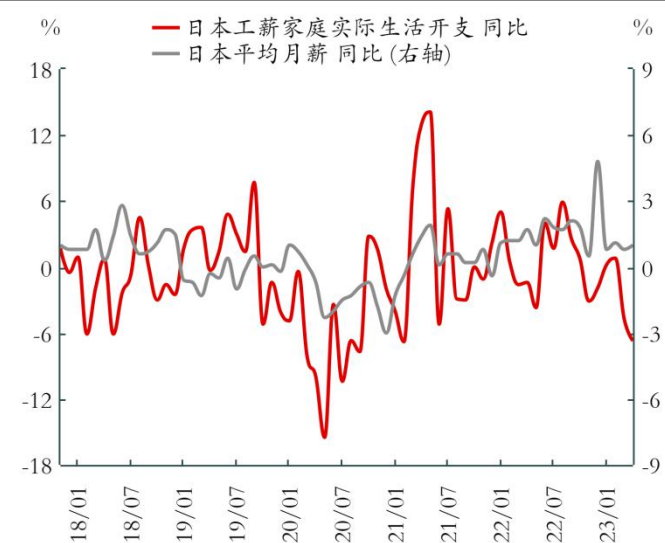
图表 40：核心通胀有一定压力



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

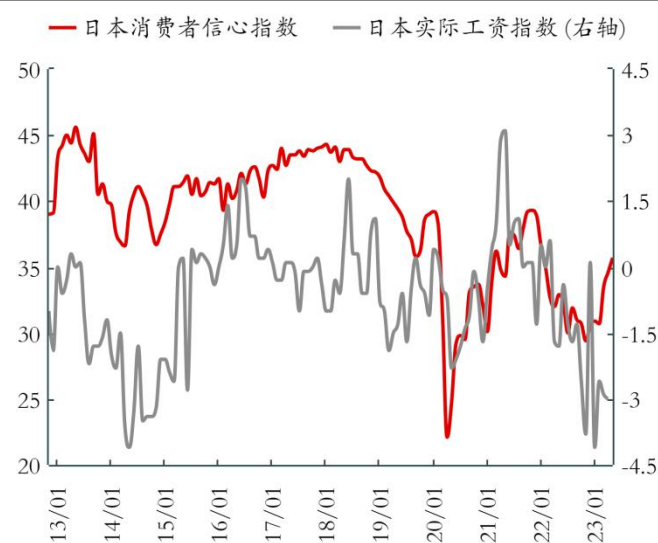
日本核心通胀的上升是可持续的局面吗？我们认为考虑到日本居民部门的持续通缩局面并未发生改变，因此这意味着实际工资的水平还在继续降低，通胀上升的速度要比薪资增速要高，因此我们并不认为日本核心通胀中期来看具有可持续性。

图表 41：日本居民部门薪资增速持续走弱



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 42：日本实际工资走弱，工资粘性不足



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

另一方面，随着进口价格的迅速降低，日本出口部门面临的压力在明显的缓解，因此日

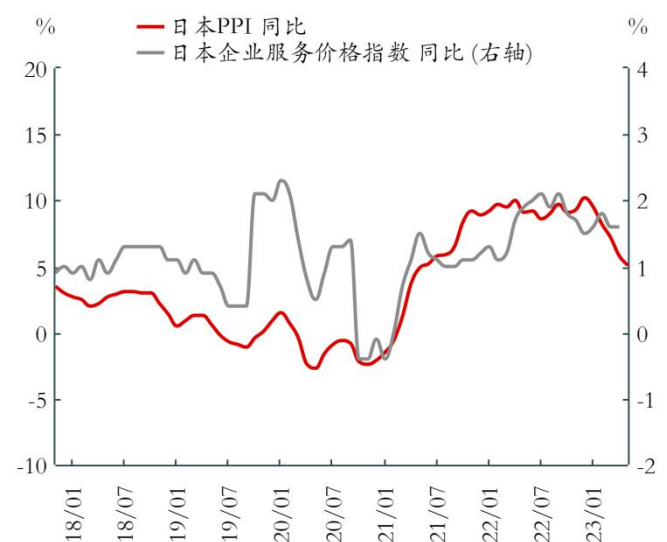
本的经常项盈余出现了明显的回升,但是需要看到的是日本经常项盈余的回升并不是因为全球经济形势的好转,因此随着美国经济的进一步走弱,我们认为需求的放缓会使得目前日本的贸易盈余出现降低。

图表 43: 进口价格明显回落, 矛盾缓解



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 44: 企业服务价格倾向下行压力



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

企业部门的负向传导从进出口价格的差异转向了需求不足,需求的下行导致企业订单的减少和产出的降低,这里可以看出日本企业面临的问题,内需依旧不足,周期取决于外需。

图表 45: 美国需求走弱将拖累日本经济



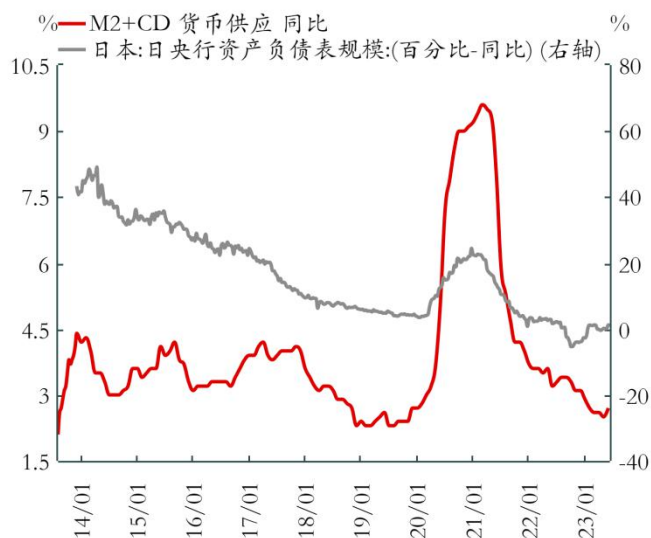
资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 46: 日本企业的走强趋势值得怀疑



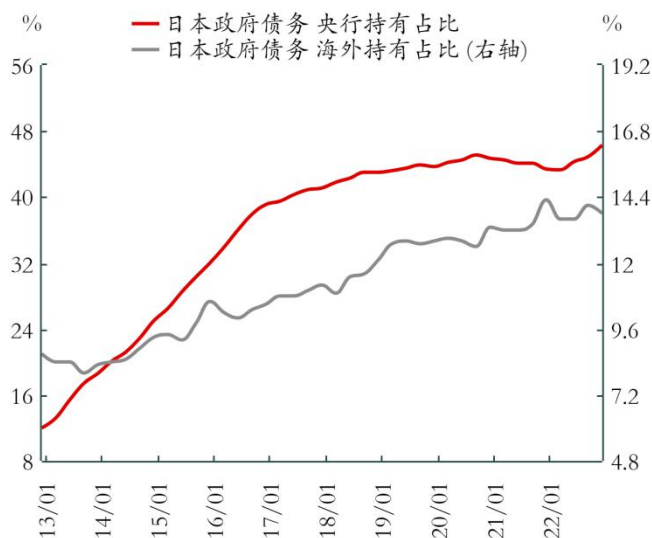
资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 47: 日本央行边际紧缩放缓



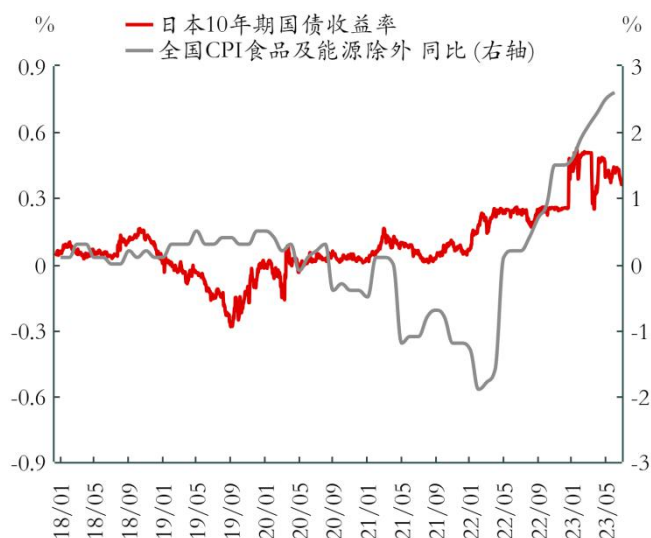
资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 48: 海外投资者降低日债的持有



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 49: 核心通胀很关键但是日本央行政策保守



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 50: 日元继续反映美日利差



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

在黑田东彦卸任后,日本央行进入到了一个新的时代,超宽松的货币政策在被逐渐的退出,因此日本央行从全球最宽松的央行逐渐转向成为较为宽松的央行。但是日本央行在逐渐退出宽松政策的路径依旧是非常缓慢的节奏,日央行的资产负债表在22年9月后

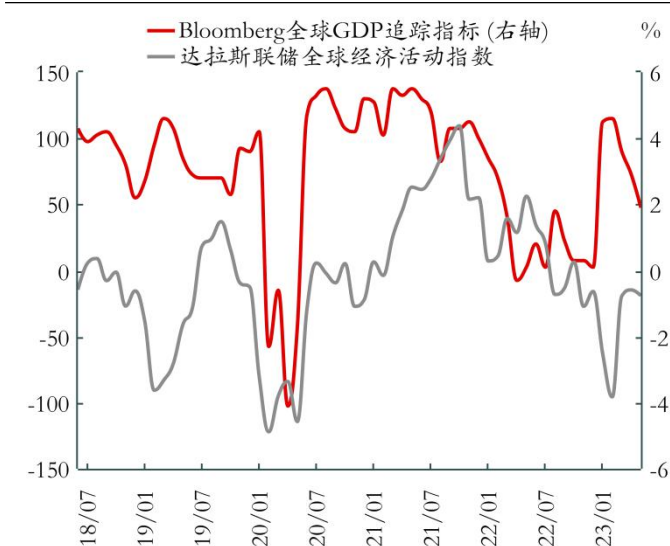
出现了明显的上升，这表明了日本央行的政策考虑偏向于稳健和不出现剧烈波动，这就导致虽然政策基调发生变化，但是过程是反复的。

所以目前为什么日本的股市表现较为强劲，持续的相对低利率，缓慢的政策调整预期和相对弱势的日元都提振了日本股市的表现。我们认为日本股市目前的节奏和本国经济基本面的相关性降低，和流动性的相关性上升，因此短期看不到日本股市走弱的可能。日元本身继续跟随美日利差，随着美日利差趋势性的降低，我们判断目前的日元存在弱势尽头的可能性。

3、全球宏观：等待是唯一的主题

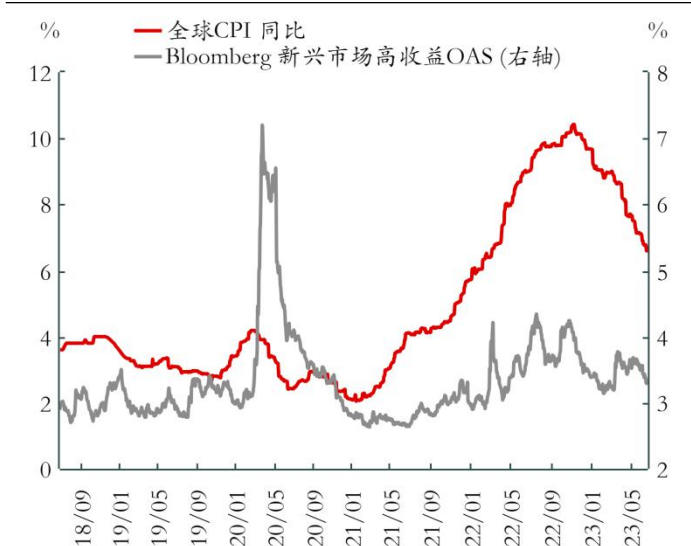
目前全球市场和 22 年相比进入到了更加煎熬的阶段。我们虽然预料到了远期衰退的压力逐渐会转化成再度注入流动性的契机，但是实际上的过程要复杂的多。

图表 51：全球经济面临持续压力



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 52：高通胀和信用风险之间维持微妙平衡



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

相较于非美经济体，美国经济本身对于高利率的耐受性更为强劲，因此持续性的高利率环境对于非美经济体的压力更为明显。尤其是市场对于中国经济的复苏抱有的强预期和复苏不及预期的现实之间存在明显的预期差，这导致美元表现在 23 年上半年偏强。

图表 53: 美国消费稳定, 中国地产疲弱



资料来源: Bloomberg, Wind, 东证衍生品研究院

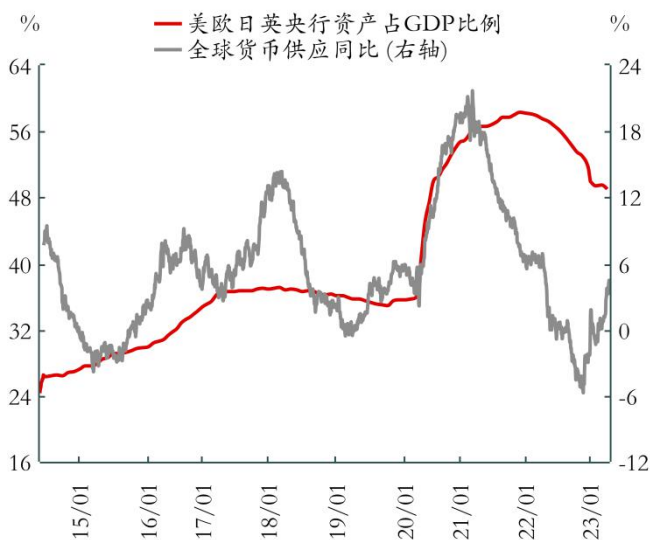
图表 54: 中美差异导致人民币贬值压力上升



资料来源: Bloomberg, Wind, 东证衍生品研究院

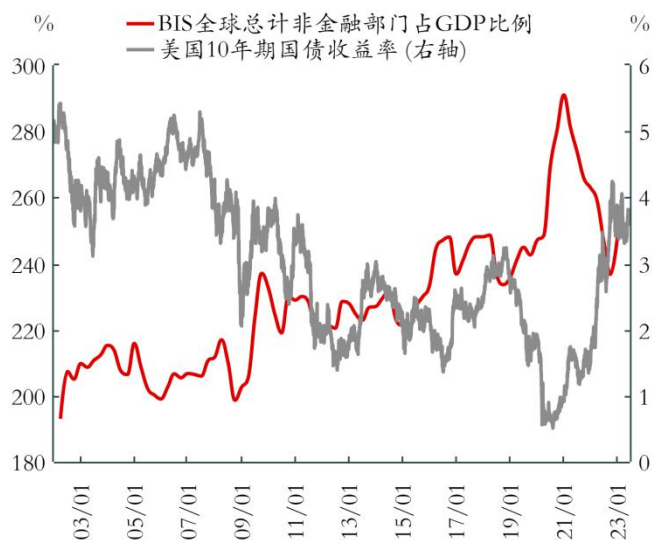
等待依旧是目前唯一的主题。虽然我们看到了以AI为代表的科技开始逐渐改变世界，但是面临着结构性问题迟迟得不到解决。全球增长乏力依旧是目前最为明显的问题，经历了新冠疫情后的世界并未真的从疫情中彻底走出，反而是由于美国应对高通胀带来的紧缩政策变得更加艰难。于此同时，我们还看到了由于结构性的因素，中美之间的经济表现惘然不同，全球经济还在逆风之处艰难挣扎。

图表 55: 央行持续紧缩, 流动性缓慢回升



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 56: 全球经济结构性问题难改



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

全球经济在目前的环境下无法适应高利率的环境，因为债务水平的上升速度过快同时实际产出则明显不足。因此整个世界都在等待美联储结束高利率环境，重新释放广义美元流动性来改善目前的环境。

我们预计这种局面可能发生的转折点在今年3季度末，上文有过详细的论述。虽然美联储不一定会表露出停止缩表的意愿，但是经济下行的压力持续的缩表并不是符合现实的行动，这意味着市场关注的广义流动性美元的重新释放从预期逐渐转向现实。当然，在美元广义流动性重新释放前，市场还有可能经历衰退冲击的影响。

短期来看广义美元流动性释放将降低全球经济面临的结构性压力，但是解决不了实际上的问题，或者说仅仅可以为解决实际问题提供时间上的窗口。但是考虑到目前全球出现的逆全球化加速，我们并不认为这种时间窗口可以真的改善目前全球经济的实际压力。结构性问题的严重依旧存在，对于市场投资者而言，将迎来难得的机会，但是对于全球经济本身，我们整体上处于悲观的态度。经济数据周期性会因为流动性的注入产生好转，但是这种好转如果是结构性问题更加严重为代价，潜在的风险不但没有降低，反而远期来看增加了。

因此对于全球宏观而言，远方阴霾渐渐消散并不是坚冰被阳光照射的融化，可能是雾气消散后逐渐显露出更加冷峻的现实。我们需要的就是在真正的风险暴露之前，尽可能的抓住难得的温和时光。

4、投资建议

4.1、美元走弱

美元指数中期走弱的趋势非常明显，虽然短期内核心通胀降低速度缓慢依旧会提振美元，但是随着衰退风险逐渐增加，美联储改变货币政策倾向，美元中期将走弱。

4.2、风险资产先跌后涨

随着在下半年美联储改变货币政策导向，我们认为风险资产的拐点也会出现，当然衰退本身会造成市场风险偏好的走弱，因此风险资产先跌后涨的概率较高。由于结构性问题持续存在，经济修复和通胀预期的反复也会继续存在，因此高增长低通胀的状态很难长期出现，依旧对于贵金属持有明显的推荐偏好。

5、风险提示

核心通胀高企推迟政策转向时间。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

| 走势评级 | 短期（1-3 个月） | 中期（3-6 个月） | 长期（6-12 个月） |
|------|------------|------------|-------------|
| 强烈看涨 | 上涨 15%以上 | 上涨 15%以上 | 上涨 15%以上 |
| 看涨 | 上涨 5-15% | 上涨 5-15% | 上涨 5-15% |
| 震荡 | 振幅-5%-+5% | 振幅-5%-+5% | 振幅-5%-+5% |
| 看跌 | 下跌 5-15% | 下跌 5-15% | 下跌 5-15% |
| 强烈看跌 | 下跌 15%以上 | 下跌 15%以上 | 下跌 15%以上 |

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com