

宏观策略周报（2023.2.6）

寇宁

期货从业资格号：

F0262038

投资咨询从业证书号：

Z0002132

张晨

期货从业资格号：

F0284349

投资咨询从业证书号：

Z0010567

车美超

期货从业资格号：

F0284346

投资咨询从业证书号：

Z0011885

报告制作时间：

2023年2月6日

审核人：寇宁

一德期货投资咨询业务资格：证监许可【2012】38号

■ 核心逻辑

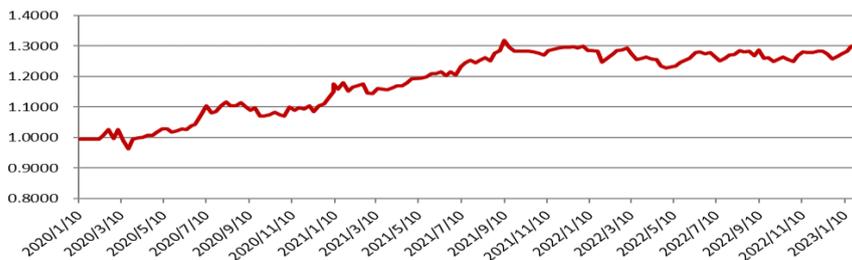
- 节后首周，在国内经济景气触底回升及春节假期文旅消费显著修复的情况下，市场情绪并未呈现明显改善，债券市场不跌反涨，主要股指结构分化，成长小盘股上涨，大盘价值股明显回落，大宗商品亦出现调整，这表明节前市场已对开年经济回暖或已充分定价，节后首周经济环比改善力度偏弱，导致市场存在一定预期差，但后市经济预期修复及货币维持宽松仍是市场两大主导因素，股强债弱格局不变。短期看，美国非农数据超预期走强，美元指数反弹，海外市场风险情绪走低，A股短期调整压力仍有待释放，策略上，建议持仓等待指数调整后的回补机会。债市总体震荡下，短债受益于流动性宽松预期强于长债，配置上建议转向短债，长债可高位减仓后等待回调加仓机会。
- 本周资产配置排序：股票>债券>商品。

■ 配置建议与策略跟踪

- 配置建议

大类资产	周度配置	较上周变化	中长期比例
股票	20%	—	30%
国债	15%	—	15%
黄金	20%	—	20%
商品	10%	—	15%
现金	35%	—	20%

- 周度策略跟踪



目 录

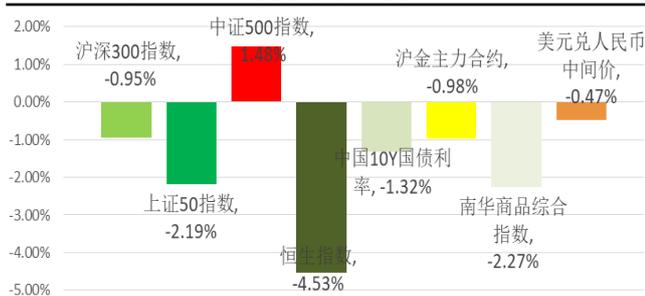
1. 大类资产表现比较.....	1
2. 经济环境分析:	1
2.1 经济景气重返扩张 节后需求释放偏弱.....	1
2.2 通胀预期上涨 商品涨幅收窄.....	4
2.3 市场利率仍低 资金维持宽松.....	5
2.4 议息会议非农数据双重推动 市场预期三度被纠偏.....	5
2.5 总量扩张空间有限 积极财政更重优化结构.....	6
3. 资产配置建议:	8
4.本周重要数据及事件关注:	10
免责声明.....	11

1. 大类资产表现比较

春节假期后首个交易周，除中证 500 指数上涨 1.48%和人民币兑美元中间价升值 0.47%外，其余国内宏观大类资产均出现不同程度的调整，其中恒生指数跌幅最深为-4.53%，其次为南华商品综合指数下跌 2.27%。

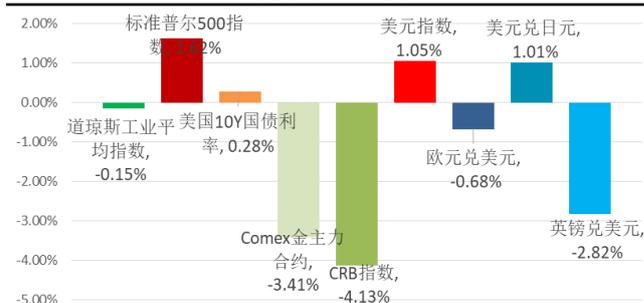
美国 1 月非农就业报告大幅超预期，市场对美联储进一步加息预期提振美债收益率和美元指数反弹。实际利率上行对黄金形成压力，贵金属高位回落 3.41%。美元上涨施压欧元，不过欧洲央行大幅加息 50 个基点，并承诺会继续升息，减小了欧美利差，限制了欧元跌幅。英国央行虽如期加息 50 个基点，但经济前景不佳，未来或放缓加息，令英镑承压，当周英镑兑美元贬值 2.82%。

图 1.1：国内宏观大类资产周度表现



资料来源：iFinD，博易大师，一德宏观战略部

图 1.2：海外宏观大类资产周度表现



资料来源：iFinD，博易大师，一德宏观战略部

2. 经济环境分析：

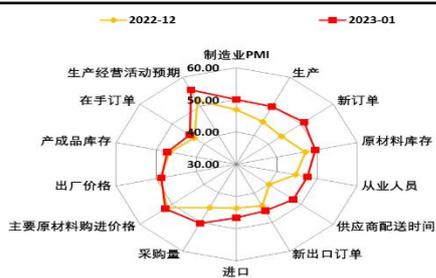
2.1 经济景气重返扩张 节后需求释放偏弱

1 月，国内制造业 PMI 回升 3.1 个百分点至 50.1%，重返扩张区间，经济景气触底回升。从分项指标看，生产、新订单指数显著回升，显示经济供求全面改善，其中，新订单指数环比上行 7 个百分点至 50.9%，重回扩张区间，为除 2020 年 3 月以外历次疫后最大反弹幅度，是推动 PMI 回升的主要因素，同时 1 月新出口订单环比上涨 1.9 个百分点至 46.1%，表明 1 月内需上涨是制造业需求改善的主因，行业上，医药、高技术制造业、装备制造业和消费品行业需求改善明显，表明政策对高技术行业支持

及疫情对消费冲击减退是拉动内需改善的主要力量。产出指数环比上涨 5.2 个百分点至 49.6%，受春节的季节性因素影响，仍处于收缩区间，反弹幅度不及需求，但新订单-生产指数剪刀差 2021 年 10 月以来首次转正，预计在需求的带动下，节后生产将恢复增长。生产经营活动预期指数为 55.6%，高于上月 3.7 个百分点，升至较高景气区间，市场信心进一步回暖。但同时，制造业价格指数表现分化，其中，原材料购进价格环比上涨 0.6 个百分点至 52.2%，涨幅加大，出厂价格指数下降 0.3 个百分点至 48.7%，环比降幅加大，出厂价-购进价负剪刀差扩大，企业利润压力加大。

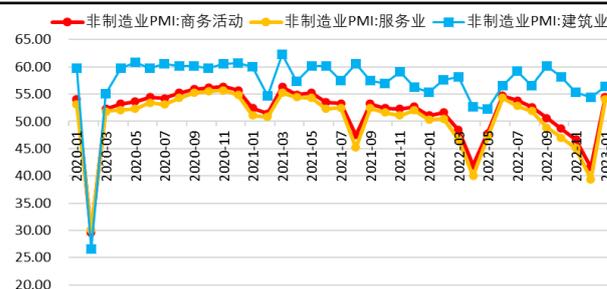
非制造业商务活动指数 1 月大幅回升 12.8 个百分点至 54.4%，其中，服务业 PMI 由上月的 41.6% 升至 54.4%，重回扩张，前期受疫情影响较大的零售、住宿、餐饮等行业商务活动指数均高于上月 24.0 个百分点以上，重返扩张区间，验证春节假期消费大幅增长。建筑业 PMI 上涨 2 个百分点至 56.4%，继续位于高景气区间，显示稳增长政策下，重大项目建设持续推进。

图 2.1: 制造业 PMI 分项指数 (%)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

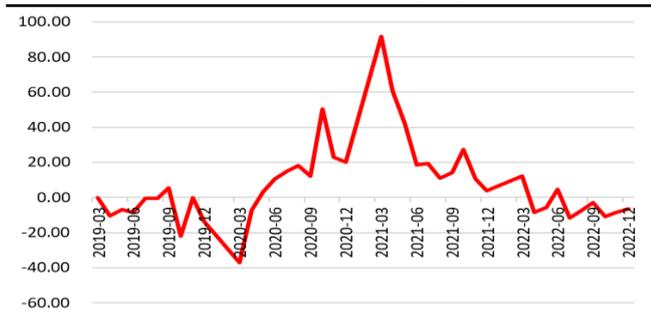
图 2.2: 非制造业 PMI (%)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

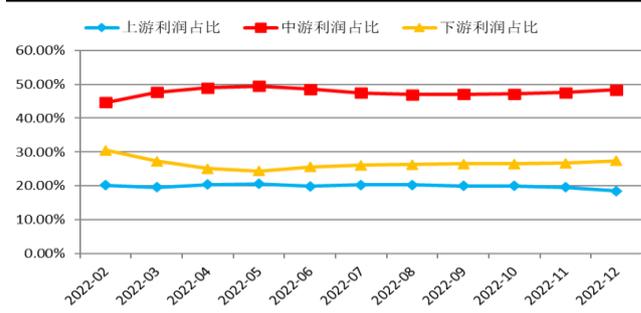
1-12 月，规上工业企业利润同比下降 4%，降幅较 1-11 月扩大 0.4 个百分点，单月看，12 月工业企业利润降幅小幅收窄，连续两个月改善。利润构成看，12 月 PPI 及营收利润率同比降幅收窄是支撑利润改善的主因，工业增加值受疫情达峰影响同比增长回落，总量上对利润恢复形成压力。行业结构上，12 月，上游采矿业利润增长回落，电力、热力、燃气及水生产和供应业利润增长边际加快，制造业利润增长维持稳定，制造业中，中游高技术制造业在需求增加及上游原材价格回落的双重拉动下利润增长加快，下游消费品业利润环比改善，但原材料制造业受生产回落及房地产疲弱的影响较大，利润维持较大负增长，但总体看，工业企业利润持续延续下半年以来向中下游集中的趋势，

图 2.3: 规上工业企业利润当月同比 (%)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

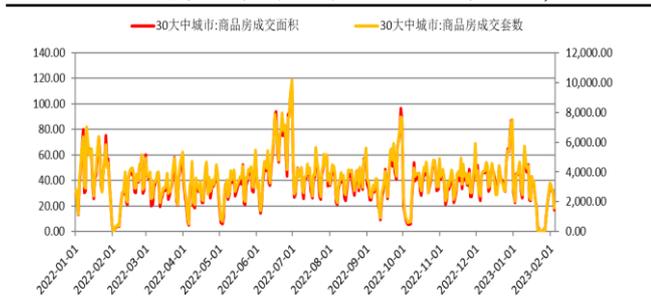
图 2.4: 上中下游制造业利润占比 (%)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

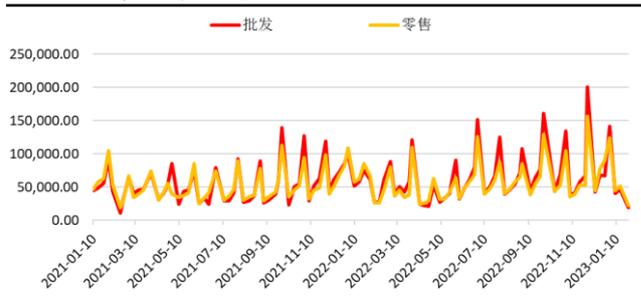
节后首周, 全国 247 家钢厂高炉开工率环比上涨 0.72 个百分点至 77.41%, 为 2019 年以来春节后首周较高水平。钢材库存春节假期以来普遍大幅上涨, 涨幅显著高于春节假期前, 显示目前下游需求释放力度较弱。终端需求方面, 节后首周, 国内 30 大中城市商品房成交环比季节性回升, 但商品房日均成交量仍略低于去年节后首周。1 月, 国内 30 大中城市商品房日均成交套数同比下降 39%, 降幅较 12 月扩大, 环比下降 38%, 由涨转跌。1 月第三周, 受春节假期错位因素影响, 国内乘用车批发、零售量同比分别下降 77%、70%, 降幅较前一周扩大。据乘联会, 1 月 1 日-27 日, 乘用车市场零售量同比下降 45%, 环比下降 43%; 全国乘用车厂商批发量同比下降 50%, 环比下降 46%, 由于经销商库存较高, 春节前的补库力度不大, 1 月乘用车批发零售总体偏低。

图 2.5: 30 大中城市商品房成交 (万平方米, 套)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

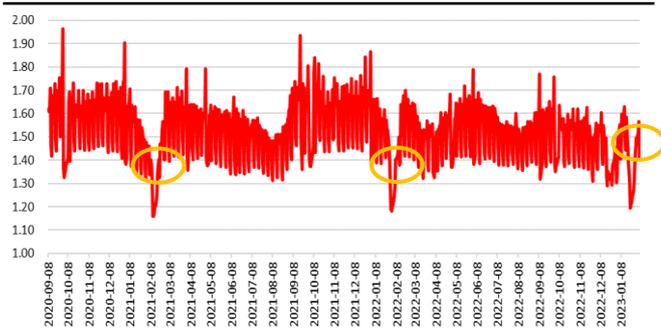
图 2.6: 乘用车销量 (辆)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

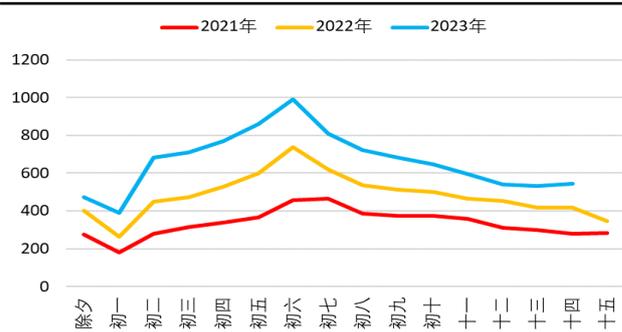
节后首周, 100 城市拥堵延时指数环比季节性回升, 指数值与 2022 年同期基本持平, 高于 2021 年同期水平, 百度迁徙规模指数春节假期后有所回落, 但高于 2021 年、2022 年同期水平。国内电影票房收入春节后季节性回落, 截至大年十二, 全国电影票房收入低于 2022 年、2019 年同期水平。

图 2.7: 100 城市拥堵延时指数



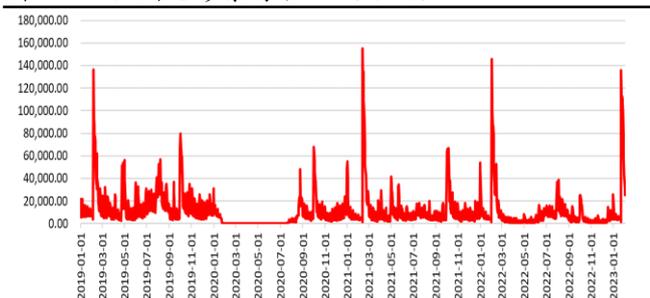
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 2.8: 春节期间百度迁徙规模指数



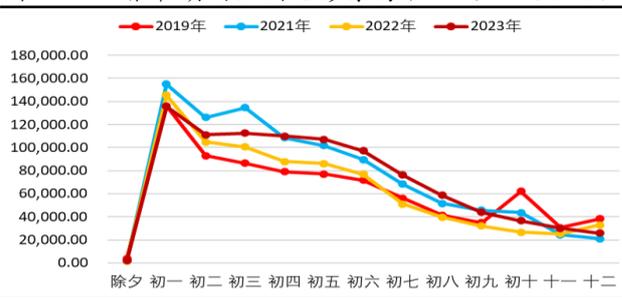
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 2.9: 全国电影票房收入 (万元)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 2.10: 春节期间全国电影票房收入对比 (万元)



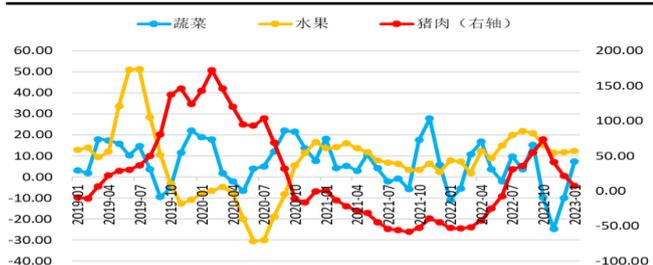
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

2.2 通胀预期上涨 商品涨幅收窄

节后首周, 国内猪肉周均价格环比下降 0.78%, 降幅较春节期间扩大, 猪肉周均价格连续三个月环比回落; 春节期间, 国内蔬菜、水果价格表现分化, 蔬菜日均价格环比分别上涨, 水果价格环比下降, 而节后首周蔬菜日均价格环比涨幅由 3.32% 降至 0.29%, 水果日均价格由 -1.55% 回升至 0.55%。1 月, 国内猪肉价格同比涨幅进一步收窄, 但蔬菜、水果价格同比涨幅扩大, 在春节错位因素的影响下, 1 月国内 CPI 同比涨幅预计加大, 但总体通胀压力有限。

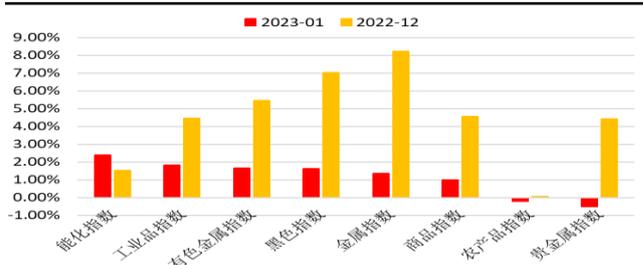
节后首周, 南华商品指数由涨转跌, 分项指数普遍回落, 工业品中, 受内需影响较大的能化、黑色指数跌领跌商品, 有色金属受短期供给不足的支撑, 指数降幅较小。1 月, 南华商品指数延续第三个月上涨, 但涨幅显著收窄, 农产品总体收跌, 与工业品表现分化, 工业品中, 能化指数涨幅较前一月扩大, 黑色指数涨幅回落幅度较大。

图 2.11: 国内猪肉、果蔬日均批发价当月同比 (%)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 2.12: 南华商品指数月度涨跌幅 (%)

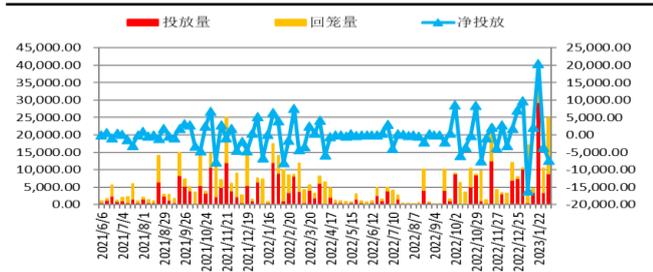


资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

2.3 市场利率仍低 资金维持宽松

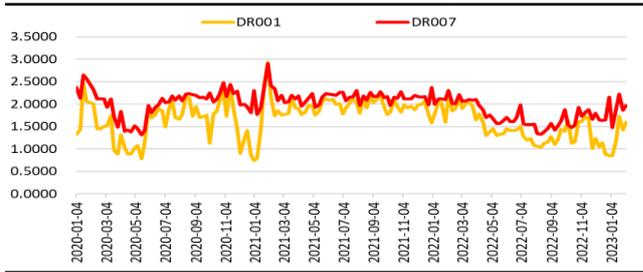
30 日当周, 央行进行了 8880 亿元逆回购投放, 当周有 16080 亿元逆回购到期, 当周净回笼 7200 亿元。银行市场利率较 28-29 日均值回升, DR001、DR007 周均值环比分别上涨 17BP、10BP 至 1.59%、1.97%, 但仍低于春节假期前, 市场资金维持宽松。

图 2.13: 央行公开市场净投放 (亿元)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 2.14: 银行间质押式回购加权利率 (%)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

2.4 议息会议非农数据双重推动 市场预期三度被纠偏

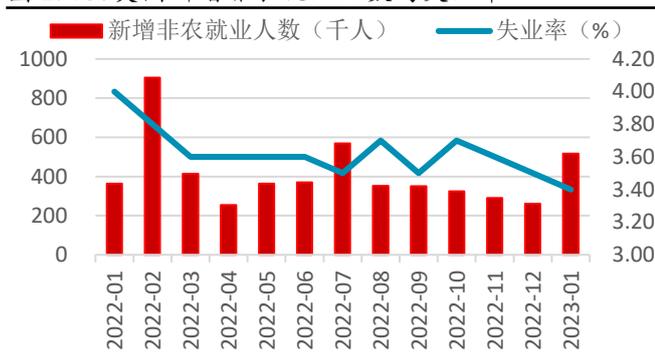
此前, 市场受美联储紧缩预期缓和影响, 风险情绪持续高涨。当周, 随着美、欧央行相继公布年内第一次利率决议, 加之周五晚间公布的非农数据意外强势, 乐观情绪急转直下, 市场预期被迅速纠偏, 与联储后续政策路径预期分歧逐渐弥合。

议息会议方面, 欧、美央行分别加息 50 和 25 基点, 令货币政策差异达到欧央行开启紧缩以来之最。随着周五晚间非农数据公布后美联储 5 月加息预期再起, 叠加欧央行可能进一步放缓加息幅度至 25 基点, 美欧紧缩强度或现边际反转, 美元也将因此受到显著支撑, 阶段性修复反弹可期。

非农数据方面, 1 月非农就业人数增加 51.7 万人, 失业率下滑 0.1 个百分点至

3.4%。就业增长普遍，其中休闲和酒店业、专业和商业服务业以及医疗保健业的增长带动了就业整体增长；政府部门的就业也有所增加，部分反映了罢工工人的回归。劳动力参与率（62.4%）与就业人口比率（60.2%）在剔除人口控制年度调整的影响后保持不变，仍低于 2020 年疫情爆发前。1 月份，私人非农就业岗位上所有员工的平均时薪增长了 10 美分至 33.03 美元，平均每周工作时间增加了 0.3 小时达到 34.7 小时。意外强劲的非农数据引发美联储进一步加息的预期。

图 2.15: 美国新增非农就业人数与失业率



资料来源：iFinD，一德宏观战略部

图 2.16: 美联储观察工具显示利率终点概率 (%)

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES						
	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	97.4%	0.0%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	37.6%	61.4%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	25.4%	53.5%	20.5%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	26.1%	52.7%	20.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.3%	7.7%	33.0%	44.2%	14.8%
2023/11/1	0.0%	0.1%	3.3%	17.8%	37.5%	32.4%	8.9%
2023/12/13	0.1%	2.5%	14.2%	32.5%	33.7%	14.8%	2.2%

资料来源：CME，一德宏观战略部

2.5 总量扩张空间有限 积极财政更重优化结构

(1) 政策回顾

1 月 30 日，财政部召开 2022 年度财政收支情况网上新闻发布会，针对 2023 年积极的财政政策，会议表示“加力”，就是要适度加大财政政策扩张力度。一是在财政支出强度上加力，适度扩大财政支出规模。二是在专项债投资拉动上加力。合理安排地方政府专项债券规模，适当扩大投向领域和用作资本金范围，持续形成投资拉动力。三是在推动财力下沉上加力。持续增加中央对地方转移支付，向困难地区和欠发达地区倾斜，兜牢兜实基层“三保”底线。“提效”，就是要提升政策效能。一是完善税费优惠政策，增强精准性和针对性，着力助企纾困。二是优化财政支出结构，有效带动扩大全社会投资，促进消费。三是加强与货币、产业、科技、社会政策的协调配合，形成政策合力，推动经济运行整体好转。其中，重点把握好五个方面。

一是完善税费支持政策，着力纾解企业困难。在落实好前期出台政策的基础上，根据实际情况进一步完善减税降费措施，突出对中小微企业、个体工商户以及特困行

业的支持，促进企业转型升级和提升创新能力，为企业增活力、添动力。

二是加强财政资源统筹，保持必要支出强度。加大财政资金统筹力度，优化政策组合工具，集中财力办大事，在打基础、利长远、补短板、调结构上加大投资，落实国家重大战略任务财力保障。

三是大力优化支出结构，不断提高支出效率。党政机关过紧日子，努力降低行政运行成本。围绕推动高质量发展，积极支持科技攻关、乡村振兴、区域重大战略、教育、基本民生、绿色发展等重点领域。完善财政资金直达机制。

四是均衡区域间财力水平，促进基本公共服务均等化。持续增加中央对地方转移支付，提高地方财力保障水平。健全县级财力长效保障机制，推动财力下沉。推进基本公共服务保障标准体系建设，促进转移支付资金分配与公共服务成本相衔接。

五是严肃财经纪律，切实防范财政风险。遏制隐性债务增量，稳妥化解存量，坚决制止违法违规举债行为，规范地方政府融资平台公司管理，牢牢守住不发生系统性风险底线。

针对专项债稳投资方面，会议指出 2023 年，合理安排地方政府专项债券规模，适当扩大专项债券资金投向领域和用作项目资本金范围，持续形成实物工作量和投资拉动力，确保政府投资力度不减。一是统筹发展和安全，合理安排 2023 年政府专项债券规模，保持宏观杠杆率基本稳定。二是指导地方做好专项债券项目储备和前期工作，提高项目储备质量。三是督促地方做好 2023 年专项债券发行使用工作，有效发挥专项债券对促进地方经济社会稳定发展的积极作用。

针对 2023 年减税降费政策，会议表示财政部门将继续完善税费支持政策，着力纾解企业困难。在落实好前期出台政策的基础上，根据实际情况进一步完善减税降费措施，增强精准性针对性，及时解决市场主体反映的突出问题，持续整治违规涉企收费，防止乱收费、乱罚款、乱摊派，助力经济运行在合理区间。

(2) 政策简评

年末中央经济工作会议对 2023 年财政定调为“加力提效”，由会议精神可见，2023 年积极财政在具体落实上将注重优化支出结构，对重点领域加大支持力度，总

量加码力度有限。预计 2023 年财政在民生、小微企业支持上仍将保持力度，同时，积极推动经济高质量发展，加大高技术制造业支持，制造业投资高增存在支撑。在拉动投资方面，预计在专项债扩容的基础上，将进一步加大财政与货币政策的协调，通过结构性金融工具等准财政工具为基建投资提供资金支持。

3. 资产配置建议：

30 日当周，国内市场风险情绪大体稳定，股债收益比、股债收益率差分别由前一周历史 72.3%、77.9%分位数水平微降至 71.9%、77.2%分位数水平。

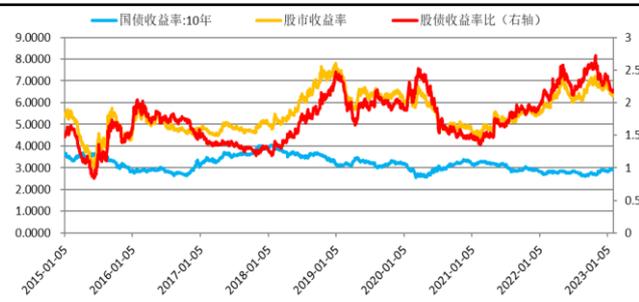
A 股层面，30 日当周，板块风格连续 2 周偏向成长，指数先扬后抑小幅回落，游资风格开始强于机构。日均成交额显著扩大，北向资金连续 12 周流入，个股赚钱效应连续 2 周回升。板块方面，汽车、计算机、国防军工领涨，非银金融、银行、家用电器表现偏弱。海外权益市场风险偏好开始回落，持有成本两端探底回升；游资情绪震荡回暖，但临近周末趋弱，市场开始出现“恐高”迹象。盘面上，计算机连续 2 周成为市场主线，其余板块仍以轮动表现为主。内外因素综合考量，A 股短期调整压力有待释放。策略上，持仓为主，等待调整后的回补机会。

国债层面，30 日当周，国内债券市场普遍回暖，在春节文娱、出行消费强劲恢复及 1 月 PMI 走强背景下，国债不跌反涨，表明市场已对开年经济回暖充分定价，节后首周经济环比改善力度偏弱，短期提振债市情绪，但后市随着经济修复加快，债市仍存调整风险，目前经济预期修复及货币维持宽松仍是债市两大主导因素，债市总体震荡下，短债受益于流动性宽松预期强于长债，配置上建议转向短债，长债可高位减仓后等待回调加仓机会。

黄金层面，30 日当周，受持有成本两端同时向上修复影响，黄金大幅下挫。随着本周美、欧央行陆续公布利率决议，美元弱势格局彻底得到改观。同时，非农数据公布后显示美国就业市场过热状态未有明显缓解，联储践行去年 12 月点阵图政策预期概率升温，带动实际利率反弹。市场乐观预期第三次被纠偏后，基本标志金价持续三个多月反弹走势的终结。总体上，我们认为黄金当前的走势仍处于底部宽幅震荡框架

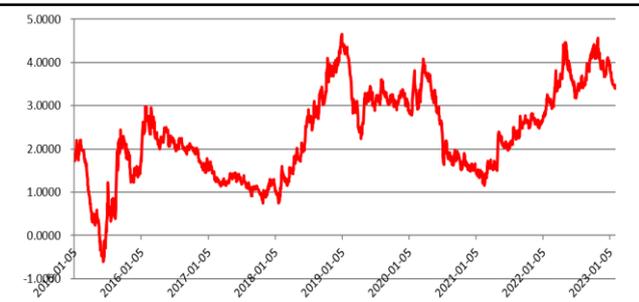
范围内，后续需等待价值回归后的配置机会。策略上，观望为主，等待回调后的配置机会。

图 3.1: 股债相对回报表现



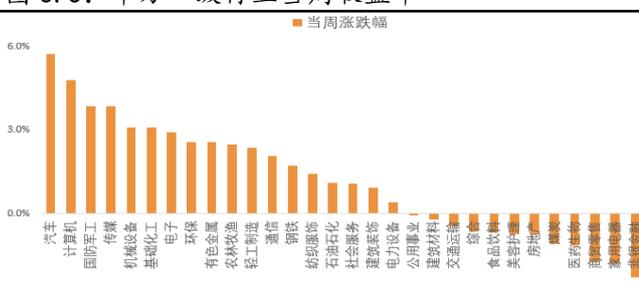
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 3.2: 权益资产溢价



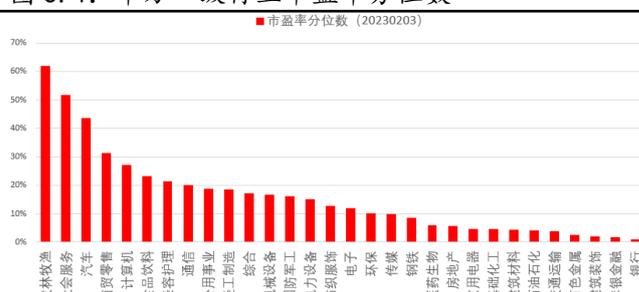
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 3.3: 申万一级行业当周收益率



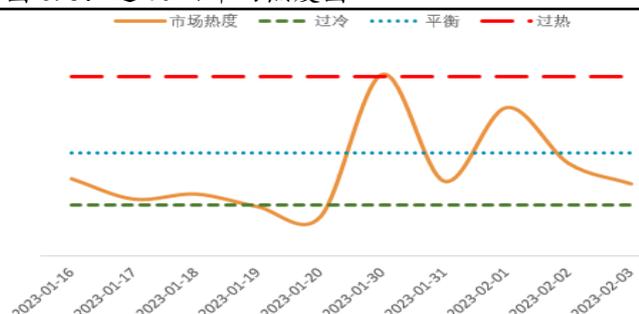
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 3.4: 申万一级行业市盈率分位数



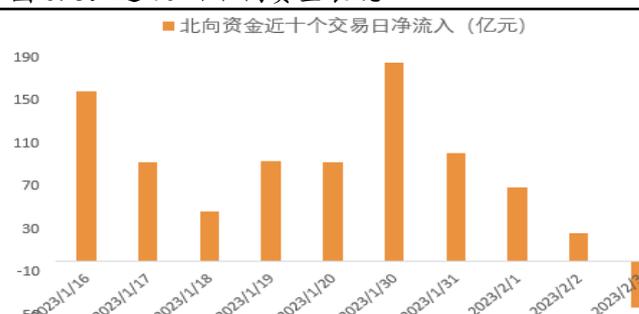
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 3.5: 近 10 日市场热度图



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 3.6: 近 10 日北向资金表现



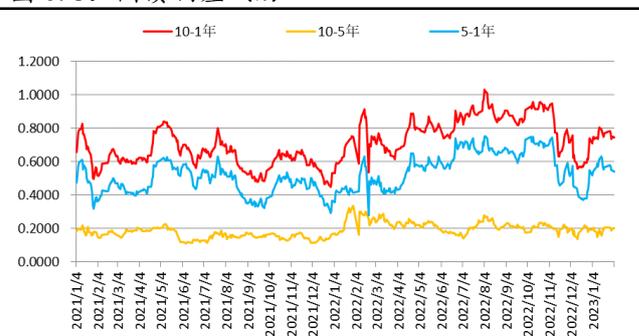
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 3.7: 国债到期收益率 (%)



资料来源: 中债登网站, 一德宏观战略部

图 3.8: 国债利差 (%)



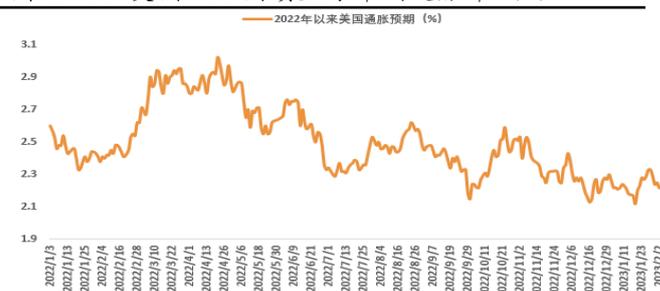
资料来源: 中债登网站, 经作者整理

图 3.9: 美国 10Y 国债实际利率与名义利率 (%)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 3.10: 美国 10Y 国债盈亏平衡通胀率 (%)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

4. 本周重要数据及事件关注:

重要财经数据与事件关注	
2023/02/06	欧元区 2 月 Sentix 投资者信心指数, 前值-17.5, 预测值-12.8
	德国 1 月 CPI 年率初值(%), 前值 8.6, 预测值 8.9(0206-0210)
	印度能源周战略会议举行
2023/02/07	中国 1 月外汇储备(亿美元), 前值 31276.9, 预测值 31540
	美国 12 月贸易帐(亿美元), 前值-615.1, 预测值-687
	澳洲联储公布利率决议
	美国众议院小组就能源问题举行立法听证会
2023/02/08	美国总统拜登发表国情咨文
	EIA 公布月度短期能源展望报告
	美联储主席鲍威尔发表讲话
	FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯接受《华尔街日报》的采访
2023/02/09	美国 12 月批发库存月率终值(%), 前值 0.1, 预测值 0.1
	美联储理事沃勒就美国经济前景发表讲话
	德国副总理兼经济部长哈贝克在 2023 年能源对话会议上发表讲话
2023/02/10	美国截至 2 月 4 日当周初请失业金人数(万), 前值 18.3, 预测值 19.5
	中国 1 月 CPI 年率(%), 前值 1.8, 预测值 2.3
	中国 1 月 PPI 年率(%), 前值-0.7, 预测值-0.5
	中国 1 月社会融资规模-单月(亿人民币), 前值 13100, 预测值 54000
	中国 1 月 M2 货币供应年率(%), 前值 11.8, 预测值 11.6
	美国 2 月密歇根大学消费者信心指数初值, 前值 64.9, 预测值 65

资料来源: 汇通财经、一德宏观战略部

风险提示:

国内疫情反复; 稳增长政策效果不及预期; 美联储紧缩幅度超预期

免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：www.ydqh.com.cn