

# 宏观策略周报（2023.2.13）

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13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

- 6日当周，受国内资金面收紧的影响，国内股债市场双双走弱。1月国内信贷强势开局，但政策对信贷高增贡献较高，社融-M2负剪刀差进一步扩大表明社融内生增长动力不足，居民长贷延续下行，地产仍弱拖累融资扩张。高频数据看，节后第二周，下游开工出现回暖迹象，但终端需求进一步走弱，经济修复预期仍待验证，但信贷预计维持较快扩张。在此背景下，预计债市震荡格局不变，短期等待市场回调后的买入机会。经济修复偏慢抑制市场情绪，随着A股成交持续回落，短期向上乏力，策略上，持仓为主，如向上突破年内高点可继续减仓。
- 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

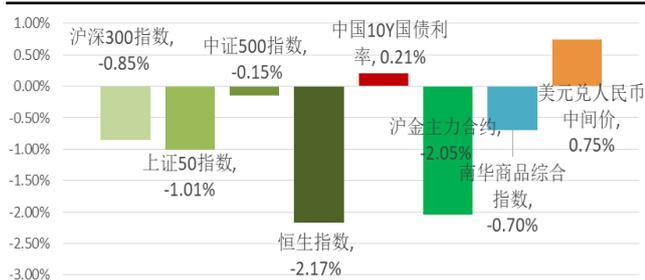
1. 大类资产表现比较.....	1
2. 经济环境分析：.....	1
2.1 下游开工预期加快 终端需求弱势不改.....	1
2.2 通胀表现平稳 利润空间扩大.....	3
2.3 信贷强劲开局 融资压力仍在.....	4
2.4 联储官员鹰派发言抢镜 持有成本两端继续上修.....	5
3. 资产配置建议：.....	6
4.本周重要数据及事件关注：.....	9
免责声明.....	10

## 1. 大类资产表现比较

6日当周，除9日外北向资金持续呈现净流出，市场对经济复苏强预期与偏弱现实之间存在预期差，国内宏观大类资产整体呈现调整，其中恒生指数跌幅最深为-2.17%，上证50指数下跌1.01%。贵金属较外盘回调滞后，当周高位回落2.05%；南华商品综合指数微跌0.7%。美元反弹叠加刚性汇兑消退后影响，人民币兑美元中间价贬值0.75%。

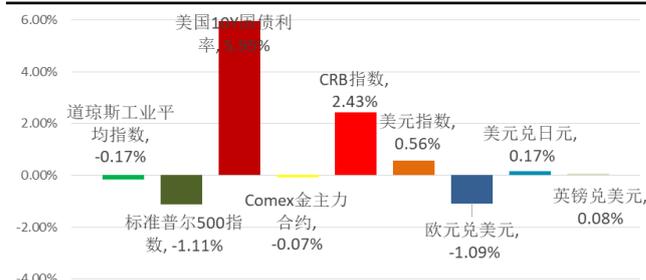
美国强劲的非农就业报告引发市场对美联储进一步加息猜想，本周美联储主要官员纷纷发表讲话表示抗击通胀仍要有很长的一段路要走，高利率将持续时间较长，市场因此对终点利率的预期也被推升，提振美债收益率大幅上行(+5.95%)，美元指数延续反弹0.56%，非美货币随之承压，其中欧元兑美元贬值1.09%。美股回调，其中标普500下跌1.11%，道指微调0.17%。

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：

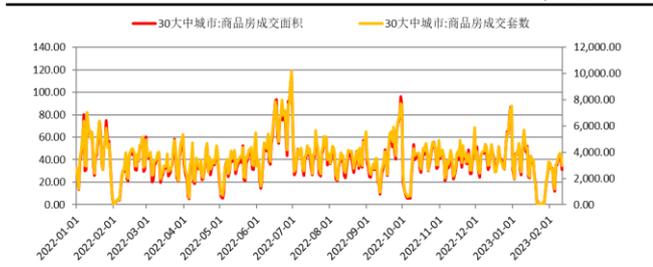
### 2.1 下游开工预期加快 终端需求弱勢不改

6日当周，全国247家钢厂高炉开工率环比上涨1.01个百分点至78.42%，环比涨幅较前一周扩大，钢厂生产恢复加快。钢材库存延续12月下旬以来的普涨走势，但增幅回落，板材库存环比增幅下降明显，建材库存增幅仍处于1月中旬以来较高水平，库存表现显示下游需求有所释放，但力度不强，春节假期后各地重大项目密集开

工，预计随着需求逐步传导，下游需求总体恢复趋势将愈发明显。

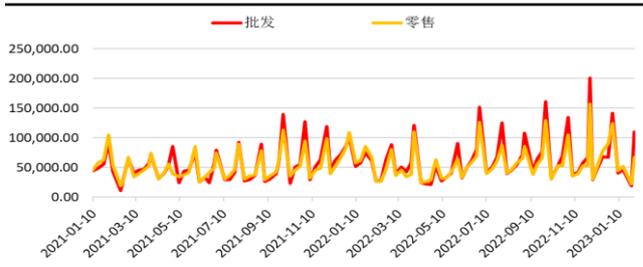
终端需求方面，6日当周，国内30大中城市商品房成交环比延续回升，但商品房日均成交量较去年春节后第二周同比下降7.4%，商品房销售恢复仍慢。1月第四周，国内乘用车批发、零售量增长回升，其中，乘用车批发量同比由下降77%转为增长16%，乘用车零售量同比降幅由-70%收窄至-10%。据乘联会，2023年1月乘用车市场零售达到129万辆，同比下降37.9%，环比下降40.4%，无论同比增速还是环比增速都是本世纪以来1月最低数据，车市没有实现1月开门红。乘联会认为，1月车市低迷符合预期，主要受到几个方面影响，首先今年春季是本世纪最早的关系，产销环节工作日同步减少，销量潜力未得到充足释放；其次去年下半年购置税减半政策、新能源汽车补贴即将退出，也透支了部分消费。

图 2.1: 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

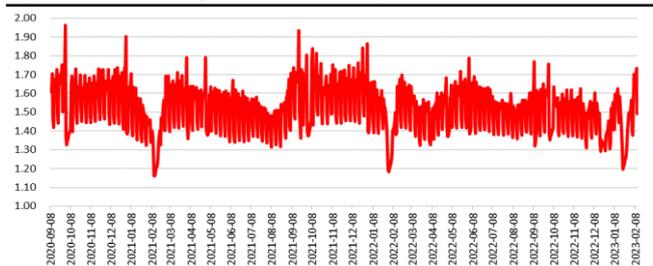
图 2.2: 乘用车销量 (辆)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

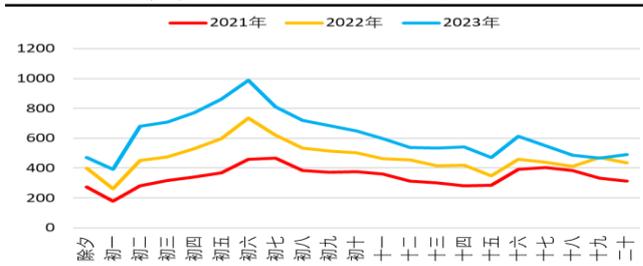
6日当周，100城市拥堵延时指数环比持续回升，指数值与2022年同期基本持平，高于2021年同期水平，百度迁徙规模指数农历正月十五过后季节性反弹，随后回落较为明显，但仍高于2021年、2022年同期水平，节奏上看，今年劳动者异地务工返岗时间相对较晚，但至周末迁徙指数出现回升迹象。节后第二周，国内电影票房收入延续回归，但仍高于往年，据艺恩数据，2023年初七至十五的电影票房同比2019、2021、2022年分别增长5.2%、10.6%、23.1%，节后电影大盘仍保持较高热度。

图 2.3: 100 城市拥堵延时指数



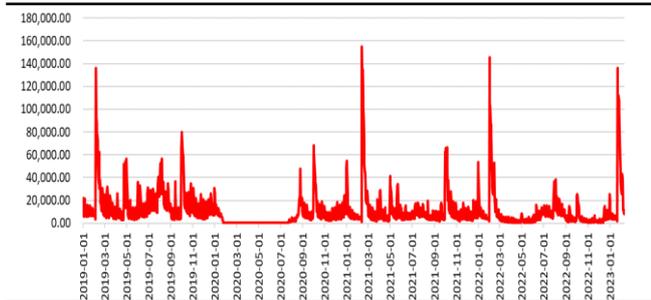
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 2.4: 春节期间百度迁徙规模指数



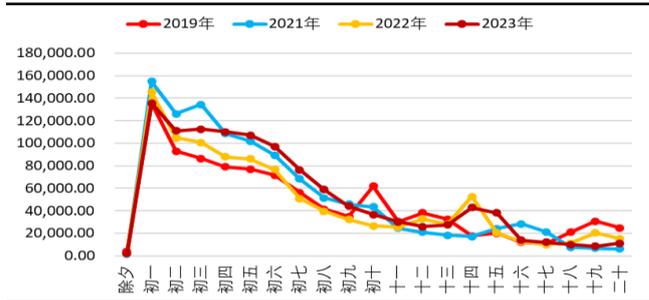
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 2.5: 全国电影票房收入 (万元)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 2.6: 春节期间全国电影票房收入对比 (万元)

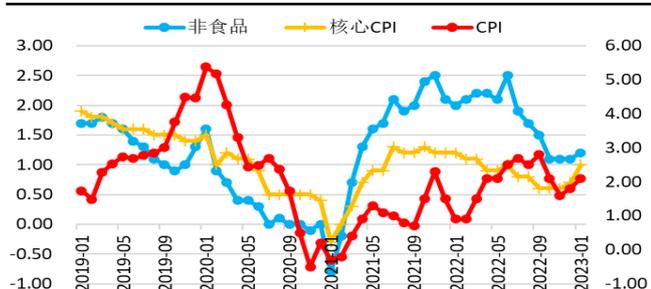


资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

## 2.2 通胀表现平稳 利润空间扩大

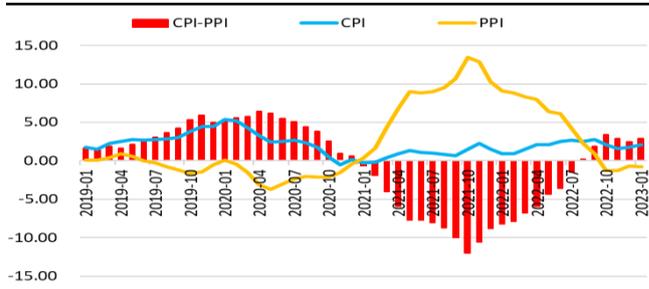
1月,国内CPI同比上涨2.1%,涨幅比上月扩大0.3个百分点,结构上,鲜菜、鲜果价格受春节季节性因素影响,涨幅扩大,是CPI同比回升的主因,而受生猪供给持续增加的影响,猪肉价格下降10.8%,降幅比上月扩大2.1个百分点,此外,随着疫情防控政策优化调整,春节期间,国内出行和文娱消费需求大幅增加,带动CPI非食品同比涨幅扩大0.1个百分点至1.2%,亦对CPI形成拉动。需求回暖下,扣除食品和能源价格的核心CPI同比加速上涨至1.0%,连续第二个月改善,但较2021年下半年仍有差距,显示内需虽然恢复,但总体依旧偏弱。PPI受国际原油价格波动和国内煤炭价格加速回落的拖累,同比降幅比上月扩大0.1个百分点至-0.8%,但黑色金属冶炼和压延加工业价格同比降幅收窄3.0个百分点至-11.7%,环比上涨1.5%,涨幅扩大1.1个百分点,基建地产等内需对工业品价格形成支撑。伴随消费改善,1月CPI-PPI剪刀差回升至2.9%,企业利润空间扩大。

图 2.7: CPI 与核心 CPI (%)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 2.8: CPI-PPI (%)

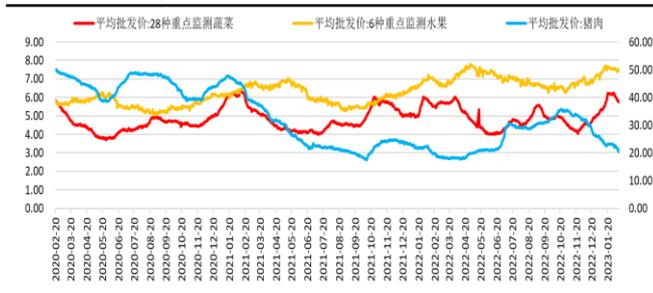


资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

6日当周,国内主要猪肉、果蔬价格全面回落,其中,猪肉日均价格环比大幅回落5.35%,为开年以来当周最大降幅,猪肉日均价格连续十五周环比回落,蔬菜、水

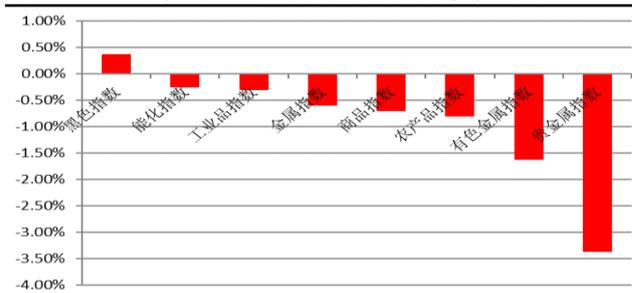
果价格当周日均价格环比分别下降 5.67%、1.35%，周环比双双由涨转跌。南华商品指数连续第二周回落，但降幅较前一周收窄，结构上，工强农弱格局依旧明显，工业品中，美国经济维持强劲支撑美元、美债收益率上涨对贵金属、有色金属利空较大，相关指数跌幅居前，黑色指数受海外市场影响较小，叠加内需恢复预期较强，逆势收涨。

图 2.9：国内猪肉、果蔬日批发价（元/公斤）



资料来源：iFinD，一德宏观战略部

图 2.10：南华商品指数周度涨跌幅排序（%）

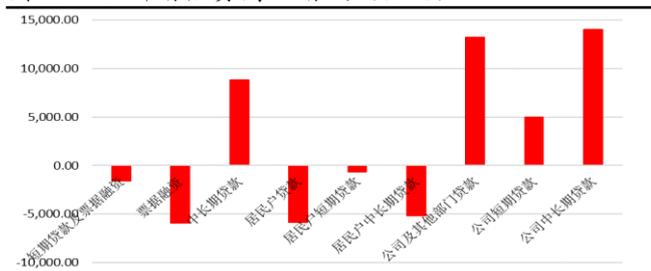


资料来源：iFinD，一德宏观战略部

### 2.3 信贷强劲开局 融资压力仍在

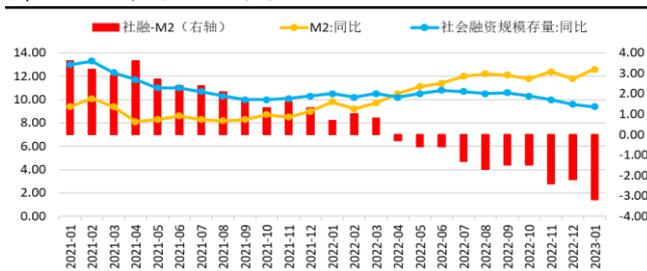
1 月国内新增信贷 4.93 万亿元，同比多增 7308 亿元，创历史同期新高，信贷“开门红”成色较足。结构上，企业长贷高增仍是信贷增长的主要推动，1 月企业长贷同比大幅多增 1.4 万亿元，其中除疫情达峰后，国内经济逐步恢复外，政策上要求信贷靠前投放是主要推动，同时，居民长贷同比降幅进一步扩大，说明居民购房意愿低迷仍对信贷构成拖累。1 月新增社融 5.98 万亿元，好于市场预期，但同比少增 1959 亿元，其中，企业债融资受理理财产品赎回信用债利率高位的持续影响，同比少增 4352 亿元，是社融同比下降的主要拖累，此外，信托，委托贷持续回暖，反映了基建稳增长对融资的拉动，但从实体融资需求看 1 月社融- M2 负剪刀差进一步扩大表明相对于货币供给实体融资需求依然偏弱，社融内生增长动力不足，1 月信贷高增政策拉动因素较多，同时地产压力没有减弱，实体有所恢复但后市持续修复仍然需要政策的持续发力。

图 2.11: 新增信贷同比增减 (亿元)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

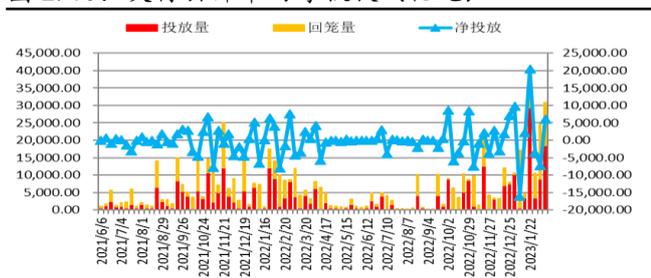
图 2.12: 社融-M2 (%)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

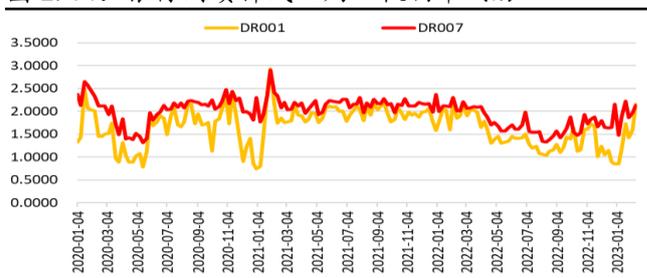
6日当周, 央行进行了18400亿元逆回购投放, 当周有12380亿元逆回购到期, 当周净投放6020亿元。银行市场利周均值加速上行, DR001、DR007周均值环比分别上涨56BP、16BP至2.15%、2.13%, 银行市场资金面维持偏紧。

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 联储官员鹰派发言抢镜 持有成本两端继续上修

当周, 受联储官员鹰派发言影响, 市场总体延续非农数据公布后紧缩预期强化基调, 持有成本两端继续向上修复。

从联储官员表态情况来看, “就业市场过热支撑通胀水平韧性, 进一步紧缩的必要性依然存在”基本形成共识。当前从市场预期情况看, 市场对3月、5月各加息25基点基本形成共识, 这也与12月点阵图披露的委员们对于终值利率的预期趋于一致。因此, 后续市场主要的交易逻辑将围绕就业和通胀数据变化影响加息预期方面进行交易。1月CPI数据即将公布前, 美国劳工部上调分项中租金权重下调二手车权重, 也为此次CPI数据强于预期打下伏笔。

日期	联储官员 (2023 票委*)	发言要点
2023/02/06	亚特兰大联储主席博斯蒂克	1 月强劲的非农就业增长可能令政策利率的峰值超过联储决策者此前预期的水平。
2023/02/07	美联储主席鲍威尔*	尽管通胀开始下降，但未料到就业如此强劲，加息超出市场预期水平仍然存在。
	明尼阿波利斯联储主席卡什卡利*	预计联邦基金利率将升至 5.4%。
	纽约联储主席威廉姆斯*	将联邦基金利率上调至 5.00%-5.25% 区间较为合理，当前利率未进入限制性区域。
	美联储理事沃勒*	通胀率依然过高，利率可能高于市场预期。
	美联储理事库克*	尚未完成加息，当前利率尚未表现出足够限制性。

资料来源：公开信息整理、一德宏观战略部

图 2.15: 美联储观察工具显示 5 月加息概率提升



资料来源：CME，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							
	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	90.8%	9.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	21.1%	71.8%	7.1%	0.0%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	11.3%	48.3%	37.1%	3.3%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	10.2%	44.6%	38.2%	6.6%	0.3%
2023/9/20	0.0%	0.0%	1.3%	14.7%	43.8%	34.1%	5.8%	0.3%
2023/11/1	0.0%	0.4%	5.1%	23.0%	41.0%	26.1%	4.2%	0.2%
2023/12/13	0.2%	3.4%	16.6%	34.6%	31.4%	12.0%	1.6%	0.1%

资料来源：CME，一德宏观战略部

### 3. 资产配置建议：

6 日当周，国内市场风险情绪稳中趋弱，股债收益比、股债收益率差分别由前一周历史 71.9%、77.2%分位数水平回升至 72.04%、77.34%分位数水平。

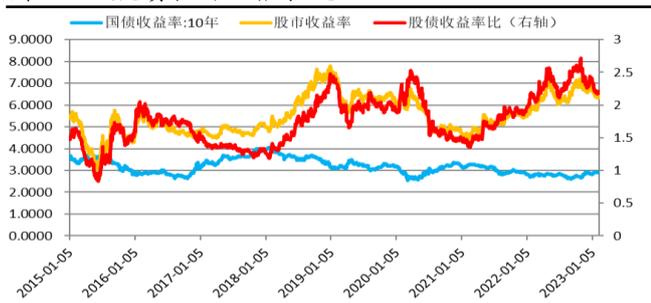
A 股层面，6 日当周，板块风格连续 3 周偏向成长，指数先抑后扬维持震荡，机构风格再度强于游资。日均成交额显著萎缩，北向资金连续 13 周流入，但净额明显下滑；个股赚钱效应开始回落。板块方面，通信、传媒、环保领涨，非银金融、煤炭、有色金属表现偏弱。海外权益市场风险偏好继续回落，持有成本两端持续走强；创业板相关个股赚钱效应突出，市场“恐高”现象依然存在。盘面上，计算机连续 3 周成为市场主线，其余板块仍以轮动表现为主。随着成交水位持续回落，预计 A 股短期向

上乏力，或将延续震荡调整。策略上，持仓为主，等待调整后的回补机会；如向上突破年内高点可继续减仓。

国债层面，6日当周，由于逆回购到期较大，市场资金趋紧，国债市场承压收跌，短债受资金面影响较大，走势相对较弱。1月国内新增信贷受政策推动创出新高，但社融-M2负剪刀差进一步扩大显示实体融资需求依然偏弱，居民长贷延续下行显示地产刺激政策对居民购房需求的作用仍未体现，高频数据看，节后第二周，下游开工出现回暖迹象，但终端需求进一步走弱，经济修复压力仍存，预计货币宽松仍将维持。2月以来，票据利率总体上涨或预示2月信贷投放节奏依旧较快，在信贷回暖货币宽松的条件下，预计债市震荡格局不变，操作上，建议高抛低吸操作，短期等待市场回调后的买入机会。

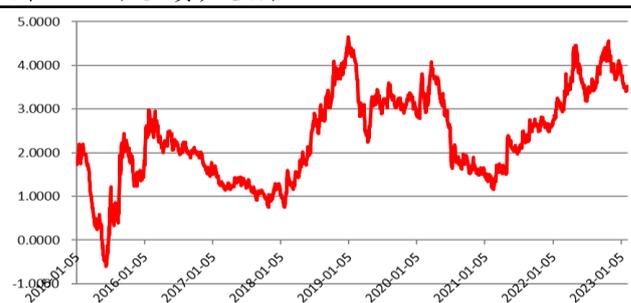
黄金层面，6日当周，受持有成本两端继续上扬影响，黄金延续调整态势。伴随联储官员先后“出镜”重申鹰派紧缩观点，市场继续消化1月非农数据引发的利空影响。综合来看，当前联储官员对终值利率的“底线”为5.00-5.25%水平，符合市场预期及联储12月预测。但就业市场过热态势不改，更为持久紧缩周期的可能性亦难完全排除。在当下联储紧缩预期强化阶段，关注处于底部宽幅震荡走势的黄金阶段性回落，等待价格回归后的配置机会。策略上，观望为主，等待回调后的配置机会。

图 3.1：股债相对回报表现



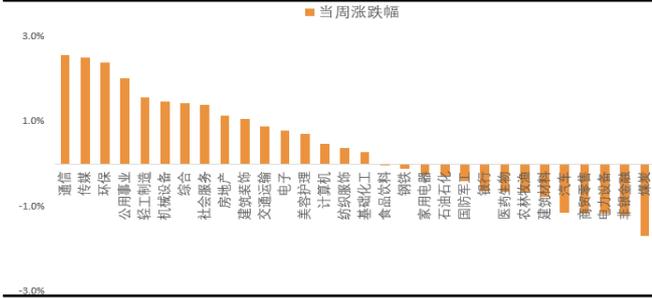
资料来源：iFind，一德宏观战略部

图 3.2：权益资产溢价



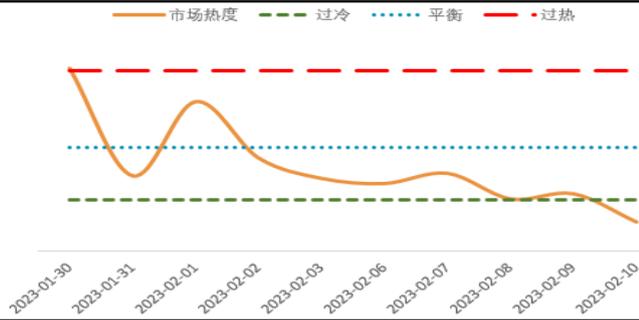
资料来源：iFind，一德宏观战略部

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 3.5: 近 10 日市场热度图



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 3.9: 美国 10Y 国债实际利率与名义利率 (%)



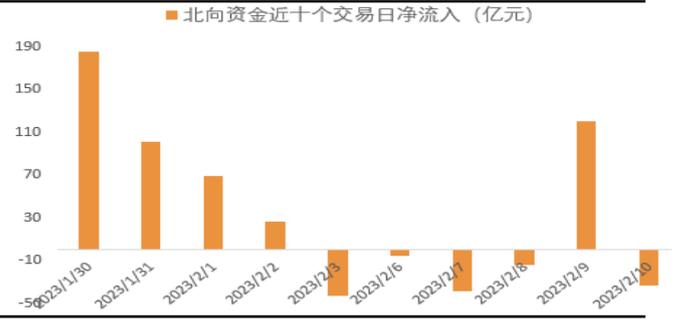
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 3.4: 申万一级行业市盈率分位数



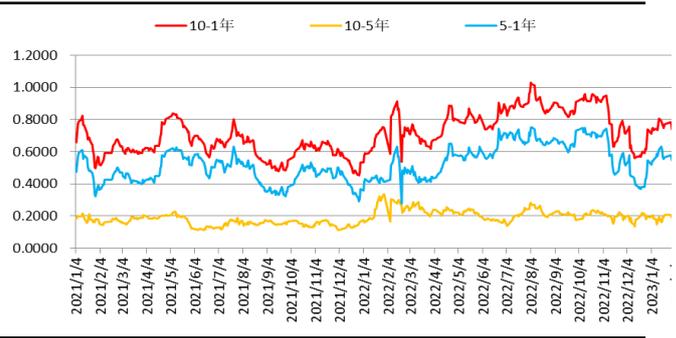
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 3.6: 近 10 日北向资金表现



资料来源: iFinD, 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 3.10: 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	
2023/02/13	欧元集团财长会议
	欧盟公布经济预期报告
	北交所两融业务正式启动
2023/02/14	欧元区第四季度季调后 GDP 年率修正值(%), 前值 1.9, 预测值 1.9
	美国 1 月 CPI 年率未季调(%), 前值 6.5, 预测值 6.2
	美国 1 月核心 CPI 年率未季调(%), 前值 5.7, 预测值 5.5
2023/02/15	费城联储主席哈克就美国经济前景发表讲话
	纽约联储主席威廉姆斯发表讲话
	IEA 公布月度原油市场报告
	美国 1 月零售销售月率(%), 前值-1.1, 预测值 1.6
	美国 1 月工业产出月率(%), 前值-0.7, 预测值 0.5
2023/02/16	国家统计局公布 70 个大中城市住宅销售价格月度报告
	克利夫兰联储主席梅斯特在全球独立中心大会上发表讲话
	美国 1 月营建许可月率初值(%), 前值-1, 预测值 1
	美国 1 月新屋开工年化总数(万户), 前值 138.2, 预测值 136.5
	美国截至 2 月 11 日当周初请失业金人数(万), 前值 19.6, 预测值 20
	美国 1 月 PPI 年率(%), 前值 6.2, 预测值 5.4
2023/02/17	圣路易斯联储主席布拉德就美国经济和货币政策发表讲话
	里奇蒙德联储主席巴尔金就劳动力市场发表讲话
	美国 1 月进口物价指数月率(%), 前值 0.4, 预测值-0.1
	美国 1 月出口物价指数月率(%), 前值-2.6, 预测值-0.2
	美国 1 月谘商会领先指标月率(%), 前值-0.8, 预测值-0.3

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](http://www.ydqh.com.cn)