

宏观策略周报（2023.2.27）

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27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

【2012】38号

■ 核心逻辑

- 20日当周，受需求加速恢复的推动，国内市场风险情绪改善，股市、商品收涨，国债市场全面收跌。但同时，海外市场在美国经济数据强于预期，美联储加息预期升温的背景下，海外风险偏好持续走低，北向资金流出对A股构成压力。四季度央行货币政策维持稳健基调，但总量宽松边际收敛，利率中枢预期持稳，估值上对市场拉动不强。预计债市短期延续震荡偏弱格局，A股板块目前仍表现为轮动，市场“恐高”依然存在，策略上，仍需等待调整后的回补机会。

- 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

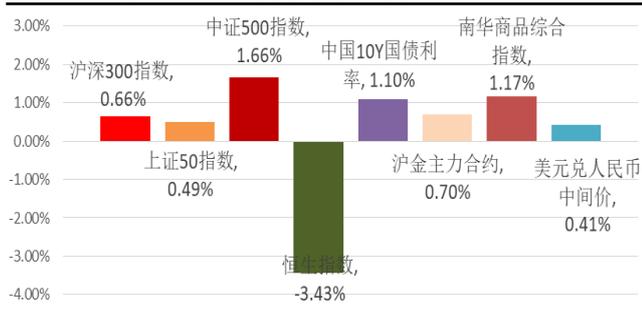
1. 大类资产表现比较.....	1
2. 经济环境分析：.....	1
2.1 需求加速恢复 异地返岗接近尾声.....	1
2.2 猪肉价格止跌转涨 商品价格涨幅扩大.....	3
2.3 银行市场利率分化 资金维持紧平衡.....	3
2.4 美通胀韧性犹存，市场对年内降息定价消失.....	4
2.5 货币政策延续稳健 信贷投放注重有效.....	4
3. 资产配置建议：.....	5
4.本周重要数据及事件关注：.....	8
免责声明.....	9

1. 大类资产表现比较

20日当周，流动性充沛支撑国内股票指数类资产保持相对强势，其中中证500指数涨幅最大为1.66%，沪深300指数与上证50指数分别上涨0.66%和0.49%。南华商品综合指数延续反弹1.17%。我国10年期国债收益率小幅回升，但中美利差倒挂差值重新走阔，令人民币承压，叠加美元反弹影响，人民币兑美元中间价当周贬值0.41%。

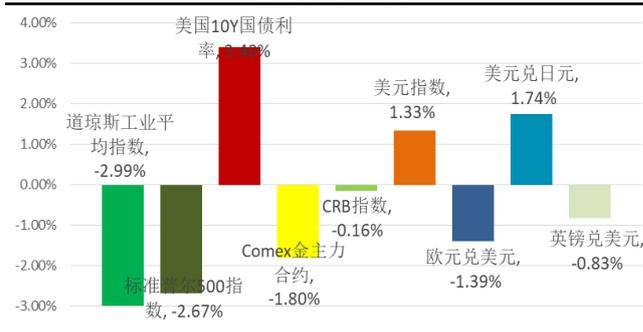
美国1月PCE物价指数环比上涨0.6%，同比增长5.4%，高于预期的4.9%，消费者支出在1月大幅反弹1.8%，表现强劲的数据强化了市场对美联储继续保持加息的预期，同时也加深了对利率在高位维持更长时间的推测，提振美债收益率与美元指数，美股承压明显，其中道指下挫近3%。名义利率与实际利率同时回升对贵金属形成压力，周跌1.8%。非美货币集体贬值，日元兑美元汇率贬值幅度最大为1.74%。

图 1.1：国内宏观大类资产周度表现



资料来源：wind，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：wind，博易大师，一德宏观战略部

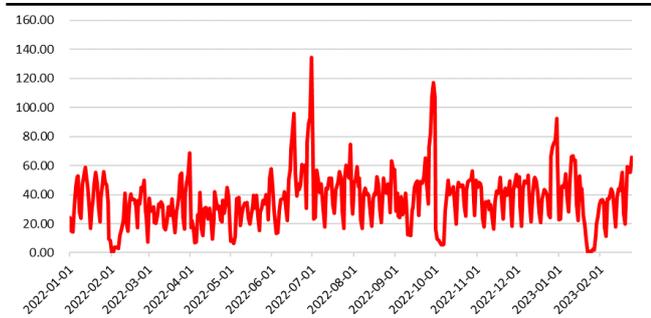
2. 经济环境分析：

2.1 需求加速恢复 异地返岗接近尾声

20日当周，全国247家钢厂高炉开工率环比上涨1.44个百分点至80.98%，环比涨幅连续三周扩大。钢材库存拐点初显，板材库存周环比延续下跌，跌幅持平于前一周，建材库存环比微增，涨幅大幅收窄，钢材厂库库存全面转跌，周环比降幅创5个月新高，在钢厂开工加速的情况下，钢材库存大幅去化，显示下游开工继续加速恢复，下游需求明显提升。

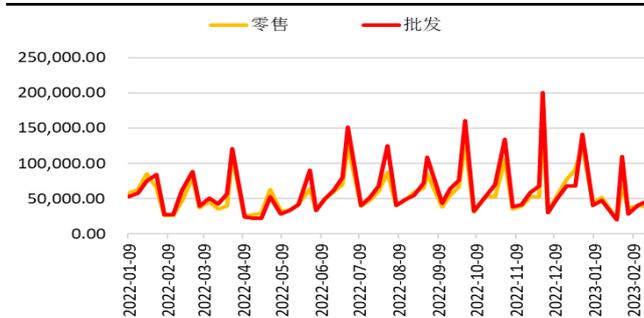
终端需求方面，20日当周，国内30大中城市商品房成交面积加速增长，春节后持续回升，截至2月25日，1-2月国内商品房日均成交面积同比增长10.2%。2月第三周，国内乘用车零售、批发量同比由涨转跌，周同比分别下降14%、19%，据乘联会预计，2月狭义乘用车零售销量135万辆，同比增长7.2%，环比增长4.3%。受春节时间提前影响，2023年初车市整体销售节奏明显提前。2月节后复工，居民工作与生活都逐渐回归常态。上旬车市处于节后温和恢复阶段，中下旬各地车市逐渐步入常态。各地方补贴的发放及新能源价格调整逐步落地也助推市场在节后恢复正常水平。展望2023年，乘联会保持谨慎乐观，预测乘用车市场零售约增长2%。

图 2.1: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

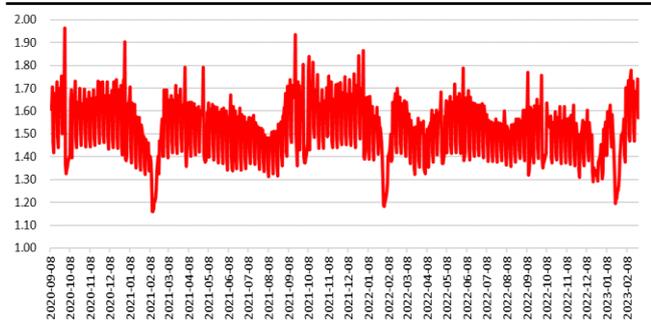
图 2.2: 乘用车销量 (辆)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

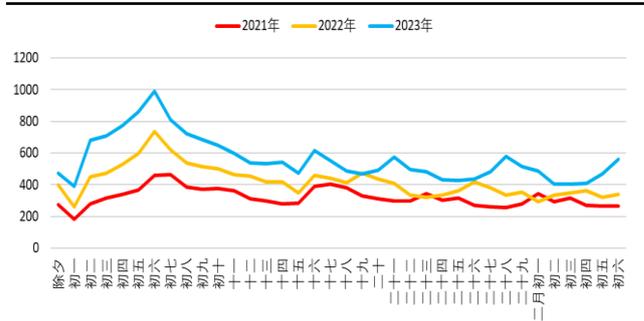
20日当周，100城市拥堵延时指数维持高位，节后城市出行恢复平稳，从指数数值看，节后100城市拥堵延时指数均值高于2022年、2021年同期水平，指数处于2020年9月有记录以来较高水平。百度迁徙规模指数20日当周高位回落后逐步趋稳，劳动者异地返岗接近尾声。

图 2.3: 100 城市拥堵延时指数



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.4: 春节期间百度迁徙规模指数

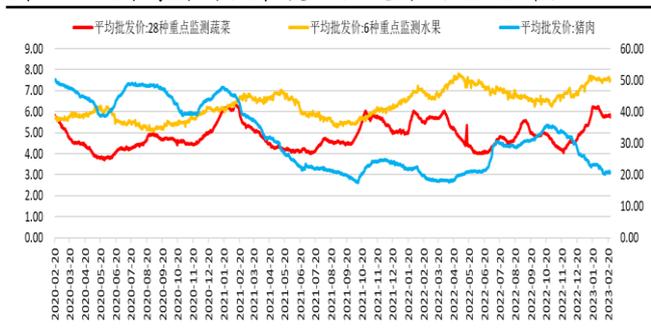


资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.2 猪肉价格止跌转涨 商品价格涨幅扩大

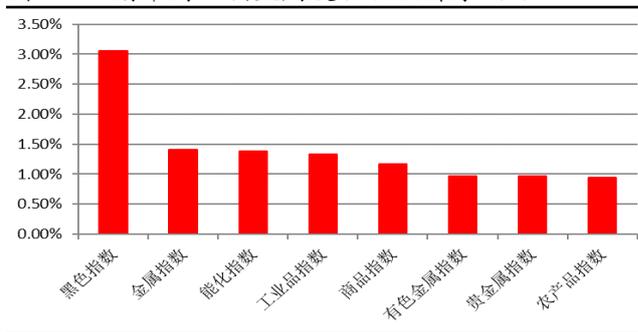
20日当周，国内猪肉、蔬菜日均价格环比全面上涨，其中，猪肉日均价格环比上涨1.42%，结束了连续十六周的环比回落，蔬菜价格止跌转涨，当周日均价格环比由下降0.79%转为上涨0.35%，水果价格周环比上涨0.45%，涨幅较前一周收窄。南华商品指数20日当周延续普涨，涨幅较前一周扩大，但农产品指数涨幅收窄，工业品中，黑色指数受需求加速回暖推动继续领涨，有色、贵金属双双止跌转涨。

图 2.5: 国内猪肉、果蔬日批发价 (元/公斤)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.6: 南华商品指数周度涨跌幅排序 (%)

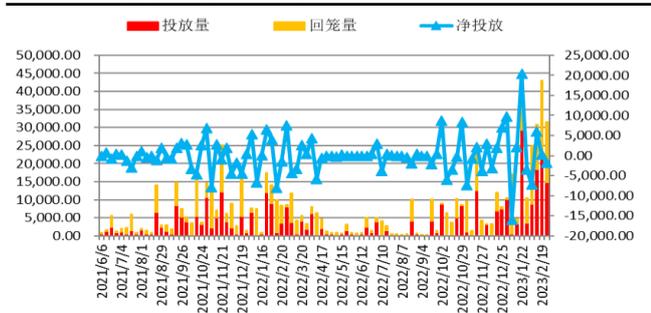


资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.3 银行市场利率分化 资金维持紧平衡

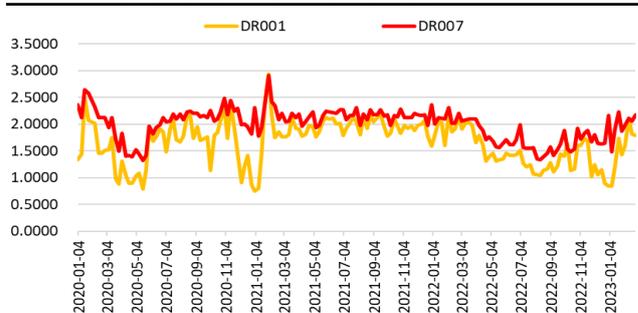
20日当周，央行进行了14900亿元逆回购投放，当周有16620亿元逆回购到期，当周净回笼1720亿元。银行市场利率周均值走势分化，DR001周均值环比下降3BP至1.79%，DR007周均值环比上涨13BP至2.18%，连续三周位于7天逆回购利率之上，市场资金维持紧平衡状态。2月20日央行公布贷款市场报价利率(LPR)为1年期3.65%，5年期以上4.3%，均与上月持平，LPR连续6个月维持不变。

图 2.7: 央行公开市场净投放 (亿元)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.8: 银行间质押式回购加权利率 (%)



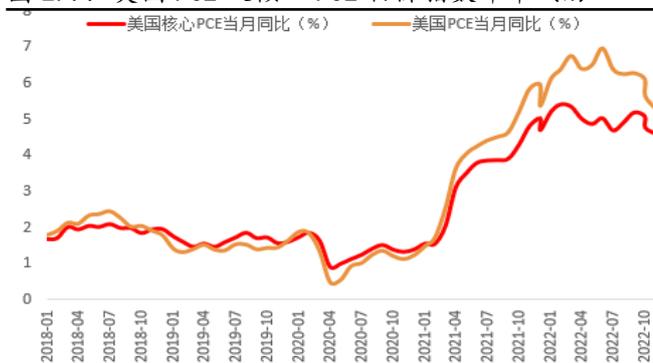
资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.4 美通胀韧性犹存，市场对年内降息定价消失

当周公布的美联储会议纪要延续近期联储官员发言，主要聚焦“通胀”相关话题：一方面承认紧缩货币政策已然奏效，另一方面则认为当下通胀韧性仍有可能持续一段时间，特别是预期管理一旦转松可能会对造成通胀预期“脱钩”，对实现政策目标不利。此外，当周公布的1月PCE物价指数年率再度印证了通胀回归之路任重道远：其中联储最为看重的1月核心PCE物价指数年率升至4.7%，高于市场预期及前值，分项数据显示，核心服务通胀居高不下仍待缓解，特别是就业市场过热状态不改，通胀达标之路注定崎岖。

“韧性十足”的通胀数据公布后，市场紧缩预期更进一步。美联储观察工具显示，市场对于终值利率预期持稳于5.25%-5.50%水平，更为重要的是，年内启动降息定价消失。在3月FOMC会议尚未召开的情况下，市场对紧缩的定价已实现了对联储预期的超越。

图 2.9：美国 PCE 及核心 PCE 物价指数年率 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.10：美联储观察工具显示利率终点概率 (%)

MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600	600-625
2023/3/22	0.0%	72.3%	27.7%	0.0%	0.0%	0.0%	
2023/5/3	0.0%	0.0%	67.0%	31.0%	2.0%	0.0%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	22.5%	54.9%	21.3%	1.4%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	15.3%	44.4%	32.1%	7.8%	0.4%
2023/9/20	0.0%	0.0%	15.3%	44.4%	32.1%	7.8%	0.4%
2023/11/1	0.0%	1.1%	17.3%	43.6%	30.4%	7.3%	0.4%
2023/12/13	0.5%	8.2%	28.8%	37.8%	20.2%	4.2%	0.2%

资料来源：CME，一德宏观战略部

2.5 货币政策延续稳健 信贷投放注重有效

24日央行发布2022年第四季度中国货币政策执行报告，相比于三季度报告，四季度对经济的预期更为乐观，认为2023年“我国经济运行有望总体回升，经济循环将更为顺畅”。但维持了“外部环境依然严峻复杂，国内经济恢复的基础尚不牢固”的看法，显示目前稳增长仍是货币政策的首要目标，稳健货币政策仍将延续。通胀方面，相对于三季度央行更加关注短期通胀压力，四季度报告重点强调了中长期的通

胀压力，包括：疫情防控优化后消费动能可能逐步升温；企业加快复工满产，劳动力市场加速回暖可能对未来工资变化产生影响；各方面政策累积效果还在逐步显现；海外高通胀向国内传导等。但短期认为通胀压力总体可控，这意味着，**短期内通胀不会对货币政策形成制约。**

货币政策方面，四季度报告延续 2022 年末中央经济工作会议“稳健货币政策要精准有力”的总体基调，同时新增提出“稳固对实体经济的可持续支持力度”、“增强信贷总量增长的稳定性和持续性”、“保持信贷总量有效增长”等表述，更加强调信贷投放的持续性、有效性，同时，删除了三季度报告中“持续缓解银行信贷供给的流动性、资本和利率三大约束”等完善货币供应调控机制的内容，表明**随着 2022 年底以来，国内信贷投放持续回升，信贷投放在量上基本达到央行合意信贷投放水平，未来政策更加关注信贷投放对总需求的拉动作用，信贷增速或维持稳定，边际增长的空间有限。**

结构性货币政策工具方面，四季报新增提及了“落实好普惠小微贷款减息支持工具和收费公路贷款支持工具，推动保交楼贷款支持计划落地生效”，在前期普惠小微贷、碳减排支持工具、煤炭清洁高效利用专项再贷款、科技创新再贷款和设备更新改造专项再贷款、普惠养老、交通物流专项再贷款基础上，**结构性货币政策工具进一步向收费公路、保交楼领域扩容。**

利率政策上，四季度报告新增了“引导市场利率围绕政策利率波动”的表述，2 月以来，在公开市场到期量增大，信贷投放力度加大的背景下，市场流动性趋紧，DR007 升至 7 天逆回购利率上方，央行表态下，**预计银行市场利率后续上涨空间不大，市场资金面维持均衡状态。**

3. 资产配置建议：

20 日当周，国内市场风险情绪有所回暖，股债收益比、股债收益率差分别由前一周历史 73.66%、79.05%分位数水平回落至 71.52%、77.3%分位数水平。

A 股层面，20 日当周，板块风格连续 2 周偏向价值，指数强弱分化较为明显，机

构风格开始强于游资。日均成交额明显萎缩，北向资金开始流出；个股赚钱效应有所回升。板块方面，煤炭、钢铁、家用电器领涨，传媒、食品饮料、美容护理表现偏弱。海外权益市场风险偏好持续走低，持有成本两端延续强势对北向牵引逐渐增强；盘面上，板块总体以轮动表现为主，市场“恐高”现象依然存在。在调整空间尚有不足叠加成交水平持续走低背景下，A股短期虽有情绪修复需求，但力度或有限。策略上，暂观望，仍需等待调整后的回补机会。

国债层面，20日当周，国债市场全面走弱，主要期限国债收益率水平均出现上涨，短债利率上行幅度大于长债。基本上，20日当周，下游开工进一步加快，房地产销售开年止跌，1-2月合计同比转涨，需求加速恢复对长债构成压力。政策上，四季度央行货币政策延续稳健基调，货币政策重点仍围绕宽信用扩内需，2月以来，票据利率稳步上行，预示1月开门红后，2月信贷投放力度依旧不减，对利率产生上行压力。但央行四季报提出“引导市场利率围绕政策利率波动”，预计利率上行空间有限，维持短期债市震荡偏弱格局，策略维持高抛低吸或等待市场回调后的机会。

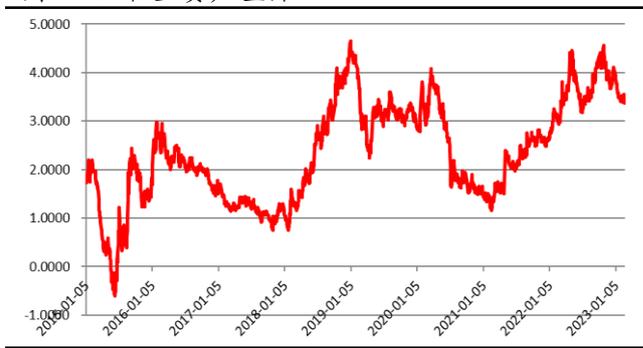
黄金层面，20日当周，持有成本连续4周上行，黄金调整态势延续。伴随1月PCE物价指数年率公布，市场紧缩预期持续升温后，降息定价已然消失，总体实现了对联储预期的反超。在这一背景下，市场博弈的焦点或由持有成本中的利率一端转移至汇率一端，美元指数将主要围绕美国与非美经济体的紧缩节奏边际变化而波动。预计在欧央行等非美经济体紧缩趋缓背景下，美元指数底部支撑仍较坚实，对黄金依然形成压制。策略上，暂观望，建议继续等待价格回归后的配置机会。

图 3.1：股债相对回报表现



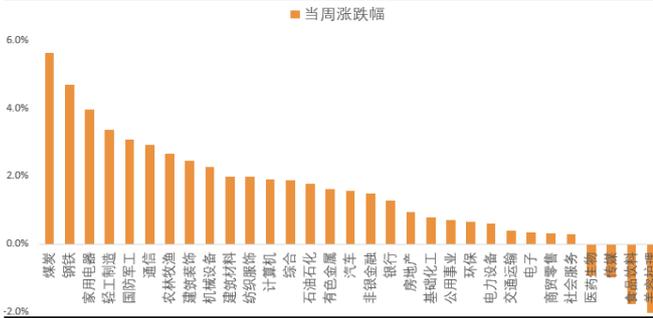
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 3.2：权益资产溢价



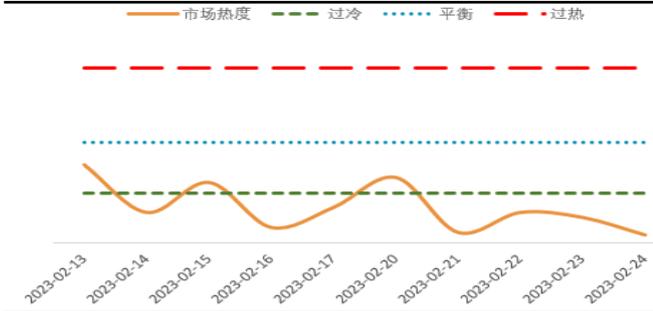
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 3.3: 申万一级行业当周收益率



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.5: 近 10 日市场热度图



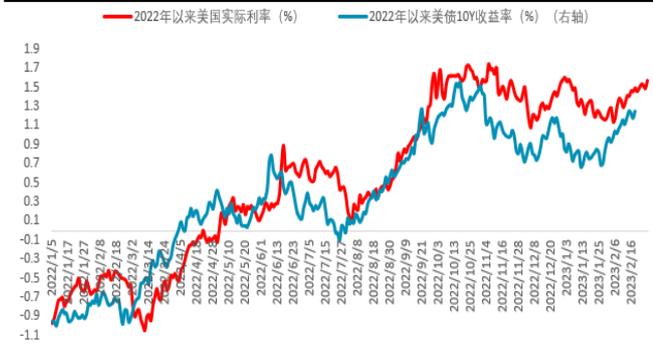
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.7: 国债到期收益率 (%)



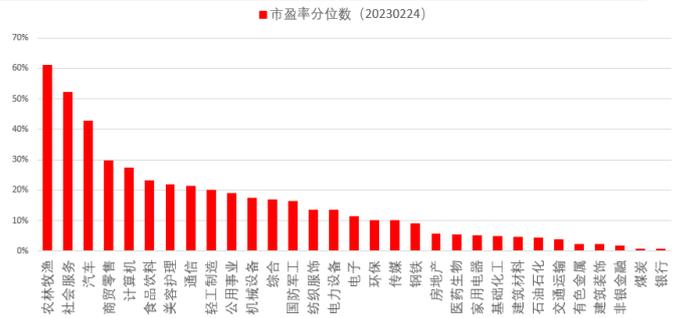
资料来源: 中债登网站, 一德宏观战略部

图 3.9: 美国 10Y 国债实际利率与名义利率 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.4: 申万一级行业市盈率分位数



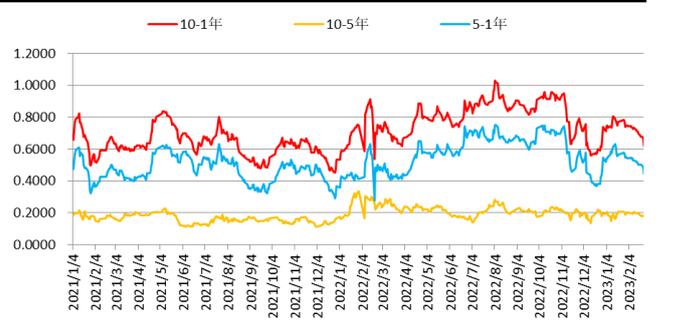
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.6: 近 10 日北向资金表现



资料来源: wind, 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: wind, 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
2023/02/27	欧元区2月经济景气指数, 前值99.9, 公布值101
	美国1月耐用品订单月率初值(%), 前值5.6, 公布值-4
	美联储理事杰斐逊就通胀和美联储的双重使命发表讲话
2023/02/28	2022年国民经济和社会发展统计公报
	美国1月批发库存月率初值(%), 前值0.1, 预测值0.1
	美国2月芝加哥PMI, 前值44.3, 预测值45
2023/03/01	美国2月谘商会消费者信心指数, 前值107.1, 预测值108.5
	中国2月官方制造业PMI, 前值50.1, 预测值50.7
	法国2月Markit制造业PMI终值, 前值47.9, 预测值47.9
	德国2月Markit制造业PMI终值, 前值46.5, 预测值46.5
	欧元区2月Markit制造业PMI终值, 前值48.5, 预测值48.5
	英国2月Markit制造业PMI终值, 前值49.2, 预测值49.2
	德国2月CPI年率终值(%), 前值8.7, 预测值8.7
	美国2月Markit制造业PMI终值, 前值47.8, 预测值47.8
	美国2月ISM制造业PMI, 前值47.4, 预测值48
	国新办就财政贯彻落实党的二十大重大决策部署有关情况举行发布会
2023/03/02	2023年FOMC票委、芝加哥联储主席古尔斯比发表讲话
	2023年FOMC票委、明尼阿波利斯联储主席卡什卡利发表讲话
	欧元区2月调和CPI年率-未季调初值(%), 前值8.6, 预测值8.2
2023/03/03	美国截至2月24日当周初请失业金人数(万), 前值19.2, 预测值19.7
	欧洲央行公布2月货币政策会议纪要
	美联储理事沃勒就美国经济前景发表讲话
	2023年FOMC票委、明尼阿波利斯联储主席卡什卡利发表讲话
	德国总理朔尔茨与美国总统拜登会面
	中国2月财新服务业PMI, 前值52.9
2023/03/04	英国2月Markit服务业PMI终值, 前值53.3, 预测值53.3
	美国2月ISM非制造业PMI, 前值55.2, 预测值54.2
	美联储理事鲍曼发表讲话
	2024年FOMC票委、里奇蒙德联储主席巴尔金就通胀发表讲话

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