

宏观策略周报（2023.1.30）

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1月30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

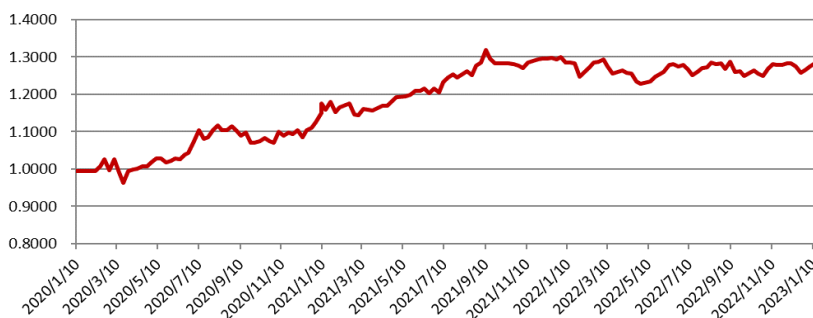
- 春节假期前一周，受12月主要经济数据好于预期的影响，市场对经济修复预期增强，风险情绪进一步改善，主要股指继续上涨，债券市场弱势分化，长债承压明显。春节假期期间，文旅消费显著修复，128国常会强化稳增长政策预期，预计节后复苏交易逻辑仍将维持，市场股强债弱格局不变，但A股持续反弹后或面临震荡，短期减仓持有，等待调整后的回补机会；债市“长弱短强”预期强化，策略上，建议转向短债配置，长债关注市场回调后的回补机会。
- 本周资产配置排序：股票>债券>商品。

■ 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

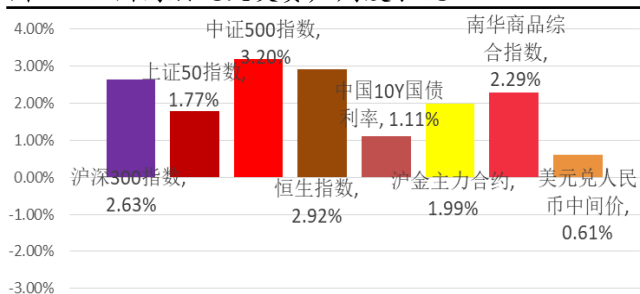
1. 大类资产表现比较.....	1
2. 经济环境分析:	1
2.1 政策推动需求回升 假期文娱消费明显改善.....	1
2.2 猪价降幅扩大 商品全面回升.....	4
2.3 节前投放加大 节后资金转松.....	4
2.4 市场延续年前基调 大类资产走势“自相矛盾”	5
2.5 加快消费恢复 稳定经济回升.....	5
3. 资产配置建议:	7
4.本周重要数据及事件关注:	9
免责声明.....	11

1. 大类资产表现比较

春节假期前最后一个交易周，市场信心延续回暖，国内主要大类资产表现以上涨为主，其中中证 500 指数涨幅最大为 3.2%，沪深 300 指数与上证 50 指数分别上涨 2.63%和 1.77%。南华商品综合指数上行 2.29%，沪金主力收涨近 2%。美元兑人民币即期市场成交量下滑，刚性结汇需求有所消退，人民币兑美元汇率小幅贬值 0.61%。

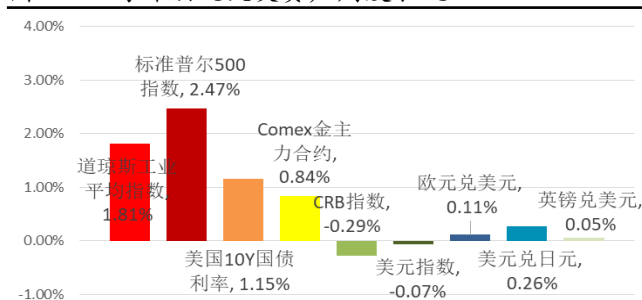
春节假期期间，美股走升，其中标普 500 指数上涨 2.47%，道指上涨 1.81%。10 年期美债收益率反弹 1.15%至 3.52%，CRB 指数小幅回落 0.29%。市场对美欧收紧货币政策前景预期差短暂提振欧元反弹，美元指数走势偏弱，当前运行于 102 关口附近。

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 政策推动需求回升 假期文娱消费明显改善

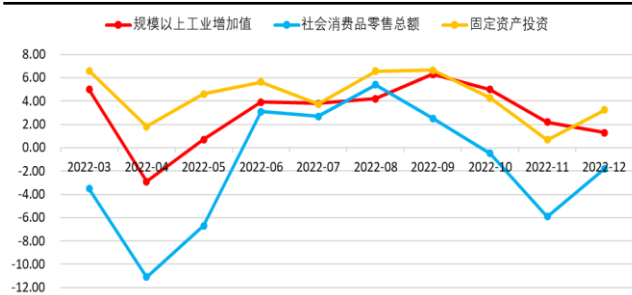
12 月，受防疫政策放开后感染人数短期飙升的冲击，国内生产延续下行，但需求总体回升。12 月工业增加值同比增长 1.3%，较 11 月回落 0.9 个百分点，其中制造业增加值同比仅 0.2%，是产出的主要拖累，总体体现了疫情达峰过程中对企业开工的短期影响，主要行业中，汽车行业增加值同比由 4.9%，大幅回落至-5.9%，反映购置税优惠政策到期厂商加大库存去化对生产的抑制，粗钢、水泥产量受地产投资不振影响，同比降幅较大，需求不足仍对生产造成影响。

需求端，12 月，投资及消费需求均有所回升，其中，社会消费品零售总额同比

降幅由-5.9%收窄至-1.8%，回升明显，但餐饮等场景消费受国内防疫放开初期感染人数上升影响增长延续回落，粮油食品及汽车消费增长上行对消费回升形成支撑，体现了疫情上升居民存货需求增加及汽车购置税补贴年底到期带来购车需求短期增长，后市消费的修复仍需关注疫后场景类消费改善的情况。固定资产投资单月同比由 0.7% 回升至 3.2%，边际增长加快，其中，基建投资单月增长有所放缓，但仍维持 10% 以上的高位，制造业投资在高科技行业的支撑下当月同比小幅上升至 7.4%，地产投资在低基数效应下当月同比降幅由-19.9% 收窄至-12.2%，但仍面临较大下行压力，主要分项中，竣工面积降幅显著收窄，新开工、施工及地产销售改善轻微，显示供给端保交楼政策起效，但需求刺激政策受制于预期低迷效果有限。

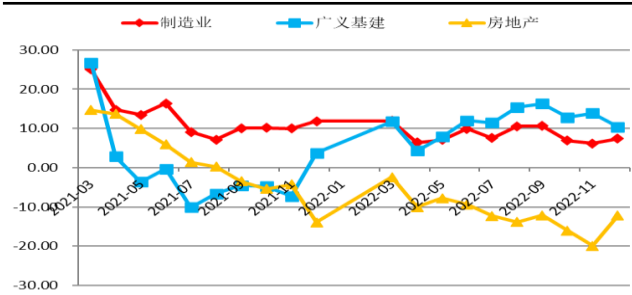
总体看，当前政策拉动下的基建、制造业投资仍是国内需求回暖的主要支撑，受疫情持续影响，2022 年四季度实际 GDP 同比为 2.9%，较第三季度的 3.9% 下降 0.1 个百分点，随着疫情冲击的消退后市经济有望延续复苏，但有效缓解地产及消费需求的压力仍需稳增长政策的持续发力。

图 2.1：规上工业增加值与消费、投资当月同比 (%)



资料来源：iFinD，一德宏观战略部

图 2.2：主要固定资产投资分项当月同比 (%)

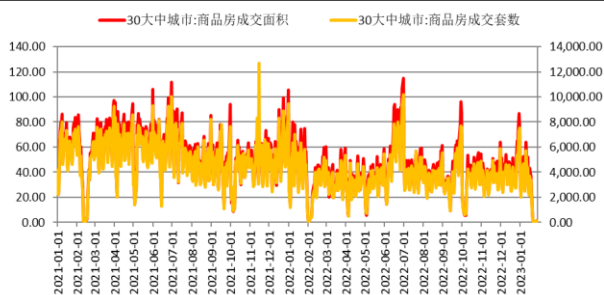


资料来源：iFinD，一德宏观战略部

节前最后一周，全国 247 家钢厂高炉开工率环比上涨 0.29 个百分点至 75.97%。春节假期前夕，下游需求停滞，钢材库存延续普涨，建材库存及厂库库存涨幅较连续两周加速上涨。终端需求方面，16 日以来，受春节假期的影响，国内 30 大中城市商品房成交环比显著回落，但相对于去年春节同期，商品房日均成交量同比仍下降 77%，节前央行“降首付降利率”等需求刺激政策，对于地产需求的拉动作用不明显，房地产销售仍弱。截至 23 日当周，受春节错位影响，国内 30 大中城市商品房日均成交套数同比下降 38%，降幅收窄，环比下降 37%。1 月第二周，国内乘用车批发、零售量同比分别下降 18%、18%，降幅较前一周收窄。据乘联会，1 月狭义乘用车零售销量预

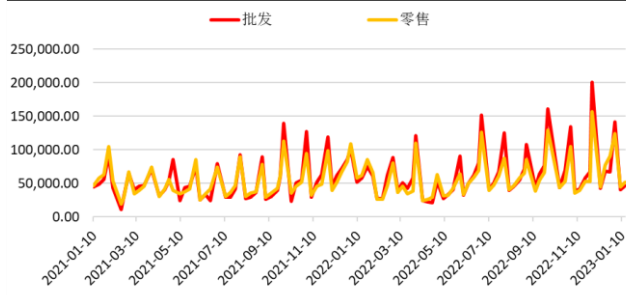
计 136.0 万辆，同比下降 34.6%，环比下降 37.3%。

图 2.3: 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

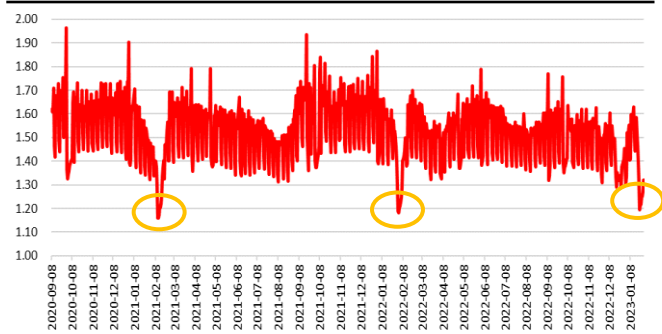
图 2.4: 乘用车销量 (辆)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

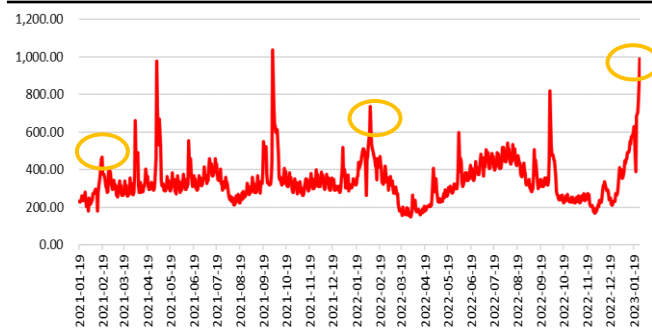
春节假期, 100 城市拥堵延时指数环比季节性回落, 但总体略高于, 2021 年、2022 年春节假期水平, 百度迁徙规模指数春节假期季节性走高, 全国迁徙规模指数显著高于 2021 年、2022 年春节假期水平。经文化和旅游部数据中心测算, 今年春节假期全国国内旅游出游 3.08 亿人次, 同比增长 23.1%, 恢复至 2019 年同期的 88.6%; 实现国内旅游收入 3758.43 亿元, 同比增长 30%, 恢复至 2019 年同期的 73.1%。据国家电影局初步统计, 2023 年春节档 (除夕至正月初六) 电影票房为 67.58 亿元, 同比增长 11.89%, 较 2019 年同期增长 23.5%。

图 2.5: 100 城市拥堵延时指数



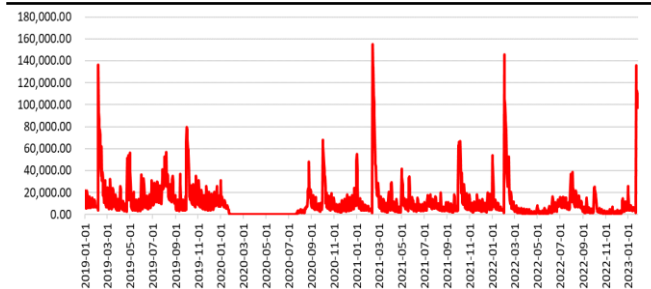
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 2.6: 百度迁徙规模指数



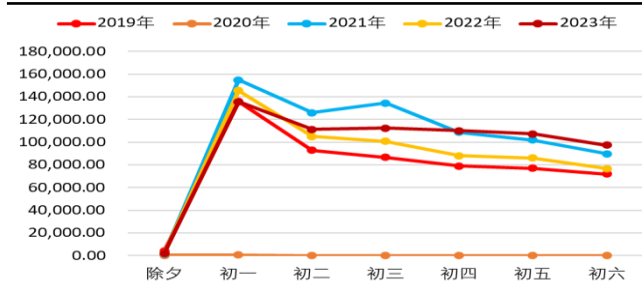
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 2.7: 全国电影票房收入 (万元)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 2.8: 春节假期全国电影票房收入对比 (万元)



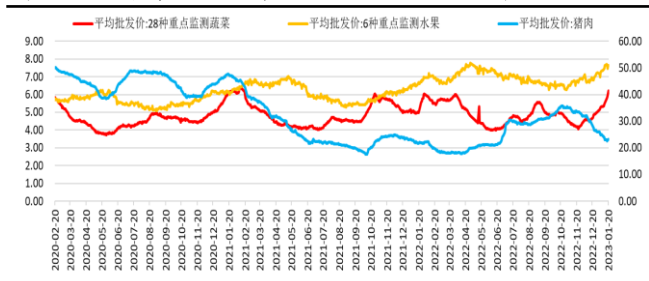
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

请参阅最后一页的免责声明

2.2 猪价降幅扩大 商品全面回升

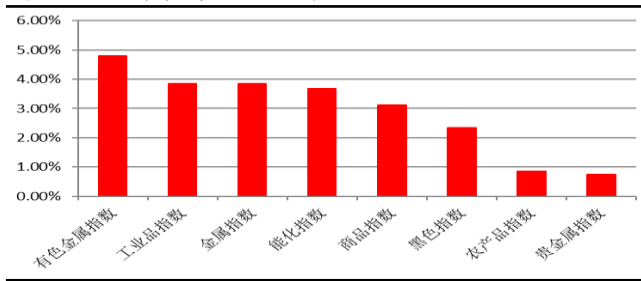
16日当周，受春节前夕屠宰户清空存栏，生猪供给加速增加影响，国内猪肉周均价格环比下降5.61%，为连续三个月环比回落，降幅较前一周进一步扩大；蔬菜、水果价格因节前采购增加环比延续第五周上涨，当周日均价格环比分别上涨10.2%、2.17%，其中，蔬菜价格环比涨幅明显增大，水果价格周环比涨幅稳中有降。16日当周，南华商品指数延续回升，分项指数全面收涨，工业品中，有色、能化指数涨幅加大，领涨商品，黑色指数涨幅收窄，贵金属指数涨幅居末。

图 2.9：国内猪肉、果蔬批发价（元/公斤）



资料来源：iFinD，一德宏观战略部

图 2.10：南华商品指数周涨跌幅（%）

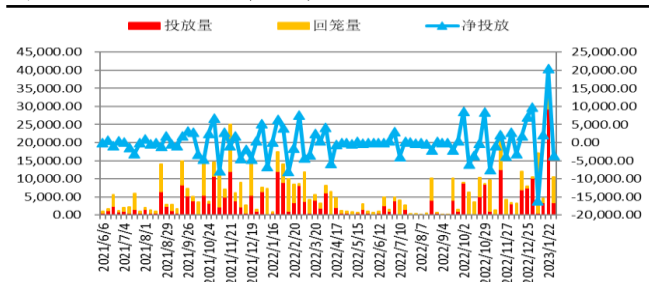


资料来源：iFinD，一德宏观战略部

2.3 节前投放加大 节后资金转松

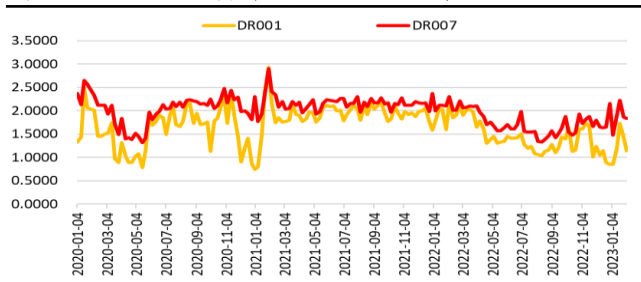
春节前最后一周，央行分别进行了21550亿元逆回购及7790亿元MLF投放，当周分别有1890亿元逆回购及8890亿元MLF到期，当周净投放20450亿元；春节假期后两日，央行共进行3500亿元逆回购投放，同期有6980亿元逆回购到期，净回笼3480亿元。银行市场利率春节前一周加速上涨，DR001、DR007周均值环比分别上涨55BP、33BP至1.73%、2.22%，节后资金压力缓解，28-29日，DR001、DR007环比分别回落59BP、30BP至1.14%、1.83%。

图 2.11：央行公开市场净投放（亿元）



资料来源：iFinD，一德宏观战略部

图 2.12：银行间质押式回购加权利率（%）



资料来源：iFinD，一德宏观战略部

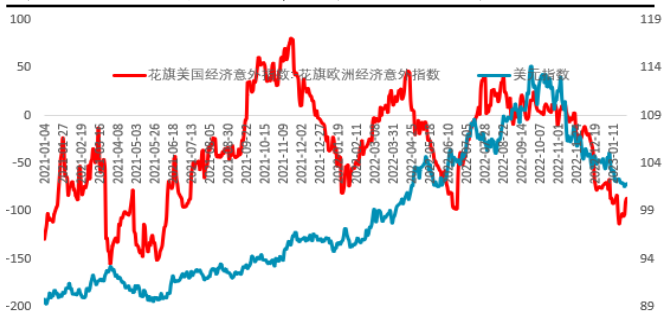
请参阅最后一页的免责声明

2.4 市场延续年前基调 大类资产走势“自相矛盾”

春节长假期间，市场延续此前风险情绪居高不下的特征。一方面，随着公布的通胀数据继续回落加息放缓预期再度强化，另一方面，经济数据欧强美弱格局亦对风险情绪居于高位推波助澜。总体而言，市场继续选择性忽视联储官员关于紧缩周期终值利率高度以及持续时间久于市场预期等对立面因素，这也为即将召开的年内首次FOMC会议正式宣布加息25基点后可能出现的“卖事实”交易埋下伏笔。

一致的市场预期下，大类资产的走势逻辑并不顺畅。从持有成本角度看，名义利率的反弹弱于通胀预期更像是反映加息放缓预期下带来的通胀修复，这亦可解释美元回落的走势，但金强银弱的格局更像是经济前景不确定性作出的反应，与风险偏好持续升温自相矛盾。特别是在抑制通胀大业尚未完成之际，通胀预期反复历来为联储所忌惮，如何回应值得关注。此外，从美欧花旗经济意外指数企稳迹象明显情况看，市场对于经济数据欧强美弱的叙事似已接近尾声。

图 2.13: 美欧花旗经济意外指数差值与美元指数



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 2.14: 美联储观察工具显示利率终点概率 (%)

MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	98.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	15.5%	84.2%	0.0%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	9.5%	56.9%	33.5%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	8.4%	51.7%	36.1%	3.7%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	19.2%	47.8%	28.0%	2.8%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.8%	8.0%	28.9%	41.1%	19.5%	1.8%
2023/11/1	0.0%	0.3%	3.8%	16.9%	34.1%	31.9%	12.0%	1.1%
2023/12/13	0.3%	3.0%	13.9%	30.2%	32.4%	16.4%	3.5%	0.2%

资料来源: CME, 一德宏观战略部

2.5 加快消费恢复 稳定经济回升

(1) 政策回顾

1月28日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，要求持续抓实当前经济社会发展工作，推动经济运行在年初稳步回升；部署做好春耕备耕工作，为粮食丰收和重要农产品稳定供应打牢基础；要求推动消费加快恢复和保持外贸外资稳定，增强对经济的拉动力。

会议指出，要着力稳增长、稳就业、稳物价，保持经济运行在合理区间。深入落实稳经济一揽子政策和接续措施，推动财政、金融工具支持的重大项目建设、设备更新改造形成更多实物工作量，实施好原定延续执行的小规模纳税人增值税减免、普惠小微贷款等政策。坚持“两个毫不动摇”，依法保护民营企业权益，持续打造市场化法治化国际化营商环境。支持平台经济持续健康发展。推动企业节后快速复工复产，扎实做好农民工返岗就业服务。巩固和拓展经济运行回升势头。

会议指出，二月初有关部门要作全面部署，不误农时抓好春耕备耕，为提升粮食稳定供应能力、保持物价平稳打牢基础。一是抓好小麦、油菜春季田管。二是尽快明确各地粮食和油料生产目标，稳住大豆种植面积。三是扎实做好保障服务。四是落实最低收购价、生产者补贴等政策。五是加大对大豆种植支持力度。

会议指出，要针对需求不足的突出矛盾，乘势推动消费加快恢复成为经济主拉动力，坚定不移扩大对外开放、促进外贸外资保稳提质。一是加力扩消费。推动帮扶生活服务业企业和个体工商户纾困、促进汽车等大宗消费政策全面落地。组织开展丰富多样的促消费活动，促进接触型消费加快恢复。合理增加消费信贷。因城施策用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼工作。二是坚持对外开放基本国策，努力稳定外贸。推动国内线下展会恢复，支持企业出境参展。落实出口退税、信贷、信保等政策，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。支持企业用好区域全面经济伙伴关系协定拓市场。促进跨境电商、海外仓等进一步发展。提高外贸竞争力。合理扩大进口。三是积极吸引外资。推动新版鼓励外商投资产业目录加快落地。支持地方招商引资。更好发挥自贸试验区等平台作用。落实便利人员跨境往来措施。持续加强外资企业服务，推动重大项目加快落地。

（2）政策简评

12月，国内经济超预期回升，但需求端的主要支撑仍在政策支持下的基建及制造业投资，除此之外的出口、场景消费、地产销售依然面临下行压力，制约经济持续稳定回升。28日国常会针对需求不足的突出矛盾，在持续推进基建，制造业投资稳增长政策的同时，突出对推动消费及出口进行部署，提出增加消费信贷，推动线下展会等措施，有利于增强市场对经济持续恢复的信心，稳定经济主体预期。

3. 资产配置建议:

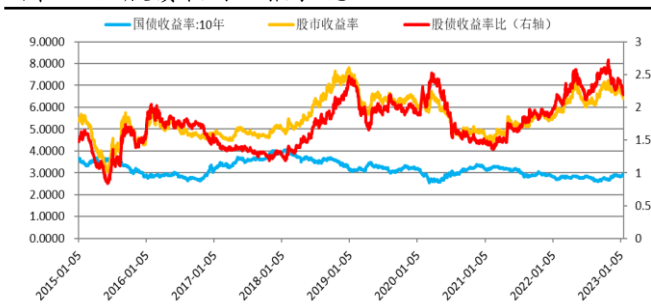
16 日当周，国内市场风险情绪延续改善，股债收益比、股债收益率差分别由前一周历史 76%、82%分位数水平进一步回落至 72%、78%分位数水平。

A 股层面，春节假期前，板块风格转为偏向成长，指数连续 4 周反弹并刷新 12 月初以来高点，机构风格连续 4 周强于游资。日均成交额小幅扩大，北向资金连续 11 周流入，个股赚钱效应显著回升。板块方面，计算机、电子、有色金属领涨，非银金融、食品饮料、美容护理表现偏弱。春节长假期间，海外权益市场风险偏好持续回升，持有成本两端延续回落；机构风格形成共识后，假期效应加持下，游资情绪持续受到挤压。盘面上，计算机跃居为市场主线，其余板块仍以轮动表现为主。总体而言，A 股修复行情延续之势未变，但持续反弹后或面临震荡，短期不宜过分追高。策略上，减仓持有，等待调整后的回补机会。

国债层面，春节假期前后，短债受资金面波动影响，呈现假期前回落节后回升的震荡走势，长债在 12 月经济数据好于预期的影响下，长债利率总体走高，长债承压。12 月中旬以来，伴随市场对经济修复乐观预期增强，长债利率承压明显，而央行加大流动性投放对短债形成支撑，长短期国债收益率差持续扩大，春节假期期间，文旅消费显著恢复，疫情影响逐步消退，但同时，地产销售仍弱，汽车销售回落显示经济恢复依然存在压力，28 日国常会要求深入落实稳经济一揽子政策和接续措施，巩固和拓展经济运行回升势头，预计在经济恢复预期持续向好同时，货币政策仍将维持宽松，债市“长弱短强”结构或将持续，策略上，建议转向短债配置，长债关注市场回调后的回补机会。

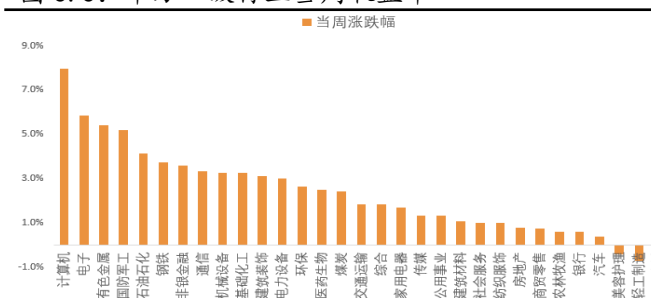
黄金层面，长假期间，金价波动相对有限。风险情绪维持高位，但市场与联储对于后续紧缩预期分歧犹存，从去年两次经验看，最终均以市场跟随联储修正为主。即将到来的年内首次 FOMC 会议，需警惕“卖事实”的情况再度出现。总体上，我们认为黄金当前的走势仍在底部宽幅震荡框架范围内，后续极有可能面临通胀预期加速下行的压力，故短期持续拉升后配置价值减弱。策略上，持仓观望为主，也可逢高减配锁定部分利润，等待回调后的配置机会。

图 3.1: 股债相对回报表现



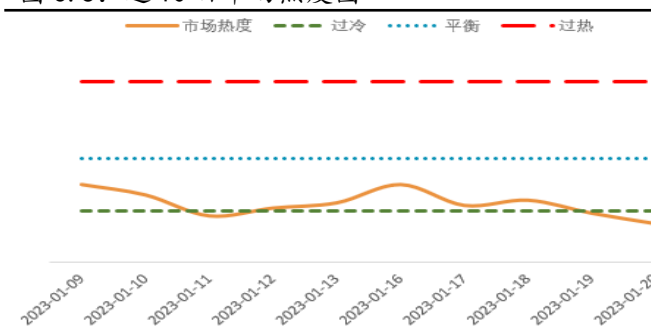
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 3.3: 申万一级行业当周收益率



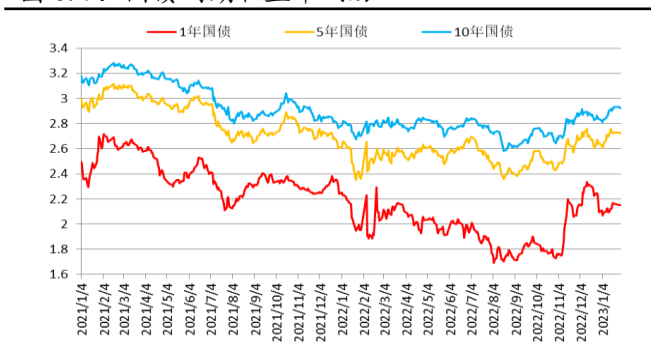
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

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 (%)



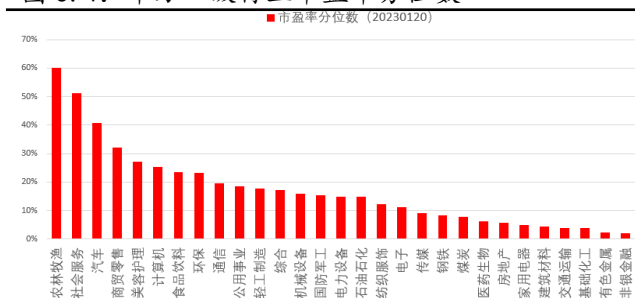
资料来源: 中债登网站, 一德宏观战略部

图 3.2: 权益资产溢价



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



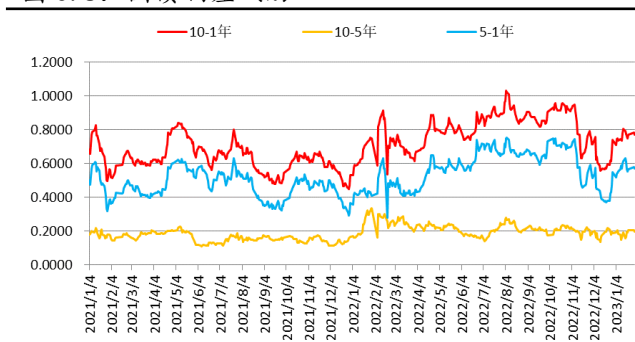
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 3.6: 近 10 日北向资金表现



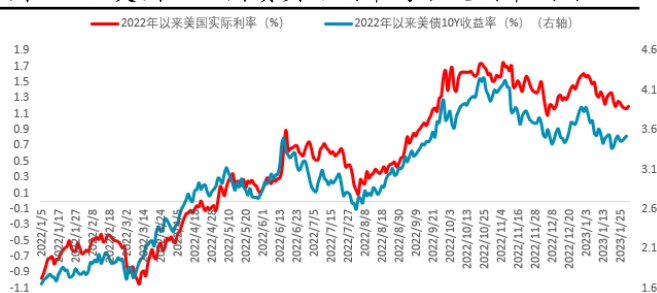
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 3.8: 国债利差 (%)



资料来源: 中债登网站, 经作者整理

图 3.9: 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	
2023/01/30	德国第四季度末季调季度 GDP 年率初值(%), 前值 1.2, 预测值 0.8
	欧元区 1 月经济景气指数, 前值 95.8, 预测值 97
	欧元区 1 月消费者信心指数终值, 前值 -20.9, 预测值 -20.9
2023/01/31	中国 12 月规模以上工业企业利润年率-单月(%), 前值 0.8
	中国 1 月官方制造业 PMI, 前值 47, 预测值 49.7
	法国第四季度 GDP 年率初值(%), 前值 1, 预测值 0.5
	欧元区第四季度季调后 GDP 年率初值(%), 前值 2.3, 预测值 1.8
	德国 1 月 CPI 年率初值(%), 前值 8.6, 预测值 9.2
	美国 1 月芝加哥 PMI, 前值 45.1, 预测值 44.9
2023/02/01	美国 1 月谘商会消费者信心指数, 前值 108.3, 预测值 109
	从 2 月 1 日起五个月内, 俄罗斯禁止向限价国家出口俄油
	中国 1 月财新制造业 PMI, 前值 49, 预测值 49.5
	法国 1 月 Markit 制造业 PMI 终值, 前值 50.8, 预测值 50.8
	德国 1 月 Markit 制造业 PMI 终值, 前值 47, 预测值 47
	欧元区 1 月 Markit 制造业 PMI 终值, 前值 48.8, 预测值 48.8
	英国 1 月 Markit 制造业 PMI 终值, 前值 46.7, 预测值 46.7
	欧元区 1 月调和 CPI 年率-未季调初值(%), 前值 9.2, 预测值 9.1
	美国 1 月 ADP 就业人数(万), 前值 23.5, 预测值 17
	美国 1 月 ISM 制造业 PMI, 前值 48.4, 预测值 48
2023/02/02	美国 12 月 JOLTs 职位空缺(万), 前值 1045.8, 预测值 1020
	美联储公布利率决议, 预计加息 25 个基点
	美联储主席鲍威尔召开货币政策新闻发布会
	英国央行公布利率决议、会议纪要和货币政策报告, 预计加息 50 个基点
	欧洲央行公布利率决议, 预计加息 50 个基点
美国截至 1 月 28 日当周初请失业金人数(万), 前值 18.6, 预测值 20	

请参阅最后一页的免责声明

	美国 12 月耐用品订单月率修正值(%), 前值 5.6
	美国 12 月工厂订单月率(%), 前值-1.8, 预测值 2.3
2023/02/03	欧洲央行行长拉加德发表讲话
	欧盟-乌克兰峰会举行
	中国 1 月财新服务业 PMI, 前值 48
	英国 1 月 Markit 服务业 PMI 终值, 前值 48, 预测值 48
	美国 1 月非农就业人口变动季调后(万), 前值 22.3, 预测值 18.5
	美国 1 月失业率(%), 前值 3.5, 预测值 3.6
	美国 1 月 ISM 非制造业 PMI, 前值 49.6, 预测值 50.3

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