

宏观策略周报（2023.1.16）

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16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

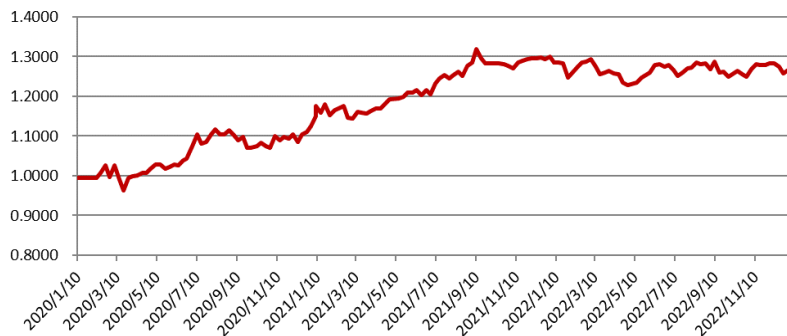
- 9日当周，随着国内部分城市疫情见顶，城市出行及经济活动显著回暖，市场风险情绪进一步改善，股票主要股指延续上涨，债市承压，短债收平，长债回落。10月主要银行信贷工作座谈会强化宽信用预期，地产支持政策加速落地，12月企业长贷强劲增长，预示企业融资意愿出现改善，临近春节假期，企业停工令国内供求维持弱势，预计随着节后开工回暖，经济企稳迹象更加明显，长债预期偏空，建议节前适当减仓，等待节后市场回调后的回补机会。股市假期前修复行情有望延续，但持续反弹后或面临震荡，策略上，持仓为主，如继续突破12月初高点长假前可适当减仓。
- 本周资产配置排序：股票>债券>商品。

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

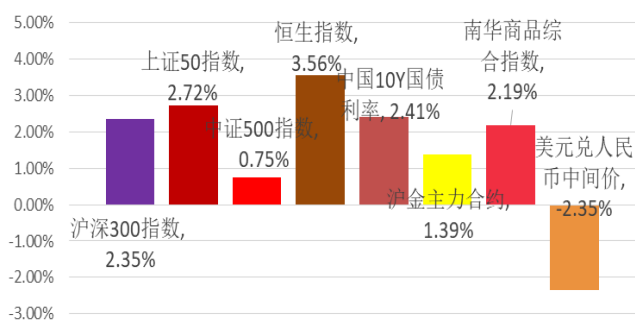
| | |
|------------------------------------|----|
| 1. 大类资产表现比较..... | 1 |
| 2. 经济环境分析: | 1 |
| 2.1 出口同比转跌 城市活动加速回暖..... | 1 |
| 2.2 服务价格环比回升 工业品难言见底..... | 3 |
| 2.3 信贷增长强劲 企业预期改善..... | 4 |
| 2.4 通胀数据强化回落趋势 双重因素支撑风险情绪维持高位..... | 5 |
| 2.5 宽信用预期增强 稳地产再加力..... | 6 |
| 3. 资产配置建议: | 8 |
| 4.本周重要数据及事件关注: | 10 |
| 免责声明..... | 12 |

1. 大类资产表现比较

金融市场情绪延续回暖，北向资金加快流入，本周股票指数类资产继续上涨，其中恒生指数涨幅最大为 3.56%，其次为上证 50 指数涨幅为 2.72%。我国 10 年期国债收益率大幅上行 2.41%，中美利差明显收窄，季节性结汇需求集中释放助推人民币汇率持续走升。当周南华商品综合指数收涨 2.19%，沪金主力合约收涨 1.39%。

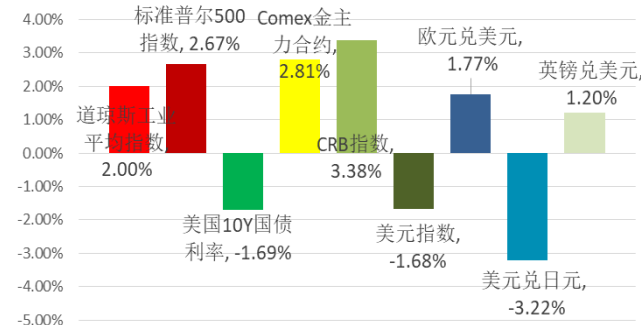
美国通胀数据显著回落，利率市场延续加息放缓逻辑炒作，商品股市出现普涨行情。9 日当周，海外宏观大类资产中涨幅最大的为 CRB 指数+3.38%，标普 500 指数上涨 2.67%。美债收益率与美元指数承压下跌，其中长端利率下行幅度更大，美元延续走弱令非美货币获支撑，其中日元兑美元汇率升值 3.22%。

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：

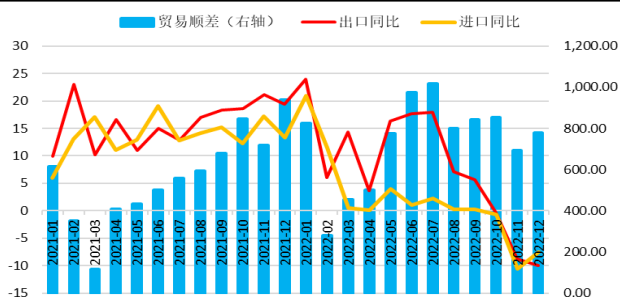
2.1 出口同比转跌 城市活动加速回暖

12 月，国内出口增长进一步回落，以人民币计价的出口同比由 0.7%，回落至 -0.5%，主要贸易伙伴中，12 月对美、日、东盟的降幅均较 11 月略收窄，对欧盟出口的降幅扩大，外需走弱仍是当前我国出口面临的主要压力。主要出口商品中，汽车和通用机械设备出口降幅扩大明显，是出口下滑的主要拖累，但箱包、服装等劳动密集型产品及地产相关耐用消费品增速较 11 月有所恢复，显示海外需求中，消费需求维持韧性，而投资性需求受美联储加息的影响增长放缓。12 月，国内进口回升，同比

请参阅最后一页的免责声明

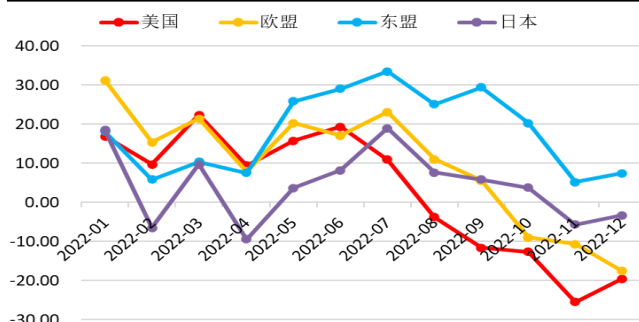
降幅由 10.6% 收窄至 7.5%，进口企稳但维持较大降幅，映射内需边际改善，但需求仍处于底部偏弱区间，随着优化疫情防疫措施的调整和疫情扰动下降后，内需渐进修复有助于稳进口。

图 2.1：我国以美元计价出口、进口当月同比 (%)



资料来源：iFinD，一德宏观战略部

图 2.2：我国对主要贸易伙伴出口当月同比 (%)

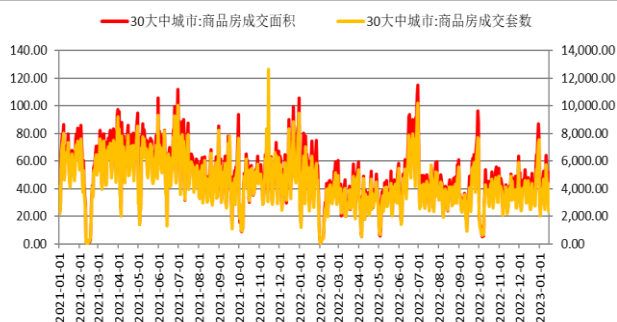


资料来源：iFinD，一德宏观战略部

9 日当周，全国 247 家钢厂高炉开工率环比上涨 1.04 个百分点至 75.68%，但较去年同期下降 0.09 个百分点。钢材库存全面上涨，涨幅较前一周明显加大，临近春节假期，下游陆续停工，需求表现低迷。

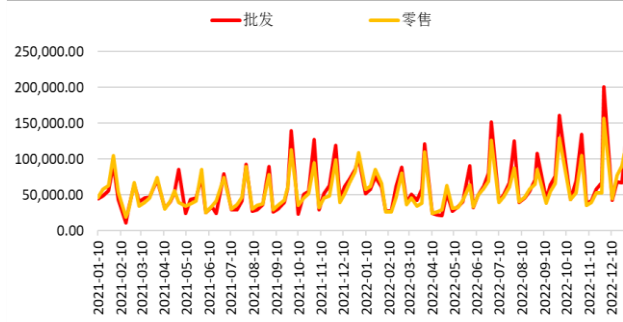
终端需求方面，9 日当周，国内 30 大中城市商品房成交环比回升，但当周日均成交量较去年同期仍下降 14.5%，截至 1 月上半月，国内 30 大中城市商品房日均成交套数同比下降 8.7%，降幅收窄，但环比下降 6.7%，由涨转跌。1 月首周，国内乘用车批发、零售量同比分别下降 23%、23%，双双转跌。乘联会发布的最新数据显示，2022 年 12 月，国内乘用车市场零售销量同比增长 3%，环比增长 31.4%，为 2008 年以来同期最强环比增速。2022 年全年，国内乘用车零售、批发量同比分别增长 1.9%、9.8%，其中，零售增长下滑，批发涨幅加大。

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)



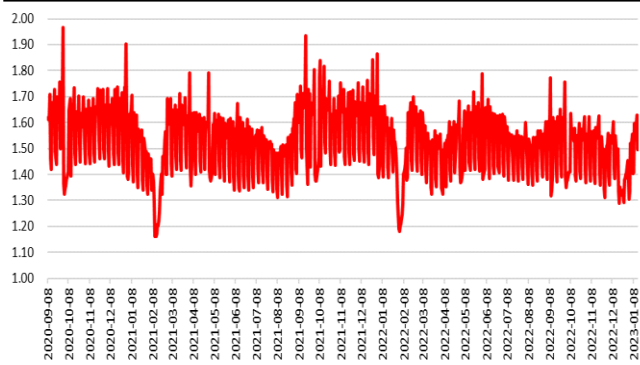
资料来源：iFinD，一德宏观战略部

9 日当周，100 城市拥堵延时指数环比加速回升，周内指数升至近两个月高点，

请参阅最后一页的免责声明

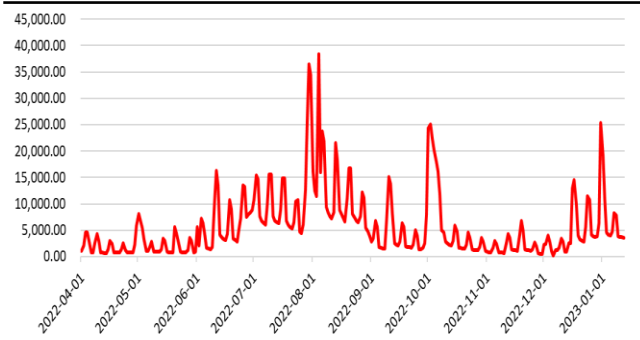
基本达到 2021 年、2022 年同期水平，百度迁徙规模指数延续受春运影响加速回升，春运前 8 日，全国迁徙规模指数超过去年春运同期水平。国内电影票房收入 9 日当周环比明显回落，截至 1 月 12 日，国内电影票房收入仅为 2019 年同期的 22%。

图 2.5: 100 城市拥堵延时指数



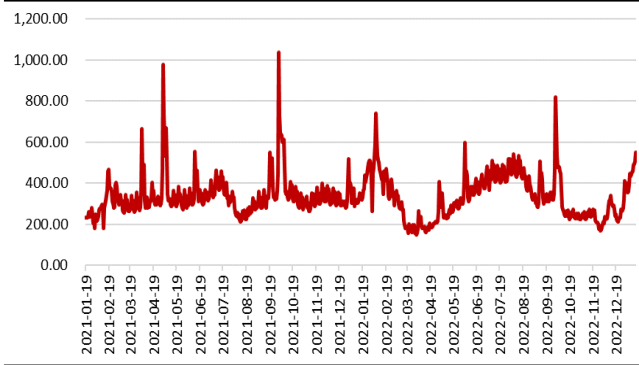
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 2.7: 全国电影票房收入 (万元)



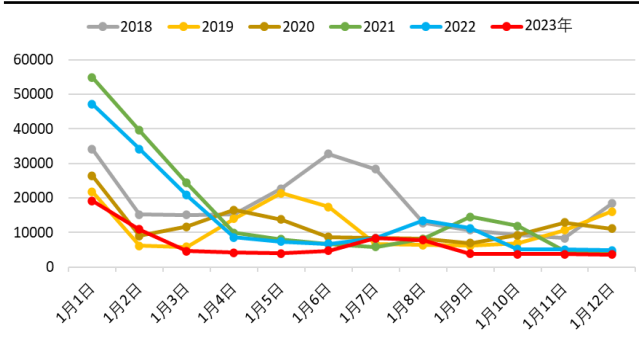
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 2.6: 百度迁徙规模指数



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 2.8: 全国电影票房收入季节性对比 (万元)

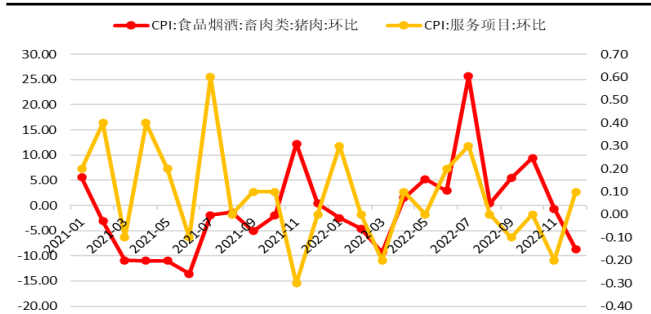


资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

2.2 服务价格环比回升 工业品难言见底

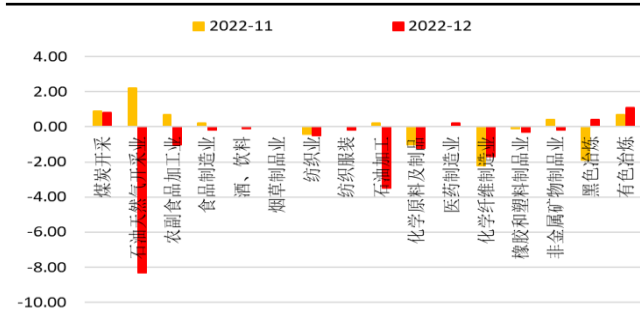
12 月，CPI 受基数效应影响同比增长扩大 0.2 个百分点至 1.8%，但环比持平，结构上，猪肉价格环比大幅回落，继续拖累食品价格走势，12 月，能源价格下跌但出行文娱服务价格回升，机票、电影票、交通工具租赁费等价格环比上涨，显示疫情管控放开后，场景消费开始修复。12 月 PPI 因基数效应，同比降幅由 1.3% 收窄至 0.7%，但环比因原油价格大幅回落转入下跌，但与内需相关性较高的煤炭、钢材价格环比上涨，显示在国内政策积极，城市疫情陆续达峰的背景下，市场对内需修复预期较强，但在内需低位，外需走弱的现实下，短期工业品价格或仍将探底。

图 2.9: CPI 猪肉及服务项目环比 (%)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

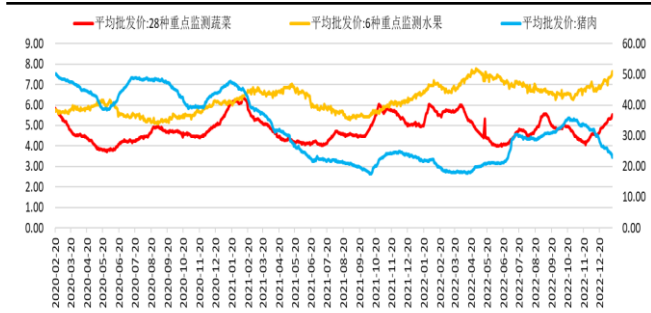
图 2.10: PPI 主要行业环比 (%)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

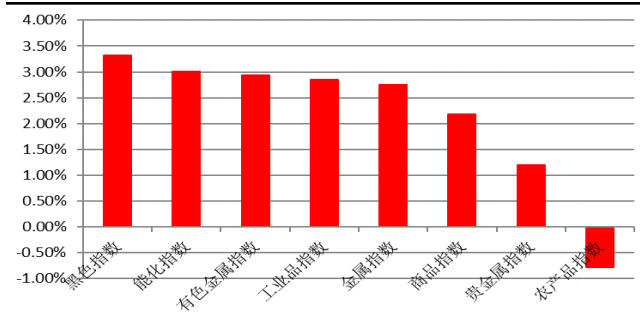
9 日当周, 国内猪肉周均价格环比下降 4.27%, 为连续第十一周环比回落, 降幅较前一周小幅扩大, 蔬菜、水果价格环比延续第四周上涨, 当周日均价格环比分别上涨 3.05%、3.95%, 其中, 水果价格周环比涨幅扩大, 蔬菜价格环比涨幅收窄。9 日当周, 南华商品指数总体止跌回升, 但工业品、农产品走势分化, 呈现工强农弱的格局, 工业品中, 黑色指数延续领涨, 维持相对强势, 有色金属指数反弹幅度较大, 贵金属指数涨幅较小。

图 2.11: 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 2.12: 南华商品指数周涨跌幅 (%)



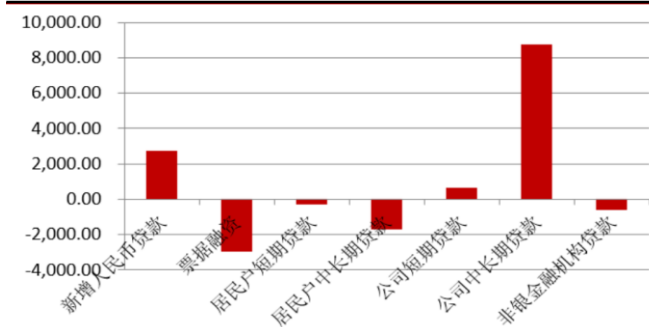
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

2.3 信贷增长强劲 企业预期改善

12 月实体信贷新增 1.44 万亿元, 同比多增 4300 亿元, 超出市场预期, 但居民部门贷款受疫情扰动及地产销售下降的影响同比少增 1963 亿元, 维持弱势, 居民短期、中长期贷款分别同比少增 270 和 1693 亿元, 仍是信贷的主要拖累。企业中长期贷款同比多增 8717 亿元, 增幅创年内新高, 这一方面体现了当局持续宽信用下, 银行加大对企业贷款的投放, 另一方面也反映出企业预期改善, 信贷需求增加。12 月

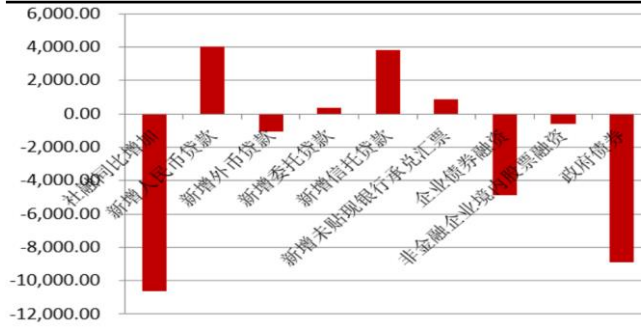
国内新增社融 1.31 万亿元，同比少增 1.05 万亿元，低于市场预期，从分项指标中，政府债因专项债发行错位的基数效应同比大幅少增 8893 亿元，是社融同比走弱的主要拖累，此外，企业债受融资成本走高影响同比大幅 4876 亿元，亦对社融造成较大影响。但在经济预期修复，货币政策着力稳增长持续推动宽信用的双重作用下，预计后市融资将逐渐回暖。

图 2.13: 12 月新增人民币贷款同比增减 (亿元)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

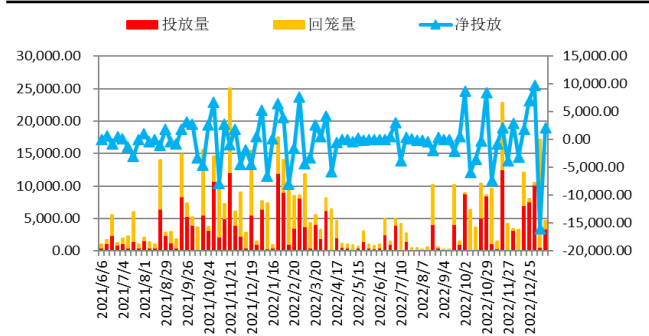
图 2.14: 12 月社会融资规模同比增减 (亿元)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

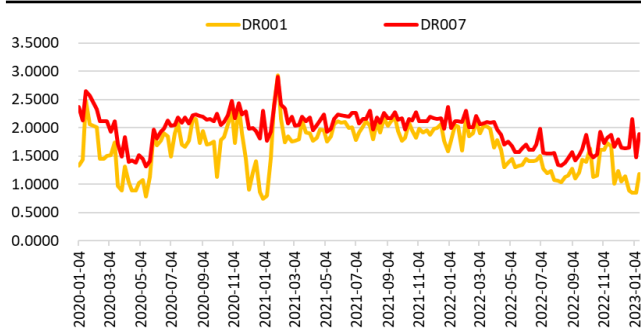
9 日当周，央行进行了 3400 亿元逆回购投放，当周有 1270 亿元逆回购到期，当周净投放 2130 亿元。银行市场利率显著反弹，DR001、DR007 周均值环比分别上涨 34BP、41BP 至 1.19%、1.9%，跨节资金面收紧。

图 2.15: 央行公开市场净投放 (亿元)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 2.16: 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 通胀数据强化回落趋势 双重因素支撑风险情绪维持高位

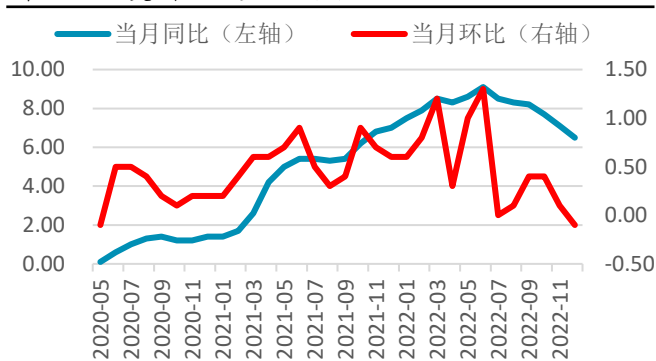
周四数据显示，美国 12 月 CPI 同比增长 6.5%，核心同比上升 5.7%，均低于前值且符合市场预期，通胀数据显著放缓；12 月 CPI 环比下滑 0.1%，为 2020 年 5 月以来首次，环比转负进一步确认通胀拐点，坚定了美联储放慢加息步伐。分项来看，能源和食品价格同比和环比增速延续回落，而住宅租金价格仍是核心服务通胀过热的主要

请参阅最后一页的免责声明

原因。

12月通胀数据公布后，市场延续此前风险情绪回升特征，利率市场延续加息放缓逻辑炒作，终值利率预期持稳于4.75-5.00%区间，商品股市出现普涨行情。当前，支撑海外市场风险情绪维持高位的因素主要有二：一是美联储紧缩步伐放慢；二是非美经济体货币政策延续边际转鹰的可能。其中上述两条因素分别对实际利率和美元汇率产生较大影响。从因素一的角度看，当前市场抢跑联储的迹象，需要避免过度乐观；而从因素二的角度看，短期关注日央行能否继续调整YCC曲线，深化非美货币政策与美国强弱逆转的预期。

图 2.17: 美国 CPI 数据 (%)



资料来源：iFinD，一德宏观战略部

图 2.18: 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 | 550-575 |
| 2023/2/1 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 94.2% | 5.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 2023/3/22 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 16.3% | 78.9% | 4.8% | 0.0% | 0.0% |
| 2023/5/3 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 9.8% | 54.1% | 34.2% | 1.9% | 0.0% |
| 2023/6/14 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 8.9% | 49.9% | 36.1% | 5.0% | 0.2% |
| 2023/7/26 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 1.9% | 17.6% | 47.0% | 29.5% | 3.9% | 0.1% |
| 2023/9/20 | 0.0% | 0.0% | 0.7% | 7.5% | 28.1% | 40.7% | 20.3% | 2.6% | 0.1% |
| 2023/11/1 | 0.0% | 0.3% | 3.7% | 16.8% | 33.8% | 31.6% | 12.4% | 1.5% | 0.1% |
| 2023/12/13 | 0.3% | 3.2% | 14.8% | 31.2% | 31.9% | 15.2% | 3.1% | 0.3% | 0.0% |

资料来源：CME，一德宏观战略部

2.5 宽信用预期增强 稳地产再加力

(1) 政策回顾

1月10日，人民银行、银保监会联合召开主要银行信贷工作座谈会，研究部署落实金融支持稳增长有关工作。会议要求，人民银行、银保监会、各主要银行要保持对实体经济的信贷支持力度，加大金融对国内需求和供给体系的支持，做好对基建投资、小微企业、科技创新、制造业、绿色发展等重点领域的金融服务，保持房地产融资平稳有序，推动经济运行整体好转。

会议指出，各主要银行要合理把握信贷投放节奏，适度靠前发力，进一步优化信贷结构，精准有力支持国民经济和社会发展重点领域、薄弱环节。及时跟进政策性开发性金融工具配套融资，延续发挥好设备更新改造专项再贷款和财政贴息政策合力，

请参阅最后一页的免责声明

力争形成更多实物工作量。要继续用好碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、科技创新再贷款、交通物流专项再贷款等结构性货币政策工具，不断完善对重点领域和薄弱环节的常态化支持机制。用好普惠小微贷款支持工具等优惠政策，加力支持小微市场主体恢复发展。当前还要全力支持重点医疗物资生产保供企业的合理资金需求。

会议明确，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。要有效防范化解优质头部房企风险，实施改善优质房企资产负债表计划，聚焦专注主业、合规经营、资质良好、具有一定系统重要性的优质房企，开展“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四项行动，综合施策改善优质房企经营性和融资性现金流，引导优质房企资产负债表回归安全区间。

会议强调，要配合有关部门和地方政府扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，运用好保交楼专项借款、保交楼贷款支持计划等政策工具，积极提供配套融资支持，维护住房消费者合法权益。要落实好 16 条金融支持房地产市场平稳健康发展的政策措施，用好民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），保持房企信贷、债券等融资渠道稳定，满足行业合理融资需求。要因城施策实施好差别化住房信贷政策，更好支持刚性和改善性住房需求，加大住房租赁金融支持，做好新市民、青年人等住房金融服务，推动加快建立“租购并举”住房制度。

（2）政策简评

10 日主要银行信贷工作座谈会和金融稳增长相关工作进行了进一步细化和部署，宽信用预期进一步增强。一是会议在要求银行总量上维持信贷投放力度同时，节奏上提出要适度靠前发力。二是结构上，明确提出基建投资、小微企业、科技创新、制造业、绿色发展重点领域及碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、科技创新再贷款、交通物流专项再贷款、普惠小微贷款支持工具等政策工具。三是对房地产市场风险，明确提出开展“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四项行动，推动房地产市场供给恢复，提升市场对房地产市场改善预期。

3. 资产配置建议:

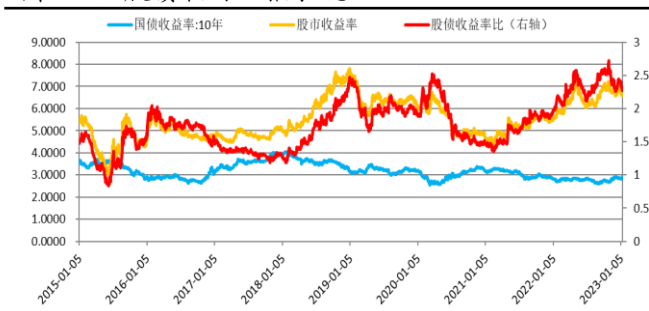
9日当周,国内市场风险情绪持续改善,股债收益比、股债收益率差分别由前一周历史80%、84%分位数水平进一步回落至76%、82%分位数水平。

A股层面,9日当周,板块风格开始偏向价值,指数连续3周反弹,机构风格连续3周强于游资。日均成交额开始萎缩,北向资金连续10周流入,市场情绪相对低迷,个股赚钱效应开始回落。板块方面,非银金融、食品饮料、煤炭领涨,房地产、公用事业、国防军工表现偏弱。海外权益市场风险偏好持续回升,持有成本两端同时回落;机构风格形成共识后,游资情绪持续受到挤压。盘面上,板块仍以轮动表现为主,市场主线依然缺失。随着春节假期临近,修复行情整体仍有望延续,但持续反弹后或面临震荡,短期不宜过分追高。策略上,持仓为主,如继续突破12月初高点长假前可适当减仓。

国债层面,9日当周,在国内城市疫情陆续达峰,部分城市疫情见顶回落,主要银行信贷工作座谈会进一步强化宽信用预期的背景下,市场对经济修复乐观情绪增强,债市总体承压,短债收平,长债回落。临近春节假期,企业停工令国内供求维持弱势,但宽信用力度不减叠加出行修复提振市场对经济向好预期,长债明显承压,12月企业长贷强劲增长,预示企业融资意愿出现改善,预计随着节后开工回暖,经济企稳迹象更加明显,长债预期偏空,短债受资金面宽松预期强于长债,建议节前适当减仓,等待节后市场回调后的回补机会。

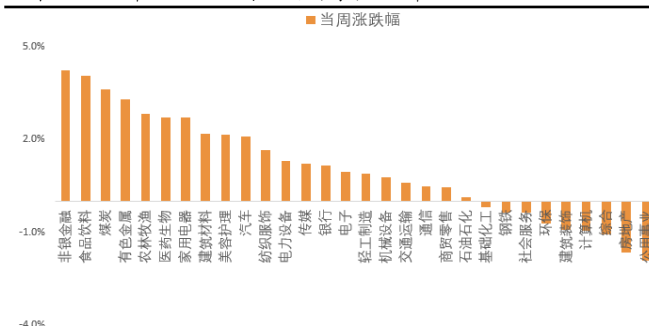
黄金层面,9日当周,持有成本两端同时回落,受当周通胀数据下行提振,市场对于联储放缓加息预期再度得以强化,但从联储官员们的表态情况看,市场与联储对于后续紧缩路径分歧犹存。此外,还需关注非美主要经济体央行能否延续边际转鹰。尽管2个月时间金价反弹超15%,但参考历史经验,在联储紧缩尚未停步前,我们认为黄金当前的走势仍在底部宽幅震荡框架范围内,后续极有可能面临通胀预期加速下行的压力,故短期持续拉升后配置价值减弱。策略上,持仓观望为主,也可逢高减配锁定部分利润,等待回调后的配置机会。

图 3.1: 股债相对回报表现



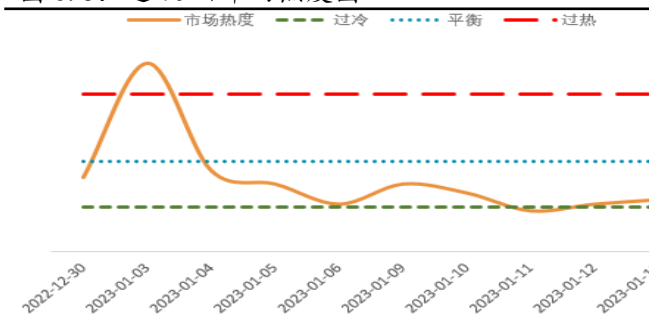
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 3.3: 申万一级行业当周收益率



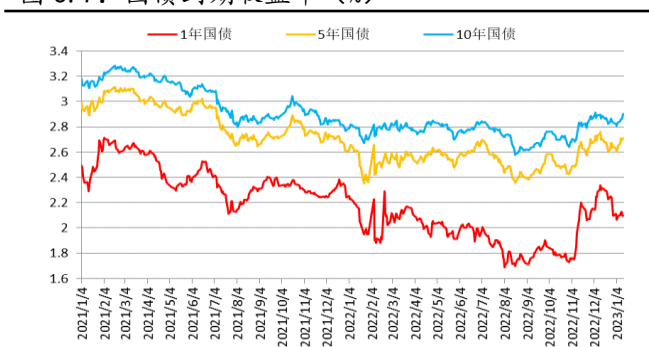
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

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 (%)



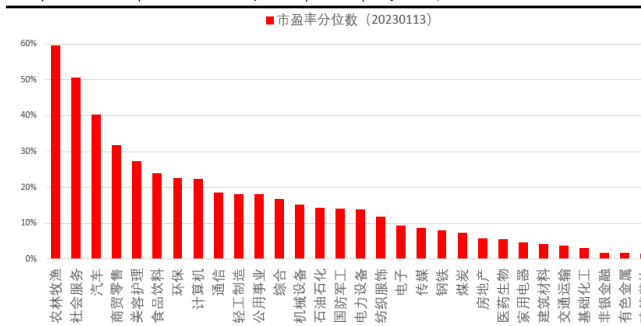
资料来源: 中债登网站, 一德宏观战略部

图 3.2: 权益资产溢价



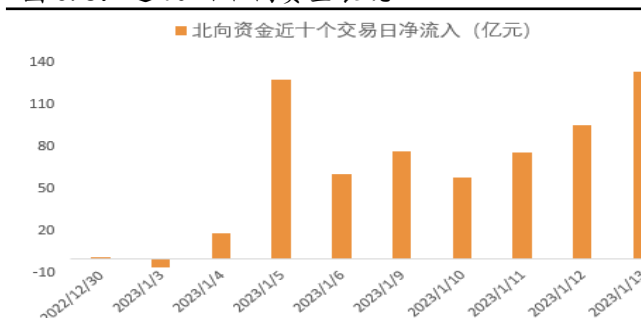
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 3.4: 申万一级行业市盈率分位数



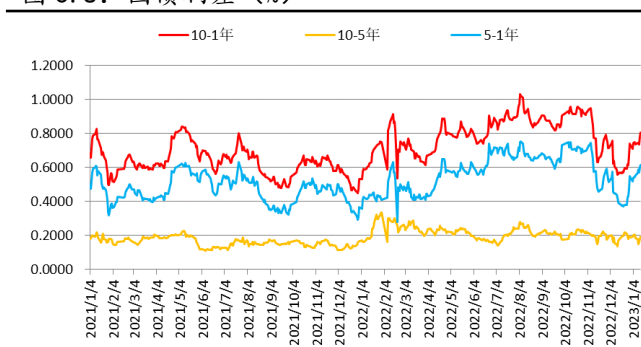
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 3.6: 近 10 日北向资金表现



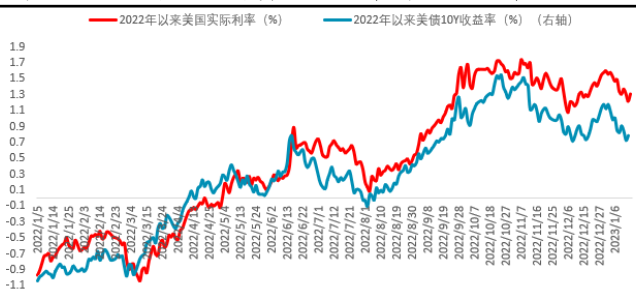
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

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 | |
|--|---|
| 2023/01/16 | 国家统计局公布 70 个大中城市住宅销售价格月度报告 |
| | 国务院副总理刘鹤出席世界经济论坛 2023 年年会并访问瑞士 |
| | 2023 年世界未来能源峰会(WFES)举行, 至 1 月 18 日 |
| | 欧元集团财长会议举行 |
| | 欧元区 12 月储备资产合计(亿欧元), 前值 11151 |
| 2023/01/17 | 中国 1-12 月城镇固定资产投资年率-YTD(%), 前值 5.3, 预测值 5 |
| | 中国 12 月规模以上工业增加值年率(%), 前值 2.2, 预测值 0.5 |
| | 中国 12 月社会消费品零售总额年率(%), 前值-5.9, 预测值-7.8 |
| | 中国第四季度 GDP 年率-单季度(%), 前值 3.9, 预测值 1.8 |
| | 德国 12 月 CPI 年率终值(%), 前值 8.6, 预测值 8.6 |
| | 德国 1 月 ZEW 经济景气指数, 前值-23.3, 预测值-15 |
| 2023/01/18 | OPEC 公布月度原油市场报告 |
| | 日本央行公布利率决议和前景展望报告 |
| | 韩国央行行长李昌镛举行外国媒体新闻发布会, 就韩国货币政策环境发表讲话 |
| | 亚特兰大联储主席博斯蒂克发表讲话 |
| | 圣路易斯联储主席布拉德参加华尔街日报的网络直播采访 |
| | 欧元区 12 月调和 CPI 年率-未季调终值(%), 前值 9.2, 预测值 9.2 |
| | 美国 12 月 PPI 年率(%), 前值 7.4, 预测值 6.8 |
| 美国 12 月零售销售月率(%), 前值-0.6, 预测值-0.8 | |
| 2023/01/19 | 美国 12 月工业产出月率(%), 前值-0.2, 预测值-0.1 |
| | 美联储公布经济状况褐皮书 |
| | 2023 年 FOMC 票委、费城联储主席哈克就经济前景发表讲话 |
| | 2023 年 FOMC 票委、达拉斯联储主席洛根发表讲话 |
| | 欧洲央行行长拉加德在世界经济论坛上发表讲话 |
| | 美国 12 月新屋开工年化月率(%), 前值-0.5, 预测值-5.4 |
| 美国截至 1 月 14 日当周初请失业金人数(万), 前值 20.5, 预测值 21.2 | |

请参阅最后一页的免责声明

| | |
|------------|---|
| 2023/01/20 | 日本 12 月全国 CPI 年率(%), 前值 3.8, 预测值 4 |
| | 中国 1 月一年期贷款市场报价利率(%), 前值 3.65, 预测值 3.65 |
| | 中国 1 月五年期贷款市场报价利率(%), 前值 4.3, 预测值 4.25 |
| | 美国 12 月成屋销售年化总数(万户), 前值 409, 预测值 395 |
| | 美联储副主席布雷纳德就经济前景发表讲话 |
| | FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯发表讲话 |
| | 2023 年达沃斯世界经济论坛闭幕 |

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