

# 宏观策略周报（2023.2.20）

**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20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

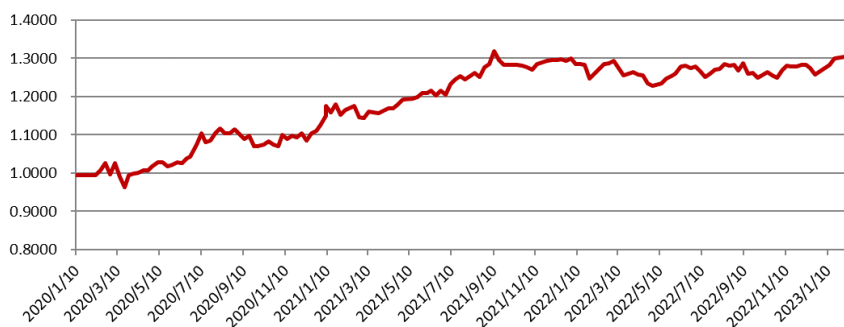
- 13日当周，国内股债市场延续弱势，在节后经济恢复缓慢，市场风险情绪走弱的情况下，叠加当周公开市场到期量增加及月中缴税因素影响，市场情绪估值双双承压，国内股市全面回调，债市表现分化，短债走弱，长债走强。但高频数据显示13日当周，劳动者异地返岗及下游开工均出现加速改善，需求回暖预期增强，同时，节后央行持续加大公开市场投放，维稳资金面，经济向好趋势不变，但在总体增量资金相对有限背景下，预计A股高位放量杀跌后，或将延续震荡调整格局，债市在长期看空下，短期延续震荡走势，策略上，可等待股债市场调整后的回补机会。
- 本周资产配置排序：股票>债券>商品。

## ■ 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

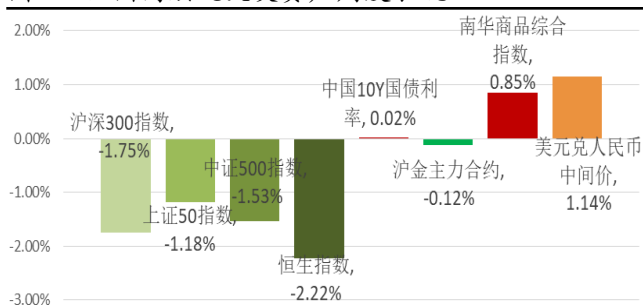
1. 大类资产表现比较.....	1
2. 经济环境分析：.....	1
2.1 下游需求加快恢复 地产销售延续回升.....	1
2.2 猪肉价格降幅加大 商品指数止跌回升.....	3
2.3 公开市场对冲加量 资金紧张有所缓解.....	3
2.4 美 CPI 高于预期，紧缩预期继续强化.....	4
2.5 提高金融服务能力，加快构建新发展格局.....	5
3. 资产配置建议：.....	6
4.本周重要数据及事件关注：.....	8
免责声明.....	10

## 1. 大类资产表现比较

13日当周，国内股票指数类资产继续回调，其中恒生指数跌幅最深为-2.22%，沪深300指数与中证500指数分别下跌1.75%和1.53%。南华商品综合指数小幅反弹0.85%，沪金主力合约微跌0.12%。我国10年期国债收益率基本与上周持平，中美利差倒挂差值重新走阔，人民币兑美元中间价周度贬值1.14%。

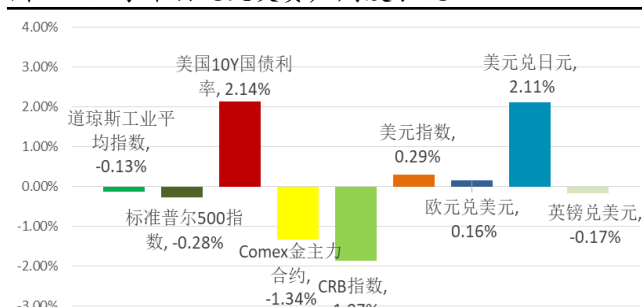
美国1月通胀数据高于市场预期，美联储终端利率目标被进一步推升，对国债收益率与美元有一定的提振作用。当周10年期国债收益率继续上涨2.14%至3.82%，美元指数反弹0.29%，且收紧预期对美元有进一步支撑，非美货币仍有贬值压力，其中日元贬值幅度最为明显，兑美元汇率贬值2.11%。名义利率上涨驱动实际利率上行令黄金承压，Comex金主力合约下滑1.34%。此外，作为全球资产定价之锚的美债10年期收益率延续回升也给其他主要资产带来压力，CRB指数下跌1.87%，标普500与道指分别回调0.28%和0.13%。

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

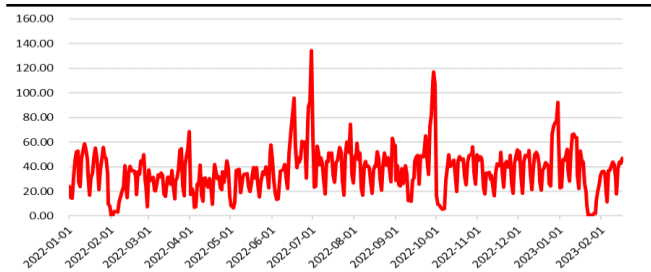
## 2. 经济环境分析：

### 2.1 下游需求加快恢复 地产销售延续回升

13日当周，全国247家钢厂高炉开工率环比上涨1.12个百分点至79.54%，环比涨幅连续两周扩大。钢材库存涨幅显著收窄，板材库存周环比转跌，钢材库存结束了12月下旬以来的普涨走势，下游需求加速恢复。终端需求方面，13日当周，国内30

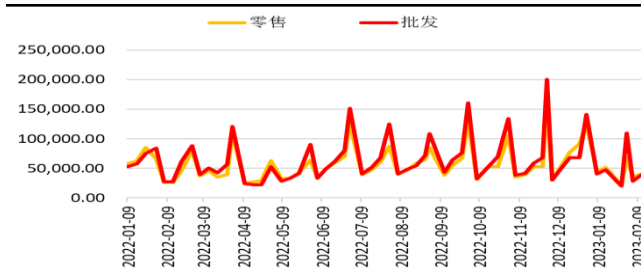
大中城市商品房成交面积环比增长，延续春节后的回升走势，截至2月16日，开年以来国内商品房日均成交面积同比增长5.3%。2月第二周，国内乘用车零售、批发量同比分别增长52%、46%，涨幅较前一周明显加大。

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

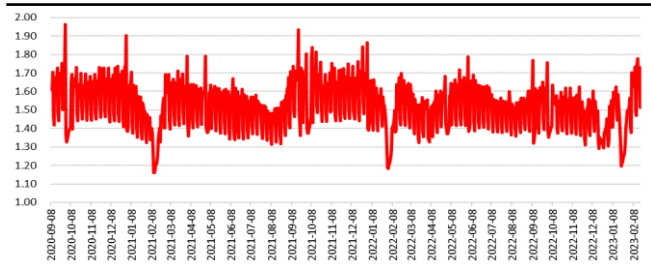
图 2.2: 乘用车销量 (辆)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

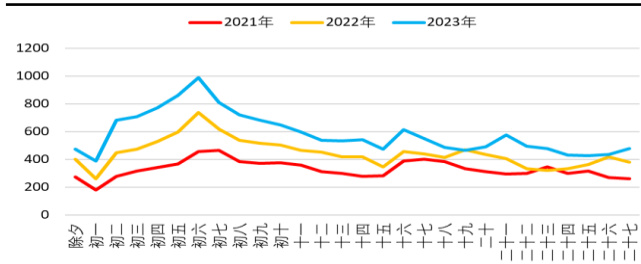
13日当周，100城市拥堵延时指数续创年内新高，指数当周均值高于2022年、2021年同期水平，城市出行基本恢复。百度迁徙规模指数13日当周加速回升，相较于往年劳动者自正月十五后陆续返岗，今年劳动者异地务工返岗时间延迟约一周左右的时间，预计随着劳动者陆续返岗，国内生产开工将显著回暖。国内电影票房收入周环比进一步走低，正月十五以来，国内电影票房增长势头放缓，正月十六至正月二十六，国内电影票房同比2021、2022年分别增长6%、20.4%，同比2019年下降20.3%，涨幅较初七至十五回落。

图 2.3: 100 城市拥堵延时指数



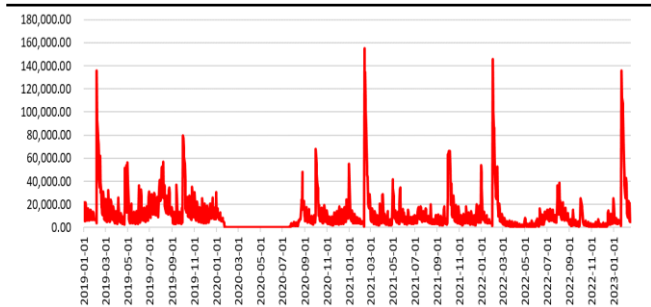
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.4: 春节期间百度迁徙规模指数



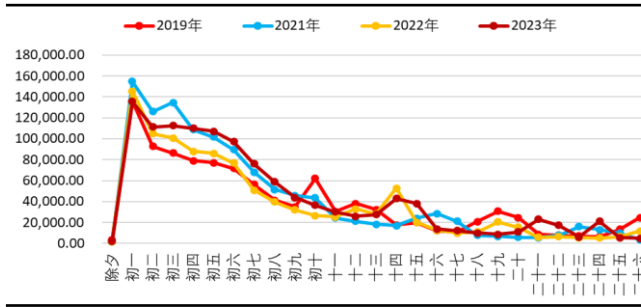
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.5: 全国电影票房收入 (万元)



资料来源: wind, 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)

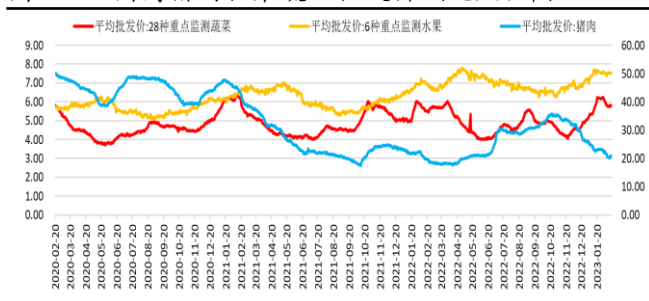


资料来源: wind, 一德宏观战略部

## 2.2 猪肉价格降幅加大 商品指数止跌回升

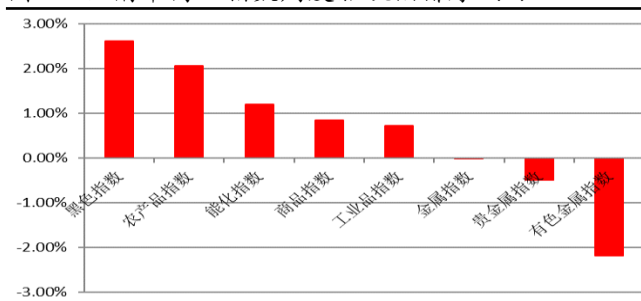
13日当周，国内猪肉、蔬菜价格环比回落，水果价格环比上，其中，猪肉日均价格环比大幅回落5.47%，降幅较前一周扩大，刷新开年以来当周最大降幅，猪肉日均价格连续十六周环比回落，蔬菜当周日均价格环比分别下降0.79%，降幅显著收窄，水果价格止跌转涨，周环比上涨0.91%。南华商品指数13日当周止跌回升，工业品、农产品总体上涨，工业品分项指数表现分化，其中黑色指数受国内需求回暖支推动领涨商品，有色、贵金属在美国经济数据强于预期，美元上涨的压力下双双收跌。

图 2.7：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 2.8：南华商品指数周度涨跌幅排序（%）

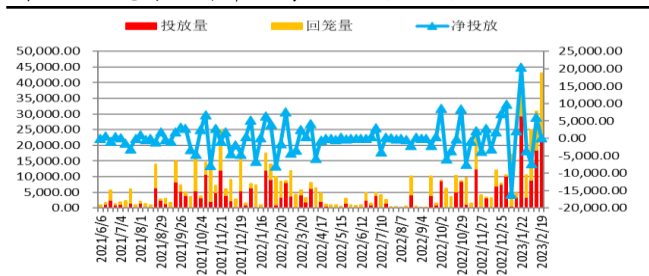


资料来源：wind，一德宏观战略部

## 2.3 公开市场对冲加量 资金紧张有所缓解

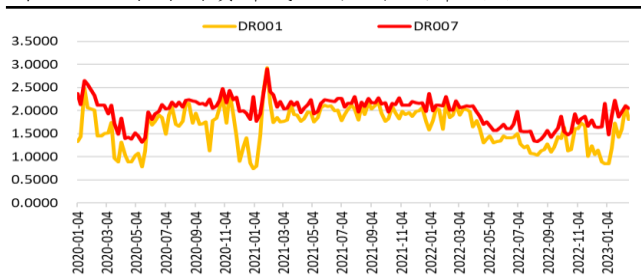
13日当周，央行分别进行了16620亿元逆回购及4990亿元MLF投放，当周分别有18400亿元逆回购及3000亿元MLF到期，当周净投放210亿元。银行市场利周均值总体回落，DR001、DR007周均值环比分别下降29BP、6BP至1.82%、2.05%，在央行持续流动性投放下，银行市场资金紧张有所缓解。

图 2.9：央行公开市场净投放（亿元）



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.10：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 CPI 高于预期，紧缩预期继续强化

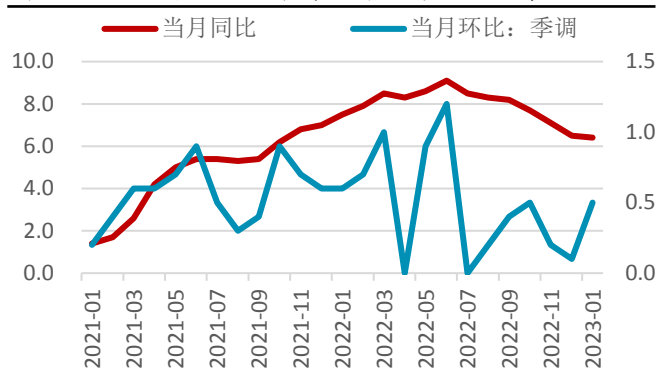
当周公布的美国 1 月 CPI 同比上涨 6.4%，高于预期的 6.2%，经季节性调整，1 月 CPI 环比反弹 0.5%，其中包括住房、机动车、娱乐、服装、家居和运营指数等均有所增加，通胀下降斜率有所放缓。1 月核心 CPI 同比上涨 5.6%（预期 5.5%，前值 5.7%），再创 2022 年新低，数据结构上，核心商品同比增速回落至核心服务下方。

“韧性十足”的通胀数据公布后，联储官员总体发言延续鹰派基调，单次 50 基点升息幅度再次被提及，市场对美联储紧缩预期进一步强化。美联储观察工具显示，市场对于终值利率预期已升至 5.25%-5.50% 水平，为去年 12 月点阵图公布以来最高。当前，市场对美联储终值利率相关预期定价充分，但对年内开启降息预期仍较联储乐观；从这一角度看，市场预期仍有继续向联储预期靠拢的空间。

日期	联储官员（2023 票委*）	发言要点
2023/02/15	纽约联储主席威廉姆斯*	我们将保持当前的加息路线直至完成抗通胀任务。若要实现通胀目标，有必要抑制美国经济的增速。预计美国 2023 年 GDP 将增长 1%，失业率为 4%-4.5%，核心 PCE 通胀年率将降至 3%。
	里士满联储主席巴尔金	美国 1 月 CPI 数据“大约在预料之中”，通胀水平正在正常化，但下降的速度非常缓慢。
	达拉斯联储主席洛根*	我预计我们将需要继续逐步提高联邦基金利率，直到我们看到令人信服的证据表明通胀有望以可持续和及时的方式回到 2% 的目标。
	费城联储主席哈克*	当前利率“可能接近”限制性的水平，预计今年某个时候，利率将达到足够限制性水平。
2023/02/16	克利夫兰主席梅斯特	2 月 FOMC 会议上支持加息 50 基点，新发布的数据并没有改变自身观点，即美联储需要将联邦基金利率升至 5% 以上，并保持一段时间。
	圣路易斯联储主席布拉德	2 月 FOMC 会议上支持加息 50 基点，3 月不排除继续支持，预计联邦基金利率将升至 5.25-5.50%。
2023/02/17	美联储理事鲍曼*	到目前为止的加息尚未使经济足够放缓，借贷成本尚未达到足够限制性的水平。暂停升息需要看到“通胀的持续下降”。
	里士满联储主席巴尔金	2 月会议上支持加息 25 基点，倾向于支持美联储在未来单次会议上维持这一加息幅度。

资料来源：公开信息整理、一德宏观战略部

图 2.15: 美国 CPI 当月同比与当月环比: 季调



资料来源: wind, 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 PROBABILITIES							
MEETING DATE	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/3/22	0.0%	0.0%	80.4%	19.6%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	17.3%	67.4%	15.4%	0.0%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	5.9%	34.2%	49.7%	10.2%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	4.8%	29.3%	47.1%	17.0%	1.8%
2023/9/20	0.0%	0.4%	6.8%	30.7%	44.6%	15.8%	1.6%
2023/11/1	0.1%	1.8%	11.9%	33.7%	38.5%	12.8%	1.3%
2023/12/13	0.9%	7.0%	23.2%	36.2%	25.2%	6.8%	0.6%

资料来源: CME, 一德宏观战略部

## 2.5 提高金融服务能力, 加快构建新发展格局

2月10日, 人民银行召开2023年金融市场工作会议。会议认为, 2023年是全面贯彻党的二十大精神开局之年, 要及时分析研判经济金融运行苗头性趋势性变化, 有力支持实体经济高质量发展, 积极防控金融市场重点领域风险, 统筹推进金融市场运行机制建设和改革发展稳定, 保障金融基础设施高效稳健运行, 为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步提供有力有效的金融支持。

会议指出, 要提高金融服务扩大国内需求和建设现代化产业体系的能力, 支持加快构建新发展格局。做好政策性开发性金融工具、设备更新改造专项再贷款等稳经济大盘政策工具存续期管理, 支持项目落地建成。完善支持普惠小微、绿色发展、科技创新等政策工具机制, 精准加强重点领域和薄弱环节金融支持。深入实施中小微企业金融服务能力提升工程, 进一步健全融资配套机制, 推动普惠小微贷款稳定增长。切实落实“两个毫不动摇”, 拓展民营企业债券融资支持工具(“第二支箭”)支持范围, 推动金融机构增加民营企业信贷投放。加强农业强国金融服务, 巩固拓展脱贫攻坚成果, 持续提升金融服务乡村振兴能力。动态监测分析房地产市场边际变化, 因城施策实施好差别化住房信贷政策, 落实好金融支持房地产市场平稳健康发展的16条政策措施, 积极做好保交楼金融服务, 加大住房租赁金融支持, 推动房地产业向新发展模式平稳过渡。

### 3. 资产配置建议：

13日当周，国内市场风险情绪进一步走弱，股债收益比、股债收益率差分别由前一周历史72.04%、77.34%分位数水平加速上升至73.66%、79.05%分位数水平。

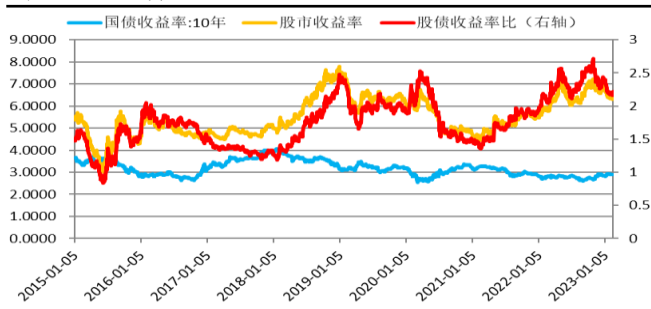
A股层面，13日当周，板块风格开始偏向价值，指数冲高回落开启调整，游资风格开始强于机构。日均成交额显著放大，北向资金连续14周流入；个股赚钱效应连续2周回落。板块方面，美容护理、食品饮料、石油石化领涨，房地产、电子、电力设备表现偏弱。海外权益市场风险偏好相对低迷，持有成本两端延续强势；盘面上，主线板块计算机开始调整，其余板块仍以轮动表现为主，市场“恐高”现象依然存在。高位放量杀跌后，市场人气持续走低，特别是在总体增量资金相对有限背景下，预计A股短期虽有修复需求，但空间恐有限，或将延续震荡调整格局。策略上，等待调整后的回补机会。

国债层面，13日当周，国债市场走势分化，受月中缴税因素影响，资金短线趋紧施压短债利率走高，同时，节后经济恢复缓慢，市场对经济修复预期趋向谨慎，长债利率下行。2月以来，受节后经济恢复不及预期的影响，市场风险情绪稳中趋降，但在公开市场到期大量到期及信贷维持投放力度，票据及同业存单利率持续上涨的压力下，长短端国债表现总体分化，短债利率走高，长债利率回落。高频数据看，13日当周，劳动者异地返岗及下游开工均出现加速改善，需求回暖预期增强，但同时，节后央行加大公开市场投放，对冲到期流动性，维稳资金面，债市底部仍有支撑，预计债市在长期看空下，短期延续震荡走势，操作上，关注市场调整后的买入机会。

黄金层面，13日当周，持有成本两端继续上行，黄金总体承压。伴随1月CPI数据公布，通胀韧性叠加联储官员持续鹰派输出，市场对于终值利率的预期反超联储预期。从各方面经济数据综合来看，持续紧缩后经济走弱程度仍有限，就业市场延续偏热状态无疑对通胀回归目标区间不利，以上均支持联储继续延续紧缩步调。但市场仍预期年内开启降息与联储分歧犹存，后续如何弥合值得关注。在当下联储紧缩预期强化阶段，黄金阶段性回落尚未完结，建议继续等待价格回归后的配置机会。

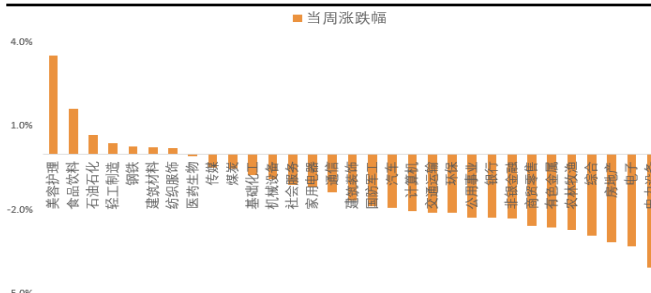


图 3.1: 股债相对回报表现



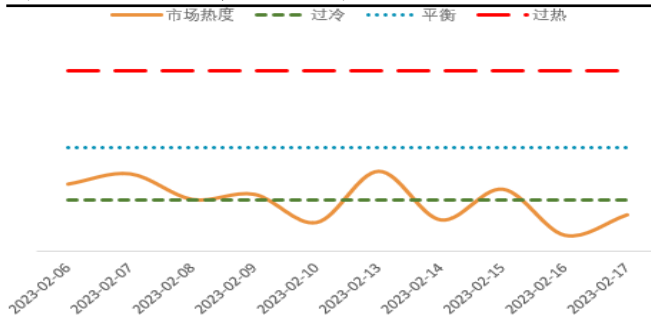
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.3: 申万一级行业当周收益率



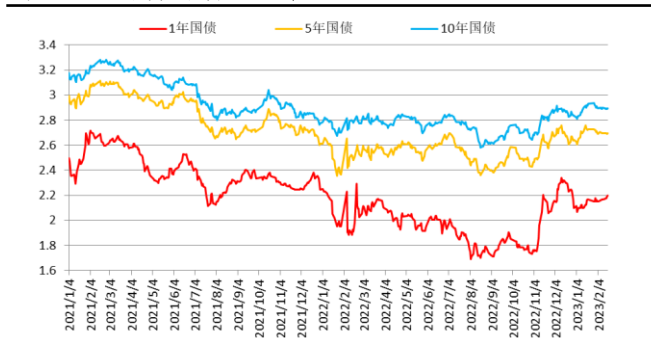
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.5: 近 10 日市场热度图



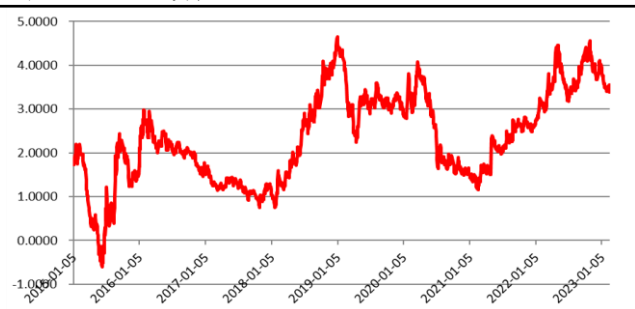
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.7: 国债到期收益率 (%)



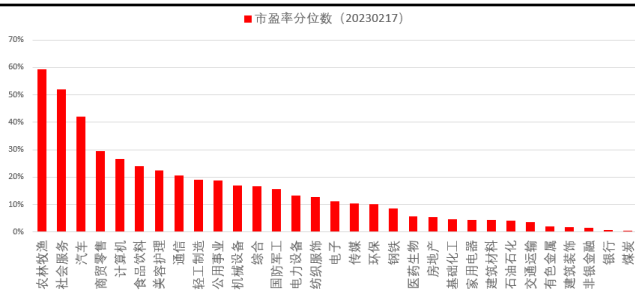
资料来源: 中债登网站, 一德宏观战略部

图 3.2: 权益资产溢价



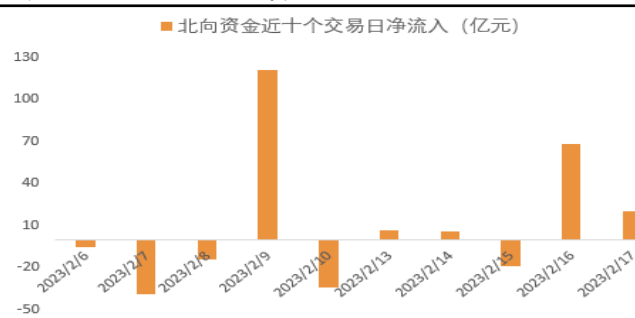
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.4: 申万一级行业市盈率分位数



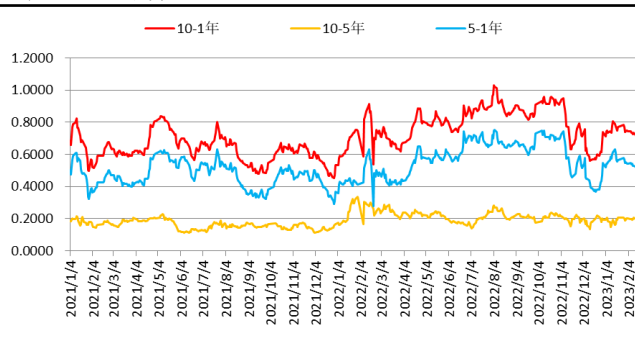
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.6: 近 10 日北向资金表现



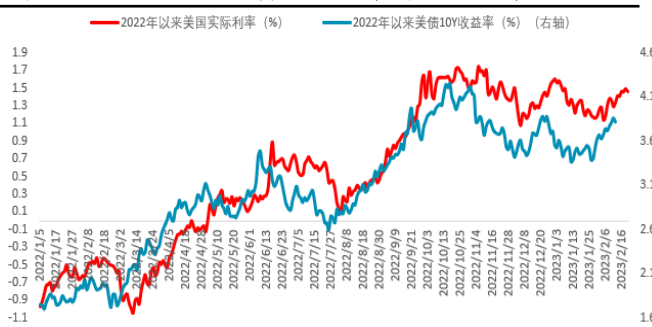
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.8: 国债利差 (%)



资料来源: 中债登网站, 经作者整理

图 3.9: 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 3.10: 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	
2023/02/20	中国 2 月一年期贷款市场报价利率(%), 前值 3.65, 公布值 3.65
	中国 2 月五年期贷款市场报价利率(%), 前值 4.3, 公布值 4.3
	欧元区 2 月消费者信心指数终值, 前值-20.9, 预测值-19
2023/02/21	俄罗斯总统普京发表年度讲话
	欧盟国家能源部长会议
	法国 2 月 Markit 制造业 PMI 初值, 前值 50.5, 预测值 50.9
	德国 2 月 Markit 制造业 PMI 初值, 前值 47.3, 预测值 47.8
	欧元区 2 月 Markit 制造业 PMI 初值, 前值 48.8, 预测值 49.3
	英国 2 月 Markit 服务业 PMI 初值, 前值 48.7, 预测值 49.2
	英国 2 月 Markit 制造业 PMI 初值, 前值 47, 预测值 47.4
	德国 2 月 ZEW 经济景气指数, 前值 16.9, 预测值 22
	美国 2 月 Markit 制造业 PMI 初值, 前值 46.9, 预测值 47.3
	美国 1 月成屋销售年化总数(万户), 前值 402, 预测值 410
2023/02/22	新西兰联储公布利率决议, 预计加息 50 个基点
	G20 财长和央行行长会议
	德国 1 月 CPI 年率终值(%), 前值 8.7, 预测值 8.7
	德国 2 月 IFO 商业景气指数, 前值 90.2, 预测值 91.4
2023/02/23	美联储公布 2 月货币政策会议纪要
	美联储威廉姆斯就遏制通胀问题发表讲话
	欧元区 1 月调和 CPI 年率-末季调终值(%), 前值 8.5, 预测值 8.7
	美国第四季度实际 GDP 年化季率修正值(%), 前值 2.9, 预测值 2.9
	美国第四季度核心 PCE 物价指数年化季率修正值(%), 前值 3.9, 预测值 3.9
	美国截至 2 月 18 日当周初请失业金人数(万), 前值 19.4, 预测值 20
	日本众议院就日本央行行长、副行长提名人选举行听证会
	日本央行行长提名人植田和男在日本众议院的听证会上发言

<b>2023/02/24</b>	2025 年 FOMC 票委、克利夫兰联储主席梅斯特发表讲话
	2025 年 FOMC 票委、波士顿联储主席柯林斯参加有关美国货币政策的论坛
	<b>日本 1 月全国 CPI 年率(%), 前值 4, 预测值 4.3</b>
	英国 2 月 Gfk 消费者信心指数, 前值-45, 预测值-42
	德国第四季度季调后 GDP 季率修正值(%), 前值-0.2, 预测值-0.2
	德国 3 月 Gfk 消费者信心指数, 前值-33.9, 预测值-30.4
	美国 1 月个人支出月率(%), 前值-0.2, 预测值 1.3
	<b>美国 1 月 PCE 物价指数年率(%), 前值 5, 预测值 4.9</b>
	美国 2 月密歇根大学消费者信心指数终值, 前值 66.4, 预测值 66.4
	美国 1 月季调后新屋销售年化总数(万户), 前值 61.6, 预测值 61.9

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)