

宏观策略周报 (2023.1.9)

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9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

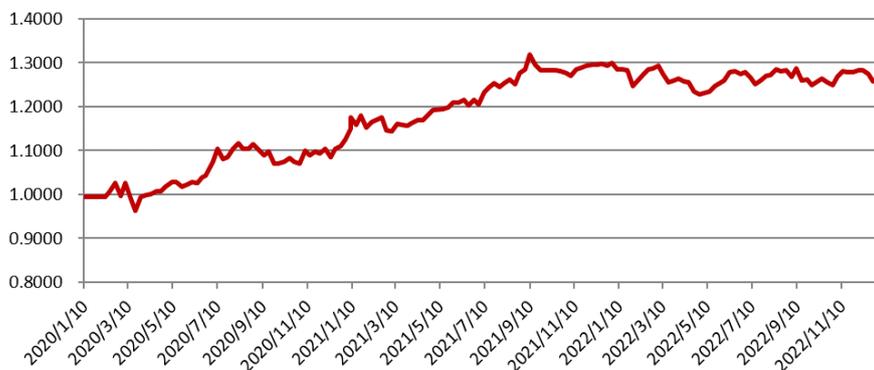
- 节后首周，在国内疫情逐步达峰，稳地产政策升级的双重影响下，市场风险情绪进一步好转，股票市场普遍上涨，债券市场受流动性宽松支持，总体收平。当前，尽管国内经济延续供求双弱格局，但弱现实下货币政策维持宽松叠加经济活动修复提振市场情绪，股债市场均有支撑，股票市场在经济探底但估值情绪支撑下，市场板块仍以轮动为主，短期持续反弹后不宜过分追高，策略上，持仓为主，亦可依托 3150 上方适当高抛部分筹码，等待低位回补机会，债券市场受资金宽松支撑易涨难跌，可维持仓位继续持有。
- 本周资产配置排序：股票>债券>商品。

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 供需双弱延续 城市活动修复.....	1
2.2 猪价降幅收窄 商品由涨转跌.....	3
2.3 资金面宽松 市场利率趋落.....	3
2.4 非农聚焦平均时薪放缓 市场与联储“对抗”加剧.....	4
2.5 货币宽松基调不改 稳地产政策升级.....	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.....	10

1. 大类资产表现比较

新年伊始，国内市场情绪延续回暖，跨境资金流入，股票指数类资产全线反弹，其中涨幅最大的为恒生指数上涨 6.12%，其次为上证 50 指数上涨 2.97%。美元回调叠加春节前刚性结汇需求集中释放提振人民币大幅走升，人民币兑美元中间价升破 6.9 关口。本周南华商品综合指数跌幅最深为-2.18%，其次是沪金主力合约下跌 0.47%。

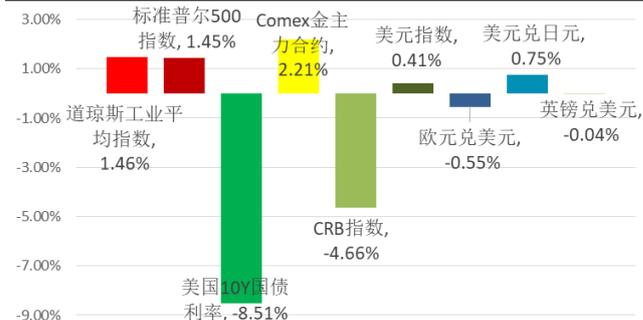
美国 12 月 ISM 制造业和服务业 PMI 双双萎缩，下滑至疫情复苏以来最低水平，此外，12 月非农数据中平均时薪环比增速显著放缓，工资通胀见顶预期令美联储终值利率预期重回 4.75-5.00% 区间。10 年期美债收益率大幅下挫 8.51% 至 3.55%，CRB 指数下跌 4.66%。由于对经济前景担忧，避险情绪有所增加，贵金属和美元小幅收涨。

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：

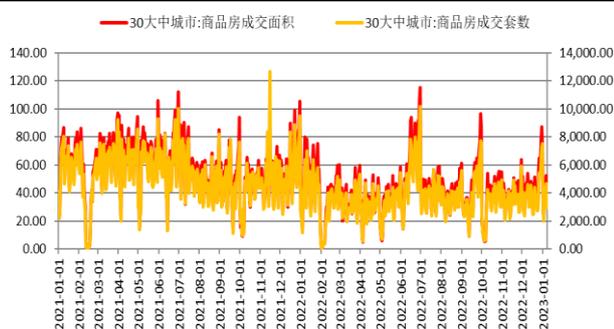
2.1 供需双弱延续 城市活动修复

开年首周，全国 247 家钢厂高炉开工率环比回落 0.57 个百分点至 74.64%，同比去年同期增加 0.44 个百分点。钢材库存除螺纹钢厂库库存转跌外延续普涨，社会库存连续三周上涨，周涨幅进一步加大，厂库库存涨幅进一步收窄，随着北方工地陆续停工，钢材需求进一步走弱，市场呈现供需双弱的特征。

终端需求方面，2 日当周，国内 30 大中城市商品房成交环比高位回落，当周日

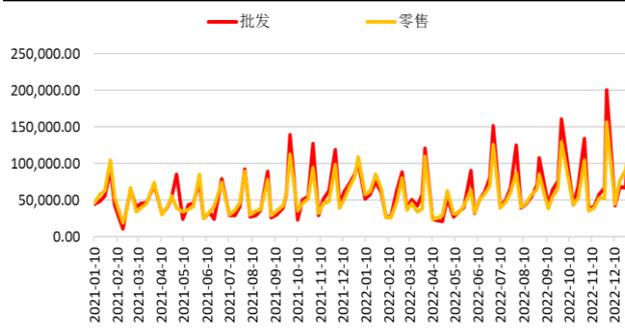
均成交量较去年同期下降 6.8%。节前最后一周，国内乘用车批发、零售量显著反弹，日均批发量同比分别增长 27%、23%。据乘联会，2022 年 12 月国内狭义乘用车市场零售销量同比增长 15%，环比大涨 47%；全国乘用车厂商批发销量同比下降 4%，环比增长 12%，随着疫情管控的结束以及年底各项汽车促销政策倒计时，国内乘用车市场销售出现强势反弹，销量大幅增长。按照乘联会初步统计，2022 年，预计狭义乘用车批发 2320 万辆，同比 2021 年 2110 万辆，增量 210 万辆，增长 10%，较 2021 年提升 5.6 个百分点。

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

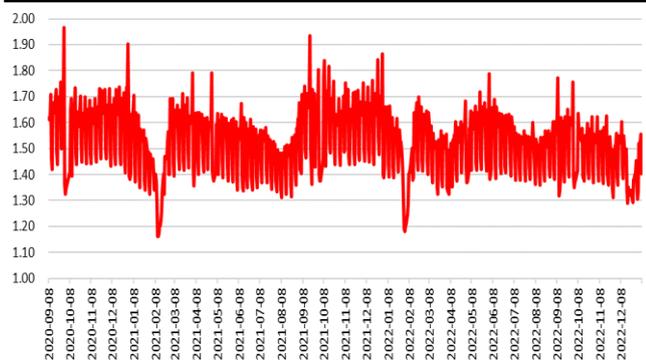
图 2.2: 乘用车销量 (辆)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

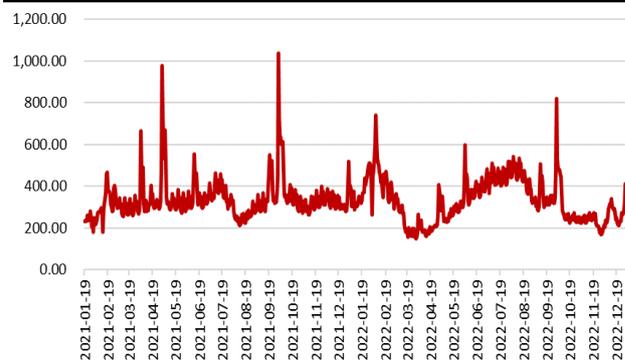
3 日当周，100 城市拥堵延时指数环比进一步回升，但仍低于 2021 年、2022 年同期水平，百度迁徙规模指数延续 12 月以来的回升走势，至 1 月 4 日全国迁徙规模指数已超过去年同期水平。元旦假期前后，国内电影票房收入环比显著增长，元旦假期 1 月 1-2 日，国内电影票房总收入超过 2019 年同期水平，但节后电影票房收入增长乏力，截至 1 月 6 日，国内电影票房收入仅为 2019 年同期的 50%。

图 2.3: 100 城市拥堵延时指数



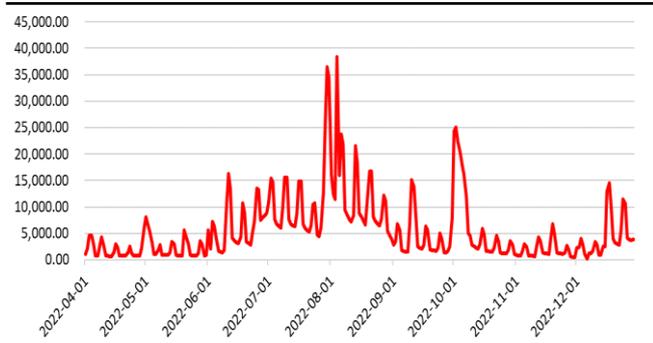
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 2.4: 百度迁徙规模指数



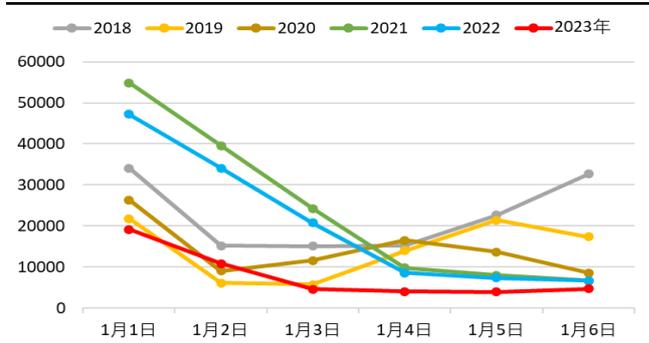
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

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: 全国电影票房收入季节性对比 (万元)

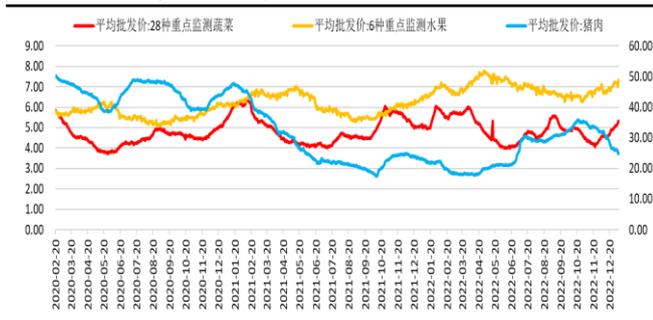


资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

2.2 猪价降幅收窄 商品由涨转跌

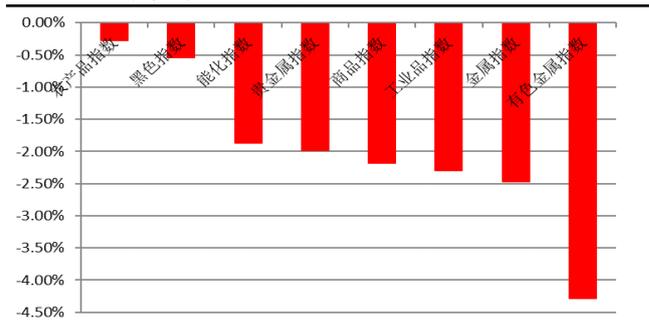
3日当周,国内猪肉周均价格环比下降3.04%,为连续第十周环比回落,降幅较前一周收窄,蔬菜、水果价格环比延续第三周上涨,当周日均价格环比分别上涨5.38%、0.29%,其中,水果价格周环比涨幅显著收窄,蔬菜价格环比涨幅进一步扩大,当周涨幅创四个月最高。2日当周,随着需求下行压力加大,南华商品指数由涨转跌,其中,农产品降幅最小,工业品中,黑色指数降幅较小,金属价格降幅较大。

图 2.7: 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 2.8: 南华商品指数周涨跌幅 (%)



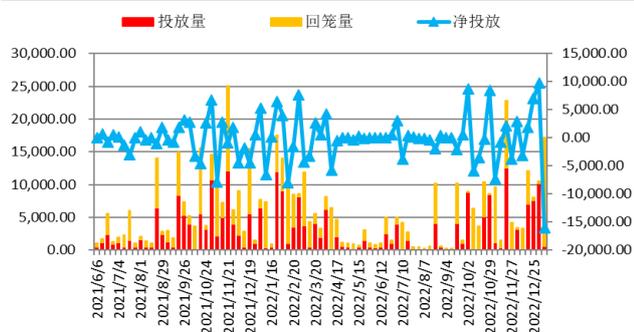
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

2.3 资金面宽松 市场利率趋落

3日当周,央行进行了570亿元逆回购投放,当周有16580亿元逆回购到期,当

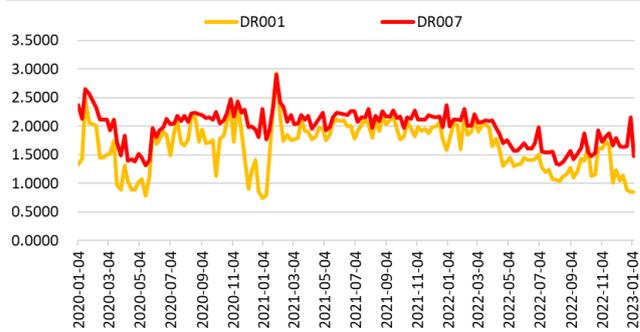
周大幅净回笼 16010 亿元，创历史新高。但同时，银行市场利率稳中趋落，DR001 周均值持平于前一周的 0.85%，DR007 周均值环比回落 67BP 至 1.84%，市场资金面宽松。

图 2.9：央行公开市场净投放（亿元）



资料来源：iFinD，一德宏观战略部

图 2.10：银行间质押式回购加权利率（%）



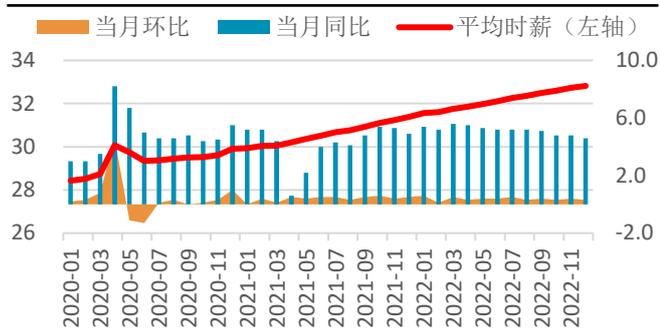
资料来源：iFinD，一德宏观战略部

2.4 非农聚焦平均时薪放缓 市场与联储“对抗”加剧

周五（6 日）劳工部数据显示，12 月新增非农就业人数增加 22.3 万，创 2021 年 1 月以来新低，显露出放缓迹象，不过失业率再次回落至 3.5%，维持较低水平，暗示劳动力市场依旧强劲。值得注意的是本次市场聚焦平均时薪增速下滑，12 月同比增长 4.6%，环比增长 0.3%，预计工资通胀或有可能见顶，也为通胀放缓提供依据。

在周四（5 日）凌晨公布的 12 月 FOMC 会议纪要总体维持鹰派基调的背景下，美联储观察工具显示的终值利率与联储点阵图回归一致。但周五非农数据公布后，市场聚焦薪资增速前值下修及当月值下滑，利率市场重回加息放缓逻辑炒作，令终值利率预期再度回落至 4.75-5.00% 区间。当前，联储坚持抑制通胀为先的政策基调，强调通胀回归之路崎岖；市场却认为上述政策目标基本实现并该考虑后续政策转向事宜。那么，短期焦点再度回到通胀数据本身，关注即将公布的美国 12 月 CPI 数据情况。从去年的经验来看，市场频繁抢跑联储货币政策边际变化均以失败告终，因而短期不宜对联储货币政策转向过于乐观。

图 2.11: 平均时薪 (美元) 与当月同比、环比 (%)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 2.12: 美联储观察工具显示利率终点概率 (%)

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES								
	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%	75.7%	24.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.1%	66.8%	20.1%	0.0%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.3%	46.9%	37.4%	7.4%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.8%	44.9%	37.9%	9.0%	0.4%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	16.1%	43.3%	31.4%	7.1%	0.3%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.7%	7.2%	26.4%	38.8%	22.2%	4.5%	0.2%
2023/11/1	0.0%	0.3%	3.3%	14.9%	31.4%	32.1%	15.1%	2.8%	0.1%
2023/12/13	0.2%	2.9%	13.5%	29.4%	32.0%	17.2%	4.3%	0.4%	0.0%

资料来源: CME, 一德宏观战略部

2.5 货币宽松基调不改 稳地产政策升级

(1) 政策回顾

1 月 3 日, 国务院总理李克强主持召开国务院常务会议, 部署进一步做好重要民生商品和能源保供稳价等工作, 保障群众生活和企业生产需求; 要求抓实抓细重点民生工作, 确保群众过好春节。会议指出, 要进一步强化重要民生商品、医疗物资、能源等保供稳价, 确保春节期间市场供应充足和价格平稳, 保障群众医药需求和温暖过冬。一要进一步压实“米袋子”省长负责制、“菜篮子”市长负责制, 及时做好市场调配, 同时抓好其他重要民生商品生产和供销对接。做好春耕备播准备和化肥等农资保障服务工作, 进一步抓实粮食生产、夯实稳物价基础。二要千方百计提高医疗、防疫物资供给能力。加强药品等医疗物资调配。三要进一步抓好能源保供。持续释放煤炭先进产能, 落实帮扶煤电企业纾困政策, 支持能源企业节日安全正常生产, 强化能源调度, 做好电力、天然气顶峰保供预案, 确保民生用能, 加强重点地区、行业和企业用能保障。四要持续做好交通物流大动脉、微循环保通保畅。五要指导地方对困难群众按规定及时发放价格临时补贴。六要加强市场和价格监管。

1 月 4 日, 人民银行召开 2023 年工作会议, 会议要求, 2023 年, 人民银行系统要大力提振市场信心, 突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作, 推动经济运行整体好转, 实现质的有效提升和量的合理增长, 有效防范化解重大金融风险, 持续深化金融改革开放, 为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步提供有力的金融支持。一是

精准有力实施好稳健的货币政策。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。多措并举降低市场主体融资成本。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。二是加大金融对国内需求和供给体系的支持力度。支持恢复和扩大消费、重点基础设施和重大项目建设。坚持对各类所有制企业一视同仁，引导金融机构进一步解决好民营小微企业融资问题。落实金融 16 条措施，支持房地产市场平稳健康发展。三是持续推动金融风险防范化解。健全金融稳定保障基金管理制度。四是持续完善宏观审慎管理体系。五是持续深化国际金融合作和对外开放。六是持续深化金融改革。七是全面提升金融服务和管理水平。

1 月 5 日，人民银行、银保监会发布通知，决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制。自 2022 年第四季度起，各城市政府可于每季度末月，以上季度末月至本季度第二个月为评估期，对于评估期内新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限。地方政府按照因城施策原则，可自主决定自下一个季度起，阶段性维持、下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限。如果后续评估期内新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均上涨，应自下一个季度起，恢复执行全国统一的首套住房商业性个人住房贷款利率下限。

(2) 政策简评

央行 2023 年工作会议延续中央经济工作会议及四季度例会的主要精神，2023 年货币政策基调总体维持宽松，经济显著回升前货币总量或难收紧，资金利率预计维持当前较低水平，结构性、政策性金融工具将是加大对国内经济供求支持的主要工具。

“首套住房贷款利率政策动态调整机制”是建立房地产市场长效调控机制，维护房地产市场平稳运行的政策体现，动态调整机制是对 929 阶段性差异化住房信贷政策的升级和完善，将放松房地产调控的城市范围进一步扩大，但同时，动态调整机制仍是针对首套住房，体现政策仍是支持刚需，且政策主要针对房价持续下降的城市，即地产需求走弱的城市，同时建立支持政策退出条件，从政策效果看仍是维稳大于刺激，总体上看，利好房地产是稳定发展和市场信心的改善，但短期对房地产投资的拉动作

用有限。

3. 资产配置建议:

3日当周，国内市场风险情绪延续回暖，股债收益比、股债收益率差分别由前一周历史84%、87%分位数水平回落至80%、84%分位数水平。

A股层面，3日当周，板块风格连续3周偏向成长，指数继续反弹，机构风格连续2周强于游资。日均成交额显著放大，北向资金连续9周流入，市场情绪先扬后抑，个股赚钱效应继续恢复。板块方面，计算机、建筑材料、通信领涨，交通运输、社会服务、农林牧渔表现偏弱。海外权益市场风险偏好有所回升，持有成本两端持续分歧；市场人气总体恢复但游资情绪依然低迷，赚钱效应集中于机构风格。盘面上，板块仍以轮动表现为主，市场主线缺失。随着成交开始放大，修复行情有望延续，但短期持续反弹后不宜过分追高。策略上，持仓为主，亦可依托3150上方适当高抛部分筹码，等待低位回补机会。

国债层面，3日当周，国债市场先升后降，其中，周前期在12月PMI继续探底的支撑下债市上涨，后期受央行建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，市场预期改善的压制下出现调整，周内基本收平。月初以来，尽管央行大幅净回笼货币，但市场流动性充裕，资金利率稳中下行，对债市构成支撑。节后首周，国内经济仍呈现供求双弱的特征，央行2023年工作会议延续宽松基调，预计短期内货币仍将维持宽松状态，债券市场易涨难跌，可维持仓位继续持有。

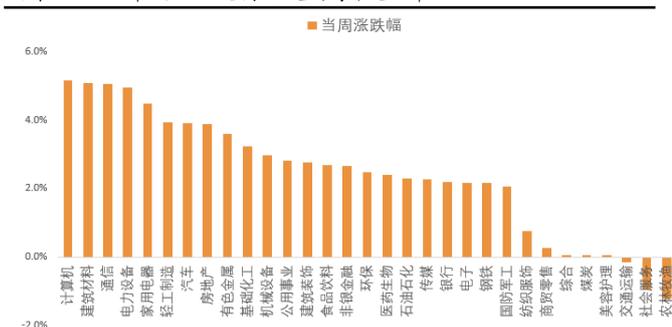
黄金层面，3日当周，持有成本两端延续分化，利率端显著回落而美元探底回升。联储公布12月FOMC会议纪要一度纠偏市场预期差，但随着周五非农数据中对通胀变化影响较大的薪资增速回落，市场再度试图“抢跑”联储货币政策转向。尽管2个月时间金价反弹超10%，但参考历史经验，在联储紧缩尚未停步前，我们仍认为黄金当前的走势仍在底部宽幅震荡框架范围内，特别是短期持续拉升后配置价值减弱。策略上，持仓观望为主，也可逢高减配锁定部分利润，等待回调后的配置机会。

图 3.1: 股债相对回报表现



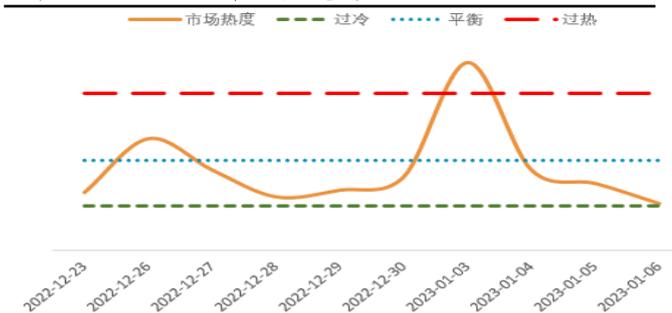
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

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



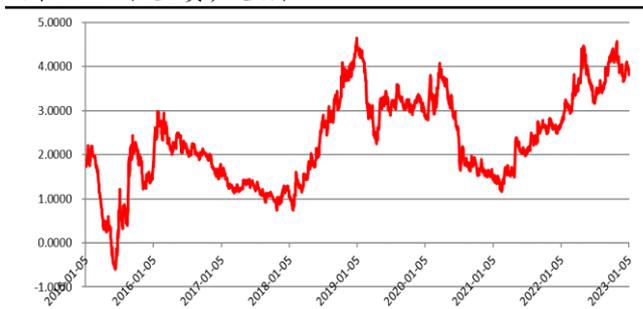
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 3.7: 国债到期收益率 (%)



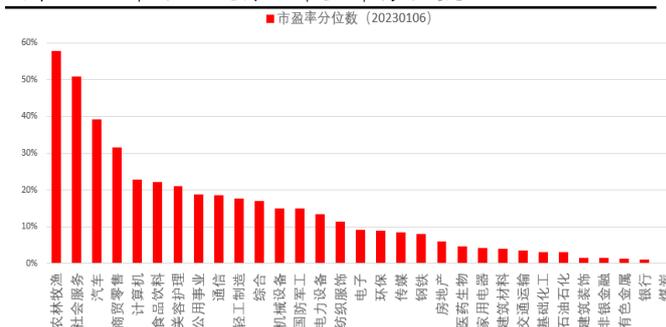
资料来源: 中债登网站, 一德宏观战略部

图 3.2: 权益资产溢价



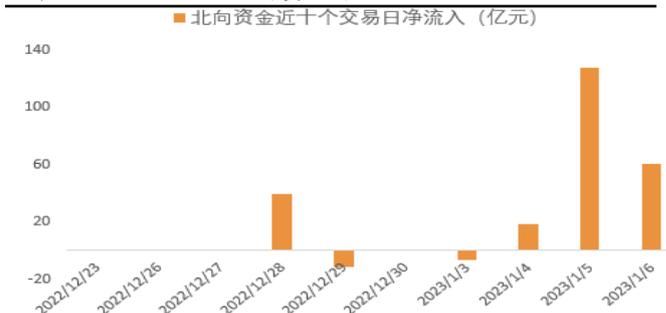
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 3.4: 申万一级行业市盈率分位数



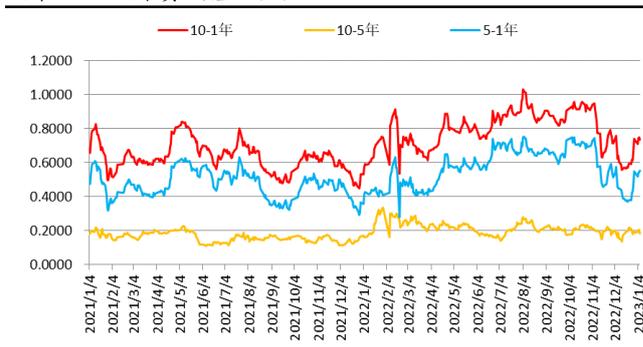
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

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	
2023/01/10	亚特兰大联储主席博斯蒂克发表讲话
	美联储主席鲍威尔参与关于央行的独立性的讨论
	中国 12 月社会融资规模-单月(亿人民币), 前值 19900, 预测值 16000 (0110-0117)
	中国 12 月 M2 货币供应年率(%), 前值 12.4, 预测值 12.4 (0110-0117)
	美国 11 月批发库存月率终值(%), 前值 1, 预测值 1
2023/01/12	中国 12 月 CPI 年率(%), 前值 1.6
	中国 12 月 PPI 年率(%), 前值 0.5
	美国 12 月 CPI 年率末季调(%), 前值 7.1, 预测值 6.6
	美国 12 月核心 CPI 年率末季调(%), 前值 6, 预测值 5.7
	美国截至 1 月 7 日当周初请失业金人数(万), 前值 20.4, 预测值 22
	欧洲央行公布经济公报和 11 月消费者预期调查报告
2023/01/13	费城联储主席哈克就美国经济前景发表讲话
	圣路易斯联储主席布拉德发表讲话
	里奇蒙德联储主席巴尔金发表讲话
	美国总统拜登和日本首相岸田文雄在白宫举行会谈
	中国 12 月贸易帐-美元计价(亿美元), 前值 698.4
	中国 12 月出口年率-美元计价(%), 前值-8.7;
	中国 12 月进口年率-美元计价(%), 前值-10.6
	德国 2022 年年度 GDP 年率(%), 前值 2.6, 预测值 1.9
美国 12 月进口物价指数月率(%), 前值-0.6, 预测值-0.9	
美国 1 月密歇根大学消费者信心指数初值, 前值 59.7, 预测值 60	

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