

#### 相关报告

《宏观定期：需求侧探底回升，中期修复相对确定》 2023-01-10

《宏观定期：三季度整体改善，四季度动能有望延续》 2022-10-30

《宏观定期：全年整体延续弱复苏逻辑》  
2022-09-28

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

#### 投资要点：

- **【海外经济：能源品驱动CPI回落，加息预期进一步趋缓】**1月12日，美国公布12月CPI数据，12月CPI同比增长6.5%，较前值下降0.6%，自2022年6月以来连续6个月下行，通胀压力明显缓解，结构上主要由能源类商品与核心商品的价格增速下行驱动，而食品、服务、住房则呈现一定价格粘性。2022年伊始美国进入加息周期以来，经历六个月左右的时间通胀见顶，这一过程中美国国内失业率整体平稳，中枢小幅下降，反映出需求管理政策对于劳动力市场并未显著冲击，其核心矛盾始终由劳动供给驱动；当前美国劳动力紧俏问题有所缓解，但依然处在劳动力需求向供给收敛的周期当中，工资的向下刚性仍然构成通胀压力；另一方面，美国国内始终存在衰退预期，加息带来的需求紧缩或进一步约束制造业修复；通胀高位下行与衰退预期驱动市场对于联储的加息预期进一步收敛。截至1月13日，CME市场一致预期2月FOMC会议94%概率加息25BP步长。
- **【国内经济：信贷需求偏弱，高频产需弱修复】**1月第二周我国高频扩散指数较前值下滑，结构上主要宏观高频数据呈现分化。上游生产端，秦皇岛港煤炭调度日产能高位延续，高炉炼铁产能有所回升，汽车轮胎开工有所下滑。需求层面，上周乘用车销售显著走弱，商品房成交延续高位回落，电影票房边际改善。物流运输方面，铁路货运与邮政揽储量在跨年后均有显著下滑。整体上，我国工业生产与供应链层面均有季节性下滑，需求侧呈现弱修复。1月10日，我国公布12月金融统计数据，12月新增社融13100亿，社融存量同比增长9.6%，较前值小幅回落0.4%；12月新增人民币贷款14000亿，结构上票据融资1146亿，占新增贷款比重8%；企业中长贷修复显著，12月新增12110亿，较2021年同期大幅增长；居民中长贷新增1865亿，较2021年同期依然偏弱，显示地产消费需求仍需提振。1月12日，我国公布12月通胀数据，12月CPI同比增长1.8%，较前值小幅上行，结构上主要由食品烟酒分项驱动；12月PPI同比增长-0.7%，结构上主要由生产资料价格增速上行驱动；当前通胀压力整体平稳，猪价近期持续下跌，但PPI已经触底反升，中期仍需关注通胀反升的压力。当前，环比层面上基本面确定性筑底，但1月以来生产与需求侧的超季节性改善并不显著，短期经济的下行惯性或仍然存在。中期经济的反弹韧性或主要集中于消费、地产层面，或仍需要进一步宽松的增量政策对经济复苏进行支撑。。
- **【权益资产】**当前海外通胀与加息预期仍在走弱，衰退预期有所增强，国内经济环比探底相对确定，国际经济周期呈现出错位局面，人民币资产性价比显著提升，外资大幅涌入国内市场带动恒指以及

A 指上涨。但需要注意，1 月以来国内宏观景气回升动能略低于预期，若供需两侧的改善偏弱，且无进一步增量政策支持，复苏交易的逻辑可能受阻。板块层面，建议关注需求政策加码的地产板块，交易拥挤较低盈利逐步改善的计算机、通信等板块。

- **【债券资产】**国内，1 月第二周，央行开启 14 天逆回购呵护节前资金面，净投放相对充足，但资金分层问题较为明显，整体资金面依然偏紧，7 日资金利率一度上行至 2% 附近。十债收益率上行约 5BP，曲线形态延续趋陡，1Y 附近调整幅度偏小，超长端则有一定上行。央行周一小幅增量平价续作 MLF，1 月降息交易告一段落，短期来看市场对于经济增长的预期依然偏强，叠加央行态度较为中性，债市情绪偏弱，交易主线仍然集中于“强预期”交易；重点关注 1 月 PMI 与社融表现，若复苏不及预期，交易逻辑或回归“弱复苏”逻辑。建议配置防御短久期品种为主。
- **【商品资产】**主要大宗商品多数收涨，能源品、有色金属表现偏强。化工产品、农产品部分上涨，贵金属均有上涨。能源品方面，维持短期震荡，中期或反升的判断；一方面联储加息周期仍在持续，国际制造业周期仍有下行压力，对于原油需求形成抑制；另一方面，OPEC+ 的减产政策仍在持续，同时国内的工业周期逐步触底，中期或对国际能源需求构成支撑。
- **【汇率资产】**美元指数显著下跌，人民币汇率小幅调整。中美经济错位、美债中债利差进一步收窄的背景下，人民币趋强仍有支撑，但复苏交易的情绪有所趋缓；未来伴随联储加息预期见顶，中美利差有望进一步收窄，但仍需关注国内的复苏持续性。

**风险提示：**疫情影响仍然存在不确定性，经济短期修复仍有不确定性

## 内容目录

1. 全球经济与政策追踪.....	5
1.1. 海外经济：能源品驱动 CPI 回落，加息预期进一步趋缓.....	5
1.2. 国内经济：信贷需求偏弱，高频产需弱修复.....	6
2. 大类资产观察（1月第二周）.....	11
2.1. 全球主要大类资产表现.....	11
2.2. 权益资产观察.....	11
2.3. 债券资产观察.....	12
2.4. 商品资产观察.....	14
2.5. 汇率资产观察.....	14

## 图表目录

图 1：美国 12 月 CPI 与核心 CPI 同比增速.....	5
图 2：美国 12 月 CPI 同比增速分项拉动.....	5
图 3：美国加息周期与通胀周期.....	5
图 4：美国加息周期与失业周期.....	5
图 5：美国制造业 PMI 与红皮书商业零售同比.....	6
图 6：美国失业率季调与持失业保险人群失业率.....	6
图 7：美国通胀预期（挂钩 TIPS）与 CPI 同比.....	6
图 8：近 1 个月美联储加息预期变动.....	6
图 9：2022 年 12 月新增信贷结构.....	7
图 10：2022 年 12 月新增信贷中票融占比.....	7
图 11：2022 年 12 月 CPI 同比及分项拉动.....	7
图 12：2022 年 12 月 PPI 同比及分项拉动.....	7
图 13：我国宏观经济周频景气指数.....	8
图 14：我国生产资料价格指数与 PPI 同比.....	8
图 15：我国秦皇岛港煤炭周频调度产能.....	8
图 16：我国高炉炼铁与粗钢周度产能.....	8
图 17：我国汽车轮胎与下游织机开工率.....	8
图 18：我国乘用车当周日均销量.....	8
图 19：我国当日电影票房.....	9
图 20：我国 30 大中城市商品房成交面积.....	9
图 21：我国铁路日货运量.....	9
图 22：我国邮政快递日揽收量.....	9
图 23：全球主要大类资产表现汇总.....	11
图 24：全球主要股指表现.....	11
图 25：A 股细分行业指数表现.....	12
图 26：A 股细分行业交易拥挤度分位数（换手率）.....	12
图 27：A 股细分风格板块表现.....	12
图 28：全球主要 10Y 国债收益率表现.....	13
图 29：近一个月央行净投放与资金利率.....	13
图 30：我国国债收益率曲线关键期限变动.....	13
图 31：全球主要大宗商品表现.....	14
图 32：全球主要货币汇率变动.....	14
图 33：美债-中债利率（10Y）与人民币汇率.....	14

表 1: 国内外主要宏观政策追踪 (1.9~1.15) ..... 9

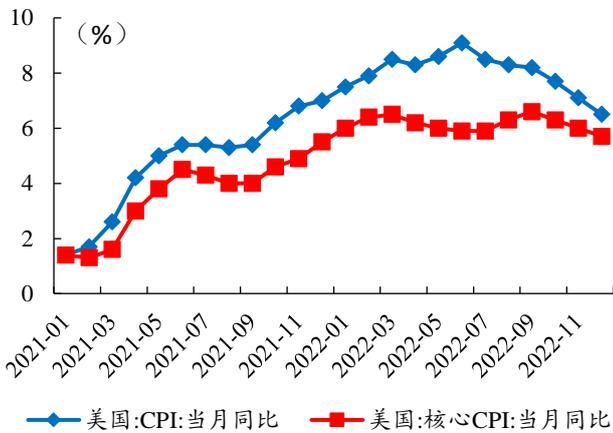
## 1. 全球经济与政策追踪

### 1.1. 海外经济：能源品驱动 CPI 回落，加息预期进一步趋缓

1月第一周红皮书商业零售销售同比增速 5.3%，较前值有所回落，消费中枢有所下移；12月第五周持有失业保险人群失业率较前值有所下降，12月整体中枢下移与失业率数据保持一致。通胀方面，美国 10 年期国债与 TIPS 利差显示的通胀预期延续小幅下滑，通胀压力整体缩减。

1月12日，美国公布12月CPI数据，12月CPI同比增长6.5%，较前值下降0.6%，自2022年6月以来连续6个月下行，通胀压力明显缓解，结构上主要由能源类商品与核心商品的价格增速下行驱动，而食品、服务、住房则呈现一定价格粘性。2022年伊始美国进入加息周期以来，经历六个月左右的时间通胀见顶，这一过程中美国国内失业率整体平稳，中枢小幅下降，反映出需求管理政策对于劳动力市场并未显著冲击，其核心矛盾始终由劳动供给驱动；当前美国劳动力紧俏问题有所缓解，但依然处在劳动力需求向供给收敛的周期当中，工资的向下刚性仍然构成通胀压力；另一方面，美国国内始终存在衰退预期，加息带来的需求紧缩或进一步约束制造业修复；通胀高位下行与衰退预期驱动市场对于联储的加息预期进一步收敛。截至1月13日，CME市场一致预期2月FOMC会议94%概率加息25BP步长。

图 1：美国 12 月 CPI 与核心 CPI 同比增速



资料来源：中原证券

图 3：美国加息周期与通胀周期

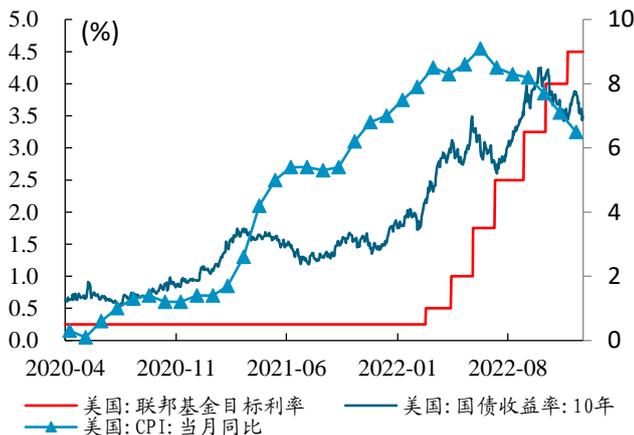
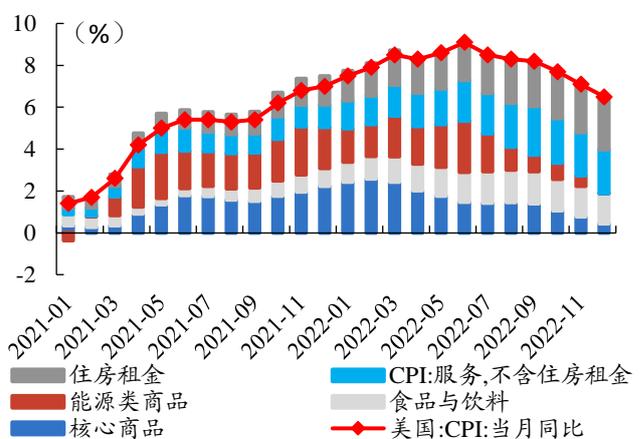
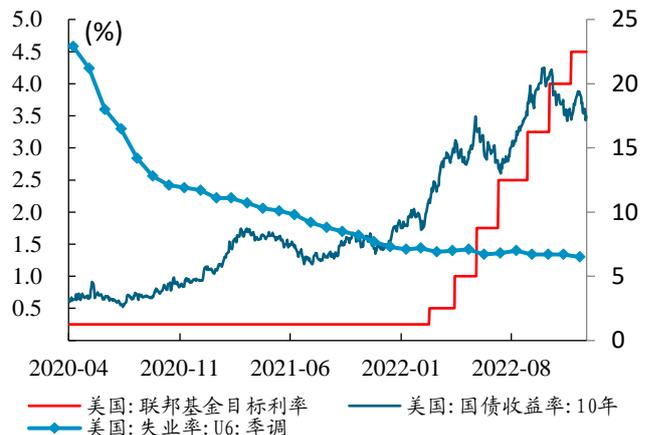


图 2：美国 12 月 CPI 同比增速分项拉动



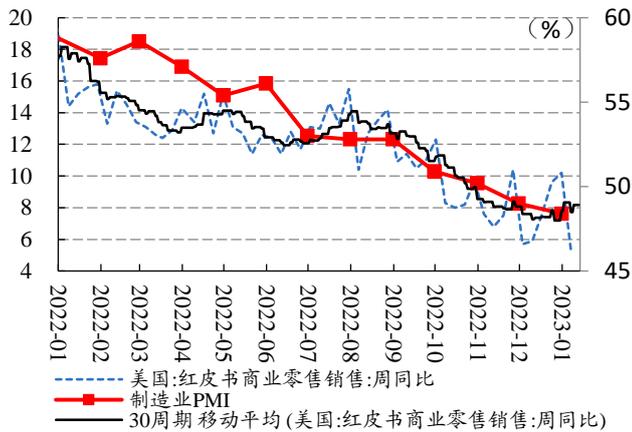
资料来源：中原证券

图 4：美国加息周期与失业周期



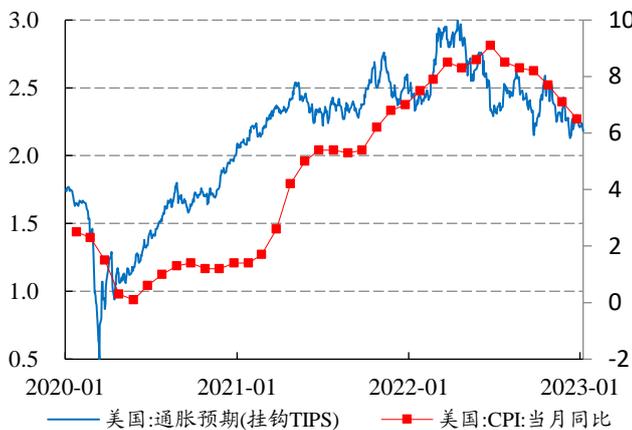
资料来源: Wind, 中原证券

图 5: 美国制造业 PMI 与红皮书商业零售同比



资料来源: Wind, 中原证券

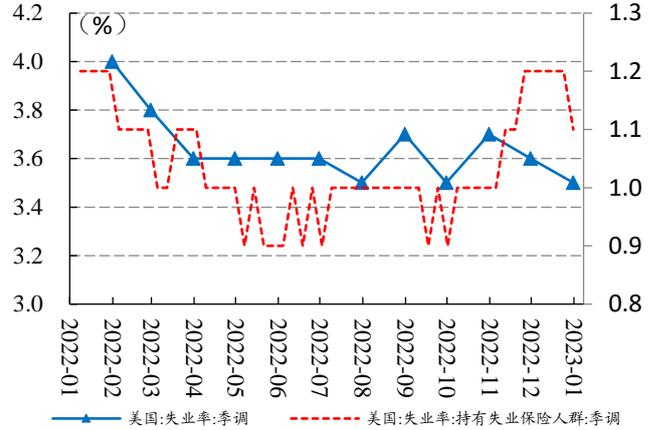
图 7: 美国通胀预期 (挂钩 TIPS) 与 CPI 同比



资料来源: Wind, 中原证券

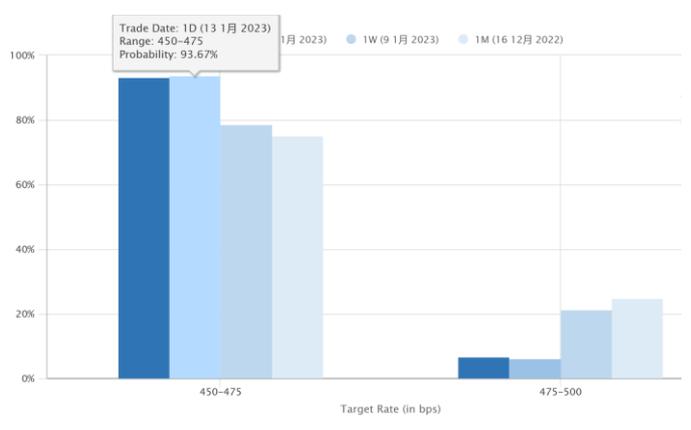
资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 美国失业率季调与持失业保险人群失业率



资料来源: Wind, 中原证券

图 8: 近 1 个月美联储加息预期变动



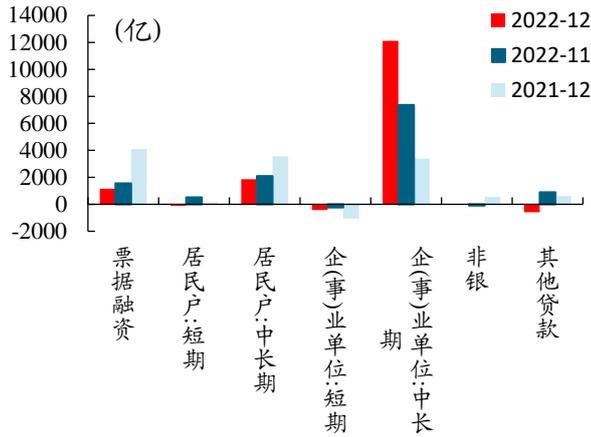
资料来源: CME, 中原证券

## 1.2. 国内经济: 信贷需求偏弱, 高频产需弱修复

1 月第二周我国高频扩散指数较前值下滑, 结构上主要宏观高频数据呈现分化。上游生产端, 秦皇岛港煤炭调度日产能高位延续, 高炉炼铁产能有所回升, 汽车轮胎开工有所下滑。需求层面, 上周乘用车销售显著走弱, 商品房成交延续高位回落, 电影票房边际改善。物流运输方面, 铁路货运与邮政揽储量在跨年后均有显著下滑。整体上, 我国工业生产与供应链层面均有季节性下滑, 需求侧呈现弱修复。

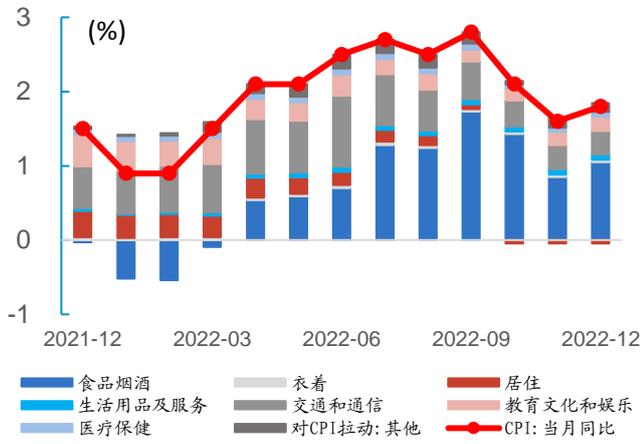
1 月 10 日, 我国公布 12 月金融统计数据, 12 月新增社融 13100 亿, 社融存量同比增长 9.6%, 较前值小幅回落 0.4%; 12 月新增人民币贷款 14000 亿, 结构上票据融资 1146 亿, 占新增贷款比重 8%; 企业中长贷修复显著, 12 月新增 12110 亿, 较 2021 年同期大幅增长; 居民中长贷新增 1865 亿, 较 2021 年同期依然偏弱, 显示地产消费需求仍需提振。1 月 12 日, 我国公布 12 月通胀数据, 12 月 CPI 同比增长 1.8%, 较前值小幅上行, 结构上主要由食品烟酒分项驱动; 12 月 PPI 同比增长 -0.7%, 结构上主要由生产资料价格增速上行驱动; 当前通胀压力整体平稳, 猪价近期持续下跌, 但 PPI 已经触底反升, 中期仍需关注通胀反升的压力。

图 9：2022 年 12 月新增信贷结构



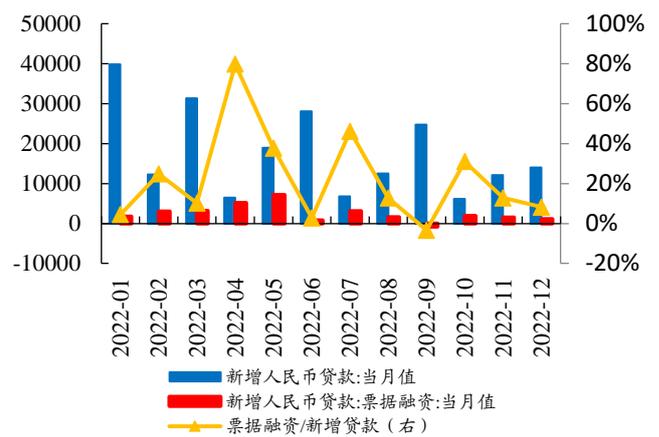
资料来源：Wind，中原证券

图 11：2022 年 12 月 CPI 同比及分项拉动



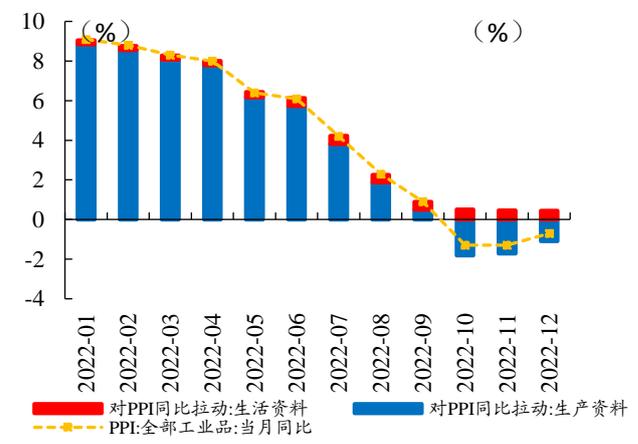
资料来源：Wind，中原证券

图 10：2022 年 12 月新增信贷中票融占比



资料来源：Wind，中原证券

图 12：2022 年 12 月 PPI 同比及分项拉动

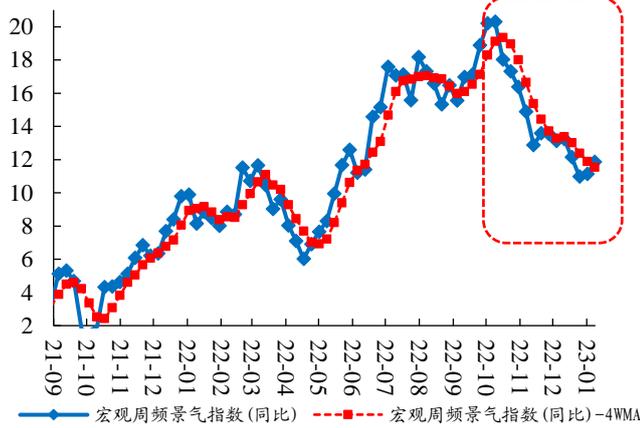


资料来源：Wind，中原证券

政策层面，1 月 7 日银保监会主席郭树清讲话“努力促进房地产与金融正常循环。落实‘金融十六条’措施，以保交楼为切入点，以改善优质头部房企资产负债表为重点，促进房地产业平稳健康发展，逐步推动房地产业向新发展模式过渡。”1 月 13 日人民银行货政司司长邹澜针对货币政策提出“最近我们在研究推出另外几项结构性工具，主要重点支持房地产市场平稳运行，包括保交楼贷款支持计划、住房租赁贷款支持计划、民企债券融资支持工具等，届时出台后我们会另外再作一些详细披露和发布。”，同时针对通胀问题提出“2023 年我国通胀水平仍将保持温和，但同时也要关注通胀反弹的潜在性。短期看，通胀压力可控；中长期看，物价走势的不确定性仍然存在，包括货币供应量对物价影响滞后显现、总需求趋于升温、输入性压力等。”

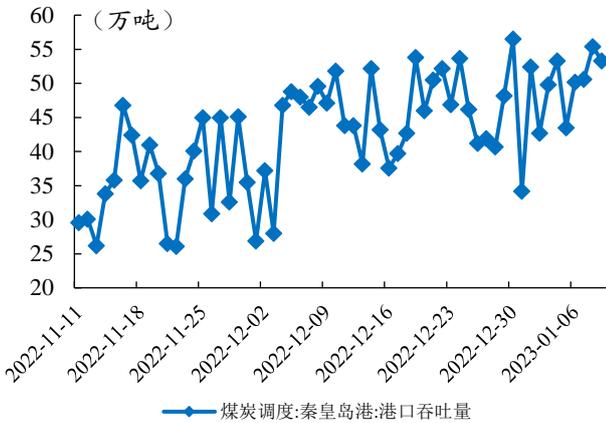
环比层面上基本面确定性筑底，但 1 月以来生产与需求侧的超季节性改善并不显著，短期经济的下行惯性或仍然存在。中期经济的反弹韧性或主要集中于消费、地产层面，或仍需要进一步宽松的增量政策对经济复苏进行支撑。

图 13: 我国宏观经济周频景气指数



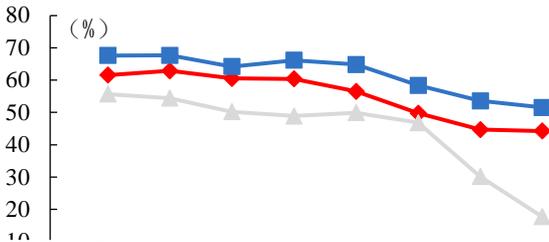
资料来源: Wind, 中原证券

图 15: 我国秦皇岛港煤炭周频调度产能



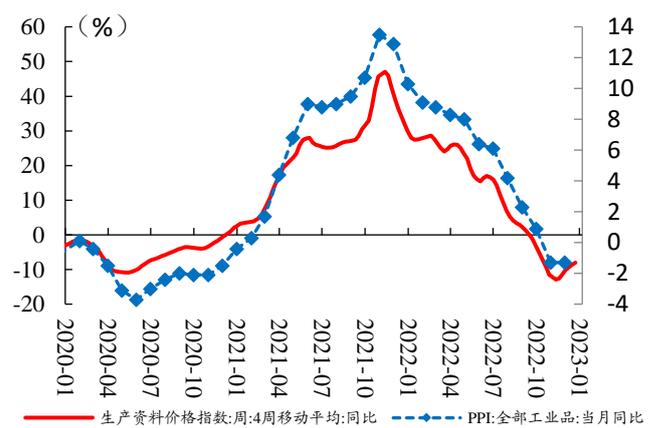
资料来源: Wind, 中原证券

图 17: 我国汽车轮胎与下游织机开工率



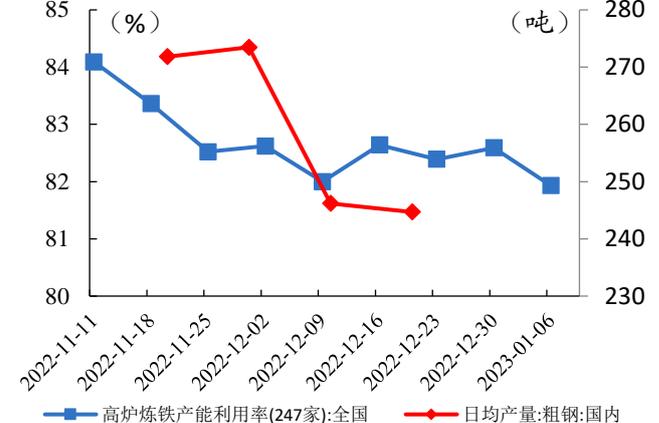
资料来源: Wind, 中原证券

图 14: 我国生产资料价格指数与 PPI 同比



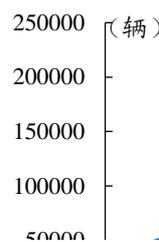
资料来源: Wind, 中原证券

图 16: 我国高炉炼铁与粗钢周度产能



资料来源: Wind, 中原证券

图 18: 我国乘用车当周日均销量



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_51372](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51372)

