

分析师：钮若洋
登记编码：S0730522120002
niury@ccnew.com 021-50586356
分析师：周建华
登记编码：S0730518120001
zhoujh-yjs@ccnew.cm 021-50586758

海外加息预期延续趋缓，国内产需弱复苏

——总量周观点

证券研究报告-总量周观点

发布日期：2023年01月16日

相关报告

《总量周观点：海外加息预期走弱，国内经济探底改善》 2023-01-09

《总量周观点：博弈复苏期的货币宽松》
2023-01-03

《总量周观点：博弈复苏期的货币宽松》
2023-01-03

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：

- **【宏观回顾】** 海外，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。国内方面，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。
- **【宏观展望】** 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。国内层面，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。
- **【股市回顾】** 上周，全球指数普遍反弹，纳指反弹4.8%，道指、标普反弹超过2%。国内市场普遍上涨，创业板50、上证50表现较好，科创板、中证500表现较弱。沪深两市日均成交额7,360亿元，较上周环比-9.5%，成交额小幅回落。行业方面，23个行业上涨，7个行业下跌；非银金融、食品饮料、煤炭、有色等表现较好；国防军工、电力及公用事业、房地产、计算机等表现较差。概念方面，炒股软件、黄金、白酒等表现较好；扭亏、公用事业、航天装备等表现较差。
- **【股市展望】** 经济基本面正处于修复阶段。北京大学国家发展研究院大数据模型显示，新冠病毒感染率累计约64%，感染人数累计约9亿。我国基本已经达成群体免疫，我国经济正式进入后疫情时代。从出行数据来看，经济短期将有可观反弹。通胀方面，由于猪肉、

蔬菜等食品价格涨幅相对有限，整体相对温和，不构成对货币政策的制约。资金方面，北向资金持续大幅流入，随着人民币升值，外资大幅加仓人民币资产，相对而言国内资金相对谨慎，若这两类资金达成共识，形成共振，则可能推动新一轮上涨。海外方面，随着美国通胀压力缓解，美联储加息目标和路径基本确定，即连续加息3次，每次25个基点，最高利率区间5.00%-5.25%，5月份之前市场不确定性减少。国内政策继续呈现友好态势，对平台企业整治告一段落，央行提出从三方面支持平台经济健康发展。我们继续保持多头观点，建议仓位维持70%以上，中期重点关注大数据、证券、旅游、军工、创新药、芯片、钢铁等行业主题板块。

- **【债市回顾】**2023年第二周债市宽幅震荡下跌，多空博弈激烈。具体来看，周一市场先跌后涨，周二大幅下跌，周三大幅上涨，周四较宽幅度上下震荡，周五再度大幅下跌。交易盘连续卖出，利率曲线中短端和10年上行幅度较大。资金收敛推动市场降息预期冷却是债市下跌的主要原因之一，人民银行跨春节流动性投放安排相对晚于跨年前，投放规模扩张也较慢，资金市场在年前公开市场操作回笼后的周一周二和临近税期的周五开始出现明显收敛，债市情绪也在相应时点明显恶化。杠杆规模周初明显回落，随后回升部分。高频数据表现一般，出行数据仍是恢复亮点，航班数基本恢复到2022年年中水平，地产成交周同比回落到-20%附近，显示释放疫情高峰期间积存的成交后，地产需求暂未看到明显改善。虽然年前开工偏弱，可能有疫情高峰距离春节时间较短，工人选择提前回家因素存在，但票据价格短暂整理后重拾上行动能，暗示企业部门1月信贷需求强劲。
- **【债市展望】**债市逻辑仍然拉锯，且情绪较为不稳。围绕1月人民银行降息可能性的博弈以落空告终，资金收敛和信贷强预期助推债市情绪走弱。我们认为债市中期调整幅度可能无需过于悲观，但短期推荐投资者在资金好转前维持防守。
- **资产配置：股票40%、债券15%、商品20%、Reits25%。**

风险提示：政策、经济数据预测不及预期，突发风险事件等；大类资产配置模拟组合仅用于回测，过往收益率不代表未来状况。

内容目录

1. 宏观：海外加息预期延续趋缓，国内产需弱复苏	4
2. 股票：市场温度上升，持股过节迎新春	6
3. 债券：债市宽幅震荡下跌	8
4. 资产配置：股票 40%、债券 15%、商品 20%、Reits25%	10
5. 风险提示	10

图表目录

图 1：我国近期高频景气指数同比增速与 4 周均值	5
图 2：我国南华工业品价格指数与国际油价	5
图 3：中美十年期国债收益率走势与利差	5
图 4：美元兑人民币汇率中间价走势（USD/CNY）	5
图 2：全球主要指数涨跌幅(%)	7
图 3：A 股主要指数涨跌幅(%)	7
图 4：中信一级行业 12 月涨跌幅（%）	7
图 8：国债收益率曲线变化不大	9
图 9：国开债收益率曲线略有走平	9
图 10：同业存单收益率反弹	9
图 11：大类资产配置模拟组合净值走势图	10
表 1：本期大类资产配置比例	10

1. 宏观：海外加息预期延续趋缓，国内产需弱复苏

(1) 宏观回顾：

海外方面，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。

国内方面，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。

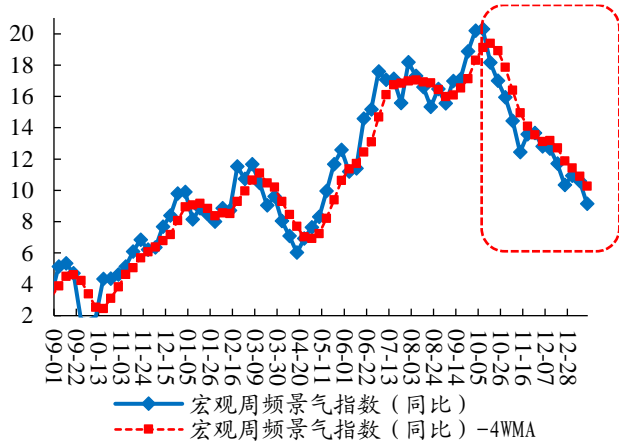
1月10日，我国公布12月金融统计数据，12月新增社融13100亿，社融存量同比增长9.6%，较前值小幅回落0.4%；12月新增人民币贷款14000亿，结构上票据融资1146亿，占新增贷款比重8%；企业中长贷修复显著，12月新增12110亿，较2021年同期大幅增长；居民中长贷新增1865亿，较2021年同期依然偏弱，显示地产消费需求仍需提振。

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。

(2) 宏观展望：

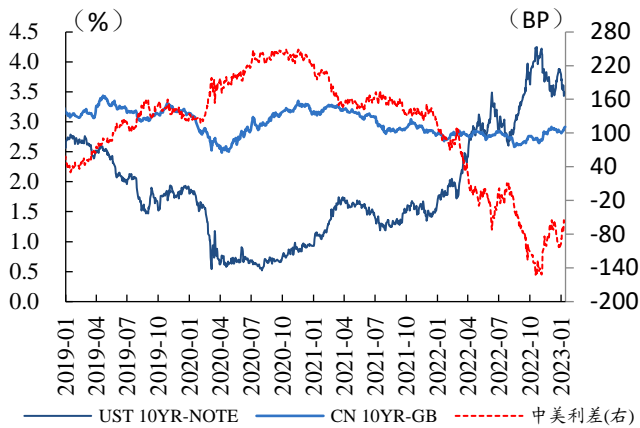
2022年伊始美国进入加息周期以来，经历六个月左右的时间通胀见顶，这一过程中美国国内失业率整体平稳，中枢小幅下降，反映出需求管理政策对于劳动力市场并未显著冲击，其核心矛盾始终由劳动供给驱动；当前美国劳动力紧俏问题有所缓解，但依然处在劳动力需求向供给收敛的周期当中，工资的向下刚性仍然构成通胀压力；另一方面，美国国内始终存在衰退预期，加息带来的需求紧缩或进一步约束制造业修复；通胀高位下行与衰退预期驱动市场对于联储的加息预期进一步收敛。截至1月13日，CME市场一致预期2月FOMC会议94%概率加息25BP步长。国内层面，环比层面上基本面确定性筑底，但1月以来生产与需求侧的超季节性改善并不显著，短期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 1：我国近期高频景气指数同比增速与 4 周均值



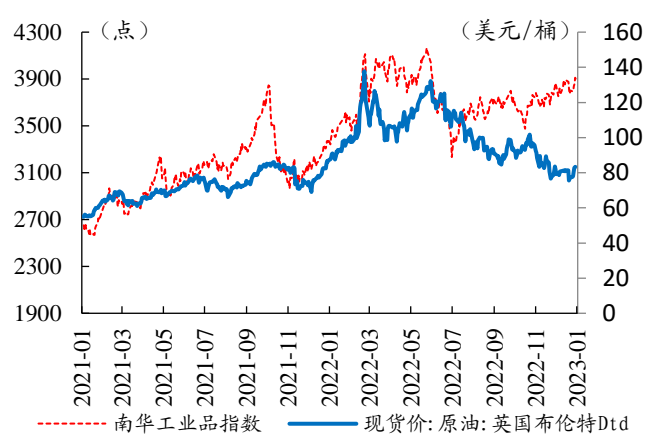
资料来源：Wind，中原证券

图 3：中美十年期国债收益率走势与利差



资料来源：Wind，中原证券

图 2：我国南华工业品价格指数与国际油价



资料来源：Wind，中原证券

图 4：美元兑人民币汇率中间价走势 (USD/CNY)



资料来源：Wind，中原证券

2. 股票：市场温度上升，持股过节迎新春

(1) 股市回顾：

上周，全球指数普遍反弹，纳指反弹达 4.8%，道指、标普反弹超过 2%。国内市场普遍上涨，创业板 50、上证 50 表现较好，科创板、中证 500 表现较弱。沪深两市日均成交额 7,360 亿元，较上周环比-9.5%，成交额小幅回落。行业方面，23 个行业上涨，7 个行业下跌；非银金融、食品饮料、煤炭、有色等表现较好；国防军工、电力及公用事业、房地产、计算机等表现较差。概念方面，炒股软件、黄金、白酒等表现较好；扭亏、公用事业、航天装备等表现较差。

(2) 股市展望：

经济基本面正处于修复阶段。北京大学国家发展研究院大数据模型显示，全国冠病感染率累计约 64%，感染人数累计约 9 亿。我国基本已经达成群体免疫，我国经济正式进入后疫情时代。从出行数据来看，经济短期将有可观反弹。通胀方面，由于猪肉、蔬菜等食品价格涨幅相对有限，整体相对温和，不构成对货币政策的制约。资金方面，北向资金持续大幅流入，随着人民币升值，外资大幅加仓人民币资产，相对而言国内资金相对谨慎，若这两类资金达成共识，形成共振，则可能推动新一轮上涨。海外方面，随着美国通胀压力缓解，美联储加息目标和路径基本确定，即连续加息 3 次，每次 25 个基点，最高利率区间 5.00%-5.25%，5 月份之前市场不确定性减少。国内政策继续呈现友好态势，对平台企业整治告一段落，央行提出从三方面支持平台经济健康发展。我们继续保持多头观点，建议仓位维持 70% 以上，中期重点关注大数据、证券、旅游、军工、创新药、芯片、钢铁等行业主题板块。

图 5：全球主要指数涨跌幅(%)

	2023/1/13	周涨跌	月涨跌	2023年涨跌	2022年涨跌
道琼斯工业指数	2.00	2.00	3.49	3.49	-8.78
纳斯达克指数	4.82	4.82	5.85	5.85	-33.10
标普500	2.67	2.67	4.16	4.16	-19.44
英国富时100	1.88	1.88	5.26	5.26	0.91
法国CAC40	2.37	2.37	8.49	8.49	-9.50
德国DAX	3.26	3.26	8.35	8.35	-12.35
日经225	0.56	0.56	0.10	0.10	-9.37
韩国综合指数	4.20	4.20	6.69	6.69	-24.89
恒生指数	3.56	3.56	9.89	9.89	-15.46
澳洲标普200	3.02	3.02	3.81	3.81	-5.20
印度SENSEX30	0.54	0.54	-1.00	-1.00	4.44
俄罗斯RTS	7.18	7.18	4.10	4.10	-39.18
巴西指数	1.79	1.79	1.08	1.08	4.69
上证指数	1.19	1.19	3.43	3.43	-15.13
深证成指	2.06	2.06	5.32	5.32	-25.85
台湾加权指数	3.14	3.14	4.86	4.86	-22.40

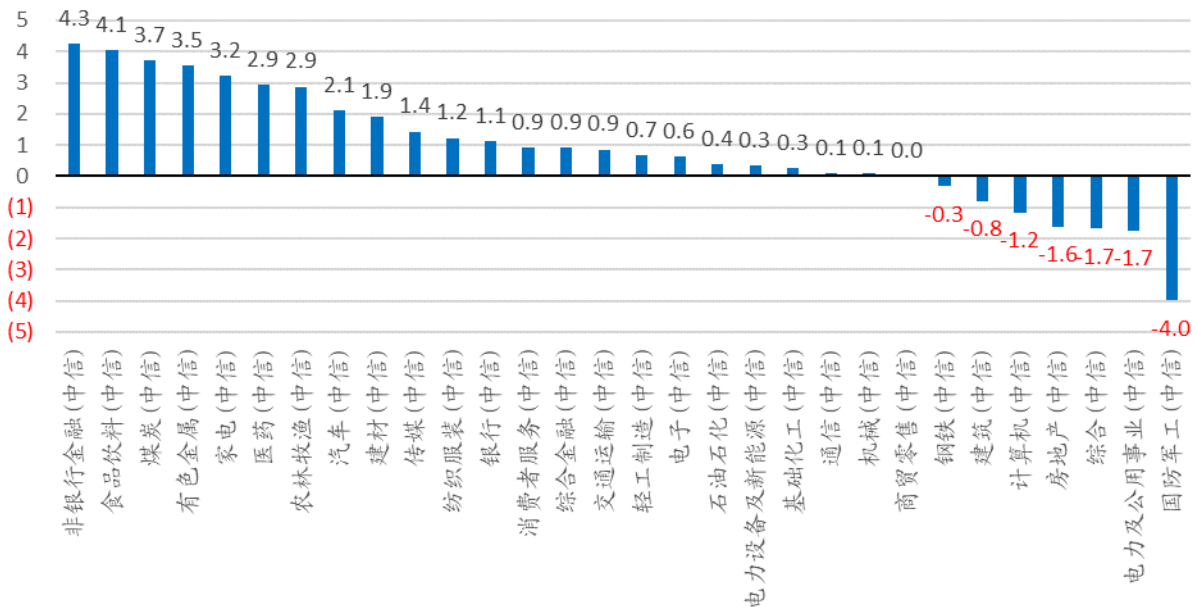
资料来源：Wind，中原证券

图 6：A 股主要指数涨跌幅(%)

	2023/1/13	日涨跌	月涨跌	2023年涨跌	2022年涨跌
上证指数	1.19	1.19	3.43	3.43	-15.13
深证成指	2.06	2.06	5.32	5.32	-25.85
创业板指	2.93	2.93	6.24	6.24	-29.37
沪深300	2.35	2.35	5.24	5.24	-21.63
上证50	2.72	2.72	5.77	5.77	-19.52
中证500	0.75	0.75	3.29	3.29	-20.31
科创50	-1.69	-1.69	1.50	1.50	-31.35
创业板50	3.42	3.42	7.12	7.12	-29.83
万得全A	1.22	1.22	4.17	4.17	-18.66
中小板指	1.77	1.77	4.11	4.11	-26.49
上证180	2.01	2.01	4.74	4.74	-18.77
上证380	0.49	0.49	3.07	3.07	-17.46
中证100	2.60	2.60	6.02	6.02	-22.07
中证500	0.75	0.75	3.29	3.29	-20.31
中证800	1.94	1.94	4.74	4.74	-21.32
中证1000	0.26	0.26	3.76	3.76	-21.58

资料来源：Wind，中原证券

图 7：中信一级行业 12 月涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，中原证券

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_51502



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn