

PPI上行期的资产价格与行业轮动

——2月复盘与3月展望

分析师：高明
执业资格：S0130522120001
联系电话：010-80927606
电子邮件：gaoming_yj@chinastock.com.cn
报告日期：2023年3月1日

中国银河证券股份有限公司
CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

结论、重要事件与风险提示

2023年2月，由于美国就业、零售、通胀数据都强于预期，导致美联储加息预期回升（停止加息时间从5月延后至6月，次数从2次延长至3次，幅度从50BP提升至75BP），美国国债收益率与美元指数反弹，全球股市与大宗商品大面积回调，仅欧洲股市小幅收涨，主要反映了欧元区经济也好于预期。

- **美国经济好于预期、通胀反弹、加息预期升温：**1月美国PCE反弹至5.4%（前值5.3%）、核心PCE反弹至4.7%（前值4.6%）。同时经济也好于预期：由于劳动力供需缺口仍然较大，因此失业率再创新低（1月3.4%，再创新低，且为连续第3个月下降），薪资增长也保持较高增速（1月商品生产时薪同比5.9%、私人服务时薪同比5.0%），这也支撑了美国经济最主要部分——消费的持续增长（1月零售环比3.0%，同比6.4%），同时新屋销售套数也连续第2个月反弹（成屋销售仍在下行）。
- **欧洲经济体现韧性，通胀继续回落：**欧元区四季度GDP环比+0.1%，避免了收缩。“经济的韧性超过预期，且应该在未来的几个季度恢复”。拉加德关于经济活动的表述明显更乐观，似乎已经开始期待经济恢复。同时1月HICP同比8.6%（前值9.2%），核心HICP同比5.3%（前值5.2%），但环比下降0.2%。
- **中国全年将不断出现复苏信号：**其中Q1出现消费和社融增速的底部，Q2出现PPI的底部，Q3出现出口的底部，同时房地产销售进一步改善，Q4出现工业品库存周期的底部，全年复苏交易接续。2月以来中央多次强调扩大内需，财政政策已经有所行动，但货币政策预计更多会通过结构性、政策性金融工具发力，同时人口政策已经成型，各地正加快出台措施。全球层面，上半年中国经济见底之后，美国经济下半年也将出现底部，欧元区更晚一些，所以全球也是中美欧复苏接续和复苏交易共振格局。

国内热点

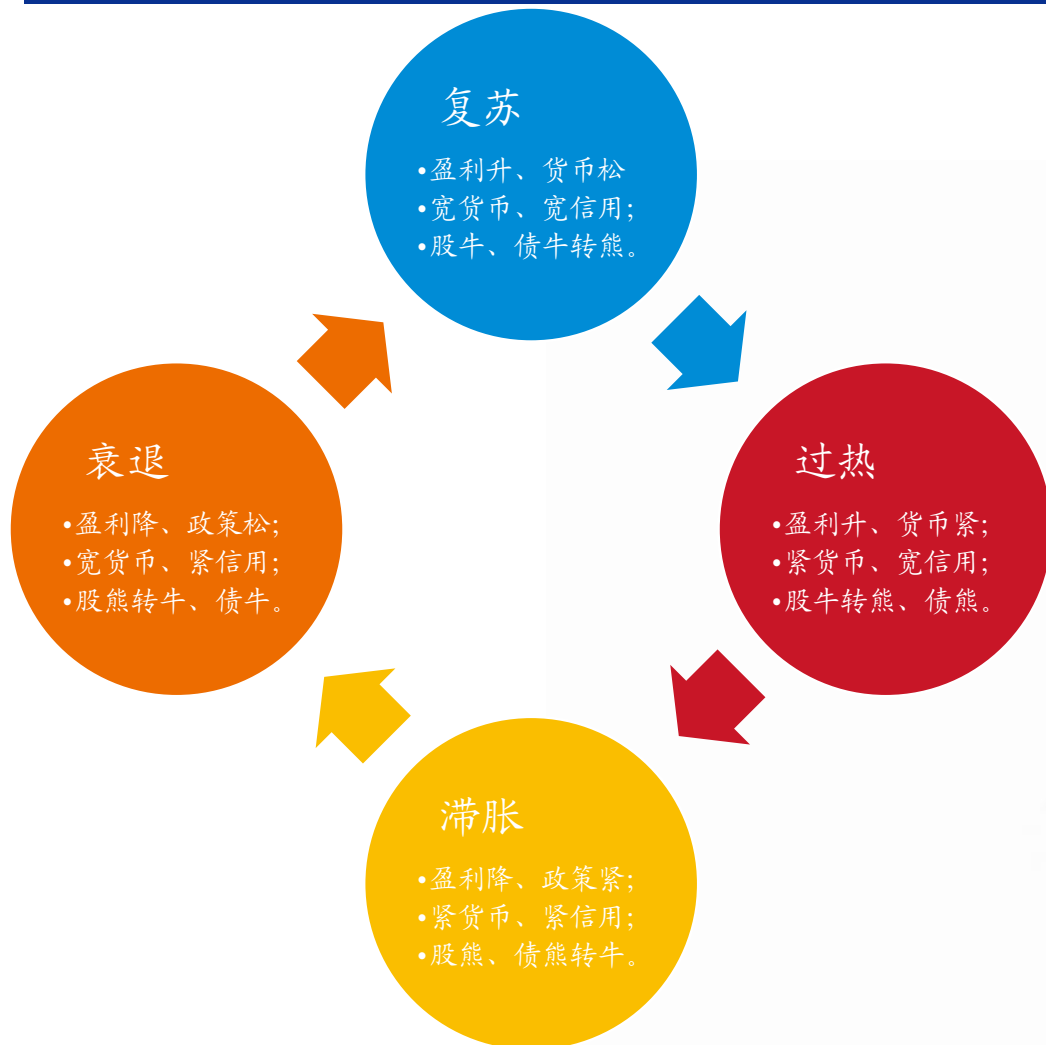
- 3月上旬：《政府工作报告》
- 4月下旬：中央政治局会议

海外事件

- 3月22日：美联储加息25BP
- 5月03日：美联储加息25BP
- 6月14日：美联储加息25BP

风险提示

- 美联储更鹰派
- 地缘政治冲突
- 地方政府债务
- 新冠病毒复阳



1. 全球流动性影响全球风险资产价格。
2. 通过“货币+信用”框架对中国经济周期进行定位。其中，货币因素是指中央银行向金融机构的货币投放情况，以同业存单利率衡量；信用因素是指金融机构向企业和居民的信用投放，以社会融资增速及其结构（特别是中长期贷款）衡量。
3. 通过“企业盈利+政策方向”对中国经济周期进行定位：在实际GDP增速平稳时期，企业盈利主要取决于价格，因此PPI是有效指标。政策因素衡量以货币供应量及降息等货币政策操作更为领先；但在货币政策微调时期，财政政策的影响可能会上升。
4. 普林格（Pring）六阶段模型：利率、股指、商品价格的接续关系。

1.1. 全球风险资产分析与展望（截至2月28日）

- 1. **A股、港股、中概股：**自2022年11月以来的反弹告一段落，市场等待下一阶段驱动。港股与中概股跌幅更大，期间受“气球事件”之后布林肯取消访华、“俄乌冲突”等地缘政治不确定性的影响。
- 2. **美股：**2月PCE出现反弹，同时就业、零售等数据好于预期，美联储加息预期上升至3次共计75BP，美股反弹中止。
- 3. **欧股：**经济数据体现韧性，通胀仍在回落，未来加息空间仍为75BP，加息预期没有变化，但经济景气预期改善。
- 4. **商品：**2月国际原油、铜、金；国内螺纹钢价格都有所回落，主要受美联储加息预期再次升温的影响。目前国内复苏仍处在初期，全球衰退预期仍未解除，能源材料并无大机会。

图：美联储加息预期

MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600	600-625
2023/3/22	0.0%	73.0%	27.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2023/5/3	0.0%	0.0%	69.3%	29.3%	1.4%	0.0%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	21.7%	56.8%	20.5%	0.9%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	14.7%	45.5%	32.2%	7.3%	0.3%
2023/9/20	0.0%	0.0%	14.7%	45.5%	32.2%	7.3%	0.3%
2023/11/1	0.0%	2.0%	19.0%	43.7%	28.8%	6.3%	0.3%
2023/12/13	0.7%	8.2%	27.9%	38.3%	20.6%	4.1%	0.2%

资料来源：CME，中国银河证券研究院

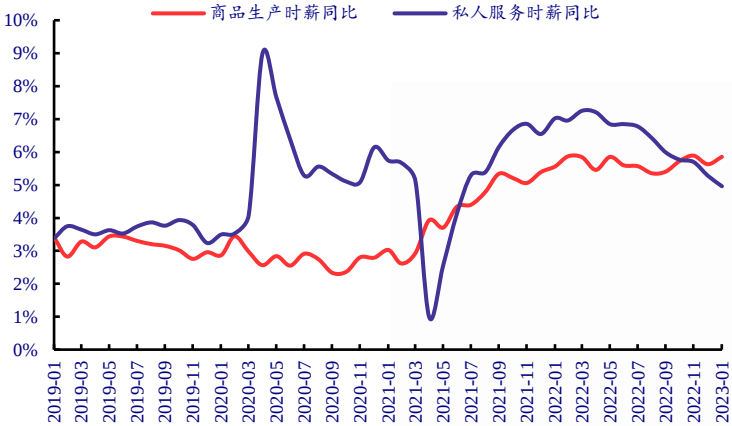
图：全球风险资产月度涨幅

大类	风险资产	2022年全年涨幅	2022M11涨幅	2022M12涨幅	2023M1涨幅	2023M2涨幅
A股 港股	万得全A	📉 -18.2	7.8	-2.1	7.4	-0.4
	上证综指	📉 -14.6	8.1	-1.9	5.4	0.3
	沪深300	📉 -21.3	8.8	0.6	7.4	-3.1
	创业板指	📉 -29.4	4.2	0.3	10.0	-7.1
	恒生指数	📉 -14.4	25.1	8.7	10.4	-10.3
美股	万得中概股100指数	📉 -30.2	42.1	10.6	18.5	-10.7
	道琼斯指数	➡ -8.9	5.3	-2.1	2.8	-3.1
	标普500	📉 -19.7	4.6	-3.0	6.2	-1.2
	纳斯达克指数	📉 -33.5	3.3	-4.7	10.7	0.5
欧股	英国富时指数	➡ 0.7	7.5	-0.8	4.3	1.2
	法国CAC40指数	➡ -9.8	7.4	-2.9	9.4	2.6
	德国DAX指数	➡ -12.3	8.7	-3.0	8.7	1.6
亚太	日经225指数	➡ -9.4	3.2	-6.9	4.7	0.0
	韩国综合指数	📉 -24.9	9.0	-8.1	8.4	-1.5
	富时新加坡指数	➡ 4.0	7.6	-0.8	3.5	-3.4
	富时马来西亚指数	➡ 4.1	0.4	-2.3	-0.2	-0.4
商品	CRB工业指数	📈 18.7	2.6	0.8	0.1	-1.7
	布伦特原油	📈 10.2	-10.8	2.9	-2.7	-2.6
	LME铜	➡ -13.6	9.7	4.2	10.8	-2.5
	螺纹钢	➡ -5.0	6.6	8.7	1.4	-1.4
	伦敦金	➡ 0.4	7.5	4.2	5.8	-5.0
货币 债券	美元指数	📈 7.8	-4.2	-3.1	-1.3	2.7
	中债国债总财富指数	➡ 3.4	-1.1	0.6	0.0	0.1

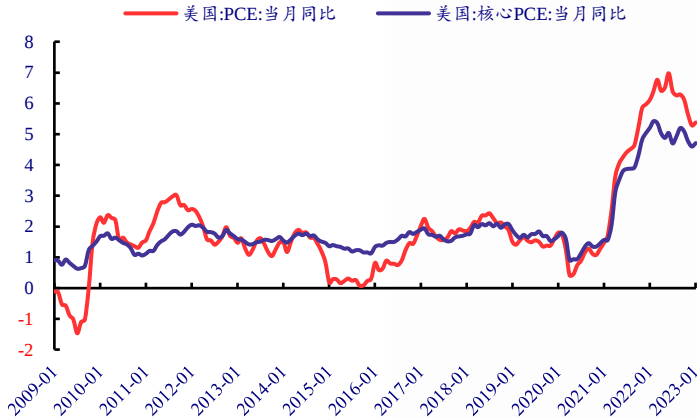
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

1.2. 美国经济与通胀

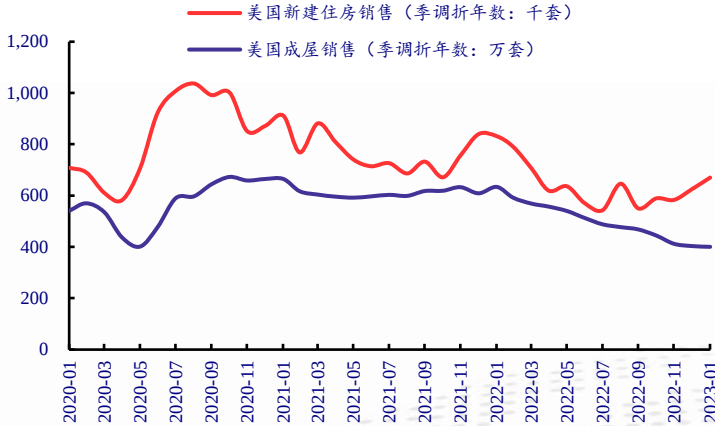
图：美国薪资增速仍保持较高增速，是消费韧性的原因之一



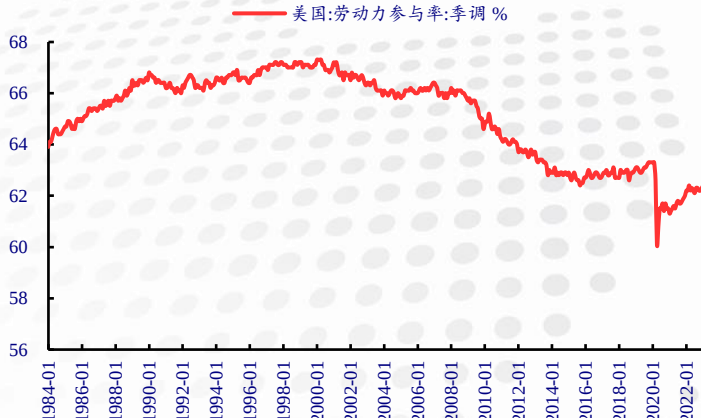
图：2023年1月美国PCE出现反弹



图：美国成屋销售仍在回落，但新屋销售已经开始反弹



图：缩减劳动力供需缺口，既能控通胀，又能实现经济软着陆



1.3. 美国国债利率、美元指数、原油与金价

图：2月美国10年期、1年期国债收益率分别突破3.9%、5.0%



资料来源：中国银河证券研究院

图：2月美国10年期TIPS收益率反弹至接近1.6%，金价回落



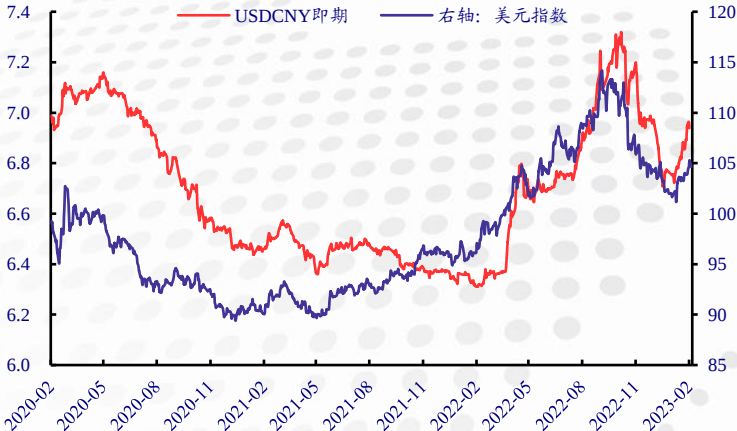
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：2月布伦特原油价格、CRB工业品指数都出现了回调



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：2月美元指数反弹至接近105，USDCNY即期收于6.95



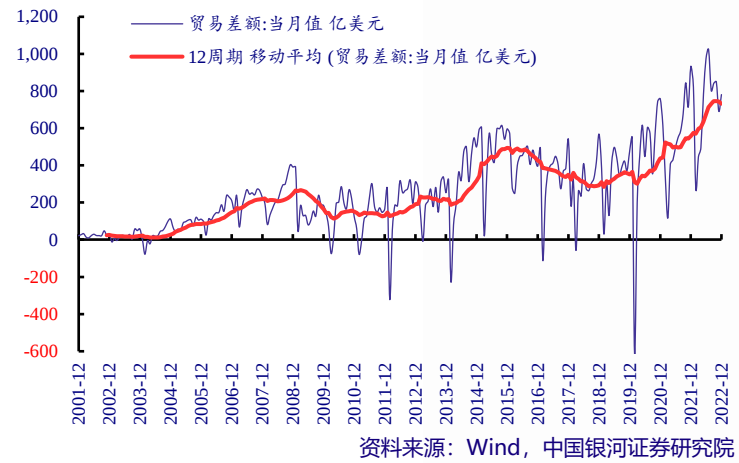
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

1.4. 海外小结：海外形势对中国有什么影响？

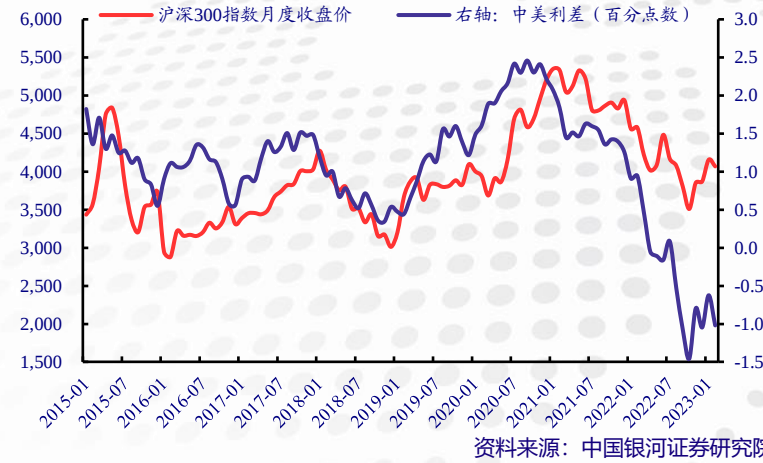
全球环境变化对中国有三方面的影响：

1. **从经常账户来看：**中国出口增速下行，叠加国内消费与房地产都还处在复苏初期，上半年经济下行压力仍然较大，扩大内需成为首要任务。但进入2023年以来美国、欧元区经济数据都好于预期，出口下行预期有所缓解。
2. **从金融账户来看：**随着美联储退出加息，中美利差倒挂程度将持续缓解，有利于资金流入，人民币资产重估。但2月以来美国就业、零售、CPI等均好于预期，指向美联储进一步加息控通胀，美国利率、美元指数反弹。
3. **金融市场共振：**2023年中国经济开启复苏，“盈利底”即将出现。2023年下半年美国也将出现“盈利底”，之后欧元区与其他经济体进入“盈利底”。全球金融市场可能形成复苏交易的接续与共振。

图：2020年至2022年中国贸易顺差持续上升，但2023年中国进口将明显回升，而出口已经于2022年下半年趋于回落



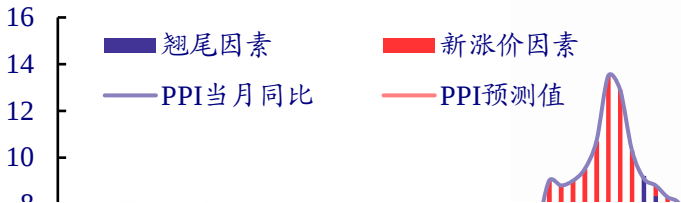
图：中美利差倒挂程度扩大，可能对A股形成压制



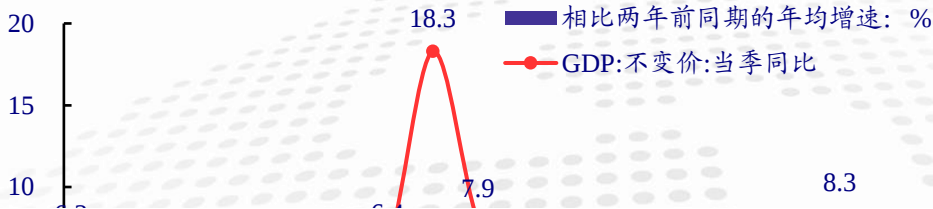
2.1. 中国经济复苏节奏：PPI与GDP的月度预测

1. **2023年PPI预测**：底部在4月或5月出现，原因是去年Q2全球能源价格显著上行，形成基数效应。2022年11月以来能源和材料价格稳中有升。
2. **GDP增长5.8%=真实增长4.6%+基数效应1.2%**。需求侧：2023年社会消费品零售增速7.5%左右，固定资产投资增速6.2%左右，扣除外需回落的影响，名义GDP增长可预估为6.6%；通胀平减指数可能降至0.8%（CPI年度增速2.6%、PPI年度增速-1.6%），对应实际GDP增速为5.8%。供给侧：2023年工业增加值增速提升至5.5%左右，服务业指数增速明显回升至6.0%左右。

图：2023年PPI走势预测：预计4月至5月转正



图：2023年中国GDP预计增长5.8%（2022年12月10日预测）



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_52691

