

# 中美欧都好于预期

## ——1月宏观变量与资产价格复盘

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1月31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1月全球风险资产普遍上涨，中国、美国、欧元区经济均好于预期。

- **美国**：上半年美国通胀率将会快速回落，支持美联储放缓加息；同时GDP增长好于预期；流动性与基本面双重驱动美股反弹。
- **欧洲**：PMI收窄降幅，显示衰退程度缓解。未来加息空间仍有75BP，可能增加个别国家债务风险，但指向美元指数进一步回落。
- **港股**：美元流动性改善、中国基本面改善，双重利好驱动，保持11月以来的上行趋势。
- **中国**：疫情快速过峰，外资驱动人民币升值、A股上行，但6.75已经是主要机构给出的2023Q4远期值，未来会出现驱动资金的切换。行业层面：首先，扩大内需是上半年首要任务，住房改善、新能源汽车是主要抓手。其次，国内陆续出台科技创新激励措施；美股整体盈利底由能源企业主导，不应对科技公司盈利过度悲观，科技公司“盈利底”可能在三季度到来；同时布林肯访华也显示中美关系存在交易性机会。第三，疫情快速过峰，尽管面临人口等长期问题，但消费的困境反转进度好于预期。最后，出口持续降速，PPI处于负值区间，制造业利润承压，需要等“两会”确定政策力度。
- **商品**：1月国际原油、铜、金都保持上升，国内螺纹钢进一步回升。但目前国内复苏仍处在初期，全球衰退预期仍没有缓解，能源材料并无大机会。

## 海外事件

- 2月1日美联储、欧央行议息会
- 2月5日美国国务卿布林肯即将访华

## 国内事件

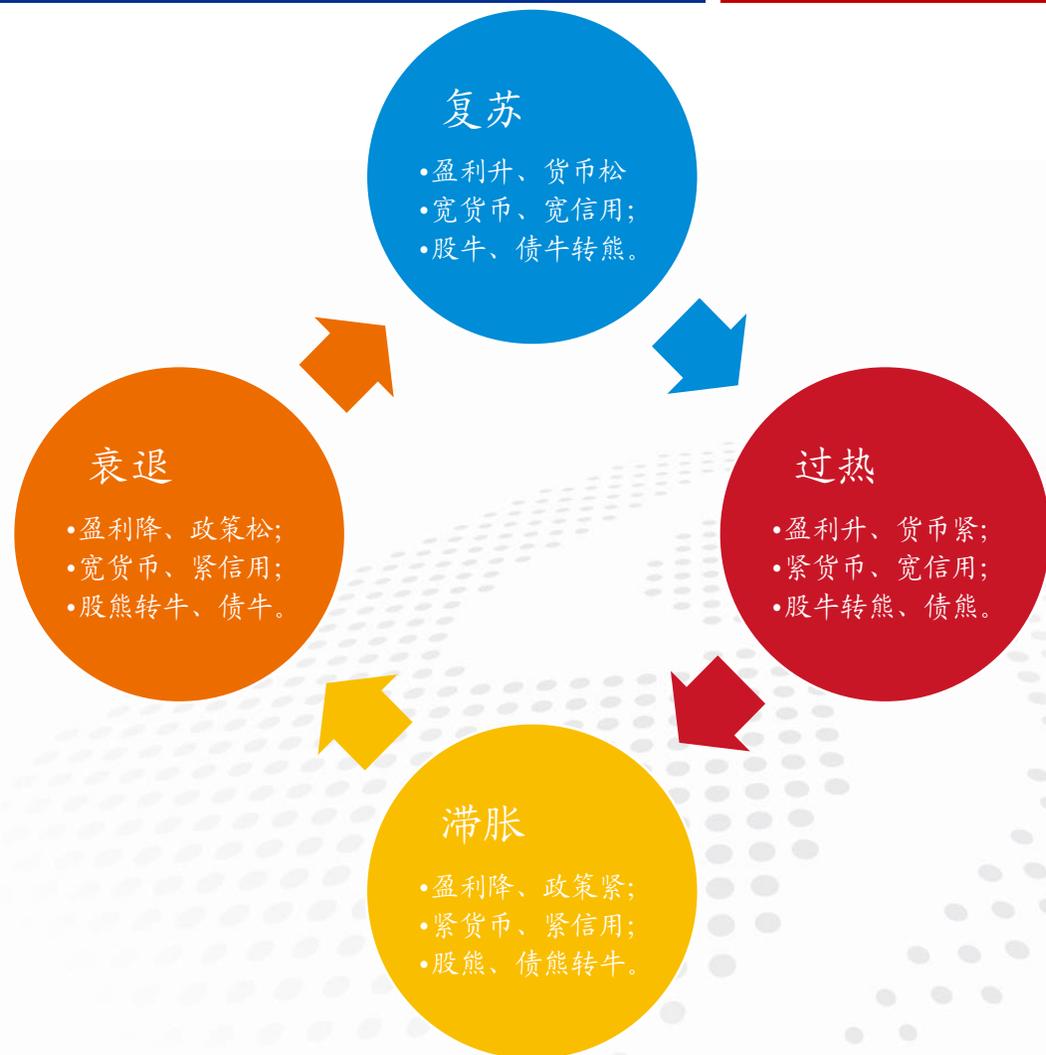
- 3月上旬：2023年《政府工作报告》
- 4月下旬：中央政治局会议、中央财经委会议等

## 风险提示

- 地缘政治冲突加剧
- 高债务经济体信用危机
- 新冠病毒复阳概率过高

# 中国投资时钟分析框架：融合“货币+信用”与“盈利+政策”

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，货币因子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；信用因子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。



# 1.1. 全球风险资产表现 (截至1月30日)

图：全球风险资产月度涨幅

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

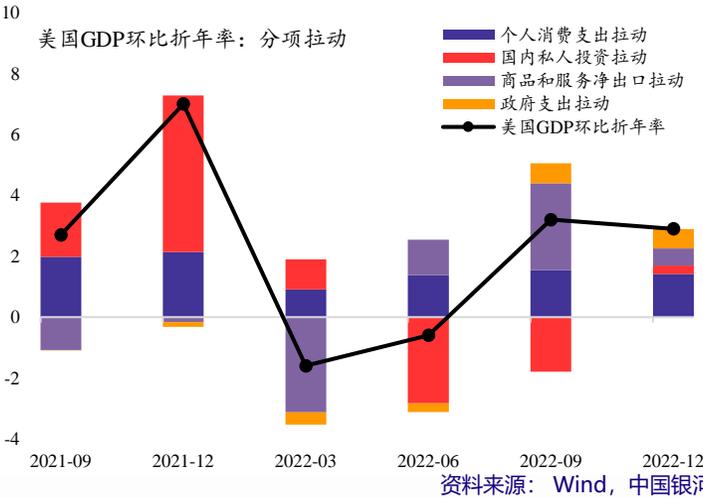
大类	风险资产	2022M1 涨幅	2022M2 涨幅	2022M3 涨幅	2022M4 涨幅	2022M5 涨幅	2022M6 涨幅	2022M7 涨幅	2022M8 涨幅	2022M9 涨幅	2022M10 涨幅	2022M11 涨幅	2022M12 涨幅	2023M1 涨幅
A股 港股	万得全A	-8.9	2.8	-7.2	-10.2	5.9	11.2	-1.3	-2.9	-8.9	-3.5	7.8	-2.1	7.1
	上证综指	-7.1	3.0	-5.8	-6.7	4.6	7.9	-3.2	-1.6	-6.3	-4.9	8.1	-1.9	5.7
	沪深300	-7.3	0.4	-7.7	-5.6	1.9	11.3	-5.7	-2.2	-6.6	-8.3	8.8	0.6	8.0
	创业板指	-12.5	-1.0	-6.9	-14.0	3.7	19.6	-3.5	-3.7	-12.4	-2.9	4.2	0.3	10.2
	恒生指数	3.0	-3.6	-3.4	-5.1	1.5	3.5	-8.4	-1.0	-13.7	-14.4	25.1	8.7	14.7
美股	道琼斯指数	-3.5	-2.4	1.8	-6.4	0.0	-7.3	5.9	-4.1	-9.6	12.0	5.3	-2.1	2.5
	标普500	-5.5	-1.3	3.3	-10.2	0.0	-9.0	8.2	-4.2	-10.0	6.4	4.6	-3.0	6.0
	纳斯达克指数	-9.5	-0.1	3.8	-14.6	-2.1	-9.1	10.8	-4.6	-11.0	2.3	3.3	-4.7	11.0
欧股	英国富时指数	0.8	-0.1	0.4	-0.5	0.8	-5.7	1.5	-1.9	-6.4	3.1	7.5	-0.8	4.2
	法国CAC40指数	-2.4	-4.4	-1.4	-3.1	-1.0	-9.7	6.9	-5.0	-7.2	10.4	7.4	-2.9	9.6
	德国DAX指数	-2.6	-5.6	-1.0	-3.5	2.1	-12.3	3.7	-4.8	-6.5	10.7	8.7	-3.0	8.8
商品	布伦特原油	14.5	8.1	11.4	-3.6	13.4	-4.4	-6.7	-12.0	-9.2	4.1	-10.8	2.9	2.1
	LME铜	-1.6	3.7	5.0	-6.3	-3.4	-13.7	-5.7	-1.6	-4.8	-1.3	9.7	4.2	10.7
	螺纹钢	11.8	-1.5	10.0	-1.4	-3.7	-5.1	-8.6	-8.4	-3.0	-11.4	6.6	8.7	2.3
	伦敦金	-1.0	6.6	2.5	-1.9	-3.1	-2.6	-2.9	-3.1	-3.6	-1.6	7.5	4.2	5.7
货币	美元指数	0.7	-0.5	1.9	5.5	-1.4	3.0	0.7	2.7	3.1	-0.3	-4.2	-3.1	-1.5

- A股**：12月因疫情过峰出现一定波动，但1月回归涨势，其中外资流入显著成为主要驱动力，原因一方面是美元回落人民币升值，另一方面外资对疫情过峰更有理解，因此对中国经济复苏的态度更乐观。
- 港股**：美元流动性改善、中国基本面改善，双重利好，保持11月以来的上行趋势。
- 美股**：CPI、PCE进一步回落，支持美联储放缓加息；同时四季度GDP增速好于预期；流动性与基本面双重驱动美股反弹。
- 欧股**：PMI显示衰退程度缓解。未来加息空间仍有75BP，这可能增加个别国家债务风险，但指向美元指数进一步回落。
- 商品**：1月国际原油、铜价都保持上升，国内螺纹钢进一步回升。反映美联储加息幅度放缓，国内经济复苏预期等。但目前国内复苏仍处在初期，全球衰退预期仍然较强，能源材料并无大机会。

# 1.2. 美国经济与通胀

**1. 美国经济“软着陆”：**2022Q4美国GDP环比折年率为2.9%，高于2.6%的市场预期，且连续两个季度保持增长。其中，消费在超额储蓄和工资增长等因素的支撑下降幅缓和。投资表面摆脱了连续两个季度的负增长，但剔除波动较大的进出口和库存等部分后仍处于下行通道。

**图：2022Q4美国GDP环比+，同比，连续两个季度为正**



**图：2022年4月以来国际铜价、油价先后见顶回落**

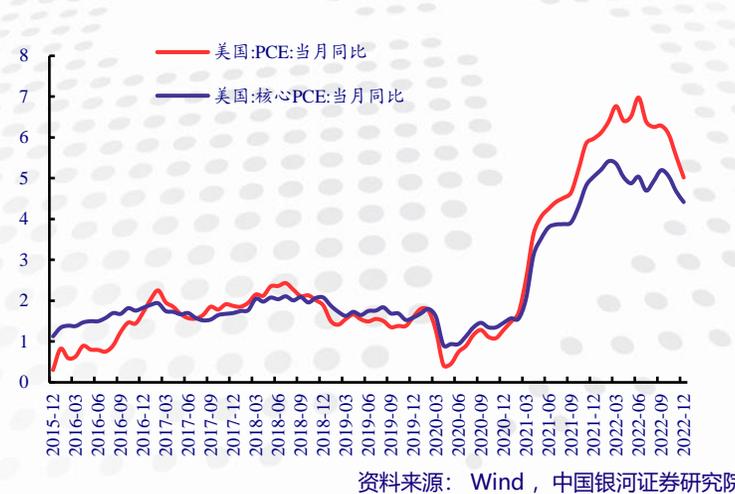


**2. 国际油价：**国际油价1月有所反弹但并未反转，国际铜价稳中有升，但主要是美联储加息放缓与中国经济复苏预期带来的修复，缺乏进一步上行的动力。

**图：美国CPI延续7月以来的下行趋势，核心CPI也基本见顶**



**图：2022年下半年以来美国PCE物价指数和核心PCE都见顶回落**

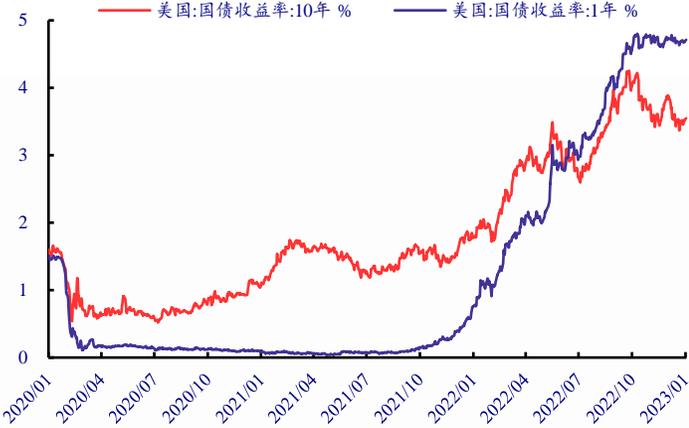


**3. 通胀预期：**美国CPI可能在2023年上半年加速回落，下半年在3.0%左右平行。

# 1.3. 美联储、利率、汇率

- 联储加息预期：**美国经济仍处于下行通道。在通胀回落的背景下，市场预期美联储2月进一步放缓加息至25BP的概率较高。3月或5月可能停止加息；11月可能开始降息。
- 美国国债：**10年期收益率收于3.55%，当前通胀率持续回落；但美国经济“软着陆”的概率较高，衰退交易存在过度的可能。
- 欧元区：**经济好于预期，但核心通胀仍在历史高位，欧央行年内仍有75BP加息的可能。因此上半年美元指数震荡回落确定性较高。
- 汇率：**美元指数已降至101.9。USDCNY收于6.75，基本接近均衡位置；海外主要机构给出的USDCNY的2023Q4远期值约为6.75。

**图：1月美国国债10年期收益率从3.88%降至3.55%，1年期收益率在4.7%平行**



资料来源：中国银河证券研究院

**图：1月美国10年期TIPS收益率从1.58%降至1.26%，金价保持上升**



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**图：欧元区核心通胀率仍在高位**



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**图：美元指数降至102左右，USDCNY即期汇率收于6.75**



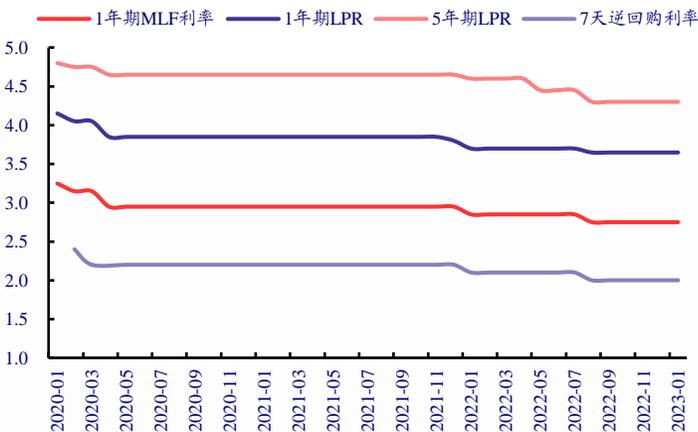
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

# 2.1.中国“货币—信用”状态

判断：紧货币（但预期会松）、紧信用

- OMO、MLF、LPR：**自2022年11月以来7天逆回购、MLF、LPR都没有调降。可能考虑到疫情闯关过程中的结构性涨价风险，预计3月有可能降息。
- 利率：**1月，10年期国债收益率从2.84%升至2.92%，商业银行同业存单利率从2.42%升至2.55%。
- M2、M1：**12月M2增速小幅回落，M1回落幅度更为明显，资金活化程度下降，M1与M2增速差扩大。
- 社会融资与信贷增速：**12月人民币贷款增速稳中有升，主要是11月以来政策性金融发力，中长期贷款稳中有升，但由于政府债与企业债发行低迷，社会融资增速下行。

图：11月以来主要利率OMO、MLF、LPR都没有变动



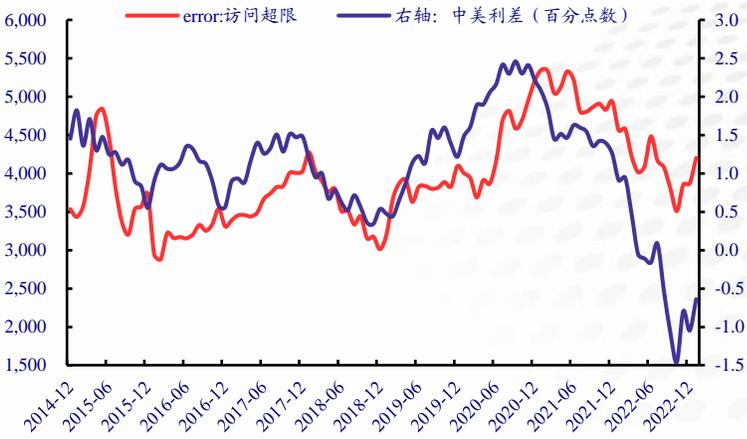
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：1月商业银行同业存单利率从2.42%升至2.55%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：A股外部影响因素：中美利差倒挂程度



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：A股内部影响因素：社会融资与信贷增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 2.2. 中国经济运行与企业盈利

综合判断：复苏初期

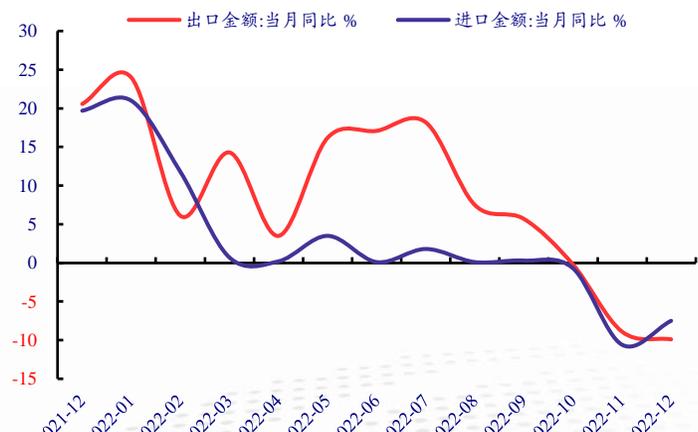
- 工业企业利润增速：**2011年11月以来PPI已降至负值，同时出口增速也已降至负值，以上状况可能持续至2023年上半年，这将影响国内工业企业利润增速。
- 出口降速：**12月出口增速下降至9.9%，自7月以来加速下行，同样不利于工业企业。
- 消费：**12月国内进入疫情的闯关期，餐饮收入增速严重下降，但商品零售增速收窄降幅，12月社会消费品零售

图：PPI决定工业企业利润增速，是A股的有效多空信号



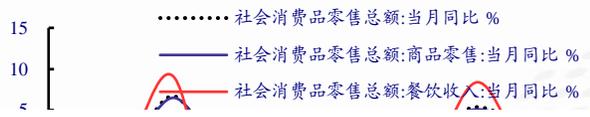
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图：进口与出口增速

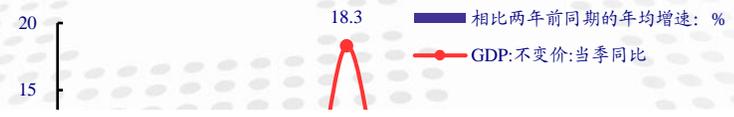


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图：社会消费品零售总额增速



图：预测2023年GDP增长5.8%=真实增长4.6%+基数效应1.2%



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\\_51672](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51672)

