

2023 年 2 月 5 日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1 号

作者：黄婷莉

• 从业资格编号 F3073548

• 投资咨询编号 Z0015398

邮箱：huangtingli@jinxinqh.com



经济进入疫后脉冲式修复的早期阶段

内容提要

资产价格回顾：全球流动性向好叠加国内经济基本面复苏预期增强，1 月市场风险情绪向好，国内外风险资产表现较好。10 月底以来股市延续估值修复路径，不过股市性价比较债市仍明显占优。经济复苏预期增强下股市风格似乎正有所切换，大盘股逐渐表现为强于小盘股的特征。未来国内经济修复力量增强、实体信用宽松逐步兑现，叠加中美利差负值收窄，大盘股表现将逐渐占优。债券方面，受海外经济衰退渐进、美联储加息节奏持续放缓的支撑，国债收益率多数下行且长端表现好于短端，10-2Y 收益率曲线倒挂程度继续加剧。受国内经济基本面复苏预期增强影响，中国债市整体核心矛盾仍偏不利，1 月长端利率仍小幅上行。不过短期经济复苏节奏仍偏缓慢，叠加年初配置需求，利率上行空间仍受到约束。

经济处于疫后脉冲式修复的早期阶段：1) 12 月经济内需特征与疫情达峰阶段匹配。四季度 GDP 和 12 月经济数据好于预期，但结构有所分化，其中贴近政策端的基建和制造业维持较强的增速韧性，而经济的顺周期力量仍然偏弱。2) 疫情高峰回落，经济活动修复斜率加快。随着疫情在 12 月底度过峰值，各主要城市均进入经济活动复苏阶段，居民活动明显加快并向疫情前回归。同时从 1 月春节期间高频数据来看，经济活动延续修复路径，春节居民返乡意愿较去年明显增加，春运客流总量恢复至 2019 年同期的 70% 左右，线下旅游和服务消费也明显恢复，不过假期期间商品房销售仍面临压力。3) 1 月 PMI 验证经济进入脉冲修复早期阶段。随着疫情高峰过去，经济活动加快修复，1 月制造业 PMI 数据超预期回升至 50.1，尤其服务业景气度回升明显。1 月 PMI 数据反映疫情约束减轻后经济进入修复阶段的特征，体现为积压需求和场景恢复下的补偿性修复，与春节期间高频数据所反映的国内线下旅游和服务消费修复斜率较快一致。不过疫情尾端和春节假期的扰动仍在，经济复苏并不全面，仍处疫后脉冲式修复的早期阶段。

疫情扰动下年底融资需求仍然不足，政策支撑下预期正在好转：12 月社融总量下行，体现疫情扰动和地产弱需求下的融资需求不足的现实，但居民信贷同比降幅收窄，企业信贷延续强势反映强政策以及企业预期的边际改善信号。往后看，“适度靠前发力，进一步优化信贷结构”下今年政策对信贷投放支持力度不小。随着疫情影响逐步消退、微观主体活力改善叠加地产政策加码有望支撑居民和企业融资需求回升，2023 年社融增速有望回升至 10% 以上，靠前发力下信贷开门红可期。

价格端关注经济重启后内需回升对通胀的拉动：总的来看，12 月通胀数据仍体现经济偏弱的现实，但出行和服务等价格上涨也反映经济的逐步重启，预计后续内需回升将是对通胀的主要带动。随着强政策支持以及经济重启下内需逐渐恢复，通胀存在上行压力但整体可控，二季度后核心通胀可能渐进走高。而随着外需走弱+内需修复，PPI 进入到底部阶段，预计 PPI 到年中仍将持续处于通缩区间，节奏上前低后高，国内定价的黑色和建材预计将强于海外定价的商品。

美国加息继续放缓，经济衰退渐行渐近：美国通胀下行叠加经济放缓驱动加息节奏继续放缓，2 月初美联储加息幅度如期进一步放缓至 25bp，美联储政策声明保留继续加息措辞但对通胀口吻有所软化，鲍威尔未能给予偏鸽的市场预期足够有力的反击。美国四季度 GDP 增速超预期，缓和对于美国经济衰退的担忧并推升软着陆预期，但私人消费和固定投资偏弱显示经济内生动能仍在延续回落，美国经济衰退仍在渐行

请务必仔细阅读正文之后的声明

渐近。

资产价格展望：对于国内资产价格来说，经济复苏预期和稳增长政策的持续出台仍是资产价格的主线。国内经济基本面、宏观流动性对股指有望形成底部支撑力量，同时全球流动性压力减轻也有利于释放资产估值压力，中国经济占优的结构也有利于我国的跨境资金流动，今年股市估值修复、盈利起舞都有期待，而债市环境则偏不利，长端利率中枢抬升。不过从短期来看，节后 A 股股指进入震荡格局，北向资金加仓势头放缓，市场交投活跃，债市也受到资金宽松和配置需求的支撑。当前宏观进入修复斜率的验证期，此前市场对于经济修复的预期一定程度上已经有所定价，需要重点关注经济修复斜率以及政策力度能否超预期，市场对于第二阶段经济修复的弹性和持续性仍有分歧，短期市场存在震荡需求。

对海外资产来说，美国四季度 GDP 增速超预期，缓和市场对于美国经济衰退的担忧并推升软着陆预期，短期美股表现或仍偏好。美国可能正处于经济下行压力增大的早期阶段，若后期基本面数据大幅下滑后，衰退压力下美股未来仍会面临杀盈利的压力。而随着 2 月初美联储议息会议落地，美联储态度软化、叠加继续强调依据数据，未来联储或将进一步向市场预期靠拢，美债下行空间有望继续打开。美欧日基本面和通胀周期错位下欧央行取向偏鹰，美元维持偏空观点。

风险提示

国内经济修复不及预期，政策力度不及预期，美联储加息超预期

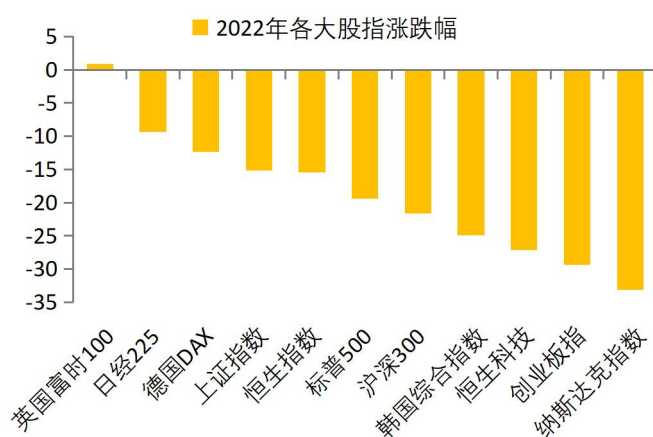
目录

一、	资产价格：海外交易软着陆，国内经济修复预期下股强债弱	4
二、	经济处于疫后脉冲式修复的早期阶段	9
1.	12 月经济内需特征与疫情达峰阶段匹配	9
2.	疫情高峰回落后经济活动修复斜率加快	12
3.	1 月 PMI 验证经济进入脉冲修复早期阶段	14
4.	疫情扰动下年底融资需求仍然不足，政策支撑下预期正在好转	16
5.	关注经济重启后内需回升对通胀的拉动	18
三、	海外：美国加息继续放缓，经济衰退渐行渐近	20
四、	资产价格展望	24
五、	风险提示	24
	重要声明	25

一、资产价格：海外交易软着陆，国内经济修复预期下股强债弱

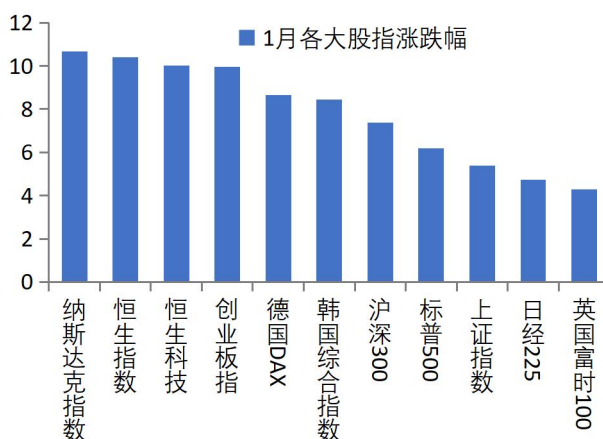
1月，全球流动性向好叠加国内经济基本面复苏预期增强，市场风险情绪向好，国内外风险资产表现较好。一方面，通胀回落下美联储加息节奏进一步放缓，同时美国四季度GDP显示经济仍有韧性，市场交易经济软着陆。另一方面，国内度过疫情高峰后，经济活动修复斜率加快，春节期间线下旅游和服务消费恢复较快，叠加政策仍有积极博弈空间，经济复苏预期继续增强。全国各大股指纷纷上涨，纳斯达克、恒生指数、恒生科技、创业板指涨幅居前。

图 1：年初至今全球各大股指涨跌幅（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 2：当月各大股指涨跌幅（%）



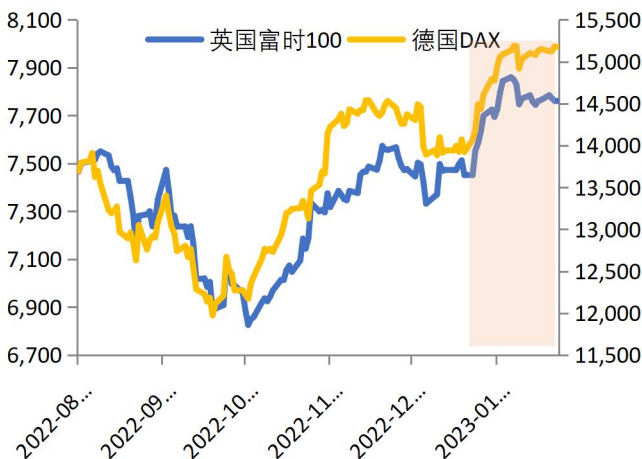
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：美股延续反弹，美债利率小幅下行（%）



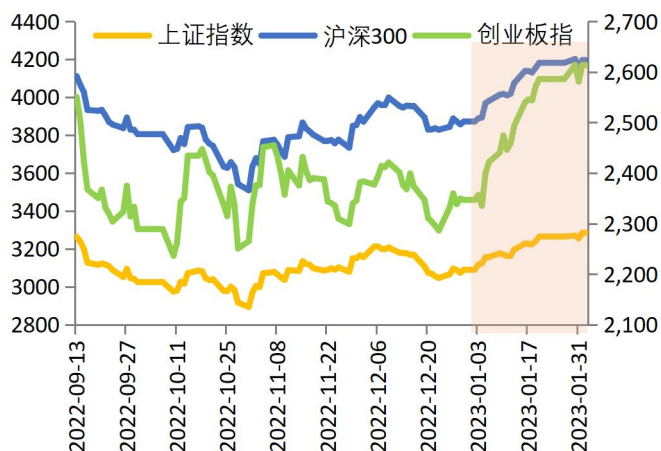
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：欧洲股市延续偏好（%）



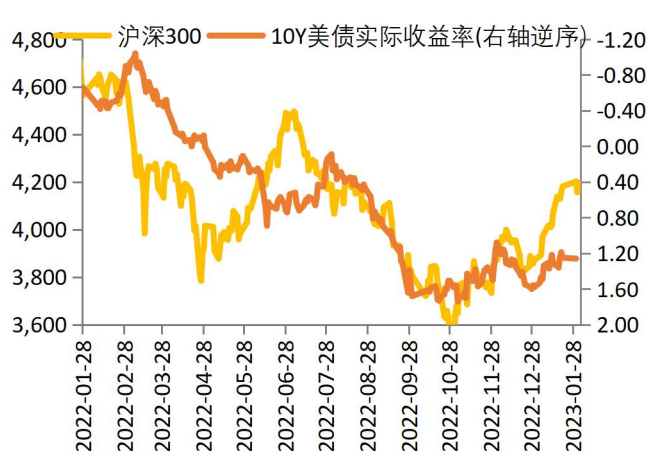
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：A 股三大指数月内上涨 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 6：沪深 300 继续向好 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

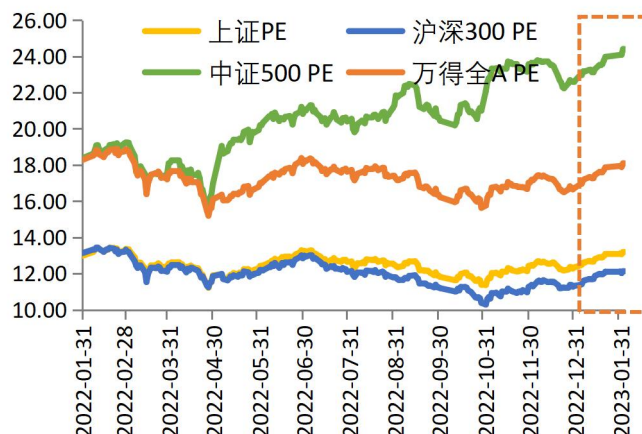
10 月底以来股市估值有所修复，不过股市性价比较债市仍明显占优。自 10 月底股指底部区间回升后，股债相对回报率从高位有所回落，但当前仍高于一倍标准差水平，股市性价比仍较债市有明显占优。A 股主要指数 PE 均延续回升趋势，上证风险溢价 ERP 继续回落，1 月底上证综指 PE 和 ERP 分别为 13.07 和 4.71%（12 月底 12.34，5.27%）。

图 7：上证风险溢价 ERP 继续顶部回落 (%)



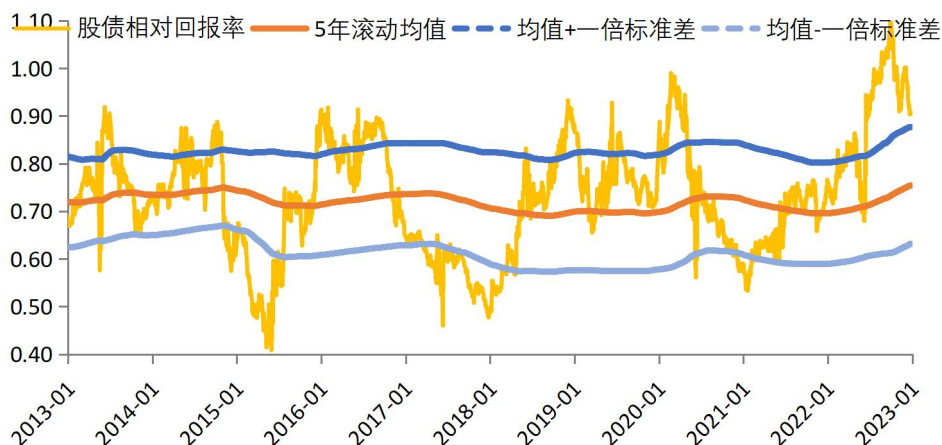
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：A 股主要指数 PE 继续上行修复 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

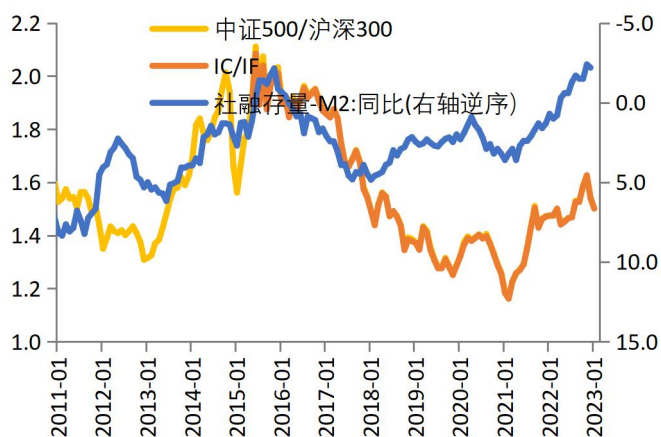
图 9：股票相对性价比仍较债市明显占优



资料来源：Wind，优财研究院

经济复苏预期增强下股市风格似乎正有所切换，未来国内经济修复力量增强、实体经济信用宽松逐步兑现，叠加中美利差负值收窄，大盘股表现将逐渐占优。去年 11 月以来，股市风格有所变化，中证 500/沪深 300 比值回落，大盘股逐渐表现为强于小盘股的特征。往后看，一方面，随着内需修复力量逐步增强，实体信用扩张渐进，“社融-M2 增速”或有望实现底部回升，大盘股表现逐渐占优。另一方面，随着美国加息接近尾声，美债收益率下行空间打开，中美利差负值收窄下也有利于大盘股的估值修复。

图 10：资金流向决定大小盘风格 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 11：中美利差与大小盘风格结构 (bp)



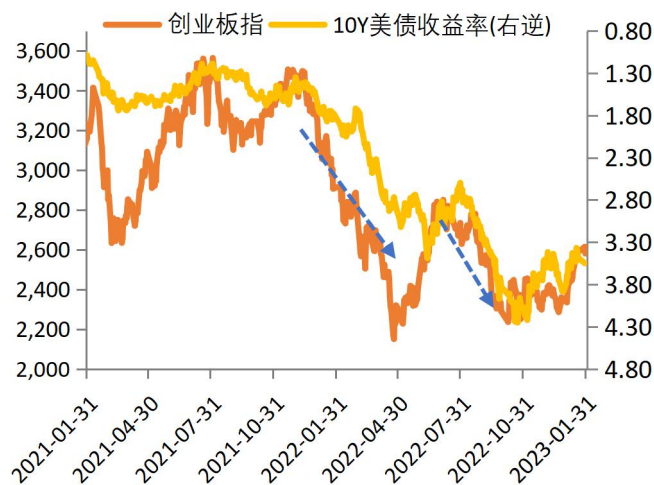
资料来源：Wind，优财研究院

图 12: 国债收益率与低市盈率指数表现 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 美债利率回落利好高市盈率板块修复 (%)

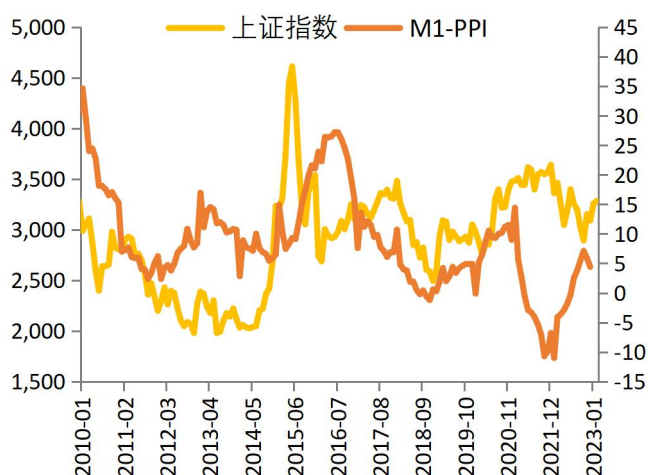


资料来源: Wind, 优财研究院

总的来看，国内经济基本面、宏观流动性对股指有望形成底部支撑力量，同时全球流动性压力减轻也有利于释放资产估值压力，中国经济占优的结构也有利于我国的跨境资金流动，今年股市估值修复、盈利起舞都有期待。

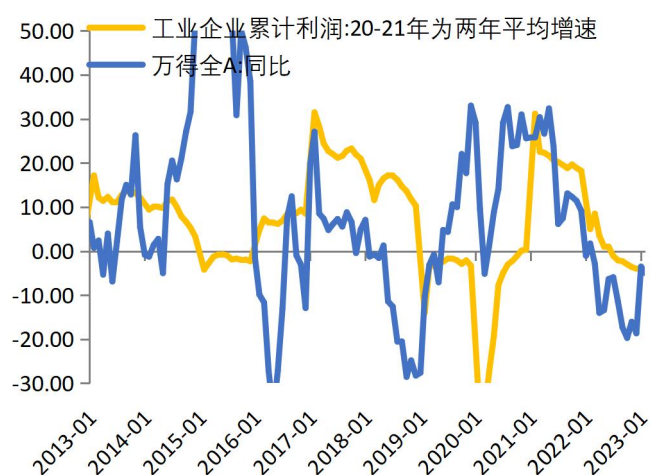
而从短期来看，当前进入经济修复斜率的验证期，此前市场对于经济修复的预期一定程度上已经有所定价，宏观验证窗口需要重点关注经济修复斜率以及政策力度能否超预期，市场对于第二阶段经济修复的弹性和持续性仍有分歧，短期市场存在震荡需求。

图 14: 股市流动性仍有支撑 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 股市业绩有望受经济修复支撑 (%)

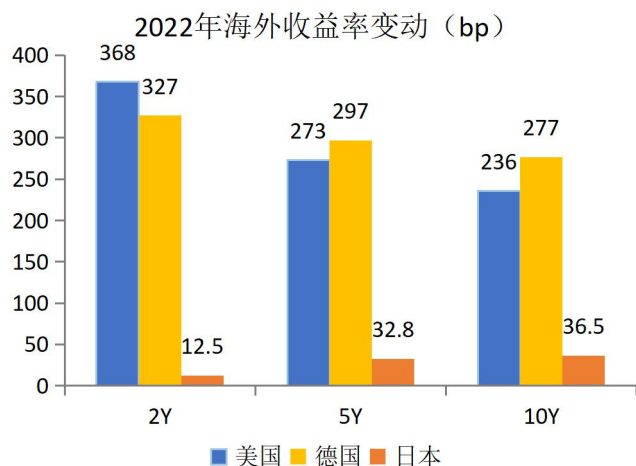


资料来源: Wind, 优财研究院

债券方面，受海外经济衰退渐进、美联储加息节奏持续放缓的支撑，国债收益率多数下行且长端表现好于短端，10Y 美债利率 1 月共下行 36 个 bp 至 3.5%，10-2Y 收益率曲线倒挂程度继续加剧。

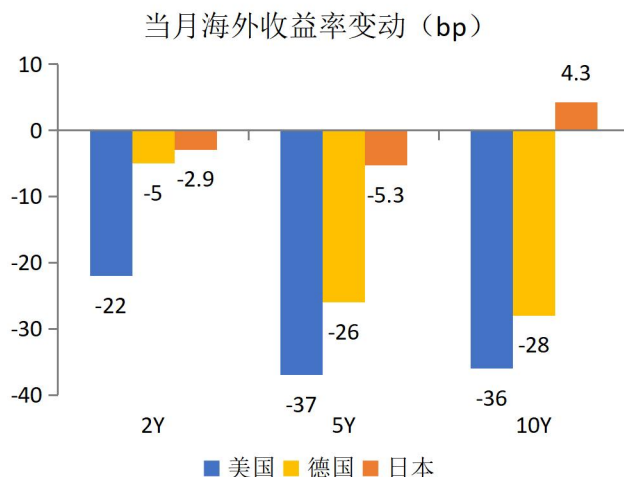
同时 1 月 10Y 美债利率在月中下行至 3.4-3.5% 左右后，受到进一步向下的阻力，主要受到美联储仍坚持“持续加息”的鹰派言论的影响。而随着 2 月初美联储议息会议落地，美联储态度软化、叠加继续强调依据数据，未来联储或将进一步向市场预期靠拢，美债下行空间有望继续打开。

图 16：2022 年海外收益率变动 (bp)



资料来源：Wind，优财研究院

图 17：今年 1 月海外收益率变动 (bp)



资料来源：Wind，优财研究院

图 18：美债收益率回落后震荡 (%)

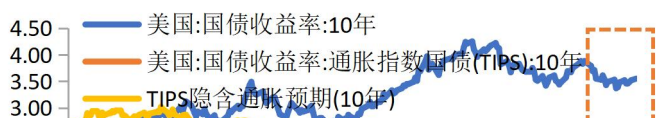


图 19：美债 10-2Y 收益率曲线倒挂 (bp, %)



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_51962

