

类别

宏观市场月报

日期

2023 年 02 月 03 日



建信期货
CCB Futures

宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)

020-38909340

hezq@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)

021-60635739

huangwx@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)

021-60635731

dongb@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3054198

研究员：王天乐(期权量化)

021-60635568

wangtl@ccbfutures.com

期货从业资格号：F03107564



中国前置防疫闯关时点，美联储放缓紧缩步伐

近期研究报告

《宏观专题-2023 年美国软着陆前景展望》2022. 11. 16

《宏观专题-221105-2023 年美国就业市场降温程度评估》2022. 11. 5

《宏观专题-民主党处境改善但难改中期选举大势》2022. 8. 24

《宏观专题-新冠疫情对全球人口的总量和结构性影响》2022. 8. 16

《宏观专题-新冠疫情和乌克兰战争加速全球政经格局重组》2022. 5. 25

《宏观专题-俄乌冲突恶化的原因分析及结局猜想》2022. 2. 18

观点摘要

➤ 2022 年 12 月至 2023 年 1 月份全球金融市场围绕两条主线发展，其一是中国当局出人意料地选择在 2022 年 12 月进行防疫共存闯关，对于中国在放松疫情管控和专注经济发展之后中国经济快速复苏的预期提振中国甚至全球金融市场乐观情绪，而中国 2023 年 1 月份制造业和服务业 PMI 双双回到扩张区间初步证实了市场的乐观预期，尽管更多数据显示中国疫后复苏步伐并不是一帆风顺。其二是在通胀增速显著回落的支持下美联储持续放缓紧缩步伐，市场预期美联储将很快结束加息周期并在 2023 年下半年开始降息，与此同时欧美经济均显示出一定程度的韧性，市场基准预期从高通胀快紧缩下的衰退转向非通胀轻紧缩下的软着陆，尽管美联储在 2 月初议息会议上警告还需几次加息才能达到足够限制性的货币政策立场。在这两条主线影响下全球股票市场均迎来强势反弹，美联储放缓紧缩步伐和中国经济弱复苏则支撑了中外主权债券市场，欧美利差收窄前景以及海外避险需求下降推动美元指数大幅调整；商品市场出现巨大分化，工业金属得益于中国经济复苏前景而走强，美元指数大幅调整推动贵金属反弹，暖冬因素施压能源价格，供给改善前景影响下农产品价格偏弱调整。

➤ 中国前置防疫共存闯关后的疫后复苏预期，以及通胀压力显著缓解后的美联储放缓并最终逆转货币政策基调预期，主导了 2023 年 1 月份全球金融市场运行。1 月份经济数据证实了中国经济复苏，复苏势头势必延续至整个一季度，但海外经济疲软以及政府债务压力则限制了复苏力度，二季度之后强预期与弱现实之间的矛盾将更加突出。美联储连续两次放缓加息幅度令市场对美联储最终逆转货币政策有更高的期盼，然而美国经济韧性、通胀结构性加上近期市场信心的改善可能使得通胀回落速度不如美联储预期，这种情况下美联储势必在更长时间内保持更高政策利率水平，市场所期望的美联储降息预期落空可能性不小，市场预期与美联储定力之间的矛盾也可能在二季度凸显。我们预计 2 月份金融市场各类资产仍将大致延续 1 月份走势，但鉴于中国复苏势头更加明显，美联储紧缩路径斜率放缓空间收窄，预计 2 月份中国股市特别是成长股以及与中国投资相关的工业商品有更好表现，前段时间表现亮眼的黄金或陷区间震荡，而国债利率迎来快速上升阶段，建议超配成长股，标配价值股、黄金和原油，低配利率债。

目录

一、一月份宏观市场回顾	- 4 -
二、宏观环境评述	- 4 -
2.1 中国前置防疫共存闯关时点	- 4 -
2.2 欧美非通胀与软着陆预期	- 7 -
2.3 市场预期与欧美央行的分歧	- 9 -
三、资产市场分析	- 10 -
四、中期资产配置	- 12 -

一、一月份宏观市场回顾

2022 年 12 月至 2023 年 1 月份全球金融市场围绕两条主线发展，其一是中国当局出人意料地选择在 2022 年 12 月进行防疫共存闯关，对于中国在放松疫情管控和专注经济发展之后中国经济快速复苏的预期提振中国甚至全球金融市场乐观情绪，而中国 2023 年 1 月份制造业和服务业 PMI 双双回到扩张区间初步证实了市场的乐观预期，尽管更多数据显示中国疫后复苏步伐并不是一帆风顺。其二是在通胀增速显著回落的支持下美联储持续放缓紧缩步伐，市场预期美联储将很快结束加息周期并在 2023 年下半年开始降息，与此同时欧美经济均显示出一定程度的韧性，市场基准预期从高通胀快紧缩下的衰退转向非通胀轻紧缩下的软着陆，尽管美联储在 2 月初议息会议上警告还需几次加息才能达到足够限制性的货币政策立场。在这两条主线影响下全球股票市场均迎来强势反弹，美联储放缓紧缩步伐和中国经济弱复苏则支撑了中外主权债券市场，欧美利差收窄前景以及海外避险需求下降推动美元指数大幅调整；商品市场出现巨大分化，工业金属得益于中国经济复苏前景而走强，美元指数大幅调整推动贵金属反弹，暖冬因素施压能源价格，供给改善前景影响下农产品价格偏弱调整。

二、宏观环境评述

2.1 中国前置防疫共存闯关时点

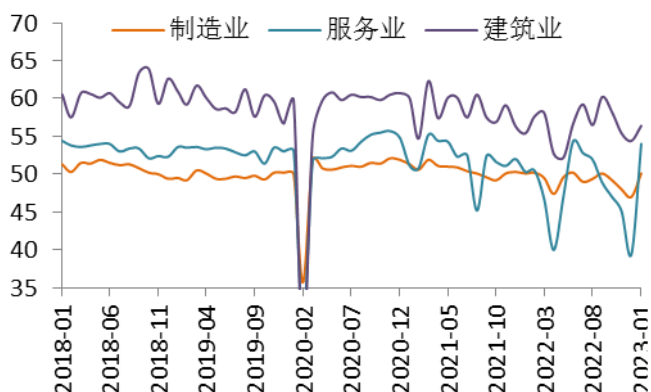
2022 年 11 月至 12 月，中国当局通过《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》（二十条）和《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》（新十条）两个疫情防控文件，指导中国防疫从动态清零向开放共存转变，中国防疫共存闯关时点从事前市场主流预期的 2023 年二季度提前到 2022 年 12 月，2022 年 12 月份新冠疫情在中国大陆迅猛扩散。2023 年 1 月中旬过后中国大陆疫情逐步缓解，春节期间中国农村地区也没有爆发二次疫情，中国防疫共存闯关基本上可以说以少部分感染者死亡的代价平稳完成。

2022 年 12 月 26 日中国国家卫健委发布公告，将新型冠状病毒肺炎更名为新型冠状病毒感染，自 2023 年 1 月 8 日起解除对新型冠状病毒感染采取的《中国传染病防治法》规定的甲类传染病预防、控制措施，新型冠状病毒感染不再纳入《中国国境卫生检疫法》规定的检疫传染病管理，随后卫健委发布《关于印发对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”总体方案》的通知。依据传染病防治法，对新冠病毒感染者不再实行隔离措施，不再判定密切接触者，不再划定高低风险区，对新冠病毒感染者实施分级分类收治并适时调整医疗保障政策，检测策略调整为“愿

检尽检”，调整疫情信息发布频次和内容。依据国境卫生检疫法，不再对入境人员和货物等采取检疫传染病管理措施。实施“乙类乙管”后，中国防控工作目标将围绕“保健康、防重症”，采取相应措施，最大程度保护人民群众生命安全和身体健康，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。至此中国全部取消动态清零防疫措施，除公共交通工具和重点场所佩戴口罩等极少数象征性措施外，可以说中国大陆在放松防疫措施方面已经去到最尽。

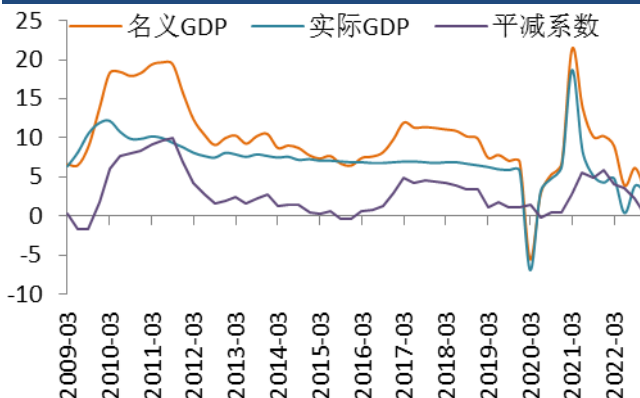
防疫共存闯关前置使得中国 2022 年四季度经济再次探底，但从 2023 年 1 月份开始复苏。2022 年 12 月中国官方综合 PMI 录得 42.6%，略低于 2022 年 4 月份读数；但 2023 年 1 月份综合 PMI 就回升至 52.9%，为 2021 年下半年以来的次高值。2022 年四季度中国实际 GDP 同比增长 2.9%，为 2020 年以来的第三低读数（高于 2020 年一季度的 -6.9% 和 2022 年二季度的 0.6%）；2022 年全年实际 GDP 同比增长 3%，是改革开放以来除 2020 年外的最低年度增速。但 2022 年的低基数、动态清零政策对经济的抑制作用消除以及中国当局的刺激经济措施，也使得中国 2023 年经济增长前景更为乐观。国际货币基金组织 IMF 在 2023 年 1 月底的《世界经济展望》更新报告中，将中国 2022 年经济增长从 2022 年 10 月份预估的 3.2% 下调至 3%，同时将中国 2023 年经济增长预估从 4.4% 大幅上调至 5.2%，在主要经济体中是上调幅度最大的。

图1：中国官方PMI



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图2：中国GDP同比增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

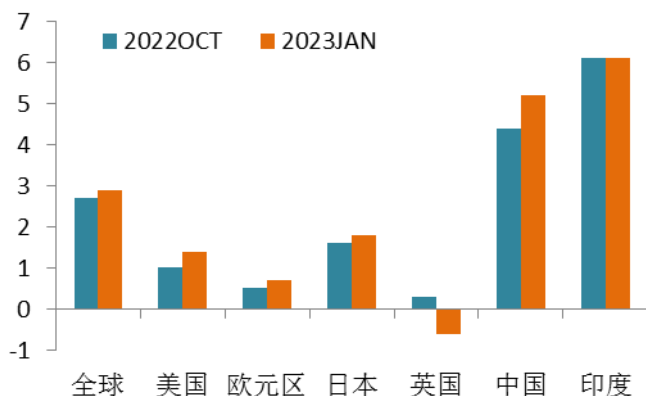
得益于动态清零政策结束后经济重新开放所带来的恢复性增长，2023 年 1 月份中国官方制造业 PMI 和服务业 PMI 分别录得 50.1% 和 54%，双双回到扩张区间；但在制造业 PMI 主要分项中，仅有新订单指数高于 50%，生产指数、从业人员指数以及库存指数虽环比回升但仍处于萎缩区间，部分反映了春节假日对制造生产的扰动作用。与官方 PMI 相比较，1 月份财新 PMI 综合 PMI 仅环比回升 2.8 个百分点，考虑到财新 PMI 中中小企业占比更高，这说明目前经济复苏主要由大型企

业带动，经济刺激政策尚未惠及广泛社会群体。

2021年下半年至2022年中国房地产市场因严厉调控政策、疫情防控政策以及人口大周期而大幅波动，并且影响到地方政府财政收入。2022年中国房地产调控政策持续放松，但房地产周期已经在人口周期和债务周期的影响下转为下行，房地产资产性质（从高收益低波动优质资产转为低收益高波动）的改变使得居民部门对房地产刺激政策的敏感度下降，2023年1月份中国十大城市和三十大城市房地产成交面积分别同比下降39.4%和40%，萎缩幅度达到2022年6月份以来最大，其中虽有春节错位因素影响，但房地产价格上涨预期的改变对房地产需求的负反馈也是重要因素。

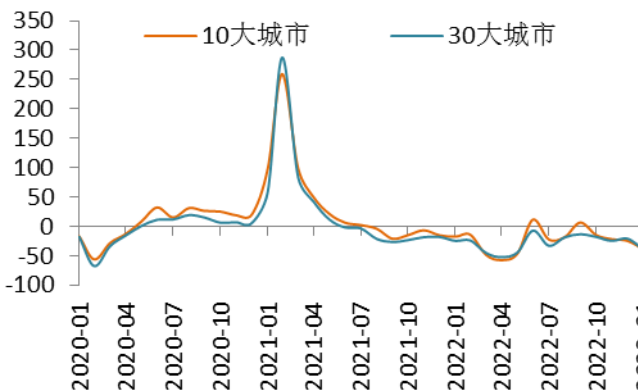
2023年1月5日中国央行和银保监会联合发布《关于建立新发放首套住房个人住房贷款利率政策动态调整长效机制的通知》，通知指出：1、自2022年第四季度起，各城市政府可于每季度末月，以上季度末月至本季度第二个月为评估期，对当地新建商品住宅销售价格变化情况进行动态评估；2、对于评估期内新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均下降的城市，地方政府按照因城施策原则可自主决定自下一个季度起，阶段性维持、下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限；3、对于采取阶段性下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限的城市，如果后续评估期内新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均上涨，应自下一个季度起，恢复执行全国统一的首套住房商业性个人住房贷款利率下限。在坚持房住不炒大基调的情况下，房贷利率下限的取消可以认为是房地产刺激政策的压箱底工具；在众多利多政策的支撑下，随着社会经济的逐步恢复以及居民收入预期的改善，我们预计2023年中国房地产市场将逐步寻底，最终可能在成交面积较2021年低30-40%的水平上企稳，而房地产市场也更加分化，不太可能再出现全域性的房价普涨以及狂热的购房热潮。

图3：IMF对2023年经济增长展望



数据来源：IMF WEO，建信期货研究发展部

图4：中国房地产销售面积同比



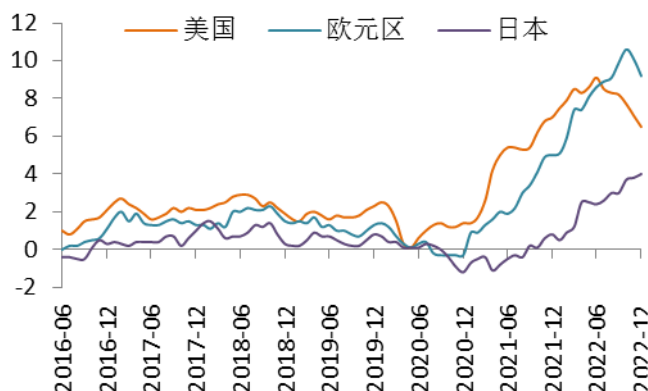
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2023 年 1 月份中国经济呈现出不温不火的状况，春节假日错位以及疫后复苏的渐进性使得 2023 年 1 月份经济数据不能完全反映经济重新开放以及经济刺激政策的利多影响，对此我们建议综合考察一季度经济数据的总体情况。一般来说，防疫共存闯关时点的提前，以及疫情防控措施的撤离和消费场景的修复，的确有利于服务消费的恢复。但居民部门实际收入的下降，以及对经济增长和疫情扩散前景不确定性的担忧，也限制了大部分人的消费意愿。在欧美央行决意以紧缩货币政策控制通货膨胀，以及政府部门财力严重受损的情况下，我们预计 2023 年中国经济弱复苏，休养生息是主旋律，提振民间部门的投资消费信心是复苏的关键，有必要提高公共政策决策过程的理性、公开性和稳健性。

2.2 欧美非通胀与软着陆预期

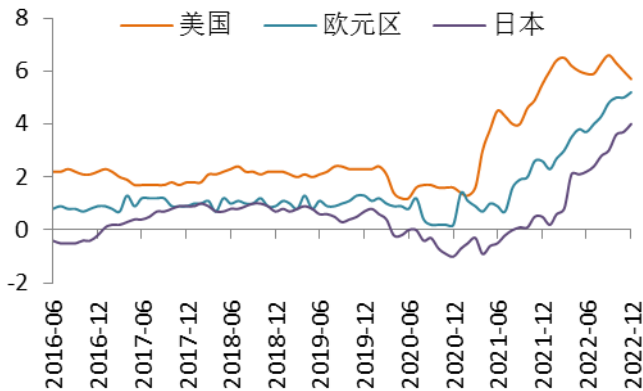
2022 年三季度以来，美欧通货膨胀压力呈现见顶回落迹象。2022 年 12 月份美国整体 CPI 同比增长 6.5%，增速较 2022 年高点回落 2.6 个百分点；核心 CPI 同比增长 5.7%，增速较 2022 年高点回落 0.8 个百分点。2023 年 1 月份欧元区整体 CPI 初值同比增长 8.5%，增速较 2022 年高点回落 2.1 个百分点；核心 CPI 初值同比增长 5.2%，增速持平于 2022 年 12 月份。尽管目前通胀增速仍远高于过去三十年波动中枢以及央行 2% 目标值，市场相信在基数效应、央行紧缩货币政策以及新冠疫情减退的综合影响下，通胀增速必定逐步向 2% 靠拢，央行紧缩货币政策进程也将结束甚至逆转；因此在通胀增速仍远高于央行 2% 目标的同时，2022 年 12 月份以来欧美市场倾向于忽略高通胀的现实，而是充分定价未来低通胀预期，仿佛高通胀已经消失无踪，此即目前欧美流行的非通胀概念。

图5：美欧日整体CPI增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图6：美欧日核心CPI增速



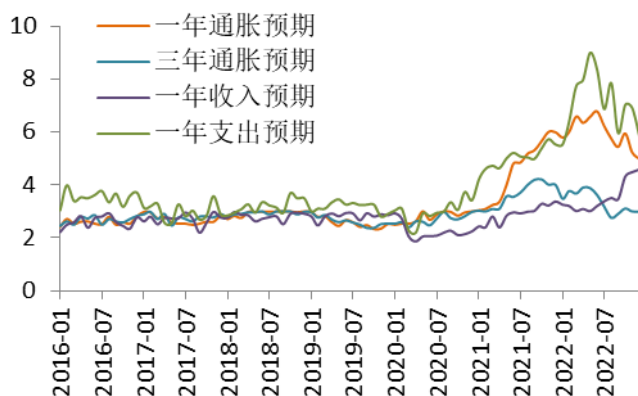
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

通胀压力的缓解同样体现在通胀预期上面。纽约联储消费者调查报告显示，2022 年 12 月份一年期通胀预期下降至 5%，较 2022 年高点回落 1.8 个百分点；密歇根大学消费者调查结果显示，2023 年 1 月份一年期通胀预期下降至 3.9%，较

2022 年高点回落 1.5 个百分点。通胀预期回落提振消费者信心，2023 年密歇根大学消费者信心指数回升到 64.9%，为 2022 年 5 月份以来的最高值；在纽约联储消费者调查中，虽然一年期支出预期在收入预期上升的情况下反而下降，但其更多反映的是通胀预期下行带来的价格效应，而收入的上升以及超额储蓄的释放对实际支出有支撑作用。

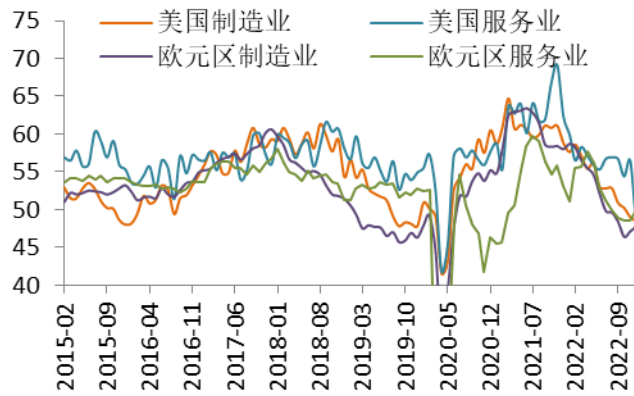
欧洲情况同样如此。2022 年 11 月份以来欧洲整体通胀增速开始回落，2023 年 1 月份欧盟经济景气指数从 2022 年最低值 92.8 回升至 98，消费者信心指数从 2022 年最低值 -28.7 回升至 -20.9。因此欧美通胀压力的缓解对欧美短期经济起到促进作用。2022 年四季度美国实际 GDP 环比年率录得 2.9%，虽然略低于 2022 年三季度增速，但也显示出美国经济韧性；2022 年四季度欧元区实际 GDP 环比增长 0.1%，好于市场主流预期的萎缩 0.1%。2023 年 1 月份美国虽然制造业 PMI 持续下滑至 47.4%，处于过去八年间除 2020 年初疫情爆发时段外的低水平区间，但服务业 PMI 意外反弹至 55.2%；欧元区制造业 PMI 和服务业 PMI 则是全面环比回升，综合 PMI 连续第三个月环比且重返扩张区间。

图7：纽约联储消费者调查



数据来源：NYFed，建信期货研究发展部

图8：欧美制造业和服务业PMI



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2023 年 1 月份美国新增非农就业 51.7 万 远高于市场主流预期的 18.5 万

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_51963

