

2023年3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



短期节奏扰动不改经济中期修复趋势

内容提要

资产价格回顾：2月国内外两条宏观主线“中国经济复苏预期+海外经济衰退及货币转向”均存在扰动，市场情绪趋于谨慎，国内经济修复斜率分歧加大下股市以震荡为主，美股和港股则偏弱，月内呈现震荡回落趋势，受美联储加息预期回摆的拖累。2月A股估值延续小幅修复，股市较债市性价比月内变动不大，仍处于明显占优区间。经济复苏斜率预期分歧加大叠加美债收益率反弹下，2月小盘股表现略强于大盘股。债市方面，国内经济修复斜率预期分歧加大，高频数据特征分化，但影响利率短期运行的主线宏观逻辑难以证伪或证实，因此2月中债方向性不强，10Y国债收益率月内在2.9%一线震荡。而受美联储加息预期回摆，美债收益率快速上行，2Y和10Y利率倒挂程度加剧，美国10年期国债收益率回升40bp重返4%。欧洲经济受能源危机缓解提振下，德债收益率月内也有明显上行。

经济修复方向确认，短期节奏扰动不改中期修复趋势：2月经济延续疫后修复的早期阶段，高频数据显示经济仍在沿着出行—>基建—>地产渐进好转，经济修复维持向好势头，同时2月PMI延续回升也反映疫情尾端扰动的消除和经济脉冲式修复的趋势。1) 居民生活半径与出行活动继续改善，地铁客运量和全国拥堵延时指数已升至高于疫情前水平；2) 元宵后劳务到位率回升，全国基建、市政、房建项目复工率加快并超过去年农历同期，其中开复工进度主要受到资金到位情况的影响，市政>基建>房建；3) 工业生产继续渐进修复，复工继续加速，结构略有分化；4) 节后电影市场热度不减，近期商品房市场成交回暖加快，尤其是二手房市场成交继续回暖；5) 出口集装箱运价指数已连跌32周，韩国2月出口额同比减少7.5%，出口压力仍存。

从信贷和通胀端来看，1) 强政策驱动叠加疫情影响减退，实体融资需求正在回暖。1月金融数据实现开门红，预计“供给端政策强驱动+需求端企业预期改善提振信贷需求”结构下，信贷有望维持同比多增，银行信贷节奏前置。但当前地产需求端仍然偏弱，且存量贷款利率倒挂问题加剧提前还贷问题，企业和居民贷款分化局面仍将持续，短期大概率维持温和宽信用的节奏，仍需观察其持续性及地产相关信贷的变化。2) 经济重启拉动CPI回升，但非广泛式上涨下短期通胀并非重心。1月通胀数据反映经济重启对于出行、文娱和服务消费价格的拉动，但非广泛式上涨结构下，通胀上行压力整体可控，短期通胀因素并非货币政策的核心制约，货币政策执行报告对短期通胀的担忧下降。PPI上半年仍处于通缩区间，同比增速大概率前低后高，内需修复+外需走弱下全年压力不大。

往后看，疫后经济往往将经历修复的两阶段特征，第一阶段的脉冲式复苏斜率通常较高，体现为积压需求和场景恢复下的补偿性修复；而随着经济进入以就业、收入等内需主导的修复阶段后，经济修复的斜率将随之放缓，同比增速回到潜在水平仍有距离。预计在环比增速的快速爬坡阶段，1-2月经济数据有望较去年底低位明显修复，但从同比来看或仍存在与潜在增速的差距。随着2月PMI验证基建复工进度随着劳动力到位而逐渐完成追赶，后续地产链的修复仍待近期二手房热度向新房市场和低能级城市扩散、以及到位资金的进一步改善。

美联储加息预期再度回摆：美国经济数据持续超预期，能源价格上行叠加核心商品增速回落下，通胀仍有隐忧，叠加美联储官员频频“鹰派”发言，市场此前对美联储年内货币政策转向的乐观预期不断纠偏，推动美国10年期国债收益率重返4%。美

请务必仔细阅读正文之后的声明

联储加息预期再度回摆，加息终点再度上调，我们认为美联储春季或不会停止加息，加息终点在 5%以上，未来政策利率路径仍取决于劳工市场和通胀数据的表现，降息仍有距离。海外短期仍需警惕美国通胀粘性较强的情况下对货币政策和全球流动性环境的潜在拖累。

资产价格展望：2 月市场对未来进一步修复的斜率预期的分歧一度加大，股市在经济数据好转待验证+缺乏增量资金+海外货币政策和地缘等扰动下，进入震荡区间。不过经济仍在渐进修复，中期看经济现实仍有改善空间，经济向上斜率有望保持，股市中期核心矛盾改善，但短期处于行情瓶颈期，两会临近下进入政策增量观察期，海外美联储加息终点抬升下仍需警惕全球流动性风险。债市整体核心矛盾仍偏不利，中期利率中枢大概率微抬，但短期影响利率运行的主线宏观逻辑仍显分化，债市方向性仍然不强，大概率趋于弱势震荡。

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	错误！未定义书签。
1.	12 月经济内需特征与疫情达峰阶段匹配	错误！未定义书签。
2.	疫情高峰回落后经济活动修复斜率加快	错误！未定义书签。
3.	1 月 PMI 验证经济进入脉冲修复早期阶段	错误！未定义书签。
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	错误！未定义书签。
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	25
五、	风险提示	25
	重要声明	26

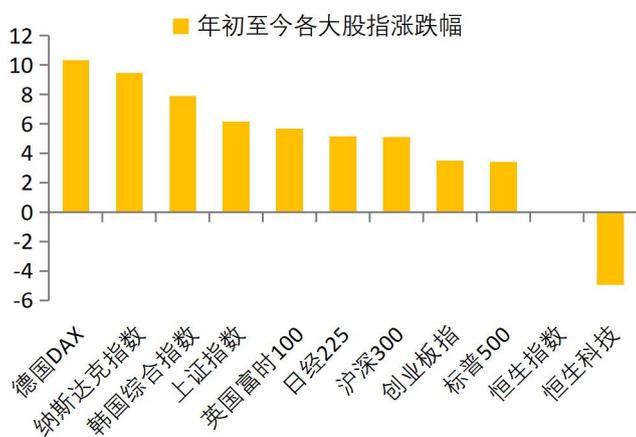
一、“海外加息预期回摆+国内经济修复斜率分歧加大”主导资产价格走势

2月国内外两条宏观主线“中国经济复苏预期+海外经济衰退及货币转向”均存在扰动，市场情绪趋于谨慎，国内股市以震荡为主，美股和港股偏弱，月内呈现震荡回落趋势。

一方面，美国经济数据超预期强劲，通胀同比涨幅收窄但环比均超预期，能源价格上行及核心商品增速回升是主因，叠加美联储官员频频“鹰派”发言，此前市场对美联储年内货币政策转向的乐观预期不断纠偏，市场加息预期回摆。美联储加息终点上调，当前市场预期6月加息至5.25-5.5%，推动美国10年期国债收益率重返4%，美股迎来调整。

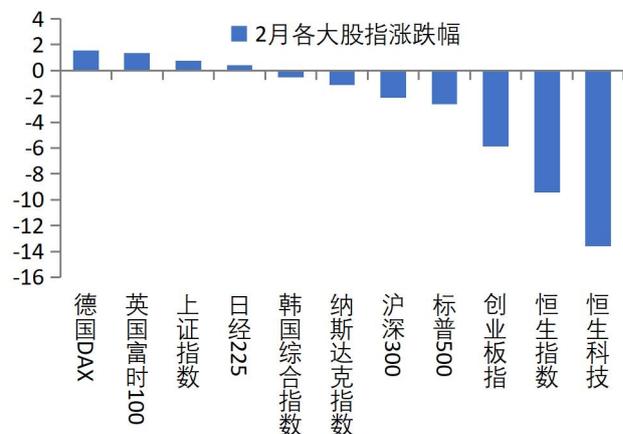
另一方面，国内经济修复方向确认，但在复苏早期阶段，经济数据真空期下高频数据特征分化，尤其是地产端修复启动尚不明显，市场对于经济修复斜率的分歧加大。叠加增量资金的不足、以及海外货币政策和地缘等的扰动，A股进入震荡区间。且临近两会，市场情绪也逐步趋于观望。国内创业板和港股表现偏弱，更多体现了海外紧缩预期回摆带来的流动性风险影响。

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: 海外紧缩预期回摆, 美股美债调整 (%)



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 股月内整体震荡, 创业板偏弱 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: 沪深 300 月内震荡 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

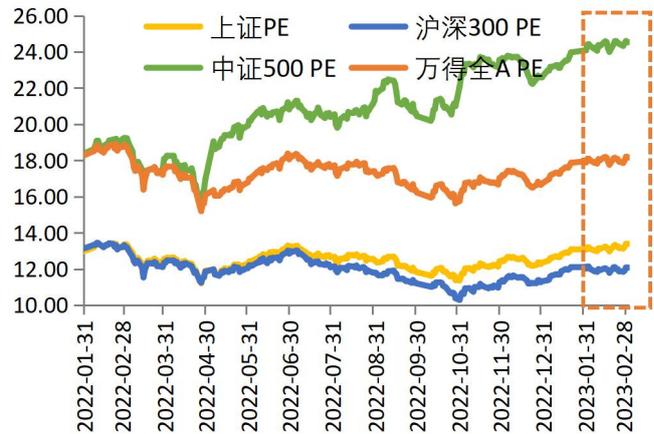
2 月股市估值延续小幅修复, 股市较债市性价比月内变动不大, 仍处于明显占优区间。A 股主要指数 PE 延续小幅回升趋势, 上证风险溢价 ERP 继续回落, 1 月底上证综指 PE 和 ERP 分别为 13.39 和 4.59% (1 月底 13.07, 4.71%)。股债相对回报率仍高于一倍标准差水平。

图 7：上证风险溢价 ERP 继续顶部回落 (%)



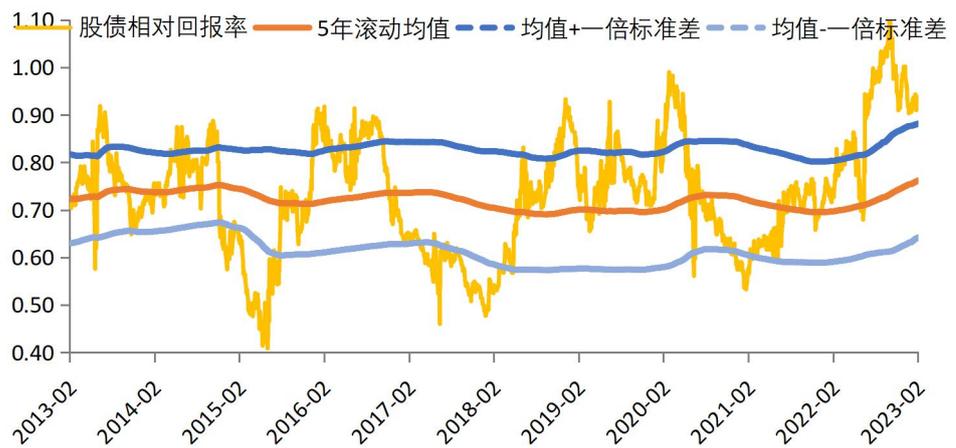
资料来源：Wind，优财研究院

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

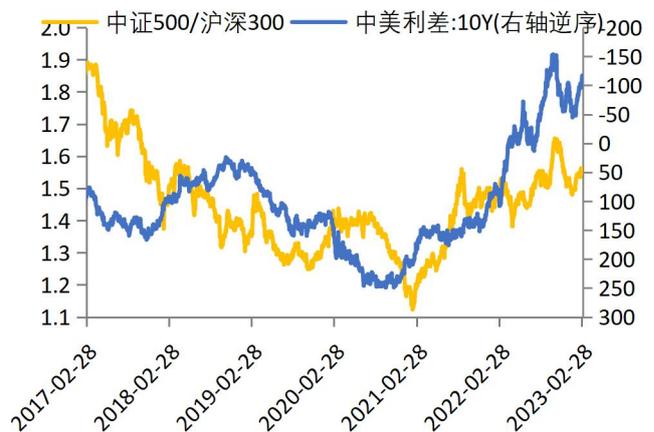
经济复苏斜率预期分歧加大叠加美债收益率反弹下，2 月小盘股表现略强于大盘股。不过预计今年经济修复方向确认下，实体信用宽松逐步兑现，同时美国经济动能仍处在趋弱通道，美债利率中长期下行方向确定，仍将呈现大盘股占优的结构。

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)



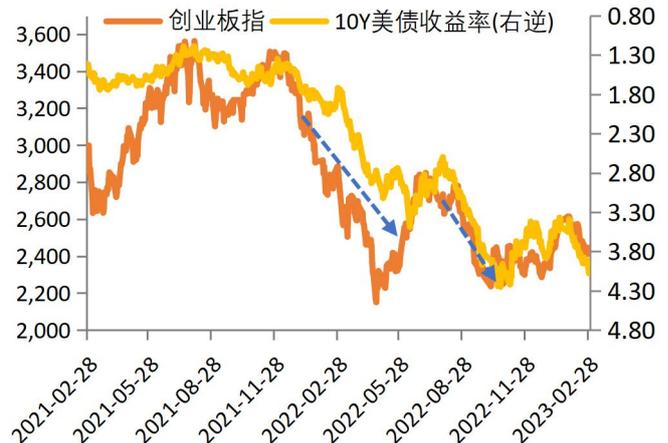
资料来源: Wind, 优财研究院

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: 美债利率偏弱制约高市盈率板块表现 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

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 (%)



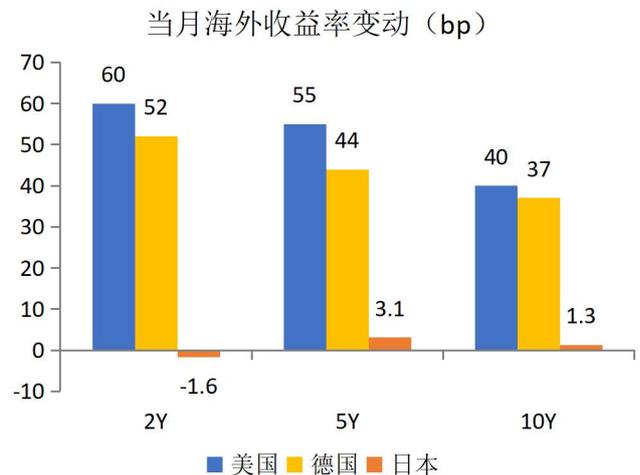
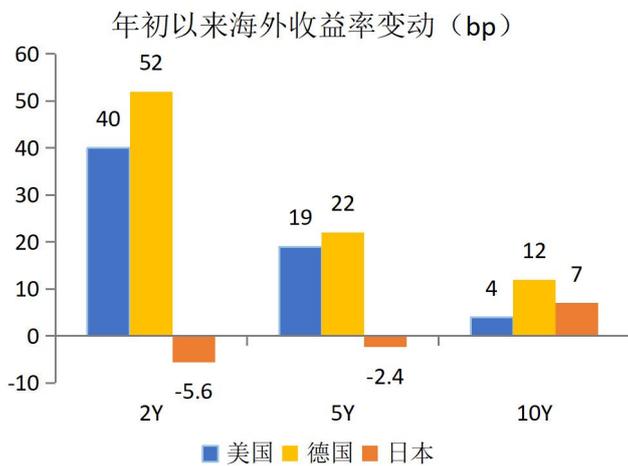
资料来源: Wind, 优财研究院

债市方面，2月国内经济修复斜率预期分歧加大，高频数据特征分化，但影响利率短期运行的主线宏观逻辑难以证伪或证实，因此2月中债方向性不强，10Y国债收益率月内在2.9%一线震荡。

海外方面，受美联储加息预期回摆，美债收益率快速上行，2Y和10Y利率倒挂程度加剧，美国10年期国债收益率回升40bp重返4%。欧洲经济受能源危机缓解提振下，德债收益率月内也有明显上行。

图 16: 年初以来海外收益率变动 (bp)

图 17: 当月海外收益率变动 (bp)

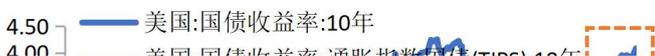


资料来源: Wind, 优财研究院

资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 美债收益率重回上行 (%)

图 19: 美债 10-2Y 收益率曲线倒挂加剧 (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_52953

