

## 预期差的定价

2023年01月15日

本周(1月9日至1月13日),受全国疫情逐步达峰影响,预期抢跑推动股市全面反弹。而随着国内市场交易主线逐步向稳增长和宽信用切换,债券利率出现反弹,股债跷跷板效应再现。

海外市场方面,12月美国通胀数据下行幅度符合市场一致预期,加息放缓交易持续升温,风险偏好回暖。欧美股指本周继续录得涨幅,各国国债收益率下行明显,经济软着陆的押注初现端倪。

**国内股市多数上涨,大盘风格占优,复苏交易主线明朗**

本周,经济复苏预期提振市场情绪,“消费复苏”以及“地产企稳”两条主线趋势明朗,场景类消费、地产后周期以及金融相关板块均录得不错表现,餐饮、家电、煤炭、有色金属等细分行业涨幅靠前。而随着市场全面抢跑“疫后修复”,大盘风格相对占优。

**资金面维稳带动期限利差曲线走陡,信用利差再度扩大**

基于跨年资金需求,央行逆回购投放连续第三周加码,资金面延续稳态,期限利差曲线进一步陡峭化。随着市场交易主线逐步切换至稳增长和宽信用,债券市场提前定价一季度经济复苏,国债期货价格出现较快调整,10年期国债期货收至100.03元,下跌0.33%。

受理财赎回压力余波以及近期负面舆情事件性冲击,信用周度利差走阔,2年期企业债与国债利差为63.76BP,相比上周上升10.8BP;2年期城投与国债利差为63.56,相比上周上升6.7BP。

**美国12月通胀数据下行符合市场一致预期,受益于加息斜率放缓的确认以及美元指数回落,海外市场风险偏好持续回暖**

12月美国CPI同比6.5%,核心CPI同比5.7%,通胀或开始步入加快下行通道。市场小幅下调加息斜率和终点,债券市场在利率峰值阶段迎来周度反弹。10年期美债利率下行22BP;10年期法债、意债利率分别下行24.1BP、34.3BP。

尽管通胀数据仍远高于美联储政策目标,但通胀下行的趋势性确认仍有效提振了经济增长预期,标普500上涨2.67%、纳指上涨4.82%,道指数上涨2.00%;德国DAX指数、法国CAC40指数、日经225均不同程度上涨。

**海外定价商品录得更优表现**

海内外政策预期共振推动商品走强,重要商品方面,海外定价商品录得更优表现。WTI原油本周上涨8.26%,伦敦黄金现货上涨2.89%,LME铜上涨6.99%,上海螺纹钢涨0.69%。

**未来国内关注:2022年12月经济数据以及基本面疫后修复的节奏**

下周关注即将出炉的2022年12月经济数据。此外疫情过峰之后2023年一季度经济基本面修复节奏的高频数据验证也同样需要保持关注。

**未来海外关注:美国通胀粘性以及劳动力市场的再平衡**

美国通胀数据仍将深刻影响全球资产交易节奏,基于核心通胀动能背后隐含的或有预期差,同时需要对与之高度相关的劳动力市场和薪资增速保持关注。

**风险提示:**海外地缘政治发展超预期;数据测算有误差;海外货币政策超预期。

**分析师 周君芝**

执业证书: S0100521100008

电话: 15601683648

邮箱: zhoujunzhi@mszq.com

**相关研究**

- 1.政策研究系列(一):如何跟踪中央经济工作会议和两会-2022/12/17
- 2.2022年11月金融数据点评:“极端”的金融数据意味着什么?-2022/12/13
- 3.全球大类资产跟踪周报:国内风险资产继续强势-2022/12/11
- 4.海外疫情系列研究(一):防疫放开三个阶段-2022/12/10
- 5.宏观事件点评:出口“断崖”预示着什么?-2022/12/08

# 目录

1 大类资产价格表现 .....	3
2 资金流动及机构行为 .....	8
3 主要的高频经济指标 .....	11
4 风险提示 .....	13
插图目录 .....	14

## 1 大类资产价格表现

**央行逆回购投放规模比上周明显回升，周五央行逆回购 1320 亿元，货币市场资金较松。**

本周，DR001 平均为 1.36%，DR007 平均为 2.17%，较上周回升。

**本周国内股市多数上涨，大盘风格占优。**

上证上涨 1.19%，深证上涨 2.06%，创业板指数上涨 2.93%，科创 50 指数跌 1.69%。

国证价值风格指数上涨 1.60%，成长风格指数上涨 2.38%；大盘指数上涨 2.48%，中盘指数上涨 1.17%，小盘指数上涨 0.68%。

**行业方面，本周非银行金融、餐饮、煤炭、有色金属、家电等行业领涨，涨幅均超过 3%，计算机、房地产、电力及公用事业、国防军工等行业领跌。**

**国内债券市场利率上行，利率债长端利率上行极快。**

2 年期国债利率上行 3.62BP，5 年期国债利率上行 6.01BP，10 年期国债利率上行 6.82BP；国开 2 年期上行 7.71BP，5 年期上行 3.2BP，10 年期上行 7.24BP。

国债期货有所回落。2 年国债期货本周收至 100.85，下跌 0.02%，5 年国债期货本周收至 100.90，下跌 0.13%，10 年国债期货收至 100.03，下跌 0.33%。

信用利差继续扩大。2 年期企业债与国债利差为 63.76BP，相比上周上升 10.8BP；2 年期城投与国债利差为 63.56，相比上周上升 6.7BP；2 年期 AAA 地产债与国债利差为 62.02，相比上周上升 11.5BP；2 年期 AAA-钢铁债与国债利差为 74.29BP，相比上周上升 10.7BP。

**油价大幅上涨，螺纹钢价格走平。**

CRB 商品指数上升 4.19%，南华综合指数上升 2.19%，其中工业品、能化品、金属、贵金属指数分别上涨 2.86%、3.00%、2.75%、1.19%，农产品指数下跌 0.78%。

重要商品方面，WTI 原油本周上涨 8.26%，上海螺纹钢涨 0.69%；伦敦黄金现货上涨 2.89%，LME 铜上涨 6.99%。

**海外股指普遍上涨，港股继续回升。**

标普 500 上涨 2.67%、纳指上涨 4.82%，道琼斯指数上涨 2.00%；德国 DAX 指数、法国 CAC40 指数、日经 225 均不同程度上涨，恒生指数上涨 3.56%。

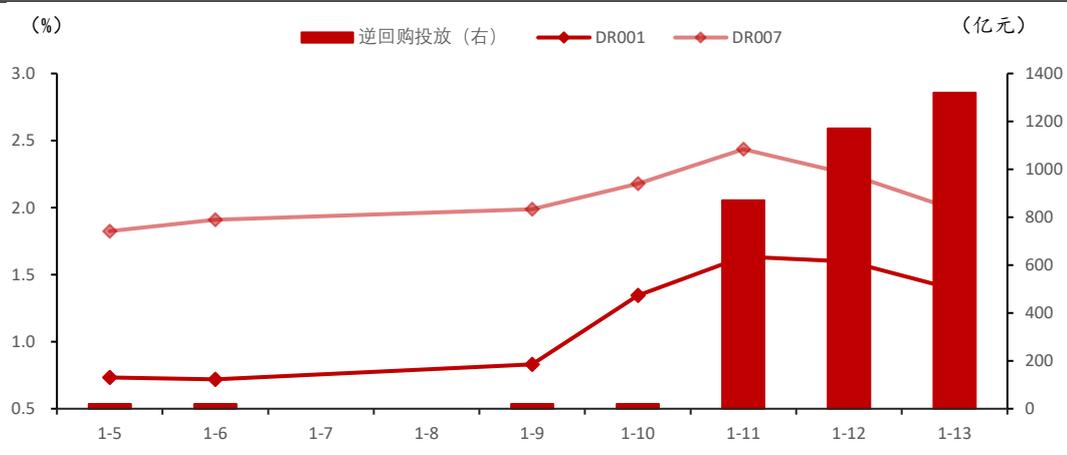
**海外债市大幅反弹，利率下行。**

10 年期美债利率下行 22BP；10 年期法债、意债利率分别下行 24.1BP、34.3BP。英债、德债利率下行 33.3BP、17.5BP。

**美元指数小幅回落，欧元升值。**

美元指数回落 1.68%，在岸人民币上涨 1.85%，英镑上涨 1.20%、欧元上涨 1.78%；日元上涨 3.22%、瑞郎上涨 0.16%；商品货币均上涨，加元上涨 0.38%、澳元上涨 1.45%、挪威克朗上涨 1.42%。

图 1：央行逆回购和资金利率



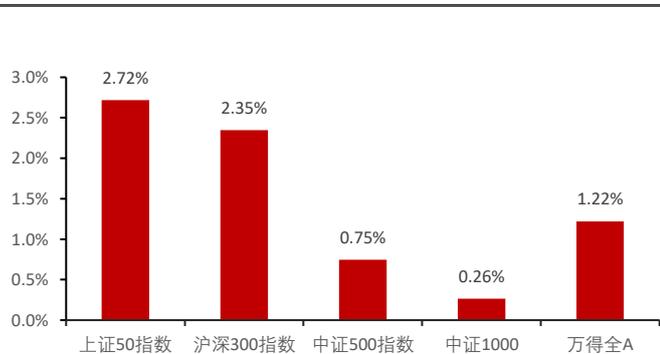
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：全球大类资产表现汇总

全球大类资产涨跌幅 (2023.01.09—2023.01.13)										
国内股票		国内债券及国债期货			商品		外汇		海外股指及国债	
上证指数	1.19%	1年国债 (BPs)	↑ 0.00	黄金	2.89%	美元指数	1.68%	标普500	2.67%	
深证指数	2.06%	5年国债 (BPs)	↑ 6.01	WTI原油	8.26%	在岸人民币	0.85%	纳斯达克指数	4.82%	
创业板指数	2.93%	10年国债 (BPs)	↑ 6.82	LME铜现货	6.99%	离岸人民币	0.77%	道琼斯指数	2.00%	
科创50指数	3.69%	2年国开 (BPs)	↑ 7.71	上海螺纹钢	0.69%	欧元	0.78%	伦敦金融时报100指数	1.88%	
上证50	2.72%	5年国开 (BPs)	↑ 3.20	南华工业品	2.86%	英镑	0.20%	巴黎CAC40指数	2.37%	
沪深300	2.35%	10年国开 (BPs)	↑ 7.24	南华农产品	-0.78%	日元	0.22%	德国DAX指数	3.26%	
中证500	0.75%	TS	-0.02%	南华能化品	3.00%	瑞郎	0.16%	10年期美债 (BPs)	↓ -22.00	
中证1000	0.26%	TF	-0.13%	南华综合指数	2.19%	加元	0.38%	10年期德债 (BPs)	↓ -17.50	
万得全A	1.22%	T	-0.33%	CRB综合指数	4.19%	澳元	0.45%	10年期日债 (BPs)	↓ -0.80	

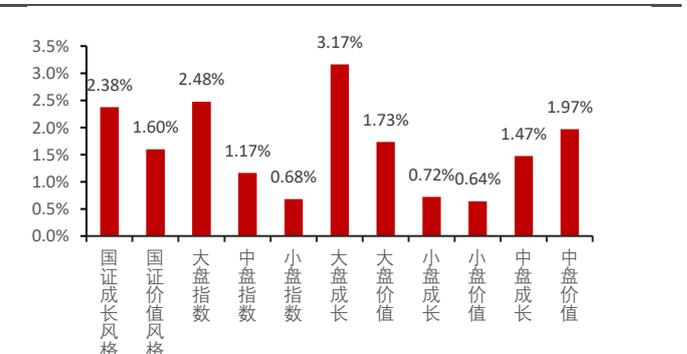
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2023 年 1 月 9 日至 1 月 13 日 A 股市场表现



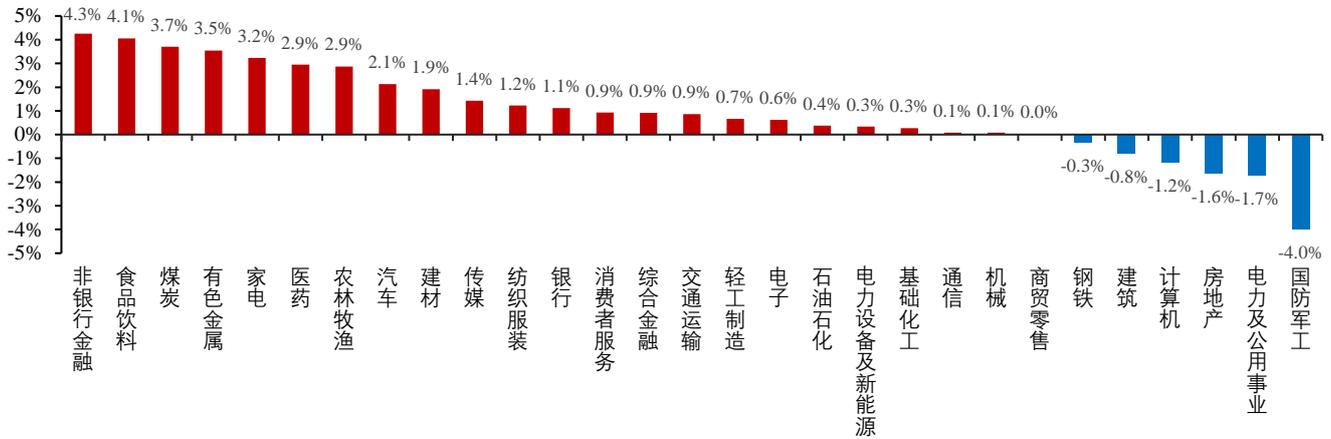
资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2023 年 1 月 9 日至 1 月 13 日 A 股风格表现



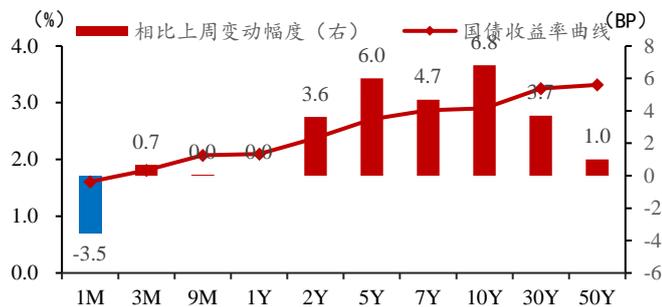
资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：2023 年 1 月 9 日至 2023 年 1 月 13 日中信 I 级行业涨跌幅



资料来源：wind，民生证券研究院。

图 6：国债收益及变动



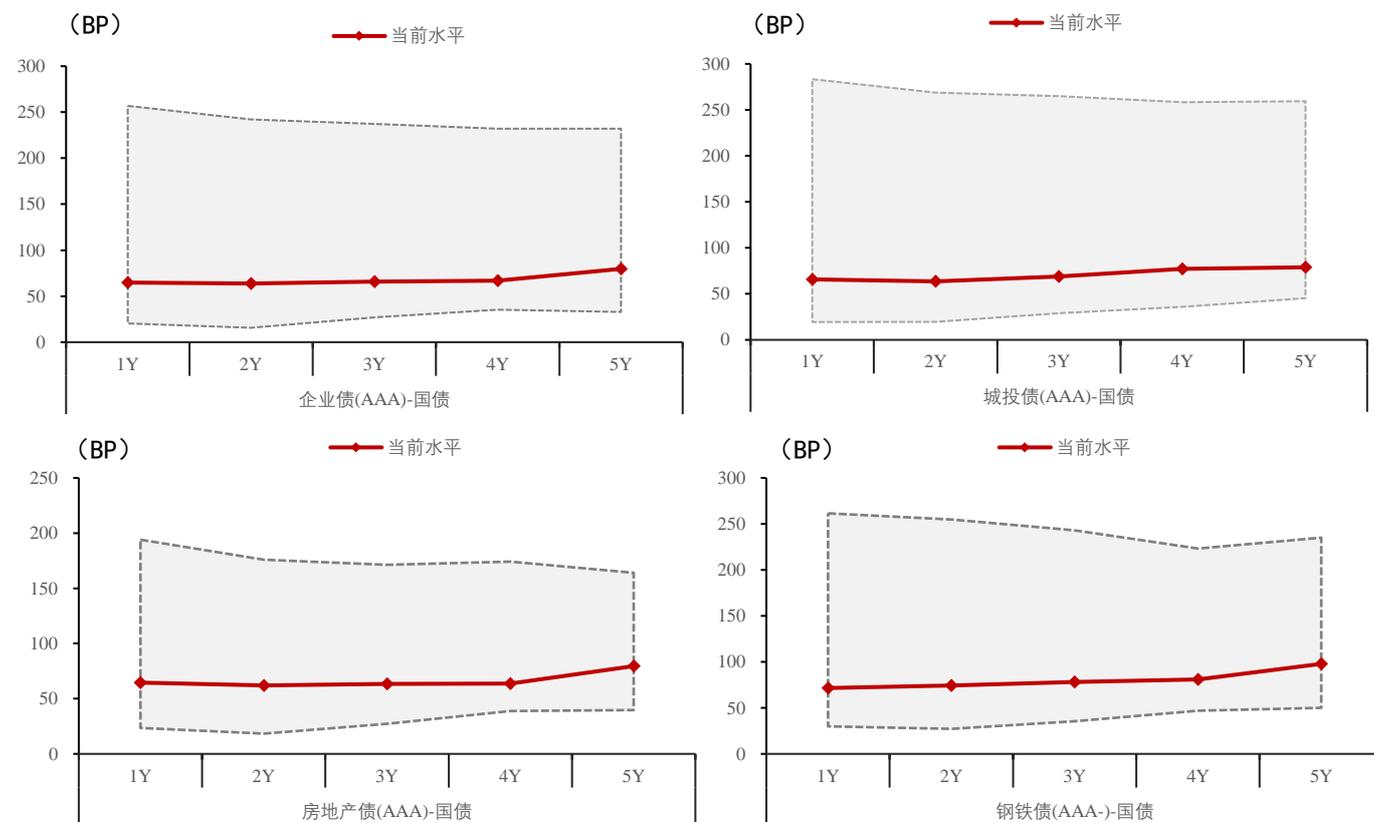
资料来源：wind，民生证券研究院；注：涨跌幅取值区间 2023 年 1 月 9 日——2023 年 1 月 13 日

图 7：期限利差



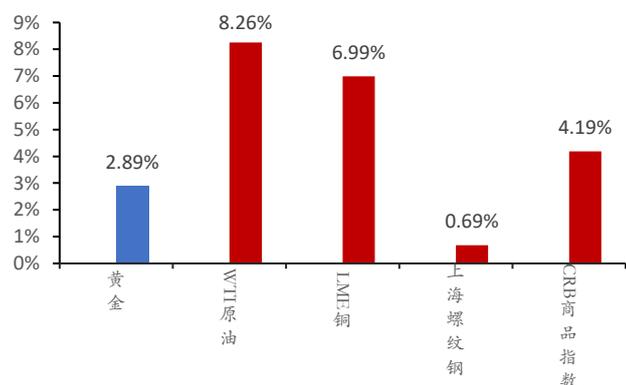
资料来源：wind，民生证券研究院；注：截至 2023 年 1 月 13 日

图 8：信用利差



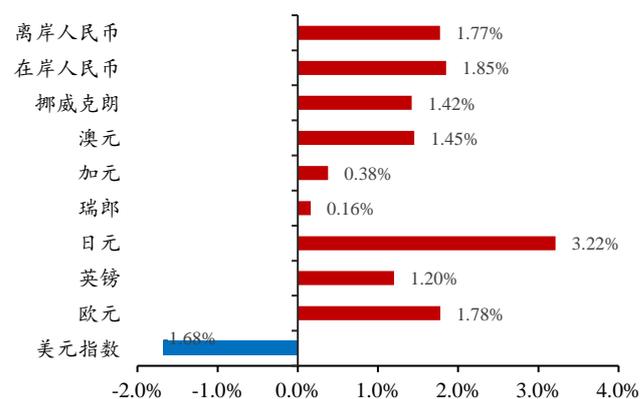
资料来源：wind，民生证券研究院；注：截至 2023 年 1 月 13 日，国债指对应期限的国债收益率

图 9：商品表现

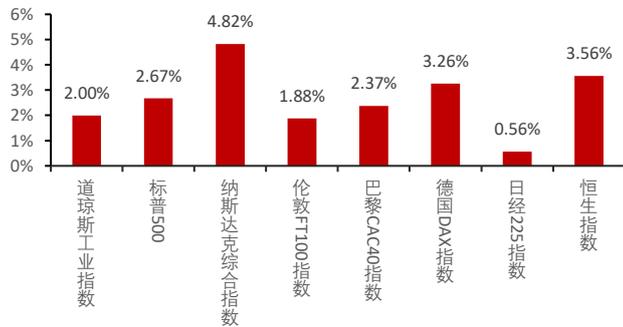


资料来源：wind，民生证券研究院；注：涨跌幅取值区间 2023 年 1 月 9 日—2023 年 1 月 13 日

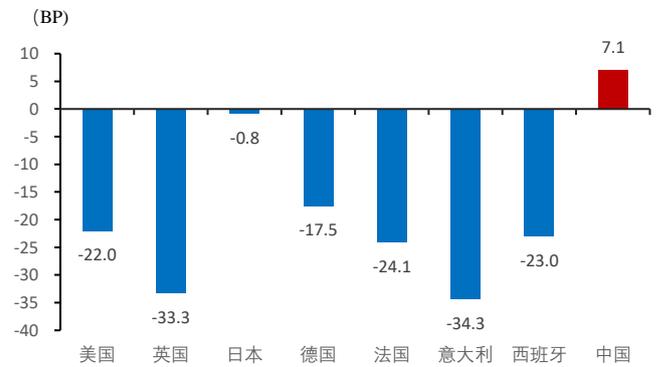
图 10：外汇表



资料来源：wind，民生证券研究院；注：涨跌幅取值区间 2023 年 1 月 9 日—2023 年 1 月 13 日

**图 11：全球主要股指涨跌幅**


资料来源：wind，民生证券研究院；注：涨跌幅取值区间 2023 年 1 月 9 日——2023 年 1 月 13 日

**图 12：主要经济体 10 年期国债收益率变动幅度**


资料来源：wind，民生证券研究院；注：涨跌幅取值区间 2023 年 1 月 9 日——2023 年 1 月 13 日

## 2 资金流动及机构行为

本周 A 股市场日均成交金额为 7397 亿元，融资融券交易占比约 7.5%，交易热度边际回落。

根据 wind 数据统计，本周新发基金金额（股票+混合型）为 32 亿元，相较于上周 4 亿元明显回升。本周北向资金累计净买入 640 亿元，相比上周净买入大幅度上升。

### 银行间市场逆回购成交量小幅上升。

本周银行间逆回购量平均为 6.93 万亿元，相比上周 5.58 万亿规模有所上升。

本周银行间外汇市场即期询价日均成交规模在 334 亿美元，较高于 2022 年同期。

同业存单发行利率多数上行，1 年期国有银行同业存单发行利率为 2.57%，相比上周上升 15BP；1 年期城商行同业存单发行利率为 2.76%，相比上周上升 12BP；1 年期农商行同业存单发行利率为 2.73%，相比上周上行 23BP。

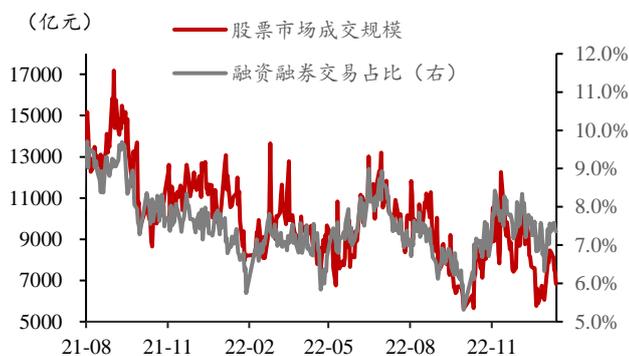
票据转贴利率上行，1 年期国股票据转贴利率为 1.86%，比上周上行 16BP；1 年期城商票据转贴利率为 2.06%，比上周上行 16BP。

### 美股波动率小幅上升，美债、原油波动率均有所回落，G7 货币波动率小幅上升。

### 离岸美元流动性基本走平。

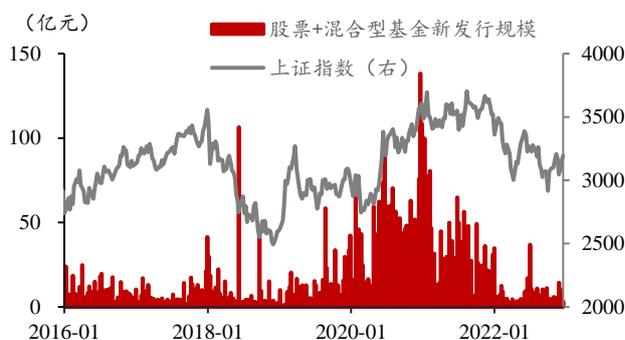
3 个月的 FRA/OIS 指标小幅回落，美元兑欧元货币、美元兑日元互换基差本周明显收窄。

图 13：股票市场成交规模及融资融券交易占比



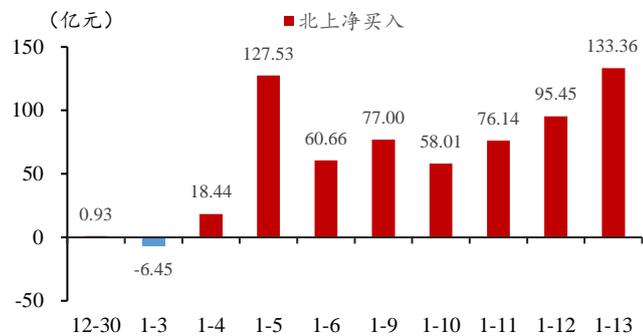
资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：新基金发行情况



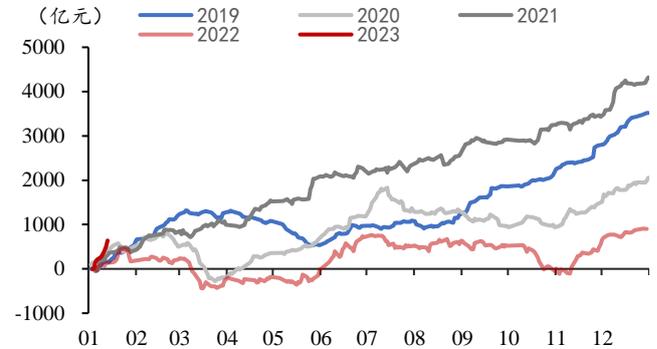
资料来源：wind，民生证券研究院

图 15: 本周北上资金流入超过流出



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 16: 北上资金累计净买入金额



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 17: 同业存单发行利率



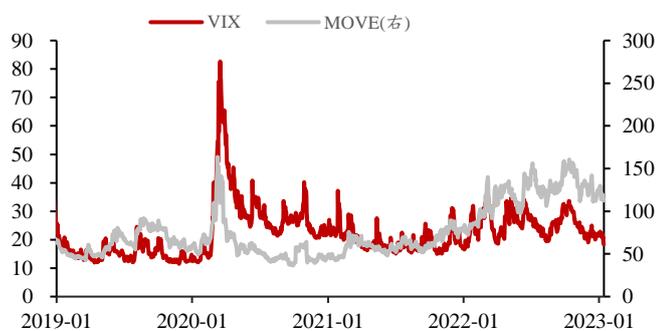
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 18: 票据转贴利率



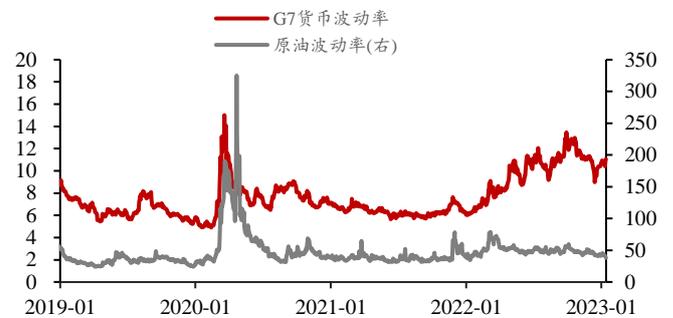
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 19: 美股和美债市场波动率



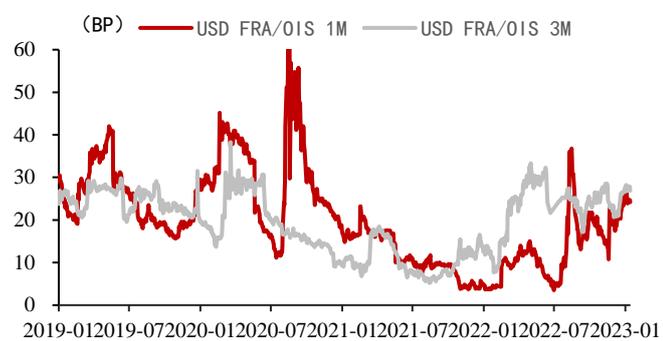
资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

图 20: 原油和 G7 外汇波动率



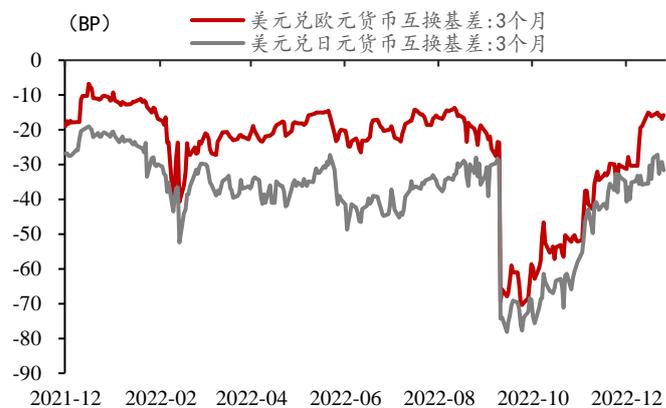
资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

图 21: FRA/OIS 走势



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 22: 主要货币对交叉货币互换基差



资料来源: wind, 民生证券研究院

### 3 主要的高频经济指标

**春节假期临近，建筑业施工继续回落，螺纹钢消费转弱。**

螺纹钢表观消费 171.4 万吨，环比上周回落 40.6 万吨，也弱于过往几年同期水平；

全国水泥价格指数 137.44，相较上周回落 2.44，明显弱于往年同期水平；六大电厂日耗煤量较上周继续回落，略低于去年同期。

**汽车消费季节性走弱。**

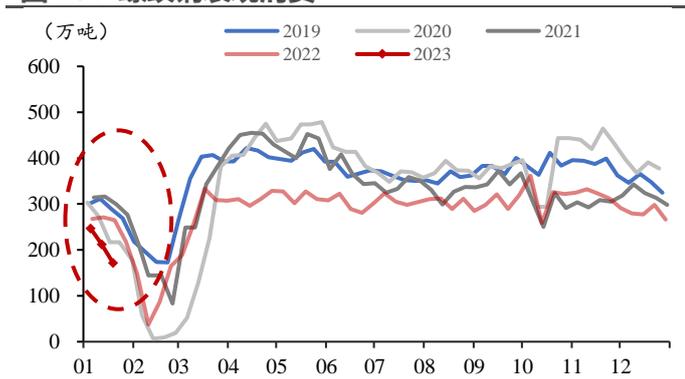
历史上，元旦后第一周汽车消费一般不强。最新一期（2022 年 12 月 31 日-2023 年 1 月 8 日）的乘联会汽车零售数据，日均销量录得 4.5 万辆，同比下降 23%。

**疫情对经济活动影响继续降低，地铁出行人次继续上行；地产销售企稳。**

1 月 12 日，10 城地铁出行 7 日移动平均值录得 3957 万人次，同比下滑 12.7%，但环比改善明显。

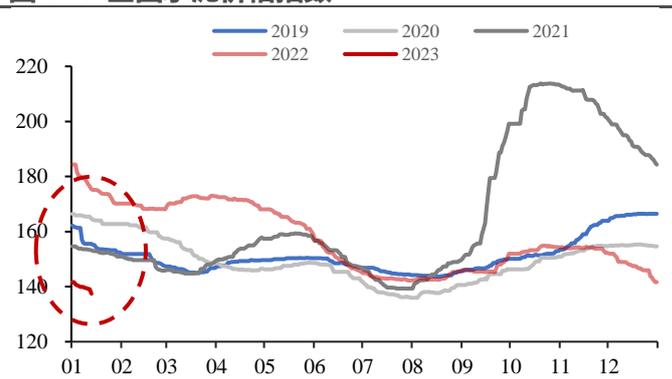
1 月 12 日，30 城商品房销售 7 日移动平均值录得 45.6 万平方米，和上周持平。当前销售状况略差于 2022 年同期。

图 23：螺纹钢表观消费



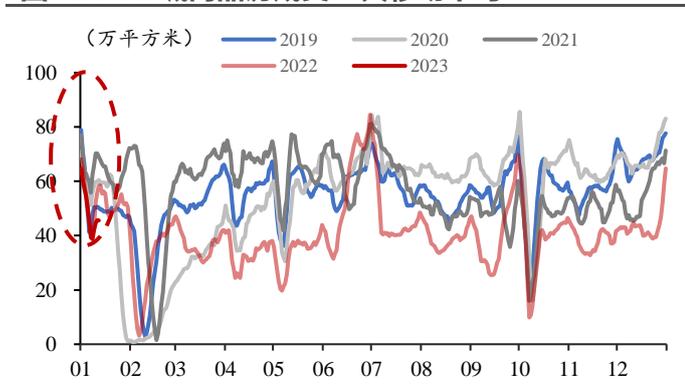
资料来源：iFind，民生证券研究院

图 24：全国水泥价格指数



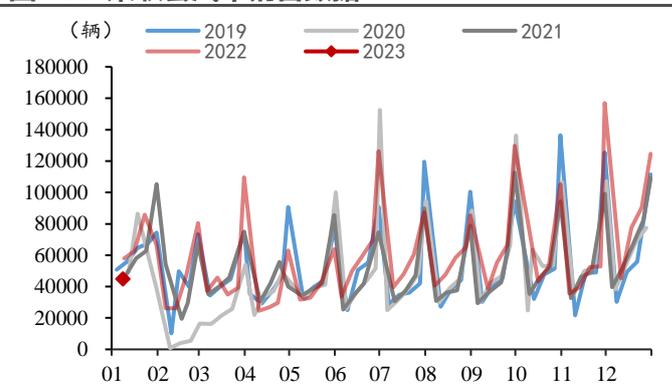
资料来源：wind，民生证券研究院

图 25：30 城商品房成交 7 天移动平均



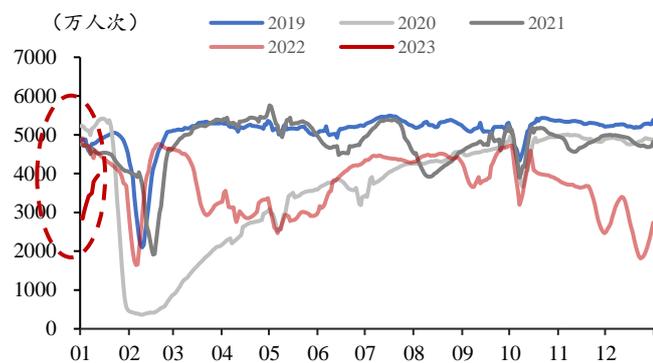
资料来源：wind，民生证券研究院

图 26：乘联会汽车销售数据



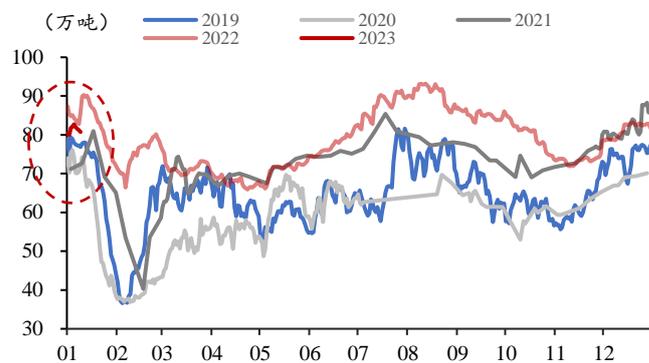
资料来源：wind，民生证券研究院

图 27: 全国 10 城地铁客运量 7 天移动平均



资料来源: wind, 民生证券研究院; 注: 10 城分别为北京、上海、广州、深圳、成都、南京、武汉、西安、郑州、长沙

图 28: 沿海六大电厂日耗



资料来源: iFind, 民生证券研究院; 注: 沿海六大电厂集团为: 浙电、上电、粤电、国电、大唐、华能

## 4 风险提示

**1) 海外地缘政治发展超预期。**若地缘政治影响范围和时间继续超预期，会导致金融市场的波动难以判断，导致与本文展望出现较大偏差，但地缘政治后续发展的情况超出本文预测范围。

**2) 数据测算有误差。**若本文数据测算有误差，会导致实际情况与本文假设的情况出现较大的偏离，影响对金融市场走向判断。

**3) 海外央行货币政策超预期。**若由于海外政策超预期，会导致金融市场波动极大，资产价格变化放大，从而影响对后续市场走向判断。

## 插图目录

图 1: 央行逆回购和资金利率 .....	4
图 2: 全球大类资产表现汇总 .....	4
图 3: 2023 年 1 月 9 日至 1 月 13 日 A 股市场表现 .....	4
图 4: 2023 年 1 月 9 日至 1 月 13 日 A 股风格表现 .....	4
图 5: 2023 年 1 月 9 日至 2023 年 1 月 13 日中信 I 级行业涨跌幅 .....	5
图 6: 国债收益及变动 .....	5
图 7: 期限利差 .....	5
图 8: 信用利差 .....	6
图 9: 商品表现 .....	6
图 10: 外汇表 .....	6
图 11: 全球主要股指涨跌幅 .....	7
图 12: 主要经济体 10 年期国债收益率变动幅度 .....	7
图 13: 股票市场成交规模及融资融券交易占比 .....	8
图 14: 新基金发行情况 .....	8
图 15: 本周北上资金流入超过流出 .....	9
图 16: 北上资金累计净买入金额 .....	9
图 17: 同业存单发行利率 .....	9
图 18: 票据转贴利率 .....	9
图 19: 美股和美债市场波动率 .....	9
图 20: 原油和 G7 外汇波动率 .....	9
图 21: FRA/OIS 走势 .....	10
图 22: 主要货币对交叉货币互换基差 .....	10
图 23: 螺纹钢表观消费 .....	11
图 24: 全国水泥价格指数 .....	11
图 25: 30 城商品房成交 7 天移动平均 .....	11
图 26: 乘联会汽车销售数据 .....	11
图 27: 全国 10 城地铁客运量 7 天移动平均 .....	12
图 28: 沿海六大电厂日耗 .....	12

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026