

相关报告

《总量周观点: 消费修复动能有待进一步增强》 2023-01-31

《总量周观点: 海外加息预期延续趋缓, 国内产需弱复苏》 2023-01-16

《总量周观点: 海外加息预期走弱, 国内经济探底改善》 2023-01-09

联系人: 马崑琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编: 200122

投资要点:

- **【宏观】** 2月1日, 美国1月PMI数据录得47.4, 自2022年5月以来已连续回落9个月; 结构上整体呈现内需偏弱, 外需偏强的局面, 新出口订单指数较前值抬升3.2%, 而新订单指数则较前值下滑2.6%。2月3日, 美国1月新增非农就业人数录得517千人, 大幅超出市场预期, 同时平均周薪边际上行, 显示劳动市场的需求较为旺盛; 失业率方面, 美国总体失业率下降至3.4%, 但注意到U6失业率却抬升至6.6%, 劳动力市场或仍存在结构性失业问题。非农数据公布后, 美债长端收益率出现上行, 联邦基金利率期货隐含加息预期仍然集中在25BP步长, 但隐含概率从83%抬升至97%。整体来看, 美国非农数据的强劲与U6失业率的背离或显示劳动力市场需求有所改善, 但仍然存在结构性堵点, PMI数据显示美国潜在的衰退仍在延续; 结合美债收益率曲线, 当前1Y与10Y美债倒挂接近100BP, 仍然包含较强的衰退预期。当前美联储加息接近触顶, 预计仍有一到两次25BP加息, 但是否降息预期分歧较大, 若就业数据持续强劲, 年内降息概率或进一步走低。国内目前高频数据的反弹较之预期略显不足, 生产端仍需进一步修复, 而需求侧的地产销售也亟待提振, 仍然处在修复初期, 收入预期尚不稳定, 超额储蓄的释放仍然需要过程。从PMI数据来看, 中期经济的修复动能仍在, 未来的反弹韧性仍然集中于消费与地产的需求释放。
- **【股市】** 上周, 全球指数涨跌不一, 纳指上涨3.31%, 道指略低0.15%。国内市场涨跌互现, 中证500、中证1000表现较好, 上证50、沪深300表现较弱。沪深两市日均成交额9,812亿元, 较上周环比32.7%, 成交额大幅回升。上周, 行业方面, 20个行业上涨, 10个行业下跌; 汽车、计算机、国防军工等表现较好; 消费者服务、银行、非银等表现较差。概念方面, 生物识别、钨矿、小程序等表现较好; 航空运输、纺织服装、保险等表现较差。市场方面, 2022年11月以来, 随着疫情政策调整, 疫情快速过峰, 经济开始复苏, 市场风险偏好抬升, 外资大举买入, 恒生指数最高反弹达50%、上证50最高反弹超20%, 上证综指最高越过3300点, 7个交易日站稳年线, 市场可能进入熊牛转换期。当然, 短期市场可能存在外资获利回吐的抛压, 不过前期内资相对谨慎, 待市场调整到位, 内资可能接力入场。短期上证综指可能维持间蓄势震荡。注册制即将在主板实施, 供给面的有一定压力预期, 但市场整体估值依然较低, 当前依然是中长期布局的合理区域。板块方面, 建议重点关注科技类和周期反转板块。由于美联储加息周期进入尾声, 对科技股的压制可能也接近尾声, 同时国内对新能源、芯片的政策支持力度可能加大, 相关板块估值处于几年低位, 可以开始中期介入。

继续保持多头观点，建议仓位维持 100% 以上，重点关注旅游、芯片、光伏、农业、基建等板块。

- **【债市】**节后市场情绪整体好转，基金配置配置情绪不错。各衍生品品种贴水普遍收窄。国债曲线走平，前期上凸的 5、10 年最近一周明显修复，当前 10 年仍稍上凸，1 年及以下偏低/陡。国开曲线偏平，长端和 2-5 年表现更好。存单维持在 2.6% 附近。经济复苏速度一般。地产成交中规中矩，与去年春节后基本相当。节后首周开工在恢复但相比往年节后速度偏慢。出口领先指标低位继续下探。年后债市如我们预期走出一波超跌反弹，修正年前过度悲观定价的行情。利率品种上深贴水弹性较大的国债期货带头，IRS、现券等品种跟随反弹。二永、信用债配置情绪也明显好转。当前宏观逻辑仍然相对拉锯，但短期内情绪修复行情可能仍有空间。
- **资产配置：股票 40%、债券 15%、商品 20%、Reits 25%。**

风险提示：政策、经济数据预测不及预期，突发风险事件等；大类资产配置模拟组合仅用于回测，过往收益率不代表未来状况。

内容目录

1. 宏观：生产端出现修复，地产需求仍待改善	4
2. 股票：市场熊牛转换期，逢调整或可加仓	6
4. 债券：债市情绪改善	8
5. 资产配置：股票 40%、债券 15%、商品 20%、Reits25%	9
6. 风险提示	9

图表目录

图 1：我国近期高频景气指数同比增速与 4 周均值	5
图 2：我国南华工业品价格指数与国际油价	5
图 3：中美十年期国债收益率走势与利差	5
图 4：美元兑人民币汇率中间价走势（USD/CNY）	5
图 2：全球主要指数涨跌幅(%)	7
图 3：A 股主要指数涨跌幅(%)	7
图 4：中信一级行业 12 月涨跌幅（%）	7
图 8：国债收益率曲线走平	8
图 9：国开债收益率曲线下移	8
图 10：同业存单收益率震荡	8
图 11：大类资产配置模拟组合净值走势图	9
表 1：本期大类资产配置比例	9

1. 宏观：生产端出现修复，地产需求仍待改善

宏观回顾：

2月1日，美国1月PMI数据录得47.4，自2022年5月以来已连续回落9个月；结构上整体呈现内需偏弱，外需偏强的局面，新出口订单指数较前值抬升3.2%，而新订单指数则较前值下滑2.6%。2月3日，美国1月新增非农就业人数录得517千人，大幅超出市场预期，同时平均周薪边际上行，显示劳动市场的需求较为旺盛；失业率方面，美国总体失业率下降至3.4%，但注意到U6失业率却抬升至6.6%，劳动力市场或仍存在结构性失业问题。

1月31日我国公布PMI数据，制造业PMI录得50.1%，重回景气线之上，较前值环比改善显著；非制造业PMI大幅抬升至54.4%。结构上，制造业PMI生产指数仍未恢复至50以上，相较之下新订单指数修复动能较强，呈现出生产偏弱需求偏强的格局。

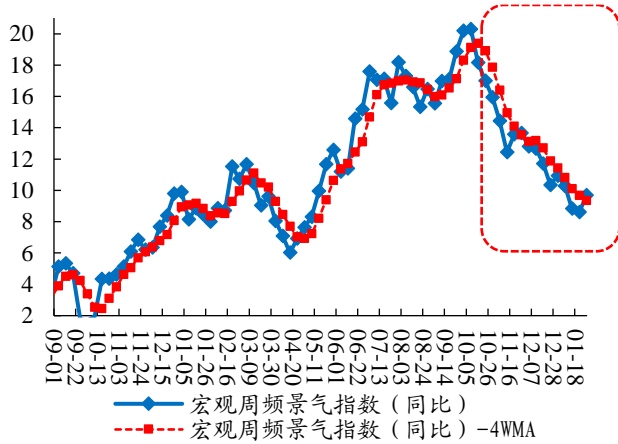
高频数据方面，1月下旬我国进入春节假期，第三周高频扩散指数触底，第四周小幅反升，结构上生产端动能偏弱，需求侧改善则呈现分化，一方面出行人次与电影票房相对较好，另一方面地产销售却持续低迷；进入2月，煤炭、钢铁、汽车开工均有好转，但地产需求依然偏弱。上游生产端，秦皇岛港煤炭调度日产能中枢下移，高炉炼铁产能有所回升，汽车轮胎开工有所下滑。需求层面，上周乘用车销售边际走强，商品房成交延续回落，电影票房边际改善。物流运输方面，铁路货运与邮政揽储量节后反弹明显。整体上，我国工业生产动能偏弱，需求侧分化式改善，地产销售仍然亟待提振。

宏观展望：

非农数据公布后，美债长端收益率出现上行，联邦基金利率期货隐含加息预期仍然集中在25BP步长，但隐含概率从83%抬升至97%。整体来看，美国非农数据的强劲与U6失业率的背离或显示劳动力市场需求有所改善，但仍然存在结构性堵点，PMI数据显示美国潜在的衰退仍在延续；结合美债收益率曲线，当前1Y与10Y美债倒挂接近100BP，仍然包含较强的衰退预期。当前美联储加息接近触顶，预计仍有一到两次25BP加息，但是否降息预期分歧较大，若就业数据持续强劲，年内降息概率或进一步走低。

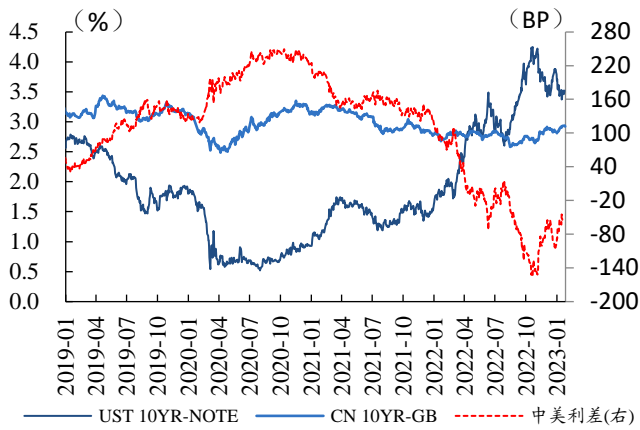
国内目前高频数据的反弹较之预期略显不足，生产端仍需进一步修复，而需求侧的地产销售也亟待提振，仍然处在修复初期，收入预期尚不稳定，超额储蓄的释放仍然需要过程。从PMI数据来看，中期经济的修复动能仍在，未来的反弹韧性仍然集中于消费与地产的需求释放。

图 1：我国近期高频景气指数同比增速与 4 周均值



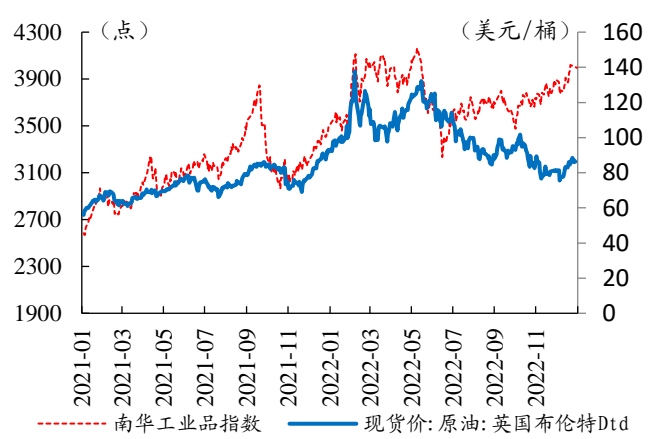
资料来源：Wind，中原证券

图 3：中美十年期国债收益率走势与利差



资料来源：Wind，中原证券

图 2：我国南华工业品价格指数与国际油价



资料来源：Wind，中原证券

图 4：美元兑人民币汇率中间价走势 (USD/CNY)



资料来源：Wind，中原证券

2. 股票：市场熊牛转换期，逢调整或可加仓

股市回顾：上周，全球指数涨跌不一，纳指上涨 3.31%，道指略低 0.15%。国内市场涨跌互现，中证 500、中证 1000 表现较好，上证 50、沪深 300 表现较弱。沪深两市日均成交额 9,812 亿元，较上周环比 32.7%，成交额大幅回升。上周，行业方面，20 个行业上涨，10 个行业下跌；汽车、计算机、国防军工等表现较好；消费者服务、银行、非银等表现较差。概念方面，生物识别、钨矿、小程序等表现较好；航空运输、纺织服装、保险等表现较差。

股市展望：市场方面，2022 年 11 月以来，随着疫情政策调整，疫情快速过峰，经济开始复苏，市场风险偏好抬升，外资大举买入，恒生指数最高反弹达 50%、上证 50 最高反弹超 20%，上证综指最高越过 3300 点，7 个交易日站稳年线，市场可能进入熊牛转换期。当然，短期市场可能存在外资获利回吐的抛压，不过前期内资相对谨慎，待市场调整到位，内资可能接力入场。短期上证综指可能维持间蓄势震荡。注册制即将在主板实施，供给面的有一定压力预期，但市场整体估值依然较低，当前依然是中长期布局的合理区域。板块方面，建议重点关注科技类和周期反转板块。由于美联储加息周期进入尾声，对科技股的压制可能也接近尾声，同时国内对新能源、芯片的政策支持力度可能加大，相关板块估值处于几年低位，可以开始中期介入。继续保持多头观点，建议仓位维持 100% 以上，重点关注旅游、芯片、光伏、农业、基建等板块。

图 5：全球主要指数涨跌幅(%)

2023/2/3	周涨跌	月涨跌	2023年涨跌	2022年涨跌
道琼斯工业指数	-0.15	0.47	2.35	-8.78
纳斯达克指数	3.31	3.65	14.72	-33.10
标普500	1.62	1.47	7.73	-19.44
英国富时100	1.76	1.67	6.04	0.91
法国CAC40	1.93	2.14	11.74	-9.50
德国DAX	2.06	2.21	11.05	-12.35
日经225	0.46	0.67	5.42	-9.37
韩国综合指数	-0.15	2.28	10.91	-24.89
恒生指数	-4.53	-0.83	9.50	-15.46
澳洲标普200	1.00	1.10	7.10	-5.20
印度SENSEX30	2.96	2.13	-0.14	4.44
俄罗斯RTS	1.02	0.13	3.29	-39.18
巴西指数	-3.38	4.33	-1.10	4.69
上证指数	-0.04	0.24	5.64	-15.13
深证成指	0.61	0.44	9.43	-25.85
台湾加权指数	4.48	2.21	10.36	-22.40

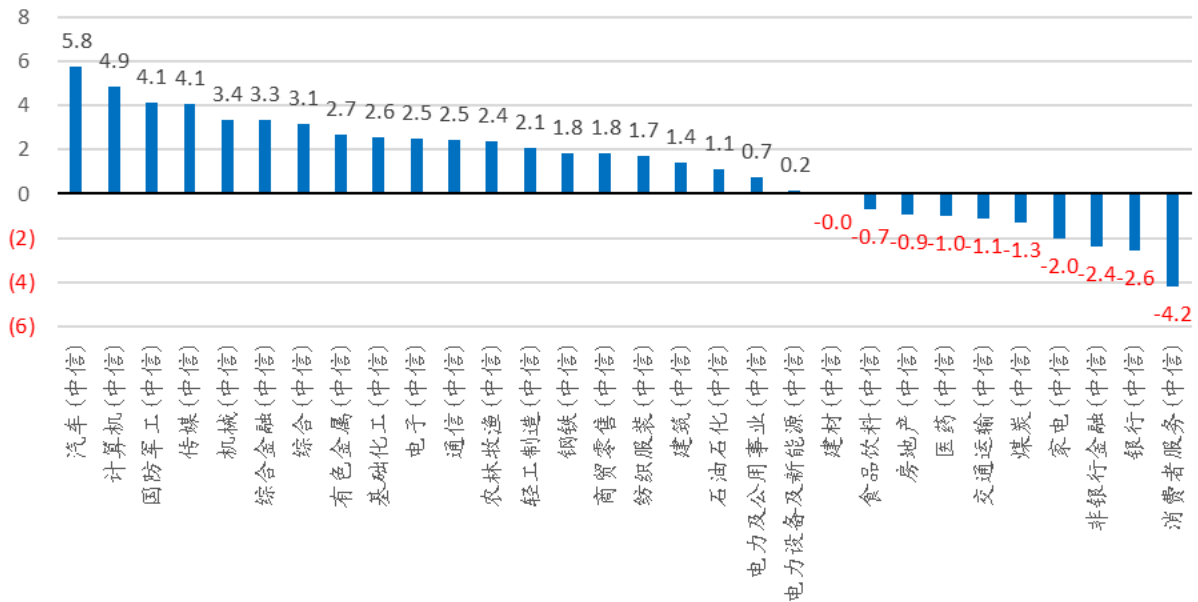
资料来源：Wind，中原证券

图 6：A 股主要指数涨跌幅(%)

2023/2/3	日涨跌	月涨跌	2023年涨跌	2022年涨跌
上证指数	-0.04	0.24	5.64	-15.13
深证成指	0.61	0.44	9.43	-25.85
创业板指	-0.23	-0.03	9.94	-29.37
沪深300	-0.95	-0.37	6.97	-21.63
上证50	-2.19	-1.18	5.30	-19.52
中证500	1.48	0.87	8.17	-20.31
科创50	0.46	1.92	7.71	-31.35
创业板50	-0.56	-0.48	10.44	-29.83
万得全A	0.92	0.65	8.08	-18.66
中小板指	1.70	0.78	8.88	-26.49
上证180	-1.54	-0.61	5.36	-18.77
上证380	1.18	0.89	7.59	-17.46
中证100	-0.86	-0.45	8.27	-22.07
中证500	1.48	0.87	8.17	-20.31
中证800	-0.34	-0.05	7.28	-21.32
中证1000	2.79	1.76	10.24	-21.58

资料来源：Wind，中原证券

图 7：中信一级行业 12 月涨跌幅 (%)

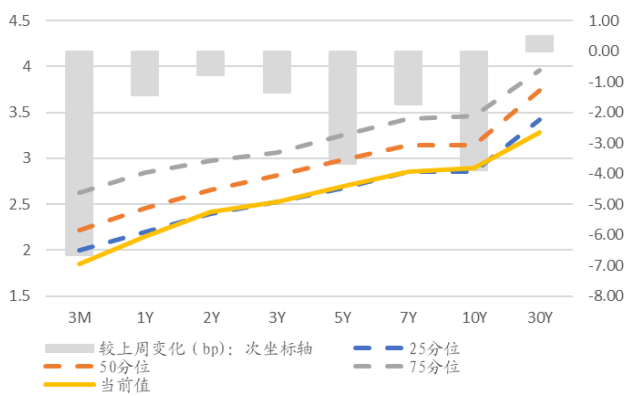


资料来源：Wind，中原证券

4. 债券：债市情绪改善

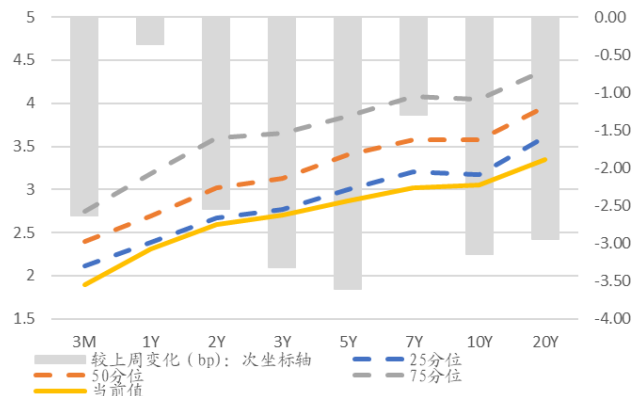
债市回顾：节后市场情绪整体好转，基金配置配置情绪不错。各衍生品品种贴水普遍收窄。T2303/2306 净基差分别收窄到 0.25/0.8 元（均对 220003 计算），跨期价差震荡小幅收窄到 0.845 元。IRS Repo 5Y-5 年国债价差明显收窄到 17bp 附近。国债曲线走平，前期上凸的 5、10 年最近一周明显修复，当前 10 年仍稍上凸，1 年及以下偏低/陡。国开曲线偏平，长端和 2-5 年表现更好。存单维持在 2.6% 附近。国债 10 年和国开短端（2Y 内）稍有性价比，国开 7Y 和国债短端（1Y 内）偏贵。220 作为 10 年活跃券时间已经较长理论上离新 10 年券发行不太远，220-215 价差提前收窄到 2bp 以内。经济复苏速度一般。地产成交中规中矩，与去年春节后基本相当。节后首周开工在恢复但相比往年节后速度偏慢。出口领先指标低位继续下探，韩国/越南 1 月出口增速分别为 -16.6%/ -13.52%，与美国 PMI 数据较为匹配。

图 8：国债收益率曲线走平



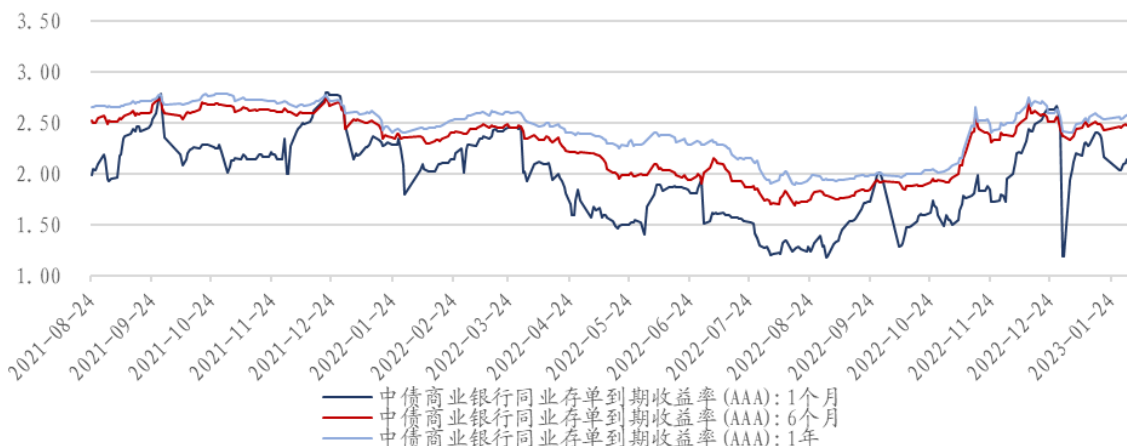
资料来源：Wind，中原证券

图 9：国开债收益率曲线下移



资料来源：Wind，中原证券

图 10：同业存单收益率震荡



资料来源：Wind，中原证券

债市展望：年后债市如我们预期走出一波超跌反弹，修正年前过度悲观定价的行情。利率品种上深贴水弹性较大的国债期货带头，IRS、现券等品种跟随反弹。二永、信用债配置情绪也明显好转。当前宏观逻辑仍然相对拉锯，处于阶段性震荡格局中，但短期内情绪修复行情可能仍有空间，本周前半周我们谨慎乐观，建议投资者临近社融数据发布可以适当谨慎一些。

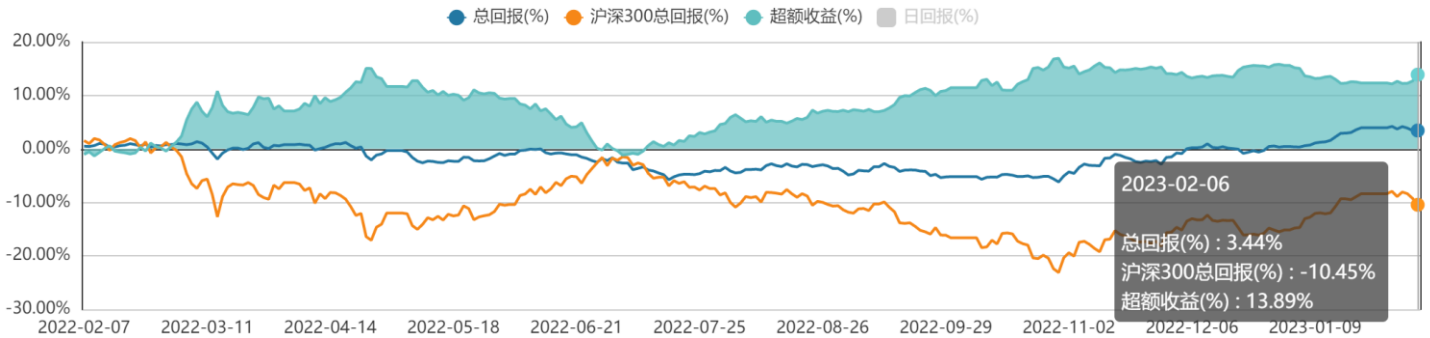
5. 资产配置：股票 40%、债券 15%、商品 20%、Reits25%

表 1：本期大类资产配置比例

大类资产	代表资产	代码	配置比例
股票	华泰柏瑞沪深 300ETF	510300.OF	40%
债券	国泰上证 10 年期国债 ETF	511260.OF	15%
商品	大成有色金属期货 ETF	159980.OF	20%
REITS	博时招商蛇口产业园 REIT	180101.OF	25%

资料来源：Wind，中原证券

图 11：大类资产配置模拟组合净值走势图



资料来源：Wind，中原证券

6. 风险提示

- (1) 政策、经济数据预测不及预期，突发风险事件等；
- (2) 大类资产配置模拟组合仅用于回测，过往收益率不代表未来状况。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。