

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

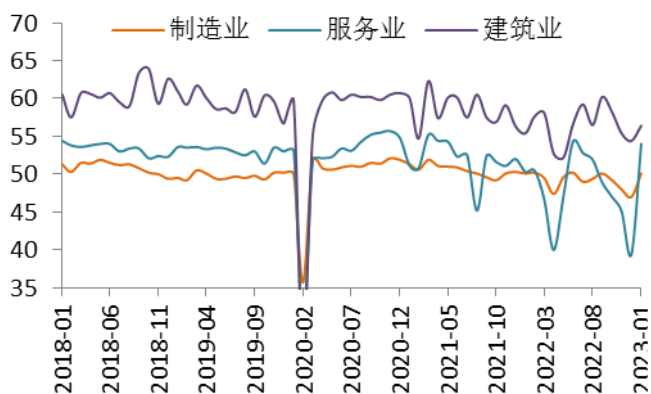
2022年11月至12月，中国当局通过《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》（二十条）和《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》（新十条）两个疫情防控文件，指导中国防疫从动态清零向开放共存转变，中国防疫共存闯关时点从事前市场主流预期的2023年二季度提前到2022年12月，2022年12月份新冠疫情在中国大陆迅猛扩散。2023年1月中旬过后中国大陆疫情逐步缓解，春节期间中国农村地区也没有爆发二次疫情，中国防疫共存闯关基本上可以说以少部分感染者死亡的代价平稳完成。

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。

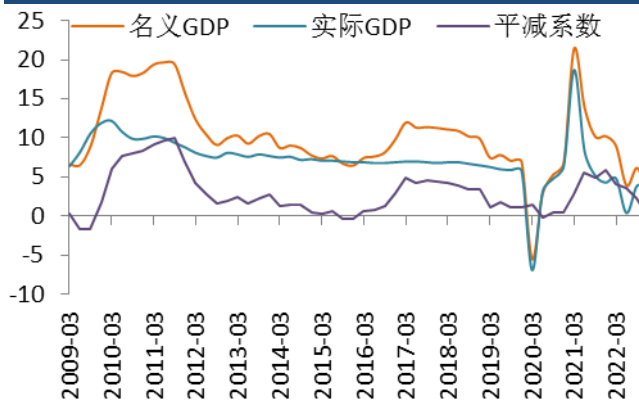
防疫共存闯关前置使得中国 2022 年四季度经济再次探底，但从 2023 年 1 月份开始复苏。2022 年 12 月中国官方综合 PMI 录得 42.6%，略低于 2022 年 4 月份读数；但 2023 年 1 月份综合 PMI 就回升至 52.9%，为 2021 年下半年以来的次高值。2022 年四季度中国实际 GDP 同比增长 2.9%，为 2020 年以来的第三低读数（高于 2020 年一季度的-6.9%和 2022 年二季度的 0.6%）；2022 年全年实际 GDP 同比增长 3%，是改革开放以来除 2020 年外的最低年度增速。但 2022 年的低基数、动态清零政策对经济的抑制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

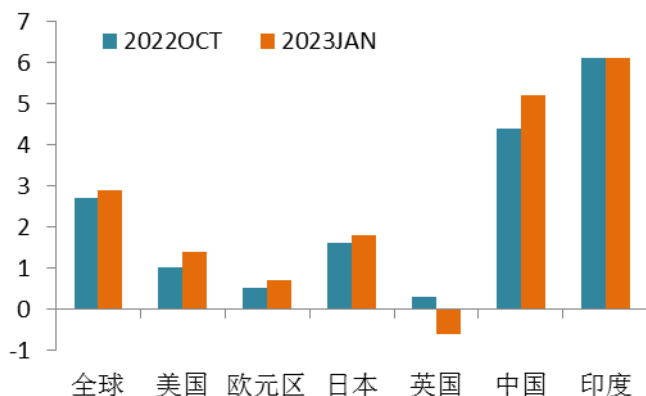
得益于动态清零政策结束后经济重新开放所带来的恢复性增长，2023 年 1 月份中国官方制造业 PMI 和服务业 PMI 分别录得 50.1%和 54%，双双回到扩张区间；但在制造业 PMI 主要分项中，仅有新订单指数高于 50%，生产指数、从业人员指数以及库存指数虽环比回升但仍处于萎缩区间，部分反映了春节假日对制造生产的扰动作用。与官方 PMI 相比较，1 月份财新 PMI 综合 PMI 仅环比回升 2.8 个百分点，考虑到财新 PMI 中中小企业占比更高，这说明目前经济复苏主要由大型企

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。

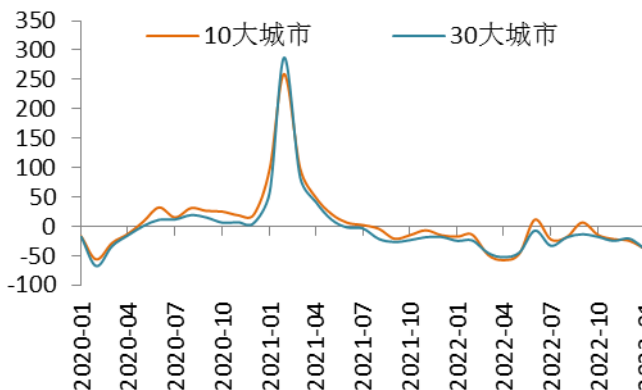
2023年1月5日中国央行和银保监会联合发布《关于建立新发放首套住房个人住房贷款利率政策动态调整长效机制的通知》，通知指出：1、自2022年第四季度起，各城市政府可于每季度末月，以上季度末月至本季度第二个月为评估期，对当地新建商品住宅销售价格变化情况进行动态评估；2、对于评估期内新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均下降的城市，地方政府按照因城施策原则可自主决定自下一个季度起，阶段性维持、下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限；3、对于采取阶段性下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限的城市，如果后续评估期内新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均上涨，应自下一个季度起，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



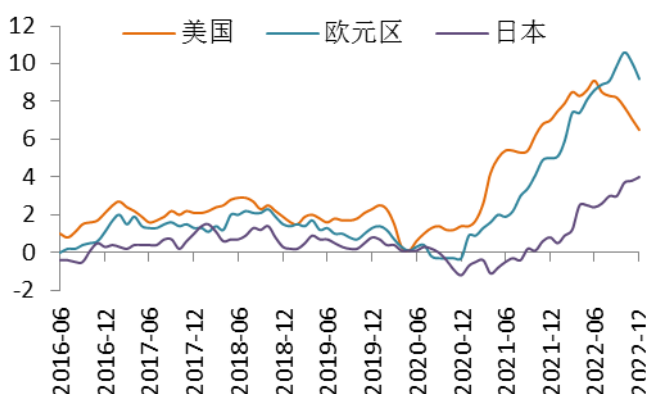
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

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

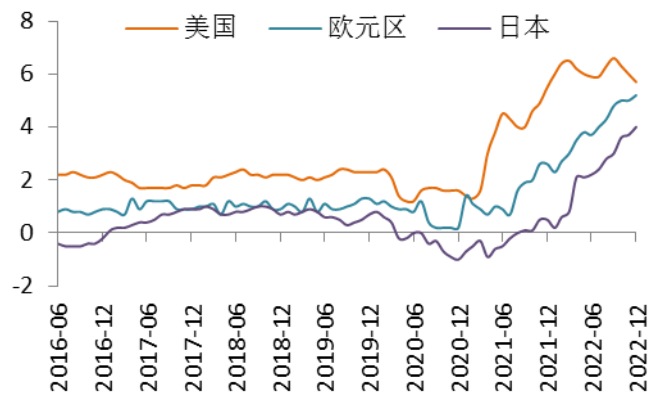
2022年三季度以来，美欧通货膨胀压力呈现见顶回落迹象。2022年12月份美国整体CPI同比增长6.5%，增速较2022年高点回落2.6个百分点；核心CPI同比增长5.7%，增速较2022年高点回落0.8个百分点。2023年1月份欧元区整体CPI初值同比增长8.5%，增速较2022年高点回落2.1个百分点；核心CPI初值同比增长5.2%，增速持平于2022年12月份。尽管目前通胀增速仍远高于过去三十年波动中枢以及央行2%目标值，市场相信在基数效应、央行紧缩货币政策以及新冠疫情减退的综合影响下，通胀增速必定逐步向2%靠拢，央行紧缩货币政策进程也将结束甚至逆转；因此在通胀增速仍远高于央行2%目标的同时，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



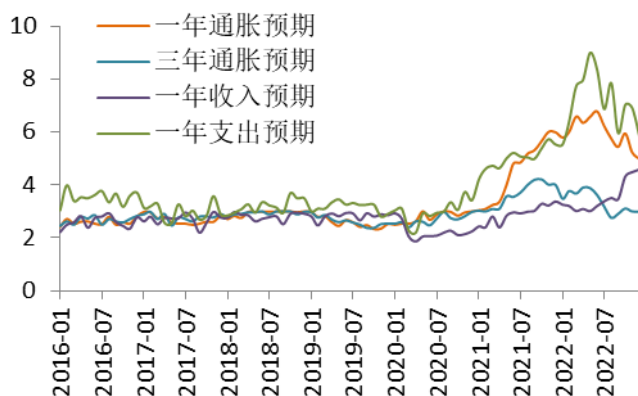
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

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。

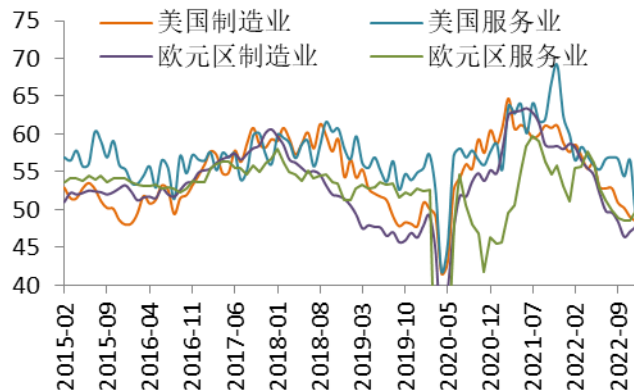
欧洲情况同样如此。2022 年 11 月份以来欧洲整体通胀增速开始回落，2023 年 1 月份欧盟经济景气指数从 2022 年最低值 92.8 回升至 98，消费者信心指数从 2022 年最低值 -28.7 回升至 -20.9。因此欧美通胀压力的缓解对欧美短期经济起到促进作用。2022 年四季度美国实际 GDP 环比年率录得 2.9%，虽然略低于 2022 年三季度增速，但也显示出美国经济韧性；2022 年四季度欧元区实际 GDP 环比增长 0.1%，好于市场主流预期的萎缩 0.1%。2023 年 1 月份美国虽然制造业 PMI 持续下滑至 47.4%，处于过去八年间除 2020 年初疫情爆发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

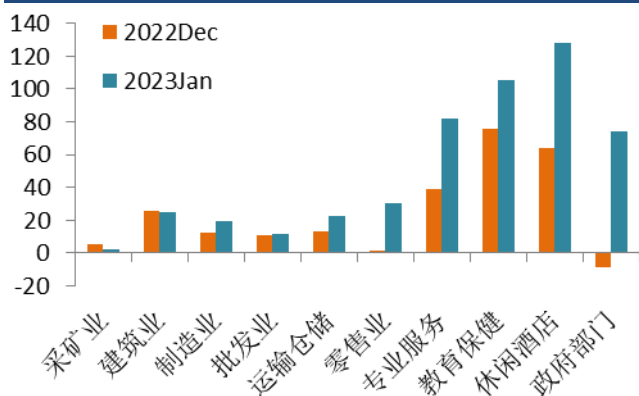
图8：欧美制造业和服务业PMI



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，也与提前两天公布的新增 ADP 私人就业走势相悖，前两个月新增非农就业数据得到上修，显示美国就业市场依然非常紧俏。分行业看，制造业就业小幅回暖，新增就业岗位广泛分布在各服务行业，尽管高科技行业以及对住房和金融等对利率敏感的部门出现裁员。在家庭就业方面，1 月份失业率环比下滑 0.1 个百分点至 3.4%，劳动参与率小幅回升至 62.4%，两者均显示美国就业市场处于健康且偏紧的状态。雇员平均时薪环比增速从上月的 0.4% 下滑至 0.3%，这推动薪资环比增速从上月的 4.8% 降至 4.4%，为 2021 年 8 月以来最小，每周平均工时从 12 月的 34.4 小时增加到 34.7 小时。

图9：美国分行业新增就业



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图10：美国失业率和就业参与率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

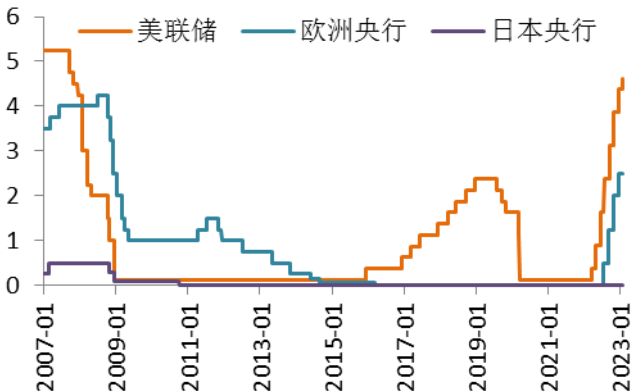
1 月份经济数据显示出欧美通胀压力开始缓解后经济增长动能短期回升的情况，欧美股市均受益于这种非通胀和软着陆预期。我们认为欧美通胀兼具周期性和结构性，欧美央行紧缩以及基数效应推动通胀增速下降，但短期经济增长动能回升以及结构性因素将使得通胀增速中枢显著高于疫情前水平，这意味着 2023 年欧美央行降息的概率偏低。通胀增速回落使得欧美央行逐步放缓并最终停止加息周期，但欧美央行降息必然是在具备足够限制性的货币政策显著抑制经济活动，并推动通胀增速回落到 3% 附近之后，2023 年恐怕难以看到这个情形出现。

2.3 市场预期与欧美央行的分歧

美联储决策官员在 2023 年首场议息会议上一致同意将联邦基金利率目标区间上调 25BP 至 4.5-4.75%，这是美联储本轮加息周期的第八次加息，也是连续第二次放缓加息步伐。本次加息之后，美联储政策利率已经来到 2008 年以来最高值，距离 2007 年高点仅有 60BP 之距。在美联储加息之后，欧洲央行和英国央行也分别加息 50BP，欧洲央行将在 3 月份继续加息 50BP 后检讨后续加息路径，但欧洲央行行长拉加德重申将坚持与高通胀作斗争，直到通胀率降至约 2% 目标，英国央行则暗示政策利率接近顶部。

美联储放缓紧缩步伐以及对经济通胀形势的表述基本符合市场主流预期，但全球金融市场在美联储主席鲍威尔讲话后出现巨大波动。在议息会议后的新闻发布会上，尽管鲍威尔试图管理市场的激进降息预期，称美联储仍需进行几次加息，才能达到足够限制性的货币政策立场；但他同时表示，现有数据说明通胀放缓进程已经开始，而且美联储迅猛紧缩货币政策的全面效果尚未显现出来，在某些情况下利率顶点可能低于 5%。鲍威尔模棱两可的表态意味着美联储货币政策决策更加依赖通胀数据，但这也给市场更多的想象空间，因为这说明美联储对 2023 年通胀和利率预期的置信度不高，2023 年降息不再是不可能事件。

图11：美欧日政策利率



数据来源：FED, ECB, BOJ, 建信期货研究发展部

图12：市场对美联储政策利率预期

MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
22/03/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.4%	85.6%	0.0%	0.0%
03/05/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.6%	56.9%	34.5%	0.0%
14/06/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.0%	53.8%	36.0%	2.2%
26/07/2023	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	19.4%	49.4%	27.6%	1.7%
20/09/2023	0.0%	0.0%	0.8%	9.3%	32.0%	40.2%	16.7%	1.0%
01/11/2023	0.0%	0.4%	4.9%	20.2%	35.9%	28.9%	9.1%	0.5%
13/12/2023	0.4%	4.4%	18.3%	34.0%	29.8%	11.5%	1.6%	0.1%

数据来源：FedWatch, 建信期货研究发展部

目前市场预期美联储在3月份再次加息25BP之后就将停止加息,然后从2023年11月份开始连续两次降息,这使2023年底联邦基金利率区间比美联储2022年12月会议利率点阵图所预期的5-5.25%低了75BP。我们认为美国经济韧性以及近期金融市场反弹使得美国通胀回落更加缓慢,存在通胀增速回落但高于美联储预期的风险;美联储或在一两次加息之后停止加息,但年内满足降息门槛的概率不大,而且美联储缩表进程仍将继续。目前金融市场预期大幅领先于美联储预期,注意其修正风险。

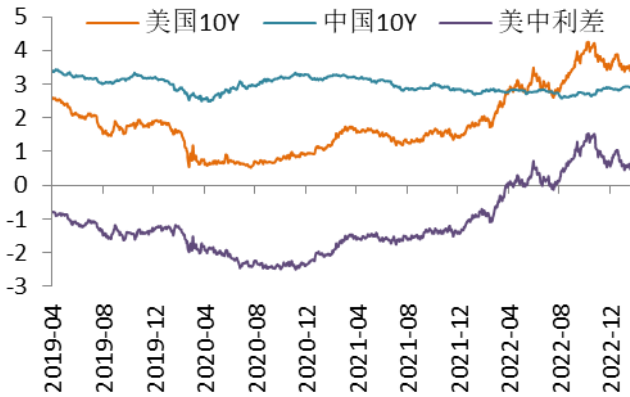
三、资产市场分析

尽管美联储在2022年12月份和2023年2月份继续分别加息50BP和25BP,但由于美联储持续放缓紧缩步伐,美国通胀压力持续缓解,美国经济增长动能有放缓迹象,2023年1月份3个月期美债收益率上升36BP至4.7%,10年期美债收益率下跌22BP至3.53%,美债3M/10Y期限利差倒挂程度扩大到117BP,定价逻辑仍然是美联储持续收紧货币政策导致美国经济衰退。我们预计2023年美国经济在美联储维持较高政策利率水平的情况下实现较低经济增速的软着陆,美债短端利率将继续上行至5%附近然后小幅回落,长端利率先偏软调整后探底回升,10年期美债利率核心波动区间为3-4%,美债期限利差先扩大后收窄,但预计持续保持长短倒挂格局,关注美联储货币政策紧缩步伐。

由于中国大陆防疫共存闯关时点提前到2022年12月,2023年1月中旬起中国大陆疫情逐步缓解,对中国经济疫后复苏的预期推动中国10年期国债利率回到2.9%附近;而由于中国央行维持稳健偏宽松货币政策以刺激经济增长,短端国债利率基本上保持不变。我们预计在欧美央行决意以紧缩货币政策控制通货膨胀,以及中国政府部门财力严重受损的情况下,2023年中国经济大致延续弱复苏步

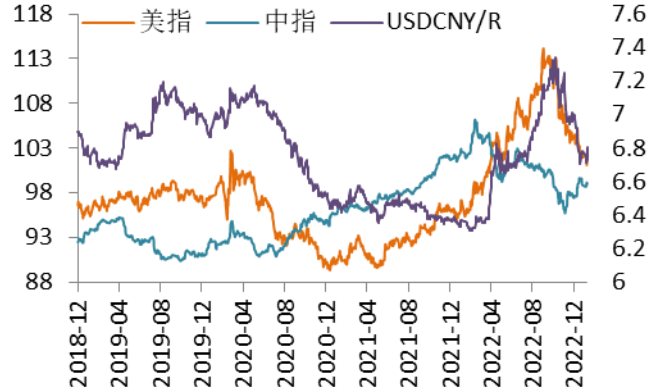
伐，国债收益率偏弱运行但上升空间有限，10年期国债利率波动中枢为2.7-3.1%，关注中国经济疫后复苏情况。

图13：中美国债利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图14：美元和人民币汇率

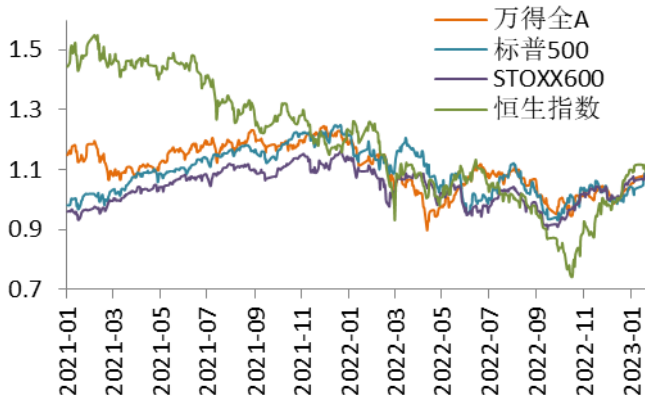


数据来源：Wind，建信期货研究发展部

由于中国防疫共存闯关时点提前至2022年12月份，2023年中国疫后复苏预期大幅度削弱了美元的海外避险需求；另一方面美联储持续紧缩下美国制造业PMI下降至近八年低水平区间，美国通胀增速显著回落到6.5%，市场预期美联储很快停止加息周期并在2023年下半年开始降息。避险需求减退与利差收窄预期推动2023年美元指数延续自2022年9月底以来的调整趋势，2月2日美元指数跌破101关口；但美国1月份就业数据远超市场预期，降息预期落空推动美元指数快速反弹至103附近。我们预判2023年美元指数大概率维持高位盘整态势，核心波动区间为100-108，利多因素为美国经济软着陆和海外经济衰退，利空因素为中国经济疫后复苏和欧洲央行紧缩。中国防疫共存闯关时点前置以及疫后复苏预期使得人民币汇率实现牛熊转换，但欧美央行紧缩以及国内债务压力重压下的弱复苏也限制2023年人民币汇率涨幅，预计人民币兑美元汇率在6.6-6.8区间有较强阻力。

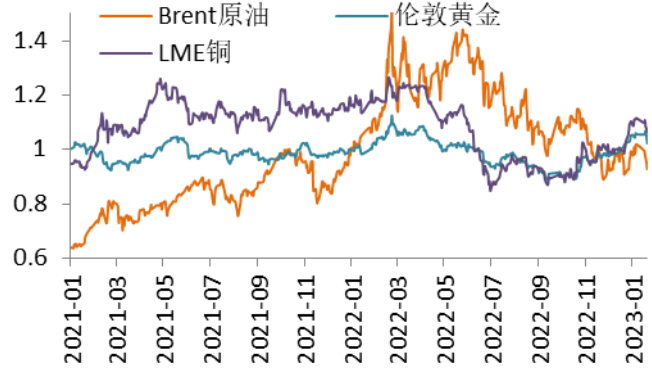
对中国防疫共存闯关时点前置后2023年中国经济实现疫后复苏的预期，以及对通胀压力缓解后经济增长动能短期回升，并且欧美央行也会放缓紧缩步伐并最终于2023年下半年开始降息的预期，推动2023年全球股市延续自2022年11月份以来的反弹趋势，1月份全球主要股指均上涨5%以上。我们预计中国疫后复苏预期将在一季度经济数据中继续得到体现，这继续支撑中国股市风险偏好和市场表现，复苏面扩散后二月份以中证500为代表的成长股有望跑赢以沪深300为代表的价值股；但欧美央行降息预期的落空、海外经济疲软现实以及国内弱复苏现实将在二季度之后抑制中国股市表现，特别要留意海外股市调整对国内股市的情绪传染作用。

图15：中美欧股票指数(2022年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图16：国际重点商品(2022年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

对中国防疫共存闯关时点前置后 2023 年中国经济实现疫后复苏的预期，以及对通胀压力缓解后美联储放缓加息步伐并最终于 2023 年下半年开始降息的预期，一方面压低美元汇率并提振商品需求预期，另一方面也推升人民币汇率，结果是除了受到地缘政治因素和欧美经济疲软影响的能源外，工业商品大多在 2023 年 1 月份录得正涨幅，贵金属受益于美元汇率疲软和美债利率回调但白银显著弱于黄金，经济发展环境差异使得人民币汇率升值情况下国内商品涨幅依然大于国际商品，2023 年 1 月份 Brent 原油下跌 1.8% 而 LME 铜和伦敦黄金分别上涨 10.8% 和 5.8%，Wind 商品指数上涨 1.8% 而高盛标普商品指数微跌 0.1%。我们预计这种情况还将延续至二月份，但要留意美联储降息预期落空、美元指数反弹以及中国经济弱复苏对商品市场的利空影响。

四、中期资产配置

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。

表1：中期资产配置建议

大类	细分	配置建议	影响因素
货币	货币	低配	经济弱复苏，中国央行维持稳健偏宽松货币政策，货币收益率偏低；
债券	利率债	低配	中国疫后复苏势头更加明显，利率债基本面偏空；
	信用债	标配	经济复苏阶段信用利差改善，但总体上仍跟随利率债走势；
股票	价值股	标配	价值股低估值状况已有显著改善，性价比不如成长股；
	成长股	超配	中国经济疫后复苏扩散，股市重心转向成长股；
商品	原油	标配	中国经济疫后复苏，全球经济衰退担忧减弱，对原油价格形成一定支撑；
	黄金	标配	全球经济衰退担忧减弱，削弱黄金的避险需求；
主要风险因素			中国疫后复苏，美联储紧缩步伐，中美地缘政治；

数据来源：建信期货研究发展部

【建信期货研究发展部】

宏观金融研究团队 021-60635739 有色金属研究团队 021-60635734 黑色金属研究团队 021-60635736
 石油化工研究团队 021-60635738 农业产品研究团队 021-60635732 量化策略研究团队 021-60635726

免责声明：

本报告由建信期货有限责任公司（以下简称本公司）研究发展部撰写。

本研究报告仅供报告阅读者参考。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告版权归建信期货所有。未经建信期货书面授权，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在授权范围内使用，并注明出处为“建信期货研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼
 电话：021-60635548 邮编：200120

深圳分公司

地址：深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 B3211
 电话：0755-83382269 邮编：518038

山东分公司

地址：济南市历下区龙奥北路 168 号综合营业楼 1833-1837 室
 电话：0531-81752761 邮编：250014

上海浦电路营业部

地址：上海市浦电路 438 号 1306 室(电梯 16 层 F 单元)
 电话：021-62528592 邮编：200122

北京营业部

地址：北京市宣武门西大街 28 号大成广场 7 门 501 室
 电话：010-83120360 邮编：100031

福清营业部

地址：福清市音西街福清万达广场 A1 号楼 21 层 2105、2106 室
 电话：0591-86006777/86005193 邮编：350300

郑州营业部

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2008A
 电话：0371-65613455 邮编：450008

宁波营业部

地址：浙江省宁波市鄞州区宝华街 255 号 0874、0876 室
 电话：0574-83062932 邮编：315000

总部专业机构投资者事业部

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）6 楼
 电话：021-60636327 邮编：200120

西北分公司

地址：西安市高新区高新路 42 号金融大厦建行 1801 室
 电话：029-88455275 邮编：710075

浙江分公司

地址：杭州市下城区新华路 6 号 224 室、225 室、227 室
 电话：0571-87777081 邮编：310003

上海杨树浦路营业部

地址：上海市虹口杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 811 室
 电话：021-63097527 邮编：200082

广州营业部

地址：广州市天河区天河北路 233 号中信广场 3316 室
 电话：020-38909805 邮编：510620

泉州营业部

地址：泉州市丰泽区丰泽街 608 号建行大厦 14 层 CB 座
 电话：0595-24669988 邮编：362000

厦门营业部

地址：厦门市思明区鹭江道 98 号建行大厦 2908
 电话：0592-3248888 邮编：361000

成都营业部

地址：成都市青羊区提督街 88 号 28 层 2807 号、2808 号
 电话：028-86199726 邮编：610020

【建信期货联系方式】

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼
 邮编：200120 全国客服电话：400-90-95533
 邮箱：service@ccbfutures.com 网址：<http://www.ccbfutures.com>