

宏观和大类资产配置周报

“弱现实”初步向“强预期”收敛

2月26日至28日召开二十届二中全会；央行发布四季度货币政策执行报告。大类资产配置顺序：股票>大宗>货币>债券。

宏观要闻回顾

- **经济数据：**无。
- **要闻：**中共中央政治局召开会议，决定2月26日至28日召开二十届二中全会；央行、银保监会、证监会、外汇局及广东省政府联合发文，提出三十条金融改革创新举措，支持横琴粤澳深度合作区和前海深港现代服务业合作区建设；国务院原则同意《长三角生态绿色一体化发展示范区国土空间总体规划（2021-2035年）》；央行、银保监会拟发文加大住房租赁金融支持；央行发布四季度货币政策执行报告。

资产表现回顾

- **股市反弹，债市小幅调整。**本周沪深300指数上涨0.66%，沪深300股指期货上涨0.33%；焦煤期货本周上涨8.31%，铁矿石主力合约本周上涨2.66%；股份制银行理财预期收益率收于1.6%，余额宝7天年化收益率上涨2BP至1.79%；十年国债收益率上行2BP至2.91%，活跃十年国债期货本周下跌0.91%。

资产配置建议

- **资产配置排序：股票>大宗>货币>债券。**从高频数据看，“弱现实”已有向“强预期”收敛的迹象，其主要体现在以下两方面：首先，春节后部分生产端数据持续回暖，钢厂电炉开工率持续走高，铁矿石、炼焦煤库存有所抬升，中游生产加速或正缓慢带动上游的补库存意愿。其次，地产销售复苏趋势初步显现，并逐步向价格端传导。据CEIC数据，2022年1月房价环比下降的城市个数明显减少，其中，新建商品住宅房价环比上涨城市个数达到36个，为2021年9月以来最高值。但需要注意的是，地产投资与销售修复之间往往存在2-3季度的时间滞后，地产投资上游相关高频数据表现仍需持续关注。我们认为虽然高频数据开始向好，但经济复苏的基础尚不牢固，海外不确定性依然较大，复苏的过程或仍有波动的可能。总的来看复苏交易仍是当前人民币资产价格波动的主线。

风险提示：全球通胀回落偏慢；流动性回流美债；全球新冠疫情不确定。

本期观点（2023.2.26）

宏观经济	本期观点	观点变化
一个月内	= 关注稳增长政策落地	不变
三个月内	= 经济持续弱复苏	不变
一年内	- 欧美经济衰退影响全球	不变

大类资产	本期观点	观点变化
股票	+ 复苏之下股市受益	超配
债券	- 复苏抬高债市收益率	低配
货币	= 收益率将在2%下方波动	标配
大宗商品	= 经济复苏提振需求	标配
外汇	= 中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动	标配

资料来源：中银证券

相关研究报告

《股市调整，转债市场小幅上涨》20230226
《部分城市一二手房成交分化》20230226
《策略周报》20230226

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：陈琦

qi.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110003

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

目录

一周概览	4
风险资产回暖	4
要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）	6
宏观上下游高频数据跟踪	8
大类资产表现	11
A 股：高频数据走强稳定预期	11
债券：拆借利率高位波动	12
大宗商品：持续上行	13
货币类：货基收益率在 2% 附近波动	14
外汇：美元指数持续上行	14
港股：美联储加息预期波动	15
下周大类资产配置建议	17
风险提示：	17

图表目录

本期观点 (2023.2.26)	1
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议	4
图表 2. 大类资产收益率横向比较	4
图表 3. 大类资产表现跟踪 (单位: %)	5
图表 4. 公开市场操作规模	8
图表 5. DR007 与 7 天期逆回购利率走势	8
图表 6. 银行间回购利率表现	8
图表 7. 交易所回购利率表现	8
图表 8. 周期商品高频指标变化	9
图表 9. 铁矿石港口库存表现	9
图表 10. 炼焦煤平均可用天数表现	9
图表 11. 美国 API 原油库存表现	9
图表 12. 美国 API 原油库存周度变动	9
图表 13. 30 大城市商品房周度成交面积表现	10
图表 14. 汽车消费数据表现	10
图表 15. 汽车消费同比增速	10
图表 16. 权益类资产节前涨跌幅	11
图表 17. 十年国债和十年国开债利率走势	12
图表 18. 信用利差和期限利差	12
图表 19. 央行公开市场操作净投放	12
图表 20. 7 天资金拆借利率	12
图表 21. 大宗商品节前表现	13
图表 22. 节前大宗商品涨跌幅 (%)	13
图表 23. 货币基金 7 天年化收益率走势	14
图表 24. 理财产品收益率曲线	14
图表 25. 节前人民币兑主要货币汇率波动	14
图表 26. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势	14
图表 27. 恒指走势	15
图表 28. 陆港通资金流动情况	15
图表 29. 港股行业涨跌幅	15
图表 30. 港股估值变化	15
图表 31. 本期观点 (2023.2.26)	17

一周概览

风险资产回暖

股市反弹，债市小幅调整。本周沪深 300 指数上涨 0.66%，沪深 300 股指期货上涨 0.33%；焦煤期货本周上涨 8.31%，铁矿石主力合约本周上涨 2.66%；股份制银行理财预期收益率收于 1.6%，余额宝 7 天年化收益率上涨 2BP 至 1.79%；十年国债收益率上行 2BP 至 2.91%，活跃十年国债期货本周下跌 0.91%。

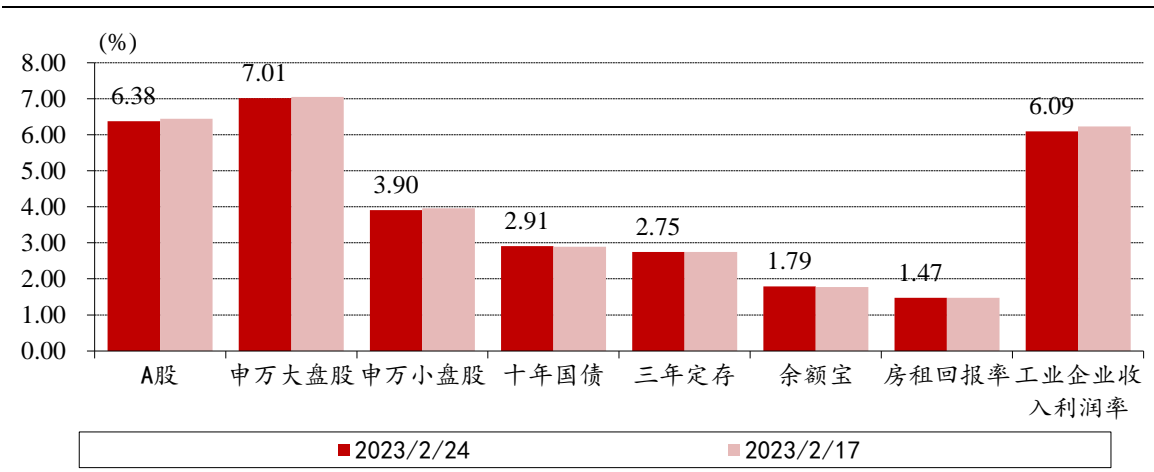
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
沪深 300 +0.66% 沪深 300 期货 +0.33% 本期评论： 复苏交易抬头 配置建议： 超配	10 年国债到期收益率 2.91%/本周变动 +2BP 活跃 10 年国债期货 -0.91% 本期评论： 经济复苏抬高收益率 配置建议： 低配
大宗	保守
铁矿石期货 +2.66% 焦煤期货 +8.31% 本期评论： 国内复苏，美元难强 配置建议： 标配	余额宝 1.79%/本周变动 +2BP 股份制理财 3M 1.6%/本周变动 0BP 本期评论： 收益率将在 2% 下方波动 配置建议： 标配

资料来源：万得，中银证券

高频数据明显回暖。本周 A 股指数上行，大盘股和小盘股估值均有所上升，小盘股反弹幅度更大。本周央行在公开市场净回笼 1720 亿元，资金拆借利率波动上行，周五 R007 利率收于 2.56%，GC007 利率收于 2.58%。周五十年国债收益率收于 2.91%，本周上行 2BP。节后至今的高频数据显示实体经济持续回暖，印证了市场对复苏的预期，有助于风险资产估值稳定，短期内风险资产仍具有一定配置价值，但需要关注海外因素的影响，如美联储货币政策波动以及俄乌局势。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

美元指数站上 105。股市方面，本周 A 股指数涨多跌少，领涨的指数是上证综指（1.34%），领跌的指数是创业板指（-0.83%）；港股方面恒生指数下跌 3.43%，恒生国企指数下跌 4.12%，AH 溢价指数上行 1.89 收于 137.93；美股方面，标普 500 指数本周下跌 2.67%，纳斯达克下跌 3.33%。债市方面，本周国内债市跌多涨少，中债总财富指数本周下跌 0.02%，中债国债指数下跌 0.06%，金融债指数下跌 0.12%，信用债指数上涨 0.02%；十年美债利率上行 13 BP，周五收于 3.95%。万得货币基金指数本周上涨 0.03%，余额宝 7 天年化收益率上行 2 BP，周五收于 1.79%。期货市场方面，NYMEX 原油期货下跌 0.13%，收于 76.45 美元/桶；COMEX 黄金下跌 1.74%，收于 1818 美元/盎司；SHFE 螺纹钢上涨 1.49%，LME 铜下跌 3.26%，LME 铝下跌 1.91%；CBOT 大豆下跌 0.51%。美元指数上涨 1.33% 收于 105.26。VIX 指数上行至 21.67。本周美国 1 月 PCE 物价指数再度超预期，市场对于美联储加息政策收紧的预期推动美元指数继续上行。

图表 3. 大类资产表现跟踪（单位：%）

大类资产	代码	名称	现价	本期时间 本期涨跌幅	2023/2/20 上期涨跌幅	- 本月以来	2023/2/24 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,267.16	1.34	(1.12)	0.35	5.76
	399001.SZ	深证成指	11,787.45	0.61	(2.18)	(1.78)	7.00
	399005.SZ	中小板指	7,717.96	0.45	(2.88)	(2.67)	5.14
	399006.SZ	创业板指	2,428.94	(0.83)	(3.76)	(5.89)	3.50
	881001.WI	万得全 A	5,160.51	0.98	(1.70)	(0.19)	7.17
	000300.SH	沪深 300	4,061.05	0.66	(1.75)	(2.30)	4.89
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	220.27	(0.02)	0.11	0.21	0.39
	CBA00603.C	中债国债	213.81	(0.06)	0.07	0.09	0.04
	CBA01203.C	中债金融债	220.56	(0.12)	0.07	0.07	0.05
	CBA02703.C	中债信用债	203.85	0.02	0.19	0.46	0.87
	885009.WI	货币基金指数	1,654.26	0.03	0.04	0.12	0.29
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	76.45	(0.13)	(3.96)	(3.07)	(4.75)
	GC.CMX	COMEX 黄金	1,818.00	(1.74)	(1.24)	(6.54)	(0.45)
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	4,224.00	1.49	2.69	1.03	3.35
	CA.LME	LME 铜	8,694.50	(3.26)	1.71	(5.73)	3.85
	AH.LME	LME 铝	2,342.00	(1.91)	(2.07)	(11.42)	(1.51)
	S.CBT	CBOT 大豆	1,519.50	(0.51)	(1.00)	(1.20)	(0.30)
货币	-	余额宝	1.79	2 BP	0 BP	-4 BP	-1 BP
	-	银行理财 3M	1.60	0 BP	0 BP	0 BP	0 BP
外汇	USD.XF	美元指数	105.26	1.33	0.29	3.09	1.71
	USDCNY.IB	人民币兑美元	6.94	(0.91)	(1.20)	(2.77)	0.10
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.33	(0.19)	(0.42)	(0.19)	0.33
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	5.12	(0.26)	1.85	1.28	2.78
港股	HSI.HI	恒生指数	20,010.04	(3.43)	(2.22)	(8.39)	1.16
	HSCEI.HI	恒生国企	6,703.45	(4.12)	(1.89)	(9.72)	(0.02)
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	137.93	1.89	(0.81)	3.55	(0.46)
美国	SPX.GI	标普 500	3,970.04	(2.67)	(0.28)	(2.61)	3.40
	IXIC.GI	NASDAQ	11,394.94	(3.33)	0.59	(1.64)	8.87
	UST10Y.GB						
	M	十年美债	3.95	13 BP	8 BP	43 BP	7 BP
	VIX.GI	VIX 指数	21.67	8.24	(2.48)	11.70	0.00
CRB.RB	CRB 商品指数	267.15	(0.16)	(1.87)	(3.93)	(3.82)	

资料来源：万得，中银证券

要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）

中共中央政治局就加强基础研究进行第三次集体学习。国家领导人强调，加强基础研究，是实现高水平科技自立自强的迫切要求，是建设世界科技强国的必由之路。要把加强基础研究纳入科技工作重要日程，加强统筹协调，加大政策支持，推动基础研究实现高质量发展。

中共中央政治局召开会议，决定2月26日至28日召开二十届二中全会。会议讨论了《党和国家机构改革方案》稿和国务院《政府工作报告》稿，讨论了向十四届全国人大一次会议推荐的国家机构领导人员建议人选。会议指出，要坚持稳字当头、稳中求进，实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。要着力扩大国内需求，加快建设现代化产业体系，切实落实“两个毫不动摇”，更大力度吸引和利用外资，有效防范化解重大经济金融风险，稳定粮食生产和推进乡村振兴，推动发展方式绿色转型，保障基本民生和发展社会事业，努力完成今年经济社会发展目标任务。

央行、银保监会、证监会、外汇局及广东省政府联合发文，提出三十条金融改革创新举措，支持横琴粤澳深度合作区和前海深港现代服务业合作区建设。其中提出，扩大港资金融机构业务范围，允许证券业金融机构在香港开展直接融资，有序探索深港私募通机制。扩大银行业、证券业、保险业开放，允许境外特别是香港金融机构设立商业银行、证券公司、公募基金公司、期货公司、保险公司等。

国务院原则同意《长三角生态绿色一体化发展示范区国土空间总体规划（2021-2035年）》。到2035年，城镇开发边界面积控制在647.6平方公里以内，规划建设用地总规模控制在803.6平方公里以内。

国资委明确新一轮国企改革深化提升行动三方面重点：加快优化国有经济布局结构，增强服务国家战略的功能作用；加快完善中国特色国有企业现代公司治理，真正按市场化机制运营；加快健全有利于国有企业科技创新的体制机制，加快打造创新型国有企业。

中央纪委国家监委网站发布篇题为《坚决打赢反腐败斗争攻坚战持久战》的文章称，要严肃查处落实金融服务实体经济、防范化解风险等决策部署不力，弃守监管职责、由金融秩序维护者沦为金融风险制造者等问题。持续加大金融、国有企业、粮食购销等权力集中、资金密集、资源富集领域腐败问题惩治力度。

央行、银保监会拟发文加大住房租赁金融支持，重点支持自持物业的专业化、规模化住房租赁企业发展。文件提出，加大对租赁住房开发建设的信贷支持力度，创新团体批量购买租赁住房信贷产品，支持发放住房租赁经营性贷款；支持商业银行发行用于住房租赁的金融债券，拓宽住房租赁企业债券融资渠道，创新住房租赁担保债券，稳步发展房地产REITs。另外，严禁以支持住房租赁的名义为非租赁住房融资。

央行发布第四季度货币政策执行报告指出，将精准有力实施好稳健的货币政策，坚持不搞“大水漫灌”，保持货币信贷合理增长，引导综合融资成本稳中有降，发挥好结构性货币政策工具的激励引导作用。密切关注通胀走势变化，支持能源和粮食等保供稳价，保持物价水平基本稳定。展望2023年，我国经济运行有望总体回升，经济循环将更为顺畅；预计通胀水平总体保持温和，也要警惕未来通胀反弹压力。

证监会启动不动产私募投资基金试点工作，基金投资范围包括特定居住用房（包括存量商品住宅、保障性住房、市场化租赁住房）、商业经营用房、基础设施项目等。证监会将指导基金业协会在私募股权投资基金框架下，新设“不动产私募投资基金”类别，并采取差异化的监管政策。试点基金产品的投资者首轮实缴出资不低于1000万元，且以机构投资者为主；自然人投资者合计出资金额不得超过基金实缴金额的20%，基金投资方式也将有一定限制。基金首轮实缴募集资金规模不得低于3000万元，在符合一定要求前提下可以扩募。鼓励境外投资者以QFLP方式投资不动产私募投资基金。

国务院联防联控机制新闻发布会介绍，我国取得疫情防控决定性胜利，意味着经受住了疫情冲击考验，建立了人群免疫屏障。本轮新冠疫情在全国范围已经基本结束，但不能说完全结束，目前仍然呈现局部零星散发状态。专家研判分析认为，近期引发新一轮规模流行的可能性较小。

《2022年中国企业对外投资现状及意向调查报告》显示，中国企业对外投资平稳发展，超七成受访企业维持或扩大现有对外投资规模；超八成企业对未来对外投资发展前景持较为乐观态度；约九成企业看好RCEP国家投资机遇。

据证券时报，2月以来，集中供地的重点22城中，北京、杭州完成了2022年第5轮集中土拍，郑州、天津、苏州、杭州完成了2023年首轮集中土拍。土拍结果呈现冰火两重天，杭州、北京、苏州等热点城市土拍升温，而郑州、天津的土拍则较为冷清。

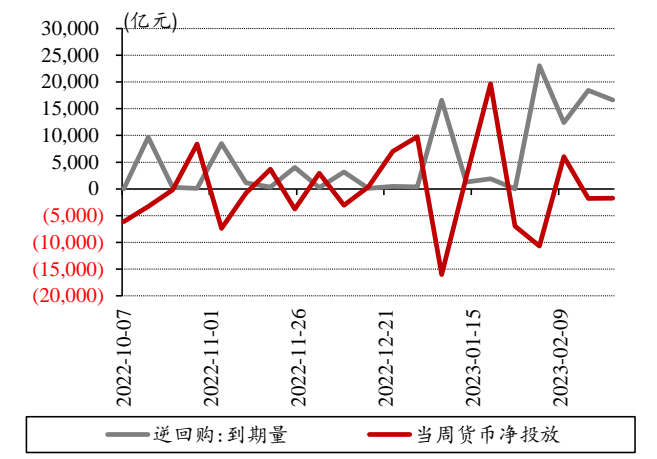
中国旅游研究院发布报告认为，2023 年旅游市场预期乐观，预计全年“稳开高走，持续回暖”。预计 2023 年，国内旅游人数约 45.5 亿人次，同比增长约 80%；国内旅游收入约 4 万亿元，同比增长约 95%；入出境游客人数有望超 9000 万人次，同比翻一番。

据证券时报，贝壳研究院监测显示，2 月份，符合首套利率动态调整的 38 城市中，石家庄、哈尔滨、长春、福州等 17 个城市首套房贷利率回调至 4% 以内。贝壳研究院监测的 103 个重点城市中，共 23 个城市下调了首套房贷款利率，首套利率低于房贷利率下限（4.1%）的城市增加至 34 城市。

宏观上下游高频数据跟踪

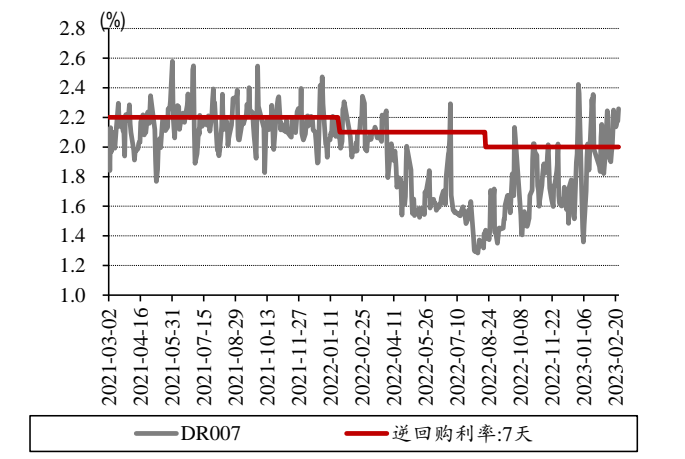
截至2月24日，公开市场逆回购到期量为16620亿元；当周央行流动性实现净回笼，共计在公开市场资金净回笼1720亿元。

图表 4. 公开市场操作规模



资料来源：万得，中银证券

图表 5. DR007 与 7 天期逆回购利率走势

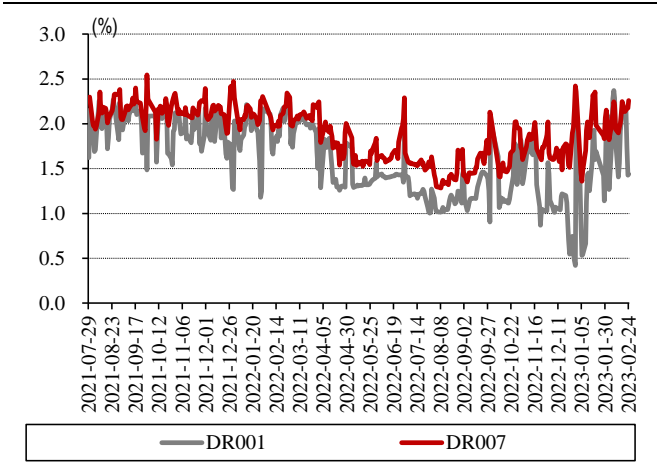


资料来源：万得，中银证券

银行间市场方面，截至2月24日，DR001与DR007利率分别为1.4396%、2.2584%，较前一周分别变动-71BP、1BP，交易所市场方面，R001与R007利率分别为1.5424%、2.5607%，较前一周分别变动-101BP、-17BP。

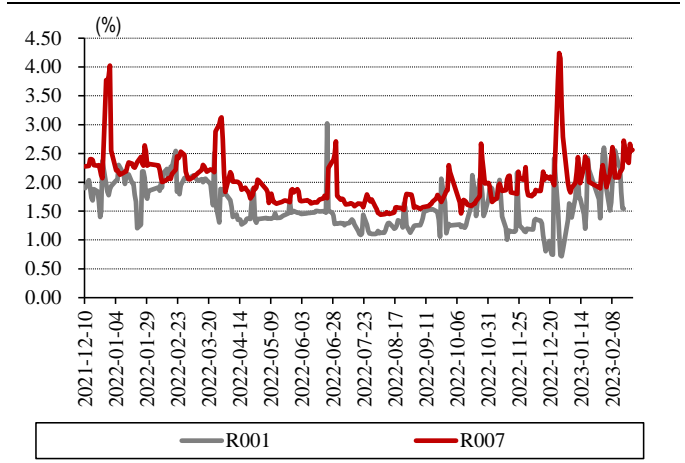
金融机构融资成本方面，银行体系资金成本有所波动，但整体维持相对较低水平。7天期逆回购与DR007差值为-0.2584%，较前一周变动-1BP；DR007、R007之差较上周小幅收缩，总体而言，狭义流动性维持相对宽松。

图表 6. 银行间回购利率表现



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 交易所回购利率表现



资料来源：万得，中银证券

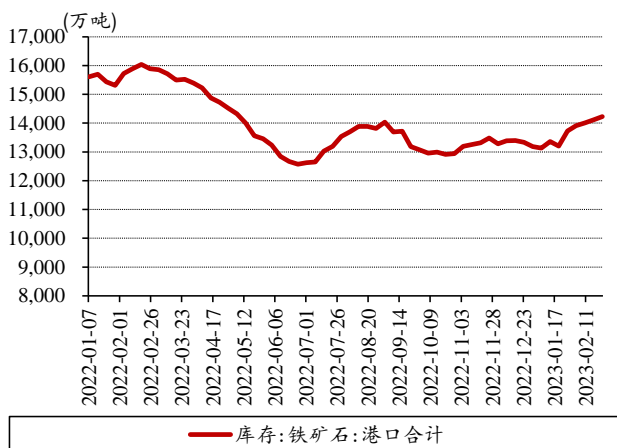
上游周期品方面，2月24日当周，钢厂开工率较上周继续抬升，短流程电炉钢厂开工率变动3.13个百分点；铁矿石港口库存较上周变动112.54万吨；炼焦煤可用天数较上周变动0.14天。各地区炼焦开工率表现不一，华东、华北、西南地区开工率较前周均有小幅上升。

图表 8. 周期商品高频指标变化

周期品种	指标	当周值	周变动	较年初变动
水泥	库容比 (%)	67.33	(1.56)	4.25
钢材	短流程电炉钢厂开工率 (%)	57.29	3.13	6.25
	长流程电炉钢厂开工率 (%)	51.67	0.00	(5.00)
	开工率:东北地区 (%)	55.80	(0.50)	(8.48)
	开工率:华北地区 (%)	78.60	0.20	2.28
炼焦	开工率:西北地区 (%)	56.70	(0.20)	(8.57)
	开工率:华中地区 (%)	82.80	(0.10)	1.51
	开工率:华东地区 (%)	85.00	1.40	17.36
	开工率:西南地区 (%)	55.90	0.70	1.15

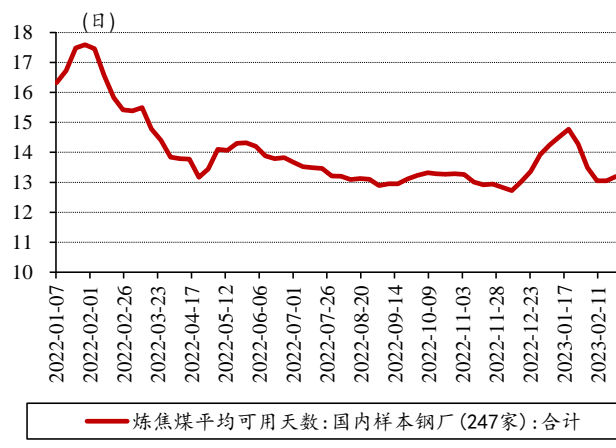
资料来源：万得，中银证券，水泥库容比为前一周数据

图表 9. 铁矿石港口库存表现



资料来源：万得，中银证券

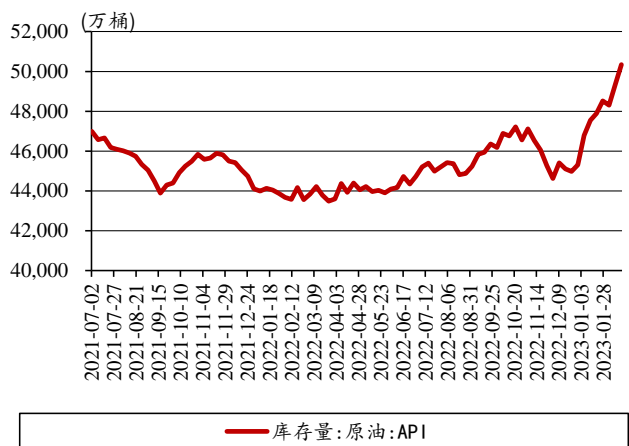
图表 10. 炼焦煤平均可用天数表现



资料来源：万得，中银证券

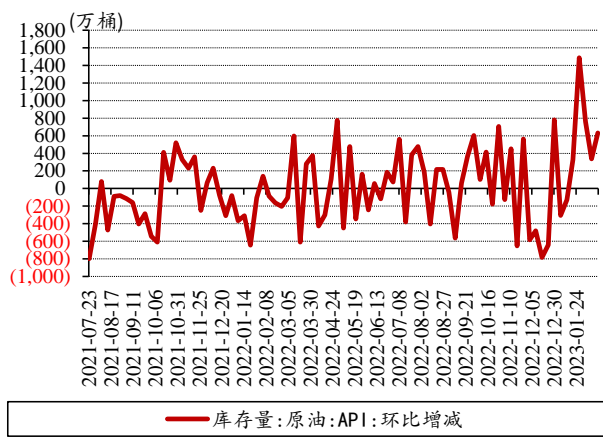
海外机构持仓方面，截至2月24日，SPDR黄金ETF持仓总价值变动-1.54%。原油库存方面，2月17日当周，美国API原油库存上升，周环比变动989.50万桶。

图表 11. 美国 API 原油库存表现



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 美国 API 原油库存周度变动



资料来源：万得，中银证券

图表 13.30 大城市商品房周度成交面积表现

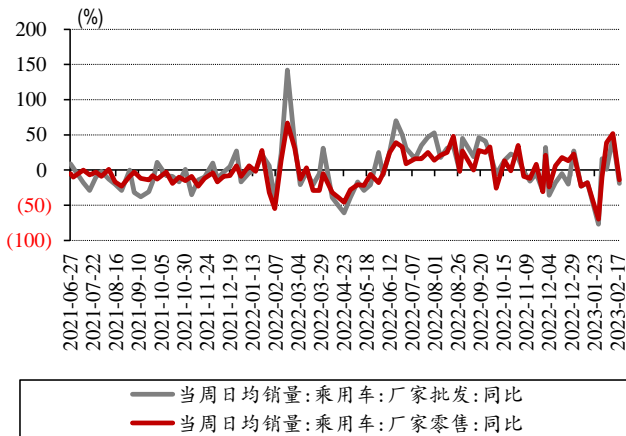


资料来源: 万得, 中银证券, 商品房成交为前一周数据

房地产方面, 截至2月19日, 30大城市商品房单周成交面积有所回升, 单周成交面积环比变动11.40万平方米, 地产成交延续回升。11月以来, 地产行业受到政策多维度支持, 商品房成交有望迎来回暖, 但需关注政策落实程度, 并静待市场预期扭转。

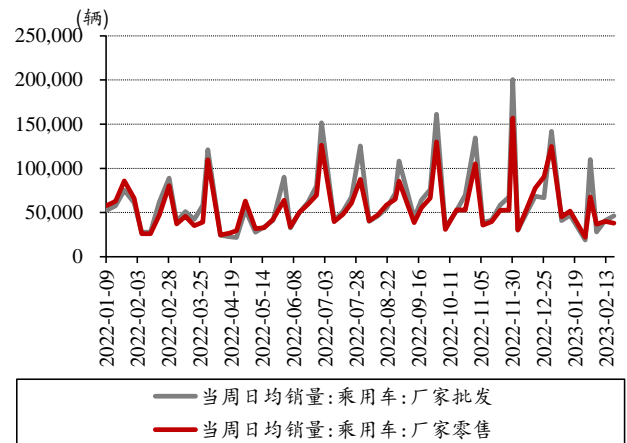
根据万得数据, 2月19日当周, 国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为-19%和-14%, 增速明显回落。本周数据回落, 或与两年春节错位有关, 我们继续维持汽车消费具备上行动力的判断, 2023年全年汽车消费提振值得期待。

图表 14. 汽车消费数据表现



资料来源: 万得, 中银证券, 乘用车数据为前一周更新数据

图表 15. 汽车消费同比增速



资料来源: 万得, 中银证券, 乘用车数据为前一周更新数据

大类资产表现

A 股：高频数据走强稳定预期

A 股指数普涨但创业板指数继续小幅调整。本周市场指数涨多跌少，领涨的指数包括上证红利（3.29%）、上证 380（1.7%）、中证 500（1.66%），下跌的指数仅有创业板指（-0.83%）。行业方面涨多跌少，领涨的行业有煤炭（5.71%）、钢铁（4.75%）、家电（3.64%），领跌的行业有食品饮料（-1.72%）、医药（-0.89%）、传媒（-0.87%）。本周高频数据普遍走强提振市场对经济复苏的预期，支撑 A 股指数回升，进入 3 月之后，市场或更多开始关注一季报上市公司业绩表现。

图表 16. 权益类资产节前涨跌幅

市场指数 (%)		行业指数 (%)		主题指数 (%)	
上证红利	3.29	煤炭	5.71	卫星导航指数	5.14
上证 380	1.70	钢铁	4.75	航母指数	4.21
中证 500	1.66	家电	3.64	军民融合指数	3.37
上证 50	0.49	传媒	(0.87)	锂电池指数	(0.57)
中小板指	0.45	医药	(0.89)	生物识别指数	(0.60)
创业板指	(0.83)	食品饮料	(1.72)	最小市值指数	(1.07)

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻（新闻来源：万得）

智能检测 | 工业和信息化部等七部门近日发布《智能检测装备产业发展行动计划(2023—2025 年)》。《计划》提出，到 2025 年，产业生态初步形成，基本满足智能制造发展需求。

消费电子 | 近期，在终端品牌企业降价促销与经济复苏等因素推动下，消费电子行业小幅回暖，去库存提速。

旅游 | 中国旅游研究院发布报告认为，2023 年旅游市场预期乐观，预计全年“稳开高走，持续回暖”。预计 2023 年，国内旅游人数约 45.5 亿人次，同比增长约 80%；国内旅游收入约 4 万亿元，同比增长约 95%；出入境游客人数有望超 9000 万人次，同比翻一番。

大数据 | 据 2023 中国国际大数据产业博览会消息，2022 年我国大数据产业规模达 1.57 万亿元，同比增长 18%，成为推动数字经济发展的力量。

交通基建 | 交通运输部审议《加快建设交通强国五年行动计划 2023-2027 年》。《行动计划》将提出加强交通基础设施建设、提升运输服务质量、强化交通运输安全生产等十大行动。

房产经纪 | 北京、上海、深圳、杭州、成都等多个热点城市近期相继曝出楼市超预期升温的消息。

新能源产业 | 国家能源局指出，我国新能源发展进入新阶段，要围绕实现碳达峰碳中和目标，积极推动可再生能源重大工程建设；围绕“十四五”规划落地实施，重点推动各类试点示范和各项行动计划。

汽车产业 | 工信部总工程师田玉龙表示，将进一步加强新能源汽车政策供给，优化发展环境，编制好汽车产业绿色发展路线图，保障好关键原材料和零部件的供应，加快制定动力电池回收利用管理办法，健全回收利用体系。

券商 | 2 月 17 日，证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则，自公布之日起施行。证券交易所、全国股转公司、中国结算、中证金融、证券业协会配套制度规则同步发布实施。

造纸业 | 近日，太阳纸业、晨鸣纸业、玖龙纸业等龙头造纸企业纷纷发出涨价函，从 2 月中旬起，白卡纸价格将上涨 100 元/吨。此次提价，是时隔半年白卡纸首次集中提价。

债券：拆借利率高位波动

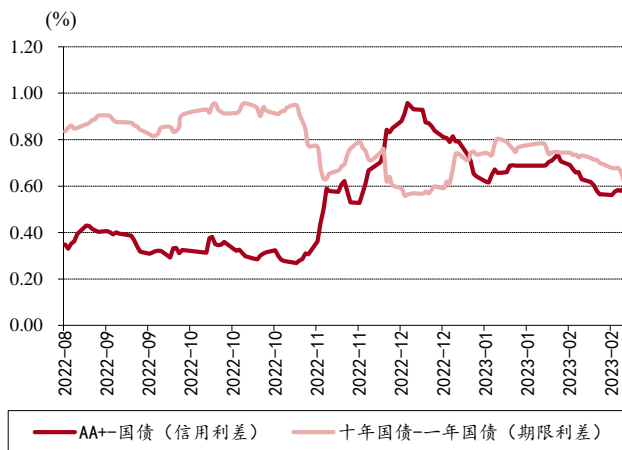
拆借利率仍维持在较高水平，但投资者风险偏好不降。十年期国债收益率周五收于 2.91%，本周上行 2BP，十年期国开债收益率周五收于 3.08%，较上周五上行 3BP。本周期限利差下行 8BP 至 0.62%，信用利差上行 2BP 至 0.59%。

图表 17. 十年国债和十年国开债利率走势



资料来源：万得，中银证券

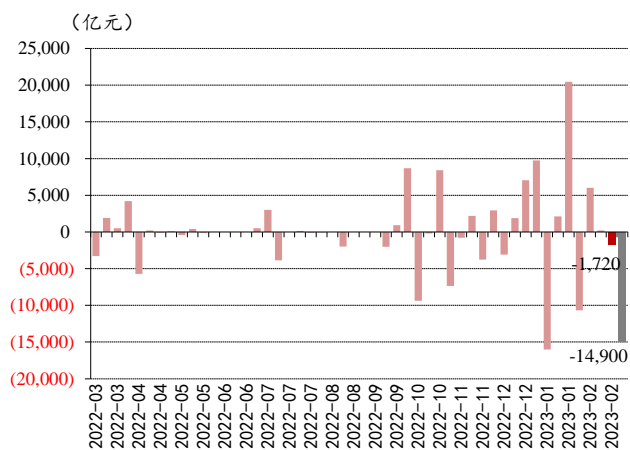
图表 18. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

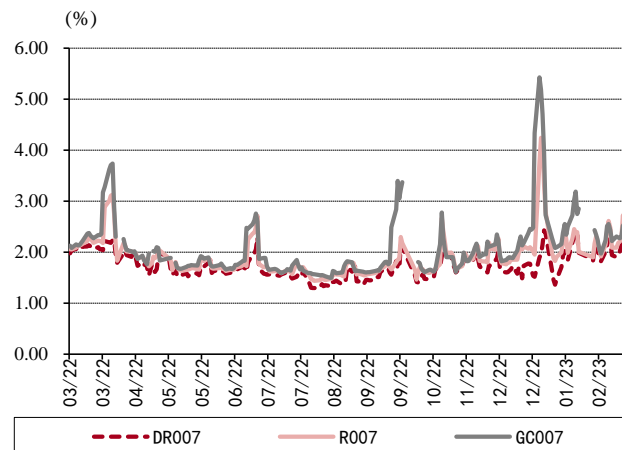
拆借利率继续波动上行。本周央行在公开市场净回笼资金 1720 亿元，资金拆借利率在较高水平上继续波动上行，周五 R007 利率收于 2.56%，交易所资金 GC007 利率收于 2.58%。临近两会，季节性规律表明央行在公开市场操作中或更注重流动性和利率平稳，此外 2 月数据也将逐步开始披露，市场对复苏的预期依然较高。

图表 19. 央行公开市场操作净投放



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 7 天资金拆借利率



资料来源：万得，中银证券

债券一周要闻 (新闻来源：万得)

2 月 LPR 报价连续 6 个月持稳，1 年期 LPR 报 3.65%，5 年期以上品种报 4.30%。

央行公布数据显示，截至，境外机构在中国债券市场的托管余额为 3.4 万亿元，占中国债券市场托管余额的比重为 2.3%。其中，境外机构在银行间债券市场的托管余额为 3.3 万亿元。

五家地产企业累计 390 亿元中票获交易商协会注册。其中，碧桂园地产集团 200 亿元，绿城房地产集团 110 亿元，厦门中骏集团 30 亿元，广州番禺雅居乐 20 亿元，成都兴城人居地产投 30 亿元。

大宗商品：持续上行

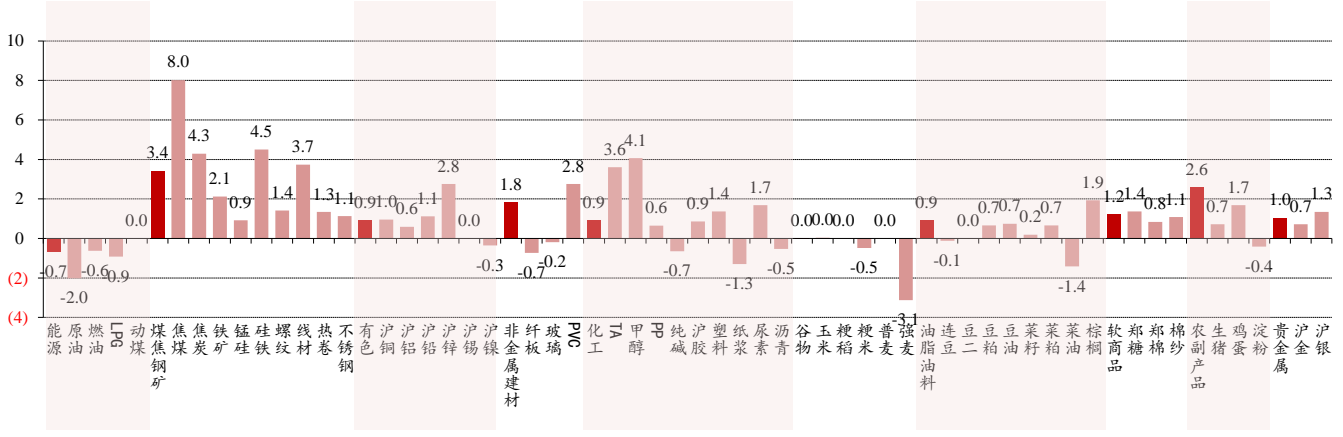
大宗商品价格春节之后价格走势维持上行趋势。本周商品期货指数上涨 1.59%。从各类商品期货指数来看，上涨的有煤焦钢矿（3.42%）、非金属建材（1.84%）、贵金属（1.05%）、化工（0.92%）、油脂油料（0.91%）、有色金属（0.9%）、谷物（0.03%），下跌的仅有能源（-0.66%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有焦煤（8.02%）、硅铁（4.5%）、焦炭（4.3%），跌幅靠前的则有强麦（-3.12%）、原油（-2.01%）、菜油（-1.42%）。美元指数走强拖累国际大宗商品价格表现，但国内经济复苏预期较好，支撑周期品价格走强。

图表 21. 大宗商品节前表现

商品 +1.59%	能源 -0.66%	煤焦钢矿 +3.42%
有色金属 +0.9%	非金属建材 +1.84%	化工 +0.92%
谷物 +0.03%	油脂油料 +0.91%	贵金属 +1.05%

资料来源：万得，中银证券

图表 22. 节前大宗商品涨跌幅（%）



资料来源：万得，中银证券

大宗商品一周要闻（新闻来源：万得）

据联合石油数据库 JODI 数据显示，去年 12 月，沙特原油产量下降 3.3 万桶/日至 1044 万桶/日，出口量增加 15.7 万桶/日至 744 万桶/日。

俄罗斯副总理诺瓦克：俄罗斯目前的石油产量接近 1 月份的水平，考虑禁止在价格上限下销售燃料；目前只针对 3 月份作出石油减产决定，进一步的石油产量决定将视情况而定。

沙特石油部长宣布新的许可协议，每天生产 25 万桶原油。

国际铝业协会 (IAI)：1 月份全球原铝产量为 583.6 万吨，去年同期为 564.8 万吨，前一个月产量修正值为 587 万吨。

菲律宾正考虑对镍矿石出口征收 10% 的税，并考虑按大型矿商总产出的 3% 征收特许权使用费。

据世界黄金协会，2022 年全年中国黄金进口总量达到 1343 吨，同比增长 64%，是自 2018 年以来的最高水平。今年 1 月份，中国黄金 ETF 持仓减少 4 吨至 48 吨，跌至 2020 年 2 月以来的最低位。

两名政府人士表示，印度不打算取消碎米出口禁令以及削减 20% 的白米海外出口税，因该国试图控制国内米价。

美国农业部：预计 2023 年美国大豆种植面积为 8750 万英亩，期末库存为 2.9 亿蒲式耳；预计 2023 年玉米种植面积为 9100 万英亩，期末库存为 18.87 亿蒲式耳。

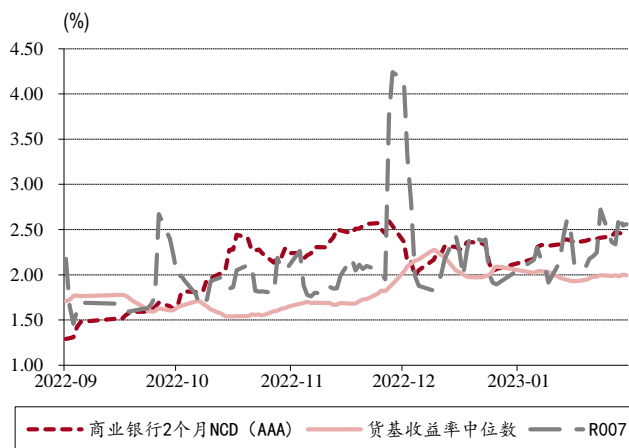
农业农村部部署推进全国农作物种质资源精准鉴定工作，强调要聚焦稳粮扩油、提升单产等农业生产急迫需求，重点挖掘高油高产大豆、短生育期油菜、耐密宜机玉米、耐盐碱作物等优异种质。

据国家发改委，截至 2 月 15 日当周，全国猪料比价 4.09，环比上涨 2%。短期内供需博弈激烈，预计猪价或延续窄幅调整态势，猪料比或缓涨。

货币类：货基收益率在 2% 附近波动

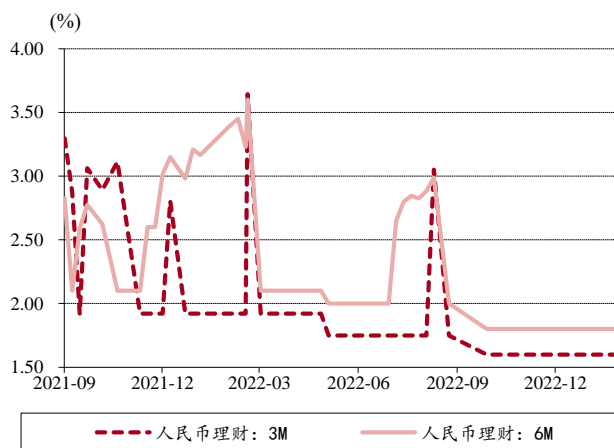
拆借利率在偏高水平波动带动货币基金收益率上行。本周余额宝 7 天年化收益率上行 2BP，周五收于 1.79%；人民币 3 个月理财产品预期年化收益率收于 1.8%。本周万得货币基金指数上涨 0.03%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.99%。货币基金收益率与市场利率分化加大。

图表 23. 货币基金 7 天年化收益率走势



资料来源：万得，中银证券

图表 24. 理财产品收益率曲线

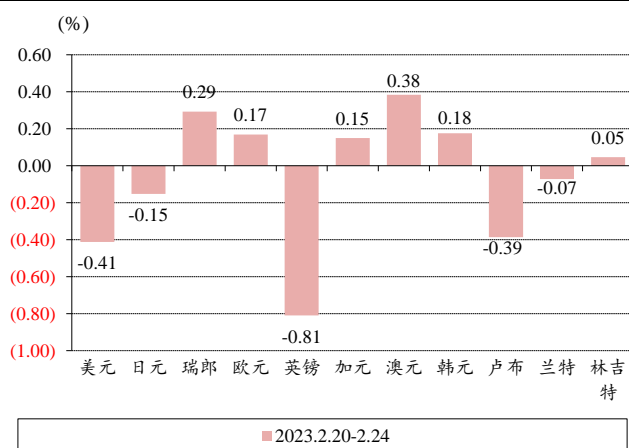


资料来源：万得，中银证券

外汇：美元指数持续上行

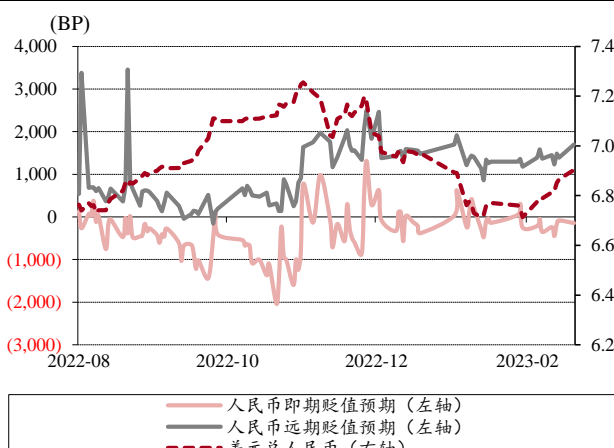
人民币兑美元中间价本周上行 283BP，至 6.8942。本周人民币对澳元(0.38%)、瑞郎(0.29%)、韩元(0.18%)、欧元(0.17%)、加元(0.15%)、林吉特(0.05%)升值，对兰特(-0.07%)、日元(-0.15%)、卢布(-0.39%)、美元(-0.41%)、英镑(-0.81%)贬值。美国通胀数据超预期，市场预期美联储货币政策仍可能继续收紧，带动美元指数走强。

图表 25. 节前人民币兑主要货币汇率波动



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势



资料来源：万得，中银证券

外汇市场一周要闻 (新闻来源：万得)

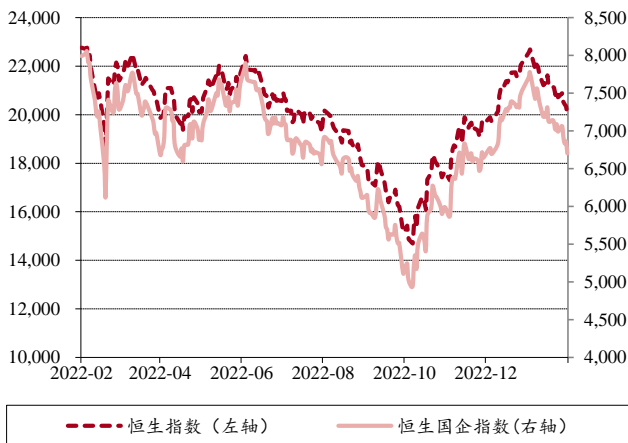
据商务部，今年 1 月份全国实际使用外资 1276.9 亿元人民币，同比增长 14.5%，折合 190.2 亿美元，增长 10%。其中，制造业实际使用外资增长 40.4%；高技术产业实际使用外资增长 62.8%，高技术制造业增长 74.5%，高技术服务业增长 59.6%。

据外汇局数据，2023 年 1 月，我国国际收支服务贸易出口 261 亿美元，进口 415 亿美元，逆差 154 亿美元。1 月中国外汇市场总计成交 14.29 万亿元人民币（等值 2.1 万亿美元）。

港股：美联储加息预期波动

受美联储加息收紧预期影响，国际风险资产价格回调。本周港股方面恒生指数下跌 3.43%，恒生国企指数下跌 4.12%，AH 溢价指数上行 1.89 收于 137.93。行业方面本周领涨的有能源业（0.6%）、电讯业（0.4%），跌幅靠前的有资讯科技业（-7.41%）、非必需性消费（-3.7%）、恒生指数（-3.43%）。本周南下资金总量 39.97 亿元，同时北上资金总量-41.24 亿元。北上资金本周净流出，年初以来持续净流入趋势有所改变。

图表 27. 恒指走势



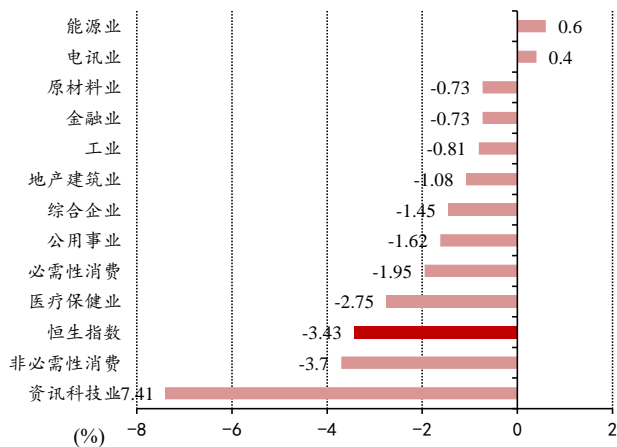
资料来源：万得，中银证券

图表 28. 陆港通资金流动情况



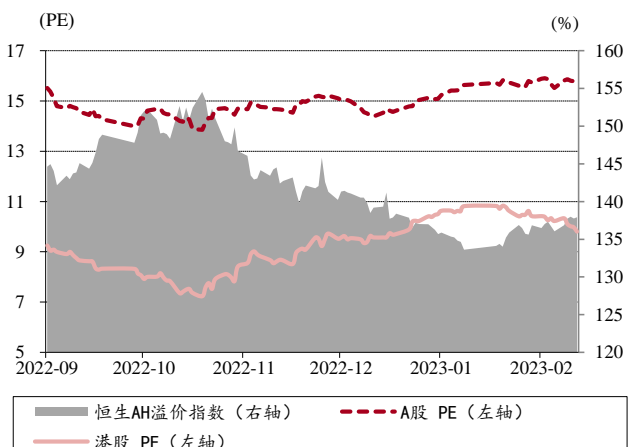
资料来源：万得，中银证券

图表 29. 港股行业涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 30. 港股估值变化



资料来源：万得，中银证券

港股及海外一周要闻 (新闻来源：万得)

美联储会议纪要：几乎所有官员都看到了放缓加息步伐的好处；在上次会议上，几乎所有美联储官员都支持加息 25 个基点；美联储认为上行通胀风险是影响前景的关键因素；“少数”官员支持或可能支持加息 50 个基点；在通胀持续回落至 2% 之前，需要采取限制性政策，控制通胀需要时间；经济前景面临下行风险。

欧洲央行行长拉加德表示，打算在 3 月份加息 50 个基点，3 月份加息后的情况将取决于数据；目前没有看到欧元区的工资-物价螺旋上升。

欧洲央行行长拉加德表示，需要确保通胀率回到 2%，利率决策将取决于数据，没有理由对能源和通货膨胀沾沾自喜，核心通货膨胀仍然比以往任何时候都要快。

澳洲联储货币政策会议纪要显示，该行 2 月份曾考虑加息 25 或 50 个基点，但最终选择加息 25 个基点，同时出人意料地转向鹰派，称未来几个月或需进一步加息。

日本央行行长黑田东彦表示，将维持宽松的货币政策，目标是稳定通胀。日本通胀可能在 2023 财年中中期降至 2% 以下，预计明年将保持在 2% 以下。

日本央行候任行长植田和男表示，目前日本央行货币政策是妥当的，有必要继续推行货币宽松，切实支撑经济。希望创造出工资结构性增长的局面，实现可持续形式的物价稳定。

韩国央行维持基准利率 3.5% 不变，为连续加息 7 次后首次按下暂停键。同时，将 2023 年实际 GDP 增长预期从 1.7% 下调至 1.6%，CPI 预期从 3.6% 下调至 3.5%；2024 年 GDP 和 CPI 增长预期分别为 2.4% 和 2.6%

新西兰联储加息 50 个基点至 4.75%，为连续第 10 次加息。新西兰联储指出，通胀预期仍处于高位，需要进一步收紧货币政策。

美国 2 月 Markit 制造业 PMI 初值 47.8，创 4 个月新高，预期 47.1，前值 46.9；服务业 PMI 初值 50.5，创 8 个月新高，预期 47.5，前值 46.8；综合 PMI 初值 50.2，预期 47.1，前值 46.8。

美国 1 月核心 PCE 物价指数同比升 4.7%，高于市场预期 4.3%；环比升幅为 0.6%，创去年 8 月以来最大增幅，预期为升 0.4%。另外，个人消费支出环比上升 1.8%，也高于预期的 1.4%。数据公布后，市场对下月美联储加息 50 个基点的预期上升至 30%。

美国 1 月新屋销售总数年化 67 万户，创 2022 年 3 月以来新高，预期 62 万户，前值由 61.6 万户修正至 62.5 万户。

欧元区 2 月制造业 PMI 初值 48.5，预期 49.3，1 月终值 48.8；服务业 PMI 初值 53，预期 51，1 月终值 50.8；综合 PMI 初值 52.3，预期 50.6，1 月终值 50.3。

美国上周初请失业金人数意外降至 19.2 万，预期为增至 20 万人。至 2 月 11 日当周续请失业金人数降至 165.4 万人，预期 170 万人。

美国第四季度 GDP 修正后同比增长 2.7%，反映出消费者支出向下修正，此前经济学家预期将持平于 2.9%。第四季度核心 PCE 物价指数修正后环比升 4.3%，同比升 4.8%，均高于初值。

欧元区 1 月份 CPI 终值同比上涨 8.6%，符合预期，高于初值 8.5%；环比下降 0.2%，与预期持平，初值为下降 0.4%。

日本 1 月核心 CPI 同比升 4.2%，涨幅再创 41 年新高，连续第 10 个月超过日本央行 2% 的通胀目标。

德国央行发布月度报告指出，德国经济 2023 年可能出现小幅萎缩，新年伊始企业和家庭表现较弱。报告称，今年形势可能缓慢改善，但预计无法明显好转。

法国财长勒梅尔重申，预计 2023 年法国经济将出现正增长；通胀将从今年年中开始缓解。

英国环境大臣表示，当前一些水果和蔬菜的短缺情况可能会持续一个月左右的时间。本周，英国多家超市开始对西红柿、青椒和黄瓜等果蔬进行限购。

韩国统计厅报告显示，韩国 2022 年总和生育率较前一年下降 0.03，为 0.78，创 1970 年有记录以来最低。全年总人口自然减少 12.38 万人，连续 3 年出现自然减少，减幅创下历史之最。

国际货币基金组织（IMF）和其他一些机构发布的预期认为，亚洲经济复苏尽管仍面临不少困难，但地区复苏前景渐趋改善，今年该地区有望成为全球经济减速中的亮点。

国际货币基金组织制定加密货币行动计划，通过加强货币政策框架来维护货币的主权和稳定，不授予比特币等加密货币官方或法定货币地位。

今年 1 月份，保险商卖出 4462 亿日元超长期日本国债，外国投资者卖出 4.119 万亿日元的日本国债，均创纪录新高。

下周大类资产配置建议

房地产政策调整从供求两方入手。据证券时报，2月以来，集中供地的重点22城中，北京、杭州完成了2022年第5轮集中土拍，郑州、天津、苏州、杭州完成了2023年首轮集中土拍。土拍结果呈现冰火两重天，杭州、北京、苏州等热点城市土拍升温，而郑州、天津的土拍则较为冷清。贝壳研究院监测显示，2月份，符合首套利率动态调整的38城市中，石家庄、哈尔滨、长春、福州等17个城市首套房贷利率回调至4%以内。贝壳研究院监测的103个重点城市中，共23个城市下调了首套房贷款利率，首套利率低于房贷利率下限（4.1%）的城市增加至34城市。土地供给方面显示，虽然房地产企业融资已经放宽，但房地产企业购地需求仍偏低，土地市场也呈现分化特征，热点城市率先回温；房地产销售环节，政策放松主要从房贷首付和贷款利率两方面入手，虽然目前尚未反应在1月的金融数据当中，但市场信息显示2月房地产销售的活跃度较1月显著上升。综合来看，随着节后复工复产稳步推进，房地产市场有望持续好转。

美国经济数据不差困扰投资者。美国2月Markit制造业PMI初值47.8，创4个月新高，预期47.1，前值46.9；服务业PMI初值50.5，创8个月新高，预期47.5，前值46.8；上周初请失业金人数意外降至19.2万，预期为增至20万人；第四季度核心PCE物价指数修正后环比升4.3%，同比升4.8%，均高于初值。生产端持续好于预期、消费端韧性较强、就业数据强劲、通胀高于初值，均指向美联储后续需要继续加息且经济能够承受加息的负面作用。但另一方面，美国第四季度GDP修正后同比增长2.7%，反映出消费者支出向下修正，此前经济学家预期将持平于2.9%。四季度GDP数据下修，显示此前的加息已经对包括消费在内的经济整体形成了负面影响，一定程度上有望稳定投资者预期。整体来看，美国经济数据依然分化，处于较高水平的利率持续的时间越长，经济软着陆的概率就越小，但当前的数据显示美联储短期难以停止加息，投资者纠结于交易主题可能将向衰退切换。

“弱现实”初步向“强预期”收敛。从高频数据看，“弱现实”已有向“强预期”收敛的迹象，其主要体现在以下两方面：首先，春节后部分生产端数据持续回暖，钢厂电炉开工率持续走高，铁矿石、炼焦煤库存有所抬升，中游生产加速或正缓慢带动上游的补库存意愿。其次，地产销售复苏趋势初步显现，并逐步向价格端传导。据CEIC数据，2022年1月房价环比下降的城市个数明显减少，其中，新建商品住宅房价环比上涨城市个数达到36个，为2021年9月以来最高值。但需注意的是，地产投资与销售修复之间往往存在2-3季度的时间滞后，地产投资上游相关高频数据表现仍需持续关注。我们认为虽然高频数据开始向好，但经济复苏的基础尚不牢固，海外不确定性依然较大，复苏的过程或仍有波动的可能。总的来看复苏交易仍是当前人民币资产价格波动的主线。大类资产配置顺序：股票>大宗>货币>债券。

风险提示：

全球通胀回落偏慢；流动性回流美债；全球新冠疫情不确定。

图表 31. 本期观点（2023.2.26）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注稳增长政策落地	不变
三个月内	=	经济持续弱复苏	不变
一年内	-	欧美经济衰退影响全球	不变
大类资产		本期观点	观点变化
股票	+	复苏之下股市受益	超配
债券	-	复苏抬高债市收益率	低配
货币	=	收益率将在2%下方波动	标配
大宗商品	=	经济复苏提振需求	标配
外汇	=	中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动	标配

资料来源：中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371