

分析师：钮若洋
登记编码：S0730522120002
niury@ccnew.com 021-50586356
分析师：周建华
登记编码：S0730518120001
zhoujh-yjs@ccnew.cm 021-50586758

联储加息预期增强，国内地产需求改善

——总量周观点

证券研究报告-总量周观点

发布日期：2023年02月27日

相关报告

《总量周观点：工业制造业偏强运转，总量货币政策中性》 2023-02-20

《总量周观点：生产端出现修复，地产需求仍待改善》 2023-02-13

《总量周观点：生产端出现修复，地产需求仍待改善》 2023-02-06

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】宏观回顾：**2月24日，美国1月核心PCE物价指数录得4.71%，较前值小幅反弹，显著超出市场预期，显示通胀粘性依然偏强；随后2月密歇根大学消费者现状指数公布在70.7，较前值有所上行，显示出美国消费市场的韧性较强。数据公布后，市场对于美联储加息的担忧快速走强，纳指大幅低开，美债收益率显著上行。截至2月27日，3月议息会议加息步长的利率期货隐含预期仍集中在25BP，但50BP的概率明显上升，同时市场对于美联储全年加息的路径预期显著改变，加息终点或在5.5%以上，短期内难言见顶。国内2月第四周高频数据方面，上游生产端，高炉炼铁延续超季节性回升，焦化开工平稳运行；煤炭调度量、石油沥青开工小幅改善，螺纹钢与线材产量均延续回暖；汽车开工延续超季节性复苏，织机开工延续回暖至往年季节性水平；下游需求来看，汽车零售与电影票房基本符合季节性运行，地产需求回暖较为明显，二手房成交延续超季节性复苏的同时一手房销售也逐步达到往年同期水平。整体上，我国工业复苏延续偏强运转，地产需求提振较为明显。**宏观展望：**美国核心PCE不降反升，同时较强的消费韧性以及持续紧俏的劳动力市场使得通胀粘性进一步增强，迅速强化市场对于联储全年加息力度增强的预期，并开启新一轮紧缩交易，短期而言联储加息难言见顶。国内，高频数据显示生产端偏强运转，需求侧地产需求则迎来了较为明显的改善，伴随企业信贷需求的修复，企业盈利的转暖，或带动改善居民部门的资产负债表以及收入预期；目前而言复苏仍在进行时，预计复苏高度还将进一步抬升。政策方面，央行货币政策报告强调了消费动能、海外通胀等因素给未来国内物价走势带来的不确定性，货币政策或将保持中性，存在25BP降准释放长期流动性的可能，但降息概率偏小。
- **【股市】**2月，全球主要指数涨跌不一，恒指、纳指、道指普遍回调，欧洲市场录得上涨。国内市场跌多涨少，创业板50跌幅较大，中证1000上涨最多。沪深两市日均成交额9,104亿元，较上月环比+15.7%，成交额明显回升。2月，19个行业上涨，11个行业下跌；轻工制造、通信、传媒、钢铁、计算机等行业表现较强；新能源、银行、房地产、非银、有色等行业表现较弱。概念方面，服务器、光模块、生物识别等概念涨幅居前；炒股软件、动力电池、锂矿等概念跌幅居前。2月美股和港股出现较大回调，港股2月下跌超过8%，国内市场呈现震荡格局，上证综指在3200-3300点之间做区间震荡。美国的通胀问题依然存在，美联储相对鹰派，美元出现短期回升，外资流入放缓，对市场风险偏好有一定影响。国内房地产价格开始企稳，但1-2月整体销量不及过去数年同期水平，整

体经济复苏力度有待提高。两会即将召开，新的政策支持措施和改革力度可能加大，对部分板块将形成利好。在市场交易一轮强预期后，当前市场进入交易经济现实的阶段，对市场的支撑有待经济数据的进一步支持。若经济数据过强，又会影响货币政策的松紧程度。因此，市场可能继续维持震荡。建议仓位维持 60%，短期重点关注计算机、军工、农业等板块。

- **【债市】**上周债市先调整后反弹，僵局有松动迹象但并未完全打破，经济复苏力度逐渐增强但暂时证据仍不足以推动市场信心大幅强化，导致品种间行情割裂特征明显。周一市场在人民银行要求银行平滑信贷投放、EPMI 数值较高的消息推动下快速调整，调整情绪延续到周二早盘后市场超跌反弹。其后市场走势割裂，短端在存单持续提价、票据快速上行的推动下快速上行，中短端政金债和 IRS Repo 表现尤为偏弱。长端现券则在看多的农商行较大力度承接下维持平稳。国债期货市场表现最为强势，可能受到宏观对冲交易资金驱动。基本面偏向空头，总体仍建议投资者保持谨慎。市场前期的调整已经纳入了一定程度的 PMI/信贷数据预期，当前对两会政策预期不强烈，僵局未必能在短期完全打破，做空交易建议适度耐心等待。

- **资产配置：股票 40%、债券 15%、商品 20%、Reits25%。**

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：联储加息预期增强，国内地产需求改善	4
2. 股票：复苏需要巩固，市场继续震荡	5
3. 债券：债市僵局仍未完全打破	6
4. 资产配置：股票 40%、债券 15%、商品 20%、Reits25%	8
5. 风险提示	8

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(%)	6
图 3：A 股主要指数涨跌幅(%)	6
图 4：中信一级行业 12 月涨跌幅（%）	6
图 8：国债收益率曲线走平	7
图 9：国开债收益率曲线走平	7
图 10：银行融资意愿较强，同业存单持续提价	7
图 11：大类资产配置模拟组合净值走势图	8
表 1：本期大类资产配置比例	8

1. 宏观：联储加息预期增强，国内地产需求改善

宏观回顾：

2月24日，美国1月核心PCE物价指数录得4.71%，较前值小幅反弹，显著超出市场预期，显示通胀粘性依然偏强；随后2月密歇根大学消费者现状指数公布在70.7，较前值有所上行，显示出美国消费市场的韧性较强。数据公布后，市场对于美联储加息的担忧快速走强，纳指大幅低开，美债收益率显著上行。截至2月27日，3月议息会议加息步长的利率期货隐含预期仍集中在25BP，但50BP的概率明显上升，同时市场对于美联储全年加息的路径预期显著改变，加息终点或在5.5%以上，短期内难言见顶。

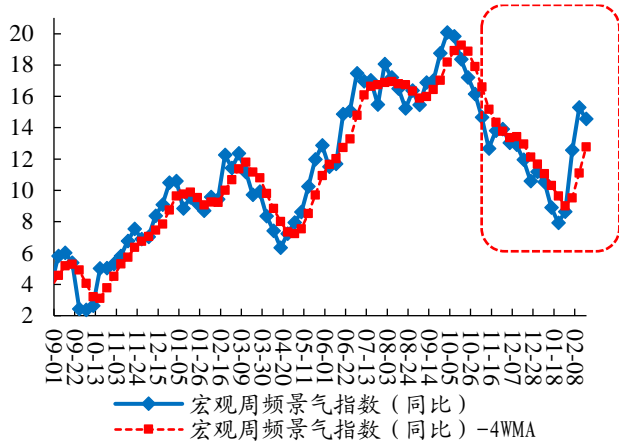
国内2月第四周高频数据方面，上游生产端，高炉炼铁延续超季节性回升，焦化开工平稳运行；煤炭调度量、石油沥青开工小幅改善，螺纹钢与线材产量均延续回暖；汽车开工延续超季节性复苏，织机开工延续回暖至往年季节性水平；下游需求来看，汽车零售与电影票房基本符合季节性运行，地产需求回暖较为明显，二手房成交延续超季节性复苏的同时一手房销售也逐步达到往年同期水平。整体上，我国工业复苏延续偏强运转，地产需求提振较为明显。

宏观展望：

美国核心PCE不降反升，同时较强的消费韧性以及持续紧俏的劳动力市场使得通胀粘性进一步增强，迅速强化市场对于联储全年加息力度增强的预期，并开启新一轮紧缩交易，短期而言联储加息难言见顶。

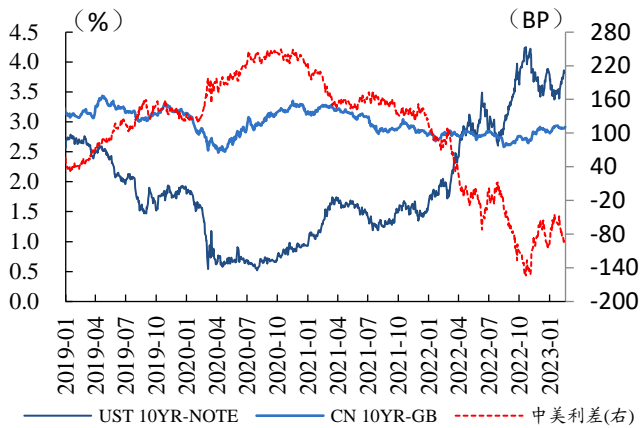
国内，高频数据显示生产端偏强运转，需求侧地产需求则迎来了较为明显的改善，伴随企业信贷需求的修复，企业盈利的转暖，或带动改善居民部门的资产负债表以及收入预期；目前而言复苏仍在进行时，预计复苏高度还将进一步抬升。政策方面，央行货币政策报告强调了消费动能、海外通胀等因素给未来国内物价走势带来的不确定性，货币政策或将保持中性，存在25BP降准释放长期流动性的可能，但降息概率偏小。

图 1：我国近期高频景气指数同比增速与 4 周均值



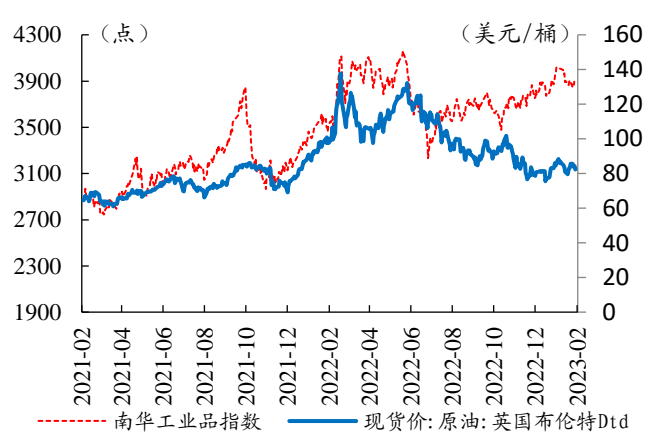
资料来源：Wind，中原证券

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：复苏需要巩固，市场继续震荡

股市回顾：2 月，全球主要指数涨跌不一，恒指、纳指、道指普遍回调，欧洲市场录得上涨。国内市场跌多涨少，创业板 50 跌幅较大，中证 1000 上涨最多。沪深两市日均成交额 9,104 亿元，较上月环比+15.7%，成交额明显回升。2 月，19 个行业上涨，11 个行业下跌；轻工制造、通信、传媒、钢铁、计算机等行业表现较强；新能源、银行、房地产、非银、有色等行业表现较弱。概念方面，服务器、光模块、生物识别等概念涨幅居前；炒股软件、动力电池、锂矿等概念跌幅居前。

股市展望：2 月美股和港股出现较大回调，港股 2 月下跌超过 8%，国内市场呈现震荡格局，上证综指在 3200-3300 点之间做区间震荡。美国的通胀问题依然存在，美联储相对鹰派，美元出现短期回升，外资流入放缓，对市场风险偏好有一定影响。国内房地产价格开始企稳，但 1-2 月整体销量不及过去数年同期水平，整体经济复苏力度有待提高。两会即将召开，新的政策支持措施和改革力度可能加大，对部分板块将形成利好。在市场交易一轮强预期后，当前市场进入交易经济现实的阶段，对市场的支撑有待经济数据的进一步支持。若经济数据过强，

又会影响货币政策的松紧程度。因此，市场可能继续维持震荡。建议仓位维持60%，短期重点关注计算机、军工、农业等板块。

图 5：全球主要指数涨跌幅(%)

	2023/2/24	周涨跌	月涨跌	2022年涨跌	2022年涨跌幅
道琼斯工业指数	-2.99	-3.72	-3.72	-1.00	-8.78
纳斯达克指数	-3.33	-1.64	-1.64	8.87	-33.10
标普500	-2.67	-2.61	-2.61	3.40	-19.44
英国富时100	-1.57	1.38	1.38	5.73	0.91
法国CAC40	-2.18	1.48	1.48	11.02	-9.50
德国DAX	-1.76	0.54	0.54	9.24	-12.35
日经225	-0.22	0.46	0.46	5.21	-9.37
韩国综合指数	-1.13	-0.06	-0.06	8.37	-24.89
恒生指数	-3.43	-8.49	-8.49	1.16	-15.46
澳洲标普200	-0.69	-2.36	-2.36	3.43	-5.20
印度SENSEX30	-2.41	-0.05	-0.05	-2.26	4.44
俄罗斯RTS	-0.66	-8.70	-8.70	-5.81	-39.18
巴西指数	-3.09	-6.73	-6.73	-3.59	4.69
上证指数	1.34	0.35	0.35	5.76	-15.13
深证成指	0.61	-1.78	-1.78	7.00	-25.85
台湾加权指数	0.16	1.56	1.56	9.66	-22.40

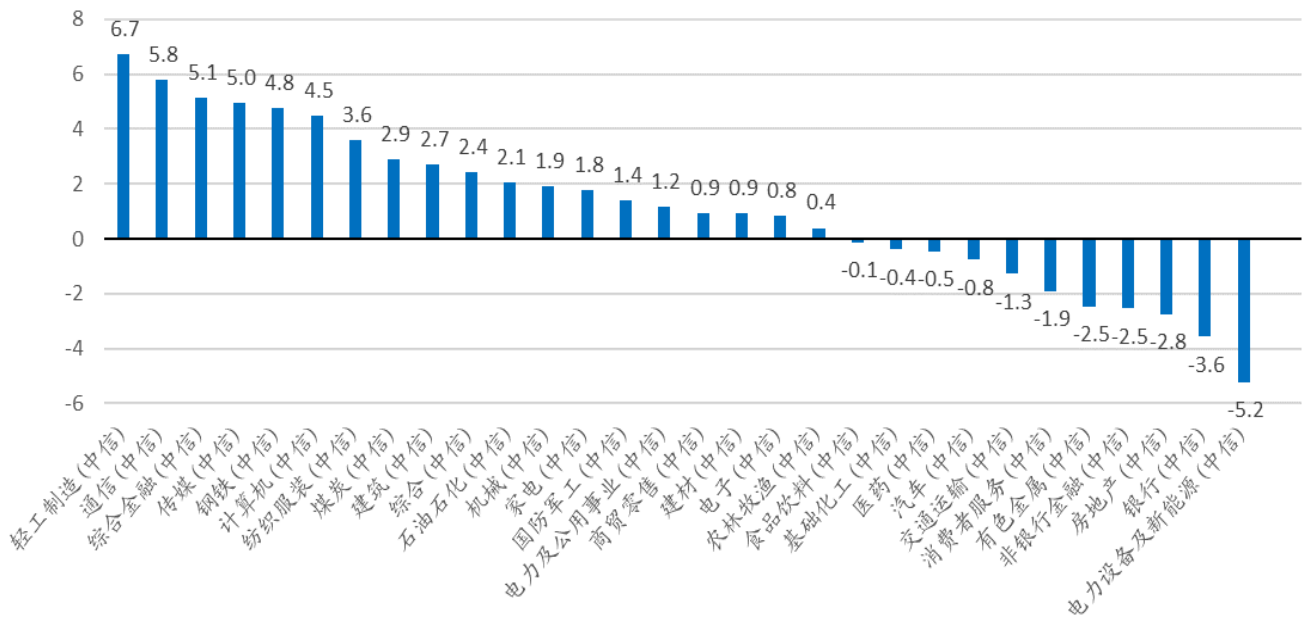
资料来源：Wind，中原证券

图 6：A 股主要指数涨跌幅(%)

	2023/2/24	周涨跌	月涨跌	2022年涨跌	2021年涨跌幅
上证指数	1.34	0.35	0.35	5.76	-15.13
深证成指	0.61	-1.78	-1.78	7.00	-25.85
创业板指	-0.83	-5.89	-5.89	3.50	-29.37
沪深300	0.66	-2.30	-2.30	4.89	-21.63
上证50	0.49	-2.86	-2.86	3.50	-19.52
中证500	1.66	0.82	0.82	8.12	-20.31
科创50	0.44	-2.34	-2.34	3.20	-31.35
创业板50	-1.29	-7.69	-7.69	2.43	-29.83
万得全A	0.98	-0.19	-0.19	7.17	-18.66
中小板指	0.45	-2.67	-2.67	5.14	-26.49
上证180	0.99	-1.76	-1.76	4.14	-18.77
上证380	1.70	1.19	1.19	7.92	-17.46
中证100	0.49	-3.04	-3.04	5.46	-22.07
中证500	1.66	0.82	0.82	8.12	-20.31
中证800	0.92	-1.51	-1.51	5.71	-21.32
中证1000	1.11	2.05	2.05	10.56	-21.58

资料来源：Wind，中原证券

图 7：中信一级行业 12 月涨跌幅 (%)



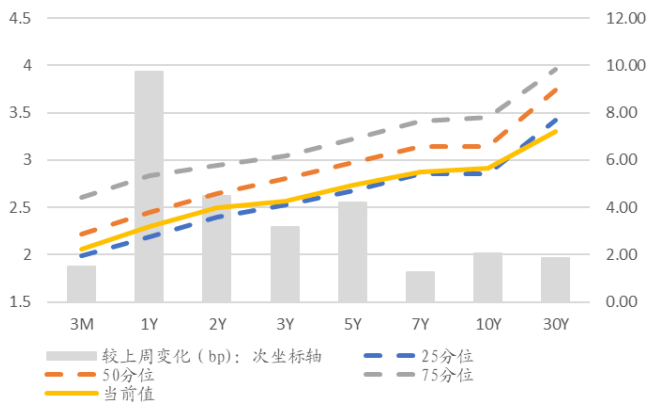
资料来源：Wind，中原证券

3. 债券：债市僵局仍未完全打破

债市回顾：上周债市先调整后反弹，僵局有松动迹象但并未完全打破，经济复苏力度逐渐增强但暂时证据仍不足以推动市场信心大幅强化，导致品种间行情割裂特征明显。周一市场在人民银行要求银行平滑信贷投放、数值较高的消息推动下快速调整，调整情绪延续到周二早盘后市场超跌反弹。其后市场走势割裂，短端在存单持续提价、票据快速上行的推动下快速上行，由于基金交易盘相对看空，外资机构在中美利差扩张推动下持续 pay，该两类投资者

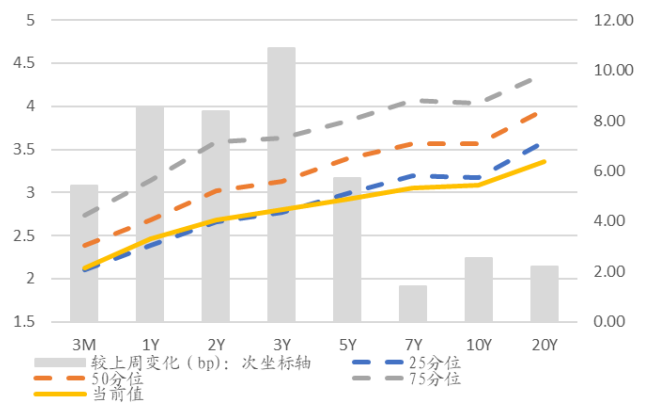
相对主导的细分品种中短端政金债和 IRS Repo 表现尤为偏弱。长端现券则在看多的农商行较大力度承接下维持平稳。国债期货市场表现最为强势，后半周连续反弹收回大部分跌幅，可能受到宏观对冲交易资金驱动。本周权益表现偏弱，商品在经历一轮上涨后也上攻乏力趋于调整。全周人民银行“削峰填谷”熨平公开市场操作投放节奏，资金面短期维持平稳。但公开市场操作存量规模较大，后续两月相继迎来跨季和缴税大月，市场对资金面不确定性忧虑有增无减。

图 8：国债收益率曲线走平



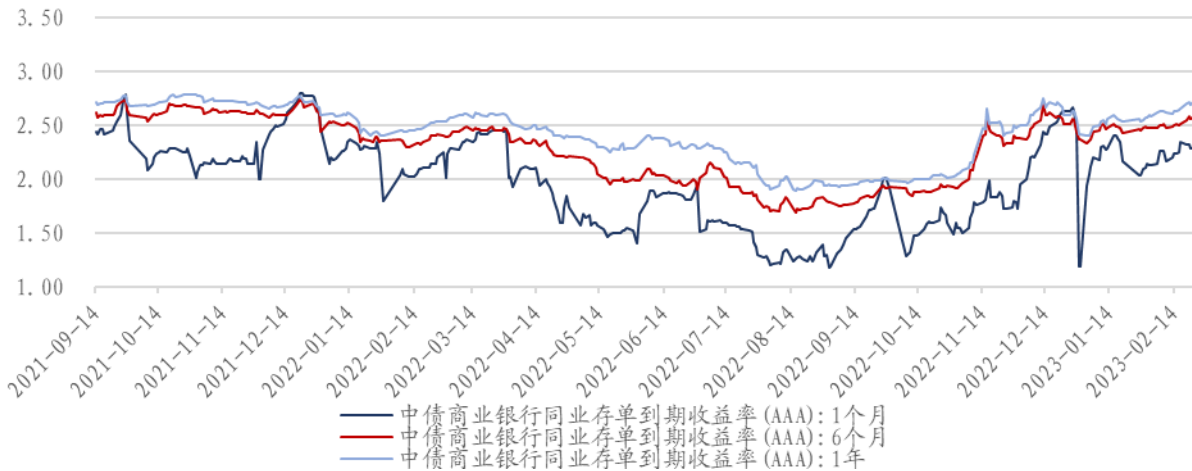
资料来源：Wind，中原证券

图 9：国开债收益率曲线走平



资料来源：Wind，中原证券

图 10：银行融资意愿较强，同业存单持续提价



资料来源：Wind，中原证券

债市展望：高频持续修复，二手房和一手房成交均看到日益明确的回暖迹象，基本面偏向空头，总体仍建议投资者保持谨慎。市场前期的调整已经纳入了一定程度的 PMI/信贷数据预期，当前对两会政策预期不强烈，僵局未必能在短期完全打破，做空交易建议适度耐心等待。

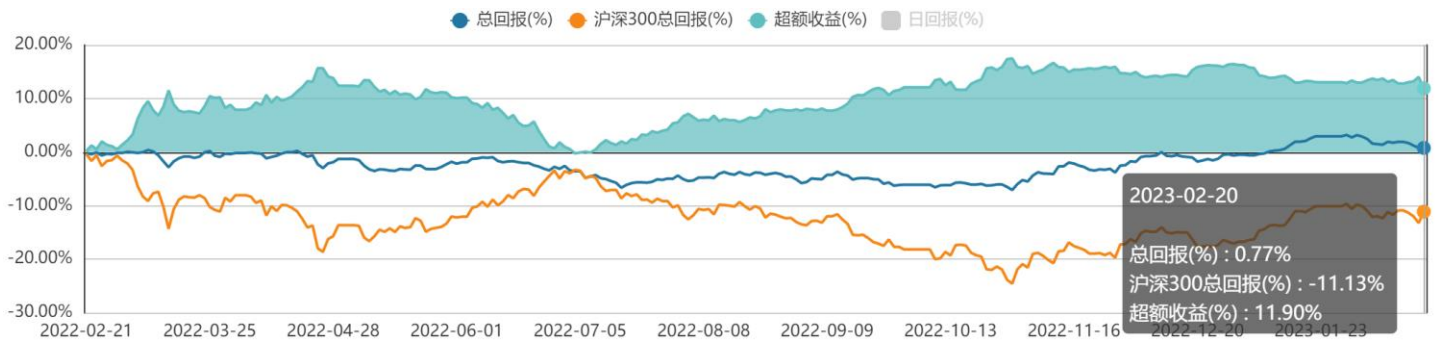
4. 资产配置：股票 40%、债券 15%、商品 20%、Reits25%

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

5. 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。