



2023年3月1日

宏观总量月报（2023年2月）

王笑 投资咨询从业资格号：Z0013736

Wangxiao019787@gtjas.com

毛磊 投资咨询从业资格号：Z0011222

Maolei013138@gtjas.com

瞿新荣 投资咨询从业资格号：Z0018363

Quxinrong027631@gtjas.com

戴璐（联系人）期货从业资格编号：F03107988

Dailu026543@gtjas.com

李晷霜玉（联系人）期货从业资格编号：F03087581

Linieshuangyu024249@gtjas.com

唐立（联系人）期货从业资格编号：F03100274

Tangli026575@gtjas.com

报告导读：

1、周期定位：1）国内处于三周期分析框架下的第1阶段复苏期，下游消费复苏伴随着房地产成交回暖，持续性待观察；海外则处于三周期分析框架下的第4到第5个阶段的过渡，偏强的通胀、劳动力数据再次引发短期美债、美元指数上行的担忧。2）以产成品库存与工业企业营收刻画的库存周期角度来看，中国已进入新一轮库存周期伊始的被动去库周期，需求增速回升确立。美国仍处于需求、库存增速双探底的主动去库周期。

2、宏观君之见：国内方面，1月经济数据因春节错位，提供的信息较为有限。权益市场用下跌消化了前期的部分获利盘，债市则继续了修复行情；海外方面，尽管美国总需求仍处于下行筑底过程中，但是通胀与劳动力数据的短期韧性仍存。2月PMI显著上行，增强了前期被打压的中下游工业企业利润回升信心。

3、2月大类资产表现回顾：随着短期美国通胀数据和劳动力数据韧性仍在，美债收益率与美元指数同时上行，打压了2月全球市场的风险偏好，对流动性更敏感的港股叠加获利盘兑现下跌9.41%。

4、3月宏观展望：国内方面，高频数据较强使得市场上修对“金三银四”经济修复强度预期；海外方面，美国通胀下行的斜率将影响美联储加息计划，持续压制海外需求并扰动全球资产走势。

5、风险点：美联储超预期鹰派，地缘政治风险升级。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

【正文】

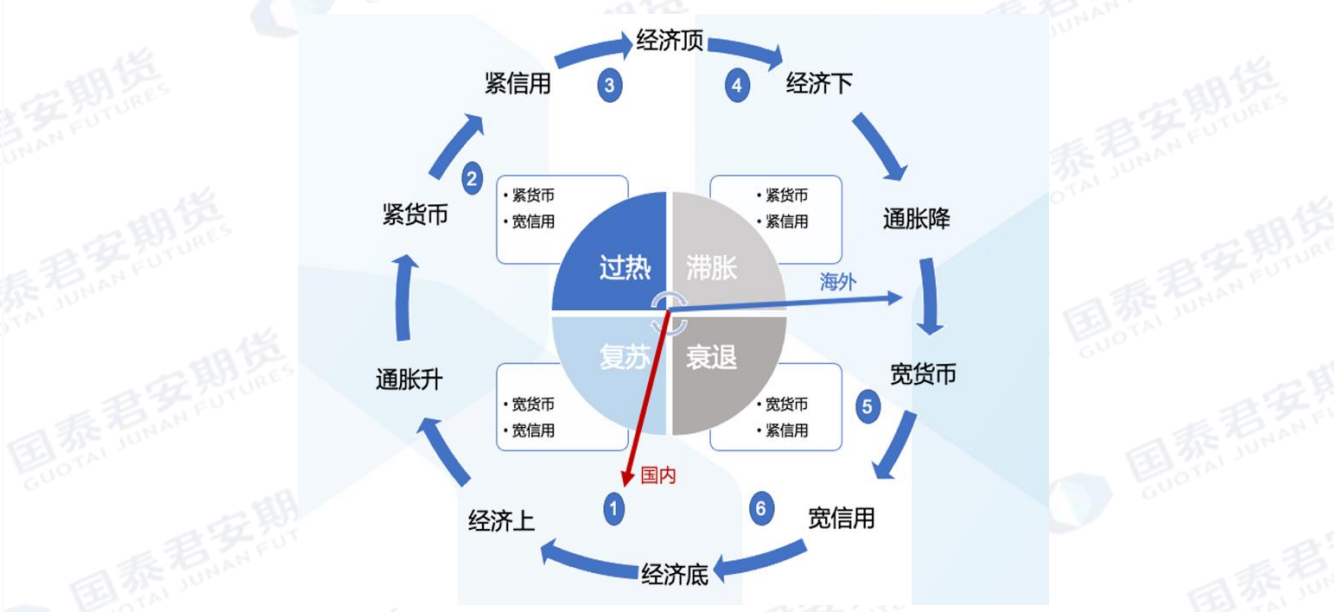
1. 周期定位与资产配置

1.1 三周期分析框架

我们认为当前国内正处于三周期分析框架（详见《深度专题：2022 与 2012 当经济周期与政治周期相遇》）下的第 1 阶段的复苏期。商品房销售高频数据有所回暖伴随着建材成交放量，核心城市一马当先，地铁客运量与拥堵回升至同期高位。

海外方面，整体向下的增长数据被短期偏强的劳动力市场数据和零售数据扰动，通胀向下的大方向不改，但服务业的强劲增加了一次市场加息预期，同时也延后了预期降息时间。我们认为海外当前处于从阶段④向阶段⑤的过程中。待到就业和消费数据加速回落（当前通胀仍处于高位区间，就业数据也偏强），将确认经济由滞胀向衰退期的切换。随着持续高基准利率下的美国经济运行情况逐渐明朗，也能更好地帮助我们观测美国着陆的软硬。资产表现方面，美债收益率与美元指数的反复伴随着阶段性的债强股弱。随着新数据的发布该驱动方向会随时逆转，加息预期变更的市场交易消化较为快速。同时，商品端黑色系的偏强与原油的偏弱体现了当前经济内强外弱的相对格局。

图 1：三周期分析框架下海外通胀降或将进入类衰退期、国内复苏期确认下宽信用亟待落地



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

1.2 库存周期分析框架

中国进入被动去库期，美国当前仍处于主动去库存阶段。（详见《深度专题：库存周期与大类资产配置》、《深度专题：美国库存周期与大类资产配置》）

我国库存周期时长平均3年半。主动去库期平均时长在1年左右，至今历时11个月，从时间上已进入尾声。当前我国已位于新一轮库存周期的开端，进入需求回升的被动去库。（详见《深度专题：库存周期与大类资产配置》）

美国库存周期切换速度相较我国更快，平均时长在3年左右。主动去库期平均时长3个季度，至今历时7个月。在美联储的尾部加息预期进一步升温下，美国预计仍将在主动去库徘徊1个季度。（详见《深度专题：美国库存周期与大类资产配置》）

图2：我国库存周期统计

| 库存周期 | 时间 | 被动去库存（月） | 主动补库存（月） | 被动补库存（月） | 主动去库存（月） | 总时长（月） |
|---------|----------------|----------|----------|----------|----------|--------|
| 1 | 1998/9-2002/1 | 21 | 5 | 8 | 7 | 41 |
| 2 | 2002/2-2006/1 | 9 | 18 | 9 | 13 | 49 |
| 3 | 2006/3-2009/7 | 3 | 24 | 5 | 9 | 41 |
| 4 | 2009/8-2012/9 | 3 | 6 | 18 | 11 | 38 |
| 5 | 2012/10-2016/1 | 11 | 5 | 7 | 17 | 40 |
| 6 | 2016/2-2020/3 | 5 | 9 | 17 | 19 | 50 |
| 7 | 2020/4-至今 | 7 | 6 | 11 | 至今11 | ? |
| 平均时长（月） | | 9 | 11 | 11 | 13 | 43 |

资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图3：美国库存周期统计

| 库存周期 | 时间 | 被动去库存（月） | 主动补库存（月） | 被动补库存（月） | 主动去库存（月） | 总时长（月） |
|---------|----------------|----------|----------|----------|----------|--------|
| 1 | 1996/3-1998/9 | 12 | 7 | 8 | 4 | 31 |
| 2 | 1998/10-2002/2 | 6 | 14 | 6 | 3 | 29 |
| 3 | 2002/3-2003/6 | 3 | 10 | 2 | 2 | 17 |
| 4 | 2003/7-2007/3 | 9 | 11 | 18 | 6 | 44 |
| 5 | 2007/4-2009/6 | 6 | 4 | 8 | 9 | 27 |
| 6 | 2009/7-2013/4 | 4 | 20 | 0 | 20 | 44 |
| 7 | 2013/5-2015/11 | 7 | 7 | 3 | 14 | 31 |
| 8 | 2015/12-2020/3 | 12 | 18 | 8 | 14 | 52 |
| 9 | 2020/4-至今 | 5 | 10 | 12 | 至今7 | ? |
| 平均时长（月） | | 7 | 11 | 7 | 9 | 34 |

资料来源：Wind、国泰君安期货研究

2. 2月大类资产和宏观回顾

2.1 大类资产表现

2月以来全球风险偏好有所回落，主要权益市场均出现不同程度调整，恒生指数深度调整9.41%。

海外欧股表现相对出色，美国受扰与新的加息预期，三大指数均收跌，道指跌幅大于标普大于纳斯达克。美债收益率上行伴随有色金属板块的回调，原油价格仍受海外需求萎靡的压制，比特币大幅回调。中债方面，10年期国债收益率稳定在2.90%附近，信用利差大幅收敛55bp。

宏观驱动回顾：数据真空期过后，复苏的成色逐渐显露，预期后期将重新回到年报的主线策略中（详见《宏观配置年报：东方欲晓，莫道君行早》）

图 4：AH 股回调，欧洲坚挺

| | | | |
|------|----|-------------|--------|
| 权益市场 | A股 | 上证综合指数 | 0.74% |
| | | 深证成指 | -1.81% |
| | | 创业板指数 | -5.88% |
| | 海外 | 恒生指数 | -9.41% |
| | | 东京日经225指数 | 0.43% |
| | | 道琼斯工业平均指数 | -4.19% |
| | | 标准普尔500指数 | -2.61% |
| | | 纳斯达克综合指数 | -1.11% |
| | | 伦敦金融时报100指数 | 1.35% |
| | | 巴黎CAC40指数 | 2.62% |
| | | 法兰克福DAX指数 | 1.57% |

资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 5：中债稳，美债回调

| | | |
|------|--------------------|---------|
| 商品 | LME铜 | -2.55% |
| | LME铝 | -5.22% |
| | 布伦特原油 | -0.71% |
| | 伦敦金现 | -3.25% |
| | 伦敦银现 | -10.74% |
| | 动力煤 | 0.68% |
| | 生猪 | 18.18% |
| 另类资产 | 比特币 | -16.19% |
| 固定收益 | 10年期国债收益率变动 (bp) | 0.40 |
| | 美国10年期国债收益率变动 (bp) | 46.00 |
| | AA级产业债信用利差变动 (bp) | -55.40 |

资料来源：Wind、国泰君安期货研究

2.2 国内宏观：经济活动强度显著修复

当前市场主要关注疫后及春节后实体经济修复情况，由于整体宏观数据将在3月中旬集中发布，故总量数据偏真空，市场关注高频数据来跟踪实体修复的蛛丝马迹。从2月下旬开始，实体修复强度进一步回升，包括房地产销售、下游开工率、出行指标均进一步改善，尤其是出行、住宿等多项指标已好于2019年同期。此外从统计局已发布的价格数据和领先指标PMI来看，包括核心服务通胀抬头，PMI强劲等，也得出经济修复的证据。不过从资产表现上来看，在市场普遍的悲观预期作用下，股债等资产价格表现对实体修复的敏感度并不高。

2月PMI点评：生产强劲，内外需共振改善。2月份中国制造业PMI52.6，比上月回升2.5个百分点，读数创下自2012年4月以来的最高。所有分项环比显著改善，且大部分居于荣枯线上方。虽然强劲的PMI有春节低基数的影响，但无疑疫情扰动过后，实体经济确实出现较为明显的修复，这可与2月一些诸如出行、开工等高频指标的强劲形势相呼应。在各分项中，生产改善程度最为明显，环比+6.9，为所有分项中最大，高于近七年均值6.3个百分点。订单方面，无论是国内还是海外订单均有所修复，环比分别+3.2、+6.3，高于近七年平均3.4、3.6个百分点。疫情扰动消退后，对国内经济供需两端的利多作用进一步显现。与市场预期不同，外需订单改善幅度超预期。不过海外需求端能否延续改善势头尚存不确定性，后期仍需关注美国经济强于预期的持续性以及外需的变化。但整体而言，强劲的PMI使得市场对金三银四旺季经济修复的信心进一步增加。

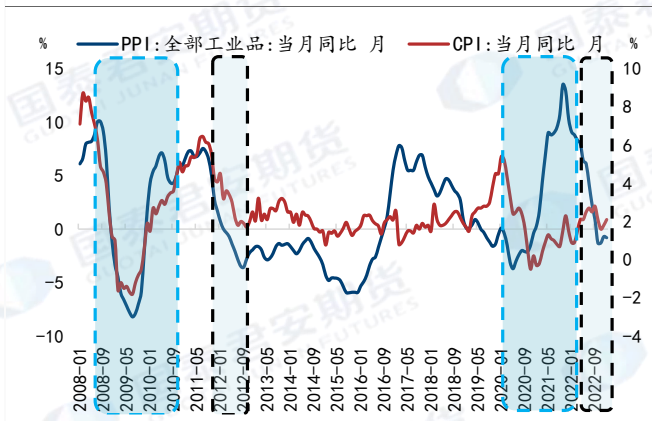
1月CPI点评：价格端验证经济修复。1月CPI同比上涨2.1%，环比强于季节性。疫后叠加春节效应，线下服务消费回暖，旅游等价格回升幅度超过往年，以服务消费为核心的CPI回升势头出现。食品价格方面，虽然猪价仍在下跌，但春节期间蔬果、水产品价格上涨，仍使得食品项价格改善。预计未来CPI继续回升，但总体通胀上行压力有限。事实上从近期央行发布的四季度货币政策报告来看，其对后期国内通胀的担忧程度已经出现减弱。PPI方面，1月继续回落，已连续四个月负增长，主要受国际原油价格波动及国内煤炭价格下行的影响，后期来看，鉴于全球大宗商品价格保持平稳，叠加翘尾效应回落，预计未来PPI或继续持稳。

图 6：2 月制造业 PMI 显著改善



资料来源：wind、国泰君安期货研究

图 7：国内 CPI 同比趋于回升，而 PPI 同比持稳



资料来源：wind、国泰君安期货研究

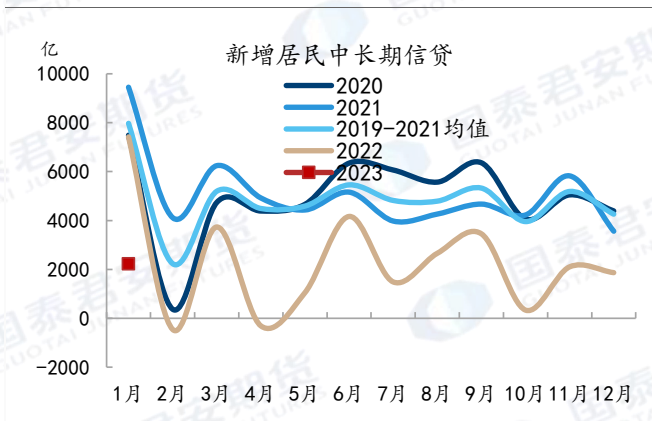
1 月金融数据点评：M2 高增，信贷结构延续企业与居民端分化。1 月社融总量高于历史同期，社融新增动力主要在于人民币贷款，新增人民币贷款占新增社融比重达 82.4%，企业债融资和政府债继续回落。贷款中，企业与居民贷款需求分化，企业中长贷新增达 3.5 万亿元，占总体信贷增量的 71.4%，企业部门与居民部门的融资需求延续 8 月以来的分化趋势。1 月社融存量增速 9.4%，较 2022 年 12 月回落 0.2 个百分点，同比少增 1959 亿元。受稳增长政策推动以及疫后企业预期好转，企业中长期融资需求较强。但由于地产端修复偏弱，居民中长贷融资意愿的改善仍有待时日。不过从高频数据来看，2 月以来房地产尤其是二手房市场出现更明显修复迹象，预计对后期居民中长贷的改善提供助力。1 月 M2 同比进一步增至 12.6%，显然实体并未出现如此强劲的复苏，“社融-M2”剪刀差倒挂扩大，显示资金空转、类资产荒的局面延续。后期政策走向而言，从 2 月 24 日央行发布的四季度货币政策执行报告观察，由于政策面对后期经济的看法透露出更乐观的情绪，因此后期政策宽松力度或维持稳健，进一步宽松概率降低。结构性政策如在扩内需、稳地产方向仍是政策的重点。

图 8：1 月信贷结构延续了企业强于居民的特点

| | 1月同比 | 1月环比 | 2023-01 | 2022-12 |
|---------|--------|--------|---------|---------|
| 新增人民币贷款 | 9,200 | 35,000 | 49,000 | 14,000 |
| -居民 | -5,858 | 819 | 2,572 | 1,753 |
| 短期 | -665 | 454 | 341 | -113 |
| 中长期 | -5,193 | 366 | 2,231 | 1,865 |
| -企业 | 13,200 | 34,163 | 46,800 | 12,637 |
| 短期 | 5,000 | 15,516 | 15,100 | -416 |
| 中长期 | 14,000 | 22,890 | 35,000 | 12,110 |
| 票据融资 | -5,915 | -5,273 | -4,127 | 1,146 |
| 非银 | 832 | -574 | -585 | -11 |

资料来源：wind、国泰君安期货研究

图 9：1 月居民中长贷修复力度依旧偏弱



资料来源：wind、国泰君安期货研究

2.3 海外方面

2 月份海外宏观主要体现在对美联储货币政策向“Higher for Longer”的预期逐步校准，美债收益率上行，10 年期美债收益率一度接近 4%，2 年期美债收益率目前录 4.83% 创下新高。10-2Y 收益率曲线继续倒挂，对美联储基准利率的终点逐渐靠近 5.25-5.50% 区间。在此影响下，海外风险情绪转弱，美股震荡有所下行，美元指数有所反弹。

从就业数据上看，美国 1 月非农就业新增就业 51.7 万，大超预期，失业率不升反降并创五十余年新低，薪资同比增长放缓但程度略不及预期，同时职位空缺数据仍在 1100 万之上，体现出美国劳动力市场偏紧状况未有缓解。从通胀数据上看，美国整体通胀同比趋势下行速度放缓，环比再度反弹，重现唤起引起市场对通胀韧性的焦虑，美国 1 月 CPI 整体同比录 6.4%，预期 6.2%，前值 6.5%，核心 CPI 同比录 5.6%，预期 5.5%，前值 5.7%，美国整体通胀同比趋势下行速度放缓，环比再度反弹，重现唤起引起市场对通胀韧性的焦虑，本次通胀数据分项

中能源项和二手车带来的同比通缩效应持续，商品通胀仍在下行。但服务通胀同比增速持续攀升至 7.1%，去除住房项的核心服务通胀同比增 6.2%，峰值时期为 6.7%，住房项同比再度创新高至 8.2%。从环比上看，近期能源价格在统计期间的反弹贡献了整体通胀环比增长加速。同时美国核心 PCE 同比再度反弹，也强化了代表美国通胀-紧缩逻辑再度成为 2 月份的海外宏观主线。

3. 3 月宏观展望

当前国内宏观面临着几方面的问题：第一，地产回暖仍需社融数据进一步印证，持续性存疑；第二，对于两会的经济支持政策力度仍有分歧。我们认为，居民端中长期贷款需求将随着地产回暖而上升，宽信用终将落地。同时需求的刚性仍在的前提下，去年供给侧产业出清较大，今年行业复苏或略好于预期。政策端我们将继续密切关注今年的经济工作定调。

对于 3 月份海外经济展望，逻辑上关注以下：一是通胀趋势和通胀斜率的纠结。我们多次强调通胀同比下行趋势将是最为关键的宏观主线，对于汇率和海外固收类有着方向性的决定意义。而下行的速度、环比的增速则往往决定了主线逻辑的切入节奏。目前看，通胀下行趋势在能源项和商品项的通缩作用下仍在持续，本月数据可能重现去年 3 季度时因同比趋势下行较慢引发的对通胀趋势的不确定性，但通胀斜率的分歧很难打破已经建立起来的通胀趋势下行的一致预期。二是美联储 3 月议息会议给出的点阵图指引可能将揭示本次加息周期利率终点，使得市场对利率顶部的计价空间更为明朗化。目前债券市场在非农数据后（2 月 3 日）就开始计价就业强劲、通胀具有韧性，2 年期债券收益率已经较低点反弹 50bps，再度接近前期高点，而本次数据释出后整体在预期范畴内，再次推动收益率反弹空间可能有限。其次是从 6 月和 12 月联邦基金期货合约隐含收益率来看，目前分别为 5.2% 和 5.0%，已经接近预期的 5.25-5.50% 区间，这意味着短端利率预期若进一步上行 1) 需要推翻美联储向市场给出的点阵图预期指引，而这必须从委员和议息会议中明确得出；2) 需要论证通胀同比趋势重新反弹，目前看也显然证据不足。

基于以上，我们仍旧对于通胀趋势下行的主线逻辑保持耐心，将本次通胀数据视作节奏上的风险点而非趋势改变。但在当下一系列美国宏观数据影响下，直至下一个通胀数据出炉前，美债各期限收益率将呈高位震荡盘整态势，10 年期和 2 年期美债收益率已经走出下行趋势进入震荡区间，应和了 Higher for longer 的基调。10 年期美债收益率在 4.0%、2 年期在前高 4.8% 附近将遇到一定阻力。美元反弹目标仍看在 105 附近，触及第二目标 107 则需要非美市场风险事件激化才可触及。对于其他资产而言，在通胀-利率风险的冲击下往往呈现商品好于权益、价值好于成长的结构。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038635 传真：021-33038762

国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038982 传真：021-33038937

国泰君安期货客户服务电话 95521