

2023年3月5日

Experts of financial  
derivatives pricing  
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：黄婷莉

• 从业资格编号 F3073548

• 投资咨询编号 Z0015398

邮箱：huangtingli@jinxinqh.com



## 短期节奏扰动不改经济中期修复趋势

### 内容提要

**资产价格回顾：**2月国内外两条宏观主线“中国经济复苏预期+海外经济衰退及货币转向”均存在扰动，市场情绪趋于谨慎，国内经济修复斜率分歧加大下股市以震荡为主，美股和港股则偏弱，月内呈现震荡回落趋势，受美联储加息预期回摆的拖累。2月A股估值延续小幅修复，股市较债市性价比月内变动不大，仍处于明显占优区间。经济复苏斜率预期分歧加大叠加美债收益率反弹下，2月小盘股表现略强于大盘股。债市方面，国内经济修复斜率预期分歧加大，高频数据特征分化，但影响利率短期运行的主线宏观逻辑难以证伪或证实，因此2月中债方向性不强，10Y国债收益率月内在2.9%一线震荡。而受美联储加息预期回摆，美债收益率快速上行，2Y和10Y利率倒挂程度加剧，美国10年期国债收益率回升40bp重返4%。欧洲经济受能源危机缓解提振下，德债收益率月内也有明显上行。

**经济修复方向确认，短期节奏扰动不改中期修复趋势：**2月经济延续疫后修复的早期阶段，高频数据显示经济仍在沿着出行—>基建—>地产渐进好转，经济修复维持向好势头，同时2月PMI延续回升也反映疫情尾端扰动的消除和经济脉冲式修复的趋势。1) 居民生活半径与出行活动继续改善，地铁客运量和全国拥堵延时指数已升至高于疫情前水平；2) 元宵后劳务到位率回升，全国基建、市政、房建项目复工率加快并超过去年农历同期，其中开复工进度主要受到资金到位情况的影响，市政>基建>房建；3) 工业生产继续渐进修复，复工继续加速，结构略有分化；4) 节后电影市场热度不减，近期商品房市场成交回暖加快，尤其是二手房市场成交继续回暖；5) 出口集装箱运价指数已连跌32周，韩国2月出口额同比减少7.5%，出口压力仍存。

**从信贷和通胀端来看，**1) 强政策驱动叠加疫情影响减退，实体融资需求正在回暖。1月金融数据实现开门红，预计“供给端政策强驱动+需求端企业预期改善提振信贷需求”结构下，信贷有望维持同比多增，银行信贷节奏前置。但当前地产需求端仍然偏弱，且存量贷款利率倒挂问题加剧提前还贷问题，企业和居民贷款分化局面仍将持续，短期大概率维持温和宽信用的节奏，仍需观察其持续性及地产相关信贷的变化。2) 经济重启拉动CPI回升，但非广泛式上涨下短期通胀并非重心。1月通胀数据反映经济重启对于出行、文娱和服务消费价格的拉动，但非广泛式上涨结构下，通胀上行压力整体可控，短期通胀因素并非货币政策的核心制约，货币政策执行报告对短期通胀的担忧下降。PPI上半年仍处于通缩区间，同比增速大概率前低后高，内需修复+外需走弱下全年压力不大。

**往后看，疫后经济往往将经历修复的两阶段特征，**第一阶段的脉冲式复苏斜率通常较高，体现为积压需求和场景恢复下的补偿性修复；而随着经济进入以就业、收入等内需主导的修复阶段后，经济修复的斜率将随之放缓，同比增速回到潜在水平仍有距离。预计在环比增速的快速爬坡阶段，1-2月经济数据有望较去年底低位明显修复，但从同比来看或仍存在与潜在增速的差距。随着2月PMI验证基建复工进度随着劳动力到位而逐渐完成追赶，后续地产链的修复仍待近期二手房热度向新房市场和低能级城市扩散、以及到位资金的进一步改善。

**美联储加息预期再度回摆：**美国经济数据持续超预期，能源价格上行叠加核心商品增速回落下，通胀仍有隐忧，叠加美联储官员频频“鹰派”发言，市场此前对美联储年内货币政策转向的乐观预期不断纠偏，推动美国10年期国债收益率重返4%。美

请务必仔细阅读正文之后的声明

联储加息预期再度回摆，加息终点再度上调，我们认为美联储春季或不会停止加息，加息终点在 5% 以上，未来政策利率路径仍取决于劳工市场和通胀数据的表现，降息仍有距离。海外短期仍需警惕美国通胀粘性较强的情况下对货币政策和全球流动性环境的潜在拖累。

**资产价格展望：**2 月市场对未来进一步修复的斜率预期的分歧一度加大，股市在经济数据好转待验证+缺乏增量资金+海外货币政策和地缘等扰动下，进入震荡区间。不过经济仍在渐进修复，中期看经济现实仍有改善空间，经济向上斜率有望保持，股市中期核心矛盾改善，但短期处于行情瓶颈期，两会临近下进入政策增量观察期，海外美联储加息终点抬升下仍需警惕全球流动性风险。债市整体核心矛盾仍偏不利，中期利率中枢大概率微抬，但短期影响利率运行的主线宏观逻辑仍显分化，债市方向性仍然不强，大概率趋于弱势震荡。

## 风险提示

国内经济修复不及预期，政策力度不及预期，美联储加息超预期

## 目录

一、	资产价格：海外交易软着陆，国内经济修复预期下股强债弱 .....	4
二、	经济处于疫后脉冲式修复的早期阶段 .....	错误！未定义书签。
1.	12 月经济内需特征与疫情达峰阶段匹配 .....	错误！未定义书签。
2.	疫情高峰回落后经济活动修复斜率加快 .....	错误！未定义书签。
3.	1 月 PMI 验证经济进入脉冲修复早期阶段 .....	错误！未定义书签。
4.	疫情扰动下年底融资需求仍然不足，政策支撑下预期正在好转	错误！未定义书签。
	定义书签。	
5.	关注经济重启后内需回升对通胀的拉动 .....	错误！未定义书签。
三、	海外：美国加息继续放缓，经济衰退渐行渐近 .....	20
四、	资产价格展望 .....	25
五、	风险提示 .....	25
	重要声明 .....	26

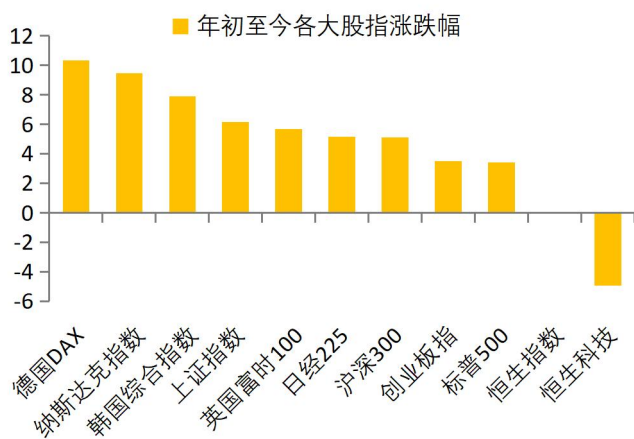
## 一、“海外加息预期回摆+国内经济修复斜率分歧加大”主导资产价格走势

2月国内外两条宏观主线“中国经济复苏预期+海外经济衰退及货币转向”均存在扰动，市场情绪趋于谨慎，国内股市以震荡为主，美股和港股偏弱，月内呈现震荡回落趋势。

一方面，美国经济数据超预期强劲，通胀同比涨幅收窄但环比均超预期，能源价格上行及核心商品增速回升是主因，叠加美联储官员频频“鹰派”发言，此前市场对美联储年内货币政策转向的乐观预期不断纠偏，市场加息预期回摆。美联储加息终点上调，当前市场预期6月加息至5.25-5.5%，推动美国10年期国债收益率重返4%，美股迎来调整。

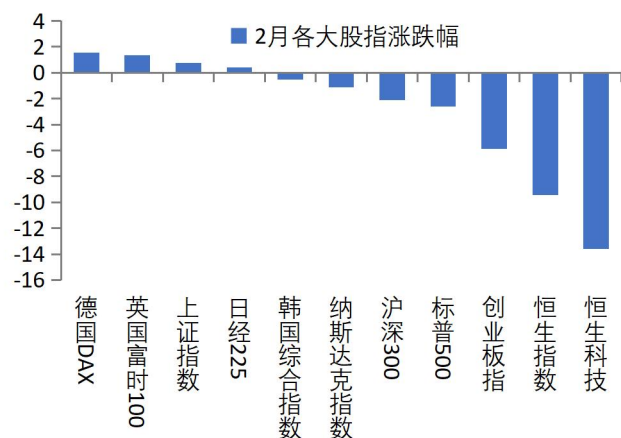
另一方面，国内经济修复方向确认，但在复苏早期阶段，经济数据真空期下高频数据特征分化，尤其是地产端修复启动尚不明显，市场对于经济修复斜率的分歧加大。叠加增量资金的不足、以及海外货币政策和地缘等的扰动，A股进入震荡区间。且临近两会，市场情绪也逐步趋于观望。国内创业板和港股表现偏弱，更多体现了海外紧缩预期回摆带来的流动性风险影响。

图1：年初至今全球各大股指涨跌幅（%）



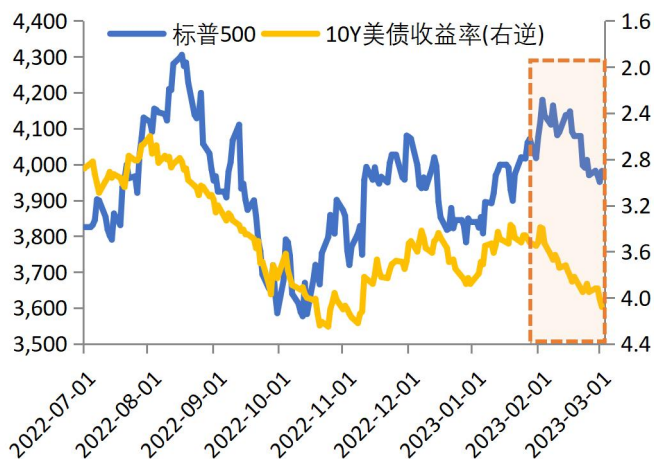
资料来源：Wind，优财研究院

图2：当月各大股指涨跌幅（%）



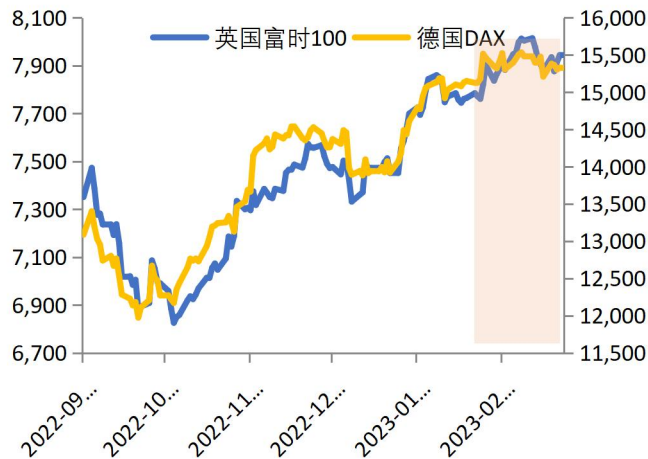
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：海外紧缩预期回摆，美股美债调整 (%)



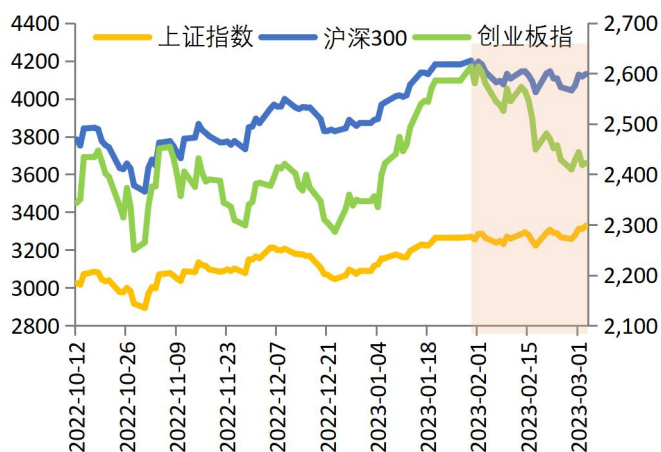
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：欧洲股市延续偏好 (%)



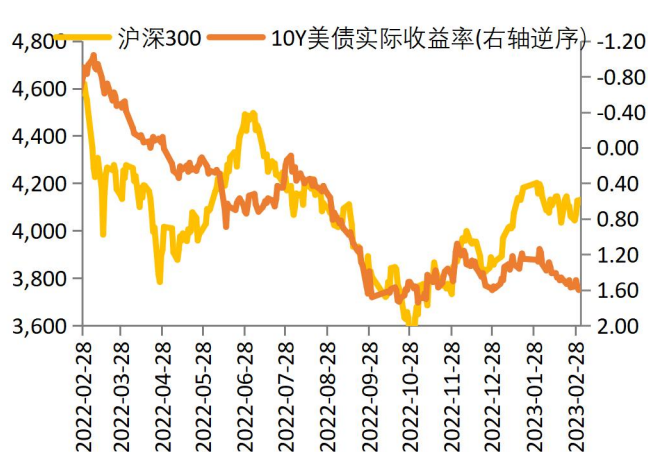
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：A 股月内整体震荡，创业板偏弱 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

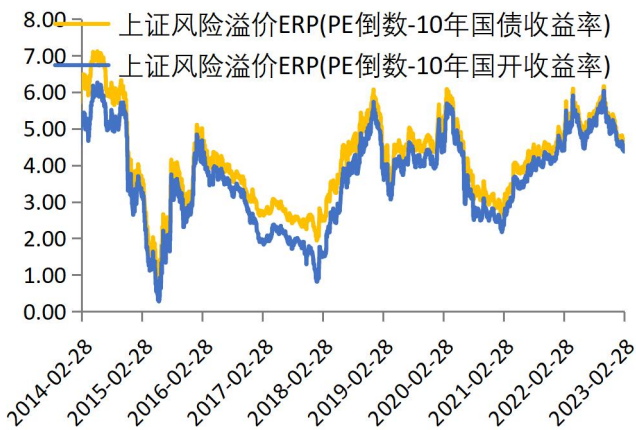
图 6：沪深 300 月内震荡 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

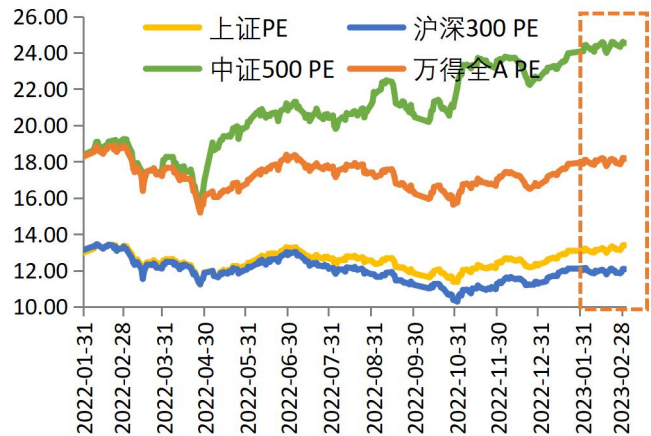
2 月股市估值延续小幅修复，股市较债市性价比月内变动不大，仍处于明显占优区间。A 股主要指数 PE 延续小幅回升趋势，上证风险溢价 ERP 继续回落，1 月底上证综指 PE 和 ERP 分别为 13.39 和 4.59%（1 月底 13.07，4.71%）。股债相对回报率仍高于一倍标准差水平。

图 7：上证风险溢价 ERP 继续顶部回落 (%)



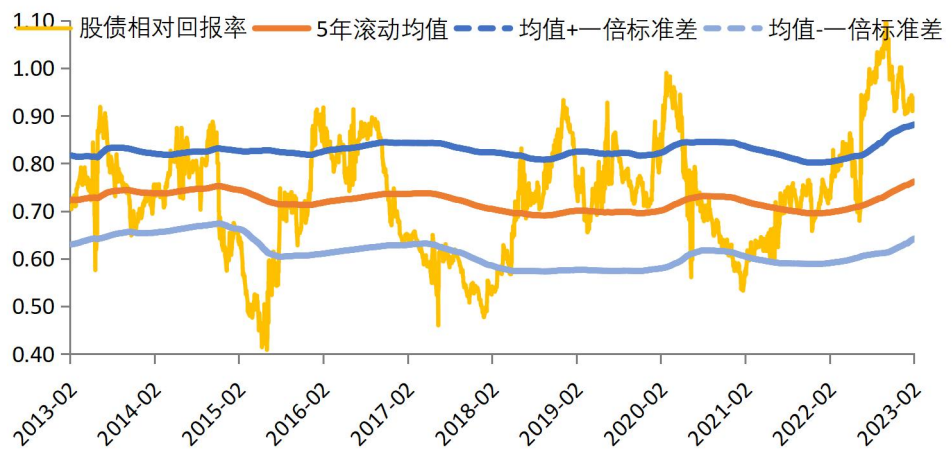
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：A 股主要指数 PE 继续上行修复 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

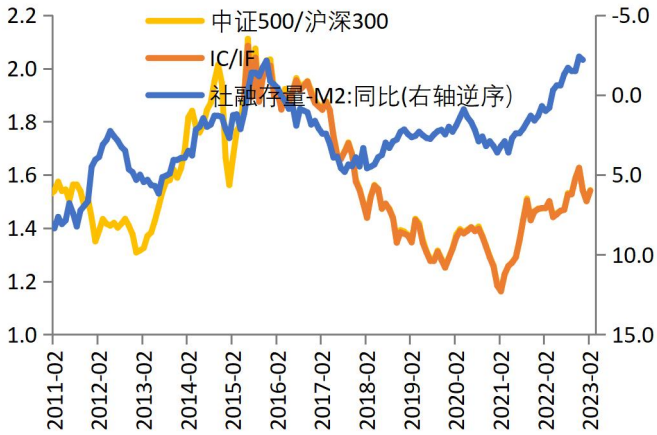
图 9：股票相对性价比仍较债市明显占优



资料来源：Wind，优财研究院

经济复苏斜率预期分歧加大叠加美债收益率反弹下，2 月小盘股表现略强于大盘股。不过预计今年经济修复方向确认下，实体信用宽松逐步兑现，同时美国经济动能仍处在趋弱通道，美债利率中长期下行方向确定，仍将呈现大盘股占优的结构。

图 10: 资金流向决定大小盘风格 (%)



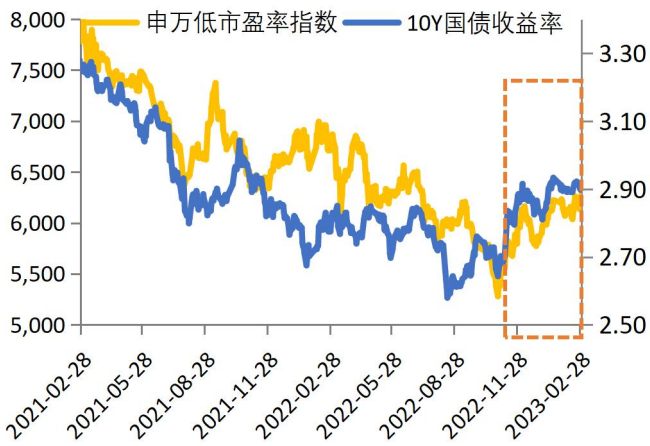
资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: 中美利差与大小盘风格结构 (bp)



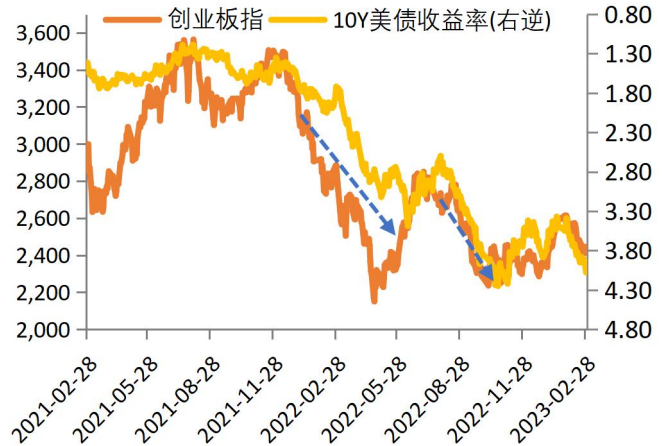
资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 国债收益率与低市盈率指数表现 (%)



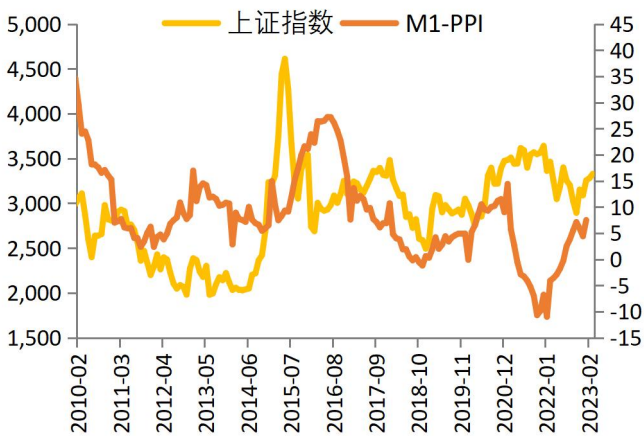
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 美债利率偏弱制约高市盈率板块表现 (%)



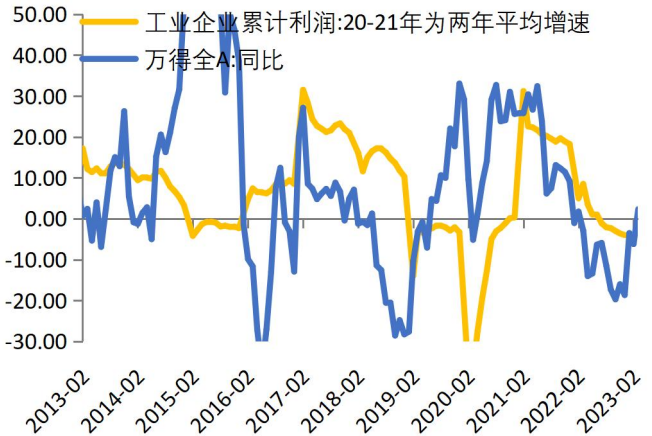
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 股市流动性仍有支撑 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 股市业绩有望受经济修复支撑 (%)



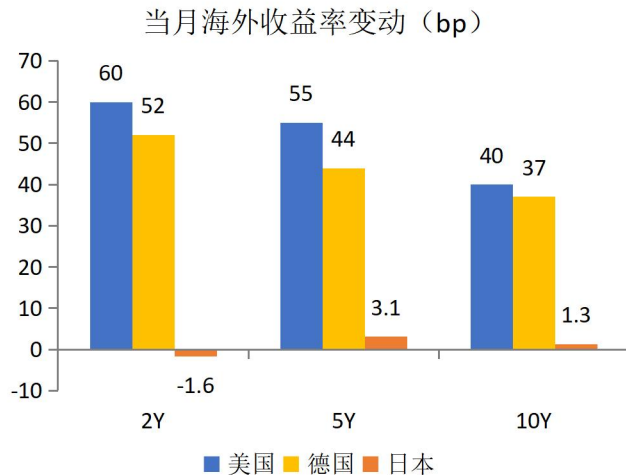
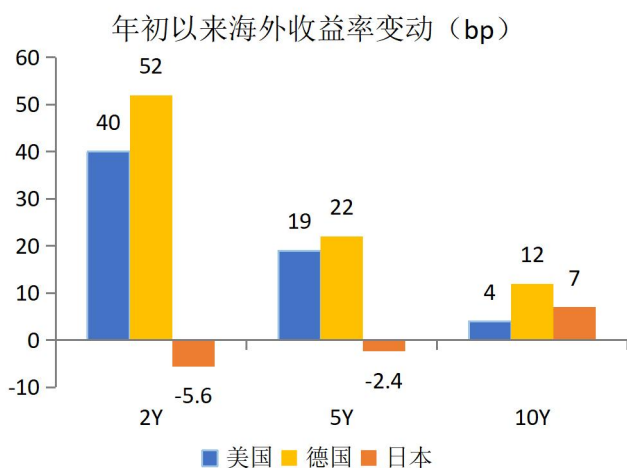
资料来源: Wind, 优财研究院

债市方面，2月国内经济修复斜率预期分歧加大，高频数据特征分化，但影响利率短期运行的主线宏观逻辑难以证伪或证实，因此2月中债方向性不强，10Y国债收益率月内在2.9%一线震荡。

海外方面，受美联储加息预期回摆，美债收益率快速上行，2Y和10Y利率倒挂程度加剧，美国10年期国债收益率回升40bp重返4%。欧洲经济受能源危机缓解提振下，德债收益率月内也有明显上行。

图 16: 年初以来海外收益率变动 (bp)

图 17: 当月海外收益率变动 (bp)

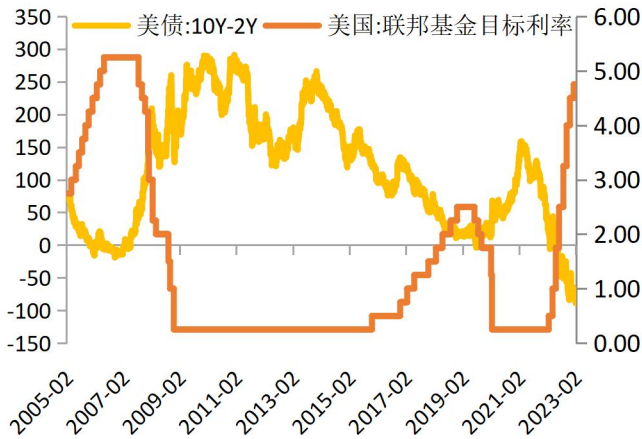
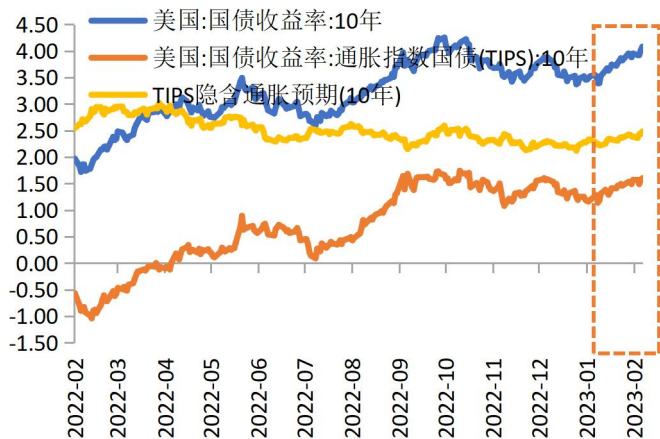


资料来源: Wind, 优财研究院

资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 美债收益率重回上行 (%)

图 19: 美债 10-2Y 收益率曲线倒挂加剧 (bp, %)

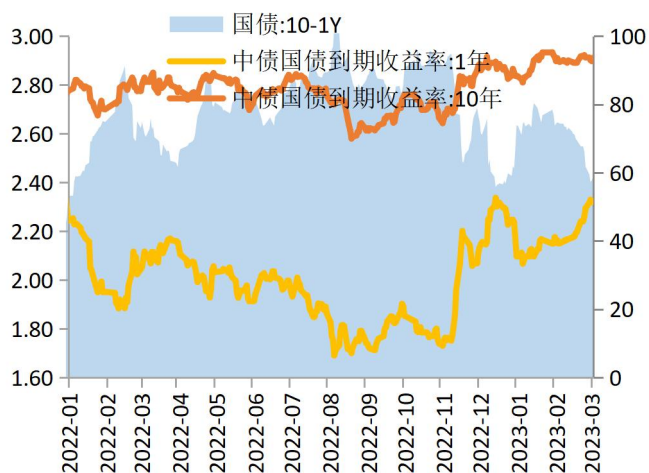


资料来源: Wind, 优财研究院

资料来源: Wind, 优财研究院

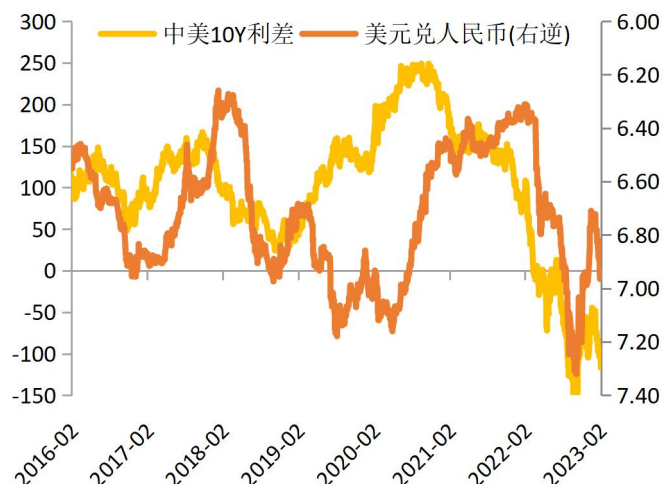


图 20: 国内收益率月内维持震荡 (%，bp)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 中美利差倒挂再度走扩 (bp)



资料来源: Wind, 优财研究院

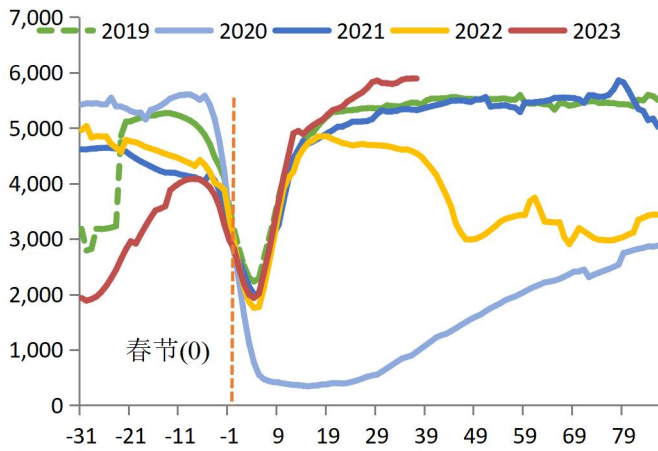
## 二、经济修复方向确认，短期节奏扰动不改中期趋势

### 1. 高频数据显示经济仍在沿着出行→基建→地产渐进好转

随着疫情在 12 月底度过峰值，1-2 月经济进入疫后修复的早期阶段，高频数据显示经济仍在沿着出行→基建→地产渐进好转，经济修复维持向好势头。

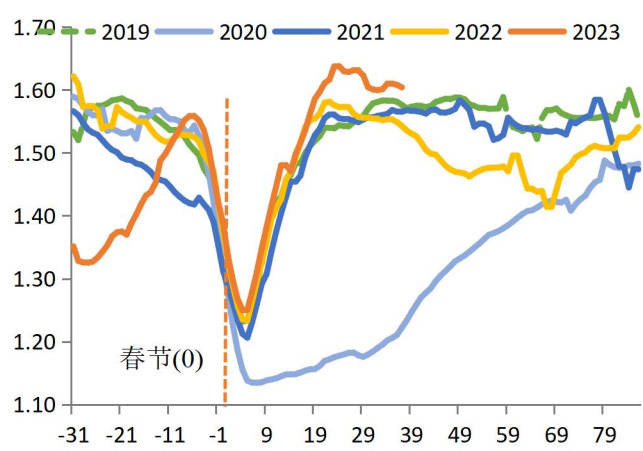
- 1) 居民生活半径与出行活动继续改善，10 个主要城市地铁客运量和全国拥堵延时指数快速回升并高于疫情前水平，同时反映跨区域活动的全国迁徙指数和国内执行航班也位于往年高位。

图 29：10 个主要城市地铁客运量（万人次）



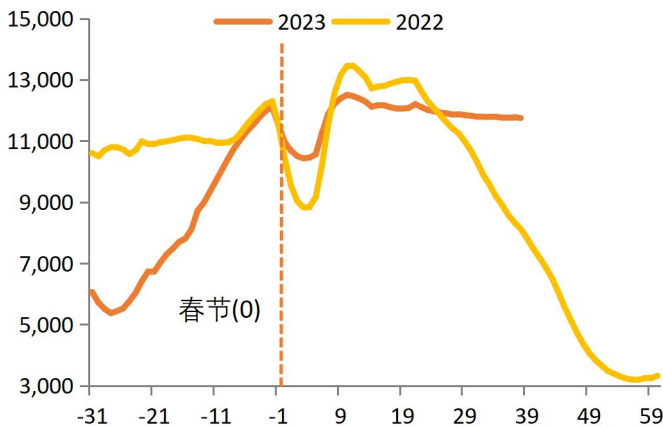
资料来源：Wind，优财研究院

图 30：全国拥堵延时指数



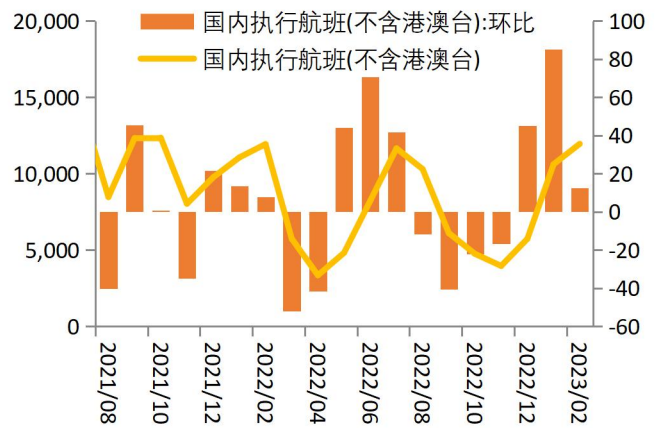
资料来源：Wind，优财研究院

图 31：国内执行航班(不含港澳台)（架次）



资料来源：Wind，优财研究院

图 32：国内执行航班(不含港澳台)（架次，%）



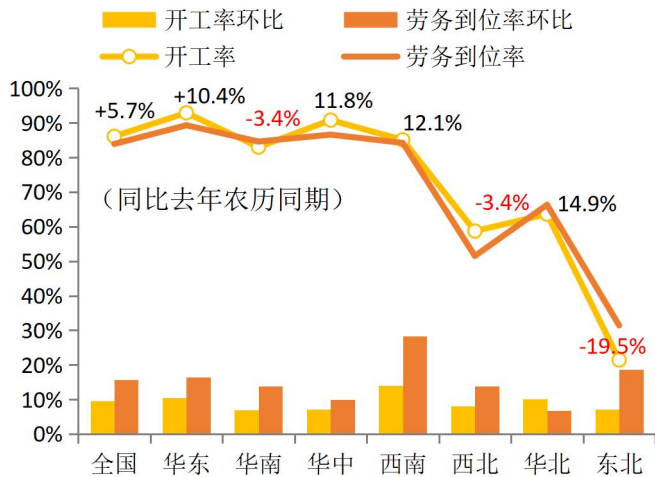
资料来源：Wind，优财研究院

2) 随着元宵后劳务到位率回升，全国基建、市政、房建项目复工率加快，第四轮开复工和劳务到位均已超过去年农历同期。据百年建筑调研，截至二月初二，全国 12220 个工程项目开复工率为 86.1%，周环比提升 9.6 个百分点，农历同比提升 5.7 个百分点；劳务到位率 83.9%，周环比提升 15.7 个百分点，农历同比提升 2.8 个百分点。

开复工进度仍体现为市政>基建>房建的特征，基建开工率保持较快进度，受重大工程项目资金回笼加快提振，同时资金到位改善拉动市政开工率反弹，而房

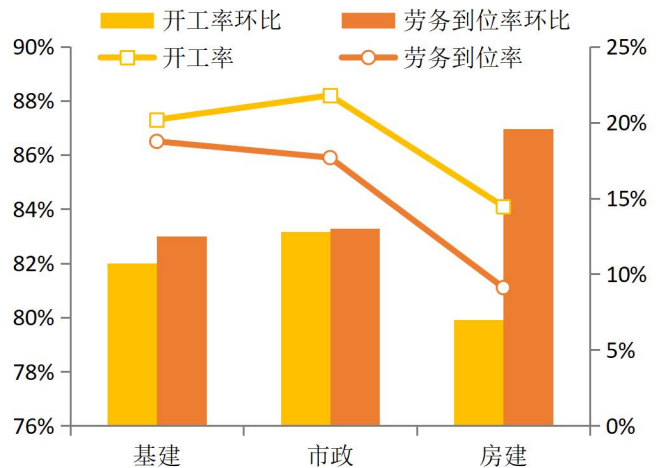
建项目仍受资金到位问题的拖累。不过部分央国企施工单位在建的房建项目资金有所好转，且部分地区的保交楼项目出现边际回暖。

图 28: 全国工程项目开复工 (截至二月初二, %)



资料来源: Wind, 优财研究院

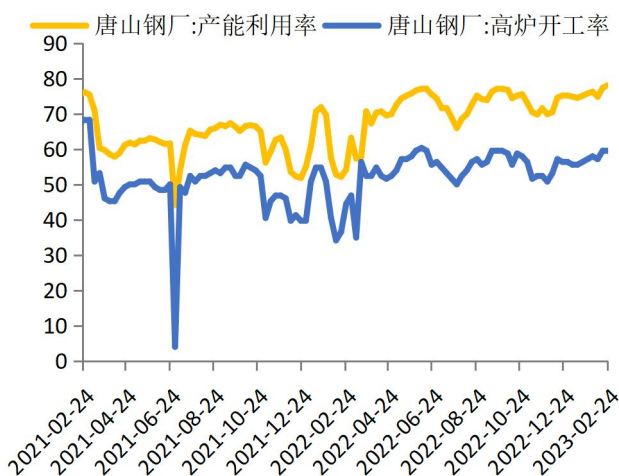
图 29: 基建、市政、房建开复工 (截至二月初二, %)



资料来源: Wind, 优财研究院

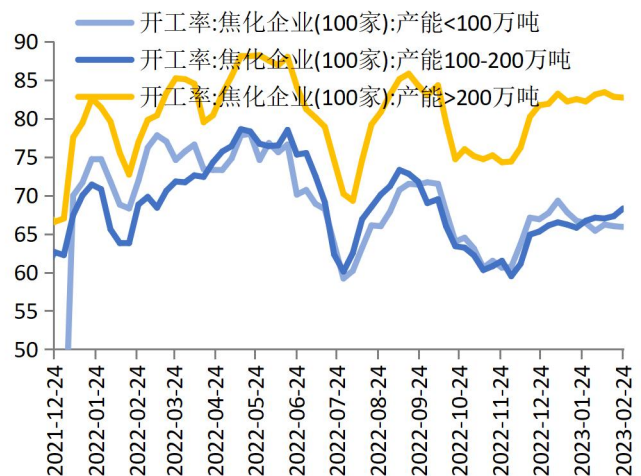
3) 工业生产继续渐进修复, 复工继续加速, 其中高耗能和资本密集型行业复工进度靠前, 建筑业复工加快, 纺织业复工相对偏慢。

图 22: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



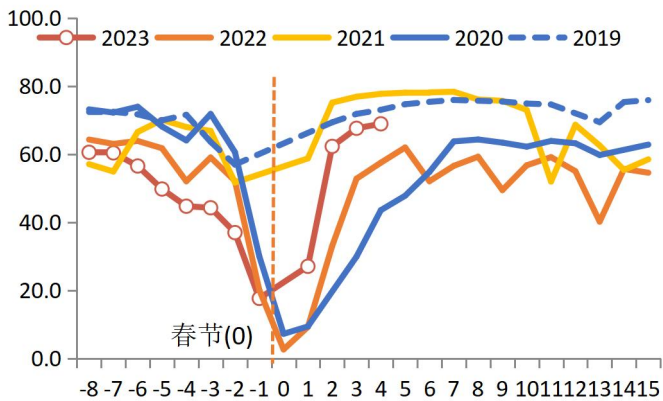
资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: 焦化企业开工率 (%)



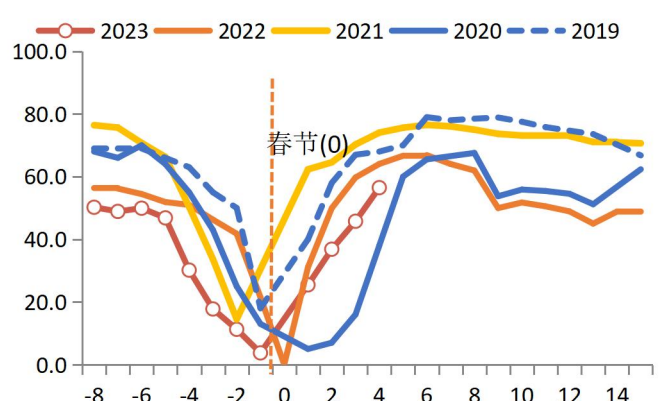
资料来源: Wind, 优财研究院

图 24：汽车全钢胎开工率 (%)



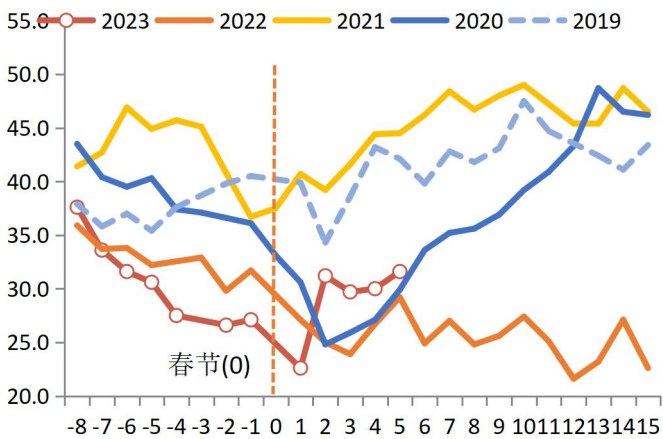
资料来源：Wind，优财研究院

图 25：江浙下游织机开工率 (%)



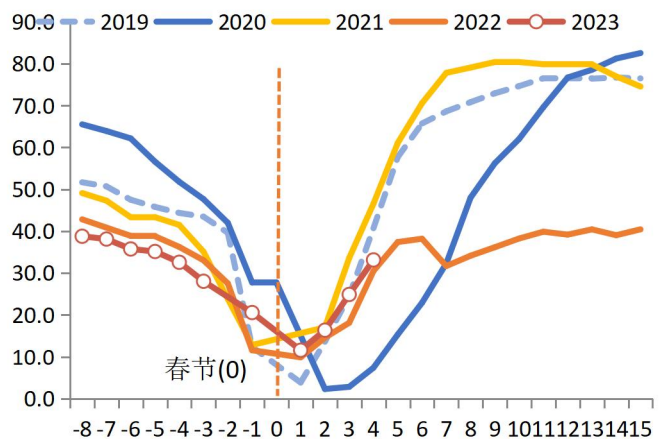
资料来源：Wind，优财研究院

图 26：石油沥青装置开工率 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

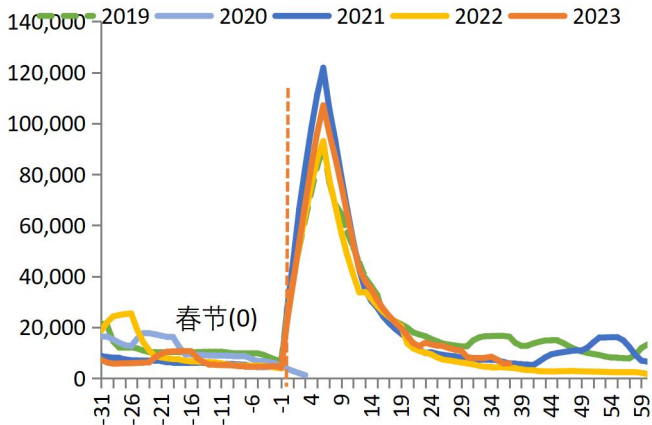
图 27：全国水泥发运率 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

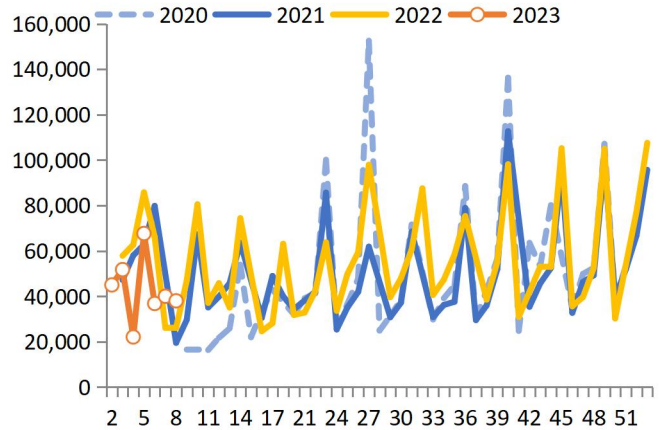
4) 需求方面，节后电影市场热度不减，近期商品房市场成交回暖加快，二手房市场成交继续回暖。（1）今年春节期间电影票房修复较好，仅次于 2021 年，节后电影市场热度不减。（2）商品房市场近期成交回暖加快，30 城商品房成交面积已升至 2019 年附近，且近期部分一二线城市二手房销售有明显改善，北京二手房住宅成交签约面积升至往年高位。

图 35: 当日电影票房:全国:7DMA (万元)



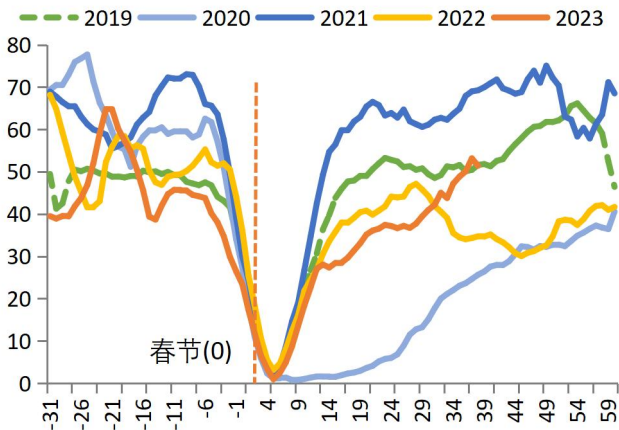
资料来源: Wind, 优财研究院

图 36: 当周日均乘用车销量: 厂家零售 (辆)



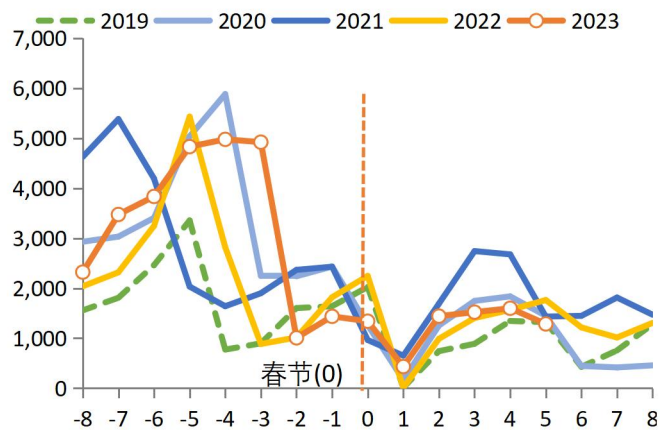
资料来源: Wind, 优财研究院

图 37: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



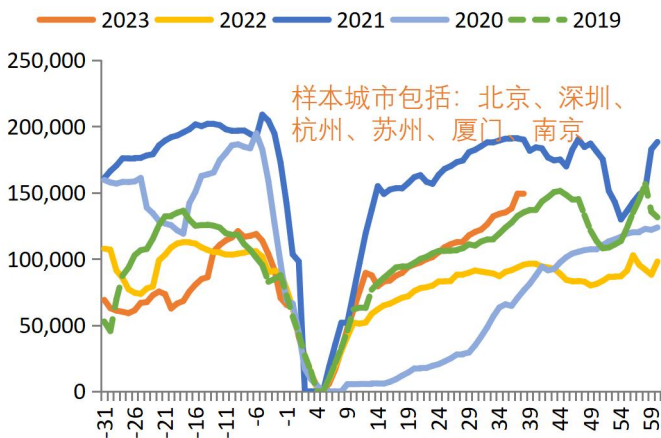
资料来源: Wind, 优财研究院

图 38: 百城土地成交面积 (万平方米)



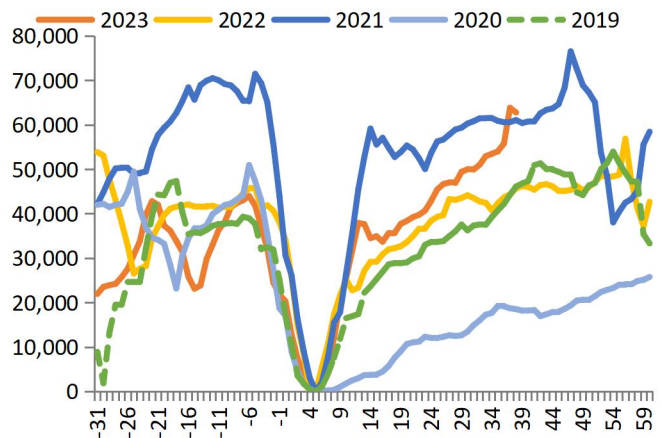
资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 重点城市二手房住宅成交面积 (平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

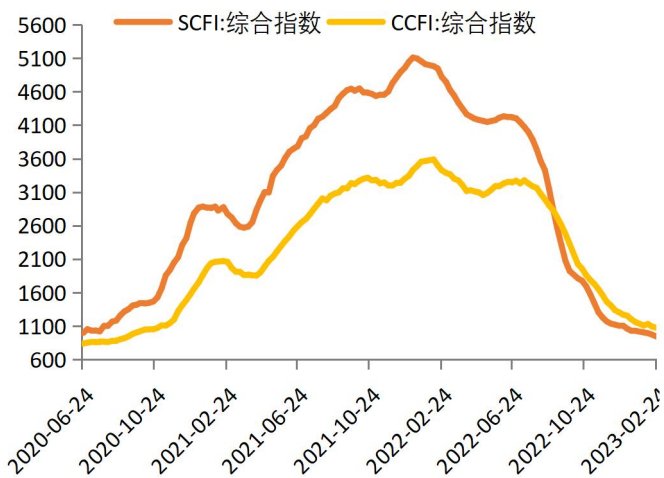
图 21: 北京二手房住宅成交面积 (平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

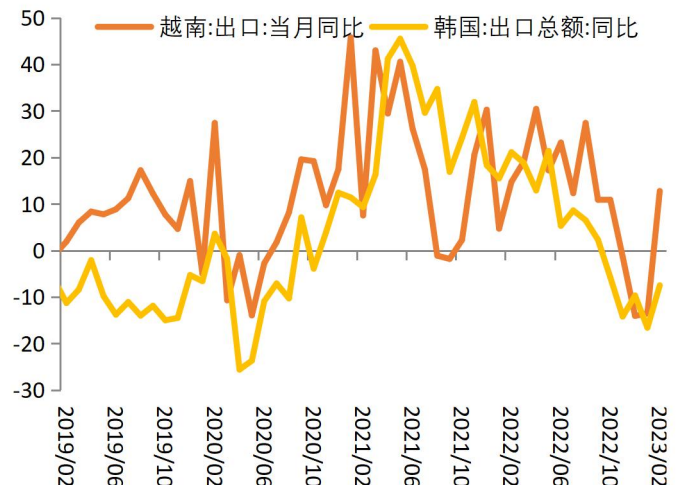
5) 出口方面, 尽管 2 月新出口订单回升较快, 反映生产能力和运输瓶颈的改善、以及欧美经济的韧性, 但出口集装箱运价指数仍处下行趋势, 出口运价已连续 32 周, 且领先指标韩国 2 月出口额同比减少 7.5%, 海外需求走弱仍是今年需求端的主要压力来源。

图 26: 出口集装箱运价指数仍处下行趋势



资料来源: Wind, 优财研究院

图 27: 韩国 2 月出口同比维持负增长 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

## 2. 2 月 PMI 数据也验证高频数据显示的经济修复特征

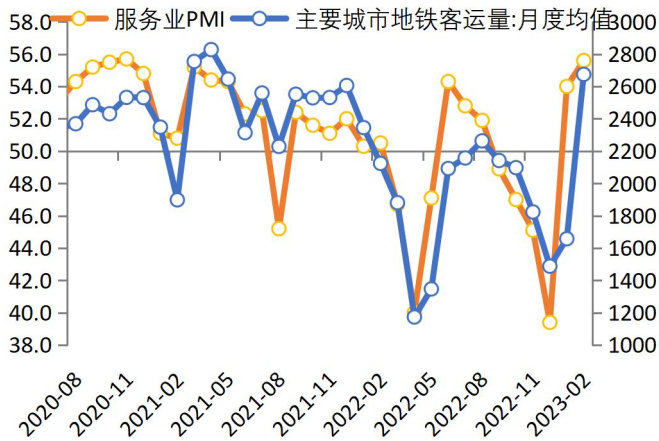
2 月制造业 PMI 较上月再度回升 2.5 个百分点, 除去春节因素带来的季节性回升外, 也反映疫情尾端扰动的消除和经济脉冲式修复的趋势, 显示国内经济修复仍维持向好势头, 与高频数据显现的特征保持一致。同时服务业和建筑业均保持较快修复斜率, 小微企业和从业人员景气指数时隔近两年重回扩张区间, 呈现出一定的顺周期修复。

从结构来看, 供需两端继续同步回暖, 其中 2 月生产指数回升明显快于新订单, 主要反映节后生产端快速修复的趋势, 补齐 1 月生产端修复偏慢的短板。不过需要注意的是, 经济修复仍呈现出一定的结构性特征, 以“新订单-产成品库存”表征的经济动能指

标2月小幅回落0.2个百分点，而库存回升，对应被动补库存。生产端快速恢复后仍需求端的进一步修复，以消化库存。

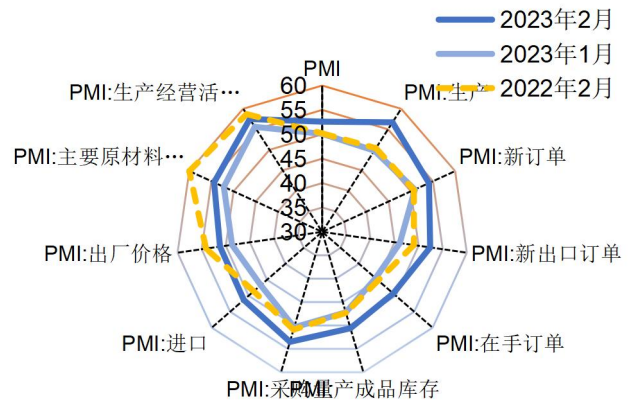
总的来看，当前经济仍处在复苏的初期阶段，对应环比增速的快速爬坡过程，预计1-2月经济数据有望较去年底低位明显修复，但从同比来看或仍存在与潜在增速的差距。往后看，经济仍在沿着出行→基建→地产渐进好转，2月PMI验证基建复工进度随着劳动力到位而逐渐完成追赶，后续地产链的修复仍待近期二手房热度向新房市场和低能级城市扩散、以及到位资金的进一步改善。

图 39：服务业景气回升明显 (%)



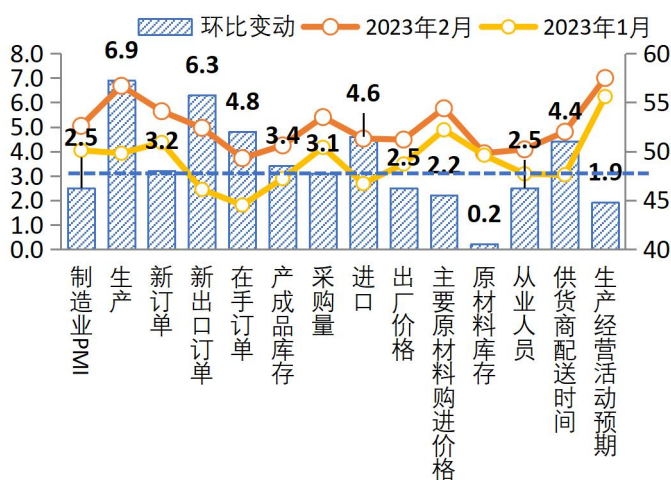
资料来源：Wind，优财研究院

图 40：2月制造业 PMI 继续加快回升 (%)



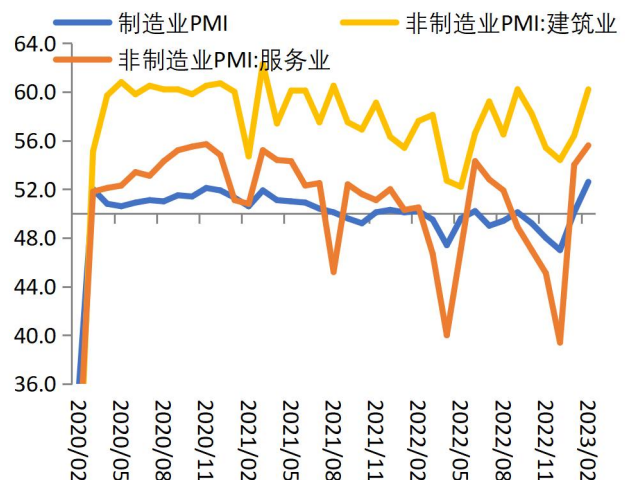
资料来源：Wind，优财研究院

图 41：PMI 分项 (%)



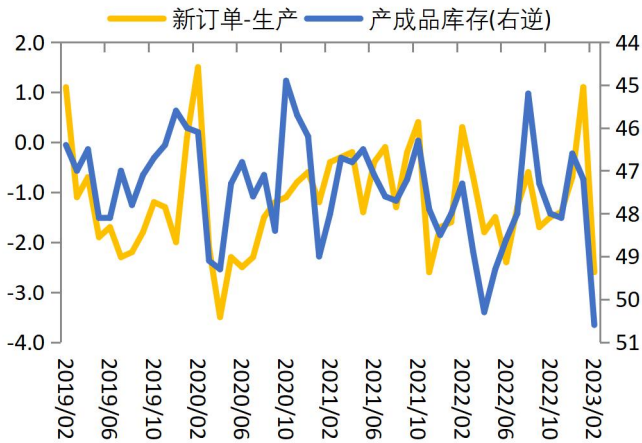
资料来源：Wind，优财研究院

图 42：服务业和建筑业景气度回升较快 (%)



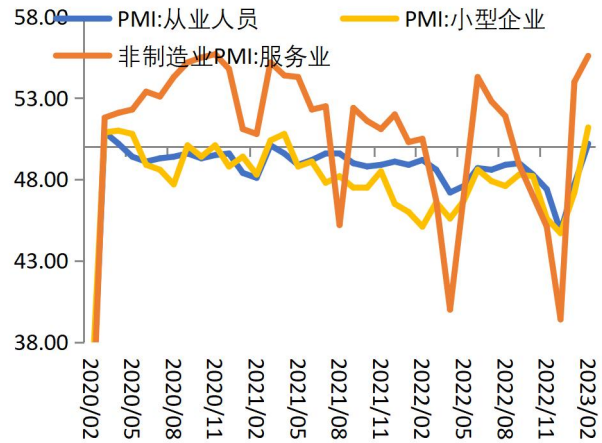
资料来源：Wind，优财研究院

图 43: 需求端恢复慢于生产 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 44: 小企业和从业人员 PMI 重回扩张区间 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

### 3. 强政策驱动叠加疫情影响减退，实体融资需求正在回暖

1月金融数据实现开门红，一方面源于疫情影响减弱后经济修复斜率加快的支撑，企业融资需求回暖，另一方面，年初稳增长政策力度偏强，政策动员下银行靠前发力，国有银行和股份行发挥“头雁效应”也支撑信贷加快投放。整体看，新增信贷超预期且结构不差，强政策驱动下基建制造业发力，1月企业中长贷同比多增1.4万亿，创历史最高水平，但居民和企业贷款分化较大，1月居民中长贷同比拖累再度扩大，居民提前还贷和贷少存多问题仍未缓解。

往后看，政策强驱动仍将持续，央行明确靠前发力，今年银行信贷预计额度超去年且节奏前置，叠加银行“早投放早收益”的原则，信贷投放仍将维持较强度。而从需求端来看，疫情影响减弱后经济进入疫后脉冲式修复阶段，企业预期改善下提振信贷需求的逐步回暖，不过居民端矛盾仍然突出，居民融资需求仍待改善。预计在强政策驱动叠加节后开工旺季信贷需求的回暖下，信贷有望维持同比多增局面，但当前地产需求端仍然偏弱，且存量贷款利率倒挂问题加剧提前还贷问题，企业和居民贷款分化局面仍将持续，短期大概率维持温和宽信用的节奏，仍需观察其持续性及地产相关信贷的变化。

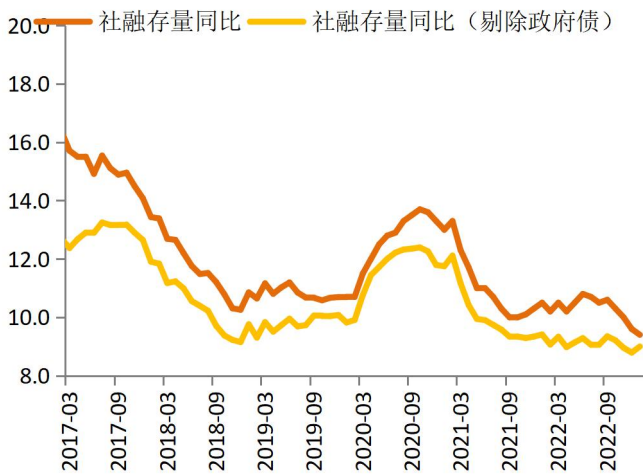


图 1：社融信贷分项（亿元，%）

	23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04
当月新增社融	59800	13058	19837	9134	35411	24712	7785	51926	28415	9327
新增人民币贷款	49000	14000	12100	6152	24700	12500	6790	28100	18900	6454
社融存量同比 (%)	9.4	9.6	10.0	10.3	10.6	10.5	10.7	10.8	10.5	10.2
(当月同比变化)										
社会融资规模	-1950	-10624	-6146	-7042	6385	-5181	-2967	14909	8893	-9243
新增人民币贷款	7312	4051	-1573	-3321	7931	631	-4303	7358	3936	-9224
居民贷款	-5858	-1963	-4710	-4827	-1383	-1175	-2842	-203	-3344	-7453
居民短贷	-665	-270	-992	-938	-181	426	-354	782	34	-2221
居民中长贷	-5193	-1693	-3718	-3889	-1211	-1601	-2488	-989	-3379	-5232
企业短贷	5000	638	-651	-1555	4741	1028	-969	3815	3286	199
企业中长贷	14000	8717	3950	2433	6540	2138	-1478	6130	-977	-3953
票据融资	-5915	-2941	-56	745	-2180	-1222	1365	-1951	5591	2437
委托贷款	156	315	-123	643	1530	1578	240	94	276	211
信托贷款	618	3789	1825	1000	1907	890	1173	218	676	713
未贴现票据	-1770	865	574	-1270	118	3359	-428	1287	-142	-405
企业债券融资	-4343	-7054	-3402	152	-792	-3137	-2131	-1581	1443	28
政府债券	-1886	-8865	-1638	-3376	-2533	-6693	2178	8708	3881	173

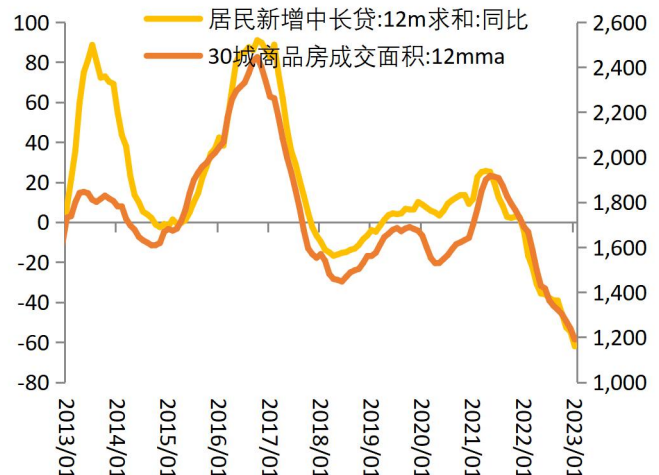
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：社融存量增速回落 (%)



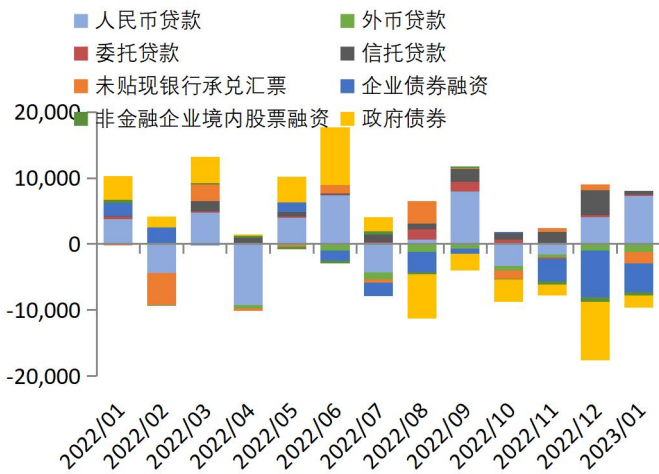
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：居民贷款仍然是拖累 (%)，万平方米



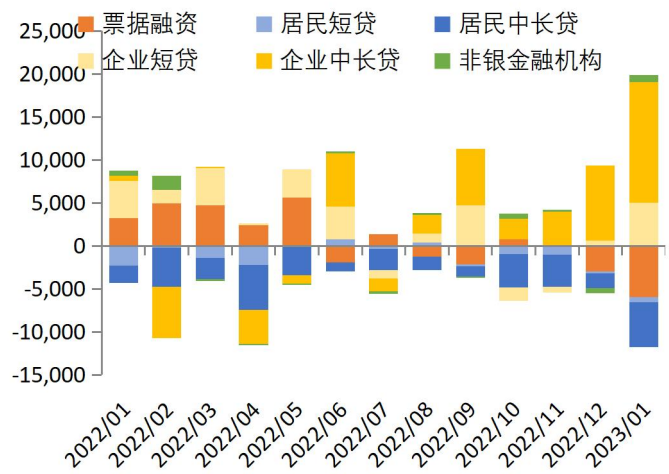
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：社融分项当月同比增量（亿元）



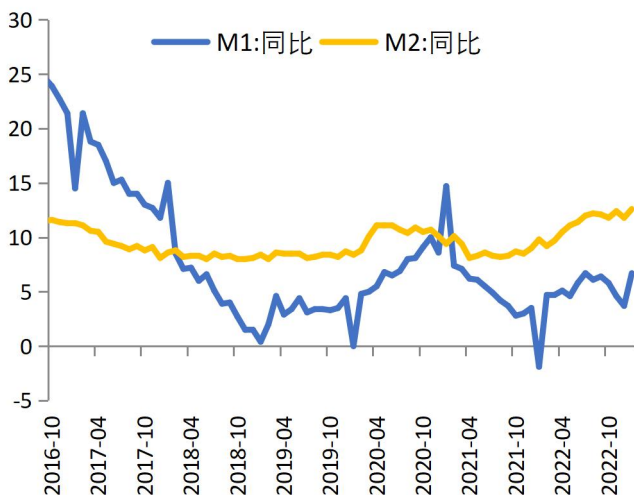
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：贷款分项当月同比增量（亿元）



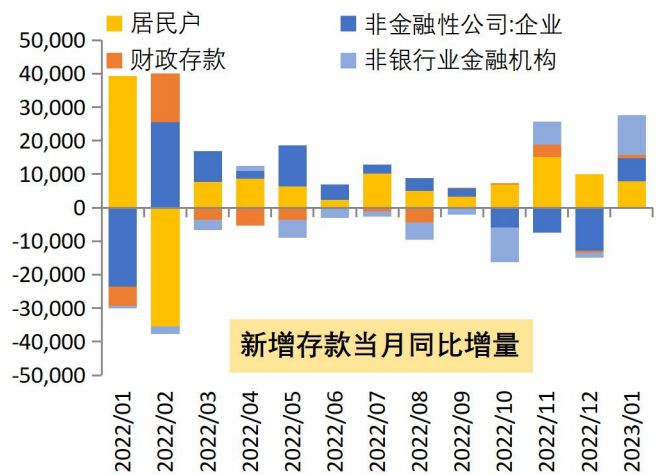
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：M1 增速回升（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 7：居民存款仍在多增（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

#### 4. 经济重启拉动 CPI 回升，但非广泛式上涨下短期通胀并非重心

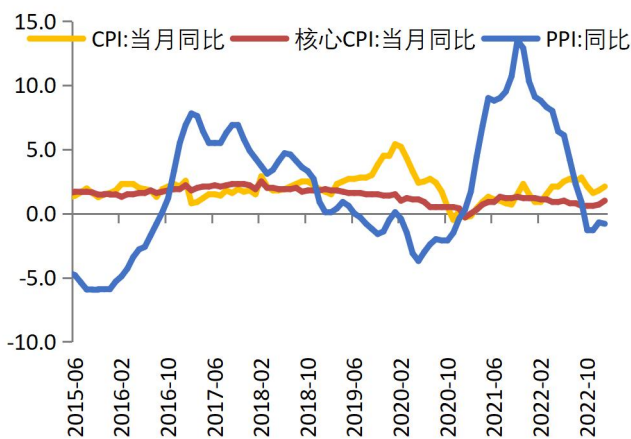
1 月通胀数据反映经济重启对于出行、文娱和服务消费价格的拉动，核心通胀回升但不及往年春节季节性，经济复苏尚处疫后修复的早期阶段，通胀结构呈现非广泛式上涨特征。1 月 PPI 同比降幅小幅扩大，受国际原油价格波动和国内煤炭价格下行等因素影响。

短期通胀因素并非货币政策的核心制约，非广泛式上涨结构下，通胀上行压力整体

可控，货币政策执行报告对短期通胀的担忧下降。预计上半年 CPI 同比以温和震荡上行为主，核心通胀渐进走高但具有收入效应和顺周期特点的价格回升仍然偏慢。而下半年随着就业和收入改善后，届时需关注广泛性的价格上涨，货币政策或存在中性回归的压力。

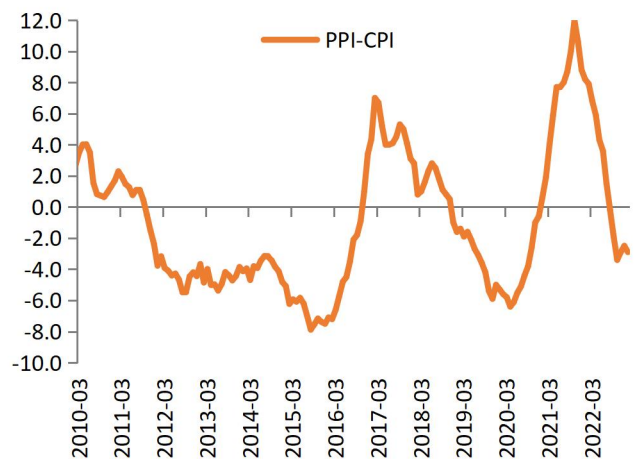
PPI 上半年仍处于通缩区间，同比增速大概率前低后高，内需修复+外需走弱下全年压力不大。上半年高基数下预计 PPI 同比增速仍将逐月回落、继续处于通缩区间，预计 4-5 月 PPI 将进入底部区域。而随着内需修复+外需走弱，下半年 PPI 同比大概率逐步底部回升，且国内经济重启及政策支撑内需恢复下，黑色有色建材仍有走强压力，而叠加海外经济衰退压力下原油或以震荡为主。

图 8: CPI VS PPI (%)



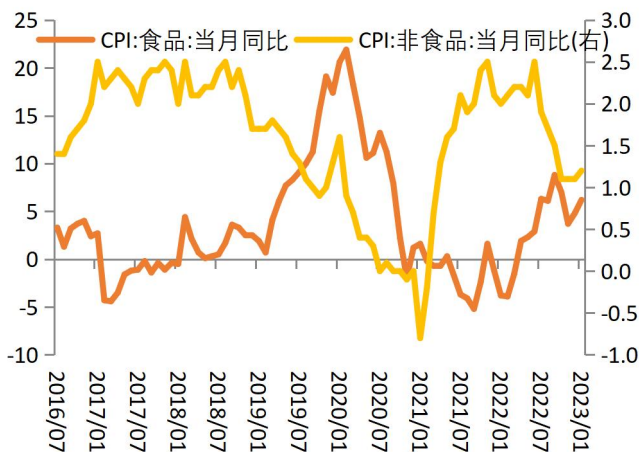
资料来源: Wind, 优财研究院

图 9: PPI-CPI 剪刀差 (%)



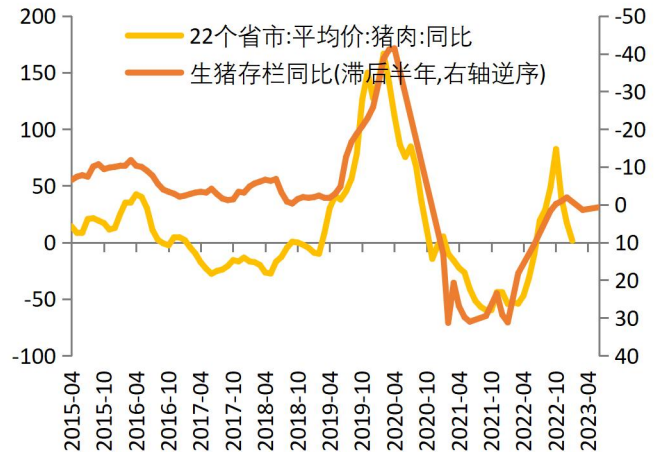
资料来源: Wind, 优财研究院

图 10: 食品和非食品价格同步上行 (%)



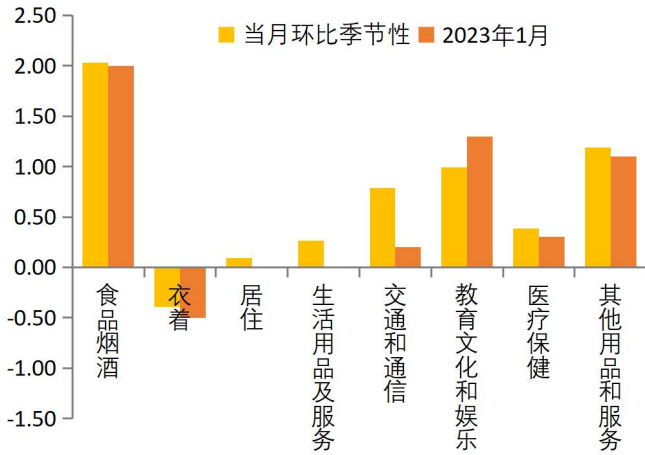
资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: 猪肉价格和生猪存栏 (%)



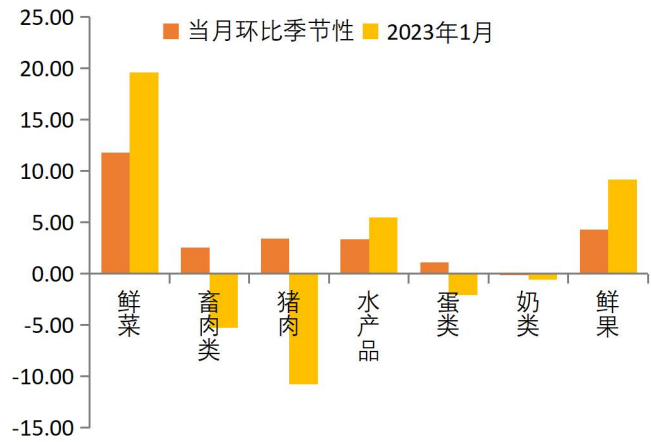
资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: CPI 分项环比季节性 (%)



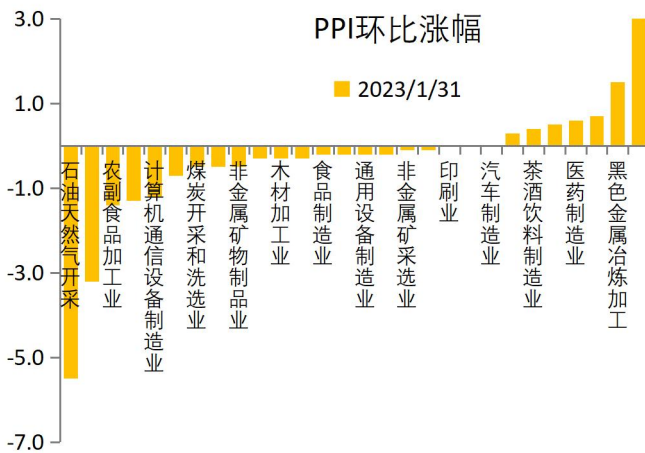
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 食品分项环比季节性 (%)



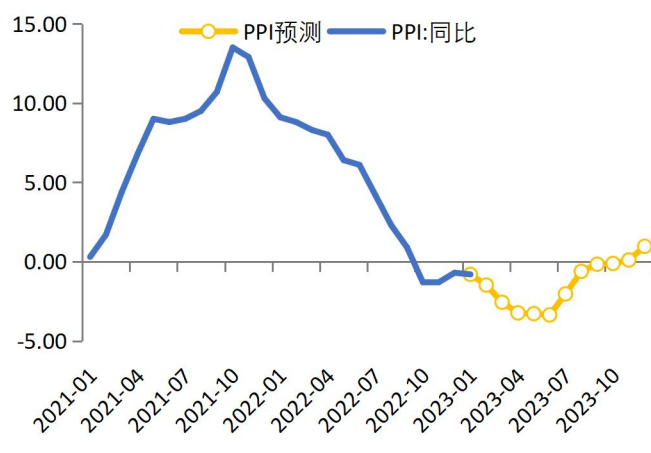
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 石油及相关行业价格跌幅居前 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: PPI 预计到年中持续通缩区间 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

### 三、海外：美联储加息预期再度回摆

美国 1 月 CPI 同比涨幅收窄但超预期。美国 1 月 CPI 同比上升 6.4%，为连续第七个月放缓；受汽油和住房成本的提振，1 月份 CPI 环比上升 0.5%，创 2022 年 6 月以来最大

增幅。核心 CPI 同比上升 5.6%，增速继续回落，创 2021 年 12 月以来的最低水平；核心 CPI 环比上升 0.4%。

住房项权重上调，交通、食品项权重下调，或成为短期通胀数据上升的因素。细分来看，商品通胀放缓，服务业通胀飙升至 30 多年的最高水平。住房价格的上涨成了 CPI 上涨的重要原因，食品指数上涨 0.5%。能源指数上涨 2.0%。1 月份能源环比上涨 2%，食品成本上涨 0.5%，家庭食品指数上涨 0.4%，而二手汽车和卡车、医疗保健和航空票价的指数下降。

美国 1 月零售销售环比升 3%，创近两年最大升幅，远超市场预期的升 1.8%。1 月核心零售销售环比升 2.3%，同样远超市场预期。这表明尽管通胀压力不断上升，但消费者仍坚持消费。

美国 1 月 PCE 数据超预期，受能源价格上行以及核心商品增速回升提振，消费韧性较强下通胀压力或仍有隐忧。PCE 环比回升 0.6%，高于预期的 0.5%（12 月+0.1%），同比增速从 12 月的 5.3%回升至 5.4%，高于预期的 5.0%。1 月核心 PCE 环比增速为 0.6%，高于预期的 0.4%，同比增速从 12 月的 4.6%回升至 4.7%。其中原油价格上行或反映了美欧深衰退风险下降、以及中国经济恢复下市场预期能源需求上涨，同时核心商品价格大幅回升、耐用品价格环比转正也反映美国商品消费韧性较强，2 月消费者信心指数也有所回升，通胀压力或仍有隐忧。

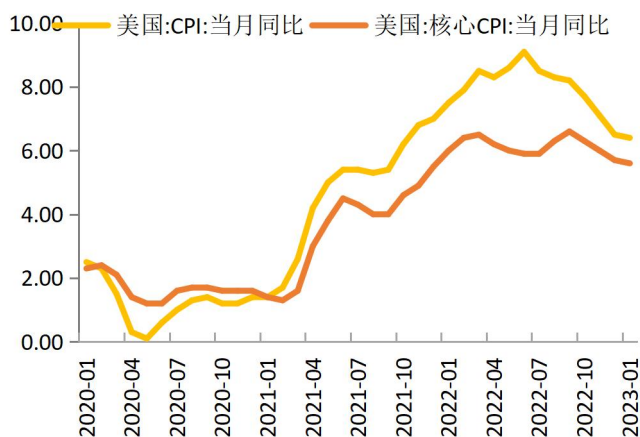
就业方面，美国 1 月新增非农大超预期（+51.7 万人），失业率创 53 年新低（3.4%）。美国 1 月非农大超预期主要受到统计口径调整，基准数据上修等因素的扰动，其中服务业就业是拉动 1 月非农新增的主力，休闲酒店贡献最大，表明服务业复苏仍在延续。供需错配状况改善下薪资增速环比回落，不过低收入行业仍有缺口，职位空缺再度回升，劳动力市场韧性隐忧犹在。

美联储 2 月会议纪要称有迹象表明通胀正在下降，但劳动力市场紧张显示进一步加息依然非常有必要，利率市场预测 6 月仍需加息 25 基点。美联储 2 月会议纪要显示，通胀在去年 11、12 月有所放缓，但仍保持在高位，通货膨胀“仍远高于”美联储 2%的

目标，与此同时，劳动力市场“仍然非常紧张，导致工资和物价持续承压，美联储官员表示有迹象表明通胀正在下降，但进一步加息依然非常有必要。

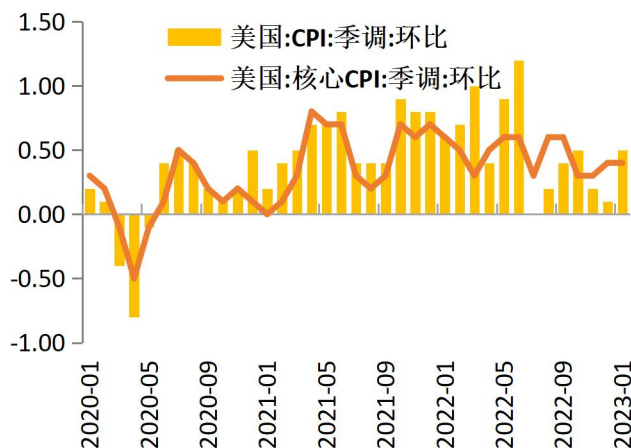
近期美国经济数据持续超预期，能源价格上行叠加核心商品增速回升下，通胀仍有隐忧，叠加美联储官员频频“鹰派”发言，市场此前对美联储年内货币政策转向的乐观预期不断纠偏，推动美国10年期国债收益率重返4%。美联储加息预期再度回摆，加息终点再度上调，我们认为美联储春季或不会停止加息，加息终点在5%以上，未来政策利率路径仍取决于劳工市场和通胀数据的表现，降息仍有距离。海外短期仍需警惕美国通胀粘性较强的情况下对货币政策和全球流动性环境的潜在拖累。

图 5：美国 CPI 数据 (%)



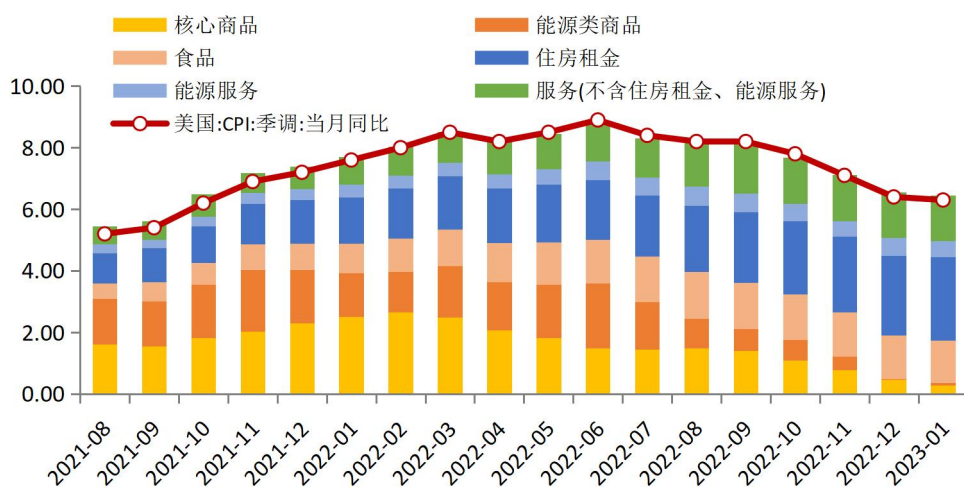
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：CPI 环比再度加快 (%)



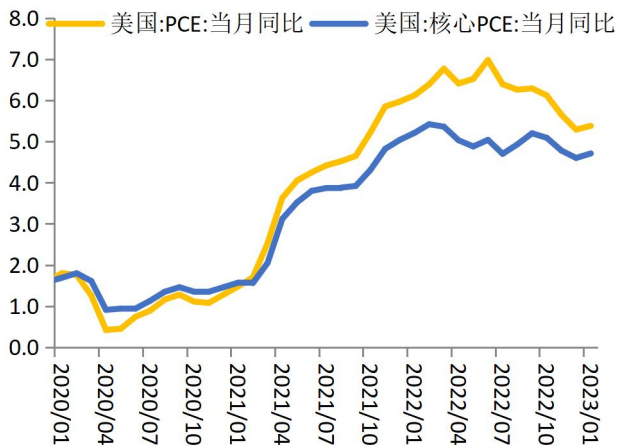
资料来源：Wind，优财研究院

图 7：CPI 分项同比拉动 (%)



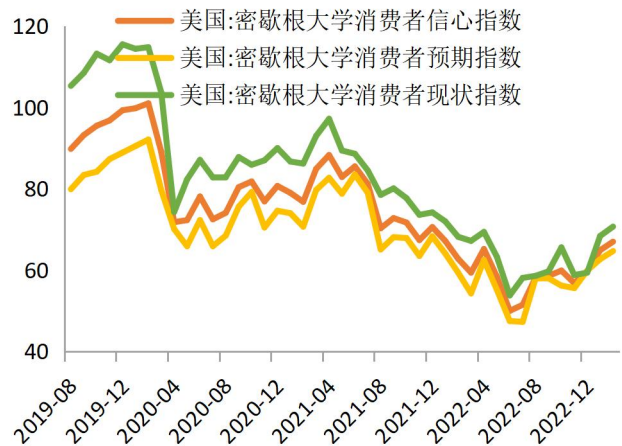
资料来源：Wind，优财研究院

图 5: 美国 1 月 PCE 超预期 (%)



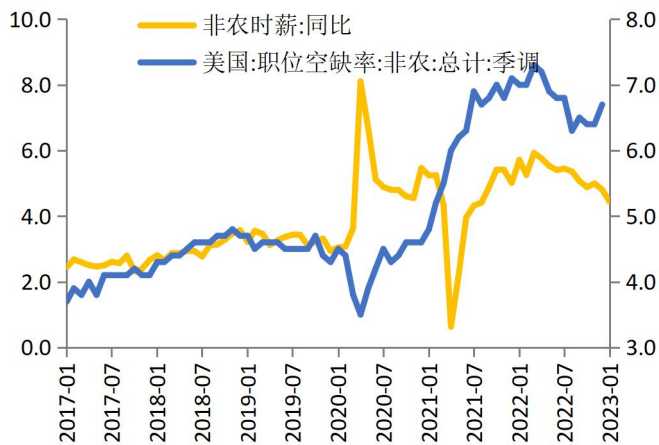
资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: 美国消费者信心指数回升 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 薪资增速放缓 (%)



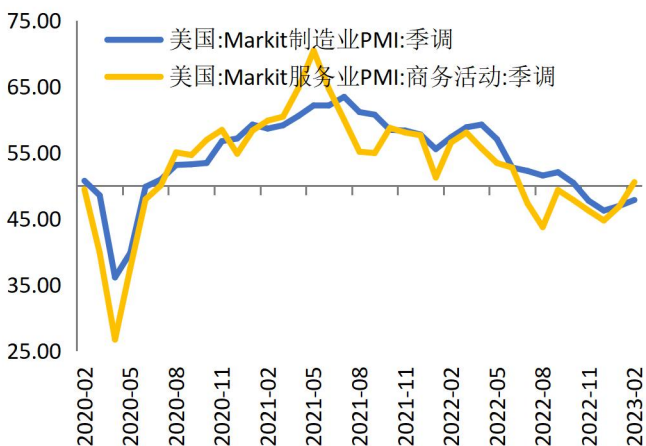
资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: 失业率保持低位 (%)



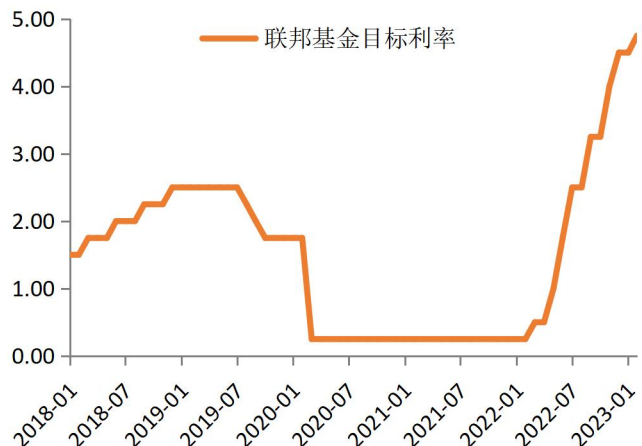
资料来源: Wind, 优财研究院

图 64: 美国制造业和服务业 PMI (%)



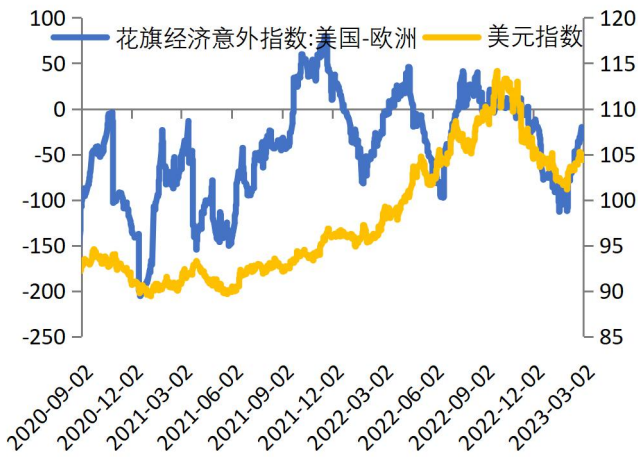
资料来源: Wind, 优财研究院

图 65: 美国联邦基金目标利率 (%)



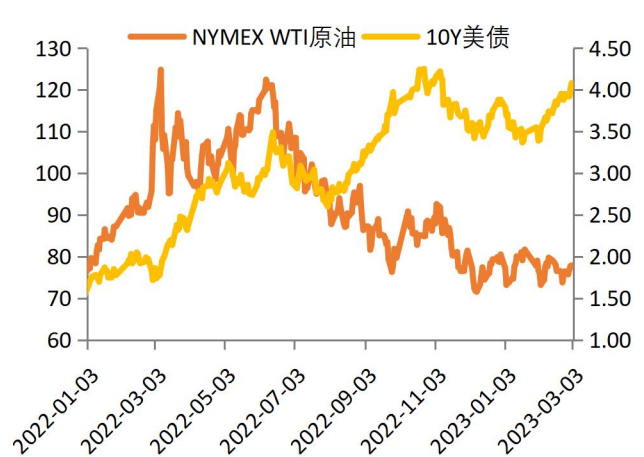
资料来源: Wind, 优财研究院

图 66: 美欧差值 VS 美元指数



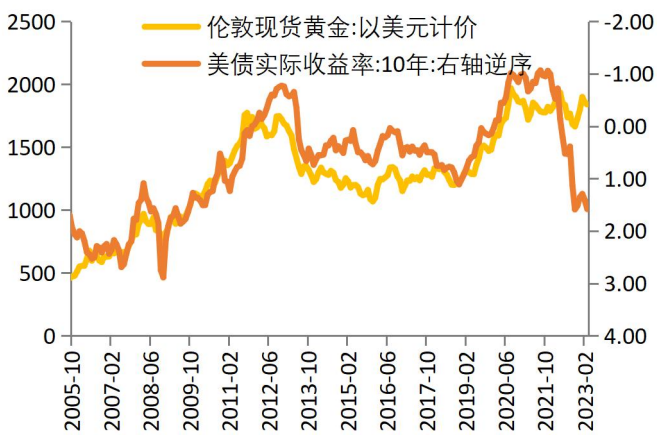
资料来源: Wind, 优财研究院

图 67: 原油价格 VS 10Y 美债 (美元/桶, %)



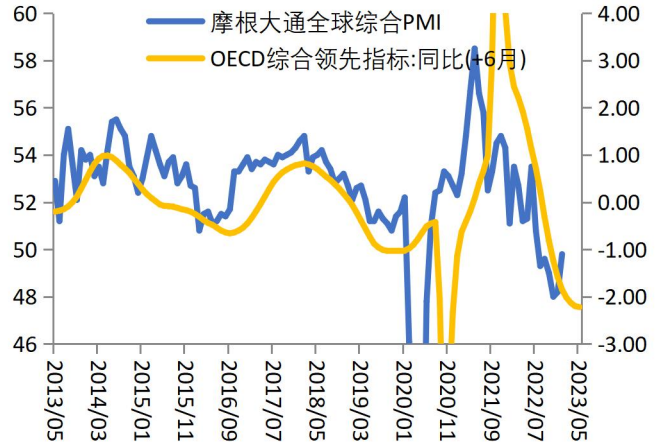
资料来源: Wind, 优财研究院

图 68: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

图 69: OECD 领先指标与全球 PMI (%)



资料来源: Wind, 优财研究院



## 四、资产价格展望

资产价格方面，2月市场对未来进一步修复的斜率预期的分歧一度加大，股市在经济数据好转待验证+缺乏增量资金+海外货币政策和地缘等扰动下，进入震荡区间。不过经济仍在渐进修复，中期看经济现实仍有改善空间，经济向上斜率有望保持，股市中期核心矛盾改善，但短期处于行情瓶颈期，两会临近下进入政策增量观察期，海外美联储加息终点抬升下仍需警惕全球流动性风险。债市整体核心矛盾仍偏不利，中期利率中枢大概率微抬，但短期影响利率运行的主线宏观逻辑仍显分化，债市方向性仍然不强，大概率趋于弱势震荡。

## 五、风险提示

国内经济修复不及预期，政策力度不及预期，美联储加息超预期

## 重要声明

### 分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，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。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。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。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

### 免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。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或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其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。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，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，且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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>