

# 紧缩交易再现，软着陆预期面临挑战

——全球资产配置每周聚焦 (20230213-20230217)

## 相关研究

### 证券分析师

金倩婧 A0230513070004  
jinjq@swsresearch.com  
冯晓宇 A0230521080005  
fengxy2@swsresearch.com  
王胜 A0230511060001  
wangshengq@swsresearch.com

### 研究支持

林遵东 A0230122080008  
linzd@swsresearch.com

### 联系人

林遵东  
(8621)23297818x  
linzd@swsresearch.com

## 本期投资提示：

- **全球资产价格回顾：本周 (20230213-20230217) 美元指数继续反弹，全球股债普遍回调，紧缩交易再现。** 1) 1月美国 CPI、PPI 韧性超预期+1月美国零售增长超预期均验证美国经济韧性较强，抗通胀压力仍然较大，美债利率和美元指数继续上行，全球市场风险偏好整体下行。其中，10年美债利率继续反弹至 3.8%，由通胀预期 (+3bp) 和实际利率 (+5bp) 共同推升。中美利差再度收窄，美元指数反弹至 103.9，人民币汇率反弹至 6.9。2) **全球流动性边际趋紧，欧美股市有一定韧性，港股市场跌幅居前，价值风格回归。** 欧洲 STOXX600 (0.43%) > 标普 500 (-0.06%) > 沪深 300 (-2.33%) > 恒生指数 (-4.18%) > 恒生科技 (-6.87%)，科创 50 指数大幅下跌 (-4.87%)。3) **美国释放战略储备对冲减产，油价小幅回落；强美元下金属价格继续调整。** 美国原油和汽油库存数据边际大幅超预期上升+拜登政府计划从战略石油储备中再释放 2600 万桶原油导致油价持续下跌，布伦特油价回落到 83.2 美元/桶；强美元下有色金属价格继续调整：Comex 黄金 (-1.4%)、LME 铝 (-4.4%)。
- **本周影响资产价格的重要事件和数据解读：1) 美国 1 月 CPI 同比和 PPI 同比回落不及预期，抗通胀压力仍存。** 美国 1 月 CPI 同比边际继续下降至 6.4% (预期 6.2%)，核心 CPI 同比边际继续回落至 5.6% (预期 5.5%)，两者回落幅度均不及市场预期，其中大部分分项环比相比较 2022 年 12 月份均有所提升，而服务业 (剔除房租) 环比仍远高于历史季节性。1 月 PPI 指数同比虽然回落至 6%，但回落幅度也不及市场预期 (5.4%)。2) **1 月美国零售数据超预期，显示美国经济仍有韧性，紧缩预期再度提升：** 1 月美国零售季调同比边际继续超预期回升，名义与实际环比增速均强于历史季节性；工业产能利用率也边际上升至 78.3%，美国供需两端均边际回暖，显示美国经济仍有韧性，但同时也进一步加码了美联储未来大幅加息的概率。截至 2023 年 2 月 17 日，2023 年 3 月和 5 月美联储累计加息 50BP 的概率边际大幅上升至 84%，3 月、5 月和 6 月累计加息 75BP 的概率边际上升至 49.5%。3) **近期大宗商品供给侧地缘政治的博弈明显增加。** 上周俄罗斯宣布反制裁的减产计划后，本周拜登政府宣布计划从战略石油储备中再释放 2600 万桶原油，预计交付时间在 4 月至 6 月之间，并且本周三 EIA 公布商业原油和成品汽油库存大超预期。俄罗斯和美国的博弈下，OPEC+ 最近会议宣布继续保持去年达成的减产协议。预计近期原油价格主要由供给端的边际变化主导。**下周重点关注经济数据：美国 PCE 数据、欧洲通胀、欧美 PMI 经济数据等。**
- **本周全球资金流入货币市场、发达/新兴股市，流出企业债。** EPFR 资金流向：1) 国家与地区方面，权益资金流入欧洲发达国家速度加快，而流出美国、日本边际有所放缓，债券资金则持续流入欧、美、日市场；新兴市场获权益资金流入，而债券资金则转向流出；中国权益基金持续流出但幅度减小，其中主动型、被动型共同基金均保持资金流入；债券基金持续流出。2) 风格与行业方面，美股基金中金融、工业品获资金流入，科技遭转向流出；中国权益基金中医疗保健、金融、材料等获流入，科技、消费遭转向流出。
- **风险提示：稳增长政策不及预期，美债收益率上行超预期。**



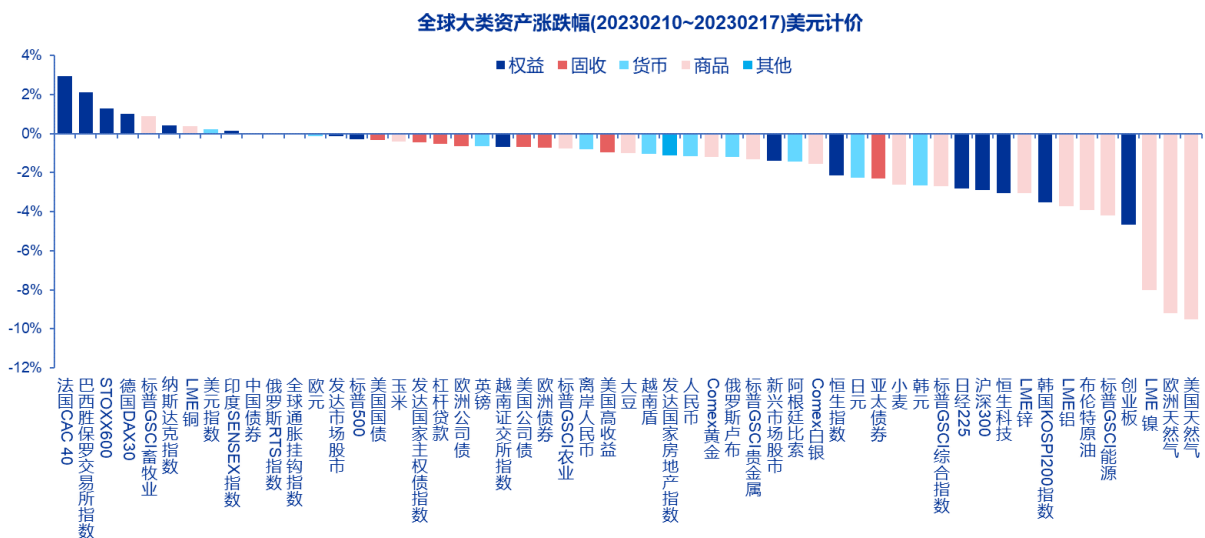
## 图表目录

图 1: 本周美元指数、发达市场股市小幅上涨, 全球债商双杀, 其中, 天然气、LME 镍、创业板领跌, 标普 500 小幅下跌.....	3
图 2: 本周港股、新兴市场股市跌幅较深, 国内资金利率快速上行 .....	4
图 3: A 股和港股中, 上证 50 和创业板指性价比较高, 而港股短期性价比较高, 但是中期性价比一般 .....	5
图 4: 全球股市中, 巴西股指性价比较高, 而美股和韩国股指短期性价比较高, 但是中期性价比一般 .....	5
图 5: 美国 1 月通胀超预期, 大部分分项环比边际提升 .....	6
图 6: 美国 1 月通胀回落不及预期, 消费边际超预期回升 .....	7
图 7: 中国经济边际向好 .....	7
图 8: 全球各国制造业 PMI 短期小幅企稳回升, 但仍处于荣枯线以下 .....	8
图 9: 23 年 5 月累计加息 50BP 概率上升至 84%.....	8
图 10: 2023 年 3 月、5 月、6 月累计加息 75BP 概率上升至 49.5% .....	8
图 11: 美联储维持利率高位的概率大幅上升 .....	8
图 12: 全球通胀逐渐降温, 但是全球大部分国家央行目前仍在加息 .....	9
图 13: 权益资金对新兴市场转为流入, 债券资金持续流入欧美市场 (单位: 亿美元) .....	10
图 14: 美股基金中全球资金流入金融、工业品, 流出科技; 中国权益基金中全球资金流入医疗保健、金融等, 流出科技 (单位: 亿美元) .....	10
图 15: 下周重点关注经济数据: 美国 PCE 数据、欧洲通胀、欧美 PMI 经济数据等 .....	11

**全球资产价格回顾：本周（20230213-20230217）美元指数继续反弹，全球股债普遍回调，紧缩交易再现。1) 1月美国CPI、PPI韧性超预期+1月美国零售增长超预期均验证美国经济韧性较强，抗通胀压力仍然较大，美债利率和美元指数继续上行，全球市场风险偏好整体下行。其中，10年美债利率继续反弹至3.8%，由通胀预期(+3bp)和实际利率(+5bp)共同推升。中美利差再度收窄，美元指数反弹至103.9，人民币汇率反弹至6.9。2) 全球流动性边际趋紧，欧美股市有一定韧性，港股市场跌幅居前，价值风格回归。欧洲kSTOXX600(0.43%)>标普500(-0.06%)>沪深300(-2.33%)>恒生指数(-4.18%)>恒生科技(-6.87%)，科创50指数大幅下跌(-4.87%)。3) 美国释放战略储备对冲减产，油价小幅回落；强美元下金属价格继续调整。美国原油和汽油库存数据边际大幅超预期上升+拜登政府计划从战略石油储备中再释放2600万桶原油导致油价持续下跌，布伦特油价回落到83.2美元/桶；强美元下有色金属价格继续调整：Comex黄金(-1.4%)、LME铝(-4.4%)。**

**图 1：本周美元指数、发达市场股市小幅上涨，全球债商双杀，其中，天然气、LME 镍、创业板领跌，标普 500 小幅下跌**

		期间涨跌幅 (2023/02/10~20 23/02/17)	近一月回报	近三月回报	近六月回报	本年回报
全球市场综合排名	美元指数	0.2%	1.4%	-2.7%	-2.5%	0.3%
	发达市场股市指数	0.1%	2.2%	4.4%	-1.9%	6.9%
	中国债券总指数	0.0%	0.0%	-0.4%	-1.6%	-0.2%
	亚太债券总指数	-0.1%	0.1%	-0.9%	-2.7%	0.1%
	美国债券总指数	-0.5%	-1.6%	1.3%	-4.2%	0.9%
	欧洲债券总指数	-0.6%	-2.1%	-1.8%	-7.5%	1.2%
	新兴市场美元债指数	-0.8%	-1.5%	3.5%	-1.7%	0.9%
	新兴市场美元债指数	-0.8%	-1.5%	3.5%	-1.7%	0.9%
	新兴市场股市指数	-0.9%	-1.4%	4.7%	-0.9%	4.7%
	发达国家房地产指数	-1.0%	1.5%	2.8%	-13.0%	6.7%
标普GSCI综合指数	-2.7%	-4.5%	-6.8%	-11.6%	-4.7%	



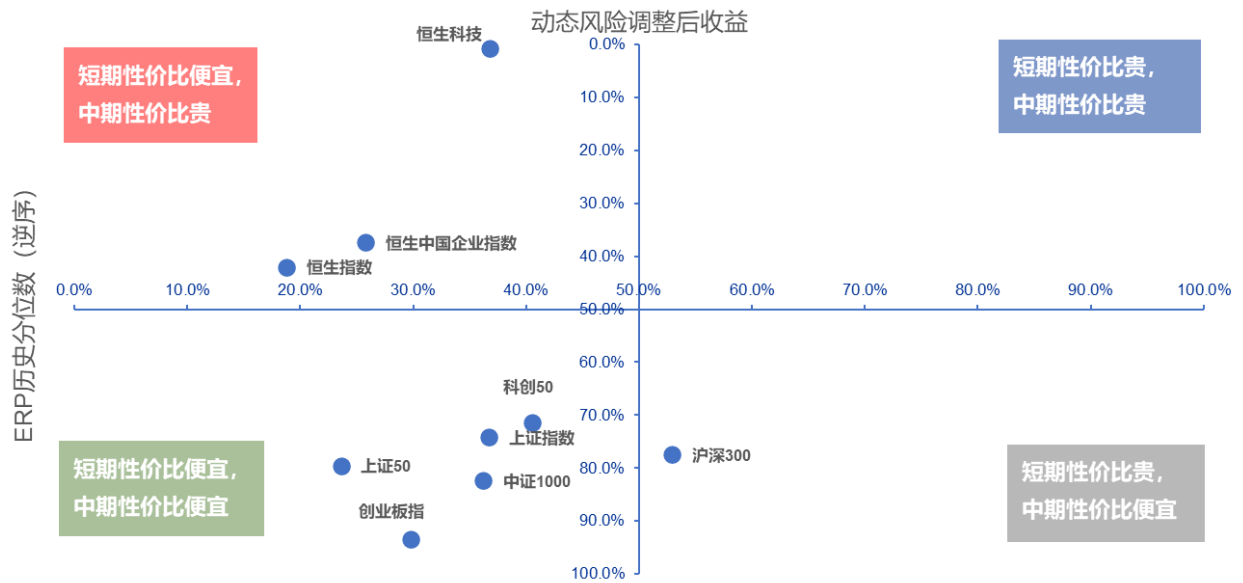
资料来源：Wind、Factset、申万宏源研究

图 2：本周港股、新兴市场股市跌幅较深，国内资金利率快速上行

		最新收盘价格 (2023/02/17)	期间涨跌幅 (2023/02/10~20 23/02/17)	近一月涨跌幅	近三月涨跌幅	近六月涨跌幅	年初以来涨跌 幅	ERP
A股+港股+转债	上证指数	3224.0	-1.42%	0.0%	3.5%	-2.1%	4.4%	74.2%
	中证转债	402.9	-1.72%	-0.7%	0.8%	-6.4%	2.6%	
	上证50	2714.3	-1.72%	-4.0%	6.0%	-2.6%	3.0%	79.5%
	中证1000	6868.5	-1.87%	4.1%	2.3%	-6.3%	9.3%	82.4%
	沪深300	4034.5	-2.33%	-2.5%	5.7%	-4.3%	4.2%	77.4%
	恒生指数	20719.8	-4.18%	-4.0%	14.8%	4.0%	4.7%	42.0%
	恒生中国企业指数	6991.3	-4.41%	-4.4%	13.9%	3.5%	4.3%	37.4%
	创业板指	2449.4	-4.68%	-3.8%	2.7%	-11.8%	4.4%	93.5%
	科创50	986.3	-4.87%	-1.7%	-5.3%	-12.9%	2.8%	71.3%
	恒生科技	4257.6	-6.87%	-0.7%	0.8%	-6.4%	2.6%	0.80%
全球股指	法国CAC40	7347.7	2.22%	3.8%	11.7%	12.6%	13.5%	51.6%
	英国富时100	8004.4	1.18%	2.0%	9.0%	6.5%	7.4%	72.6%
	巴西IBOVESPA指数	109177.0	1.08%	-2.0%	-0.5%	-4.0%	-0.5%	97.1%
	西班牙IBEX35	9333.0	0.97%	5.0%	16.1%	10.6%	13.4%	65.6%
	欧洲STOXX600(欧元)	464.3	0.43%	1.7%	8.4%	5.8%	9.3%	33.9%
	阿根廷MERV	248979.4	0.30%	-4.5%	60.4%	97.7%	23.2%	
	印度SENSEX30	60929.9	0.17%	0.8%	-1.3%	1.1%	0.1%	0.8%
	越南指数	204.1	0.00%	0.0%	8.6%	-32.6%	0.0%	
	标普500	4079.1	-0.06%	2.2%	3.4%	-4.6%	6.2%	4.5%
	日经225	27513.1	-0.26%	5.3%	-1.5%	-5.9%	5.4%	
	德国DAX	15482.0	-0.27%	1.9%	8.5%	13.6%	11.2%	35.2%
	发达市场	2779.9	-0.38%	1.6%	5.2%	-1.5%	6.8%	
	韩国综合股价200	320.8	-1.27%	2.2%	1.3%	-2.8%	10.2%	31.0%
	泰国SET指数	1648.3	-1.29%	-2.0%	2.1%	0.5%	-1.5%	6.0%
	沪深300	4034.5	-2.33%	-2.5%	5.7%	-4.3%	4.2%	77.4%
	新兴市场	999.4	-2.45%	-2.7%	6.1%	-1.6%	4.5%	
	恒生指数	20719.8	-4.18%	-4.0%	14.8%	4.0%	4.7%	42.0%
		最新收盘价格 (2023/02/17)	期间涨跌幅 (2023/02/10~20 23/02/17)	近一月涨跌幅 (BP)	近三月涨跌幅 (BP)	近六月涨跌幅 (BP)	近一年涨跌幅 (BP)	百分位数
中美债市	美国10年国债收益率	3.8%	8	29	5	93	3	98.1%
	10年美债实际利率	1.5%	5	10	-3	103	-7	77.3%
	10年美债通胀预期	2.4%	3	19	8	-10	10	81.8%
	2年美债收益率	4.6%	10	42	17	132	20	99.7%
	1年美债收益率	5.0%	11	33	32	173	-90	100.0%
	美债期限利差(10年-2年)	-0.8%	-2	-13	-12	-39	-17	0.3%
	美债期限利差(10年-3个月)	-4.8%	3	16	-47	-123	-28	0.8%
	10年中债收益率	2.9%	-1	-1	9	28	6	19.0%
	1年中债收益率	2.2%	3	7	3	48	10	22.4%
	3个月中债收益率	2.2%	6	19	-13	61	-1	26.3%
	期限利差：国开债(10年期-1年期)	0.7%	-6	-3	15	-35	-9	28.1%
	信用利差：5年AAA企业债-5年国开债	0.5%	-8	-15	6	4	-16	51.0%
	等级利差：5年企业债(AA-AAA)	0.8%	-1	1	13	8	4	29.9%
	息差：1年AAA级同业存单-RR007	0.2%	-38	19	-41	-27	-34	6.1%
	R007	2.6%	38	-65	59	97	11	67.2%
	R001	3.1%	110	-20	119	146	-52	88.9%
中美利差(10年中债利率-10年美债利率)	-0.9%	-9	-30	4	-65	3	1.4%	
中美利差(1年中债利率-1年美债利率)	-2.8%	-8	-26	-29	-125	100	0.4%	
		最新收盘价格 (2023/02/17)	期间涨跌幅 (2023/02/10~20 23/02/17)	近一月涨跌幅	近三月涨跌幅	近六月涨跌幅	近一年涨跌幅	动态风险调整后收益
大宗商品	LME铜(美元/吨)	9009.0	0.3%	-3.0%	11.1%	13.7%	7.6%	40.0%
	Comex黄金(美元/盎司)	1851.3	-1.4%	-3.1%	5.0%	4.2%	1.4%	27.6%
	ICE布油(美元/桶)	83.2	-1.6%	-3.2%	-7.4%	-11.2%	-3.2%	34.4%
	LME铝(美元/吨)	2390.0	-4.4%	-8.7%	0.0%	-0.9%	0.5%	19.4%
	NYMEX天然气(美元/百万英热单位)	2.3	-6.9%	-36.9%	-64.5%	-75.5%	-49.4%	20.4%
其他	美元兑人民币	6.9	1.4%	1.5%	-4.0%	1.3%	-0.4%	88.7%
	美元指数	103.9	0.6%	1.5%	-2.6%	-2.6%	0.4%	78.2%
	欧元兑美元	1.07	-0.4%	-0.9%	3.2%	5.1%	-0.1%	33.1%
	CBOE波动率	20.0	-3.3%	3.4%	-16.3%	0.6%	-7.6%	9.5%

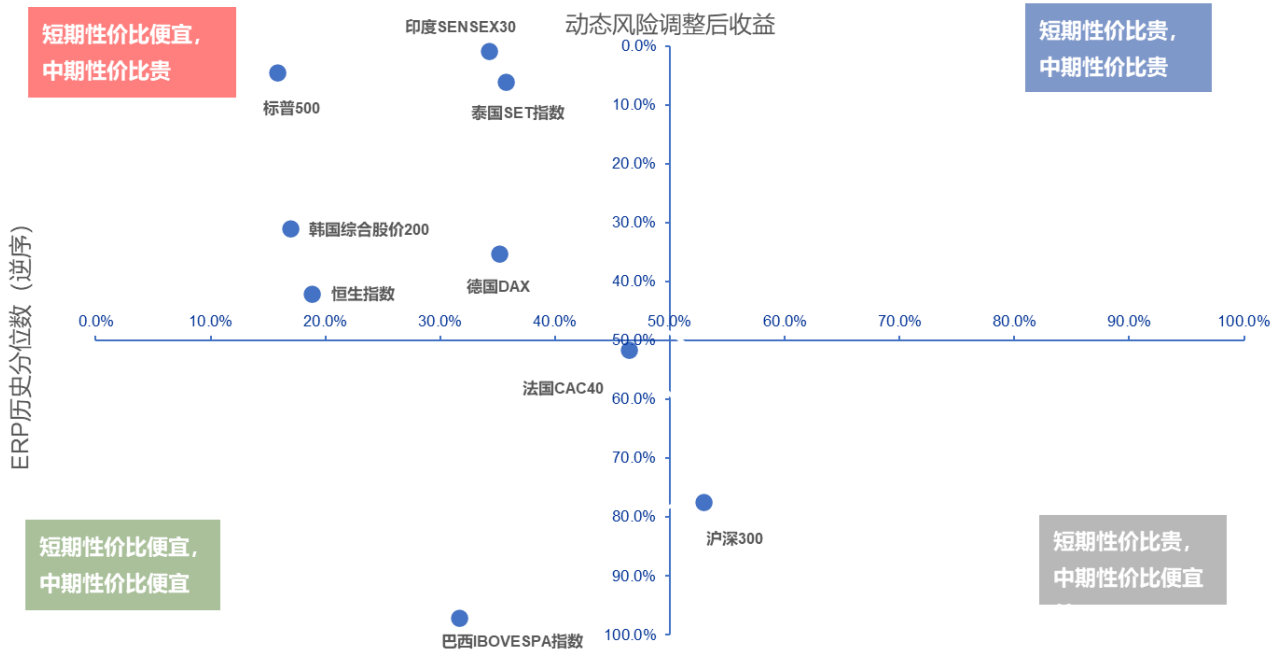
资料来源：Wind、Factset、申万宏源研究 注：分位数计算范围为2010年以来

图 3: A 股和港股中, 上证 50 和创业板指性价比较高, 而港股短期性价高, 但是中期性价一般



资料来源: Wind、Factset、申万宏源研究 注: 横轴衡量动态风险调整后收益的历史分位数, 是短期性价比指标, 纵轴衡量 ERP 目前所处的历史分位数, 是中期性价比指标

图 4: 全球股市中, 巴西股指性价高, 而美股和韩国股指短期性价高, 但是中期性价一般



资料来源: Wind、Factset、申万宏源研究 注: 横轴衡量动态风险调整后收益的历史分位数, 是短期性价比指标, 纵轴衡量 ERP 目前所处的历史分位数, 是中期性价比指标

**本周影响资产价格的重要事件和数据解读: 1) 美国 1 月 CPI 同比和 PPI 同比回落不及预期, 抗通胀压力仍存。**美国 1 月 CPI 同比边际继续下降至 6.4% (预期 6.2%), 核心 CPI 同比边际继续回落至 5.6%(预期 5.5%), 两者回落幅度均不及市场预期, 其中大部分分项环比相比较 2022 年 12 月份均有所提升, 而服务业 (剔除房租) 环比仍远高于历史季节性。1 月 PPI 指数同比虽然回落至 6%, 但回落幅度也不及市场预期 (5.4%)。

**2) 1 月美国零售数据超预期, 显示美国经济仍有韧性, 紧缩预期再度提升:** 1 月美国零售季调同比边际继续超预期回升, 名义与实际环比增速均强于历史季节性; 工业产能利用率也边际上升至 78.3%, 美国供需两端均边际回暖, 显示美国经济仍有韧性, 但同时也进一步加码了美联储未来大幅加息的概率。截至 2023 年 2 月 17 日, 2023 年 3 月和 5 月美联储累计加息 50BP 的概率边际大幅上升至 84%, 3 月、5 月和 6 月累计加息 75BP 的概率边际上升至 49.5%。

**3) 近期大宗商品供给侧地缘政治的博弈明显增加。**上周俄罗斯宣布反制裁的减产计划后, 本周拜登政府宣布计划从战略石油储备中再释放 2600 万桶原油, 预计交付时间在 4 月至 6 月之间, 并且本周三 EIA 公布商业原油和成品汽油库存大超预期。俄罗斯和美国的博弈下, OPEC+ 最近会议宣布继续保持去年达成的减产协议。预计近期原油价格主要由供给端的边际变化主导。

**下周重点关注经济数据: 美国 PCE 数据、欧洲通胀、欧美 PMI 经济数据等。**

图 5: 美国 1 月通胀超预期, 大部分分项环比边际提升

CPI 分项	非季调同比 (%)				季调环比 (%)			
	01/31/2023	12/30/2022	11/30/2022	2016-2019 年平均同比	01/31/2023	12/30/2022	11/30/2022	2016-2019 年平均同比
CPI	6.4	6.5	7.1	7.9	0.5	0.1	0.2	0.2
食品	10.1	10.4	10.6	11.1	0.5	0.4	0.6	0.1
能源	8.7	7.3	7.1	7.8	2.0	-0.3	-0.4	0.3
核心 CPI	5.6	5.7	6.0	6.1	0.4	0.4	0.3	0.2
核心商品 (剔除食品和能源商品)	1.4	1.1	1.7	2.3	0.1	-0.1	-0.2	0.0
家居用品	6.4	7.3	8.3	10.7	0.5	0.3	0.4	-0.1
服饰	3.1	2.9	3.6	4.9	0.4	0.2	0.1	-0.1
运输商品 (剔除汽车燃料)	-2.3	0.9	2.4	4.4	-0.7	-0.1	-0.1	0.0
医疗用品	3.4	3.2	3.1	3.8	1.1	0.1	0.2	0.2
休闲用品	3.3	3.1	3.6	4.6	0.1	0.1	-0.3	-0.2
教育和通讯商品	-10.3	-0.1	-9.7	-3.7	-0.1	-0.2	-0.5	-0.3
含酒精的饮料	5.8	5.8	5.5	6.3	0.4	0.7	0.6	0.1
其他商品	7.2	7.2	7.5	7.5	0.8	-0.1	0.6	0.1
核心服务 (剔除能源)	7.2	7.0	6.8	6.9	0.5	0.6	0.5	0.2
房租	8.0	7.6	7.2	7.3	0.8	0.8	0.7	0.3
供水、下水道和垃圾收集服务	5.0	4.9	5.0	5.4	0.9	0.2	0.3	0.3
家庭经营	-	-	-	1.8	-	-	-	0.3
医疗服务	3.0	3.1	3.4	4.0	-0.7	0.3	-0.5	0.3
交通服务	14.6	14.6	14.2	13.8	0.9	0.6	0.3	0.2
康乐服务	5.8	5.7	5.4	6.7	0.7	0.3	0.9	0.2
教育和传播服务	2.8	2.4	2.2	3.3	0.5	0.3	1.0	0.0
其他个人服务	5.3	5.5	5.5	5.9	-	-0.2	0.8	0.2
其他的重要指数								
CPI (剔除食物, 住所, 能源, 二手车和卡车)	5.4	5.7	6.0	6.3	0.3	0.3	0.3	0.1
商品 (剔除食品, 能源, 二手车和卡车)	4.4	4.7	5.4	6.2	0.5	0.3	0.1	0.0
服务 (剔除住房租金)	7.2	7.4	7.3	7.1	0.6	0.6	0.1	0.0

资料来源: Wind、Factset、申万宏源研究 注: 绿色底色代表边际下行, 红色底色代表边际上行

图 6：美国 1 月通胀回落不及预期，消费边际超预期回升

		2023-01-31	2022-12-31	2022-11-30	2022-10-31	2022-09-30	线性图	
经济指标	经济景气度	实际GDP折年同比/%		1.0			1.9	
		实际GDP折年季调环比/%		2.9			3.2	
		制造业PMI/%	47.4	48.4	49.0	50.2	50.9	
		非制造业PMI/%	55.2	49.2	56.5	54.4	56.7	
		密歇根消费者信心指数	64.9	59.7	56.8	59.9	58.6	
	通胀	CPI/%	6.4	6.5	7.1	7.7	8.2	
		核心CPI/%	5.6	5.7	6.0	6.3	6.6	
		PCE/%		5.0	5.5	6.1	6.3	
		核心PCE/%		4.4	4.7	5.1	5.2	
		1年通胀预期/%	3.9	4.4	4.9	5.0	4.7	
5年通胀预期/%	2.9	2.9	3.0	2.9	2.7			
供给	生产	制造业工业生产指数同比/%	0.3	-0.9	0.9	2.3	3.7	
		工业产能利用率/%	78.3	78.4	79.3	79.8	79.9	
		PMI——工业产出指数/%	48.0	48.6	51.5	52.3	50.6	
	劳动力市场	新增非农就业人数/千人	517.0	223.0	263.0	261.0	263.0	
		失业率/%	3.4	3.5	3.6	3.7	3.5	
		平均时薪环比/%	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	
库存	美国:库存总额:季调环比/%		0.3	0.3	0.2	0.2		
需求	消费	个人实际可支配收入同比/%		-1.7	-2.3	-2.8	-3.3	
		个人实际消费支出同比/%	0.3	-0.9	0.9	2.3	3.7	
		零售和食品服务销售额同比/%	6.7	5.1	6.0	7.9	9.1	
		PMI——新订单指数/%	42.5	45.1	47.2	49.2	47.1	
	地产	新房销售同比/%		-26.6	-20.4	-10.9	-24.9	
		成屋销售同比/%		-34.0	-35.5	-28.4	-23.8	
		新房开工同比/%	-21.4	-22.5	-16.8	-8.8	-6.0	
成屋开工同比/%	-27.3	-29.5	-21.9	-11.0	-3.2			
信贷与杠杆	M2同比/%		-1.4	0.0	1.3	2.5		
	M1同比/%		-3.7	-1.7	0.2	2.0		

资料来源：Wind、Factset、申万宏源研究 注：绿色底色代表边际下行，红色底色代表边际上行

图 7：中国经济边际向好

		2023/1/31	2022/12/31	2022/11/30	2022/10/31	2022/9/30	线性图
经济和通胀景气度指标	实际GDP当季同比/%		2.9			3.9	
	GDP季调环比/%		0			3.9	
	工业增加值增速/%		1.3	2.2	5	6.3	
	制造业PMI/%	50.1	47	48	49.2	50.1	
	服务业PMI/%	54	39.4	45.1	47	48.9	
	CPI/%	2.1	1.8	1.6	2.1	2.8	
	核心CPI/%	1	0.7	0.6	0.6	0.6	
	PPI/%	-0.8	-0.7	-1.3	-1.3	0.9	
消费	社会消费品零售总额增速(%, 当期)		-1.8	-5.9	-0.5	2.5	
	PMI——新订单指数/%	50.9	43.9	46.4	48.1	49.8	
	房地产销售面积增速/%		-24.3	-23.3	-22.3	-22.2	
	房地产新开工面积增速/%		-39.4	-38.9	-37.8	-38	
投资	固定资产投资增速/%		5.1	5.3	5.8	5.9	
	制造业投资增速/%		9.1	9.3	9.7	10.1	
	基建投资增速/%		11.52	11.65	11.39	11.2	
	房地产投资增速/%		-8.4	-8.3	-7.3	-6.6	
出口	服务业投资/%		3	3.2	3.7	3.9	
	出口同比/%		-9.9	-9	-0.3	5.6	
信贷与杠杆	进口同比/%		-7.5	-10.6	-0.7	0.2	
	M2/%	12.6	11.8	12.4	11.8	12.1	
	M1/%	6.7	3.7	4.6	5.8	6.4	
	社会融资存量同比/%	9.4	9.6	10	10.3	10.6	
	新增人民币贷款/亿元	49000	14000	12100	6152	24700	
新增中长期人民币贷款/亿元	37231	13975	9470	4955	16944		

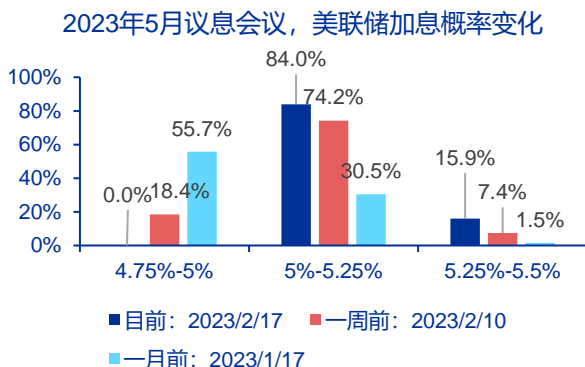
资料来源：Wind、Factset、申万宏源研究 注：绿色底色代表边际下行，红色底色代表边际上行

图 8：全球各国制造业 PMI 短期小幅企稳回升，但仍处于荣枯线以下

制造业PMI (%)		2021年												2022年												2023年
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月
全球	全球	53.6	53.9	55.0	55.9	56.0	55.5	55.4	54.1	54.1	54.3	54.2	54.3	53.2	53.7	52.9	52.3	52.3	52.2	51.1	50.3	49.8	49.4	48.8	48.7	49.1
	美国	58.7	60.8	64.7	60.7	61.2	60.6	59.5	59.9	61.1	60.8	61.1	58.8	57.6	58.6	57.1	55.4	56.1	53.0	52.8	52.8	50.9	50.2	49.0	48.4	47.4
	欧元区	54.8	57.9	62.5	62.9	63.1	63.4	62.8	61.4	58.6	58.3	58.4	58.0	58.7	58.2	56.5	55.5	54.6	52.1	49.8	49.6	48.4	46.4	47.1	47.8	48.8
	德国	57.1	60.7	66.6	66.2	64.4	65.1	65.9	62.6	58.4	57.8	57.4	57.4	59.8	58.4	56.9	54.6	54.8	52.0	49.3	49.1	47.8	45.1	46.2	47.1	47.3
	法国	51.6	56.1	59.3	59.9	59.4	59.0	58.0	57.5	55.0	53.6	55.9	55.6	55.5	57.2	54.7	55.7	54.6	51.1	49.5	50.6	47.7	47.2	48.3	49.2	50.5
发达国家	意大利	55.1	56.9	59.8	60.7	62.1	62.2	60.3	60.9	59.7	61.1	62.8	62.0	56.5	58.3	55.8	54.5	51.9	50.9	48.5	48.0	48.3	46.5	48.4	48.5	50.4
	加拿大	54.4	54.8	58.5	57.2	57.0	56.5	56.2	57.2	57.0	57.7	57.2	56.5	56.2	56.6	55.9	56.2	56.8	54.6	52.5	48.7	49.8	48.8	49.6	49.2	51.0
	日本	49.7	50.6	52.0	53.3	52.5	51.5	52.2	52.4	51.2	53.0	54.2	54.2	54.6	52.9	53.2	53.4	53.2	52.7	52.2	51.0	51.0	50.7	49.4	48.8	48.9
	韩国	53.2	55.3	55.3	54.6	53.7	53.9	53.8	54.2	52.4	50.2	50.9	51.9	52.8	53.8	51.2	52.1	51.8	51.3	49.8	47.6	47.3	48.2	49.0	48.2	48.5
	新加坡	50.7	50.5	50.8	50.9	50.7	50.8	51.0	50.9	50.8	50.8	50.6	50.7	50.6	50.2	50.1	50.3	50.4	50.3	50.7	50.0	49.9	49.7	49.8	49.7	49.8
	中国	51.3	50.6	51.9	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2	49.5	47.4	49.6	50.2	49.0	49.4	50.1	49.2	48.0	47.0	50.1
	印尼	52.2	50.9	53.2	54.6	55.3	53.5	40.1	43.7	52.2	57.2	53.9	53.5	53.7	51.2	51.3	51.9	50.8	50.2	51.3	51.7	53.7	51.8	50.3	50.9	51.3
	俄罗斯	50.9	51.5	51.1	50.4	51.9	49.2	47.5	46.5	49.8	51.6	51.7	51.6	51.8	48.6	44.1	48.2	50.8	50.9	50.3	51.7	52.0	50.1	53.2	53.0	52.6
	巴西	56.5	58.4	52.8	52.3	53.7	56.4	56.7	53.6	54.4	51.7	49.8	49.8	47.8	49.6	52.3	51.8	54.2	54.1	54.0	51.9	51.1	50.8	44.3	44.2	47.5
发展中国家	墨西哥	43.0	44.2	45.6	48.4	47.6	48.8	49.6	47.1	48.6	49.3	49.4	46.1	48.0	49.2	49.3	50.6	52.2	48.5	48.5	50.3	50.3	50.6	51.3	48.9	
	印度	57.7	57.5	55.4	55.5	50.8	48.1	55.3	52.3	53.7	55.9	57.6	55.5	54.0	54.9	54.0	54.7	54.6	53.9	56.4	56.2	55.1	55.3	55.7	57.8	55.4
	马来西亚	48.9	47.7	49.9	53.9	51.3	39.9	40.1	43.4	48.1	52.2	52.3	52.8	50.5	50.9	49.6	51.6	50.1	50.4	50.6	50.3	49.1	48.7	47.9	47.8	46.5
	泰国	49.0	47.2	48.8	50.7	47.8	49.5	48.7	48.3	48.9	50.9	50.6	49.5	51.7	52.5	51.8	51.9	51.9	50.7	52.4	53.7	55.7	51.6	51.1	52.5	54.5
	越南	51.3	51.6	53.6	54.7	53.1	44.1	45.1	40.2	40.2	52.1	52.2	52.5	53.7	54.3	51.7	51.7	54.7	54.0	51.2	52.7	52.5	50.6	47.4	46.4	47.4
	PMI高于50%的比例	78.9%	84.2%	84.2%	94.7%	89.5%	68.4%	68.4%	68.4%	68.4%	89.5%	89.5%	84.2%	89.5%	84.2%	78.9%	84.2%	94.7%	100.0%	63.2%	57.9%	52.6%	47.4%	26.3%	26.3%	42.1%

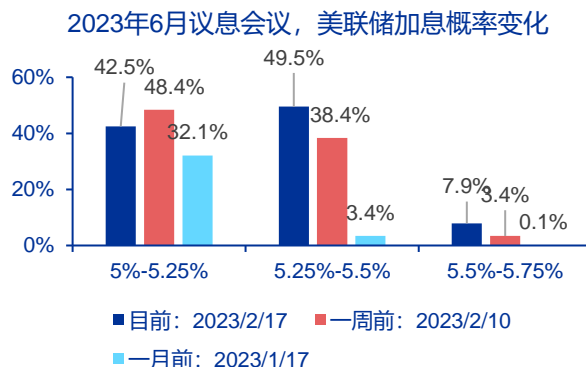
资料来源：Wind、Factset、申万宏源研究 注：曲线数值为 PMI 高于 50% 的国家比例

图 9：23 年 5 月累计加息 50BP 概率上升至 84%



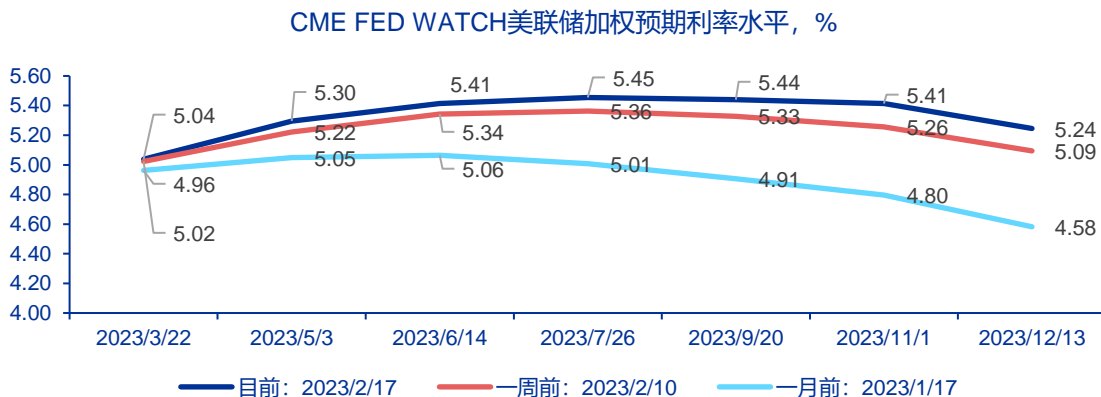
资料来源：CME 官网、申万宏源研究

图 10：2023 年 3 月、5 月、6 月累计加息 75BP 概率上升至 49.5%



资料来源：CME 官网、申万宏源研究

图 11：美联储维持利率高位的概率大幅上升



资料来源：CME 官网、申万宏源研究

图 12：全球通胀逐渐降温，但是全球大部分国家央行目前仍在加息

CPI同比 (%)		2021年												2022年												2023年
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月
发达国家	美国	1.4	1.7	2.6	4.1	4.9	5.3	5.2	5.4	6.2	6.9	7.2	7.6	8.0	8.5	8.2	8.5	8.9	8.4	8.2	8.2	7.8	7.1	6.5	6.4	
	欧元区	0.9	0.9	1.3	1.6	2.0	1.9	2.2	3.0	3.4	4.1	4.9	5.0	5.1	5.9	7.4	7.4	8.1	8.6	8.9	9.1	9.9	10.6	10.1	9.2	9
	德国	0.9	1.2	1.8	2.1	2.4	2.4	3.6	3.9	4.2	4.5	5.3	5.3	5.0	5.1	7.2	7.3	8.0	7.4	7.6	7.9	9.9	10.4	10.1	8.5	8.7
	法国	0.6	0.5	1.1	1.2	1.4	1.5	1.3	2.1	2.2	2.6	2.7	2.8	2.7	3.6	4.4	4.9	5.3	5.9	6.0	5.9	5.6	6.8	6.1	5.8	6.0
	意大利	0.4	0.6	0.8	1.1	1.3	1.3	1.9	2.0	2.5	3.0	3.7	3.9	4.8	5.7	6.5	6.0	6.8	8.0	7.9	8.4	8.9	11.8	11.8	11.6	10.1
	加拿大	1.1	1.1	2.2	3.2	3.5	3.0	3.6	3.9	4.4	4.6	4.6	4.8	5.0	5.7	6.6	6.9	7.7	8.0	7.6	7.1	6.9	6.9	6.9	6.5	
	日本	-0.7	-0.5	-0.4	-1.1	-0.8	-0.5	-0.3	-0.4	0.2	0.1	0.7	0.8	0.5	1.0	1.2	2.4	2.5	2.4	2.6	3.0	3.0	3.8	3.8	4.0	
	韩国	0.9	1.4	1.9	2.5	2.6	2.3	2.6	2.6	2.4	3.7	3.8	3.7	3.6	3.7	4.1	4.8	5.4	6.0	6.3	5.7	5.6	5.7	5.0	5.0	5.2
	新加坡	0.4	0.6	1.3	2.1	2.4	2.4	2.5	2.4	2.5	3.2	3.9	4.0	3.8	4.5	5.4	5.4	5.6	6.7	7.0	7.5	7.5	6.7	6.7	6.5	
	发展中国家	中国	-0.3	-0.5	0.3	0.9	1.6	1.2	1.8	0.6	0.4	1.4	2.4	1.4	1.0	1.0	1.5	2.0	2.1	2.5	2.7	2.5	2.8	2.1	1.6	1.8
印尼		1.6	1.4	1.4	1.4	1.7	1.3	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.9	2.2	2.1	2.6	3.5	3.6	4.3	4.9	4.7	6.0	5.7	5.4	5.5	
巴西		4.6	5.2	6.1	5.6	8.1	8.3	9.0	9.7	10.2	10.7	10.7	10.1	10.4	10.5	11.3	12.1	11.7	11.9	10.1	8.7	7.2	6.5	5.9	5.8	
墨西哥		3.5	3.8	4.7	6.1	5.9	5.9	5.8	5.6	6.0	6.2	7.4	7.4	7.1	7.3	7.5	7.7	7.7	8.0	8.2	8.7	8.7	8.4	7.8	7.8	
印度		-1.7	-0.5	0.6	0.1	0.3	0.6	0.3	-0.2	4.4	4.5	4.8	5.6	5.8	5.0	5.4	6.3	7.0	6.2	5.8	5.9	6.5	6.1	5.4	5.5	6.5
马来西亚		-0.2	0.1	1.7	4.7	4.4	3.4	2.2	2.0	2.2	2.9	3.3	3.2	2.3	2.2	2.2	2.3	2.8	3.4	4.4	4.7	4.5	4.0	4.0	3.8	
泰国		0.5	-1.2	-0.1	3.4	2.4	1.2	0.5	0.0	1.7	2.4	2.7	2.2	3.2	5.3	5.7	4.6	7.1	7.7	7.6	7.9	6.4	6.0	5.5	5.9	5.0
越南	-1.2	0.5	0.9	2.5	2.7	2.2	2.4	2.8	2.1	1.8	2.1	1.8	1.9	1.4	2.4	2.6	2.9	3.4	3.1	2.9	3.9	4.3	4.4	4.5	4.9	
全球通胀指数 (GDP加权)		0.6	0.8	1.5	2.3	2.8	2.9	3.1	2.9	3.2	3.9	4.6	4.4	4.5	4.7	5.4	5.6	5.9	6.2	6.1	6.0	6.2	6.0	5.6	5.3	

全球各国央行当月加息 (BP)	国家	2021年												2022年												走势图
		6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月				
发达国家																										
美国														25												
欧元区																										
日本																										
英国																										
加拿大																										
挪威																										
发展中国家																										
中国																										
韩国																										
印度																										
马来西亚																										
菲律宾																										
泰国																										
印尼																										
墨西哥																										
巴西																										
南非																										
土耳其																										
阿根廷																										
智利																										

资料来源：Wind、Factset、申万宏源研究 注：曲线数值为全球通胀指数（GDP 加权），并且蓝色底色代表数值较小，红色底色代表数值较大

**本周全球资金流入货币市场、发达/新兴股市，流出企业债。EPFR 资金流向：**1) 国家与地区方面，权益资金流入欧洲发达国家速度加快，而流出美国、日本边际有所放缓，债券资金则持续流入欧、美、日市场；新兴市场获权益资金流入，而债券资金则转向流出；中国权益基金持续流出但幅度减小，其中主动型、被动型共同基金均保持资金流入；债券基金持续流出。2) 风格与行业方面，美股基金中金融、工业品获资金流入，科技遭转向流出；中国权益基金中医疗保健、金融、材料等获流入，科技、消费遭转向流出。

**图 13: 权益资金对新兴市场转为流入, 债券资金持续流入欧美市场 (单位: 亿美元)**

大类资产类别基金	近一周流入	近一个月流入	年初以来流入	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
全球货币市场	10.1	109.2	1096.7	-2085.4	-684.3	644.6	2238.2
发达市场股市	9	67.6	78.6	-151.4	-327.8	-187.2	-154.4
新兴市场股市	4	246.3	274.2	457.2	86.8	-1.4	149.5
全球政府债券	33.3	135.7	212.2	309.2	377.8	503.0	248.1
新兴市场债券	7.2	67.6	78.6	-151.4	-327.8	-187.2	-154.4
投资级企业债	3.1	106.2	193.1	-100.5	-81	100.6	149.3
高收益债券	25.7	1.0	19.4	-368.9	-252.9	-117.2	32.4

固收类基金, 分国家/地区	近一周流入	近一个月流入	年初以来流入量	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
发达欧洲国家	19.0	139.8	182.1	-226.7	-265.6	-25.8	10.4
美国	31.8	214.8	399.1	-382.0	-644.5	145.7	-282.7
日本	0.9	3.4	3.7	-6.1	-10.4	-7.9	-2.9
中国	-1.9	-2.2	-12.5	-34.6	-170.1	-57.3	-89.4
新兴市场	-2.8	83.6	96.9	-158.8	-338.1	-177.6	-151.9

权益类基金, 分国家/地区	近一周流入	近一个月流入	年初以来流入量	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
发达欧洲国家	21.4	92.2	107.7	23.5	-295.6	-305.8	-269.7
美国	-23.9	-44.7	-91.5	1322.0	102.2	178.1	182.8
日本	4.8	-21.3	-2.8	27.1	11.1	-17.0	-0.1
中国	-12.8	120.3	126.8	302.2	114.9	119.8	138.6
新兴市场	1.9	243.0	274.1	476.4	96.4	17.6	144.9

全球投资中国基金/ETF	近一周流入	近一个月流入	年初以来流入量	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
主动型共同基金	4.3	52.4	61.8	-26.4	-31.5	-23.5	-65.0
被动型共同基金	0.5	5.0	5.7	10.0	-5.6	-5.5	-1.2
iShares MSCI China ETF	0.0	2.5	5.8	14.8	18.2	0.0	5.5
Direxion Daily FTSE China	-0.2	-0.1	0.5	0.7	0.8	-1.4	1.3
Bear 3x Shares							

资料来源: EPFR、申万宏源研究

**图 14: 美股基金中全球资金流入金融、工业品, 流出科技; 中国权益基金中全球资金流入医疗保健、金融等, 流出科技 (单位: 亿美元)**

美国权益基金行业资金流向	近一周流入	近一个月流入	年初以来流入量	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
金融	6.9	15.3	17.6	11.0	-176.1	-13.5	-27.5
工业品	1.5	4.2	6.7	-4.6	-28.2	-13.3	6.3
通信	0.6	1.1	2.3	-8.5	-4.9	-4.9	2.0
公用事业	0.4	-0.9	-1.4	-2.9	23.2	26.1	-9.6
材料	0.4	5.7	10.7	25.7	-0.8	-30.3	6.9
医疗保健	0.1	-17.5	-22.2	24.4	46.3	9.4	27.0
基建	-0.1	-1.2	-1.4	-1.9	4.4	-7.2	-0.6
消费	-1.6	-7.8	-3.0	-12.0	-5.0	0.3	7.3
房地产	-3.3	-8.6	-12.5	5.6	-6.6	-6.7	-25.2
能源	-8.9	-21.4	-31.3	42.0	-31.1	-28.9	-2.7
科技	-10.1	-21.4	-35.4	48.1	3.5	-6.1	3.8

全球中国权益基金行业资金流向	近一周流入	近一个月流入	年初以来流入量	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
医疗保健	1.5	1.0	-3.3	7.6	10.1	23.5	4.2
金融	1.3	-0.1	1.9	13.3	-0.9	10.5	-9.1
工业品	0.4	-0.2	-0.2	0.2	-0.2	0.0	0.9
材料	0.4	1.3	1.2	0.3	-0.1	-0.5	0.5
能源	0.2	0.2	-0.5	-0.2	2.2	-0.7	1.6
房地产	0.0	1.5	1.8	0.9	7.5	-4.0	-0.4
基建	0.0	0.1	0.0	0.6	0.7	-0.3	-0.3
通信	0.0	0.1	0.1	0.2	-0.3	0.0	0.1
公用事业	0.0	0.7	0.6	2.3	-0.1	0.8	-0.1
消费	-0.6	0.9	7.2	13.7	13.3	3.8	-1.1
科技	-1.6	8.8	14.8	100.7	52.0	28.1	63.1

资料来源: EPFR、申万宏源研究

**图 15: 下周重点关注经济数据: 美国 PCE 数据、欧洲通胀、欧美 PMI 经济数据等**

日期	时间	国家/地区	指标名称
2023/2/20	9:15	中国	贷款市场报价利率(LPR)
	16:00	欧盟	2月欧元区:制造业PMI(初值)
2023/2/21	22:45	美国	2月Markit制造业PMI:季调
	23:00	美国	1月成屋销售折年数(万套)
2023/2/23	18:00	欧盟	1月欧元区:CPI:环比(%)
	21:30	美国	2月18日当周初次申请失业金人数:季调(人)
2023/2/24	17:00	中国	1月服务贸易差额:当月值(亿美元)
	21:30	美国	1月个人消费支出:季调(十亿美元)
	21:30	美国	1月核心PCE物价指数:同比(%)
	21:30	美国	1月人均可支配收入:折年数:季调(美元)
	23:00	美国	1月新房销售(千套)
	23:00	美国	2月密歇根大学消费者现状指数

资料来源: Wind、申万宏源研究

## 信息披露

### 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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swsresearch.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swsresearch.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swsresearch.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；  
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；  
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；  
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；  
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；  
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。