

规避 3 月份的短期风险

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

策略摘要

新一届政府的开局之年，行稳才能致远。2024 年的美俄都面临着大选，届时市场的不确定性仍然很高，国内 2023 年“5%”的增长目标意味着政策的“稳健”，为未来留下空间。

核心观点

■ 市场分析

宏观周期：全球宏观周期仍面临下行的风险。2 月全球宏观状态继续表现出中国重启之后的改善，全球制造业 PMI 重回 50 的荣枯线，同时改善的宏观也驱动通胀更具韧性，降低了货币政策转向的可能。宏观资产在美元指数（+2.8%）的反弹过程中经历了预期的一次修正，从黄金（-5.2%）、布油（-2.7%）到科创（-2.3%）、纳指（-1.1%）都面临不同程度的调整。

海外宏观：预计高利率将开始对债务进行测试。在美国通胀回落节奏放缓、俄乌冲突有扩大风险的情况下，一方面市场继续抬升终点利率，另一方面美国的整体实际收益率曲线将抬升至正值，对债务需求的负面影响开始提升，重回盈利为王的时代。3 月需要特别关注欧日的货币政策收紧影响，市场的流动性压力预计增加。

中国宏观：关注短期流动性压力对市场的影响。2022 年信贷脉冲的回升驱动 2023 年经济复苏的方向，但是驱动经济更强的力量仍未可见。随着人事、机构调整的逐渐落地，关注 3 月在金融反腐下资金调整对于市场的流动性压力。

■ 策略

2023 年宏观市场的交易将继续围绕“外围衰退，国内复苏”的逻辑，持续调整着宏观的预期。短期内随着美国衰退预期的阶段性证伪，宏观交易的钟摆将修复前期市场的过度乐观，继续关注美元实际利率的反弹对资产形成的压力。

■ 风险

经济数据短期波动风险，金融风险释放缓慢的风险

目录

策略摘要	1
核心观点	1
宏观周期：宏观下行的风险加大	3
美欧的政策紧缩加大	3
中国的经济刺激稳健	4
海外宏观：货币政策收紧的力度或加大	5
通胀：韧性的读数或加大政策收紧风险	5
欧日：政策转变的压力或将进一步增强	6
中国宏观：政策对冲周期的力道或有限	7
两会：政策维持“稳健”的态度	8
影响：恢复后的延续性或有限	8

图表

图 1: 美国 1 月份通胀结构显示出房租和服务型通胀仍具韧性 单位：%	3
图 2: 2021 年以来景气度变化 单位：变化量	5
图 3: 美国的通胀预期仍未明显改善 单位：BP	5
图 4: 美国劳动力缺口仍将带来成本压力 单位：%	6
图 5: 美国实际利率转正的压力增加 单位：%	6
图 6: 美债收益率曲线整体抬升 单位：%	7
图 7: 货币利差走阔面临阶段性波动 单位：BP	7
图 8: 欧洲经济的压力仍未消除 单位：指数点	7
图 9: 日本货币条件收紧或对经济影响 单位：%YOY	7
图 10: 短期景气指数超周期回升 单位：%MOM	8
图 11: 2022 年信贷脉冲小幅抬升 单位：%，指数点	8
图 12: 国内权益相对商品的比价低位 单位：比值	9
图 13: 百城土地供应并未显著改善 单位：宗	9
图 14: 企业实际利率仍处在相对高位 单位：%	9
图 15: 外需仍将处在回落状态 单位：%	9
表 1: 全球主要经济体通胀仍面临上行压力 单位：标准化	3
表 2: 近几年政府工作报告的经济目标	5

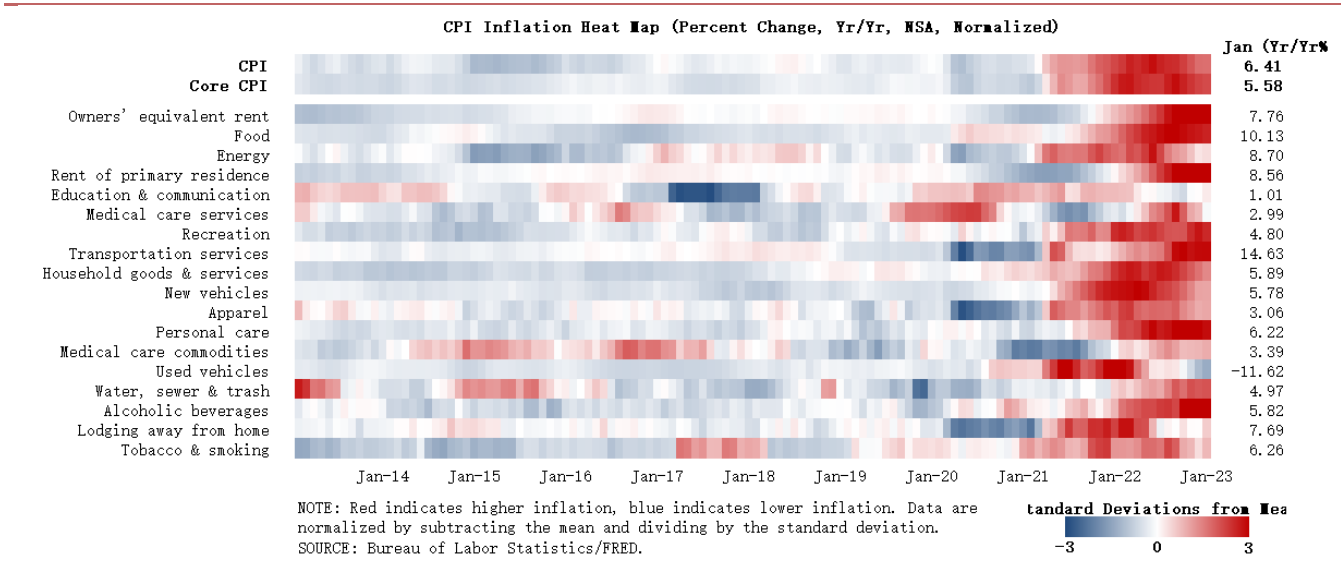
宏观周期：宏观下行的风险加大

美欧的政策紧缩加大

全球的通胀读数再次走阔。1) 美国通胀维持韧性。2月23日公布的美国四季度个人消费支出（PCE）价格指数上涨3.7%，较初值上修0.5个百分点；扣除食品和能源之后的核心PCE价格指数上涨4.3%，初值为3.9%。2月24日公布的美国1月PCE物价指数同比上涨5.4%，高于的预期5%，扣除食品和能源之后的核心PCE物价指数1月同比上涨4.7%，也高于预期的4.3%。2) 欧洲通胀再次创新高。2月28日公布的法国2月调和CPI同比初值上涨了7.2%，创历史新高；3月1日公布的德国2月调和CPI初值同比上涨9.3%，大幅高于预期的9%。

通胀结构性差异仍在显现。美国服务业通胀加速，3月3日公布的2月份美国Markit PMI创去年6月来新高，服务业通胀加速至10月来最高，服务提供商为投入品支付的价格指标继续显示成本上升。在2月能源价格环比增速为正、美国二手车市场出现改善的情况下，拉动核心通胀回落的动力减弱。

图 1: 美国 1 月份通胀结构显示出房租和服务型通胀仍具韧性 | 单位：%



数据来源：FRED 华泰期货研究院

表 1: 全球主要经济体通胀仍面临上行压力 | 单位：标准化

	2022												2023	
	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
美国	2.5	2.6	2.9	2.8	3.0	3.2	2.9	2.8	2.8	2.5	2.3	2.0	1.9	-
中国	-1.1	-1.1	-0.7	-0.2	-0.2	0.1	0.2	0.1	0.3	-0.2	-0.6	-0.5	-0.2	-
欧元区	1.4	1.7	2.4	2.4	2.7	2.9	3.0	3.1	3.5	3.8	3.6	3.2	2.9	2.9

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

3 / 10

	2022												2023	
	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
日本	0.0	0.3	0.5	1.6	1.6	1.5	1.7	2.0	2.0	2.6	2.7	2.9	3.1	-
德国	1.2	1.3	2.1	2.3	2.7	2.5	2.5	2.7	3.5	3.6	3.6	3.3	3.6	3.6
法国	1.0	1.5	2.1	2.3	2.6	3.0	3.2	3.1	2.8	3.3	3.3	3.1	3.1	3.3
英国	1.2	1.5	1.8	2.7	2.7	2.8	3.1	3.0	3.1	3.5	3.4	3.3	3.1	-
加拿大	1.8	2.1	2.7	2.8	3.4	3.6	3.3	2.9	2.8	2.8	2.8	2.5	2.2	-
韩国	1.1	1.2	1.5	1.9	2.4	2.8	3.0	2.6	2.5	2.6	2.1	2.1	2.2	-
巴西	1.8	1.9	2.2	2.5	2.3	2.4	1.7	1.1	0.5	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-
俄罗斯	0.4	0.5	2.5	2.8	2.6	2.3	2.1	1.8	1.7	1.4	1.2	1.2	1.2	-
印尼	-1.1	-1.2	-0.9	-0.5	-0.4	0.0	0.3	0.2	0.8	0.7	0.5	0.6	0.5	0.6
马来西亚	0.2	0.1	0.1	0.2	0.5	0.9	1.6	1.8	1.6	1.3	1.3	1.2	1.1	-
泰国	0.7	1.7	1.9	1.4	2.6	2.9	2.9	3.0	2.3	2.1	1.9	2.0	1.6	-
越南	-0.7	-0.8	-0.6	-0.5	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2
印度	-0.4	-0.6	-0.5	-0.2	0.0	-0.3	-0.4	-0.4	-0.1	-0.3	-0.5	-0.5	-0.3	-
Ave	0.6	0.8	1.3	1.5	1.7	1.9	1.9	1.8	1.9	1.9	1.7	1.6	1.6	2.0

资料来源: Wind 华泰期货研究院

通胀的压力或将继续施压央行维持相对偏紧的货币政策。在 2022 年全球主要央行提升货币政策紧缩力度之后, 经济预期的转变和金融条件的恶化降低了宏观供需的矛盾, 通胀进入到下行的状态中。但是 2023 年开始的通胀读数回落不及预期, 对于市场而言将修正前期过于乐观的央行货币政策转向预期, 而对于央行而言, 为维系货币政策的“信用”, 或仍将致力于将通胀控制在“2%”的政策目标, 即对于当前仍显著高于 2% 的读数而言, 相对偏紧的货币政策或仍将延续。

中国的经济刺激稳健

疫情常态化防控降低经济不确定性。随着我国疫情防控已进入“乙类乙管”常态化防控阶段, 经济活动的不确定性因素降低, 2023 年以来的经济展现出向上的修复活力。数据显示, 2 月份全国快递日均揽收投递均恢复至 3 亿件以上, 狭义乘用车零售市场同比增长 7.2%; 截止 3 月初混凝土企业产能利用率继续回升, 农历二月开始, 劳务人员到位情况明显提升, 工地复工速度有所加快 (百年建筑网)。

政府工作报告给出的宏观政策保持定力。3 月 5 日政府工作报告指出, 2023 年发展主要预期目标是: 国内生产总值增长 5% 左右; 城镇新增就业 1200 万人左右, 城镇调查失业率 5.5% 左右; 居民消费价格涨幅 3% 左右 (见表 2)。

表 2: 近几年政府工作报告的经济目标

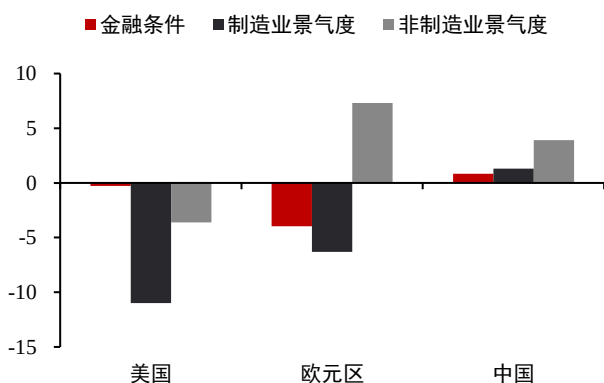
	2023 年	2022 年		2021 年		2020 年		2019 年	
	目标	目标	实际	目标	实际	目标	实际	目标	实际
国内生产总值增速	5.0%	5.5%	3%	6%	8.1%		2.3%	6-6.5%	6%
居民消费价格增幅	3%	3%	2%	3%	0.9%	未提出	2.5%	3%	2.9%
城镇新增就业	1200 万人	1100 万人	1206 万人	1100 万人	1269 万人	900 万人	1186 万人	1100 万人	1352 万人
城镇调查失业率	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.1%	6%	5.2%	5.5%	5-5.3%

资料来源：政府工作报告 华泰期货研究院

海外宏观：货币政策收紧的力度或加大

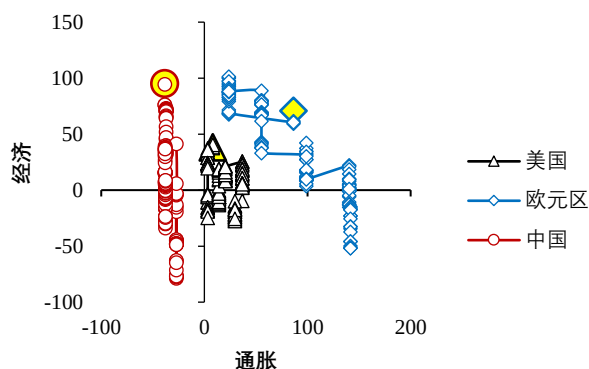
通胀的韧性或仍是宏观政策的第一目标。基辛格在纪念里根诞辰的活动上称中国正在“挑战国际秩序”，如果中国不停止这些行为的话，美国就会考虑对中国“使用武力”，这不由得想起其被大量引用的“石油、粮食和美元”论——“谁控制了石油，谁就控制了所有国家；谁控制了粮食，谁就控制了人类；谁掌握了货币发行权，谁就掌握了世界”。美元仍是当今全球的主要货币，美元信用仍维系着全球信用经济的运行。而对于货币信用，美联储仍发挥着很大的作用，这也就意味着面对高通胀的环境，其不得不通过相对紧缩的货币环境来降低通胀到“2%”的目标范围，以维系其货币信用。

图 2: 2021 年以来景气度变化 | 单位: 变化量



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: 美国的通胀预期仍未明显改善 | 单位: BP



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

通胀：韧性的读数或加大政策收紧风险

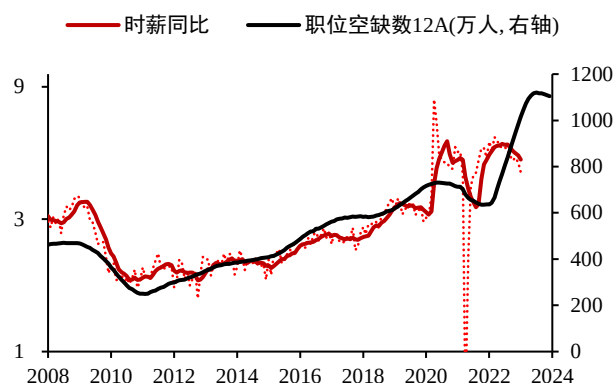
1 月份美欧通胀均超预期。当前通高胀的主要矛盾在于从成本角度考量，当前劳动力市场的矛盾仍未有效缓解。美国就业在 2023 年仍将维持相对供需紧张的状态，除非面临重大的冲击，1071 万的职位空缺的劳动力市场转变仍需 26 个月才能缓和（按照 2022 年月均新增非农就业 40.4 万人计算）。美联储 3 月初发布的半年度货币政策报告显示，尽管自 2022 年中旬以来，随着供应瓶颈缓解和能源价格下跌，美国通胀有所放缓，但

仍远高于 2% 的目标。劳动力市场仍然极度紧张，就业增长强劲，失业率处于历史低位，名义工资增长放缓但仍处于高位。

美国通胀韧性增加了美联储货币政策不宽松的可能。一方面，在维系美元货币信用的需求之下，我们认为在美国通胀放缓程度低于预期的引导之下，美联储货币政策仍将维持相对不宽松的取向。另一方面，随着 3 月中国政府维持稳健的宏观政策取向，从全球总需求的角度，在疫后修复需求释放之后，宏观增量需求将相对有限，对全球宏观总需求的扩张预期将起到收敛的效果，也缓解了美联储短期“快加息”的紧迫性。

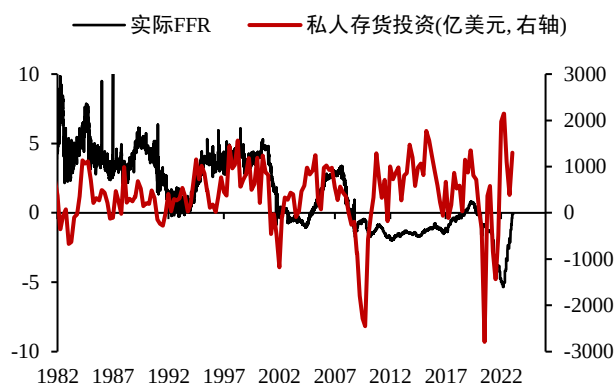
随着美联储货币政策维持不宽松，美国通胀水平回落虽不及预期但维持回落状态，美国实际利率曲线将朝着整体转正的方向运行，预计将继续抬升市场的估值压力。

图 4: 美国劳动力缺口仍将带来成本压力 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 5: 美国实际利率转正的压力增加 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

欧日：政策转变的压力或将进一步增强

欧央行货币政策继续走强风险增加。在经历了俄乌冲突 1 周年之际，2 月份的宏观地缘又回到了去年 1 月份的状态——各主要参与方对于战争都表明了立场，德国发布了

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52954

