

美国经济韧性强，国内经济目标低于预期

——宏观与大类资产观察

证券研究报告-宏观定期

发布日期：2023年03月09日

相关报告

《宏观定期：美国通胀惯性仍强，国内复工加快推进》 2023-02-22

《宏观定期：生产与地产高频偏弱，经济中期动能抬升》 2023-02-08

《宏观定期：信贷需求偏弱，高频产需弱修复》 2023-01-16

联系人：马巍琦

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：

- **【海外经济：美国经济韧性强，加息节奏延长】**3月1日美国2月PMI数据公布为47.7%，较前值反弹0.3%，结构上新订单指数较前值显著回弹4.5%，高频数据方面，2月末3月初，美国红皮书商业零售指数周同比中枢抬升，当周初次申领失业人数依然延续下降，显示美国经济韧性依然较强，持续反升的密歇根大学消费指数也印证了这一点；当前美国通胀高企不下，PCE同比不降反升，核心矛盾是劳动力市场的供给修复不足，表现为服务业价格粘性较高，而强劲的国内需求更进一步削弱了联储加息的效用；预计短期美联储加息的节奏可能有所延长，但中长期来看，美联储加息依然接近尾声，伴随劳动力供给修复，失业率抬头，联储或转向降息区间。目前CME利率期货对于全年加息的路径预期为，预计目标利率于二三季度到达5.75%左右的高点，2023年末或由加息转为降息，即未来我们还将面临3-4次25BP的加息。
- **【国内经济：经济目标低于预期，出口好于预期】**(1)国内3月第一周，上游生产端，高炉开工延续高位运行，焦化开工、煤炭调度产量有所回落；沥青开工与螺纹线材均延续回升；中游制造方面，汽车半钢胎开工率依然延续高位、涤纶长丝开工率上扬斜率仍不低；地产方面，成交土地面积季节性回落明显，二手房成交依然火热，商品房成交季节性复苏；下游消费上，汽车零售与电影票房均季节性复苏。整体上，我国2月末、3月初工业制造业复苏强度略有下滑，地产需求回暖较好，消费温和复苏。(2)3月7日我国出口数据公布，1-2月累计同比增长-6.8%，略好于市场预期；出口作为全球实体循环的同步变量，其回暖的核心支撑是全球循环的修复，表现为1、2月全球PMI连续回升；区域结构上，美国经济韧性较强，或处在景气触底反弹的通道，东南亚国家以及全球部分新兴经济体修复较快，欧洲地区修复相对波折呈现脉冲式复苏。出口的领先指标来看，PMI新出口订单大幅回升、韩国出口增速有一定回暖，均指向我国出口的回升；中期来看，伴随美联储加息周期在二三季度逐步触顶，我国出口有望进一步回暖，全年的低点或在一季度。(3)政策层面，两会政府工作报告将全年经济增长目标定在5%，财政赤字率定在3%，增长目标略低于市场预期，或出于对经济中长期平衡发展的需求；一是我国发展的内外部环境较为严峻，全球政治风险抬升，能源安全，产业安全问题凸显，5%的目标突出了发展的安全性与稳定性；二是我国经济恢复的基础尚不牢固，外需面临较大下行压力的同时，国内地产投资需求、消费需求都还需要进一步提振，5%的目标实现压力较小；三是我国中长期潜在增速在5~5.5%区间，5%的增速目标也与潜在增速基本匹配。(4)

近期高频数据来看，我国工业制造业修复较为稳定，地产需求修复不错，旺盛的二手房交易需求带动一手市场趋于回暖，消费复苏基本符合季节性，出口回暖略好于预期。全年视角下，地产投资或仍然是一个中性的复苏，过往经验来看，地产投资活动具有一定粘性，通常滞后与需求侧的修复，伴随我国地产需求触底回升，地产投资或低位震荡修复；消费或有一定复苏空间，由于超额储蓄或集中于高收入人群，其释放或主要在部分高端、可选消费品；出口或可更乐观一些，一方面当前处在全球循环的修复初期，欧洲通胀高企，日韩的内需萎缩，仍然有较大修复空间；另一方面，近期美国展示出强劲的经济韧性，同时伴随我国、东南亚等地区率先复苏，或驱动全球实体循环加快修复，进一步带动我国出口回暖。全年来看，复苏的中性情形是恢复 5.5% 左右的潜在增速，但经济增速上修的空间或明显大于下修空间。

- **【权益资产】**3 月第一周，纳指涨幅居前，韩指涨幅居后；国内市场普遍上涨，创业板指跌幅居前。行业方面通信、建筑、传媒涨幅居前；电力、汽车、有色板块跌幅居前。交易拥挤度上，消费、通信、军工处在历史较高分位数水平，其中国防军工块拥挤度较前值显著抬升。市场风格表现上，价值>成长，大盘>小盘；稳定>金融>消费>成长>周期。3 月第一周，在 PMI 数据超出市场预期后，大盘短暂突破 3300，又迅速震荡调整。当前“强预期”交易被显著削弱，主线交易逻辑或进入“复苏有顶”，市场对于 PMI、社融等指标修复的持续性均存疑，叠加两会经济目标低于市场预期，短期止盈情绪较为旺盛。中期来看，依然看好经济的复苏空间，经济的高点或出现在二三季度，届时伴随盈利改善，指数中枢有望进一步抬升。板块上建议重点关注消费、机械、科技板块。
- **【债券资产】**2 月第三周，美国 CPI 数据公布，显著超出市场预期，美债收益率显著上行。国内方面，资金利率持续高位运转，信贷的持续投放对银行系统超储消耗较大叠加缴税因素，国股大行存单发行持续提价，显示出银行负债压力较大，同时央行货币政策态度偏中性，使用大量 OMO 调剂银行体系流动性，增大了资金面的脆弱性，短端利率快速上行；另一方面，尽管经济高频数据边际改善，但配置力量偏强以及期货基差交易的升温推升了长端情绪，收益率整体横盘；收益率曲线呈现出熊平特征。(1) 一季度末，基本面上来看，工业制造业的复苏仍在延续，地产需求回暖比较明显，消费与出口数据也在逐步回暖，尽管复苏的路径较为波折，表现为高频数据的表现不是一蹴而就的复苏，但债市仍然处在利空持续出尽的状态。(2) 但同时市场也普遍意识到，尽管复苏仍然在进行时，这次复苏或是一次有顶的复苏，而我们也在逐步接近这一顶部，因此在利空冲击的节点不完全确定的情况下，时间因子成为了最大的利多，伴随着配置力量的增强，债市短期仍然具有利多支撑。(3) 政策层面，5% 的增速目标明显冲击了市场对于中长期稳增长的信心，进一步强化了“复苏有顶”的交易逻辑；货币政策尽管相对中性，但或由于财政支出的加力，资金利率却重新回到偏宽松的状态，若有降准置换短期流动性，那么偏宽松的资金仍是利多支撑。(4) 因此综合来看，Q2 的收益率走向核心在于“复苏的顶”在何处，

在实质利空冲击前，市场或依然是多头逻辑；目前来看，二季度有望达到复苏顶点，伴随顶点接近，预计 Q2 前半期偏空，Q2 后半期偏多；全年形成“短多，中空，长多”的逻辑。

- **【商品资产】**3 月第一周，南华商品指数小幅收涨，结构上能源品、化工品涨幅居前，有色金属跌幅居前。1 月以来黑色系持续修复上涨，有色金属涨跌分化，表现为铜价中枢抬升，而锡镍持续下跌。当前国内经济复苏预期重整，联储加息节奏延长，大宗商品价格进入震荡期，未来依然看好经济的修复空间，伴随经济高点逐步接近，全球循环重启，大宗价格有望企稳上行。
- **【汇率资产】**当前人民币汇率主要跟随美元指数变动，目前美国经济展现出较强的经济韧性，相较于欧洲景气回升速度偏快，同时通胀的回落速度也快于欧洲，因此美元在 Q2 仍有走强的可能。但也注意到，美元的走强或是有顶的，一是美联储加息可预期的接近尾声，市场定价相对充分；二是我国、东南亚、部分新兴经济体的复苏速度快于美国，我国经济周期或领先于美国，从而形成人民币资产占优的可能。因此美元可能走强有顶。综合来看，人民币汇率 Q2 或有一定贬值压力，但贬值或有底。

风险提示：疫情影响仍然存在不确定性，经济短期修复仍有不确定性

内容目录

1. 全球经济与政策追踪	6
1.1. 海外经济：美国经济韧性较强，加息节奏延长	6
1.2. 国内经济：经济目标低于预期，出口好于预期	7
2. 大类资产观察（3月第1周）	12
2.1. 全球主要大类资产表现	12
2.2. 权益资产观察	12
2.3. 债券资产观察	13
2.4. 商品资产观察	15
2.5. 汇率资产观察	15

图表目录

图 1：美国制造业 PMI 与消费信心指数	6
图 2：美国制造业 PMI 分项结构	6
图 3：美国制造业 PMI 与红皮书商业零售同比	6
图 4：美国失业率季调与持失业保险人群失业率	6
图 5：美国通胀预期（挂钩 TIPS）与 CPI 同比	7
图 6：近 1 个月美联储加息预期变动	7
图 7：我国进出口金额累计同比增速	7
图 8：我国出口金额当月同比与全球 PMI	7
图 9：我国出口金额当月同比与韩国出口	8
图 10：我国出口金额当月同比与 PMI 新出口订单	8
图 11：我国宏观经济周频景气指数	9
图 12：我国生产资料价格指数与 PPI 同比	9
图 13：我国高炉炼铁周频开工率	9
图 14：我国焦化企业周频开工率	9
图 15：我国秦皇岛港煤炭周频调度量	9
图 16：我国石油沥青周频开工率	9
图 17：我国螺纹钢与线材合计周频产量	10
图 18：我国汽车半钢胎周频开工率	10
图 19：我国涤纶长丝织机周频开工率	10
图 20：我国 100 大中城成交土地占地面积	10
图 21：我国主要城市二手房成交面积	10
图 22：我国 30 大中城商品房成交面积	10
图 23：我国乘用车当周日均销量	11
图 24：我国电影票房当周收入值	11
图 25：我国铁路日货运量	11
图 26：我国邮政快递日揽收量	11
图 27：全球主要大类资产表现汇总	12
图 28：A 股细分行业指数表现	13
图 29：A 股细分行业交易拥挤度分位数（换手率）	13
图 30：A 股细分风格板块表现	13
图 31：全球主要 10Y 国债收益率表现	14
图 32：近一个月央行净投放与资金利率	14
图 33：我国国债收益率曲线关键期限变动	14

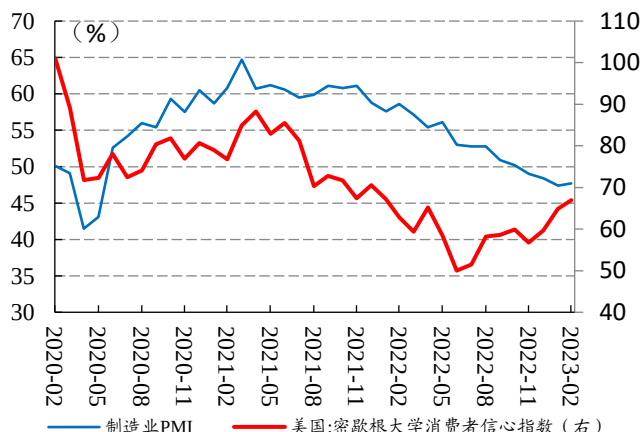
图 34: 全球主要大宗商品表现	15
图 35: 全球主要货币汇率变动	16
图 36: 美债-中债利率 (10Y) 与人民币汇率	16

1. 全球经济与政策追踪

1.1. 海外经济：美国经济韧性较强，加息节奏延长

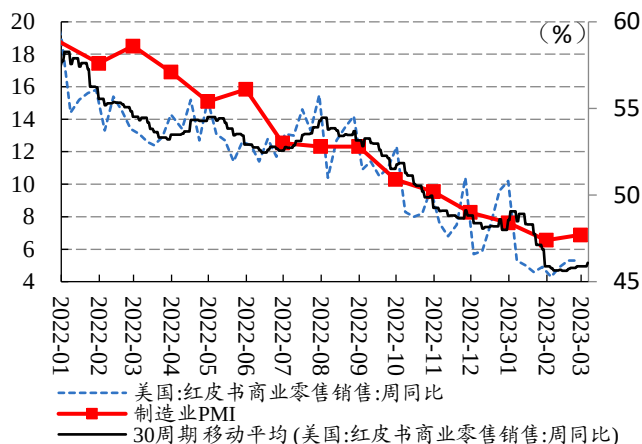
3月1日美国2月PMI数据公布为47.7%，较前值反弹0.3%，结构上新订单指数较前值显著回弹4.5%，高频数据方面，2月末3月初，美国红皮书商业零售指数周同比中枢抬升，当周初次申领失业人数依然延续下降，显示美国经济韧性依然较强，持续反升的密歇根大学消费指数也印证了这一点；当前美国通胀高企不下，PCE同比不降反升，核心矛盾是劳动力市场的供给修复不足，表现为服务业价格粘性较高，而强劲的国内需求更进一步削弱了联储加息的效用；预计短期美联储加息的节奏可能有所延长，但中长期来看，美联储加息依然接近尾声，伴随劳动力供给修复，失业率抬头，联储或转向降息区间。目前CME利率期货对于全年加息的路径预期为，预计目标利率于二三季度到达5.75%左右的高点，2023年末或由加息转为降息，即未来我们还将面临3-4次25BP的加息。

图 1：美国制造业 PMI 与消费信心指数



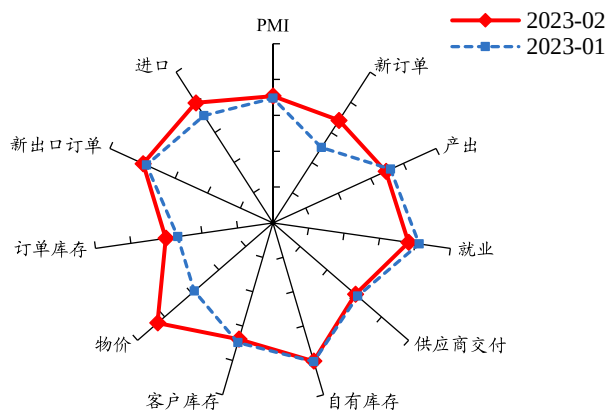
资料来源：Wind，中原证券

图 3：美国制造业 PMI 与红皮书商业零售同比



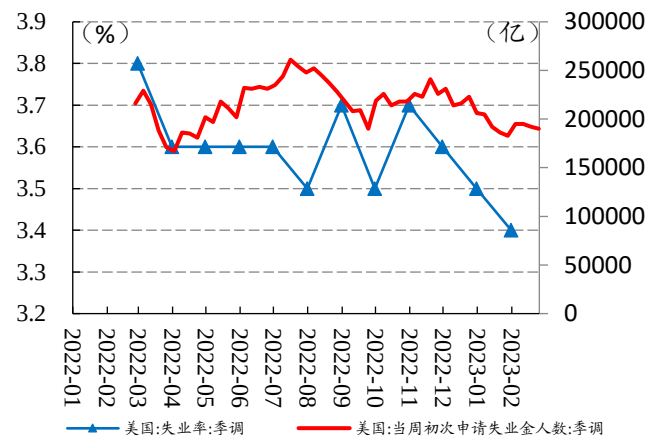
资料来源：Wind，中原证券

图 2：美国制造业 PMI 分项结构



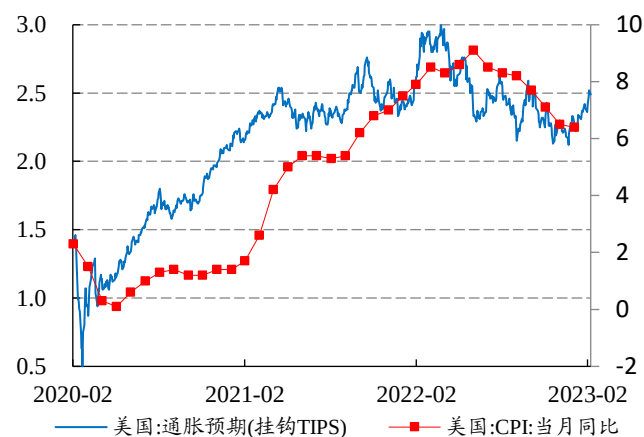
资料来源：Wind，中原证券

图 4：美国失业率季调与持失业保险人群失业率



资料来源：Wind，中原证券

图 5：美国通胀预期（挂钩 TIPS）与 CPI 同比



资料来源：Wind，中原证券

图 6：近 1 个月美联储加息预期变动

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES									
	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	69.4%	30.6%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	59.8%	36.0%	4.2%	0.0%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.2%	53.8%	27.9%	3.1%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.2%	38.5%	38.2%	13.0%	1.2%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.6%	36.7%	38.2%	14.5%	1.9%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	14.3%	37.0%	33.4%	11.9%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	5.8%	21.6%	35.8%	26.5%	8.6%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	3.0%	13.2%	28.2%	31.5%	18.2%	5.1%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.2%	2.0%	9.4%	22.7%	30.3%	23.1%	9.9%	2.3%
2024/5/1	0.0%	0.2%	1.9%	9.2%	22.2%	30.0%	23.3%	10.4%	2.5%	0.3%
2024/6/19	0.1%	1.1%	5.6%	15.8%	26.2%	26.6%	16.7%	6.4%	1.4%	0.2%
2024/7/31	0.8%	4.6%	13.6%	24.0%	26.5%	18.9%	8.6%	2.5%	0.4%	0.0%

资料来源：CME，中原证券

1.2. 国内经济：经济目标低于预期，出口好于预期

国内 3 月第一周，上游生产端，高炉开工延续高位运行，焦化开工、煤炭调度产量有所回落；沥青开工与螺纹线材均延续回升；中游制造方面，汽车半钢胎开工率依然延续高位、涤纶长丝开工率上扬斜率仍不低；地产方面，成交土地面积季节性回落明显，二手房成交依然火热，商品房成交季节性复苏；下游消费上，汽车零售与电影票房均季节性复苏。整体上，我国 2 月末、3 月初工业制造业复苏强度略有下滑，地产需求回暖较好，消费温和复苏。

3 月 7 日我国出口数据公布，1-2 月累计同比增长-6.8%，略好于市场预期；出口作为全球实体循环的同步变量，其回暖的核心支撑是全球循环的修复，表现为 1、2 月全球 PMI 连续回升；区域结构上，美国经济韧性较强，或处在景气触底反弹的通道，东南亚国家以及全球部分新兴经济体修复较快，欧洲地区修复相对波折呈现脉冲式复苏。出口的领先指标来看，PMI 新出口订单大幅回升、韩国出口增速有一定回暖，均指向我国出口的回升；中期来看，伴随美联储加息周期在二三季度逐步触顶，我国出口有望进一步回暖，全年的低点或在一季度。

图 7：我国进出口金额累计同比增速

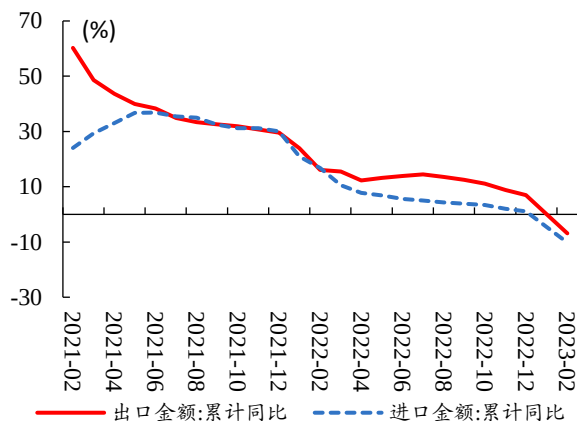
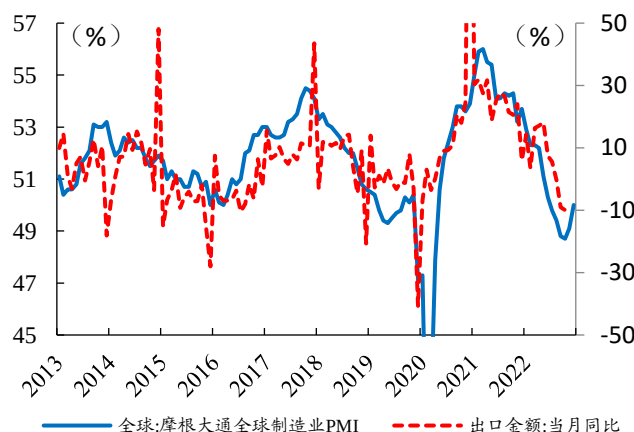
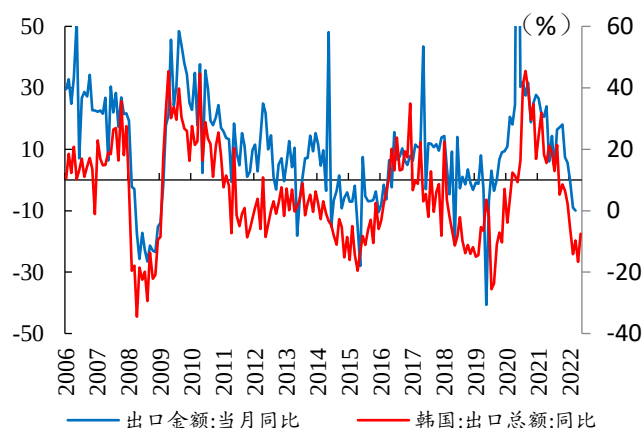


图 8：我国出口金额当月同比与全球 PMI



资料来源：中原证券

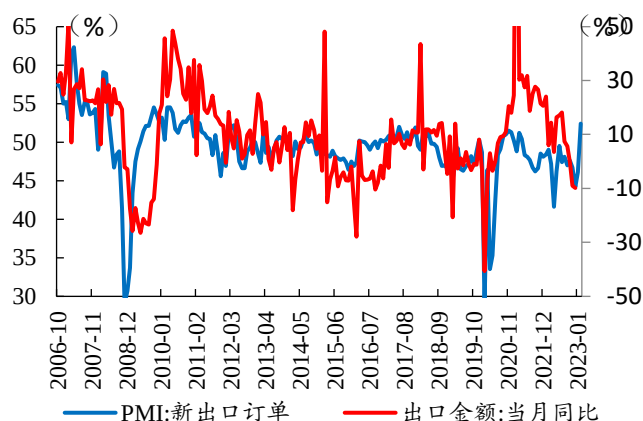
图 9：我国出口金额当月同比与韩国出口



资料来源：中原证券

资料来源：中原证券

图 10：我国出口金额当月同比与 PMI 新出口订单



资料来源：中原证券

政策层面，两会政府工作报告将全年经济增长目标定在 5%，财政赤字率定在 3%，增长目标略低于市场预期，或出于对经济中长期平衡发展的需求；一是我国发展的内外部环境较为严峻，全球政治风险抬升，能源安全，产业安全问题凸显，5%的目标突出了发展的安全性与稳定性；二是我国经济恢复的基础尚不牢固，外需面临较大下行压力的同时，国内地产投资需求、消费需求都还需要进一步提振，5%的目标实现压力较小；三是我国中长期潜在增速在 5~5.5% 区间，5%的增速目标也与潜在增速基本匹配。

近期高频数据来看，我国工业制造业修复较为稳定，地产需求修复不错，旺盛的二手房交易需求带动一手市场趋于回暖，消费复苏基本符合季节性，出口回暖略好于预期。全年视角下，地产投资或仍然是一个中性的复苏，过往经验来看，地产投资活动具有一定粘性，通常滞后与需求侧的修复，伴随我国地产需求触底回升，地产投资或低位震荡修复；消费或有一定复苏空间，由于超额储蓄或集中于高收入人群，其释放或主要在部分高端、可选消费品；出口或可更乐观一些，一方面当前处在全球循环的修复初期，欧洲通胀高企，日韩的内需萎缩，仍然有较大修复空间；另一方面，近期美国展示出强劲的经济韧性，同时伴随我国、东南亚等地区率先复苏，或驱动全球实体循环加快修复，进一步带动我国出口回暖。全年来看，复苏的中性情形

早临自 5.50% 左右的潜在增速，但经济增速上修的空间或明显大于下修空间

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_53065

