



蒋飞：三月大类资产配置月报



文/意见领袖专栏作家 蒋飞、贺昕煜

1

全球经济周期

1.1 美国经济硬着陆风险并未解除

美联储放缓加息节奏努力实现“软着陆”，预期改善导致美国消费反弹，CPI 通胀回落变慢，PCE 通胀甚至回升。美联储在 2022 年 12 月、2023 年 2 月连续两次货币会议降低加息幅度，预期明显改善。截止 2 月 24 日，纳斯达克指数 2023 年上涨了 8.87%，美国消费者信心指数也在回升。这些因素促成了美国零售数据大幅回暖，环比增长 2.32%，创近一年新高。进而美国 CPI 回落速度变慢，1 月 CPI 同比 6.4%，前值 6.5%。2 月 24 日，美国公布 1 月 PCE 同比 5.38%，前值 5.29%，出现反弹。结合美国 1 月份创 53 年新低的失业率，美联储或将延长加息周期。

图 1: 纳斯达克指数和消费者信心指数



资料来源: IFIND、WIND、长城证券研究院

图 2: 美国零售环比反弹



资料来源: IFIND、长城证券研究院

市场预期美联储终点利率提高，美国金融环境收紧，经济承压。随着

美国 1 月份的就业和通胀均超预期，市场对美联储的加息路径也有所调整。市场预期联邦基金利率可能在 6 月达到 5.25%-5.50%。这符合我们在去年 12 月提出的“美联储终点利率将达到 5.5%左右”。美国国债利率也出现上涨。2 月 24 日，美国 2 年期国债和 10 年期国债收益率分别较 1 月中旬上升了 58bp 和 49bp。美国 15 年和 30 年抵押贷款固定利率也较 1 月中旬上升了 48bp 和 35bp。利率上行加大了美国经济“软着陆”的难度。

表 1: 市场预期联储加息概率

	400-425	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023-03			81.9%	18.1%			
2023-05			7.5%	76.1%	16.4%		
2023-06			2.6%	31.1%	55.5%	10.8%	
2023-07			2.1%	25.8%	51.0%	19.1%	2.0%
2023-09		0.2%	4.2%	28.1%	48.1%	17.6%	1.8%
2023-11		1.1%	9.3%	32.4%	41.6%	14.2%	1.4%
2023-12	0.6%	5.3%	21.2%	37.1%	27.4%	7.6%	0.7%

资料来源: CME Fed, 长城证券研究院

图 3: 美国国债收益率和房贷利率

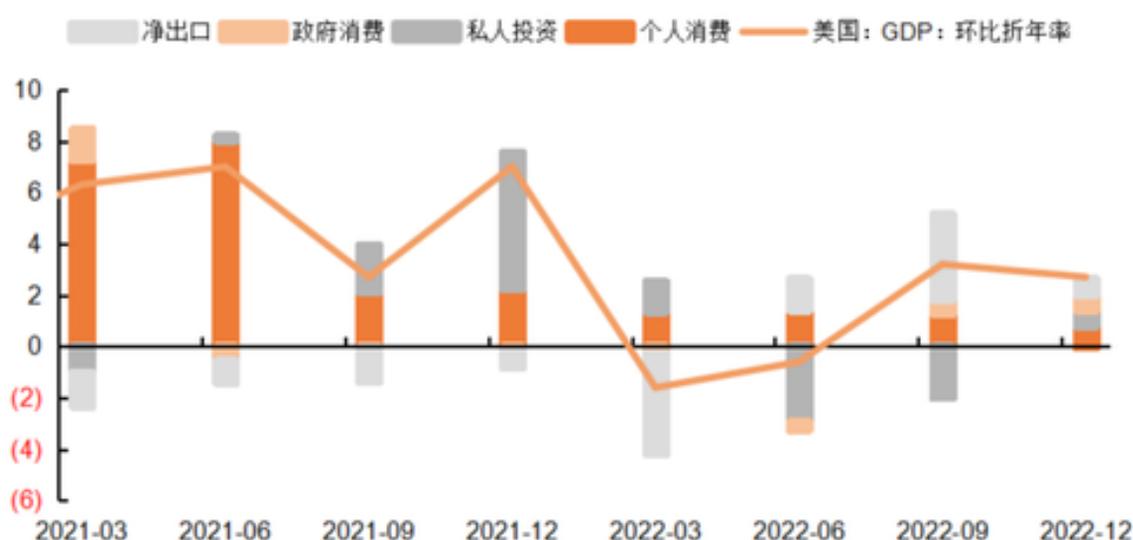


资料来源: IFIND, WIND, 长城证券研究院

美国经济能否软着陆的问题需要从两方面考虑，一方面是美国经济的

下行速度。2月23日，美国2022年四季度季调后GDP环比折年率下修至2.7%（初值2.9%），三季度3.2%。四季度，个人消费对GDP环比折年率的贡献是0.82个百分点，低于三季度贡献1.31个百分点，是拖累四季度经济增长率的主要原因，不过进入2023年后美国消费有所反弹。美国经济下行速度较为缓慢是市场认为能够软着陆的主要依据。

图4：美国经济环比分项贡献

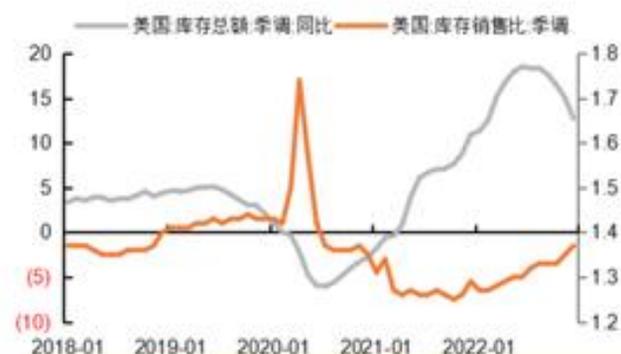


资料来源：IFIND、WIND、长城证券研究院

但另一方面，我们也需要考虑美国经济承受波动与风险的能力。2022年12月，美国库存同比增速12.7%，虽然有所回落，但库存增速还是高于历史均值，库销比也出现回升，美国仍然处于累库阶段，不利于经济增长。2022年9月，美国个人储蓄创2008年以来新低。虽然目前储蓄和储蓄率有回升势头，但是随着消费重新反弹，而且通胀增速还是高于收入增速，储蓄和储蓄率可能再度回落。在滞胀状态持续越久，经济体的承压能力就会被持续削弱，一旦经济出现较大波动，比如失业率快速回升，美国

还是可能出现深度衰退。

图 5: 美国库存增速



资料来源: IFIND、WIND、长城证券研究院

图 6: 美国库存高累



资料来源: IFIND、WIND、长城证券研究院

图 7: 美国个人储蓄和储蓄率



资料来源: IFIND、WIND、长城证券研究院

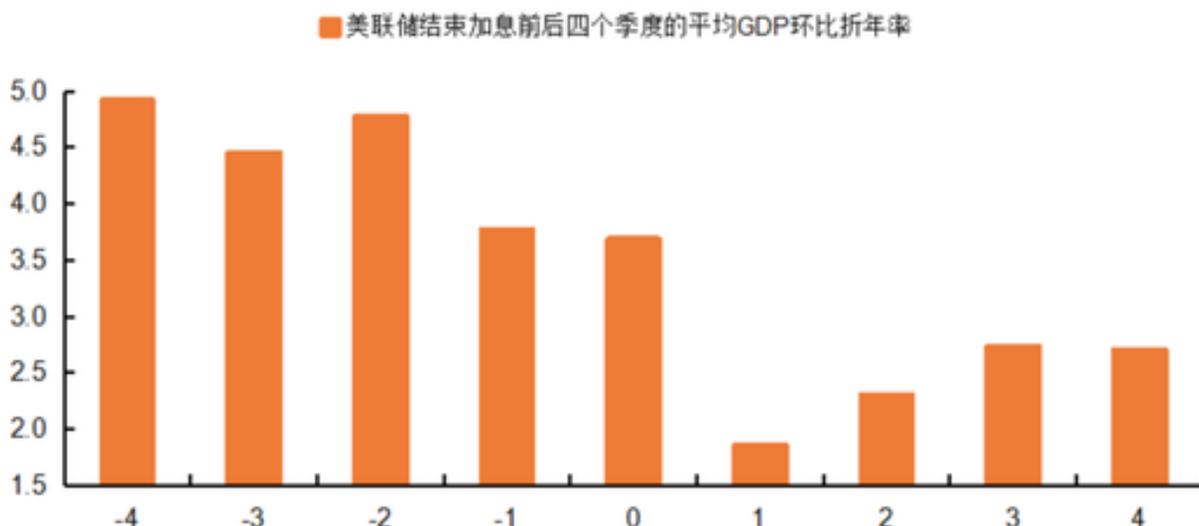
图 8: 美国通胀增速和收入增速



资料来源: IFIND、WIND、长城证券研究院

我们统计了美联储历次结束加息周期前后四个季度的 GDP 环比折年率。如果美联储在二季度结束加息, 三季度 GDP 环比可能大幅下降, 届时可能也是美国进入衰退的起点。综上, 我们认为, 目前美国经济仍在下行, 通胀仍在高位, 美联储加息尚未结束, 金融环境收紧对实体经济的影响也可能滞后, 同时美国库存高位、储蓄低位、信贷高增等不利因素依然存在, 因此仍需警惕美国经济陷入深度衰退的风险。

图 9: 美国结束加息前后四个季度的平均 GDP 环比折年率

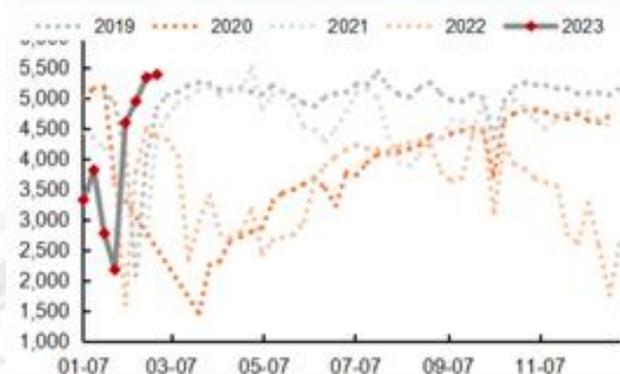


资料来源: IFIND、WIND、长城证券研究院

1.2. 中国经济继续复苏态势

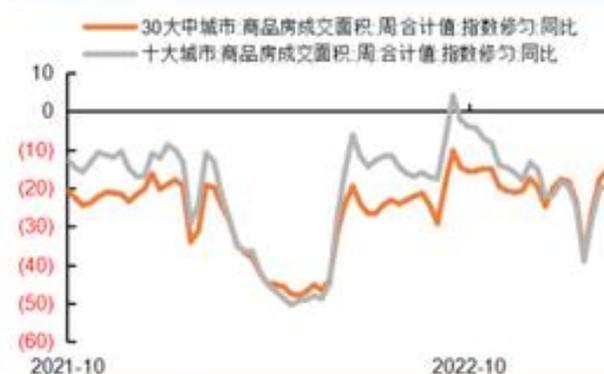
春节过后, 国内经济继续回暖。从高频数据来看, 2 月份九大重点城市地铁出行量高于过去几年。居民出行与餐饮、旅游等服务消费息息相关, 出行回升说明消费正在恢复。地产销售环比回升、同比降幅收窄, 多个城市继续优化调控政策, 市场活跃度回暖。除此之外, 行业开工率、线螺采购量等制造业数据也在环比回升。2 月中旬, 长城证券中国 GDP 跟踪指数上升至 4.25, 较上月明显提升。

图 10: 九大城市地铁客运量 (万人次)



资料来源: IFIND、WIND、长城证券研究院

图 11: 商品房成交面积同比



资料来源: IFIND、WIND、长城证券研究院

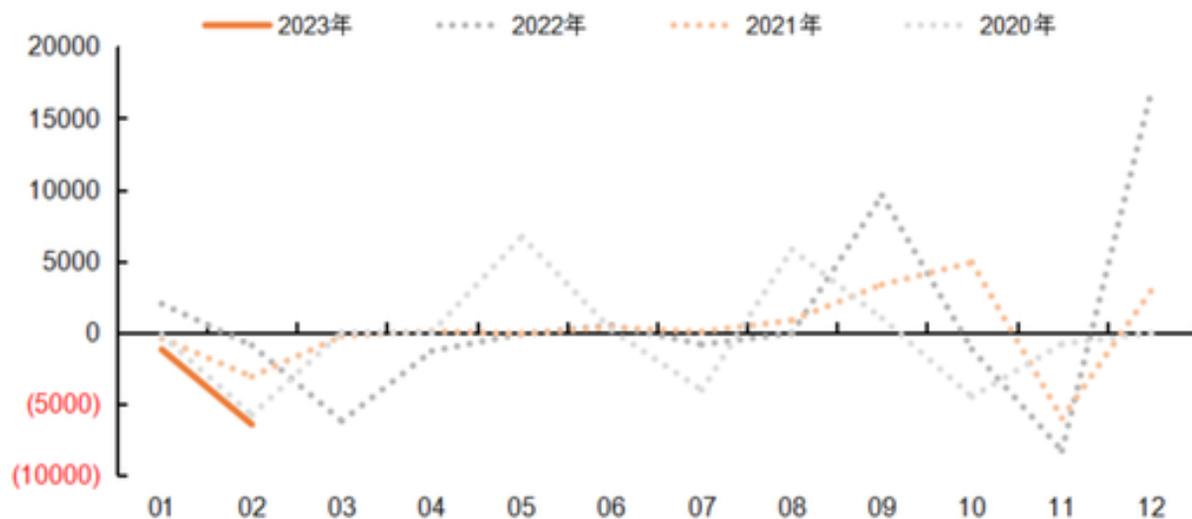
图 12: 长城证券 GDP 跟踪指数



资料来源: IFIND、WIND、长城证券研究院

政策仍有施力空间，经济复苏不仅需要信心，也需要政策支持。货币政策方面，央行 1 月资金净投放-6440 亿元，2 月前三周资金净投放-1200 亿元，投放量低于过去几年同期，流行性收紧叠加较高的贷款需求导致利率有所上升。财政政策方面，2022 年底汽车购置税减半政策到期，在消费普遍复苏的情况下，汽车销售暂未回暖，国务院也并未出台其他类似的消费刺激政策。这说明，前两月政策端并未加力，但中国经济想要实现强复苏离不开货币、财政政策的支持。

图 13: 央行货币净投放



资料来源: IFIND、WIND、长城证券研究院

两会即将在 3 月初召开，或将释放政策利好。2023 年全国两会是新一届全国人大和全国政协的首次会议，国家机构和全国政协也将进行五年一度的集中换届，产生新一届国家机构和全国政协领导人员。新一届国务院领导班子将对 2023 年的发展规划定下基调。中国如何实现经济复苏，GDP 增速、CPI 涨幅、财政赤字等关键指标如何设定，一系列中国经济政策强信号将在全国两会上释放。

2

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_52672

