

# 复苏交易进入验证期，均衡配置

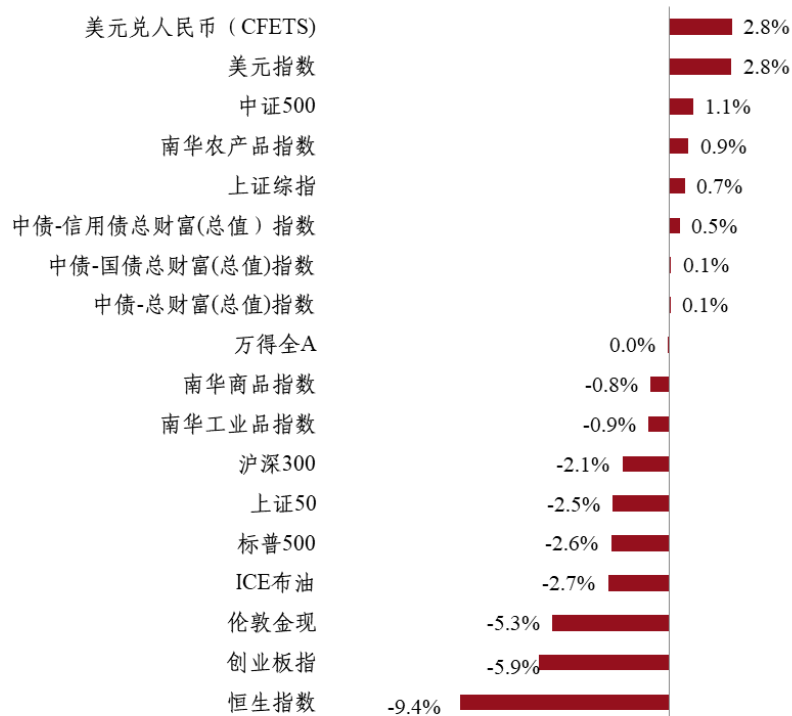
## ——2023年3月宏观与大类资产配置策略

资本市场业务总部

- 驱动2022年11月-2023年1月全球资产表现转向的美国通胀回落和国内经济增长改善的趋势性方向是否发生改变？

## 2月市场回顾：市场交易美联储紧缩预期

- 2月，美国经济和通胀的韧性超市场预期，10年美债利率受此影响突破4%，美元指数重回105。
- **国内权益市场**，2月A股整体呈现震荡下跌趋势，在存量资金博弈的市场上，市场无明显主线，板块轮动较快，小盘风格占优。
- **国内债市**，2月，信用债表现好于利率债。基本面仍处数据空窗期，资金面波动较大，长端利率维持窄幅震荡，月末资金面边际收紧，短端利率大幅上行。
- **海外方面**，紧缩预期升温，美债利率上行，美股与黄金下跌。



■ 2月涨跌幅

## 强预期或回归现实，短期调整不改向上趋势

### ——2023年2月宏观与大类资产配置策略

资本市场业务总部

- 2022年11月份以来，全球风险偏好已经连续反弹3个月，主要推动力是美国通胀放缓导致市场预期美国加息放缓以及我国经济回升强预期。市场资金方面，去年11月以来，仅北向资金进行了大幅增仓，国内机构和融资盘并无显著增仓迹象。

## 2月资产配置观点：风险资产短期或有调整，但不改上行趋势

资产大类	资产细分	观点	短期建议	中长期建议
股票	A股	短期或有调整，但春季行情仍可期	标配	标配+
	港股	将从估值修复转向盈利驱动	标配	标配+
	美股	衰退背景下，仍面临调整风险	标配	标配-
债券	美债	短期震荡，但不改下行趋势	标配+	超配
	利率债	区间窄幅震荡，短端好于长端	标配	标配-
	信用债	高等级、短久期策略	标配	标配
商品	大宗商品	内外分化延续	标配-	标配
	黄金	趋势上仍看多，但短期上涨动能趋缓	标配+	超配

注：根据大类资产未来预期表现，分别给予超配、标配+、标配、标配-、低配五个评级；具体配置比例综合考量各类资产历史风险收益特征和各类资产之间的阶段性比价。

## 近期外资机构观点

- ❑ **瑞银全球财富管理CIO Mark Haefele指出：**“美国1月PCE、核心PCE数据反弹，通胀数据超预期和依然紧张的劳动力市场表明，美联储需要采取更强力的紧缩货币政策，从而使通胀回归正常水平。美国经济在高利率环境下所展现的韧性，将导致货币政策存在“矫枉过正”的风险，经济陷入深度衰退的风险增大。通胀走势和政策利率存在不确定性的环境下，价值股（以能源板块为代表）的表现将优于成长股，投资级、投机级债券的投资机会同样值得关注。”
- ❑ **贝莱德全球固收CIO Rick Rieder指出：**“高通胀、经济保持韧性背景之下，美联储未来还会加息2次，每次25bp。市场近期对于经济形势评估态度发生如此大的转变在历史上实属罕见，上一次类似事件发生是在新冠疫情、雷曼兄弟破产之前。”
- ❑ **JPM发布固定收益周度观点：**经济韧性+稳健的劳动力市场+通胀粘性→全球各主要央行“higher for longer”预期升温。
- ❑ **SSGA投资集团首席经济学家Simona M Mocuta近期发表文章，**提示美国近期强劲的经济数据受季节性因素影响较大，不宜过于“鹰派”解读。

# 当前宏观经济关注点及结论

## 关注点：

- 一． 美联储加息节奏如何演绎；
- 二． 后续国内经济复苏的持续性与高度。
- 三． 硅谷银行事件后续发展。

## 主要结论：

- 整体而言，美国通胀与国内经济增长的改善趋势尚没有改变，但节奏上有所变动。一是从通胀角度而言，美国通胀回落仍是大概率，但由于工资通胀是惰性通胀，美联储加息周期或延长；而从硅谷银行事件而言，市场开始预期加息放缓甚至是年内可能出现降息，因此美联储紧缩货币政策转向的节奏存在较高的不确定性，美债利率或波动加大。二是政府工作报告显示，政策基调更强调“高质量”发展，不搞强刺激，GDP增长目标为5%左右，一定程度上弱化经济强复苏预期，且3月复苏交易进入验证性。因此，落脚到资产配置，市场波动或加大，震荡行情为主，建议股债均衡配置。

- [1] 宏观形势研判
- [2] 流动性动态监测
- [3] 2023年3月资产配置观点

# 1

A cluster of five triangles: a large light blue downward-pointing triangle, a small black upward-pointing triangle, a medium orange upward-pointing triangle, a small black upward-pointing triangle, and a small grey upward-pointing triangle.

PART

## 宏观形势研判

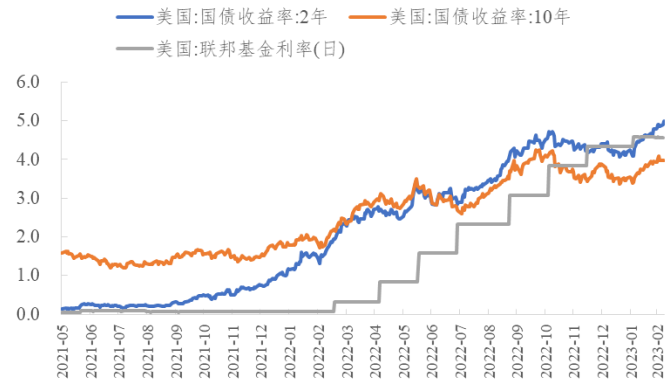
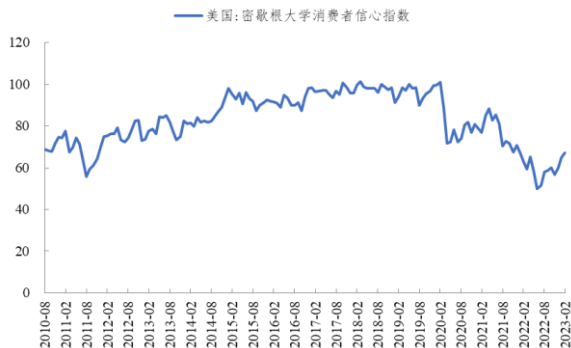
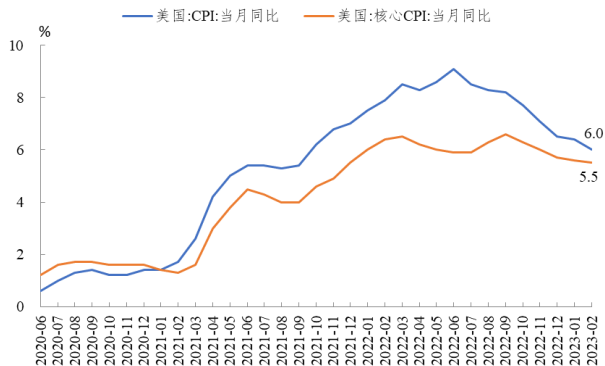
A thin white diagonal line above the text, and two orange diagonal lines below it, one to the right and one to the left.



## 国内外宏观经济形势研判

- **海外方面**，1~2月经济有所回暖，尤其是服务消费，美国经济韧性引发紧缩担忧升温，市场预期的美联储加息的终点利率水平不断上修，美债上行、美元大幅反弹。伴随着联储加息的推进，美国出现衰退仍是大概率事件，但是节奏不确定。美联储短期的目标仍是通胀，加息路径是数据依赖的，重点要看CPI的环比变化与就业数据。
- **国内经济**：经济复苏持续推进，市场关注重点是经济回升的幅度与可持续性，3月“预期”逐渐进入“现实”检验阶段。此外，确立GDP增长目标5%左右低于市场预期，政策的取向更侧重于发展的质量而非数量的增长。经济增长更依赖内生动能，不搞强刺激和大水漫灌。

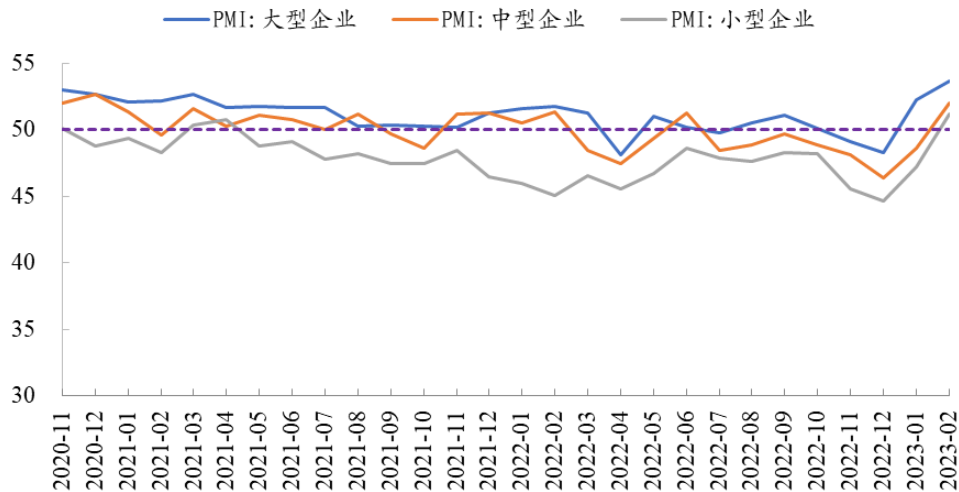
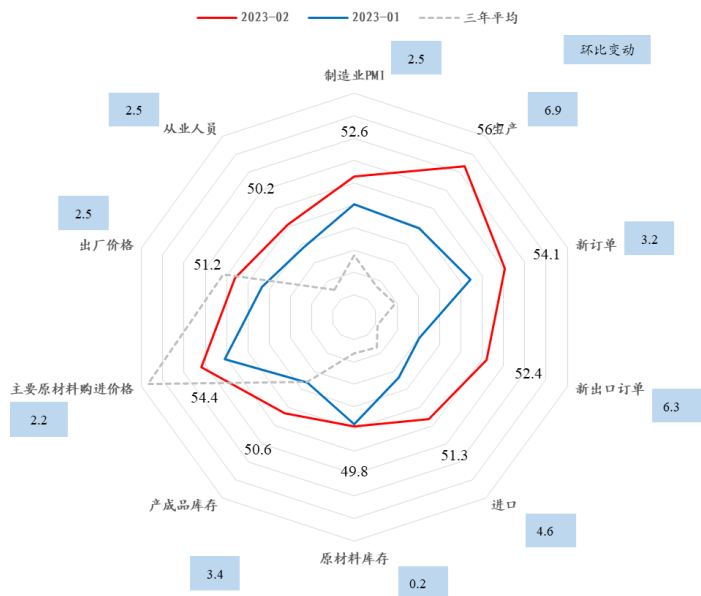
# 海外紧缩交易或持续



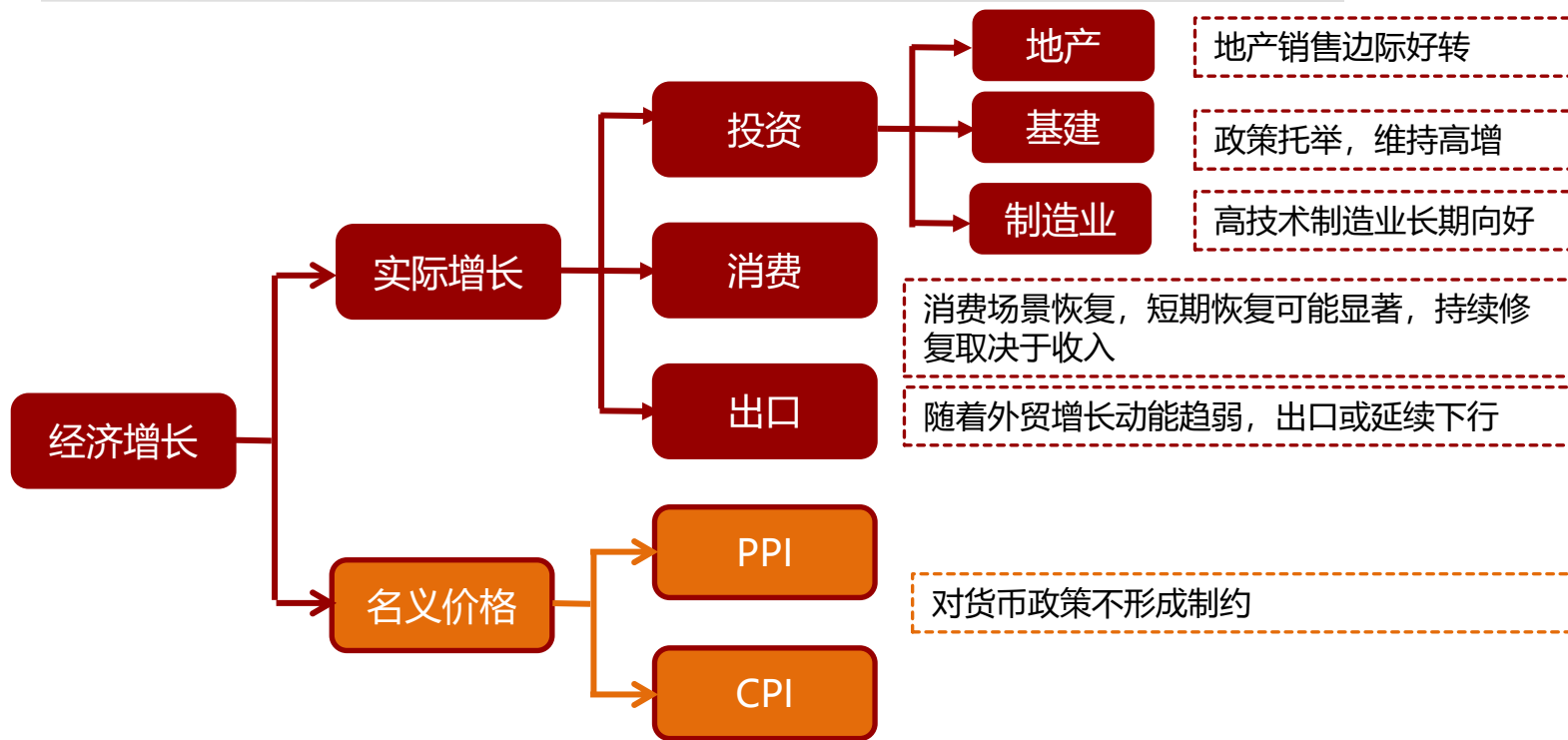
- 2月经济数据显示经济韧性仍强，通胀回落缓慢。过去3个月能源价格大幅下降，促使CPI迅速下滑，但工资通胀压力较大，工资通胀是惰性通胀，往往易升难降，美国加息周期预期可能延长。后续需重点关注硅谷银行事件进展。

# 经济复苏继续推进

- 2月制造业PMI显著回升，创2012年4月以来新高，各分项PMI也普遍反弹，指向经济修复持续推进。
- 供需普遍好转，生产恢复快于需求；大中小企业景气普遍回升，预期明显改善。
- 随着积压需求逐渐释放，后续修复斜率如何，3月是重要观察窗口。
- 国际经验看，疫后PMI反弹越快，持续时间则越短。



# 任何时候，中国都不能没有制造业

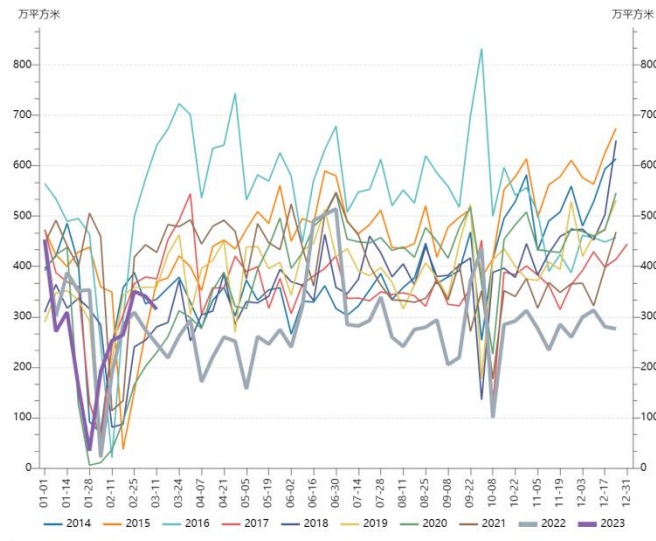


- 外需萎缩背景下，我国经济将更多地依靠内需来实现经济增长，主要增长点有：消费、基建与制造业。

## 地产销售边际好转，持续性有待观察

- 在疫情形势稳定和经济预期改善下，前期地产政策的落地效果有明显改善，市场交易活跃性逐步上升。2月，北上广深和成都的二手房成交快速反弹，五大城市二手住宅成交套数当月环比增长均超 70%。2月，30大中城市一手房成交面积基本与往年持平。
- 在整体弱复苏中，结构特征将十分明显：一是一线城市及核心二线城市存在较强恢复预期而人口流出的三四线城市地产复苏或仍面临一定阻力；二是国央企在销售端恢复中将占有明显优势，而民企或仍将承压。
- 值得注意的是，2月地产销售数据好转有短期因素：一是去年2月和今年1月是春节，从技术角度而言，同环比数值均偏高；二是被疫情耽搁的刚需逐渐释放。但居民收入改善及房价上涨预期仍较弱，2月的大幅恢复势头有待进一步观察。

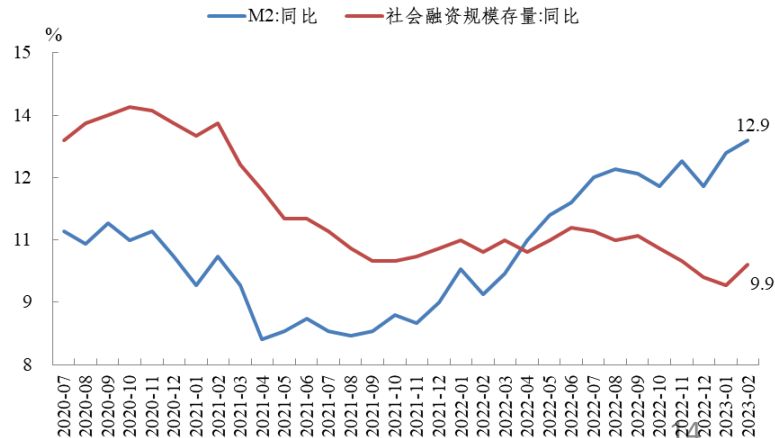
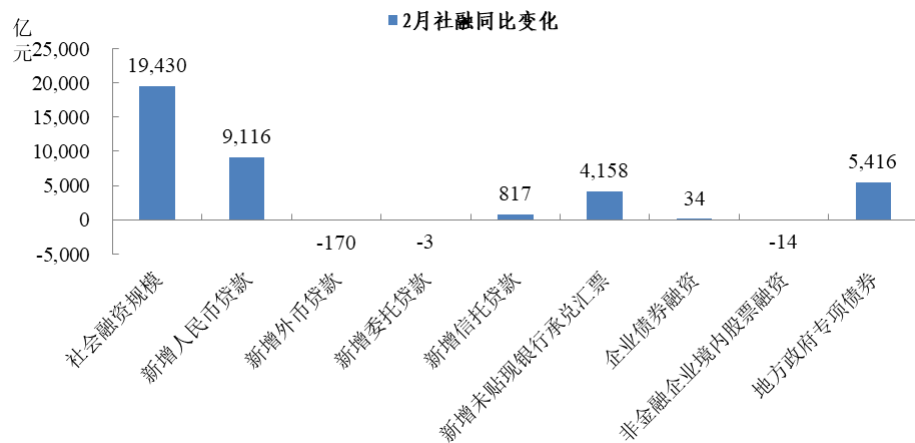
30大中城市:商品房成交面积:当月值



数据来源：Wind

## 新增社融超预期，关键在持续性

- 2月新增人民币贷款1.81万亿，预期1.43万亿；新增社融3.16万亿，预期2.08万亿。
- “社融-M2”剪刀差倒挂小幅收窄（-3.0%），货币流动性与信贷需求的错配有所减轻，资金空转现象小幅好转。**地产仍是当前宽信用的最关键因素。**
- 居民中长贷时隔14个月转为多增，新增863亿，但1-2月合计新增约3100亿，同比少增近3900亿，显示全国范围内新房为主的房地产新增需求情况仍在磨底，当前不建议高估地产销售的反弹力度。



## 5%左右的经济增长目标意味着质在量先

- ❑ 今年政府工作报告，从政策目标到政策实施力度的表述均偏温和——5%左右的经济增长目标，3%的预算赤字率，3.8万亿新增专项债规模以及“精准有力”的货币政策。**总体上，中央在2023年经济增长的质和量两个方面上更重视高质量发展。**
- ❑ 房地产的定位仍在化解风险，以“稳”为目标，而非“进”，并未过度强调其对经济的“增长”效应，或并非新政府扩内需的着重点。**扩内需政策的重点或在消费与制造业上。**
- ❑ 总书记昨在江苏代表团讲话中还有一句是提到了高质量发展。是这样说的：**前几天二中全会在京召开，我当时说新班子起来了，一定要注意不要有大干快上的冲动，也就是不能不按规律办事，不能急功近利急于出成绩，要把这种浮躁心理、急躁心态都压下来。扎扎实实地搞现代化建设。**

图表 1: 历年政府工作报告

政府预期目标	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
GDP增速	5%左右	5.50%左右	6%左右	-	6-6.50%	6.50%	6.50%	6.50-7%	7%	7.50%	7.50%
城镇新增就业	1200万人左右	1100万人以上	900万人以上	900万人以上	1100万人以上		1000万人以上		900万人以上		
城镇调查失业率	5.50%左右	5.50%以内	5.50%左右	6%左右	5.50%以内						
城镇登记失业率	-	-	-	5.50%左右	4.50%以内					4.60%	
CPI同比增速	3%左右	均为3%左右		3.50%左右	3%					3.50%	
单位GDP能耗下降	继续下降	-	3%左右	完成十三五目标	3%左右	3%以上	3.40%以上	3.40%以上	3.10%以上	-	-
赤字率	3%	2.80%左右	3.20%	3.60%	2.80%	2.60%	3%	3%	2.30%	2.10%	2%
中央对地方转移性支付同比	-	18%	7.80%	-	10.90%	10.90%	9.50%	12.20%	-	提高	完善制度
地方专项债券(万亿元)	3.8	3.65	3.65	3.75	2.15	1.35	0.80	0.40	适当发行	-	-
减税降费规模	未设置明确目标	2.50万亿	未设置明确目标	超过2.50万亿	2万亿左右	8000亿	7500亿	5000亿	-	-	-
M2和社融同比	与名义经济增速基本匹配			明显高于去年	与名义GDP匹配	合理增长	12%	13%	12%或略高	13%	13%
其它预期目标	粮食产品连续两年保持在1.30万亿斤以上			全部完成脱贫	国际收支基本平衡、进出口稳中提质、农村贫困人口减少1000万以上、居民收入增长与经济增长基本同步						

数据来源：新华社

# 2



## PART

### 流动性动态监测

- ▣ 存量资金博弈中

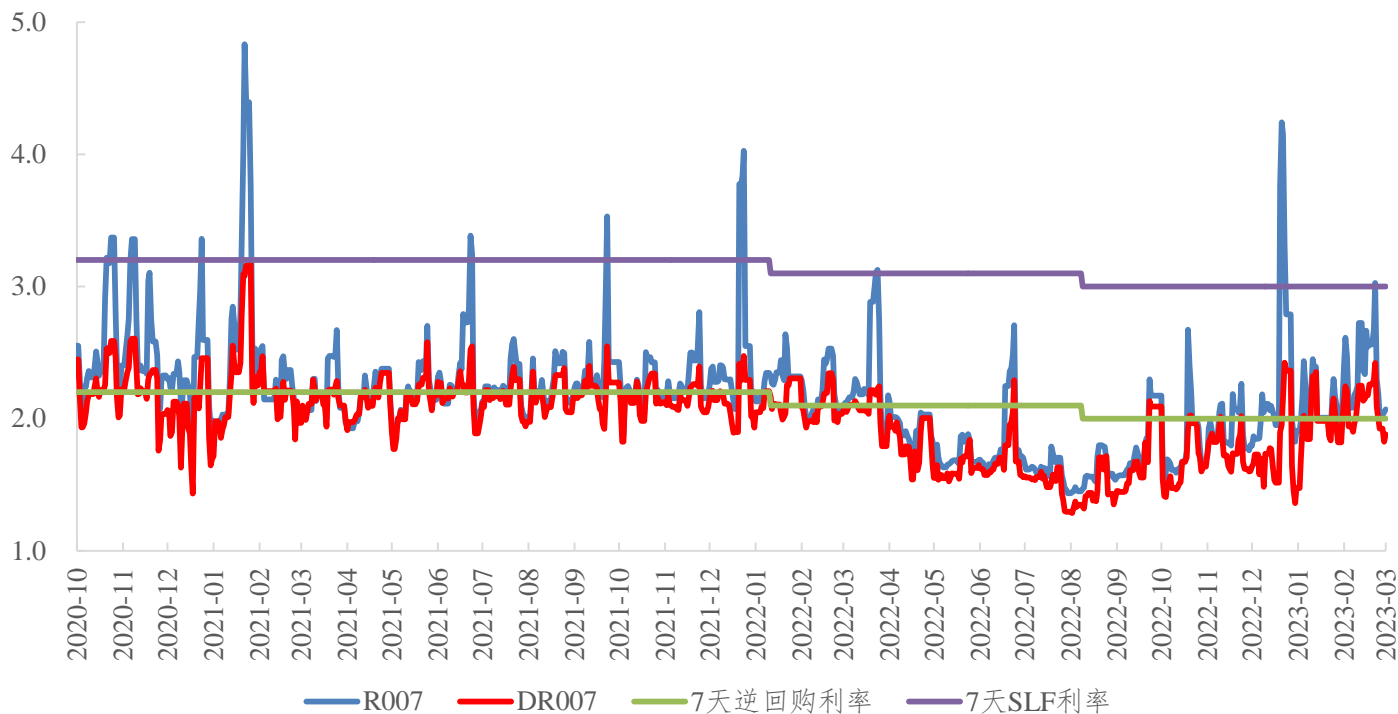


## 海外流动性：短期或有扰动



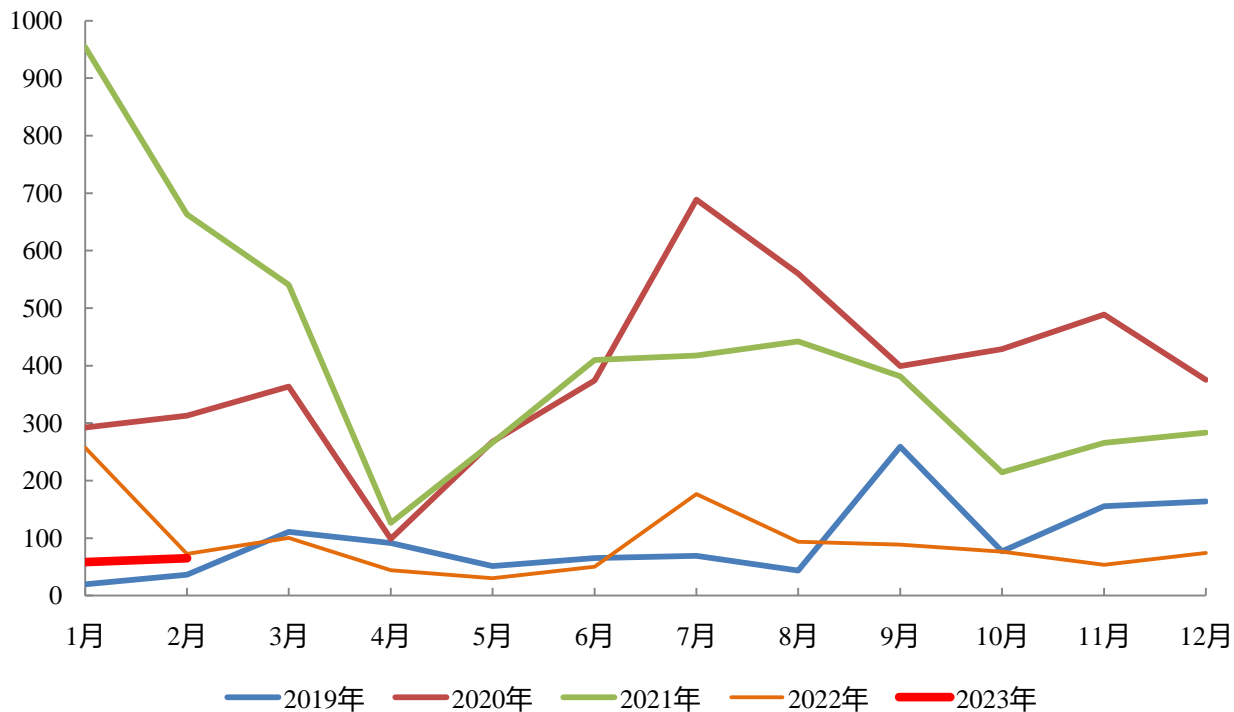
- 美联储3月加息25个基点至4.75%-5.00%区间的概率为29.5%，加息50个基点至5.00%-5.25%区间的概率为70.5%；到5月累计加息50个基点的概率为22.1%，累计加息75个基点至5.25%-5.50%区间的概率为60.3%，累计加息100个基点至5.50%-5.75%区间的概率为17.6%。

# 国内银行间流动性：资金面边际收敛

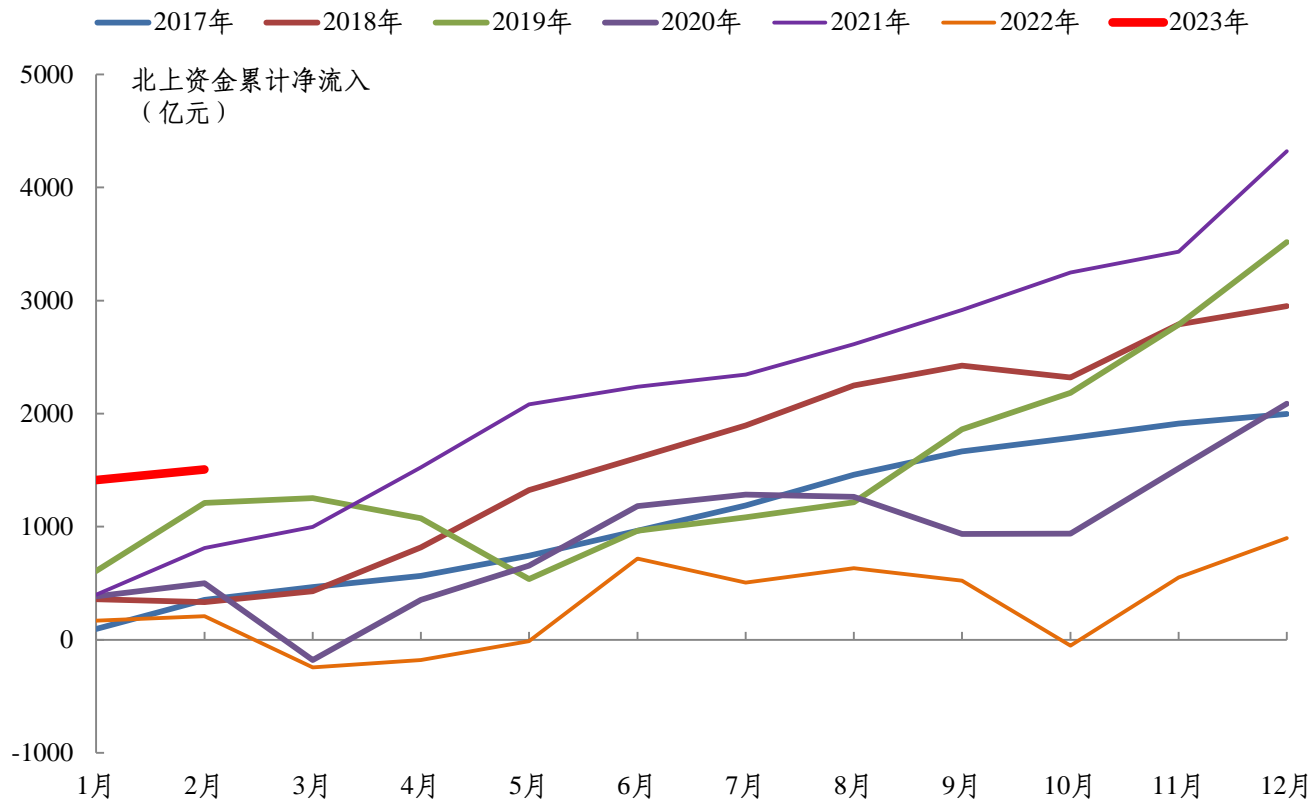


# 股市流动性一：偏股公募基金发行平稳

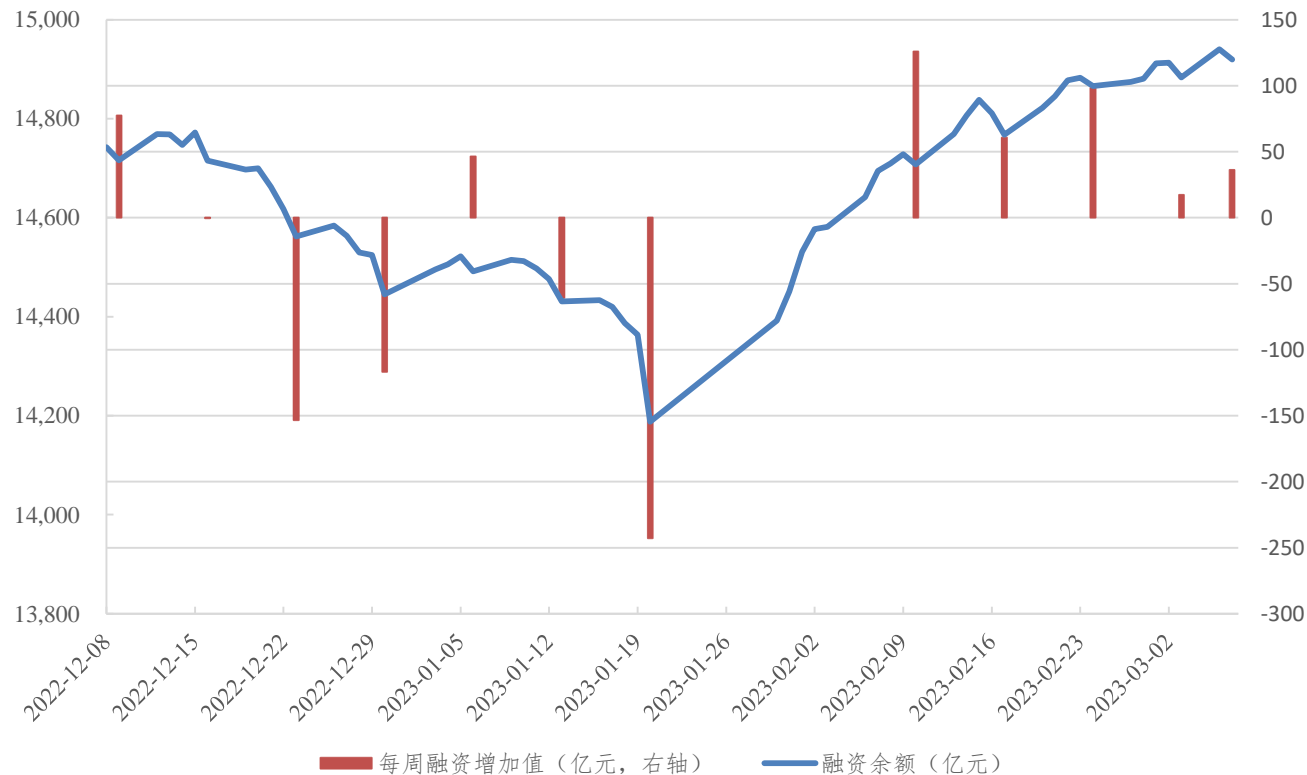
新成立偏股公募基金每月周平均发行量 (亿份)



# 股市流动性二：2月北上资金持续净流入93亿，明显放缓



# 股市流动性三：杠杆资金小幅企稳



3



PART

## 2023年3月资产配置观点及逻辑框架

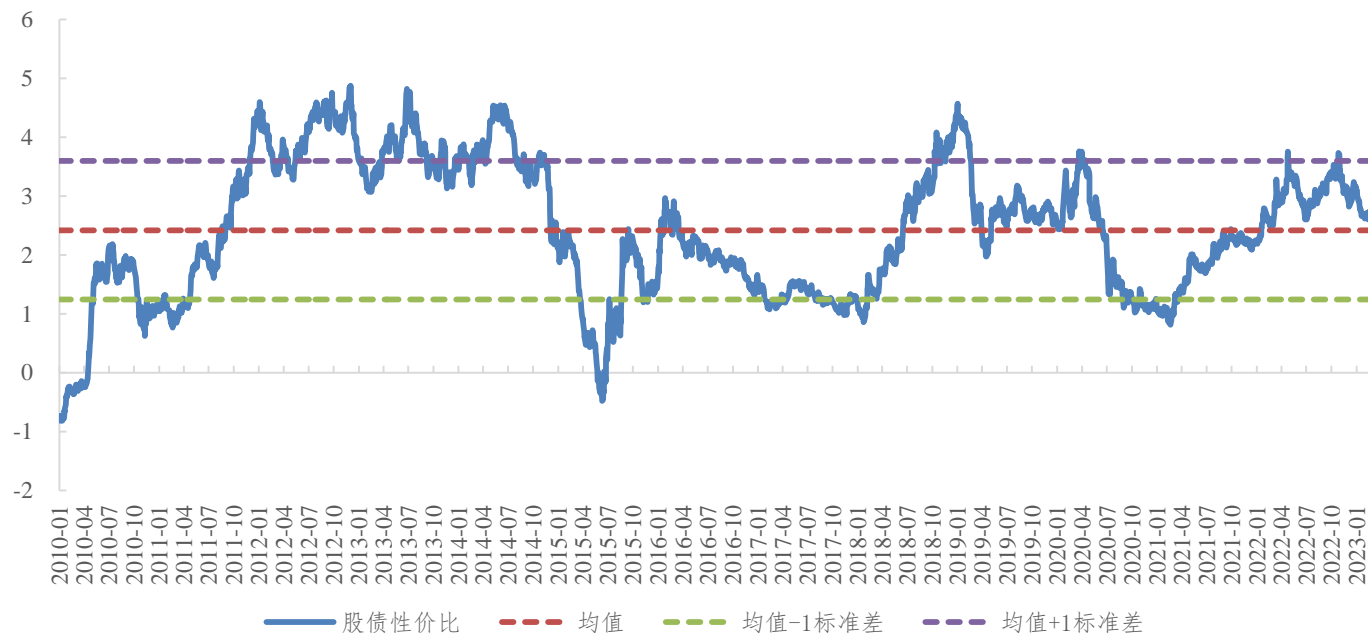
# 资产配置依据：美债利率震荡加大+国内复苏交易进入验证期

重要指标	2月运行态势	后续展望
美元指数	截至2023年2月28日，收于105.0	短期震荡偏强，但走弱趋势不变
十年期美债收益率 (%)	截至2023年2月28日，收于3.92%	短期震荡加大，但下行趋势不变
GDP	经济复苏持续推进	复苏延续，幅度偏温和
PPI		
社融/M2	货币政策处于“弱信用+宽货币”政策组合	最宽松的流动性时刻或已过去
DR007		
股权风险溢价率	股票性价比略高	
风险事件	地产销售不及预期、中美关系超预期恶化、美联储鹰派超预期、海外发达经济体衰退超预期等	

## FED模型——股债风险溢价率

- 该指标蕴含着权益市场的预期收益率能高出无风险收益率多少，显然，这个溢价越高，权益资产表现可能越好。当前股票性价比略高。

万得全A市盈率（TTM）倒数-10年期国债收益率





## 3月资产配置观点：市场波动加大，均衡配置

资产大类	资产细分	观点	短期建议	中长期建议
股票	A股	震荡中保持乐观	标配	标配+
	港股	从估值修复转向盈利驱动	标配	标配+
	美股	仍面临调整风险	标配-	标配-
债券	美债	震荡加大，但不改下行趋势	标配+	超配
	利率债	整体处于逆风环境，但波动空间有限	标配	标配-
	信用债	高等级、短久期策略	标配	标配
商品	大宗商品	内外分化延续	标配-	标配
	黄金	趋势上看多	标配+	超配

注：根据大类资产未来预期表现，分别给予超配、标配+、标配、标配-、低配五个评级；具体配置比例综合考量各类资产历史风险收益特征和各类资产之间的阶段性比价。

## 权益市场：震荡中保持乐观

- **A股**：全年经济增长目标弱化经济强复苏预期，货币政策回归常态下A股大幅提升估值空间有限，且3月复苏交易进入验证器，A股仍将震荡，以结构性行情机会为主，波动或加大。但震荡走势不改自去年11月以来中期修复行情的结束，震荡中保持乐观。风格上，均衡配置略偏向成长。
- **港股**：估值随着市场反弹，已回升至历史中位区间，在美债与美元指数震荡背景下，市场将从估值修复转向盈利驱动的逻辑。
- **美股**：经济数据表现强劲，加息周期或延长，对美股仍有压制，叠加硅谷银行事件扰动，预计美股将继续震荡筑底。

## 债券市场：短期偏震荡,有交易性机会

- **利率债：**短期来看，资金面存在扰动，资金边际收紧使得短端利率易上难下，但整体仍会维持适度宽松，长端利率目前对经济数据有所钝化，中长期来看，债市利空因素大于利多，需谨慎操作，长端需谨防债市回调风险。债市上下波动空间有限，关注阶段性的交易机会。
- **信用债：**对于地产债建议继续观望。城投方面，在稳增长的大背景下，短期来看整体风险相对可控，防止个别区域尾部风险，防风险的重要性仍是城投策略的第一要务，信用下层的策略需保持谨慎。信用利差收窄较快，分位数回到中位数以下，短期内继续大幅修复可能性降低。

## 商品市场:内外商品或延续分化

- ❑ **大宗商品**：长期大方向上的逻辑在于国内外的周期错配，国内外定价的商品表现或延续分化。全球定价商品将主要交易全球经济衰退逻辑，海外总需求下降，价格或下行。而国内定价的商品将交易经济复苏逻辑，与基建、地产投资相关的工业品或仍有较好的机会。后续复苏斜率可能成为驱动国内商品价格的关键因素。
- ❑ **贵金属**：短期美国经济数据超预期表现或将加剧未来货币政策紧缩转变节奏，阶段性压制金价上行，但中长期而言，基本面因素将支撑黄金继续上行。理由有：一是随着美国经济出现衰退，实际利率有望下行，或将推动黄金价格上行；二是强美元趋弱，也利多黄金的表现；三是当前全球地缘政治风险仍存、金融市场局部压力增加，若出现黑天鹅事件导致金融市场震荡，黄金也可能对超预期风险事件提供良好对冲。

## 免责声明

- 本报告由中建投信托股份有限公司（以下简称“本公司”）资本市场业务总部投研团队撰写发布，仅代表公司资本市场业务总部投研团队的观点和立场。
- 报告中的相关信息来源于本公司认可的已公开资料或其他信息，但本公司对该类信息的准确性及完整性不作任何保证。
- 本报告仅为报告出具日的观点、评估及预测，本公司对报告内容可在不发出通知情形下做出更改。
- 在不同时期，公司投研团队可能发布与本报告观点不一致的研究报告。
- 本报告内容仅供参考，所载观点不构成对任何特定投资者的建议。
- 本报告版权仅为本公司所有。
- 本文数据来源：Wind，中建投信托。

An aerial view of the Chicago skyline at sunset or sunrise, with a large, semi-transparent silhouette of a person's head in profile on the left side. The word "THANKS!" is centered in a large, bold, black font within a red rectangular frame. A small white triangle points upwards from the bottom center of the frame.

**THANKS!**