



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

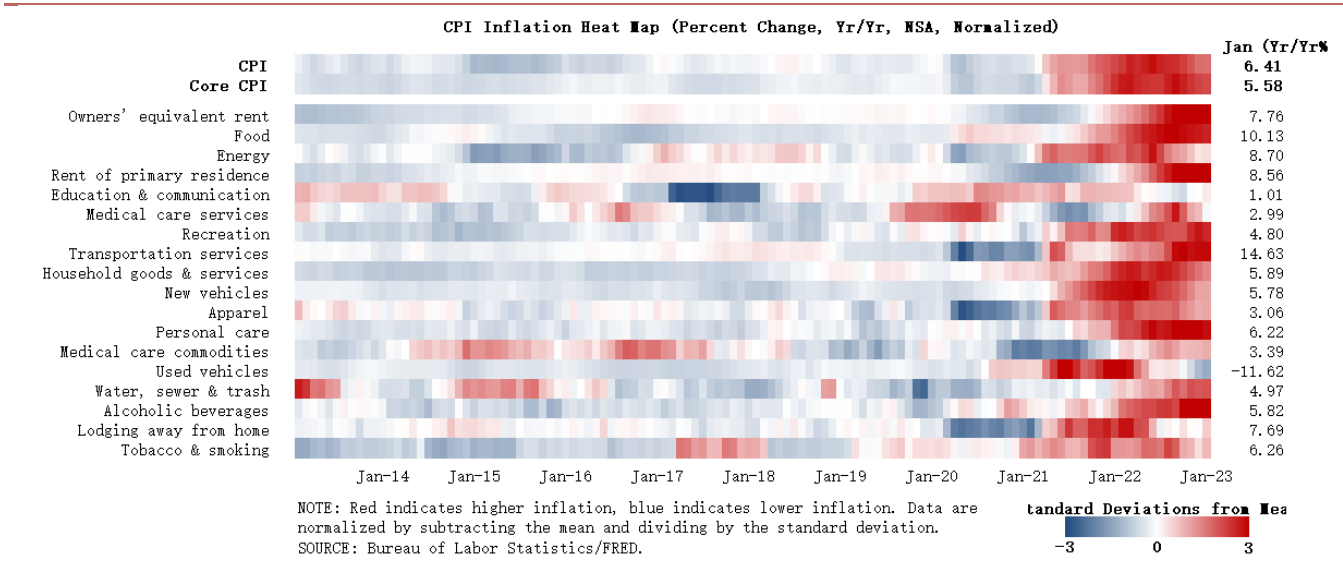
宏观周期：宏观下行的风险加大

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

	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

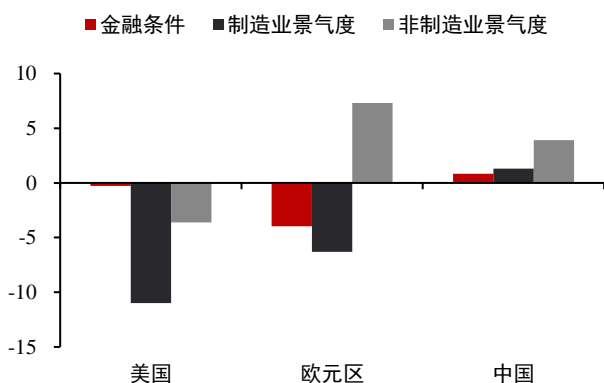
	2023 年		2022 年		2021 年		2020 年		2019 年	
	目标	实际	目标	实际	目标	实际	目标	实际	目标	实际
国内生产总值增速	5.0%	3%	5.5%	3%	6%	8.1%	未提出	2.3%	6-6.5%	6%
居民消费价格增幅	3%	2%	3%	2%	3%	0.9%	2.5%	3%	2.9%	
城镇新增就业	1200 万人	1206 万人	1100 万人	1100 万人	1100 万人	1269 万人	900 万人	1100 万人	1352 万人	
城镇调查失业率	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.1%	6%	5.5%	5-5.3%	

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

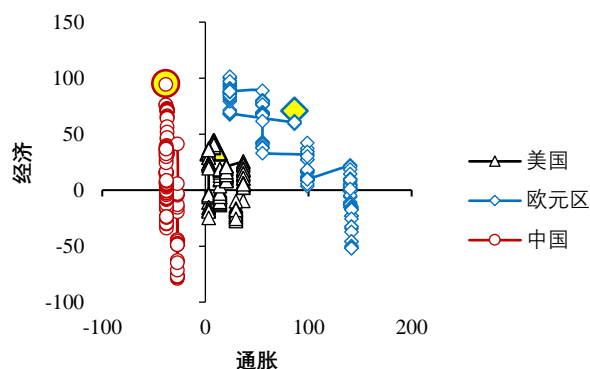
通胀的韧性或仍是宏观政策的第一目标。基辛格在纪念里根诞辰的活动上称中国正在“挑战国际秩序”，如果中国不停止这些行为的话，美国就会考虑对中国“使用武力”，这不由得想起其被大量引用的“石油、粮食和美元”论——“谁控制了石油，谁就控制了所有国家；谁控制了粮食，谁就控制了人类；谁掌握了货币发行权，谁就掌握了世界”。美元仍是当今全球的主要货币，美元信用仍维系着全球信用经济的运行。而对于货币信用，美联储仍发挥着很大的作用，这也就意味着面对高通胀的环境，其不得不通过相对紧缩的货币环境来降低通胀到“2%”的目标范围，以维系其货币信用。

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

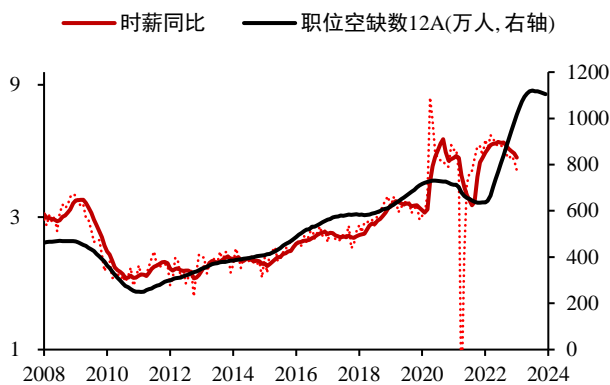
1 月份美欧通胀均超预期。当前通高胀的主要矛盾在于从成本角度考量，当前劳动力市场的矛盾仍未有效缓解。美国就业在 2023 年仍将维持相对供需紧张的状态，除非面临重大的冲击，1071 万的职位空缺的劳动力市场转变仍需 26 个月才能缓和（按照 2022 年月均新增非农就业 40.4 万人计算）。美联储 3 月初发布的半年度货币政策报告显示，尽管自 2022 年中旬以来，随着供应瓶颈缓解和能源价格下跌，美国通胀有所放缓，但

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。

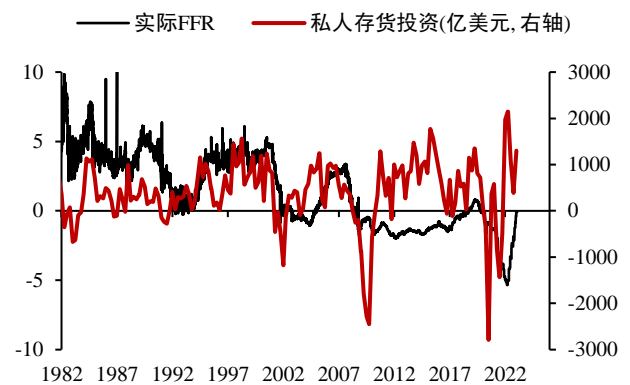
随着美联储货币政策维持不宽松，美国通胀水平回落虽不及预期但维持回落状态，美国实际利率曲线将朝着整体转正的方向运行，预计将继续抬升市场的估值压力。

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

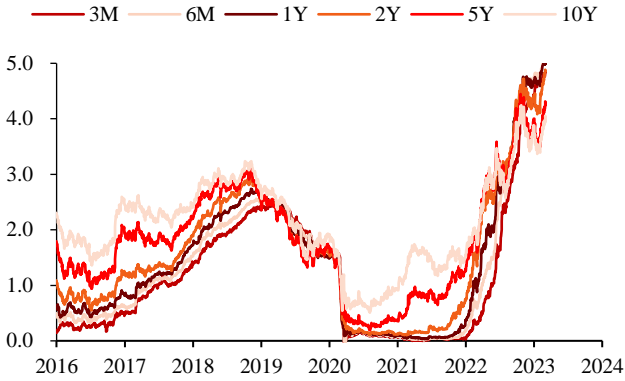
欧日：政策转变的压力或将进一步增强

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，中国发布了立场文件，俄罗斯发表了国情咨文，G7 国家发表了关于乌克兰声明。地缘冲突的风险可能并不是在降低，这或将加大短期原材料供应的压力。在 2 月欧洲通胀读数再次达到新高的背景之下，欧央行或继续收紧货币政策。

日本央行货币政策转向风险增加。从日本通胀现实来看，1 月 CPI 同比上升 4.3%，核心 CPI 同比上升 4.2%，创下 1981 年 9 月之后的最大单月涨幅。通胀压力的增强为日本货币政策的转变提供了数据上的支持。另一方面，从日本宏观政策的取向来看，2022 年随着安倍事件的发生，日本维系“三支箭”宏观政策的压力也在上升，4 月日本央行面临换届，在去年 12 月开始日本央行为改善国债市场流动性而放松的长端收益率曲线控

制已经从技术上转变了市场的利率预期。

图 6: 美债收益率曲线整体抬升 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 7: 货币利差走阔面临阶段性波动 | 单位: BP



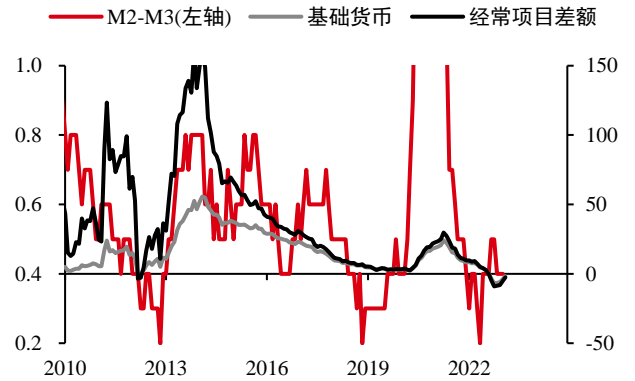
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 8: 欧洲经济的压力仍未消除 | 单位: 指数点



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 9: 日本货币条件收紧或对经济影响 | 单位: %YOY



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

货币政策继续收紧预计施压欧日的经济。随着通胀的回升和货币政策的不得不收紧, 虽然从利差的角度支撑了欧元对美元和日元对美元利差的走强, 但是对于处在全球经济回落过程中的生产国而言, 面临的产业链竞争压力也将进一步增加。

中国宏观: 政策对冲周期的力道或有限

作为全球为数不多的货币政策维持宽松的大国, 中国经济经历了 2020-2022 年三年疫情之后开始逐步恢复。进入到疫后正常化阶段, 一方面经济的实体流动性改善驱动经济

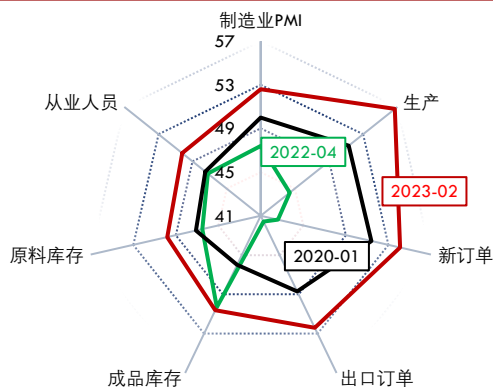
从三年的低位回升，另一方面后疫情时代受到三年疫情对于实体经济的伤痕叠加外部环境恶化共同影响，经济向上的改善预计将是温和的。

两会：政策维持“稳健”的态度

2023 年政府工作报告释放的经济目标。3 月初公布的政府报告显示，2023 年的经济增长目标从去年的 5.5% 降至 5%（见表 2）、财政赤字率从去年的 2.8% 小幅提升至 3%，在中国宏观经济政策边际转暖和 2022 年的信贷脉冲已经转向上的状态下，叠加 2 月份积极的实体景气指数（见图 10），总体上释放出的是宏观政策的“不强刺激”特征。

2023 年的经济工作重点显示政策处在等待期。相比较 2022 年在实际经济增长 3% 的状态下，实现了 1206 万的新增就业，2023 年政府工作目标在 5% 的情况下，维持 1200 万的新增就业目标（把高校放在首位），政策保持相对稳健。从重点工作来看，货币政策保持去年 12 月中央经济工作会议“精准有力”的表述，财政政策在缺乏留抵退税等因素的情况下，赤字率 0.2 个百分点的提高相对来说提振力度有限。从行业来看，消费在重点工作中放在了首位——稳定大宗消费，推动生活服务消费。

图 10: 短期景气指数超周期回升 | 单位: %MOM



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 11: 2022 年信贷脉冲小幅抬升 | 单位: %, 指数点



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

影响：恢复后的延续性或有限

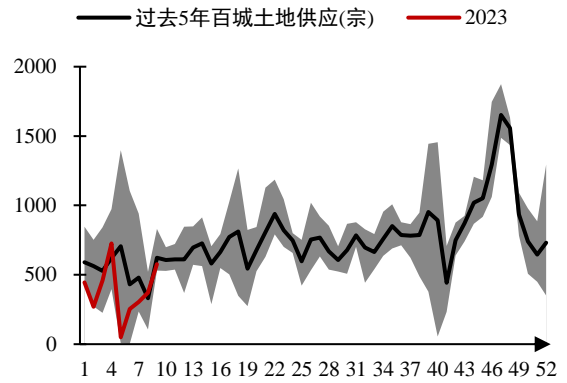
本轮经济周期改善初期的特征叠加了疫后特征。对比 2023 年经济周期的回升和 2020 年初疫情前的经济特征（见图 10），2023 年初经济周期的环比改善程度显著强于 2020 年开始的周期回升，在信贷脉冲相对疲弱、私人部门资产负债表面对压力的状态下，环比改善的超历史。我们认为这其中包含着疫后的改善，随着实体经济流动性的回到正常化，房地产短期维持“房住不炒”的政策取向，经济环比改善的力度预计逐渐降低的可能性也将增加。

图 12: 国内权益相对商品的比价低位 | 单位: 比值



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 百城土地供应并未显著改善 | 单位: 宗



数据来源: Wind 华泰期货研究院

2023 年的外部压力依然很大。在加息对宏观需求带来的真实冲击并未显著落地的前提下, 我们预计实际通胀仍处在相对高位。在这一背景下, 以美联储为代表的货币政策仍将保持在相对收紧的特征, 驱动全球宏观周期延续向下的过程。在当前全球冲突/逆全球化延续的状态下, 对于中国的出口压力将继续增加 (见图 15)。

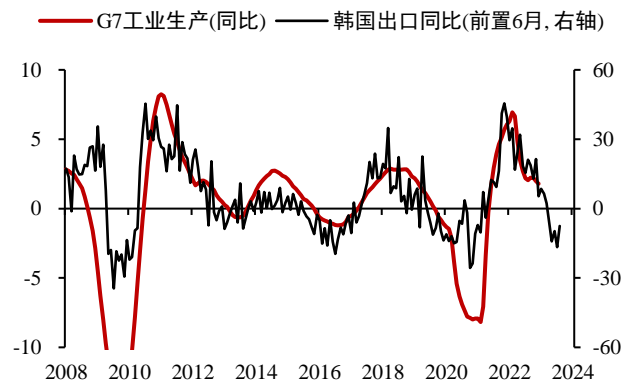
2023 年内部资产负债表修复仍将持续。经历了供给侧结构性改革状态中新增三年疫情的影响, 实体部门的资产负债表压力进一步增加——截止到 2022 年四季度实体部门杠杆率创下 273.2% 的新高, 其中居民部门杠杆率自 2020 年三季度开始维持在 61.8-62.4% 的高位, 企业部门自 2017 年一季度 (160.7%) 开始杠杆率也高位基本不变。

图 14: 企业实际利率仍处在相对高位 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 外需仍将处在回落状态 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com