



袁建军：当前股票配置应布局哪些赛道？



意见领袖 | 中国财富管理 50 人论坛

汇添富基金副总经理、首席投资官袁建军在中国财富管理 50 人论坛 (CWM50) 举办的“全球通胀环境变化对金融市场的影响及投资策略应对”双周闭门研讨会上作专题发言表示, 美联储超宽松政策刺激显示其对通胀容忍度较高, 未来收紧货币政策对市场冲击较为温和。国内 PPI 见顶回落, 内生性通胀压力不大。对于股票市场而言, 下半年或将以震荡为主。在资产配置方面应重视市场结构性机会, 中盘成长风格有望继续领跑, 北上资金积极布局中国制造业转型升级, 可布局“长坡厚雪”、高速成长的赛道, 消费升级、医药医疗、高端制造和科技创新等四大方向仍会孕育巨大投资机会。



此次全球通胀主要源于本轮全球货币和财政刺激力度史无前例。

疫情冲击下, 联储货币大放水, M2 增速在今年 2 月攀升至历史高位

的 27%，同时联储快速扩表 4 万亿美元，超过 2008 年 3 轮 QE 扩表总和。同时，联储购买国债是财政刺激资金的重要来源，美国实际上已经在践行 MMT（现代货币理论）。美国财政政策也明显发力，联邦政府负债率已经攀升至二战以来的新高。去年美国自然年度财政赤字率达到 16% 左右，创下 1980 年以来新高。

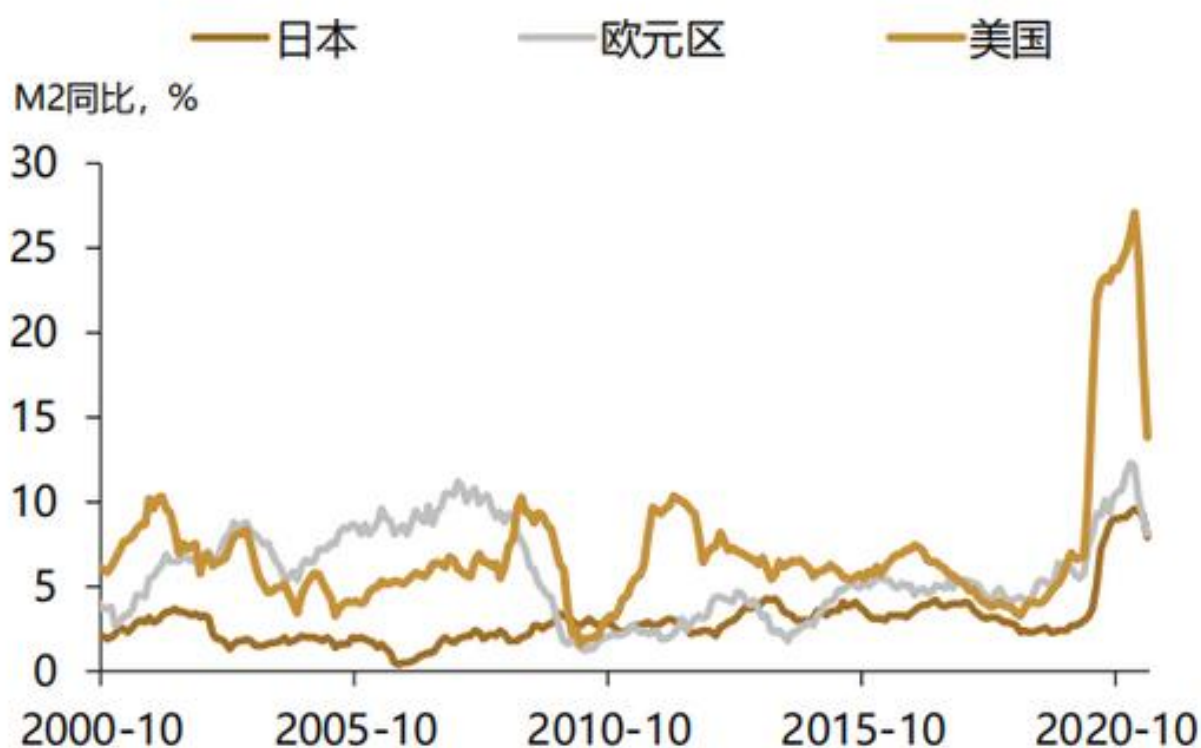


图 1：主要发达国家 M2 增速创历史新高

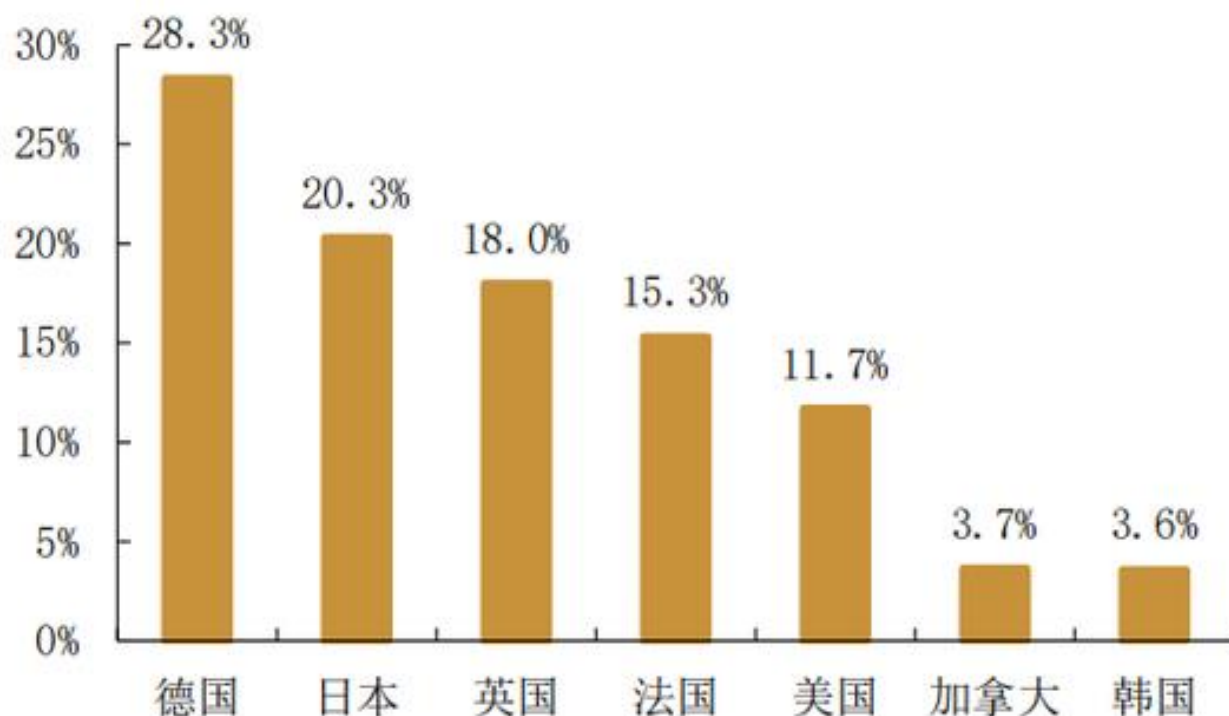


图 2：2020 年财政刺激占 2019 年 GDP 比重

美国政商界对 2008 年金融危机经验教训的主流观点是认为当时的刺激力度不够，宽松退出偏早。2021 年 2 月美国财长耶伦表示“做太少的代价要比大刀阔斧的代价高得多。从长远角度来看，大规模经济刺激计划带来的好处将远远超过（我们因该计划而付出的）代价”。因此，本轮刺激力度要明显超过 2008 金融危机时期，并且在通胀超预期的情况下，美联储依然不着急退出宽松。

	2008年金融危机	2020年新冠疫情冲击
货币政策目标	关注通胀和就业。	更加关注就业，对通胀容忍度提升。
联邦基金目标利率	从2008年初的3.5%，不断下调至2008年12月的0.25%。	快速下降，在2020年三月将利率直接从1.75%降至0.25%。
资产负债表规模	2008年至2013年，联储经历了3轮QE，合计扩表3.5万亿美元左右。	从2020年3月以来联储扩表了4万亿美元。
M2增速	2009年1月达到高点10.3%。	2021年2月M2同比达到历史高位的21%。
财政赤字	2009年预算赤字9.9%。	2020-2021 美国预算赤字分别为14.9%、16.7%。

图 3：本轮联储宽松与 2008 年宽松的比较

美联储对通胀的容忍度远超预期

美联储货币政策框架随着时间演变。鲍威尔上台后，对货币政策框架进行了修改，货币政策对经济的关注度提升，并提出平均通胀目标制，在货币政策目标中通胀的优先级靠后。这与金融危机之前优先考虑通胀是不同的。因为货币政策框架的改变，这使得美国通胀远超预期，美联储对通胀的容忍度也远超预期。

时间	货币政策框架	货币政策工具	货币政策最终目标
1970年至1979年	--	联邦基金利率	通胀
1980年至1990年	货币数量论	M1	通胀
1990年至2007年	泰勒规则	联邦基金利率	通胀、就业
2008至2013：伯南克规则	修正泰勒规则	QE+联邦基金利率	伯南克对泰勒规则作出了修正，对产出赋予更高的权重。
2014至2018：耶伦规则	修正泰勒规则	QE+联邦基金利率	耶伦上任后更加关心失业率与劳动力参与率。
2020年以来	修正泰勒规则	QE+联邦基金利率	采取平均通胀目标制。对通胀的容忍度超预期

图 4：美联储货币政策框架演变

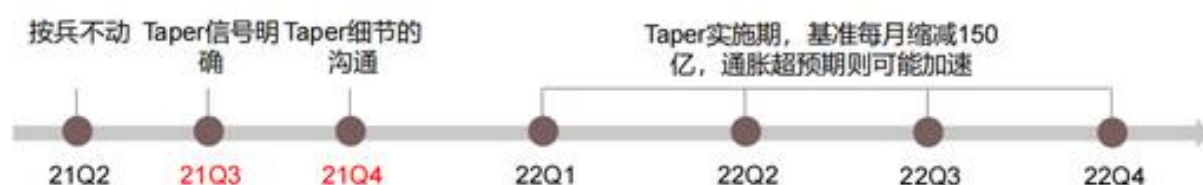
当前，疫苗接种范围扩大，主要发达国家将在下半年实现全民免疫，经济恢复程度将继续改善。全球需求有支撑，叠加劳动力供给紧缺，未来通胀依然有上升压力。美联储关心的核心 PCE 同比指标在 5 月回升至了 3.4%，创下 1992 年以来的新高。另外，劳动力市场存在供需缺口，也将为后续通胀提供支撑。最后，通胀预期回升，并且有自身加强的趋势。

如果美国不能平稳退出 MMT

可能引发全球系统性金融风险

但因为美国经济在恢复，货币政策最终还是要往收缩的方向走。这主要是考虑就业数据向好对货币政策影响。随着疫苗注射的持续推进，7 月美国大部分州将重启，同时有部分州失业保险已经到期，预计 7 月和 8 月非农数据（分别于 8 月初和 9 月初公布）将迎来强劲修复，接近美联储重大进展。

6 月美联储议息会议释放偏鹰派的信号，美联储预计将在 2023 年加息，而 3 月的议息会议则是 2023 年之前都不会加息。当前货币政策紧盯就业，按照现在疫情控制的节奏，如果不出意外，若德尔塔病毒有二次冲击，周期会延缓。如果没有二次冲击，我们预测到 5 月份恢复到疫情前的就业情况，货币政策必然要收缩实施 Taper，甚至在此之前可能就要开始跟市场沟通和讨论。



重要会议	美联储可能的措辞变动
7月28日议息会议	与6月议息会议总体变动不大，美联储仍然强调距离重大进展有距离
8月26日杰克逊霍尔会议	鲍威尔承认劳动力市场取得进步，接近重大进展
9月22日议息会议	公布最新经济预测与点阵图，美联储承认取得重大进展，释放Taper信号
11月3日议息会议	美联储确定后续缩减QE规模，确定2022年初缩减QE
12月15日议息会议	公布最新经济预测与点阵图，延续11月议息会议主要内容，同时缩表结束前不会加息

图 5：美联储议息会议措辞变动

相比于 2013 年 5 月 22 日伯南克在听证会透露在未来的几次会议上将讨论缩减 QE，美债利率明显抬升，资金从新兴市场回流，股市和汇率均出现明显回调，本次收紧对市场冲击较为温和。首先，因为预期引导做的更充分，2013 年 5 月之所以冲击比较大，是因为但是宣布 Taper 是超预期的。鲍威尔表示，未来在改变资产购买计划之前会提前通知。其次，市场具有学习效应，从已经经历过一轮 Taper 中汲取经验教训。

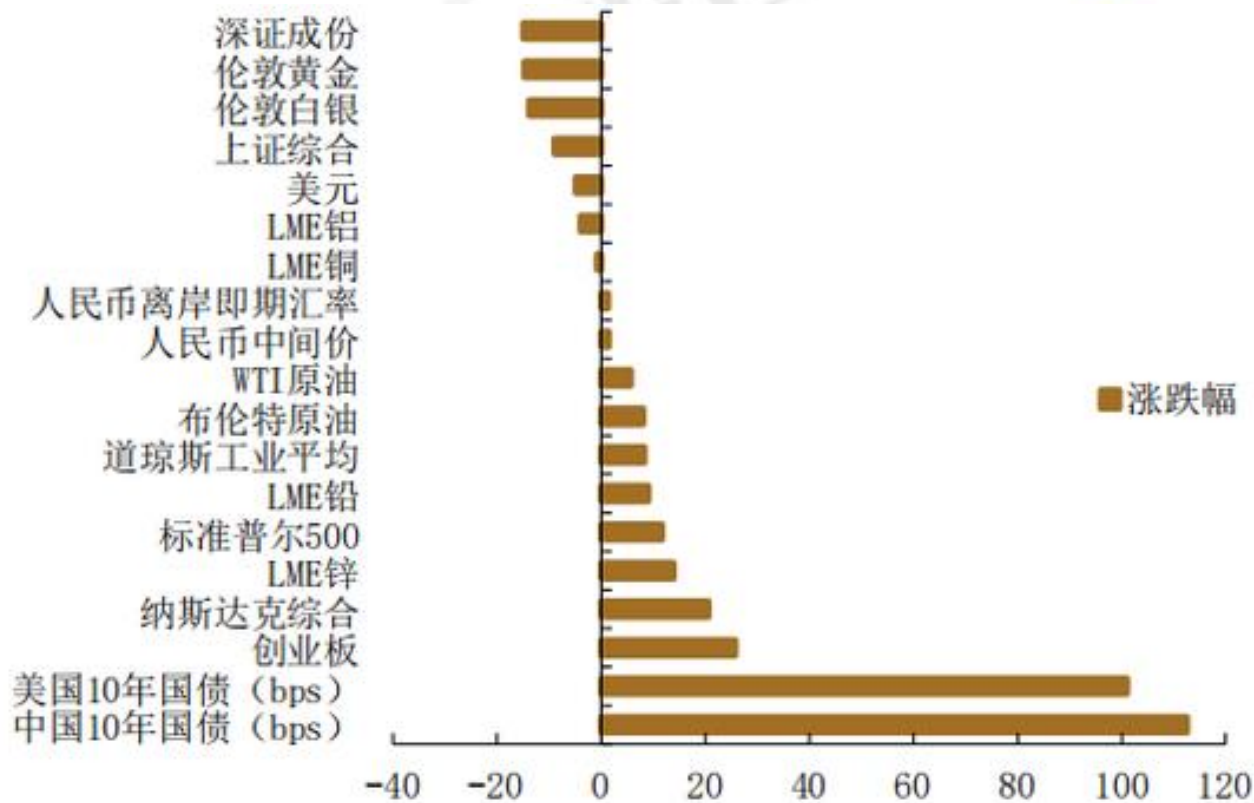
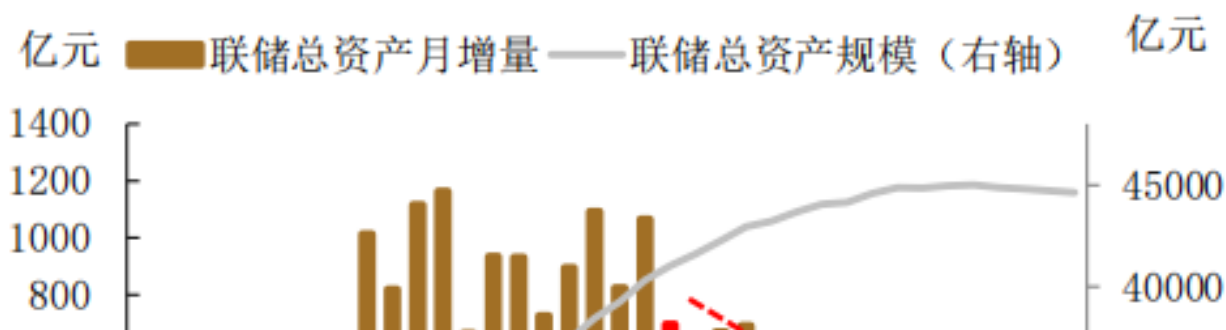


图 6: Taper 时期 (2013 年 5 月至 12 月) 大类资产表现



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_33110

