



蒋飞：五月大类资产配置月报



文/意见领袖专栏作家 蒋飞



核心观点

国内经济方面，3月以来疫情的持续发酵一定程度上拖累了经济增长，具体表现为：消费回落，失业率持续上升、工业生产放缓、投资增速回升受阻。欧美经济方面，我们认为，美联储大幅的加息缩表或拖累内需，美国经济下半年将面临“滞胀”风险。而俄乌冲突带来的能源供应和粮食危机则直接拖累了欧洲经济，欧洲或已进入“滞胀”。

美元和黄金：在美国十年期国债收益率趋向 3%、人民币出现一定程度贬值、欧洲央行超预期加息的可能性下，美元即将出现阶段性顶部。而黄金则随着美联储强化鹰派立场，实际利率的进一步提升，价格将向下承

压。

原油和铜：今年全球经济增长预期黯淡，原油需求前景或也将因此下滑，适当看空原油。铜价则随着俄乌冲突局势的缓解及欧美经济的下滑，将再次回归国际贸易的趋势轨道。

沪深 300 和十年期国债：由于上海疫情对经济的影响不会仅停留在 3-4 月，预计 5 月份 M1 同比增速还会继续下滑，沪深 300 仍是回归基本面的趋势。国债方面，国内利率因欧美进入加息周期而向上承压，预计未来需要经济进一步下滑以及降息周期的再次打开，十年期国债收益才可能有大幅下降的空间。

长城证券大类资产配置指数是以黄金、原油、铜、沪深 300 和十年期国债为资产构建的宏观配置指数，根据这几类资产的走势预测来进行资产配置。四月回报率出现了明显的上升，指数达到 136。五月份的配置策略发生变动，新的组合是原油 20%空头，铜 10%空头，沪深 300 指数 40%空头，十年期国债 20%多头。

1

全球经济周期

1.1 疫情造成国内经济下滑

今年 3 月以来，国内疫情持续发酵，并呈现出点多、面广、频发三大特点。考虑到本轮疫情冲击了上海及东南沿海等大型经济城市带，且目前

上海疫情仍处于高位运行状态，国内经济增长的压力也因此被放大。根据最新发布的一季度经济数据来看，本轮疫情对国内经济的负面影响客观存在。一季度 GDP 同比增速 4.8%，低于预期，我们认为疫情对消费的冲击是拖累 GDP 增长的重要原因。

3 月份，社会消费品零售总额增速告负，同比下降 3.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额下降 3.0%。而在 3 月消费大幅回落的作用下，一季度，社零累计同比增长 3.3%，除汽车以外的消费品零售额累计同比增长 3.6%，均比前两月下滑了 3.4 个百分点。汽车销售也受疫情冲击加速下滑，3 月汽车销量同比下滑 11.7%。而除了消费的回落，失业率持续上升、工业生产放缓、投资增速回升受阻也是本轮疫情冲击国内经济的重要表现。

就业市场方面，3 月份失业率超预期。《政府工作报告》中提出今年经济目标是城镇调查失业率全年控制在 5.5% 以内，但 3 月份全国城镇调查失业率达 5.8%，环比增加 0.3 个百分点，就业形势较为严峻。工业生产方面，增速放缓。3 月份工增同比为 5%，比 2 月份回落了 7.8 个百分点。其中，汽车制造业等需求较弱的行业生产下滑幅度较大。投资增速方面，回升受阻，房地产投资销售均低迷，制造业投资受制于利润下滑，基建投资逆势走强。1-3 月份固定资产投资累计增速为 9.3%，比 1-2 月份下降了 2.9 个百分点。其中，房地产量价齐跌，房地产投资也在加速下滑，一季度房地产投资累计增速为 0.7%，比 1-2 月份大幅下滑了 3 个百分点。制造业投资增长 15.6%，比 1-2 月份的 20.9% 下滑了超过 5 个百分点，增速下滑较大。

而在政府债的发力下，基建投资逆势走强，一季度增速达 8.5%，远超我们预期的 4.9%。

1.2 美联储加息推动欧美加速进入“滞胀”阶段

俄乌冲突、全球股债波动、粮食能源等大宗商品价格高企的背景下，欧美通胀继续上行。欧元区 3 月的通胀程度和增速均创历史新高，美国 3 月 CPI 同比增速则创下 1981 年以来的最高记录。为应对美国 40 年来最严重的通胀，美联储不断地提高加息节奏。

大幅的加息缩表或拖累内需，美国经济下半年面临“滞胀”风险。外需方面，在国际形势复杂、美元受加息影响不断走强的情况下，美国的出口贸易受到一定冲击。数据显示，美国 3 月制造业 PMI 新出口订单增速放缓，外需已经回落。内需方面，随着加息力度的增强，支撑美国经济继续增长的消费也将缓慢回落。与此同时，美债期限利差不断收窄，今年以来已出现多次短期利率超过长期利率的现象，引发市场对美国经济衰退的担忧。

俄乌冲突推高大宗商品价格，欧洲或已进入“滞胀”。短期来看，俄乌冲突带来的能源供应和粮食危机都直接拖累了欧洲经济。长期来看，西方对俄制裁的持续，以及欧盟出于政治因素，有较为强烈的减少对俄能源依赖的意志，使市场产生了欧洲在未来一段时间内都将面临能源供应短缺、大宗商品价格高企、欧元区减产的悲观预期。我们维持在报告《欧美 3 月份通胀数据点评》中的观点，二季度欧元区经济增速或将严重放缓并进入

“滞胀”。

2

大类资产走势分析

2.1 美元和黄金

美元即将出现阶段性顶部。今年以来，市场针对美联储加息的预期不断上升。上周四，美联储主席鲍威尔在 FOMC 会议前最后一次公开讲话中的鹰派发言不仅维持了市场对 5 月加息 50BP 的预期，同时还暗示了未来同等幅度加息的可能性，进一步加深了市场对美激进加息的预期。美指则因美联储大幅加息的预期得到提振，目前已突破 101 关口，稳站 100 上方。美欧长期国债利差不断扩大，支撑了美元升值的趋势。但在相同基准的情况下比较而言，美元有些升值过快。这与人民币、日元等其他国家货币快速贬值有关。在美国十年期国债收益率趋向 3%、人民币出现一定程度贬值、欧洲央行超预期加息的可能性下，美元在五月或出现阶段性顶部。

图 1: 美元指数与美欧利差走势



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

美国强化鹰派立场，黄金价格或向下承压。实际利率是黄金价格的“最大对手”。一直以来，黄金价格与实际利率走向大致成负相关的关系，即利率越高，黄金价格越低，这是由于黄金的持仓成本会随着利率的升高而增加，持仓成本增加，持有黄金的实际收益就自然降低了，进而引起市场抛售黄金。

虽然俄乌局势、全球经济增长预期黯淡、通胀持续上行等因素利好黄金价格走势，但由于目前美联储货币政策收紧主导了市场行情，实际利率因美联储加息速度超通胀速度而持续走强，削弱了黄金作为避险资产的吸引力。如果在二季度美联储大幅加息后，美国的高通胀有所缓解，美联储的货币政策或因此缓和，黄金价格也会回归到由全球经济增速放缓等因素

主导的逻辑。当前美国实际利率刚刚回升至 0 附近，黄金价格同比增速回落到 12%左右，在过去六年多的相关关系中可以看出，两者又一次达到均衡状态。下一阶段，随着美国实际利率进一步提升，黄金价格将继续下跌。

图 2：黄金期货价格与美国实际利率走势



资料来源：IFIND，长城证券研究院

2.2 原油和铜

当前油价的运行逻辑主要在地缘政治、欧美国家禁运俄罗斯能源和 IEA 油储释放。需求回暖不及预期之间权衡。具体来看，提振油价的主要

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_41012

