



蒋飞：二月大类资产配置月报



文/意见领袖专栏作家 蒋飞 贺昕煜



核心观点

国际经济方面，美联储正在努力实现“软着陆”。一方面，美国财政支出继续增加，美国 2022 年四季度 GDP 环比折年率 2.9%，推迟了衰退。另一方面，美联储继续放缓加息步伐，延缓经济下行。国内经济方面，春节消费复苏喜忧参半。旅游、电影等线下消费明显复苏，但房地产、汽车等大宗商品消费暂时未见回暖。

美元和黄金：欧洲加息降速晚于美国，美元或将持续走弱。美联储 2 月或将放缓加息步伐至 25bp，而欧央行可能仍将继续加息 50bp，欧央行加息反超美联储或将促使欧元上行，而美元回落。整体来看，中美欧日四

国 CPI 反弹，黄金价格也随之上涨。美国通胀数据回落，加息预期放缓，美债利率下行，给了日元喘息之机，日元汇率已经回归到 130 左右，距离 2022 年最高接近 150 已经有所升值。欧元也正收复失地。因此以美元计价的欧洲和日本 CPI 也都出现反弹，黄金价格大幅上涨。

原油和铜：一月份国际油价大幅震荡，但油价上涨缺乏基础。一方面，一月份俄罗斯石油供应增长，另一方面，石油库存量增长限制了油价上涨空间。全球铜产量继续增长，但库存仍呈现下跌趋势。中国快速放开疫情限制，中国经济复苏可能提前，而美联储放缓加息，美国经济衰退或将延迟到来，在 2023 年全球铜需求总体放缓的形势下出现了一个特殊的铜需求不降反升的窗口期。在这一窗口期之内，铜价可能维持高位。

沪深 300 和十年期国债：美国加息放缓背景下，全球风险偏好抬升，全球股市一月份普遍上涨。疫情影响消退，春节消费复苏，拉动股市反弹。一月份的贷款旺季，再叠加风险偏好抬升，预计债市可能会出现调整。我们认为短期内回避市场波动，等待买入时机。

资产配置策略：一月份长城大类资产配置指数从 12 月 30 日的 123.53 上升至 1 月 20 日的 128.25，主要收益来自于股市上涨。二月大类资产配置策略：原油空单 10%，沪铜零头寸，沪金多单 10%，沪深 300 指数多单 5%，十年期国债零头寸，现金 75%。

1 全球经济周期

1.1 美联储正努力实现“软着陆”

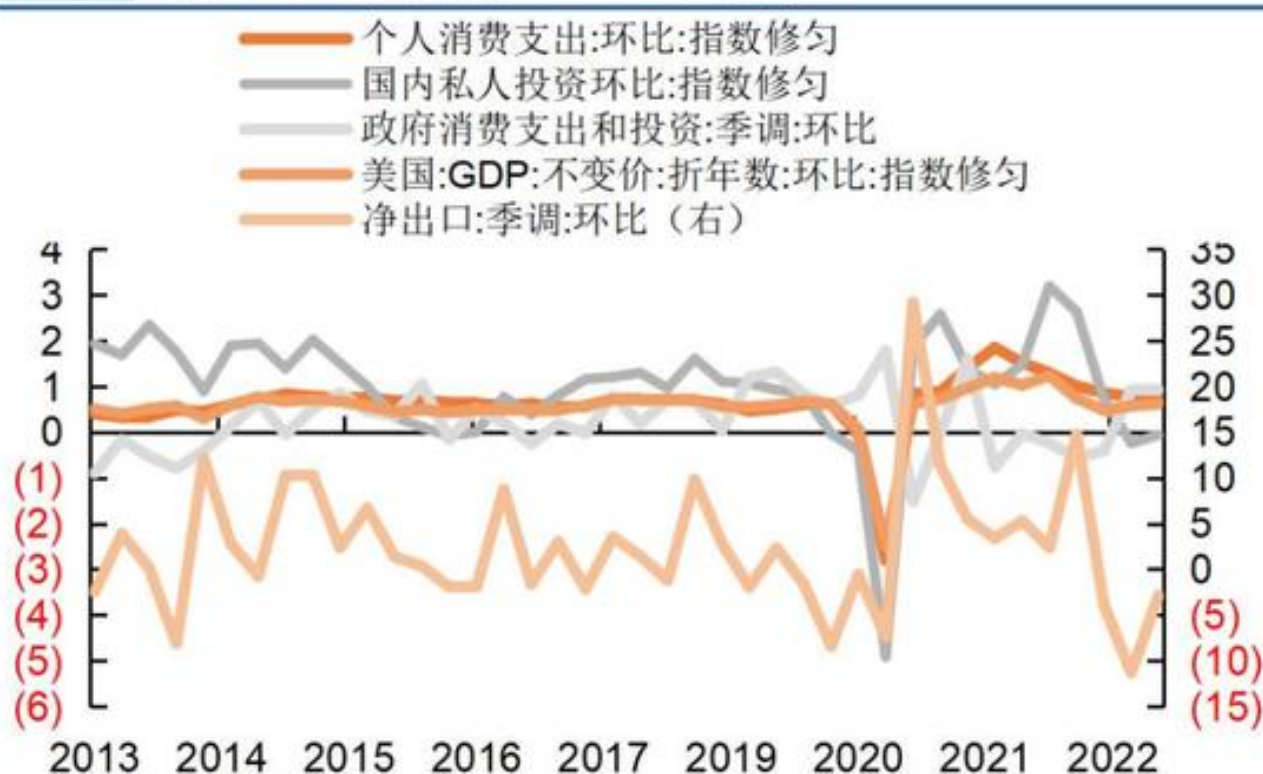
美国政府正在极力避免经济陷入深度衰退。主要表现在两个方面：(1) 2022 年四季度美国 GDP 同比 0.96%，环比折年率 2.9%，超出市场预期，避免了衰退，而主要贡献来自于政府支出的增加。受益于财政收入的快速增长，即使财政支出继续增加，2022 年的财政赤字也在预算 1.5 万亿美元之内（实际支出 1.38 万亿美元）。同时又得益于物价回落，财政支出对 GDP 的实际贡献上升。不过，美国财政仍然面临难题。1 月 19 日，美国国债达到 31.4 万亿美元，再度触发债务上限。财政部部长耶伦已经致信国会，国会两党也将就缩减财政支出展开博弈。如果最终大幅削减财政支出而换来债务上限的提高，会给经济增长带来较大压力。

图 1: 美国制造业 PMI 和 GDP 环比



资料来源: IFIND、长城证券研究院

图 2: 美国 GDP 各部分



资料来源: IFIND、长城证券研究院

图 3: 美国政府实际支出得益于物价回落



资料来源: IFIND、长城证券研究院

