

2023年，发达国家陷入衰退的概率已经不断攀升——高利率是抗击高通胀的必要利器，而持续的高利率也将导致衰退，衰退则可能是央行成功驯服“通胀虎”必须付出的代价。

美联储预计，终极利率将达到5.1%附近。近期，美国制造业PMI已连续跌破荣枯线，零售数据下滑。在这一背景下，究竟投什么？据第一财经记者了解，在政策或转向的背景下，机构纷纷谋划布局发达国家国债和高信用企业债，在降息预期下，这类资产不仅具备高票息，还将斩获收益率下行的资本利得；随着强美元见顶，黄金也备受关注。国际金价在2022年10月触及低点（近1600美元），目前已反弹至1923美元之上。去年第三季度全球央行购金量增至近400吨，创2000年以来的单季之最。

### 黄金再闪耀、央行囤金

黄金与股市等资产的相关性较低，可以起到降低投资组合风险的作用。在2022年，美股大跌近20%，虽然以美元计价的黄金基本原地踏步，但以欧元、日元、英镑等计价的黄金都有10%以上的涨幅，远高于股市、货币等资产类别。

黄金自去年11月以来就开始了上行趋势，累计上涨近20%后已经突破了关键的1900美元整数关口，上周一举突破1920美元。美元指数则已经从115附近的高位下跌10%以上，美元转弱会使得黄金在今年有突出的表现空间，美元和黄金在过去60天的相关性为-94%。

值得一提的是，虽然黄金是对冲风险的资产，但过去一年黄金的压力在于其本身是无息资产。为了遏制几十年一遇的全球性高通胀，全球主要10家央行去年累计加息2700个基点，无息资产的持有意愿下降。但随着美国和欧洲通胀开始降温，加息的效果已经逐渐显现，央行现在必须考虑的是紧缩政策对经济和资本市场造成的冲击。

“尽管美联储今年降息与否仍存在很大争议，但在政策转向的阶段，美债的收益率（不论是名义还是实际）将不可避免地下行，跌破当前的趋势线支撑。如果实际利率越低，那么黄金这一非生息资产的相对价值就会越高。”嘉盛集团资深分析师Jerry Chen对记者表示，黄金和10年美债期收益率在过去60个交易日的相关性为-80%左右，呈现出非常明显的反向走势。实际上，两者在大部分时间都处于负相关性。对此的解释是，因为黄金是无息资产，市场利率越低，持有黄金的机会成本就越低，黄金就越有价值。

今年，包括高盛在内的各大机构认为黄金有机会重新再度闪耀，而行情也已经先行。早在2022年12月时，不少机构预计黄金的整体均价会落在1890~1900美元/盎司

司。目前，高盛认为黄金的目标价将来会到1950美元/盎司附近。

此外，衰退环境有利黄金。目前，美国经济似乎仍保持强劲。亚特兰大联储GDPNow的预测显示，四季度的GDP约为4%。美国失业率为3.5%，仍是50年来最低。不过，不少机构认为，衰退可能是成功抗击通胀必须付出的代价。

先锋领航（Vanguard）亚太研究主管王黔近期对记者表示，2023年通胀将持续下行，大多数市场的通胀或已见顶（要减轻基于薪资的价格压力尚需时日），但随之而来的必须付出的代价就是2023年全球经济陷入衰退，美国2023年衰退的概率高达90%，这一判断主要基于美联储的紧缩路径，以及通胀侵蚀消费者购买力。

尽管衰退还未真正到来，但历次衰退，黄金的表现都颇为不俗。在由美国全国经济研究所（NBER）定义过的过去5次衰退中，黄金期货价格全部上涨，平均涨幅为5.7%。在过去7次衰退中有6次上涨，平均涨幅近16%。整体表现远好于同期的标普500。而当经济陷入停滞性通胀时，黄金的抗通胀和避险属性将发挥得淋漓尽致。典型的参考是1976~1980年期间，美国失业率维持在6~8%，通胀最高为14%，GDP最低为-0.3%，同期黄金从100美元左右强势升至最高650美元。这不禁令人期待——类似的疯狂有可能在今年重演吗？

央行似乎已经开始行动。在机构看来，央行正通过不断增加黄金持仓来对冲货币贬值、通胀，以及债务违约等风险，同时也达到了去美元或多元化的目的。世界黄金协会12月的报告指出，去年第三季度全球央行购金量增至近400吨，创2000年以来的单季之最，去年全球央行黄金储备升至1974年以来的最高水平。事实上，目前似乎投资者在选择性忽视俄乌冲突，认为地缘政治风险已经弱化，然而俄乌局势短期内难以落幕，能源危机是否会卷土重来也不得而知。

美国二年期国债 4.1856 -0.0060 (-0.15%)



富兰克林邓普顿（Franklin Templeton）方面对记者表示，从总回报、收益及风险管理角度来看，投资级信贷是首选的资产类别。在经济利好的情况下，随着利率走低和利差收窄，这类资产有潜力创造两位数的回报；此外，随着利率上升，该机构

对美国国债的评估也有所改善，因为一旦经济衰退触发股市波动，这一资产类别能提供比较有吸引力的收益率和下行保障。

“当10年期美国国债收益率约为2%时，我们认为它的吸引力较低。但从收入角度来看，延长久期以锁定4%的收益率则更有吸引力。这意味着美国国债在今年将成为我们入息投资持续战略的核心部分。”

整体而言，加息节奏缓和将率先利好债市，而股市则仍可能受到盈利衰退的冲击。

摩根资管搜集的数据显示，分析师普遍预期标普500指数在2023年的盈利能够保持5%的增长。但一些大型上市公司的财报和展望已给出了预警信号，而且我们看到越来越多的公司开始冻结或者削减中高端的岗位。接下来一个月，会进入2022年年报的发布期，企业盈利下行的信号可能会更加明显。这有可能促使分析师进一步下修今年的展望，导致股市价格承受进一步的压力。

摩根资产管理环球市场策略师朱超平称，美股的转机可能会出现在三季度。一方面，从美国经济中的一些领先指标（比如制造业新订单）来看，美国经济可能会在三季度发生衰退；另一方面，衰退伴随通胀下行，很可能促使美联储放松货币政策。股市是一个领先指标，投资者看到盈利衰退已经发生时，往往会往前看，考虑盈利何时会复苏。这时美联储如果开始进行刺激，资金就会流回股市。同时，利率下行的预期也会对股票的估值提供支撑。

因此，2023年摩根资管对海外市场整体的策略是，在上半年倾向于债券，利用国债和投资级信用债收益率较高的机会，获得比较好的票息现金流。同时，配置在债券也可以获得一定的灵活性。在经济数据和货币政策拐点出现时，能够比较灵活地转为配置股票，这个时点可能是在三季度。

实习生 丁茸允 对本文亦有贡献