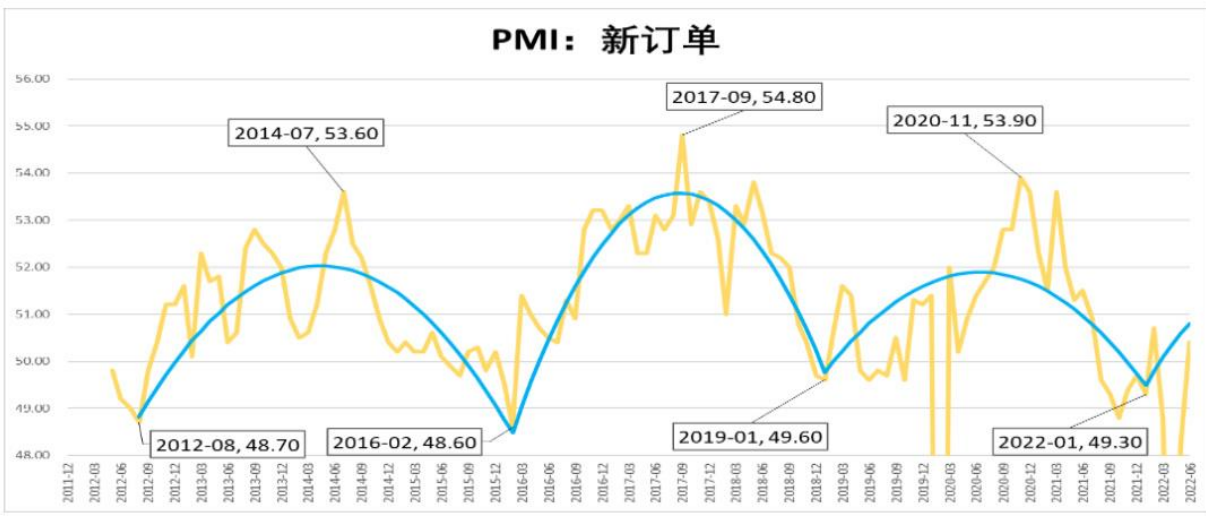
在不确定中把握投资的确定性

如何在不确定中把握投资的确定性?

问题一：投资一定不能脱离大的宏观环境。中央经济工作会议定调了“稳”，不论是财政政策，还是货币政策，都是“稳”字当头；而从全球经济看，欧元区和美国多年未遇的高通胀现象，让加息预期越来越浓。给今年的投资环境定个调，是不是会更具有挑战性?

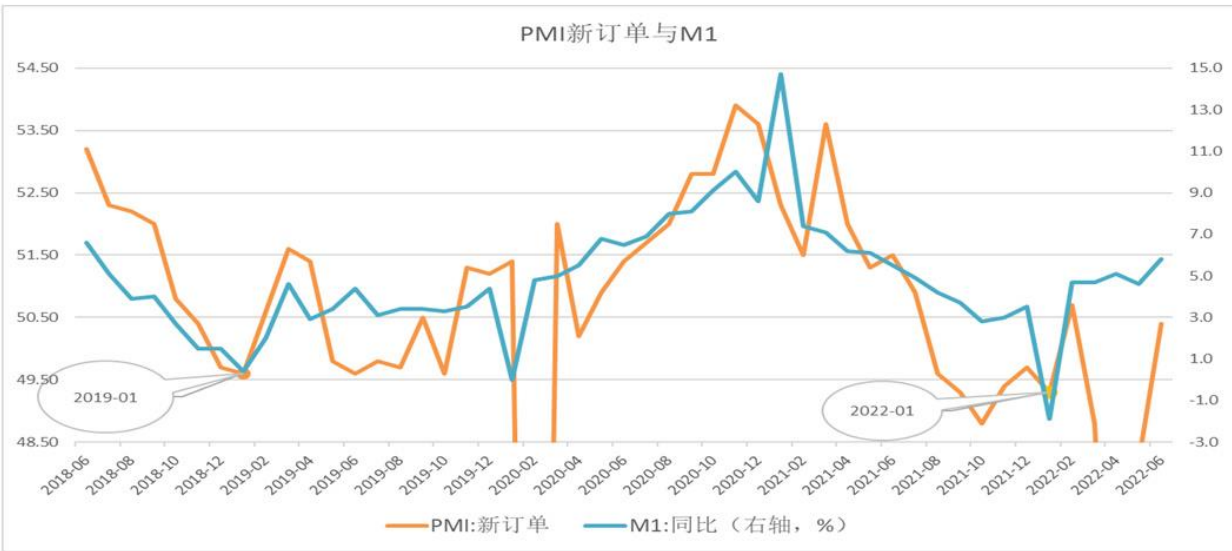
今年的投资环境有挑战，也有机遇。挑战主要来自于三大不确定性：一是全球疫情反复带来的供给冲击。我们二季度经济增长受到疫情很大拖累，下半年疫情对经济冲击的风险还没有完全解除；二是中美货币政策正常化进程错位，对“以我为主”的宽松政策可能形成掣肘；三是信用创造条件发生了变化，可能对信用扩张形成约束。过去几十年，房产、土地、政府隐性关联担保是银行主要的抵押担保品，在中国信用创造过程中扮演着极其重要的作用。今天稳经济大盘同时坚持房住不炒。房地产业扩张放缓，意味着优质抵押品增长放缓，商业银行信用创造能力可能受到一定局限。



https://www.yunbaogao.cn

当然，今年投资环境也有好机遇，这个机遇是经济已处在短周期复苏阶段、早期上行阶段。自然有季节性，经济也有季节性，经济的季节性表现在它会周期性波动。所谓经济短周期主要指小时间尺度上需求周期性波动，周期长度大致 3-4 年，它和企业的盈利波动密切相关，有时也叫盈利周期。我们发现，PMI 新订单指数是观测需求短周期波动的好指标之一。1 月份以来，PMI 新订单总体呈趋势性回升，尽管受疫情影响有所波动，甚至在 4 月份急剧下探，但在 6 月份再次回到枯荣线以上，达到 50.4。

除了 PMI 新订单指数以外，我们也还可以用 M1、企业中长期贷款等金融数据来印证我们的观察。拉长时间尺度，就会发现 M1 同比增速和以 PMI 新订单为代表的需求变化有着相似的走势：需求疲沓，M1 增速放缓；需求旺盛，M1 增速高涨。M1 同比增速在 1 月份触底后趋势性回升，最新 6 月份数据高达 5.8%，符合经济短周期已开始上行的判断。



从企业中长期贷款增速同样可以印证经济短周期已复苏。从市场需求

https://www.yunbaogao.cn

变化传导至企业加杠杆进行中长期投资需要一段时间，这点常被大家忽略。企业中长期贷款同比增速一般滞后需求变化 6 个月左右。刚公布的 6 月份数据显示企业中长期贷款增速已触底回升。

也就是说，经济正在复苏，开始进入新一轮短周期的上行通道。因为国债收益率、股票回报率走势与经济短周期紧密相关，所以这里花多一点时间阐述我的基本观点。经济触底回升的内在动力叠加“稳增长”政策将是下半年宏观经济走势的主要推动力。

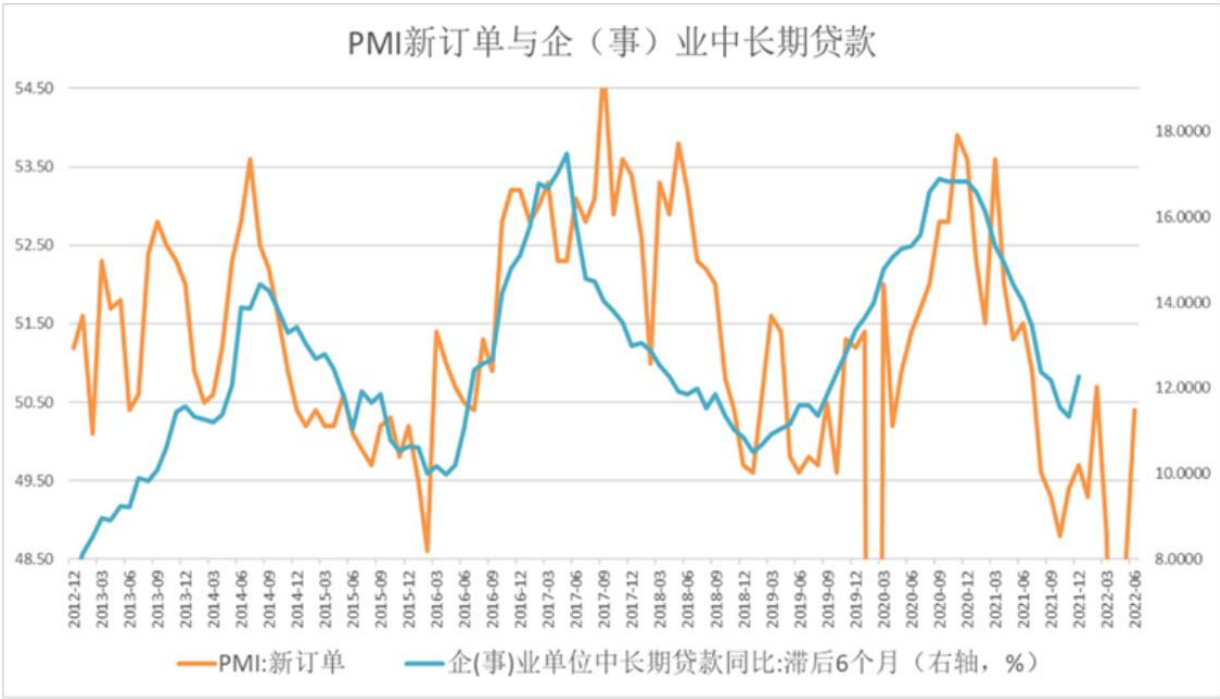
问题二：在这样一个全球经济的大环境下，2022 年下半年市场的机会在哪里？从大类资产看，更看好哪些品类？

尽管市场情绪、流动性等因素在资产定价中起着重要作用，但经济的盈利状况以及它的周期性波动在大类资产的定价起着更基础的作用。盈利周期性波动背后的驱动力就是前面讲的经济短周期。

我们做过一些实证研究，发现流动性因素不足以用来解释与预测国债收益率与股票回报率的走势。比如，今年 1 月份以来，市场流动性充足，M2 持续扩张，6 月份 M2 同比增速高达 11.4%。但是,10 年期国债收率却并未因流动性宽松而下行,相反,10 年期国债收益率在 1 月 24 日跌破 2.7%至 2.68%后，止跌回升，出现趋势性上行。究其原因，经济短周期才是决定国债收益率方向走势的“锚”、根本原因。当前，经济正在复苏，开始进入新一轮短周期的上行通道；相应的，我们可以看到十年期国债收益率也已触底，上行趋势确立。10 年期国债收益率是中国国债收益率中最受市

https://www.yunbaogao.cn

场关注的利率，是中国利率体系走势的重要风向标，对债市而言，下半年利率将总体上行。



相较债市，经济复苏、经济短周期处在上行阶段对权益市场是有利的、友好的。同样的，经济短周期才是决定股票回报率走势方向的“锚”。反映在数据升降的形和市场变化的态上，我们可以看到股票回报率与经济短周期的走势高度相关。当然，3 月、4 月的疫情暴发扰乱了经济复苏的步伐，也惊吓到了股市。随着市场在二季度的加速调整，目前 A 股估值已降至底部，经济短周期的复苏、上行隐含了市场机会大于风险，我们看好下半年国内权益市场的发展。

问题三：近期，从能源到金属再到农产品，一路走高的大宗商品的价格纷纷出现了回落，虽然很多大宗商品处于下跌趋势中，但其价格仍处于

https://www.yunbaogao.cn

历史高位，如何看待下半年大宗商品的价格走势?

大宗商品包括 3 个类别：能源商品、基础原材料和农副产品。

其中能源商品和基础原材料的价格波动都具有短周期波动特征。欧美国家经济短周期波动会深刻的影响到这两类大宗商品的价格变化，特别是基础原材料的价格波动。2021 年 3 月，美国制造业 PMI 新订单指数达到本轮短周期的峰值，随后发生了趋势性下行，摩根大通全球综合 PMI 新订单指数也在 2021 年 5 月达到本轮短周期的峰值，随后发生趋势性下行。总需求的不足引起了铜、钢、铝、锌、铅、铁矿石等基础原材料价格同比下行，这是一种正常的周期性行为。不过，值得注意的是，今年以来，美联储及其他主要经济体央行超预期加息、大幅加息，加剧了经济短周期下行，全球对大宗商品的需求降低，加快了基础原材料价格同比增速的下行。

能源商品和农副产品大宗商品价格受俄乌冲突影响，供应方面的限制还没有完全缓解，相关的油气和粮食等大宗商品价格仍面临较大的不确定性。未来，仍需观察俄乌冲突地缘政治博弈的结果。

问题四：数据显示，美国 5 月的 CPI 同比上涨 8.6%，创造了 1981 年

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_44212