



招商銀行
CHINA MERCHANTS BANK

研究院
Institute



私人銀行 季度投資觀點

二零二二年 第三季度

2022年下半年暨三季度配置策略

向阳而生

2022 年上半年，在俄乌冲突和疫情反复等新生供给扰动下，美国通胀“高烧不退”，驱动美联储货币政策加速收紧，加大了美国经济陷入衰退的概率。中国方面，疫情二次冲击令经济下行压力进一步加剧，居民、企业收入预期和消费双双减弱，信心以何种方式修复将关系到下半年资本市场的走势。

经历了上半年的风风雨雨，我们期待下半年向阳而生。面对依然复杂的宏观环境，分化的境内外大类资产，下半年投资者应如何布局，大类资产蕴含哪些风险与机会？带着这些思考，与您分享我们对下半年资产配置的最新观点。

■ 2022 年上半年大类资产表现回顾：股票全面下跌，美债利率大涨

回顾 2022 年上半年，境内外市场表现并不一致，呈现明显的“境外权益及固收均弱于境内”的特征。其中，主要国家股市全面下跌，美股跌幅大于 A 股和港股（见图 1）；美债利率大涨，而中债利率保持稳定，中美利差出现倒挂（见图 2）。背后的逻辑主要源于中美经济周期错峰（中国经济下行压力加大，美国处于“滞胀”区间）以及与之而来的货币政策的分化（中国货币政策偏松，美国货币政策大幅收紧）。

境外市场方面，市场呈现“股债双杀”格局，黄金震荡，美元走强。上半年，市场的交易主线集中于美国通胀不断走高、美联储的货币政策超预期紧缩，以及地缘政治冲突（俄乌战争）加剧了能源价格上涨。美股在货币政策超预期紧缩以及未来经济预期转弱的影响下，三大股指跌幅较大；美债在货币政策收紧的推动下，利率上半年大幅上行；黄金则受到多（通胀上行、地缘政治冲突）空（美国货币政策紧缩、美元上涨）因素影响，冲高回落。

境内市场方面，市场呈现“股弱债平”和“风格分化”格局。上半年，市场的交易主线集中于经济下行叠加疫情冲击、稳增长政策持续加码，海外风险（美联储紧缩、地缘政治冲突）。对于 A 股来说，尽管稳增长持续加码，但是同时面临经济下行叠加疫情冲击和海外风险的影响，市场整体下行。风格分化特征持续。受益于大宗商品（尤其是能源）价格上涨、以及稳增长政策加码，稳定、周期和金融风格在今年表现相对较好，而估值偏高且受下游需求萎靡影响较大的成长和消费风格在今年表现较差。债券方面，中债利率不同期限有所分化，10Y 国债利率基本持平，主要因上半年疫情冲击属于短期影响，对长期经济增长预期影响不大；而短端利率下行，主要受益于中国经济下行，以及偏松的货币政策。

图 1：A 股、港股表现强于美股



图 2：美债利率大幅上行



2022年下半年暨三季度配置策略

表 1：主要资本市场表现

大类资产	名称	Q2 (%)	Q1 (%)	2022年上半年 (%)
权益	MSCI 发达市场	-15.30%	-4.95%	-19.50%
	MSCI 新兴市场	-7.88%	-6.46%	-13.83%
	道琼斯工业平均指数	-12.44%	-4.57%	-16.44%
	标准普尔500指数	-17.55%	-4.95%	-21.63%
	纳斯达克综合指数	-23.85%	-9.10%	-30.79%
	上证综合指数	1.13%	-10.65%	-9.64%
	伦敦金融时报100指数	-4.37%	1.78%	-2.67%
	巴黎CAC40指数	-10.66%	-6.89%	-16.82%
	法兰克福DAX指数	-7.70%	-9.25%	-16.24%
	东京日经225指数	-4.28%	-3.37%	-7.51%
	韩国综合指数	-9.60%	-7.39%	-16.28%
	恒生指数	-4.22%	-5.99%	-9.96%
	台湾加权指数	-9.30%	-2.88%	-11.92%
	圣保罗 IBOVESPA 指数	-14.95%	14.48%	-2.63%
	俄罗斯 RTS 指数	24.64%	-36.00%	-20.23%
大类资产	名称	Q2 (%)	Q1 (%)	2022年上半年 (%)
利率	美国 10Y	117	20	197
	中国 10Y	-2	1	1
	英国 10Y	74	25	139
	法国 10Y	141	73	220
	德国 10Y	107	31	188
	日本 10Y	5	3	8
大类资产	名称	Q2 (%)	Q1 (%)	2022年上半年 (%)
贵金属	黄金	-6.67%	5.89%	-1.17%
	白银	-10.79%	6.40%	-5.08%
大类资产	名称	Q2 (%)	Q1 (%)	2022年上半年 (%)
汇率	美元	7.24%	2.49%	9.91%
	人民币	-5.83%	-0.47%	-5.39%
	日元	-10.17%	5.73%	-15.04%
	英镑	-8.72%	-2.86%	-11.33%
	欧元	-5.88%	-2.67%	-8.39%

数据来源：Wind，数据截至 2022/06/14

■ 2022 年下半年大类资产配置展望

展望 2022 年下半年，我们认为包括 A 股、港股在内的权益类资产的收益预期将有所恢复，但不宜过于乐观。因此相比 2021 年年底，可以适当增加资产配置整体的进攻性，并加大权益类资产的配置力度。建议投资者在股票和固收资产之间采取攻守平衡的配置思路，同时特别重视权益资产内部的结构化机会。

表 2：主要资产配置建议汇总表

资产类别		配置建议					配置变化
		高配	中高配	标配	中低配	低配	
贵金属	黄金			●			
固收	中国国债			●			↑
	中国信用债			●			
权益	A 股			●			
	—消费			●			
	—周期					●	
	—成长			●			
	对冲			●			
	港股-科技		●				↑

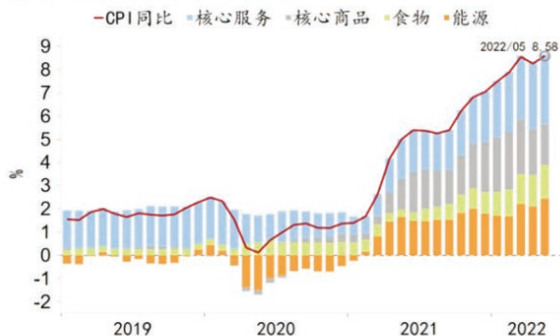
定稿日期：2022/7/8

招商银行私人银行部、招商银行研究院联合出版

目 录

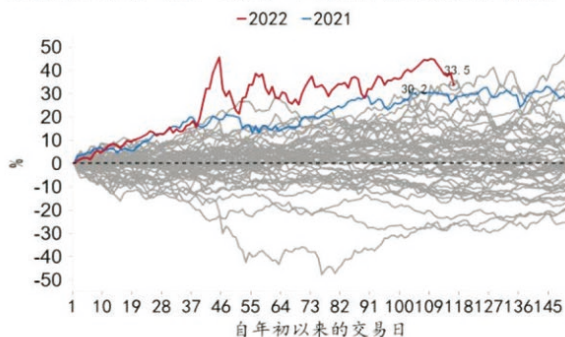
一、2022年下半年宏观经济主线：美国“滞胀”与中国资产负债表行为	4
■ 主线一：“硬加息”与“硬着陆”	4
（一）美国通胀：“高烧不退”	4
（二）美国就业：维持强劲	5
（三）美联储：被迫“硬加息”	5
（四）美国增长：“硬着陆”风险上升	6
■ 主线二：中国资产负债表行为分化	6
二、主要市场研判：适度加强进攻，逢低布局权益	9
■ 境内固收：震荡寻底后，上行风险加大	10
（一）利率债展望：防御优先	10
（二）信用债展望：优选基本面从底部向上改善行业	11
（三）固收产品仍是资产配置压舱石	12
■ 境内权益：下半年A股震荡，逢低布局	12
（一）大盘先上后平，总体震荡	12
（二）A股配置方向建议	14
（三）权益产品均衡配置	14
（四）港股：关键看科技股盈利何时改善	15
（五）对冲：边际改善，维持标准配置比例	15
■ 美股：仍面临“滞胀”困局，将偏弱震荡	16
■ 美债：紧缩政策落地，利率先上后下	17
■ 黄金：延续宽幅震荡	17
三、资产配置策略：适当增加进攻性，重视结构性机会	18
■ 胜率：国内固收资产胜率下降	18
■ 盈亏比：境内股债性价比呈现股>债的特征	19
■ 结论：相对看好权益类资产的配置价值	19

图 3：5 月美国 CPI 通胀超预期再创新高
美国CPI同比增速构成（NSA）



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 4：今年大宗商品价格涨幅创下历史之最
大宗商品价格（S&P GSCI）年内累计涨幅（1970-2022）



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 5：住房和交通驱动美国核心服务通胀
美国核心服务CPI环比增速及构成



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

2022 年下半年宏观经济主线：美国“滞胀”与中国资产负债表行为

2022 年二季度，美国通胀“高烧不退”，驱动美联储货币政策加速收紧，加大了美国经济陷入衰退的概率。我国外部约束相应进一步趋紧，外需回落，货币宽松受限。

境内方面，疫情二次冲击令经济下行压力进一步加剧，居民、企业和政府资产负债表行为的分化成为其中最为值得关注的现象。预期转弱导致居民和企业去杠杆，政府则积极作为加杠杆，以稳经济保民生。

中国经济未来的前景，取决于公共政策及宏观政策能否有效提振私人部门信心，引导居民和企业走出困境。

■ 主线一：“硬加息”与“硬着陆”

（一）美国通胀：“高烧不退”

美国 5 月 CPI 通胀超预期上行至 8.6%（见图 3），颠覆了市场此前对美国通胀已见顶的判断。本轮通胀高企始于疫情爆发后美国强力宏观刺激以及总供给受限所产生的供需缺口。今年以来，新生供给冲击和经济重启交互作用，美国通胀走势相应呈现出新的特征。

一是食品和能源成为美国通胀上行的主要驱动（见图 4）。俄乌冲突之下，今年能源和食品价格涨幅创下历史之最。受俄乌问题长期化影响，食品通胀具备持续性，但能源通胀可能在衰退预期影响下回落。

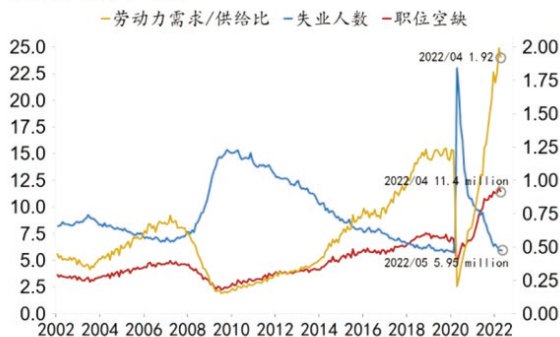
二是核心商品通胀缓慢回落。虽然耐用品消费和非耐用品消费价格先后转为通缩，但俄乌冲突和新冠疫情导致供应链修复受阻，延缓了核心商品通胀下行的速度。

三是随着美国经济修复重心由商品转向服务，核心服务通胀的动能逐步上升。特别是住房和交通服务分项，在供求两端均面临通胀压力（见图 5）。



图 6：美国就业供需缺口持续扩张

美国劳动力市场缺口



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

前瞻地看，短期内美国通胀仍将在高位“磨顶”，四季度或在基数效应和美联储快速加息的作用下逐步回落。

（二）美国就业：维持强劲

今年以来，美国就业强劲增长，3.6%的失业率逼近 50 年最低水平。由于用工需求强劲但劳动参与率显著低于疫前水平，美国就业供需缺口不断扩张（见图 6），目前岗位空缺/失业人数之比已接近两倍，创下有统计以来的最高值。

一方面，扩张的供需缺口带来了更大的薪资通胀压力，成为核心服务通胀的主要支撑因素之一。另一方面，强劲的用工需求为美联储政策收紧提供了缓冲空间。美联储认为，在货币政策收紧后，较高的职位空缺率将为失业率提供缓冲，增加经济“软着陆”成功的概率。

前瞻地看，下半年美国就业增长将维持强劲，劳动参与率则受到就业意愿低迷压制难以显著回升，就业市场供需缺口仍将处于高位，驱动薪资增长。

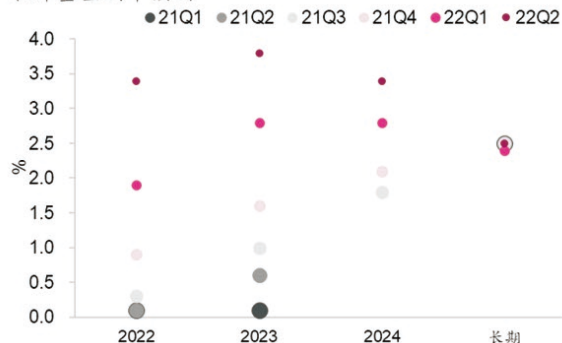
（三）美联储：被迫“硬加息”

不论通胀还是就业形势，均指向美国货币政策将快速收紧。今年以来，美联储对此前偏鸽的政策立场迅速纠偏，在上半年完成了结束 QE、开启加息和缩表的货币政策正常化“三部曲”，并不断释放加速收紧的信号，大幅上调对加息次数的预测（见图 7）。6 月议息会议上，美联储罕见地违背了其在 5 月议息会议后发出的“未考虑加息 75bp”的前瞻指引，将联邦基金利率区间上调 75bp 至 1.5-1.75% 的疫前水平，展现了不惜代价控通胀的决心。

前瞻地看，年内美联储可能展开“大干快上”式“硬加息”，将政策利率快速推升至中性水平以上。最新点阵图显示，今年底联邦基金利率的预测中位数较一季度大幅上调 1.5pct 至 3.4%，指向年内的 4 次会议仍有约 7 次（175bp）

图 7：美联储不断上调加息预测

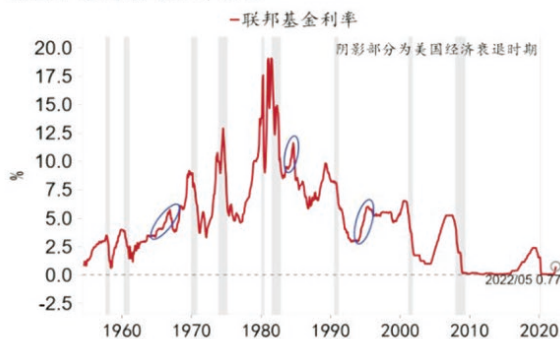
联邦基金利率预测



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 8：美国仅有三次加息周期后未发生衰退

美国加息周期与经济衰退



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

的加息空间：7 月和 9 月或分别加息 75bp 和 50bp，11 月和 12 月分别加息 25bp。

考虑到过去一年半美联储政策利率预期的急剧变化，未来美联储的货币政策路径仍然存在较大不确定性。若美联储在多重压力下紧盯 2% 的通胀目标“硬加息”，美国政策利率存在进一步上行风险。

缩表方面，美联储将继续按 5 月议息会议后公布的缩减方案执行。值得注意的是，本轮缩表进程很可能更多取决于美国经济前景，而非市场流动性。

（四）美国增长：“硬着陆”风险上升

美联储进取的加息立场，令市场对美国经济衰退的预期升温。尽管美国历史上有 1965、1984 和 1994 三次加息周期经济“软着陆”的经验（见图 8），但前两次均有“宽财政”托底，分别为约翰逊总统的“伟大社会计划”和里根总统的“大减税”。而 1994 年是克林顿政府执政初期，当前的美国经济和政治形势与当时也不可同日而语。

当下美国疫后复苏尚在进行中，中期选举后拜登政治影响力大概率进一步下降。高通胀使得美国实际工资增速和消费者信心指数双双创下历史新低，侵蚀了美国消费者的购买力和信心（见图 9），叠加紧缩的财政和货币政策，将抑制美国经济持续复苏的动能。在生产端，二季度美国制造业和服务业 PMI 也显著回落。

总体而言，当前美国经济依然维持复苏，但内生动能明显放缓，叠加高通胀和快速收紧的货币政策，经济衰退的风险明显上升。

■ 主线二：中国资产负债表行为分化

回到国内，下半年经济总体将处于三年疫情中二次探底后的修复阶段。在当前的修复进程中，最值得关注的是居民、

图 9：美国工资增速和消费者信心创下新低

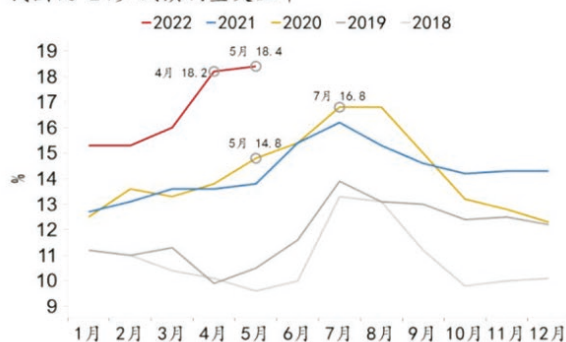
美国实际工资增速与消费者信心指数



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 10：青年失业率大幅上升

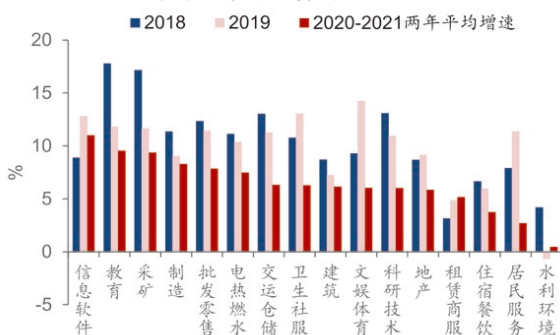
我国16-24岁城镇调查失业率



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 11：2020-2021 各行业工资增速显著放缓

规模以上企业分行业平均工资增速



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 12：居民消费意愿低迷，储蓄倾向上升

中国消费者信心指数与居民储蓄倾向



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

企业和政府经济行为的分化，表现为居民和企业降杠杆，政府加杠杆。

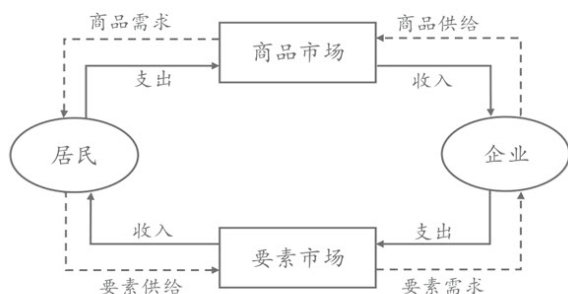
先看居民部门。疫情冲击导致居民就业和收入前景恶化。在供给端，“两会”指出今年需要就业的城镇新增劳动力达1600万，为多年来最高。但在需求端，截至5月，城镇新增就业人数累计同比收缩7.8%。其中，青年就业形势尤为严峻，16-24岁青年失业率自去年末持续上行，刷新历史新高（见图10）。考虑到今年有创纪录的1076万大学生毕业，青年失业率仍有进一步上行压力。

冗余的劳动力供给与疲弱的劳动力需求，将对已然放缓的薪资增速构成进一步的压力。与2018-2019年的两位数增速相比，近两年绝大部分行业的平均工资复合增速已有不同程度的下降（见图11）。其中居民服务、文体娱乐、卫生等行业工资涨幅明显收缩，即便是受疫情影响较小的信息技术行业也有所放缓。

劳动力市场前景恶化，使得居民部门行为趋于保守，消费和购房需求疲弱，预防性储蓄倾向上升，资产负债表开始收缩（见图12）。统计局和央行调查显示，去年下半年以来，居民部门储蓄倾向大幅上升，消费信心陡峭下行。5月，在金融机构“全力以赴加大贷款投放力度”的背景下，居民新增贷款仍然史无前例地连续第7个月同比负增长，前5个月累计同比减少64.1%（-2.4万亿）；另一方面，居民新增存款则连续3个月同比大增，前5个月累计同比大增50.5%（2.6万亿）。

再看企业部门。疲弱预期下，居民消费后企业获取经营收入再进行生产投资，之后居民获取工资收入再进行消费的正循环链条被打破了（见图13）。1-5月，规模以上工业增加值累计同比增速由7.5%跌至3.3%，特别是中下游生产受疫情和需求拖累表现低迷。分所有制类型看，私企和外企生产

图 13：居民-企业循环流向图



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

经营所遭受的冲击更为剧烈。

观察企业信贷情况，企业新增中长期贷款自去年 7 月以来仅有 2 个月实现了小幅同比正增长（1 月和 3 月），反映出企业实质性加杠杆的意愿不足。企业存款方面，今年企业存款的增长更多受益于逆周期政策，包括留抵退税及“宽信用”货币政策，而非经济正常运转时居民存款向企业存款的转化（见图 14）。

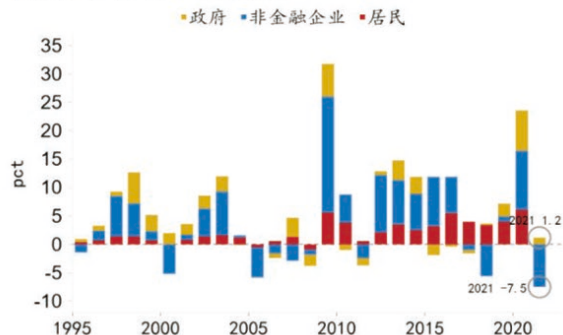
图 14：企业中长贷和存款表现分化
企业新增存款与中长期贷款（1-5月）



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

纵观居民和企业部门，两者的去杠杆行为开始交互作用，一定程度上陷入负向循环。如果储蓄上升、投资下降的局面持续，利率将持续承压，银行的“资产荒”也将延续。上世纪 90 年代后，日本就曾经历了痛苦的长期去杠杆过程。不止日本，美欧多国在经济泡沫破灭后均出现了资产负债表衰退，私人部门大幅去杠杆。当前我国私人部门去杠杆的现象，与日美欧等国经验表象相同，成因则截然不同。我国并未发生经济泡沫破裂，居民和企业也并未彻底陷入“资不抵债”的绝境。疫情和政策不确定性所导致的“预期转弱”，是居民和企业去杠杆的根本原因。

图 15：2021 年企业去杠杆，政府加杠杆
中国各部门杠杆率年度变化



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

幸运的是，政府部门正积极作为，在主动加杠杆的同时着力推动“稳增长”政策落地见效（见图 15）。这有助于降低政策不确定性，扭转疲弱预期，提振市场主体信心。一方面，上半年财政政策加速落地执行，包括完成 1.5 万亿的留抵退税，央行等机构加速上缴利润，中央对地方转移支付下达率达 90%，政府债加速发行等。另一方面，国务院连续召开重要会议部署经济工作，包括 6 个方面 33 项一揽子稳经济措施，要求各地在纾困政策上能出尽出，还派出督查组，对 12 个省稳增长保就业开展专项督查，释放了强烈的“稳增长”信号。当然，仅靠政府部门和国企加杠杆是无法支撑起经济，只能起到引导和撬动作用，关键仍然在于通过综合施策，为私人部门重新扩张资产负债表提供激励。



图 16：一季度 GDP 增速明显回落

三驾马车对GDP增长的拉动



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

展望下半年，我国宏观经济的三驾马车修复动能将有所分化，由于上述市场主体行为的改变总体仍将承压（见图 16）。从外部均衡看，货物贸易景气度将进一步下行，净出口对 GDP 的拉动将减弱。从内需来看，房地产销售和投資改善仍需时日（见图 17），或持续对经济增长形成负向拖累，消费复苏动能疲弱。基建和制造业投資将成为“稳增长”政策的主要发力点，对经济增长的贡献将上升。

宏观政策方面，由于货币政策空间进一步受限，下半年的增量政策工具将主要来自于财政政策，包括明年专项債的提前发行，以及超前加速推动基建。广义政府部门的积极作为，有望通过示范和信号效应稳预期、稳信用，带动私人部门经济行为回归正循环。

总体上看，我们预计今年我国 GDP 增速在 4.0-4.5% 之间。全年出口增速大幅下行，消费小幅正增长，房地產投資或小幅负增长。亮点在于基建投資增速大幅上升，制造业投資增速维持韧性。

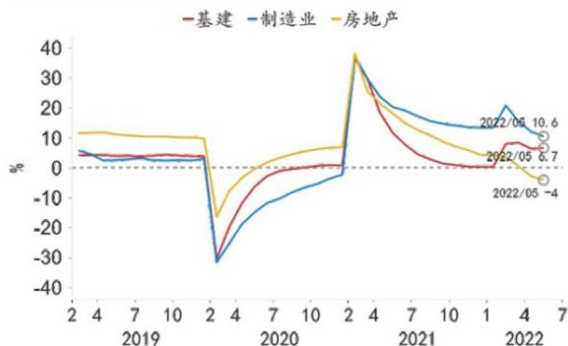
主要市场研判：适度加强进攻，逢低布局权益

下半年境内外大类资产的驱动主轴有明显分化，海外资产波动将围绕以美国为代表的“滞胀”以及主要央行的应对来展开，境内资产波动将围绕居民、企业能否走出资产负债表负反馈循环来展开。

海外“滞胀”环境对股债资产而言均是显著不利的。若美联储的“硬加息”在下半年继续，欧洲亦跟随，美股和主要海外权益市场相信仍会受到较大压力，对海外股、债资产的预期收益宜继续保持谨慎，同时，若下半年美联储加息力度放缓，海外大类资产的波动率预计也将有所降低。

中国居民和企业下半年能否结束，以及在多大力度上结束收缩资产负债表的行为，将决定境内股、债资产的收益回

图 17：上半年固定资产投资显著放缓
固定资产投资（累计同比）



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

报对比。“宽信用”在下半年落地仍是市场的普遍共识，但落地力度仍难以确定。在这一背景下，中国债券市场利率虽整体延续震荡，但相对更偏上行风险，上行幅度视乎稳增长效果而定，固收类资产的预期收益可能低于上半年；国内权益资产下半年的预期收益将得到改善，宏观流动性的充裕有利于提振股市微观流动性，但实现趋势性转牛的条件仍不充分，尚需要企业中长期信贷增速回升，来对经营业绩拐点来进行确认。

整体而言，境内股债资产的预期回报好于境外市场，境内权益资产的盈亏比优于固收资产。与半年前相比，我们建议在股债资产组合取得平衡的前提下，适当加强境内资产整体的进攻性，逢低积极布局境内权益资产，但在境内权益市场新一轮牛市确认前，亦应保持耐心，不可操之过急。

■ 境内固收：震荡寻底后，上行风险加大

（一）利率债展望：防御优先

展望 2022 年下半年，稳增长政策落地，疫情受控，经济有望顺利修复。由此，下半年利率继续下行的可能性以及空间大幅减少，利率趋于震荡，并随着经济的修复，上行风险逐渐加大（见图 18）。

跟随信用环境修复拐点，利率向上的拐点最早或落在三季度中期。从信用环境来看，实体融资需求仍处在疲弱状态，尚未出现触底回升的现象。实体融资需求下滑到上升的转换过程，需要满足企业活期存款增速持续上升和票据增速从高点向下回落两个条件。从时间点预估，非常乐观的估计下，企业中长期贷款增速可能在 Q2 逐渐触底，Q3 中期好转。长债和短债利率的拐点最早也会跟随落在今年三季度中期。当然，若信用环境修复不及预期，这一拐点的时间可能还会再晚一个季度左右。

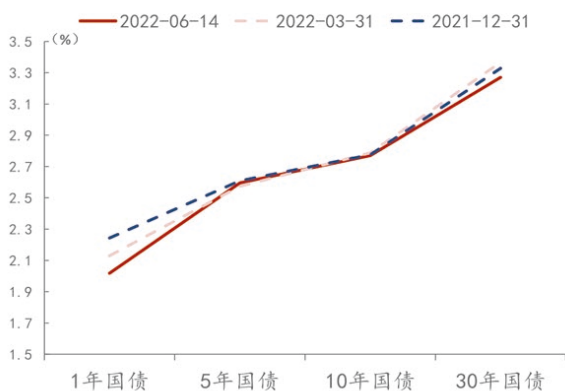
图 18：上半年中国国债利率震荡为主



资料来源：Wind，招商银行研究院

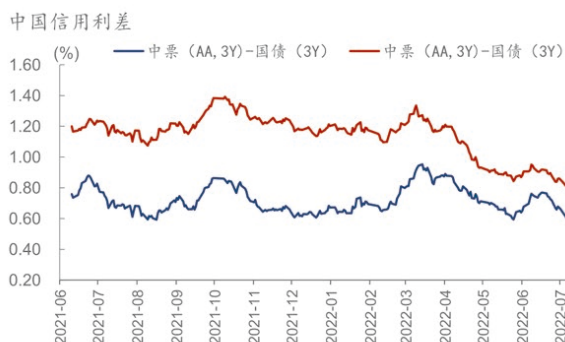
主要市场研判

图 19：上半年中国国债利率曲线趋于陡峭



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 20：上半年中国信用利差走阔后压缩



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 21：上半年城投信用利差走阔后压缩



资料来源：Wind，招商银行研究院

展望下半年，预计 10 年期国债利率中枢在 2.9% 附近，高于上半年（2.8%），波动区间在 2.7-3.1%。债券期限结构曲线方面，曲线形态以长端利率的变化为主，下半年经济增速回升，货币政策趋稳，曲线可能继续陡峭化（见图 19）。

策略方面，十年期国债在 2.75% 以下，可以适当止盈债券品种。在利率上冲到 3.0% 附近后可增配债券品种。

（二）信用债展望：优选基本面从底部向上改善行业

展望 2022 年下半年，信用债流动性溢价或有所收敛，基本面好转或带来风险溢价走低。此时高、低评级之间的走势或不同于上半年（见图 20），将出现分化，高评级信用利差有上升的风险，整体收益或不及中高评级信用债。其中，行业基本面修复更好的信用债的信用利差压缩幅度会更大，将带来投资机会。

因此在策略方面，我们认为可以跟随政策轮动，看重行业结构分配，在基建，高端制造业、双碳等板块进行挖掘。同时，沿着 CPI 同比上行为主线，做好行业比例调节，增加下游农林牧渔、休闲服务、食品饮料行业的配置。

城投债：上半年城投债行情较强（见图 21），一是基建托底经济，二是流动性宽松，叠加市场风险偏好走弱，城投债的安全属性受到青睐。优质的城投债仍是安全资产，但短期需要考虑交易是否拥挤，避免下半年流动性收敛带来的调整。同时还需要避免过度下沉，经济尚未完全企稳之前，部分地区债务风险仍然较大，需要谨防尾部风险。

强周期债：煤炭、钢铁行业中期盈利和偿债能力处于产业周期的相对高位，叠加上半年流动性宽松，行业信用利差已经持续下行至极低位置，收益率调整的风险增加。不过考虑到基本面表现较好有可持续性，调整幅度可能有限。

地产债：地产行业基本面仍处在下滑态势之中，不过下滑速度有所放缓。下半年地产行业基本面下滑空间有限，并

且在政策松动的利好影响下，行业基本面或出现小幅修复，地产债继续下跌空间有限。不过民营地产债相较于国企地产债的风险仍然在出清，维持谨慎。

（三）固收产品仍是资产配置的压力石

对于纯固收产品，建议减少短债基金配置比例，保留一定仓位配置中长期产品，策略上建议以票息型、平衡型固收产品为主，规避纯交易型的固收产品。有流动性管理需要的投资者，可以配置杠杆率略高于同类产品的短期滚动开放式债基或银行理财。

固收+产品方面，考虑到权益类资产的性价比优于债券，在权益市场趋势尚未确立前，可继续持有均衡风格的固收+产品，获取绝对收益。若后续权益市场明显走强后，可以考虑配置具备资产配置能力、仓位灵活、权益投资能力突出的固收+基金。

■ 境内权益：下半年 A 股震荡，逢低布局

（一）大盘先上后平，总体震荡

影响 A 股的关键因子包括企业盈利、流动性和估值水平等，我们通过分析关键因子的走势以展望下半年 A 股行情。

1) 首先，从企业盈利的角度，下半年总体呈下行态势，三季度边际修复，四季度仍存压力。上市公司业绩增速和实际 GDP+PPI 高相关。我们判断今年四个季度实际 GDP+PPI 分别为 13.5%、7.2%、9.2%和 6.3%。因此，上市公司业绩增速下半年可能先上后下，对业绩构成压力的主要因素是 PPI 的下行（见图 22）。

业绩增速具体何时好转，可关注月频数据中长期贷款增速何时企稳回升。该指标可以较好衡量企业和居民加杠杆的动力，是企业盈利的同步指标。目前看，中长期贷款增速仍处于持续下行阶段，意味着居民和企业扩张动力不足，业绩

图 22：业绩增速和实际 GDP+PPI 高相关
全A利润增速 VS 实际GDP+PPI

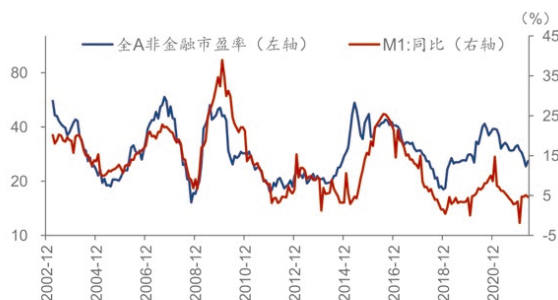


资料来源：Wind，招商银行研究院

主要市场研判

图 23：狭义流动性 M1 和估值高相关

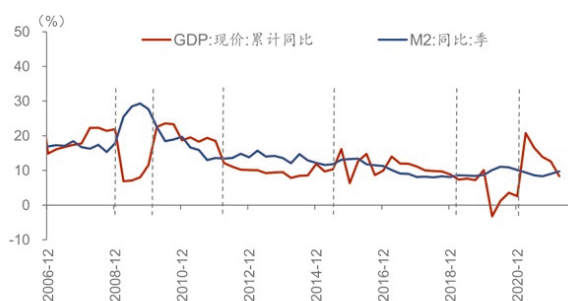
全A非金融市盈率VS M1同比



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 24：广义流动性 M2 高于名义 GDP

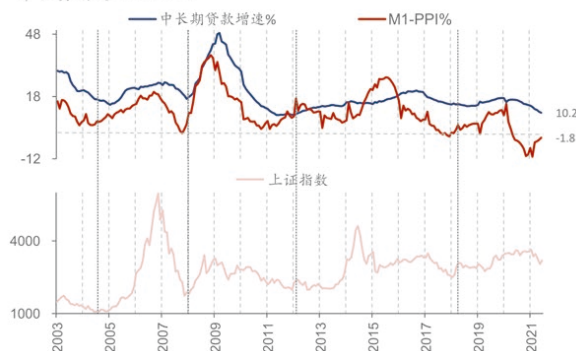
GDP现价VS M2累计值



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 25：流动性底-市场底-业绩底

中长贷增速 VS M1-PPI



资料来源：Wind，招商银行研究院

增速处于下行态势。

2) 其次，从宏观流动性的角度看，下半年流动性有望持续偏宽松。今年以来货币政策偏宽松，央行持续降息降准，货币供应量 M1 和 M2 都有所回升，货币需求侧社融也有一定上行幅度。我们预计，在今年稳增长的巨大压力下，央行的基调不会变。同时在全球“滞胀”加息的背景下，货币政策同时受制于海外加息和潜在的输入性通胀，预计不会大水漫灌。流动性总体将呈小幅宽松的态势。我们预计下半年 M2 增速今年将持续高于名义 GDP 增速，M1 增速下半年也有望高于 PPI 增速（见图 23），金融市场流动性整体充裕，对市场整体估值有提振作用（见图 24）。

3) 从市场估值的角度看，全 A 非金融当前估值 26 倍，过往四轮熊市估值底都在 20 倍以下，目前处于较低水平但尚未到极低水平，不宜作为看涨理由。估值是交易的结果，通常不能作为看涨市场的原因。只有在估值极低的情况下，股债性价比达到极致的时候，才能把估值看做上涨的理由。估值的波动类似于钟摆，只有到两端的极致水平才能大概率预测向均值回归。

综合考虑企业盈利和流动性，盈利可能三季度好转四季度偏弱，流动性三四季度持续偏宽松，指向下半年 A 股整体或先上后平，总体以震荡为主，上有业绩压制，下有流动性托底。指数波动区间或在 3000 到 3600 点，指数若跌到区间下沿附近建议逢低布局，指数若到区间上沿附近则保持谨慎。

如果只有流动性扩张，而没有业绩支撑，市场往往只有反弹而没有反转，四月底以来的行情修复暂时以反弹对待。下半年行情要想真正起来，关注两个基本面关键信号：M1-PPI 等流动性表征指标如若好转则能带来反弹，中长期贷款增速等业绩表征指标如若好转则能带来反转（见图 25）。

主要市场研判

图 26：A 股各行业 2022Q1-2023 年预测增速（wind一致预期）及估值水平

行业	所属风格	2022Q1 利润增速	2022 预测增速	2023 预测增速	市盈率 TTM	市净率	PE 5年分位	PB 5年分位
有色金属(中信)	周期	123	15	70	21	3.1	3	70
煤炭(中信)	周期	82	5	37	10	1.8	59	100
交通运输(中信)	周期	43	-11	2	16	1.6	5	26
基础化工(中信)	周期	39	11	44	21	3.3	15	84
医药(中信)	消费	28	-3	37	32	3.7	13	23
电力设备及新能源(中信)	成长	24	33	75	47	4.0	57	85
石油石化(中信)	周期	23	12	13	11	1.0	7	45
国防军工(中信)	成长	17	29	39	61	3.5	23	63
食品饮料(中信)	消费	17	20	37	38	7.1	63	63
通信(中信)	成长	14	22	172	17	1.3	2	2
纺织服装(中信)	消费	13	7	19	24	1.9	13	35
建筑(中信)	周期	11	23	25	11	1.0	73	43
家电(中信)	消费	11	10	20	16	2.7	15	11
银行(中信)	金融	9	8	21	5	0.6	2	2
电子(中信)	成长	-7	27	34	33	3.6	12	30
汽车(中信)	消费	-15	33	27	46	2.7	88	86
商贸零售(中信)	消费	-16	652	18		1.5		44
建材(中信)	周期	-17	18	25	13	1.9	28	13
传媒(中信)	成长	-20	22	-7	37	1.9	47	6
钢铁(中信)	周期	-23	2	-5	10	1.2	41	49
机械(中信)	周期	-25	20	27	35	2.6	20	49
综合(中信)	周期	-31	-42	-53	66	1.7	69	54
电力及公用事业(中信)	周期	-37	24	45	59	1.9	100	79
非银行金融(中信)	金融	-40	14	10	14	1.2	14	3
轻工制造(中信)	消费	-43	15	13	28	2.1	58	4
房地产(中信)	金融	-43	243	-27	74	1.0	98	3
消费者服务(中信)	消费	-57	136	28	297	5.3	95	64
计算机(中信)	成长	-60	54	36	76	3.4	37	13
综合金融(中信)	金融	-62	-1	-20	37	1.6	44	11
农林牧渔(中信)	消费	-194	53071	188		3.4		48

资料来源：Wind，招商银行研究院

（二）A 股配置方向建议

总体而言，我们认为未来半年风格交错。三季度企业盈利整体好转的时候，成长板块弹性更大；四季度企业盈利较弱的时候，价值风格相对抗跌防守。在大盘整体震荡的格局下，大类板块整体或是轮动的过程，建议适当均衡配置。下半年可重点关注以下方向：

第一个方向：关注数字基建和新能源基建等高成长板块。成长板块在经济下滑过程中，盈利下滑带动估值回落，可能面临双杀的局面。如果经济边际好转，则成长板块介时弹性相对较大。未来半年我们倾向于认为成长板块的机会偏短期反弹，在全球半导体周期下行的态势下，成长板块整体业绩下行，难有大行情。

第二个方向：关注基建地产等政策对冲发力的稳增长板块。该类板块其行情更依赖于国内经济能否企稳，对信用扩张比较敏感。值得注意的是，该板块未必能贯穿整个下半年，行情走弱的信号有两个：1）在政策预期下取得一定超额收益后，如果业绩迟迟不兑现，则有可能补跌；2）经济企稳之后，其弹性不如成长板块，可能遭到阶段性抛售。

第三个方向：低估值的食品加工等必需消费子行业可长期关注。这些行业可能会吸引部分深度价值投资者和长期投资者的逐步配置。此外，市场预期下半年猪周期或处于底部附近，猪肉相关板块或有表现（见图 26）。

（三）权益产品均衡配置

在区间震荡的市场格局下，未来半年的投资机会主要来源于逢低建仓，在区间下沿可布局，区间上沿保持警惕。投资者可根据自身资产配置情况和对产品净值波动的承受能力，对权益类基金进行配置。基金风格上，在组合内建议价值风格与成长风格保持均衡配置。

此外，中长期业绩得到证明的 FOF 也可加强关注。今年市场整体缺乏机会，类似过去几年基金业绩普遍较好的情况将难以出现，基金选择的难度将加大，让更专业的人帮助自己选择基金不失为一项好的选择。

（四）港股：关键看科技股盈利何时改善

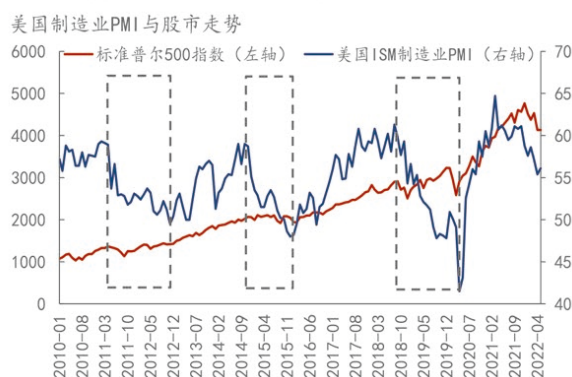
恒生科技自去年高点下跌 60%有余，估值位于低位，政策风险基本出清。当前最大的问题是，在经济下滑的大背景下企业盈利何时能改善。我们认为，随着互联网行业资本开支的收缩，利润增速反而可能边际改善。不过，互联网流量红利见顶，主要互联网巨头的业绩增速难以回到过往的高增长阶段，在新的增长点出现之前，港股互联网有从成长股转变为价值股的迹象。在当前低估值的情形下，这可能会吸引部分深度价值投资者的配置。

（五）对冲：边际改善，维持标准配置比例

对冲环境二季度以来持续保持较好状态运行。截止六月底，对冲市场环境分值处于 2016 年以来 69.77%分位，两市成交额持续爬升至万亿左右均值波动，市场流动性环比一季度回暖，结构分布状态回升幅度较慢，分别处于 91.8%分位与 32.78%分位，整体上，对冲环境指数较一季度冲高后有所回落，目前仍保持在较好水平。截止六月底 IC 各合约的平均年化贴水均处于 10%以内，对冲成本处于中等偏低水平，综合来看对冲市场环境依旧处于理想区间。展望下半年，在对冲超额收益边际回暖态势下有望继续趋稳，目前仍处于量化选股超额的红利期，应积极把握优质管理人的额度。

产品方面，维持对冲类产品标准配置比例。股票中性策略产品适合风险偏好中等的投资者进行配置，中性策略边际改善趋势明显；股票多空策略产品需要承担一定市场波动风险，适合积极型的投资者，在当前市场环境下波动可能加大。

图 27：美国制造业 PMI 与股市走势



资料来源：Wind，招商银行研究院

CTA 策略产品收益主要来自商品市场，商品市场低位震荡，但其与传统股债资产相关性较低，可维持一定配置比例。

■ 美股：仍面临“滞胀”困局，将偏弱震荡

展望 2022 年下半年，美股同时面临滞和胀的困局，预计美股将偏弱震荡。一方面，美国通胀和货币紧缩压力持续；另一方面，美国基本面有走弱放缓的可能，前期市场对此风险已经有所反映，但还不够充分。尽管面临困局，但美股估值回落至历史中间位置。具体来看：

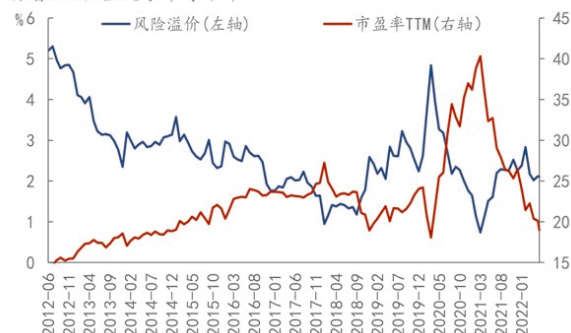
一是，美联储货币政策将继续收紧，对估值分母端的最大冲击已过，但未来仍有负面影响。5 月美国 CPI 再创新高超出市场预期，美国加息预期重新升温。利率期货市场隐含的 9 月加息次数从 1 次上升到 2 次，且有一定概率加息 3 次。不过美国通胀未来持续走高的可能性较小，美联储紧缩对美股的影响减弱，在美联储结束紧缩的信号出现之前，将压制美股估值。

二是，美股企业盈利出现隐忧，基本面下行时美股通常表现较差。近期部分具有领先性质的经济数据表现较弱，包括美国 ISM 制造业 PMI、国密歇根大学消费者信心指数等（见图 27）。中长期看，由于美联储加息、美国居民消费能力下降以及企业库存处于高位等原因，未来基本面存在回落风险。不过美股分析师自下而上盈利预测并不悲观，标普 500 指数全年 EPS 预测增速仍有 8.8%。其中，值得担忧的是以 FAAMNG 为代表的科技巨头，全年来看整体盈利预测增速逐季下行。

三是，美股估值处于中等水平，估值压力缓解。从股债相对估值来看美股偏贵，虽然美股下跌，但是美债利率上升，标普 500 风险溢价（1/市盈率-美国 10 年期国债利率）在过去 10 年 29%分位数（风险溢价低代表着股票相对越贵）；从股票自身估值来看美股较便宜，标普 500 市盈率在过去 10 年 27%分位数（见图 28）。

图 28：标普 500 估值处于中等水平

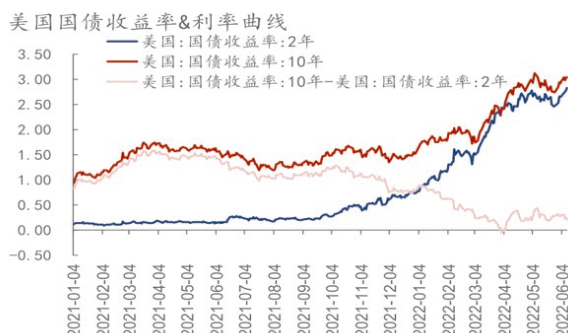
标普500估值处于中等水平



资料来源：Wind，招商银行研究院

主要市场研判

图 29：定价加息节奏达高峰，利率曲线趋平



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 30：通胀回落速度是影响主因



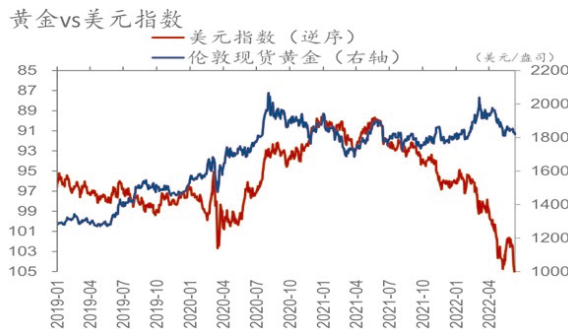
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 31：美债实际利率 vs 伦敦金



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 32：美元指数 vs 伦敦金



资料来源：Wind，招商银行研究院

■ 美债：紧缩政策落地，利率先上后下

预计美债 10Y 利率在下半年仍有上行动力，高点有望触及 3.6%-3.8%，波动区间在 2.7%-3.8%。美国通胀的演绎是美联储政策收紧力度的主导因素，随着加息和缩表持续推进，四季度通胀回落，美债利率可能先上后下。

首先，考虑到通胀问题的顽固程度超乎想象，即便更为激进的收紧政策加大经济硬着陆风险，但较高的通胀同样会对需求端形成的侵蚀，采取快速收紧流动性的必要性增强，美债利率仍有向上空间（见图 29）。其次，目前美国经济增长较为稳定，远未到扭转美联储货币政策的状态，支持利率易上难下的行情（见图 30）。不过，需要关注的是，随着流动性收紧政策落地，美国经济放缓的概率在增加，将会导致美国利率曲线逐渐走平，长债利率上行动力减弱，甚至出现回落的情形。

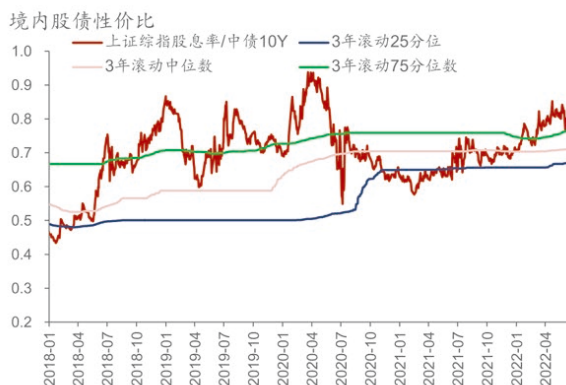
■ 黄金：延续宽幅震荡

黄金将延续震荡，海外流动性收紧的交易主线将继续主导实际利率上行一段时间（见图 31），叠加美元升值势头不变（见图 32），金价上方承压。但随着加息预期的逐步兑现，预计经济放缓担忧推动名义利率下行幅度将快于通胀预期回落速度，实际利率可能小幅下行，黄金有望震荡企稳。下半年波动区间大概率在 1600-1900 美元/盎司之间。

美国的政策转向进入实质性推进阶段，虽然美联储紧缩步伐未必有上半年强劲，但美债实际利率进一步上升是大概率事件，黄金的下跌压力依然较大。但地缘冲突、高通胀和经济下滑是可能存在的三个扰动因素，展望下半年，地缘冲突地缘冲突带来的避险情绪或仍会对金价带来阶段性影响，但较上半年而言不再是市场主线；通胀如果未能如期受控回落，全球央行加息行动超预期，黄金将面临较大的补跌风险；

资产配置策略

图 33：上证综指 vs 中债 10Y 股债性价比



资料来源：Wind，招商银行研究院

经济下滑压力将利多黄金，但衰退在年内不会出现，因此黄金的趋势性看多机会并不在年内。

在黄金策略上，建议投资者对黄金产品进行标配，可布局挂钩黄金的结构型理财等黄金产品。

资产配置策略：适当增加进攻性，重视结构性机会

对于 2022 年下半年的大类资产配置逻辑，我们认为包括 A 股、港股在内的权益类资产（但不包括美股）的收益预期将有所恢复，但不宜过于乐观。因此相比 2021 年年底，可以适当增加资产配置整体的进攻性，并加大权益类资产的配置力度。建议投资者在股票和固收资产之间采取攻守平衡的配置思路，同时特别重视权益资产内部的结构性机会。具体逻辑如下：

■ 胜率：国内固收资产胜率下降

1) 跨资产对比来看，总结 2 点特征：

第一，对于境外资产来说，美国流动性偏收紧，预计固收资产的胜率相较权益市场来说更低。

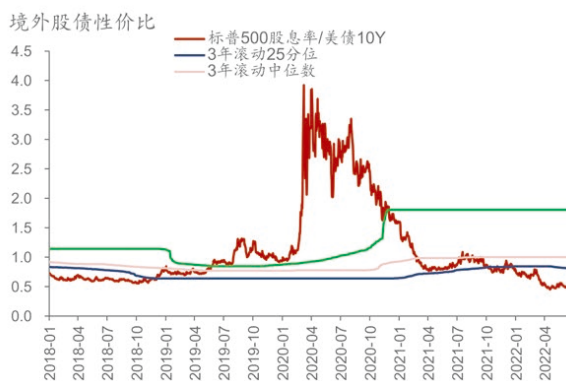
第二，对于境内资产来说，A 股盈利偏弱，但是流动性偏宽松，而固收资产面临稳增长政策加码等影响，股债的胜率均中等。

2) 从资产内部对比来看：

权益：A 股=港股（科技）>美股。对于 A 股来说，下半年企业盈利依然有下行压力，但是流动性偏松，指数可能处于震荡阶段；对于港股来说，科技股在政策风险出清之后或有估值修复机会；对于美股来说，面临货币紧缩和经济放缓风险。

风格：成长=消费>周期。成长、消费风格在中期来说，横盘宽幅震荡的概率加大。而周期风格未来可能面临供给修复、通胀下行、美联储加息和业绩下滑的四方面的共同风险，

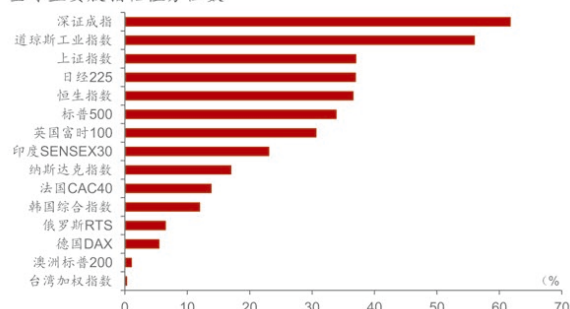
图 34：标普 500vs 美债 10Y 股债性价比



资料来源：Wind，招商银行研究院

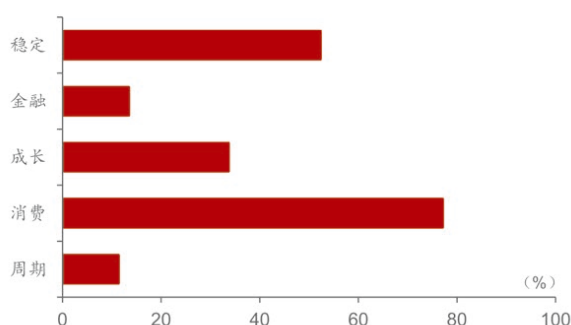
资产配置策略

图 35：横向比较下，A 股在全球市场中估值分位数偏高
全球主要股指估值分位数



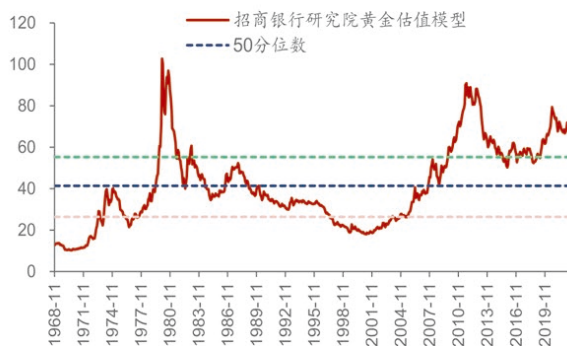
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 36：A 股风格估值水平分化严重



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 37：黄金估值偏贵
黄金估值模型



资料来源：Wind，招商银行研究院

配置胜率较低。

固收：中债相较美债胜率更高。境内外货币政策仍将延续 K 型格局，中国宽松，而美国收紧，中债虽在下半年迎来压力，但胜率仍相对高于美债。

■ 盈亏比：境内股债性价比呈现股>债的特征

1) 跨资产来看，目前境内股债性价比处于较高水平，股票相对便宜（见图 33）。但境外股债性价比处于 3 年滚动 25 分位水平的下方，美股相对美债偏贵（见图 34）。

2) 资产内部对比来看：

权益：A 股在全球市场中盈亏比属于略低水平。横向对比来说，A 股在全球权益市场中估值偏高，盈亏比属于略低水平（见图 35）。

风格：周期>金融>成长。A 股中消费风格估值明显偏高，处于历史 70%分位数以上的水平，成长风格的估值水平已回落至中间偏低，周期和金融风格估值水位极低（见图 36），但近年来周期及金融风格始终处于较低估值分位，相比其他资产更低的估值分位并不代表绝对的低估。

固收：美债>中债。中债利率目前处于 2.8%附近的位置，盈亏比较为中性。美债利率在 3.4%附近，盈亏比较高。

黄金：盈亏比低。根据我们构建的黄金相对比价的估值模型来看，目前伦敦金估值高于历史 70 分位数的水平，盈亏比低（见图 37）。

■ 结论：相对看好权益类资产的配置价值

根据市场研判与分析，我们对 2022 年下半年的大类资产配置做如下建议：港股（科技）中高配，黄金、中国国债、信用债、A 股、A 股的消费风格、成长风格、美股标配，A 股的周期风格低配。

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，本公司力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司以往报告及本报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。

招商银行版权所有。保留一切权利。



环保纸



招商银行私人银行 助您家业常青 是我们的份内事



扫码了解更多
“私人银行”详情

招商银行私人银行汇聚“1+N”专家团队的经验和智慧，遵循独特严谨的“螺旋提升四步工作法”，为您提供财富管理方案，并打造“开放式产品平台”助您捕捉更多投资机会。成立15年来，屡获业界国内外权威机构和媒体的认可，让我们倍受鼓励，载誉前行。

当您的金融资产在1000万人民币以上，希望拥有“1+N”专家团队的私人银行服务，敬请垂询。

请致电95555，或登录cmbchina.com



Private Banking
私人银行

