

2022年7月25日

## 中美市场中期展望

### 股债市场危中有机，大宗商品难现升势

Liu Beite

[albert.liu@gisf.hk](mailto:albert.liu@gisf.hk)

(852) 3550-6859

2022年上半年，全球金融市场普遍承压，股票市场、债券市场和大宗商品市场均出现震荡回落的走势。展望下半年，各国央行及投资者仍在等待高企通胀的回落信号，并借此缓和加息速度，为市场反弹提供空间。

在股票市场，多个主要指数已经进入技术性熊市，这也是自2020年全球疫情爆发以来首次大幅调整。公司业绩走弱叠加央行加息，导致欧美市场下行仍未结束。中国市场由于经济所处阶段与全球不同，有提前反弹上行的可能，这也在今年二季度以来的市场走势中得到体现。

在债券市场，通胀压力对固定收益的负面作用，以及加息背景下国债收益率的上行，使得欧美投资级债券在上半年走弱。中国投资级债券市场相对稳定，但高收益市场仍面临地产行业的下行压力。随着通胀在下半年缓和，预计投资级市场有一定修复空间，但高收益市场仍需等待基本面改善。

在大宗商品市场，尽管第一季度国际局势紧张使农产品和能源产品价格飙升，但紧缩的货币政策和不确定的经济前景已经导致商品价格全面回落。相比类似原油等商品因需求收缩而价格下行，黄金走势相对钝化，在一系列商品中正在展现投资价值。

#### 风险因素：

经济衰退超预期、紧缩货币超预期、国际局势恶化

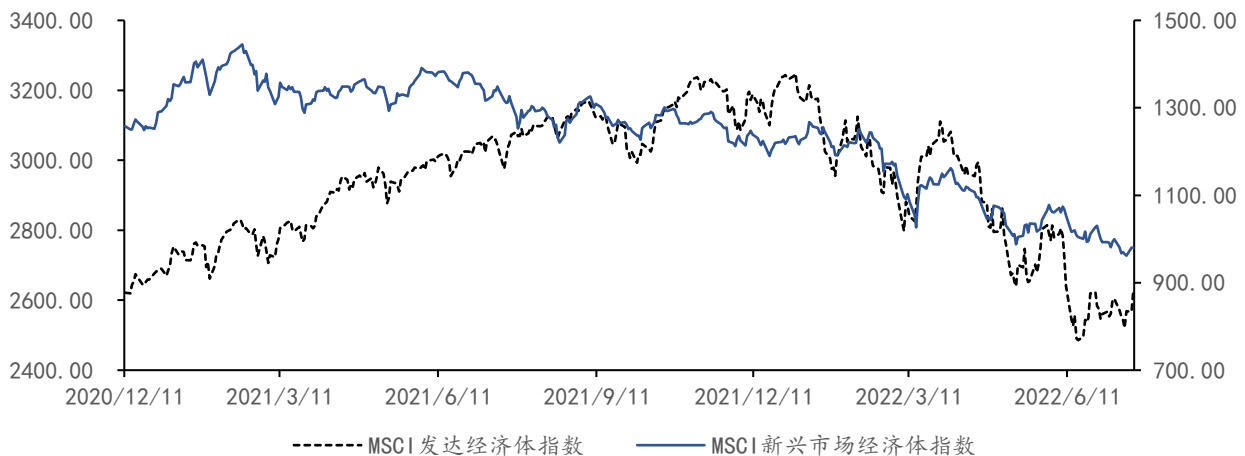
2022年7月25日 宏观经济研究

## 1 股票市场：背景、走势继续分化

### 1.1 市场回顾及展望

全球股票市场在上半年均出现明显回落，以技术性熊市（市场指数从最高点下跌超过 20%）衡量，多个国家股指均已经进入下行阶段。从上半年整体表现看，发达经济体的跌幅较发展中经济体更大（详见图 1），其中欧美市场下跌较多。

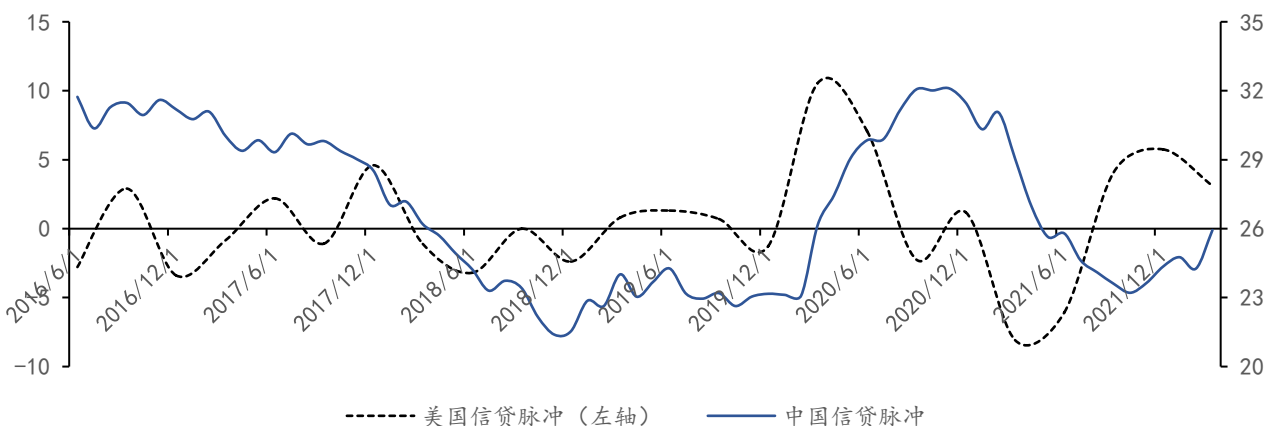
图 1 MSCI 发达经济体指数与新兴市场经济体指数走势图



资料来源：Bloomberg

全球股市已经调整近半年时间，下半年表现将取决于经济增长是否符合投资者预期。如果通胀走弱，央行加息放缓，市场将重新反弹，相反市场仍难以具有向上动力。中国经济所处阶段与全球不同，如果下半年经济增长加快，中国股市可能具有更早回到上行阶段的机会（详见图 2）。从投资机会看，稳妥的高股息资产和与气候转型相关的新能源有较好机会。

图 2 中美信贷脉冲走势图



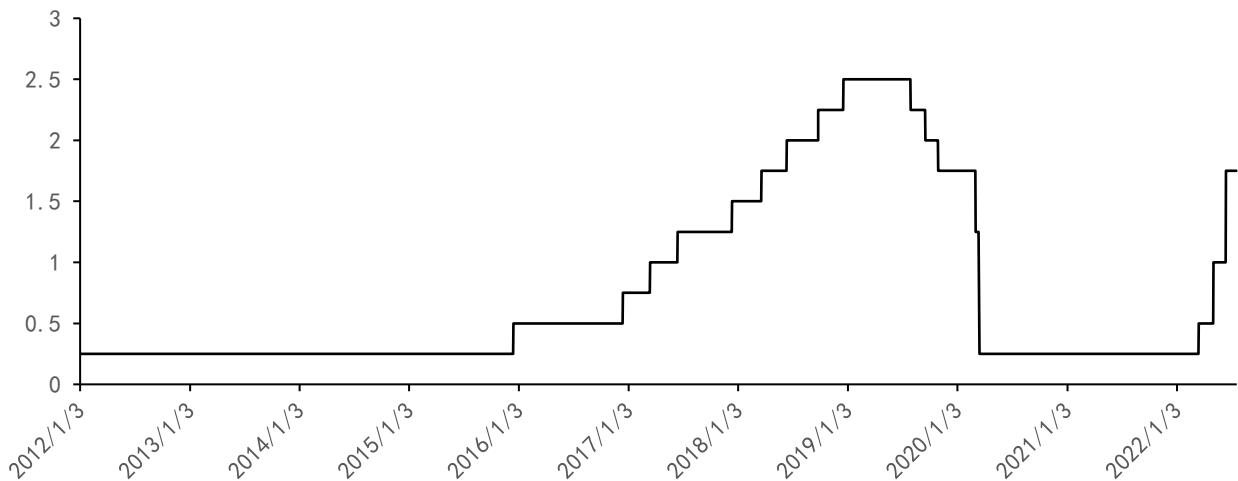
资料来源：Bloomberg

2022年7月25日 宏观经济研究

## 1.2 欧美市场：解决通胀问题更优先

2022年上半年以来，欧美股市出现了自2020年全球疫情开始后最大的回落，既和高企通胀对上市公司利润的侵蚀有关，也和央行短时间频繁加息相关（详见图3）。在美联储将“通胀是暂时的”这一表态转变为“通胀实在是太高”后，连续三次加息25bp、50bp和75bp，已经是近二十年最快的加息速度，然而上半年通胀上行趋势仍未改变。

图3 美国联邦基准利率走势图（%）



资料来源：Bloomberg

展望下半年，欧美股票市场的走势仍和通胀能否控制直接相关。在加息力度上，尽管美联储多次安抚市场，但下半年至少还有1.50%的升息空间（详见图4）。值得注意的是，六月以来大宗商品的价格出现大幅回落，这对后续通胀控制有积极作用，不过在衰退预期下，公司的业绩能否有良好表现，也是通胀回落情况下的隐忧。

图4 六月美联储议息会议长期利率预测（%）

	2022年	2023年	2024年
低于2.75%			2
2.75%–3.00%		1	2
3.00%–3.25%	5		2
3.25%–3.50%	8	1	8
3.50%–3.75%	4	7	2
3.75%–4.00%	1	4	1
4.00%–4.25%		4	1
4.25%–4.50%		1	

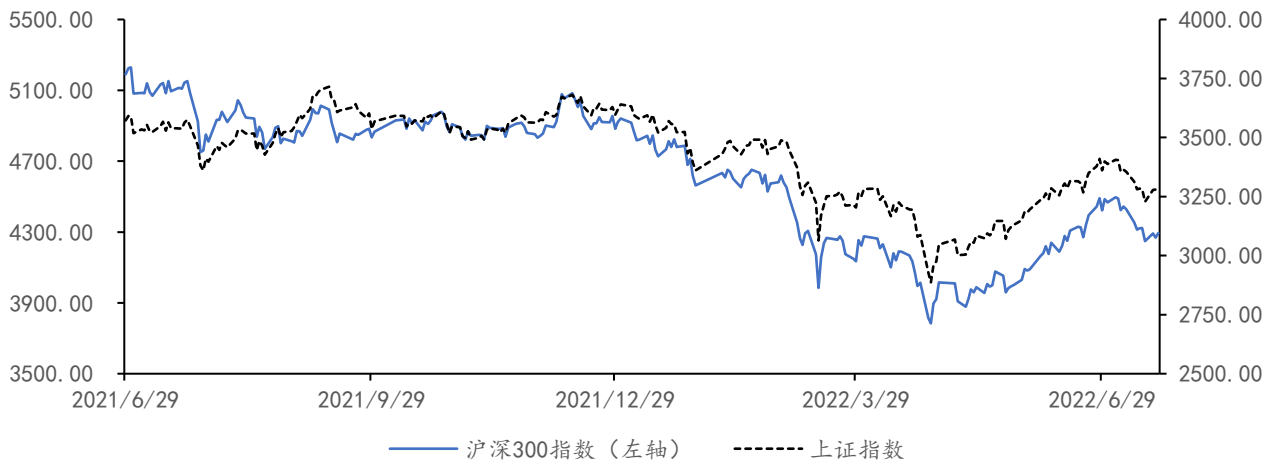
资料来源：美联储官网

2022年7月25日 宏观经济研究

### 1.3 中国市场：稳增长力度决定上行高度

自五月中旬以来，中国在岸市场指数已经出现明显反弹，既和年初下跌后市场估值下降有关，也反映出投资者预计中国经济将在下半年反弹（详见图5）。四月以来中国出现一轮疫情，导致二季度增长低于市场预期。在全年增长目标继续存在，以及中国已经放宽疫情相关限制措施的情况下，预计下半年经济增长将提速，股市也将因此受益。

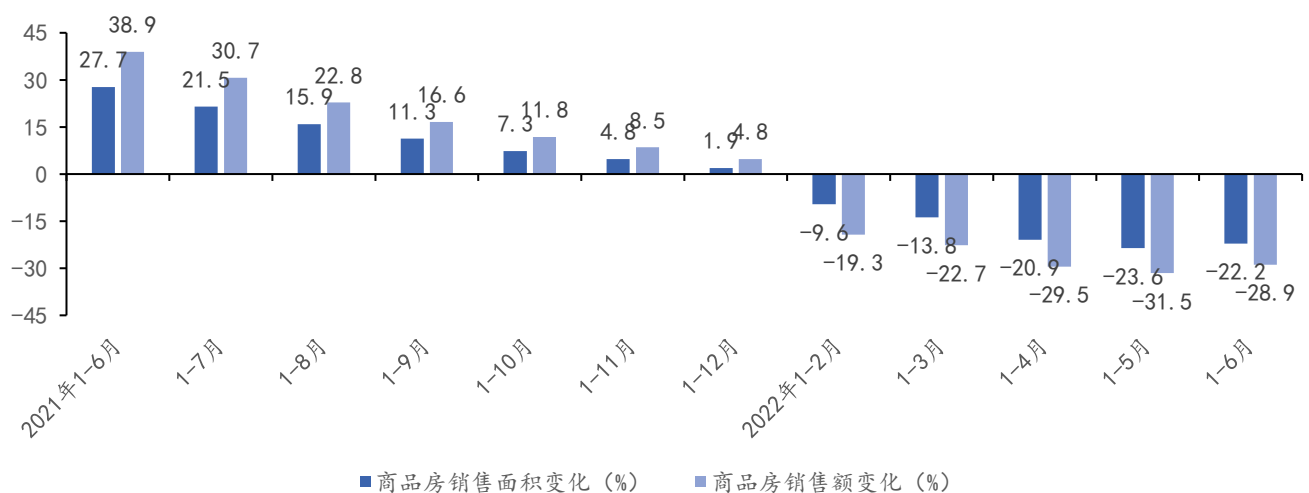
图5 中国在岸市场沪深300指数及上证指数走势图



资料来源：Bloomberg

由于中国经济所处阶段与其他国家不同，且在稳增长背景下，中国货币政策虽然未大幅宽松，但也不会如欧美国家快速收紧，整体流动性环境仍有利于金融市场。然而，房地产市场仍未出现回暖现象，对经济的负面影响还将继续存在（详见图6）。中国的稳增长政策力度将决定市场的上行高度，可以继续等待后续政策的实质性机会。

图6 中国房地产销售数据变化



资料来源：国家统计局

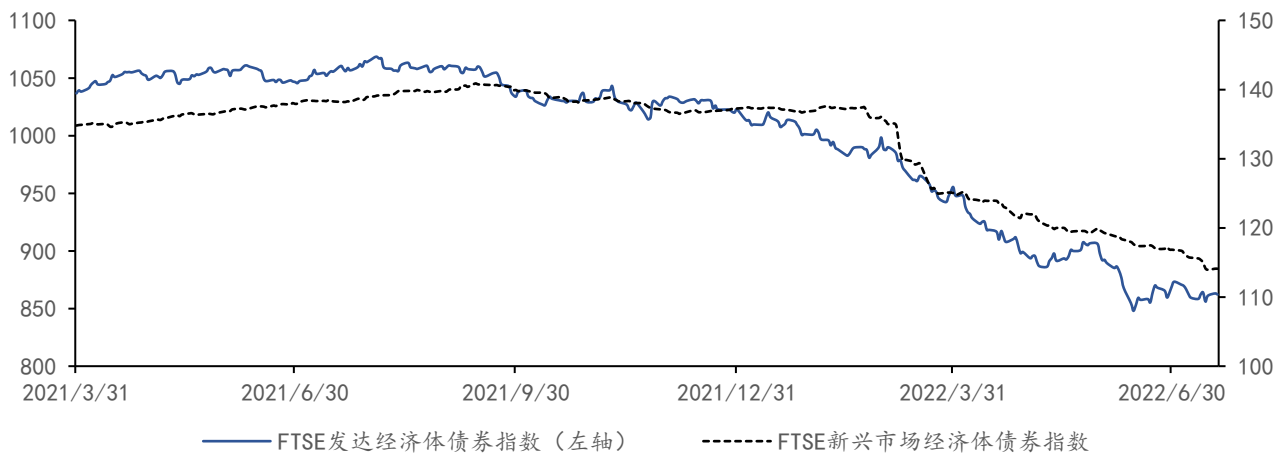
2022年7月25日 宏观经济研究

## 2 债券市场：欧美、中国各有压力

### 2.1 市场回顾及展望

相比全球股市上半年的大幅调整，债券市场波动也较为剧烈，主要债券指数的表现与股票指数的跌幅类似（详见图7）。债券回报大幅回落，与市场流动性收紧及加息直接相关。同时，上行的通胀对现金流的侵蚀，也使得投资者抛售这些固定收益资产。

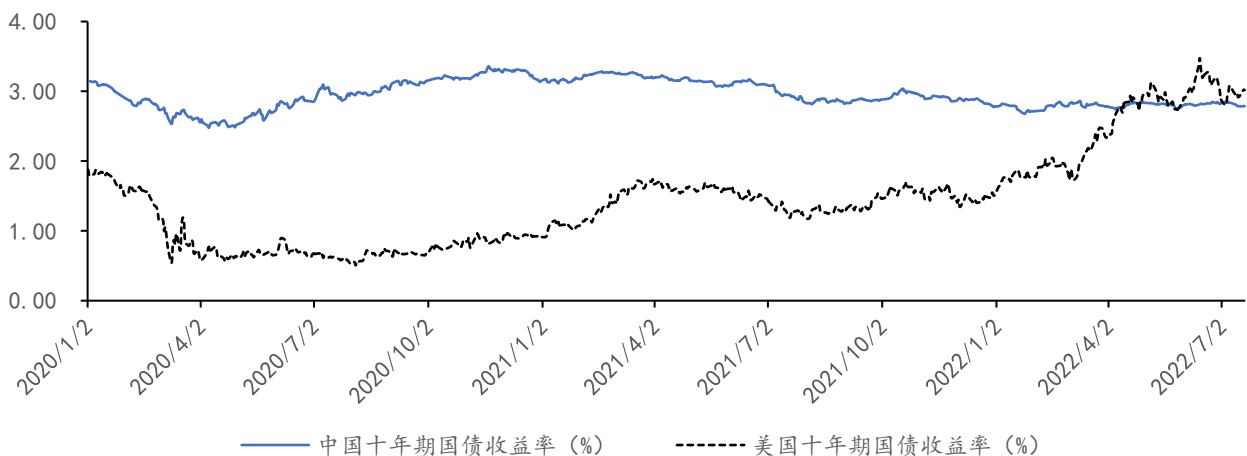
图7 全球债券指数走势图



资料来源：Bloomberg

尽管投资级及高收益市场都出现明显调整，但欧美债券市场和中国债券市场面临不同压力。在投资级市场，中国表现占优，因为货币政策相对宽松（详见图8）。在高收益市场，中国地产债存在较大压力，违约事件频发。展望下半年，投资级可能在通胀回落后迎来修复，但高收益市场的表现仍和基本面能否顺利脱险直接相关。

图8 中美十年期国债收益率走势图 (%)



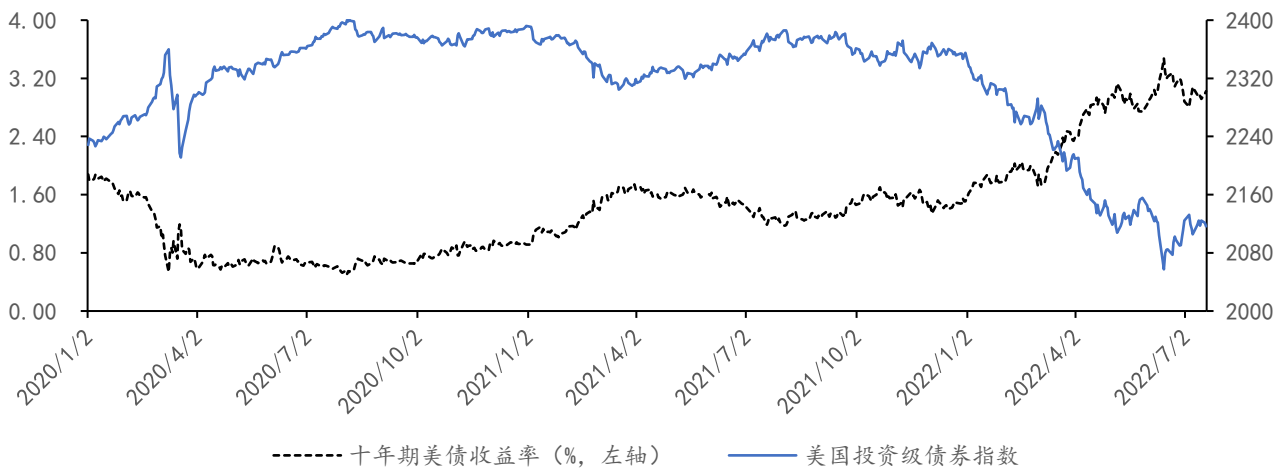
资料来源：Bloomberg

2022年7月25日 宏观经济研究

## 2.2 欧美投资级债券：加息不断制约价格

上半年伴随美联储削减购债规模及加息，紧缩预期不断增强，国债收益率大幅上行，致使投资级债券的价格下跌（详见图9）。尽管紧缩将持续全年，但债券收益率仍受到不确定的经济前景的影响。当前欧美国债收益率已经上行至近年来高位，后续上行空间有限，对于持币者而言，投资级债券的回报正在逐渐显现。

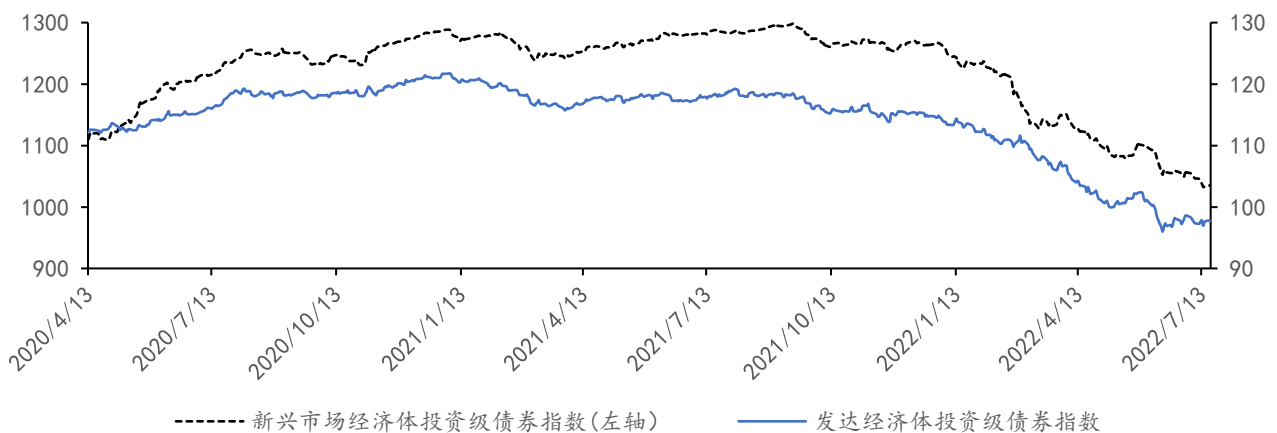
图9 美国投资级债券指数与十年期国债收益率走势图



资料来源：Bloomberg

无论从欧美债券市场，还是股票市场来看，下半年都存在投资机会。相比之下债券市场的吸引力更强，风险更低。在最差情景下，通胀难以控制，央行大幅加息，债券收益率上行导致的损失仍会低于股票指数下行导致的损失。相比欧美市场，投资于新兴市场经济体面临的风险更大，这是因为部分经济体已经面临债务压力（详见图10）。

图10 全球发达经济体与新兴市场经济体投资级债券指数走势图



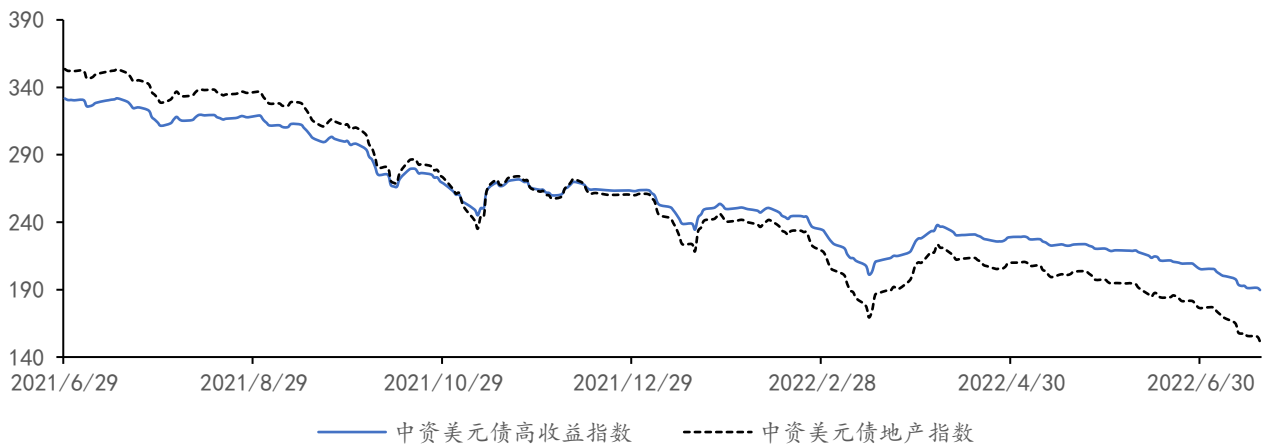
资料来源：Bloomberg

2022年7月25日 宏观经济研究

### 2.3 中国高收益债券：地产行业仍未见底

尽管自去年年底以来，针对地产企业的融资限制、预售资金监管等政策逐渐放宽，但地产市场在今年疫情及经济放缓的影响下，继续全面遇冷。商品房销售数据、地方土地转让数据均创多年新低。虽然央行一月、四月下调LPR，以及各地一城一策放宽购房限制，但仍未出现回暖现象。中资地产债美元指数上半年下跌42%，七月已创年内新低（详见图11）。

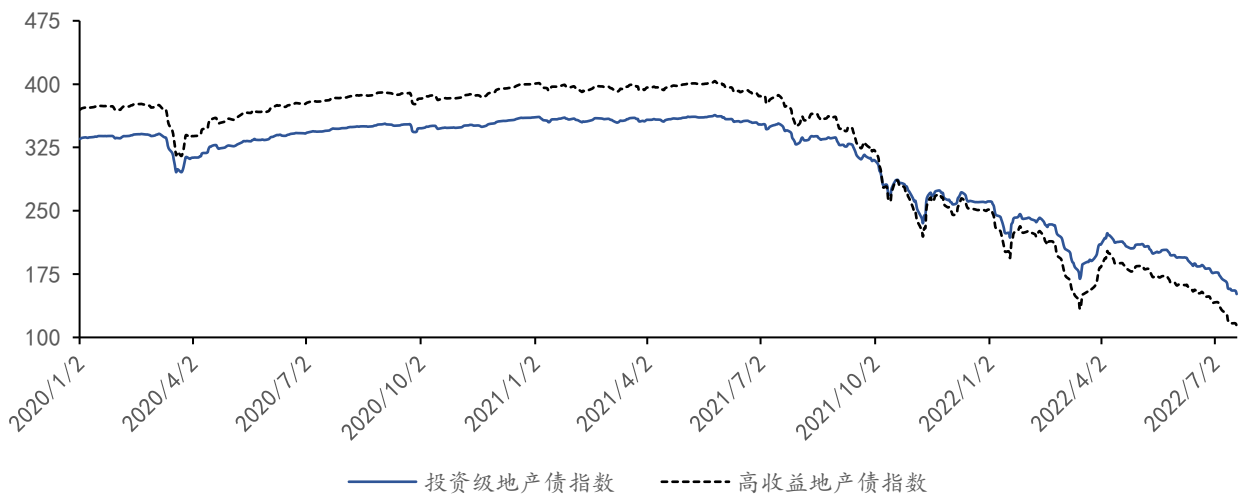
图11 中资美元债高收益指数及地产指数走势图



资料来源：Bloomberg

由于市场情绪已经由出险房企逐步传导至绩优民企，尽管下半年销售数据仍有回暖可能，但短期内难以提振投资者的情绪（详见图12）。同时近期出现的要约交换、展期等均非积极的主动负债管理，而是发行人不得不延缓偿债时间。在此情况下，国资背景的房企能否兼并重组民营企业，将成为继商品房销售数据后观察市场的重要方向。

图12 中资美元债投资级、高收益地产债指数走势图



资料来源：Bloomberg

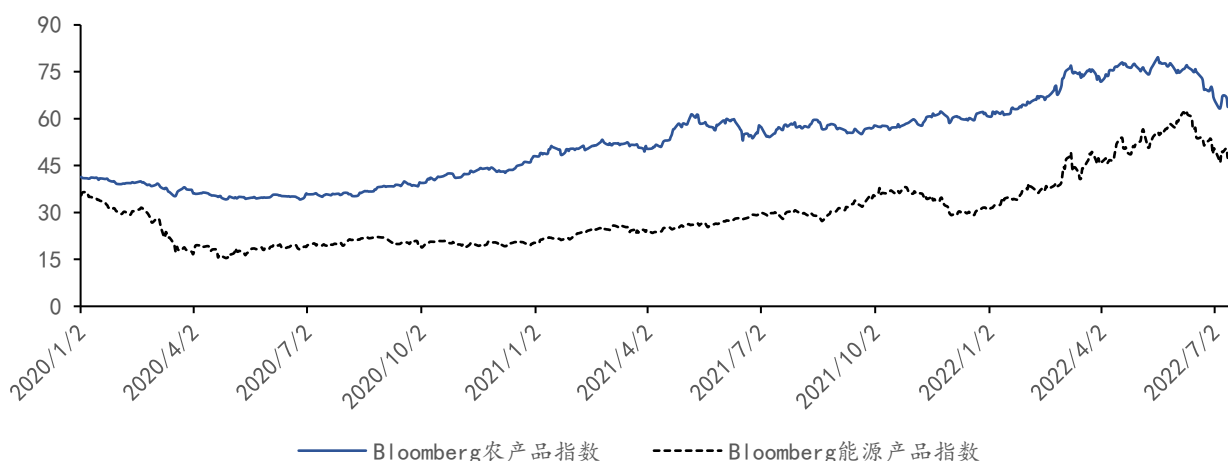
2022年7月25日 宏观经济研究

### 3 大宗商品市场：衰退、流动性双重打击

#### 3.1 市场回顾及展望

2022年上半年以来，国际局势一度将大宗商品价格快速推高，农产品、原油等商品最大涨幅超过30%，这也是在全球疫情发生后，近两年最明显的价格飙升（详见图13）。然而在突发事件的冲击结束后，五月以来市场对高企通胀的担忧，逐步转化为对潜在经济的衰退预期。最直观表现为铜等工业金属价格出现大幅回落（详见图14）。

图13 Bloomberg农产品指数及能源产品指数走势图



资料来源：Bloomberg

图14 Bloomberg工业金属指数及伦敦铜价格走势图



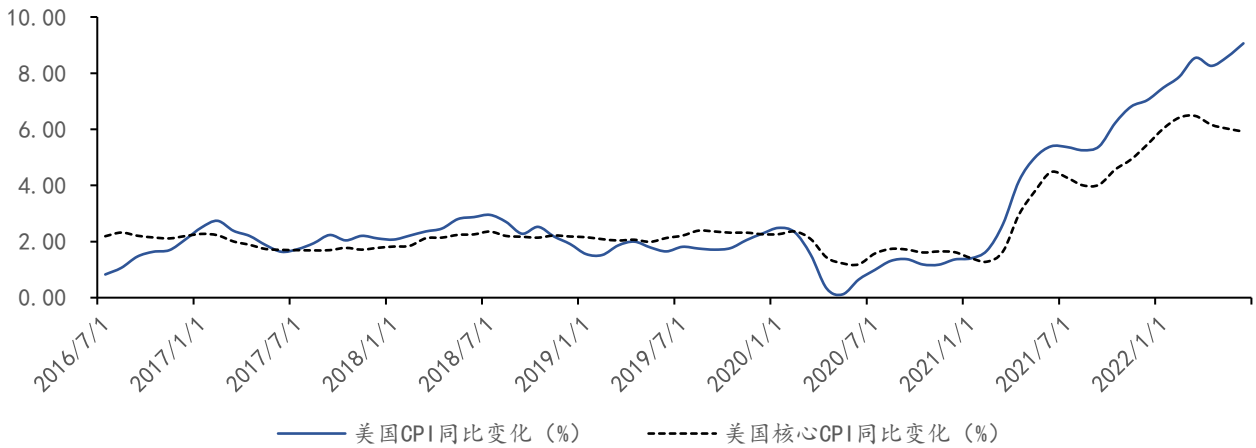
资料来源：Bloomberg

从下半年来看，在通胀回落至各国央行所能接受的较低水平前，欧美央行的加息步伐不会放缓，但也同时受制于保持金融市场稳定，避免经济受高利率侵蚀的态度。大宗商品涨价的流动性宽松局面难以存在，但通胀逐渐向核心项目发展（详见图15），使得“降价”的过程更加漫长，大宗商品价格在下半年回落的速度也将更慢。



2022年7月25日 宏观经济研究

图 15 美国 CPI 及核心 CPI 走势图 (%)



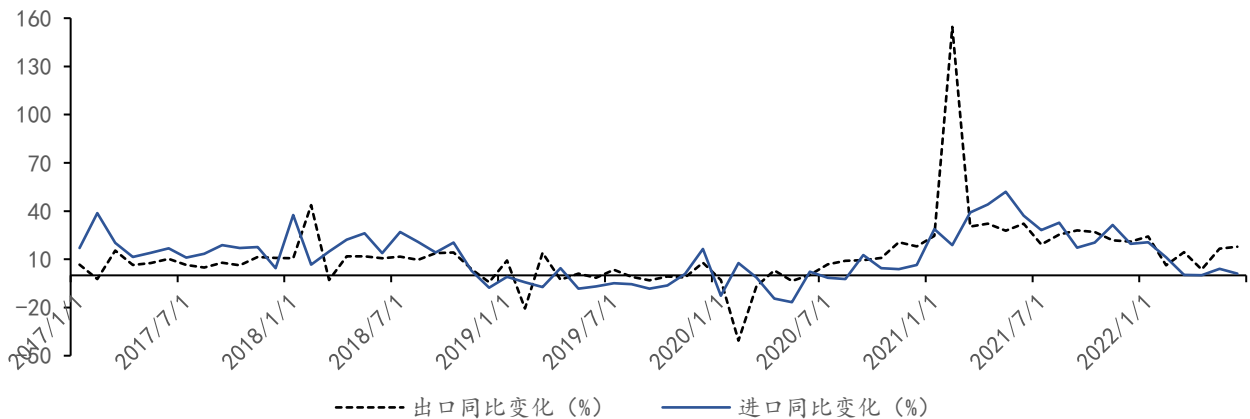
资料来源: Bloomberg

### 3.2 原油市场: 需求面临真实压力

尽管 WTI 原油指数在三月一度创下 123 美元/桶的新高, 但第二季度也已经回落近 20%。从供给角度看, 当前价格具有吸引力, 但市场需求正在被下调。国际能源署在七月报告中认为, 高油价和经济减速已经减少原油需求, 并下调了 2022 年和 2023 年的消费前景。美国能源署认为, 不确定性增加导致经济复苏不及理想情况, 导致能源消耗低于预测。

尽管如此, 中国工业恢复生产仍是提振市场需求的动力, 力度取决于下半年中国经济的增长情况。上半年以来, 中国出口数据不断超预期, 成为拉动经济回升的重要部分 (详见图 16)。如果下半年经济动力加强, 中国对原油需求的增长可以部分抵消全球需求的减少。这一假设需要等待来自中国的更多经济数据作为支撑。

图 16 中国进口出口数据同比变化 (%)



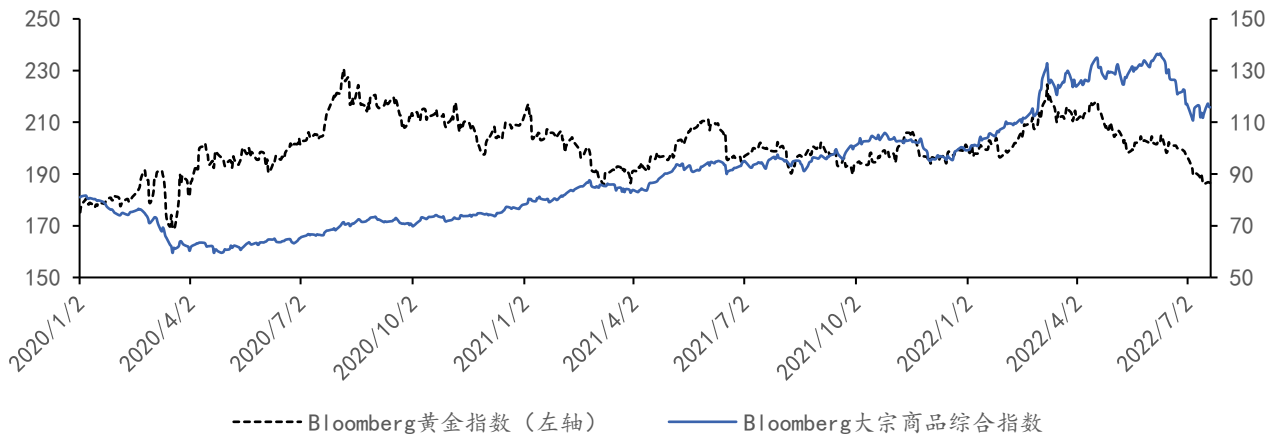
资料来源: Bloomberg

2022年7月25日 宏观经济研究

### 3.3 黄金市场：价格相对稳定成为优势

作为传统的对冲通胀和抵御风险品种，黄金在上半年表现平淡，并未承担明显的抗风险作用。无论从价格上行幅度，还是从波动性看，黄金都落后于一般大宗商品。不过在经济增长预期下降的情况下，金价便受益于价格相对稳定的特点（详见图 17）。

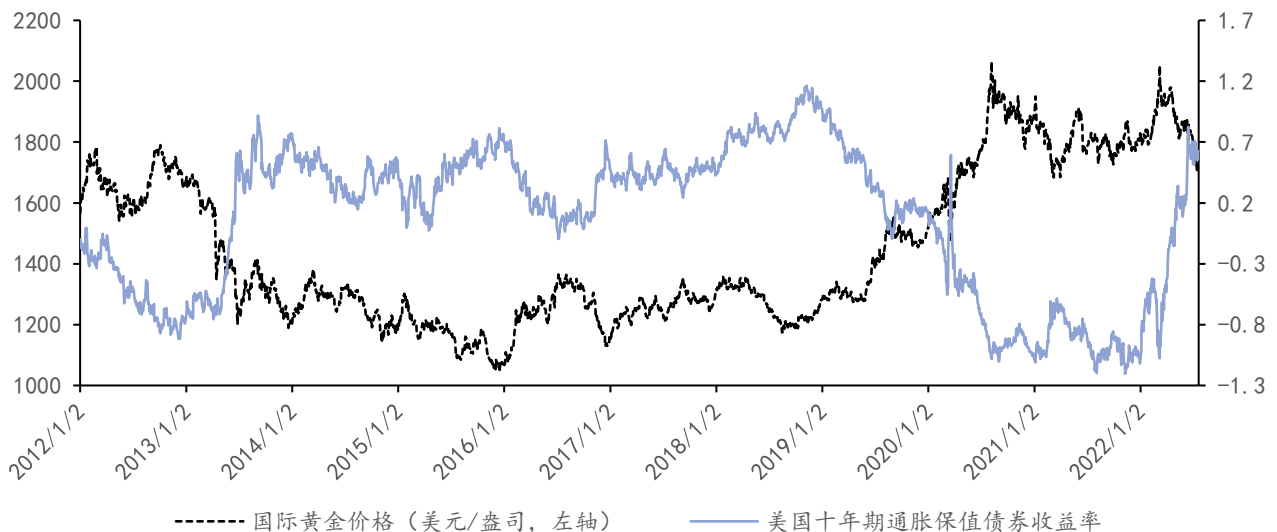
图 17 Bloomberg 大宗商品综合指数与黄金指数走势图



资料来源：Bloomberg

美联储加息导致美元指数上行，以及实际利率逐步走高，都对黄金价格造成较大抑制（详见图 18）。这些影响在下半年持续出现，因此金价表现仍可能延续相对稳定的趋势。预计下半年金价波动空间有限，但相比下半年其他商品的价格压力，金价可能跑赢大宗市场。

图 18 国际黄金价格与美国实际利率走势图



资料来源：Bloomberg

## 免责声明

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。

恒大证券（香港）有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任，投资者应当自行关注相应的更新或修改，若有需要，应寻求独立专业意见，再自行分析及判断。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负上任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行证券交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

地址：香港湾仔告士打道 38 号中国恒大中心 20 楼 2004-6 室

联络电话：+852 3550 6888

传真：+852 3550 6999

网址：[www.gisf.hk](http://www.gisf.hk)