

2023年下半年:机构投资紧盯复苏节奏

本报记者 蒋牧云 张荣旺
上海 北京报道

近年来,全球经济经受了多重事件的冲击,形成相对复杂的经济环境。来到2023年下半年,面对诸多复

“稳增长”政策持续

如果“稳增长”政策持续发力,经济复苏有望延续,实际增长路径可能与当前资产定价形成预期差。

国家统计局数据显示,今年第一季度我国国内生产总值(GDP)284997亿元,同比增长4.5%,高于市场普遍的4%的预期。不过,进入二季度后,我国部分经济指标未能维持此前的增长态势。值得关注的是,7月6日,国务院总理李强主持召开经济形势专家座谈会表示,要围绕稳增长、稳就业、防风险等,抓紧实施一批针对性、组合性、协同性强的政策措施,同时也强调要“保持战略定力”。由此,业内普遍预计,接下来我国的政策将以“稳增长”的托底政策为主。

从投资的角度,一系列宏观背景应该如何理解?具体应该如何进行大类资产的配置?对此,中金研究相关负责人表示,当前我国财政、货币、产业政策均有充足发力空间,如果“稳增长”政策支持持续发力,经济复苏有望延续,实际增长路径可能与当前资产定价形成预期差,扭转市场走势。具体而言,股市计入的增长预期低于机构预测中位数约1.4个百分点,预期差相对偏高,说明定价可能过于谨慎,中国股票中期机会大于风险;利率计入的增长预期虽然低于机构预测,但预期差相对较小,提示债市调整风险可能有限;汇率与商品的预期差虽然与股市相当,但基于这两种资产构造的统计模型预测能力偏弱,分析市场走势还需结合其

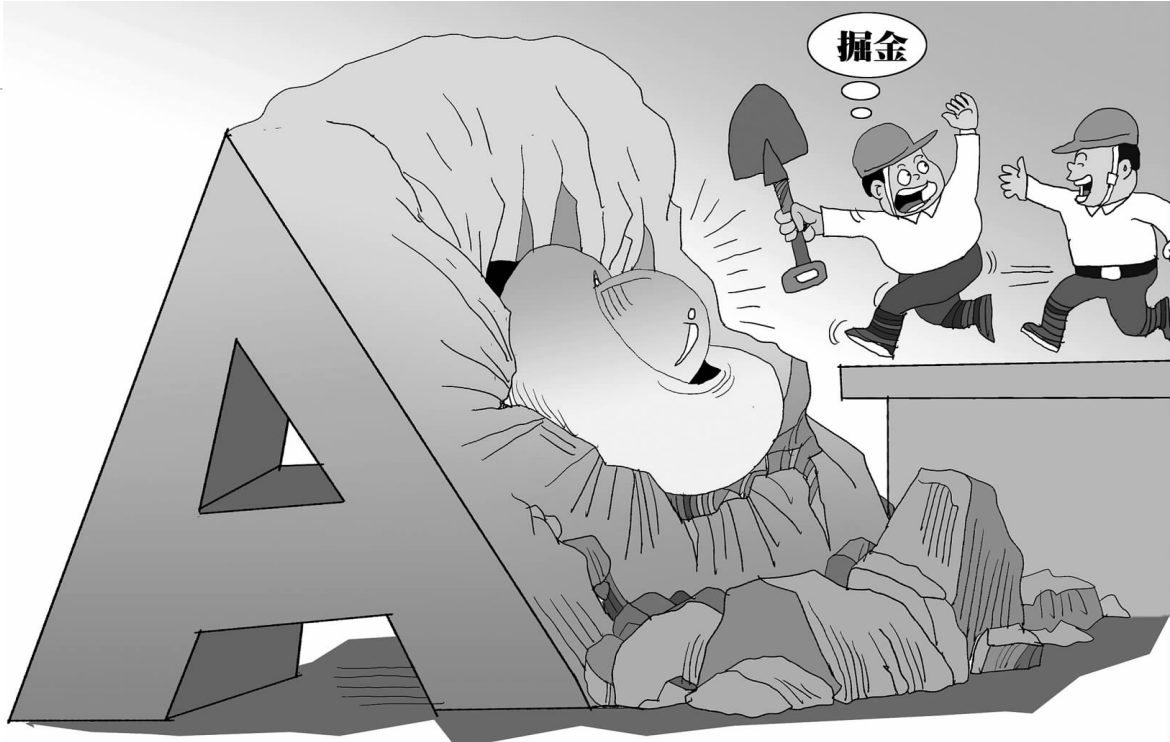
杂背景,投资者也不免在调整投资结构,选择投资产品时有了更多疑虑。

那么,机构如何判断接下来的投资环境,又有哪些资产与赛道值得关注?特别地,在上半年格外受

到关注的AI、“中特估”等板块接下来将呈现怎样的发展趋势?

多位业内人士告诉《中国经营报》记者,展望下半年,经济将持续稳步恢复。从大类资产的角度,是

选择追高避险资产,还是抄底风险资产,取决于各类资产已经计入多少增长预期。而对于股票市场,消费、数字经济、半导体设备和软件服务成为机构较为关注的行业。



2023年下半年如何“掘金”,财富管理机构策略研判“划重点”。

视觉中国/图

他因素综合判断。

上述负责人进一步总结道,站在当前时点,资产配置是选择追高避险资产,还是抄底风险资产,取决于各类资产已经计入多少增长预期。总体的配置建议是:中国股票>黄金>中国债券>海外股票>全球商品。其中,中国股票建议逢低加配,轻指数、重结构、偏成长,A股相对港股占优。中国债券维持标配,利率债多空因素相对平衡,信用债关注供需边际变化。商品维持低配,内部分化可能加大。黄金既有增长、通胀、货币等周期性因素支撑,又受益于逆全球化、去美元化等长期逻辑,建议进一步增配。

海银财富相关负责人则补充了对房地产、商品市场两大类资产的看

法。在房地产方面,结合2020年以来对房地产企业类金融监管的趋势,预计新发展模式意味着房地产企业聚焦建设和开发,以及运营管理,房企的融资属性和持有地产的金融属性进一步减弱。房地产行业将回归民生行业,其必要性和稳定性将成为主导。同时,房地产作为大类资产回归使用属性,投资属性大幅降低。

“在商品市场方面,三季度商品在供需两弱的情况下大概率维持震荡为主,但年底随着欧美央行紧缩货币政策转向概率加大,以及中国经济持续复苏,商品或将迎来中长期配置窗口。从基本面看,三季度欧美央行为抗击高通胀大概率继续执行紧缩货币政策,海外经济增速或进一步放缓。同时,中国

政策相对克制,经济或延续弱复苏。在此背景下,大宗商品下游需求难有明显起色。”该负责人指出。

该负责人同时表示,二季度以来,由于供需基本面整体转为过剩,商品价格出现了一波趋势性调整,部分品种已持续低于成本线一段时间,企业“减产保价”动作开始有所增加。考虑本轮商品供给在产能释放和库存累积方面均不显著,加上市场提前主动调节供需,商品价格再向下调整的空间已较为有限。到2023年年底,随着欧美通胀得到一定遏制,加之面对经济和金融市场的压力增大,欧美央行紧缩货币政策转向概率较大,中国经济内生动力也将得到一定改善,届时商品或迎来供需两旺。

十年期美债收益率突破4%大关 全球金融资产估值生变

本报记者 郝亚娟 张荣旺
上海 北京报道

近日,十年期美债收益率突

破4%大关,这也是自今年3月份硅谷银行事件爆发以来再次升破4%。

十年期美债收益率被称为

“全球资产定价之锚”,是全球金融市场无风险利率的主要参考标的,亦是投资者关注的重要指标。值得注意的是,国际货币基

金组织发布的最新预测称,下调2022年美国经济增长预期至2.3%,认为美国避免经济衰退越来越具有挑战性。

在此背景下,十年期美债收益率对全球金融市场的影响也被重新定义。相关分析指出,美联储激进

的货币紧缩政策导致美债收益率快速飙升,使得全球性的融资环境收紧,也会对金融市场的资产估值产生影响。

美债收益率曲线倒挂

7月8日,十年期美债收益率上升至4.06%。

对此,东方金诚研究发展部分析师白雪向《中国经营报》记者分析称,美联储持续释放鹰派货币政策信号,以及美国经济就业数据展现出短期韧性,是近期十年期美债收益率上行的主要驱动因素。此外,美债供应暂时跳升以及部分交易因素,也是推动美债利率上行的影响因素之一。

“6月美联储虽暂停加息,但将今年加息指引上调两次至5.5%~5.75%区间。美联储公布的6月会议纪要再度显示,美联储在6月会议的内部讨论比市场预期更加鹰派——仍有一些官员赞成在6月会议再次加息25个基点(BP),而‘大部分’官员都认为2023年进一步加息是合适的。这进一步巩固了美联储的鹰派紧缩路线,令市场加码定价今年的加息预期,从而助推长期美债收益率上行。”白雪指出。

白雪同时表示,在高通胀、高利率背景下,仍有多项宏观数据普遍超出预期,美国经济基本本面展现出短期韧性。最新公布的耐用品订单、6月美国供应管理协会(ISM)服务业PMI指数、5月居民可支配收入、6月ADP新增就业(美国自动数据处理公司定期发布的就业人数数据)、6月非农薪资增速等消费、就业数据均超预期。同时,包括新屋销售与开工、标普/CS大城市房价指数在内的房地产数据也

出现反弹。这意味着,美国经济基本面仍具备一定韧性,衰退预期有所退坡。此外,美国债务上限问题解决后,6月美国财政部累计发行国债1.9万亿美元,美债供应短期大幅跳升,叠加近期美债交易空头仓位水平处于历史高位,也在一定程度上助推了美债收益率的上行。

需要注意的是,美债收益率曲线一直呈倒挂形态,长期美债收益率低于短期美债收益率。7月3日,两年期和十年期美债收益率倒挂幅度达到109.5BP,触及1981年以来最大值。

对此,上海重阳投资有限公司方面认为,美债收益率曲线倒挂程度进一步加深,表面上看是源于市场开始定价更高更长的政策利率预期,本质上反映的则是美国经济的割裂状态。短期美债的定价核心是政策利率,美联储不断抬高加息预期的背后是核心通胀的韧性,而支撑核心通胀的主要因素是服务业消费的繁荣和市场愈发乐观的软着陆预期。长期美债定价的是美国经济的长期预期,即美国经济可以承受的利率水平。这种割裂也体现在制造业与服务业的分化,美国制造业PMI已经连续数月处于50以下的收缩区间。如果只看制造业,美国经济很可能已经处于衰退状态,但服务业始终处于高景气状态。本轮周期与此前多轮周期的最大区别在于,居民消费的增长是收入驱动,而非信贷驱动,这意味着,居民消费对

利率上升并不敏感,加息到消费的传导链条被大幅拉长。

展望十年期美债收益率未来走势,渣打中国财富管理部首席投资策略师王昕杰认为,尽管美联储已预计年内还会加息两次,但市场定价显示,投资者仍认为年内只会再加息一次。鉴于十年期美债收益率的上升幅度通常低于实际加息的幅度,预计该收益率的上行空间有限,4%可能是近期的峰值,投资者面临的债券价格下行风险有限。然而,基于美国经济将在2024年年初陷入衰退的预判,美联储可能需要比预期更早开始减息。

美联储的政策表态成为全球市场关注的焦点。植信投资研究院发布的2023年下半年宏观经济展望报告《经济负重前行呼唤政策助力》指出,2022年3月美联储开启本轮加息进程,至今年6月已加息十次,将联邦利率从0%~0.25%推升至5%~5.25%的阶段性高位。6月,美联储FOMC(联邦公开市场委员会)会议宣布暂停加息一次,美联储主席鲍威尔则表达了继续加息的必要性,预示着下半年美联储可能再度小幅加息两次。历史经验表明,抑制核心通胀往往需要货币政策“矫枉过正”,这使得“更大力度加息”成为美联储FOMC委员的共识。6月暂停加息一次,可能是美联储综合考虑通胀下行较快、美国经济衰退风险上升和3月局部金融风险爆发后,平复市场情绪的权衡之举。

影响全球资产价格走势

一直以来,十年期美债收益率被称为“全球资产定价之锚”,其对全球金融市场的影响不言而喻。

白雪告诉记者,十年期美债收益率作为全球金融市场无风险利率的主要参考标的,相当于美元的长期资金成本,也是全球众多金融资产,包括公司债、国债,以及各类相关金融衍生品的定价基础。因此被称为“全球资产定价之锚”,其变化常常会对全球资产的估值和定价产生较大影响。通常而言,十年期美债收益率抬升,意味着全球金融市场的融资成本提高,会使市场流动性收紧,带动全球其他主要经济体的债市利率形成同步上行的“跟随效应”,同时对股票等风险资产的估值形成下行压力。此外,十年期美债收益率抬升,通常会导导致资金回流美国、美元走强,带动美元汇率上升,从而对非美货币造成压力。

王昕杰指出,十年期美债收益率对于所有类别的资产价格都有直接或间接的影响。“从外汇市场来看,如果十年期美债收益率保持高位,和其他市场货币利率维持较高的利差,那么美元相较其他货币,仍然可能维持强势;从商品市场来看,真实利率(名义利率扣除通胀)是持有黄金的机会成本,真实利率越高代

中期机会大于风险

结合中国增长修复及政策预期,A股指数相比当前位置仍具备一定上行空间,中期市场机会大于风险。

在投资者相对更加关注的股票市场,有哪些赛道受到机构关注?特别是上半年尤其受到市场关注的AI、“中特估”等板块,是否会维持热度?

上述海银财富相关负责人告诉记者,当前需要把握好经济复苏的预期和经济复苏的节奏之间的关系,密切关注6月经济表现。6月以前,盈利增速是市场主线。6月以后,随着经济继续恢复,估值提升将成为市场上的主要动力。具体到行业方面,建议关注消费、数字经济的半导体设备和软件服务。另外,由于2023年的市场节奏较为缓慢、波动性大,建议加大量化股票策略的配置。

中金研究相关负责人则向记者表示,展望下半年,A股上市公司盈利修复或仍将延续,当前指数表现所隐含的估值水平已经计入较多偏谨慎预期,在海外经济缓衰退、中国经济温和复苏的基准判断下,维持对2023年A股市场中性偏积极看法,指数相比当前位置仍具备一定上行空间,中期市场机会大于风险,下半年结合中国增长修复及政策预期,重视节奏和结构。

针对具体的行业配置与主题,该负责人认为,短期成长为主线,中期看消费,低估值国企央企仍有修复空间。年初以来,市场呈现结构性行情,部分科技板块及高股息领域相对跑赢,机构重仓股表现不佳,背后可能与增长预期反复、结构上高增长领域相对稀缺、增量资金有限等多重环境叠加有关。展望下半年,在增长回稳且流动性尚处宽松的宏观环境下,一方面具备成长空间的新技术领域可能继续受

到投资者关注,人工智能等产业趋势下的科技成长领域仍为当前A股稀缺的赛道;另一方面,在消费和部分周期性板块自下而上寻找复苏受益的细分领域可能较为关键;部分主题和高股息资产可能仍有相对收益,但相比上半年需要对业绩兑现和基本面改善领域增加配置权重。

关于广受投资者关注的AI赛道,他特别提到,“今年以来全球人工智能技术发展迅猛,作为能够带来较大变革的科技革命,有望带来新一轮产业级投资机会。当前,人工智能技术已具备以ChatGPT为代表的核心产品应用,不过还需要关注后续国内AI发展和对各行业的渗透效果,以及是否形成盈利模式清晰的产业链上下游。”

该负责人总结道,未来3~6个月,建议投资者关注三条主线。第一,是顺应新技术、新产业、新趋势的偏成长领域,尤其是人工智能和数字经济等科技成长赛道,半导体产业链在下半年有望具备周期反转与技术共振的机会;软件端继续关注人工智能有望率先实现行业赋能的传媒互联网、办公软件等,部分领域年初至今累计涨幅较大,需自下而上精选个股。第二,需求好转或者库存和产能等供给格局改善,具备较大业绩弹性的领域,例如白酒、白色家电、珠宝首饰、电网设备和航海装备等。第三是股息率高且具备优质现金流的领域。此外,也可以具体关注六大主题机会,包括国企改革与中国特色估值体系建设、“一带一路”建设、调整较为充分的龙头企业、人工智能等科技主题、新格局下的现代化产业体系建设、低估值高股息主题。