

中美双预期差或收敛，震荡中保持乐观

——下半年宏观与大类资产配置展望

资本市场业务总部



中美双预期差主导国内上半年资产波动：债强、股分化

- **中美双预期差：一是中国经济复苏力度低于预期；
二是美国经济表现和美联储货币政策紧缩强于预期。**



年初的时候，我和领导说，“今年我们就做中国复苏+美国萧条，肯定能赚钱”。领导问我，这个假设够不够坚实？我当时根本没多想就说“如果美国5%的利率都不萧条，中国2%的利率都不复苏，那我们还有什么好说的”

六个月后的我：“我想想还有什么好说的😂”

收起

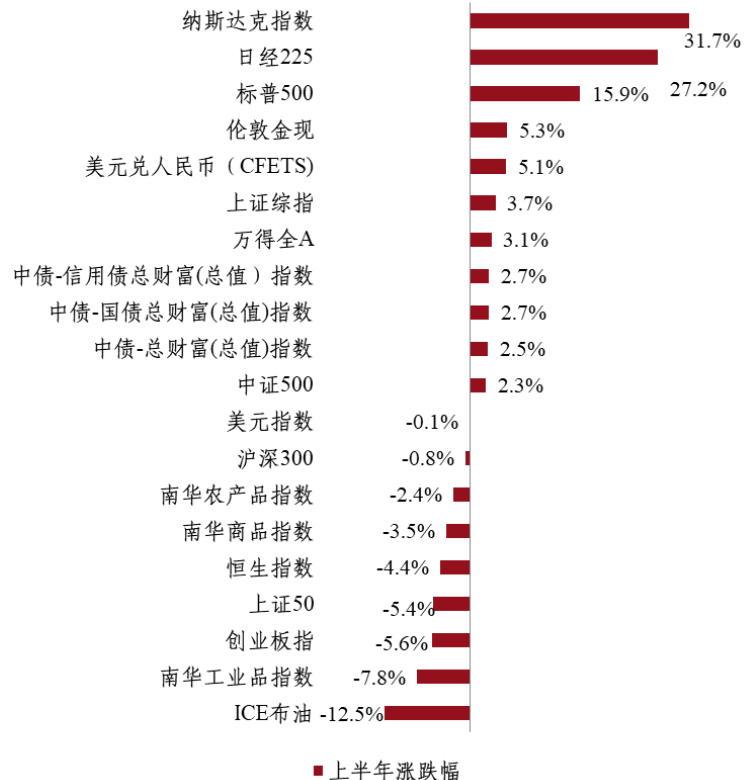


6小时前

@财经Veda

上年年市场回顾：“东升西降”预期出现扰动

- 上半年宏观经济与市场走势和去年底市场普遍预期（东升西降）的有所不同：美国经济从“软着陆”到经济保持韧性，预期美联储从加息停止到末次加息悬而未决；国内经济从疫后强劲复苏到再度承压。影响国内资产定价的两个“锚”摇摆不定，导致市场波动较大。
- **国内股市**，在存量资金博弈下，结构性行情明显，除数字经济与中特估外，其他细分板块表现不尽如人意。
- **国内债市**，在宏观“弱现实”与“资产荒”背景下走出小牛市行情。
- **海外方面**，受益于人工智能行情的龙头科技股带动美股尤其是成长风格的纳斯达克指数接连创下新高。日经225指数再度站上33000点，创30多年来新高。
- **下半年，中美双预期差是否会收敛？**



下半年市场关注点及主要结论

关注点：

- 一. 国内政策是保持定力还是发力？
- 二. 美国经济增长动能如何？美联储紧缩货币政策何时转向？

主要结论：

- 当前国内外经济、政策以及地缘政治均处于不确定性较高的阶段，对应到国内资本市场，大概率仍维持震荡格局。相对于上半年，下半年将出现一些积极因素：国内政策出台的紧迫性有所上升、政策力度或将加码、权益市场已较充分定价经济偏弱预期；美国超额储蓄不断消耗、经济韧性有所衰减，加息有望进入尾声。整体而言，下半年中美双预期差有望收敛。因此，国内权益市场在震荡筑底格局中可保持乐观；债市整体风险可控，调整或带来交易性机会。

[1] 国内政策预期开启

[2] 美国经济韧性衰减

[3] 下半年资产配置观点

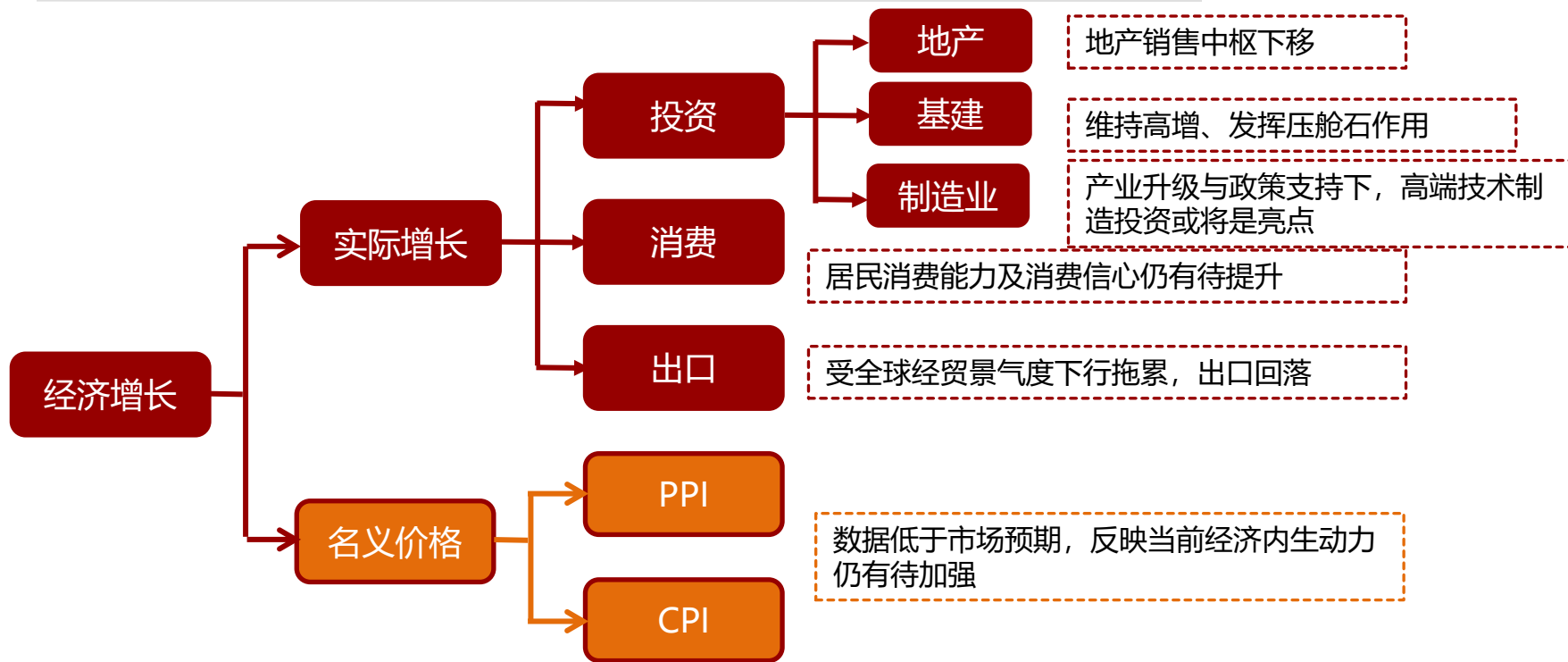
1

PART

国内政策预期开启

- 继4月经济动能触顶回落后，5、6月延续下行态势，经济基本面整体偏弱态势，持续低迷的情绪后，市场对于稳增长预期逐渐升温。

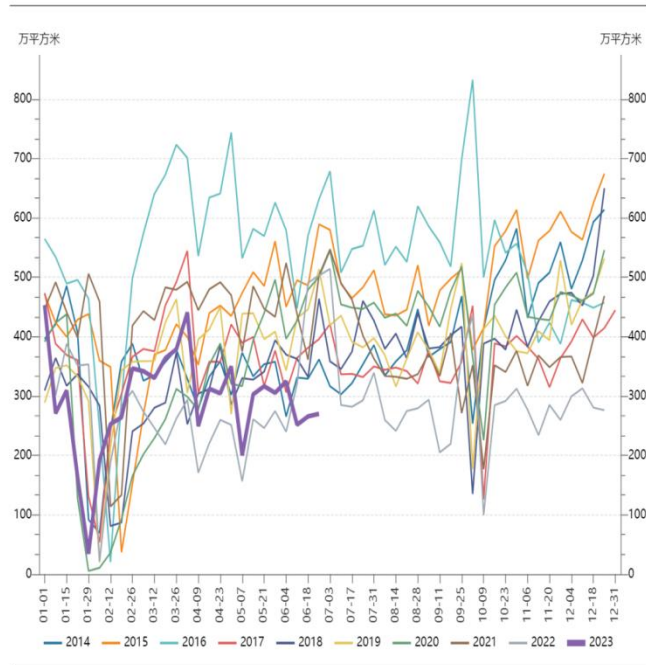
下半年，宏观经济、市场表现与政策预期保持较高敏感度



□ 经济复苏承压，稳增长政策预期强化，从弱预期转向强预期。

地产销售中枢下移

- 商品房销售继续下滑，克而瑞报告显示百强房企5月销售金额和销售面积分别环比下降14.1%和9.1%，环比降幅较4月有所扩大。
- 高频数据显示：6月三十大中城商品房销售面积同比减少32%。近期，地产边际仍在走弱。
- 6月7日《经济日报》刊发题为“房地产市场企稳还需一些耐心”的文章，指出对于4-5月房市回落应理性看待，政策的落地见效需要一定时间。



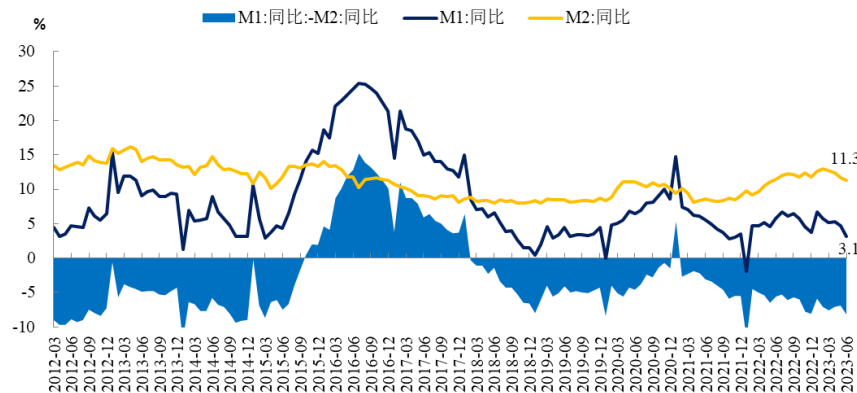
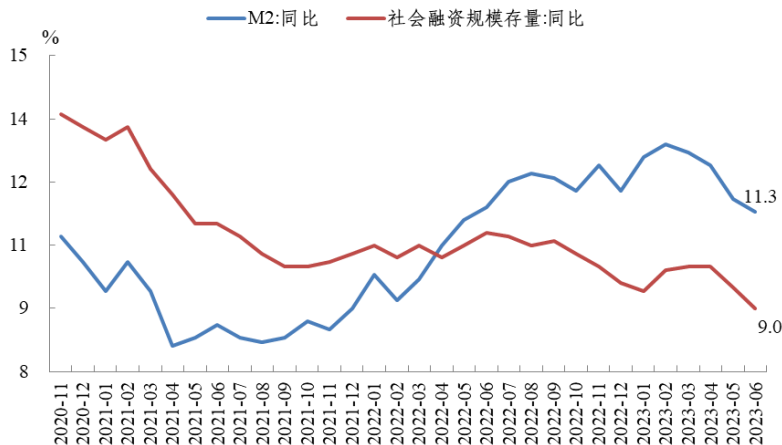
数据来源：Wind

下半年一批政策有望出台，政策环境有所改善

- ❑ 市场关于政策是保持战略定力还是发力刺激经济存在分歧：一方面，PMI连续处于荣枯线以下、地产销售回落、青年失业率处于高位、出口下滑明显，稳增长政策加码诉求不断提升。另一方面，考虑到全年5%左右增速目标实现的概率较高+长期高质量发展的方针不变，对政策力度的预期可能不宜过度乐观。
- ❑ 6月9日，李强主持国务院第二次专题学习，会议强调，要**增强政策的组合性、协同性，制定和执行政策必须着眼高质量发展全局**，加强统筹协调，完善最优政策组合，形成最大整体效果。
- ❑ 6月16日，总理李强在国常会上称，研究推动经济持续回升向好的一批**政策措施**。
- ❑ 6月27日，总理李强在世界经济论坛开场演讲中表示：中国将在扩大内需潜力、激活市场活力等方面推出更多务实举措，有信心有能力在较长周期内推动中国经济行稳致远。
- ❑ 中国人民银行、国家金融监督管理总局7月10日发布通知称，《中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》有关政策有适用期限的，将适用期限统一延长至2024年12月31日。
- ❑ 下半年国内两个会议值得期待，7月政治局、10月20大三中全会，系列稳增长和中长期经济改革措施有望出台。

流动性：下半年资金面易松难紧

- 当前经济主要问题在于需求不足，表明：1、继续释放货币效果一般，但宽信用局面未打开前，货币宽松是必要的；2、资金空转严重，银行间市场保持相对充裕。
- 6月，降息已经落地。



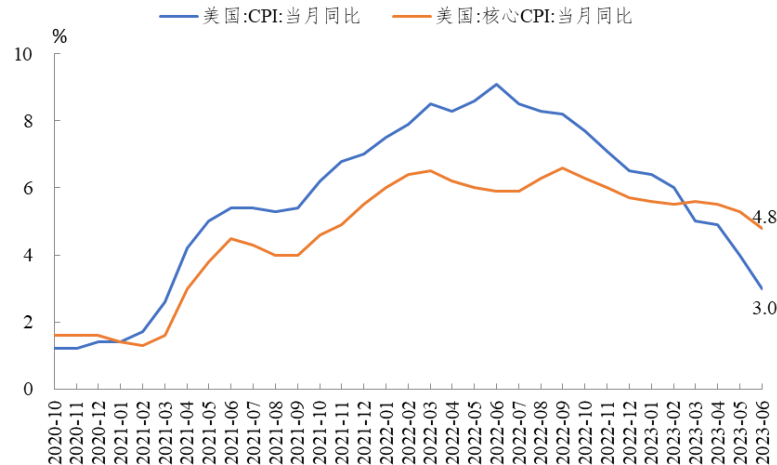
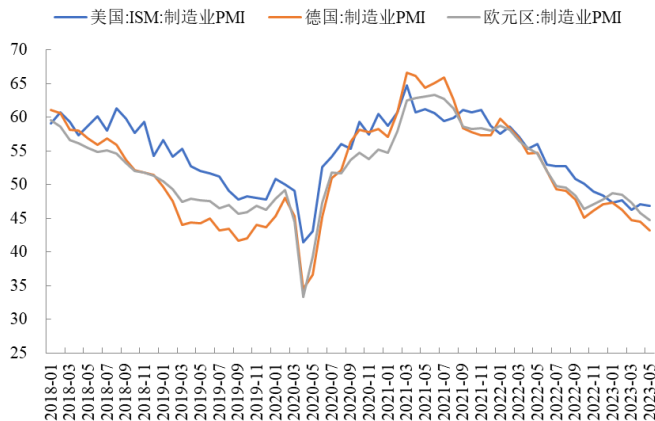
2

PART

美国经济韧性衰减

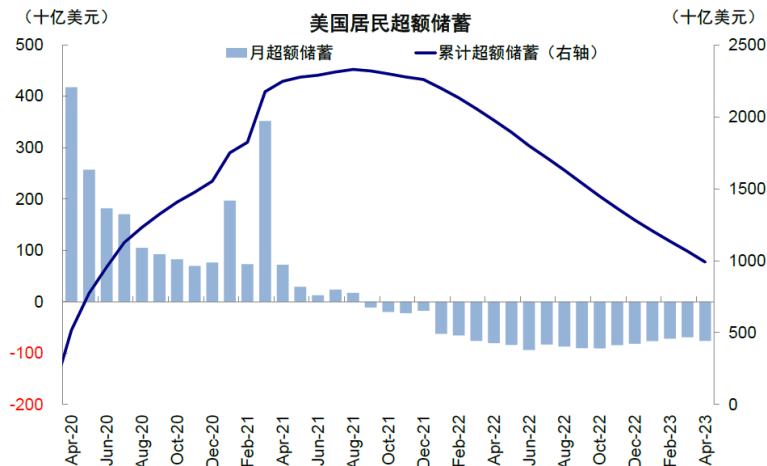
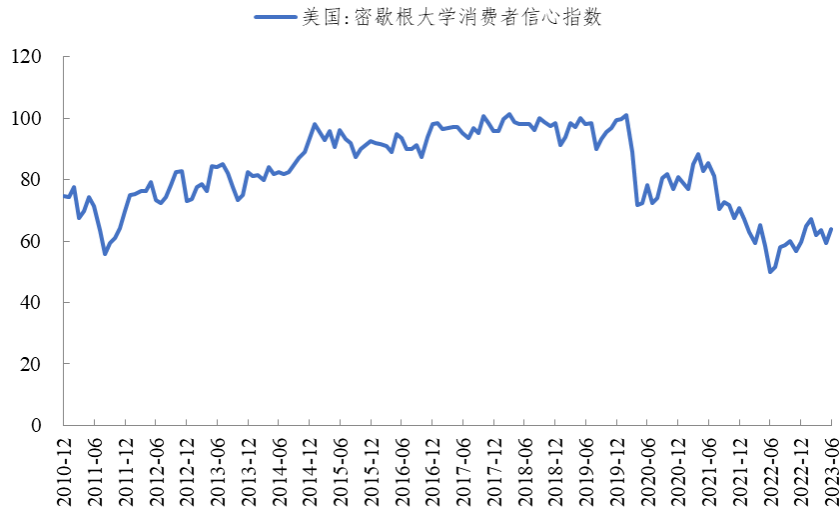
- 美国经济衰退在路上、加息步入尾声。

美欧经济出现下行压力，美国通胀超预期降温



- ❑ ISM数据显示，6月份美国制造业PMI从5月份的46.9降至46.0，为2020年5月以来的最低读数。这标志着PMI连续第八个月保持在50的门槛以下，表明美国制造业出现收缩，此次收缩是自大衰退以来持续时间最长的一次。6月全球制造业PMI降至47.8% 全球经济下行压力加大。
- ❑ 受CPI、PPI超预期回落的影响，市场预期美联储或将在7月份进行最后一次加息。

美国经济韧性衰减，衰退在路上



- 在美国高利率环境下，经济仍保持韧性，消费的作用不言而喻，而超额储蓄是美国居民消费能力的重要支撑，当前美国居民超额储蓄从此前2.3万亿美元明显回落至1万亿美元，仍在不断消耗中，多家机构测算在2023年四季度是美国经济衰退概率大增的时期。在此背景下，美联储加息有望步入尾声。

地缘局势不确定性再起，下半年或有所改善

- 俄罗斯瓦格纳与俄国防部的矛盾引发关注，目前瓦格纳人员撤离俄南部军区总部所在区域，事态有所平息，但后续相关进展仍需跟踪。
- 此外，6月18日美国国务卿布林肯访华。6月23日，美国司法部宣布以涉嫌生产销售涉芬太尼化学前体为由，起诉多家中国企业和数名中国公民。彭博社道：多名熟悉行程的消息人士透露，美国财政部长耶伦计划7月初访问北京。历史经验来看，在美国经济走弱背景下，对外开放或继续扩大，中美关系下半年或有所缓和。



3



PART

2023下半年资产配置观点及逻辑框架



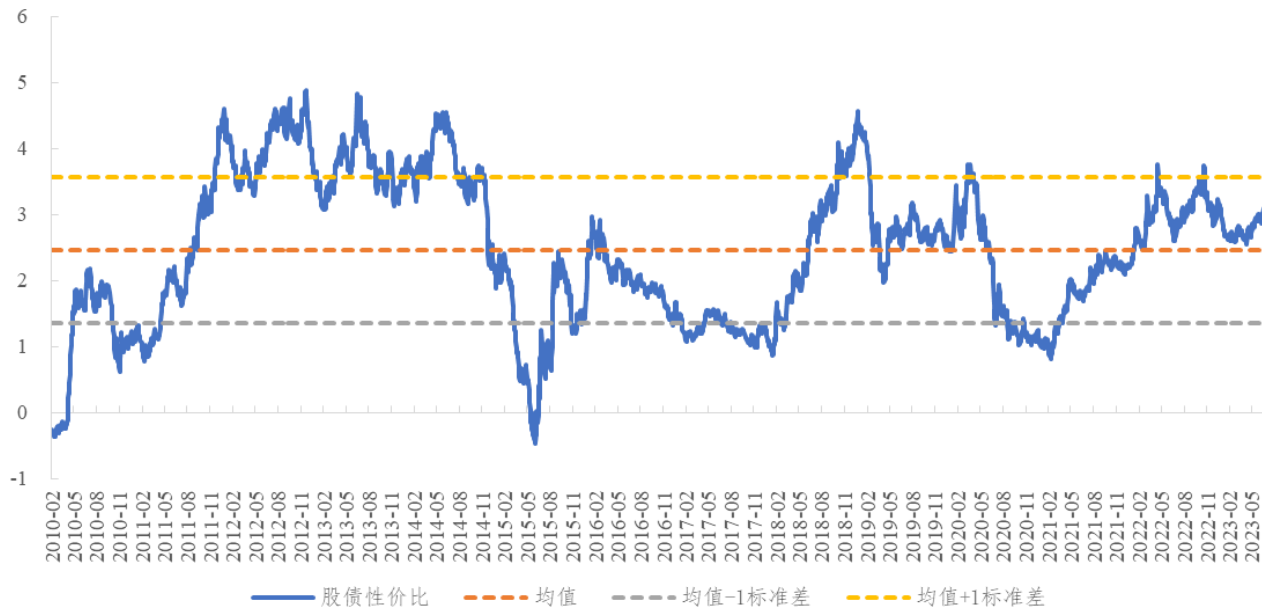
资产配置依据：美联储加息步入尾声+国内政策预期开启

重要指标	上半年运行态势	后续展望
美元指数	截至2023年6月30日，收于103.4	美国经济韧性衰减、加息步入尾声，利率峰值或已现，美元与美债利率下行是趋势
十年期美债收益率 (%)	截至2023年6月30日，收于3.81%	
GDP	经济复苏斜率放缓	政策预期开启、经济稳步修复
PPI		
社融/M2	货币政策处于“弱信用+宽货币”政策组合	宽信用是大方向，货币政策合理充裕
DR007		
股权风险溢价率	股票性价比占优	
风险事件	地产销售不及预期、中美关系超预期恶化、美联储鹰派超预期、海外发达经济体衰退超预期等	

FED模型——股债风险溢价率

- 该指标蕴含着权益市场的预期收益率能高出无风险收益率多少，显然，这个溢价越高，权益资产表现可能越好。当前股票性价占优。

万得全A市盈率（TTM）倒数-10年期国债收益率



下半年资产配置观点：震荡中保持乐观，权益性价比逐步提升

资产大类	资产细分	观点	配置建议
股票	A股	性价比逐步提升	标配+
	港股	弹性或高于A股	标配+
	美股	面临货币政策和经济周期双拐点，偏震荡	标配
债券	美债	利率峰值或已现，短期震荡，但不改下行趋势	标配
	利率债	整体风险可控，调整或带来交易性机会	标配
	信用债	信用利差低位运行	标配
商品	大宗商品	趋势性行情不强	标配-
	黄金	趋势上仍看多	标配+

注：根据大类资产未来预期表现，分别给予超配、标配+、标配、标配-、低配五个评级；具体配置比例综合考量各类资产历史风险收益特征和各类资产之间的阶段性比价。

权益市场：震荡中保持乐观

- **A股**：短期而言，经济的弱复苏和政策着力点是眼高质量发展全局，稳增长预期有所降温，但相比上半年，整体政策环境有所改善，结合当前市场的估值水平，国内权益市场在震荡筑底格局中可保持乐观，短期调整将打开布局窗口。重点关注7月政治局会议政策的出台。
- **港股**：当前港股估值和风险溢价处于具备吸引力的位置，尚需等待国内经济复苏和盈利超预期兑现或美债趋势性下行机会，短期市场维持宽幅震荡的走势，弹性或高于A股。
- **美股**：当前美国经济周期与货币政策面临双拐点，一方面经济或逐步进入温和衰退，盈利压力或对美股仍有压制；另一方面美联储加息进入尾声。综合而言，分子和分母项进行博弈，美股大概率区间震荡。

债券市场：震荡偏强

- **利率债：**在基本面持续磨底背景下，资金面宽松预期不改，因此债市或不具备转向压力，但收益率进一步向下仍需更多的利多催化，2.60%或将是10年期国债的阶段性阻力位，整体而言，当前点位，利率债胜率尚可、赔率有限，债市调整后仍有机会。
- **信用债：**下半年，流动性易松难紧对城投债形成支撑，城投信用利差或还有一定压缩空间。但区域之间分化可能会加大，经济水平和债务负担为城投债表现分化的核心因素。在投资策略上，应加大对城投风险的关注程度，更看重偿债能力强的优质城投，谨防尾部风险。

商品市场:趋势性行情仍不强

- **大宗商品**：下半年国内弱复苏及海外浅衰退背景下商品市场趋势性行情或仍不强，趋势性行情仍需等待。
- **贵金属**：黄金牛市未走完，下半年美国经济出现衰退、美联储加息周期有望进入尾声，实际利率下行方向较确定，战略上仍看好黄金。

免责声明

- 本报告由中建投信托股份有限公司（以下简称“本公司”）资本市场业务总部投研团队撰写发布，仅代表公司资本市场业务总部投研团队的观点和立场。
- 报告中的相关信息来源于本公司认可的已公开资料或其他信息，但本公司对该类信息的准确性及完整性不作任何保证。
- 本报告仅为报告出具日的观点、评估及预测，本公司对报告内容可在不发出通知情形下做出更改。
- 在不同时期，公司投研团队可能发布与本报告观点不一致的研究报告。
- 本报告内容仅供参考，所载观点不构成对任何特定投资者的建议。
- 本报告版权仅为本公司所有。
- 本文数据来源：Wind，中建投信托。

An aerial view of the Chicago skyline at sunset or sunrise, with a large, semi-transparent silhouette of a person's head in profile on the left side. The word "THANKS!" is centered in a large, bold, black font within a red rectangular frame. A small white triangle points upwards from the bottom center of the frame.

THANKS!