

►今年上半年，中國股市、債市一度出現資本外流，近期有所改善，整體表現在新興市場國家中比較穩健。



雖然全球金融環境收縮引發衰退擔憂，但目前美、歐、日等發達經濟體的表現尚不屬於「滯脹」，更多地反映出需求過熱問題。如果未來有新的更嚴重的地緣政治衝突，對全球供應鏈效率造成較大損害，將會增加全球經濟滯脹壓力。

應對外圍不穩 刺激措施宜加碼

經邦
論道

張佳佳
中國金融四十人研究院
青年研究員

整體而言，在本輪全球資本市場調整中，中國資本的流出流入已達到相對均衡的態勢，人民幣相對其他國家貨幣表現也更為堅挺。雖然資本流動的短期風險不大，但長期隱憂仍存，主要體現在新增FDI（外資直接投資）的多元化再配置。展望下半年，中國經濟下行壓力較大，當務之急是要加大國內政策支持力度，同時配合清晰的政策路線穩定市場情緒。

難言美國通脹見頂

今年以來，全球經濟金融環境出現較大變化，宏觀政策開始從擴張階段轉向收縮階段。受通脹屢創新高影響，美聯儲開啟了「大幅快跑式」加息，年內已經四次加息，累計上調政策利率225個基點。

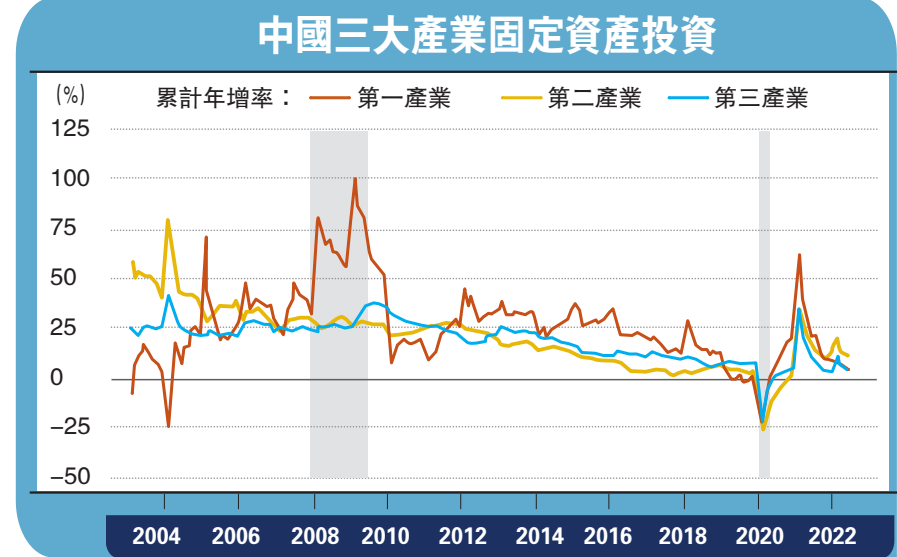
美國通脹持續走高受到周期性和長期結構性因素影響。一方面，2020年疫情後美國採取了遠超需求的財政和貨幣政策刺激經濟。在美國經濟復甦、需求重啟後，過度刺激的後遺症開始顯現。另一方面，產業鏈多元化調整及民粹主義盛行導致經濟政策左傾。俄烏衝突爆發之後，全球從國家到企業層面都更加重視產業鏈布局中對地緣政治等安全因素的考量，貿易成本增加。

現在難以確定美國通脹是否已經見頂，未來通脹與加息均超預期的風險依然很大。從美國各類CPI（消費者物價指數）的敏感性測試來看，近期通脹很大概率不是確定性回落。如果對油價、核心服務業稍微作一些假設調整，則今年三季度美國通脹會有二次微衝鋒的可能。從當前通脹寬度來看，已有約90%的商品細項出現2%的漲幅，說明美國通脹已經接近1980年水平，這意味着通脹形勢更難判斷，且未來美國通脹和加息超預期的風險很大。

今年年底美國利率可能會升高到3.6至3.7厘。這一輪加息完畢之後，美國利率會遠超之前十年的平均值，利率中樞也會上升。這也說明此次通脹上行有結構性的因素，CPI很難回到2%的狀態，未來美國通脹中樞可能在3%至4%。

美聯儲大幅加息勢必會造成美國技術性衰退，但這種衰退對美國經濟不會造成長期負面影響，美國經濟在衰退之後仍可恢復每年2%的增速。美國家庭和企業資產負債表在這一輪周期中比2008年更健康，居民的儲蓄率也更高，因此很有可能熬過這次技術性衰退。表現較差的部門是美國的垃圾債或者抵押貸款，但它們在金融系統中的總量遠遠小於2008年金融危機發生前。

此外，美國加息導致全球衰退局面在短期內對美元反而有利。在美國收緊貨幣政策的過程中，不同國家的表現分化明顯。市場認為歐洲及發展中國家受到的衝擊更大，美元因為避險屬性走強。本輪歐元對美元的貶



值，一方面是經濟基本面的原因。受俄烏衝突影響，歐洲能源價格上升，歐洲經濟衰退的風險較美國更高。另一方面是市場擔心歐債危機重演。而作為歐盟經濟中流砥柱的德國出現了三十年來首次貿易赤字，市場對歐元區經濟的擔憂更甚。

目前美國和歐洲的通脹率站上高位，失業率處於歷史低位。僅從通脹和就業兩個指標來看，可以肯定美歐不是滯脹，低失業率加上高通脹率更多地反映出需求過熱。同樣地，日本的狀況也談不上滯脹。

回顧上世紀七、八十年代典型的「高通脹+高失業」的滯脹時期，根源在於供給端出現嚴重問題。當時，歐洲「高通脹、高增長」階段結束，經濟結構開始轉型，帶來巨大的失業壓力。鑒於歐洲的社會主義傳統，工人政黨的政治力量空前強勢。當時政府採取了很多政策，比如驅逐西班牙、意大利、土耳其等其他國家的勞工；限制貿易進出口，保護本國商品；採取各種各樣的救助政策、福利政策、補貼政策；法國和意大利推行國有化，德國實行由政府主導大企業的重组。

總而言之，彼時歐洲很多政策對供給效率非常不利，導致供給端變差。在供給端變差時，需求端不變，也會導致滯脹。因為在同樣的需求水平下，供給曲線左移，會帶來更高的失業率。

提防新一輪供應鏈危機

眼下全球生產端並沒有出現嚴重的效率惡化，雖然過去的地緣政治衝突和疫情對全球供應鏈產生了負面衝擊，但是基本的貿易和投資還能夠維持。但現在一個很不利的趨勢是，全球產業鏈搬遷、供應鏈多元化布局的影響可能加大，對供給端持續形成衝擊。目前情況還不算太糟糕，供應鏈不至於斷裂，供給端承受的衝擊尚不到上世紀七、八十年代的極端程度，但這並不代表以後沒有可能。

未來對滯脹最大的擔心在於，如果有新的更嚴重的地緣政治衝突，再次衝擊全球生產鏈和供應鏈，對全球供應鏈的效率造成較大損害，將會增加經濟滯脹的壓力。如果情況沒那麼糟糕，針對後續的經濟下行壓力和當前的需求過熱問題，可以通過需求緊縮政策應對。但是對供給面的改善程度不比過去，通脹中樞會小幅度提

高，難以出現以往「高增長、低通脹」的黃金組合。

今年上半年，中國的股市、債市一度出現了資本外流，近期有所改善，整體表現在新興市場國家中比較穩健。

對於股票市場而言，3、4月股市總計流出逾200億美元，這與當時俄烏衝突全面爆發後，全球投資者擔心地緣政治風險無序擴張，以及4月上海靜態管理、產業鏈短期停滯有關。6月股市資金流動出現了轉向。在上海疫情受控之後，全球投資者認為中國又出現了加大經濟刺激的跡象，經濟見底的前景漸趨明朗，外資又重新回到中國。7月房地產斷貨事件引起了國際投資者的擔心，北上資金從銀行板塊撤出較為明顯。

對於債券市場來說，3月起中美利差縮窄並出現倒掛。中國債券市場每個月出現近170億美元的資本淨流出，近期略有改善，流出幅度收窄，但還未絕對翻正。

外資進出中國相對均衡

整體來看，在這輪全球資本市場調整中，中國資本的流出流入已達到相對均衡的態勢，人民幣相對其他國家貨幣表現也更為堅挺。雖然資本流動的短期風險不大，但長期隱憂仍存，主要體現在新增FDI的多元化再配置。通過對歐美200多家跨國企業調研發現，現在企業在布局新的FDI時，資金更多地流向墨西哥、印度等國家。雖然短期內中國貿易順差、資本流動在整個新興市場中非常穩健，人民幣匯率也是可控的，但是中長期而言，供應鏈多元化的風險在加大。

展望下半年，中國經濟下行壓力較大。中國製造業雖然有所恢復，但服務業復甦滯後，出口高增長受全球經濟下行影響難以持續，房地產下行周期進入第二階段。政府主導的基建投資是下半年經濟增長的核心保障，但目前地方政府的收支壓力較大，廣義財政面臨較大的缺口。

經濟回歸正軌的關鍵要素在於疫情「後遺症」的救治情況，不能讓當前的下行壓力對經濟造成永久性創傷。這種永久性創傷主要體現在中小商戶、消費者可能產生的長期的收入預期變化，對內需恢復造成持久影響。現在中國的當務之急是要加大國內政策支持力度，同時配合清晰的政策路線穩定市場情緒。

市場信心增 A股漸走強

斌眼觀市 朱 斌

華福證券首席策略分析師

當前A股市場似乎依然面臨諸多不確定性因素，例如地緣政治衝突激烈、多地疫情反覆，但筆者認為，經過7月份的震盪調整，市場正在重拾信心，逐步走強。

全球流動性依然處於較為寬鬆的格局，這是權益市場良好表現的支撐。從海外來看，雖然7月份美國新增非農就業人數達到52.8萬人，遠超市場預期的25萬人，而同期美國的失業率也降至3.5%，接近歷史低點。但從移動平均的數據來看，7月份的非農就業反彈更像是下行趨勢當中的一次反抽，並沒有改變非農就業人數不斷下降的趨勢。新增非農就業在2月份為71.4萬人，是此輪就業復甦的峰值，之後連續四個月都下降到40萬人以下。而且從製造業工作時間與美國失業率的相對變化來看，美國製造業每周工作時間已經出現明顯下滑，未來失業率見底回升的概率不低。在此背景下，美聯儲加息進程很難再延續鷹派作風，加息幅度逐漸降低是大概率事件。

整體來看，中國經濟表現較為疲弱，而流動性呈現寬鬆格局。首先在政策上，依然維持寬鬆的基調不變，特別是金融系統對實體經濟的支持十分給力。7月份的政治局會議公報中，專門提到「貨幣政策要保持流動性合理充裕，加大對企業的信貸支持」，對於企業的信貸支持，能夠在疫情衝擊下保持實體經濟和資本市場的流動性充裕。如當前無風險收益率呈現出震盪下行的態勢，銀行間市場流動性充裕。而中長期貸款增速處於底部，顯示經濟韌性十足。

從全國部分地區上半年經濟數據來看，資金供給非常充裕。如人行上海總部公布的長三角數據顯示，上半年在貸款端，居民部門審慎減槓桿，而企業部門發力加槓桿；在存款端，居民部門與企業部門的資金增速都顯著超過經濟增速。具體來看，上半年長三角地區人民幣貸款增加4.42萬億元（人民幣，下同），同比多增4873億元。其中，住戶部門貸款增加6472億元，同比少增7105億元；企（事）業單位貸款增加3.75萬億元，同比多增1.16萬億元。可見，受到疫情衝擊影響，居民端加槓桿的意願已經很薄弱了，但是企業端的資金則非常充裕。而從存款端來看，上半

年長三角地區人民幣存款增加5.34萬億元，同比多增9138億元。其中，住戶部門存款增加2.68萬億元，同比多增7431億元；非金融企業存款增加1.95萬億元，同比多增6932億元；財政性存款減少498億元，同比多減2460億元。

相比存貸款的高增速，上半年長三角省市的經濟增速為：上海-7%，江蘇1.6%，浙江2.5%，安徽3%，皆遠遠低於存貸款增速。可見，當前進入到實體經濟的流動性是非常充裕的。

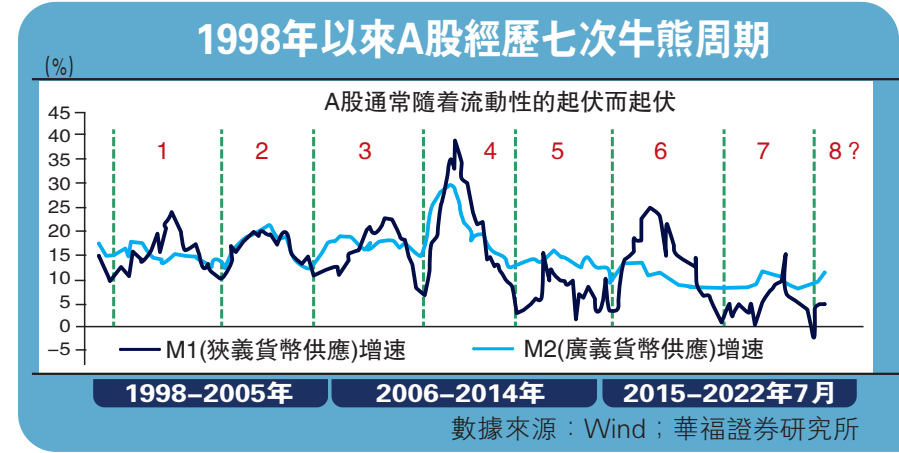
此外，從市場本身的走勢規律來看，眼下可能正處在新一輪牛熊周期的起始階段。A股通常會隨着流動性的起伏而起伏，呈現出明顯的周期性。1998年以來，市場共經歷了七次牛熊周期，每一輪周期持續時間為36至42個月；而新一輪的牛熊周期正是從2022年4月份開始。由於此次牛熊周期的起點位置很低，4月份wind全A指數最低下探到4260多點，距離筆者計算的2022年價值點位（假設A股業績增速為3%的情形下）有接近30%的低估，因此這一輪的牛熊周期將先經歷牛市。從位置上看，當指數點位低於價值點位30%左右時，基本可以確定處於此輪牛熊周期的絕對底部。從時間上看，一輪牛熊周期中的牛市至少持續三分之一時間，即12個月到14個月。因此，4月底以來的市場上行可以說僅行至中段。

留意新能源與軍工股

從投資策略上看，經過7月份的震盪，8月份市場有望重拾上升態勢。筆者建議從兩個方向進行配置：其一是繼續堅定配置成長性行業，主要是「新半軍」（新能源、半導體、軍工），在進口替代的加持下，繼續堅定表現；其二是配置困境反轉行業，包括豬周期、旅遊、航空板塊中的龍頭標的。



▲A股8月份有望重拾上升態勢，建議配置困境反轉行業，包括豬周期、旅遊、航空板塊中的龍頭標的。



能源價格回軟 美加息幅度料降

樓市智庫 陳永傑

中原亞太區副主席兼
住宅部總裁

不久前，國際油價大幅下挫，跌穿每桶100美元關口，跌幅近一成。油價現在低位徘徊，有利於消解全球通脹及加息壓力。較早前宣布加息0.5厘的澳洲，預計通脹在今年稍後見頂，估計美國通脹亦距離頂峰不遠。

8月初，澳洲央行一如市場預期加息0.5厘，指標利率由1.35厘上升至1.85厘，是連續三個月加息0.5厘。澳央行行長洛威指，澳洲通脹預計在今年稍後見頂，並逐漸回落至2%至3%範圍。他預料，今年CPI升幅為7.75%，明年略高於4%，後年約3%；未來幾個月將在貨幣條件正常化進程中採取進一步行動，以確保通脹率回到目標水平；今年澳洲經濟增長3.25%，隨後兩年各自增長1.75%。

能源價格走勢直接影響全球通脹，澳洲通脹預計在今年稍後見頂，筆者預料美國通脹距見頂不遠矣。

年初俄烏爆發衝突，因俄羅斯是世界石油生產大國，造成油價急升。今年

3月國際油價每桶高見逾123美元，6月以後反覆回落，8月初跌至約90美元，能源價格升降最是影響通脹上落，油價下跌有助舒緩全球通脹問題。

市場人士指出，美國28間上市頁岩油企業今年次季盈利爆升，錄得約255億美元現金流，抵銷過往十年總虧蝕的四分之一；料全年現金流將破1000億美元，比去年多超出一倍，亦比2018至2020年總和高出九倍。

美國國務院能源安全高階顧問霍克斯坦較早前表示，石油輸出國組織（OPEC）仍有能力增產，再加上白宮每天從美國戰略儲備中釋放100萬桶石油，將有助壓低油價。雖然計劃今年底結束，但相信油企屆時已經增產，毋須再額外釋放戰略儲備。

美國千方百計壓低油價，近期終見成效，筆者估計美國未來加息幅度會在0.5至0.25厘之間，不必動用到0.75厘的重手招數。隨着石油供應增加油價下跌，通脹壓力將會減弱，自然不必大幅度加息。通脹見頂，加息力度亦減少，有利於樓市及股市。今年上半年，美國以至全球股市反覆向下，皆因通脹及加息所造成。假如這兩個因素消退，投資市場勢必回復活躍。