

资产轮动，谁将乘风破浪？

摘要

- **美股短期配置价值降低。**2022年初至今，美股大致呈波动下降趋势，在通胀攀升企业成本压力增大、供应链中断及加息等负面影响下，美股承压形势明显。美股公司一季报披露的积极业绩抵消不了诸多不确定性因素，股价平均呈下跌趋势。从业绩发布后的股价反映看，在业绩显示获得正收益的公司在公布业绩的后两天股价平均下跌了0.5%。见微知著得从2022年一季度美股公司的业绩发布会来看，公司担心四大宏观问题：其一，对于经济增速放缓及后续经济增长压力加大的担心；其二，不断上升的成本给企业利润增长产生压力；其三，逆全球化趋势使得公司更将注意力放在其国内市场；其四，供应链风险持续对公司运营带来阻碍。通过梳理美股在衰退时期的表现，短期美股或仍呈现下降趋势，中期情况或有所改善。
- **中长期美债配置价值升高。**受通胀攀升和美联储加息双重影响，不同期限的美债收益率攀升，但5月加息后不同期限美债的表现不同，且国债与信用债之间的表现也有差距，中长期收益率整体下降，一定程度上受到美国中期经济增长放缓预期的影响。从美债收益率近期变化可看出，市场开始交易美国经济放缓预期。美国2022年下半年经济放缓的预期较足，6、7月加息维持50个基点的预期较充足，短期收益率仍有较大的上升空间，长期收益率上升幅度或较小。预计2022年下半年，相较短期美债，中长期美债的配置价值较高。且近期整体资金流出长期TIPS，未来此趋势或在短期持续。受地缘政治冲突、企业成本压力较大、美联储加息因素等影响，美国公司债信用利差正扩大，尤其是评级较低的债券，评级较高的债券配置价值相对更高，MBS中期或有所改善。
- **海外变化对于国内影响几何。**美国宏观经济及资本市场主要资产类别的变化也将对我国产生联动影响，重点关注宏观因素上供应链恢复情况、美国的关税政策、美联储货币政策等将对国内经济和资产表现的影响。首先，全球供应链紧张短期或仍将持续，四季度可能有所好转，但完全恢复需要更长时间，对于国内来说喜忧参半。一方面俄乌冲突对我国部分产品出口形成一定支撑，但原材料价格上涨也影响到国内的部分产业；另一方面，需要注意国内疫情政策对于供应链产生的压力；且后疫情时期，多国制定针对产业链和供应链的政策。其次，美国可能取消全部/部分关税，对我国出口有一定拉动效果，但幅度或有限。第三，美国货币政策变化及美债收益率上涨对我国国债影响或有限，短期仍对人民币汇率有影响。第四，商品价格短期仍在高位，中期或有所回落。
- **资产轮动的齿轮转动。**2022年下半年美国的情况大概率是通胀下行，经济增速放缓，若经济实现软着陆，美股或迎来反弹，但目前公司担心的供应链问题、逆全球化问题下半年明显缓解的几率较小，经济仍有衰退风险，若美国进入衰退周期，债券的配置价值逐渐上升。综合看美股短期仍有压力，中期有改善可能；美国长期国债的配置价值升高，公司债中投资及债券或评级较高的债券更有吸引力。下半年中国有望逐渐进入复苏周期，股市配置价值将有所回升。
- **风险提示：**地缘政治冲突加剧、美国经济下行超预期、海外收紧加快等。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn
联系人：王润梦
电话：010-57631299
邮箱：wangm@swsc.com.cn

相关研究

1. 国内政策红利加速释放，海外地缘局势加剧动荡 (2022-05-20)
2. 把握“稳”的内涵和后续发力——4月经济数据点评 (2022-05-16)
3. 等待“黎明”的前一秒——4月社融数据点评 (2022-05-13)
4. 政策加力“松绑”持续，美国通胀回落不及预期 (2022-05-13)
5. 二师兄醒了，超预期上行能否持续？——4月通胀数据点评 (2022-05-10)
6. 疫情之下，如何展望财政加力？ (2022-05-10)
7. 多重压力下的外贸，意料之中与预期之外——4月贸易数据点评 (2022-05-10)
8. 放长视角，细说人民币汇率趋势 (2022-05-06)
9. 假期房地产数据仍弱，期待未来政策提振 (2022-05-06)
10. “宁静”的假期，全球紧缩继续蔓延 (2022-05-05)

目 录

1 美股短期配置价值降低.....	1
1.1 当下美股公司担心的四大问题.....	1
1.2 从历史的角度看美股趋势.....	4
2 中长期美债配置价值升高.....	6
2.1 加息下的美债收益率变化.....	6
2.2 美国公司债，投资级 VS 高收益.....	7
3 海外变化对于国内影响几何.....	8
4 资产轮动的齿轮转动.....	11

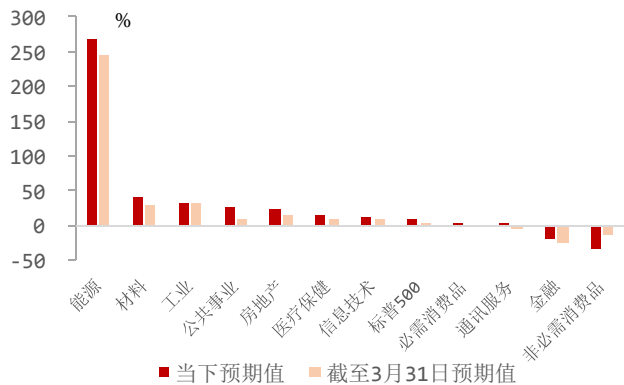
美联储3月加息开启，5月更是加大加息幅度，全球紧缩浪潮前浪已至，伴随疫后恢复的分化、供应链紧张问题仍存、通胀攀升再加上地缘政治风险冲击，全球资产轮动的齿轮转动。本篇专题从美国主要大类资产出发，探索未来权益与固定收益的配置价值变化，之后再视角回归国内，审视海外不稳定事件对于国内资产的影响及资产轮动的节奏。

1 美股短期配置价值降低

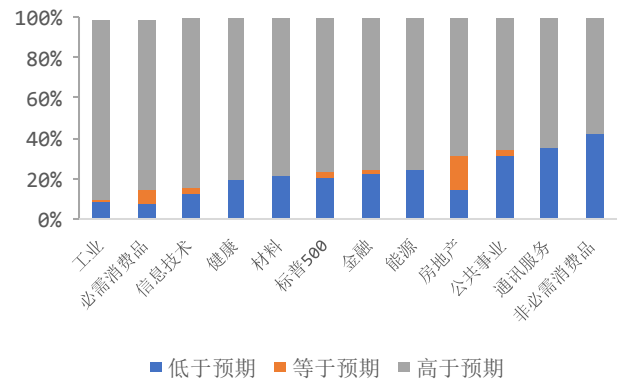
2022年初至今，美股大致呈波动下降趋势，标普500指数从1月3日收盘4795.56点跌至5月20日收盘3901.36点，期间跌幅达到18.65%。在通胀攀升企业成本压力增大、供应链中断及加息等负面影响下，美股承压形势明显。

1.1 当下美股公司担心的四大问题

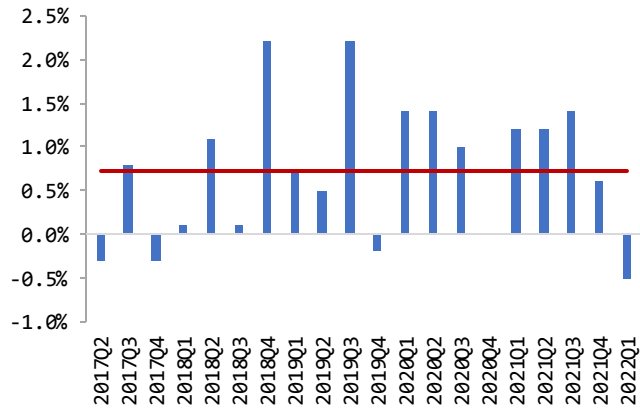
美股公司一季报披露的业绩抵消不了诸多不确定性因素，股价平均呈下跌趋势。截至当地时间5月20日，95%的标普500指数成分股公司都披露了第一季度收益，其中77%的公司报告的实际每股收益高于平均每股收益估计值，从已披露2022年一季度业绩的公司看，标普500指数成分股每股收益超过预期的公司比例与5年平均水平相当，但略低于5年平均水平。从盈利情况本身看，已公布业绩的标普500成分股公司公布的每股收益增长4.6%，若再综合考虑未公布业绩公司的预期值，此数值能上升至9.1%；从盈利超预期程度看，已发布业绩的公司每股收益比预期高4.7%，但此数值低于5年平均（较预期高8.9%）的水平，也是自2020年第四季度以来的首次个位数盈利增长。一方面与高基数效应有关，另一方面也与不利的宏观环境如加息、地缘政治冲突、高通胀等有关；从行业盈利表现看，11个板块中有9个报告每股收益同比增长，以能源、材料和工业板块为首，平均每股收益分别同比增长268.2%、42.1%和33.5%，公用事业、房地产次之，同比增长也都超过20%，此外医疗保健、信息技术板块盈利增长超过标普500整体，但通信服务、金融、非必须消费和日用品的盈利增长都不及标普500整体；从行业盈利超预期程度来看，医疗保健、信息技术行业报告的每股收益超预期程度较多，而非必需消费品行业的企业业绩不及预期幅度较大；从业绩发布后的股价反映看，在业绩显示获得正收益的公司在公布业绩的后两天股价平均下跌了0.5%，而根据往年经验，以往获得正收益的公司在公布业绩后连天股价会平均上涨0.8%。这是自2011年第二季度(-2.1%)以来，标准普尔500指数成份股公司季度公布业绩后平均负面股价反应最大的一次。与此同时，业绩披露不及预期的公司在公布2022年一季度业绩后两天股价平均下跌了5.4%，这个降幅也远超历史业绩不理想公司在同一时间段2.3%的降幅。另外，营收方面，73%的标普500指数成份股公司公布的实际营收高于预期，高于69%的5年平均比例。公司公布的营收较预期高出2.7%。

图 1：2022 年 1 季度标普 500 不同板块 EPS 预期增长情况


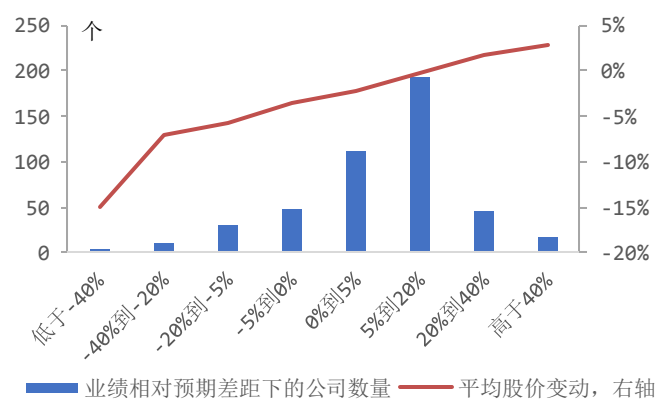
数据来源: Factset、西南证券整理

图 2：2022 年 1 季度标普 500 不同板块 EPS 增速与预期的关系


数据来源: Factset、西南证券整理

图 3：标普 500 成分公司公布积极业绩后两天股市涨跌情况


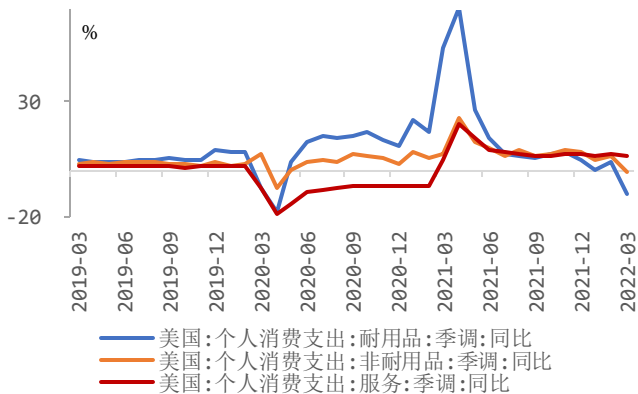
数据来源: 红色线为历史均值, Factset、西南证券整理

图 4：2022 年 1 季度不同业绩表现公司对对应股价变动


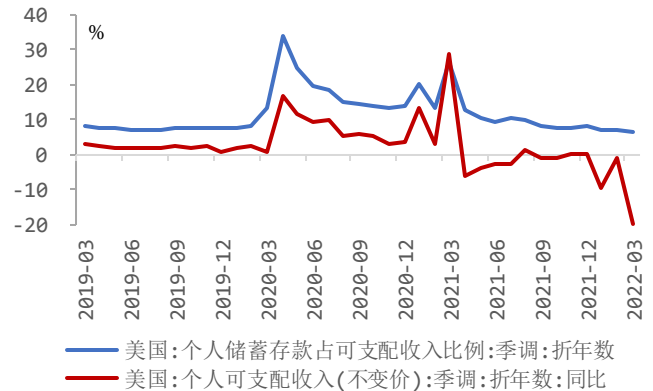
数据来源: 股价变动时间为公布业绩后两天, Factset、西南证券整理

见微知著得从 2022 年一季度美股公司的业绩发布会来看, 公司担心四大宏观问题:

其一, 对于经济增速放缓及后续经济增长压力加大的担心。业绩会上, 休闲旅游行业的永利度假村 (Wynn Resorts) 以及酒业公司星座集团 (Constellation Brands) 都提及对于未来经济放缓的担忧。根据美国商务部经济分析局 (BEA) 公布的数据, 一季度美国 GDP 环比下降 1.4%, 低于预期, 但从分项上看, 消费者支出、商业投资增长较稳定, GDP 下降主要受贸易和库存投资的拖累。3 月, 美国名义个人消费支出环比增长 1.1%, 去除通胀影响后实际支出环比增长 0.2%。在个人消费支出中, 服务消费增长较快, 而商品消费有所下滑, 3 月美国消费者在耐用品、非耐用及服务上的支出同比分别下降 10.68%、降 0.8% 和上升 6.29%, 环比分别下降 0.92%、0.27% 和上升 0.64%, 商品消费都连续两个月环比下降, 在一定程度上表明随着消费补贴的撤出, 居民在商品上的支出有所节制, 服务消费提升则主要受到疫后恢复性修复有关; 与此同时, 家庭收入增速放缓, 3 月美国个人可支配收入实际环比下降 0.38%, 储蓄占可支配收入比重由 2021 年 3 月的高点 26.6% 降至 2022 年 3 月的 6.2%。展望未来, 消费仍将会受到高通胀和利率上升的双重压力。5 月, 美国全国广播公司公布的民意调查也显示, 75% 的受访者对美国前景看法悲观, 生活成本和经济问题仍然是美国民众面临的最重要问题; 此外, 根据 Vistage Worldwide 公司对 600 多家小企业进行的调查, 被调查的小企业中有 57% 预计美国的经济状况将在明年恶化, 高于 4 月份的 42%, 与 2020 年 4 月的创纪录水平持平。

图 5：个人服务消费支出近期增长明显


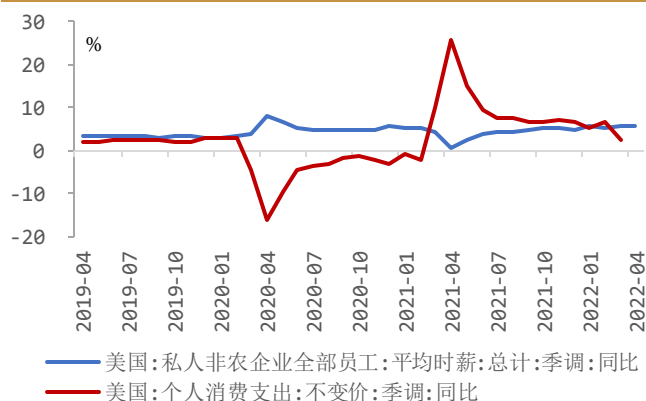
数据来源：Wind、西南证券整理

图 6：美国个人可支配收入同比回落


数据来源：Wind、西南证券整理

其二，不断上升的成本给企业利润增长产生压力。企业面临多方面的成本上升，且影响范围跨越多个行业。首先，受俄乌冲突及国内强劲需求带来的原材料成本上升影响，3 月，美国 PCE 同比上涨 6.6%，较前值增速继续上升 0.32 个百分点，为 1982 年以来最大增速；其次，劳动力成本持续上升也给企业带来压力，4 月美国私人非农企业员工平均时薪同比增长 5.46%，环比增长 0.31%，已是自 2020 年 6 月以来连续 22 个月环比正增长。最新美国商业经济学会（NABE）调查显示，75% 的受访者报告材料成本上涨，报告材料成本增加的受访企业净份额升至 1984 年首次提出此项调查问题以来的最高水平；一季度已进行涨薪的美国企业比例达到创纪录的 70%，约 71% 的受访企业预计未来三个月企业人工成本将继续攀升。根据 NABE 的调查，大多数企业已经提价，成功地将更高的人工成本转嫁给消费者，约 45% 的受访企业表示已经把部分上涨的成本转嫁给消费者，15% 表示已经把全部或绝大部分转嫁给消费者。展望未来，大约一半的受访者预计将在未来三个月提价，而剩下的绝大部分受访者预计将维持现在的价格。

其三，逆全球化趋势使得公司更将注意力放在其国内市场。疫情对于供应链带来的压力，以及俄乌冲突带来的地缘政治不确定性，都使得美股公司开始考虑减少对外国供应商的依赖。我们在之前多次提示逆全球化趋势对于经济的负面影响，疫情和俄乌冲突不是逆全球化的起点，而在一定程度上加深了逆全球化趋势，上世纪 90 年代及本世纪初，全球出口占 GDP 的比例显著上升，但 2008 年后，全球商品出口占 GDP 的比重大致呈下降趋势，2018 年中美贸易战也加剧了此趋势。在业绩会上，贝莱德指出 30 年的全球化路径将从根本上改变，虽然跨境货物和人员流动仍将是经济增长的关键，新技术将继续缩小地理距离，但国家和公司正重新评估其相互依存关系。

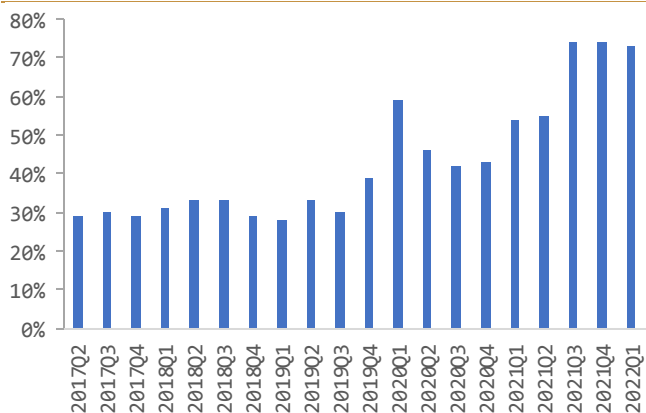
图 7：美国薪酬增长幅度弱于通胀增速


数据来源: Wind、西南证券整理

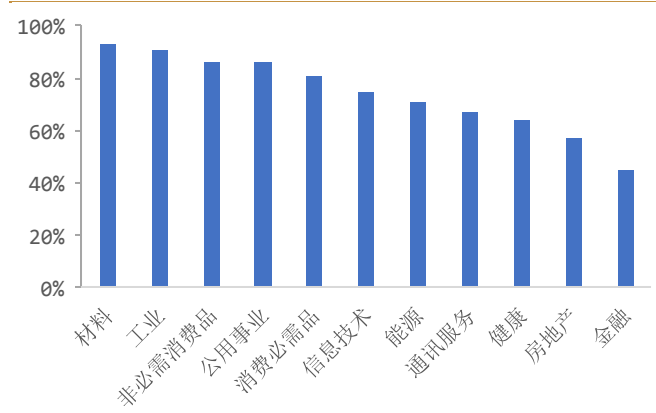
图 8：全球贸易占 GDP 的比重显示逆全球化趋势


数据来源: 世界银行、西南证券整理

其四，供应链风险持续对公司运营带来阻碍。在已披露业绩的标普 500 成分股公司中，有 338 家在第一季度业绩电话会议中提到了“供应链”一词，远高于 199 家的 5 年平均水平，其中在行业数量层面，工业（62）和信息技术（48）行业在一季度业绩中提到“供应链”的公司数量最多；从占比来看，材料（93%）和工业（91%）部门在第一季度业绩中提到“供应链”的公司比例最高。一方面，俄乌冲突给食品、能源以及芯片供应链造成打击，另一方面，中国近期散点疫情也给相应地区的生产带来压力，尤其是长三角地区。

图 9：标普 500 公司业绩发布会公司提到“供应链”的比例


数据来源: Factset、西南证券整理

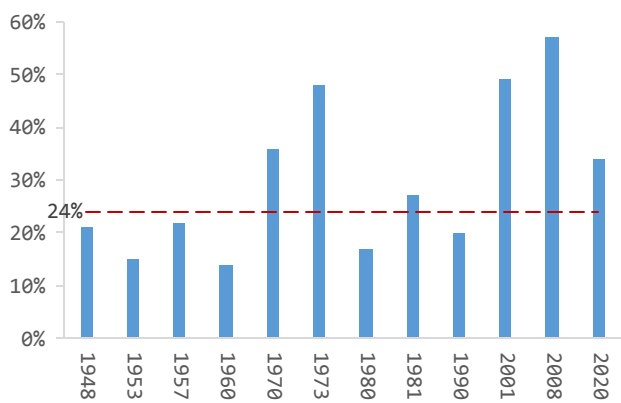
图 10：2022 年 1 季度标普 500 公司业绩会提到“供应链”比例


数据来源: Factset、西南证券整理

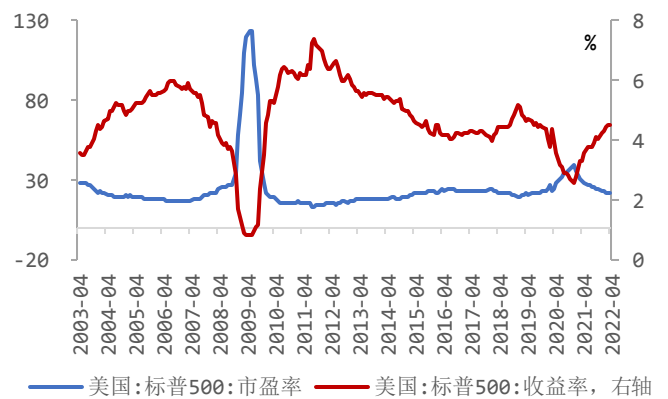
1.2 从历史的角度看美股趋势

当下，美国通胀处于数十年的高位，且高于名义工资增长速度，若趋势持续，消费者支出受到价格攀升因素而挤压；此外企业也将因为成本上升影响盈利情况而减少投资，这两方面都会对经济产生不利影响。与 1960 和 70 年代不同，当下美联储将注意力主要集中在控制通胀上，且通过通胀预期等来跟踪其变化，根据美联储跟踪的通胀预期指数，美国长期通胀预期未超过 3% 的水平，但目前还工资与通胀螺旋上升的情况尚未见到明显缓解，未来美国经济是否会软着陆还未可知，但在美联储加快收紧的货币政策，全球经济复苏基础尚不稳定的情况下，下半年经济增速放缓的预期较足。

通过梳理美股在衰退时期的表现，短期美股或仍呈现下降趋势，中期情况或有所改善。自1948年以来，美国经济12次衰退，在此期间，标普500指数最大回撤的中位数为24%，平均数为30%，参考平均数或中位数，如果美国经济陷入衰退，美股还有下降空间；从收益情况看，在历史上的衰退期间，标普500指数的每股收益下降的中位数为13%，在收益达到低谷之后的四个季度，每股收益的中位数恢复到17%。从估值水平看，标普500指数在衰退前后区间的市盈率最多缩窄的中位数为21%，1980年后的衰退期间（分别对应1981年、1990年、2001年、2008年和2020年），市盈率在衰退前约8个月达到高峰，在衰退前的峰值和衰退开始之间下降的中位数为15%，根据美国经济研究局（NBER）的定义，股市平均在衰退正式开始前7个月开始对衰退进行定价。本轮美股市盈率在2021年4月13日达到峰值为42.17倍，但2022年5月24日，美股市盈率为19.38倍，下降幅度高达54.04%，远超近40年衰退期间“杀估值”的幅度。从行业表现看，历史上美国经济衰退前的12月中，具有防御性质的行业相对表现较好，如必需消费品、医疗保健和公用事业、能源等。从股价及美国宏观经济情况、政策变化看，美股短期还有下降的空间，但中期若通胀控制较好，通胀与经济矛盾的矛盾逐渐缓和，再加上美联储收缩幅度或有放缓，以及供应链问题的缓和，美股或有所改善。

图 11：美国衰退期间标普 500 最大回撤幅度


数据来源：Wind、西南证券整理

图 12：近期美股估值回落


数据来源：Wind、西南证券整理

表 1：中美货币政策与中美国债情况

峰值	低谷	回撤	衰退	来源	3 个月内美联储转向宽松
1956 年 8 月 2 日	1957 年 10 月 22 日	-21.6%	是	货币政策	是
1961 年 12 月 12 日	1962 年 6 月 26 日	-28.0%	否	-	否
1966 年 9 月 2 日	1966 年 10 月 7 日	-22.2%	否	货币政策	是
1968 年 11 月 29 日	1974 年 10 月 3 日	-36.1%	是	货币政策	是
1973 年 1 月 11 日	1978 年 3 月 6 日	-48.2%	是	货币政策/石油	是
1976 年 9 月 21 日	1980 年 3 月 27 日	-19.4%	否	-	否
1980 年 2 月 13 日	1982 年 8 月 12 日	-17.1%	是	货币政策/石油	是
1980 年 11 月 28 日	1982 年 8 月 12 日	-27.1%	是	货币政策	否
1987 年 8 月 25 日	1987 年 12 月 4 日	-33.5%	否	金融冲击	是
1990 年 7 月 16 日	1990 年 10 月 11 日	-19.9%	是	货币政策/石油	是
1998 年 7 月 17 日	1998 年 8 月 31 日	-19.3%	否	金融冲击	是
2000 年 3 月 24 日	2002 年 10 月 9 日	-49.1%	是	去杠杆	否

峰值	低谷	回撤	衰退	来源	3个月内美联储转向宽松
2007年10月9日	2009年3月9日	-56.8%	是	去杠杆	否
2010年4月23日	2010年2月7日	-16.0%	否	经济增长/财政政策	否
2011年4月29日	2011年10月3日	-19.4%	否	财政政策	是
2018年9月20日	2018年12月24日	-19.8%	否	货币政策	是
2020年1月29日	2020年3月23日	-33.6%	是	疫情	是

资料来源：公开资料、Wind、西南证券整理

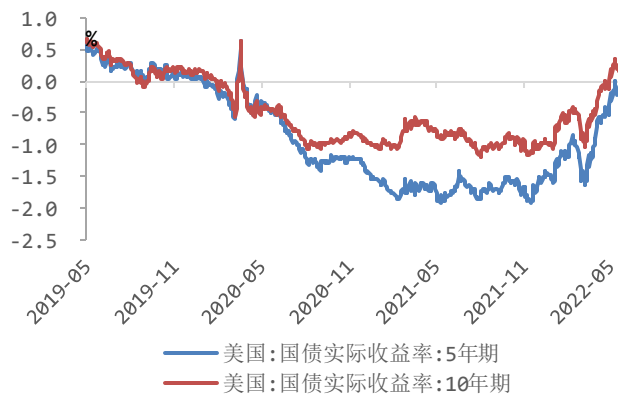
2 中长期美债配置价值升高

受通胀攀升和美联储加息双重影响，近期不同期限的美债收益率攀升，在美股价格下调同时，美债也经历了一波抛售潮，但5月加息后不同期限美债的表现不同，且国债与信用债之间的表现也有差距。

2.1 加息下的美债收益率变化

从美债收益率近期变化可看出，市场开始交易美国经济放缓预期。3月，美联储加息通道开启，且随着通胀的不断攀升，市场对于美联储加息幅度升高的预期越发加强，再次影响下，不同期限的美债收益率都有所上涨，自3月加息至今，10年美债收益率上涨30%；5月，美联储将联邦基金利率目标上调50个基点至0.75%-1.0%，并宣布将于6月开始被动缩减资产负债表，从5月加息后，3个月美国国债收益率上升幅度最大为25.88%，但中期和长期美债收益率受经济预期放缓影响有所回落，如2年期美债收益率回落2.21%，10年期美债收益率回落6.23%。此外，通胀的持续攀升伴随实际利率在加息之后上升明显，流动性逐渐收紧。5月加息幅度加大，且缩表时间明确，中长期收益率却整体下降，一定程度上受到美国中期经济增长放缓预期的影响，此外也有对于前期市场超跌的修复因素。我们在此前的专题中多次提到，美国2022年下半年经济放缓的预期较足，不仅受尚未解决的高通胀及供应链问题影响，也与其国内紧缩的货币政策有关。但需注意，鲍威尔在5月议息会议后表示6月和7月加息仍将维持50个基点，目前市场对于两次连续加息50个基点的预期较充足，鉴于加息幅度较大，短期收益率仍有较大的上升空间，长期收益率上升幅度或较小。另外，6月开启缩表也会直接影响美债收益率，但由于是停止债券再投资的被动缩表而不是主动卖出债券的主动缩表，影响或较小。从历史经验看，自美联储2017年缩表以来，10年期美债收益率走势与缩表之间没有显示出明显的相关关系。

2022年下半年，相较短期美债，中长期美债的配置价值较高。未来若美国通胀控制较得力，在经济增长放缓及中期选举、美股回调等压力下，美联储货币政策收紧节奏可能将逐渐放缓。参考美联储的指引和市场信号，我们认为本轮10年期美债收益率的高点将在3%-3.25%之间。但鉴于目前美国经济前景和通胀存在的不确定性，预计波动性仍将保持在高位。另外，TIPS的配置价值在未来或逐渐降低。过去两年中，基金配置TIPS的资产管理规模从6%左右扩大到12%。从5月后TIPS收益率的表现看，在5月加息后，5年和10年期TIPS收益率分别下降了81.82%和上涨了44.44%，波动明显较普通国债更大。在通胀变化不确定较强影响其需求的作用下，近期整体资金流出长期TIPS，未来此趋势或在短期持续。

图 13：美国实际利率近期有下降趋势


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 14：5月加息后不同期限美债收益率变动情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

2.2 美国公司债，投资级 VS 高收益

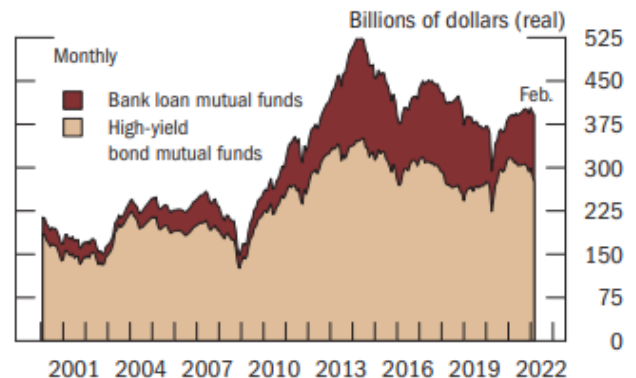
受地缘政治冲突、企业成本压力较大、美联储加息因素等影响，美国公司债信用利差正扩大，尤其是评级较低的债券。自今年1月下旬的低点至今，彭博美国高收益公司债券指数平均 OAS 利差上升至 4.37%，加息后利差走阔的速度尤其迅速，此外波动性也有所回升。在通胀仍高、经济增长预期放缓、供应链问题尚未解决，企业预期偏弱的背景下，美股受到抛售，相应的公司债也受到影响。投资级公司债总回报较同期国债更低，5月加息后一周，美国投资级公司债总回报为 0.44%，比同期美国国债收益率低 48 个基点，整体利差扩大了 8 个基点；另外，同时期高收益公司回报率为 -0.70%，表现明显弱于投资级公司债及国债。同期高收益和贷款基金分别流出 2.6 亿美元和 16 亿美元；上周，美国高收益债券基金资金流出 34 亿美元，贷款基金流出 18 亿美元，后者是自 2020 年 3 月以来最大的单周资金流出。根据美联储 5 月最新发布的金融稳定报告，居高不下的通胀加上利率的急剧上升，可能给美国经济和金融体系带来风险，本次利率的上升幅度超过上一次金融稳定报告的统计。高通胀叠加利率升或削弱家庭和企业的资产负债表，导致违约情况增加；另外抵押贷款利率的上升，也将使得住宅需求减少、房价下跌等。如果利率急剧上升，企业的贷款成本也会增加，企业的信用质量随之下降，从而对就业和企业投资产生负面影响，企业的违约风险或将提高。在经济预期偏弱下，高收益债的利差和波动性将持续较高。目前，彭博美国高收益公司债券指数中，OAS 为大于等于 1000 基点的债券名义价值总计约为 870 亿美元，占彭博美国高收益公司债券指数的 4.3%，此规模是疫情造成美国债市崩溃时（2021 年 7 月 6 日）240 亿美元的 3.5 倍多。从分布行业看，这些违约风险较高的债券分布行业较广，其中制药业、零售业、媒体娱乐、和科技行业的集中度最高。综合来看，评级较高的债券配置价值相对更高。

图 15：近期美国高收益债利差走阔



数据来源：彭博社、西南证券整理

图 16：银行贷款、高收益债公募基金规模下滑



数据来源：美联储、西南证券整理

机构抵押贷款支持证券(MBS)中期或有所改善。从美联储发布的缩表路径看，缩表的前三个月规模上限为每月 475 亿美元（300 亿国债+175 亿 MBS），三个月后缩减规模上限增加到 950 亿美元（600 亿国债+350 亿 MBS）。前期，MBS 受美联储紧缩预期、利率波动等的影响，收益率表现较差，但从美联储公布的缩表方案看，美联储大概率不会主动出售 MBS，MBS 的波动或降低。且与高评级债券逻辑抑制，MBS 有美国政府直接或间接强有力的见解担保，与公司债相比流动性较强，在流动性收紧的环境中，更具优势。但仍需注意利率变化，美国房屋市场变化等的不确定因素影响。

3 海外变化对于国内影响几何

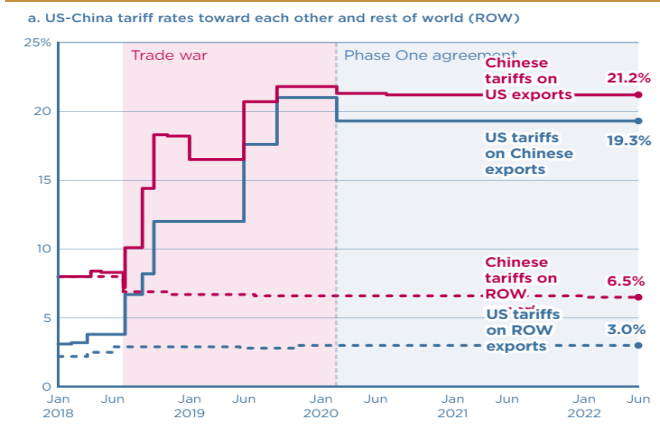
美国宏观经济及资本市场主要资产类别的变化也将对我国产生联动影响，从宏观角度，我们认为供应链恢复情况、美国的关税政策、美联储货币政策等将对国内经济和资产表现形成一定影响。

全球供应链紧张问题短期或仍将持续，四季度可能会有所好转，但完全恢复需要更长时间，对于国内来说喜忧参半。当下阶段，阻碍全球供应链恢复的主要因素由前期的疫情影响转变至俄乌冲突。目前俄乌冲突仍未尘埃落地，当地时间 5 月 8 日，G7 领导人与乌克兰总统泽连斯基举行了电话会议，会议结束后美国白宫发布了 G7 领导人联合声明，承诺逐步取消对俄罗斯能源的依赖，包括逐步取消或禁止进口俄罗斯石油，并采取措施禁止或以其他方式阻止向俄罗斯提供其依赖的关键服务。G7 中对俄罗斯石油进口依赖度相对较低的包括加拿大、美国、日本、英国，加拿大自 2019 年开始便未进口过俄罗斯石油；EIA 数据显示，2021 年美国平均每月从俄罗斯进口超过 2040 万桶原油和精炼产品，占美国液体燃料进口的约 8%；据日本财务部贸易统计数据，2021 年度日本从俄罗斯进口原油和石油产品约为 3500 亿日元，约占 4%；英国 2021 年从俄罗斯进口的天然气、石油、煤炭分别占其使用的 4%、9%、27%；相比之下，法德意对于俄罗斯能源的进口依赖度相对更高，据德国经济部长表示，俄石油在德国进口石油总量中所占比例已从去年的 35% 降至目前的 12%，德国或将在今年夏天停止进口俄罗斯煤炭，在年底前逐步停止进口俄罗斯石油，并大幅减少从俄罗斯进口天然气；法国从俄罗斯进口的原油占其总进口量的 10% 至 12%；据 OPEC 数据显示，意大利 2020 年从俄罗斯进口原油约占 14.6%，但从俄罗斯进口天然气约 40%。IEA 估计，从 4 月开始，因为制裁的影响和范围将变得更加明显，俄罗斯每天有约 250 万桶原油和石油产品可能无法进入市场，4 月初俄罗斯西部港口的石油装载量将出现下滑。OPEC+ 在美多次施

压下仍维持 43.2 万桶/天的小幅增产计划，伊核谈判尚未有实质进展，俄乌局势越发胶着，尽管欧美国家正不断减少对俄油的依赖，但供应问题短期仍难解决，除能源供应链外，粮食和主要金属供应链也将继续承压。俄乌冲突或对我国部分产品出口形成一定支撑，但带来的原材料价格上涨也影响到国内的部分产业，如新能源等。**另一方面，需要注意国内疫情政策对于供应链产生的压力**，受疫情的影响中小企业，尤其是长三角附近的制造企业压力较大；此外在分析美股公司担心的四大宏观问题中，很多公司在业绩发布会上提到供应链问题，未来全球供应链或加速调整，两方面因素会对我国产业链、供应链形成压力。**第三，后疫情时期，多国制定针对产业链和供应链的政策**，如美国在重塑供应链问题上不再以推动制造业岗位全部回流为目标，而是要“备份”战略竞争对手的产业链，重点突出了军工产业、公共卫生、能源、半导体、医疗卫生、新能源材料等关键领域，在美国针对供应链政策的大力推动下，过去一年美国私营部门对半导体、电动汽车和电池制造的预期投资额高达 2000 亿美元。在外部不确定风险较多下，多国将目光更集中在本国产业链恢复上，长期也将影响我国产业链变化。

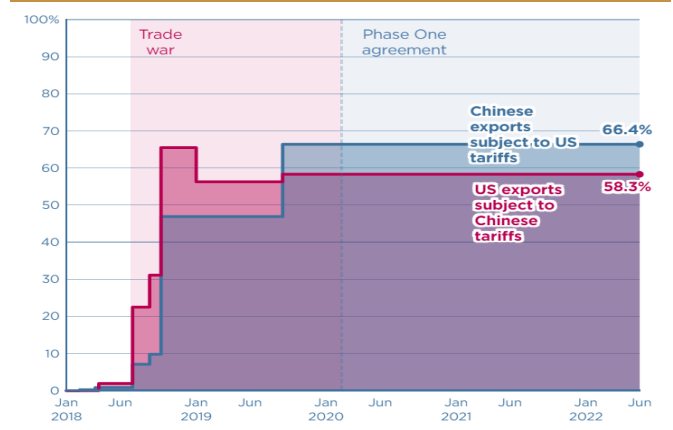
美国可能取消全部/部分关税，对我国出口有一定拉动效果，但幅度或有限。鉴于高通胀和物价上涨，5 月，拜登政府宣布考虑降低对中国进口商品的关税。在重新评估进口关税之际，第一批 301 调查价值 340 亿美元商品的关税将于 7 月 6 日到期，第二笔价值 160 亿美元的将于 8 月 23 日到期，第三笔约 1000 亿美元将于 9 月 4 日到期。301 条款 4 年到期之后，除非审查结果延长，否则关税期限届满。从前两笔商品清单看，主要涉及高技术产品、机械设备、生物医药、新能源和半导体、家用电器、电气设备等行业。从对经济影响来看，受中美贸易摩擦影响美国出口总额下降了 9.9%，美国 GDP 下降了 0.04%，出口的数量和价格都有所下降，且大多数美国公司并没有将关税转嫁出去。2020 年 2 月后，美国对中国出口产品征收的平均关税仍高达 19.3%。这些关税比 2018 年贸易战开始前高出 6 倍以上。中美贸易摩擦在 2018 年至 2022 年期间分五个阶段：2018 年前六个月，关税仅适度增加；从 2018 年 7 月到 2018 年 9 月，双方关税大幅增加：美国平均关税从 3.8% 增加到 12.0%，中国平均关税从 7.2% 增加到 18.3%；第三阶段为 2018 年 9 月 25 日至 2019 年 6 月，关税几乎没有变化；第四阶段到 2019 年 9 月，关税再次上调；当前为第五阶段，两国之间的关税仍然处于高位。在此期间，中国降低了对来自世界其他地区的进口商品征收的关税，中国对其他国家或地区的进口平均关税从 2018 年初的 8.0% 下降到 2022 年初的 6.5%；但同期，美国将来自世界其他地区的进口平均关税从 2.2% 提高到 3.0%。3 月后，美国多次发声出于控制通胀的考虑，建议放松部分中国商品的关税，据 PIIE 测算，若取消 2018 年后加征的关税，可降低美国 CPI 月 1.3 个百分点。若后续美国放松关税，对我国出口将形成提振，但全面取消关税仍存在较大的不确定性，且下半年中期选举临近，两党博弈加剧，快速通过审议的概率较小；此外，由于 2020-2021 年中国疫情控制较好，出口份额增加，一定程度上对冲了加征关税的影响，2022 年由于疫情和供应链问题的影响，我国出口增速放缓。综合以上因素，美国关税政策对我国出口拉动或有限。

图 17：2018 年后，中美平均关税变化情况



数据来源：PIIE、西南证券整理

图 18：2018 年后，中美之间贸易与关税调整相关的商品占比

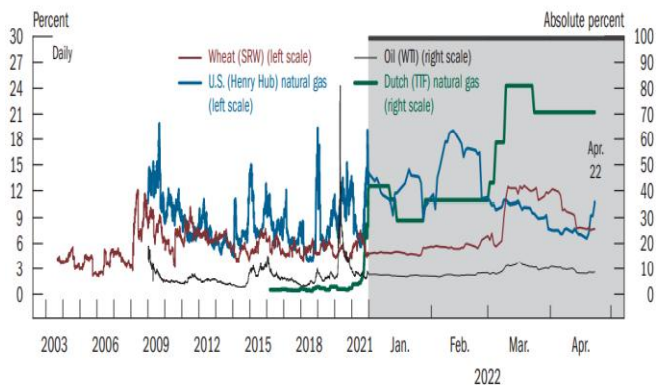


数据来源：PIIE、西南证券整理

美国货币政策变化及美债收益率上涨对我国国债影响或有限，短期仍对人民币汇率有影响。从对我国债市影响看，由于国内债市主要受我国经济基本面主导，海外不稳定因素的影响较为有限，但在全球紧缩浪潮下，外资整体流出新兴市场，这也将对我国债市产生一定压力。4 月，10 年期中美利差出现倒挂。5 月，美联储加息 50 个基点，并宣布缩表，加息在上半程节奏或更快，而我国宏观政策积极配合稳增长目标，积极的财政政策提前发力，货币政策稳健灵活支持实体经济复苏，短期货币政策分化仍将持续。对于人民币汇率来说，我们在专题《放长视角，细说人民币汇率趋势》中指出，人民币汇率的波动更与我国经济基本面以及国内政策相关，尤其是相对经济的强弱及相对货币政策。短期看，两国宏观政策将持续作用于汇率走势。美国方面，政策制定者将注意力更多集中在控制通胀上；国内方面，政策以稳增长为导向。中美政策分化明显，仍会给人民币带来贬值压力，本轮贬值在岸人民币汇率或至 6.8 上下；中期看，我国稳增长政策将逐渐发力，宏观政策将尽快尽早支持实体经济，美国在通胀仍在高位政策加码的背景下中期经济增速或有所放缓，两国的经济复苏相对强弱差异中期缩窄，支持人民币汇率维持在较稳定的水平；长期看，人民币国际化使得人民币汇率有升值趋势，但政策与市场的共同作用将使得汇率在新的均衡下维持相对稳态。

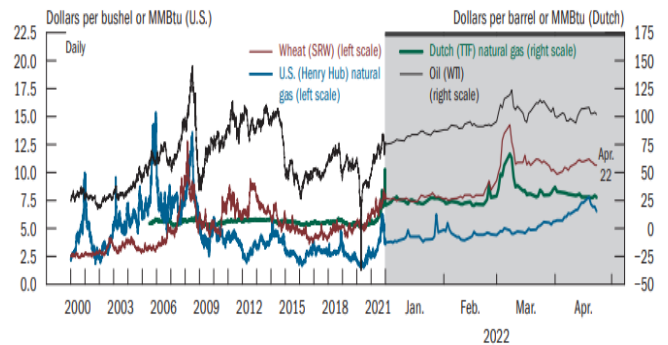
商品价格短期仍在高位，中期或有所回落。5 月美联储披露的金融稳定报告指出，为应对市场波动加剧，在大宗商品市场，中央交易对手（CCP）发出追加更多保证金的要求，一方面因为合同交易价值的升高，另一方面保证金占合同价值比重也被要求增加，这给商品交易者带来压力。自 2021 年底以来，初始保证金占合同价值的比例一直在上升，随着俄乌冲突的持续演变，飙升至合同价值的 80%，小麦和美国天然气的初始保证金占合同价值的百分比也达到了历史区间的顶部。俄乌冲突给全球大宗商品贸易带来扰动，部分商品价格飙升，加剧了农业、能源和金属等的现货和远期市场的波动，进而扰乱大宗商品的生产和加工和运输环节。中期商品需求或受到经济复苏进程影响，致使价格回落。发达市场方面，紧缩浪潮叠加供应链问题，下半年经济复苏或有所放缓；新兴市场方面，自疫情爆发以来，部分新兴市场国家债务水平上升，且俄乌冲突与供应链问题给新兴市场国家的贸易带来压力，再加上很多新兴市场不得不跟随美联储加息，流动性趋紧，这些因素都给新兴市场经济复苏带来一定压力。

图 19：商品期货保证金占合同价值的比例逐渐升高



数据来源：美联储、西南证券整理

图 20：不同商品期货价格变化



Source: Bloomberg Finance L.P.

数据来源：美联储、西南证券整理

4 资产轮动的齿轮转动

根据以上的分析，美国资产轮动的齿轮转动，同时海外因素也将对全球及我国资产类别产生影响。

从经济运行情况看，2022 年上半年美国经济上行，通胀上行，加息政策出台，这个时期股票的配置价值相对较强，债券的吸引力下降；但下半年美国的情况大概率是通胀下行，经济增速放缓，若经济可以实现软着陆，美股或迎来反弹，但目前公司担心的供应链问题、逆全球化问题下半年明显缓解的几率较小，经济仍有衰退风险，若美国进入衰退周期，通胀压力虽然降低，但货币政策收紧或有所放松，债券的配置价值逐渐上升。根据当下情况，我们认为美股短期仍有压力，中期有改善可能；美国长期国债的配置价值升高，公司债中投资及债券或评级较高的债券更有吸引力。

而下半年中国有望逐渐进入复苏周期。二季度，国内受疫情散发影响较明显，尤其是长三角等地区，为应对国内外风险，高层密集出台稳增长政策，随着稳增长政策发力，中国经济有望进入到复苏阶段。在此阶段，预计国内股市配置价值将有所回升，但也将受到美国经济景气度下滑以及美联储加息、美股下跌的负面影响；债券市场运行更与我国经济基本面有关，海外影响较有限；但由于中美经济周期及货币政策分化持续，都将影响人民币汇率走势，人民币短期仍有贬值压力，中长期或维持企稳态势。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈燕	高级销售经理	18616232050	18616232050	chenyanyf@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn