

宏观环境在向有利的方向转变

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

中国经济和美元加息是主导市场的两个核心变量。自去年以来，中国经济的强弱和美元加息的节奏是主导市场走势的两个核心变量。中国经济状况直接影响到企业的盈利和投资者的预期，这一点在疫情之后非常明显，股市与经济之间的正相关性也显著提升。美联储加息的节奏则影响到全球流动性，进而对股市的估值起到决定性作用。回顾过去一年的经验可以明显感受到，中国货币宽松对股市产生的推动作用较为有限，而美联储一旦体现出鸽派倾向，对市场的提振却立竿见影。今年二季度以来，中国经济出现二次下探，且幅度超出市场预期，引发了市场对中国经济前景甚至长期预期的巨大担忧。同时，5月份之后由于美国就业市场的火热和通胀的粘性，美联储加息的预期重燃。因此市场情绪持续低迷。不过目前来看，虽然中国经济趋势和美元流动性尚未发生全面性扭转，但我们认为很多积极变化正在发生，拐点已经出现。

中国经济的底部逐渐显现。近期“老龄化”、“日本化”、“资产负债表大衰退”等长期悲观的观点成为主流声音。我们认为当市场过度关注长期因素时，情绪往往会出现超调。而目前正处于悲观情绪十分浓厚的时点，我们认为应当对未来乐观一些。第一，6月以来大宗商品价格出现了明显反弹，PPI可能已经触底。作为制造业大国，中国对通胀的容忍度其实相对较高，但对于通缩的抵御能力则较弱。去年以来PPI持续下行对企业盈利的负面冲击相当大，是压制股市表现的重要的潜在因素。PPI触底回升将推动名义经济增速上行，同时也意味着库存周期将从主动去库存转变为被动去库存，库存周期见底的时点不再遥远。第二，工业企业利润降幅逐步收窄，企业的盈利状况在改善。第三，6月制造业PMI小幅反弹，预示经济下行最快的阶段可能已经过去。

美联储加息预期正在放缓。美联储6月会议中还将“加息两次”的点阵图给市场带来了很大冲击，但目前越来越多的证据表明美联储可能不需要将利率终值提高太多。第一，美国6月通胀数据出现超预期下行。控制通胀是美联储本轮加息的最大目标，通胀出现较快下行则美联储继续大幅加息的必要性很小。国内有大量的观点认为下半年由于基数下降，美国通胀同比读数将会维持较高水平，从而迫使美联储持续鹰派。这是典型的用“中式思维”解释美国问题。因为在中国的数据解读中往往更重视同比，这是由于中国环比数据的季节调整并不完善。但对于美国市场和美联储决策而言，通胀数据中最重要的是季调后的环比，而非同比，更不会反复研究“基数效应”的数字游戏。所以，6

月美国 CPI 数据中最重要的并非同比下降至 3%，而是季调后的环比只有 0.2%，而且是向上逼近 0.2%，并非向下逼近 0.2%。这意味着，如果未来环比增速不出现反弹，那么年化后的通胀率将不到 2.4%。我们更应该关注的是这一环比数据的变化，至于基数效应带来的同比走高，并不在美联储的考虑范围之内，就像 5 月和 6 月基数效应带来的同比大幅下降并未推动美联储转鸽一样。第二，美国 6 月就业数据也不及预期。此前就业市场的火热主要源于疫情后服务业持续复苏。目前美国服务业就业人数已经大致恢复到疫情前的趋势线上，未来对就业的拉动力将会逐渐减弱。美国 6 月通胀和就业数据预示着未来一段时间内市场对美联储加息的预期将向鸽派方向转变，美元指数向下跌破 100 即是市场合力的体现。美元走弱对应全球流动性改善，人民币汇率的压力大大减轻，外资有望重新流入中国股市。

风险提示：中国经济再度下行，美国通胀和就业持续超预期。

目录

1. 中国经济和美元加息是主导市场的两个核心变量	5
2. 中国经济的底部逐渐显现.....	6
3. 美联储加息预期正在放缓.....	8

图表目录

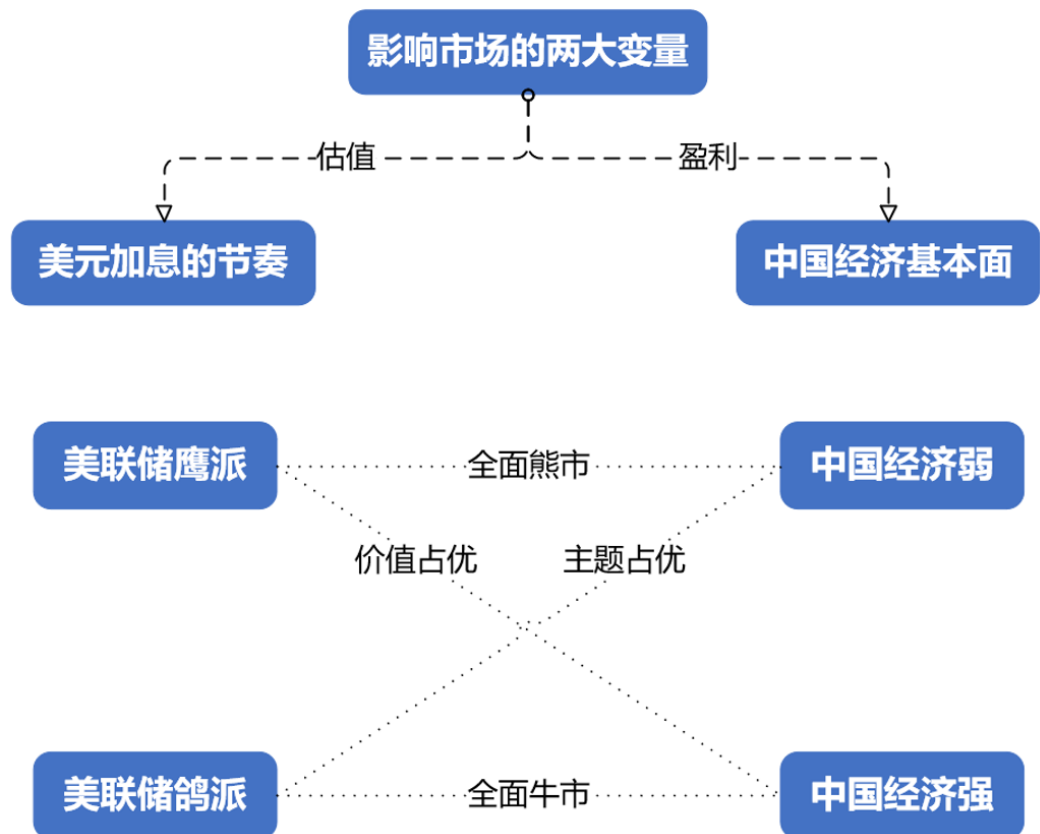
图表 1: 中国经济和美元加息是主导市场的两个核心变量	5
图表 2: 6 月以来工业品原材料价格触底反弹	6
图表 3: 企业利润正在逐步改善	7
图表 4: 中国制造业 PMI 触底回升	7
图表 5: 美国 CPI 超预期下行	8
图表 6: 美国新增非农就业人数不及预期	9

1. 中国经济和美元加息是主导市场的两个核心变量

自去年以来，中国经济的强弱和美元加息的节奏是主导市场走势的两个核心变量。虽然其它一些因素也会对市场产生显著影响，比如中国疫情、政策变化和俄乌冲突等，但归根结底也是通过影响这两个因素来左右市场。中国经济状况直接影响到企业的盈利和投资者的预期，这一点在疫情之后非常明显，股市与经济之间的正相关性也显著提升。美联储加息的节奏则影响到全球流动性，进而对股市的估值起到决定性作用。回顾过去一年的经验可以明显感受到，中国货币宽松对股市产生的推动作用较为有限，而美联储一旦体现出鸽派倾向，对市场的提振却立竿见影。

所以，当中国经济较弱、而美联储较鹰派时，中国股市会表现为全面熊市，大致对应去年11月份之前和今年5月份的状况；中国经济较强或预期较强时、同时美联储转鸽时，股市则会进入全面牛市，对应去年11月份至今年1月末的情形；中国经济较强、而美联储较鹰派时，价值股会相对占优；当中国经济较弱、而美联储较鸽派时，市场风格则会转向主题投资，对应今年2月至4月份的“中特估”和“AI”等行情。

图表 1：中国经济和美元加息是主导市场的两个核心变量



资料来源：太平洋证券研究院

今年二季度以来，中国经济出现二次下探，且幅度超出市场预期，引发了市场对中国经济前景甚至长期预期的巨大担忧。同时，5月份之后由于美国就业市场的火热和通胀的粘性，美联储加息的预期重燃。因此市场情绪持续低迷。不过目前来看，虽然中国经济趋势和美元流动性尚未发生全面性扭转，但我们认为很多积极变化正在发生，拐点已经出现。

2. 中国经济的底部逐渐显现

二季度后随着中国经济下行，市场的悲观情绪愈发浓厚，“老龄化”、“日本化”、“资产负债表大衰退”等长期悲观的观点成为主流声音。我们认为当市场过度关注长期因素时，情绪往往会出现超调。而目前正处于悲观情绪十分浓厚的时点，我们认为应当对未来乐观一些。虽然经济全面性的好转尚未出现，但已经有较多迹象表明经济可能已经接近底部。

第一，6月以来大宗商品价格出现了明显反弹，PPI可能已经触底。6月至今国内南华工业品指数上涨超过10%，大多数工业品原材料出现共振上涨，表明工业品去库存程度已经较深，且需求可能正在出现边际改善。通常大宗商品价格指数领先中国PPI一个月左右，6月大宗商品价格反弹意味着PPI大概率已经见底，下半年将会企稳回升。作为制造业大国，中国对通胀的容忍度其实相对较高，但对于通缩的抵御能力则较弱。去年以来PPI持续下行对企业盈利的负面冲击相当大，是压制股市表现的重要的潜在因素。**PPI触底回升将推动名义经济增速上行，同时也意味着库存周期将从主动去库存转变为被动去库存，库存周期见底的时点不再遥远。**

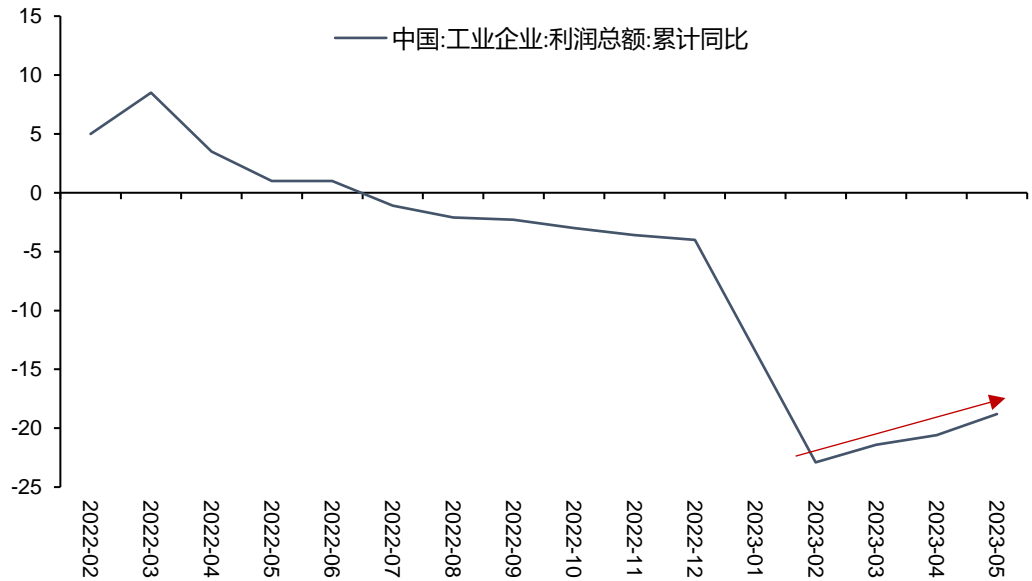
图表2：6月以来工业品原材料价格触底反弹



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

第二，工业企业利润降幅逐步收窄，企业的盈利状况在改善。在今年1-2月工业企业利润增速出现断崖式下跌之后，近几个月企业利润降幅持续收窄，其中下游消费品相关的行业盈利状况表现更好，表明企业面临的成本压力在减轻，同时下游需求也在增长。企业盈利状况的改善将有助于增加企业的投资意愿，推动经济复苏。

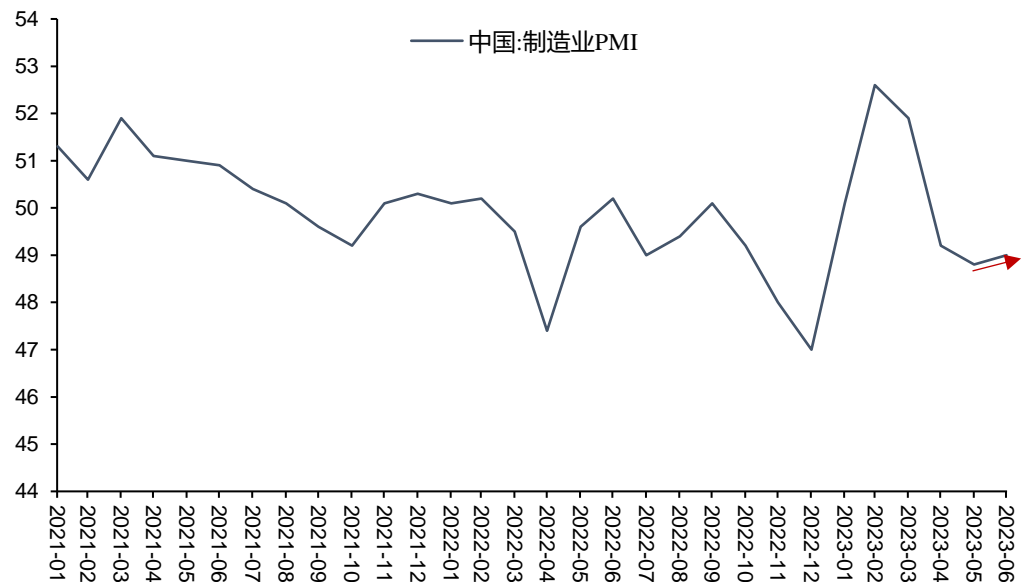
图表 3：企业利润正在逐步改善



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

第三，6月制造业PMI小幅反弹，预示经济下行最快的阶段可能已经过去。6月制造业PMI反弹0.2个百分点至49%，虽然幅度很小，且指数仍在50%的荣枯线以下，但我们认为其意义不小。3月份以来制造业PMI指数快速下滑，对应经济的二次下探，且下行速度很快。6月PMI企稳回升则意味着经济下行最快的阶段已经过去，正在筑底。

图表 4：中国制造业PMI触底回升



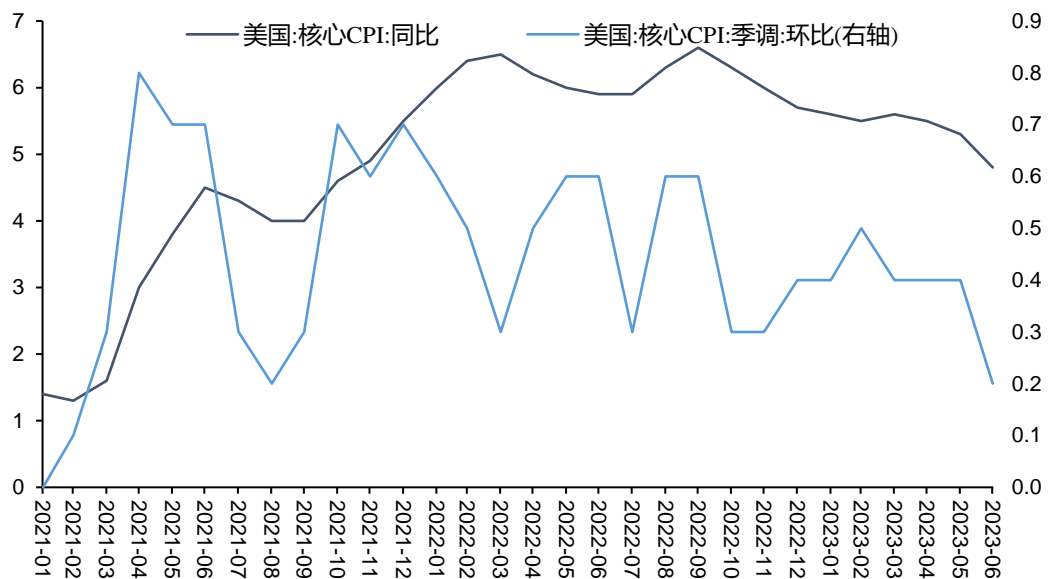
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

3. 美联储加息预期正在放缓

美联储 6 月会议中还将“加息两次”的点阵图给市场带来了很大冲击，但目前越来越多的证据表明美联储可能不需要将利率终值提高太多。

第一，美国 6 月通胀数据出现超预期下行。美国 6 月 CPI 同比降至 3%，季调环比降至 0.2%；核心 CPI 同比降至 4.8%，季调环比降至 0.2%。控制通胀是美联储本轮加息的最大目标，通胀出现较快下行则美联储继续大幅加息的必要性很小。国内有大量的观点认为下半年由于基数下降，美国通胀同比读数将会维持较高水平，从而迫使美联储持续鹰派。这是典型的用“中式思维”解释美国问题。因为在中国的数据解读中往往更重视同比，这是由于中国环比数据的季节调整并不完善。但对于美国市场和美联储决策而言，通胀数据中最重要的是季调后的环比，而非同比，更不会反复研究“基数效应”的数字游戏。所以，6 月美国 CPI 数据中最重要并非同比下降至 3%，而是季调后的环比只有 0.2%，而且是向上逼近 0.2%，并非向下逼近 0.2%。这意味着，如果未来环比增速不出现反弹，那么年化后的通胀率将不到 2.4%。我们更应该关注的是这一环比数据的变化，至于基数效应带来的同比走高，并不在美联储的考虑范围之内，就像 5 月和 6 月基数效应带来的同比大幅下降并未推动美联储转鸽一样。

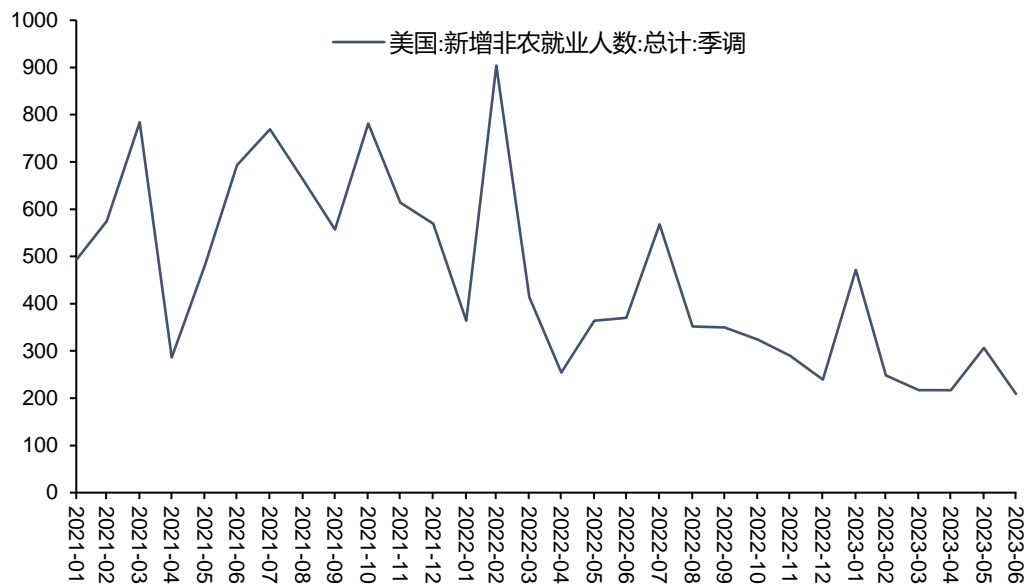
图表 5：美国 CPI 超预期下行



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

第二，美国 6 月就业数据也不及预期。美国 6 月季调后新增非农就业人数为 20.9 万人，是 2020 年 12 月以来的最小增幅预示着一年多以来美国持续超预期的就业市场有所降温。此前就业市场的火热主要源于疫情后服务业持续复苏。目前美国服务业就业人数已经大致恢复到疫情前的趋势线上，未来对就业的拉动力将会逐渐减弱。

图表 6: 美国新增非农就业人数不及预期



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

美国 6 月通胀和就业数据预示着未来一段时间内市场对美联储加息的预期将向鸽派方向转变, 美元指数向下跌破 100 即是市场合力的体现。美元走弱对应全球流动性改善, 人民币汇率的压力大大减轻, 外资有望重新流入中国股市。

总之, 站在当前时点上, 中国经济预期和美元流动性预期均有望出现持续性的改善。虽然全面性的改善尚需时日, 但是我们认为拐点已经出现。

风险提示: 中国经济再度下行, 美国通胀和就业持续超预期。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghai@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。