

投资策略应以盈利为主，兼顾估值

下半年的宏观环境是增长和通胀会出现向下的拐点，流动性环境维持现状或微调但不转向，这个环境决定了投资策略。

文 | 宋雪涛



明确下半年市场投资策略，有必要先理清经济增长和通货膨胀的发展趋势，然后选定最佳策略。

全球大类资产走势回顾

美元指数方面，2020年第一季度，美元指数受美国经济相对强势与中美达成第一阶段经贸协定的刺激，从年初的96.5开始震荡上行，并在2月20日达到99.9的阶段高位。之后受新冠肺炎疫情在中国率先暴发的冲击，美元指数迅速回落至3月9日的95.1。但是进入3月中旬，美欧及全球各大洲都相继暴发聚集性疫情，全球市场进入美元“流动性危机”，美元指数特有的反周期性与避险性助力美元指数在短短十天内飙升至3月19日103的高位。之后，美元指数进入了持续贬值通道，同时波动率降低，年末下降到89.4。

2021年第一季度，由于美国在疫苗接种、经济复苏等方面领先于欧元区，美德实际利率差走阔，美元指数最高反弹至93.3左右。后续随着欧洲在疫情防控和经济上后发追赶，美欧经济预期差逐渐收敛，第二季度美元指数开始回调至90附近。5~6月美国的非农就业人数高于预期，劳动力供给加快恢复，货币政策收紧的预期强化，而欧洲央行的态度仍然较“鸽”，美欧央行的态度差异支撑了美元的反弹。

美股方面，2020年年初至2月20日，美股一直维持高位震荡，当时市场对美国经济保持乐观预期，中美第一阶段经贸协议达成推升市场情绪。2月底开始，新冠肺炎疫情逐步蔓延至全球，美股迅速下行，短短一个月内下跌幅度达到30%~40%，且连续四次熔断——在此之前，美股历史上仅经历过一次熔断。但是，随着市场悲观情绪到达极致，美股在3月23日触底并

下半年的最佳应对是杠铃策略，既要有最尖锐的矛，也要有最坚硬的盾，在高成长高估值和高稳定低估值之间寻求风险和收益的平衡。

开始持续半年的回升，且高点均突破年初水平。在大选前，受政治不确定性的影响，美股经历了一段回调，后随着拜登基本上确定胜选和疫苗进展顺利，风险偏好快速恢复，美股也创下新高。

2021年年初，美债名义利率持续攀升，2~3月美股整体回调，赔率上的差异导致成长和价值板块出现轮动。此后随着美国财政部开立在美联储的一般账户TGA泄洪，美元流动性环境进一步宽松，美债长端下降，分母压力得到释放，美股再次回到上升通道中。进入6月后，美元的流动性溢价来到了这轮疫情的低点，宽松的市场环境进一步刺激美股上行，美股目前整体估值处于历史高位。

美债方面，美债收益率在2020年前两个月一直维持窄幅波动，但随着新冠肺炎疫情的蔓延，市场对美国经济未来增速的预期显著下降，美债收益率开始迅速回落，直到3月下旬见底。之后，受美联储极度宽松的货币政策与财政部大额纾困政策的刺激，市场对美国经济未来的预期才逐渐稳定，美债收益率开始企稳，并维持在底部震荡。由于2020年第三季度之后美国经济总体上处于平稳恢复的状态，长期美债收益率近期略有回升。

今年年初，铜价与油价进入高斜率上升期，工业品通胀的压力迅速上升。在通胀预期的带动下，美债收益率在1月开始波动上行。2月中旬，实际利率开始回升，带动名义利率继续上攻。而后随着5月通胀预期冲高回落，叠加流动性超级宽松，美债利率由最高点1.74下降到1.3左右。

国内市场表现

2020年，中国暴发新冠肺炎疫情后，A股

领跌全球市场，但是由于我们在疫情防控工作上的出色表现，从2月开始A股开始止跌反弹。到3月随着海外疫情开始蔓延，对外需的担忧再次导致A股下挫，直到美联储宣布无限量量化宽松，A股才再次止跌反弹。从4月开始，随着复工复产的进一步完成，中国经济进入了修复通道，进入第三季度，全球疫情曲线阶段性见顶，全球经济复苏形势逐渐明朗，A股风险偏好迅速提升。国内货币政策回归常态化，企业盈利逐渐改善，A股也迎来一波较大幅度的上涨行情。之后随着美国大选的推进，A股的表现与投资者的风险偏好经历了短暂的波动。11月永煤信用违约事件暴发，央行加大净投放呵护流动性，年末A股提前进入春季躁动，大盘蓝筹与高估值板块表现优于中小市值与低估值板块。

2021年年初，公募基金申购异常火爆，市场情绪达到极值，核心资产风险溢价触及历史低点。2月下旬，随着美债利率的上涨，美国流动性紧缩的担忧传导到中国，核心资产带领A股下挫。进入3月，周期股持续发力，A股开始企稳。由于春节后流动性需求的下降，流动性相对宽松，5月开始，市场在成长板块的带领下有所反弹。

国内债券方面，受疫情影响，第一季度经济增速大幅滑落，之后稳步回升。消费价格指数CPI涨幅呈下降趋势，生产价格指数PPI涨幅触底回升，采购经理指数PMI先降后升，进出口贸易总值有所下降。2020年上半年，央行进行3次降准，保持银行体系资金合理充裕，货币市场利率中枢大幅下行，债券收益率曲线整体下行，债券市场交易结算量持续增长，债券发行量大幅提高，债券存量稳步扩大。从5月份开始，国内逆周期调节的政策陆续退出，利率开始进入上行通道，货币政策回归常态化，以及“抗疫”政府债券的密集发行，流动性边

际收紧，后续大概率继续保持紧平衡的状态，国债到期收益率已经高于疫情前的水平。全年信用利差经历了快速走高又逐渐回落趋势，永煤违约事件引发市场对信用风险的偏好明显降低，信用利差回升至较高位置，直到2021年年初才有所缓解。

2021年第一季度受到疫情、严寒、就地过年、财政后置等短期因素冲击，经济较去年第四季度有所回落，但是国债利率在流动性的影响下先上后下。今年以来，专项债发行不及预期，投资者预期后续发行速度可能加快，同时银行的超额准备金率持续下降，市场流动性收紧预期不断加强。但这些预期最后都没有成真，流动性环境一直维持在中性偏松的状态。从3月开始，短端利率开始上攻，长端利率在4月开始跟随上涨。6月初债券价格出现了短期的扰动。7月央行全面降准，债券迎来了新一轮的行情。

下半年投资策略

用一句话概括今年下半年的A股权益投资策略，应该是盈利的结构性机会为主，兼顾估值的阶段性防御。盈利取决于行业的景气度和个股的基本面，估值则主要受流动性和市场的风险偏好影响。

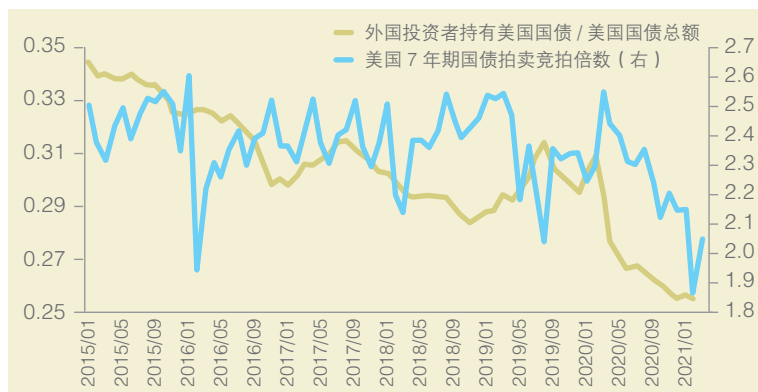
为什么下半年盈利是更重要的收益来源？因为下半年相对确定的是经济增速将温和放缓，通胀预期回落，经济中的量（实际增速）和价（通货膨胀）的方向转为向下后，企业盈利增速将出现拐点。部分企业仍然维持高景气度，部分企业可能景气度会转为回落。行业景气度的分化意味着“结构性”的机会和风险并存，既需要自上而下判断行业在景气周期中的位置和相应的变化方向，也需要自下而上对企业发展理念治理水平、行业在国内国际的竞争格局、

产业的长期发展趋势有理性的认知。虽然下半年经济转向回落，但大概率不会出现 2018 年那样的下行斜率，今年下降的速度会更慢一些。坏消息是信用周期下行导致的房地产开工回落；同时，随着全球疫情逐渐得到控制，供给国产能恢复抢占份额，美欧等需求国高斜率复苏也告一段落，出口大概率过顶下坡。地产和出口是上半年经济复苏的主要驱动力，下半年都转为逆风。好消息是下半年我国制造业和消费仍在改善，同时地产的施工竣工需求也给上下游产业链提供支撑。因此经济仍有韧性，不至于失速。

那为什么下半年估值只是兼顾，而不是核心？因为无论国内还是海外，流动性的环境都大概率只会微调，不会大幅度收紧。7 月 9 日，央行宣布 7 月 15 日全面降准 0.5%，释放约 1 万亿元资金，部分置换中期借贷便利 MLF 到期，并对冲 7 月缴税期的资金缺口。根据央行答记者问的内容，稳健货币政策取向没有发生改变。海外的宽松流动性环境大概率也不会出现趋势拐点。今年 8~9 月，由于美国财政部一般账户 TGA 余额压降见底、美联储释放缩量量化宽松计划的时机逐渐成熟，届时美元流动性的增量幅度可能下降，但距离流动性转为收紧还需要很长一段时间。绝对宽松的大背景很难改变。一方面，随着财政刺激的到期，快速复苏已经出现即将结束的迹象——除服务外的消费数据正在下滑，房地产销售和投资开始回落，产出数据也在高位回落或连续走平；另一方面，美国已经进入财政货币化时代，拜登政府雄心勃勃的基建投资和福利社会还需要长期低息的政府债券融资的支持，去年开始美联储已经成为美债的主要买家。无论是政策利率还是资产负债表，货币政策也很难回归正常化。

概括一下，下半年的宏观环境是增长和通胀会出现向下的拐点，流动性环境维持现状或微调但不转向。这个环境决定了投资策略应该

美联储已成美债主要买家



> 数据来源：Wind、天风证券研究所

以盈利为主，兼顾估值。具体来说，业绩好是必要条件，流动性和风险偏好决定考量业绩的视野长短。如果流动性偏松、风险偏好高，应该将目光放得更长远，偏向业绩成长性高的方向。如果流动性偏紧或风险偏好下降，应该将注意力集中在短期内，偏向业绩稳定性高的方向，不要求高增长，但要估值低。前者为进攻，后者为防御。

当下，既没有看到流动性的拐点，增长的风险也还没有暴露，不应过于保守而错过了流动性偏松环境下较多的赚钱机会。但是市场已经对一些高景气行业的乐观业绩预期有了充分定价，有些行业交易比较拥挤，面对未来潜在的经济增长和海外流动性风险，也不应过于激进而在阶段性的回撤中损失过大。所以下半年的最佳应对是杠铃策略，既要有最尖锐的矛，也要有最坚硬的盾，在高成长高估值和高稳定低估值之间寻求风险和收益的平衡。☐

(作者系天风证券首席宏观分析师)