



未来已来的重大变局与投资 逻辑：淡看短期波动 把控长 期趋势



意见领袖 | 建信信托（研究部总经理吕致文）

年初以来，本已面临“三重压力”的国内宏观经济在疫情多点频发、俄乌冲突和欧美主要经济体加速紧缩政策影响下压力空前。进入6月，随着国内疫情基本得到控制及5月宏观经济数据的出炉，二季度和四月份已基本确定为全年经济底部。下半年在国内常态化防控要求和国际长期通胀引发衰退焦虑阴影下，国内居民和企业端的需求及预期能否快速恢复、国外出口能否延续良好态势仍存在较大不确定性。全年增长目标刚性未变背景下，稳增长政策仍需继续加码。



常态化疫情防控下完成全年增长目标需超常规政策支持

1. 全国疫情大体得到控制，宏观经济底部基本确立，需求和预期恢复尚需时日。6月以来，在全国坚持动态清零的常态化疫情防控政策下，上

海、北京等地疫情陆续实现社会面基本清零和复工复产，宏观经济开始触底回升。

消费端改善明显，5月社会消费品零售总额约3.4万亿元，同比降幅收窄4.4个百分点到-6.7%，商品零售同比降幅收窄4.7个百分点，汽车销量环比增长57.7%。

固定资产投资完成额累计同比增速收窄的趋势有所缓解；其中，制造业和高技术产业投资累计同比增速虽有所回落，但仍引领各项投资数据，基建投资累计同比增速回升，房地产业累计同比降幅有所扩大，房地产销售面积和销售额同比降幅均明显收窄。

5月综合PMI指数、制造业PMI指数和非制造业PMI指数均较4月明显回升，好于预期，显示经济最差阶段已经过去。5月社融增量为2.79万亿元，同比多增8399亿元。

在稳增长政策推动下，宏观经济已初步显现回暖改善局面。全年增长将呈现前低后高的态势，不过需要指出的是，尽管5月多项数据显示，宏观经济已经开始触底回升，但疫情对经济的影响远未完全消除。

2. 全球通胀加速欧美主要经济体紧缩力度，由此带来的滞胀风险引发长期衰退担忧，将对我国下半年增长目标的实现构成巨大约束。疫情以来欧美主要经济体天量流动性带来了全球需求端的通胀，而3月以来受俄乌冲突、疫情反复、全球多地极端天气及多个粮食出口国管制粮食出口影响，

能源粮食等大宗商品持续高位运行，从供给端进一步推动全球通胀。

美国 CPI 在 4 月小幅回落后，5 月上升明显突破前高达到 8.6%，打破了市场之前的通胀阶段见顶的预期；欧元区 CPI 持续上升，5 月达到 8.1%；即使日本的 CPI 也已达到 2.5%，土耳其这样的新兴大国的 CPI 更是达到惊人的 73.5%。全球通胀持续加剧，各国货币管理当局紧缩政策此起彼伏，在通胀问题尚未解决之时就有发展为全球滞胀的风险。就目前看，欧洲已陷入滞胀，日本滞而待胀，美国则接近滞胀状态。

5 月美国通胀数据公布后，市场对美联储随后的加息节奏和力度预期进一步加强。美 2Y 期国债收益率一度突破 3.4%，10Y-2Y 期国债利差再次出现倒挂迹象，市场预期加息力度显著飙升。短期看，欧美主要经济体失业率处于低位，美就业和劳动参与率也回升到疫情前较高水平，这在一定程度上为美联储的紧缩政策提供了有限的时间和空间，因此短期内反通胀仍是美联储的主要目标。

然而，美国反通胀和防衰退的冲突正越来越大。美财政部 30 万亿美金的天量国债规模，带来的巨大付息压力严重制约其加息空间，美联储 8.9 万亿美金的空前资产负债表制约着其缩表的力度，加息缩表短期难以快速收回流动性。多重制约下，美开启的“量价齐缩”操作势必进入长期化状态。这将进一步加剧衰退担忧。近期众多大公司裁人声音不断，便是对衰退预期的提前反映。纽约联储预测到 2025 年缩表至 5.7 万亿美金，如此长期的紧缩政策将加大衰退力度。历史经验表明，缩表规模将远低于目前预

测值，资产负债表的堰塞湖将越垒越高。

全球视角看，为抑制长期通胀而采取的紧缩政策预期将不可避免带来更长时间的衰退。国内视角看，5月的出口数据在人民币计价下同比增长了11.4%，美元计价下同比增长了16.9%，显示外需仍然较强，但经价格调整后的出口数据同比增速大约在5%左右，5月同比增速的回升，大概率是疫情得到控制后供应链恢复和前期订单交付影响的结果。5月PMI的新出口订单回升4.6个百分点达到46.2%，显示外需有所回升，但距此轮疫情前的水平仍有回升空间。但全球衰退焦虑阴影下，海外消费需求明显下降的可能性越来越大，这对我国下半年增长目标的实现构成巨大约束。

3. 动态清零政策与衰退焦虑影响下，完成全年增长目标仍需超常规政策支持。展望下半年，国内宏观经济面临内部动态清零的常态化疫情防控政策不动摇，外部面临全球衰退焦虑阴影。在此背景下，从国内看，一方面，未来疫情是否反复对居民端收入及消费预期、企业端的需求和投资预期影响仍大，恢复仍需时日；另一方面，生产的复工达产及供应链完全恢复也需时间。从外部形势看，短期输入通胀仍在，衰退焦虑日益加剧。目前，我国尽管仍处于相对低通胀阶段，但仍需警惕全球通胀带来的共振影响。结合今年动态清零政策与衰退焦虑影响下的国际形势两方面因素，我国完成全年增长目标需要中央和地方政府层面超常规的政策支持。

未来已来的重大变局

在看到短期宏观经济运行的压力之外，更要看到中国经济发展的内外

环境发生了深刻变化，百年未有之大变局昭示着我们要淡看短期宏观经济波动影响，更加关注经济社会发展的长期趋势。

1. 变局一：和平红利需要主动创造。

尽管全球局部区域仍有频繁冲突，但近四十年仍然是国际和平红利集中释放的黄金时代。但是，俄乌冲突及其引发的连锁反应，破坏了全球范围内的友好环境，世界性的分裂正在发生，对我们继续共享世界和平发展的战略机遇构成重大威胁。和平红利需要我们主动创造而非被动等待。

2. 变局二：全球化主导权将逐渐转移。

经历了全球化推进最快的四十年，发展中国家与发达国家之间的总体差距在逐渐缩小，是充分享受全球化红利的一方；发达国家在此过程中更是收获颇丰。但是，发达国家因自身实力下降及内部制度性矛盾，却产生了强烈的逆全球化思潮。综合来看，发达国家的反思主要集中在两方面，一是不断加剧的贫富分化；二是产业结构脱实向虚，国民经济结构矛盾突出。观察以美元计价的工业增加值指标，中国已经连续 12 年位居全球第一，且相当于随后的美国、日本、德国之和。

那么，如何应对逆全球化态势，中国的解决方案是通过一带一路、RCEP 和中欧投资协定等制度化安排，实现全球贸易由两洋贸易（太平洋和大西洋两岸）向亚欧大陆贸易延伸的增量扩张。

3. 变局三：经济增速整体处于下行趋势。

中国过去四十年的经济持续高速增长已是历史奇迹，超越大部分亚洲先进经济体的表现。但我们不能认为高增长的延续是自然而然的事情。这一方面源于中国目前资本边际效率降低、劳动力供给增长乏力、土地资源开发受到压制等自身原因，另一方面也源于全球技术相对停滞，存量博弈下已不再支持中国持续高速增长，事实上全球经济增长中枢也明显下调了。过去中国经济之所以能欣欣向荣，除了自身原因，主要得益于第三次科技革命的红利。但是随着移动互联网的成熟，最后一波超级红利也已经基本被“享用殆尽”。

在基础科学得到质级突破、革命级创新再次出现之前，人类不会再有进一步的指数级上涨空间。可以说，在第四次科技革命的成果真正成熟并大规模应用之前，我们都将不可避免地被高增长动能的缺乏所困。

4. 变局四：中国应积极靠自身力量解决技术瓶颈。

在全球化背景下，各国基于禀赋和针对不同行业投入不同研发力量，并通过全球化实现技术流通和成本降低，这是我们过去解决技术进步问题的基本手段之一。在逆全球化思潮下，以类似于家用电器和消费电子为代表的依赖全球化解技术难题的机会将日趋减少。即便发达国家拥有现成的解决方案，立足当下我们也必须通过自身努力来完成对技术瓶颈的突破。中国需要全面加强基础研究，勇于进入自身科技前沿的无人区。

5. 变局五：资本高回报一去不复返。

中国自身的要素驱动发展能力正在下降，比如人口自然增长率长期下滑趋势难以改变，城镇化亦可能趋近尾声等。增长平台的下移本身就意味着资本回报率的下移，近年来 10 年国债、2 年国债、AAA 企业债等整体收益率趋势向下，诸多资管产品收益率亦在逐步下滑。对于未来几年甚至更长远时间，适度的发展速度、合理的投资回报、高质量的增长，应该是经济发展和资本运行的常态。

八大关系决定长期投资逻辑

为了应对国内外环境出现的长期变局，须合理进行资产配置，有效规避风险。未来我们有必要正确处理发展过程中不断变化的八大关系。

1. 安全与发展的关系。

没有安全的发展是不可持续的，没有发展的安全是无意义的，因此，可以说建立整体安全观是发展基础。如何平衡好安全和发展之间的关系既是国家层面要充分考虑的问题，也是当前这个阶段投资管理需要高度关注的问题。相当长一段时间内，守护四十年改革开放发展成果和十四亿中国人民

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43317

