

长夜欲晓

大疫三年，俯仰之间已成过去，然而，世事变迁、逻辑演绎怎会是简单的周期往复。站在当下，内外周期错位、预期浮动，市场犹如长夜待晓之时，曙光若现。

■ **混沌时代？外围环境的稳定性依然偏差；中国市场机遇与风险同在**
大疫三年，对微观生态的重塑，导致全球格局更不稳定、更容易陷入滞胀。年初以来，伴随疫苗加快普及等，疫情对全球经济的影响逐步减弱，但疫情期间对微观生态重塑的影响在“长期化”。诸如，“疫后创伤”对就业意愿的压制，加剧薪资通胀的螺旋式上升；传统行业被动经历的“供给侧改革”，导致了进一步的产能去化。凡此种种，导致全球格局相比疫情前更不稳定、更容易陷入滞胀。

短期的麻烦事，通胀已成主要经济体影响社会稳定最核心的宏观变量；“赶作业”式的政策正常化，又导致中长期“硬着陆”的风险上升。全球大通胀，已经在严重“蚕食”居民实际购买力及消费信心。以美国为例，持续的高通胀下消费信心指数已跌至近10年绝对低点。“慢了一拍”的美联储，为维护政策公信力仍会持续维持高强度的收紧节奏，进而又导致中长期经济“硬着陆”风险的上升。

■ **大疫三年：国内二次“探底”已然完成，经济的不确定性下降**

年初以来，两大经济引擎明显减速，让市场对经济内生动能心存忧虑；微观结构的破坏、资产负债表衰退的担忧，让大家信心普遍不足。过去一段时期，不少企业持续处于非正常经营状态，上游成本上升又对其利润形成挤占；奥密克戎出现后，由于过高的传染性，人员和物资流通速度进一步压低，加之教育等部分行业的快速降温、居民失业率的不断攀升等，导致微观资产负债表衰退的担忧升温。

5月以来，稳增长“加力”开始，继续加“水”加“面”，全方位破局；破局关键，还在激励机制重建，打破“负向反馈”、形成“正向循环”。5月中旬以来，以5年LPR超预期下调为代表，稳增长措施密集落地，新一轮“加力”已开始；加“水”同时，扩投资、促消费等加“面”措施也在发力。托底政策之外，破局关键还在激励机制的重建，如此方可真正化解风险、亦可释放改革红利。

■ **长夜破晓：“资产荒”下的资产，战略看多、战术灵活**

眼下宏观环境，可类比2018年三季度；A股已处熊市尾端，债市长牛仍在、短期或面临调整压力释放；汇率小贬不必过虑，能源等部分商品易涨难跌。地缘冲突、疫情反复、经济担忧等的接连冲击下，对冲政策已加快推进落地。国内权益资产性价比凸显，待内外部不确定性进一步明朗化，后市可期。债市长牛逻辑延续，短期需关注经济见底恢复、通胀预期升温、美债长端利率高企等阶段干扰。

宏观逻辑再思考，寻找“结构性”亮点：（1）稳增长“加力”方向，基建类项目以水利、交通、城市更新、产业园区等为主，产业类项目以新能源、新材料、人工智能等为代表，促消费侧重耐用品、场景修复等；（2）能源通胀第二波，供给受限、需求改善带动相应链条景气改善，年中是重要观察期；（3）出口结构“亮点”，与东南亚形成互补的，及内外价差较大、出口竞争优势突出的部分行业。

风险提示：俄乌战争影响、持续时长超预期；疫情反复，稳增长效果不及预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

曹金丘 联系人
caojinqiu@gjzq.com.cn

李欣越 联系人
caojinqiu@gjzq.com.cn

内容目录

一、 外围混沌阶段，中国市场机遇与风险同在.....	4
(一) 大疫三年，看得见的和看不见的生态“破坏”.....	4
(二) 外围环境的稳定性依然较差，中国资产风险机遇同在.....	5
二、 国内疫情冲刷的过去，与经济不确定性的下降.....	8
(一) 疫情影响深远，资产负债表衰退的担忧抬升.....	8
(二) 一揽子政策加快推进，多角度破局.....	11
三、 长夜破晓：复杂体系下的“确定性”机会.....	13
(一) “资产荒”下的资产配置，战略看多、战术灵活.....	13
(二) 宏观逻辑思考，寻找“结构”亮点.....	16
风险提示：.....	19

图表目录

图表 1: 主要发达经济体基本上完成加强针的普及.....	4
图表 2: 部分经济体已陆续完全放开防疫措施.....	4
图表 3: 主要经济体居家办公行为有可能“长期化”.....	4
图表 4: 疫后心理创伤对就业意愿的压制或“长期化”.....	5
图表 5: 美国低收入居民工资增速更高.....	5
图表 6: 疫后全球大通胀持续演绎中.....	5
图表 7: 大宗商品价格的涨幅、增速远超以往.....	5
图表 8: 工资通胀容易向其他成本传导、推升整体通胀.....	6
图表 9: 通胀已开始“蚕食”居民实际购买力.....	6
图表 10: 美联储在半年内始终咬定通胀是“暂时的”，货币政策正常化滞后，严重透支公信力.....	6
图表 11: 沃克尔打压通胀，付出了经济“硬着陆”代价.....	7
图表 12: 美国货币市场流动性异常宽松.....	7
图表 13: 当下，铜油比趋近历史低位.....	7
图表 14: 近期，股市调整的同时，金价也在下跌。.....	7
图表 15: 2010 年以来主要国家股指估值水平与分位数.....	8
图表 16: 中国新冠肺炎感染率与死亡率均低于美国.....	8
图表 17: 商圈客流量大多未回到正常水平.....	8
图表 18: 物流情况尚未恢复到 2021 年同期水平.....	9
图表 19: 疫后消费迟迟未恢复到疫情前.....	9
图表 20: 地产投资和商品房销售双双大幅下滑.....	9
图表 21: 出口高位回落，新出口订单也趋势性下滑.....	9
图表 22: 服务业景气尚未恢复，小企业景气持续下滑.....	10
图表 23: 上游原材料价格高企，持续挤压中下游利润.....	10

图表 24: 年轻人失业率创历史新高.....	10
图表 25: 2022 年高校毕业生人数创历史新高.....	10
图表 26: 2022 年 4 月, 亏损企业亏损额增长超 40%.....	11
图表 27: 亏损企业增多、生产采购需求大幅收缩.....	11
图表 28: 近期 5 年 LPR 下降.....	11
图表 29: 票据转贴利率持续低位, 或指向信贷低迷.....	11
图表 30: 近期, 一揽子“稳增长”政策加快推进.....	12
图表 31: 财政付息支出比例逐年抬升.....	12
图表 32: 部分地区专项债付息压力相对较大.....	12
图表 33: 服务业从业情况从去年下半年已开始恶化.....	13
图表 34: 部分城市地铁客流量远未回到疫情前.....	13
图表 35: 去年底以来, “资产荒”现象加快凸显.....	13
图表 36: 去年底以来, 中低评级城投债信用利差收窄.....	13
图表 37: A 股市场股权风险溢价 (ERP) 走势.....	14
图表 38: 中美利差与整车货运流量走势.....	14
图表 39: 俄乌冲突后, 美欧经济由收敛再度转向分化.....	15
图表 40: 2019 年以来, 大量外汇在民间积累.....	15
图表 41: 2015 年以来, 外汇向居民、企业部门转移.....	15
图表 42: “811”汇改后, 央行较少动用外储干预贬值.....	15
图表 43: 美国货币政策正常化中的 VIX 指数与金价.....	16
图表 44: 全球主要央行持有黄金的原因.....	16
图表 45: 专项债支持的新项目增多.....	16
图表 46: 2022 年专项债投向基建比例上升.....	16
图表 47: 2022 年重大产业项目占比较高.....	17
图表 48: 产业类重大项目注重培育新动能.....	17
图表 49: 印度成为俄罗斯原油出口的重要“中转站”.....	17
图表 50: 美国近期释放了大量原油库存 (含 SPR).....	17
图表 51: 出行旺季的到来, 全球原油需求有望得到修复.....	18
图表 52: 欧洲能源高度依赖俄罗斯进口.....	18
图表 53: 中国对东盟出口韧性相对较强.....	18
图表 54: 中越出口中, 互补产品明显多于竞争产品.....	18
图表 55: 2021 年下半年以来, 欧洲电价快速大幅抬升.....	19
图表 56: 具备成本优势的产品出口增速高于在总出口.....	19

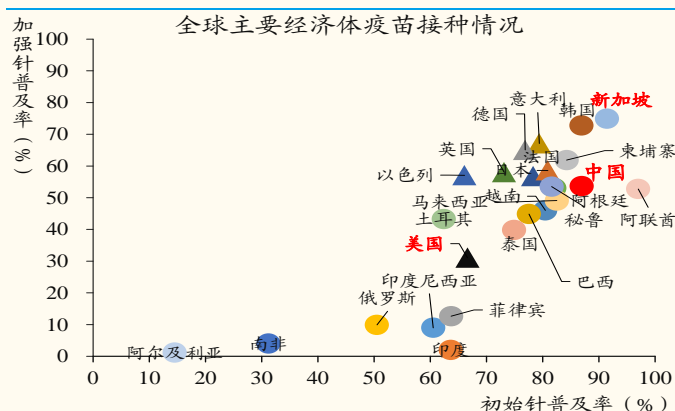
大疫三年，俯仰间已成过去，然而，世事变迁、逻辑演绎怎会是简单的周期往复。站在当下，内外周期错位、预期浮动，市场犹如长夜待晓之时，曙光若现。

一、 外围混沌阶段，中国市场机遇与风险同在

(一) 大疫三年，看得见的和看不见的生态“破坏”

2022 年初以来，伴随着疫苗加快普及等，疫情对全球经济的影响逐步减弱。截至 5 月底，全球超 6 成人群已完全接种，其中大部分发达经济体基本完成加强针的普及，大多数新兴经济体即将完成基础免疫针的注射。加之新冠药物的面市、病毒毒株的演变等，疫情对全球经济的影响加快“退潮”。年初以来，部分疫苗接种率较高的欧美经济体，开始陆续调整防疫措施，以英国、欧盟等为典型代表；4 月以来亚洲区的主要生产型经济体也开始逐步放开。

图表 1: 主要发达经济体基本上完成加强针的普及



来源: Our world in data、国金证券研究所

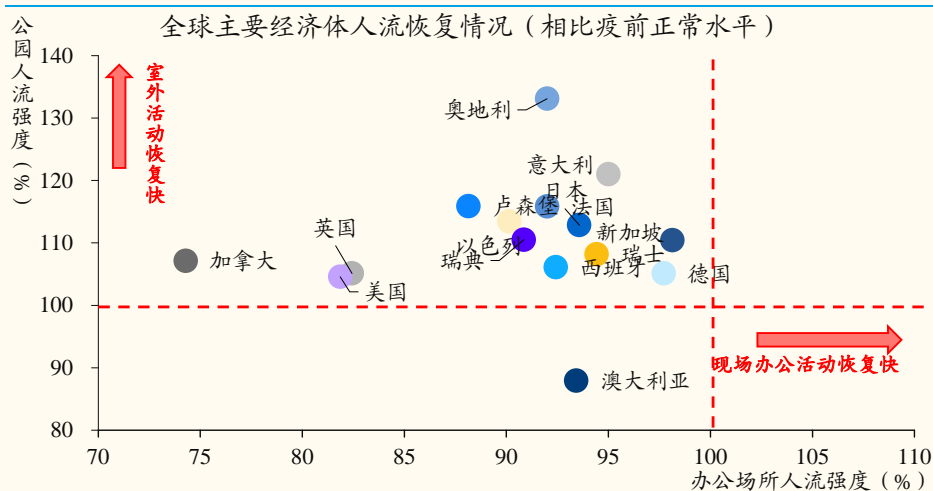
图表 2: 部分经济体已陆续完全放开防疫措施

地区	时间	国家	防疫措施放松政策
欧洲	2/1	丹麦	取消全部防疫限制措施
	2/21	英国	发布“与新冠共存”新计划，解除所有现行新冠限制措施
	5/17	欧盟	取消所有防疫限制措施和航空防疫管制
	5/17	法国	公共场所全面开放，仅部分医院保留基本防疫管制
	5/17	德国	公共场所全面开放，仅部分医院保留基本防疫管制
北美	2/9	美国	多州陆续取消强制佩戴口罩，以及入境隔离规定
	4/25	加拿大	持疫苗接种完成证明或阴性检测证明，即可自由活动
	3/14	日本	放松入境限制，单日入境人数上限从5000人增至7000人
	3/27	印度	持疫苗接种完成证明以及阴性检测证明，即可自由活动
亚洲	4/1	马来西亚	持疫苗接种完成证明，入境后进行核酸检测阴性，即可自由活动
	4/1	菲律宾	持疫苗接种完成证明以及阴性检测证明，即可自由活动
	4/26	新加坡	持疫苗接种完成证明以及阴性检测证明，即可自由活动
	5/1	泰国	持疫苗接种完成证明，入境后进行快筛检测阴性，即可自由活动
	5/15	缅甸	持疫苗接种完成证明以及阴性检测证明，即可自由活动
	5/15	越南	入境无需提供证明，境内需遵守防疫规定
	5/18	印尼	持疫苗接种完成证明，即可自由活动

来源: BBC、国金证券研究所

然而，大疫三年对社会经济活动产生深远影响，从疫后修复情况来看，部分影响或是“长期化”的。我们以公园人流来刻画线下活动的修复情况，以办公场所人流强度来刻画现场办公率，会发现截至 5 月，大部分发达经济体线下活动已修复至疫情前甚至更高水平，但现场办公率大致在疫情前 90% 上下，英美等经济体甚至只有 80% 左右。疫情，改变了大家的工作生活习惯。

图表 3: 主要经济体居家办公行为有可能“长期化”

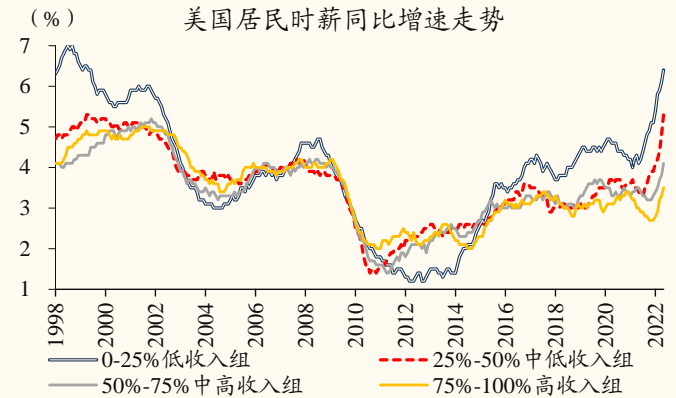
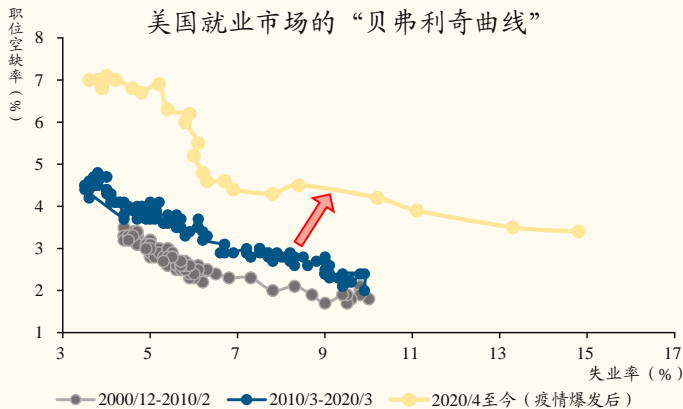


来源: Google Mobility Index、国金证券研究所

与此同时，疫情对微观生态的重塑，影响也将是“长期化”的，例如“疫后创伤”对就业意愿的压制，加剧薪资通胀的螺旋式上升。疫情对产业生态、就业生态的影响深远。部分传统行业过去十余年普遍存在资本开支不足的问题，疫情期间进一步产能去化。疫情期间的心理创伤对就业意愿的影响，在加大劳动力市场供需矛盾。如美国有超过 300 万老人选择提前退休等；就业市场高度紧张的背景下，3 月美国非农部门平均时薪同比增速达到 5.6%，创下 07 年以来新高，4、5 月继续维持在 5% 以上的高位，其中低收入群体薪资增速最快。

图表 4：疫后心理创伤对就业意愿的压制或“长期化”

图表 5：美国低收入居民工资增速更高



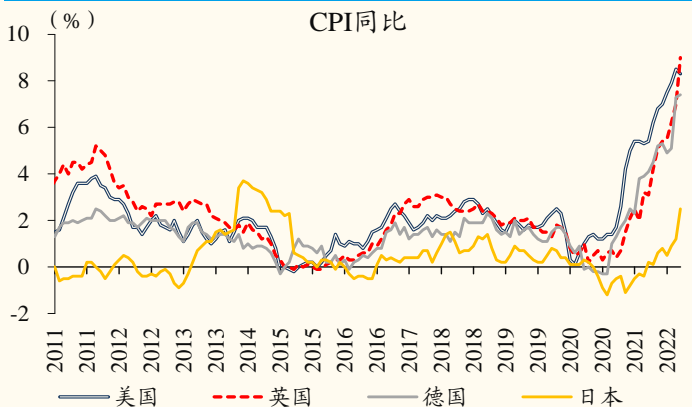
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

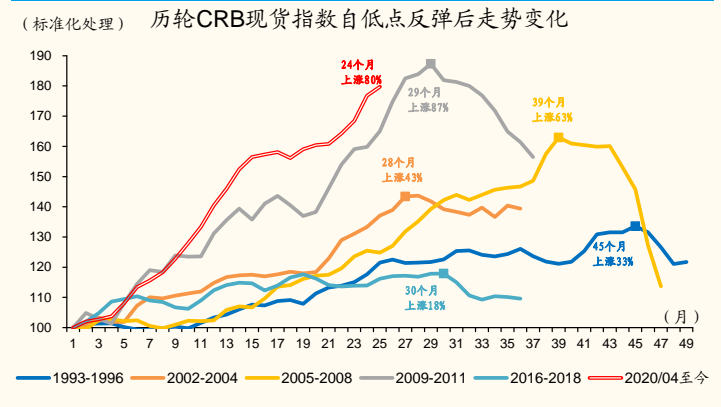
全球大通胀，50 年大轮回，抑或更长周期的往复？疫情期间，超大力度的财政货币双宽松，带来经济快速修复的同时，通胀突如其来，席卷全球。美欧主要经济体 CPI 通胀率纷纷达到 8% 左右甚至更高，且势头尚未出现放缓趋势，整轮过程无论攀升的速度、幅度等，越发与 1970 年代相近。供给端驱动为主的形成机制、能源与粮食危机、公平主义的大历史回归等，似乎都在警示，我们需要认真审视本轮通胀与过往几轮的不同。

图表 6：疫后全球大通胀持续演绎中

图表 7：大宗商品价格的涨幅、增速远超以往



来源：Wind、国金证券研究所



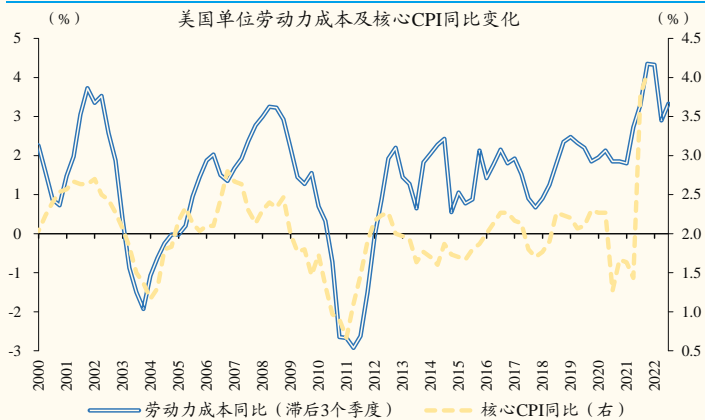
来源：Wind、国金证券研究所

（二）外围环境的稳定性依然较差，中国资产风险机遇同在

短期的麻烦事，工资增速严重跑不过物价，导致实际“购买能力”大幅缩水，对于部分欧美经济体而言，通胀已成为影响社会稳定最重要的宏观变量。供给需求混合驱动下，全球 CPI 通胀率快速推升，已经在严重“蚕食”居民购买力及消费信心。以美国为例，劳动供需紧张使得名义收入增速持续高位，4

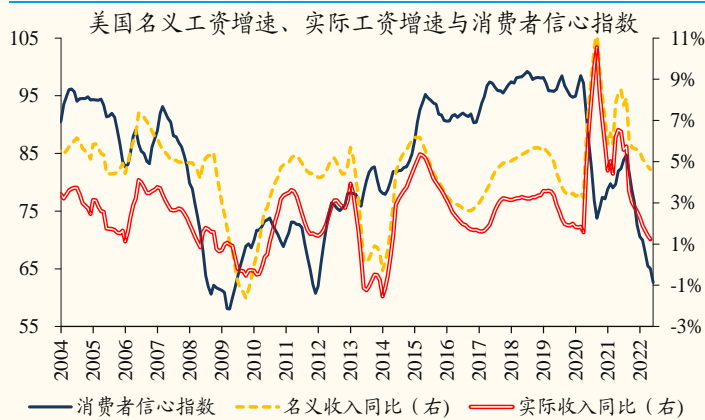
月同比增长 4.5%¹。然而剔除通胀因素后，美国实际收入增速已经下滑至 1%。高通胀对实际购买力的蚕食，使得近几个月密歇根大学消费信心指数已跌至近 10 年的绝对低点。

图表 8：工资通胀容易向其他成本传导，推升整体通胀



来源：Wind、国金证券研究所

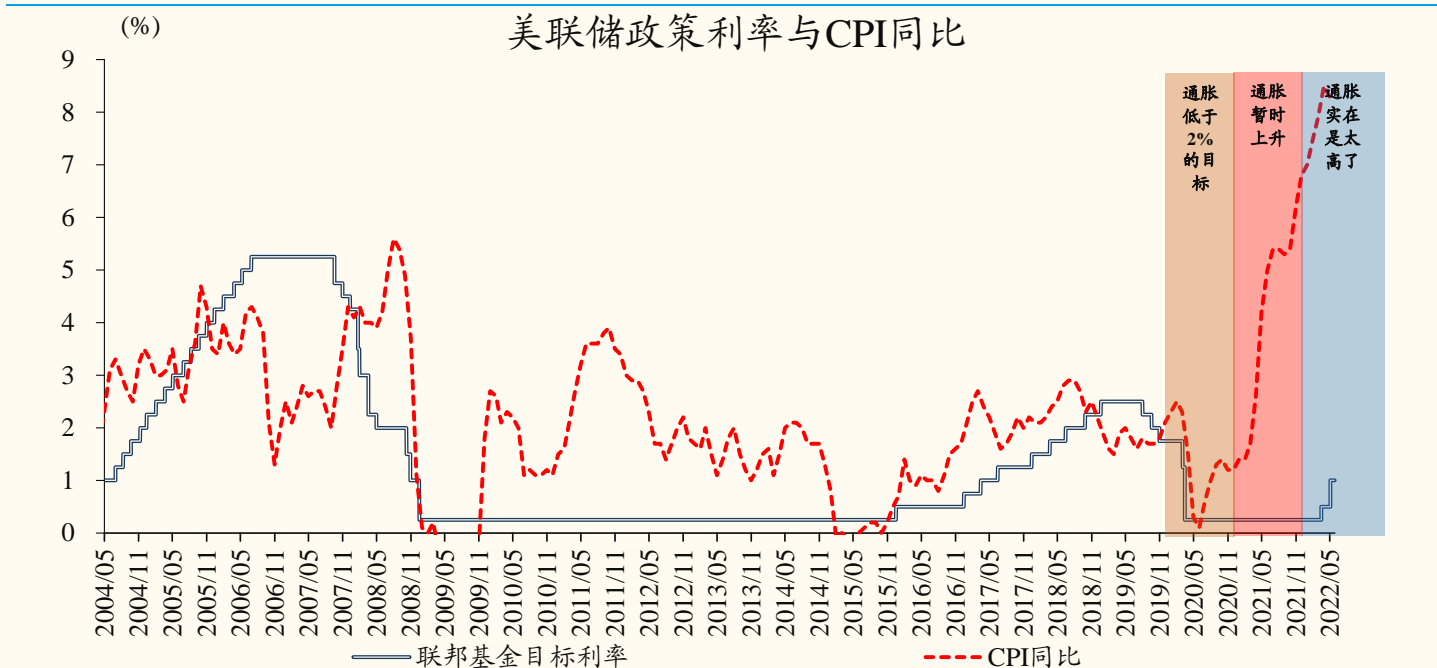
图表 9：通胀已开始“蚕食”居民实际购买力



来源：Wind、国金证券研究所

持续的高通胀、慢了一拍的美联储应对，导致未来一段时期“赶作业”式政策正常化，依然需要保持较高强度，以维护政策公信力。疫情打乱了政策节奏，2021 年 4 月美国 CPI 通胀率破 4% 之后继续攀升，美联储却在随后的半年内始终咬定通胀是“暂时的”、维持宽松立场不变，而眼下美国 CPI 通胀率已连续 2 月位于 8% 以上，持续超预期。政策应对滞缓，已严重透支其公信力。

图表 10：美联储在半年内始终咬定通胀是“暂时的”，货币政策正常化滞后，严重透支公信力

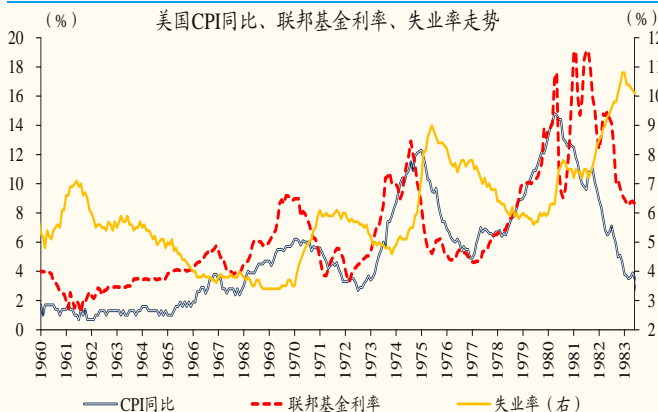


来源：Wind、国金证券研究所

¹ 这里的名义收入、实际收入，均使用的是美国经济分析局公布的可支配收入数据。

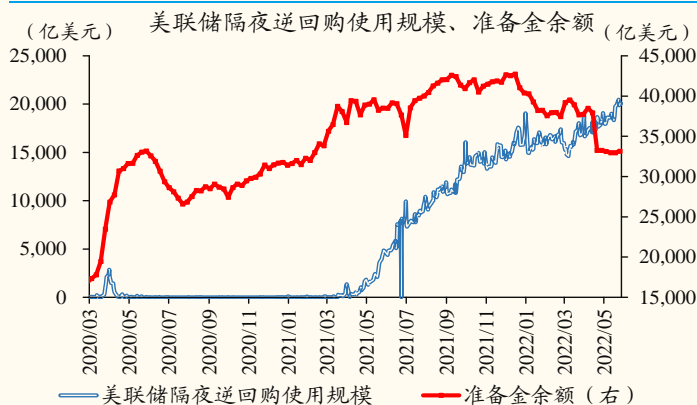
“赶作业”式的政策正常化，导致经济“硬着陆”的风险反倒上升；市场信号，似乎也开始提示海外潜在的不稳定因素。财政货币双宽松的背景下，2021 年美联储逆回购规模不断攀升，近期继续抬升至 2 万亿美元以上，反映金融机构资金富裕，或找不到更具吸引力的资产可配。铜油比已趋近历史低位²，该指标在前三次经济危机出现前都完美提示了风险。风险资产大跌的同时，避险资产黄金价格同时下跌，历史经验来看，也不是好的信号，值得进一步跟踪。

图表 11: 沃克尔打压通胀，付出了经济“硬着陆”代价



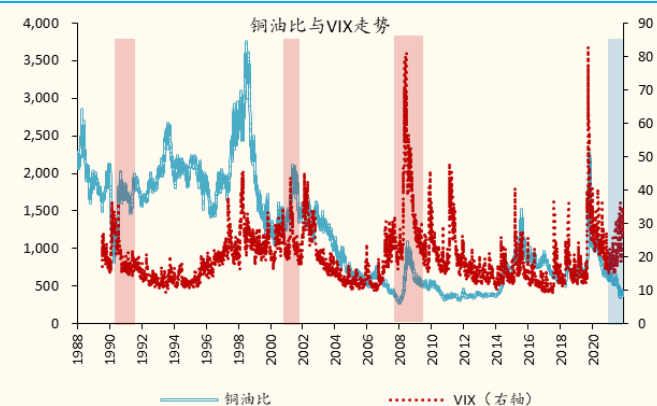
来源: Wind、国金证券研究所

图表 12: 美国货币市场流动性异常宽松



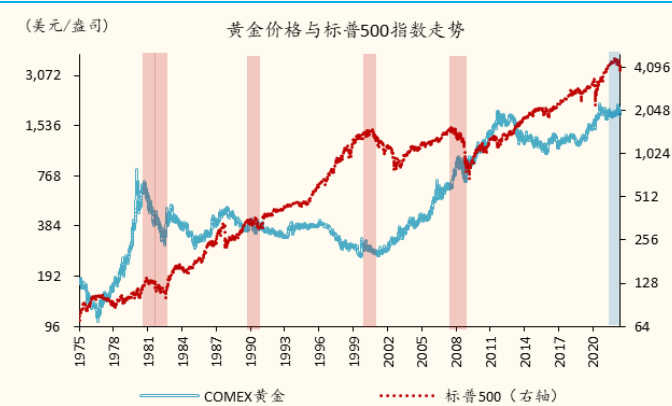
来源: Wind、国金证券研究所

图表 13: 当下，铜油比趋近历史低位



来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 近期，股市调整的同时，金价也在下跌。

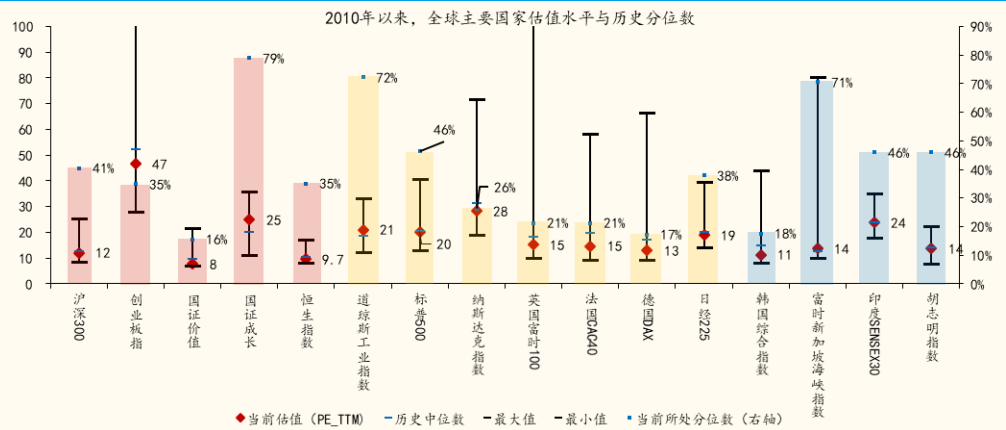


来源: Wind、国金证券研究所

周期错位的背景下，中国资产在外围的混沌期，或许会有更好的表现。欧美经济“滞胀”特征凸显、中长期“硬着陆”风险上升，而中国经济在 4 月中旬完成二次“探底”、已进入逐步修复的通道。内外周期错位的同时，政策态度也大为不同，海外“收水”抗通胀，而国内货币环境维持宽松、对市场相对友好。加之，经过前期持续的调整，国内股市估值消化、性价比逐步凸显。

² 危机来临前，商品市场的反应往往更为灵敏。历史回溯，铜油比快速回落预测了 1990 年、2000 年和 2008 年三次危机，危机前，铜价率先反应全球需求放缓，而原油、股市则被乐观情绪继续推升。当下，铜油比趋近历史低位，或指向经济“硬着陆”风险的上升。

图表 15: 2010 年以来主要国家股指估值水平与分位数



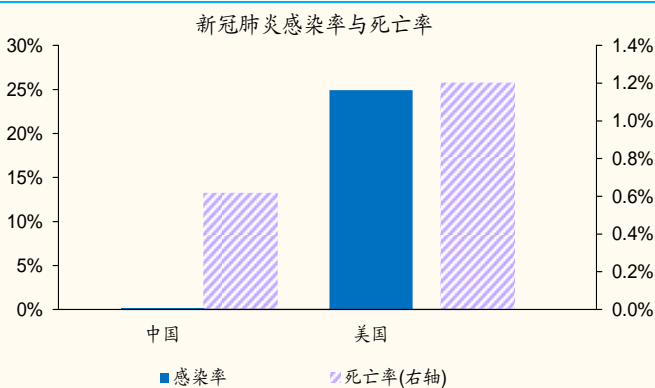
来源: Wind、国金证券研究所

二、国内疫情冲刷的过去，与经济不确定性的下降

(一) 疫情影响深远，资产负债表衰退的担忧抬升

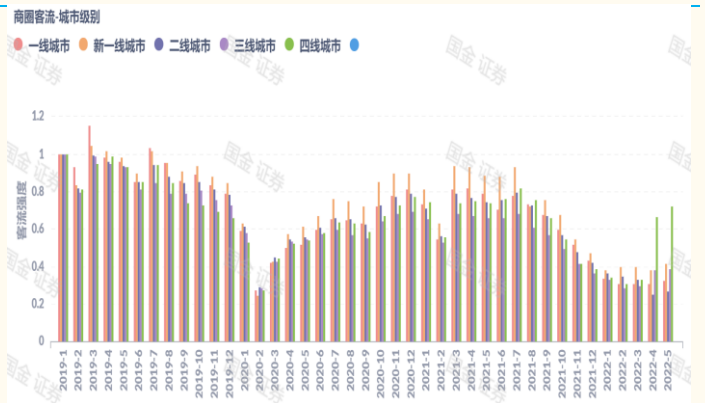
疫情防控，是一场严防死守的生命权之战；大疫三年，刻骨铭心。凭借严格的防控措施，国内将新冠肺炎病毒感染率控制在极低水平，截至 5 月底，累计感染率在 0.2% 以下，远低于美国的 24.9%；病死率约 0.6%、仅为美国一半，且大多为疫情初期发生。新毒株奥密克戎出现之后，由于过高的传染性，导致防控难度加大、防控综合成本上升。一方面，常态化核酸、隔离等直接成本增加；另一方面，人员、物资等流通减速，经济活动减速等间接成本大幅增加。

图表 16: 中国新冠肺炎感染率与死亡率均低于美国



来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 商圈客流量大多未回到正常水平



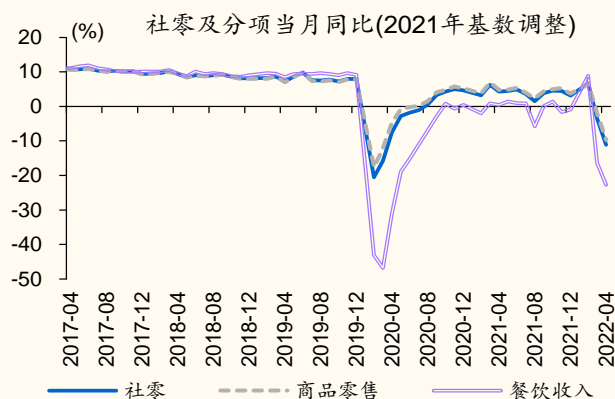
来源: 国金数字未来 Lab、国金证券研究所

图表 18: 物流情况尚未恢复到 2021 年同期水平



来源: 国金数字未来 Lab、国金证券研究所

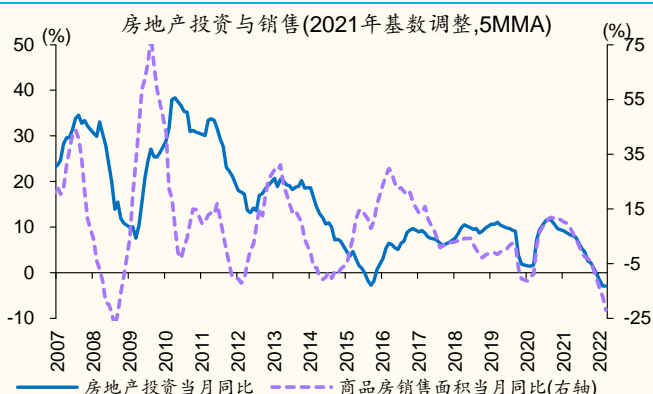
图表 19: 疫后消费迟迟未恢复到疫情前



来源: Wind、国金证券研究所

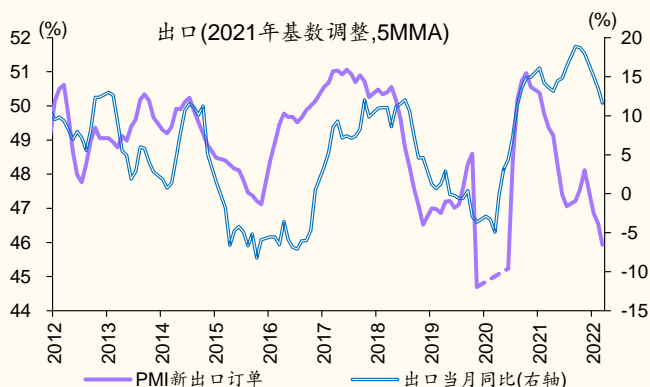
年初以来, 两大经济引擎“地产”和“出口”明显减速, 让市场对经济内生动能心存忧虑。地产和出口是过去一段时期, 国内经济的重要支撑。2020 年, 疫情影响下地产一度回落, 随后快速修复, 全年投资增速达 8%; 2020 年 4 季度以来维持两位数增长。相较之下, 当前地产压力明显加大, 新开工和销售持续低迷, 拖累地产投资大幅回落, 4 月同比降幅超 10%; 出口增长拐点也已经出现, 4 月增速 3.9%, 较 3 月回落 10.7 个百分点, 考虑到内外部最新变化, 出口增速下半年回落压力还可能会进一步加大。

图表 20: 地产投资和商品房销售双双大幅下滑



来源: Wind、国金证券研究所

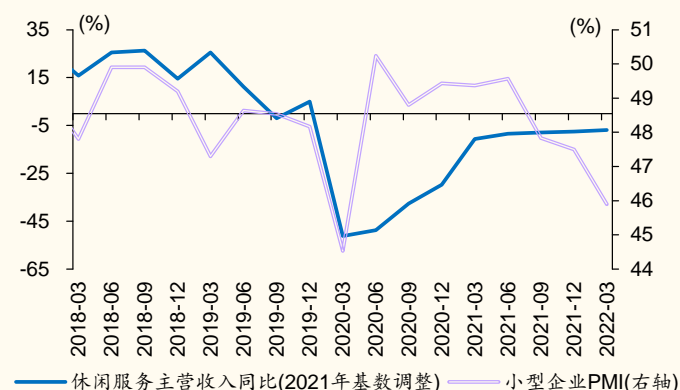
图表 21: 出口高位回落, 新出口订单也趋势性下滑



来源: Wind、国金证券研究所

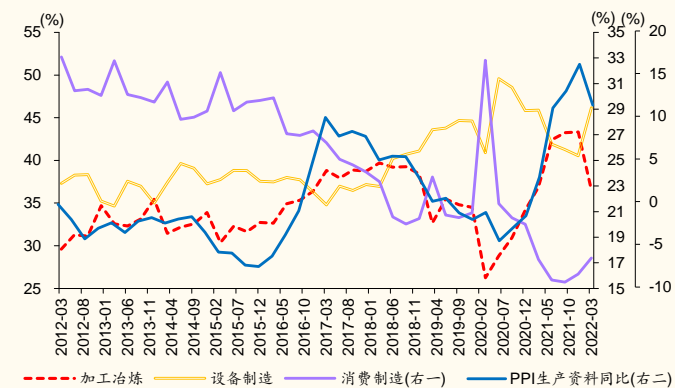
微观结构的破坏, 让大家信心普遍不足, 也是当下经济运行中的突出问题。过去一段时期, 不少企业持续处于非正常经营状态, 营收持续收缩, 休闲服务业即为典型; 同时, 原料成本上升也对中下游企业利润形成挤占, 尤以民营企业、中小微企业为代表。教育、互联网、地产等行业景气的快速回落、失业率的抬升等, 也在进一步加剧问题暴露。4 月, 16-24 岁城镇失业率创历史新高的 18.2%。凡此种种, 导致微观主体资产负债表衰退风险上升。

图表 22: 服务业景气尚未恢复, 小企业景气持续下滑



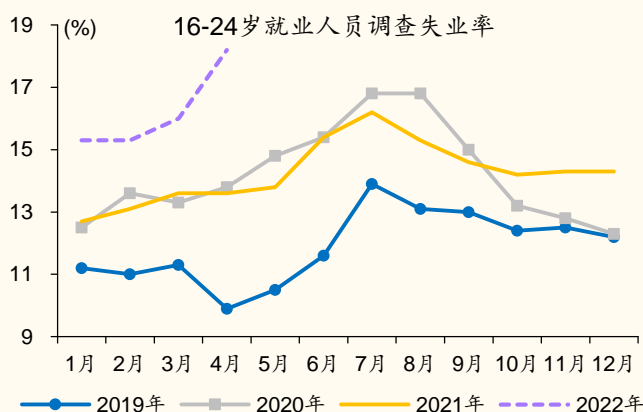
来源: Wind、国金证券研究所

图表 23: 上游原材料价格高企, 持续挤压中下游利润



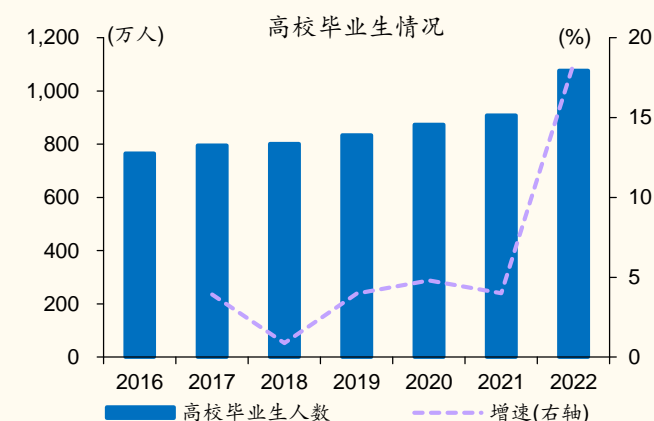
来源: Wind、国金证券研究所

图表 24: 年轻人失业率创历史新高



来源: Wind、国金证券研究所

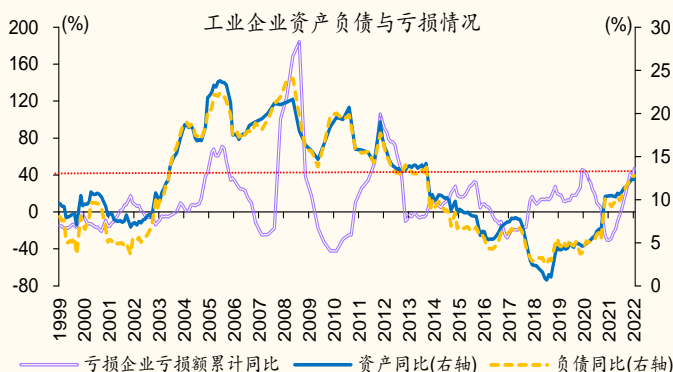
图表 25: 2022 年高校毕业生人数创历史新高



来源: Wind、国金证券研究所

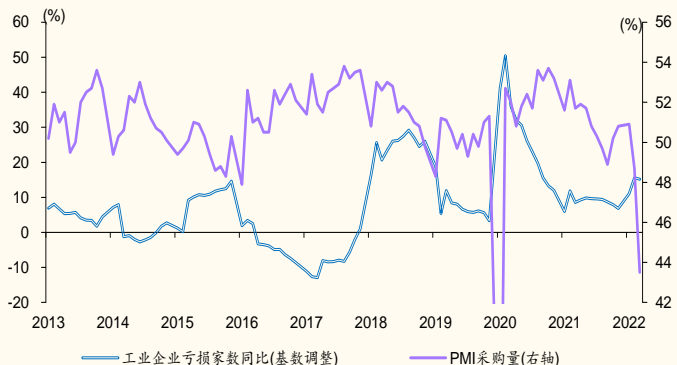
资产负债表衰退的担忧, 近期有所升温, 信心不足、选择性躺平的行为为现实经济运行中常有。3 月底以来的新一轮冲击, 让本已处于“崩溃”边缘的部分经济主体, 不得不选择破产或被倒逼“躺平”, 工业企业亏损家数创历史同期次高, 亏损企业亏损额同比增速超过 40%, 处于近 10 年高位。历史经验显示, 亏损企业亏损额同比增速达到 40%左右, 往往是传统周期下资产负债表“螺旋式”收缩的开始。从 PMI 采购量等指标刻画来看, 企业近期生产经营动力受冲击巨大。

图表 26: 2022 年 4 月, 亏损企业亏损额增长超 40%



来源: Wind、国金证券研究所

图表 27: 亏损企业增多、生产采购需求大幅收缩

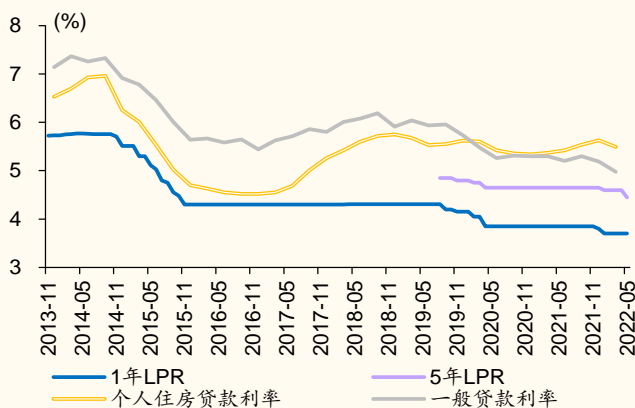


来源: Wind、国金证券研究所

(二) 一揽子政策加快推进, 多角度破局

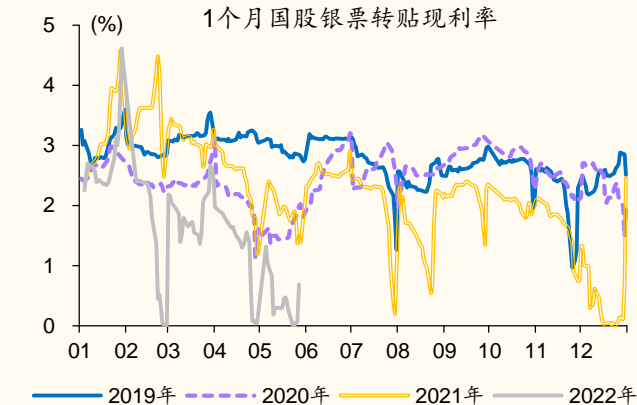
新一轮稳增长“加力”开始, 加“水”加“面”进行时。5 月 20 日, 5 年 LPR 超预期下调, 引导金融机构降低实体融资成本缓解存量债务付息压力, 标志着新一轮稳增长“加力”的开始。同时, 再贷款等工具运用增多, 加大对重点领域、薄弱环节等支持, 以强化信贷扩增量、稳存量。然而, 由于企业、居民借贷意愿不强, 政府高质量项目短缺, 导致资金滞留金融体系的现象依然较为突出, 一个月期限的票据转贴利率在 5 月份持续维持低位。

图表 28: 近期 5 年 LPR 下降



来源: Wind、国金证券研究所

图表 29: 票据转贴利率持续低位, 或指向信贷低迷



来源: Wind、国金证券研究所

一揽子“稳增长”政策加快推进, 多角度“破局”。5 月以来, 稳增长措施密集落地, 从扩大有效投资、促消费、稳地产、稳外贸等全方位加“面”。扩大有效投资, 新、老基建并重, 重点加强交通、能源、水利等领域投资, 资金支持来自专项债、开发性贷款等; 促消费重点加强汽车、家电耐用消费品的刺激, 除了中央财政 600 亿乘用车购置税减免, 各地在此基础上也陆续出台配套措施; 稳地产也明显加码, 但不同城市供需逻辑不同, 决定了本轮地产措施重在“因城施策”。稳增长加“水”加“面”, 最终目标指向保市场主体保就业。

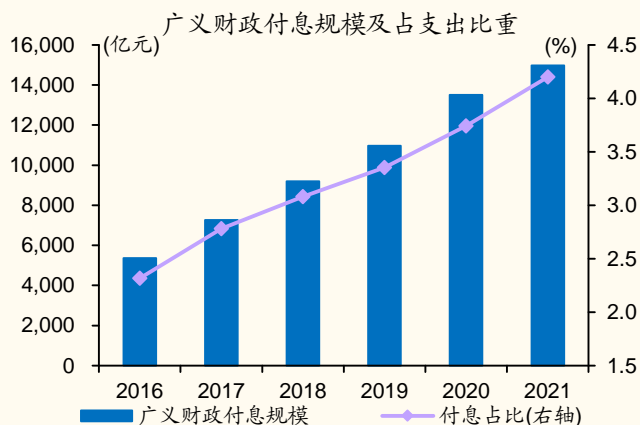
图表 30: 近期, 一揽子“稳增长”政策加快推进

政策类型	发布机构	时间	会议/文件	主要举措
扩大有效投资	中央财经委员会	2022/4/26	中央财经委员会第十一次会议	调动全社会力量, 构建现代化基础设施体系... 加快新型基础设施建设, 提升传统基础设施水平。要适度超前 , 布局有利于引领产业发展和维护国家安全的 基础设施 , 同时把握好超前建设的度。
	中共中央政治局	2022/4/29	中央政治局会议	要全力扩大国内需求, 发挥有效投资的关键作用 , 强化土地、用能、环评等保障, 全面加强基础设施建设 。
	国务院	2022/5/23	国务院常务会议	今年专项债8月底前基本使用到位 , 支持范围扩大到新型基础设施等... 优化审批, 新开工一批水利 特别是大型引水灌溉、交通、老旧小区改造、地下综合管廊等项目, 引导银行提供 规模性长期贷款 , 启动新一轮农村公路建设改造 。
	人民银行、银保监会	2022/5/24	货币信贷形势分析会	国家开发银行、政策性银行要充分发挥补短板、跨周期调节的作用... 能源保供、水利基建等 , 加大金融支持力度。
促消费	央行、国家外汇管理局	2022/4/19	《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》	引导金融机构规范发展消费信贷产品和服务 , 加大对新型消费、绿色消费、县域农村消费等领域的支持力度...鼓励金融机构丰富汽车等大宗消费金融产品, 满足合理消费资金需求。
	国务院	2022/4/25	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	适应常态化疫情防控需要, 促进新型消费 , 加快线上线下消费有机融合... 支持新能源汽车加快发展, 鼓励消费者更换或新购绿色节能家电、环保家具等家居产品 ...建立完善县域统筹, 以县城为中心、乡镇为重点、村为基础的县域商业体系。
	国务院	2022/5/23	国务院常务会议	放宽汽车限购, 阶段性减征部分乘用车购置税600亿元 。
稳地产	中共中央政治局	2022/4/29	中央政治局会议	支持各地从当地实际出发完善房地产政策, 支持刚性和改善性住房需求, 优化商品房预售资金监管 , 促进房地产市场平稳健康发展。
	人民银行、银保监会	2022/5/15	《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》	首套住房商业性个人住房贷款利率 下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点 ...按照“因城施策”的原则, 各省自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款利率加点下限。
	银行间同业拆借中心	2022/5/25	5月LPR报价	5年期以上LPR为4.45%、较4月下降15BP。
稳外贸	央行、国家外汇管理局	2022/4/19	《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》	将优质企业贸易外汇收支便利化政策推广至全国 , 稳步开展更高水平贸易投资人民币结算便利化试点...便利企业开展跨境融资... 加大出口信用保险支持力度 。
	中共中央政治局	2022/4/29	中央政治局会议	要坚持扩大高水平对外开放, 积极回应外资企业来华营商便利等诉求, 稳住外贸外资基本盘。
	国务院	2022/5/26	《关于推动外贸保稳提质的意见》	加强外贸企业生产经营保障, 各地建立重点外贸企业服务保障制度, 涉疫地区所在省份, 在做好疫情防控的同时, 尽快帮助受疫情影响的外贸企业复工复产, 保障外贸供应链稳定 。
保市场主体	中共中央政治局	2022/4/29	中央政治局会议	要稳住市场主体 , 对受疫情严重冲击的行业、中小微企业和个体工商户实施一揽子纾困帮扶政策。
	财政部	2022/5/17	《关于进一步加大增值税期末留抵退税政策实施力度的公告》	持续加快留抵退税进度, 进一步抓紧办理小微企业、个体工商户留抵退税 , 加大帮扶力度, 在纳税人自愿申请的基础上, 积极落实存量留抵退税在2022年6月30日前集中退还的退税政策。
	国务院	2022/5/23	国务院常务会议	在更多行业实施存量和增量全额留抵退税, 增加退税1400多亿元 。将中小微企业、个体工商户和5个特困行业 缓缴养老等三项社保费政策延至年底 , 并扩围至其他特困行业, 预计今年缓缴3200亿元... 对中小微企业吸纳高校毕业生的, 加大扩岗补助等支持 。各地要加大对中小微企业、个体工商户水电气费、房租等支持。

来源: 中国政府网、中国人民银行、财政部、新华社、国金证券研究所

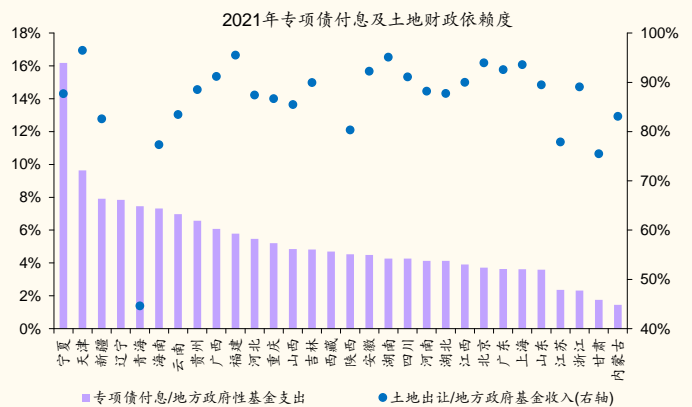
“破局”的关键, 在于激励机制的重建, 打破“负向反馈”、尽快形成“正向循环”。稳增长当务之急, 在扎实推动各项政策落地见效。不同于传统周期, 当前地方政府面临债务化解、疫情防控等多重目标约束, 投融资能力等受到不同程度掣肘。对企业和居民而言, 以工代赈、恢复信心, 方能真正意义上摆脱资产负债表衰退风险。激励机制重建, 亦可以释放改革红利。

图表 31: 财政付息支出比例逐年抬升



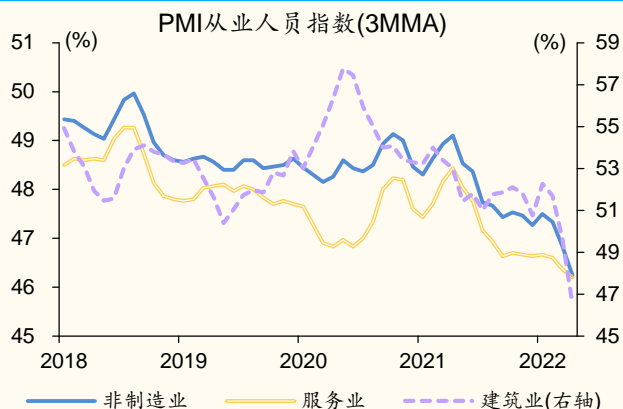
来源: Wind、财政部、国金证券研究所

图表 32: 部分地区专项债付息压力相对较大



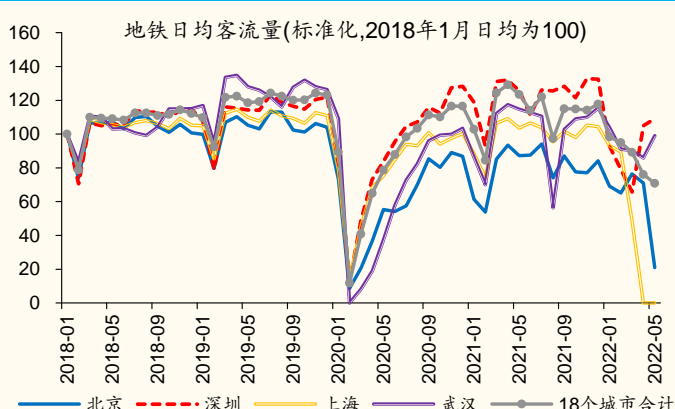
来源: Wind、各地政府网、国金证券研究所

图表 33: 服务业从业情况从去年下半年已开始恶化



来源: Wind、国金证券研究所

图表 34: 部分城市地铁客流量远未回到疫情前



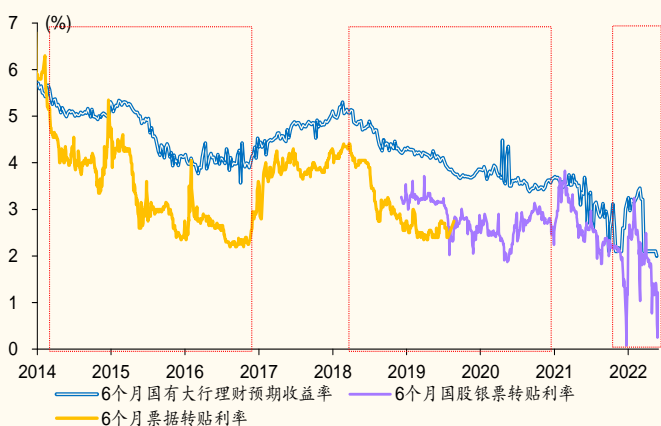
来源: Wind、国金证券研究所

三、长夜破晓: 复杂体系下的“确定性”机会

(一) “资产荒”下的资产配置, 战略看多、战术灵活

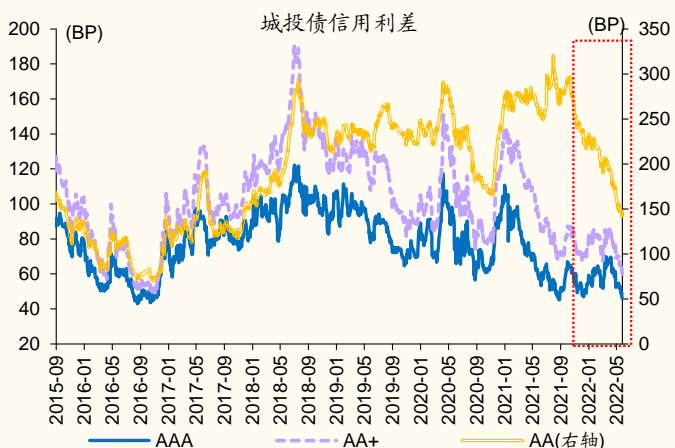
“资产荒”，依然是影响国内资产定价最核心的宏观背景。地产和城投平台两大主力的融资收缩，是近年来“资产荒”现象频现的核心驱动之一；货币持续宽松、居民配置需求增长等，带来的相对充裕资金，使得“资产荒”现象进一步凸显。去年底以来，地产融资加速收缩、货币宽松加码，加剧了相对较多资金追逐相对较少“安全”资产之间的矛盾，以城投债为代表的资产再度被资金追捧，中低评级城投债信用利差大幅收窄。

图表 35: 去年底以来, “资产荒”现象加快凸显



来源: Wind、国金证券研究所

图表 36: 去年底以来, 中低评级城投债信用利差收窄



来源: Wind、国金证券研究所

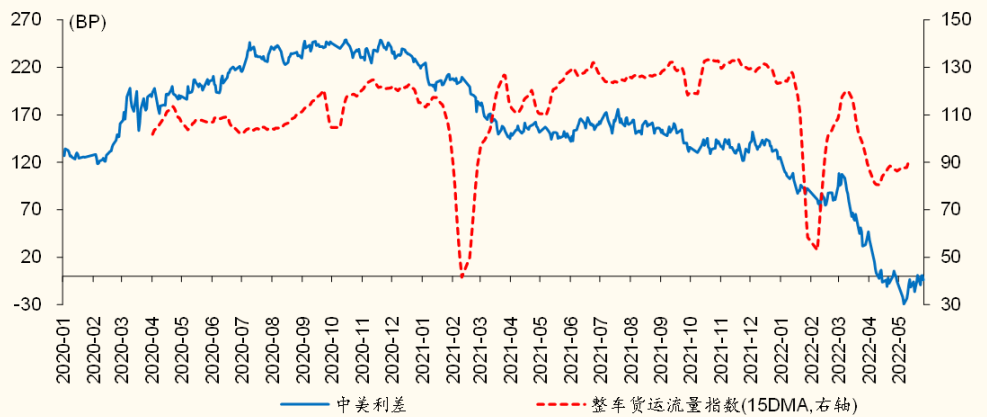
A 股市场或已临近熊市尾端，债市长牛逻辑仍在、短期或面临调整。当下市场环境，大致可类比 2018 年三季度；地缘冲突、疫情反复、经济担忧等的接连冲击下，对冲政策已加快推进落地。市场风险溢价接近历史均值以上 1 倍标准差，权益资产的性价比凸显。待内外部不确定性进一步明朗化后，后市可期。债市长牛逻辑延续。然而，经济最差阶段已然过去，叠加美债长端利率高企，国内通胀预期升温等，或导致中短期债市调整风险阶段性释放。

图表 37: A 股市场股权风险溢价 (ERP) 走势



来源: Wind、国金证券研究所

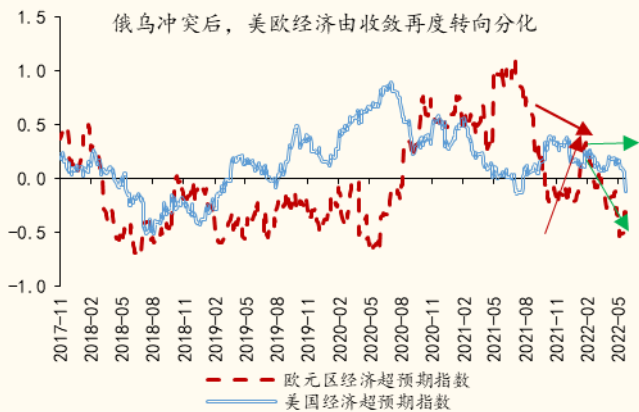
图表 38: 中美利差与整车货运流量走势



来源: Wind、国金证券研究所

人民币汇率可能的走势, 仍将顺势而为, 小贬不必过虑。俄乌冲突后, 美欧经济走势再度由收敛转向分化, 导致美元指数快速上行, 对人民币阶段性形成外部压力。向后展望, 国内疫情扰动, 及中美周期错位、政策分化, 叠加地缘冲突等因素的干扰, 仍将对人民币汇率未来走势形成一定压制, 汇率走势对金融市场冲击或相对有限。“811”汇改后, 汇率双向波动、及时消化压力; 在藏汇于民背景下, 居民企业外汇存款近 7000 亿美元, 也形成有效“缓冲垫”。

图表 39: 俄乌冲突后, 美欧经济由收敛再度转向分化



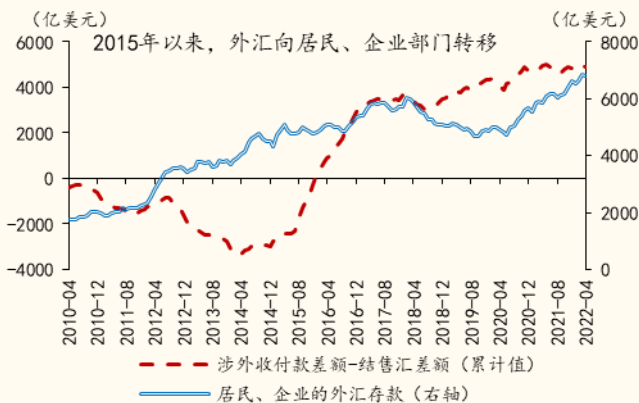
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 40: 2019 年以来, 大量外汇在民间积累



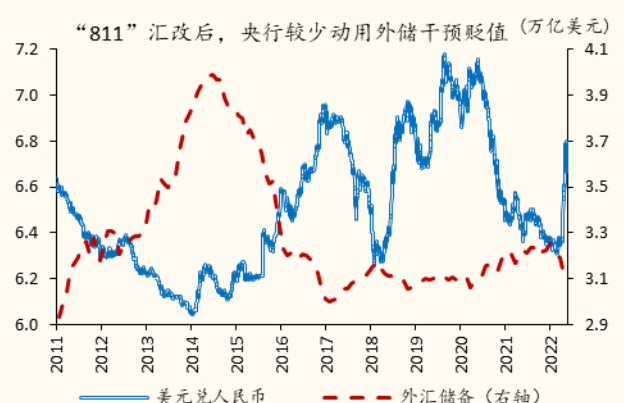
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 41: 2015 年以来, 外汇向居民、企业部门转移



来源: Wind, 国金证券研究所

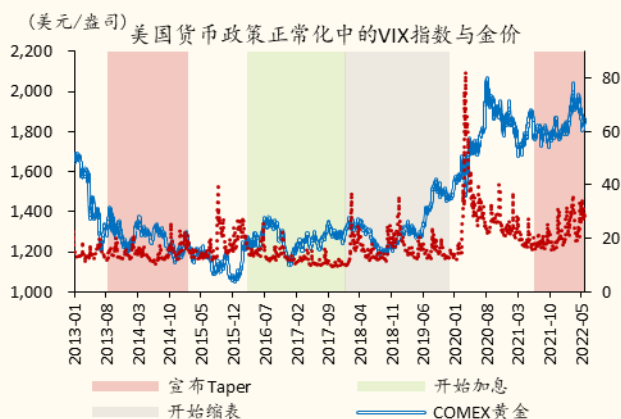
图表 42: “811” 汇改后, 央行较少动用外储干预贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

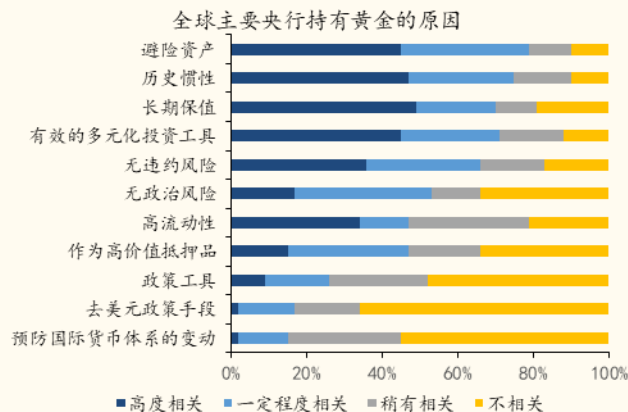
全球大通胀时代, 实物资产往往会有较好的表现, 短期黄金、能源、粮食等商品品类价格短期仍易涨难跌。金价正接近“黄金坑”: 一方面, 政策正常化加速, 资本市场波动率或继续加大, 而黄金正是对冲波动的绝佳资产; 另一方面, 美债超发叠加“逆全球化”, 美元的储备价值已被弱化, 俄乌冲突或将加速“去美元化”进程, 带来黄金的增量需求。能源与粮食价格, 供给受限、需求改善的背景下, 短期价格或易涨难跌 (详细分析参见《50 年大轮回? 通胀的“变”与“不变”》、《全球粮价“高烧不退”, 隐忧几何?》)。

图表 43: 美国货币政策正常化中的 VIX 指数与金价



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 44: 全球主要央行持有黄金的原因



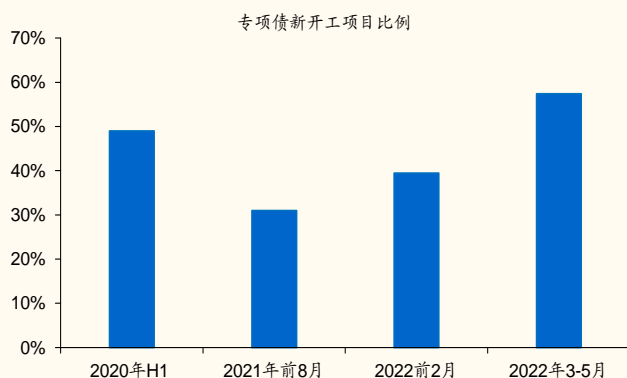
来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

(二) 宏观逻辑思考, 寻找“结构”亮点

传统自上而下的投研框架, 从择时和结构两个维度为资产定价提供参考。近些年, 产业结构、交易者结构等的变化, 对传统投研框架产生了一定冲击, 但我们依然可通过推演, 为市场投资提供一些启示。

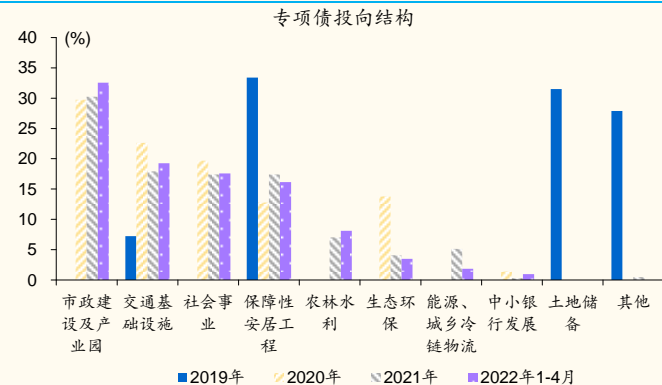
逻辑猜想 1: 稳增长“加力”方向、经济改善领域, 寻找确定性的“α”。本轮稳增长, 与传统周期大为不同, 要兼顾长短期发展需要, 还要平衡地方债务压力与投融资能力, 使得稳增长“加力”方向, 以重大项目超前建设为主, 辅以汽车消费刺激、加快场景修复等促消费措施。其中, 基建类项目以水利、交通、城市更新、产业园区等为主, 产业类项目以新能源、新材料、人工智能等为代表。专项债加强对项目建设支持, 新开工项目占比由 1-2 月的 39% 抬升至 3-5 月的 54%, 投向基建比例较去年抬升 5 个百分点至 60%³。

图表 45: 专项债支持的新项目增多



来源: 中国债券信息网, 国金证券研究所

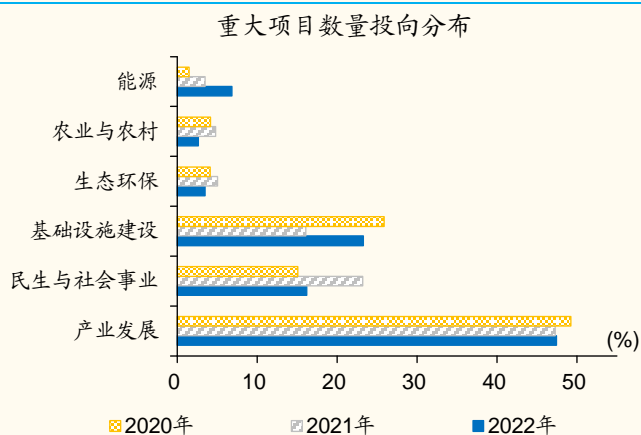
图表 46: 2022 年专项债投向基建比例上升



来源: 财政部, 国金证券研究所

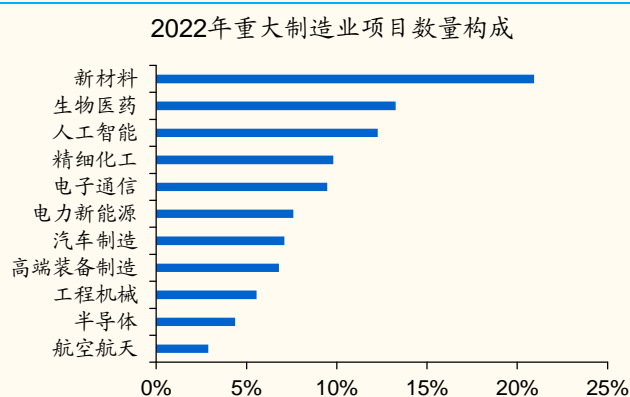
³ 其中, 约 25% 为产业园配套基础设施建设; 产业园主要支持战略新兴产业、先进制造业等。

图表 47: 2022 年重大产业项目占比较高



来源: 各地发改委、国金证券研究所

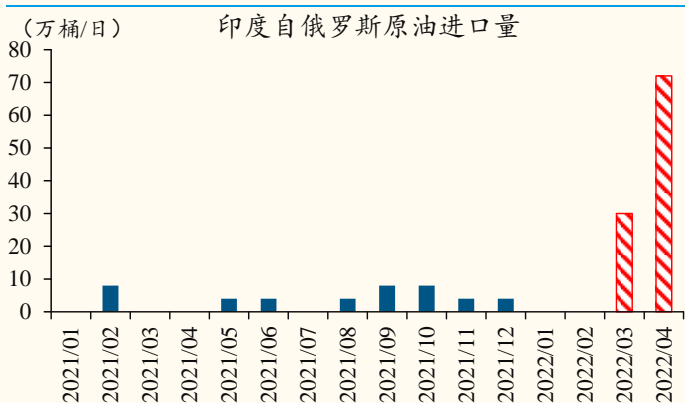
图表 48: 产业类重大项目注重培育新动能



来源: 各地发改委、国金证券研究所

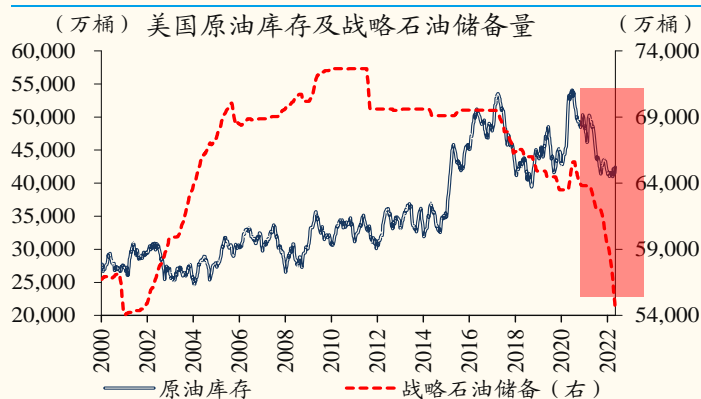
逻辑猜想 2: 能源通胀第二波, 带动相应链条的景气改善。俄乌冲突升级背后, 印度成为俄罗斯原油出口的重要“中转站”, 美国放储、挪威增产, 共同维持全球供给稳定, 叠加中国疫情拖累全球原油需求, 导致油价走势震荡。但考虑到印度转口难以为继, 伊朗增产存疑, OPEC、美国等无力增供, 原油供给或仍持续受限。与此同时, 全球出行旺季的到来, 叠加中国需求的恢复, 年中前后或将是油价第二波涨势的重要观察窗口。

图表 49: 印度成为俄罗斯原油出口的重要“中转站”



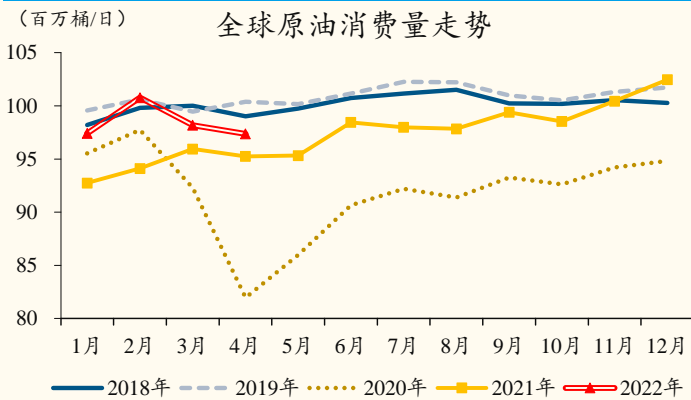
来源: Kpler、国金证券研究所

图表 50: 美国近期释放了大量原油库存 (含 SPR)



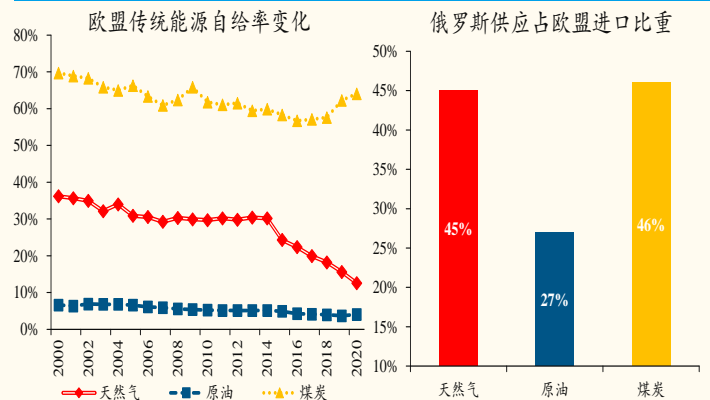
来源: Wind、国金证券研究所

图表 51: 出行旺季的到来, 全球原油需求有望得到修复



来源: Wind、国金证券研究所

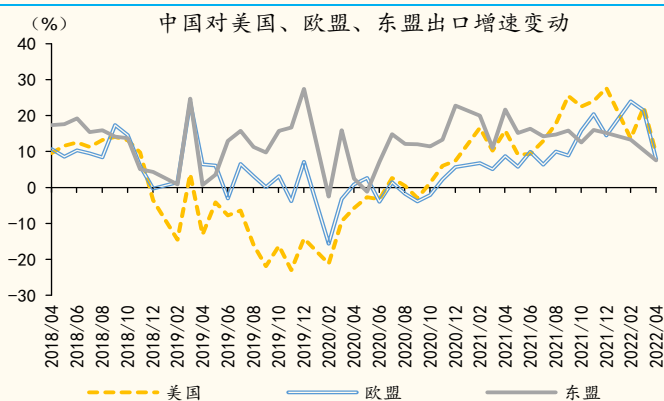
图表 52: 欧洲能源高度依赖俄罗斯进口



来源: Wind、国金证券研究所

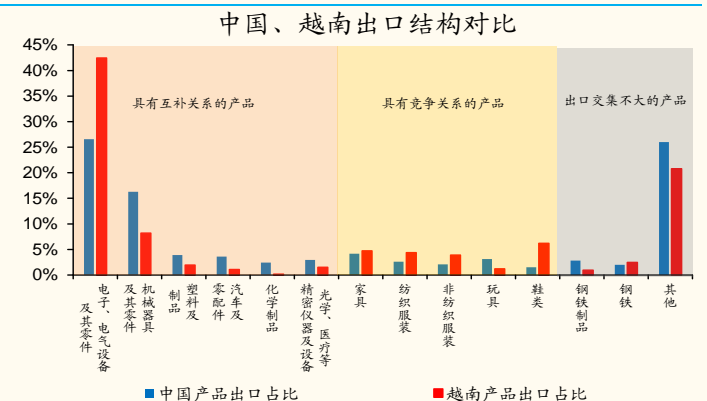
逻辑猜想 3: 出口链条的结构“亮点”。出口增速下行势在所难免, 但两个逻辑链可能继续超预期。一是, 市场存在订单转移“幻觉”, 认为越南等抢走中国出口订单的观点屡见不鲜, 这些观点大多忽视了全球贸易价值链分工体系的变化, 中国一些中间品和资本品已嵌入全球产业链, 与东南亚等经济体出口互补产品居多。二是, 全球能源成本高企下, 中国凭借在能源保供稳价的举国体制, 使得制造业企业仍具有较强的成本竞争优势, 一些中上游能耗较大的产品、出口竞争优势更加凸显。

图表 53: 中国对东盟出口韧性相对较强



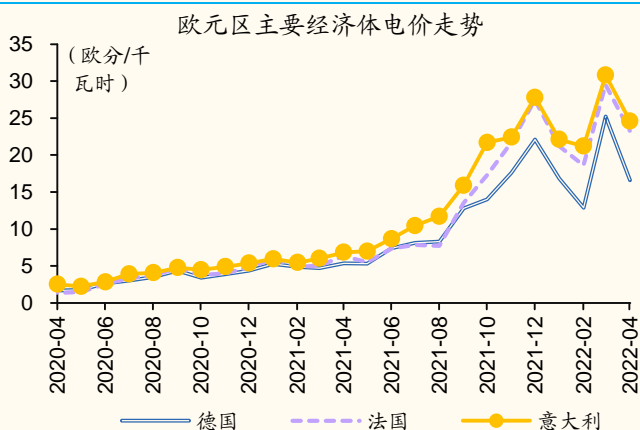
来源: Wind、国金证券研究所

图表 54: 中越出口中, 互补产品明显多于竞争产品



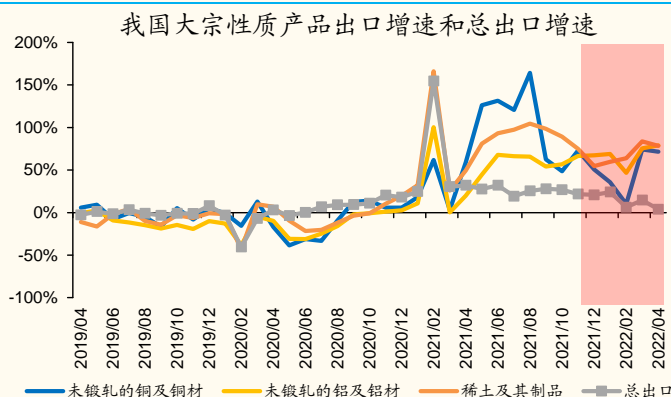
来源: 海关总署、越南统计局、国金证券研究所

图表 55: 2021 年下半年以来, 欧洲电价快速大幅抬升



来源: Ember、国金证券研究所

图表 56: 具备成本优势的产品出口增速高于在总出口



来源: 海关总署、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

(1) 疫情对微观生态的重塑, 或将是“长期化”的, 如“疫后创伤”对就业意愿的压制, 加剧薪资通胀的螺旋式上升等。短期的麻烦事, 工资增速严重跑不过物价, 导致实际“购买能力”大幅缩水、消费信心指数已跌至近 10 年绝对低点, 对部分欧美经济体而言, 通胀已成为影响社会稳定最重要的宏观变量。

(2) 持续的高通胀、慢了一拍的美联储应对, 导致未来一段时期“赶作业”式政策正常化, 依然需要保持较高强度, 以维护政策公信力。“赶作业”式的政策正常化, 导致经济“硬着陆”的风险反倒上升; 市场信号, 似乎也开始提示海外潜在的不稳定因素。周期错位的背景下, 中国资产在外围的混沌期, 或许会有更好的表现。

(3) 年初以来, 两大经济引擎“地产”和“出口”明显减速, 让市场对经济内生动能心存忧虑; 微观结构的破坏、资产负债表衰退的担忧, 让大家信心普遍不足。5 月以来, 新一轮稳增长“加力”开始, 加“水”加“面”进行时。“破局”的关键, 在于激励机制的重建, 打破“负向反馈”、尽快形成“正向循环”。

(4) 当下市场环境, 大致可类比 2018 年三季度; 地缘冲突、疫情反复、经济担忧等接连冲击, 对冲政策已加快推进落地。A 股市场或已临近熊市尾端, 债市长牛逻辑仍在、短期或面临调整。人民币汇率, 小贬不必过虑。商品市场, 短期黄金、能源、粮食等商品品类价格短期仍易涨难跌。

(5) 宏观逻辑思考, 寻找“结构”亮点: 1、稳增长“加力”方向, 基建类项目以水利、交通、城市更新、产业园区等为主, 产业类项目以新能源、新材料、人工智能等为代表, 促消费侧重耐用消费品、场景修复等; 2、能源通胀第二波, 供给受限、需求改善, 带动相应链条的景气改善, 年中是重要观察期; 3、出口链条的结构“亮点”, 与东南亚形成互补的部分行业, 内外价差较大、出口竞争优势突出的部分行业。

风险提示:

- 1、俄乌战争影响、持续时长超预期。俄乌双方陷入持久战, 美欧对俄制裁力度只增不减, 能源通胀压力飙升, 使得货币政策陷入两难境地。
- 2、疫情反复, 稳增长效果不及预期。疫情反复下, 重大项目推进或不及预期。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402