

础润而雨

——2022年下半年宏观经济展望

2022年06月10日

- **经济总体：经济“V形”增长，下半年外部压力增加。**稳增长依然是主线，政策对经济产生较强呵护作用，随疫情好转，风险将由内部切向外外部。投资为主动能，消费修复偏慢，出口压力增加。
- **投资托举经济，基建为主要发力项，制造业驱动经济上行，房地产拐点仍需等待。**1) **房地产：**政策持续宽松，拿地、销售等领先指标尚未好转，预期在四季度边际改善。2) **基建：**稳增长的重中之重。资金支持和落地节奏加速，新基建仍有较大成长空间。3) **制造业：**中下游利润预期逐步转好，疫后生产者信心边际回暖，整体仍具韧性。
- **消费缓步增长，居民就业、收入、信心等方面仍有压力。**疫情仍是最大的干扰下，防控常态化或约束部分线下消费。政策发力提振消费，但居民信心的有效回暖，仍需等待居民就业、收入的好转。
- **海外需求动能转弱，出口驱动力放缓。**海外流动性收紧，欧美等经济下半年放缓，出口量价双降。短期国内出口仍有不可替代性，美国关税减免预期，以及人民币贬值，或提振部分出口制造企业竞争力。
- **CPI 升温，PPI 下行趋势偏慢，全面宽松政策受阻。**三季度 CPI 或破 3，下半年面临猪、粮共振影响，原油等涨价，非食品项传导压力增加。原油、粮食预期维持高位，人民币汇率贬值，输入性通胀带动下，PPI 回落斜率放缓。通胀和中美利差倒挂给政策利率工具调降带来限制。
- **政策：稳增长政策落地提速，货币配合财政宽松。**结构性工具仍是货币政策主要抓手，普惠、绿色、基建等信贷投放靠前发力，贷款利率预期持续调降。房地产政策宽松延续，围绕 LPR 的降息仍有空间，宽信用进程缓步推进。政策将集中于稳增长稳就业稳物价稳外贸等方面，财政支出、专项债发行、落地节奏加快。关注三季度推升经济的幅度，如果落地情况较好，四季度特别国债发行的可能性减小。
- **海外方面：大国博弈、政策周期错位下，海外对我国扰动加大。**全球高通胀持续性和幅度超出各国预期，美联储加息+缩表组合拳给经济带来“硬着陆”的风险，市场衰退交易前置，四季度加息节奏或逐步放缓。俄乌冲突的黑天鹅出现，给欧洲带来的经济压力最大。欧央行将开启加息，“负利率时代”或迎来终结，而欧洲四季度衰退风险增加。部分发展中国家面临经济、能源、粮食、债务危机等问题。
- **资产配置：1) 股票：**政策支持下经济逐步修复，市场信心回暖，成长板块有望迎来好转，关注高端制造+科技；随疫情逐步好转，把握消费复苏阶段的阶段性行情；2) **债券：**利率债趋于熊平，海外扰动增加，票息收益仍有一定性价比，关注超长债的配置价值；信用债仍具性价比，结构性资产荒现象或持续出现，城投债资质下沉操作需要谨慎；3) **商品：**原油、粮食高位波动，有色等进入牛市尾声；4) **汇率：**人民币兑美元中枢上移，阶段性波动风险仍存。
- **风险因素：**俄乌地缘政治冲突升级超出市场预期，美联储加息时点和幅度超预期，房地产风险扩散超预期。

分析师：徐飞

执业证书编号：S0270520010001

电话：021-60883488

邮箱：xufei@wlzq.com.cn

研究助理：于天旭

电话：17717422697

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

相关研究

输入型通胀“锚定”PPI，CPI 相对温和疫情阶段性干扰，关注外需基本面
财政保驾护航，关注后续政策落地

正文目录

1 经济：经济增速前低后高，稳增长政策保驾护航	4
1.1 投资托举经济，基建为主要发力项.....	4
1.1.1 房地产政策持续宽松，上行拐点仍需等待.....	4
1.1.2 基建为稳增长的主要手段，资金支持和落地节奏加速.....	6
1.1.3 制造业：经济上行驱动项，中下游利润预期逐步转好.....	7
1.2 外需趋向走弱，出口增速回落.....	8
1.3 消费缓步增长，修复依然受阻.....	9
1.4 就业压力增加，保市场主体政策发力.....	10
1.5 经济“V形”增长，下半年外部压力增加.....	11
2 通胀：CPI 升温，PPI 下行趋势偏慢	11
2.1 猪、粮共振下，CPI 阶段性破 3.....	11
2.2 PPI 回落受阻，输入性通胀掣肘加强.....	13
3 稳增长政策落地提速，结构性工具仍是抓手	14
3.1 货币政策：配合财政宽松，围绕 LPR 的降息仍有空间.....	14
3.2 财政政策：支出、落地节奏前置，宽松助力稳增长.....	15
4 海外经济：海外政策转向收紧，通胀压力显著	17
4.1 俄乌冲突的地缘政治“黑天鹅”，未来仍有一定扰动.....	17
4.2 美国加息缩表开启，经济“硬着陆”风险再增加.....	17
4.2.1 美联储加息+缩表政策下，衰退交易前置.....	17
4.2.2 劳动参与率尚未修复，经济为下半年紧缩的主要掣肘因素.....	18
4.3 欧洲通胀压力高于美国，欧央行下半年开启加息.....	19
4.4 新兴市场压力上行，被动进入加息通道.....	20
4.5 大国博弈、政策周期错位下，海外对我国扰动加大.....	21
5 大类资产配置建议	21
5.1 股票：市场信心好转，干扰因素仍存.....	21
5.2 债券：把握利率债交易机会，信用债优选品种.....	22
5.2.1 利率债：市场趋于熊平，海外扰动加强.....	22
5.2.2 信用债：品种、区域分化，挖掘细分机会.....	23
5.3 大宗商品：原油、粮食高位波动，有色等进入牛市尾声.....	24
5.4 汇率：人民币兑美元中枢上移，阶段性波动风险仍存.....	25
6. 风险提示	25

图表目录

图表 1： 房地产投资为固投主要拖累项(%).....	5
图表 2： 房地产销售持续回落，库存累积(%).....	5
图表 3： 房屋新开工、销售仍为负增(%).....	6
图表 4： 购房利率下调，居民部门杠杆率处于高位(%).....	6
图表 5： 专项债节奏前置，6月发行压力较大(亿元).....	6
图表 6： 基建分项增速走势(%).....	6
图表 7： 政策有效压降企业费用，成本持续承压(元).....	7
图表 8： 被动补库存周期将缓步切换(%).....	7
图表 9： 外汇占款一季度对出口形成支撑(%).....	8

图表 10:	进口持续回落, 价格同比回落 (%)	8
图表 11:	美国库存回落, 新增订单增速放缓 (%)	8
图表 12:	进口价格指数仍处高位, 出口高位回落	8
图表 13:	餐饮收入受疫情冲击较大 (%)	9
图表 14:	消费者信心受疫情影响大幅回落	9
图表 15:	失业率和居民存款抬升, 贷款收缩 (亿元, %)	10
图表 16:	居民杠杆率处于相对高位 (%)	10
图表 17:	失业率显著抬升, 青年失业率较高 (%)	11
图表 18:	新增居民就业低于去年同期 (%)	11
图表 19:	PPI-CPI 剪刀差逐步收敛 (%)	12
图表 20:	燃料分项、家用器具等 CPI 抬升 (%)	12
图表 21:	就业压力下, 劳动力市场价格回落 (%)	12
图表 22:	居民部门杠杆率与核心 CPI 同比走势 (%)	12
图表 23:	发电量与 PPI 持续分化, 涨价压力较大 (%)	13
图表 24:	上游价格同比回落, PPI 保持下行趋势 (%)	13
图表 25:	海外流动性收紧, PPI 回落压力增加 (%)	14
图表 26:	M1 高点回落, PPI 仍处回落通道 (%)	14
图表 27:	宽信用进程偏慢 (%)	15
图表 28:	信贷脉冲一季度反弹 (%)	15
图表 29:	财政收入受疫情影响快速回落 (%)	16
图表 30:	地方政府出让金收入持续回落 (%)	16
图表 31:	全球经济景气度回落, 欧美 PMI 高位下行 (%)	17
图表 32:	全球经济政策不确定指数显著上行	17
图表 33:	美国通胀环比上行推动因素仍处 (%)	18
图表 34:	隐含通胀率达到近年高点 (%)	18
图表 35:	失业率降低, 但劳动参与率尚未恢复 (%)	19
图表 36:	加息开启, 非农就业当前尚未形成掣肘 (%)	19
图表 37:	消费者信心和预期持续回落	19
图表 38:	住房销售出现下行拐点 (%)	19
图表 39:	欧元区国家通胀持续上行 (%)	20
图表 40:	欧美货币政策收紧, 日本保持宽松 (%)	20
图表 41:	部分发展中国家开启加息后又经历降息	21
图表 42:	2021 年以来新兴市场 MSCI 指数回落幅度最大	21
图表 43:	股债相对收益走势	22
图表 44:	股票估值预期在下半年逐步好转	22
图表 45:	政策利率中枢高于市场利率 (%)	23
图表 46:	中美 10 年期国债利差倒挂 (%)	23
图表 47:	企业利润回落, 国债上行空间有限 (%)	23
图表 48:	广义流动性缺口与国债走势分化 (%)	23
图表 49:	城投债信用利差收窄, 低资质最快 (bp)	24
图表 50:	产业债信用利差逐步收窄 (bp)	24
图表 51:	人民币名义汇率回落快于实际有效汇率	25
图表 52:	美元指数和美元兑人民币剪刀差收敛	25

1 经济：经济增速前低后高，稳增长政策保驾护航

疫情、俄乌冲突、美联储加息等拖累上半年国内经济。2021年四季度提到的供给冲击、预期下行、需求收缩的“三重压力”延续，上半年的疫情、俄乌冲突、美联储加息加剧了这些压力。疫情和海外扰动干扰下，带来的不仅是经济增速的放缓，经济结构也受到一定损伤。疫情给第三产业造成较大拖累，三产服务业中的批发零售业、交通运输、仓储业和邮政业、住宿和餐饮业、居民服务等高度依赖线下场景的行业，受疫情影响最为严重。这些行业包含了众多小微企业和个体工商户，并提供了大量的就业，中小企业的经营状况“体感温度”较低。

预期全年经济走势前低后高，下半年有望逐步抬升。一季度4.8%的经济增速稍显不足。疫情对实体经济的影响在二季度较为明显，经济增速继续承压。随疫情在政策把控下好转，生产逐步恢复，4月预期将是年内增速低点，5月将缓步修复，各部门在积极落实一揽子稳增长政策，6月经济上行斜率或超出预期。下半年经济有望显著上行，5.5%的经济政策目标未来将逐步淡化，财政、货币政策将持续发力。

1.1 投资托举经济，基建为主要发力项

经济增速承压下，投资为经济主要托举项。上半年受到多重不可预测因素的影响，经济面临的“三重压力”加大，政策跨周期调节力度加强，固定资产投资为经济主要拉动项。地方政府对于资金到位和项目落地监管加强，整体节奏前置。

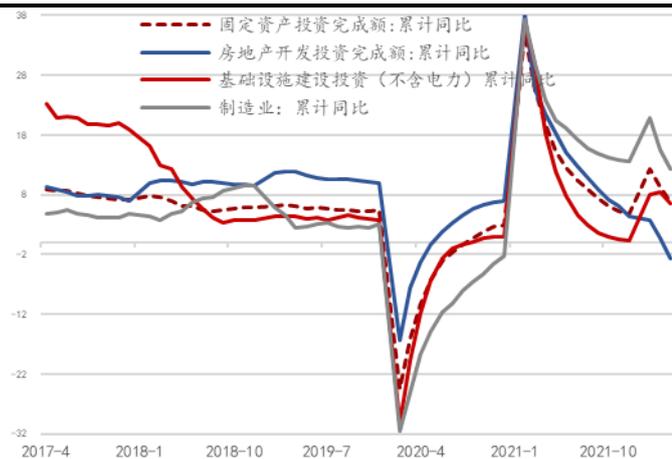
房地产投资上半年承压，基建为主要支撑项，制造业投资表现依然不弱。稳增长需求下，2021年四季度已经对房地产政策边际放松，2022年以来众多城市纷纷放松购房政策，但销售持续疲弱，房地产对经济依然形成一定拖累，房地产上行拐点或在四季度到来。财政政策发力，基建保持稳步增长，疫情虽然给施工带来阶段性的干扰，但预期基建全年托举经济作用较强。制造业上半年边际走弱，预期高端制造业将持续领跑，随着上游原材料价格有所回落，中下游制造业利润有望转好。

1.1.1 房地产政策持续宽松，上行拐点仍需等待

房地产投资持续承压下行，销售偏弱，房企资金流偏紧。从2021年下半年，房地产行业已经开始走弱，2022年上半年继续下行。需求端走弱，疫情作用下，居民收入端和消费预期受到影响，刚性需求阶段性弱化。房地产库存去化率较低，行业信心仍处于低位，风险尚未出清。销售偏弱，房企资金来源也持续承压，新开工、拿地持续负增，竣工被动支撑上半年房地产投资增长。

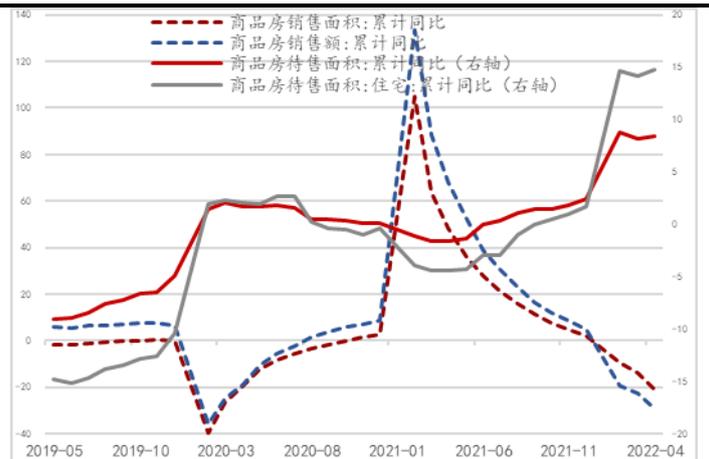
房地产政策持续放松，LPR调降+因城施策共同发力。今年以来房地产利好政策频发，对冲地产下行带来的拖累。继首套商品房贷款利率下限调整为LPR减20bp之后，5年期LPR也下调了15bp。部分城市限购、限贷进一步放松。其中，长沙推行的创新性放松房地产政策：存量房屋盘活供作租赁住房后，不计入家庭住房套数计算。优化了限购政策，并为多主体供给、多渠道保障、为租购并举的住房制度提供了新方向。政策效果传导至销售端尚需时间来消化。

图表1: 房地产投资为固投主要拖累项(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 房地产销售持续回落, 库存累积(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

拿地、销售等领先指标尚未有效转好, 销售预期缓步修复。疫情影响下, 居民部门信贷收缩明显, 房贷3、4月持续回落。虽然大部分三线城市对于居民购房政策持续放松, 但疫后居民收入和就业预期回落, 且当前居民杠杆率已经处于相对高位, 虽然政策已经明显放松, 但传导至销售端仍需时间, 并且需要跟踪疫情变化, 房地产的好转需要时间去修复。居民购房意愿的显著回暖时点仍需等待。房企在资金约束下, 上半年拿地普遍谨慎, 二手房挂盘数量增加, 对于新房有一定挤压。

房地产格局将迎来转变, 一线城市需求支撑较强。不同城市地产库存出现分化, 短期库存有所累积。中期库存在压缩状态, 一线城市相对较稳(除去上海疫情期间影响), 强二线中期库存处于历史低位, 弱二线和三线库存水平不低。政策放松产生一定效果, 上半年拿地情况来看, 央企、国企为拿地主力。但在购房适龄人口下降的长期趋势下, 从中长期来看, 房地产无限扩张被约束, 负债率低、资金周转占优的国企、央企有望受益。居民对于保交房的担忧下, 民企销售依然面临压力。对于房企而言, 今年存货去化和销售回款的重要性要高于规模增长。

房地产投资上行拐点仍需等待, 预期在四季度边际改善。政策扶持下, 房地产销售预期逐步回暖, 但全年预期依然偏弱。新开工将缓步上行, 但预期全年仍为负增, 建安投资为主要支撑项, 保障性租赁房也将形成一定支撑。当前领先指标尚未迎来拐点, 随后续政策调整, 基本面边际好转, 房地产投资预期在三季度末到四季度逐步缓和。

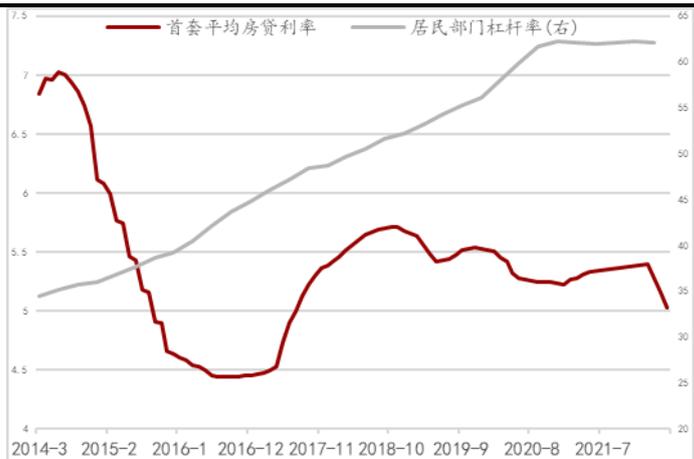
政策不会开倒车, 房地产宽松仍有政策底线。房地产政策今年以来持续放松, 对需求端最有效的限购、限贷政策已经有所放宽, 但依然要保证稳定。因城施策的政策下, 各城市的购房政策仍不会触及红线。“房住不炒”的总基调不变, 一线城市对新市民的吸引力较大, 刚需支撑较强, 房价上涨速度和幅度也快于二、三线城市。因此, 虽然限售、限购放开对一线城市的需求能够形成更为有效的刺激。但对于北、上、深等一线城市的放开依然偏谨慎。但下半年LPR仍有一定下调空间, 对于存量、增量住房有一定利好。

图表3: 房屋新开工、销售仍为负增(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 购房利率下调, 居民部门杠杆率处于高位(%)



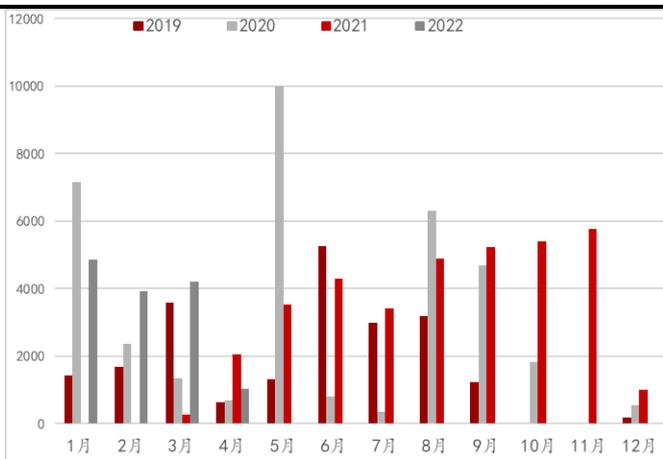
资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.1.2 基建为稳增长的主要手段, 资金支持和落地节奏加速

经济下行压力下, 基建是稳增长的重中之重。相比2021年, 财政支出和专项债投放整体前置, 基建一季度保持较快增速。疫情对部分地区基建开工产生一定影响, 但基建订单主要来自政府部门, 不会轻易流失, 随疫情缓解, 施工可以快速修复。在政策的资金和落地支持下, 叠加第三季度的低基数作用, 预期三季度基建增速将显著提高, 全年的增速中枢上抬。

财政资金支持, 专项债加速下达, 更好发挥投资效能。政府专项债额度持平于2021年的3.65万亿元, 前期多次会议提及落实地方债发行到位情况, 争取上半年完成剩余专项债额度发行。一季度专项债发行明显提速, 4月受到上海、吉林等地疫情影响, 开工阶段性放缓, 专项债发行减慢, 6月专项债发行压力较大。对于项目开工和建设预期提速, 尽快形成实物工作量。另一方面, 要发挥专项债“四两拨千斤”的作用, 提升基建投资的效能。投向将向偿债能力强、项目储备充足的地区倾斜, 支持投向有一定收益的公共服务等项目。随着疫情转好, 地方政府官员陆续到任, 预期6月基建投资将显著反弹, 但严控地方政府隐性债务仍是政策底线。

图表5: 专项债节奏前置, 6月发行压力较大(亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 基建分项增速走势(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

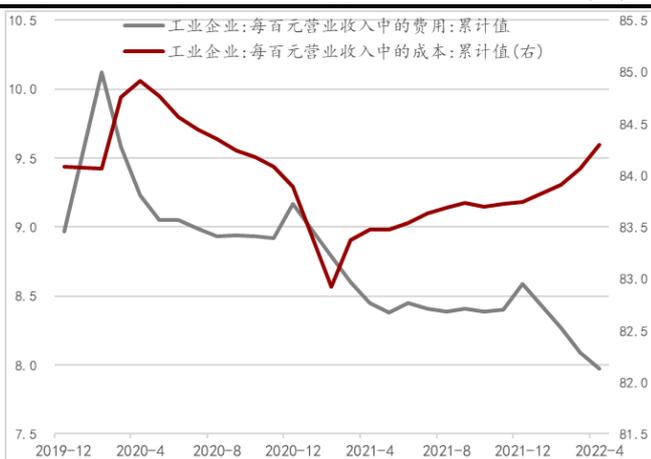
新基建仍有较大成长空间，数字经济和绿色经济为长期布局。基建托举经济的作用加强，政策依然要保持经济结构的长期平衡，不能仅靠推动传统基建的交运、邮政等拉动经济增长，部分传统基建行业也在逐渐饱和。政策层面也在立足当下，为国内经济、全球产业链地位长期布局。相比传统基建，新基建方面的新能源、特高压输变电、东数西算、5G等建设，仍有较大成长空间，且对经济的辐射拉动作用较强，年内电力方面投资预期较多，电网投资预期达到历史最高水平。围绕“十四五”规划，未来战略布局的数字经济、绿色经济有望迎来较大成长空间。

1.1.3 制造业：经济上行驱动项，中下游利润预期逐步转好

制造业投资仍是经济的主要驱动项之一，高端制造业仍将保持领跑。2022年二季度，长三角地区的企业生产经营受到疫情较大冲击，生产和运输方面为主要问题。汽车、半导体、通信设备、化工、机械设备、医药等行业受到较大影响，这些行业的产业链在上海分布较多。5月随上海陆续复工，相关产业链出现边际好转。随着复工达产，预期6月经济将迎来显著回暖，制造业增速有望回升。能耗双控政策预期在下半年约束减小，政策提到今年要坚决杜绝拉闸限电。下半年生产受到限电限产干扰预期减少，疫情仍是主要不确定因素。根据“十四五”规划战略布局，高端制造业是重点发展方向，预期增速仍将高于制造业整体表现。

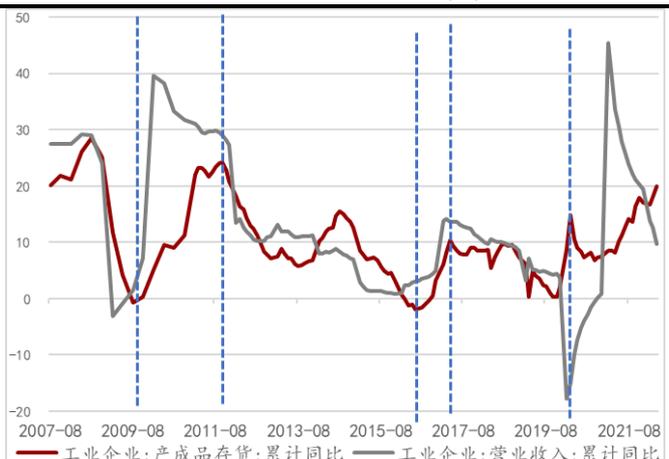
中下游企业预期成本压力边际减轻，上游企业利润韧性延续。上半年原材料、运价居高不下，需求低迷，疫情对于中下游的影响大于上游。中下游行业议价能力较弱，成本给利润带来一定挤压。政策端持续让利，企业费用也降至近几年低点。下半年随着海外流动性逐步收紧，海外需求边际回落，有色等部分大宗商品价格预期高位回落，中下游制造业成本压力有所缓释，部分上游制造业的利润或高位回落。而稳增长政策下，基建、房地产链条相关的建筑、建材行业有望保持增长，对部分中游机械制造业也有一定推动，绿色基建将带动光伏、风电相关的电气机械设备和通用设备制造业保持增长。

图表7：政策有效压降企业费用，成本持续承压(元)



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表8：被动补库存周期将缓步切换(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

下半年外需回落压力下，制造业增速依然承压，疫后生产者信心边际回暖，整体仍具韧性。疫情影响下，经济的“三重压力”加大，企业担心的问题较2020年疫后增加，对于产业链、物流受阻、需求偏弱的担忧下，需要关注企业的生产信心和市场预期的

有效反弹时点。随着下半年生产逐步好转，预期企业将逐步切向去库存状态。但下半年出口不确定性增加，制造业推力边际减弱。整体增速仍将保持韧性，支撑经济上行。

1.2 外需趋向走弱，出口增速回落

国内疫情部分影响供应链，二季度进出口阶段性受阻。上半年出口增速快速回落，我国对欧美发达经济体出口增速边际放缓，进口也显著下行。一方面，受到基数作用影响，进出口进入回落通道。另一方面，疫情带来的扰动增加，部分产业链生产受阻，内需疲弱，带动进出口加速下行。

图表9: 外汇占款一季度对出口形成支撑(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表10: 进口持续回落, 价格同比回落(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

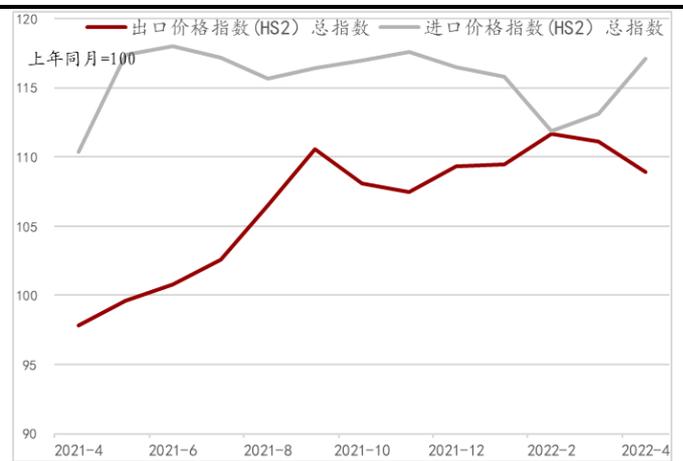
海外需求动能转弱，出口驱动力放缓。海外流动性加快收紧下，欧美等经济下半年衰退压力增加，需求面临再度回落的可能。四季度海外风险提升，欧洲下半年将开启加息，三季度如果对俄罗斯制裁开始实施，停止进口俄罗斯原油，欧洲四季度衰退风险较大。美国在加息缩表的进程下，经济硬着陆的可能性增加，美国新增订单增速将逐步放缓，出口支撑项转弱。美联储流动性收紧，新兴市场受到冲击较大，需求也有一定走弱压力。

图表11: 美国库存回落, 新增订单增速放缓(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表12: 进口价格指数仍处高位, 出口高位回落



资料来源: Wind, 万联证券研究所

出口进入下行阶段，量价因素双双回落，海外关税减免或带来一定利好。原料端价格因素减弱，上半年原材料仍处于相对高位，对出口仍有一定支撑作用，但随着外需弱化，高基数作用下，下半年出口仍处回落进程。美国仍在考虑对中国的关税的减免问题。供应链问题和俄乌冲突下，美国通胀问题亟待缓解，降息手段之外，调降关税也有助于降低商品价格。但另一方面，美国为发展本土企业，对部分行业的关税调降依然谨慎。经济、通胀压力下，中美贸易关系有所缓和，但长期对抗的方向不变。

疫情加速了订单转移和供应链重构，出口压力增加，但短期国内出口仍具不可替代性，部分行业在全球产业链仍有优势。大国博弈下，产业链的转移逐步开启，当下我国产业链仍具优势，新兴经济体短期替代能力有限。疫后供应链稳定和成本重要性加强，如果电子、通信设备、高端机械设备产业在日本、韩国、东南亚等地区建立备份产业链，将给国内产业升级带来一定负面影响。

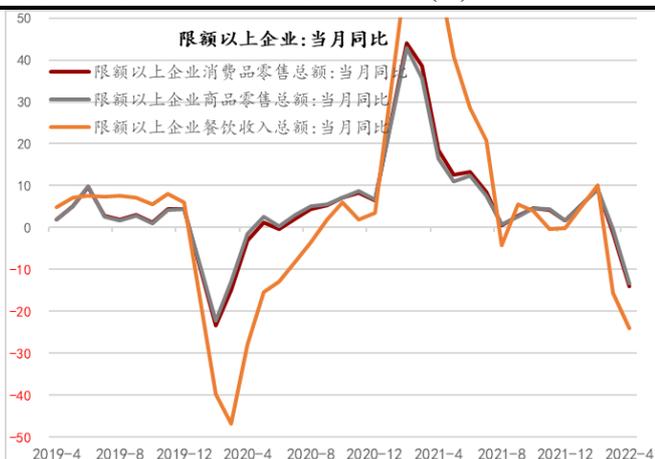
人民币贬值对部分出口制造业企业竞争力有一定提升。4月人民币汇率快速贬值，下半年人民币兑美元预期难以回到一季度的6.3附近的强势水平。从企业经营情况来看，人民币贬值有助于抬升出口相对竞争力。而人民币贬值，一方面会抬升企业美元计价的负债成本，另一方面，也会抬升企业美元计价收入的汇兑收益。因此，人民币贬值从美元收入和负债两端来影响企业营收，不同行业也有所分化。对于纺服、家具制造、建筑装饰、医药制造、专用设备、仪器仪表制造、汽车制造业等，美元收入占比高于美元借款，贬值将带来一定利好。而石油、天然气开采、有色采选、有色冶炼和压延、金属制品业、计算机、通信和其他电子设备制造业等，美元借款占比较高，行业的原材料和中间品投入高度依赖海外市场，贬值或带来一定负面影响。

1.3 消费缓步增长，修复依然受阻

受制于疫情，上半年消费给经济造成一定拖累。4月消费增速显著下滑，线下服务业和出行显著受到影响，预期5月也将表现较弱。我国疫情防控政策相对海外更加严格，“动态清零”的政策预期中期仍将保持不变，各地对于疫情敏感性依然较高。疫情为2020年以来持续压制消费的主导因素，预期年内我国消费将持续受到疫情影响。

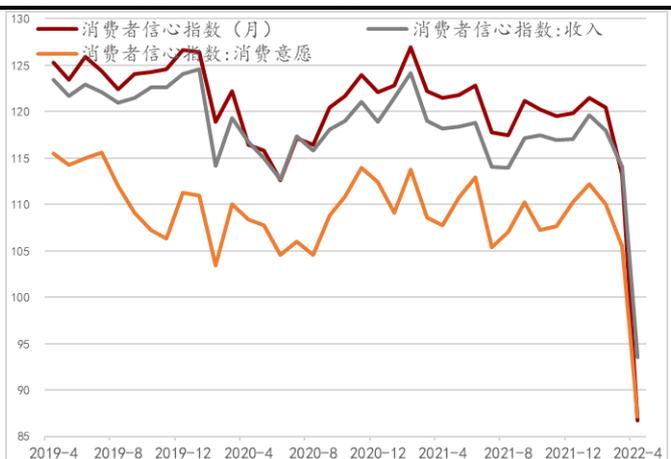
消费结构分化，必选表现强于可选消费，居民消费预期转弱。线下餐饮对消费形成较大拖累，大城市居民失业率提高，收入不确定性增强，消费预期下行影响下，汽车、家电、家具等必选消费转弱。

图表13: 餐饮收入受疫情冲击较大(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表14: 消费者信心受疫情影响大幅回落



资料来源: Wind, 万联证券研究所

消费保持修复趋势，但预期修复速度偏慢。疫情给居民就业、收入、消费意愿都带来一定负面影响，随着本轮疫情冲击结束后，预期消费修复速度依然偏慢。疫情不仅给低收入群体带来较大伤害，中高收入群体的消费信心和消费场景也受到一定冲击。部分可选消费的受损相对不可逆。居民贷款持续疲弱，我国居民杠杆率相对发达国家已经处于相对高位，居民杠杆率持续抬升承压。

防控常态化或约束消费。常态化核酸检测有助于精准防控，缩短发现病例的时间，提升预警反应速度，达到“动态清零”的目标，并且减少严格的封控措施使用，进而减少给经济造成负面冲击。但对于消费仍有一定影响，部分非必要的线下消费和支出或将减少。国内疫情防控预期保持“动态清零”政策，对于出入境的管控依然不会放松，疫情仍是未来消费走势的主要干扰项。消费回归疫情前难度较大。

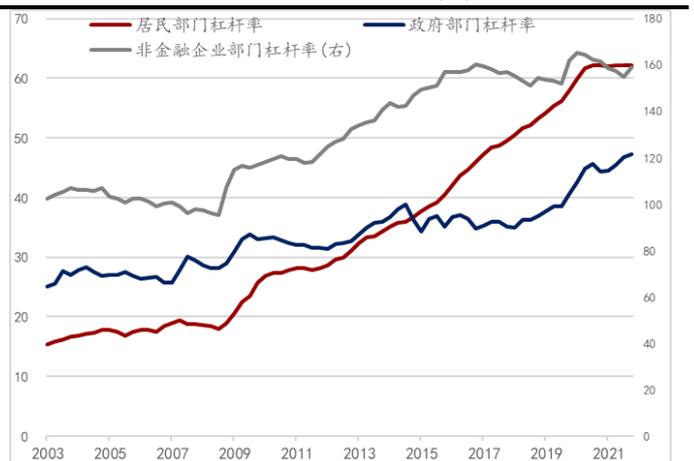
政策发力提振消费，居民信心修复仍需时间。部分城市向居民发放消费券，对于汽车、家具、餐饮等消费定向投放，其中汽车补贴力度较大，有助于提振相关消费。直接对居民发放现金，形成实际支出的转换率有限，部分可能变为居民的防御性储蓄，地方财政偏紧的背景下，消费券的方式更受青睐。而消费相对投资，对政策的敏感度较低，政策刺激或对居民消费提振不及投资。居民信心的有效回暖，仍需等待居民就业、收入的好转。

图表15: 失业率和居民存款抬升，贷款收缩(亿元,%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表16: 居民杠杆率处于相对高位(%)



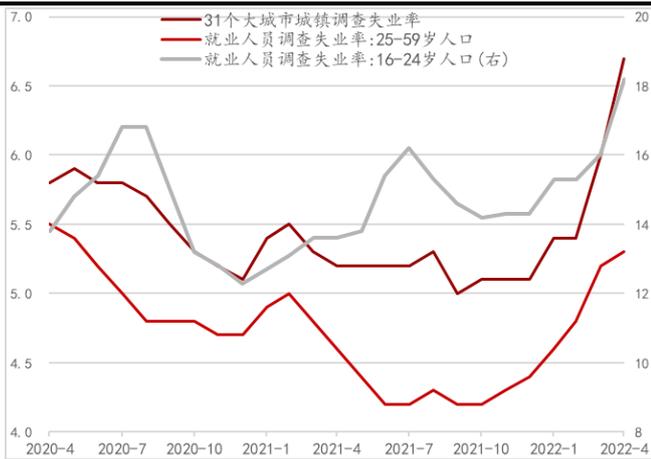
资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.4 就业压力增加，保市场主体政策发力

稳就业面临较大挑战。疫情影响下，失业率显著抬升，31个大城市失业率高于2020年疫情期间。今年高校毕业生人数达到高点，就业的结构性压力较大。吸纳较大就业的线下服务业受到冲击，就业岗位减少，增大了就业困难，疫情也导致应届生求职旺季被迫后延，就业压力下，给居民收入带来的不确定性增加，消费意愿也将被部分削弱。

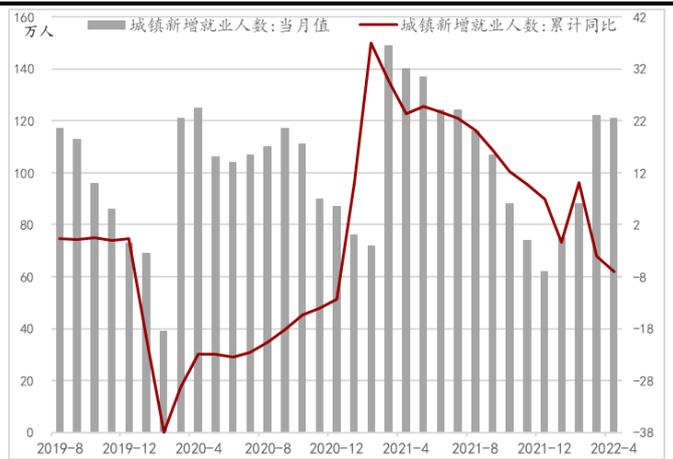
保市场主体政策发力，稳就业政策有望陆续出台。保市场主体有助于增加就业岗位，部分小微企业、个体工商户经营压力较大。政策对于企业纾困持续发力，也多次提出促进高校毕业生就业政策。预期消费、就业与民生高度相关的指标将受到政策关注，并进行定向扶持。

图表17: 失业率显著抬升, 青年失业率较高 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表18: 新增居民就业低于去年同期 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.5 经济“V形”增长, 下半年外部压力增加

稳增长依然是主线, 疫情政策调整和疫情动态是关键边际变量。稳增长、稳就业、稳物价压力增加, 随疫情影响逐步减弱, 政策落地, 下半年经济有望快速上行, 6月是经济表现的重要分水岭。投资依然为经济主要拉动力, 消费推升作用相对有限。疫情依然是未来的不确定因素。

上半年主要是内部, 下半年调整主要来源于外部。上半年经济受到疫情较大影响, 内需走弱。下半年海外带来较大风险, 海外政策收紧和外需下行带来压力, 一方面是出口回调压力增加, 另一方面海外流动性收紧, 对国内政策和资本流动带来一定影响。

2 通胀: CPI 升温, PPI 下行趋势偏慢

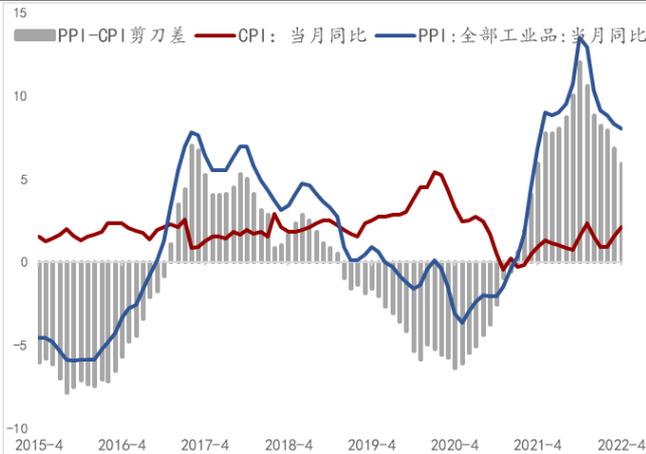
下半年CPI阶段性破3, PPI下行趋势偏缓。下半年CPI或在猪、粮共振的影响下持续抬升, 原油相关分项也中枢上行, 非食品项CPI上行相对温和, 但在食品项推推升下, CPI三季度预期阶段性破3。俄乌冲突、全球供应链受阻影响下, PPI回落进程偏慢, 在高基数作用下, 叠加下半年海外需求走弱, 有色等部分大宗商品压力缓释, PPI仍处于回落通道当中。

国内外通胀驱动有所差异。海外通胀压力高企, 欧洲主要面临俄乌冲突和欧美制裁下, 天然气、原油、煤炭等能源价格的压力, 以及粮食价格上涨的问题。美国在加息缩表进程下, CPI增速已经出现拐点, 但劳动力供需和薪酬成本上行, 依然面临“工资-通胀”螺旋的担忧。

2.1 猪、粮共振下, CPI 阶段性破3

上半年CPI走势温和, 猪肉价格已低位小幅上行, 预期全年走势前低后高。上半年猪肉价格仍处于相对低位, 能繁母猪持续去化, 猪价低位小幅上行, 但仍处于价格低位。原油相关分项价格已经有所抬升, 交通用燃料、居住水电燃料增速上行, 家用器具价格也明显上涨。

图表19: PPI-CPI剪刀差逐步收敛(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表20: 燃料分项、家用器具等CPI抬升(%)



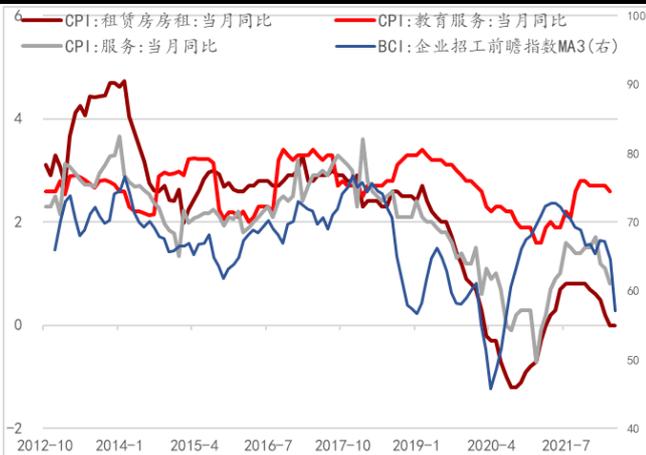
资料来源: Wind, 万联证券研究所

三季度CPI阶段性破3, 下半年面临猪、粮共振提升通胀的影响。猪肉维持产能去化趋势, 但整体进程偏慢, 预期下半年将开启猪价上行周期, 但整体上行空间有限。我国粮食储备依然充足, 对于粮食安全问题做好了提前量, 我国粮食价格年内预期保持温和抬升, 整体风险可控。未来全球粮食价格预期中枢抬升, 粮食贸易保护主义出现, 国家粮食安全问题将日益凸显。

非食品项传导压力增加, 原油涨价多途径影响通胀。今年以来, 能源价格持续高位, 原油直接相关的燃料费用已经有所抬升。原油下游相关产业链价格也随之上行, 化肥等价格已经上涨, 也带动生物燃料需求增加, 但粮食短缺的背景下, 生物燃料缺口加剧。沙特等原油供应国也是农产品进口大国, 农产品价格的上涨也抑制了原油供应增加, 调降原油价格的动机。预期年内原油价格维持高位宽幅震荡。

服务项受疫情影响价格回落, 预期未来将缓步回暖。疫情影响下, 就业显著回落, 餐饮、住宿相关行业CPI也有所回落, 需求端明显受到压制。随疫情逐步受控, 预期需求将缓步修复, 面临涨价压力。但疫情对线下服务业冲击和不确定性持续, 需求仍面临放缓压力。

图表21: 就业压力下, 劳动力市场价格回落(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表22: 居民部门杠杆率与核心CPI同比走势(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

2.2 PPI 回落受阻，输入性通胀掣肘加强

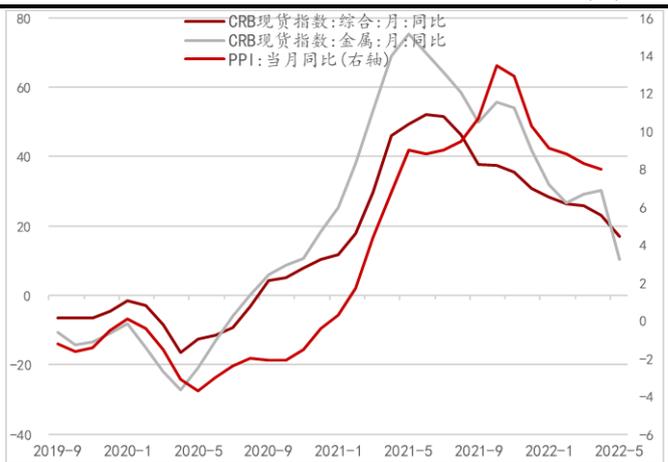
输入性通胀压力持续，PPI回落受阻。疫情影响全球产业链受阻，俄乌冲突和欧美制裁都导致今年上半年大宗商品价格延续高位，原油价格对我国燃料传导明显，有色、黑色也延续高位。另一方面，人民币汇率贬值，带来输入性通胀。人民币4月快速贬值，全年预期汇率较前期低位明显上调。输入性通胀带动下，PPI回落的斜率显著放缓。

图表23: 发电量与PPI持续分化，涨价压力较大(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表24: 上游价格同比回落，PPI保持下行趋势(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

航运价格回落预期放缓。欧美制裁下，部分欧洲国家将逐步削减对俄罗斯原油的进口，从OPEC等成员国进口原油航运成本直线增加，航线“舍近求远”下，带来原油运输成本的增加，航运价格预期也将高位震荡。

能源分项仍有支撑，有色分项预期逐步回落。国务院稳价保供下，煤炭等价格保持相对平稳，与海外煤炭价格形成倒挂。但PPI采矿分项同比仍处于高位。原油产业链、煤炭等能源价格难以快速大幅下跌。分项走势分化，有色等品种将逐步回落，整体不改PPI下行趋势。

全球流动性收紧，高基数作用下，PPI仍将保持回落，但速度慢于市场预期。全球流动性收紧的背景下，海外需求预期逐步走弱，对工业品的价格支撑回落。大宗商品价格同比下半年处于回落通道，铜价下行的压力已经有所显现。叠加高基数作用，PPI仍将处于回落通道。

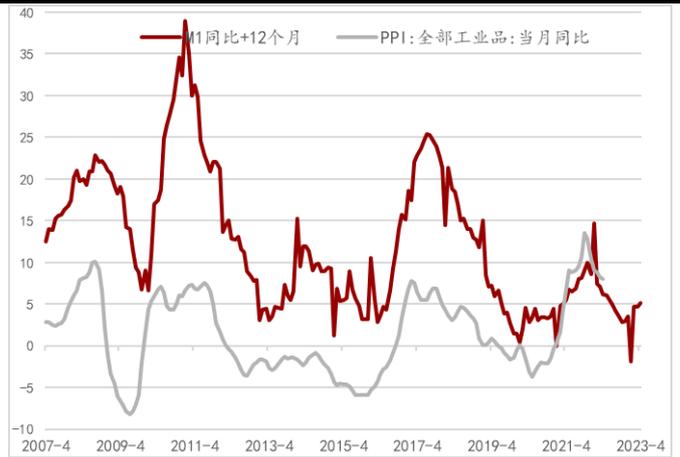
CPI突破3，PPI下降速度偏慢，或对货币政策产生一定掣肘。一季度货币政策会议上多次提及了稳物价，三季度CPI上行，PPI仍处高位，给货币政策带来一定制约，稳物价的需求增加，央行在保持货币政策宽松的同时，也会防止大水漫灌带来的物价上行，给全面政策利率工具的调降带来一定限制。

图表25: 海外流动性收紧, PPI回落压力增加(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表26: M1高点回落, PPI仍处回落通道(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

3 稳增长政策落地提速, 结构性工具仍是抓手

稳增长“有形的手”对全年经济起到重要的调控作用。财政发力+货币配合宽松,对冲疫情和海外干扰带来的经济下行压力,政策提出能用尽用、能出尽出的要求,整体节奏前置。未来财政、货币政策仍将保持宽松,结构性工具仍是主要方向,对于企业的扶持政策仍将延续。四季度随海外经济压力显现,美国加息节奏放缓,给我国货币政策置换出一定空间。

3.1 货币政策: 配合财政宽松, 围绕 LPR 的降息仍有空间

经济阶段性承压, 信贷需求疲弱, 宽信用进程放缓。上半年金融数据反复, 信贷表现偏弱。房地产融资需求不振, 疫情对信贷供需产生一定负面影响, 企业预期和信心受到拖累。此外, 一季度信贷项目过度挖掘, 叠加留抵退税集中发放, 降低了企业短期流动性融资需求, 居民、企业信贷共同走弱。

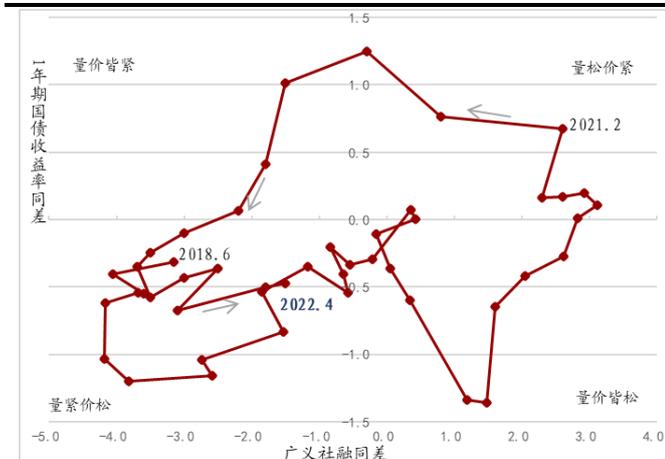
信贷需求弱和政策稳增长矛盾下, 呈现对公短贷和票据贴现冲量的特征。稳增长政策下, 信贷供给扩张, 但企业中长期贷款持续偏弱, 企业资本开支意愿较低。叠加疫情对长三角地区的影响, 信贷投放受到一定拖累。社融-M2的广义流动性差值转负, 实体融资需求不足, 资金在银行间市场淤积。随疫情逐步得到控制, 企业复工复产, 信贷有望逐步回暖, 但疫后企业和居民需求情况仍需进一步观察。

结构性工具持续出台, 普惠、绿色、基建等信贷投放靠前发力。今年以来多项结构性货币政策工具出台, 设立了2000亿元的科技创新再贷款, 400亿元普惠养老专项再贷款。对于绿色再贷款的投放也在逐步到位, 碳减排支持工具资、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款均在继续发放。对于中小微企业和受疫情影响的企业支持力度也在加大。宽货币机制传导不畅, 专项再贷款等定向工具的投放, 是今年提升宽信用效果的常备工具。国家发改委提出“抓紧谋划增量政策工具”, 央行在积极落实各项金融政策。今年普惠小微贷款支持工具额度和支持比例将增加一倍。

销售低迷, 住房按揭贷款增速继续回落, 房地产政策持续发力。5月15日, 央行和银保监会联合发布文件, 首套房个人住房贷款利率下限调整为LPR减20bp, 即首套房贷款利率不得低于4.4%, 主要针对增量而非存量贷款, 二套房贷款利率下限依然是5.2%,

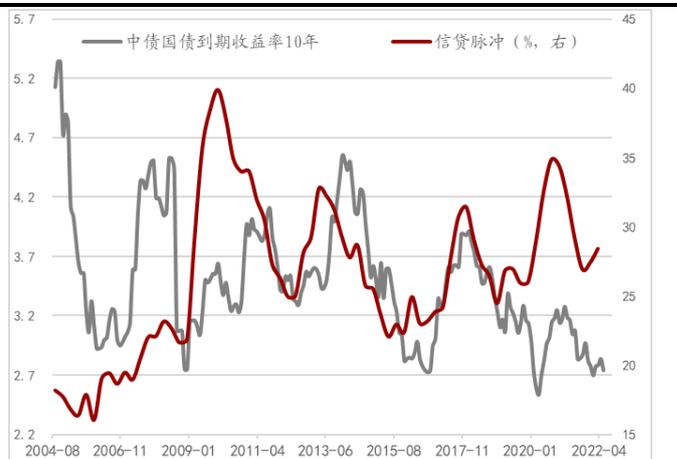
未来仍有调整空间，或配合二胎、三胎政策给予一定优惠。利率下限下调也为进一步下调实际按揭利率打开了空间。5月20日，5年期LPR下调15bp至4.45%，给存量贷款也带来一定优惠。后续仍需继续观察其他政策的配合出台，以及购房需求的有效转好。

图表27: 宽信用进程偏慢(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表28: 信贷脉冲一季度反弹(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

降准短期窗口暂时关闭，未来不排除降准可能。降准主要是补充流动性的作用，央行利润上缴也提供了较大的流动性，短期降准必要不大。5月央行等额对冲了1000亿元的MLF,被动回笼的意愿较低,6月地方债发行迎来压力高峰。银行间资金流向政府债,如果银行间资金比较紧,MLF可能出现超额续作。短端利率低于政策利率,二季度暂无降准窗口。如果房地产出现流动性风险,经济下行压力较大,三季度存在一定概率。

中美利差倒挂、输入性通胀压力约束下，政策利率调降受到掣肘，降息预期围绕LPR展开。政策利率最大的掣肘在美联储，通胀也形成一定制约。5-7月美联储连续加息至少50bp,人民币贬值压力,资金流出等压力下,MLF、OMO政策利率调降的窗口暂时关闭。随着美债利率触顶回落,我国降息窗口将重新打开,LPR仍有一定调降空间。

贷款利率预期持续调降，增量工具发行持续稳定信贷总量。一季度贷款利率创历史新低,未来将加强跨周期政策调节,继续降低融资成本。政策引导银行存款利率下调,同业负债成本降低,拨备率降低释放利润空间,贷款利率有望继续下行。未来仍将通过增量的政策工具继续稳定信贷总量,强化对重点领域和薄弱缓解的金融支持力度。

宽货币仍将配合宽财政发力，政策对于信贷支持力度无忧，宽信用缓步推进。宽货币政策传导效率低,信贷支持政策更加直接有效,未来重点关注宽信用的落地,与财政政策协调联动。信贷供求依然为主要驱动,二季度末预期信贷需求边际改善。随着留抵退税和央行上缴利润放缓,企业流动性短期融资需求恢复;房地产,存量房贷负担降低,有利于释放消费,有助于释放购房需求。实体的融资需求将缓步改善。全年社融增速保持稳定。

3.2 财政政策：支出、落地节奏前置，宽松助力稳增长

全年财政支出节奏前置，疫情为阶段性扰动。留抵退税和疫情影响下,财政收入有所下滑。5、6月的集中退税或继续影响财政收入负增长,但有助于改善企业现金流。疫情也给财政支出带来一定拖累,基建支出4月出现放缓。预期随着疫情好转,开工将

快速修复。

财政工具仍有冗余空间，政府加杠杆相对谨慎。 财政预算赤字率目标持平于去年的2.8%。去年四季度发行1.2万亿元专项债，结转至今年一季度使用，并且安排央行上缴结存利润1.65万亿，当年支出1.2万亿，留存4500亿元结转至明年，通过多种手段来动员结余。政策依然严控隐形债务增量，政策层对于扩大中央和地方政府债务、提高杠杆率等依然非常谨慎。

图表29: 财政收入受疫情影响快速回落(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表30: 地方政府出让金收入持续回落(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

专项债发行、落地节奏加快，基建有望加速增长。 专项债在上半年完成发放，三季度基本落地开工的政策要求下，将对专项债形成实际支出带来较大推动。随地方政府换届完成，项目将加速落地和建设。基建推升经济的效率更高，三季度有望迎来加速增长。

稳就业问题显现，消费政策逐步发力。 5月11日的国常会要求财政货币政策以就业优先为导向，稳住经济大盘，后续多个政策出台助力稳就业。后续将发力稳就业，保市场主体，对于企业留抵退税、贷款延期偿还的优惠政策仍将延续。部分财政状况较好的城市对消费者发放消费券，促进居民消费，消费券发行主要集中于汽车、家电、餐饮等领域。需要关注发放的时间窗口，如果只是疫后短期窗口开放，预期消费券撬动效果有限，相应的扶持力度也有限。

特别国债增量工具四季度仍有可能，赤字率预期保持不变。 随着专项债推行的发力，关注三季度推升经济的幅度，如果落地情况较好，特别国债发行的可能性减小，三季度预期发行可能性较小。但对于经济结构型的矛盾，需要特定财政政策工具发力。对于疫情受损行业，需要加大特殊补贴政策。四季度仍有一定发行特别国债的可能性，货币政策配合消化，提供稳定的负债。PSL工具在2014年推出，具有财政的功能，定向投放的机制，预期大概率投向新基建或防疫。

4 海外经济：海外政策转向收紧，通胀压力显著

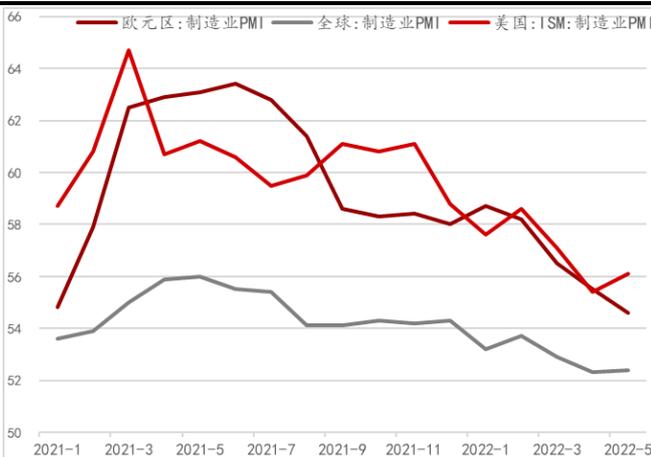
全球产业链尚未修复，海外经济、政策与中国逆风而行。上半年在俄乌冲突的黑天鹅下，欧美通胀高企难下，欧洲压力更是明显高于美国。随着海外流动性收紧，美国、英国已经开始加息，部分发展中国家在经济尚未恢复的背景下，被动开启加息，部分发展中国家债务负担沉重。下半年海外政策收紧，带来的经济压力增加，海外面临衰退的风险增加，或给我国出口等带来一定拖累。

4.1 俄乌冲突的地缘政治“黑天鹅”，未来仍有一定扰动

俄乌冲突的黑天鹅出现，给欧洲带来的经济压力最大。IMF持续下调全球全年经济增速预期。俄乌冲突直接给欧洲能源、粮食供应带来冲击，全球能源价格波动幅度加剧，未来即使“热战”结束，“冷战”格局的形成，部分商品贸易格局、大国外交仍将带来较大影响。北约军事格局的风险较高，瑞典、芬兰申请加入北约，北约东扩将给俄罗斯带来国防安全隐患，当前土耳其、克罗地亚等北约成员国不赞同其加入北约，给地缘政治风险增加更多不确定性。

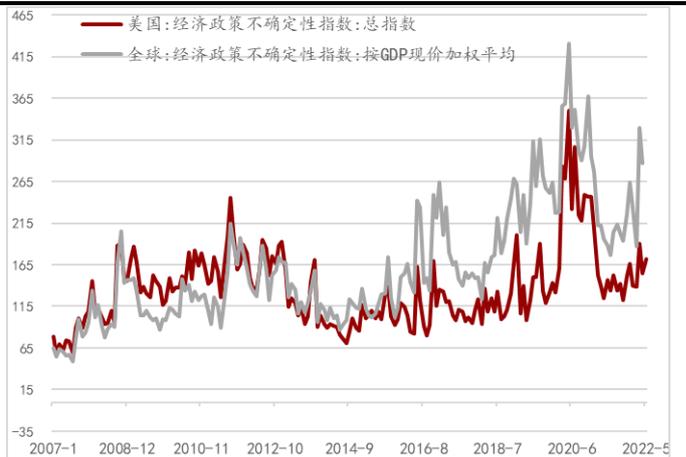
欧美的金融制裁下，俄罗斯违约风险增加。SWIFT支付系统已经将俄罗斯剔除在外，金融制裁将更多俄罗斯银行列入制裁名单，对于其海外业务造成较大约束。而欧美不加理性考量的制裁，也带来了俄罗斯违约风险的增加。

图表31：全球经济景气度回落，欧美PMI高位下行(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表32：全球经济政策不确定指数显著上行



资料来源：Wind，万联证券研究所

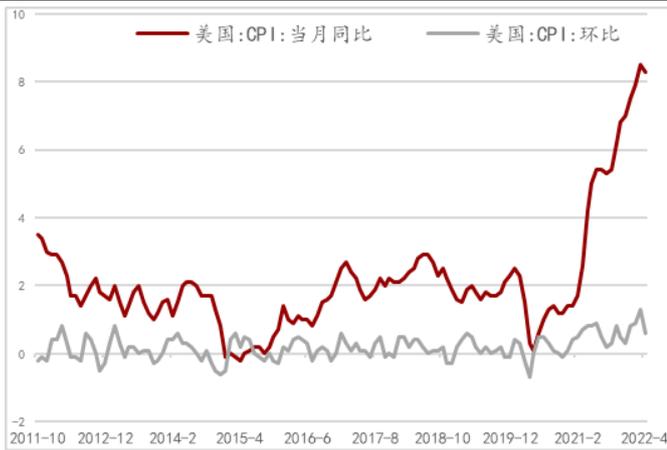
4.2 美国加息缩表开启，经济“硬着陆”风险再增加

4.2.1 美联储加息+缩表政策下，衰退交易前置

美国通胀同比下行拐点基本确认，环比正增的推动因素仍存。抗通胀依然是美联储当前首要任务。4月CPI同比出现拐点，但通胀担忧并未显著缓解。车辆、房租等延续上涨趋势，工资-通胀螺旋风险尚未消除。

美联储通过前瞻引导，缩表来压低收益率曲线倒挂。收益率曲线走平显示出“滞胀”担忧，美联储6月开启缩表进程，预期缩表将延续至2023年，缩表+加息的组合拳下，给经济带来的压力增加。

图表33: 美国通胀环比上行推动因素仍处(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表34: 隐含通胀率达到近年高点(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

全球高通胀持续性和幅度超出各国预期,加息缩表带来衰退交易前置。俄乌冲突的黑天鹅下,叠加疫情影响,以及大额基建刺激计划,通胀延续高位。美联储“暂时性”通胀的观点被证伪,政策收紧控通胀的节奏偏晚。美国对“工资-通胀”螺旋的担忧升温,由“胀”带来“滞”的趋势性渐强。加息节奏受到居民消费、企业融资、财富效应、股票估值回落多方压力约束。如果加息缩表政策“矫枉过正”,高通胀持续削弱消费者信心,下半年衰退的风险也边际增加。当前美国经济距离衰退尚有一定距离,但市场对于企业盈利和增长前景的担忧,可能提前转向“衰退”交易。

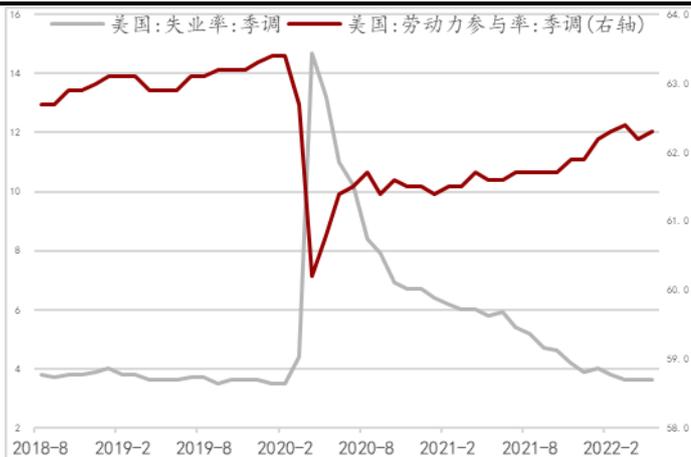
通胀高企综合了供给、需求、工资多方面成因,未来可能仍具韧性。俄乌冲突,能源、粮食价格上涨,供应链瓶颈和劳动参与率尚未修复等,多方面的供给冲击对通胀的影响较大,如果这些因素持续,通胀处于高位的时间可能延长。供给因素美国通过增加投放原油储备来控制油价过快上涨,原油储备也降至近年低点。对于中国部分商品关税的减免,也有助于降低进口商品价格。

下半年需要关注缩表的影响。缩表作为“数量型”工具,对降低货币总供给有直接作用。缩表开启后,美债收益率仍有一定上行压力,欧元区结束资产购买计划后,下半年将开启加息,欧元区资金外溢效应减弱,也给美债带来一定上行压力。另一方面,美国经济见顶回落,限制了美债收益率的上行空间。随着通胀预期下行,9月美联储加息节奏或逐步调整。

4.2.2 劳动参与率尚未修复,经济为下半年紧缩的主要掣肘因素

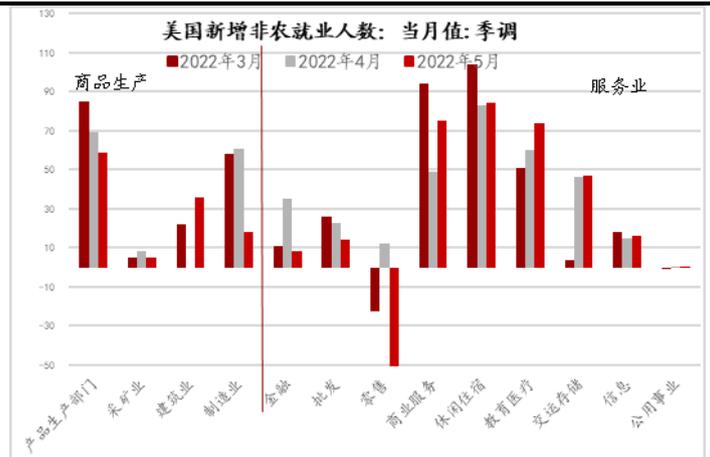
非农就业持续好转,但劳动参与率尚未恢复,三季度对加息节奏尚不形阻碍。疫情对生产、消费约束减弱,消费从耐用品逐步转向服务,服务业就业持续转好,失业率已经降至疫情前水平,但劳动参与率尚未恢复。3月加息以来,劳动力市场依然基本符合市场预期,控通胀为首要任务下,预期6、7、8月将保持加息50bp的节奏,9月或出现边际调整,加息幅度或出现放缓。

图表35: 失业率降低, 但劳动参与率尚未恢复(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

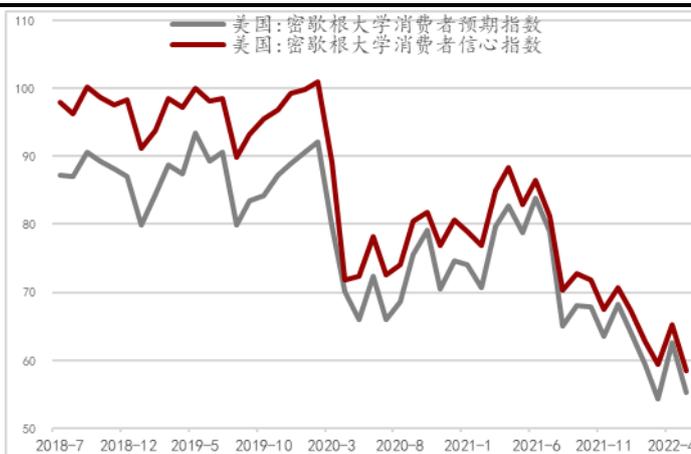
图表36: 加息开启, 非农就业当前尚未形成掣肘(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

通胀粘性和紧缩持续的约束下, 部分影响了居民消费和信心。成本快速抬升, 居民的可选消费压力增加。作为原油消费大国, 原油价格的快速上涨给居民带来了较大的压力。居民购房出现下行拐点。如果加息节奏持续偏鹰, 股票市场估值持续压降, 给居民部门收入带来的不确定性增加, 未来消费放缓也将反过来压制加息的节奏。

图表37: 消费者信心和预期持续回落



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表38: 住房销售出现下行拐点(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

美联储激进的加息路径下, 经济“硬着陆”的风险上升。美联储本轮加息启动时点较晚, 加息速度较快。当前经济已经出现一定滞胀的特征, 未来经济增速压力或将逐步显现。美联储可能在2023年再度进入被迫降息的周期。

4.3 欧洲通胀压力高于美国, 欧央行下半年开启加息

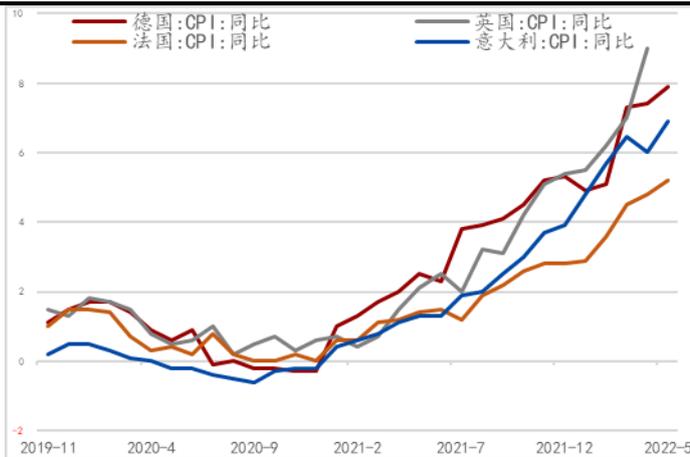
能源危机对欧洲打击更大, 推动通胀攀升。俄乌冲突和欧美制裁等多因素影响下, 大宗商品价格持续处于高位。欧洲通胀达到近30年以来最高水平。英国、德国等国家是能源等大宗商品的净进口国, 疫后需求修复、供应链瓶颈叠加俄乌冲突和欧美制裁影响, 进一步推升了商品价格, 输入性通胀加剧。另一方面, 工资价格快速上行, 也带

来了企业招工成本的上涨压力，服务业通胀也有所抬升。

欧洲在抗通胀和稳增长间面临抉择。从一季度经济增速来看，增长仍具韧性，商业活动和房地产市场依然不弱。但面临价格持续上行的压力，居民实际购买力下降，给消费者信心带来一定负面影响，将进一步影响到消费的扩张。欧央行预期7月开启加息，英国央行在连续加息后，计划开启缩表。英央行在2021年底12月开启加息，至2022年4月，已经加息了4次，政策利率也由0.1%提升到1%。缩表预期在2022年9月开始，通过抛售公司债进行，计划在2023年底抛售200亿英镑持有的公司债，国债抛售计划仍在讨论当中。如果持续加息，将部分牺牲经济增速，来抑制高企的通胀。英国经济面临衰退风险。其他国家的央行决策也相对谨慎，担心经济增长显著放缓和抑制通胀之间的置换。资产价格仍将大幅波动。

“负利率时代”或迎来终结，欧央行将开启加息。欧央行从2022年一季度已经开启缩减购债步伐，并在3月末结束购买为抗疫发行的大规模的紧急购债计划，缩减资产负债表速度依然较温和。出于成员国债务风险管控压力考虑，以及当前存款便利规模较小，欧央行缩表紧迫性低于美联储。欧央行预期在7月开启加息，欧央行管委会多数成员支持年内至少加息两次，但如果加息幅度过快，也将面临期限利差倒挂的问题。利率逐步迈向中性。全球负利率债券规模快速减少。

图表39: 欧元区国家通胀持续上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表40: 欧美货币政策收紧, 日本保持宽松 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

俄罗斯天然气供应中断也会导致欧洲经济的衰退，工业供应瓶颈和原材料价格上涨对工业形成较大冲击。俄乌冲突和对俄制裁给欧洲经济带来了最直接的负面影响。对于石油、天然气领域实施更多的制裁，将带来欧洲自身的通货膨胀，削弱欧洲工业的竞争力。俄罗斯减少对欧洲的天然气供应，一方面给通胀带来较大压力，另一方面，依赖天然气供应和发电的行业，也将面临开工难题，给就业也带来一定干扰。欧元区四季度衰退的压力增加。

4.4 新兴市场压力上行，被动进入加息通道

经济、能源、粮食、债务危机等问题显现，发展中国家抗风险能力有限。全球粮食危机带动农产品价格上涨，粮食进口依赖国的通胀压力或难以通过加息缓释。美国、欧洲等发达经济体快速加息，新兴市场经济基本面雪上加霜，被动加息可以压制抑制资本外流的风险。预期下半年股票、债券、外汇波动加大，权益市场回报率预期有所调降。

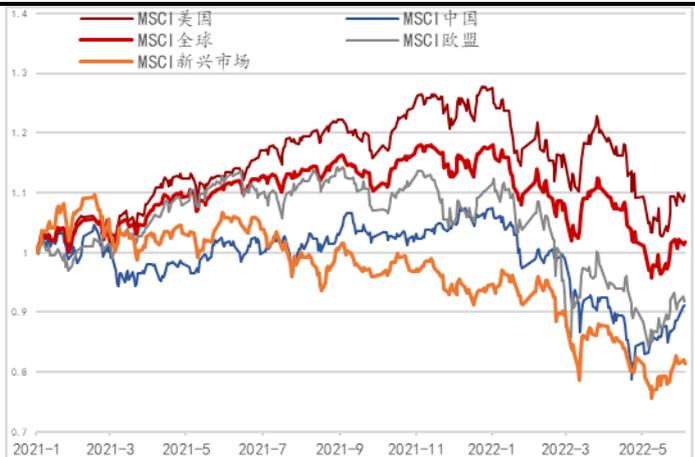
经济疲弱、通胀高企、汇率贬值带动被动加息，部分新兴市场债务危机加剧。外债占比比较高的国家，风险较大。如果新兴市场风险暴露，且影响的范围扩散，可能会反作用于美国，延缓其加息节奏。我国持有的海外资产仍以美债为主，新兴市场持仓规模较小，对我国影响有限。

图表41: 部分发展中国家开启加息后又经历降息

国家	利率	幅度	变动日期
俄罗斯	20.00%	累计加息1575bp	2021/3-2022/2
	17.00%	降息300bp	2022/4/11
	14.00%	降息300bp	2022/5/2
乌克兰	10.00%	累计加息400bp	2021/10-2022/1
	25.00%	加息1500bp	2022/6/3
巴西	12.75%	累计加息1075bp	2021/3-2022/5
印度	4.40%	加息65bp	2022/4/8
南非	4.25%	累计加息75bp	2021/11-2022/3
埃及	9.75%	加息100bp	2022/3/20
土耳其	17.50%	累计加息1075bp	2020/9-2021/3
	12.50%	累计降息500bp	2021/9-2021/12
智利	7.00%	累计加息650bp	2021/7-2022/3
墨西哥	6.50%	累计加息250bp	2021/6-2022/3

资料来源: Wind, 万联证券研究所整理

图表42: 2021年以来新兴市场MSCI指数回落幅度最大



资料来源: Wind, 万联证券研究所

4.5 大国博弈、政策周期错位下，海外对我国扰动加大

大国关系面临更大挑战。印太经济框架（IPEF）下，美国干涉亚太地区经贸活动，企图遏制中国经济发展。RECP逐步生效，中国与亚太地区国家贸易往来更加活跃。未来大国关系的不确定性增强，短期影响有限，长期对于贸易和产业链将带来一定影响。

外需走弱带动出口回落，我国汇率、货币政策部分受到制约。海外加息进程对于人民币贬值和货币政策形成一定制约，也带来一定外资流出的压力。出口增速放缓，下半年海外风险加大，政策在以我为主的基础上，将兼顾内外平衡。

5 大类资产配置建议

5.1 股票：市场信心好转，干扰因素仍存

在国内政策支持，宏观环境逐步转好的背景下，权益市场逐步回暖的可能性提升。随疫情受控，市场自5月以来持续反弹，A股走出独立行情。从估值角度来看，股债相对收益显著回落，权益资产配置性价比提升。全球流动性收紧，大类资产相关性抬升，配置优势有所下降，择时的重要性提升。

股市机遇和风险并存，风险尚未完全出清，波动或将是常态。疫情影响下，中报业绩或表现较弱，业绩披露期或带来市场阶段性回调。下半年如果海外流动性收紧政策过于激进，欧美等国家衰退风险上行，或部分波及国内权益市场。随着稳增长政策加码，信用扩张成效显著，经济逐步转好也给权益市场带来一定支撑。

影响成长股的风险因素逐步好转，把握高端制造+科技，围绕数字经济和低碳经济布局。从长期来看，长期投资方向来自科技创新。随政策由供给侧改革的防风险和收缩，逐步转向扩张型政策，注重撬动有效需求的扩张，有助于行业利润的重新分配，刺激

中小企业、专精特新等方向。二季度新能源汽车部分受到疫情影响，随疫情得到有效控制，下半年生产将逐步转好，成本端压力逐步缓解，渗透率有望继续提升，促消费政策逐步落地，对全年销量有一定支撑。智能汽车和新能源产业链均有确定性较高的景气度。国家安全日益重要的背景下，国防军工的发展符合长期战略规划，行业在手订单保持充裕，盈利属性较好。碳中和为政策长期方向，新能源产业链有望持续迎来稳增长政策加码，光伏出口需求增加，景气度上行。美国对我国的301关税两项行动将分别于今年7月6日和8月23日结束，美国可能会取消光伏的301关税，抑制美国的通货膨胀，有利于加速光伏组件的海外渗透。但仍需注意风险，如果美债重回上行趋势，对于成长股仍将有阶段性的负面影响。

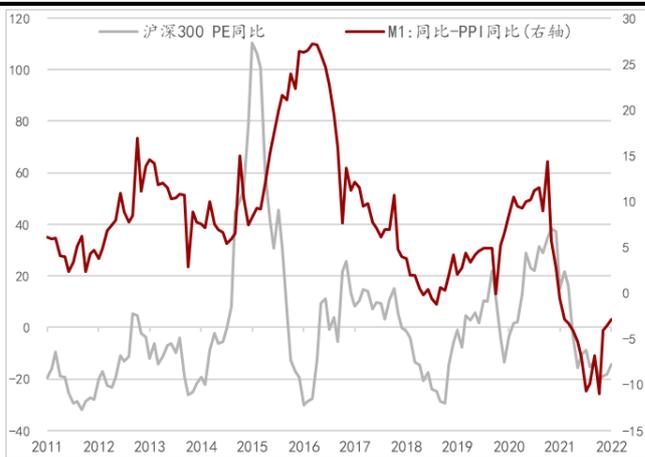
消费把握交易性博弈逻辑。1) 必选消费：食品饮料疫后修复有限，疫情期间跌幅也较小，未来上涨空间或受限，把握疫后消费阶段性修复机会。2) 农业：随猪周期反弹，将带来企业盈利好转，但产能去化偏慢，周期见底或延迟。全球粮食价格上涨的背景下，粮食种植板块将有一定机会。

图表43: 股债相对收益走势



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表44: 股票估值预期在下半年逐步好转



资料来源: Wind, 万联证券研究所

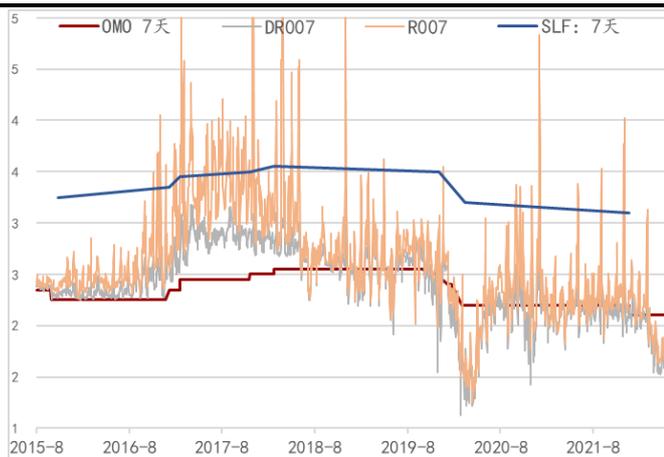
5.2 债券: 把握利率债交易机会, 信用债优选品种

5.2.1 利率债: 市场趋于熊平, 海外扰动加强

三季度中美利差倒挂压力, 经济逐步转好, 长端利率中枢或抬升。美联储6、7、8月预期保持50bp的加息节奏, 叠加缩表开启, 中美利差预期将持续倒挂。随美国通胀下行趋势拐点显现, 此后美联储可能会增加对衰退风险的考量, 加息幅度可能调降为25bp。当前鹰派表述和紧缩预期下, 实际利率仍有一定上行空间。但随着通胀预期的回落, 叠加经济增速放缓, 四季度10年期美债收益率上行空间受到抑制。随疫情拐点逐步到来, 稳增长政策加码和陆续落地, 宽信用效果有望逐步显现, 下半年经济走势方向向上的也较为确定。10年期国债中长期向上突破的概率提升。

短端利率中期将向政策利率回归。市场对于宽信用的担忧, 以及杠杆空间有限, 近期在短久期做下沉, 资金淤积在银行间市场, 短端利率持续处于政策利率下方。地方债供给在6月将迎来高峰, 或带来流动性缺口放大, 叠加经济基本面修复, 预期债券收益率曲线整体上移, 短端资金利率逐步回升, 中期将向政策利率回归。

图表45: 政策利率中枢高于市场利率(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表46: 中美10年期国债利差倒挂 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表47: 企业利润回落, 国债上行空间有限 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表48: 广义流动性缺口与国债走势分化 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

5.2.2 信用债: 品种、区域分化, 挖掘细分机会

2022年上半年信用和利率债走势分化。一季度以来, 随着美国进入加息通道, 中美利差逐步倒挂, 出现外资流出的现象, 外资主要持有的利率和存单持续被卖出。另一方面, 近期一级供给较少, 加剧了信用债和利率债之间的割裂。

信用债利差普遍收窄, 行业风险分化, 地产仍是风险集中地。2022年以来, 大多数行业利差收窄, 短久期利差压缩, 长久期走阔。房地产政策持续推出利好, 但当前房企的资金端依然偏紧, 需要关注上海疫情转好之后的销售情况的改善。

稳增长下, 城投平台流动性转好, 但仍需谨慎下沉城投债资质。今年以来, 大部分地区城投债利差在压缩。基建投资支撑经济重要性加强, 财政支出扶持下, 平台现金流和市场预期较好, 叠加城投债阶段性供给下滑, 城投债出现阶段性稀缺, 资产荒等多重因素综合作用下, 城投债利差压缩。城投高管频繁被调查, 由于国企背书背景, 对于城投高管被查影响有限, 但资质较弱和中期到期压力较大的城投仍需警惕。

整体来看, 信用债仍具性价比, 但结构性资产荒的现象或持续出现。货币政策稳中偏

松，利率债仍有上行压力。

图表49: 城投债信用利差收窄，低资质最快(bp)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表50: 产业债信用利差逐步收窄(bp)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

5.3 大宗商品：原油、粮食高位波动，有色等进入牛市尾声

大宗商品供需矛盾延续，不同品种逻辑分化。原油、粮食受到供给收缩的冲击，表现强势。而其他大宗商品，如有色、钢材等开始慢慢走弱，海外进入条件收紧，衰退风险可能会逐步被市场定价，部分工业品种大宗商品预期进入下行通道。

原油价格波动风险较大，预期维持高位震荡。欧洲或在三季度陆续减少俄罗斯的原油进口，OPEC+成员国近期释放增产预期，但地缘政治风险下，原油预期仍将维持高位。且美国原油储备已经处于相对低位，未来放储或难以持续。

黄金利好利空因素多方角力。美债TIPS实际收益率转正，压制了黄金表现。全球通胀压力下，黄金依然是比较好的抗通胀品种。整体仍具一定配置价值。

全球粮食供应紧张，海外农产品价格压力较大，助推了通胀上行。受到疫情、俄乌冲突等因素影响，年初至今国际粮价大幅上行，国内粮价整体涨幅相对可控。发展中国家储粮需求有所增加，多个国家收紧粮食出口政策。印度政府已经宣布禁止小麦出口，仅获得授权许可的国家可继续获取印度出口的小麦，为了稳印度国内粮价和保障国内粮食供应充足。沙特等石油国为粮食进口依赖国，农产品价格的上行，或部分带动原油价格上涨压力增加。全球变暖的背景下，部分热带地区国家已经迎来高温天气，夏季仍有农产品遭遇洪涝灾害的风险。全球粮食供应面临危机加剧。

国内粮食储备较为充足，粮价涨幅相对温和，价格中枢中长期来看预期逐步抬升。政策发布保农耕措施，受到疫情影响较小。上游涨价对于化肥价格影响较大，化肥价格部分推升了成本。短期内，国内粮食储备依然较为充足，稳粮价能力依然较强。稻谷、小麦国内产量充足，少量进口主要是品种调剂。而玉米和大豆有一定进口量，或受到国际市场一定程度的影响。中长期来看，政策注重国家粮食安全，未来或存在提价促产的可能，粮价中长期可能中枢有所抬升。

铜价下半年下行压力增加，有色进入下行阶段。今年粗铜产量明显增长，废铜进口维持温和增加。随着山东冶炼厂二季度的阶段性停产和集中检修逐步转好，铜的原料供给和冶炼需求将慢慢转向过剩。从需求端来看，基建方向需求相对较好，如果政策对于房企支持力度较强，地产下半年新开工数据迎来好转，铜的需求预期也将有所转好。

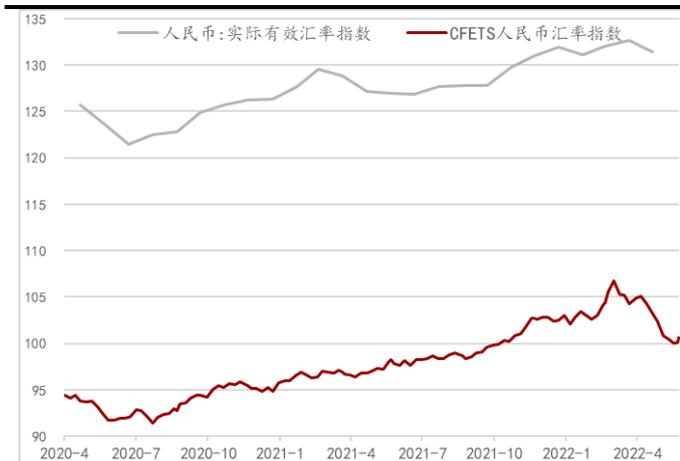
而消费类和出口类需求下半年或难以出现明显的改善。有色具有一定的相关性，随海外进入流动性收紧周期，下半年海外需求预期逐步转弱，叠加流动性收紧的担忧，资本回流美国，美元指数表现较强，给有色带来价格压力。

5.4 汇率：人民币兑美元中枢上移，阶段性波动风险仍存

欧央行开启加息，美元指数或由高位逐步回落。美国修复进程领先于欧洲等发达经济体，2022年美债长端收益率抬升，吸引跨境资本回流美国，给美元指数带来较强支撑。美联储鹰派加息预期下，对美元仍有一定支撑。新兴市场压力增加，也会推高美元。而随着欧元区加息开启，欧洲加息预期下，5月下旬，主流货币对美元开始上涨，美元指数下跌。美元进一步上行空间有限，未来美元指数或由高位逐步回落。

人民币有所贬值，未来或逐步趋稳。人民币4月下旬开始急跌，短期内经常账户受到疫情冲击，市场做出剧烈反应。2021年下半年到2022年一季度，人民币表现出较强韧性，美元走势与人民币汇率出现明显背离，外需修复支撑经常账户持续流入，部分对冲了一季度资本账户的流出。3月上海等地的疫情部分影响生产订单外流，随外需进入回落通道，东南亚国家生产修复带来部分订单转移，4月出口快速回落，经常账户对人民币汇率的支撑减弱。日元快速贬值也部分推动了人民币汇率的贬值。5月人民币汇率有所回暖，中期来看，人民币兑美元汇率持续走贬的空间已经相对有限，但整体中枢上移。

图表51：人民币名义汇率回落快于实际有效汇率



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表52：美元指数和美元兑人民币剪刀差收敛



资料来源：Wind，万联证券研究所

6. 风险提示

俄乌地缘政治冲突升级超出市场预期，美联储加息时点和幅度超预期，房地产风险扩散超预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，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、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场