

彼消此长——下半年宏观环境展望

太平洋证券宏观组：尤春野

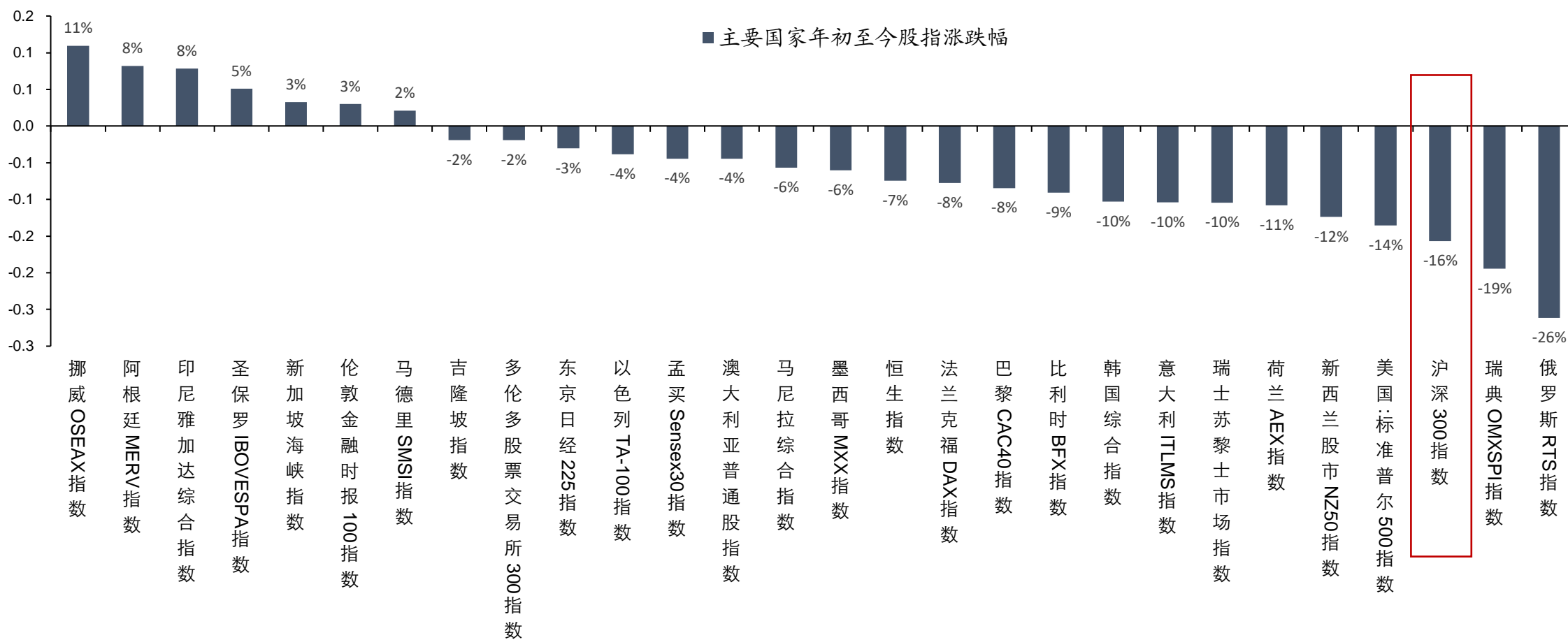
执业资格证书编码：S1190522030002

2022年6月13日

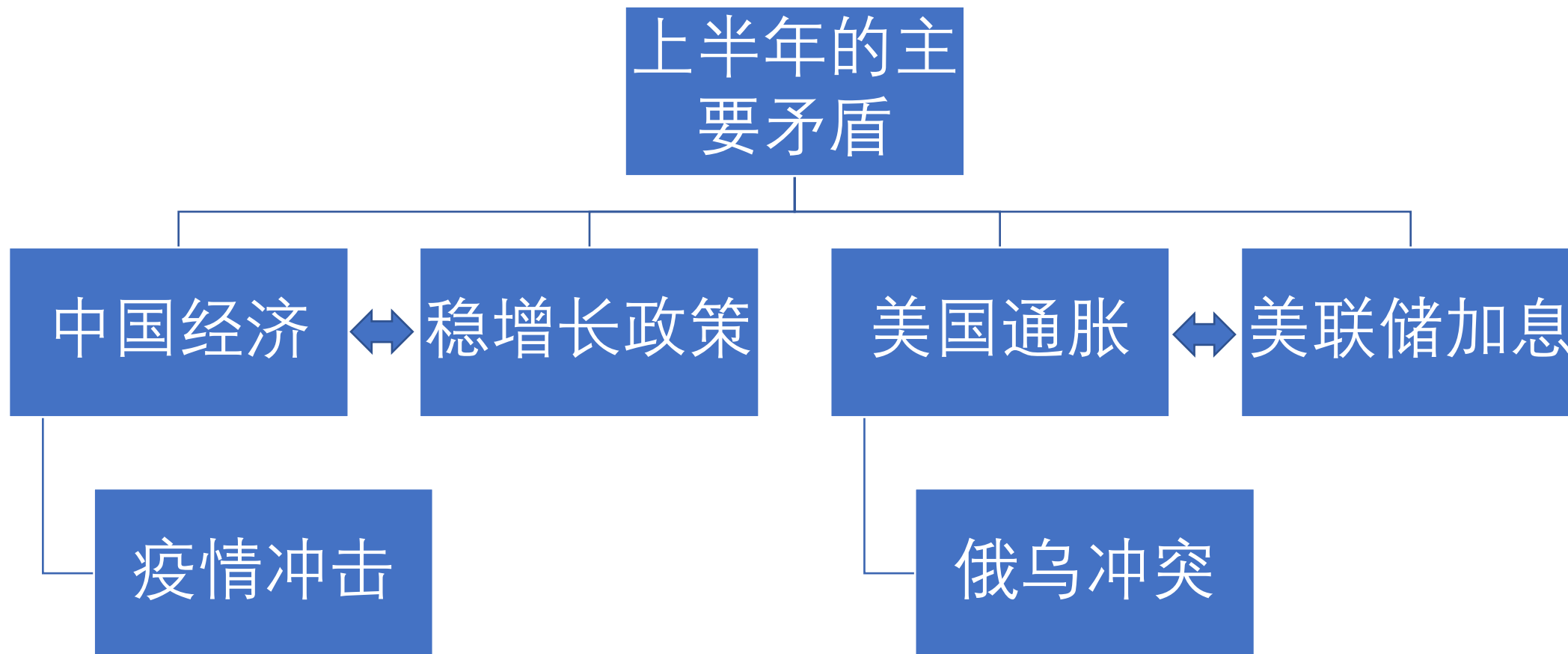
01

上半年简要回顾

A股市场表现较差



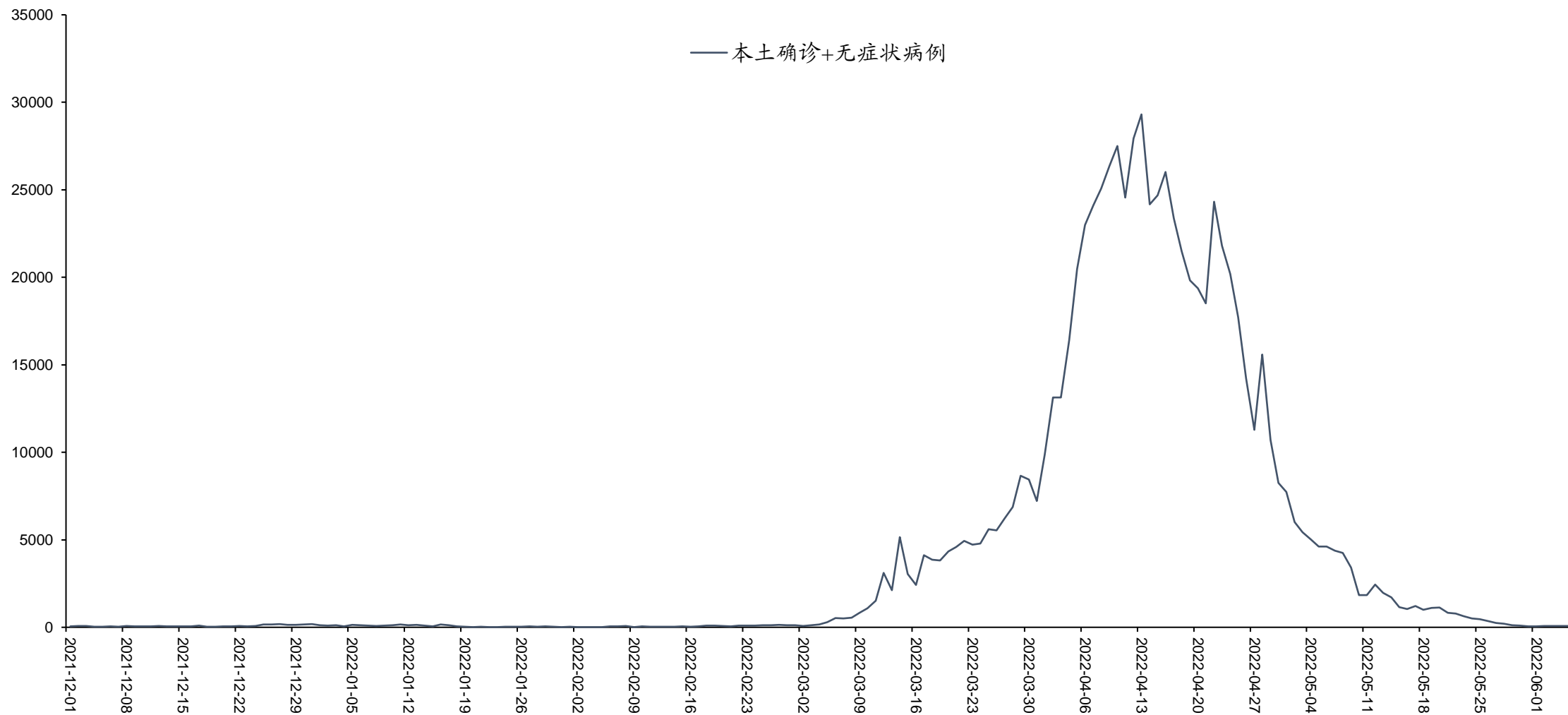
数据来源：Wind，太平洋证券研究院



02

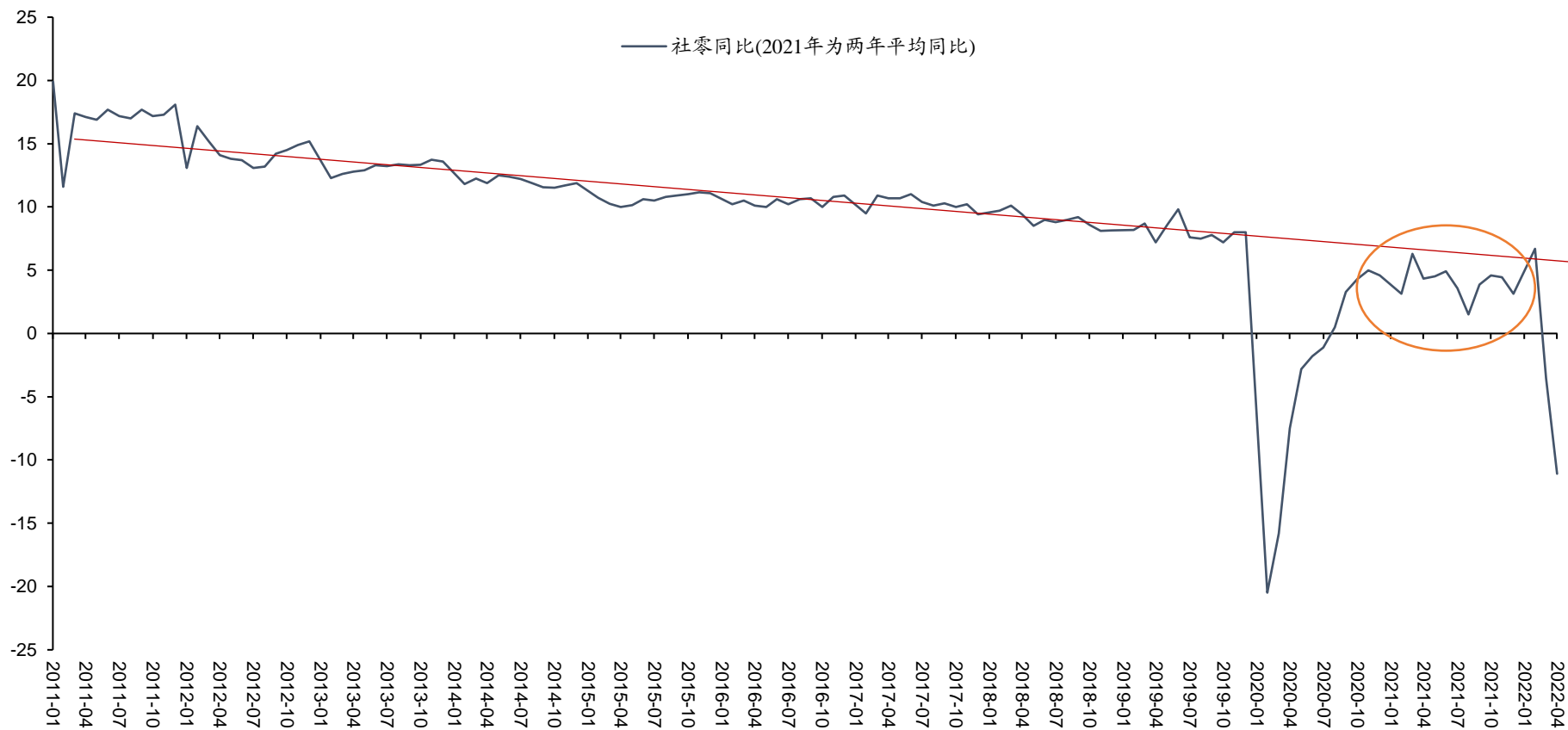
中国经济企稳回升

本轮疫情基本得到控制



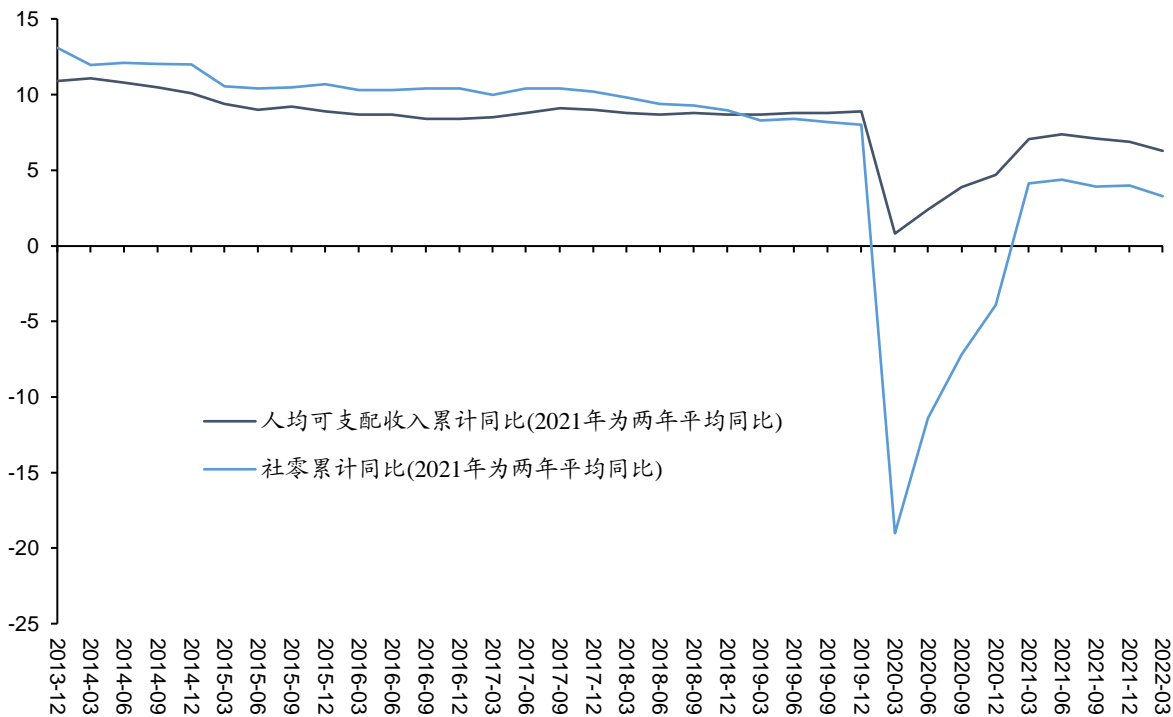
数据来源：Wind，太平洋证券研究院

疫情后消费增速中枢低于趋势性规律



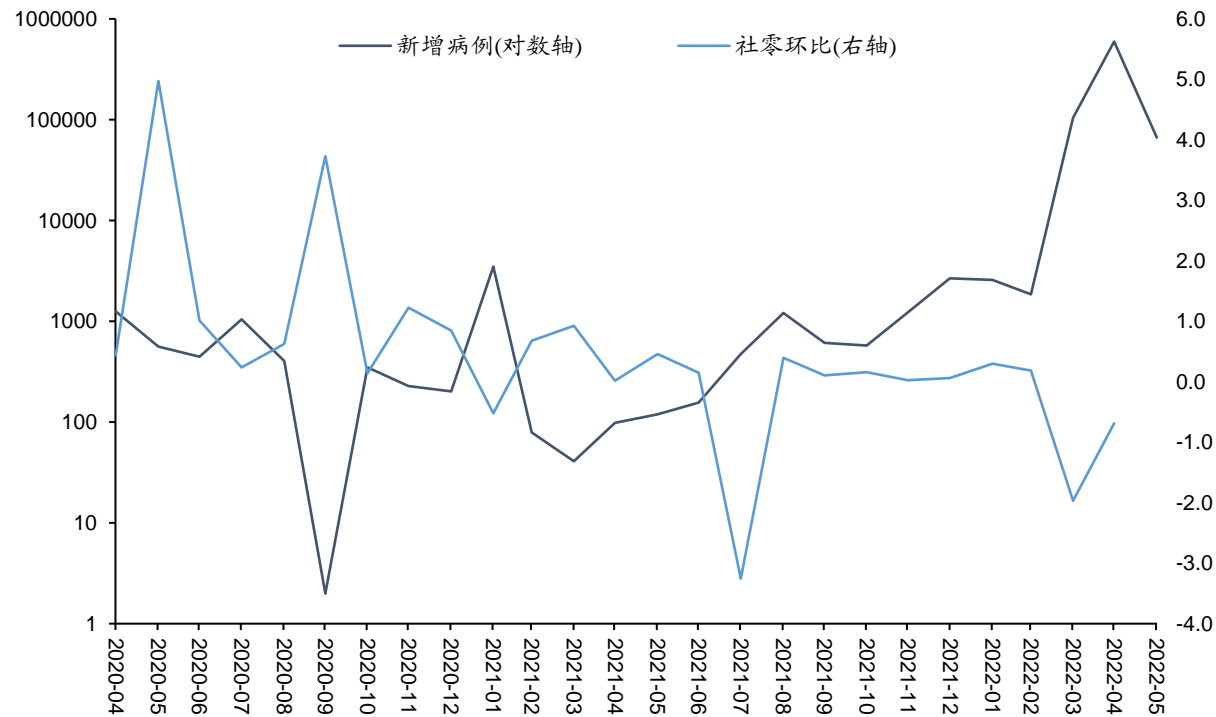
数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

收入不是制约消费的首要原因



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

疫情是影响消费的主要原因



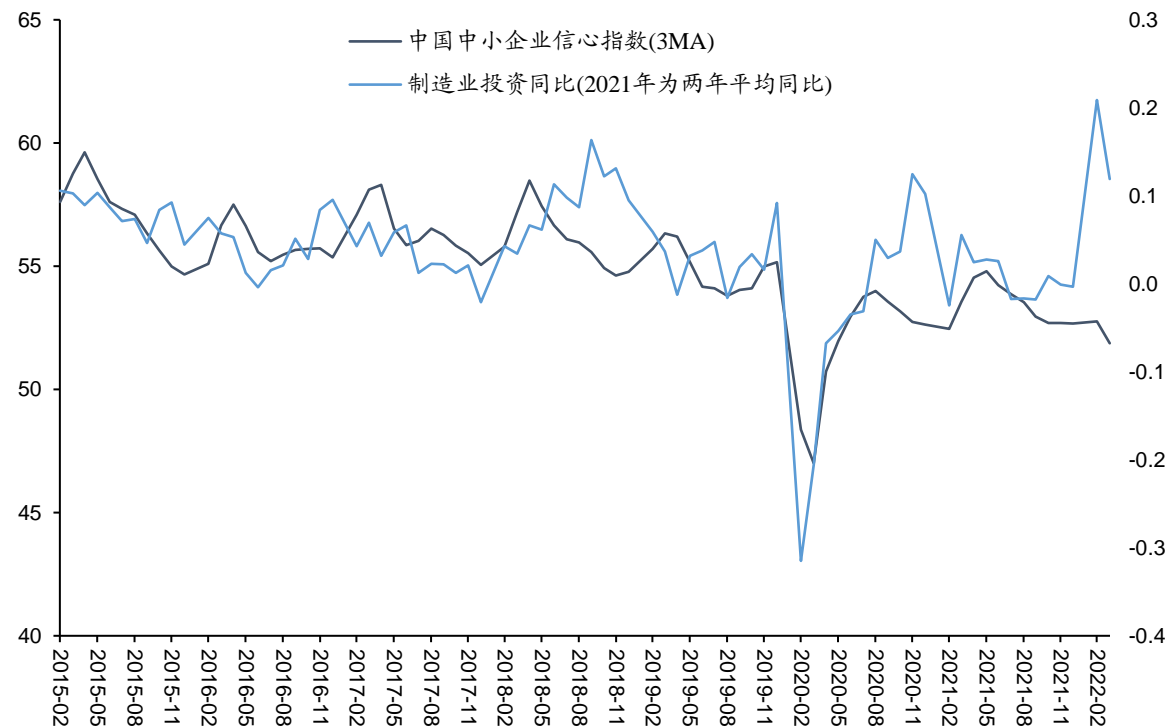
数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

制造业信贷环境宽松



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

但企业预期很差

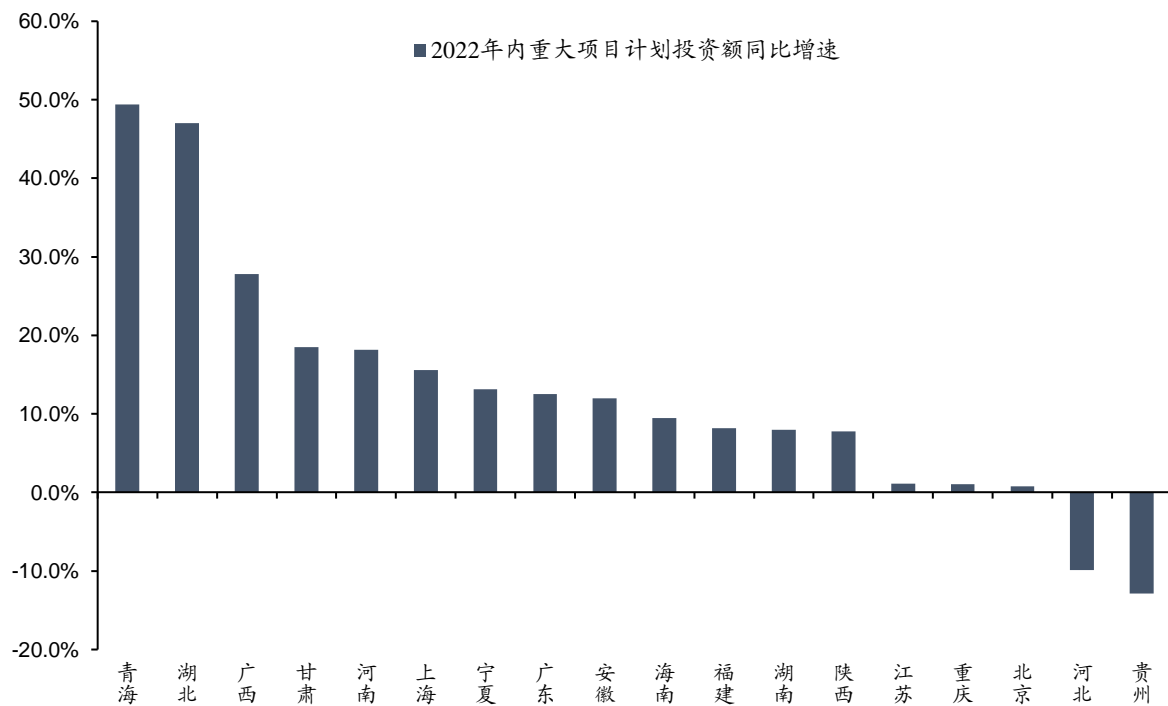


数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

政策对基建的支持意愿很强

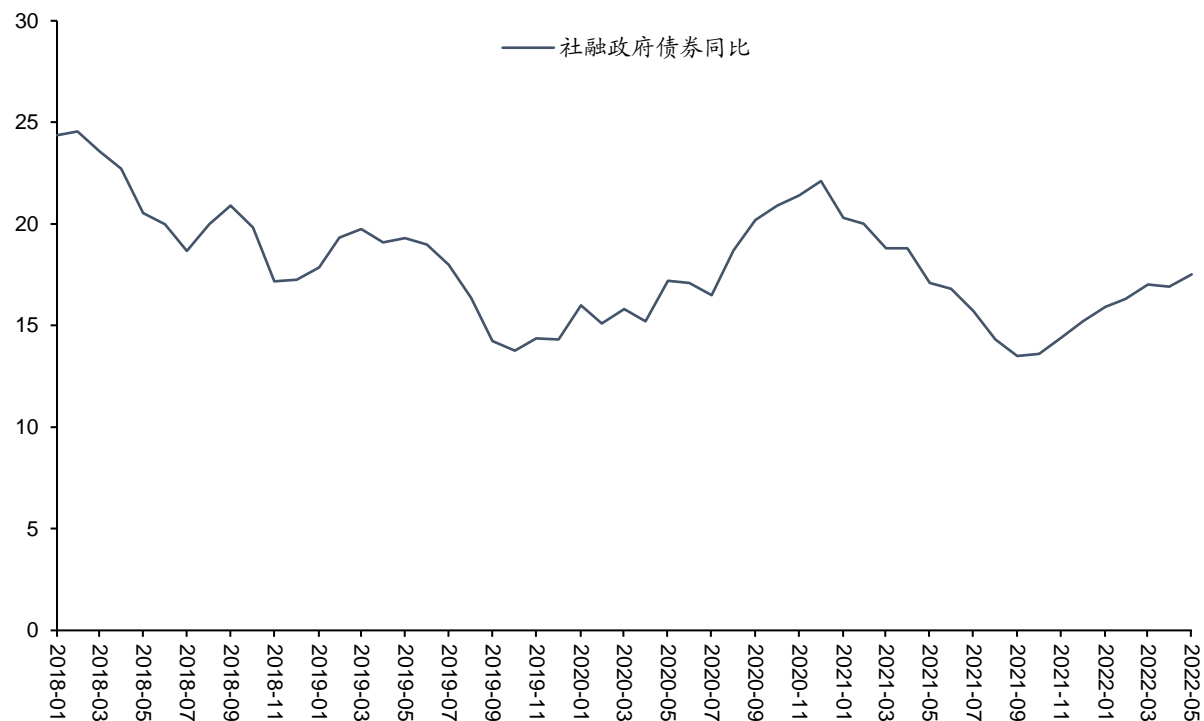
部门	时间	政策内容
国务院常务会议	2022/6/1	调增政策性银行8000亿元信贷额度，并建立重点项目清单对接机制。
国务院办公厅	2022/5/25	推动REITs健康发展。鼓励采用PPP模式盘活存量资产。
国务院常务会议	2022/5/23	6方面33项具体措施，专项债8月底前基本使用到位，支持范围扩大到新型基础设施。
中共中央办公厅、国务院办公厅	2022/5/6	发布《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，到2025年，以县城为重要载体的城镇化建设取得重要进展。
中共中央政治局会议	2022/4/29	全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，全面加强基础设施建设。
中央财经委员会第十一次会议	2022/4/26	聚焦五大领域的基础设施，提出拓宽长期资金筹措渠道，加大财政投入。
中国人民银行	2022/4/18	支持地方政府适度超前开展基础设施投资，依法合规保障融资平台公司合理融资需求。
国务院常务会议	2022/3/29	决定新开工一批条件成熟的水利工程，提高水资源保障和防灾减灾能力。
发改委	2022/3/17	提出健全城市群一体化发展机制。
住建部	2022/3/11	提出到2025年，装配式建筑占当年城镇新建建筑的比例达到30%，全国新增建筑太阳能光伏装机容量0.5亿千瓦以上，地热能建筑应用面积1亿平方米以上。
国家发改委	2022/3/10	组织实施社会服务设施兜底线工程，安排中央预算内投资30亿元。
政府工作报告	2022/3/5	用好政府投资资金，带动扩大有效投资，适度超前开展基础设施建设。中央预算内投资安排6400亿。
国家能源局	2022/3/2	到2030年，将规划建设风光基地总装机约4.55亿千瓦。
交通部	2022/2/28	2022年预计将新增铁路新线3300公里以上，新改扩建高速公路8000公里以上，新增及改善高等级航道700公里以上，新增颁证民用运输机场8个。
水利部	2022/2/25	力争2022年完成20项以上重大水利工程竣工验收。
国家发改委	2022/2/18	组织实施光伏产业创新发展专项行动。推动基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)健康发展。
国家发改委	2022/2/10	完善能源清洁替代等政策。
国家发改委	2022/1/18	适当超前开展基础设施投资，加快推进十四五规划102项重大工程项目。
国家统计局	2022/1/17	适度超前开展基础设施投资等政策正在发力。
国务院常务会议	2022/1/10	加快推进102项重大工程项目和专项规划重点项目实施。加快落实地方政府专项债券资金。深化投资项目审批制度改革。

地方政府项目储备较为充足



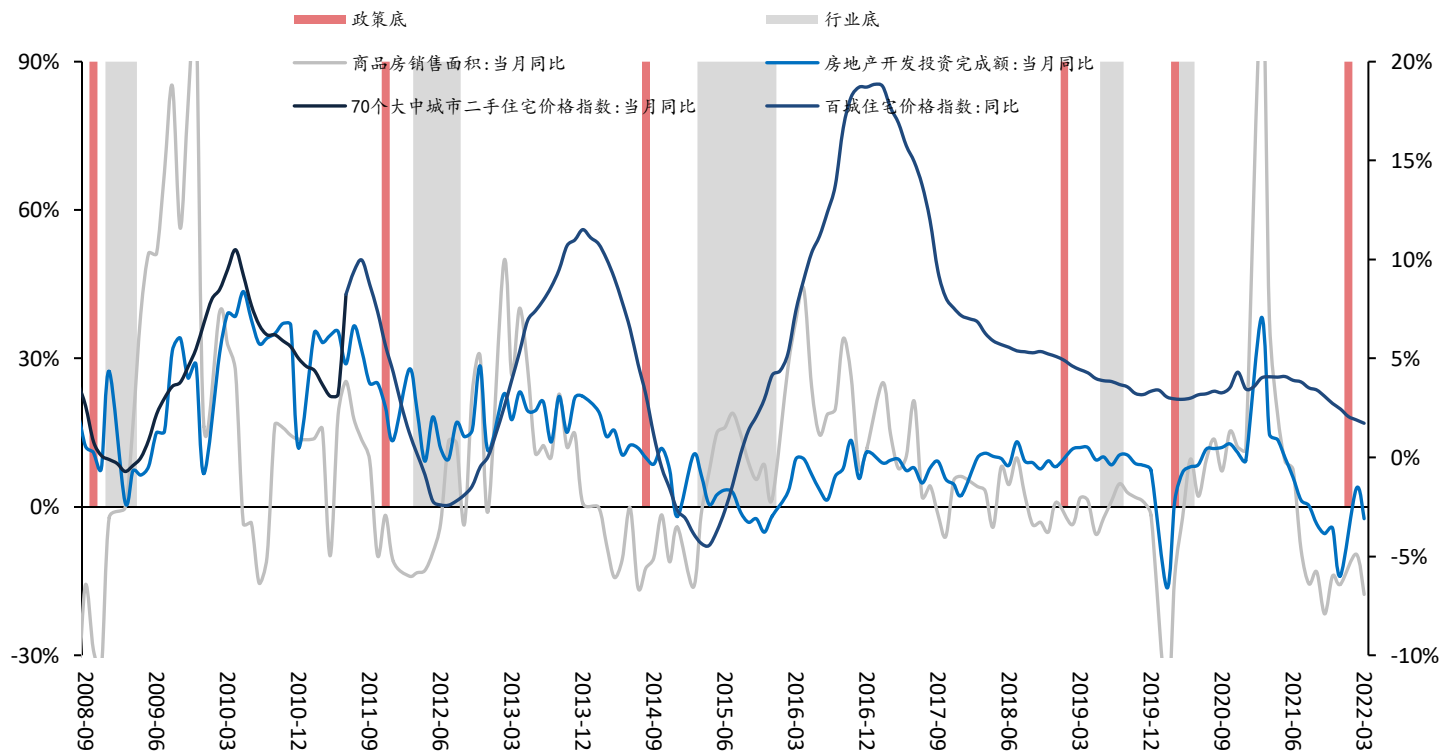
数据来源：Wind，太平洋证券研究院

资金来源有保障



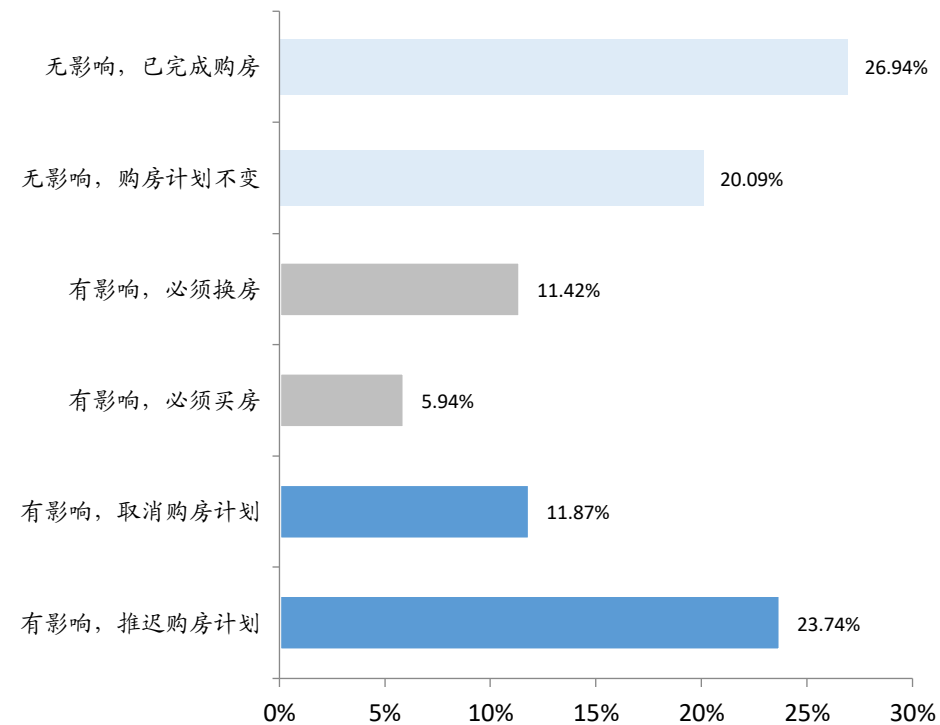
数据来源：Wind，太平洋证券研究院

二季度可能为需求底



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

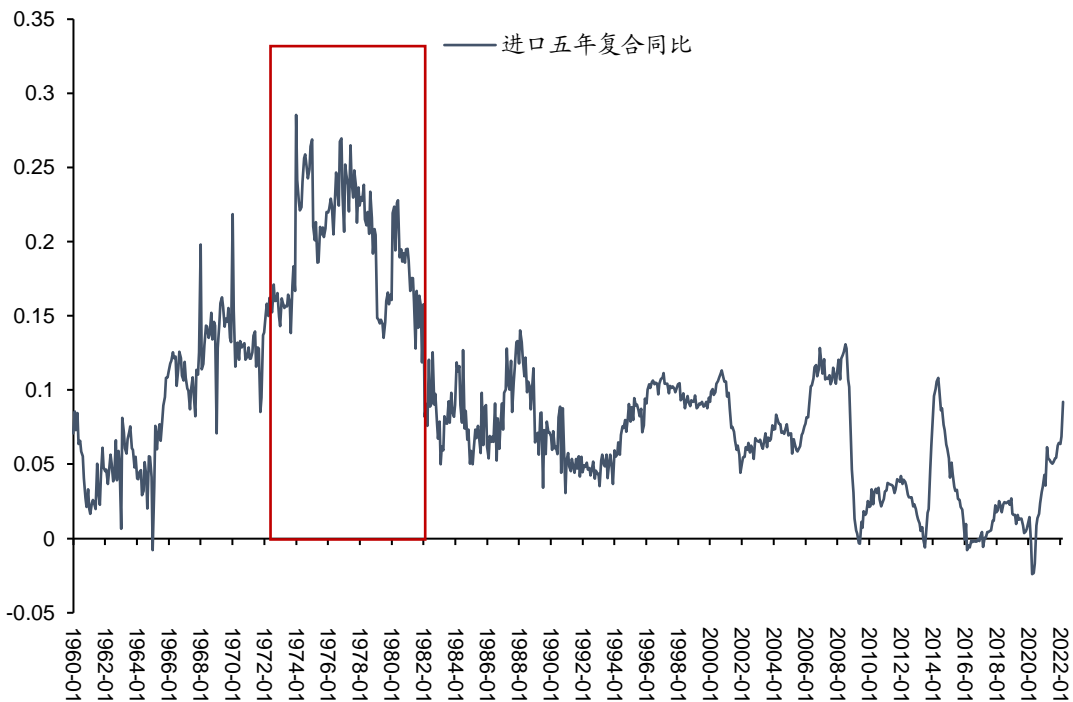
购房需求仍在



数据来源: 克尔瑞, 太平洋证券研究院

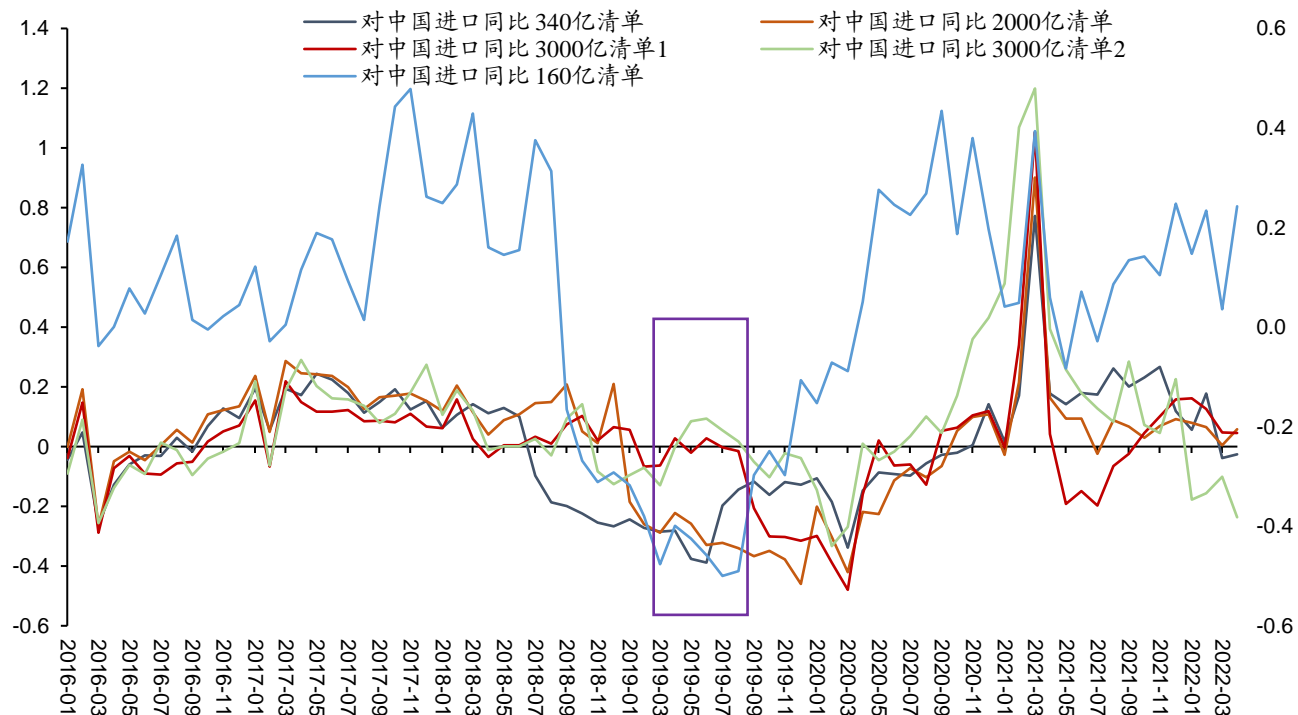
出口长期将下行，短期有韧性

滞胀时期美国进口增速很高



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

关税如果削减将有助于出口

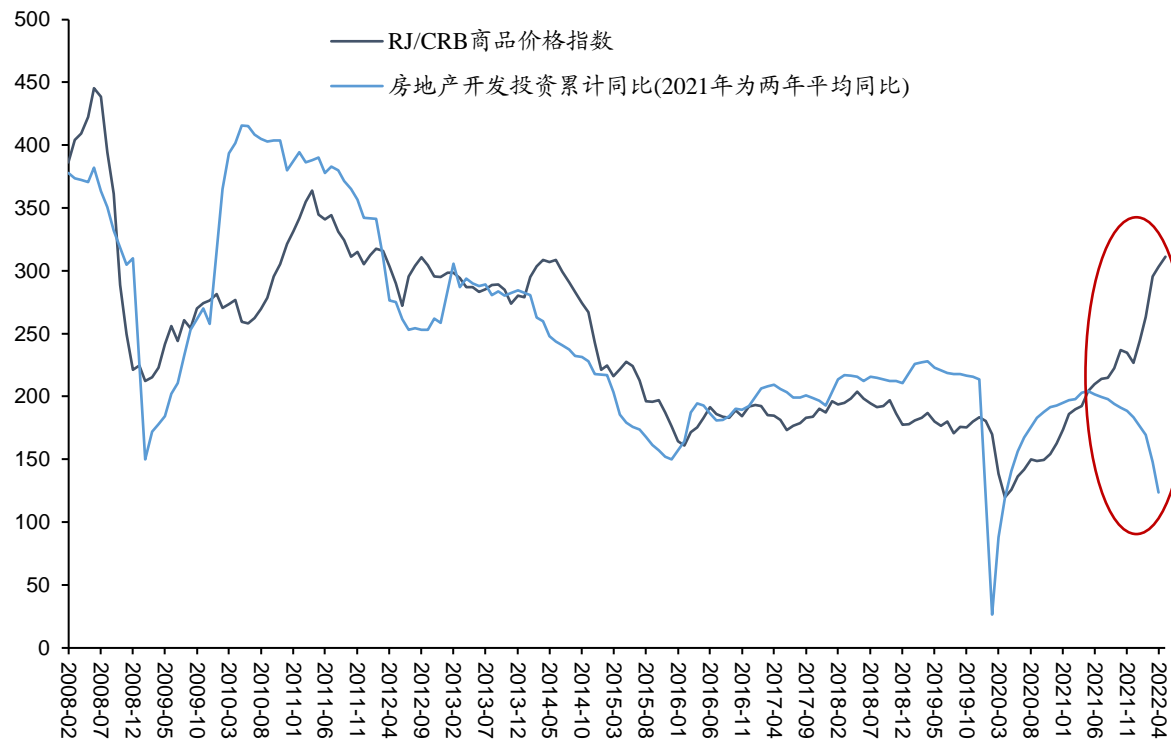


数据来源：Wind，太平洋证券研究院

03

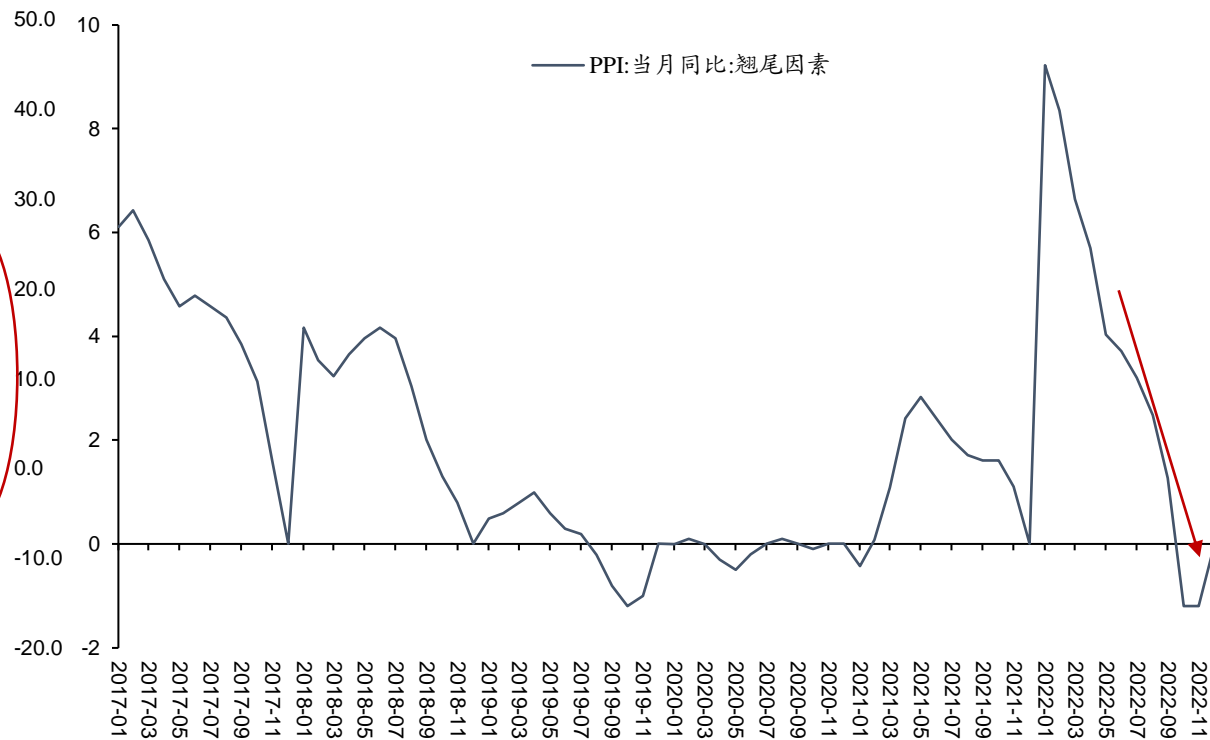
中国通胀整体可控

当前需求对商品价格的支撑力有限



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

下半年PPI翘尾继续快速下降



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

CPI的四重压力

PPI向核心CPI的
传导

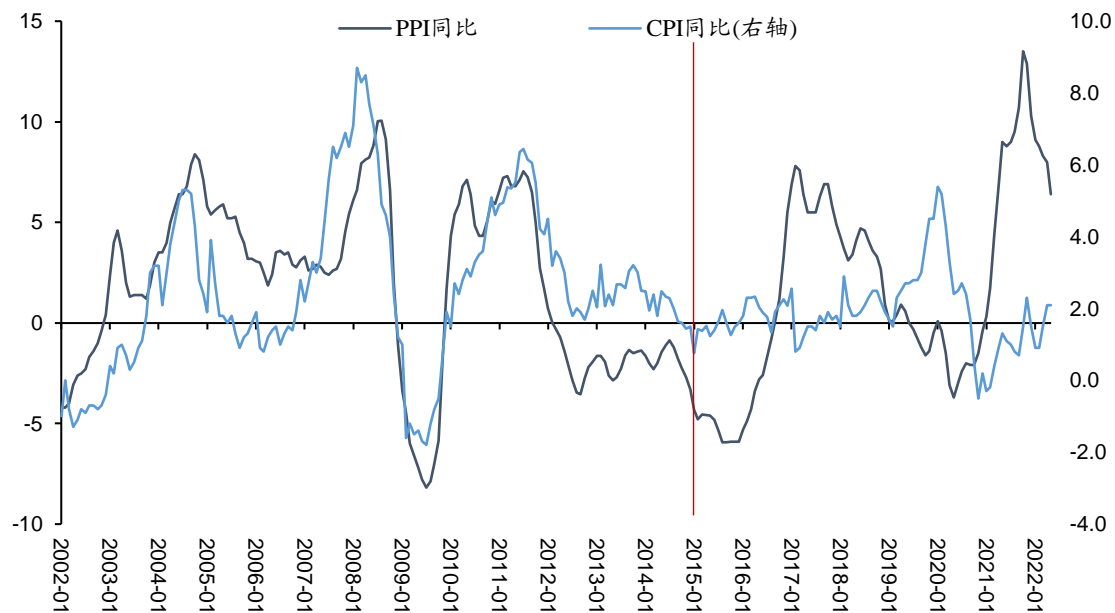
国际粮价上涨引
发的农产品涨价

猪周期上行带来
的食品涨价

油价高企引发的
能源价格上涨

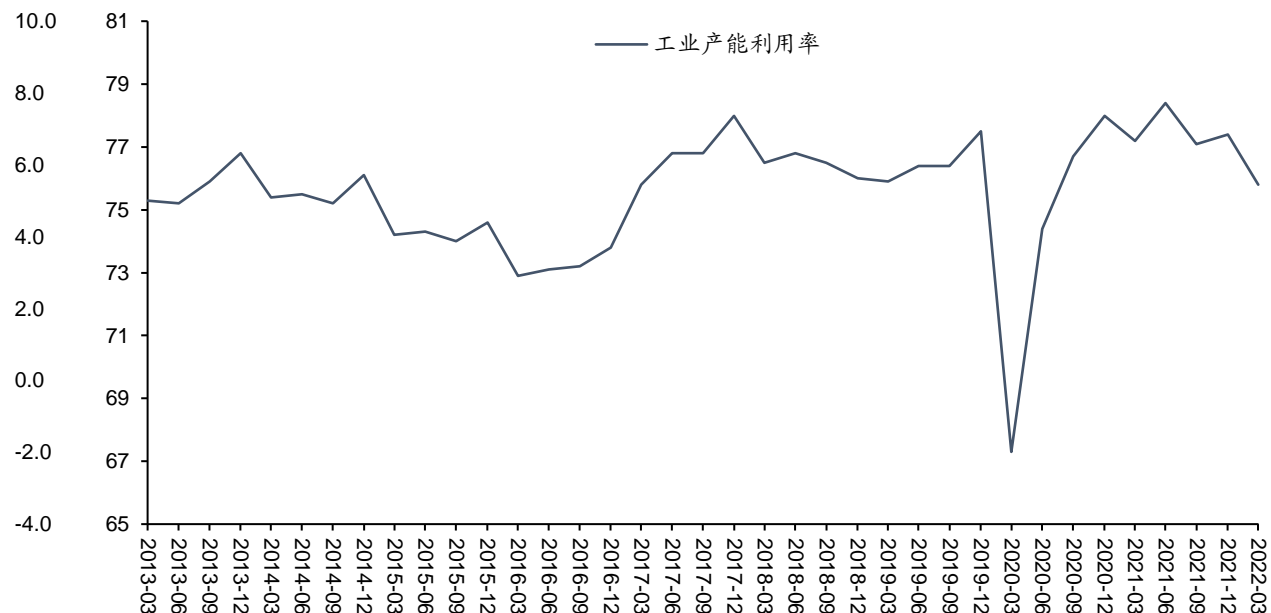
CPI面临四重压力，但整体可控

2015年之后PPI与CPI的相关性减弱



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

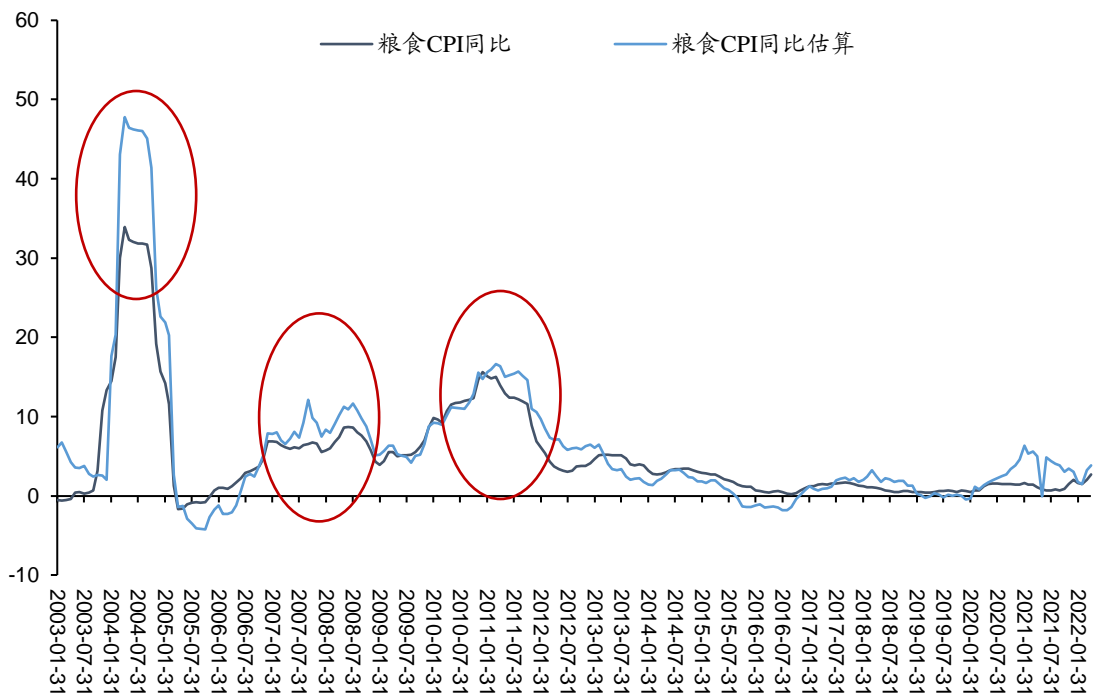
中国产能过剩的情况依然明显



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

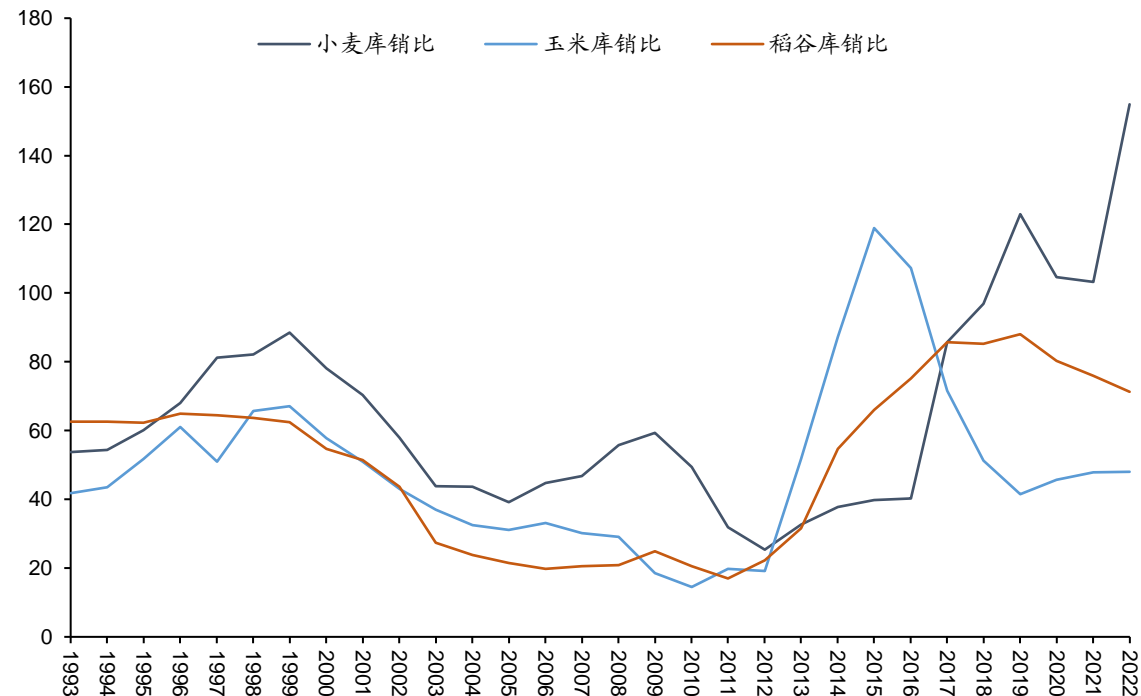
CPI面临四重压力，但整体可控

本次国际粮价上涨对中国影响不明显



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

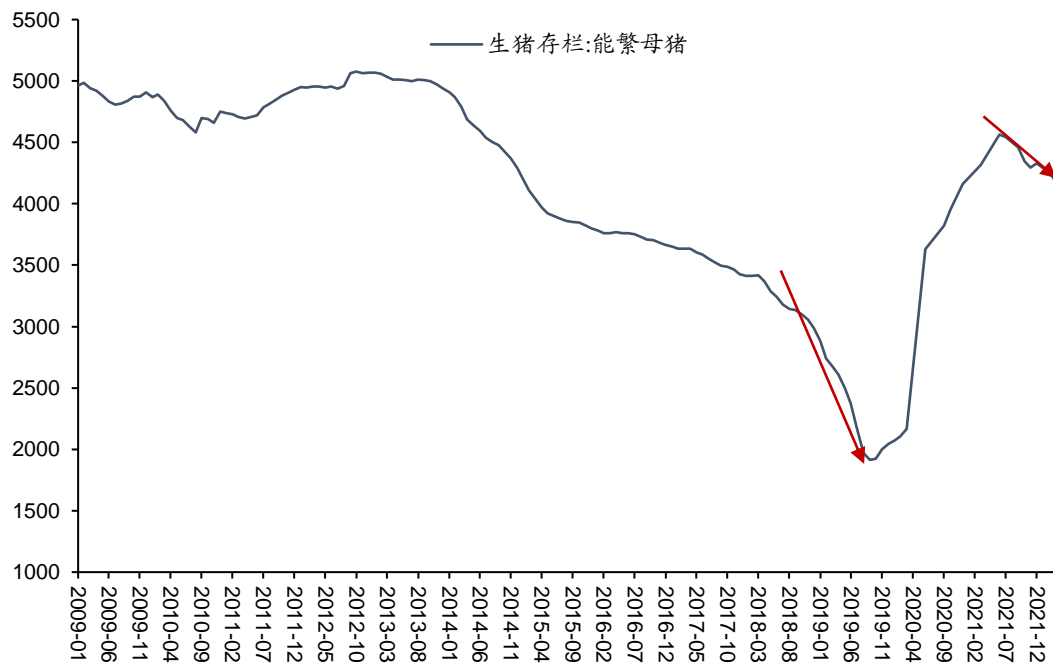
当前中国粮食储备非常充足



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

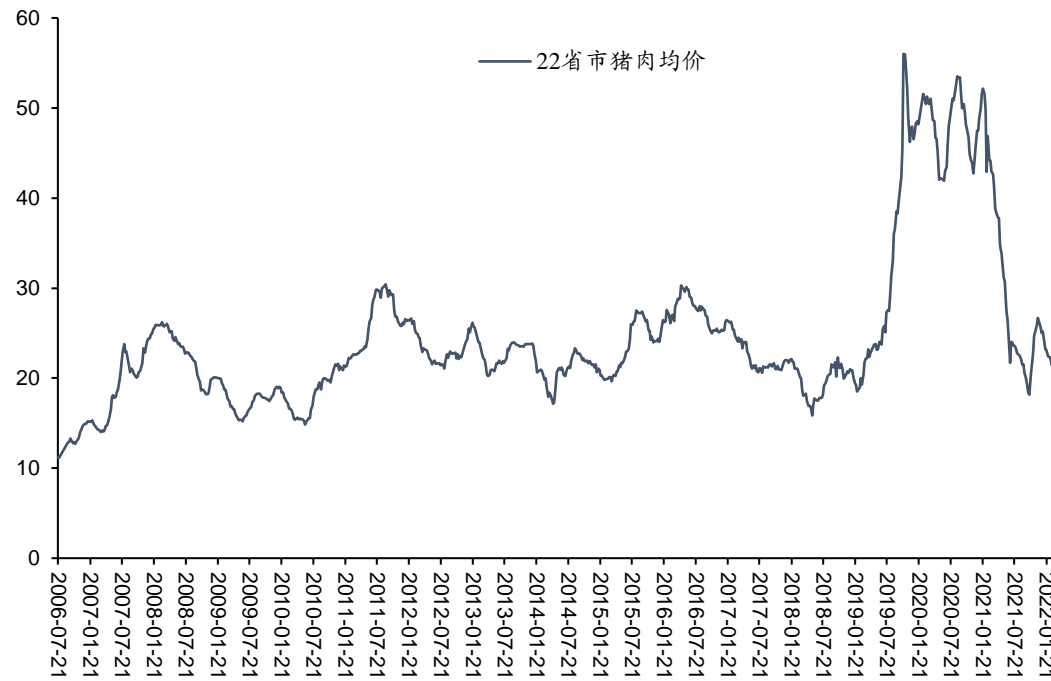
CPI面临四重压力，但整体可控

本轮猪周期库存去化不快



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

猪价高点可能和2011年及2016年相近



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

CPI面临四重压力，但整体可控

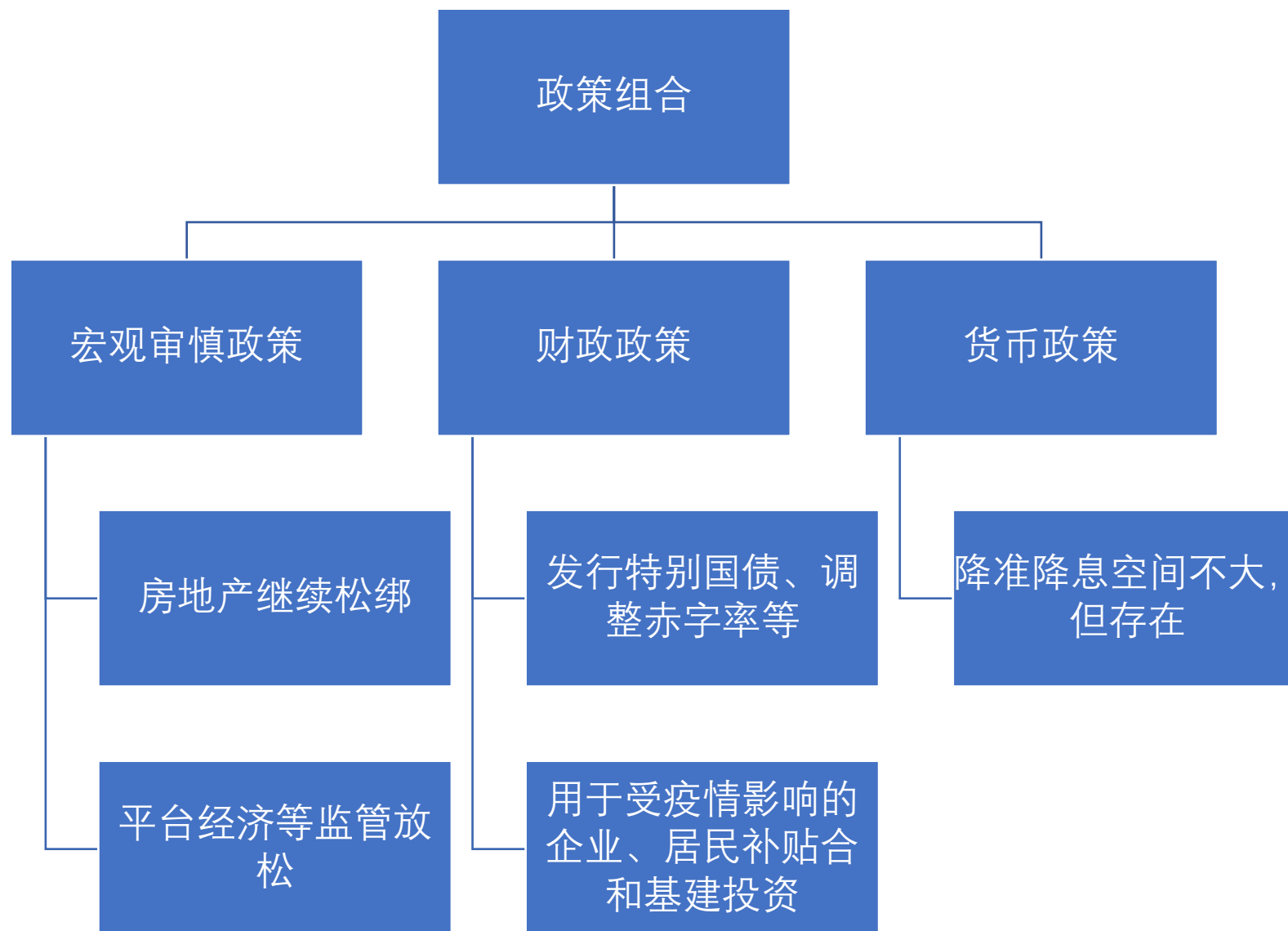
国内油价变动幅度低于国际油价



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

04

政策力度不会减弱

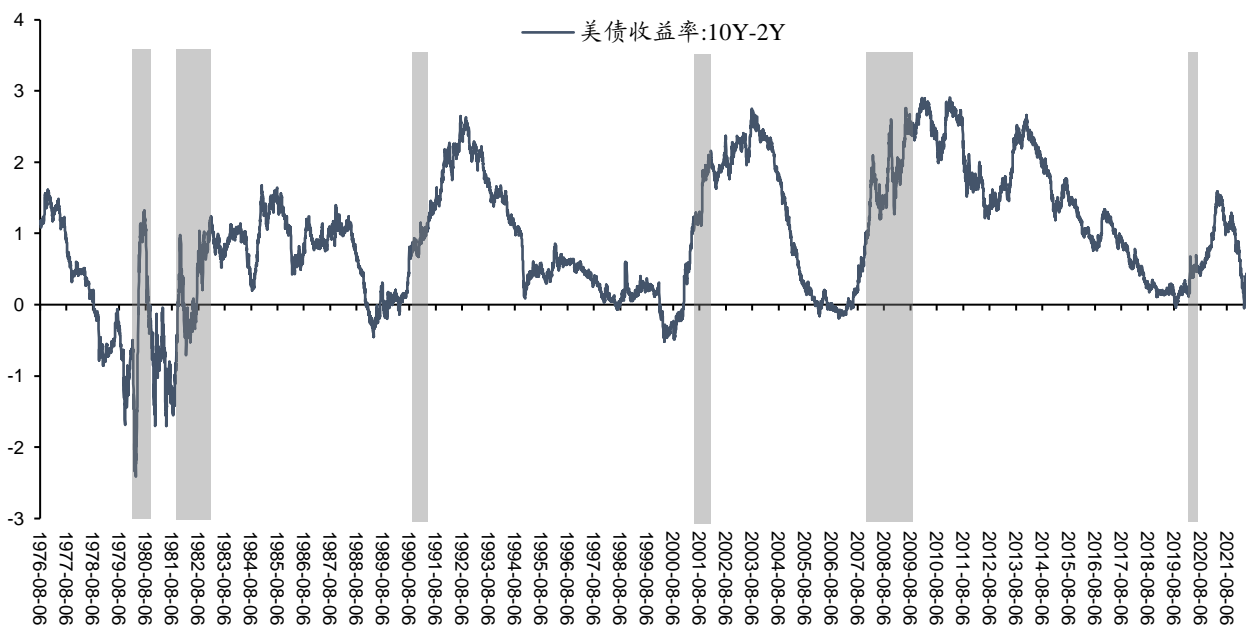


05

美联储加息预期可能即将见顶

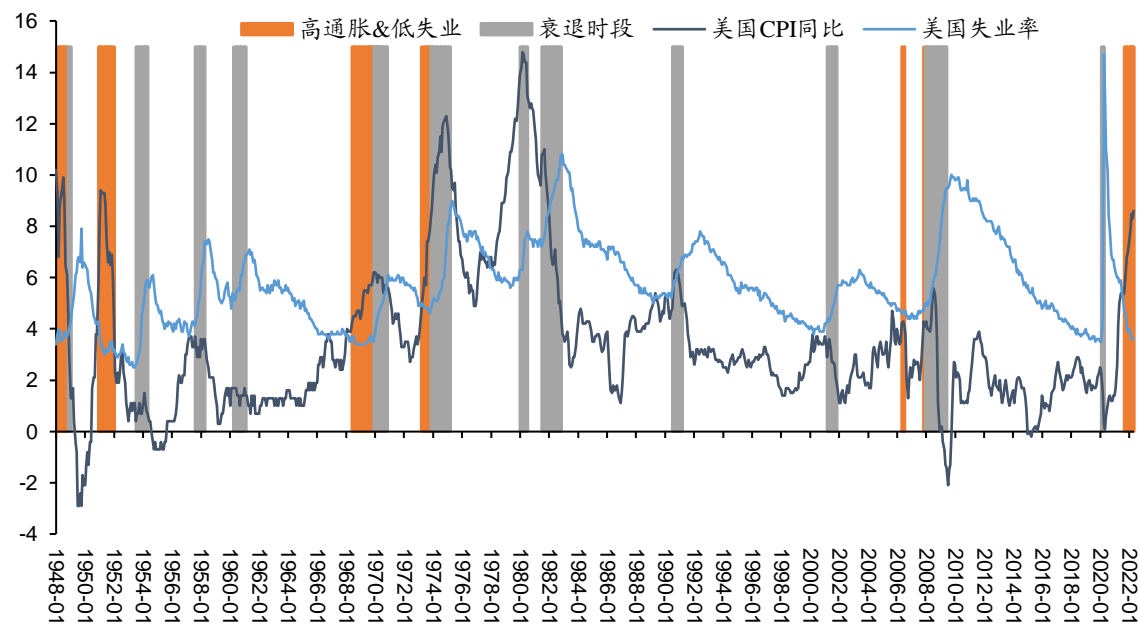
美国经济下行压力加大，明年可能步入衰退

经验规律1：历史上10Y-2Y美债倒挂均对应2年内经济衰退



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

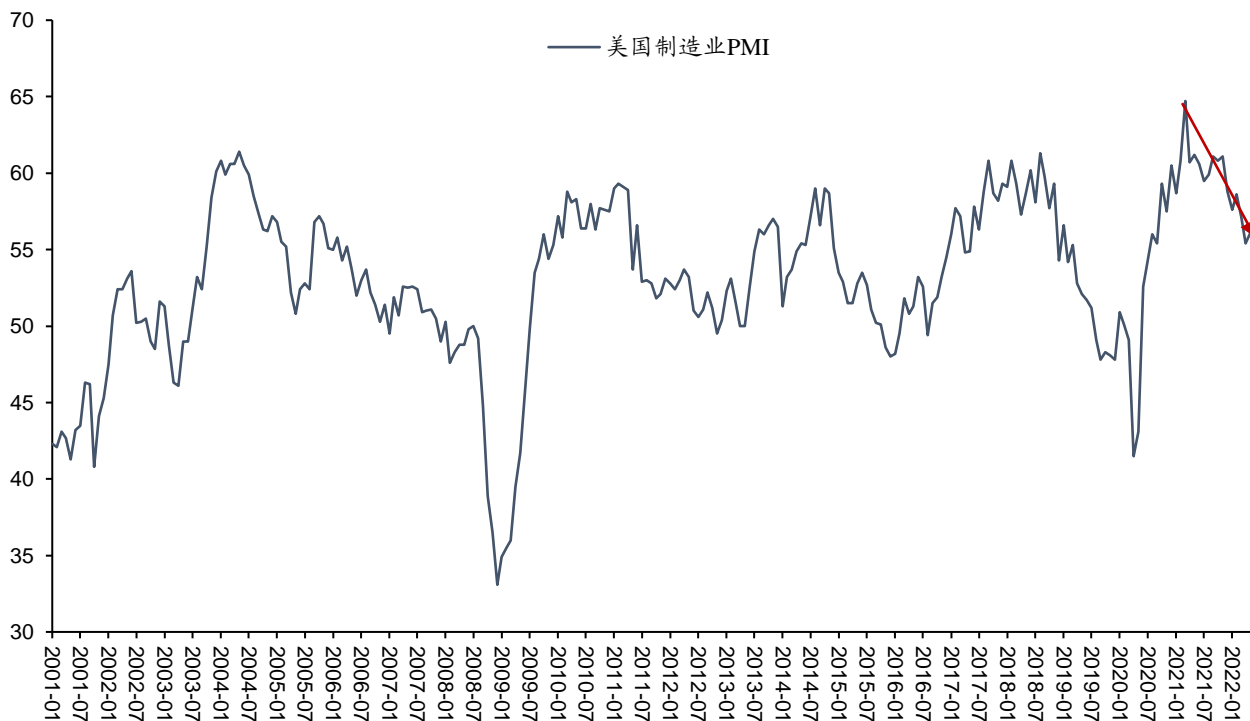
经验规律2：历史上CPI同比>4%，失业率<5%均对应2年内经济衰退



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

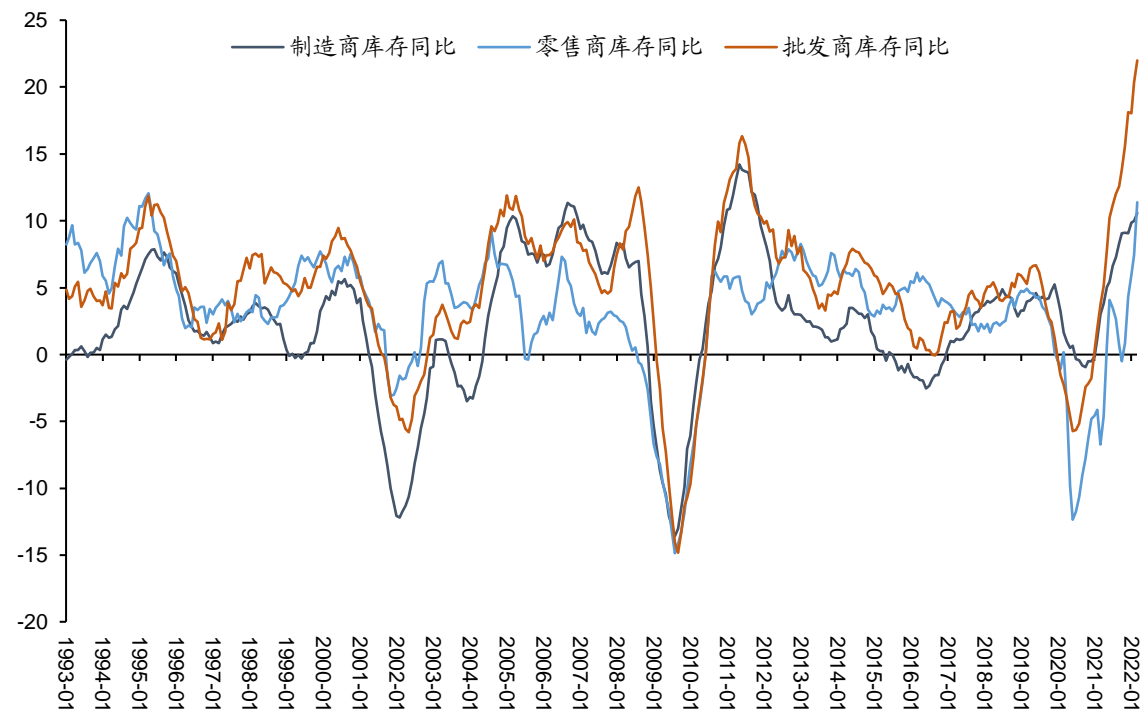
美国经济下行压力加大，明年可能步入衰退

美国制造业PMI已经持续下行



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

库存上行时间已经接近历史最长扩张期



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

美国居民实际薪资水平大幅负增长



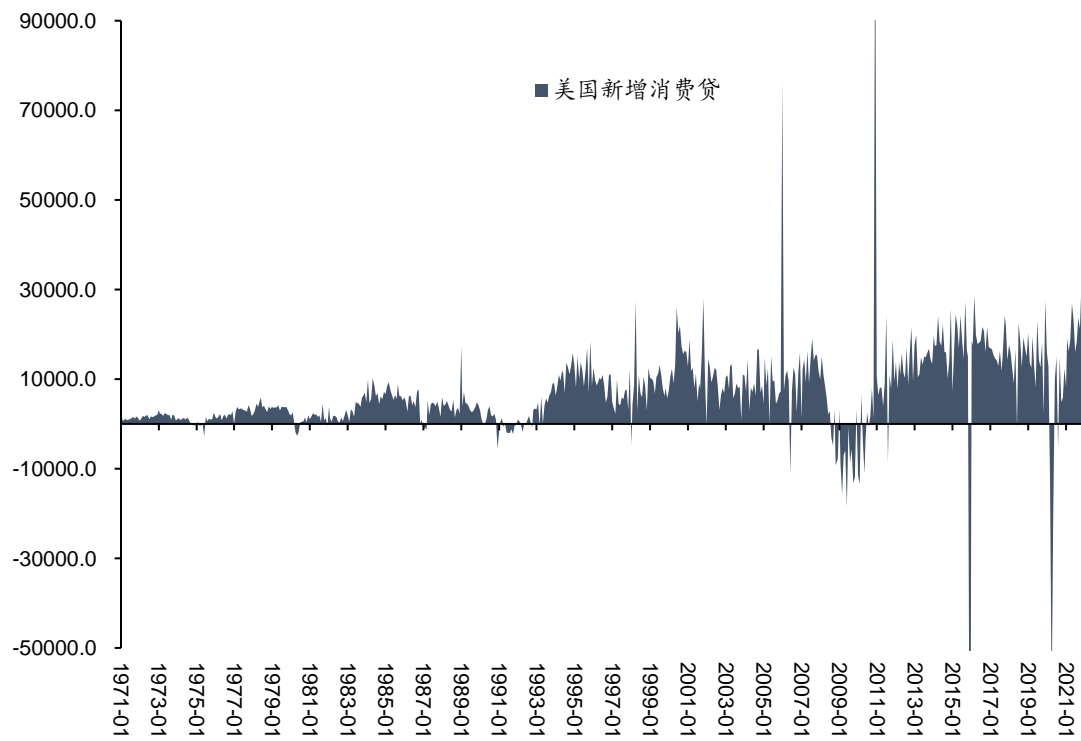
数据来源：Wind，太平洋证券研究院

疫后财政补贴的钱已经花完



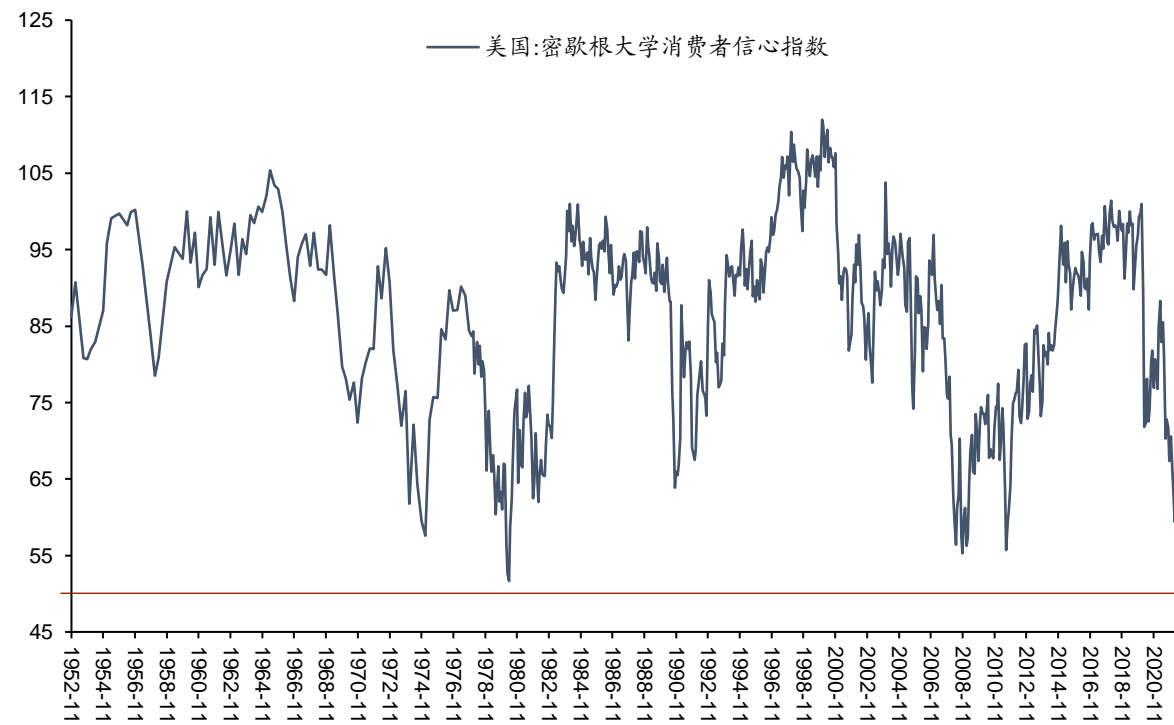
数据来源：Wind，太平洋证券研究院

消费增长严重依赖于贷款



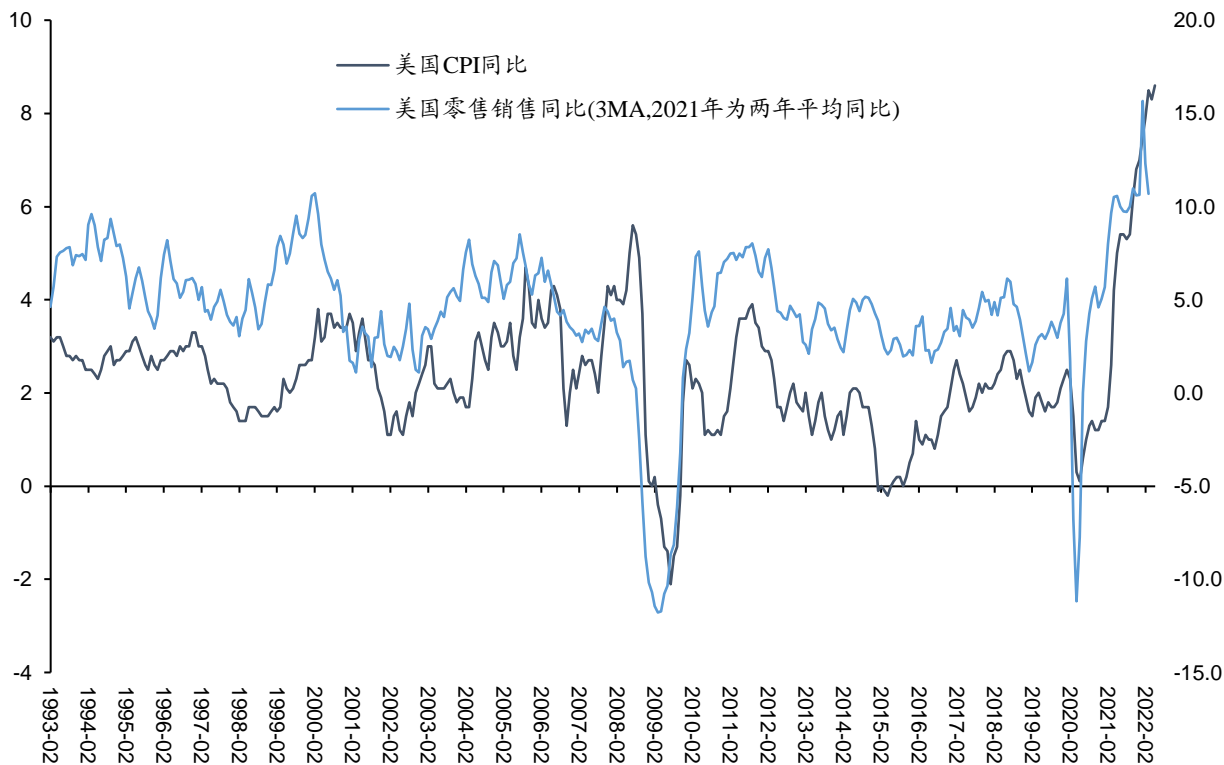
数据来源：Wind，太平洋证券研究院

密歇根大学消费者信心指数降至历史最低位



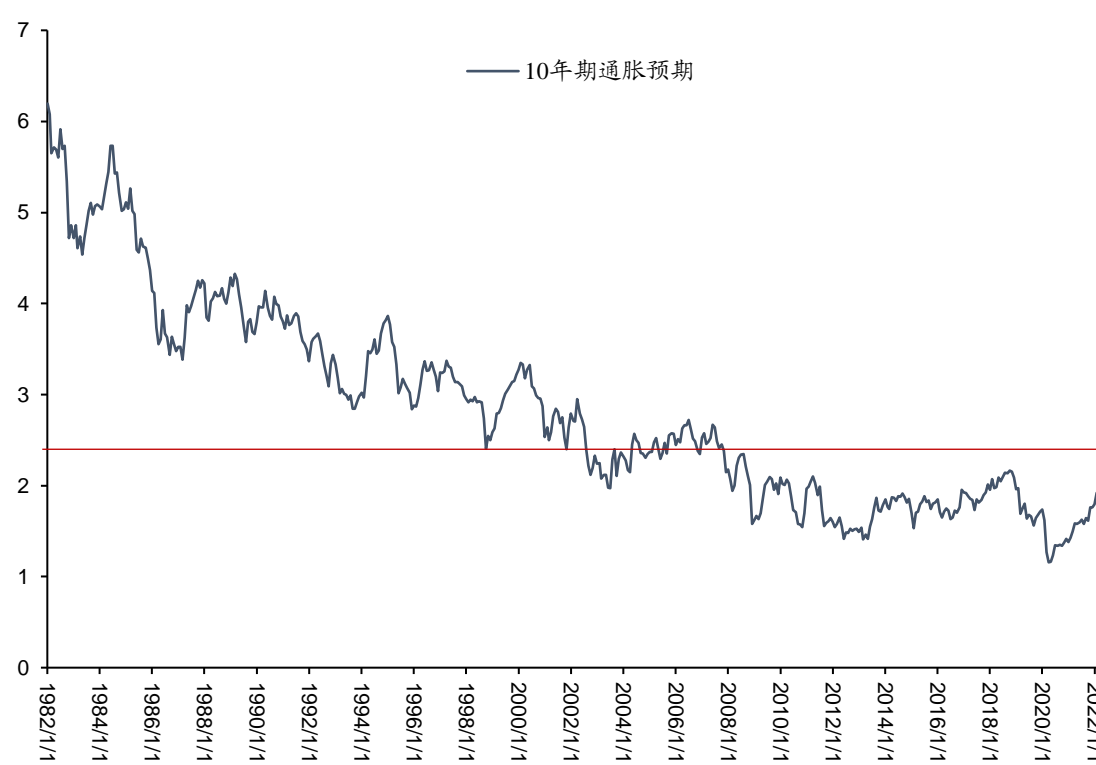
数据来源：Wind，太平洋证券研究院

消费对通胀有一定领先性



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

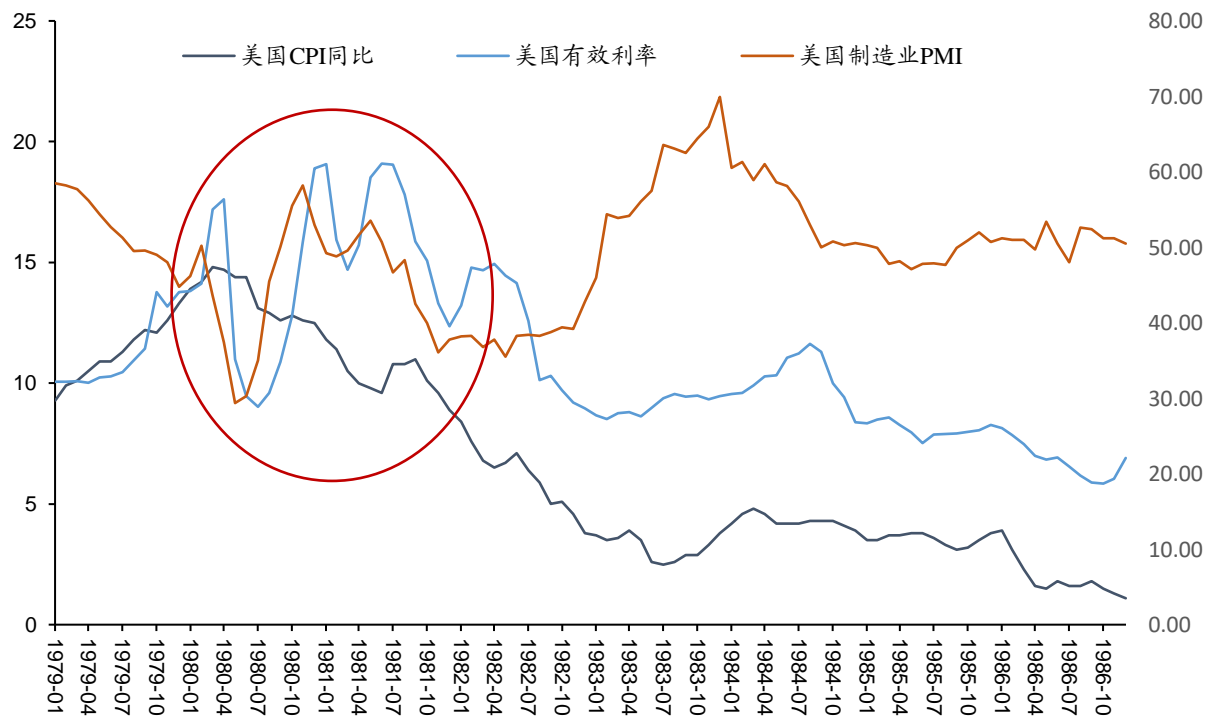
长期通胀预期没有无序上升



数据来源: 克利夫兰联储, 太平洋证券研究院

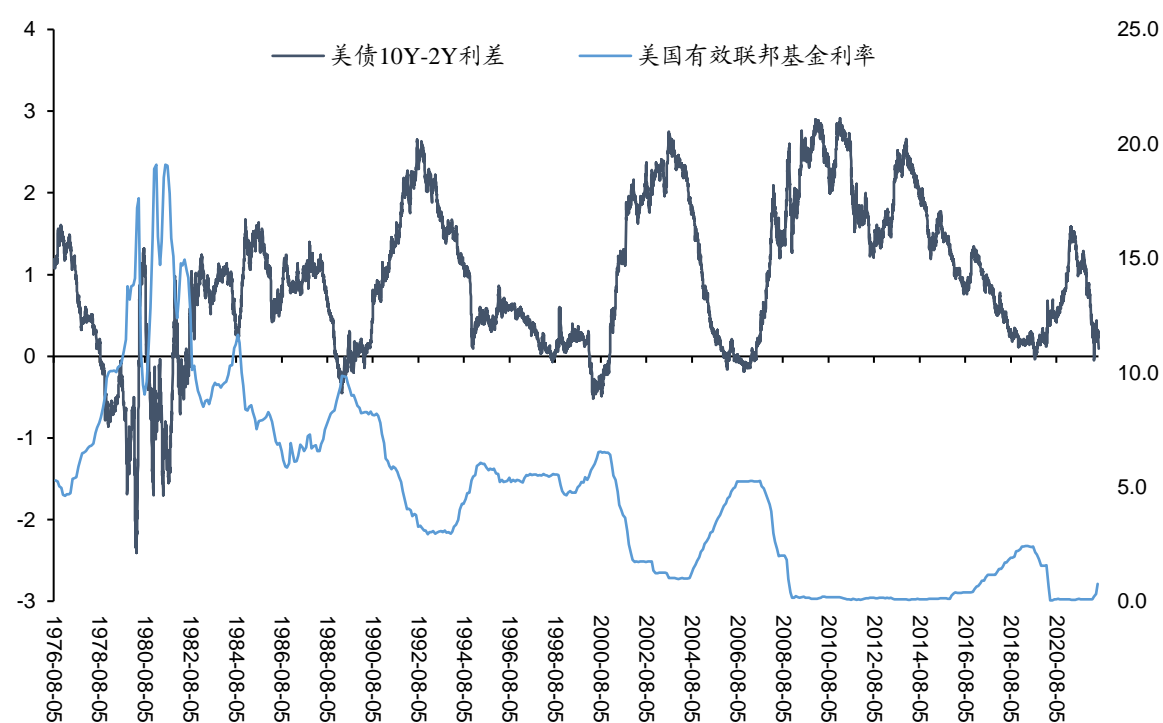
通胀顶部即为美联储加息预期的顶部

沃尔克时期的加息也不是完全无视经济



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

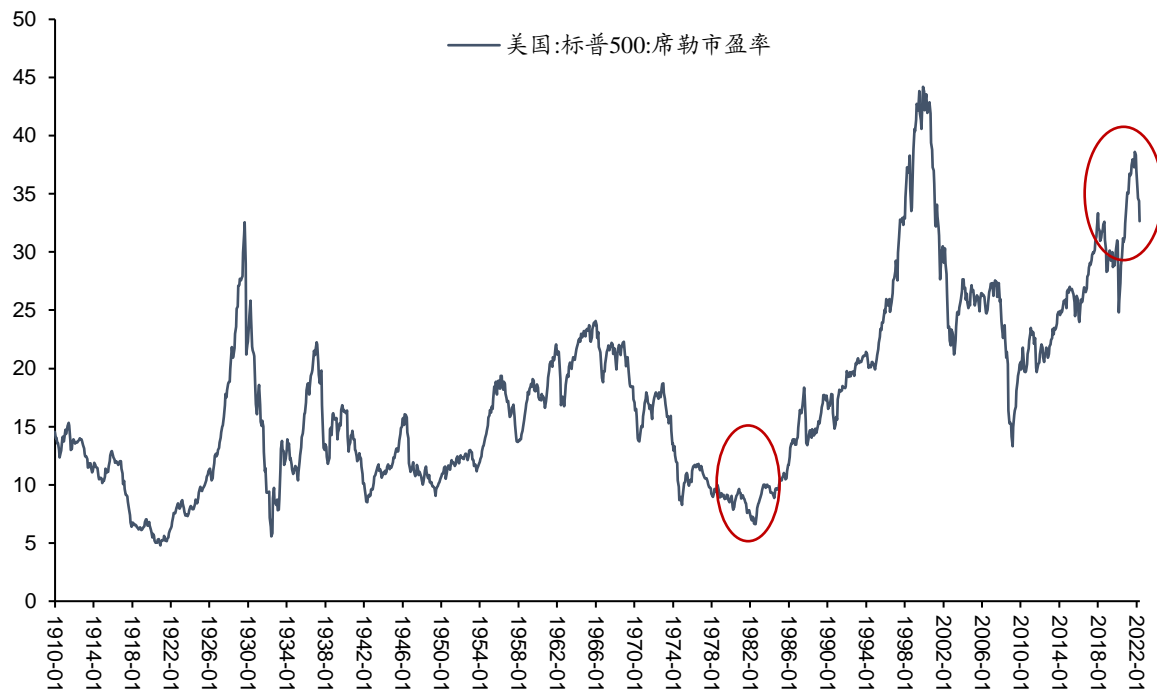
10Y-2Y利差倒挂均对应降息很快到来



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

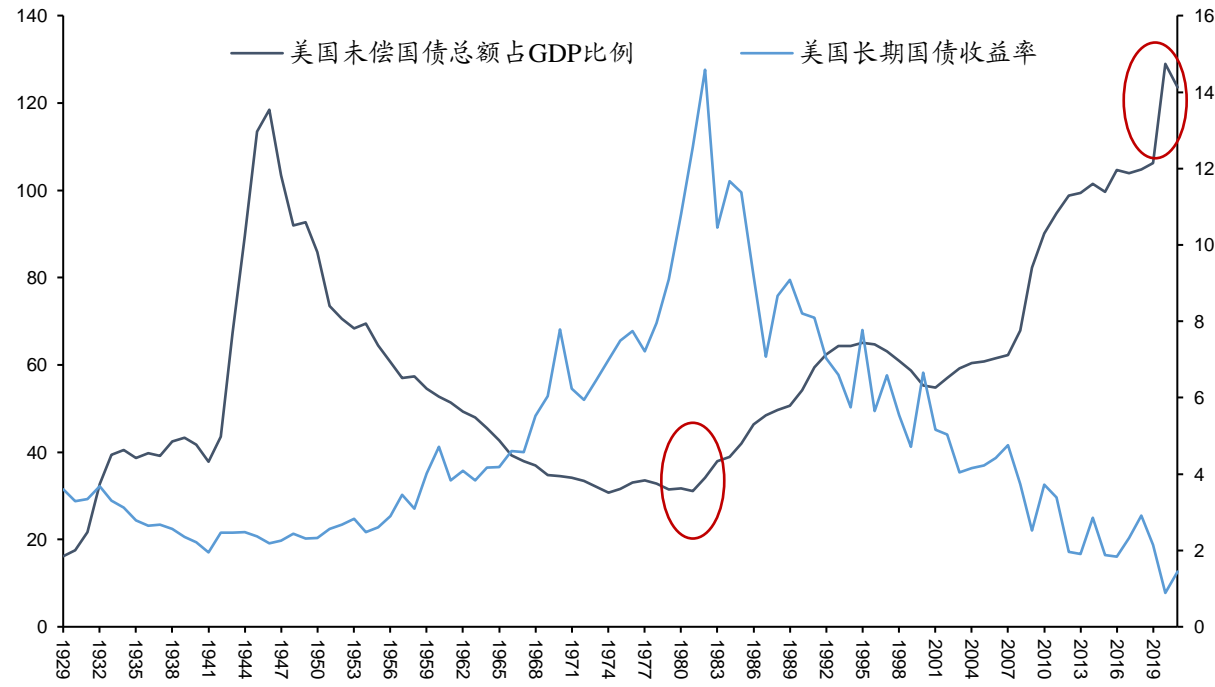
当前加息环境受到的制约大于80年代初

当前股市估值远高于80年代初



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

当前政府债务率远高于80年代初

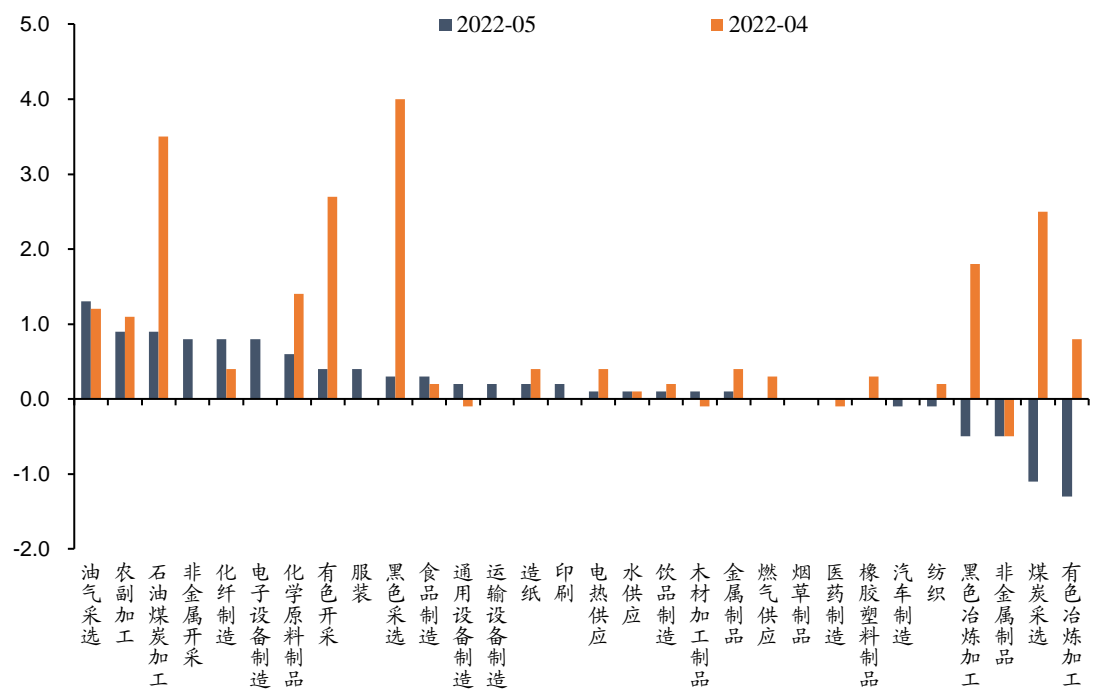


数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

06

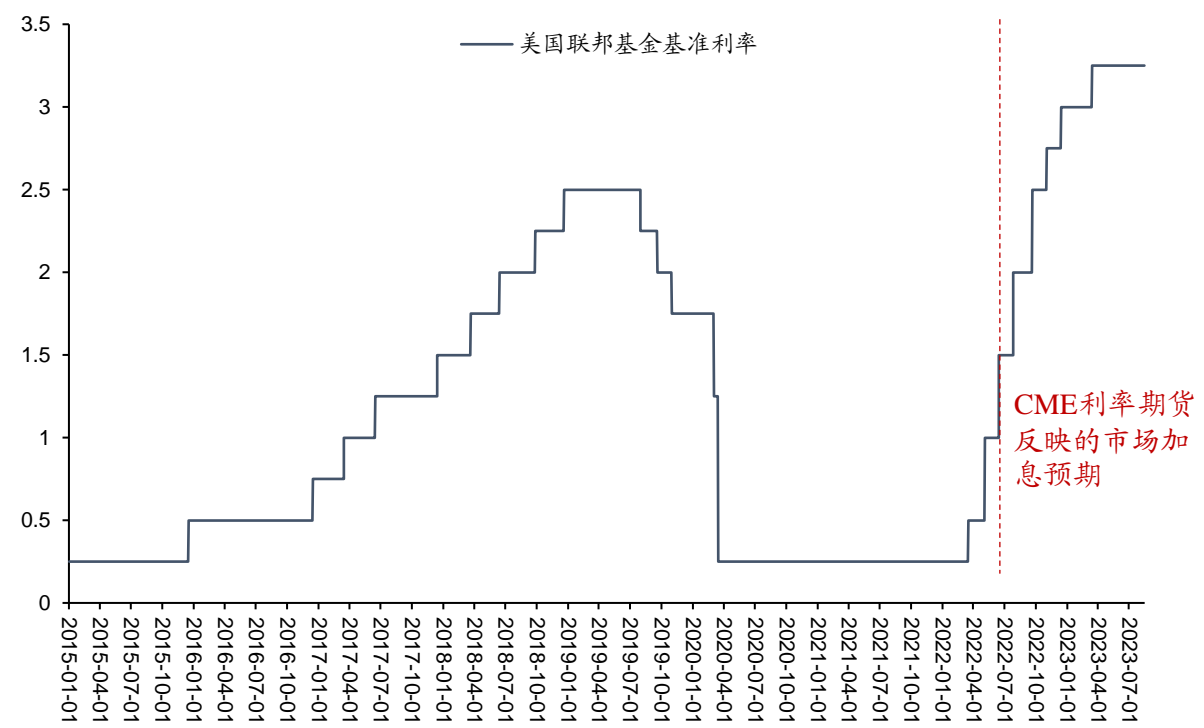
大类资产配置建议

上游对下游挤压减轻



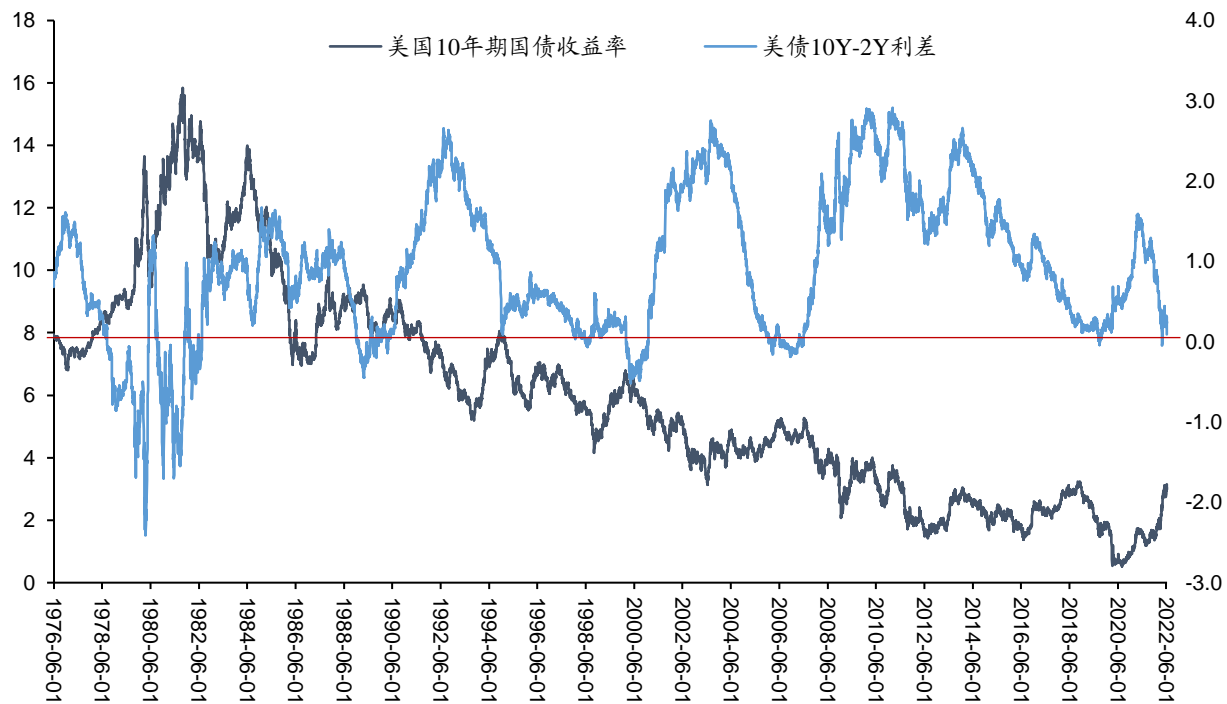
数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

美联储加息预期难以增强



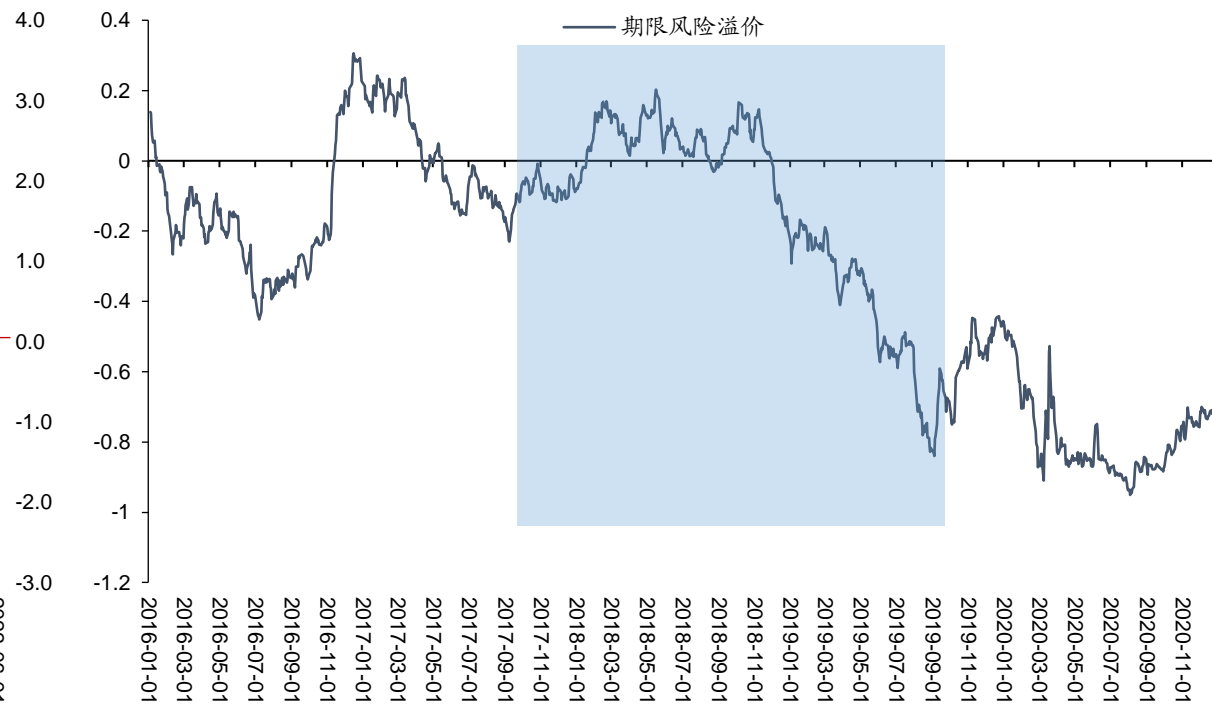
数据来源: CME Group, 太平洋证券研究院

美债倒挂通常对应10Y收益率高点



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

缩表对长短债券收益率的推升作用不持久



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

美元指数接近顶部，人民币三季度可能反转

美元加息预期即将见顶，欧元区加息预期在上升



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

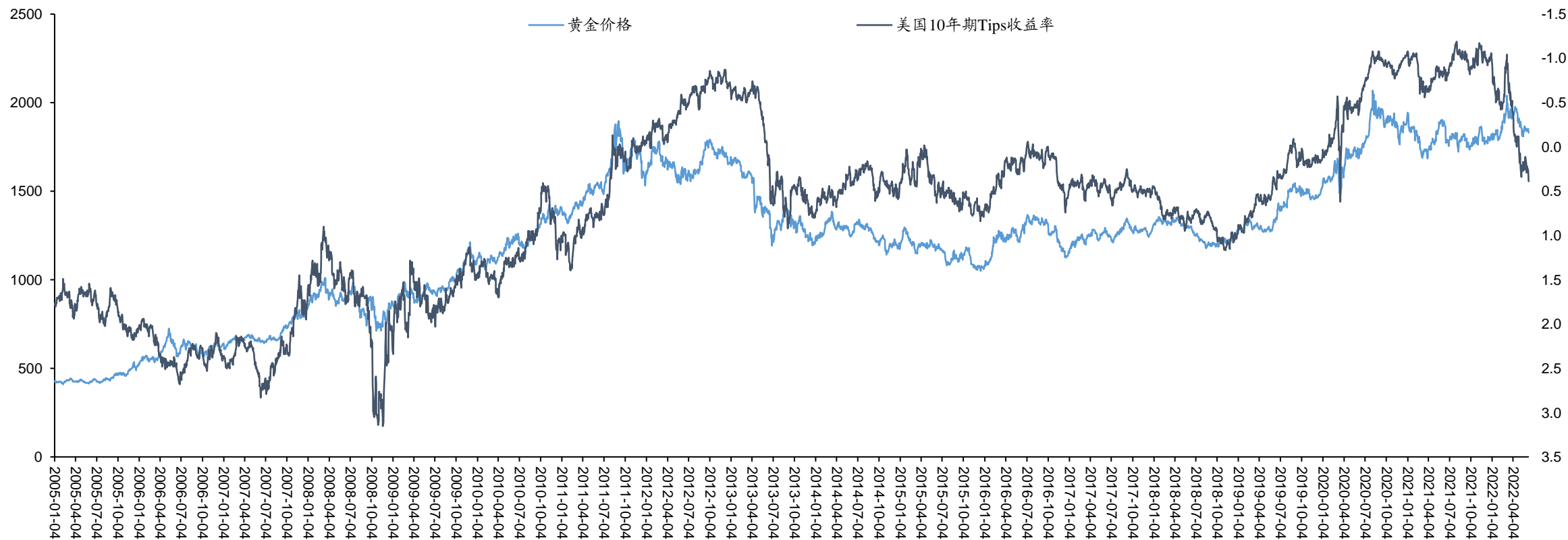
人民币对一篮子货币仍有贬值压力



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

黄金的配置时机将在三季度到来

美国实际利率已经上升至较高水平



风险提示

- 疫情反复
- 政策不及预期
- 美国通胀超预期

感谢您的聆听

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	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@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	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@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证券投资咨询业务 资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

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。