

破局之路，妙手何方？——2022 中期宏观展望

报告日期：2022-06-14

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观专题_我们为什么看好基建？》2022-03-02
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观专题_地产需求投资两弱，保障性安居工程能力挽狂澜吗？》2022-03-29
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观专题_美国会再迎来“沃尔克时刻”么？—美联储本轮加息路径及影响推演》2022-04-12
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_百年变局之下，坚定看多中国——4月政治局会议点评》2022-04-29
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_我们距离 5.5%，还有多远的路要走？》2022-05-17
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观专题_全球比较视角下，“四问”地产长期空间》2022-05-25
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_我们与经济“合理区间”的距离》2022-06-01
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观专题_除了加息，我们还需要担忧美联储缩表吗？》2022-06-03

主要观点：

● **引言：**常言道“人生如棋，天地为盘”，而棋盘又何尝不是国际局势与经济运行的缩影。上半年宏观经济运行这盘大棋遇到种种困局：外有俄乌冲突、“滞胀”风险、全球紧缩、粮食危机...，内有疫情反复、地产低迷、宽信用一波三折等。各国迎面挑战，纷纷出手应对。假如围棋上帝真的存在，他会如何判定上半年国际局势与经济运行这盘棋？本手、俗手、还是妙手？动态博弈之中，本手、俗手、妙手也并非绝对。**困局之下，识局者生，破局者存，掌局者赢。**本文围绕上半年遇到的困局，首先清晰“识局”；然后文章重点落在“破局”部分，逐一分析各项困局的“破局之路”，从中寻找确定性和预期差；最后以期“掌局”，试图给出能够守正出奇的投资机会。

● 第一篇 困局之下，识局者生

困局之下：宏观经济运行这盘大棋上半年遇到了种种困局，如海外俄乌冲突持续发酵，推高全球通胀，可能将全球推入“滞胀”深渊，“粮食危机”风险蔓延；美国通胀持续超预期，美联储“鹰声嘹亮”，美债利率居高不下，资本市场风险积聚且信心不足；国内看，3月以来疫情“倒春寒”席卷吉林、上海、北京、广东等地，社会经济活动骤然降温，经济下行压力加大；地产市场持续低迷，宽信用过程“一波三折”，警惕“资产负债表式衰退”风险呼声渐长；国内政策超前布局，但在各种制约之下，效果仍待进一步显现。

识局者生：4月29日中央经济工作会议指出“新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多”，强调“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”；5月25日《全国稳住经济大盘电视电话会》指出“困难在某些方面和一定程度上比2020年疫情严重冲击时还大”，“发展是解决我国一切问题的基础和关键，努力确保二季度经济实现合理增长和失业率尽快下降，保持经济运行在合理区间”，可谓清晰识局、识局者生。

● 第二篇 本手为基，破局者存

说到“破局”，文中我们借用围棋术语简单比喻各方面破局的可能性，即“本手、俗手、妙手”。所谓本手，指的是遵循规律，守正之道；妙手是出乎意料，出奇制胜；俗手是好高骛远，不利长远。百年未有变局之下，国内外经济政治形势更趋复杂，应对这些局面，有些可能是“假妙手”背后的“真俗手”，例如美联储后悔的“通胀暂时论”和落后通胀的紧缩；之于中国的稳增长之路，可谓“本手之上，妙手未满”。本手、俗手、妙手，并不是绝对的。面对各种硬约束，有时候“本手”是当下最好的选择，例如目前因城施策的地产宽松；欧洲“傻白甜”式地断绝俄罗斯能源供给，看似“俗手”的交换背后，可能是不得已的选择；“内忧外困”之下，中国下半年的稳增长政策能否出“妙手”，我们拭目以待。

一、海外：破局仍难，地缘、滞胀、粮食风险延宕

1.1 疫情制约暂时减弱，各国防控逐渐“躺平”，仍要警惕变种风险

欧美等海外国家疫情防控思路转向与病毒共存，各国基本放弃了对于国内疫情的严格管控，部分国家已不再强制要求入境隔离。感染病例数也在去年底达到高峰后逐步回落，整体疫情暂时趋于稳定。但目前病毒仍在不断变异，“躺平”式防疫是否能够持续还存在一定的不确定性。

1.2 地缘政治约束仍在，俄乌冲突迁延日久，全球粮食危机若隐若现

目前来看，冲突正在从“闪电战”逐步演变成“拉锯战”，短期局势无法有效缓解。西方国家对俄罗斯的多轮制裁，以及俄罗斯的反制措施，助推了全球能源与粮食价格上涨，其中尤以粮食问题最为迫切，全球粮食供需矛盾益发尖锐，全球粮食危机若隐若现。

1.3 美国制约仍存：通胀难退、美联储压力更增，中美关系仍存变数，但好在短期美国经济尚无衰退风险

1) 通胀正在变得广泛而坚挺，当前美国通胀上升已经“传染”至几乎所有的生活门类之中。地缘政治风险的延宕使得能源与粮食价格的不确定性大大提高，促使企业有动力进行提价。供应链的修复缓慢以及服务消费的持续恢复，带动核心商品与核心服务通胀短期内“高烧难退”，进而带动美国总体通胀高位徘徊。

2) 警惕高通胀压力下美联储超预期紧缩风险。在高通胀回落缓慢、劳动力市场火热强劲以及美国面临中期选举的三重压力下，考虑到疫情以及俄乌冲突恶化的可能，需要警惕美联储可能在下半年超预期紧缩的风险。

3) 美国中期选举之前中美关系、美联储政策仍存不确定性。下半年美国将举行中期选举，从当前的情况来看，民主党面对的局面较为不利。为迎接即将到来

的选举，拜登政府一方面在俄乌冲突、中美关系等方面制造话题；另一方面，拜登开始关注通胀问题，美联储除面对通胀压力，还可能面临来自白宫的政治压力。

4) 美国经济增长逐级而下，但短期暂无衰退风险。一是私人投资大概率将逐步回落，加息之下，地产需求受到压制，叠加财政支出减少，共同拖累美国经济增长；二是居民服务消费不断提升，耐用品的消费也保持一定韧性，对经济增长有一定的支撑，经济增长短期无衰退风险。

1.4 欧洲面临较大增量风险：欧洲滞胀风险加剧，欧央行紧缩之路进退维谷

1) 俄乌冲突恶化欧洲通胀前景，滞胀风险加剧。由于俄罗斯是欧洲最大的石油与天然气供应方，冲突发生后对俄罗斯的不断制裁，使得欧洲通胀水平快速上升。受此影响，欧洲居民的收入不断受到侵蚀，企业盈利也受到负面影响，能源进口价格的抬升更是恶化了其贸易账户，经济增长前景更加黯淡。

2) 欧央行紧缩之路进退维谷。短期来看，由于俄乌冲突仍存变数，欧洲通胀水平预计仍将提升，这促使欧央行采取较为严厉的紧缩政策；但另一方面，经济前景的不乐观和部分国家较高的偿债压力，又给欧央行加息带来较大的阻力，欧央行面临两难抉择，紧缩之路进退维谷。

1.5 新兴市场存在潜在风险：经济增长放缓，但债务危机或难重现

1) 新兴市场下半年经济增长将会放缓。当前新兴市场面临外需下滑以及本国快速持续加息的双重压力，经济增长动能明显减弱，考虑到俄乌冲突和疫情尚未结束，下半年的经济增长速度将会进一步放缓。

2) 但债务危机将不会大规模爆发。除阿根廷与土耳其，大部分新兴市场国家外部债务占比逐步降低，外债偿付储备较为充足，虽然可能面临偿债压力上升，但大规模的债务危机或难重现。

二、国内：稳步破局，本手为基，妙手未了，亦有可期

2.1 疫情之困，稳中有“破”；国内疫情逐渐受控，常态核酸优于封控

1) 疫情：5月伊始全球范围第四轮疫情逐步收束，本月我国疫情基本受控但少数地区仍有反复。二十大胜利召开前，预计“动态清零”仍将延续，我们中性假设认为6月疫情逐步受控、下半年不会发生大规模扩散。

2) 常态化核酸：优化常态化防控措施将成为下半年重要的疫情主线。假定下半年常态化核酸政策在一二线城市铺开，且各城市按照实际疫情风险防控进行差异化的核酸检测，核酸检测成本为3332亿元、占公共财政收入1.65%；调降检测频率后，核酸检测成本降至2287亿元、占公共财政收入1.13%；若20%城市采取居民自费政策，则核酸检测成本进一步下降至1814亿元、占公共财政收入0.90%。

2.2 地产之困，“本手”之策或是短期最优选择，预计地产有望逐步改善；但“妙手”仍难，预期差可能偏弱

429 政治局会议以来地产宽松进入第三阶段，但目前形势仍有待供需两端持续加码。**供给端**，并购重组进度偏慢、房企融资有所改善但幅度不足，现金流压力仍大，预计全年地产投资增速3%；**需求端**，本轮地产回暖节奏大概率小幅稳步加杠杆，预计地产销售增速-10%。**加杠杆空间方面**，剔除经营贷后，2022年Q1调整后居民杠杆率为47.4%，理论上仍有15个百分点以上的空间；**加杠杆能力方面**，我国居民部门偿债比率为9.2%、近五年增长近一倍，横向来看目前处于国际中间水平，若基于中国国情做误差调整，我国偿债比率从9.2%上升至12.9%，接近金融危机、欧债危机11%-13%的临界水平。**加杠杆意愿方面**，疫情对居民消费半径的制约逐步消退，首付增速与按揭贷款增速差指向居民实际购房意愿触底，6月有望开启持续1-2年的回升周期。

综合来看，在“房住不炒”总基调和当前疫情制约下，采用全面“降息”与结构化宽松相结合，供需端因城施策逐步放松，并向高能级城市扩展的“本手之策”可能是短期“稳地产”的最优选择。预计地产后续有望逐步改善，但“妙手”仍难，居民偿付端仅能支持小幅稳步加杠杆，破局之道在于降低首付比、拉长久期、保主体收入，从而兑现15%-20%的潜在居民杠杆空间。总体看，我们预计年内地产销售压力仍大，地产投资可能小幅正增，超预期可能性较弱。

2.3 消费之困：“本手”发力，“妙手”可期；疫情消退、超额储蓄积累、消费券加码将拉动社零2.9个百分点

其一，疫情变量逐步消退，居民部门超额储蓄或拉动社零1.9个百分点；其二，本轮消费券行业设计较2020年更合理，经测算对消费总体拉动约为7.5-8.0倍、高于2020年的6.4倍。假设今年全年发放消费券500亿元，则拉动居民消费4000亿元、改善社零增速1.0个百分点。建议关注汽车、餐饮，但家电、家具可能受制于跨期挤出效应，基本面难有持续性向好。

2.4 政策之困：稳步破局，本手为基，妙手未了，亦有可期。

1) 财政增量工具还会有哪些？财政破局可能成为下半年关键因素，本手之上，妙手未了，但亦有可期。受疫情和地产下行等影响，我们测算全年财政收入和政府性基金较计划值或有2.1万亿增量缺口。在此背景下，更多逆周期调节政策有望加码推出。综合流程复杂度和政策可持续性，我们认为，下半年政策使用可能

性为专项债存量和提前批>特别国债、存量国债和一般债，总计增量资金或有 2-3 万亿。此外，加快对财政结余的调度和推动国有资本利润上缴也是可用之策，地方也会陆续发放消费券以刺激消费。

2) 货币政策方面，央行坚持“稳健的货币政策加大对实体经济的支持力度”总基调，保持流动性“合理充裕”。展望下半年，我们认为货币政策稳中有松，短期结构性工具将成主力，也有望通过压降存款利率的方式压降贷款利率；如果经济仍存压，待美联储鹰派约束解除，国内也有望再降准降息。

3) 信用能否企稳？居民和企业部门存在资产负债表衰退风险吗？专项债可能成为影响下半年社融走势的重要变量。我们预计，乐观情况下，下半年专项债存量空间和提前批合计 2.5 万亿左右，由此测算的社融存量增速可能逐渐上行，四季度有望达到 10.9% 左右。悲观情况下，下半年专项债无增量资金，其他假设不变，由此测算社融存量增速 7 月达到高点的 10.8% 左右之后，年底再度回落至 10% 左右。年内居民贷款两次负增、居民中长贷持续同比少增，企业贷款结构恶化，我们认为总体看，我国目前存在一定的“稳杠杆”风险，但从指标梳理上看，这还是流量层面的风险，即体现在居民偿债比率和企业还本付息率上，受疫情短期冲击、地产阶段性下行影响较大。从杠杆率等存量指标看，还未到资产负债表衰退的程度，在政策积极支持、疫情冲击控制得当的情况下，总体风险可控。

4) 汇率层面，我们认为人民币短期仍有贬值压力，后续贬值幅度将收窄或双向浮动。首先，短期美债利率上行与美元升值过程或仍未结束，人民币汇率仍有贬值压力；其次，随着我国疫情受控后复工复产加快，出口和经济阶段性修复回升，人民币贬值压力将得到一定缓解；再往后，出口下行、中美摩擦可能拖累汇率，但中美利差、中外增速差边际好转给汇率带来支撑。此外，央行稳汇率政策储备充足。因此预计下半年人民币汇率贬值幅度下降或变成双向波动。总体看，预计汇率波动区间在 6.6-6.9 区间范围内。

5) 其他政策：守住金融风险底线、支持引导平台经济

金融监管：守住风险底线，关注金融控股公司监管、金融稳定法、金融稳定保障基金、重点领域风险等。平台经济：由整改向常态化监管转变，并强调支持平台经济，引导其长期健康发展。

2.5 亦“入”亦“破”，韧性仍在：出口或将保持韧性下滑

海外需求逐渐放缓，出口下行趋势难改，但欧美等国下半年经济衰退概率较小，叠加高通胀下的商品价格支撑，我国出口下滑幅度将保持韧性；订单转移至东南亚等国对我国的短期影响有限，一是因为东南亚相对于我国而言体量较小，替代的主要是低端制造业；二是当前与我国的贸易关系可能还是以互补关系为主；美国对华关税取消作用不宜高估，一方面取消至何种程度尚未可知，另一方面美国经济的需求才是决定我国出口的最重要因素。

2.6 基建掌局，制造业布局，“本手”延续，难言“妙手”，预期差或弱

1) 基建：布局掌局，无需破局，确定性最强、但预期差最弱。作为稳增长的重要抓手，上半年基建政策逐渐加码，政策面支撑强劲，下半年基建投资有望继续高增。项目端：截至 4 月底，26 省重大项目年内计划投资总额为 11.2 万亿元，可比口径下 23 省重大项目年内计划投资总额 9.71 万亿元，同比增速 12.0%。资金端：疫情冲击、大规模减税退税、房企拿地仍谨慎等因素综合作用下，地方财政压力增大，基建高增速与资金来源之间的矛盾可能会逐步暴露。预计下半年专项债可能新增 1.5 万亿额度、明年提前批 1 万亿额度，进一步补足地方财源，上调 2022 年基建增速至 [9.0%，10.0%]。

2) 制造业：预计温和回升，技改支撑“本手”，利润约束“妙手”。利润分化压制企业投资意愿，技改难有亮眼表现，预计全年增速 15.2%、三年复合增速为 5.0%。技改有成为稳增长重要抓手的潜力，但年内制造业投资走强仍存在两大制约。一是俄乌冲突以来大宗商品通胀持续演绎、阻滞利润传导进程，采矿业大幅蚕食制造业企业利润，进一步削弱制造业投资扩产意愿；二是民企占制造业投资的 90%，疫情冲击下“国强民弱”特征进一步显性化，民企投资能否有效修复仍有待数据验证。

2.7 通胀：关注 CPI 涨价的投资机会，也需警惕 PPI 回落偏慢

1) 下半年关注的物价线索有哪些？猪价下半年将震荡上行；油价仍旧高位震荡；粮食持续涨价，但对我国影响有限；煤炭高位震荡；有色金属价格中枢可能下行，表现分化，铝、锌、锡、镍需求受国内地产修复、基建高增、绿色转型支撑，而铜可能受全球经济下滑拖累更多。

2) CPI 和 PPI 可能如何演绎？预计三季度 CPI 同比可能破 3%，全年 2% 以上；PPI 同比回落速度偏慢，全年可能 5.7% 左右。

3) 关注结构性涨价和部分行业困境反转机会。与历史比，2022 年上游价格传导能力持续下降，下游传导能力持续上升，并在 4 月上升至 50% 以上，中游传导能力上升态势在 4 月减缓；部分行业价格传导能力持续增强，主要以下游行业为主，可能存在结构性消费涨价机会，可关注卷烟、食品加工、纺织、医药（仅从宏观数据得到的结论，不含行业逻辑）等可能的涨价传导和盈利改善机会。

2.8 GDP：终局收官，决战“合理区间”

1) 今年经济增速在 4.5%-5.5% 可能是一个较为合理的区间。首先，过去 40 年，受疫情等特殊事件影响，中国只有两段时间 GDP 增速低于 4.5%，分别是 2020 年的 2.2% 和 20 世纪 80 年代末 90 年代初的 3.9%-4.2%。其次，稳增长的底线是稳就业，如果以疫后 2021 年的 GDP 两年复合增速对应当年的城镇新增就业，那么一个百分点对应 250 万城镇新增就业，今年城镇新增就业 1100 万人对应实际 GDP 增速应在 4.4%-5.5% 之间。

2) 经济增速落在 4.5%-5.0% 区间的概率较大。若以生产法测算为基准，4 月、5 月数据较差，6 月稳步恢复，则二季度 GDP 同比为 0.3%，全年完成 4.0% 难度不大，完成 4.5% 以上要付出一定努力，需要 Q3 和 Q4 GDP 同比在 6.3%-6.4% 左右。实现 5.0% 需要 Q3 和 Q4 GDP 同比在 7.1% 以上，实现 5.5% 需要 Q3 和 Q4 GDP 同比在 8.1% 以上，需要付出极大努力。

● 第三篇 守正出奇，掌局者赢

1、海外资产配置：短期与长期的抉择

我们认为 2022 年下半年海外大类资产配置顺序如下：短期来看，美元 > 原油 > 黄金 > 美债 > 美股；再往后，美元 > 美债 > 黄金 > 原油 > 美股。

在美联储持续加息以及美国经济相对欧洲较强的影响下，美元大概率将持续走强；俄乌冲突的持续将促使原油价格高位震荡，但随着经济放缓带来的需求减少，后续原油价格有望下降；美债目前已经反映较激进的紧缩路径，短期由于美联储保持鹰派，美债将会高位震荡，当美国经济增长放缓，美债下行空间将会打开；黄金价格由于美债利率走高受到压制，短期难有起色，当经济放缓、衰退担忧增加，黄金价格将会提升；美股面临美国经济增长下行和美联储持续加息的双重压力，后续来看，美股预计将会震荡下行。

2、国内资产配置：确定性与预期差的抉择

我们认为国内主线还是以稳增长为主，宏观政策加力加码，基本面趋于好转，因此总体看多股市、看空债市。但权益配置逻辑从“本手”和“妙手”（或可能的“俗手”）出发，有两条线索。第一，从“确定性”排序来看，应是基建 > 银行、地产 > 制造业 > 消费 > 科技，其中科技可能四季度机会更大；第二，若从“预期差”排序来看，则应是消费 > 科技 > 制造业 > 银行、地产 > 基建。当然，消费中的结构性涨价、困境反转等结构性机会可以作为介于“确定性”与“预期差”之间的折中选择。

注：正文结尾附中国各项宏观指标预测和全球经济预测

● 风险提示

全球通胀超预期，经济增速不及预期，模型测算有偏差。

正文目录

第一篇 困局之下，识局者生	9
第二篇 本手为基，破局者存	10
一、海外：破局仍难，地缘、滞胀、粮食风险延宕	10
1.1 疫情制约暂时减弱，各国防控逐渐“躺平”，仍要警惕变种风险	10
1.2 地缘政治约束仍在，俄乌冲突迁延日久，全球粮食危机若隐若现	12
1.3 美国制约仍存：通胀难退、美联储压力更增，中美关系仍存变数，但好在短期美国经济还无衰退风险	14
1.4 欧洲面临较大增量风险：欧洲滞胀风险加剧，欧央行紧缩之路进退维谷	18
1.5 新兴市场存在潜在风险：经济增长放缓，但债务危机或难重现	21
二、国内：稳步破局，本手为基，妙手未滿、亦有可期	21
2.1 疫情之困，稳中有“破”；国内疫情逐渐受控，常态核酸优于封控	21
2.2 地产之困，“本手”之策或是短期最优选择，预计地产有望逐步改善；但“妙手”仍难，预期差可能偏弱	25
2.3 消费之困：“本手”发力，“妙手”可期；疫情消退、超额储蓄积累、消费券加码将拉动社零 2.9 个百分点	29
2.4 政策之困：稳步破局，本手为基，妙手未滿、亦有可期	32
2.5 亦“入”亦“破”，韧性仍在：出口或将保持韧性下滑	42
2.6 基建掌局，制造业布局，“本手”延续，难言“妙手”，预期差或弱	43
2.7 通胀：关注 CPI 涨价的投资机会，也需警惕 PPI 回落偏慢	47
2.8 GDP：终局收官，决战“合理区间”	54
第三篇 守正出奇，掌局者赢	55
1、海外资产配置：短期与长期的抉择	55
2、国内资产配置：确定性与预期差的抉择	56
风险提示：	58

图表目录

图表 1 2022 年上半年宏观困境纵览.....	9
图表 2 奥密克戎成为全球主要毒株.....	10
图表 3 政府政策严格性指数迎来较大回落.....	10
图表 4 欧美等国疫苗接种率已经基本见顶.....	11
图表 5 欧美等国单日新增确诊病例逐步稳定.....	11
图表 6 全球国家对公共集会的限制程度.....	11
图表 7 部分国家入境要求.....	12
图表 8 俄乌冲突发生以来部分重要事件梳理.....	13
图表 9 俄罗斯主要出口商品占全球比重.....	14
图表 10 乌克兰主要出口商品占全球比重.....	14
图表 11 冲突发生以来全球原油价格高位震荡.....	14
图表 12 冲突发生以来全球粮食价格快速上升.....	14
图表 13 美国 5 月 CPI 超预期上行.....	15
图表 14 美国通胀正变得广泛而坚挺.....	15
图表 15 美国居民中长期通胀预期上升.....	16
图表 16 美国当前职位空缺数量仍显著高于疫情前.....	16
图表 17 拜登支持率下降较快.....	16
图表 18 美国库存同比增速已经放缓.....	17
图表 19 美国住房抵押贷款利率上升较快.....	17
图表 20 美国消费有望对经济增长提供支撑.....	18
图表 21 美国金融压力指数处于较低位置.....	18
图表 22 欧盟原油进口来源占比（2021 年）.....	18
图表 23 欧盟天然气进口来源占比（2021 年）.....	18
图表 24 近期欧元区通胀中能源项贡献最大.....	19
图表 25 欧元区工资增速相对较低.....	19
图表 26 欧元区消费者信心指数接近疫情初水平.....	19
图表 27 欧元区企业生产受高通胀负面影响.....	20
图表 28 欧元区商品贸易近期转为逆差.....	20
图表 29 新兴市场国家通胀压力巨大.....	21
图表 30 大部分新兴市场国家外债压力较低.....	21
图表 31 全球第四轮疫情收束.....	22
图表 32 我国 6 月基本恢复 2021 年“常态”水平.....	22
图表 33 地区核酸频次调整假设.....	23
图表 34 地区核酸频次调整假设.....	24
图表 35 不同情景下常态化核酸成本测算.....	24
图表 36 需求端放松类型.....	25
图表 37 高能级城市放松占比.....	25
图表 38 地产政策梳理.....	26
图表 39 各类经济体居民债务偿付比率变化情况.....	27
图表 40 2021 年 Q3 各国居民债务偿付比率.....	27
图表 41 爆发危机时债务指标的上限.....	27

图表 42 线性关系表征居民部门可支配收入占比	28
图表 43 不同久期下的偿债比率测算	28
图表 44 居民生活和消费半径回升, 指向地产销售开启回暖进程	28
图表 45 首付与按揭增速剪刀差回升指示居民购房意愿回升	29
图表 46 2022 年消费政策梳理	29
图表 47 省级促消政策与消费券覆盖行业	30
图表 48 城市促消政策与消费券覆盖行业	30
图表 49 2022 年 3 月以来消费券对消费的拉动	31
图表 50 2020 年消费券对消费的拉动	31
图表 51 一般公共预算收入季节性对比	32
图表 52 一般公共预算支出季节性对比	32
图表 53 政府性基金收支累计同比	33
图表 54 公共财政支出投向	33
图表 55 历年土地出让金收入累计同比	33
图表 56 专项债发行节奏靠前	33
图表 57 2022 年 5 月专项债投向明细	34
图表 58 2017-2022 年 4 月公共财政收支预算完成进度	34
图表 59 赤字率测算	34
图表 60 流动性总体充裕	36
图表 61 贷款利率整体小幅下降	36
图表 62 2021 年中以来银行负债成本测算	37
图表 63 2020-2021 年政策性贷款投向	37
图表 64 预计今年政策性银行新增贷款额度 2.5 万亿	37
图表 65 下半年社融增速预测	38
图表 66 居民债务收入比和杠杆率持续攀升	39
图表 67 中国企业还本付息压力还远低于日本	39
图表 68 央行通过调节外汇存款准备金率稳汇率	40
图表 69 2022 年金融监管政策梳理	41
图表 70 2022 年平台经济政策梳理	42
图表 71 全球主要经济体景气度仍高	43
图表 72 中国与东盟出口金额对比	43
图表 73 我国服装等低端产业被较多替代	43
图表 74 我国对美出口 2020 年后快速上升	43
图表 75 2022 年基建政策梳理	44
图表 76 2022 年重大投资项目增速为 12.0%	45
图表 77 2022 年基建投资资金来源最新测算	46
图表 78 2022 年基建自筹资金增速最新测算	46
图表 79 制造业利润承压限制投资扩产意愿	47
图表 80 “国强民弱”限制民企投资能力	47
图表 81 猪价持续上行, 预计下半年波动上行	48
图表 82 高频数据下原油价格高位震荡	48
图表 83 美国页岩油未完井数 (DUC) 持续下降	48
图表 84 全球供需平衡预测	49
图表 85 粮食存在涨价压力	50

图表 86 我国大部分粮食品种可自给自足.....	50
图表 87 2022 年通胀预测.....	50
图表 88 行业细项 CTIC 在历史上的分位数.....	51
图表 89 2021 年 6 月至今上中下游行业 CTIC 历史分位数.....	52
图表 90 PPI 细项向 CPI 细项传导能力测算.....	53
图表 91 CPI 食品细项向 PPI 细项传导能力测算.....	53
图表 92 二季度 GDP 0.3%情况下, 年底达到 4.0%对应的分季度增速.....	54
图表 93 二季度 GDP 0.3%情况下, 年底达到 4.5%对应的分季度增速.....	54
图表 94 二季度 GDP 0.3%情况下, 年底达到 5.0%对应的分季度增速.....	55
图表 95 二季度 GDP 0.3%情况下, 年底达到 5.5%对应的分季度增速.....	55
图表 96 2022 年下半年大类资产配置建议.....	56
图表 97 2022 年宏观主要指标预测.....	57
图表 98 WORLD BANK 对全球经济预测.....	57
图表 99 OECD 对全球经济预测.....	58

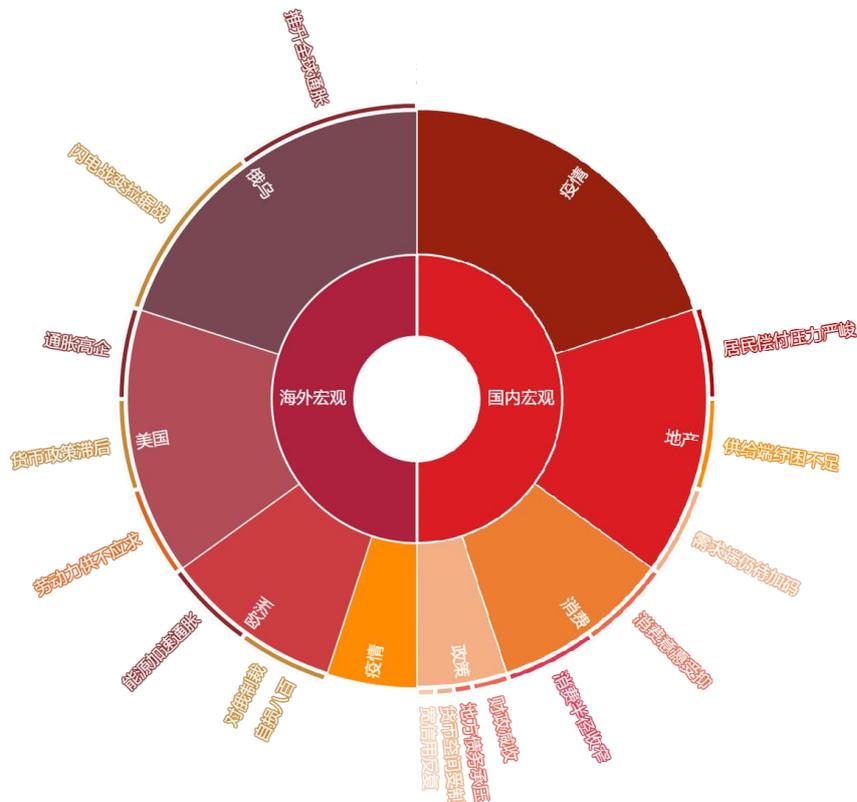
引言：常言道“人生如棋，天地为盘”，而棋盘又何尝不是国际局势与经济运行的缩影。上半年宏观经济运行这盘大棋遇到种种困局：外有俄乌冲突、“滞胀”风险、全球紧缩、粮食危机...，内有疫情反复、地产低迷、宽信用一波三折等。各国迎面挑战，纷纷出手应对。假如围棋上帝真的存在，他会如何判定上半年国际局势与经济运行这盘棋？本手、俗手、还是妙手？动态博弈之中，本手、俗手、妙手也并非绝对。**困局之下，识局者生，破局者存，掌局者赢。**本文围绕上半年遇到的困局，首先清晰“识局”；然后文章重点落在“破局”部分，逐一分析各项困局的“破局之路”，从中寻找确定性和预期差；最后以期“掌局”，试图给出能够守正出奇的投资机会。

第一篇 困局之下，识局者生

困局之下：宏观经济运行这盘大棋上半年遇到了种种困局，如海外俄乌冲突持续发酵，推高全球通胀，可能将全球推入“滞胀”深渊，“粮食危机”风险蔓延；美国通胀持续超预期，美联储“鹰声嘹亮”，美债利率居高不下，资本市场风险积聚且信心不足；国内看，3月以来疫情“倒春寒”席卷吉林、上海、北京、广东等地，社会经济活动骤然降温，经济下行压力加大；地产市场持续低迷，宽信用过程“一波三折”，警惕“资产负债表式衰退”风险呼声渐长；国内政策超前布局，但在各种制约之下，效果仍待进一步显现。

识局者生：4月29日中央经济工作会议指出“新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多”，强调“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”；5月25日《全国稳住经济大盘电视电话会》指出“困难在某些方面和一定程度上比2020年疫情严重冲击时还大”，“发展是解决我国一切问题的基础和关键，努力确保二季度经济实现合理增长和失业率尽快下降，保持经济运行在合理区间”，可谓清晰识局、识局者生。

图表 1 2022 年上半年宏观困境纵览



资料来源：牛津大学，Our World in Data，华安证券研究所绘制

第二篇 本手为基，破局者存

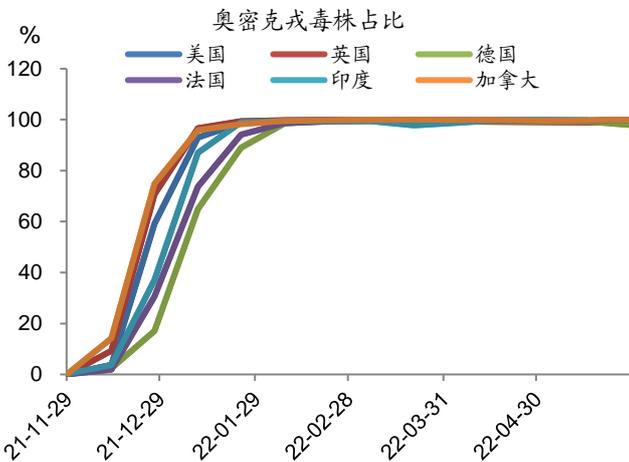
说到“破局”，文中我们借用围棋术语简单比喻各方面破局的可能性，即“本手、俗手、妙手”。所谓本手，指的是遵循规律，守正之道；妙手是出乎意料，出奇制胜；俗手是好高骛远，不利长远。百年未有变局之下，国内外经济政治形势更趋复杂，应对这些局面，有些可能是“假妙手”背后的“真俗手”，例如美联储后悔的“通胀暂时论”和落后通胀的紧缩；之于中国的稳增长之路，可谓“本手之上，妙手未足”。本手、俗手、妙手，并不是绝对的。面对各种硬约束，有时候“本手”是当下最好的选择，例如目前因城施策的地产宽松；欧洲“傻白甜”式地断绝俄罗斯能源供给，看似“俗手”的交换背后，可能是不得已的选择；“内忧外困”之下，中国下半年的稳增长政策能否出“妙手”，我们拭目以待。

一、海外：破局仍难，地缘、滞胀、粮食风险延宕

1.1 疫情制约暂时减弱，各国防控逐渐“躺平”，仍要警惕变种风险

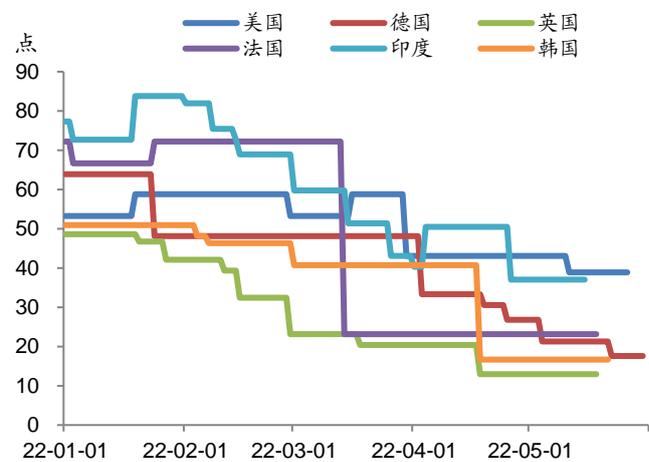
自奥密克戎在全球大范围传播，由于其传播力强，致死率相对较低，叠加各国疫苗接种率逐步上升，并考虑封锁对经济造成负面影响，海外各国很多放弃了对于疫情的严密管控。自2月1日丹麦率先宣布放弃对于疫情防控的相关要求以来，美国、欧洲以及部分亚洲国家陆续对相关的疫情防控进行了放松。根据牛津大学对于全球各国新冠疫情限制指数的跟踪，目前欧美等国对于新冠的政策限制程度明显下降，各国在国内不仅放开了公共场所活动与集会、解除了强制口罩令，同时也大幅放松了对于国际航班的入境要求，部分国家已不再强制要求入境隔离，防控政策思路逐步转向与疫情共存，感染病例数也在去年底达到高峰后逐步回落。从欧洲和美国来看，目前每日新增确诊基本稳定在20万例左右，在疫苗接种率基本触顶的背景下，整体疫情暂时趋于稳定。

图表 2 奥密克戎成为全球主要毒株



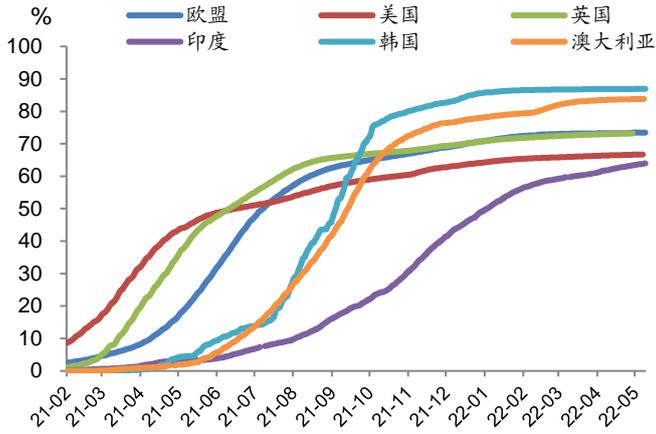
资料来源：Our World in Data，华安证券研究所

图表 3 政府政策严格性指数迎来较大回落



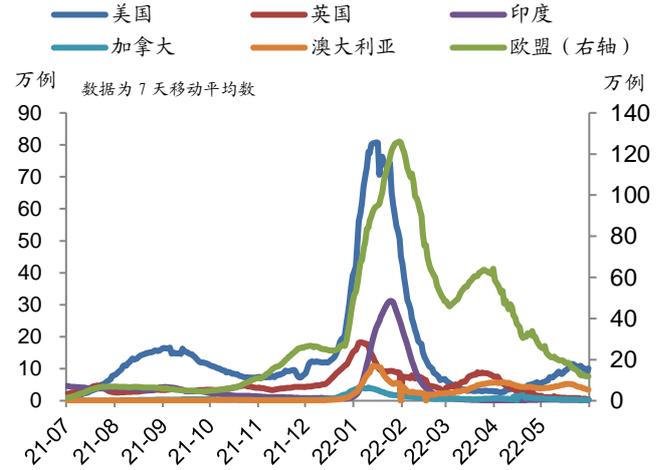
资料来源：牛津大学，Our World in Data，华安证券研究所

图表 4 欧美等国疫苗接种率已经基本见顶



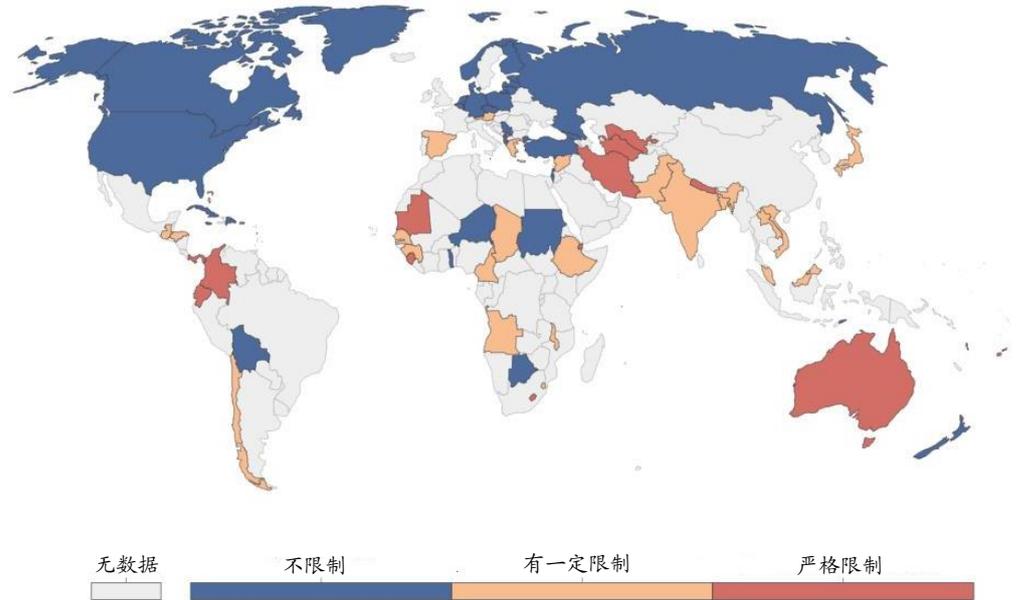
资料来源: Our World in Data, 华安证券研究所

图表 5 欧美等国单日新增确诊病例逐步稳定



资料来源: Our World in Data, 华安证券研究所

图表 6 全球国家对公共集会的限制程度



资料来源: 牛津大学, Our World in Data, 华安证券研究所

图表 7 部分国家入境要求

国家	入境相关要求
美国	6月12日开始，国际旅客入境美国前无需再提供新冠病毒阴性检测结果。
法国	自2月16日起将非欧盟国家分为“绿区”、“黄区”，来自“绿区”的旅客若已接种疫苗，入境无须隔离，无须提供登机前检测阴性报告，但须持有欧盟承认的疫苗接种证明；若未接种疫苗，入境需提供登机前72小时内核酸或48小时内抗原阴性报告，入境后无需随机进行检测，亦无须隔离。
英国	2022年3月18日凌晨4时起，英国取消所有因应新冠疫情的入境检疫措施，入境英国旅客不论是否完整接种疫苗，均不须提供登机前核酸阴性报告或于入境后进行居家隔离。
印度	1.自3月27日起，恢复各国飞往印度的国际商业航班。印度各州因疫情减缓，逐渐开放各类活动，学校、教育机构、餐厅、电影院等公共场所均已恢复正常运营，并无人数限制规定。 2.在搭乘国际航班入境印度前，需先在 Air Suvidha 网站上登录资料。若已经完整接种两剂新冠疫苗，可以“疫苗接种证明”上传至 Air Suvidha 网站以取代核酸检测报告。
澳大利亚	持各类有效澳大利亚签证且已完接种2剂澳大利亚政府认可疫苗可免申请“旅行豁免”入境澳洲，无法接种疫苗等特殊因素者必须申请“医疗豁免”。
新加坡	自2022年4月26日起，已完成疫苗接种的短期旅客旅客，不再需要申请“航空通行证”或入境许可，不再强制购买旅游保险（仍鼓励购买旅游保险），亦无须出示登机前阴性检测证明。短期旅客仅须出示完成疫苗接种证明，入境新加坡后免检测、免隔离，即可自由活动。
日本	日本政府将国家、地区分为“红”、“黄”、“蓝”3区。自2022年6月1日零时起，自“蓝区”入境日本者，无论是否接种疫苗，于入境时将不执行入境检疫，入境后无须居家隔离，但需提交入境前72小时内核酸阴性证明。

资料来源：美国国务院，CDC，华安证券研究所

但全球疫情事实上仍未结束，病毒传播尚未停止，新的变种毒株亦层出不穷。一些变异毒株拥有更强大的免疫逃逸能力，甚至能够躲过疫苗所产生抗体的“追杀”。世卫组织也不断发出警告，认为疫情可能在夏秋季节反弹，当前欧美国家的“躺平”式防疫是否能够持续、新增病例是否能够保持稳定还面临一定的不确定性，疫情的全球大流行对于经济发展仍有重要影响。

1.2 地缘政治约束仍在，俄乌冲突迁延日久，全球粮食危机若隐若现

自2月24日俄罗斯在顿巴斯地区开展特别军事行动以来，俄乌冲突已经持续超过100天。行动打响后，虽然俄罗斯一直占据着较为主动的态势，但是并未能如愿快速结束战斗，冲突局势由“闪电战”逐步演变成了“拉锯战”。西方国家则在其中到处“拱火”，不断向乌克兰提供军事援助，试图将冲突长期化。俄乌虽然进行了5轮谈判和一次线上会谈，两国外长也进行了会晤，但是始终无法达成一致，目前谈判已经暂停，何时重启仍未可知。

作为2022年上半年最大的地缘政治风险事件，俄乌冲突对于全球的政治、经济、能源产生了巨大的负面影响。冲突发生之后，西方国家对俄罗斯发动了多轮制裁，涵盖了经济、金融、能源和文化等多个领域，制裁的范围也越发广泛，最新的制裁已经涉及到能源项，欧盟已于5月30日通过对俄罗斯的第6轮制裁，要求立即禁止进口约70%的俄罗斯石油。俄罗斯方面，也对相应的制裁进行了反制，包括要求不友好国家和地区使用卢布结算进口的天然气、限制对制造半导体必需的氟气等惰性气体的出口等措施。西方国家与俄罗斯的相互制裁，不仅对俄罗斯造成了较大的伤害，对于世界的整体伤害同样巨大。

俄罗斯和乌克兰都是世界上重要的能源、农产品以及部分稀有原材料的出口国，其中俄罗斯是全球第2大原油出口国、第3大天然气出口国、第1大小麦出口国，还是重要的化肥出口国，乌克兰则号称“欧洲粮仓”，是全球第4大玉米出口国、5大小麦出口国、第1大葵花籽油出口国，两国在全球粮食以及能源领域地位至关重要。冲突发生以来，俄乌两国的相关产品出口无法顺利进行，全球原油价格高位震荡、粮食价格一路上涨。

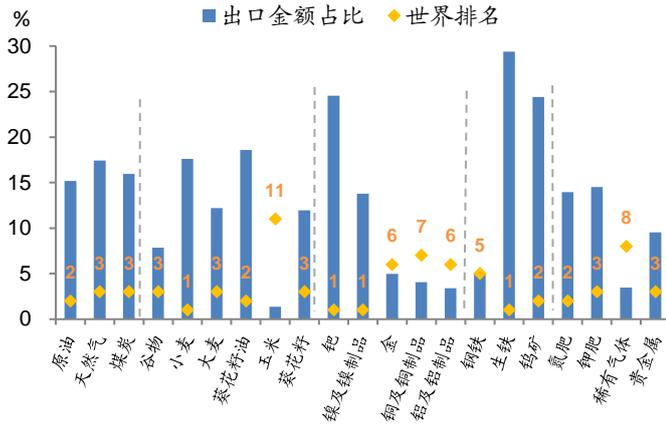
图表 8 俄乌冲突发生以来部分重要事件梳理

时间	重要事件
2月22日	普京宣布承认顿涅茨克人民共和国和卢甘斯克人民共和国；美国、英国、加拿大宣布对俄展开制裁。
2月24日	俄罗斯宣布开展“特别军事行动”，以对乌克兰进行“去军事化”和“去纳粹化”。
2月26日	欧美等国开启对俄新一轮大规模制裁，包含出口商品管制、将俄罗斯剔除出 Swift 结算系统、暂停“北溪2号”天然气管道、冻结俄罗斯相关机构及个人资产等措施。
2月28日	俄罗斯与乌克兰进行首轮会谈，俄要求承认其对克里米亚的主权、要求乌“去军事化”和“去纳粹化”，以及保证乌永远不会加入北约。乌要求俄罗斯军队全部撤出。
3月23日	俄罗斯宣布向不友好国家和地区供应天然气时将改用卢布进行结算。
3月29日	俄乌进行了第五轮谈判，也是截至目前为止最后一轮会谈，会谈无果而终。同时俄军撤出基辅周边。
4月14日	俄罗斯黑海舰队旗舰“莫斯科”号沉没。
5月9日	俄罗斯总统普京在胜利日演讲中敦促俄罗斯继续战斗，但未就在乌克兰的任何升级计划发言。
5月10日	美国国会众议院通过援助乌克兰法案，表示要向乌克兰提供价值400亿美元的军事、经济和人道主义援助。
5月18日	芬兰和瑞典正式申请加入北约。
5月30日	欧盟各国对第六轮对俄制裁方案达成一致，将立即覆盖70%的欧盟自俄罗斯进口的石油，并将在今年年底削减90%。
6月2日	俄罗斯工业和贸易部表示，在今年年底前，将限制氦气等惰性气体的出口，只有获得许可的地区，才能从俄企手中采购这些气体，氦气是制造芯片的一种关键原材料。

资料来源：新华网，参考消息网，央视新闻，澎湃新闻，华安证券研究所

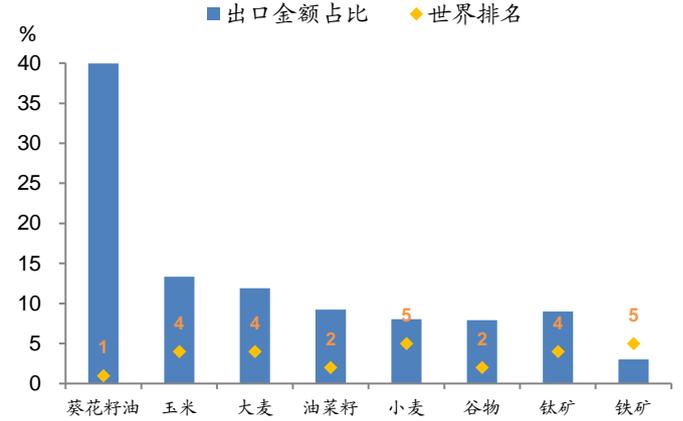
当前来看，俄乌冲突和平解决的曙光仍未到来，在欧美国家的推波助澜中，冲突有进一步恶化甚至长期化发展的趋势，其影响的不仅仅是俄乌及其周边国家和地区，更会对全球的政治、经济产生较严重的负面影响，尤其以粮食问题最为迫切，全球粮食危机若隐若现：第一，俄乌小麦、大麦出口占全世界总出口的28%、29%，冲突的发生和持续、西方国家对俄罗斯的各项制裁使得俄乌的粮食出口供应链受阻，联合国粮农组织称有将近2500万吨粮食滞留在乌克兰无法顺利出口；第二，冲突爆发后大量民众为躲避战乱放弃耕种，这让乌克兰的粮食播种与生产遭受较大影响，乌克兰预计今年粮食产量将会下降50%；第三俄罗斯还是全球重要的化肥出口国，作为农业生产必不可少的肥料，制裁带来的化肥价格上涨将会带动粮食生产成本的提高。因此，在俄乌冲突的催化下，全球粮食供给与出口将会大为减少，扩大全球粮食供需缺口，全球粮价上涨恐尚未结束。更为可虑的是，为保证自身国家粮食安全，部分国家已经率先行动，采取贸易限制措施，如印度等国已经禁止小麦等农产物出口，这反过来又加剧了全球粮食供需矛盾，进一步推高了全球粮食价格。这对部分非洲、亚洲的低收入国家将是致命打击，联合国世界粮食计划署于近期警告全球或将面临“二战后最大的粮食危机”。

图表 9 俄罗斯主要出口商品占全球比重



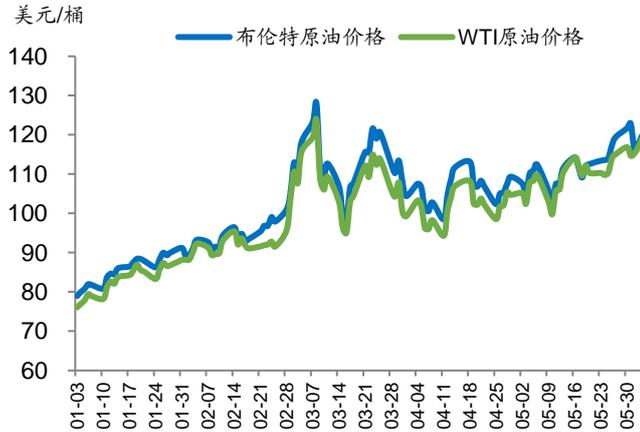
资料来源：UN Comtrade Database, 2020; TrendEconomy, 华安证券研究所

图表 10 乌克兰主要出口商品占全球比重



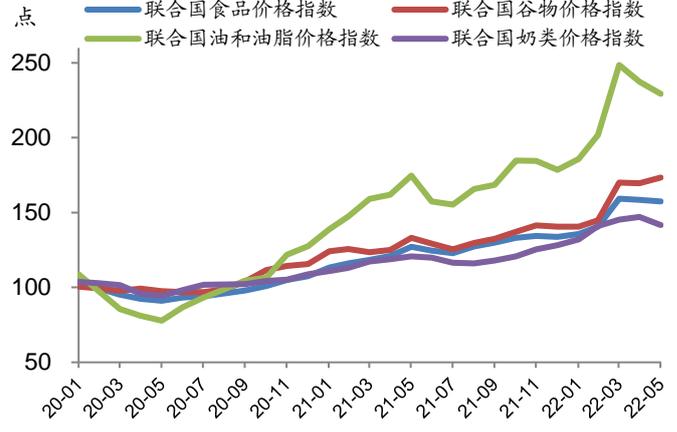
资料来源：UN Comtrade Database, 2020; TrendEconomy, 华安证券研究所

图表 11 冲突发生以来全球原油价格高位震荡



资料来源：Wind, 华安证券研究所

图表 12 冲突发生以来全球粮食价格快速上升



资料来源：Wind, 华安证券研究所

1.3 美国制约仍存：通胀难退、美联储压力更增，中美关系仍存变数，但好在短期美国经济还无衰退风险

(1) 美国通胀正在变得广泛而坚挺

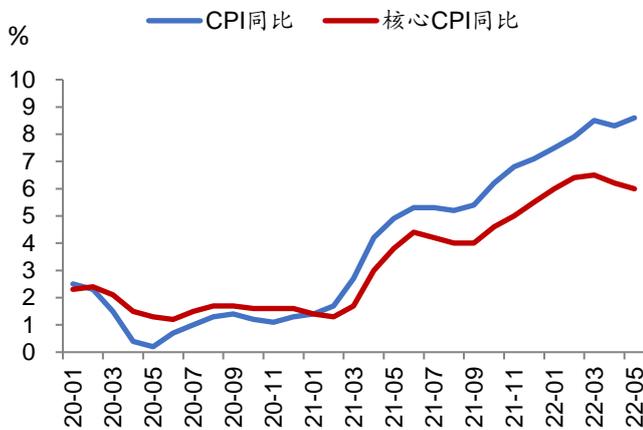
美国 5 月份 CPI 为同比增长 8.6%，环比增长 1.0%，核心 CPI 同比增长 6.0%，环比增长 0.6%。从通胀数据来看，几乎所有通胀分项都在上涨，显示美国通胀正在变得更加广泛，不确定性更高，我们预计 2022 年底美国通胀将保持在 6% 以上。

一方面，从能源与粮食项来看，俄乌冲突的持续进行使得国际原油以及粮食市场供给受到严重影响，供需缺口难以弥和，能源与粮食价格压力可能继续增大，相关通胀压力有增无减，5 月能源项通胀同比上升 34.6%，食品项通胀同比上升 10.1%。另一方面，从核心通胀上来看，受制于全球供应链修复缓慢，以及俄罗斯限制相关重要惰性气体出口，全球“缺芯”局面可能进一步恶化，生产受阻下美国新车价格预计将会上涨，并间接促使二手车价格重新上升，核心商品通胀预计将会持续上升。而以房租为主要构成部分的核心服务通胀，由于薪资不断上涨，预计将会持续走强，最终带动整体核心通胀保持坚挺。

总的来说，当前美国的通胀水平呈现出全面而广泛的特征，通胀上升已经“传染”至几乎所有的生活门类之中。地缘政治风险的延宕使得大宗商品与粮食价格的不确定性大大

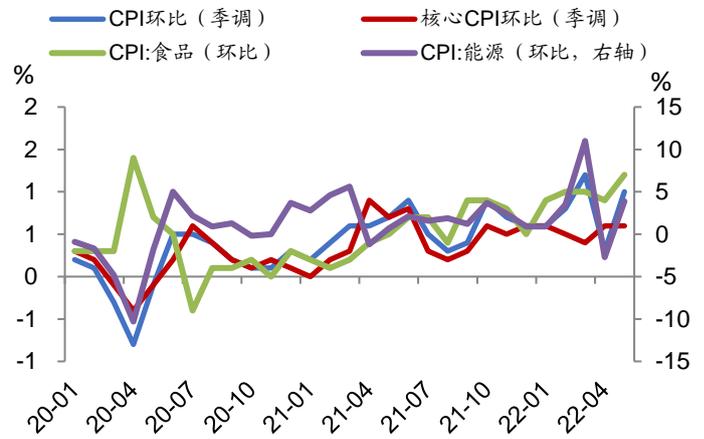
提高，通胀预期将难以有效锚定，促使企业有动力进行提价，来保证自己的利润。供应链的修复缓慢以及服务消费的持续恢复，带动核心商品与核心服务通胀短期内“高烧难退”，进而带动美国总体通胀高位徘徊。

图表 13 美国 5 月 CPI 超预期上行



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 14 美国通胀正变得广泛而坚挺



资料来源: Wind, 华安证券研究所

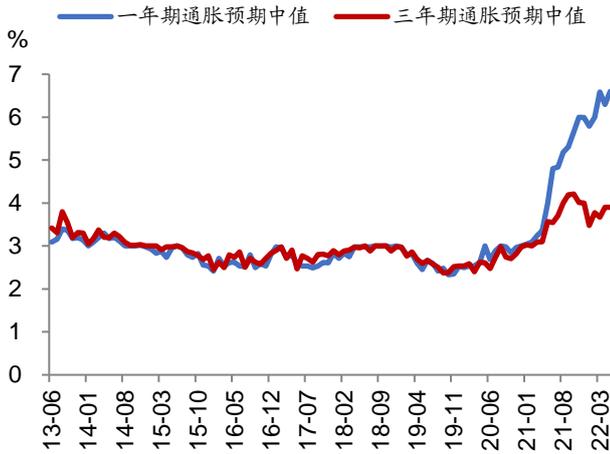
(2) 警惕高通胀压力下美联储超预期紧缩可能

由于高企的通胀和强劲的劳动力市场，本轮美联储加息、缩表速度相较于以往都有所加快。加息方面，每次以 50bp 为步长，节奏上也是每月进行。缩表方面，于 6 月 1 日开始正式实施，并设定了每月缩减 600 亿美元国债和 350 亿美元 MBS 的上限，最快在 3 个月内达到，幅度几乎是上一轮缩表时的两倍。(具体影响可参考报告《美国会再迎来“沃洛克时刻”么？——美联储本轮加息路径及影响推演》、《除了加息，我们还需要担忧美联储缩表吗？》) 目前来看，6-7 月份美联储还会连续加息 50bp，以打压通胀预期、抑制需求。虽然鲍威尔在 5 月份的 FOMC 会议上表态较为温和，没有更加鹰派的内容，但是在高通胀回落缓慢、劳动力市场火热强劲以及美国面临中期选举的三重压力下，考虑到疫情以及俄乌冲突恶化的可能，需要警惕美联储在下半年超预期紧缩的风险。

从通胀角度来看，若通胀持续超预期上行，则会对居民的通胀预期产生影响，这将会大大增强美联储控制通胀的难度。纽约联储最新的调查显示，美国居民一年期通胀预期中值达到 6.6%，较上月的 6.3% 再度回升；三年通胀预期中值则维持在 3.9% 相对高位，显示民众对于长期通胀水平抬升的预期正在提升。若疫情或者俄乌冲突产生向超预期的恶化方向发展，也将会对全球的供应链、能源以及粮食价格产生负面冲击，届时美国通胀回落将更为困难，从而迫使美联储超预期持续紧缩。

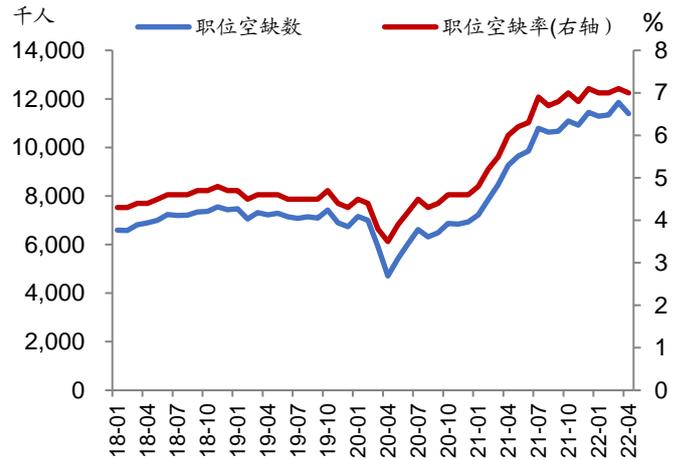
从就业市场来看，5 月美国新增非农就业 39 万人，远超市场预期，显示美国就业市场仍保持较强的韧性。其中时薪同比上涨 5.2%，较上月下降 0.3 个百分点，增速较前两个月继续放缓，“工资—价格螺旋”有一定缓解。但这个增速较疫情前仍高，最为关键的是，4 月 LOJTS 职位空缺数仍有 1140 万，每一个劳动力对应 1.9 个工作岗位，劳动力市场供不应求现象仍然突出。劳动参与率较疫情前仍有 1.1 个百分点的差距，在劳动参与率提升乏力的背景之下，后续工资上涨的压力依旧较大，这会让更具粘性的服务通胀保持坚挺，带动美国的通胀水平持续处于高位。

图表 15 美国居民中长期通胀预期上升



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 16 美国当前职位空缺数量仍显著高于疫情前

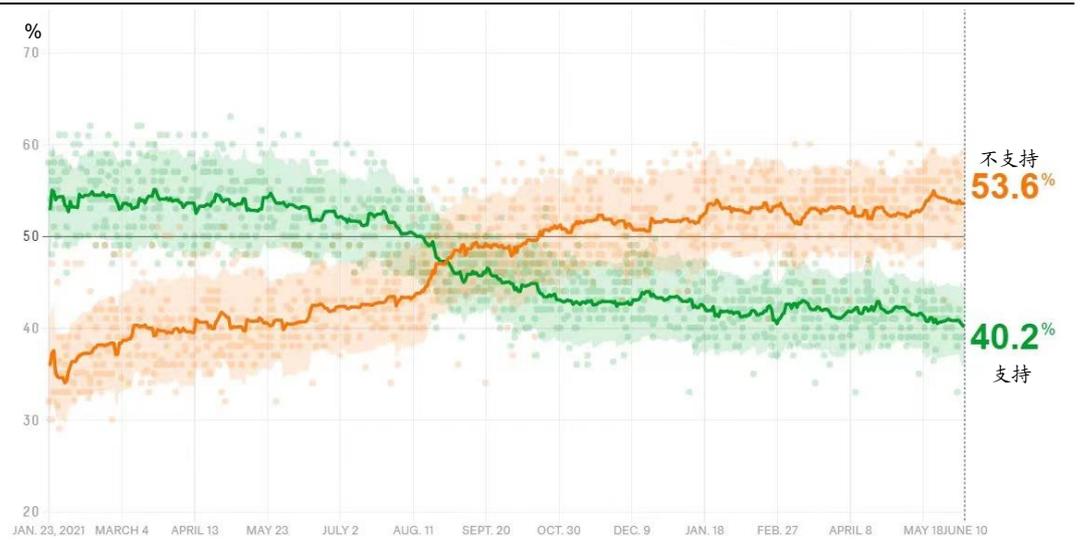


资料来源: Wind, 华安证券研究所

(3) 美国中期选举之前中美关系、美联储政策仍存不确定性

下半年美国将举行中期选举,从当前的情况来看,民主党面对的局面较为不利。从最新的民调来看,美国民众目前对于当前的通胀水平感到非常不满,拜登政府的支持率目前已经从就任之初 55% 的高点跌至 40%,几乎是历任总统里最低。为迎接即将到来的选举,拜登政府一方面通过在外交事务上制造话题,不仅在俄乌冲突中四处“拱火”,更是不断地采取各种行动来对中国进行围追堵截,恶化中美关系,以期转移话题;另一方面,近期拜登罕见的同美联储主席鲍威尔会面,讨论通胀问题。虽然表示尊重美联储的独立性,但是在会面前拜登又撰文表示美联储“肩负控制通胀的主要责任”。在此情况之下,美联储不仅面临着通胀方面的压力,还面临来自白宫的政治压力,若中期选举局势进一步恶化,相关压力将进一步增加。

图表 17 拜登支持率下降较快



资料来源: FiveThirtyEight, 华安证券研究所, 数据截止 2022 年 6 月 13 日

(4) 经济增长逐级而下,但短期暂无衰退风险

新冠疫情后,由于实施了大规模的货币与财政刺激,美国居民资产负债表迅速修复,

在耐用品消费和房地产市场的带动下，经济快速复苏。2022年一季度美国 GDP 虽然环比负增长，大幅低于市场预期，但是同比增长 3.6%，仍是近年来较好水平。往后看，虽然在当前财政刺激已经退坡，美联储也以 20 余年未见的速度进行快速加息缩表，美国经济增长速度将会逐渐放缓，呈现出逐级而下的局面，但短期内还无需考虑衰退风险。世界银行近期将 2022 年美国 GDP 增长下调 1.2 个百分点至 2.5%。具体看：

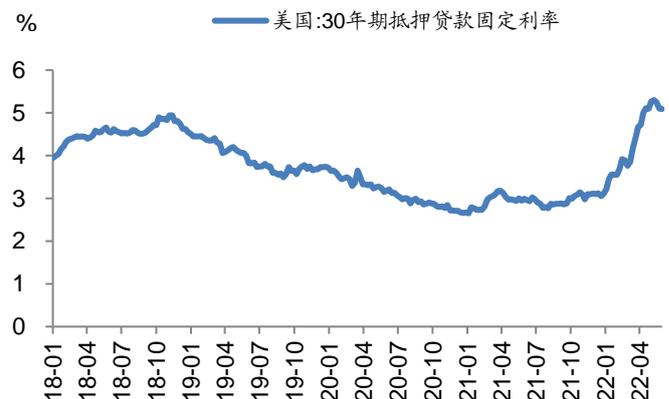
第一，私人投资大概率将逐步回落，加息之下，地产需求受到压制，叠加财政支出减少，共同拖累美国经济增长。从美国一季度 GDP 数据来看，私人投资环比增加 2.3%，去年四季度为 36.7%，下降幅度较为明显。虽然当前相关投资仍在继续增长，但是后续增长速度预计将有较为明显的放缓。一方面，从库存投资来看，疫情初期，由于居民需求旺盛，在长鞭效应¹的主导下，美国企业积极补库存。但随着疫情控制的放开，美国居民的商品需求减弱，美国企业积极补库存的意愿和动力将会逐步减弱，长鞭效应将会逆转。近期美国零售业巨头们纷纷面临高库存压力，后续美国库存投资大概率会迎来回落；另一方面，美国房地产投资下半年预计也将回落。疫情初期由于金融条件放松，美国居民对于房屋的需求快速提升，带动了地产的投资。但是后续伴随着美联储的不断加息，美国住房贷款利率不断提升，目前 30 年的抵押贷款利率已经超过 5%，较疫情期间最低点几乎翻倍，更高的利率压制了居民的购房意愿，从而会对地产的销售与投资产生负面影响。此外，目前美国财政刺激政策逐步退出，拜登政府的财政计划屡屡受阻，相关财政支出恐难以持续扩张，也会对经济增长形成一定拖累。

图表 18 美国库存同比增速已经放缓



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 19 美国住房抵押贷款利率上升较快



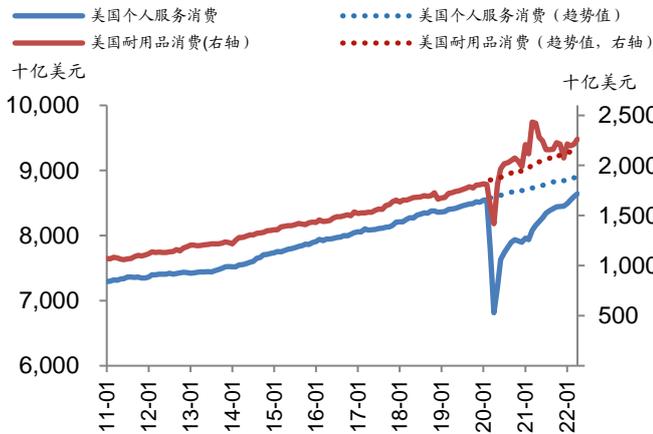
资料来源：Wind，华安证券研究所

第二，居民服务消费不断提升，耐用品的消费也保持一定韧性，对经济增长有一定的支撑，经济增长短期无衰退风险。疫情的发生使得美国的耐用品消费大增，推动了经济的快速复苏，而服务消费则受限于疫情，占比远低于历史均值。但今年以来，美国开始放松疫情管制，相关的服务消费正在逐步回归，美国的非农就业数据中也显示今年以来酒店与服务行业的新增就业占比接近 20%。与此同时，虽然与病毒共存，但是疫情仍未结束，因此耐用品的相关消费并未出现大幅度下滑，预计将保持一定韧性。当前美国居民的工资上涨较快，金融条件仍然较宽松，这将对由财政补贴退坡导致的居民部门收入下滑起到一定的补充作用。总体来看，居民部门整体资产负债表比较健康，将会推动消费继续增长。考虑到消费在美国经济中的比重将近 70%，消费的继续增长将会对美国经济增长起到一定的

¹ 即商品生产供应链上各方通过增加订购、提前订购和囤积生产投入品来应对感知到的潜在短缺。但这样的结果是加剧了初始的短缺，陷入恶性循环。

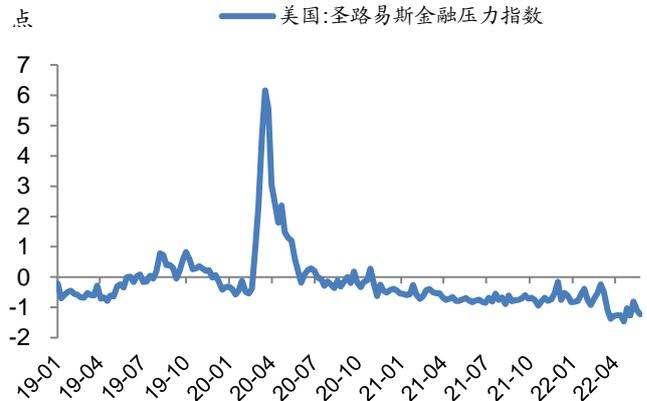
支撑作用，从而对冲相关投资减少对经济增长的负面影响，短期内美国经济暂无衰退风险。

图表 20 美国消费有望对经济增长提供支撑



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 21 美国金融压力指数处于较低位置



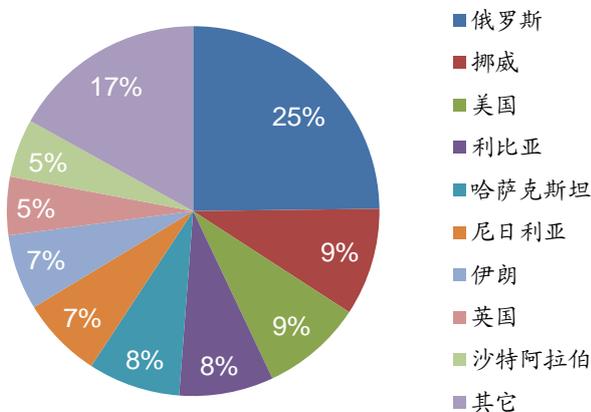
资料来源：Wind，华安证券研究所

1.4 欧洲面临较大增量风险：欧洲滞胀风险加剧，欧央行紧缩之路进退维谷

(1) 俄乌冲突恶化欧洲通胀前景，滞胀风险加剧

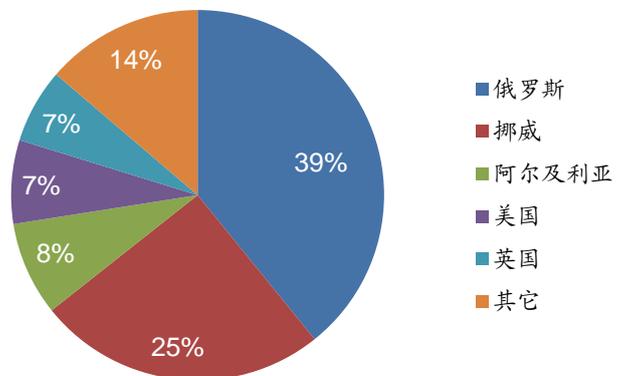
俄乌冲突发生以来，欧洲的通胀形势迅速恶化。一方面，欧盟的能源供应与俄罗斯绑定较深，俄罗斯是欧盟最大的石油与天然气供应方，分别占其总进口的 24.8% 与 39.2%。冲突爆发后，原油与天然气价格上涨较多，推动通胀水平快速上升，2022 年 5 月份欧元区 HICP (调和 CPI) 同比上升 8.1%，能源项更是同比上升 39.2%，为有记录以来最高水平；另一方面，在最新的第 6 轮制裁中，欧盟将在 6 个月内停止购买俄罗斯海运原油 (约占全部比重 2/3)，并将在今年年底前减少从俄罗斯进口石油的 90%。正在起草的第 7 轮制裁若涉及对俄天然气进口，那么欧盟的通胀形势将会更加恶化，欧央行也在 6 月大幅上调 2022 年通胀率 1.7 个百分点至 6.8%。

图表 22 欧盟原油进口来源占比 (2021 年)



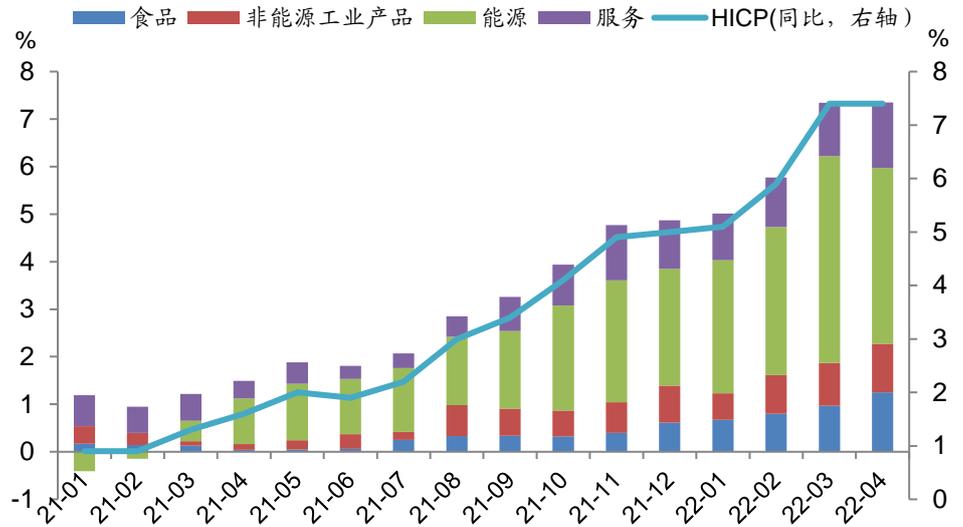
资料来源：欧盟统计局，华安证券研究所

图表 23 欧盟天然气进口来源占比 (2021 年)



资料来源：欧盟统计局，华安证券研究所

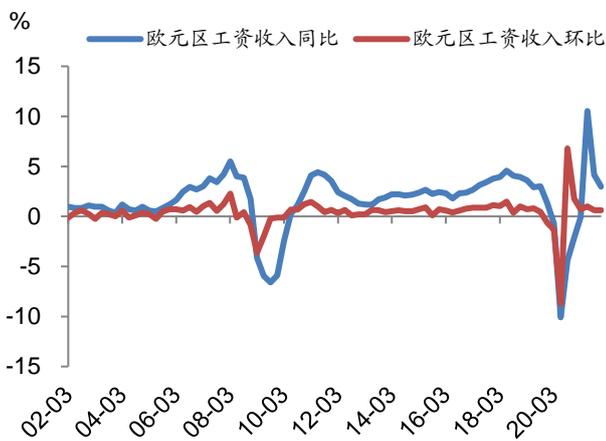
图表 24 近期欧元区通胀中能源项贡献最大



资料来源：欧盟统计局，Wind，华安证券研究所

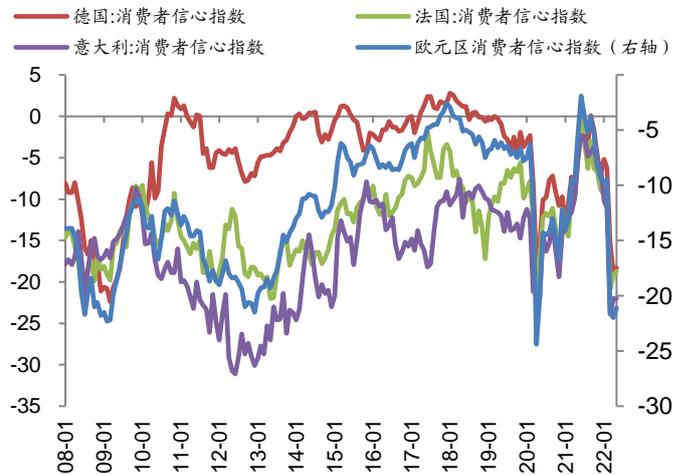
在高企的通胀之下，欧元区居民的收入不断受到侵蚀，企业盈利也受到负面影响，能源进口价格的抬升更是恶化了其贸易账户，经济增长前景更加黯淡。从居民消费来看，虽然有一定的超额储蓄，但欧元区居民的工资收入增速并不高，在高企的通胀之下，居民实际收入大为缩水，消费者信心指数也不断走低。

图表 25 欧元区工资增速相对较低



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 26 欧元区消费者信心指数接近疫情初水平



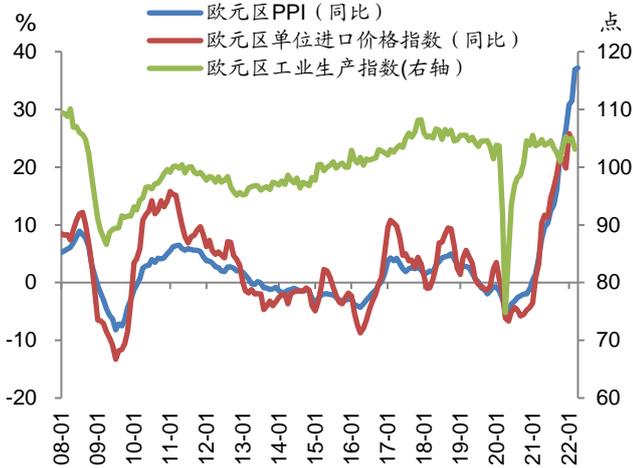
资料来源：Wind，华安证券研究所

从企业端来看，大宗商品价格上涨使得企业的生产成本提升，侵蚀企业利润，供应链的堵塞也会严重影响企业的生产。2022年4月份欧元区PPI同比上升37.2%，进口价格指数同比上升24.7%，是历史上最高点的4倍有余，且上升趋势仍未结束。叠加供应链迟迟未能恢复，近期欧元区工业生产增长乏力。

从进出口方面来看，作为欧元区经济增长的火车头，过去德国因其制造业相对较强，因此向世界各地出口了大量的机械设备、医药产品以及汽车，带动整个欧元区的经常项目大多数时候都处于顺差。但是俄乌冲突爆发以来，欧元区主要进口的原油、天然气等商品

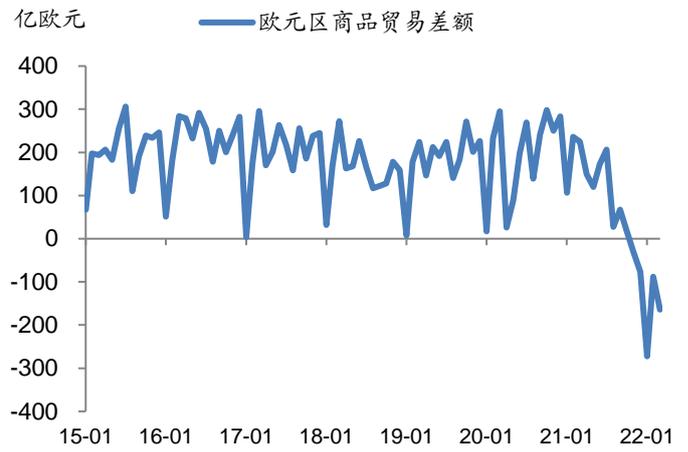
价格大幅上涨，而主要出口的机械以及汽车产品由于供应链堵塞以及生产成本的提高受阻，2021年11月以来欧元区经常项目已经转为逆差。若后续俄乌冲突或者疫情发生恶化，或者后续对俄制裁力度持续加大，导致欧元区通胀继续走高，将对欧元区的经常项目贸易产生负面影响，最终拖累欧元区经济增长，欧央行近期下调2022年欧元区经济增长率0.9个百分点至2.8%。

图表 27 欧元区企业生产受高通胀负面影响



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 28 欧元区商品贸易近期转为逆差



资料来源: Wind, 华安证券研究所

(2) 欧央行紧缩之路进退维谷

在6月份的会议上，欧央行宣布停止资产购买计划（APP），正式开启货币政策正常化。声明表示，欧央行将于7月份加息25bp，并预计9月份继续提升关键利率，具体的提升幅度则取决于最新的通胀预期，若通胀形势恶化，则有可能实施更大幅度的加息。这显示在不断提升的通胀压力下，欧央行不得不提升利率水平进行应对，其实行了8年之久的负利率政策也将在今年三季度迎来终结。结合欧央行行长拉加德最新的表态来看，考虑到绿色转型过程带来的全球化石能源的投资减少、逆全球化带来的供应链重组等因素，欧元区的通胀中枢将会高于疫情之前，这使得欧央行有必要回到正常化的货币政策路径之中。但与美国不同，欧元区当前面临的通胀最主要的是输入性的能源通胀，并非是需求端带来的通胀压力，这使得加息等紧缩性的货币政策作用有限，欧央行面临两难抉择，紧缩之路进退维谷。

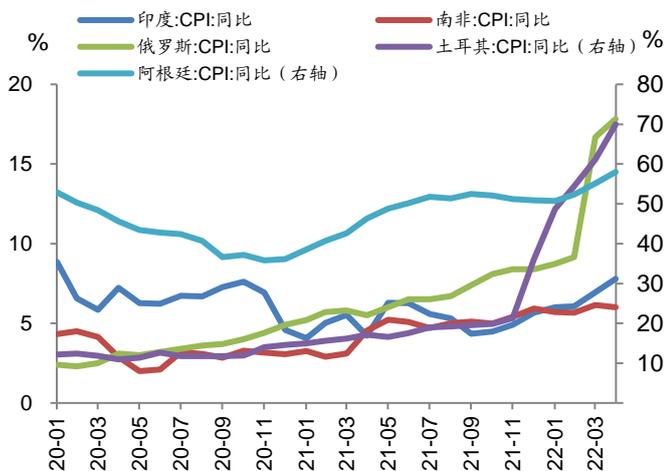
后续来看，由于短期内俄乌冲突没有明显缓解，后续仍存变数，欧元区通胀水平预计仍将继续抬升，这将为欧央行在9月份加息50bp提供较为充足的动力。高企的能源成本、贸易条件的恶化以及高通胀对个人收入的侵蚀，将导致后续欧元区经济前景进一步恶化。同时欧洲部分国家债务高企，过快的加息将会使得这些国家偿债压力大为提升，给欧央行接下来的加息带来较大阻力。其声明中表示将会保持货币政策实施的可选性、数据依赖性、渐进性和灵活性，这意味着，欧央行预计将会密切关注欧元区的相关通胀与经济数据，若经济增长下滑较快，欧央行将会放缓加息脚步。但作为以通胀为单一目标制的央行，欧央行将会对通胀保持高度警惕，若一旦通胀持续上升，并从能源通胀扩散至更多行业，导致通胀预期失去锚定，那么较大幅度的紧缩将不可避免。

1.5 新兴市场存在潜在风险：经济增长放缓，但债务危机或难重现

疫情前两年，受益于发达国家的需求恢复，新兴市场国家的大宗商品、原材料以及耐用品出口保持旺盛，促进了其国内经济的发展。但往后看，促进其经济增长的动能正在逐渐放缓或消失，一方面，在美联储以及欧央行的加息之下，欧美国家的经济也将进一步放缓，对于原材料以及相关商品的需求也将随之进一步下降，从而对新兴市场国家经济发展产生拖累；另一方面，为了应对美联储的加息可能导致的资本外流、维护自身汇率稳定、打击通胀，新兴市场国家不得不在美联储加息之前“抢跑”，其中阿根廷央行今年以来5次加息，累计幅度超过1000bp，巴西、墨西哥、智利等央行也均加息超过300bp。但在美联储较快的加息下以及内部不断走高的通胀压力下，新兴市场国家的加息进程可能还将继续。因此，新兴市场国家的经济发展将会受到内外双重压力。考虑到俄乌冲突和疫情传播尚未结束，下半年的经济增长速度将会进一步减弱。世界银行近期将新兴市场2022年全年经济增长率下调1.2个百分点至3.4%。

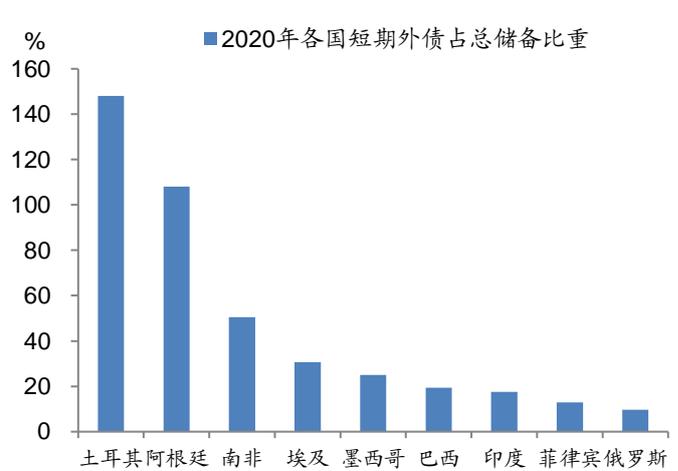
债务方面，在过去几轮美联储加息过程中，由于国际资本流出以及利率的抬升，部分新兴市场因此面临较为严重的债务危机，并引发其国内政治经济大幅动荡。从当前的情况来看，由于过去两年累积的经常项目顺差，新兴市场国家外部债务占比逐步降低，除土耳其与阿根廷外，大部分国家的短期外债占其外汇储备的比重皆低于40%，外债偿付储备较为充足，虽然可能面临偿债压力上升，但大规模的债务危机或难重现。

图表 29 新兴市场国家通胀压力巨大



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 30 大部分新兴市场国家外债压力较低



资料来源：Wind，华安证券研究所

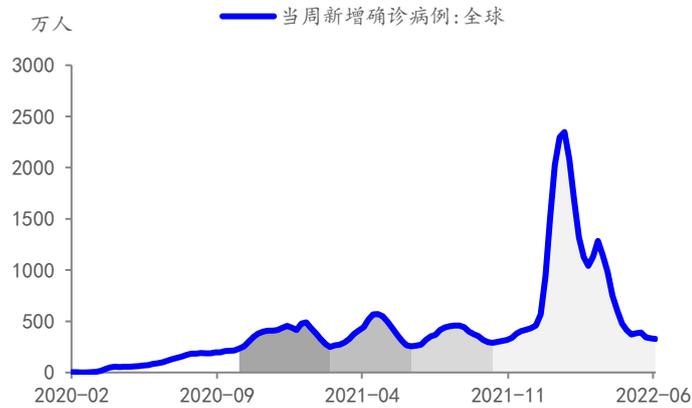
二、国内：稳步破局，本手为基，妙手未及，亦有可期

2.1 疫情之困，稳中有“破”；国内疫情逐渐受控，常态核酸优于封控

5月伊始全球范围第四轮疫情逐步收束，本月我国疫情基本受控但少数地区仍有反复。5月全国新增确诊病例7547例、环比下降91.3%，新增无症状感染者59409例。继一季度疫情形势较严峻的吉林、广东等地区得到较好控制后，5月末上海实现社会面清零并稳步推进复工复产。疫情政策仍是动态清零，但表述更积极。6月9日国家卫健委表示“根

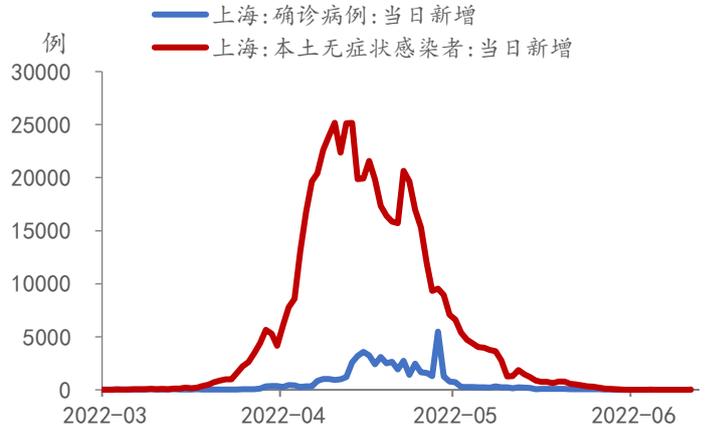
据疫情防控需要，科学指定核酸筛查策略，避免盲目扩大范围开展全员筛查”，6月11日习近平总书记视察四川时强调“要毫不动摇坚持‘动态清零’总方针”。二十大胜利召开前，预计“动态清零”仍将延续，我们中性假设认为6月疫情逐步受控、下半年不会发生大规模扩散。

图表 31 全球第四轮疫情收束



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 32 我国 6 月基本恢复 2021 年“常态”水平



资料来源：Wind，华安证券研究所

优化常态化防控措施将成为下半年重要的疫情主线。根据防疫态势，科学化检测频次，优化防疫资源、成本和效率。

上海、杭州、深圳、武汉等多地均已正式实施常态化核酸检测。随着全国疫情趋缓，实施常态化核酸政策的各地区可能陆续调降常态化核酸检测频次。一方面出自各地区实际疫情风险现状的考量，另一方面也有地方财政压力的考量。5月26日国家医保局明确提出“不得用医保基金支付大规模人群核酸检测费用”，指向地方财政趋紧，适当放宽调整检测频次有利于减轻财政压力。

6月1日，上海宣布调整常态化核酸检测频次，进入有明确防疫要求的公共场所和搭乘公共交通工具的人员，所须持有的核酸检测阴性证明时限由48小时调整为72小时。更早之前，杭州、深圳、江苏苏州等地均已将常态化核酸检测频次由原先的48小时调整为72小时。更进一步的，部分低风险地区根据本地疫情形势继续放宽常态化核酸检测频次，如江西南昌将普通人群的检测频次由原3天调整为7天，江西新余普通人群则由原3天调整为10天。

图表 33 地区核酸频次调整假设

城市	起始日期	频率 (天)	频率变化	具体政策要求
上海	2022/6/1	3	原 2 天调整为 3 天	自 6 月 1 日零时起, 进入有明确防疫要求的公共场所和搭乘公共交通工具的人员, 须持 72 小时内核酸检测阴性证明。
嘉兴	2022/6/1	3	原 2 天调整为 3 天	进入重点场所需出示 72 小时核酸检测阴性证明
宁波	2022/6/1	3	原 2 天调整为 3 天	全市范围内居民及其他在甬人员常态化核酸检测频次由 48 小时调整为 72 小时。
绍兴	2022/5/31	3	原 2 天调整为 3 天	全市居民需每 7 天进行一次核酸检测, 同时进入重点场所需出示 72 小时核酸检测阴性证明。
台州	2022/5/30	3	原 2 天调整为 3 天	进入有明确防疫要求的公共场所和搭乘公共交通工具的人员, 须持 72 小时内核酸检测阴性证明。
盐城	2022/5/28	3	原 2 天调整为 3 天	市民进入机关企事业单位和公共场所须提供“72 小时核酸检测阴性证明”
杭州	2022/5/27	3	原 2 天调整为 3 天	进入重点场所需出示 72 小时核酸检测阴性证明
新余	2022/5/21	10	普通人群原 3 天调整为 10 天	医疗机构、隔离场所、冷链相关企业等重点场所从业人员实行 1 天 1 检。对宾馆酒店、公共交通、餐饮服务等高风险暴露人群调整为实行 3 天 1 检; 普通人员实行 10 天一检。
南昌	2022/5/20	7	原 3 天调整为 7 天	人群区分检测要求, 即重点场所人群 1 天, 高风险暴露人群 3 天, 普通人群 7 天
北京	2022/5/12	2	疫情下: 7 天调整为 2 天	进入党政机关企事业单位及其他社会单位、商务楼宇、餐饮饭店等公共场所, 须查验 48 小时内核酸检测阴性证明。
抚州	2022/5/11	7	原 3 天调整为 7 天	非重点岗位、非特殊行业、非公共场所及非暴露型服务行业的普通人群等已由 3 天 1 检变为 7 天 1 检; 重点场所从业人员 1 天 1 检, 高风险暴露工作人员 3 天 1 检。
苏州	2022/5/6	3	原 2 天调整为 3 天	市民凭 72 小时以内核酸检测阴性证明, 进入单位、小区、公共场所和乘坐公共交通。按照重点区域每天一检、风险区域两天一检、其他区域三天一检原则常态化推进核酸检测。
珠海	2022/4/15	3	原 2 天调整为 3 天	所有人员(中小学生及儿童除外)进入住宅小区、室内公共场所和乘坐公共交通工具, 调整为持 72 小时内核酸检测阴性证明, 或核酸采样证明。
武汉	2022/4/11	3	原 2 天调整为 3 天	湖北省类无本土疫情地市所在城区, 进出公共场所乘坐公共交通工具等需提供 72 小时核酸检测阴性证明。
深圳	2022/4/5	3	原 2 天调整为 3 天	进入公共场所等需出示 72 小时内核酸阴性证明

资料来源: 各地卫健委、本地宝, 华安证券研究所

部分地区财政不继续支付核酸检测费用、常态化核酸成本由居民自费承担, 但目前多数地区核酸检测费用的承担者仍为地方财政。5 月 30 日四川阆中发布通告称按照愿检尽

检原则自愿检测，居民自觉自费检测（3.50元/人次）。上海有关负责人称上海常态化核酸检测点的检测服务免费至6月30日。但目前绝大多数地区的核酸检测费用仍是由地方财政兜底，未来是否全面实行居民自觉资源自费检测，与各地地区的实际疫情风险及自费政策的接受效果密切相关。

根据目前各地常态化核酸检测的频次及相关要求，对频次调整所能节约的成本费用计算假设如下：①测算人数范围：按一二线城市总人口计算，约为5亿。②单价：单检16元/份、多人混检5元/份。将单检：混检的比例划分为0：10、2：8、5：5这三种情况，分别对应的加权平均检测单价为：5.0元/人，7.2元/人，10.5元/人。③核酸频次及差异化频次调整：根据城市过去一个月（5月）涉疫情况及人口流动情况进行区分。此外，鉴于各地区实际调整政策，认为地区经济发展水平和人口流动程度较高的地区，即便为低风险地区，检测频次仍最多放宽至3天。由此测算出，频次调整前的加权平均检测频率为2.4天/次，每月13次；频次调整后的加权平均检测频率为3.4天/次，每月9次。④时间范围：下一阶段常态化疫情防控阶段，年内共7个月。⑤计算方法：检测单价*每月频次*涉及人数*月份。

图表 34 地区核酸频次调整假设

过去一个月涉疫情况	地区疫情风险程度	核酸频次	人口占比
涉及疫情	高风险	2天	0.1
	中风险	2天调整至3天	0.7
	低风险	2天调整至3天	
未涉及疫情	低风险	3天调整至7天	0.1
	过去两个月未涉及疫情	低风险	7天

资料来源：Wind，华安证券研究所测算

基于上述假设，我们设想下半年常态化核酸政策在一二线城市铺开，且各城市按照实际疫情风险防控进行差异化的核酸检测，则核酸检测成本为**3332**亿元、占公共财政收入**1.65%**；调降检测频率后，则核酸检测成本下降至**2287**亿元、占公共财政收入**1.13%**；若**20%**城市采取居民自费政策，则核酸检测成本进一步下降至**1814**亿元、占公共财政收入**0.90%**。

图表 35 不同情景下常态化核酸成本测算

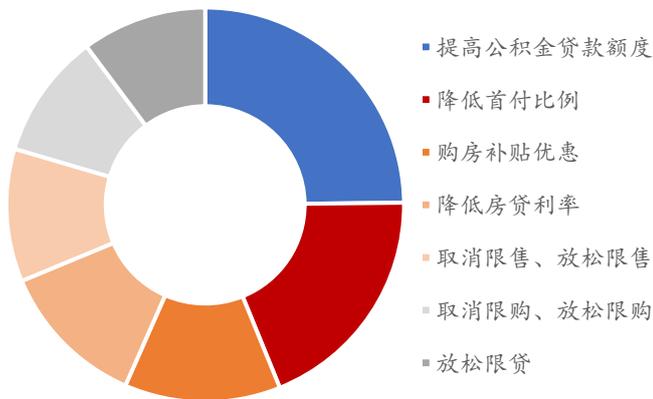
	频次调整前	频次调整后	20%城市自费
单检：混检的比例	2：8	2：8	2：8
平均检测单价（元）	7.2	7.2	7.2
每月频次（次/月）	13	9	9
涉及人数（亿人）	5	5	4
总时间范围（月）	7	7	7
每月费用（月/亿元）	476	327	259
年内总费用（亿元）	3332	2287	1814
核酸检测费用占GDP比例	0.29%	0.20%	0.07%
核酸检测费用占公共财政收入比例	1.65%	1.13%	0.90%

资料来源：Wind，华安证券研究所测算

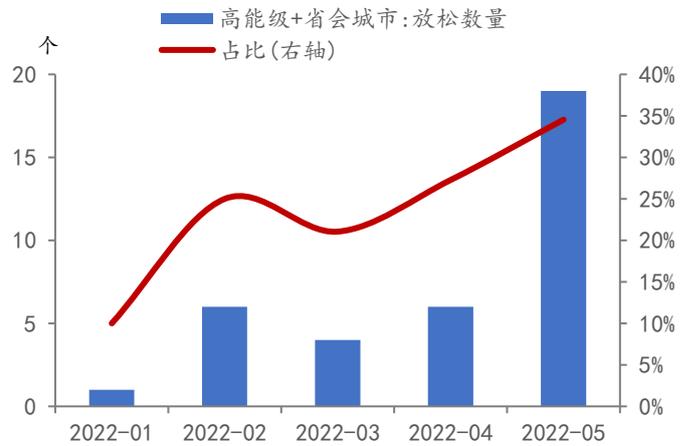
2.2 地产之困，“本手”之策或是短期最优选择，预计地产有望逐步改善；但“妙手”仍难，预期差可能偏弱

自 2021 年 9 月“两维护”适度纠偏、今年开年以来多地放开，4 月 29 日政治局会议后地产宽松进入第三阶段，逐步向高能级城市扩散，全面“降息”与结构化宽松相结合进一步打开了各地“因城施策”的空间。我们梳理了超过 140 条政策，提高公积金额度、降低首付比例、购房补贴、降低房贷利率分别占比 31.4%、24.1%、16.1%、15.1%，同时“高能级+省会城市”地产放松占比从 2 月的 25.0% 上升至 5 月的 34.5%。但目前形势似乎有待供需两端持续加码，尤其在供给端，并购重组进度偏慢、房企融资有所改善但幅度不足，现金流压力仍大。

图表 36 需求端放松类型



图表 37 高能级城市放松占比



资料来源：各地住建局、新闻报道、Wind，华安证券研究所测算

资料来源：各地住建局、新闻报道、Wind，华安证券研究所测算

需求端：政策效果取决于居民加杠杆的空间、能力和意愿，本轮节奏大概率为小幅稳步加杠杆，预计全年地产投资增速 3%、地产销售增速 -10%（具体参考《全球比较视角下，“四问”地产长期空间》）。

1、加杠杆空间：我国居民部门杠杆率理论上与发达国家仍有 15 个百分点以上差距。根据央行《2020 年第四季度中国货币政策执行报告》的解释，我国居民杠杆率的特殊性在于其统计了工商户经营性贷款，在经济学上属于自偿性债务、具有可持续性，因此在进行国际比较时应予以剔除，经测算 2022 年 Q1 调整后居民杠杆率为 47.4%，较社科院口径的 62.1% 相差 14.7 个百分点，几乎持平新兴经济体的 51.0%，与发达经济体的 75.7%、欧元区的 60.9% 相比仍有一定空间，也低于国际货币基金组织和 BIS 认定的 65%-85% 的临界值。

2、加杠杆能力：我国居民部门偿债比率为 9.2% 左右，处于国际中间水平，但近五年居民部门偿债比率增长一倍，趋势上与发达国家差异明显。沿用《全球比较视角下，“四问”地产长期空间》中的算法，我们用偿债比率考察住户部门每年用多少收入来偿还债务，即住户部门当年应还债务本金与利息之和与住户部门可支配收入的比值。国际清算银行的计算方法为，住户部门债务余额为 D，可支配收入为 Y，贷款季度利率为 i，贷款剩余期限为 t 年（假定各国住户部门贷款剩余期限均为 18 年），则偿债比率 = $\frac{i}{1-(1+i)^{-t}} \times \frac{D}{Y}$ 。我们将久期设为 18 年、贷款利率跟随 5 年期 LPR 利率，得到 2021 年末我国住户部门偿债比率

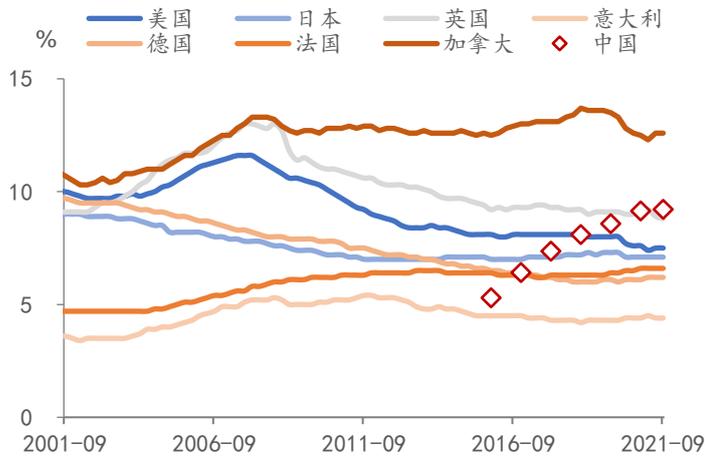
为 11.9%，剔除经营贷调整后住户部门偿债比率为 9.2%。趋势上看，2008 年金融危机以来，发达国家债务偿付比率呈普降态势，但我国住户部门偿债比率近五年几乎翻倍；横向比较，在发达国家中处于中间水平。

图表 38 地产政策梳理

时间	部门/会议	主要内容
2021 年 12 月 6 日	中共中央政治局会议	强调支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求
2022 年 3 月 5 日	2022 年度政府工作报告	支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022 年 3 月 16 日	国务院金融委和五部门联合发声	强调稳地产、稳预期，侧重于化解房地产行业风险
2022 年 4 月 18 日	央行、外管局印发通知	提出“因城施策，合理确定商业性个人住房贷款的最低首付款比例、最低贷款利率要求，支持房地产开发企业、建筑企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。
2022 年 4 月 29 日	中央政治局会议	支持各地完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，加大宏观政策调节力度，促进房地产市场平稳健康发展。
2022 年 5 月 15 日	央行、银保监会	宣布下调商业性房贷利率，首套房贷利率为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）减 20 个基点。
2022 年 5 月 18 日	稳增长稳市场主体保就业座谈会	“要稳地价稳房价，支持居民合理住房需求，保持房地产市场平稳健康发展”，各大城市纷纷响应房地产宽松政策，通过放宽首付比、增加公积金贷款、降低房贷利率等手段以刺激低迷的房地产销售。
2022 年 5 月 23 日	国务院常务会议	地产方面继续强调因城施策支持刚性和改善性住房需求
2022 年 5 月 24 日	住房和城乡建设部、财政部、人民银行	发布《关于实施住房公积金阶段性支持政策的通知》
2022 年 5 月 30 日	央行研究局课题组发布题为《促进消费投资增长 实现经济平稳高质量运行》的文章	要在坚持房地产调控总基调和政策目标不动摇的前提下，支持刚性和改善性住房需求，优化房地产市场供给。
2022 年 6 月 2 日	人民银行、外汇局举行新闻发布会	央行副行长潘功胜表示，当前疫情形势正在逐步转好，房地产市场交易活跃度上升。下一步央行将继续坚持房住不炒定位，因城施策实施好差别化住房信贷政策，加快完善住房租赁金融政策体系，促进房地产市场平稳健康发展

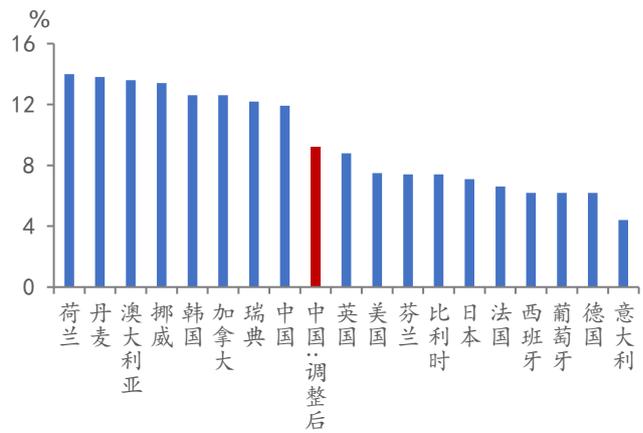
资料来源：国务院、住建部、央行等，华安证券研究所整理

图表 39 各类经济体居民债务偿付比率变化情况



资料来源：BIS、Wind，华安证券研究所测算

图表 40 2021 年 Q3 各国居民债务偿付比率



资料来源：BIS、Wind，华安证券研究所测算

偿债比率某种程度上是居民杠杆率的先行指标，我国偿债比率接近国际爆发风险的上限区间，将制约居民进一步举债空间。从数据来看，偿债比率似乎比居民杠杆率更快见顶，领先期大约在 2-5 个季度。美国、英国、西班牙、葡萄牙杠杆率见顶对应的偿债率上限落在 11%-13%，荷兰和丹麦为 20% 左右。两个指标间存在线性关系，大致可以用 $y=0.2657x-12.931$ 来描述，表明可支配收入占比越高的国家能承受更高的债务水平（北欧国家是典型例子，如挪威、瑞典、瑞士等）。我国 9.2% 的偿债率还未到达金融危机、欧债危机 11%-13% 的临界水平，但我国目前处于线性关系的左边区域，指向居民端偿债压力较为严峻。

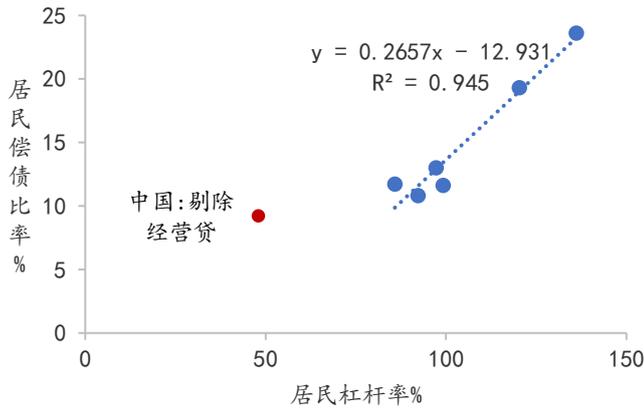
若基于中国国情做误差调整，中国偿债比率或已达国际风险区间。从公式出发，偿债比率对久期较为敏感。我国的住房高首付比例、普遍存在的“父债子偿”现象，决定了我国房贷久期会短于欧美，因此我国实际房贷平均剩余期限可能不足 18 年。有以下两条线索作为印证：其一，根据西南财经大学《中国家庭金融调查报告（2017）》40011 个样本，居民房贷平均期限 16.5 年、平均剩余期限 11.2 年；其二，经济学家韩康教授指出“2020 年中国的居民有 31.12 万亿的房贷没有偿还，还贷的年限平均是 8 年”。若将久期调整为 11.2 年，则居民偿债比率从 9.2% 上升至 12.9%，已经接近经济危机时 11%-13% 的居民偿债水平临界值。

图表 41 爆发危机时债务指标的上限

	美国	英国	西班牙	葡萄牙	荷兰	丹麦	中国:剔除经营贷
居民杠杆率	99.2	97.2	85.8	92.2	120.3	136.1	47.4
见顶时点	2007-12	2009-12	2010-06	2009-12	2010-06	2009-09	
债务偿付率	11.6	13	11.7	10.8	19.3	23.6	9.2
见顶时点	2007-06	2008-09	2008-09	2008-09	2009-12	2008-12	
债务偿付率领先见顶 (季度)	2	5	7	5	2	3	

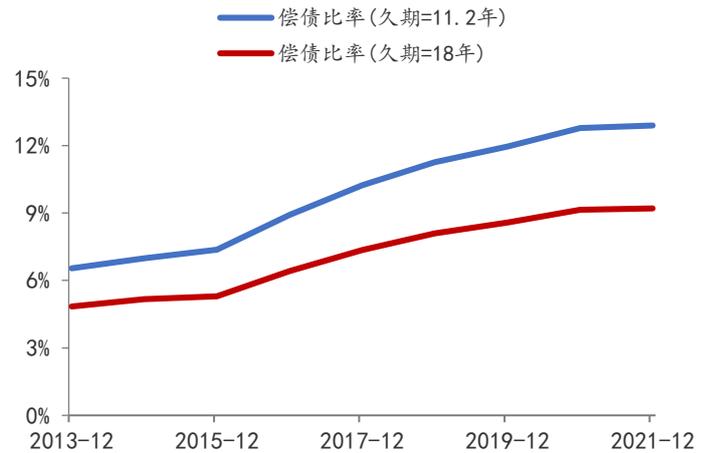
资料来源：BIS、Wind，华安证券研究所测算

图表 42 线性关系表征居民部门可支配收入占比



资料来源: BIS, Wind, 华安证券研究所测算

图表 43 不同久期下的偿债比率测算



资料来源: BIS, Wind, 华安证券研究所测算

3、加杠杆意愿: 疫情对居民消费半径的制约逐步消退, 复合指标指向居民实际购房意愿触底, 6月有望开启持续 1-2 年的回升周期。以地铁客运量作为居民生活和消费半径的衡量指标, 该指标领先 30 城商品房成交面积约 3 周。上周重点十城客运量为 3494.7 万人、环比提升 24.5%, 6 月地产销售基本不受疫情制约。同时, 首付增速与按揭贷款增速差表征居民真实购房意愿, 2022 年 4 月该指标为 -11.9%, 行将触底回升, 有望开启持续 1-2 年的小幅稳步回升周期, 但年内地产销售压力仍大。

综合来看, 在“房住不炒”总基调和当前疫情制约下, 采用全面“降息”与结构化宽松相结合, 供需端因城施策逐步放松, 并向高能级城市扩展的“本手之策”可能是短期“稳地产”的最优选择。预计地产后续有望逐步改善, 但“妙手”仍难, 居民偿付端仅能支持小幅稳步加杠杆, 破局之道在于降低首付比、拉长久期、保主体收入, 从而兑现 15%-20% 的潜在居民杠杆空间。总体看, 我们预计年内地产销售压力仍大, 地产投资可能小幅正增, 超预期可能性较弱。

图表 44 居民生活和消费半径回升, 指向地产销售开启回暖进程



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 45 首付与按揭增速剪刀差回升指示居民购房意愿回升



资料来源：Wind，华安证券研究所

2.3 消费之困：“本手”发力，“妙手”可期；疫情消退、超额储蓄积累、消费券加码将拉动社零 2.9 个百分点

消费政策逐渐加码。上半年受多地疫情反弹影响，企业复工复产及服务业活动受限，消费数据承压。中央和地方密集出台系列促消费政策，助力消费提振，促进经济复苏。2022年4月连续两次国常会研究部署支持消费的具体政策举措，包括鼓励汽车、家电等大宗消费。4月29日，中央政治局会议提出，要发挥消费对经济循环的牵引带动作用。5月23日，国常会部署稳定经济一揽子政策措施，在消费方面，提出阶段性减征部分乘用车购置税600亿元。随后，财政部、税务总局于5月31日发布《关于减征部分乘用车车辆购置税的公告》进一步支持减征乘用车购置税。近期，各地也陆续出台一系列促消费举措，包括但不限于发放消费券、数字人民币红包，给予购物补贴，举办线上线下融合的促消费活动等。

图表 46 2022 年消费政策梳理

时间	部门/会议	主要内容
2022 年 4 月 6 日	国务院常务会议	研究采取金融支持消费和有效投资的举措，抓紧把已出台的特困行业纾困政策落实到位，稳住更多消费服务市场主体。做好基本消费品保供稳价，加快线上线下消费融合。
2022 年 4 月 11 日	国务院办公厅关于印发 2022 年政务公开工作要点的通知	加大受疫情影响重的餐饮、住宿、零售、文化、旅游、客运等行业帮扶政策的公开力度，促进稳就业和消费恢复
2022 年 4 月 13 日	国务院常务会议	强调部署促进消费的政策举措，鼓励汽车、家电等大宗消费，各地不得新增汽车限购措施，已实施限购的逐步增加增量指标。
2022 年 4 月 25 日	国务院办公厅发布《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	提出了五大方面 20 项重点举措，通过综合施策释放消费潜力，在“稳”“保”“新”上下功夫，促进消费持续恢复。
2022 年 4 月 29 日	中共中央政治局召开会议	提出要发挥消费对经济循环的牵引带动作用。

2022年5月23日	国务院常务会议	消费和有效投资方面，汽车方面提出阶段性减征部分乘用车购置税600亿元
2022年5月27日	工信部召开提振工业经济电视电话会议	会议提出，将发挥好消费的基础性作用，着力扩大消费。
2022年5月31日	财政部、税务总局	发布《关于减征部分乘用车车辆购置税的公告》
2022年5月31日	工信部、农业农村部、商务部、国家能源局	发布关于开展2022新能源车下乡活动的通知，鼓励通过各类促销活动吸引消费者购买

资料来源：中国政府网，华安证券研究所整理

疫情变量逐步消退，超额储蓄或拉动社零1.9个百分点。2020年以来疫情持续抑制居民消费欲望，导致其被动提升预防性储蓄以避险。从央行城镇储户问卷调查来看，疫后三年对比疫前三年，储蓄比例从均值的43.6%上行至51.5%，消费比例从均值的26.2%下滑至23.6%。超额储蓄指个人储蓄较疫情前平均储蓄水平多出的部分，发达国家实施大规模财政刺激补贴居民导致超额储蓄远高于发展中国家。根据牛津经济研究院的研究，2020年澳大利亚、日本、中国超额储蓄占GDP分别为6.4%、4.6%和2.4%。今年下半年若疫情逐步回归常态化，居民疫后消费可能逐步反弹。一方面，超额储蓄并非居民直接收入，难以有效转化为实际消费；另一方面大部分超额储蓄是由高收入群体所积累，通常来说高收入群体的边际消费倾向(MPC)偏低。纽约联储对三轮刺激计划家庭支出情况的调查显示，居民疫情期间财政补贴的边际消费倾向分别为29%、26%、25%。假设我国过去两年超额储蓄其中10%转化为实际消费，则对2022年社零的拉动为1.9个百分点。

本轮消费券行业设计较2020年更合理。2020年消费券主要面向餐饮、零售和文旅，占比分别为85%、72%、40%。而今年3月以来，省级促销政策和消费券中，汽车、家电、餐饮行业的覆盖率为75.0%、62.5%、41.7%；城市促销政策和消费券中，餐饮、汽车、家电行业的覆盖率为55.3%、50.0%、42.1%。汽车等大宗消费杠杆倍数高，同时跨期挤出效应并不显著，因而本轮消费券可能拉动效应强于2020年。

图表 47 省级促销政策与消费券覆盖行业

行业	覆盖频次	覆盖频率
汽车	18	75.0%
家电	15	62.5%
餐饮	10	41.7%
文旅	5	20.8%
零售	3	12.5%
家具	3	12.5%
住宿	2	8.3%
成品油	2	8.3%

资料来源：各地人民政府网、新闻报道，华安证券研究所

图表 48 城市促销政策与消费券覆盖行业

行业	覆盖频次	覆盖频率
餐饮	21	55.3%
汽车	19	50.0%
家电	16	42.1%
零售	11	28.9%
文旅	9	23.7%
体育	4	10.5%

资料来源：各地人民政府网、新闻报道，华安证券研究所

本轮消费券总体拉动约为7.5-8.0倍，高于2020年的6.4倍。总体拉动包含了在没有消费券发放的情况下人们的必要消费意愿和支出，和因发券使得购买行为变得更便宜之后新增的消费金额。根据北京大学国发院《消费券的中国实践》，2020年消费券的拉动效应约为6.4倍，一方面系消费券核销率偏低所致，平均核销率仅为68.3%；另一方面

2020年消费券主要面向餐饮行业、乘数效应不强。反观2022年9轮消费券数据显示，今年消费券总体拉动为7.5-8.0倍，广东、郑州、无锡、海南分别为5.9、7.5、6.3和8.3倍。其中广西指出五一期间“消费券累计撬动杠杆比例1:13.5，超过全国同类消费券杠杆比例平均水平5.5个百分点”，即全国平均水平约为8.0倍。郑州和多个城市接近100%的核销率，似乎指向本轮促消效果更佳。参考2020年1-5月28个城市、170多个地市累计发放消费券达到190多亿元，假设今年全年发放消费券500亿元，则拉动居民消费4000亿元、改善社零增速1.0个百分点。建议关注汽车、餐饮，但家电、家具可能受制于跨期挤出效应，基本面难有持续性向好。

图表 49 2022 年 3 月以来消费券对消费的拉动

城市	时间	消费券金额 (亿元)	拉动消费 (亿元)	实际/预计	拉动比率
郑州	3月8日	0.3	2.3	实际	7.5
青海	3月31日	1.9	12.0	预计	6.3
无锡	4月30日	0.1	1.0	预计	8.3
晋城	5月1日	0.5	5.0	预计	10.0
海南	5月27日	1.2	10.0	预计	8.3
广东	1月至5月	6.1	35.8	实际	5.9
广西	五一	0.0	0.3	实际	13.5
佛山	2月至5月	0.1	1.0	实际	17.1
义乌	6月3日	0.1	0.6	实际	5.0
总计		10.3	68.0		7.6

资料来源：各地人民政府网、新闻报道，华安证券研究所测算

图表 50 2020 年消费券对消费的拉动

城市	时间	统计时间段	发放总额	核销金额	核销率	拉动消费	拉动消费/发放总额	拉动消费/核销金额
晋城	3.22	03.22-04.19	1500	1442	96.1%	17300	11.5	12.0
杭州	3.27	03.27-04.16	37500	32100	85.6%	342200	9.1	10.7
嘉兴	3.31	03.31-04.16	10600				0.0	
佛山	4.01	04.01-04.11	5000	3870	77.4%	13600	2.7	3.5
内江	4.10	04.10-04.24		243		821		3.4
沈阳	4.10	04.10-04.24	2000	944	47.2%	6459	3.2	6.8
衢州	4.03	04.03-04.13	3390	1846	54.5%	10147	3.0	5.5
郑州	4.03	04.03-04.16	5000	3925	78.5%	55200	11.0	14.1
赤峰	4.05	04.05-04.20	500	364	72.8%	3692	7.4	10.1
呼和浩特	4.05	04.05-04.14	1000	86	8.6%	719	0.7	8.4
绍兴	4.05	04.05-04.12	7500	2333	31.1%	10900	1.5	4.7
宁波	4.17	04.17-04.23	1070	515	48.1%	5321	5.0	10.3
乌鲁木齐	4.18	04.18-04.24	4786	330	6.9%	5498	1.1	16.7
温州	4.18	04.18-04.25	19720	13000	65.9%	98200	5.0	7.6
总计			99566	60998	68.3%	570057	6.4	9.3

资料来源：北京大学国发院《消费券的中国实践》，华安证券研究所

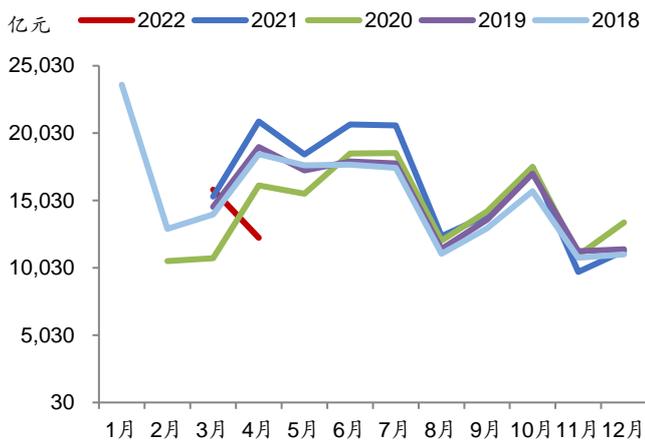
2.4 政策之困：稳步破局，本手为基，妙手未滿、亦有可期

上半年财政、货币等政策均超前发力，助力稳增长。其中，财政政策集中在专项债加快发行，减税退税加码加速；货币方面降准降息、结构性货币政策多措并举发力宽信用。展望下半年，政策方面的破局主要聚焦在几个方面：财政增量工具还会有哪些？货币政策还能怎么发力？社融会起来吗？以及地方换届接近完成，能否提高积极性？

(1) 财政增量工具还会有哪些？财政破局可能成为下半年关键因素，本手之上、妙手未滿，但亦有可期

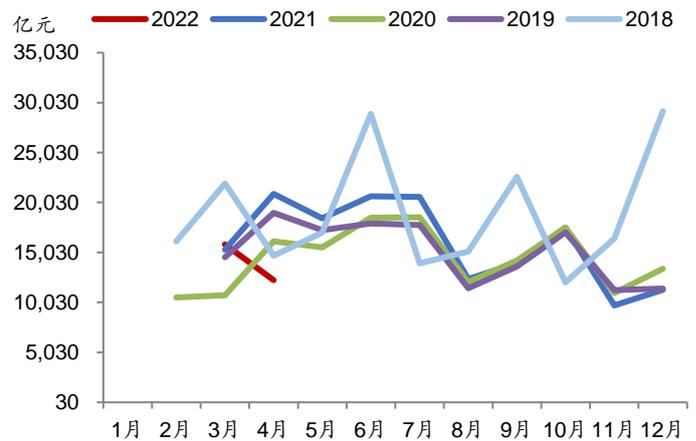
上半年财政收支偏低，疫情和退税是主要影响。今年4月，一般公共预算收入出现大幅度下滑，同比累计下降4.8%，不及往年同期水平。主因4月留底退税额冲减财政收入，叠加疫情影响企业、居民税收收入导致财政减收。截至4月底，一般公共预算收入完成进度占全年预算安排的35.4%。4月一般公共预算支出同样低于季节性，累计同比由3月的8.3%降至5.9%。1-4月全国政府性基金收入累计同比为-27.6%，主要原因是3-4月土地出让金收入表现欠佳，累计同比约为-30%。支出方面，政府性基金支出增加，累计值同比提高35%。从公共支出结构来看，上半年财政支出投向主要为农林水事务、科技和卫生健康领域。文体旅游、传媒、环保等行业支出减少。

图表 51 一般公共预算收入季节性对比



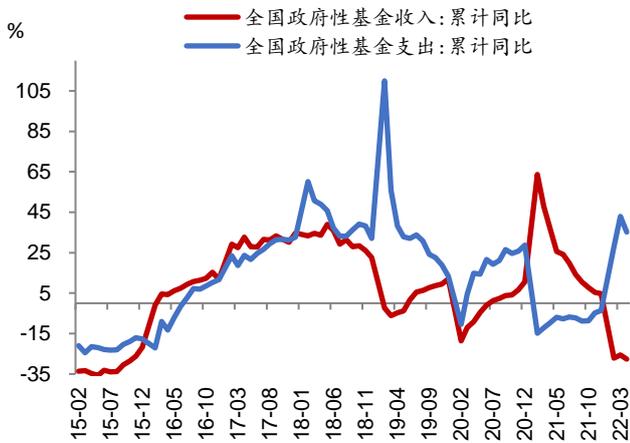
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 52 一般公共预算支出季节性对比



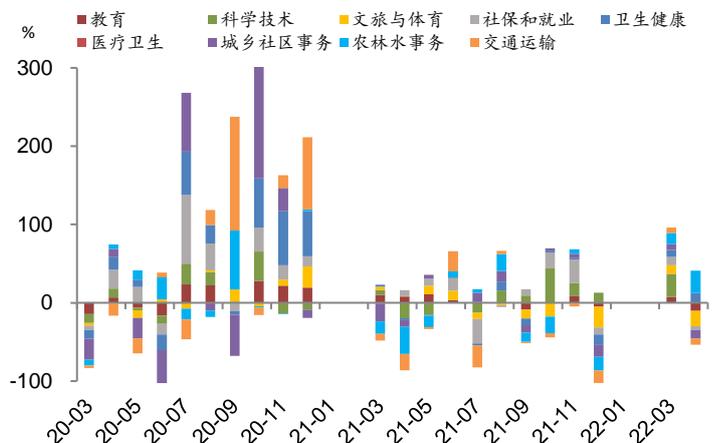
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 53 政府性基金收支累计同比



资料来源: Wind, 华安证券研究所

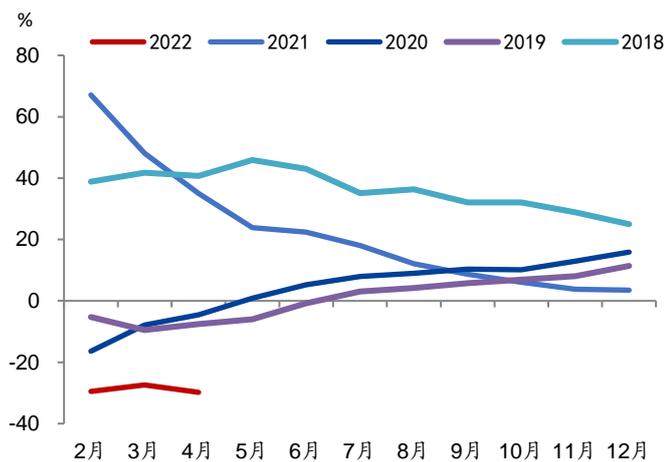
图表 54 公共财政支出投向



资料来源: Wind, 华安证券研究所

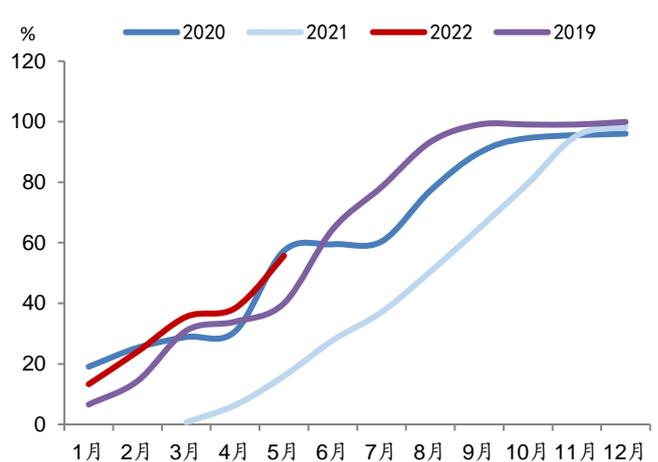
政府性基金支出的增加缘于今年上半年专项债发力。今年起至 6 月 10 日，地方政府新增专项债已发行达 2.6 万亿元，完成进度达 71%。过去 3 年，只有 20 年在 5 月专项债下达进度为 57%，可见今年专项债前置的力度与 20 年类似，甚至更甚。5 月 30 日，全国财政支持稳住经济大盘工作视频会议延续 5 月国常会的表述，“确保今年新增专项债券在 6 月底前基本发行完毕”。6 月上旬新增专项债 5600 亿元，预计 6 月发行量有望破亿，7 月底完成今年新增额度发行。梳理 5 月专项债投向明细，除综合用途外，投向比例最高的领域依次为棚改、基础设施、市政、产业园区建设等。

图表 55 历年土地出让金收入累计同比



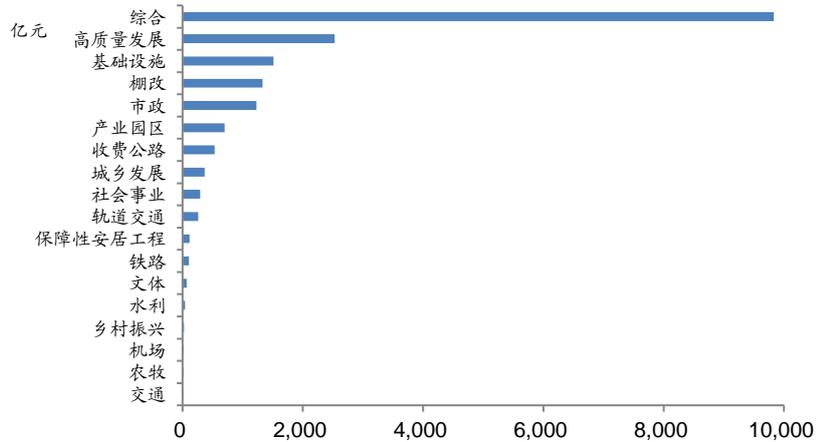
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 56 专项债发行节奏靠前



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 57 2022 年 5 月专项债投向明细

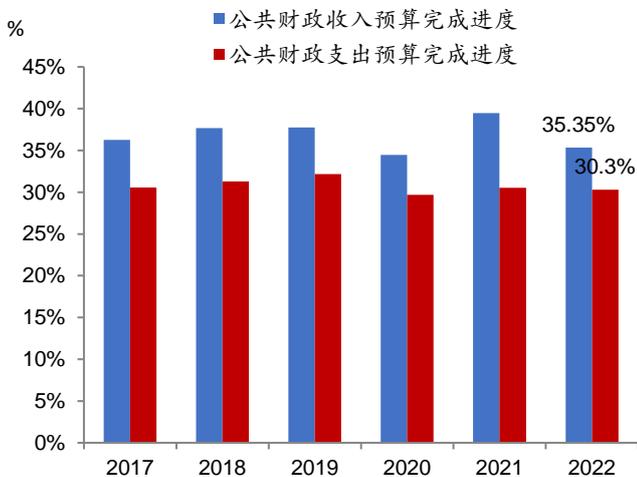


资料来源：Wind，华安证券研究所

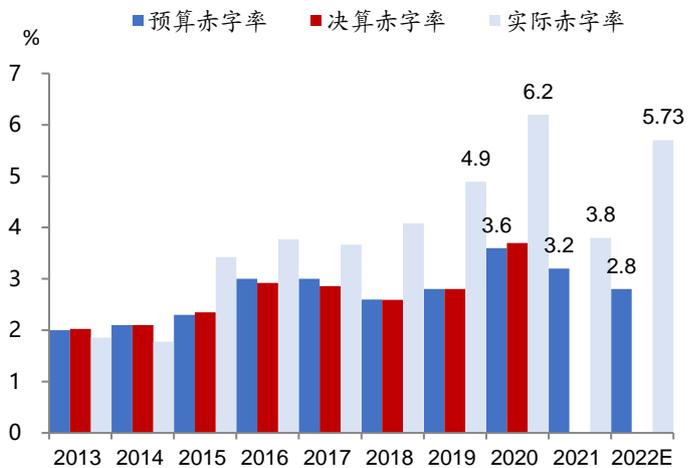
减税降费加快落实是财政减收的主要原因。上半年更多企业实施存量和增量全额留抵退税。政策不断推进落实，增加退税 1400 多亿元，预计全年留抵退税总额度 1.64 万亿元，全年退减税总量 2.64 万亿元。本次留抵退税新政主体为全行业小微企业、六个重点支持行业的大中型企业，区分存量与增量留抵税额，并按照不同时间节点分布进行退税。在节奏上，增量留抵税额自 2022 年 4 月起按月得到退还；存量留抵税额方面，微型企业 4 月底前一次性完成退还，小型企业 5 月开始退还，6 月底前完成集中退还。截至 5 月 16 日全国已有约 1.1 亿元退税额退还至纳税人，预计 6 月底前完成小微企业及重点支持行业大中型企业存量留抵税额退还。留底退税额来自于中央和地方的一般公共预算收入，因此 4 月集中退税 8015 亿元，导致财政减收。5-6 月退税规模合计约 5000 亿元，对财政收入的影响将减弱。

从预算完成进度来看，上半年财政收支较为平稳，收入完成度略低于往年平均水平。一般赤字 3.37 万亿+专项债 3.65 万亿，广义赤字为 7.02 万亿；以 7.1%名义 GDP 测算，2022 年广义赤字率约为 5.73%。

图表 58 2017-2022 年 4 月公共财政收支预算完成进度 图表 59 赤字率测算



资料来源：Wind，华安证券研究所



资料来源：Wind，华安证券研究所测算

展望下半年，由于疫情对税收收入持续的影响，下半年财政完成预算收入进度的压力较大，按名义 GDP 下滑 2% 测算，今年公共预算收入约有 0.5 亿缺口；1-4 月地产下行引起政府性基金收入下滑约 28%，基于地产对土地收入的冲击，我们测算今年土地收入减少政府性基金收入约 1.6 万亿。总体来看，全年财政收入和政府性基金较计划值或有 2.1 万亿增量缺口。在此背景下，更多逆周期调节政策有望加码推出。

1) 专项债：存量额度与提前批，合计或将增加 2 万亿以上，此为“本手”。由于专项债不计入一般财政赤字，且收益能减轻支出压力，加大专项债的比例是地方政府加杠杆的重要途径。下半年专项债使用存在两种可能方式：**存量额度使用和 2023 年额度提前下达。**存量方面，2022 年地方政府专项债限额为 21.8 万亿，2021 年底余额 16.7 万亿，叠加今年新增额度 3.65 万亿，若新增额度在 6 月底前全部发行，今年还有约 1.47 万亿存量空间，可在下半年进行调用。**提前批方面**，根据以往跨周期调节不超过新增额度的 60% 的规定，若下半年提前下达 2023 年额度，提前批最高可达 2.2 万亿元。

2) 国债和一般债：中央和地方加杠杆，纳入赤字“开前门”，程序较复杂，执行需要更大魄力，是为“妙手”。中央层面的杠杆可从国债发力，从存量空间来说，今年还有 0.7 万亿空间；地方一般债存量空间约 1.3 万亿。发行国债和一般债会提高赤字率，且赤字调整等相关流程较为复杂，所以下半年专项债或仍是首选。

3) 特别国债：特殊时期特殊用途，即便下达，规模或将有限，有优有劣，争议仍存。特别国债作为政府性基金预算内的债务收入，或将成为下半年增加广义财政收入的工具之一。历史上典型的特别国债发行案例如：1) 1997 年，中国商业银行面临资本金不足、坏账较多的困境，财政部发行 2700 亿元特别国债补充国有银行资本金；2) 财政部通过发行 2700 亿美元国债注资中投公司，用来管理外汇资金投资业务；3) 2020 年疫情期间发行的一万亿特别国债资金用于基础设施建设和抗疫支出，支持困难个人和小微企业等，用途类似一般财政资金。和前两次不同的是，2020 年中央政府发行国债后，资金主要由地方财政进行使用。

总结特别国债的特征，历史上特别国债发行于经济或金融环境受到较大冲击时，资金用于金融行业或用于基础设施领域、助企纾困等用途，收支计入政府性基金预算管理，不计入一般财政赤字。今年特殊的宏观背景类似 2020 年，符合发行特别国债的条件，且特别国债发行程序较为简单。值得注意的是，从财政可持续性角度出发，特别国债应当用于有收益的支出项目，以保证稳定的资金流用于利息支付，使用范围受限，不适用于经常性支出，因此不适合作为长期政策工具。若为规避提升赤字率，预计下半年有发行特别国债的可能，但规模不会太大。

4) 消费券：政府稳增长政策的另一个短期政策工具。政策性消费券作为政府部门的消费刺激措施，政府发放消费券后通过转移支付承担部分消费费用，本质上是财政补贴的一种。投放消费券通过刺激居民消费需求，促进疫后消费复苏。张旭昆（2010）、史文君（2010）等人的实证研究发现，消费券对经济增长的乘数效应显著，短期内有扩大总需求和拉动经济增长的作用²。2020 年，北京大学国发院在《消费券的中国实践》³中对疫情期间消费券对消费行业拉动的测算表明 20 年消费券拉动比率约为 6.4 倍。如前文所述，经我们测算，本轮消费券总体拉动约为 7.5-8.0 倍，高于 2020 年的 6.4 倍。投向上，主要集中于餐饮、汽车、家电、文旅体育等行业。作为今年稳增长政策中刺激消费的部分，下半

² 张旭昆，姚蕾，《消费券经济效应分析》，《宁波大学学报（人文科学版）》2010 年第 23 卷第 5 期，第 97-100 页；史文君，《消费券“乘数效应”与“挤出效应”探究——以杭州市旅游消费券运行绩效为例》，《理论观察》2010 年第 3 期，第 142-143 页。

³ 沈艳，孙昂，《消费券的中国实践——我国消费券发放的现状、效果和展望研究》，北京大学新结构经济学研究院，北京大学国家发展研究院，2020 年 5 月。

年各地消费券或继续盛行，但消费券拉动杠杆不利于财政可持续性，中央大规模发放消费券的可能性较低，未来更多消费券政策将由地方发布。

综合来看，由于专项债不影响赤字率，且跨周期调节在政策层面有较高接受度，故执行可行性相对较高；特别国债作为政策储备工具，用于存量工具不足以弥补财政缺口的情况，即使流程不会过于复杂，但会影响财政可持续性，不适合用作长期政策。若下半年存量政策无法抵御经济下行，特别国债仍有发行可能。存量国债和一般债计入财政赤字，发行涉及赤字调整等，执行可能性相对较低，需要更大魄力。综合流程复杂度和政策可持续性，我们认为，下半年上述政策使用可能性为专项债存量和提前批特别国债、存量国债和一般债。此外，加快对财政结余的调度和推动国有资本利润上缴也是可用于增加公共预算收入的增量财政政策，地方也会陆续发放消费券以刺激消费。目前财政政策发力以专项债前置、减税退税加码为主，下半年增量工具可期，但规模和形式仍存分歧，财政“本手之上、妙手未滿、亦有可期”。

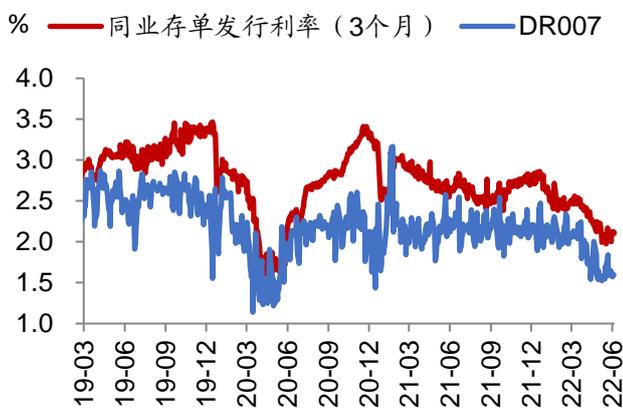
(2) 货币政策稳中有松，短期结构性工具将成主力，也有望通过压降存款利率的方式压降贷款利率；如果经济仍存压，待美联储鹰派约束解除，国内也有望再降准降息。

货币政策方面，央行坚持“稳健的货币政策加大对实体经济的支持力度”总基调，保持流动性“合理充裕”。展望下半年，我们认为货币政策稳中有松，短期结构性工具将成主力，也有望通过压降存款利率的方式压降贷款利率；如果经济仍存压，待美联储鹰派约束解除，国内也有望再降准降息。

首先，短期结构性货币政策将成主力。短期中美货币周期错位，6-7月美联储可能连续加息50bp（甚至6月75bp），高通胀下9月加息50bp概率升温，加息速度前快后慢，中美利差持续倒挂，国内流动性仍合理充裕，因此短期全面降息或再降准困难较大，后续央行政策可能重在直达性和宽信用，例如加大再贷款等结构性货币政策工具实施力度，使用支农支小再贷款和两项减碳工具，交通物流、科技创新、普惠养老再贷款等工具，加大政策的助企纾困力度、增强直达性，助力宽信用。

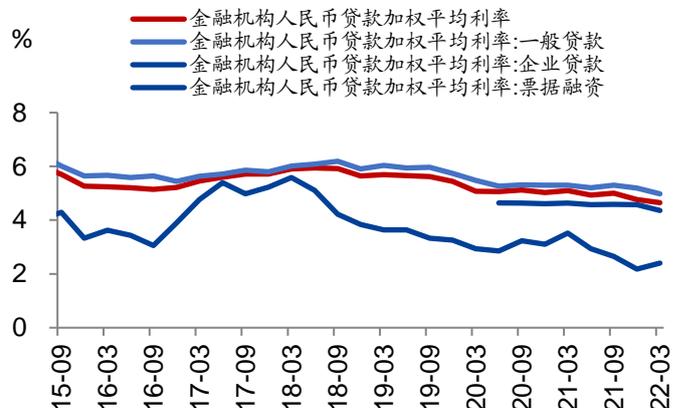
其次，压降存款利率或成为降低贷款利率的可选方式，LPR利率可能再下调。一季度货币执行报告提到“加强存款利率监管，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，着力稳定银行负债成本，持续释放贷款市场报价利率改革效能，推动降低企业综合融资成本”，再结合4月建立存款利率市场化调整机制，自律机制成员参考以10年期国债收益率为代表的债券市场利率和以1年期LPR为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平，实为“变相降息”，通过缓解银行成本压力引导降低实体融资成本。后续也有望采用压降存款利率的方式来降低LPR利率。

图表 60 流动性总体充裕



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 61 贷款利率整体小幅下降



资料来源：Wind，华安证券研究所

再次，如果经济仍存压，待美联储鹰派约束解除，国内也有望再降准降息。如果后续国内经济运行有滑出“合理区间”的风险，且美联储加息前快后慢，中美利差有所回升，那么央行仍有可能再次开启降准降息。至于CPI上行风险，我们认为下半年CPI同比逐渐走高，三季度可能破3%，但总体风险不大，全年可能2%以上，因此通胀不会过于制约货币宽松。

图表 62 2021 年中以来将银行负债成本测算

货币政策工具	原始利率	新利率	息差	释放资金(亿)	节约成本(亿元)	降低负债成本(bp)
2021年7月降准 (2021.07.09)	MLF利率 2.95%	法定存款准备金利率 1.62%	息差 1.33%	释放资金(亿) 10000	节约成本 133	0.85
2021年12月降准 (2021.12.06)	MLF利率 2.95%	法定存款准备金利率 1.62%	息差 1.33%	释放资金(亿) 12000	节约成本 159.6	1.02
新增3000亿支小再贷款额度 (2021.09.01)	MLF利率 2.95%	支小再贷款利率 2.00%	息差 0.95%	释放资金(亿) 3000	节约成本 28.5	0.18
降低支小、支农再贷款利率 (2021.12.07)	支小支农利率降低前 2.25%	支小支农利率降低后 2.00%	息差 0.25%	支小支农再贷款余额(亿) 14684	节约成本 36.71	0.24
2021年12月首批碳减排支持工具资金 (2021.12.30)	MLF 2.95%	碳减排支持工具利率 1.75%	息差 1.20%	发放资金(亿) 855	节约成本 10.26	0.07
煤炭清洁高效利用专项再贷款 (2021.11.08)	MLF 2.95%	煤炭清洁高效利用专项 1.75%	息差 1.20%	发放资金(亿) 2000	节约成本 24	0.15
存款自律上限优化 (2021.6.21)	优化前	优化后	息差	长期定期存款(亿)	节约成本	
	国有行 2.94%	2.60%	0.34%	201861	686.33	4.40
	股份制 3.15%	2.85%	0.30%	69353	208.06	1.33
	城商行		0.30%	37267	111.80	0.72
	农商行		0.30%	8241	24.72	0.16
存款自律上限优化合计					1030.91	6.61
2022年1月降MLF (2022.1.17)	MLF利率 2.95%	MLF利率 2.85%	息差 0.10%	释放资金(亿) 470265	节约成本 470.26	3.01
2022年4月降准 (2022.4.16)	MLF利率 2.85%	法定存款准备金利率 1.62%	息差 1.23%	释放资金(亿) 5300	节约成本 65.19	0.42
设立科技创新再贷款 (2022.4.28)	MLF利率 2.85%	科技创新再贷款利率 1.75%	息差 1.10%	发放资金(亿) 2000	节约成本 22	0.14
普惠养老专项再贷款 (2022.4.29)	MLF利率 2.85%	普惠养老专项 1.75%	息差 1.10%	发放资金(亿) 400	节约成本 4.4	0.03
煤炭清洁高效利用专项再贷款 (2022.5.4)	MLF利率 2.85%	煤炭清洁高效利用专项 1.75%	息差 1.10%	发放资金(亿) 1000	节约成本 11	0.07
2022年4月存款利率市场化调整机制 (2022.4.25)	调整前 2.47%	调整后 2.37%	息差 0.10%	释放资金(亿) 1560157	节约成本 1560.16	10.00
总体合计					3555.99	22.79

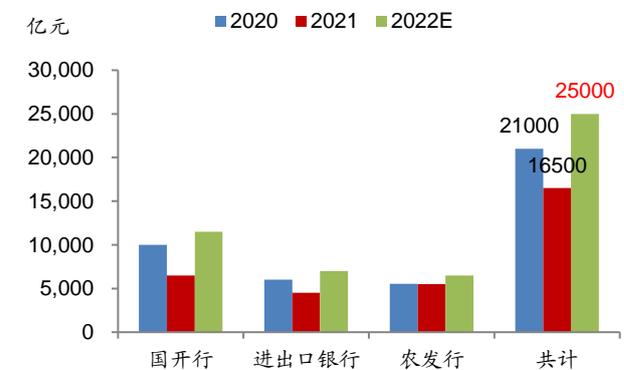
资料来源: Wind, 华安证券研究所测算

最后，6月国常会提出新增政策性银行8000亿信贷额度，大力支持基建，是结构上的增量政策。从往年国开行政策性贷款发放领域来看，主要以基建、制造业、助贫纾困、绿色贷款为主，2020年国开行通过发放人民币贷款、降息减费等方式，让利实体经济335亿元。数据显示，三大政策性银行2020、2021年新增贷款分别为21000、16500亿元。综合本次新增额度和年初政策性银行已确定的信贷投放计划，我们预计2022年全年信贷额度可能达到2.5万亿。

图表 63 2020-2021 年政策性贷款投向



图表 64 预计今年政策性银行新增贷款额度 2.5 万亿



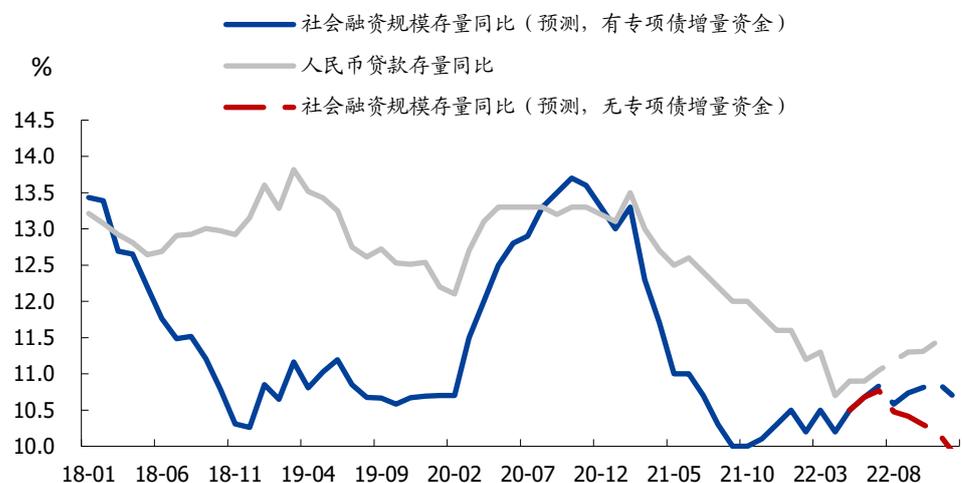
资料来源: 国家开发银行, 央视新闻, 新华社, 华安证券研究所

资料来源: 国家开发银行, 中国进出口银行, 中国农业发展银行, 央视新闻, 新华社, 华安证券研究所测算

(3) 信用能否企稳？居民和企业部门存在资产负债表衰退风险吗？

专项债可能成为影响下半年社融走势的重要变量。乐观情况下，预计6月新增专项债将达到1.1万亿，即上半年完成全年额度的86%左右，在7月底前完成全部3.65万亿的发行。后续资金增量或来源于专项债的存量空间和提前批，预计为2.5万亿左右，8月起按月发行。2022年新增一般债限额为7200亿元，假设剩余额度在9月底前发行完毕。不考虑新增特别国债、到期7500亿特别国债定向续接的情况下，9-11月政府债券净融资额达到高峰，平均9000亿元左右，下半年整体平稳。由此测算的社融存量增速可能逐渐上行，四季度有望达到10.9%左右。较为悲观情景下，下半年专项债无增量资金，其他假设不变，由于8月国债到期量较大，政府债券净融资额在8月迎来最低点。由此测算社融存量增速7月达到高点的10.8%左右之后，年底再度回落至10%左右。

图表 65 下半年社融增速预测



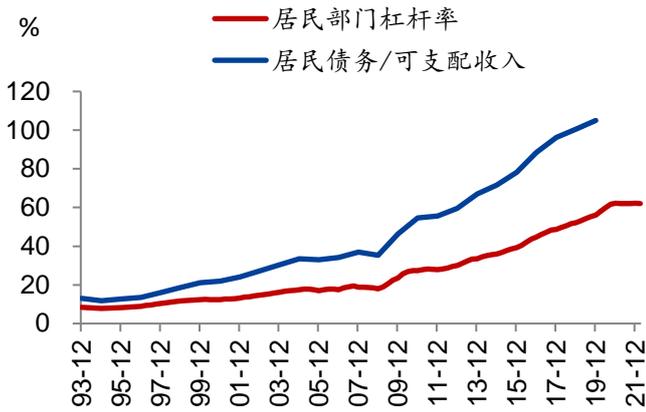
资料来源：Wind，华安证券研究所测算

年内居民贷款两次负增、居民中长贷持续同比少增，企业贷款结构恶化，是否意味着“资产负债表式衰退”风险加大？我们就居民和企业端展开分析。

1) 如前文所述：存量指标看，我国居民部门杠杆率理论上仍有空间。但若以债务收入比（居民债务/可支配收入）替代居民杠杆率加以衡量，则2019年底已经达到105%，较2009年的46%已经翻倍。流量指标看，我国居民部门偿债比率为9.2%左右，虽有空间，但近些年增长较快。两者合并看，流量领先存量，我国偿债比率接近国际爆发风险的上限区间，将制约居民进一步举债空间。（具体报告请参考《居民还有加杠杆的能力吗？》）。

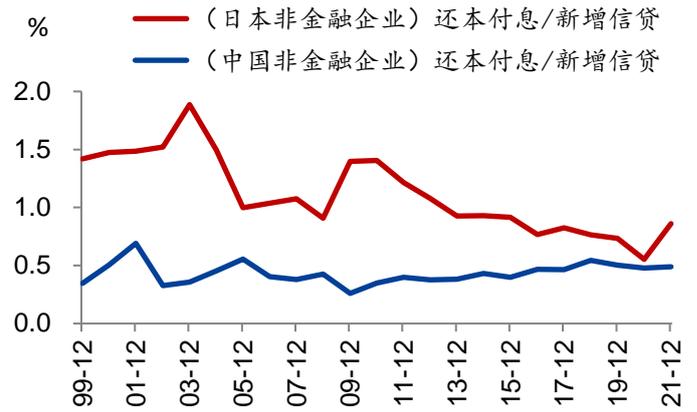
2) 企业部门还本付息压力上升，但还未至资产负债表衰退程度。根据BIS数据测算，中国企业还本付息压力加大，但还远不到20世纪90年代以来日本的程度。我们根据国际清算银行（BIS）的“Debt service ratios”和“Credit to the non-financial sector”两套数据库，测算了我国和日本企业部门1999年以来的还本付息占新增贷款比重（简称“还本付息率”）的情况。2008年金融危机以来，我国企业还本付息率总体趋于上行，表明企业债务压力加大，其中金融危机之后的2009年和疫情之后的2021年出现阶段性抬升。但截至2021年三季度，我国企业的还本付息率维持在0.49左右，与日本有较大差距，说明中国企业还未至“资产负债表式衰退”程度（详细报告请参考《“宽信用”的阶段性波折还是“资产负债表衰退”风险？》）。

图表 66 居民债务收入比和杠杆率持续攀升



资料来源: Wind, 华安证券研究所测算

图表 67 中国企业还本付息压力还远低于日本



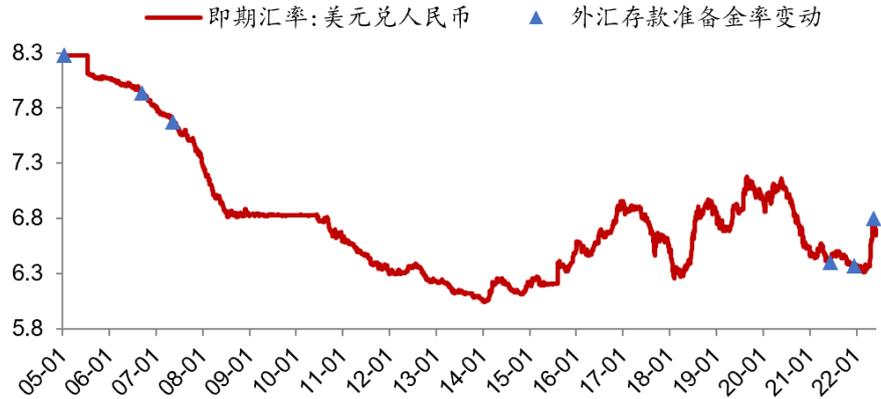
资料来源: BIS, Wind, 华安证券研究所测算

总体来说,我国目前存在一定的风险,但从指标梳理上看,这还是流量层面的风险,即体现在居民偿债比率和企业还本付息率上,受疫情短期冲击、地产阶段性下行影响较大。从杠杆率等存量指标看,还未到资产负债表衰退的程度,在政策积极支持、疫情冲击控制得当的情况下,总体风险可控。易纲行长提出“支持财务可持续的企业适当加强杠杆,居民家庭部门稳杠杆”,因此我们预计货币政策将继续稳中有松、结构性工具发力助力宽信用,按揭利率有望继续下调,地产政策进一步放松,从而稳定企业和居民杠杆率。

(4) 汇率:人民币短期仍有贬值压力,后续贬值幅度将缩窄或双向浮动。

展望下半年,我们预计人民币汇率短期仍有贬值压力,后续贬值幅度将缩窄或双向浮动。首先,短期内来看,在高通胀压力之下,美联储货币政策将持续鹰派,美债利率上行与美元升值过程或仍未结束,人民币汇率仍有贬值压力;其次,随着我国疫情受控后复工复产加快,出口和经济阶段性修复回升,人民币贬值压力将得到一定缓解;再往后,一方面下半年外需回落、供给替代将削弱我国出口动能,美国中期选举前中美关系可能再生变故,给汇率带来贬值风险;但另一方面若四季度美债利率见顶,国内疫情扰动减轻,届时中美利差、中外增速差可能边际好转,给汇率带来支撑。此外,央行手中稳汇率政策储备充足,除下调外汇存款准备金率(5月份已下调1个百分点至8%)、引入逆周期因子以及加强资本管控等手段外,近期发布的《关于进一步便利境外机构投资者投资中国债券市场有关事宜》等相关政策,也有助于打击海外投机资本,稳定人民币汇率。因此预计下半年人民币汇率贬值幅度下降或变成双向波动。总体看,预计汇率波动区间在6.6-6.9区间范围内。

图表 68 央行通过调节外汇存款准备金率稳汇率



资料来源: Wind, 华安证券研究所

(5) 其他政策: 守住金融风险底线、支持引导平台经济

1) 金融监管: 守住风险底线, 关注金融控股公司监管、金融稳定法、金融稳定保障基金、重点领域风险等。

受俄乌冲突、美联储加息、中美利差倒挂、国内疫情反复等影响, 资本有一定的外流风险, 国内资本市场信心承压。防范化解重大金融风险、守住风险底线, 保持资本市场平稳运行是当前关注的重要内容。

2022 年政府工作报告提出要设立我国金融稳定保障基金, 在稳市场、稳预期方面意义重大。4 月 1 日央行就《中华人民共和国金融稳定法(草案征求意见稿)》征求意见, 意味着《金融稳定法》的制定正式启动。4 月 29 日, 政治局会议指出“要有效管控重点风险, 守住不发生系统性风险底线”及“要及时回应市场关切, 稳步推进股票发行注册制改革, 积极引入长期投资者, 保持资本市场平稳运行”, 强调守住风险底线及稳定资本市场的重要性。5 月 10 日, 央行发布一季度央行货币政策报告延续强调“坚持底线思维, 增强系统观念”, 提示关注金融控股公司监管、金融稳定法、金融稳定保障基金、重点领域风险等。

图表 69 2022 年金融监管政策梳理

时间	部门/会议	主要内容
2022 年 1 月 19 日	国家发改委等九部门联合发文表示，将加强金融领域监管。强化支付领域监管，断开支付工具与其他金融产品的不当连接，依法治理支付过程中的	将加强金融领域监管，强化支付领域监管，断开支付工具与其他金融产品的不当连接，依法治理支付过程中的排他或“二选一”行为，对滥用非银行支付服务相关市场支配地位的行为加强监管，研究出台非银行支付机构条例。
2022 年 3 月 5 日	2022 年度政府工作报告	首次提出要设立我国金融稳定保障基金。强调要“运用市场化、法治化方式化解风险隐患，牢牢守住不发生系统性风险的底线”，在稳市场、稳预期方面意义重大。
2022 年 3 月 16 日	国务院金融委会议	积极出台对市场有利的政策，慎重出台收缩性政策。对市场关注的热点问题要及时回应。凡是对资本市场产生重大影响的政策，应事先与金融管理部门协调，保持政策预期的稳定和一致性。
2022 年 3 月 25 日	国务院发布《关于落实<政府工作报告>重点工作分工的意见》（国发〔2022〕9 号）	明确提出“9 月底前完成金融稳定保障基金筹集相关工作”，同时这项工作由央行牵头，国家发改委、司法部、财政部、银保监会、证监会和国家外管局等按职责分工推进。
2022 年 4 月 1 日	央行召开 2022 年金融稳定工作电视会议	要求按照“稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹”的方针，突出重点、压实各方责任，切实压降存量风险、严控增量风险，抓好防范化解金融风险工作。
2022 年 4 月 6 日	央行就《中华人民共和国金融稳定法（草案征求意见稿）》公开征求意见	《草案征求意见稿》的公布不仅搭建了维护金融稳定、化解金融风险体系框架的“四梁八柱”，同时也意味着《金融稳定法》的制定已正式启动。
2022 年 4 月 29 日	中央政治局会议	及时回应市场关切，稳步推进股票发行注册制改革，积极引入长期投资者，保持资本市场平稳运行。
2022 年 5 月 10 日	央行发布一季度央行货币政策执行报告	防范化解金融风险取得重要阶段性成果，坚持市场化法治化原则处置风险，金融风险总体收敛。
2022 年 5 月 16 日	2022 年第 10 期《求是》刊登银保监会党委撰写的《持之以恒防范化解重大金融风险》一文	积极应对发达国家宏观政策与法律的外溢性影响，未雨绸缪走在市场曲线和大国货币政策转向的前面。稳妥防控和化解中小金融机构风险，支持市场化兼并重组。

资料来源：中国政府网、央行等，华安证券研究所整理

2) 平台经济：由整改向常态化监管转变，并强调支持平台经济，引导其长期健康发展

对于平台经济，去年要求“反垄断和防止资本无序扩张”，今年两会指出“要正确认识和把握资本的特性和行为规律，支持和引导资本规范健康发展”，即偏重于支持和引导。4 月 29 日政治局会议则进一步提出“促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施”，指向平台经济管理可能为整改为主到常态化监管为主转变，重在引导其健康发展。4 月 31 日，中央政治局第三十八次集体学习提出依法规范和引导我国资本健康发展，5 月 18 日稳增长稳市场主体保就业座谈会、5 月 31 日国务院印发《扎实稳住经济的一揽子政策措施》都明确指出，支持平台经济，促进其长期健康发展。

图表 70 2022 年平台经济政策梳理

时间	部门/会议	主要内容
2021 年 12 月 8 日	中央经济工作会议	加强反垄断和反不正当竞争，以公正监管保障公平竞争；要为资本设置“红绿灯”，依法加强对资本的有效监管，防止资本野蛮生长；支持和引导资本规范健康发展。
2022 年 1 月 19 日	国家发改委等九部门	发布《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》
2022 年 1 月 29 日	网信办等四部门召开促进互联网企业健康持续发展工作座谈会	互联网企业发展前景广阔，必须把握大势、坚定信心；平台经济在我国经济社会发展全局中发挥着重要的积极作用。
2022 年 3 月 16 日	国务院金融稳定发展委员会召开专题会议	关于平台经济治理，提出稳妥推进并尽快完成大型平台公司整改工作，促进平台经济平稳健康发展。
2022 年 4 月 7 日	李克强主持召开经济形势专家和企业家座谈会	推动平台经济健康持续发展，稳定和带动就业。
2022 年 4 月 27 日	国务院常务会议	支持市场主体稳岗，促进平台经济健康发展，带动更多就业。
2022 年 4 月 29 日	中央政治局会议	要完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。
2022 年 4 月 31 日	中央政治局第三十八次集体学习	依法规范和引导我国资本健康发展，发挥资本的积极作用。
2022 年 5 月 4 日	中国人民银行召开专题会议	推动完成平台企业金融业务专项整改。要对平台企业金融活动实施常态化金融监管，促进平台经济规范健康发展。

资料来源：中国政府网，华安证券研究所整理

2.5 亦“入”亦“破”，韧性仍在：出口或将保持韧性下滑

疫情后我国出口在国外强劲需求下保持良好增长，但 2022 年上半年，由于海外需求放缓、我国本土疫情反复导致生产与运输受阻，对出口短暂造成了较大的冲击。但 5 月份出口数据大幅反弹，甚至超过疫情前表现，体现出我国出口韧性较强。我们预计全年出口增长 9.2%，进口增长 5.5%，后续来看：

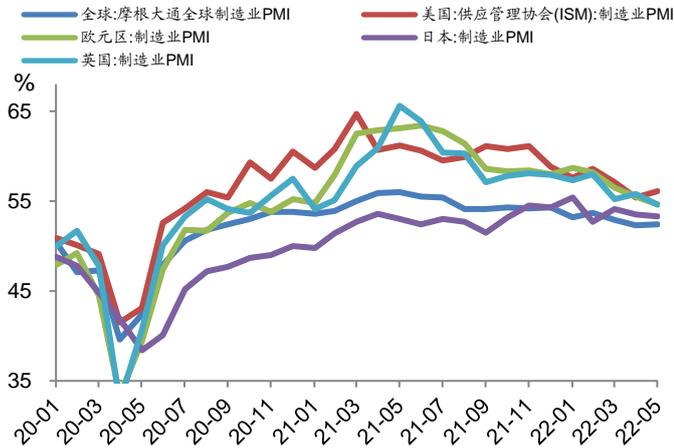
海外需求逐渐放缓，出口下行趋势难改，但下滑幅度将保持韧性。在高通胀的压力下，海外主要国家纷纷转入货币紧缩阶段，财政刺激也全部退出，经济增长动能放缓。俄乌冲突的发生恶化了全球通胀局势，居民与企业收入受到侵蚀，疫情的放开使得居民服务消费进一步回归，挤压了商品消费的空间，美国 4 月份商品进口金额已经放缓，在此情况下我国出口下行趋势将难以改变。但另一方面来看，欧美等国当前经济景气度仍存，PMI 大多保持在 55% 以上，下半年发生衰退概率较小。高通胀下商品价格难以快速下行，会给我国出口提供一定支撑，不会出现失速下降风险，总体保持韧性下滑。

订单转移至东南亚对我国短期影响有限。首先东盟国家出口体量与我国有较大差距，2021 年我国出口总金额为 3.36 万亿美元，东盟与我国相比体量较小，且东盟中印尼等国以出口原材料为主，与我国不构成竞争。其次从出口转移的产业来看，当前东南亚国家对我国出口的替代主要是服装、鞋靴等中低端产业，复杂度较高的商品替代程度较低。最后，越南等国出口高增的同时，从我国进口亦较快增加，这意味着其当前产业与我国可能还是互补关系为主。

美国对华关税取消对出口拉动作用不宜高估。目前拜登政府对于取消关税内部仍有分

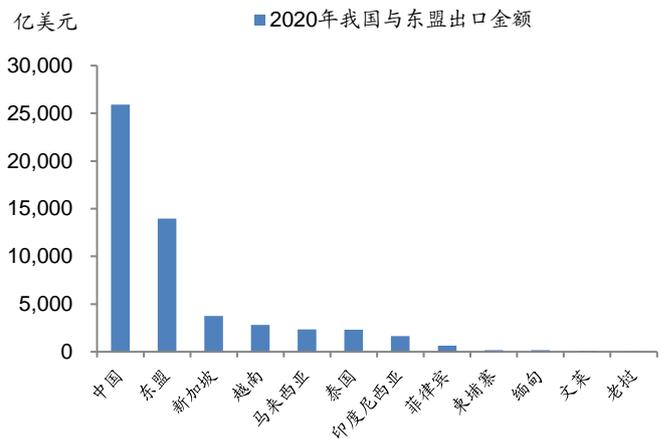
歧，最终削减至何种程度尚未可知。结合拜登政府的相关表态，我们认为关税调整中不会包含美国认定为关键行业或关键产品的项目（如半导体、新能源电池等）。相较于取消关税对出口的拉动，美国国内需求才是更为重要的影响因素，贸易摩擦发生后，2019年我国对美国贸易盈余确实短暂减少不到300亿美元，但2020年疫情发生后又重归上涨趋势，可见美国经济的需求才是决定我国出口的最重要。

图表 71 全球主要经济体景气度仍高



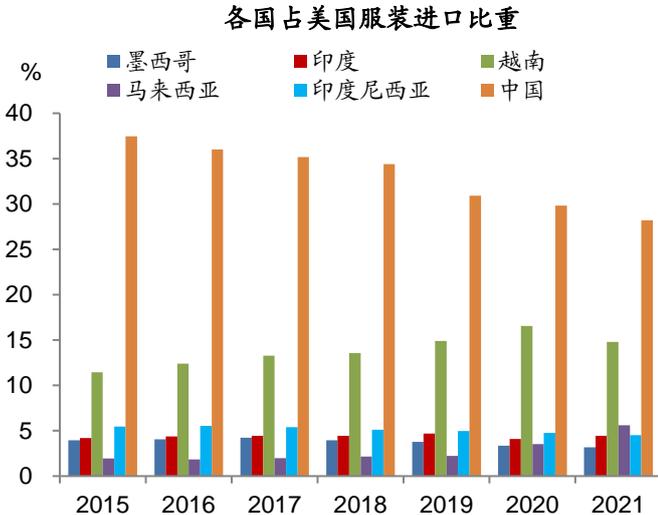
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 72 中国与东盟出口金额对比



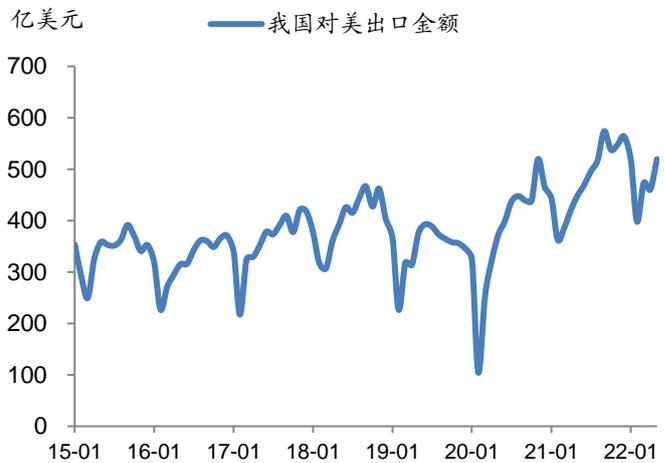
资料来源：Wind，ASEANStatsDataPortal，华安证券研究所

图表 73 我国服装等低端产业被较多替代



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 74 我国对美出口 2020 年后快速上升



资料来源：Wind，华安证券研究所

2.6 基建掌局，制造业布局，“本手”延续，难言“妙手”，预期差或弱

(1) 基建：布局掌局，无需破局，确定性最强、但预期差最弱。

作为稳增长的重要抓手，上半年来基建政策逐渐加码，政策面支撑强劲，下半年基建投资有望继续高增。

继去年的中央经济工作会议上提及适度超前开展基础设施投资以来，基建政策支持逐渐加码。4月26日习近平主持召开中央财经委员会第十一次会议，强调全面加强基础设

施建设；4月29日中共政治局会议延续“全面加强基础设施建设”表述，指出“要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用”，明确稳增长的抓手仍是投资。5月6日《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》印发。5月23日国常会提出加快落实专项债实施进度，“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”。政策支持下，基建高增确定性进一步增强，新老基建齐发力，基建长期空间打开。

图表 75 2022 年基建政策梳理

时间	部门/会议	主要内容
2021 年 12 月 8 日	中央经济工作会议	实施新的减税降费政策，强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度，适度超前开展基础设施投资。
2022 年 3 月 30 日	国务院常务会议	“用好政府债券扩大有效投资，抓紧下达剩余专项债额度，更好发挥专项债效能，加快项目开工和建设，尽快形成实物工作量”，以及“再开工一批水利项目，全年可完成投资约 8000 亿元”。
2022 年 4 月 26 日	中央财经委员会第十一次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要统筹发展和安全，优化基础设施布局、结构、功能和发展模式，构建现代化基础设施体系，为全面建设社会主义现代化国家打下坚实基础。
2022 年 4 月 29 日	政治局会议	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。
2022 年 5 月 6 日	中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》	“因地制宜补齐县城短板弱项，促进县城产业配套设施提质增效、市政公用设施提档升级、公共服务设施提标扩面、环境基础设施提级扩能，增强县城综合承载能力，提升县城发展质量”。
2022 年 5 月 17 日	中宣部举行财税改革与发展情况发布会	财政部副部长许宏才表示此前政府性基金预算中准备结转至明年使用的 4000 亿元资金将提前调度至今年使用，以满足地方资金的需要。此举将不会改变今年专项债的总规模，但在实际上用足 36500 亿的专项债，加大了今年财政支出力度。
2022 年 5 月 23 日	国务院常务会议	明确公布了 6 方面 33 项措施以稳定经济，部署加快稳经济一揽子政策措施落地生效，其中表示要进一步加大对基建的支持力度。具体来看，措施中要求加快财政支出进度和专项债发行使用进度，要求本年度的 3.65 万亿专项债券在 6 月底前基本发行完毕，在 8 月底前基本使用完毕。
2022 年 5 月 25 日	国办发《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》	我国在基础设施等领域形成了一大批存量资产，为推动经济社会发展提供了重要支撑。有效盘活存量资产，形成存量资产和新增投资的良性循环，对于提升基础设施运营管理水平、拓宽社会投资渠道、合理扩大有效投资以及降低政府债务风险、降低企业负债水平等具有重要意义。
2022 年 5 月 30 日	央行研究局课题组发布题为《促进消费投资增长 实现经济平稳高质量运行》的文章	要加快新型基础设施建设，提升传统基础设施水平，充分发挥市场主体在基建投资中的作用

资料来源：华安证券研究所整理

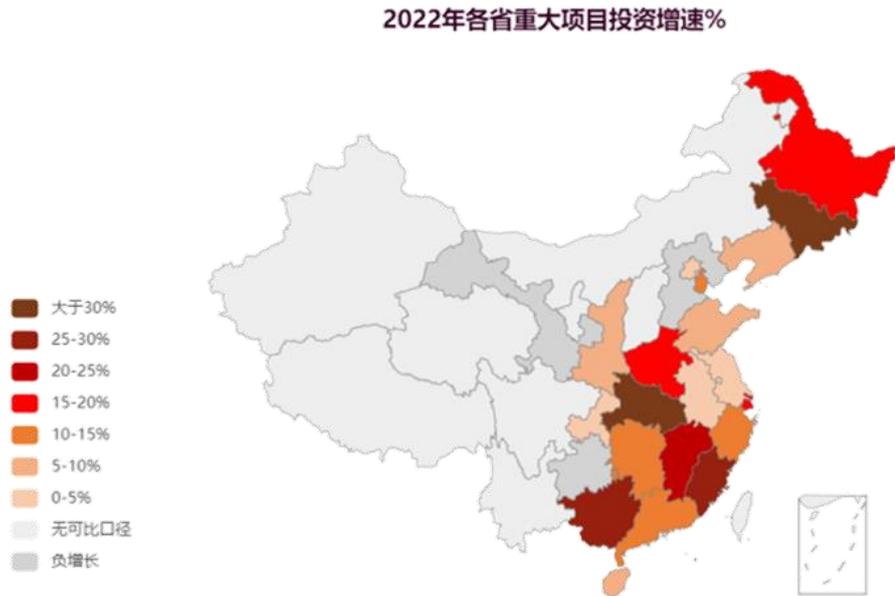
具体看今年下半年：

项目端：截至 4 月底，26 省重大项目年内计划投资总额为 11.2 万亿元，可比口径⁴

⁴ 若某省未披露重大项目年内投资额，则以重点项目年内投资额替代，若无则以一季度开工重大项目的年内投资额替代，可比口径表示 2021 年和 2022 年均披露相同口径的数据。

下 23 省重大项目年内计划投资总额 9.71 万亿元，同比增速 12.0%，年内项目储备较为充足。3 月 30 日国常会决定“新开工一批条件成熟的水利工程、全年投资可完成约 8000 亿元”，4 月 26 日习近平在中央财经委员会第十一次会议强调“全面加强基础设施建设”，4 月 29 日政治局会议对其予以确认强化，以及 5 月 23 日国常会指出“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”，指向基建项目高增确定性进一步增强。

图表 76 2022 年重大项目投资增速为 12.0%



资料来源：各地人民政府网、新闻报道，华安证券研究所

资金端：在《我们为什么看好基建？》专题中，我们测算 2022 年基建投资资金为 17.65 万亿元，同比增速 6.0%。但疫情冲击、大规模减税退税、房企拿地仍谨慎等因素综合作用下，地方财政压力增大。基建高增速与资金来源之间的矛盾可能会逐步暴露，导致下半年基建投资与 2021 年截然相反、呈现为“项目等资金”。中性假设下，预计下半年专项债可能新增 1.5 万亿额度、明年提前批 1 万亿额度，进一步补足地方财源。考虑到提前批额度难以在四季度形成实物工作量，因此仅有 1.5 万亿新增专项债可用于下半年的项目。此前我们测算 2020 年和 2021 年专项债投向基建的比例约为 65%和 56%，若取均值 60%为基准，则 2022 年下半年新增基建资金为 $1.5 \times 0.6 = 0.9$ 万亿元。简单假设其他各项资金金额不变，专项债投入基建增量资金 0.9 万亿，则全年基建增速有望从 6.0%上调至 [9.0%，10.0%]。

图表 77 2022 年基建投资资金来源最新测算

基建投资资金来源测算										
	国家预算内资金		国内贷款		自筹资金合计		外资及其他资金		基建投资资金	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	同比 (%)						
2016年	20,853	15.99	21,084	16.16	77,215	59.20	11,284	8.65	130,436	
2017年	23,219	16.22	23,398	16.35	82,618	57.72	13,906	9.71	143,141	9.74
2018年	24,172	17.26	21,587	15.42	80,392	57.41	13,869	9.91	140,020	-2.18
2019年	24,697	17.45	22,590	15.96	77,846	54.99	16,424	11.60	141,557	1.10
2020年	31,611	21.02	21,156	14.07	81,318	54.06	16,326	10.85	150,411	6.25
2021年	31,901	19.16	33,439	20.08	84,945	51.01	16,229	9.75	166,514	10.71
2022年(乐观)	34,948	18.79	36,875	19.82	97,891	52.63	16,300	8.76	186,014	11.71
2022年(中性)	34,779	19.00	36,875	20.15	95,088	51.95	16,300	8.91	183,042	9.93
2022年(悲观)	34,610	19.22	36,875	20.48	92,285	51.25	16,300	9.05	180,070	8.14

资料来源：财政部，Wind，华安证券研究所测算

图表 78 2022 年基建自筹资金增速最新测算

自筹资金																
	城投债		PPP		政府性基金支出 (不含专项债)		新增专项债		政策性信贷		广义非标融资		其他自筹资金		自筹资金合计	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
2016年	7,326	5.62	8,920	6.84	15,454	11.85	1,199	0.92	14,599	11.19	21,313	16.34	8,404	6.44	77,215	59.20
2017年	2,527	1.77	17,480	12.21	20,127	14.06	2,191	1.53	12,023	8.40	21,228	14.83	7,042	4.92	82,618	57.72
2018年	2,880	2.06	24,110	17.22	27,047	19.32	4,226	3.02	9,903	7.07	-16,078	-11.48	28,303	20.21	80,392	57.41
2019年	4,176	2.95	23,675	16.72	26,856	18.97	13,162	9.30	13,361	9.44	-7,374	-5.21	3,991	2.82	77,846	54.99
2020年	7,392	4.91	19,791	13.16	29,377	19.53	23,412	15.57	25,484	16.94	-10,482	-6.97	-13,657	-9.08	81,318	54.06
2021年	6,861	4.12	15,185	9.12	32,969	19.80	19,506	11.71	21,542	12.94	-11,761	-7.06	643	0.39	84,945	51.01
2022年(乐观)	6,660	3.58	12,046	6.48	30,228	16.25	31,930	17.17	23,000	12.36	-11,761	-6.32	5,788	3.11	97,891	52.63
2022年(中性)	6,480	3.54	12,046	6.58	29,635	16.19	30,900	16.88	22,000	12.02	-11,761	-6.43	5,788	3.16	95,088	51.95
2022年(悲观)	6,300	3.50	12,046	6.69	29,042	16.13	29,870	16.59	21,000	11.66	-11,761	-6.53	5,788	3.21	92,285	51.25

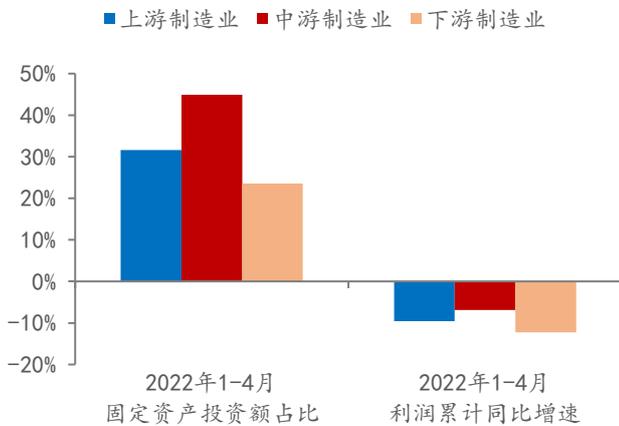
资料来源：财政部，Wind，华安证券研究所测算

(2) 制造业：预计温和回升，技改支撑“本手”，利润约束“妙手”。

制造业：利润分化压制企业投资意愿，技改难有亮眼表现，预计全年增速 13.5%、三年复合增速为 4.5%。技改有成为稳增长重要抓手的潜力，包括清洁生产、能效提升、煤炭清洁利用等专项计划在政策导向和资金配套方面逐步加码，但年内制造业投资走强仍存在两大制约。一是俄乌冲突以来大宗商品通胀持续演绎、阻滞利润传导进程，采矿业大幅蚕食制造业企业利润，1-4 月采矿业和制造业利润累计同比分别为 145.9%、-8.3%，进一步削弱制造业投资扩产意愿；二是民企占制造业投资的 90%，疫情冲击下“国强民弱”特征进一步显性化，民企投资能否有效修复仍有待数据验证。综合来看，制造业投资年内

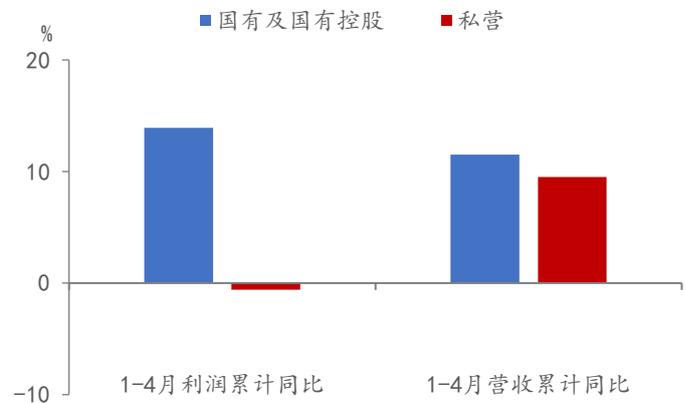
难有超预期表现，我们预计全年增速从 1-4 月的 12.1% 提升至 13.5%、对应三年复合增速从 1-4 月的 4.1% 提升至 4.5%。

图表 79 制造业利润承压限制投资扩产意愿



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 80 “国强民弱”限制民企投资能力



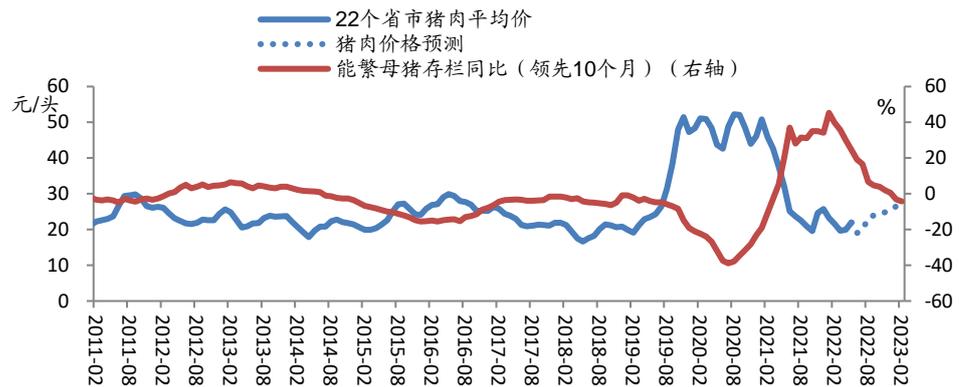
资料来源：Wind，华安证券研究所

2.7 通胀：关注 CPI 涨价的投资机会，也需警惕 PPI 回落偏慢

(1) 下半年关注的物价线索有哪些？猪价下半年将震荡上行；油价仍旧高位震荡；粮食持续涨价，但对我国影响有限；煤炭高位震荡；有色表现分化。

1) 猪价连续两月上升，母猪产能去化或已结束，需求提振不强，预计下半年猪价震荡上行。供给端方面，1) 历史上领先 10 个月的能繁母猪存栏同比和猪价相关性较好，且 10 个月与生猪成长周期相符。从领先 10 个月的能繁母猪存栏同比可知，2021 年 6 月能繁母猪存栏同比增速开始大幅下降，指向 2022 年 4 月猪价应开始企稳回升，我们观察 2021 年下半年以来至 2022 年一季度，能繁母猪存栏同比持续下行至 -3%，指向今年下半年猪价有望趋势上行。2) 饲料成本方面，玉米价格继续小幅上行，国际粮价普遍上行将提振饲料成本，从而对猪价形成支撑。3) 养殖利润亏损程度已由 524.005 元/头缩减至 200.5 元/头，但仍在出清线以下。养殖户补栏仍表现谨慎，5 月出栏体重小幅增加，说明仍存在压栏行为，出栏体重增加对冲了出栏量下降的部分供给端影响。需求端方面，生猪定点屠宰企业屠宰量自 3 月起有所增加，但屠宰利润有限；随着节假日结束、天气转暖，三季度预计猪肉需求会减弱。综合来看，供给量波动下滑，需求仍弱，我们预测下半年猪价可能震荡上行。

图表 81 猪价持续上行，预计下半年波动上行

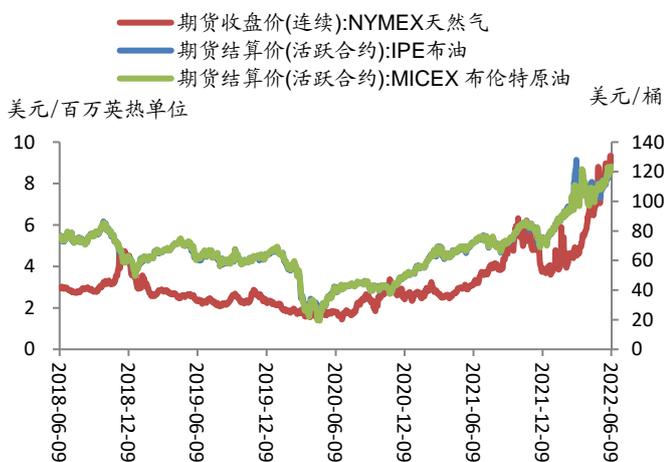


资料来源：Wind，华安证券研究所测算

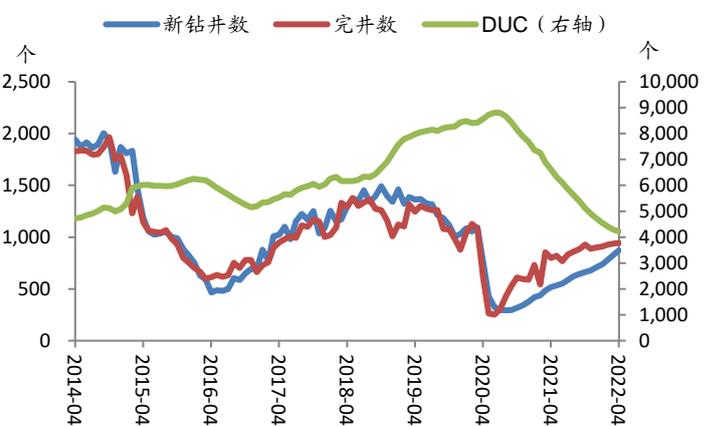
2) 预计短期油价高位震荡，下半年可能小幅回落，回落幅度有限。供给端，1) 利空：OPEC+加大增产计划力度，7-8月可能增长约65万桶/日，但实际增产幅度仍存在不确定性。2) 利多：欧盟6月3日公布第六轮对俄罗斯制裁措施，其中包括石油禁运措施，预计可能减少俄罗斯石油出口200-300万桶/日。3) 利空：IEA预计随着OPEC+和美国的产量稳步上升，从5月到12月，世界除俄罗斯以外的地区产量将增加310万桶/日。4) 利多：IEA月报显示3月全球石油库存下降了4500万桶/日。5) 利多：页岩油厂商增产动力不足，绿色能源转型限制石油公司增产。从页岩油未完井数(DUC)看，美国DUC持续下跌，说明上游投资不足，页岩油后续增产力度有限。需求端，OPEC、IEA、EIA月报普遍小幅下修今年石油需求，但整体需求仍有韧性。OPEC5月预计2022年世界石油需求增长将同比增长336万桶/日，较4月报告向下修正31万桶/日，并认为2022年的需求将受到东欧持续的地缘政治发展以及疫情限制的影响。IEA5月报告对2022年全球石油需求的预测不变，仍为9940万桶/日。EIA再次将世界石油需求普遍小幅下调，对6月的世界石油需求下调了20万桶/日至9997万桶/日。总体看，供给端欧美对俄能源制裁加剧，OPEC的增产计划或难达预期，能源转型背景下石油开采商增产动力不强，供给维持偏紧格局；需求端，短期原油裂解价差仍在走高，炼厂开工率略有上升，叠加夏季出行增加，国内疫情封控逐渐打开，需求面有支撑；待下半年海外经济、需求明显回落，可能才会带动原油需求回落。预计短期油价仍维持高位，中期可能有所下行，但空间有限。

图表 82 高频数据下原油价格高位震荡

图表 83 美国页岩油未完井数(DUC)持续下降



资料来源：Wind，华安证券研究所



资料来源：EIA，华安证券研究所

图表 84 全球供需平衡预测

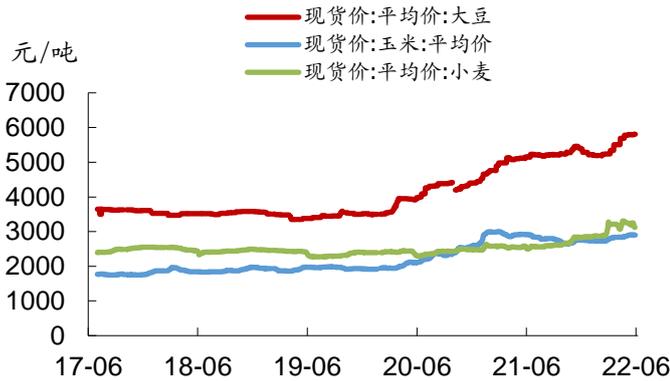
	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12
全球石油产量 (百万桶/天)												
经合组织	31.30	31.47	32.18	31.90	32.01	32.51	32.59	32.80	32.72	33.04	33.76	33.82
美国	19.23	19.07	19.94	19.74	19.91	20.17	20.29	20.52	20.61	20.63	21.18	21.20
加拿大	5.51	5.79	5.76	5.74	5.55	5.68	5.73	5.76	5.73	5.76	5.89	5.90
墨西哥	1.93	1.91	1.90	1.88	1.91	1.93	1.91	1.90	1.89	1.87	1.86	1.85
其他经合组织国家	4.63	4.71	4.57	4.54	4.64	4.73	4.66	4.62	4.49	4.78	4.83	4.87
非经合组织	66.79	67.53	67.23	66.71	67.11	67.38	67.93	68.24	68.24	68.01	67.92	67.70
OPEC	33.44	34.11	33.73	34.02	33.72	34.23	34.51	34.61	34.60	34.76	34.86	34.95
原油部分	27.82	28.58	28.22	28.59	28.29	28.79	29.03	29.11	29.13	29.31	29.34	29.36
其他液体 (b)	5.62	5.53	5.51	5.43	5.43	5.45	5.48	5.50	5.46	5.45	5.52	5.59
前苏维埃联盟	14.34	14.38	14.31	13.18	13.41	12.93	13.08	13.17	13.08	13.06	13.06	12.95
中国	5.21	5.12	5.21	5.18	5.14	5.17	5.11	5.14	5.17	5.18	5.21	5.16
其他非经合组织国家	13.80	13.92	13.99	14.34	14.84	15.05	15.24	15.32	15.40	15.00	14.79	14.63
全球总产量	98.08	99.00	99.41	98.61	99.12	99.89	100.52	101.04	100.96	101.05	101.68	101.52
非OPEC产量	64.64	64.89	65.69	64.59	65.40	65.66	66.01	66.43	66.36	66.29	66.82	66.57
全球石油消费量 (百万桶/天)												
经合组织	44.68	46.72	46.18	45.06	45.09	45.85	46.10	46.37	45.94	46.27	46.66	46.85
美国	19.73	20.44	20.51	20.07	20.43	20.62	20.66	20.84	20.33	20.74	21.06	20.88
加拿大	2.36	2.35	2.36	2.32	2.39	2.45	2.49	2.55	2.50	2.47	2.50	2.50
欧洲	12.37	13.55	13.28	13.30	13.00	13.49	13.57	13.41	13.79	13.58	13.25	13.03
日本	3.80	3.87	3.64	3.28	3.02	3.05	3.16	3.25	3.15	3.19	3.43	3.93
其他经合组织国家	6.21	6.31	6.13	5.93	6.02	6.04	6.02	6.10	5.98	6.04	6.21	6.33
非经合组织	52.85	53.89	52.46	52.67	53.53	54.11	53.99	53.56	54.40	53.29	54.16	54.96
欧亚大陆	4.45	4.66	4.29	4.19	4.29	4.47	4.62	4.72	4.66	4.50	4.62	4.68
欧洲	0.75	0.74	0.76	0.74	0.75	0.76	0.75	0.75	0.76	0.78	0.76	0.75
中国	15.35	15.54	14.88	15.18	15.36	15.33	15.48	15.03	15.89	14.98	15.96	16.44
其他亚洲国家	13.54	13.99	13.88	13.93	13.94	13.83	13.55	13.43	13.49	13.70	13.95	14.06
其他非经合组织国家	18.76	18.95	18.65	18.64	19.19	19.72	19.58	19.63	19.61	19.34	18.86	19.03
全球总消费	97.52	100.61	98.64	97.73	98.62	99.97	100.09	99.93	100.34	99.56	100.82	101.81

注：灰色斜体字体为预测值。资料来源：EIA，华安证券研究所

3) 全球粮食价格持续上涨，但对我国影响预计有限。首先，全球粮食价格面临上涨：

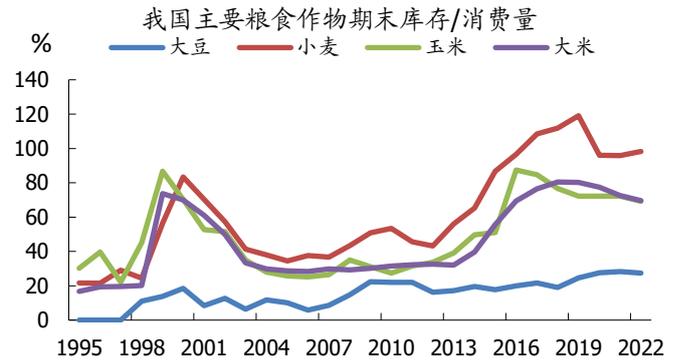
1) 俄乌冲突导致能源价格提高，从而提升化肥成本，进而提升粮价；同时乌克兰粮食产量和出口减少，给全球粮价带来上涨压力；2) 新冠疫情干扰国际贸易，加剧全球粮食隐患，例如疫情防控导致物流运输受阻、一些国家和地区的粮食进出口政策收紧，实施贸易管制等；3) 极端天气导致粮食产量降低。例如印度高温，美国西南部干旱，南部高温等影响小麦收成。在战争、疫情和恶劣天气的三重压力下，全球粮食价格面临上涨的问题。截至6月1日，CRB食品现货价格指数为587.26，同比上涨20.82%。其次，粮食涨价对我国影响可能较为有限。我国主要农作物小麦、玉米自给率高，均在95%左右，尽管国际小麦和玉米价格有上涨压力，但我国总体压力可控。我国大豆自给率为34%左右，对外依赖度较高。巴西是我国大豆最大进口国，巴西大豆目前供应稳定，但在俄乌冲突推升化肥价格的情况下，巴西大豆供给仍存一定潜在风险，从而对我国大豆价格造成次生风险。从对CPI粮食分项的影响来看，总体影响可能较为有限。一方面，CPI粮食分项的权重较小，不到2%；另一方面，我国主要农作物品种中，仅小麦直接影响CPI粮食分项的能力较强，玉米和大豆通过影响畜肉类价格间接传导至CPI的方式影响力较弱，因此粮价上涨带动CPI上涨的能力有限。

图表 85 粮食存在涨价压力



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 86 我国大部分粮食品种可自给自足



资料来源: Wind, 华安证券研究所

4) 其他大宗商品。

煤炭: 下半年或将高位震荡。供给端, 国内保供稳价政策持续落实, 推动企业优化煤炭生产、加速产能释放, 有助于我国煤炭产量维持高位。煤炭进口受一定制约, 俄乌冲突提高欧洲用煤炭代替石油、天然气等能源的迫切性, 将加速欧洲对俄罗斯煤炭进口, 导致我国进口受制约。不过这也受欧美对俄能源制裁政策变化影响。需求端, 我国煤炭需求可能趋于回升。一方面, 疫后恢复将提升工业和服务业用电、基建投资等用煤; 另一方面, 地产恢复幅度有限、海外需求回落可能使煤炭需求恢复程度受限。总体看, 预计后续煤炭市场价格高位震荡, 密切关注俄乌局势, 以及夏季用电高峰对煤炭供需格局的影响。

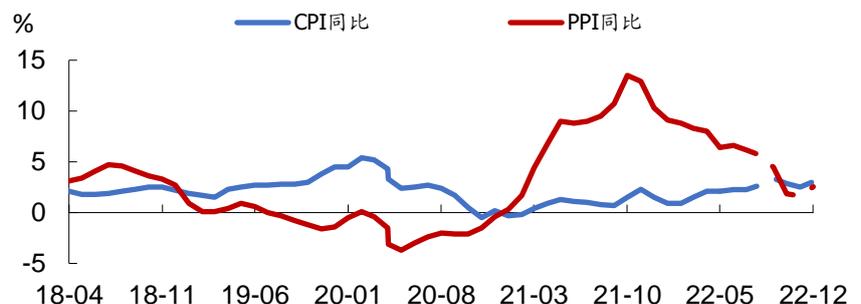
有色金属: 宏观层面, 下半年全球经济回落将总体拖累金属需求, 造成有色金属价格中枢下行。但是, 中国疫后复工复产, 以及绿色转型可能支撑一部分有色金属需求。总体看, 下半年有色金属表现可能出现分化, 铝、锌、锡、镍需求受国内地产修复、基建高增、绿色转型支撑, 而铜可能受全球经济下滑拖累更多。

(2) CPI 和 PPI 可能如何演绎? 预计三季度 CPI 同比可能破 3%, 全年 2% 以上; PPI 同比回落速度偏慢, 全年可能 5.7% 左右。

CPI: 受猪价上行 (8-10 月上行较快), 粮价上行 (测算中主要考虑小麦), 油价维持高位 (三季度维持高位, 四季度可能回落), 消费在疫情之后逐渐恢复等影响, CPI 同比后续将逐渐上行, 三季度可能破 3%, 高点在 9 月, 全年累计同比可能为 2.2% 左右。

PPI: 受地缘政治冲突拉动大宗商品价格, 以及扩基建、稳地产等影响, PPI 同比虽逐渐回落, 但回落速度偏缓, 三季度之前可能在 4-5% 以上; 随着全球需求回落, 四季度 PPI 同比回落速度可能加快, 回落至 1-2%, 全年累计同比可能为 5.7% 左右。

图表 87 2022 年通胀预测



注: 图中虚线为预测值。资料来源: Wind, 华安证券研究所测算

(3) 关注结构性涨价和部分行业困境反转机会

与历史比，2022 年上游价格传导能力持续下降，下游传导能力持续上升，并在在 4 月上升至 50%以上，中游传导能力上升态势在 4 月减缓；部分行业价格传导能力持续增强，主要以下游行业为主，可能存在结构性消费涨价机会。

1、从行业看：与历史比，2022 年上游价格传导能力持续下降，但下游行业传导能力普遍上升。观察所有 PPI 行业的 CTIC（价格传导指数，越高代表价格传导能力越强）历史分位数，6 个行业在 2021 年下半年至今的历史分位数均处于 50%以上，其中 4 个行业属于上游行业；12 个行业在 2021 年下半年至今的历史分位数均处于 50%以下，其中 3 个行业属于上游行业，下游行业占 7 个；18 个行业 2022 年至今历史分位数均处于 50%以上，其中 6 个行业属于下游行业，上游行业占 6 个。2022 年一季度上游行业的价格传导能力较历史上较弱，而下游行业有明显增强。

2、PPI 与 CPI 双向传导：通过 PPI 和 CPI 一对一传导测算，我们发现部分行业仍存在结构性消费涨价机会，数据显示 PPI 向 CPI 细项价格传导效果较好的行业有卷烟制造、纺织服装、服饰业、通用设备修理业、石油、煤炭及其他燃料加工业、中成药生产、化学药品制剂制造业等；CPI 向 PPI 传导仍主要表现在农产品向食品加工业的传导，除水产品、蛋类、畜肉类外，其他细项向 PPI 传导普遍较好。因此，总体看，可关注卷烟、食品加工、纺服、医药（仅从宏观数据得到的结论，不含行业逻辑）等可能的涨价传导和盈利改善机会。

图表 88 行业细项 CTIC 在历史上的分位数

各行业K值较自身历史分位数（2003年以来）		2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	迷你图
上游	煤炭开采和洗选产品	57.30%	64.70%	68.80%	73.40%	74.80%	73.20%	71.60%	68.60%	65.80%	73.20%	74.60%	
	石油和天然气开采产品	82.00%	79.00%	74.60%	74.30%	74.80%	80.20%	74.20%	71.30%	74.40%	81.40%	81.90%	
	黑色金属矿采选产品	56.30%	57.10%	50.80%	32.70%	23.70%	18.30%	11.40%	8.00%	7.90%	7.80%	12.30%	
	有色金属矿采选产品	52.70%	50.00%	47.30%	46.50%	44.00%	45.00%	49.10%	50.00%	52.30%	54.60%	55.30%	
	非金属矿采选产品	30.00%	30.80%	32.00%	30.90%	31.70%	34.60%	43.60%	46.00%	46.30%	45.20%	43.30%	
	石油、煤炭及其他燃料加工业	56.90%	63.80%	74.60%	75.60%	74.40%	64.90%	65.00%	64.70%	56.70%	53.40%	70.80%	
	化学原料及化学制品制造业	52.70%	58.90%	66.60%	58.60%	49.10%	41.60%	55.70%	61.20%	53.90%	28.10%	21.50%	
	化学纤维制品	32.70%	42.80%	47.30%	37.90%	30.50%	28.30%	24.50%	12.90%	9.50%	4.60%	4.60%	
	非金属矿物制品业	28.60%	26.70%	27.50%	34.90%	51.10%	61.40%	67.60%	61.70%	60.60%	57.70%	48.40%	
	黑色金属冶炼及压延加工业	40.00%	37.50%	45.60%	58.60%	64.40%	60.00%	63.90%	53.20%	44.40%	29.60%	24.60%	
	有色金属冶炼及压延加工业	58.10%	51.70%	52.60%	56.80%	57.60%	48.30%	45.90%	48.30%	49.20%	40.60%	24.60%	
	废弃资源和废旧材料回收加工业	52.70%	52.50%	52.20%	51.90%	51.70%	51.40%	52.10%	51.90%	51.60%	51.40%	50.20%	
	电力、热力生产和供应	23.70%	28.50%	29.30%	31.40%	32.50%	36.40%	43.20%	66.90%	72.70%	69.30%	70.80%	
	燃气生产和供应	32.70%	33.40%	44.40%	55.30%	50.60%	51.70%	66.30%	64.70%	64.00%	73.20%	78.90%	
	水的生产和供应	35.40%	35.20%	34.60%	34.00%	33.90%	33.30%	34.40%	35.60%	33.70%	35.30%	35.60%	
中游	金属制品	51.50%	65.60%	68.80%	70.30%	68.20%	75.80%	86.00%	91.30%	90.00%	91.80%	92.20%	
	通用设备制造业	36.50%	40.50%	44.40%	48.30%	45.30%	59.10%	71.90%	72.90%	72.30%	70.90%	67.20%	
	专用设备制造业	46.90%	53.40%	54.70%	55.90%	58.80%	60.80%	74.30%	79.50%	75.60%	78.20%	80.00%	
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	45.70%	52.20%	56.00%	56.60%	64.30%	69.20%	67.60%	78.20%	84.40%	88.30%	89.20%	
	电气机械及器材制造业	49.70%	63.30%	64.00%	61.50%	57.20%	66.60%	71.10%	72.60%	74.00%	76.20%	76.80%	
	计算机、通信和其他电子设备制造业	17.90%	22.30%	23.50%	24.30%	24.20%	24.50%	25.30%	25.20%	25.90%	23.70%	21.80%	
	仪器仪表	33.10%	43.30%	50.20%	45.50%	47.10%	45.60%	69.80%	75.60%	74.40%	68.10%	75.10%	
	其他制造业	32.10%	34.50%	34.30%	35.60%	34.90%	39.20%	40.40%	41.20%	43.90%	49.00%	46.80%	
	金属制品、机械和设备修理业	31.30%	32.70%	33.30%	55.90%	55.40%	35.00%	34.70%	33.60%	30.80%	32.20%	29.60%	
	农副食品加工业	43.60%	37.50%	33.30%	32.70%	28.80%	35.00%	29.50%	14.50%	12.60%	21.80%	40.00%	
下游	食品制造业	36.30%	41.00%	45.60%	46.50%	45.70%	51.60%	63.90%	88.70%	93.60%	87.50%	61.50%	
	酒、饮料和精制茶制造业	29.00%	28.50%	24.50%	22.40%	15.20%	15.00%	14.70%	17.70%	14.20%	20.30%	24.60%	
	烟草制品	58.10%	55.30%	52.60%	51.70%	45.70%	46.60%	62.20%	66.10%	66.60%	67.10%	67.60%	
	纺织业	30.00%	33.90%	37.70%	41.10%	39.60%	47.30%	58.90%	69.10%	70.50%	76.70%	76.30%	
	纺织服装服饰	10.90%	16.00%	19.20%	20.60%	22.00%	25.00%	21.30%	27.40%	26.90%	20.30%	23.00%	
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	10.90%	17.80%	21.00%	24.10%	25.40%	28.30%	36.00%	41.90%	41.20%	35.90%	26.10%	
	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	32.70%	42.80%	43.80%	46.50%	52.50%	56.60%	57.30%	58.00%	57.10%	64.00%	64.60%	
	家具	23.60%	30.30%	31.50%	37.90%	38.90%	40.00%	45.90%	48.30%	52.30%	50.00%	50.70%	
	造纸和纸制品	18.10%	14.20%	14.00%	13.70%	10.10%	16.60%	19.60%	17.70%	9.50%	7.80%	9.20%	
	印刷和记录媒介复制业	25.40%	39.20%	29.80%	29.30%	27.10%	48.30%	54.00%	77.40%	79.30%	82.80%	81.50%	
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	69.00%	67.80%	61.40%	67.20%	67.70%	68.30%	68.80%	72.50%	77.70%	87.50%	86.10%	
	医药制品	30.90%	33.90%	36.80%	36.20%	40.60%	43.30%	44.20%	40.30%	46.00%	46.80%	46.10%	
	橡胶和塑料制品业	29.00%	30.30%	29.80%	31.00%	35.50%	40.00%	39.30%	38.70%	38.00%	34.30%	29.20%	
汽车制造	25.40%	25.00%	31.50%	32.70%	37.20%	45.00%	47.50%	50.00%	57.10%	62.50%	63.00%		

资料来源：Wind，华安证券研究所测算

图表 89 2021 年 6 月至今上中下游行业 CTIC 历史分位数

历史上的分位数	上游行业 CTIC	中游行业 CTIC	下游行业 CTIC
2021-06	37.20%	45.70%	30.40%
2021-07	37.00%	58.10%	28.50%
2021-08	50.20%	68.10%	26.60%
2021-09	59.20%	70.00%	26.50%
2021-10	60.70%	68.00%	26.40%
2021-11	49.10%	73.80%	35.00%
2021-12	58.50%	81.40%	38.40%
2022-01	57.80%	82.00%	37.30%
2022-02	48.40%	82.50%	37.60%
2022-03	34.90%	83.40%	43.90%
2022-04	32.60%	82.20%	54.00%
PPI 上行期 (2015 年 9 月-2017 年 2 月) 分位数	上游行业 CTIC	中游行业 CTIC	下游行业 CTIC
2021-06	50.80%	36.70%	10.40%
2021-07	50.70%	44.30%	10.20%
2021-08	76.00%	61.50%	9.90%
2021-09	89.60%	68.10%	9.90%
2021-10	89.70%	64.80%	9.80%
2021-11	75.40%	72.00%	17.50%
2021-12	89.60%	75.10%	23.00%
2022-01	89.60%	76.20%	20.00%
2022-02	74.90%	76.60%	20.60%
2022-03	50.50%	76.90%	30.80%
2022-04	49.50%	76.60%	56.20%

资料来源: Wind, 华安证券研究所测算

图表 90 PPI 细项向 CPI 细项传导能力测算

CPI 细项	对应 PPI 细项	回归系数
CPI:食品烟酒:卷烟	PPI:卷烟制造	1.005377
CPI:食品烟酒:酒类	PPI:酒的制造	0.641448
CPI:衣着:服装	PPI:纺织服装、服饰业	0.7476672
CPI:衣着:鞋类	PPI:制鞋业	0.5845137
CPI:居住:水电燃料	PPI:自来水生产和供应	0.3591953
	PPI:电力生产	-0.0392156
	PPI:热力生产和供应	0.3164088
	PPI:燃气生产和供应业	0.188353
CPI:生活用品及服务:家用器具	PPI:家用电力器具制造	0.5658135
	PPI:非电力家用器具制造	0.4297095
CPI:交通和通信:交通工具	PPI:汽车制造业	0.2539724
	PPI:摩托车制造	0.6190595
	PPI:自行车和残疾人座车制造	-0.1438981
	PPI:助动车制造	0.2591472
CPI:交通和通信:交通工具用燃料	PPI:石油、煤炭及其他燃料加工业	0.7090298
CPI:交通和通信:交通工具使用和维修	PPI:通用设备修理	1.021002
CPI:交通和通信:通信工具	PPI:通信设备制造	-0.8458805
CPI:教育文化和娱乐	PPI:印刷业和记录媒介的复制	0.6163562
	PPI:文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.106082
	PPI:计算机制造	0.2952217
CPI:医疗保健:中药	PPI:中成药生产	1.022484
CPI:医疗保健:西药	PPI:化学药品制剂制造	1.020054

注：表格底色越蓝代表数值越小，越红代表数值越高；根据显著性检验进行逐步回归调整对应分项；时间区间以 2014 年 1 月至 2022 年 4 月为主，部分更新时间较晚的细项根据其现有时间长度调整。

资料来源：Wind，华安证券研究所测算

图表 91 CPI 食品细项向 PPI 细项传导能力测算

PPI 细项	对应 CPI 细项	回归系数
PPI:谷物磨制	CPI:食品烟酒:粮食	0.99361
PPI:植物油加工	CPI:食品烟酒:食用油	1.842374
PPI:蔬菜、菌类、水果和坚果加工	CPI:食品烟酒:鲜菜	0.9552794
PPI:屠宰及肉类加工	CPI:食品烟酒:畜肉类	0.3502632
PPI:水产品加工	CPI:食品烟酒:水产品	-0.2303518
PPI:其他农副食品加工	CPI:食品烟酒:蛋类	0.1331131
PPI:乳制品制造	CPI:食品烟酒:奶类	0.9977759
PPI:蔬菜、菌类、水果和坚果加工	CPI:食品烟酒:鲜果	0.9624919

注：表格底色越蓝代表数值越小，越红代表数值越高；时间区间为 2014 年 1 月至 2022 年 4 月。

资料来源：Wind，华安证券研究所测算

2.8 GDP：终局收官，决战“合理区间”

5月25日，国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议，提出“发展是解决我国一切问题的基础和关键。保护经济韧性，努力确保二季度经济合理增长和失业率尽快下降，保持经济运行在合理区间”。何谓“合理区间”？从2013年开始，我国宏观调控明确经济运行合理区间，把稳增长、保就业作为“下限”，防通胀作为“上限”，形成了区间调控的思路和方法。

1) 经济合理增速区间是多少？

今年经济增速在**4.5%-5.5%**可能是一个较为合理的区间。首先，过去40年，受疫情等特殊事件影响，中国只有两段时间GDP增速低于4.5%，分别是2020年的2.2%和20世纪80年代末90年代初的3.9%-4.2%。其次，稳增长的底线是稳就业，尽管疫情之后城镇新增就业目标与GDP增速的关系变得不稳定，但我们大致认为4.5%以上的GDP增速可能较为合理。一方面，疫情之前的“十三五”时期，一个百分点的GDP增速约对应200万城镇新增就业；另一方面，尽管这一规律受疫情影响在2020年被打破，但是如果以疫后2021年的GDP两年复合增速对应当年的城镇新增就业，那么一个百分点对应250万城镇新增就业。因此，我们假设200-250万城镇新增就业需要一个百分点的经济增速支撑，以今年城镇新增就业1100万人以上为参考，对应的实际GDP增速应在4.4%-5.5%之间。

综合以上两条线索，我们认为“合理区间”可能应在4.5%以上，若低于该增速，则稳就业可能面临更大压力。当然，本文测算可能存在误差和不足之处，只作为参考，如果配套各项行之有效的稳就业政策，对经济增速底线的容忍度可能可以适当放宽。

2) 我们距离经济合理增速，还有多远的路要走？

若以生产法测算为基准，4月、5月数据较差，6月稳步恢复，则二季度GDP同比为0.3%。全年完成**4.0%**难度不大，完成**4.5%**以上要付出一定努力，需要Q3和Q4GDP同比在**6.3%-6.4%**左右。实现**5.0%**需要Q3和Q4GDP同比在**7.1%**以上，实现**5.5%**需要Q3和Q4GDP同比在**8.1%**以上，需要付出极大努力。总体来看，经济增速落在**4.5%-5.0%**区间的概率较大。

图表 92 二季度 GDP 0.3%情况下，年底达到 4.0%对应的分季度增速

年底达到 4.0%	当季同比				累计同比			
	GDP	第一产业	第二产业	第三产业	GDP	第一产业	第二产业	第三产业
2022Q1	4.8%	6.0%	5.8%	4.0%	4.8%	6.0%	5.8%	4.0%
2022Q2	0.3%	5.0%	1.6%	-1.3%	2.4%	5.4%	3.5%	1.3%
2022Q3	5.1%	5.5%	6.2%	4.3%	3.4%	5.4%	4.4%	2.3%
2022Q4	5.7%	5.5%	6.0%	5.5%	4.0%	5.5%	4.9%	3.2%

资料来源：Wind，华安证券研究所测算

图表 93 二季度 GDP 0.3%情况下，年底达到 4.5%对应的分季度增速

年底达到 4.5%	当季同比				累计同比			
	GDP	第一产业	第二产业	第三产业	GDP	第一产业	第二产业	第三产业
2022Q1	4.8%	6.0%	5.8%	4.0%	4.8%	6.0%	5.8%	4.0%
2022Q2	0.3%	5.0%	1.6%	-1.3%	2.4%	5.4%	3.5%	1.3%
2022Q3	6.3%	5.5%	7.0%	6.0%	3.8%	5.4%	4.7%	2.9%
2022Q4	6.4%	5.5%	6.5%	6.5%	4.5%	5.5%	5.2%	3.9%

资料来源：Wind，华安证券研究所测算

图表 94 二季度 GDP 0.3% 情况下，年底达到 5.0% 对应的分季度增速

年底达到 5.0%	当季同比				累计同比			
	GDP	第一产业	第二产业	第三产业	GDP	第一产业	第二产业	第三产业
2022Q1	4.8%	6.0%	5.8%	4.0%	4.8%	6.0%	5.8%	4.0%
2022Q2	0.3%	5.0%	1.6%	-1.3%	2.4%	5.4%	3.5%	1.3%
2022Q3	7.1%	6.0%	7.8%	6.8%	4.1%	5.7%	5.0%	3.2%
2022Q4	7.3%	6.5%	7.5%	7.2%	5.0%	6.0%	5.7%	4.3%

资料来源：Wind，华安证券研究所测算

图表 95 二季度 GDP 0.3% 情况下，年底达到 5.5% 对应的分季度增速

年底达到 5.5%	当季同比				累计同比			
	GDP	第一产业	第二产业	第三产业	GDP	第一产业	第二产业	第三产业
2022Q1	4.8%	6.0%	5.8%	4.0%	4.8%	6.0%	5.8%	4.0%
2022Q2	0.3%	5.0%	1.6%	-1.3%	2.4%	5.4%	3.5%	1.3%
2022Q3	8.1%	6.0%	9.0%	7.7%	4.4%	5.7%	5.4%	3.5%
2022Q4	8.1%	6.5%	8.5%	8.1%	5.5%	6.0%	6.3%	4.7%

资料来源：Wind，华安证券研究所测算

第三篇 守正出奇，掌局者赢

1、海外资产配置：短期与长期的抉择

根据我们上述的宏观分析，我们认为 2022 年下半年海外大类资产配置顺序如下：短期来看，美元 > 原油 > 黄金 > 美债 > 美股；再往后，美元 > 美债 > 黄金 > 原油 > 美股。

美元方面，今年美联储加息力度为近 20 余年来之最，不断的加息将会吸引全球资本回流美国，对美元形成支撑。同时，考虑到今年欧洲经济复苏进程大概率不及美国，美欧经济相对强弱对比之下，美元大概率将持续走强；

原油方面，当前原油价格受俄乌冲突影响，短期的供需缺口矛盾被进一步激化，原油价格因此大幅上涨。短期内由于欧盟新一轮制裁计划年底前禁止 90% 俄罗斯石油进口，原油价格或将高位震荡。再往后，我们认为伴随着全球经济的逐步放缓，对于原油的需求也将逐步减少，原油价格上行动力将会逐步减弱；

美债方面，我们认为当前十年期美债收益率 3.4% 左右的水平，已经反映了美联储较为激进的加息与缩表路径，短期由于美联储保持鹰派，美债收益率或保持高位震荡。后续来看，美债收益率进一步上行的空间将会减小，伴随着美国经济增长动能的逐步放缓，四季度美债收益率可能迎来拐点，其下行空间也将打开；

黄金方面，作为具有通胀对冲与避险双重功能的资产，我们认为随着美债利率上行空间已经逐渐减小，对于黄金价格的压制作用也将逐步减轻，但是短期内由于美债收益率处于高位，黄金价格预计难有较好表现。而伴随着全球经济的逐步放缓，对于衰退的担忧将越来越远，黄金作为重要的避险工具，对于黄金的需求也将会上升，从而会对黄金的价格形成支撑；

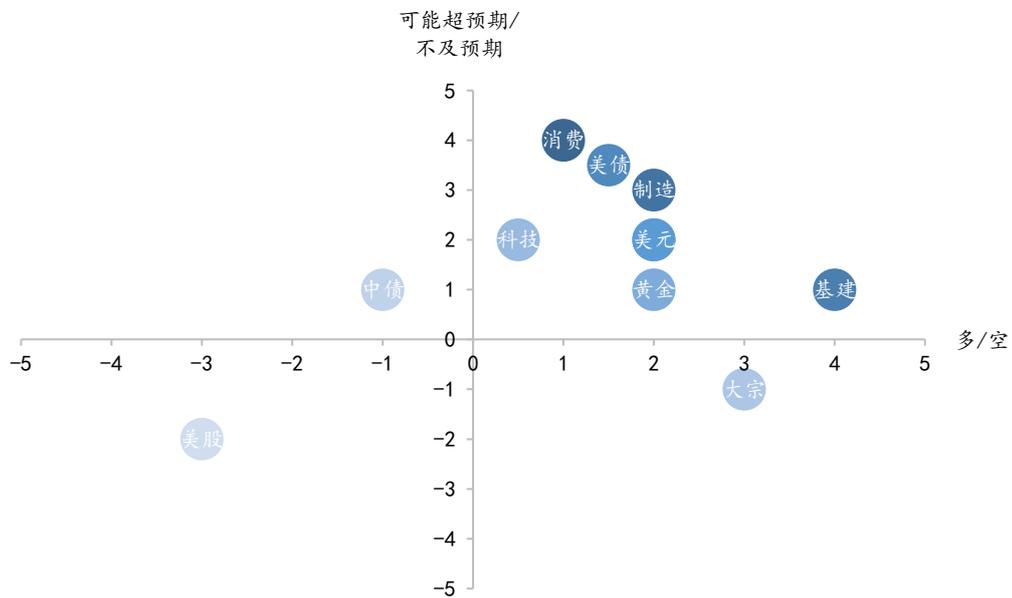
当前美股面临美国经济增长和美联储持续加息的双重压力，后续来看，美股预计将会震荡下行。具体而言，为应对高通胀，美联储将持续加息 50bp 至 9 月，一方面，不断加

息之下美国经济增长会持续放缓，美股盈利预期将会面临较大压力；另一方面会对美股估值上形成较大压力。因此美股目前面临较大的下行压力，其波动性也有可能上升。

2、国内资产配置：确定性与预期差的抉择

根据我们上述的宏观分析，我们认为国内主线还是以稳增长为主，宏观政策加力加码，基本面趋于好转，因此总体看多股市、看空债市。但权益配置逻辑从“本手”和“妙手”（或可能的“俗手”）出发，有两条线索。第一，从“确定性”排序来看，应是基建>银行、地产>制造业>消费>科技，其中科技可能四季度机会更大；第二，若从“预期差”排序来看，则应是消费>科技>制造业>银行、地产>基建。当然，消费中的结构性涨价、困境反转等结构性机会可以作为介于“确定性”与“预期差”之间的折中选择。

图表 96 2022 年下半年大类资产配置建议



资料来源：Wind，华安证券研究所测算

图表 97 2022 年宏观主要指标预测

	2021	22Q1	22Q2E	22Q3E	22Q4E	2022 E
GDP 实际	8.1	4.8	0.3	6.3	6.4	4.5
GDP 名义	12.6	8.4	3.5	8.8	6.9	7.1
GDP 平减指数	4.4	3.4	3.2	2.5	0.5	2.6
固定资产投资*	4.9	9.3	5.9	8.0	9.2	9.2
制造业*	13.5	15.6	9.5	12.0	13.5	13.5
地产*	4.4	0.7	-1.5	1.5	3.0	3.0
基建*	0.2	9.3	7.5	8.5	9.0	9.0
社零*	12.5	3.3	-1.0	3.0	5.0	5.0
出口	29.9	15.8	10.0	8.0	5.0	9.2
进口	30.1	9.8	3.0	4.5	5.0	5.5
CPI	0.9	1.1	2.2	2.8	2.8	2.2
PPI	8.1	8.7	7.0	5.4	2.0	5.7
汇率	6.4	6.4	6.6	6.8	6.7	6.6
信贷	11.6	11.3	10.9	11.3	11.5	11.5
社融（无专项债增量资金）	10.3	10.5	10.7	10.4	9.9	9.9
社融（有专项债增量资金）	10.3	10.5	10.7	10.7	10.7	10.7
M2	9.0	9.7	11.1	10.7	9.9	9.9

注：*表示累计同比，社融、信贷、M2 指截至当前时间的存量同比

资料来源：华安证券研究所测算 注：这里的信贷余额同比口径采用社融中的新增人民币贷款，“E”代表预测值。

图表 98 World Bank 对全球经济预测

资源区	2020 年	2021 年	2022 年（预测）
世界产出	-3.5	5.7	2.9
发达经济体	-4.6	5.1	2.6
美国	-3.4	5.7	2.5
欧元区	-6.4	5.4	2.5
日本	-4.6	1.7	1.7
新兴市场和发展中经济体	-1.6	6.6	3.4
中国	2.3	8.1	4.3
印度	-6.6	8.7	7.5
俄罗斯	-2.7	4.7	-8.9
巴西	-3.9	4.6	1.5
墨西哥	-8.2	4.8	1.7
沙特阿拉伯	-4.1	3.2	7.0

资料来源：世界银行《全球经济展望》，华安证券研究所

图表 99 OECD 对全球经济预测

资源区	2020 年	2021 年	2022 年 (预测)
世界产出	-3.4	5.8	3.0
G20 国家	-3.0	6.2	2.9
OECD 国家	-4.6	5.5	2.7
美国	-3.4	5.7	2.5
欧元区	-6.5	5.3	2.6
日本	-4.5	1.7	1.7
英国	-9.3	7.4	3.6
加拿大	-5.2	4.5	3.8
中国	2.3	8.1	4.4
印度	-6.6	8.7	6.9
俄罗斯	-3.6	2.7	2.6
巴西	-4.2	5.0	0.6
墨西哥	-8.2	4.8	1.9

资料来源：OECD《全球经济展望中期报告》，华安证券研究所

风险提示：

- 1、全球通胀超预期：如果俄乌冲突等地缘风险因素持续发酵甚至进一步恶化，通胀可能超预期，那么全球将会以更加紧缩的姿态来对抗通胀，则海外风险加大。
- 2、经济增速不及预期：如果国内疫情超预期演化，那么经济可能不及预期。
- 3、模型测算有偏差：鉴于数据可得性、指标有效性等问题，模型测算可能存在偏差。

分析师与研究助理简介

分析师：何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019年新财富入围（第六），2020年、2021年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。