

# 聚焦中国稳增长与海外高通胀

## 2022年下半年宏观经济与大类资产配置

2022年下半年全球增长放缓，海外央行货币政策继续收紧，中国经济聚焦“稳增长”。

- 在疫情扰动及全球主要央行货币政策收紧背景下，下半年全球增长前景并不乐观。美国的通胀韧性将驱动美联储短期维持鹰派加息，但后续的经济增长放缓将对加息节奏构成制约；欧元区也将在通胀压力下开始加息。预计三季度将是美元和美债收益率的高点。
- 中国下半年“稳增长”仍是核心。消费受制于收入下降，或在政策刺激和疫情管控减弱驱动下缓慢复苏；出口增速预计在海外需求放缓背景下逐步回落；投资是“稳增长”主要抓手，基建投资更为确定。同时需关注通胀的上行趋势。货币政策以降成本和稳总量并行，社融增速将逐步恢复到中性水平。
- 大类资产排序：商品>股票>债券>货币。

风险提示：通胀居高不下，美元指数超预期走强，疫情对全球经济的负面影响没有减轻，乌克兰危机持续时间和影响范围加大，季节性气候异常。

### 相关研究报告

《上游价格盘整、下游传导不畅：5月通胀数据点评》 20220613

《关注融资结构中中介化趋势：5月金融数据点评》 20220613

《大类资产配置周报(2022.6.12)：遏制通胀成为全球经济的命门》 20220612

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：陈琦

qi.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110003

证券分析师：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

证券分析师：孙德基

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

## 目录

<b>海外经济：高通胀韧性迫使美欧政策集体收紧</b> .....	<b>6</b>
美国：控通胀是首要目标，经济放缓或制约加息节奏 .....	6
欧元区：通胀压力明显上升，7月份或开启首次加息 .....	10
三季度美元指数和美债收益率可能触顶 .....	12
<b>中国经济：“稳增长”时不我待</b> .....	<b>14</b>
经济增长：投资是“稳增长”抓手 .....	14
关注通胀的上行趋势 .....	24
货币政策：降成本与稳总量并行 .....	26
<b>大类资产配置：专注相对优势与内循环</b> .....	<b>29</b>
上半年大类资产表现回顾 .....	29
股票：越过二季度的低点 .....	30
债券：利率伺机上行 .....	32
大宗商品：投资加码带动供需好转 .....	34
货币：收益率或维持在 2% 下方 .....	35
<b>结论、预测与风险</b> .....	<b>37</b>
结论与预测 .....	37
风险因素 .....	37

## 图表目录

图表 1. 2021 年以来 IMF 对全球经济增长预测结果.....	6
图表 2. 新冠肺炎单日新增死亡病例明显减少.....	6
图表 3. 美国核心 CPI 环比增速贡献项.....	7
图表 4. 美国制造业 PMI 分项情况.....	7
图表 5. 劳动力成本变化与价格增速密切相关.....	7
图表 6. 2022 年一季度 CFO 调查：如何应对招聘困难？.....	7
图表 7. 工资增速、房价增速与 CPI 住宅增速相关性较强.....	8
图表 8. 消费者对未来一年房价和租金上涨预期.....	8
图表 9. 预计下半年美国 CPI 同比增速仍将保持高位.....	8
图表 10. 美国经济衰退前基本伴随着美联储加息.....	9
图表 11. 2021 年以来美国 GDP 增长情况.....	10
图表 12. 2021 年以来美国新屋和成屋销售变动情况.....	10
图表 13. 欧元区通胀、名义工资增速和职位空缺率.....	11
图表 14. 欧元区劳动力对企业生产经营构成限制的比例.....	11
图表 15. 2021 年四季度以来欧元区经济增长明显放缓.....	11
图表 16. 欧元区消费者未来 12 个月的金融状况和失业预期.....	11
图表 17. 2020 年以来美元指数走势.....	12
图表 18. 2020 年以来美债收益率表现.....	13
图表 19. 商贸零售是社零修复的主要动力.....	14
图表 20. 线上销售的重要性有所提升.....	14
图表 21. 历年 2 月黄金周旅游数据表现.....	15
图表 22. 历年 5 月黄金周旅游数据表现.....	15
图表 23. 城镇调查失业率处于高点.....	15
图表 24. 建筑业、服务业从业人数下降.....	15
图表 25. 居民收入整体向下.....	16
图表 26. 4 月留抵退税大规模落地.....	16
图表 27. 消费者预期、信心均明显下降.....	16
图表 28. 居民贷款-存款差规模明显增大.....	16
图表 29. 各地消费券政策的出台情况.....	17
续 图表 29. 各地消费券政策的出台情况.....	18
图表 30. 房价往往先于社零复苏.....	18
图表 31. 净出口对 GDP 的同比贡献率下滑.....	19

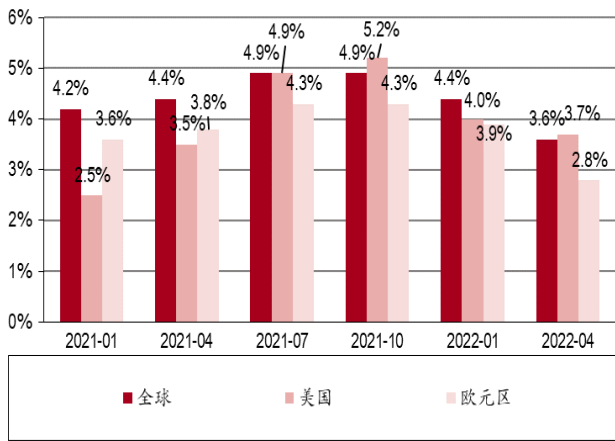
图表 32. 疫情对机电产品的供应链形成明显扰动.....	19
图表 33. 对美贸易顺差受其流动性支撑.....	20
图表 34. 海外流动性充裕是贸易顺差走强的重要动力.....	20
图表 35. 今年基建投资规模表现.....	20
图表 36. 今年基建投资增速表现.....	20
图表 37. 预算内资金对基建的支撑力度仍然较强.....	21
图表 38. 政府性基金预算支出力度较强.....	21
图表 39. 今年专项债发行节奏快于往年.....	21
图表 40. 基建企业债融较往年活跃.....	21
图表 41. 定金预收款在地产开发资金中占比持续较高.....	23
图表 42. 销售走弱对地产投资产生负面影响.....	23
图表 43. 房企土地投资表现.....	23
图表 44. 房企新开工、竣工表现.....	23
图表 45. 制造业需求走弱.....	24
图表 46. 基建与装备制造业存在一定相关性.....	24
图表 47. 新能源项目维持高增速.....	24
图表 48. 新能源投资在制造业投资中占比持续走高.....	24
图表 49. 核心 CPI 依然疲弱.....	25
图表 50. PPI 生活资料涨幅扩大.....	25
图表 51. 能繁母猪存栏量下行预示 CPI 猪肉部分将上行.....	25
图表 52. 1 年和 5 年期 LPR 期限利差.....	26
图表 53. 个人住房贷款加权平均利率.....	26
图表 54. 货币市场利率.....	27
图表 55. 同业存单利率.....	27
图表 56. 新增专项债发行安排.....	27
图表 57. 超储率水平.....	27
图表 58. 再贷款再贴现余额.....	28
图表 59. 普惠小微企业贷款同比.....	28
图表 60. 截至 5 月主要大类资产价格表现.....	29
图表 61. 二季度或成为 A 股全年业绩低点.....	30
图表 62. 截至 5 月底 A 股 PE 与历史中位数相比 (2015 年至今).....	30
图表 63. 截至 5 月底 A 股 PB 与历史中位数相比 (2015 年至今).....	31
图表 64. 陆股通资金净流入情况.....	31
图表 65. 居民储蓄处于较高水平.....	31
图表 66. 货币拆借利率回落至 2020 年 4-5 月水平.....	32

图表 67. 2010 年至今债券利率的历史分位数 .....	32
图表 68. 信用利差和期限利差的历史分位数 .....	32
图表 69. 中美利差走势.....	33
图表 70. 2022 年 1-5 月全球及各地区主要央行基准利率变化.....	33
图表 71. 政府债券发行量变化.....	33
图表 72. 2022 年油气期货价格走势.....	34
图表 73. 2022 年农产品价格走势 .....	34
图表 74. 2022 年黄金价格走势.....	35
图表 75. 2022 年国内期货市场主要商品价格涨跌幅 .....	35
图表 76. 货币基金收益率中位数走势 .....	36
图表 77. 短久期债券利率的历史分位数 .....	36
图表 78. 2022 年下半年主要经济指标预测（单位：%） .....	37

## 海外经济：高通胀韧性迫使美欧政策集体收紧

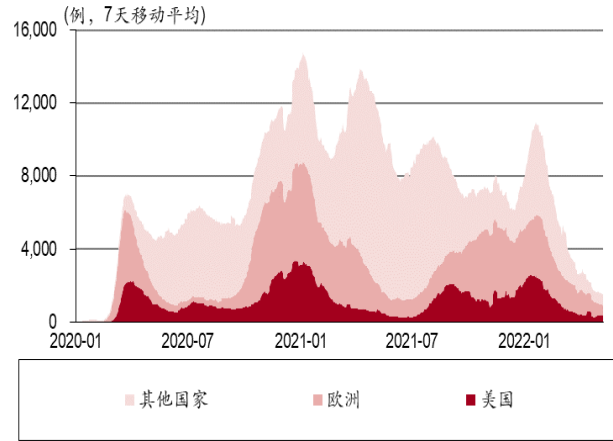
2022年以来，受奥密克戎病毒传播、各国陆续收紧政策以及俄乌冲突等因素影响，IMF将2022年全球经济增长预期先后下调0.5个百分点、0.8个百分点至3.6%，是2021年以来历次预测结果的最低值（见图表1）。受益于新冠疫苗接种率不断提高，新冠疫情对全球影响趋于减弱，新增死亡病例已降至低位（见图表2）。不过，奥密克戎新变异株BA.2.12.1的出现再次增加了疫情不确定性，全球经济增长前景不容乐观。

图表 1. 2021 年以来 IMF 对全球经济增长预测结果



资料来源：IMF，中银证券

图表 2. 新冠肺炎单日新增死亡病例明显减少



资料来源：Our World in Data，中银证券

### 美国：控通胀是首要目标，经济放缓或制约加息节奏

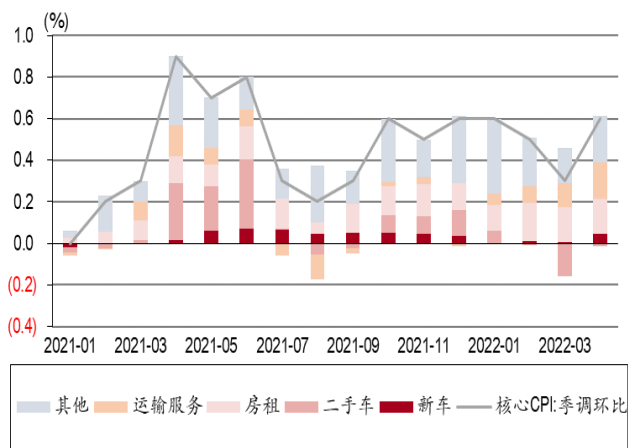
#### 通胀韧性不宜低估

美国CPI同比增速继3月份创1982年以来新高之后，4月份从8.5%小幅回落至8.3%，似有见顶迹象。不过，当月核心CPI环比增速由0.3%扩大至0.6%，反映通胀韧性仍强（见图表3）。在俄乌冲突持续、劳动力短缺情况下，预计供应链压力仍然存在，工资上涨、房租难降也将支撑高位通胀。

2021年下半年以来，美国制造业PMI中的供应商交付指数持续回落，新订单与产出指数缺口明显收敛，但2022年2月份开始重现上升势头，PMI物价指数也出现明显上涨，可能反映了俄乌冲突对供应链的影响（见图表4）。俄罗斯是很多关键领域和产品的供应国，尤其是在石油产品、金属、运输设备等领域，美国是其最大的直接合作伙伴之一。4月份，美国核心CPI中，新车价格环比涨幅由0.2%扩大至1.1%，二手车价格跌幅由3.8%收窄至0.4%，可能反映了供应链压力加大（见图表3）。鉴于俄乌冲突仍在持续，全球供应链压力仍将存在。

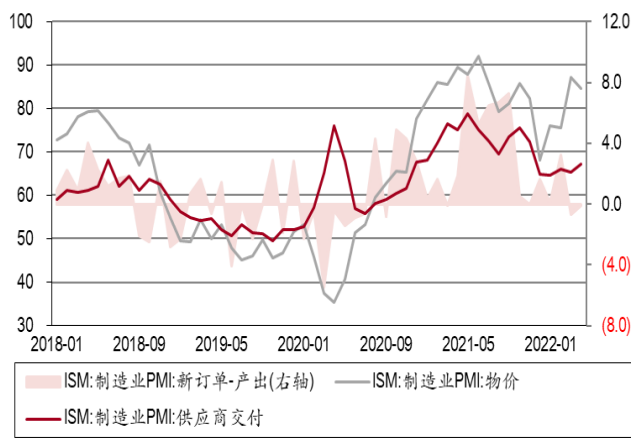


图表 3. 美国核心 CPI 环比增速贡献项



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 美国制造业 PMI 分项情况

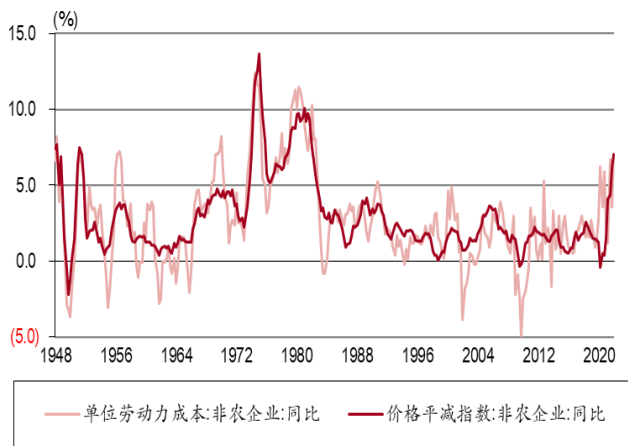


资料来源：万得，中银证券

注：单位劳动力成本增速=每小时报酬增速-每小时产量增速。

劳动力短缺是供应链压力的重要来源之一。当前美国劳动力参与率仍然低于大流行前的水平，疫情改善对缓解劳动力供应短缺的影响有限，并且考虑到工资价格具有粘性，名义工资增长态势很难快速扭转。进一步，考虑到名义工资涨幅落后于物价上涨，被压抑的实际工资在未来增长可能成为现实，通过增加生产成本进而推升物价。因为历史数据显示，在剔除生产率变化之后，更快的工资增长确实伴随着更快的价格上涨（见图表 5）。杜克大学 2022 年一季度 CFO 调查结果显示，超过 3/4 的受访企业表示难以招聘新员工，在报告招聘困难的企业中，超过 80% 的企业通过提高工资应对招聘困难（大企业是 91.5%，小企业是 78.6%）（见图表 6）。

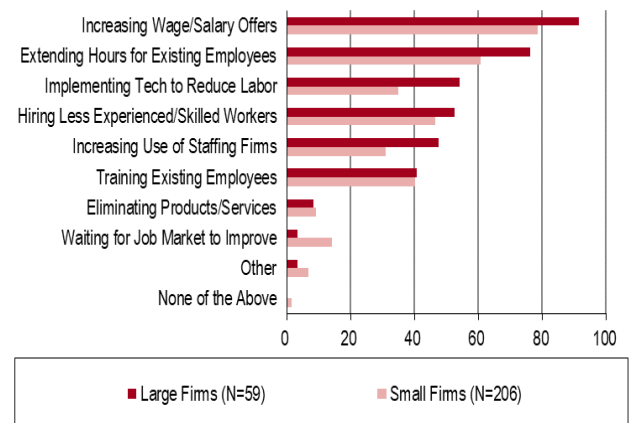
图表 5. 劳动力成本变化与价格增速密切相关



资料来源：万得，中银证券

注：单位劳动力成本增速=每小时报酬增速-每小时产量增速。

图表 6. 2022 年一季度 CFO 调查：如何应对招聘困难？



资料来源：杜克大学，中银证券

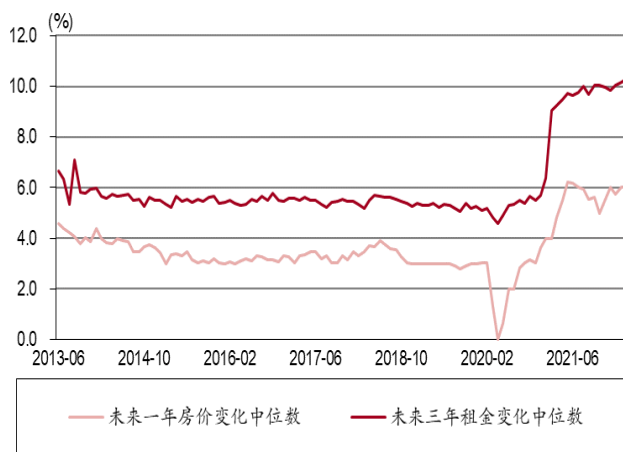
由于美国 CPI 中的房租权重较大（约为 32%），因此房租价格表现对于通胀走势较为重要。历史数据显示，工资增速与当期房租价格增速正相关性较强，房价增速大约领先房租增速 15 个月（见图表 7）。无论从未来工资上涨趋势，还是从不断创新高的房价来看，未来房租价格增长韧性较强。4 月份，美国标准普尔/CS20 个大中城市房价指数同比增长 21%，创历史新高，叠加抵押贷款利率陡升，导致买房需求部分转化为租房需求。纽约联储发布的消费者预期调查结果显示，4 月份，受访者认为未来一年房价涨幅中位数为 6%，租金涨幅中位数更是高达 10.3%，已经连续 3 个月上涨，并创下历史新高（见图表 8）。

图表 7. 工资增速、房价增速与 CPI 住宅增速相关性较强



资料来源：标准普尔，美国劳工部，万得，中银证券

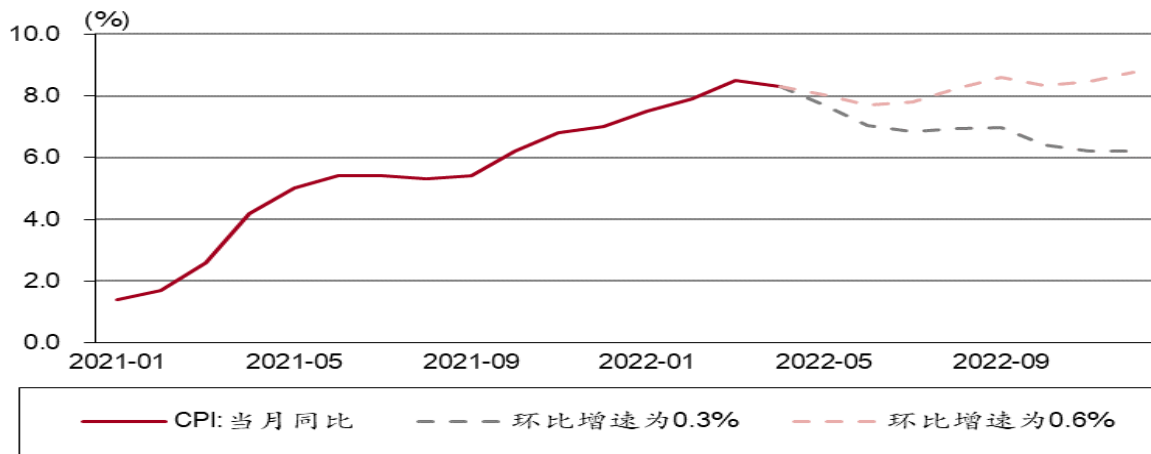
图表 8. 消费者对未来一年房价和租金上涨预期



资料来源：纽约联储，中银证券

此外，由于俄罗斯是重要的能源出口国，俄乌地区又是少数全球粮仓之一，因此俄乌冲突爆发后，全球能源和粮食价格均出现明显上涨。目前没有迹象表明俄乌冲突有所缓解，旷日持久的战争可能继续推升能源和粮食价格，进而加大美国通胀压力。因此，基于以上原因，我们预计美国通胀仍将处于高位。如果按照每月环比增长 0.3% 计算，美国 CPI 同比增速在 3 月份确实已经见顶，预计 2022 年末降至 6.2%。如果按照每月环比增长 0.6% 计算，年末美国 CPI 同比增速可能升至 8.8%，美联储控通胀压力仍然很大（见图表 9）。

图表 9. 预计下半年美国 CPI 同比增速仍将保持高位



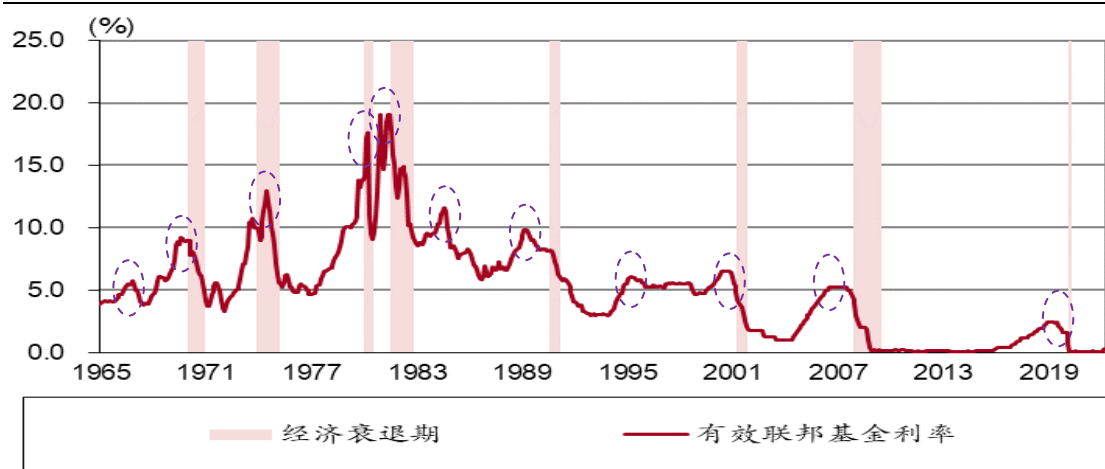
资料来源：万得，中银证券



## 美国经济增长或将逐渐放缓

2022年以来，IMF两次下调美国经济增速预测至3.7%。其中，1月份下调1.2个百分点，主要基于《重建更好未来》法案被立法通过前景较低以及供应链持续中断的考虑，4月份进一步下调0.3个百分点，则主要反映美联储货币政策加速退出以及俄乌冲突导致贸易伙伴增长放缓的影响（见图表1）。在高通胀迫使美联储加快紧缩背景下，即便鲍威尔和耶伦均强调美国经济仍有可能实现软着陆，但市场对于美国经济衰退的担忧日益加剧。美联储前副主席 Alan Blinder (2022) 总结，1965年至今11次加息周期引发8次经济衰退，成绩非常不理想<sup>1</sup>。萨默斯等人 (2022) 总结，1955年以来没有一个季度在平均通货膨胀率超过4%、失业率低于5%的情况下，在接下来的两年内没有出现衰退，即便1965年、1984年和1994年出现经济软着陆，但这些时期的通胀和劳动力市场与现在存在很大差异。在不考虑俄乌冲突的情况下，仅凭历史经验就能判断美联储实现经济软着陆的可能性很低<sup>2</sup>。

图表 10. 美国经济衰退前基本伴随着美联储加息



资料来源：NBER，万得，中银证券

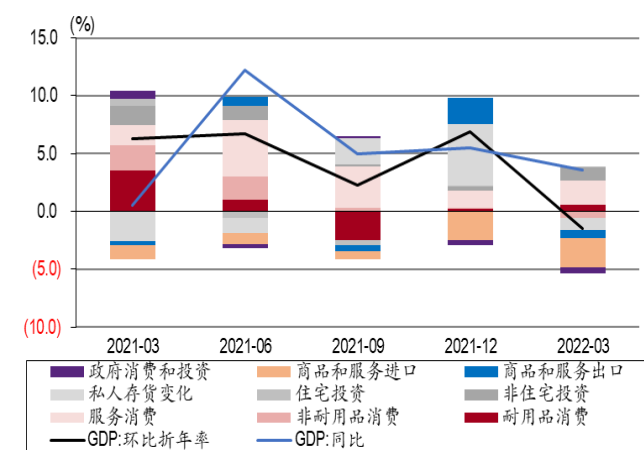
经济软着陆，是指通过加息降低需求进而降低通胀，但经济继续保持增长。目前来看，美国经济增长动能依然强劲。2022年一季度，受贸易失衡和私人库存变化拖累，美国实际GDP环比折年率为-1.4%，但个人消费和企业固定资产依然强劲，GDP同比增长3.5%（见图表11）。个人消费支出在GDP中占比近70%，4月份消费支出依然强劲，剔除价格因素后环比增长0.7%，为三个月以来最大增幅。虽然当月个人储蓄率降至4.4%，创2008年10月份以来新低，但消费者正在承担更多的债务来维持消费支出：3月份，消费信贷总额环比增加524亿美元，包括信用卡在内的循环信贷增加了314亿美元，创2006年2月份以来新高。受工资上涨叠加消费信贷扩张影响，预计个人消费支出将继续保持韧性。关于地产投资，虽然其在GDP中的占比明显小于个人消费，但其带动效应较强，往往领先于经济走势。2022年以来，美联储持续收紧货币条件对地产行业的影响已经显现，高企的房价叠加抵押贷款利率上行，导致近期新屋和成屋销售已经开始减少（见图表12）。正如近期美联储前任主席伯南克所言，未来一两年内可能会出现一段“高通胀，低增长，失业率也上升”的“滞涨”时期，不过目前情况与1970-80年代的恶性通胀并不相同，更重要的是现在的美联储有更高的可信度，也有更多公众支持加息，这是个重要的优势<sup>3</sup>。

<sup>1</sup> Alan Blinder, 2022. Landings Hard and Soft: The Fed, 1965-2020[EB/OL]. February 11. <https://bcf.princeton.edu/wp-content/uploads/2022/01/Combined-Slides.pdf>.

<sup>2</sup> Alex Domash and Lawrence H. Summer, 2022. History Suggests a High Chance of Recession over the Next 24 Months. Harvard Kennedy School. [https://www.hks.harvard.edu/sites/default/files/centers/mrcbg/files/Recession\\_blog.pdf](https://www.hks.harvard.edu/sites/default/files/centers/mrcbg/files/Recession_blog.pdf).

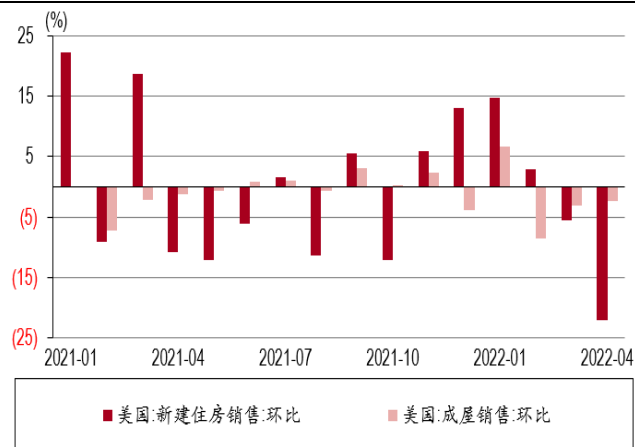
<sup>3</sup> The New York Times, Ben Bernanke Sees 'Stagflation' Ahead. <https://www.nytimes.com/2022/05/16/business/ben-bernanke-predicts-stagflation.html>.

图表 11. 2021 年以来美国 GDP 增长情况



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 2021 年以来美国新屋和成屋销售变动情况



资料来源：万得，中银证券

## 6、7 月份可能各加息 50bp，之后加息节奏放缓

鉴于美国通胀存在较强韧性，拜登也一再强调遏制物价上涨是其首要任务，因此美联储仍将继续加息，甚至不排除出现过度收紧的可能，打压经济增长前景。不过，按照 5 月份鲍威尔在新闻发布会上的提法，委员会普遍认为在接下来的会议中应该加息 50bp，加息 75bp 并不是委员会正在积极考虑的问题。我们认为，6 月和 7 月会议上美联储可能各加息 50bp，至于 9 月、11 月、12 月的加息节奏则主要取决于美国通胀走势以及经济下行压力。如果三季度美国通胀趋势下行，为缓解经济下行压力，不排除美联储在 9 月份加息 25bp，甚至年末停止加息的可能。但如果美国通胀仍处于高位，甚至继续创新高，美联储可能持续加息 50bp。5 月 17 日，鲍威尔在接受媒体采访时指出，在通胀回落至健康水平之前，不会停止加息<sup>4</sup>。

## 欧元区：通胀压力明显上升，7 月份或开启首次加息

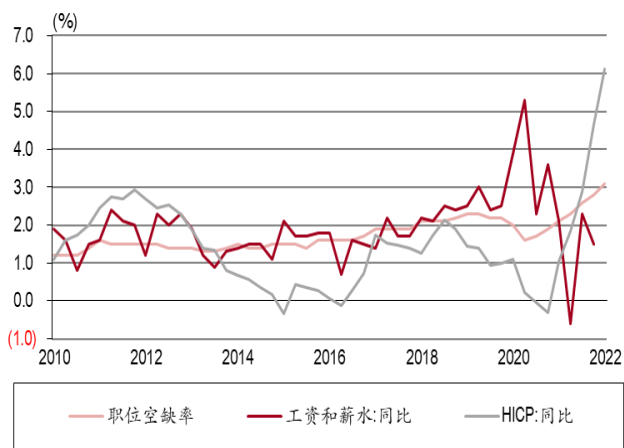
### 通胀或将继续上升

2021 年以来，欧元区通胀率持续上升。2022 年 5 月份 HICP 同比增速的初步估计值为 8.1%，创历史新高。由于欧元区是能源净进口地区，全球能源价格上涨通过贸易渠道向欧元区传导，成为通胀的主要贡献项。欧央行执委施纳贝尔（2022）的研究指出，尽管能源价格上涨，但由于全球需求过剩，许多企业可以提价以扩大单位利润，推动欧元区总通胀<sup>5</sup>。前期，劳动者名义工资增长明显落后于物价上涨（见图表 13）。不过，2022 年一季度欧元区职位空缺率升至 3.1%，创历史新高（见图表 13），二季度报告劳动力短缺对生产经营构成限制的企业占比也创历史新高（见图表 14）。欧元区劳动力市场趋紧，意味着企业高利润可能带来劳动者高工资，进而加剧通胀压力。另外，欧央行的调查显示，通胀预期上升也将加大物价上涨压力，因为 2022 年通胀预期对企业定价决策的重要性较 2020 年有明显提升。5 月份，欧委会发布的《春季经济预测》显示，2022 年欧元区通胀预计为 6.1%，2023 年降至 2.7%。

<sup>4</sup> CNBC, Powell says the Fed will not hesitate to keep raising rates until inflation comes down, 17 MAY 2022, <https://www.cnbc.com/2022/05/17/powell-says-the-fed-will-not-hesitate-to-keep-raising-rates-until-inflation-comes-down.html>.

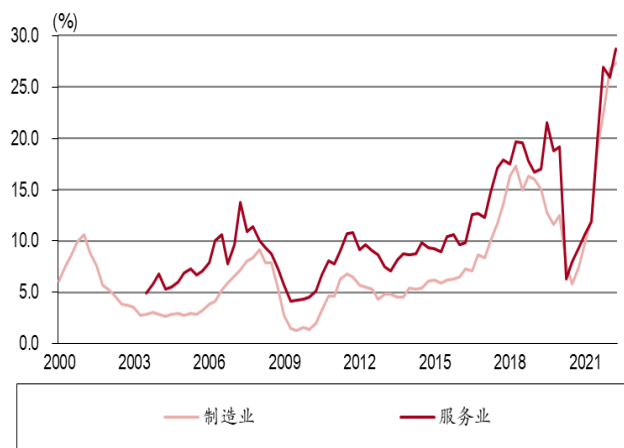
<sup>5</sup> Isabel Schnabel, The globalisation of inflation, 11 May 2022, [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220511\\_1~e9ba02e127.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220511_1~e9ba02e127.en.html).

图表 13. 欧元区通胀、名义工资增速和职位空缺率



资料来源: 万得, 中银证券

图表 14. 欧元区劳动力对企业生产经营构成限制的比例

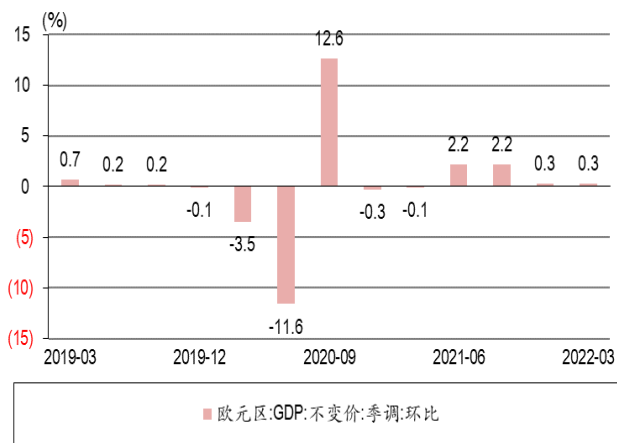


资料来源: 欧盟, 中银证券

### 经济下行压力加大

2022 年以来, 在奥密克戎、能源价格上涨以及俄乌冲突的影响下, 欧元区经济增长延续疲弱态势, 一季度实际 GDP 环比增长 0.3%, 与上季度持平 (见图表 15)。4 月份, IMF 在《世界经济展望》中将 2022 年欧元区经济增速预测值下调 1.1 个百分点至 2.8% (见图表 1)。由于德国和意大利制造业规模相对较大, 自俄罗斯进口能源的依赖程度更高, 因此 IMF 将这两个国家的经济增速分别下调了 1.7 个百分点和 1.5 个百分点。从商业投资来看, 能源价格上涨、劳动力市场趋紧, 叠加融资条件收紧的前景, 将挤压企业利润率, 可能导致企业投资计划实施放缓。虽然经济开放、居民积累的大量储蓄以及财政政策继续支持私人消费复苏, 但如果更多的企业破产重组, 家庭财务和就业状况可能恶化。欧盟委员会的消费者调查结果显示, 3 月份以来消费者对于未来 12 个月的金融状况预期明显恶化, 失业预期有所加强 (见图表 16)。这会削弱居民动用储蓄进行消费的意愿。俄乌冲突持续可能加剧材料短缺, 增加投入成本, 进而对地产投资构成限制, 全球经济增速放缓也将恶化贸易前景。

图表 15. 2021 年四季度以来欧元区经济增长明显放缓



资料来源: 万得, 中银证券

图表 16. 欧元区消费者未来 12 个月的金融状况和失业预期



资料来源: 欧盟, 中银证券

## 加息始于7月，年内不止一次

5月23日，欧央行行长拉加德发表《欧元区货币政策正常化》一文，指出将在三季度初结束资产购买，7月份货币政策会议上决定加息节奏，预计9月底之前退出负利率。由于负面供应冲击使情况变得复杂，货币政策调整将遵循渐进性、选择性和灵活性原则<sup>6</sup>。当前欧元区存款利率为-0.5%，这意味着9月底之前欧央行将至少加息50bp。鉴于欧元区通胀韧性较强，我们预计欧央行年内可能不止一次加息，并且不排除7月份首次加息50bp的可能。

## 三季度美元指数和美债收益率可能触顶

预计美元指数在三季度保持高位震荡。2021年，受美国在发达经济体中经济率先复苏、通胀上行、货币紧缩预期影响，美元指数止跌反弹，全年上涨6.7%，从年内低点89升至年末96。2022年以来，在其他发达经济体逐步复苏，主要央行尤其是欧洲央行也开始酝酿加快货币退出步伐的情况下，美元指数总体在95~97附近震荡。2月末俄乌冲突爆发叠加3月份美联储紧缩预期加强，共同推升美元指数，最高升至5月12日的104.75。此后，欧央行紧缩预期增强，推动欧元升值，美元指数有所回落（见图表17）。我们预计美联储可能在6、7月份会议上各加息50bp，之后考虑到经济下行压力加大，美联储加息节奏可能放缓，而欧元区高通胀导致欧央行加息紧迫性较强，因此美欧货币政策差异可能导致美元指数在三季度之后转为下行。

图表 17. 2020 年以来美元指数走势



资料来源：万得，中银证券

预计美债收益率下行拐点可能在三季度之后。2022年以来，美国通胀持续攀升、美联储紧缩预期增强，推动美债收益率震荡上行，最高升至5月6日的3.12%，此后回落至月末的2.85%（见图表18）。6月份FOMC会议将公布最新的通胀预测以及点阵图。此前我们多次强调不宜低估美国通胀韧性。如果加息预期再次增强，或继续推动美债收益率上行，可能贯穿三季度。此后，随着通胀回落趋势确认，经济下行压力迫使加息放缓，美债收益率才可能转为下行。

<sup>6</sup> Christine Lagarde, Monetary policy normalisation in the euro area, 23 May 2022, <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2022/html/ecb.blog220523~1f44a9e916.en.html>.

图表 18. 2020 年以来美债收益率表现



资料来源: 万得, 中银证券



## 中国经济：“稳增长”时不我待

### 经济增长：投资是“稳增长”抓手

#### 下半年消费发力或先经过“消费乏力”

疫情以来，国内消费表现持续低迷，2020年下半年及至2021年上半年稳增长压力不大，叠加净出口表现持续强势，促消费压力暂时可控。今年以来，疫情防控战线拉长，疫情反复对消费的冲击由外及内，经济发展的促消费压力持续抬升。

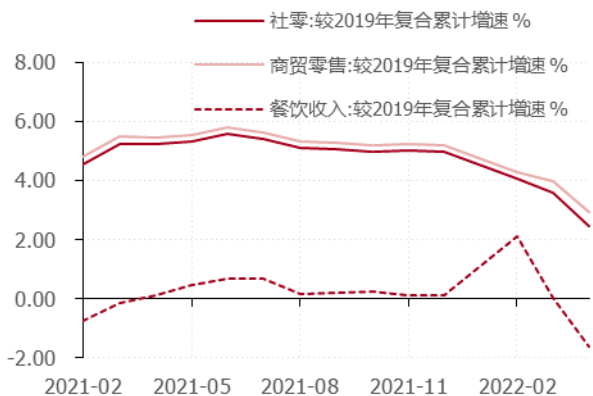
#### (1) 外部因素：疫情限制消费场景

物理隔离是疫情防控不得不采取的主要措施，对2020年以来的消费复苏造成较为明确的掣肘。2022年冬春季节，多地区疫情反弹，对餐饮消费、交通物流形成明显冲击。

疫情以来，社零数据呈现温和复苏，但其修复动力主要来自商品零售业，特别是线上零售业的支撑，实物商品线上零售额始终维持正增长，其在社零中占比也从19%上升至22%左右水平。在本轮疫情中，由于交运物流渠道受阻，线上消费受到一定影响，4月网上实物零售同比累计增速较3月下降3.60个百分点至5.20%，同比增速为2020年3月以来新低。

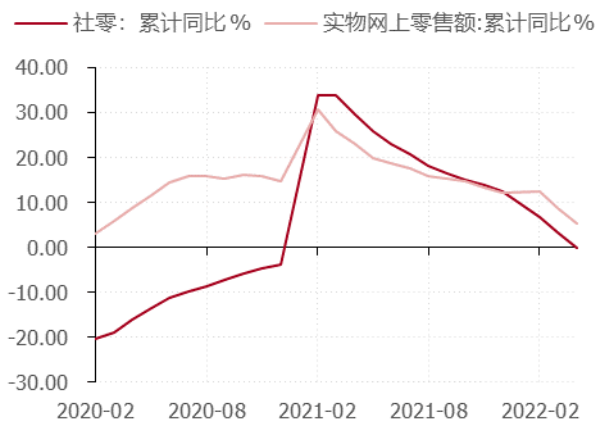
餐饮消费行业持续低迷。从规模看，社零餐饮消费分项相较于2019年疫情未爆发前，复合增速持续低于1%，餐饮分项在社零中占比由疫情前的12%左右水平，下降至10%以下，疫情对餐饮消费的掣肘持续存在；2022年二季度疫情反弹，部分地区餐饮行业取消堂食，对行业的冲击预计将进一步加深。

图表 19. 商贸零售是社零修复的主要动力



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 线上销售的重要性有所提升

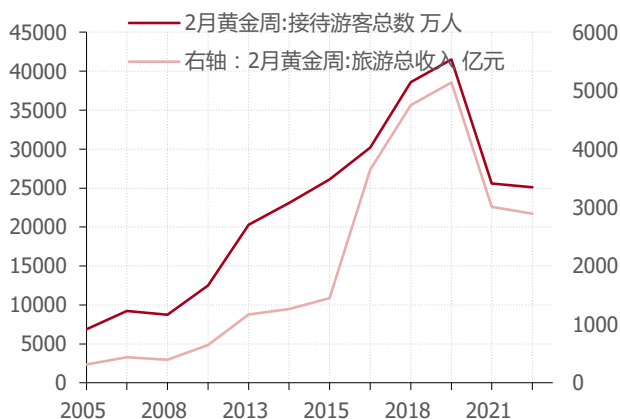


资料来源：万得，中银证券

此外，疫情对旅游、酒店等相关行业表现影响也持续较强，本轮疫情横跨清明、五一两个小长假，对全国旅游酒店消费的影响明显，从数据看，2022年2月、5月黄金周旅游总收入2,891.98和646.80亿元，同比降幅分别为3.90%和42.90%，从绝对规模看，仅为2019年疫情前同期的55%左右水平。

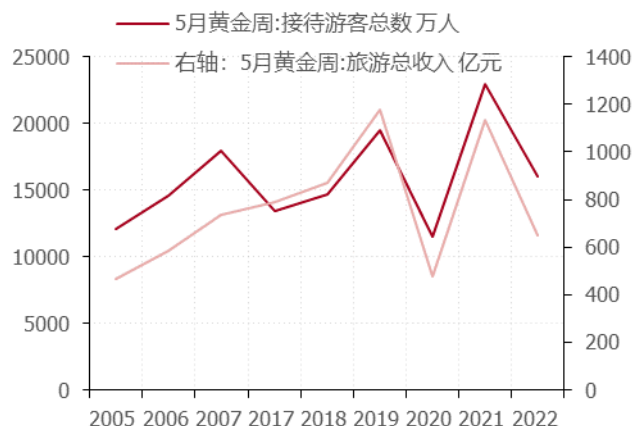


图表 21. 历年 2 月黄金周旅游数据表现



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 历年 5 月黄金周旅游数据表现



资料来源：万得，中银证券

## (2) 内部因素之一：对就业、居民收入明显冲击

疫情对居民就业的冲击相对严重，无论是短期收入直接受到影响，还是出于防御性储蓄的目的，都间接抑制了居民的消费意愿。

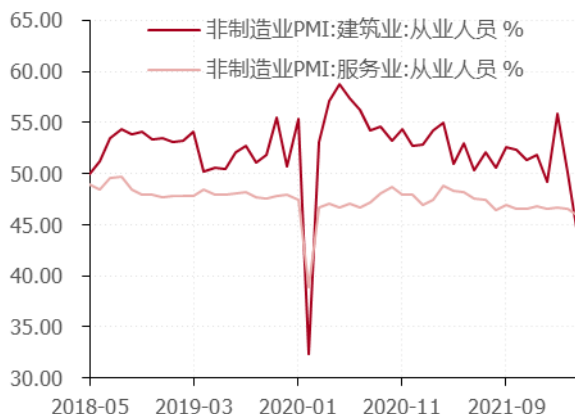
**就业数据明显走弱，抑制消费。**从近期经济数据看，此轮疫情对居民就业的冲击较大。去年四季度以来，城镇调查失业率持续抬升，叠加 3-4 月疫情的冲击，4 月城镇失业率升至 6.1%，创除 2020 年 3 月的次高水平；且从结构看，31 个大城市城镇调查失业率升至 6.7%（2020 年最高值为 5.9%），为有数据以来新高。本轮疫情主要集中爆发在国内超大城市，使得数据与 2020 年 3 月出现偏离，但大城市疫情防控能力较强，复工复产周期或较三四线城市短，随着动态清零和稳增长政策共同发力，失业率有望整体向下。

图表 23. 城镇调查失业率处于高点



资料来源：万得，中银证券

图表 24. 建筑业、服务业从业人员下降

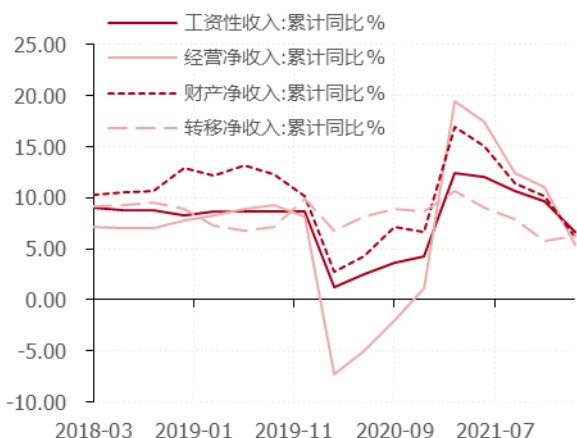


资料来源：万得，中银证券

**收入承压，防御性储蓄需求上升。**居民可支配收入数据按季公布，但由于疫情由 3 月开始爆发，因此一季度数据具备一定的代表性。

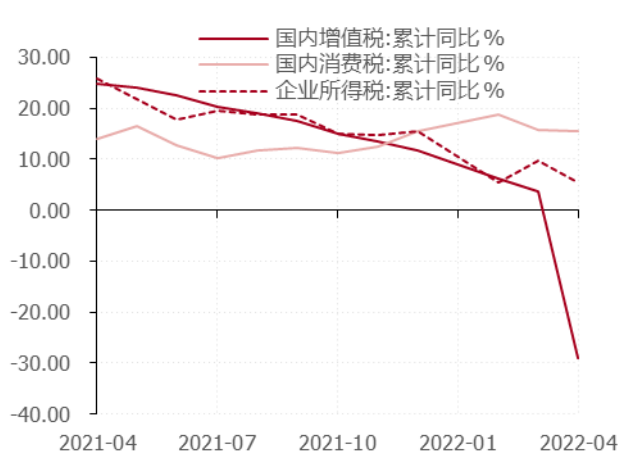
2022 年一季度，全国居民人均可支配收入（名义值：下同）累计同比增速为 6.30%，较去年 12 月明显下跌 2.80 个百分点，其中，占比最高的工资性收入增速下滑 3.00 个百分点，经营性收入增速下滑了 5.60 个百分点，累计拖累人均可支配收入增幅缩窄 2.64 个百分点，去年下半年经济压力，叠加本轮疫情的爆发规模较大，对工资、经营收入均有较大影响。需要注意的是，一季度，经营收入降幅较工资收入大，中小企业经营压力持续凸显，或上半年对居民收入造成更多影响。

图表 25.居民收入整体向下



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 4 月留抵退税大规模落地



资料来源：万得，中银证券

### (3) 内部影响因素二：预期转弱压制消费意愿

除对消费场景、就业收入的影响外，较长的疫情周期对居民（消费者）预期也形成冲击。据国家统计局的消费者指数，截至 2022 年 3 月，消费者预期、信心指数分别为 116.20%和 113.20%，环比分别下调了 7.70 和 7.30 个百分点，其中消费者信心指数低于 2020 年 3 月值，过长的周期对居民消费信心形成明显挤压。

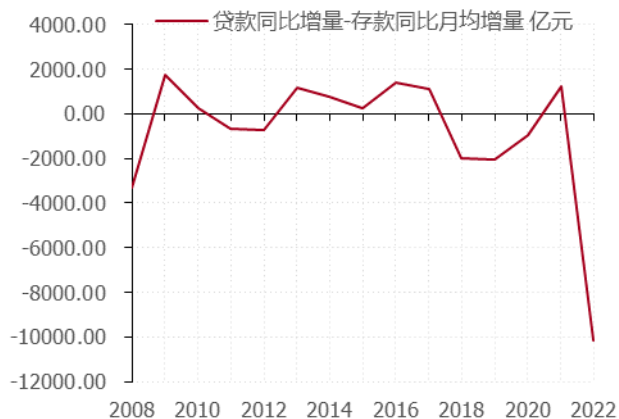
为观测居民防御性储蓄需求，我们对历年贷款-存款差额的均值做出观测，根据 4 月金融数据，居民贷款-存款差规模明显增大，2022 年度各月平均值创下历年各月平均值的新低。一定程度可以反映出居民在消费受限之外，储备性需求也有所上升。

图表 27.消费者预期、信心均明显下降



资料来源：万得，中银证券

图表 28. 居民贷款-存款差规模明显增大



资料来源：万得，中银证券

### (4) 下半年消费复苏的三大动力

其一，防疫隔离解除后的消费修复。截至 5 月底，国内防疫成效显著，上海等地确诊病例逐步减少，交通物流逐步恢复。2020 年 4 月起社零当月同比降幅明显收窄至 7.87%；且从 2020 年十一黄金周数据看，2020 年 10 月黄金周旅游总收入实现 4,665.60 亿元，在 2019 年同期数据中占比为 71.81%，5 月占比仅为 40.42%。并于三季度转正，疫情好转后，消费短期有望迎来一定程度的复苏，但仍需注意疫情反弹的影响。

**其二，政策助力—促消费政策的直接促进。**近期国家促消费政策持续加码，且加大力度从中央层面、需求侧落地，4月国务院正式印发《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，提出消费升级，健全流通体系及失业保障等多层次措施。具体措施上，当前已有多个省市以消费券、购物补贴、汽车购置税等方式刺激消费，涵盖多个一二线城市；其中，汽车购置税归属于中央收入，加大汽车购置税减免具备转移支付的功能；消费券方面，今年预计各地区将继续加大消费券投放，据不完全统计，2020年全年，各地消费券相关举措达到100多项，其内容涵盖餐饮、商贸及文旅等多个方面，对当年消费的积极修复具备重要作用；3月至5月底，各地发布的消费券相关政策仅20项左右，后续各地区消费券政策的出台值得关注。

**财政政策对居民收入形成保障，间接促进消费。**今年以来，财政减税降费力度持续增强，年初增值税留抵退税目标定为1.5万亿元，且进度较快，4月已完成超过9000亿元；5月23日，国常会提出“在更多行业实施存量和增量全额留抵退税，增加退税1400多亿元，全年退减税2.64万亿元”。

在财政的倾斜下，一季度居民转移性收入维持正增长；增值税作为我国占比最高的流转税种，对于企业、居民均有较好的减负作用，下半年居民经营性收入、工资收入均将有所改善。

**图表 29. 各地消费券政策的出台情况**

时间	城市	具体措施
2022.05.20	广东省中山市	以“政府补贴+企业让利”的形式，向市民游客派发旅游消费券两万张，形成从线上引流到线下旅行社消费，在疫情常态化下扶持中山旅行社行业健康发展
2022.05.20	四川省成都市	四川成都市将通过云闪付发放“5·20”促消费活动消费券，财政资金规模1.2亿元，发动金融单位和商户叠加优惠活动，共计2.4亿元，涵盖成都市重点零售、餐饮企业以及个体工商户。
2022.05.20	广东省广州市	广州消费券以摇号抽签形式派送，使用期限为5月20日16时至29日24时，包括住宿餐饮券、购物消费券、电商消费券
2022.05.15	甘肃省兰州市	兰州市文旅局还联合银联甘肃分公司向游客线上发放了10万元文旅消费券，并推出了兰州老街、石佛沟等景区景点提供的消费折扣
2022.05.08	山西省运城市	5月15日，山西运城市分三轮集中发放200万元文旅消费券，激发文旅消费潜力。
2022.05.01	广东省深圳市	从“五一”起深圳陆续面向全市消费者发放5亿元消费券。线上购物方面，在京东平台首批推出5000万元消费券。餐饮文旅方面，在美团平台首批推出2000万元消费券，涵盖餐饮、文旅等方面。此外，从5月1日起深圳市商务局推出“消费电子和家电购置补贴”活动，拿出1亿元用于补贴消费者购买手机、无人机、电视、冰箱等消费电子和家用电器等产品，每人累计最高补贴2000元，带动线下消费升级类通讯和家电销售增长。
2022.05.01	山东省淄博市	淄博高新区财政出资150万元，银联山东分公司配套出资15万元，开展“五好城市畅享高新”消费惠民活动，向广大消费者发放电子消费券。
2022.05.01	内蒙古呼和浩特市	呼和浩特市将于5月8日起面向广大消费者派发1500万元惠民消费券。此次惠民消费券发放聚焦市民购物、美食、出行等消费需求，涵盖百货零售、餐饮、家具家电、成品油、汽车销售等消费品类。
2022.05.01	江苏省无锡市	在太湖购物节期间，无锡市发放消费券5000万元
2022.04.30	浙江省宁波市	宁波市政府启动“2022欢乐红五月·你消费我助力”消费促进活动，面向所有在宁波的人员发放总金额超过3亿元的消费券，本次消费券分为通用消费券、文旅消费券、餐饮消费券、酒店消费券等11种类型
2022.04.29	大理白族自治州	5月1日，大理将在辖区内发放首批200万元彩云大理消费券。为促进消费券尽量惠及更多人群，本次彩云大理消费券将分多期发放，并设置汽车消费券、家电消费券和通用券。为促进消费券尽量惠及更多人群，本次彩云大理消费券将分多期发放，并设置汽车消费券、家电消费券和通用券。
2022.04.28	四川省绵阳市	本次活动由各参与机构共同筹资，拟计划发放政府消费券1000万元，涵盖全市重点商贸流通企业、餐饮企业、乡村振兴企业（商户）、A级景区、星级酒店、加油站、旅行社产品、景区门票、舞台剧演出、电影等商户
2022.04.26	福建省福州市	福州市政府发放首期900万元商贸消费券，持续助力消费市场回暖。商贸消费券适用范围覆盖全市家装家电、百货商超、餐饮等消费领域的重点商家及京东、朴朴、永辉生活等主要电商平台。
2022.04.25	湖南省长沙市	长沙市发放3000万消费券及消费红包，除涉及百货商超、餐饮、家电等传统领域外，还汇集美容美发、医疗保健、母婴生活等服务业。

资料来源：各地方政府网站，万得，中银证券

续 图表 29. 各地消费券政策的出台情况

时间	城市	具体措施
2022.04.12	北京市	北京市发放绿色节能消费消费券
2022.04.07	香港特别行政区	给 660 万人发放 5000 港币长期消费券
2022.03.06	宁夏回族自治区银川市	发放成品油消费券, 应对油价上涨, 以及发放惠民超市消费券
2022.02.23	西藏自治区拉萨市	发放 715.5 万元消费券
2022.02.23	香港特别行政区	给 660 万人发放 10000 港币长期消费券
2022.02.17	吉林省延吉市	延吉市给购房的农民提供家电消费券和装修消费券补贴
2022.02.02	福建省厦门市	厦门市通过线上平台陆续发放 315 万张新春消费券, 金额超 5200 万元, 消费者可以在当地的便利店、超市消费
2022.01.30	云南省昆明市	为进一步提振消费信心, 有效激发居民消费潜力, 增强消费对经济发展的基础性作用, 昆明市拟于 2022 年 1 月至 5 月开展彩云昆明消费券发放活动。活动以接力促消费, 欢乐迎春城为主题, 计划投放金额 5000 万元, 其中住宿餐饮券 1000 万元, 加油券 2000 万元, 其他通用券 2000 万元
2022.01.29	云南省普洱市	普洱市人民政府正式启动 2022 年普洱消费券投放活动, 面向普洱全市消费者投放 3000 余万元消费券, 进一步活跃消费市场; 此外, 还发放了公交卡消费券
2022.01.24	山东省济南市	济南市民可以领取健康肉优惠券
2022.01.20	湖北省宜昌市	1月24日至3月4日以上形式在全市投放 2000 万元的宜昌市惠民消费券, 激活消费潜能。此次消费券聚焦商场、超市、住宿和餐饮等类别, 分为商场券、超市券、住宿券和餐饮券
2022.01.17	浙江省金华市	金华市将于 1 月 20 日至 3 月 19 日期间发放总价值 3 亿元消费券。汽车消费券发放对象为个人用户, 家电消费券可在金华市域内家电销售企业使用。
2022.01.15	福建省福州市	福州将组织全市重点商圈、重点商贸企业、银企开展线下促消费活动 1000 场(次)以上, 发放各类消费(优惠)券 3500 万张以上, 金额超 5.5 亿元。
2022.01.12	浙江省绍兴市	绍兴市准备发放超过 5.5 亿元消费券

资料来源: 各地方政府网站, 万得, 中银证券

**其三, 地产放松增加居民财富效应, 有助于提振短期消费。**2021 年以来, 房地产政策调控加码力度相对较大, 地产、土地市场成交相对弱势, 市场对地产的预期转弱。在对消费的提振过程中, 房地产市场往往领先于社零反弹, 二季度以来, 各地区着力地产市场健康发展, 预计防疫压力缓解后, 房地产市场有望迎来合理复苏, 对居民消费形成一定带动。但考虑到房地产市场复苏往往领先社零修复 3-5 个月, 这一助力或将在四季度收效。

总体而言, 今年国内受到疫情引发的内外因共同掣肘, 上半年消费表现不乐观; 但在疫情防控压力渐减, 政策持续发力的背景下, 5 月物流、运输产业景气度明显修复, 非制造业 PMI 数据中铁路、航空运输业较 4 月明显上升 25.2 和 36.9 个百分点至 56.8% 和 56.5%, 下半年消费的修复进度或快于 2020 年下半年。

图表 30. 房价往往先于社零复苏



资料来源: 万得, 中银证券



## 净出口或将维持缓慢下降

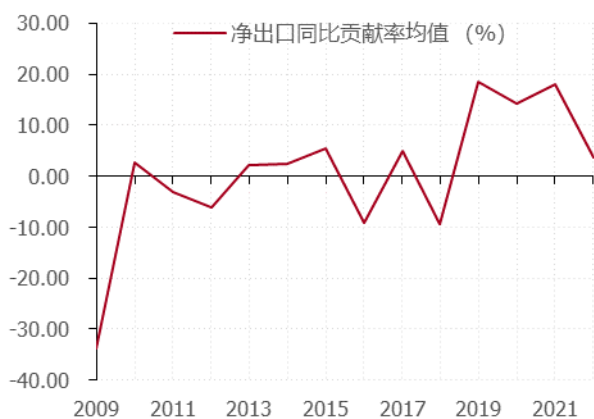
2020年疫情以来，我国出口持续强势，贸易顺差对我国经济的贡献度维持较高水平，2021年四季度达到20.9%水平，为历史次高水平。今年一季度，贸易顺差对GDP的同比贡献率显著下滑至3.70%，除去年出口强势的原因外，海外产能修复、流动性政策收窄均会对全年净出口表现形成一定影响，下半年净出口将维持缓慢下降。

### (1) 暂时性因素：疫情对短期外贸数据有所冲击

4月进出口数据显著不及预期，疫情等暂时性因素扰动明确，但数据对出口年内下滑的趋势也有一定的体现。从暂时性因素看，二季度国内疫情反弹，对供应链有所扰动，部分机电产品出口数量有所下降；叠加俄乌冲突不确定性始终存在，粮食、能源及部分上游原材料价格提升，因此，在供给端的暂时性因素影响下，国内部分商品出口呈现量减价增。

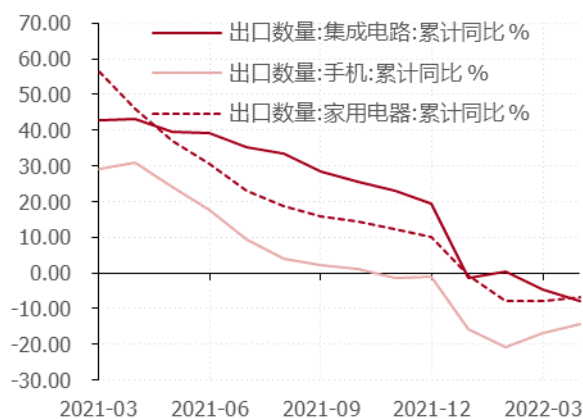
从国内外暂时性因素展望年内出口环境，预计随着下半年防疫压力逐步缓解、复工复产持续推进，疫情对国内产品特别是机电产品的供应扰动有望逐步下降，出口量价的偏离趋势有望缓解。但考虑到海外地缘关系的不确定性，上游产品进出口价格或持续处于高位。

图表 31. 净出口对 GDP 的同比贡献率下滑



资料来源：万得，中银证券

图表 32. 疫情对机电产品的供应链形成明显扰动



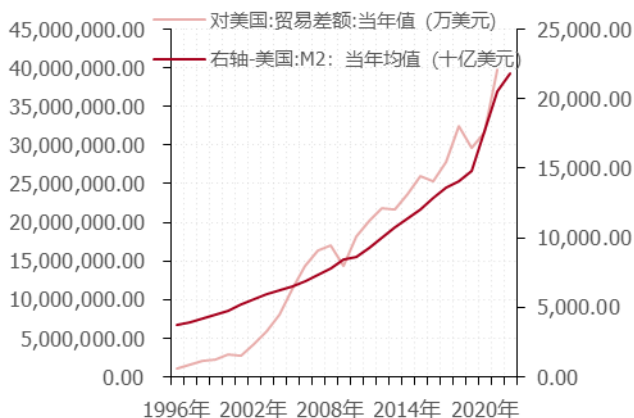
资料来源：万得，中银证券

### (2) 趋势性因素：欧美国家回收流动性

从净出口的整体趋势看，在疫情的暂时性扰动缓解后，海外因素或将使得年内净出口同比增速缓慢下降。疫情以来，我国贸易顺差持续强势，除“出口替代”等逻辑的支撑外，美、欧发达经济体以“过量流动性”支撑需求也是重要原因。

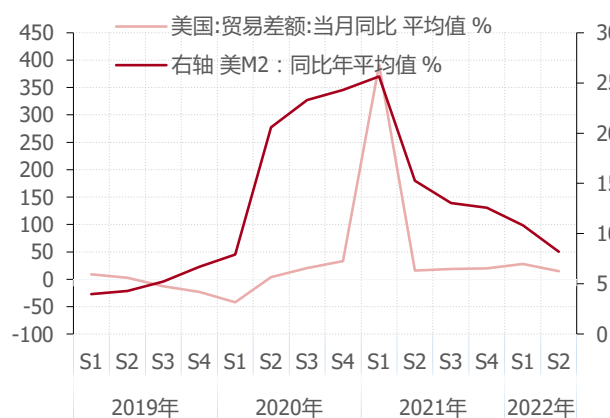
我国贸易顺差的主要贡献国为欧盟、美国，2022年，为应对通胀，美联储、欧盟已开启或表态将开启加息、缩表，以回收流动性，需求收缩引发贸易逆差调整，我国贸易顺差必然会受到一定压力，预计下半年贸易顺差同比增幅将缓慢收窄。

图表 33. 对美贸易顺差受其流动性支撑



资料来源：万得，中银证券

图表 34. 海外流动性充裕是贸易顺差走强的重要动力



资料来源：万得，中银证券

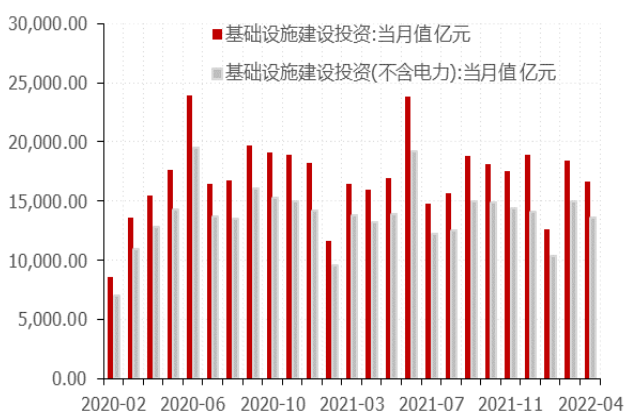
## 投资是下半年稳增长的主要动力

### (1) 下半年基建投资增速值得期待

2021 年四季度以来，政策以基建发力稳增长的意向较为明确，全国、地方两会工作报告从政策方向、重点项目等多个领域增加了对基建的重视程度；两会后，中央财经委员会第十一次会议再度明确强调要“全面加强基础设施建设构建现代化基础设施体系”，基建投资年内发力的确定性较强。

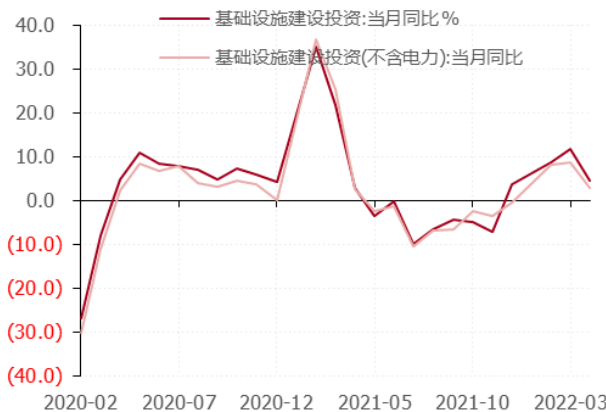
4 月以来，防疫压力较大，4 月经济数据中，固定资产投资各分项数据表现均受到一定影响，当月环比小幅下降，老口径（含电热供应行业）基建投资当月环比下降 9.8 个百分点，新口径基建当月环比下降 9.4 个百分点。但从同比数据看，4 月基建新老口径同比分别增长 4.3% 和 3.0%，仍高于去年下半年水平，基建发力的大趋势未变。

图表 35. 今年基建投资规模表现



资料来源：万得，中银证券

图表 36. 今年基建投资增速表现



资料来源：万得，中银证券

一如我们在年初基建专题报告中所写，除政策外，下半年基建投资的确定性还具备资金及项目储备两大支撑。

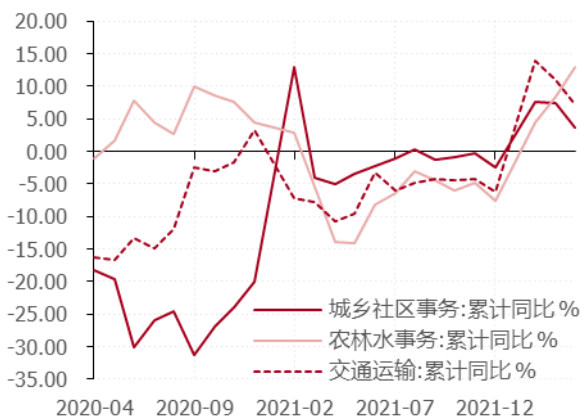
### ● 确定性之一：各渠道资金确定向基建倾斜

资金方面，首先，2022 年公共财政预算资金支出向基建领域加速倾斜，1-4 月公共财政预算向城乡社区事务、农林水事务及交通运输领域支出同比分别增长 3.60%、12.90% 和 7.20%；尽管 4 月存在疫情影响，但预算内支出并未放松对基建领域的支持。



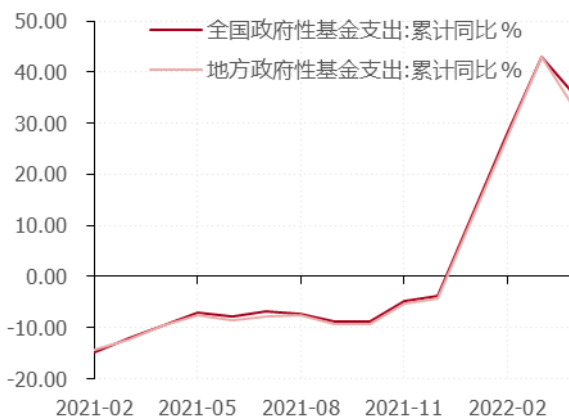
其次，政府性基金预算支出有望持续加强对基建投资的支持。一方面，今年政府性基金预算支出目标较高，对基建到位资金总量有着较好的支撑作用；另一方面，近几个月，政策不断要求加快专项债的发行使用节奏，5月23日国常会推出“6方面33项措施”，明确提出要“今年专项债8月底前基本使用到位”，已下达专项债额度将在上半年发行完毕，为下半年财政增量工具、及充分撬动社会资金腾挪出空间和时间。

图表 37. 预算内资金对基建的支撑力度仍然较强



资料来源：万得，中银证券

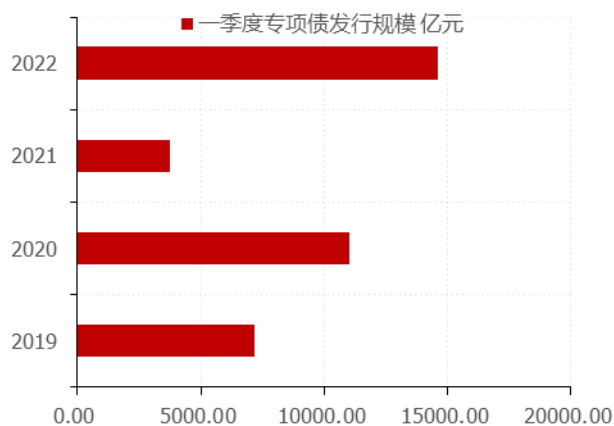
图表 38. 政府性基金预算支出力度较强



资料来源：万得，中银证券

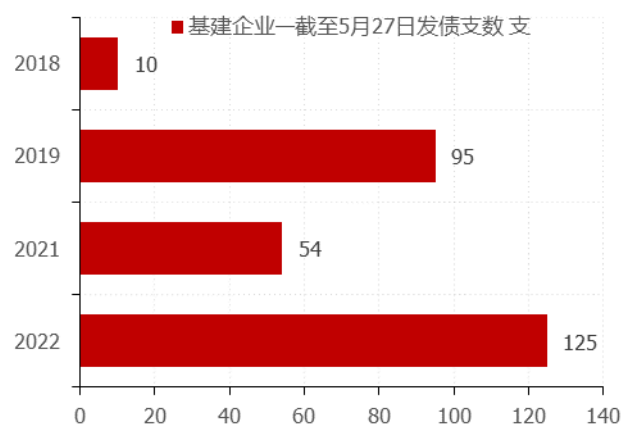
最后，贷款、社会资金对下半年基建投资也将有一定的支持作用。直接融资方面，截至5月27日，基建相关企业共计完成债券融资125支，数量明显高于往年，一定程度上可以说明年内基建投资有优势。5月5年期LPR超预期调降15BP，除房地产行业外，5年期LPR的定价基准也作用于基建投资，有望为基建投资形成一定助推作用。

图表 39. 今年专项债发行节奏快于往年



资料来源：万得，中银证券

图表 40. 基建企业债融较往年活跃



资料来源：万得，中银证券

## ● 确定性之二：项目资源已有较强确定性

项目方面，二季度以来，多项国家重点政策均直接、间接围绕基建，为基建项目资源提供保障。5月6日中办、国办印发《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，从意见的框架看，意见涵盖产业发展、就业、教育养老等民生保障等多个领域建设，要求大力发掘不同县城区域的不同优势，以推动不同地区一般制造业、农业、交运物流等优势产业及专业市场的发展，整体来看，产业转移、劳动力回流等政策收效周期较长，意见见效较快的领域应为基建投资。

其二，5月25日国办印发的《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》强调，盘活存量资产要尽快形成有效投资，引导做好回收资金使用，精准有效支持“十四五”规划102项重大工程等项目建设，加快项目前期工作，加强地方政府专项债券等配套资金支持，促进项目落地实施、形成实物工作量。

最后，5月31日，在国务院正式印发的《扎实稳住经济一揽子政策措施》中，明确提出加快推进“一批论证成熟的水利工程项目”、“交通基础设施”及“城市地下综合管廊建设”，其分别对应国家统计局口径基建投资中的水利管理业、道路铁路运输业和城市管理业，以上三项在我国基建投资中占比累计在80%左右水平，政策在基建领域全面发力，为基建投资提供了项目保障。

#### ● 不确定性：财政资金压力

着眼下半年，消费修复周期较长、净出口整体向下，为实现下半年经济的合理增长，基建在稳增长中的抓手地位持续夯实，但财政压力或阻碍基建投资进一步发力。

结合年初积极的财政政策及近期“稳增长”政策目标，我们预计2022年基建投资增速有望达到10.7%。不过这一目标的实现需关注下半年财政资金对基建的支持力度。

今年以来，财政着力“保主体”、“保就业”，在减税降费力度较大的同时，财政支出需求较强。叠加二季度多地区突发疫情，抗疫支出为各地财政增加了额外负担，财政额外划拨专项资金支持基建的难度较大，下半年存在特别国债、专项债提前批等特殊安排的可能。

5月31日下发的《扎实稳住经济一揽子政策措施》要求“抓紧完成今年专项债券发行使用任务”，“在6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕”并适度扩大专项债使用范围，措施能够对短期财政压力形成补充，有利于后续财政集中发力，同时也为下半年可能存在的财政特别安排腾挪出一定空间。

#### (2) 销售端促进下半年地产投资温和回暖

在房住不炒、稳房价的政策背景下，销售回暖是下半年地产投资修复的主要动力。今年以来，房地产开发投资表现弱势，叠加4月疫情冲击，当月地产投资同比缩减10%。

从资金结构看，2021年下半年以来，地产融资政策收紧、销售走弱，个人按揭贷款、定金预收款对地产投资的支撑作用下降，截至4月，按揭贷款、定金预收款的累计同比增速分别为-25.10%和-37.00%，考虑到两项资金在地产投资中占比累计在50%左右，地产投资走弱也在预期之内。值得一提的是，自筹资金在房地产开发资金中占比不断提升，由27%左右水平上升至33%左右，自筹资金是房企从非金融机构中筹措的资金，其占比上升本身也说明地产投资受到资金因素掣肘。

一季度以来，为刺激房地产销售，拉动地产开发投资，多地区下调房贷比例，部分城市对购房资格等门槛条件做出调整，下半年销售有望带动定金预收款资金增速回升，对地产投资资金形成一定助推。贷款方面，5月5年期LPR超预期调降15BP，对居民住房贷款利率影响较大，有助于改善居民对购房意愿；销售端政策的多层次放松，有望进一步缓解商品房销售下滑，下半年房地产开发投资有望回暖。

图表 41. 定金预收款在地产开发资金中占比持续较高



资料来源：万得，中银证券

图表 42. 销售走弱对地产投资产生负面影响



资料来源：万得，中银证券

从投资结构看，下半年地产投资修复的主要领域为新开工及竣工。修复的整体幅度较为温和，其掣肘主要来自融资端。今年以来，房企融资端持续放松，但信贷放松更多倾向于央企、头部房企等，其他房企融资以“借新还旧”为主，下半年地产行业的土地投资意愿仍待观察。当前国内对于地产政策的修正更多着力在销售端，在房企库存普遍较低背景下，销售回暖对下半年新开工的带动应较明显，且疫情改善也有望对下半年竣工形成助推。考虑到土地投资在房地产开发投资中占比持续在 60% 以上，且对融资的依赖性较强，我们认为下半年地产开发投资有望修复，但修复幅度较为温和。

图表 43. 房企土地投资表现



资料来源：万得，中银证券

图表 44. 房企新开工、竣工表现



资料来源：万得，中银证券

### (3) 制造业投资有望形成持续支撑

国内制造业投资动力仍然较强。下半年制造业投资的上行动力较去年有所下降，但全年制造业投资增速仍有望维持 10% 以上，对固定资产投资形成有效支撑。

2022 年 4 月制造业单月投资增速实现 6.39%，较 3 月下降 5.55 个百分点，3、4 月国内防疫压力增大，对制造业投资行为产生一定约束，但单月增速仍明显高于 2019 年同期水平，国内制造业投资仍具备较强动力。

出口下行，关注内需对制造业投资动能的补充。2021 年三季度以来，制造业需求转弱，PMI 新订单指数回落至荣枯线以下，或对制造业资本开支意愿形成一定影响。从制造业投资的单月同比增速均值看，2021 年二季度制造业投资同比平均增长 14.88%，三、四季度分别回落至 8.77 和 10.65%，与同期制造业新订单指数的下降趋势较为一致。2022 年下半年出口的整体下降趋势较为确定，需求收缩或对制造业投资动能形成一定的影响。

图表 45. 制造业需求走弱



资料来源：万得，中银证券

图表 46. 基建与装备制造业存在一定相关性



资料来源：万得，中银证券

**关注新老基建发力对制造业投资的带动作用。**基建发力是下半年稳增长的重点，有望对制造业投资形成一定支撑作用。传统基建方面，下半年财政支出、项目储备共同发力，装备制造业的资产开支意愿有望提升；去年四季度以来，专用设备制造业在制造业投资总额中占比缓慢提升，由 7.5% 左右水平，上升至 8.0% 以上水平，与政策计划发力基建的时点相符，传统基建发力对制造业投资具备一定带动作用。

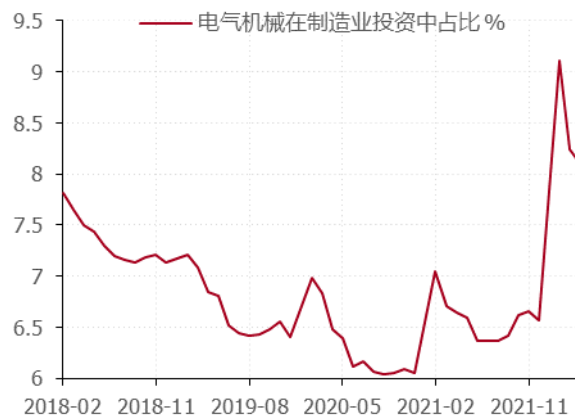
新基建方面，今年国内新能源项目建设节奏仍然较快，电气设备制造业投资规模在制造业投资中占比持续攀升，且始终维持较快增速，2022 年 1-4 月累计同比增速为 36.60%，远高于同期制造业投资增速水平，新基建项目发力，同样有望对年内制造业投资形成一定支撑。

图表 47. 新能源项目维持高增速



资料来源：万得，中银证券

图表 48. 新能源投资在制造业投资中占比持续走高



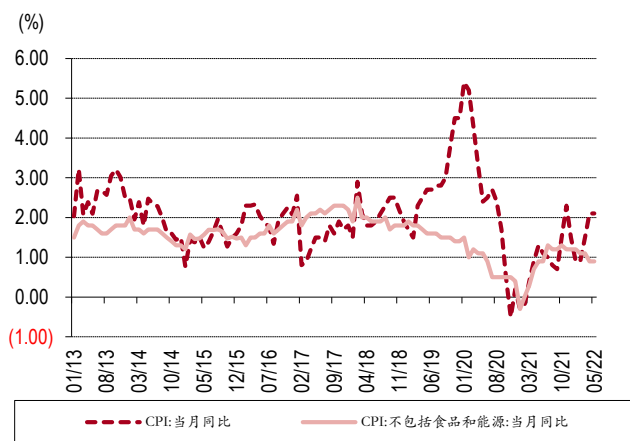
资料来源：万得，中银证券

### 关注通胀的上行趋势

2022 年 1—5 月，CPI 同比增长 1.5%，依然表现温和；PPI 同比增长 8.1%，涨幅以收窄为主。展望下半年，我们认为，需关注 CPI 的上行趋势。

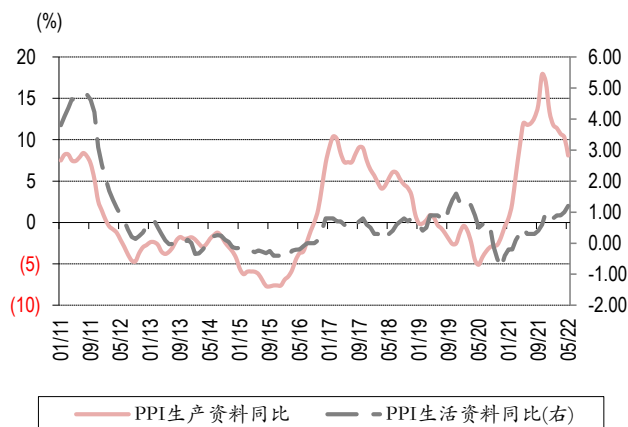
截至 5 月，核心 CPI 同比增长 0.9%，处于较为疲弱的水平。背后的主要原因是疫情导致的消费疲弱。但在疫情消退后，下半年消费的弱复苏是大概率事件，核心 CPI 有望缓慢上行。

图表 49. 核心 CPI 依然疲弱



资料来源：万得，中银证券

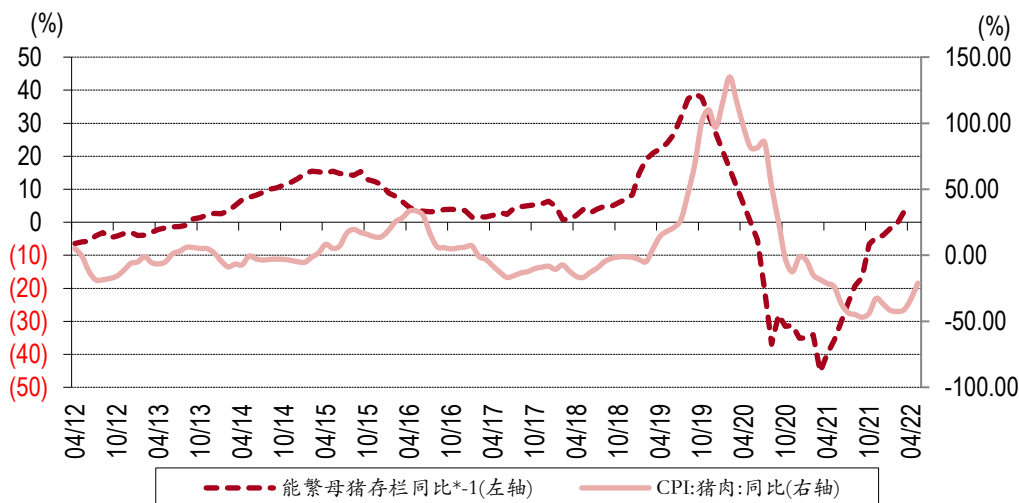
图表 50. PPI 生活资料涨幅扩大



资料来源：万得，中银证券

此外，仍需关注以下两个因素：（1）PPI 向 CPI 的传导。观察 PPI 分项数据，可以看到，其中生活资料部分涨幅正在逐步扩大，从 1 月的同比上涨 0.8% 扩大到 5 月的 1.2%。而下半年 PPI 虽以回落为主，但总体仍在较高位置，PPI 向 CPI 的传导仍需关注。（2）猪肉价格逐渐走出底部。4 月能繁母猪存栏量继续下行，生猪存栏量开始回落，22 省市生猪价格回到 15 元/公斤上方。

图表 51. 能繁母猪存栏量下行预示 CPI 猪肉部分将上行



资料来源：万得，中银证券

综合看，在消费需求复苏，猪肉价格上行以及 PPI 向 CPI 传导三重因素驱动下，下半年 CPI 将逐步上行，不排除在三季度触及 3% 政策目标的可能性。



## 货币政策：降成本与稳总量并行

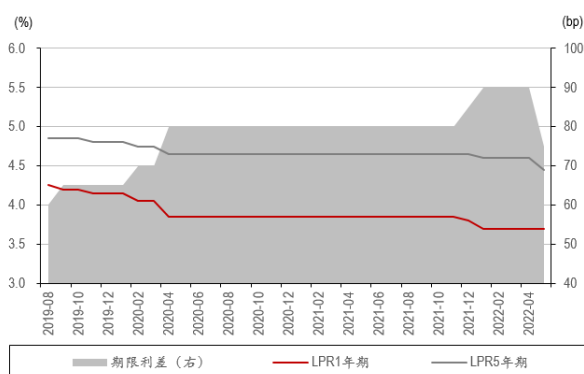
**2022 年上半年，主要矛盾在于内部疫情反复与外部加息进程超预期。**年初央行在货币政策制定上更多针对于去年年末提出的“三重压力”，进行了以总量政策为代表的一系列操作，包括降准、降息。但随着二季度以来疫情对消费、生产、供应链等问题的干扰，信贷数据开始不达预期，展现出总量工具在拉动信贷规模上面临阻碍。居民、企业贷款意愿下降，现金流更多用来偿债而不是新开工，这在 4 月居民新增贷款转负、企业中长期贷款同比少增中多有体现。同时，外部发达经济体超预期的加息节奏又在一定程度上限制了国内政策利率的调整，进一步影响了稳增长效果。因此针对信贷滑坡情况，央行选择下调首套房贷利率、引导贷款市场报价利率下行，同时指导利率自律机制合理调整存款利率；另一方面，针对总量工具受限情况，二季度以来央行更多采取以再贷款为主的结构工具。

**2022 年下半年，主要矛盾在于内部通胀抬头与外部加息周期逐渐平稳。**随着 5 月以来央行对于货币政策的表述从“合理稳定”转为“合理充裕”，从“稳杠杆”转为“加杠杆”，我们认为下半年降成本和稳总量仍为政策重心。同时由于本轮联储加息周期的外溢效应逐渐平稳，下半年央行政策重心也将更加聚焦国内。价格方面，随着内部通胀逐渐抬升，价格型工具的空间仍然有限，货币价格的变化更多倾向于通过利率市场化机制进行传导。基于稳增长的重要性，我们认为货币收紧的必要性不高，三季度资金面仍将保持在偏松水平。数量方面，进入下半年后纾困支持类再贷款及普惠小微贷款等结构性工具是宽信用关键，但如果提前使用 2023 年专项债额度或增发特别国债，则也有通过降准及增量投放 MLF 释放流动性的必要性。

### 价：利率市场化改革下的调整

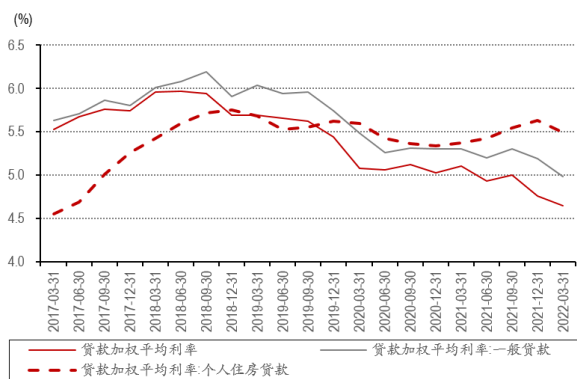
**贷款市场利率仍有调整空间。**自 2019 年以来 LPR 调整基本上以 1 年期 MLF 利率为参考，主要原因在于 MLF 是商业银行获取基础货币最主要的方式之一，也是银行间市场中长期资金的价格锚。而今年 5 月份 5 年期 LPR 单独下调 15bp 则是采用了“1 年期 LPR 为代表的贷款市场利率+10 年期国债利率→存款利率”的利率传导路径，增强了 LPR 与利率自律机制下调存款利率的联动机制，不依赖 MLF 降息作为引导。因此在存款利率市场化调整机制的影响提升后，我们认为下半年 LPR 仍有调整空间。一方面，利差有下行空间，目前 1 年和 5 年期 LPR 利差为 75bp，与 2019 年 8 月 60bp 仍有差距，后续 1 年和 5 年期 LPR 或再次呈现期限利差回归；另一方面，相较于 2014-2015 年 5 年期贷款利率的大幅调整，本次 5 年期 LPR 仅调整 15bp，虽然两次面临的政策环境差异较大，但如果后续商品房销售不及预期，仍有下调 5 年期 LPR 的空间。

图表 52. 1 年和 5 年期 LPR 期限利差



资料来源：万得，中银证券

图表 53. 个人住房贷款加权平均利率

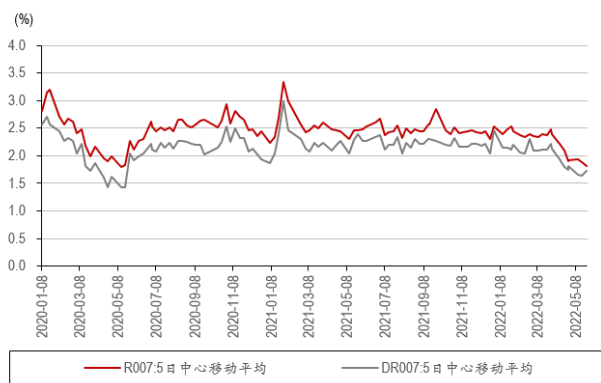


资料来源：万得，中银证券



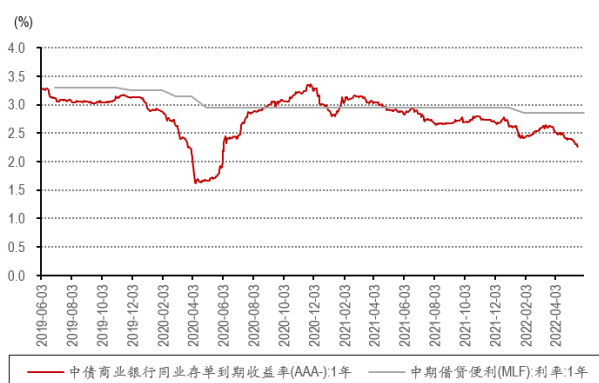
资金面宽松延续的时间更长。4月以来流动性持续维持在较低水平，这一模式与2020年疫情期间较为相似，均持续时间较长、宽松力度较大，其目的都是为了降低银行的负债成本。虽然央行没有下调政策利率，也未通过常规投放释放流动性，但通过降准、上缴结存利润达到了实际降息效果，银行同业负债成本随着资金利率下降，说明目前合理充裕较高的流动性总量水平是应对信贷数据不佳、银行息差压缩的合意水平。因此与2020年类似，在疫情缓和、生产恢复、基本面好转之前，流动性宽松仍将持续。

图表 54. 货币市场利率



资料来源：万得，中银证券

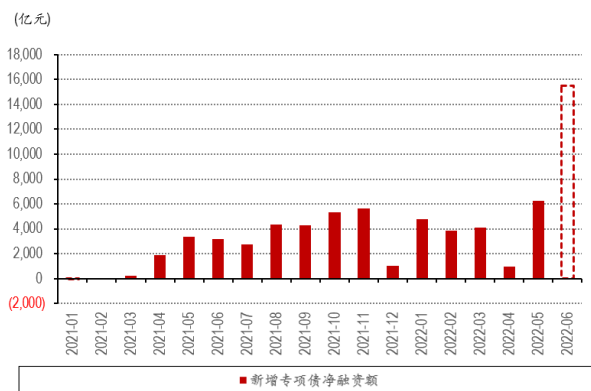
图表 55. 同业存单利率



资料来源：万得，中银证券

资金缺口推动流动性收敛至中性水平。从供给来看两重因素导致下半年流动性压力加大：一方面，随着稳增长逐步推进，地方债加速发行。按照6月末新增专项债发行完毕的安排，6月新增专项债净融资额或达1.55万亿，地方债供给压力加大，且下半年也有提前使用2023年专项债额度或增发特别国债的可能性。另一方面，二季度资金面偏松部分原因在于流动性淤积在银行间市场，信贷投放不畅，随着复工复产节奏加快，实体经济融资需求回暖，将会增加对超储的消耗。因此如果二季度末央行上缴结存利润消耗完毕，下半年央行仍有投放中长期流动性的必要性，但随着稳增长政策逐步得到实施，宽松水平也将逐步收敛，否则将加大流动性淤积和资金空转问题。

图表 56. 新增专项债发行安排



资料来源：万得，中银证券

图表 57. 超储率水平



资料来源：万得，中银证券

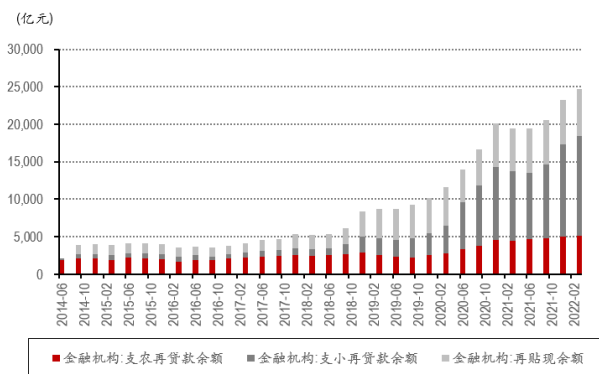
## 量：结构性工具仍是宽信用重心

**结构性工具是宽信用主要手段。**从5月26日央行发布的敢贷愿贷能贷会贷长效机制通知来看，下半年可能的数量型工具包括降准、再贷款再贴现、普惠小微贷款工具。由于上半年央行表态中多次提及避免总量过度宽松，防止大水漫灌，我们认为在具体操作上仍会以再贷款等结构性工具为主，精准直达有效需求，降准为辅，下调空间不大。与2020年类似的是当年同样采用结构性工具投放大量基础货币，2020年全年新增再贷款、再贴现余额共计1.0845万亿元，同时通过两轮降准释放1.35万亿元。但不同在于今年总量性工具掣肘较多，当前金融机构加权平均存款准备金率为8.1%，相比年初更为接近5%下限，且1年期MLF利率大幅高于同期限同业存单利率，增量投放MLF对于信贷拉动效果减弱。因此基于结构性工具先贷后放的直达性和低成本和总量性工具的诸多限制，下半年仍将主要采用结构性工具。

**结构性工具将再度扩容。**一方面再贷款工具范围有望扩大，二季度以来央行先后新创设了科技创新、普惠养老、交通物流、民航应急再贷款工具，共新增4900亿元额度，从5月交通物流和民航应急方向可以发现再贷款对于助企纾困的针对性更强，同时预示着后续也可能扩大再贷款纾困支持范围及力度。另一方面，普惠小微贷款支持力度更强。二季度起普惠小微贷款支持工具提供的激励资金比例由1%提高到2%，若按照一季度普惠小微同比增速24.60%不变，则全年有望多提供346亿元激励资金，有利于加大鼓励银行继续增加普惠小微贷款。

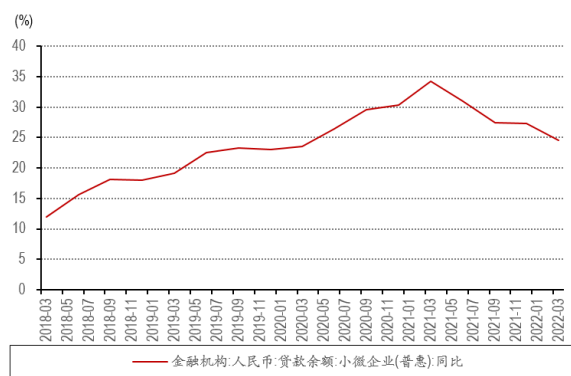
此外，依靠结构性工具宽信用的核心仍在于稳定经济长期增长信心、刺激居民企业贷款需求。对比2020年1.8万亿元再贷款再贴现额度来看，今年央行新创设四项再贷款工具，与支农支小、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款共计新增9900亿元，总量上有所缩减，我们认为这是考虑到4月以来实体经济贷款需求及银行放贷意愿双双受限。4月央行资产负债表中其他存款性公司债权环比减少9188亿元，而同期央行通过公开操作仅回笼7100亿元流动性，其中再贷款、再贴现等非公开工具贡献了2088亿元净回笼，这说明在实体经济贷款意愿不强的情况下，银行更倾向于偿还再贷款、再贴现以进一步降低成本，此时总量和结构性工具同样难以扭转信贷收缩的境地。

图表 58. 再贷款再贴现余额



资料来源：万得，中银证券

图表 59. 普惠小微企业贷款同比



资料来源：万得，中银证券

**社融修复的阶段性低点已过。**4月社融数据的阶段性低点包含了疫情冲击、商品房销售遇冷、新增专项债发行节奏暂缓等多重因素叠加影响。与以往宽信用周期前中期类似的是，社融修复的斜率较缓，本质上还是因为经济增速持续下行反映的是内生增长动力放缓以及企业投资信心不足，难以短期改善，因此需合理看待社融数据的反复。目前一方面随着疫情对消费、生产、供应链冲击有所缓解，30大中城市商品房成交面积回升，下半年稳增长压力得到一定缓解。另一方面，多项结构性工具推出、首套房贷利率下调以及新增专项债发行提速等稳增长政策逐渐发力，预示着社融修复的阶段性低点已过，全年社融增速将回归至中性水平。

## 大类资产配置：专注相对优势与内循环

















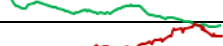




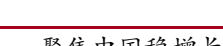
下半年人民币大类资产配置的宏观背景，是国内疫情影响退坡之后，以基建投资为主、消费回升为辅，拉动实际 GDP 同比增速上升；大类资产配置的主线有两条，一是基建投资落地加快，支撑国内相关周期品价格，二是上市公司二季度业绩增速见底、下半年回升，叠加估值的相对优势，带来国际资本净流入。大类资产配置顺序：大宗>股票>货币>债券。

### 上半年大类资产表现回顾

**上半年最大的两个外因冲击：美联储加息和乌克兰危机，一个内因冲击：疫情反复。**从时间看，美联储自1月开始引导市场预期加息，乌克兰危机发生在2月下旬，国内疫情自3月开始出现明显反弹，同时3月美联储落地加息25BP，国内疫情4月开始影响供应链并延续至5月，5月美联储为抑制通胀继续加息50BP。内外部冲击因素对2022年1-5月大类资产价格影响较为显著，从国际方面看，美联储货币政策收紧抬升了全球无风险资产定价基准，乌克兰危机推高了国际能源和农产品价格，进一步加剧了全球通胀走势，从国内方面看，受疫情影响4月经济数据环比明显回落，导致国内风险资产价格随之出现阶段性低点。

**下半年资产价格波动将回归基本面。**虽然下半年仍有较多不确定因素，但现有冲击因素的影响过后，人民币资产价格表现将回归基本面。最重要的宏观背景，一是二十大召开，预计稳增长的宏观政策和偏宽松的流动性环境将在下半年整体延续，二是国内实际 GDP 同比增速较二季度上升，同时通胀水平整体仍在可控范围内，国际比较优势再度扩大，有利于投资者风险偏好提升。

图表 60. 截至 5 月主要大类资产价格表现

分类	名称	现价	截至 5 月 31 日	最近一周	最近一个月	二季度以来	年初以来
股票	上证综指	3,186.43		1.27	4.57	-2.02	-12.46
	深证成指	11,527.62		0.64	4.59	-4.87	-22.41
	中小 100	7,958.51		1.39	4.53	-2.04	-20.30
	创业板指	2,405.08		-0.51	3.71	-9.57	-27.62
	万得全 A	4,882.71		1.05	5.90	-4.18	-17.51
	沪深 300	4,091.52		0.34	1.87	-3.10	-17.18
	标普 500	4,132.15		5.92	0.01	-8.79	-13.30
	NASDAQ	12,081.39		6.40	-2.05	-15.04	-22.78
	MSCI 发达市场	2,791.01		5.09	-0.16	-8.58	-13.64
MSCI 新兴市场	1,077.67		4.09	0.14	-5.62	-12.53	
债券	中债国债	2.78		-5 BP	-10 BP	-5 BP	-3 BP
	十年美债	2.98		7 BP	-4 BP	53 BP	133 BP
	十年欧债	1.00		13 BP	22 BP	55 BP	135 BP
	十年日债	0.25		0 BP	3 BP	3 BP	25 BP
大宗商品	NYMEX 原油	115.26		4.52	10.10	14.94	53.25
	SHFE 螺纹钢	4,684.00		1.58	-3.68	-7.45	8.90
	LME 铜	9,439.00		0.18	-3.38	-9.02	-2.90
	LME 铝	2,789.00		-5.33	-8.63	-20.11	-0.66
	CBOT 大豆	1,687.00		-1.07	0.13	4.25	25.97
	COMEX 黄金	1,840.00		-0.11	-3.75	-5.83	0.62
货币类	货币基金	1.91		-1 BP	-14 BP	-35 BP	-65 BP
外汇	美元指数	101.77		-1.23	-1.40	3.46	6.04

资料来源：万得，中银证券

## 股票：越过二季度的低点

盈利环比改善，估值分位偏低，流动性有好转可能，是支撑下半年 A 股上行的重要因素。

疫情冲击下，二季度可能成为年内业绩低点。1-4 月规模以上工业企业利润累计同比增长 3.5%，其中 4 月受国内疫情反弹影响，当月同比增速下降，5 月制造业 PMI 指数虽然较 4 月明显上升但仍在荣枯线以下，表明疫情对企业盈利的影响尚未完全消失，加之原材料成本上行趋势继续，预计二季度 A 股（非金融两油）上市公司盈利增速趋势也将在一季度增长 9.8% 的基础上明显下降。但自三季度开始，随着稳增长的政策逐步落地和疫情冲击影响消退，预计上市公司盈利增速将与实际 GDP 增速同步回升，二季度成为年内上市公司盈利低点、下半年盈利环比改善是 A 股最重要的基本面。

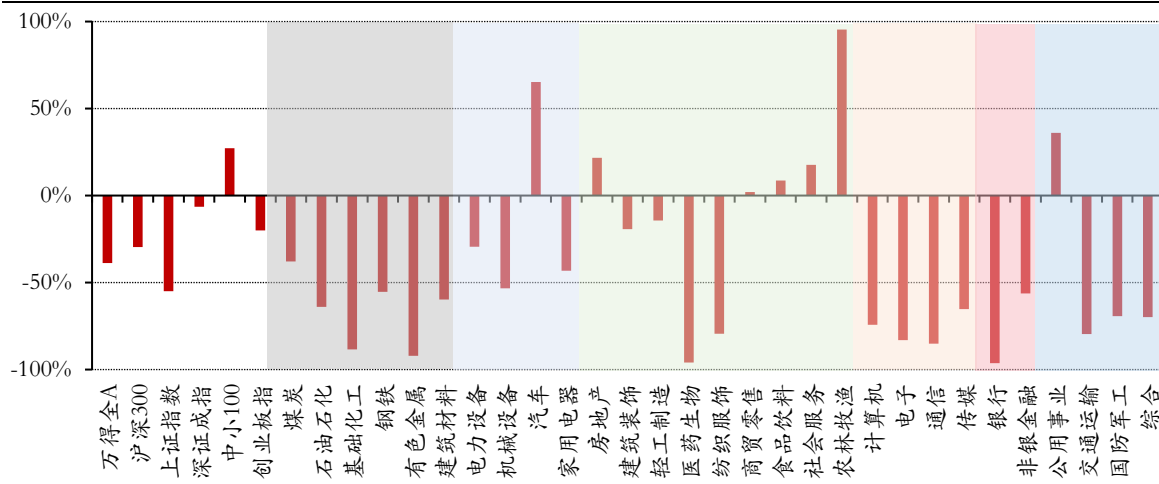
图表 61. 二季度或成为 A 股全年业绩低点



资料来源：万得，中银证券

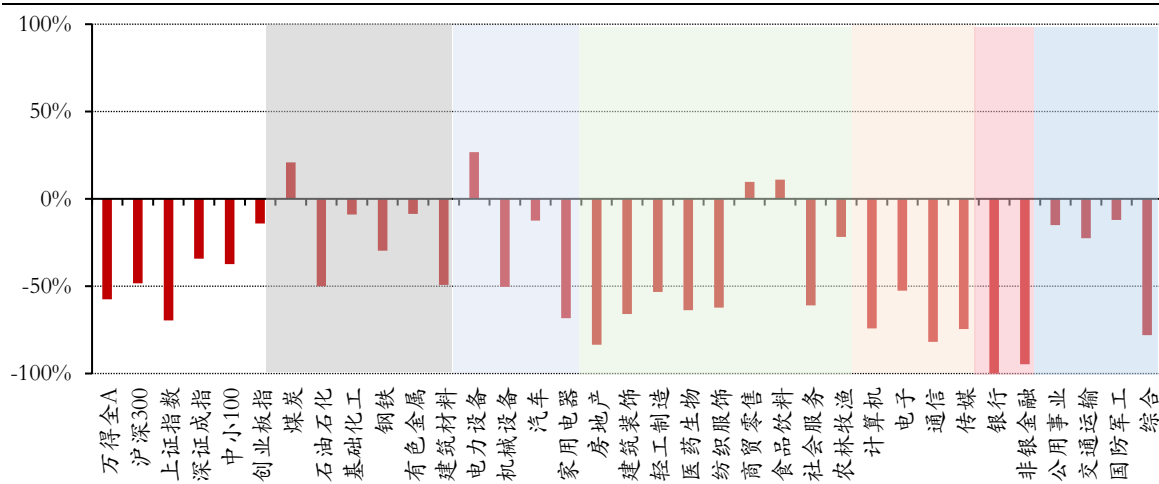
估值分位数低。截至 5 月底，从 PE 所处位置看，除中小 100 之外，A 股主要股指的分位均位于历史中位数以下，大盘股的估值分位相对偏低，如上证指数 PE 较历史中位数偏低 54.9%，从行业看，PE 在历史中位数上方的是农林牧渔、汽车、公共事业、房地产、社会服务、食品饮料和商贸零售，分板块看，TMT、金融和公共事务板块的 PE 与历史中位数相比所处位置最低。从 PB 看，当前估值在历史中位数上方的是电力设备、煤炭、食品饮料和商贸零售，周期品价格强势已经持续了一年，但由于行业利润较好，因此 PB 仍在历史中位数下方。估值低是 A 股重要的国际比较优势之一。

图表 62. 截至 5 月底 A 股 PE 与历史中位数相比 (2015 年至今)



资料来源：万得，中银证券

图表 63. 截至 5 月底 A 股 PB 与历史中位数相比 (2015 年至今)



资料来源: 万得, 中银证券

**流动性有望好转, 居民储蓄不低。**A 股作为新兴市场风险资产, 同样受到美联储加息和国际资本流动的影响。2022 年年初以来, 深股通资金净流入明显弱于沪股通, 表明国际资本的风险偏好结构性下降, 从时点看, 美联储 1 月加息预期引导和 3 月首次加息落地, 是国际资本净流出的两次拐点。当前国际投资者对下半年美联储加息的预期已经较为充分, 预计随着国内稳增长政策加快落地和海外美联储加息对实体经济的负面影响逐步显现, 下半年中美经济增长预期差将再次扩大, 有利于国际资本净流入。从国内方面看, 疫情对居民就业和消费影响较大, 但 1-4 月居民累计新增存款依然维持高增, 同时金融机构存款月同比增速持续上行, 这一情形与 2020 年类似, 居民储蓄后续有向投资转化的可能。

图表 64. 陆股通资金净流入情况



资料来源: 万得, 中银证券

图表 65. 居民储蓄处于较高水平



资料来源: 万得, 中银证券

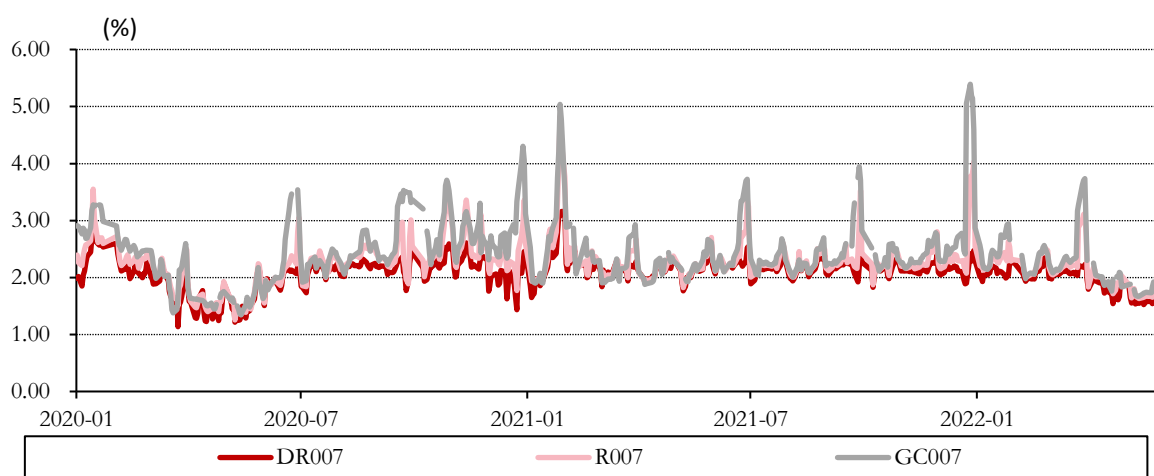


## 债券：利率伺机上行

虽然下半年宽货币的政策可能延续，流动性整体也将偏宽松，但债市利率水平整体偏低和债券发行量增加，叠加中美利差倒挂和海外央行加息潮，大概率会推动国内债券收益率上行。

货币流动性宽松接近极值。5月DR007拆借利率平均水平1.62%，明显低于4月的1.82%和1-3月的2.1%，GC007拆借利率也从1-3月的2.36%，初步下行至4月的1.8%，进而在5月下行至1.69%。2015年以来，拆借利率整体水平低于2022年5月的时间，仅有2020年4-5月期间，如果参考2020年经验，货币拆借利率不会一直维持在超低水平，则下半年DR007可能回升至2%-2.2%。但与2020年不同的是，当前实体经济融资需求更低，内外需表现更弱，考虑到二十大召开背景下，下半年稳经济、稳增长的需求较强，预计DR007利率下半年回升的幅度可能有限，或持续保持在2%下方。

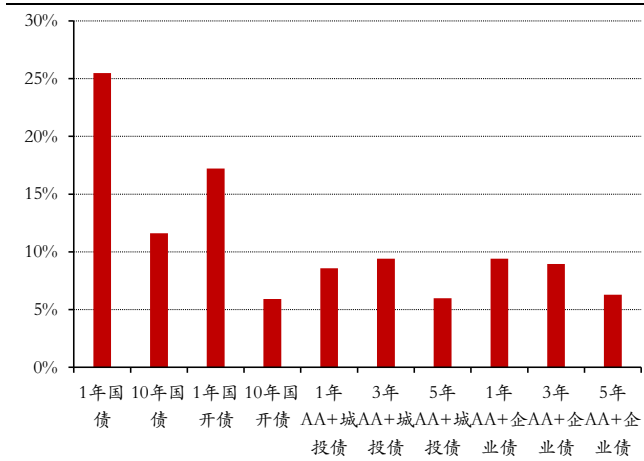
图表 66. 货币拆借利率回落至 2020 年 4-5 月水平



资料来源：万得，中银证券

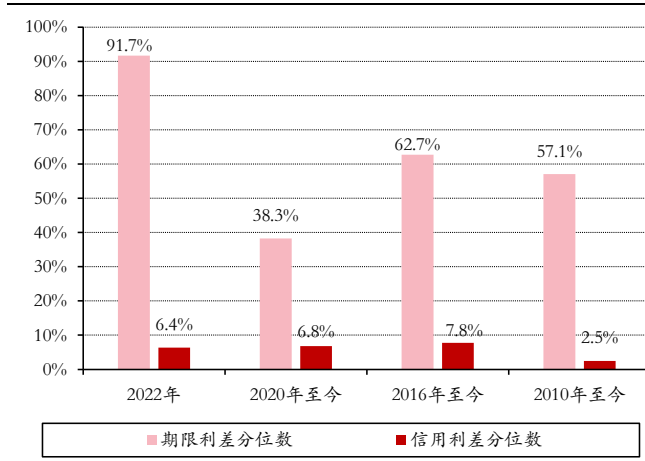
利率水平的历史分位数偏低。从2010年以来债券收益率的历史分位数看，超过25%的仅有1年期国债，超过15%的仅有1年期国开债，信用债的历史分位数均在10%以下，其中最低的5年期AA+评级城投债分位数仅为5.13%。从利差的历史分位数看，3年AA+评级信用债与3年国开债的信用利差，在2010年至今区间内的历史分位数仅有1.7%，10年国开债与1年国开债的期限利差的历史分位数明显更高，但考虑到利率债收益率整体处于历史较低水平，因此投资者难从期限利差中获取超额收益。

图表 67. 2010 年至今债券利率的历史分位数



资料来源：万得，中银证券

图表 68. 信用利差和期限利差的历史分位数

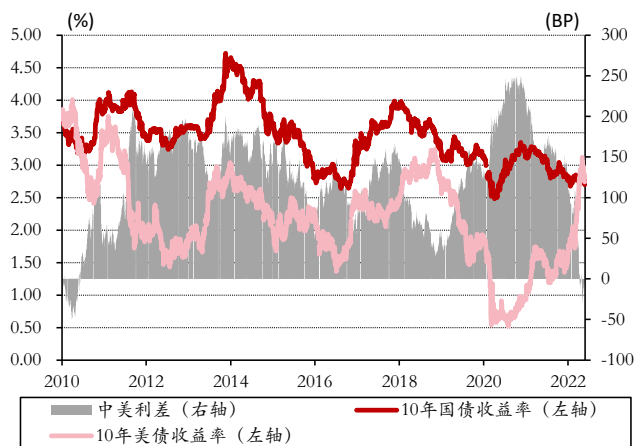


资料来源：万得，中银证券



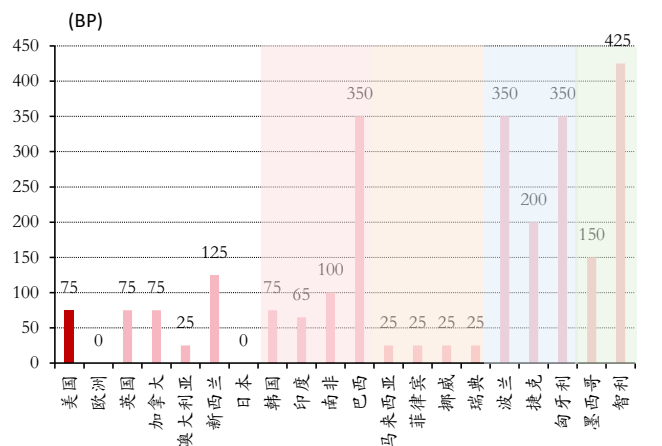
**中美利差倒挂和海外央行加息潮。**虽然中美利差不是主导国内债市收益率走势的主要因素，但受美联储持续大幅加息和中美利差倒挂影响，截至4月，外资持有国债总量已经连续三个月净流出。从当前情况看，十年美债收益率虽然从此前高点3.12%大幅回落至2.74%，但中美利差倒挂的现象延续，并且中性预估美联储将在6月、7月和9月累计加息150BP，预计美债收益率难以持续回落，但无论是中美利差倒挂还是美债利率上行，都会继续通过国际资本流动影响我国债市收益率水平。另外我国货币政策延续宽松趋势，与海外央行收紧货币政策的方向相背，也会进一步加剧汇率波动和国际资本流动。

图表 69. 中美利差走势



资料来源：万得，中银证券

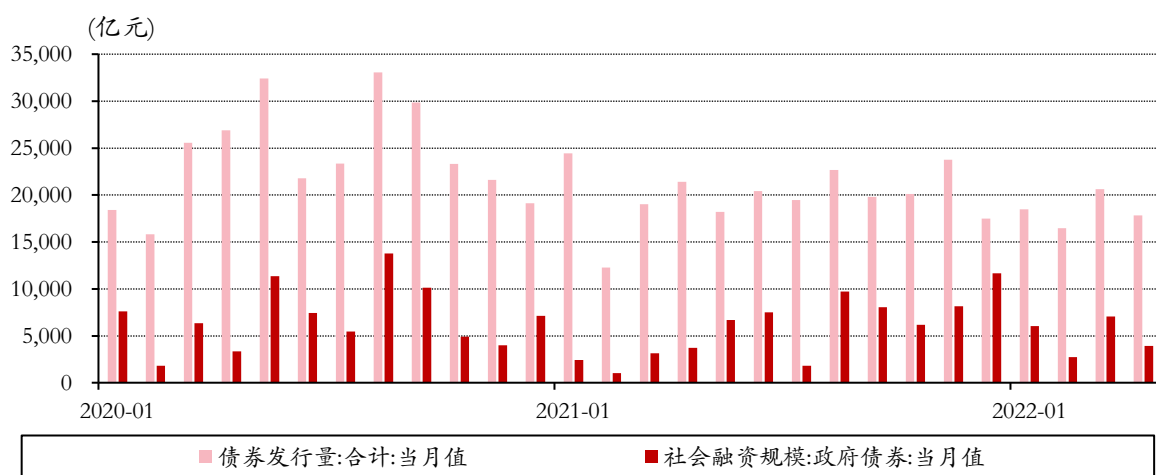
图表 70. 2022 年 1-5 月全球各地区主要央行基准利率变化



资料来源：万得，中银证券

**政府债券发行可能加量。**对比 2020 年疫情之后政府债券发行放量的情况，当前政府债券发行量整体相对平稳，考虑到 4 月以来国内疫情反弹对财政收入造成减收压力，以及稳增长下积极的财政政策支出增加和此后常态化疫情防控成本，预计下半年政府债券发行量大概率会增加，届时债券发行量上升大概率会抬高债券利率波动中枢。

图表 71. 政府债券发行量变化



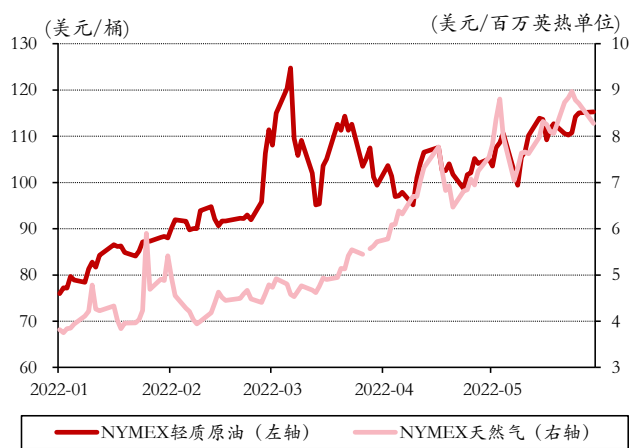
资料来源：万得，中银证券

## 大宗商品：投资加码带动供需好转

大宗商品内部分化，但整体表现较强：乌克兰危机对国际能源和农产品价格的影响是中长期的，三季度或维持高位波动，但四季度重拾升势的概率较大；国内基建投资加快落地将明显带动黑色金属、有色金属、非金属建材、化工等周期品价格上行；国际金价三季度受制于美元走强和实际利率上升，但四季度通胀压力加大或推升避险投资需求。

乌克兰危机持续影响能源和农产品价格。乌克兰危机从供求结构方面产生的影响，体现在能源和农产品价格的表现不尽相同。从能源产品看，油价受制于欧美对俄实施制裁，在3月前后从90美元/桶左右跳升至100美元/桶上方，此后波动虽然加大但价格中枢不曾回落，天然气价格上升相较之下更有连贯性，主要是受到欧洲一方面实施对俄制裁另一方面推行清洁能源政策的影响。农产品价格走势表现与原油更相似，并且由于农产品生产的季节性更强，在价格中枢上升之后表现出的价格回调弹性更小。预计2022年下半年，乌克兰危机的影响将延续，农产品受需求刚性和供给减少影响，整体易涨难跌，同时需要关注全球主要农产品贸易国的出口政策变化，可能加剧农产品价格的涨幅；能源方面，全球经济增速下行可能会拖累能源需求，但如果欧美继续对俄罗斯实施制裁，同时欧佩克不能在秋冬季有效增产，则不排除四季度能源价格高位上涨的可能。

图表 72. 2022 年油气期货价格走势



资料来源：万得，中银证券

图表 73. 2022 年农产品价格走势



资料来源：万得，中银证券

加息、美元和通胀主导黄金价格波动加大。黄金价格在2022年1-5月中先涨后跌，前期主要受到高通胀和乌克兰危机推动，国际资本避险需求上升，后期受到实际利率上升和美元指数上行拖累，出现较大幅度调整。下半年影响黄金价格的因素变化较为复杂，首先，美联储加息幅度加大，目前市场一致预期6月、7月、9月共计加息150BP，实际利率短时大幅上行抑制金价上涨，其次，欧央行5月底表态将在7月加息，扭转了此前美元指数单边上涨的趋势，美元走弱利好金价，再次，欧美通胀压力不减，虽然美国在3月已经确定了CPI同比增速下行的拐点，但通胀下行幅度却偏弱，IMF更是将美国全年通胀水平较年初的预期大幅上调至7.7%，通胀超预期上行将加大黄金投资的避险需求。我们认为金价波动加大是趋势，1800美元/盎司或是现阶段的底部，上行空间更多取决于海外主要发达国家和地区加息进展和通胀的表现。

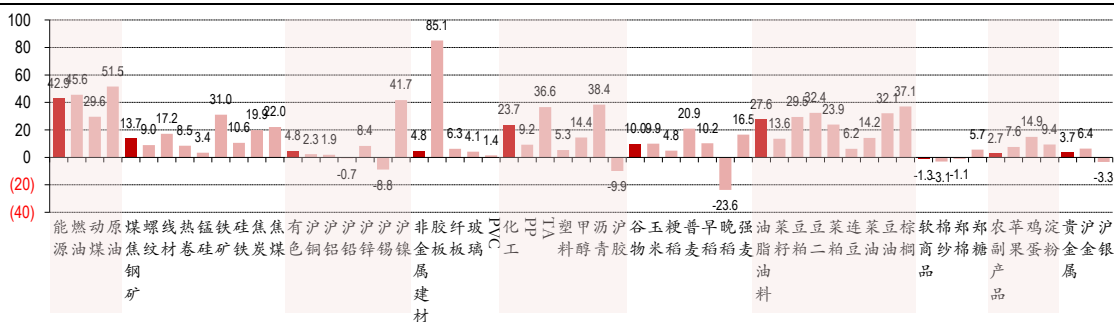
图表 74. 2022 年黄金价格走势



资料来源：万得，中银证券

下半年基建投资发力稳增长，带动周期品价格上行。截至 5 月底，国内大宗商品分类中，能源涨幅 42.9%位列第一，油脂油料上涨 27.8%，化工上涨 23.7%，涨幅较大的大宗商品主要是受乌克兰危机影响供求结构的能源和农产品类。大的分类当中，国内自给率较高的农产品涨幅较小，如软商品下跌 1.3%，农副产品上涨 2.7%，周期品价格表现相对较弱，有色上涨 4.8%，非金属建材上涨 4.8%，煤焦钢矿上涨 13.7%，贵金属价格波动较大，整体小幅上涨 3.7%。下半年乌克兰危机对能源和农产品的影响将持续，特别是农产品的供求结构短期难以改善，年内全球粮食价格波动中枢将持续高企，但国内主粮自给率相对较高，因此受国际粮食价格波动影响比较显著的仍将是油脂油料；能源价格的波动显著受到欧佩克加的供给情况和需求端变化的综合影响，我们认为供给端受到国际社会制裁俄罗斯影响，油价较难回落至 100 美元/桶下方，四季度需求季节性上升，能源价格可能继续走高；国内下半年稳增长政策拉动基建投资，周期品需求上升或将推动有色、非金属建材和煤焦钢矿上半年期货价格上涨。

图表 75. 2022 年国内期货市场主要商品价格涨跌幅



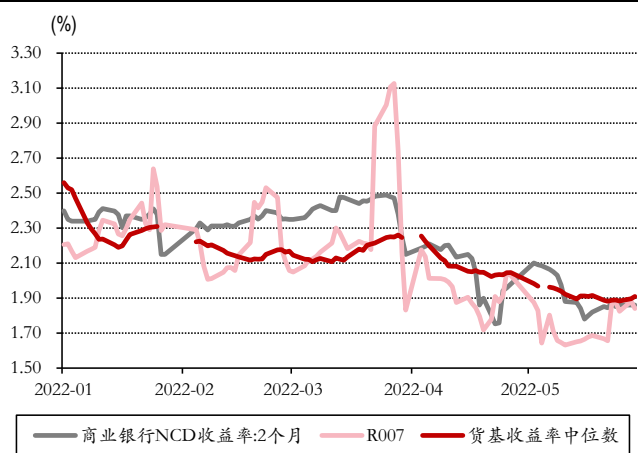
资料来源：万得，中银证券

## 货币：收益率或维持在 2% 下方

今年以来货币基金收益率持续走低。2022 年初以来货币基金收益率高开低走，从 2.5% 上方持续下行至目前的 1.9% 下方，下行幅度超过 60BP。货币基金收益率下行背后主要是货币政策处于宽松趋势当中：价格方面，截至 5 月底，央行下调一年期 MLF 利率 10BP，一年期 LPR 利率 10BP，五年期 LPR 利率 20BP；货币供应量方面，下调存准率 25BP。在货币政策带动下，R007 利率的波动中枢从 1-3 月的 2.1% 左右逐步下行至 5 月以来的 1.8% 左右，NCD 收益率也同步走低。

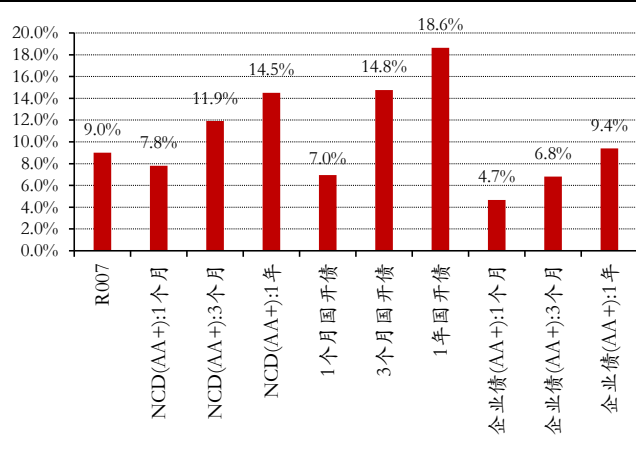
久期和信用都难有超额贡献。货币基金持仓品种目前收益率的历史分位数均处于 20% 下方。从久期看，1 个月期品种的历史分位数均处于 10% 下方，久期越长历史分位数越高；从信用看，企业债收益率的历史分位数明显低于同久期的利率债历史分位数。因此在当前的利率水平下，货币基金难以通过久期和信用获取超额收益，从下半年的情况看，如果债券发行量增加能够推动货币市场收益率上行，则一定程度上可以抬高货币基金收益率上限，但我们预计在稳增长和稳市场的大背景下，货币基金收益率中位数或将保持在 2% 下方。

图表 76. 货币基金收益率中位数走势



资料来源：万得，中银证券

图表 77. 短久期债券利率的历史分位数



资料来源：万得，中银证券

## 结论、预测与风险

### 结论与预测

在疫情扰动及全球主要央行货币政策收紧背景下，下半年全球增长前景并不乐观。美国的通胀韧性将驱动美联储短期维持鹰派加息，但后续的经济增长放缓将对加息节奏构成制约；欧元区也将在通胀压力下开始加息。预计三季度将是美元和美债收益率的高点。

中国下半年“稳增长”仍是核心。消费受制于收入下降，或在政策刺激和疫情管控减弱驱动下缓慢复苏；出口增速预计在海外需求放缓背景下逐步回落；投资是“稳增长”主要抓手，基建投资更为确定。同时需关注通胀的上行趋势。货币政策以降成本和稳总量并行，社融增速将逐步恢复到中性水平。

大类资产排序：商品>股票>债券>货币。

我们对下半年主要经济指标的预测如下：

图表 78. 2022 年下半年主要经济指标预测（单位：%）

	2022E	2022Q1	2022Q2E	2022Q3E	2022Q4E
GDP 同比	4.5	4.8	1.0	5.5	6.2
工业增加值同比	5.1	6.5	0.4	6.0	6.8
固定资产投资同比	7.3	9.3	4.2	5.8	7.3
其中：制造业	10.9	15.6	8.0	9.6	10.9
基建	10.7	10.5	7.2	10.3	10.7
房地产	3.7	0.7	-3.4	0.0	3.7
社会消费品零售总额同比	5.1	3.3	-4.0	11.9	8.9
出口（美元计价）同比	10.3	15.8	9.9	9.5	7.6
进口（美元计价）同比	9.2	9.6	3.0	12.7	11.5
CPI 同比	2.4	1.1	2.3	3.1	3.1
PPI 同比	6.2	8.7	6.8	5.7	3.4
存量社融同比	10.9	10.6	10.5	11.0	10.9
M2 同比	10.8	9.7	10.8	11.1	10.8

资料来源：中银证券

### 风险因素

1. 通胀居高不下。加息有助抑制需求，从而降低通胀，但当前全球范围内推动通胀上升的主要力量是能源和粮食价格抬升，除了从 2021 年延伸至 2022 年需求复苏因素之外，还有乌克兰危机这一意外因素的影响。在乌克兰危机减少和扭曲了全球能源和粮食供给及结构的情况下，不排除加息对抑制通胀的效用减弱，通胀高位运行的时间偏长。
2. 美元指数超预期走强。美元指数的最重要构成是欧洲货币，欧央行加息的背景并非经济确定性向好，而是不得已需要抑制通胀。欧洲加息可能进一步破坏尚未稳固的经济修复成果，进而加快国际资本从欧洲回流美国的进程，超预期推动美元指数走强。超预期强劲的美元指数对美国经济和全球资本市场都带来超预期的波动性和调整风险。
3. 疫情对全球经济的负面影响没有减轻。虽然欧美等主要国家和地区自 2022 年 2 月开始已经基本取消了新冠疫情防控措施，但是新冠病毒的变异过程尚未结束，加之猴痘等新的病毒传播可能加重居民恐慌心理，从而进一步降低全球经济恢复斜率。
4. 乌克兰危机持续时间和影响范围加大。如果乌克兰危机能够在 2022 年秋冬季之前结束，则全球能源和农产品价格或将缓慢回落，如果危机持续的时间超预期，秋冬季能源季节性需求上升或将推动国际能源价格，另一方面，如果美国牵头欧美进一步加大对俄罗斯的制裁力度，则不排除国际局势进一步恶化的可能。
5. 季节性气候异常。从国内情况看，2022 年春季我国全国范围内气温偏低，如果气候异常的现象延续至夏季汛期，则参考 2021 年夏季全国降水偏多的情况，可能对国内食品价格产生阶段性上行影响，以及影响国内基建投资开工情况。



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话：  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371