

# 坐看云起

## ——2022下半年宏观经济展望

2022年6月20日

### 证券分析师

---

钟正生 投资咨询资格编号：S1060520090001

邮箱：zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号：S1060521020001

### 研究助理

---

张璐 一般从业资格编号：S1060120100009

范城恺 一般从业资格编号：S1060120120052

常艺馨 一般从业资格编号：S1060121110020

## 投资要点

- **海外环境：“滞与胀”仍在赛跑。** 下半年，海外环境仍存在较大不确定性，仍在“滞”与“胀”之间徘徊，货币政策面临艰难选择。若海外通胀回落不及预期，一是高通胀将直接冲击经济与市场，二是货币政策紧缩被迫加码、“紧缩恐慌”再袭，三是经济“硬着陆”风险再升，“衰退交易”恐更近一步。中国等新兴市场仍可能受到海外货币紧缩、经济下行、金融市场波动等多重压力。
- **中国经济：经济复苏“分层递进”。** 下半年中国经济复苏或将经历分层递进的过程。第一层是餐饮为代表的消费和工业生产的“深蹲”反弹。第二层是政策发力起效：房地产销售-房价-投资的企稳回升；基建投资的持续发力；汽车和家电消费的激发。第三层是内生增长动能的启动，即消费进一步全局性增长、制造业投资企稳回升。经济复苏的空间高度取决于：统筹疫情防控与经济发展、地产松绑“扩面”、基建配套融资难题能否破解。全年GDP完成5.5%增速目标可能性已低，但四季度单季有望恢复到这一水平。
- **政策展望：多重约束下探寻空间。** 下半年稳信用或着眼于“降成本”、结构性工具和地产相关贷款。货币政策以改革“降成本”的空间更大，降准置换MLF仍有0.25-0.5个百分点的空间。综合考虑疫情对公共财政收、支两端的冲击，和没有疫情时相比，财政收支缺口扩大了1.4万亿左右。可期待三季度出台万亿增量财政工具。
- **资产展望：人民币资产前景改善。** 美债：利率上行空间不大。美股：调整压力犹存。美元：保持高位震荡。A股市场：转机在即，布局结构性机会。国内债市：下半年宏观环境并不友好，但可寻找预期差博弈机会。人民币汇率：年内进一步走贬的空间已较有限。
- **风险提示：国际地缘局势超预期，国内外通胀压力超预期，国际金融市场波动超预期，国内稳增长政策效果不及预期等。**



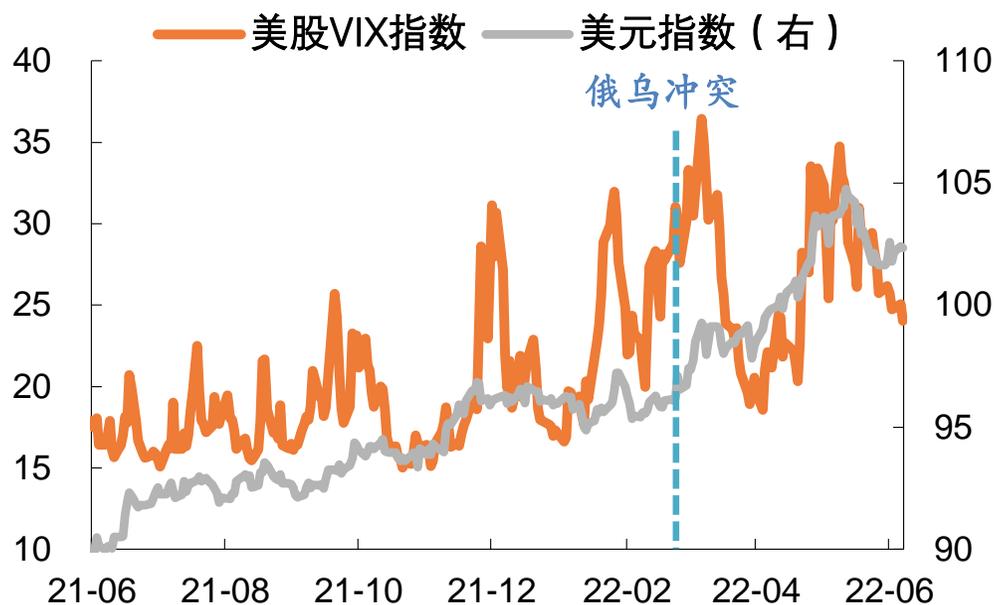
## 目录CONTENTS

- ◎ 海外环境：“滞与胀”仍在赛跑
- ◎ 中国经济：经济复苏“分层递进”
- ◎ 政策展望：多重约束下探寻空间
- ◎ 资产展望：人民币资产前景改善

## 两大超预期因素，“差序格局”凸显

- 2022年上半年出现两大超预期因素：俄乌冲突、中国奥密克戎疫情，导致国内外“差序格局”更加凸显。
  - 海外方面，2月下旬以来俄乌冲突升级并持续至今，多国随即宣布对俄罗斯实施多轮经济制裁，全球市场避险情绪明显升温，美元破百，原油、粮食等重要大宗商品价格暴涨，成为欧美经济“滞”的催化剂。国内方面，3月以来吉林、上海、北京等主要城市遭遇奥密克戎病毒冲击，二季度中国经济下行压力骤增。

◎ 俄乌冲突后市场避险情绪升温



◎ 俄乌冲突后海外原油、粮食价格飙升

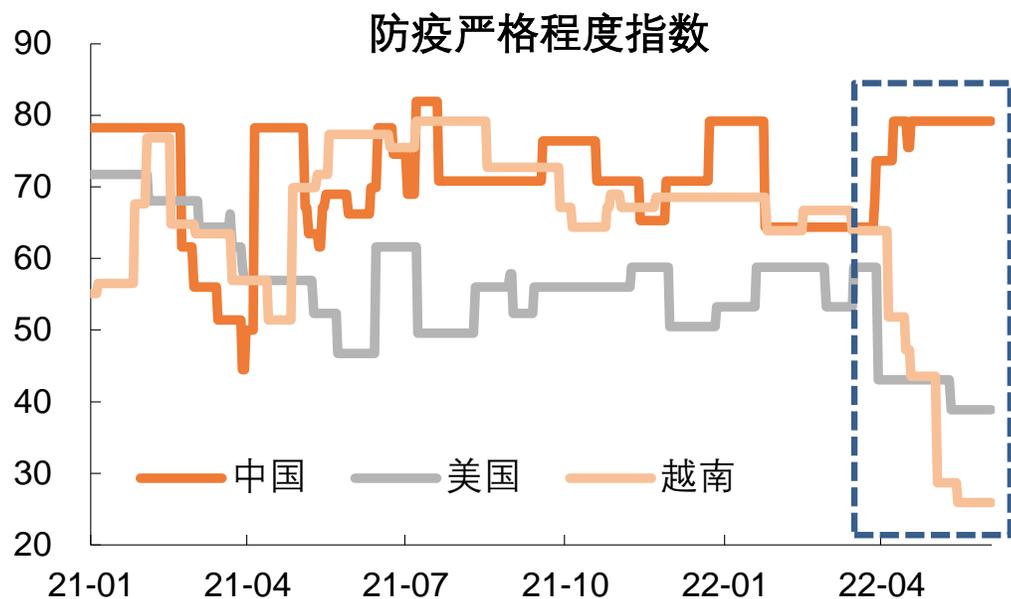


资料来源：Wind，平安证券研究所

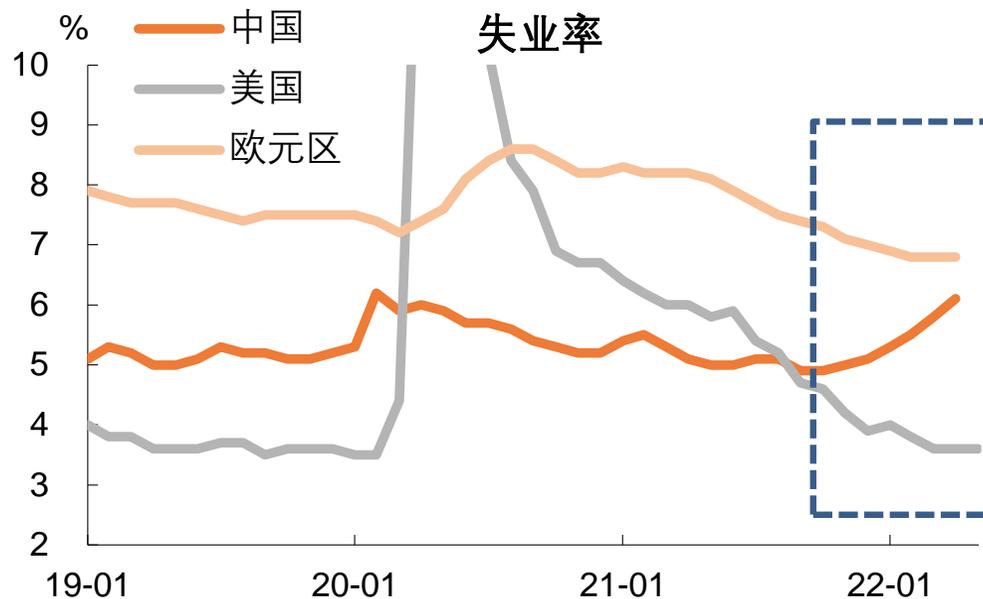
## 两大超预期因素，“差序格局”凸显

- 一方面，4月以来，国内外疫情防控“开放差”和经济“景气差”暂时扩大。疫情方面，尤其二季度以来，美欧等发达经济体以及东南亚等新兴市场经济解封加速，而我国疫情管控趋严；经济方面，上半年美欧失业率保持下降趋势，而我国失业率出现明显反弹。

4月开始国内外疫情开放差再度加大



二季度国内疫情导致经济景气差扩大

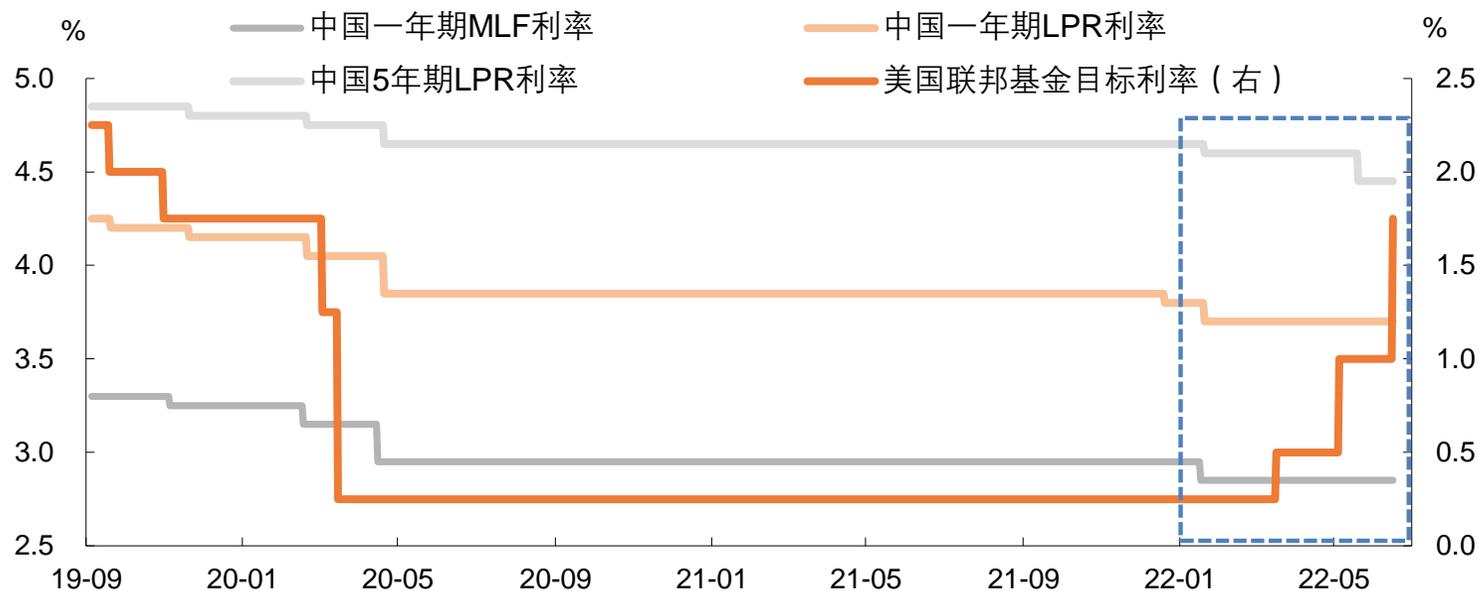


资料来源：Wind，平安证券研究所

## 两大超预期因素，“差序格局”凸显

- 另一方面，中美货币政策“松紧差”凸显。2022年1月，我国MLF利率、1年期LPR、5年期LPR分别下调10BP、10BP、5BP，5月5年期LPR一次性下调15BP，房贷利率下限也有所松动。与此同时，海外央行集体迈向紧缩：美联储在3月、5月和6月已分别加息25BP、50BP和75BP，至1.5-1.75%；英国央行去年12月以来已累计加息5次合计115BP；欧央行已宣布将于7月停止购债计划，并开启11年来首次加息。

◎ 2022年上半年中美货币政策“松紧差”扩大

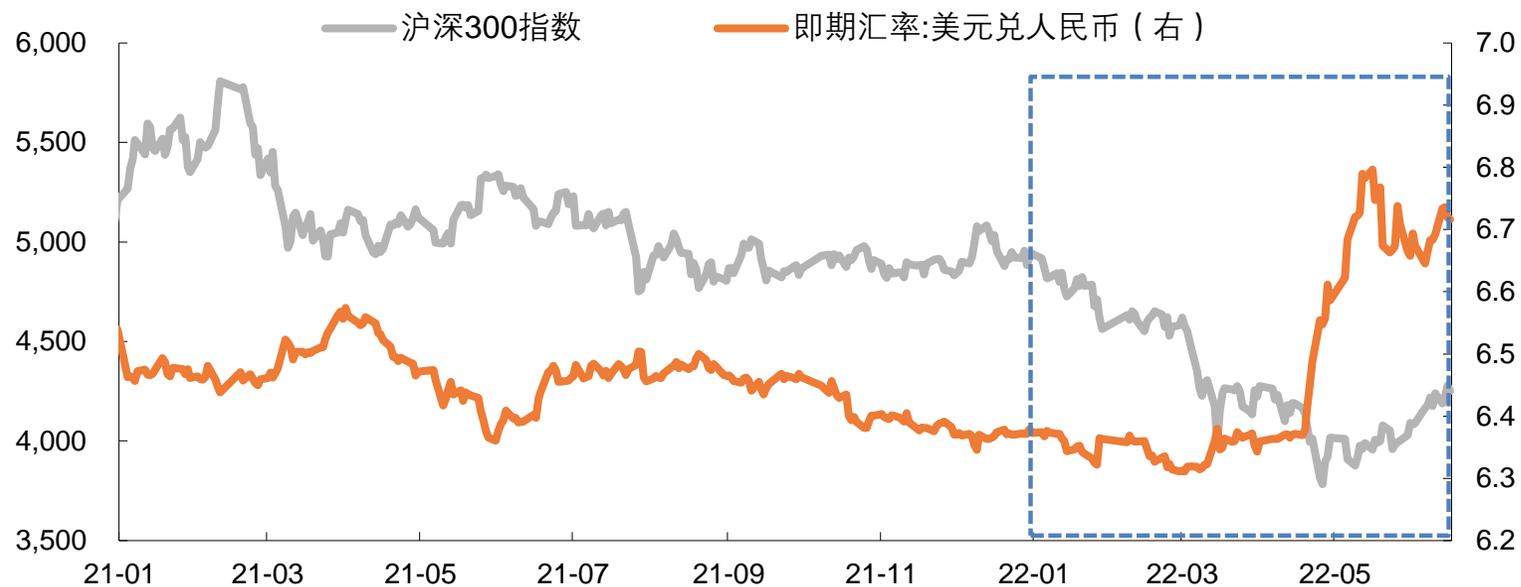


资料来源：Wind，平安证券研究所

## 两大超预期因素，“差序格局”凸显

- “差序格局”拉大背景下，人民币资产明显承压。一方面，中国股市持续调整，截至4月26日，沪深300指数和创业板指分别跌23%和35%；截至6月16日，二者仍分别累跌14%和22%。另一方面，人民币汇率自4月以来明显走贬，美元兑人民币即期汇率曾于5月16日最高升破6.8关口。
- 下半年，中国宏观经济与市场有望走过“至暗时刻”，但国内疫情、海外通胀两大不确定性依然存在。

◎ 2022年上半年人民币资产明显承压

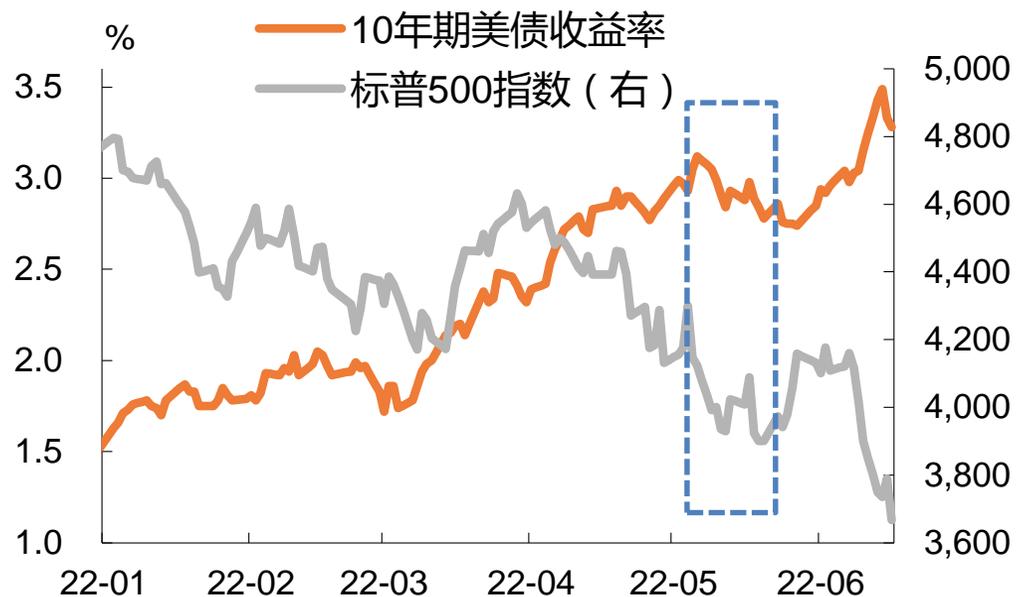


资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 一问：海外“衰退交易”是否渐行渐近？

- 今年5月，海外市场出现“衰退交易”的迹象。前期迅速上涨的美债收益率、美元指数均出现回落迹象；标普500指数月内最深跌幅达9.3%，一度跌至4000这一关键点位之下。

◎ 2022年5月美国“股弱债强”、交易衰退



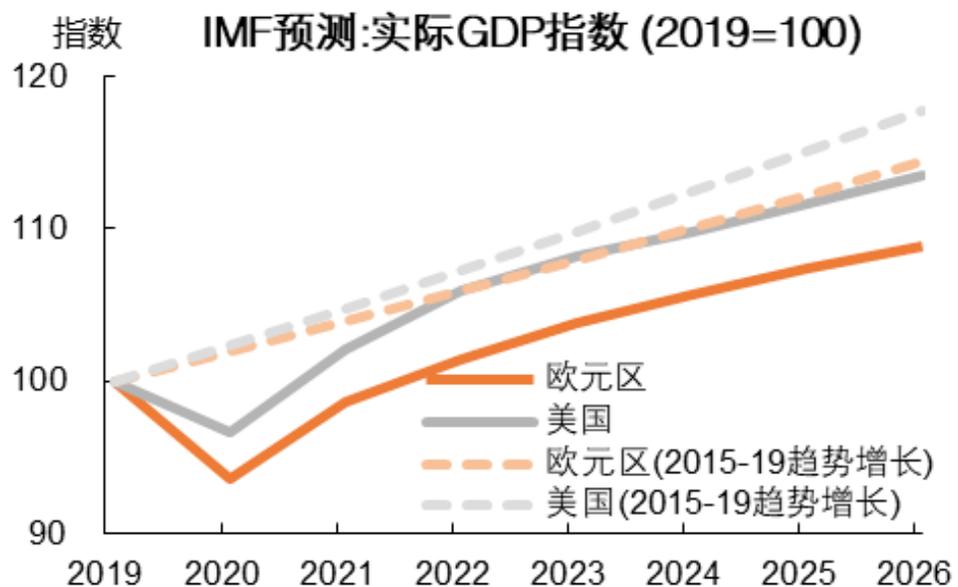
◎ 美元指数5月阶段性回落



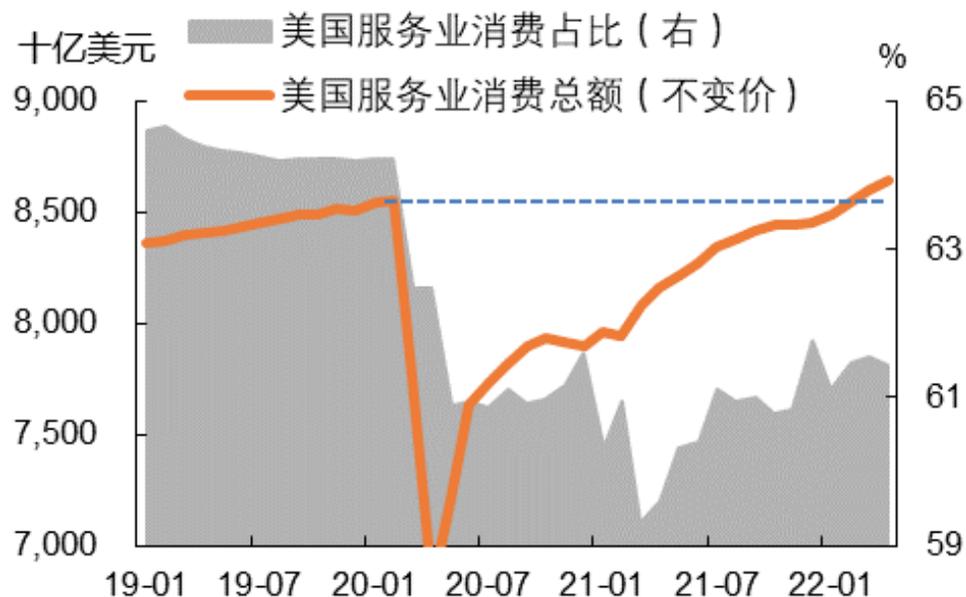
## 一问：海外“衰退交易”是否渐行渐近？

- 目前来看，美欧等发达经济体年内出现明显衰退的可能性不大。美联储和欧央行在6月最新预测，2022年美国 and 欧元区经济仍能分别保持1.7%和2.8%的正增长。核心原因在于，美欧经济增长尚未完全回到疫情冲击前的趋势增长水平，继而具备一定复苏空间，“基数效应”下实现经济正增长并非难事。具体来看，随着疫情管制放松，美欧服务业仍有较大复苏空间，有望托底经济增长。

### 美欧经济走向疫情前趋势增长水平



### 美国服务业消费刚刚恢复至疫情前水平，服务消费占比明显低于疫情前水平

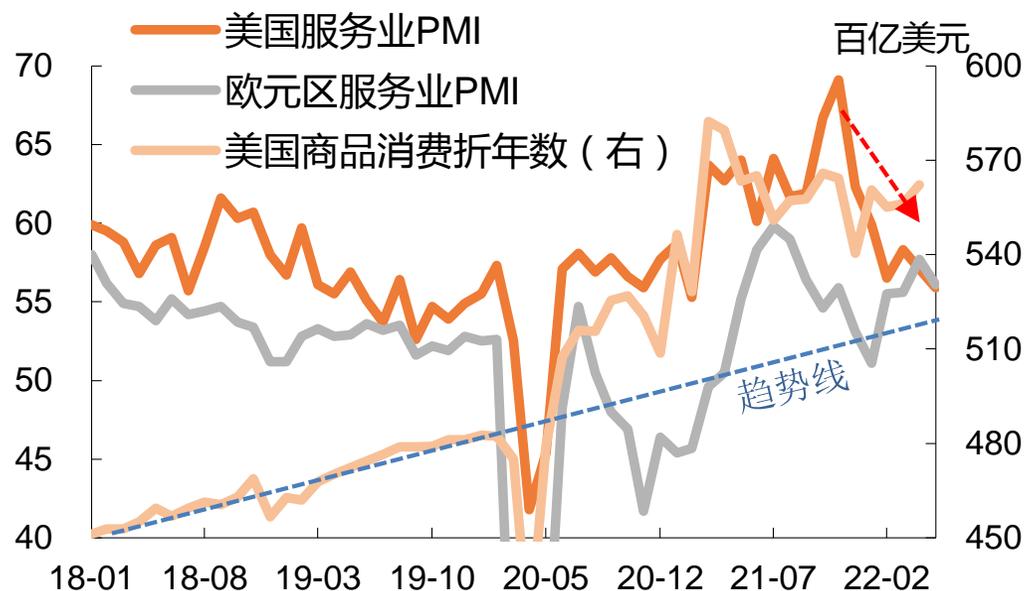


资料来源：Wind，平安证券研究所

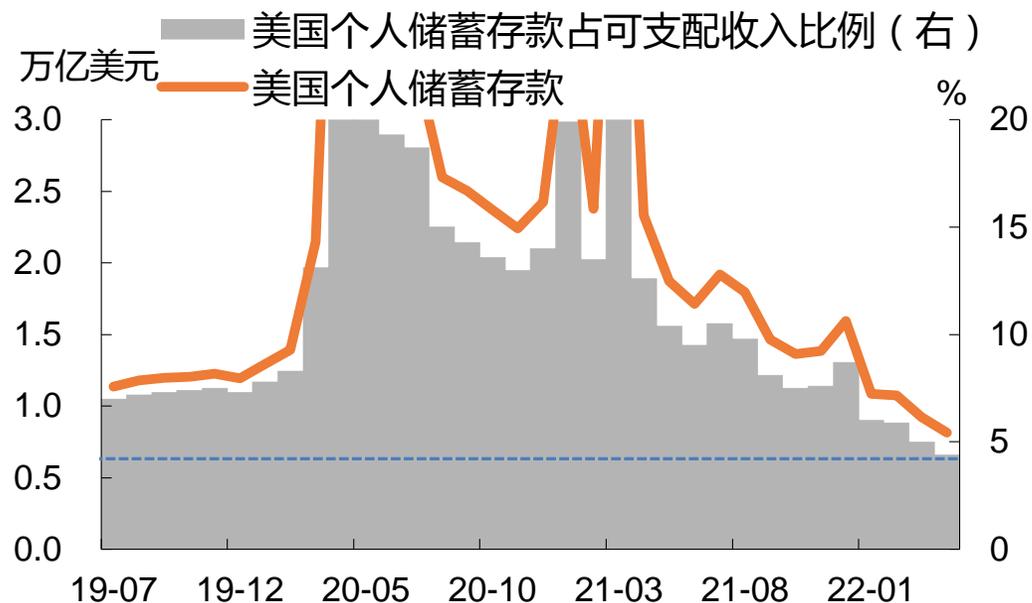
## 一问：海外“衰退交易”是否渐行渐近？

- 但是，下半年美欧经济可能继续走下坡路：一是，美欧服务业复苏节奏或不及预期。现阶段美欧商品消费已经有所透支，服务业消费在经济增长中扮演关键角色。上半年，美欧经济解封进展较快，但服务消费并未迎来“报复性反弹”。下半年，由于美欧居民储蓄不断消耗（美国居民储蓄率已低于疫情前水平），服务消费增长可能不及预期。

◎ 美欧服务业修复开始出现放缓迹象，且商品消费已被透支



◎ 美国居民储蓄率下降并已低于疫情前水平

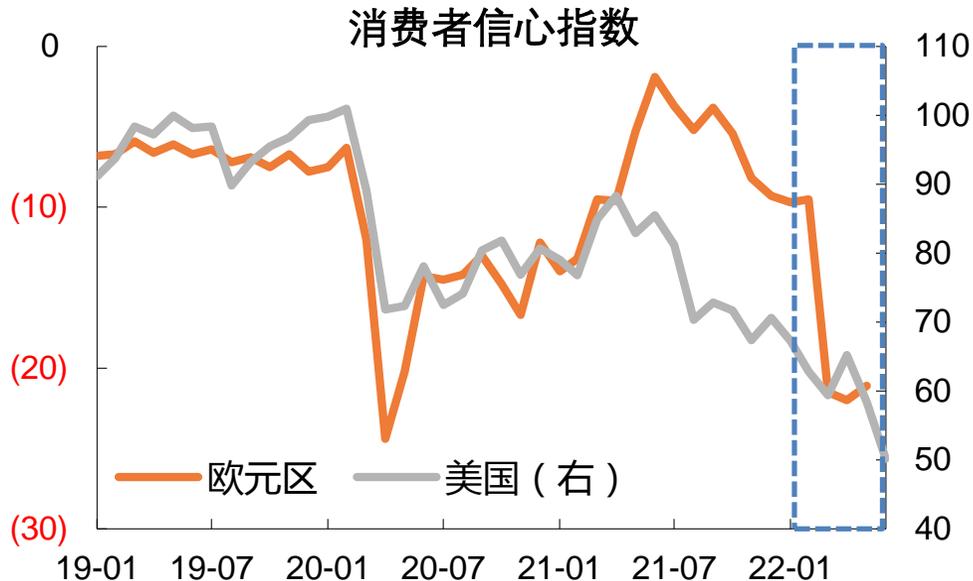


资料来源：Wind，平安证券研究所

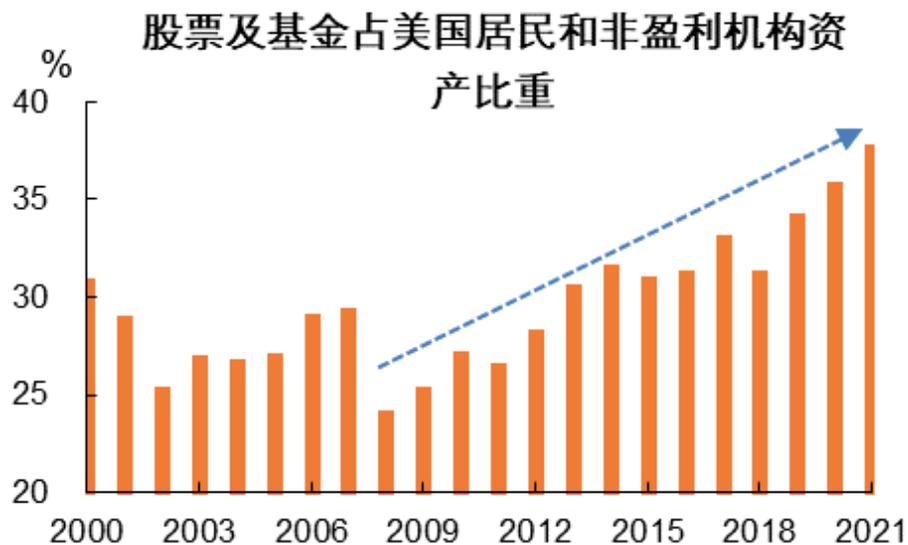
## 一问：海外“衰退交易”是否渐行渐近？

- 二是，美欧预期转弱可能自我实现。上半年美欧消费、投资信心指数不断下滑，这可能抑制下半年消费和投资增速。
- 三是，美欧资产价格下跌或形成负财富效应。上半年，美欧股票市场出现大幅调整，可能措施需求。尤其是，近年来股票及基金占美国居民及非盈利机构资产的比重不断提升，2021年已超过35%。
- 此外，美联储如果激进加息至3.5%以上“限制性水平”，经济下行与衰退的概率会进一步上升。
- 因此，尽管下半年美欧经济尚未实质性衰退，但在预期的作用下，“衰退交易”仍可能升温。

◎ 美国、欧元区消费者信心指数急剧下滑



◎ 股票在美国居民部门资产中占比不断提升

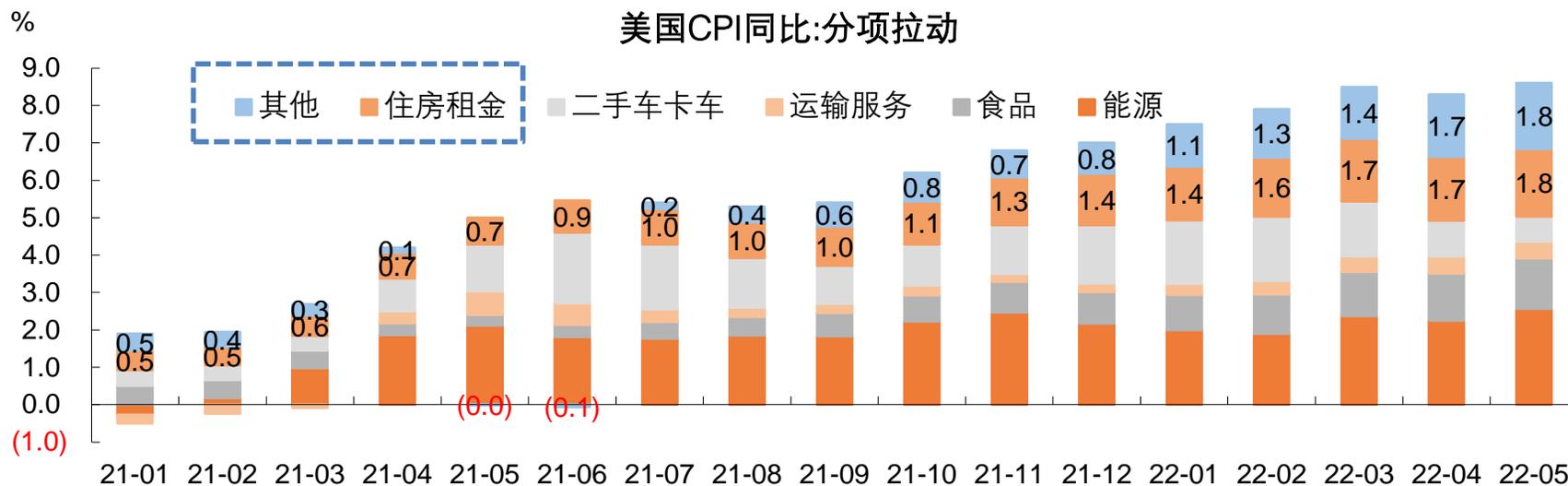


资料来源：Wind，平安证券研究所

## 二问：美联储是否“落后于曲线”？

- 2021年以来，美联储未能及时紧缩并放任了通胀走高，某种程度上已经“落后于曲线”。今年以来，美联储启动本世纪以来最大幅度加息，同时缩表，彰显了“落后于曲线”的压力。美联储6月加息75BP至1.5-1.75%区间，且点阵图暗示2022年政策利率将或达3.5%左右、2023年可能破4%。
- 当下，美联储高度“紧张”，压力源自四个方面：一是，美国CPI数据超预期走高，美联储加息的紧迫性更强。美国5月CPI同比（非季调）达8.6%，打破了“通胀见顶论”。从分项看，来自需求端的通胀压力仍在增加，美联储有必要进一步“出手”为需求因素引致的通胀降温。

◎ 美国CPI通胀率中，即使不考虑供给冲击，需求端的通胀压力也在上升



资料来源：Wind，平安证券研究所

## 二问：美联储是否“落后于曲线”？

- 二是，美联储需要打压通胀预期。克利夫兰联储模型显示，5月和6月美国十年通胀预期升至2.4%，突破了2018年2.2%的高点，创国际金融危机以来最高水平。三是，美联储需要避免过度偏离市场。本轮美债利率和按揭贷款利率上行的节奏，明显快于实际加息节奏，某种程度上也是美联储走在市场后面的体现。四是，美联储需保持“政治正确”。当前拜登政府的执政能力因通胀问题饱受公众质疑。

### ◎ 美国通胀预期面临“脱锚”风险



### ◎ 美国金融市场利率上行快于加息节奏、以及上一轮加息周期



资料来源：克利夫兰联储，Wind，平安证券研究所

## 二问：美联储是否“落后于曲线”？

- 目前，美联储和市场似乎已经做了“最坏的打算”。不少分析认为，目前美国均衡实际利率或者自然利率至少在1.5%左右，加上2%的通胀目标，所以至少要有3.5%的政策利率。美联储6月会议后，CME利率期货市场预计年末政策利率达3.5-3.75%。
- 我们倾向于认为，当前美联储表现得如此鹰派，主要出于预期引导目标，而并非一个必然兑现的“计划”或“承诺”。未来几个月，美联储会快速加息至2.5%左右的“中性水平”是较为确定的，但年内会否加息至3.5%以上的“限制性水平”仍存在不确定性。

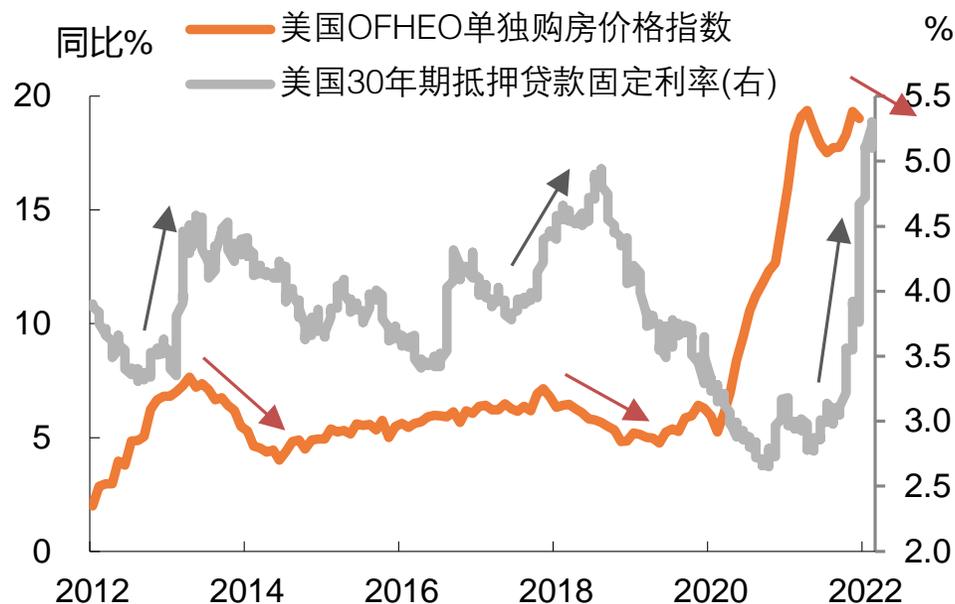
◎ 截至6月17日，CME利率期货市场预计：  
7月加息75BP，9月和11月加息50BP，  
12月加息25BP，全年加息至3.5-3.75%

MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2022/7/27	15.0%	85.0%	0.0%	0.0%							
2022/9/21	0.0%	0.0%	8.7%	55.6%	35.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
2022/11/2	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	24.4%	48.9%	23.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	21.3%	45.4%	27.4%	3.4%	0.0%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	10.5%	31.6%	37.7%	17.1%	2.0%	0.0%
2023/3/15	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	7.8%	25.5%	35.9%	23.1%	6.3%	0.6%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	8.5%	25.9%	35.5%	22.4%	6.1%	0.5%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	2.8%	12.6%	28.2%	32.4%	18.6%	4.8%	0.4%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.1%	1.0%	5.7%	17.2%	29.4%	28.3%	14.5%	3.5%	0.3%

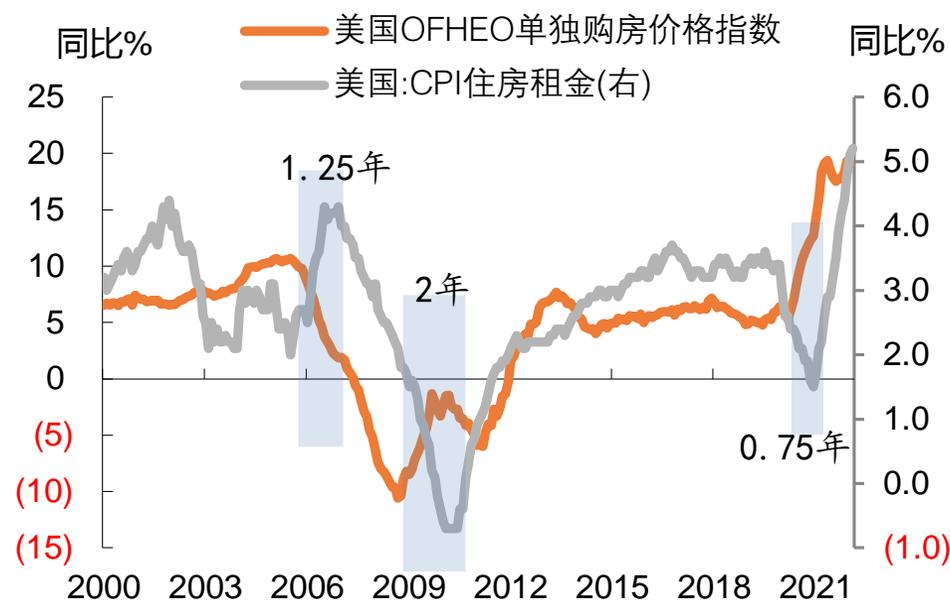
## 二问：美联储是否“落后于曲线”？

- 一方面，美联储紧缩对物价的影响有滞后性，但并非无效。以美国住房租金CPI为例，从贷款利率上行到房价调头、再到住房租金调头均有时滞，但住房租金增速放缓的大方向是较为确定的。尤其本轮美联储从比例上更快缩减MBS持有，使房地产融资条件进一步趋紧。
- 另一方面，在美联储不改就业和物价“双目标”背景下，货币政策不能放弃对经济和就业的关注与适当保护。

◎ 美国贷款利率上升将抑制房价



◎ 美国房价同比增速走势领先CPI住房租金1年左右

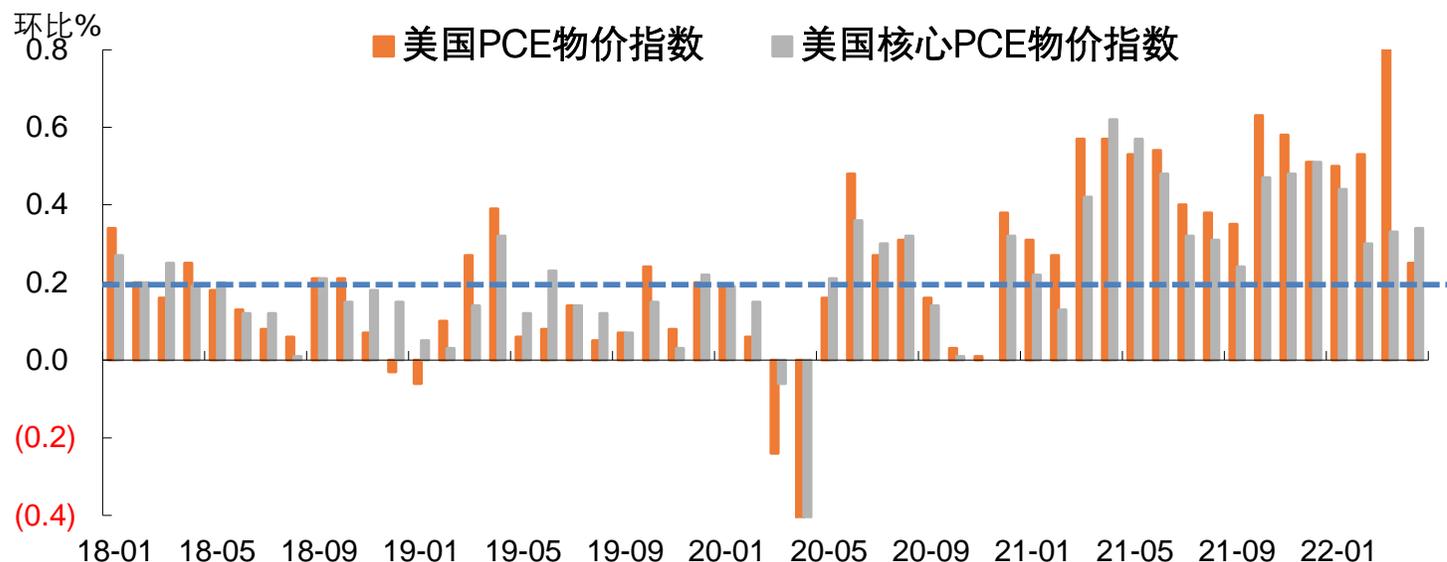


资料来源：Wind，平安证券研究所

## 二问：美联储是否“落后于曲线”？

- 美联储决策仍需保持前瞻和灵活，或应在判断通胀压力可控时适时放缓紧缩节奏，尽量避免经济“硬着陆”。
- 美联储放缓加息或需看到通胀降温的实质性进展。例如，需看到美国PCE和核心PCE指数环比增速接近或低于0.2%（年化环比2%左右）。
- 总之，美国经济和金融市场不会“风和日丽”地在那里等着被考验，美联储亦需在通胀与经济之间细加权衡，虽然目前看起来通胀是那头无法忽视、必须心无旁骛地加以“驯服”的怪兽！

### 当前美联储紧盯的通胀指标环比增速仍高于目标水平

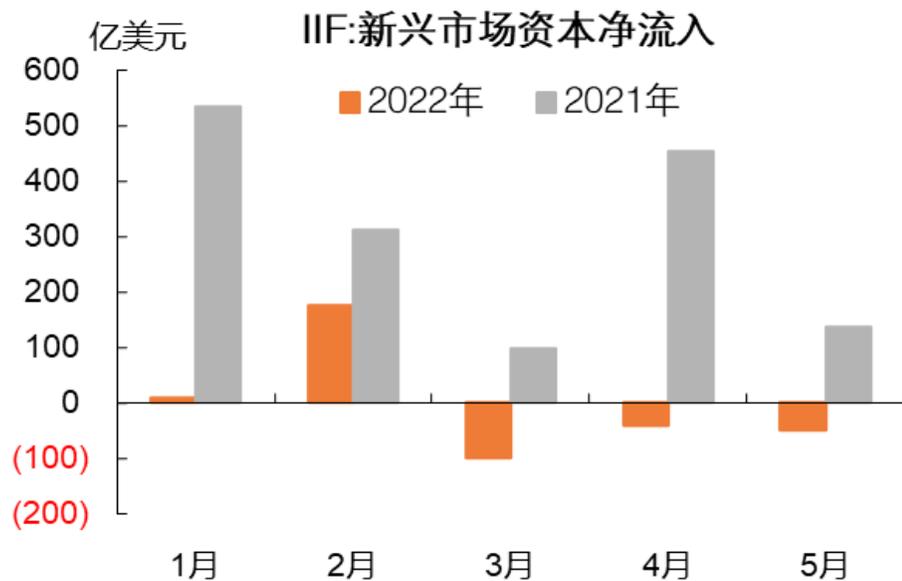


资料来源：Wind，平安证券研究所

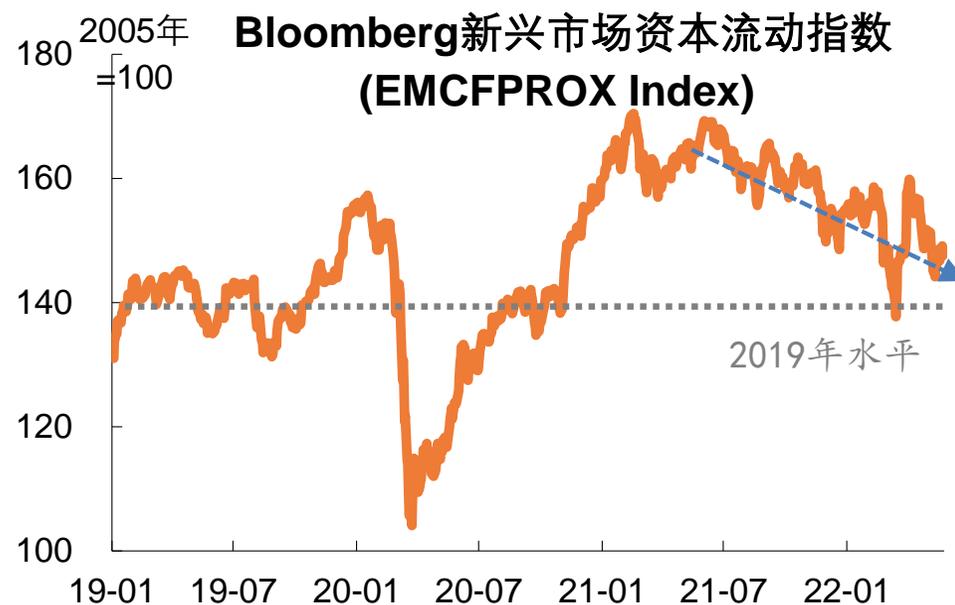
## 三问：新兴市场冲击是否还将继续演绎？

- 今年以来，新兴市场资金流入较2021年同期明显放缓。俄乌冲突与美联储紧缩下，新兴市场资本流入放缓压力或将持续全年。
- 一方面，全球流动性仍将继续收紧，新兴市场资金流入节奏至少应向疫情前水平收敛。由于美联储加息，“美元回流”压力急剧上升，今年1-3月美国国际资本流入是2021年同期水平的两倍。

### ◎ 2022年1-5月新兴市场资本流入显著疲弱



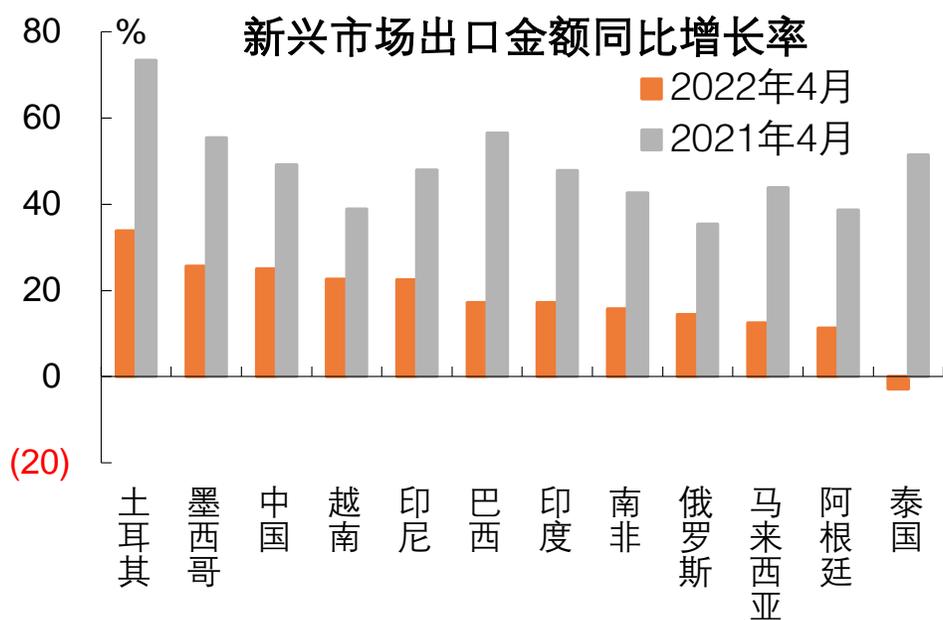
### ◎ 新兴市场资本流速正在向疫情前水平收敛



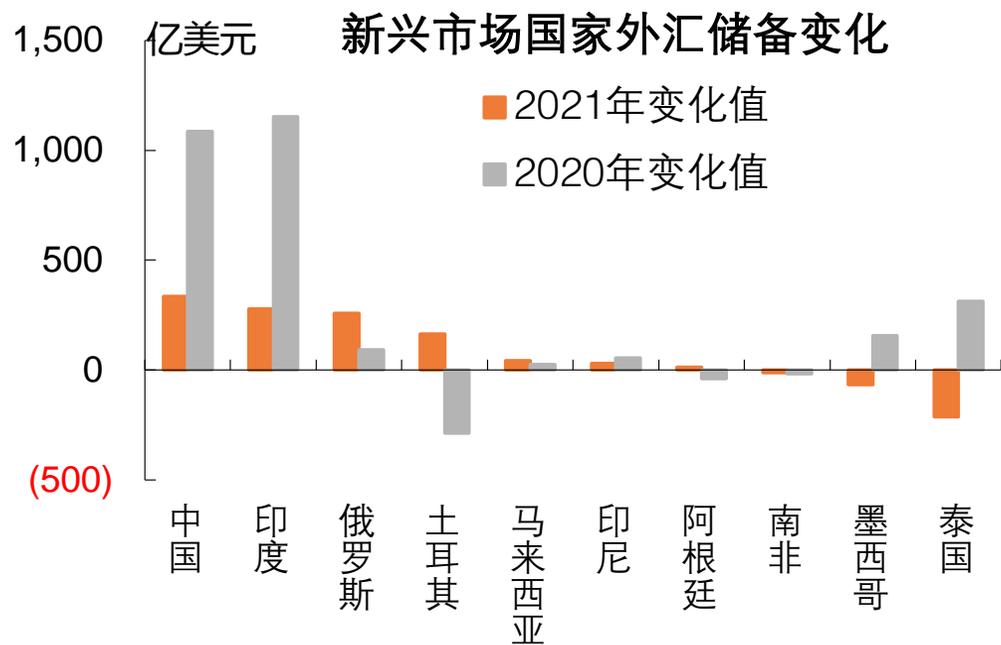
## 三问：新兴市场冲击是否还将继续演绎？

- 另一方面，今年新兴市场经济金融整体状况或不如**2021年**。具体表现在出口增速放缓、经常账户走弱、积累外汇储备的能力减弱等。
- 预计**2022年**下半年，美欧需求的进一步弱化，将持续对新兴市场产生负面外溢效应。

### ◎ 2022年以来新兴市场出口增速趋缓



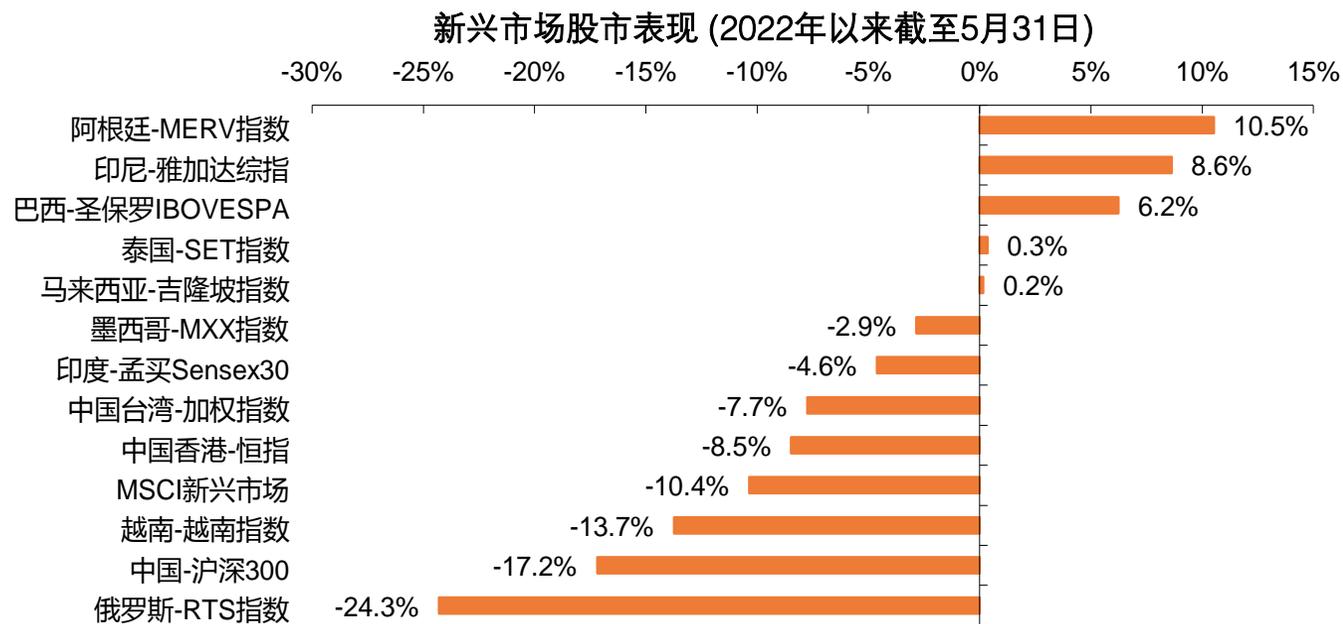
### ◎ 2021年新兴市场外汇储备积累能力已经弱化



## 三问：新兴市场冲击是否还将继续演绎？

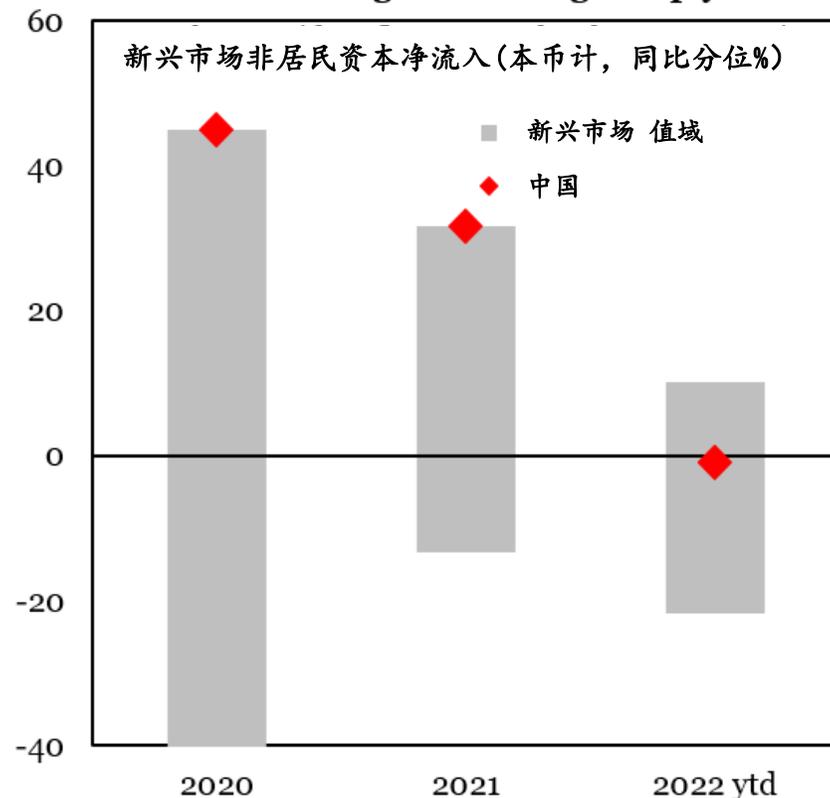
- 中国在新兴市场中或不再像2020、2021年那般“一枝独秀”。
- 除自身经济下行压力较大、中概股监管博弈以外，中国还面临着较强的外部竞争：“资源出口地区”（如拉美）以及“产业链转移受益地区”（如东南亚）在地缘冲突后受益，或更受国际资本青睐。

### ◎ 2022年以来部分拉美、东南亚地区股市表现积极



### ◎ 2022年以来中国资本流入情况在全部新兴市场中不再“一枝独秀”

Flows to Chinese govies swung sharply.



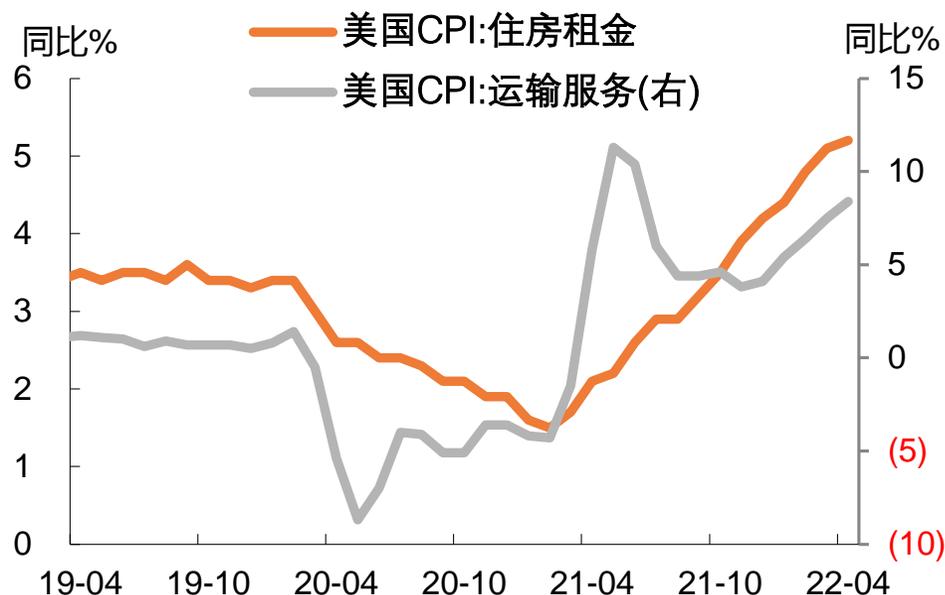
Source: Haver, IIF

资料来源: Wind, IIF(2022.5), 平安证券研究所

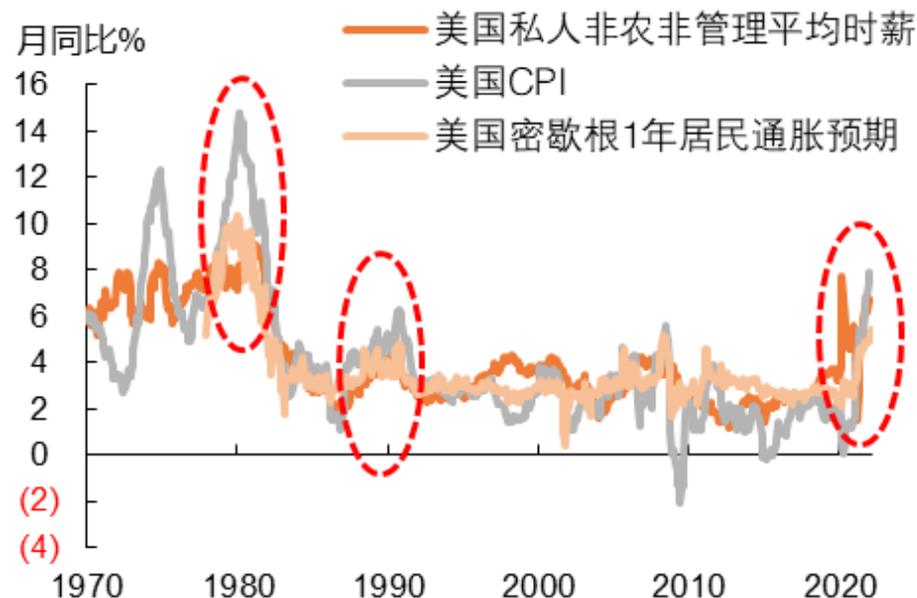
## 小结：“滞”与“胀”仍在赛跑

- ▶ 下半年，海外环境仍存在较大不确定性，核心是海外通胀形势存在不确定性。
- ▶ 一是，地缘风险持续，以能源、食品为代表的原材料涨价压力未散。二是，通胀具备一定粘性。美国服务业通胀（如运输服务、住房租金等）滞后于能源价格与房价的上涨，且货币紧缩对服务价格的调控能力较弱。三是，通胀预期、以及与之相关的薪酬上涨压力仍有失控风险，即工资-物价螺旋可能正在成形。

◎ 美国CPI服务业分项同比增速尚未见顶



◎ 美国工资-通胀螺旋风险较高



资料来源：Wind，平安证券研究所

## 小结：“滞”与“胀”仍在赛跑

- 海外经济仍在滞与胀之间徘徊，货币政策面临艰难选择，市场预期也很难稳定。
- 当前美联储货币紧缩旨在制造适度的“滞”，抑制居高不下的“胀”，即实现经济“软着陆”。但当前通胀仍居高位，经济暂呈韧性，这一组合令市场反而担忧，由于“滞”的程度不够，“胀”难以实质缓解（也就是实现“软着陆”困难重重），进而担忧美联储仍然“落后于曲线”。近期市场对美联储加息预期升温就是这一焦虑心态的集中体现。

- ◎ 市场加息预期波动巨大：5月下旬时，市场对年内加息预期还在2.5%左右；6月上旬时（美联储会议前）已经迅速切换至3.5%左右

TARGET RATE PROBABILITY HISTORY FOR FEDERAL RESERVE MEETING ON 14 12月 2022



## 小结：“滞”与“胀”仍在赛跑

➤ 若海外通胀回落不及预期，这将产生一系列负面影响。

1) 高通胀直接冲击经济与市场。通胀进一步侵蚀消费能力与信心、加剧企业成本压力，市场悲观预期抑制风险偏好等。

2) 货币紧缩被迫加力，“紧缩恐慌”再袭。美债利率和美元指数恐慌性上冲，美股科技板块承压等。

3) 经济“硬着陆”风险上升，“衰退交易”更近一步。美债利率在上冲后快速调头下行，美股周期板块承压等。

➤ 这也意味着，中国等新兴市场仍可能受到海外货币紧缩、经济下行、金融市场波动等多重压力。



## 目录 CONTENTS

● 海外环境：“滞与胀”仍在赛跑

● 中国经济：经济复苏“分层递进”

● 政策展望：多重约束下探寻空间

● 资产展望：人民币资产前景改善

## 主要经济指标预测

- 今年下半年中国经济复苏或将经历分层递进的过程，经济复苏的空间高度取决于统筹疫情防控与经济发展、地产松绑“扩面”、基建配套融资难题等能否破解。
- 全年**GDP完成5.5%增速**目标可能性已低，但四季度单季有望恢复到这一水平。

单位：%	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022Y	2021Y
GDP（当季同比）	4.8	1.0	4.6	5.4	<b>4.0</b>	<b>8.1</b>
工业增加值（当季同比）	6.5	-0.6	5.3	5.2	<b>4.1</b>	<b>9.6</b>
固定资产投资（累计同比）	9.3	5.2	4.6	4.5	<b>4.5</b>	<b>4.9</b>
——房地产	0.7	-3.7	-4.1	-1.5	<b>-1.5</b>	<b>5.0</b>
——基建	10.5	7.0	6.0	6.0	<b>6.0</b>	<b>0.2</b>
——制造业	15.6	7.3	7.0	4.8	<b>4.8</b>	<b>13.5</b>
社会消费品零售总额（当季同比）	3.3	-2.0	5.5	4.8	<b>3.0</b>	<b>12.5</b>
出口（当季同比）	15.8	7.4	5.5	-1.1	<b>6.2</b>	<b>29.9</b>
进口（当季同比）	9.6	0.3	5.5	2.8	<b>4.4</b>	<b>30.1</b>
CPI（当季同比）	1.1	2.2	3.1	2.9	<b>2.3</b>	<b>0.9</b>
PPI（当季同比）	8.7	6.8	4.6	1.4	<b>5.4</b>	<b>8.1</b>
社会融资规模（存量同比）	10.6	10.6	10.5	10.2	<b>10.2</b>	<b>10.3</b>
M2（存量同比）	9.7	10.3	10.1	9.7	<b>9.7</b>	<b>9.0</b>

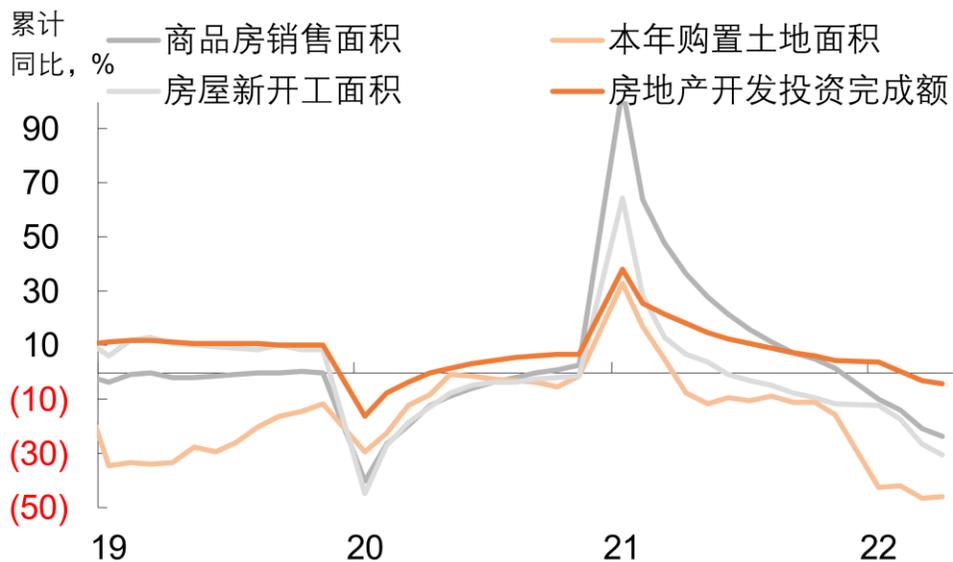
资料来源：平安证券研究所

## 2.1 二季度中国经济存在“三重压力”

■ 二季度中国经济下行压力骤增，4月主要增长指标大面积转负，5月依然偏弱，其原因是多方面的。

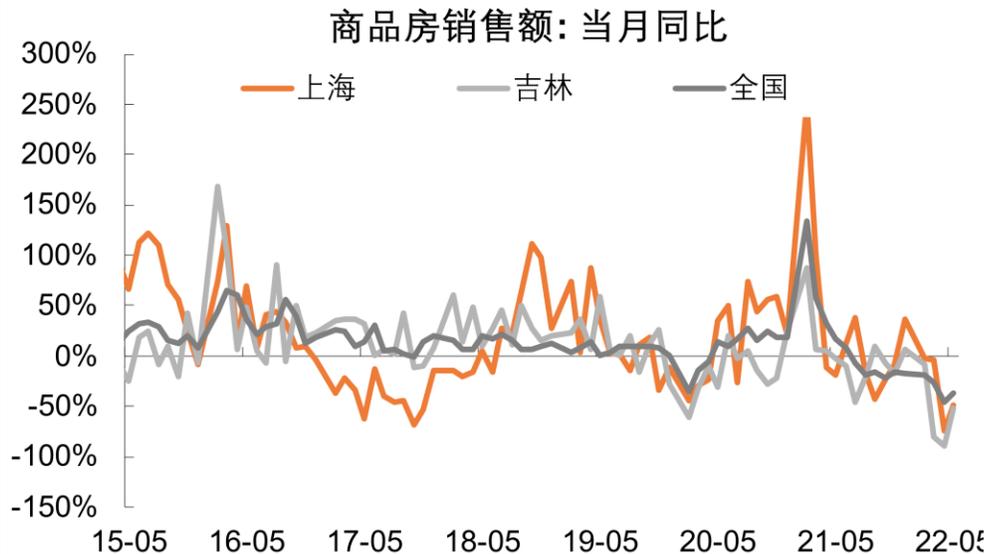
➤ 一是，去年监管叠加的冲击还在演绎。去年房地产领域监管政策叠加，已经使得房企和居民信心转弱，今年叠加疫情冲击后，房地产销售、投资下滑更加迅猛。当前中国经济下行压力很大一部分来自于房地产投资，可以说房地产不稳则中国经济不稳。

◎ 房地产投资同比落入负值区间，“销售-拿地-新开工”链条全面放缓



资料来源: Wind, 平安证券研究所

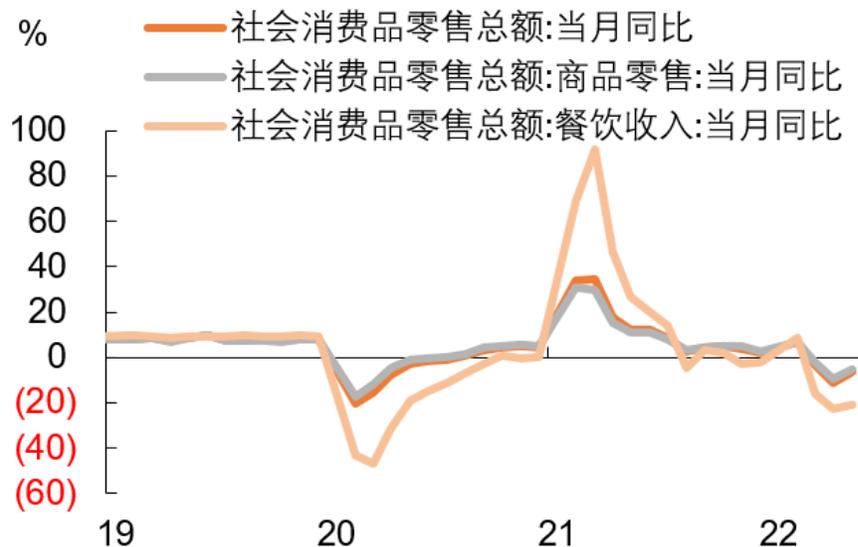
◎ 疫情对房地产市场下滑起到推波助澜的作用，5月疫情缓和下低位修复



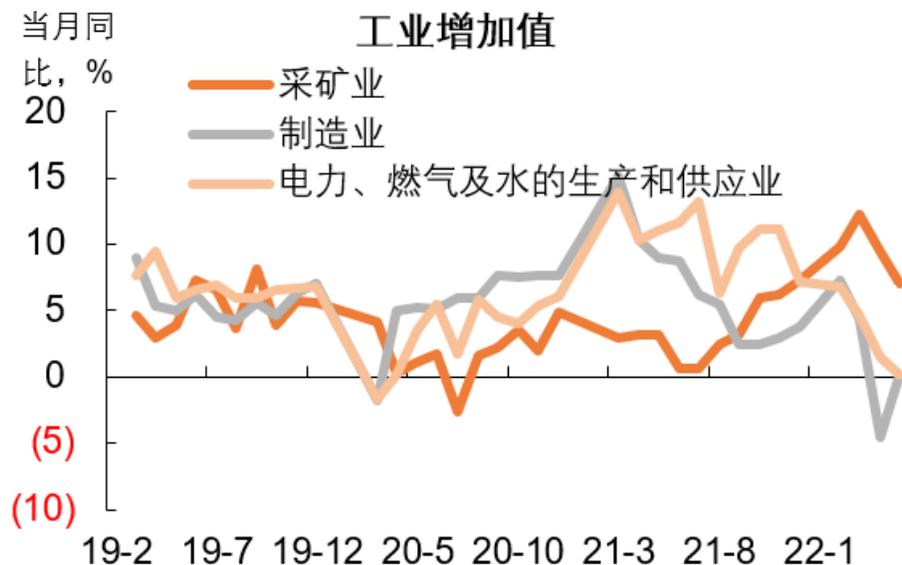
## 2.1 二季度中国经济存在“三重压力”

➤ 二是，奥密克戎疫情对供需两端形成强冲击。包括对消费场景的压制（4月上海社消同比下降48.3%），对生产和投资场景的压制（4月工业增加值骤降至-2.9%，作为稳增长重要依托的基建投资也从3月11.8%下滑至4.3%），对出口增长的冲击（出口当月同比由3月的14.6%降至4月的3.9%，为2020年7月以来最低，且本次疫情爆发时间点恰逢出口接单、生产旺季，此时企业停产停工或将为全年的出口贸易埋下“隐患”），对房地产市场的下滑也起到了推波助澜的作用。5月疫情有所好转，但工业生产及消费的反弹幅度依然偏弱。

◎ 4月社会消费品零售总额降幅扩大，5月仅略有恢复



◎ 4月工业增加值骤然转负，5月小幅反弹

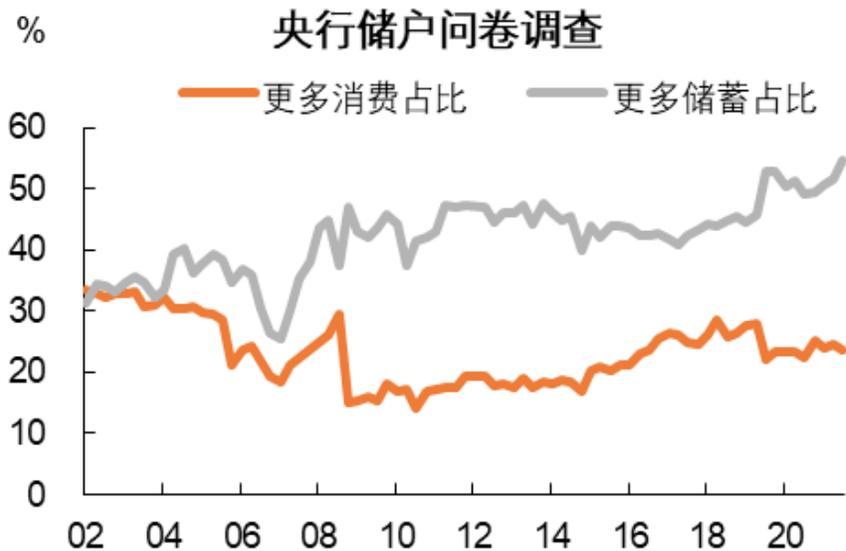


资料来源: Wind, 平安证券研究所

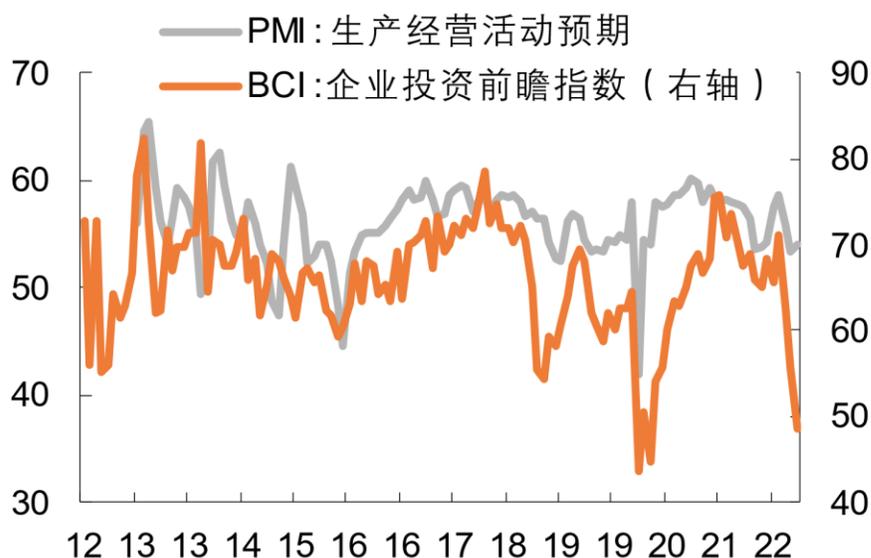
## 2.1 二季度中国经济存在“三重压力”

- 三是，居民和企业预期转弱的问题更为深刻。随着经济和就业市场的不确定性加大，居民部门预防性储蓄上升，挤压消费。央行城镇储户问卷调查显示，2022年一季度“更多储蓄占比”54.7%，是2002年三季度公布数据以来的最高值。企业部门的投资活动预期也快速转弱，长江商学院编制的BCI企业投资前瞻指数自2月高位（高于2012年3月以来77.5%的月份）下滑，5月已处于历史1.6%分位。
- 以上三个方面相互叠加反馈，使得二季度以来中国经济下行压力极为突出。

① 一季度“更多储蓄占比”创有统计以来新高



② 企业投资活动预期连续大幅走弱

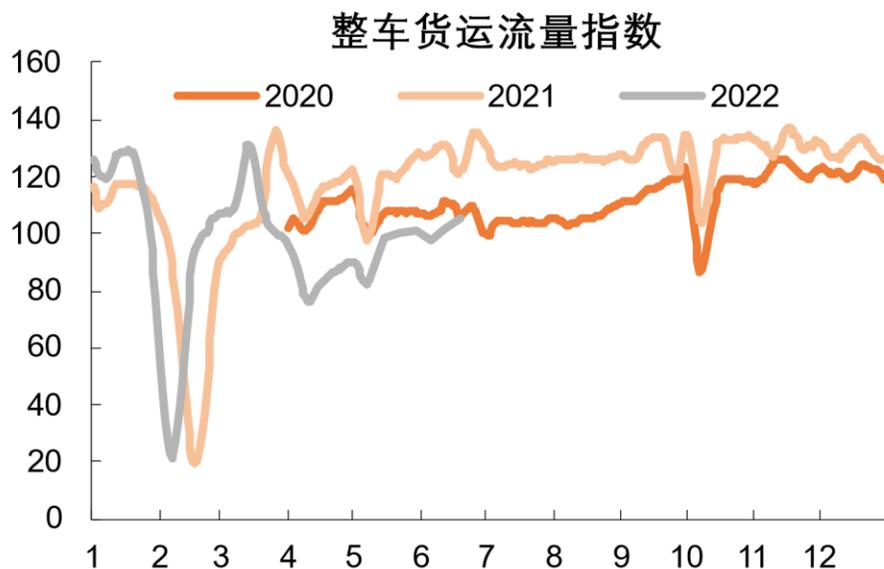


资料来源：Wind，平安证券研究所

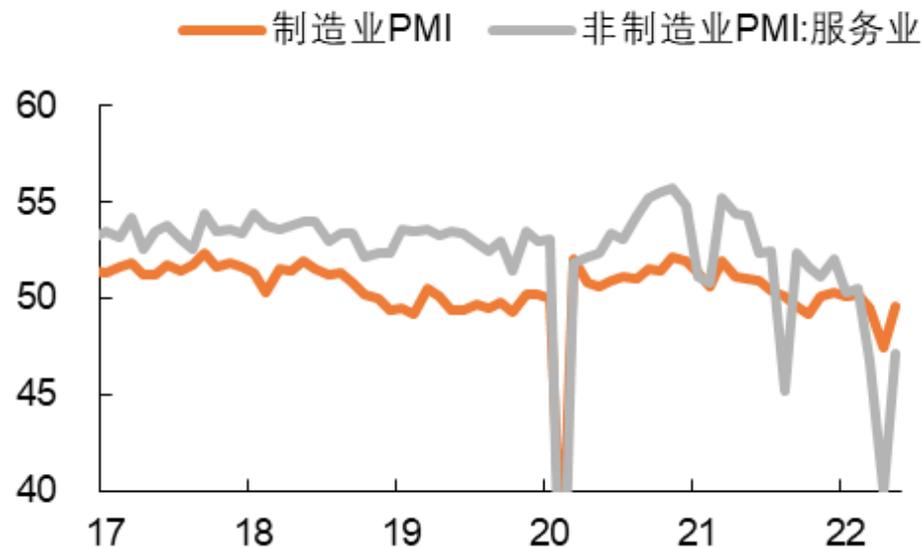
## 2.2 下半年经济复苏的路径也将是分层次的 (1)

- **第一层次，疫情冲击的恢复——消费复苏、生产重启。**4月中旬起，我国本土新增确诊病例和无症状感染者数量见顶回落，疫情对交通物流和产业供应链的冲击开始逐步趋于缓和。从5月PMI数据来看，本轮奥密克戎疫情爆发对我国经济的影响边际缓和，但就业、小型企业预期、房地产等方面恢复情况仍不理想。
- 截至6月19日，整车货运物流指数已接近于2020年同期水平。后续若疫情平息，经济供需两端有望得到更充分恢复与回补。

### ◎ 整车货运流量指数逐步向历史同期水平回归



### ◎ 5月制造业和服务业PMI均有所回升



## 2.2 下半年经济复苏的路径也将是分层次的（2）

➤ 第二层次，监管政策调整、财政政策集中发力，带来需求增长点。这意味着下半年中国经济复苏的节奏高度取决于政策力度的强弱。

### • 1、本轮房地产调控政策的松动历经三个阶段：

• 第一阶段，2021年9月央行货币政策例会提出“两个维护”，而后提出“合理发放房地产开发贷款、并购贷款”，对房地产行业的态度松动。

第二阶段，2022年12月中央经济工作会议定调“因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”，各地开始小步伐放松房地产调控政策。

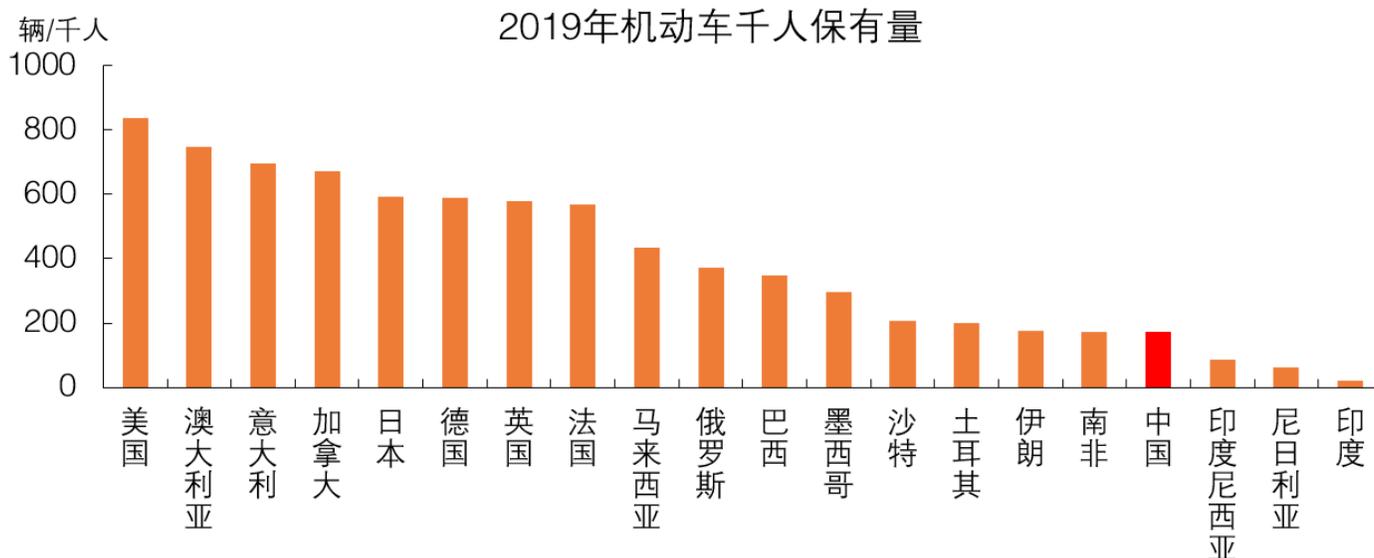
第三阶段，2022年4月政治局会议提出“两个优化，一个支持”，而后央行下调首套房贷款利率下限20bp、引导5年期LPR利率再下行15bp，金融政策放松；各地加速调整限购、限售、预售资金监管等政策。

• 目前房地产政策的调整较积极，我们预计，随着政策调整的实效显现、疫情对居民购房的负面影响渐进消退，商品房销售的拐点有望在三季度出现，而房地产开发投资的拐点或于四季度滞后出现。

## 2.2 下半年经济复苏的路径也将是分层次的（2）

- 2、汽车和家电是拉动消费的重要抓手：
- 中央层面：一是，对购置日期在2022年6月1日至12月31日期间内且单车价格（不含增值税）不超过30万元的2.0升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税；二是，工信部等四部门启动2022年新能源汽车下乡活动，持续到12月。地方层面：促汽车消费的政策更显积极，包括增设车牌指标、发放消费券和现金补贴等。
- 中国汽车保有量还有较大提升空间，换购需求也在增加，各类刺激政策有助于释放汽车消费需求、托底经济。

### 2019年全球主要国家的机动车千人保有量



资料来源：Wind，平安证券研究所

## 2.2 下半年经济复苏的路径也将是分层次的 (2)

### ◎ 多地部署汽车促消费政策

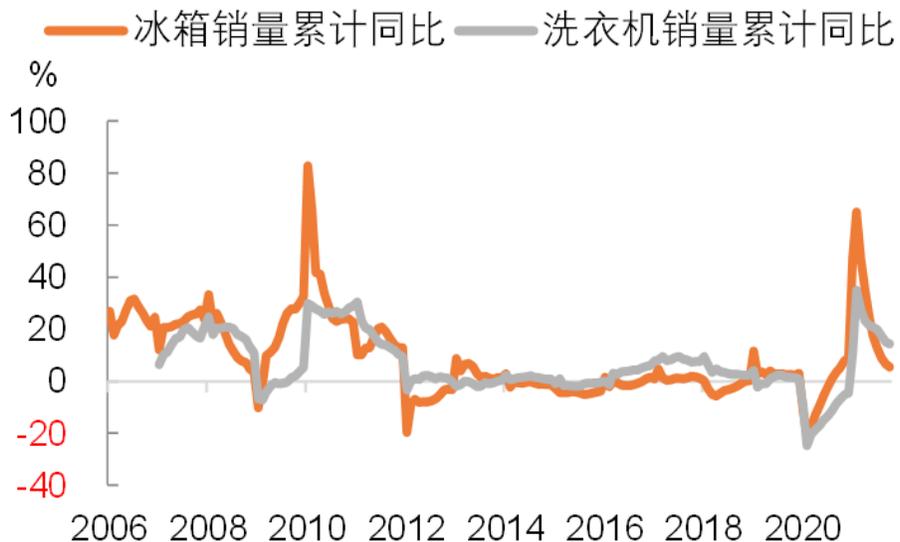
地区	政策部署
湖北省	5月22日印发通知, 在2022年6月至12月实施汽车以旧换新专项行动, 报废旧车并购买新能源汽车的补贴8000元/辆、购买燃油汽车的补贴3000元/辆; 转出旧车并购买新能源汽车的补贴5000元/辆、购买燃油汽车的补贴2000元/辆。同时, 还开展“湖北消费·汽车下乡”活动和新能源汽车推广活动。
山东省	5月24日发布《山东省促进汽车消费的若干措施》。对购置20万元(含)以上的新能源汽车, 每辆车发放6000元消费券(燃油车5000元); 对购置10万元(含)至20万元(不含)的每辆车发放4000元消费券(燃油车3000元); 购置10万元以下的每辆车发放3000元消费券(燃油车2000元)。
深圳市	5月27日印发《深圳市关于促进消费持续恢复的若干措施》, 对新购置符合条件新能源汽车并在深圳市内上牌的个人消费者, 给予最高不超过1万元/台补贴; 对新购置符合条件新能源旅游客运车(含清洁能源客运车)的企业、个体工商户等, 给予最高不超过5万元/台补贴。
上海市	5月29日印发《上海市加快经济恢复和重振行动方案》。年内新增非营业性客车牌照额度4万个, 按照国家政策要求阶段性减征部分乘用车购置税, 对置换纯电动汽车的个人消费者给予一次性10000元补贴。6月1日嘉定区印发通知, 对个人消费者购买新能源车和燃油车, 并在上海市内上牌的, 给予购车补贴, 车价15万元以下的给予1万元补贴, 车价15万元(含)以上的给予2万元补贴。
天津市	5月30日印发通知, 年内增投3.5万个个人普通车摇号指标。鼓励有条件的区域设立平行进口汽车专属购车券。
广东省	5月31日印发通知, 实施汽车以旧换新专项行动, 对报废或转出个人名下广东号牌旧车, 同时在省内购买以旧换新推广车型新车并在省内上牌的给予3000-10000元/辆补贴。鼓励购置新能源汽车, 对个人消费者今年6月30日前在省内购买以旧换新推广车型范围内的新能源汽车新车, 给予8000元/辆补贴。
郑州市	6月1日印发通知, 发放2亿元汽车消费券。燃油车方面, 购车裸车开票价在5万元(含)以上至15万元(不含)以下的燃油车, 可享受3000元电子消费券; 购车裸车开票价15万元(含)以上至25万元(不含)以下的燃油车, 可享受5000元电子消费券; 购车裸车开票价25万元(含)以上的燃油车, 可享受7000元电子消费券。新能源车方面, 按照购车发票金额, 消费券分为三档, 档位设置与燃油车相同, 每档比燃油车增加1000元消费券。
北京市	2022年底前对报废或转出本市注册登记在本人名下1年以上的乘用车, 在本市汽车销售企业购买新能源乘用车新车, 并在本市上牌的个人消费者给予不超过1万元/台补贴。

资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 2.2 下半年经济复苏的路径也将是分层次的 (2)

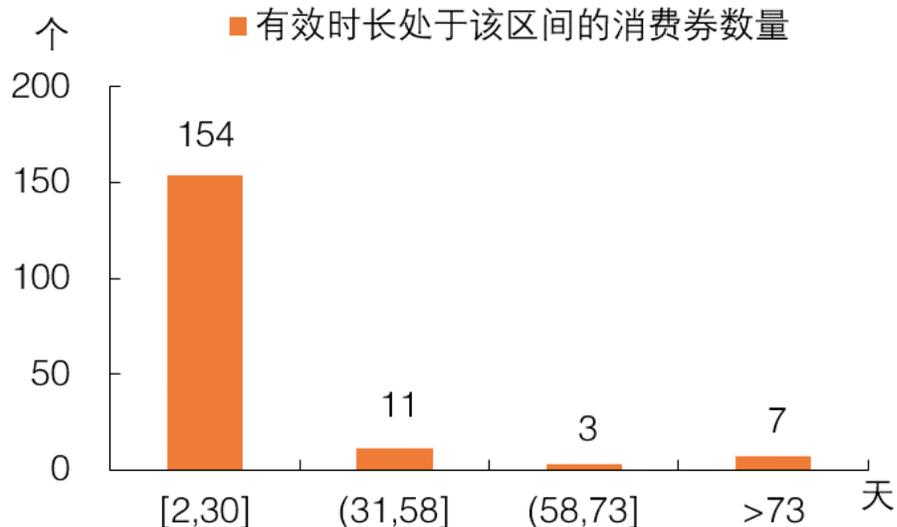
- 家电是促消费的另一重要抓手。2007年到2013年中国实施了一轮家电消费刺激，部分已进入报废期，国家发改委预计2022年家电报废量超过2亿台。国务院《扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》中对稳定增加家电消费也有部署，北京、广东、郑州等地已开展家电消费刺激，各类刺激政策有助于家电更新换代需求的释放。
- 对于各界热议的消费券，其边际拉动效应有限。目前已有多地发放消费券，参考2020年经验杠杆率约为3.5倍，不过，目前已发放的消费券规模不足百亿，且有效期多在一个月以内因而会透支后续消费。

### 上一轮家电消费刺激时销售的家电已进入报废期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 2020年消费券有效期集中在1个月以内



## 2.2 下半年经济复苏的路径也将是分层次的（2）

### ➤ 3、中央出台更多举措维稳基建投资：

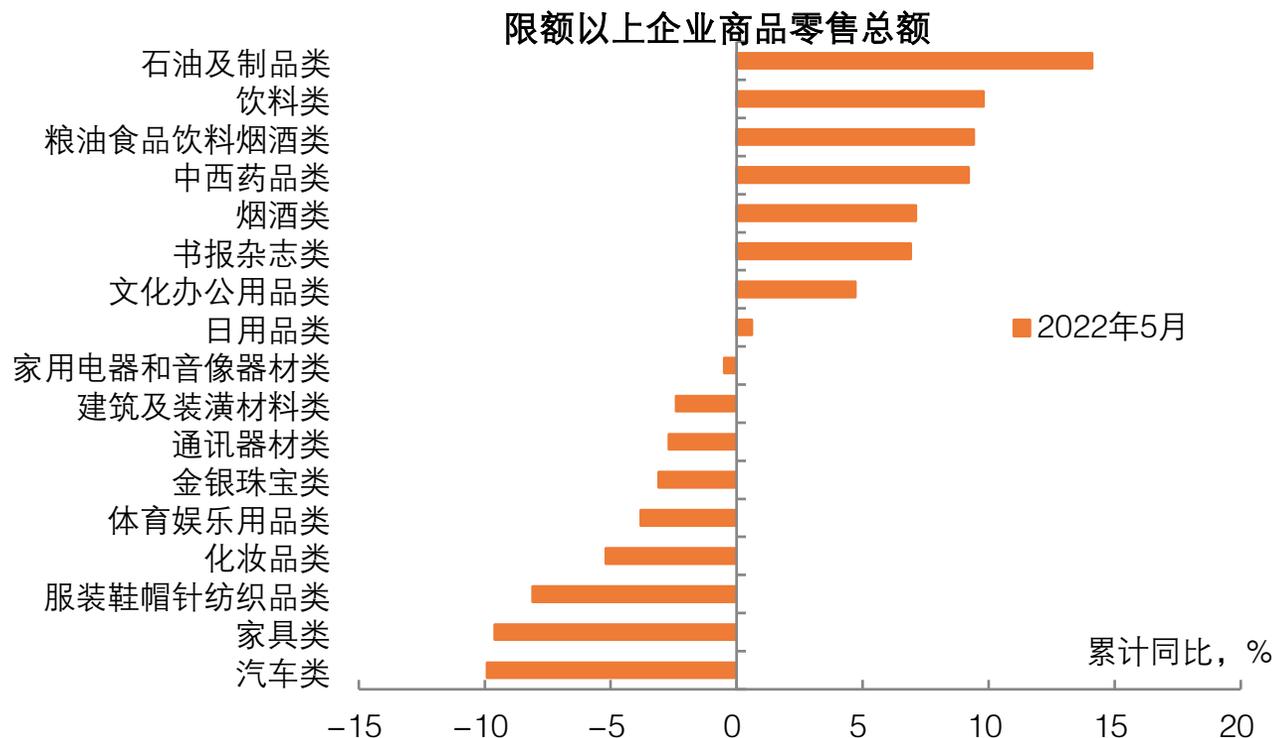
- **4月26日中央财经委员会第十一次会议**部署“全面加强基础设施建设”，从功能和布局的角度，提出基础设施“五大体系”；从短期和长期的角度，描绘了“适度超前开展基础设施投资”的图景。
- **5月31日国务院印发的《关于扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》**，多举措部署稳基建投资：**一是**，专项债资金力争在8月底前使用完毕，适当扩大专项债券支持领域，优先考虑将新型基础设施、新能源项目等纳入支持范围；**二是**，加快推进一批论证成熟的水利工程项目，2022年再开工一批已纳入规划、条件成熟的项目，进一步完善工程项目清单；**三是**，加快推动交通基础设施投资，沿江沿海沿边及港口航道等综合立体交通网工程确保应开尽开、能开尽开。支持中国国家铁路集团有限公司发行3000亿元铁路建设债券。再新增完成新改建农村公路3万公里、实施农村公路安全生命防护工程3万公里、改造农村公路危桥3000座；**四是**，因地制宜继续推进城市地下综合管廊建设；**五是**，启动编制国家重大基础设施发展规划，扎实开展基础设施高质量发展试点，有力有序推进“十四五”规划102项重大工程实施，鼓励和吸引更多社会资本参与国家重大工程项目。
- **6月1日国务院常务会议**，指出对金融支持基础设施建设，要调增政策性银行8000亿元信贷额度，并建立重点项目清单对接机制。

## 2.2 下半年经济复苏的路径也将是分层次的 (3)

➤ 第三层次，预期和信心层面的好转，决定增长的内生动能——消费和制造业投资。对企业的减税退税、再贷款信贷政策、鼓励消费等结构性政策能够减弱资产负债表受损的程度，但很难跨越前两个层次有效发挥稳增长作用。

- 居民消费的根本制约因素在于收入预期恶化、疫情对可选消费品需求和产品供给的约束。今年1-5月石油及制品类零售额同比最高，主要因油价上涨；其次是饮料类、粮油和食品类等生活必需品；家具类和汽车类的零售额同比靠后，受地产后周期消费低迷、汽车产业链生产受限的拖累。

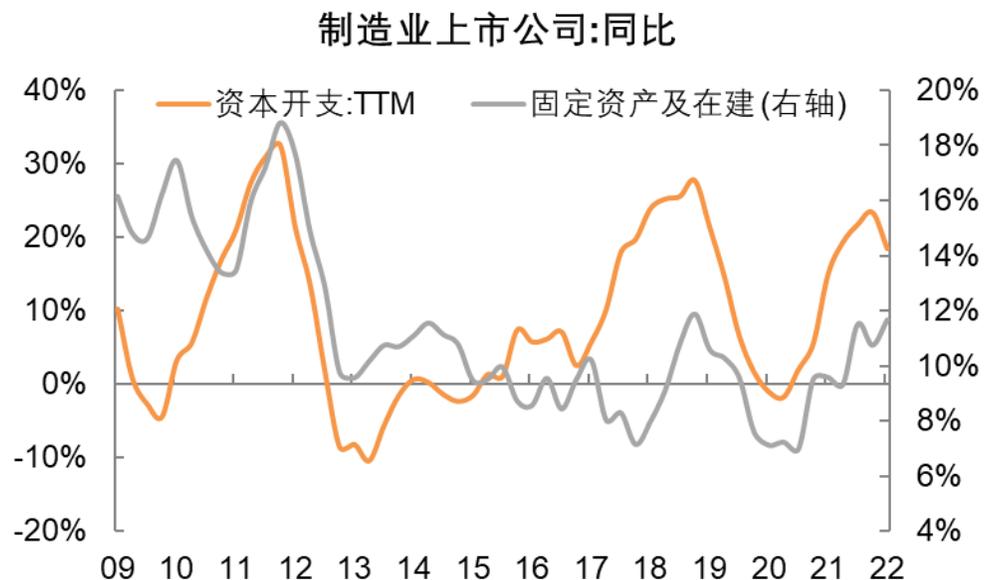
◎ 2022年1-5月，限额以上企业商品零售的行业分化较大



## 2.2 下半年经济复苏的路径也将是分层次的 (3)

- 制造业投资的内生动能已然趋弱。结合上市公司数据看，一季度制造业上市公司的资本开支增速回落续在建设工程及固定资产加总的增速或将滞后下滑；从产能利用率来看，我国工业企业产能利用率已于2021年二季度见顶，而工业产能利用率往往领先于制造业的新扩建投资一年左右，因此制造业投资新扩建方向的需求或在2022年二季度前后走弱。

◎ 制造业上市公司资本开支领先于制造业固定资产及在建工程之和，2022年一季度增速回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

◎ 工业产能利用率领先制造业新扩建投资约一年，已于2021年二季度见顶



## 2.2 下半年经济复苏的路径也将是分层次的 (3)

- 需求较快收缩是制造业投资承压的重要原因，尤其是来自出口和地产的订单需求。出口相关行业对2021年制造业投资的贡献较高，出口回落对制造业多个子行业，尤其是高资本支出行业的需求冲击较大；房地产投资对非金属矿物和黑色金属冶炼加工影响较大，这两个行业是2021年制造业投资增量的重要来源。

2018年我国投入产出表的最终使用情况 (%)

总产出 (含进口)	中间使用	消费	资本形成	出口	占2021年制造业投资
<b>2021年投资规模最大的8个行业</b>	68.5	7.1	<b>9.9</b>	<b>14.5</b>	<b>59.2</b>
原材料: 总体	<b>90.6</b>	1.7	1.2	6.5	<b>29.1</b>
中游制造: 总体	56.7	3.8	18.3	<b>21.2</b>	<b>45.1</b>
计算机通信电子	58.6	4.6	8.3	<b>28.5</b>	<b>10.2</b>
专用设备	38.4	0.7	<b>48.3</b>	<b>12.6</b>	<b>8.0</b>
电气机械	63.6	5.8	9.9	<b>20.8</b>	<b>6.7</b>
通用设备	53.3	0.3	<b>30.3</b>	<b>16.0</b>	<b>6.3</b>
运输设备	32.2	8.3	<b>42.1</b>	<b>17.4</b>	1.5
仪器仪表	69.3	2.7	10.7	<b>17.3</b>	1.4
下游制造: 总体	58.2	<b>23.5</b>	8.6	9.7	<b>25.9</b>
农副食品加工	54.3	<b>41.3</b>	0.7	3.7	<b>5.5</b>
汽车制造	49.3	12.5	<b>34.2</b>	4.0	<b>4.7</b>
医药制造	72.7	<b>20.9</b>	0.6	5.9	<b>4.0</b>
食品制造	27.7	<b>68.6</b>	0.3	3.4	2.7
酒饮料茶	59.2	<b>38.1</b>	1.1	1.7	1.7
皮革制鞋	38.8	<b>33.7</b>	1.3	<b>26.1</b>	0.9
烟草制品	71.0	<b>27.1</b>	1.1	0.8	0.1
纺织服装	39.8	<b>26.6</b>	1.0	<b>32.6</b>	1.5
文体娱乐	41.7	18.5	5.8	<b>34.0</b>	1.0
家具制造	21.6	17.3	<b>30.0</b>	<b>31.1</b>	1.6
纺织业	80.9	2.5	0.5	<b>16.1</b>	2.9
木材加工	93.6	1.8	0.1	4.6	1.9
印刷媒介	95.3	1.7	0.7	2.4	0.7
造纸及制品	95.0	0.9	0.1	3.9	1.3

资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 2.2 下半年经济复苏的路径也将是分层次的 (3)

- 在稳定企业投资信心、引导企业释放技术改造及新动能投资需求的基础上，财政、货币及其他金融政策共同发力，一定程度上可以减缓企业面临的流动性压力，稳定制造业投资增速。



**财政政策：**发力留抵退税。假设制造业相关企业将1.64万亿的留抵退税中的3000亿元用以投资，约可拉动**2022年制造业投资增速上行1.2个百分点**。



**货币政策：**支持制造业企业贷款。假设2000亿元科技创新再贷款额度被充分使用，按照60%的支持比例、假设其中80%投向固定资产投资项目，约可撬动2600多亿的增量资金，可助力**制造业投资增速上行1.1个百分点**。

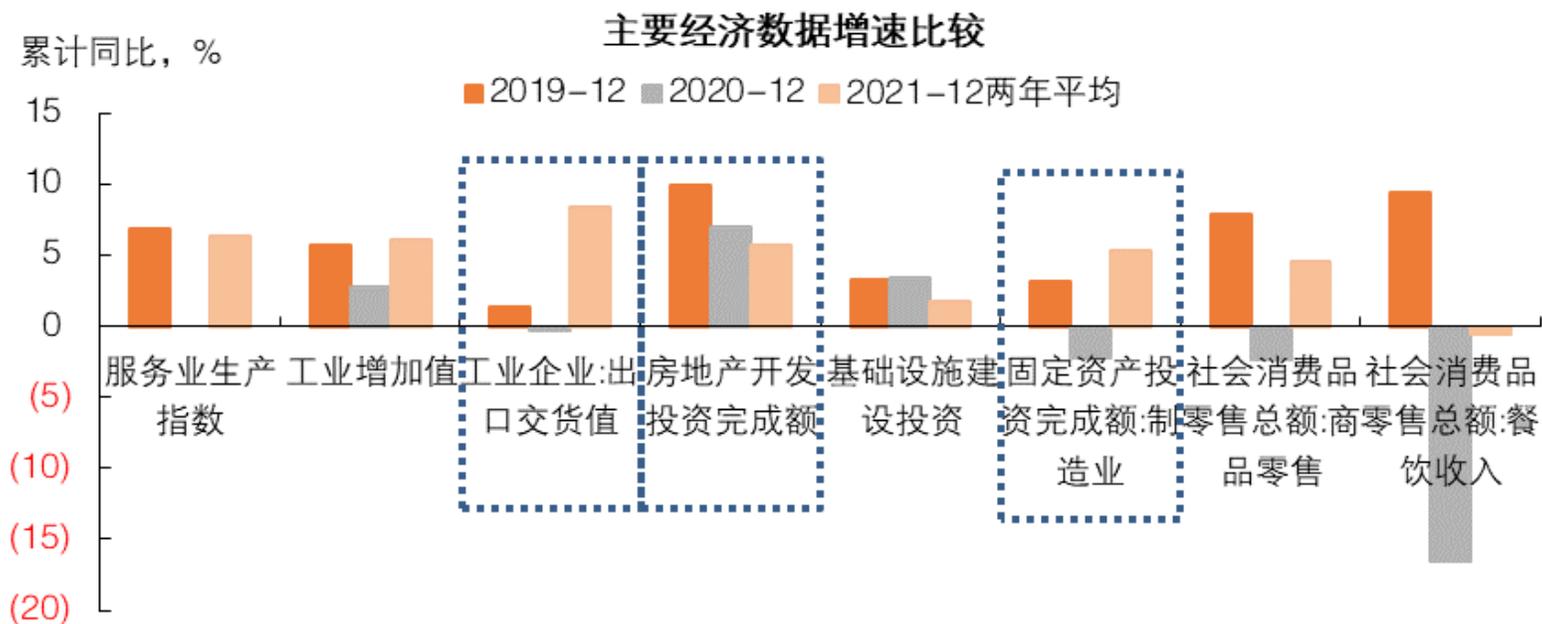


**直接融资：**稳步推进全面注册制，带动上市制造业企业股权融资同比多增1200亿元；以绿色债券、专精特新企业债券为抓手，带动制造业企业债券净融资转正，即同比少减300亿元。二者合计约可拉动**2022年制造业投资增速上行0.6个百分点**。

## 2.3 经济复苏的空间取决于疫情防控与政策力度

- ▶ 不同于2020年疫情冲击之后的经济复苏，当前经济复苏更加需要诉诸于新的需求增长点。下半年出口面临中速向低速回落压力（2020年中国经济复苏的核心拉动力）、房地产投资正努力止跌（2020年“一枝独秀”地增长7%）、制造业投资已呈见顶迹象（2021年在出口高景气和产能周期带动下，两年平均增速超过2019年）。

### ◎ 2020年疫情冲击后出口成为带动经济复苏的关键力量

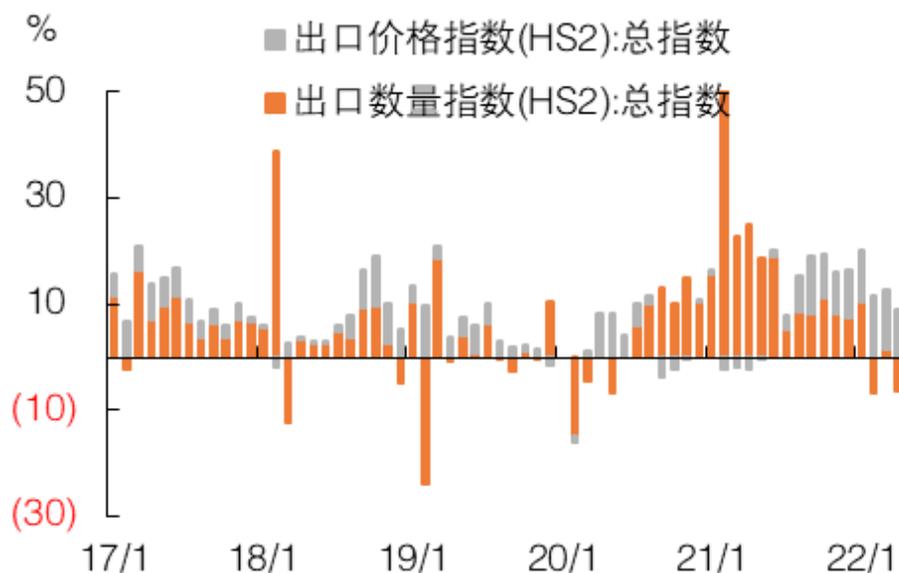


资料来源: Wind, 平安证券研究所

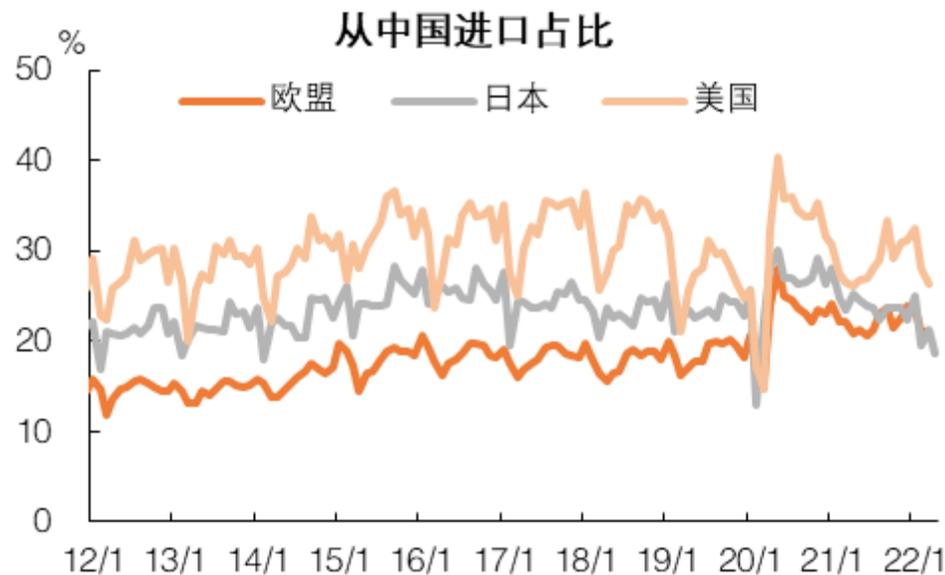
## 2.3 经济复苏的空间取决于疫情防控与政策力度

- 下半年出口将呈现更明显的回落趋势。一是，上半年我国出口增长有赖于价格因素支撑，出口数量已开始呈现负增长；二是，其他外向型经济体生产能力恢复，使得我国出口市场份额面临回落压力，今年以来韩国、越南出口增速高于我国，欧美日从中国进口的比例下降，均指向这一点；三是，随着海外商品消费需求回落，整体外需盘子趋于收缩。

◎ 我国出口数量已经出现负增长



◎ 海外制造业PMI回落，外需有所下降



## 2.3 经济复苏的空间取决于疫情防控与政策力度

- 当前个人住房贷款利率的LPR加点仍处于历史高位，后续个人住房贷款加权平均利率有望逐步下行至5%左右（2022年一季度为5.49%）。
- 若更多一线和强二线城市大幅下调房贷利率的LPR加点，则可能会带动房贷利率下行至4.5%左右，达到2016年以来的低位。

### 个人住房贷款利率有望进一步下行

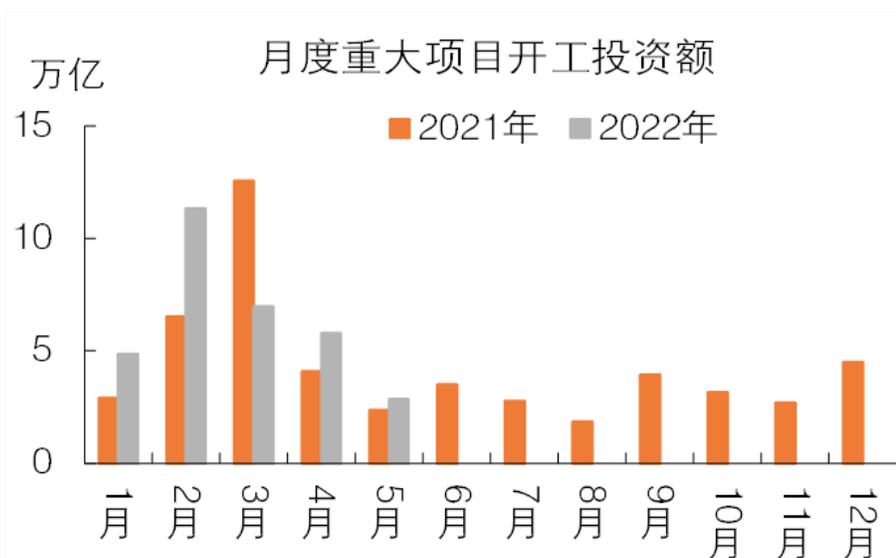


资料来源：Wind, 平安证券研究所

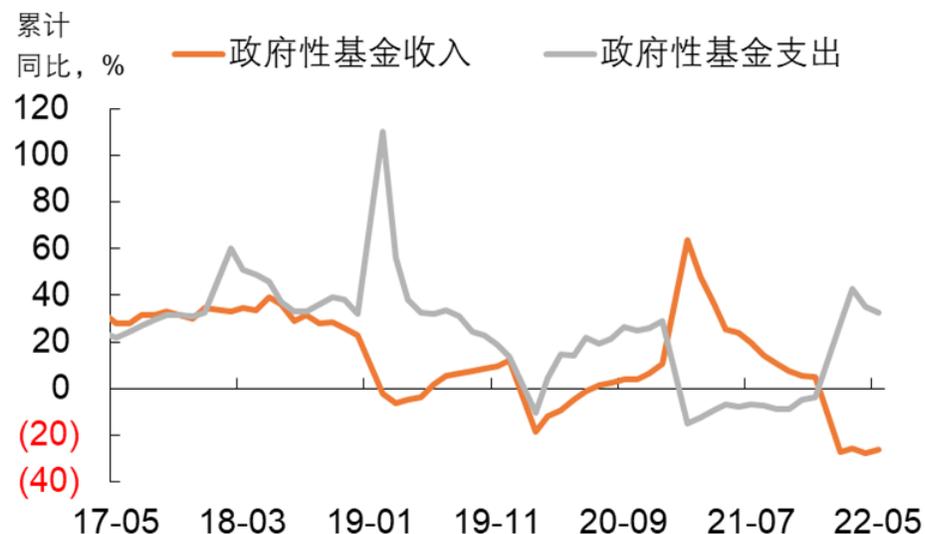
## 2.3 经济复苏的空间取决于疫情防控与政策力度

- 今年前几个月基建投资强劲反弹，项目开工和专项债资金拨付的前置是主因。根据Mysteel的不完全统计，今年1-5月重大项目开工投资额为31.8万亿，同比增长11.8%。今年专项债资金拨付较早，这使得今年1-5月在政府性基金收入同比下降26.1%的情况下，支出同比大增32.8%。基建投资采用财务支出法核算，资金拨付后（不管有没有形成实物工作量）都可算入已完成投资。

### 对比2021年，今年重大项目开工时间较早



### 在收入锐减的情况下，专项债资金推动政府性基金支出同比大增

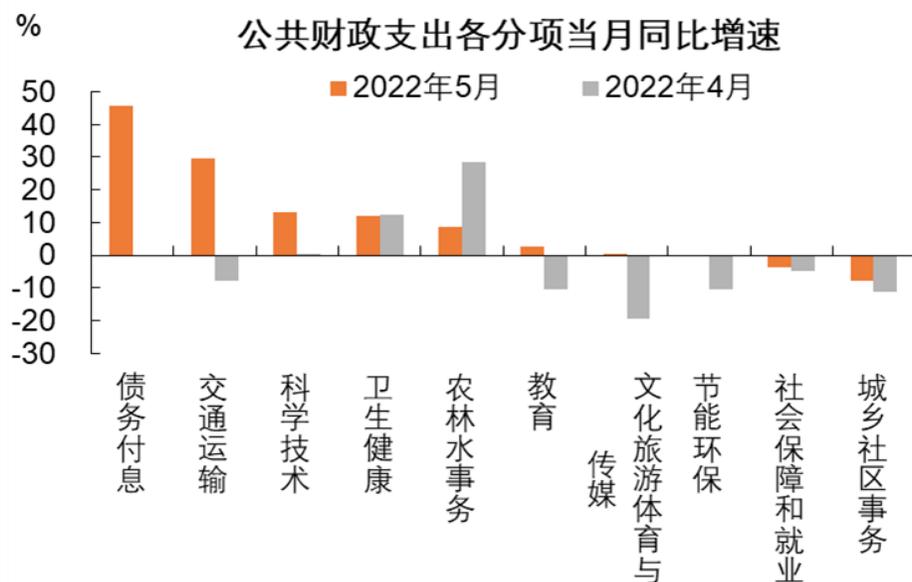


资料来源: Wind, Mysteel, 平安证券研究所

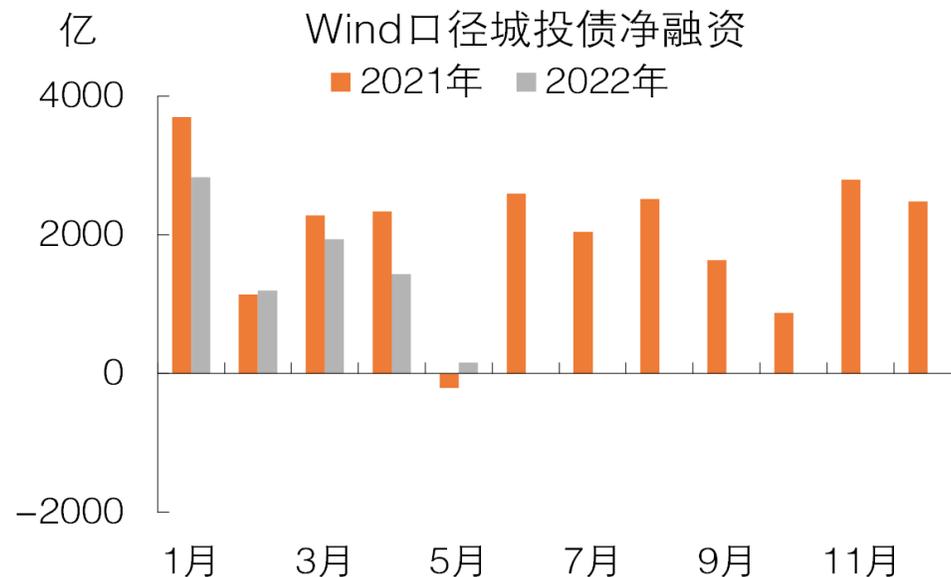
## 2.3 经济复苏的空间取决于疫情防控与政策力度

- **公共财政投向基建的资金面临较大约束。** 农林水事务、交通运输、节能环保、城乡社区事务这四个和基建相关的支出分项，合计当月同比从3月的8.4%回落至4月的2.4%，5月虽回升到6.0%，但低于同期公共财政支出的增幅。
- **配套融资或继续受隐性债务监管的约束。** 今年一季度新增基础设施中长期贷款1.39万亿，同比少增2513亿，说明信贷额度不是主要压制因素，商业银行市场化考核和地方政府意愿不足才是主因。新增8000亿政策性银行的基础设施信贷额度后，可能会进一步挤压基建的商贷；1-5月Wind口径城投债净融资7558亿，同比下降18.4%。

### 今年4月和5月公共财政主要投向的增速



### 2021年年初至今Wind口径城投债净融资额



资料来源：Wind，平安证券研究所

## 2.3 经济复苏的空间取决于疫情防控与政策力度

- 下半年中国经济复苏或将经历分层递进的过程。第一层是餐饮为代表的消费和工业生产的深蹲反弹。第二层是政策发力起效，包括：房地产销售的企稳回升、房价的止跌回升，进而滞后带动房地产投资企稳回升；基建投资的持续发力；汽车和家电消费的激发。第三层是增长内生动能的启动，即消费进一步全局性增长、制造业投资企稳回升。
- 因此，考虑到政策难以主导外需的变化，经济复苏的空间取决于（也是后期可期待的政策方向）：
  - 1、在统筹疫情防控与经济增长上，采取更加务实、有效的方式。
  - 2、房地产政策松绑的“扩面”。包括：更大程度地满足房地产企业开发贷款需求（譬如适度放松“三道红线”、房贷集中度管理的试点要求）；更多一线和强二线城市调整限购、限售、限贷规则；继续引导银行下调个人按揭贷款利率的LPR加点及5年期LPR报价。
  - 3、基建配套融资难题能否破解。在隐性债务监管约束下，可考虑两个方向：一是，将专项债对接项目的收益考核，从单纯的现金流回报拓宽至综合收益，则专项债对基建投资的支持有望起到立竿见影的效果；二是，通过特别国债直接对接重大项目等，解决资金缺口问题。



## 目录CONTENTS

- 海外环境：“滞与胀”仍在赛跑
- 中国经济：经济复苏“分层递进”
- 政策展望：多重约束下探寻空间
- 资产展望：人民币资产前景改善

## 3.1 货币政策：面临两大约束

货币政策约束之一：结构性通胀压力未减。

- 一方面，国际粮食、原油价格上行风险较大，人民币汇率贬值弹性的释放或进一步助推输入型通胀压力。
- 另一方面，国内物价运行存在三点内部隐患，包括PPI向CPI的传导有所增强，黑色系商品价格和新一轮猪周期的潜在影响。

### 国际粮价

- 国际粮价上涨影响下游各行各业。
- 我国2021年的粮食自给率仅80.9%，俄乌冲突加剧了我国粮食的供应风险。

### 国际原油

- 国际原油价格上涨风险尚未消退。
- 俄乌地缘政治冲突尚未妥善解决，美国原油储备加速释放，难以弥补俄罗斯退出原油市场带来的潜在供需缺口。

### 黑色商品

- 在国际油气价格影响下，海外动力煤价格高企，国内外动力煤价格严重倒挂。
- 后续国内基建稳增长预期依然较强，焦煤等商品供需缺口依然存在。

### PPI向CPI传导

- PPI向CPI传导风险增强。
- 经过去年原材料价格上涨，中下游行业的毛利已压缩至较低位置，其“缓冲垫”的作用有限。

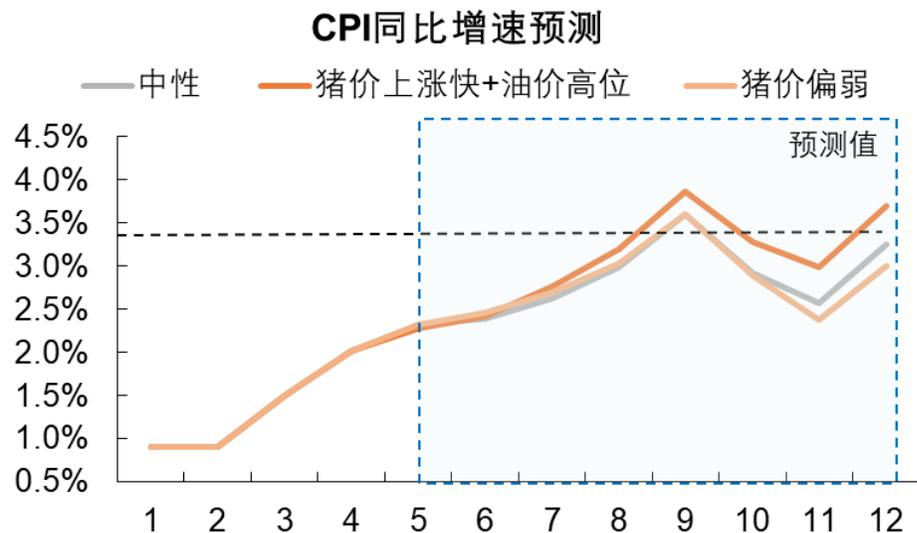
### 新一轮猪周期

- 猪肉价格已缓慢回升近两个月。
- 如供需缺口进一步扩大，下半年新一轮猪周期开启，猪肉价格后续涨幅或可达40%-60%。

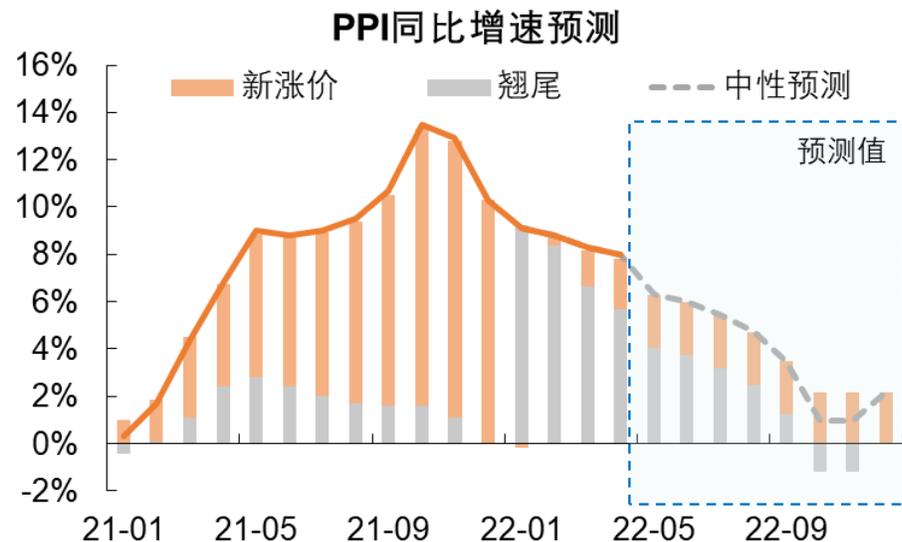
## 3.1 货币政策：面临两大约束

- 下半年CPI中枢或明显抬升。猪肉、粮食价格上涨，PPI传导风险增强将抬升CPI中枢。中性情形下，二、三、四季度CPI同比增速中枢分别为2.2%、3.1%、2.9%，全年约2.3%。
- 受翘尾因素影响，下半年PPI同比增速中枢继续下行。但粮食、原油、黑色商品潜在上行压力仍存，新涨价因素或维持对PPI的正向贡献。中性情形下，二、三、四季度PPI同比增速中枢分别回落至6.8%、4.6%、1.4%，全年约5.4%

◎ 2022年CPI同比走势预测



◎ 2022年PPI同比走势预测



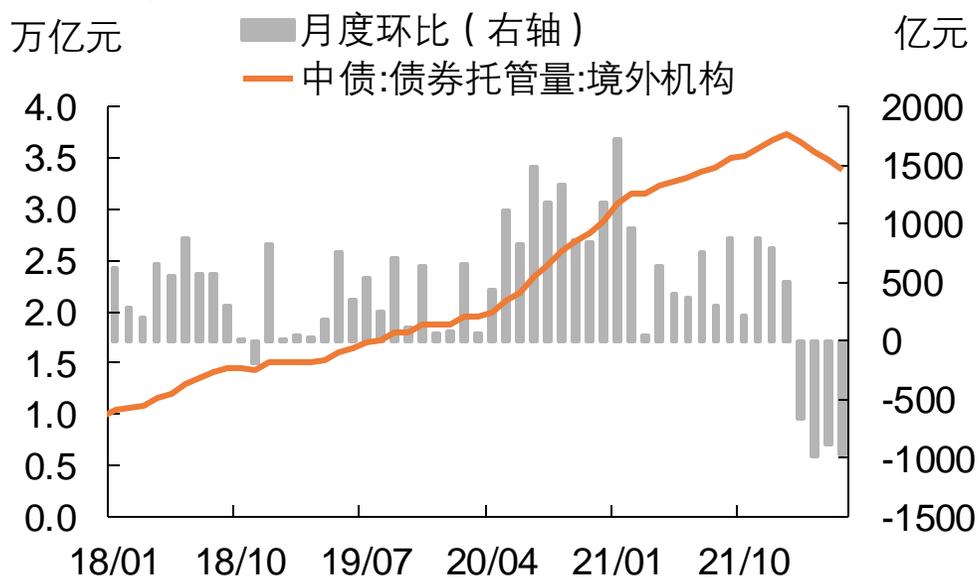
资料来源：Wind, 平安证券研究所

## 3.1 货币政策：面临两大约束

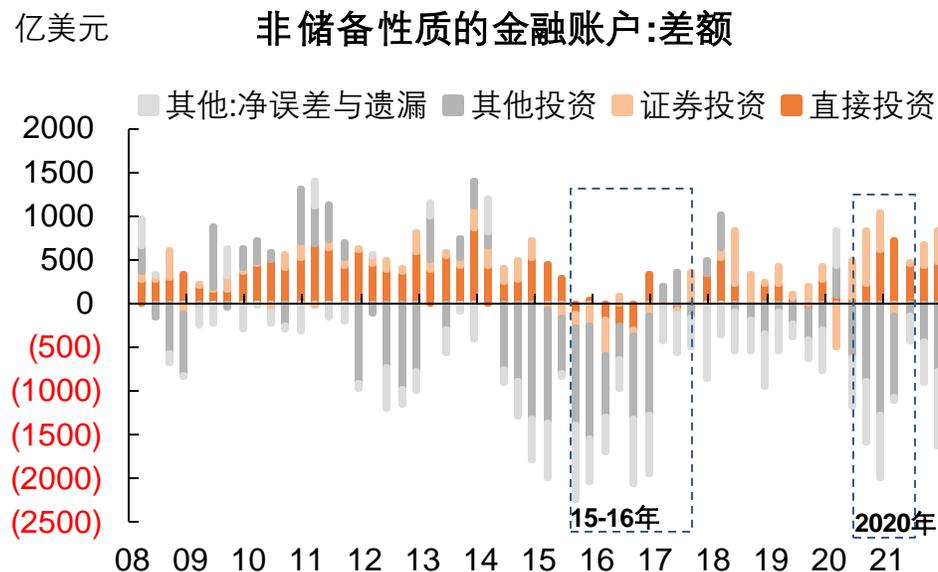
货币政策的更大约束：人民币汇率贬值压力。

- 年初以来，俄乌冲突爆发、中概股监管问题、美联储启动快加息等外部冲击频发，中国面临的国际形势趋于复杂，海外投资者出现减持人民币资产的现象。
- 国际资本流出对人民币汇率的冲击力更大，容易威胁到国内金融稳定形势，政策势必对此更加警惕。

### ◎ 中债托管数据表明外资连续4个月流出国内债市



### ◎ 2015-2016年我国曾面临较大的资本外流压力

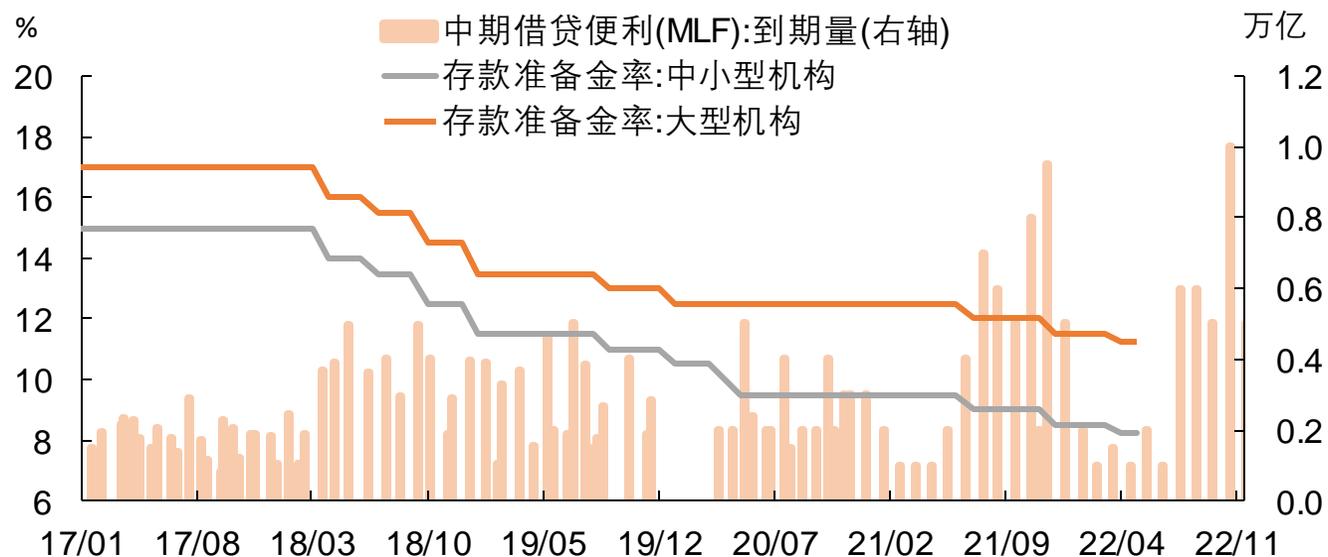


资料来源：Wind, 平安证券研究所

## 3.1 货币政策：如何宽货币？

- **2022年基础货币可能加速投放。**我国出口下行压力加大，贸易顺差高位回落，外汇占款所派生的基础货币或有缩量。但央行上缴财政1.1万亿利润、各类再贷款工具落地，将增加较大规模的基础货币投放。
- **不过，降准除补充流动性外，在置换MLF、降低商业银行负债成本方面仍有诉求，下半年或有0.25-0.5个百分点的下调空间。**我们估算，存款准备金率每调降1个百分点，约可引导商业银行LPR报价下行5bp。存款利率市场化改革后，MLF的资金成本较存款渠道的点差拉大，降准置换MLF有助于降低银行的加权资金成本，需求更为迫切。尤其是，**8月-12月的MLF到期规模均超5000亿元**，相关时点的货币政策操作值得关注。

◎ 2022年8月到12月的MLF到期规模均超5000亿元

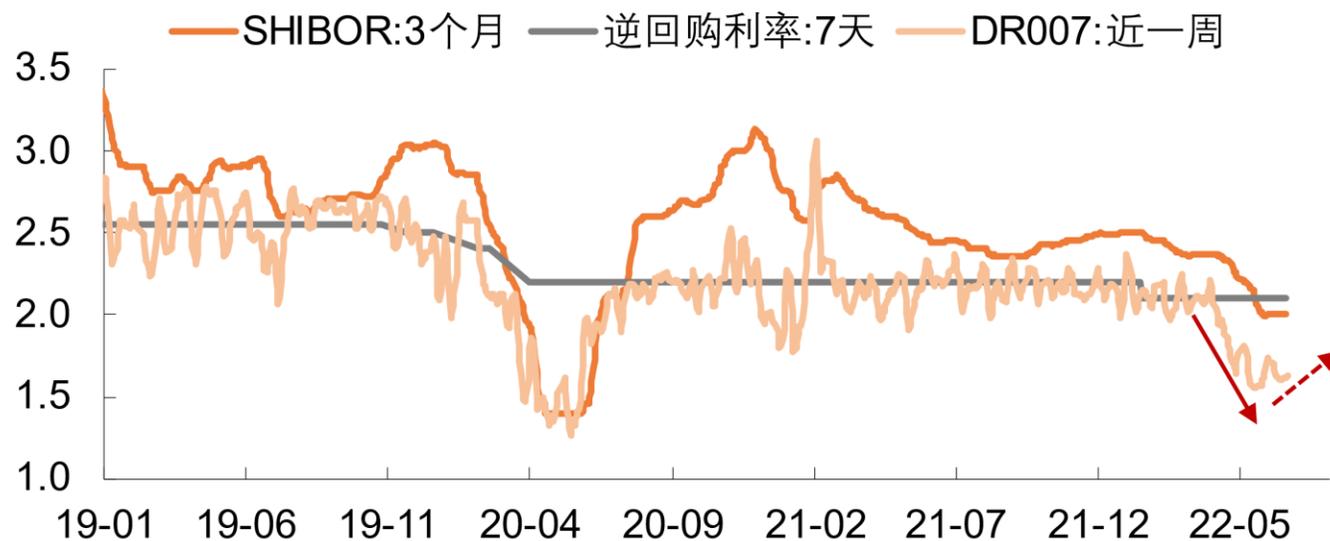


资料来源：Wind, 平安证券研究所

## 3.1 货币政策：如何宽货币？

- 一季度资金面围绕政策利率波动，二季度以来短端流动性较为宽松。一季度DR007的均值约2.1%，围绕调降后的7天逆回购政策利率窄幅波动。4月以来，疫情冲击加剧，叠加财政资金加速投放、信贷需求疲弱、资金避险情绪偏强，央行维持了相对宽松的资金面，DR007在4-5月份的均值仅1.73%。
- 预计下半年资金面中枢逐步回归政策利率。当前财政留抵退税的资金投放已接近尾声，随着经济回归常态和信贷需求的回暖，下半年货币市场流动性淤积现象可能有所缓解。不过，鉴于经济复苏的“分层递进”，资金利率向政策利率回归的节奏可能会慢于2020年。

### ◎ 下半年资金面宽松态势或难持续



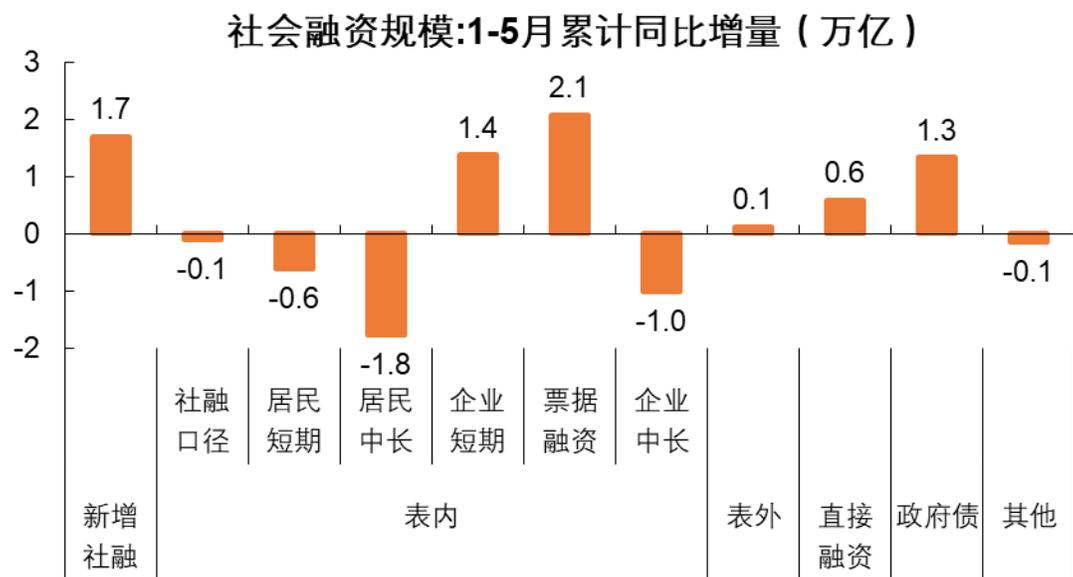
资料来源：Wind, 平安证券研究所

## 3.1 货币政策：如何稳信用？

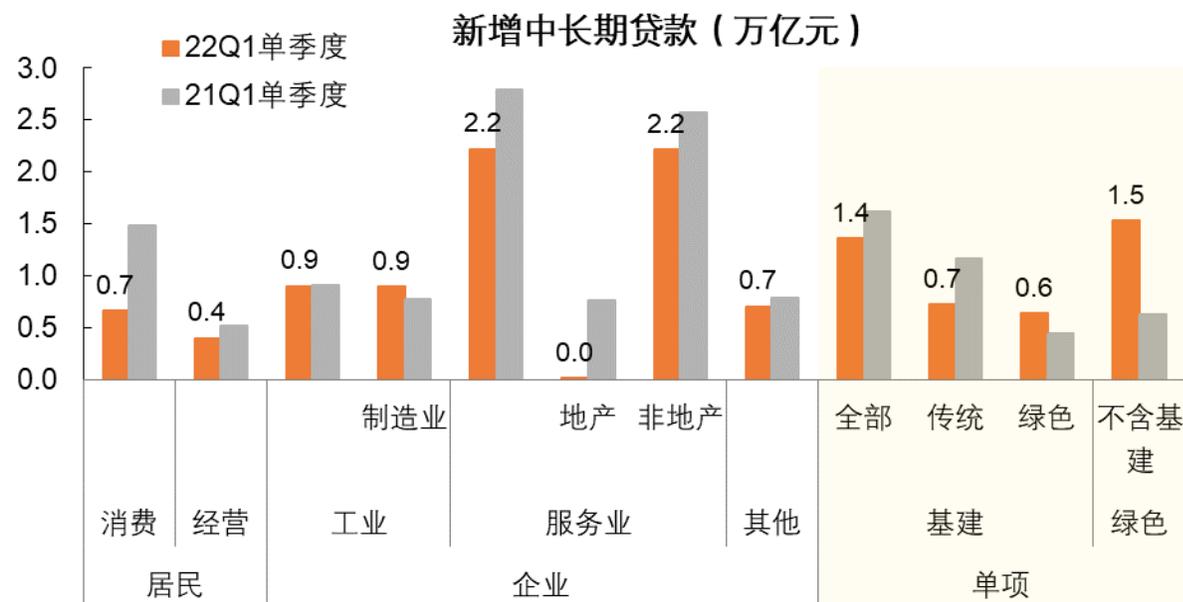
上半年信贷呈现三个特点：

- 一是，短贷票据冲量。国内疫情形势反复，经济下行压力较大，实体经济融资需求不足。
- 二是，房地产相关贷款拖累。房地产企业中长期贷款和居民中长期消费贷款（多为房贷）同比大幅收缩。
- 三是，绿色领域贷款同比大幅多增。尤其是碳减排支持工具相关的非基建绿色贷款，同比增量达0.9万亿。

◎ 2022年1-5月社融的同比增量源于企业短期融资和政府债前置发行



◎ 2022年一季度，地产相关的中长期贷款占比下滑



资料来源：Wind, 平安证券研究所

## 3.1 货币政策：如何稳信用？

在此背景下，央行一季度货币政策执行报告中，将“引导金融机构有力扩大信贷投放”改为“引导金融机构合理投放贷款”，**更加注重贷款增长的质量和持续性。**

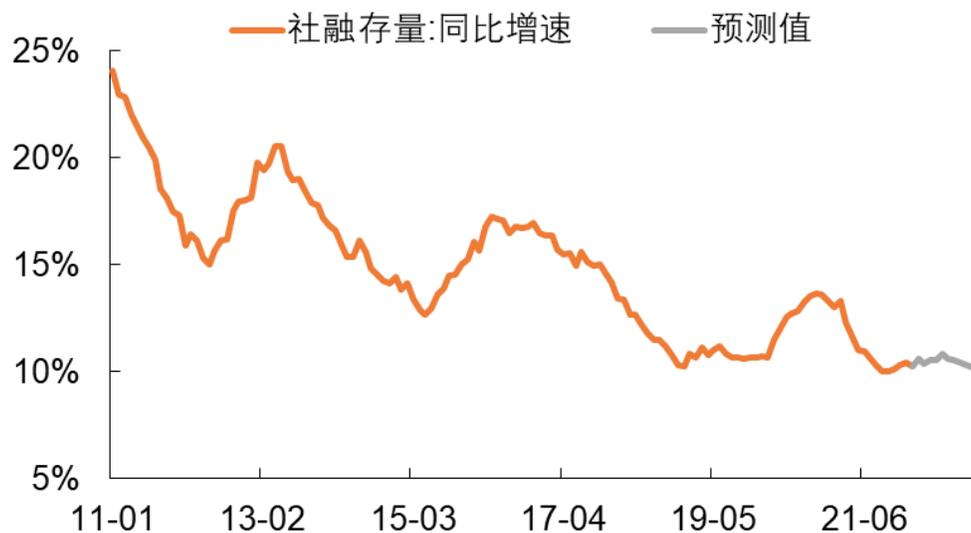
结合年初以来信贷投放的特点，“稳信用”或从以下三个方面着手。

- 一是，降低实体经济融资成本，刺激稳信用成色更足的企业中长期贷款需求。
- 二是，发挥结构性工具的撬动作用，尤其是支持绿色贷款投放。
  - 年初以来，央行已增加4400亿元再贷款额度，包括新设的科技创新、交通物流、普惠养老三项再贷款工具和煤炭高效利用再贷款新增额度。4月18日，央行外管局的23条中表示，“再贷款等结构性货币政策工具……预计带动金融机构贷款投放多增1万亿元。”。尤其是，绿色领域在“碳达峰”、“碳中和”诉求下贷款需求强劲，碳减排支持工具并未设立额度上限，或将成为结构性工具支持的重点方向。
- 三是，加大对房地产领域的“托底”力度。
  - 引导房贷利率下行。5月以来，央行调低首套房贷款利率下限20bp，并引导5年期LPR下行15bp，或逐步传导至个人按揭贷款的投放利率。
  - 进一步满足房地产企业开发贷款需求，适度调整房地产宏观审慎管理相关指标的时点要求。

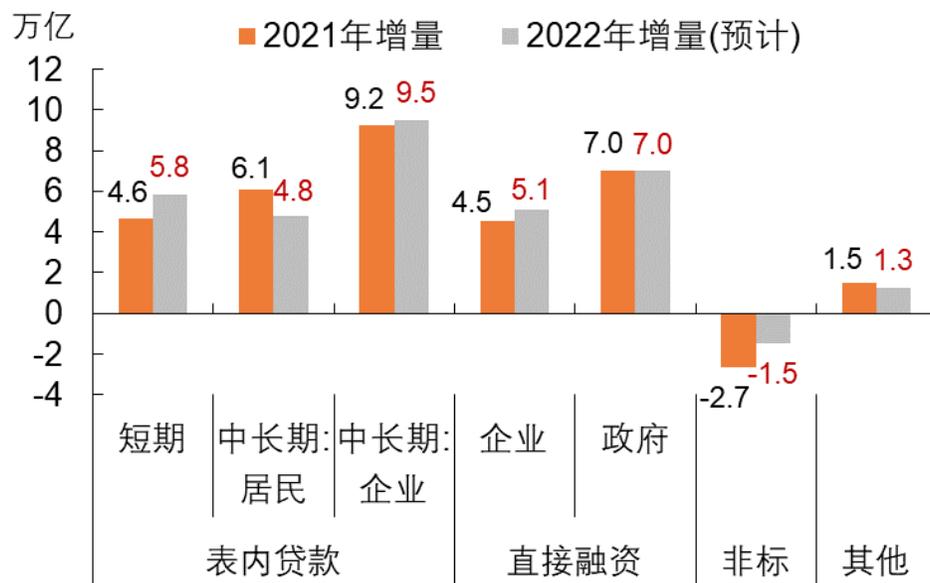
## 3.1 货币政策：如何稳信用？

- 预计**2022年新增社融增速约为10.2%**，7月达到**10.8%**左右的相对高点。
- 中性情形下，后续经济温和复苏，无新增政府债融资额度和增量货币工具支持，且房地产销售全年下滑20%左右，预计社融增量约32万亿。乐观情形下，如三季度新发行特别国债1万亿，年末社融增速或可达10.5%左右。悲观情形下，房地产销售恢复力度不及预期，居民中长期贷款或较2021年收缩35%左右（降至4万亿），年末社融增速将下滑至10%以下。

### ⊙ 中性情形下，年末社融增速或回落至10.2%



### ⊙ 中性情形下，2022年社会融资增量拆分



资料来源：Wind, 平安证券研究所

## 3.1 货币政策：如何降成本？

- 调降MLF利率是“降成本”最为直接有效的手段。政策利率必要时虽有调整空间，但其全局性意味较强，需直面物价与汇率两大掣肘。货币政策或更倾向于以改革的方式降低实体经济综合融资成本。

### 政策利率调整“牵一发而动全身”

- 央行已经打造并正在健全“以公开市场操作利率为短期政策利率和以中期借贷便利利率为中期政策利率的政策利率体系”，“从政策利率到LPR再到实际贷款利率的市场化利率形成和传导机制”。在这一框架下，降息的全局性意味（牵一发而动全身）最强，意味着从货币市场上的7天逆回购利率，到中期借贷便利MLF利率，最后到实际贷款利率的整体性下调。

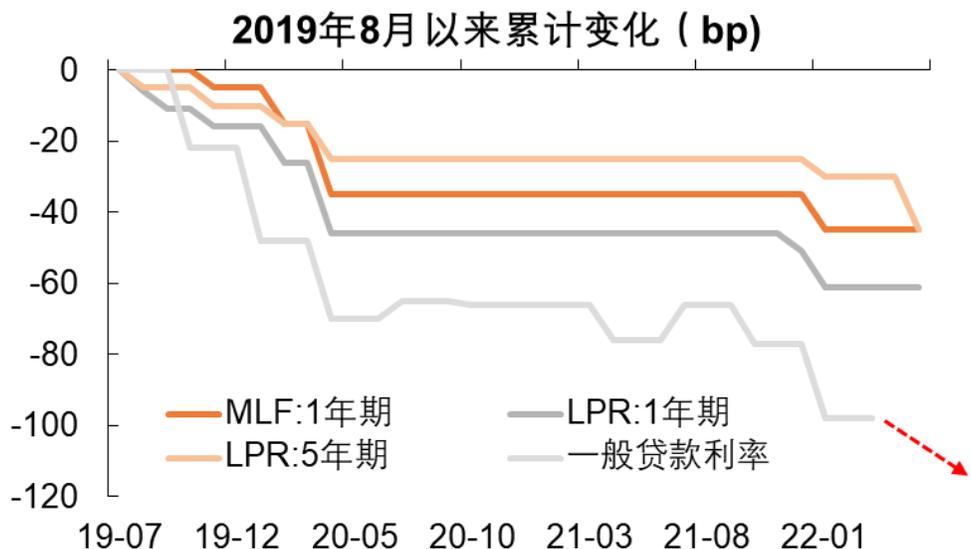
### 必要时“MLF降息”可能再现

- 央行后续是否调降MLF利率，需要密切关注国际资本流动的形势、国内通胀压力的动态变化。不过，中国经济“稳增长”的能力和前景，是人民币汇率与国际资本流动最根本的决定因素。如后续经济恢复不及预期，实体经济融资需求依然疲弱，货币政策可能“相机抉择”，适度调降MLF政策利率，加大对实体经济的支持力度。

## 3.1 货币政策：如何降成本？

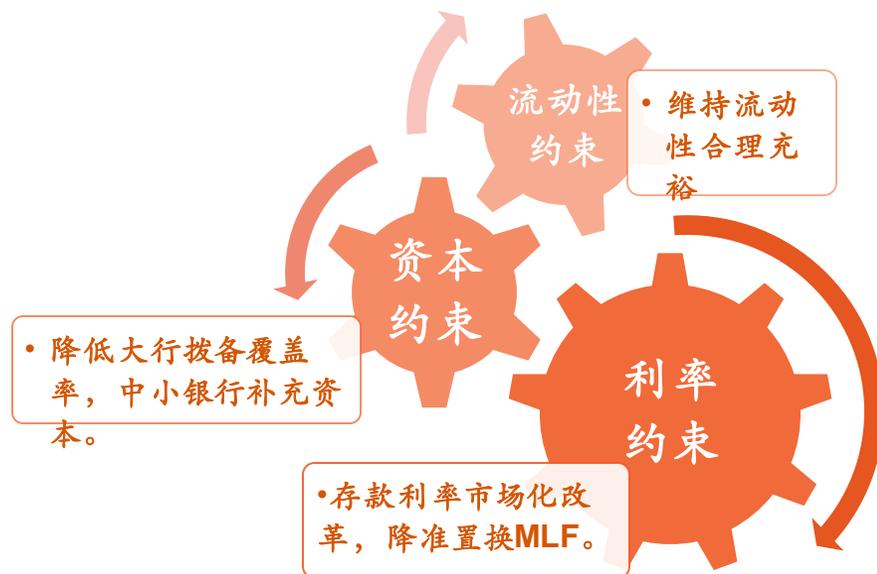
- 一是，打通“MLF利率→LPR→贷款利率”传导路径中的堵点，在MLF政策利率相对稳定的基础上，推动贷款利率更大幅度地“非对称”下行。其中的关键点在于，调节银行所面临的流动性、资本和利率约束。
- 二是，增强企业贷款的便利性和可得性，免除企业贷款过程中不必要的附加成本。
- 三是，下调结构性再贷款工具的利率，进一步降低银行资金成本。尤其是贷款需求疲弱下，可进一步下调支农、支小再贷款利率，定向支持实体经济。

### ◎ LPR改革红利推动贷款利率更大幅度下行



资料来源：Wind, 平安证券研究所

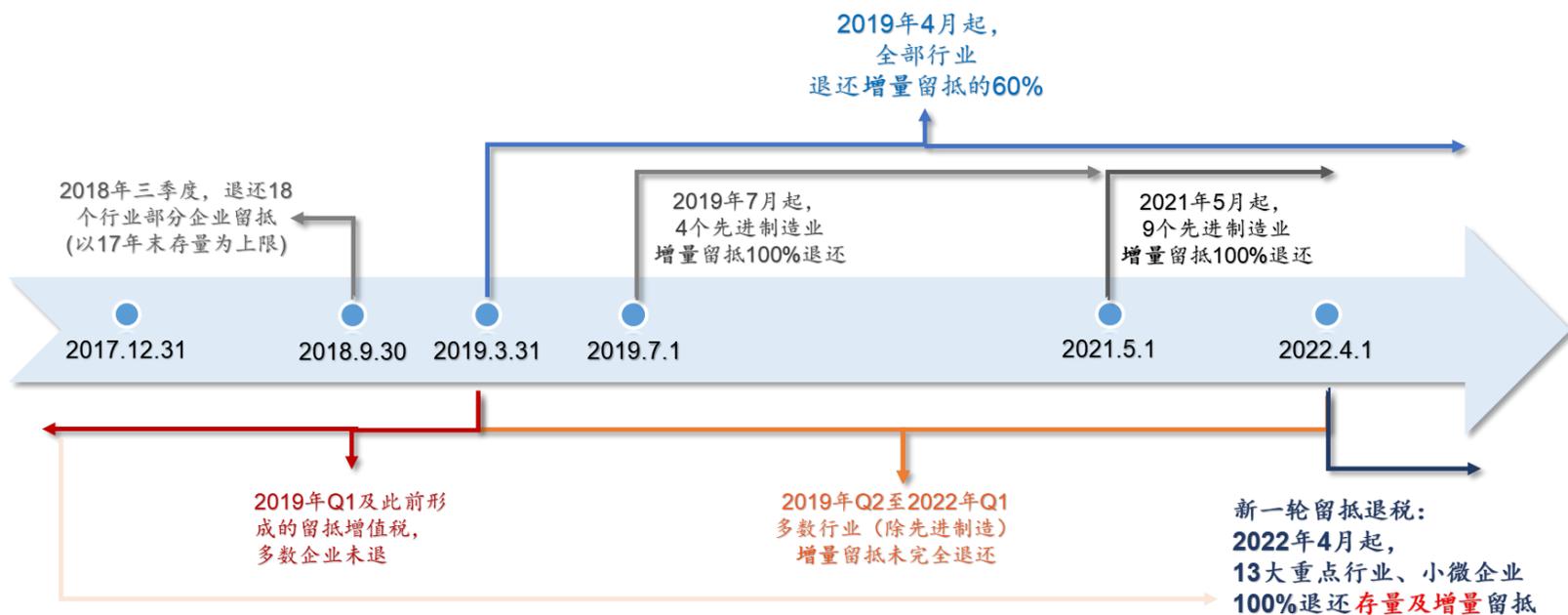
### ◎ 缓解银行的利率、资本和流动性约束



## 3.2 财政政策：留抵退税规模空前

- 留抵退税是稳定宏观经济大盘的关键举措之一。今年4月至6月14日，已退还留抵税额约1.56万亿元。
- 2022年留抵退税的进展在于，将小微企业和13类行业2019年3月之前的存量一次性退还，将其2019年3月之后未退的增量按月100%退还，其它行业的中型和大型企业继续按月退还60%。可见，本次留抵退税政策力度空前，1.64万亿的规模是2018年探索存量留抵退税制度时的14倍有余。

### ◎ 2022年留抵退税针对特定行业的大部分存量和约40%增量

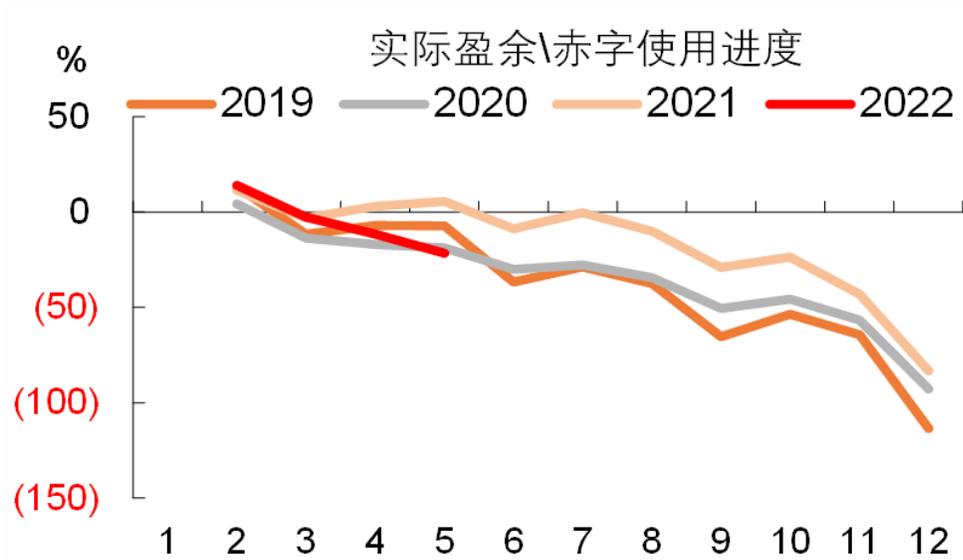


资料来源：wind，平安证券研究所

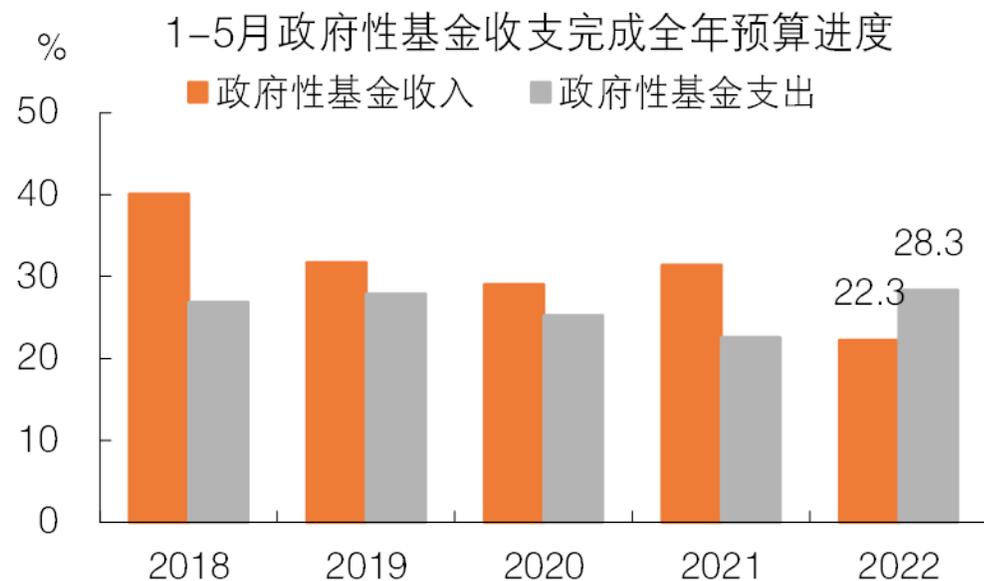
## 3.2 财政政策：财政收支压力加大

- 疫情在收、支两端同时加大公共财政压力。今年1-5月实际赤字使用进度为21.6%，比2020年同期都高了3.0个百分点。今年1-5月公共财政收、支进度差为4.2%（主要是收入端在拖累，支出进度符合季节性规律），比2020年同期的收、支进度差都低了3.0个百分点。
- 今年1-5月政府性基金收、支完成全年预算的进度差为-6.0%，而过去四年同期的收入进度均高于支出进度。

### 今年1-5月，公共财政实际赤字进度为21.6%



### 今年1-5月，政府性基金支出进度超过收入



资料来源：Wind，平安证券研究所

## 3.2 财政政策：财政收支压力加大

- 综合考虑疫情对公共财政收、支两端的冲击，和没有疫情时相比，财政收支缺口扩大了1.4万亿左右。假定经济自三季度开始恢复常态。根据环比均值法算得二季度GDP同比为3.3%，考虑到疫情冲击后，预计二季度GDP同比为0-1%，取中值计算缺口为2.8个百分点。根据辛本艾等人的研究，1994年到2020年中国的税收乘数（税收增速/名义GDP增速）平均为1.08，可估算得疫情对2022年税收收入的拖累为1565亿元。根据王志刚等人的研究，2012年-2017年间的财政支出乘数在0.58到0.67之间。取中值计算，若要通过扩大财政支出弥补二季度疫情对GDP的拖累，公共财政需额外支出1.26万亿。

1994年到2020年，中国税收弹性平均为1.08



资料来源：辛本艾（2021），平安证券研究所

## 3.2 财政政策：期待三季度出台万亿增量财政工具

- 根据财政部发布的《关于提前下达第三批支持基层落实减税降费和重点民生等转移支付资金预算的通知》，5月下旬已将2023年的4000亿元预算资金指标提前下拨给各省区市。由于这4000亿资金专项用于留抵退税和其他减税政策，冲减财政收入，不形成财政支出，对经济的直接拉动有限。
- **三季度或将出台万亿增量财政工具。**33项稳增长措施不涉及增量财政工具，可能原因是这涉及到预算调整，根据《预算法》调整预算需全国人大常委会(最近一次会议可能在6月中下旬召开)批准。要求专项债资金力争在8月底前使用完，较财政部副部长4月中旬的表态明显提前(当时称第一批原则上今年9月底前拨付使用，第二批只要求在今年尽可能加快使用)。由于**四季度GDP通常是全年占比最高的(28%左右)**，在专项债资金使用完之后，我们认为**三季度大概率会出台增量财政工具来托底经济。**
- **可能的增量财政工具：**一是发行特别国债；二是提高财政赤字率增发普通国债；三是提前下发2023年的新增专项债额度；四是参考2015年下半年到2017年下半年的经验发行专项建设债券(发行专项建设债券和前三点不同，其不涉及预算调整)。因专项债和专项建设债券的资金投向有严格要求，而今年是政治大年上调财政赤字率可能并非最优选择，我们认为上述工具中发行特别国债的概率最高。



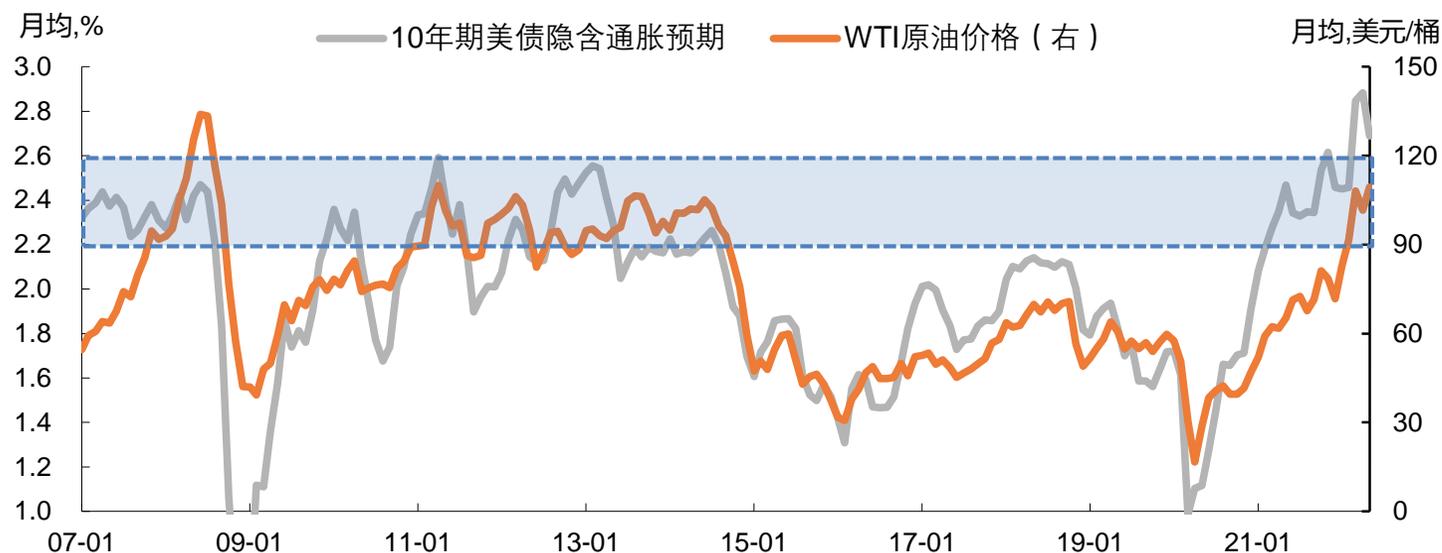
## 目录CONTENTS

- ◎ 海外环境：“滞与胀”仍在赛跑
- ◎ 中国经济：经济复苏“分层递进”
- ◎ 政策展望：多重约束下探寻空间
- ◎ 资产展望：人民币资产前景改善

## 4.1 美债：利率上行空间不大

- 2022年以来，随着美国通胀形势恶化，市场对美联储加息预期不断升温，美债收益率出现明显蹿升，10年期美债收益率由去年末的1.5%升破3%，并在6月进一步升破3.5%。
- 1) 美债隐含通胀预期或维持高位震荡，因油价处于历史高位。美债隐含通胀预期与原油价格高度相关。以往WTI油价位于90-120美元/桶的高位区间时，10年期美债隐含通胀预期多在2.2%-2.6%区间内震荡。考虑到当前美国通胀预期中枢有所抬升，我们认为下半年10年美债隐含通胀预期或保持在2.3%-2.7%区间。

### ◎ 美债隐含通胀预期与原油价格高度相关

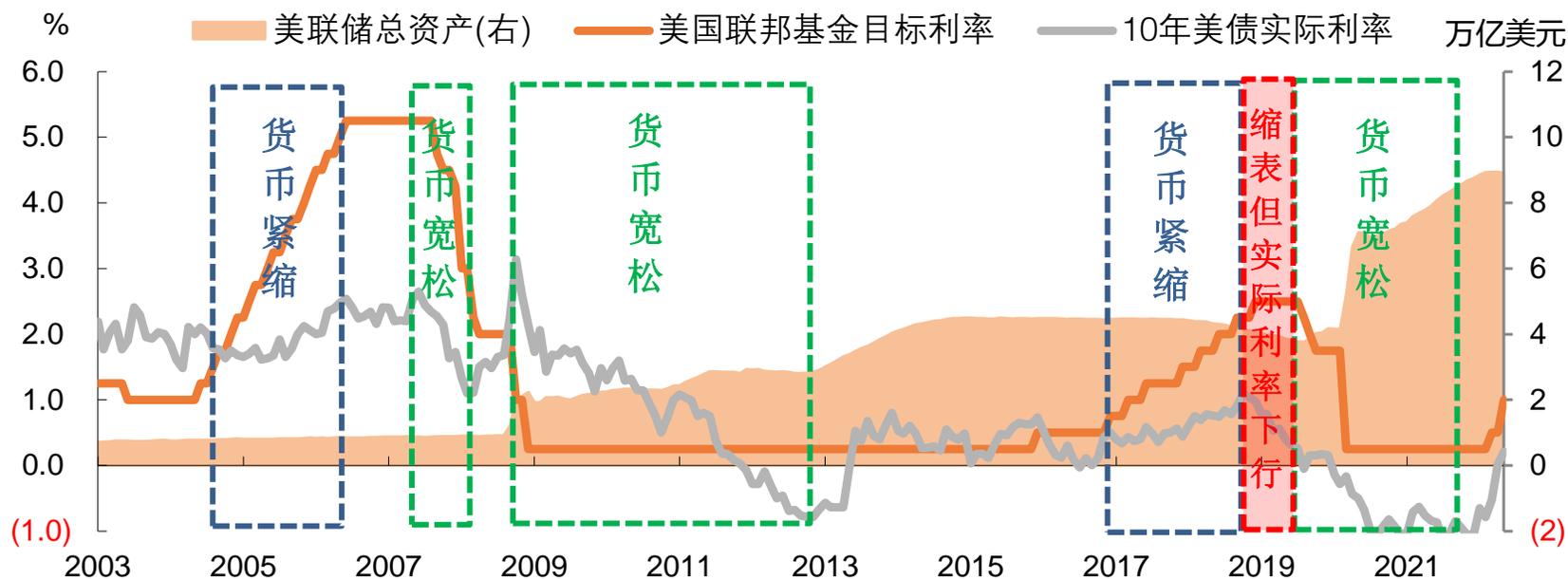


资料来源：Wind，平安证券研究所

## 4.1 美债：利率上行空间不大

- 2) 实际利率受加息和缩表的拉动，也受经济预期转弱的拖累。一方面，美联储加息和缩表通常会相应提振美债实际利率。另一方面，美债实际利率也与美国经济预期相关，悲观的经济预期或拖累实际利率上行。这也意味着，“加息+缩表”对美债利率的影响存在不确定性。如2018年4季度至2019年中，美联储加息一次并持续缩表，但美债实际利率下行，主因市场经济预期走弱。

◎ 2018-19年美联储缩表期间，美债实际利率不升反降，说明美债实际利率不仅受货币政策取向影响，也受经济预期影响

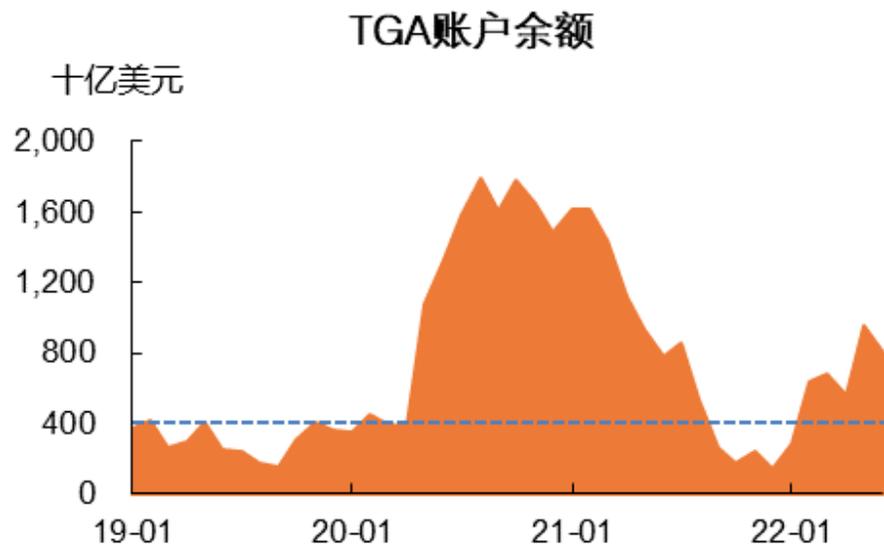


资料来源：Wind，平安证券研究所

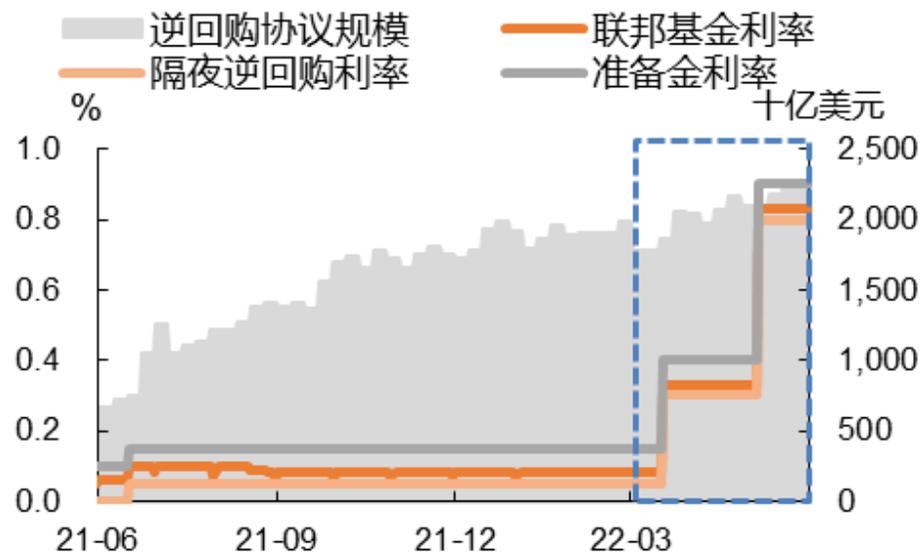
## 4.1 美债：利率上行空间不大

- 3) 本轮美联储缩表对美债利率的影响可能较为有限。一是，目前美联储逆回购协议规模超2万亿美元，美国财政部一般存款账户余额超过8000亿美元，均可提供流动性缓冲。美联储按当前计划将于年内缩表5225亿美元，年内美国流动性不会过于紧张。二是，今年新发美债的减少也可对冲缩表后美债供给的增加。
- 综上，我们判断下半年10年期美债实际利率或在0.5-1.0%，名义利率或在2.8%-3.5%区间内高位震荡。

◎ 美国财政部一般存款规模明显高于疫情前



◎ 目前美国金融市场流动性较为充裕

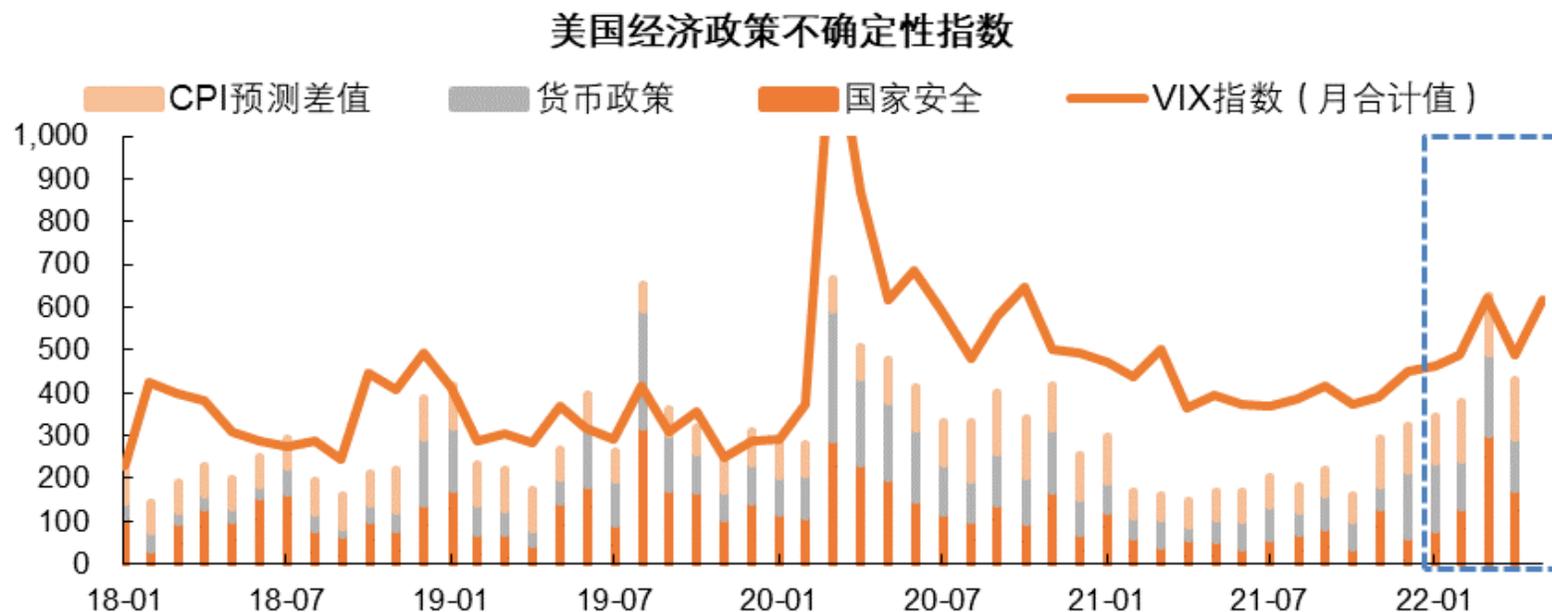


资料来源：Wind，平安证券研究所

## 4.2 美股：调整压力持续存在

- 今年上半年，美股受到地缘风险、美联储加息、高通胀三重压力，出现深度调整。俄乌冲突爆发使得原油等国际大宗商品价格迅速蹿升，美国国内通胀压力加剧，美联储加快货币政策正常化步伐。在此三重压力之下，经济不确定性明显提升，美国股市恐慌情绪升温，带动美股三大指数明显回调。

◎ 上半年在地缘风险、加息、高通胀三重压力之下，市场恐慌情绪升温

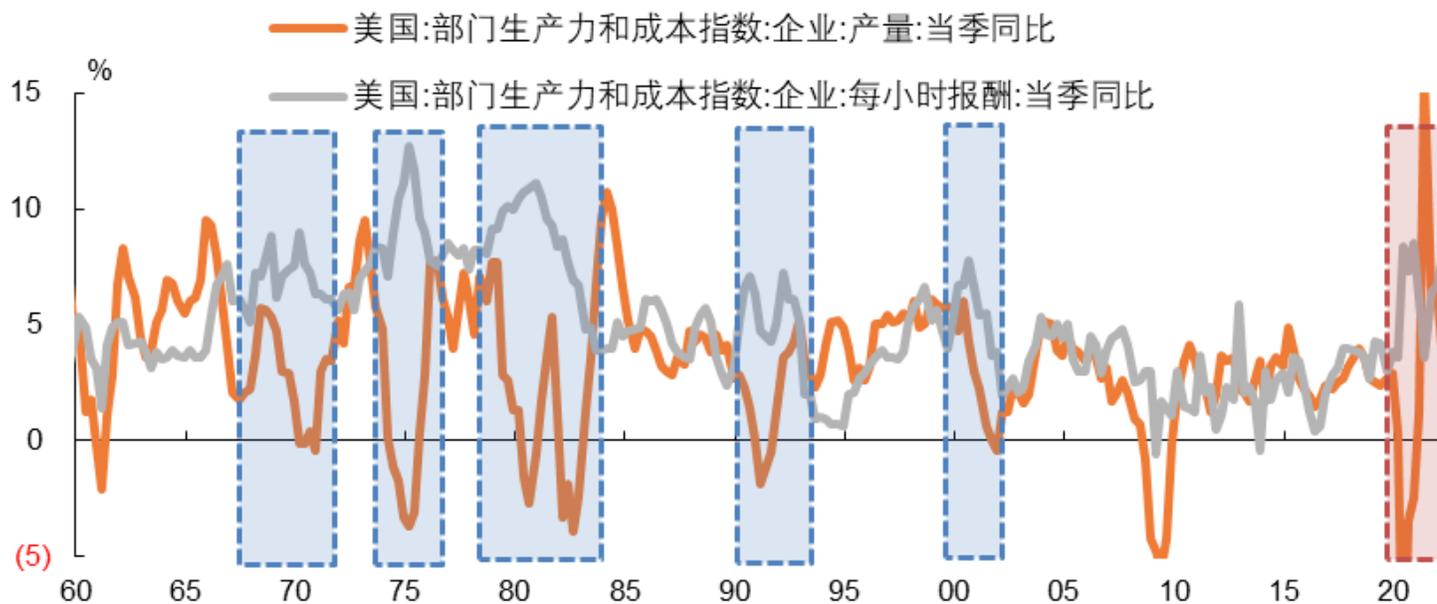


资料来源：Wind，平安证券研究所

## 4.2 美股：调整压力持续存在

- 高通胀对美国上市公司的生产力产生切实冲击。这突出表现在，原材料、劳动力成本攀升等削弱企业生产力及盈利能力。历史上，美国非农企业生产力的走低往往伴随着高通胀的冲击，这一现象在上世纪70至90年代曾多次出现。而当前的高通胀亦开始对美国企业盈利能力造成实际冲击。以美国零售巨头沃尔玛为例，燃料成本增加、通胀带来的库存提升、衰退风险增加以及工资支出的增长使得其一季度经营利润同比下降23%。

◎ 历史上，美国企业生产力的走低往往伴随着高通胀冲击

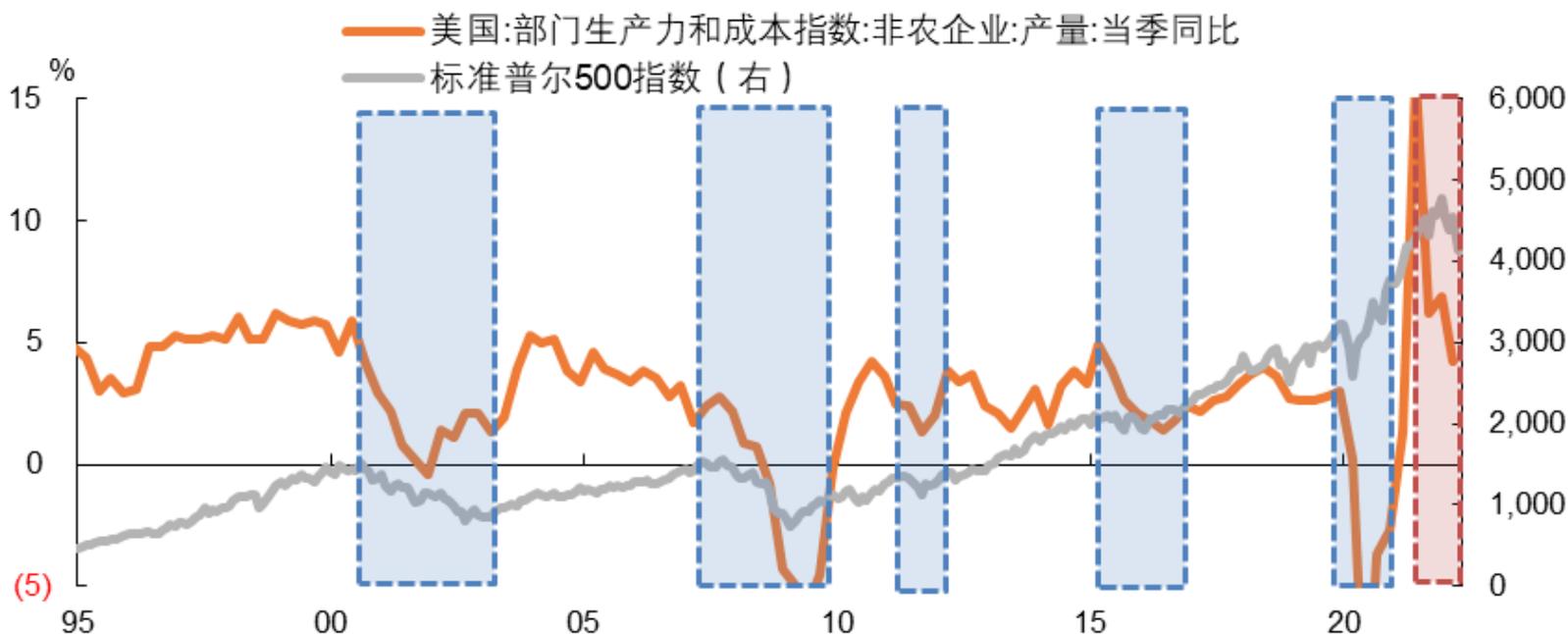


资料来源：Wind，平安证券研究所

## 4.2 美股：调整压力持续存在

- 而且美股调整和企业生产力减弱往往相互叠加：一季度美国非农企业劳动生产力同比增速由去年四季度的6.9%降至一季度的4.2%，环比折年率更是降至2.3%，一度引发美股调整；而美股调整可能会对企业生产经营和资产负债表带来负面冲击，形成负反馈。

◎ 历史上美股调整往往伴随生产力减弱，且生产力恢复需时更久

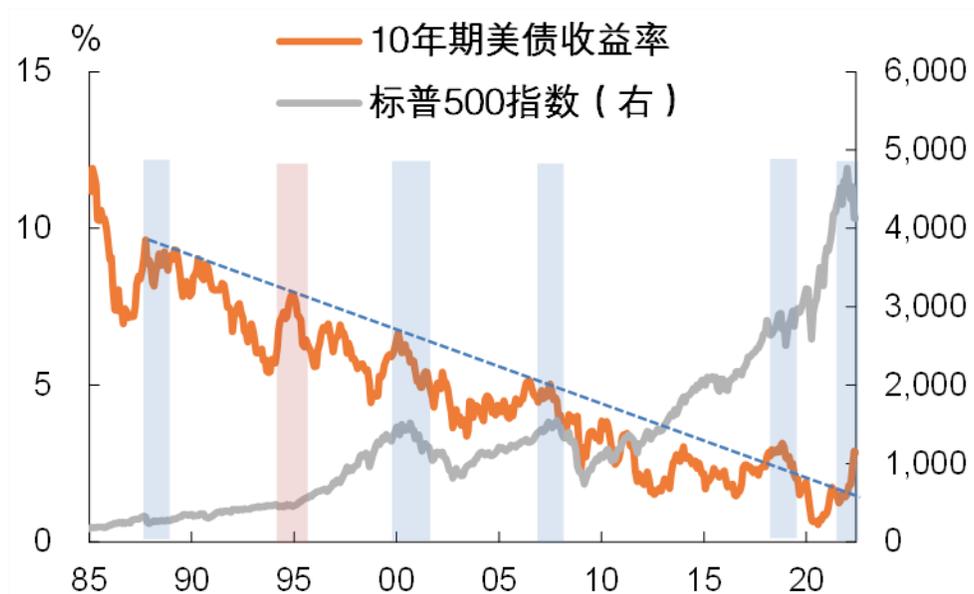


资料来源：Wind，平安证券研究所

## 4.2 美股：调整压力持续存在

- 美债利率处于高位也将持续对美股施压。冲击渠道至少有三：一是，美债利率上行导致风险溢价下跌，美股投资价值下降，且美债利率上涨到一定高度往往引发美股显著调整。如2019年以及2022年初，美债收益率突破此前收益率高位的延长线，美股深度调整如期而至。二是，美股股息率与美债利率的比值走低，股债性价比被削弱，股债配置再平衡令美股承压。三是，企业融资成本上升，且不同评级企业债利差走阔，对企业资产负债表的健康施压。

◎ 美债收益率达到或突破顶部趋势线水平后，美股往往遭遇明显调整



◎ 今年以来美国企业债收益率上升、信用利差扩大

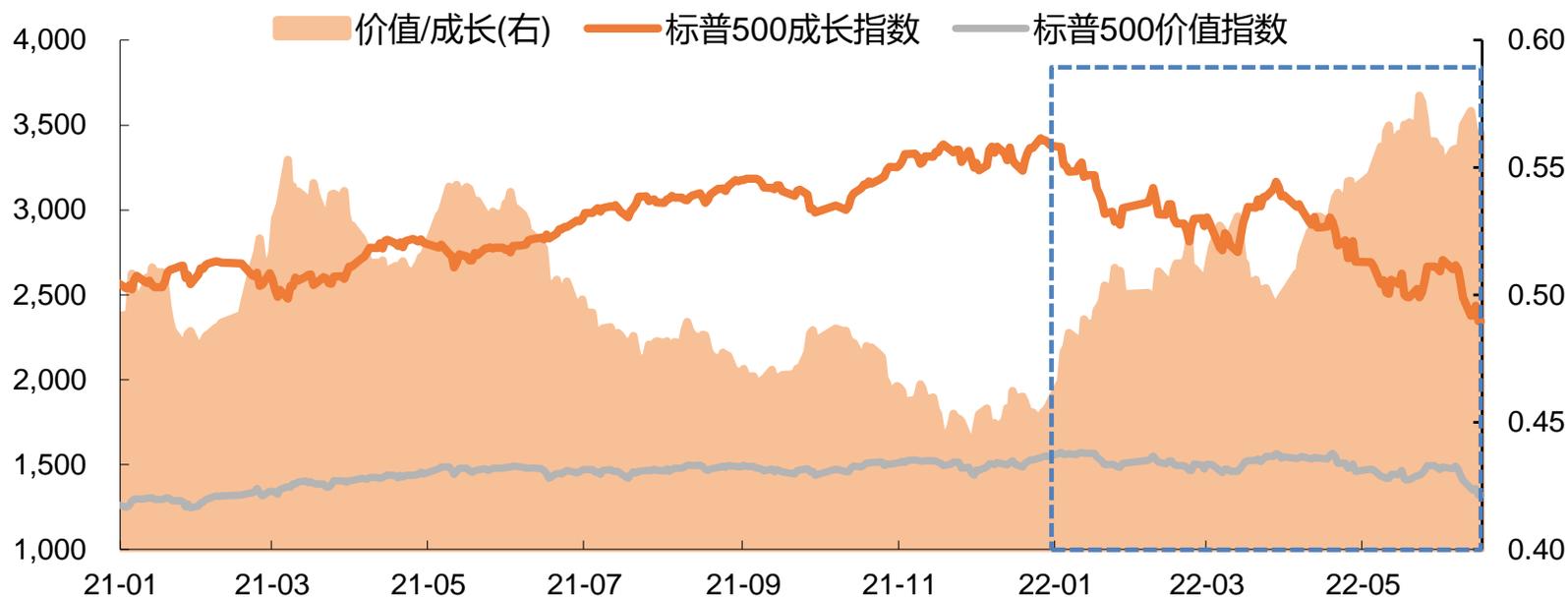


资料来源：Wind，平安证券研究所

## 4.2 美股：调整压力持续存在

- 从板块来看，上半年美股的调整主要来源于美联储加息、美债利率迅速上行后，成长板块的明显回调，而价值板块调整幅度相对较小。下半年，如果通胀回落不及预期，货币政策紧缩预期升温，成长板块或将继续承压；若美国通胀如期回落，但美国经济超预期下行，则美股价值板块或承受更大压力。

◎ 上半年美债利率的迅速上行导致美股成长板块明显回调

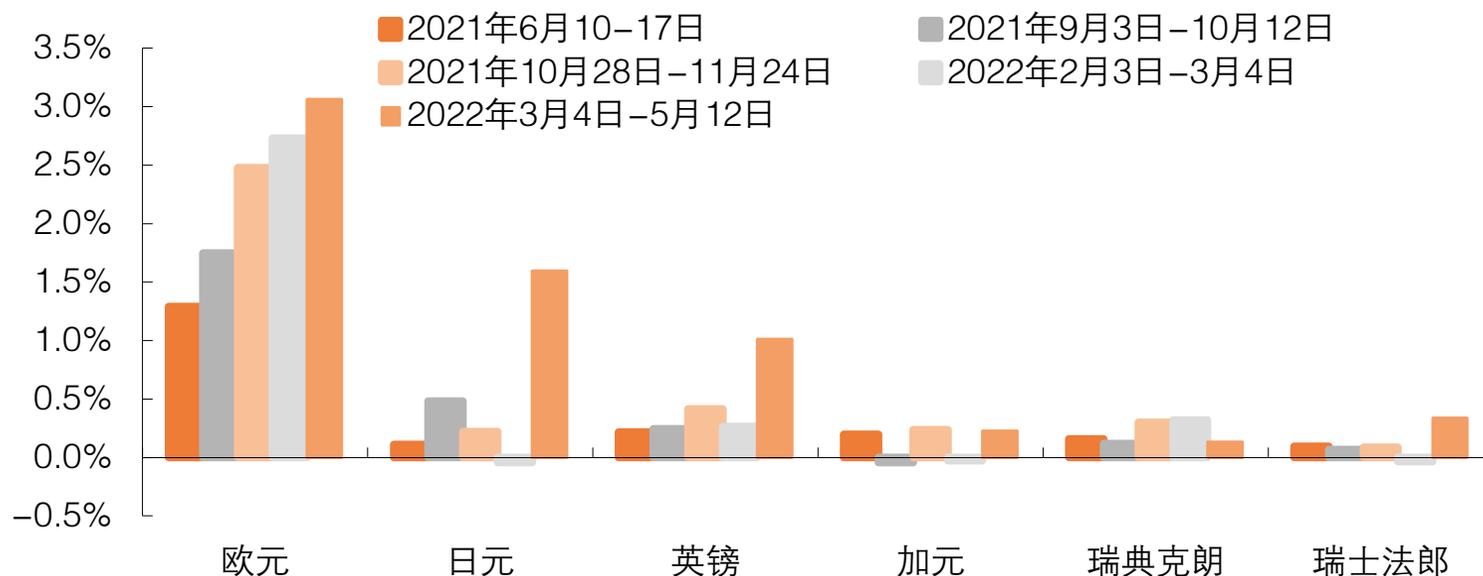


资料来源：Wind，平安证券研究所

## 4.3 美元：保持高位震荡

- 俄乌冲突后，美元指数之所以创下新高，主要受到两方面因素驱动。一是，美元的避险属性凸显。特别是，日元在此期间并未表现出传统上的“避险属性”，反而出现了急速贬值，成为美元指数上涨的加速器。二是，俄乌冲突影响下，美国的经济基本面相对欧洲更具韧性。今年3月4日至5月12日，美元指数涨6.3%，美元兑欧元、美元兑日元分别涨5.3%和11.7%，分别贡献了美元指数涨幅的3.1和1.6个百分点。

◎ 2022年俄乌冲突后，欧元和日元贬值是美元指数上行的主要贡献  
构成货币对美元指数升值的贡献

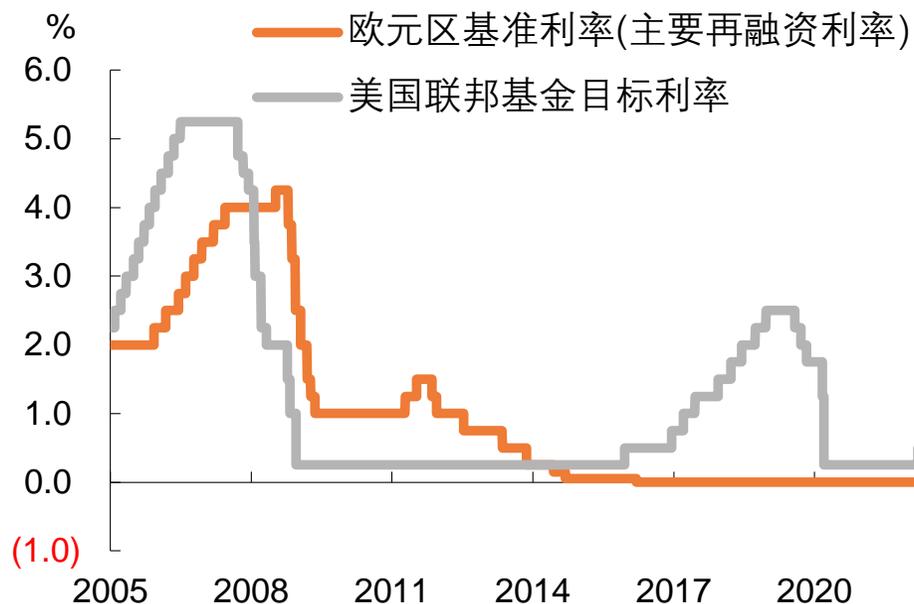


资料来源：Wind，平安证券研究所

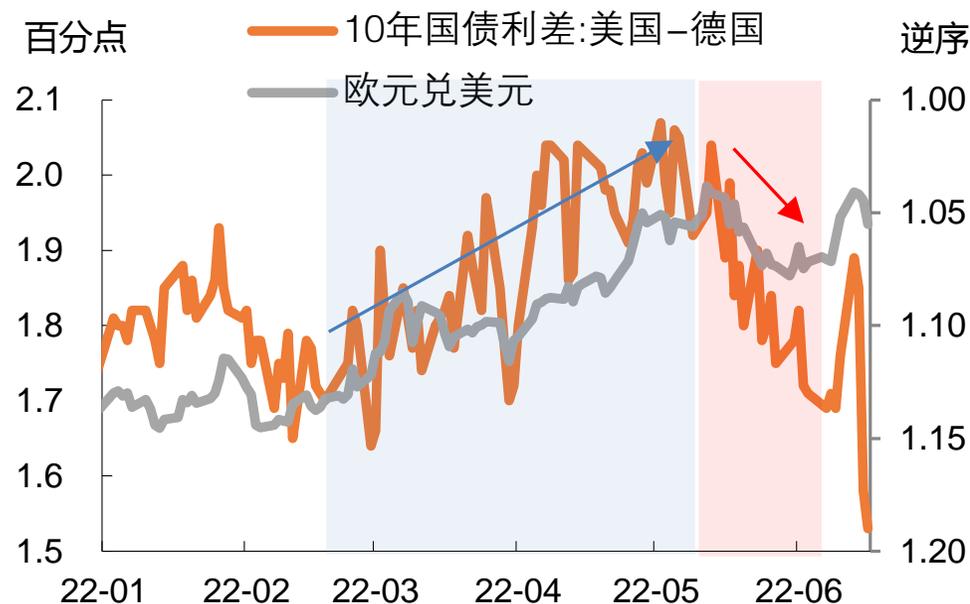
## 4.3 美元：保持高位震荡

- 从美元指数在上述两方面驱动因素来看，下半年美元进一步上冲的动能已经不强。
- 一是，欧央行货币紧缩或刺激欧元汇率阶段性反弹。欧央行货币政策取向在发达经济体中相对宽松，是欧元汇率疲弱的重要背景。欧央行6月宣布，计划在7月份的货币政策会议上将关键利率上调25个基点，并在9月再次加息。欧央行还表示，若欧元区通胀形势未见好转，9月份的加息幅度可能会更大。

◎ 2011年以后欧央行从未加息



◎ 5月中旬后美欧国债利差缩窄、欧元汇率反弹



## 4.3 美元：保持高位震荡

- 二是，美国经济走弱或进一步激发日元的“避险属性”。俄乌冲突后，国际原材料价格进一步上涨，日本经济受到经常账户赤字与输入性通胀等多重扰动，加上美联储紧缩力度较强，暂时干扰了日元的避险功能。往后看，若市场更多关注美国经济衰退风险，日元或将更好地发挥“避险属性”。历史数据显示，美国制造业PMI景气下滑至一定程度时，日元汇率往往走强。

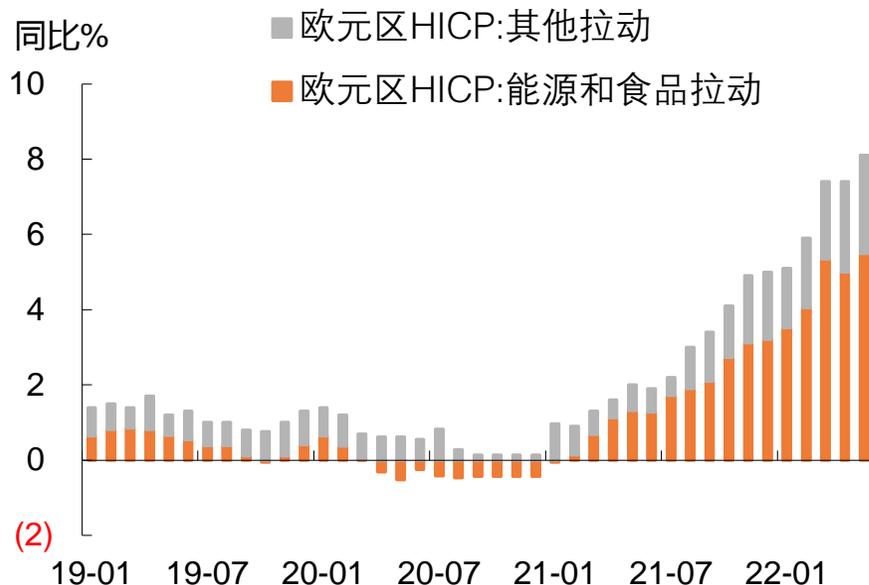
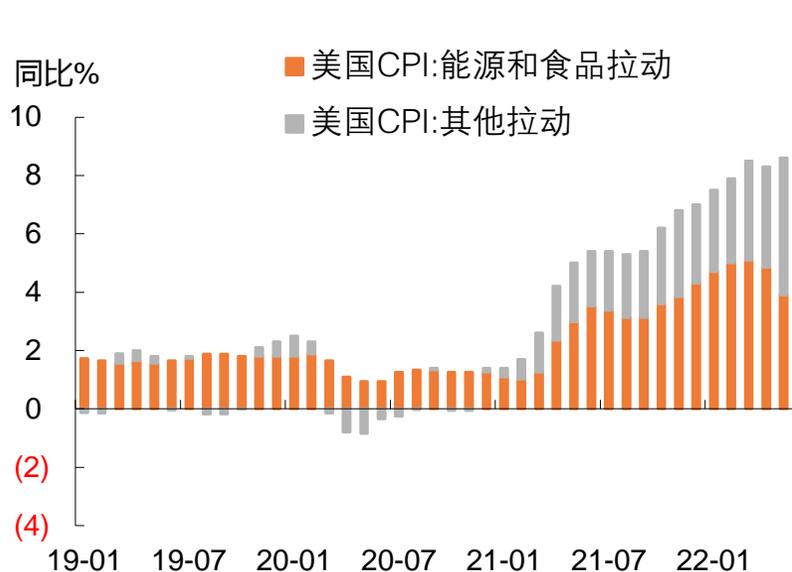


资料来源：Wind，平安证券研究所

## 4.3 美元：保持高位震荡

- 但美元尚不存在大幅走弱的基础，因美国经济韧性相对欧洲更强，货币紧缩周期或更持久。
  - 美联储加息的可持续性 or 强于欧央行：相比美国，欧元区通胀更受能源和食品价格的影响，货币紧缩或需要付出更大的经济代价。此外，欧债利率攀升压力与主权债务风险，也是不可忽视的牵制因素。
  - 英国央行与英镑汇率或是“前车之鉴”：英国央行紧缩节奏领先美国，但经济疲弱信号明显，3月GDP同比转负，5月会议“预言”2023年经济衰退，市场怀疑其加息的可持续性、英镑汇率回落。

◎ 2022年以来，能源和食品价格上涨对欧元区通胀的拉动超过对美国，且仍处于上升趋势

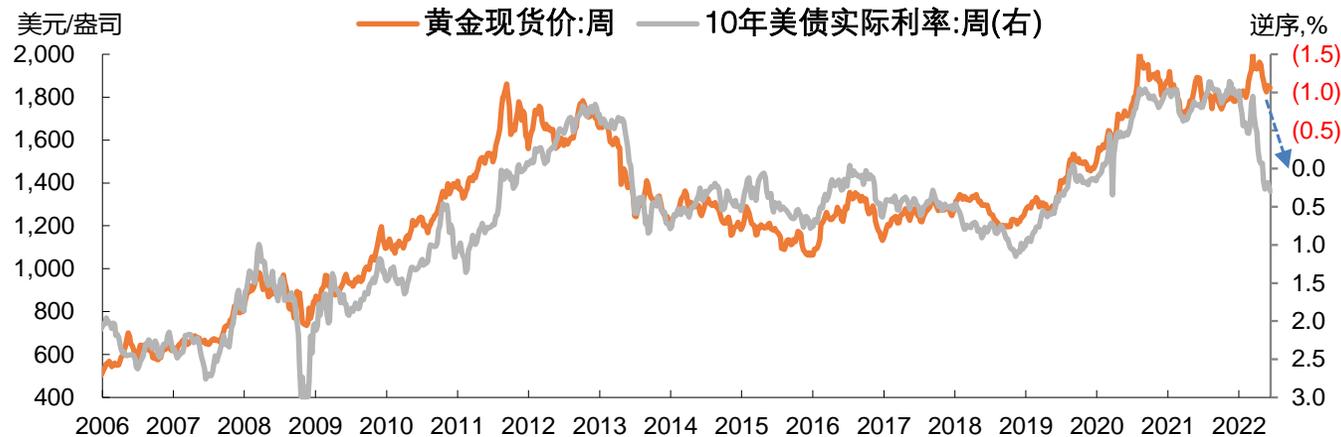


资料来源：Wind，平安证券研究所

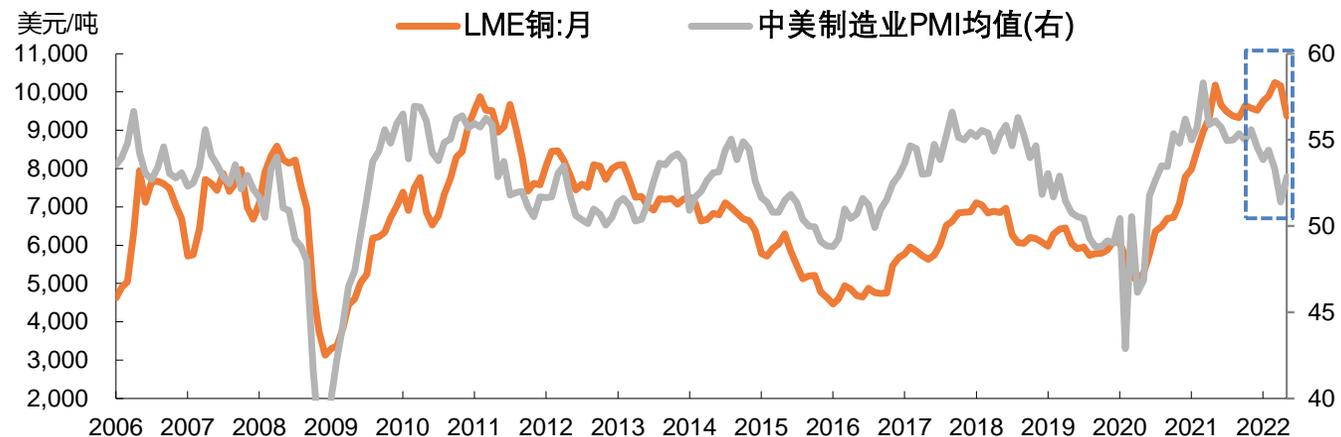
## 4.4 商品：金/铜价格承压，能源/农产品仍有支撑

- 预计下半年，大宗商品市场仍将呈现分化，根源在于海外经济周期规律与地缘冲突、供给冲击的方向不同，使不同品类价格走势错位。
- **金价**仍可能受到美国实际利率上行的压制。美国实际利率尚未达到疫情前水平、更不及2018-19年高点，预计下半年仍有上行空间。
- **铜价**或随经济下行而降温。铜价在上半年受地缘冲突影响而走高，并处于历史高位，与全球制造业景气的下行暂时背离；下半年全球制造业景气或仍趋弱，“铜博士”对经济的前瞻体现有望回归。

◎ 美债实际利率仍将向疫情前水平靠近，使金价承压



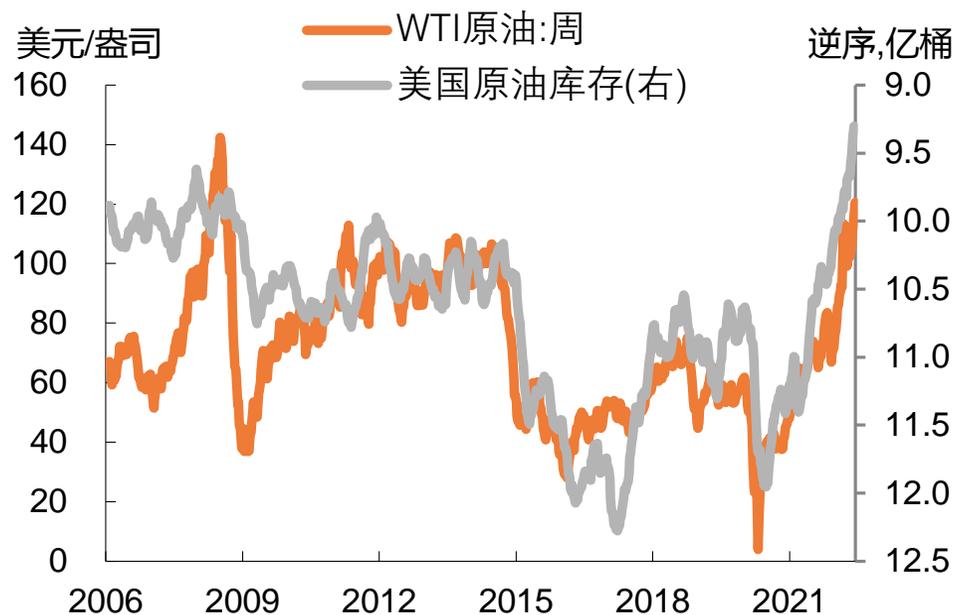
◎ 当前铜价已经滞后于全球制造业景气的下行



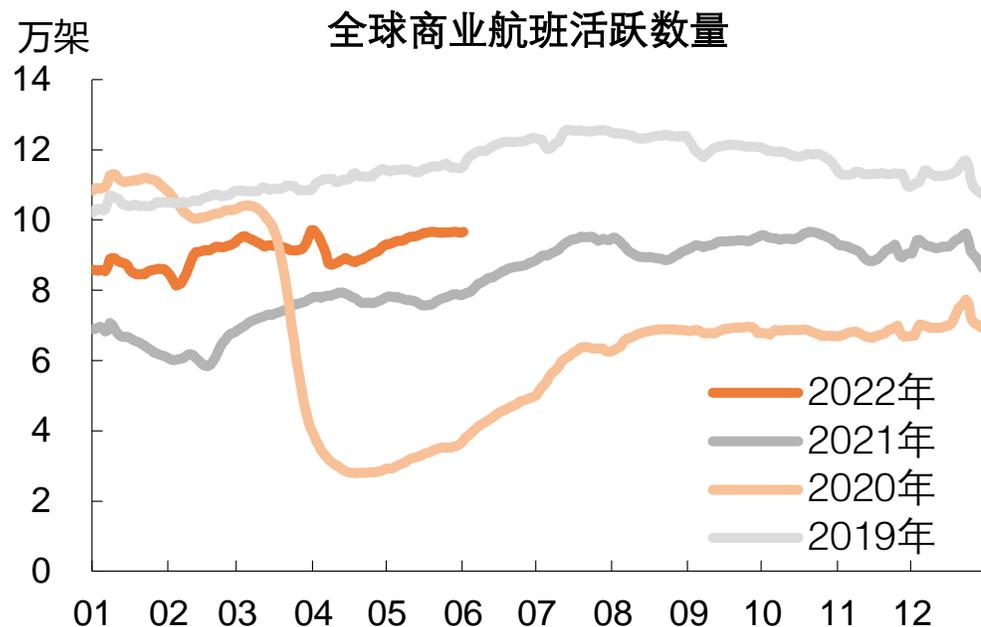
## 4.4 商品：金/铜价格承压，能源/农产品仍有支撑

- 原油价格或仍维持高位震荡。
- 从供给看，围绕俄罗斯的能源制裁逐渐升级，令原油供给与库存水平紧张状况“雪上加霜”。在美油产能恢复需时、欧佩克增产决议克制、“边缘国家”增产空间逼仄的背景下，下半年原油供给紧张状况难以根本改善。
- 从需求看，全球出行需求（尤其跨国航空出行）尚未完全摆脱疫情影响，下半年仍有增长空间。

◎ 美油库存探底持续支撑油价



◎ 全球航空出行需求仍有复苏空间

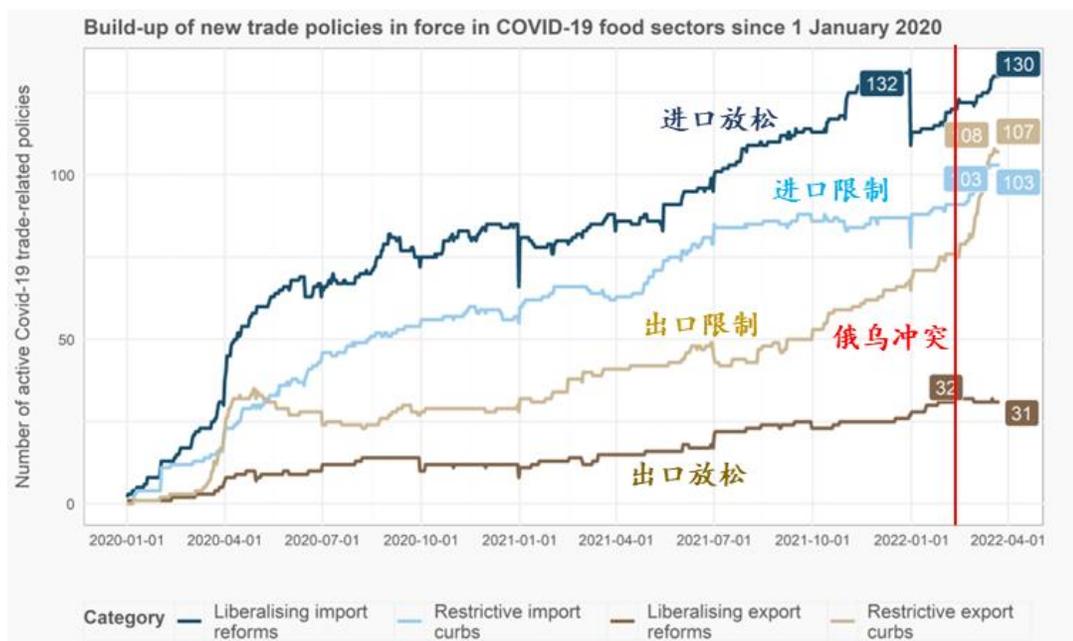


资料来源：Wind，Flightradar24，平安证券研究所

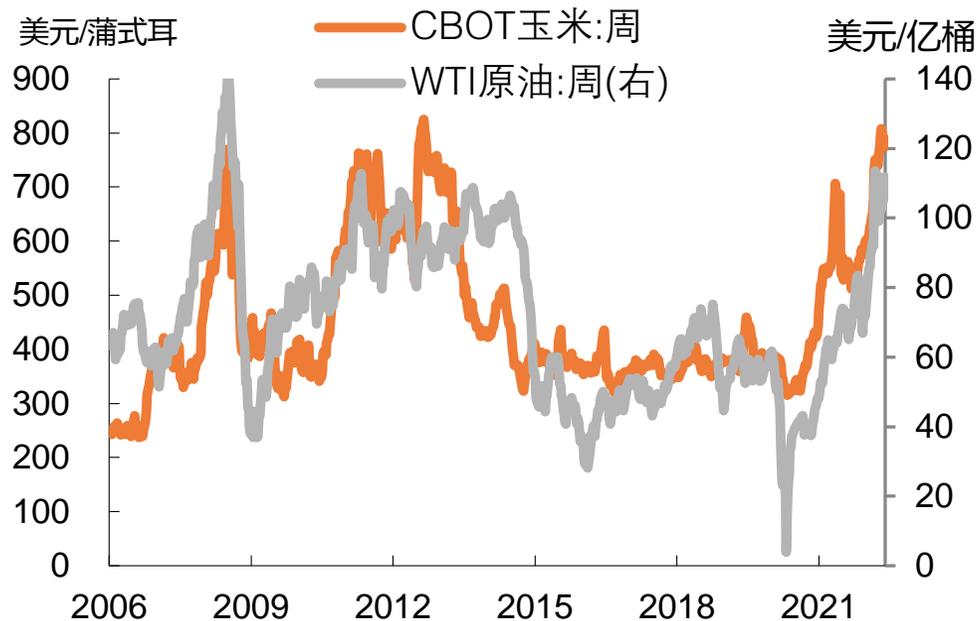
## 4.4 商品：金/铜价格承压，能源/农产品仍有支撑

- **农产品**涨价压力也难消散。一是，俄乌地区农产品出口存在变数。战争对地区粮食生产的影响尚难预测，且乌克兰农产品出口通道多受俄罗斯控制。二是，全球农业贸易限制仍在升级。相比能源，农产品供给源较为分散，因此将持续受到各地区贸易政策变化的影响。三是，农产品价格将从能源价格中获得支撑。生物燃料与化石燃料的替代性，使玉米价格与油价高度相关。此外，农产品供给受自然条件扰动存在更大变数。

### ◎ 俄乌冲突后，全球农产品贸易限制进一步升级



### ◎ 玉米价格与油价高度相关

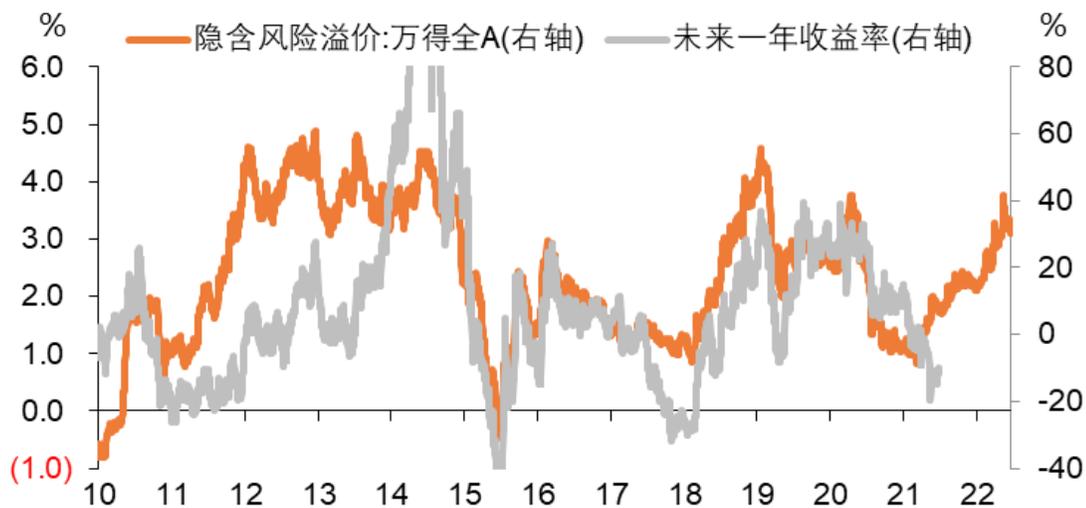


资料来源：世界银行，Wind，平安证券研究所

## 4.5 A股市场：转机在即

- 疫情拖累4月社融“触冰”，但经济已过“至暗时刻”，5月社融边际修复，“稳信用”曙光渐现。在碳减排支持工具、科技创新再贷款、煤炭高效清洁利用等工具的支撑下，下半年企业中长期贷款有望逐步回升。
- 当前A股的中长期配置价值已然显现，随着稳增长政策进一步加码、中长期贷款增速底部回升，股票市场的企稳反弹可期。四个方向的结构性的机会值得挖掘。

◎ 万得全A隐含风险溢价达相对高位



◎ 中长期贷款增速企稳后，A股或有反弹

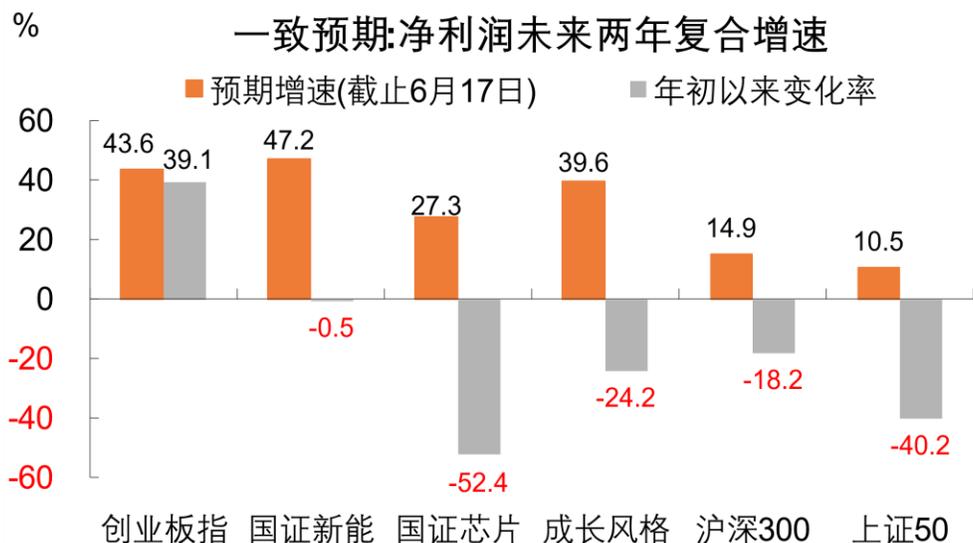


资料来源：Wind, 平安证券研究所

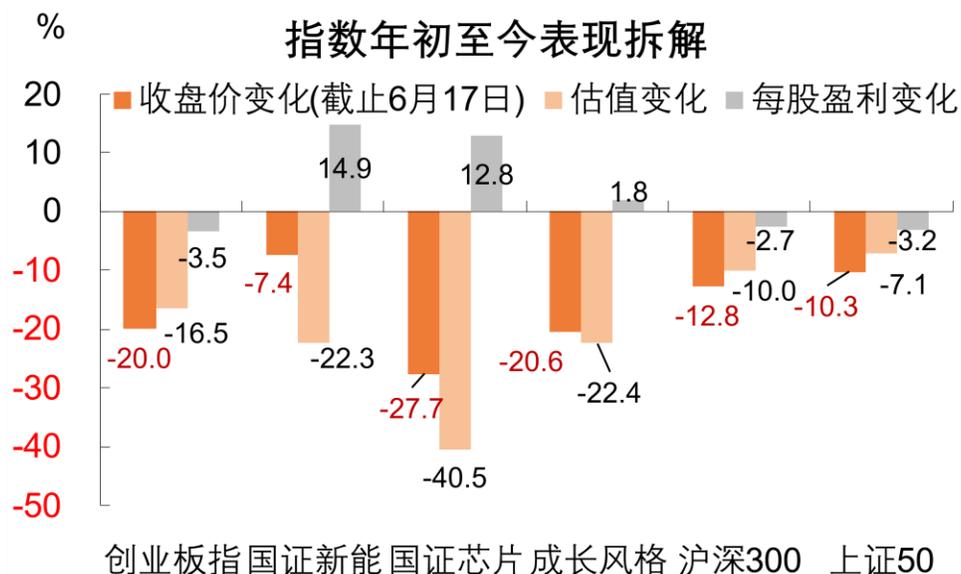
## 4.5 A股市场：布局结构性机会

- 一是，高景气的成长板块吸引力更强。年初以来的调整中，成长板块跌幅更深。目前其估值泡沫化程度大为降低，且其中长期增长逻辑依然坚挺，已具备较强的吸引力。在市场反弹过程中，因成长股对风险偏好的变化更为敏感，往往表现更为优异。尤其是，“专精特新”小巨人企业更多地受益于产业政策、再贷款工具和财政补贴政策，有望获取更多超额收益。

### 部分成长股盈利预期被下调，但绝对水平依然具备吸引力



### 年初以来成长相关板块估值调整幅度更大



## 4.5 A股市场：布局结构性机会

➤ 二是，新一轮猪周期与粮食价格上涨或助推农业板块超额收益。

- 基于对2021年7月以来能繁母猪存栏去化情况的观察，2022年下半年猪肉价格或将有较大幅度的反弹，养殖业盈利预期升温，或将带动畜牧业相关股票价格上行。
- 俄乌冲突后国际粮价快速上涨，而极端天气多发、生物燃料替代、农资涨价或将进一步助推粮价上涨，未来一到两个季度或逐步传导至国内粮食价格上，或将带动种植业相关股票价格上行。

### ● 新一轮猪周期蓄力，或将带动畜牧业行情



### ● 粮食价格中枢抬升，或将带动种植业超额收益提升

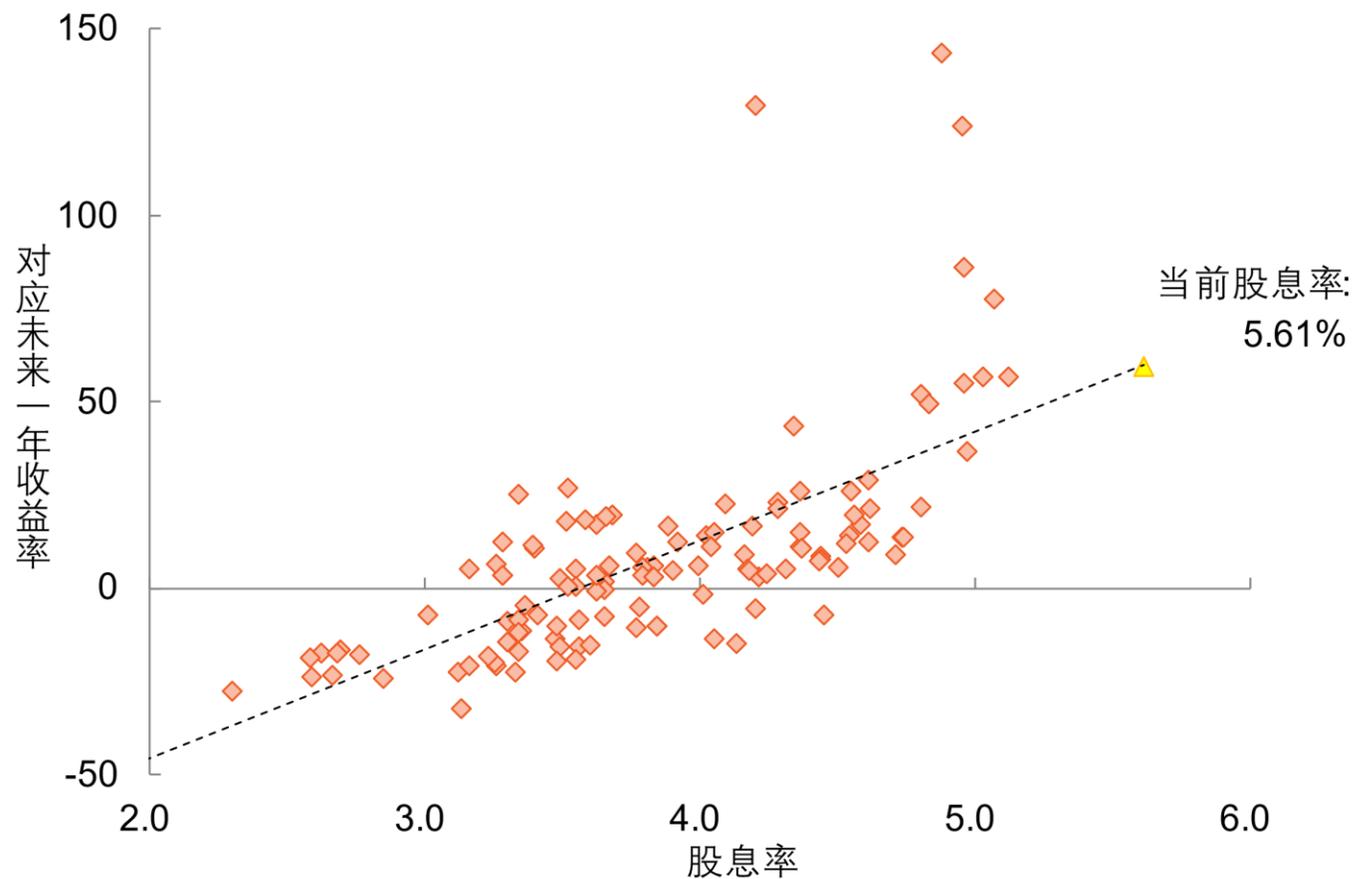


资料来源：Wind, 平安证券研究所

## 4.5 A股市场：布局结构性机会

- 三是，高股息的红利板块预期回报稳定。截止6月17日，中证红利指数股息率达到5.61%，处于历史极端高位，对应着未来一年的下跌概率极低。
- 红利因子的投资回报率相比其他股票板块更稳定，相比债券收益率更具吸引力，具备较高的配置价值。

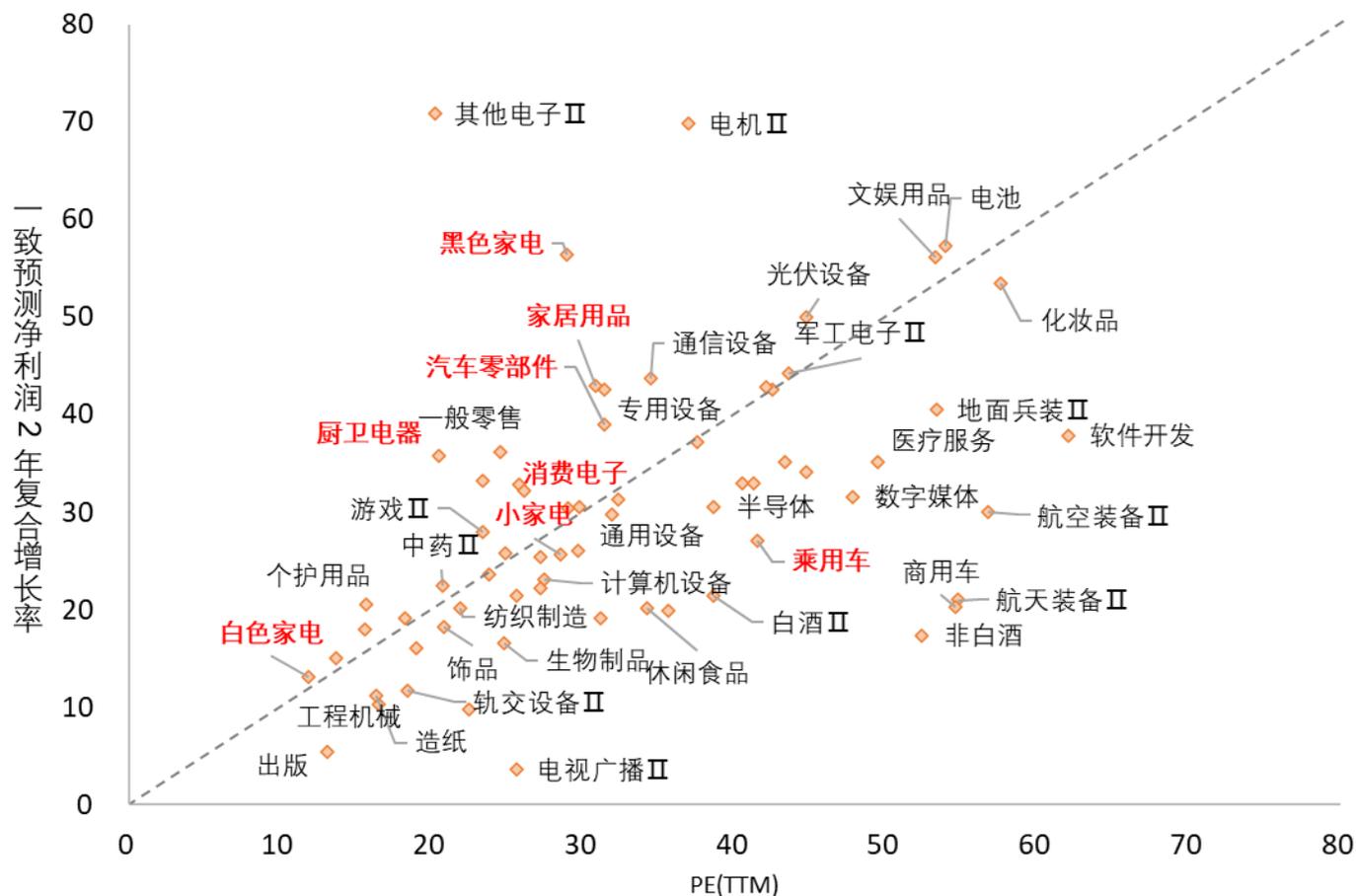
◎ 中证红利指数股息率处于2010年以来的绝对高位



## 4.5 A股市场：布局结构性机会

- 四是，汽车、家电、消费电子等大件消费后续或更多受益于促消费政策。大件消费在商品零售中占比更高，在促进消费方面的效果更佳。5月23日国常会部署稳经济一揽子措施，放宽汽车限购和阶段性减征部分乘用车购置税600亿元，上海、广东、山东等多地也进一步推出地方性补贴政策。
- 往后看，促进家电、消费电子相关绿色消费的措施也有望出台。同时，相关行业当前估值已处于历史较低位置，PEG具备一定的吸引力。

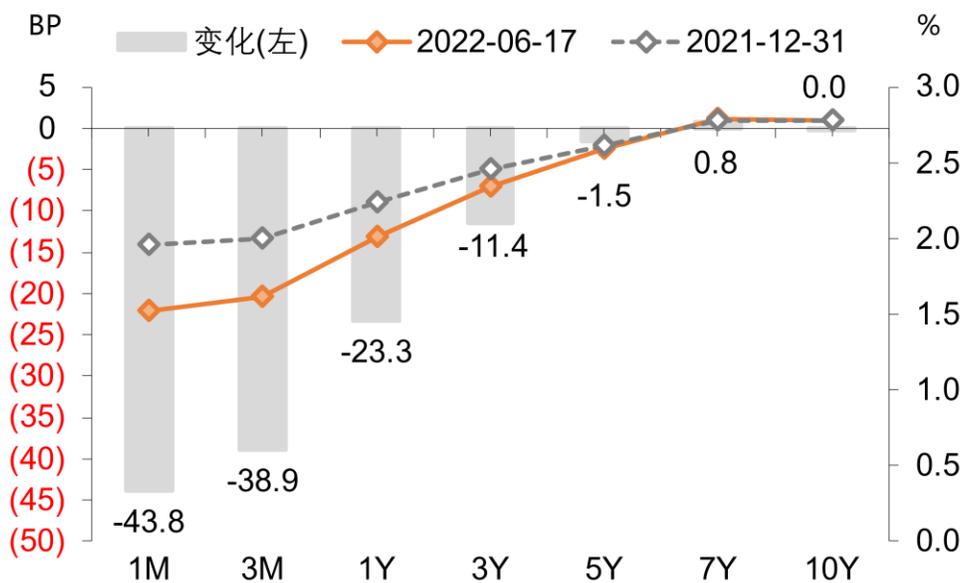
### ◎ 大件消费相关子行业估值业绩匹配度（PEG）较高



## 4.6 国内债市：上半年走势回顾

- 上半年国债收益率曲线陡峭化下移。疫情扰乱国内基本面复苏步伐，“宽信用”迟迟未到，而资金面相对宽松，基本面与资金面对债市较为友好，中短期限利率债明显下行。不过，俄乌冲突影响下，国内输入性通胀压力加大，加之美联储加快紧缩步伐，中美十年期国债利差出现2015年“8·11”人民币汇率改革以来的首次倒挂，物价与外部环境制约长端利率的下行幅度。

◎ 上半年国债收益率曲线陡峭化下移



◎ 中美利差自15年“8·11”汇改以来首次倒挂



资料来源：Wind，平安证券研究所

## 4.6 国内债市：下半年宏观环境并不友好

➤ 展望下半年，宏观环境对于债券市场而言并不友好。



**增长：**经济基本面恢复的方向相对确定，各类“稳增长”政策正积极发力。



**资金：**下半年资金面中枢或逐步回归政策利率。如财政再推增量融资工具，市场资金可能加速回笼。



**通胀：**CPI 通胀上行、PPI 输入性通胀风险仍存，对货币政策降低政策利率仍有掣肘；



**海外：**美联储大概率延续加息缩表，境外投资者或继续减持国内债券。

## 4.6 国内债市：博弈预期差

➤ 不过，相关因素已在中长端利率债中得到较为充分的体现，货币政策也不存在收紧的可能性，这意味着下半年长端利率上行的空间或较有限。债券市场投资者可密切关注**MLF降息**、**美联储紧缩放缓**、**地产“硬着陆”**三大预期差出现的可能性，寻找交易性投资机会。

➤ 回溯历史上的关键点位，下半年10年期国债利率调整的上沿或限于3%附近。若上述预期差演绎，下行或可达2.7%左右，但或较难突破1月下旬2.68%的低点。

一是，**MLF降息再现。**

- 如经济基本面恢复不及预期，输入性通胀压力未再增加，货币政策仍有小幅调降MLF的可能性，或带动国内债市阶段走强。

二是，**美联储紧缩节奏放缓。**

- 如后续美联储加息或缩表节奏慢于预期，美债利率和美元指数或较快回落，有助于缓解国内债市的资金流出压力，提振投资者做多信心。

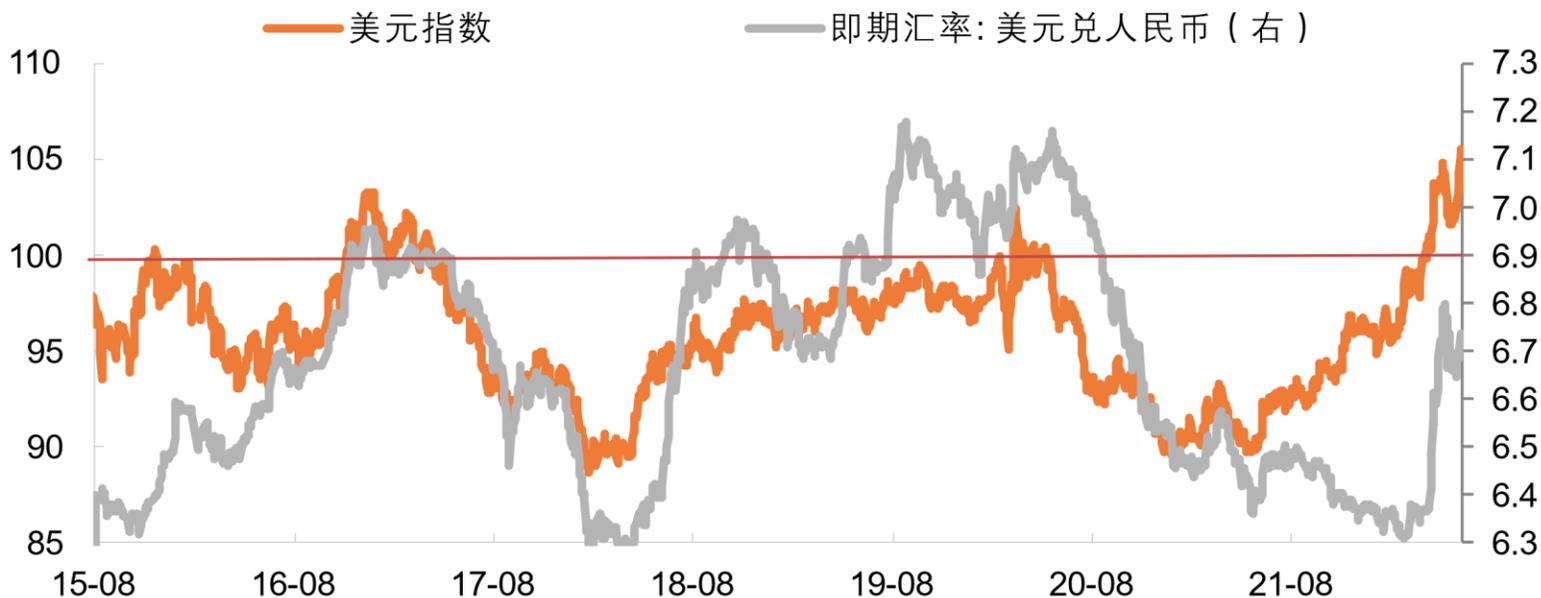
三是，**地产“硬着陆”拖累“宽信用”。**

- 如居民“去杠杆”持续，房地产“销售-拿地-新开工”负面循环难以打破，而政府债并无新增发行计划，社融增速可能较快下滑至10%以下，债券收益率或较快下行。

## 4.7 人民币汇率：年内贬值空间有限

- **美元角度：进一步上冲的动能较为有限。**今年2月以来美元指数加速攀升，是本轮人民币汇率急贬的重要催化因素。此前当美元指数在100以上运行时，美元兑人民币汇率都运行在6.9以上。因此，某种程度上本轮人民币贬值是一个向合理水平回归的过程，是对2021年8月以来“美元强、人民币更强”的非常态的纠正。但下半年，美元指数上冲动能有限，对人民币汇率的影响将趋于弱化。

◎ 美元指数创新高，对人民币汇率形成牵引

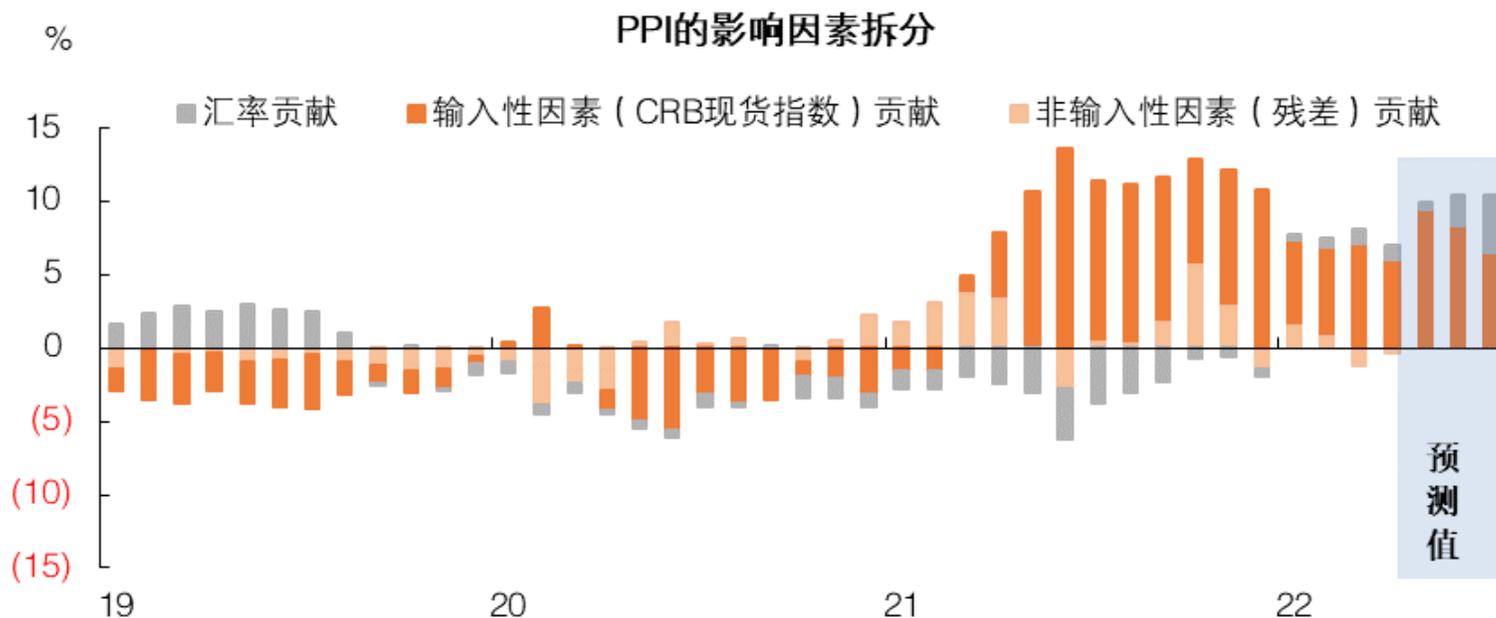


资料来源：Wind，平安证券研究所

## 4.7 人民币汇率：年内贬值空间有限

- 基本面角度：中国经济已过“至暗时刻”。
- 货币政策分化的角度：输入性通胀的掣肘增强。我们估算人民币汇率贬值可能对今年6月及以后的PPI同比产生3个百分点左右的推动，这将明显减缓中国PPI回落的速度；且在粮价、价格传导和新一轮猪周期影响下，下半年CPI同比运行区间或将升高至3%左右。这将使中国货币政策宽松的掣肘增强，限制中美货币政策分化的幅度，在一定程度上减弱人民币贬值压力。

◎ 人民币贬值或将对今年6月及以后的PPI同比产生显著推升



资料来源：Wind，平安证券研究所

## 4.7 人民币汇率：年内贬值空间有限

- **政策调控的角度：年内人民币贬值的上限或已近。**2015年“811”汇改以来，年度人民币振幅最大的是2018年，达11.3%。以此计算2022年年内贬值的顶部在7.02。考虑到2018年中美经贸冲突在年中爆发，美元兑人民币汇率走出了一个“√型”；今年中国面临的国际局势尽管依然错综复杂，但已和2018年“从0到1”的冲击不可同日而语，且近期关于削减对华关税的呼声在美国政府内部有所增强。我们倾向于认为，今年美元兑人民币汇率的振幅很难达到2018年水平，从而年内“破7”的可能性实际上比较小。

### ◎ 当前人民币汇率贬值已接近2015年以来年度最大贬值幅度及振幅



资料来源：Wind，平安证券研究所

## 风险提示

- **1、海外宏观方面**，地缘冲突演化存在不确定性，海外通胀形势可能超预期恶化，海外央行紧缩力度可能更强，由此可能引发海外避险情绪升温，国际金融市场波动加剧。
- **2、国内宏观方面**，疫情风险再度抬头，稳增长政策力度不及预期，房地产市场修复不及预期等。而如原油、粮食或猪肉价格上涨超预期，可能进一步推升CPI通胀风险。
- **3、海外金融市场方面**，若美联储缩表对流动性的影响超预期，美债利率和美元指数可能超预期上行；若海外经济前景超预期恶化，金价或超预期上涨。若原油需求下滑超预期，或原油产能及出口恢复超预期，原油价格可能超预期下行。
- **4、国内金融市场方面**，如“稳增长”与“宽信用”再度受挫，经济超预期下行、或海外金融市场超预期波动等，A股表现或不及预期。若中美经贸冲突加剧，或美元指数进一步上冲，人民币汇率或超预期承压。

## 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

## 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2022版权所有。保留一切权利。