

## 彼消此长

## ——下半年宏观环境展望

### 报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

**下半年宏观逻辑将发生反转。**上半年宏观环境的主要线索有三条，一是国内经济下行压力加大；二是稳增长政策加码；三是美国通胀高企及随之而来的美联储加息预期攀升。三条线索归根结底是一个核心逻辑：中国和美国经济及政策周期的反向。中国经济下行、终端通胀疲软，冲击盈利；美国经济强劲、通胀上行、货币收紧，冲击估值；同时受到美国政策收紧的制约，中国政策也难以完全自由。展望下半年，我们认为中美周期将发生反转：即中国经济触底回升，虽然天花板可能不高但边际向好的方向较为确定；而美国经济下行甚至衰退的压力加大。此所谓“彼消此长”。

**中国经济开始复苏，先快后慢。**国内疫情加大了经济触底的速度和深度，使得未来经济在一个非常低的基数上反弹，这意味着经济边际复苏向上的趋势较为确定，甚至短期之内可能较强劲。不过鉴于未来疫情防控的难度大大增加，经济后续动能可能乏力，下半年经济修复先快后慢。消费和制造业投资受到未来疫情不确定性的影响较大，复苏的空间受限。基建和房地产投资在政策的支持下将出现相对较强的反弹。出口增速长期有下行压力，短期内仍有韧性。

**国内通胀预计有惊无险，政策将继续发力。**我们认为中国 PPI 今年全年都将处于回落的趋势之中。国际大宗商品价格继续上涨的动力不足，而且下半年 PPI 的翘尾下滑非常快，预计中国 PPI 到四季度会回落至 2% 左右。当前中国 CPI 面临“四重压力”：一是 PPI 向核心 CPI 传导的压力；二是国际粮价大涨给中国粮食价格的压力；三是国内猪周期上行给食品价格带来的压力；四是油价居高不下给能源价格带来的压力。我们认为虽然在四重压力之下，中国 CPI 趋于上行，但是年内高点或在 3% 左右，显著高于 3% 的政策目标的风险不大。下半年政策仍将维持较为宽松的环境。宏观审慎政策方面，此前在经济结构转型中调控力度较大的领域都在松绑。财政政策方面，下半年仍会保持较强的支出力度，我们预计下半年可能会有 1.5 万亿-2 万亿的新增特别国债，也有可能提高财政赤字率。货币政策方面，我们预计下半年货币政策将维持宽松，降准降息的空间不大，但仍然存在。

**美国经济下行甚至衰退的压力较大。**经验规律来看，美国长短端国债

利率倒挂是美国经济衰退的重要预警信号。美国历史上 CPI 同比超过 4%、同时失业率低于 5% 的状况发生时，两年内都会陷入经济衰退，这是预警美国经济衰退的又一经验规律。企业端状况来看，美国 ISM 制造业 PMI 指数自去年 3 月份以来持续下行，目前已经回落至以往的均值水平（55 左右）。这反映出的是美国企业景气度逐步下降。同时美国库存周期也已经接近顶部。居民端状况来看，经过了两年“野性消费”之后，目前美国居民的消费能力已经是强弩之末。一是居民实际收入大幅负增长，供应消费的现金流堪忧。二是居民疫情后收到的现金补贴已经消耗殆尽，“直升机撒钱”驱动的消费增长已无法持续。三是居民目前的消费能力需要靠信贷支撑，加息环境下未来风险很大。以上几个因素的综合结果是美国消费者信心指数直线下滑。消费是美国经济的核心驱动力，消费下滑也将导致美国整体经济失去动力。

**美联储加息预期将筑顶。**我们认为美国通胀有望于三季度确认顶部。下半年大宗商品价格继续上涨的动力不足，这意味着通胀自上而下的压力将有所减轻。未来美国消费存在较大的下行压力，所以通胀自下而上的压力也将有所减轻。美联储的鹰派态度何时能够出现边际转变？我们认为需要满足两个条件：第一个必要条件是通胀确认顶部，第二个条件是经济出现比较大的下行压力。在美国通胀确认顶部后，即使尚未回落到很低的水平，美联储的政策也开始关注经济，并在经济下行压力较大时降息呵护。我们预计加息行动会持续到年底。不过对于市场而言，目前最关键的问题不是在于实际加息多少，而是加息预期能否会继续攀升。市场对加息的预期可能在三季度筑顶，只要之后不出现通胀的意外强力反弹，那么全球市场对流动性的恐慌应会逐步缓和。

**下半年资产交易逻辑可能分为三个阶段。**第一阶段是以疫后经济复苏为主线。虽然目前市场上对经济长期前景的分歧较大，但是短期内经济触底回升的趋势是较为确定的。第二阶段是以政策宽松为主线。我们预计年内经济在短期的复苏之后可能动力减弱。届时叠加美联储加息预期筑顶等因素，市场交易逻辑可能转向于政策宽松。第三阶段是以海外经济压力为主线。我们预计四季度之后海外经济压力会更加明显，衰退的概率也会逐步增加，海外市场可能开始对大衰退进行定价，其相关波动也会传导至国内市场。我们预计国内股市环境相对友好。10 年期美债收益率继续上升的空间不大，中债利率低位震荡。美元指数接近顶部，人民币预计三季度反转。三季度将会是配置黄金的较好时段。

**风险提示：**1. 国内疫情出现大规模反弹。2. 美国通胀再度超预期上行。3. 欧美经济衰退提前到来。

## 目录

<b>1. 上半年宏观环境回顾</b> .....	<b>5</b>
<b>2. 中国经济开始复苏，先快后慢</b> .....	<b>6</b>
2.1. 消费爬坡，高度有限.....	6
2.2. 投资要发挥关键性作用.....	8
2.3. 出口长期趋于下行，短期有韧性.....	13
<b>3. 国内通胀预计有惊无险，政策将继续发力</b> .....	<b>15</b>
3.1. PPI 处于继续回落的通道.....	15
3.2. CPI 面临四重压力但不会失控 .....	17
3.3. 下半年政策将继续发力.....	19
<b>4. 美国经济下行甚至衰退的压力较大</b> .....	<b>21</b>
4.1. 两个经验规律指向美国经济衰退.....	21
4.2. 美国企业景气度持续下行.....	22
4.3. 美国居民消费难以为继.....	24
<b>5. 美联储加息预期将筑顶</b> .....	<b>26</b>
<b>6. 大类资产配置建议</b> .....	<b>28</b>
6.1. 国内股市环境相对友好.....	28
6.2. 长期美债收益率上升空间不大，中债利率低位震荡.....	28
6.3. 美元指数接近顶部，人民币预计三季度反转.....	31
6.4. 黄金的配置价值即将到来.....	32

## 图表目录

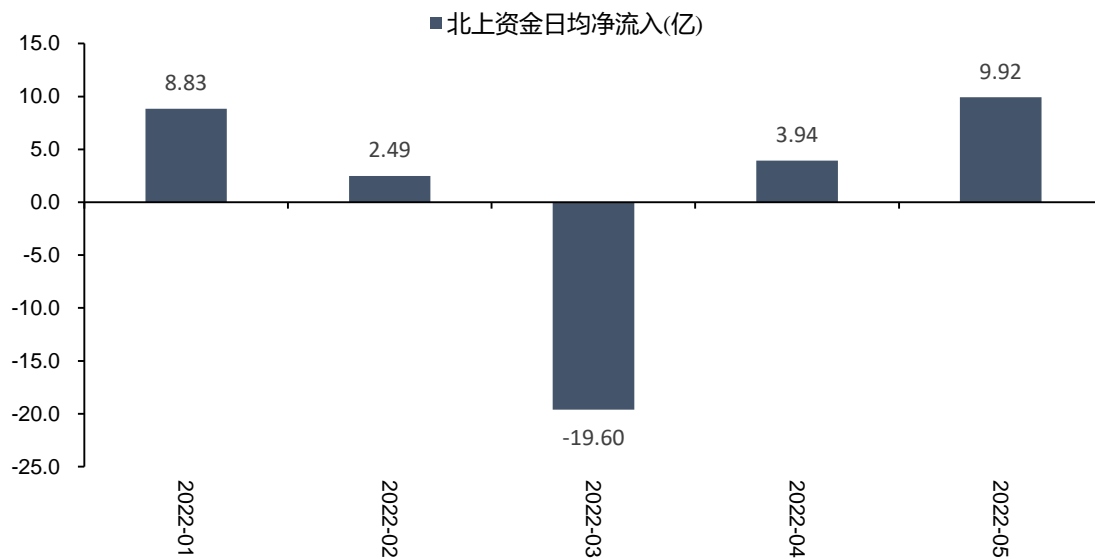
图表 1: 4 月之后外资流出的压力减缓.....	5
图表 2: 疫情后消费复苏的高度显著低于疫情前的趋势线.....	6
图表 3: 疫后居民收入没有对消费产生“天花板效应”.....	7
图表 4: 消费与疫情呈现非常显著的负相关性.....	7
图表 5: 经济压力的年份都是靠投资来拉动经济.....	8
图表 6: 今年中下游企业利润受侵蚀非常严重.....	9
图表 7: 企业对未来预期较差.....	10
图表 8: 今年政府对基建投资的支持意愿非常强烈.....	10
图表 9: 地方政府项目储备较为充足.....	11
图表 10: 政策底距销售底通常有 1-2 个季度的时滞.....	12
图表 11: 疫情虽影响了部分人的购房计划, 但也催生了新需求.....	13
图表 12: 美国大通胀时期正是其进口增速最高的时期.....	14
图表 13: 美国对中国的进口受到加征关税的影响非常明显.....	15
图表 14: 主要经济体 PPI 走势分化.....	16
图表 15: 需求端不支持大宗商品价格持续高位.....	16
图表 16: CPI 与 PPI 的相关性近年来减弱.....	17
图表 17: 中国仍处于产能过剩的阶段.....	17
图表 18: 本次国际粮价上涨对中国影响不明显.....	18
图表 19: 当前中国粮食储备非常充足.....	18
图表 20: 本轮猪周期库存去化不快.....	18
图表 21: 猪价高点可能和 2011 年及 2016 年相近.....	18
图表 22: 国内油价变动幅度低于国际油价.....	19
图表 23: 国内就业问题仍然严重.....	20
图表 24: 历史上美债倒挂后 6-24 个月美国经济会陷入衰退.....	21
图表 25: 美国历史上每一次“高通胀、低失业”的组合均以经济衰退终结.....	22
图表 26: 美国企业景气度持续下行.....	23
图表 27: 本轮美国库存周期达到历史最长扩张时间.....	23
图表 28: 居民实际收入水平是下降的.....	24
图表 29: 美国居民财务状况大幅恶化.....	25
图表 30: 美国居民消费贷款水平达到历史高位.....	25
图表 31: 美国消费者信心指数降至历史最低位.....	26
图表 32: 消费者信心指数对实际消费的指示性很强.....	26
图表 33: 美国消费对通胀有领先性.....	27
图表 34: 美国长期通胀预期没有无序上升.....	27
图表 35: 通胀见顶+经济回落是美联储转变态度的条件.....	27
图表 36: 上游原材料成本对中下游利润的挤压正在减轻.....	28
图表 37: 6 月美联储会议之后市场对加息的预期不升反降.....	29
图表 38: 上一轮缩表对美债收益率的推升作用不持久.....	30
图表 39: 国内经济复苏限制债券利率下行空间.....	30
图表 40: 中美利差深度倒挂限制债券利率下行空间.....	30
图表 41: 美元指数与美国和其它主要国家的利差相关性很高.....	31
图表 42: 人民币对一篮子货币仍有贬值压力.....	32
图表 43: 美国实际利率上升导致金价下行.....	32

## 1. 上半年宏观环境回顾

上半年宏观环境的主要线索有三条，一是国内经济下行压力加大；二是稳增长政策加码；三是美国通胀高企及随之而来的美联储加息预期攀升。对于资本市场而言，国内经济下行影响到企业盈利，稳增长政策影响到国内流动性和盈利预期，美联储加息引起的全球流动性收缩影响估值。上半年还发生了两个重要的“黑天鹅”事件：一是国内疫情大幅反弹；二是俄乌冲突爆发。前者导致国内经济下行压力远超最初的预期，企业盈利也受到很大影响；后者导致全球通胀上行压力远超最初的预期，美联储加息预期因此快速上升，强力打压了全球高估值资产，同时上游原材料价格高企也侵蚀了中下游企业的利润。这两个“黑天鹅”的结果是股市出现“戴维斯双杀”。与此同时，5月份之前国内“稳增长”政策一直较为犹豫，力度不够，不足以扭转急速下滑的市场信心，所以年初至5月股市出现大幅下跌。

4月底的政治局会议前后是较为重要的转折点。第一，国内经济已经跌至谷底，疫情的影响也已被较为充分地计价。第二，美联储加息导致外资流出的压力在2-4月份释放的较为充分，美联储加息预期也已经升至较高位置，对国内的边际影响减弱。第三，在疫情的巨大冲击之下，政策不再犹豫。429政治局会议释放了强力的刺激信号，随后的一系列举措也让大多数市场参与者相信政策真的开始发力了。所以市场在5月开始出现了强力反弹，并且在全球市场连续下跌的背景下走出了“独立行情”。

图表 1：4月之后外资流出的压力减缓



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

回顾上半年的主线，其实上文所述的“三条线索”归根结底是一个核心逻辑：中国和美国经济及政策周期的反向。虽然过去也曾出现过中美经济及政策周期方向的时段，但是反差如此之大几乎是第一次，而且随着多年以来外资的持续流入，美元流动性对国内市场的影响越来越大。所以，中国经济下行、终端通胀疲软，冲击盈利；美国经济强劲、通胀上行、货币收紧，冲击估值；同时受到美国政策收紧的制约，中国政策也难以完全自由。

展望下半年，我们认为中美周期将发生反转：即中国经济触底回升，虽然天花板可能不高但边际向好的方向较为确定；而美国经济下行甚至衰退的压力加大。此所谓“彼消此长”。



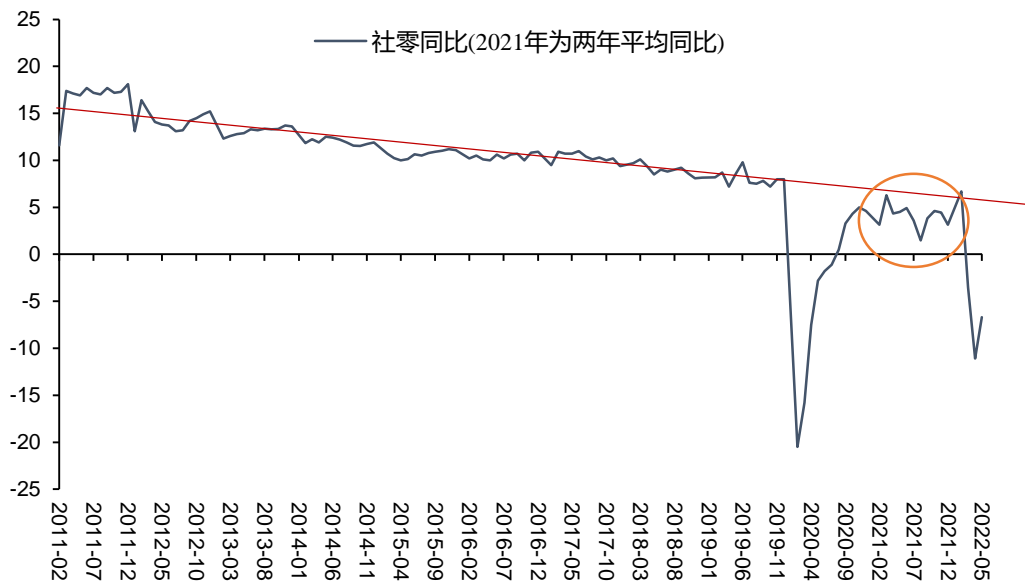
## 2. 中国经济开始复苏，先快后慢

今年中国经济下行的压力主要来自于两方面，一是房地产行业景气度的断崖式下滑；二是新一轮疫情的冲击。4月份之前前者是主要担忧，4月份之后后者是主要矛盾。疫情加大了经济触底的速度和深度，使得未来经济在一个非常低的基数上反弹，这意味着经济边际复苏向上的趋势较为确定，甚至短期之内可能较强劲。不过鉴于未来疫情防控的难度大大增加，经济后续动能可能乏力，下半年经济修复先快后慢。

### 2.1. 消费爬坡，高度有限

十几年以来中国消费增速中枢一直在系统性地下移，不过下行的速度较为稳定。这背后是“新常态”下中国经济和居民收入增速中枢的下行。2020年疫情爆发之后，消费虽然迅速反弹，但是两年来其高度明显低于疫情前的趋势线，显示出疫情后消费复苏始终乏力，这和西方国家强劲的消费需求形成鲜明的对比。

图表 2：疫情后消费复苏的高度显著低于疫情前的趋势线

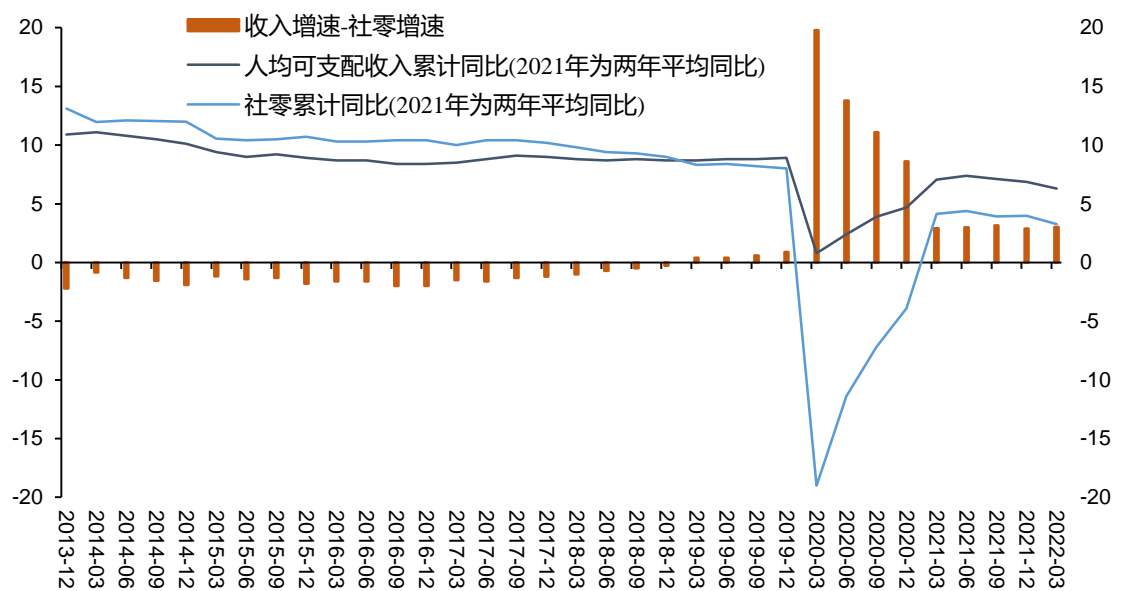


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

疫后消费复苏为何乏力？普遍认为有两个原因：一是疫后经济增速不高，居民收入的下降从根本上削弱了居民的消费能力，限制了消费复苏的空间。二是疫情的持续反复使很多消费场景始终没有完全恢复。

我们认为后者是主要原因，即影响居民消费的主要因素还是疫情，而非收入。虽然疫情后居民收入增速有所下降，但是消费增速下降的幅度远远大于收入下降的幅度。过去十年中，在2019年之前，居民消费增速大多数时间高于收入增速1-2个百分点，这背后是中国经济从投资向消费转型的过程中居民消费率的提升、储蓄率的下降。2019年居民收入增速高于消费增速，但幅度不大。而在疫情之后则出现了居民收入增速远高于消费增速的情况，即使除去2020年的数据，2021年（两年平均同比）及2022年一季度（当季同比）收入增速高于消费增速的幅度始终在3个百分点左右。所以我们认为疫情后居民收入对消费并没有产生明显的“天花板效应”。

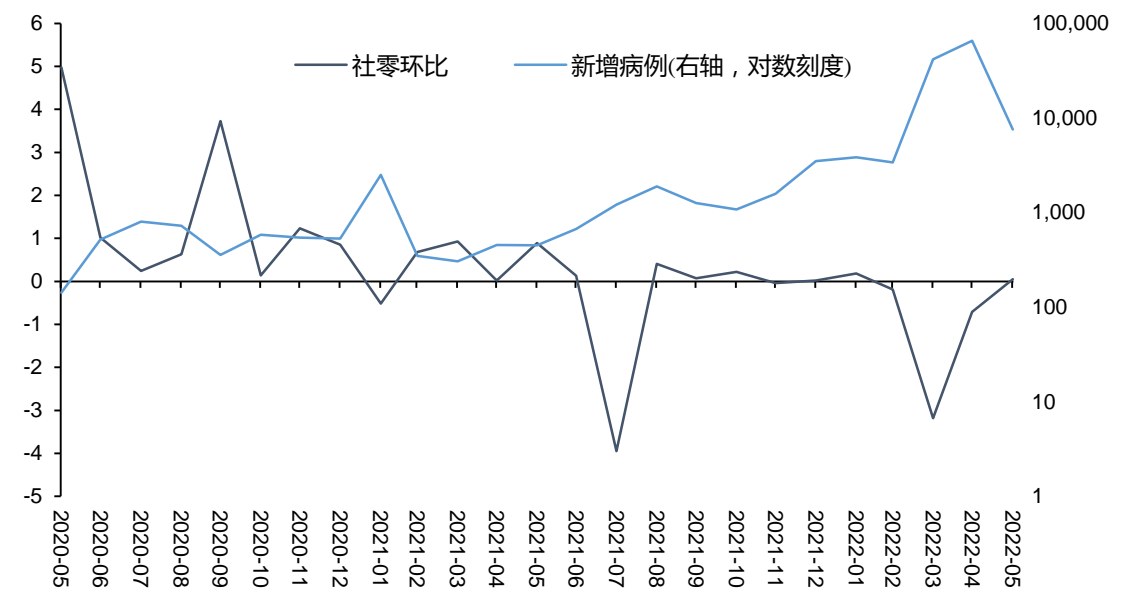
图表 3: 疫后居民收入没有对消费产生“天花板效应”



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

而疫情的走势和消费的相关性则非常显著。2020年以来疫情出现过多次反复, 历次疫情反弹几乎都对应对应着消费环比的明显下降, 疫情好转也均对应着消费的反弹。从2021年下半年以来, 疫情防控的难度加大, 新增病例出现系统性抬升, 对应着消费环比增速也降至0附近。所以我们认为疫情仍是主导未来消费复苏路径的核心因素。所以, 随着疫情防控取得阶段性成果, 消费必定能出现较为强劲的反弹。我们预计6-7月份消费都将处于较快复苏的阶段。

图表 4: 消费与疫情呈现非常显著的负相关性



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

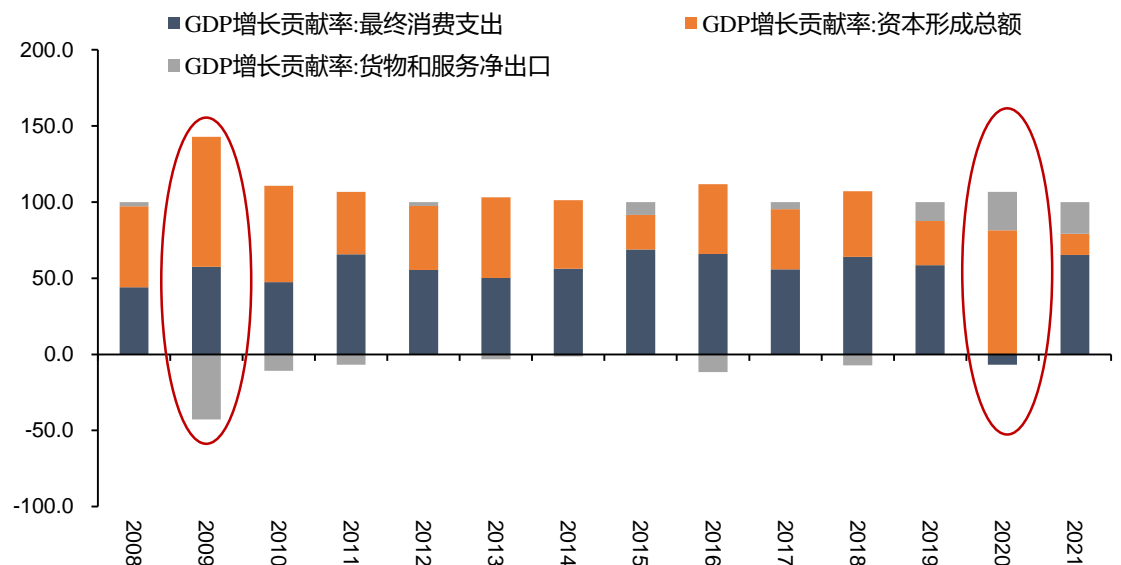
但我们对消费复苏的最终高度仍不乐观。由于当前病毒的隐匿性和传播性大大增强, 疫情防控难度极大, 疫情防控对消费产生的“天花板效应”不可忽视。近期各地对外来人员的防控

要求明显提升，出现单个病例即封城的地区也逐渐增加，这都会对消费造成很大负面影响。市场对疫情爆发的地区的消费冲击有较为充分的预期甚至高估，但是可能会低估疫情常态化防控对各地消费的影响。以北京为例，5月份北京防控力度大大加强，社零同比下降25.7%，这一降幅容易理解。但相比之下，4月份时北京没有出现明显的疫情反弹，疫情防控也只是在下旬出现了小幅的加码，而北京4月份社零消费同比降幅也已经达到了16.1%。可以看出疫情常态化防控对消费的负面影响就已经很大。未来随着病毒清零难度加大，疫情常态化防控对消费的冲击可能会更大。所以我们认为今年消费复苏的天花板不高，不宜有过高期待。

## 2.2. 投资要发挥关键性作用

投资是中国逆周期调节的主要发力方向。在经济压力比较大的年份，比如2009年、2020年，可以明显看到投资对经济增长的贡献率大大提升。今年也是经济压力很大的年份，消费受到疫情影响上升空间有限；出口由外需决定，不受国内主观意愿的掌控；只有投资可以发挥的空间较大。429政治局会议中指出，“发挥有效投资的关键作用”。下半年投资也将是拉动经济的主要力量。

图表5：经济压力的年份都是靠投资来拉动经济



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

### 2.2.1. 制造业投资弱复苏

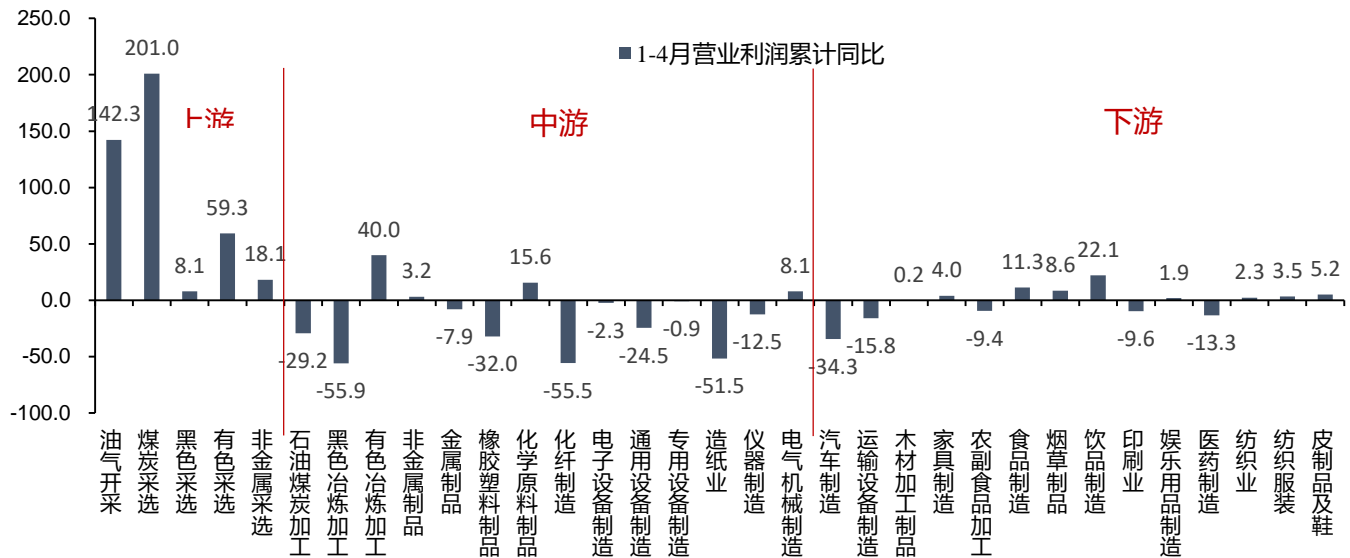
制造业投资具有比较明显的顺周期特征，在经济下行压力较大的今年注定难有太亮眼的表现。决定制造业投资走势的因素主要有两个：一是企业的现金流状况，二是企业对未来经济的预期。

企业的现金流状况受两个因素影响：一是过去一段时间企业自身的盈利状况，二是企业融资的难易程度。企业盈利方面，去年强劲的出口拉动了很多制造业企业的利润，制造业全年营业利润同比增长34%，这还是在2020年全年基数不算低的情况下实现的。所以去年及今年年初制造业投资都有高增长的动力。今年情况有所不同，由于国际大宗商品原材料价格高企，上游采矿业受益非常明显，前四个月营业利润累计同比接近150%。而终端消费始终疲软，所



以中下游制造业企业难以将价格向下传导，只能被迫承受成本的抬升，利润被侵蚀的十分严重，制造业企业前四个月营业利润同比下降 8.3%，这将制约未来制造业企业投资的能力。不过今年流动性环境相对较好，央行连续降准降息及一些结构性政策将促进部分企业的信用扩张，尤其是新能源等国家战略新兴产业受到政策支持力度较大。所以**高端制造业将有明显的相对优势，传统制造业压力较大。**

图表 6：今年中下游企业利润受侵蚀非常严重

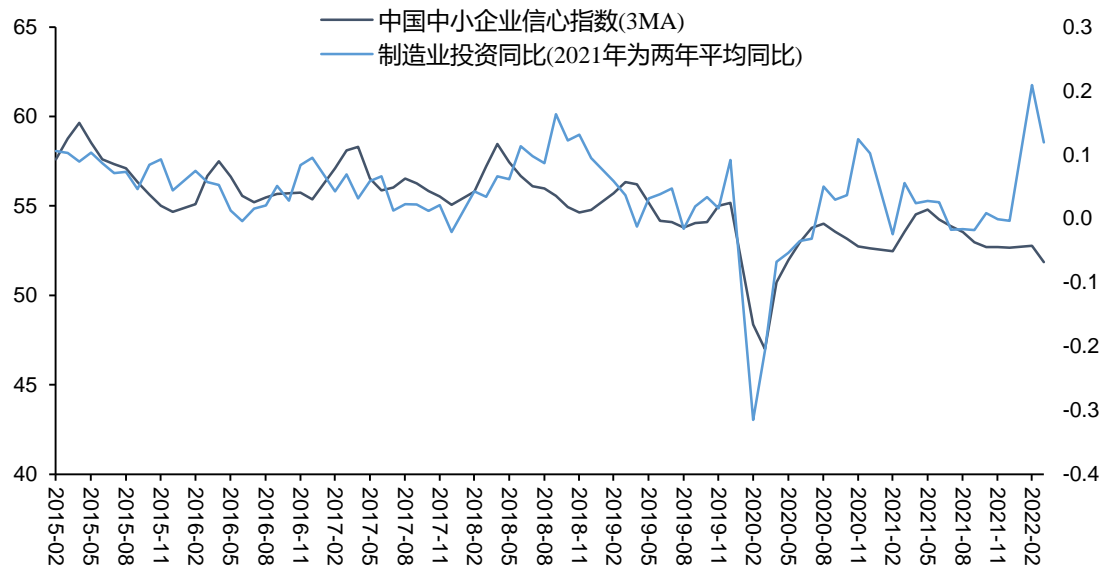


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

**疫情影响下企业对未来的经济预期较差。**今年中国经济面临三重压力：需求收缩、供给冲击、预期转弱，我们认为其中“预期转弱”是最核心的矛盾，尤其是新一轮疫情爆发之后，预期转弱的状况愈发严重。当前疫情防控难度加大，随时可能发生的封城使得企业无时无刻不面临着生产中断、物流阻隔或订单流失的风险，这种不确定性之大甚至是过去几十年中都不曾有过的。所以目前制造业企业很难对未来有明确的预期，这对于企业投资意愿的打击非常大。

综合来看，我们认为今年制造业投资复苏的力度可能相对较弱，高技术制造业优于传统制造业。全年制造业投资增速预计下降至 6%-8%。

图表 7: 企业对未来预期较差



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

### 2.2.2. 基建投资有望加力

基建投资是典型的逆周期调节工具，今年也将成为拉动经济的重要力量。决定基建投资的因素主要有三个：一是政府的意愿；二是项目储备是否充足；三是资金到位是否充足。

今年政府对基建投资支持的程度是近年来罕有的。429 政治局会议指出“全面加强基础设施建设”，这是多年以来在首次在重要会议上如此强调基建发力。今年重要的国务院和各部委会议也始终强调基建投资的重要性，并做出了较为详细可行的部署。毫无疑问今年政府对基建投资支持意愿非常强烈的。

图表 8: 今年政府对基建投资的支持意愿非常强烈

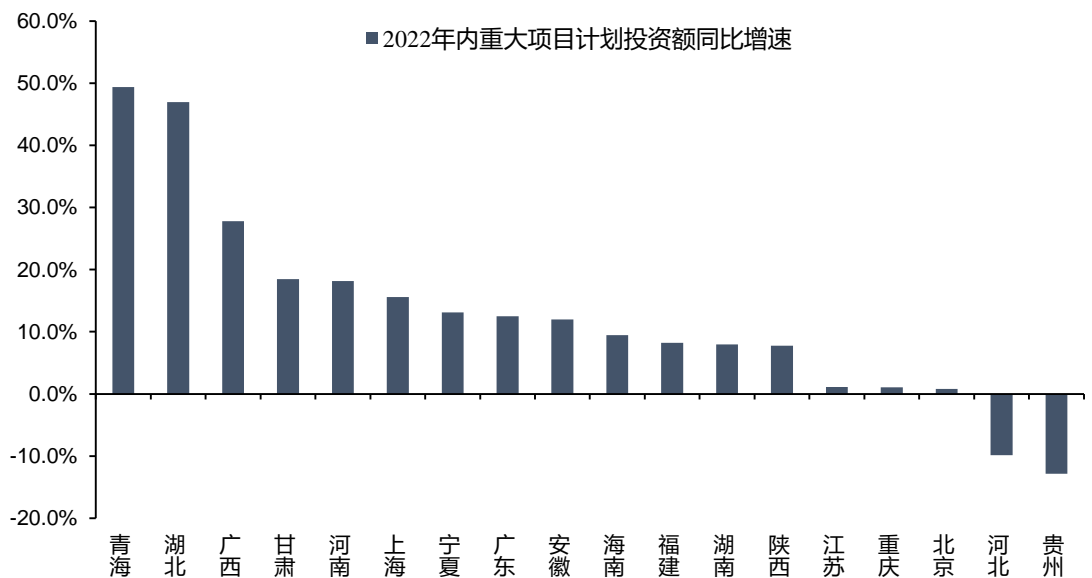
部门/会议	时间	政策内容
国务院常务会议	2022/6/1	调增政策性银行 8000 亿元信贷额度，并建立重点项目清单对接机制。
国务院办公厅	2022/5/25	推动 REITs 健康发展。鼓励采用 PPP 模式盘活存量资产。
国务院常务会议	2022/5/23	6 方面 33 项具体措施，专项债 8 月底前基本使用到位，支持范围扩大到新型基础设施。
中共中央办公厅、国务院办公厅	2022/5/6	发布《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，到 2025 年，以县城为重要载体的城镇化建设取得重要进展
中共中央政治局会议	2022/4/29	全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，全面加强基础设施建设。
中央财经委员会第十一次会议	2022/4/26	聚焦五大领域的基础设施，提出拓宽长期资金筹措渠道，加大财政投入。
中国人民银行	2022/4/18	支持地方政府适度超前开展基础设施投资，依法合规保障融资平台公司合理融资需求。
国务院常务会议	2022/3/29	决定新开工一批条件成熟的水利工程，提高水资源保障和防灾减灾能力。
住建部	2022/3/11	提出到 2025 年，装配式建筑占当年城镇新建建筑的比例达到 30%，全国新增建筑太阳能光伏装机容量 0.5 亿千瓦以上，地热能建筑应用面积 1 亿

		平方米以上。
政府工作报告	2022/3/5	用好政府投资资金，带动扩大有效投资，适度超前开展基础设施建设。中央预算内投资安排 6400 亿。
国家能源局	2022/3/2	到 2030 年，将规划建设风光基地总装机约 4.55 亿千瓦。
交通部	2022/2/28	2022 年预计将新增铁路新线 3300 公里以上，新改扩建高速公路 8000 公里以上，新增及改善高等级航道 700 公里以上，新增颁证民用运输机场 8 个。
水利部	2022/2/25	力争 2022 年完成 20 项以上重大水利工程竣工验收。
国家发改委	2022/1/18	适当超前开展基础设施投资，加快推进十四五规划 102 项重大工程项目。
国家统计局	2022/1/17	适度超前开展基础设施投资等政策正在发力。
国务院常务会议	2022/1/10	加快推进 102 项重大工程项目和专项规划重点项目实施。加快落实地方政府专项债券资金。深化投资项目审批制度改革。

资料来源：太平洋证券研究院整理

今年政府储备的基建项目也相对充足。统计局最近表示，“从先行指标看，1—5 月份，新开工项目个数同比增长 26.1%，新开工项目计划总投资增长 23.3%，投资项目（不含房地产开发投资）到位资金增长 18.4%，有利于投资规模持续扩大。下阶段，要加快推进重大项目开工建设，加快发行使用地方政府专项债，撬动引导社会投资，积极扩大有效投资，促进投资平稳增长。”数据中可以看出今年基建项目较去年有较大幅度的增长。从各地政府的数据来看，有 18 个省份公布了 2022 年年内重大项目投资额规划，总额度较去年同比增长 9.9%，反映出项目储备较为充足。

图表 9：地方政府项目储备较为充足



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

政策支持下基建的资金也在逐步到位。虽然今年地方政府财政收入压力较大，土地出让收入也大幅减少，但是政策对基建资金的支持也大大加强。一方面，央行指导商业银行加大对基建项目贷款的支持力度，有助于基建项目融资。另一方面，财政部要求地方政府专项债在 6 月底之前发放完毕，8 月底前基本使用完毕。这显然是为了下半年新的财政政策留出空间。我们认为明年专项债额度提前发放、增发特别国债及提高财政赤字率都是较为可能的政策手段，

其中相当一部分增量资金将投向基建项目。所以基建投资的资金来源也有保障。综合来看我们认为今年基建投资的增速有望达到10%。

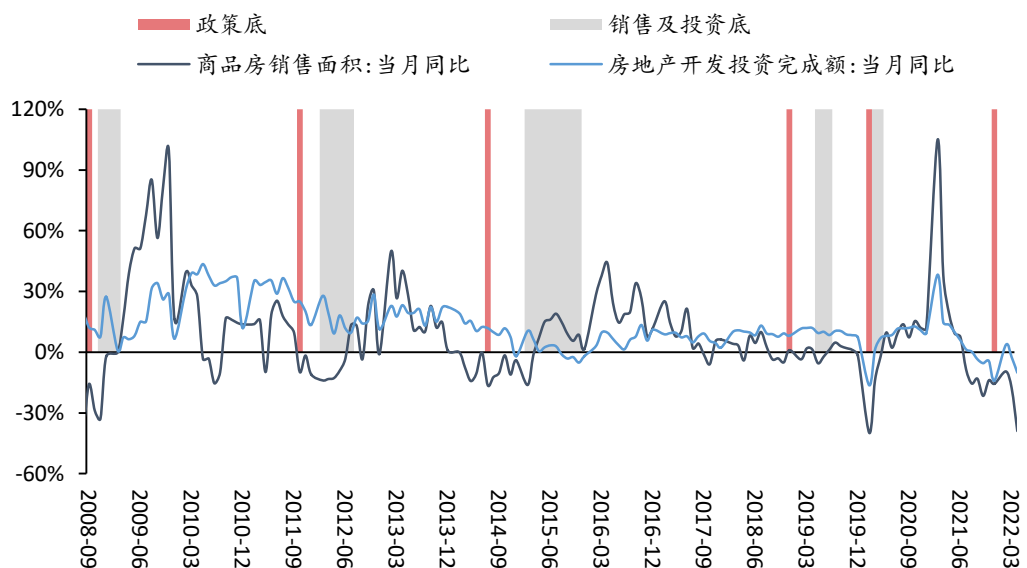
### 2.2.3. 房地产行业企稳回升

房地产行业景气度从去年下半年开始大幅下行，今年对经济的拖累更加明显。房地产行业的低迷体现为供需两弱。供给方面，由于“三道红线”政策出台之后房企融资环境大幅恶化，房企信用问题频发，购置土地的意愿也大大降低。需求方面，去年各地非常严格的调控政策伤及到刚需，今年经济下行的背景下居民购房意愿也走弱，同时疫情爆发导致部分地区实地看房受阻。

去年11月份开始房地产调控政策已经松动，12月份政治局会议和中央经济工作会议标志着**房地产政策全面趋松**。但是一方面此前房地产政策过严，而后转弯过快，使得很多地方政府观望情绪较为浓厚，政策宽松力度不足。另一方面本轮房地产周期下行的压力前所未有，既有短周期的因素，也有长周期的因素；既有需求的因素，也有供给的因素；既有经济下行带来的悲观预期，也有疫情的短期冲击。众多原因交织在一起，非强力政策不能救市。所以最初政策力度远远不够，无法阻止房地产行业的自由落体式下滑。

回顾2008年、2011年、2014年和2018年几轮房地产政策系统性放松的经验，从政策底到商品房销售的底部通常有1-2个季度的时滞，房地产开发投资的底部通常再滞后一个季度。以**去年12月份为本轮房地产周期的政策底**，则**今年二季度应出现销售底**。今年4月份的疫情加速了这一过程，5月份销售数据已经边际回升，6月高频数据显示商品房销售继续回暖。我们认为今年4月即为本轮房地产周期的需求底。房地产投资数据虽然在5月份边际改善，但是施工面积仍在下降，投资底有待于进一步确认。**我们认为房地产投资在年中或三季度企稳回升的可能性较大。**

图表 10：政策底距销售底通常有 1-2 个季度的时滞

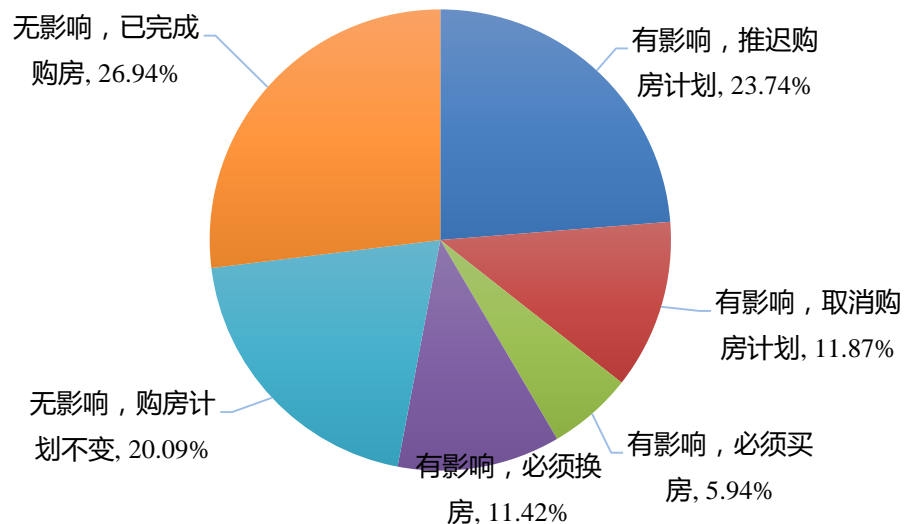


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

疫情是否会影响居民的收入及对未来的预期，以至居民整体购房意愿大幅降低？**我们认为疫情对居民的购房意愿和计划会有影响，但是不足以改变商品房销售改善的大趋势。**根据克尔

瑞在 5 月份发布的调研报告，疫情的确影响了很多人的购房计划，有接近 12% 的人群取消了原本的购房计划。不过更多的人只是推迟了购房计划，并未取消。而且值得注意的是，有很多人（17.36%）因为疫情反而产生了买房或换房的计划，因为疫情期间的居家隔离使得很多人感受到了当前房屋的狭小，尤其是和父母同住的人群。所以整体来看疫情对于居民购房意愿的负面影响未必有市场预想的大，我们认为未来商品房销售将延续上行趋势。

图表 11：疫情虽影响了部分人的购房计划，但也催生了新需求



资料来源：CRIC 调研，太平洋证券研究院

### 2.3. 出口长期趋于下行，短期有韧性

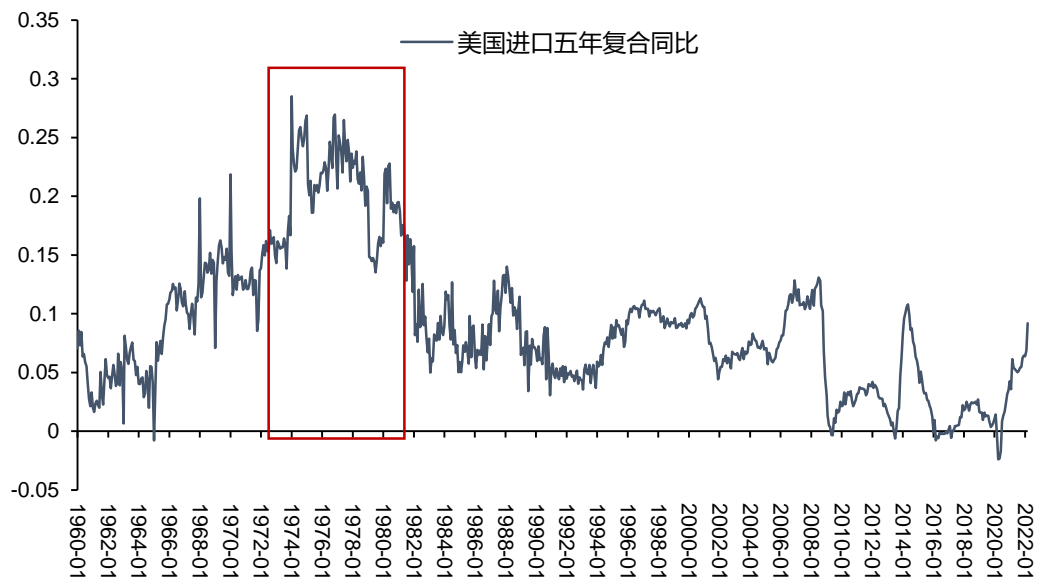
2020 年疫情之后中国出口一直保持较强劲的势头，尤其是去年以来，虽然市场上对出口的悲观预期越来越强，但实际出口始终保持很高的增速，今年出口增速也仅在 4 月份疫情冲击最严重的时期出现了短暂的下行，而后 5 月即大幅反弹。我们认为从长期来看，中国出口的增速的确趋于下行，但是短期之内还能保持较强的韧性，而且在欧美发生实质性衰退之前，即使下行也不会是断崖式的。

市场对于长期出口增速将下行的趋势不存在太大的分歧，因为全球经济已经见顶回落，而通胀也有望触顶回落。不过对于短期的出口形势存在较多争论。

从历史经验来看，滞胀期发达国家往往增加进口而非减少进口。以美国为例，回顾 20 世纪 60 年代以来的进口增速，可以看到 70 年代“大通胀”时期正是美国历史上进口增速最高的时期。即虽然滞胀期美国经济很不景气，但是进口仍然保持了较高的增速。当前宏观环境和上世纪 70 年代有较强的相似性，都面临着滞胀的压力，很多人因此认为滞胀将导致外需走弱，对应着中国出口下行，不过历史经验已经表明事实并非如此。一方面，发达国家滞胀产生的重要原因在于供给不足，而解决国内供给问题的重要手段是扩大进口，而非缩小进口。另一方面，滞胀期价格因素也是促使名义进口高速增长的原因。而且，通常进口的下行滞后于本国经济的下行。海外各国的进口即对应我们的出口，综合以上几个原因，我们认为中国出口在短期内仍有韧性，不会过快失速。



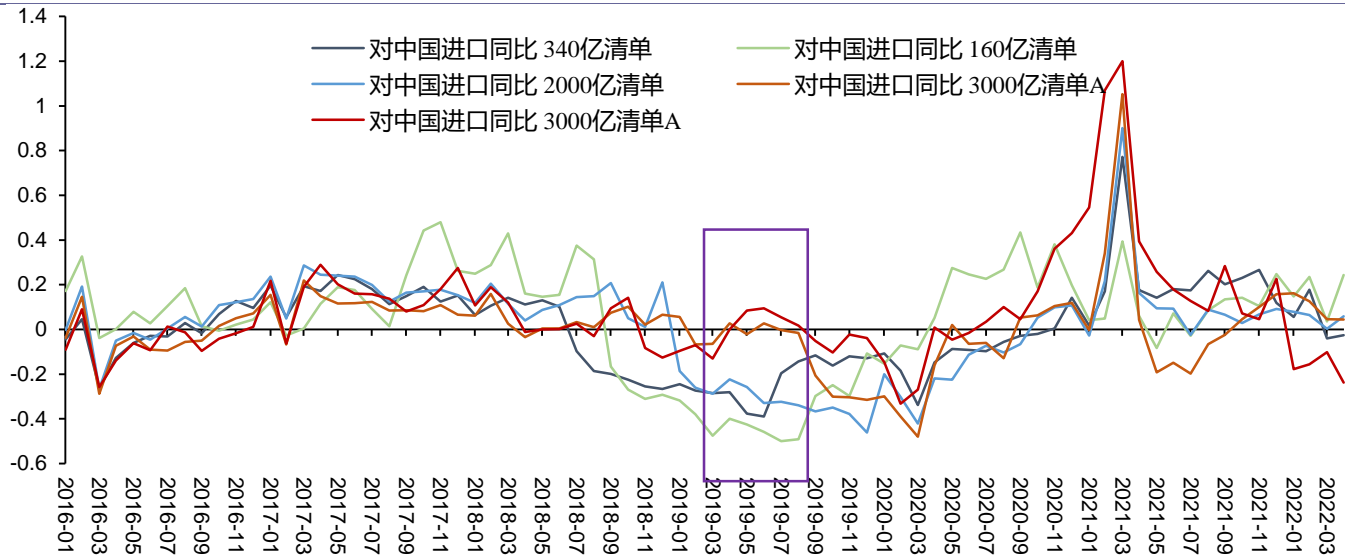
图表 12: 美国大通胀时期正是其进口增速最高的时期



资料来源: OECD, 太平洋证券研究院

此外, 如果下半年美国对华削减关税, 也将对中国出口产生结构性的推动作用。近期美国多个官员都表示正在考虑取消对华加征的关税, 以缓解美国国内的通胀压力。2018 年中美经贸摩擦开始以来, 美国对中国进行了数次关税加征, 针对的商品总规模分别为 500 亿美元 (分为 340 亿美元和 160 亿美元两批次)、2000 亿美元和 3000 亿美元 (分为 1400 亿美元和 1600 亿美元两批次)。至今为止, 500 亿美元清单和 2000 亿美元清单的商品仍然加征了 25% 的关税; 3000 亿美元清单 A 加征了 7.5% 的关税, 3000 亿美元清单 B 没有加征关税。我们统计了美国自中国进口的每个清单中的商品总额, 以比较各清单中的商品在关税加征前后的进口额变化。可以看到各清单的关税加征开始之后, 美国自中国进口的该清单中的商品总额均出现了大幅下滑, 最大幅度约同比下降 50%。其中 3000 亿美元清单 A 由于加征税率较低, 下滑幅度也相对低; 而 3000 亿美元清单 B 由于没有加征关税, 所以没有出现明显的增速变化。这种结构性差异表明美国对中国加征的关税对中国相应产品的出口确实造成了非常严重的负面影响。但同时也意味着, 如果美国对中国取消部分或全部加征的关税, 对相应的商品出口应有非常明显的提振。

图表 13: 美国对中国的进口受到加征关税的影响非常明显



资料来源: USTR, USITC, 太平洋证券研究院

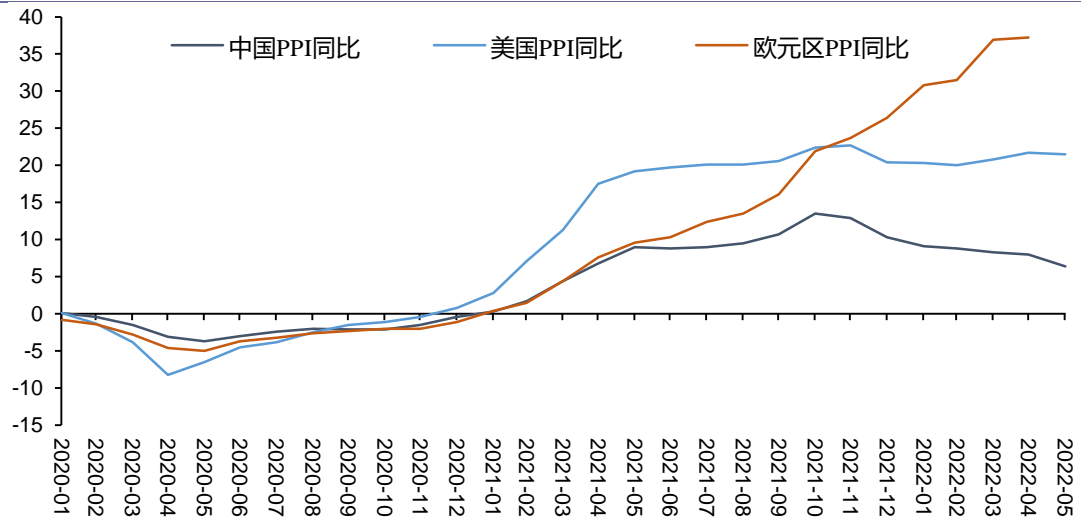
### 3. 国内通胀预计有惊无险，政策将继续发力

年初市场对国内通胀并无很大担忧，即使公认猪周期会重启，但普遍不认为通胀会成为主要矛盾。不过近期市场对通胀担忧的声音越来越多。引发这一变化的主要有两个原因：一是国际油价高位震荡，俄乌冲突的背景下未来也存在较大不确定性；二是国际粮价上涨的问题得到越来越多的关注。我们认为这些变化的确增加了下半年国内通胀的不确定性，但是**预计 PPI 和 CPI 都将处于可控范围之内，有惊无险。**

#### 3.1. PPI 处于继续回落的通道

全球各国 PPI 的同步性通常较高，因为 PPI 走势受到大宗商品原材料价格影响非常明显，而大宗商品是全球定价的。不过去年四季度以来中国、美国、欧洲几个主要经济体的 PPI 走势不尽相同。**欧元区 PPI 持续飙升，美国 PPI 高位震荡，中国 PPI 高位回落，背后反映出了不同的运行逻辑。**欧元区受到俄乌冲突的冲击最为严重，能源价格完全失控。美国自身资源相对充沛，受到能源价格冲击的程度弱于欧洲，但是旺盛的终端消费需求导致各行业 PPI 普遍较高。中国 PPI 去年三季度起受到国内能耗双控政策及海外大宗商品价格输入性通胀的影响而上升，但是终端消费需求疲软，PPI 的上升仅集中在上游行业，未有明显扩散，所以整体 PPI 随着国内保供稳价政策的推进而快速回落。

图表 14: 主要经济体 PPI 走势分化

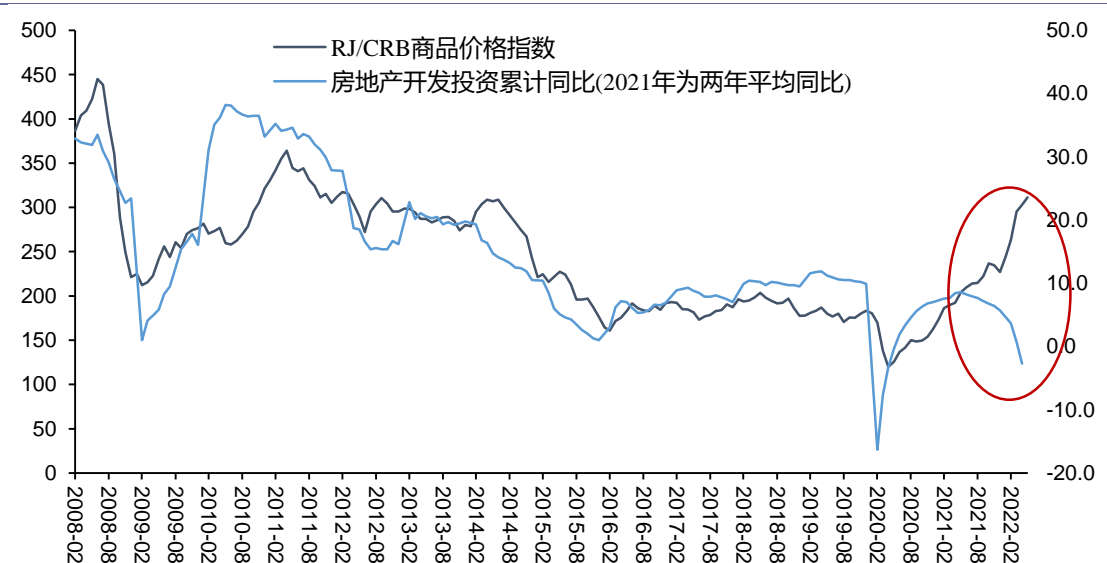


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

我们认为中国 PPI 今年全年都将处于回落的趋势之中。

首先, 我们认为国际大宗商品价格继续上涨的动力不足。拉动国际大宗商品价格的主要需求端有两个, 一是中国的房地产, 二是发达国家尤其是美国的消费。以往大宗商品价格和中国房地产投资增速的走势基本一致, 而去年下半年以来发生了明显的背离。这一方面是发达国家消费需求非常旺盛, 一定程度上弥补了因中国房地产下滑而消失的需求, 另一方面是供给端出现了严重的缺口, 尤其是在俄乌冲突之后演变成了主要矛盾。展望下半年, 供给缺口可能在较长时间内存在, 但目前来看冲击最严重的时期大概率已经过去。而发达国家的消费预计会出现较快下滑, 即使中国房地产能够企稳回升, 全球总需求也是趋弱的。大宗商品边际上能再上升的空间有限。

图表 15: 需求端不支持大宗商品价格持续高位



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

其次，下半年 PPI 的翘尾下滑非常快，因为去年下半年基数上升很快。我们预计下半年在大宗商品价格涨幅有限的前提假设下，中国 PPI 到四季度会回落至 2% 左右。

### 3.2. CPI 面临四重压力但不会失控

当前中国 CPI 面临“四重压力”：一是 PPI 向核心 CPI 传导的压力；二是国际粮价大涨给中国粮食价格的压力；三是国内猪周期上行给食品价格带来的压力；四是油价居高不下给能源价格带来的压力。回顾历史经验，农产品与工业品的价格共振往往会导致中国出现巨大的通胀压力，而今似乎所有方面的压力都再度显现。这就不难理解为何央行近期把通胀的矛盾也摆在很重要的位置上。

我们认为虽然在四重压力之下，中国 CPI 趋于上行，但是年内高点或在 3% 左右，显著高于 3% 的政策目标的风险不大。

第一，PPI 向 CPI 传导的力量很弱。我们回顾近 20 年来 PPI 与 CPI 的相关关系，发现在 2015 年之前 PPI 和 CPI 的相关性很强，相关系数达到 0.7。而 2015 年之后二者相关性大大减弱，相关系数甚至为负，达到 -0.2。我们认为主要有两方面原因。一是近些年来中国经济增速中枢下移，需求端始终较为疲软，尤其是消费增速下降更为明显。终端消费需求的趋势性下行使得下游厂商难以提价，只能被迫承受成本端的波动，从 PPI 到 CPI 的传导效果减弱。二是中国此前长期的“重投资、轻消费”造成了严重的产能过剩，2015 年之后中央提出供给侧结构性改革，从此供给成为了影响 PPI 的核心因素，需求的影响力相对减弱，所以 CPI 对 PPI 的拉动力也减弱。根据国际标准，一个产业的产能利用率低于 80% 即为产能过剩，低于 75% 即为严重产能过剩。中国工业整体产能利用率近年来始终在 80% 以下，今年一季度降至 75.8%，其中制造业产能利用率为 75.9%。这反映出中国整体工业产能仍是过剩的，所以 PPI 向 CPI 的传导不易发生。

图表 16: CPI 与 PPI 的相关性近年来减弱



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 17: 中国仍处于产能过剩的阶段

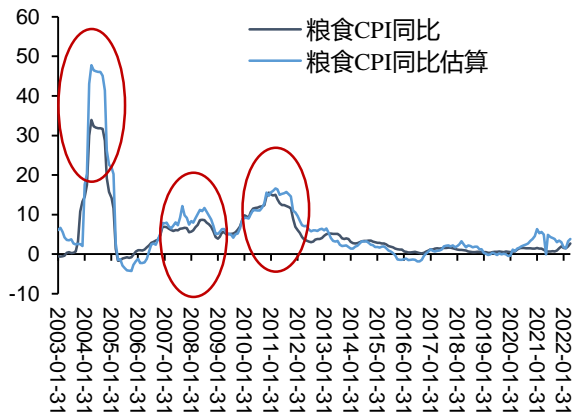


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

第二，国际粮价上涨给中国粮食 CPI 的压力有限。中国也曾出现过“粮食危机”，且是 CPI 上行的重要推手。2004 年、2007-2008 年和 2010-2011 年都出现过“粮食危机”，且与国家粮价走势密切相关。当前国际上小麦、玉米、大豆、稻谷的价格均已达到或逼近历史高位。主要生产国 PPI 的大幅上行也导致农业原料成本大幅上涨，所以今年全球范围来看粮食压力确实很大。不过中国口粮的构成之中大米占主要部分，其次是小麦。而目前中国大米基本自给自足，今年未有减产，且储备量非常充足，和以往几次“粮食危机”时期的低储备量的情况截

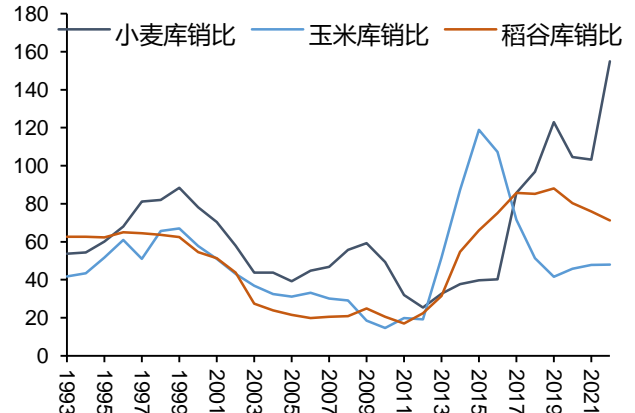
然不同。我们用国内三大主粮的市场价格来拟合粮食 CPI 走势，可以看出今年国内粮食通胀压力确实不大。从三大主粮的库销比数据来看，前几次“粮食危机”时期正是对应库销比最低的时期，而当前小麦和稻谷（大米）的库销比都处于历史高位，安全垫很高。所以今年国内粮食价格受国际粮价冲击相对较小，尤其是大米几乎没有受到影响，这是国内粮价能够保持稳定的原因。

图表 18：本次国际粮价上涨对中国影响不明显



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

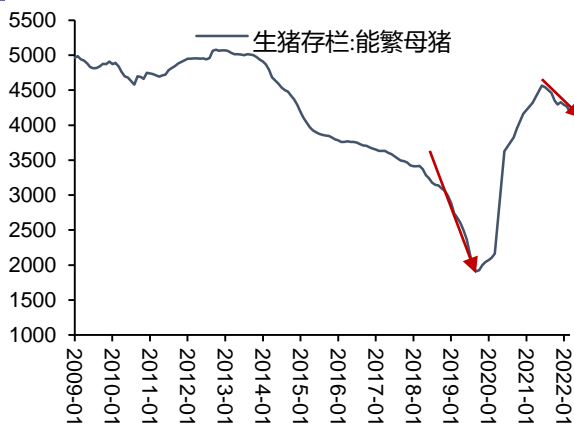
图表 19：当前中国粮食储备非常充足



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

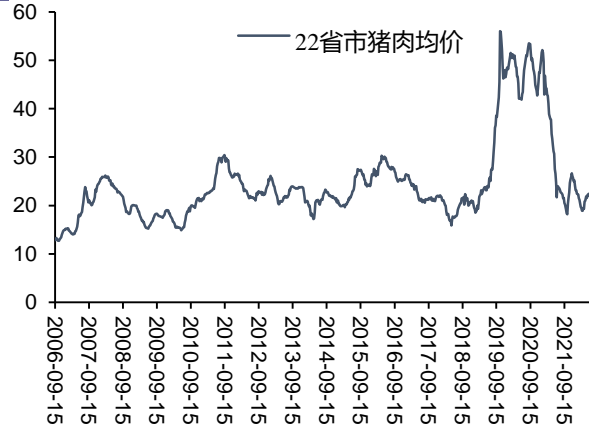
第三，本轮猪周期将显著弱于上一轮。2018 年-2019 年由于非洲猪瘟带来的强力去产能，2019 年出现了史无前例的“超级猪周期”。相比之下本轮去产能则很温和，能繁母猪存栏量目前仍远高于前几年的水平。本轮猪周期高点可能和 2016 年及 2011 年高点相当，假设猪肉价格上涨至 2016 年及 2011 年的高点，则相对于目前的水平而言，给 CPI 带来的拉动效应约为 0.6 个百分点。

图表 20：本轮猪周期库存去化不快



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 21：猪价高点可能和 2011 年及 2016 年相近



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

第四，油价给 CPI 带来的边际抬升有限。目前布伦特原油价格已经超过 120 美元/桶，中国成品油调价机制是在国际油价低于 40 美元/桶及高于 130 美元/桶之时不再调整，即国内成品油价格存在“天花板”效应，而目前价格已经接近“天花板”，未来国内成品油价格上涨空间不大。即使不考虑“天花板效应”，我们测算油价对 CPI 的影响系数约为 1%-2%。目前国际市场上各机构对油价最高的预测约为 150 美元/桶。假设未来油价达到这一高点，则给中国 CPI 带



来的拉动效应仅为 0.25-0.5 个百分点。

图表 22：国内油价变动幅度低于国际油价



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

综合以上考虑，PPI 对 CPI 的传导效应较弱；国际粮价上涨对国内粮食 CPI 拉动效果不大；猪肉及油价即使达到高点，对 CPI 的拉动效果仅为 1 个百分点左右，且二者很难同时达到高点。加之下半年 CPI 翘尾因素会显著下降，所以我们认为年内 CPI 显著高于 3% 的可能性不大，预计高点即在 3% 左右。

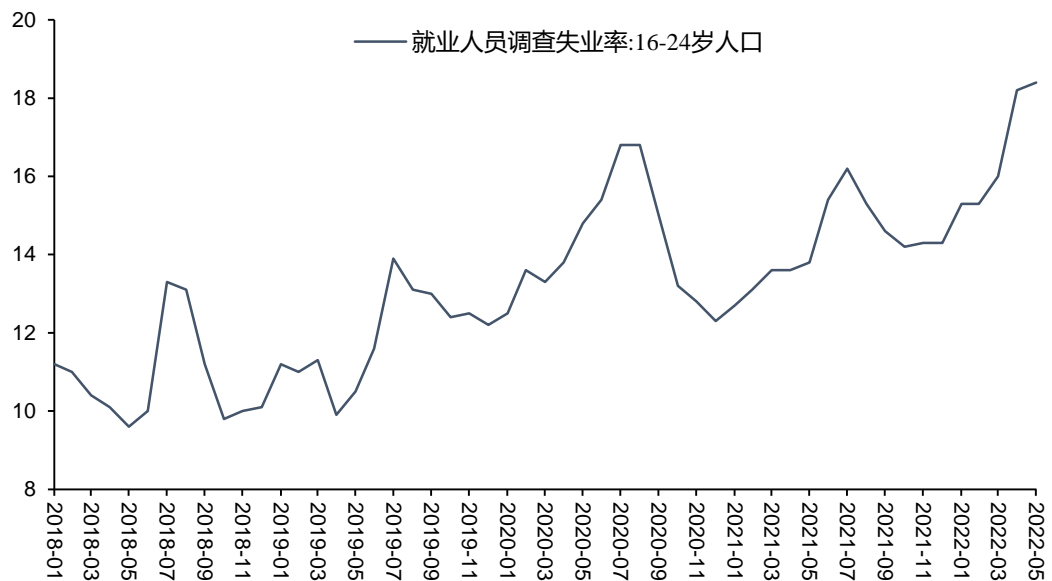
### 3.3. 下半年政策将继续发力

国内经济已经在 4 月份触底回升，政策是否会像 2019 年和 2020 年一样在经济超预期复苏之后快速收紧？我们认为这一可能性不大，下半年政策仍将维持较为宽松的环境。

第一，如前文所述，虽然国内经济正在复苏，但是后续动力会减弱。尤其是在未来疫情形势还存在不确定性的背景下，为了彻底扭转企业和居民的悲观预期，政策力度的持续性需要高于以往周期。

第二，目前国内就业压力仍大。5 月份 16-24 岁人群失业率并未随经济复苏回落，而是继续上升 0.2 个百分点至 18.4%。而且这一数值可能尚未达到最高点。通常国内年轻人失业率会在 7 月份毕业季达到高点，这意味着今年 16-24 岁人群的失业率的高点可能会在 20% 左右，这是一个巨大的社会问题。为了稳住就业，下半年政策对经济的支持力度不会减弱。

图表 23：国内就业问题仍然严重



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

第三，今年是二十大召开的年份，经济和社会的稳定尤其重要。而且各地领导班子换届后往往会出于对政绩的追求而倾向于短期内加强政策力度。

第四，我们认为今年国内通胀“有惊无险”，不足以促进政策收紧。

政策发力有以下着力点：

**宏观审慎政策方面**，此前在经济结构转型中调控力度较大的领域都在松绑。房地产政策的放松不会在短时间内结束。本轮房地产周期下行幅度之深前所未有，房地产行业过热的情况不会很快到来，而房地产调控政策也将吸取此前的教训，避免过快转向。平台经济等领域的政策转向也将具备较强的持续性。一方面，平台经济此前的整改已经取得了一定的预期效果；另一方面，平台经济的发展对于稳定就业也非常重要。强力打压的阶段已经过去。

**财政政策方面**，我们预计下半年仍会保持较强的支出力度。财政政策是今年稳增长的主要发力点。我们预计下半年可能会有1.5万亿-2万亿的新增特别国债，也有可能提高财政赤字率，以保证财政支出的力度。财政支持的主要方向一是对受疫情冲击的企业和居民进行纾困，二是用于基建投资，三是可能用于发放消费券来刺激消费等。

**货币政策方面**，我们预计下半年货币政策将维持宽松，降准降息的空间不大，但仍然存在。由于美联储加息和通胀风险的影响，目前来看中国政策利率调整的可能性相对较低，降息的空间在于LPR加点的下调，这可能需要配合降准来降低商业银行的资金成本，所以降准降息的可能性仍然存在。不过在MLF不变的情况下，LPR调降的幅度预计不会很大。

## 4. 美国经济下行甚至衰退的压力较大

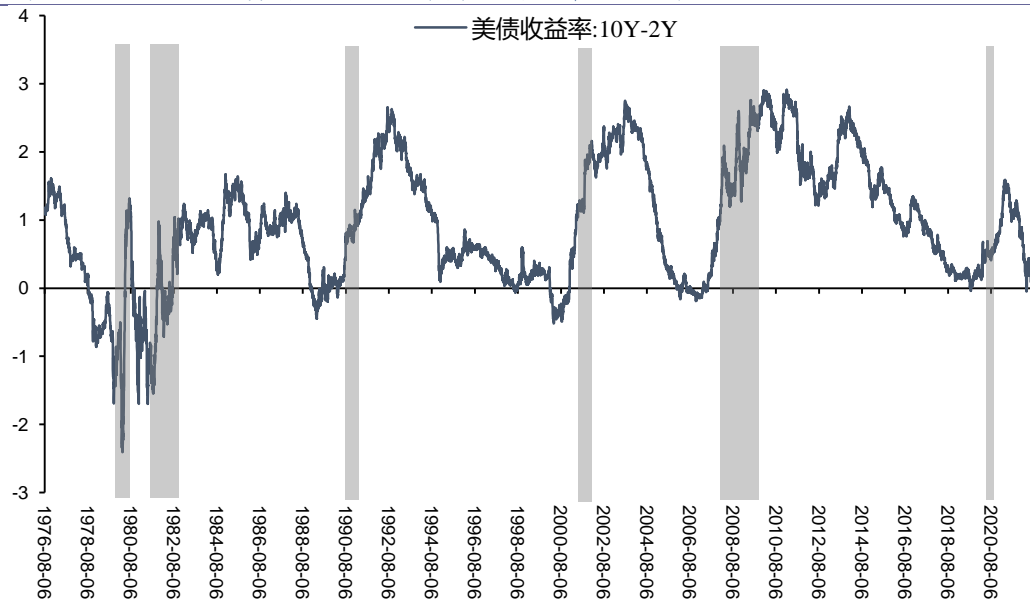
得益于疫后强力的财政和货币政策刺激，美国经济在 2020 年二季度经历了短暂的衰退后保持了较为强劲的复苏势头。这是美国通胀高烧不退的基本面支持，是美联储大幅加息的底气所在，也是美元指数持续走高的动力。但我们认为美国经济目前已现疲态，下半年下行速度将加快，同时衰退的概率也在增加，这将对全球资产价格产生巨大影响。下面我们将从经验规律、企业端状况和居民端状况几个角度来分析美国经济的压力。

### 4.1. 两个经验规律指向美国经济衰退

美国长短端国债利率倒挂是美国经济衰退的重要预警信号。4 月初美国 2 年期和 10 年期国债收益率出现倒挂，第一次发出预警。而后由于美联储缩表等原因，美债收益率重新变陡。相对而言，美联储加息对短期利率的推升作用更加明显，缩表对长期利率的推升作用更强。随着缩表的影响被市场较为充分地计价，而加息预期持续攀升，6 月中旬 2 年期和 10 年期美债再次倒挂。倒挂两度发生，反映出这一结果并非市场交易的偶然因素所致，而是背后有较强的市场预期推动形成。

美债 2 年期与 10 年期倒挂在历史上对美国经济衰退的指示作用从未出错。一方面，长短端利率倒挂反映出当前利率水平过高或加息预期过强，而长期经济前景较弱，即经济实际状况无法支撑当前过高的利率水平。另一方面，长短端利率倒挂也会使得商业银行“借短贷长”的盈利模式出现问题，从而抑制信贷扩张，对经济产生负面影响。而且作为全球资产定价之锚，美债收益率倒挂本身也会扰乱金融定价系统，造成金融系统不稳定。经验规律上，美国 2 年期和 10 年期国债收益率倒挂之后的 6-24 个月内美国经济会出现衰退。

图表 24：历史上美债倒挂后 6-24 个月美国经济会陷入衰退



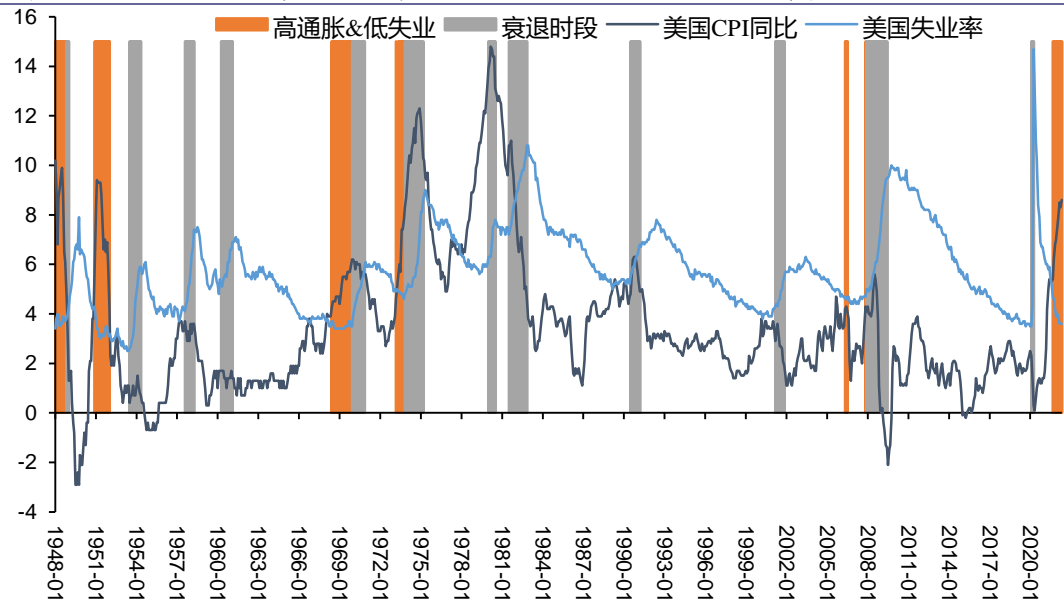
资料来源：Wind, NBER, 太平洋证券研究院

美国历史上 CPI 同比超过 4%、同时失业率低于 5% 的状况发生时，两年内都会陷入经济衰退，这是预警美国经济衰退的又一经验规律。美国前财长萨默斯及其它很多学者都曾论述过此问题。美国从去年 9 月就已经进入这一状态，当前 CPI 同比更是已经达到 8.6%，而失业率

低至 3.6%，预示着美国经济陷入衰退的风险很大。

“高通胀、低失业”的组合对经济的内生损害很大。低失业率意味着美国企业招聘工人并不容易，因为市场上的闲置劳动力较少，尤其是在当前劳动参与率恢复很慢的情况下。而高通胀率则使得工人对薪资的要求更高，容易促成薪资——通胀的螺旋式上升。在美国所有企业成本中，劳工成本占据 2/3 以上，所以劳动力成本的上升对企业的负面冲击很大。而且这种冲击是不均衡的，资本密集型的企业可能会受益于高通胀，而劳动密集型的企业则会受到严重的负面影响，沃尔玛一季度业绩“爆雷”就是源于劳工成本的上升。经济的严重失衡就是衰退的导火索。美国历史上每一次“高通胀、低失业”的组合均是以一场经济大衰退来终结。

图表 25：美国历史上每一次“高通胀、低失业”的组合均以经济衰退终结

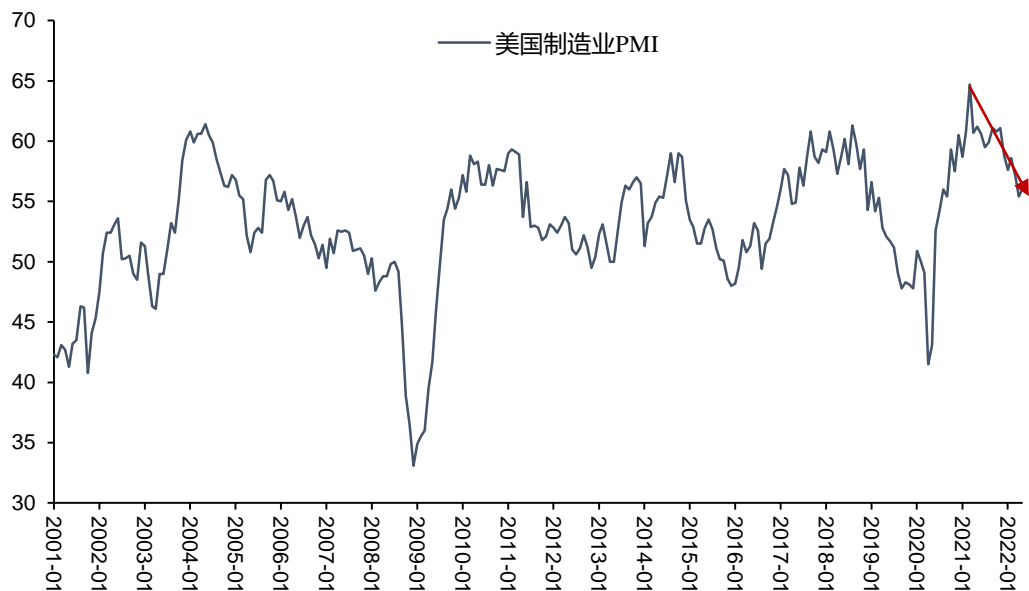


资料来源：Wind, NBER, 太平洋证券研究院

#### 4.2. 美国企业景气度持续下行

美国 ISM 制造业 PMI 指数自去年 3 月份以来持续下行，目前已经回落至以往的均值水平（55 左右）。这反映出的是美国企业景气度逐步下降。历史经验来看，每次美国经济陷入衰退的前 1-2 年可以观察到 PMI 指数的高位回落。当然 PMI 指数下滑只是美国经济衰退的必要不充分的条件，不过鉴于此次美国经济衰退的概率较大，二者的时间差是可以参考的。PMI 指数的走势暗含着美国经济衰退的时点可能在明年年初。

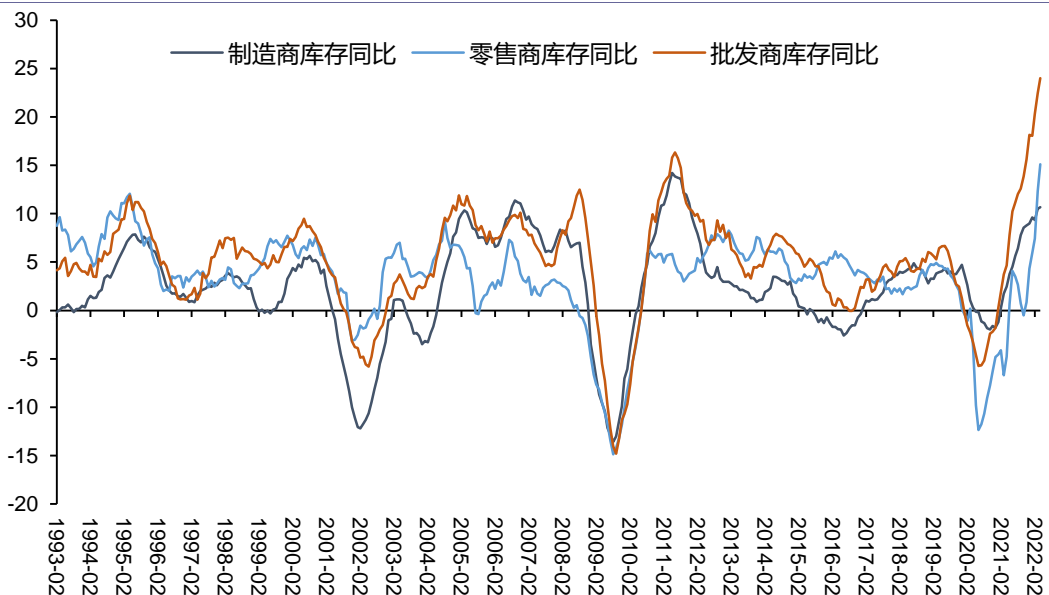
图表 26：美国企业景气度持续下行



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

判断美国企业景气度的另一个角度是库存周期的位置。目前美国制造商、零售商和批发商的库存都已经达到很高的位置，后续下行的可能性较大。从2020年7月库存增速触底回升以来，美国库存周期已经持续了近两年的扩张，这是以往库存周期的最长扩张时间。经验规律和美国总需求开始下滑的事实都不支持美国库存周期能够继续扩张。有观点认为目前美国库存较高的原因是价格因素，“实际库存”未必高。但是库存周期的规律从来都不曾剔除价格因素，即价格本身也是库存周期规律的一部分。美国名义消费下行的趋势下，名义库存的扩张也将缺乏动力。

图表 27：本轮美国库存周期达到历史最长扩张时间



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

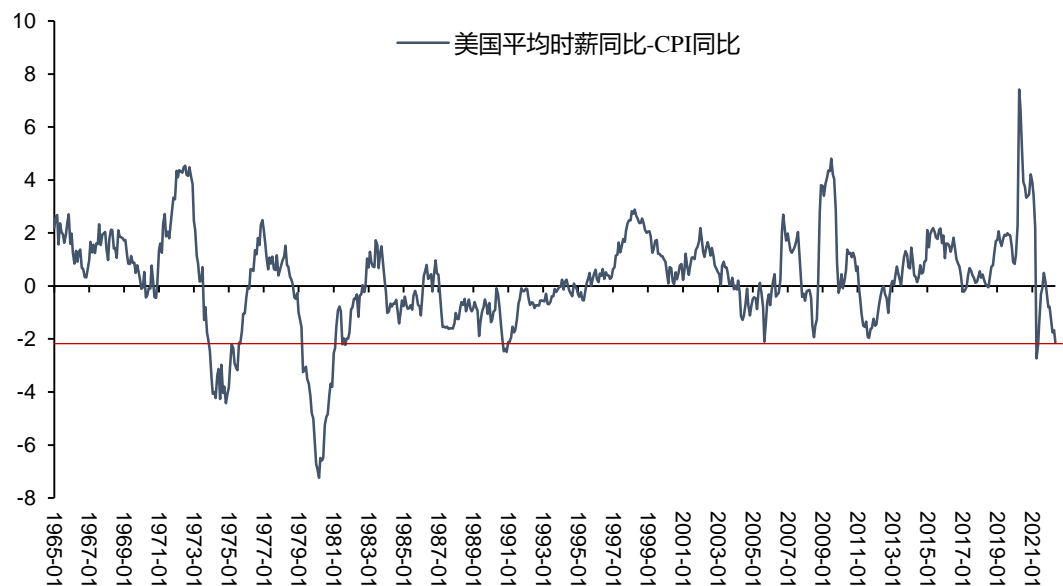


### 4.3. 美国居民消费难以为继

2020年新冠疫情大衰退之后美国居民消费强劲反弹。支撑消费的核心力量是美国财政政策对居民直接的现金补贴及失业金补贴。美国分别在2020年3月、2020年12月和2021年3月对居民进行了大规模的现金补贴，其总额达到GDP的4%左右，大幅提升了居民的消费能力。但是经过了两年“野性消费”之后，目前美国居民的消费能力已经是强弩之末。

首先，美国居民实际收入大幅负增长，供应消费的现金流堪忧。美国当前工人平均薪资水平涨幅不低，但是通胀上行幅度更大，使得居民实际收入是下降的。通胀严重侵蚀了居民的购买力，所以当前的收入水平难以支撑消费持续增长。

图表 28：居民实际收入水平是下降的



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

其次，美国居民疫情后收到的现金补贴已经消耗殆尽，“直升机撒钱”驱动的消费增长已无法持续。美国三轮财政补贴的直接结果是居民储蓄水平的大幅上升，储蓄率达到历史高位，支撑了两年来消费的高速增长。而现在美国居民储蓄率已经大幅下降至十几年来来的最低水平，这也是上世纪50年代末有该数据统计以来除了本世纪初房地产泡沫时期外的最低值。这意味着此前的财政现金补贴已经完全消耗，且疫情前的储蓄也已被大量透支，美国居民的财务状况大幅恶化。

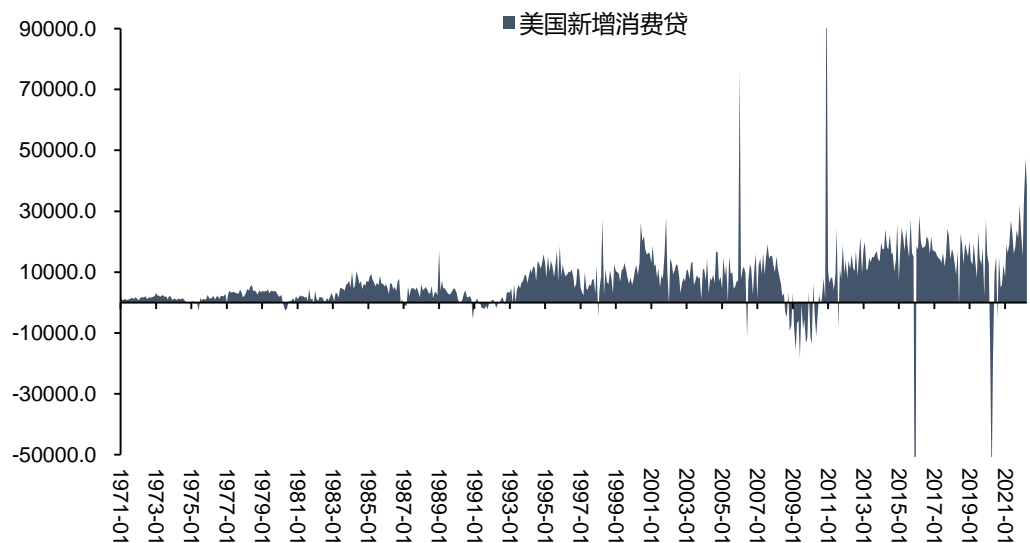
图表 29：美国居民财务状况大幅恶化



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

**美国居民目前的消费能力需要靠信贷支撑。**近几个月美国新增的消费贷款处于历史上的高位水平，即居民举债消费的规模大大增加。我们认为这背后埋藏了较大的风险。第一，前文中的数据已经表明，目前美国居民实际收入和存量储蓄的状况都不佳，所以消费贷款的增加很可能不是因为居民出于对未来的乐观预期而扩张信贷，而是现金流紧张之后的被动举债。第二，美国利率水平正在快速抬升，而居民信用卡利率是和短期利率挂钩的，未来还贷压力将迅速增加，这将会显著抑制居民消费能力，甚至造成大规模信用风险。

图表 30：美国居民消费贷款水平达到历史高位

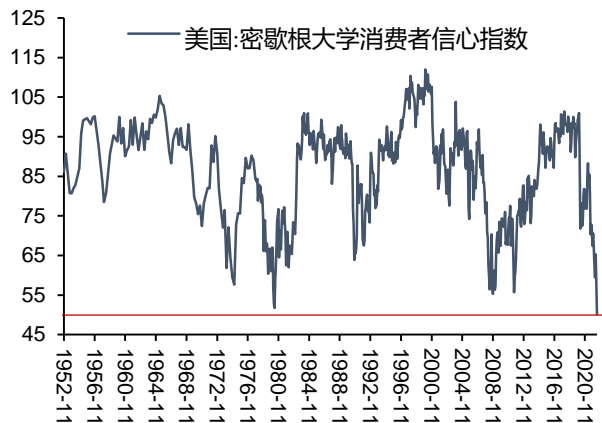


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

以上几个因素的综合结果是美国消费者信心指数直线下滑。最新数据显示美国密歇根大学消

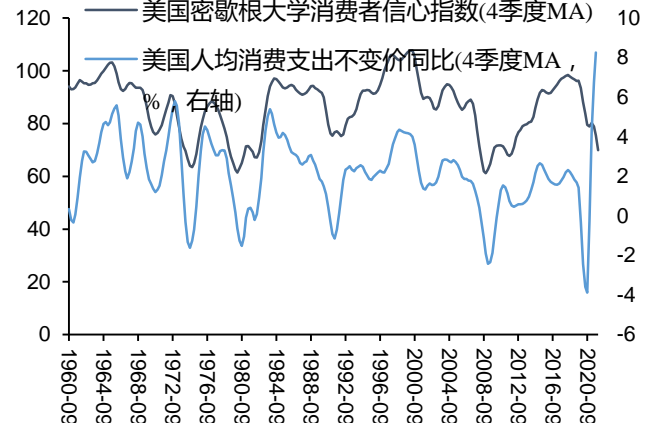
费者信心指数已经下滑至 50 附近，这是上世纪 50 年代有该项数据统计以来的最低值，反映出消费者对未来消费能力及消费意愿的悲观预期。消费者信心指数是美国非常重要的一项指标，历史上对居民实际消费的指示意义很强，且具有一定前瞻性。所以美国消费者信心指数的历史性下滑预示着未来美国消费面临着巨大压力。消费是美国经济的核心驱动力，消费下滑也将导致美国整体经济失去动力。

图表 31：美国消费者信心指数降至历史最低位



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 32：消费者信心指数对实际消费的指示性很强



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

综合以上各个角度，我们认为目前美国经济已是强弩之末，下半年将出现更加明显的下行，且明年上半年可能步入衰退。

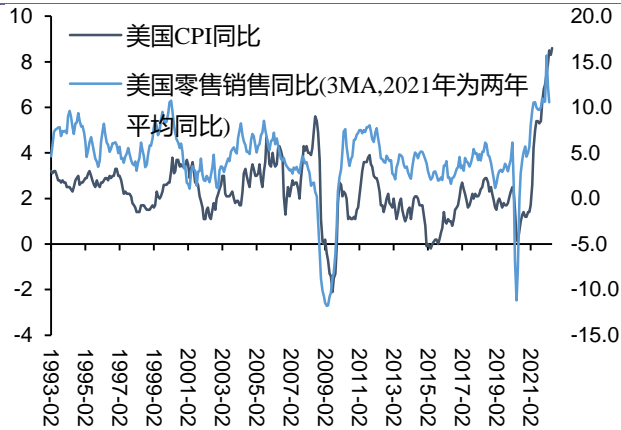
## 5. 美联储加息预期将筑顶

美联储加息是今年影响全球资产价格的最重要的因素之一。去年四季度开始由于美国通胀持续上行，美联储加息预期也不断上升。这一变化可以从美联储的利率点阵图中清晰地看出来，去年 9 月美联储会议上对今年加息节奏的预期是不加息或加息 25bp；12 月份会议上对今年的预期则变为加息 75bp；今年 3 月对全年的加息预期上升至 175bp，至今年 6 月美联储点阵图显示全年将加息 325bp。虽然美联储实际的加息行动才执行了三次，但加息预期的迅速上升已经给市场造成了很大冲击。下半年美联储加息预期会不会继续上升？这将取决于美国通胀的走势。我们认为美国通胀有望于三季度确认顶部。

上文中已经提到，我们认为下半年大宗商品价格继续上涨的动力不足，这意味着通胀自上而下的压力将有所减轻。历史经验来看美国居民消费对 CPI 有较为明显的领先作用，即美国通胀上行的根本动力还是在于需求。即使本轮通胀上行中供给短缺的因素非常重要，但是可以看到美国消费增速同样达到了历史高点，即需求对通胀的拉动仍是核心的一环。如前文所述，未来美国消费存在较大的下行压力，所以通胀自下而上的压力也将有所减轻。

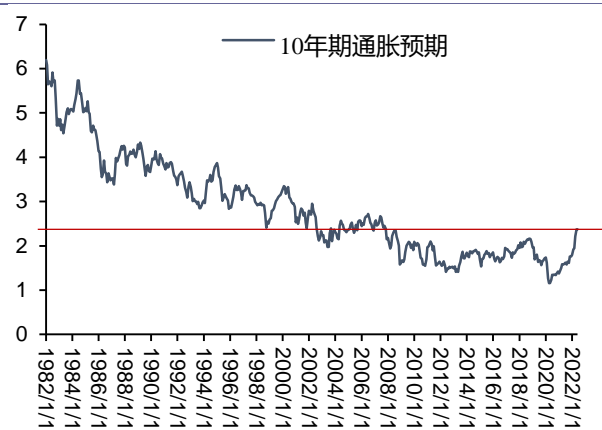
另一方面，从克利夫兰联储统计的美国长期通胀预期来看，目前经济学家、企业和市场对于长期通胀的预期并没有大幅上升，这和 80 年代初长期通胀预期很高的情况不同。90 年代以来西方国家普遍开始实行通货膨胀目标制，这对于控制通胀预期较为有效，抑制通胀预期的自我实现。

图表 33: 美国消费对通胀有领先性



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

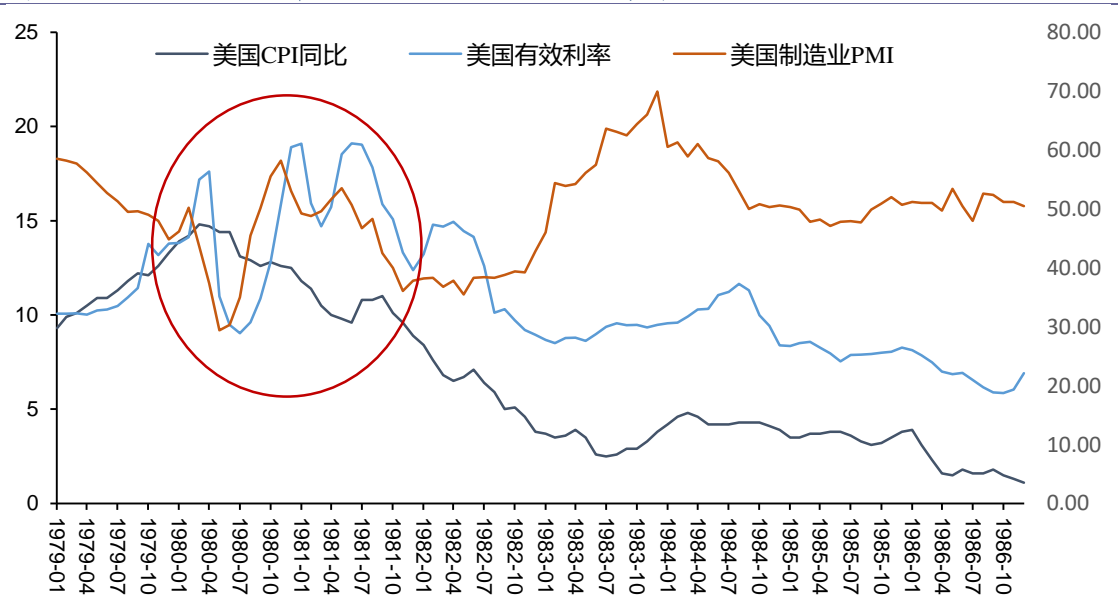
图表 34: 美国长期通胀预期没有无序上升



资料来源: 克利夫兰联储, 太平洋证券研究院

美联储的鹰派态度何时能够出现边际转变? 我们认为需要满足两个条件: 第一个必要条件是通胀确认顶部, 第二个条件是经济出现比较大的下行压力。如今美联储官员和市场人士都以因成功治理通胀而名垂青史的前美联储主席沃尔克为楷模, 所以我们不妨回顾一下沃尔克的决策思路。首先从沃尔克在位时期的利率变动情况来看, 沃尔克并非一味加息直到通胀降至合意水平, 而是中间有过多次的方向性调整。在通胀的绝对顶部过后, 利率水平就开始出现上下的浮动, 而其最明显的特征是滞后于 PMI 指数。也就是说, 在美国通胀确认顶部后, 即使尚未回落到很低的水平, 美联储的政策也开始关注经济, 并在经济下行压力较大时降息呵护。

图表 35: 通胀见顶+经济回落是美联储转变态度的条件



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

由于美国 5 月份 CPI 超预期上行, 打破了市场上对于通胀在 3 月份见顶的乐观预期, 所以美联储不得不加大紧缩力度来对抗通胀。我们也因此上调对美联储加息幅度的预期, 预计加息行动会持续到年底。不过对于市场而言, 目前最关键的问题不是在于实际加息多少, 而是加

息预期能否会继续攀升。比如5月份之前虽然美联储只加息了25bp，但是全球市场已经一片哀嚎，因为市场会提前根据加息预期进行定价。如上文所述，美联储态度转变的条件是通胀见顶+经济下行压力，我们认为这一时点大概率会出现在三季度，即市场对加息的预期可能在三季度筑顶，只要之后不出现通胀的意外强力反弹，那么全球市场对流动性的恐慌应会逐步缓和。

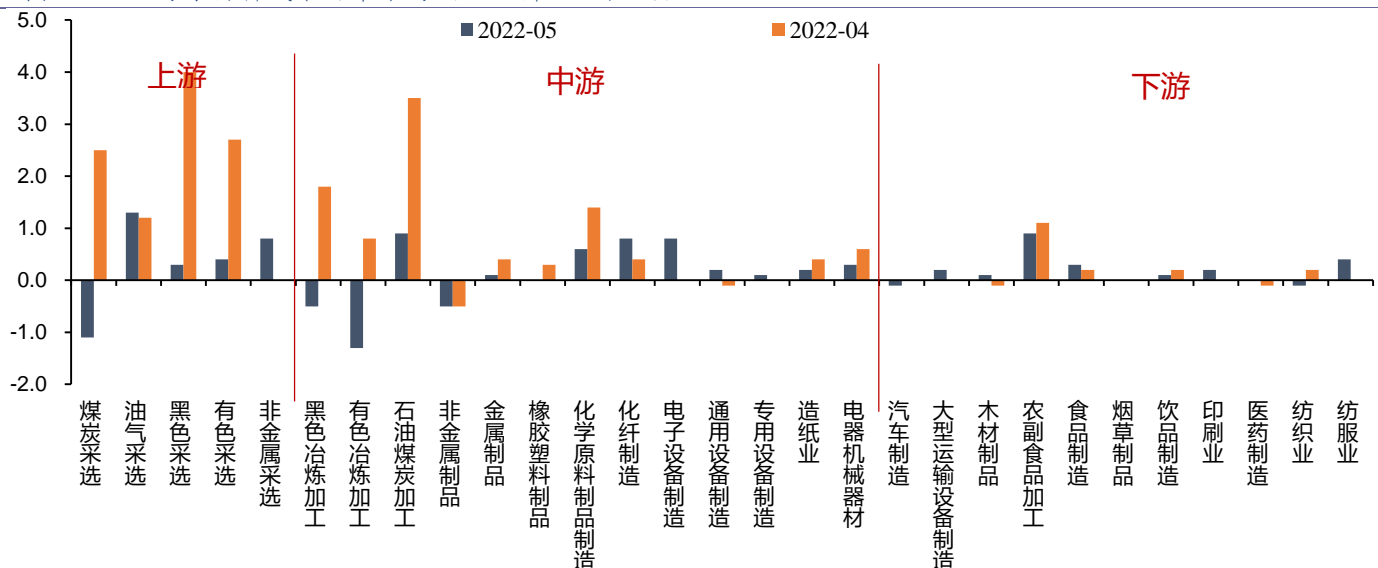
## 6. 大类资产配置建议

总结上文中对国内外经济、政策环境的分析，我们认为现在到年末的资产配置思路可能会分为三个阶段：第一阶段是以疫后经济复苏为主线。虽然目前市场上对经济长期前景的分歧较大，但是短期内经济触底回升的趋势是较为确定的。第二阶段是以政策宽松为主线。我们预计年内经济在短期的复苏之后可能动力减弱，所以经济在短期的复苏之后可能动力减弱。届时叠加美联储加息预期筑顶等因素，市场交易逻辑可能转向于政策宽松。第三阶段是以海外经济压力为主线。我们预计四季度之后海外经济压力会更加明显，衰退的概率也会逐步增加，海外市场可能开始对大衰退进行定价，其相关波动也会传导至国内市场。

### 6.1. 国内股市环境相对友好

我们预计国内股市环境相对友好。因为国外环境的“彼消此长”，中国经济触底回升有助于企业盈利状况的改善，美国通胀见顶和经济下行有助于减缓外部流动性冲击，同时国内政策也将继续保持宽松。此外，从国内PPI的结构性变化来看，近期上游原材料价格涨幅趋缓，中下游行业面临的成本压力在减轻，这也有助于企业的经营状况。

图表 36：上游原材料成本对中下游利润的挤压正在减轻



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

### 6.2. 长期美债收益率上升空间不大，中债利率低位震荡

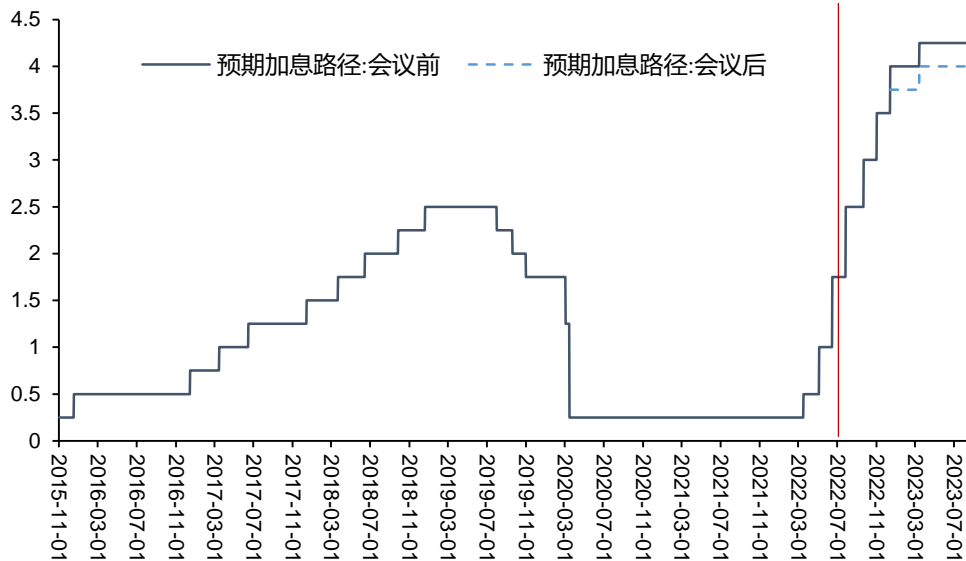
我们认为10年期美债收益率继续上升的空间不大。

第一，从经验上来看，历次美联储加息到顶点时，其利率水平通常较10年期美债收益率高



**50-75bp。**根据 CME 利率期货所展示的市场对未来美联储加息路径的预期，本轮加息的高点应该 4% 左右。6 月美联储会议加息 75bp 之后，市场对利率高点的预期不升反降，可以看出加息预期再出现大幅上升的概率已经不高。4% 的利率高点对应 10 年期美债收益率应在 3.25%-3.5% 左右的水平。此前 10 年期美债收益率已经一度达到 3.5%，我们认为继续上升的空间不大。

图表 37：6 月美联储会议之后市场对加息的预期不升反降

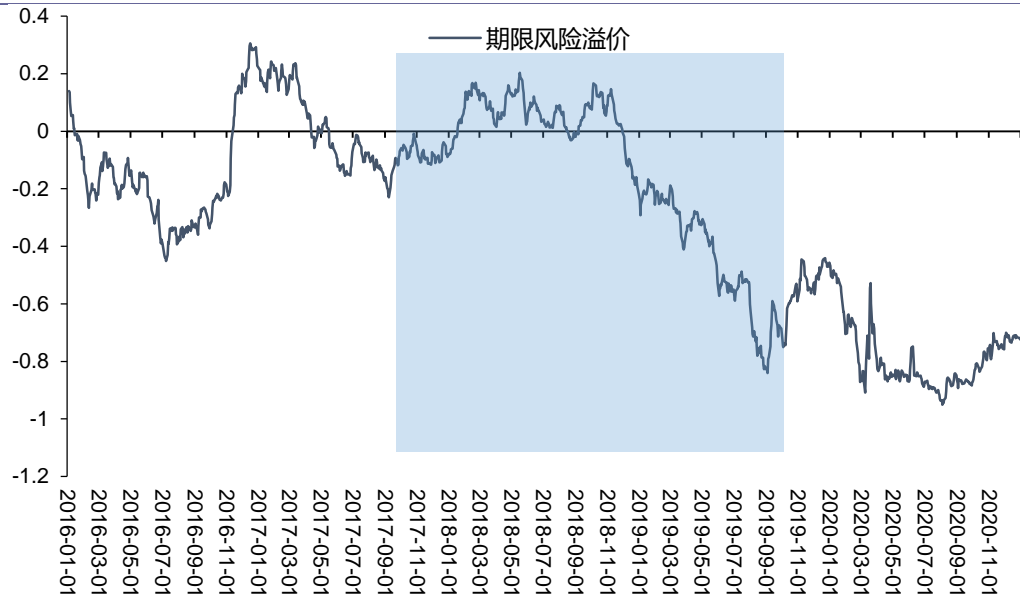


资料来源：CME Group，太平洋证券研究院

**第二，通常 10 年期美债收益率不会高于美联储预计的长期中性利率水平太多。**对比近几次美联储官员的点阵图来看，虽然美联储官员对未来一年内加息节奏的预测迅速提高，但是对长期中性利率水平的判断始终维持在 2.25%-2.5% 左右的水平。相对于中性利率来看，目前 10 年期美债收益率已经处于过高的水平。

**第三，缩表对 10 年期美债收益率的长期影响有限。**5 月份美联储公布缩表计划以来，美债收益率曲线迅速变陡。这一变化较易理解，因为缩表操作主要是出售长长期国债，会推升长期债券的收益率。不过我们认为未来缩表对于 10 年期美债收益率的推升作用有限。一方面，美国有大量研究表明，QE 和缩表虽然是两个反向操作，但是对于长期国债收益率的影响并不是对称的，缩表对长期利率的推升作用远小于 QE 对其的压低效果。另一方面，从上一轮缩表的经验来看，缩表只在启动时点前后对债券收益率有一定影响，长期影响较弱。我们根据美联储的三因子模型对 10 年期美债收益率拆解为实际利率预期+通货膨胀预期+期限风险溢价，缩表对其影响体现在“期限风险溢价”这一项中。但从上一轮缩表的经验来看，在整个缩表的过程中，期限风险溢价并非持续向上，而是只在缩表开始的前后出现了一定幅度的上行。即缩表对长期债券收益率的影响可能会被较快地 price in，后续影响有限。我们认为 5 月以来美债收益率曲线的“熊陡”走势已经很大程度上反映了市场对缩表的定价，未来进一步的影响未必很大。

图表 38：上一轮缩表对美债收益率的推升作用不持久



资料来源：CME Group，太平洋证券研究院

我们认为下半年国内债券收益率总体上处于低位震荡的形势。因为国内经济复苏、信用扩张及中美利差深度倒挂限制了中债收益率的下行空间，而国内宽松的货币政策会限制其上行空间。

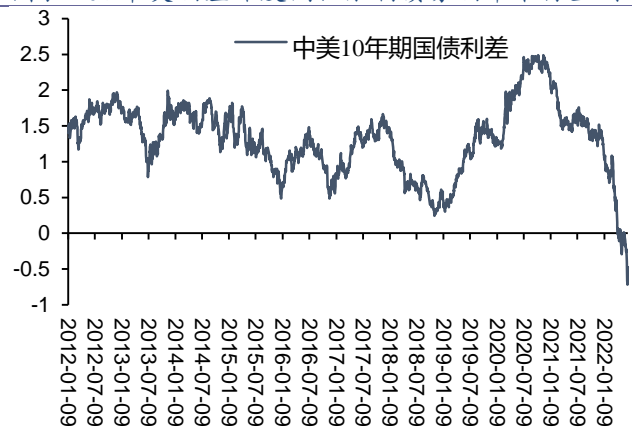
在上文中所述的“第一阶段”中，我们认为国债收益率震荡向上的概率更大一些。这一阶段国内经济复苏的趋势不会发生变化，而信用扩张的势头可能超预期，对国债收益率会产生向上的压力。加之美债收益率高位震荡，中美利差的深度倒挂也限制中债收益率下行的空间。

图表 39：国内经济复苏限制债券利率下行空间



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 40：中美利差深度倒挂限制债券利率下行空间



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

在“第二阶段”及“第三阶段”中，我们认为国债收益率震荡向下的概率更大一些。随着疫后总需求迅速反弹至“常态化防控”的天花板后，消费及制造业投资的疲软可能会使经济复苏的后续动力不足。国内货币政策将保持宽松，而美联储的加息预期可能见顶回落，这一阶段中债收益率向下的可能性相对较大。

### 6.3. 美元指数接近顶部，人民币预计三季度反转

我们认为美元指数已经接近顶部。事实上，虽然6月初美国超预期的通胀数据公布之后，市场对加息的预期大幅上升，但是美元的高点较5月初的高点上涨幅度很有限，美元上行的动力已然不足。这一方面是市场对于美国经济前景的预期愈加悲观；另一方面近期欧元区、英国等央行亦纷纷释放出超预期的鹰派言论。美元指数与美国和其它主要国家的利差相关性很高，在市场对美联储加息定价已经较为充分，而其它较多央行加息预期正在上升的背景下，美元指数见顶的概率较大。

图表 41：美元指数与美国和其它主要国家的利差相关性很高



资料来源：Wind，太平洋证券研究院测算

我们认为三季度后随着美联储加息预期触顶、海外经济衰退的预期逐步增加，人民币将出现反转，进入升值周期。不过短期之内人民币贬值压力尚未完全消除。虽然美元可能接近顶部，但是在全球多数重要经济体都进入加息周期的背景下，人民币对一篮子货币的贬值压力仍然存在。虽然近期国内疫情形势的好转使人民币摆脱了快速贬值的压力，但是长期疫情防控政策所导致的不确定性使人民币汇率难以在短期内就出现反转。

图表 42: 人民币对一篮子货币仍有贬值压力



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

#### 6.4. 黄金的配置价值即将到来

我们在 4 月初的报告《美债收益率倒挂能告诉我们什么》中曾提示, 在美联储强势加息的情况下, 对黄金的配置不宜操之过急, 而后黄金价格的确出现较大幅度回撤。因为美联储加息及缩表的带动之下, 10 年期美债收益率大幅上扬, 而长期通胀预期却没有出现很大的上升, 使得长期实际利率迅速上行, 打压了金价。站在当前的时点, 我们认为黄金价格所面临的风险已经大大减小。随着美联储加息预期筑顶及美国衰退概率逐步增加, 我们认为三季度将会是配置黄金的较好时段。

图表 43: 美国实际利率上升导致金价下行



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

风险提示：

1. 国内疫情出现大规模反弹。
2. 美国通胀再度超预期上行。
3. 欧美经济衰退提前到来。



## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。