

相关报告

《宏观专题：流动性影响有限，宽信用力度或增强》 2022-03-11

《宏观专题：稳中求进，稳定宏观经济大盘》 2022-03-06

《宏观专题：春节长假国内外财经要闻及市场概况》 2022-02-06

联系人：朱宇澍

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

● 疫情下，稳增长宏观政策力度较强

1、货币政策宽松或以社融合意收尾

(1) 当前货币政策强度已足量，但社融尚未合意，M2 仍需维持高位：根据易纲讲话“适当提高宏观杠杆率，”在 5.5% 实际增速以及 3% 平减指数增长的假设情形下，假设我国杠杆率回归至 2020 年高点水平，则社融合意存量同比增速 11% 附近。因此我国当前社融增速距离合意水平仍有提升 0.5% 左右的提升空间，仍需 M2 增速维持高位以实现宽信用传导。

(2) 如何维持 M2 增速，基础货币净投放与降准均为选择：考虑到疫情后实体经济的信用扩张意愿或有所收缩，货币乘数进一步增长的空间有限，我国或以维持基础货币的平稳增长为主要操作方向，2022 年 7~12 月会有 3.3 万亿 MLF 集中到期，届时续作概率较大，同时也存在降准置换可能。

(3) 宽松周期或在下半年以社融合意或 PMI 稳定在景气线上收尾：社融达到合意水平在结构上取决于政府债融资以及居民、企业中长贷情况，对应于基建、地产、制造业投资需求的复苏，在当前政策强度下年内社融合意的概率较大，宽信用或成为现实。

2、财政政策以基建为抓手靠前发力

2022 年财政支出呈现出显著的前置特征，财政发力以基建投资为抓手。通过总结历史特征，我们发现财政资金支出与净融资节奏基本一致，但与形成有效投资存在约一个季度的时滞。当前，二季度净融资大幅增长，资金或主要在二季度落地基建项目，基建投资或集中形成于三季度，预计三季度基建投资将再度上扬式增长。

● 中长期复苏前景：内外冲击下的有序复苏

1、消费复苏节奏或略快于 2020 年：根据 2020 年相似冲击的复苏节奏，考虑到本次疫情对整体消费增以及消费率的冲击不及 2020 年，2022 年的复苏节奏或略快于往期。消费复苏周期或在一年左右，2022 年三四季度为冲高反弹期，伴随市场预期企稳，消费或在 2023 年上半年趋于稳定。

2、出口韧性源于中长期竞争力，动能有望延续：以机电电气为主的机电设备出口，车辆为主的运输设备出口，钢铁为主的贱金属出口，为我国出口保持韧性提供了主体支撑。未来电子计算机、手机产业链动能有所下滑，中期或仍承压；美德汽车产业链尚未完全恢复，且我国汽车产业竞争力持续存在；东盟国家对我国产能替代存在但有限。整体上我国出口的短期冲击因素不多，中长期竞争力仍然存在，有望延续韧性。

3、地产投资或以温和节奏回升：在当前一系列政策松动下，5 月居民与企业中长贷略有好转，6 月上旬 30 大中城市商品房成交面积显著回升，房企

拿地与企业购房均呈现边际回暖趋势，或反映5月首套房贷利率下限与5年期LPR“双降”之后，购置需求首先得到释放，销售回暖，带动房企投资有所改善。但考虑到房企风险尚未完全出清，供给端投融资能力依然存在诸多约束，民营企业的拿地意愿依然不强，地产的恢复弹性或不及往年。

4、制造业投资动能有望维持高位：根据制造业投入产出以及疫情冲击结构分析，我们得到：制造业投资原材料制造占比约30%，装备制造占比约45%，下游制造占比约25%，疫情对于中上游产业链的冲击较为明显。中上游结构复苏动能主要受到地产、基建投资需求，出口需求制约；下游结构复苏动能主要受消费需求的制约。全年来看，地产投资或于下半年改善，基建投资效力三季度或集中体现，出口中长期动能较好，消费或略快于2020年的复苏节奏；下半年制造业投资动能有望维持高位。

5、基建投资或在三季度集中增长：同财政政策部分分析。

6、外部冲击1：全球能源价格上涨：未来石油能源价格走势的核心约束依然是供给约束，目前OPEC+的整体增产意愿不强，预计后续增产空间有限。需求端则需要考虑美国、中国、欧盟等主要经济体的复苏周期。当前，美联储加息态度强硬，但鲍威尔承认“软着陆难度较大”，美国或步入需求边际收缩阶段；欧盟方面，欧央行也逐步进入加息周期，但短期仍有需求支撑；我国而言，目前疫情初步得到控制，尚处在复苏期，预计下半年需求将有较为强劲的反弹。整体上，石油需求依然具有一定支撑，预计供需缺口将会延续，石油价格短期依然偏强。对于我国而言，工业品领域的通胀压力仍然存在。

7、外部冲击2：中美货币周期错位仍然持续：当前美国通胀率居高不下，而失业率却与历史低点基本持平，强劲的国内需求与高企的通胀使得市场对美联储的加息预期大幅增加，预计10年期美债利率将与20世纪80年代末的运行轨迹相似，即提前消化加息预期并持续在高位震荡。而我国下半年货币政策尽管存在逐步退出可能，但仍需要维持当前的宽松强度直至经济好转，因此中美货币政策周期依然存在错位，中美利差或持续维倒挂至年末，继而对我国货币政策有效性产生冲击。

● 全年复苏前景

整体上二季度实现正增长概率较大，全年有望实现5.5%增速，但考虑到消费复苏或偏慢，需要投资端三大分项保持复苏弹性，并持续发力。

风险提示：疫情存在反复的风险，经济复苏压力仍然持续存在

内容目录

1. 五月经济数据：边际改善明显	6
1.1. 物流保通保畅，生产供给逐步回升	6
1.2. 疫情防控形势向好，市场需求逐步改善	6
1.3. 外贸进出口明显加快，出口韧性较强	7
1.4. CPI 涨幅保持稳定，PPI 涨幅继续回落	8
1.5. 货币信贷总量增长，结构待改善	8
2. 疫情下，稳增长宏观政策力度较强	9
2.1. 货币政策宽松或以社融合意收尾	9
2.2. 财政政策以基建为抓手靠前发力	13
3. 中长期复苏前景：内外冲击下的有序复苏	14
3.1. 消费复苏节奏或略快于 2020 年	14
3.2. 出口韧性源于中长期竞争力，动能有望延续	15
3.3. 地产投资或以温和节奏回升	19
3.4. 制造业投资动能有望维持高位	21
3.5. 基建投资或在三季度集中增长	24
3.6. 外部冲击 1：全球能源价格上涨	26
3.7. 外部冲击 2：中美货币周期错位仍然持续	28
4. 下半年经济数据预测	30
5. 风险提示	30

图表目录

图 1：2020 年以来制造业采购经理人指数走势	6
图 2：2021 年以来制造业 PMI 需求分项指数	6
图 3：2021 年以来规模以上工业增加值增速	6
图 4：2021 年以来工业增加值细分项目增速	6
图 5：2021 年以来社会零售品消费当月同比增速	7
图 6：2020 年以来社零商品与餐饮分项当月同比增速	7
图 7：2021 年以来固定资产投资累计同环比增速	7
图 8：2021 年以来三大固定资产投资分项累计增速	7
图 9：2020 年以来进出口金额当月同比增速	7
图 10：2019 年以来 PMI 新出口订单与出口金额增速	7
图 11：2020 年以来居民消费者价格指数同环比增速	8
图 12：2022 年 5 月 CPI 分项对当月同比增速的拉动	8
图 13：2021 年以来工业生产者出厂价格指数同比增速	8
图 14：2020 年以来布伦特原油价格与南华工业品指数	8
图 15：2015 年以来 M2 与社融存量同比增速与剪刀差	9
图 16：2022 年 5 月社融分项对贡献率变化	9
图 17：2022 年 5 月人民币贷款分项结构	9
图 18：2021 年以来票据融资占新增人民币贷款比重	9
图 19：2000 年以来我国非外汇占款基础货币与公开市场操作存量对比	10
图 20：2000 年以来我国基础货币组成与货币乘数变化趋势	11
图 21：2000 年以来我国货币政策周期与经济信用周期对比	11
图 22：2002 年以来社融估算宏观杠杆率与官方值	12
图 23：2014 年以来我国存量社融与 M2 同比增速对比	12

图 24: 2019 年以来我国基础货币与货币乘数变化趋势	12
图 25: 2015 年以来我国财政支出强度变化 (支出-收入)	13
图 26: 疫情对我国居民人均消费率 (人均消费支出/人均可支配收入) 冲击	14
图 27: 我国消费品零售分项增速	14
图 28: 我国限额以上企业消费品零售总额增速	14
图 29: 我国 PMI 新出口订单与出口增速对比	15
图 30: 我国 2021 年全年出口分项占比	15
图 31: 2020 年以来我国主要出口项目月度增速变化	16
图 32: 2021 年以来我国出口主体需求内部结构	16
图 33: HS15-72 钢铁原料出口流向	17
图 34: HS15-73 钢铁制品出口流向	17
图 35: HS16-84 机械设备出口流向	17
图 36: HS16-85 电机电气出口流向	17
图 37: HS17-86 铁路运输设备出口流向	17
图 38: HS17-87 车辆运输设备出口流向	17
图 39: 2015 年以来我国电子计算机以及手机设备出口增速变化	18
图 40: 2020 年以来美德汽车产量同比增速	18
图 41: 2019 年以来美德汽车产量绝对值变化	18
图 42: 2019 年以来美国货物进口中国与东盟占比	19
图 43: 2019 年以来美国货物进口中国与东盟增速	19
图 44: 2005 年以来历次地产周期与货币政策对比	19
图 45: 房地产开发资金来源	20
图 46: 2021 年以来房地产开发分项资金增速	20
图 47: 2020 年以来 30 大中城市商品房成交面积	21
图 48: 2021 年以来居民与企业中长贷变化	21
图 49: 截至 2022 年 5 月各行业固定资产投资累计额占比	22
图 50: 2021 年我国制造业投资内部结构	22
图 51: 2019 年以来制造业投资累计同比增速变化	23
图 52: 2020 年疫情冲击制造业内部受损程度排序	24
图 53: 2022 年疫情冲击制造业内部受损程度排序	24
图 54: 基建投资的资金结构	24
图 55: 2017 年基建投资资金来源占比	24
图 56: 2018 年以来地方债净融资与政府性基金当月支出对比	25
图 57: 2016 年以来估算财政基建资金与基建投资增速对比	25
图 58: 世界主要国家/地区石油储量占比	26
图 59: 全球原油产量各国家/地区占比	26
图 60: 各国自身原油产能对需求覆盖比率	26
图 61: 全球原油需求各国家/地区占比	26
图 62: 2019 年以来世界原油产需缺口变化	27
图 63: 2019 年以来世界原油价格与产需缺口对比	27
图 64: 2005 年以来中美 PMI 对比	28
图 65: 2019 年以来中美 10 年国债收益率对比	28
图 66: 2015 年 811 后我国汇率浮动性变化	28
图 67: 2002 年以来我国利率变动与金融资本流动对比	28
图 68: 2017 年以来美债收益率与境外机构债券持有量对比	29
图 69: 1982 年以来美国经济与货币政策周期对比 10 年国债收益率走势	29

表 1: 2021 年 12 月以来地产领域重点调控政策	20
表 2: 2017 年制造业内部投入产出直耗系数	22
表 3: 2017 年产业间投入产出直耗系数	23
表 4: 2022 年二、三、四季度主要经济指标名义增速预测	30

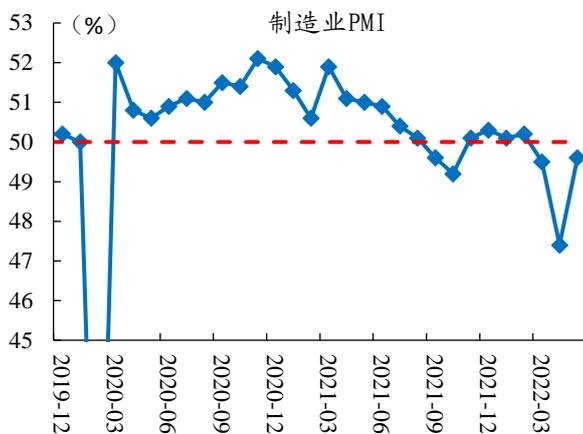
1. 五月经济数据：边际改善明显

5月份我国经济逐步克服疫情不利影响，稳增长的政策措施效果逐步显现，经济运行的积极变化有所增多，主要指标多数出现改善，经济呈现恢复向好势头。

1.1. 物流保通保畅，生产供给逐步回升

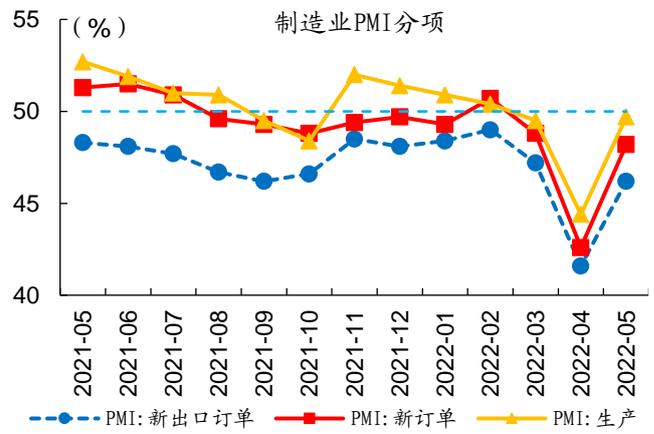
物流保通保畅的效果不断显现，企业复工复产有序推进，工业服务业均出现了回升。工业生产由降转升。5月份，规模以上工业同比增长0.7%，前值下降2.9%。PMI录得49.6%，较前值明显回升2.2%，且已经接近景气区间。

图 1：2020 年以来制造业采购经理人指数走势



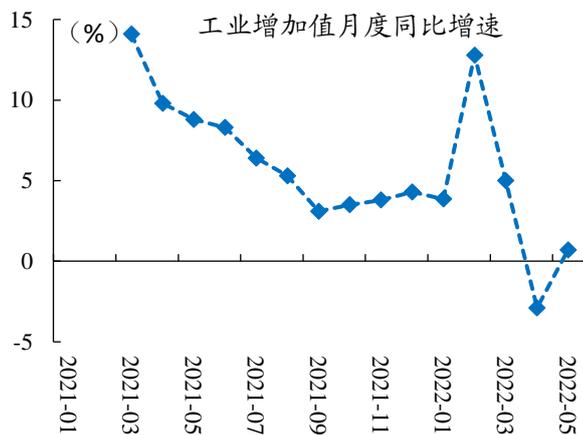
资料来源：Wind，中原证券

图 2：2021 年以来制造业 PMI 需求分项指数



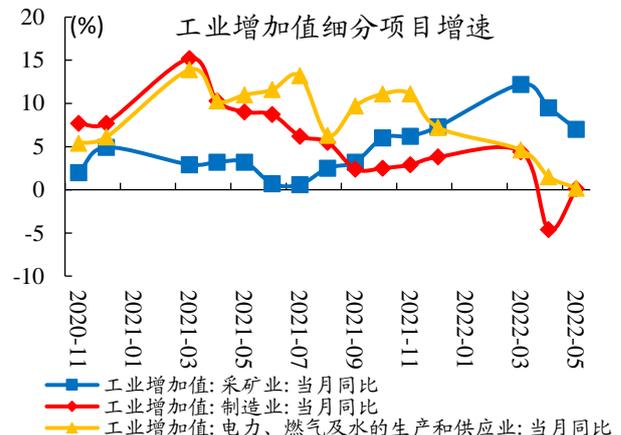
资料来源：Wind，中原证券

图 3：2021 年以来规模以上工业增加值增速



资料来源：Wind，中原证券

图 4：2021 年以来工业增加值细分项目增速

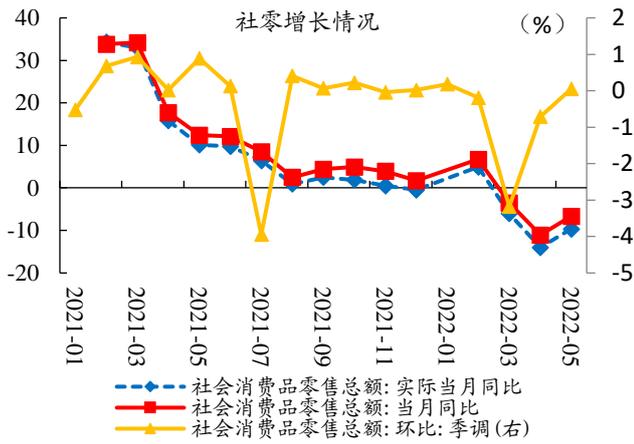


资料来源：Wind，中原证券

1.2. 疫情防控形势向好，市场需求逐步改善

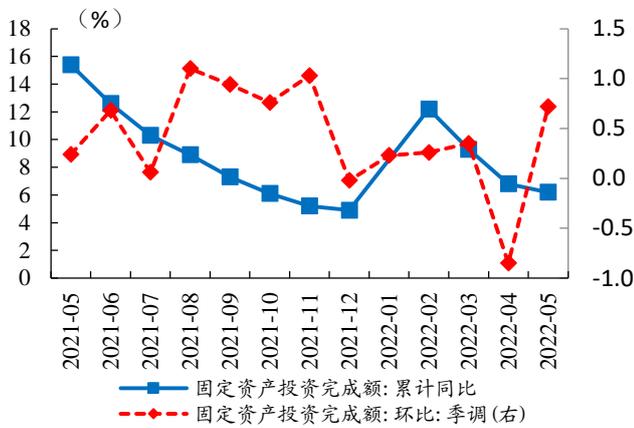
疫情防控形势总体向好，生产生活秩序逐步恢复，稳投资促消费政策的作用下，市场需求逐步改善。市场销售降幅收窄。5月份，社会消费品零售总额同比下降6.7%，降幅比上月收窄4.4个百分点。投资平稳增长。1-5月份，固定资产投资同比增长0.2%，保持基本稳定，其中基础设施投资增长6.7%，增速比1-4月份加快0.2个百分点，房地产开发投资下降4.0%。

图 5：2021 年以来社会零售品消费当月同比增速



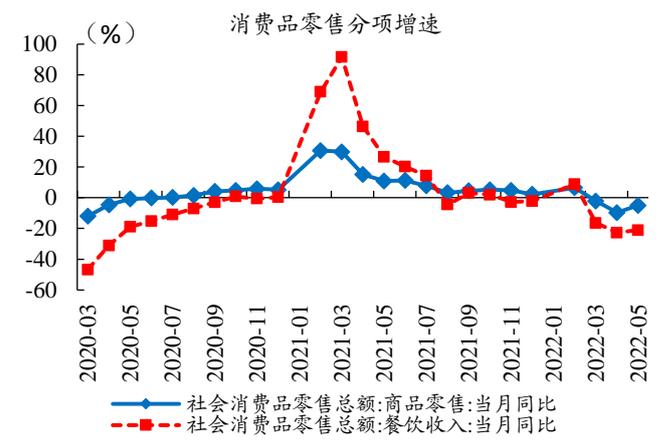
资料来源：Wind，中原证券

图 7：2021 年以来固定资产投资累计同环比增速



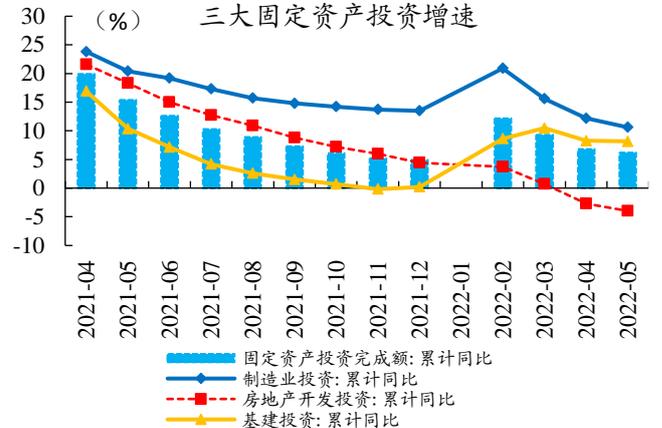
资料来源：Wind，中原证券

图 6：2020 年以来社零商品与餐饮分项当月同比增速



资料来源：Wind，中原证券

图 8：2021 年以来三大固定资产投资分项累计增速

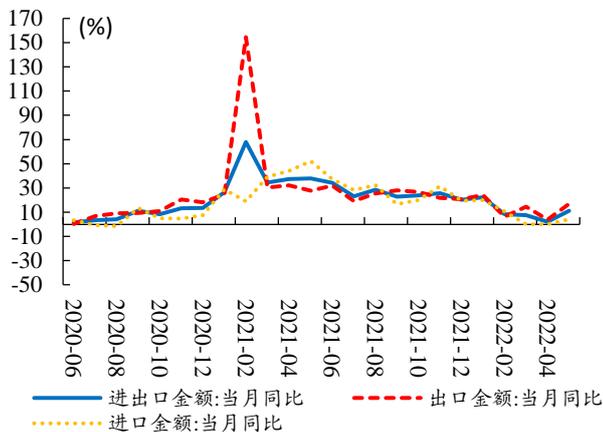


资料来源：Wind，中原证券

1.3. 外贸进出口明显加快，出口韧性较强

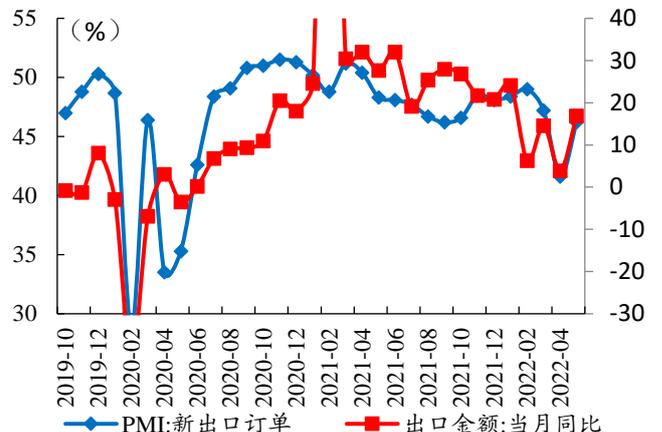
外贸物流逐步改善，外贸企业生产恢复，前期积压外贸订单释放，货物进出口增速回升。5 月份，货物进出口总额 34500 亿元，同比增长 9.6%，增速比上月加快 9.5 个百分点。其中，出口 19765 亿元，增长 15.3%；进口 14736 亿元，增长 2.8%。贸易顺差 5029 亿元。

图 9：2020 年以来进出口金额当月同比增速



资料来源：Wind，中原证券

图 10：2019 年以来 PMI 新出口订单与出口金额增速

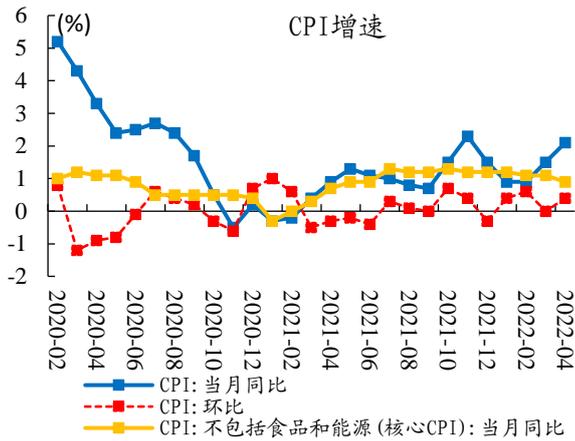


资料来源：Wind，中原证券

1.4. CPI 涨幅保持稳定，PPI 涨幅继续回落

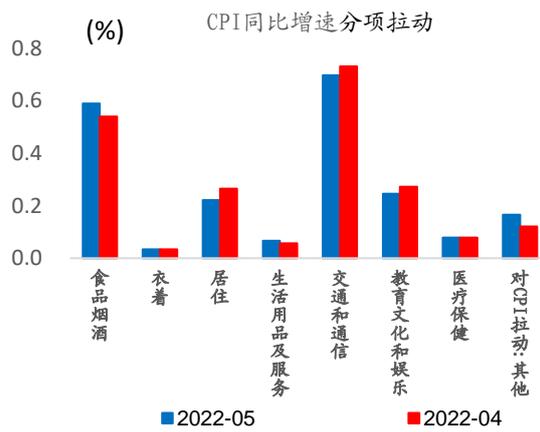
1-5 月份，全国居民消费价格同比上涨 1.5%。5 月份，全国居民消费价格（CPI）同比上涨 2.1%，涨幅与上月持平；环比下降 0.2%。核心 CPI 同比上涨 0.9%，涨幅与上月持平。5 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 6.4%，涨幅比上月回落 1.6 个百分点；环比上涨 0.1%。5 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 6.4%，涨幅比上月回落 1.6%；环比上涨 0.1%。

图 11：2020 年以来居民消费者价格指数同环比增速



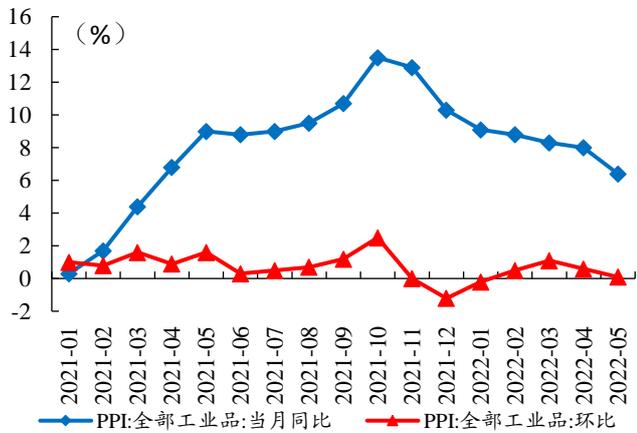
资料来源：Wind，中原证券

图 12：2022 年 5 月 CPI 分项对当月同比增速的拉动



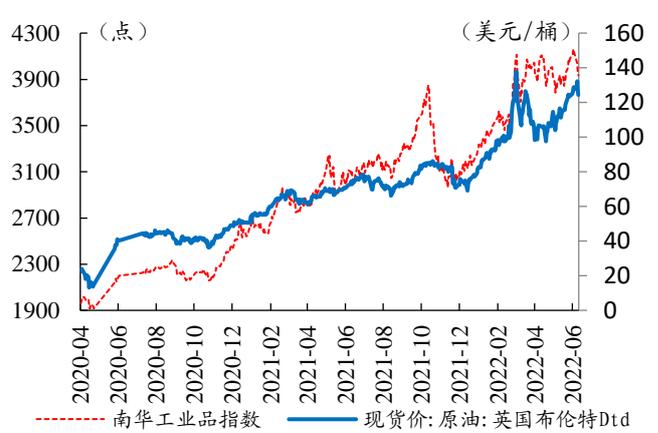
资料来源：Wind，中原证券

图 13：2021 年以来工业生产者出厂价格指数同比增速



资料来源：Wind，中原证券

图 14：2020 年以来布伦特原油价格与南华工业品指数

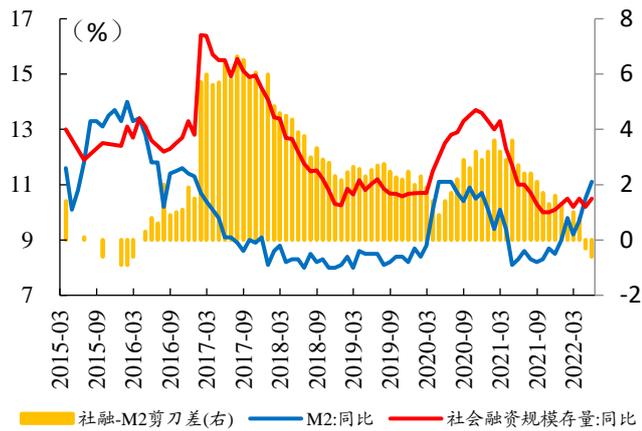


资料来源：Wind，中原证券

1.5. 货币信贷总量增长，结构待改善

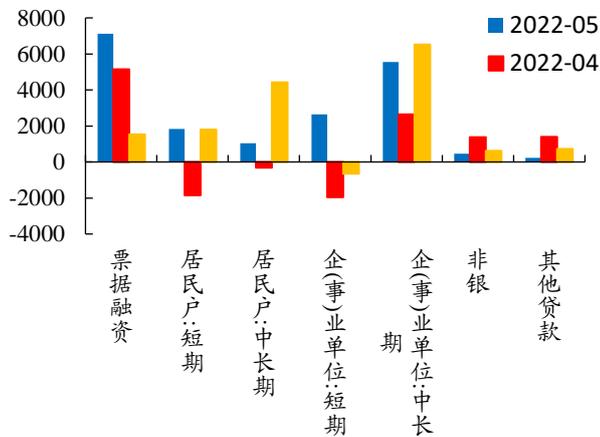
5 月末，广义货币(M2)余额 252.7 万亿元，同比增长 11.1%，增速分别比上月末和上年同期高 0.6 个和 2.8 个百分点。社融存量规模同比增长 10.50%，M2 与社融剪刀差进一步拉大。社融结构上政府债融资贡献显著增长，人民币贷款主体仍为票融，但占比下降至 37%，居民与企业中长期贷款仍不及去年。整体上社融总量仍有增长空间，但结构有待进一步改善。

图 15: 2015 年以来 M2 与社融存量同比增速与剪刀差



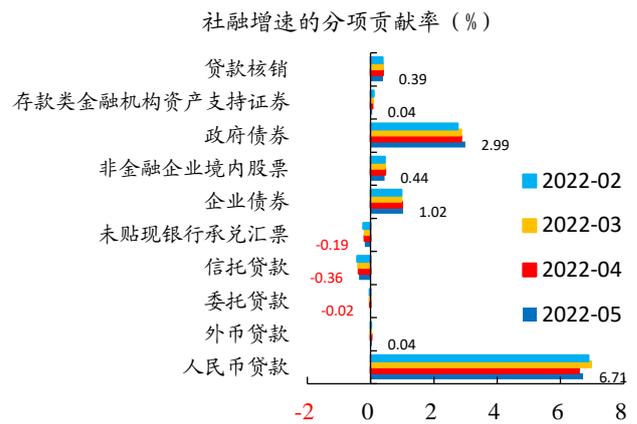
资料来源: Wind, 中原证券

图 17: 2022 年 5 月人民币贷款分项结构



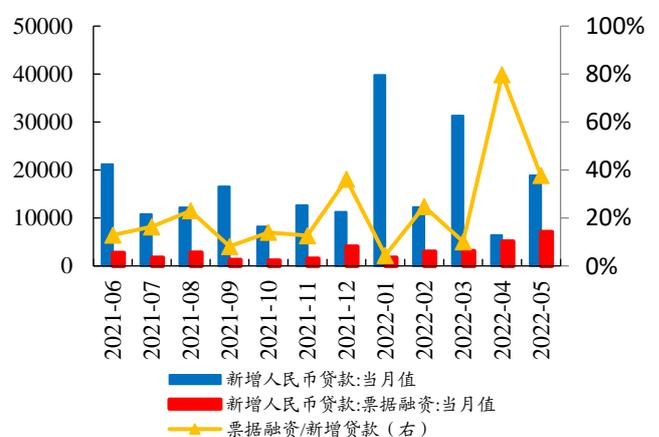
资料来源: Wind, 中原证券

图 16: 2022 年 5 月社融分项对贡献率变化



资料来源: Wind, 中原证券

图 18: 2021 年以来票据融资占新增人民币贷款比重



资料来源: Wind, 中原证券

2. 疫情下，稳增长宏观政策力度较强

2.1. 货币政策宽松或以社融合意收尾

(一) 货币政策基调与主要部署

2022 年以来我国实施积极的财政政策，根据 2022 年一季度货币政策执行报告以及 5 月 25 日“全国稳住经济大盘电视电话会议”上易纲讲话，我国货币政策的发力基调表述为“**稳健的货币政策加大对实体经济的支持力度，稳字当头，主动应对，提振信心，搞好跨周期调节，坚持不搞‘大水漫灌’，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能。**”核心政策包括：

(1) **确保货币政策力度到位。**将流动性总量保持在较合理充裕略高的水平，提早完成全年上缴结算利润。在确保货币政策总量充裕的同时，发挥好结构优化的作用。

(2) 加大对民营企业的支持力度，尽快矫正对民营房企信贷收缩的行为，因城施策支持合理住房需求，**维护房地产市场的平稳运行。**

(3) **引导平台经济健康发展**，会同工信部科技部等相关部门，在保民生、就业科技创新方面建立平台企业的白名单制度，给予相关的融资支持。

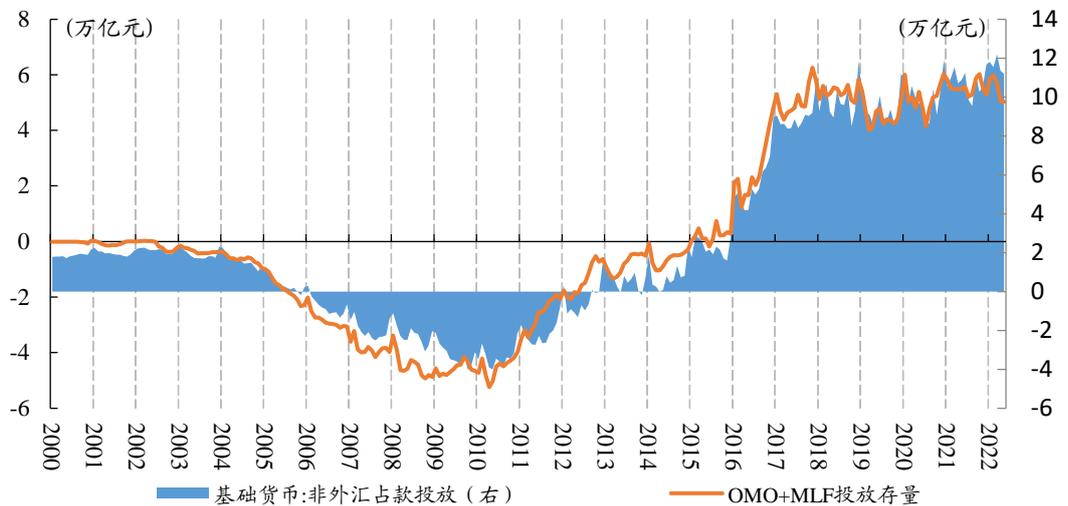
(4) 适当提高宏观杠杆率，加强逆周期调节，支持财务可持续的企业适当加杠杆，居民家庭部门稳杠杆，年内实施延期还本付息，持续推动降低企业的综合融资成本。

(5) 兼顾长短期的因素，统筹内外部均衡，保持中长期广义货币的供应量和社融规模的增速，以名义经济增长的增速基本匹配。

(二) 货币政策调控框架转变与宽松周期特征

当前我国货币政策工具仍以数量型工具为主，通过基础货币投放以及存款准备金率调整对总量货币增速进行调节。2015年前我国基础货币投放模式为“被动投放”，即基础货币以外汇占款形式为主并需要通过提准等手段锁定过剩的流动性。2015年后我国外汇占款逐步下降并于2017年趋于稳定，基础货币投放模式转向“主动投放”，即以逆回购和MLF为主的公开市场操作模式，表现为逆回购和MLF的投放存量与基础货币增长走势高度一致。

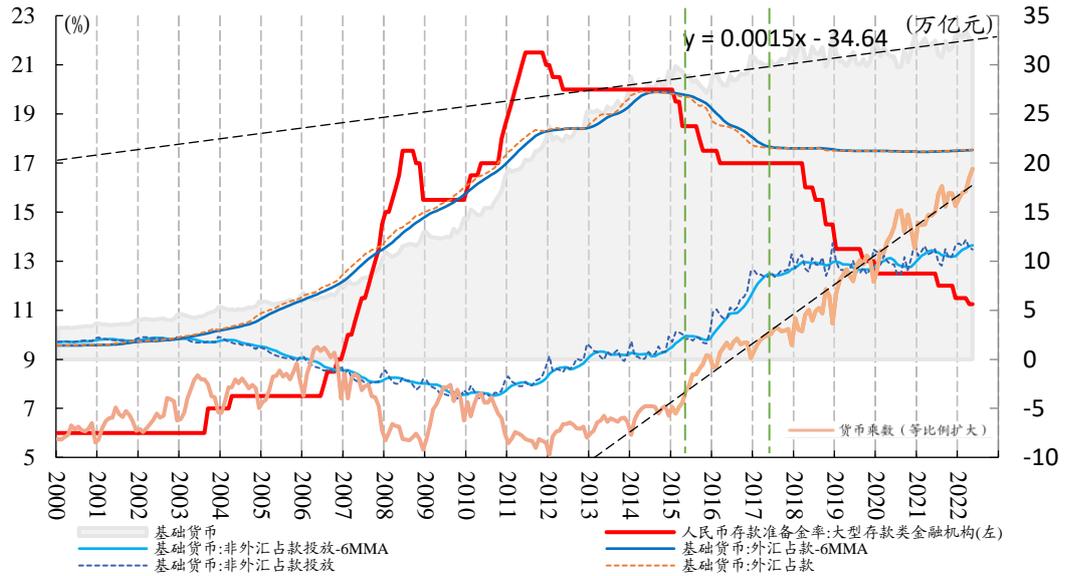
图 19：2000 年以来我国非外汇占款基础货币与公开市场操作存量对比



资料来源：Wind，中原证券

在基础货币投放模式转变后，其可控性大大增强，我国货币政策调整框架也更为稳定，表现为“基础货币”与“货币乘数”较2015年之前波动性大幅降低，且保持在相对稳定的增速。2015年以来，我国基础货币年均增长5500亿左右，货币乘数年均增长0.46左右，二者相辅相成对我国货币政策总量强度进行调节。

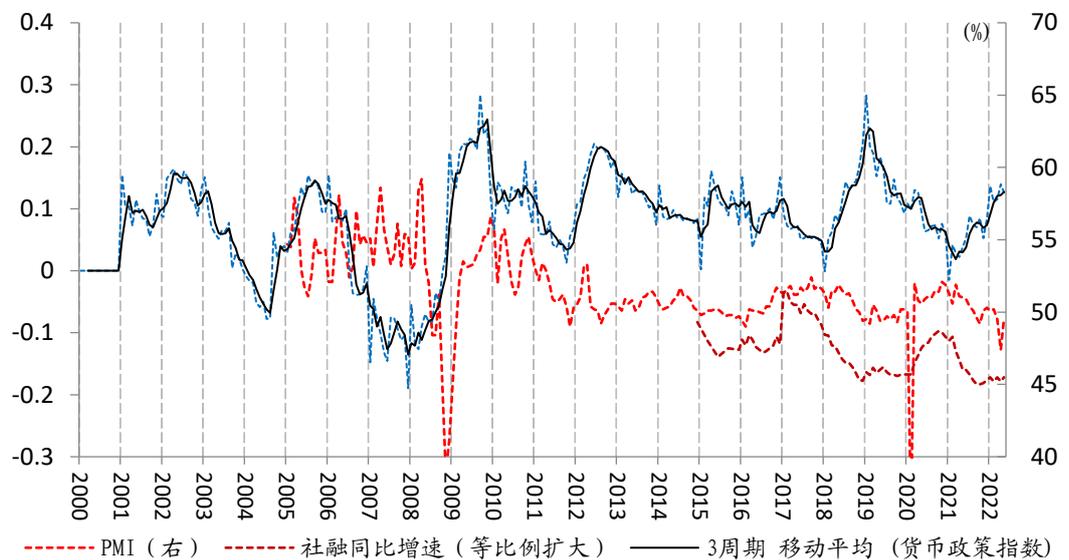
图 20：2000 年以来我国基础货币组成与货币乘数变化趋势



资料来源：Wind，中原证券

在基础货币与货币乘数框架下，通过计算总量货币的潜在扩张能力，得到我国货币政策宽松强度的代理指标；同时以 PMI 与社融作为我国经济周期的代理指标。可以看出，我国货币政策整体锚定经济增长，呈现出显著的逆周期特征，表现为：宽松周期的开启通常略滞后于经济周期，同时宽松周期的收尾往往以经济增长（PMI 或社融）的显著企稳或回升为信号。

图 21：2000 年以来我国货币政策周期与经济信用周期对比



资料来源：Wind，中原证券

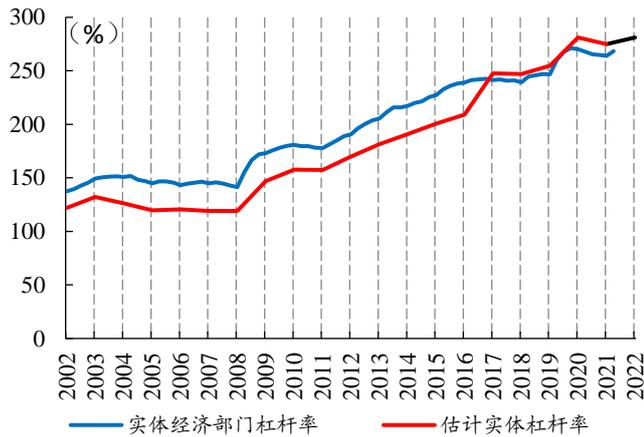
（三）2022 年下半年货币政策展望

根据货币政策以及经济周期的代理指标，2021 年我国 PMI 与社融均出现显著下滑，货币当局随即开启了一轮宽松周期，当前我国仍处在宽松周期当中，且 M2 增速已在高位，展望未来货币政策走向，我们需要考虑三个层面问题：货币政策强度即总量货币增速是否需要维持？

二是通过何种方式维持货币增速？三是货币宽松周期何时收尾？

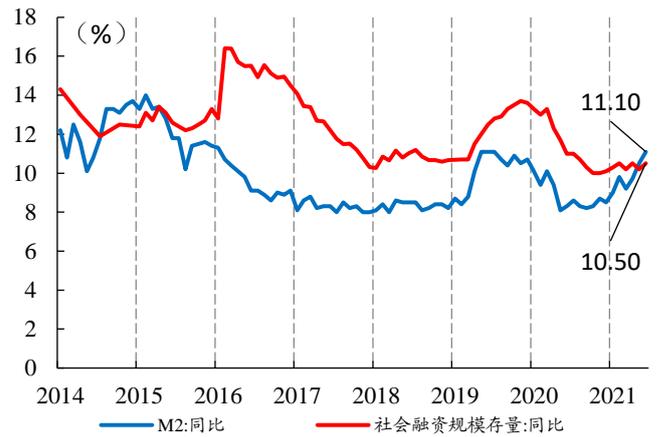
(1) 当前货币政策强度已足量，但社融尚未合意，M2 仍需维持高位：根据存量社融与 GDP 现价可以估算得到我国宏观杠杆率，且与官方公布实体杠杆率一致度较高。根据易纲讲话“适当提高宏观杠杆率，”在 5.5% 实际增速以及 3% 平减指数增长的假设情形下，假设我国杠杆率回归至 2020 年高点水平（官方值 270.12%，对应估计值 281.02%），则需要存量社融增长至 348.7 万亿左右，对应社融存量同比增速 11% 附近。因此我国当前社融增速距离合意水平仍有提升 0.5% 左右的提升空间，仍需 M2 增速维持高位以实现宽信用传导。

图 22：2002 年以来社融估算宏观杠杆率与官方值



资料来源：Wind，中原证券

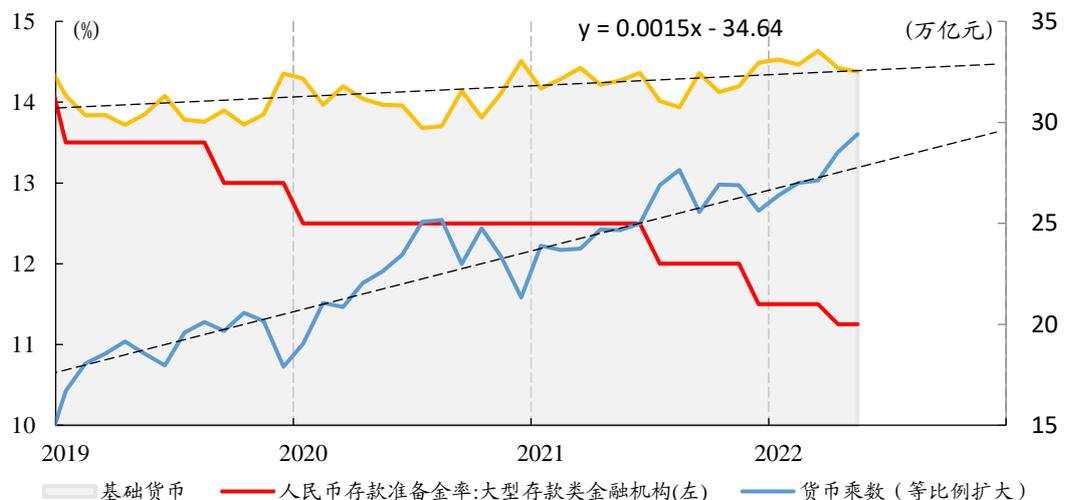
图 23：2014 年以来我国存量社融与 M2 同比增速对比



资料来源：Wind，中原证券

(2) 如何维持 M2 增速，基础货币净投放与降准均为选择：总量货币增速是基础货币增速与货币乘数增速的和，2022 年以来我国基础货币投放整体较为平稳，货币乘数也增长至中枢水平之上，考虑到疫情后实体经济的信用扩张意愿或有所收缩，货币乘数进一步增长的空间有限，我国或以维持基础货币的平稳增长为主要操作方向，2022 年 7~12 月会有 3.3 万亿 MLF 集中到期，届时续作概率较大，同时也存在降准置换可能。

图 24：2019 年以来我国基础货币与货币乘数变化趋势



资料来源：Wind，中原证券

(3) 宽松周期或在下半年以社融合意或 PMI 稳定在景气线上收尾：根据前文，社融的合意目标在 11% 左右，达到这一水平在结构上取决于政府债融资以及居民、企业中长贷情况，对

应于基建投资、地产投资、制造业投资需求的复苏状况，下文中均有阐释。在当前政策强度下，基建投资或在三季度集中发力，而地产与制造业尽管仍面临一定制约，但我国 PMI 已逐步回到景气区间，消费投资需求起势，年内社融合意的概率较大，宽信用或成为现实。

2.2. 财政政策以基建为抓手靠前发力

(一) 财政政策的基调与主要部署

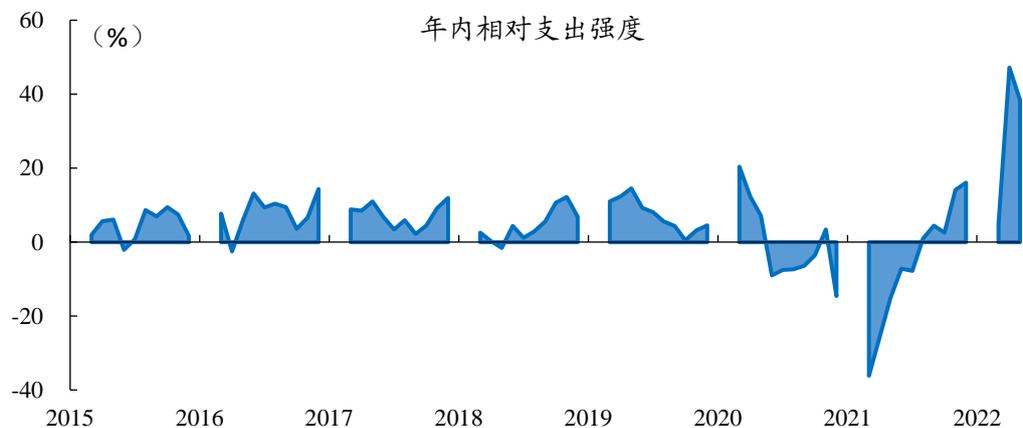
2022 年以来我国实施积极的财政政策，5 月 25 日“全国稳住经济大盘电视电话会议”上财政部长刘坤对财政政策的发力基调表述为“按照积极的财政政策提升效能，更加注重精准可持续的要求，强化跨周期和逆周期调节，靠前发力，主动加力。”核心政策包括：

- (1) 进一步加大增值税留抵退税政策力度，在更多行业实施存量和增量全额留底退税，增加退税千四百多亿元，全年退税减税总量约 2.64 万亿元。
- (2) 加快财政支出力度，督促指导地方的部门加快预算执行，推进项目实施进度。
- (3) 加快地方政府专用债券发行使用，并扩大适用范围。要确保用于项目建设的 3.45 万亿元，地方政府专项债券额度 6 月底前基本发行完毕，力争在 8 月底前基本使用到位。
- (4) 通过融资担保、政府采购，支持中小微企业纾困发展。落实新增国家融资担保基金，再担保合作业务规模 1 万亿元以上。加大政府采购支持力度，将面向小微企业的价格扣除比例提高至 10~20%，降低中小企业参与政府采购工程门槛。
- (5) 加大园区文岗支持力度，在确保各项社会保险待遇按时足额支付的前提下，将中小微企业，个体工商户和 5 个特困行业返缴养老等 3 项保险费政策阶段性实施至今年底。

(二) 2022 年财政政策发力特征

整体上财政发力依然沿退税与增加支出的方向发力。而退税为中长期财政逻辑，短期逆周期调控仍以财政支出为主。我们以公共财政收支增速之差作为年内财政相对支出强度，2021 年呈现显著的后置的特征，而 2022 年的“靠前发力”特征十分明显。

图 25：2015 年来我国财政支出强度变化（支出-收入）



资料来源：Wind，中原证券

(三) 财政政策展望

预计财政将以基建投资为抓手，效力在三季度将进一步体现。具体分析见基建投资章节。

3. 中长期复苏前景：内外冲击下的有序复苏

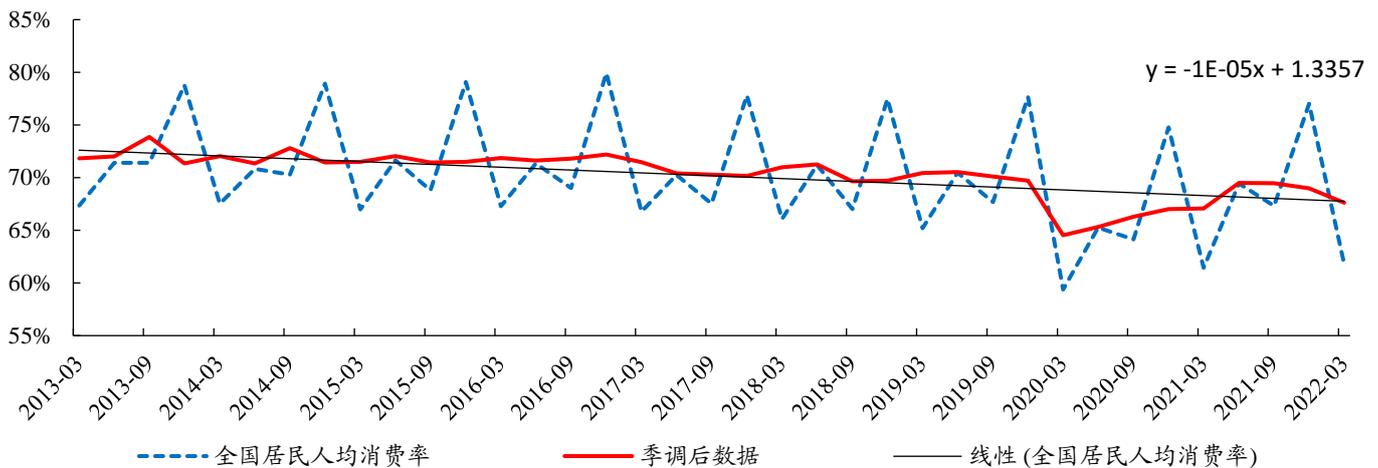
3.1. 消费复苏节奏或略快于 2020 年

(一) 疫情对居民消费意愿的冲击

消费是居民长期持久性收入的函数，与未来收入预期相关，因此消费复苏往往节奏较为缓慢。2022 年受疫情冲击影响，我国餐饮与商品消费均受到显著冲击，目前伴随复产复工推进，消费水平边际有所回升，但仍处在低位，其中长期复苏前景可以 2020 年同期复苏为参考。

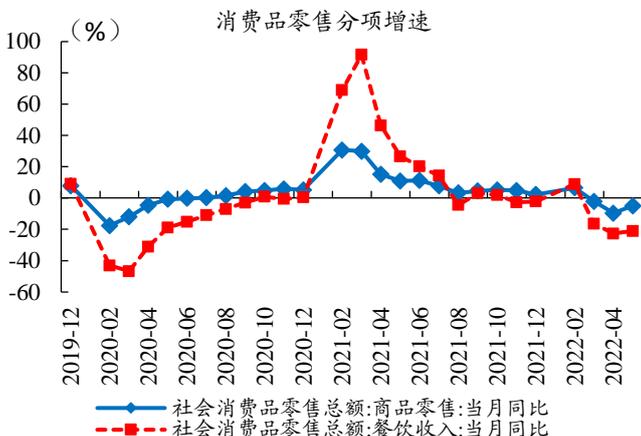
根据相关数据计算，2020 年初疫情出现后，我国全国居民人均消费率在 2020 年一季度出现显著下滑，直到 5 个季度之后的 2021 年 6 月居民消费率才逐步回归趋势线，呈现出较为明显的延迟复苏特征。消费增速来看，这种延迟复苏的特征也比较明显，进入 2021 年基数效应使消费增速冲高并迅速回落之后，直到 2021 年二、三季度才逐步趋稳。

图 26：疫情对我国居民人均消费率（人均消费支出/人均可支配收入）冲击



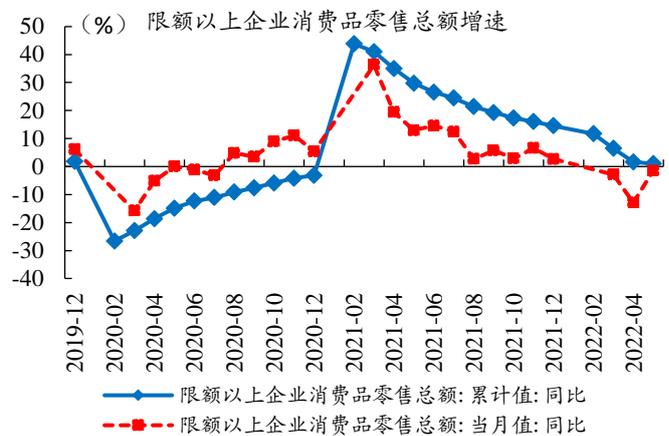
资料来源：Wind，中原证券

图 27：我国消费品零售分项增速



资料来源：Wind，中原证券

图 28：我国限额以上企业消费品零售总额增速



资料来源：Wind，中原证券

(二) 消费复苏节奏展望

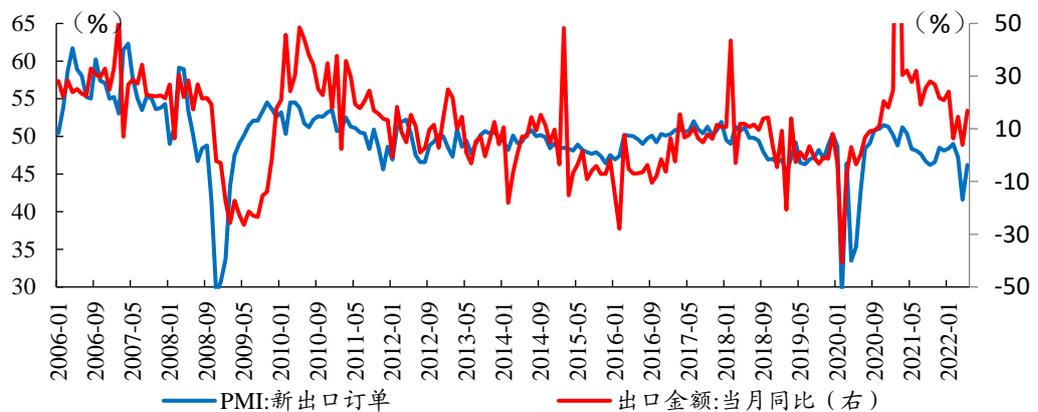
根据 2020 年相似冲击的复苏节奏，考虑到本次疫情对全国整体消费增速以及消费率的冲击程度不及 2020 年，2022 年的复苏节奏或略快于往期。消费需求的复苏周期或在一年左右，2022 年三四季度为冲高反弹期，伴随市场预期企稳，消费增速或在 2023 年上半年趋于稳定。

3.2. 出口韧性源于中长期竞争力，动能有望延续

(一) 我国出口韧性的来源

2020 年下半年首轮疫情初步得到控制后，我国出口动能迎来快速增长；进入 2022 年，尽管出口增速高位回落，但依然保持了在中枢 10% 左右，展现出较强的出口韧性。

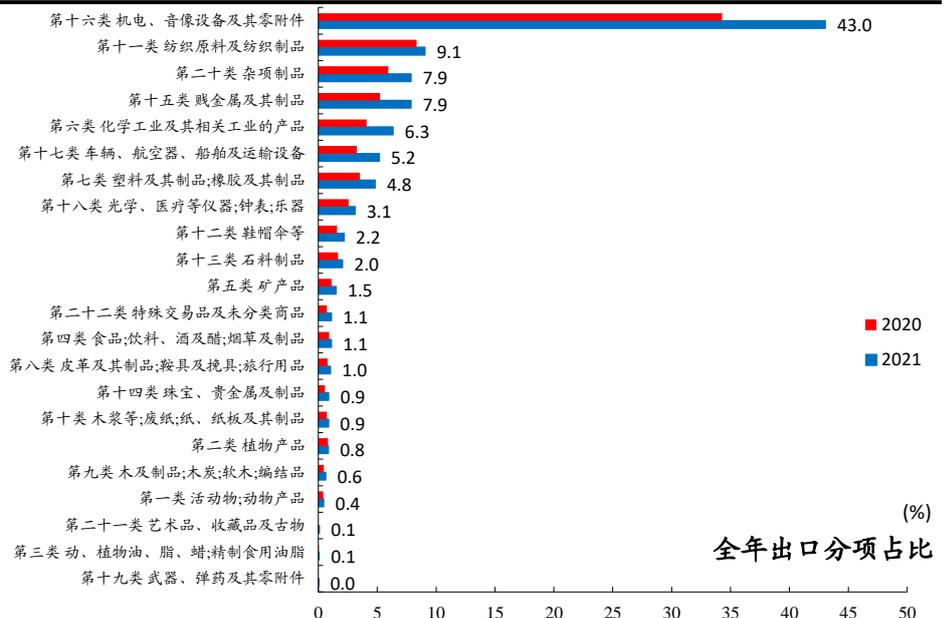
图 29：我国 PMI 新出口订单与出口增速对比



资料来源：Wind，中原证券

2021 我国出口结构中机电设备占据绝对主导，占全年出口比重高达 43%，与纺织制品、杂项制品、贱金属制品、化工产品四项构成我国出口前五大项，合计占比出口总额 74.2%。

图 30：我国 2021 年全年出口分项占比



资料来源：Wind，中原证券

贱金属、运输设备两项出口 2020 年受疫情冲击较小，且 2021 年至今保持了强劲的增长，月均增速均在 40% 以上。机电设备项目受疫情影响也相对有限，自 2020 年以来持续保持了较为均衡的增速。整体上，以电机电气为主的机电设备出口，车辆为主的运输设备出口，钢铁为主的贱金属出口，为我国出口保持韧性提供了主体支撑。

图 31：2020 年以来我国主要出口项目月度增速变化

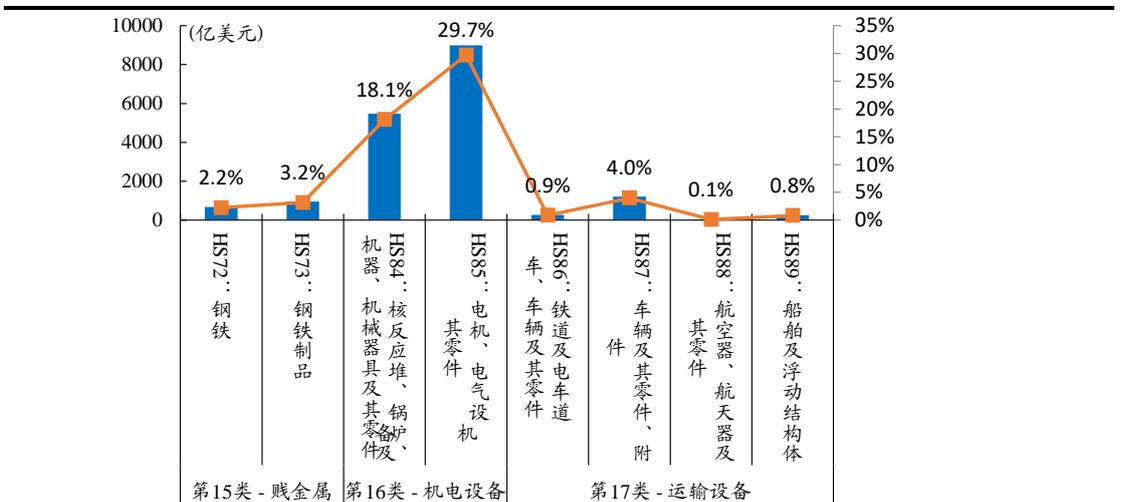
2021出口占比(%)	43.0	9.1	7.9	7.9	6.3	5.2	4.8	3.1	2.2	2.0
指标名称	机电设备及零件	纺织制品	杂项制品	贱金属制品	化学工业	运输设备	塑料橡胶	光照计量检验	鞋帽伞杖	石料制品
2022-05	10.41	21.84	8.24	43.23	21.97	6.05	17.09	-22.75	39.45	16.64
2022-04	0.01	2.94	2.26	13.14	4.52	-7.86	4.14	-33.5	22.93	1.9
2022-03	11.5	22.01	6.42	25.05	29.63	16.11	7.57	-29.59	21.78	10.26
2022-02	5.51	-6.6	-11.3	9.36	36.06	18.64	-3.14	-35.09	2.03	-1.25
2022-01	15.54	24.18	9.05	36.57	65.03	35.87	20.85	-16.98	28.21	14.28
2021-12	16.33	16.74	-0.44	37.64	58.53	21.46	16.88	1.73	19.92	1.28
2021-11	9.87	15.62	3.48	40.8	54.89	35.43	15.26	10.22	31.75	1.18
2021-10	14.13	13.89	14.92	42.57	59.73	52.22	15.82	12.16	28.26	11.23
2021-09	14.93	-2.03	21.46	46.35	58.48	36.31	16.88	15.17	24.37	11.58
2021-08	9.61	-8.79	14.95	49.17	49	48.82	13.41	9.85	30.97	10.71
2021-07	3.09	-17.59	3.49	36.05	38.48	55.09	5.53	1.34	13.89	-4.28
2021-06	14.82	-13.32	18.44	48.66	38.61	75.8	25.49	9.76	26.35	7.56
2021-05	11.64	-24.95	42.05	39.68	37.41	63.55	41.99	0.11	53.15	27.86
2021-04	15.26	-1.82	45.84	31.16	34.07	55.18	46.14	18.14	46.94	32.95
2021-03	22.98	6.64	45.34	13.47	13.32	39.1	31.15	23.16	16.49	6.65
2021-02	112.98	256.26	356.9	142.09	121.22	196.14	208.88	108.41	267.38	175.42
2021-01	22.61	-4.15	32.86	14.6	17.89	11.66	31.47	12.78	-7.59	23.25
2020-12	17.61	-2.52	25.09	6.63	17.05	-0.83	19.79	15.39	-9.52	10.03
2020-11	16.37	6.05	42.57	11.66	15.85	21.54	32.49	16.44	-4.5	18.03
2020-10	5.96	4.4	31.6	2.57	5.89	14.9	24.88	9.48	-5.4	8.11
2020-09	8.16	15.23	24.4	-0.38	5.23	16.9	23.69	10.15	-6.01	9.82
2020-08	14.54	22.71	16.72	-1.01	4.32	8.85	23.65	13.1	-14.09	7.95
2020-07	15.83	18.14	21.45	-3.25	3.27	-8.67	17.88	18.19	-15.57	23.39
2020-06	6.27	22.63	9.31	-3.3	4.64	-16.25	12.49	15.6	-21.02	8.48
2020-05	4.93	30.99	-4.68	-13.83	6.99	-16.23	-2.25	15.74	-37.24	-9.87
2020-04	13.38	17.01	-5.29	0.35	25.09	-0.71	7.01	12.01	-33.65	-8.77
2020-03	-5.47	-10.24	-13.36	1.52	15.88	-9.32	7.55	-5.49	-16.04	2.33
2020-02	-34.21	-61.17	-61.4	-42.68	-35.67	-43.66	-43.55	-35.32	-61.17	-52.91
2020-01	-2.05	2.86	-1.87	-8.64	-1.28	5.75	0.32	3.28	0.12	-11.91
2019-12	5.15	8.34	16.68	5.37	-0.79	30.46	13.05	9.23	12.23	18.52

资料来源：Wind，中原证券

(二) 我国出口主体需求国际间流向

根据美国国际贸易委员会数据（具体至 HS 四位编码子类），机电设备出口中，机械器具（HS16-84）占全年出口比重 18.1%，电机电气（HS16-85）占全年出口比重 29.7%；贱金属出口中，钢铁原料（HS15-72）全年出口占比 2.2%，钢铁制品全年出口占比 3.2%；运输设备出口中，铁路运输类（HS17-86）全年占比 0.9%，除铁路外车辆类（HS17-87）全年占比 4.0%，航空航天器类（HS17-88）占比 0.1%，船舶类（HS17-89）占比 0.8%。

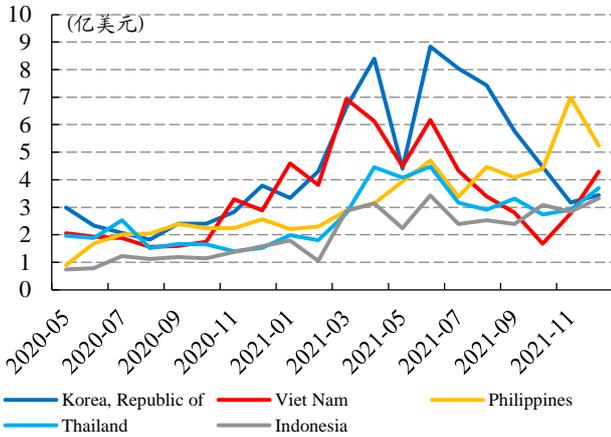
图 32：2021 年以来我国出口主体需求内部结构



资料来源：Wind，中原证券

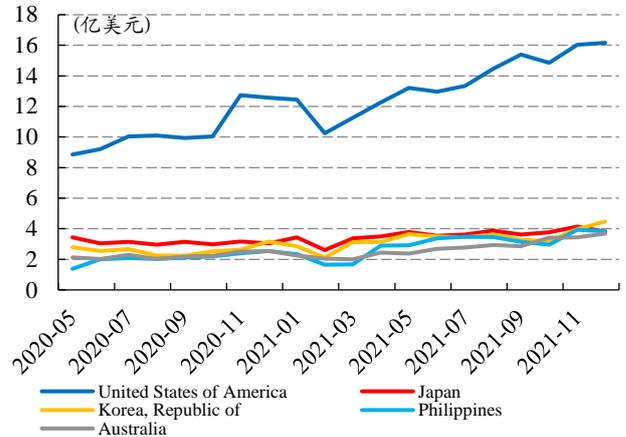
分国家和地区来看，我国钢铁原料与制品主要向美国与东亚、东南亚地区出口；机械设备主要向美、德出口；电机电气设备主要向香港、美国、东亚、东南亚地区出口；车辆相关运输设备主要向美、德、墨出口。其中香港地区多承接对我国内陆的转口贸易功能，并非最终消费。整体上，我国核心项目的出口需求主要由美国、德国、东亚、东南亚地区支撑。

图 33: HS15-72 钢铁原料出口流向



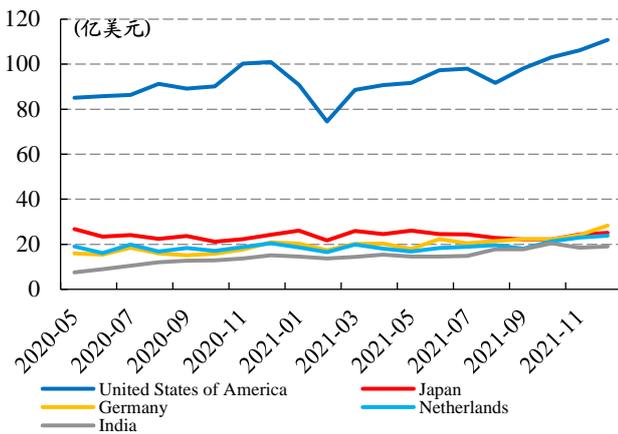
资料来源: ITC, 中原证券

图 34: HS15-73 钢铁制品出口流向



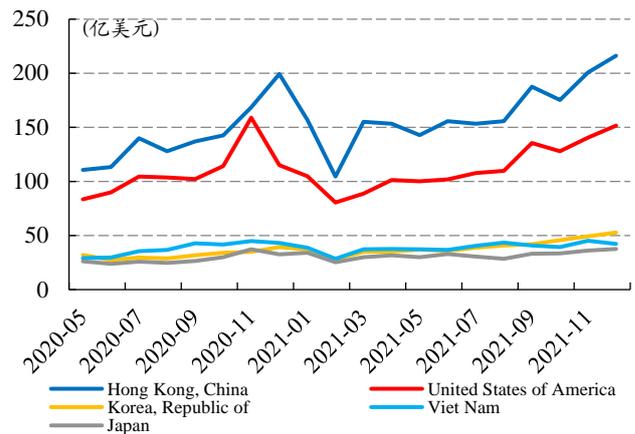
资料来源: ITC, 中原证券

图 35: HS16-84 机械设备出口流向



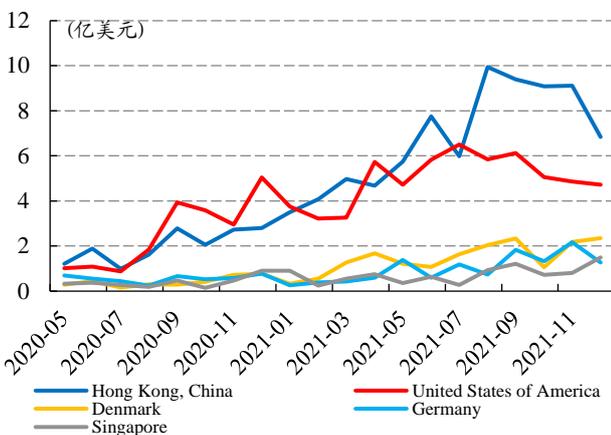
资料来源: ITC, 中原证券

图 36: HS16-85 电机电气出口流向



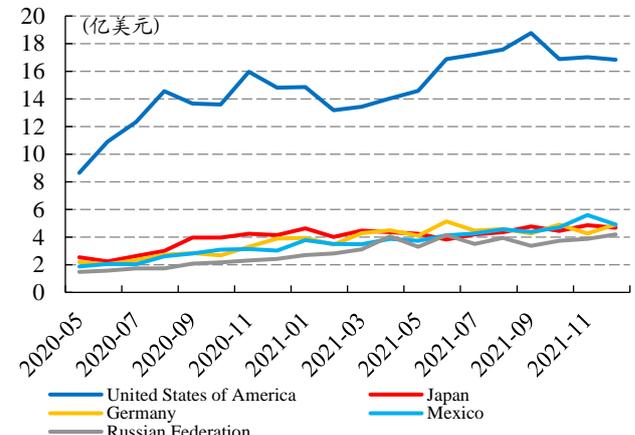
资料来源: ITC, 中原证券

图 37: HS17-86 铁路运输设备出口流向



资料来源: ITC, 中原证券

图 38: HS17-87 车辆运输设备出口流向

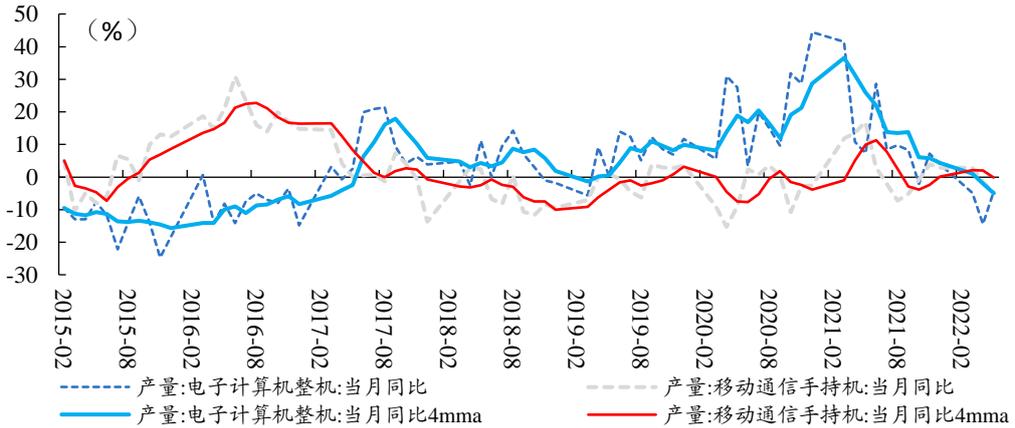


资料来源: ITC, 中原证券

(三) 我国出口韧性展望

(1) 电子计算机、手机生产链动能有所下滑，中期或仍承压。电子计算机、无线电话类出口是我国机械器具、电机电气类出口的主要科目；短期而言，美国对我国芯片领域限制导致部分智能手机产能受损，短期内仍然承压；中长期而言，智能手机渗透率触顶，技术升级缓慢使得消费者换机需求减缓，同时印度、越南等发展中国家纷纷出台激励措施，引导全球手机品牌本地化生产，使得中国手机出口继续承压。

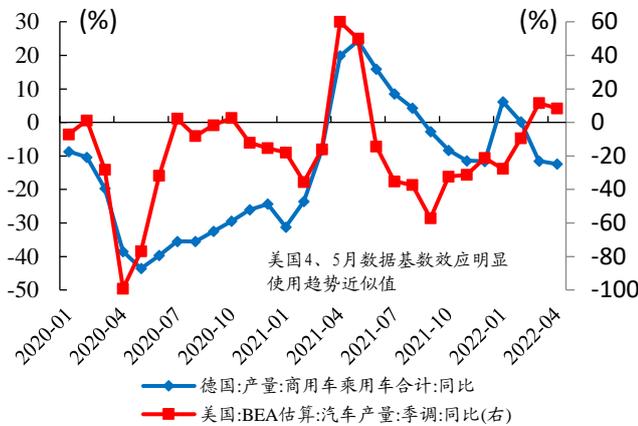
图 39：2015 年以来我国电子计算机以及手机设备出口增速变化



资料来源：Wind，中原证券

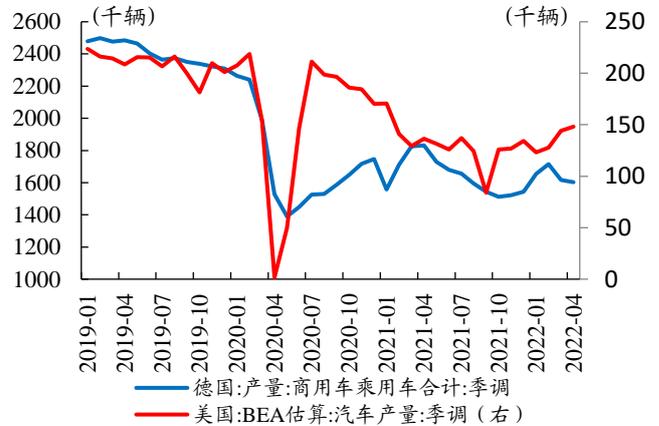
(2) 美德汽车生产链尚未完全恢复，且我国汽车产业竞争力持续存在。当前美德汽车产能均处在长期下行周期；短期而言，2020 年疫情冲击后，美国汽车产能恢复速度较德国稍快，但整体均未有显著增长。在美德产能缺位的同时，新能源汽车市场迅速扩张，我国在新能源领域积累的优势逐步体现，汽车领域出口动能显著提升，且中长期竞争力较好。据中国汽车工业协会整理的海关总署数据显示，2021 年，中国出口新能源汽车（含低速电动车）54 万辆，成 2021 年全球电动车第一出口大国。

图 40：2020 年以来美德汽车产量同比增速



资料来源：Wind，中原证券

图 41：2019 年以来美德汽车产量绝对值变化

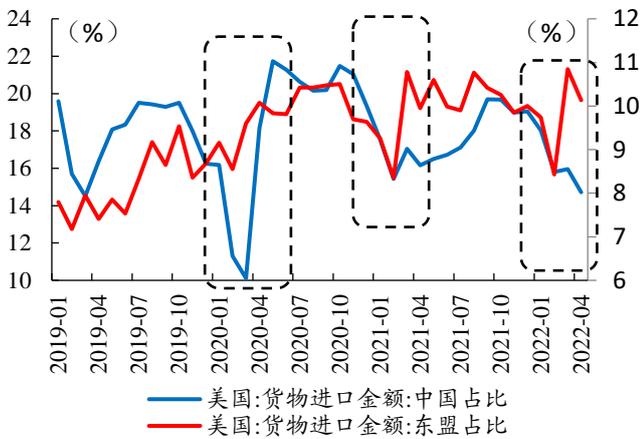


资料来源：Wind，中原证券

(3) 东盟国家对我国产能替代存在但有限。以美国进口东盟和我国的占比为例，在近三年年初的三次疫情波动中，东盟国家出口受冲击程度小于我国，且复苏进度快于我国，表现出

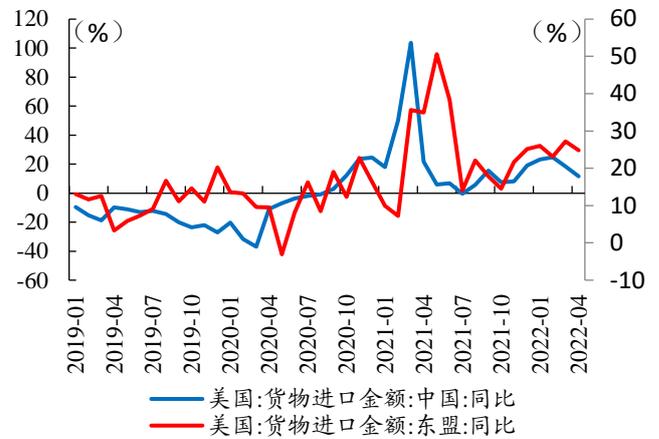
一定替代效果。但长周期而言，2020年以来东盟出口份额与我国份额并无明显负向替代关系，且东盟与我国出口增速表现出一定正相关性。

图 42：2019 年以来美国货物进口中国与东盟占比



资料来源：Wind，中原证券

图 43：2019 年以来美国货物进口中国与东盟增速



资料来源：Wind，中原证券

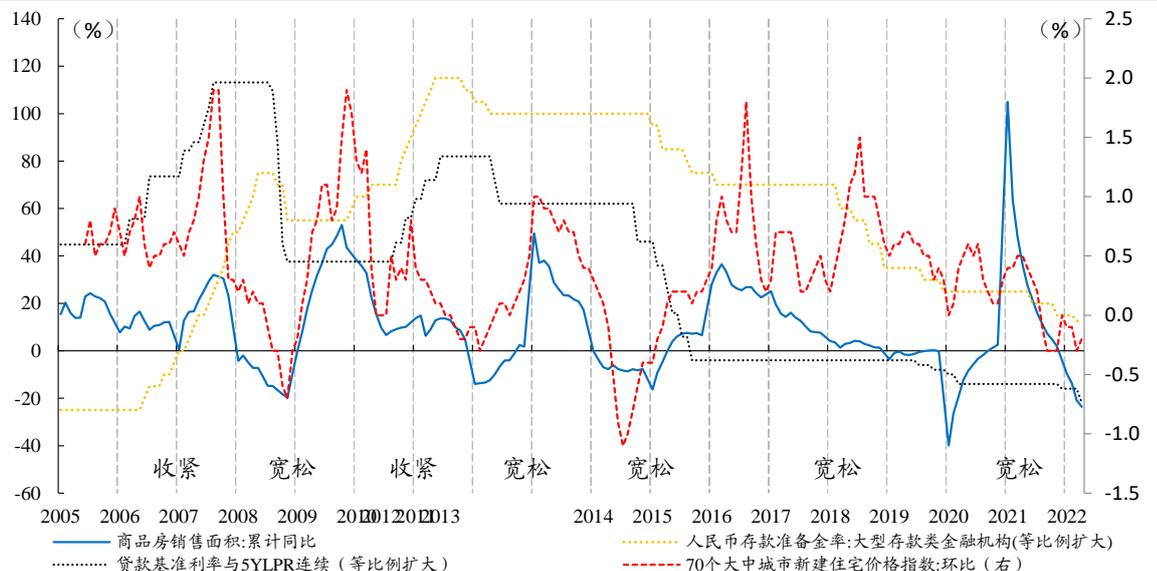
整体上我国出口的短期冲击因素不多，中长期竞争力仍然存在，有望延续韧性。

3.3. 地产投资或以温和节奏回升

(一) 政策对历次地产周期的驱动作用

2006 年初至 2013 年末，货币政策与地产销售都呈现出平均两年左右的扩张/紧缩周期。2015 年后我国实施供给侧改革，着力化解现有库存，同期地产竣工面积增速持续下滑，地产供给减少；2018 年，我国再度进入宽松周期，前期持续推进的棚改货币化安置叠加同期股市不振，大量资金迅速涌入地产市场，形成量跌价涨的局面。2019 年我国建立地产长效调控机制，通过约束地产购置需求匹配房屋供给，在随后的宽松周期中，地产快速上涨的局面逐步得到缓解。整体上，2005 年以来货币与地产政策对历次地产周期均有明显驱动作用。

图 44：2005 年以来历次地产周期与货币政策对比

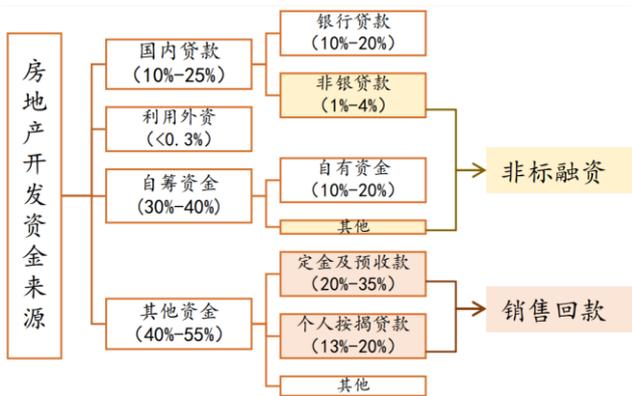


资料来源：Wind，中原证券

(二) 当前我国地产政策组合

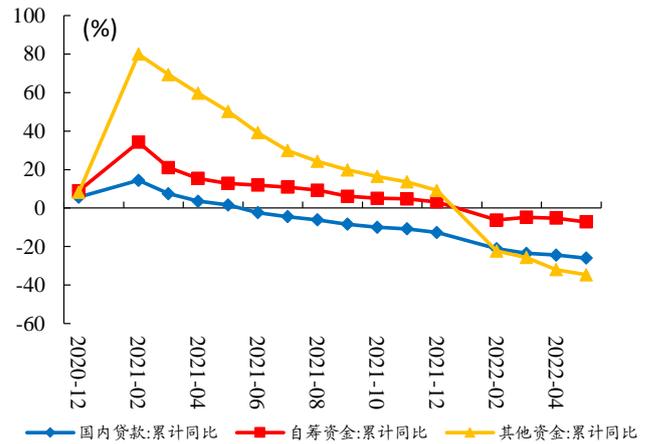
2022 年疫情冲击以来，地产领域面临供给与需求的双重约束。供给端，地产企业投融资能力、现金流周转能力受到约束，表现为以销售回款为主的其他资金增速自 2021 年以来快速下行。需求端，市场环境整体不振，地产开发与市场购置的需求均不强。目前，地产领域住宅价格涨幅收窄，销售缩量，呈现出量价齐跌的特征。

图 45：房地产开发资金来源



资料来源：Wind，中原证券

图 46：2021 年以来房地产开发分项资金增速



资料来源：Wind，中原证券

在此背景下，我国地产政策出现边际松动，需求端，我国在 2021 年 12 月，2022 年 4 月分两次共降准 75BP，同时在 2022 年 1 月，2022 年 5 月分两次共调降五年期 LPR 20BP，其中 5 月 20 日一次性下调 15 个 BP 至 4.45%，是 LPR 新机制建立以来，5 年期以上 LPR 下调幅度最大的一次。叠加此前监管部门“首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整”的政策，房贷利率下行将有更大空间，此外多数城市因城施策对限购政策予以松动，释放购置需求。

供给端，我国出台了一系列金融政策改善地产企业的投融资能力，比较有代表性的是 2022 年 2 月出台的《全国性商品房预售资金监督管理办法》，“明确预售资金额度监管为‘重点额度监管’，由市县城乡建设部门根据工程造价合同等核定，能确保项目竣工所需的资金额度。”4 月中央政治局会议进一步强调“优化商品房预售资金监管”。

表 1：2021 年 12 月以来地产领域重点调控政策

时间	政策/事件	主要内容
2021 年 12 月	《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》	鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务
2022 年 2 月	《全国性商品房预售资金监督管理办法》	明确 预售资金额度 监管为“ 重点额度监管 ”，由市县城乡建设部门根据工程造价合同等核定，能 确保项目竣工所需的资金额度 ，当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由房企提取自由使用。
2022 年 4 月	《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》	金融机构区分项目风险与企业集团风险，加大对优质项目的支持， 有项目抽贷、断贷、压贷 ，不搞“一刀切”，保持房地产开发贷款平稳有序投放
2022 年 4 月	中央政治局会议	要有效管控重点风险， 守住不发生系统性风险底线 ，要坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，支持各地从当地

2022年5月

《促进消费投资增长实现经济平稳
高质量运行》

实际出发完善房地产政策、支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管、促进房地产市场平稳健康发展，扩大保障性租赁住房供给，综合利用税费手段，加大保障性租赁住房金融支持力度。健全房地产金融审慎管理制度，因城施策实施好差别化住房信贷政策，支持房地产企业的合理融资需求

资料来源：Wind，中原证券

（三）地产投资展望

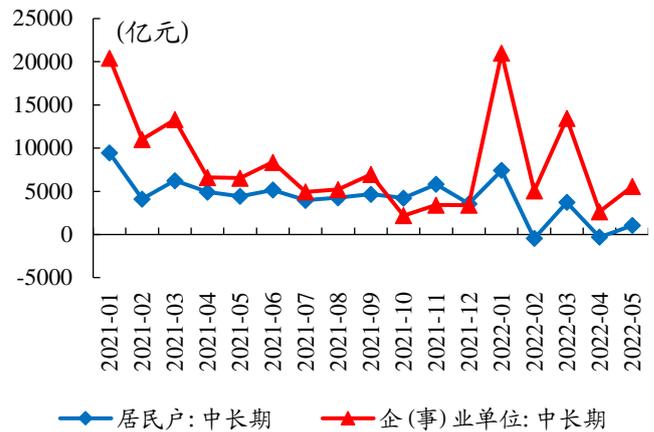
在当前一系列政策松动下，5月居民与企业中长贷略有好转，6月上旬30大中城市商品房成交面积显著回升，房企拿地与居民购房均呈现边际回暖趋势，或反映5月首套房贷利率下限与5年期LPR“双降”之后，购置需求首先得到释放，销售回暖，带动房企投资有所改善。但考虑到房企风险尚未完全出清，供给端投融资能力依然存在诸多约束，民营企业的拿地意愿依然不强，地产的恢复弹性或不及往年。

图 47：2020 年以来 30 大中城市商品房成交面积



资料来源：Wind，中原证券

图 48：2021 年以来居民与企业中长贷变化



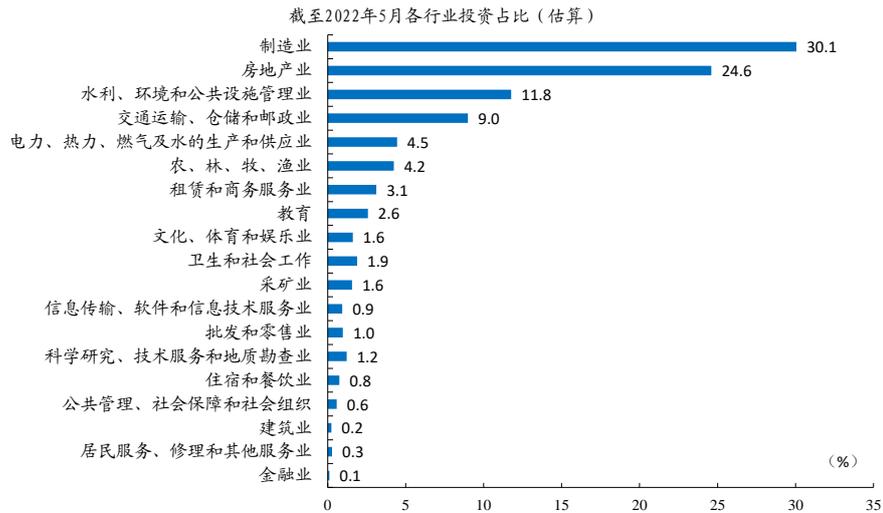
资料来源：Wind，中原证券

3.4. 制造业投资动能有望维持高位

（一）制造业投资投入产出分析

制造业投资是我国企业部门自主投资的主体部分，截至 2022 年 5 月，估算制造业投资占 2022 年累计全社会固定资产投资比重达 30.1%，对我国企业投资活跃度有较强代表性。

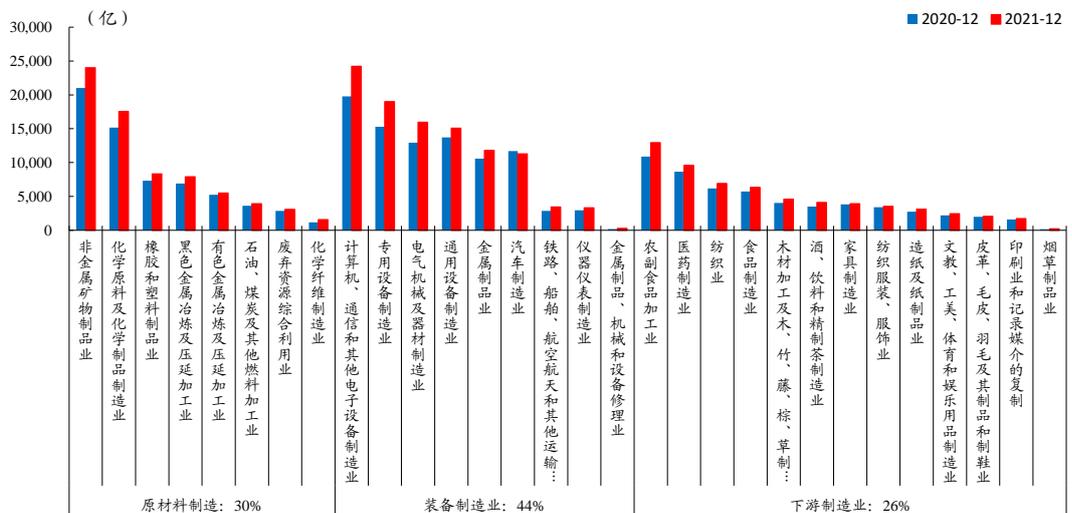
图 49：截至 2022 年 5 月各行业固定资产投资累计额占比



资料来源：Wind，中原证券

制造业投资内部，产业链可以由上游至下游分为原材料制造、装备制造、下游制造三大部分；根据 2021 年估算数据，原材料制造占比为 30%，装备制造占比为 44%，下游制造业占比为 26%，整体上制造业订单需求主要源于中上游产业链，而对下游产业依赖度相对较低。

图 50：2021 年我国制造业投资内部结构



资料来源：Wind，中原证券

根据 2017 年投入产出表计算各产业相应直耗系数，作为对三大制造业链条的需求流向分析。原材料产品多数作为中间品投入中下游使用，而装备制造与下游制造产品则有相当一部分用于国内投资和出口。整体上，原材料制造多数用于下游产业再使用，装备制造与下游制造业则显著受到消费与出口需求的约束。

表 2：2017 年制造业内部投入产出直耗系数

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
原材料：总体	91.7	1.8	0.7	5.8	30.1
装备制造：总体	58.1	5.0	19.7	17.3	44.0

计算机通信电子	58.6	4.6	8.3	28.5	10.2
专用设备	38.4	0.7	4.3	12.6	8.0
电气机械	63.6	5.8	9.9	20.8	6.7
通用设备	53.3	0.3	30.3	16.0	6.3
汽车制造	49.3	12.5	34.2	4.0	4.7
运输设备	32.2	8.3	42.1	17.4	1.5
仪器仪表	69.3	2.7	10.7	17.3	1.4
下游制造:总体	60.6	26.3	1.9	11.2	26.0

资料来源: Wind, 中原证券

通过计算产业间直耗系数, 可以对不同产业的上下游联系进行观察。根据下表, 建筑业产出对于非金属矿物制品、黑色金属冶炼加工的消耗较高, 装备制造则对有色金属的消耗较高。反映出制造业内部, 原材料制造的订单需求与中游装备制造、下游建筑业联系密切。

表 3: 2017 年产业间投入产出直耗系数

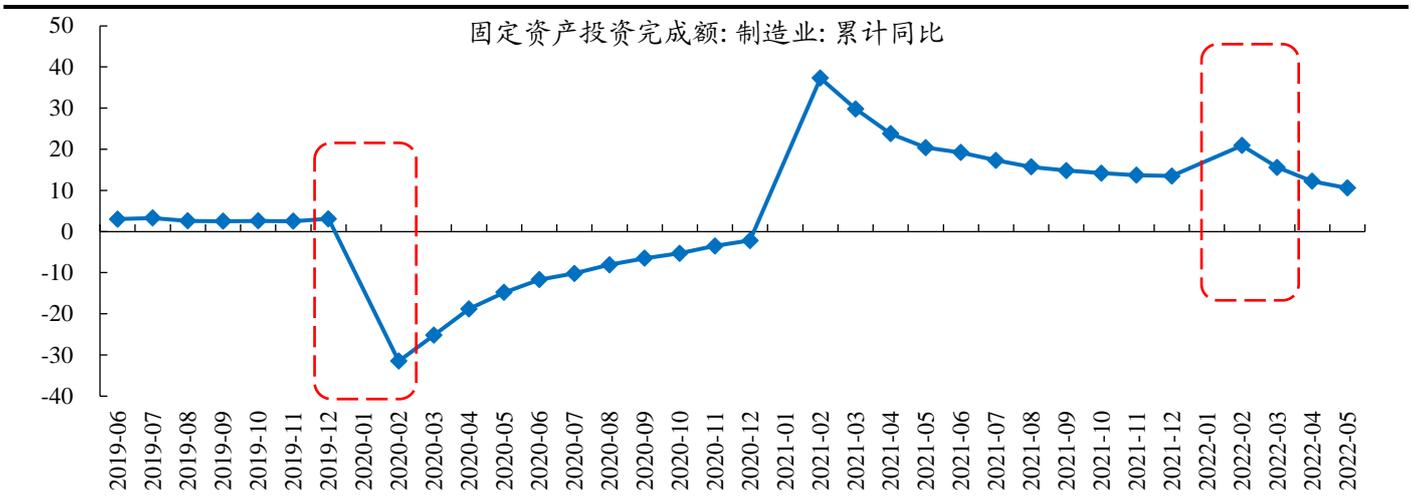
	非金属矿物制品	黑色金属冶炼加工	化学原料和制品	石油核燃料加工品	煤炭加工品	化学纤维	有色金属冶炼加工
建筑业	52.6	31.6	11.5	12.9	18.8	3.7	8.8
其中: 房屋建筑	36.1	19.2	6.2	6.4	11.2	2.0	5.1
装备制造	12.8	29.5	13.4	11.7	17.7	7.2	40.6
原材料制造	21.3	19.3	33.5	27.0	45.1	19.7	24.6
制造业下游	5.6	8.3	1.3	11.9	7.4	54.9	11.9

资料来源: Wind, 中原证券

(二) 疫情对制造业的结构性冲击

2020 年与 2022 年我国受疫情冲击影响, 制造业动能均有一定受损, 主要集中在 2020 年 2 月与 2022 年 3 月。相比之下, 2022 年制造业冲击较小, 整体依然处在较高的正增长区间, 但增长动能在疫情驱动下有所受损。制造业投资内部在两个时期呈现出较为相似的受损特征, 表现为中上游产业链的黑色金属冶炼加工业、金属制品与机械设备修理业受到的冲击最为显著, 根据前文分析, 或与对应时期地产链条表现欠佳, 上游订单需求受损。

图 51: 2019 年以来制造业投资累计同比增速变化

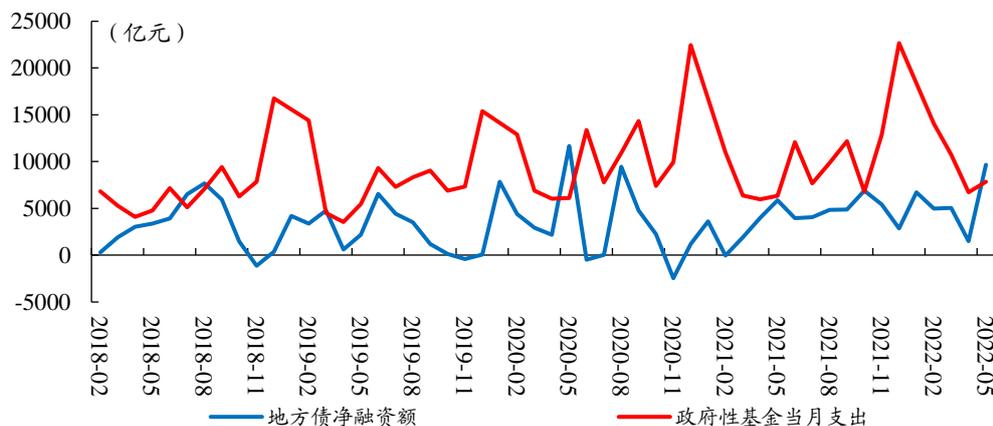


资料来源: Wind, 中原证券

(二) 基建投资的资金使用效率与时滞

由于基建项目支出主要由专项债等资金支持，可以通过对比地方债净融资与政府性基金的支出节奏观察财政资金的落地效率。历史上来看，地方债净融资与政府性基金支出节奏基本一致，即财政资金到位后通常可以及时将资金落地于基建项目。

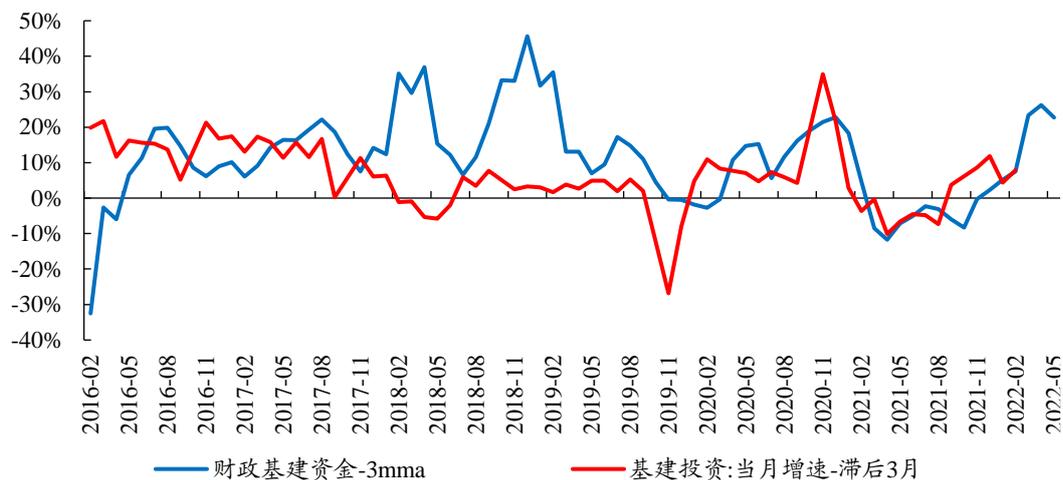
图 56：2018 年以来地方债净融资与政府性基金当月支出对比



资料来源：Wind，中原证券

经过财政资金可以及时落地项目，但由于开工等因素存在，形成有效投资仍存在滞后。将财政公共预算支出与政府性基金支出中的基建部分整合，得到 2016 年以来的用于基建投资的财政资金序列；2019 年以来财政基建资金与之后三个月的基建投资呈现出显著的一致性，因此财政资金运用于基建支出后，约滞后一个季度形成有效投资。

图 57：2016 年以来估算财政基建资金与基建投资增速对比



资料来源：Wind，中原证券

根据上述分析，我们得到财政资金与形成的基建投资的相关关系：即财政资金支出与净融资节奏基本一致，但与形成有效投资存在约一个季度的时滞。

(三) 基建投资展望

当前在基建领域我国财政政策部署要求“(1) 加快财政支出力度，督促指导地方的部门加快预算执行，推进项目实施进度。(2) 加快地方政府专用债券发行使用，并扩大适用范围。要

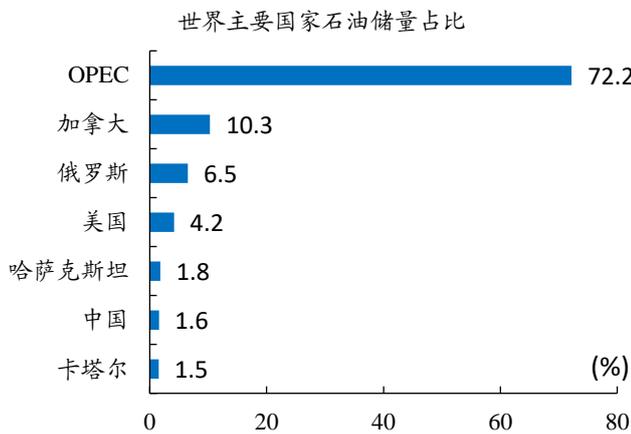
确保用于项目建设的 3.45 万亿元，地方政府专项债券额度 6 月底前基本发行完毕，力争在 8 月底前基本使用到位。”以上部署在数据上表现为净融资集中增长，财政资金加速落地基建项目，结合前文我国财政的前置特征，资金或主要在二季度落地基建项目，因此基建投资或集中形成于三季度，预计三季度基建投资将再度上扬式增长。

3.6. 外部冲击 1：全球能源价格上涨

(一) 国际原油生产需求结构

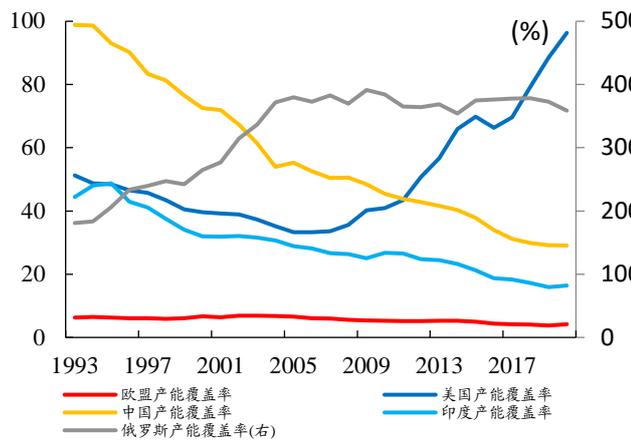
原油价格本质上依然是世界供需格局的体现。供给端，OPEC 组织储备了全球超过 72.2% 的石油，原油产量占全球比重高达 27%，俄罗斯与美国分别以 12%、13% 的产量位居二三位。能源独立程度上，截至 2020 年，俄罗斯由于石油消费需求不大，国内石油产量的需求覆盖率达到 358.5%；美国则通过页岩油技术实现了 96.4% 的能源需求覆盖；而中国、印度、欧盟则对石油资源进口依赖度较高，能源对需求的覆盖率分别为 29.1%，16.5%，4.2%。

图 58：世界主要国家/地区石油储量占比



资料来源：Wind，中原证券

图 60：各国自身原油产能对需求覆盖比率

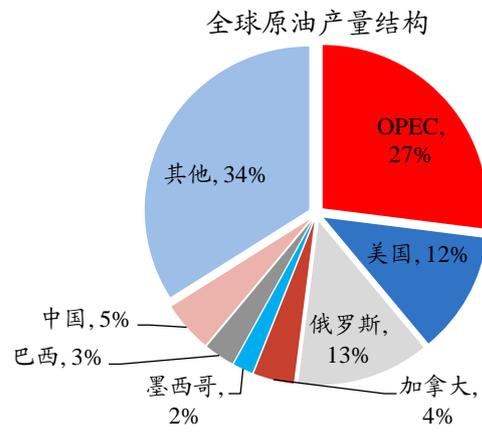


资料来源：Wind，中原证券

(二) 原油价格上涨的供需分析

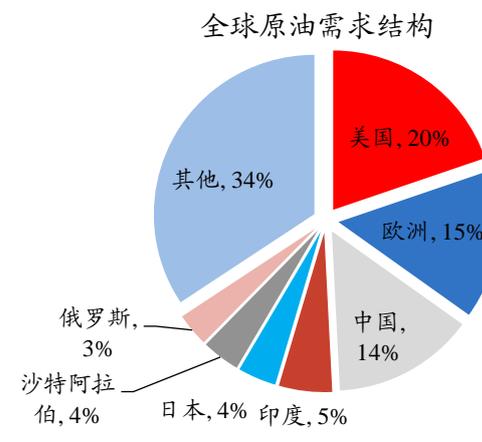
2020 年 5 月疫情以来，全球石油价格迎来大幅上涨，截止 2022 年 5 月末 Brent 二季度均价已较 2020 年二季度上涨 224% 至 108.14 美元/桶，其背后依然是国际能源供需格局的变迁。

图 59：全球原油产量各国家/地区占比



资料来源：Wind，中原证券

图 61：全球原油需求各国家/地区占比

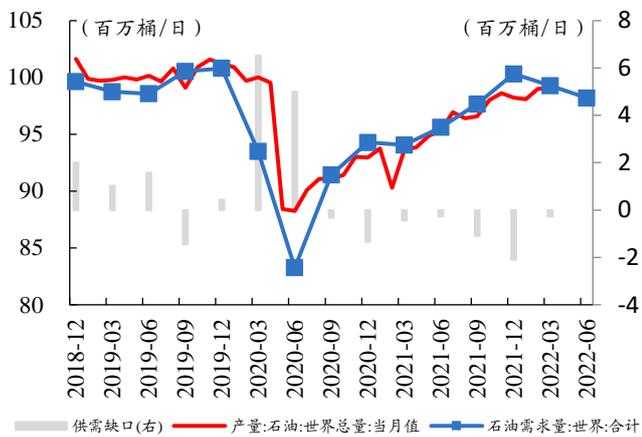


资料来源：Wind，中原证券

供给端，OPEC+限产态度较为明确，2021年5月OPEC+设定每月日增40万桶名义产量的配额，但实际每月增产量持续低于配额。据OPEC 2022年6月原油市场报告，5月份石油产量不升反降17.6万桶/日至2851万桶/日，远未达到OPEC+协议规定的增长目标。而2022年6月2日，尽管OPEC+决定在2022年7月和8月将原油产量提高64.8万桶/天，较此前计划的增产43.2万桶/日增加50%，但7-8月合计额外增产的43.2万桶/天实际是通过将9月的43.2万桶/天前移，整体仅为增产节奏调整，并未增加额外配额。OPEC+的限产行为一方面反映了OPEC减产挺价的主观意愿，另一方面也是对OPEC剩余产能缺乏的部分印证，目前OPEC组织内，只有沙特和阿联酋拥有足够备用产能，然而都表示无意快速提高石油产量。

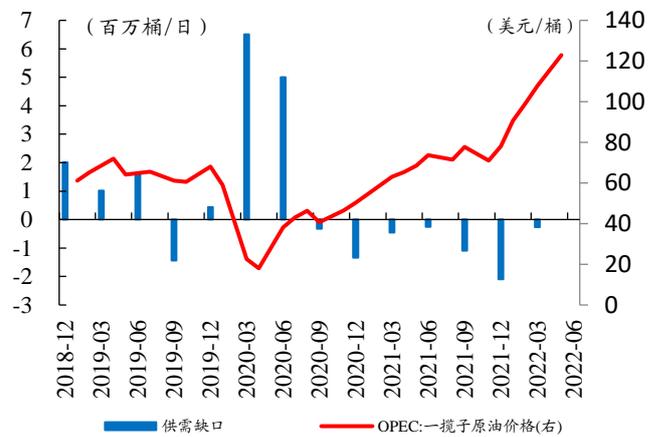
需求端，2020年三季度后，全球主要经济体逐步走出疫情阴霾，伴随工业与交通运输业复苏，全球石油需求快速反弹，与全球石油产量形成显著缺口，2021年四季度缺口一度扩张至210万桶/日，同期油价快速上行。

图 62：2019 年以来世界原油产需缺口变化



资料来源：Wind，中原证券

图 63：2019 年以来世界原油价格与产需缺口对比



资料来源：Wind，中原证券

（三）国际原油价格展望

未来石油能源价格走势的核心约束依然是供给约束，取决于OPEC+的增产意愿以及备用产能空间。目前拜登政府拟定于7月访问沙特，或施压增产，但OPEC+的整体增产意愿不强，预计后续增产空间有限。

需求端则需要考虑美国、中国、欧盟等主要经济体的复苏周期。当前，美联储加息态度强硬，但鲍威尔承认“软着陆难度较大”，美国或步入需求边际收缩阶段；欧盟方面，欧央行也逐步进入加息周期，6月欧央行货币政会议决议将在7月21日的货币政策会议上加息25个基点，但短期仍有需求支撑；我国而言，目前疫情初步得到控制，尚处在复苏期，预计下半年需求将有较为强劲的反弹。

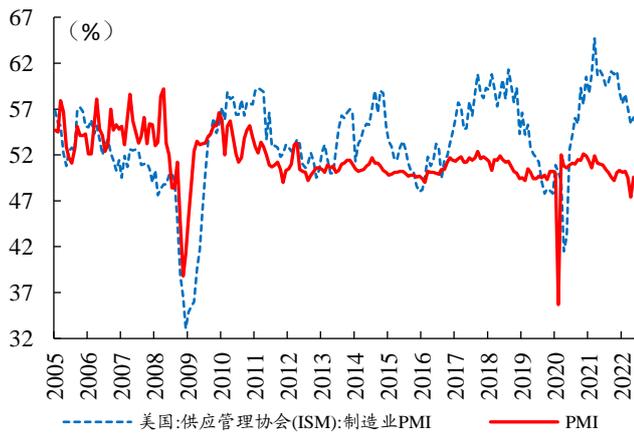
整体上，石油需求依然具有一定支撑，预计产需缺口将会延续，石油价格短期依然偏强。对于我国而言，工业品领域的通胀压力仍然存在。

3.7. 外部冲击 2：中美货币周期错位仍然持续

(一) 中美利差的成因

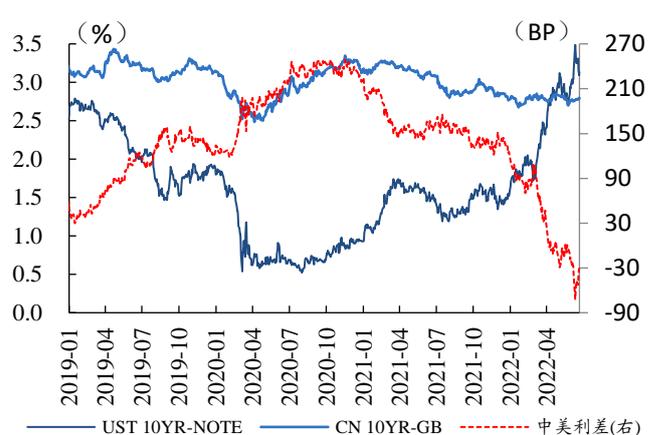
中美利差源于两国货币政策周期的错位，又内生于两国经济周期。2020 年以来中美利差持续收窄，并于 2022 年 4 月突破零下限形成倒挂，其背后的经济背景是两国的经济周期错位。2020 年疫情冲击后，美国采取量化宽松操作，国内需求在 2020 年下半年步入高峰，复苏弹性高于我国同期，但同时也造成了通胀率的大幅攀升；进入 2022 年，美联储采取强硬的加息政策，而我国则受到疫情的二次冲击影响，从而形成了两国 10 年期国债收益率的显著倒挂。

图 64：2005 年以来中美 PMI 对比



资料来源：Wind，中原证券

图 65：2019 年以来中美 10 年期国债收益率对比

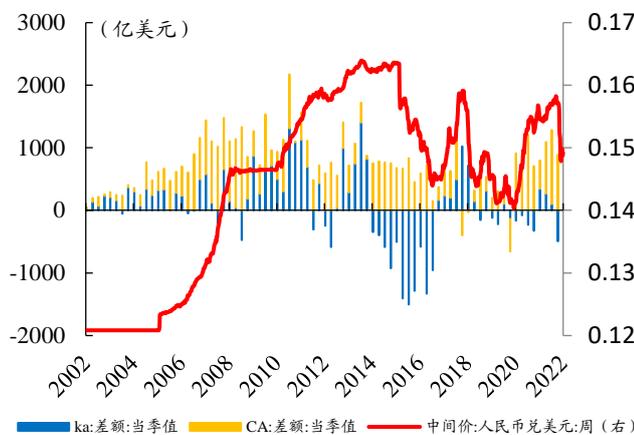


资料来源：Wind，中原证券

(二) 中美利差倒挂影响我国货币政策有效性

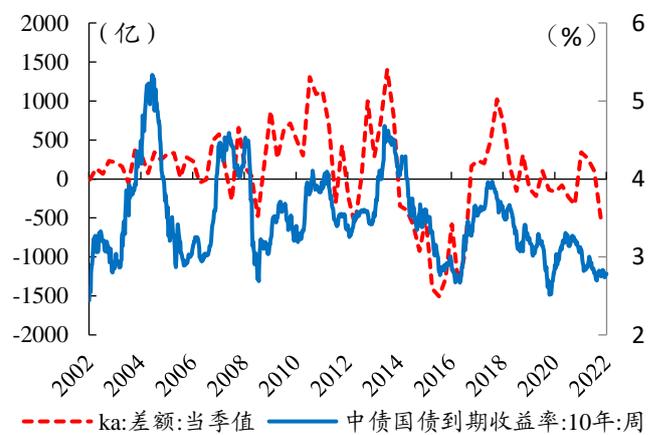
2015 年 811 汇改后，国际资本流动对于我国汇率的影响显著提升，而利率又是驱动国际间资本流动的核心因素。2022 年美联储进入加息周期以来，中美利差开始倒挂，国际间套息交易驱动部分资本外流，表现为境外机构持有我国债券数量显著下滑。在宽松周期下资本外流会降低货币扩张效果，这种现象被称为“三元悖论”即货币政策独立性与资本自由流动的冲突。

图 66：2015 年 811 后我国汇率浮动性变化



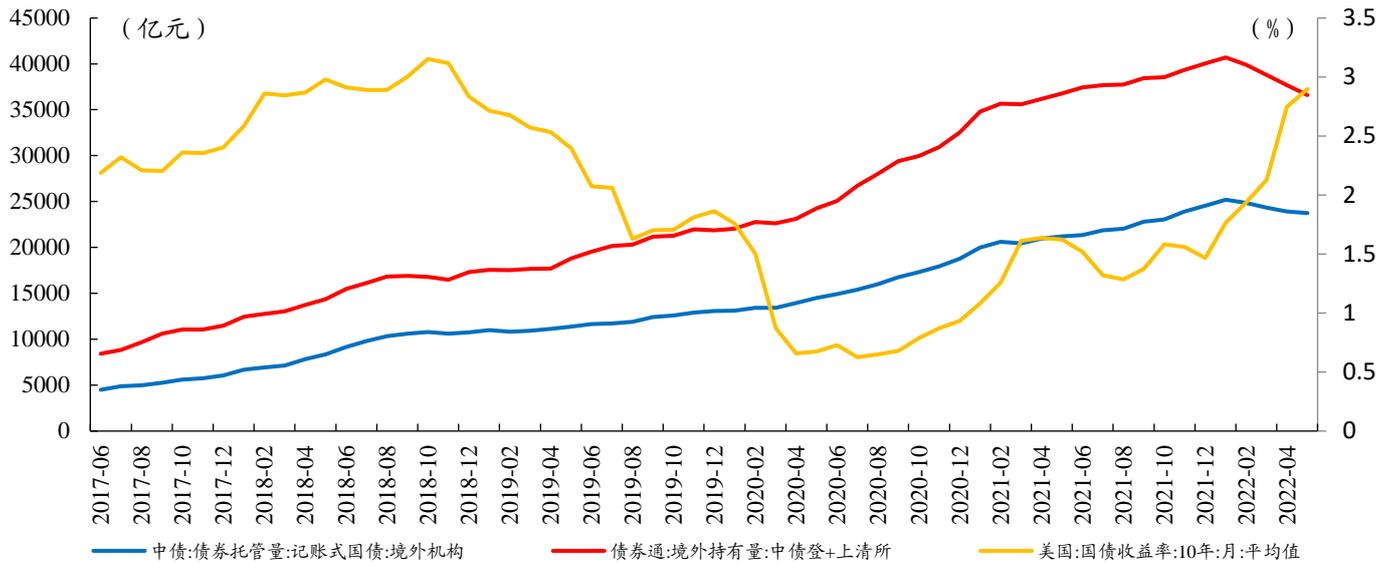
资料来源：Wind，中原证券

图 67：2002 年以来我国利率变动与金融资本流动对比



源：Wind，中原证券

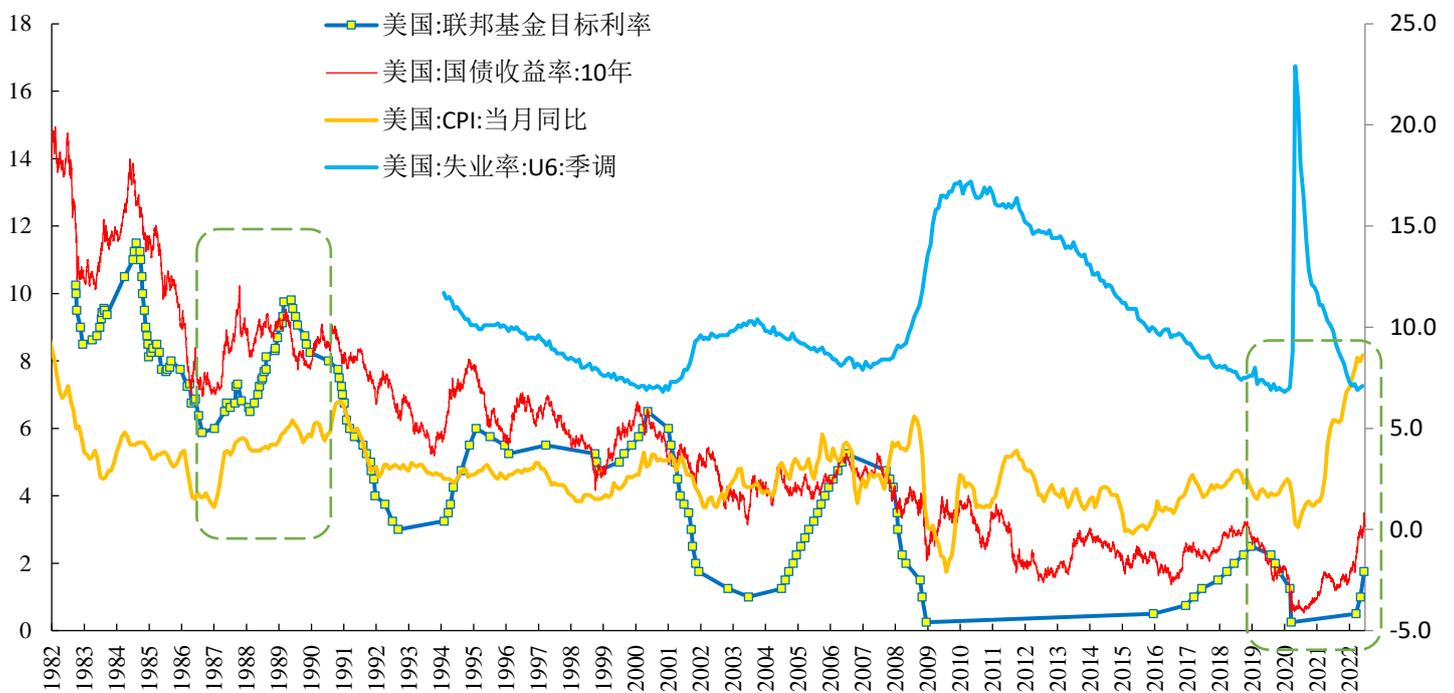
图 68：2017 年以来美债收益率与境外机构债券持有量对比



资料来源：Wind，中原证券

当前美国通胀率居高不下，而失业率却与历史低点基本持平，强劲的国内需求与高企的通胀使得市场对美联储的加息预期大幅增加，预计 10 年期美债利率将与 20 世纪 80 年代末的运行轨迹相似，即提前消化加息预期并持续在高位震荡。而我国下半年货币政策尽管存在逐步退出可能，但仍需要维持当前的宽松强度直至经济好转，因此中美货币政策周期依然存在错位，中美利差或持续维倒挂至年末，继而对我国货币政策有效性产生冲击。

图 69：1982 年以来美国经济与货币政策周期对比 10 年国债收益率走势



资料来源：Wind，中原证券

4. 下半年经济数据预测

以全年实际增长政策目标作为锚，假定全年实际增长 5.5%，GDP 平均指数增长 3%，名义 GDP 增长 8.5%情形，对二、三、四季度主要经济指标名义增速预测如下表。整体上二季度实现正增长概率较大，全年有望实现 5.5%增速，但考虑到消费复苏或偏慢，需要投资端三大分项保持复苏弹性，并持续发力。

表 4：2022 年二、三、四季度主要经济指标名义增速预测

	社零 累计增速	固投 累计增速	制造业投资 累计增速	地产投资 累计增速	基建投资 累计增速	名义 GDP 累计增速
2022-03	3.3%	9.2%	15.6%	0.7%	10.5%	9.2%
2022-06	-3.9%	9.4%	17.8%	-10.2%	16.3%	5.3%
2022-09	2.2%	12.4%	16.3%	-4.7%	21.7%	9.3%
2022-12	1.3%	12.8%	13.0%	1.7%	21.1%	8.5%

资料来源：Wind，中原证券

5. 风险提示

疫情存在反复的风险，经济复苏压力仍然持续存在。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。