

深度报告  
2022年6月29日

# 向阳而生

——2022年中期宏观经济与资本市场展望

丁安华 招商银行首席经济学家

☎ 0755-83195106 ✉ dinganhua@cmbchina.com

谭卓 招商银行研究院宏观经济研究所所长

☎ 0755-83167787 ✉ zhuotan@cmbchina.com

刘东亮 招商银行研究院资本市场研究所所长

☎ 0755-82956697 ✉ liudongliang@cmbchina.com

感谢田地、王欣恬、刘阳、王天程、柏禹含、苏畅、石武斌、赵宇对此文的贡献。

敬请参阅尾页之免责声明



## 概要

- **展望下半年，美国通胀“高烧不退”，经济衰退概率上升。**俄乌问题和疫后复苏或持续驱动能源和食品通胀，叠加粘性的服务通胀，使得全年美国通胀居高难下。美联储或紧盯 2% 的通胀目标“硬加息”，全年加息 13 次（325bp）。高通胀叠加财政货币“双紧缩”，对居民部门资产负债表构成压力，美国经济“硬着陆”概率随之上升。
- **中国经济将处于二次探底后的修复阶段。其中最为关键的问题，是居民和企业预期疲弱，去杠杆交互作用，一定程度上陷入负向循环。**三驾马车动能总体承压，结构分化。货物贸易将由高景气转为下行，对增长的拉动减弱。消费复苏动能疲弱。投资方面，房地产投资改善仍需时日，或对经济增长形成负向冲击；基建和制造业投资将成为重要发力点，对经济增长形成支撑。通胀方面，下半年 PPI 通胀有望稳步下行，但下行空间受到供求关系制约。CPI 通胀总体温温和，预计在 9 月达到年内高点，上行空间和节奏主要由猪价确定。全球“滞胀”向我国的传导构成最大的不确定性。
- **宏观政策将在内外约束下积极作为。**财政政策收支紧平衡加剧，将多措并举，通过存量资金填缺口，增量工具促发展，或提前下达/增发 1 万亿新增专项债额度，并通过提高专项债的使用效率，有效稳定经济大盘。货币政策外部约束进一步趋紧，中美利差全面倒挂，将力求在“以我为主”的同时兼顾内外平衡，发挥总量和结构双重功能，通过“宽信用”“降成本”促进居民和企业扩张资产负债表，畅通经济正向循环。
- **大类资产配置策略建议积极布局权益资产并耐心等待。**海外“滞胀”环境对股债资产而言均是显著不利的，股债双杀的局面还会持续一段时间；境内债券利率整体延续震荡但相对更偏上行风险，A 股下半年的预期收益将得到改善，但实现趋势性转牛的条件仍不充分。对于下半年大类资产配置逻辑，认为包括 A 股、港股的收益预期将有所恢复，因此相比 2021 年底，可以适当增加资产配置整体的进攻性，并加大权益类资产的配置力度。建议投资者在股票和固收资产之间采取攻守平衡的配置思路，同时特别重视权益资产内部的结构机会。具体资产配置建议如下：美元、港股（科技）中高配，黄金、中国国债、信用债、A 股、A 股的消费风格、成长风格、美股标配，人民币、欧元、美债中低配，A 股的周期风格低配。

## 2022 年中国经济预测表

指标	2019	2020	2021	2022F
实际 GDP	6.1	2.3	8.1	<b>4.2</b>
社会消费品零售总额	8.0	-3.9	12.5	<b>2.6</b>
全社会固定资产投资	5.4	2.9	4.9	<b>5.5</b>
房地产投资	9.9	7.0	4.4	<b>-0.5</b>
基建投资	3.3	3.4	0.2	<b>9.6</b>
制造业投资	3.1	-2.2	13.5	<b>6.7</b>
出口（以美元计）	0.5	3.6	29.9	<b>6.3</b>
进口（以美元计）	-2.7	-0.7	30.1	<b>2.8</b>
CPI*	2.9	2.5	0.9	<b>2.2</b>
PPI*	-0.3	-1.8	8.1	<b>5.5</b>
社融	10.7	13.3	10.3	<b>10.5</b>
M2	8.7	10.1	9.0	<b>11.2</b>
人民币贷款	12.3	12.8	11.6	<b>11.5</b>
目标赤字率	2.8	3.6	3.2	<b>2.8</b>
新增地方政府专项债（万亿元）	2.15	3.75	3.65	<b>3.65</b>
降准预期				
次数	3	3	2	<b>0</b>
幅度（bp）	150	50	100	<b>0</b>
10 年期国债*	3.2	2.9	3.0	<b>2.9</b>
利率				
1 年期 LPR: 年末	4.15	3.85	3.85	<b>3.70</b>
5 年期 LPR: 年末	4.80	4.65	4.65	<b>4.35</b>
上证综指*	2,920	3,128	3,500	<b>3,300</b>
美元兑人民币*	6.9	6.9	6.45	<b>6.65</b>
伦敦金（美元/盎司）*	1,394	1,770	1,800	<b>1,850</b>

注：以上经济指标除专门标注外，均为增速，单位为%；带\*指标为年度均值  
资料来源：Wind，招商银行研究院

## 目录

<b>一、宏观主线：美国“滞胀”与中国资产负债表行为 .....</b>	<b>1</b>
(一) 美国：“硬加息”与“硬着陆” .....	1
(二) 中国：资产负债表行为分化 .....	6
<b>二、中国经济：二次疫后修复 .....</b>	<b>11</b>
(一) 进出口：增速放缓 .....	11
(二) 消费：弱势复苏 .....	12
(三) 投资：结构分化 .....	14
(四) 供给侧：缓慢修复 .....	19
(五) 通胀：PPI-CPI 剪刀差收敛 .....	20
<b>三、财政货币：内外约束下积极作为 .....</b>	<b>23</b>
(一) 财政政策：积极有为，拓展空间 .....	23
(二) 货币政策：“宽信用”支持“稳增长” .....	27
<b>四、资本市场：适度加强进攻，逢低布局权益 .....</b>	<b>31</b>
(一) 2022 年上半年市场回顾：股票全面下跌，美债利率大涨 .....	31
(二) 主要市场研判：A 股逢低布局，利率上行风险加大 .....	33
(三) 资产配置策略：适当增加进攻性，重视结构性机会 .....	41

## 图目录

图 1: 美国经济“滞胀”预期持续升温.....	1
图 2: 中国经济增速下行预期走高.....	1
图 3: 5 月美国 CPI 通胀超预期再创新高.....	2
图 4: 今年大宗商品价格涨幅创下历史之最.....	2
图 5: 俄乌冲突令全球供应链改善受阻.....	2
图 6: 核心商品通胀趋于收缩.....	2
图 7: 住房和交通驱动美国核心服务通胀.....	3
图 8: 美国“工资-物价”螺旋尚未成型.....	3
图 9: 美国就业供需缺口持续扩张.....	3
图 10: 疫情下美国贝弗里奇曲线上移.....	3
图 11: 美联储不断上调加息预测.....	4
图 12: 市场预期 7 月将再次加息 75bp .....	4
图 13: 沃尔克“超调”政策利率“抗通胀” .....	5
图 14: 美联储资产负债表规模较疫前翻番.....	5
图 15: 美国仅有三次加息周期后未发生衰退.....	6
图 16: 民主党大概率将失去对国会的控制.....	6
图 17: 美国工资增速和消费者信心创下新低.....	6
图 18: 二季度美国 PMI 显著放缓 .....	6
图 19: 青年失业率大幅上升 .....	7
图 20: 2020-2021 各行业工资增速显著放缓.....	7
图 21: 居民消费意愿低迷, 储蓄倾向上升.....	7
图 22: 居民存贷款表现分化 .....	7
图 23: 居民-企业循环流向图 .....	8
图 24: 今年居民消费和工业生产景气下行.....	8
图 25: 企业中长贷和存款表现分化.....	8
图 26: 今年 M2-M1 剪刀差持续走阔.....	8
图 27: 经济泡沫破灭后资产负债表衰退发生.....	9
图 28: 2021 年企业去杠杆, 政府加杠杆 .....	9
图 29: 一季度 GDP 增速明显回落.....	10

图 30: 上半年固定资产投资显著放缓 .....	10
图 31: 上半年我国出口数量增速回落 .....	11
图 32: 上半年我国进口数量收缩加剧 .....	11
图 33: 我国贸易条件改善缓慢 .....	12
图 34: 进出口增速预计下行, 贸易顺差扩张 .....	12
图 35: 消费持续受疫情压制 .....	13
图 36: 政府部门消费增长放缓 .....	13
图 37: 疫情对居民的消费冲击大于收入 .....	13
图 38: 社会集团消费品零售仍处收缩区间 .....	13
图 39: 餐饮消费持续低迷 .....	14
图 40: 商品消费增长分化 .....	14
图 41: 房地产销售加速下滑 .....	15
图 42: 70 大中城市房价增速陷入负增长 .....	15
图 43: 房地产开发资金大幅收缩 .....	15
图 44: 房地产投资中土地购置费下滑更快 .....	15
图 45: 房地产新开工面积下滑加剧 .....	16
图 46: 土地出让收入领先土地购置费 .....	16
图 47: 5 月基建投资增速回升 .....	16
图 48: 水利环境和公共设施管理业增速回升 .....	16
图 49: 新增专项债发行前置 .....	17
图 50: 年内重大项目计划投资额增加 .....	17
图 51: 土地出让收入大幅收缩 .....	17
图 52: 投向基建的比例持续下降 .....	17
图 53: 高技术制造业保持高增长 .....	18
图 54: 出口及原材料生产行业投资保持增长 .....	18
图 55: 企业利润持续分化 .....	19
图 56: 制造业企业经营预期未见明显改善 .....	19
图 57: 工业生产增速由负转正 .....	19
图 58: 服务业增速降幅有所收窄 .....	19
图 59: 工业企业利润下滑 .....	20
图 60: PPI-CPI 剪刀差收敛 .....	20

图 61: PPI 通胀随基数走低回落 .....	20
图 62: 部分大宗商品见顶回落 .....	20
图 63: PPI 上中下游剪刀差收窄 .....	21
图 64: PPI 同比增速预测 .....	21
图 65: CPI 同比增速主要取决于食品项 .....	21
图 66: 能繁母猪存栏决定猪价空间 .....	21
图 67: 核心 CPI 低位运行 .....	22
图 68: CPI 通胀预测 .....	22
图 69: 今年退税减税降费规模创历史新高 .....	23
图 70: 小型企业景气度持续位于收缩区间 .....	23
图 71: 央行上缴利润, 资金直达实体 .....	23
图 72: 中央加大对地方转移支付 .....	23
图 73: 二季度财政收入或减收 5,878 亿元 .....	24
图 74: 成本性费用性支出占比七到八成 .....	24
图 75: 新增专项债发行进度超前 .....	25
图 76: 政府债券净融资同比多增 .....	25
图 77: 预算实际赤字率约为 8.1% .....	26
图 78: 实际赤字完成率较高 .....	26
图 79: 今年调入资金及结转结余为历史次高 .....	26
图 80: 2021 年财政“余粮”较多 .....	26
图 81: 近期 DR007 中枢明显低于政策利率 .....	27
图 82: 1 年期同业存单利率持续下行 .....	27
图 83: 蒙代尔“不可能三角” .....	28
图 84: 中美收益率曲线全面倒挂 .....	28
图 85: 5 年以上 LPR 或仍有 5-10bp 压降空间 .....	29
图 86: 企业贷款加权平均利率处于历史底部 .....	29
图 87: 企业中长期融资持续疲弱 .....	30
图 88: 社融-M2 剪刀差连续转负 .....	30
图 89: A 股、港股表现强于美股 .....	32
图 90: 美债利率大幅上行 .....	32
图 91: 定价加息节奏达高峰, 利率曲线趋平 .....	34

图 92: 通胀回落速度是影响主因 .....	34
图 93: 货物贸易结汇量仍在绝对高位 .....	34
图 94: K 型分化或带来中美利差倒挂维持 .....	34
图 95: 美债实际利率 vs 伦敦金 .....	35
图 96: 美元指数 vs 伦敦金 .....	35
图 97: 上半年中国国债利率震荡为主 .....	36
图 98: 上半年中国国债利率曲线趋于陡峭 .....	36
图 99: 上半年中国信用利差走阔后压缩 .....	37
图 100: 上半年城投信用利差走阔后压缩 .....	37
图 101: 业绩增速和实际 GDP+PPI 高相关 .....	38
图 102: 狭义流动性 M1 和估值高相关 .....	38
图 103: 广义流动性 M2 高于名义 GDP .....	39
图 104: 流动性底-市场底-业绩底 .....	39
图 105: 美国制造业 PMI 与股市走势 .....	41
图 106: 标普 500 估值处于中等水平 .....	41
图 107: 上证综指 vs 中债 10Y 股债性价比 .....	42
图 108: 标普 500vs 美债 10Y 股债性价比 .....	42
图 109: 横向比较下, A 股在全球市场中估值分位数偏高 .....	43
图 110: A 股风格估值水平分化严重 .....	43
图 111: 黄金估值偏贵 .....	43
图 112: “胜率—盈亏比” 九宫格 .....	44

## 表目录

表 1: 2022 年上半年大类资产表现回顾 .....	32
表 2: 下半年各大影响因素对大类资产的影响 .....	33
表 3: A 股各行业 2022Q1-2023 年预测增速 % (wind 一致预期) 及估值水平 .....	40
表 4: 2022 年下半年大类资产配置策略 .....	44

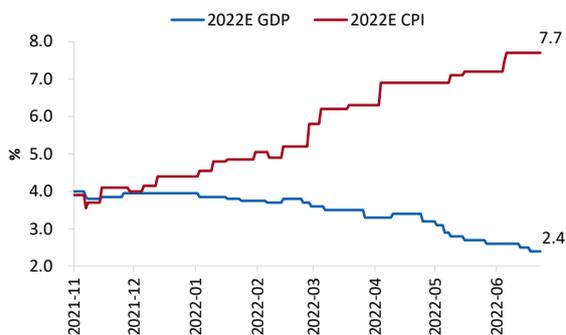
## 一、宏观主线：美国“滞胀”与中国资产负债表行为

在俄乌冲突和疫情反复等新生供给扰动下，美国通胀“高烧不退”，驱动美联储货币政策加速收紧，加大了美国经济陷入衰退的概率。我国外部约束相应进一步趋紧，外需回落，货币宽松受限。

中国方面，疫情二次冲击令经济下行压力进一步加剧，居民、企业和政府资产负债表行为的分化成为其中最为值得关注的现象。预期转弱导致居民和企业去杠杆，政府则积极作为加杠杆，以稳经济保民生。中国经济未来的前景，取决于公共政策及宏观政策能否有效提振私人部门信心，引导居民和企业走出缩表的负反馈，重回扩表的正循环。

图 1：美国经济“滞胀”预期持续升温

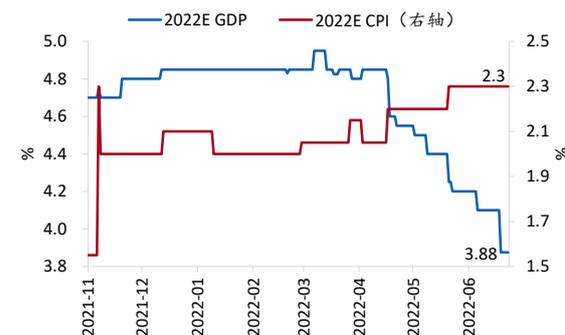
十大国际投行美国经济预测中位数



资料来源：Bloomberg，招商银行研究院

图 2：中国经济增速下行预期走高

十大国际投行中国经济预测中位数



资料来源：Bloomberg，招商银行研究院

### （一）美国：“硬加息”与“硬着陆”

#### 1. 美国通胀：“高烧不退”

美国 5 月 CPI 通胀超预期上行至 8.6%，颠覆了市场此前对美国通胀已见顶的判断。美国财长耶伦近期承认对通胀存在误判，认为美国通胀年内将维持高位。6 月议息会议上，美联储在大幅上调加息次数预期的同时，将年末 PCE 通胀预期进一步上调 0.9pct 至 5.2%。

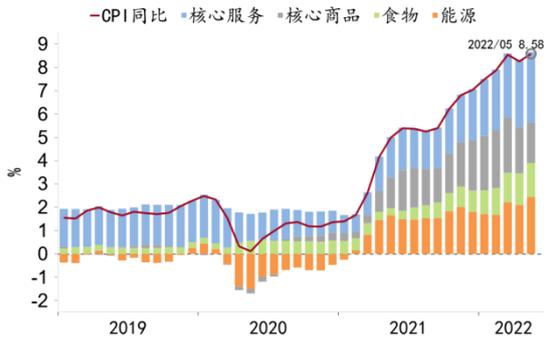
本轮通胀高企始于疫情爆发后美国强力宏观刺激以及总供给受限所产生的供需缺口。今年以来，新生供给冲击和经济重启交互作用，美国通胀走势相应呈现出新的特征。

一是食品和能源成为美国通胀上行的主要驱动。5 月食品和能源贡献了美国 CPI 同比增速的 45%，环比增速的 49.2%。由于冲突之下的俄罗斯和乌克兰是全球主要能源和粮食生产国，今年以来能源和食品价格涨幅创下历史之最。两者相互作用，形成共振。高涨的能源价格推升机械化耕种和运输成本，而生物能源需求进一步加剧了玉米等农作物的短缺。截至 5 月末，全球已有包括印度、阿根廷、印尼在内的

20 多个国家宣布限制粮食出口，全球可贸易谷物数量显著萎缩，进一步推高了农产品的价格。受俄乌问题长期化影响，食品通胀具备持续性，但能源通胀可能在衰退预期影响下回落。下半年美国通胀大概率维持高位运行，但上行斜率趋缓，如若经济超预期衰退，则通胀可能见顶回落。

**图 3：5 月美国 CPI 通胀超预期再创新高**

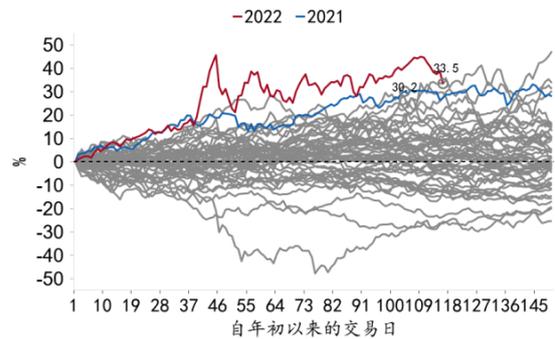
美国CPI同比增速构成 (NSA)



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

**图 4：今年大宗商品价格涨幅创下历史之最**

大宗商品价格 (S&P GSCI) 年内累计涨幅 (1970-2022)



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

二是核心商品通胀缓慢回落。PCE 环比数据显示，2 月起耐用品消费价格逐渐由通胀转为通缩，4 月非耐用品消费价格同样转为通缩。随着美国财政货币政策“双紧缩”以及全球供应链压力边际缓解，耐用品的前置消费步入尾声。前期积压订单逐渐到货转为库存，零售端周转压力加大，价格开始回落。但俄乌冲突和新冠疫情导致供应链修复受阻，延缓了核心商品通胀下行的速度。

**图 5：俄乌冲突令全球供应链改善受阻**

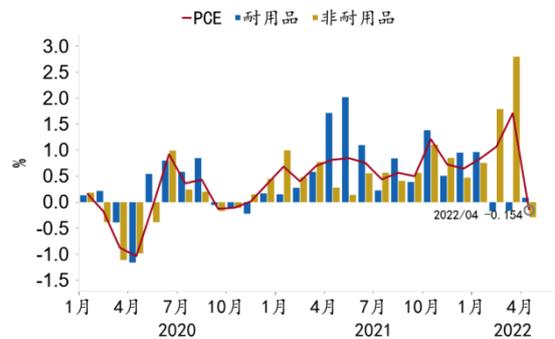
美国CPI同比与全球供应链压力指数



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

**图 6：核心商品通胀趋于收缩**

美国PCE物价指数季调环比增速

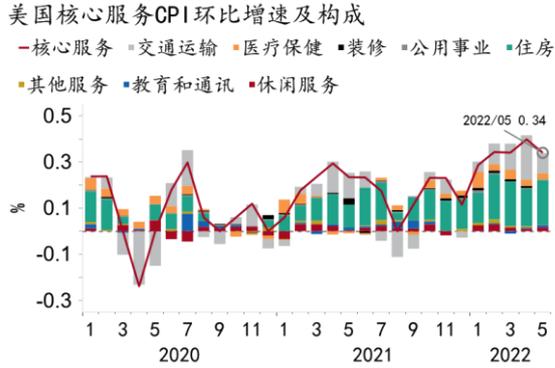


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

三是随着美国经济修复重心由商品转向服务，核心服务通胀的动能逐步上升。特别是住房和交通服务分项，在供求两端均面临通胀压力。首先看在美国 CPI 中占三成比重的住房分项。美国房屋价格近两年持续大幅上涨，从供给端推升房租价格；社会生产的恢复则提升了租房需求。其次，机票是交通服务价格的核心推升项。在供给端，疫情导致航空业大幅去产能，且重资产行业的产能回补存在较长时滞，即退役的客机并不能立刻得到补充；在需求端，当前仍处于交运服务需求回升的初期，供需缺口或支撑机票价格在高位运行。

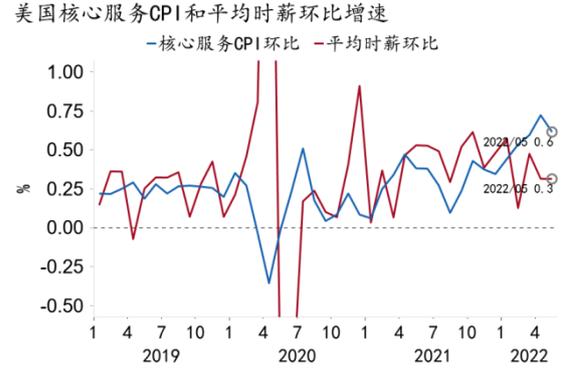
值得注意的是，劳动力成本和通胀预期对服务通胀走势至关重要。尽管密歇根大学调查显示美国消费者对未来1年的通胀预期已上行至5.4%，但5月平均时薪环比走平，核心服务通胀动能边际回落，“工资-物价”螺旋尚未成型。

图7：住房和交通驱动美国核心服务通胀



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图8：美国“工资-物价”螺旋尚未成型



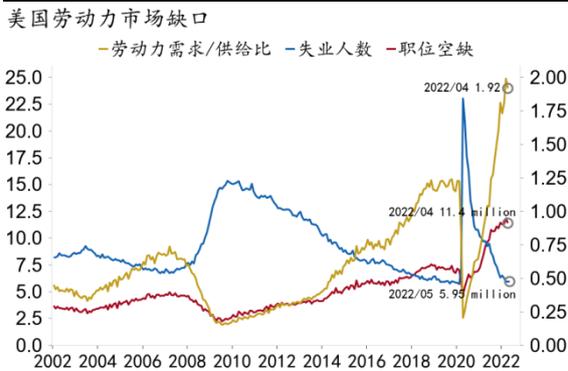
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

前瞻地看，短期内美国通胀仍将在高位“磨顶”，四季度或在基数效应和美联储快速加息的作用下逐步回落。若年内美国通胀环比增速维持其过去12个月中位数0.6%，则对应年末CPI通胀8.5%；若通胀环比回落至过去12个月低值0.4%，则对应年末CPI通胀7%。综合前述三个方面，基准情形下全年美国CPI通胀预计在7.5%左右。

## 2. 美国就业：维持强劲

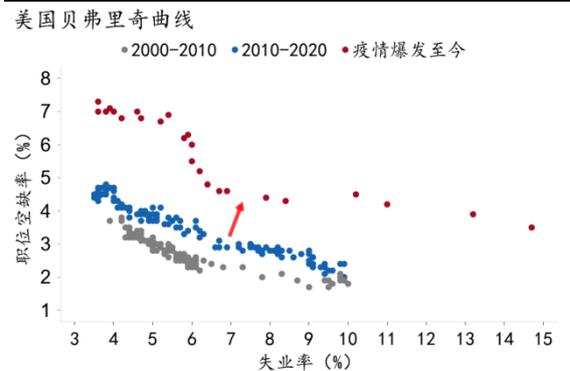
今年以来，美国就业强劲增长，月均新增非农就业维持在40万以上，3.6%的失业率逼近50年最低水平（3.5%）。由于用工需求强劲但劳动参与率显著低于疫前水平，美国就业供需缺口不断扩张，目前岗位空缺/失业人数之比已接近两倍，创下有统计以来的最高值。

图9：美国就业供需缺口持续扩张



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图10：疫情下美国贝弗里奇曲线上移



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

一方面，扩张的供需缺口带来了更大的薪资通胀压力，非农时薪名义增速持续位于5%以上，成为核心服务通胀的主要支撑因素之一。

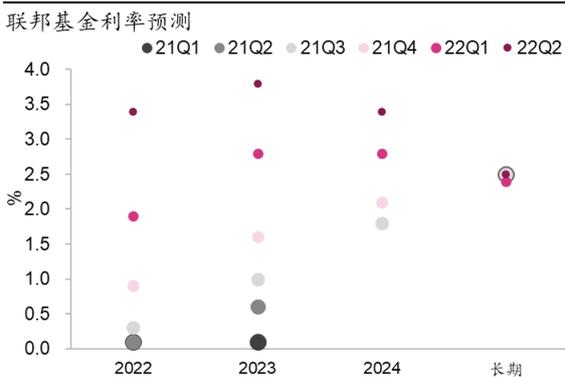
另一方面，强劲的用工需求为美联储政策收紧提供了缓冲空间。“贝弗里奇曲线”揭示了职位空缺数与失业率的负相关关系，空缺职位收缩通常伴随着失业率上升。疫情爆发后，美国贝弗里奇曲线显著上移，同等失业水平下职位空缺率跳升。美联储认为，在货币政策收紧后，较高的职位空缺率将为失业率提供缓冲，增加经济“软着陆”成功的概率。

前瞻地看，下半年美国就业增长将维持强劲，劳动参与率则受到就业意愿低迷压制难以显著回升，就业市场供需缺口仍将处于高位，驱动薪资增长。

### 3. 美联储：被迫“硬加息”

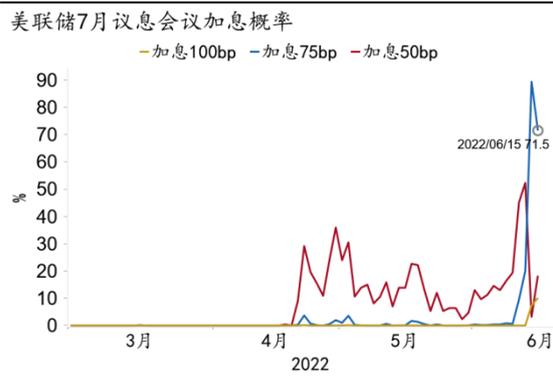
不论通胀还是就业形势，均指向美国货币政策将快速收紧。今年以来，美联储对此前偏鸽的政策立场迅速纠偏，在上半年完成了结束QE、开启加息和缩表的货币政策正常化“三部曲”，并不断释放加速收紧的信号，大幅上调对加息次数的预测。由于CPI通胀超预期反弹，6月议息会议上，美联储罕见地违背了其在5月议息会议后发出的“未考虑加息75bp”的前瞻指引，将联邦基金利率区间上调75bp至1.5-1.75%的疫前水平，展现了不惜代价控通胀的决心。

图 11：美联储不断上调加息预测



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 12：市场预计 7 月将再次加息 75bp



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

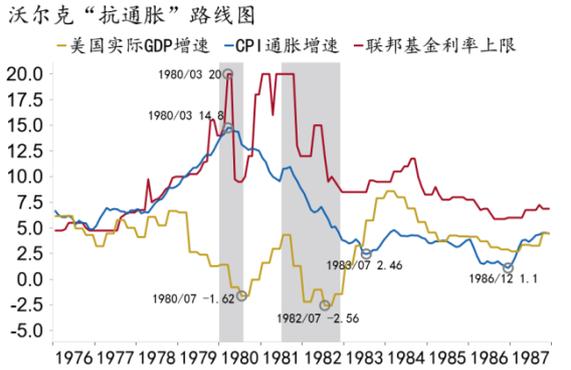
前瞻地看，年内美联储可能展开“大干快上”式“硬加息”，将政策利率快速推升至中性水平以上。尽管鲍威尔 6 月安抚市场，表示加息 75bp “并非常态”，但同样强调需要看到通胀回落的“实质性证据”（compelling evidence）才会放缓加息步伐。美联储在其 6 月发布的半年度《货币政策报告》中强调，恢复价格稳定是“无条件的”（unconditional），释放了盯住通胀目标“硬加息”的明确信号。

最新点阵图显示，今年底联邦基金利率的预测中位数较一季度大幅上调 1.5pct 至 3.4%，指向年内的 4 次会议仍有约 7 次（175bp）的加息空间：7 月和 9 月或分别加息 75bp 和 50bp，11 月和 12 月分别加息 25bp。美联储预计明年底政策利率将继续上升至 3.8% 附近，直到 2024 年开始回调。

考虑到过去一年半美联储政策利率预期的急剧变化，未来美联储的货币政策路径仍然存在较大不确定性。上世纪 70 年代美国经济“滞胀”时期，美联储前主席沃

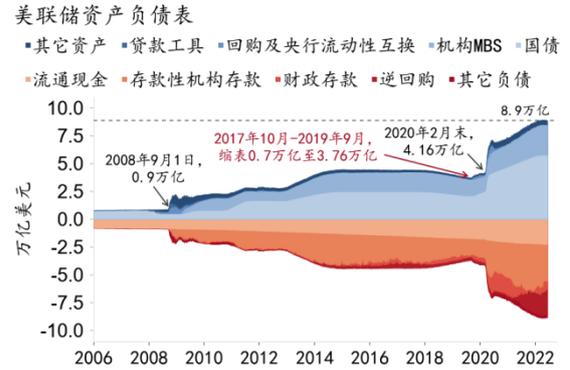
尔克面对 12%的通胀和 6%的失业率，将联邦基金利率上限从 11.5%迅速上调至 20%的历史最高水平，超出 CPI 通胀 5pct 以上。若美联储在多重压力下紧盯 2%的通胀目标“硬加息”，历史可能再度重演，美国政策利率存在进一步上行风险。

图 13: 沃尔克“超调”政策利率“抗通胀”



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 14: 美联储资产负债表规模较疫前翻番



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

缩表方面，美联储将继续按 5 月议息会议后公布的缩减方案执行。美联储计划每月缩减不超过 300 亿美元国债和 175 亿美元 MBS，9 月起两者分别翻倍至 600 亿美元和 350 亿美元的终端缩减速率，是上一轮（每月 300 亿美元国债+200 亿美元 MBS）的两倍。按此推算，若美联储在 2023 年底同步结束本轮政策正常化进程，则缩表规模约为 1.7 万亿美元，占缩表前总规模的 18.9%，小幅高于 2017-2019 年 16.4% 的缩表幅度。缩减后的资产负债表规模约为 7.2 万亿美元，约占当年 GDP 的 27%<sup>1</sup>，明显高于上轮缩表后的 19.4%。

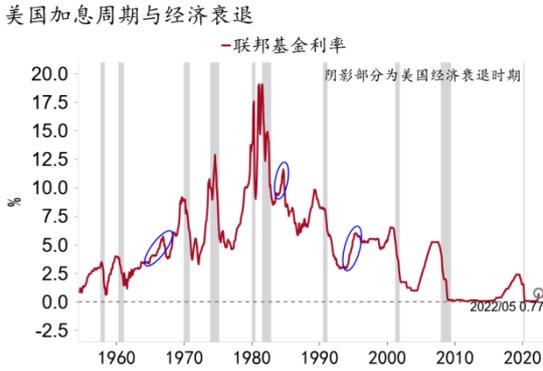
值得注意的是，本轮缩表进程很可能更多取决于美国经济前景，而非市场流动性。美联储 5 月公布的《缩减联储资产负债表计划》特别强调了缩表的灵活性，强调缩表开启后可能视经济和金融市场表现对缩表节奏进行调整。

#### 4. 美国增长：“硬着陆”风险上升

美联储进取的加息立场，令市场对美国经济衰退的预期升温。上世纪 70 年代，沃尔克两次大幅上调联邦基金利率后，美国经济也两度快速进入衰退。事实上，尽管美国历史上有 1965、1984 和 1994 三次加息周期经济“软着陆”的经验，但前两次均有“宽财政”托底，分别为约翰逊总统的“伟大社会计划”和里根总统的“大减税”。而 1994 年是克林顿政府执政初期，当前的美国经济和政治形势与当时不可同日而语。美国疫后复苏尚在进行中，中期选举后拜登大概率将失去对国会两院的掌控成为“跛脚鸭”总统，政治影响力进一步下降。

<sup>1</sup> 按 IMF 2023 年美国名义 GDP 26.7 万亿美元估算。

**图 15：美国仅有三次加息周期后未发生衰退**



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

**图 16：民主党大概率将失去对国会的控制**



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

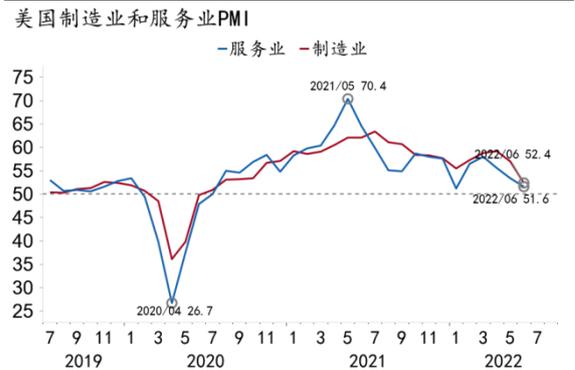
高通胀侵蚀了美国消费者的购买力和信心，叠加紧缩的财政和货币政策，将抑制美国经济持续复苏的动能。今年以来，由于政府转移支付大幅收缩，美国居民可支配收入同比增长显著下行，1-4月人均累计收入18,360美元，较去年同期减少945美元，负增长4.9%。4月居民储蓄率4.4%，已显著低于疫前水平（7.3%）。高通胀使得美国实际工资增速和消费者信心指数双双创下历史新低。在生产端，二季度美国制造业和服务业PMI也显著回落。

**图 17：美国工资增速和消费者信心创下新低**



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

**图 18：二季度美国 PMI 显著放缓**



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

总体而言，当前美国经济依然维持复苏，但内生动能明显放缓，叠加高通胀和快速收紧的货币政策，经济衰退的风险明显上升。6月美联储再次下调了经济展望，对今年GDP增速的预测较一季度大幅下调1.1pct至1.7%，明年和2024年的GDP增速预测也都被下调至2%以下。

## （二）中国：资产负债表行为分化

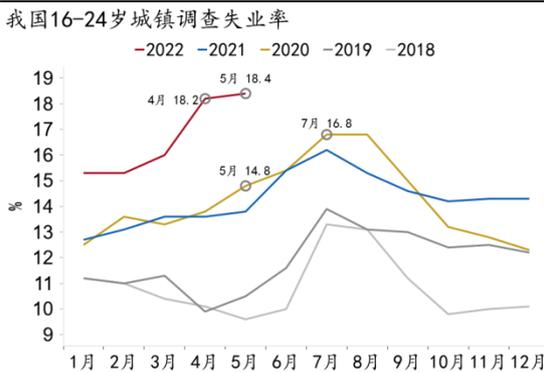
中国方面，下半年经济总体将处于三年疫情中二次探底后的修复阶段。在当前的修复进程中，最值得关注的是居民、企业和政府经济行为的分化，表现为居民和企业降杠杆，政府加杠杆。市场对私人部门资产负债表衰退的担忧升温。

先看居民部门。疫情冲击导致居民就业和收入前景恶化。在供给端，“两会”期间总理指出，今年需要就业的城镇新增劳动力达1,600万，为多年来最高，主要

包括应届毕业生、退伍军人和农转非人员等。但在需求端，截至5月，城镇新增就业人数累计同比收缩7.8%。其中，青年就业形势尤为严峻，16-24岁青年失业率自去年末持续上行，截至5月已达18.4%，再度刷新历史新高。根据往年季节性，考虑到今年有创纪录的1,076万大学生毕业，青年失业率仍有进一步上行压力。

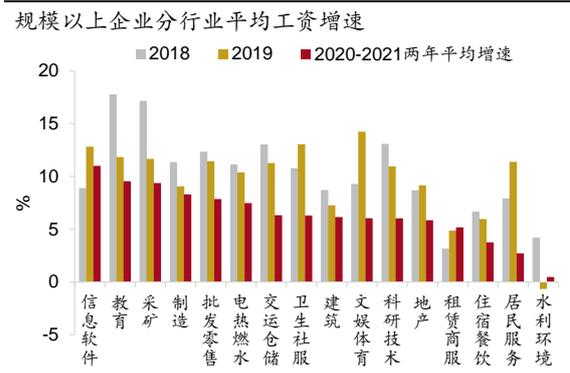
冗余的劳动力供给与疲弱的劳动力需求，将对已然放缓的薪资增速构成进一步的压力。事实上，与2018-2019年的两位数增速相比，近两年绝大部分行业的平均工资复合增速已有不同程度的下降。其中居民服务、文体娱乐、卫生等行业工资涨幅明显收缩，即便是受疫情影响较小的信息技术行业也有所放缓。

**图 19：青年失业率大幅上升**



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

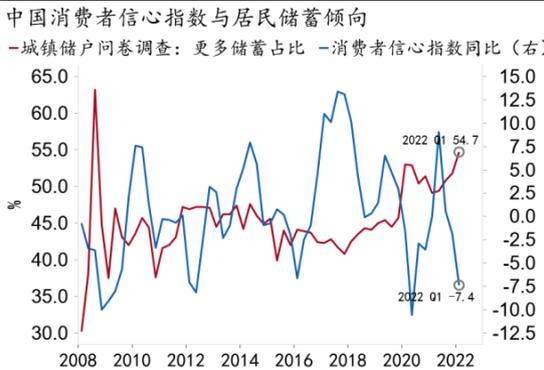
**图 20：2020-2021 各行业工资增速显著放缓**



资料来源：Wind，招商银行研究院

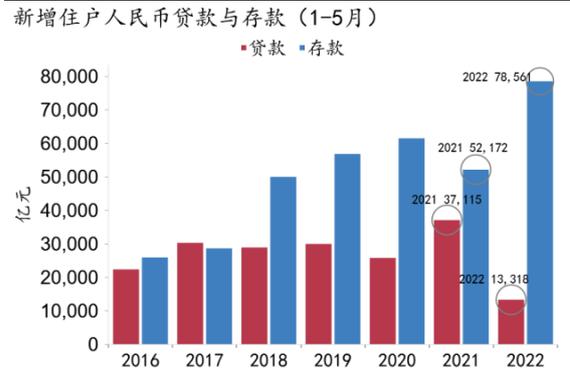
劳动力市场前景恶化，使得居民部门行为趋于保守，消费和购房需求疲弱，预防性储蓄倾向上升，资产负债表开始收缩。统计局和央行调查显示，去年下半年以来，居民部门储蓄倾向大幅上升，消费信心陡峭下行。5月，在金融机构“全力以赴加大贷款投放力度”的背景下，居民新增贷款仍然史无前例地连续第7个月同比负增长，前5个月累计同比减少64.1% (-2.4万亿)；另一方面，居民新增存款则连续3个月同比大增，前5个月累计同比大增50.5% (2.6万亿)。

**图 21：居民消费意愿低迷，储蓄倾向上升**



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

**图 22：居民存贷款表现分化**

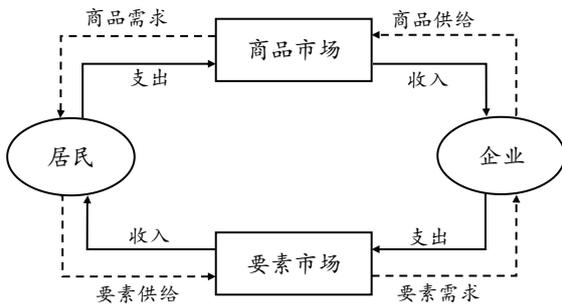


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

再看企业部门。疲弱预期下，居民消费后企业获取经营收入再进行生产投资，之后居民获取工资收入再进行消费的正循环链条被打破了。1-5月，规模以上工业

增加值累计同比增速由 7.5% 跌至 3.3%，特别是中下游生产受疫情和需求拖累表现低迷。分所有制类型看，私企和外企生产经营所遭受的冲击更为剧烈。

图 23：居民-企业循环流向图



资料来源：招商银行研究院

图 24：今年居民消费和工业生产景气下行

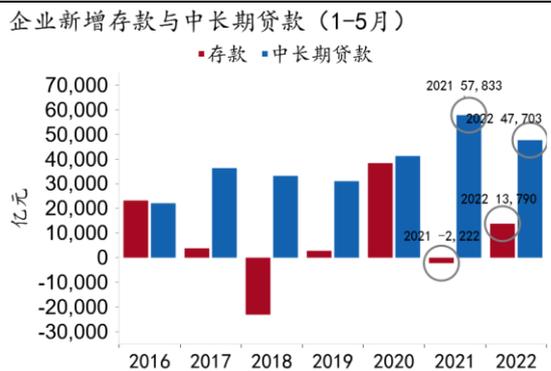


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

观察企业信贷情况，尽管 1-5 月企业贷款新增了 9.2 万亿，同比多增 2.3 万亿，但短贷和票据同比多增合计达 3.5 万亿，企业中长期贷款同比收缩超过 1 万亿（-17.5%）。受疫情和政策不确定性双重冲击，企业新增中长期贷款自去年 7 月以来仅有 2 个月实现了小幅同比正增长（1 月和 3 月），反映出企业实质性加杠杆的意愿不足。

企业存款方面，1-5 月累计新增 2.4 万亿，去年同期累计减少 2,000 亿。但值得注意的是，今年企业存款的增长更多受益于逆周期政策，包括留抵退税及“宽信用”货币政策，而非经济正常运转时居民存款向企业存款的转化。从存款结构上看，M2-M1 剪刀差持续走阔，定期存款增速超过现金和活期，考虑到票据主导信贷增长，利率极低，可能存在企业获取资金后通过存款进行套利的现象。

图 25：企业中长贷和存款表现分化



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 26：今年 M2-M1 剪刀差持续走阔

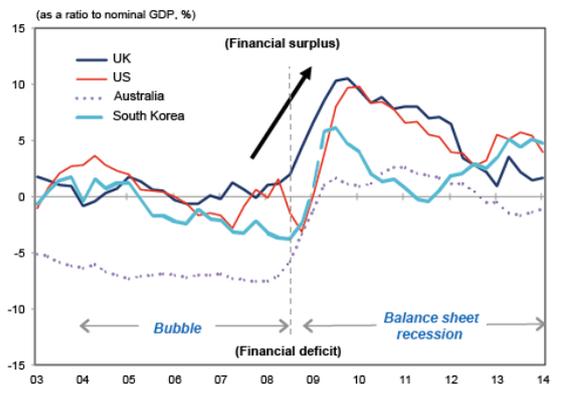


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

纵观居民和企业部门，两者的去杠杆行为开始交互作用，一定程度上陷入负向循环。如果储蓄上升、投资下降的局面持续，利率将持续承压，银行的“资产荒”也将延续。

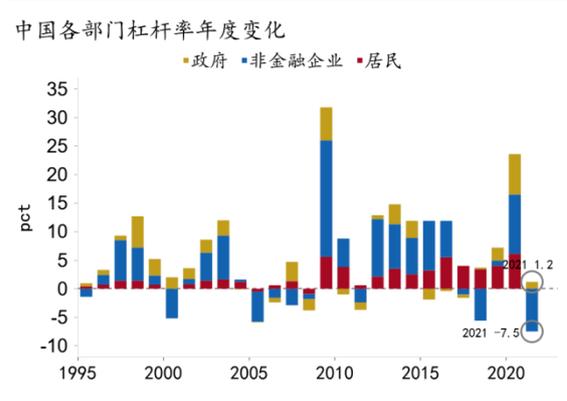
上世纪 90 年代后，日本就曾经经历了痛苦的长期去杠杆过程。著名经济学家辜朝明称之为“资产负债表衰退”（balance sheet recession），并认为其是导致日本经济长期停滞（secular stagnation）的原因。1991 年，日本由债务驱动的经济泡沫破灭，居民和企业资产大幅减值，资产负债表“沉入水下”，普遍资不抵债。这令他们别无选择，只能节衣缩食偿还债务。当所有人的行为都以偿还债务为终极目标时，经济体中的借款人消失了。即便将利率降至零，也没有人愿意借款。大量资金囤积在金融体系当中，无法进入实体经济。储蓄过多而投融资过少，导致利率不断下行，经济陷入通缩，货币政策失灵。辜朝明认为，不止日本，美欧多国在经济泡沫破灭后均出现了资产负债表衰退，私人部门大幅去杠杆，冗余资金大幅上升。

图 27：经济泡沫破灭后资产负债表衰退发生



资料来源：辜朝明（2014），招商银行研究院

图 28：2021 年企业去杠杆，政府加杠杆



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

当前我国私人部门去杠杆的现象，与日美欧等国经验表象相同，成因则截然不同。我国并未发生经济泡沫破裂，居民和企业也并未彻底陷入“资不抵债”的绝境。疫情和政策不确定性所导致的“预期转弱”，是居民和企业去杠杆的根本原因。

政府部门正积极作为，在主动加杠杆的同时着力推动“稳增长”政策落地见效。这有助于降低政策不确定性，扭转疲弱预期，提振市场主体信心。一方面，私人部门去杠杆，要稳住经济大盘，政府部门和国企就要加杠杆。上半年财政政策加速落地执行，包括完成 1.5 万亿美元的留抵退税，央行等机构加速上缴利润，中央对地方转移支付下达率达 90%，政府债加速发行等。另一方面，国务院连续召开重要会议部署经济工作，包括 6 个方面 33 项一揽子稳经济措施，要求各地在纾困政策上能出尽出，还派出督查组，对 12 个省稳增长保就业开展专项督查，释放了强烈的“稳增长”信号。

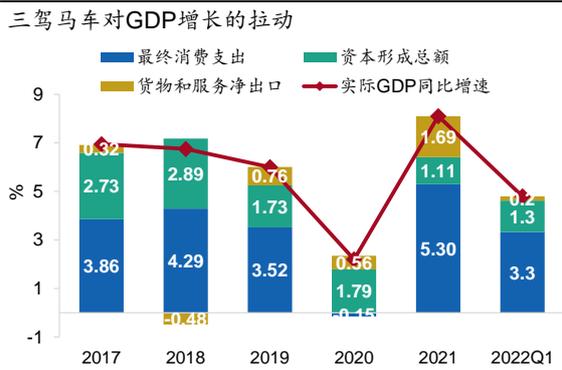
值得注意的是，由于私营经济创造了 60% 以上的 GDP 和 90% 以上的就业岗位，仅靠政府部门和国企加杠杆是无法支撑起中国经济的，只能起到引导和撬动作用，关键仍然在于通过综合施策，为私人部门重新扩张资产负债表提供激励。

展望下半年，我国宏观经济的三驾马车修复动能将有所分化，由于上述市场主体行为的改变总体仍将承压。从外部均衡看，货物贸易景气度将进一步下行，呈现

衰退式的顺差扩张，考虑到服务贸易逆差将有所回升，“净出口”对 GDP 的拉动将减弱。从内需来看，房地产销售和消费改善仍需时日，或持续对经济增长形成负向拖累，消费复苏动能疲弱。基建和制造业投资将成为“稳增长”政策的主要发力点，对经济增长的贡献将上升。

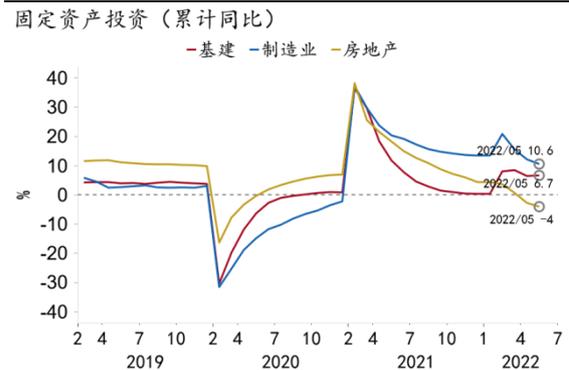
宏观政策方面，由于货币政策空间进一步受限，下半年的增量政策工具将主要来自于财政政策，包括明年专项债的提前发行，以及超前加速推动基建。广义政府部门的积极作为，有望通过示范和信号效应稳预期、稳信用，带动私人部门经济行为回归正循环。

图 29：一季度 GDP 增速明显回落



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 30：上半年固定资产投资显著放缓



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

总体上看，我们预计今年我国 GDP 增速在 4.0-4.5% 之间，基准情形下为 4.2%。全年出口增速在去年高基数基础上大幅下行，消费小幅正增长，房地产投资或小幅负增长。亮点在于基建投资增速大幅上升，制造业投资增速维持韧性。

## 二、中国经济：二次疫后修复

### （一）进出口：增速放缓

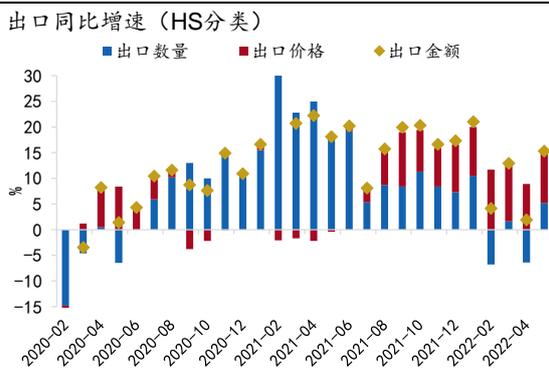
#### 1. 出口

2020年二季度以来，我国出口受收入效应和替代效应的支撑，保持强劲，是经济增长的重要动力。今年上半年我国出口增速有所放缓。一季度美元出口同比增速较去年四季度下行7.2pct至15.8%，4-5月合并增速进一步下行5.4pct至10.4%。分量价来看，上半年出口价格增速处于高位，2月以来出口数量增速明显放缓。第一，随着海外疫情消减，前期支撑我国出口高景气的收入效应和替代效应均趋于弱化。第二，2月底以来发生的俄乌冲突对全球贸易造成供给冲击。第三，国内局部疫情也通过产业链供应链对出口形成扰动。

展望下半年，出口景气或延续下行趋势。一是全球“滞胀”格局加剧，外需加速回落。二是能源、金属和粮食等原材料的供应短缺和价格高企，持续影响产业链中下游行业的生产。三是由于全球地缘政治不确定性上升及海内外疫情分化，部分国内产业向海外转移。四是高基数的影响。

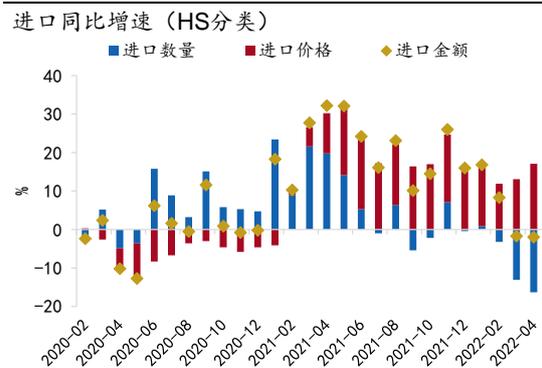
另一方面，也存在一些因素支撑出口韧性。一是下半年人民币汇率或将持续处于较低水平。二是迫于高通胀压力，美国有望下调中美贸易战以来加征的关税。三是产业链修复。随着国内供应链和港口运转恢复，或将支撑受供给冲击较大的商品填补一二季度疫情造成的缺口。

图 31：上半年我国出口数量增速回落



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 32：上半年我国进口数量收缩加剧



资料来源：Wind，招商银行研究院

#### 2. 进口

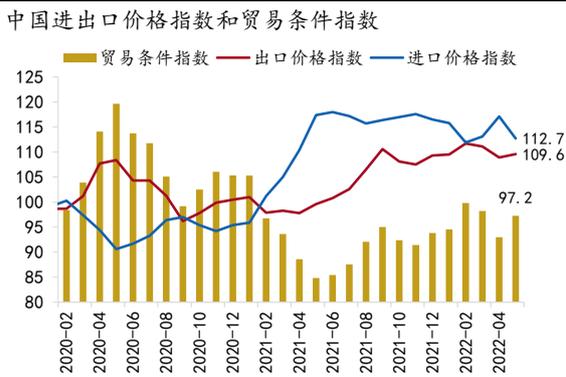
上半年我国进口金额增速大幅放缓。一季度进口增速较去年四季度下行14pct至9.6%，4-5月合并增速进一步下行7.6pct至2.0%。除内需疲弱和疫情造成的供给冲击外，出口景气下行也对部分加工贸易进口形成了一定拖累。此外，受大宗商品快速涨价推动，上半年进口价格增速再度上行，数量逐月收缩。进口结构上主要

受上游农产品、燃料和部分金属材料拉动，制造业中间品、其他原材料以及消费品增速低迷。

预计下半年进口金额增速持续低迷。分量价来看，大宗商品价格高企，短期内难以缓解，进口价格增速或将在三季度维持高位，四季度有所回落。进口数量受内外需疲弱压制，但四季度随着内需回暖，收缩或将有所缓和。总体来看，下半年进口金额增速或回落至低位运行。结构上，粮食和燃料进口或维持韧性，部分制造业原材料和中间品进口或受制造业和基建投资支撑。

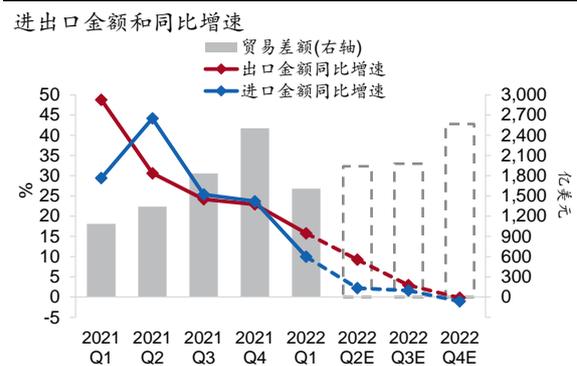
值得一提的是，上半年进出口价格增速再度分化，贸易条件再度恶化。由于下半年出口需求回落，而进口价格增速仍处高位，预计贸易条件不会快速缓和，将对处在产业链中下游的外贸企业产生不利影响。

图 33：我国贸易条件改善缓慢



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 34：进出口增速预计下行，贸易顺差扩张



资料来源：Wind，招商银行研究院

### 3. 贸易差额

服务贸易方面，1-4月我国国际收支口径下以美元计价的服务贸易出口金额累计同比增长29.2%，服务贸易进口增长21.4%，分别为2019年同期水平的161%、92%。预计下半年国际旅行将进一步修复，服务进口有望加速回升，但考虑到以运输和电信、计算机和信息服务为主要支撑的服务出口仍将维持一定韧性，服务贸易逆差的扩张或较为温和，由2021年的-880亿美元扩大至-1,500亿美元左右的水平，相较疫前-2,500亿美元的水平仍有一定距离。

总体来看，货物贸易景气度将进一步下行，进口金额增速放缓幅度大于出口，货物贸易将呈现衰退式顺差。以美元计，预计全年出口增速6.3%，进口增速2.8%，货物贸易差额同比扩张19.9%。考虑到服务贸易逆差将有所回升，“净出口”对GDP的拉动将有所减弱。此外，贸易景气下行还将通过产业链条影响相关内需的景气度，对经济的压力存在乘数效应，这并未被直接纳入对GDP增长的贡献。

### （二）消费：弱势复苏

一季度消费对GDP增速的贡献明显下滑，由去年全年的5.3pct降至3.3pct。疫情冲击叠加私人部门收入增长承压，消费信心减弱，导致我国社会消费品零售总额

自 2020 年以来二度陷入收缩，修复缓慢。1-5 月，社会消费品零售总额累计同比下降 1.5%，其中 4 月降幅达 11.1%，约为 2020 年最大降幅（20.5%）的一半。

从三大部门看，下半年消费修复的动能或仍疲弱。2021 年居民、政府、企业三者消费的比例约为 54:30:16。疫情下政府部门消费持续低迷，去年政府最终消费支出增速仅与 2020 年持平；同时企业部门的消费或大幅下降，两者共同造成社会集团消费陷入收缩。

**图 35：消费持续受疫情压制**



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

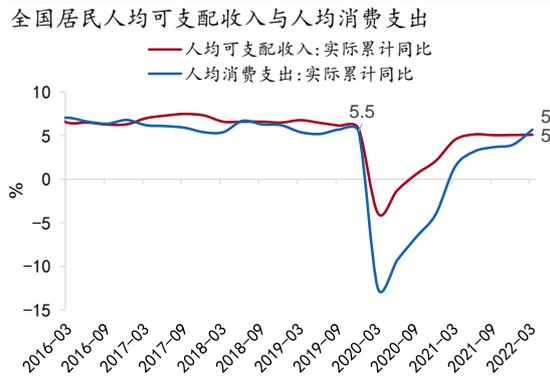
**图 36：政府部门消费增长放缓**



资料来源：Wind，招商银行研究院

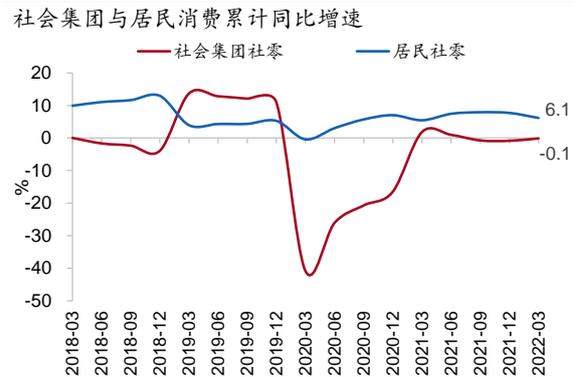
居民部门消费能力和消费意愿均有所下降。疫情造成了居民收入增速放缓，并且由于居民面临的不确定性上升，增加储蓄、挤出消费。2020 年疫情发生后，居民人均消费比收入受到的冲击更大、且恢复至趋势水平所需时间更长。截至今年一季度，全国居民人均可支配收入增速较疫前水平仍存在一定差距。二季度收入和消费大概率出现二次下滑，疫情不确定性可能导致后续修复动能进一步减弱。此外，线下消费场景持续受限，也导致部分消费需求流失。

**图 37：疫情对居民的消费冲击大于收入**



注：2021 年各月数据为两年平均增速  
资料来源：Wind，招商银行研究院

**图 38：社会集团消费品零售仍处收缩区间**



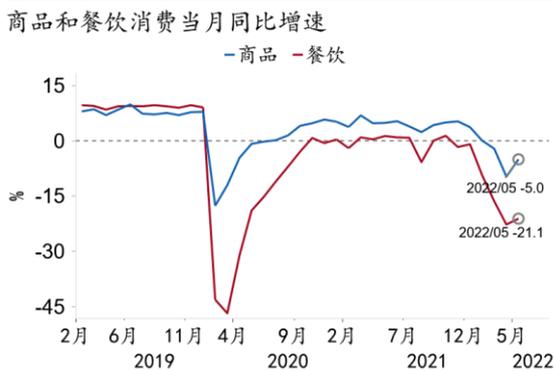
注：2021 年各月数据为两年平均增速  
资料来源：Wind，招商银行研究院

政府部门财政紧平衡加剧，持续压缩支出。一方面，今年前 5 个月土地出让收入同比收缩近 3 成，而土地出让收入在政府中等口径财政收入中占比在 30% 左右。另一方面，经济增长放缓也导致税基收缩。而财政支出需要兼顾增长与发展，因此

政府持续压缩非必要开支，政府部门消费将因此承压。在企业部门，企业盈利状况承压，也对消费形成压制。今年一季度，包括政府部门和企业部门的社会集团消费同比增速仅为-0.1%。

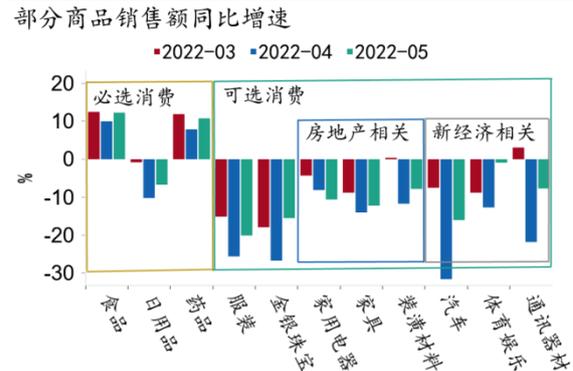
从消费结构上来看，商品消费修复或持续好于服务消费，后续商品消费回升主要靠非必需品的修复。目前，必需消费品增速已恢复至疫前水平，而非必须消费品同比仍处于大幅收缩。中央和地方层面推出的多项促消费政策中，汽车和家电消费刺激政策力度较大。促进汽车消费的政策，包括全国范围的车辆购置税减半征收，新能源汽车下乡，还有部分地区放开限购、发放消费券和补贴等。其中，车辆购置税减半征收或能减少消费者购车费用5%。但考虑到汽车属于大额消费品，在预期转弱的背景下，居民大额消费或仍将较为谨慎。

**图 39：餐饮消费持续低迷**



注：2021 年各月数据为两年平均增速  
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

**图 40：商品消费增长分化**



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

前瞻地看，预计下半年消费仍将延续弱势复苏，三季度收缩幅度缓慢收窄，最后转为正增长，全年社会消费品零售总额增速约 2.6%。

### （三）投资：结构分化

#### 1. 房地产：年内有望触底反弹

今年以来，我国私人部门资产负债表衰退集中体现在房地产市场。房产在城镇居民资产中的占比接近六成，住房抵押贷款在居民存量债务中占比超过五成，上半年新增按揭贷款两度陷入负增长，1-5 月累计同比少增 1.77 万亿元。由于“居民购房—房企回款、投资扩张—地方政府获得土地出让收入”的传导链条，居民部门降杠杆加剧了房企及其上下游企业流动性紧张，增加了金融机构的潜在信用风险，并导致地方政府财政收入承压。

市场主体对房地产市场信心低迷，叠加疫情对线下销售造成冲击，使得我国商品房销售同比显著收缩并持续下探。1-5 月，商品房销售面积和金额累计同比分别收缩 23.6%和 31.5%。各地二手房成交萎缩幅度更大，累计同比减少 5-8 成，尤其是深圳、上海和杭州等重点城市。房价增速持续下行，截至 5 月，新建商品住宅和二

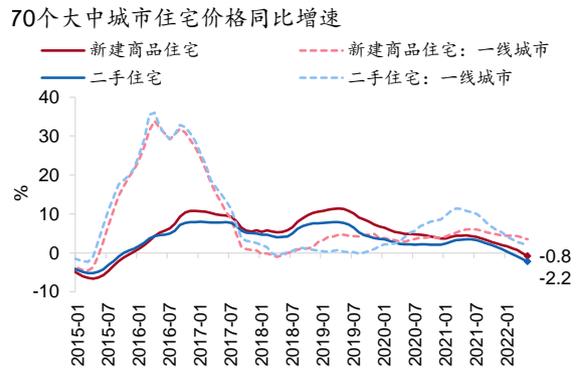
手住宅价格同比分别下跌 0.8%、2.2%。前瞻地看，下半年房地产政策有望进一步松绑，或将推动商品房销售边际修复，但反弹斜率将受到居民部门弱预期的制约。

**图 41：房地产销售加速下滑**



注：2021 年数据为各月两年平均增速  
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

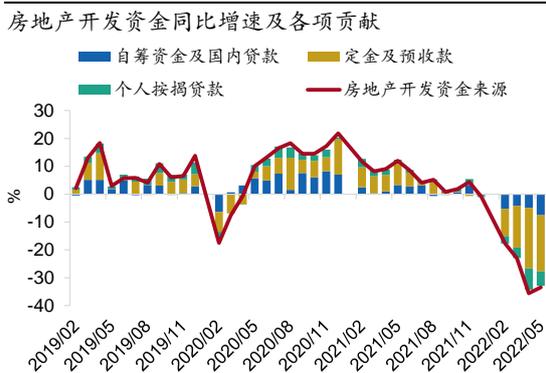
**图 42：70 大中城市房价增速陷入负增长**



资料来源：Wind，招商银行研究院

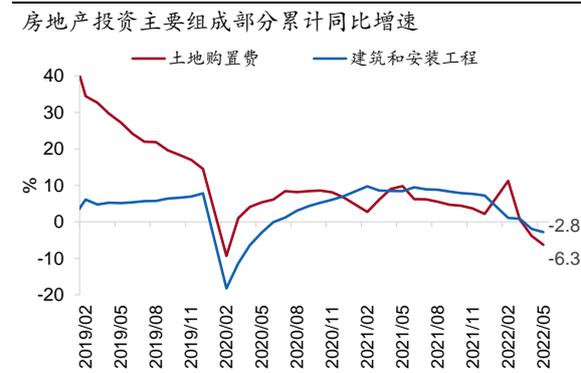
销售萎缩、房企融资紧约束叠加悲观预期，使得房地产开发资金来源加速下滑，房地产投资陷入收缩。1-5 月，房地产开发资金累计同比收缩 25.8%，其中与居民购房行为相关的“定金及预收款”对房企开发资金收缩的拖累最大，达 -15.5pct。房地产开发投资完成额累计同比收缩 4%。拿地方面，房企拿地意愿持续低迷，1-5 月土地购置面积累计同比收缩 45.7%，土地购置费累计同比收缩 6.3%。今年第一批集中供地整体流拍率仍处于 23.1% 的高位。项目建设方面，房屋新开工面积加速下滑，随着存量项目逐渐消耗，施工和竣工面积转为下行。

**图 43：房地产开发资金大幅收缩**



注：2021 年数据为各月两年平均增速  
资料来源：Wind，招商银行研究院

**图 44：房地产投资中土地购置费下滑更快**



注：2021 年数据为各月两年平均增速  
资料来源：Wind，招商银行研究院

前瞻地看，全年房地产开发投资完成额同比增速或为 -0.5%。由于销售到投资的传导链条存在时滞，房企悲观预期短期内难以较快恢复，但随着稳增长政策向房企端传导，房地产投资有望在下半年触底反弹，全年或小幅负增长。一是土地购置费短期或仍处于收缩区间。不过今年第一批集中供地规则已有所宽松，下半年房企拿地限制或进一步放松。地方政府土地出让收入对土地购置费存在一定领先关系，今年土地出让收入同比维持在 -28% 左右，并未进一步收缩。因此，预计三季度土地购

置费企稳，四季度或将迎来反弹。二是建安投资增速或持续低迷。去年下半年以来房企拿地和新开工持续加速下滑，将制约下半年之后的建安投资增长。

**图 45：房地产新开工面积下滑加剧**



**图 46：土地出让收入领先土地购置费**



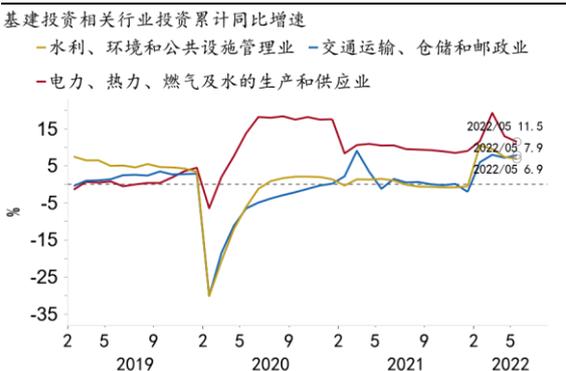
## 2. 基建：托底经济，持续发力

今年以来基建投资持续加强发力，提速见效，成为“稳增长”的重要抓手。1-5月全口径基建投资累计同比增长8.2%，较去年全年增速大幅上升8.0pct。其中，一季度基建投资前置发力特征明显，全口径同比增速达10.5%，显著超越市场预期。4月受疫情影响，基建投资增速回落，单月投资增速回落7.5pct至4.3%。5月随着疫情好转及一系列稳经济促生产政策落地发力，基建投资回暖，单月增速回升3.6pct至7.9%。

**图 47：5月基建投资增速回升**



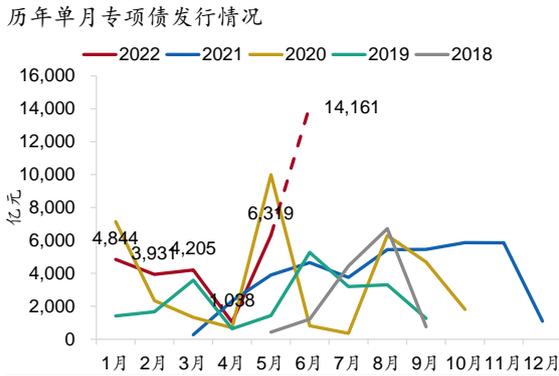
**图 48：水利环境和公共设施管理业增速回升**



基建投资同比高增主要有三方面的原因。一是基建投资作为逆周期调节工具的重要性上升。自年初地方两会公布今年主要工作以来，“稳增长”就处于突出位置，各地固定资产投资增速目标设定较高。二是资金充足。一方面，去年四季度发行的1.2万亿新增专项债在今年形成实物工作量，去年政府性基金结转结余超1.7万亿。另一方面，今年财政前置发力，3.45万亿新增专项债需在6月底前发行完毕，在8月底前将资金使用完毕，进度创历史之最。尽管公共财政支出进一步倾向民生领域，

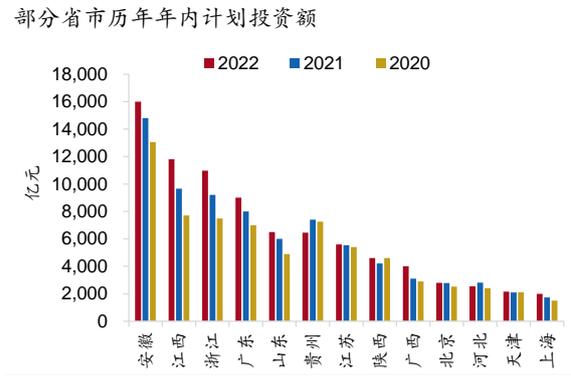
土地出让收入同比大幅收缩，但是在前5个月并未对基建形成明显拖累。三是各地重大项目早下达、加快开工。截至5月中旬，共有26个省市自治区公布总投资计划超51万亿元，年内投资金额超11.9万亿元，同比增长10.2%。

**图 49：新增专项债发行前置**



资料来源：Wind，招商银行研究院

**图 50：年内重大项目计划投资额增加**



资料来源：各地发改委，招商银行研究院

**展望下半年，基建投资增速有望进一步上行，托底经济增长。**

在政策端，基建投资“稳增长”政策或持续加码。近期国务院多次重要会议释放出强烈的“稳增长”信号，地方政府加速推动基建的意愿进一步加强。一方面，下半年或出台增量政策工具，如明年新增专项债的提前下达使用等，与现有资金形成衔接，保障资金充足。另一方面加速资金的拨付使用，加快项目开工建设，形成实物工作量。

在资金端，土地出让收入大幅收缩将对基建投资形成一定的拖累。今年公共财政或存在近万亿的收支缺口，土地出让收入或缩减20%，收支压力不断加剧。下半年增量政策工具出台时间和力度存在不确定性，对基建投资增速影响较大。

**图 51：土地出让收入大幅收缩**



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

**图 52：投向基建的比例持续下降**



注：2021年各月数据为两年平均增速  
资料来源：Wind，招商银行研究院

在项目端，各地重大项目储备充足，随着疫情好转，项目施工有望进一步加快。此外，新增专项债的使用范围扩大，除原有九大领域外，将新型基础设施、新能源项目纳入了重点支持范围。我国新老基建投资空间仍较为广阔，其中以交通、水利

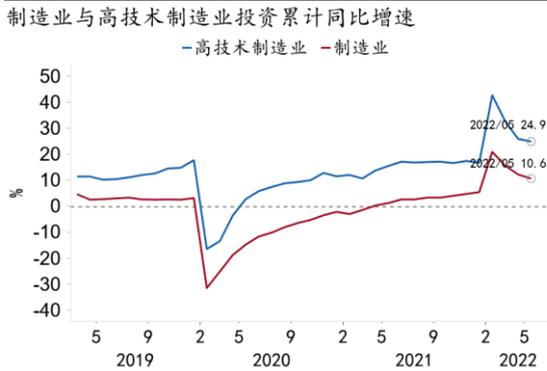
为代表的传统基建占据主体地位，2021 年体量达 18.87 万亿元；以 5G、数据中心、物联网、智慧城市为代表的基建发展迅速，但体量不到传统基建的 10%。水利部表示，重大水利工程每投资 1,000 亿，可以带动 GDP 增长 0.15pct，新增就业岗位 49 万。前瞻地看，下半年基建投资方向仍将以水利、交通、城市管网更新、市政及园区改造等传统基建为主体，以绿色低碳能源建设发展，如光伏、风电设施建设，特高压、数据中心等新基建、新能源为重要抓手。

假设下半年提前下达明年的 1 万亿新增专项债额度，基准情形下基建投资增速或达 9.6%。

### 3. 制造业：动能趋缓，韧性较强

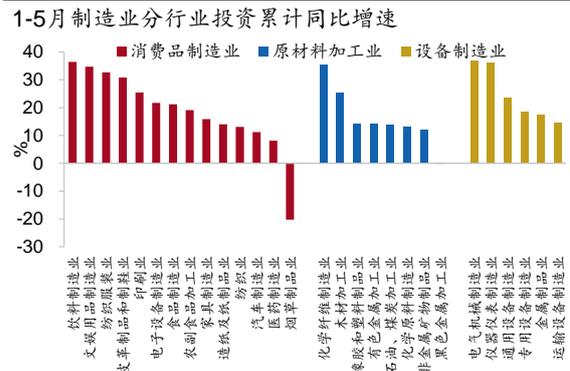
今年以来制造业投资增速整体趋缓，但维持较高韧性，在低基数下实现了较高增长。1-5 月，制造业投资累计同比增长 10.6%，较去年全年 13.5% 下降 2.9pct。分上中下游来看，上游石油、化工等原材料生产加工业，因俄乌冲突导致短缺和价格上涨，加上“双控”政策约束边际松动，相关行业投资增速上升，但近期受保供稳价政策影响，增速边际回落。中游计算机电子设备、专用设备制造等行业在出口韧性较强的拉动下，持续扩大生产，但受外需回落的压制，增速不断下行。下游消费品制造业一季度增速大幅回升，但 4 月在疫情冲击下增速迅速回落，5 月有所修复。

图 53：高技术制造业保持高增长



注：2021 年各月数据为两年平均增速  
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 54：出口及原材料生产行业投资保持增长

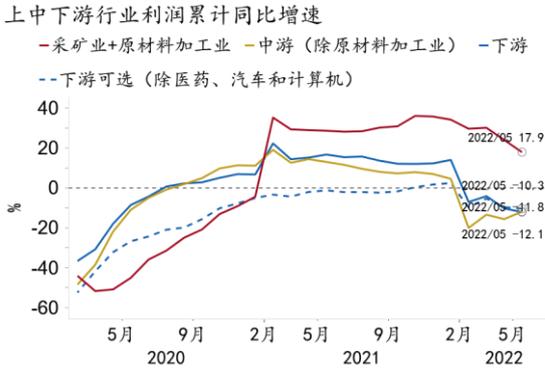


资料来源：Wind，招商银行研究院

前瞻地看，下半年制造业投资有望稳健增长，全年增速或回落至 6.7%。支撑因素来自三方面：一是高技术制造业有望保持高速增长；二是退税减税降费、缓缴社保等助企纾困的财政政策，与“宽信用”货币政策持续配合发力；三是“双碳”政策持续纠偏，节能减碳改造和新能源等绿色投资有望对制造业投资形成有力支撑。

另一方面，存在两大制约因素。一是原材料价格虽有所回落但仍处高位，输入性通胀压力加剧，叠加出口承压和地产修复缓慢，将对部分制造业行业投资造成压力。二是工业企业利润增长承压，且显著分化，企业经营活动预期未见明显改善，将对制造业投资形成拖累。

**图 55：企业利润持续分化**



注：2021 年各月数据为两年平均增速  
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

**图 56：制造业企业经营预期未见明显改善**



注：2021 年各月数据为两年平均增速  
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

#### （四）供给侧：缓慢修复

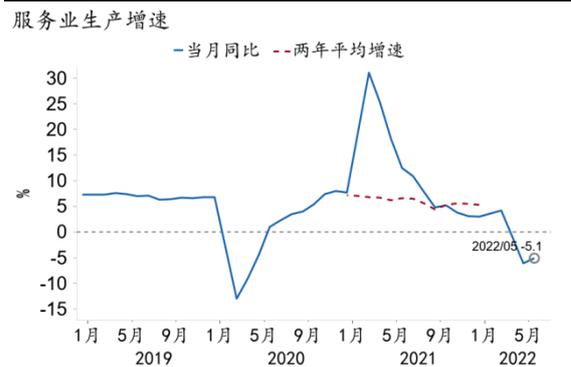
今年以来我国工业生产动能趋弱，增速下行。1-5 月规上工业增加值累计同比增长 3.3%，低于 2020-2021 年两年平均增速 2.8pct。2 月下旬以来，俄乌冲突及国内疫情相继对生产造成冲击。5 月工业增加值同比增速由负转正，增速达 0.7%。企业预期边际好转，生产经营活动预期指数小幅回升。

**图 57：工业生产增速由负转正**



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

**图 58：服务业增速降幅有所收窄**



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

服务业生产指数连续三个月负增长，1-5 月累计同比增长-0.7%，显著低于疫前水平。铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等接触性行业明显受挫。5 月服务业商务活动指数环比大幅回升 7.1pct 至 47.1%，但仍处于收缩区间，修复缓慢。

前瞻地看，下半年工业生产有望逐渐修复上行，但增长动能仍将趋弱。服务业有望逐步好转，但反弹斜率料将受弱预期制约。

工业企业利润增速明显下滑，行业分化加剧。1-5 月规上工业企业利润累计同比增长 1.0%，增速较一季度大幅下降 7.5pct，5 月单月同比增速-6.5%，连续两个月负增长。国内疫情导致物流运输成本激增，海外“滞胀”压力加剧叠加俄乌冲突，导致外需回落、原材料价格上涨，使得工业企业盈利下滑、持续分化。

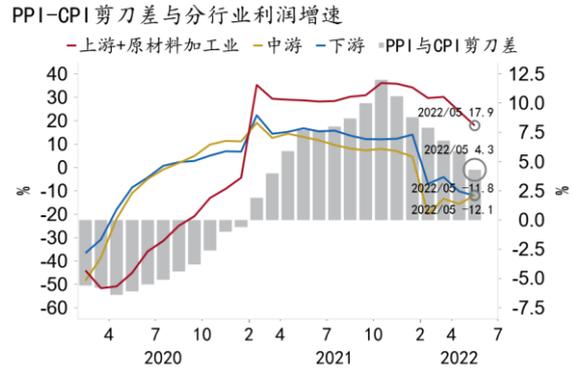
前瞻地看，下半年工业企业利润增速在修复上行后或将继续放缓。上游原材料生产和加工业利润增速仍将受到支撑，而中下游企业利润受消费低迷和出口下行影响或持续承压。随着 PPI-CPI 剪刀差趋于收敛，行业利润分化或有所改善。

图 59：工业企业利润下滑



注：2021 年各月数据为两年平均增速  
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 60：PPI-CPI 剪刀差收敛



注：2021 年各月数据为两年平均增速  
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

## （五）通胀：PPI-CPI 剪刀差收敛

### 1. PPI：趋于回落

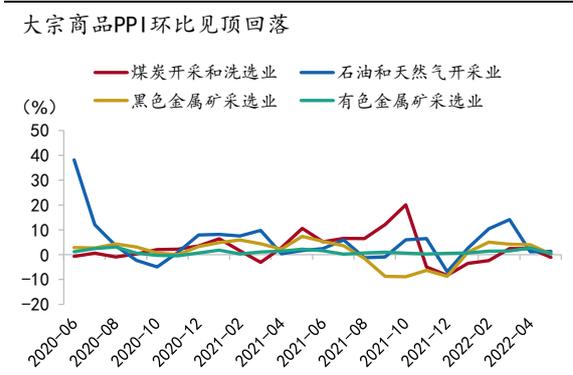
1-5 月我国 PPI 同比增速逐月下行，主要受基数效应影响。从各细分项看，钢铁、煤炭等大宗商品价格于 2021 年年末见顶回落，很大程度上对冲了原油价格高位运行的影响。从产业链看，上中下游 PPI 剪刀差显著收窄，去年涨幅较大的上游原材料价格多数回落。国家对煤炭等大宗商品的保供稳价措施成效总体显著，煤炭、钢铁、铜、铝等上游原材料价格上涨得到有效控制，PPI 同比增速逐步回落至合理区间。

图 61：PPI 通胀随基数走低回落



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 62：部分大宗商品见顶回落

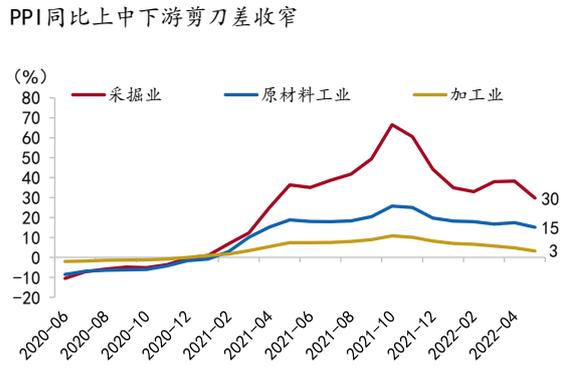


资料来源：Wind，招商银行研究院

前瞻地看，下半年 PPI 通胀有望稳步下行，但下行空间受到供求关系制约。由于 PPI 同比翘尾因素将持续回落至 11 月，且今年全球供应链已边际修复，故下半年 PPI 通胀大概率仍将逐月下行，但下行空间受到以下两个因素的制约。其一，全球大

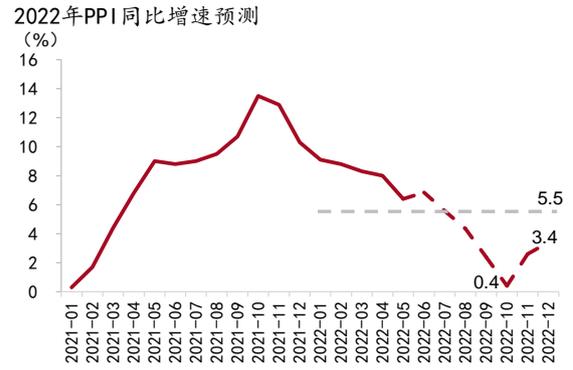
大宗商品价格或维持高位。俄乌问题具有长期性和复杂性，预计年内对原油、粮食和部分金属的供应形成持续扰动。我国供给侧改革从根本上扭转了多项大宗商品供过于求的局面，对相关价格形成支撑。其二，4-5月部分大宗商品价格的回落显然受到了上海疫情影响。随着经济运行向常态回归，供应链持续修复将提振工业品需求，铝、铜等国际定价为主的上游资源品价格可能再次上行。

图 63: PPI 上中下游剪刀差收窄



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 64: PPI 同比增速预测



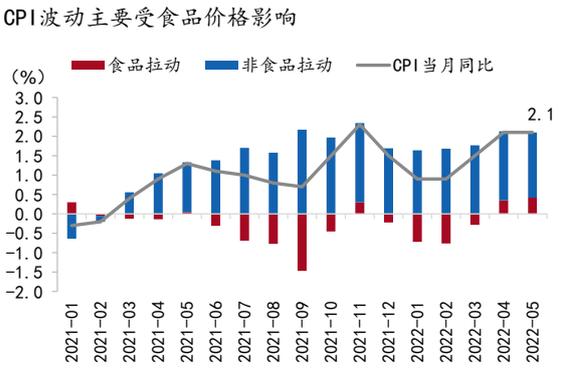
资料来源: Wind, 招商银行研究院

综上所述，在基数效应逐月衰减、全球供应链和我国经济向常态回归的综合影响下，下半年 PPI 同比增速仍将趋势性下行，预计全年 PPI 中枢为 5.5%。

## 2. CPI: 上有顶, 下有底

1-5 月我国 CPI 累计同比增速为 1.5%，整体呈上行态势，但上行斜率逐渐趋缓，延续了上受内需压制，下受食品燃料支撑的格局。

图 65: CPI 同比增速主要取决于食品项



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 66: 能繁母猪存栏决定猪价空间

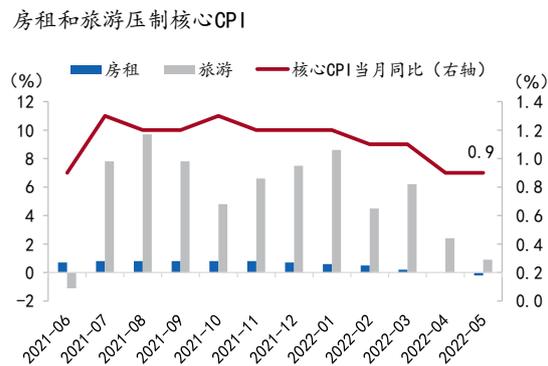


资料来源: Wind, 招商银行研究院

食品项触底反弹是 CPI 上行的主要原因。能繁母猪头数于 2021 年 6 月见顶回落，该项数据一般与滞后 10 个月的猪价呈负相关关系。这一经验今年再度得到验证，4 月猪价触底反弹。受疫情影响，鲜果、鲜菜价格显著走强。粮食、食用油、能源价格继续对 CPI 构成显著支撑，部分反映出我国所面临的输入性通胀压力。粮食 CPI 同比增速逐月上行，食用油 CPI 同样高位运行，交通工具用燃料 CPI 同比增

速均在 20% 以上。受居民消费低迷和 PPI 见顶回落影响，核心 CPI 同比增速逐月回落，房租和旅游是主要拖累项。

图 67：核心 CPI 低位运行



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 68：CPI 通胀预测



资料来源：Wind，招商银行研究院

前瞻地看，下半年 CPI 同比增速将在 9 月达到 3.1% 左右的年内高点，并在基数效应下转升为降，上行空间和节奏主要由猪价确定，全年中枢预计为 2.2%。

第一，猪肉价格是 CPI 通胀走势的决定性因素。猪肉价格主要由供给侧的能繁母猪数量决定。当前时点能繁母猪存栏数仍在 4,100 万以上，且去化已大幅放缓，预计猪价上行斜率相对平缓<sup>2</sup>。由于去年猪肉价格前高后低，基数效应将对下半年猪肉价格形成显著支撑，预计年内高点低于 22 元/公斤，对 CPI 通胀的拉动在 1pct 左右。第二，俄乌冲突下，输入性通胀压力料将持续，粮食、燃料、食用油价格仍将高位运行，成为下半年 CPI 通胀不确定性的主要来源。第三，受物流管制逐步放松影响，鲜菜、鲜果对 CPI 的拉动大概率边际减弱。第四，受居民消费需求偏弱影响，PPI 向 CPI 的传导或继续受阻，核心 CPI 将维持低位平稳运行。

<sup>2</sup> 从上一轮猪周期经验来看，能繁母猪存栏数于 2019 年 9 月降至低点 1,900 万头，对应猪价高点为 40 元/公斤，但这显然是受非洲猪瘟影响而形成的极端情况。根据农业农村部相关文件精神，“十四五”期间能繁母猪正常保有量应稳定在 4,100 万头左右。

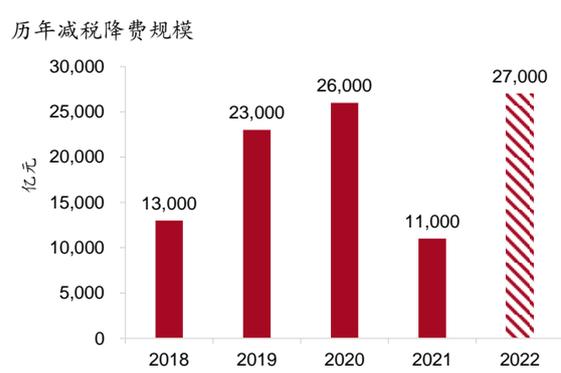
### 三、财政货币：内外约束下积极作为

#### (一) 财政政策：积极有为，拓展空间

##### 1. 疫情冲击，积极靠前发力

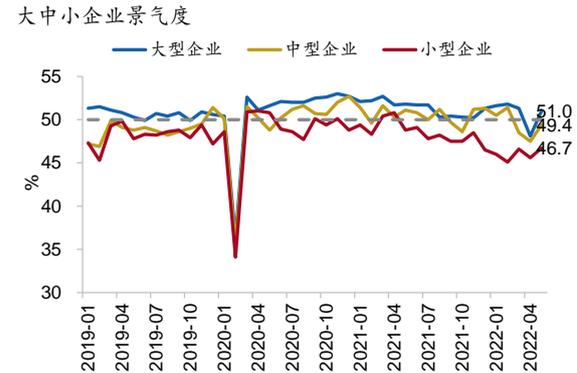
疫情冲击下，财政政策积极靠前发力，年初预算中三项特殊安排都在加速执行。一是大规模的增值税留抵退税已基本完成全年预算目标。今年已累计办理退税15,483亿元，超过去年规模的2倍，是2019到2021年三年累计规模的1.25倍。去年以来，我国PPI增速维持高位，原材料价格上涨，在保供稳价下，产品销售价格难以同步上调；叠加需求较弱，销量收缩，部分企业积累了较多的增值税留抵税额，特别是中小企业。今年增值税留抵退税进度明显加快，意在释放企业被占用的资金，改善企业现金流。

图 69：今年退税减税降费规模创历史新高



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

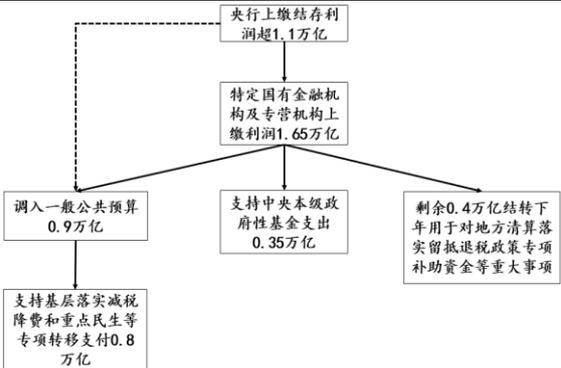
图 70：小型企业景气度持续位于收缩区间



资料来源：Wind，招商银行研究院

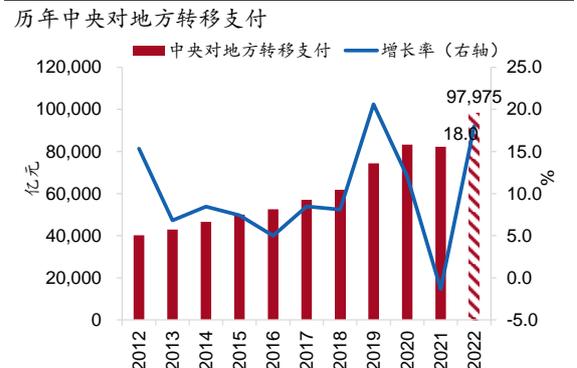
二是央行等金融机构加快上缴利润，配合退税进度，保障资金充足，增加财政实际可用财力。截至5月10日，央行已累计向中央财政上缴利润8千亿元，全年将超1.1万亿元。

图 71：央行上缴利润，资金直达实体



资料来源：招商银行研究院

图 72：中央加大对地方转移支付



资料来源：Wind，招商银行研究院

三是中央对地方转移支付下达率已超90%，进度超前，缓解地方政府财政收支压力。财政部6月2日披露，“除据实结算、政策尚未确定等资金外，其他具备条

件的转移支付已全部下达到位”。今年中央对地方转移支付规模将达 9.8 万亿，较上年增加 1.5 万亿，增速达 18%。同时将 1.58 万亿专项转移支付资金及与县区财政运行密切相关的转移支付纳入财政资金直达范围，直达资金总量增加到 4 万亿以上，较去年增加 1.2 万亿。

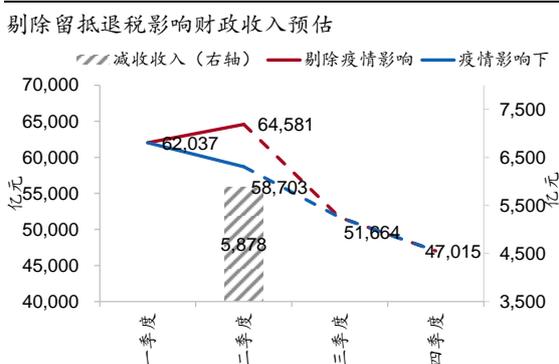
## 2. 财政收支紧平衡加剧

中等口径下（同时考虑一般公共预算与政府性基金预算），今年财政收支缺口或达 1.49-1.76 万亿元。

在收入端，经济下行叠加疫情冲击导致税基收缩，收入承压，增速下行。今年一般公共预算收入为 21 万亿元，同比增长 3.8%。但上半年收入增速连续回落，与全年预算增速存在较大差距。剔除留抵退税的影响，1-5 月一般公共预算收入累计同比增长 2.9%。5 月税收收入同比增速为 -8.1%，连续 3 个月负增长，拖累当月公共财政收入增速进一步下降 0.8pct 至 -5.7%。土地出让收入拖累政府性基金收入大幅下降，1-5 月土地出让收入累计同比大幅收缩 28.7%。

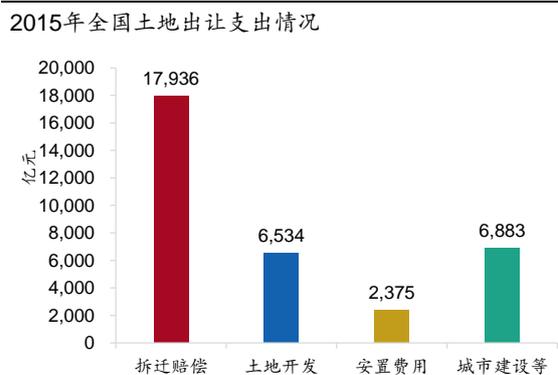
中等口径下，全国财政收入预计将减收 1.14-1.31 万亿元。基准情形下，本轮疫情对经济发展的影响有望在 7 月“出清”，或使二季度公共财政收入减收 5,878 亿元。全年来看，土地出让收入预计将较 2021 年的 8.7 万亿减少 20%，即 1.74 万亿。政府性基金是“以收定支”，收入减少会使对应科目的支出减少。土地出让收入安排的支出中成本性费用性支出占七到八成，如征地和拆迁补偿、土地开发、安置费用等约占 79%（2015 年）。以此推算，土地出让收入下滑 20% 将减少财政可用资金 3,500-5,200 亿元。

图 73：二季度财政收入或减收 5,878 亿元



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 74：成本性费用性支出占比七到八成



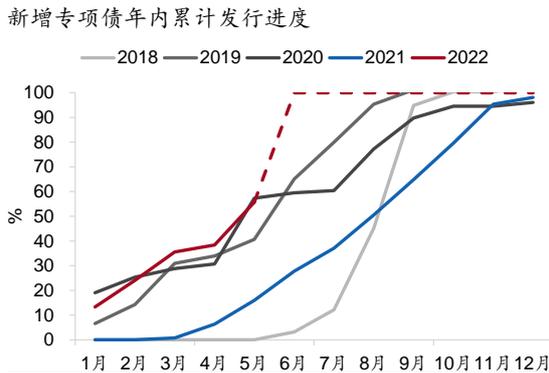
资料来源：Wind，招商银行研究院

此外，5 月 23 日国务院公布了 6 个方面 33 项一揽子政策稳经济措施。其中，增值税留抵退税额度增加 1,400 亿元，阶段性减免车辆购置税 600 亿元，全年减税退税将达 2.7 万亿元，两项措施将额外使公共财政减收 2,000 亿元。

在支出端，财政需兼顾民生与发展，任务繁重。今年公共财政支出强度大幅提高，规模较去年扩大超过 2 万亿，增速达 8.4%，创 2016 年以来最高水平，在节奏

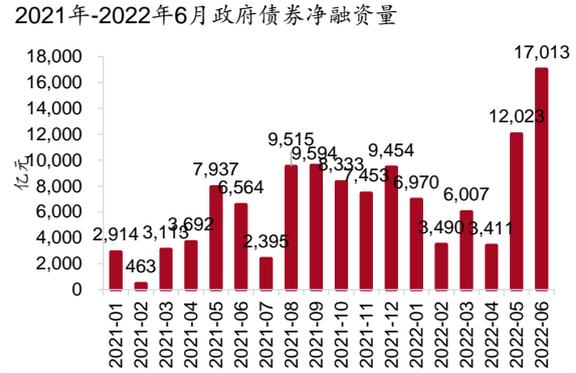
上积极靠前发力。1-5月公共财政支出累计同比增速5.9%，较去年全年提升5.6pct，但是较一季度下降2.4pct，主要受疫情对物流及用工的影响。1-5月累计完成进度37.1%，略低于去年的37.4%。截至6月27日，新增专项债已发行3.40万亿元，占已下达额度（3.45万亿）的98.5%，进度创历年之最。政府债券净融资4.89万亿元，较去年同期增加2.42万亿元。

**图 75：新增专项债发行进度超前**



资料来源：Wind，招商银行研究院

**图 76：政府债券净融资同比多增**



注：数据截至到6月27日

资料来源：Wind，招商银行研究院

疫情冲击或使财政超支3,500-4,500亿元。抗疫支出主要包括常态化核酸检测，疫苗接种，医护检测人员补贴，15分钟核酸“采样圈”及方舱医院建设费用等。在医保基金不得支付核酸检测费用的要求下，财政支出负担加大。随着全国进入常态化疫情防控状态，核酸检测频率降低、成本下降，但预计全年公共财政支出仍将显著超出预算。

综上所述，中等口径下，今年全国财政收支缺口约1.49-1.76万亿元。值得注意的是，这一缺口受经济恢复状况、疫情变化以及“稳增长”政策力度影响较大。前瞻地看，财政收支紧平衡压力将进一步加剧，收入端增速有望边际回暖，但依旧承压，支出端有望维持较高增速，进度加快。

### 3. 存量资金填缺口，增量工具促发展

今年中等口径实际赤字率约为8.1%，较去年大幅上升2.9pct；对应实际赤字规模9.73万亿，较去年上升3.79万亿。1-5月累计已完成赤字2.97万亿，完成率为30.5%，是近年来的最高水平。财政收支存在上万亿的收支缺口，今年实际赤字很可能超过11万亿元。

粗略估算，财政存量资金基本可以填补减收超支的空缺。

一是中央预算稳定调节基金可用资金1,089亿元。2021年末中央预算稳定调节基金余额3,854亿元，除根据年初预算调入2,765亿元至中央一般公共预算外，仍有1,089亿元可以使用。

**图 77: 预算实际赤字率约为 8.1%**



资料来源: Wind, 招商银行研究院

**图 78: 实际赤字完成率较高**



资料来源: Wind, 招商银行研究院

二是结转结余可用资金 8,172 亿元。全国财政支持稳住经济大盘工作视频会议指出，加大存量资金盘活力度，统筹使用结转结余资金。根据最新数据，2017 年底地方财政除国库集中支付结余外，结转结余资金为 9,102 亿元。据此测算，2021 年底地方政府预算稳定调节基金及结转结余资金约 17,372 亿元，主要是由于 2021 年财政“超收歉支”，除根据年初预算调入地方一般公共预算 9,200 亿元外，还有 8,172 亿元可用。

三是去年新增专项债结转额度 2,150 亿元。根据 2021 年和 2022 年地方政府专项债务余额情况表，2021 年新增专项债剩余的 2,150 亿未发行额度结转至 2022 年按规定发行使用。

四是财政部已提前下达了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 4,000 亿元，该笔资金原本是来年用于清算落实留抵退税政策专项补助资金等重大事项的，现已先行单独调拨。

以上四项财政“存量”资金合计约 1.54 万亿，基本可以填补资金缺口。

**图 79: 今年调入资金及结转结余为历史次高**



资料来源: Wind, 招商银行研究院

**图 80: 2021 年财政“余粮”较多**



资料来源: Wind, 招商银行研究院

前瞻地看，为有效稳住经济大盘，预计下半年可能提前下达/增发 1 万亿新增专项债限额。6 月新增专项债发行达 1.4 万亿，是历史单月最高水平。此后，仍有去年结转至今年的 2,150 亿元及今年未下达的 2,100 亿元新增专项债额度可以发行使

用。但进入四季度后，现有资金或难以支撑基建持续发力，提前下达/增发新增专项债的必要性上升。此外，新增专项债的使用范围扩大，除了九大领域外，将新型基础设施、新能源项目纳入了重点支持范围。增量专项债将与现有资金形成衔接，有力支撑经济发展。

## （二）货币政策：“宽信用”支持“稳增长”

### 1. 市场回顾：“宽货币”先行

去年底以来，面对内外部挑战，我国央行主动应对、靠前发力，密集开展了多项货币政策操作。

总量政策上，数量方面，央行加大了基础货币投放力度。央行在去年12月15日和今年4月15日两次全面降准共计75bp，释放长期流动性约1.73万亿，净投放1.28万亿。叠加今年央行MLF净投放4,000亿，共计净投放基础货币约1.7万亿。合理充裕的流动性下，4月以来，以DR007为代表的货币市场利率和1年期同业存单利率均明显低于政策利率水平。价格方面，政策利率进一步下行。央行在今年1月17日对7天逆回购利率（7D OMO）和中期借贷便利（MLF）全面降息10bp。此外，去年底以来，1年期和5年期以上LPR均两次下调，累计幅度分别为15bp和20bp。

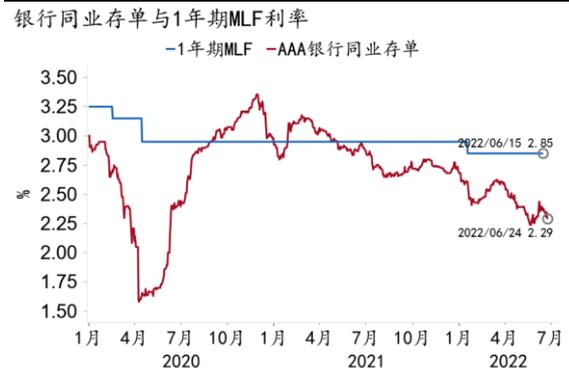
结构政策上，央行根据4月政治局会议“用好各类货币政策工具”和“抓紧谋划增量政策”的要求，积极做好结构性工具“加法”，促进金融资源向重点领域、薄弱环节特别是受疫情影响严重的企业和行业倾斜。今年以来，央行完成两项普惠小微直达工具接续转换，扩充煤炭清洁高效利用专项再贷款1,000亿，设立400亿普惠养老再贷款、1,000亿交通物流领域再贷款、2,000亿科技创新专项再贷款以及1,500亿民航应急贷款等新工具合计约5,900亿，预计可撬动增量信贷约1.3万亿元。

图 81：近期 DR007 中枢明显低于政策利率



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 82：1 年期同业存单利率持续下行



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

此外，央行多措并举，通过创新政策工具和推进市场化改革等多项举措助力“稳增长”。一是上缴中央财政1.1万亿结余利润用于留抵退税和地方政府转移支付，

增加了基础货币投放，并通过财政支出撬动社会总需求。二是指导建立存款利率市场化调整机制，有助于推动社会融资成本下降。今年4月央行指导自律机制成员银行参考10年期国债收益率和1年期LPR利率合理调整存款利率水平，进一步推进存款利率市场化，让利实体经济。三是与银保监会鼓励拨备水平较高的大型银行有序降低拨备率，避免在经济下行期出现“惜贷”。

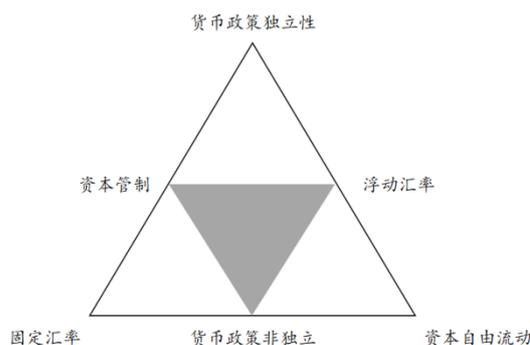
**外部均衡方面，为应对美联储快速加息，央行前瞻性地两次上调外汇存款准备金率各2pct，并加强了跨境资金流动宏观审慎管理，将企业跨境融资宏观审慎参数由1.25下调至1，控制企业外债增长。**

## 2. 政策立场：以我为主，内外平衡

今年上半年，中国与海外主要国家经济与政策周期全面错位，使我国货币政策面临兼顾“内外平衡”的挑战。

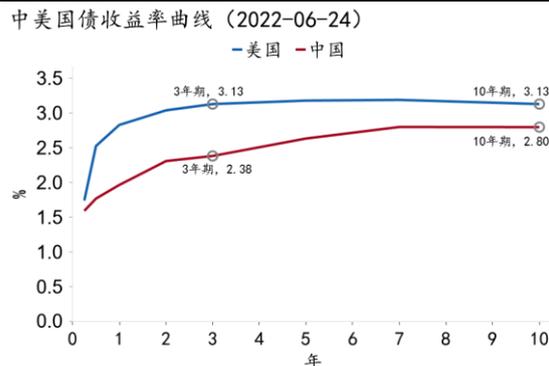
诺贝尔经济学奖获得者蒙代尔于上世纪60年代提出“不可能三角”理论，可以用来理解当前我国所面临的政策选择。简单来说，这一理论讲的是，对于一个开放经济体而言，只能在货币政策独立性、资本自由流动和汇率稳定这三个目标中同时实现两个。这一模型有三个角点解：（1）若选择货币政策独立及资本自由流动，汇率就将相应自由浮动；（2）若在固定汇率制度下选择资本自由流动，那么国内的利率水平就将在跨境资本流动之下与国际市场趋于一致，从而丧失货币政策独立性；（3）若要在固定汇率制度下保持货币政策独立，就势必需要实施资本管制。

图 83：蒙代尔“不可能三角”



资料来源：招商银行研究院

图 84：中美收益率曲线全面倒挂



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

我国央行行长易纲曾在2000-2001年对这一理论进行了拓展<sup>3</sup>，认为上述三个目标都可以在[0, 1]区间取值，“不可能三角”对于一国而言就成为了一个三目标值之和等于2的约束条件。若我国货币政策要“以我为主”，追求货币政策独立，那么，在跨境资本流动和人民币汇率上将面临更大挑战。

<sup>3</sup> 易纲（2000），汇率制度的选择，《金融研究》，2000年第9期；易纲和汤弦（2001），汇率制度“角点解假设”的一个理论基础，《金融研究》，2001年第8期。

对内，“稳增长”是央行的首要目标。这意味着“不可能三角”之中货币政策独立性将有更高权重。央行进一步明确“稳增长、稳就业、稳物价”的工作重心，强调“稳健的货币政策加大对实体经济的支持力度”，把支持实体经济和中小微企业作为“稳增长”的主要抓手，其中“宽信用”与“降成本”尤为关键。

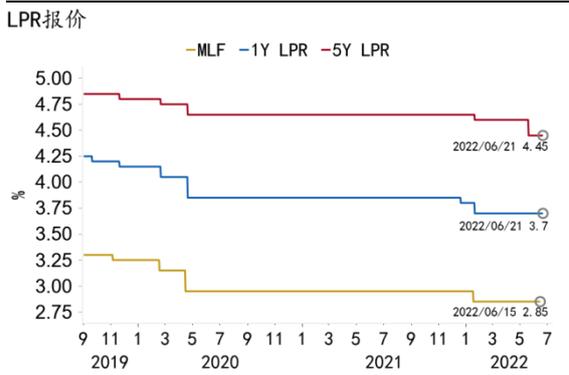
对外，央行仍需兼顾“稳汇率”和“稳资本”。美联储加速转向，对我国货币政策的约束进一步趋紧。当前，除超短端政策利率外，中美收益率曲线已全面倒挂，且幅度快速加大。截至6月24日，10年期中美利差跌至-33bp。随着下半年美联储激进加息，中美超短端政策利率大概率也将在今年三季度倒挂。这给人民币汇率和我国的跨境资本流动带来了压力。今年4月以来，人民币兑美元汇率波动中枢从6.35快速上升至6.75。5月托管数据显示，外资持债已连续4个月下降，累计减持4,108亿元人民币。

前瞻地看，下半年我国货币政策宽松空间将受到进一步制约，央行将通过合理的资本管制及增强人民币汇率弹性应对美联储加息的挑战。

### 3. 政策操作：结构性特征凸显

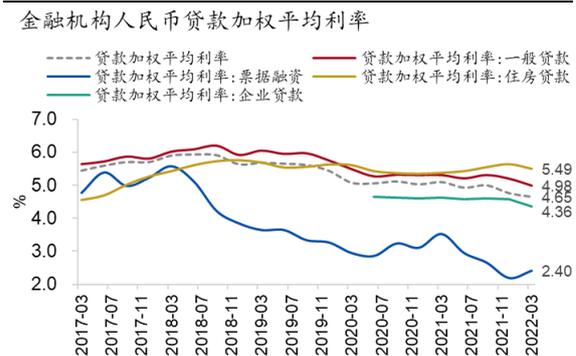
下半年央行将在“以我为主”的同时兼顾内外平衡，充分发挥货币政策工具总量和结构双重功能，加大对实体经济的支持力度，“宽信用”与“降成本”将是主要发力方向。

图 85：5 年以上 LPR 或仍有压降空间



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 86：企业贷款加权平均利率处于历史底部

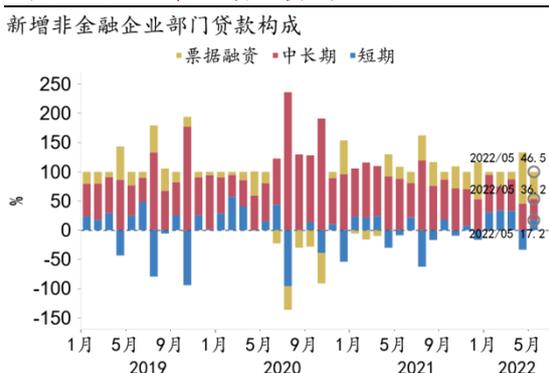


资料来源：Wind，招商银行研究院

“降成本”方面，在政策的多措并举下，企业综合融资成本稳中有降。上半年央行通过全面降准降息、利率市场化机制改革等手段为金融机构降低资金成本，并引导金融机构调降 LPR 报价。3 月末企业贷款加权利率连续三个季度下降，目前已经位于 4.36% 的历史底部。值得注意的是，在“支持刚性和改善性住房需求”的方针下，5 年期以上 LPR 利率及房贷利率下限下调，将进一步降低居民的中长贷付息成本，有助于扩大内需，刺激消费。前瞻地看，在海外央行加速收紧的背景下，未来“降成本”的主要空间或将来源于利率市场化改革红利的进一步释放。在央行不继续降准降息的情况下，5 年期以上 LPR 或仍有 10bp 左右的压降空间，助力“宽信用”和信贷融资的结构性改善。

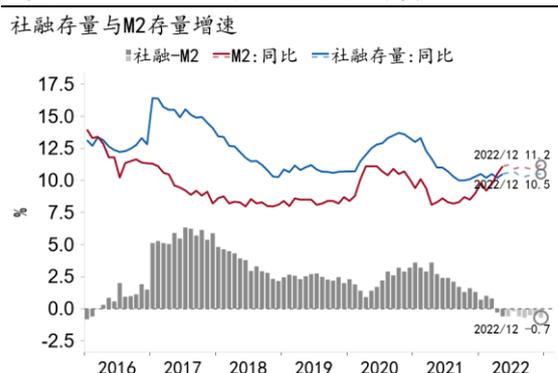
“宽信用”方面，在政策的有力托举下，金融数据总量表现良好，但结构仍显偏弱。1-5 月在国内疫情多点爆发等因素影响下，新增社融仍较去年同期保持正增长，同比增加 1.7 万亿。然而从结构上看，实体经济自主融资需求依然不足。一是新增社融同比增量主要来自政府债券融资，占比约 8 成（78.2%），主要原因是去年“财政后置”叠加今年专项债前置发行带来的基数效应。二是企业债券发行加速，1-5 月净融资 5,378 亿，贡献了 31.6% 的社融同比增量，但其中城投债（Wind 口径）净融资 7,554 亿，指向非城投债券净融资负增。三是企业中长贷占比持续偏低，信贷融资以短贷和票据贴现为主，指向企业预期依然偏弱，投资扩产意愿不足。前瞻地看，“宽信用”仍然处于初期阶段。央行有望积极运用创新型货币政策工具，支持经济中的重点领域和薄弱环节，支持房地产市场的合理融资需求，避免“大水漫灌”的同时推动“宽信用”加速落地。

图 87：企业中长期融资持续疲弱



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 88：社融-M2 剪刀差连续转负



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

前瞻地看，下半年社融增速或将边际回落，年末增速或为 10.5%。下半年社融的拖累因素主要来源于政府债发行节奏前置。财政部要求今年专项债额度在 8 月底前基本发行完毕，即便下半年提前下达明年部分专项债额度，9-12 月政府债融资在高基数作用下仍难以同比多增。下半年社融的主要支撑将来自于信贷回暖，具体有三：一是基建融资需求受专项债快速发行使用带动，二是疫情缓解有助于促进消费信贷回暖，三是房地产销售边际改善有助于提升居民中长贷需求。下半年 M2 增速或将稳中有升，年末增速约 11.2%。主要的支撑因素来自下半年财政投放加速和“宽信用”逐步落地带动存款上升。

## 四、资本市场：适度加强进攻，逢低布局权益

如宏观部分所述，下半年境内外大类资产的驱动主轴有明显分化，海外资产波动将围绕以美国为代表的“滞胀”以及主要央行的应对来展开，境内资产波动将围绕居民、企业能否走出资产负债表负反馈循环来展开。

海外“滞胀”环境对股债资产而言均是显著不利的。若美联储的“硬加息”在下半年继续，欧洲亦跟上的话，美股和主要海外权益市场相信仍会受到较大压力，对利率飙升的定价尚未充分，股债双杀的局面还会持续一段时间，但有关美国经济是“软着陆”还是“硬着陆”讨论已经出现，两种前景对应着不同的资产表现，前者对权益资产相对会更加友好。但无论如何，对海外股、债资产的预期收益宜继续保持谨慎，同时，若下半年美联储加息力度放缓，海外大类资产的波动率预计也将有所降低。

中国居民和企业下半年能否结束，以及在多大力度上结束收缩资产负债表的行为，将决定境内股、债资产的收益回报对比。“宽信用”在下半年落地仍是市场的普遍共识，但落地力度仍难以确定，因疫情对消费的影响，以及企业能在多大程度上恢复信心，均存在不确定性，但基建发力是大概率事件，因此“宽信用”落地的大方向较为确定。

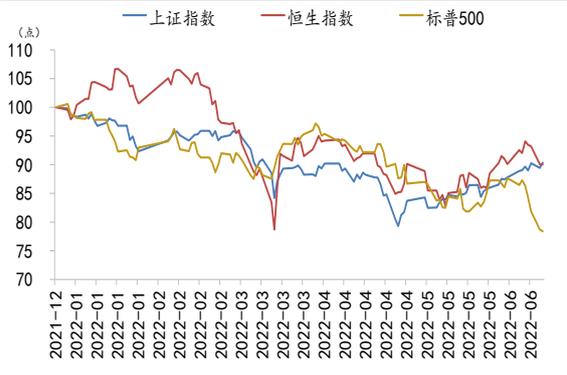
在这一背景下，中国债券市场利率虽整体延续震荡，但相对更偏上行风险，上行幅度视乎稳增长效果而定，固收类资产的预期收益可能低于上半年；国内权益资产下半年的预期收益将得到改善，宏观流动性的充裕有利于提振股市微观流动性，但实现趋势性转牛的条件仍不充分，尚需要企业中长期信贷增速回升，来对经营业绩拐点来进行确认。

整体而言，境内股债资产的预期回报好于境外市场，境内权益资产的盈亏比优于固收资产。与半年前相比，我们建议在股债资产组合取得平衡的前提下，适当加强境内资产整体的进攻性，逢低积极布局境内权益资产，但在境内权益市场新一轮牛市确认前，亦应保持耐心，不可操之过急。

### （一）2022年上半年市场回顾：股票全面下跌，美债利率大涨

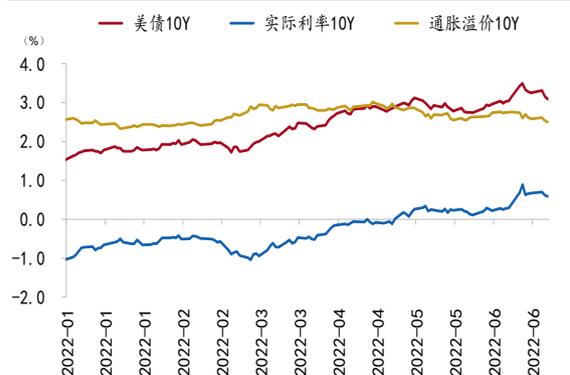
回顾2022年上半年，境内外市场表现并不一致，呈现明显的“境外权益及固收均弱于境内”的特征。其中，主要国家股市全面下跌，美股跌幅大于A股和港股；美债利率大涨，而中债利率保持稳定，中美利差出现倒挂。背后的逻辑主要源于中美经济周期错峰（中国经济下行压力加大，美国处于“滞胀”区间）以及与之而来的货币政策的分岔（中国货币政策偏松，美国货币政策大幅收紧）。

图 89: A 股、港股表现强于美股



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 90: 美债利率大幅上行



资料来源: Wind, 招商银行研究院

表 1: 2022 年上半年大类资产表现回顾

大类资产	名称	Q2 (%)	Q1 (%)	2022年上半年 (%)
权益	MSCI 发达市场	-15.30%	-4.95%	-19.50%
	MSCI 新兴市场	-7.88%	-6.46%	-13.83%
	道琼斯工业平均指数	-12.44%	-4.57%	-16.44%
	标准普尔500指数	-17.55%	-4.95%	-21.63%
	纳斯达克综合指数	-23.85%	-9.10%	-30.79%
	上证综合指数	1.13%	-10.65%	-9.64%
	伦敦金融时报100指数	-4.37%	1.78%	-2.67%
	巴黎CAC40指数	-10.66%	-6.89%	-16.82%
	法兰克福DAX指数	-7.70%	-9.25%	-16.24%
	东京日经225指数	-4.28%	-3.37%	-7.51%
	韩国综合指数	-9.60%	-7.39%	-16.28%
	恒生指数	-4.22%	-5.99%	-9.96%
	台湾加权指数	-9.30%	-2.88%	-11.92%
	圣保罗IBOVESPA指数	-14.95%	14.48%	-2.63%
俄罗斯RTS指数	24.64%	-36.00%	-20.23%	
大类资产	名称	Q2 (%)	Q1 (%)	2022年上半年 (%)
利率	美国10Y	117	80	197
	中国10Y	2	1	1
	英国10Y	74	66	139
	法国10Y	141	79	220
	德国10Y	107	81	188
	日本10Y	5	13	18
大类资产	名称	Q2 (%)	Q1 (%)	2022年上半年 (%)
贵金属	黄金	-6.67%	5.89%	-1.17%
	白银	-10.79%	6.40%	-5.08%
大类资产	名称	Q2 (%)	Q1 (%)	2022年上半年 (%)
汇率	美元	7.24%	2.49%	9.91%
	人民币	-5.83%	-0.47%	-5.39%
	日元	-10.17%	5.73%	-15.04%
	英镑	-8.72%	-2.86%	-11.33%
	欧元	-5.88%	-2.67%	-8.39%

注: 数据截至 2022 年 6 月 14 日

资料来源: Wind, 招商银行研究院

境外市场方面, 市场呈现“股债双杀”格局, 黄金震荡, 美元走强。上半年, 市场的交易主线集中于美国通胀不断走高、美联储的货币政策超预期紧缩, 以及地缘政治冲突(俄乌战争)加剧了能源价格上涨。美股在货币政策超预期紧缩以及未来经济预期转弱的影响下, 3 大股指跌幅较大; 美债在货币政策收紧的推动下, 10Y 利率上半年上行幅度达到近 200 个 BP, 同时带动了美元的上涨; 黄金则受到多(通胀上行、地缘政治冲突)空(美国货币政策紧缩、美元上涨)因素影响, 冲高回落。

境内市场方面，市场呈现“股弱债平”和“风格分化”格局，人民币汇率有所下行。上半年，市场的交易主线集中于经济下行叠加疫情冲击、稳增长政策持续加码，海外风险（美联储紧缩、地缘政治冲突）。对于A股来说，尽管稳增长持续加码，但是同时面临经济下行叠加疫情冲击和海外风险的影响，市场整体下行。风格分化特征持续。受益于大宗商品（尤其是能源）价格上涨、以及稳增长政策加码，稳定、周期和金融风格在今年表现相对较好，而估值偏高且受下游需求萎靡影响较大的成长和消费风格在今年表现较差。中债利率不同期限有所分化，10Y利率基本持平，主要因上半年疫情冲击属于短期影响，对长期经济增长预期影响不大；而1Y利率下行24bp，主要受益于中国经济下行，以及偏松的货币政策。人民币汇率由于中美利差倒挂和美元走强的影响，出现了一定幅度的贬值。

## （二）主要市场研判：A股逢低布局，利率上行风险加大

表 2：下半年各大影响因素对大类资产的影响

影响因素	国内			影响因素	海外			
	A股	中债	人民币		美股	美债	美元	黄金
经济增长	↓	↓	↑	经济增长	→	→	↑	→
通胀	→	→	→	通胀	↓	→	→	↑
货币政策	↑	→	↓	货币政策	↓	↓	↑	↓
美元			↓	美元				↓
利率			↓	利率			↑	↓
综合影响	→	↓	↓	综合影响	↓	↓	↑	↓

注：对于人民币汇率来说，经济增长主要指进出口情况；对美元汇率来说，经济增长指美国与其他主要经济体的增长差

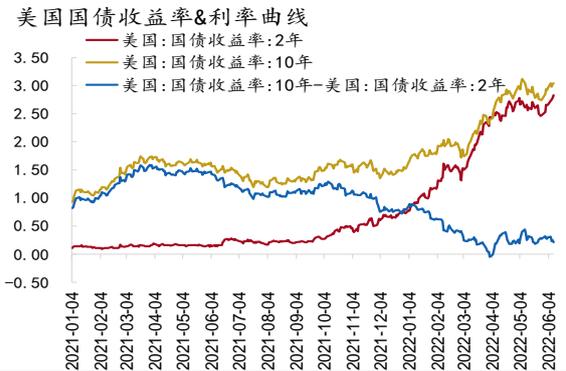
资料来源：招商银行研究院

### 1. 美债：紧缩政策落地，利率先上后下

预计美债10Y利率在下半年仍有上行动力，高点有望触及3.6%-3.8%，波动区间在2.7%-3.8%。美国通胀的演绎是美联储政策收紧力度的主导因素，随着加息和缩表持续推进，四季度通胀回落，美债利率可能先上后下。

首先，考虑到通胀问题的顽固程度超乎想象，即便更为激进的收紧政策加大经济硬着陆风险，但较高的通胀同样会对需求端形成的侵蚀，采取快速收紧流动性的必要性增强，美债利率仍有向上空间。其次，目前美国经济增长较为稳定，远未到扭转美联储货币政策的状态，支持利率易上难下的行情。不过，需要关注的是，随着流动性收紧政策落地，美国经济放缓的概率在增加，将会导致美国利率曲线逐渐走平，长债利率上行动力减弱，甚至出现回落的情形。

图 91: 定价加息节奏达高峰, 利率曲线趋平



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 92: 通胀回落速度是影响主因



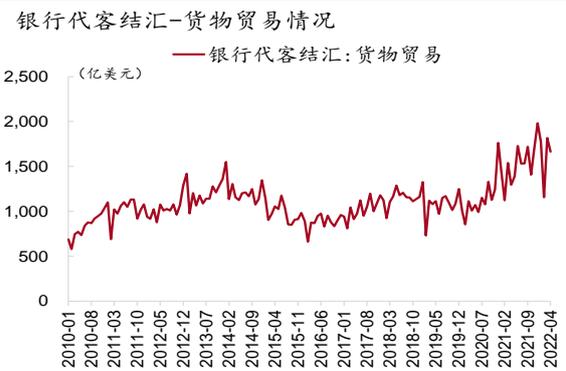
资料来源: Wind, 招商银行研究院

## 2. 外汇: 人民币贬值压力仍未释放完毕, 下调波动中枢至 6.70

我们认为美元升值周期没有结束, 但升值力度将放缓。下半年人民币贬值压力仍未释放完毕, 我们将人民币汇率波动中枢自 6.60 下调至 6.70, 波动区间下限在 6.8-7.0, 但年内无过度贬值风险, 央行仍有充足工具进行调节。

对美元来说, 利多因素方面, 一是, 下半年“美强欧弱”经济格局相对稳定, 利差优势仍对美元有利, 美元指数仍将偏强; 二是, 美国当局对强美元乐见其成, 不会进行政策干预, 强美元有助于缓解美国的输入性通胀压力。偏空因素方面, 考虑到下半年欧央行开启加息, 美欧货币政策差异收敛, 但欧央行加息幅度和节奏大概率将弱于美国, 不会影响美元升值的趋势, 但会削弱美元升值动能。

图 93: 货物贸易结汇量仍在绝对高位



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 94: K 型分化或带来中美利差倒挂维持



资料来源: Wind, 招商银行研究院

人民币贬值压力料持续至下半年, 央行为防止形成单边贬值预期, 预计不会放任汇率跌破 7.0。但是, 当前较多利空因素短期内难以改善, 第一, 中美货币政策周期错峰继续, 中美利差倒挂或维持, 资金仍有流出压力; 第二, 美元升值周期尚未结束, 强美元对人民币汇率持续带来压力; 第三, 下半年在去年高基数、外需减弱、出口市场份额受冲击的影响下, 国内贸易景气度将出现回落, 不过绝对值仍处高位, 结汇盘对人民币汇率尚有支撑, 但支撑作用或将减弱。

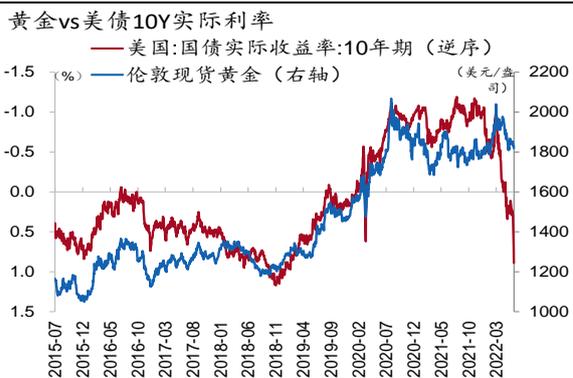
需要指出的是，虽然我们认为年内人民币不会跌破 7.0，但拉长时空维度来看的话，如果中国经济运行深层次的矛盾无法化解且持续累积，对人民币汇率的长期运行显然是不利的，即使年内不会破 7，未来某个时点破 7 的可能性也是无法排除的。

### 3. 黄金：延续宽幅震荡

黄金将延续震荡，海外流动性收紧的交易主线将继续主导实际利率上行一段时间，叠加美元升值势头不变，金价上方承压。但随着加息预期的逐步兑现，预计经济放缓担忧推动名义利率下行幅度将快于通胀预期回落速度，实际利率可能小幅下行，黄金有望震荡企稳。下半年波动区间大概率在 1600-1900 美元/盎司之间。

美国的政策转向进入实质性推进阶段，虽然美联储紧缩步伐未必有上半年强劲，但美债实际利率进一步上升是大概率事件，黄金的下跌压力依然较大。但地缘冲突、高通胀和经济下滑是可能存在的三个扰动因素，展望下半年，地缘冲突带来的避险情绪或仍会对金价带来阶段性影响，但较上半年而言不再是市场主线；通胀如果未能如期受控回落，全球央行加息行动超预期，黄金将面临较大的补跌风险；经济下滑压力将利多黄金，但衰退在年内不会出现，因此黄金的趋势性看多机会并不在年内。

图 95：美债实际利率 vs 伦敦金



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 96：美元指数 vs 伦敦金



资料来源：Wind，招商银行研究院

### 4. 境内固收：震荡寻底后，上行风险加大

#### (1) 利率债配置策略：防御优先

基于传统的利率分析框架，经济增长、通胀水平、货币财政政策、金融监管是主要影响债市的因子。展望 2022 年下半年，实际 GDP 增速回升，通胀回升，名义 GDP 增速回升；货币政策偏松；财政政策积极；金融监管维持。边际变化上，经济趋稳态势逐渐显现，有望推动利率触底后震荡上行。

稳增长政策落地，疫情受控，下半年经济有望顺利修复。由此，下半年利率继续下行的可能性以及空间大幅减少，利率趋于震荡，并随着经济的修复，上行风险逐渐加大。

跟随信用环境修复拐点，利率向上的拐点最早或落在三季度中期。从信用环境来看，实体融资需求仍处在疲弱状态，尚未出现触底回升的现象，观测指标企业中长期贷款和居民中长期贷款增速仍在下滑趋势之中，票据增速仍在上升趋势之中。实体融资需求下滑到上升的转换过程仍需要一段时间，在此之前至少要观测到两个指标的变化，一是企业活期存款增速持续上升，二是票据增速从高点向下回落，说明企业现金流压力得到改善，并且不再依赖短期融资工具。两个条件具备之后，企业中长期贷款增速回升概率较大。从时间点预估，非常乐观的估计下，企业中长期贷款增速可能在 Q2 逐渐触底，Q3 中期好转。长债和短债利率的拐点最早也会跟随落在今年三季度中期。当然，若信用环境修复不及预期，这一拐点的的时间可能还会再晚一个季度左右。

**利率债配置策略：**中性条件下，下半年 10 年期国债利率中枢在 2.9% 附近，高于上半年 (2.8%)，波动区间在 2.7-3.1%。乐观条件下，若经济修复超预期，中枢将抬升至 2.95% 附近，基本持平于 2021 年，波动区间在 2.8-3.2%。悲观条件下，若经济修复不及预期，中枢可能会下行至 2.8% 附近，波动区间在 2.6-3.0%。

**债券期限结构曲线：**货币政策变化空间不大，经济变化不确定性更高，曲线形态以长端利率的变化为主。下半年经济增速回升，货币政策趋稳，曲线可能陡峭化。

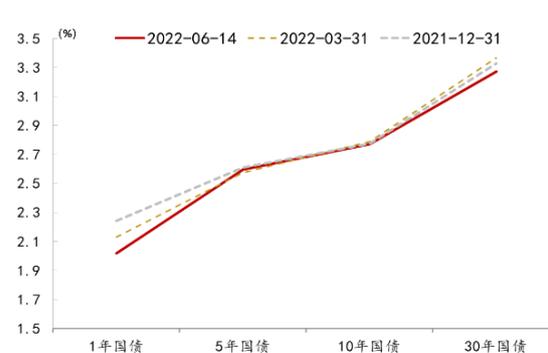
在中性条件下，我们对利率节奏和相应策略给出大致判断，十年期国债在 2.75% 以下，可以适当止盈。配置盘可以在利率上冲到 3.0% 附近增配。

图 97：上半年中国国债利率震荡为主



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 98：上半年中国国债利率曲线趋于陡峭



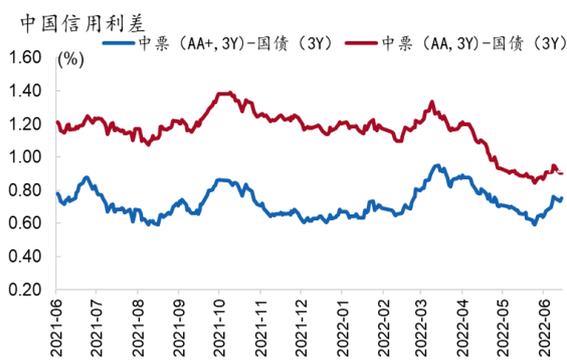
资料来源：Wind，招商银行研究院

## (2) 信用债配置策略：优选基本面从底部向上改善行业

2022 年下半年信用利差中的流动性溢价和风险溢价走势分化，下半年流动性溢价或有所收敛，基本面好转或带来风险溢价走低。此时高、低评级之间的走势或出现分化，下半年高评级信用利差或受流动性溢价影响，有上升的风险，高评级信用债收益或不及中高评级信用债。其中，行业基本面修复更好的信用债的信用利差压缩幅度会更大，将带来投资机会。

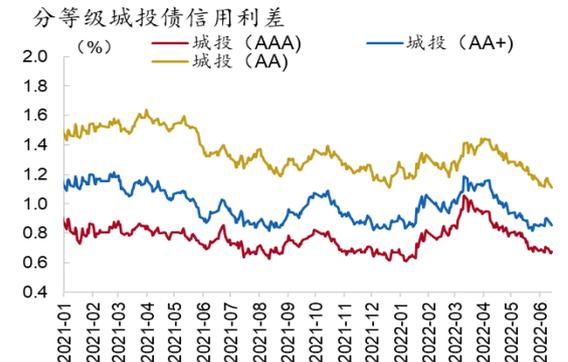
**信用债配置策略：**随着高低评级分化现象加剧，机构对安全性的追逐更加明显，下沉评级动力偏弱，在经济增长动能没有出现明显提升时，高低评级分化的格局比较难被改变。当资金聚集于相对安全资产时，行业基本面变化的重要性提升，一旦行业基本面受到负面冲击，行业信用利差将走阔，产品估值将受到影响。因此，我们认为可以跟随政策轮动，看重行业结构分配，在基建，高端制造业、双碳等板块进行挖掘。同时，沿着 CPI 同比上行为主线，做好行业比例调节，增加下游农林牧渔、休闲服务、食品饮料行业的配置。

图 99：上半年中国信用利差走阔后压缩



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 100：上半年城投信用利差走阔后压缩



资料来源：Wind，招商银行研究院

**城投债：**上半年城投债行情较强，一是基建托底经济，城投平台债供给充裕，二是流动性宽松，叠加市场风险偏好走弱，城投债的安全属性受到青睐。对策略来说，优质的城投债仍是安全资产，但短期需要考虑交易是否拥挤，避免下半年流动性收敛带来的调整。同时还需要避免过度下沉，经济尚未完全企稳之前，部分地区债务风险仍然较大，需要谨防尾部风险。

**强周期债：**煤炭、钢铁行业中期内盈利和偿债能力处于产业周期的相对高位，叠加上半年流动性宽松，行业信用利差已经持续下行至极低位置，收益率调整的风险增加。不过考虑到基本面表现较好有可持续性，调整幅度可能有限。

**地产债：**地产行业基本面仍处在下滑态势之中，不过下滑速度有所放缓。下半年地产行业基本面下滑空间有限，并且在政策松动的利好影响下，行业基本面或出现小幅修复，地产债继续下跌空间有限。不过民营地产债相较于国企地产债的风险仍然在出清，维持谨慎。

## 5. 权益：下半年 A 股震荡，逢低布局

### (1) 大盘走出震荡格局需关注两大关键信号

#### 1.1 下半年大盘展望：

影响 A 股的关键因子包括企业盈利、流动性和估值水平等，我们通过分析关键因子的走势以展望下半年 A 股行情。

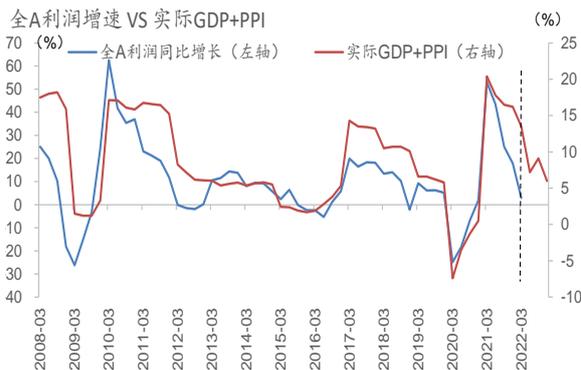
首先，从企业盈利的角度，下半年总体呈下行态势，三季度边际修复，四季度仍存压力。上市公司业绩增速和实际 GDP+PPI 高相关。前文对经济数据已做预判，今年四个季度实际 GDP+PPI 分别为 13.5、7.2、9.2 和 6.3。因此，上市公司业绩增速下半年可能先上后下，对业绩构成压力的主要因素是 PPI 的下行。

业绩增速具体何时好转，可关注月频数据中长期贷款增速何时企稳回升。该指标可以较好衡量企业和居民加杠杆的动力，是企业盈利的同步指标。目前看，中长期贷款增速仍处于持续下行阶段，意味着居民和企业扩张动力不足，业绩增速处于下行态势。

其次，从宏观流动性的角度看，下半年流动性有望持续偏宽松。今年以来货币政策偏宽松，央行持续降息降准，货币供应量 M1 和 M2 都有所回升，货币需求侧社融也有一定上行幅度。我们预计，在今年稳增长的巨大压力下，央行的基调不会变。同时在全球“滞胀”加息的背景下，货币政策同时掣肘于海外加息和潜在的输入性通胀，预计不会大水漫灌。流动性总体将呈小幅宽松的态势。

我们预计下半年 M2 增速今年将持续高于名义 GDP 增速，M1 增速下半年也有望高于 PPI 增速，金融市场流动性整体充裕，对市场整体估值有提振作用。

图 101: 业绩增速和实际 GDP+PPI 高相关



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 102: 狭义流动性 M1 和估值高相关



资料来源: Wind, 招商银行研究院

再次，从市场估值的角度看，全 A 非金融当前估值 26 倍，过往四轮熊市估值底都在 20 倍以下，目前处于较低水平但尚未到极低水平，不宜作为看涨理由。估值是交易的结果，通常不能作为看涨市场的原因。只有在估值极低的情况下，股债性价比达到极致的时候，才能把估值看做上涨的理由。估值的波动类似于钟摆，只有到两端的极致水平才能大概率预测向均值回归。

**大盘前瞻:** 综合考虑企业盈利和流动性，盈利可能三季度好转四季度偏弱，流动性三四季度持续偏宽松，指向下半年 A 股整体或先上后平，总体以震荡为主，上有业绩压制，下有流动性托底。指数波动区间或在 3000 到 3600 点，指数若跌到区间下沿附近建议逢低布局，指数若到区间上沿附近则保持谨慎。

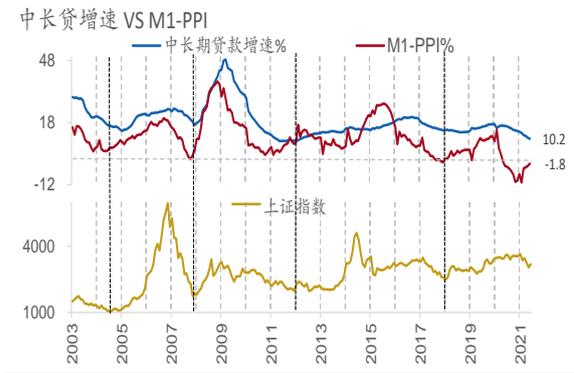
如果只有流动性扩张，而没有业绩支撑，市场往往只有反弹而没有反转，四月底以来的行情修复暂时以反弹对待。下半年行情要想真正起来，关注两个基本面关键信号：M1-PPI等流动性表征指标如若好转则能带来反弹，中长期贷款增速等业绩表征指标如若好转则能带来反转。

图 103：广义流动性 M2 高于名义 GDP



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 104：流动性底-市场底-业绩底



资料来源：Wind，招商银行研究院

### 1.2 A 股配置方向建议

总体而言，我们认为未来半年风格交错。三季度企业盈利整体好转的时候，成长板块弹性更大；四季度企业盈利较弱的时候，价值风格相对抗跌防守。在大盘整体震荡的格局下，大类板块整体或是轮动的过程，建议适当均衡配置。下半年可重点关注以下方向：

**第一个方向：关注数字基建和新能源基建等高成长板块。**成长板块在经济下滑过程中，盈利下滑带动估值回落，可能面临双杀的局面。如果经济边际好转，则成长板块弹性相对较大。未来半年我们倾向于认为成长板块的机会偏短期反弹，在全球半导体周期下行的态势下，成长板块整体业绩下行，难有大行情。

**第二个方向：关注基建地产等政策对冲发力的稳增长板块。**该类板块其行情更依赖于国内经济能否企稳，对信用扩张比较敏感。值得注意的是，该板块未必能贯穿整个下半年，行情走弱的信号有两个：1) 在政策预期下取得一定超额收益后，如果业绩迟迟不兑现，则有可能补跌；2) 经济企稳之后，其弹性不如成长板块，可能遭到阶段性抛售。

**第三个方向：低估值的食品加工等必需消费子行业可长期关注。**这些行业可能会吸引部分深度价值投资者和长期投资者的逐步配置。此外，市场预期下半年猪周期或处于底部附近，猪肉相关板块或有表现。

表 3：A 股各行业 2022Q1-2023 年预测增速 %（wind 一致预期）及估值水平

行业	所属风格	2022Q1 利润增速	2022 预测增速	2023 预测增速	市盈率 TTM	市净率	PE 5年分位	PB 5年分位
有色金属(中信)	周期	123	15	70	21	3.1	3	70
煤炭(中信)	周期	82	5	37	10	1.8	59	100
交通运输(中信)	周期	43	-11	2	16	1.6	5	26
基础化工(中信)	周期	39	11	44	21	3.3	15	84
医药(中信)	消费	28	-3	37	32	3.7	13	23
电力设备及新能源(中信)	成长	24	33	75	47	4.0	57	85
石油石化(中信)	周期	23	12	13	11	1.0	7	45
国防军工(中信)	成长	17	29	39	61	3.5	23	63
食品饮料(中信)	消费	17	20	37	38	7.1	63	63
通信(中信)	成长	14	22	172	17	1.3	2	2
纺织服装(中信)	消费	13	7	19	24	1.9	13	35
建筑(中信)	周期	11	23	25	11	1.0	73	43
家电(中信)	消费	11	10	20	16	2.7	15	11
银行(中信)	金融	9	8	21	5	0.6	2	2
电子(中信)	成长	-7	27	34	33	3.6	12	30
汽车(中信)	消费	-15	33	27	46	2.7	88	86
商贸零售(中信)	消费	-16	652	18		1.5		44
建材(中信)	周期	-17	18	25	13	1.9	28	13
传媒(中信)	成长	-20	22	-7	37	1.9	47	6
钢铁(中信)	周期	-23	2	-5	10	1.2	41	49
机械(中信)	周期	-25	20	27	35	2.6	20	49
综合(中信)	周期	-31	-42	-53	66	1.7	69	54
电力及公用事业(中信)	周期	-37	24	45	59	1.9	100	79
非银行金融(中信)	金融	-40	14	10	14	1.2	14	3
轻工制造(中信)	消费	-43	15	13	28	2.1	58	4
房地产(中信)	金融	-43	243	-27	74	1.0	98	3
消费者服务(中信)	消费	-57	136	28	297	5.3	95	64
计算机(中信)	成长	-60	54	36	76	3.4	37	13
综合金融(中信)	金融	-62	-1	-20	37	1.6	44	11
农林牧渔(中信)	消费	-194	53071	188		3.4		48

资料来源：Wind，招商银行研究院

## （2）港股策略建议：关键看科技股盈利何时改善

恒生科技自去年高点下跌 60% 有余，估值位于低位，政策风险基本出清。当前最大的问题是，在经济下滑的大背景下企业盈利何时能改善。我们认为，随着互联网行业资本开支的收缩，利润增速反而可能边际改善。不过，互联网流量红利见顶，主要互联网巨头的业绩增速难以回到过往的高增长阶段，在新的增长点出现之前，港股互联网有从成长股转变为价值股的迹象。在当前低估值的情形下，这可能会吸引部分深度价值投资者的配置。

基于估值、政策和业绩的综合考虑，我们倾向于认为，下半年港股科技股有估值修复机会，但难有大的行情。

## （3）美股策略建议：仍面临“滞胀”困局，将偏弱震荡

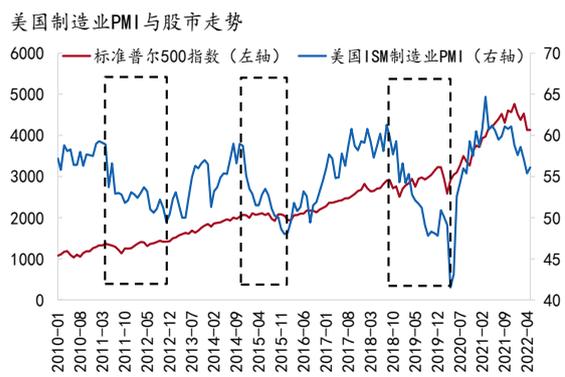
展望 2022 年下半年，美股同时面临滞和涨的困局，预计美股将偏弱震荡。一方面，美国通胀和货币紧缩压力持续；另一方面，美国基本面有走弱放缓的可能，前期市场对此风险已经有所反映，但还不够充分。尽管面临困局，但美股估值回落至历史中间位置，从配置的角度而言，我们仍建议维持标配美股。具体来看：

一是，美联储货币政策将继续收紧，对估值分母端的最大冲击已过，但未来仍有负面影响。5月美国CPI再创新高超出市场预期，美国加息预期重新升温。利率期货市场隐含的9月加息次数从1次上升到2次，且有一定概率加息3次。不过美国通胀未来持续走高的可能性较小，美联储紧缩对美股的影响减弱，在美联储结束紧缩的信号出现之前，将压制美股估值。

二是，美股企业盈利出现隐忧，基本面下行时美股通常表现较差。近期部分具有领先性质的经济数据表现较弱，包括美国ISM制造业PMI、国密歇根大学消费者信心指数等。中长期看，由于美联储加息、美国居民消费能力下降以及企业库存处于高位等原因，未来基本面存在回落风险。不过美股分析师自下而上盈利预测并不悲观，标普500指数全年EPS预测增速仍有8.8%。其中，值得担忧的是以FAAMNG为代表的科技巨头，全年来看整体盈利预测增速逐季下行。

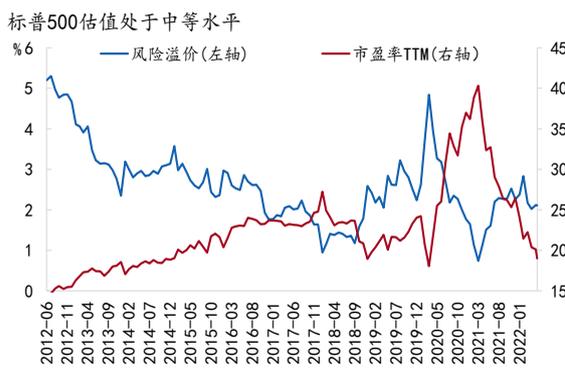
三是，美股估值处于中等水平，估值压力缓解。从股债相对估值来看美股偏贵，虽然美股下跌，但是美债利率上升，标普500风险溢价（1/市盈率-美国10年期国债利率）在过去10年29%分位数（风险溢价低代表着股票相对越贵）；从股票自身估值来看美股较便宜，标普500市盈率在过去10年27%分位数。

图 105：美国制造业 PMI 与股市走势



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 106：标普 500 估值处于中等水平



资料来源：Wind，招商银行研究院

### （三）资产配置策略：适当增加进攻性，重视结构性机会

对于2022年下半年的大类资产配置逻辑，我们认为包括A股、港股在内的权益类资产（但不包括美股）的收益预期将有所恢复，但不宜过于乐观。因此相比2021年年底，可以适当增加资产配置整体的进攻性，并加大权益类资产的配置力度。建议投资者在股票和固收资产之间采取攻守平衡的配置思路，同时特别重视权益资产内部的结构化机会。

接下来我们主要从各资产的胜率、盈亏比两个维度进行策略推荐，具体逻辑如下：

## 1. 胜率：

1) 跨资产对比来看，总结 2 点特征：

第一，对于境外资产来说，美国流动性偏收紧，预计固收资产的胜率相较权益市场来说更低。

第二，对于境内资产来说，A 股盈利偏弱，但是流动性偏宽松，而固收资产面临稳增长政策加码等影响，股债的胜率均中等。

2) 从资产内部对比来看：

**权益：A 股=港股（科技）>美股。**对于 A 股来说，下半年企业盈利依然有下行压力，但是流动性偏松，指数可能处于震荡阶段；对于港股来说，科技股在政策风险出清之后或有估值修复机会；对于美股来说，面临货币紧缩和经济放缓风险。

**风格：成长=消费>周期。**成长、消费风格在中期来说，横盘宽幅震荡的概率加大。而周期风格未来可能面临供给修复、通胀下行、美联储加息和业绩下滑的四方面的共同风险，配置胜率较低。

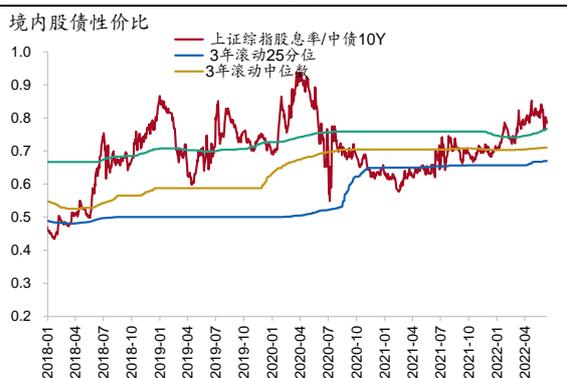
**固收：中债相较美债胜率更高。**境内外货币政策仍将延续 K 型格局，中国宽松，而美国收紧，中债虽在下半年迎来压力，但胜率仍相对高于美债。

**外汇：美元>人民币。**美元流动性收紧，而从影响人民币的美元指数、中美利差、贸易情况等主要因子，目前呈现偏利空的局面。

## 2. 盈亏比：境内股债性价比呈现股>债的特征

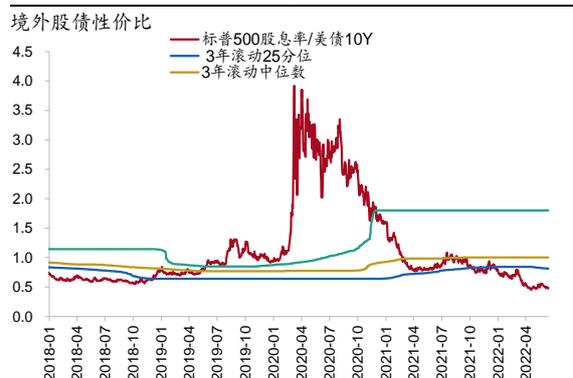
1) 跨资产来看，目前境内股债性价比处于较高水平，股票相对便宜。但境外股债性价比处于 3 年滚动 25 分位水平的下方，美股相对美债偏贵。

图 107：上证综指 vs 中债 10Y 股债性价比



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 108：标普 500 vs 美债 10Y 股债性价比



资料来源：Wind，招商银行研究院

2) 资产内部对比来看：

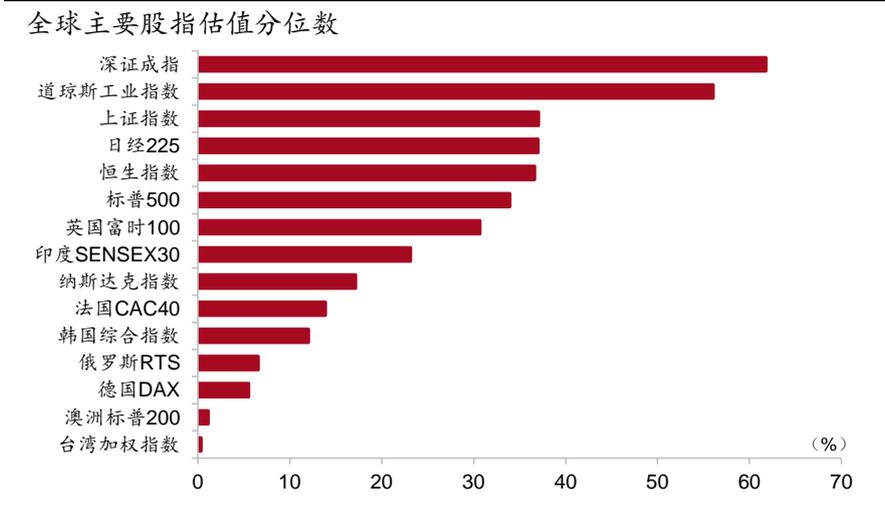
**权益：A 股在全球市场中盈亏比属于略低水平。**横向对比来说，A 股在全球权益市场中估值偏高，盈亏比属于略低水平。

**风格：周期>金融>成长。**A股中消费风格估值明显偏高，处于历史70%分位数以上的水平，成长风格的估值水平已回落至中间偏低，周期和金融风格估值水位极低。

**固收：美债>中债。**中债利率目前处于2.8%附近的位置，盈亏比较为中性。美债利率在3.4%附近，盈亏比较高。

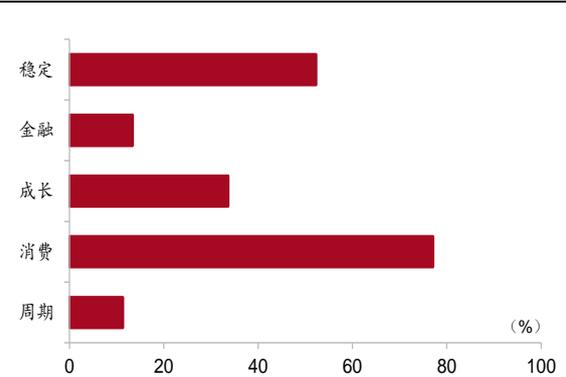
**黄金：盈亏比低。**根据我们构建的黄金相对比价的估值模型来看，目前伦敦金估值高于历史70分位数的水平，盈亏比低。

**图 109：横向比较下，A股在全球市场中估值分位数偏高**



资料来源：Wind，招商银行研究院

**图 110：A股风格估值水平分化严重**



资料来源：Wind，招商银行研究院

**图 111：黄金估值偏贵**



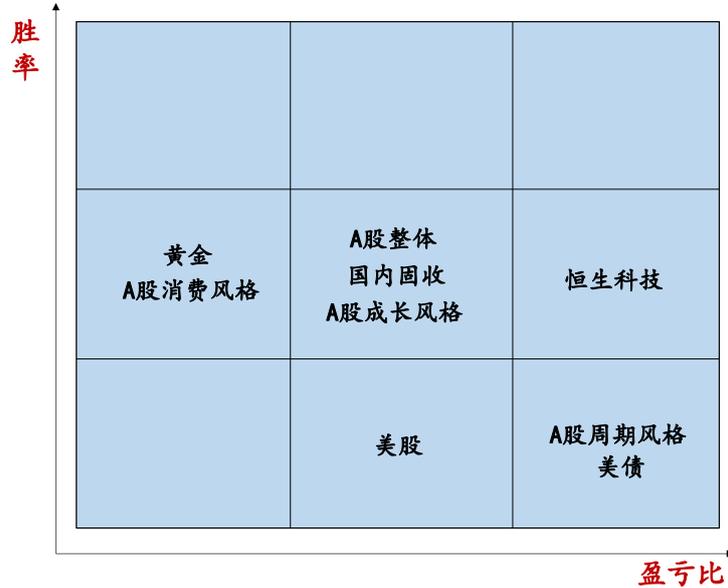
资料来源：Wind，招商银行研究院

### 3. 结论：相对看好美元及港股-科技的配置价值

根据胜率的“高一中一低”3档以及盈亏比的“高一中一低”3档，我们构建了“胜率—盈亏比”九宫格，并将各类资产放入相应的档位当中，以供投资者参考。需要说明的是，胜率越高代表基本面越好，盈亏比越高则代表估值越低。

根据市场研判与分析，我们对 2022 年下半年的大类资产配置做如下建议：美元、港股（科技）中高配，黄金、中国国债、信用债、A 股、A 股的消费风格、成长风格、美股标配，人民币、欧元、美债中低配，A 股的周期风格低配。

图 112：“胜率—盈亏比”九宫格



资料来源：招商银行研究院

表 4：2022 年下半年大类资产配置策略

资产类别		配置建议					配置变化（与资本市场 6 月报相比）
		高配	中高配	标配	中低配	低配	
汇率	美元		●				
	欧元				●		
	人民币				●		
贵金属	黄金			●			
固收	中国国债			●			
	中国信用债			●			
	美债				●		
权益	A 股			●			
	—消费			●			
	—周期					●	
	—成长			●			
	港股-科技		●				
	美股			●			

资料来源：招商银行研究院

## 免责声明

---

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

**市场有风险，投资需谨慎。**投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

**未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。**

**招商银行版权所有，保留一切权利。**

## 招商银行研究院

---

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F (518040)

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究院微信公众号

---