

经济弱复苏，政策尤可期

——2022 下半年宏观经济及大类资产展望

◆ 摘要

上半年 GDP 增速预计仅 3.5%，**“稳增长”**无疑是下半年国内政策的主线。每一轮疫情的好转都伴随着经济环比确定性的修复，5 月数据环比好转验证了经济逐步企稳的判断，基本底部大致确认。但当前与 2020 年疫后修复阶段相比内生增长动力明显偏弱，下半年经济能否超预期取决于稳增长政策的力度。

稳增长的前提是疫情防控的影响逐渐减弱，“常态化疫情防控”机制目前看来可以兼顾防疫和经济。疫情本身逐步得到控制，新一轮“常态化疫情防控”机制运行总体稳定，近期入境人员隔离时间减半、行程卡星号标记取消指向疫情影响减弱。

在出口趋势性回落、消费天花板效应明显的情况下，投资在**“稳增长”**中将发挥重要的作用。从良性加杠杆的角度来看，理想的顺序应该是**制造业>基建>地产**，但三条路径都存在阻力，亟待政策突破。1) 制造业投资方面，绿色低碳、智能制造、自主可控及产业链安全等高新技术制造领域和技术改造或持续释放投资需求，信贷、债券、股权等多渠道融资机制有望加大支持力度。2) 基建是确定性的发力方向，但财政缺口被动扩张，严控隐形债务背景下基建难以显著超预期，下半年有望推出特别国债、提前发行专项债等非常规刺激手段。3) 地产目前的刺激力度偏弱，下半年大概率要继续加码，但**“房住不炒”**和一线城市难放松的情况下，销售端改善空间有限，地产投资预计呈弱修复。

货币政策重心转向宽信用，年内降息降准可期。4月初至今资金面极度宽松，短期进一步加大流动性投放必要性不强。美国高通胀背景下美联储加息预期较强，中美货币政策周期分化加剧，2月以来MLF维持2.85%的利率不变，体现了央行的谨慎态度。CPI在下半年或突破3%，但从全年来看仍然较为温和，增长乏力背景下，货币政策仍将保持宽松。就**“降成本”**目标而言，可通过降准或存款利率报价改革等手段引导LPR报价下行，我们预计下半年仍有全面降准的可能，1年期LPR存在5-10bp下调空间，5年期LPR还有15bp左右的下调空间。

下半年宏观政策有望积极加码，经济基本面或将改善，A股下半年走势中枢预计抬升。在**“以经济建设为中心”**的方针下，宏观政策发力可期，再加上流动性保持宽松，A股下半年走势中枢有望抬升，稳增长、疫后修复、通胀链条值得关注。债市面临的整体环境不及上半年，10YR 国债收益率预计在 2.65%-3%之间窄幅波动。稳增长政策发力叠加美联储加息缩表的外部环境，狭义流动性下半年大概率比上半年收敛，但**“资产荒”**难以缓解，利率调整有限。国际大宗商品价格开启回落，原油黄金仍有支撑，国内定价商品有望小幅回升。美联储以抑制通胀为目的可能继续加快加息节奏，以铜为代表的基本金属价格或开启回落。原油受供给支撑或继续筑顶。随着国内复工复产和稳增长政策加码，国内定价商品有望企稳回升。

◆ 风险提示：疫情发展情况、政策落地情况、海外货币政策调整、地缘冲突

作者

潘宇昕

分析师

资格证书：S0380521010004

联系邮箱：panyx@wanhesec.com

联系电话：(0755)82830333-128

相关报告

《宏观月报-宏观研究-宏观月报-信用底或已过，政策仍将持续发力-20220531》-2022-05-31

《宏观专题-万和证券-宏观研究-二季度宏观经济及大类资产展望：从宏观杠杆率看稳增长的空间和路径-潘宇昕 0419.docx》-2022-04-21

正文目录

引言.....	4
一、 新一轮“常态化疫情防控”机制正在建立.....	4
二、 国内经济下行压力大，稳增长是下一阶段的关键词.....	5
（一） 经济阶段性谷底已过，但下行压力仍大.....	5
（二） 稳住经济大盘是主基调.....	11
三、 货币政策重心转向宽信用，年内降息降准可期.....	19
（一） 短期加大流动性投放必要性不强.....	19
（二） 海外加息周期一定程度制约国内货币政策宽松空间.....	20
（三） 国内通胀不构成主要约束.....	21
（四） “降成本”目标仍需总量工具.....	22
四、 大类资产投资建议.....	23
五、 风险提示.....	24

图表目录

图 1 国内疫情已基本得到控制.....	4
图 2 国外第四轮疫情高峰已过.....	5
图 3 死亡率持续降低.....	5
图 4 PMI：分行业（%）.....	6
图 5 制造业 PMI 分项（%）.....	6
图 6 主要工业产品产量 5 月环比改善.....	6
图 7 疫情常态化阶段社零环比修复动能减弱（%）.....	7
图 8 社零累计同比增速：分品类（%）.....	7
图 9 失业率（%）.....	7
图 10 中小企业经营压力大（%）.....	7
图 11 基建发力、地产拖累（%）.....	8
图 12 地方政府专项债发行前置（亿元）.....	8
图 13 房屋新开工面积和竣工面积仍在萎缩（%）.....	8
图 14 商品房销售仍然低迷（%）.....	8
图 15 6 月商品房销售出现改善迹象（万平方米）.....	9
图 16 房地产开发资金来源：同比增速（%）.....	9
图 17 2021 年开始房企违约频发.....	9
图 18 制造业投资：周期波动项（%）.....	10
图 19 工业产能利用率和产成品库存（%）.....	10
图 20 海外库存周期见顶对应中国出口增速回落（%）.....	10
图 21 FOMC 关于美国 GDP 增速的预测（%）.....	10
图 22 社融存量同比（%）.....	11
图 23 社融主要分项同比多增（亿）.....	11
图 24 信贷分项同比多增（亿）.....	11
图 25 我国宏观杠杆率构成情况（%）.....	12
图 26 贷款余额占比（2019 年末）.....	12

图 27 改建在制造业投资中占比提高	13
图 28 高技术制造业投资保持高速增长 (%)	13
图 29 2022 年 1-5 月制造业企业利润累计增速 (%)	14
图 30 制造业投资资金来源 (亿元)	15
图 31 违约债券行业分布 (截至 2022 年 6 月)	16
图 32 制造业企业信用债净融资萎缩 (亿元)	16
图 33 制造业企业股权融资规模: 当季 (亿)	17
图 34 财政收入增速 (%)	18
图 35 100 大中城市土地成交情况 (万平方米、亿元)	18
图 36 房贷利率与商品房销售面积走势	19
图 37 房贷利率 (%)	19
图 38 资金利率低位运行 (%)	20
图 39 中美利差 (%)	20
图 40 美元兑人民币汇率走势	20
图 41 债券市场外资持续流出 (亿)	21
图 42 美国通胀情况 (%)	21
图 43 CPI、PPI 同比增速 (%)	21
图 44 猪价走势 (元/千克、万头)	21
图 45 主要原材料期货价格同比增速 (%)	21
图 46 人民币汇率	22
图 47 今年 8 月到明年 1 月 MLF 集中到期 (亿元)	23
图 48 LPR 报价 5 年期和 1 年期的息差 (BP)	23

引言

今年上半年，国内资产价格经历了两个明显不同的阶段，第一个阶段是从年初到4月末，在无风险收益率上行、国际局势动荡、局部疫情扰动带来的从估值到风险偏好到基本面的全面下修，我们在四月下旬发布的《二季度宏观经济及大类资产展望》中指出“权益资产所面临多重的压力逐渐缓解，市场不必过于悲观”，从4月底之后，疫后经济的环比确定性修复和稳增长政策升温是市场反弹的主要定价逻辑。上半年GDP增速预计在3.5%，展望下半年，“稳增长”无疑是国内政策的主线，兼顾防疫和经济增长的常态化防控机制是稳增长的前提，在此基础上如何实现短期的稳定和中长期结构的平衡，宏观政策又面临哪些约束条件，厘清这些假设条件的相互作用关系有助于把握下半年资本市场的定价逻辑。

一、新一轮“常态化疫情防控”机制正在建立

2022年初钟南山院士指出，“我们终将在合适的时间内度过疫情的大流行期，逐步迈进社会生活的正常化”。目前疫情本身逐步得到了控制，随着新一轮“常态化疫情防控”机制的建立和效果的验证，疫情防控对经济扰动的不确定性预计明显下降。

今年上半年少数地区疫情反弹，感染人数大幅上升，不过目前国内各地疫情基本处于受控状态，截至2022年6月初，每日新增感染人数连续多日出现下降，个别地区疫情虽有反复，但总体下降趋势仍较明确。当前第四轮疫情高峰在全球范围内也逐步得到控制，若没有新的、强感染能力的毒株出现大规模扩散，我们预计国内疫情将进一步得到控制。

国内从2020年初开始提出动态清零的防控目标延续至今，但随着疫情长尾效应的凸显，社会层面不乏关于防疫政策的争论，由于国内防疫措施对经济造成的实质性冲击和对未来的预期走弱也构成权益市场定价的主要因素之一。经过今年深圳、上海等地疫情防控实践，在毒株传播能力衰退、建立全民免疫屏障和各区域形成大规模确诊收治能力之前，“动态清零”政策目标或继续坚持，近期有关部门的政策更多强调大城市15分钟核酸圈建设、核酸检测常态化、提高大规模快速检测能力、方舱收治能力储备等体系建设，以期在早期识别发现疫情、避免因疫情冲击出现医疗资源挤兑。

新冠仍在全球内流行、变异，当前毒株传播隐匿，对于未来疫情发展难有定论。从目前一些正在探索新一轮常态化防控机制的地区，如深圳、杭州、大连、合肥以及江西省、湖北省多个城市的经验来看，常态化核酸检测总体运行稳定，即便有疫情也相对可控，目前看来是兼顾防疫和经济的比较合理的策略。未来，在新一轮“常态化疫情防控”机制能够持续稳定运行的基础上，我们预计疫情防控对经济运行的冲击将有所弱化。近期入境人员隔离时间减半、行程卡星号标记取消都指向疫情防控的影响在减弱。

图1 国内疫情已基本得到控制

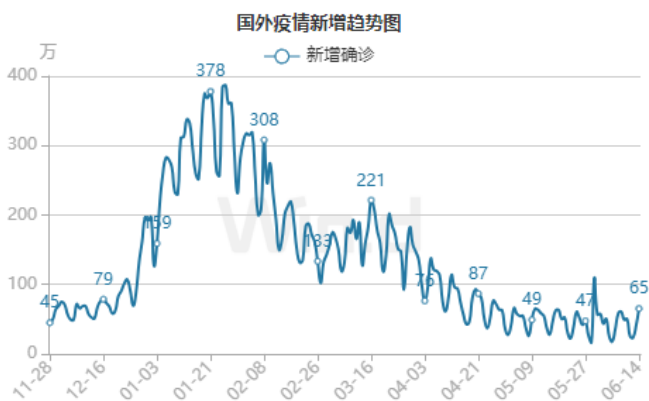
2022年以来全国新冠确诊人数变化（截止6月7日）



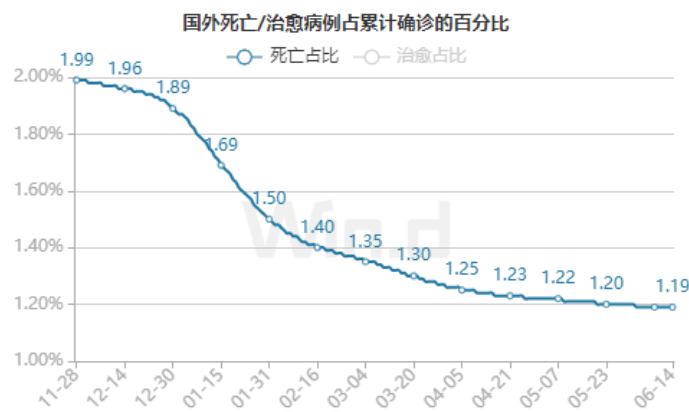
资料来源: Wind、万和证券研究所

图2 国外第四轮疫情高峰已过

图3 死亡率持续降低



资料来源: wind、万和证券研究所



资料来源: wind、万和证券研究所

二、国内经济下行压力大，稳增长是下一阶段的关键词

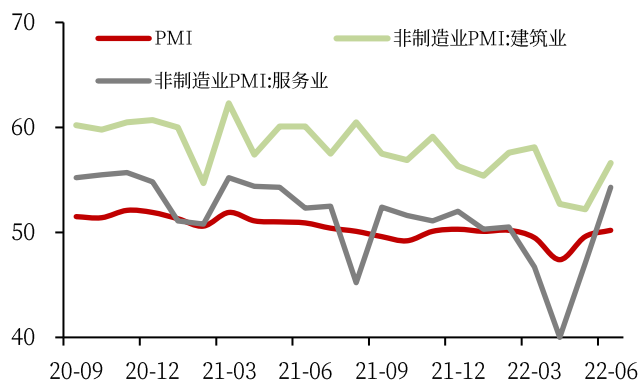
每一轮疫情的好转都伴随着经济环比确定性的修复。受疫情影响，4月经济金融数据不出意外的全面回落，而5月数据环比好转也验证了经济逐步企稳的判断，基本面底部大致确认。但当前阶段与2020年疫后修复阶段相比，地产负增长、居民收入承压、出口放缓，内生增长动力明显偏弱，在此背景下，下半年经济是继续筑底还是见底回升，很大程度上取决于稳增长政策的力度和效果。

(一) 经济阶段性谷底已过，但下行压力仍大

疫情对经济活动的影响逐渐减弱，物流和供应链趋势改善，工业生产恢复弹性较大。6月制造业PMI、商务活动PMI和供货商配送指数分别回升至50.2%、54.1%、51.3%，经济活动明显改善，交通运输效率有所提高。5月工业增加值同比增长0.7%，环比增长5.61%，工业部分恢复的弹性相对较大，主要产品产量都有不同程度改善，其中受本轮疫情影响较大

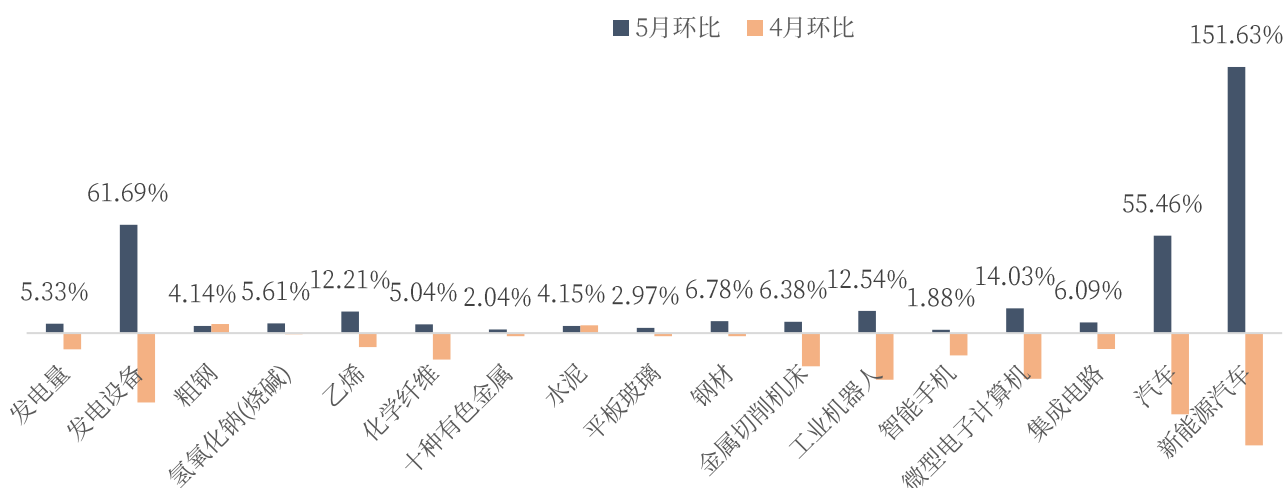
的汽车产业链改善明显。6月2日国务院联防联控机制新闻发布会上工信部指出上海的汽车整车及零部件企业复工率已超过85%。5月汽车产量环比增长55%，同比降幅由-43.6%收窄至-4.9%。

图4 PMI: 分行业 (%)



资料来源: Wind、万和证券研究所

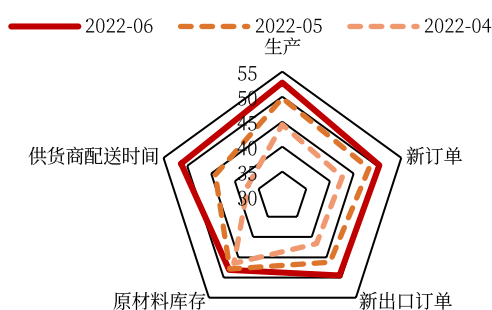
图6 主要工业产品产量5月环比改善



资料来源: Wind、万和证券研究所

消费修复斜率驱缓, 天花板效应凸显。5月社零总额同比下降6.7%，相比上月降幅收窄4.4个百分点, 环比微幅增长0.05%，而1-5月社零累计下滑1.5%，消费复苏动能不足。从2020年开始, 每一轮疫后修复阶段社零环比增速中枢阶梯式下降, 显示了疫情防控对于消费需求造成了“天花板效应”。一方面是由于线下消费场景的缺失, 5月餐饮收入下降21.1%，仍在深度收缩; 1-5月珠宝、化妆品、服装等与社交场景相关的, 家具、建材、汽车等受渠道约束的品类均有不同程度的收缩, 也受到房地产销售低迷、汽车供应不足、油价高等因素抑制。另一方面可能主要还是受收入效应影响。5月失业率达5.9%，较4月略有下降, 但仍超出5%的“红线”, 其中16-24岁人群失业率攀升至18.4%，超过2020年疫情期间的高点。吸纳就业的主体中小企业经营压力明显上升, 3月以来中小企业PMI指数和服务业PMI持

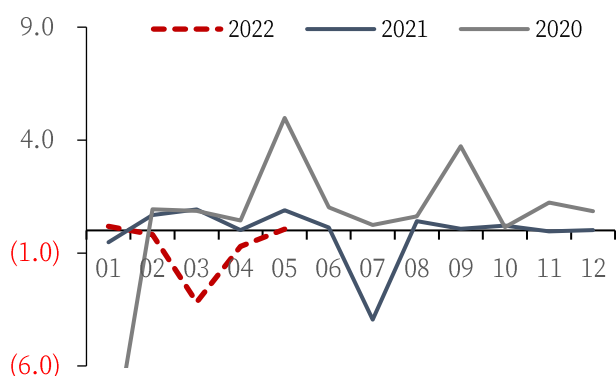
图5 制造业 PMI 分项 (%)



资料来源: Wind、万和证券研究所

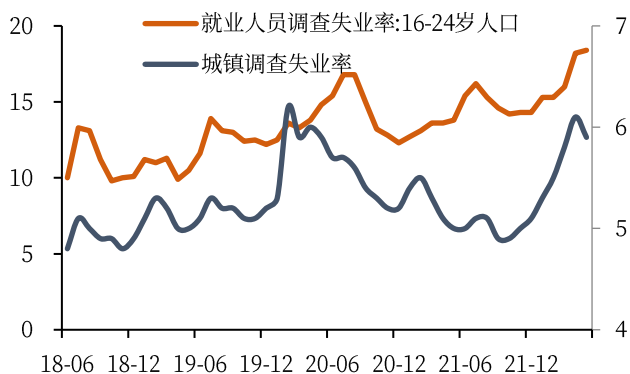
续处于收缩区间。居民收入不确定性大幅上升导致消费倾向的下降，在疫情防控的影响明显消除、居民生活半径约束消失之前，消费突破“天花板”难度较大。

图7 疫情常态化阶段社零环比修复动能减弱 (%)



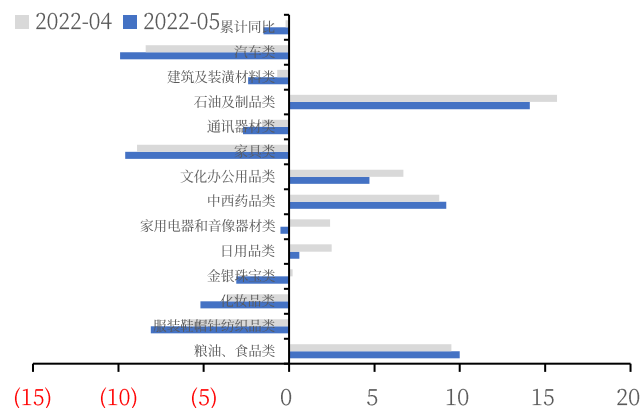
资料来源: Wind、万和证券研究所

图9 失业率 (%)



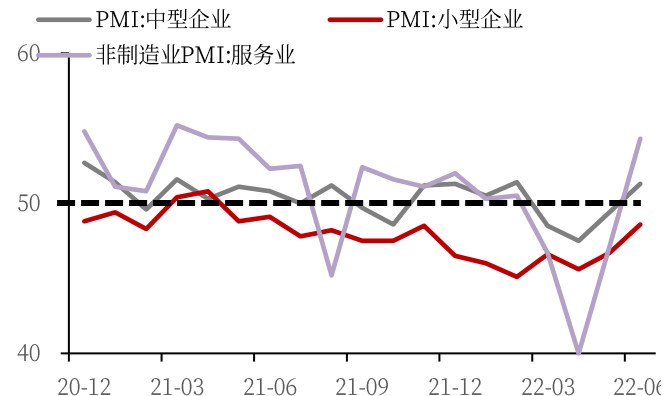
资料来源: Wind、万和证券研究所

图8 社零累计同比增速:分品类 (%)



资料来源: Wind、万和证券研究所

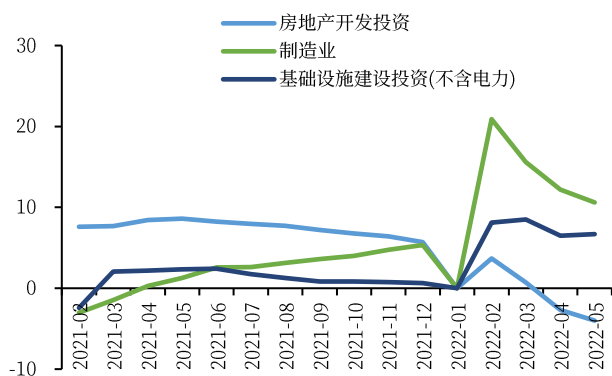
图10 中小企业经营压力大 (%)



资料来源: Wind、万和证券研究所

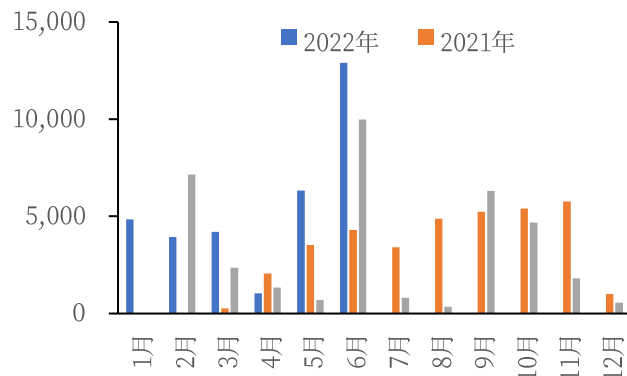
基建发力对冲房地产下行是当前固定资产投资的主要特征。1-5 月固定资产投资同比增长 6.2%，基建投资 6.7%、地产投资-4.0%、制造业投资 10.6%；4-5 月的疫情防控等不利条件并没有阻断基建投资等年初所既定的资金流和项目储备量，可见基建领域的政策力度。但同时今年财政前置非常明显，5 月 30 日全国财政支持稳住经济大盘工作视频会议明确要求“省级财政部门要抓紧调整专项债券发行计划，加快支出进度，确保今年新增专项债券在 6 月底前基本发行完毕，力争在 8 月底前基本使用完毕。”截至 6 月末，新增专项债发行进度达到 93%，如果没有增量政策补充，基建投资后续进一步加速的难度较大。

图 11 基建发力、地产拖累 (%)



资料来源: Wind、万和证券研究所

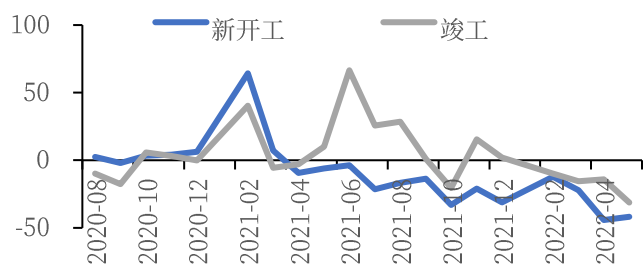
图 12 地方政府专项债发行前置 (亿元)



资料来源: Wind、万和证券研究所

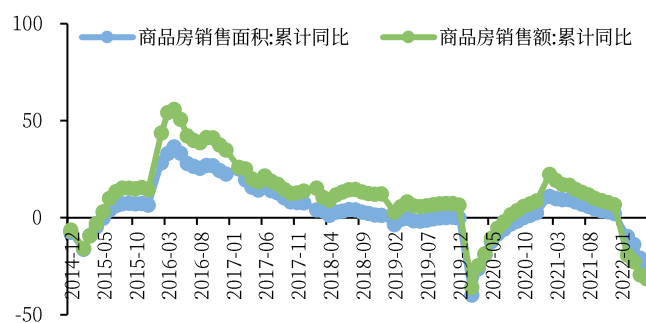
房地产投资仍然是明显的拖累，投资仍低迷，销售边际改善，房企违约加速。今年 1-5 月房地产新开工面积同比下降 30.6%，竣工面积下降 15.3%，商品房销售面积和金额分别下降 23.6%和 31.5%，不过 6 月以来 30 城商品房成交面积快速攀升，或由于疫后住房需求的集中释放和房市松绑等刺激性政策对需求端的提振，但企稳趋势尚不明确。随着地产销售收缩和“三道红线”要求落实后，地产商及整个供应链相关的运营压力和金融风险均快速攀升，房地产开发资金从去年 7 月开始负增长，今年 5 月单月同比下降 33%，2021 年年初以来房企流动性压力加大，包括中国恒大、花样年控股等在内的 25 家房企出现债务/理财产品的违约或展期，风险房企数量创下历史新高，对比 2014 年出险头部企业仅绿城中国、佳兆业等。2022 年前 5 月，行业信用债违约规模 650 亿，规模已经超越 2021 年全年，民营房企仍旧是主要的信用违约主体，占比 89%。房企的艰难求生显著抑制了拿地需求，截至 6 月 19 日的 100 大中城市土地成交面积和成交总价较去年同期分别下降 33%和 58%。房地产投资修复难度较大，政策有必要进一步加码。

图 13 房屋新开工面积和竣工面积仍在萎缩 (%)



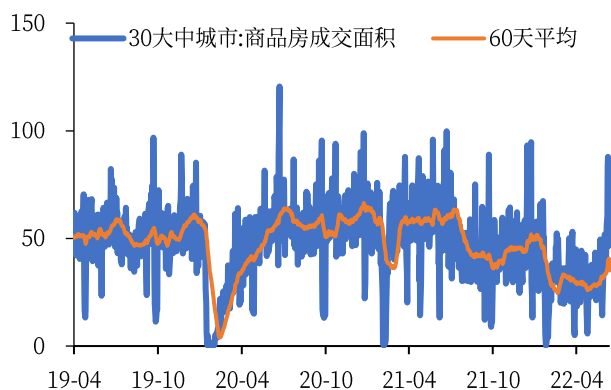
资料来源: Wind、万和证券研究所

图 14 商品房销售仍然低迷 (%)



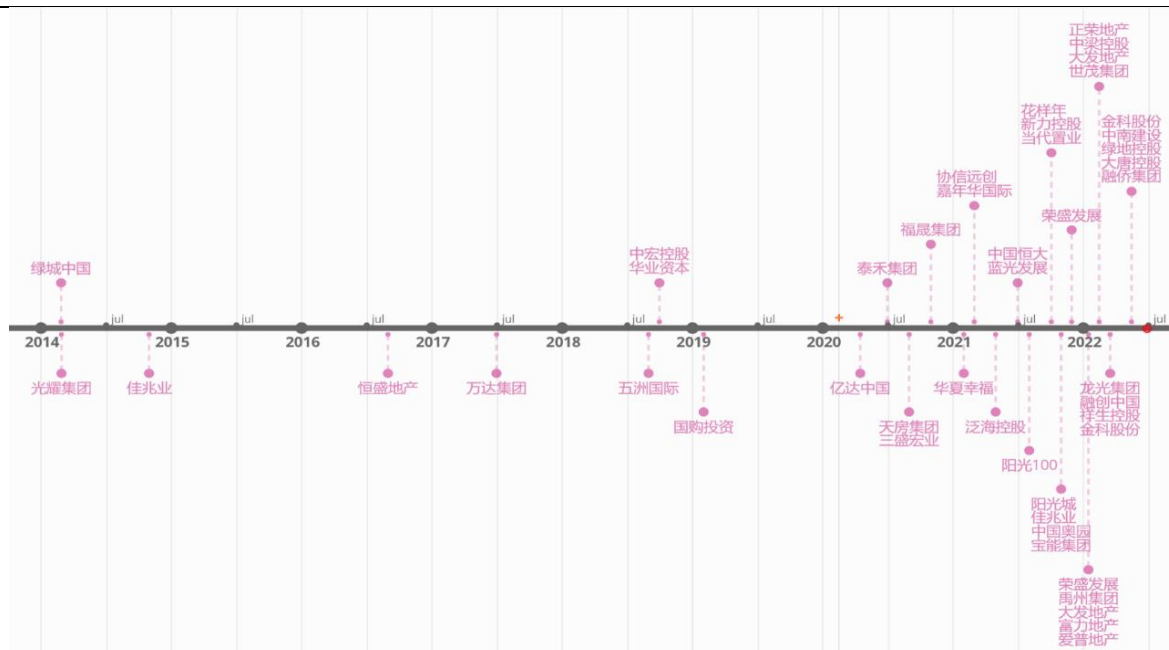
资料来源: Wind、万和证券研究所

图 15 6 月商品房销售出现改善迹象 (万平方米)



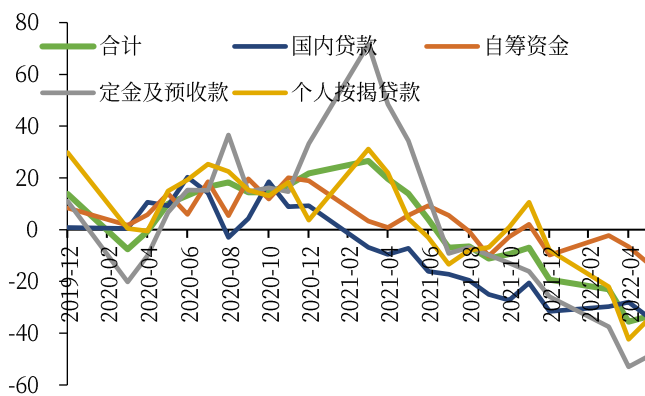
资料来源: Wind、万和证券研究所

图 17 2021 年开始房企违约频发



资料来源: Wind、万和证券研究所

图 16 房地产开发资金来源: 同比增速 (%)



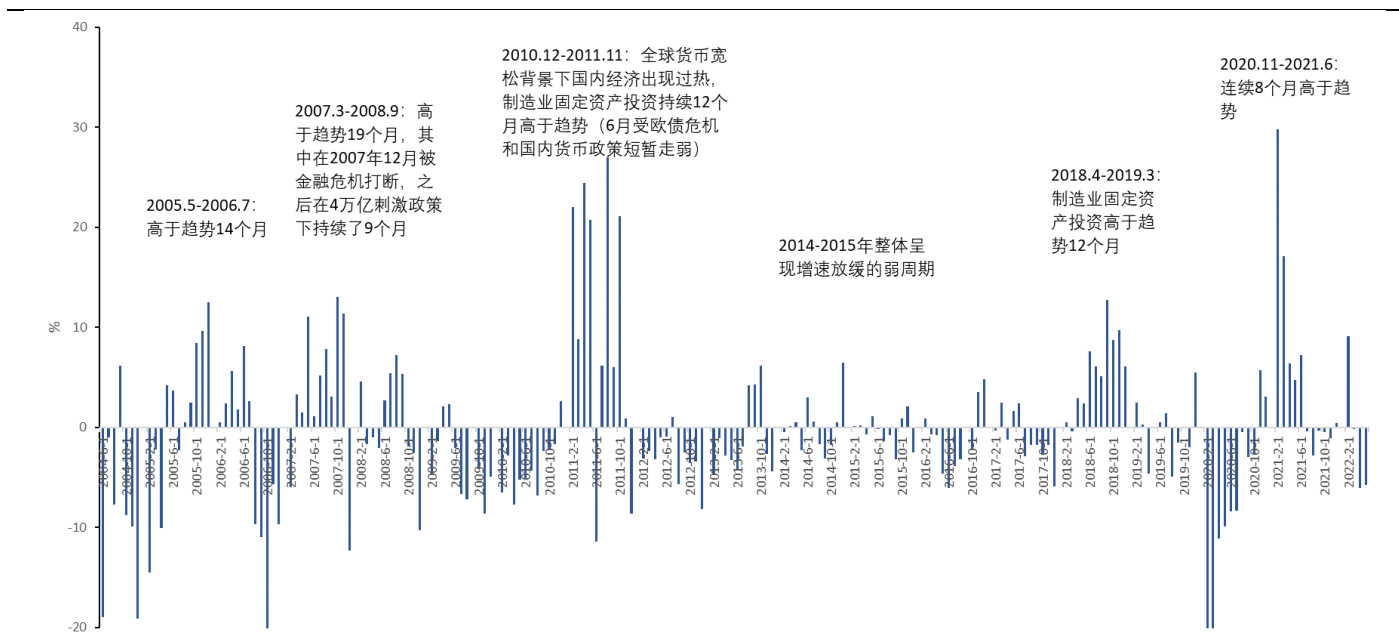
资料来源: Wind、万和证券研究所

制造业投资面临回落压力, 亟待政策呵护。近年来我国制造业投资增速中枢显著下滑, 我们用 HP 滤波的方式将制造业投资数据的趋势项和周期波动项目分开, 得到制造业投资的周期波动。回顾历史, 制造业投资增速高于趋势值的时间通常超过 1 年, 而本轮制造业投资在 2020 年 11 月恢复到潜在增速之上, 上行脉冲在 2021 年 6 月后就明显减弱, 仅持续 8 个月, 其中自然有疫情导致的特殊因素, 也与宏观政策在执行中的“合成谬误”有关。从产能利用率来看, 我国工业企业产能利用率已于 2021 年二季度见顶, 今年一季度加速下滑至 75.8%, 同时库存被动积压, 面对地产、出口链条的需求走弱、内部疫情时有扰动、外部国际形势多变、原材料成本高企等等不利因素, 制造业投资需求面临持续走弱的压力。

出口仍有韧性, 后续预计放缓。今年 1-5 月出口累计同比 13.5%, 整体仍然是一个较快的增速。出口涉及产业链广泛, 出口偏强会对内需存在一定程度的对冲效应。往后看, 美国制造业库存周期已经见顶, 对应我国出口同比增速也将回落, 但美国经济目前并没有实质性衰退

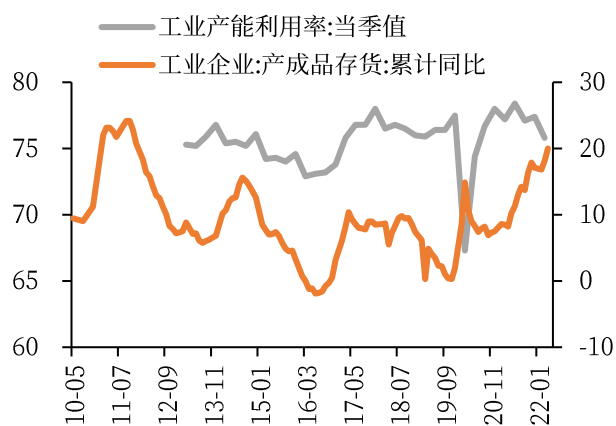
风险，所以我们对下一阶段出口的理解是增速逐步回落，但速率相对平缓，出口增速大概率低于今年1-5月的水平。

图 18 制造业投资：周期波动项 (%)



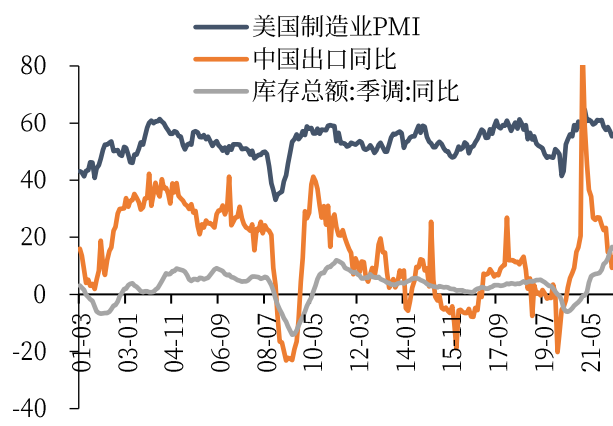
资料来源：Wind、万和证券研究所

图 19 工业产能利用率和产成品库存 (%)



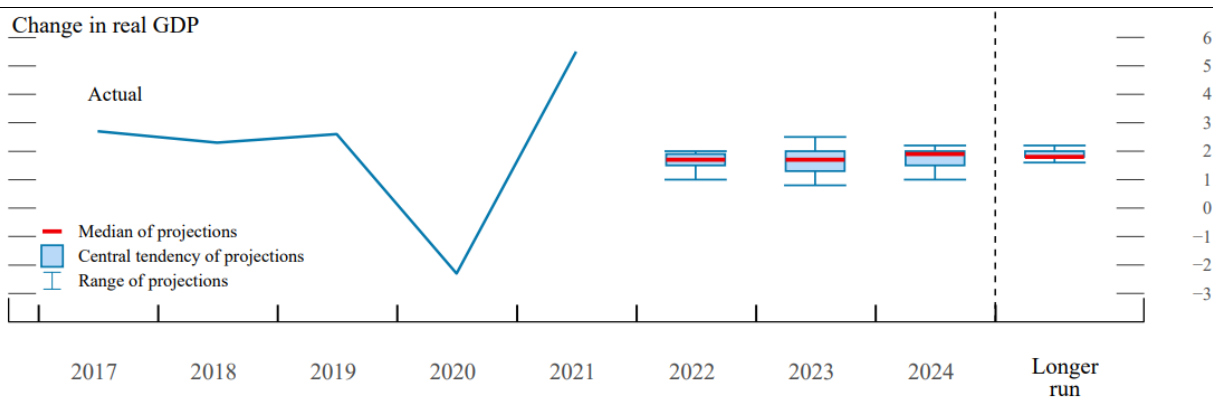
资料来源：Wind、万和证券研究所

图 20 海外库存周期见顶对应中国出口增速回落 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

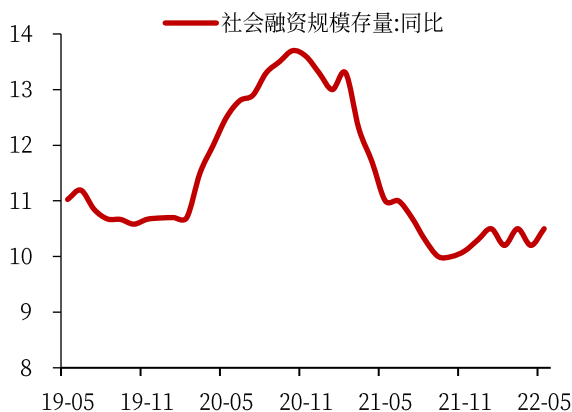
图 21 FOMC 关于美国 GDP 增速的预测 (%)



资料来源: FED、万和证券研究所

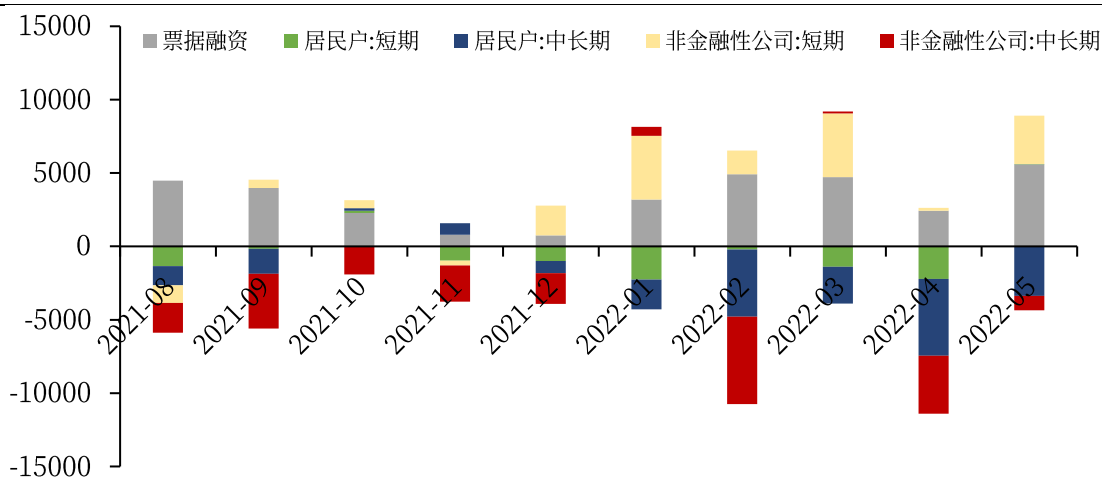
社融总体有所反弹，但信贷数据结构不佳，同样指向内生需求不足。5月社融增速从4月的10.2%上升到10.5%，比去年12月的10.3%略高0.2个百分点，反弹幅度并不算大。5月新增社融为2.79万亿元，同比多增8380亿元，其中，政府债券融资净额达到1.06万亿元，比去年5月高出3899亿元，成为社融反弹的关键驱动力。信贷结构依然不佳，5月新增贷款1.89万亿元，相比去年同期多增3900亿元，企业短期贷款和票据融资仍然是贷款反弹的主力，票据融资相比去年同期多增5591亿元，企业短期贷款相比去年同期多增3286亿元，居民贷款以及企业的中长期贷款依然相对疲弱，5月居民中长期贷款新增1047亿元，虽然相比4月的-314亿元回升，但依然处在较差的水平，同比少增3379亿元。5月企业中长期贷款新增5551亿元，同比少增977亿元，资本开支仍然低迷，提升了宽信用的急迫性。

图 22 社融存量同比 (%)



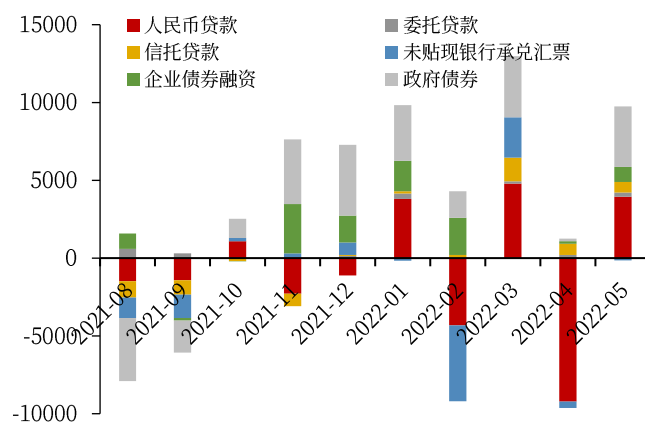
资料来源: Wind、万和证券研究所

图 24 信贷分项同比多增 (亿)



资料来源: Wind、万和证券研究所

图 23 社融主要分项同比多增 (亿)



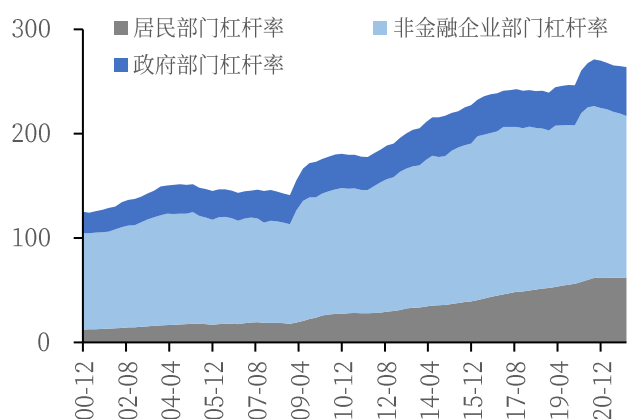
资料来源: Wind、万和证券研究所

(二) 稳住经济大盘是主基调

二季度 GDP 增速或低于 2%，近期召开的一系列高规格会议继续强调“稳增长”和“保就业”，把经济运行维护在合理区间。今年两会上政府工作报告明确树立了年度经济增长目标是 5.5% 左右，从 2035 年远景目标“经济总量或人均收入翻一番”倒推，2021 年开始的 15 年年均复合增长率要在 4.7% 左右，2021-2025 年可能需要达到年均 5.3% 左右；就业目标按照十四五每年 1100 万来看，GDP 增速也需要在 5% 以上。二季度以来包括国常会在内的多个重要会议都提到了当前国内外环境出现“超预期”变化，实现全年增长目标难度较高，宏观政策需要进一步加码。4.29 政治局会议强调“稳增长”预期目标不动摇，“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”。5.23 国务院常务会议进一步部署稳经济一揽子措施，包括财政、金融、稳产业链供应链、促消费和有效投资、能源安全、保障基本民生等 6 方面 33 项措施，有助于推动经济回归正常轨道、稳定经济“正增长”。5.25 国务院稳住经济大盘大会，进一步夯实“稳经济+稳就业”总基调。

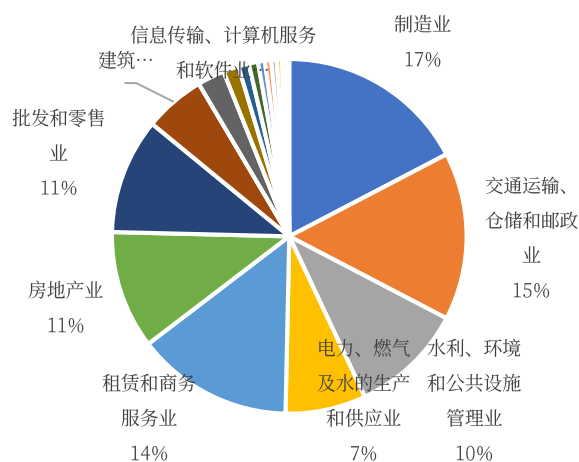
随着我国经济转向高质量发展阶段，稳增长思路既需要注意短期的稳定，也需要兼顾中长期结构的优化。我们在《二季度宏观经济及大类资产展望：从宏观杠杆率看稳增长的空间和路径》中指出，经济转型过程中单位债务扩张对经济增长的拉动边际下降，为了保证一定的增长速度而采取刺激性政策的结果，就是宏观杠杆率的加速上升。目前我国宏观杠杆率在 270% 左右，显著高于新兴经济体。从部门来看，企业杠杆占主导，接近 160%，但其中六七成是国企或地方政府融资平台债务，贷款余额中基建、地产、建筑业占比接近一半，制造业、服务业占比较低，未来信贷资源理想状态下应按照市场化规则投向投资回报率高的行业。居民杠杆率 62%，已经不低，而且与房地产高度相关，“房住不炒”的框架在中长期都需要坚持，防止房价非理性上涨，以保持居民部门杠杆率相对稳定。相比之下，政府显性杠杆相对偏低，仍有充足的加杠杆空间，在企业和居民加杠杆动力不足的情况下，带动信用扩张。

图 25 我国宏观杠杆率构成情况 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 26 贷款余额占比 (2019 年末)



资料来源：Wind、万和证券研究所

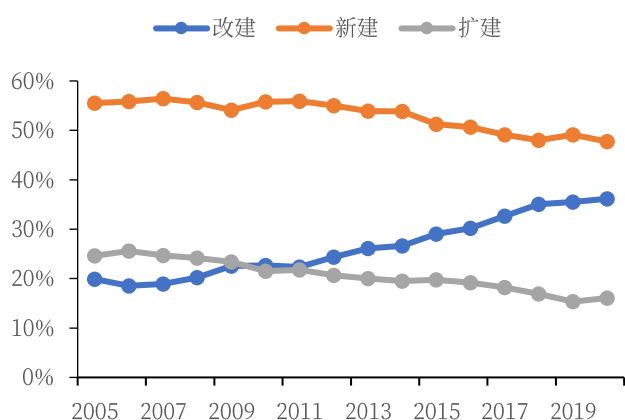
在出口趋势性回落、消费天花板效应明显的情况下，投资在“稳增长”中将发挥重要的作用。从良性加杠杆的角度来看，理想的顺序应该是制造业>基建>地产。从 2008 年到 2021 年上半年，货币政策的主要传导渠道就是基建和房地产信贷。2018 年以后地方政府变相加杠

杆、隐性债务等问题被基本控制，去年下半年以来的“三条红线”加速了房地产供给侧相对广泛的出清，传统的宽信用渠道受阻。在制造强国、产业基础高级化和产业链现代化的政策方向下，制造业投资增速提升的假设最具备合理性。

1. 制造业投资：亟待拓宽融资渠道，降低融资成本

技术升级改造和绿色低碳、智能制造、自主可控及产业链安全等高技术制造领域或持续释放投资需求。十四五规划提出要“推动企业设备更新和技术改造”，近年来技改投资增速较快，目前已成为制造业投资的重要组成部分。根据统计局数据，1-5月份，技改投资占全部制造业投资的比重为43.2%，比2021年同期提高1.9个百分点，制造业企业技改投资同比增长15.7%，高于全部制造业投资增速5.1个百分点。从城镇固定资产投资的分项数据看，2020年末的制造业改建投资占比36%，相比2010年提升了13个百分点。同时，高技术制造业投资增速持续高于制造业投资增速，今年1-5月高技术投资同比增速为24.9%。往后看，根据“十四五”的各项规划和方案，绿色低碳、智能制造、自主可控及产业链安全等方向的中长期投资需求较大，相关行业的投资扩产和传统行业的升级改造或将成为制造业投资的重要支撑力量。

图 27 改建在制造业投资中占比提高

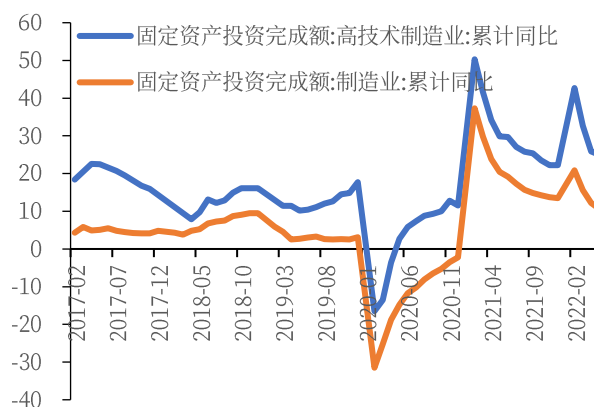


资料来源：Wind、万和证券研究所

表 1 制造业领域相关政策

方向	相关政策	发布时间	主要内容
绿色 低碳	《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》	2022年5月	实现到2030年风电、太阳能发电总装机容量达到12亿千瓦以上的目标、到2025年，公共机构新建建筑屋顶光伏覆盖率力争达到50%；
	关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见	2022年4月	到2025年，规上企业研发投入占主营业务收入比重达到1.5%以上；大宗化工产品生产集中度进一步提高，产能利用率达到80%以上；城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造任务全面完成，形成70个左右具有竞争优势的化工园区。到2025年，化工园区产值占行业总产值70%以上。石化、煤化工等重点领域企业主要生产装置自控率达到95%以上，建成30个左右智能制造示范工厂、50家左右智慧化工示范园区。大宗产品单位产品能耗和碳排放明显下降，挥发性有机物排放总量比“十三五”降低10%以上
	《新污染物治理行动方案》	2022年5月	到2025年，完成高关注、高产（用）量的化学物质环境风险筛查，完成一批化学物质环境风险评估；动态发布重点管控新污染物清单；对重点管控新污染物实施禁止、限制、限排等环境风险管控措施。有毒有害化学物质环境风险管理制度体系和管理机制逐步建立健全，新污染物治理能力明显增强
	《氢能产业发展中长期规划（2021-2035年）》	2022年3月	到2025年，形成较为完善的氢能产业发展制度政策环境，初步建立以工业副产氢和可再生能源制氢就近利用为主的氢能供应体系。燃料电池车辆保有量约5万辆，部署建设一批加氢站。可再生能源制氢量达到10-20万吨/年，成为新增氢能消费的重要组成部分，实现二氧化碳减排100-200万吨/年。

图 28 高技术制造业投资保持高速增长 (%)



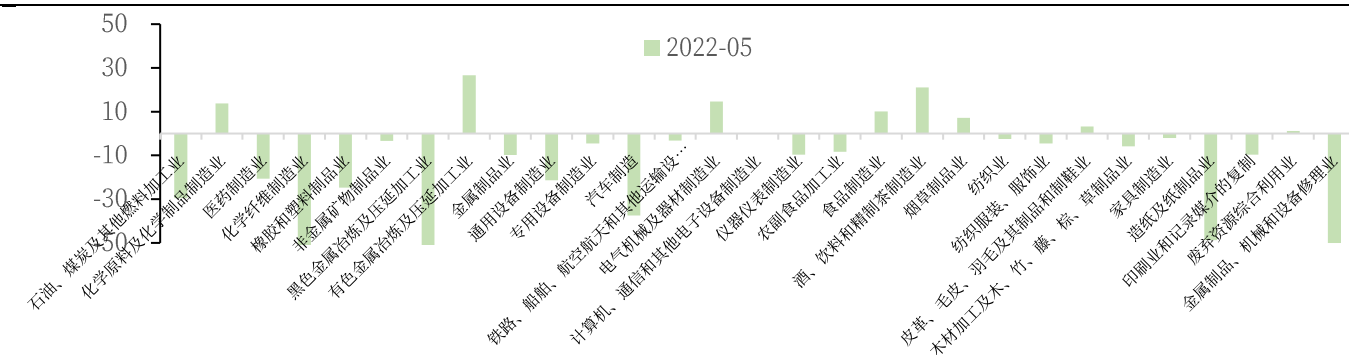
资料来源：Wind、万和证券研究所

	“十四五”新型储能发展实施方案	2022年1月	到2025年，新型储能由商业化初期步入规模化发展阶段，具备大规模商业化应用条件。到2030年，新型储能全面市场化发展。全面支撑能源领域碳达峰目标如期实现。
	《“十四五”能源领域科技创新规划》	2021年11月	引领新能源占比逐渐提高的新型电力系统建设，支撑在确保安全的前提下积极有序发展核电，推动化石能源清洁低碳高效开发利用，促进能源产业数字化智能化升级
	《2030年前碳达峰行动方案》	2021年10月	到2025年，非化石能源消费比重达到20%左右，单位国内生产总值能源消耗比2020年下降13.5%，单位国内生产总值二氧化碳排放比2020年下降18%，到2030年，非化石能源消费比重达到25%左右，单位国内生产总值二氧化碳排放比2005年下降65%以上
	《“十四五”全国清洁生产推行方案》	2021年10月	到2025年清洁生产推行制度体系基本建立，工业领域清洁生产全面推行，农业、服务业、建筑业、交通运输业等领域清洁生产进一步深化。5.3亿吨钢铁产能超低排放改造（占2021年10.33亿吨钢铁产能的51%）4.6亿吨焦化产能清洁生产改造（占2021年底5.4亿吨焦化产能的85.2%）、8.5亿吨水泥熟料清洁生产改造（占2021年18.4亿吨全国水泥熟料产能的46.2%）。
	《“十四五”现代能源体系规划》	2022年1月	到2025年，非化石能源消费比重提高到20%左右，非化石能源发电量比重达到39%左右，电气化水平持续提升，电能占终端用能比重达到30%左右。到2025年，灵活调节电源占比达到24%左右，电力需求侧响应能力达到最大用电负荷的3%~5%。“十四五”期间能源研发经费投入年均增长7%以上，新增关键技术突破领域达到50个左右。
智能制造	《2022年能源工作指导意见》	2022年3月	稳步推进结构转型。煤炭消费比重稳步下降，非化石能源占能源消费总量比重提高到17.3%左右，新增电能替代电量1800亿千瓦时左右，风电、光伏发电发电量占全社会用电量的比重达到12.2%左右。
	《“十四五”信息化和工业化深度融合发展规划》	2021年11月	到2025年，信息化和工业化在更广范围、更深程度、更高水平上实现融合发展，制造业数字化转型步伐明显加快，全国两化融合发展指数达到105。企业经营管理数字化普及率达80%，数字化研发设计工具普及率达85%，关键工序数控化率达68%，工业互联网平台普及率达45%，产业链供应链数字化水平持续提升。
	“东数西算”工程	2022年2月	国家发改委等部门印发通知，同意在京津冀、长三角等8地启动建设国家算力枢纽节点，并规划了10个国家数据中心集群，“东数西算”工程正式全面启动。
	《智能光伏产业创新发展行动计划》	2021年12月	到2025年，光伏行业智能化水平显著提升，产业技术创新取得突破。新型高效太阳能电池量产化转换效率显著提升，形成完善的硅料、硅片、装备、材料、器件等配套能力。智能光伏产业生态体系建设基本完成，与新一代信息技术融合水平逐步深化。智能制造、绿色制造取得明显进展，智能光伏产品供应能力增强。
	《“十四五”数字经济发展规划》	2021年12月	到2025年，数字经济迈向全面扩展期，数字经济核心产业增加值占GDP比重达到10%
自主可控及产业链安全方向	2022年政府工作报告	2022年3月	龙头企业保链稳链工程、国家战略性新兴产业集群工程、培育“专精特新”企业等系统性政策项目，制造业投资在突破“卡脖子”工程、提升核心竞争力的方向仍有较大空间。
	国家标准化发展纲要	2021年10月	推进产业优化升级。实施高端装备制造标准化强基工程，健全智能制造、绿色制造、服务型制造标准，形成产业优化升级的标准群，部分领域关键标准适度领先于产业发展平均水平。加快先进制造业和现代服务业融合发展标准化建设，推行跨行业跨领域综合标准化。建立健全大数据与产业融合标准，推进数字产业化和产业数字化。
	十四五规划和2035年远景计划	2021年3月	坚持自主可控、安全高效，推进产业基础高级化、产业链现代化，保持制造业比重基本稳定，增强制造业竞争优势，推动制造业高质量发展。

资料来源：国务院、发改委等、万和证券研究

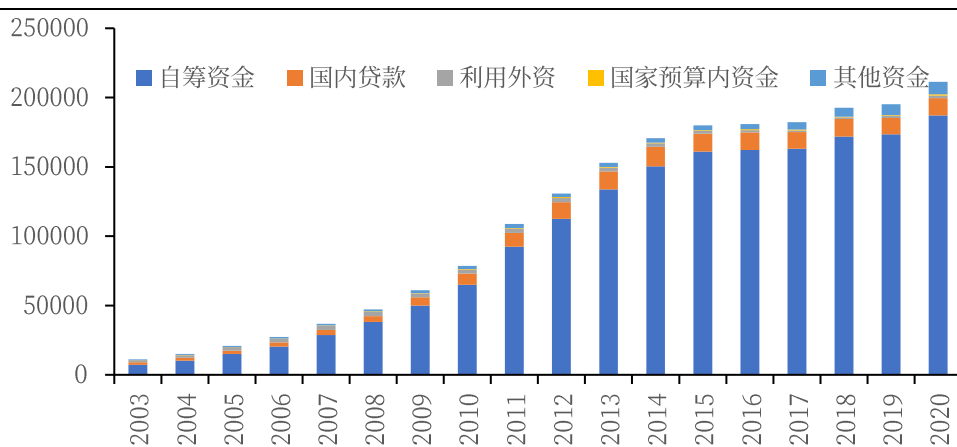
资金来源以自筹为主，稳投资需融资机制配合。我国制造业投资资金来源中自筹资金约占总资金来源的90%，国内贷款占比不断下降，从2010年的10%下降到2020年不足6%。今年利润增速高的传统行业资本开支需求弱，对投资贡献高的计算机、装备制造、医药制造等高端制造业利润负增长，另外高端制造和现代服务业由于其提供抵押品能力与传统行业明显不同，难以从信贷体系获得有力的资金支持，这也是市场对于我国宽信用如何实现产生分歧的原因。

图 29 2022 年 1-5 月制造业企业利润累计增速 (%)



资料来源：wind、万和证券研究所

图 30 制造业投资资金来源 (亿元)



资料来源：wind、万和证券研究所

信贷政策方面，继续加强对制造业企业的贷款支持。2022 年一季度，制造业中长期贷款投放约 0.9 万亿，占企业中长期贷款比重升至 23%。2021 年末以来再贷款工具频出，重点投向双碳、能源、科技创新、交通物流等领域，后续货币政策或从总量和结构两方面出发，一方面继续降低企业贷款利率、提升贷款的可得性，改善企业融资环境，另一方面充分利用碳减排支持工具、科技创新、普惠养老等再贷款工具，撬动更多的信贷资金，支持制造业重点领域的融资活动。

表 2 2021 年末以来再贷款工具频出，或有效支持制造业信贷增长

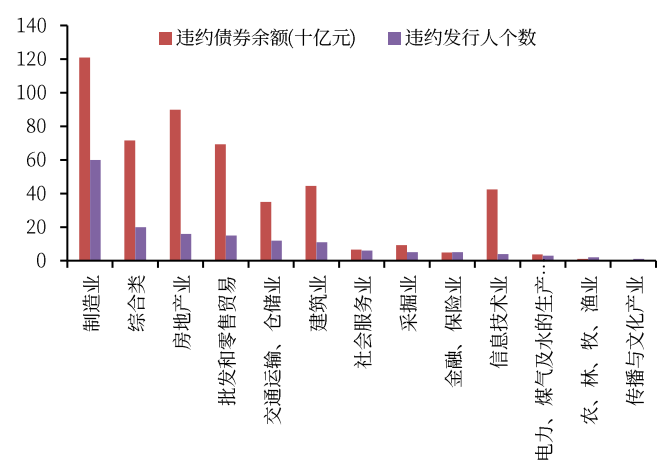
再贷款工具	碳减排金融支持工具	煤炭高效清洁利用再贷款	科技创新再贷款	普惠养老专项再贷款	交通物流领域再贷款
推出时间	2021 年 11 月	2021 年 11 月, 2022 年 5 月	2022 年 4 月	2022 年 4 月	2022 年 5 月
额度	预计在 6000-9000 亿元	2000 亿元 +1000	2000 亿元	400 亿元	1000 亿元
支持范围	全国性金融机构	国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、中国邮政储蓄银行、股份制商业银行等共 21 家金融机构	国家开发银行、进出口银行、工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行七家全国性大型银行试点（仅限浙江、江苏、河南、河北、江西）	中国农业发展银行、工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮储银行共 7 家	

央行资金支持	贷款本金的60%	贷款本金等额	期限6个月及以上科技企业贷款本金的60%	贷款本金等额	贷款本金等额
资金支持利率	1.75%				
资金支持期限	一年，可展期两次，展期利率不变			一年，可展期一次，展期利率不变	
政策机制	先贷后借				
适用领域	“清洁能源” “节能环保” “碳减排技术” 三大重点领域	煤炭安全生产和储备领域，煤电企业电煤保供领域，优先支持前者	“高新技术企业”、“专精特新”中小企业、国家技术创新示范企业、制造业单项冠军企业等科技企业，优先支持参与国家科技计划项目企业、国家制造业创新中心等	符合相关条件的普惠养老机构	两企：道路货物运输企业和物流配送企业 两个：普通货物运输个体工商户和个体普通货运车辆车主
市场利率	与同期限同档次贷款市场报价利率(LPR)大致持平		与同期限同档次贷款市场报价利率(LPR)大致持平		

资料来源：央行、万和证券研究所

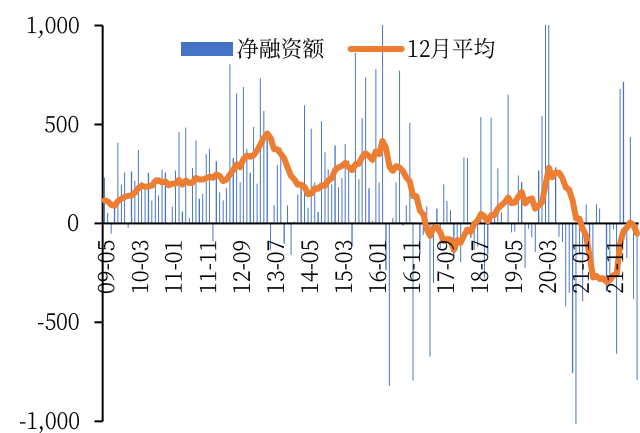
债券市场方面，畅通企业信用债融资渠道。近几年制造业企业信用违约风险不低，证监会行业口径下制造业企业信用债融资持续处于收缩状态，企业债券融资渠道受阻。对此，可从绿色债券、“专精特新”企业的债券发行入手，精准支持优秀的制造业企业，畅通信用债融资渠道。

图 31 违约债券行业分布（截至 2022 年 6 月）



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 32 制造业企业信用债净融资萎缩（亿元）

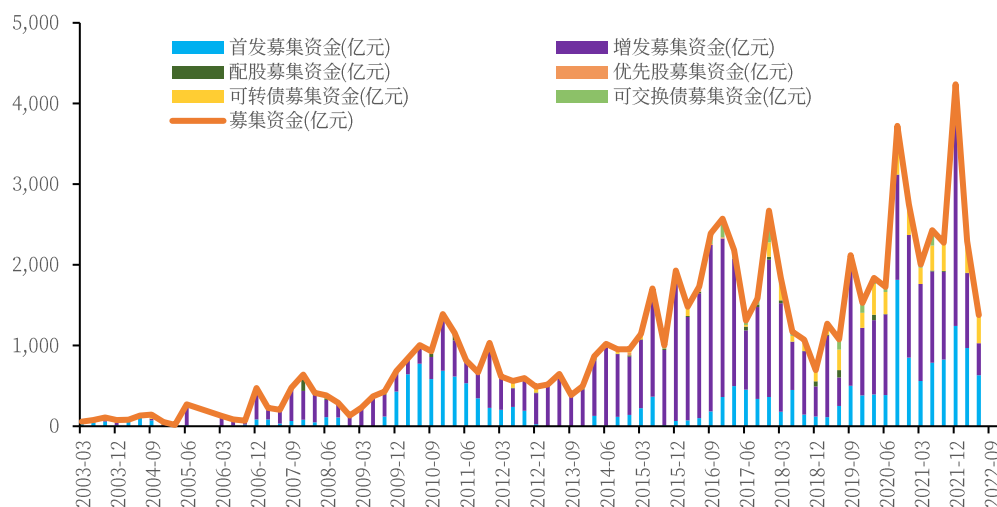


资料来源：Wind、万和证券研究所

股票市场方面，完善多层次资本市场建设，畅通股权融资渠道。2021 年，上市制造业企业股权融资总规模达 1.1 万亿，而对应的制造业上市企业全年资本支出约 2.2 万亿，股权融资或已成为上市企业投资的重要资金来源。今年以来，多部门表态“全面实行股票发行注册制”，今年 1 月 6 日，证监会主席易会满表示“全面实行注册制的条件已逐步具备。”2022 年政府工作报告提及“全面实行股票发行注册制，促进资本市场平稳健康发展”，5 月 31 日国务院印发《扎实稳住经济的一揽子政策措施》，明确“提高资本市场融资效率。科学合理把握首次公开发行股票并上市（IPO）和再融资常态化”。6 月 27 日，国家金融与发展实验室与中国社会科学院金融研究所联合召开全面注册制改革研讨会，邀请有关专家学者和市

场机构负责人共同总结前期股票发行注册制改革试点经验，为即将到来的全面注册制改革建言献策。全面注册制有望加速落地，为更多优秀的制造业企业提供股权融资渠道。

图 33 制造业企业股权融资规模：当季（亿）



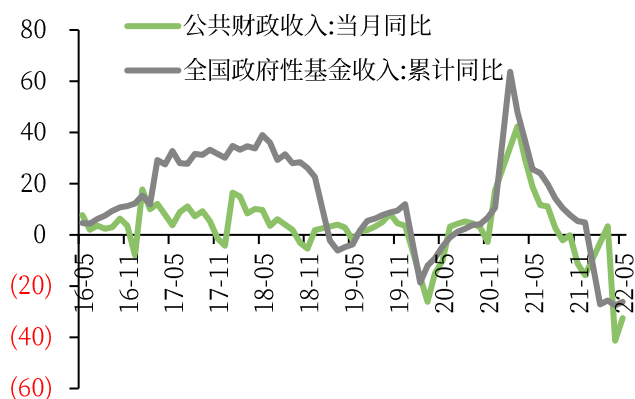
资料来源：Wind、万和证券研究所

2. 基建投资：新老并重，预算有待补充

基建投资是稳增长的重要抓手，新基建代表结构升级的大方向。2022 年 4 月 26 日中央财经委第 11 次会议专门讨论基建问题，会议指出“我国基础设施同国家发展和安全保障需要相比还不适应，全面加强基础设施建设，对保障国家安全，畅通国内大循环、促进国内国际双循环，扩大内需，推动高质量发展，都具有重大意义”。本轮“稳增长”除传统基建项目外，还有碳中和、数字经济等重大战略目标下提出的“新基建”。

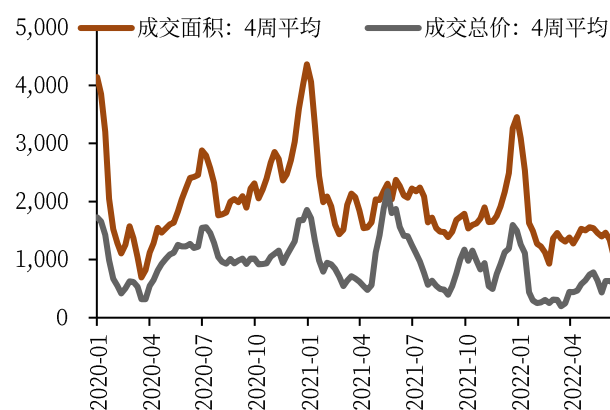
值得注意的是，财政收支缺口急剧扩张，亟待补充预算。2022 年 1-5 月一般公共预算收入同比下降 10%，主要是由于 4-5 月累计 1.34 万亿的留抵退税，但去除退税影响，4-5 月一般公共预算收入同比下行 6% 左右，疫情对 2022 年 2-3 季度的财政收入可能均带来不小的负面冲击，与人大 2022 全年预设的、3.8% 的增长预算开始背离。更值得关注的是政府基金性预算缺口急剧扩张，2022 年 1-5 月政府基金收入同比收缩 26.1%，政府性基金收入与房地产密切相关，今年截至 6 月 19 日的 100 大中城市土地成交面积和成交总价较去年同期分别下降 33% 和 58%。随着政府性基金收入快速缩水，地方政府的偿债压力也将大幅上升，此外，今年抗疫相关支出也有所增加。根据我们测算，由于疫情和土地市场遇冷导致的财政预算收入缺口约在 2.45 万亿，加上常态化核酸检测和方舱医院建设费用，财政至少要额外多支付 2000 亿左右，相当于在其他支出安排不变的情况下，财政收支缺口保守估计被动扩张 2.65 万亿。今年减税降费目标增至 2.64 万亿，较上年提升 1.5 万亿，合计 4.3 万亿，已经超过了今年广义赤字增量部分（3.79 万亿）4200 亿。（测算详见 5 月 31 日发布的《信用底或已过，政策仍将持续发力》）。虽然 5 月底财政部公布了《关于提前下达第三批支持基层落实减税降费和重点民生等转移支付资金预算的通知》，提前下达明年的“4000 亿”转移支付资金，但财政整体处于“紧平衡”状态，严控新增隐性债务的情况下，基建难以有超预期的增量。

图 34 财政收入增速 (%)



资料来源: Wind、万和证券研究所

图 35 100 大中城市土地成交情况 (万平方米、亿元)



资料来源: Wind、万和证券研究所

下半年仍有望推出特别国债等非常规刺激手段。目前围绕“33条”的措施以常规性和救援性政策为主，在财政压力大情况下如果没有特别额外支持，地方政府财政发力将受到制约。6月初国常会调增8000亿政策性银行信贷额度支持基础设施建设，一定程度上可以填补资金缺口，但不排除提前释放明年的专项债额度和推出特别国债的可能。1) 财政部要求2022年新增专项债券须于6月底前基本发行完毕，8月底前基本使用完毕，3季度后可能需要新增额度补充。2) 特殊国债虽然不计入赤字，但可以起到充实财政的作用。2020年1万亿抗疫特殊国债主要用于公共卫生等基础设施建设和抗疫相关支出。2022年如果发放特殊国债，其用途除了抗疫相关支出外，也可能涉及纾困、促消费以及符合长期发展目标的基础设施投资等。

3. 房地产：更大力度的支持可期，但总体预计仍谨慎

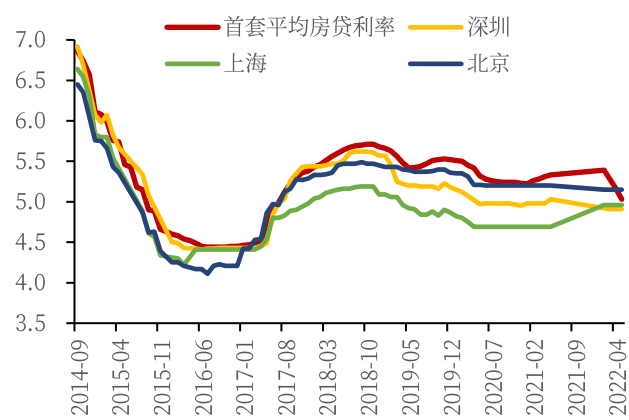
需求端调控政策下半年在“一城一策”框架下有望继续加码，但放松力度总体预计较为克制。据美联物业研究中心不完全统计，截至6月中旬全国已有超过20各省份、90个城市出台了超150次稳楼市政策，总体基调是需求端政策进一步放松。央行在5月接连下调首套房贷利率下限、下调5年LPR15bp，有利于降低住房购置成本，也反映了刺激需求的意图。但是，目前房地产刺激力度仍然较低，从房贷利率来看，2011年和2014年个人住房贷款平均利率分别下降了140bp和240bp，今年二季度住房贷款利率预计在5.2%，较本轮最高点利率下降45bp左右，降幅远不及前两轮。另外，房地产松绑政策目前主要集中在新一线及二三线城市，北京上海深圳等热点首套平均房贷利率3月以来完全没有松动，虽然理论上都有放松空间，但出于“房价涨”的担忧，目前政策调控仍然谨慎。未来预计在“一城一策”框架下将有更多地产政策落地，但由于“房住不炒”对于稳定居民杠杆非常重要，小幅上涨的空间主要用于满足刚需和改善性住房需求，本轮刺激政策预计仍偏克制。

图 36 房贷利率与商品房销售面积走势



资料来源: Wind、万和证券研究所

图 37 房贷利率 (%)



资料来源: Wind、万和证券研究所

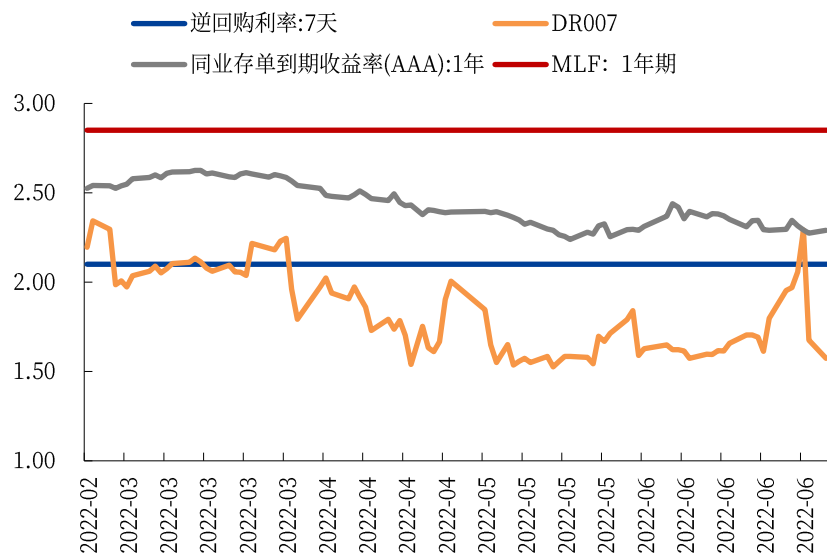
投资端修复预计偏弱，地产“新的发展模式”有待探索。伴随销售回暖投资端也会有所改善，但去年以来房地产金融政策收紧，伴随房地产企业信用风险集中释放，微观预期可能已经弱化。5 月以来政府推出信用保护工具支持民企房企发债，体现了政策对供给端正在由“保项目”向“保优质民企信用”转变，预计较快见到优化预售款资金监管、释放部分预售资金给开发商等政策，投资端或逐步改善，但斜率可能偏低。2022 年政府工作报告强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，探索新的发展模式”，3 月召开的国务院金融委会议中进一步明确“关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施”。对此，地产“新的发展模式”包括哪些尚待明确，这一过程中如何确保其投资的连续性、稳定性需要更多探索。

三、 货币政策重心转向宽信用，年内降息降准可期

(一) 短期加大流动性投放必要性不强

4 月初至今资金面极度宽松，短期进一步加大流动性投放必要性不强。4 月中旬以来，在全面降准、投放各项再贷款等数量型政策工具的加持下，资金面持续宽松，再加上央行 3 月初宣布上缴结存利润超 1.1 万亿元，在信贷需求不足背景下，资金淤积在银行间市场，目前 DR007 位于 1.7% 附近，短端利率持续低于政策利率。在稳定经济大盘会议中，有关部门负责人对于流动性的描述是合理充裕“略高”，4 月至今的流动性总量已经实质上维持了合理充裕“略高”，官方文件中也明确“用好前期降准资金”，6 月 15 日召开的国务院常务会议也提出“不超发货币”，6 月 15 日央行等额续作 MLF 并保持 2.85% 的利率不变，均体现出近期进一步加大流动性投放必要性不强。

图 38 资金利率低位运行 (%)

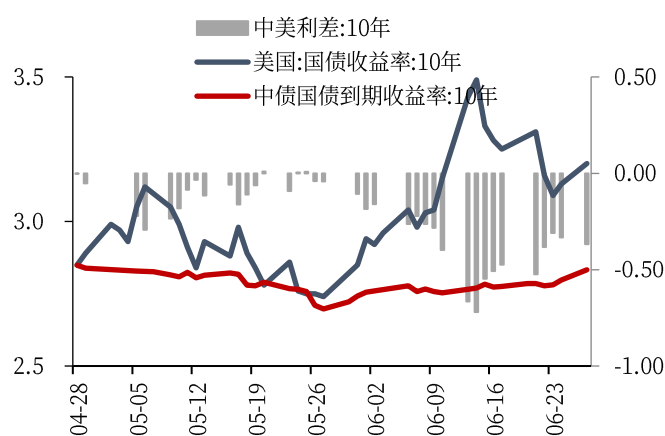


资料来源: Wind、万和证券研究所

(二) 海外加息周期一定程度制约国内货币政策宽松空间

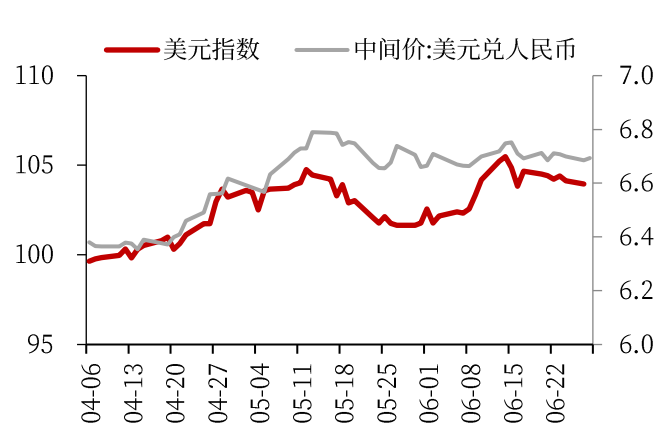
美国高通胀背景下美联储加息预期较强,我国价格型货币政策宽松略显掣肘。美国 5 月 CPI 同比上涨 8.6%, 为美国 1982 年走出“滞胀”以来的历史高位, 6 月 FOMC 预计年内加息至 3.5%, 持续超预期的通胀水平可能引发美联储采取更为激进的加息路径。央行多次表示要“兼顾内外均衡”、“密切关注主要发达经济体货币政策调整”, 海外加息周期一定程度制约国内货币政策量价宽松空间。中美货币政策周期分化加剧是 4 月中旬以来中美 10Y 国债收益率倒挂、人民币汇率快速贬值、一定程度的资金外流的原因之一, 2 月以来 MLF 维持 2.85% 的利率不变, 体现了央行对于价格型工具的谨慎态度。

图 39 中美利差 (%)



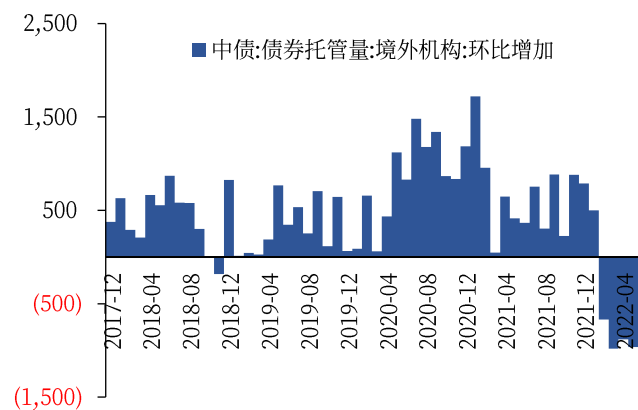
资料来源: Wind、万和证券研究所

图 40 美元兑人民币汇率走势



资料来源: Wind、万和证券研究所

图 41 债券市场外资持续流出（亿）



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 42 美国通胀情况（%）

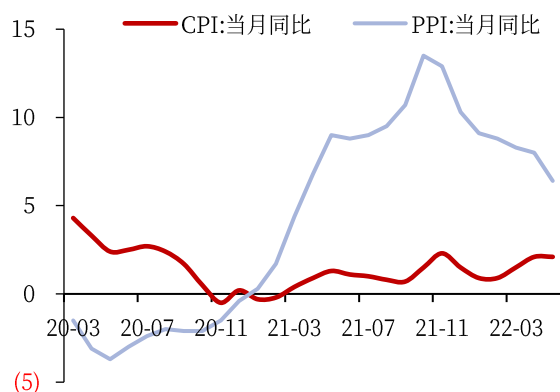


资料来源：Wind、万和证券研究所

（三）国内通胀不构成主要约束

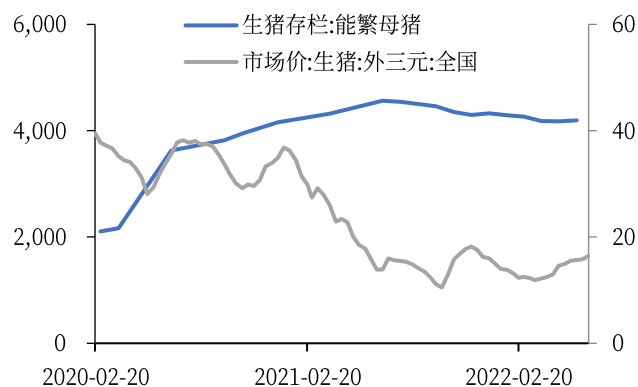
下半年 CPI 有“破 3”的压力，但不够成对货币政策的主要约束。5 月 CPI 同比增长 2.1%，与前值持平，其中受供应链恢复影响，鲜菜涨幅明显回落，而猪肉在产能调减和中央储备收储的影响下环比上涨 5.2%，对 CPI 的同比拖累明显减弱。5 月 PPI 同比增长 6.4%，较上月继续回落 1.6 个百分点。国际原油价格二季度震荡上行，在地缘政治冲突导致的产能缺口之下，油价仍然是全球通胀风险的主要原因之一，不过随着海外高通胀和货币紧缩推进，海外需求放缓因素将更多体现，同时国内房地产市场持续低迷以及保供政策的推进对工业品价格形成下行压力，后续 PPI 同比增速预计保持回落的趋势。展望下半年的通胀，由于国际事件引发能源、粮食两个重要领域的供给侧冲击，叠加中国“猪周期”将开启以及食品价格基数低、疫情改善带来需求修复等因素，CPI 在下半年或突破 3%，但从全年来看通胀仍然是比较温和的，在增长乏力的背景下，货币政策仍将保持宽松。

图 43 CPI、PPI 同比增速（%）



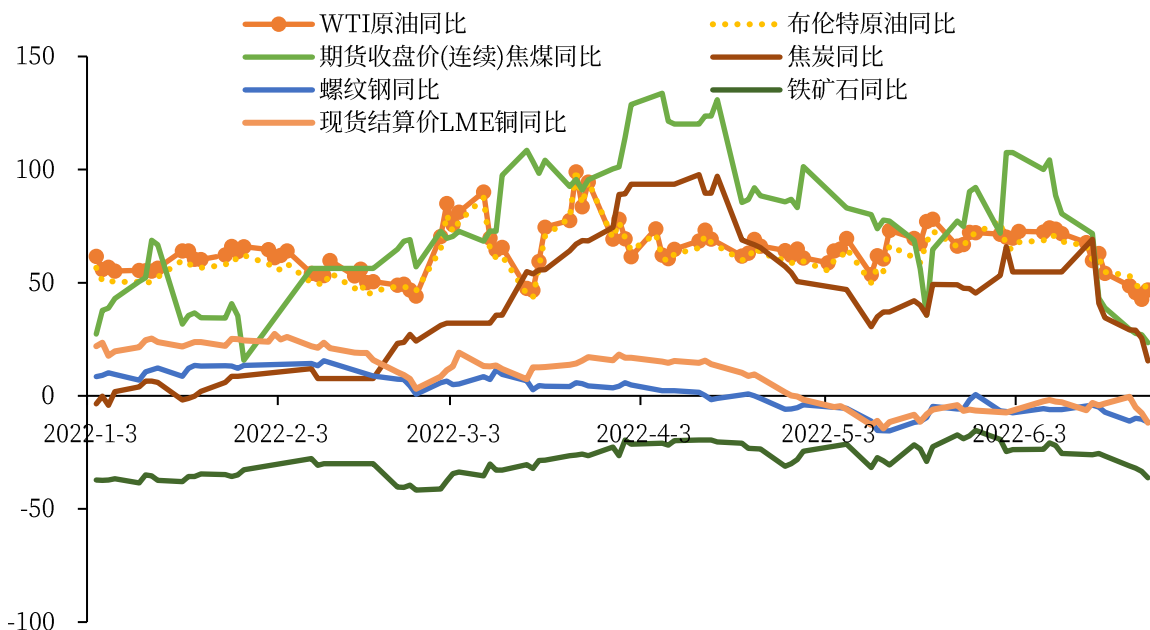
资料来源：Wind、万和证券研究所

图 44 猪价走势（元/千克、万头）



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 45 主要原材料期货价格同比增速（%）



资料来源: wind、万和证券研究所

(四) “降成本”目标仍需总量工具

央行5月20号下调5年期LPR利率15bp至4.6%，本次非对称降息且调降幅度较大，一方面，稳地产和配合财政宽松的意图较为明显，另一方面也强化了货币政策“以我为主”的信心。我们在前期报告中提出“中美利差不构成货币政策的绝对约束”，此次LPR调降后，人民币汇率在美元指数进一步上行的情况下基本保持稳定，一揽子货币明显走强，证明了利差不是汇率的核心影响因素，稳经济才能稳汇率。

图46 人民币汇率

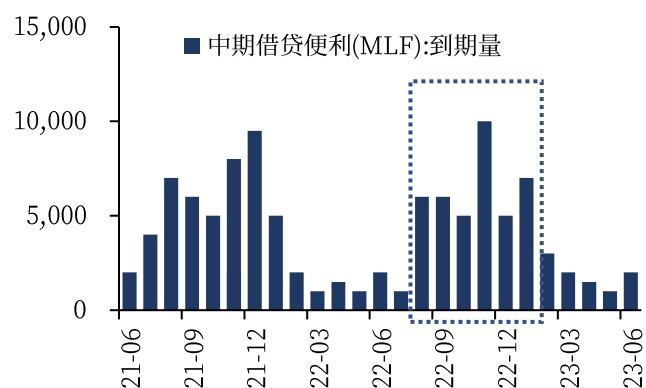


资料来源: wind、万和证券研究所

就“降成本”目标而言，核心在于LPR的下行。LPR报价是由MLF加点而成，中美政策周期分化下MLF操作利率直接调降存在一定阻力，但可通过降准或存款利率报价改革等手段降低银行负债进而引导LPR报价下行。综合信贷需求逐步修复、政府债集中供给、MLF集中到期情况等因素，我们预计下半年仍有全面降准的可能，以补充流动性缺口。5月9日，央行发布的《2022年第一季度中国货币政策执行报告》指出今年4月央行指导建立了存款

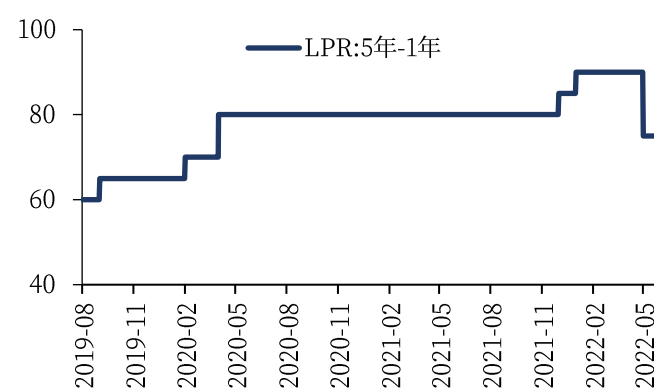
利率市场化调整机制，存款加权平均利率为 2.37%，整体下降 10 个 bp，预计后续 1 年期 LPR 存在 5-10bp 下调空间，目前 5 年期 LPR 与 1 年期 LPR 的利差在 75bp，2019 年以来最低是 60bp，5 年期 LPR 还有 15bp 左右的下调空间。

图 47 今年 8 月到明年 1 月 MLF 集中到期 (亿元)



资料来源: Wind、万和证券研究所

图 48 LPR 报价 5 年期和 1 年期的息差 (bp)



资料来源: Wind、万和证券研究所

四、 大类资产投资建议

上半年国内经济复苏偏弱，下半年内生修复动力仍然孱弱，基于此，宏观政策有望积极加码，经济基本面改善，A 股价格中枢或抬升。上半年在疫情扰动和较为节制的稳增长政策组合下，国内经济修复不及预期，GDP 或增长 3.5%，远低于目标值。展望下半年，在出口趋势性回落、消费天花板效应明显的情况下，投资在“稳增长”中将发挥重要的作用，理想的加杠杆路径应该是制造业>基建>地产，但三条路径都存在阻力，亟待政策突破。1) 制造业投资方面，绿色低碳、智能制造、自主可控及产业链安全等高新技术制造领域和技术改造或持续释放投资需求，但需要配套的融资机制进行支持，除了信贷工具，更需要推进资本市场改革，打通货币政策传导渠道。2) 基建是确定性的发力方向，但财政超支减收，缺口被动扩张，严控隐形债务背景下难以显著超预期，下半年不排除增补预算或者发行特别国债的可能，但是从程序上看预计下一次时间窗口至少要等到 8 月份。3) 地产目前的刺激力度偏弱，下半年大概率要继续加码，但“房住不炒”和一线城市难放松的情况下，地产投资预计呈弱修复。总体而言，在各项政策落地加持下，三季度国内经济景气度或较高，但如果没有增量政策，四季度可能面临需求不足，所以宽信用能否超预期很大程度上取决于宏观政策的力度。2021 年中央经济工作会议再次强调“以经济建设为中心”，6 月 30 日的国常会部署发行 3000 亿金融债用于补充重大项目资本金体现了中央在积极回应市场的关切，下半年宏观政策积极加码可期，再加上流动性保持宽松，A 股下半年走势中枢有望抬升。

既然我们判断经济弱复苏、稳增长政策预期强烈，叠加美联储加息缩表的外部环境，下半年债市面临的整体环境不及上半年，10YR 国债收益率调整幅度有限，预计在 2.65%-3% 之间窄幅波动。我们预计下半年有 1-2 次全面降准、5 年期 LPR 有 15bp 左右的下调空间，目的是补充流动性缺口和促进宽信用，狭义流动性下半年大概率比上半年收敛，但也没有大开大合的空间。“资产荒”难以真正缓解，利率向上调整的空间也比较有限，总体还是延续

低波动。利率超预期调整的催化剂在于疫情发展超预期、宏观政策落地超预期、美联储货币政策调整超预期等。

大宗商品方面，国际大宗品价格开启回落，原油黄金仍有支撑，国内定价商品有望小幅回升。美联储以抑制通胀为目的可能继续加快加息节奏，经济衰退风险上升，以铜为代表的本金属价格或开启回落。原油仍有供给端因素支撑，地缘冲突短期难以解决，油价或继续筑顶。黄金方面，实际利率快速上行的阶段可能已经过去，随着美国衰退风险逐渐加大，金价有望先抑后扬。随着国内复工复产推进、稳增长政策加码，下游需求改善，国内定价的商品有望企稳回升。

但需要注意的是，下半年不确定因素非常多，首先就是疫情，近期奥密克戎 BA.4、BA.5 病例在快速上升，其逃逸能力更强。如果局部疫情升温，那当前“常态化防控机制”的有效性又面临挑战，市场可能又呈现“衰退交易”。二是政策落地的预期差，一方面是国内地产、基建、资本市场改革等政策落地情况，另一方面还包括美联储加息路径的预期差，4月以来A股对海外加息反应弱化，但如果是预期外的加息则会掣肘国内货币政策，放大对美国经济衰退的担忧，势必会对风险资产造成冲击。鉴于众多不确定性因素，我们建议资产配置均衡化和多元化。

五、 风险提示

疫情发展超预期、宏观政策落地不及预期、美联储货币政策调整超预期、地缘政治冲突

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>