

下半年宏观定价锚：大通胀趋缓，大财政趋稳

2022 年 07 月 13 日

回顾上半年：海外宏观主线是“大通胀”，国内宏观主线是“大财政”。

上半年海外交易紧缩和衰退，国内交易稳增长和疫情冲击。

紧缩和衰退交易背后，主导上半年海外经济的宏观主线是“大通胀”；稳增长和疫情冲击交易背后，主导国内经济的宏观主线是“大财政”。

所谓海外“大通胀”，是指今年上半年海外见证了极致的通胀扰动。通胀上行幅度之大，物价上涨波及领域之广，接近上世纪 70-80 年代大通胀时期。

所谓国内“大财政”，是指本土疫情突如其来，地产失速下滑，面对双重压力，上半年国内采用了罕见的财政大扩张。

展望下半年：海外大通胀趋缓，国内大财政趋稳。

下半年我们更可能看到的是海外“大通胀趋缓”，而非经济大衰退。即，除非原油等供给侧超预期收缩，否则通胀上行压力最大时候已经过去。

大通胀趋缓内含三点引申判断：

第一，海外经济需求韧性高于市场当前预期。

第二，上半年通胀重点在海外和上游，下半年上游通胀压力或将减轻。

第三，通胀向上超预期概率下降，海外货币超预期收紧概率也在下降。

展望下半年，我们认为国内财政或将结束上半年极致扩张态势，进入相对平稳模式，即为“大财政趋稳”。

大财政趋稳内含三点引申判断：

第一，今年上半年（尤其二季度）地产失速下滑，下半年地产弱企稳。

第二，地产企稳意味着上半年财政初显效果，国内经济风险边际收敛。

第三，地产弱企稳意味着下半年基建投资也将平淡收官。

寻找 2022 下半年的宏观定价锚。

海外大通胀趋缓，国内大财政趋稳，最终我们给出这样一组宏观组合：

需求层面，下半年经济的增量动能，或者说宏观需求的预期差更多来自海外。尤其中下游制造业出口或强于市场预期。

流动性层面，不论国内还是海外，预计下半年流动性环境对资本市场相对友好。如上半年那般极致流动性扰动，大概率不会再来。

基本面和流动性节奏决定了三季度股票机会有望大于债券，而四季度债券机会或将大于股票。

行业结构方面，我们倾向于向中下游寻找机会。

一则因为下半年中下游制造业出口或许是市场预期差。

二则因为海外大通胀缓和，上游价格对中下游利润压制将有所缓解。

下半年大宗或迎来分化，我们预计能源强于金属，黑色强于有色。下半年人民币汇率，或不具备大幅贬值空间，或以窄幅波动为主。

风险提示：1) 地产政策效果不及预期。2) 美国通胀失控风险。3) 海外地缘政治风险。4) 疫情发展超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

目录

1 上半年宏观主线是大通胀和大财政	3
1.1 疫情以来全球经历了罕见的通胀上行	3
1.2 “大通胀”并非普通的通胀读数上行	3
1.3 上半年国内政策的核心落脚点是财政	4
1.4 “大财政”也非单纯财政大力度扩张	5
2 下半年大通胀趋缓，大财政趋稳	6
2.1 下半年海外大通胀趋缓	6
2.2 大通胀趋缓内含三点引申判断	7
2.3 下半年国内大财政趋稳	8
2.4 大财政趋稳内含三点引申判断	9
3 下半年主要经济板块预测	10
3.1 海外：《美国经济衰退可能迟到》	10
3.2 通胀：《“迟暮”的大通胀》	11
3.3 出口：《重估出口优势》	12
3.4 基建：《2022 年基建：上半场强势，下半场平淡》	13
3.5 地产：《中国地产，这次不一样》	13
3.6 流动性：《被财政牵引的流动性》	14
4 寻找 2022 下半年的宏观定价锚	15
4.1 大通胀趋缓和大财政趋稳构筑的宏观组合	15
4.2 下半年大类资产配置线索	17
5 风险提示	19
插图目录	20
表格目录	20

1 上半年宏观主线是大通胀和大财政

我们认为，上半年海外宏观主线在“大通胀”，国内宏观主线在“大财政”。

1.1 疫情以来全球经历了罕见的通胀上行

理解上半年宏观经济及资产配置，千头万绪，归于一，那就是通胀。疫情以来全球通胀表现实在过于特殊，这段时期将注定被历史铭记为“大通胀”时期。

上半年通胀涨幅之快、涉及涨价领域之广，历史罕见。唯一可与之相提并论的就是上世纪70-80年代的大通胀。

今年上半年海外（尤其美国）通胀上行幅度历史罕见。

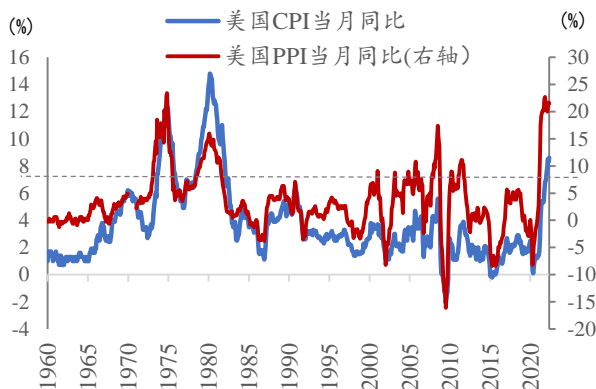
3至5月美国CPI均在8%以上波动，同时核心CPI同比连续5个月在6%以上。上游能源价格也频繁录得新高。

美国常规汽油价格一度接近5美元/加仑，2008年最高时仅为4美元/加仑。欧洲TTF天然气基准价格一度接近70美元/百万英热值，相较之下2015-2020年长期在5-10美元波动；欧洲动力煤价格上行至400美元，不断刷新历史新高。

海外发达国家经历广泛意义上的商品和服务涨价。

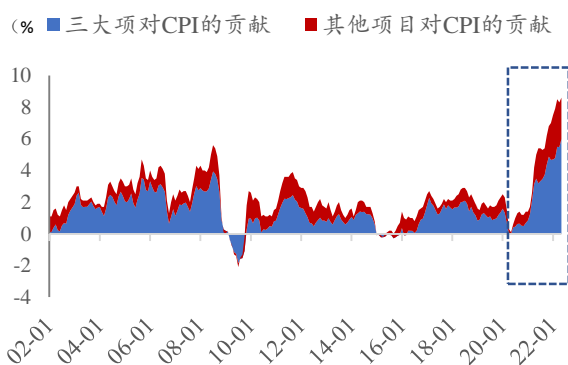
不但上游资源品价格一再打破历史记录，美国等发达经济体居民消费领域的能源、食品、房租也在快速走高。即便平时波动非常小的其它消费项目价格，例如汽车、娱乐、服饰等，也纷纷在今年上半年创下新千年以来的价格新高。

图 1：上半年海外通胀表现接近上世纪大通胀时期



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：上半年美国通胀发生在各个领域



资料来源：Wind，民生证券研究院

1.2 “大通胀”并非普通的通胀读数上行

如果说疫后全球经济了大通胀时期，那么今年上半年更像是大通胀的“尖峰”时刻。大通胀“尖峰时刻”之下，不仅只是通胀高读数，通胀及引发的政策联动，冲击经济秩序，影响市场定价。

超预期通胀引发美联储超预期货币收紧，冲击全球风险资产定价。

与流动性最紧密的当属债券利率。年初以来全球债券利率普遍上行，其中 10 年期美债利率一度触及 3.5% 高位，创近十年新高。

全球股市持续下跌，截至 6 月 30 日，今年道指累计跌超 15%，标普 500 指数跌超 20%，纳指下跌近 30%，其中标普 500 创 1970 年以来最差表现。

美元流动性紧缩叠加高通胀，影响逐层扩散至全球，固有经济秩序受到挑战。

欧洲方面，受制于能源价格和货币政策收紧，整体需求快速走弱，欧元区边缘国与核心国国债利率利差拉大。欧元区内部结构撕裂在这一次大通胀中再次展现出张力。

再看日本，日本央行面临严重的输入性通胀，却仍然坚持原有货币政策，日元遂大幅走弱，创近 20 年来新低。日本增长乏力的问题也在本轮大通胀中暴露无遗。

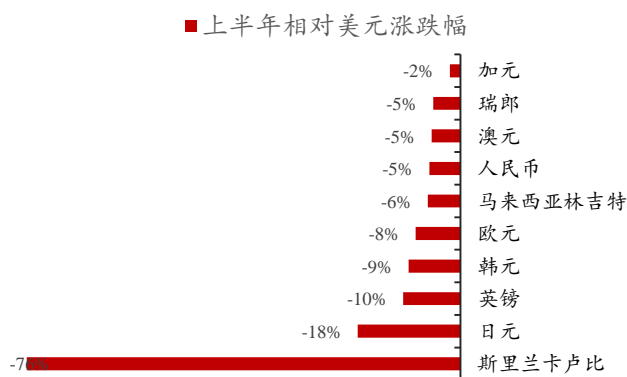
美元流动性收紧，欧美需求走弱，新兴市场经济体普遍面临较大压力，新兴市场国家货币普遍走弱。一些高度依赖上游能源进口、财政纪律又差的新兴经济体，例如斯里兰卡，债务危机已经触发。

图 3：美联储进入快速加息阶段



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：上半年不同货币经历了大幅贬值



资料来源：Wind，民生证券研究院

1.3 上半年国内政策的核心落脚点是财政

相较海外大通胀来势汹汹，上半年国内通胀波澜不惊。尤其与居民生活紧密相关的核心通胀，更是屡创历史新低。

上半年中国宏观主线毫无疑问是年初开启的一波稳增长讨论。稳增长抓手不外乎基建和地产，而基建和地产可归为广义财政调控。

上半年国内经济主线是财政扩张，对比历史其他时期的财政力度和所致影响，今年上半年中国经历的财政可当之无愧地称为“大财政”。

上半年国内“大财政”，财政投放力度足够大。

上半年财政主动退税规模历史罕见。今年二季度，财政部动用央行结存利润来做增值税留抵退税，规模逾 1.5 万亿元，为历史首次。

财政支出增扩历史罕见。上半年基建投放力度创近五年最高。2018 年以来，年度基建投资增速平稳在 4% 以下，去年底基建投资累计同比甚至趴在零值附近。然而今年一季度基建增速忽

然跃升至 10%，即便遭遇疫情冲击，5 月基建投资累计增速依然录得 8%。

1-5 月财政收支缺口历史罕见。1-5 月广义财政赤字已经较去年多增 3.3 万亿元，这是历史非常高的数值。

上半年国内“大财政”，地产政策放松力度超预期。

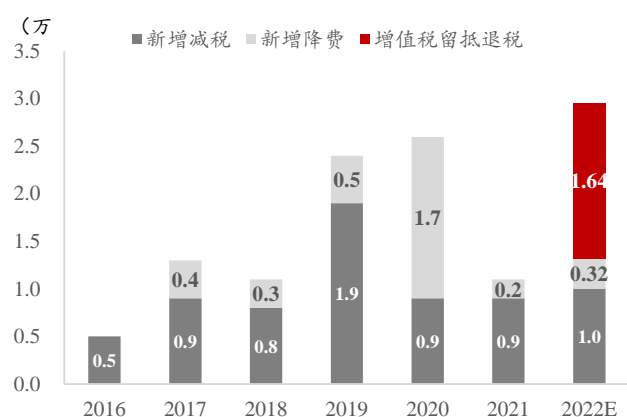
2020 年出遭受疫情冲击，面对地产下行压力，政策也在积极松绑地产。彼时操作更局限于中央降准降息，地方参与地产放松积极性并不高。

相较 2020 年（同样疫情扰动），今年地方政府松绑政策力度明显增扩。

4 月政治局会议表示将“支持各地从当地实际出发完善房地产政策”后，地方放松政策频率明显加快，上半年逾 150 省市相继放松房地产政策，且不乏有强二线城市退出“房票”安置等强刺激政策。

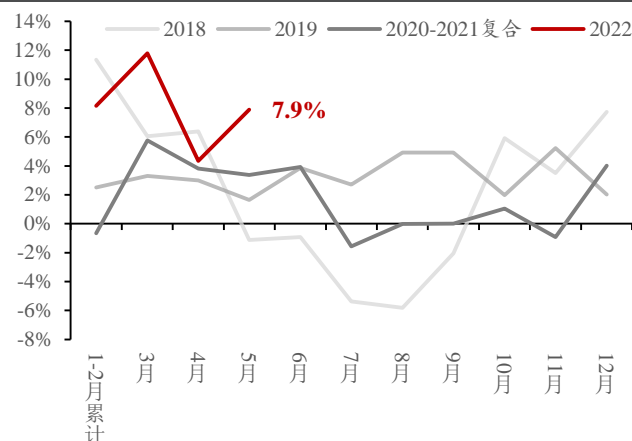
此外，本轮地产政策放松不局限于需求端，中央及地方政府在房企拍地、融资环节也给予适度政策宽松，虽然效果并不明显，但也释放出较以往更强的维稳信号。

图 5：减税降费力度历史罕见



资料来源：Wind，民生证券研究院预测

图 6：今年上半年基建投资大幅超过历史正常水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

1.4 “大财政”也非单纯财政大力度扩张

中国每一轮 3-4 年的短周期波动均由地产变化引起。地产一面牵涉土地出让金，关系地方政府财政收入；一面牵涉基建资金，牵涉地方财政支出。将地产调控视为广义财政工具，中国周期调控框架中财政重要性不言而喻。

今年上半年经济波动本质上源于财政，这一点与往年一样。然而我们依然坚持将上半年定义为“大财政”时期，不仅因为上半年财政力度空前，更因为上半年财政左右实体基本面，并牵动市场流动性。尤其是上半年财政对流动性影响，可谓历史罕见。

上半年狭义流动性（银行间资金市场）几乎被财政主导。

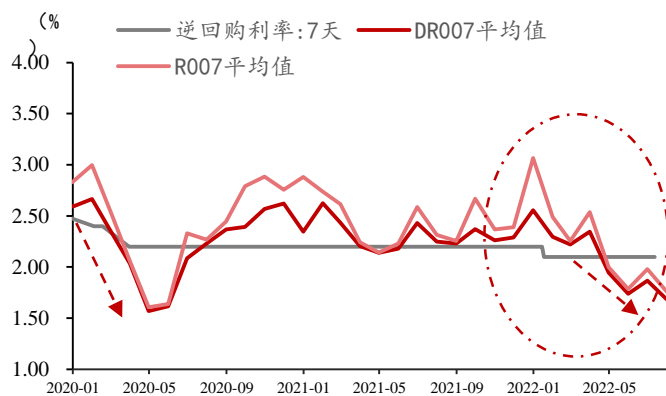
二季度华东疫情扰动之下，财政果断实施 1.5 万亿增值税留抵退税，这笔资金直接带来丰沛的银行间流动性。四月央行实则主动收紧，一个例证是公开市场实施净回笼，我们最终反而看到银行间资金利率超常规走低，甚至低于政策利率（7 天逆回购利率），银行间利率水平直逼 2020 年疫情冲击时期（2-4 月）。

上半年广义流动性（社融）的总量和结构都深受财政牵制。

今年 1 至 6 月，私人部门融资坍塌，政府债券几乎以一己之力支撑起社融。为支持基建投资，财政部将全年专项债发行大幅提前，以平衡上半年大财政所需资金。

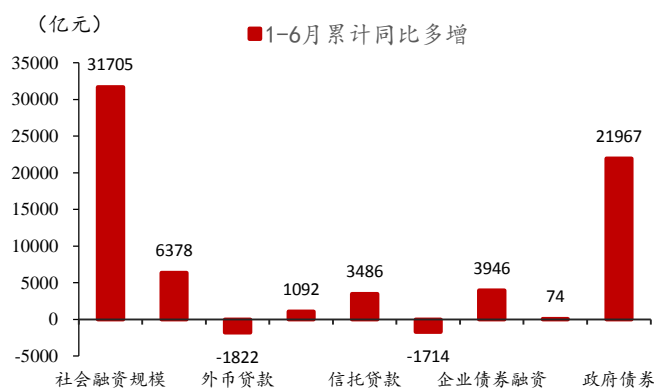
6 月社融结构有明显改善，居民信贷显著环比改善，与六月 30 大中城市销售面积企稳相呼应，背后还是反应地产调控政策效果落地，本质上也是大财政的结果。可见上半年社融总量和结构，都深受财政调控影响。

图 7：二季度银行间流动性极为宽松



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：专项债发行前置支撑上半年社融



资料来源：Wind，民生证券研究院

2 下半年大通胀趋缓，大财政趋稳

2.1 下半年海外大通胀趋缓

国内外市场对下半年全球通胀走势判断开始展现出分歧。

目前市场大部分观点看海外经济衰退。5 月开始海外资本市场频繁交易“衰退预期”。我们认为下半年海外经济或不会马上进入衰退。虽然我们也注意到历次美联储加息之后，经济衰退总会到来，关键是什么时候到来。

考虑到本轮疫情扰动之下，全球经济修复节奏突破往常惯例，本轮货币收紧幅度比历史常规时期都要强，而经济衰退也或许来得比常规时期都要迟。换言之，下半年我们更可能看到的是海外大通胀趋缓，而非经济大衰退。

先来回顾上半年，全球大通胀背后有供需双重因素叠加。

海外需求较强，但是海外供应链无法满足其需求。因此海外通胀不局限于上游价格，生产生活的各个领域均面临广泛的价格上涨。

新冠疫情爆发以来，全球商品价格开始上扬，但其实市场早已对通胀抬头有所准备。然而年初通胀仍深刻冲击全球流动性和资产定价，更多原因在于年初俄乌冲突超预期。俄乌冲突引发能源和食品价格上行，市场措手不及。

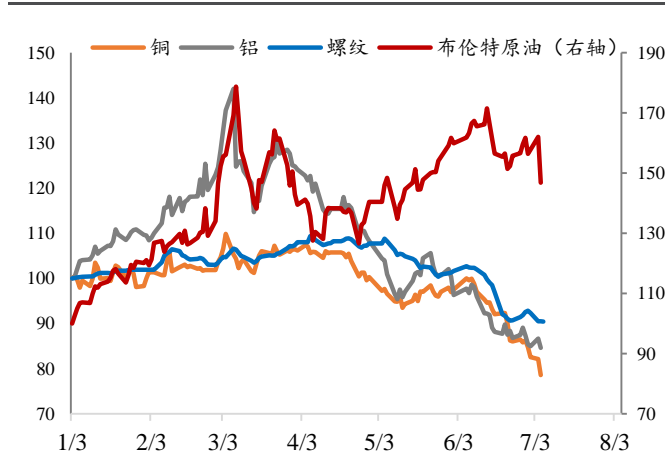
展望下半年，全球通胀“尖峰时刻”将过，大通胀迎来缓和期。

上半年决定通胀的供需两重因素，下半年都将迎来缓和。首先是俄乌冲突，除非冲突进一步升级，否则俄乌冲突对上游能源及粮食价格扰动环比减弱。其次是海外需求因素。下半年海

外需求仍有韧性，但并非较上半年进一步走高。供需双双缓解，下半年通胀环比涨幅有望收敛。叠加去年高基数，我们大概率在下半年迎来通胀同比读数下行。

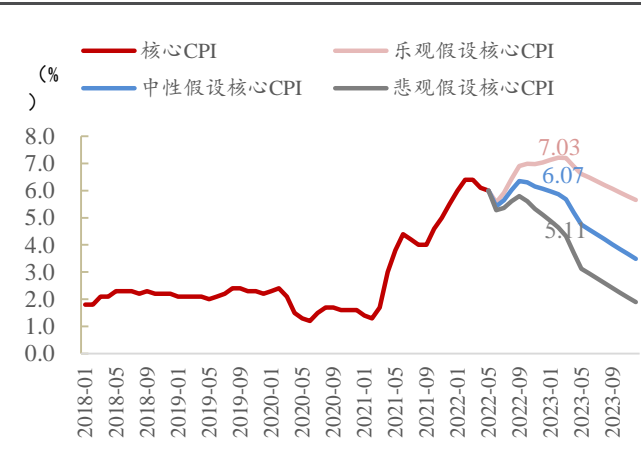
我们判断下半年大通胀趋缓的核心结论：除非原油等供给侧超预期收缩，否则通胀上行压力最大时候已经过去。

图 9：上半年通胀超预期上行有供给冲击影响



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：美国 CPI 同比增速趋势下行



资料来源：Wind，民生证券研究院预测

注：测算详见《2022 年下半年海外经济展望：美国衰退可能迟到》

2.2 大通胀趋缓内含三点引申判断

大通胀趋缓并不等于经济衰退，这也是我们区别于当前市场预期的差异所在。

经济衰退观点看空通胀，主要看空大宗商品需求，即认为经济需求或将快速萎缩。

大通胀趋缓观点看重通胀需求端韧性，大宗绝对价格依然维持相对高位。大通胀趋缓看空的是大宗商品超预期供给冲击。超预期供给冲击减退，通胀引发的超额货币紧缩也难再发生。

下半年大通胀趋缓内含三点细分判断：

第一、海外经济需求韧性高于市场当前预期。

目前市场一致看空美国经济，我们认为下半年美国需求韧性或许超预期。美国经济韧性来自两点，一是美国居民消费仍然可能比较强，二是美国企业资本开支增速也不一定下行非常快。

除了美国经济之外，今年以来发达国家或者新兴经济体的企业生产持续修复。这或许是因为海外疫情逐步消退之后，生产动能逐步释放。

美国作为本轮经济周期的“龙头”，居民消费尚有韧性，加上海外其他国家的生产和投资仍在修复，我们预判今年下半年海外经济整体需求仍然维持相对景气。

第二、是通胀范式转变，通胀驱动力逐步向下游和国内切换。

上半年 PPI 上行动能来自有色、能化，这些大宗商品主要由海外定价；国内定价的黑色、非金属建材价格较弱。随着供给端冲击消退，预计下半年有色和能化系对 PPI 的驱动力将有所减弱。

经验上全球上游大通胀往往跟中国需求扩张有关，然而本轮却并非如此。上半年国内经济，不论是建筑业需求还是居民消费需求，实则经历了一次“通缩”。预计下半年随着国内建筑业企

稳，国内需求定价的大宗会有相对表现。而且相对上游，下游价格也会呈现相对优势。

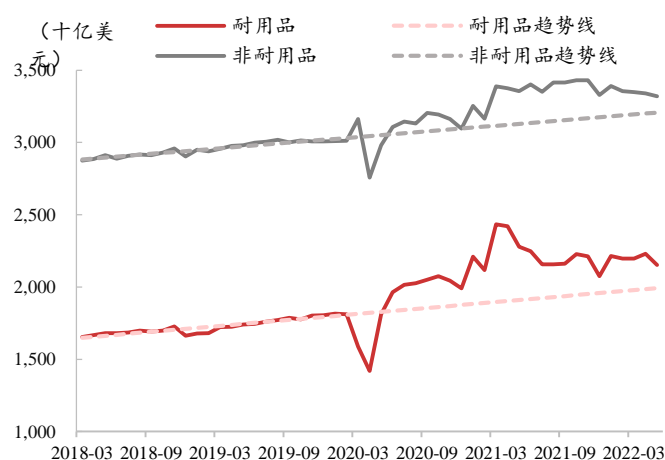
第三、超预期通胀上行引发超预期货币紧缩，概率下降。

类似俄乌冲突这种超预期供给冲突消退之后，下半年海外通胀超预期上行的可能性在下降。没有超预期上行，也就没有超预期美联储货币收紧。

强调一下，我们仍然认为下半年美联储还要接着加息缩表，只不过很难出现像年初 2、3 月份那样的超预期收紧，从而引发全球流动性坍塌。

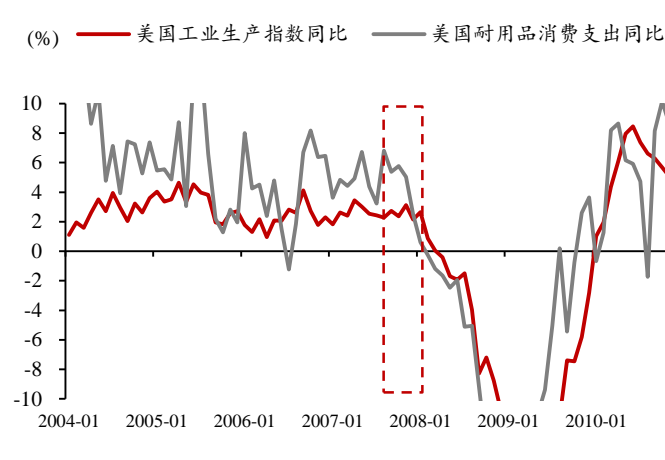
上游通胀涨幅最快时期已经过去，通胀引发的超预期货币收紧概率降低，我们认为这是大通胀趋稳时期最重要的判断。

图 11：美国商品消费颇具韧性



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 12：美国耐用品消费拐点领先生产 1 个季度



资料来源：Wind，民生证券研究院

2.3 下半年国内大财政趋稳

上半年之所以实施大财政，底层原因在于上半年中国经济面临两大罕见压力，地产失速下滑，疫情扰动经济。

上半年“大财政”有三点“不遗余力”的操作特征：

“不遗余力”地实施增值税留抵退税，缓解中小企业流动性压力。

“不遗余力”地扩大基建投资，对冲上半年经济增速下行，尤其地产投资下滑。

“不遗余力”地前置专项债发行，支撑基建投资所需资金。

展望下半年，财政或结束上半年极致扩张态势，而进入相对平稳模式。

下半年增值税留抵退税规模或降为零。

全年规划增值税留抵退税 1.64 万亿元，主要来自于央行、烟草、中投公司，二季度已经基本将这部分资金使用完毕，也就是说下半年财政不再有增值税留底退税规模。

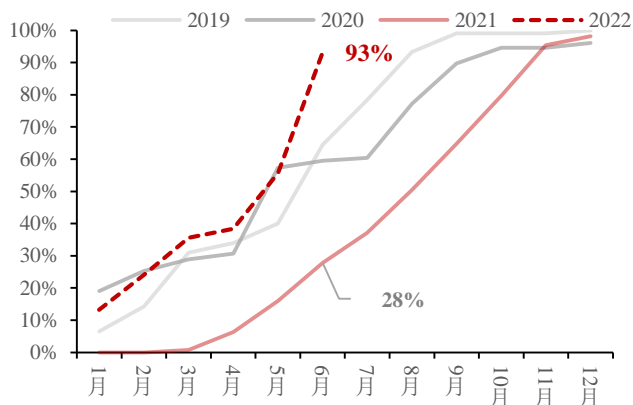
下半年财政重心或不再是增扩支出，而是借助增量工具筹措资金，达到财政再平衡。

上半年疫情原因，财政透支了约 1 万亿元资金（测算详见《算一算抗疫的财政账本》）。若

及时寻求增量工具筹措相应资金，年初预期的财政运行可有序推进。

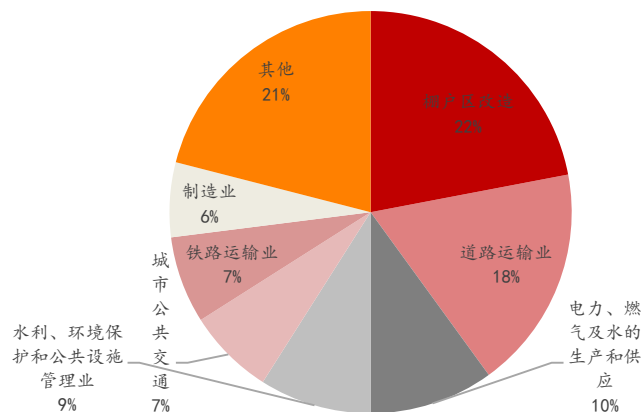
6月国常会宣布两笔政策性银行增量工具，下半年基建投资较有保障。只要疫情不再进一步恶化，不再消耗财力，全年基建投资可实现年初预算规划，全年基建投资或稳定在8%左右。

图 13：上半年专项债基本发行完毕



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 14：利用国开行撬动投向基建的资金



资料来源：Wind，民生证券研究院

2.4 大财政趋稳内含三点引申判断

下半年财政模式或将从上半年的大扩张转为平稳运行，原因也有两点：一是危机式的新冠疫情冲击降温；二是地产结束超速下滑态势。

这或意味着财政不需要再展开超量基建投资对冲地产，也不需要实施超量减税降费用以平稳中小企业现金流，帮助其度过疫情冲击。

由此我们对下半年大财政趋缓隐含三点引申判断。

第一，地产结束二季度超速下滑，暂且呈现弱企稳。

所谓弱企稳，典型表现是商品房销售跌幅收窄，投资仍磨底。弱企稳的动能主要来自前期因城施策政策放松，加上疫后常态化修复。

第二，地产企稳意味着上半年财政初显效果，国内经济风险边际收敛。

除非未来疫情超预期反复，否则我们认为今年地产销售大概率在二季度触底。地产弱企稳宣告下半年地产将结束上半年无序收缩，初步进入弱企稳状态。下半年地产蕴含风险较今年上半年明显收敛。

地产稳，则国内经济稳，风险有所收敛。

第三，地产弱企稳意味着下半年基建投资也将平淡收官。

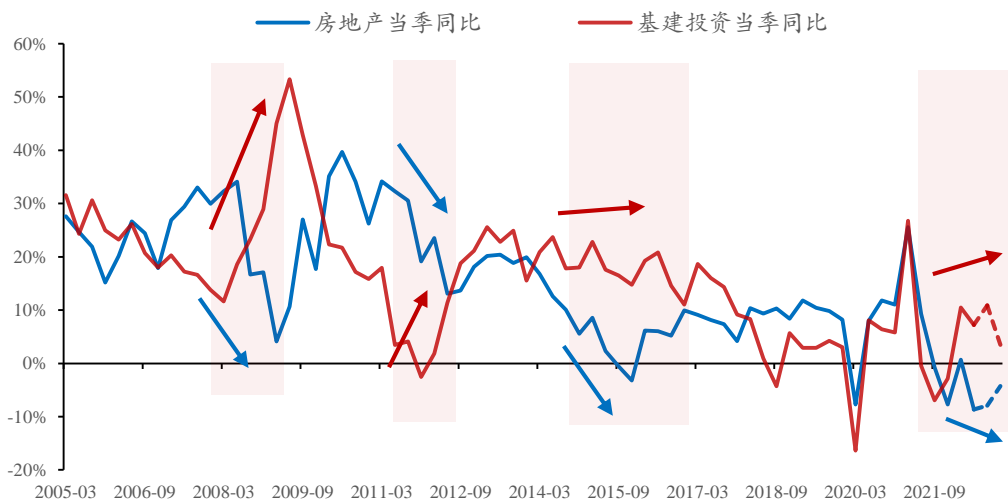
地产弱企稳或意味着下半年基建投资无需过度加码，整体增速略持平于上半年即可完成全年地产投资对冲。

按照我们估测（测算详见《2022年基建：上半场强势，下半场平淡》），下半年地产磨底，对应全年地产投资增速约-6%。按全年8%基建投资增速推算，全年基建足够对冲地产下滑对经济的负面影响。

上半年基建增速 8.3%，下半年基建增速 7.6%，足够缓解地产弱企稳带来的建筑业压力。

7.6%对比 8.3%，可以说下半年基建投资不再是显性扩张，也不“断崖式”下跌，而是以较为平淡姿势收官。

图 15: 中国基建和地产投资互为对冲



资料来源：wind，民生证券研究院测算（测算详见《2022 年基建：上半场强势，下半场平淡》）

3 下半年主要经济板块预测

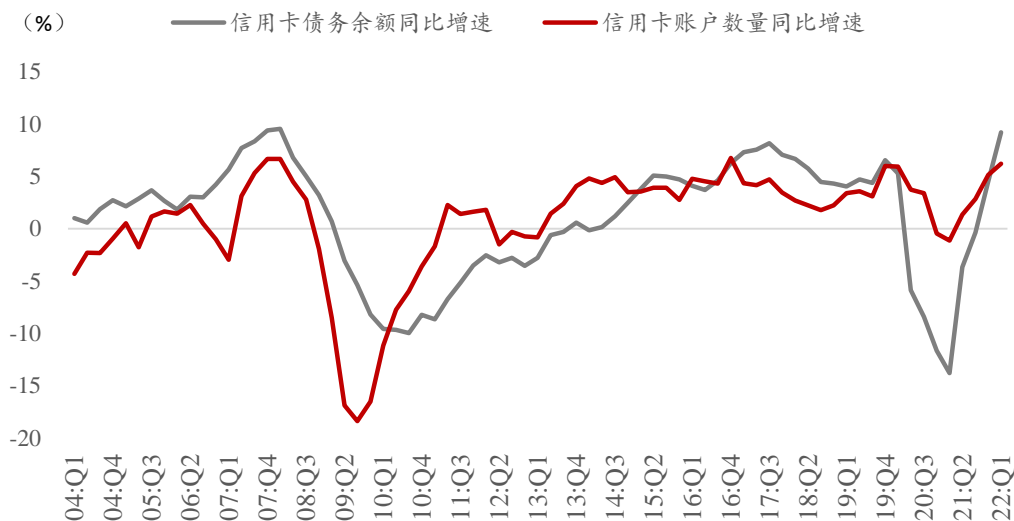
3.1 海外：《美国经济衰退可能迟到》

经历了 2021 年财政大补贴的经济过热和通胀高企后，美联储货币政策随之收紧。对美国经济衰退的担忧主导了近期海外市场的走势，市场预期 2022 年下半年美国经济或将迎来衰退。

2022 年，美国经济有一关键的逻辑被市场忽略，即以往的财政补贴显著改善了居民资产负债表，并在持续刺激美国需求。展望 2022 年下半年，美国居民消费和企业资本开支的韧性或被市场低估，美国经济衰退或将迟到。

既然我们相对看多海外需求，那么海外通胀下半年边际回落速度也会比市场预期更慢。预计 2022 年末，美国 CPI 同比增速或仍在 7.9% 的高位，核心 CPI 同比或为 6.1%。

在如此高企的通胀增速，和仍有韧性的实体经济下，美联储将继续实行加息战略，我们预计在下半年的四次会议中，基准加息路径或为 75-50-50-25(BP)。(测算详见《美国经济衰退可能迟到》)

图 16: 2021Q1 后消费信贷增速上升


资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 通胀：《“迟暮”的大通胀》

“大通胀”迟暮背景下，上游通胀高峰已过，国内通胀错位回归。

上游通胀方面，除非油气等供给超预期收缩，我们认为上游通胀最严重的阶段已过，但是下行斜率可能慢于市场预期。

首先，俄乌冲突扰动下，能源供给端仍然存在较大不确定性；其次，国内黑色产业链也存在行政限产的预期，后期随着疫情恢复需求有望边际改善；最后，近两年全球上游资源品资本开支不足，也将限制工业品价格下跌的流畅度。

不用过多担忧“猪油共振”，下半年国内 CPI 关注要点在于核心通胀。

近两年生猪产能投资较大，或将限制猪价上行高度，且猪价上涨市场早有预期；原油在 130 美元/桶以上成品油不再调价，因此“猪油共振”驱动 CPI 环比上行的动能有限。

未来核心通胀所处位置，将直接决定 CPI 在哪个区间波动。只有核心通胀驱动的 CPI 变化，才更容易引发货币政策调整。单纯猪肉价格驱动 CPI 变化，不足以引发货币政策调整。

表 1：三种情境下的 CPI 走势

CPI 情境假设 (%)	CPI 预测		
	乐观假设	中性假设	悲观假设
22-01	0.9	0.9	0.9
22-02	0.9	0.9	0.9
22-03	1.5	1.5	1.5
22-04	2.1	2.1	2.1
22-05	2.1	2.1	2.1
22-06	2.5	2.5	2.5
22-07	2.7	2.6	2.5
22-08	3.1	3.0	2.7
22-09	3.7	3.4	3.0
22-10	3.4	2.9	2.4
22-11	3.3	2.7	2.1
22-12	4.2	3.6	2.8

资料来源：wind，民生证券研究院测算

3.3 出口：《重估出口优势》

中国出口一再以强势之姿刷新市场认知，韧性惊人。因此，我们需要重估中国出口优势。

今年以来美国为首的发达国家耐用品消费降温，市场据此看弱下半年海外需求，并看空中国出口动能。

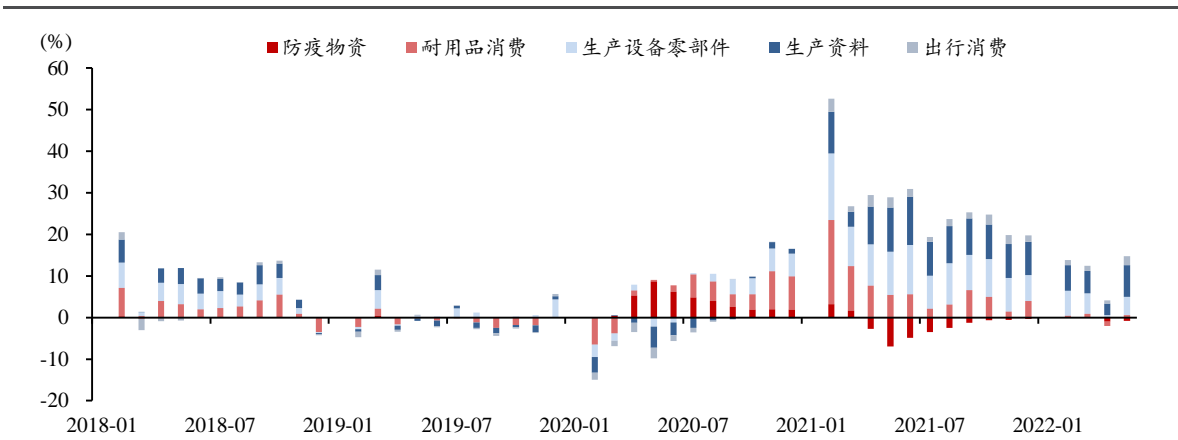
事实上无需过度担忧欧美耐用品消费下行对中国出口的负面影响。相反，工业用品等出口潜力可能被低估（机电零部件、通用专用设备 etc.）。

目前多国工业生产仍未恢复至疫情前。不论是发达国家，例如德国、日本、英国，还是新兴经济体，例如巴西、墨西哥，目前全球工业生产指数尚低于疫情前水平（2019 年）。经验显示未来 1-2 个季度全球企业生产持续修复，中国工业用品出口或保持强势。

我们看好下半年中国出口，主要是看好工业用品。我们预测下半年出口同比约为 7.5%（测算详见《重估中国出口优势》）。我们还看好下半年四类工业用品出口。

一是机械设备出口。二是生产资料出口。三是汽车产业链出口。四是海外新能源产业链出口。

图 17: 五大出口动能对出口的同比拉动



资料来源：wind，民生证券研究院

3.4 基建：《2022 年基建：上半场强势，下半场平淡》

上半年基建投资极为强势，不仅年初的快速增长令市场感到始料未及，更为重要的是，二季度基建投资表现依然好于预期。面对如此强势的基建投资，年初 A 股市场迎来了一波基建链的定价重估。

对下半年基建，市场存在较大分歧。

看空下半年基建投资的，主要判断依据是下半年财政或缺钱。看多下半年基建投资的，主要判断依据是稳增长政策或加码。

我们认为，下半年基建投资既不会“断崖式”下跌，也不会再度大幅扩张。

根据我们测算，全年基建增速约 8%，上半年基建增速 8.3%，下半年基建增速约 7.0%。

下半年基建增速略弱于上半年，整体呈现平稳收官态势。

表 2：今年基建投资增速的三组表现

时间	悲观情形	中性情形	乐观情形
	增量工具合计提供 1.2 万亿元	增量工具合计提供 2 万亿元	增量工具合计提供 2.3 万亿元
Q1	10.5%	10.5%	10.5%
Q2	7.2%	7.2%	7.2%
Q3	5.2%	10.9%	13.0%
Q4	-6.1%	3.5%	7.0%
全年增速	3.3%	7.6%	9.2%

资料来源：wind，民生证券研究院测算（测算详见《上半场强势，下半场平淡——2022 年下半年基建展望》）

3.5 地产：《中国地产，这次不一样》

当前地产面临的挑战前所未有，既有行业结构调整，也有周期波动。

以往地产周期的经典传导路径是，需求端刺激政策落地，然后地产销售明显反弹，进而带动房企拿地和投资显著修复。然而本轮地产不论是数据表现还是底层逻辑，都不同以往。

根据我们测算，下半年地产销售和投资弱企稳而非强反弹。

中性假设下，我们估测全年地产销售面积同比-15%，地产投资-6%。其中上半年销售和投資同比-23%和-5%；下半年销售面积和投资同比均为-6%。

今年下半年地产销售跌幅收窄，较上半年有所改善。疫情压制之下，4月地产投资同比录得历史最低水平-10.0%。相较4月，下半年地产投资迎来边际企稳，结束了二季度极端投资下滑态势，但同样不是大反弹。

销售企稳预示地产风险已有收敛，未来需要进一步观察房企融资。

本轮地产之所以不同以往，根源在于本轮地产调控政策不仅落脚到了房地产需求层面，更是落脚到房地产供给，即地产企业融资。

回到资本市场，下半年地产走势将关系国内资产定价的风险偏好。地产稳了，私人部门的信用融资才会稳，风险偏好也会企稳回升。

表3：房地产投资测算的不同假设

投资分项	乐观假设	中性假设	悲观假设
建安投资	Q3、Q4 环比动能>历史均值	Q3、Q4 环比动能=历史均值	剔除 Q1 赶竣工因素，Q3、Q4 环比动能=历史均值
土地购置费	房企开工意愿>2021 下半年	房企开工意愿=2021 下半年	房企开工意愿<2021 下半年
建安投资全年同比	-5.0%	-6.2%	-8.7%
土地购置费全年同比	1.3%	-4.7%	-11.5%
全年开发投资全年同比	-2.7%	-5.7%	-9.8%

资料来源：wind, 民生证券研究院（测算详见《中国地产，这次不一样——2022 下半年地产展望》）

3.6 流动性：《被财政牵引的流动性》

上半年抗疫时期，财政干预重于货币调控。货币层面，财政大规模被动投放，银行间流动性极度宽松；信用层面，主要依靠政府债券、短贷及票据拉动。

上半年因为抗疫所需，财政资金或存在万亿级别缺口，下半年或通过政策性银行金融工具来弥补。

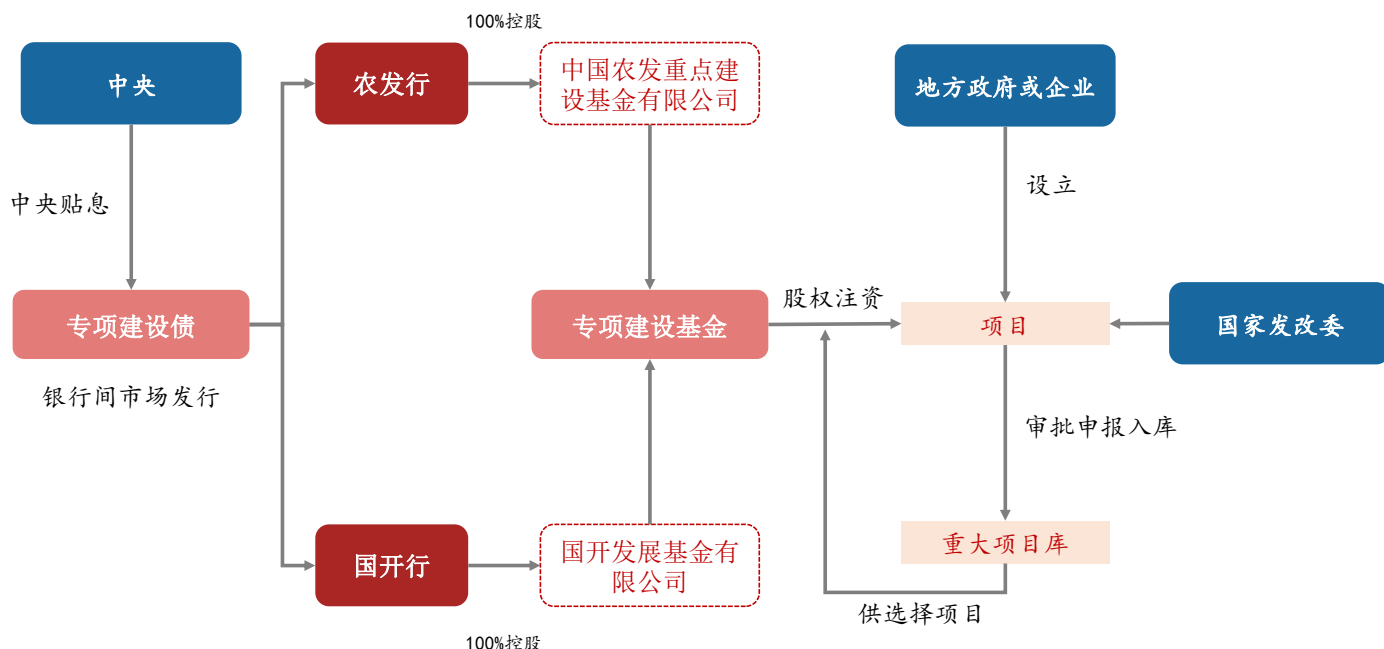
对应下半年，流动性或先紧后稳，信用条件整体回暖，社融总量走高、结构优化。

第一，二季度末三季度初，财政再融资，可能带动流动性收紧。下半年整体流动性的波动率抬升，DR007 回归围绕政策利率波动（2.0%—2.2%）。

第二，社融由政府债券驱动转为信贷驱动，高点或在三季度（11.1%），全年社融增速或在11%。

第三，央行或主动加大投放货币，为对冲财政扰动因素，不排除下半年降准可能。

图 18: 发行政金债补充基建项目资金的运作流程



资料来源：民生证券研究院整理

4 寻找 2022 下半年的宏观定价锚

4.1 大通胀趋缓和大财政趋稳构筑的宏观组合

看海外大通胀趋缓，我们相对看好的是海外需求韧性，看弱上游大宗供给约束冲击消退。

海外大通胀趋缓判断之下，我们可以得到一个经济需求端的预期差：下半年海外需求会依然对经济形成支撑。而这一支撑主要体现在出口或许强于市场预期。尤其是海外企业的生产及投资，这一板块引致的中国出口需求，或被市场低估。

我们判断下半年大通胀已经度过“尖峰时刻”，流动性层面的意义是，全球资本市场或不再可能经历一轮上半年那样紧张的全球美元流动性冲击。这对国内资本市场而言，是一个相对友好的流动性环境。

表 4：预估下半年出口增速仍有 8%左右

复合同比 (%)	出口同比	防疫物资	耐用品	生产设备零部件	生产资料	出行消费
2022Q3	11.4	2.5	-10.0	20.2	31.8	24.9
2022Q4	5.8	-5.9	-20.0	24.5	15.4	24.9
下半年	7.5	-1.9	-15.3	22.4	23.2	24.9

资料来源：民生证券研究院测算

看国内大财政趋缓，我们的核心判断有两点，一是国内地产弱企稳，二是基建投资不增不减，平淡收官。

这一判断之下，我们并不认为基建和地产投资对下半年经济增长有持续超强贡献。根据基建到位资金和地产链规律推算，我们测算得到下半年地产投资仍磨底，基建投资也将平稳收官。

相比下半年国内大财政趋缓，我们实际上更看好下半年地产风险边际收敛，社融总量和结构较 1-5 月份改善。这实际上是一种对资本市场比较友好的流动性环境。

表 5：2022 年下半年社融预测

月份 (亿元、%)	悲观情形		中性情形		乐观情形	
	信贷	社融同比	信贷	社融同比	信贷	社融同比
6 月	16928	10.4	20785	10.9	24682	10.7
7 月	6864	10.7	8908	11.4	11653	11.3
8 月	11282	10.6	13065	11.4	15548	11.4
9 月	16605	10.6	17977	11.4	20050	11.6
10 月	5224	10.5	7707	11.4	9090	11.7
11 月	11515	10.4	13781	11.3	16748	11.7
12 月	9029	10.3	10562	11.2	12796	11.7
全年合计	202951	10.5	218291	11.4	236071	11.7

资料来源：wind，民生证券研究院预测（测算详见《被财政牵引的流动性》）

海外大通胀趋缓，国内大财政趋稳，最终给出的一组宏观组合：

第一，下半年需求的边际增量，或者说宏观需求预期差更多来自海外，尤其是中下游制造业出口。加上上游通胀上行最快时期或已经过去，物价结构决定了工业利润将更多向中下游制造业倾斜。

第二，不论国内还是海外流动性环境，都对资本市场比较友好。

当然，大通胀趋缓和大财政趋稳判断需要前提。前提之一，海外经济不要出现超预期的资源品供给冲击，例如海外地缘政治风险再起，影响原油供给。前提之二，国内疫情冲击不再深化，至少不再回到今年 4 月水平。否则疫情扰动之下，中国物流供应约束，生产和需求都受到极大抑制。

表 6：2022 年四个季度 GDP 增速（含预测）

GDP	同比	环比
-----	----	----

	2021	2022	2021	2022
Q1	18.3	4.8	-7.1	-16.2
Q2	7.9	1.7	9.4	6.2
Q3	4.9	5.9	3.7	8.0
Q4	4	5.2	10.1	9.4
全年	8.1	4.4	8.1	4.4

资料来源：wind，民生证券研究院预测

4.2 下半年大类资产配置线索

基本面节奏上，三季度动能或强于四季度。

三季度中国 GDP 同比增速或在 5.9%，主要受出口（+10%）和基建（+10.9%）驱动（测算详见《重估出口优势》、《2022 基建：上半场强势，下半场平淡》）。四季度基数原因，出口同比表现或将下行；资金受限，四季度基建投资或将同步走弱。相较三季度，四季度边际向好的是地产投资和消费；但改善幅度或不足以对冲基建和出口下行。

流动性节奏上，三季度或是社融高点，且银行间流动性或将边际收紧。

若没有进一步疫情侵扰，我们测算三季度社融同比高点或可超过 11%。加上三季度银行间市场的流动性或较二季度边际收紧。所以整个三季度流动性环境更加利好权益市场，而对债券市场不是特别友好。

四季度 GDP 同比增速或再度走弱，即全年经济再下台阶。这奠定了全年利率中枢不会有大幅上移，下半年债券市场不需要特别看空。

考虑到三季度经济较二季度或有显著修复，社融总量和结构也同样明显改善。三季度债券可能需要等待时机，四季度利率下行可能会打开空间。

经济结构性机会或向中下游偏移。

映射到资本市场，三季度股票机会或将大于债券，四季度债券机会或将大于股票。行业结构方面，我们或可以向中下游寻求机会。原因有二：

其一，下半年中下游制造业出口或许有市场预期差。

其二，海外大通胀缓和，上游价格对中下游利润压制将有所缓解。

下半年大宗或迎来分化，能源强于金属，黑色强于有色。

有色金属与海外流动性密切相关，2022H2 海外大通胀或趋缓，我们预计有色金属金融属性承压，海外耐用品消费增速下滑也对相关商品形成利空。

黑色金属与国内建筑业链条相关，当前需求不佳，下半年也缺乏强烈的需求上行驱动力，但因存在限产预期（钢铁限产），预计价格走势或好于有色金属。

能源价格与现实供需相关，目前全球需求仍有较强韧性。OPEC、美国等油气主要产地产量恢复缓慢，预计未来能源将在大宗中表现最强。

下半年人民币汇率不具备大幅贬值基础，汇率窄幅波动为主。

中国人民币汇率的重要定价因素并不在于中美利差，而在于中国出口是否强势。我们预测下半年出口增速仍维持在8%，出口相对韧性，这基本决定了人民币汇率不会有大幅贬值压力。

如果没有疫情扰动，未来人民币汇率像4-5月份那样快速贬值，可能性不大。

表7：2022年四个季度重要经济板块增速预测

指标 (%)	公布值				预测值			
	2021				2022			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
GDP	18.3	7.9	4.9	4	4.8	1.5	5.8	5.2
工业增加值	26.3	8.9	4.9	4.2	6.6	2	3.5	4
地产投资	24.7	9.6	-0.4	-5.6	1.8	-8.7	-7.9	-4.2
基建投资	26.8	-0.5	-6.9	-2.9	10.5	8.2	10.9	3.5
社零	33.9	13.9	5.2	3.5	3.3	-8.0	3.8	5.5
出口	48.8	30.6	24.2	22.9	15.8	12.6	10.0	5.2
社融存量	12.3	11.0	10.0	10.3	10.6	10.6	11.2	10.8
CPI	0.0	1.1	0.8	1.8	1.1	2.2	2.9	3.0
PPI	2.1	8.2	9.7	12.2	8.7	6.7	3.8	0.0

资料来源：wind，民生证券研究院预测

5 风险提示

- 1) **地产政策效果不及预期。**居民收入预期降低，前期需求政策效果不及预期。
- 2) **美国通胀失控风险。**若美国中长期通胀预期失控，美联储紧缩步伐还将超预期加快。
- 3) **海外地缘政治风险。**若俄乌冲突深化导致大宗商品价格再度大幅上升，美联储可能加快紧缩步伐。
- 4) **疫情发展超预期。**若海外疫情再次反弹，对全球需求、大宗商品价格、美联储政策都会有深远影响。若国内疫情发展超预期，地产、基建投资、消费增速将不及预期。

插图目录

图 1：上半年海外通胀表现接近上世纪大通胀时期.....	3
图 2：上半年美国通胀发生在各个领域.....	3
图 3：美联储进入快速加息阶段.....	4
图 4：上半年不同货币经历了大幅贬值.....	4
图 5：减税降费力度历史罕见.....	5
图 6：今年上半年基建投资大幅超过历史正常水平.....	5
图 7：二季度银行间流动性极为宽松.....	6
图 8：专项债发行前置支撑上半年社融.....	6
图 9：上半年通胀超预期上行有供给冲击影响.....	7
图 10：美国 CPI 同比增速趋势下行.....	7
图 11：美国商品消费颇具韧性.....	8
图 12：美国耐用品消费拐点领先生产 1 个季度.....	8
图 13：上半年专项债基本发行完毕.....	9
图 14：利用国开行撬动投向基建的资金.....	9
图 15：中国基建和地产投资互为对冲.....	10
图 16：2021Q1 后消费信贷增速上升.....	11
图 17：五大出口动能对出口的同比拉动.....	13
图 18：发行政金债补充基建项目资金的运作流程.....	15

表格目录

表 1：三种情境下的 CPI 走势.....	12
表 2：今年基建投资增速的三组表现.....	13
表 3：房地产投资测算的不同假设.....	14
表 4：预估下半年出口增速仍有 8%左右.....	16
表 5：2022 年下半年社融预测.....	16
表 6：2022 年四个季度 GDP 增速（含预测）.....	16
表 7：2022 年四个季度重要经济板块增速预测.....	18

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-