



联络人

作者：  
中诚信国际 研究院

张 林 010-66428877-271

lzhang01@ccxi.com.cn

王秋风 010-66428877-452

qfwang01@ccxi.com.cn

张文宇 010-66428877-352

wyzhang.Ivy@ccxi.com.cn

王 晨 010-66428877-319

chwang01@ccxi.com.cn

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn



相关报告

疫情与多重风险叠加扰动经济运行，二季度或为股票中长期配置窗口—2022年一季度宏观经济与大类资产配置分析与展望，2022年4月24日

宏观数据改善超预期但可持续性待验证，股票中长期配置价值或凸显，2022年5月30日

疫情与多重风险叠加扰动经济运行，二季度或为股票中长期配置窗口，2022年4月25日

宏观数据改善超预期但可持续性待验证，股票中长期配置价值或凸显，2022年3月21日

如需订阅研究报告，敬请联系  
中诚信国际品牌与投资人服务部赵 耿 010-66428731；  
gzhaog@ccxi.com.cn

## 宏观经济再次探底后结构性修复， 资产配置重点从商品转向权益

—2022年上半年宏观经济及大类资产配置分析与下半年展望



主要观点

### 宏观经济从再次探底走向结构性修复

从GDP看，二季度经济增速再次探底，下半年以修复性反弹为主线。从供给看，工业生产韧性相对较强，服务业生产受损显著、修复缓慢。从需求看，需求不足且内部结构不平衡，下半年或仍以政策性因素为主要拉动，其中基建投资依然是稳增长的主要支撑。从价格看，PPI与CPI价差持续收敛，三季度收敛趋势或延续。从金融看，实体融资经历一轮显著收缩，下半年融资改善可持续性仍有待观察，特别是随着专项债发行完毕以及使用到位，下半年社融增速或有一定下行压力。从财政看，上半年收支两端同时发力稳增长，下半年财政缺口或依然较大，随着存量留抵退税梯次性集中退还基本完成，下半年退税对公共财政收入的拖累将大为减轻。从汇率看，上半年人民币总体处于贬值区间，下半年汇率波动幅度或继续放大。

### 宏观经济运行依然面临多重风险与挑战

俄乌冲突持续制约经济修复，外部不确定性上升影响预期改善；疫情及疫情防控带来的影响边际弱化，但疫情反弹风险犹存；预期偏弱依然是制约宏观经济复苏的重要瓶颈；微观主体面临多重困难，市场活力仍有不足；此外，我国宏观债务风险持续处于高位，尤其是房地产等重点领域近期以来风险加速暴露，需高度警惕停贷风波发酵下的风险蔓延。

### 外部环境依然复杂严峻，宏观政策支撑经济“爬坡过坎”

海外政经格局变动以及宏观政策转向带来外部空间收缩。宏观政策以稳增长为主线，风险防范依然是底线。货币政策稳字当头，稳中求进。财政政策以宽松为基调，但重点或转向支出端，同时控制及化解地方隐性债务的约束或不会放松。政策效应或加快显现，下半年宏观经济将结构性修复。基准情形下全年增速或为4.4%左右，增量政策的出台或有望拉升GDP增速至4.8%以上。

### 大类资产表现分化，配置重点转向权益

上半年，各类资产表现分化，大宗商品整体上涨，债券市场区间波动，股票市场虽在4月底止跌转涨但整体跌幅仍较高；收益排序为大宗商品>债券>股票。下半年经济大概率边际修复，股票市场或震荡上行，政策支持的基础产业链以及受益于疫后修复的消费板块表现或相对较好；债市收益率中枢或较上半年上行，但上行幅度或有限；大宗商品在美联储持续加息以及全球经济衰退预期升温下，或面临下行压力。

## 一、中国经济从再次探底走向结构性修复

2022 年上半年，俄乌冲突带来的外部不稳定不确定因素增加，全球经济滞胀风险上升，3-5 月新一轮疫情冲击导致国内供给冲击、需求收缩、预期走弱三重压力进一步加大，二季度我国 GDP 增速仅有 0.4%，拖累上半年 GDP 仅同比增长 2.5%。从生产看，上半年工业生产虽被疫情打断但修复较快，服务业生产持续处在相对疲弱的状态。从需求看，上半年基建投资增速显著回升的同时制造业投资增速从高位回落，房地产投资则继续负增长，社零额增速则在疫情冲击之下出现短期大幅下滑，出口短期看具有一定韧性但或受外需收缩拖累。从价格看，上半年 PPI 与 CPI 之差持续收敛，中下游行业的利润承压状况有所缓解。从融资看，疫情冲击导致融资需求显著收缩，随着专项债加快发行社融规模及结构有所改善。从财政看，上半年减收扩支背景下财政收支缺口较大。从汇率看，二季度多重因素影响下人民币汇率波动幅度明显加大。

总体来看，中国宏观经济在超预期突发性因素的冲击下保持了一定韧性，下半年在稳增长政策的支撑下宏观经济将探底回升，但或将以结构性修复为主要特征，其中工业生产修复或依然好于服务业修复，基建投资增速有望稳中有升但房地产投资由负转正仍有较大压力，居民避险需求较高背景下消费反弹的基础尚不牢靠。

表 1 2022 年上半年中国宏观经济核心指标一览表

	2022 年		2021 年								最新
	Q2	Q1	Q4*	Q4	Q3*	Q3	Q2*	Q2	Q1*	Q1	变化
GDP (当季, %)	<b>0.4</b>	4.8	5.2	4.0	4.9	4.9	5.5	<b>7.9</b>	5.0	18.3	↓
GDP (累计, %)	<b>2.5</b>	4.8	5.1	8.1	5.2	9.8	5.3	<b>12.7</b>	5.0	18.3	↓
第一产业 (累计, %)	<b>5</b>	6.0	-	6.4	-	7.1	-	<b>7.6</b>	2.3	8.1	↓
第二产业 (累计, %)	<b>3.2</b>	5.8	-	2.5	-	3.6	-	<b>7.5</b>	6.0	24.4	↑
第三产业 (累计, %)	<b>1.8</b>	4.0	-	4.6	-	5.4	-	<b>8.3</b>	4.7	15.6	↓
工业增加值 (累计, %)	<b>3.4</b>	6.5	6.1	9.6	6.4	11.8	7.0	<b>15.9</b>	6.8	24.5	↓
服务业生产指数 (累计, %)	<b>-0.4</b>	2.5	6.0	13.1	-	16.3	-	<b>21.5</b>	6.8	29.2	↓
投资 (累计, %)	<b>6.1</b>	9.3	3.9	4.9	3.8	7.3	4.4	<b>12.6</b>	2.9	25.6	↑
社零额 (累计, %)	<b>-0.7</b>	3.3	3.9	12.5	3.9	16.4	4.4	<b>23.0</b>	4.2	33.9	↓
出口: 累计 (% , 美元)	<b>14.2</b>	15.8	-	29.9	-	33.0	-	<b>38.6</b>	-	49.0	↓
进口: 累计 (% , 美元)	<b>5.7</b>	9.6	-	30.1	-	32.6	-	<b>36.0</b>	-	28.0	↓
贸易顺差 (累计, 亿美元)	<b>3854</b>	1629	-	6764	-	4275	-	<b>2515</b>	-	1164	↑
CPI (累计, %)	<b>1.7</b>	1.1	-	0.9	-	0.6	-	<b>0.5</b>	-	0.0	↑
PPI (累计, %)	<b>7.7</b>	8.7	-	8.1	-	6.7	-	<b>5.1</b>	-	2.1	↑

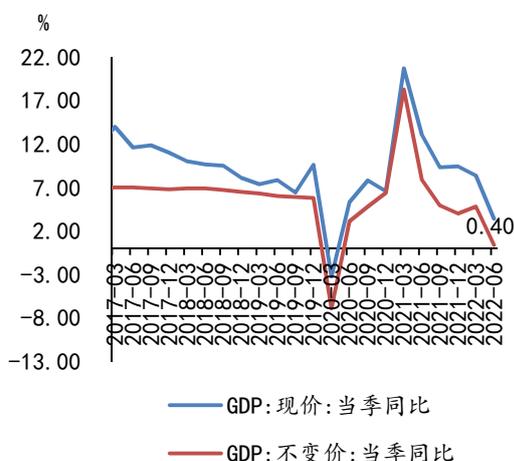
M2: 同比 (%)	11.4	9.7	-	9.0	-	8.3	-	8.6	-	9.4	↑
社融规模 (当季值, 万亿元)	8.9	12.1	-	6.6	-	7.0	-	7.5	-	10.3	↑
社融增速 (存量, %)	10.8	10.6		10.3	-	10.0	-	11.0	-	12.3	↓

(注: ↓、↑、↔分别表示表示 5 月份同去年同期增速相比为下降、上升或持平, \*表示两年复合增速)

## (一) GDP: 二季度经济增速再次探底, 下半年以修复性反弹为主线

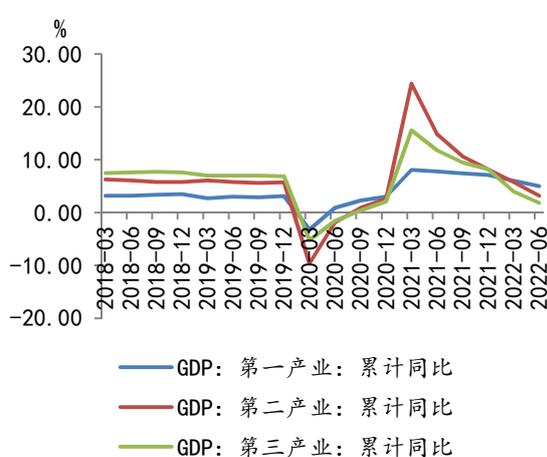
疫情冲击之下 GDP 增速疫情以来再次探底, 稳增长政策或将支撑经济修复性反弹。上半年 GDP 增速为 2.5%, 显著低于去年同期两年复合增速 (5.3%), 其中疫情冲击之下二季度 GDP 增速仅为 0.4%。上半年名义 GDP 增速同比增长 5.73%, GDP 平减指数为 3.66%, 随着 PPI 涨幅的回落, 平减指数自去年四季度以来逐季下行。分三大产业看, 上半年第一产业同比增长 5%, 第二产业同比增长 3.2%, 受疫情影响最大的第三产业同比仅增长 1.8%。展望下半年, 在疫情得到有效控制的前提下, 随着大规模稳增长政策效果显现, 叠加 2021 年下半年实际经济增长基数较低, 2022 年下半年整体经济或将修复性反弹为主线。

图 1: GDP 同比增速回落



数据来源: 中诚信国际整理

图 2: 第三产业增速回落更显著



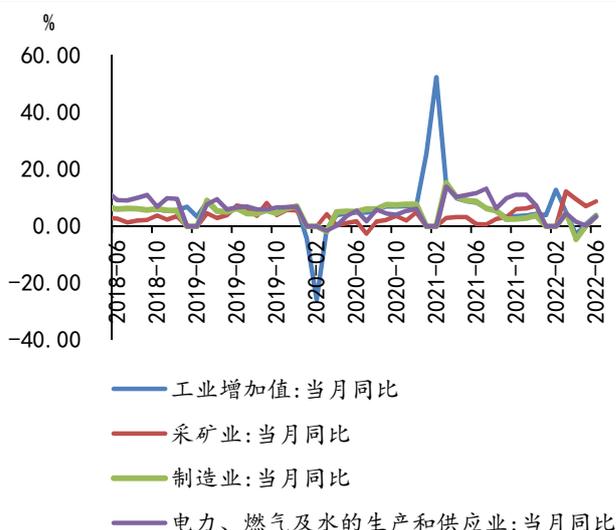
数据来源: 中诚信国际整理

## (二) 生产: 工业生产疫后反弹较快, 服务业生产受损显著修复缓慢

工业生产修复被疫情打断但修复较快, 下半年或向常态化水平继续收敛。上半年规模以上工业增加值同比增长 3.4%, 低于一季度 6.5% 的增速水平。二季度月度数据呈边际修复趋势, 疫情冲击下 4 月当月增速放缓至 -2.9% 的增速水平, 5 月修复至 0.7%, 6 月继续改善至 3.9%, 总体看修复力度较强。后续来看, 二季度末疫情影响逐渐消退,

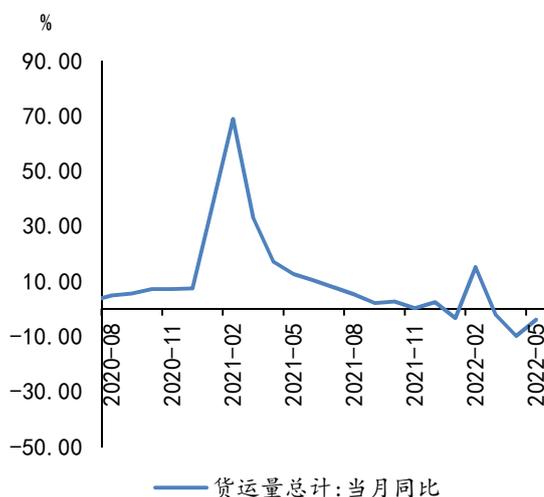
企业复工复产、物流堵点逐渐疏通，叠加稳增长政策支持，下半年工业生产或向常态化水平再次收敛。

图 3： 工业生产因应冲击放缓



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

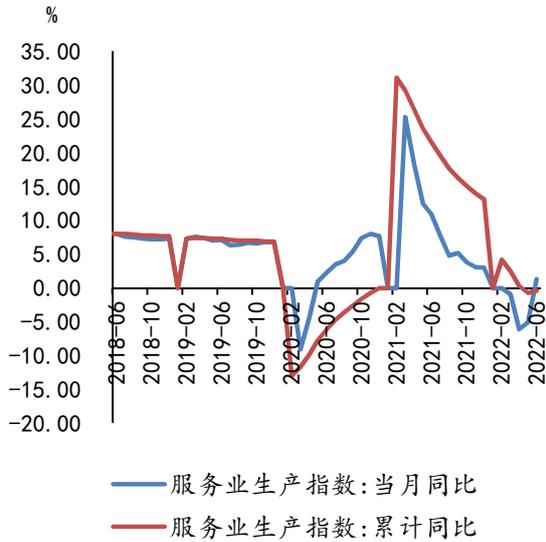
图 4： 货运量开始边际回升



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

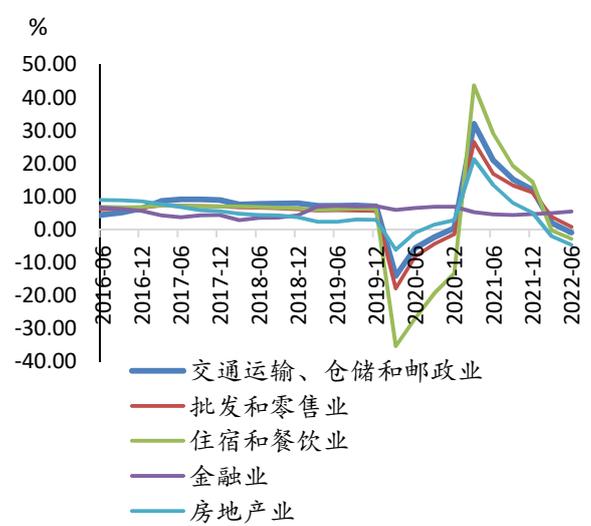
上半年服务业生产持续偏弱，下半年修复节奏或依旧相对缓慢。上半年，第三产业同比增速为1.8%，低于一季度（4%）和去年同期（8.3%）的增速水平，服务业生产指数同比下降0.4%，显著低于去年同期（21.5%）以及今年一季度（2.5%）增速水平。受高基数以及疫情冲击影响，上半年服务业生产指数总体走低，三月份以来已经连续3个月负增长，6月增速在疫情形势好转下虽由负转正至1.3%，但仍处于较低增速水平。从具体行业来看，上半年交通运输仓储邮政业、批发零售业和住宿餐饮业在疫情影响下同比增速分别为-0.8%、0.9%和2.8%，低于今年一季度以及去年同期水平；供需低迷以及企业资金不足下房地产行业呈低迷态势，同比增速为-4.6%；信息传输、软件和信息技术服务业仍保持较高增速，同比增长9.2%。后续看，疫情反复风险仍存之下服务业的修复过程或相对缓慢。

图 5：服务业生产指数持续走低



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 6：多数服务行业 GDP 增速回落

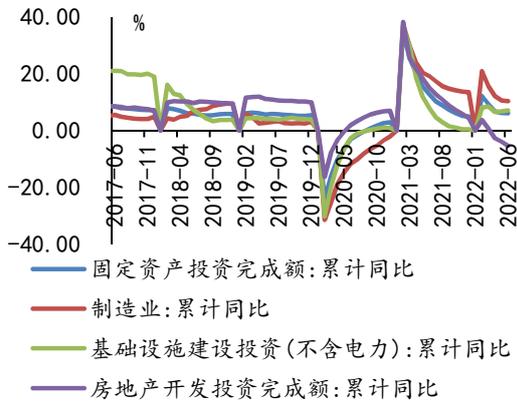


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

### （三）需求：需求不足且内部结构不平衡，下半年或仍以政策性因素为主要拉动

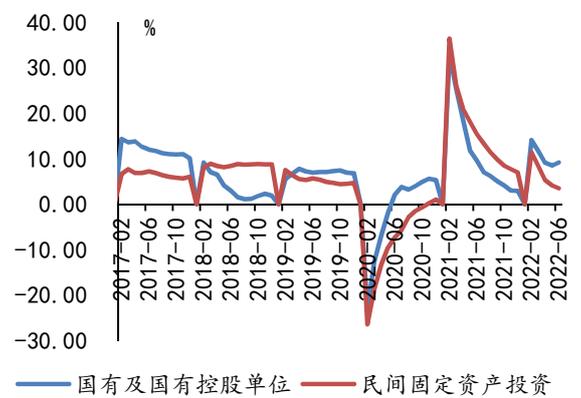
投资整体走弱，下半年制造业或低位运行，房地产投资仍有下行压力。上半年，投资同比增长 6.1%，高于去年同期两年复合增速（4.4%）水平。上半年财政前置叠加重大项目复工复产力度较大以及二季度疫情对基建投资影响相对较小，基建投资增速波动回升，仍保持了 7.1% 的较高增速水平。下半年央行引导政策性开发性银行落实好新增 8000 亿元信贷规模以及 6 月底出台 3000 亿元金融工具支持基础设施建设，基建稳增长确定性较强。在退税降费及保供稳价等一系列政策支撑以及出口带动作用下，一季度制造业投资总体保持了相对高的增速（15.6%），二季度疫情冲击下增速大幅回落至 1.4%。随着经济修复，制造业投资或有望边际改善，但在下半年减税降费力度大幅降低，叠加出口增速不稳影响，总体或仍将保持较低水平运行。前期政策调整带来的冲击作用仍在延续，二季度疫情再次反弹影响下房地产投资增速跌入负增长区间，由一季度的 0.7% 逐月跌至 -5.4%。虽然今年以来已有多地陆续放松房地产调控，商品房销售面积和销售额数据小幅改善但仍处于两位数的负增速区间、叠加居民购房意愿低迷以及“停贷”风波影响，后续房地产投资或将延续低迷，短期内仍将处于筑底阶段。

图 7：固定资产投资放缓



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

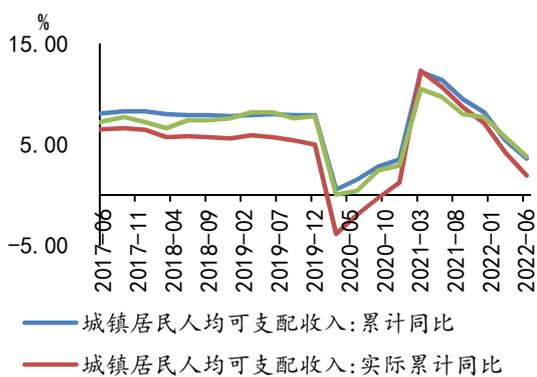
图 8：民间投资弱于国有投资



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

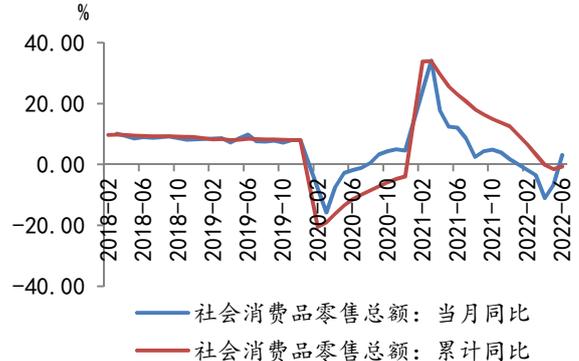
上半年社零额增速再现负增长，下半年消费意愿快速反弹或较难出现。二季度疫情拖累社零额增速进一步回落，由一季度 3.3%的正增长转为二季度末下降 0.7%，低于去年同期 4.4%的两年复合增速水平，扣除汽车消费增速为-0.1%。从单月走势来看，6 月社零额单月增速在 5 月增速较低（-6.7%）的情况下回升至 3.1%，主要是疫情影响趋缓下带来的反弹式修复。但考虑到当前消费信心指数仍在谷底，且 2020 年社零额增速（累计）出现负增长之后经历了约一年的时间才由负转正，叠加疫情冲击下居民收入增速放缓，消费反弹的力度或仍然受限。

图 9：居民收入增速放缓



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 10：社零额增速总体走弱

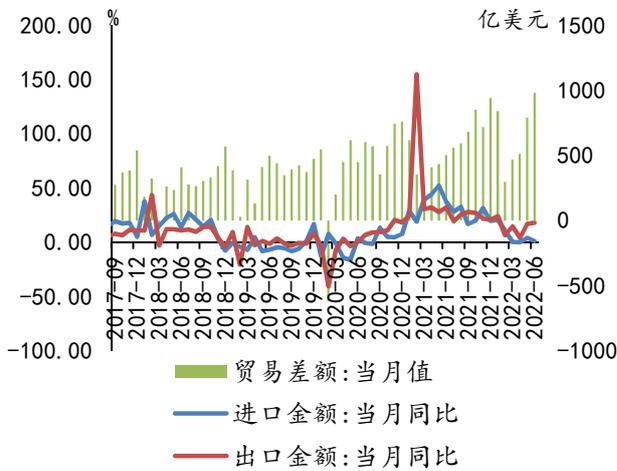


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

物流与供应链受阻引致出口增速受到扰动，下半年外贸或仍将承压。上半年出口同比增速为 14.2%，进口同比增长 5.7%，均低于去年同期以及一季度增速水平。从出口来看，疫情对物流与供应链循环的影响主要始自一季度末，4 月当月出口增速大幅

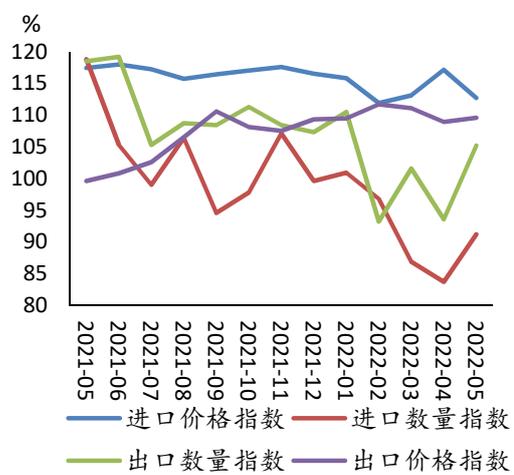
回落至 3.9% 的个位增速，随着疫情形势逐渐好转、企业复工复产前期积压订单加快生产以及物流逐渐畅通，5、6 月份出口增速持续反弹重回两位增速水平。从进口来看，随着疫情对经济的干扰减弱叠加国内稳增长政策持续发力，5 月进口增速由负转正，随着价格因素对进口增速的支撑有所减弱，叠加基数效应影响，6 月进口增速回落至 1%。后续来看，前期因疫情导致的供应链阻断持续修复以及积压订单的持续释放，短期内出口仍有韧性，但在全球经济修复放缓、海外主要央行纷纷开启加息潮及缩表政策带来的紧缩效应正逐渐显现，下半年我国外贸或仍将承压。

图 11：出口增长放缓但仍保持在较高水平



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 12：进出口价格走势

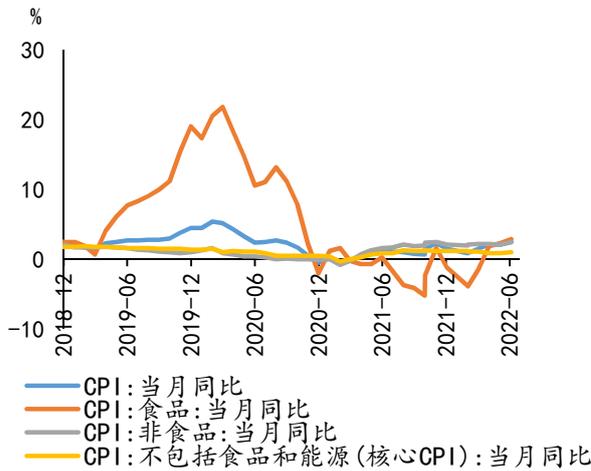


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

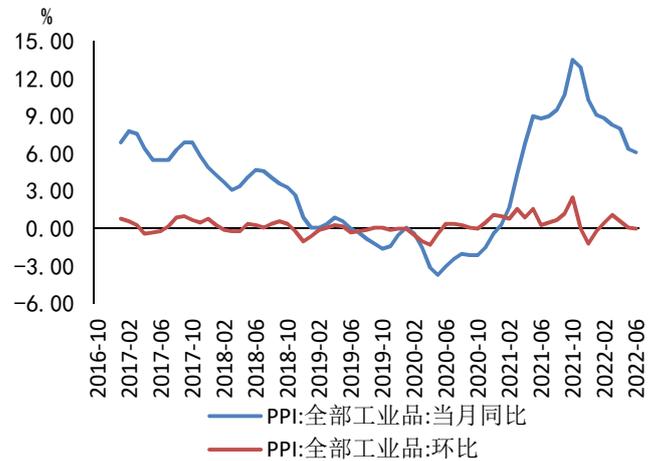
#### （四）价格：PPI 与 CPI 价差持续收敛，三季度收敛趋势或延续

CPI 稳中有升 PPI 延续回落，短期内 CPI 仍有上行支撑，基数持续走高下 PPI 同比则大概率延续回落走势。上半年 CPI 同比上涨 1.7%，从月度走势来看，呈逐月上升态势，从年初的 CPI 同比上涨 0.9% 上涨至 6 月份的 2.5%。考虑到前期大宗商品价格高企对工业消费品价格的部分传导，以及部分养殖户“压栏惜售”叠加疫情趋稳后消费需求回升，短期猪肉价格或延续上行并对食品价格形成支撑。上半年 PPI 同比上涨 7.7%，同比增速呈逐月回落走势，从一月份的 9.1% 持续回落至 6 月份的 6.1%。随着今年以来稳增长持续加码，一系列保供稳价政策的落地实施，叠加翘尾因素影响，PPI 逐季回落，但受原油等国际大宗商品价格持续高位运行影响，输入性通胀压力上行，PPI 回落的幅度受到一定影响。但值得注意的是，随着美联储加息、美元指数走强以及欧美经济修复放缓需求减少，PPI 环比涨幅自二季度亦开始逐月回落，且当前

国际定价的有色金属价格以及原油价格涨幅同样出现边际放缓迹象，输入型通胀压力或迎来短时缓解。

**图 13: CPI 保持在较低水平**


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

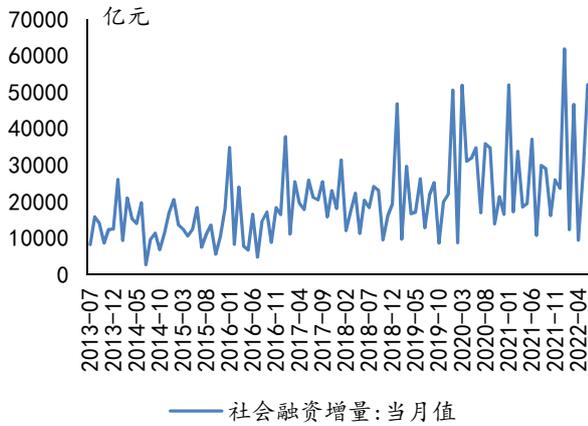
**图 14: PPI 保持在较高水平**


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

## （五）金融：实体融资经历一轮显著收缩，改善可持续性仍有待观察

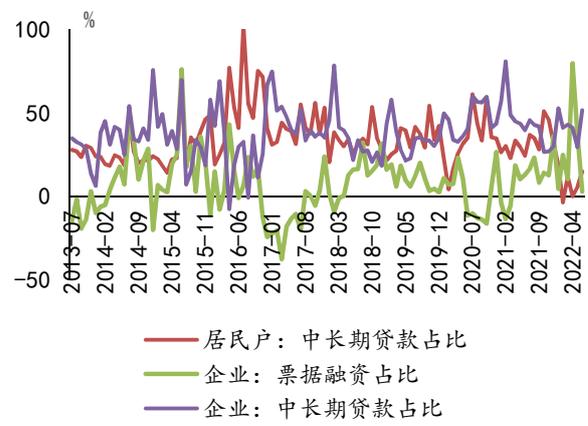
政策性因素是上半年支撑社融增速的主要因素，融资规模扩大结构改善的可持续性仍有待观察。一季度社融增速在稳增长政策支撑下较去年四季度有所回暖，但疫情冲击下新增社融规模在 4 月份出现了显著的收缩，随着稳增长政策提速加码特别是财政前置的拉动作用，5 月及 6 月融资情况显著改善。从融资规模看，1 至 6 月新增社融规模总计达 21 万亿元，相比去年同期多增 3.2 万亿元，但其中政府债券融资规模同比多增 2.2 万亿元，剔除掉政府债融资之后，上半年社融存量增速从当前的 10.8% 回落至 9.3%。从信贷结构看，6 月企业中长期贷款占比提高，票据融资冲量特征显著缓解，考虑到专项债 6 月集中发行以及国常会新增 8000 亿信贷额度用于基建，企业中长期贷款明显好转或主要与政策推动基建相关融资明显改善有关，同时居民中长期贷款占比仅有 11.4%，不仅低于去年同期 25% 左右的占比，也大幅低于疫情前 2019 年 20% 左右的占比。随着专项债发行完毕以及使用到位，下半年社融增速有一定下行压力，假设没有增发特别国债等增量政策工具，全年社融存量增速中枢或在 10.5% 左右。

图 15：6 月社融增量显著改善



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 16：二季度末社融结构有所改善

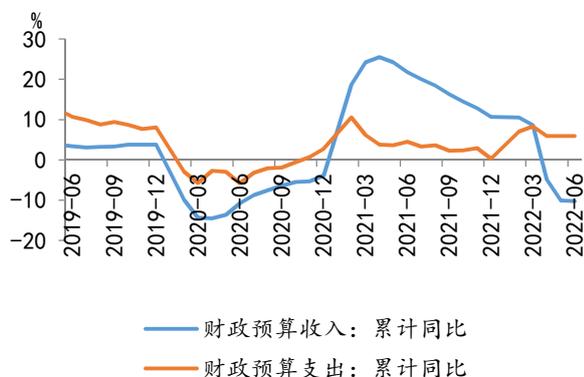


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

## （六）财政：上半年收支两端发力稳增长，下半年缺口或依然较大

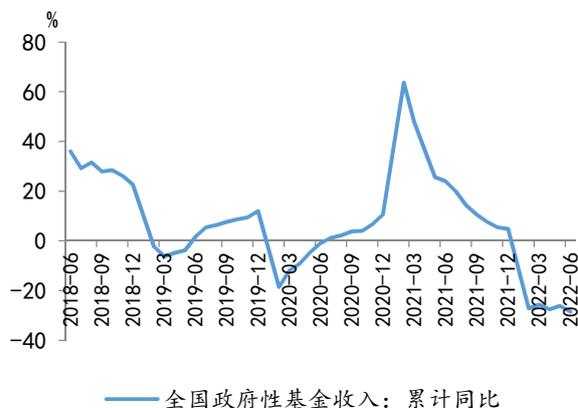
上半年减收入扩支出背景下财政紧平衡状态延续，下半年支出压力依然较大。上半年全国一般公共预算收支差额 2.37 万亿元，政府性基金收支差额为 2.69 万亿，总计财政收支缺口约达 5 万亿元。其中一般公共预算收支缺口中有较大部分来自于留抵退税政策带来的财政收入减收，上半年共计有 1.8 万亿元退税款退回到经济主体。随着存量留抵退税梯次性集中退还基本完成，下半年退税对公共财政收入的拖累将大为减轻。但下半年财政稳增长的压力犹存，因专项债资金在 7 月和 8 月继续加快拨付，预计政府性基金支出短期还将维持较高增速，除基建领域需要加大财政支出以外，民生领域也需要财政支出的持续呵护，叠加政府性基金收入增速当前仍处于大幅下滑区间，下半年财政缺口依然较大。考虑到下半年公共财政发力面临财政缺口约束，后续基建投资或更多要靠专项债、政策性金融工具和配套资金来对接。

图 17：上半年财政收支增速差额显著扩大



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 18：政府性基金收入增速处于大幅下滑区间

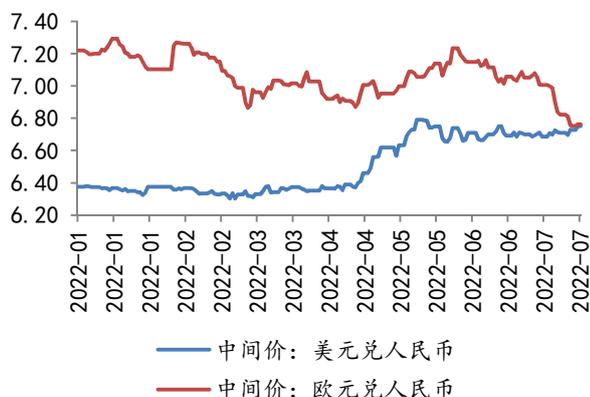


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

### （七）汇率：人民币总体处于贬值区间，下半年波动幅度或继续放大

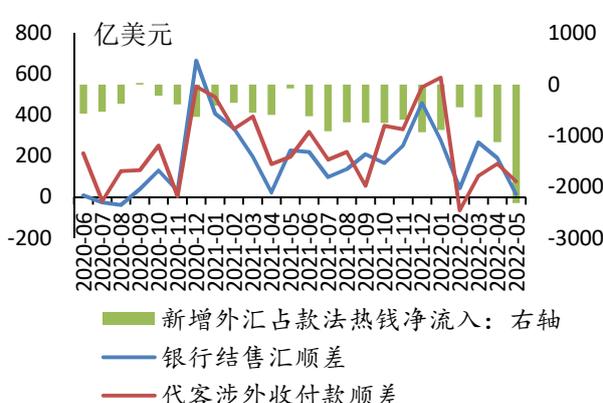
影响人民币汇率加大波动的内外因素更加复杂。2022 年 2 月因俄乌冲突超预期发生，人民币和美元一起承担起避险资金功能，人民币相对于欧元及日元出现显著升值，但随着 3 月下旬疫情突发，人民币相对美元及欧元迅速贬值，4 至 5 月银行结售汇顺差收缩，新增外汇占款法估算的热钱净流出增加，5 月人民币相对 3 月贬值 5.6%，且波动幅度有所加大。后续看，美联储及欧央行因应对严峻通胀而加快加息节奏，美元指数有走强趋势，以及疫情对我国宏观经济带来的负面影响或仍有一定延续，形成了人民币贬值的压力。但另一方面，由于下半年中国宏观经济或企稳修复，出口短期看仍有一定韧性，以及货币政策收缩带来的欧美经济停滞风险，形成了对于人民币汇率的一定支撑，总体看下半年人民币汇率总体稳定但波动性或有所加大。

图 19：上半年人民币从相对稳定转向波动



：Wind, 中诚信国际整理

图 20：二季度或出现资本流出



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

## 二、宏观经济运行依然面临多重风险与挑战

虽然国内疫情防控形势在6月以来出现明显好转，受此提振经济出现明显的修复势头，二季度大概率为全年经济增长底，下半年经济有望好于上半年。但值得警惕的是，当前经济运行中仍然存在多重风险与挑战，俄乌冲突持续下外部不确定性、复杂性持续上升，内部疫情反复风险仍存，微观主体面临多重困难、预期偏弱制约经济修复。此外，我国宏观债务风险持续处于高位，尤其是房地产等重点领域近期以来风险加速暴露，需高度警惕其风险蔓延的对金融体系、居民生活以及市场预期的冲击。

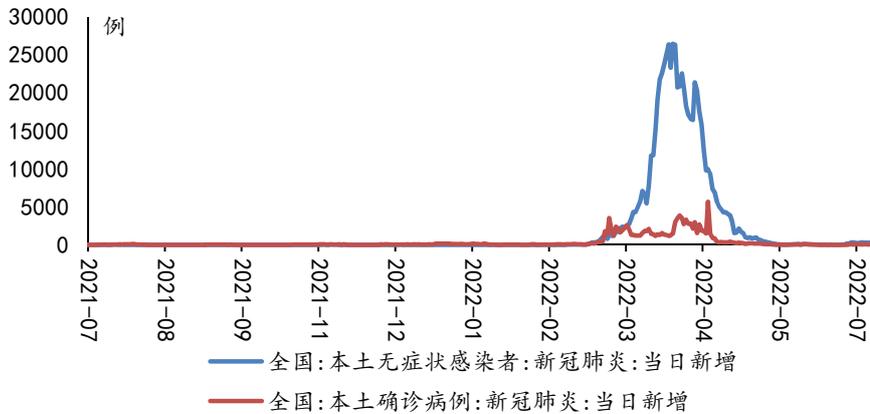
### （一）俄乌冲突持续制约经济修复，外部不确定性上升影响预期改善

回顾上半年，俄乌冲突的爆发是中国经济面临的最大的外部黑天鹅事件。受俄乌冲突影响，原油等大宗商品价格快速上涨，直接推高了我国企业的生产成本，对企业利润的修复产生了不利影响，且冲突带来的全球经济修复放缓的压力也将导致外部需求整体弱化，制约我国出口。截至目前，俄乌冲突依然久拖不决，且短期内看不到缓和的迹象。在此背景下，大宗商品价格或将继续高位运行，全球经济放缓压力不改，冲突带来的对我国经济运行的制约因素持续存在。尤为值得一提的是，俄乌冲突大变局加速了全球百年未有之大变局的演进，现有的国际政治经济秩序面临前所未有的挑战，以美国为首的西方国家加速寻求与中国“脱钩”，中国经济面临的地缘政治问题也进一步复杂化。外部不确定性加大或对国内预期带来扰动，不利于市场预期改善。

### （二）疫情及疫情防控带来的影响边际弱化，但疫情反弹风险犹存

6月以来，疫情对我国经济的影响明显弱化，上海、北京等重点城市全面复工复产，每日新增疫情也出现明显下降，其他受到疫情影响的区域的生产生活也逐步恢复正常。但是，随着新冠病毒的变异，其传染性显著增强，进一步增强了疫情防控的难度。疫情依然是后续经济修复的重要制约因素。从国内疫情的发展态势看，7月以来，广西、甘肃、河南等多地再度出现疫情爆发，给当地生产生活带来了负面影响。世界卫生组织（WHO）7月12日发出警告，“新冠疫情还远未结束”。下半年经济运行仍需防范疫情反弹对经济修复带来的冲击。

图 21：疫情影响仍未结束

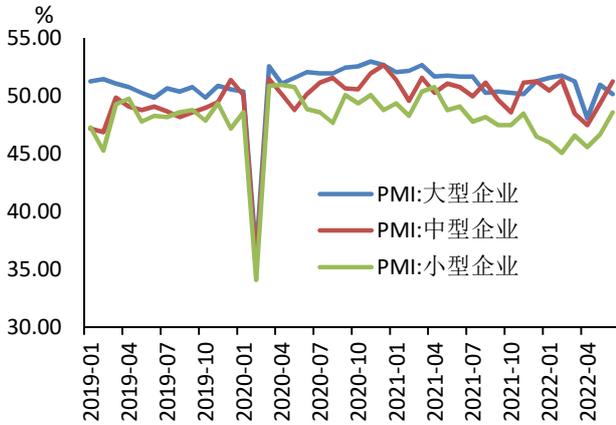


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

### （三）预期偏弱依然是制约宏观经济复苏的重要瓶颈

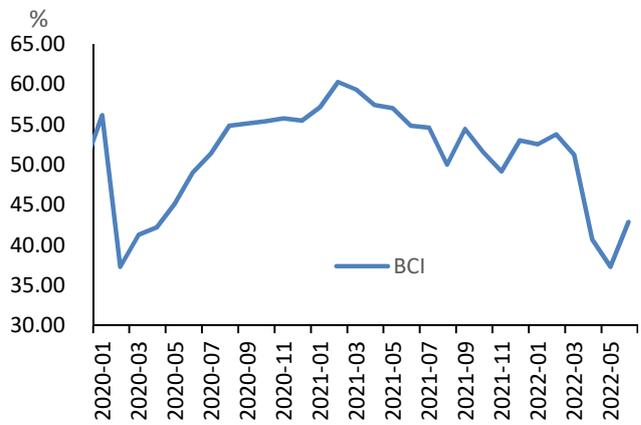
2021年以来，受疫情冲击和国际环境复杂性、不确定性上升影响，叠加平台严监管、反垄断等宏观政策调整的非预期冲击，微观主体信心受到一定程度的扰动。去年年底，中央经济工作会议提出中国经济面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力。今年以来，受新冠疫情反复和俄乌冲突影响，国内经济下行压力进一步加大，三重压力进一步凸显，预期出现进一步走弱。这具体体现在多个方面：中采 PMI、财新 PMI 3-5 月持续维持在景气线之下；企业融资、投资动力低迷，地产投资和民间投资持续走弱；居民消费疲弱，等等。6 月以来，虽然受疫情防控好转带动，这一情况略有改善，中采 PMI、财新 PMI 已经回升到就景气线之上，预期环比改善。但多项宏观经济数据显示当前预期依然偏弱：分不同规模企业 PMI 来看，小型企业 PMI 今年以来持续处于收缩区间；6 月 BCI 为 42.9，虽比 5 月份的 37.3 有一定幅度的反弹，但仍大幅低于分水岭（50 为指数的分水岭，以上为乐观，以下为悲观），这说明当前企业家信心仍处于较低水平，制约投资尤其是民间投资的修复。与此同时，就业压力较大的情况下居民消费信心仍未完全恢复，后续仍需关注预期偏弱对经济修复的制约。

图 22：小型企业 PMI 持续位于景气线之下



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 23：BCI 指数虽有回升但仍处于低位

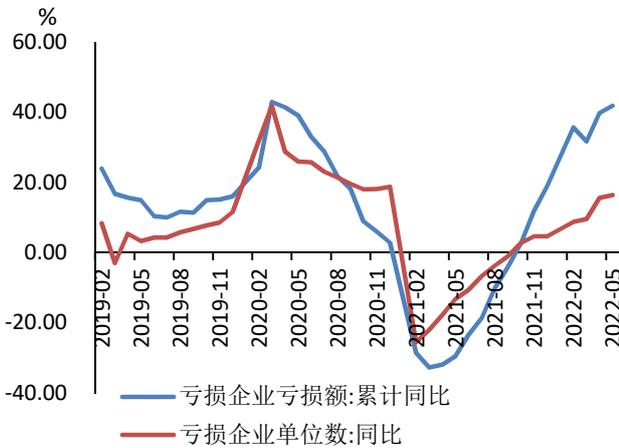


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

#### （四）微观主体面临多重困难，市场活力仍有不足

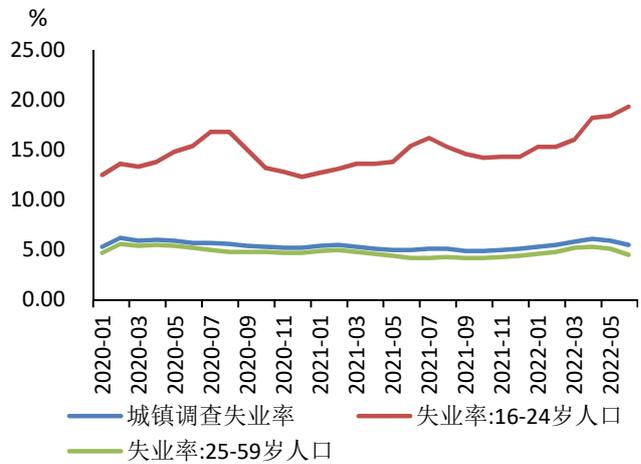
经历了两年多的疫情冲击，当前企业和居民部门面临的困难较 2020 年已经明显加大。从企业来看，2020 年下半年至 2021 年的经济修复呈现出明显的“宏观数据强反弹、微观主体弱修复”的特点，在终端需求偏弱的情况下，企业部门的生产经营始终处于较为疲弱的情况，今年以来疫情的再度爆发进一步加剧了企业尤其是中小企业面临的风险和压力，淘宝-天猫受访企业营收数据显示，今年一季度营收下滑的企业主体占比达到 72.4%，创 2020 年三季度以来新高；与此同时，今年以来，规模以上工业企业亏损家数、亏损额同比居高不下，均说明了企业主体所面临的困境有所加大。居民部门同样面临较大的困难，6 月全国调查失业率虽然从上月的 5.9% 回落至 5.5%，但 16 至 24 岁年龄段失业率进一步攀升，达到 19.3%，年轻群体失业率超过 2020 年的疫情暴发时点，且在互联网、教育、房地产等领域头部企业均大规模裁员的背景下，25-59 岁群体的就业质量或有所下降。在企业、居民等微观主体困难与市场活力不足之间存在明显的负向反馈关系：就业压力加大、就业质量下滑，导致居民部门收入难以有效增长，对未来预期较为悲观，消费动力不足，而消费不足又反过来拖累企业部门的生产经营，市场活力进一步下滑，并再次对居民就业和收入增长产生制约。

图 24：亏损企业家数和亏损额同比居高不下



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 25：中青年群体就业压力突出



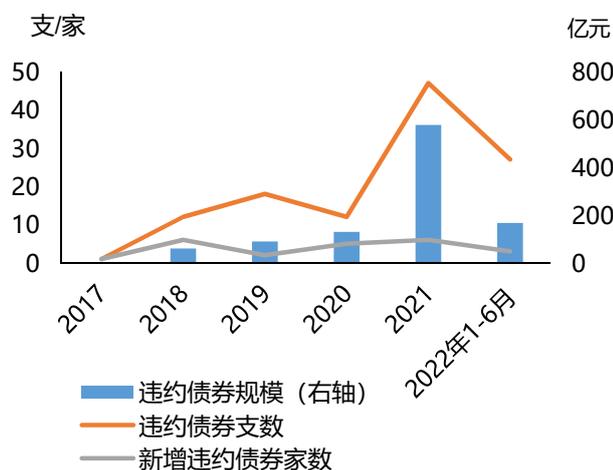
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

## （五）宏观债务压力持续存在，地产等重点领域风险持续暴露

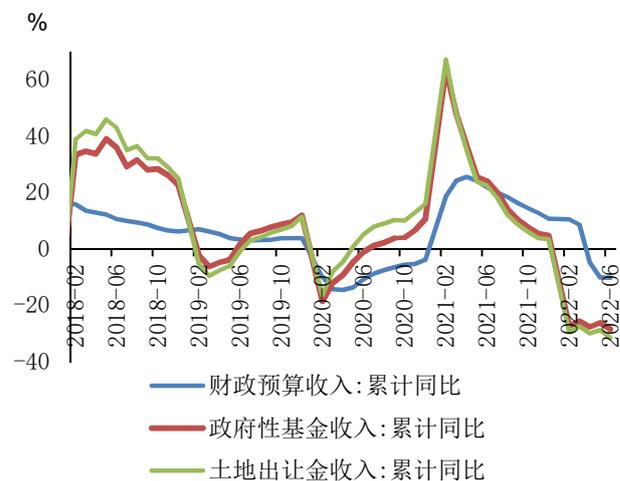
据我们测算，截至 2022 年 5 月底，我国非金融部门总债务达到 289 万亿元，总杠杆率为 288%，债务压力依然是经济运行的长期风险，且下半年在宽货币、宽信用背景下，宏观杠杆率有进一步上升的压力。巨额的债务压力不仅使得我国宏观政策面临稳增长、防风险的双重压力，在当前的经济下行期，房地产等重点领域的债务风险持续暴露，对金融系统的平稳运行及市场预期都带来了负面影响。具体来看，今年以来，虽然“因城施策”下不少城市的房地产调控政策出现边际放松，但在居民收入增长受限、加杠杆动力不足，房地产市场依然处在低位运行态势，房地产企业现金流压力依然突出，地产企业债券违约依然处于高发态势，今年 1-6 月份，共有 27 只债券违约，较去年同期多增 5 只，违约规模达到 167 亿元<sup>1</sup>，地产债务风险仍处于持续爆发态势。近期以来，多地爆发“烂尾楼”购买人集体公告“断贷”事件，虽然从多家上市银行公布的涉及“烂尾”“断贷”风险的数据来看，相关风险贷款占居民按揭贷款的比重非常小，风险总体可控，但仍需关注“断贷”事件持续发酵导致出现“房地产市场下行预期——房地产价格大幅下跌——地产抵押品价值大幅缩水——商业银行风险扩大——金融体系风险”的传导。此外，随着地产市场调整的延续，全国政府性基金收入增速也将面临持续下滑的压力，地方财政收支压力加剧；地方财政实力的弱

<sup>1</sup> 违约规模较上年同期大幅回落 194 亿元，主要是去年同期华夏幸福相关债券违约规模较大导致基数较高所致。

化，将使得其对当地城投企业的支持能力弱化，一些债务风险比较大、区域经济财政实力比较弱、本身资质比较弱的平台公司信用风险暴露的压力或加大。

**图 26：房地产债券违约依然高发**


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

**图 27：土地出让收入明显下滑**


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

### 三、外部环境依然复杂严峻，宏观政策支撑经济“爬坡过坎”

今年外部政经环境对我国宏观经济运行总体是不利的，需要以我为主提供稳增长的政策环境支撑引导经济再次修复。从外部经济环境看，下半年海外政经格局持续变动，中美大国博弈趋势未改，欧美宏观政策转向收缩也带来外部市场的收缩压力。从内部政策环境看，货币政策稳字当头、稳中求进，财政政策以宽松为基调且仍有足够的增量政策空间，政策呵护下下半年宏观增速有望实现显著修复至6%左右，全年增速或达4.4%左右。

#### （一）海外政经格局变动以及宏观政策转向带来外部空间收缩

俄乌冲突带来的连锁反应正在持续，中美大国博弈深入趋势未改。2月俄乌军事冲突已然深刻改变了国际政经格局，北约阵营进一步扩大，德国、日本开始引领谋求新一轮军事扩张，西方与非西方的对立进一步加剧不仅带来地缘政治不稳，同样也带来了全球化发展出现逆流，并直接带来全球粮食危机与能源供应危机。与此同时，中美大国博弈延续，美方正在寻求通过“亚太经济框架”（IPEF）和“全球基础设施伙伴关系”以对抗取代中国提出的“区域全面经济伙伴关系协定”（RCEP）和“一带一路倡议”。欧美宏观政策收缩对全球经济形成下行压力。欧美经济滞涨风险加大在出

口、汇率、投资以及资本流动等多个方面对我国经济运行形成扰动，并总体体现为我国经济的外部需求收缩，下半年经济运行的外部环境不稳定性不确定性提高。

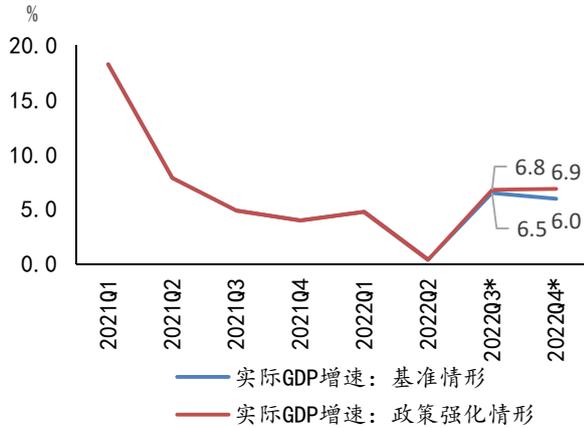
## （二）宏观政策以稳增长为主线，风险防范依然是底线

货币政策稳字当头，稳中求进。央行二季度例会除继续强调发挥发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能之外，还突出强调结构性货币政策工具要积极做好“加法”，下半年主要以结构性政策工具配合金融政策与财政政策，引导银行让利降低贷款利率，刺激需求，推动淤积的流动性流向实体。虽不排除总量货币政策的操作可能，但流动性充裕背景下总量货币政策的必要性及有效性或打折扣。财政政策以积极为基调，但重点或转向支出端。上半年存量留抵退税梯次性集中退还基本完成，下半年或以加大支出特别是专项债的使用为重点，包括调整固投资项目资本金比例、扩大专项债使用范围、放松专项债作为资本金的投向限制等。风险防范依然是政策底线，不会放松控制及化解地方隐性债务的约束。同时，不排除发行特别国债、提前下发明年专项债额度的可能。

## （三）宏观经济再次修复，基准情形下全年增速或为 4.4 左右

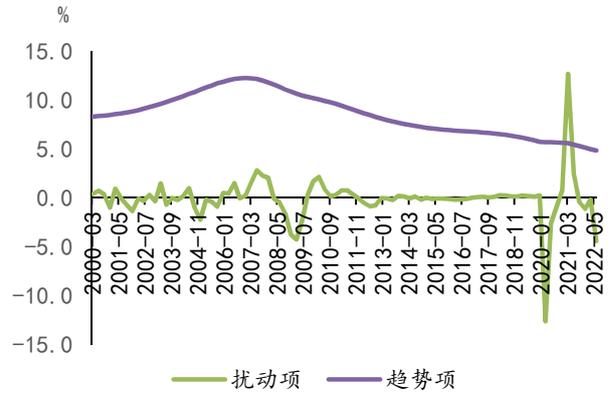
政策效应或加快显现，下半年宏观经济将结构性修复。随着疫情冲击的逐步缓解以及政策效应显现，5 月份主要经济指标降幅收窄，6 月份经济指标多数企稳回升，6 至 8 月专项债集中落地，或推动政策效应加快显现，总体经济复苏呈现非对称“W”型恢复态势。基准情形下全年增速或为 4.4%左右，增量政策的出台或有望拉升 GDP 增速至 4.8%以上。考虑到政策效应显现节奏，利用趋势分解法估算基准情形下三、四季度的 GDP 增速分别为 6.5%、6.0%，全年增速约为 4.4%左右。此外，若政策效果显现不及预期或疫情再有反弹，不排除下半年实施发行特别国债及提前发行专项债的增量政策。若采取增发加续发模式发行特别国债，约有 2 万亿左右特别国债发行，同时也可以第四季度考虑适度提前发行 2023 年专项债，提前释放政策效果。

图 28：全年 GDP 增速或为 4.4% 左右



： Wind, 中诚信国际整理

图 29：趋势分解法分解 GDP 增速



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

## 四、大类资产表现分化，配置重点转向权益

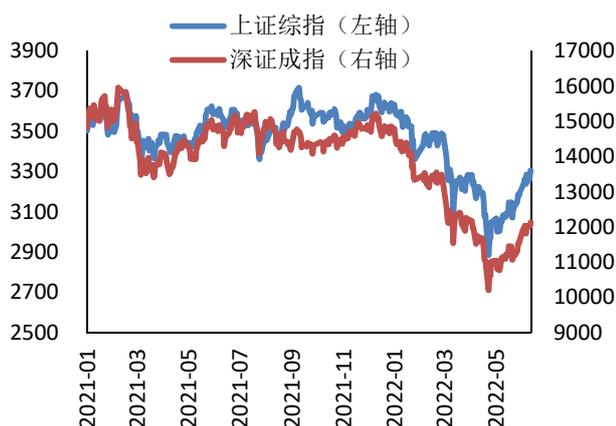
上半年，各类资产表现分化，大宗商品整体上涨，债券市场区间波动，股票市场虽在4月底止跌转涨但整体跌幅仍较高；收益排序为大宗商品>债券>股票。展望经济基本面大概率呈边际修复态势，叠加A股估值仍处于较低水平，股票市场或呈震荡上行走势，政策支持的基础产业链以及受益于疫后修复的消费板块表现或相对较好；债市收益率中枢或较上半年上行，但上行幅度或有限；大宗商品在美联储持续加息以及全球经济衰退预期升温下，或面临一定的下行压力。因此，我们认为，下半年资产配置重点转向权益，并视国内经济修复节奏调整股债配置比例。

### （一）大类资产回顾：大宗商品波动上涨，股票市场呈V型走势

上半年，各类资产表现分化，大宗商品整体上涨，债券市场区间波动，股票市场虽在4月底止跌转涨但整体跌幅仍较高；上半年资产收益排序为大宗商品>债券>股票。分类别看，股票市场整体呈先跌后涨的V型走势，4月底达上半年低点；伴随疫情逐步好转、稳增长政策持续发力，市场情绪有所回暖，5-6月股票市场波动上行。上半年上证综指、深证成指和创业板指均有所下跌，跌幅分别为6.6%、13.2%、15.4%。从资金流动看，在美联储加息、俄乌冲突爆发、海外监管政策趋严等因素影响下，一季度北向资金整体呈净流出状态，净流出额为243.29亿元；二季度悲观情绪有所缓解，外资持续热情上升，北向资金净流入额为976.27亿元，其中6月净流入额约为

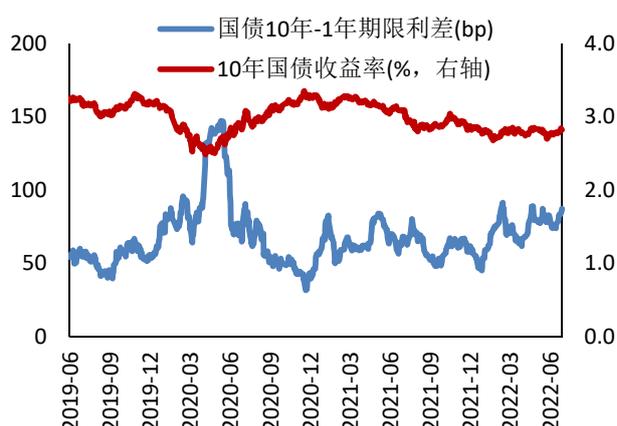
730 亿元，处于历史较高水平。债市收益率整体呈区间波动状态，10 年期国债收益率波动范围为[2.6751%，2.8502%]，中枢为 2.78%，较去年同期下行 39BP，其中二季度与一季度中枢基本持平。商品指数先涨后跌，上半年整体涨幅为 6.0%。其中一季度呈整体上行走势，受俄乌冲突等因素影响，原油等能源类商品涨幅较高；二季度在美联储加息进程加快、全球经济衰退预期升温等因素的影响下，商品指数有所回落、跌幅为 9.7%，煤焦钢矿、有色、非金属建材指数跌幅较高，均超 17%。从黄金看，受俄乌冲突爆发和美国通胀高企影响，一季度黄金价格表现强势，3 月初伦敦金价格一度升至 2050 美元/盎司，为 2020 年 9 月以来新高，随后受美联储加息等因素影响，黄金价格波动下行，截至 6 月 30 日伦敦金价格跌至 1807 美元/盎司。

图 30：股票市场价格走势



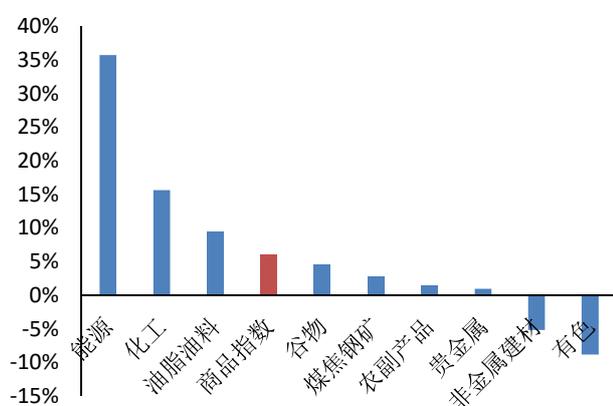
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 31：10 年期国债收益率走势



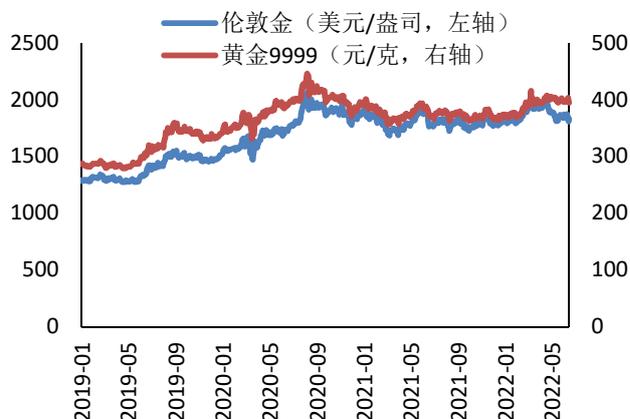
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 32：Wind 商品指数涨跌幅（上半年）



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 33：黄金价格走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

## （二）大类资产配置展望：大宗商品面临下行压力，股票市场机会仍存

海外流动性收紧以及衰退预期升温下大宗商品或面临下行压力，股票市场受益于国内经济边际修复表现或相对较好。从股票市场看，伴随疫情逐步好转以及经济基本面边际修复，市场情绪有所回暖，5月以来股票市场波动上涨，考虑到目前A股估值仍处于偏低位置，以及经济大概率呈非对称W型的复苏态势，下半年股票市场或呈现震荡上涨的特征，政策支持力度较大的基建产业链以及受益于疫后修复的消费板块表现或相对较好。从债券市场看，考虑到疫情常态化防控下较难出现4月时大规模停工停产的情况以及稳增长政策效果显现，经济基本面或较上半年边际好转，收益率中枢将有所上行，但受制于市场信心恢复不足、企业成本压力仍存等，经济修复或较缓，下半年收益率上行幅度或有限。信用债方面，今年以来信用风险趋缓，超预期信用事件发生的可能性较小，但考虑到微观主体修复存在差异，尾部发行人仍面临一定的再融资压力。从大宗商品看，6月美国CPI同比增长9.1%，创近41年峰值，海外通胀压力持续上升下，后续美联储加息力度或进一步加大，海外流动性或继续收紧；同时，IMF分别于4月和7月下调全球和美国经济增长预期，海外经济衰退预期升温，后续大宗商品需求端或将萎缩，在此背景下，大宗商品价格或面临一定的下行压力；但考虑到下半年国内经济大概率呈边际修复态势，部分商品价格或存在阶段性上行的可能，受国内定价影响较多的商品表现或相对较好。从黄金看，下半年走势或取决于美联储货币政策及全球经济预期：一方面，今年美联储加息节奏较快，海外主要经济体货币政策持续收紧下，黄金价格或承压；另一个方面，全球经济衰退预期升温，避险性情绪上升下，利好黄金价格走势，多空因素影响下后续黄金或呈区间震荡走势。整体而言，在下半年经济基本面大概率呈边际修复态势的背景下，估值仍处于较低水平的股票市场或呈震荡上行走势，政策支持的基建产业链以及受益于疫后修复的消费板块表现或相对较好；债市收益率中枢或较上半年上行，但上行幅度或有限；大宗商品在美联储持续加息以及全球经济衰退预期升温下，或面临一定的下行压力。因此，我们认为，下半年资产配置重点转向权益，并视国内经济修复节奏调整股债配置比例。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
地址：北京市东城区朝阳门内大街  
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼  
邮编：100020  
电话：（86010）66428877  
传真：（86010）66426100  
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT  
RATINGCO.,LTD  
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,  
No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,  
Dongchengdistrict, Beijing, 100020  
TEL: ( 86010 ) 66428877  
FAX: ( 86010 ) 66426100  
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>