

## 长夜欲晓

大疫三年，俯仰之间已成过去，然而，世事变迁、逻辑演绎怎会是简单的周期往复。站在当下，内外周期错位、预期浮动，市场犹如长夜待晓之时，曙光若现。

■ **混沌时代？外围环境的稳定性依然偏差；中国市场机遇与风险同在**  
大疫三年，对微观生态的重塑，导致全球格局更不稳定、更容易陷入滞胀。年初以来，伴随疫苗加快普及等，疫情对全球经济的影响逐步减弱，但疫情期间对微观生态重塑的影响在“长期化”。诸如，“疫后创伤”对就业意愿的压制，加剧薪资通胀的螺旋式上升；传统行业被动经历的“供给侧改革”，导致了进一步的产能去化。凡此种种，导致全球格局相比疫情前更不稳定、更容易陷入滞胀。

短期的麻烦事，通胀已成主要经济体影响社会稳定最核心的宏观变量；“赶作业”式的政策正常化，又导致中长期“硬着陆”的风险上升。全球大通胀，已经在严重“蚕食”居民实际购买力及消费信心。以美国为例，持续的高通胀下消费信心指数已跌至近 10 年绝对低点。“慢了一拍”的美联储，为维护政策公信力仍会持续维持高强度的收紧节奏，进而又导致中长期经济“硬着陆”风险的上升。

■ **大疫三年：国内二次“探底”已然完成，经济的不确定性下降**

年初以来，两大经济引擎明显减速，让市场对经济内生动能心存忧虑；微观结构的破坏、资产负债表衰退的担忧，让大家信心普遍不足。过去一段时期，不少企业持续处于非正常经营状态，上游成本上升又对其利润形成挤占；奥密克戎出现后，由于过高的传染性，人员和物资流通速度进一步压低，加之教育等部分行业的快速降温、居民失业率的不断攀升等，导致微观资产负债表衰退的担忧升温。

5 月以来，稳增长“加力”开始，继续加“水”加“面”，全方位破局；破局关键，还在激励机制重建，打破“负向反馈”、形成“正向循环”。5 月中旬以来，以 5 年 LPR 超预期下调为代表，稳增长措施密集落地，新一轮“加力”已开始；加“水”同时，扩投资、促消费等加“面”措施也在发力。托底政策之外，破局关键还在激励机制的重建，如此方可真正化解风险、亦可释放改革红利。

■ **长夜破晓：“资产荒”下的资产，战略看多、战术灵活**

眼下宏观环境，可类比 2018 年三季度；A 股已处熊市尾端，债市长牛仍在、短期或面临调整压力释放；汇率小贬不必过虑，能源等部分商品易涨难跌。地缘冲突、疫情反复、经济担忧等的接连冲击下，对冲政策已加快推进落地。国内权益资产性价比凸显，待内外部不确定性进一步明朗化，后市可期。债市长牛逻辑延续，短期需关注经济见底恢复、通胀预期升温、美债长端利率高企等阶段干扰。

宏观逻辑再思考，寻找“结构性”亮点：（1）稳增长“加力”方向，基建类项目以水利、交通、城市更新、产业园区等为主，产业类项目以新能源、新材料、人工智能等为代表，促消费侧重耐用品、场景修复等；（2）能源通胀第二波，供给受限、需求改善带动相应链条景气改善，年中是重要观察期；（3）出口结构“亮点”，与东南亚形成互补的，及内外价差较大、出口竞争优势突出的部分行业。

风险提示：俄乌战争影响、持续时长超预期；疫情反复，稳增长效果不及预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001  
yang\_fei@gjzq.com.cn

曹金丘 联系人  
caojinqiu@gjzq.com.cn

李欣越 联系人  
caojinqiu@gjzq.com.cn

## 内容目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 一、 外围混沌阶段，中国市场机遇与风险同在.....       | 4  |
| （一）大疫三年，看得见的和看不见的生态“破坏”.....     | 4  |
| （二）外围环境的稳定性依然较差，中国资产风险机遇同在 ..... | 5  |
| 二、 国内疫情冲刷的过去，与经济不确定性的下降.....     | 8  |
| （一）疫情影响深远，资产负债表衰退的担忧抬升 .....     | 8  |
| （二）一揽子政策加快推进，多角度破局 .....         | 11 |
| 三、 长夜破晓：复杂体系下的“确定性”机会.....       | 13 |
| （一）“资产荒”下的资产配置，战略看多、战术灵活 .....   | 13 |
| （二）宏观逻辑思考，寻找“结构”亮点.....          | 16 |
| 风险提示： .....                      | 19 |

## 图表目录

|                                                   |    |
|---------------------------------------------------|----|
| 图表 1：主要发达经济体基本上完成加强针的普及.....                      | 4  |
| 图表 2：部分经济体已陆续完全放开防疫措施.....                        | 4  |
| 图表 3：主要经济体居家办公行为有可能“长期化”.....                     | 4  |
| 图表 4：疫后心理创伤对就业意愿的压制或“长期化”.....                    | 5  |
| 图表 5：美国低收入居民工资增速更高.....                           | 5  |
| 图表 6：疫后全球大通胀持续演绎中.....                            | 5  |
| 图表 7：大宗商品价格的涨幅、增速远超以往.....                        | 5  |
| 图表 8：工资通胀容易向其他成本传导、推升整体通胀.....                    | 6  |
| 图表 9：通胀已开始“蚕食”居民实际购买力.....                        | 6  |
| 图表 10：美联储在半年内始终咬定通胀是“暂时的”，货币政策正常化滞后，严重透支公信力 ..... | 6  |
| 图表 11：沃克尔打压通胀，付出了经济“硬着陆”代价.....                   | 7  |
| 图表 12：美国货币市场流动性异常宽松.....                          | 7  |
| 图表 13：当下，铜油比趋近历史低位.....                           | 7  |
| 图表 14：近期，股市调整的同时，金价也在下跌。 .....                    | 7  |
| 图表 15：2010 年以来主要国家股指估值水平与分位数.....                 | 8  |
| 图表 16：中国新冠肺炎感染率与死亡率均低于美国.....                     | 8  |
| 图表 17：商圈客流量大多未回到正常水平.....                         | 8  |
| 图表 18：物流情况尚未恢复到 2021 年同期水平.....                   | 9  |
| 图表 19：疫后消费迟迟未恢复到疫情前.....                          | 9  |
| 图表 20：地产投资和商品房销售双双大幅下滑.....                       | 9  |
| 图表 21：出口高位回落，新出口订单也趋势性下滑.....                     | 9  |
| 图表 22：服务业景气尚未恢复，小企业景气持续下滑.....                    | 10 |
| 图表 23：上游原材料价格高企，持续挤压中下游利润.....                    | 10 |

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图表 24: 年轻人失业率创历史新高.....                | 10 |
| 图表 25: 2022 年高校毕业生人数创历史新高.....         | 10 |
| 图表 26: 2022 年 4 月, 亏损企业亏损额增长超 40%..... | 11 |
| 图表 27: 亏损企业增多、生产采购需求大幅收缩.....          | 11 |
| 图表 28: 近期 5 年 LPR 下降.....              | 11 |
| 图表 29: 票据转贴利率持续低位, 或指向信贷低迷.....        | 11 |
| 图表 30: 近期, 一揽子“稳增长”政策加快推进.....         | 12 |
| 图表 31: 财政付息支出比例逐年抬升.....               | 12 |
| 图表 32: 部分地区专项债付息压力相对较大.....            | 12 |
| 图表 33: 服务业从业情况从去年下半年已开始恶化.....         | 13 |
| 图表 34: 部分城市地铁客流量远未回到疫情前.....           | 13 |
| 图表 35: 去年底以来, “资产荒”现象加快凸显.....         | 13 |
| 图表 36: 去年底以来, 中低评级城投债信用利差收窄.....       | 13 |
| 图表 37: A 股市场股权风险溢价 (ERP) 走势.....       | 14 |
| 图表 38: 中美利差与整车货运流量走势.....              | 14 |
| 图表 39: 俄乌冲突后, 美欧经济由收敛再度转向分化.....       | 15 |
| 图表 40: 2019 年以来, 大量外汇在民间积累.....        | 15 |
| 图表 41: 2015 年以来, 外汇向居民、企业部门转移.....     | 15 |
| 图表 42: “811”汇改后, 央行较少动用外储干预贬值.....     | 15 |
| 图表 43: 美国货币政策正常化中的 VIX 指数与金价.....      | 16 |
| 图表 44: 全球主要央行持有黄金的原因.....              | 16 |
| 图表 45: 专项债支持的新项目增多.....                | 16 |
| 图表 46: 2022 年专项债投向基建比例上升.....          | 16 |
| 图表 47: 2022 年重大产业项目占比较高.....           | 17 |
| 图表 48: 产业类重大项目注重培育新动能.....             | 17 |
| 图表 49: 印度成为俄罗斯原油出口的重要“中转站”.....        | 17 |
| 图表 50: 美国近期释放了大量原油库存 (含 SPR).....      | 17 |
| 图表 51: 出行旺季的到来, 全球原油需求有望得到修复.....      | 18 |
| 图表 52: 欧洲能源高度依赖俄罗斯进口.....              | 18 |
| 图表 53: 中国对东盟出口韧性相对较强.....              | 18 |
| 图表 54: 中越出口中, 互补产品明显多于竞争产品.....        | 18 |
| 图表 55: 2021 年下半年以来, 欧洲电价快速大幅抬升.....    | 19 |
| 图表 56: 具备成本优势的产品出口增速高于在总出口.....        | 19 |

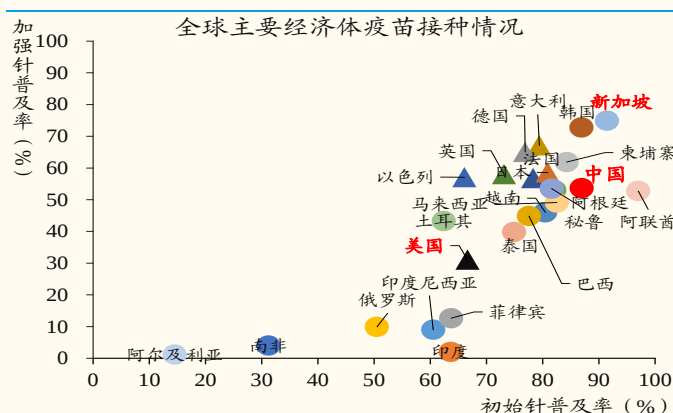
大疫三年，俯仰间已成过去，然而，世事变迁、逻辑演绎怎会是简单的周期往复。站在当下，内外周期错位、预期浮动，市场犹如长夜待晓之时，曙光若现。

## 一、 外围混沌阶段，中国市场机遇与风险同在

### （一）大疫三年，看得见的和看不见的生态“破坏”

2022 年初以来，伴随着疫苗加快普及等，疫情对全球经济的影响逐步减弱。截至 5 月底，全球超 6 成人群已完全接种，其中大部分发达经济体基本完成加强针的普及，大多数新兴经济体即将完成基础免疫针的注射。加之新冠药物的面市、病毒毒株的演变等，疫情对全球经济的影响加快“退潮”。年初以来，部分疫苗接种率较高的欧美经济体，开始陆续调整防疫措施，以英国、欧盟等为典型代表；4 月以来亚洲区的主要生产型经济体也开始逐步放开。

图表 1：主要发达经济体基本上完成加强针的普及



来源：Our world in data、国金证券研究所

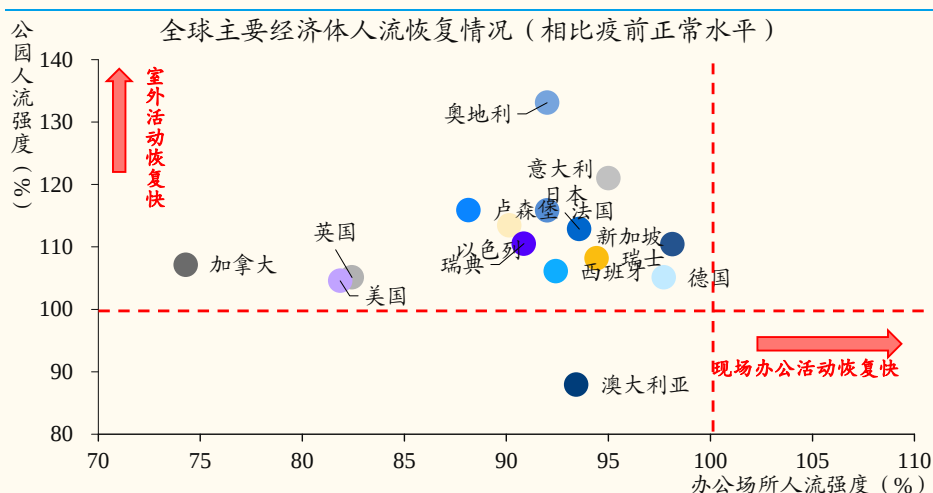
图表 2：部分经济体已陆续完全放开防疫措施

| 地区 | 时间   | 国家   | 防疫措施放松政策                         |
|----|------|------|----------------------------------|
| 欧洲 | 2/1  | 丹麦   | 取消全部防疫限制措施                       |
|    | 2/21 | 英国   | 发布“与新冠共存”新计划，解除所有现行新冠限制措施        |
|    | 5/17 | 欧盟   | 取消所有防疫限制措施和航空防疫管制                |
|    | 5/17 | 法国   | 公共场所全面开放，仅部分医院保留基本防疫管制           |
|    | 5/17 | 德国   | 公共场所全面开放，仅部分医院保留基本防疫管制           |
| 北美 | 2/9  | 美国   | 多州陆续取消强制佩戴口罩，以及入境隔离规定            |
|    | 4/25 | 加拿大  | 持疫苗接种完成证明或阴性检测证明，即可自由活动          |
|    | 3/14 | 日本   | 放松入境限制，单日入境人数上限从 5000 人增至 7000 人 |
|    | 3/27 | 印度   | 持疫苗接种完成证明以及阴性检测证明，即可自由活动         |
| 亚洲 | 4/1  | 马来西亚 | 持疫苗接种完成证明，入境后进行核酸检测阴性，即可自由活动     |
|    | 4/1  | 菲律宾  | 持疫苗接种完成证明以及阴性检测证明，即可自由活动         |
|    | 4/26 | 新加坡  | 持疫苗接种完成证明或阴性检测证明，即可自由活动          |
|    | 5/1  | 泰国   | 持疫苗接种完成证明，入境后进行快筛检测阴性，即可自由活动     |
|    | 5/15 | 缅甸   | 持疫苗接种完成证明以及阴性检测证明，即可自由活动         |
|    | 5/15 | 越南   | 入境无需提供证明，境内需遵守防疫规定               |
|    | 5/18 | 印尼   | 持疫苗接种完成证明，即可自由活动                 |

来源：BBC、国金证券研究所

然而，大疫三年对社会经济活动产生深远影响，从疫后修复情况来看，部分影响或是“长期化”的。我们以公园人流来刻画线下活动的修复情况，以办公场所人流强度来刻画现场办公率，会发现截至 5 月，大部分发达经济体线下活动已修复至疫情前甚至更高水平，但现场办公率大致在疫情前 90% 上下，英美等经济体甚至只有 80% 左右。疫情，改变了大家的工作生活习惯。

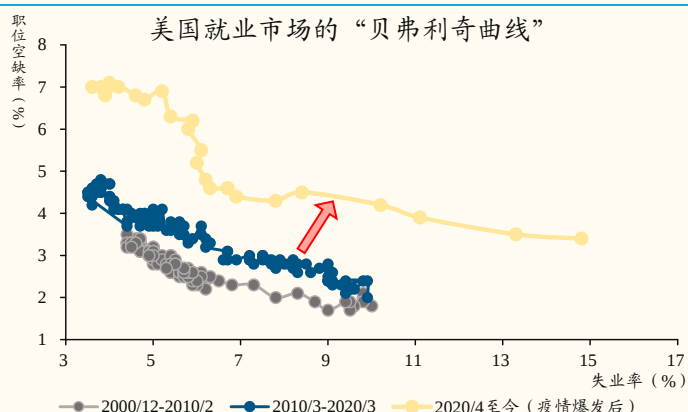
图表 3：主要经济体居家办公行为有可能“长期化”



来源：Google Mobility Index、国金证券研究所

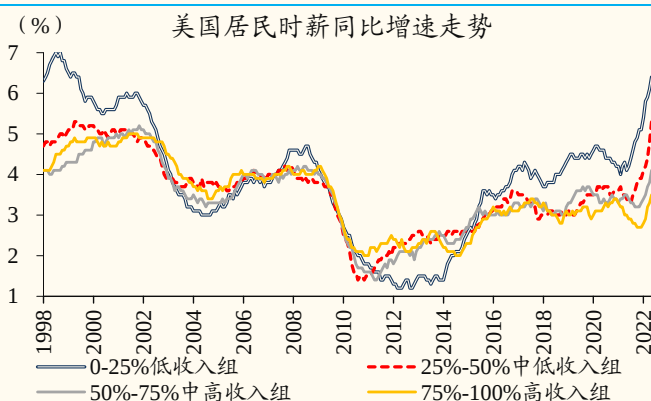
与此同时，疫情对微观生态的重塑，影响也将是“长期化”的，例如“疫后创伤”对就业意愿的压制，加剧薪资通胀的螺旋式上升。疫情对产业生态、就业生态的影响深远。部分传统行业过去十余年普遍存在资本开支不足的问题，疫情期间进一步产能去化。疫情期间的心理创伤对就业意愿的影响，在加大劳动力市场供需矛盾。如美国有超过 300 万老人选择提前退休等；就业市场高度紧张的背景下，3 月美国非农部门平均时薪同比增速达到 5.6%，创下 07 年以来新高，4、5 月继续维持在 5% 以上的高位，其中低收入群体薪资增速最快。

图表 4：疫后心理创伤对就业意愿的压制或“长期化”



来源：Wind、国金证券研究所

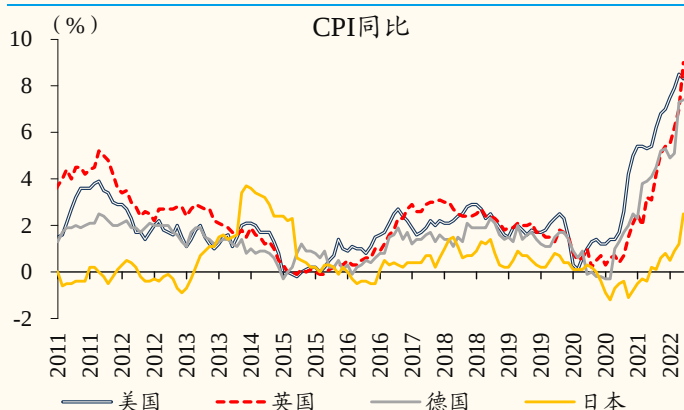
图表 5：美国低收入居民工资增速更高



来源：Wind、国金证券研究所

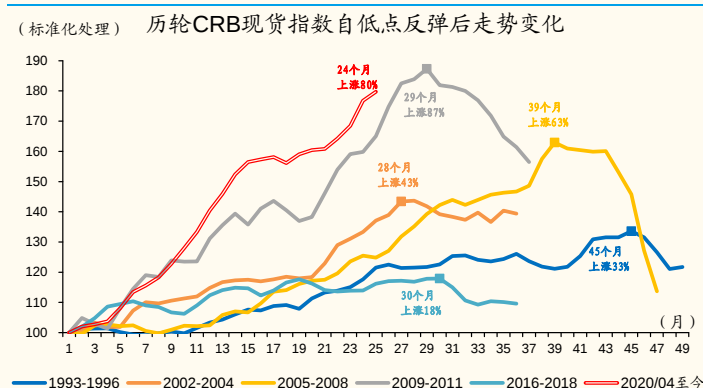
全球大通胀，50 年大轮回，抑或更长周期的往复？疫情期间，超大力度的财政货币双宽松，带来经济快速修复的同时，通胀突如其来，席卷全球。美欧主要经济体 CPI 通胀率纷纷达到 8% 左右甚至更高，且势头尚未出现放缓趋势，整轮过程无论攀升的速度、幅度等，越发与 1970 年代相近。供给端驱动为主的形成机制、能源与粮食危机、公平主义的大历史回归等，似乎都在警示，我们需要认真审视本轮通胀与过往几轮的不同。

图表 6：疫后全球大通胀持续演绎中



来源：Wind、国金证券研究所

图表 7：大宗商品价格的涨幅、增速远超以往



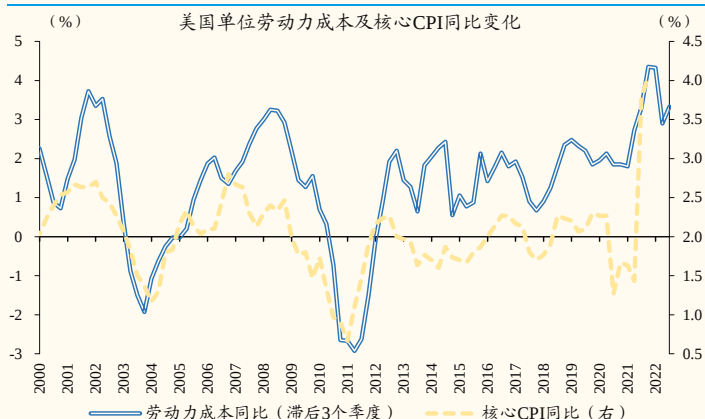
来源：Wind、国金证券研究所

## (二) 外围环境的稳定性依然较差，中国资产风险机遇同在

短期的麻烦事，工资增速严重跑不过物价，导致实际“购买能力”大幅缩水，对于部分欧美经济体而言，通胀已成为影响社会稳定最重要的宏观变量。供给需求混合驱动下，全球 CPI 通胀率快速推升，已经在严重“蚕食”居民购买力及消费信心。以美国为例，劳动供需紧张使得名义收入增速持续高位，4

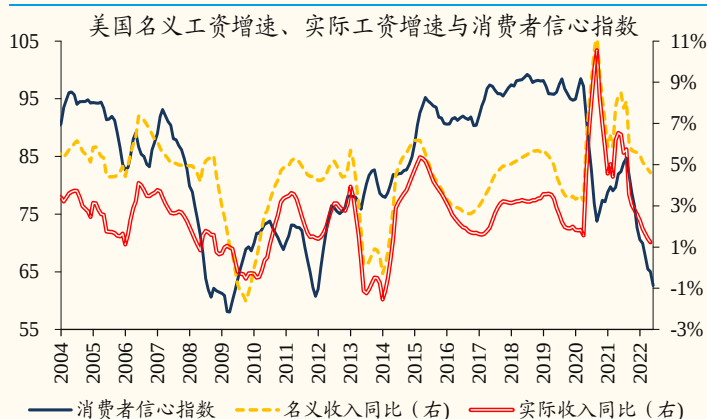
月同比增长 4.5%<sup>1</sup>。然而剔除通胀因素后，美国实际收入增速已经下滑至 1%。高通胀对实际购买力的蚕食，使得近几个月密歇根大学消费信心指数已跌至近 10 年的绝对低点。

图表 8：工资通胀容易向其他成本传导，推升整体通胀



来源：Wind、国金证券研究所

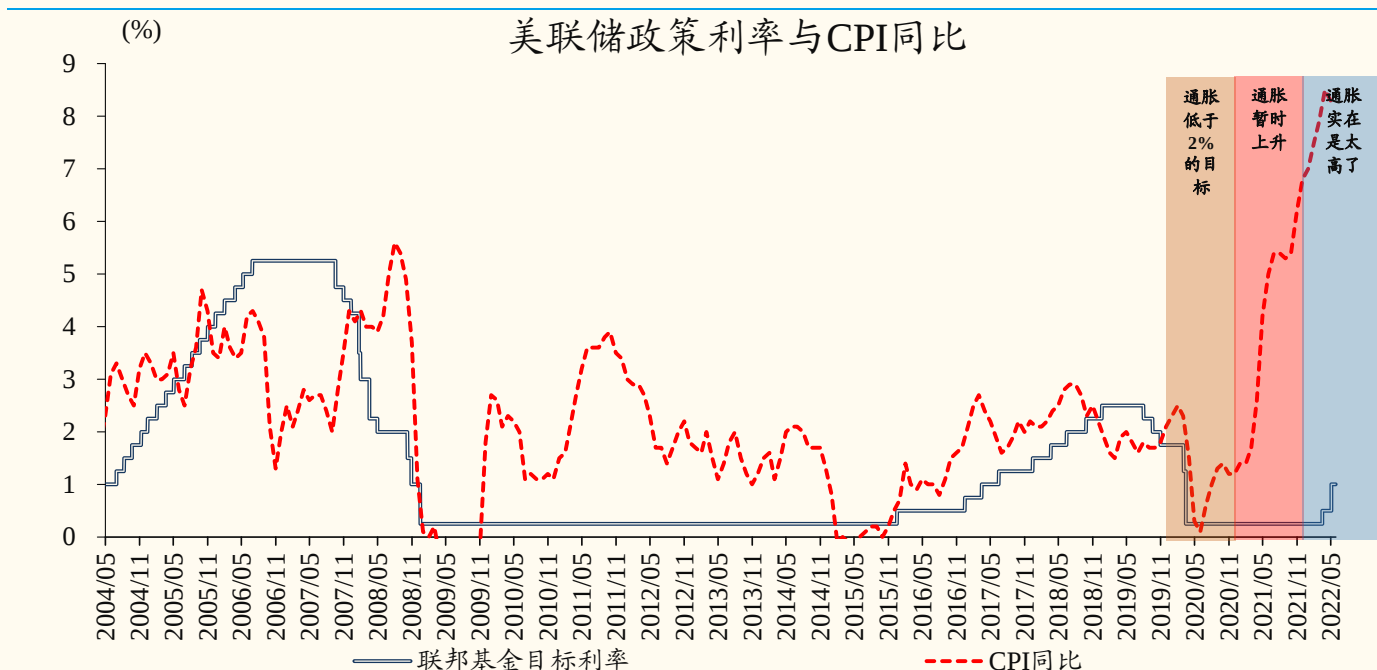
图表 9：通胀已开始“蚕食”居民实际购买力



来源：Wind、国金证券研究所

持续的高通胀、慢了一拍的美联储应对，导致未来一段时期“赶作业”式政策正常化，依然需要保持较高强度，以维护政策公信力。疫情打乱了政策节奏，2021 年 4 月美国 CPI 通胀率破 4% 之后继续攀升，美联储却在随后的半年内始终咬定通胀是“暂时的”、维持宽松立场不变，而眼下美国 CPI 通胀率已连续 2 月位于 8% 以上，持续超预期。政策应对滞缓，已严重透支其公信力。

图表 10：美联储在半年内始终咬定通胀是“暂时的”，货币政策正常化滞后，严重透支公信力

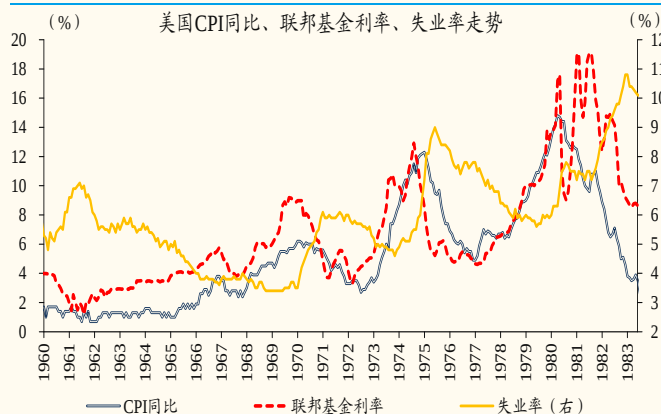


来源：Wind、国金证券研究所

<sup>1</sup> 这里的名义收入、实际收入，均使用的是美国经济分析局公布的可支配收入数据。

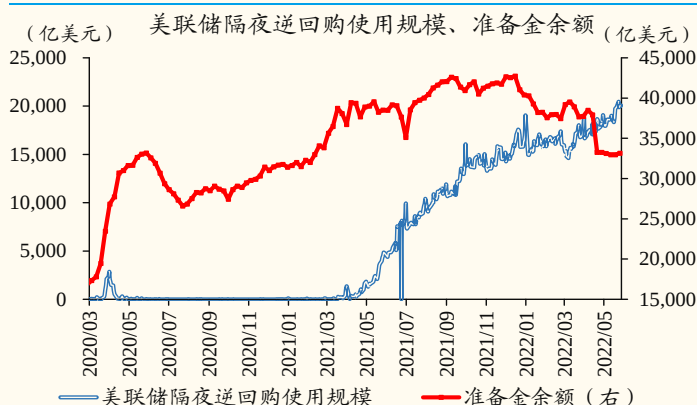
“赶作业”式的政策正常化，导致经济“硬着陆”的风险反倒上升；市场信号，似乎也开始提示海外潜在的不稳定因素。财政货币双宽松的背景下，2021 年美联储逆回购规模不断攀升，近期继续抬升至 2 万亿美元以上，反映金融机构资金富裕，或找不到更具吸引力的资产可配。铜油比已趋近历史低位<sup>2</sup>，该指标在前三次经济危机出现前都完美提示了风险。风险资产大跌的同时，避险资产黄金价格同时下跌，历史经验来看，也不是好的信号，值得进一步跟踪。

图表 11：沃克尔打压通胀，付出了经济“硬着陆”代价



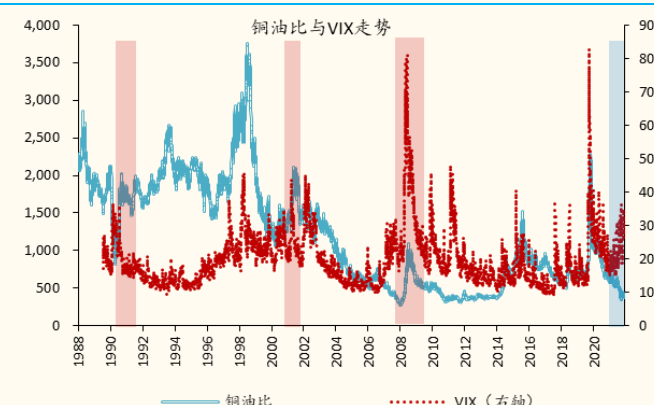
来源：Wind、国金证券研究所

图表 12：美国货币市场流动性异常宽松



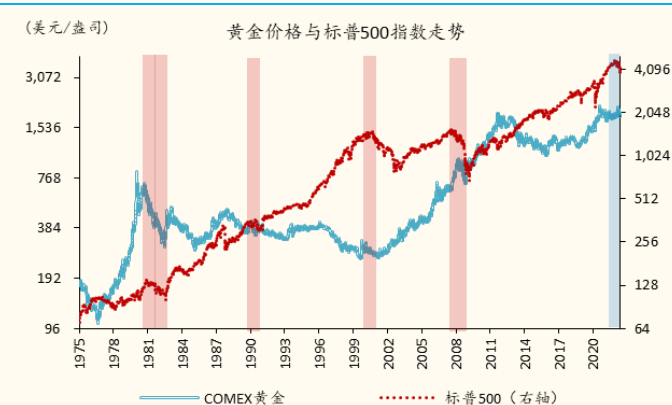
来源：Wind、国金证券研究所

图表 13：当下，铜油比趋近历史低位



来源：Wind、国金证券研究所

图表 14：近期，股市调整的同时，金价也在下跌。

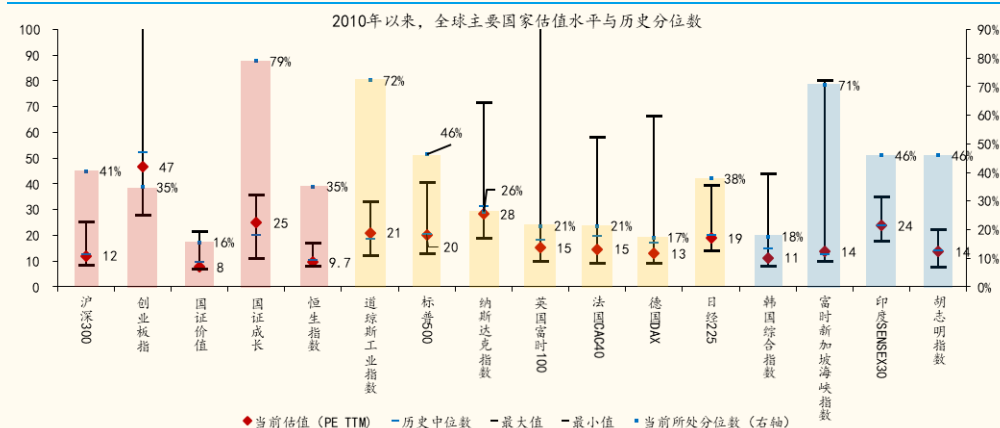


来源：Wind、国金证券研究所

周期错位的背景下，中国资产在外围的混沌期，或许会有更好的表现。欧美经济“滞胀”特征凸显、中长期“硬着陆”风险上升，而中国经济在 4 月中上旬完成二次“探底”、已进入逐步修复的通道。内外周期错位的同时，政策态度也大为不同，海外“收水”抗通胀，而国内货币环境维持宽松、对市场相对友好。加之，经过前期持续的调整，国内股市估值消化、性价比逐步凸显。

<sup>2</sup> 危机来临前，商品市场的反应往往更为灵敏。历史回溯，铜油比快速回落预测了 1990 年、2000 年和 2008 年三次危机，危机前，铜价率先反应全球需求放缓，而原油、股市则被乐观情绪继续推升。当下，铜油比趋近历史低位，或指向经济“硬着陆”风险的上升。

图表 15：2010 年以来主要国家股指估值水平与分位数



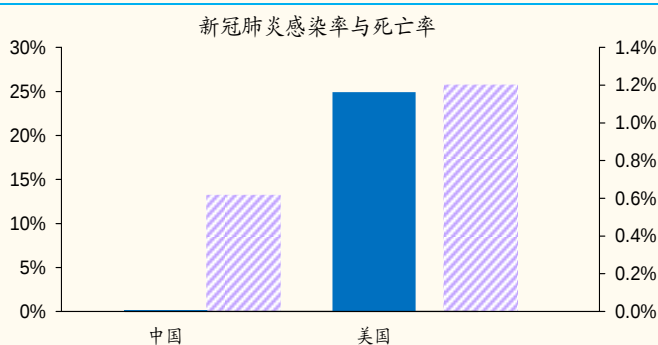
来源：Wind、国金证券研究所

## 二、国内疫情冲刷的过去，与经济不确定性的下降

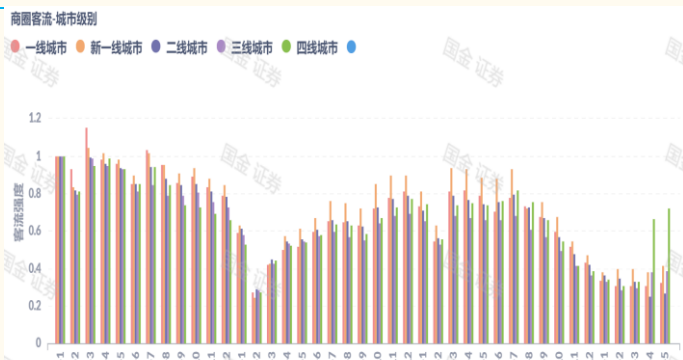
### （一）疫情影响深远，资产负债表衰退的担忧抬升

疫情防控，是一场严防死守的生命权之战；大疫三年，刻骨铭心。凭借严格的防控措施，国内将新冠肺炎病毒感染率控制在极低水平，截至 5 月底，累计感染率在 0.2% 以下，远低于美国的 24.9%；病死率约 0.6%，仅为美国一半，且大多为疫情初期发生。新毒株奥密克戎出现之后，由于过高的传染性，导致防控难度加大、防控综合成本上升。一方面，常态化核酸、隔离等直接成本增加；另一方面，人员、物资等流通减速，经济活动减速等间接成本大幅增加。

图表 16：中国新冠肺炎感染率与死亡率均低于美国



图表 17：商圈客流量大多未回到正常水平



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_42667](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42667)

