

## 础润而雨

### ——2022年下半年宏观经济展望

2022年06月10日

- **经济总体：经济“V形”增长，下半年外部压力增加。**稳增长依然是主线，政策对经济产生较强呵护作用，随疫情好转，风险将由内部切向外外部。投资为主动能，消费修复偏慢，出口压力增加。
- **投资托举经济，基建为主要发力项，制造业驱动经济上行，房地产拐点仍需等待。**1) **房地产：**政策持续宽松，拿地、销售等领先指标尚未好转，预期在四季度边际改善。2) **基建：**稳增长的重中之重。资金支持和落地节奏加速，新基建仍有较大成长空间。3) **制造业：**中下游利润预期逐步转好，疫后生产者信心边际回暖，整体仍具韧性。
- **消费缓步增长，居民就业、收入、信心等方面仍有压力。**疫情仍是最大的干扰下，防控常态化或约束部分线下消费。政策发力提振消费，但居民信心的有效回暖，仍需等待居民就业、收入的好转。
- **海外需求动能转弱，出口驱动力放缓。**海外流动性收紧，欧美等经济下半年放缓，出口量价双降。短期国内出口仍有不可替代性，美国关税减免预期，以及人民币贬值，或提振部分出口制造企业竞争力。
- **CPI 升温，PPI 下行趋势偏慢，全面宽松政策受阻。**三季度 CPI 或破 3，下半年面临猪、粮共振影响，原油等涨价，非食品项传导压力增加。原油、粮食预期维持高位，人民币汇率贬值，输入性通胀带动下，PPI 回落斜率放缓。通胀和中美利差倒挂给政策利率工具调降带来限制。
- **政策：稳增长政策落地提速，货币配合财政宽松。**结构性工具仍是货币政策主要抓手，普惠、绿色、基建等信贷投放靠前发力，贷款利率预期持续调降。房地产政策宽松延续，围绕 LPR 的降息仍有空间，宽信用进程缓步推进。政策将集中于稳增长稳就业稳物价稳外贸等方面，财政支出、专项债发行、落地节奏加快。关注三季度推升经济的幅度，如果落地情况较好，四季度特别国债发行的可能性减小。
- **海外方面：大国博弈、政策周期错位下，海外对我国扰动加大。**全球高通胀持续性和幅度超出各国预期，美联储加息+缩表组合拳给经济带来“硬着陆”的风险，市场衰退交易前置，四季度加息节奏或逐步放缓。俄乌冲突的黑天鹅出现，给欧洲带来的经济压力最大。欧央行将开启加息，“负利率时代”或迎来终结，而欧洲四季度衰退风险增加。部分发展中国家面临经济、能源、粮食、债务危机等问题。
- **资产配置：1) 股票：**政策支持下经济逐步修复，市场信心回暖，成长板块有望迎来好转，关注高端制造+科技；随疫情逐步好转，把握消费复苏阶段的阶段性行情；2) **债券：**利率债趋于熊平，海外扰动增加，票息收益仍有一定性价比，关注超长债的配置价值；信用债仍具性价比，结构性资产荒现象或持续出现，城投债资质下沉操作需要谨慎；3) **商品：**原油、粮食高位波动，有色等进入牛市尾声；4) **汇率：**人民币兑美元中枢上移，阶段性波动风险仍存。
- **风险因素：**俄乌地缘政治冲突升级超出市场预期，美联储加息时点和幅度超预期，房地产风险扩散超预期。

分析师：徐飞

执业证书编号：S0270520010001

电话：021-60883488

邮箱：xufei@wlzq.com.cn

研究助理：于天旭

电话：17717422697

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

#### 相关研究

输入型通胀“锚定”PPI，CPI 相对温和疫情阶段性干扰，关注外需基本面  
财政保驾护航，关注后续政策落地

## 正文目录

<b>1 经济：经济增速前低后高，稳增长政策保驾护航</b> .....	<b>4</b>
1.1 投资托举经济，基建为主要发力项.....	4
1.1.1 房地产政策持续宽松，上行拐点仍需等待.....	4
1.1.2 基建为稳增长的主要手段，资金支持和落地节奏加速.....	6
1.1.3 制造业：经济上行驱动项，中下游利润预期逐步转好.....	7
1.2 外需趋向走弱，出口增速回落.....	8
1.3 消费缓步增长，修复依然受阻.....	9
1.4 就业压力增加，保市场主体政策发力.....	10
1.5 经济“V形”增长，下半年外部压力增加.....	11
<b>2 通胀：CPI 升温，PPI 下行趋势偏慢</b> .....	<b>11</b>
2.1 猪、粮共振下，CPI 阶段性破 3.....	11
2.2 PPI 回落受阻，输入性通胀掣肘加强.....	13
<b>3 稳增长政策落地提速，结构性工具仍是抓手</b> .....	<b>14</b>
3.1 货币政策：配合财政宽松，围绕 LPR 的降息仍有空间.....	14
3.2 财政政策：支出、落地节奏前置，宽松助力稳增长.....	15
<b>4 海外经济：海外政策转向收紧，通胀压力显著</b> .....	<b>17</b>
4.1 俄乌冲突的地缘政治“黑天鹅”，未来仍有一定扰动.....	17
4.2 美国加息缩表开启，经济“硬着陆”风险再增加.....	17
4.2.1 美联储加息+缩表政策下，衰退交易前置.....	17
4.2.2 劳动参与率尚未修复，经济为下半年紧缩的主要掣肘因素.....	18
4.3 欧洲通胀压力高于美国，欧央行下半年开启加息.....	19
4.4 新兴市场压力上行，被动进入加息通道.....	20
4.5 大国博弈、政策周期错位下，海外对我国扰动加大.....	21
<b>5 大类资产配置建议</b> .....	<b>21</b>
5.1 股票：市场信心好转，干扰因素仍存.....	21
5.2 债券：把握利率债交易机会，信用债优选品种.....	22
5.2.1 利率债：市场趋于熊平，海外扰动加强.....	22
5.2.2 信用债：品种、区域分化，挖掘细分机会.....	23
5.3 大宗商品：原油、粮食高位波动，有色等进入牛市尾声.....	24
5.4 汇率：人民币兑美元中枢上移，阶段性波动风险仍存.....	25
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>25</b>

## 图表目录

图表 1： 房地产投资为固投主要拖累项(%).....	5
图表 2： 房地产销售持续回落，库存累积(%).....	5
图表 3： 房屋新开工、销售仍为负增(%).....	6
图表 4： 购房利率下调，居民部门杠杆率处于高位(%).....	6
图表 5： 专项债节奏前置，6月发行压力较大(亿元).....	6
图表 6： 基建分项增速走势(%).....	6
图表 7： 政策有效压降企业费用，成本持续承压(元).....	7
图表 8： 被动补库存周期将缓步切换(%).....	7
图表 9： 外汇占款一季度对出口形成支撑(%).....	8

图表 10:	进口持续回落, 价格同比回落 (%)	8
图表 11:	美国库存回落, 新增订单增速放缓 (%)	8
图表 12:	进口价格指数仍处高位, 出口高位回落	8
图表 13:	餐饮收入受疫情冲击较大 (%)	9
图表 14:	消费者信心受疫情影响大幅回落	9
图表 15:	失业率和居民存款抬升, 贷款收缩 (亿元, %)	10
图表 16:	居民杠杆率处于相对高位 (%)	10
图表 17:	失业率显著抬升, 青年失业率较高 (%)	11
图表 18:	新增居民就业低于去年同期 (%)	11
图表 19:	PPI-CPI 剪刀差逐步收敛 (%)	12
图表 20:	燃料分项、家用器具等 CPI 抬升 (%)	12
图表 21:	就业压力下, 劳动力市场价格回落 (%)	12
图表 22:	居民部门杠杆率与核心 CPI 同比走势 (%)	12
图表 23:	发电量与 PPI 持续分化, 涨价压力较大 (%)	13
图表 24:	上游价格同比回落, PPI 保持下行趋势 (%)	13
图表 25:	海外流动性收紧, PPI 回落压力增加 (%)	14
图表 26:	M1 高点回落, PPI 仍处回落通道 (%)	14
图表 27:	宽信用进程偏慢 (%)	15
图表 28:	信贷脉冲一季度反弹 (%)	15
图表 29:	财政收入受疫情影响快速回落 (%)	16
图表 30:	地方政府出让金收入持续回落 (%)	16
图表 31:	全球经济景气度回落, 欧美 PMI 高位下行 (%)	17
图表 32:	全球经济政策不确定指数显著上行	17
图表 33:	美国通胀环比上行推动因素仍处 (%)	18
图表 34:	隐含通胀率达到近年高点 (%)	18
图表 35:	失业率降低, 但劳动参与率尚未恢复 (%)	19
图表 36:	加息开启, 非农就业当前尚未形成掣肘 (%)	19
图表 37:	消费者信心和预期持续回落	19
图表 38:	住房销售出现下行拐点 (%)	19
图表 39:	欧元区国家通胀持续上行 (%)	20
图表 40:	欧美货币政策收紧, 日本保持宽松 (%)	20
图表 41:	部分发展中国家开启加息后又经历降息	21
图表 42:	2021 年以来新兴市场 MSCI 指数回落幅度最大	21
图表 43:	股债相对收益走势	22
图表 44:	股票估值预期在下半年逐步好转	22
图表 45:	政策利率中枢高于市场利率 (%)	23
图表 46:	中美 10 年期国债利差倒挂 (%)	23
图表 47:	企业利润回落, 国债上行空间有限 (%)	23
图表 48:	广义流动性缺口与国债走势分化 (%)	23
图表 49:	城投债信用利差收窄, 低资质最快 (bp)	24
图表 50:	产业债信用利差逐步收窄 (bp)	24
图表 51:	人民币名义汇率回落快于实际有效汇率	25
图表 52:	美元指数和美元兑人民币剪刀差收敛	25

## 1 经济：经济增速前低后高，稳增长政策保驾护航

疫情、俄乌冲突、美联储加息等拖累上半年国内经济。2021年四季度提到的供给冲击、预期下行、需求收缩的“三重压力”延续，上半年的疫情、俄乌冲突、美联储加息加剧了这些压力。疫情和海外扰动干扰下，带来的不仅是经济增速的放缓，经济结构也受到一定损伤。疫情给第三产业造成较大拖累，三产服务业中的批发零售业、交通运输、仓储业和邮政业、住宿和餐饮业、居民服务等高度依赖线下场景的行业，受疫情影响最为严重。这些行业包含了众多小微企业和个体工商户，并提供了大量的就业，中小企业的经营状况“体感温度”较低。

预期全年经济走势前低后高，下半年有望逐步抬升。一季度4.8%的经济增速稍显不足。疫情对实体经济的影响在二季度较为明显，经济增速继续承压。随疫情在政策把控下好转，生产逐步恢复，4月预期将是年内增速低点，5月将缓步修复，各部门在积极落实一揽子稳增长政策，6月经济上行斜率或超出预期。下半年经济有望显著上行，5.5%的经济政策目标未来将逐步淡化，财政、货币政策将持续发力。

### 1.1 投资托举经济，基建为主要发力项

经济增速承压下，投资为经济主要托举项。上半年受到多重不可预测因素的影响，经济面临的“三重压力”加大，政策跨周期调节力度加强，固定资产投资为经济主要拉动项。地方政府对于资金到位和项目落地监管加强，整体节奏前置。

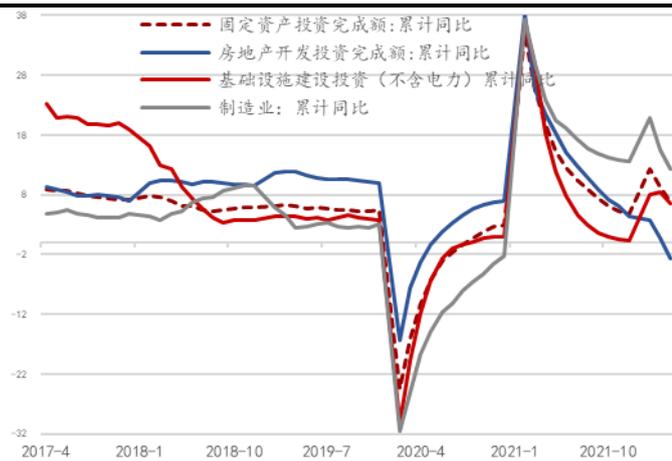
房地产投资上半年承压，基建为主要支撑项，制造业投资表现依然不弱。稳增长需求下，2021年四季度已经对房地产政策边际放松，2022年以来众多城市纷纷放松购房政策，但销售持续疲弱，房地产对经济依然形成一定拖累，房地产上行拐点或在四季度到来。财政政策发力，基建保持稳步增长，疫情虽然给施工带来阶段性的干扰，但预期基建全年托举经济作用较强。制造业上半年边际走弱，预期高端制造业将持续领跑，随着上游原材料价格有所回落，中下游制造业利润有望转好。

#### 1.1.1 房地产政策持续宽松，上行拐点仍需等待

房地产投资持续承压下行，销售偏弱，房企资金流偏紧。从2021年下半年，房地产行业已经开始走弱，2022年上半年继续下行。需求端走弱，疫情作用下，居民收入端和消费预期受到影响，刚性需求阶段性弱化。房地产库存去化率较低，行业信心仍处于低位，风险尚未出清。销售偏弱，房企资金来源也持续承压，新开工、拿地持续负增，竣工被动支撑上半年房地产投资增长。

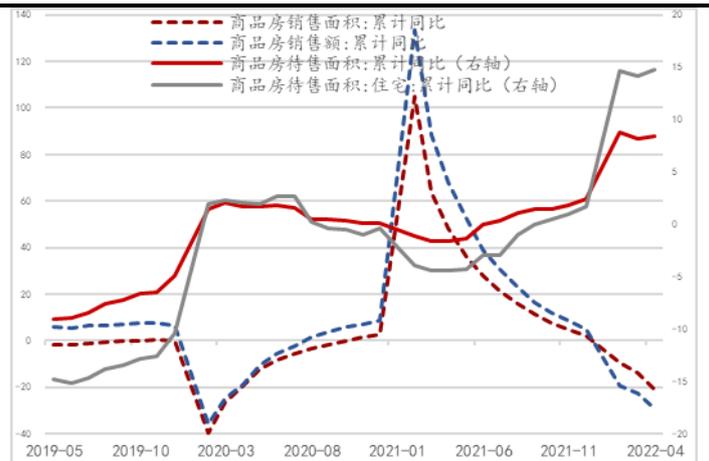
房地产政策持续放松，LPR调降+因城施策共同发力。今年以来房地产利好政策频发，对冲地产下行带来的拖累。继首套商品房贷款利率下限调整为LPR减20bp之后，5年期LPR也下调了15bp。部分城市限购、限贷进一步放松。其中，长沙推行的创新性放松房地产政策：存量房屋盘活供作租赁住房后，不计入家庭住房套数计算。优化了限购政策，并为多主体供给、多渠道保障、为租购并举的住房制度提供了新方向。政策效果传导至销售端尚需时间来消化。

图表1: 房地产投资为固投主要拖累项(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 房地产销售持续回落, 库存累积(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

**拿地、销售等领先指标尚未有效转好, 销售预期缓步修复。**疫情影响下, 居民部门信贷收缩明显, 房贷3、4月持续回落。虽然大部分三线城市对于居民购房政策持续放松, 但疫后居民收入和就业预期回落, 且当前居民杠杆率已经处于相对高位, 虽然政策已经明显放松, 但传导至销售端仍需时间, 并且需要跟踪疫情变化, 房地产的好转需要时间去修复。居民购房意愿的显著回暖时点仍需等待。房企在资金约束下, 上半年拿地普遍谨慎, 二手房挂盘数量增加, 对于新房有一定挤压。

**房地产格局将迎来转变, 一线城市需求支撑较强。**不同城市地产库存出现分化, 短期库存有所累积。中期库存在压缩状态, 一线城市相对较稳(除去上海疫情期间影响), 强二线中期库存处于历史低位, 弱二线和三线库存水平不低。政策放松产生一定效果, 上半年拿地情况来看, 央企、国企为拿地主力。但在购房适龄人口下降的长期趋势下, 从中长期来看, 房地产无限扩张被约束, 负债率低、资金周转占优的国企、央企有望受益。居民对于保交房的担忧下, 民企销售依然面临压力。对于房企而言, 今年存货去化和销售回款的重要性要高于规模增长。

**房地产投资上行拐点仍需等待, 预期在四季度边际改善。**政策扶持下, 房地产销售预期逐步回暖, 但全年预期依然偏弱。新开工将缓步上行, 但预期全年仍为负增, 建安投资为主要支撑项, 保障性租赁房也将形成一定支撑。当前领先指标尚未迎来拐点, 随后续政策调整, 基本面边际好转, 房地产投资预期在三季度末到四季度逐步缓和。

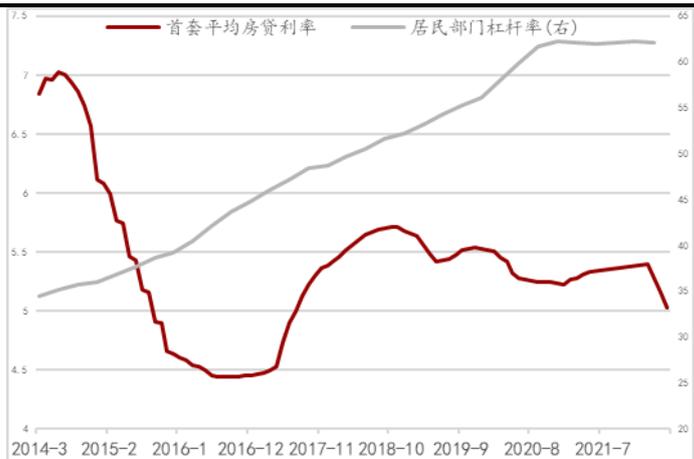
**政策不会开倒车, 房地产宽松仍有政策底线。**房地产政策今年以来持续放松, 对需求端最有效的限购、限贷政策已经有所放宽, 但依然要保证稳定。因城施策的政策下, 各城市的购房政策仍不会触及红线。“房住不炒”的总基调不变, 一线城市对新市民的吸引力较大, 刚需支撑较强, 房价上涨速度和幅度也快于二、三线城市。因此, 虽然限售、限购放开对一线城市的需求能够形成更为有效的刺激。但对于北、上、深等一线城市的放开依然偏谨慎。但下半年LPR仍有一定下调空间, 对于存量、增量住房有一定利好。

图表3: 房屋新开工、销售仍为负增(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 购房利率下调, 居民部门杠杆率处于高位 (%)



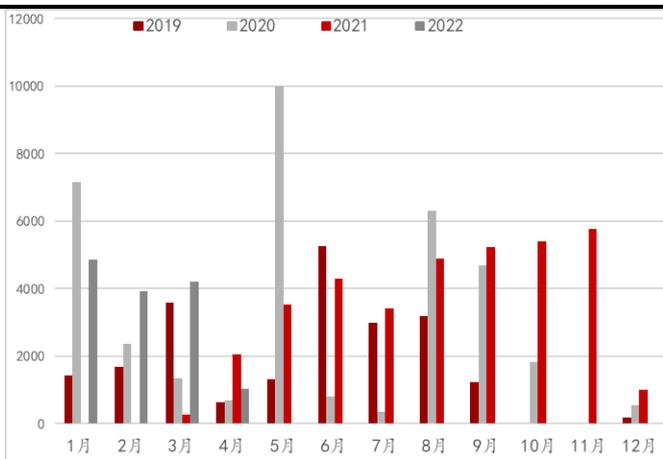
资料来源: Wind, 万联证券研究所

### 1.1.2 基建为稳增长的主要手段, 资金支持和落地节奏加速

经济下行压力下, 基建是稳增长的重中之重。相比2021年, 财政支出和专项债投放整体前置, 基建一季度保持较快增速。疫情对部分地区基建开工产生一定影响, 但基建订单主要来自政府部门, 不会轻易流失, 随疫情缓解, 施工可以快速修复。在政策的资金和落地支持下, 叠加三季度的低基数作用, 预期三季度基建增速将显著提高, 全年的增速中枢上抬。

财政资金支持, 专项债加速下达, 更好发挥投资效能。政府专项债额度持平于2021年的3.65万亿元, 前期多次会议提及落实地方债发行到位情况, 争取上半年完成剩余专项债额度发行。一季度专项债发行明显提速, 4月受到上海、吉林等地疫情影响, 开工阶段性放缓, 专项债发行减慢, 6月专项债发行压力较大。对于项目开工和建设预期提速, 尽快形成实物工作量。另一方面, 要发挥专项债“四两拨千斤”的作用, 提升基建投资的效能。投向将向偿债能力强、项目储备充足的地区倾斜, 支持投向有一定收益的公共服务等项目。随着疫情转好, 地方政府官员陆续到任, 预期6月基建投资将显著反弹, 但严控地方政府隐性债务仍是政策底线。

图表5: 专项债节奏前置, 6月发行压力较大(亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 基建分项增速走势(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

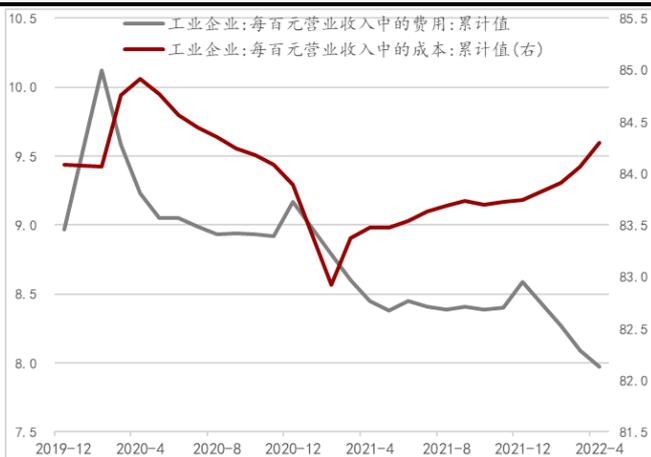
新基建仍有较大成长空间，数字经济和绿色经济为长期布局。基建托举经济的作用加强，政策依然要保持经济结构的长期平衡，不能仅靠推动传统基建的交运、邮政等拉动经济增长，部分传统基建行业也在逐渐饱和。政策层面也在立足当下，为国内经济、全球产业链地位长期布局。相比传统基建，新基建方面的新能源、特高压输变电、东数西算、5G等建设，仍有较大成长空间，且对经济的辐射拉动作用较强，年内电力方面投资预期较多，电网投资预期达到历史最高水平。围绕“十四五”规划，未来战略布局的数字经济、绿色经济有望迎来较大成长空间。

### 1.1.3 制造业：经济上行驱动项，中下游利润预期逐步转好

制造业投资仍是经济的主要驱动项之一，高端制造业仍将保持领跑。2022年二季度，长三角地区的企业生产经营受到疫情较大冲击，生产和运输方面为主要问题。汽车、半导体、通信设备、化工、机械设备、医药等行业受到较大影响，这些行业的产业链在上海分布较多。5月随上海陆续复工，相关产业链出现边际好转。随着复工达产，预期6月经济将迎来显著回暖，制造业增速有望回升。能耗双控政策预期在下半年约束减小，政策提到今年要坚决杜绝拉闸限电。下半年生产受到限电限产干扰预期减少，疫情仍是主要不确定因素。根据“十四五”规划战略布局，高端制造业是重点发展方向，预期增速仍将高于制造业整体表现。

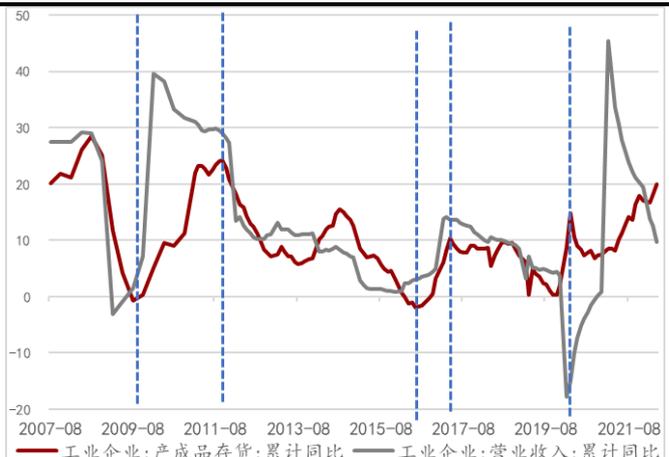
中下游企业预期成本压力边际减轻，上游企业利润韧性延续。上半年原材料、运价居高不下，需求低迷，疫情对于中下游的影响大于上游。中下游行业议价能力较弱，成本给利润带来一定挤压。政策端持续让利，企业费用也降至近几年低点。下半年随着海外流动性逐步收紧，海外需求边际回落，有色等部分大宗商品价格预期高位回落，中下游制造业成本压力有所缓释，部分上游制造业的利润或高位回落。而稳增长政策下，基建、房地产链条相关的建筑、建材行业有望保持增长，对部分中游机械制造业也有一定推动，绿色基建将带动光伏、风电相关的电气机械设备和通用设备制造业保持增长。

图表7：政策有效压降企业费用，成本持续承压(元)



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表8：被动补库存周期将缓步切换(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

下半年外需回落压力下，制造业增速依然承压，疫后生产者信心边际回暖，整体仍具韧性。疫情影响下，经济的“三重压力”加大，企业担心的问题较2020年疫后增加，对于产业链、物流受阻、需求偏弱的担忧下，需要关注企业的生产信心和市场预期的

有效反弹时点。随着下半年生产逐步好转，预期企业将逐步切向去库存状态。但下半年出口不确定性增加，制造业推力边际减弱。整体增速仍将保持韧性，支撑经济上行。

## 1.2 外需趋向走弱，出口增速回落

国内疫情部分影响供应链，二季度进出口阶段性受阻。上半年出口增速快速回落，我国对欧美发达经济体出口增速边际放缓，进口也显著下行。一方面，受到基数作用影响，进出口进入回落通道。另一方面，疫情带来的扰动增加，部分产业链生产受阻，内需疲弱，带动进出口加速下行。

图表9: 外汇占款一季度对出口形成支撑(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

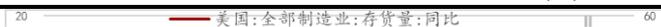
图表10: 进口持续回落, 价格同比回落(%)



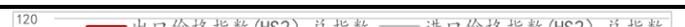
资料来源: Wind, 万联证券研究所

海外需求动能转弱，出口驱动力放缓。海外流动性加快收紧下，欧美等经济下半年衰退压力增加，需求面临再度回落的可能。四季度海外风险提升，欧洲下半年将开启加息，三季度如果对俄罗斯制裁开始实施，停止进口俄罗斯原油，欧洲四季度衰退风险较大。美国在加息缩表的进程下，经济硬着陆的可能性增加，美国新增订单增速将逐步放缓，出口支撑项转弱。美联储流动性收紧，新兴市场受到冲击较大，需求也有一定走弱压力。

图表11: 美国库存回落, 新增订单增速放缓(%)



图表12: 进口价格指数仍处高位, 出口高位回落



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\\_42876](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42876)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn