

聚焦中国稳增长与海外高通胀

2022 年下半年宏观经济与大类资产配置

2022 年下半年全球增长放缓，海外央行货币政策继续收紧，中国经济聚焦“稳增长”。

- 在疫情扰动及全球主要央行货币政策收紧背景下，下半年全球增长前景并不乐观。美国的通胀韧性将驱动美联储短期维持鹰派加息，但后续的经济增长放缓将对加息节奏构成制约；欧元区也将在通胀压力下开始加息。预计三季度将是美元和美债收益率的高点。
- 中国下半年“稳增长”仍是核心。消费受制于收入下降，或在政策刺激和疫情管控减弱驱动下缓慢复苏；出口增速预计在海外需求放缓背景下逐步回落；投资是“稳增长”主要抓手，基建投资更为确定。同时需关注通胀的上行趋势。货币政策以降成本和稳总量并行，社融增速将逐步恢复到中性水平。
- 大类资产排序：商品>股票>债券>货币。

风险提示：通胀居高不下，美元指数超预期走强，疫情对全球经济的负面影响没有减轻，乌克兰危机持续时间和影响范围加大，季节性气候异常。

相关研究报告

《上游价格盘整、下游传导不畅：5 月通胀数据点评》 20220613

《关注融资结构中化趋势：5 月金融数据点评》 20220613

《大类资产配置周报 (2022.6.12)：遏制通胀成为全球经济的命门》 20220612

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：陈琦

qi.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110003

证券分析师：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

证券分析师：孙德基

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

目录

海外经济：高通胀韧性迫使美欧政策集体收紧	6
美国：控通胀是首要目标，经济放缓或制约加息节奏	6
欧元区：通胀压力明显上升，7 月份或开启首次加息	10
三季度美元指数和美债收益率可能触顶	12
中国经济：“稳增长”时不我待	14
经济增长：投资是“稳增长”抓手	14
关注通胀的上行趋势	24
货币政策：降成本与稳总量并行	26
大类资产配置：专注相对优势与内循环	29
上半年大类资产表现回顾	29
股票：越过二季度的低点	30
债券：利率伺机上行	32
大宗商品：投资加码带动供需好转	34
货币：收益率或维持在 2% 下方	35
结论、预测与风险	37
结论与预测	37
风险因素	37

图表目录

图表 1. 2021 年以来 IMF 对全球经济增速预测结果.....	6
图表 2. 新冠肺炎单日新增死亡病例明显减少	6
图表 3. 美国核心 CPI 环比增速贡献项	7
图表 4. 美国制造业 PMI 分项情况	7
图表 5. 劳动力成本变化与价格增速密切相关	7
图表 6. 2022 年一季度 CFO 调查：如何应对招聘困难？	7
图表 7. 工资增速、房价增速与 CPI 住宅增速相关性较强	8
图表 8. 消费者对未来一年房价和租金上涨预期	8
图表 9. 预计下半年美国 CPI 同比增速仍将保持高位	8
图表 10. 美国经济衰退前基本伴随着美联储加息	9
图表 11. 2021 年以来美国 GDP 增长情况	10
图表 12. 2021 年以来美国新屋和成屋销售变动情况	10
图表 13. 欧元区通胀、名义工资增速和职位空缺率	11
图表 14. 欧元区劳动力对企业生产经营构成限制的比例	11
图表 15. 2021 年四季度以来欧元区经济增长明显放缓	11
图表 16. 欧元区消费者未来 12 个月的金融状况和失业预期	11
图表 17. 2020 年以来美元指数走势	12
图表 18. 2020 年以来美债收益率表现	13
图表 19. 商贸零售是社零修复的主要动力	14
图表 20. 线上销售的重要性有所提升	14
图表 21. 历年 2 月黄金周旅游数据表现	15
图表 22. 历年 5 月黄金周旅游数据表现	15
图表 23. 城镇调查失业率处于高点	15
图表 24. 建筑业、服务业从业人数下降	15
图表 25. 居民收入整体向下	16
图表 26. 4 月留抵退税大规模落地	16
图表 27. 消费者预期、信心均明显下降	16
图表 28. 居民贷款-存款差规模明显增大	16
图表 29. 各地消费券政策的出台情况	17
续 图表 29. 各地消费券政策的出台情况	18
图表 30. 房价往往先于社零复苏	18
图表 31. 净出口对 GDP 的同比贡献率下滑	19

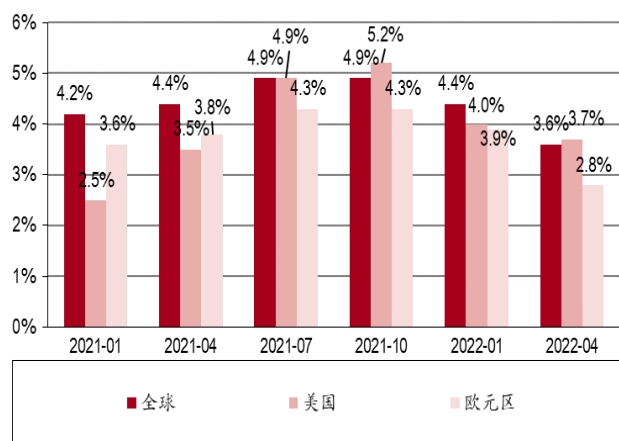
图表 32. 疫情对机电产品的供应链形成明显扰动.....	19
图表 33. 对美贸易顺差受其流动性支撑.....	20
图表 34. 海外流动性充裕是贸易顺差走强的重要动力	20
图表 35. 今年基建投资规模表现.....	20
图表 36. 今年基建投资增速表现.....	20
图表 37. 预算内资金对基建的支撑力度仍然较强.....	21
图表 38. 政府性基金预算支出力度较强	21
图表 39. 今年专项债发行节奏快于往年	21
图表 40. 基建企业债融较往年活跃.....	21
图表 41. 定金预收款在地产开发资金中占比持续较高	23
图表 42. 销售走弱对地产投资产生负面影响	23
图表 43. 房企土地投资表现.....	23
图表 44. 房企新开工、竣工表现	23
图表 45. 制造业需求走弱	24
图表 46. 基建与装备制造业存在一定相关性	24
图表 47. 新能源项目维持高增速	24
图表 48. 新能源投资在制造业投资中占比持续走高	24
图表 49. 核心 CPI 依然疲弱.....	25
图表 50. PPI 生活资料涨幅扩大	25
图表 51. 能繁母猪存栏量下行预示 CPI 猪肉部分将上行.....	25
图表 52. 1 年和 5 年期 LPR 期限利差	26
图表 53. 个人住房贷款加权平均利率	26
图表 54. 货币市场利率.....	27
图表 55. 同业存单利率.....	27
图表 56. 新增专项债发行安排.....	27
图表 57. 超储率水平	27
图表 58. 再贷款再贴现余额	28
图表 59. 普惠小微企业贷款同比	28
图表 60. 截至 5 月主要大类资产价格表现	29
图表 61. 二季度或成为 A 股全年业绩低点.....	30
图表 62. 截至 5 月底 A 股 PE 与历史中位数相比 (2015 年至今)	30
图表 63. 截至 5 月底 A 股 PB 与历史中位数相比 (2015 年至今)	31
图表 64. 陆股通资金净流入情况	31
图表 65. 居民储蓄处于较高水平	31
图表 66. 货币拆借利率回落至 2020 年 4-5 月水平	32

图表 67. 2010 年至今债券利率的历史分位数	32
图表 68. 信用利差和期限利差的历史分位数	32
图表 69. 中美利差走势.....	33
图表 70. 2022 年 1-5 月全球及各地区主要央行基准利率变化.....	33
图表 71. 政府债券发行量变化.....	33
图表 72. 2022 年油气期货价格走势.....	34
图表 73. 2022 年农产品价格走势	34
图表 74. 2022 年黄金价格走势.....	35
图表 75. 2022 年国内期货市场主要商品价格涨跌幅	35
图表 76. 货币基金收益率中位数走势	36
图表 77. 短久期债券利率的历史分位数	36
图表 78. 2022 年下半年主要经济指标预测（单位：%）	37

海外经济：高通胀韧性迫使美欧政策集体收紧

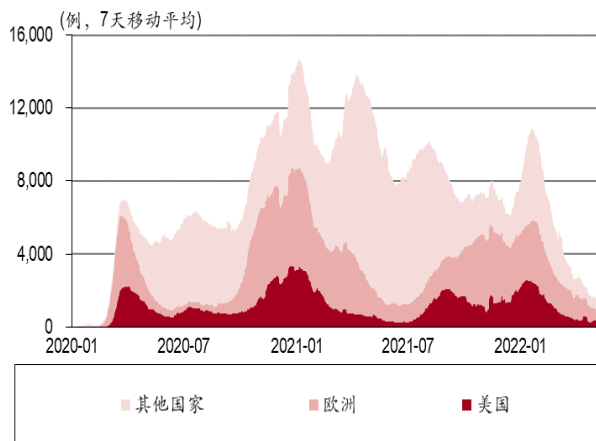
2022 年以来，受奥密克戎病毒传播、各国陆续收紧政策以及俄乌冲突等因素影响，IMF 将 2022 年全球经济增长预期先后下调 0.5 个百分点、0.8 个百分点至 3.6%，是 2021 年以来历次预测结果的最低值（见图表 1）。受益于新冠疫苗接种率不断提高，新冠疫情对全球影响趋于减弱，新增死亡病例已降至低位（见图表 2）。不过，奥密克戎新变异株 BA.2.12.1 的出现再次增加了疫情不确定性，全球经济增长前景不容乐观。

图表 1. 2021 年以来 IMF 对全球经济增长预测结果



资料来源：IMF，中银证券

图表 2. 新冠肺炎单日新增死亡病例明显减少



资料来源：Our World in Data，中银证券

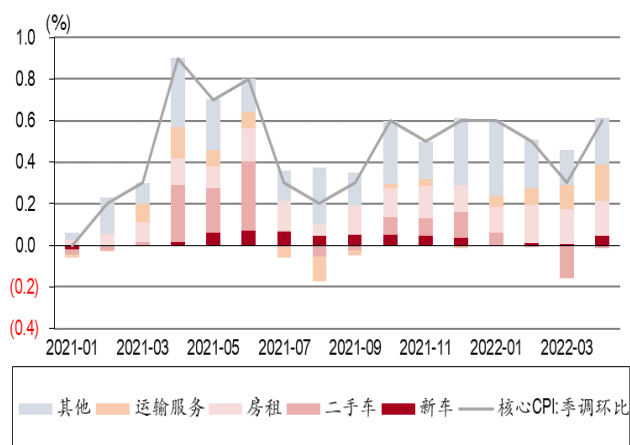
美国：控通胀是首要目标，经济放缓或制约加息节奏

通胀韧性不宜低估

美国 CPI 同比增速继 3 月份创 1982 年以来新高之后，4 月份从 8.5% 小幅回落至 8.3%，似有见顶迹象。不过，当月核心 CPI 环比增速由 0.3% 扩大至 0.6%，反映通胀韧性仍强（见图表 3）。在俄乌冲突持续、劳动力短缺情况下，预计供应链压力仍然存在，工资上涨、房租难降也将支撑高位通胀。

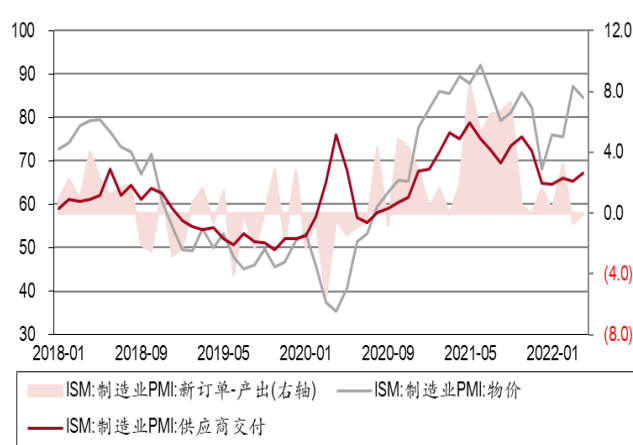
2021 年下半年以来，美国制造业 PMI 中的供应商交付指数持续回落，新订单与产出指数缺口明显收敛，但 2022 年 2 月份开始重现上升势头，PMI 物价指数也出现明显上涨，可能反映了俄乌冲突对供应链的影响（见图表 4）。俄罗斯是很多关键领域和产品的供应国，尤其是在石油产品、金属、运输设备等领域，美国是其最大的直接合作伙伴之一。4 月份，美国核心 CPI 中，新车价格环比涨幅由 0.2% 扩大至 1.1%，二手车价格跌幅由 3.8% 收窄至 0.4%，可能反映了供应链压力加大（见图表 3）。鉴于俄乌冲突仍在持续，全球供应链压力仍将存在。

图表 3. 美国核心 CPI 环比增速贡献项



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 美国制造业 PMI 分项情况

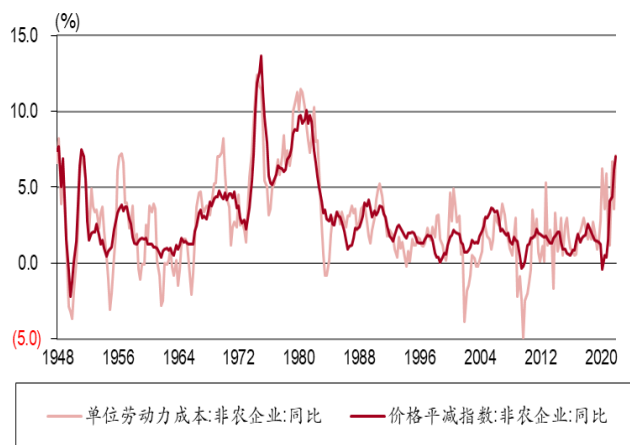


资料来源：万得，中银证券

注：单位劳动力成本增速=每小时报酬增速-每小时产量增速。

劳动力短缺是供应链压力的重要来源之一。当前美国劳动力参与率仍然低于大流行前的水平，疫情改善对缓解劳动力供应短缺的影响有限，并且考虑到工资价格具有粘性，名义工资增长态势很难快速扭转。进一步，考虑到名义工资涨幅落后于物价上涨，被压抑的实际工资在未来增长可能成为现实，通过增加生产成本进而推升物价。因为历史数据显示，在剔除生产率变化之后，更快的工资增长确实伴随着更快的价格上涨（见图表 5）。杜克大学 2022 年一季度 CFO 调查结果显示，超过 3/4 的受访企业表示难以招聘新员工，在报告招聘困难的企业中，超过 80% 的企业通过提高工资应对招聘困难（大企业是 91.5%，小企业是 78.6%）（见图表 6）。

图表 5. 劳动力成本变化与价格增速密切相关



资料来源：万得，中银证券

注：单位劳动力成本增速=每小时报酬增速-每小时产量增速。

图表 6. 2022 年一季度 CFO 调查：如何应对招聘困难？



资料来源：杜克大学，中银证券

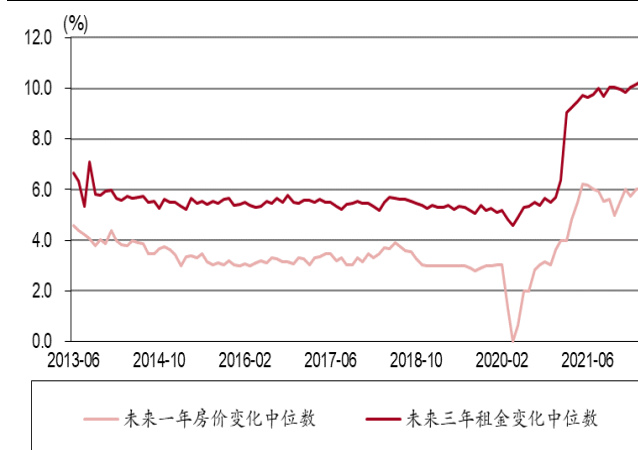
由于美国 CPI 中的房租权重较大（约为 32%），因此房租价格表现对于通胀走势较为重要。历史数据显示，工资增速与当期房租价格增速正相关性较强，房价增速大约领先房租增速 15 个月（见图表 7）。无论从未来工资上涨趋势，还是从不断创新高的房价来看，未来房租价格增长韧性较强。4 月份，美国标准普尔/CS20 个大中城市房价指数同比增长 21%，创历史新高，叠加抵押贷款利率陡升，导致买房需求部分转化为租房需求。纽约联储发布的消费者预期调查结果显示，4 月份，受访者认为未来一年房价涨幅中位数为 6%，租金涨幅中位数更是高达 10.3%，已经连续 3 个月上涨，并创下历史新高（见图表 8）。

图表 7. 工资增速、房价增速与 CPI 住宅增速相关性较强



资料来源: 标准普尔, 美国劳工部, 万得, 中银证券

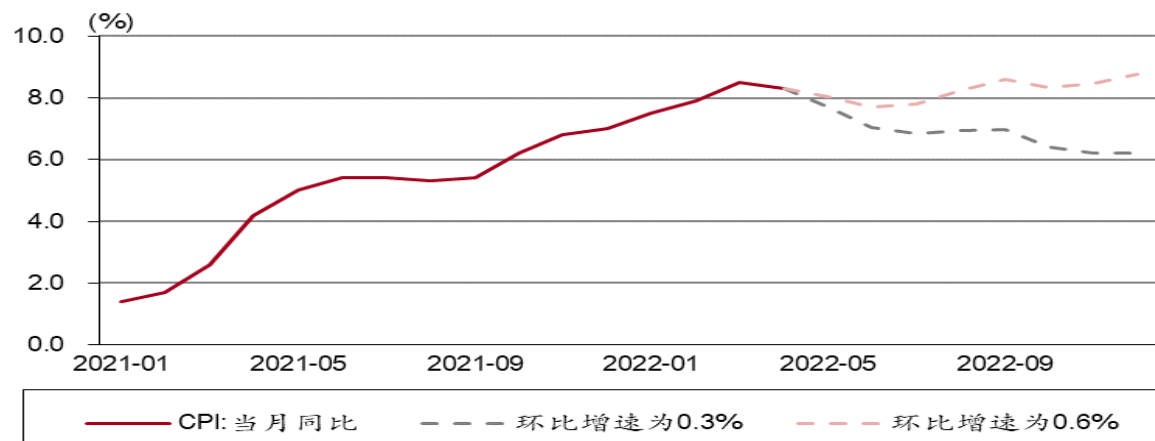
图表 8. 消费者对未来一年房价和租金上涨预期



资料来源: 纽约联储, 中银证券

此外, 由于俄罗斯是重要的能源出口国, 俄乌地区又是少数全球粮仓之一, 因此俄乌冲突爆发后, 全球能源和粮食价格均出现明显上涨。目前没有迹象表明俄乌冲突有所缓解, 旷日持久的战争可能继续推升能源和粮食价格, 进而加大美国通胀压力。因此, 基于以上原因, 我们预计美国通胀仍将处于高位。如果按照每月环比增长 0.3% 计算, 美国 CPI 同比增速在 3 月份确实已经见顶, 预计 2022 年末降至 6.2%。如果按照每月环比增长 0.6% 计算, 年末美国 CPI 同比增速可能升至 8.8%, 美联储控通胀压力仍然很大 (见图表 9)。

图表 9. 预计下半年美国 CPI 同比增速仍将保持高位



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_43005

