

坐看云起

——2022下半年宏观经济展望

2022年6月20日

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号：S1060520090001

邮箱：zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号：S1060521020001

研究助理

张璐 一般从业资格编号：S1060120100009

范城恺 一般从业资格编号：S1060120120052

常艺馨 一般从业资格编号：S1060121110020

投资要点

- **海外环境：“滞与胀”仍在赛跑。** 下半年，海外环境仍存在较大不确定性，仍在“滞”与“胀”之间徘徊，货币政策面临艰难选择。若海外通胀回落不及预期，一是高通胀将直接冲击经济与市场，二是货币政策紧缩被迫加码、“紧缩恐慌”再袭，三是经济“硬着陆”风险再升，“衰退交易”恐更近一步。中国等新兴市场仍可能受到海外货币紧缩、经济下行、金融市场波动等多重压力。
- **中国经济：经济复苏“分层递进”。** 下半年中国经济复苏或将经历分层递进的过程。第一层是餐饮为代表的消费和工业生产的“深蹲”反弹。第二层是政策发力起效：房地产销售-房价-投资的企稳回升；基建投资的持续发力；汽车和家电消费的激发。第三层是内生增长动能的启动，即消费进一步全局性增长、制造业投资企稳回升。经济复苏的空间高度取决于：统筹疫情防控与经济发展、地产松绑“扩面”、基建配套融资难题能否破解。全年GDP完成5.5%增速目标可能性已低，但四季度单季有望恢复到这一水平。
- **政策展望：多重约束下探寻空间。** 下半年稳信用或着眼于“降成本”、结构性工具和地产相关贷款。货币政策以改革“降成本”的空间更大，降准置换MLF仍有0.25-0.5个百分点的空间。综合考虑疫情对公共财政收、支两端的冲击，和没有疫情时相比，财政收支缺口扩大了1.4万亿左右。可期待三季度出台万亿增量财政工具。
- **资产展望：人民币资产前景改善。** 美债：利率上行空间不大。美股：调整压力犹存。美元：保持高位震荡。A股市场：转机在即，布局结构性机会。国内债市：下半年宏观环境并不友好，但可寻找预期差博弈机会。人民币汇率：年内进一步走贬的空间已较有限。
- **风险提示：国际地缘局势超预期，国内外通胀压力超预期，国际金融市场波动超预期，国内稳增长政策效果不及预期等。**



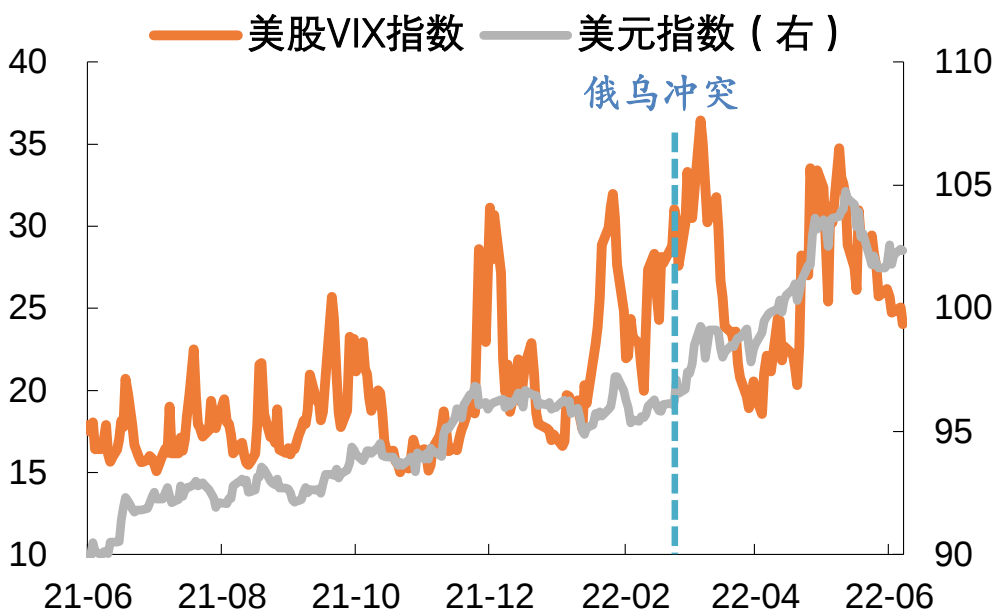
目录CONTENTS

- ◎ 海外环境：“滞与胀”仍在赛跑
- ◎ 中国经济：经济复苏“分层递进”
- ◎ 政策展望：多重约束下探寻空间
- ◎ 资产展望：人民币资产前景改善

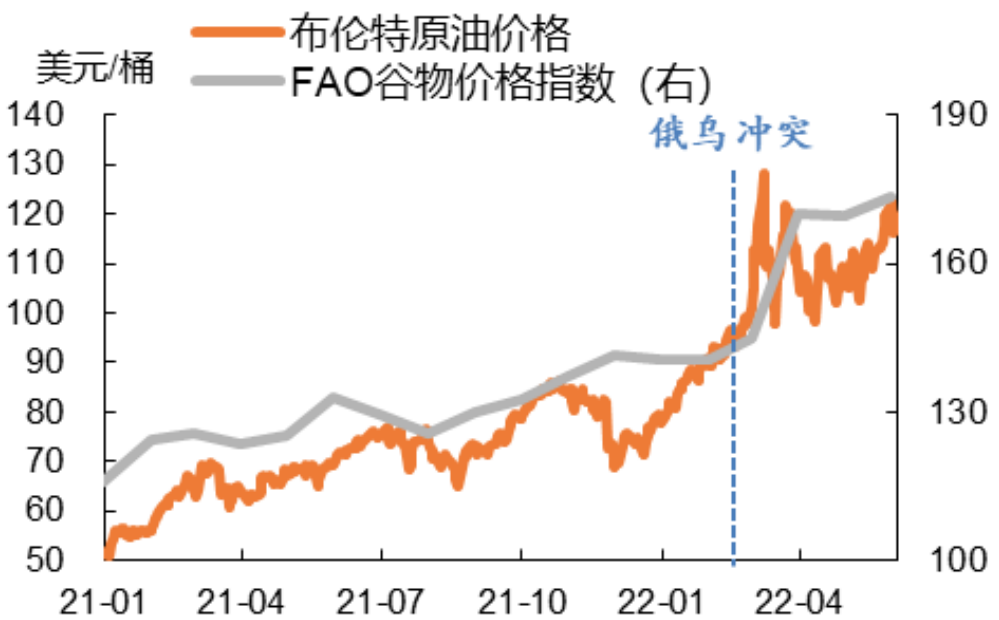
两大超预期因素，“差序格局”凸显

- 2022年上半年出现两大超预期因素：俄乌冲突、中国奥密克戎疫情，导致国内外“差序格局”更加凸显。
- 海外方面，2月下旬以来俄乌冲突升级并持续至今，多国随即宣布对俄罗斯实施多轮经济制裁，全球市场避险情绪明显升温，美元破百，原油、粮食等重要大宗商品价格暴涨，成为欧美经济“滞”的催化剂。国内方面，3月以来吉林、上海、北京等主要城市遭遇奥密克戎病毒冲击，二季度中国经济下行压力骤增。

◎ 俄乌冲突后市场避险情绪升温



◎ 俄乌冲突后海外原油、粮食价格飙升

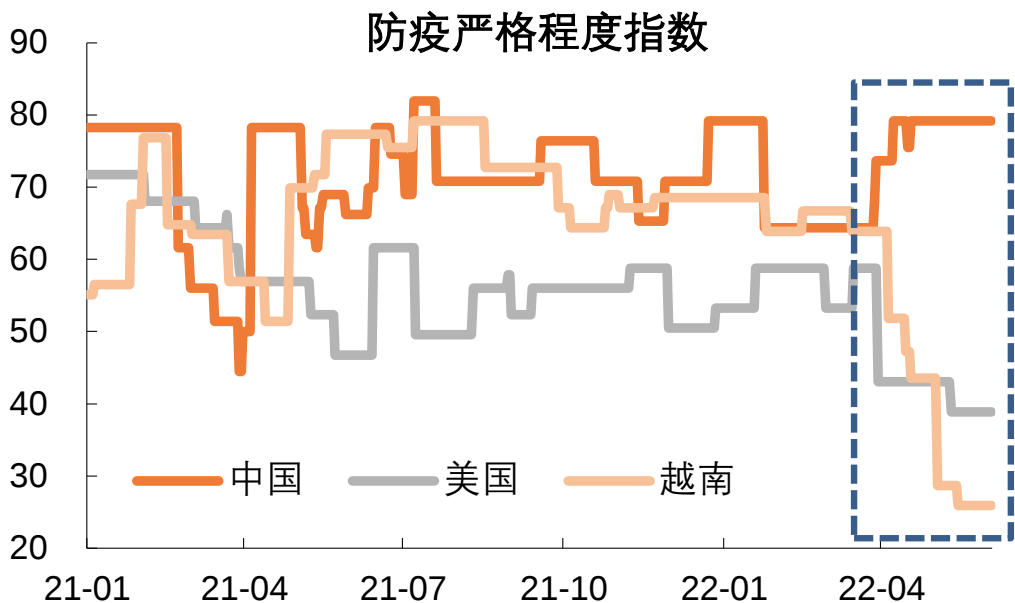


资料来源：Wind，平安证券研究所

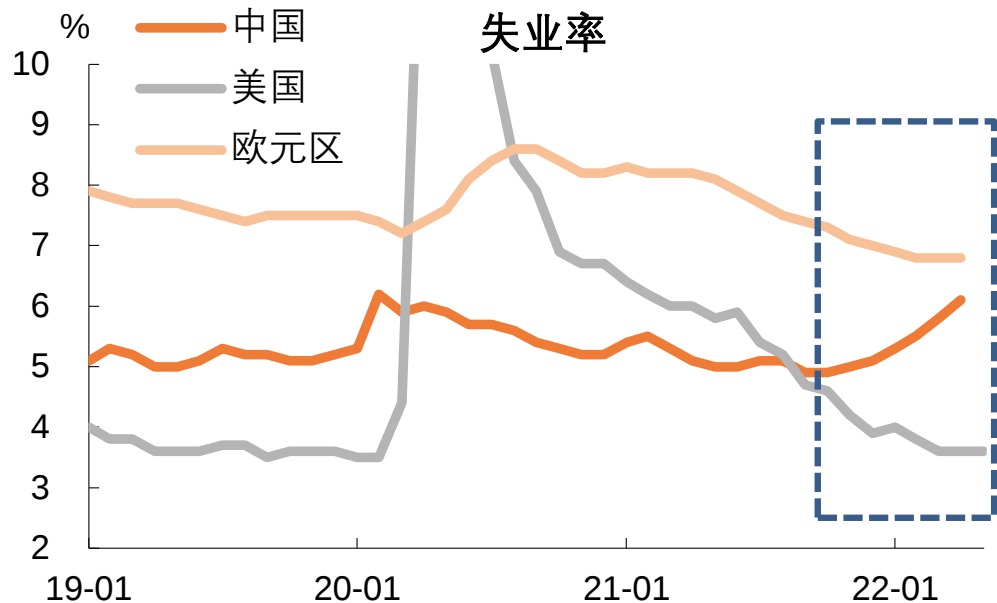
两大超预期因素，“差序格局”凸显

- 一方面，4月以来，国内外疫情防控“开放差”和经济“景气差”暂时扩大。疫情方面，尤其二季度以来，美欧等发达经济体以及东南亚等新兴市场经济解封加速，而我国疫情管控趋严；经济方面，上半年美欧失业率保持下降趋势，而我国失业率出现明显反弹。

◎ 4月开始国内外疫情开放差再度加大



◎ 二季度国内疫情导致经济景气差扩大

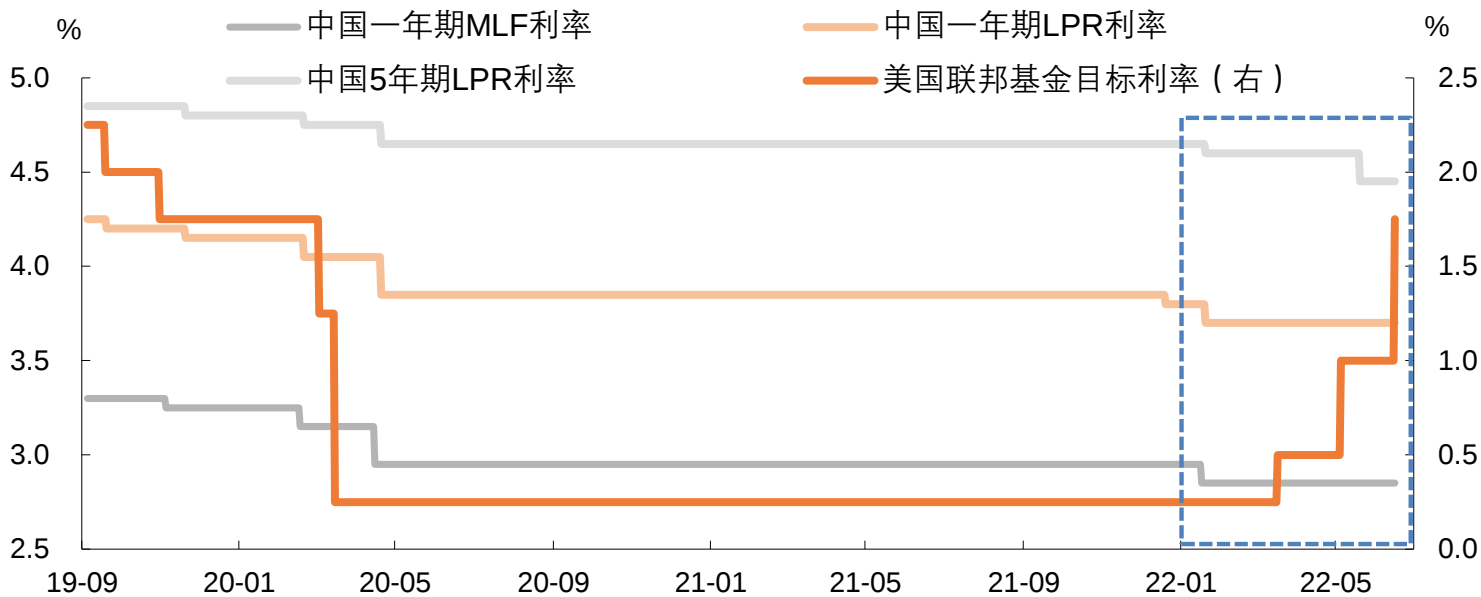


资料来源：Wind，平安证券研究所

两大超预期因素，“差序格局”凸显

- 另一方面，中美货币政策“松紧差”凸显。2022年1月，我国MLF利率、1年期LPR、5年期LPR分别下调10BP、10BP、5BP，5月5年期LPR一次性下调15BP，房贷利率下限也有所松动。与此同时，海外央行集体迈向紧缩：美联储在3月、5月和6月已分别加息25BP、50BP和75BP，至1.5-1.75%；英国央行去年12月以来已累计加息5次合计115BP；欧央行已宣布将于7月停止购债计划，并开启11年来首次加息。

2022年上半年中美货币政策“松紧差”扩大

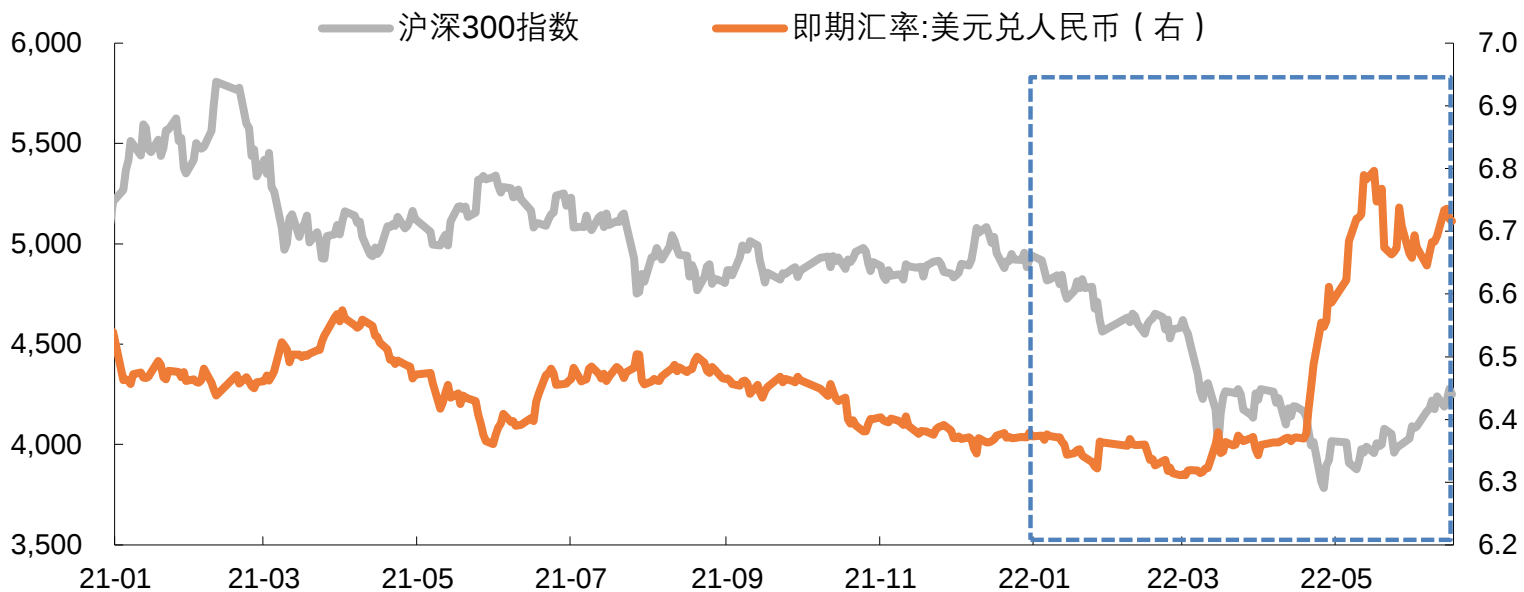


资料来源：Wind，平安证券研究所

两大超预期因素，“差序格局”凸显

- “差序格局”拉大背景下，人民币资产明显承压。一方面，中国股市持续调整，截至4月26日，沪深300指数和创业板指分别跌23%和35%；截至6月16日，二者仍分别累跌14%和22%。另一方面，人民币汇率自4月以来明显走贬，美元兑人民币即期汇率曾于5月16日最高升破6.8关口。
- 下半年，中国宏观经济与市场有望走过“至暗时刻”，但国内疫情、海外通胀两大不确定性依然存在。

◎ 2022年上半年人民币资产明显承压

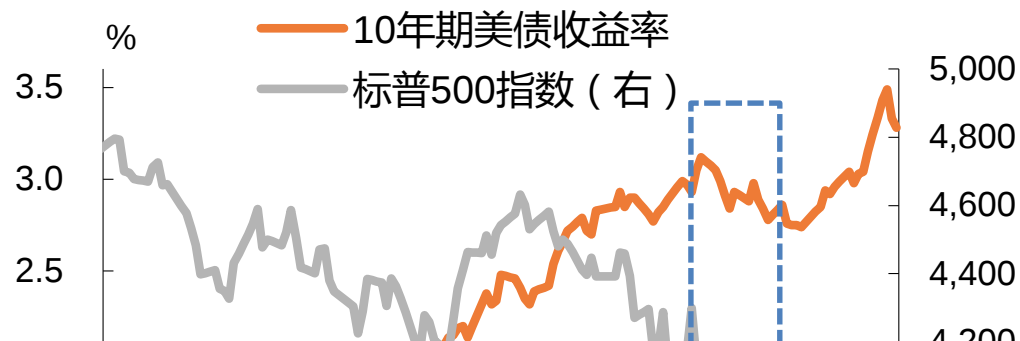


资料来源：Wind，平安证券研究所

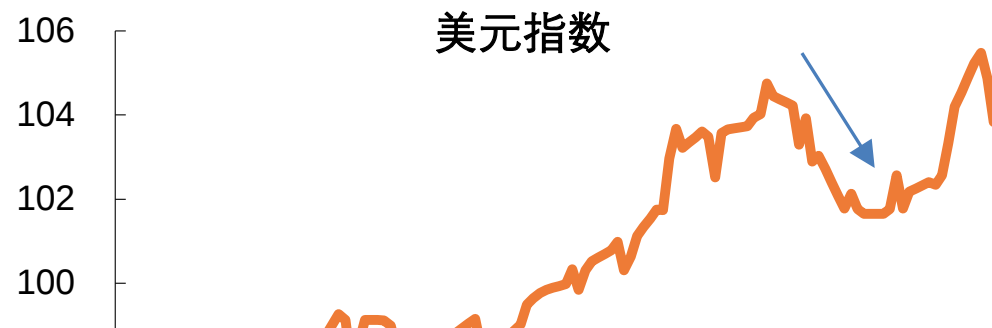
一问：海外“衰退交易”是否渐行渐近？

- 今年5月，海外市场出现“衰退交易”的迹象。前期迅速上涨的美债收益率、美元指数均出现回落迹象；标普500指数月内最深跌幅达9.3%，一度跌至4000这一关键点位之下。

◎ 2022年5月美国“股弱债强”、交易衰退



◎ 美元指数5月阶段性回落



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_43180

