

经济弱复苏，政策尤可期

——2022 下半年宏观经济及大类资产展望

◆ 摘要

上半年 GDP 增速预计仅 3.5%，**“稳增长”**无疑是下半年国内政策的主线。每一轮疫情的好转都伴随着经济环比确定性的修复，5 月数据环比好转验证了经济逐步企稳的判断，基本面底部大致确认。但当前与 2020 年疫后修复阶段相比内生增长动力明显偏弱，下半年经济能否超预期取决于稳增长政策的力度。

稳增长的前提是疫情防控的影响逐渐减弱，“常态化疫情防控”机制目前看来可以兼顾防疫和经济。疫情本身逐步得到控制，新一轮“常态化疫情防控”机制运行总体稳定，近期入境人员隔离时间减半、行程卡星号标记取消指向疫情影响减弱。

在出口趋势性回落、消费天花板效应明显的情况下，投资在**“稳增长”**中将发挥重要的作用。从良性加杠杆的角度来看，理想的顺序应该是制造业>基建>地产，但三条路径都存在阻力，亟待政策突破。1) 制造业投资方面，绿色低碳、智能制造、自主可控及产业链安全等高新技术制造领域和技术改造或持续释放投资需求，信贷、债券、股权等多渠道融资机制有望加大支持力度。2) 基建是确定性的发力方向，但财政缺口被动扩张，严控隐性债务背景下基建难以显著超预期，下半年有望推出特别国债、提前发行专项债等非常规刺激手段。3) 地产目前的刺激力度偏弱，下半年大概率要继续加码，但**“房住不炒”**和一线城市难放松的情况下，销售端改善空间有限，地产投资预计呈弱修复。

货币政策重心转向宽信用，年内降息降准可期。4 月初至今资金面极度宽松，短期进一步加大流动性投放必要性不强。美国高通胀背景下美联储加息预期较强，中美货币政策周期分化加剧，2 月以来 MLF 维持 2.85% 的利率不变，体现了央行的谨慎态度。CPI 在下半年或突破 3%，但从全年来看仍然较为温和，增长乏力背景下，货币政策仍将保持宽松。就**“降成本”**目标而言，可通过降准或存款利率报价改革等手段引导 LPR 报价下行，我们预计下半年仍有全面降准的可能，1 年期 LPR 存在 5-10bp 下调空间，5 年期 LPR 还有 15bp 左右的下调空间。

下半年宏观政策有望积极加码，经济基本面或将改善，**A 股下半年走势中枢预计抬升。**在**“以经济建设为中心”**的方针下，宏观政策发力可期，再加上流动性保持宽松，A 股下半年走势中枢有望抬升，稳增长、疫后修复、通胀链条值得关注。债市面临的整体环境不及上半年，10YR 国债收益率预计在 2.65%-3% 之间窄幅波动。稳增长政策发力叠加美联储加息缩表的外部环境，狭义流动性下半年大概率比上年收敛，但**“资产荒”**难以缓解，利率调整有限。国际大宗商品价格开启回落，原油黄金仍有支撑，国内定价商品有望小幅回升。美联储以抑制通胀为目的可能继续加快加息节奏，以铜为代表的基本金属价格或开启回落。原油受供给支撑或继续筑顶。随着国内复工复产和稳增长政策加码，国内定价商品有望企稳回升。

◆ 风险提示：疫情发展情况、政策落地情况、海外货币政策调整、地缘冲突

作者

潘宇昕

分析师

资格证书：S0380521010004

联系邮箱：panyx@wanhesec.com

联系电话：(0755)82830333-128

相关报告

《宏观月报-宏观研究-宏观月报-信用底或已过，政策仍将持续发力-20220531》-2022-05-31

《宏观专题-万和证券-宏观研究-二季度宏观经济及大类资产展望：从宏观杠杆率看稳增长的空间和路径-潘宇昕 0419.docx》-2022-04-21

正文目录

引言.....	4
一、 新一轮“常态化疫情防控”机制正在建立	4
二、 国内经济下行压力大，稳增长是下一阶段的关键词.....	5
（一） 经济阶段性谷底已过，但下行压力仍大.....	5
（二） 稳住经济大盘是主基调.....	11
三、 货币政策重心转向宽信用，年内降息降准可期.....	19
（一） 短期加大流动性投放必要性不强.....	19
（二） 海外加息周期一定程度制约国内货币政策宽松空间.....	20
（三） 国内通胀不构成主要约束.....	21
（四） “降成本”目标仍需总量工具.....	22
四、 大类资产投资建议	23
五、 风险提示.....	24

图表目录

图 1 国内疫情已基本得到控制.....	4
图 2 国外第四轮疫情高峰已过.....	5
图 3 死亡率持续降低.....	5
图 4 PMI：分行业（%）	6
图 5 制造业 PMI 分项（%）	6
图 6 主要工业产品产量 5 月环比改善.....	6
图 7 疫情常态化阶段社零环比修复动能减弱（%）	7
图 8 社零累计同比增速：分品类（%）	7
图 9 失业率（%）	7
图 10 中小企业经营压力大（%）	7
图 11 基建发力、地产拖累（%）	8
图 12 地方政府专项债发行前置（亿元）	8
图 13 房屋新开工面积和竣工面积仍在萎缩（%）	8
图 14 商品房销售仍然低迷（%）	8
图 15 6 月商品房销售出现改善迹象（万平方米）	9
图 16 房地产开发资金来源：同比增速（%）	9
图 17 2021 年开始房企违约频发.....	9
图 18 制造业投资：周期波动项（%）	10
图 19 工业产能利用率和产成品库存（%）	10
图 20 海外库存周期见顶对应中国出口增速回落（%）	10
图 21 FOMC 关于美国 GDP 增速的预测（%）	10
图 22 社融存量同比（%）	11
图 23 社融主要分项同比多增（亿）	11
图 24 信贷分项同比多增（亿）	11
图 25 我国宏观杠杆率构成情况（%）	12
图 26 贷款余额占比（2019 年末）	12

图 27 改建在制造业投资中占比提高	13
图 28 高技术制造业投资保持高速增长 (%)	13
图 29 2022 年 1-5 月制造业企业利润累计增速 (%)	14
图 30 制造业投资资金来源 (亿元)	15
图 31 违约债券行业分布 (截至 2022 年 6 月)	16
图 32 制造业企业信用债净融资萎缩 (亿元)	16
图 33 制造业企业股权融资规模: 当季 (亿)	17
图 34 财政收入增速 (%)	18
图 35 100 大中城市土地成交情况 (万平方米、亿元)	18
图 36 房贷利率与商品房销售面积走势	19
图 37 房贷利率 (%)	19
图 38 资金利率低位运行 (%)	20
图 39 中美利差 (%)	20
图 40 美元兑人民币汇率走势	20
图 41 债券市场外资持续流出 (亿)	21
图 42 美国通胀情况 (%)	21
图 43 CPI、PPI 同比增速 (%)	21
图 44 猪价走势 (元/千克、万头)	21
图 45 主要原材料期货价格同比增速 (%)	21
图 46 人民币汇率	22
图 47 今年 8 月到明年 1 月 MLF 集中到期 (亿元)	23
图 48 LPR 报价 5 年期和 1 年期的息差 (BP)	23

引言

今年上半年，国内资产价格经历了两个明显不同的阶段，第一个阶段是从年初到4月末，在无风险收益率上行、国际局势动荡、局部疫情扰动带来的从估值到风险偏好到基本面的全面下修，我们在四月下旬发布的《二季度宏观经济及大类资产展望》中指出“权益资产所面临多重的压力逐渐缓解，市场不必过于悲观”，从4月底之后，疫后经济的环比确定性修复和稳增长政策升温是市场反弹的主要定价逻辑。上半年GDP增速预计在3.5%，展望下半年，“稳增长”无疑是国内政策的主线，兼顾防疫和经济增长的常态化防控机制是稳增长的前提，在此基础上如何实现短期的稳定和中长期结构的平衡，宏观政策又面临哪些约束条件，厘清这些假设条件的相互作用关系有助于把握下半年资本市场的定价逻辑。

一、新一轮“常态化疫情防控”机制正在建立

2022年初钟南山院士指出，“我们终将在合适的时间内度过疫情的大流行期，逐步迈进社会生活的正常化”。目前疫情本身逐步得到了控制，随着新一轮“常态化疫情防控”机制的建立和效果的验证，疫情防控对经济扰动的不确定性预计明显下降。

今年上半年少数地区疫情反弹，感染人数大幅上升，不过目前国内各地疫情基本处于受控状态，截至2022年6月初，每日新增感染人数连续多日出现下降，个别地区疫情虽有反复，但总体下降趋势仍较明确。当前第四轮疫情高峰在全球范围内也逐步得到控制，若没有新的、强感染能力的毒株出现大规模扩散，我们预计国内疫情将进一步得到控制。

国内从2020年初开始提出动态清零的防控目标延续至今，但随着疫情长尾效应的凸显，社会层面不乏关于防疫政策的争论，由于国内防疫措施对经济造成的实质性冲击和对未来的预期走弱也构成权益市场定价的主要因素之一。经过今年深圳、上海等地疫情防控实践，在毒株传播能力衰退、建立全民免疫屏障和各区域形成大规模确诊收治能力之前，“动态清零”政策目标或继续坚持，近期有关部门的政策更多强调大城市15分钟核酸圈建设、核酸检测常态化、提高大规模快速检测能力、方舱收治能力储备等体系建设，以期在早期识别发现疫情、避免因疫情冲击出现医疗资源挤兑。

新冠仍在全球内流行、变异，当前毒株传播隐匿，对于未来疫情发展难有定论。从目前一些正在探索新一轮常态化防控机制的地区，如深圳、杭州、大连、合肥以及江西省、湖北省多个城市的经验来看，常态化核酸检测总体运行稳定，即便有疫情也相对可控，目前看来是兼顾防疫和经济的比较合理的策略。未来，在新一轮“常态化疫情防控”机制能够持续稳定运行的基础上，我们预计疫情防控对经济运行的冲击将有所弱化。近期入境人员隔离时间减半、行程卡星号标记取消都指向疫情防控的影响在减弱。

图1 国内疫情已基本得到控制

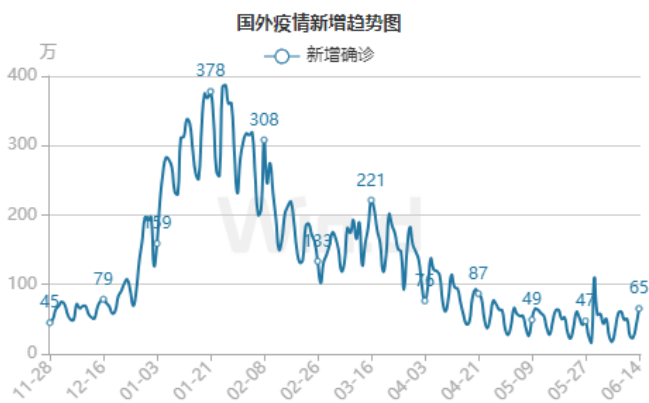
2022年以来全国新冠确诊人数变化（截止6月7日）



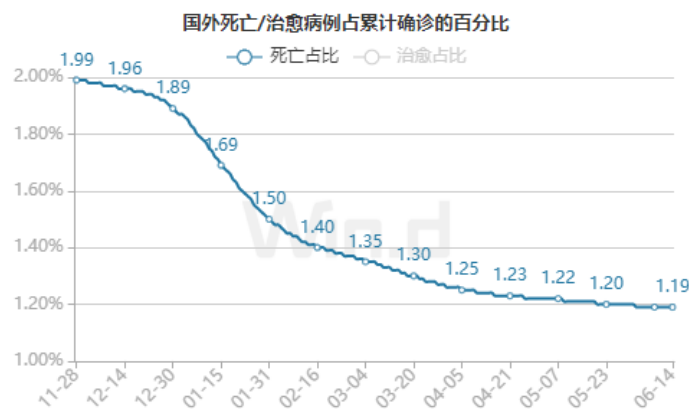
资料来源: Wind、万和证券研究所

图2 国外第四轮疫情高峰已过

图3 死亡率持续降低



资料来源: wind、万和证券研究所



资料来源: wind、万和证券研究所

二、国内经济下行压力大，稳增长是下一阶段的关键词

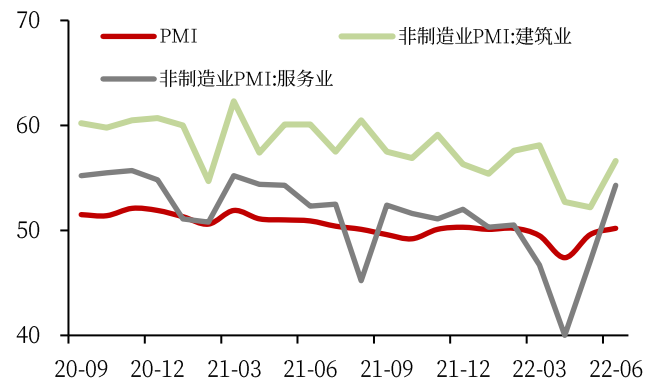
每一轮疫情的好转都伴随着经济环比确定性的修复。受疫情影响，4月经济金融数据不出意外的全面回落，而5月数据环比好转也验证了经济逐步企稳的判断，基本面底部大致确认。但当前阶段与2020年疫后修复阶段相比，地产负增长、居民收入承压、出口放缓，内生增长动力明显偏弱，在此背景下，下半年经济是继续筑底还是见底回升，很大程度上取决于稳增长政策的力度和效果。

(一) 经济阶段性谷底已过，但下行压力仍大

疫情对经济活动的影响逐渐减弱，物流和供应链趋势改善，工业生产恢复弹性较大。6月制造业PMI、商务活动PMI和供货商配送指数分别回升至50.2%、54.1%、51.3%，经济活动明显改善，交通运输效率有所提高。5月工业增加值同比增长0.7%，环比增长5.61%，工业部分恢复的弹性相对较大，主要产品产量都有不同程度改善，其中受本轮疫情影响较大

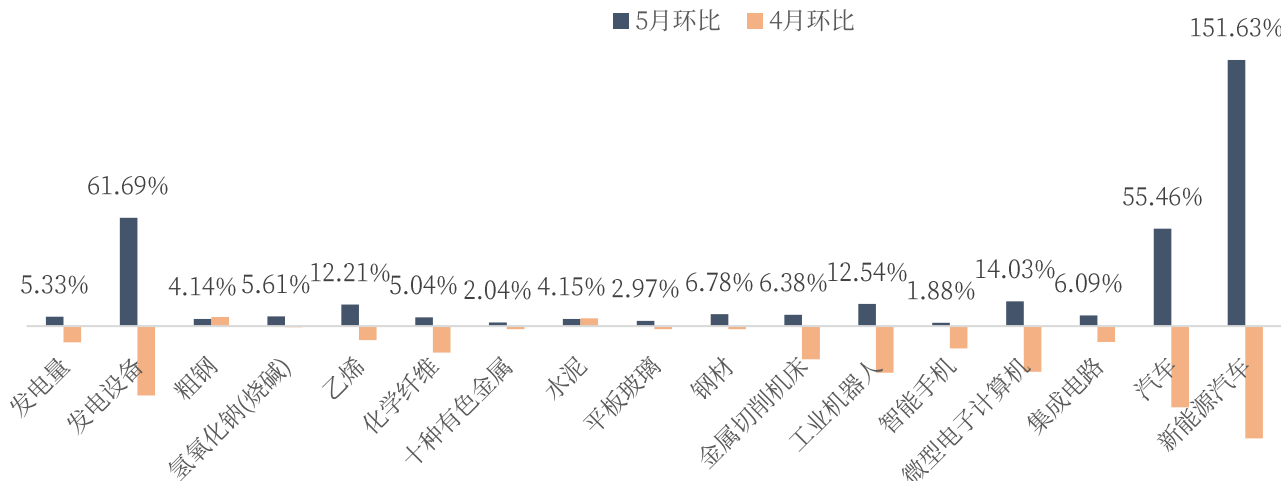
的汽车产业链改善明显。6月2日国务院联防联控机制新闻发布会上工信部指出上海的汽车整车及零部件企业复工率已超过85%。5月汽车产量环比增长55%，同比降幅由-43.6%收窄至-4.9%。

图4 PMI：分行业（%）



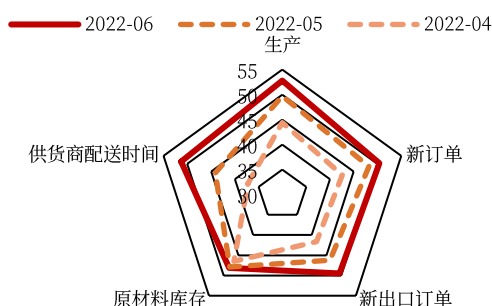
资料来源：Wind、万和证券研究所

图6 主要工业产品产量5月环比改善



资料来源：Wind、万和证券研究所

图5 制造业 PMI 分项（%）

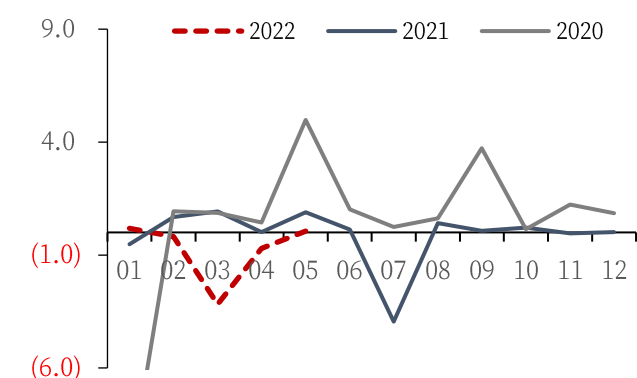


资料来源：Wind、万和证券研究所

消费修复斜率驱缓，天花板效应凸显。5月社零总额同比下降6.7%，相比上月降幅收窄4.4个百分点，环比微幅增长0.05%，而1-5月社零累计下滑1.5%，消费复苏动能不足。从2020年开始，每一轮疫后修复阶段社零环比增速中枢阶梯式下降，显示了疫情防控对于消费需求造成了“天花板效应”。一方面是由于线下消费场景的缺失，5月餐饮收入下降21.1%，仍在深度收缩；1-5月珠宝、化妆品、服装等与社交场景相关的，家具、建材、汽车等受渠道约束的品类均有不同程度的收缩，也受到房地产销售低迷、汽车供应不足、油价高等因素抑制。另一方面可能主要还是受收入效应影响。5月失业率达5.9%，较4月略有下降，但仍超出5%的“红线”，其中16-24岁人群失业率攀升至18.4%，超过2020年疫情期间的高点。吸纳就业的主体中小企业经营压力明显上升，3月以来中小企业PMI指数和服务业PMI持

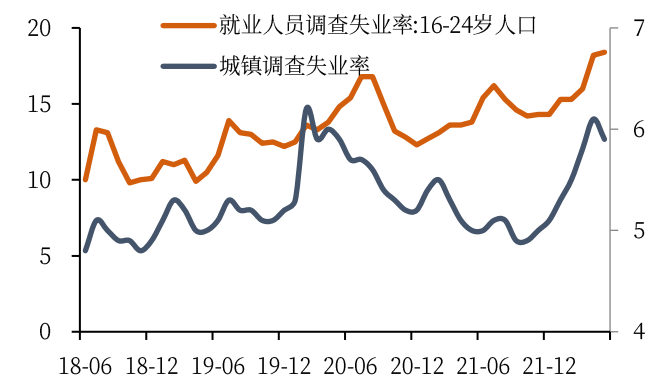
续处于收缩区间。居民收入不确定性大幅上升导致消费倾向的下降，在疫情防控的影响明显消除、居民生活半径约束消失之前，消费突破“天花板”难度较大。

图7 疫情常态化阶段社零环比修复动能减弱 (%)



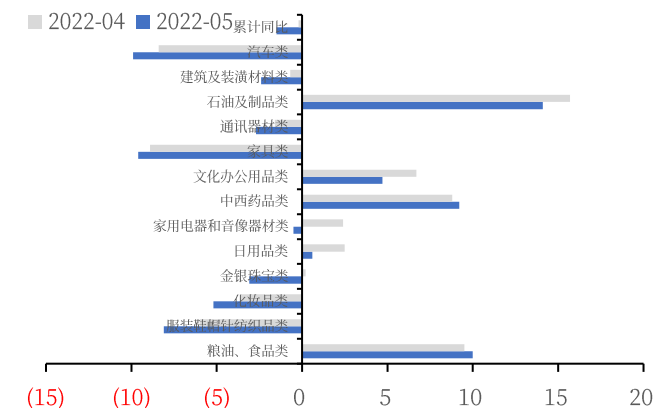
资料来源：Wind、万和证券研究所

图9 失业率 (%)



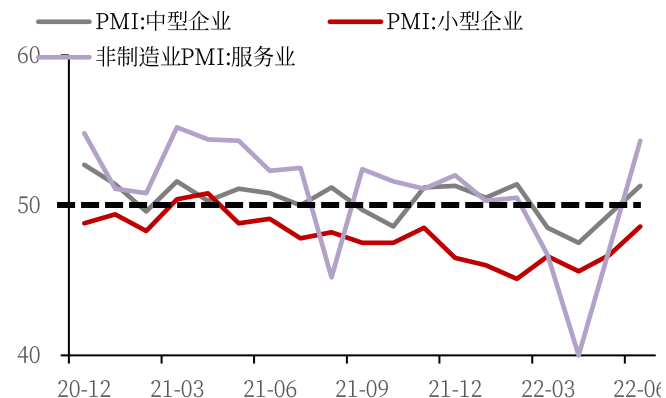
资料来源：Wind、万和证券研究所

图8 社零累计同比增速：分品类 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

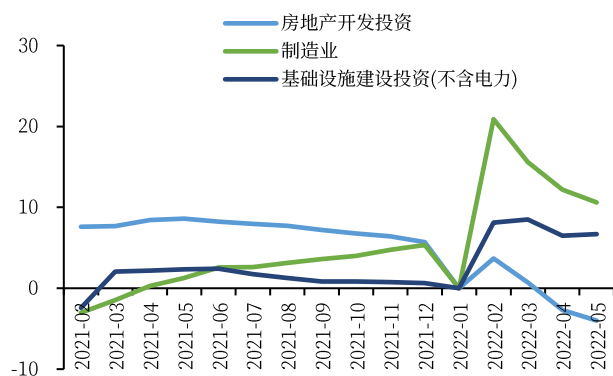
图10 中小企业经营压力大 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

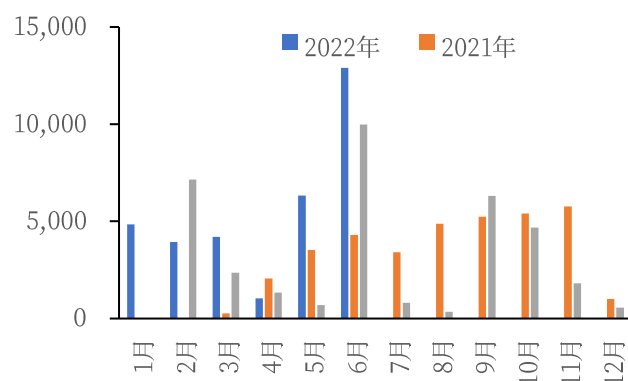
基建发力对冲房地产下行是当前固定资产投资的主要特征。1-5月固定资产投资同比增长6.2%，基建投资6.7%、地产投资-4.0%、制造业投资10.6%；4-5月的疫情防控等不利条件并没有阻断基建投资等年初所既定的资金流和项目储备量，可见基建领域的政策力度。但同时今年财政前置非常明显，5月30日全国财政支持稳住经济大盘工作会议明确要求“省级财政部门要抓紧调整专项债券发行计划，加快支出进度，确保今年新增专项债券在6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕。”截至6月末，新增专项债发行进度达到93%，如果没有增量政策补充，基建投资后续进一步加速的难度较大。

图 11 基建发力、地产拖累 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 12 地方政府专项债发行前置 (亿元)



资料来源：Wind、万和证券研究所

房地产投资仍然是明显的拖累，投资仍低迷，销售边际改善，房企违约加速。今年 1-5 月房地产新开工面积同比下降 30.6%，竣工面积下降 15.3%，商品房销售面积和金额分别下降 23.6%和 31.5%，不过 6 月以来 30 城商品房成交面积快速攀升，或由于疫后住房需求的集中释放和房市松绑等刺激性政策对需求端的提振，但企稳趋势尚不明确。随着地产销售收缩和“三道红线”要求落实后，地产商及整个供应链相关的运营压力和金融风险均快速攀升，房地产开发资金从去年 7 月开始负增长，今年 5 月单月同比下降 33%，2021 年年初以来房企流动性压力加大，包括中国恒大、花样年控股等在内的 25 家房企出现债务/理财产品的违约或展期，风险房企数量创下历史新高，对比 2014 年出险头部企业仅绿城中国、佳兆业等。2022 年前 5 月，行业信用债违约规模 650 亿，规模已经超越 2021 年全年，民营房企仍旧是主要的信用违约主体，占比 89%。房企的艰难求生显著抑制了拿地需求，截至 6 月 19 日的 100 大中城市土地成交面积和成交总价较去年同期分别下降 33%和 58%。房地产投资修复难度较大，政策有必要进一步加码。

图 13 房屋新开工面积和竣工面积仍在萎缩 (%)

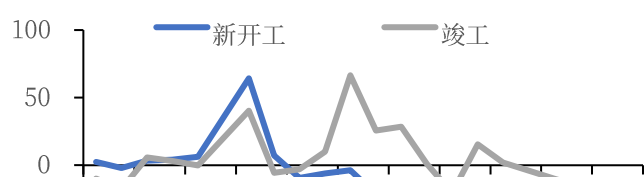


图 14 商品房销售仍然低迷 (%)



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_43672

