

彼消此长

——下半年宏观环境展望

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

下半年宏观逻辑将发生反转。上半年宏观环境的主要线索有三条，一是国内经济下行压力加大；二是稳增长政策加码；三是美国通胀高企及随之而来的美联储加息预期攀升。三条线索归根结底是一个核心逻辑：中国和美国经济及政策周期的反向。中国经济下行、终端通胀疲软，冲击盈利；美国经济强劲、通胀上行、货币收紧，冲击估值；同时受到美国政策收紧的制约，中国政策也难以完全自由。展望下半年，我们认为中美周期将发生反转：即中国经济触底回升，虽然天花板可能不高但边际向好的方向较为确定；而美国经济下行甚至衰退的压力加大。此所谓“彼消此长”。

中国经济开始复苏，先快后慢。国内疫情加大了经济触底的速度和深度，使得未来经济在一个非常低的基数上反弹，这意味着经济边际复苏向上的趋势较为确定，甚至短期之内可能较强劲。不过鉴于未来疫情防控的难度大大增加，经济后续动能可能乏力，下半年经济修复先快后慢。消费和制造业投资受到未来疫情不确定性的影响较大，复苏的空间受限。基建和房地产投资在政策的支持下将出现相对较强的反弹。出口增速长期有下行压力，短期内仍有韧性。

国内通胀预计有惊无险，政策将继续发力。我们认为中国 PPI 今年全年都将处于回落的趋势之中。国际大宗商品价格继续上涨的动力不足，而且下半年 PPI 的翘尾下滑非常快，预计中国 PPI 到四季度会回落至 2% 左右。当前中国 CPI 面临“四重压力”：一是 PPI 向核心 CPI 传导的压力；二是国际粮价大涨给中国粮食价格的压力；三是国内猪周期上行给食品价格带来的压力；四是油价居高不下给能源价格带来的压力。我们认为虽然在四重压力之下，中国 CPI 趋于上行，但是年内高点或在 3% 左右，显著高于 3% 的政策目标的风险不大。下半年政策仍将维持较为宽松的环境。宏观审慎政策方面，此前在经济结构转型中调控力度较大的领域都在松绑。财政政策方面，下半年仍会保持较强的支出力度，我们预计下半年可能会有 1.5 万亿-2 万亿的新增特别国债，也有可能提高财政赤字率。货币政策方面，我们预计下半年货币政策将维持宽松，降准降息的空间不大，但仍然存在。

美国经济下行甚至衰退的压力较大。经验规律来看，美国长短端国债

利率倒挂是美国经济衰退的重要预警信号。美国历史上 CPI 同比超过 4%、同时失业率低于 5% 的状况发生时，两年内都会陷入经济衰退，这是预警美国经济衰退的又一经验规律。企业端状况来看，美国 ISM 制造业 PMI 指数自去年 3 月份以来持续下行，目前已经回落至以往的均值水平（55 左右）。这反映出的是美国企业景气度逐步下降。同时美国库存周期也已经接近顶部。居民端状况来看，经过了两年“野性消费”之后，目前美国居民的消费能力已经是强弩之末。一是居民实际收入大幅负增长，供应消费的现金流堪忧。二是居民疫情后收到的现金补贴已经消耗殆尽，“直升机撒钱”驱动的消费增长已无法持续。三是居民目前的消费能力需要靠信贷支撑，加息环境下未来风险很大。以上几个因素的综合结果是美国消费者信心指数直线下滑。消费是美国经济的核心驱动力，消费下滑也将导致美国整体经济失去动力。

美联储加息预期将筑顶。我们认为美国通胀有望于三季度确认顶部。下半年大宗商品价格继续上涨的动力不足，这意味着通胀自上而下的压力将有所减轻。未来美国消费存在较大的下行压力，所以通胀自下而上的压力也将有所减轻。美联储的鹰派态度何时能够出现边际转变？我们认为需要满足两个条件：第一个必要条件是通胀确认顶部，第二个条件是经济出现比较大的下行压力。在美国通胀确认顶部后，即使尚未回落到很低的水平，美联储的政策也开始关注经济，并在经济下行压力较大时降息呵护。我们预计加息行动会持续到年底。不过对于市场而言，目前最关键的问题不是在于实际加息多少，而是加息预期能否会继续攀升。市场对加息的预期可能在三季度筑顶，只要之后不出现通胀的意外强力反弹，那么全球市场对流动性的恐慌应会逐步缓和。

下半年资产交易逻辑可能分为三个阶段。第一阶段是以疫后经济复苏为主线。虽然目前市场上对经济长期前景的分歧较大，但是短期内经济触底回升的趋势是较为确定的。第二阶段是以政策宽松为主线。我们预计年内经济在短期的复苏之后可能动力减弱。届时叠加美联储加息预期筑顶等因素，市场交易逻辑可能转向于政策宽松。第三阶段是以海外经济压力为主线。我们预计四季度之后海外经济压力会更加明显，衰退的概率也会逐步增加，海外市场可能开始对大衰退进行定价，其相关波动也会传导至国内市场。我们预计国内股市环境相对友好。10 年期美债收益率继续上升的空间不大，中债利率低位震荡。美元指数接近顶部，人民币预计三季度反转。三季度将会是配置黄金的较好时段。

风险提示：1. 国内疫情出现大规模反弹。2. 美国通胀再度超预期上行。3. 欧美经济衰退提前到来。

目录

1. 上半年宏观环境回顾	5
2. 中国经济开始复苏，先快后慢	6
2.1. 消费爬坡，高度有限.....	6
2.2. 投资要发挥关键性作用.....	8
2.3. 出口长期趋于下行，短期有韧性.....	13
3. 国内通胀预计有惊无险，政策将继续发力	15
3.1. PPI 处于继续回落的通道.....	15
3.2. CPI 面临四重压力但不会失控	17
3.3. 下半年政策将继续发力.....	19
4. 美国经济下行甚至衰退的压力较大	21
4.1. 两个经验规律指向美国经济衰退.....	21
4.2. 美国企业景气度持续下行.....	22
4.3. 美国居民消费难以为继.....	24
5. 美联储加息预期将筑顶	26
6. 大类资产配置建议	28
6.1. 国内股市环境相对友好.....	28
6.2. 长期美债收益率上升空间不大，中债利率低位震荡.....	28
6.3. 美元指数接近顶部，人民币预计三季度反转.....	31
6.4. 黄金的配置价值即将到来.....	32

图表目录

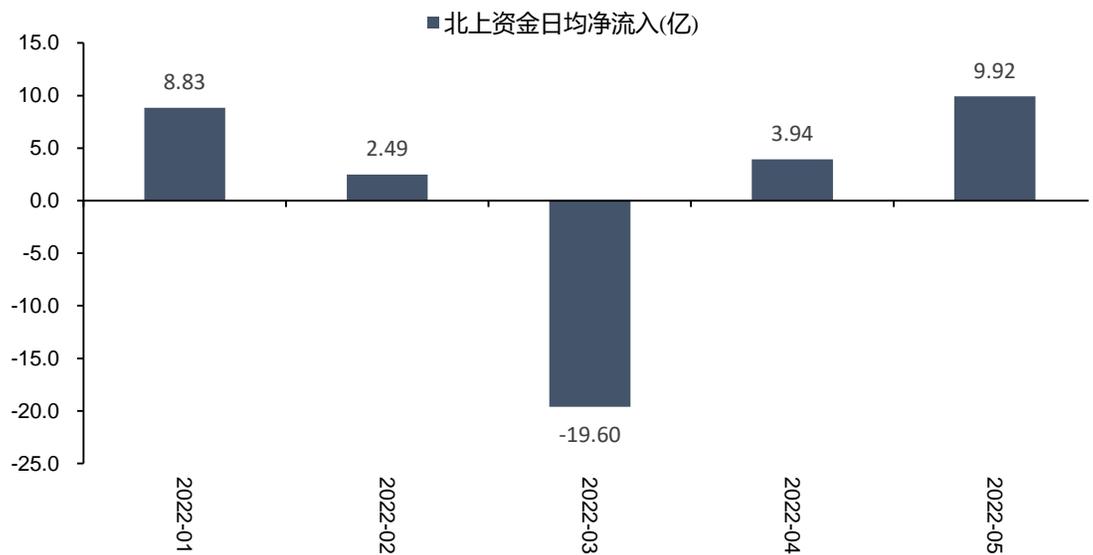
图表 1: 4 月之后外资流出的压力减缓.....	5
图表 2: 疫情后消费复苏的高度显著低于疫情前的趋势线.....	6
图表 3: 疫后居民收入没有对消费产生“天花板效应”.....	7
图表 4: 消费与疫情呈现非常显著的负相关性.....	7
图表 5: 经济压力的年份都是靠投资来拉动经济.....	8
图表 6: 今年中下游企业利润受侵蚀非常严重.....	9
图表 7: 企业对未来预期较差.....	10
图表 8: 今年政府对基建投资的支持意愿非常强烈.....	10
图表 9: 地方政府项目储备较为充足.....	11
图表 10: 政策底距销售底通常有 1-2 个季度的时滞.....	12
图表 11: 疫情虽影响了部分人的购房计划, 但也催生了新需求.....	13
图表 12: 美国大通胀时期正是其进口增速最高的时期.....	14
图表 13: 美国对中国的进口受到加征关税的影响非常明显.....	15
图表 14: 主要经济体 PPI 走势分化.....	16
图表 15: 需求端不支持大宗商品价格持续高位.....	16
图表 16: CPI 与 PPI 的相关性近年来减弱.....	17
图表 17: 中国仍处于产能过剩的阶段.....	17
图表 18: 本次国际粮价上涨对中国影响不明显.....	18
图表 19: 当前中国粮食储备非常充足.....	18
图表 20: 本轮猪周期库存去化不快.....	18
图表 21: 猪价高点可能和 2011 年及 2016 年相近.....	18
图表 22: 国内油价变动幅度低于国际油价.....	19
图表 23: 国内就业问题仍然严重.....	20
图表 24: 历史上美债倒挂后 6-24 个月美国经济会陷入衰退.....	21
图表 25: 美国历史上每一次“高通胀、低失业”的组合均以经济衰退终结.....	22
图表 26: 美国企业景气度持续下行.....	23
图表 27: 本轮美国库存周期达到历史最长扩张时间.....	23
图表 28: 居民实际收入水平是下降的.....	24
图表 29: 美国居民财务状况大幅恶化.....	25
图表 30: 美国居民消费贷款水平达到历史高位.....	25
图表 31: 美国消费者信心指数降至历史最低位.....	26
图表 32: 消费者信心指数对实际消费的指示性很强.....	26
图表 33: 美国消费对通胀有领先性.....	27
图表 34: 美国长期通胀预期没有无序上升.....	27
图表 35: 通胀见顶+经济回落是美联储转变态度的条件.....	27
图表 36: 上游原材料成本对中下游利润的挤压正在减轻.....	28
图表 37: 6 月美联储会议之后市场对加息的预期不升反降.....	29
图表 38: 上一轮缩表对美债收益率的推升作用不持久.....	30
图表 39: 国内经济复苏限制债券利率下行空间.....	30
图表 40: 中美利差深度倒挂限制债券利率下行空间.....	30
图表 41: 美元指数与美国和其它主要国家的利差相关性很高.....	31
图表 42: 人民币对一篮子货币仍有贬值压力.....	32
图表 43: 美国实际利率上升导致金价下行.....	32

1. 上半年宏观环境回顾

上半年宏观环境的主要线索有三条，一是国内经济下行压力加大；二是稳增长政策加码；三是美国通胀高企及随之而来的美联储加息预期攀升。对于资本市场而言，国内经济下行影响到企业盈利，稳增长政策影响到国内流动性和盈利预期，美联储加息引起的全球流动性收缩影响估值。上半年还发生了两个重要的“黑天鹅”事件：一是国内疫情大幅反弹；二是俄乌冲突爆发。前者导致国内经济下行压力远超最初的预期，企业盈利也受到很大影响；后者导致全球通胀上行压力远超最初的预期，美联储加息预期因此快速上升，强力打压了全球高估值资产，同时上游原材料价格高企也侵蚀了中下游企业的利润。这两个“黑天鹅”的结果是股市出现“戴维斯双杀”。与此同时，5月份之前国内“稳增长”政策一直较为犹豫，力度不够，不足以扭转急速下滑的市场信心，所以年初至5月股市出现大幅下跌。

4月底的政治局会议前后是较为重要的转折点。第一，国内经济已经跌至谷底，疫情的影响也已被较为充分地计价。第二，美联储加息导致外资流出的压力在2-4月份释放的较为充分，美联储加息预期也已经升至较高位置，对国内的边际影响减弱。第三，在疫情的巨大冲击之下，政策不再犹豫。429政治局会议释放了强力的刺激信号，随后的一系列举措也让大多数市场参与者相信政策真的开始发力了。所以市场在5月开始出现了强力反弹，并且在全球市场连续下跌的背景下走出了“独立行情”。

图表 1：4月之后外资流出的压力减缓



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

回顾上半年的主线，其实上文所述的“三条线索”归根结底是一个核心逻辑：中国和美国经济及政策周期的反向。虽然过去也曾出现过中美经济及政策周期方向的时段，但是反差如此之大几乎是第一次，而且随着多年以来外资的持续流入，美元流动性对国内市场的影响越来越大。所以，中国经济下行、终端通胀疲软，冲击盈利；美国经济强劲、通胀上行、货币收紧，冲击估值；同时受到美国政策收紧的制约，中国政策也难以完全自由。

展望下半年，我们认为中美周期将发生反转：即中国经济触底回升，虽然天花板可能不高但边际向好的方向较为确定；而美国经济下行甚至衰退的压力加大。此所谓“彼消此长”。

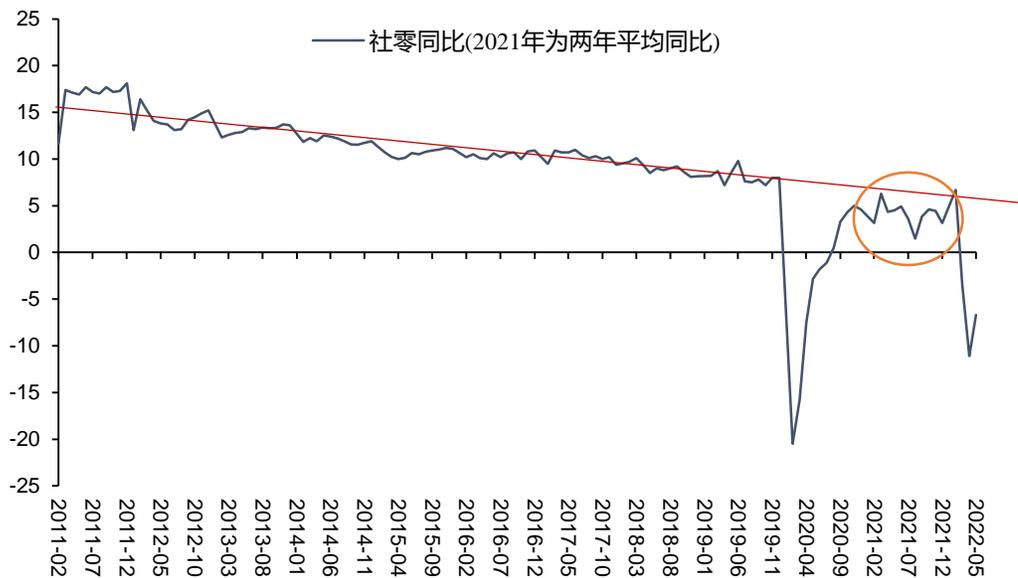
2. 中国经济开始复苏，先快后慢

今年中国经济下行的压力主要来自于两方面，一是房地产行业景气度的断崖式下滑；二是新一轮疫情的冲击。4月份之前前者是主要担忧，4月份之后后者是主要矛盾。疫情加大了经济触底的速度和深度，使得未来经济在一个非常低的基数上反弹，这意味着经济边际复苏向上的趋势较为确定，甚至短期之内可能较强劲。不过鉴于未来疫情防控的难度大大增加，经济后续动能可能乏力，下半年经济修复先快后慢。

2.1. 消费爬坡，高度有限

十几年以来中国消费增速中枢一直在系统性地下移，不过下行的速度较为稳定。这背后是“新常态”下中国经济和居民收入增速中枢的下行。2020年疫情爆发之后，消费虽然迅速反弹，但是两年来其高度明显低于疫情前的趋势线，显示出疫情后消费复苏始终乏力，这和西方国家强劲的消费需求形成鲜明的对比。

图表 2：疫情后消费复苏的高度显著低于疫情前的趋势线

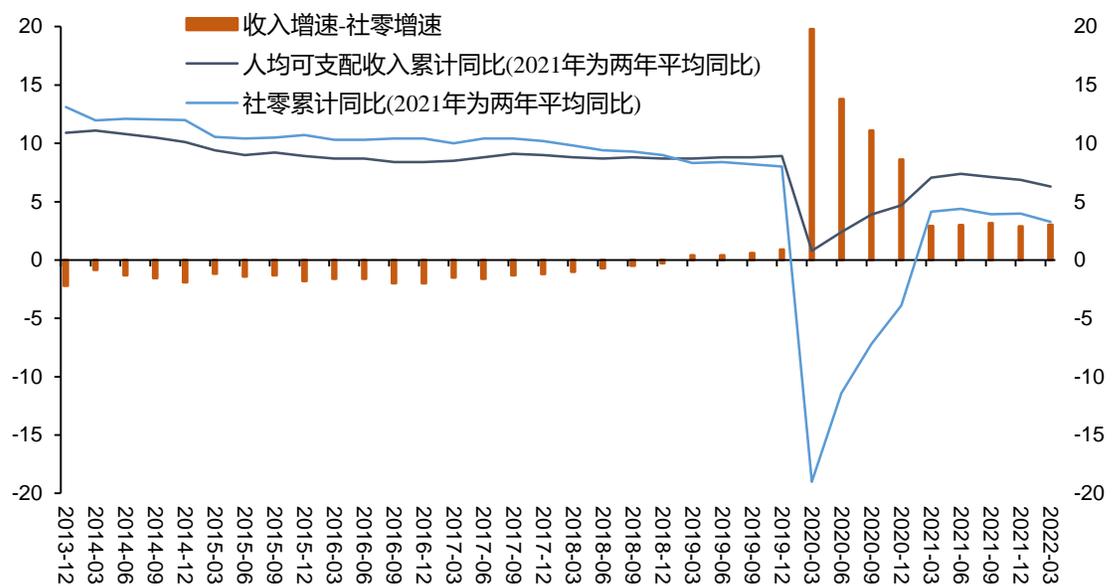


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

疫后消费复苏为何乏力？普遍认为有两个原因：一是疫后经济增速不高，居民收入的下降从根本上削弱了居民的消费能力，限制了消费复苏的空间。二是疫情的持续反复使很多消费场景始终没有完全恢复。

我们认为后者是主要原因，即影响居民消费的主要因素还是疫情，而非收入。虽然疫情后居民收入增速有所下降，但是消费增速下降的幅度远远大于收入下降的幅度。过去十年中，在2019年之前，居民消费增速大多数时间高于收入增速1-2个百分点，这背后是中国经济从投资向消费转型的过程中居民消费率的提升、储蓄率的下降。2019年居民收入增速高于消费增速，但幅度不大。而在疫情之后则出现了居民收入增速远高于消费增速的情况，即使除去2020年的数据，2021年（两年平均同比）及2022年一季度（当季同比）收入增速高于消费增速的幅度始终在3个百分点左右。所以我们认为疫情后居民收入对消费并没有产生明显的“天花板效应”。

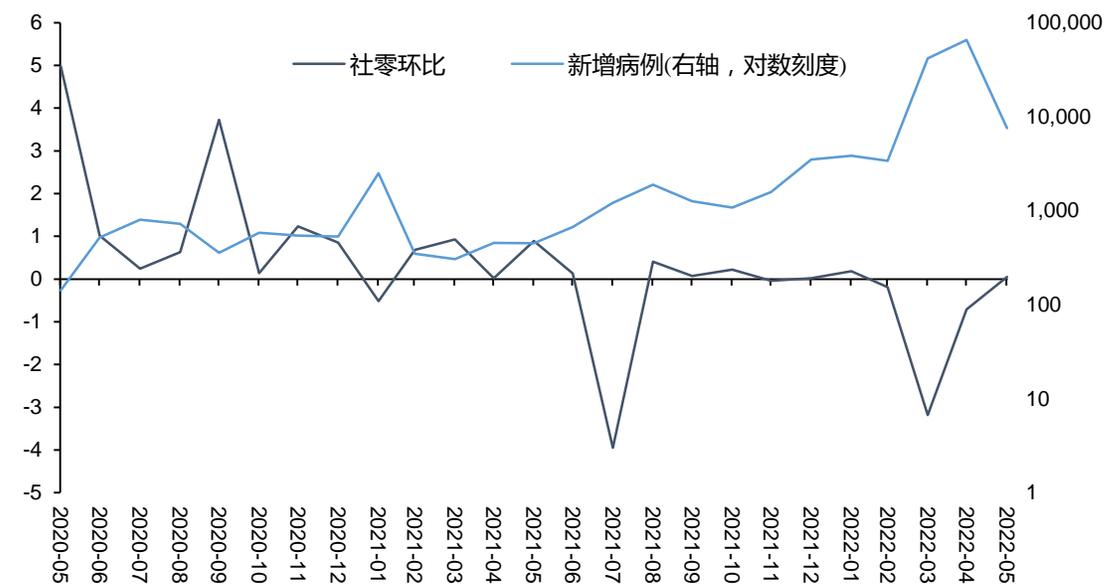
图表 3: 疫后居民收入没有对消费产生“天花板效应”



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

而疫情的走势和消费的相关性则非常显著。2020年以来疫情出现过多次反复, 历次疫情反弹几乎都对对应着消费环比的明显下降, 疫情好转也均对应着消费的反弹。从2021年下半年以来, 疫情防控的难度加大, 新增病例出现系统性抬升, 对应着消费环比增速也降至0附近。所以我们认为疫情仍是主导未来消费复苏路径的核心因素。所以, 随着疫情防控取得阶段性成果, 消费必定能出现较为强劲的反弹。我们预计6-7月份消费都将处于较快复苏的阶段。

图表 4: 消费与疫情呈现非常显著的负相关性



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

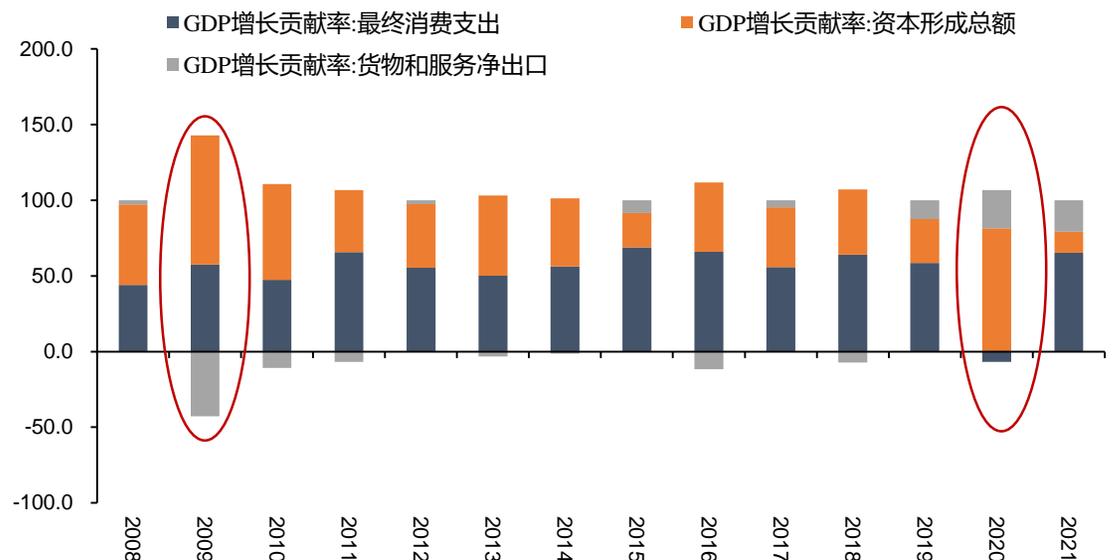
但我们对消费复苏的最终高度仍不乐观。由于当前病毒的隐匿性和传播性大大增强, 疫情防控难度极大, 疫情防控对消费产生的“天花板效应”不可忽视。近期各地对外来人员的防控

要求明显提升，出现单个病例即封城的地区也逐渐增加，这都会对消费造成很大负面影响。市场对疫情爆发的地区的消费冲击有较为充分的预期甚至高估，但是可能会低估疫情常态化防控对各地消费的影响。以北京为例，5月份北京防控力度大大加强，社零同比下降25.7%，这一降幅容易理解。但相比之下，4月份时北京没有出现明显的疫情反弹，疫情防控也只是在下旬出现了小幅的加码，而北京4月份社零消费同比降幅也已经达到了16.1%。可以看出疫情常态化防控对消费的负面影响就已经很大。未来随着病毒清零难度加大，疫情常态化防控对消费的冲击可能会更大。所以我们认为今年消费复苏的天花板不高，不宜有过高期待。

2.2. 投资要发挥关键性作用

投资是中国逆周期调节的主要发力方向。在经济压力比较大的年份，比如2009年、2020年，可以明显看到投资对经济增长的贡献率大大提升。今年也是经济压力很大的年份，消费受到疫情影响上升空间有限；出口由外需决定，不受国内主观意愿的掌控；只有投资可以发挥的空间较大。429政治局会议中指出，“发挥有效投资的关键作用”。下半年投资也将是拉动经济的主要力量。

图表5：经济压力的年份都是靠投资来拉动经济



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_43234

