

深度报告
2022年6月29日

向阳而生

——2022年中期宏观经济与资本市场展望

丁安华 招商银行首席经济学家

☎ 0755-83195106 ✉ dinganhua@cmbchina.com

谭卓 招商银行研究院宏观经济研究所所长

☎ 0755-83167787 ✉ zhuotan@cmbchina.com

刘东亮 招商银行研究院资本市场研究所所长

☎ 0755-82956697 ✉ liudongliang@cmbchina.com

感谢田地、王欣恬、刘阳、王天程、柏禹含、苏畅、石武斌、赵宇对此文的贡献。

敬请参阅尾页之免责声明



概 要

- **展望下半年，美国通胀“高烧不退”，经济衰退概率上升。**俄乌问题和疫后复苏或持续驱动能源和食品通胀，叠加粘性的服务通胀，使得全年美国通胀居高难下。美联储或紧盯 2% 的通胀目标“硬加息”，全年加息 13 次（325bp）。高通胀叠加财政货币“双紧缩”，对居民部门资产负债表构成压力，美国经济“硬着陆”概率随之上升。
- **中国经济将处于二次探底后的修复阶段。其中最为关键的问题，是居民和企业预期疲弱，去杠杆交互作用，一定程度上陷入负向循环。**三驾马车动能总体承压，结构分化。货物贸易将由高景气转为下行，对增长的拉动减弱。消费复苏动能疲弱。投资方面，房地产投资改善仍需时日，或对经济增长形成负向冲击；基建和制造业投资将成为重要发力点，对经济增长形成支撑。通胀方面，下半年 PPI 通胀有望稳步下行，但下行空间受到供求关系制约。CPI 通胀总体温和不，预计在 9 月达到年内高点，上行空间和节奏主要由猪价确定。全球“滞胀”向我国的传导构成最大的不确定性。
- **宏观政策将在内外约束下积极作为。**财政政策收支紧平衡加剧，将多措并举，通过存量资金填缺口，增量工具促发展，或提前下达/增发 1 万亿新增专项债限额，并通过提高专项债的使用效率，有效稳定经济大盘。货币政策外部约束进一步趋紧，中美利差全面倒挂，将力求在“以我为主”的同时兼顾内外平衡，发挥总量和结构双重功能，通过“宽信用”“降成本”促进居民和企业扩张资产负债表，畅通经济正向循环。
- **大类资产配置策略建议积极布局权益资产并耐心等待。**海外“滞胀”环境对股债资产而言均是显著不利的，股债双杀的局面还会持续一段时间；境内债券利率整体延续震荡但相对更偏上行风险，A 股下半年的预期收益将得到改善，但实现趋势性转牛的条件仍不充分。对于下半年大类资产配置逻辑，认为包括 A 股、港股的收益预期将有所恢复，因此相比 2021 年底，可以适当增加资产配置整体的进攻性，并加大权益类资产的配置力度。建议投资者在股票和固收资产之间采取攻守平衡的配置思路，同时特别重视权益资产内部的结构机会。具体资产配置建议如下：美元、港股（科技）中高配，黄金、中国国债、信用债、A 股、A 股的消费风格、成长风格、美股标配，人民币、欧元、美债中低配，A 股的周期风格低配。

2022 年中国经济预测表

指标	2019	2020	2021	2022F
实际 GDP	6.1	2.3	8.1	4.2
社会消费品零售总额	8.0	-3.9	12.5	2.6
全社会固定资产投资	5.4	2.9	4.9	5.5
房地产投资	9.9	7.0	4.4	-0.5
基建投资	3.3	3.4	0.2	9.6
制造业投资	3.1	-2.2	13.5	6.7
出口（以美元计）	0.5	3.6	29.9	6.3
进口（以美元计）	-2.7	-0.7	30.1	2.8
CPI*	2.9	2.5	0.9	2.2
PPI*	-0.3	-1.8	8.1	5.5
社融	10.7	13.3	10.3	10.5
M2	8.7	10.1	9.0	11.2
人民币贷款	12.3	12.8	11.6	11.5
目标赤字率	2.8	3.6	3.2	2.8
新增地方政府专项债（万亿元）	2.15	3.75	3.65	3.65
次数	3	3	2	0
幅度（bp）	150	50	100	0
10 年期国债*	3.2	2.9	3.0	2.9
利率				
1 年期 LPR:年末	4.15	3.85	3.85	3.70
5 年期 LPR:年末	4.80	4.65	4.65	4.35
上证综指*	2,920	3,128	3,500	3,300
美元兑人民币*	6.9	6.9	6.45	6.65
伦敦金（美元/盎司）*	1,394	1,770	1,800	1,850

注：以上经济指标除专门标注外，均为增速，单位为%；带*指标为年度均值
资料来源：Wind，招商银行研究院

目录

一、宏观主线：美国“滞胀”与中国资产负债表行为	1
(一) 美国：“硬加息”与“硬着陆”	1
(二) 中国：资产负债表行为分化	6
二、中国经济：二次疫后修复	11
(一) 进出口：增速放缓	11
(二) 消费：弱势复苏	12
(三) 投资：结构分化	14
(四) 供给侧：缓慢修复	19
(五) 通胀：PPI-CPI 剪刀差收敛	20
三、财政货币：内外约束下积极作为	23
(一) 财政政策：积极有为，拓展空间	23
(二) 货币政策：“宽信用”支持“稳增长”	27
四、资本市场：适度加强进攻，逢低布局权益	31
(一) 2022 年上半年市场回顾：股票全面下跌，美债利率大涨	31
(二) 主要市场研判：A 股逢低布局，利率上行风险加大	33
(三) 资产配置策略：适当增加进攻性，重视结构性机会	41

图目录

图 1: 美国经济“滞胀”预期持续升温.....	1
图 2: 中国经济增速下行预期走高.....	1
图 3: 5 月美国 CPI 通胀超预期再创新高.....	2
图 4: 今年大宗商品价格涨幅创下历史之最.....	2
图 5: 俄乌冲突令全球供应链改善受阻.....	2
图 6: 核心商品通胀趋于收缩.....	2
图 7: 住房和交通驱动美国核心服务通胀.....	3
图 8: 美国“工资-物价”螺旋尚未成型.....	3
图 9: 美国就业供需缺口持续扩张.....	3
图 10: 疫情下美国贝弗里奇曲线上移.....	3
图 11: 美联储不断上调加息预测.....	4
图 12: 市场预期 7 月将再次加息 75bp	4
图 13: 沃尔克“超调”政策利率“抗通胀”	5
图 14: 美联储资产负债表规模较疫前翻番.....	5
图 15: 美国仅有三次加息周期后未发生衰退.....	6
图 16: 民主党大概率将失去对国会的控制.....	6
图 17: 美国工资增速和消费者信心创下新低.....	6
图 18: 二季度美国 PMI 显著放缓	6
图 19: 青年失业率大幅上升	7
图 20: 2020-2021 各行业工资增速显著放缓.....	7
图 21: 居民消费意愿低迷, 储蓄倾向上升.....	7
图 22: 居民存贷款表现分化	7
图 23: 居民-企业循环流向图	8
图 24: 今年居民消费和工业生产景气下行.....	8
图 25: 企业中长贷和存款表现分化.....	8
图 26: 今年 M2-M1 剪刀差持续走阔.....	8
图 27: 经济泡沫破灭后资产负债表衰退发生.....	9
图 28: 2021 年企业去杠杆, 政府加杠杆	9
图 29: 一季度 GDP 增速明显回落.....	10

图 30: 上半年固定资产投资显著放缓	10
图 31: 上半年我国出口数量增速回落	11
图 32: 上半年我国进口数量收缩加剧	11
图 33: 我国贸易条件改善缓慢	12
图 34: 进出口增速预计下行, 贸易顺差扩张	12
图 35: 消费持续受疫情压制	13
图 36: 政府部门消费增长放缓	13
图 37: 疫情对居民的消费冲击大于收入	13
图 38: 社会集团消费品零售仍处收缩区间	13
图 39: 餐饮消费持续低迷	14
图 40: 商品消费增长分化	14
图 41: 房地产销售加速下滑	15
图 42: 70 大中城市房价增速陷入负增长	15
图 43: 房地产开发资金大幅收缩	15
图 44: 房地产投资中土地购置费下滑更快	15
图 45: 房地产新开工面积下滑加剧	16
图 46: 土地出让收入领先土地购置费	16
图 47: 5 月基建投资增速回升	16
图 48: 水利环境和公共设施管理业增速回升	16
图 49: 新增专项债发行前置	17
图 50: 年内重大项目计划投资额增加	17
图 51: 土地出让收入大幅收缩	17
图 52: 投向基建的比例持续下降	17
图 53: 高技术制造业保持高增长	18
图 54: 出口及原材料生产行业投资保持增长	18
图 55: 企业利润持续分化	19
图 56: 制造业企业经营预期未见明显改善	19
图 57: 工业生产增速由负转正	19
图 58: 服务业增速降幅有所收窄	19
图 59: 工业企业利润下滑	20
图 60: PPI-CPI 剪刀差收敛	20

图 61: PPI 通胀随基数走低回落	20
图 62: 部分大宗商品见顶回落	20
图 63: PPI 上中下游剪刀差收窄	21
图 64: PPI 同比增速预测	21
图 65: CPI 同比增速主要取决于食品项	21
图 66: 能繁母猪存栏决定猪价空间	21
图 67: 核心 CPI 低位运行	22
图 68: CPI 通胀预测	22
图 69: 今年退税减税降费规模创历史新高	23
图 70: 小型企业景气度持续位于收缩区间	23
图 71: 央行上缴利润, 资金直达实体	23
图 72: 中央加大对地方转移支付	23
图 73: 二季度财政收入或减收 5,878 亿元	24
图 74: 成本性费用性支出占比七到八成	24
图 75: 新增专项债发行进度超前	25
图 76: 政府债券净融资同比多增	25
图 77: 预算实际赤字率约为 8.1%	26
图 78: 实际赤字完成率较高	26
图 79: 今年调入资金及结转结余为历史次高	26
图 80: 2021 年财政“余粮”较多	26
图 81: 近期 DR007 中枢明显低于政策利率	27
图 82: 1 年期同业存单利率持续下行	27
图 83: 蒙代尔“不可能三角”	28
图 84: 中美收益率曲线全面倒挂	28
图 85: 5 年以上 LPR 或仍有 5-10bp 压降空间	29
图 86: 企业贷款加权平均利率处于历史底部	29
图 87: 企业中长期融资持续疲弱	30
图 88: 社融-M2 剪刀差连续转负	30
图 89: A 股、港股表现强于美股	32
图 90: 美债利率大幅上行	32
图 91: 定价加息节奏达高峰, 利率曲线趋平	34

图 92: 通胀回落速度是影响主因	34
图 93: 货物贸易结汇量仍在绝对高位	34
图 94: K 型分化或带来中美利差倒挂维持	34
图 95: 美债实际利率 vs 伦敦金	35
图 96: 美元指数 vs 伦敦金	35
图 97: 上半年中国国债利率震荡为主	36
图 98: 上半年中国国债利率曲线趋于陡峭	36
图 99: 上半年中国信用利差走阔后压缩	37
图 100: 上半年城投信用利差走阔后压缩	37
图 101: 业绩增速和实际 GDP+PPI 高相关	38
图 102: 狭义流动性 M1 和估值高相关	38
图 103: 广义流动性 M2 高于名义 GDP	39
图 104: 流动性底-市场底-业绩底	39
图 105: 美国制造业 PMI 与股市走势	41
图 106: 标普 500 估值处于中等水平	41
图 107: 上证综指 vs 中债 10Y 股债性价比	42
图 108: 标普 500vs 美债 10Y 股债性价比	42
图 109: 横向比较下, A 股在全球市场中估值分位数偏高	43
图 110: A 股风格估值水平分化严重	43
图 111: 黄金估值偏贵	43
图 112: “胜率—盈亏比”九宫格	44

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_43464

