

年度策略

形势比人强——2022年中期宏观经济与资产展望

回看上半年，我国经济大幅下行、市场剧烈调整，显然是各方始料不及，背后凸显的是我们持续提示的“4大矛盾”，即：防疫情 VS 稳增长；抓落实 VS 换届、问责；增量政策（松地产、补资金缺口等）VS 硬约束；稳外部 VS 美联储加息、俄乌冲突、中美博弈。

展望下半年，事情正在起变化，6月以来我国正处于“四期叠加”，即：疫情受控期、经济反弹期、存量政策落地期、增量政策酝酿期，这也意味着“4大矛盾”有望逐步缓解。

“信心比黄金重要、形势比人强”已是上半年的主题词，可能仍会是下半年的主题词。今年是二十大之年，也是党第二个百年的开局之年，“稳”可谓硬要求。面对内有疫情冲击、需求不足、信心不足，外有美联储加息、衰退风险、地缘博弈，“稳”的难度大增。

综合看，2022年下半年中国宏观运行和资产配置将呈现如下特征：

一、政策面：全力稳增长、稳信心，核心是抓落实、控疫情、松地产、补资金缺口

> 总基调：全力稳增长稳信心，存量政策加速落地、增量政策尽早出台，紧盯7月政治局会议。

> 货币端：大方向延续宽松，降准降息仍可预期，但空间有限，宽信用在路上，主要有三大发力方向，一二线地产松动、东中部城投融资、结构性货币政策工具。全年社融存量增速预计10.3%-10.7%左右，节奏上二季度末可能是年内高点，三四季度冲高回落呈震荡走势。

> 财政端：仍会积极，6月份专项债基本发行完毕，存量政策资金已基本到位、重在落实，尤其是专项债项目；增量政策可期，重点关注特别国债、调赤字率、提前下发明年专项债额度等。

> 中长期：紧盯二十大报告，关注要素市场化、共同富裕、双碳、资本、平台等领域新提法。

二、基本面：全球衰退风险大，下半年“中强美弱”，GDP目标应“保4争5”，地产是关键

1、外部看，全球从滞胀向衰退，中美周期再分化，下半年转为“中强美弱”。海外方面，上半年俄乌冲突爆发，全球通胀抬升，美联储紧缩持续超预期，加剧全球滞胀格局；下半年预计美国经济进一步放缓，存在衰退风险，全球经济下行压力加剧。国内方面，回顾历史全球经济下行时期，我国经济多数也同步下行，仅2004-2005年逆势上行，就本轮而言，全球经济下行压力可控，我国出口韧性较强、疫情持续受控，经济有望逆势复苏，类似弱化版2004-2005年。

2、内部看，对比2020年，下半年修复前景如何？当前经济修复进度类似2020年Q2滞后1个月左右，下半年回升是大趋势，但约束仍多：1) 疫情：疫情冲击大概率较上半年减轻，但常态化核酸难以实现绝对清零，疫情约束仍存；参考深圳经验，下半年新增病例水平可能高于2020-2021年，人员流动在更低水平达到均衡；2) 信心：居民信心不足、预期恶化的问题仍然突出，可能将需更长时间修复；3) 库存：短周期看，库存高位下行将对压制生产。综上，6月经济较快修复可能更多是积压需求释放，7月存在二次探底风险，下半年修复斜率和上限不宜高估。

3、结构看，“三驾马车”齐发力，松地产、扩基建、促消费、稳出口。生产端，复苏是大趋势，但工业受出口、库存约束，疫情扰动服务业；需求端分三大链：消费-地产链：能力和意愿双制约、复苏有波折；出口-制造业链：趋回落、韧性较强；基建链：政策持续加码、高增可期。

4、目标看，下半年经济复苏是大趋势，全年GDP增速可能转向“保4争5”，2023年走势“倒勾型”。全年5.5%的目标仍要努力（极限思维），但难度大，更可能的是转向“保4争5”，预计全年GDP实际增速为4.2%左右，下半年5-5.5%；上行力量是消费-地产链复苏、基建链继续发力，下行力量是出口-制造业链回落；基数影响下，明年GDP增速可能呈“倒勾型”。

三、流动性：CPI上、PPI下，利率震荡为主、上有顶、下有底，美元偏强、人民币偏稳

1、通胀：鉴于俄乌冲突久拖未决、全球能源价格高位，叠加全球经济放缓预期，全球滞胀风险仍在加剧，其中美国更接近“胀而不滞”，中国更接近“滞而不胀”，欧洲“大滞胀”。

> 美国通胀：预计6-9月CPI同比仍会保持在8.2%-8.6%高位区间，10月以后才可能出现明显回落，年底预计在6%左右；Q3核心CPI可能小幅反弹，Q4回落，年底在4.5%左右。

> 中国通胀：CPI预计震荡上行，Q3高点可能破3%，全年中枢2.4%左右；PPI延续回落、但下行斜率可能慢于预期，Q4回落速度可能加快，全年中枢上调至5.4%左右。

> 三关注点：猪价、粮食、油价大扰动；CPI破“3%”影响（预计有限）；输入型通胀压力。

2、利率：仍是宽货币与宽信用的博弈，10Y国债收益率震荡为主，Q3可能偏上行、Q4可能偏震荡，上有顶（3%左右）、下有底（2.6%左右），疫情、通胀、美联储加息等是扰动。

3、汇率：美元有望整体保持强势，年底可能回落；人民币趋稳或小幅升值，中美关系是扰动。

四、中观面：关注4条线索——疫后修复、宽信用、滞胀、央企改革

1、疫后供需恢复的结构性机会：目前经济修复位置类似2020年Q1疫情后，参考2020年经验，从供需端综合看，疫情后周期（如汽车、纺织）、地产后周期（如家电、家具）、基建链三大领域的反弹幅度最大，下半年疫情影响减退，相关行业可能有结构性机会。

2、宽信用下的资产表现复盘：历史上5轮宽信用周期有两条规律：1) 多数时期宽信用能带动股票市场好转，主要与盈利改善有关；2) 宽信用阶段的行业表现并没有明显特征，仍取决于政策、产业周期等诸多因素。整体看，下半年宽信用将继续推进，有望带动企业盈利在Q3改善，指向短期股票市场无需担忧。板块来看，本轮宽信用下，稳增长和消费复苏应是下半年主线。

3、滞胀视角的资产表现复盘：下半年可能仍将呈现“类滞胀”的特征。以史为鉴，“类滞胀”期间：1) 大类资产胜率最高的是债券、外汇、地产，商品、股票波动较大，但商品表现好于股票；2) 市场风格周期往往胜率较高，金融胜率偏低；3) 细分行业煤炭、基础化工、食品饮料跑赢大盘概率较大，房地产、传媒、交通运输、计算机、建筑、轻工等胜率偏低。

4、关注央企改革的投资机会：三年国改即将收官，央企上市公司改革已发布指导文件，可关注资产证券化率较低、尚无上市公司的央企集团，及此前已被纳入国改专项行动的上市央企。

五、配置面：“灰犀牛、黑天鹅”并存，权益偏乐观、结构性机会，债券偏中性、震荡为主

后附：2022年下半年重要大事一览表；2022年、2023年主要经济指标预测表

风险提示：疫情演化、政策走向、外部环境等超预期变化

作者

分析师 熊国

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 刘新宇

执业证书编号：S0680521030002

邮箱：liuxinyu@gszq.com

研究助理 杨涛

执业证书编号：S0680120070018

邮箱：yangtao3123@gszq.com

研究助理 刘安林

执业证书编号：S0680121020004

邮箱：liuanlin@gszq.com

研究助理 穆仁文

执业证书编号：S0680121120001

邮箱：murenwen@gszq.com

研究助理 朱慧

执业证书编号：S0680122040023

邮箱：zhuhui3@gszq.com

相关研究

1、《连续3天30亿逆回购的背后——兼评央行Q2调查问卷》2022-07-06

2、《把握相对确定性——2022年中期海外宏观展望》2022-07-05

3、《如何看待服务业和地产的快速修复？——6月PMI的5大信号》2022-06-30

4、《政策半月观——“四期叠加”打开多重空间》2022-06-29

5、《6月可能是分水岭，有6条线索》2022-06-06

6、《如何理解“稳住经济大盘”会议？》2022-05-25

7、《常态化核酸成本、效果的测算》2022-05-14

8、《美国关税豁免的影响测算——兼评4月出口下降》2022-05-09

9、《不一样的反转——逐句解读4.29政治局会议》2022-04-29

10、《形势比人强——对3.16金融委会议的理解》2022-03-16

内容目录

引言与综述：形势比人强—2022上半年复盘与下半年展望	5
一、政策面：信心比黄金重要，全力稳增长，核心是抓落实、控疫情、松地产、补资金缺口	10
1、总基调：稳增长、稳信心，存量政策加速落地、增量政策尽早出台	10
2、货币端：宽货币延续、降准降息仍可期，宽信用在路上、有三方向	10
3、财政端：延续积极、强化落实，关注特别国债、调赤字等增量政策	14
4、中长期：紧盯二十大报告，关注要素改革、共同富裕、双碳等提法	16
二、基本面：全球衰退风险加大，下半年“中强美弱”，GDP目标应“保4争5”，地产是关键	18
1、外部看，全球从滞胀向衰退，中美周期分化，下半年“中强美弱”	18
2、内部看，对比类似的2020年，下半年疫后经济修复会如何演绎	19
3、结构看，“三驾马车”齐发力，松地产、扩基建、促消费、稳出口	23
4、目标看，全年GDP增速可能转向“保4争5”，明年走势“倒勾型”	32
三、流动性：CPI上、PPI下，利率震荡为主，上行风险更大，美元强、人民币贬值压力减轻	33
1、通胀：CPI上破3%、PPI下破0，全年滞而不胀，有3关注点	33
2、利率：仍是宽货币与宽信用博弈，震荡为主，上有顶、下有底	38
3、汇率：美元整体仍强、年底可能回落，人民币趋稳或小幅升值	39
四、中观面：疫后修复、宽信用、滞胀、国企改革	40
1、疫后经济修复的行业机会	40
2、宽信用下的资产表现复盘	41
3、滞胀视角的资产表现复盘	44
4、央企改革的投资机会梳理	49
五、配置面：“灰犀牛、黑天鹅”并存，权益偏乐观、结构性机会，债券偏中性、震荡为主	52
1、从政策面、基本面、流动性、中观面找机会	52
2、不确定性仍高，“灰犀牛、黑天鹅”可能并存	53
风险提示	55

图表目录

图表 1：4月以来，国内疫情逐步受控	5
图表 2：货运物流指数持续修复	5
图表 3：居民投资和消费意愿低迷，内需不足	6
图表 4：企业经营状况和投资预期低迷，信心不足	6
图表 5：换届当年省级层面经济表现	6
图表 6：各省2022年一季度的经济表现对比	7
图表 7：本轮至今房贷利率从全国层面已下调35BP（实际看各地执行情况），幅度远低于此前两轮	8
图表 8：美联储加息预期与油价走势持续上行	8
图表 9：不同景气指标预测的美国经济衰退时点（PMI单位为%）	8
图表 10：2022、2023年重要经济金融数据预测	9
图表 11：货币政策定调宽松，降准降息先后落地	11
图表 12：4月以来DR007持续低于7天逆回购利率	11
图表 13：美国通胀高企、失业率回落导致加息预期升温	11
图表 14：中美利差倒挂，美元兑人民币升至历史高位	11
图表 15：1-5月社融存量增速整体呈震荡走势	12
图表 16：去年底以来，政府债券是新增社融的主要贡献项	12
图表 17：居民房价预期恶化，购房意愿下降	12
图表 18：商品房销售面积与销售额均持续回落	12
图表 19：全国城投平台资本回报率（ROIC）中位数持续回落	13
图表 20：疫情退去，三线城市地产销售并未明显好转	13
图表 21：北上深杭等核心一二线城市的地产调控并未明显松动	13
图表 22：东中部城投ROIC相对较高	14
图表 23：2022年留抵退税规模可达2.64万亿左右	14
图表 24：房地产市场走弱拖累土地出让进而影响政府性基金收入	14
图表 25：今年专项债发行节奏明显前置，6月份专项债额度基本发行完毕	15

图表 26: 1-5 月广义财政支出进度相对偏慢	15
图表 27: 年初以来财政存款余额持续超季节性	15
图表 28: 特别国债发行在操作上更为灵活	16
图表 29: 历史上 3 次调增赤字率, 均旨在稳增长、促投资、扩基建	16
图表 30: 十九大以来中共中央、国务院发文统计	16
图表 31: 十九大以来部署经济发展和体制机制改革的重要会议	17
图表 32: 全球 GDP 和我国 GDP 增速走势较为同步	18
图表 33: 全球 OECD 领先指标和我国 PMI 走势较为同步	18
图表 34: 我国消费、投资、出口增速	19
图表 35: 全球经济增速与我国居民储蓄意愿负相关	19
图表 36: 当前美国居民部门债务压力处在历史较低水平	19
图表 37: 疫情和消费增速负相关性明显	19
图表 38: 我国经济仍明显低于合理增长水平	20
图表 39: 5 月工业增加值、社零增速接近 2020 年 4 月水平	20
图表 40: 6 月我国物流和人员活动恢复情况接近 2020 年 5 月水平	20
图表 41: 全国实施常态化核酸的城市 GDP 占比近半	21
图表 42: 常态化核酸前后新增确诊病例变化	21
图表 43: 深圳 5-6 月日均新增病例数量高于 2021 年平均水平	21
图表 44: 深圳疫后人员流动修复存在“天花板”	21
图表 45: 目前居民储蓄意愿已明显高于 2020 年疫情爆发时水平	22
图表 46: 消费者信心指数仍处于历史低位, 5 月未有明显修复	22
图表 47: 疫情发生以来, 库存和 PMI 走势变为负相关	22
图表 48: 深圳地产销售修复情况	23
图表 49: 深圳观影人次修复情况	23
图表 50: 2021 年 Q4 以来三驾马车主要分项走势	23
图表 51: 经济冲击后, 居民倾向于降低杠杆率	24
图表 52: 疫情后的消费增速持续明显低于正常水平	24
图表 53: 历史上我国的汽车消费刺激政策	24
图表 54: 今年消费券发放规模低于 2020 年	25
图表 55: 全年看, 消费券发放对消费的拉动作用不明显	25
图表 56: 房贷利率下行空间仍大	26
图表 57: 我国居民杠杆率已与欧美国家水平接近	26
图表 58: 一线城市地产政策仍较保守, 二三线以下城市明显趋松	26
图表 59: 出口增速的外需、份额、结构 3 因素拆解	27
图表 60: 2021 年出口高增主要源于外需、份额因素支撑	28
图表 61: 2021 年下半年价格成为出口高增的重要驱动	28
图表 62: 2022 年下半年我国出口下行压力 vs 韧性来源	29
图表 63: 全球 PMI、OECD 综合领先指标在 2021 年先后见顶	30
图表 64: 中国出口份额仍有韧性	30
图表 65: 今年出口价格可能明显回落	30
图表 66: 3 轮关税加征及到期时间	30
图表 67: 出口增速和制造业增速正相关, 基建负相关	31
图表 68: 库存、工业利润和制造业投资增速走势	31
图表 69: 上半年城投债净融资和土地出让收入跌幅较大	32
图表 70: 近期基建高频数据触底回升	32
图表 71: 工业生产和库存、出口增速走势	32
图表 72: 6 月服务业高频指标明显修复	32
图表 73: 2022 年 GDP 增速预测	33
图表 74: 美国 CPI 和核心 CPI 同比走势测算	34
图表 75: CPI、PPI 以及 PPI-CPI 剪刀差预测	34
图表 76: 猪肉价格上涨 10%, 对 CPI 同比的拉动约为 0.2 个百分点	35
图表 77: CPI 粮食分项波动不大	35
图表 78: 我国三大主粮自给率均在 90% 以上	35
图表 79: 油价上涨 10%, 影响国内 CPI 约 0.09 个百分点	36
图表 80: 油价上涨 10%, 影响国内 PPI 约 0.4 个百分点	36
图表 81: 2000 年以来 5 轮 CPI“破 3%”对比	37

图表 82: PPI 有色采矿、铜矿砂进口均价走势一致	38
图表 83: PPI 黑色采矿、全球铁矿石价格走势一致	38
图表 84: 上半年利率呈震荡走势	38
图表 85: 全球经济放缓将带动美元指数保持强势	40
图表 86: 美元指数通常在美国经济衰退后 4-6 个月内下跌	40
图表 87: 3 月初以来美元指数持续上涨, 人民币汇率大幅贬值	40
图表 88: 年初以来中美利差持续收窄, 并从 4 月中旬开始倒挂	40
图表 89: 2020 年疫后各细分行业社零增速反弹情况	41
图表 90: 2020 年疫后各细分行业工业增加值增速反弹情况	41
图表 91: 五轮宽信用政策及期间股票市场表现情况	43
图表 92: 历轮宽信用期间行业表现	43
图表 93: 2018 年企业盈利大幅下滑并维持低位是拖累股票市场表现的主要因素	44
图表 94: 2000 年以来, 我国共经历过三轮“类滞胀”	45
图表 95: 2007Q3-2008Q2“类滞胀”期间大类资产表现	45
图表 96: 2010Q2-2011Q3“类滞胀”期间大类资产表现	45
图表 97: 2020Q4-2021Q4“类滞胀”期间大类资产表现	46
图表 98: 2007Q3-2008Q2“类滞胀”期间不同风格超额收益情况	46
图表 99: 2010Q2-2011Q3“类滞胀”期间不同风格超额收益情况	46
图表 100: 2020Q4-2021Q4“类滞胀”期间不同风格超额收益情况	46
图表 101: 2007Q3-2008Q2“类滞胀”期间不同行业的超额收益情况	47
图表 102: 2010Q2-2011Q3“类滞胀”期间不同行业的超额收益情况	48
图表 103: 2020Q4-2021Q4“类滞胀”期间不同行业超额收益情况	48
图表 104: 国企改革三年行动八大重点任务	49
图表 105: 三年国企改革行动以来国企改革指数逐步跑赢大盘	49
图表 106: 4 月以来国资委密集调研央企集团及下属上市公司	50
图表 107: 今年以来发央企上市公司发生多起重组事件	50
图表 108: 1-4 月, 美债收益率大幅上行对股票市场影响显著	52
图表 109: 4 月下旬, 伴随疫情拐点出现, 股票市场开始逐渐反弹	52
附表 1: 2022 年下半年国内外重要事件时间表	54
附表 2: 2022、2023 年重要经济金融数据预测	54

引言与综述：形势比人强—2022上半年复盘与下半年展望

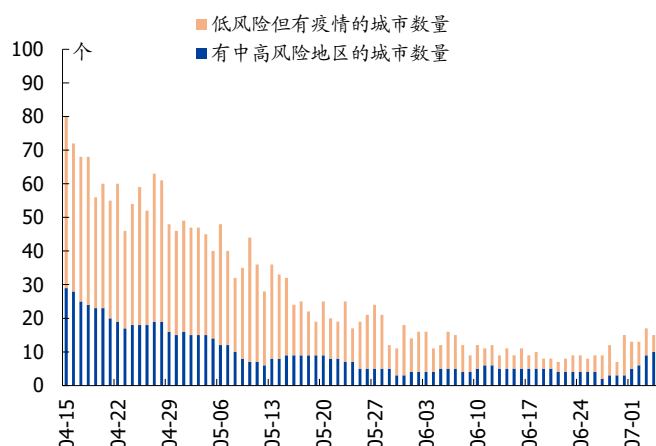
回看上半年，我国经济大幅下行、市场剧烈调整，显然是各方始料不及，背后凸显的是我们持续提示的“4大矛盾”，即：防疫情 VS 稳增长；抓落实 VS 换届、问责；增量政策（松地产、补资金缺口等）VS 硬约束；稳外部 VS 美联储加息、俄乌冲突、中美博弈。

展望下半年，6月以来我国正处于“四期叠加”（疫情受控期、经济反弹期、存量政策落地期、增量政策酝酿期），对应看，也就是“4大矛盾”正在逐步起变化。

矛盾一：防疫情 VS 稳增长

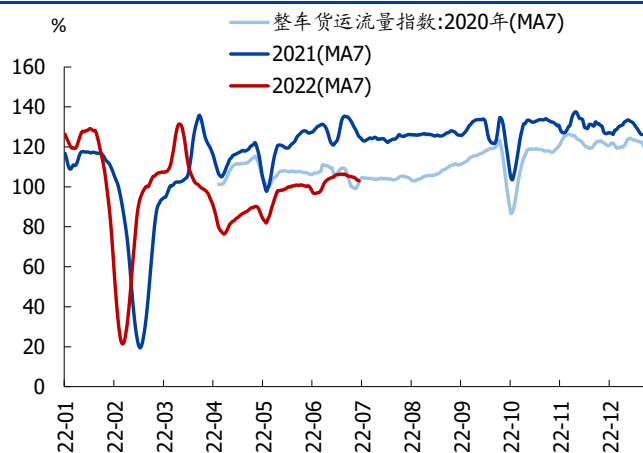
疫情已逐步受控，但大概率会持续反复。4月底以来，国内疫情逐步受控，防控政策也持续优化，如近期缩短隔离期、工信部取消通信行程卡“星号”标记等，推动全国加速复工复产，4-6月整车货运物流指数分别为84、97、102，指向物流不畅趋于缓解。但需要注意的是，在“动态清零”总方针下，再叠加海外疫情输入压力，国内疫情持续反复可能仍是常态（如近期安徽泗县、江苏无锡等地），换言之，疫情仍是下半年我国经济和市场的关键扰动因素。

图表1：4月以来，国内疫情逐步受控



资料来源：Wind，国盛证券研究所

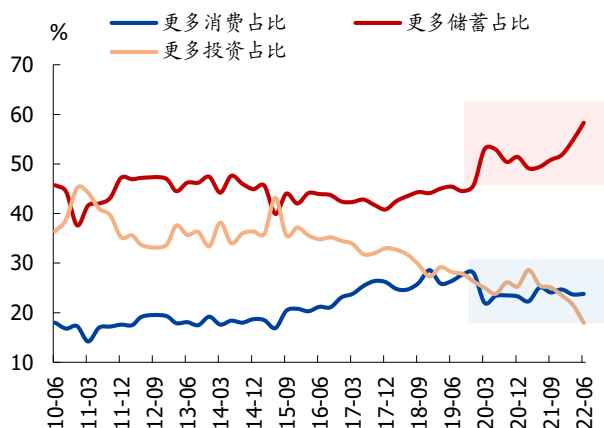
图表2：货运物流指数持续修复



资料来源：Wind，国盛证券研究所

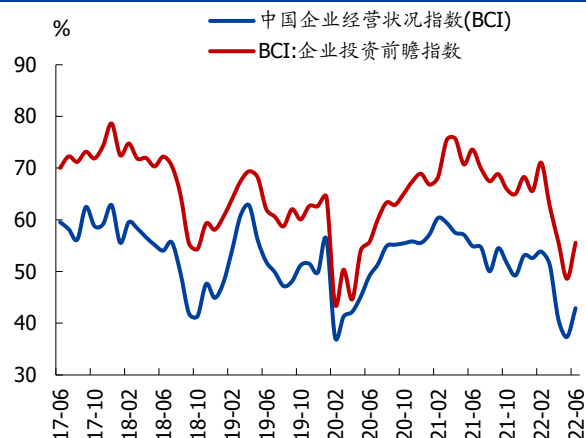
经济逐步修复，但仍明显低于合理增速水平，疫情之外，进一步暴露内需不足、信心不足。4月底以来，从5-6月经济、高频数据看，我国经济已明显进入反弹期。但也应注意到，我国当前居民的投资和消费意愿、企业的经营状况和投资预期均较为低迷，指向近期经济反弹更多是疫后的自然修复，经济增速仍明显低于合理增速水平；疫情之外，需求不足、信心不足等本质问题并未有效解决。继续提示：预计二季度GDP增速可能是1-2%左右，下半年可能5%-6%左右，全年目标可能“保4争5”。

图表 3: 居民投资和消费意愿低迷, 内需不足



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 企业经营状况和投资预期低迷, 信心不足



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

矛盾二: 抓落实 VS 换届、问责

上半年, 我国政策的突出特点是“雷声大、雨点小”, 也就是“政策出了很多、但没能有效落地”。我们前期报告指出, 去年底中央经济工作会议至今的 6 个多月, 政策其实已经很“给力”, 高层会议反复强调各方要“主动担责、积极作为、狠抓落实”, 然而, 并未看到明显效果, 背后可能有 4 大原因: 疫情反复; 部分政策的核心约束“未放开、难放开”(比如房地产); 受换届影响; 有些地方资金压力大, 可能“有心无力”(详见报告《如何理解政策“雷声大、雨点小”?》)。

下半年, 各省换届已于 6 月底全部收官, 再叠加疫情趋于受控, 后续政策有望加速落地。从进度来看, 14 省去年底之前完成换届, 10 省今年 4-5 月底完成换届, 7 省今年 6 月完成换届。从各省市 Q1 较 2019 年同期经济恢复看, 前两批先前完成换届的 24 省略领先于第三批 6 省。进一步地, 对比换届当年 Q3 和全年较上半年经济表现, 总体上是下半年强于上半年、全年也强于上半年。不过, 也有例外的情况(比如 2017 年十九大)。

图表 5: 换届当年省级层面经济表现

年度		GDP		其中: 投资		消费		出口	
		经济表现提升省市 (个)	当年GDP占比 (%)	经济表现提升省市 (个)	当年GDP占比 (%)	经济表现提升省市 (个)	当年GDP占比 (%)	经济表现提升省市 (个)	当年GDP占比 (%)
2007年 十七大	Q3较上半年	16	53.5	14	43.3	30	98.5	7	27.9
	全年较上半年	20	57.2	12	30.7	30	99.9	5	12.2
2012年 十八大	Q3较上半年	13	49.6	22	82.5	7	15.8	10	30.3
	全年较上半年	18	66.5	20	71.9	23	77.7	13	33.7
2017年 十九大	Q3较上半年	5	15.9	2	4.0	8	21.9	16	45.1
	全年较上半年	5	11.2	3	8.4	6	17.8	17	51.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 各省 2022 年一季度的经济表现对比

换届时间	31个省市	Q1GDP同比恢复程度	其中：第一产业	第二产业	第三产业
2021年10月底-12月	新疆	116.6%	65.6%	375.6%	69.8%
	山西	83.6%	5677.4%	101.5%	64.7%
	河北	58.6%	276.7%	61.3%	54.1%
	河南	51.6%	319.1%	42.9%	56.4%
	安徽	68.8%	174.8%	63.7%	74.7%
	江西	78.9%	170.5%	84.2%	73.0%
	江苏	86.7%	734.7%	94.3%	80.7%
	湖南	80.8%	132.0%	73.6%	87.8%
	广西	87.6%	124.2%	69.0%	91.5%
	福建	73.7%	93.1%	70.0%	80.1%
	云南	52.9%	71.4%	48.6%	63.1%
	内蒙古	85.7%	254.0%	99.9%	71.5%
	西藏	88.9%	66.5%	66.9%	49.8%
	辽宁	37.5%	262.9%	11.4%	58.6%
	均值	75.1%	601.6%	90.2%	69.7%
2022年4月-5月底	贵州	72.5%	93.0%	78.9%	72.8%
	海南	120.7%	95.6%	30.8%	161.9%
	黑龙江	62.2%	118.2%	67.5%	44.6%
	广东	69.1%	127.0%	67.3%	71.5%
	青海	89.3%	107.5%	100.9%	82.1%
	四川	73.8%	154.5%	73.7%	67.8%
	甘肃	60.9%	112.0%	54.3%	64.2%
	重庆	86.8%	115.8%	92.5%	88.8%
	陕西	73.3%	60.2%	151.6%	45.9%
	山东	97.3%	119.2%	192.8%	67.9%
	均值	80.6%	110.3%	91.0%	76.8%
2022年6月	宁夏	73.0%	230.3%	98.0%	56.9%
	天津	-16.2%	82.6%	19.7%	-8.3%
	湖北	11.1%	-13.9%	21.0%	11.9%
	吉林	72.7%	74.9%	-58.9%	70.9%
	浙江	75.8%	99.2%	85.7%	71.4%
	上海	36.4%	1.0%	-152.1%	47.7%
	北京	73.6%	102.8%	87.5%	53.8%
	均值	46.6%	82.4%	14.4%	43.5%

资料来源：Wind，国盛证券研究所，注：此处我们用 2022Q1GDP 三年复合平均增速和 2019Q1 比较，来衡量各地经济较疫情前恢复程度。

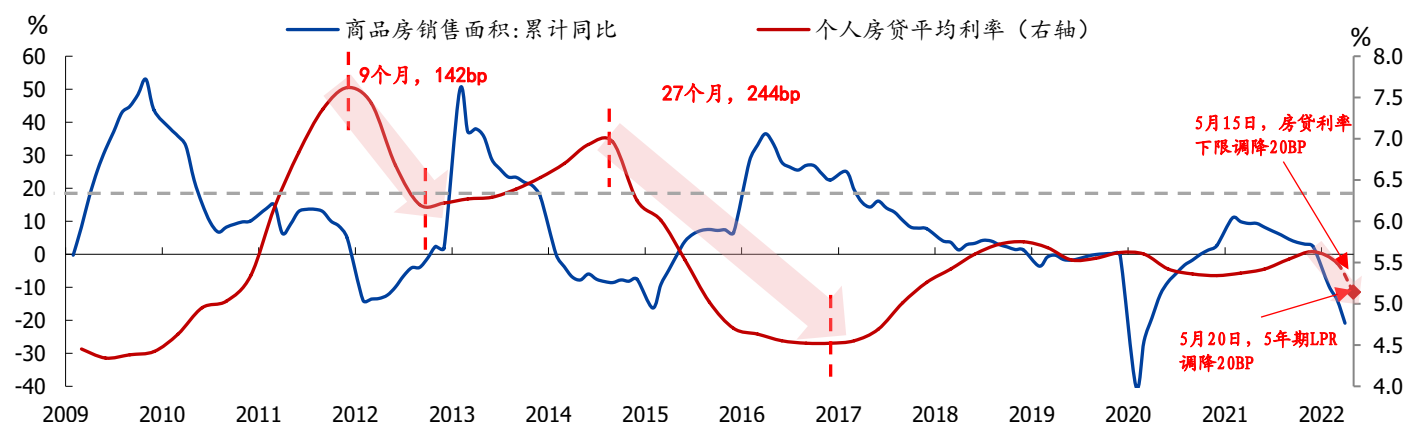
矛盾三：新政策 VS 硬约束

上半年，政策虽松了不少，但部分政策的核心约束“未放开、难放开”。比如，房地产政策，年初至今已有 200 多城对地产松绑，但是，北京、上海、深圳等核心一二线城市并未实质性放松限购限售限贷。本轮房贷利率下调幅度也明显低于此前两轮，同时，地产开发商的资金流紧张也未看到有效对策。再比如，地方政府财政纪律仍是严要求，5 月底财政部继续强调“终身追责、倒查责任”。

下半年，增量政策应会“早出快出”，三大突破点可期。一是稳增长的具体抓手，包括松地产、扩基建、促消费、稳外贸等，其中放松地产无疑是重中之重，短期紧盯北京、上海、深圳、杭州等核心一二线城市。二是补充资金缺口，基于目前已有政策安排和过往经验看，补充资金缺口的可选政策大体有：政策性银行“准财政”（6.1 国常会已调增政策性银行 8000 亿元信贷额度）、基建 REITS（5 月底国务院和证监会已发布基础设施 REITS 相关政策）、降准降息、发行特别国债或长期建设国债、四季度提前下发明年专项债额度等。三是地方政府考核与问责有望灵活松绑，尤其是专项债投资范围、地方隐

性债务化解、地方的合规融资需求。其中，专项债6月底已基本完成发行，按财政部要求的8月基本完成使用，预示后续可能会加快审批扩围的新基建、新能源项目，也可能适当降低投资项目的收益率要求。

图表7：本轮至今房贷利率从全国层面已下调35BP（实际看各地执行情况），幅度远低于此前两轮



资料来源：Wind，国盛证券研究所

矛盾四：稳外部 VS 美联储加息、俄乌冲突、中美博弈。

上半年，人民币兑美元汇率快速大贬，凸显我国外部形势严峻。维持此前判断，人民币汇率从3月初的6.3左右一路贬至5月的6.8左右，诱发因素包括：美联储加息推升美元美债、中美利差倒挂；全球疫情仍差、但总体“躺平”，我国疫情恶化、但全面封控；我国出口走弱的预期升温；俄乌冲突加大了中美关系的不确定性。

下半年，我国外部压力仍然不小，集中体现为：美国通胀创新高，美联储加息更鹰派，美国经济衰退可能提前，俄乌冲突持续演化、中美关系不确定性仍高。4月底以来，全球油价进一步上涨，推动美国5月CPI同比升至8.6%，创近40年新高；高通胀也倒逼美联储加息更加鹰派，利率期货数据显示，目前市场预期美联储年底将加息至3.25-3.5%；激进加息进一步加剧美国经济放缓压力，综合期限利差和景气指标反映的信号，美国经济可能在2023年中期发生衰退，同时也不排除2022年底或2023年初衰退的可能性。此外，俄乌冲突仍在持续演化，叠加下半年是美国要中期选举，预示中美关系变数仍大（具体请参考《把握相对确定性——2022年中期海外宏观展望》）。

图表8：美联储加息预期与油价走势持续上行

利率期货隐含的2022年底联邦基金利率

图表9：不同景气指标预测的美国经济衰退时点（PMI单位为%）

衰退开始时间

衰退前三个月均值

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_43704

