

## 下半年宏观定价锚：大通胀趋缓，大财政趋稳

2022 年 07 月 13 日

### 回顾上半年：海外宏观主线是“大通胀”，国内宏观主线是“大财政”。

上半年海外交易紧缩和衰退，国内交易稳增长和疫情冲击。

紧缩和衰退交易背后，主导上半年海外经济的宏观主线是“大通胀”；稳增长和疫情冲击交易背后，主导国内经济的宏观主线是“大财政”。

所谓海外“大通胀”，是指今年上半年海外见证了极致的通胀扰动。通胀上行幅度之大，物价上涨波及领域之广，接近上世纪 70-80 年代大通胀时期。

所谓国内“大财政”，是指本土疫情突如其来，地产失速下滑，面对双重压力，上半年国内采用了罕见的财政大扩张。

### 展望下半年：海外大通胀趋缓，国内大财政趋稳。

下半年我们更可能看到的是海外“大通胀趋缓”，而非经济大衰退。即，除非原油等供给侧超预期收缩，否则通胀上行压力最大时候已经过去。

大通胀趋缓内含三点引申判断：

第一，海外经济需求韧性高于市场当前预期。

第二，上半年通胀重点在海外和上游，下半年上游通胀压力或将减轻。

第三，通胀向上超预期概率下降，海外货币超预期收紧概率也在下降。

展望下半年，我们认为国内财政或将结束上半年极致扩张态势，进入相对平稳模式，即为“大财政趋稳”。

大财政趋稳内含三点引申判断：

第一，今年上半年（尤其二季度）地产失速下滑，下半年地产弱企稳。

第二，地产企稳意味着上半年财政初显效果，国内经济风险边际收敛。

第三，地产弱企稳意味着下半年基建投资也将平淡收官。

### 寻找 2022 下半年的宏观定价锚。

海外大通胀趋缓，国内大财政趋稳，最终我们给出这样一组宏观组合：

需求层面，下半年经济的增量动能，或者说宏观需求的预期差更多来自海外。尤其中下游制造业出口或强于市场预期。

流动性层面，不论国内还是海外，预计下半年流动性环境对资本市场相对友好。如上半年那般极致流动性扰动，大概率不会再来。

基本面和流动性节奏决定了三季度股票机会有望大于债券，而四季度债券机会或将大于股票。

行业结构方面，我们倾向于向中下游寻找机会。

一则因为下半年中下游制造业出口或许是市场预期差。

二则因为海外大通胀缓和，上游价格对中下游利润压制将有所缓解。

下半年大宗或迎来分化，我们预计能源强于金属，黑色强于有色。下半年人民币汇率，或不具备大幅贬值空间，或以窄幅波动为主。

**风险提示：**1) 地产政策效果不及预期。2) 美国通胀失控风险。3) 海外地缘政治风险。4) 疫情发展超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

# 目录

<b>1 上半年宏观主线是大通胀和大财政</b> .....	<b>3</b>
1.1 疫情以来全球经历了罕见的通胀上行 .....	3
1.2 “大通胀”并非普通的通胀读数上行 .....	3
1.3 上半年国内政策的核心落脚点是财政 .....	4
1.4 “大财政”也非单纯财政大力度扩张 .....	5
<b>2 下半年大通胀趋缓，大财政趋稳</b> .....	<b>6</b>
2.1 下半年海外大通胀趋缓 .....	6
2.2 大通胀趋缓内含三点引申判断 .....	7
2.3 下半年国内大财政趋稳 .....	8
2.4 大财政趋稳内含三点引申判断 .....	9
<b>3 下半年主要经济板块预测</b> .....	<b>10</b>
3.1 海外：《美国经济衰退可能迟到》 .....	10
3.2 通胀：《“迟暮”的大通胀》 .....	11
3.3 出口：《重估出口优势》 .....	12
3.4 基建：《2022 年基建：上半场强势，下半场平淡》 .....	13
3.5 地产：《中国地产，这次不一样》 .....	13
3.6 流动性：《被财政牵引的流动性》 .....	14
<b>4 寻找 2022 下半年的宏观定价锚</b> .....	<b>15</b>
4.1 大通胀趋缓和大财政趋稳构筑的宏观组合 .....	15
4.2 下半年大类资产配置线索 .....	17
<b>5 风险提示</b> .....	<b>19</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>20</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>20</b>

## 1 上半年宏观主线是大通胀和大财政

我们认为，上半年海外宏观主线在“大通胀”，国内宏观主线在“大财政”。

### 1.1 疫情以来全球经历了罕见的通胀上行

理解上半年宏观经济及资产配置，千头万绪，归于一，那就是通胀。疫情以来全球通胀表现实在过于特殊，这段时期将注定被历史铭记为“大通胀”时期。

上半年通胀涨幅之快、涉及涨价领域之广，历史罕见。唯一可与之相提并论的就是上世纪70-80年代的大通胀。

今年上半年海外（尤其美国）通胀上行幅度历史罕见。

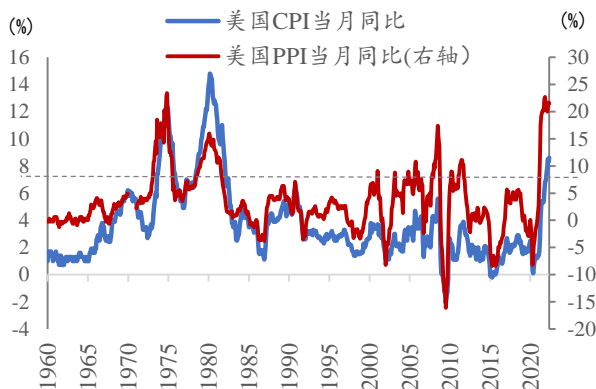
3至5月美国CPI均在8%以上波动，同时核心CPI同比连续5个月在6%以上。上游能源价格也频繁录得新高。

美国常规汽油价格一度接近5美元/加仑，2008年最高时仅为4美元/加仑。欧洲TTF天然气基准价格一度接近70美元/百万英热值，相较之下2015-2020年长期在5-10美元波动；欧洲动力煤价格上行至400美元，不断刷新历史新高。

海外发达国家经历广泛意义上的商品和服务涨价。

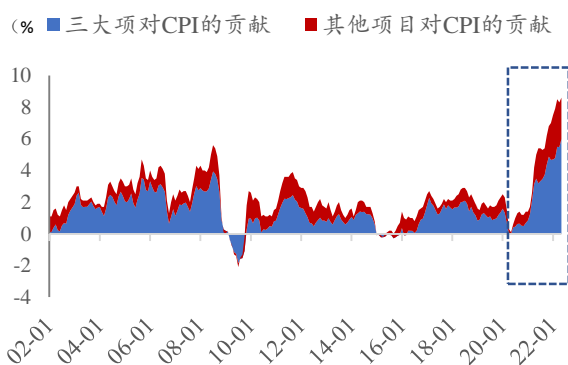
不但上游资源品价格一再打破历史记录，美国等发达经济体居民消费领域的能源、食品、房租也在快速走高。即便平时波动非常小的其它消费项目价格，例如汽车、娱乐、服饰等，也纷纷在今年上半年创下新千年以来的价格新高。

图 1：上半年海外通胀表现接近上世纪大通胀时期



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：上半年美国通胀发生在各个领域



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 1.2 “大通胀”并非普通的通胀读数上行

如果说疫后全球经济了大通胀时期，那么今年上半年更像是大通胀的“尖峰”时刻。大通胀“尖峰时刻”之下，不仅仅是通胀高读数，通胀及引发的政策联动，冲击经济秩序，影响市场定价。

超预期通胀引发美联储超预期货币收紧，冲击全球风险资产定价。

与流动性最紧密的当属债券利率。年初以来全球债券利率普遍上行，其中 10 年期美债利率一度触及 3.5% 高位，创近十年新高。

全球股市持续下跌，截至 6 月 30 日，今年道指累计跌超 15%，标普 500 指数跌超 20%，纳指下跌近 30%，其中标普 500 创 1970 年以来最差表现。

### 美元流动性紧缩叠加高通胀，影响逐层扩散至全球，固有经济秩序受到挑战。

欧洲方面，受制于能源价格和货币政策收紧，整体需求快速走弱，欧元区边缘国与核心国国债利率利差拉大。欧元区内部结构撕裂在这一轮大通胀中再次展现出张力。

再看日本，日本央行面临严重的输入性通胀，却仍然坚持原有货币政策，日元遂大幅走弱，创近 20 年来新低。日本增长乏力的问题也在本轮大通胀中暴露无遗。

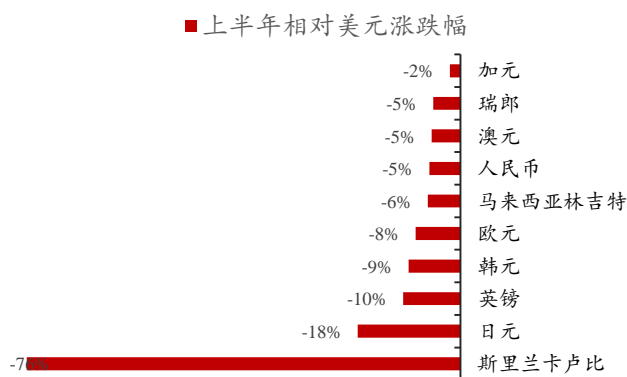
美元流动性收紧，欧美需求走弱，新兴市场经济体普遍面临较大压力，新兴市场国家货币普遍走弱。一些高度依赖上游能源进口、财政纪律又差的新兴经济体，例如斯里兰卡，债务危机已经触发。

图 3：美联储进入快速加息阶段



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：上半年不同货币经历了大幅贬值



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 1.3 上半年国内政策的核心落脚点是财政

相较海外大通胀来势汹汹，上半年国内通胀波澜不惊。尤其与居民生活紧密相关的核心通胀，更是屡创历史新低。

上半年中国宏观主线毫无疑问是年初开启的一波稳增长讨论。稳增长抓手不外乎基建和地产，而基建和地产可归为广义财政调控。

**上半年国内经济主线是财政扩张，对比历史其他时期的财政力度和所致影响，今年上半年中国经历的财政可当之无愧地称为“大财政”。**

### 上半年国内“大财政”，财政投放力度足够大。

上半年财政主动退税规模历史罕见。今年二季度，财政部动用央行结存利润来做增值税留抵退税，规模逾 1.5 万亿元，为历史首次。

财政支出增扩历史罕见。上半年基建投放力度创近五年最高。2018 年以来，年度基建投资增速平稳在 4% 以下，去年底基建投资累计同比甚至趴在零值附近。然而今年一季度基建增速忽

然跃升至 10%，即便遭遇疫情冲击，5 月基建投资累计增速依然录得 8%。

1-5 月财政收支缺口历史罕见。1-5 月广义财政赤字已经较去年多增 3.3 万亿元，这是历史非常高的数值。

### 上半年国内“大财政”，地产政策放松力度超预期。

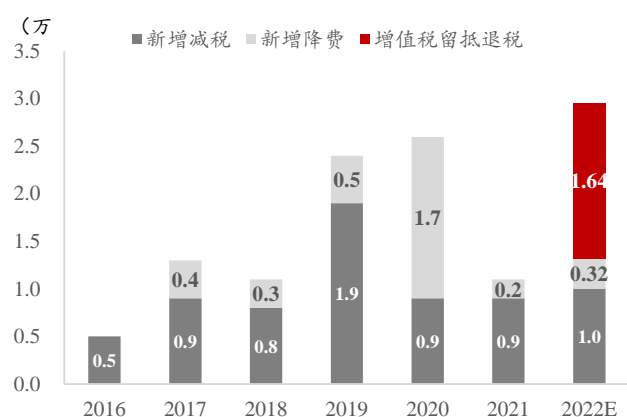
2020 年出遭受疫情冲击，面对地产下行压力，政策也在积极松绑地产。彼时操作更局限于中央降准降息，地方参与地产放松积极性并不高。

相较 2020 年（同样疫情扰动），今年地方政府松绑政策力度明显增扩。

4 月政治局会议表示将“支持各地从当地实际出发完善房地产政策”后，地方放松政策频率明显加快，上半年逾 150 省市相继放松房地产政策，且不乏有强二线城市退出“房票”安置等强刺激政策。

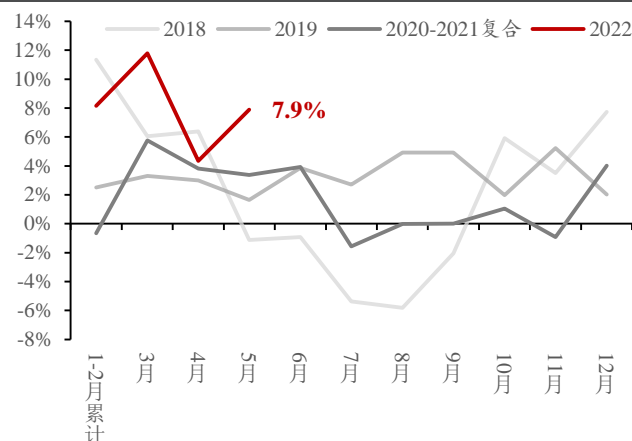
此外，本轮地产政策放松不局限于需求端，中央及地方政府在房企拍地、融资环节也给予适度政策宽松，虽然效果并不明显，但也释放出较以往更强的维稳信号。

图 5：减税降费力度历史罕见



资料来源：Wind，民生证券研究院预测

图 6：今年上半年基建投资大幅超过历史正常水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 1.4 “大财政”也非单纯财政大力度扩张

中国每一轮 3-4 年的短周期波动均由地产变化引起。地产一面牵涉土地出让金，关系地方政府财政收入；一面牵涉基建资金，牵涉地方财政支出。将地产调控视为广义财政工具，中国周期调控框架中财政重要性不言而喻。

今年上半年经济波动本质上源于财政，这一点与往年一样。然而我们依然坚持将上半年定义为“大财政”时期，不仅因为上半年财政力度空前，更因为上半年财政左右实体基本面，并牵动市场流动性。尤其是上半年财政对流动性影响，可谓历史罕见。

### 上半年狭义流动性（银行间资金市场）几乎被财政主导。

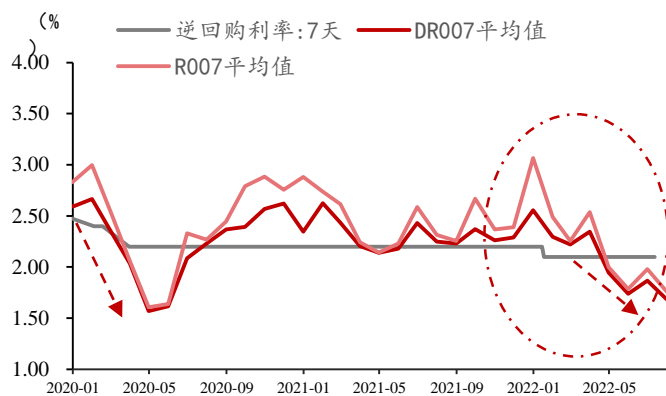
二季度华东疫情扰动之下，财政果断实施 1.5 万亿增值税留抵退税，这笔资金直接带来丰沛的银行间流动性。四月央行实则主动收紧，一个例证是公开市场实施净回笼，我们最终反而看到银行间资金利率超常规走低，甚至低于政策利率（7 天逆回购利率），银行间利率水平直逼 2020 年疫情冲击时期（2-4 月）。

### 上半年广义流动性（社融）的总量和结构都深受财政牵制。

今年 1 至 6 月，私人部门融资坍塌，政府债券几乎以一己之力支撑起社融。为支持基建投资，财政部将全年专项债发行大幅提前，以平衡上半年大财政所需资金。

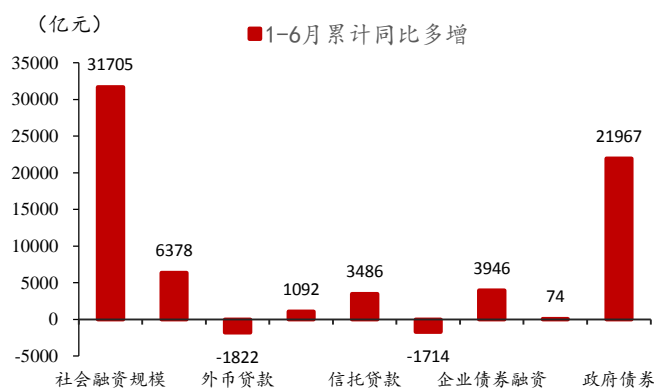
6 月社融结构有明显改善，居民信贷显著环比改善，与六月 30 大中城市销售面积企稳相呼应，背后还是反应地产调控政策效果落地，本质上也是大财政的结果。可见上半年社融总量和结构，都深受财政调控影响。

图 7：二季度银行间流动性极为宽松



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：专项债发行前置支撑上半年社融



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 2 下半年大通胀趋缓，大财政趋稳

### 2.1 下半年海外大通胀趋缓

国内外市场对下半年全球通胀走势判断开始展现出分歧。

目前市场大部分观点看海外经济衰退。5 月开始海外资本市场频繁交易“衰退预期”。我们认为下半年海外经济或不会马上进入衰退。虽然我们也注意到历次美联储加息之后，经济衰退总会到来，关键是什么时候到来。

**考虑到本轮疫情扰动之下，全球经济修复节奏突破往常惯例，本轮货币收紧幅度比历史常规时期都要强，而经济衰退也或许来得比常规时期都要迟。换言之，下半年我们更可能看到的是海外大通胀趋缓，而非经济大衰退。**

**先来回顾上半年，全球大通胀背后有供需双重因素叠加。**

海外需求较强，但是海外供应链无法满足其需求。因此海外通胀不局限于上游价格，生产生活的各个领域均面临广泛的价格上涨。

新冠疫情爆发以来，全球商品价格开始上扬，但其实市场早已对通胀抬头有所准备。然而年初通胀仍深刻冲击全球流动性和资产定价，更多原因在于年初俄乌冲突超预期。俄乌冲突引发能源和食品价格上行，市场措手不及。

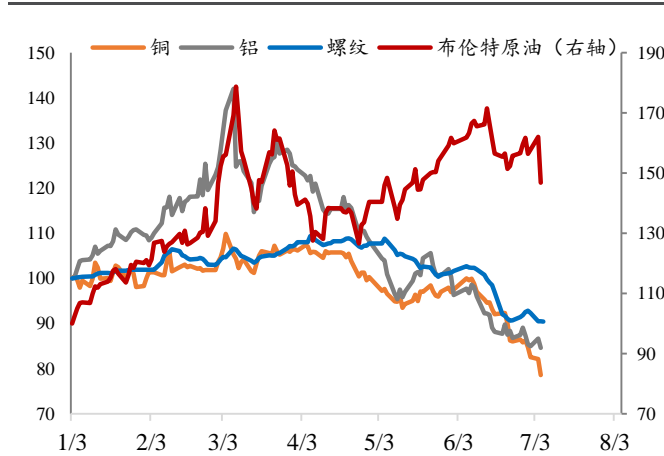
**展望下半年，全球通胀“尖峰时刻”将过，大通胀迎来缓和期。**

上半年决定通胀的供需两重因素，下半年都将迎来缓和。首先是俄乌冲突，除非冲突进一步升级，否则俄乌冲突对上游能源及粮食价格扰动环比减弱。其次是海外需求因素。下半年海

外需求仍有韧性，但并非较上半年进一步走高。供需双双缓解，下半年通胀环比涨幅有望收敛。叠加去年高基数，我们大概率在下半年迎来通胀同比读数下行。

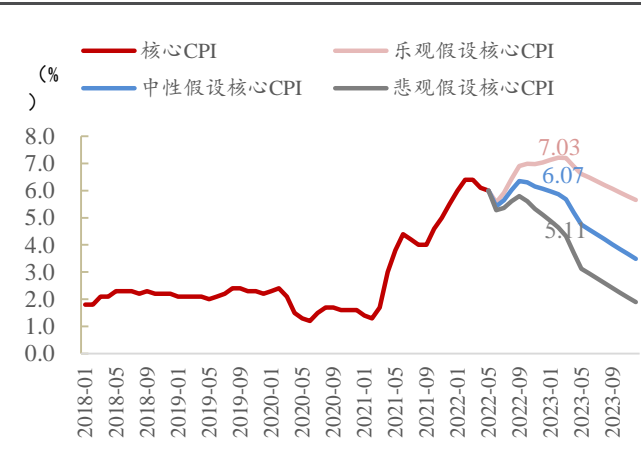
**我们判断下半年大通胀趋缓的核心结论：除非原油等供给侧超预期收缩，否则通胀上行压力最大时候已经过去。**

图 9：上半年通胀超预期上行有供给冲击影响



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：美国 CPI 同比增速趋势下行



资料来源：Wind，民生证券研究院预测

注：测算详见《2022 年下半年海外经济展望：美国衰退可能迟到》

## 2.2 大通胀趋缓内含三点引申判断

大通胀趋缓并不等于经济衰退，这也是我们区别于当前市场预期的差异所在。

**经济衰退观点看空通胀**，主要看空大宗商品需求，即认为经济需求或将快速萎缩。

**大通胀趋缓观点看重通胀需求端韧性**，大宗绝对价格依然维持相对高位。大通胀趋缓看空的是大宗商品超预期供给冲击。超预期供给冲击减退，通胀引发的超额货币紧缩也难再发生。

**下半年大通胀趋缓内含三点细分判断：**

### 第一、海外经济需求韧性高于市场当前预期。

目前市场一致看空美国经济，我们认为下半年美国需求韧性或许超预期。美国经济韧性来自两点，一是美国居民消费仍然可能比较强，二是美国企业资本开支增速也不一定下行非常快。

除了美国经济之外，今年以来发达国家或者新兴经济体的企业生产持续修复。这或许是因为海外疫情逐步消退之后，生产动能逐步释放。

美国作为本轮经济周期的“龙头”，居民消费尚有韧性，加上海外其他国家的生产和投资仍在修复，我们预判今年下半年海外经济整体需求仍然维持相对景气。

### 第二、是通胀范式转变，通胀驱动力逐步向下游和国内切换。

上半年 PPI 上行动能来自有色、能化，这些大宗商品主要由海外定价；国内定价的黑色、非金属建材价格较弱。随着供给端冲击消退，预计下半年有色和能化系对 PPI 的驱动力将有所减弱。

经验上全球上游大通胀往往跟中国需求扩张有关，然而本轮却并非如此。上半年国内经济，不论是建筑业需求还是居民消费需求，实则经历了一次“通缩”。预计下半年随着国内建筑业企

稳，国内需求定价的大宗会有相对表现。而且相对上游，下游价格也会呈现相对优势。

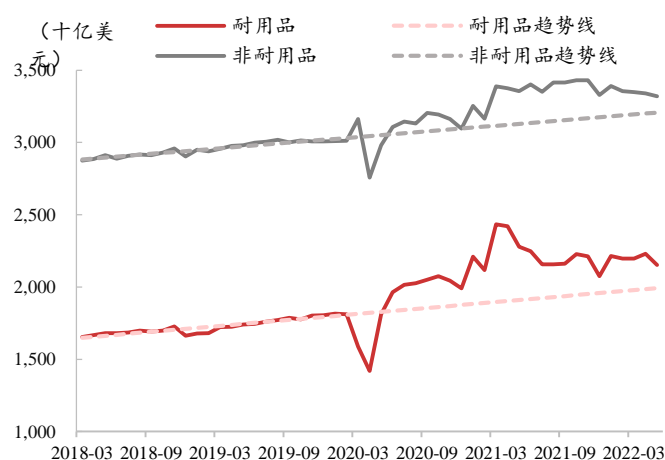
### 第三、超预期通胀上行引发超预期货币紧缩，概率下降。

类似俄乌冲突这种超预期供给冲突消退之后，下半年海外通胀超预期上行的可能性在下降。没有超预期上行，也就没有超预期美联储货币收紧。

强调一下，我们仍然认为下半年美联储还要接着加息缩表，只不过很难出现像年初 2、3 月份那样的超预期收紧，从而引发全球流动性坍塌。

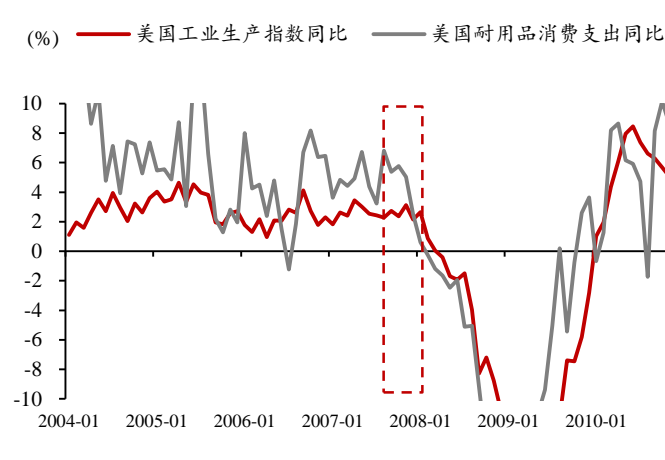
**上游通胀涨幅最快时期已经过去，通胀引发的超预期货币收紧概率降低，我们认为这是大通胀趋稳时期最重要的判断。**

图 11：美国商品消费颇具韧性



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 12：美国耐用品消费拐点领先生产 1 个季度



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 2.3 下半年国内大财政趋稳

上半年之所以实施大财政，底层原因在于上半年中国经济面临两大罕见压力，地产失速下滑，疫情扰动经济。

上半年“大财政”有三点“不遗余力”的操作特征：

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\\_43917](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43917)

