



张瑜：宏观三大预期重塑， 重视股债长久期



意见领袖 | 张瑜

主要观点

前言与大基调：

7 月以来，经济又经历了若干负面冲击，包括地产销售走弱，疫情反复、罕见高温、四川缺电等；也看到了新变化，包括政策性金融债持续扩增，风光大基地第三批项目开始组织谋划等。基于此，行至年底，我们需看远一点——有必要重新评估经济增速，重新评估经济结构，重新评估投资策略。



1) 重塑增长预期——今年弱一些，明年“特殊”一些

我们预计四季度增速与三季度相比读数上接近，无明显方向上的特征（复苏或二次探底）。预计全年增速坐 3 望 4。

这一预期意味着什么？第一，复苏拉平，下半年经济偏弱复苏运行。第二，对明年而言，低基数下，明年增长目标的完成压力较小，类似于 2021 年。第三，明年全球经济普遍有下行压力下，中国有更明显的相对增长优势。两者结合看，三大增长诉求（目标、就业、增长优势）边际上有两个弱化，明年稳增长政策可能更多从稳就业角度予以托底。

2) 重塑结构预期——经济运行进入“高基建+低地产”的结构模式

经济运行的结构模式经历过几次切换：2010-2014 “高地产+低基建”、2014-2017 “高基建+低地产”、2017-2021 “高地产+低基建”、2022 年开始进入新的“高基建+低地产”。

特征有何不同？“高地产+低基建”的特征，经济弹性好，扩信用相对有效且容易，货币宽松效果易出效果，碰上出口略强时往往经济容易阶段过热，比如 2017、2020；“高基建+低地产”的特征，经济弹性弱，扩信用偏阻，一定效果所需的货币宽松更多，碰上出口略弱时往往经济体感偏冷，比如 2015 年。

我们判断，当下“高基建+低地产”的模式或已明朗——该模式的成立需看到土地财政以外的基建融资方式创新，否则低地产拖累土地财政，基建难“高”。2015 年的创新是 PPP，当下的创新是政策性金融债补充基

建资本金——我们认为该工具只是一个开始,后续仍有加量、扩围的期待。

3) 重塑投资策略——股债从“短久期”策略逐渐走向“长久期”

综上,“高基建+低地产”之下,经济弹性偏弱,还有悬而未决要回落的出口,货币政策易松难紧,宽松或只是开始。这一可能持续 1-2 年的宏观环境下,利好股债中的“长久期”策略。

如何理解股债“长短”久期的不同?

长久短期不是简单的周期、成长的区分,我们必须客观承认,在能源革命和疫情之下,部分周期也开始有了成长属性,一些成长也不得不面对周期压力。

a) 过去两年,股债交易的本质都是短久期的策略,即赚的都是当期可以兑现的钱:比如债的加杠杆,高等级信用债的票息,股票无论买的是煤炭还是碳酸锂,虽然新旧阵营截然不同,但本质还是当期利润的丰厚兑现。

b) 未来 1-2 年的维度,全球宏观大势下,当期利润兑现的钱越来越不确定,不好赚了,需要关注长久期策略:

股的长久期策略——分子可以独立于出口回落和基本面偏弱的短期限制,有自身中长期景气度逻辑,cash flow 在远端,同时受益于分母易松难紧。重点细分方向可参考十四五若干专项规划,包括高端制造、能源革命、数字经济、军工等。

债的长久期策略——相比于加杠杆“赚一天算一天”的不稳定性与监管脱实向虚的警惕，相比于降资质在经济基本面偏弱的压制下难突破心理界限，拉久期或是更为稳妥的策略，10y 国债利率下行破 2.5%只是时间问题，尽量持债不炒。

c) 结论：短期内，由于欧洲供暖紧张、俄乌冲突冬季可能二次激烈化等等的发酵，短久期策略或仍有阶段性向上脉冲，但长久期是 1-2 年更为正确的选择，因此长久期容错率高于短久期。因此没有必要过度悲观，坚定把握转型中的机遇，紧跟政策对于长坡厚雪行业的“拉”坡和“添”雪，请投资者重视股债长久期策略。

8 月经济前瞻内容

（一）GDP：预计三季度经济运行偏弱复苏

主要预测逻辑包括：1) 一产：生猪出栏同比继续回落，一产增速小幅走低。2) 工业：8 月受四川缺电影响，工增回落，3 季度可能低于 4%。3) 服务业生产指数涉及行业（三产中除教育、医疗、公共管理等行业）：为剔除基数影响，参考 7 月服务业指数的三年平均值推算三季度同比。考虑到 8-9 月，疫情散发程度有所加剧，按 7 月增速推算三季度，实际略有高估。4) 建筑业：考虑到 PPI 持续回落，而基建三季度增速有所上行，反映的是实物量有所增加，预计 3 季度好于 2 季度。5) 三产中不纳入服务业生产指数的行业，预计好于 2 季度，但低于 1 季度（1 季度财政前倾，疫情不严重）。

（二）工增：关注点在缺电影响

预计 8 月工业增速为 3.3%左右，重点考虑四川的缺电影响。四川工业大概停电 6 天，按天数算，可能影响四川 8 月工增 19.3%左右。而四川工业占全国之比大概 4%左右，这意味，四川停电 6 天，冲击全国 8 月工增增速 0.8%左右。

（三）社零：基数带动下的回升

预计 8 月社零增速为 4.5%左右。其中餐饮增速为 12%、实物商品网购增速为 5%、汽车零售增速为 12%、石油及制品增速为 16%，其他增速为 0.4%。

（四）其他数据

固投：高温带来不利影响。预计 1-8 月，固投累计增速为 5.4%。

外贸：预计 8 月出口同比+13%，进口同比+3%。出口方面，8 月部分出口前瞻指标较 7 月略有走弱，但仍维持偏强，出口尚未见到明确回落趋势。

物价：预计 8 月 PPI 环比下降 0.7%，翘尾因素拖累约 0.7 个百分点，同比继续回落至 2.8%左右。预计 8 月 CPI 环比零增长，同比小幅回落至 2.6%左右。

金融：8 月新增社融预计约 2.3 万亿，较去年同期少增约 6900 亿。社

融存量增速预计在 10.5%左右，较 7 月的 10.7%进一步回落。贷款层面，我们预计 8 月贷款或呈现居民弱企业强的特点。提示 8 月企业中长期贷款或有超预期的可能，预计新增 8000 亿左右，较去年同期多增 3000 亿。

风险提示：

疫情反复影响消费和地产销售。美联储货币政策收紧超预期。地缘政治冲突。

报告目录

8 月经济数据前瞻	5
（一）GDP：下半年怎么看？明年怎么看？	5
（二）物价：CPI 同比小幅回落，PPI 同比继续下行	5
（三）外贸：基数影响下的回落	6
（四）生产：缺电带来小幅回落	6
（五）社零：基数带动下的回升	6
（六）固投：高温带来不利影响	7
（七）金融：社融总量回落，结构或有优化	7

报告正文

一 8 月经济数据前瞻

（一）GDP：下半年怎么看？明年怎么看？

预计三季度经济增速 3%~4%左右。主要预测逻辑包括：1) 生猪出栏

同比继续回落，一产增速小幅走低。2) 工业：8 月受四川缺电影响，工增回落，3 季度可能低于 4%。3) 服务业生产指数涉及行业（三产中除教育、医疗、公共管理等行业）。为剔除影响，参考 7 月服务业指数的三年平均值推算三季度同比。考虑到 8-9 月，疫情散发程度有所加剧，按 7 月增速推算三季度，略有高估。4) 建筑业，考虑到 PPI 持续回落，而基建三季度增速有所上行，反映的是实物量有所增加，预计 3 季度好于 2 季度。5) 三产中不纳入服务业生产指数的行业，预计好于 2 季度，但低于 1 季度（1 季度财政前倾，疫情不严重）。

预计四季度增速与三季度相比读数上接近，无明显方向上的特征（复苏或二次探底）。四季度与三季度相比，不对疫情做假设的情况下，服务业生产指数涉及行业基数有所走高，会略有回落。叠加出口增速会有所下行（基数影响，外需回落），预计工业增速小幅回落。但考虑到 PPI 中枢可能会继续下行，基建仍在小幅加码，且地产投资基数走低，预计建筑业四季度继续上行。

预计全年 GDP 增速坐 3 望 4，不确定性较多。

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_45854

