



宏观研究

# 【粤开宏观】拾级而上：下半年中国宏观经济展望

2022年07月07日

投资要点

**分析师：罗志恒**

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

**研究助理：马家进**

邮箱：majiajin@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】本轮疫情反弹对各省份通胀的影响》2022-06-26

《【粤开宏观】香港澳门双城发展图谱2022》2022-06-30

《【粤开宏观】从财税视角看浙江：共同富裕“先行兵”的喜与忧》2022-07-04

《【粤开宏观】美国下半年消费展望：盛极则衰》2022-07-05

《【粤开宏观】3000亿开发性金融债券对基建投资的拉动》2022-07-06

## 摘要

### 一、疫情经济学：中国经济 W 型走势的压力与动能

1、自 2020 年初疫情爆发以来，中国经济呈 W 型走势，当前正处于二次探底后的恢复阶段。下半年中国经济将拾级而上，走出 V 型反弹。

2、疫情深刻地改变了经济的正常运行逻辑。一是资源配置方式，二是经济运行基础，三是不同能级城市间的传导。疫情前，市场化的价格机制在资源配置中起决定性作用，依赖于契约和法治，一线城市具有规模经济效应；疫情后，行政性的计划配置行为增多，依赖于强有力、高效的行政体系和基层治理能力，一线城市因其产业链的重要位置对周边乃至全国其他城市造成经济冲击，同时因疫情严格防控而产生防控方式的示范效应。

3、疫情以来的两年半，经济在不同阶段遭遇了多重下行压力。一是反复的疫情反弹与防控趋严干扰正常的生产生活秩序；二是房地产贷款集中度管理和房企融资“三道红线”过度收紧，导致房地产销售、投资下滑；三是部分地方政府运动式、一刀切追求“双碳”和“能耗双控”目标，出现了导致拉闸限电而影响工业生产的现象；四是本意是加强对平台经济和教培行业等的严格监管和处罚，客观上加大了稳定市场预期的难度；五是俄乌冲突和美联储货币政策收紧等外部冲击。

4、在疫情缓解、政策发力和经济内生修复的推动下，经济总体呈恢复态势，增长动能不断切换。疫情之前的 2019 年，经济主要依靠消费和房地产投资拉动；2020 年疫情爆发之后，中国率先恢复生产，出口和房地产投资成为主要拉动力；2021 年出口继续保持超预期增长，制造业投资明显回暖，但房地产投资于年中开始走弱；2022 年上半年，除了出口和制造业投资延续高增以外，基建投资开始明显发力。

5、中国向上、美国向下，中美经济增速与 10 年期国债收益率“双倒挂”将迎来逆转。3 月国内疫情出现反弹时，中国经济下行压力进一步增大，而美国经济却面临需求旺盛和劳动力市场紧俏进一步推高通胀的过热风险。然而随着疫情好转与政策持续发力，5 月以来中国经济走出至暗时刻、逐步恢复；而美国却因为高通胀对消费信心的冲击，以及美联储被迫快速加息对总需求的抑制，出现经济衰退隐忧。经济增速和 10 年期国债收益率“双倒挂”风险下降，中国经济增长仍将领先美国，中美 10 年期国债利差也重新扩大。

### 二、下半年经济展望：V 型反弹，消费自然恢复、房地产投资企稳回升、财政支持基建投资，但要警惕通胀上行

1、GDP：三四季度同比增速有望恢复至 5%。从全年来看，4 月和二季度将是经济谷底，随后快速恢复。上半年经济受疫情拖累，GDP 累计同比或不到 3%，三四季度同比增速有望恢复至 5%，全年增速在 4% 左右。

2、消费：环比或迎来较快恢复，但同比增速仍低于疫情前。居民消费受三大



因素共同驱动：消费能力、消费意愿和消费场景。随着疫情逐步好转，消费场景的限制将陆续放开，消费券和汽车购置补贴等政策将在一定程度上改善居民消费能力和消费意愿，消费或迎来环比较快恢复。但在疫情完全消退之前，消费的三大决定因素将仍受抑制，拖累消费同比增速低于疫情前水平。

**3、房地产投资：下半年或将实现单月同比由负转正。**我国房地产周期主要受政策周期驱动，但本轮周期还受到疫情和房企债务风险的冲击，从而抑制了调控放松的效果。随着疫情好转、房地产调控政策持续放松，30大中城市商品房成交面积已恢复至往年同期水平，下半年有望实现单月同比由负转正。

**4、制造业投资：外需和利润增速回落叠加基数效应，增速或将放缓。**2021年制造业投资两年平均增速达5.4%，高于疫情前2019年的3.1%，强劲的外需以及高利润增速是重要原因。随着未来出口从高增回归常态，PPI同比持续回落，制造业利润增速放缓，新增投资将逐步下滑。且受去年前低后高的基数影响，若今年环比无法持续走强，同比增速将逐步放缓。

**5、基建投资：政策持续发力，或维持全年8%的较高增速。**6月以来，国常会先后推出“调增政策性银行8000亿元信贷额度”和“发行3000亿元开发性金融债，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金”两项政策。预计全年基建投资增速或维持在8%左右。

**6、出口：从高增回归常态，同比下行但仍有韧性。**在经历近两年的高增之后，我国出口增速或将回归常态。一方面，欧美在高通胀压力下加快加息步伐，全球经济下行压力增大，外需走弱；另一方面，海外生产逐步恢复，中国此前因疫情防控优势所获取的超额出口份额面临挤压。出口同比回落，但不会失速，仍有一定支撑，预计全年增长10.4%。

**7、通胀：输入性压力和猪周期或推动CPI单月同比上行至3%。**下半年我国通胀面临内外部冲击：国际油价和粮价的输入性通胀风险，以及国内猪周期上行压力，CPI同比或于9月突破3%，全年同比2.3%。去年高基数决定了今年PPI同比的单边下行趋势，预计四季度同比最低降至2%，全年同比5.8%。CPI上行或对货币政策形成制约，并抬升中低收入人群生活成本。

**风险提示：**疫情反弹风险、房企债务风险、输入性通胀风险、全球流动性收紧风险、全球经济衰退风险



## 目 录

一、疫情经济学：中国经济 W 型走势的压力与动能.....	5
（一）疫情经济与非疫情经济的区别.....	5
（二）疫情以来中国经济恢复的压力与动能.....	6
（三）中国向上、美国向下，中美经济增速与 10 年期国债收益率“双倒挂”将迎来逆转.....	7
二、下半年经济展望：V 型反弹，消费自然恢复、房地产投资企稳回升、财政支持基建投资，但要警惕通胀上行 .8	
（一）GDP：三四季度同比增速有望恢复至 5%.....	8
（二）消费：环比或迎来较快恢复，但同比增速仍低于疫情前.....	9
（三）房地产投资：下半年或将实现单月同比由负转正.....	11
（四）制造业投资：外需和利润增速回落叠加基数效应，增速或将放缓.....	13
（五）基建投资：政策持续发力，或维持全年 8%的较高增速.....	14
（六）出口：从高增回归常态，同比下行但仍有韧性.....	15
（七）通胀：输入性压力和猪周期或推动 CPI 单月同比上行至 3%.....	17
（八）中国经济的潜在风险.....	19

## 图表目录

图表 1：疫情以来中国经济呈 W 型走势.....	5
图表 2：受上海影响，4 月江浙皖 CPI 同比高于疫情状况相似的省份.....	6
图表 3：经济增长动能不断切换.....	6
图表 4：中国经济增速长期高于美国.....	7
图表 5：中美 10 年期国债利差重新扩大.....	8
图表 6：主要经济指标 2022 年增速预测.....	8
图表 7：本轮疫情反弹导致 31 个大城市失业率高于 2020 年同期.....	9
图表 8：城镇储户储蓄意愿持续上升.....	9
图表 9：旅游人次恢复程度好于旅游收入.....	10
图表 10：疫情以来社零消费同比持续低迷.....	10
图表 11：疫情冲击一度导致房地产销售单月同比下降超 40%.....	11
图表 12：二季度各地房地产调控显著放松.....	11
图表 13：30 大中城市商品房成交面积已基本恢复至历史同期水平.....	12
图表 14：对公涉房贷款不良率明显上升.....	12
图表 15：房地产开发资金来源中，国内贷款同比仍在下滑.....	13
图表 16：制造业投资增速将随利润增速回落而放缓.....	13
图表 17：1-5 月基建投资同比增长 8.2%.....	14
图表 18：今年专项债发行进度显著加快.....	15
图表 19：全球制造业 PMI 明显回落.....	15
图表 20：中国出口份额或将回落.....	16
图表 21：新能源汽车产业链出口高增.....	16
图表 22：出口同比或将回落.....	17
图表 23：国际油价和粮价大幅上涨.....	17



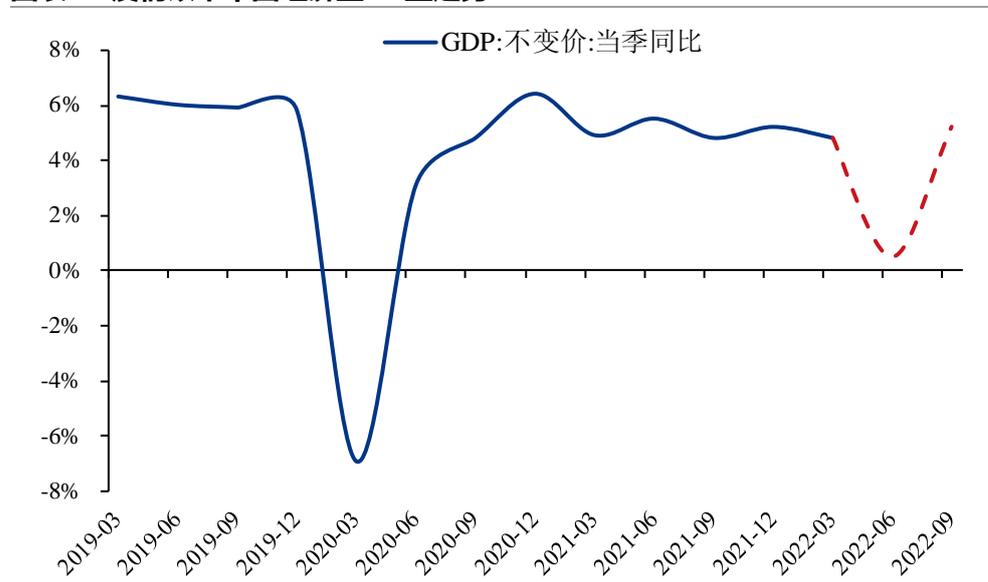
图表 24： 经过长期调整，猪周期将再度上行 .....	18
图表 25： CPI 单月同比或上行至 3 % .....	18
图表 26： PPI 单月同比或降至 2 % .....	19



## 一、疫情经济学：中国经济 W 型走势的压力与动能

自 2020 年初疫情爆发以来，中国经济呈 W 型走势，当前正处于二次探底后的恢复阶段。疫情经济与非疫情经济存在显著区别，只有深入理解疫情背景下经济面临的压力与动能，才能在错综复杂的经济环境中更好地迎接机遇和挑战。

图表1：疫情以来中国经济呈 W 型走势



资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021 年为两年平均增速）

### （一）疫情经济与非疫情经济的区别

疫情深刻地改变了经济的正常运行逻辑。

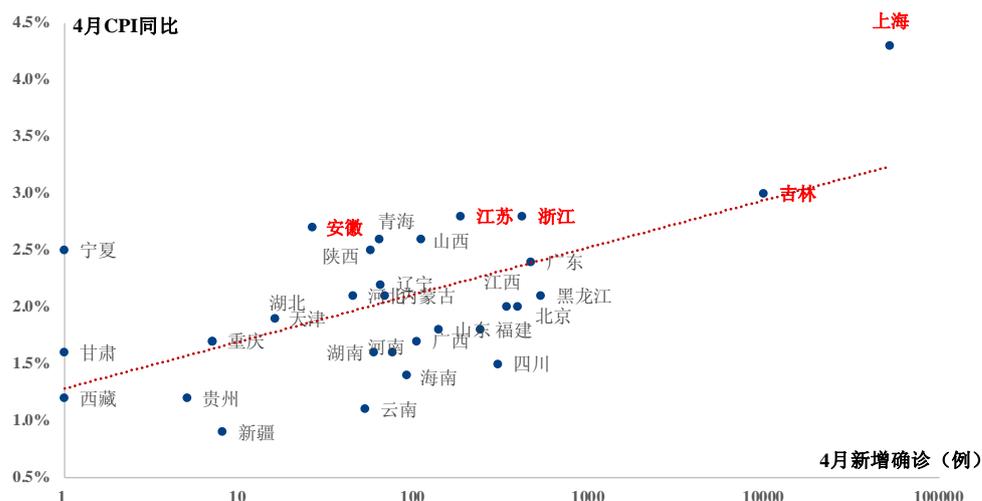
**一是资源配置方式**，疫情前，市场化的价格机制在资源配置中起决定性作用，各省市间人员和物资自由流动，充分发挥专业分工和比较优势；而疫情后，市场机制受到梗阻，产业链供应链不畅，行政性的计划配置行为增多。

**二是经济运行基础**，市场经济依赖于契约和法治，各微观主体在规则下寻求自身利益最大化，并实现社会总体福利的帕累托改进；计划经济则依赖于强有力、高效的行政体系和基层治理能力，关系到基本公共服务的供给和质量。

**三是不同能级城市间的传导**，疫情前，一线城市具有规模经济效应和引领作用，城市群和都市圈是经济增长极；而本轮疫情反弹中，一线城市因其产业链的重要位置对周边乃至全国其他城市造成经济冲击，同时因疫情严格防控而产生防控方式的示范效应。



图表2：受上海影响，4月江浙皖 CPI 同比高于疫情状况相似的省份



资料来源：Wind、粤开证券研究院

## （二）疫情以来中国经济恢复的压力与动能

回顾疫情以来的两年半时间，经济在不同阶段遭遇了多重下行压力。一是反复的疫情反弹与防控趋严干扰正常的生产生活秩序，例如 2020 年一季度和 2022 年二季度；二是房地产贷款集中度管理和房企融资“三道红线”过度收紧，导致 2021 年下半年房地产销售、投资快速滑落至负增长；三是部分地方政府运动式、一刀切追求“双碳”和“能耗双控”目标，出现了 2021 年三季度拉闸限电进而影响工业生产的现象；四是本意是加强对平台经济和教培行业等的严格监管和处罚，客观上加大了稳定市场预期的难度，引发 2021 年中概股大跌；五是俄乌冲突和美联储货币政策收紧等外部冲击。

在疫情缓解、政策发力和经济内生修复的推动下，经济总体呈恢复态势，增长动能不断切换。疫情之前的 2019 年，经济主要依靠消费和房地产投资拉动，增速分别高达 8.0%和 9.9%；2020 年疫情爆发之后，中国率先恢复生产，出口和房地产投资成为主要拉动力，下半年同比分别增长 12.6%和 11.4%；以两年平均增速来看，2021 年出口继续保持 16.0%的超预期增长，制造业投资明显回暖，但房地产投资于年中开始走弱；2022 年上半年，除了出口和制造业投资延续高增以外，基建投资开始明显发力。

展望未来，中国经济将走出 V 型反弹，下半年中国经济将拾级而上，主要动能是消费自然恢复、房地产投资在政策发力下企稳回升、财政支持基建投资。

图表3：经济增长动能不断切换

	实际 GDP	消费	固定资产投资	其中：房地产投资	制造业投资	基建投资	出口
2019 年	6.0%	8.0%	5.4%	9.9%	3.1%	3.3%	0.5%
2020 年	2.2%	-3.9%	2.9%	7.0%	-2.2%	3.4%	3.6%
2021 年	5.1%	4.0%	3.9%	5.7%	5.4%	1.8%	16.0%
2022 年 1-5 月	/	-1.5%	6.2%	-4.0%	10.6%	8.2%	13.5%

资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021 年为两年平均增速）

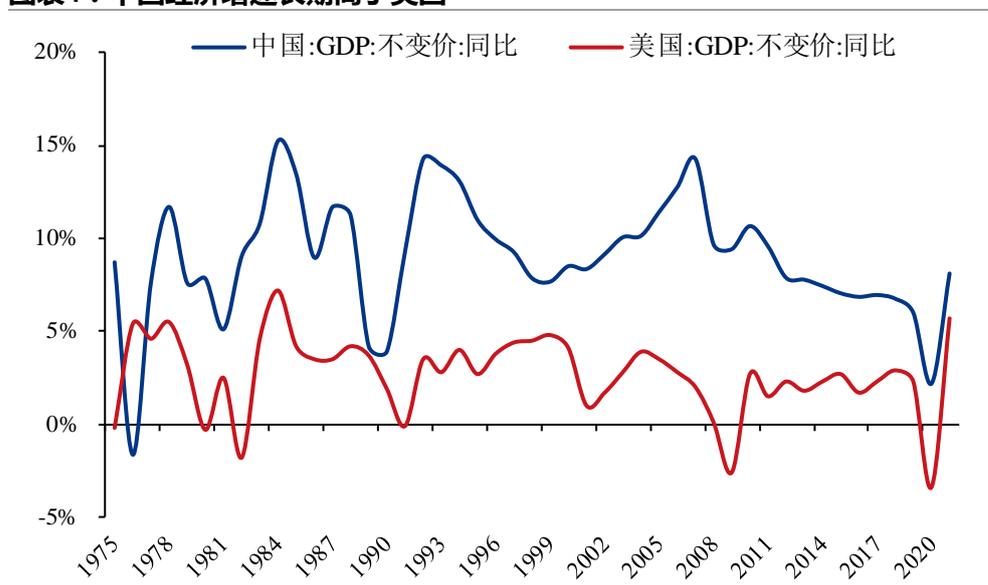


### (三) 中国向上、美国向下，中美经济增速与 10 年期国债收益率“双倒挂”将迎来逆转

3 月国内疫情出现反弹时，中国经济下行压力进一步增大，而美国经济却面临需求旺盛和劳动力市场紧俏进一步推高通胀的过热风险。因此，市场预期中美经济增速将出现倒挂，美国 GDP 增速或自 1977 年以来首次超过中国。中美经济和货币政策周期错位，导致中美 10 年期国债利差持续下滑，一度倒挂 72 BP。

然而随着疫情好转与政策持续发力，5 月以来中国经济走出至暗时刻、逐步恢复；而美国却因为高通胀对消费信心的冲击，以及美联储被迫快速加息对总需求的抑制，出现经济衰退隐忧。经济增速和 10 年期国债收益率“双倒挂”风险下降，中国经济增长仍将领先美国，中美 10 年期国债利差也重新扩大。外部约束减弱，中国得以继续坚持“以我为主”，政策空间增大，资本外流和汇率贬值压力缓释。

图表4：中国经济增速长期高于美国



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表5：中美 10 年期国债利差重新扩大



资料来源：Wind、粤开证券研究院

## 二、下半年经济展望：V 型反弹，消费自然恢复、房地产投资企稳回升、财政支持基建投资，但要警惕通胀上行

### （一）GDP：三四季度同比增速有望恢复至 5%

从全年来看，4 月和二季度将是经济谷底，随后快速恢复。4 月是国内疫情反弹最为严重的时刻，国内经济遭遇“冰封”。随着高效统筹疫情防控和经济社会发展成效显现，5 月以来经济景气水平明显改善。

上半年经济受疫情拖累，GDP 累计同比或不到 3%，三四季度同比增速有望恢复至 5%，全年增速在 4%左右。

图表6：主要经济指标 2022 年增速预测

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-5 月	2022 年
实际 GDP	6.0%	2.2%	5.1%	/	4.0%
消费	8.0%	-3.9%	4.0%	-1.5%	2.5%
固定资产投资	5.4%	2.9%	3.9%	6.2%	5.3%
其中：房地产投资	9.9%	7.0%	5.7%	-4.0%	-1.0%
制造业投资	3.1%	-2.2%	5.4%	10.6%	6.5%
基建投资	3.3%	3.4%	1.8%	8.2%	8.0%
出口	0.5%	3.6%	16.0%	13.5%	10.4%
CPI	2.9%	2.5%	0.9%	1.5%	2.3%
PPI	-0.3%	-1.8%	8.1%	8.1%	5.8%

资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021 年 GDP、消费、投资、出口均为两年平均增速）

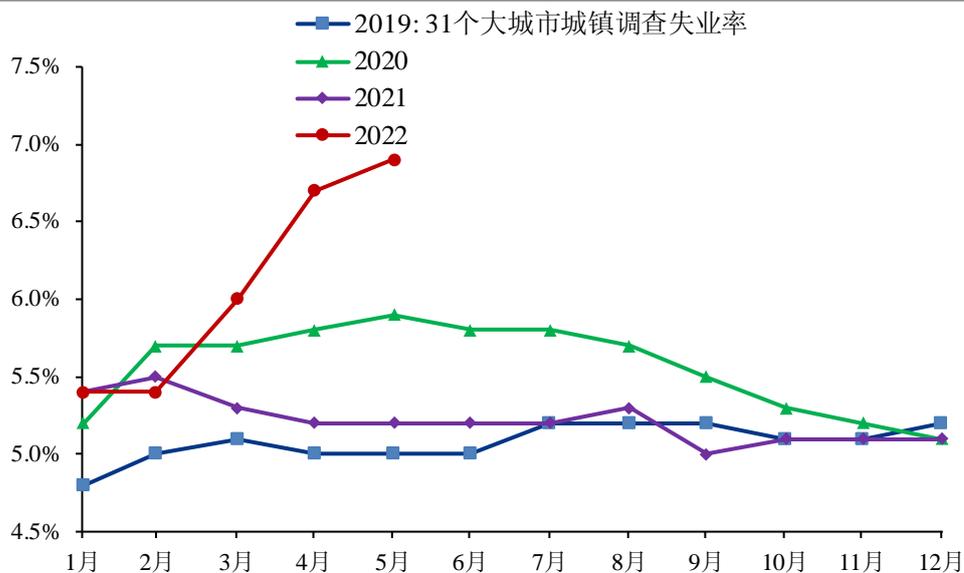


## (二) 消费：环比或迎来较快恢复，但同比增速仍低于疫情前

居民消费受三大因素共同驱动：消费能力、消费意愿和消费场景。疫情以来国内消费持续低迷，便源于三大因素的共振下行。

**第一，居民失业增加、收入增速下滑，冲击消费能力。**5月城镇调查失业率为5.9%，处于历史高位，其中，31个大城市失业率和16-24岁青年失业率甚至高于2020年同期，创历史新高。经济下行压力增大，居民可支配收入增速也明显低于疫情之前。

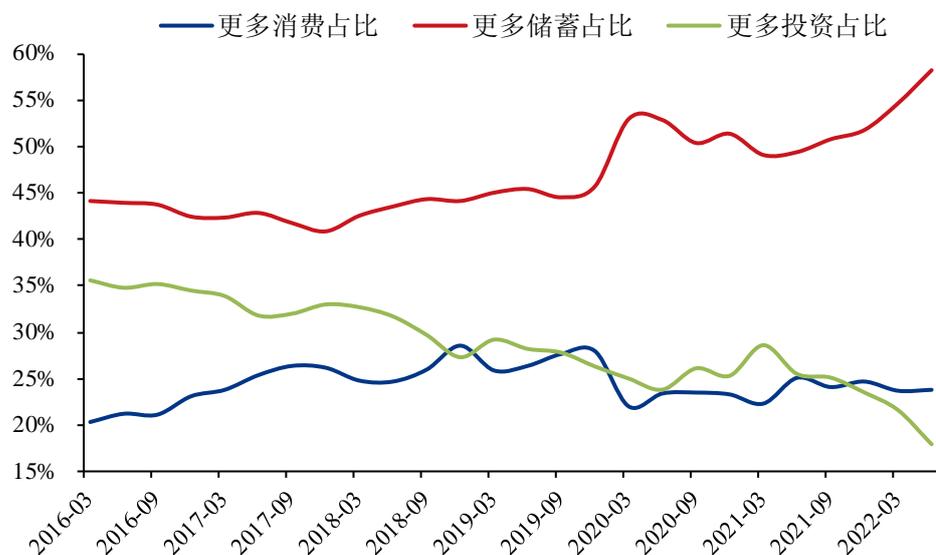
图表7：本轮疫情反弹导致31个大城市失业率高高于2020年同期



资料来源：Wind、粤开证券研究院

**第二，未来不确定性增大，居民预防性储蓄上升，平均消费倾向降低。**央行城镇储户问卷调查结果显示，二季度居民收入信心和就业预期指数分别为45.7%和44.5%，较一季度下降4.3和6.0个百分点；相应地，倾向于“更多储蓄”的居民占58.3%，比上季增加3.6个百分点。

图表8：城镇储户储蓄意愿持续上升

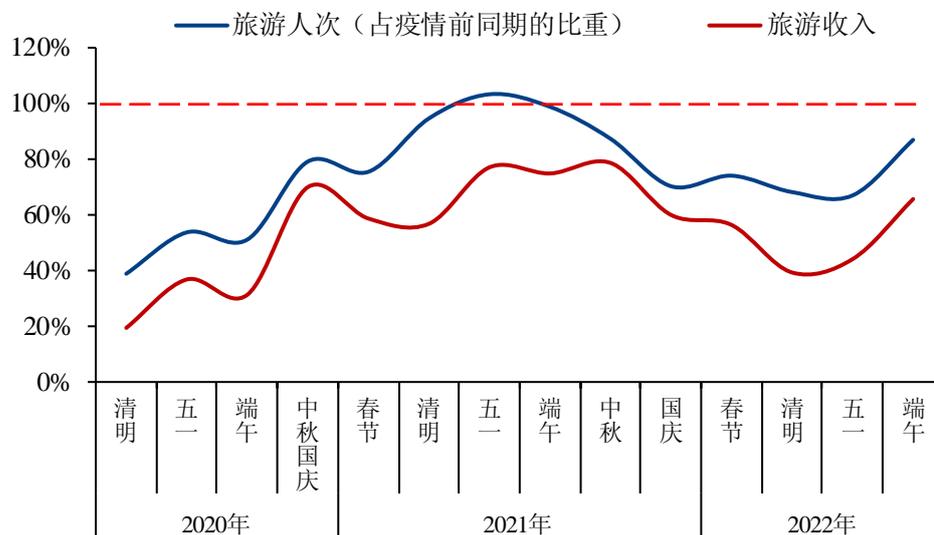


资料来源：Wind、粤开证券研究院



**第三，疫情反弹导致消费场景受限，消费需求无法正常表达。**人流、物流不畅，餐饮、旅游等线下服务业自不必说，甚至网上销售也受到冲击。疫情也改变了居民的消费模式，出行半径缩短、人均消费下降。各假期旅游数据显示，旅游人次恢复程度要显著好于旅游收入。

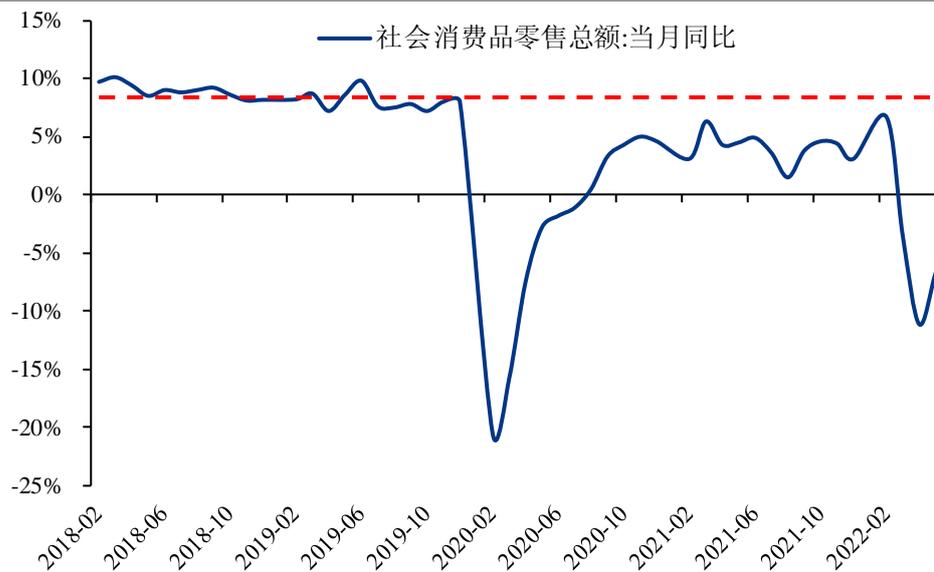
**图表9：旅游人次恢复程度好于旅游收入**



资料来源：粤开证券研究院整理

随着疫情逐步好转，消费场景的限制将陆续放开，消费券和汽车购置补贴等政策将在一定程度上改善居民消费能力和消费意愿，消费或迎来环比较快恢复。但在疫情完全消退之前，消费的三大决定因素将仍受抑制，拖累消费同比增速低于疫情前水平。

**图表10：疫情以来社零消费同比持续低迷**



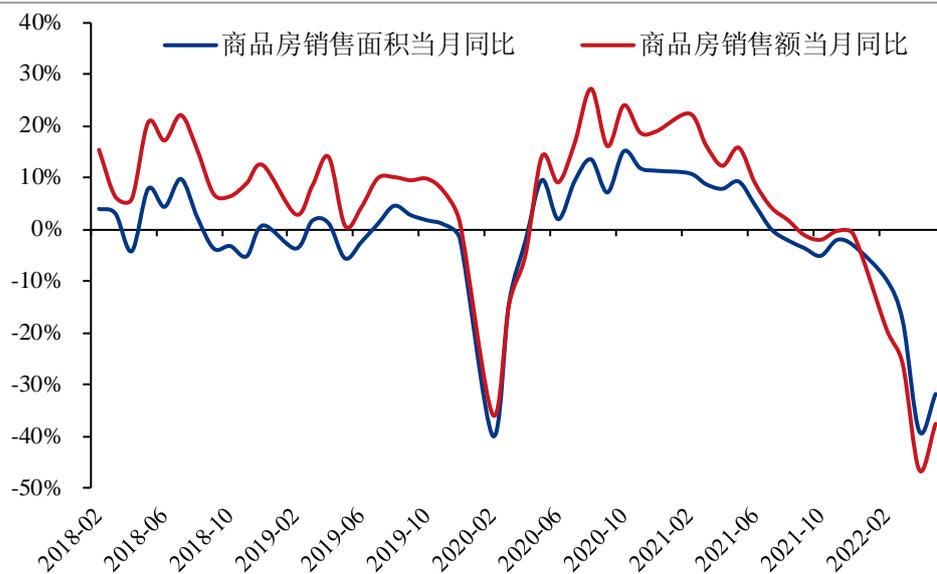
资料来源：Wind、粤开证券研究院 (注：2021年为两年平均增速)



### (三) 房地产投资：下半年或将实现单月同比由负转正

我国房地产周期主要受政策周期驱动，调控放松，周期上行，调控收紧，周期下行。但本轮周期还受到疫情和房企债务风险的冲击，从而抑制了调控放松的效果。一方面，疫情防控趋严，线下新房销售渠道受限，例如 2020 年 2 月和今年 4 月地产销售同比大幅下滑；另一方面，部分房企爆发债务风险，居民担忧新房无法按期交付，因此购房决策更加审慎。

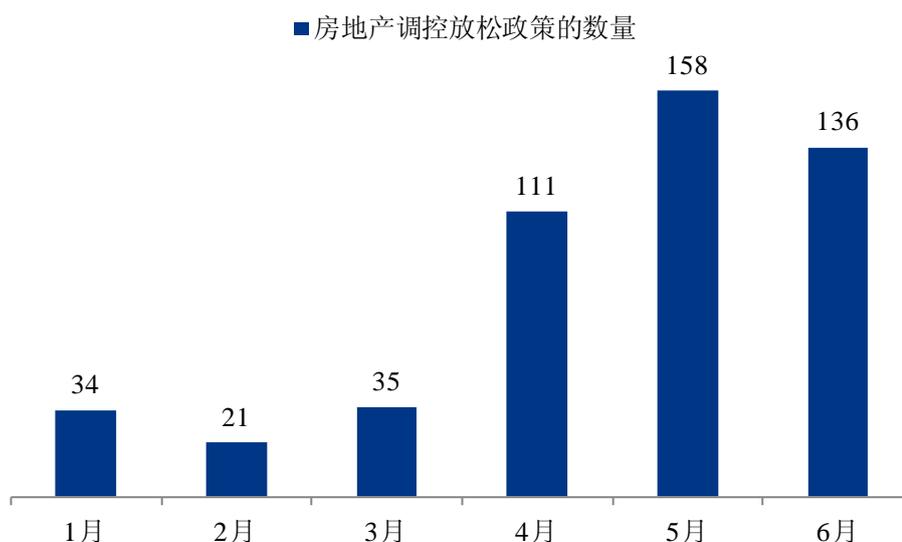
图表11：疫情冲击一度导致房地产销售单月同比下降超 40%



资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021 年为两年平均增速）

随着疫情好转、房地产调控政策持续放松，30 大中城市商品房成交面积已恢复至往年同期水平。从全年来看，4 月应是房地产销售、投资的最低点，此后同比降幅收窄，下半年或将实现单月同比由负转正。

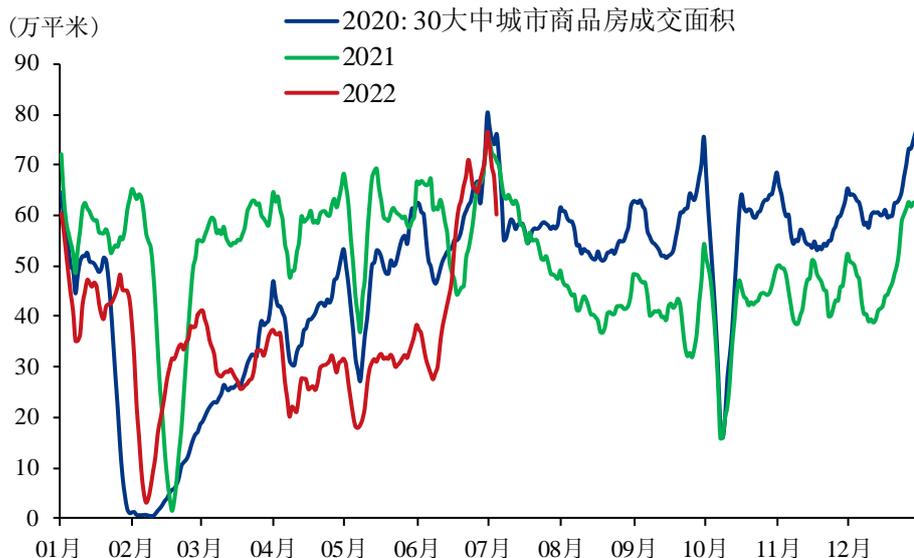
图表12：二季度各地房地产调控显著放松



资料来源：中指研究院、粤开证券研究院



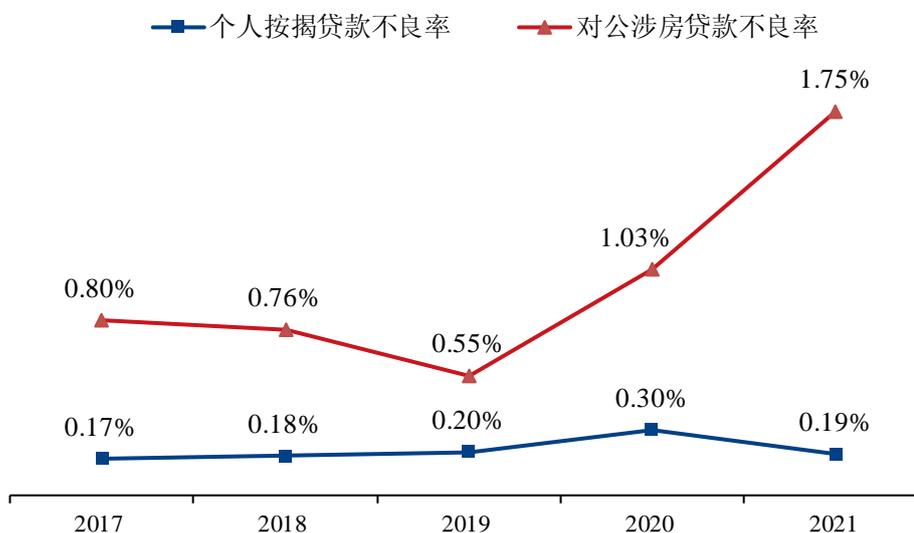
图表13：30大中城市商品房成交面积已基本恢复至历史同期水平



资料来源：Wind、粤开证券研究院

但是房企信用风险仍存，民营房企贷款难度较大，或拖累房地产投资恢复力度。20家上市银行年报数据显示，对公涉房贷款不良率显著上升，而个人按揭贷款不良率基本稳定。5月房地产开发资金以及其中的销售回款当月同比降幅收窄，但国内贷款同比降幅仍在扩大。

图表14：对公涉房贷款不良率明显上升



资料来源：克而瑞、粤开证券研究院



图表15：房地产开发资金来源中，国内贷款同比仍在下滑



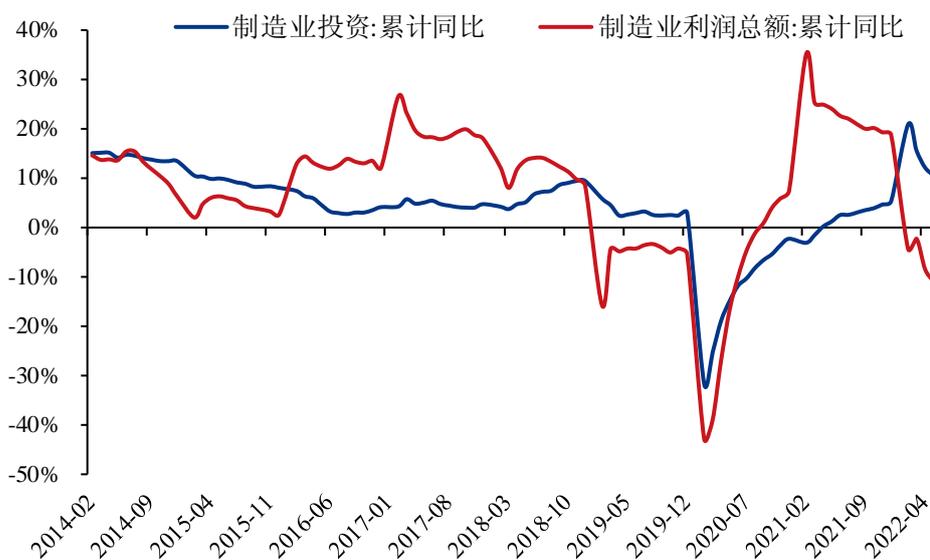
资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021年为两年平均增速）

#### （四）制造业投资：外需和利润增速回落叠加基数效应，增速或将放缓

2021年制造业投资两年平均增速达5.4%，高于疫情前2019年的3.1%，强劲的外需以及高利润增速是重要原因。我国是出口导向型经济，制造业景气程度与出口高度相关，同时去年PPI快速上涨，量价齐升使得制造业企业利润高增，从而驱动企业增加投资。

随着未来出口从高增回归常态，PPI同比持续回落，制造业利润增速放缓，新增投资将逐步下滑。且受去年前低后高的基数影响，若今年环比无法持续走强，同比增速将逐步放缓，全年增速或为6.5%。

图表16：制造业投资增速将随利润增速回落而放缓



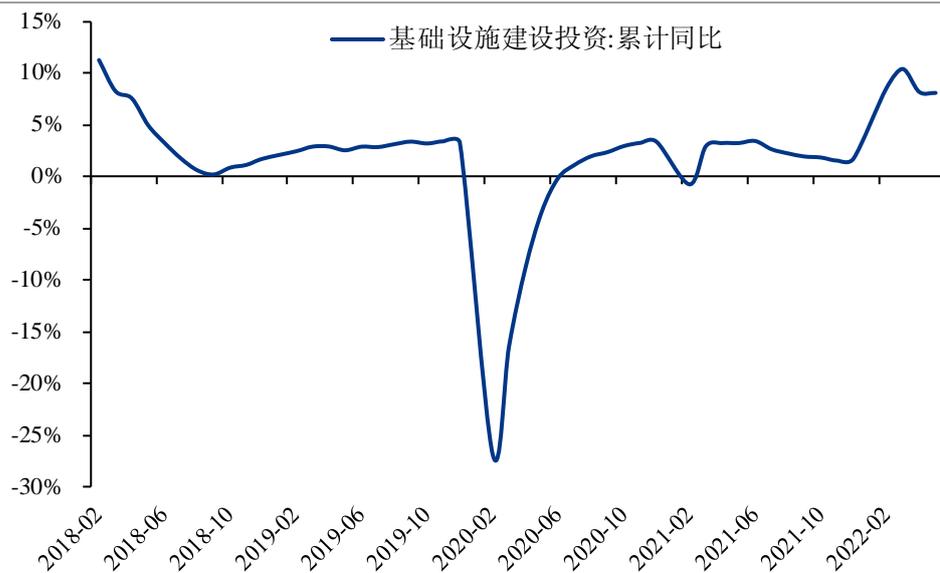
资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021年为两年平均增速）



## （五）基建投资：政策持续发力，或维持全年 8% 的较高增速

去年下半年以来，经济下行压力增大，政府加大对基建投资的财政支持力度，1-5 月基建投资同比增长 8.2%。但在政策靠前发力，专项债发行 6 月基本完毕和 8 月基本完成使用、土地出让收入下降、地方财政紧平衡的背景下，若政策不加码，四季度基建投资增速可能出现较快回落。因此 6 月以来，国常会先后推出“调增政策性银行 8000 亿元信贷额度”和“发行 3000 亿元开发性金融债，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金”两项政策。

图表17：1-5 月基建投资同比增长 8.2%

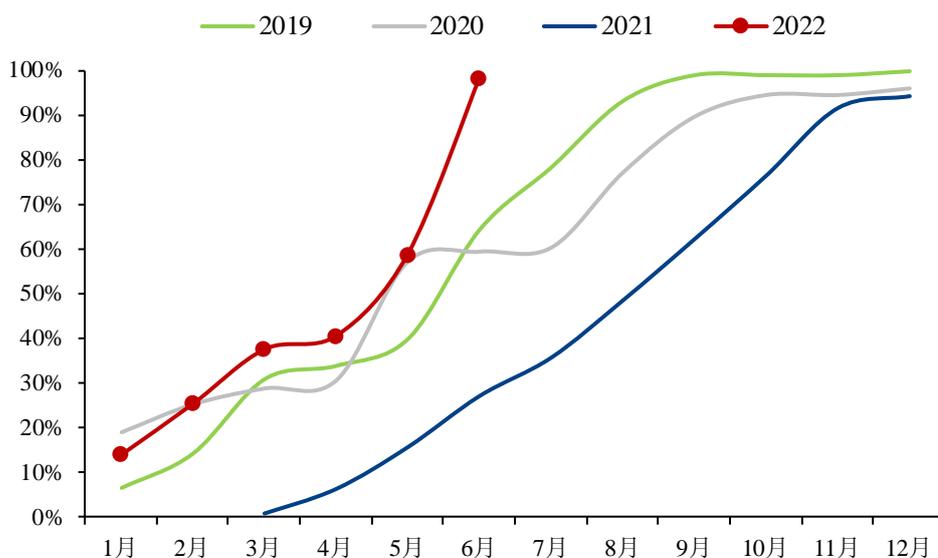


资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021 年为两年平均增速）

在适度超前开展基建下，2022 年发改委审批的固定资产项目明显高于往年，导致今年项目资金需求较高。截至 6 月底，新增专项债发行规模达到 3.4 万亿，完成已下达额度的 98%，债券资金将在 8 月底前基本使用完毕，三季度末和四季度基建项目将面临资金断档的情况。从发行背景、发行主体和资金用途上看，新增政策与 2015-2017 年发行专项债建设债较为相似。2015-2017 年，约有 2 万亿元资金重点支持基建投资，带动基建投资维持较高增速。



图表18：今年专项债发行进度显著加快



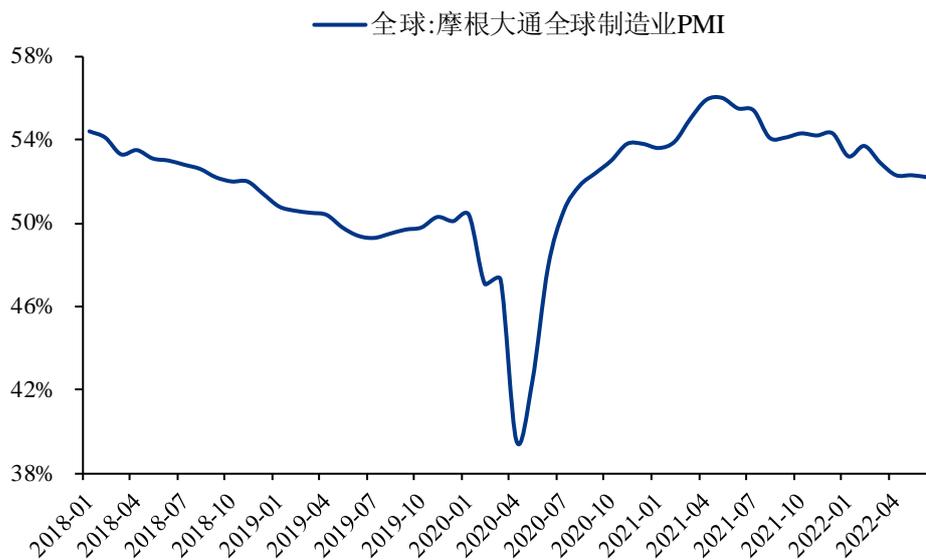
资料来源：Wind、粤开证券研究院

本次 3000 亿元开发性金融债不得超过全部资本金的 50%，考虑到项目金比率在 20%-25%，8000 亿调增的信贷额度可提供配套资金，理论上可撬动 2.4 万亿规模的投资。但考虑地方严控隐性债务、对其他资金来源的挤占效应等因素后，不宜过高估计开发性金融债的乘数效应。同时受项目储备等因素制约，3000 亿资本金和 8000 亿信贷额追加未必能够全部在年内落地，**预计全年基建投资增速将维持在 8%左右。**

## （六）出口：从高增回归常态，同比下行但仍有韧性

在经历近两年的高增之后，我国出口增速或将回归常态。一方面，欧美在高通胀压力下加快加息步伐，全球经济下行压力增大，外需走弱；另一方面，海外生产逐步恢复，中国此前因疫情防控优势所获取的超额出口份额面临挤压。

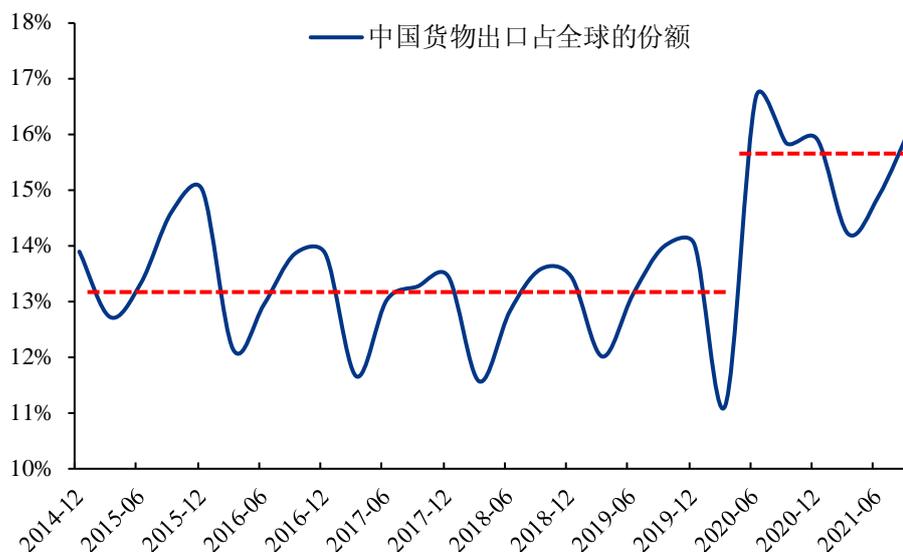
图表19：全球制造业 PMI 明显回落



资料来源：Wind、粤开证券研究院



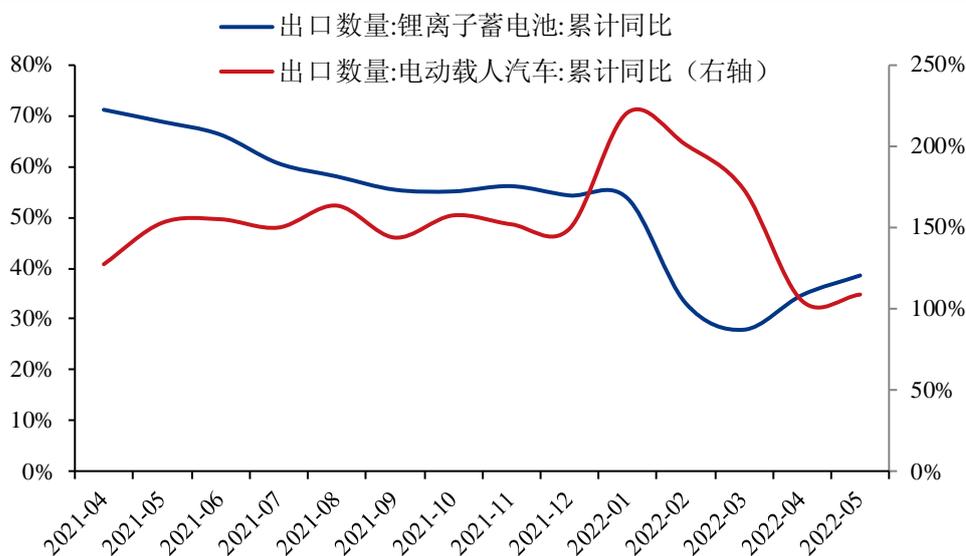
图表20：中国出口份额或将回落



资料来源：WTO、粤开证券研究院

**出口同比回落，但不会失速，仍有一定支撑。**一是受益于俄乌冲突后的贸易转移，欧盟对俄乌的工业品进口需求转移至中国，相应地，中国钢铁、铝材等出口增加；二是全球新能源汽车高速发展，中国具有产业链优势，动力电池等零部件出口强劲；三是东盟等新兴市场经济体生产恢复，尽管与中国在最终产品上构成一定竞争，但对中间品需求也随之增加；四是中美关税或有一定程度下调，从而提振对美出口。

图表21：新能源汽车产业链出口高增

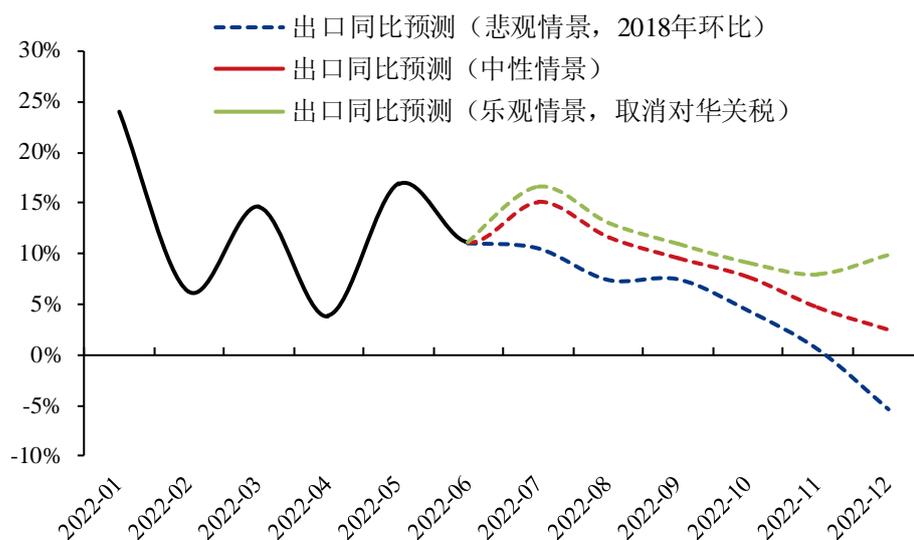


资料来源：Wind、粤开证券研究院

**中性情景下，四季度压力较大，出口单月同比或下行至 2.6%，全年增长 10.4%。**乐观情景下，若美国加征关税全部取消，将提振下半年出口超 250 亿美元，全年出口增长 12%。悲观情景下，类比 2018 年月环比，全年出口增长 8.1%。



图表22：出口同比或将回落

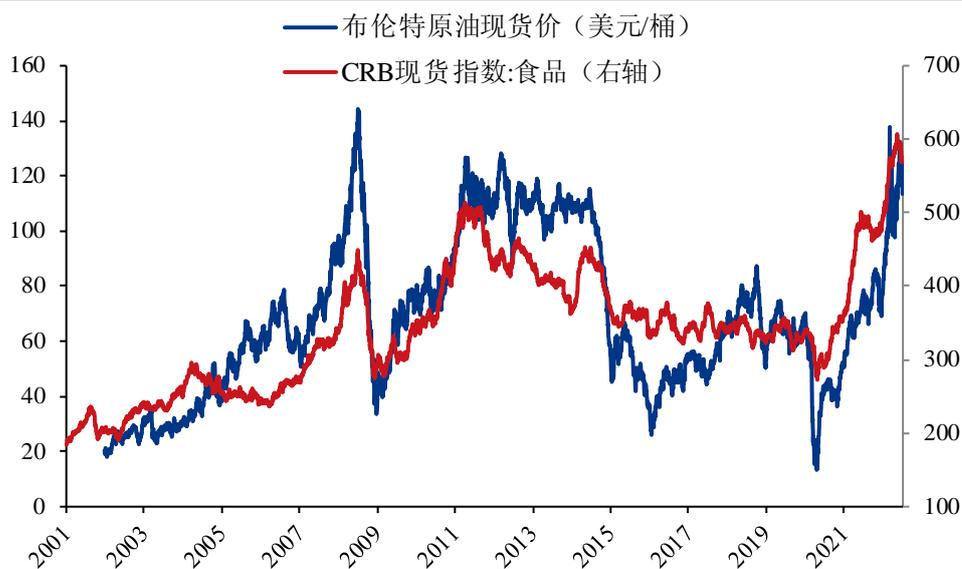


资料来源：Wind、粤开证券研究院

### (七) 通胀：输入性压力和猪周期或推动 CPI 单月同比上行至 3%

下半年我国通胀面临内外部冲击：国际油价和粮价的输入性通胀风险，以及国内猪周期上行压力。油价方面，俄乌冲突导致国际原油供应紧张，而 OPEC 和美国页岩油均未明显增产，随着疫情好转后交通出行等需求恢复，油价将继续震荡向上。粮价方面，地缘冲突、成本上升、气候变化、投机交易四方面因素或引发全球粮食危机，今年国内粮食市场受到的贸易冲击和成本压力均高于前两轮中的 2008 年和 2011 年。猪价方面，生猪持续去产能，猪肉价格已在底部徘徊了一年左右，下半年或开启上行周期。

图表23：国际油价和粮价大幅上涨



资料来源：Wind、粤开证券研究院



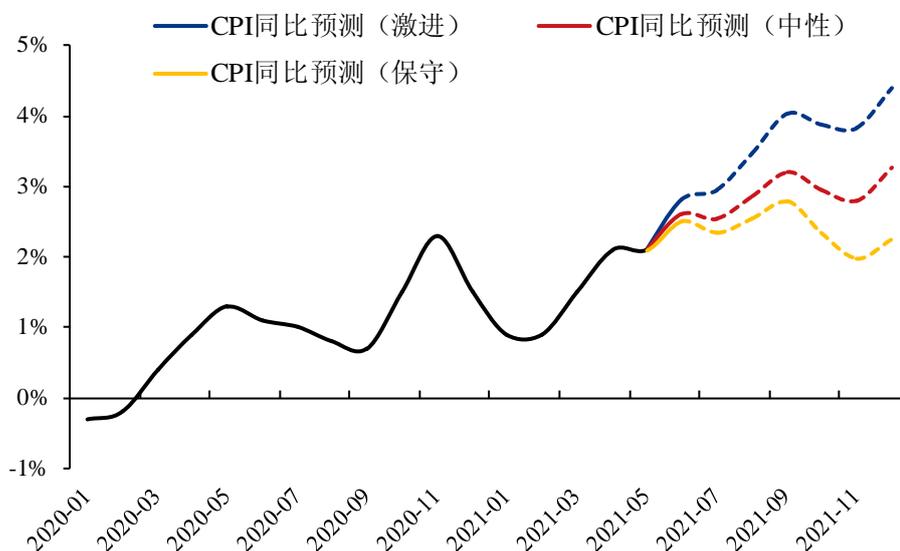
图表24：经过长期调整，猪周期将再度上行



资料来源：Wind、粤开证券研究院

展望下半年，CPI 同比或于 9 月突破 3%，全年同比 2.3%；去年高基数决定了今年 PPI 同比的单边下行趋势，预计四季度同比最低降至 2%，全年同比 5.8%。CPI 上行或对货币政策形成制约，并抬升中低收入人群生活成本。

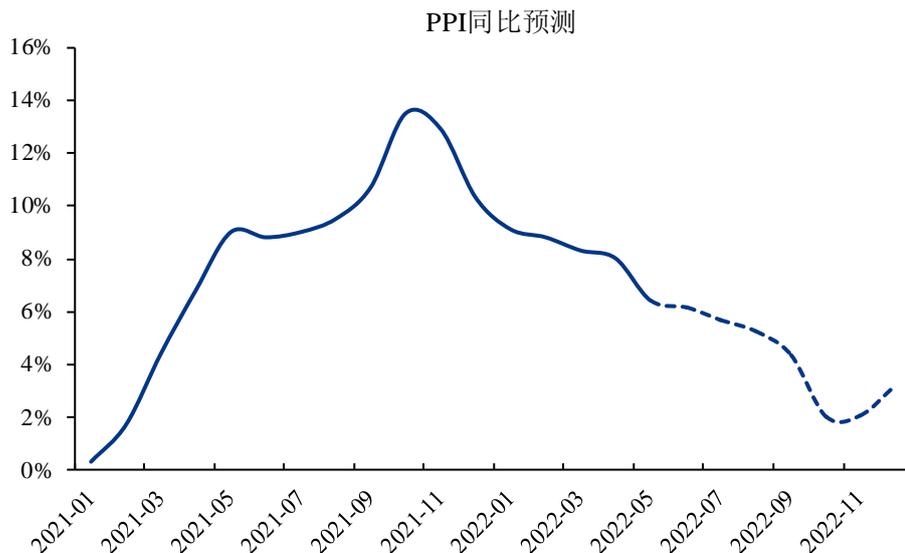
图表25：CPI 单月同比或上行至 3 %



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表26：PPI 单月同比或降至 2 %



资料来源：Wind、粤开证券研究院

## （八）中国经济的潜在风险

总体而言，中国经济韧性强，潜力大，回旋余地大，但仍要注意风险防范。

**一是疫情反弹风险**，将严重冲击正常的生产生活秩序。

**二是房企债务风险**，部分房企可能仍面临大量债务到期和融资困难的双重压力。

**三是输入性通胀风险**，俄乌冲突若持续升级，将加剧大宗商品价格上涨。

**四是全球流动性收紧风险**，美联储快速加息缩表，或冲击全球风险资产和新兴市场经济体国际收支、汇率、金融市场等的稳定。

**五是全球经济衰退风险**，四十年一遇的通胀周期和加息周期交织，美国消费信心指数下行、收益率曲线倒挂等均预示着美国经济或将步入衰退。



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)