

# 国内经济延续复苏，美国通胀再创新高

## 高

### 观点

1、本周国内外公布一系列经济数据，海外通胀顽疾进一步加深衰退恐慌，国内疫情和地产问题干扰复苏节奏，大宗商品继续大跌，国内股市走弱、债市走高。往后看，衰退预期带来的“衰退交易”或暂告段落，一是，随着大宗商品价格持续大幅下跌，下半年通胀预期将会得到缓和，7月大幅加息之后美联储激进加息路劲或逐步修正；二是，美国零售、消费者信心、非农就业等数据均出现了改善，表明美国经济依旧稳健，距离衰退尚有距离，过度恐慌的状态有望得到修正；三是，国内经济复苏的势头仍有望得以延续。

### 核心逻辑

1) 本周国内外公布一系列重磅数据，其中，国外方面，美国通胀进一步升至 9.1%，导致 7 月加息 100BP 的概率大幅提升，衰退交易继续主导市场；国内方面，6 月份和二季度多项经济指标明显恢复，尽管国内经济延续复苏的势头，但仍面临较多的干扰，一个是国内疫情多点散发，另一个是房地产市场面临较多难题（“断贷潮”引起高度关注），在此背景下，衰退交易被放大，国内股市、商品集体走弱。

2) 海外通胀顽疾暂时难消，经济离衰退尚有距离。一方面，美国 6 月 CPI 进一步升至 9.1%，再创新高，能源是最主要的贡献，不过，随着近期大宗商品价格持续走弱，预计未来的通胀预期将出现回落；另一方面，美国 6 月零售环比增长 1%，好于预期和前值，且密歇根的消费者信心指数也有所回升，表明美国经济仍然强劲，距离衰退尚有距离。不过，强劲的基本面或给美联储进一步加息创造有益的条件，预计美联储将继续维持激进的加息路径，利率市场显示，7 月加息 100BP 的概率明显提升。

3) 国内经济复苏势头未变，但也面临较多的干扰。周五统计局公布的数据显示，国内经济在上海疫情后明显得到修复，其中，政策发力带动基建继续改善，消费也随着管控措施的松动而明显改善。不过，当前仍存在两个方面的主要干扰，一是，国内疫情仍然严峻，多地出现散发病例，疫情成为经济复苏最大的不确定性因素；二是，地产产业链疲软，销售再度下滑，烂尾现象导致多地出现“断贷潮”，这需要高层进一步的政策松动。

宏观·周度报告

2022 年 7 月 17 日 星期日

国贸期货·研究院  
宏观金融研究中心

郑建鑫

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码  
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

# 一、宏观和政策跟踪

## 1.1 国内经济延续复苏的势头

据国家统计局数据显示，初步核算，上半年 GDP 累计同比增长 2.5%，预期为增长 2.9%，前值为增长 4.8%。其中，二季度 GDP 同比增长 0.4%，预期为增长 1.2%，前值为增长 4.8%。从环比上看，二季度 GDP 环比下降 2.6%，预期为下降 2%，前值为增长 1.3%。

(1) 生产端：6 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 3.9%，预期 4%，前值为 0.7%。从环比看，6 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.84%。1—6 月份，规模以上工业增加值同比增长 3.4%，预期 3.5%，前值 3.3%。

(2) 需求端：

1) 固定资产投资增速小幅下滑。1-6 月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 6.1%，较前值回落 0.1 个百分点，略高于预期的 6.0%。其中，制造业投资增长 10.4%，较前值回落 0.2 个百分点；房地产开发投资累计同比下降 5.4%，降幅较前值扩大 1.4 个百分点；基础设施投资累计同比增长 7.1%，较前值回升 0.4 个百分点。

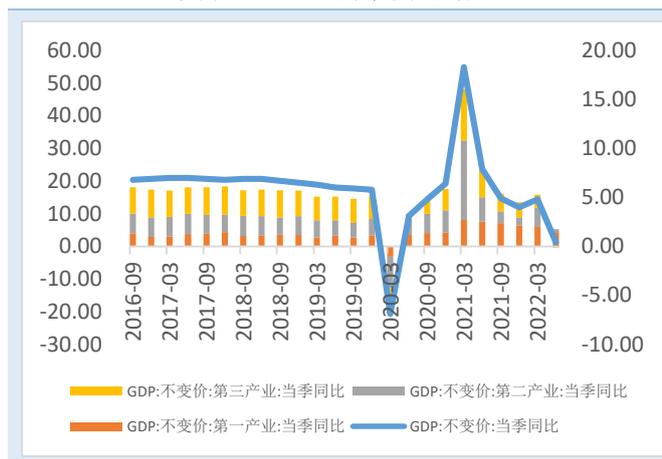
2) 社会消费同比增速继续回升。6 月份，社会消费品零售总额同比增长 3.1%，前值为同比下降 6.7%，预期为增长 0.3%。1-6 月份，社会消费品零售同比下降 0.7%，前值为下降 1.5%，预期为下降 1.2%。

上半年国内经济发展除了面临“三重压力”外，还遭遇疫情反弹和地缘政治冲突等黑天鹅事件的冲击，下行压力进一步加大。二季度较一季度明显放缓，但总体维持正增长，其中，房地产投资和消费仍然较弱，基建投资回升，制造业投资相对平稳，出口仍保持高速增长。

展望下半年，随着高效统筹疫情防控和政策加持下，我国经济有望继续回升保持在合理区间。当前我国经济增速仍明显低于 5% 左右的潜在增速水平，仍有较强的内生修复动力，同时稳增长政策目标坚定、应出尽出、坚持以我为主，下一阶段，稳增长政策将更加积极，7 月政治局会议或将是增量政策发力的起点，经济仍将继续修复。

同时，必须认识到我国经济复苏仍面临多种内外风险因素，一是，疫情仍是国内经济复苏最大的不确定性因素，好的一点是尽管当前疫情仍呈现多点散发的特征，但 6 月下旬以来国内防疫政策出现了积极的变化，对经济的负面冲击有所减弱；二是，国内通胀中枢将随着猪油共振而逐步抬升，虽然不会影响稳增长的政策方向，但依然可能会制约政策发力的空间，好的一点是当前猪肉供应充足，猪价的非理性上涨或难以持续；三是，全球通胀水平维持高位，欧美等主要经济体快速大幅度收紧货币政策，这对全球总需求和金融市场稳定带来冲击，好的一点是近期大宗商品价格持续大幅下跌，预计下半年的通胀预期将会出现回落，美联储激进的加息路径可能重新修正。

图表 1: GDP 当季同比增速



图表 2: 三大门类投资增速



数据来源: Wind

## 1.2 国内政策聚焦

1) 据央视新闻, 国务院总理李克强主持召开经济学家座谈会时表示, 二季度我国经济受超预期因素严重冲击, 4 月主要指标深度下跌。我们及时果断施策, 靠前实施中央经济工作会议和政府工作报告政策举措, 推出稳经济一揽子政策措施, 召开全国会议部署稳住经济大盘。政策效应较快显现, 5 月主要经济指标跌幅收窄, 6 月经济企稳回升, 这极为不易。但经济恢复基础不稳固。要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导, 全面贯彻新发展理念, 高效统筹疫情防控和经济社会发展, 抓住经济恢复重要窗口期, 坚持发展是解决我国一切问题基础和关键, 推动经济运行尽快回归正常轨道。

李克强指出, 保持经济运行在合理区间, 要应对好两难多难问题, **既稳增长, 又防通胀、注意防输入性通胀。保持宏观政策连续性, 既要有力, 尤其要加大稳经济一揽子政策措施实施力度, 又要合理适度, 不预支未来。稳经济一揽子政策实施时间才一个多月, 还有相当的实施空间, 要继续推动政策落地和效果显现。着力稳市场主体稳就业。确保全年粮食丰收, 保障煤炭电力稳定供应, 夯实稳物价基础。持续推进“放管服”改革, 优化营商环境。坚持依法行政。统筹兼顾, 防止单打一、一刀切。继续扩大开放, 稳外贸稳外资。**

2) 据央视新闻, 国务院总理李克强主持召开国务院常务会议, 部署加力稳岗拓岗的政策举措, 确保就业大局稳定; 要求多措并举扩消费, 确定支持绿色智能家电消费的措施。国务院常务会议指出, 保障劳动者平等就业权利, 严禁在就业上歧视曾经新冠病毒核酸检测阳性的康复者, 对此类歧视现象发现一起严肃处理一起。国务院常务会议指出, **要加快释放绿色智能家电消费潜力, 在全国开展家电以旧换新和家电下乡, 鼓励有条件地方予以资金和政策支持。**实施中要维护全国统一开放大市场, 保障公平竞争。支持发展废旧家电回收利用, 提升信息网络、电力等基础设施对家电消费的支撑能力。

3) 据第一财经, 近几日一些烂尾楼业主单方面宣布停止偿还商品房按揭贷款。目前已有河南、湖南、江西、广西等 15 个省份超 50 个楼盘发布了公开声明, 大多数表示, 如果楼盘无法在一定期限内复工, 业主将选择强制停还按揭贷款, 风险与损失由各方共担。

据央视财经，银保监会有关部门负责人回应“停贷”事件称，最近关注到个别房企楼盘出现延期交付情况，这件事的关键在于“保交楼”，对此银保监会高度重视。下一步工作中，银保监会将引导金融机构市场化参与风险处置，加强与住建部门、中国人民银行工作协同，支持地方政府积极推进“保交楼、保民生、保稳定”工作，依法依规做好相关金融服务，促进房地产业良性循环和健康发展。

### 1.3 美国通胀再创 40 年来新高

当地时间，美国劳工部公布数据显示，美国 6 月末季调 CPI 同比 9.1%，高于预期 8.8%，较上月上升 0.5 个百分点；基调后 CPI 环比上升 1.3%，高于上月的 1.0%，美国通胀再度超预期走高。同比创 1981 年底以来最大涨幅，环比创 2005 年来最高纪录。其中，汽油、住房和食品指数是最大的贡献者。在扣除食品和能源价格指数后，核心 CPI 同比 5.9%，超出预期 5.7% 和前值 6%，最大贡献者是住房、二手车和卡车、医疗保健、机动车辆保险和新车指数。然而，美国 5 月实际平均时薪同比下降了 3.0%，物价上涨连续第 14 个月超过了工资涨幅，居民消费压力持续加大。

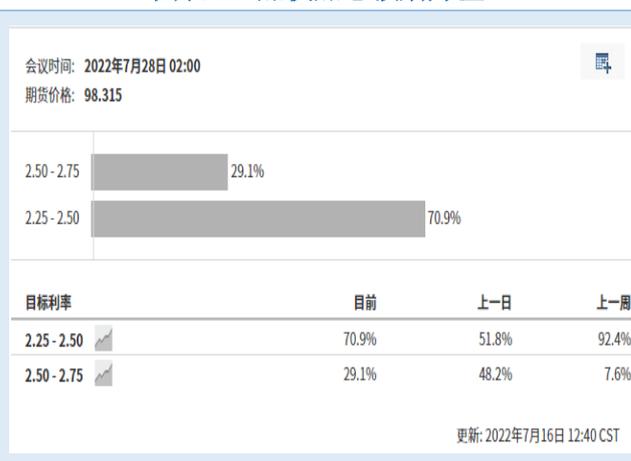
美国 6 月通胀数据再超预期，市场对美联储加息节奏加快的预期再度升温，数据公布后，CME 美联储观察工具显示，7 月加息 100BP 的概率上升至 39.2%，而加息 75BP 的概率回落至 60.8%，9 月累计加息 150BP 的概率升至 53.7%。拜登对此表示，通胀“高得不可接受”，但数据是“过时”的，将“尽我所能”降低汽油价格，给予美联储抗击通胀所需的时间。

目前来看，通胀继续超预期攀升给美联储继续大幅加息提供有力支撑，但同时大幅收紧流动性的举动也引发市场对衰退的担忧，预计美联储加息短期内幅度仍会较大，但将会受到大宗商品价格波动、美国经济形势变化等因素的影响。

图表 3：美国通胀持续飙升



图表 4：加快加息预期升温



数据来源：FED

### 1.4 美国经济依旧稳健

当地时间 15 日，美国商务部公布 6 月零售数据，零售销售额环比增长 1%至 6806 亿美元，略高于市场预期值 0.9%，较去年同期增长 8.4%。同日公布的 7 月密歇根大学消费者信心指数报 51.1，上月该指标跌至有记录以来的最低点 50，且近半数受访者将生活水平下降归咎于通胀。在最新调查中，消费者预期未来一年通胀率为 5.2%，未来五年的通胀预期由 3.1%降至 2.8%。

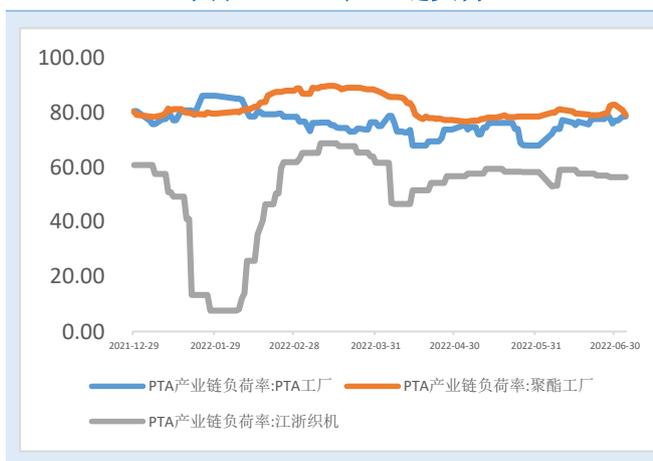
## 二、高频数据跟踪

### 2.1 工业生产稳中有落

**化工：需求下滑，开工稳中有落。**需求方面，下游需求淡季走弱，聚酯产业链多数产品价格持续回落，PTA、涤纶 POY、聚酯切片价格同步下跌。生产端，上周 PTA 产业链负荷率稳中有落，其中，PTA 开工率小幅升至 78.39%，聚酯工厂负荷率小幅回落至 79.0%，江浙织机负荷率小幅回落至 56.27%。

**钢铁：生产继续回落，需求依旧低迷。**利润走低，钢厂检修增多，全国高炉开工率本周进一步回落至 76.98%。由于目前钢厂普遍亏损，主动检修减产增多，且行政性限产仍不时有消息传出。本周钢材产量继续回落，厂库、社库双双大幅去化，表需小幅下滑，传统淡季来临，钢材实际需求偏弱。

图表 5：PTA 产业链负荷



图表 6：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

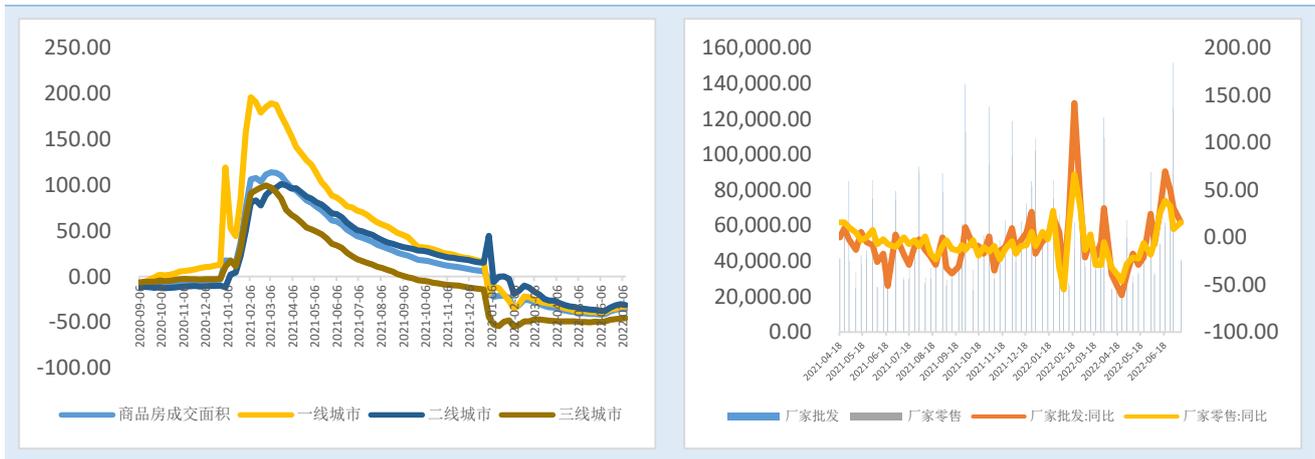
### 2.2 地产销售周环比下降，汽车销售继续改善

**房地产销售周环比下降。**截至 7 月 13 日，30 个大中城市商品房成交面积周环比上周下降 10.24%，按均值计，7 月环比下降 38.74%，同比下降 38.39%，一、二、三线城市 7 月同比增幅分别为-25.25%、-53.83%和-36.76%；土地市场方面，上周，100 个大中城市成交土地占地面积环比增速为-63.79%，一、二、三线城市环比增速分别为-85.45%、-61.01%和-64.70%。其中，三线城市土地溢价率最高，为 2.62%，其次为二线城市，溢价率为 2.07%，一线城市最低为 0。

**乘用车零售、批发继续改善。**乘联会数据显示，7 月 1-10 日全国乘用车市场零售 39.6 万辆，同比增长 16%，较上月同期下降 6%；厂商批发 40.9 万辆，同比增长 16%，较上月同期下降 1%。生产端来看，随着各地疫情情况出现改善，原料供应逐步恢复，汽车生产基本平稳，7 月 14 日当周半钢胎开工率小幅升至 65.0%。

图表 7：30 大中城市地产销售：累计同比

图表 8：当周日均销量：乘用车



数据来源: Wind

### 三、 物价跟踪

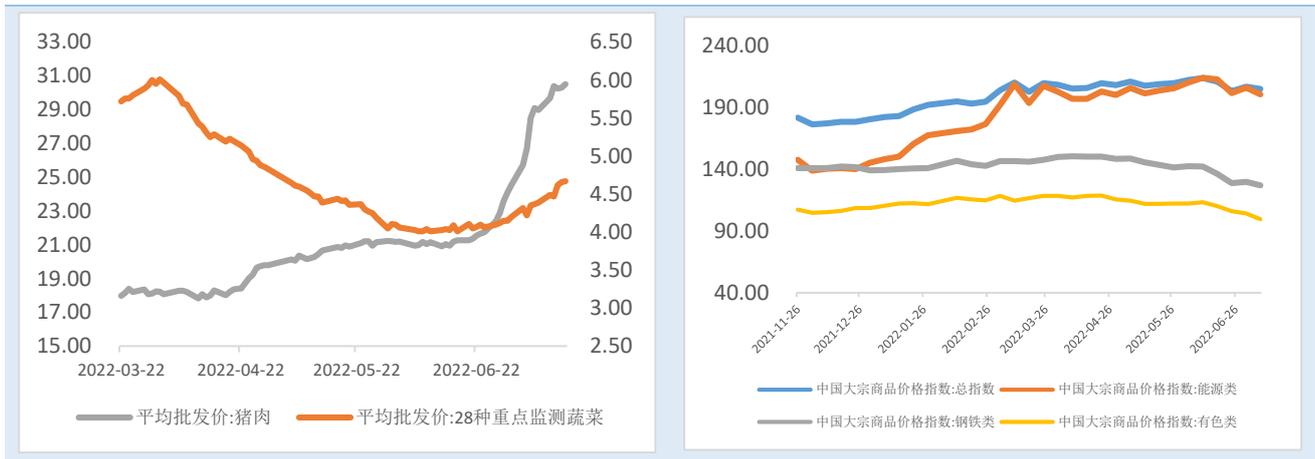
(1) **本周食品价格多数上涨。**夏季是蔬菜供应淡季，加上疫情后需求修复，本周蔬菜均价环比上涨 5.82%，新一轮的猪周期重启，本周猪肉均价环比大幅上涨 8.72%。

(2) **CPI 中枢或继续抬升。**短期来看，新一轮猪周期开启，部分地区蔬菜供应或进入淡季，再加上疫后消费需求恢复，但夏季水果大量上市或对冲部分上涨效应，食品价格或整体维持上行态势，疫情形势好转，以及暑期出行需求带动下，非食品价格或继续回暖，预计 7 月 CPI 继续温和上行，但散点疫情仍给需求端带来一定不确定性。中长期来看，若猪肉价格持续上涨，则三四季度 CPI 中枢将明显抬升；但若猪肉价格出现反复，则未来猪价对 CPI 影响较为可控。我们倾向于认为 CPI 通胀或保持温和，主因是当前猪肉供应并未显著减少，猪价走势仍有反复。

(3) **PPI 同比增速将继续回落。**6 月以来，受海外经济衰退预期的冲击，国际大宗商品价格持续大幅下跌，带动 6 月 PPI 环比、同比增速双双回落。往后看，下半年随着美联储加快收紧货币政策，欧央行开启加息进程，全球经济增速放缓，总需求降温，国际大宗商品价格持续上行动力有限，但鉴于产业链、供应链的限制，其绝对价格或将仍保持在相对偏高位置。在高基数下半年、特别是四季度有望持续较快下行。我们维持全年 PPI 中枢逐季回落的判断。

图表 9: 食品价格延续上涨

图表 10: 中国大宗商品价格指数



数据来源: Wind

## 免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎