



分析师 李怀军

证书编号: S1080510120001

电话: 010-63197789

邮箱: lihuaijun@fcsc.com

6月中国经济复苏明显——中美经济错位对资本市场的影响

2022年7月15日

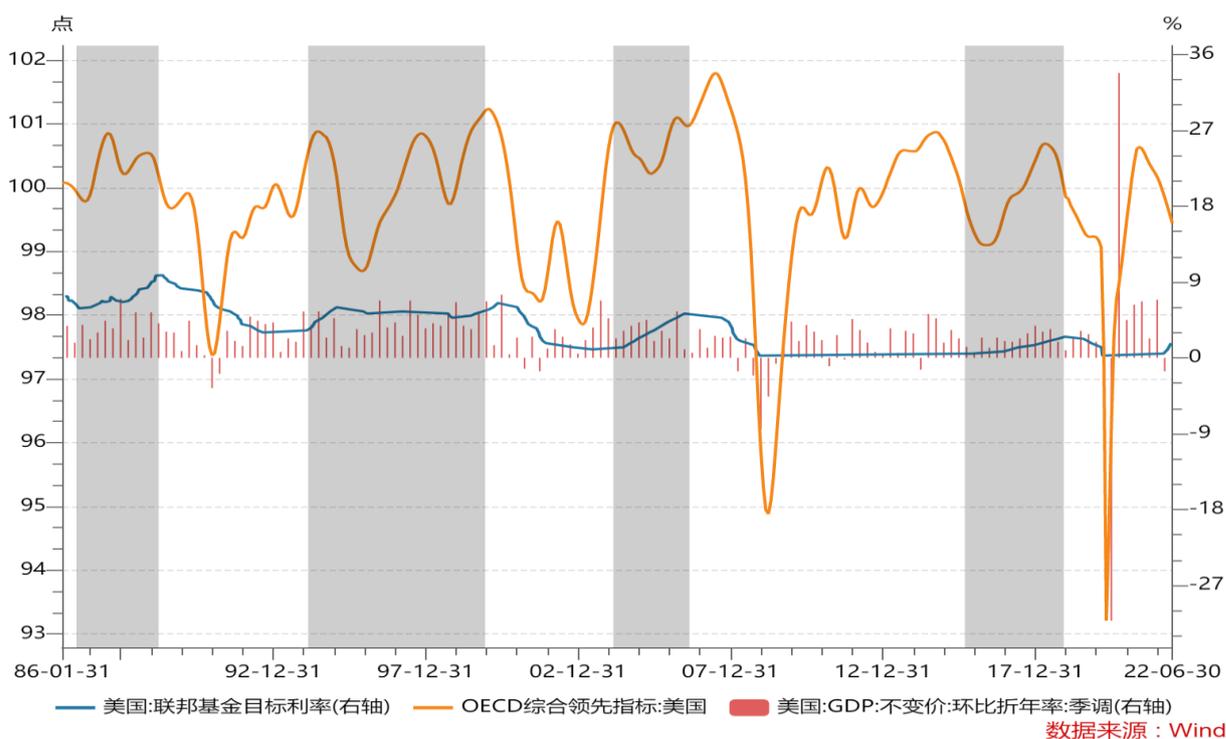
摘要:

- 虽然按可比价格计算，二季度 GDP 同比增长 0.4%，比一季度回落 4.4 个百分点。但从 6 月的数据看，出口增速仍然强劲，工业生产大幅回升，零售数据由负转正，投资数据也有所企稳，中国经济企稳回升的态势明显。从具体行业看，汽车业和服务业的表现最为明显，房地产销售也出现边际改善。
- 6 月企业新增中长期贷款为 1.45 万亿，远超往年同期水平，显示从宽货币向宽信用的宏观调控政策，已取得初步成效。6 月中国制造业 PMI 为 50.2%，较 5 月回升 0.6 个百分点，回升至 50% 荣枯线之上。其中，6 月生产指数为 52.8%，较 5 月回升 3.1 个百分点；6 月新订单为 50.4%，较 5 月回升 2.2 个百分点；供需两方面均也回归扩张区间。
- 从 OECD 综合领先指数和 PMI 指数看，自 08 年次贷危机以来，中国经济周期领先于美国周期的特征十分明显。2021 年以来，中美两国的经济周期和宏观调控政策就处于错位之中，中国实施宽货币和宽信用的政策，对经济进行逆周期调节；而美联储以不断加码的紧缩政策，以对抗高企的通胀水平。反映在资本市场上，决定了中国与美国资本市场的分道扬镳。
- 从美国个人消费支出和零售环比数据看，经济放缓迹象已经显现；6 月 CPI 同比为 9.1%，为 1981 年 11 月以来的新高，而 6 月份的就业数据依然强劲，失业率保持不变。与此同时，劳动参与率下降，暗示劳动力供应疲弱，通胀压力持续的风险加大。可见，虽然美国经济目前表现尚可，但美国经济正在走向滞胀之路，而铜油比走低也能够反映经济走向滞胀的过程。
- 由于地缘政治方面的原因，逆全球化趋势导致产业链的重构，加之俄乌战争的短期冲击，此轮通胀在很大程度上是由于供给方面的原因导致，美联储的加息行动只是从需求端入手，并不能在短期内解决美国通胀高企的问题。因此，此轮美联储加息周期可谓是“时间短且任务重”，是一个非典型的加息周期。

一、美联储非典型加息周期将使美国经济走向滞胀

从历史经验上看，美联储加息周期较长而降息周期较短，加息时较为缓慢而谨慎，降息时幅度大且迅速。此轮加息周期由于美联储对通胀形势的误判，22年3月17日开始加息周期时，已经晚于“泰勒规则”（由失业率及通胀决定）及其后“耶伦规则”（加入了劳动参与率）所暗含的时刻。由于美国通胀持续处于高位，6月CPI同比为9.1%，为1981年11月以来的新高，目前美国联邦基金目标利率已经达到1.75%的水平；今年7月、9月、11月和12月还有四次加息，至年底将达到3.5%左右的水平。

图1 美联储加息周期与OECD领先指数及美国经济衰退关系



资料来源：WIND 第一创业整理

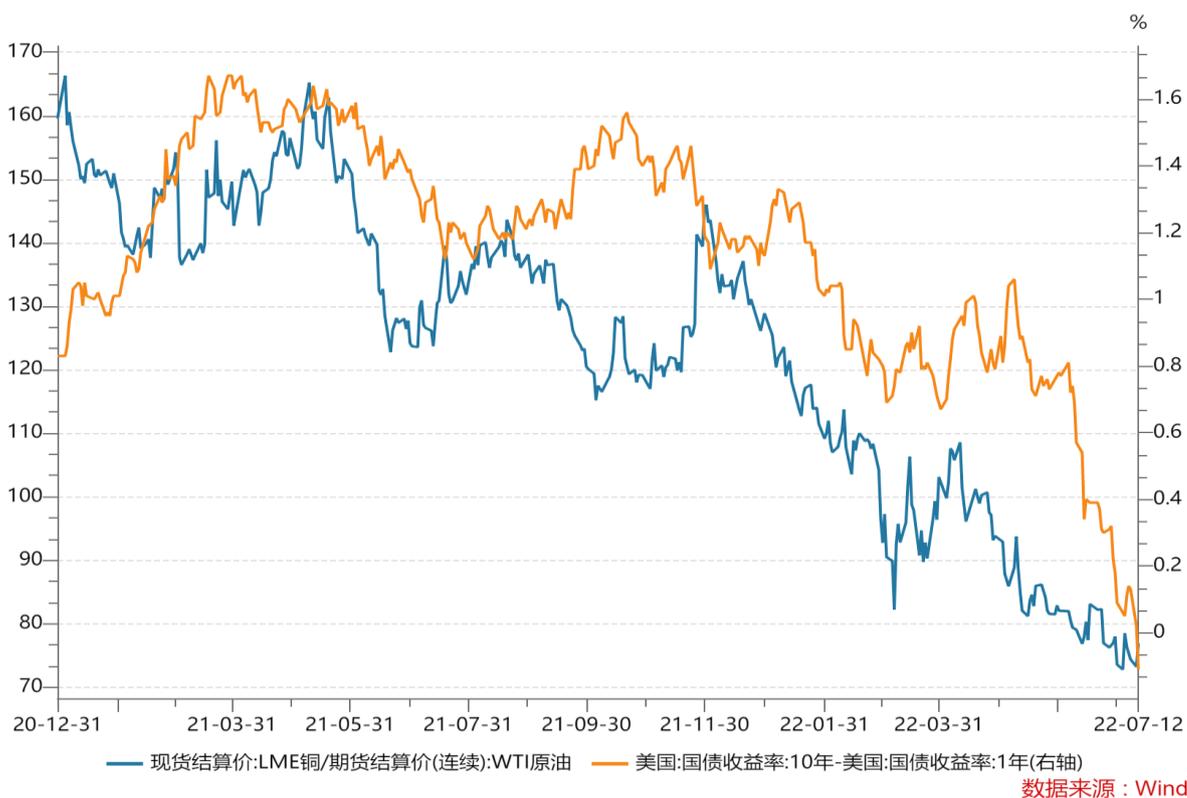
从美国历史上四次加息周期看（如图1所示），加息后不久美国OECD综合领先指数都出现了快速下跌，随后从美国GDP环比折年率看，均出现至少连续二个季度的负值，即出现经济衰退。由于地缘政治方面的原因，逆全球化趋势导致产业链的重构，加之俄乌战争的短期冲击，此轮通胀在很大程度上是由于供给方面的原因导致，美联储的加息行动只是从需求端入手，并不能在短期内解决美国通胀高企的问题。因此，此轮美联储加息周期可谓是“时间短且任务重”，是一个非典型的加息周期。

从美国目前经济状态看，5月美国个人消费支出环比为-0.4%，而零售和食品服务销售额环比为-0.3%，5月密歇根大学消费者信心指数为50，创出历史新低，经济放缓迹象已经显示。而美国劳动力市场却仍然强劲，美国劳工部公布数据显示，美国6月季调后新增非农就业人口37.2万人，预期增26.5万人，前值由增39万人下修至增38.4

万人；6月失业率为3.6%，预期为3.6%，前值为3.6%；6月平均时薪同比增5.1%，预期增5.0%，平均时薪环比增0.3%，预期增0.3%；6月劳动参与率为62.2%，前值为62.3%。显然，6月份的就业数据并没有如市场预期般“强劲减速”，就业增长依然强劲，失业率保持不变。与此同时，劳动参与率下降，暗示劳动力供应疲弱，通胀压力持续的风险加大。可见，虽然美国经济目前表现尚可，但美国经济正在走向滞胀之路。

从市场反映看，美债利率已经到顶，开始从加息逻辑转为衰退逻辑；年初以来10年期国债收益率自1.5%左右上涨到6月中旬的3.5%左右，但随后下降到目前的3%左右。图2所示，从10年期与1年期国债收益率之差看，从年初的1.23%下降至7月13日的-0.11%，已经呈现倒挂状态。从铜油比看，从年初的125下降到目前的75左右，处于历史底部区域。回顾历史发现，以历史经验看，国债收益率的倒挂和铜油比的走低，曾多次预警过经济衰退的风险。这是因为通常国债收益率大多数时候都不会出现利率倒挂，只有当美联储加息导致大家对经济预期不乐观导致短期国债出现抛售潮，并有大量避险资金涌入长期国债，才会导致利率倒挂；而铜对需求高度敏感而油对通胀有推升作用，铜油比走低能够反映经济增长和通胀水平两个方面，可以更直观地反映经济走向滞胀的过程。

图2 美国国债收益率的倒挂与铜油比的走低预示美国的经济衰退

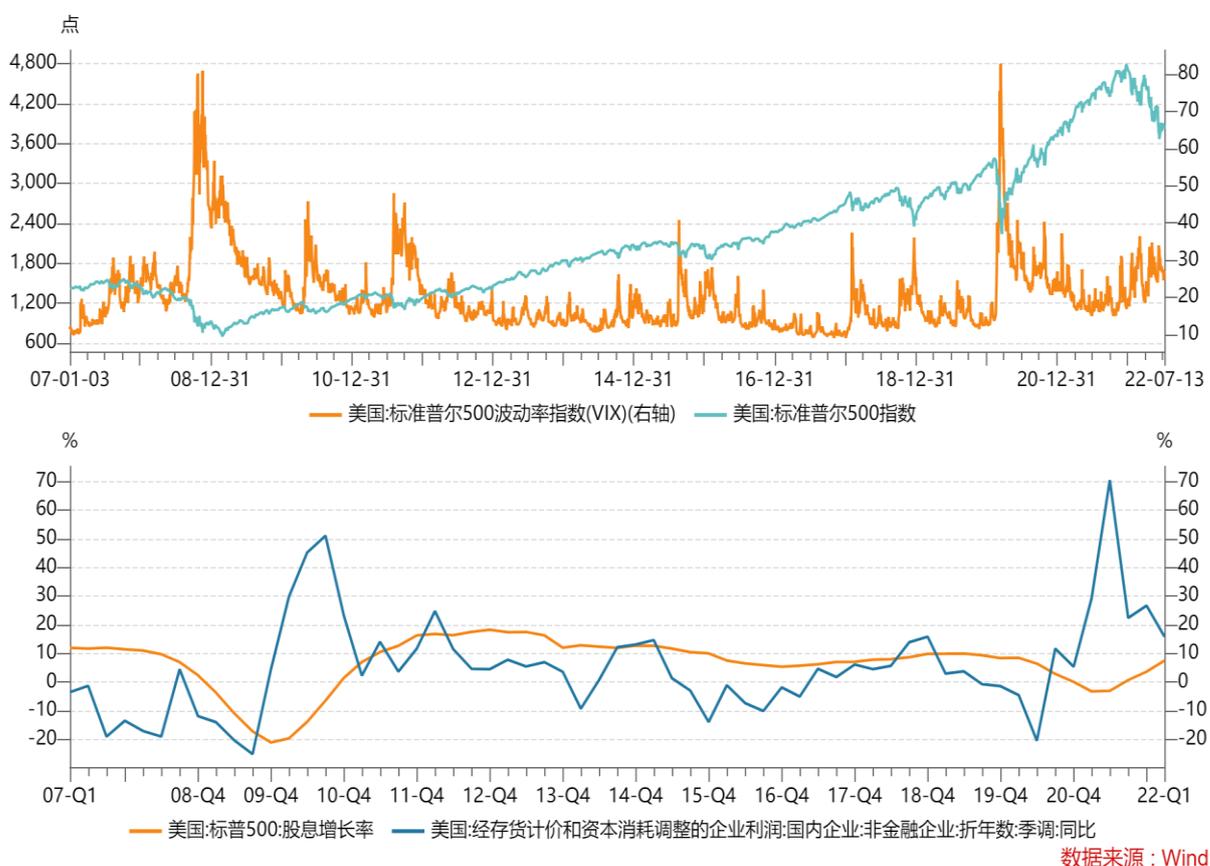


资料来源：WIND 第一创业整理

而从典型的美林周期看，滞胀预期只有利现金，对股市和债市均不利。美元指数已

经从年初的 95 左右上升至目前的 108 以上，标普 500 从年初的 4800 点左右下跌至目前的 3800 点左右，美国 10 年期国债收益率同期上涨 150 个 BP 左右，皆反映出这种预期。加息必然引发长债收益率上升，但股市不仅要关注无风险收益率水平，企业盈利的高低更是决定性因素。从图 3 看，标普 500 波动率指数 (VIX) 的上升对应着股市的下跌，而下跌正是由美国企业利润增速的快速下滑引发，并作为美国标普 500 股票增长率的领先指标，而美国企业利润增速自 2021 年下半年以来，就处于快速下滑的趋势之中。这说明，此加息引发消费的走弱，而通胀处于高位，企业的生产成本处于高位，企业利润增速的下滑已经不可避免。

图 3 美国非金融企业利润增速的走低是美国股市下滑的根本原因



资料来源：WIND 第一创业整理

二、中国经济周期领先于美国决定中美资本市场分道扬镳

从 OECD 综合领先指数和 PMI 指数看 (图 4 所示)，自 08 年次贷危机以来，中国经济周期领先于美国周期的特征十分明显。2021 年以来，中美两国的经济周期和宏观调控政策就处于错位之中：2021 年初至 2022 年 4 月，中国经济逐步下行，而美国经济持续

扩张；中国实施宽货币和宽信用的政策，对经济进行逆周期调节；而美联储以不断加码的紧缩政策，以对抗高企的通胀水平。

图4 07年以来中美两国的 OECD 综合领先指数和 PMI 指数的对比

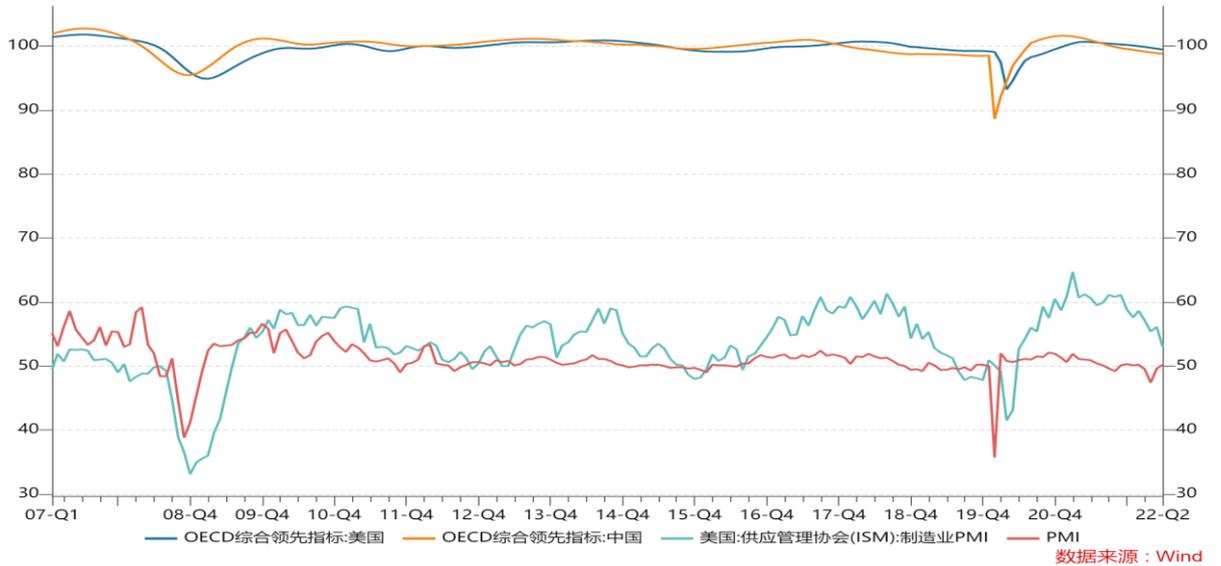
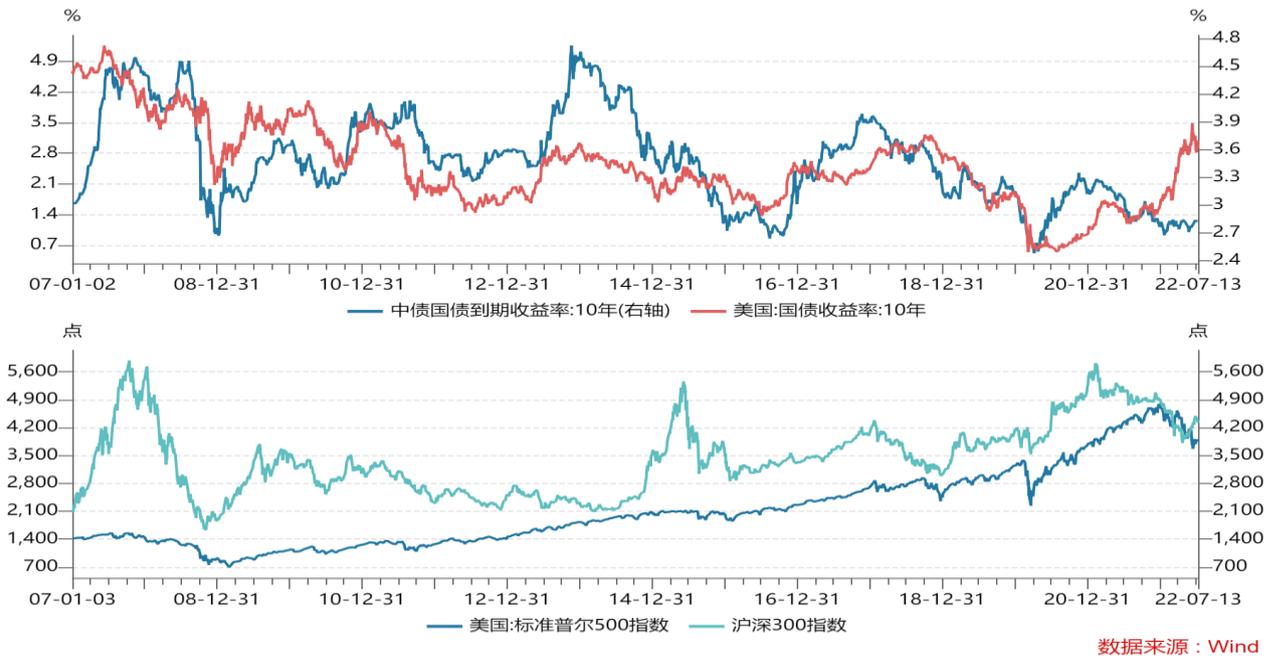


图5 07年以来中美两国的债市和股市的对比

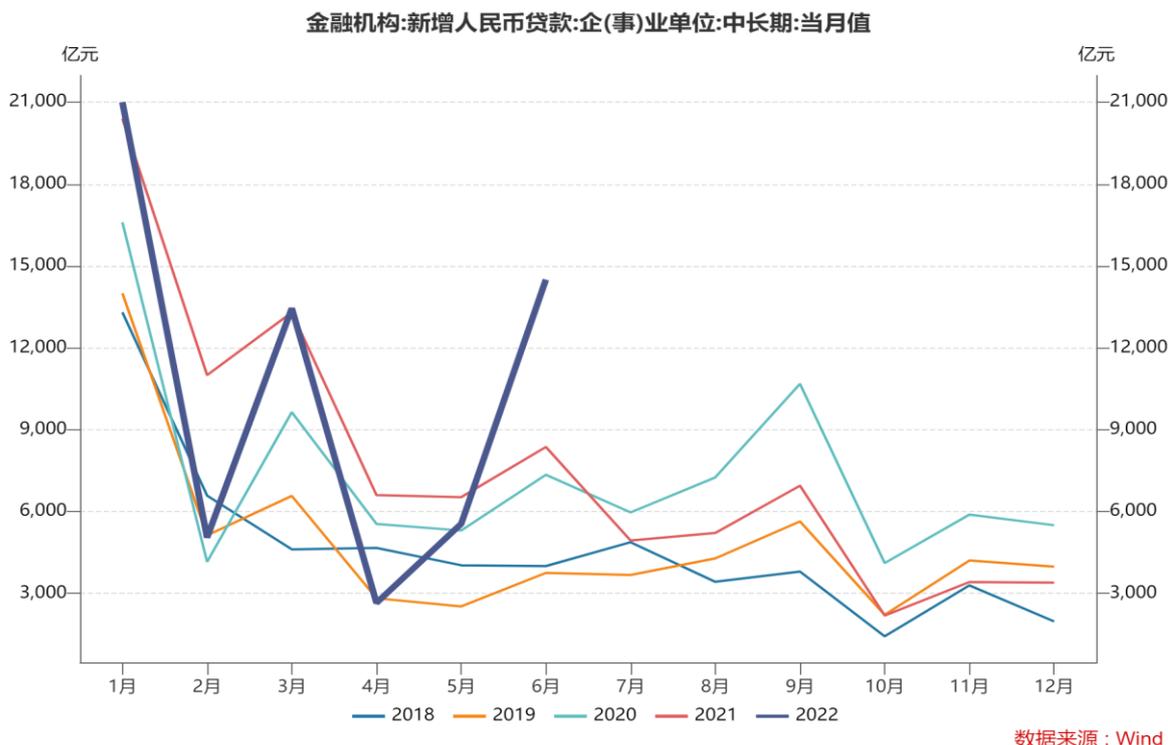


资料来源：WIND 第一创业整理

中美两国经济周期的错位，在近两年多新冠疫情的持续影响下，变得也更为明显，

也反映到资本市场上，决定了中国与美国资本市场的分道扬镳：年初以来，中国 10 年期国债收益率水平一直在 2.8% 左右徘徊，并未出现明显上升；沪深 300 指数虽从年初开始 4662 点下跌至 4 月 27 日的 3757 点，但随后见底回升至目前的 4328 点。这说明，虽然中国经济二季度较一季度下滑明显，但从月度数据看，6 月份见底回升的态势已十分明显，6 月企业新增中长期贷款为 1.45 万亿，远超往年同期水平（图 6 显示），显示从宽货币向宽信用的宏观调控政策，已取得初步成效。

图 6 6 月企业新增中长期贷款远超往年同期水平



资料来源: WIND 第一创业整理

从 PMI 指数看，6 月中国制造业 PMI 为 50.2%，较 5 月回升 0.6 个百分点，回升至 50% 荣枯线之上。从各分项指数看，各构成指数呈现全面回升之势。其中，6 月生产指数为 52.8%，较 5 月回升 3.1 个百分点；6 月新订单为 50.4%，较 5 月回升 2.2 个百分点；供需两方面均也回归扩张区间。

从不同企业规模的 PMI 指数（图 7 所示）看，大型企业 6 月 PMI 指数为 50.2%，较 5 月回落 0.8 个百分点；而中型企业 6 月 PMI 指数为 51.3%，比 5 月回升 1.9 个百分点；小型企业 6 月 PMI 指数为 48.6%，较 5 月回升 1.9 个百分点。可见，虽然 6 月 PMI 显示大型企业与中小型企业间的经营状态分化走势有所改善，且 6 月中型企业回到 50% 的荣枯线之上，但小型企业仍处于 50% 荣枯线之下，显示经济仍有较大的回升空间。

图7 6月大型企业与中小型企业间的经营状况分化有所改善

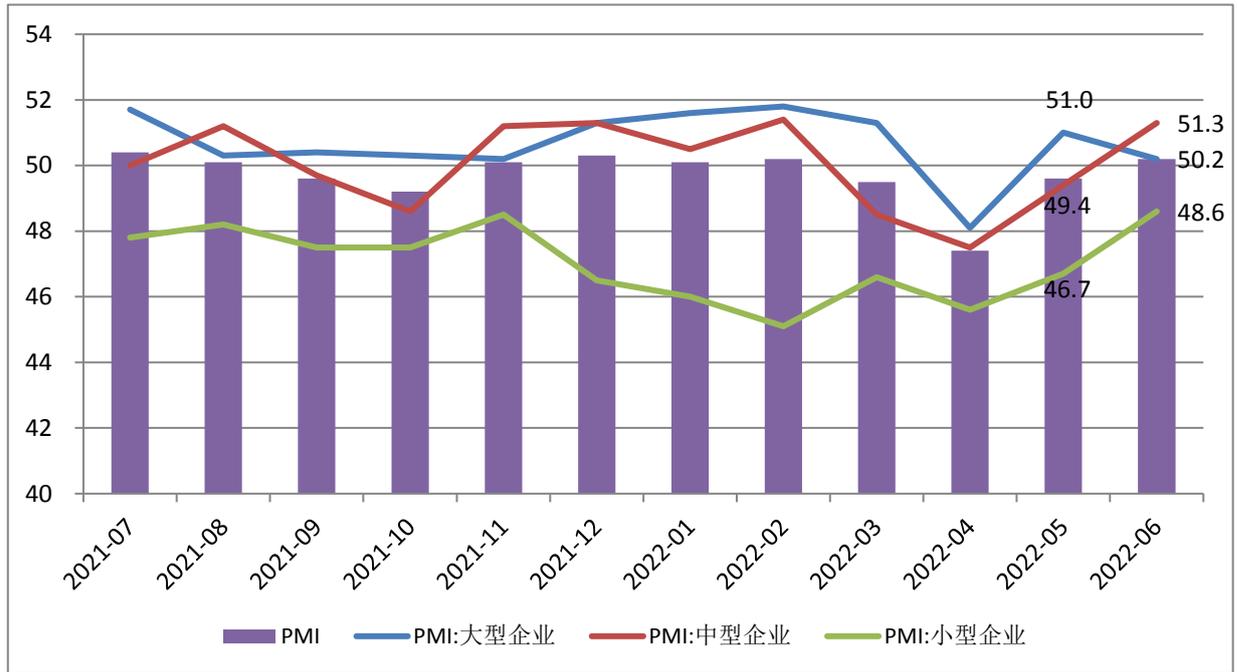
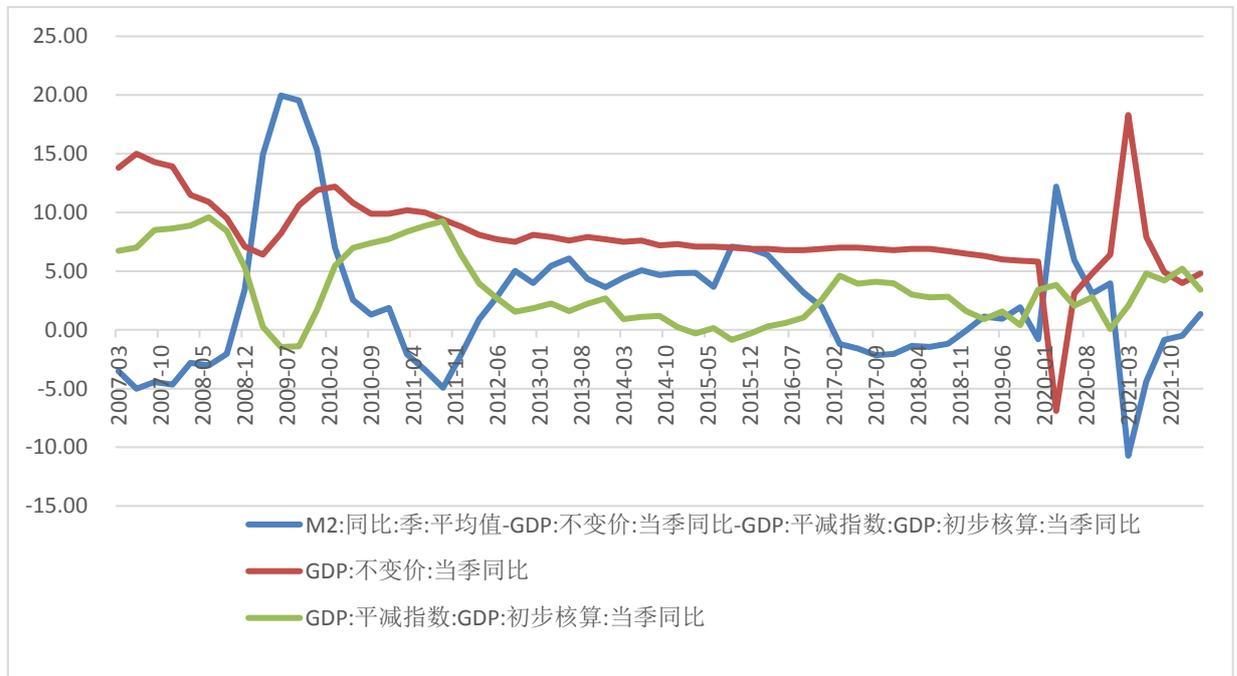


图8 二季度的超额货币转正预示中国经济周期从衰退走向复苏



资料来源：WIND 第一创业整理

超额货币是指广义货币供应量增速超过名义GDP增速的部分，图8所示，由于新冠疫情的影响，近两年经济剧烈波动，超额货币也波动明显，去年中国超额货币连续四季度为负，而今年已经由负转正，一季度为1.4%，二季度为6.2%，上半年累计为7.2%。

根据历史经验，随着超额货币的累积，超额货币将首先作用于经济增速，然后才反映在通胀之上。超额货币的持续转正，也预示着中国经济由衰退转向复苏。

三、6月中国经济筑底回升的复苏趋势明显

虽然按可比价格计算，二季度 GDP 同比增长 0.4%，比一季度回落 4.4 个百分点。但从工业增加值看，6 月工业增加值实际增速为 3.9%，较 5 月大幅回升 3.2 个百分点；而 6 月社会消费品零售总额名义增速为 3.1%，较 5 月大幅回升 9.8 个百分点；1-6 月固定资产投资增速为 6.1%，较 1-5 月回落 0.1 个百分点；其中，1-6 月房地产投资增速为 -5.4%，较 1-5 月回落 1.4 个百分点；而基建（不含电力）增速为 7.1%，较 1-5 月回升 0.4 个百分点；制造业投资增速为 10.4%，较 1-5 月回落 0.2 个百分点。因此，从上述数据（表 1 所示）看，出口增速仍然强劲，工业生产大幅回升，零售数据由负转正，投资数据也有所企稳，6 月中国经济企稳回升的态势明显。

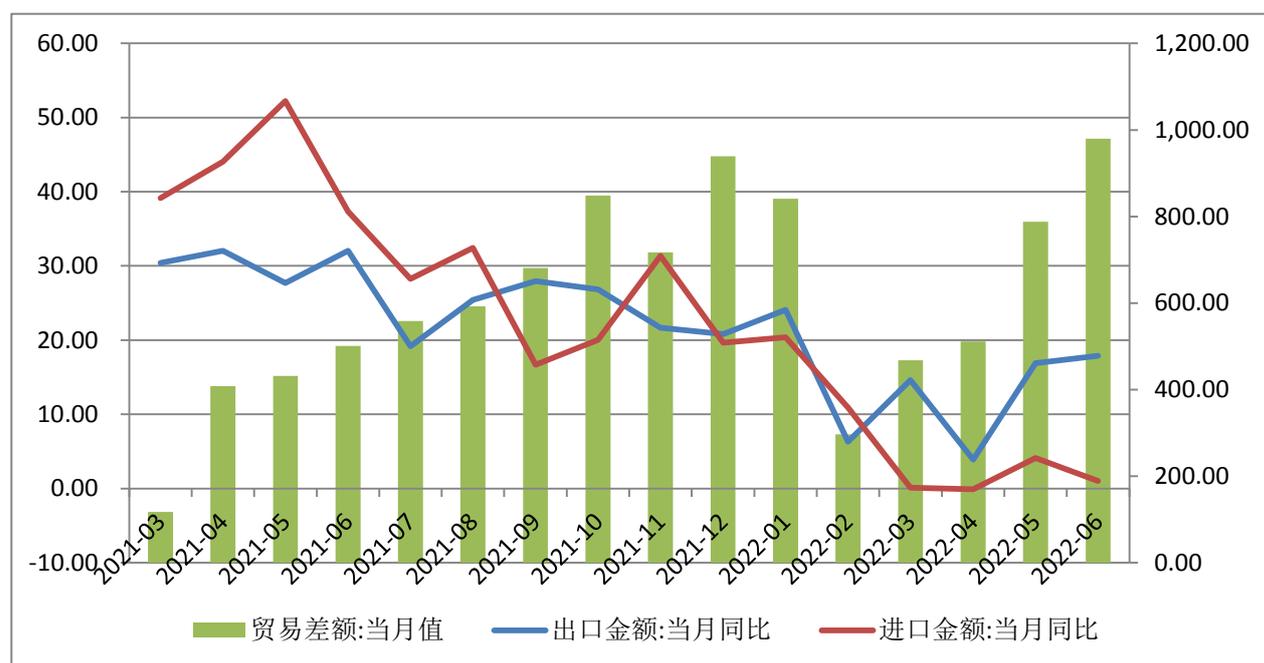
表 1 今年二季度月度工业生产、社会消费品零售总额和固定资产投资数据

	同比 (%)			季调环比 (%)		
	4 月	5 月	6 月	4 月	5 月	6 月
工业增加值 (实际)	-2.9	0.7	3.9	-4.1	4.22	0.84
社会消费品零售总额 (名义)	-11.1	-6.7	3.1	-0.21	0.03	0.53
固定资产投资 (累计)	6.8	6.2	6.1	-0.78	0.83	0.95
其中：房地产	-2.7	-4.0	-5.4			
基建 (不含电力)	6.5	6.7	7.1			
制造业	12.2	10.6	10.4			
进出口增速 (美元)						
其中：出口增速	3.9	16.9	17.9			
进口增速	-0.1	4.1	1.0			
贸易顺差 (亿美元)	511	788	979			

资料来源：国家统计局 第一创业计算整理

从外贸看，6月以美元计的出口增速为17.9%，较5月大幅回升1个百分点；而进口增速为1%，较5月回落3.1个百分点；贸易顺差为979亿美元，创出历史新高。这说明，二季度出口的恢复超预期，外贸在6月各项经济指数中表现最好（图9所示）。6月工业企业产品产销率为96%，而同比增速为-1.1%，较5月回落0.1个百分点；6月工业企业实现出口交货值14066亿元，同比增速15.1%，较5月大幅回升4个百分点。从产销率和出口交货值数据，也可以看出，外需的表现要好于内需。

图9 6月出口增速上升而进口增速下降使贸易顺差创历史新高



资料来源：国家统计局 第一创业整理

6月全国规模以上工业增加值同比实际增长3.9%，较5月回升3.2个百分点。其中，分三大门类看，采矿业增加值同比增长8.7%，较5月回升1.7个百分点；制造业同比增长3.4%，较5月回升3.3个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长3.3%，较5月回升3.1个百分点。

从行业上（图10所示）看，二季度回升幅度最大的首先是汽车制造业，从4月的-31.8%上升至6月的16.2%；其次是通用设备制造业，从4月的-15.8%上升至6月1.1%；再次是铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，从4月的-6%上升至6月6.7%；最后是电气机械和器材制造业，从4月的1.6%上升至6月12.9%。二季度回落幅度最大的行业为电力、热力生产和供应业（-6.9%），其次是医药制造业（-4.7%），再次是石油和天然气制造业（-3.6%），最后是煤炭开采和洗选业（-2%）。

从社会消费品零售总额看，6月同比名义增长3.1%，较5月回升9.8个百分点；其中扣除汽车之外同比名义增长1.8%，较5月回升7.4个百分点。

图 10 从行业看二季度工业增加值实际增速的变化趋势

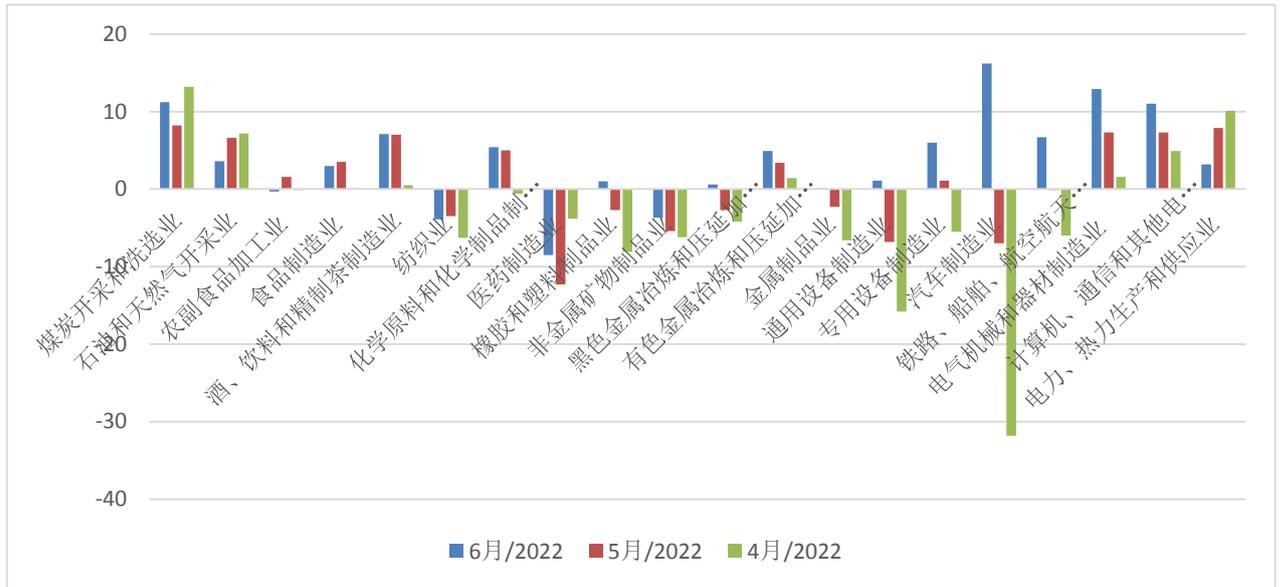


图 11 从行业看二季度社会消费品零售总额名义增速的变化趋势



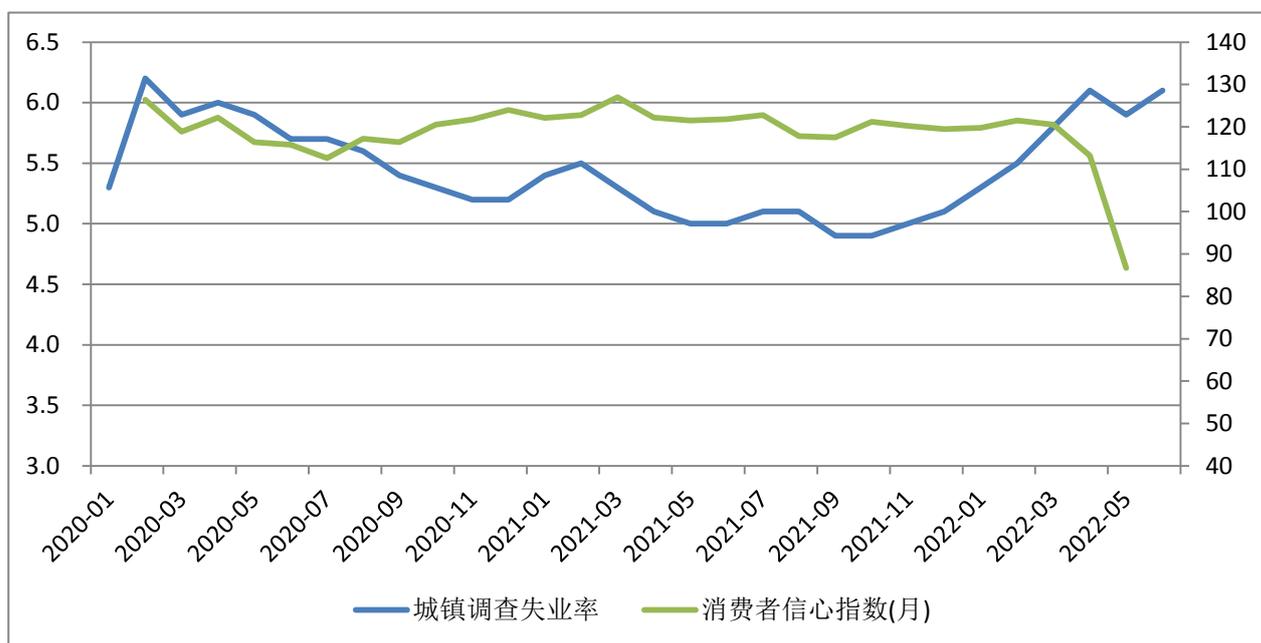
资料来源：WIND 第一创业整理

从行业上(图 11 所示)看,二季度回升幅度最大的首先是汽车类,从4月的-31.6%上升至6月的13.9%;其次是金银珠宝类,从4月的-26.7%上升至6月8.1%;再次是化妆品类,从4月的-22.3%上升至6月8.1%;最后是通讯器材类,从4月的-21.8%上升至6月6.6%。而上升10%的行业还包括服装鞋帽、针纺织品类(24%)、日用品类(14.5%)、文化办公用品类(13.7%)、烟酒类(12.1%)、家用电器和音像器材类(11.3%)和石油及制品类(10%)。二季度回落幅度最大的行业为建筑及装潢材料类(-16.9%),其次

是饮料类（-4.1%），最后是粮油、食品类（-1%）。

值得注意的是，如图 12 所示，6 月城镇调查失业率为 6.1%，较 5 月上升 0.2 个百分点，已经明显高于疫情前的水平（2020 年 1 月为 5.3%），可见我国目前面临的就业形势已出现明显恶化。但 5 月消费者信心指数只有 86.8，已明显低于疫情前的水平（2020 年 1 月为 126.4）。显然，城镇调查失业率的上升，会恶化城镇居民的收入预期和消费能力，对消费信心的恢复很不利。因此，只有解决就业问题，才能从根本上解决消费后劲不足问题。

图 12 6 月城镇调查失业率上升导致消费者信心指数低迷



资料来源：国家统计局 第一创业整理

国务院总理李克强 7 月 13 日主持召开国务院常务会议，指出就业是头等民生大事、稳经济大盘的重要支撑。有就业才能创造财富、增加收入，进而带动消费、拉动经济增长。具体措施包括：一是继续通过保市场主体稳就业。二是更多用市场化社会化办法增加就业岗位。三是抓好高校毕业生、农民工等重点群体就业。四是保障劳动者平等就业权利。五是地方政府要承担稳就业主体责任，确保实现就业目标。

1-6 月，社会消费品零售总额同比名义增长-0.7%，而全国居民人均消费支出同比名义增长 2.5%，全国居民人均可支配收入同比名义增长 4.7%。消费的增速远低于收入增速，从中也可以看出消费信心的不足；而从零售数据和消费数据的对比看，社会消费品零售增速低于居民消费增速，这也说明未包括在零售数据内的服务业回升速度加快。如图 12 所示，随着 6 月全国新冠肺炎新增确诊病例数的减少，6 月的服务业生产指数同比为 1.3%，较 5 月回升 6.4 个百分点；6 月服务业商业活动指数为 54.3，较 5 月回升 7.2 个百分点（图 13 所示）。

图 13 6月新增新冠肺炎确诊数的减少使服务业生产指数出现大幅回升

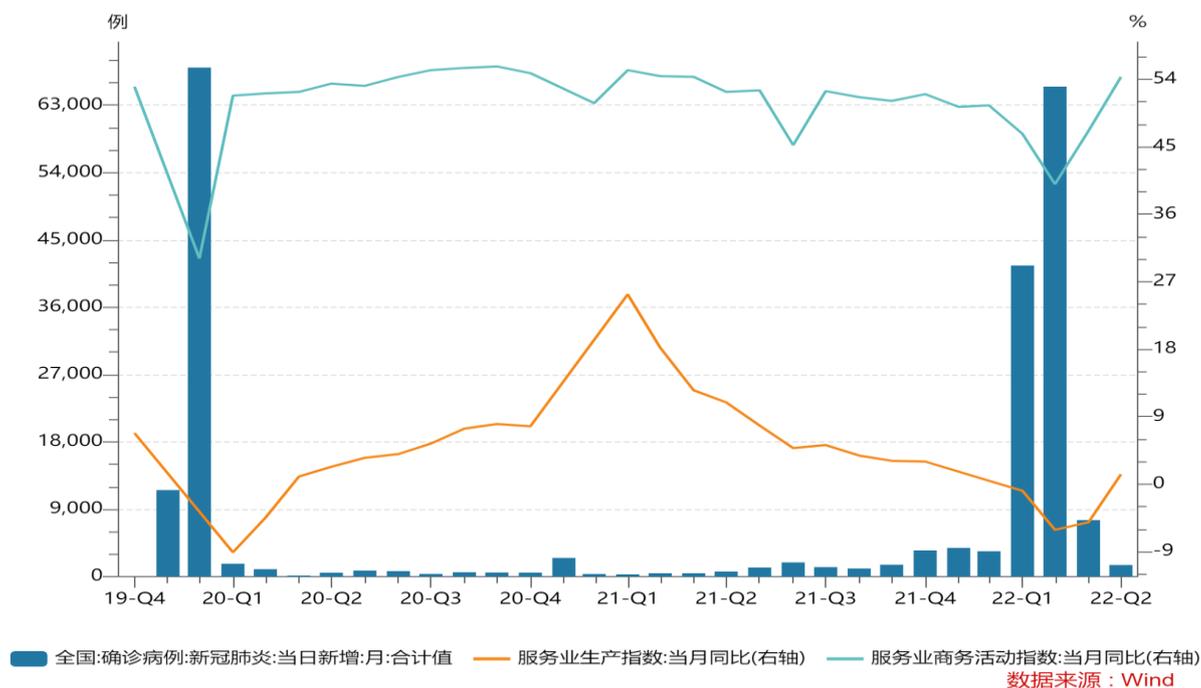
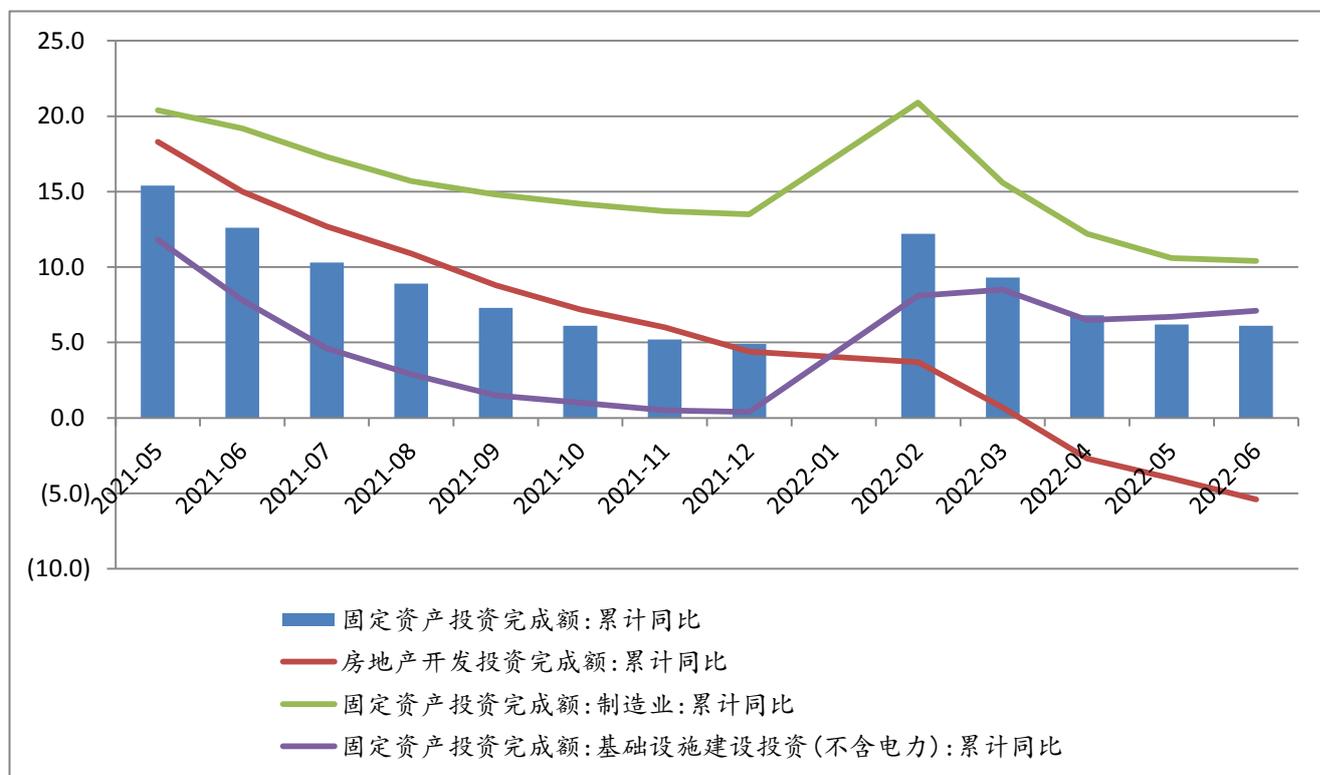


图 14 1-6月房地产、制造业投资与基建投资的同比增速出现分化走势

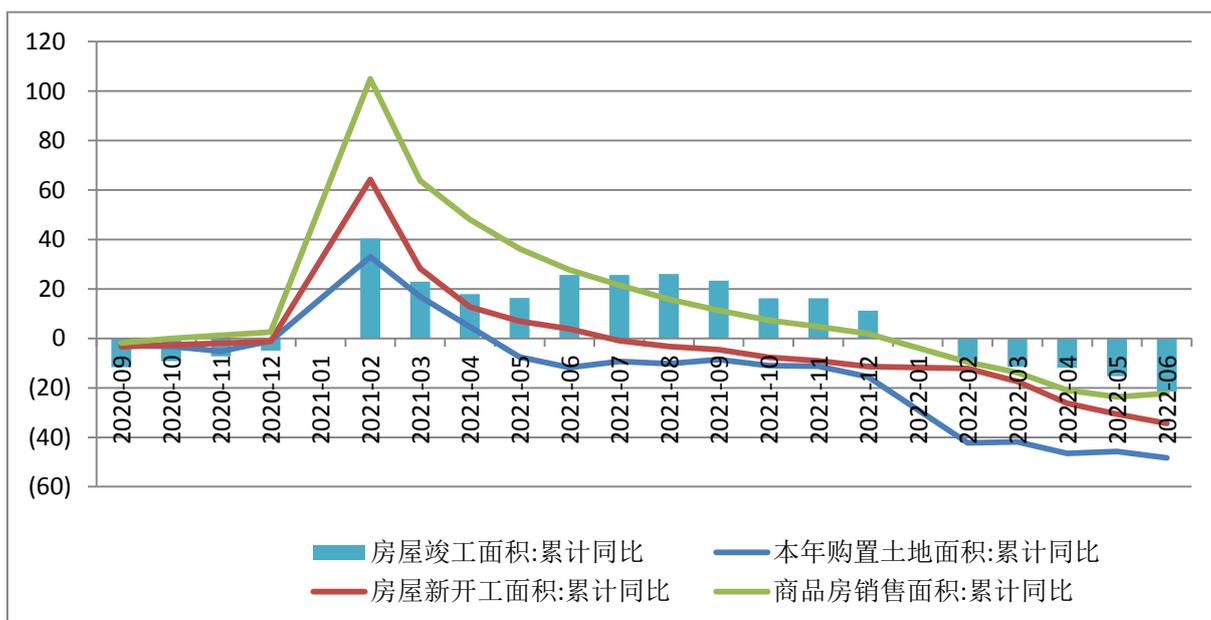


资料来源: WIND 第一创业整理

1-6月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长6.1%，较1-3月回落3.2个百分点。分三大类别看，全国房地产开发投资同比增长-5.4%，较1-3月回落6.1个百分点；制造业投资同比增长10.4%，较1-3月回落5.2个百分点；基建投资同比增长7.1%，较1-3月回落1.4个百分点。可见，房地产、制造业投资与基建投资出现分化走势（图14所示），鉴于制造业投资增速远高于固定资产增速，因而房地产投资的走弱是固定资产投资下滑的主要原因。

而从房地产数据看，图15所示，虽然从1-6月的房屋新开工、竣工面积和本年购置土地面积的增速看，仍处于下滑之中，分别回落3.8、6.2和2.6个百分点，但房屋销售面积增速的见底迹象还是十分明显的。1-6月房屋销售面积的增速为-22.2%，较1-5月回升1.4个百分点；从月度数据看，6月30个大中城市商品房成交面积的同比增速为-6.4%，较5月回升41.7个百分点。

图15 1-6月房地产销售增速的见底迹象十分明显

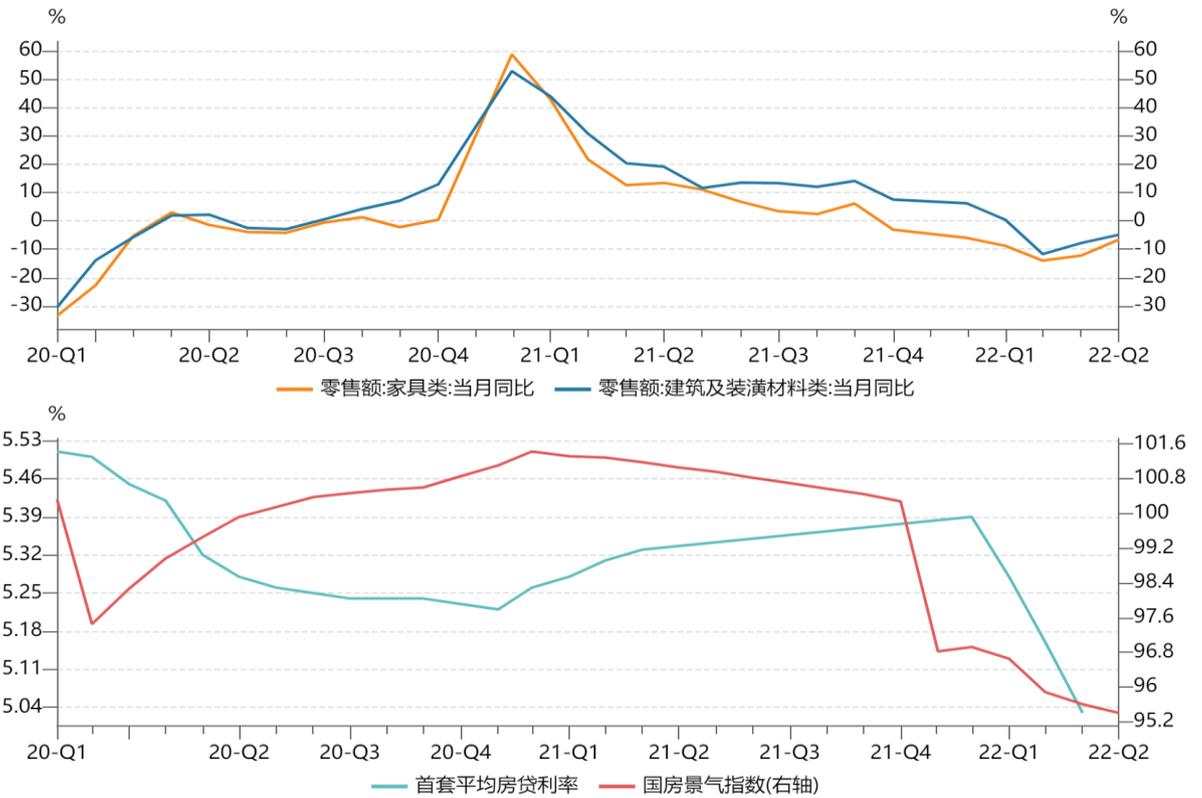


资料来源：WIND 第一创业整理

而从房地产资金来源看，1-6月房地产开发资金来源同比增速为-25.3%，较1-5月回升0.5个百分点；其中，其它资金来源同比增速为-32.9%，较1-5月回升3.2个百分点。从月度数据看，6月新增居民中长期贷款4167亿元，较去年同期少增989亿元，已较5月少增3379亿元和4月少增5232亿元改善明显；而5月首套房贷利率为5.03%，较2月回落36个基点（如图16所示），随着贷款利率的下滑，房贷增速的改善将进一步显现；由于资金增速是房地产景气度先行指标，6月国房景气指数为95.4，仅较5月下滑0.2个百分点，逐渐见底的迹象已较为明显。从与房地产相关的家具类、建筑及装潢材料类增速看，6月家具增速为-6.6%，

较5月回升5.6个百分点；而6月建筑及装潢材料类增速为-4.9%，较5月回升2.9个百分点。以上行业数据也说明，房地产业的见底迹象明显。

图 16 房地产资金和相关行业的同比增速是房地产景气度的先行指标



数据来源: Wind

资料来源: WIND 第一创业整理

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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头寸并进行交易，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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼

TEL:0755-23838888 FAX:0755-25831718

P.R.China:518048 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区世纪大道1229弄1号楼1603——A室

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135