

复苏延续，喜忧并存

——7月宏观月报

◆ 核心观点

近期局部疫情有所反复，实质上形成对本轮常态化防控机制的压力测试。深圳、上海等地近期拥堵延时指数偏弱，显示疫情对经济仍存在扰动。本轮筛查密度和强度维持在较高状态，疫情有较大概率可以得到有效控制。

从复工复产推进到复商复市，服务业环比明显改善，消费修复仍有空间。6月制造业PMI 50.2%，重回荣枯线上，服务业PMI从47.1%上升到54.3%，景气度明显提升，餐饮、旅游环比明显改善，假期旅游热度超预期，本轮消费修复应该尚未触顶。基建发力对冲房地产下行是投资端主要特征，房地产是经济环比修复之路上的关键变量。上半年固定资产投资同比增长6.1%，超过2019年同期，但民间投资增速仅3.5%，其中制造业、基建、地产投资分别10.4%、7.1%、-5.4%。上半年房地产新开工、竣工面积同比分别下降34.4%和21.5%，6月单月分别下降45%和40%，稳地产相当急迫。7月商品房销售未能保持6月的热度，政策需进一步加码。地产政策将影响到固定资产投资增速能否企稳，土地出让金的修复关系到地方财政的平衡。

M2、社融继续反弹，信用端后续仍然承压。6月M2同比11.4%，社融同比10.8%，较去年年末分别提高2.4个百分点和0.5个百分点，信用端仍显乏力。6月新增社融5.2万亿元，同比多增1.5万亿元，其中政府债券融资是社融的关键驱动力，居民中长期贷款同比少增近1000亿，相比5月已经明显改善，但地产销售能否趋势改善尚不明确，而专项债基本发行完毕，后续社融面临回落压力。

上半年GDP同比增长2.5%，稳经济大盘、稳就业是仍是经济工作的重点。7月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。6月份就业形势较4、5月份好转。但稳就业任务依然繁重。我国经济正处于企稳回升关键窗口，三季度至关重要，下大力气巩固经济恢复基础。政策发力这一逻辑并无实质性变化，包括增量财政政策工具补充收支缺口、高能级城市的地产政策放松、加大对高技术制造和技术升级改造领域的支持力度等。物价运行在合理区间，不构成总量货币政策的约束，LPR仍有下调可能。上半年CPI累计增长1.7%，处于比较温和的区间。核心CPI仅上涨1%，主要由于经济面临下行压力，基于此，我们认为通胀不构成货币政策的主要约束。6月底易纲行长表示货币政策将继续从总量上发力以支持经济复苏，预计LPR仍有下调的可能。

◆ 配置建议

7月披露的经济金融数据显示国内经济仍处于疫后复苏阶段，亮点与忧患并存。1) 政策端有望继续发力，宏观流动性保持充裕，权益市场面临的宏观环境仍然友好，但需警惕A股相对优势的收敛。稳增长、稳就业目标下，总量型货币政策预计将继续发力，5年期LPR有望下调；地产政策、财政工具均有望补充。但值得注意的是，随着美联储7月加息75bp落地以及仍然强劲的经济基本面，短期A股在流动性和基本面的相对优势都在收敛，而这是前期支持A股反弹的因素之一。2) 货币保持宽松和喜忧并存的基本面交织下，十年国债利率或继续保持窄幅波动格局。长端利率预计仍在2.65-2.90%之间波动。

风险提示：政策不及预期、疫情反复

请阅读正文之后的信息披露和重要声明

作者

潘宇昕 分析师
资格证书：S0380521010004
联系邮箱：panyx@wanhesec.com
联系电话：(0755)82830333-128

相关报告

《宏观深度-宏观研究-2022下半年宏观经济和资产配置展望-经济弱复苏，政策尤可期》2022-07-08

《宏观月报-宏观研究-宏观月报-信用底或已过，政策仍将持续发力-20220531》2022-05-31

《宏观专题-万和证券-宏观研究-二季度宏观经济及大类资产展望：从宏观杠杆率看稳增长的空间和路径-潘宇昕 0419.docx》2022-04-21

正文目录

一、 引言	3
二、 “常态化疫情防控”机制进入压力测试阶段	3
三、 经济环比修复延续，地产仍是最大拖累	4
四、 稳经济大盘需要宏观政策继续发力	7
五、 配置建议	9
六、 风险提示	9

图表目录

图 1 全国新增新冠病例（例）	3
图 2 北、上、深新增新冠病例（例）	3
图 3 拥堵延时指数：深圳（上）、上海（中）、北京（下）	3
图 4 PMI：分行业（%）	5
图 5 制造业 PMI 分项（%）	5
图 6 客运量距离疫情仍有明显修复空间	5
图 7 固定资产投增速（%）	6
图 8 基建发力、地产拖累（%）	6
图 9 月度房屋新开工面积和竣工面积加速萎缩（%）	6
图 10 7 月商品房销售回落（万平方米）	6
图 11 房地产开发资金来源：同比增速（%）	6
图 12 100 大中城市土地成交情况（%）	6
图 13 M2 和社融增速延续改善（%）	7
图 14 社融主要分项同比多增（亿）	7
图 15 信贷主要分项同比多增（亿）	7
图 16 城镇调查失业率（右轴）和 16-24 岁人口调查失业率（%）	7
图 17 公共财政收支情况（%）	8
图 18 政府性基金收支情况（%）	8
图 19 CPI 和 PPI（%）	9
图 20 生猪价格和产能情况（元/千克、万头）	9

一、引言

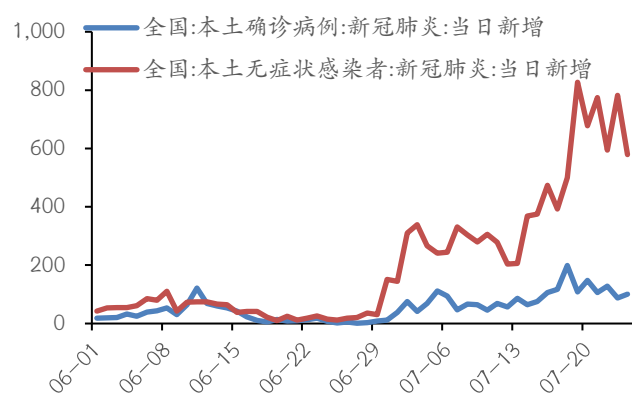
4月底之后市场反弹的主要逻辑是新一轮防控机制的建立、疫后经济的环比确定性修复以及稳增长政策的升温。7月以来权益和利率同步进入下行调整阶段，短期宏观逻辑的变化仍然要围绕上述三点展开。每一轮疫情的好转都伴随着经济环比确定性的修复。4月经济金融数据不出意外的全面回落，5月数据环比明显好转，基本面底部大致确认，6月各项数据指向环比修复仍在继续，同时消费、投资等需求与疫前相比仍有较大的修复空间，其中最大的拖累仍然在地产。

二、“常态化疫情防控”机制进入压力测试阶段

经济修复的前提是建立兼顾防疫和经济的防控机制，4月底以来的权益市场反弹是建立在“常态化疫情防控”机制可以平稳有效运行这一假设的基础之上，7月以来部分区域疫情反弹，深圳、上海等出现疫情的地区拥堵延时指数进入下行区间，并弱于往年同期，显示出近期疫情对经济仍存在扰动，实质上形成对本轮常态化防控机制的压力测试。

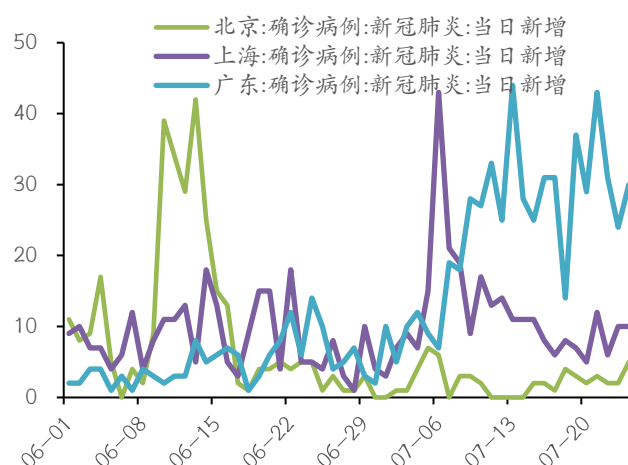
不过，目前核心城市疫情总体可控，上海新增确诊病例已明显下降，深圳虽然在社会面尚未阻断传播链条，但本轮筛查密度和强度维持在较高状态，疫情有较大概率可以得到有效控制。7月24日，深圳市疫情防控新闻发布会指出：开展全域核酸检测，确保应检尽检、不漏一户、不落一人。加强流调溯源，充分发挥工信、公卫、政数等部门联合流调作用。同时规范设置便民核酸采样点，不断提升核酸检测便捷化水平。另一方面，为了降低疫情对工业生产的扰动，7月25日深圳市工业和信息化局发布关于督促重点企业封闭运行的通知，要求华为、比亚迪、富士康等深圳市工业百强企业从7月24日起园区（厂区）封闭运行7天，减少非必要外出人员外出，严格管控外来人员等。

图1 全国新增新冠病例（例）



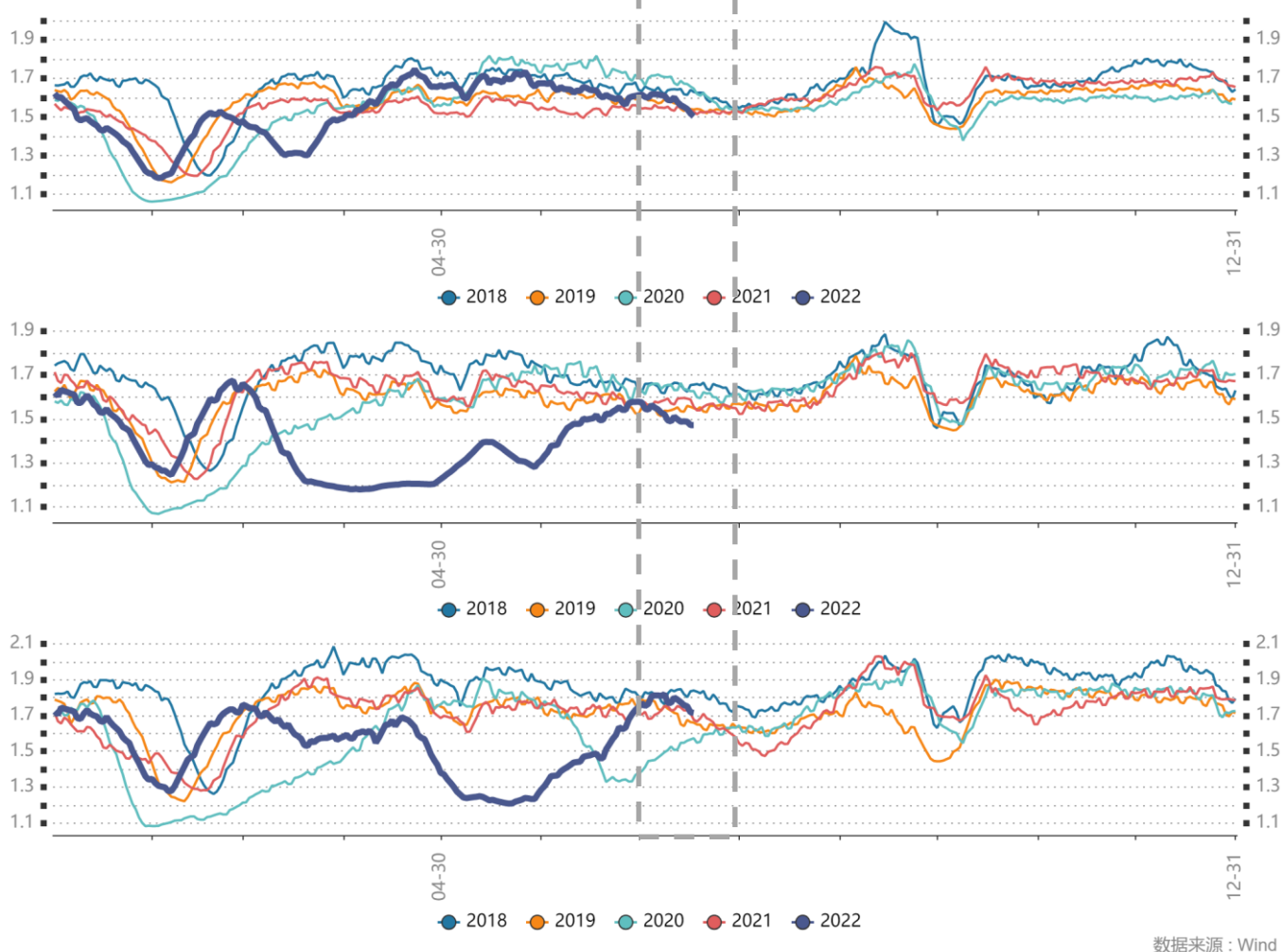
资料来源：Wind、万和证券研究所

图2 北、上、深新增新冠病例（例）



资料来源：Wind、万和证券研究所

图3 拥堵延时指数：深圳（上）、上海（中）、北京（下）



数据来源：Wind

资料来源：Wind、万和证券研究所

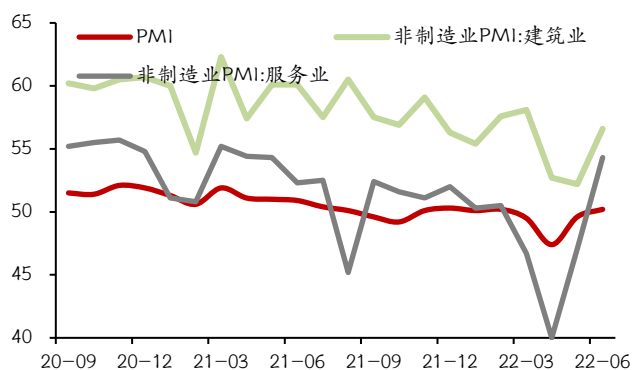
三、经济环比修复延续，地产仍是最大拖累

从复工复产推进到复商复市，服务业环比明显改善，消费修复仍有空间。随着疫情形势好转和稳增长一揽子政策举措落地见效，物流和供应链趋势改善，经济环比继续修复。6月制造业PMI 50.2%，重回荣枯线上，工业增加值同比增长3.9%，环比增长0.84%。随着疫情好转，商务活动PMI 54.1%，景气度明显提升，其中服务业PMI从47.1%上升到54.3%，建筑业PMI从52.2%上升到56.6%。

餐饮、旅游环比明显改善，6月社零项下的餐饮收入同比虽然仍下降-4%，但降幅较3-5月已经大幅收窄；受假期出行需求提振，6月旅游CPI同比上涨4.1%，环比上涨1.2%，6月客运量较5月加速改善，但与2021和疫情之前相比仍有较大差距。FlightAI数据显示，截至7月10日，暑运搜索指数已追平2019年，跨省游中四川游、海南游及新疆游热度较高，三者的预订量同比2019年水平均实现了正增长。¹ 6月社零总额同比增长3.1%，环比增长0.53%，虽然疫情防控对于消费需求造成了“天花板效应”，但从目前非疫情中高风险地区出行热度来看，本轮消费修复应该尚未触顶。

¹ 内容来自：中国民用机场网，详文参考：<https://www.chinaairport.net/news/3469.html>

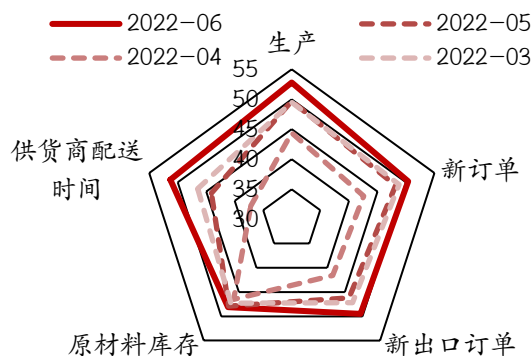
图4 PMI：分行业（%）



资料来源：Wind、万和证券研究所

图6 客运量距离疫情仍有明显修复空间

图5 制造业 PMI 分项（%）



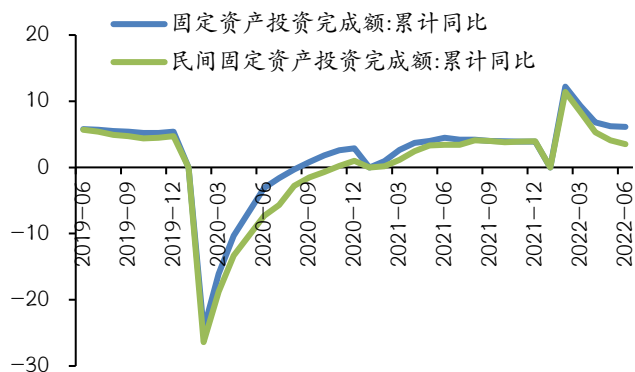
资料来源：Wind、万和证券研究所



资料来源：Wind、万和证券研究所

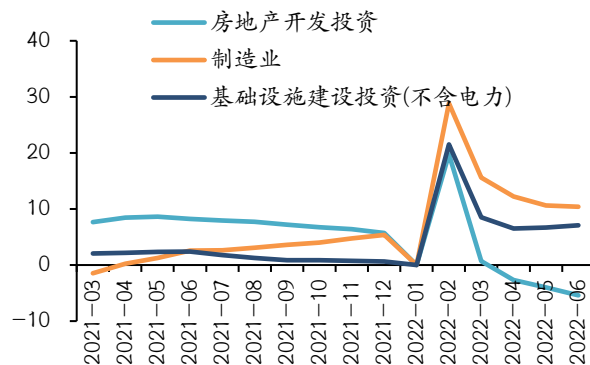
投资端保持较快增速，基建发力对冲房地产下行是主要特征。1-6月固定资产投资同比增长6.1%，超过2019年同期，整体保持较快的增长，但民间投资增速仅3.5%，远低于疫情前；三大领域中，制造业投资10.4%，总体保持较高的增速；基建投资加速至7.1%，地产投资进一步下滑至-5.4%，6月建筑业PMI上行至56.6%，可见基建领域的政策力度。上半年专项债发行提速支撑了基建领域的增速，目前专项债发行基本完毕，如果没有新增的财政空间进行补充，土地出让金代表的收入端修复就变得更加关键。

图7 固定资产投资增速(%)



资料来源: Wind、万和证券研究所

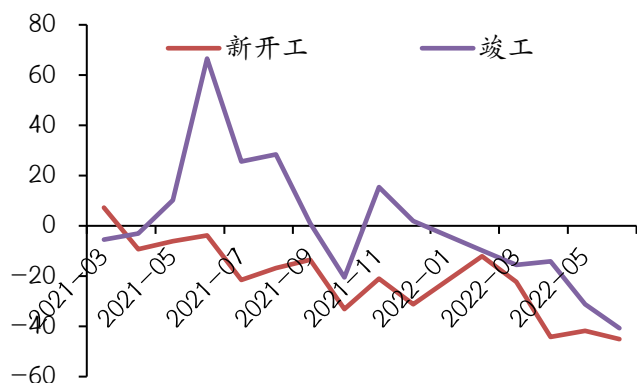
图8 基建发力、地产拖累(%)



资料来源: Wind、万和证券研究所

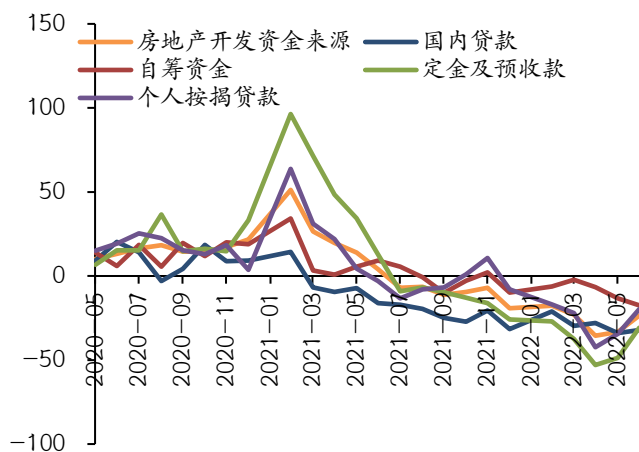
房地产是经济环比修复之路上的关键变量。今年上半年房地产新开工面积同比下降34.4%，竣工面积下降21.5%，其中6月单月新开工和竣工面积同比分别下降45%和40%，稳地产仍然相当紧迫。6月份在疫后需求集中释放和刺激性政策的带动下，30城商品房成交面积快速攀升，带动房地产开发资金从5月的-33%收窄至-24%，然而进入7月，30城商品房成交面积迅速回落，这其中可能有疫情局部反弹的原因，也有预期不稳的因素。地产销售到投资修复链条仍需政策进一步加码，地产领域的政策将影响到固定资产投资增速能否企稳，同时也关系到地方财政的平衡，这也是经济环比修复能否延续的关键因素。

图9 月度房屋新开工面积和竣工面积加速萎缩(%)



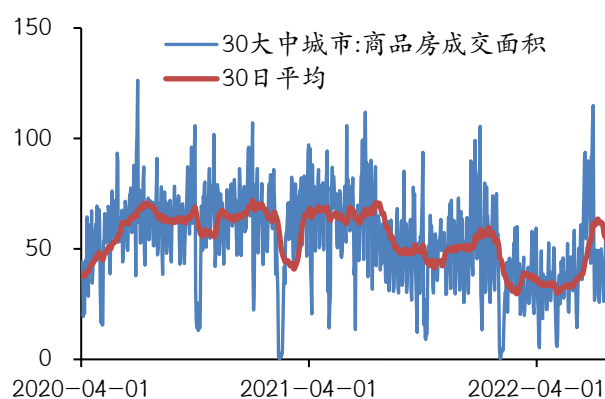
资料来源: Wind、万和证券研究所

图11 房地产开发资金来源: 同比增速(%)



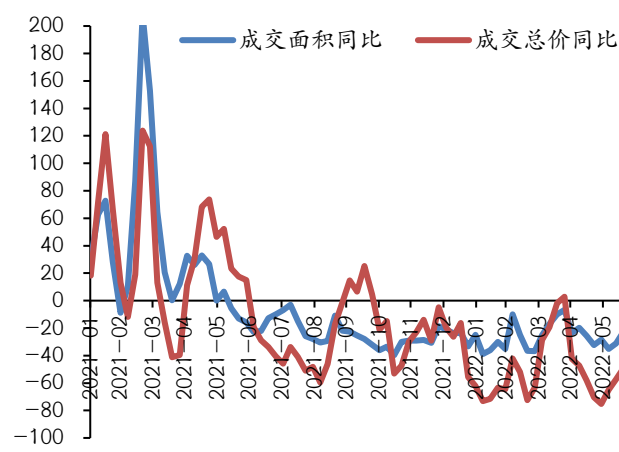
资料来源: Wind、万和证券研究所

图10 7月商品房销售回落(万平方米)



资料来源: Wind、万和证券研究所

图12 100大中城市土地成交情况(%)

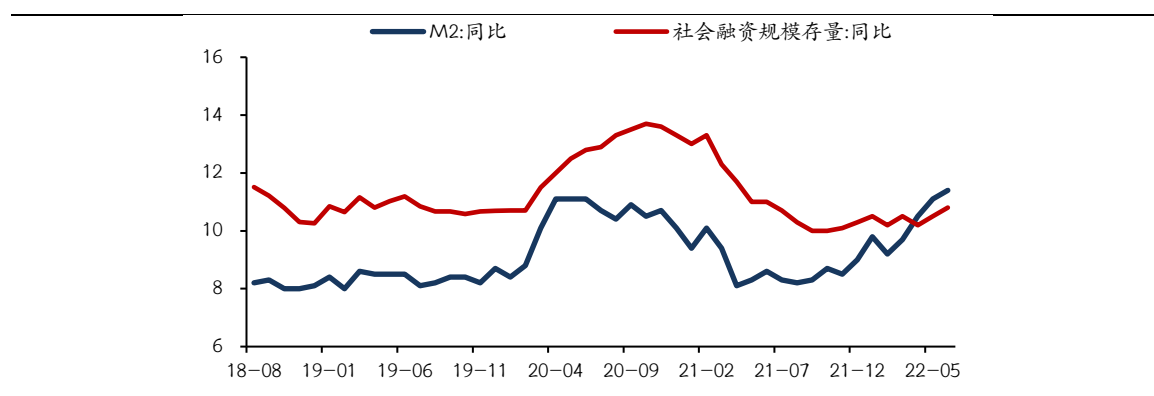


资料来源: Wind、万和证券研究所

M2、社融继续反弹，信用端后续仍然承压。6月M2同比11.4%，社融同比10.8%，较去年年末分别提高2.4个百分点和0.5个百分点，信用端仍显乏力。6月新增社融5.2万亿元，同比多增1.5万亿元，其中政府债券融资同比多增8700亿，是社融的关键驱动力，也带动配套的企业

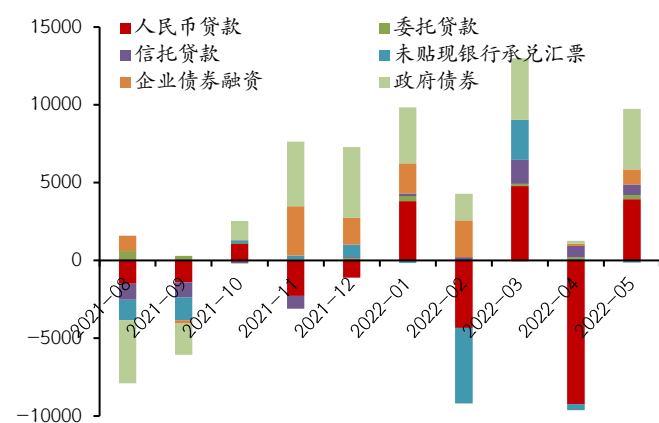
中长期贷款同比多增 6000 亿。居民中长期贷款同比少增近 1000 亿，相比 5 月已经明显改善，主要由于 6 月房地产销售改善，但目前房地产刺激政策仍较为克制，地产销售能否趋势改善尚不明确。再加上下半年如果没有增量的财政政策，政府债券融资将迅速萎缩，社融面临回落压力，货币政策预计将继续从总量上发力以支持经济复苏。

图 13 M2 和社融增速延续改善 (%)



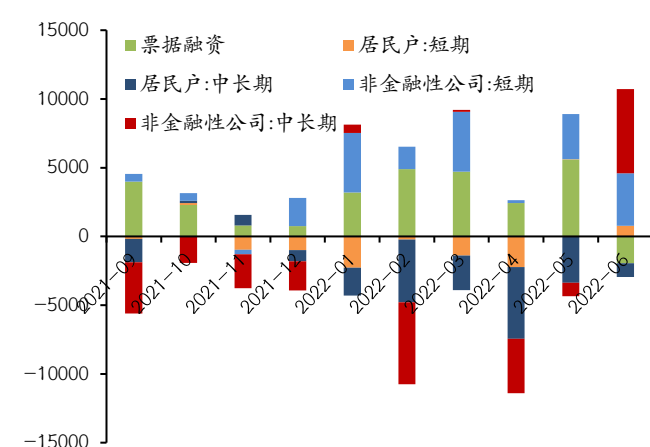
资料来源: Wind、万和证券研究所

图 14 社融主要分项同比多增 (亿)



资料来源: Wind、万和证券研究所

图 15 信贷主要分项同比多增 (亿)

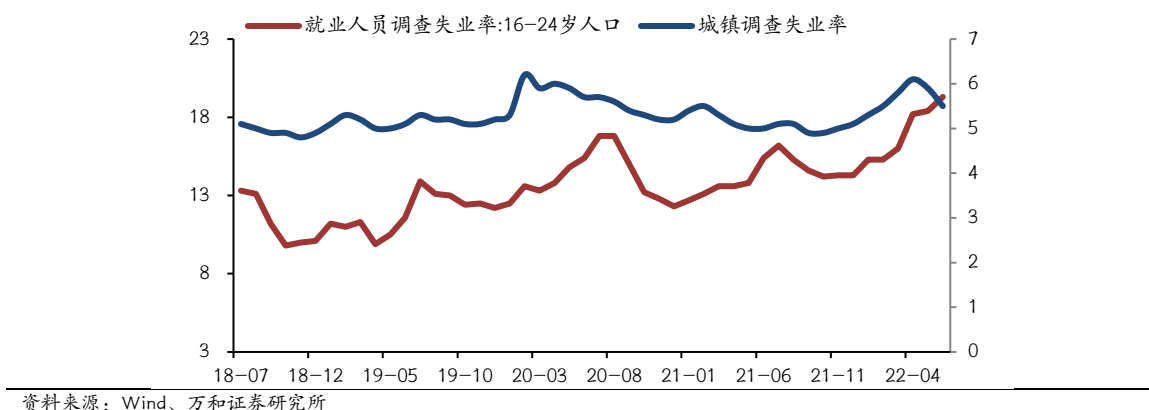


资料来源: Wind、万和证券研究所

四、稳经济大盘需要宏观政策继续发力

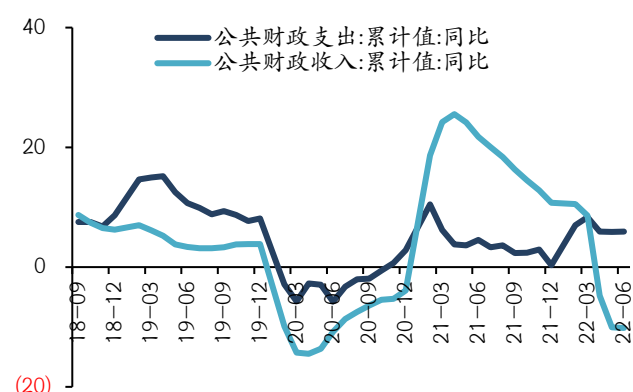
上半年 GDP 同比增长 2.5%，二季度当季同比增长 0.4%，稳经济大盘、稳就业是仍是经济工作的重点。6 月城镇调查失业率 5.5%，较 4、5 月呈下降趋势，但仍超出 5% 的“红线”，其中 16-24 岁人群失业率进一步攀升至 19.3%，7 月 13 日国务院常务会议指出，“就业是头等民生大事、稳经济大盘的重要支撑。6 月份就业形势较 4、5 月份好转。但稳就业任务依然繁重，要坚持就业优先，以发展促就业，以稳就业支撑经济加快恢复和平稳发展。”7 月 21 日国务院常务会议指出，我国经济正处于企稳回升关键窗口，三季度至关重要，下大力气巩固经济恢复基础。

图 16 城镇调查失业率 (右轴) 和 16-24 岁人口调查失业率 (%)



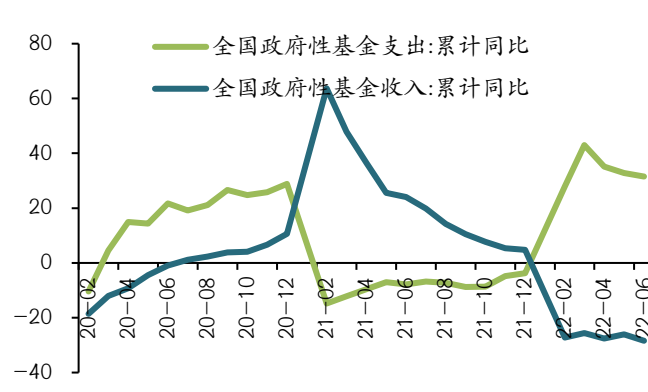
在出口趋势性回落、消费天花板效应明显的情况下，投资在“稳增长”中将发挥重要的作用，后续的政策空间仍然集中在投资领域。1-6月出口累计同比14.2%，仍然较快，可以对冲一部分内需不足，但在海外需求放缓的大背景下，下半年出口增速大概率低于上半年。消费和服务业在疫情得到有效控制的情况下，修复空间向上打开，但总体是同步于经济周期的。政策发力这一逻辑并无实质性变化，发力的空间依旧在固定资产投资端，包括增量财政政策工具补充收支缺口、高能级城市的地产政策放松、加大对高技术制造和技术升级改造领域的支持力度等。

图 17 公共财政收支情况 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 18 政府性基金收支情况 (%)

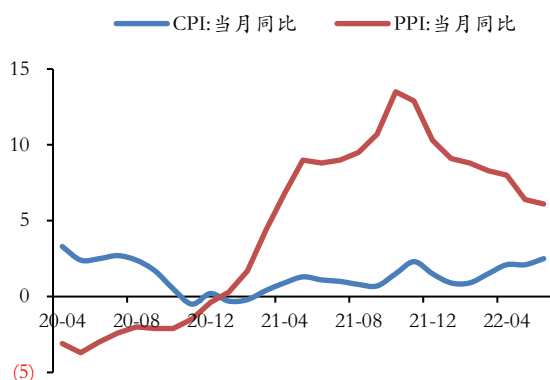


资料来源：Wind、万和证券研究所

物价运行在合理区间，不构成总量货币政策的约束，LPR 仍有下调可能。上半年 CPI 累计增长 1.7%，处于比较温和的区间。其中，食品价格下降 0.4%，降幅比一季度收窄，主要由于猪价、粮价上行影响。受生猪产能去化影响，生猪价格较年初上涨 40%，但猪价仅是低位反弹，而且整体产能仍然充裕。全年来看食品项 CPI 仍将处于温和区间。CPI 当前上涨的主要助推仍然是能源消费品，受国际能源价格上涨影响，上半年国内能源价格上涨 14.0%，影响 CPI 上涨约 0.98 个百分点，占 CPI 总涨幅近六成。不过 PPI 同比从去年 10 月开始连续回落，预计能源消费品对 CPI 的拉动将逐渐降低。上半年核心 CPI 仅上涨 1%，主要由于经济面临下行压力，基于此，我们认为通胀不构成货币政策的主要约束。

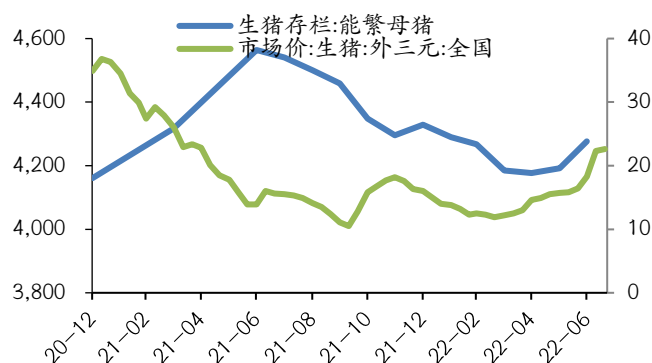
央行 7 月以来连续 30 亿元缩量逆回购操作引发市场关于货币政策调整的担忧，但这一点应该不对应货币政策总基调变化，6 月底易纲行长表示货币政策将继续从总量上发力以支持经济复苏，预计 LPR 仍有下调的可能。

图 19 CPI 和 PPI (%)



资料来源: Wind、万和证券研究所

图 20 生猪价格和产能情况 (元/千克、万头)



资料来源: Wind、万和证券研究所

五、配置建议

7 月披露的经济金融数据显示国内经济仍处于疫后复苏阶段，并且亮点与忧患并存。亮点在于当前疫情防控机制总体运行稳定，尽管区域出现反弹，但大概率可以快速得到控制。同时，近期非疫情地区的出行热度超预期，服务业和消费行业本轮复苏空间有望打开。忧患在于 7 月的地产销售数据未能延续 6 月的强势，同时断供风波发酵，意味着地产行业或仍在探底，当前政策力度可能还不足以扭转地产对经济的拖累。

政策端有望继续发力，权益市场面临的宏观环境仍然友好。稳增长、稳就业目标下，总量型货币政策预计将继续发力，5 年期 LPR 有望下调；地产颓势下后续很有可能出台更大力度的政策，7 月 22 日国常会指出“政策性开发性金融工具、专项债等政策效能释放还有相当大空间”，财政工具有望得到补充。宏观流动性保持充裕，对股市较为有利。但值得注意的是，随着美联储 7 月加息 75bp 落地以及仍然强劲的经济基本面，短期 A 股在流动性和基本面的相对优势都在收敛，而这是前期支持 A 股反弹的因素之一。

货币保持宽松和喜忧并存的基本面交织下，十年国债利率或继续保持窄幅波动格局。在经济明显改善前，货币政策依然保持流动性合理充裕，但资金利率继续突破低点概率偏低。同时强刺激性政策推出概率也较低，李克强总理在 19 日晚出席世界经济论坛全球企业家视频特别对话会时表示不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施。当前地产债风险仍在释放，城投融资并未明显放松，结构性资产荒仍然存在，长端利率预计仍在 2.65-2.90% 之间波动。

六、风险提示

政策不及预期、疫情反复

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

分析师声明：本研究报告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，本报告清晰准确的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。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，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。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。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。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>