



报告日期：2022年8月2日

## 全球经济增速面临下行压力，国内宏观政策要在扩大需求上积极作为

宏观研究员：郑后成

执业编号：S0990521090001

电话：0755-83008511

E-mail: houchengzheng@163.com

### 风险因素

1. 大宗商品价格上行幅度超预期；
2. 美联储货币政策收紧程度高于预期；
3. 国内新冠肺炎疫情反弹程度超预期。

### 相关报告

1. 英大宏观评论（20220801）下半年宏观政策力度还将维持在较高水平，基建投资依旧是扩内需的“主力军”
2. 英大宏观评论（20220727）7月出口金额还将维持较高增速，下半年农产品进口增速大概率处于较低水平
3. 英大宏观评论（20220721）7-12月消费增速大概率较1-6月上移，但基建投资增速快速拉升的概率较低
4. 英大宏观评论（20220715）7月PPI当月同比下行幅度大概率大于0.30个百分点，下半年货币政策还将维持“稳中偏松”主基调
5. 英大宏观评论（20220711）“稳就业”是当下宏观政策首要目标，7月摩根大通全球制造业PMI新订单大概率滑至荣枯线之下
6. 英大宏观评论（20220627）6月城镇调查失业率大概率继续下行，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论
7. 英大宏观评论（20220620）6月出口金额当月同比难以大幅下行，不排除2023年我国出口增速录得负值的可能
8. 英大宏观评论（20220616）6-10月“猪油共振”概率较低，6-12月核心CPI当月同比大概率不具备大幅上行的基础
9. 英大宏观评论（20220607）5月工业企业利润总额当月同比不排除位于负值区间的可能，累计同比大概率低于4月
10. 英大宏观评论（20220606）6月制造业PMI大概率重返荣枯线之上，实现GDP增速预期目标需要加大政策力度
11. 英大宏观评论（20220502）5月是稳增长关键“时间窗口”，房地产投资增速必须企稳以助力实现“5.50%左右”GDP增速目标
12. 英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
13. 英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

### 报告概要：

➤ 6月制造业PMI与非制造业PMI双双反弹至荣枯线之上，但二者的表现均弱于季节性，主因新冠肺炎疫情散点爆发；6月新订单时隔3个月重新跃至荣枯线之上，创近4个月新高，6月新出口订单虽然依旧处于荣枯线之下，但是创2021年5月以来新高，总体看6月外需强于内需；7月摩根大通制造业PMI新订单大概率滑至荣枯线之下，并在此后的几月之内带动产出、就业、投入价格、产出价格这四个分项指标滑至荣枯线之下；6月主要原材料购进价格与出厂价格均创2022年1月以来新低，预计6月PPI当月同比大概率在5月的基础上下行；“稳就业”是当下宏观政策的首要目标，“稳投资”服务于“稳就业”。

➤ 6月出口金额当月同比超预期上行，主因供给大幅改善以及人民币汇率贬值；6月进口金额当月同比超预期下行，主因较为疲弱的内需，以及持续贬值的人民币汇率；主要贸易伙伴中，东盟进出口表现较优，日本的情况较为低迷，自美国进口金额当月同比较前值大幅下行，跌幅居四大主要贸易伙伴首位，而欧盟进出口情况均不佳；主要资源品进口金额与进口数量当月同比大部分较前值下行，表明6月我国内需不强；6月农产品进口金额与进口数量增速均表现低迷，主因国际油价承压以及我国夏粮产量创历史新高，预计下半年农产品进口增速难以大幅上行；在量价双双边际承压的背景下，预计7月出口金额当月同比难以在6月的基础上大幅上行，预计7月进口金额当月同比难以大幅上行。

➤ 在6月出口增速上行，道路交通运输情况得到很大改善，以及政府持续推进复工复产的背景下，6月工业增加值当月同比较前值上行，预计7月大概率在6月的基础上上行；6月工业企业产销率再度下探，主因生产修复力度强于需求修复力度；央行对房地产企业的信贷并未有明显放松，预计房地产开发投资完成额累计同比短期之内难言触底反转；受交通运输仓储和邮政业低迷以及民间投资疲弱的拖累，基础设施建设投资完成额累计同比难以快速拉升；在PPI当月同比逐季下行的背景下，预计2022年下半年制造业投资累计同比难以大幅上行；7-12月消费增速大概率较1-6月上移，但是大幅上行概率较低，主因疫情防控压力犹存，以及出口增速大概率边际承压。

➤ 6月CPI当月同高于前值，食品、非食品、消费品、服务均较前值上行，表明上行具有较强的系统性；猪价上行、油价位于高位、核心CPI上行以及基数下行四因素共同推升6月CPI当月同比；考虑到7月猪肉CPI当月同比大幅拉升概率较大，以及2021年同期基数走低，预计7月CPI当月同比大概率在6月的基础上上行；6月PPI当月同比下行幅度低于预期，生产资料与生活资料PPI走势发生背离是原因之一；7月PPI当月同比面临的利空因素要多于6月，利空程度要大于6月，预计7月PPI当月同比大概率较6月下行，且下行幅度大于0.30个百分点；6月原油系PPIRM走势出现分化，黑色金属材料类PPIRM连续2个月位于负值区间；下半年货币政策还将维持“稳中偏松”主基调，3季度M2同比还将维持在高位。

➤ 728政治局会议指出国际环境“复杂严峻”；主要经济体持续加息拖累全球经济进入衰退“前夜”；会议淡化“5.50%左右”的GDP增速预期目标，但是要求巩固经济回升向好趋势，保持战略定力，力争实现最好结果；会议提出“坚持就是胜利”，提出“要综合看、系统看、长远看，特别是要从政治上看、算政治账”，预计至少在年内还将坚持“动态清零”总方针；虽然会议对宏观政策主基调的设定弱于预期，但内外压力使得宏观政策力度还将维持在较高水平；基建投资依旧是扩内需的“主力军”，房地产市场首要目标是保持稳定；淡化GDP增速目标叠加外围因素令A股承压，但A股有韧性且不失结构性机会。

## 目录

<b>1 全球经济大概率进入衰退“前夜”，基建投资依旧是我国扩内需的“主力军”</b> .....	<b>4</b>
1.1 “稳就业”是当下宏观政策首要目标，7月摩根大通全球制造业 PMI 新订单大概率滑至荣枯线之下 .....	4
1.2 7月出口金额还将维持较高增速，下半年农产品进口增速大概率处于较低水平 .....	10
1.3 7-12月消费增速大概率较1-6月上移，但基建投资增速快速拉升的概率较低 .....	16
1.4 7月 PPI 当月同比下行幅度大概率大于 0.30 个百分点，下半年货币政策还将维持“稳中偏松”主基调 .....	26
1.5 下半年宏观政策力度还将维持在较高水平，基建投资依旧是扩内需的“主力军” .....	34
<b>2 推动有效投资和增加消费，宏观政策要在扩大需求上积极作为</b> .....	<b>45</b>
2.1 支持重大项目建设，加大重点工程以工代赈力度 .....	45
2.2 加大稳健货币政策的实施力度，为实体经济提供更有力的支持 .....	45
2.3 保持战略定力，宏观政策要在扩大需求上积极作为 .....	46
2.4 推动有效投资和增加消费，确保实现全年粮食丰收 .....	47
2.5 保持货币信贷平稳适度增长，稳妥化解重点领域风险 .....	48

## 图目录

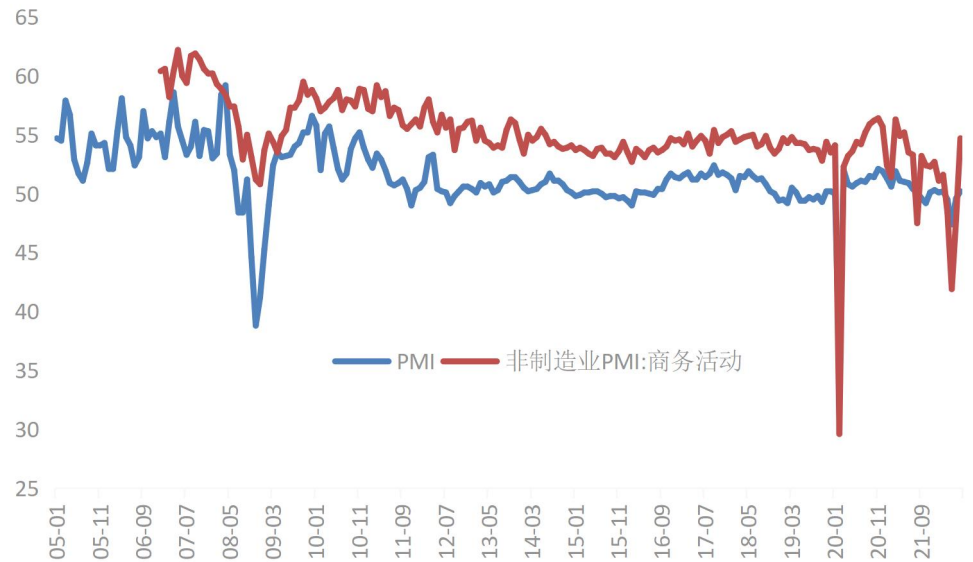
图 1: 6 月制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双反弹至荣枯线之上 (%)	4
图 2: 大型企业制造业 PMI 则逆势下行, 且低于中型企业制造业 PMI51.30 的读数 (%)	5
图 3: 摩根大通全球制造业 PMI 新订单指数大概率在 7 月滑至荣枯线之下 (%)	6
图 4: 6 月主要原材料购进价格指数与出厂价格指数均创 2022 年 1 月以来新低 (%)	7
图 5: 6 月制造业从业人员高于非制造业从业人员, 表明制造业修复强于非制造业 (%)	8
图 6: 6 月建筑业 PMI 虽然创近 3 个月新高, 但是其表现并不佳 (%)	10
图 7: 6 月出口金额当月同比超预期上行, 6 月进口金额当月同比超预期下行 (%)	11
图 8: 6 月对东盟出口金额增速与自东盟进口金额增速均列四大主要贸易伙伴首位 (%)	12
图 9: 6 月粮食进口金额当月同比与粮食进口数量当月同比均录得负增长 (%)	13
图 10: 6 月猪肉进口金额增速与猪肉进口数量增速总体处于震荡下行的趋势之中 (%)	14
图 11: 7 月美国 Markit 制造业 PMI 与服务业 PMI 双双下行, 后者跌破荣枯线 (%)	15
图 12: 7 月欧元区制造业 PMI 与服务业 PMI 双双下行, 前者跌破荣枯线 (%)	15
图 13: 出口交货值当月同比上行是 6 月工业增加值当月同比上行的重要支撑 (%)	17
图 14: 6 月工业企业产销率再度下探, 并创近 3 个月新低 (%)	18
图 15: 商品房销售面积累计同比领先房地产开发投资完成额累计同比 6 个月左右 (%)	20
图 16: 房地产开发资金来源增速领先房地产开发投资完成额增速 3-9 个月 (%)	21
图 17: 6 月交通运输仓储和邮政业固定资产投资完成额累计同比却逆势下行 (%)	22
图 18: 民间交通运输仓储和邮政业固定资产投资完成额增速连续 5 个月录得负值 (%)	23
图 19: 制造业投资累计同比与 PPI 当月同比有着密切的联系 (%)	24
图 20: 汽车类与石油及制品类是 6 月社会消费增速的重要拉动因素 (%)	25
图 21: 6 月 CPI 当月同高于前值且高于预期, 核心 CPI 当月同比出现小幅反弹 (%)	27
图 22: 猪肉 CPI 当月同比是 6 月食品烟酒项 CPI 当月同比上行的主要拉动力量 (%)	29
图 23: 6 月 PPI 当月同比下行幅度低于预期, 生产资料与生活资料 PPI 走势背离 (%)	30
图 24: 6 月原油系 PPIRM 当月同比走势出现分化 (%)	32
图 25: 黑色金属材料类 PPIRM 累计同比滞后于房地产开发投资完成额累计同比 (%)	33
图 26: 7 月 23 日当周海外新冠肺炎新增确诊病例数创 4 月 16 日当周以来新高 (万例)	35
图 27: 美国实际 GDP 环比折年率连续二个季度录得负增长, 进入“技术性衰退” (%)	36
图 28: 美联储下一次加息大概率导致 3 个月与 10 年期美债收益率倒挂 (%)	36
图 29: 房地产投资与消费录得负增长, 是当前宏观经济的主要拖累项 (%)	37
图 30: 4 月、5 月消费者信心指数分别为 86.70、86.80, 居于历史绝对低位区间 (%)	38
图 31: 6 月工业企业产销率为近 3 个月新低, 且处于历史低位区间 (%)	40
图 32: 2022 年 2 季度基础设施贷款需求指数低迷 (%)	41
图 33: 在 M2 同比位于高位的背景下, 上证综合指数大幅下跌概率较低 (点; %)	44

## 1 全球经济大概率进入衰退“前夜”，基建投资依旧是我国扩内需的“主力军”

### 1.1 “稳就业”是当下宏观政策首要目标，7月摩根大通全球制造业PMI新订单大概率滑至荣枯线之下

制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双反弹至荣枯线之上，大型企业表现弱于中型企业。6月制造业 PMI 录得 50.20，低于预期 0.30 个百分点，较前值上行 0.60 个百分点，持平于 2 月，返回疫情前水平。但是应该看到，在过往 18 年的 6 月制造业 PMI 中，2022 年 6 月持平于 2012 年 6 月与 2015 年 6 月，仅位列第 13 位，表明在新冠肺炎疫情散点爆发的背景下，6 月制造业 PMI 的表现弱于季节性。

图 1：6 月制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双反弹至荣枯线之上（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

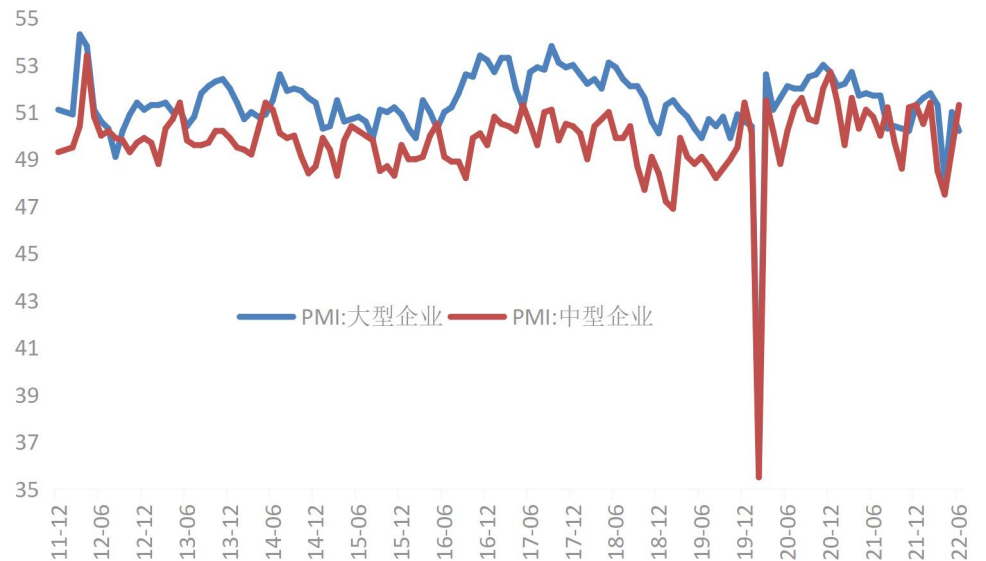
从 5 个主要分项看，6 月新订单、生产、从业人员、供货商配送时间与原材料库存指数分别录得 50.40、52.80、48.70、51.30、48.10，分别较前值上行 2.20、3.10、1.10、7.20、0.20 个百分点。对该组数据的解读有以下两点。**第一**，供货商配送时间上行幅度最大，6 月 51.30 的读数，持平于 2009 年 2 月、2009 年 3 月以及 2016 年 3 月，为 2008 年 1 月以来低点，表明道路交通运输情况得到很大程度改善。**第二**，生产修复力度强于需求修复力度：一是从绝对读数看，6 月生产 52.80 的读数远高于新订单 50.40 的读数；二是从月度边际上行幅度看，生产 3.10 个百分点的月度边际上行幅度高于新订单的 2.20 个百分点的月度上行幅度。

分企业规模看，大中小型企业的制造业 PMI 分别为 50.20、51.30、48.60，分别较前值上行 -0.80、1.90、1.90 个百分点。其中，中小型企业制造业 PMI 双双回升，而大型企业制造业 PMI 则逆势下行，且低于中型企业制造业 PMI 51.30 的读数。产生这一现象的原因有三



点。**第一**，可能与大城市疫情出现反复，进而强化管控措施有关。**第二**，除国际油价之外，6月有色系与黑色系大宗商品价格均出现较大幅度的回调。**第三**，在疫情冲击下，国家对中小企业的支持力度大于对大型企业的支持力度。具体到大中小企业的5个主要分项，大中小企业的主要差别体现在两点：**一是**6月大型企业的新订单较前值下行0.30个百分点，但是6月中小企业新订单分别较前值上行4.10、5.10个百分点；**二是**6月大型企业原材料库存较前值下行2.10个百分点，但是6月中小企业原材料库存分别较前值上行3.0、1.60个百分点。

图2：大型企业制造业 PMI 则逆势下行，且低于中型企业制造业 PMI 51.30 的读数 (%)



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

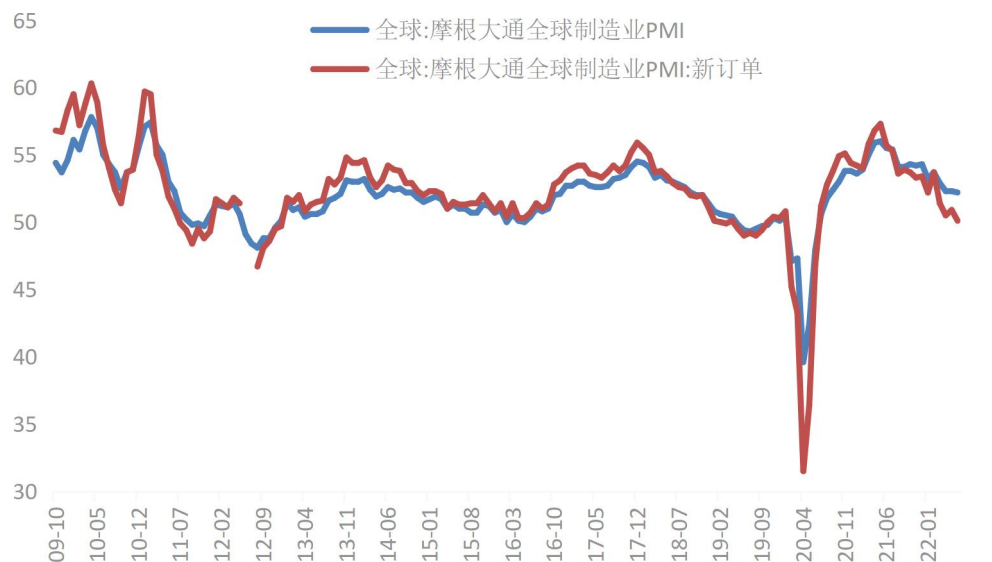
6月非制造业 PMI 为 54.70，高于预期 4.20 个百分点，较前值大幅上行 6.90 个百分点，时隔 3 个月重返荣枯线之上，且创 2021 年 6 月以来新高。在过往 16 年的 6 月非制造业 PMI 中，2022 年 6 月位列第 10 位，居于中游偏下水平，表明 6 月非制造业 PMI 的表现弱于季节性。其中，6 月建筑业 PMI 为 56.60，较前值上行 4.40 个百分点，依旧处于历史相对低位区间；6 月服务业 PMI 为 54.30，较前值上行 7.20 个百分点，创 2021 年 6 月以来新高。非制造业 PMI 其余的 9 个指标均较前值上行。其中，位于荣枯线以下的指标有 4 个，较 5 月减少 3 个；位于 50-60 之间的指标有 4 个，较 5 月增加 2 个；位于 60 以上的指标有 1 个，较 5 月增加 1 个。

**6 月外需强于内需，但是 7 月摩根大通制造业 PMI 新订单大概率滑至荣枯线之下。**6 月新订单、新出口订单与在手订单分别为 50.40、49.50、44.20，分别较前值上行 2.20、3.30、-0.80 个百分点。其中：6 月新订单时隔 3 个月重新跃至荣枯线之上，创近 4 个月新高，剔除掉 2 月的 50.70，则创 2021 年 8 月以来新高；6 月新出口订单虽然依旧处于荣枯线之下，但是创 2021 年 5 月以来新高；6 月在手订单逆势下行，创 2020 年 6 月以来新低。此外，6 月进口指数录得 49.20，较前值上行 4.10 个百分点，创 2021 年 8 月以来新高。

6月需求方面的特征是外需强于内需：一是6月新订单较前值上行2.20个百分点，而6月新出口订单较前值上行3.30个百分点，新出口订单月度边际上行幅度高于新订单月度边际上行幅度；二是“新订单-新出口订单”这一复合指标录得0.90个百分点，持平于2021年11月与2022年1月，为2020年3月以来低点；三是6月新出口订单为49.50，较进口指数49.20的读数高出0.30个百分点。

外需方面，6月摩根大通全球制造业PMI录得52.20，较前值下行0.10个百分点，虽然创2020年9月以来新低，但是依旧位于荣枯线之上，表明全球经济依旧处于扩张状态，但是扩张程度较5月放缓。从5个主要分项看，对6月摩根大通全球制造业PMI形成支撑的是生产指数，6月录得52.50，较前值大幅上行2.90个百分点，而对6月摩根大通全球制造业PMI形成利空的是新订单、就业、投入价格、产出价格，6月分别录得50.10、51.40、68.60、60.50，分别较前值下行0.80、0.20、1.70、1.0个百分点，其中，最为领先的新订单录得50.10，逼近荣枯线，创2020年7月以来新低。在全球流动性收紧的背景下，预计摩根大通全球制造业PMI新订单指数大概率在7月滑至荣枯线之下，并在此后的几月之内带动产出、就业、投入价格、产出价格这四个分项指标滑至荣枯线之下。参照2016年至2019年这一轮周期的经验，在新订单滑至荣枯线之下之后，产出、就业、产出价格、投入价格分别在3个月、2个月、5个月以及13个月之后滑至荣枯线之下。

图3：摩根大通全球制造业PMI新订单指数大概率在7月滑至荣枯线之下（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

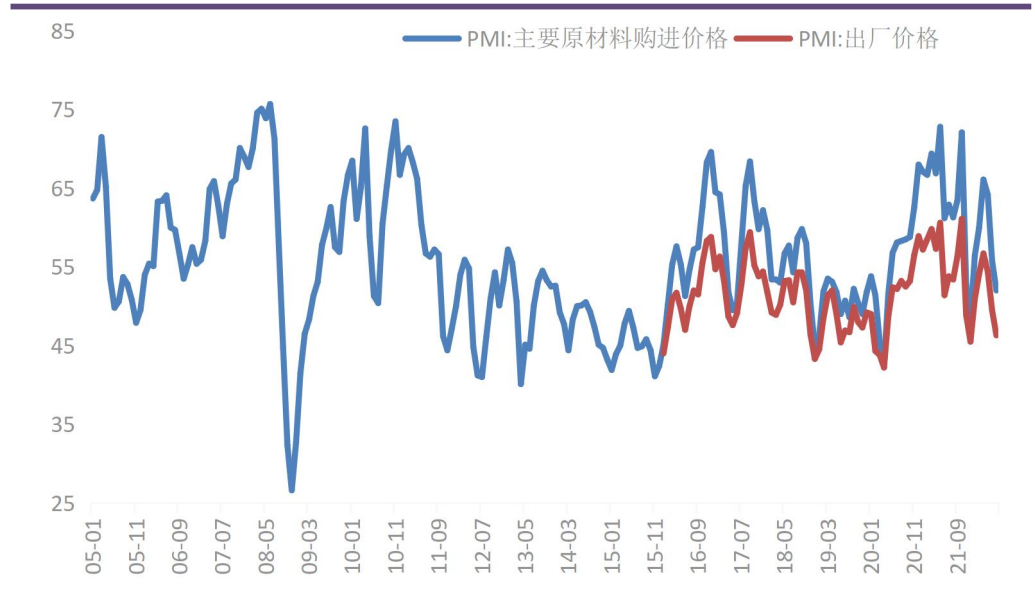
从主要国家的制造业PMI来看，6月均位于荣枯线之上，但是绝大多数创2020年年中以来新低，具体看：美国方面，6月美国ISM制造业PMI录得53.0，较前值下行3.10个百分点，创2020年7月以来新低，6月美国Markit制造业PMI录得52.40，较前值下行4.60个百分点，创2020年8月以来新低；欧元区方面，6月欧元区制造业PMI录得52.10，较前值下行2.50个百分点，创2020年9月以来新低，其中，德国的制造业PMI录得52.00，

较前值下行 2.80 个百分点，创 2020 年 8 月以来新低；日本方面，6 月日本制造业 PMI 录得 52.70，较前值下行 0.60 个百分点；英国方面，6 月英国制造业 PMI 录得 52.80，较前值下行 1.80 个百分点，创 2020 年 7 月以来新低。

总需求方面，我们对下半年宏观经济“三驾马车”的判断如下。**第一**，下半年出口金额累计同比承压但有韧性。**第二**，在“境外输入不停，境内反弹不止”的背景下，消费增速缺乏大幅上行的基础。**第三**，制造业固定资产投资完成额累计同比大概率在上半年的基础上下行。**第四**，下半年基础设施建设投资完成额累计同比快速拉升的概率较低。**第五**，部分同比指标存超跌修复现象，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论。如果以上判断成立的话，“5.50%左右”的 GDP 增速预期目标实现的概率较低。

**6 月 PPI 当月同比大概率在 5 月的基础上下行。**6 月主要原材料购进价格指数为 52.00，较前值下行 3.80 个百分点，创 2022 年 1 月以来新低；6 月出厂价格指数为 46.30，较前值下行 3.20 个百分点，连续 2 个月位于荣枯线之下，且创 2022 年 1 月以来新低。6 月主要原材料购进价格指数与出厂价格指数的差值为 5.70 个百分点，较前值收窄 0.60 个百分点，创 2022 年 2 月以来新低。分企业规模看，6 月大中小型企业的主要原材料购进价格分别为 51.60、51.70、53.20，分别较前值下行 2.90、4.70、4.50 个百分点。6 月大中小型企业的出厂价格分别为 45.00、46.70、48.60，分别较前值下行 4.30、3.10、0.70 个百分点。

图 4：6 月主要原材料购进价格指数与出厂价格指数均创 2022 年 1 月以来新低（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

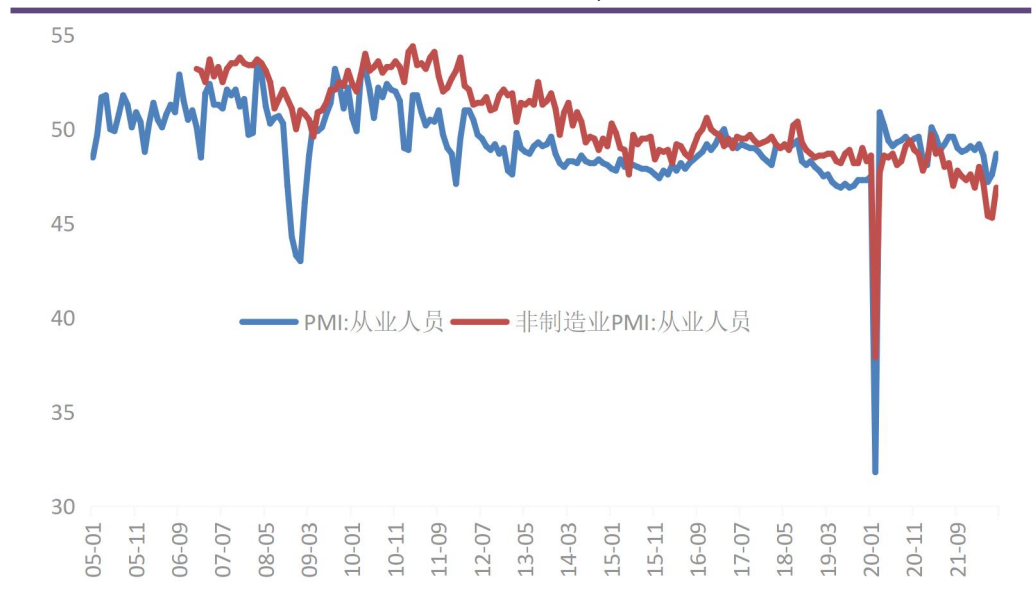
以上这组数据的特征有以下三点。**第一**，不论是主要原材料购进价格指数，还是出厂价格指数，6 月均较前值下行。**第二**，不论是大型企业、中型企业还是小型企业，其主要原材料购进价格指数与出厂价格指数均较前值下行。**第三**，出厂价格指数连续 2 个月在荣枯线下运行。以上三点均预示，6 月 PPI 当月同比大概率在 5 月的基础上下行。

当前宏观经济最显著的变量是，6 月美国 ISM 制造业 PMI 录得 53.0，较前值下行 3.10

个百分点，创 2020 年 7 月以来新低，而 6 月美国 Markit 制造业 PMI 录得 52.40，较前值下行 4.60 个百分点，创 2020 年 8 月以来新低。尤为重要的是，6 月美国 ISM 制造业 PMI 新订单指数录得 49.20，较前值下行 5.90 个百分点，时隔 24 个月再次跌至荣枯线之下，表明美国国内需求已经进入收缩状态。受此影响，国际油价与国际铜价大幅下挫。在美联储大概率继续以高于 50 个基点的幅度加息的背景下，叠加欧洲央行大概率加息，预计 7 月美国 ISM 制造业 PMI、美国 Markit 制造业 PMI 以及欧元区制造业 PMI 大概率继续下行，从目前的趋势看，不排除在 2022 年下半年跌破荣枯线的可能。在以上分析的基础上，我们坚持在《英大证券 2022 年宏观经济与大类资产配置展望：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）》中“1 季度国际油价大概率继续上行，在 2 季度位于高位，不排除‘破百’的可能，在下半年承压并小幅下行”的判断。

“稳就业”是当下宏观政策的首要目标，“稳投资”服务于“稳就业”。6 月制造业 PMI 从业人员指数录得 48.70，较前值上行 1.10 个百分点，创近 3 个月新高。其中，6 月大中小企业的从业人员指数分别为 48.80、48.50、48.80，分别较前值上行 1.00、1.00、1.60 个百分点，分别创近 3 个月、近 4 个月、近 4 个月新高，且均位于荣枯线之下。非制造业方面，6 月非制造业从业人员指数为 46.90，较前值上行 1.60 个百分点，创近 3 个月新高。其中，6 月建筑业从业人员为 48.30，较前值上行 2.80 个百分点，创近 3 个月新高；6 月服务业从业人员为 46.60，较前值上行 1.30 个百分点，创近 3 个月新高。从以上数据可以看出，6 月制造业 PMI 从业人员指数均高于非制造业从业人员指数，表明制造业的修复强于非制造业，这一点与 5 月工业增加值当月同比录得 0.70%，录得正增长，以及 5 月服务业生产指数当月同比录得-5.10%，依旧处于负值区间相印证。预计 6 月工业增加值当月同比大概率在 5 月的基础上上行，而 6 月服务业生产指数当月同比大概率还将录得负值。

图 5：6 月制造业从业人员高于非制造业从业人员，表明制造业修复强于非制造业（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

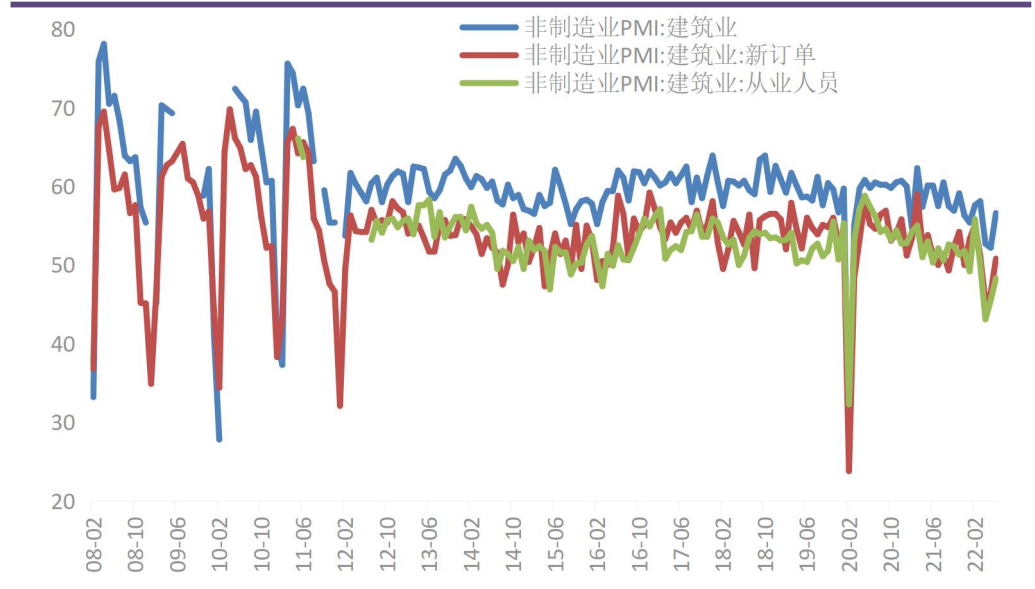




“稳就业”是当下宏观政策的首要目标。这一判断的依据来自两个方面。**第一**，6月30日国务院常务会议的标题为，“确定政策性开发性金融工具支持重大项目的举措，扩大有效投资促进就业和消费，部署加大重点工程以工代赈力度，拓展就业岗位带动农民工等增收”。该标题的前半句着眼于“稳投资”，后半句着眼于“稳就业”，并且从内容看“稳投资”服务于“稳就业”。**第二**，6月29日中国人民银行货币政策委员会召开2022年第二季度例会，会议指出要“统筹抓好稳就业和稳物价”。在物价上涨预期上升的背景下，央行依旧将“稳就业”置于“稳物价”之前，表明央行认为“稳就业”的重要性要高于“稳物价”，“稳就业”在央行的目标体系中位列第一。在《英大证券宏观评论：6月城镇调查失业率大概率继续下行，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论（20220627）》中，我们指出“6月城镇调查失业率大概率在5月的基础上下行，但是下行幅度可能有限”。在中央对就业情况高度重视的背景下，我们坚持以上观点。

**下半年基础设施建设投资完成额累计同比快速拉升的概率较低。**在4-5月工业增加值当月同比分别录得-2.90%、0.70%，以及4-5月服务业生产指数当月同比分别录得-6.10%、-5.10%的背景下，6月16日国家发改委提及“确保二季度经济实现合理增长”，预计2季度GDP当季同比不会太高。综合考虑1季度GDP增速录得4.80%，预计全年5.50%左右的GDP增速预期目标实现的概率较低。即便如此，为实现“稳就业”的目标，下半年还需大力“稳增长”，其中，基建依旧是“主力军”。目前问题的关键是，下半年基建投资增速能否像快速拉升？我们认为下半年基础设施建设投资完成额累计同比快速拉升的概率较低。诚然，2022年基建投资面临诸多利多，包括国家政策的大力支持，以及2021年下半年的低基数效应等，但是应该看到，2022年基建投资增速同样面临较多不利因素，使得2022年下半年基建投资增速快速拉升的概率较低。这一判断反映在建筑业PMI方面，有以下四点。**第一**，6月建筑业PMI录得56.60，较前值上行4.40个百分点，虽然创近3个月新高，但是其表现并不佳，体现在两个方面：**一是**6月56.60的读数具有较强的疫情冲击后的“修复”性质；**二是**放长时间周期看，6月56.60的读数依旧处于历史低位区间。**第二**，6月建筑业PMI新订单录得50.80，较前值上行4.40个百分点，时隔2个月重返荣枯线之上，但是这一读数的表现同样不佳：**一是**6月50.80的读数仅略高于荣枯线；**二是**6月50.80的读数低于历史均值3.38个百分点。**第三**，从价格角度看，6月建筑业PMI投入品价格与销售价格分别为48.70、50.30，分别较前值下行3.70、1.20个百分点，分别创2022年1月、2020年5月以来新低，侧面表明建筑业的需求较为疲弱。从实体价格指数看，7月6日全国水泥价格指数143.92，创2021年8月13日以来新低。**第四**，从就业情况看，6月建筑业PMI从业人员录得48.30，虽然较前值上行2.80个百分点，创近3个月新高，但是依旧位于荣枯线之下，且远低于53.05的历史均值。

图 6：6 月建筑业 PMI 虽然创近 3 个月新高，但是其表现并不佳（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

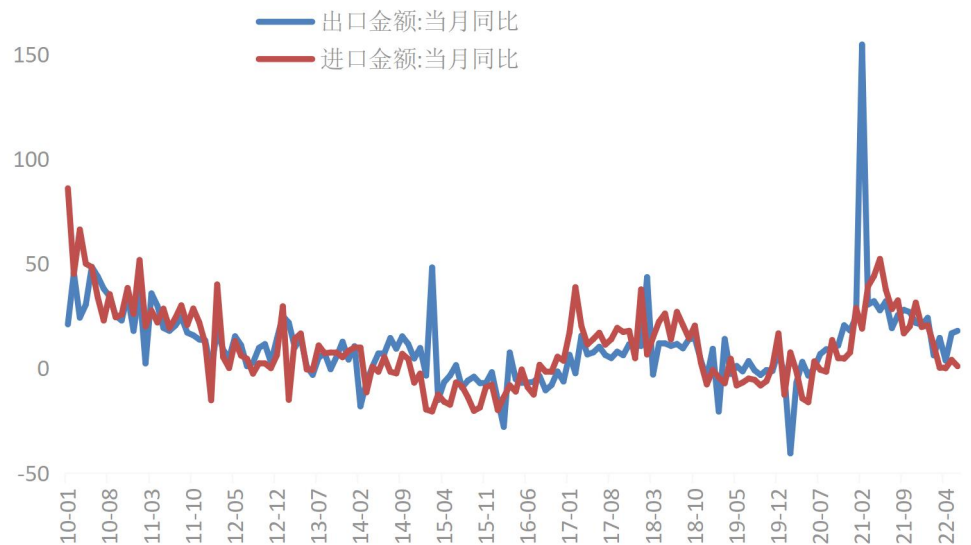
对比基建投资增速大幅上行，发挥逆周期调节的两个时期的建筑业 PMI：2008 年 2 月至 2009 年 6 月，基础设施建设投资完成额累计同比从 3.56% 快速拉升至 2009 年 6 月的 50.78%，期间建筑业 PMI 的均值为 63.70；2012 年 2 月至 2013 年 3 月，基础设施建设投资完成额累计同比从 -2.36% 快速拉升至 2009 年 6 月的 25.60%，期间建筑业 PMI 的均值为 59.86。可见，6 月建筑业 PMI 56.60 的读数并不十分理想。在此背景下，5 月 18 日财政部称，“严格落实政府举债终身问责制和债务问题倒查机制，对新增隐性债务和化债不实等违法违规行为”，以及 7 月 6 日国务院常务会议指出“强化问题整改，管好用好财政性资金”，举措包括“对审计查出的问题列出清单，印发有关方面”，“对性质恶劣的依法严肃惩处，既处理事又处理人，以儆效尤”，“坚持政府过紧日子”。综上，我们认为 2022 年下半年基础设施建设投资完成额累计同比快速拉升的概率较低。

## 1.2 7 月出口金额还将维持较高增速，下半年农产品进口增速大概率处于较低水平

6 月出口金额当月同比超预期上行，6 月进口金额当月同比超预期下行。6 月出口金额当月同比为 17.90%，高于预期 6.0 个百分点，较前值上行 1.20 个百分点。该值在 2022 年 1-6 月中位列第 2 位，创近 5 个月新高。在过去 28 年的 6 月出口金额当月同比中，2022 年 6 月位列第 11 位，居于中游偏上水平。6 月出口增速面临的利多多于利空：**从外需的角度看**，6 月摩根大通全球制造业 PMI 为 52.20，虽然较前值下行 0.10 个百分点，创 2020 年 9 月以来新低，但是依旧位于荣枯线之上，具体看，6 月美国、欧元区、日本、英国制造业 PMI 为 53.00、52.10、52.70、52.80，分别较前值下行 3.10、2.50、0.60、1.80 个百分点，主要经济体制造业 PMI 虽然均较前值下行，但是均位于荣枯线之上；**从供给的角度看**，在全面有序推进复工复产复市的背景下，6 月制造业 PMI 生产指数录得 52.80，较前值大幅上行 3.10 个百分点，时隔 3 个月重返荣枯线之上，此外，在畅通国内国际物流运输通道的背

景下，6月供货商配送时间录得51.30，较前值大幅上行7.20个百分点，自2020年12月以来首次跃至荣枯线之上；**从价格的角度看**，6月CRB指数同比为49.52%，虽然较前值下行2.95个百分点，但是依旧位于历史高位区间；**从汇率的角度看**，6月人民币汇率开于6.6719，收于6.6981，在4-5月连续贬值的基础上再次贬值0.40%，利多出口增速；**从基数的角度看**，2021年5月、6月出口金额当月同比分别为27.70%、32.03%，基数上行利空出口增速。**综上**，6月外需与价格小幅回调但是韧性犹在，基数形成小幅利空，汇率贬值利多出口增速，最为核心的利多因素是供给大幅改善。

图7：6月出口金额当月同比超预期上行，6月进口金额当月同比超预期下行（%）



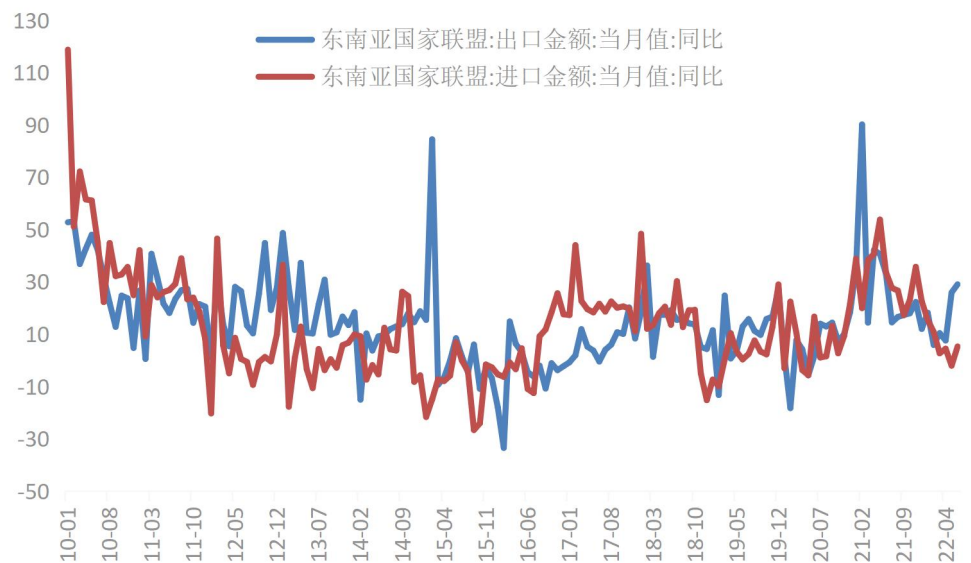
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

6月进口金额当月同比为1.0%，低于预期2.0个百分点，较前值下行3.0个百分点。该值在2022年1-6月中位列第4位，在过去28年的6月进口金额当月同比中，2022年6月仅位列第22位，居于中下游水平。6月进口增速“多空交织”：**从内需的角度看**，6月制造业PMI录得50.20，较前值上行0.60个百分点，时隔3个月重返荣枯线之上，其中，6月进口指数录得49.20，较前值上行4.10个百分点，创2021年8月以来新高；**从供给的角度看**，6月美国全部工业产能利用率、美国制造业产能利用率分别录得80.05%、79.30%，分别较前值小幅下行0.28、0.50个百分点，但是依旧处于历史高位区间，此外，2季度欧元区19国制造业产能利用率录得82.60%，较前值上行0.20个百分点，表明海外供给能力较强；**从价格的角度看**，6月CRB指数同比较前值下行2.95个百分点，但是还处于历史高位区间，对进口增速形成支撑；**从汇率的角度看**，6月人民币汇率贬值0.40%，在利多出口增速的同时，对进口增速形成利空；**从基数的角度看**，2021年5月与6月进口金额当月同比分别为52.22%、37.35%，基数下行利多进口增速。**综上**，6月进口增速表现不理想的主要原因是较为疲弱的内需，以及持续贬值的人民币汇率。

6月东盟进出口表现较优，而日本进出口表现低迷。从主要贸易伙伴看：6月对美国出

口金额当月同比为 19.32%，较前值上行 3.58 个百分点，居于历史相对高位，而自美国进口金额当月同比为 1.68%，较前值下行 19.51 个百分点，居于历史中位水平；6 月对欧盟出口金额当月同比为 17.12%，较前值下行 3.15 个百分点，居于历史中位水平，而自欧盟进口金额当月同比为-9.71%，较前值下行 0.71 个百分点，居于历史低位水平；6 月对日本出口金额当月同比为 8.25%，较前值上行 4.58 个百分点，居于历史中位水平，而自日本进口金额当月同比为-14.22%，较前值下行 0.56 个百分点，居于历史低位水平；6 月对东盟出口金额当月同比为 29.04%，较前值上行 3.13 个百分点，居于历史中位水平，而自东盟进口金额当月同比为 5.30%，较前值上行 7.33 个百分点，居于历史低位水平。

图 8：6 月对东盟出口金额增速与自东盟进口金额增速均列四大主要贸易伙伴首位(%)



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

对以上数据的解读有以下四点。**第一**，东盟整体表现较优，体现在：**一是**6月对东盟出口金额当月同比为 29.04%，位居四大主要贸易伙伴首位；**二是**6月自东盟进口金额当月同比为 5.30%，同样位居四大主要贸易伙伴首位；**三是**6月对东盟出口金额当月同比与自东盟进口金额当月同比均较前值上行。**第二**，日本的情况较为低迷：**一是**对日本出口金额当月同比为 8.25%，居于四大主要贸易伙伴之末；**二是**自日本进口金额当月同比为-14.22%，同样居于四大主要贸易伙伴之末。**第三**，自美国进口金额当月同比较前值下行大幅 19.51 个百分点，跌幅居四大主要贸易伙伴首位。**第五**，欧盟情况不佳，体现在不论是对欧盟出口金额当月同比，还是自欧盟进口金额当月同比均较前值下行。在四大贸易伙伴中，出口金额当月同比较前值下行的只有欧盟，表明 6 月欧盟承受较大经济压力，这与 6 月欧元区制造业 PMI 录得 52.10，较前值下行 2.50 个百分点有一定关系。

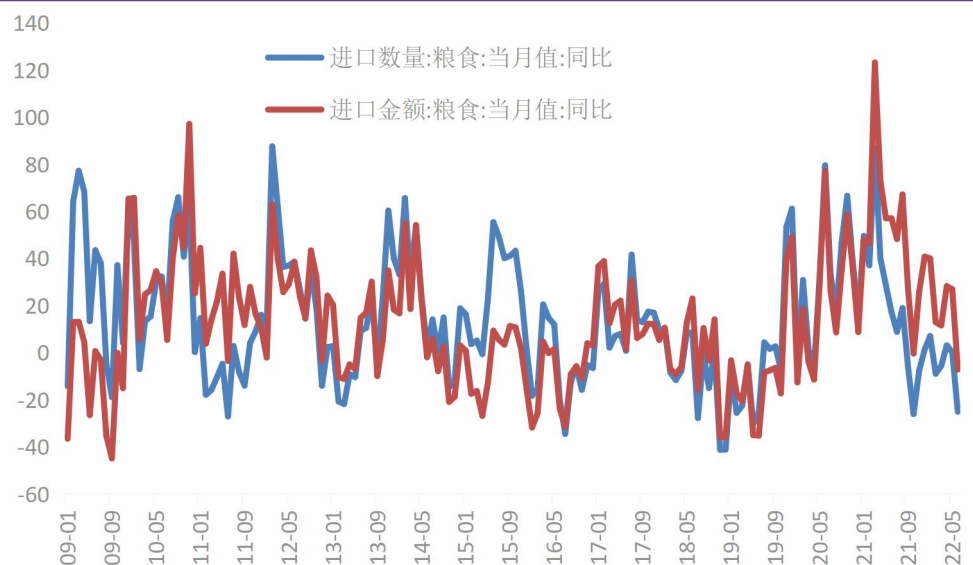
**主要资源品进口增速下行表明 6 月内需不强，下半年农产品进口增速难以大幅上行。**从主要资源品的进口金额当月同比看，6 月大部分较前值下行，具体看：6 月原油进口金额当月同比为 43.85%，较前值下行 37.57 个百分点；6 月末锻造的铜及铜材进口金额当月同



比为 22.03%，较前值上行 14.58 个百分点；6 月铁矿砂及其精矿进口金额当月同比-28.43%，较前值下行 10.70 个百分点；6 月钢材进口金额当月同比为-14.90%，较前值下行 2.73 个百分点。剔除掉价格因素，从主要资源品的进口数量当月同比看，6 月大部分较前值下行：6 月原油进口数量当月同比为-10.74%，较前值下行 22.58 个百分点；6 月未锻造的铜及铜材进口数量当月同比为 25.50%，较前值上行 21.07 个百分点；6 月铁矿砂及其精矿进口数量当月同比为-0.50%，较前值下行 3.54 个百分点；6 月钢材进口数量当月同比为-36.80%，较前值下行 3.74 个百分点。以上数据表明 6 月我国内需不是非常强，也与 6 月工业增加值当月同比录得 3.90%，并未修复至疫情前 3 月的 5.0%相呼应。

农产品方面，6 月粮食进口金额当月同比录得-7.11%，较前值大幅下行 34.10 个百分点，时隔 7 个月再次进入负值区间，创 2020 年 5 月以来新低；6 月大豆进口金额当月同比录得-4.75%，较前值大幅下行 31.82 个百分点，时隔 7 个月再次进入负值区间；6 月农产品进口金额当月同比录得 0.49%，较前值下行 12.37 个百分点。剔除掉价格因素：6 月粮食进口数量当月同比录得-25.04%，较前值大幅下行 25.23 个百分点，时隔 2 个月再次进入负值区间，创 2021 年 11 月以来新低；6 月大豆进口数量当月同比录得-23.04%，较前值大幅下行 23.67 个百分点，时隔 7 个月再次进入负值区间，创 2021 年 11 月以来新低。

**图 9：6 月粮食进口金额当月同比与粮食进口数量当月同比均录得负增长（%）**

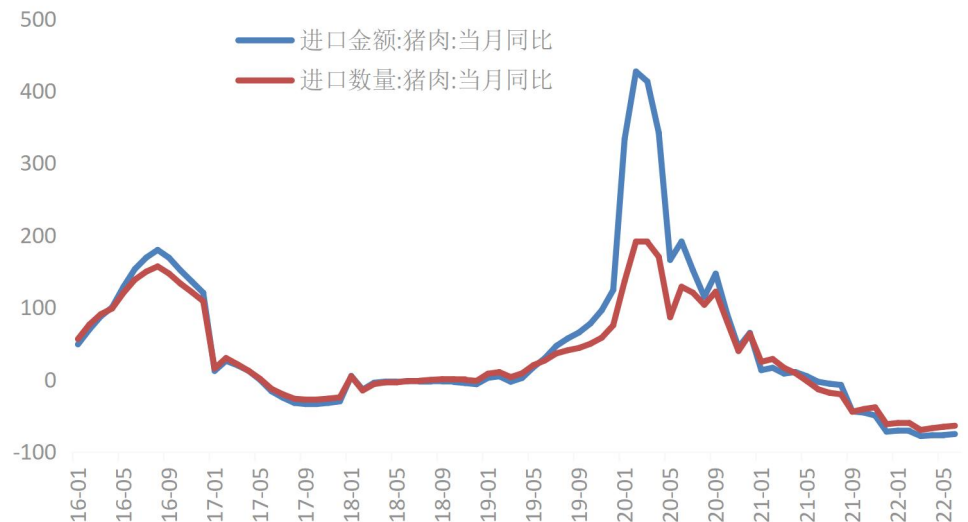


**数据来源：WIND 英大证券研究所整理**

6 月农产品进口金额增速与进口数量增速的表现均低迷，原因主要有两点。**第一**，在国际油价承压的背景下，6 月以来国际粮食价格出现下行，例如 6 月美国芝加哥交易所大豆期货价格下跌 7.12%，再如 6 月美国芝加哥交易所玉米期货价格下跌 13.69%，又如 6 月美国芝加哥交易所小麦期货价格下跌 18.09%。**第二**，7 月 20 日上午 10 时，国务院新闻办公室举行新闻发布会称，上半年农业农村经济持续发展、稳中向好。夏粮产量创历史新高。具体看，夏粮产量 2948 亿斤、增加 28.7 亿斤，其中，小麦产量 2715 亿斤、增加 25.7 亿斤。

以上从量价两个方面对农产品进口增速形成利空。**展望下半年**，随着国际油价承压下行，国际粮食价格大概率跟随下行，叠加考虑在中央的高度重视下，我国粮食生产大概率获得丰收，对海外粮食的依赖度下降。在以上分析的基础上，我们认为下半年农产品进口增速难以大幅上行。

图 10：6 月猪肉进口金额增速与猪肉进口数量增速总体处于震荡下行的趋势之中（%）

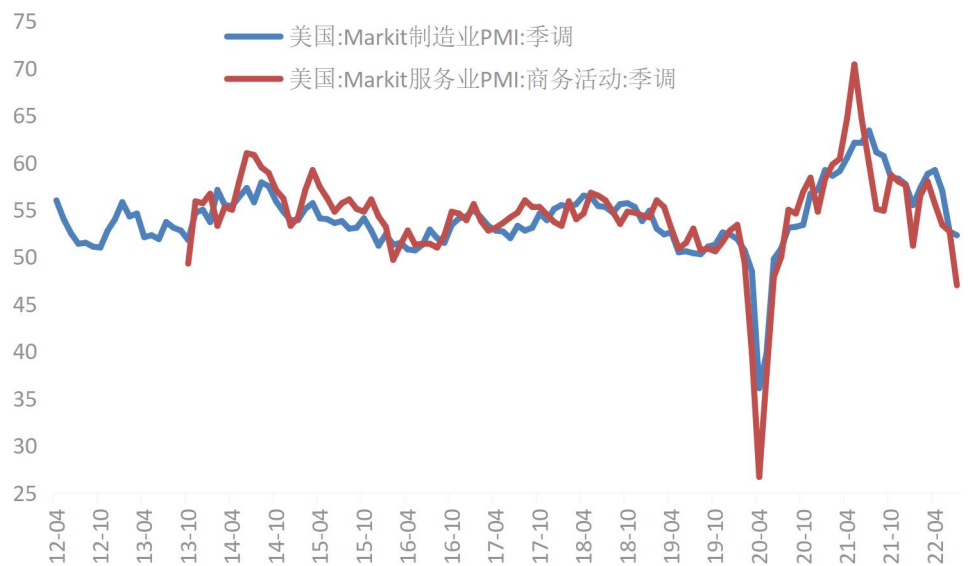


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

6 月猪肉进口金额当月同比为-75.70%，较前值上行 1.40 个百分点，总体处于自 2020 年 2 月 426.80% 的高位震荡下行的趋势之中；6 月猪肉进口数量当月同比为-64.20%，较前值小幅上行 1.50 个百分点，总体处于自 2020 年 2 月 191.10% 的高位震荡下行的趋势之中；6 月猪肉进口金额当月环比录得 3.37%，较前值上行 15.20%；6 月猪肉进口数量当月环比录得-7.69%，较前值下行 0.55 个百分点；6 月猪肉进口均价当月值录得 2091.37 美元/吨，较前值大幅上行 223.77 美元/吨，创近 5 个月新高。

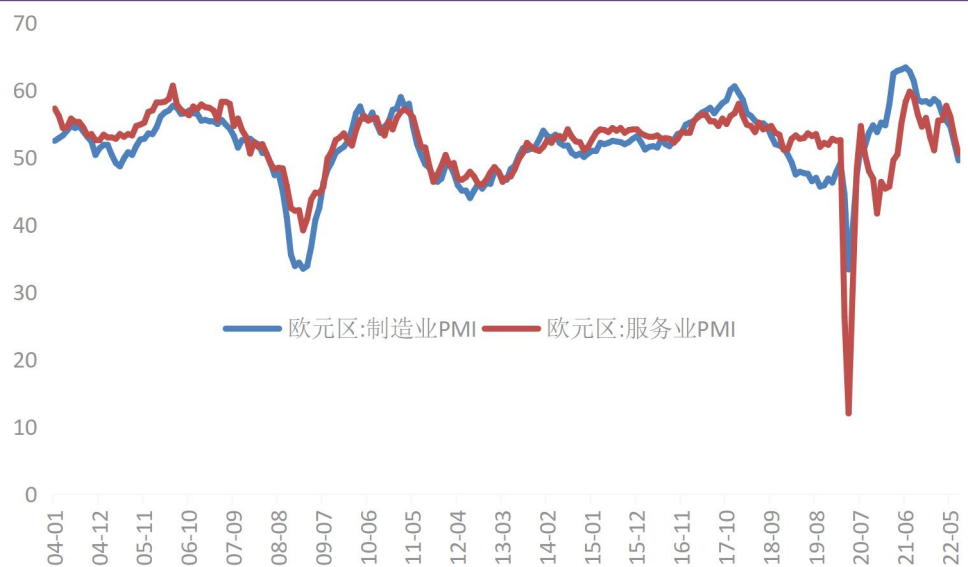
**7 月出口金额还将维持较高增速，7 月进口金额当月同比难以大幅上行。展望 7 月出口金额当月同比，外需方面**，在 7 月美国 Markit 制造业 PMI 录得 52.30，较前值下行 0.40 个百分点，以及 7 月美国 Markit 服务业 PMI 录得 47.0，较前值大幅下行 5.70 个百分点，叠加 7 月欧元区制造业 PMI 录得 49.60，较前值下行 2.50 个百分点，以及 7 月欧元区服务业 PMI 录得 50.60，较前值下行 2.40 个百分点的背景下，我们认为 7 月摩根大通全球制造业 PMI 大概率在 6 月 52.20 的基础上下行。在此基础上，我们坚持在《英大证券宏观评论：“稳就业”是当下宏观政策首要目标，7 月摩根大通全球制造业 PMI 新订单大概率滑至荣枯线之下（20220711）》中“7 月摩根大通全球制造业 PMI 新订单大概率滑至荣枯线之下”的判断。这就意味着 7 月出口金额当月同比面临数量方面的利空。

图 11：7 月美国 Markit 制造业 PMI 与服务业 PMI 双双下行，后者跌破荣枯线（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

图 12：7 月欧元区制造业 PMI 与服务业 PMI 双双下行，前者跌破荣枯线（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

**供给方面**，6 月供应商配送时间 51.30 的读数为 2008 年 1 月以来高点，预计在这个基础上大幅上行概率较低，也就是说，交通物流进一步改善的空间较窄，此外，6 月生产经营活动预期为 55.20，虽然较前值上行 1.30 个百分点，但是处于历史相对低位。综上，交通物流与生产改善对出口增速的利多空间预计有限。**价格方面**，7 月 26 日 IMF 年内第三次下调 2022 年和 2023 年的全球经济增长预期，并称世界经济前景“黯淡且更加不确定”，而早在 6 月，世界银行将 2022 年全球经济增长预期从此前的 4.10% 下调至 2.90%，叠加考虑 7 月 21 日欧洲央行超预期加息 50 个基点，以及 7 月 28 日美联储在 6 月加息 75 个基点的基础上大概率再次加息 75 个基点，预计大宗商品价格大概率在目前的基础上继续下行，在价



格角度利空 7 月出口金额当月同比。**人民币汇率方面**，虽然 7 月美国 Markit 服务业 PMI 位于荣枯线之下且低于欧元区服务业 PMI，但是 7 月欧元区制造业 PMI 位于荣枯线之下且低于美国 Markit 制造业 PMI，预计 7 月美元指数继续位于高位，对人民币汇率形成较大压力，利多 7 月出口金额当月同比。**基数效应方面**，2021 年 6 月、7 月出口金额当月同比分别为 32.03%、19.18%，基数下行利多 7 月出口金额当月同比。**综上**，预计 7 月出口金额当月同比难以在 6 月的基础上大幅上行，但是还将维持较高增速。

进口方面，当前我国宏观经济处于修复进程中，从供给端看，短期内工业增加值当月同比大概率继续抬升，但是全年的绝对读数预计不会太高，而从需求端看，修复力度预计有限：**一是**房地产开发投资完成额累计同比短期之内难言触底反转；**二是**受交通运输仓储和邮政业拖累，基础设施建设投资完成额累计同比难以快速拉升；**三是**在 PPI 当月同比逐季下行的背景下，制造业投资完成额累计同比难以大幅上行，且大概率稳步下行；**四是** 7-12 月消费增速大概率较 1-6 月上移，但是大幅上行概率较低。与以上分析相验证的是，7 月 19 日李克强在世界经济论坛全球企业家视频特别对话会上指出，“宏观政策既精准有力又合理适度，不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来。要坚持实事求是、尽力而为，争取全年经济发展达到较好水平”。我们逐句分析。**第一**，“宏观政策既精准有力又合理适度”这一表述“十分合理”，在此前的多个场合，该表述也出现过。**第二**，“不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来”这一表述也“十分合理”，不出台“超大规模刺激措施”，并不排斥出台“大规模刺激措施”，而“（不会）超发货币、预支未来”这样的表述也属正常。这里存在的一个争议点是，“5.50%左右”的 GDP 增速预期目标是不是“过高增长目标”？如果是，那么这句话存在一定利空，而如果不是，那么这句话的利空程度并不强。2022 年 3 月 5 日《政府工作报告》指出，“经济增速预期目标的设定，主要考虑稳就业保民生防风险的需要，并同近两年平均经济增速以及“十四五”规划目标要求相衔接”，“这是高基数上的中高速增长，体现了主动作为，需要付出艰苦努力才能实现”。从后半句看，“5.50%左右”的 GDP 增速预期目标应该属于“高增长目标”，但是谈不上是“过高增长目标”。**第三**，“要坚持实事求是、尽力而为，争取全年经济发展达到较好水平”，这一表述表明要争取实现较好的 GDP 增速目标，也合情合理，符合实际。在以上分析的基础上，叠加考虑到 CRB 指数同比大概率下行，人民币汇率依旧承压，出口金额当月同比下行利空加工贸易进而利空进口金额当月同比，我们认为 7-12 月进口金额当月同比大幅上行概率较低，也就是说，7 月进口金额当月同比大幅上行概率较低。

### 1.3 7-12月消费增速大概率较1-6月上移，但基建投资增速快速拉升的概率较低

**7 月工业增加值当月同比大概率在 6 月的基础上上行**。总体而言，6 月工业增加值增速表现得“中规中矩”，体现在以下三点：**一是** 6 月工业增加值当月同比录得 3.90%，虽然较前值上行 3.20 个百分点，但是低于预期 0.60 个百分点；**二是** 6 月工业增加值累计同比录



得 3.40%，较前值上行 0.10 个百分点，在疫情冲击下单边下行 3 个月之后出现小幅反弹；三是 6 月工业增加值环比为 0.84%，虽然较前值大幅下行 3.38 个百分点，但是依旧位于正值区间，且如果剔除掉 5 月的 4.22%，则创 2020 年 10 月以来新高。**分部类看**，6 月采矿业、制造业与电力燃气及水的生产和供应业工业增加值当月同比分别为 8.70%、3.40%、3.30%，分别较前值上行 1.70、3.30、3.10 个百分点。**分经济类型看**，6 月国有及国有控股企业、股份制企业、私营企业、外商及港澳台投资企业工业增加值当月同比分别为 3.10%、4.00%、3.00%、3.60%，分别较前值上行 2.40、1.70、1.90、9.00 个百分点。

图 13：出口交货值当月同比上行是 6 月工业增加值当月同比上行的重要支撑（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

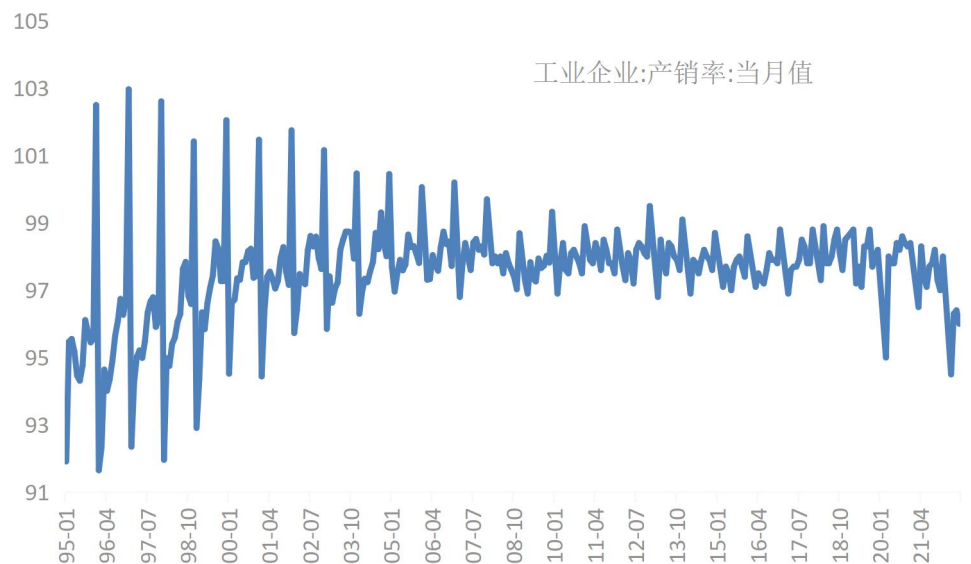
对 6 月工业增加值当月同比形成支撑的因素有以下三点。**第一**，出口交货值当月同比上行是 6 月工业增加值当月同比上行的重要支撑。6 月出口交货值当月同比为 15.10%，较前值上行 4.0 个百分点，创 2022 年 3 月以来新高，与此同时，6 月工业增加值当月同比为 3.90%，较前值上行 3.20 个百分点。可见，6 月出口交货值当月同比的表现强于 6 月工业增加值当月同比。**第二**，道路交通运输情况得到很大改善，保障产业链供应链和航运物流有序运转，体现为 6 月供货商配送时间上行 7.20 个百分点至 51.30，持平于 2009 年 2 月、2009 年 3 月以及 2016 年 3 月，为 2008 年 1 月以来低点。**第三**，政府持续推进复工复产。以上海为例，5 月 30 日上海市人民政府发布《上海市加快经济恢复和重振行动方案》，全面有序推进复工复产复市，加强对企业复工复产复市的支持和服务，实现产业链供应链上下游企业协同复工，稳步提高企业达产率。

**展望 7 月**，工业增加值当月同比大概率在 6 月的基础上上行。**第一**，2021 年 6 月、7 月工业增加值当月同比分别为 8.30%、6.40%，基数下行利多 7 月工业增加值当月同比。**第二**，当前宏观经济处于疫情之后的修复期。疫情前的 3 月工业增加值当月同比为 5.0%，这就意味着工业增加值当月同比尚有约 1.10 个百分点的上行空间。**第三**，从高频数据看，7

月前三周唐山钢厂高炉开工率与全国高炉开工率均值分别为 54.76%、78.77%，分别较 2021 年同期上行 21.16、7.80 个百分点。

**6 月工业企业产销率再度下探，主因生产修复力度强于需求修复力度。**供求机制是调节市场供给与需求，使之趋于均衡的机制，是市场经济的基本机制。在所有经济指标中，较为全面体现“供求”这一对矛盾的指标是工业企业产销率。工业企业产销率是指一定时期内工业企业的销量与产量之比，反映工业产品生产实现销售的程度。6 月工业企业产销率为 96.0%，较前值下行 0.40 个百分点，为近 3 个月新低，且处于历史低位区间：如果剔除掉 3 月的 94.50%，则为 2020 年 4 月以来新低；如果剔除掉 2020 年 3 月的 95.0%，则为 2003 年 2 月以来新低。

图 14：6 月工业企业产销率再度下探，并创近 3 个月新低（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

受新冠肺炎疫情恶化以及连带的交通运输管制的冲击，3 月工业企业产销率大幅下挫 3.50 个百分点，4 月、5 月持续上行，6 月再度下探，并创近 3 个月新低。在新冠肺炎疫情得到实质性控制的背景下，6 月工业企业产销率再度下探的原因是什么？回答这一问题需要从工业企业产销率的计算公式出发。鉴于工业企业产销率是销量与产量的比值，从数值角度看，6 月工业企业产销率再度下探的可能原因有三种：**一是**销量与产量均上行，但是产量上行幅度大于销量上行幅度；**二是**销量与产量均下行，但是产量下行幅度小于销量下行的幅度；**三是**产量上行的同时，销量下行。在以上三种情形下，工业企业产销率均将下行，其背后的本质是，生产绝对或者相对强于需求。

我们认为 6 月应该属于第一种情形。我们做出这一判断的依据有以下三点：**一是**6 月制造业 PMI 新订单指数与生产指数均跃至荣枯线之上；**二是**就绝对读数而言，生产指数读数高出新订单指数 2.40 个百分点；**三是**就月度边际上行幅度而言，生产指数较前值上行 3.10 个百分点，而新订单指数较前值上行 2.20 个百分点。因此，对于 6 月工业企业产销率



再度下探，不必过分担忧，毕竟原因不是需求的绝对收缩，而是生产修复力度强于需求修复力度。

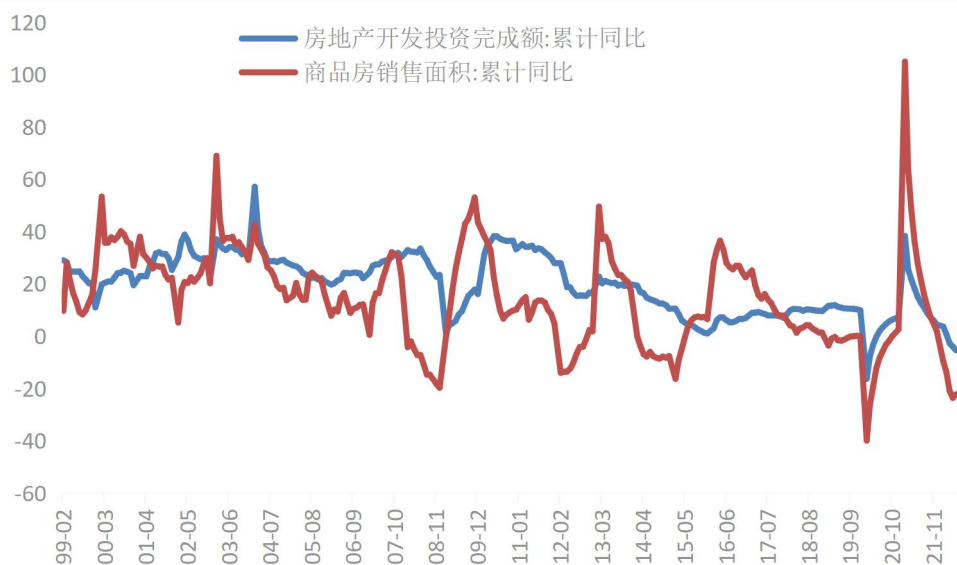
在以上分析的基础上，我们有三点推论。**第一**，需求修复力度弱于生产修复力度，意味着需求是供需这一矛盾的主要制约因素，是当前宏观经济的“短板”所在。在此背景下，还需加大“扩需求”的力度。**第二**，6月出口金额当月同比录得17.90%，较前值上行1.0个百分点，而6月进口金额当月同比录得1.0%，较前值下行3.10个百分点，表明6月我国内需远弱于外需，这就意味着若无外需的支撑，6月工业企业产销率将低于96.0%。**第三**，考虑到需求相对弱于生产，不排除6月工业企业产成品存货同比在5月的基础上上行的可能，也就是大于19.70%，这就意味着当前我国宏观经济依旧处于被动补库存阶段。

**房地产开发投资完成额累计同比短期之内难言触底反转。**6月房地产开发投资完成额累计同比为-5.40%，较前值下行1.40个百分点，创2020年4月以来新低。如果剔除掉2020年2月的-16.30%、3月的-7.70%，6月的读数为该指标1999年2月有数据记录以来最低点。当月同比方面，6月房地产开发投资完成额当月同比为-9.41%，较前值下行1.60个百分点，自2021年9月以来持续处于负值区间。值得指出的是，在6月主要宏观经济指标中，房地产开发投资完成额累计同比是唯一一个较前值下行的指标。同样值得指出的是，6月房地产开发投资完成额累计同比较前值下行符合预期：我们在《英大证券宏观评论：6月城镇调查失业率大概率继续下行，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论（20220627）》中提出，“部分同比指标存超跌修复现象，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论”。

接下来的问题是，6月-5.40%的读数是否是本轮房地产开发投资完成额累计同比的低点？我们继续坚持“尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论”。这一判断的依据有以下四点。**第一**，6月国房景气指数为95.40%，较前值下行0.20个百分点，创2016年2月以来新低，连续6个月位于100荣枯线之下。此前我们指出，国房景气指数与房地产开发投资完成额累计同比的相关系数为0.66，属于中度正相关。因此，判断7月房地产开发投资完成额累计同比是否下行，可以转换成7月国房景气指数是否下行。我们认为7月国房景气指数大概率下行，因为近期房地产行业发生的相关事件，大概率对国房景气指数形成冲击。如果这一判断成立，则7月国房景气指数与房地产开发投资完成额累计同比大概率继续下行。**第二**，自2022年3月有色系大宗商品价格触顶下行以来，黑色系大宗商品价格也持续承压。此外，6月70个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比为-1.30%，较前值下行0.50个百分点，创2015年10月以来新低，预示黑色金属材料类PPIRM累计同比大概率继续下行。作为房地产投资的主要原材料，黑色系大宗商品价格下行将从价格角度对房地产投资增速形成利空。此外，从图形走势上看，黑色金属材料类PPIRM累计同比滞后于房地产开发投资完成额累计同比。如果中短期之内黑色系大宗商品价格继续下行，持续利空黑色金属材料类PPIRM累计同比，则房地产投资增速在短期之内反弹的概率也较低。

第三，虽然6月商品房销售面积累计同比录得-22.20%，较前值上行1.40个百分点，6月商品房销售额累计同比录得-28.90%，较前值上行2.60个百分点，但是从经验上看，商品房销售面积累计同比领先房地产开发投资完成额累计同比6个月左右。如果经验规律成立的话，即使商品房销售面积累计同比在5月触底，房地产开发投资完成额累计同比触底的时点大概率也要在11月左右。此外，6月房屋新开工面积累计同比为-34.40%，较前值下行3.80个百分点，6月房屋施工面积累计同比为-2.80%，较前值下行1.80个百分点，而6月房屋竣工面积累计同比为-21.50%，较前值下行6.20个百分点。以上这组数据也表明短期之内房地产开发投资完成额累计同比触底概率较低。

图 15: 商品房销售面积累计同比领先房地产开发投资完成额累计同比 6 个月左右 (%)

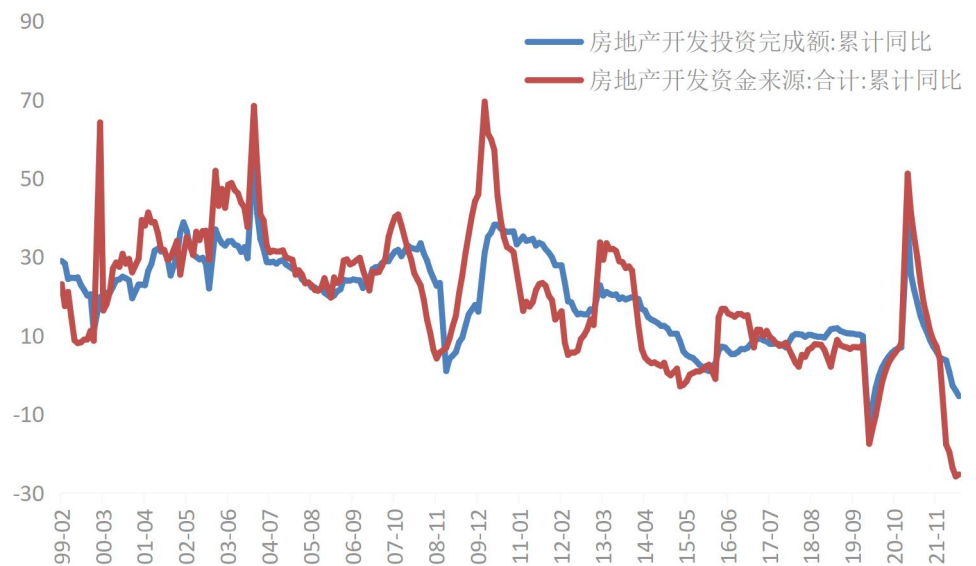


数据来源: WIND 英大证券研究所整理

第四，从资金来源的角度看，6月房地产开发资金来源累计同比为-25.30%，较前值上行0.50个百分点。从历史经验看，房地产开发资金来源累计同比领先房地产开发投资完成额累计同比3-9个月。如果5月的-25.80%是房地产开发资金来源累计同比在本轮周期的低点，则参照以往经验，房地产开发投资完成额累计同比的低点大概率在2022年8月至2023年2月之间。从资金来源的结构看，6月国内贷款累计同比、利用外资累计同比、自筹资金累计同比、定金及预收款累计同比、个人按揭贷款累计同比分别录得-25.300%、-27.200%、30.700%、-9.700%、-37.900%、-25.700%，分别较前值上行-1.20、-70.30、-2.50、1.80、1.30个百分点。其中，国内贷款累计同比在6月持续下行，表明央行对房地产企业的信贷并未有明显放松，这将在资金角度继续对房地产投资增速形成利空。



图 16：房地产开发资金来源增速领先房地产开发投资完成额增速 3-9 个月（%）



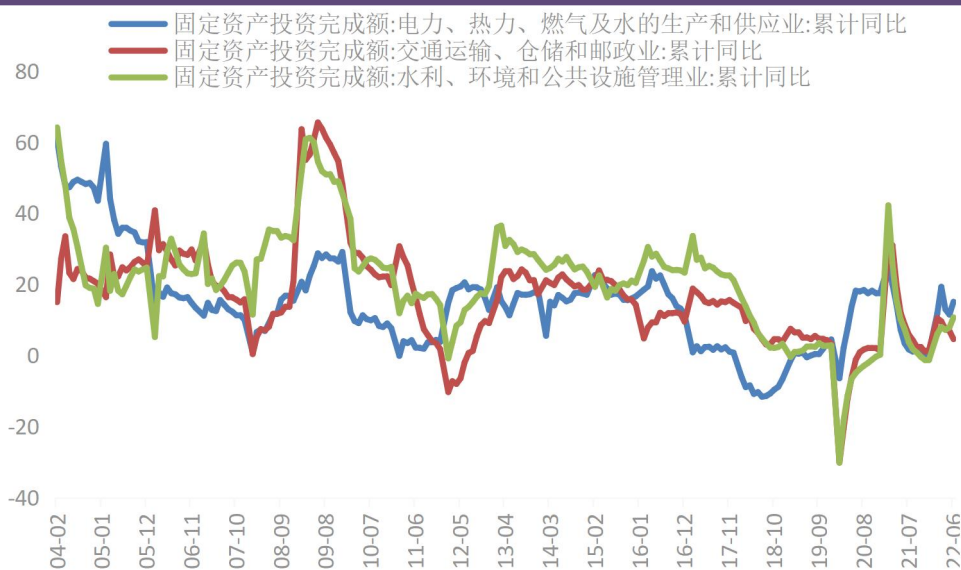
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

受交通运输仓储和邮政业拖累，基础设施建设投资完成额累计同比难以快速拉升。6 月基础设施建设投资完成额累计同比为 9.25%，较前值上行 1.09 个百分点，创近 3 个月新高；6 月基础设施建设投资（不含电力）完成额累计同比为 7.10%，较前值上行 0.40 个百分点，同样创近 3 个月新高。回首 5 月，全口径基建投资增速与不含电力口径基建投资增速“一下一上”，对市场判断下半年基建投资增速形成一定扰动。6 月二者双双较前值上行，传递出一定的乐观信号，但是我们依旧坚持在《英大证券宏观评论：“稳就业”是当下宏观政策首要目标，7 月摩根大通全球制造业 PMI 新订单大概率滑至荣枯线之下（20220719）》中“下半年基础设施建设投资完成额累计同比快速拉升的概率较低”的判断。

支持我们以上判断的新依据有以下两点。**第一**，从结构上看，6 月电力热力燃气及水的生产和供应业、交通运输仓储和邮政业、水利环境和公共设施管理业固定资产投资完成额累计同比分别为 15.10%、4.60%、10.70%，分别较前值上行 3.60、-2.30、2.80 个百分点。其中，在 6 月电力热力燃气及水的生产和供应业与水利环境和公共设施管理业固定资产投资完成额累计同比双双较前值上行的背景下，6 月交通运输仓储和邮政业固定资产投资完成额累计同比却逆势下行，录得个位数增长，且创年内新低，在基础设施建设投资三大分项中居于垫底位置。回首 2008 年 2 月至 2009 年 6 月以及 2012 年 2 月至 2013 年 3 月这两个基建投资增速快速上行时期，其三大分项的固定资产投资增速均快速上行，尤其是 2008 年 2 月至 2009 年 6 月这一时期。可以看出，如果基建投资的三大分项均快速上行，则基建投资增速将快速拉升，而如果有一项“拖后腿”，则基建投资增速快速拉升的概率较低，如 2012 年 2 月至 2013 年 3 月这一轮周期中，电力热力燃气及水的生产和供应业就拖了“后腿”，在一定程度上造成 2012 年 2 月至 2013 年 3 月这一轮周期的峰值低于 2008 年 2 月至 2009 年 6 月这一轮周期的峰值。如上所述，6 月交通运输仓储和邮政业固定资产投资完成额累计同比录得个位数增长，且创年内新低，成为本轮周期“拖后腿”的一项。这就意味着在本

轮调节周期，基建投资增速快速拉升的概率较低。值得指出的是，以 2017 年全年为例，电力热力燃气及水的生产和供应业、交通运输仓储和邮政业、水利环境和公共设施管理业固定资产投资完成额在基础设施建设投资中的占比分别为 17.21%、35.35%、47.44%。也就是说，交通运输仓储和邮政业固定资产投资的规模是电力热力燃气及水的生产和供应业的两倍，这就意味着交通运输仓储和邮政业“拖后腿”的能力是电力热力燃气及水的生产和供应业的两倍。

图 17：6 月交通运输仓储和邮政业固定资产投资完成额累计同比却逆势下行（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第二，从民间投资的角度看，6 月民间电力热力燃气及水的生产和供应业、民间交通运输仓储和邮政业、民间水利环境和公共设施管理业固定资产投资完成额累计同比分别为 12.90%、-0.70%、1.70%，分别较前值上行 4.30、-0.10、1.10 个百分点，分别低于电力热力燃气及水的生产和供应业、交通运输仓储和邮政业、水利环境和公共设施管理业固定资产投资完成额累计同比 2.20、5.30、9.0 个百分点。对于以上这组数据有三点解读。**第一**，民间交通运输仓储和邮政业固定资产投资完成额累计同比连续 5 个月位于负值区间，对交通运输仓储和邮政业固定资产投资完成额累计同比形成拖累。究其原因，疫情期间全社会外出需求降低，且公路、航空等交通运输基础设施存在被临时管控的可能，因此民间资本并无动力投资交通运输方面的基础设施，使得民间交通运输仓储和邮政业固定资产投资完成额累计同比持续低迷。**第二**，三大分项的民间投资增速均低于总体投资增速，表明民间投资是基建投资的拖累项。问题是，中短期之内基建投资三大分项的民间投资增速能否快速拉升？我们认为快速拉升概率较低，因为 2 季度基础设施贷款需求指数为 58.50%，较前值下行 8.80 个百分点，创 2019 年 1 季度以来新低。这就意味着民间资本在基础设施领域的贷款需求较弱，预示基建投资三大分项的民间投资增速不能快速拉升。**第三**，以 2017 年全年为例，电力热力燃气及水的生产和供应业、交通运输仓储和邮政业、水利环境和公共设施管理业中民间投资的占比分别为 38.17%、20.32%、22.61%。如果中短期之内基建投资

三大分项的民间投资增速不能快速拉升，这就意味着在基建投资中占比达 24.48%的部分无法快速拉升，则将对整体的基建投资增速形成拖累。

图 18: 民间交通运输仓储和邮政业固定资产投资完成额增速连续 5 个月录得负值 (%)

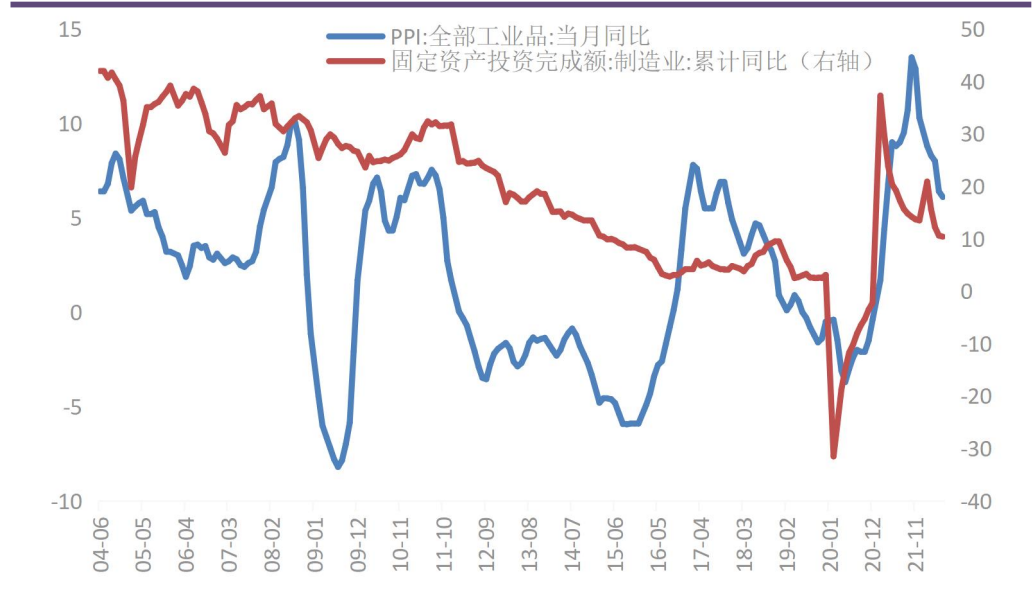


数据来源: WIND 英大证券研究所整理

在 PPI 当月同比逐季下行的背景下，制造业投资增速难以大幅上行。6 月制造业投资累计同比为 10.40%，较前值下行 0.20 个百分点，创 2021 年 2 月以来新低；6 月民间制造业投资累计同比为 17.90%，较前值下行 1.0 个百分点，创 2022 年 2 月以来新低；6 月“民间制造业投资累计同比-制造业投资累计同比”这一复合指标录得 7.50 个百分点，较其前值收窄 0.80 个百分点；6 月民间固定资产投资累计同比为 3.50%，较前值下行 0.60 个百分点，创 2021 年 2 月以来新低；6 月民间固定资产投资完成额累计比重为 56.40%，较前值下行 0.47 个百分点，创 2021 年 2 月以来新低。以上五点均表明民间投资的信心有所下降。

我们认为，研判制造业投资累计同比走势的关键在于研判 PPI 当月同比的走势。PPI 当月同比反映工业企业产品第一次出售时的出厂价格的变化趋势和变动幅度，此外，工业生产者出厂价格统计调查涵盖 1638 个基本分类的 20000 多种工业产品的价格。制造业投资累计同比与 PPI 当月同比有着密切的联系。从图形走势上看，PPI 当月同比领先于制造业投资累计同比，尤其是顶部与底部的拐点均领先制造业投资累计同比，具体看：2009 年 7 月 PPI 当月同比触底，录得-8.20%，时隔 6 个月之后，制造业投资累计同比触底，录得 23.60%，而 2011 年 7 月 PPI 当月同比触顶，录得 7.54%，次月制造业投资累计同比触顶，录得 32.20%；2015 年 9 月 PPI 当月同比触底，录得-5.95%，时隔 10 个月之后，制造业投资累计同比触底，录得 2.80%，而 2017 年 2 月 PPI 当月同比触顶，录得 7.80%，时隔 20 个月之后，制造业投资累计同比触顶，录得 9.50%。以上是对 PPI 当月同比与制造业投资累计同比关系的初步印象，但是仔细观察，可以看到以下四个规律，或者说四种情形。

图 19：制造业投资累计同比与 PPI 当月同比有着密切的联系（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

**第一种情形：**当 PPI 当月同比位于高位时，制造业投资累计同比通常上行，如 2010 年 2 月至 2011 年 8 月，PPI 当月同比位于 4.32% 至 7.54% 的高位区间，期间制造业投资累计同比从 23.60% 上升至 32.20%，再如 2016 年 11 月至 2018 年 11 月，PPI 当月同比位于 2.70% 至 7.80% 的高位区间，期间制造业投资累计同比从 3.60% 上升至 9.50%。

**第二种情形：**在 PPI 当月同比位于负值区间的背景下，制造业投资累计同比大概率持续下行，如 2012 年 3 月至 2016 年 8 月，PPI 当月同比持续录得负增长，制造业投资累计同比从 24.82% 一路下降至 2.80%，再如 2008 年 12 月至 2009 年 11 月，PPI 当月同比持续录得负增长，制造业投资累计同比从 30.70% 下降至 26.80%。

**第三种情形：**制造业投资累计同比的上行拐点，或者底部拐点，通常对应 PPI 当月同比“由负转正”的时点，如 2009 年 12 月 PPI 当月同比转正，2010 年 2 月制造业投资累计同比触底，再如 2016 年 9 月 PPI 当月同比转正，2016 年 9 月制造业投资累计同比触底。

**第四种情形：**在 PPI 当月同比转负的前 6 个月，制造业投资完成额累计同比触顶，如 2012 年 3 月 PPI 当月同比转负，而 2011 年 8 月制造业投资完成额累计同比到达最高点，再如 2019 年 7 月 PPI 当月同比转负，2018 年 12 月制造业投资完成额累计同比到达最高点。鉴于判断制造业投资完成额累计同比触顶的难度要大于判断 PPI 当月同比转负的难度，因此我们可以在判断 PPI 当月同比转负时点的基础上，往前推断制造业投资完成额累计同比触顶的时点

以上分析背后的宏观逻辑是：当 PPI 当月同比大于零时，工业生产者出厂价格不断上扬，利多工业企业利润增速，进而增强制造业企业扩大再生产的意愿与能力，反之则反；当 PPI 当月同比大于零时，通常出口金额当月同比走势不会差，制造业企业的产品属于可贸易的资本品，将受益于海外对其产品的需求，反之则反；当 PPI 当月同比大于零时，名



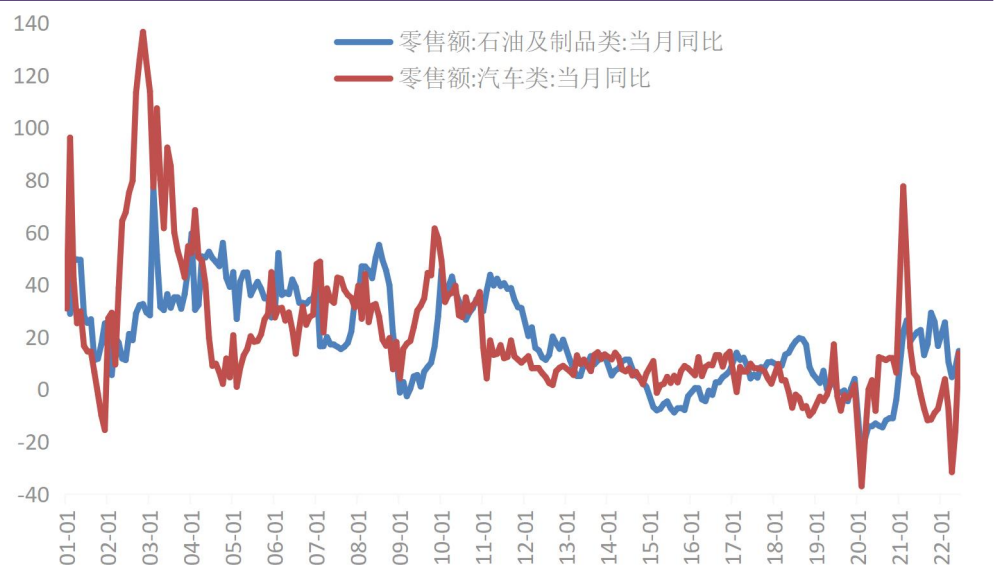
义 GDP 增速通常位于相对高位，这就意味着制造业投资的预期收益率相对较高，制造业企业更愿意扩大再生产。

接下来的问题是，年内 PPI 当月同比的走势如何？我们认为，2022 年 PPI 当月同比大概率逐季下行，4 季度可能有所反弹，最迟在 2023 年 1 季度进入负值区间。如果这一判断成立，则 2022 年下半年制造业投资累计同比难以大幅上行。

**7-12 月消费增速大概率较 1-6 月上移，但是大幅上行概率较低。**6 月社会消费品零售总额当月同比 3.10%，高于预期 3.60 个百分点，较前值大幅上行 9.80 个百分点，时隔 3 个月重返正值区间；6 月社会消费品零售总额累计同比-0.70%，较前值上行 0.80 个百分点，连续 3 个月位于负值区间，按照目前趋势，7 月有可能“转正”；6 月社会消费品零售总额环比为 0.53%，较前值上行 0.50 个百分点，创 2022 年 1 月以来新高。

6 月社会消费品零售总额当月同比大幅上行且大幅高于预期，主要的推动因素有以下三个。**第一**，随着新冠肺炎疫情得到阶段性有效控制，接触式与场景式消费面临的制约得到相对缓解，如上海自 6 月 29 日起有序放开餐饮堂食，在此背景下，6 月餐饮收入零售额当月同比录得-4.0%，虽然位于负值区间，但是较前值大幅上行 17.10 个百分点。**第二**，6 月汽车类零售额当月同比录得 13.90%，较前值大幅上行 29.90 个百分点，创 2021 年 5 月以来新高，是 6 月社会消费品零售总额当月同比的主要拉动因素，符合我们在《英大证券宏观评论：6 月城镇调查失业率大概率继续下行，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论（20220627）》中“预计在社会消费品零售总额中占比第一的汽车类零售额当月同比大概率上行”的判断。**第三**，受国际油价持续位于高位的影响，6 月石油及制品类零售额当月同比录得 14.70%，较前值上行 6.40 个百分点，创近 4 个月新高，是 6 月社会消费品零售总额当月同比的重要拉动因素。

图 20：汽车类与石油及制品类是 6 月社会消费增速的重要拉动因素（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理



展望 7-12 月，我们认为消费增速大概率较 1-6 月上移，但是大幅上行概率较低。首先，我们看 7-12 月消费增速大概率较 1-6 月上移。第一，6 月社会消费品零售总额累计同比录得-0.70%，连续 3 个月位于负值区间，主因在新冠肺炎疫情冲击下，3-5 月社会消费品零售总额当月同比连续 3 个月处于负值区间。虽然海外疫情日益严重，但是在高效的疫情防控体系面前，预计下半年爆发 3-4 月那么严重疫情的概率较低。第二，在 2021 年 7-10 月猪肉平均批发价持续下探的背景下，预计 2022 年 7-10 月猪肉 CPI 当月同比大概率持续上行，推升 CPI 当月同比，进而利多下半年社会消费品零售总额累计同比。第三，回顾 2018 年至 2021 年城镇调查失业率走势：2018 年下半年持平于上半年；2019 年下半年较上半年上行 0.06 个百分点，主因中美贸易关系在 2019 年下半年进一步恶化；2020 年下半年较上半年下行 0.43 个百分点，主因 2020 年上半年我国爆发新冠肺炎疫情，以及下半年我国出口增速超预期修复；2021 年下半年较上半年下行 0.20 个百分点，在下半年宏观经济压力大于上半年的背景下，主因下半年出口增速维持在高位水平。回到 2022 年，上半年城镇调查失业率的均值为 5.68%。我们认为在上半年疫情导致城镇调查失业率冲高的背景下，下半年城镇调查失业率的均值大概率低于上半年，对下半年社会消费品零售总额累计同比形成相对利多。

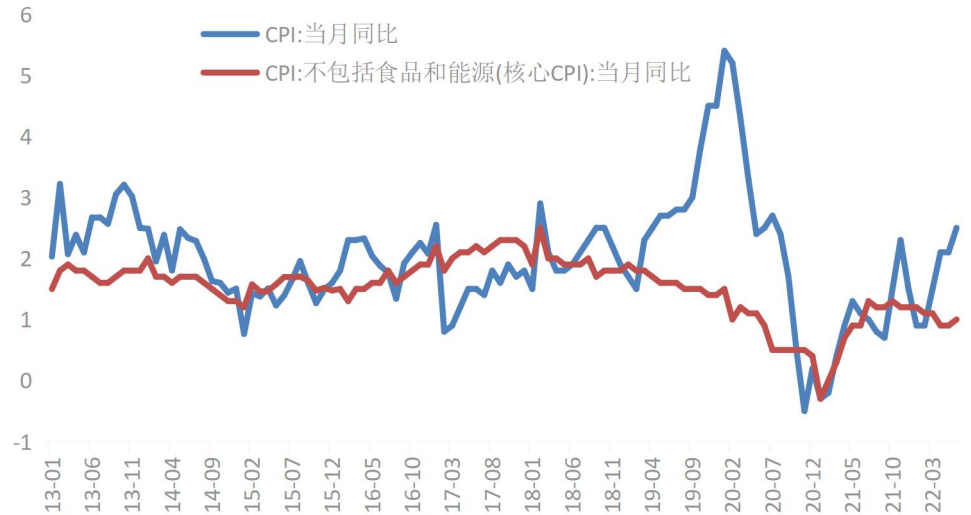
其次，我们看 7-12 月消费增速大幅上行概率较低。第一，虽然下半年爆发 3-4 月那么严重疫情的概率较低，但是国内疫情散点式爆发成为常态，意味着疫情防控压力还将持续存在，对消费增速形成利空。第二，我们坚持下半年核心 CPI 当月同比大幅上行概率较低，以及交通工具用燃料 CPI 当月同比大概率下行的判断，这就意味着下半年 CPI 当月同比大幅上行概率较低。第三，虽然下半年城镇调查失业率较上半年下行，但是在出口增速承压，以及疫情防控压力持续存在的背景下，预计 2022 年下半年城镇调查失业率均值较上半年下行的幅度不大于 0.43 个百分点，也就是说，下半年城镇调查失业率的均值大概率不低于 5.25%。第四，从央行问卷调查看：2 季度城镇储户未来就业预期指数为 44.50%，较前值下行 6.0 个百分点；未来收入信心指数为 45.70%，较前值下行 4.30 个百分点；更多消费占比为 23.80%，虽然较 1 季度上行 0.10 个百分点，但是上行幅度并不大。

#### 1.4 7月PPI当月同比下行幅度大概率大于0.30个百分点，下半年货币政策还将维持“稳中偏松”主基调

6 月 CPI 当月同高于前值且高于预期，上行具有较强的系统性。6 月 CPI 当月同比为 2.50%，高于预期 0.10 个百分点，较前值上行 0.40 个百分点，创 2020 年 8 月以来新高。从结构上看：一是 6 月食品 CPI 当月同比为 2.90%，较前值上行 0.60 个百分点，创 2020 年 10 月以来新高，但是居于历史中位偏低区间，与此同时，6 月非食品 CPI 当月同比为 2.50%，较前值上行 0.40 个百分点，持平于 2021 年 11 月、2018 年 8 月、2018 年 2 月、2017 年 11 月以及 2017 年 1 月，为 2011 年 12 月以来高点，居于历史高位区间；二是 6 月消费品 CPI 当月同比为 3.50%，较前值上行 0.50 个百分点，创 2020 年 9 月以来新高，居于历史中位区

间，与此同时，6月服务CPI当月同比为1.0%，较前值上行0.30个百分点，总体而言较为疲弱，居于历史中低位区间。以上数据的特征有两点：**一**是不论是食品CPI、非食品CPI，还是消费品CPI与服务CPI，均较前值上行，表明6月CPI当月同比的上行具有较强的系统性；**二**是6月食品CPI的边际上行幅度大于非食品CPI，与此同时，6月消费品CPI的边际上行幅度大于服务CPI，此外，我们对比6月食品CPI与消费品CPI，可以发现6月食品CPI的边际上行幅度大于消费品CPI，可见，食品CPI是6月CPI当月同比上行的主要推动因素。

**图 21：6 月 CPI 当月同高于前值且高于预期，核心 CPI 当月同比出现小幅反弹（%）**



**数据来源：WIND 英大证券研究所整理**

6月核心CPI当月同比为1.0%，较前值上行0.10个百分点，居于历史中位偏低区间。在2021年5月、6月持平于0.90%的背景下，2022年6月核心CPI当月同比出现小幅反弹的原因主要有两点。**第一**，新冠肺炎疫情在6月进一步得到有效控制，体现为6月全国新冠肺炎新增确诊病例数为1541例，较5月少增6006例，居民生活基本恢复正常。**第二**，在复商复市政策的推动下，宏观经济需求端出现较大程度修复，而在复工复产政策的推动下，宏观经济生产端也得到较大程度修复。从CPI的8大分项月度边际增幅的角度看，“5上1平2下”：**一**是“5上”，6月交通和通信、食品烟酒、教育文化和娱乐、生活用品及服务、衣着CPI当月同比分别为8.50%、2.50%、2.10%、1.50%、0.60%，分别较前值上行2.30、0.40、0.30、0.10、0.10个百分点；**二**是“1平”，6月医疗保健CPI当月同比为0.70%，持平于前值；**三**是“2下”，6月居住、其他用品和服务CPI当月同比分别为0.80%、1.70%，分别较前值下行0.20、0.10个百分点。我们具体分析如下。

6月交通和通信项CPI当月同比录得8.50%，较前值上行2.30个百分点，创1994年6月以来新高。交通和通信项下有6个细项，其中，有4项持平于前值，分别是交通工具、交通工具使用和维修、通信服务、邮递服务。此外，6月通信工具CPI当月同比录得-4.30%，较前值下行0.60个百分点，持平于2021年12月，创2020年1月以来新低，与此同时，6月交通工具用燃料CPI当月同比录得32.80%，较前值上行5.70个百分点，创2021年12月



以来新高。二者对冲，拉动交通和通信 CPI 当月同比上行 2.30 个百分点。

6 月食品烟酒项 CPI 当月同比录得 2.50%，较前值上行 0.40 个百分点，创 2020 年 10 月以来新高。食品烟酒项下有 12 个细项，其中：4 项较前值上行，6 月猪肉、食用油、羊肉、酒类 CPI 当月同比分别录得 -6.00%、5.00%、-6.00%、1.60%，分别较前值上行 15.10、1.20、0.20、0.10 个百分点；3 项持平于前值，6 月鲜果、粮食、奶类 CPI 当月同比分别录得 19.00%、3.20%、0.90%，均持平于前值；5 项较前值下行，6 月牛肉、烟草、水产品、蛋类、鲜菜 CPI 当月同比分别录得 0.90%、1.50%、-3.30%、6.50%、3.70%，分别较前值下行 0.10、0.10、1.70、4.10、7.90 个百分点。其中，猪肉 CPI 当月同比是 6 月食品烟酒项 CPI 当月同比上行的主要拉动力量，因其月度边际上行幅度高达 15.10 个百分点。

6 月教育文化和娱乐项 CPI 当月同比录得 2.10%，较前值上行 0.30 个百分点。教育文化和娱乐项下有 2 个细项，具体看，6 月教育服务录得 2.50%，持平于前值，而 6 月旅游 CPI 当月同比录得 4.10%，较前值上行 3.20 个百分点，是 6 月教育文化和娱乐项 CPI 当月同比上行的主要推动力量。6 月旅游 CPI 当月同比大幅上行的原因有两点：一是 2021 年同期基数小幅下行 0.10 个百分点；二是在 3 月、4 月、5 月疫情封控力度较大，且 6 月疫情得到有效控制，居民旅游需求较为旺盛。

6 月生活用品及服务项 CPI 当月同比录得 1.50%，较前值上行 0.10 个百分点，持平于 2019 年 1 月与 2018 年 10 月，为 2018 年 10 月以来高点。生活用品及服务项下有 2 个细项：6 月家用器具 CPI 当月同比录得 1.30%，较前值下行 0.60 个百分点，而家庭服务 CPI 当月同比录得 2.70%，持平于前值。在家用器具 CPI 当月同比较前值下行，而家庭服务 CPI 当月同比持平于前值的背景下，6 月生活用品及服务项 CPI 当月同比却较前值上行 0.10 个百分点，针对这一点我们打一个问号。当然，类似情况也曾出现过，最近一次发生在 5 月：5 月家用器具 CPI 当月同比录得 1.90%，较前值下行 0.30 个百分点，而家庭服务 CPI 当月同比录得 2.70%，较前值下行 0.20 个百分点，但是 5 月生活用品及服务项 CPI 当月同比却较前值上行 0.20 个百分点，也就是说，在两个分项均较前值下行的背景下，合成的总体却较前值上行。基数效应是解释这一现象可能的原因之一：2021 年 6 月生活用品及服务项 CPI 当月同比较前值下行 0.10 个百分点，家用器具 CPI 当月同比持平于前值，而家庭服务 CPI 当月同比较前值上行 0.20 个百分点。

6 月衣着项 CPI 当月同比录得 0.60%，较前值上行 0.10 个百分点。总体看，衣着项 CPI 当月同比走势较为平稳。衣着项下有 3 个细项，其中，衣着加工服务费数据缺失。6 月服装 CPI 当月同比录得 0.70%，较前值上行 0.10 个百分点，而 6 月鞋类 CPI 当月同比录得 0.50%，较前值上行 0.30 个百分点。

6 月医疗保健项 CPI 当月同比录得 0.70%，持平于前值，且连续 4 个月录得 0.70%。医疗保健项下有 3 个细项：6 月中药 CPI 当月同比录得 2.70%，较前值上行 0.10 个百分点；6

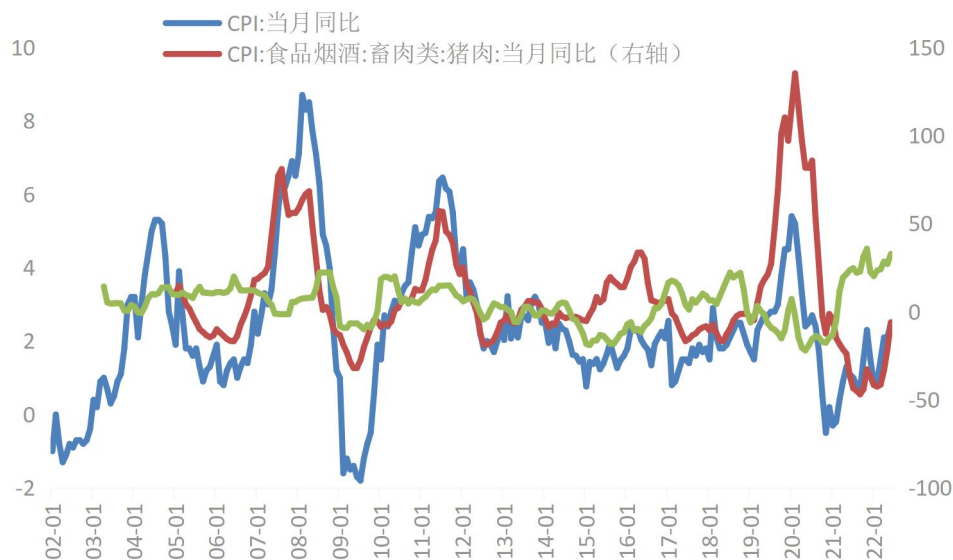


月西药 CPI 当月同比录得-0.40%，较前值上行 0.10 个百分点；6 月医疗服务 CPI 当月同比录得 0.90%，持平于前值。

6 月居住项 CPI 当月同比录得 0.80%，较前值下行 0.20 个百分点，创 2021 年 6 月以来新低。居住项下有 2 个细项：6 月租房房租 CPI 当月同比录得-0.30%，较前值下行 0.10 个百分点；6 月水电燃料 CPI 当月同比录得 4.0%，较前值下行 0.10 个百分点。

**四因素共同推动 6 月 CPI 当月同比上行，7 月 CPI 当月同比大概率继续上行。**6 月 CPI 当月同比高于预期 0.10 个百分点，且较前值上行 0.40 个百分点。我们认为，四因素共同推动 6 月 CPI 当月同比。**第一**，能繁母猪存栏在 2021 年 6 月触顶以来总体持续下行，以及猪肉进口数量自 2021 年 6 月以来持续下行，此外，从周期时长角度看，市场对猪周期即将到来的预期较为强烈，在此背景下，企业压栏惜售以及二次育肥推迟出栏，推升猪肉平均批发价，使得 6 月猪肉 CPI 当月同比录得-6.0%，较前值大幅上行 15.10 个百分点，创 2021 年 2 月以来新高。**第二**，受“俄乌冲突”持续存在的影响，6 月国际油价位于历史高位，在此背景下，6 月交通工具用燃料 CPI 当月同比录得 32.80%，较前值上行 5.70 个百分点，创近 6 个月新高。**第三**，在新冠肺炎疫情得到实质性控制的背景下，居民生活恢复正常，核心 CPI 当月同比录得 1.00%，较前值上行 0.10 个百分点。**第四**，2021 年 5 月、6 月 CPI 当月同比分别录得 1.30%、1.10%，基数下行对 6 月 CPI 当月同比形成利多。

图 22:猪肉 CPI 当月同比是 6 月食品烟酒项 CPI 当月同比上行的主要拉动力量(%;%)



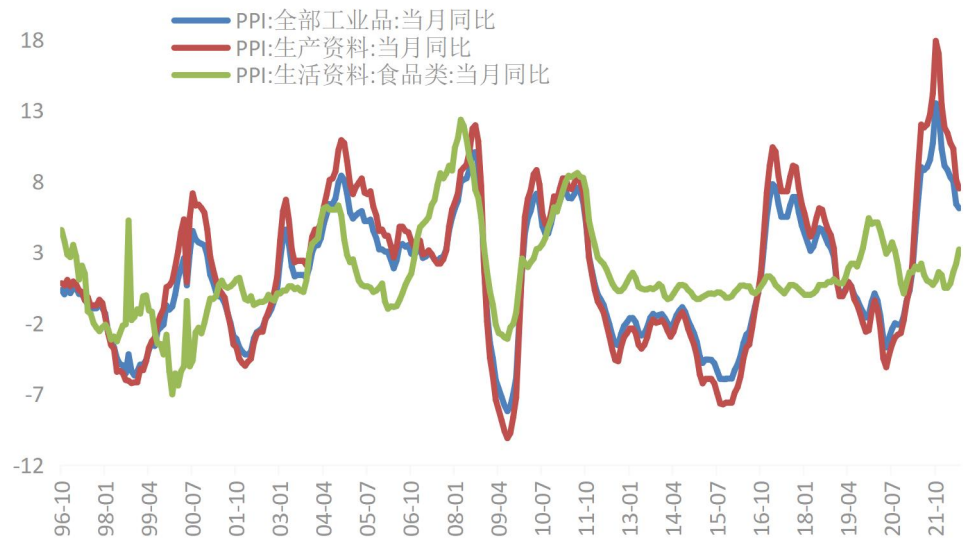
数据来源: WIND 英大证券研究所整理

展望 7 月 CPI 当月同比: **基数效应方面**, 2021 年 6 月、7 月 CPI 当月同比分别录得 1.10%、1.0%, 基数下行 0.10 个百分点小幅利多 7 月 CPI 当月同比; **猪肉 CPI 当月同比方面**, 进入 7 月, 猪肉平均批发价在短时间内接连突破 25 元/公斤、26 元/公斤、27 元/公斤、28 元/公斤、29 元/公斤、30 元/公斤大关, 预计 7 月猪肉 CPI 当月同比大概率在 6 月的基础上上行, 且大概率“转正”; **核心 CPI 方面**, 虽然新冠肺炎疫情已经得到实质性控制, 但是“境

外输入”以及“境内反弹”时有发生，在“外防输入、内防反弹”总策略和“动态清零”总方针指引下，叠加考虑 2021 年同期基数大幅上行 0.40 个百分点，预计 7 月核心 CPI 当月同比大幅上行概率较低；与原油相关的交通工具用燃料 CPI 当月同比方面，在国际油价下行概率大于上行概率的背景下，叠加考虑 6 月 28 日与 7 月 12 日国内成品油价格两次按机制下调，预计 7 月交通工具用燃料 CPI 当月同比大概率较 6 月下行。**综上**，虽然 7 月核心 CPI 当月同比大幅上行概率较低，以及 7 月交通工具用燃料 CPI 当月同比大概率较 6 月下行，但是考虑到猪肉 CPI 当月同比大幅拉升概率较大，以及 2021 年同期基数走低，预计 7 月 CPI 当月同比大概率在 6 月的基础上上行。

**6 月 PPI 当月同比下行幅度低于预期，生产资料与生活资料 PPI 走势发生背离。**6 月 PPI 当月同比为 6.10%，较前值下行 0.30 个百分点，创 2021 年 4 月以来新低；6 月 PPI 累计同比为 7.70%，较前值下行 0.40 个百分点，创 2021 年 11 月以来新低。从结构的角度看，生产资料 PPI 当月同比与生活资料 PPI 当月同比走势发生背离：**一是**6 月生产资料 PPI 当月同比为 7.50%，较前值下行 0.60 个百分点，创 2021 年 4 月以来新低；**二是**6 月生活资料 PPI 当月同比为 1.70%，较前值上行 0.50 个百分点，创 2021 年 2 月以来新高。

**图 23：6 月 PPI 当月同比下行幅度低于预期，生产资料与生活资料 PPI 走势背离（%）**



**数据来源：WIND 英大证券研究所整理**

**从生产资料 PPI 的 3 个分项来看**，6 月采掘工业、原材料工业、加工工业 PPI 当月同比分别为 27.30%、15.20%、2.40%，较前值分别上行-2.40、0.10、-0.80 个百分点。通常情况下，采掘工业、原材料工业、加工工业三者的总体走势是一致的，但是在具体月份，三者的走势也会发生背离，如 6 月采掘工业、加工工业较前值下行，但是原材料工业较前值上行。预计 7 月三者大概率全部向下运行。**从生活资料 PPI 的 4 个分项来看**，6 月食品类、衣着类、一般日用品类、耐用消费品类 PPI 当月同比分别为 3.20%、2.30%、1.90%、-0.20%，较前值分别上行 1.00、1.10、0.40、-0.10 个百分点。生活资料 PPI 的 4 个分项走势反映



了宏观经济的三条主线。**第一**，食品类上行的原因是猪肉平均批发价上行。**第二**，衣着类、一般日用品类上行的原因是新冠肺炎疫情在6月得到了较好的控制。**第三**，耐用消费品类下行的原因是全球宏观经济进入衰退“前夜”，以及我国宏观经济依旧面临“三重压力”。

**7月PPI当月同比大概率较6月下行，且下行幅度大于0.30个百分点。**6月PPI当月同比较前值下行0.30个百分点，但是高于预期0.10个百分点。6月PPI当月同比较前值下行，但是下行幅度低于预期，主要原因有以下三点。**第一**，从结构看，6月生产资料PPI当月同比下行0.60个百分点，利空6月PPI当月同比，但是6月生活资料PPI当月同比较前值上行0.50个百分点，部分对冲6月生产资料PPI当月同比下行带来的利空。**第二**，2022年6月PPI翘尾因素下行0.31个百分点，利空6月PPI当月同比，但是2021年同期基数下行0.20个百分点，利多6月PPI当月同比。**第三**，从新涨价因素看，6月有色系价格与黑色系价格均较5月下行，利空6月PPI当月同比，但是6月国际油价依旧位于历史相对高位，对6月PPI当月同比形成支撑。

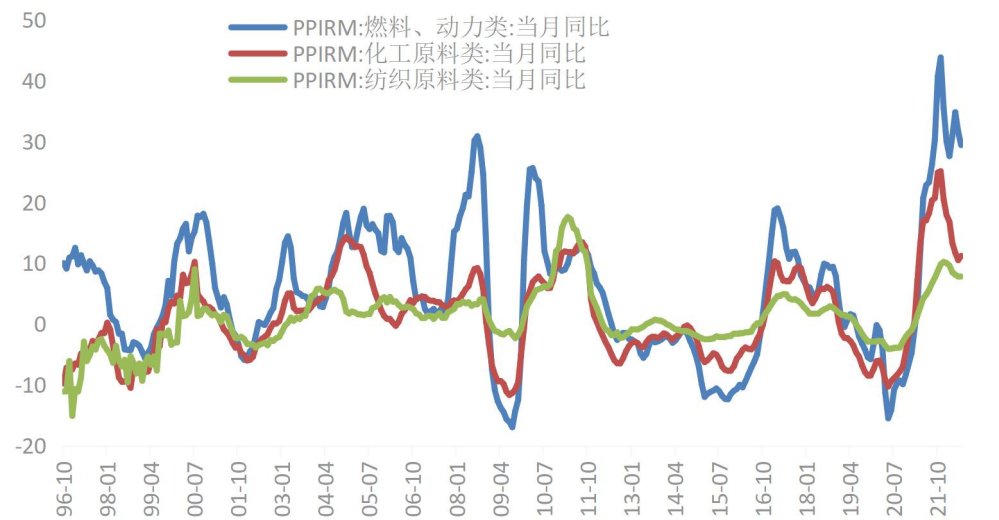
展望7月PPI当月同比：**基数效应方面**，2021年6月、7月PPI当月同比分别录得8.80%、9.0%，基数上行0.20个百分点小幅利空7月PPI当月同比；**翘尾因素方面**，2022年6月、7月PPI当月同比翘尾因素分别为3.72%、3.20%，基数下行0.52个百分点利空7月PPI当月同比；**新涨价因素方面**，在6月美国CPI当月同比录得9.10%，创1981年12月以来新高，使得美联储在7月大概率加息不低于50个基点，以及6月欧元区调和CPI录得8.60%，创1997年1月有数据记录以来新高，使得欧元区央行大概率启动缩表进程的背景下，市场化程度较高的有色金属价格大概率继续承压，与此同时，国际油价下行概率大于上行概率，这就意味着煤炭系价格难以大幅上行。综上，7月PPI当月同比面临的利空因素要多于6月，利空程度要大于6月，因此预计7月PPI当月同比大概率较6月下行，且下行幅度大于0.30个百分点。

**原油系PPIRM走势出现分化，黑色金属材料类PPIRM连续2个月位于负值区间。**6月PPIRM当月同比为8.50%，较前值下行0.60个百分点，创2021年4月以来新低；6月PPIRM累计同比为10.40%，较前值下行0.40个百分点，创2021年11月以来新低，预计后期大概率持续下行。从9大分项来看，“3上1平5下”：**一是“3上”**，6月农副产品类、化工原料类、木材及纸浆类PPIRM当月同比分别为5.90%、11.20%、4.10%，分别较前值上行2.50、0.70、0.50个百分点；**二是“1平”**，6月纺织原料类PPIRM当月同比为7.80%，持平于前值；**三是“5下”**，6月黑色金属材料类、燃料动力类、建筑材料类、有色金属材料类、其他工业原材料及半成品类PPIRM当月同比分别为-3.20%、29.40%、4.80%、7.60%、2.60%，分别较前值下行2.70、2.20、2.10、1.90、0.40个百分点。

针对6月PPIRM当月同比，有两处值得关注的地方。**第一**，6月原油系PPIRM当月同比走势出现分化：6月燃料动力类、化工原料类、纺织原料类PPIRM当月同比分别录得29.40%、11.20%、7.80%，分别较前值上行-2.20、0.70、0个百分点。6月上中下游走势完全分化，

即“上游下行，中游上行，下游持平”。产生这一现象的原因是，在本轮疫情得到实质性控制之后，中下游的需求得到阶段性修复，使得下游需求持平，中游需求回升，但是在全球流动性收紧的背景下，上游原材料价格承压下行。7月12日李克强总理主持召开经济形势专家和企业家座谈会，指出“抓住经济恢复重要窗口期，坚持发展是解决我国一切问题的基础和关键，推动经济运行尽快回归正常轨道”。在此背景下，作为PPIRM价格体系“基准”的原油系PPIRM当月同比走势如何？从历史经验出发，结合全球宏观经济基本面，我们认为年内PPIRM价格体系大概率整体继续下移。

图 24：6 月原油系 PPIRM 当月同比走势出现分化（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第二，在 9 大分项中，黑色金属材料类表现得十分突出，体现在以下三点：一是 6 月的绝对读数最低，仅为-3.20%；二是连续 2 个月位于负值区间，而其他 8 大分项均位于正值区间；三是月度边际下行幅度最大，为 2.70 个百分点。众所周知，螺纹钢与铁矿石等黑色系大宗商品是房地产开发投资的主要原材料。从宏观逻辑上看，黑色系大宗商品价格下行，意味着黑色系大宗商品的需求承压，也就是说，房地产投资增速大概率处于低迷状态。6 月黑色金属材料类 PPIRM 当月同比在负值区间持续下行，领跌燃料动力类、建筑材料类、有色金属材料类、其他工业原材料及半成品类，是不是意味着房地产开发投资完成额累计同比尚未触底？从图形走势上看，黑色金属材料类 PPIRM 累计同比滞后于房地产开发投资完成额累计同比。如果这一经验规律继续成立，考虑到 6 月房地产开发投资完成额累计同比持续下探，则黑色金属材料类 PPIRM 累计同比大概率还将继续下行。此外，考虑到黑色金属材料类领先建筑材料类，则建筑材料类大概率还将继续下行。水泥是典型的建筑材料，其同比走势与建筑材料类 PPIRM 当月同比高度相关，这就意味着全国水泥价格指数在短期内难以大幅上行。



图 25：黑色金属材料类 PPIRM 累计同比滞后于房地产开发投资完成额累计同比（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

下半年货币政策还将维持“稳中偏松”主基调，3 季度 M2 同比还将维持在高位。在 6 月 CPI 当月同比录得 2.50%，较前值上行 0.40 个百分点，创 2020 年 8 月以来新高，并且 7 月大概率在 6 月的基础上上行的背景下，市场认为年内 CPI 当月同比破“3”的概率大为增加，进而我国货币政策走向成为市场关注的焦点之一。我们坚持在《英大证券宏观评论：发达经济体通胀高点大概率位于 2-3 季度，“灵活适度”主基调或将贯穿 1-3 季度货币政策执行报告（20220214）》中“‘灵活适度’主基调大概率贯穿 2022 年 1-3 季度货币政策执行报告”的判断，认为下半年货币政策还将维持“稳中偏松”主基调。我们坚持这一判断的最新依据有以下四点。**第一**，从宏观经济走势看，下半年我国宏观经济压力犹存：一是从实体经济运行的角度看，全年“5.50%左右”的 GDP 增速预期目标实现的概率较低，具体看，下半年出口金额累计同比承压但有韧性，在“境外输入不停，境内反弹不止”的背景下，消费增速缺乏大幅上行的基础，制造业固定资产投资完成额累计同比大概率在上半年的基础上下行，下半年基础设施建设投资完成额累计同比快速拉升的概率较低，部分同比指标存超跌修复现象，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论；二是从 2 季度货币政策委员会例会的观点看，2 季度例会指出，“当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境更趋复杂严峻，国内疫情防控形势总体向好但任务仍然艰巨，经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”。**第二**，从货币政策主基调看，2 季度货币政策委员会例会指出，“强化跨周期和逆周期调节，加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振信心，为实体经济提供更有力的支持，稳定宏观经济大盘”，以及“进一步疏通货币政策传导机制，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”。6 月 M2 同比与社会融资规模存量同比分别录得 11.40%、10.80%，分别较前值上行 0.30、0.30 个百分点，分别创 2016 年 12 月、2021 年 7 月以来新高，预计在“增强信贷总量增长的稳定性”的指引下，3 季度 M2 同比与社会融资规模存量同比大概



率还将维持在高位。**第三**，从货币政策目标体系看，2 季度货币政策委员会例会指出，“统筹抓好稳就业和稳物价”，其中，“稳就业”位于“稳物价”之前，表明“稳就业”在央行的目标体系中位居第一位。此外，7 月 13 日国务院常务会议“部署加力稳岗拓岗的政策举措，确保就业大局稳定”，指出“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”。**第四**，迄今为止，疫情已经存续 3 年，冲击居民收入增速，降低居民偿还月供的能力。解决这一问题的对策之一是下调 5 年期 LPR 报价，以减轻居民月供的压力。因此，预计 5 年期 LPR 报价大概率继续下行，在此背景下，1 年期 LPR 报价下行的概率大于上行的概率。

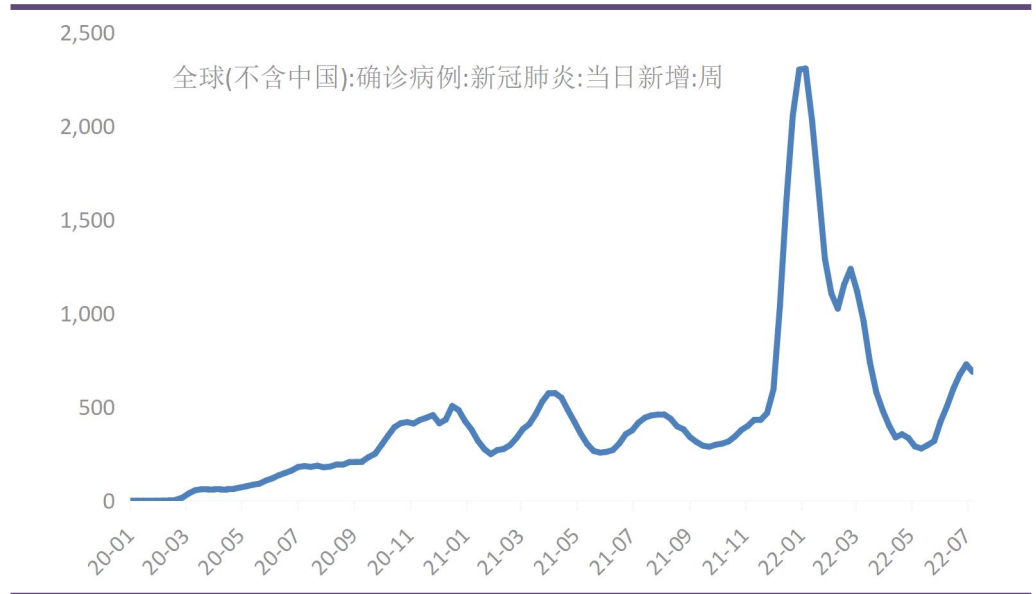
### 1.5 下半年宏观政策力度还将维持在较高水平，基建投资依旧是扩内需的“主力军”

国际环境“复杂严峻”，主要经济体持续加息拖累全球经济进入衰退“前夜”。针对国际环境，728 政治局会议的提法是“复杂严峻”。反观 429 政治局会议并未明确提及国际环境，但是有两个相关的表述：**一是**“面对百年变局和世纪疫情相互叠加的复杂局面”；**二是**“新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多”。相比而言，728 政治局会议对国际环境的提法言简意赅且十分鲜明。

我们认为当前国际环境的“复杂严峻”主要体现在以下四点。**第一**，地缘政治冲突持续。2 月下旬爆发“俄乌冲突”，引起全球政治经济局势动荡。“俄乌冲突”的复杂性体现在，相对乌克兰，俄罗斯处于优势地位，但是相对于以美国为首的北约，俄罗斯处于弱势地位，这就导致“俄乌冲突”具有极强的博弈色彩。除此之外，“俄乌冲突”的复杂性还体现在以下三个方面：**军事方面**，美俄是全球军事强国与大国，且均是拥核国家；**经济方面**，欧洲是全球第二大经济体，且拥有欧元这一影响美元指数走势的国际货币；**大宗商品方面**，俄乌两国均是粮食生产大国，且俄罗斯是石油生产大国。至于市场所关心的“俄乌冲突”的时长，我们认为至少持续至拜登政府第一届任期结束时。**第二**，海外通胀高位运行。6 月美国 CPI 当月同比录得 9.10%，较前值上行 0.50 个百分点，创 1981 年 12 月以来新高，与此同时，6 月欧元区调和 CPI 当月同比录得 8.60%，较前值上行 0.50 个百分点，续创 1997 年 1 月有数据记录以来新高。美国与欧元区 CPI 当月同比创新高的直接原因是“俄乌冲突”持续存在，且冲突双方以能源制裁与反制裁作为武器，导致欧元区天然气价格暴涨。我们认为在全球经济进入下行周期的背景下，国际油价大概率下行，进而拉动海外通胀下行。基于此，我们坚持在《英大证券宏观评论：发达经济体通胀高点大概率位于 2-3 季度，“灵活适度”主基调或将贯穿 1-3 季度货币政策执行报告（20220214）》中“发达经济体通胀高点大概率位于 2-3 季度”的判断。**第三**，猴痘疫情与新冠肺炎疫情交织，导致全球疫情防控压力加大。7 月 23 日当周海外新冠肺炎新增确诊病例数为 726.95 万例，创 4 月 16 日当周以来新高，较前期 6 月 4 日当周的阶段性的低点多增 448.56 万例，增幅高达 161.13%。此外，7 月 23 日世界卫生组织宣布，在多个国家和地区发生的猴痘疫情构成“国

际关注的突发公共卫生事件”。值得指出的是，“国际关注的突发公共卫生事件”是世卫组织发布的最高级别警报。

图 26：7 月 23 日当周海外新冠肺炎新增确诊病例数创 4 月 16 日当周以来新高(万例)

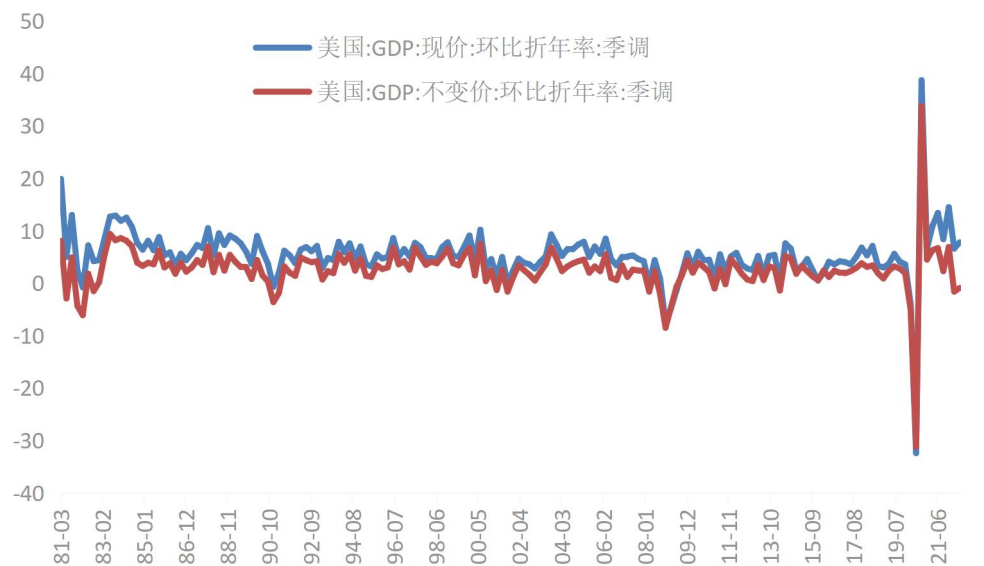


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

**第四**，海外主要经济体大幅加息。7 月 28 日美联储决定再次加息 75 个基点，称高度关注通胀风险，并称持续加息是适当的，坚定致力于让通胀回落到 2.0% 的目标。考虑 6 月美国 CPI 当月同比录得 9.10%，预计短期之内美联储大概率还将继续加息。7 月 21 日欧洲央行 11 年来首次宣布加息 50 个基点，结束了长达 8 年之久的“负利率时代”。7 月 29 日欧洲央行副行长金多斯称，通胀将是引导欧洲央行决策的“主要因素”。预计短期之内欧洲央行大概率还将继续加息：**一是**6 月欧元区调和 CPI 当月同比创新高；**二是**加息一次就停下来的做法并不常见，如果有的话，可能的原因是经济形势变化得非常快。

目前市场争议的焦点是，全球经济以及美国与欧元区经济是否进入衰退阶段？我们认为在地缘冲突持续存在，海外通胀高位运行，海外新冠肺炎疫情卷土重来，猴痘病例持续攀升，最为重要的是，海外主要经济体大幅度加息的背景下，全球经济增长放缓是大概率事件，全球经济即将进入衰退的“前夜”。这一判断的依据有以下四点。**第一**，先行指标方面，6 月 OECD 综合领先指标录得 99.5867，较前值下行 0.1377，连续 3 个月位于 100 荣枯线之下且持续下探，创 2021 年 1 月以来新低，与此同时，6 月摩根大通全球制造业 PMI 录得 52.20，较前值下行 0.10 个百分点，创 2020 年 9 月以来新低。主要经济体方面，7 月美国 Markit 服务业 PMI 录得 47.0，较前值大幅下行 5.70 个百分点，时隔 24 个月再次滑至荣枯线之下，表明美国服务业进入收缩状态，与此同时，7 月欧元区制造业 PMI 录得 49.60，较前值下行 2.50 个百分点，同样时隔 24 个月再次滑至荣枯线之下，表明欧元区制造业进入收缩状态。**第二**，1 季度、2 季度美国实际 GDP 环比折年率分别为 -1.60%、-0.90%，连续二个季度录得环比负增长，根据定义，进入“技术性衰退”阶段。

图 27：美国实际 GDP 环比折年率连续二个季度录得负增长，进入“技术性衰退”（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第三，7 月 26 日 IMF 年内第三次下调 2022 年和 2023 年的全球经济增长预期，具体为：下调 2022 年全球经济增速 0.40 个百分点至 3.20%，下调 2023 年全球经济增速 0.70 个百分点至 2.90%。早在 6 月 9 日，世界银行将 2022 年全球经济增长预期从此前的 4.10% 下调至 2.90%，调降幅度高达 1.20 个百分点。第四，7 月 29 日 3 个月美债收益率为 2.41%，而 10 年期美债收益率为 2.67%，二者相差 26 个基点。美联储下一次加息不论是 50 个基点，还是 75 个基点，大概率导致 3 个月与 10 年期美债收益率倒挂。根据历史经验，在长短端利率倒挂后的 12 个月左右，美国宏观经济大概率承压，相应地美联储大概率降息。

图 28：美联储下一次加息大概率导致 3 个月与 10 年期美债收益率倒挂（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

巩固经济回升向好趋势，保持战略定力，力争实现最好结果。针对国内经济，728 政治局会议有两个表述：一是“当前经济运行面临一些突出矛盾和问题，要保持战略定力，坚



定做好自己的事”；二是“全面落实疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求，巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果”。

**我们首先看第一个表述。**728 政治局会议指出“当前经济运行面临一些突出矛盾和问题”。总体而言，这些“突出矛盾和问题”可以继续用“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力来概括。**需求收缩方面**，“三驾马车”里收缩得最为严重的是房地产投资：6 月房地产开发投资完成额累计同比为-5.40%，较前值下行 1.40 个百分点，创 2020 年 4 月以来新低；如果剔除掉 2020 年 2 月的-16.30%、3 月的-7.70%，6 月的读数为该指标 1999 年 2 月有数据记录以来最低点。在 6 月主要宏观经济指标中，房地产开发投资完成额累计同比是唯一一个较前值下行的指标，是当前宏观经济的主要拖累项。此外，受疫情冲击，消费也是宏观经济的拖累项之一：6 月社会消费品零售总额累计同比-0.70%，较前值上行 0.80 个百分点，连续 3 个月位于负值区间。

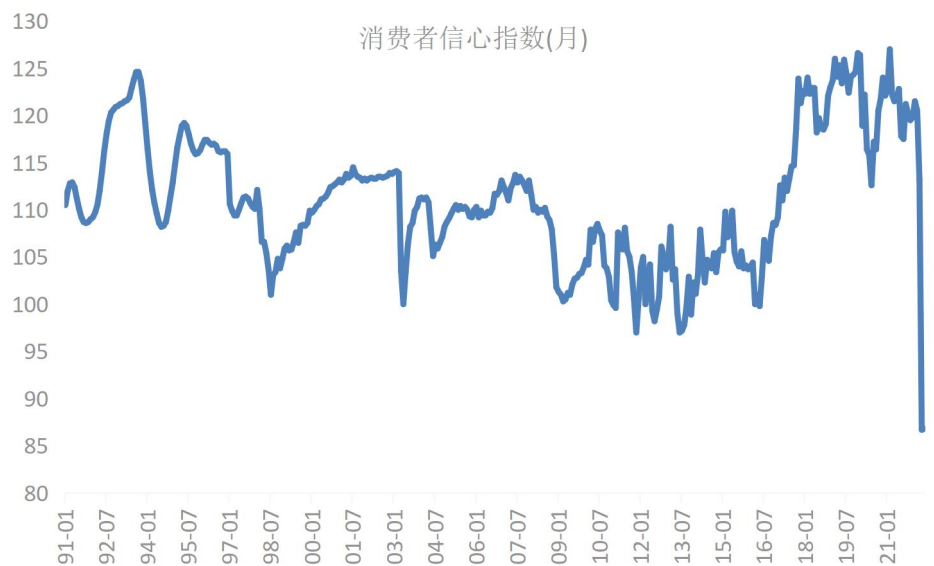
**图 29：房地产投资与消费录得负增长，是当前宏观经济的主要拖累项（%）**



**数据来源：WIND 英大证券研究所整理**

**供给冲击方面**，虽然 6 月工业增加值累计同比录得 3.40%，较前值上行 0.10 个百分点，但是并未修复至本轮疫情前水平，与此同时，6 月服务业生产指数累计同比录得-0.40%，虽然较前值上行 0.30 个百分点，但是连续 2 个月位于负值区间。**预期转弱方面**：**一是** 6 月国房景气指数为 95.40%，较前值下行 0.20 个百分点，连续 6 个月位于 100 荣枯线之下，创 2016 年 2 月以来新低；**二是** 4 月、5 月消费者信心指数分别为 86.70、86.80，居于历史绝对低位区间；**三是**从央行季度问卷调查看，2 季度银行家宏观经济热度指数录得 17.80%，较前值下行 16.60 个百分点，创 2020 年 3 季度以来新低，与此同时，2 季度企业家宏观经济热度指数录得 26.50%，较前值下行 9.20 个百分点，同样创 2021 年 1 季度以来新低；**四是** 6 月民间固定资产投资完成额累计比重为 56.40%，较前值下行 0.47 个百分点，创 2021 年 2 月以来新低，表明民间投资信心较弱。

图 30：4 月、5 月消费者信心指数分别为 86.70、86.80，居于历史绝对低位区间（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

在提出“当前经济运行面临一些突出矛盾和问题”之后，728 政治局会议指出“要保持战略定力”。此外，我们还要注意到，在“要保持战略定力”之后，728 政治局会议紧接着指出，“坚定做好自己的事”。如何理解“要保持战略定力”这一表述？对此，我们的理解有以下两个层面。**第一个层面**，虽然“当前经济运行面临一些突出矛盾和问题”，但是“不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来”。也就是说，“保持战略定力”体现为不“大水漫灌”。**第二个层面**，虽然国际环境严峻复杂，尤其是美国与欧元区等主要经济体加息缩表，但是我们要“以我为主”，“坚定做好自己的事”，不跟随海外宏观政策收紧步伐，也就是说，“保持战略定力”体现为不收紧我国宏观政策。

**我们再看第二个表述。**在 728 政治局会议召开之前，市场最为关心的是，“5.50% 左右”GDP 增速预期目标是不是要被淡化？目前看答案是肯定的。这一判断的依据有以下两点。**第一**，728 政治局会议指出，“巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果”。反观 429 政治局会议的提法是，“要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间”。虽然两次会议均提及“保持经济运行在合理区间”，但是 429 政治局会议强调“努力实现全年经济社会发展预期目标”，而 728 政治局会议仅强调“力争实现最好结果”，此外，728 政治局会议强调“着力稳就业稳物价”，在这部分未明确提及“稳增长”。**第二**，728 政治局会议指出，“经济大省要勇挑大梁，有条件的省份要力争完成经济社会发展预期目标”。其中，“有条件的省份要力争完成经济社会发展预期目标”表明部分省市完成经济社会发展预期目标的概率较低。此外，“经济大省”的指向很明确，就是经济总量在全国排名靠前的省份，结合李克强总理在东南沿海省份政府主要负责人经济形势座谈会上指出，“东南沿海 5 省市经济体量占全国 1/3 以上，财政收入占比近 4 成，在地方对中央财政净上缴中贡献近 8 成”，预计东南沿海 5 省市在“勇挑大梁”的名单之中。



坚持“动态清零”总方针不动摇，算清中长期的经济账与政治账。728 政治局会议 6 次提及“疫情”，少于 429 政治局会议的 7 次，但是这也可以理解，毕竟 429 政治局会议召开时我国疫情十分严重。此外，728 政治局会议与 429 政治局会议的一个共同点是，均用一个自然段阐述疫情防控相关事宜，区别点是，728 政治局会议用了 210 个字，远高于 429 政治局会议的 137 个字。以上表明 728 政治局会议对“疫情防控”的重视程度有增无减。

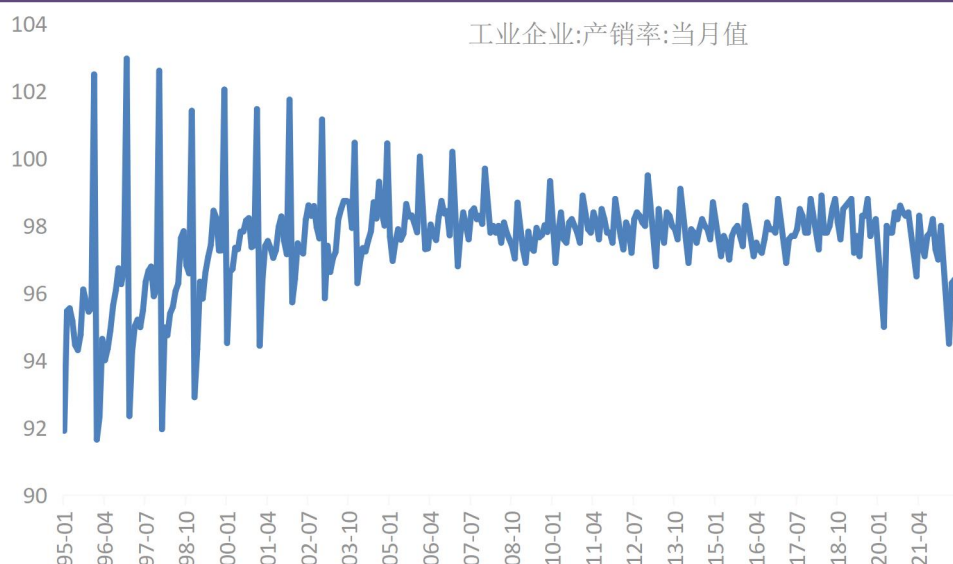
在本轮上海疫情得到有效控制之后，社会层面部分人士对疫情防控的预期是，向海外部分国家全方位放开疫情管控的做法看齐，不需要再坚持“动态清零”，认为其损害了经济运行的效率。对此，我们并不认同。打个不是很恰当的比喻，“稳增长”相当于“砍柴”，而疫情防控相当于“磨刀”。诚然，放开疫情防控，在短期内有利于提高经济运行的效率，但是在海外新冠肺炎新增确诊病例不断攀升，以及新冠肺炎病毒时有变异的情况下，一旦完全放开疫情管控，则不排除国内疫情再次恶化的可能，届时可能对经济增长形成极大的冲击，摧毁短期由于放开疫情管控所带来的经济增长。可以这么说，只有防控好疫情，经济增长才能行稳致远，也就是“磨刀不误砍柴工”。以上分析的是疫情防控的“经济账”。

我们具体看 728 政治局会议对疫情防控的部署。**第一**，“我们有效统筹疫情防控和经济社会发展工作，疫情防控取得积极成效，经济社会发展取得新成绩”。从“有效统筹”、“取得积极成效”以及“取得新成绩”等表述可以看出会议高度认可对“外防输入、内防反弹”总策略和“动态清零”总方针。**第二**，在“取得积极成效”以及“取得新成绩”的基础上，会议旗帜鲜明地指出“坚持就是胜利”，以及“出现了疫情必须立即严格防控，该管的要坚决管住，决不能松懈厌战”，也就是说，至少在年内还将坚持“外防输入、内防反弹”总策略和“动态清零”总方针。**第三**，会议指出“要高效统筹疫情防控和经济社会发展工作”，“要坚决认真贯彻党中央确定的新冠肺炎防控政策举措，保证影响经济社会发展的重点功能有序运转，该保的要坚决保住”。**第四**，针对市场认为应该放开疫情防控的观点，会议阐释了“疫情防控和经济社会发展的关系”，提出“要综合看、系统看、长远看，特别是要从政治上看、算政治账”。所谓的“综合看、系统看、长远看”，其内涵与我们在上文提到的“磨刀不误砍柴工”，也就是疫情防控的“经济账”应该有较强关联。所谓的“从政治上看、算政治账”有三方面含义：**一是**“高效统筹疫情防控和经济社会发展工作”体现了我国高水平的政府治理能力；**二是**成功的疫情防控，与海外疫情的再度失控形成鲜明的对比，展现了社会主义制度集中力量办大事的优越性；**三是**“动态清零”虽然耗费一定的财政资源，但是能够及时发现疫情的苗头，避免疫情严重化，体现了浓浓的“人文关怀”。**第五**，会议指出三个“坚持”，分别是“坚持人民至上、生命至上”，“坚持外防输入、内防反弹”，“坚持动态清零”。其中，“坚持人民至上、生命至上”体现了“人本思想”，是“政治账”的组成部分，而“坚持外防输入、内防反弹”与“坚持动态清零”分别是总策略与总方针。**第六**，会议指出，“要做好病毒变异跟踪和新疫苗

新药物研发”。在病毒时有变异的情况下，要想完全控制住疫情，研发出有效的新疫苗新药物是必要条件之一。

宏观政策主基调弱于预期，但内外压力使得宏观政策力度还将维持在较高水平。在宏观政策的主基调方面，728 政治局会议的“宽松”力度低于 429 政治局会议。这一判断的依据有以下四点。**第一**，728 政治局会议提出“宏观政策要在扩大需求上积极作为”，而 429 政治局会议的主基调是，“要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间”。728 政治局会议关于主基调的表述只有 15 个字，明显少于 429 政治局会议的 47 个字。具体看，429 政治局会议提出“要加大宏观政策调节力度”，“加大”一词具有很强的指向性，而 728 政治局会议的“要在扩大需求上积极作为”，并没有很明显的边际意义上宽松力度的指向性。此外，429 政治局会议明确指出宏观调控要达到的结果，即“扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间”，但是 728 政治局会议并没有指出要达到的结果。

图 31：6 月工业企业产销率为近 3 个月新低，且处于历史低位区间（%）



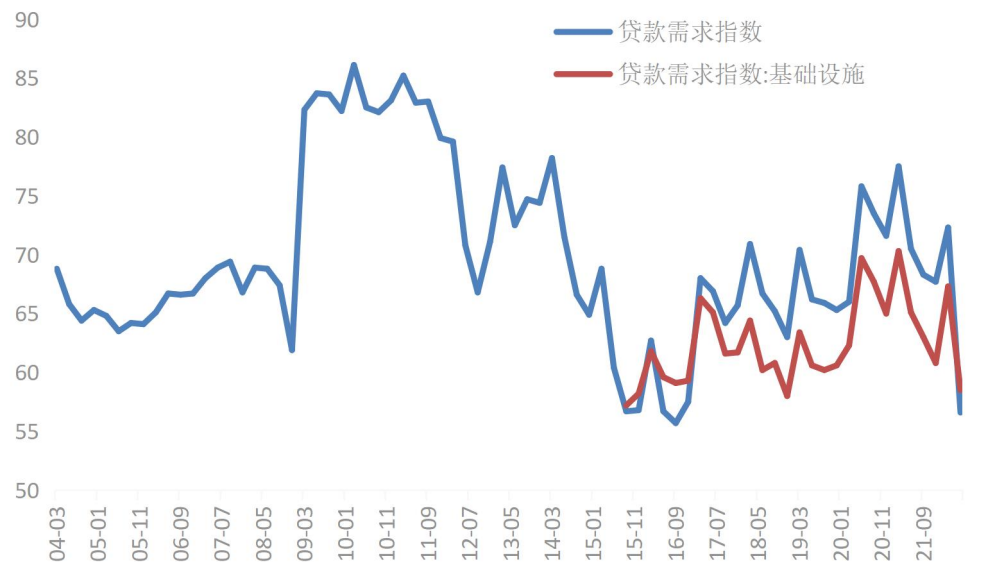
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

**第二**，728 政治局会议着力扩大需求，体现在两点：一是“宏观政策要在扩大需求上积极作为”；二是财政货币政策要有效弥补社会需求不足。确实，需求疲弱是当前我国宏观经济的主要矛盾，并且在产需这一对矛盾中，需求是矛盾的主要方面，一个例证是 6 月工业企业产销率为 96.0%，较前值下行 0.40 个百分点，为近 3 个月新低，且处于历史低位区间，主因需求绝对或者相对弱于生产。但是相比而言，429 政治局会议“扩需求”的力度更大，体现为“要全力扩大国内需求”，“要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度”。**第三**，财政政策方面，728 政治局会议指出，“用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额”，而 429 政治局会议的提法则是“实施好退税减税降费等政策”。对比可以看出，专项债是下半年扩内需的



重要抓手，这就意味着基建投资是扩内需的主要抓手之一。**第四**，货币政策方面，728 政治局会议指出，“要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金”。2 季度贷款需求指数为 56.60%，较前值大幅下行 15.70 个百分点，创 2016 年 10 月以来新低。如果剔除掉 2016 年 9 月的 55.70，则为 2004 年 1 月有数据记录以来最低值。此外，728 政治局会议指出，“用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金”，可见基础设施是货币政策的主要支持方向，但是 2 季度基础设施贷款需求指数为 58.50%，较前值下行 8.80 个百分点，创 2016 年 1 季度以来新低。其中，3-4 月疫情冲击是基础设施贷款需求指数下行的主因，但是 2 季度 58.50% 的读数，低于 2020 年 1 季度的 62.30%，彼时疫情严重程度不亚于今年 3-4 月。这一现象表明 2022 年 2 季度基础设施贷款需求指数低迷，除了疫情的影响之外，还有其他原因，可能是对宏观经济的预期较为疲弱。

图 32：2022 年 2 季度基础设施贷款需求指数低迷（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

728 政治局会议通稿中表述的宏观政策“主基调”的力度低于 429 政治局会议，根本原因是 429 政治局会议召开时，新冠肺炎疫情还十分严重，与此同时，国内宏观经济大幅承压，如 4 月工业增加值当月同比仅为-2.90%。728 政治局会议召开时，国内新冠肺炎疫情已经得到有效控制，且主要经济指标处于修复回升状态，因此宏观政策“主基调”的力度相对 429 政治局会议减弱亦属正常。此外，即使“大水漫灌”，在疫情不时反弹，叠加海外经济承压的背景下，全年实现 5.50% 左右的 GDP 增速预期目标还面临很大困难，姑且不论“大水漫灌”大概率造成中长期不良影响。因此，728 政治局会议宏观政策主基调的力度低于 429 政治局会议符合常理。

**值得提醒的是**，决定我国宏观政策力度的最根本因素是国内宏观经济走势。在美联储与欧洲央行加息缩表的背景下，叠加美国 Markit 服务业 PMI 跌破荣枯线，以及欧元区制造



业 PMI 跌破荣枯线，预计下半年我国外需大概率承压。在此背景下，内需的重要性就凸显出来。但是在新冠肺炎疫情反弹压力下，叠加房地产投资增速在中短期难言反转，预计我国内需还将承受一定压力，一个例证是，最新公布的 7 月我国制造业 PMI 录得 49.0%，较前值下行 1.20 个百分点，时隔 1 个月再次跌至荣枯线之下。综合以上两个方面，虽然在宏观政策的主基调方面，728 政治局会议的力度低于 429 政治局会议，但是在“着力稳就业稳物价”的背景下，考虑到外需承压，必须有效提振内需，但是目前内需疲弱，因此在内外压力共同作用下，下半年我国宏观政策的力度还将维持在较高水平。

**基建投资依旧是扩内需的“主力军”，房地产市场首要目标是保持稳定。**三驾马车方面，728 政治局会议两处提及基建投资，一处提及房地产，一处提及出口，未提及消费与制造业。反观 429 政治局会议，一处提及基建投资，一处提及房地产，一处提及消费，未提及出口以及制造业。我们具体分析如下。

**基建方面**，728 政治局会议指出，“货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金”，以及“要提高产业链供应链稳定性和国际竞争力，畅通交通物流，优化国内产业链布局，支持中西部地区改善基础设施和营商环境”。反观 429 政治局会议指出，“要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设”。对比而言，429 政治局会议虽然只提及一次基建，但是“全面加强”这一表述的力度非常大，而 728 政治局会议两次提及基建，主要从资金来源以及投资区域来谈。鉴于 728 政治局会议两次明确提及基建投资，此外财政政策部分的专项债与基建投资高度相关，叠加考虑 7 月交通运输部召开全国交通运输 2022 年半年工作视频会，要求下半年积极扩大交通有效投资，加快建设国家综合立体交通网，主动服务国家重大战略实施，预计基建投资还是下半年“稳增长”的重要抓手，依旧是扩内需的“主力军”。

**房地产方面**，728 政治局会议指出，“要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生”。对比 429 政治局会议的提法，“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展”，除了“支持刚性和改善性住房需求”这一表述完全一致之外，两次政治局会议对房地产市场表述的区别主要体现在以下四点。**第一**，429 政治局会议“促进房地产市场平稳健康发展”的提法被“要稳定房地产市场”所代替，并从最后一位提至第一位。与“促进房地产市场平稳健康发展”提法相比，“要稳定房地产市场”强调“稳定”二字，具有较强的解决问题导向，被放在第一位，表明需要尽快解决相关问题。**第二**，2016 年被首次提出，并且长期以来居于第一位的“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”被移至第二位。一方面表明中央坚持“房住不炒”的决心，另一方面表明当前房地产市场所面临的问题较为紧迫。**第三**，728 政治局会议用“因



城施策用足用好政策工具箱”代替 429 政治局会议的“支持各地从当地实际出发完善房地产政策”。客观而言，“因城施策”与“支持各地从当地实际出发”表述基本一致，差异在于“用足用好政策工具箱”与“完善房地产政策”。相比而言，“用足用好”的用语强于“完善”，“政策工具箱”与“房地产政策”相比，具有更强的实操意味。可以这么说，在前期“完善房地产政策”的基础上，目前进入“用足用好政策工具箱”阶段。**第四**，728 政治局会议用“压实地方政府责任，保交楼、稳民生”代替 429 政治局会议“优化商品房预售资金监管”。其中，“保交楼”第一次出现在政治局会议通稿之中。近期房地产市场相关事件在两个角度利空房地产投资增速：**一**是对房地产市场的信心产生一定冲击，压制国房景气指数；**二**是提高居民对房地产市场的观望程度，利空商品房销售面积累计同比，而商品房销售面积累计同比则是房地产投资增速的领先指标。压实地方政府责任以实现“保交楼”在提振市场信心的同时，利多商品房销售面积累计同比，二者均有助于房地产投资增速企稳。

**消费方面**，728 政治局会议并未明确提及消费，反观 429 政治局会议则明确指出“要发挥消费对经济循环的牵引带动作用”。728 政治局会议未明确提及消费，是不是意味着不发挥消费对经济的拉动作用呢？其实不然。7 月 30 日李克强总理主持召开国务院常务会议，部署进一步扩需求举措，推动有效投资和增加消费等，明确指出“推动消费继续成为经济主拉动力”，并提出 8 条举措，主要聚焦汽车消费、住房消费、家电与绿色建材等房地产后周期消费、数字消费等领域。其中，在限额以上消费中占比第一的汽车消费“引人注目”，相关举措有 3 条，分别是：“除个别地区外，限购地区要逐步增加汽车增量指标数量、放宽购车人员资格限制”；“打通二手车流通堵点”；“延续免征新能源汽车购置税政策”。

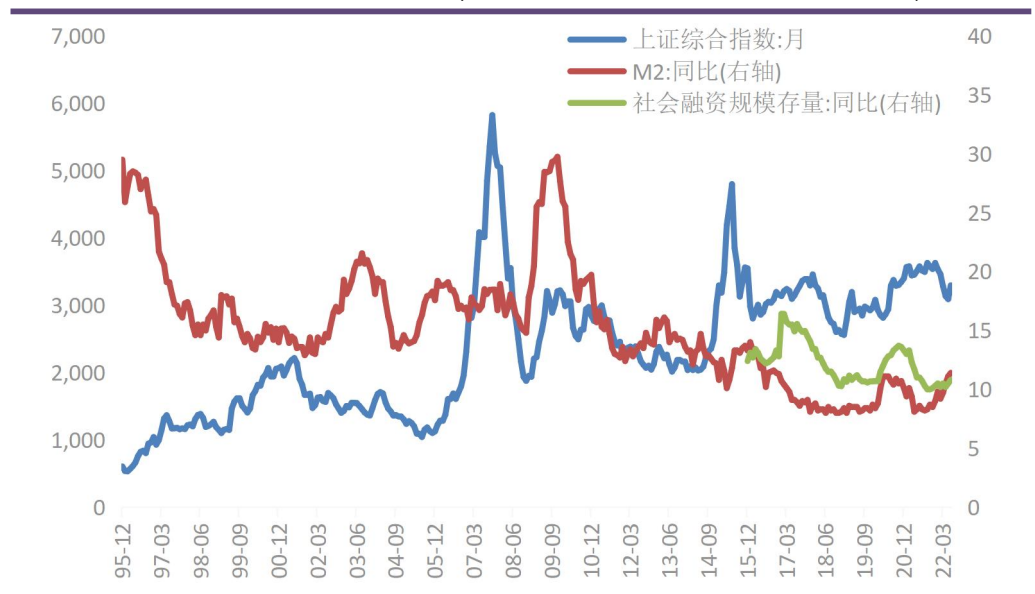
**淡化 GDP 增速目标叠加外围因素令 A 股承压，但 A 股有韧性且不失结构性机会。**在 7 月 25 日党外人士座谈会上，习近平总书记提出，“要落实国家总体安全观，强化粮食安全保障，提升能源资源供应保障能力，保持金融市场总体稳定”。单就“保持金融市场总体稳定”这一表述而言，容易让人联想到 A 股市场。728 政治局会议指出，“要保持金融市场总体稳定，妥善化解一些地方村镇银行风险，严厉打击金融犯罪”。至此，应该看到“保持金融市场总体稳定”，更倾向于处理“地方村镇银行风险”，以及打击相应的“金融犯罪”。

毫无疑问，A 股市场是最重要的金融市场之一。429 政治局会议指出，“要及时回应市场关切，稳步推进股票发行注册制改革，积极引入长期投资者，保持资本市场平稳运行”，彼时 A 股市场处于低位，因此通稿对资本市场着墨甚多。在 429 政治局会议之后，上证综合指数自 3000 点之下的低位反弹至 3400 点附近。在当前 A 股市场处于 3000 点之上的背景下，市场关注的焦点是，728 政治局会议对 A 股市场影响如何？总体而言，728 政治局会议对 A 股市场形成一定利空：**一**是淡化“5.50%左右”的 GDP 增速目标，利空 A 股市场分子端；**二**是宏观政策的力度弱于预期，尤其是未提及降息降准，利空 A 股市场分母端；**三**是降低 A

股市场的风险偏好。此外，全球经济增速放缓将在一定程度上影响我国出口增速，难免对传导至 A 股市场。跳出经济学的范畴，近期美国众议长佩洛西计划访台事件也在一定程度上影响 A 股市场情绪。以上均对 A 股市场形成一定压力。

即便如此，A 股市场依旧面临支撑。**第一**，经济增速方面，728 政治局会议指出，“巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果”。这一描述具有一定的“稳增长”色彩：**一**是要继续维持“经济回升向好趋势”；**二**是“稳就业”本身就隐含“稳增长”的基因；**三**是明确提出“保持经济运行在合理区间”；**四**是“力争实现最好结果”，也就是说，即使“5.50%左右”的 GDP 增速预期目标无法实现，也要尽全力缩小与预期目标之间的差距。**第二**，宏观政策方面，“要在扩大需求上积极作为”，“财政货币政策要有效弥补社会需求不足”，表明扩内需还是下半年的重点工作。**第三**，“要保持金融市场总体稳定”。一旦上证综合指数跌破 3000 点，则在“要保持金融市场总体稳定”的要求以及回应“市场关切”背景下，不排除出台相关举措。**第四**，在“加大对企业的信贷支持”的背景下，我们认为 M2 同比与社会融资规模存量同比大概率分别在 6 月 11.40%、10.80 的基础上维持在较高位置。从历史经验看，在 M2 同比位于高位的背景下，上证综合指数大幅下跌概率较低。

图 33：在 M2 同比位于高位的背景下，上证综合指数大幅下跌概率较低（点；%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

728 政治局会议给 A 股市场带来的结构性机会有两个。**第一**，“要提升能源资源供应保障能力，加大力度规划建设新能源供给消纳体系”。在“双碳”这一战略目标的指引下，能源生产、能源输送与能源使用已成为资本市场关注的焦点，其中，储能设备在新能源供给消纳体系具有重要地位，在系统调节和支撑方面具有广大的潜力空间。**第二**，“要推动平台经济规范健康持续发展，完成平台经济专项整改，对平台经济实施常态化监管，集中推出一批‘绿灯’投资案例”。这一表述与 429 政治局会议基本一致。在此次疫情中，“平





台经济”发挥了积极作用，如足不出户采购日常生活用品，解决了民生问题，并对物价上涨起到一定抑制作用。因此，应该客观、辩证看待“平台经济”在社会生活中的作用。

## 2 推动有效投资和增加消费，宏观政策要在扩大需求上积极作为

### 2.1 支持重大项目建设，加大重点工程以工代赈力度

6月29日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议。会议指出，要贯彻党中央、国务院部署，实施好稳健的货币政策，运用好结构性货币政策工具，增强金融服务实体经济能力，为稳住经济大盘、稳就业保民生有效助力。通过政策性、开发性金融工具加大重大项目融资支持，有利于在坚持不搞大水漫灌、不超发货币条件下，更好发挥引导作用，疏通货币政策传导机制，促进银行存贷款在规模和结构上更好匹配，实现扩大有效投资、带动就业、促进消费的综合效应。会议决定，运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资3000亿元，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金、但不超过全部资本金的50%，或为专项债项目资本金搭桥。财政和货币政策联动，中央财政按实际股权投资额予以适当贴息，贴息期限2年。引导金融机构加大配套融资支持，吸引民间资本参与，抓紧形成更多实物工作量。

会议指出，以工代赈受益面大、带动效应强，能为群众特别是农民工、脱贫人口等规模性提供务工岗位，支持他们通过劳动增加收入，进而拉动消费特别是县域消费，是稳就业保民生的重要举措，要加大实施力度。一是政府投资重点工程要在确保质量安全等前提下，能用尽用以工代赈。二是在重点工程配套设施建设中实施一批以工代赈中央预算内投资项目，劳务报酬占中央资金比例由原规定的15%以上提高到30%以上。三是在项目前期准备和建设各环节明确以工代赈任务要求，督促及时足额发放劳务报酬。会议强调，我国交通发展成就显著，但交通网络人均密度仍然较低，要加大补短板投资，带动就业和消费增加，增强经济社会发展支撑能力。年内再开工一批国家高速公路联通、省际公路瓶颈路段畅通、内河水运通道建设、港口功能提升等工程。引导金融机构提供长期低利率贷款。

### 2.2 加大稳健货币政策的实施力度，为实体经济提供更有力的支持

7月15-16日，二十国集团（G20）轮值主席国印度尼西亚以线上线下相结合的方式，在巴厘岛主持召开今年第三次G20财长和央行行长会议。会议主要讨论了全球经济形势、国际卫生、国际金融架构、可持续金融、金融部门改革、基础设施投资、国际税收等议题。

会议总体认为，当前全球经济复苏和金融稳定面临多重挑战，新冠疫情、通货膨胀、地缘局势等风险持续，粮食和能源供给、资本流动波动等问题突出。在此背景下，各方要坚持多边主义，加强政策协调，充分发挥G20作为国际经济合作主要平台的作用，维护价格稳定，避免负面溢出，以灵活、精准的方式运用各类政策工具共同应对当前挑战。

各方支持继续为低收入国家应对经济冲击提供帮助。会议肯定了特别提款权（SDR）转借上的进展，期待国际货币基金组织（IMF）尽早启动“韧性与可持续性信托”运作，为有需要的国家提供长期资金支持。参会各方支持继续以及时、有序、协调的方式，在个案基础上落实关于债务处置的共同框架。

各方同意应继续完善国际金融架构。各方承诺维护以IMF为中心的全球金融安全网，推动按期在2023年底完成IMF第16次份额总检查；总体支持通过发展本币资本市场、促进可持续资本流动提高国际金融架构的韧性。

会议肯定了发展转型金融的重要意义。各方一致欢迎G20可持续金融工作组在制定转型金融政策框架上取得的积极进展，总体支持继续推进鼓励金融机构落实净零承诺、提高可持续金融的可得性和可负担性等工作。各方将继续落实《G20可持续金融路线图》，引导市场资金支持有序低碳转型。

参会各方普遍认为应进一步提高全球金融体系的抗风险能力。各方支持在相关国际标准的落实上加强协调，着力防范跨境溢出，维护全球金融稳定。各方支持继续落实《G20跨境支付路线图》，同意加强跨境协调，严格对稳定币等各类加密资产的监管。

易纲行长在发言中介绍了中国经济金融形势，表示中国通胀较低，预期保持稳定，受疫情和外部冲击的影响，中国经济面临一定下行压力，人民银行将加大稳健货币政策的实施力度，为实体经济提供更有力的支持。易纲行长表示，人民银行将继续牵头做好制定转型金融政策框架等工作，与各方共同推进落实《G20可持续金融路线图》，发挥好金融在支持碳达峰碳中和上的重要作用。

### **2.3 保持战略定力，宏观政策要在扩大需求上积极作为**

7月28日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议认为，今年以来，面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，我们有效统筹疫情防控和经济社会发展工作，疫情防控取得积极成效，经济社会发展取得新成绩。全国上下付出了艰辛努力，成绩值得充分肯定。同时，当前经济运行面临一些突出矛盾和问题，要保持战略定力，坚定做好自己的事。

会议强调，做好下半年经济工作，要坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，全面落实疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求，巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。会议指出，坚持就是胜利。要高效统筹疫情防控和经济社会发展工作。对疫情防控和经济社会发展的关系，要综合看、系统看、长远看，特别是要从政治上看、算政治账。要坚持人民至上、生命至上，坚持外防输入、内防反弹，坚持



动态清零，出现了疫情必须立即严格防控，该管的要坚决管住，决不能松懈厌战。要坚决认真贯彻党中央确定的新冠肺炎防控政策举措，保证影响经济社会发展的重点功能有序运转，该保的要坚决保住。要做好病毒变异跟踪和新疫苗新药物研发。

会议强调，宏观政策要在扩大需求上积极作为。财政货币政策要有效弥补社会需求不足。用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额。货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。要提高产业链供应链稳定性和国际竞争力，畅通交通物流，优化国内产业链布局，支持中西部地区改善基础设施和营商环境。会议指出，要全方位守住安全底线。要强化粮食安全保障，提升能源资源供应保障能力，加大力度规划建设新能源供给消纳体系。要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。要保持金融市场总体稳定，妥善化解一些地方村镇银行风险，严厉打击金融犯罪。要压实安全生产责任。

#### 2.4 推动有效投资和增加消费，确保实现全年粮食丰收

7月29日，国务院总理李克强7月29日主持召开国务院常务会议，部署进一步扩需求举措，推动有效投资和增加消费；部署毫不松懈抓好秋粮生产，确保实现全年粮食丰收。

会议指出，要贯彻党中央、国务院部署，按照疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求，抓住当前重要时间节点，巩固经济恢复基础，保持今年经济运行在合理区间。稳经济很重要的是稳就业稳物价。要综合施策扩大有效需求。一是发挥有效投资对经济恢复发展的关键性作用。投资要注重有效性，既及时果断决策实施、不贻误时机，又不搞大水漫灌、不能“萝卜快了不洗泥”。加快中央预算内投资项目实施，督促地方加快专项债使用。以市场化方式用好政策性开发性金融工具，支持的项目要符合“十四五”等规划，既利当前又惠长远，主要投向交通、能源、物流、农业农村等基础设施和新型基础设施，不得用于土地储备和弥补地方财政收支缺口等。项目要条件成熟、有效益、能尽快发挥作用，竞争性产业要完全靠市场化发展。有效投资重要项目协调机制要继续高效运转，开辟绿色通道、实行并联审批，依法依规加快办理用地用能环评等手续，在确保工程质量前提下在三季度尽快形成更多实物工作量。二是推动消费继续成为经济主拉动力。除个别地区外，限购地区要逐步增加汽车增量指标数量、放宽购车人员资格限制。打通二手车流通堵点。延续免征新能源汽车购置税政策。支持刚性和改善性住房需求。鼓励地方对绿色智能家电、绿色建材等予以适度补贴或贷款贴息。加快线上线下消费融合，积极发展数字消费。深入贯彻落实餐饮、零售、旅游、交通运输等困难行业扶持政策，全面延续服务业增值税加计抵减，确保应享尽享，帮扶服务业市场主体渡过难关、支撑消费。

会议指出，当前我国物价总体平稳，这在全球普遍高通胀下实属不易。民以食为天，粮价是百价之基。今年夏粮产量创历史新高，要毫不松懈抓好秋粮这个粮食生产大头，确



保全年粮食产量保持在 1.3 万亿斤以上。要压实责任，不误农时落实晚稻和晚秋粮食种植面积。加强化肥等农资供应和田间管理，有效防范旱涝、病虫害等灾害。早稻和秋粮要保质保量归仓，鼓励多元市场主体入市收购。及时启动稻谷最低收购价，保障种粮农民收益。今夏中央财政再发放一次农资补贴，地方政府予以配套。对稻谷集中育秧中心建设给予财政金融支持，以利推广双季稻。

## 2.5 保持货币信贷平稳适度增长，稳妥化解重点领域风险

8 月 1 日，人民银行召开 2022 年下半年工作会议，深入学习贯彻党中央、国务院关于经济金融工作的决策部署，总结上半年各项工作，分析当前经济金融形势，对下半年重点工作作出部署。

**会议要求**，人民银行系统要按照党中央、国务院决策部署，进一步履行好金融委办公室职责，坚持稳中求进工作总基调，保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，保持金融市场总体稳定，巩固经济回升向好趋势，抓好政策措施落实，着力稳就业、稳物价，**发挥有效投资的关键作用**，保持经济运行在合理区间。**一是保持货币信贷平稳适度增长。**综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。引导金融机构增加对实体经济的贷款投放，保持贷款持续平稳增长。引导实际贷款利率稳中有降。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施领域建设。加大金融支持民营小微企业等重点领域力度。**二是稳妥化解重点领域风险。**防范化解中小银行风险。因城施策实施好差别化住房信贷政策。保持房地产信贷、债券等融资渠道稳定，加快探索房地产新发展模式。督促平台企业全面完成整改，实施规范、透明、可预期的常态化监管，发挥好平台经济创造就业和促进消费的作用。**三是完善宏观审慎管理体系。**开展宏观审慎压力测试。落实系统重要性银行附加监管要求，出台系统重要性保险公司评估办法。把好金融控股公司市场准入关，对金融控股公司开展全方位监管。**四是深化金融市场改革。**加快推动柜台债券市场发展，建立完善债券托管、做市、清算、结算等多层次基础设施服务体系。推进票据、黄金、货币、衍生品市场健康发展。优化境外机构境内债券发行资金管理，统一银行间和交易所债券市场对外开放资金管理政策，完善境内企业境外上市外汇管理政策。稳步推进跨国公司本外币一体化资金池试点工作。加强预期管理和跨境资金流动宏观审慎管理。提升外汇储备经营管理能力。**五是稳步提升人民币国际化水平。**加强本外币政策协同。夯实贸易投资人民币结算的市场基础。支持境外主体发行“熊猫债”，稳步推动“互换通”启动工作，提高人民币金融资产的流动性。支持离岸人民币市场健康有序发展。**六是深入参与全球金融治理。**持续做好 G20 可持续金融牵头工作。依托各多边平台，推进全球宏观政策协调。进一步完善金融领域准入前国民待遇加负面清单管理模式，提升境外投资者投资中国市场的便利性。**七是持续提升金融服务和管理水平。**统筹推进金融法律体系建设。进一步强化“研究立行”。持续推进区域金融改革创新。推进金融业综合统计标准协调和有效执行。提升支付服务实体经济能力。加强金融科技应用与管理。稳





妥做好货币金银和安全保卫重点工作。有序扩大数字人民币试点。深入推进国库高质量发展和征信体系建设。扎实开展反洗钱工作。严肃查处侵害金融消费者权益的违法违规行为。提升内部管理规范性和有效性。

---

## 风险提示及免责声明

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。

---