

## 经济修复方向不变 地产决定步伐快慢

### 摘要:

作者: 宏观策略组 李彦森

执业编号: F3050205(从业) Z0013871(投资咨询)

联系方式: 010-68518392/liyansen@foundersc.com

投资咨询业务资格: 京证监许可【2012】75号

成文时间: 2022年8月3日星期三

二季度 GDP 增速低已现, 6 月主要经济数据好转, 得益于疫情影响基本消除、全面复工复产以及供应链修复。6 月当月名义和实际工业产出均回升, 加库存导致产销率下降, 出口交货值上升则与出口高增长一致。中游制造业、第三产业均有明显改善, 制造业补库正在加速。需求尤其是消费明显恢复, 居民社交、出行、办公、物流正常化, 耐用品出现“报复性消费”。餐饮服务等服务改善帮助底层经济稳定。消费复苏逻辑正从耐用品转向服务。投资走强仍依赖基建, 背后是 6 月底和 8 月底前专项债发行和资金使用带来的资金端支持。下半年能否有新地方债增量, 决定基建增长空间。制造业投资在产出加库存、外需有韧性状况下也有超季节性增长。主要风险仍是房地产, 短期流动性紧张等投资制约尚未解除, 房屋销售弱复苏对投资的影响或仍需等待一个季度才显现。CPI 和 PPI 一升一降的价格趋势不变, 猪肉和大宗商品价格仍是主要影响因素。货币政策维持宽松大方向不变前提下, 短期已进入观望。综合来看, 6 月除房地产之外, 供需主要方面已经重回正轨, 并且回补前期产出、库存缺口的同时出现加速增长。短期快速增长并完全回补库存缺口后, 7 月增长趋势已转为平稳, 未来需继续关注总需求改善, 重点仍是基建、地产、外需三方面。实现全年经济目标具有较大困难, 但上半年弱、二季度底、下半年增的经济运行节奏不变, 下半年仍是加库存周期为主。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

## 目录

|      |                          |    |
|------|--------------------------|----|
| 第一部分 | 经济将继续上行 房地产仍待修复 .....    | 3  |
| 一、   | 工业产出持续好转 .....           | 4  |
| 二、   | 基建支持投资不变 房地产仍有风险 .....   | 6  |
| 三、   | “报复性消费”后关注服务消费 .....     | 9  |
| 四、   | 外需回补缺口 出口增速加快 .....      | 10 |
| 五、   | 产量回升抵消价格下降 利润继续改善 .....  | 11 |
| 第二部分 | 疫情结束后 CPI、PPI 趋势不变 ..... | 13 |
| 一、   | 服务价格继续带动 CPI 上行 .....    | 13 |
| 二、   | PPI 基数暂时回落 走弱趋势不变 .....  | 14 |
| 第三部分 | 货币宽松放慢 关注财政刺激增量 .....    | 15 |
| 一、   | 政府融资支持社融 居民长贷仍需修复 .....  | 16 |
| 二、   | 财政支持基建 关注地方债新增量 .....    | 19 |
| 第四部分 | 汇率震荡走弱 疫情已过最艰难时期 .....   | 21 |
| 一、   | 人民币汇率继续弱势震荡 .....        | 21 |
| 二、   | 疫情反复对经济有负面影响 .....       | 24 |

## 第一部分 经济将继续上行 房地产仍待修复

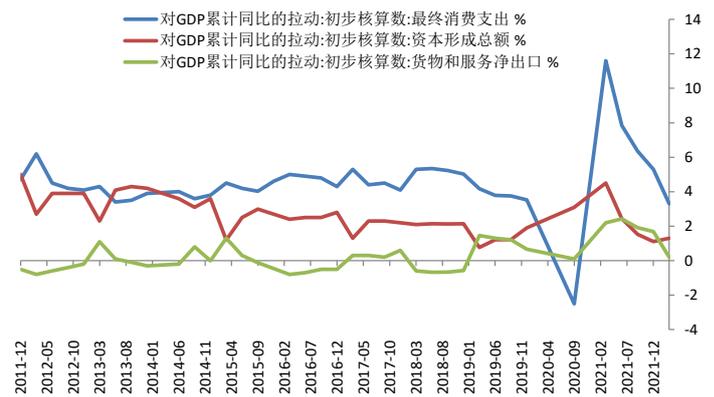
二季度 GDP 增速低已经出现，且 6 月主要经济数据继续好转，得益于疫情影响基本消除、全面复工复产以及供应链的修复。产出方面，名义和实际工业增加值均有回升，加库存导致产销率下降，但出口交货值继续上升与出口维持高增长一致。分项表明中游制造业、第三产业均有明显改善，制造业补库正在加速。需求总体表现也较好，尤其是消费明显恢复，居民社交、出行、办公、物流也已经正常化，耐用品存在“报复性消费”特点。餐饮服务为代表的服务业改善，有助于底层经济重回正轨。后期消费复苏的逻辑逐步从耐用品转向服务。投资需求走强主要仍依赖基建，背后是决策层要求 6 月底和 8 月底前完成专项债发行和资金使用带来的资金端支持。下半年能否提前下达明年地方债额度，将决定基建进一步增长空间。制造业投资在产出加库存、外需有韧性状况下也有超季节性增长。主要风险项仍在房地产方面，短期流动性紧张等投资制约尚未解除，房屋销售弱复苏对投资的影响或仍需等待一个季度才显现。综合来看，6 月除房地产之外，供需主要方面已经重回正轨，并且回补前期产出、库存缺口的同时出现加速增长。短期快速增长并完全回补库存缺口后，7 月增长趋势已转为平稳，未来需继续关注总需求改善，重点仍是基建、地产、外需三方面。实现全年经济目标具有较大困难，但上半年弱、二季度底、下半年增的经济运行节奏不变，下半年仍是加库存周期为主。

图 1 名义和实际 GDP 增速以及 GDP 平减指数



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 2 GDP 中“三驾马车”变动情况



数据来源：Wind、方正中期研究院

表 1 不同情境下的全年 GDP 增速预期

| 2022            | Q1 当季 | Q2 当季 | Q3 当季 | Q4 当季 | 全年累计  |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 实际 GDP 同比<br>增速 | 4.80% | 0.40% | 7.00% | 7.00% | 4.90% |
|                 |       |       | 6.50% | 6.50% | 4.63% |
|                 |       |       | 6.00% | 6.00% | 4.36% |
|                 |       |       | 5.50% | 5.50% | 4.10% |
|                 |       |       | 5.00% | 5.00% | 3.83% |

数据来源：Wind、方正中期研究院

表 2 近一年主要经济数据变动情况

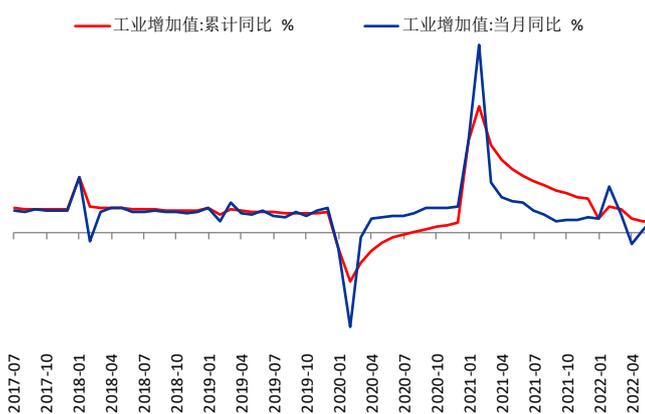
| 数据名称        | 单位  | 2020  | 2021  | 2021-08 | 2021-09 | 2021-10 | 2021-11 | 2021-12 | 2022-01 | 2022-02 | 2022-03 | 2022-04 | 2022-05 | 2022-06 |
|-------------|-----|-------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 实际GDP累计同比   | %   | 2.20  | 8.10  | --      | 9.80    | --      | --      | 8.10    | --      | --      | 4.80    | --      | --      | 2.50    |
| 名义GDP累计同比   | %   | 2.74  | 12.84 | --      | 14.14   | --      | --      | 12.84   | --      | --      | 8.95    | --      | --      | 6.26    |
| 工业增加值累计同比   | %   | 2.80  | 9.60  | 13.10   | 11.80   | 10.90   | 10.10   | 9.60    | 3.86    | 7.50    | 6.50    | 4.00    | 3.30    | 3.40    |
| 制造业PMI      | 点   | 49.92 | 50.54 | 50.10   | 49.60   | 49.20   | 50.10   | 50.30   | 50.10   | 50.20   | 49.50   | 47.40   | 49.60   | 50.20   |
| 出口金额:累计同比   | %   | 3.62  | 29.85 | 33.62   | 32.87   | 32.17   | 30.96   | 29.85   | 24.10   | 16.30   | 15.70   | 12.40   | 13.30   | 14.20   |
| 进口金额:累计同比   | %   | -0.60 | 30.07 | 35.04   | 32.54   | 31.20   | 31.21   | 30.07   | 20.60   | 16.30   | 10.20   | 7.40    | 6.70    | 5.70    |
| 贸易差额:累计值    | 亿美元 | 5240  | 6759  | 3576    | 4257    | 5105    | 5822    | 6759    | 835     | 1124    | 1584    | 2091    | 2875    | 3854    |
| 固定资产投资:累计同比 | %   | 2.90  | 4.90  | 8.90    | 7.30    | 6.10    | 5.20    | 4.90    | --      | 12.20   | 9.30    | 6.80    | 6.20    | 6.10    |
| 房地产投资:累计同比  | %   | 7.00  | 4.40  | 10.90   | 8.80    | 7.20    | 6.00    | 4.40    | --      | 3.70    | 0.70    | -2.70   | -4.00   | -5.40   |
| 基建投资:累计同比   | %   | 3.41  | 0.21  | 2.58    | 1.52    | 0.72    | -0.17   | 0.21    | --      | 8.61    | 10.48   | 8.26    | 8.16    | 9.25    |
| 制造业投资:累计同比  | %   | -2.20 | 13.50 | 15.70   | 14.80   | 14.20   | 13.70   | 13.50   | --      | 20.90   | 15.60   | 12.20   | 10.60   | 10.40   |
| 名义社会消费:累计同比 | %   | -3.90 | 12.50 | 18.10   | 16.40   | 14.90   | 13.70   | 12.50   | --      | 6.70    | 3.27    | -0.20   | -1.50   | -0.70   |
| 实际社会消费:累计同比 | %   | -5.23 | 10.70 | 16.70   | 15.02   | 13.31   | 11.91   | 10.70   | --      | 4.90    | 1.30    | -2.54   | -4.00   | -3.40   |
| GDP平减指数累计同比 | %   | 0.53  | 4.38  | --      | 3.95    | --      | --      | 4.38    | --      | --      | 3.96    | --      | --      | 3.66    |
| CPI:累计同比    | %   | 2.50  | 0.90  | 0.60    | 0.60    | 0.70    | 0.90    | 0.90    | 0.90    | 0.90    | 1.10    | 1.40    | 1.50    | 1.70    |
| 核心CPI:累计同比  | %   | 0.80  | 0.80  | 0.60    | 0.70    | 0.80    | 0.80    | 0.80    | 1.20    | 1.20    | 1.20    | 1.10    | 1.10    | 1.00    |
| PPI:累计同比    | %   | -1.80 | 8.10  | 6.20    | 6.70    | 7.30    | 7.90    | 8.10    | 9.10    | 8.90    | 8.70    | 8.50    | 8.10    | 7.70    |
| PPIRM:累计同比  | %   | -2.30 | 11.00 | 8.60    | 9.30    | 10.10   | 10.70   | 11.00   | 12.10   | 11.60   | 11.30   | 11.20   | 10.80   | 10.40   |
| M2:存量同比     | %   | 10.10 | 9.00  | 8.20    | 8.30    | 8.70    | 8.50    | 9.00    | 9.80    | 9.20    | 9.70    | 10.50   | 11.10   | 11.40   |
| 贷款余额存量同比    | %   | 12.80 | 11.60 | 12.10   | 11.90   | 11.90   | 11.70   | 11.60   | 11.50   | 11.40   | 11.40   | 11.40   | 11.00   | 11.20   |
| 社融规模存量同比    | %   | 13.30 | 10.30 | 10.30   | 10.00   | 10.00   | 10.10   | 10.30   | 10.50   | 10.20   | 10.50   | 10.20   | 10.50   | 10.80   |

数据来源: Wind、方正中期研究院

## 一、工业产出持续好转

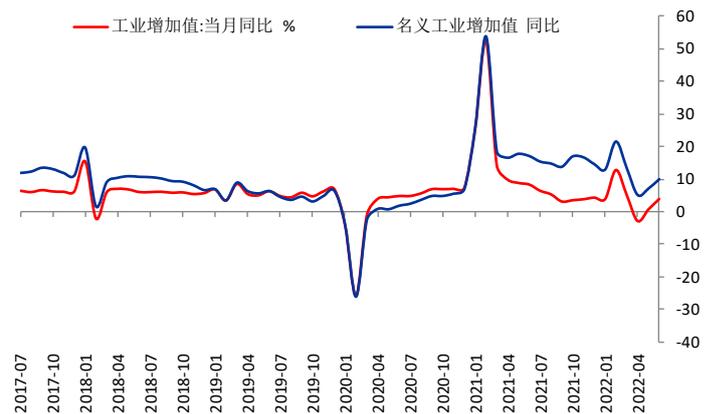
产出端仍呈现转好态势, 6月名义和实际工业增加值继续全面回升。产销率小幅下降, 与加速补库存有关。出口交货值仍在继续上升, 对应出口维持高增长。分项表明, 供应链对产出端的影响完全消除, 中上游产出更明显的恢复, 加速回补前期缺失产量, 补库存态势仍在, 尤其狭义制造业等中游行业。第三产业也明显好转, 与消费数据中餐饮服务所代表的服务业增长相对应。产出端已经重回正轨, 预计短期仍将维持一定增长。完全回补前期库存之后, 加速增长的趋势或转为平稳, 下半年加库存阶段的趋势不变。

图 3 中国工业增加值同比增速



数据来源: Wind、方正中期研究院

图 4 实际和名义工业增加值



数据来源: Wind、方正中期研究院

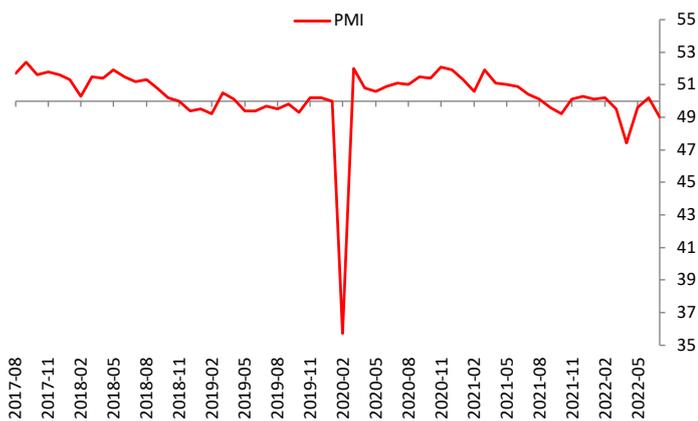
表 3 工业增加值分项数据

| 官方累计同比  | 下游行业  |         |      |       |       | 中游行业    |         |            |                  |                      |           |              |              |          |          | 上游行业         |          |           |          |          |         |        |       |
|---------|-------|---------|------|-------|-------|---------|---------|------------|------------------|----------------------|-----------|--------------|--------------|----------|----------|--------------|----------|-----------|----------|----------|---------|--------|-------|
|         |       |         |      |       |       | 加工组装    |         |            | 原材料              |                      |           |              |              |          |          |              |          |           |          |          |         |        |       |
| 日期      | 食品制造业 | 农副食品加工业 | 纺织业  | 医药制造业 | 汽车制造业 | 通用设备制造业 | 专用设备制造业 | 电气机械及器材制造业 | 计算机、通信和其他电子设备制造业 | 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 | 电力的生产和供应业 | 黑色金属冶炼及压延加工业 | 有色金属冶炼及压延加工业 | 非金属矿物制品业 | 橡胶和塑料制品业 | 化学原料及化学制品制造业 | 煤炭开采和洗选业 | 石油和天然气开采业 | 黑色金属矿采选业 | 有色金属矿采选业 | 非金属矿采选业 | 开采辅助活动 | 其他采矿业 |
| 2022/06 | 4.1   | 3.3     | -1.1 | 0.9   | -1.9  | -2.7    | 4.1     | 9.7        | 10.2             | 1.6                  | 3.3       | -2.2         | 4.1          | -2.4     | -1.0     | 4.0          | 11.9     | 5.9       | 10.2     | 10.8     | 0.5     | 5.1    | 12.6  |
| 2022/05 | 4.3   | 4.1     | -0.4 | 3.1   | -5.7  | -3.6    | 3.6     | 8.8        | 9.9              | 0.3                  | 3.3       | -2.8         | 3.9          | -2.0     | -1.5     | 3.6          | 12.1     | 6.5       | 8.7      | 11.4     | 1.1     | 6.2    | 10.0  |
| 2022/04 | 4.5   | 4.7     | 0.5  | 7.6   | -5.4  | -2.7    | 4.3     | 9.2        | 10.7             | 0.4                  | 4.3       | -2.9         | 4.1          | -0.9     | -1.2     | 3.3          | 13.2     | 6.4       | 9.7      | 11.9     | 2.1     | 7.2    | 8.6   |
| 2022/03 | 6.0   | 6.4     | 3.2  | 11.8  | 4.0   | 2.6     | 8.2     | 12.4       | 12.7             | 2.9                  | 5.4       | -2.4         | 5.1          | 1.4      | 1.5      | 4.7          | 13.2     | 6.1       | 12.0     | 13.1     | 4.9     | 6.5    | 15.9  |
| 2022/02 | 7.4   | 6.5     | 4.9  | 12.9  | 7.2   | 5.0     | 8.8     | 13.6       | 12.7             | 4.2                  | 6.0       | -2.9         | 4.4          | 1.3      | 2.0      | 5.9          | 11.1     | 6.3       | 11.9     | 13.8     | 5.4     | 10.0   | -11.9 |
| 2021/12 | 8.0   | 7.7     | 1.4  | 24.8  | 5.5   | 12.4    | 12.6    | 16.8       | 15.7             | 8.4                  | 10.9      | 1.2          | 3.9          | 8.0      | 6.3      | 7.7          | 6.7      | 3.9       | 3.4      | -1.7     | 7.5     | 5.6    | -10.8 |
| 2021/11 | 7.9   | 7.9     | 1.8  | 26.9  | 5.8   | 13.8    | 13.3    | 18.2       | 16.2             | 10.0                 | 11.3      | 1.6          | 4.4          | 8.9      | 7.0      | 8.5          | 6.1      | 4.7       | 3.4      | -2.0     | 7.8     | 5.1    | -12.1 |
| 2021/10 | 7.8   | 8.0     | 2.5  | 27.9  | 7.3   | 15.2    | 14.6    | 19.5       | 16.5             | 10.8                 | 11.4      | 3.0          | 5.1          | 10.6     | 8.1      | 9.6          | 5.6      | 4.9       | 4.0      | -2.3     | 8.3     | 3.5    | -6.9  |
| 2021/09 | 7.9   | 8.6     | 3.7  | 29.2  | 9.4   | 17.1    | 15.5    | 21.4       | 16.8             | 11.3                 | 11.4      | 5.0          | 5.7          | 12.6     | 9.9      | 10.8         | 5.1      | 4.8       | 4.9      | -2.5     | 9.5     | 3.3    | -5.3  |
| 2021/08 | 8.8   | 9.6     | 5.2  | 30.0  | 12.4  | 19.4    | 16.5    | 23.8       | 18.0             | 11.9                 | 11.8      | 7.2          | 6.4          | 14.8     | 12.2     | 12.3         | 5.5      | 4.2       | 6.1      | -3.0     | 11.6    | 2.9    | -7.4  |
| 2021/07 | 9.1   | 10.0    | 6.6  | 29.3  | 16.7  | 21.5    | 17.8    | 26.2       | 18.7             | 13.6                 | 10.0      | 9.2          | 6.9          | 16.6     | 14.2     | 13.4         | 6.0      | 3.9       | 7.5      | -2.5     | 14.0    | 1.0    | -10.6 |
| 2021/06 | 9.9   | 10.7    | 8.2  | 29.6  | 21.8  | 24.3    | 20.1    | 29.4       | 19.8             | 15.3                 | 13.0      | 11.5         | 7.8          | 18.8     | 16.9     | 14.5         | 7.0      | 3.8       | 9.3      | -1.1     | 16.3    | 0.5    | -6.7  |
| 2021/05 | 10.7  | 10.9    | 10.8 | 28.4  | 29.3  | 27.2    | 22.6    | 33.5       | 21.5             | 17.9                 | 13.4      | 13.4         | 9.2          | 21.7     | 20.2     | 15.6         | 9.0      | 3.5       | 11.5     | 0.5      | 19.5    | -2.9   | -0.9  |
| 2021/04 | 12.7  | 11.8    | 16.1 | 25.9  | 38.8  | 31.6    | 28.2    | 37.9       | 24.2             | 21.2                 | 14.2      | 14.8         | 10.7         | 26.7     | 25.2     | 17.6         | 10.6     | 3.3       | 12.4     | 2.6      | 24.5    | -6.3   | 2.3   |
| 2021/03 | 17.4  | 15.2    | 22.5 | 28.5  | 55.1  | 39.9    | 37.2    | 45.3       | 30.0             | 27.2                 | 15.7      | 16.4         | 14.3         | 33.9     | 32.7     | 21.1         | 13.6     | 2.1       | 16.1     | 6.4      | 32.4    | -3.6   | 5.0   |
| 2021/02 | 28.8  | 22.8    | 39.5 | 41.6  | 70.9  | 62.4    | 59.2    | 69.4       | 48.5             | 48.9                 | 19.6      | 21.6         | 22.7         | 44.8     | 51.6     | 30.8         | 27.1     | 2.8       | 27.2     | 14.2     | 41.4    | -2.8   | 15.3  |

数据来源：Wind、方正中期研究院

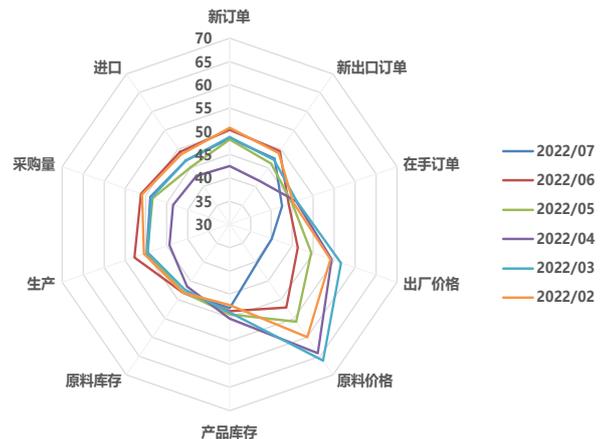
7月制造业、非制造业和综合 PMI 均出现明显回落，其中制造业 PMI 再度下降至荣枯线下方。制造业主要分项多回落至荣枯线以下，供需两弱情况再现，且生产下降幅度相对更明显，或表明加速回补疫情期间缺失库存的行为结束，尚难以断定为经济趋势性放缓。其他分项情况还表明，制造业情绪总体回落，但仍处于乐观之中。同时 7 月 PPI 可能环比下行。分企业类型看，小企业表现相对稳定，中型企业表现最弱，纾困措施效果正在显现。非制造业 PMI 中，建筑业 PMI 受基建影响表现相对好，但需要继续关注住房项目烂尾断供事件后续影响。服务业 PMI 则有下降，“报复性消费”影响结束，以及新的局部疫情有负面冲击。此外，根据统计局说法，PMI 回落主要受中上游原材料行业拖累，制造业依然继续扩张。总体上看，商品价格调整对上游行业的影响可能是拖累 PMI 的主要因素。短期库存周期受到数据波动影响难以归入典型的阶段，相对接近主动去库存，行业观望情绪浓厚。但预计当前以及下半年的加库存周期不变，后期关键点仍在于新订单所代表的需求是否进一步修复。

图 5 PMI 总体变动趋势



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 6 PMI 分项近期扩张情况



数据来源：Wind、方正中期研究院

表 4 官方 PMI 主要分项变动情况

|            | PMI  | 生产   | 新订单  | 新出口订单 | 产成品库存 | 原材料价格 | 原材料库存 | 就业   | 供应商配送 | 在手订单 | 进口   | 采购量  | 出厂价格 | 经营预期 |
|------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|------|-------|------|------|------|------|------|
| 2022年7月    | 49   | 49.8 | 48.5 | 47.4  | 48.0  | 40.4  | 47.9  | 48.6 | 50.1  | 42.6 | 46.9 | 48.9 | 40.1 | 52.0 |
| 最近10年分位数水平 | 3%   | 7%   | 3%   | 23%   | 77%   | 2%    | 45%   | 49%  | 44%   | 2%   | 13%  | 9%   | 1%   | 8%   |
| 5年均值       | 50.8 | 52.7 | 51.5 | 48.7  | 47.1  | 56.8  | 48.2  | 48.9 | 49.9  | 45.7 | 49.3 | 51.6 | 51.2 | 57.0 |
| 5年历史波动率    | 0.7  | 1.2  | 1.2  | 1.6   | 0.6   | 4.6   | 0.5   | 1.0  | 0.6   | 0.6  | 1.3  | 1.0  | 2.7  | 2.1  |
| 上月数值       | 50.2 | 52.8 | 50.4 | 49.5  | 48.6  | 52.0  | 48.1  | 48.7 | 51.3  | 44.2 | 49.2 | 51.1 | 46.3 | 55.2 |
| 本月与上月差值    | -1.2 | -3.0 | -1.9 | -2.1  | -0.6  | -11.6 | -0.2  | -0.1 | -1.2  | -1.6 | -2.3 | -2.2 | -6.2 | -3.2 |
| 5年差值平均     | -0.1 | -0.3 | -0.3 | 1.0   | 0.2   | 1.8   | 0.0   | 0.2  | 0.2   | 0.0  | 0.4  | 0.2  | 0.0  | 0.4  |
| 5年差值历史波动率  | 0.3  | 0.7  | 0.5  | 2.8   | 0.8   | 3.9   | 0.2   | 0.1  | 0.5   | 0.7  | 0.2  | 0.5  | 0.7  | 0.2  |

数据来源：Wind、方正中期研究院

## 二、基建支持投资不变 房地产仍有风险

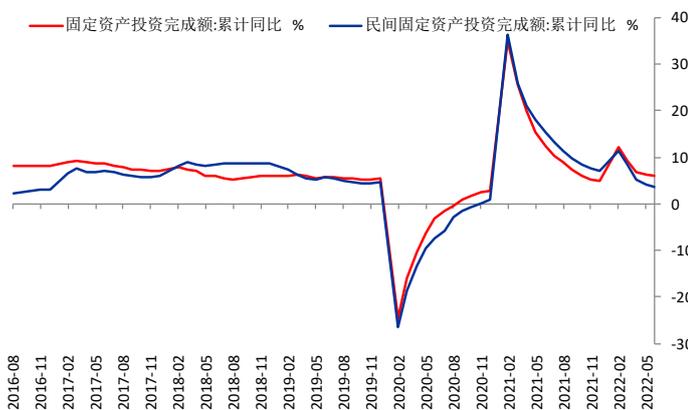
5月投资增速有所回升并且略超预期。防疫措施初步放松之后，投资需求走弱缓解，三大投资分项基本恢复至稳健增长，其中房地产和基建符合季节性，制造业略超季节性。在决策层要求6月底和8月底前完成专项债发行和资金使用下，短期基建仍支持投资。下半年能否延续强势，需要关注特别国债以及提前下达地方债额度情况。此外，疫情影响结束后房屋销售6月或继续走强，三季度也将持续修复，有助于房企缓和资金紧张、稳定房地产投资，以及促进四季度地产投资回升。

表 5 主要投资分项表现

|          | 累计值 (亿) | 累计同比 (%) | 上期累计同比 (%) | 累计同比变动 (%) |
|----------|---------|----------|------------|------------|
| 固定资产投资   | 271430  | 6.10     | 6.20       | -0.10      |
| 民间固定资产投资 | 153074  | 3.50     | 4.10       | -0.60      |
| 房地产投资    | 68314   | -5.40    | -4.00      | -1.40      |
| 基建投资     | 92700   | 9.25     | 8.16       | 1.09       |
| 制造业投资    | 110964  | 10.40    | 10.60      | -0.20      |

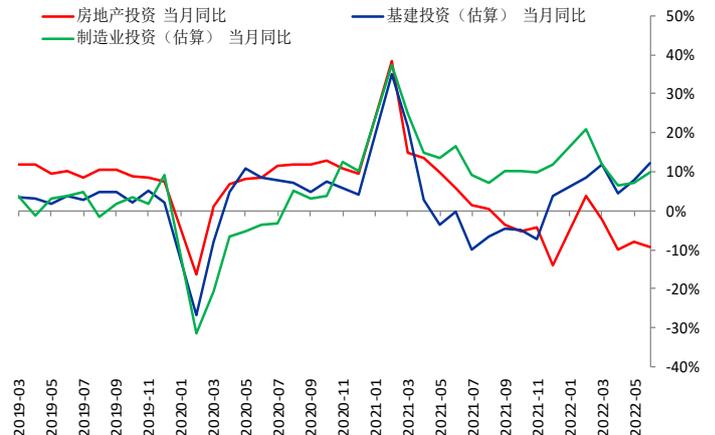
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 7 固定资产和民间固定资产投资增速



数据来源：Wind、方正中期研究院

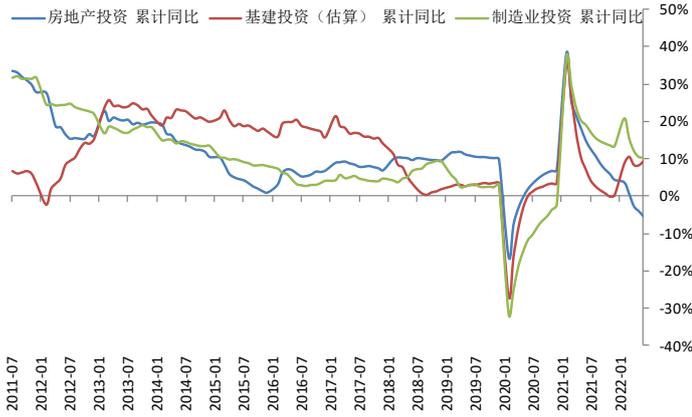
图 8 主要的三个投资分项（当月同比）



数据来源：Wind、方正中期研究院

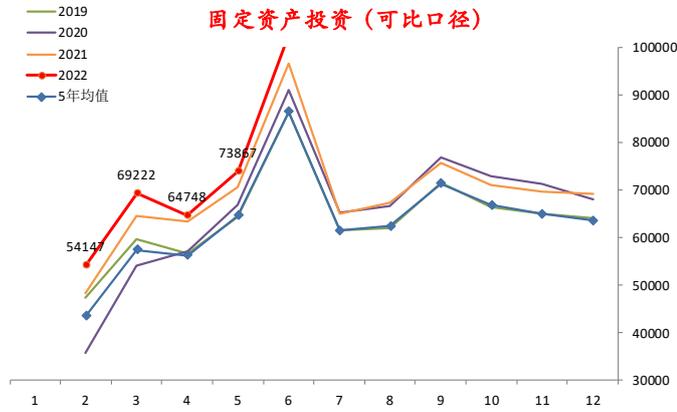
图 9 主要的三个投资分项（累计同比）

图 10 固定资产投资季节性（官方口径）



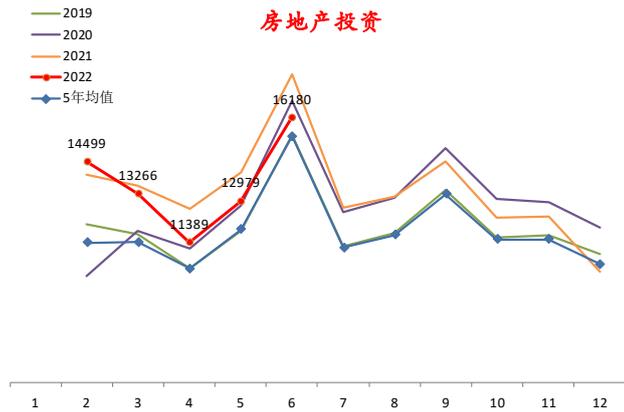
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 11 固定资产投资季节性 (可比口径)

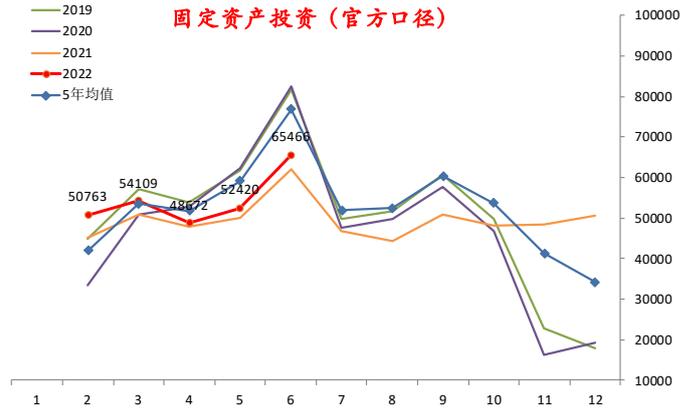


数据来源: Wind、方正中期研究院

图 13 房地产投资季节性

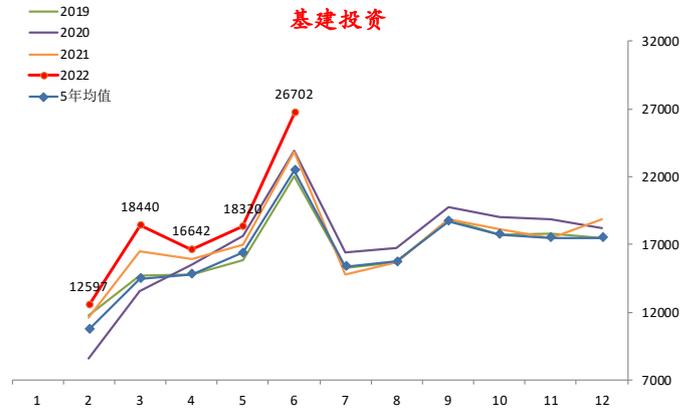


数据来源: Wind、方正中期研究院



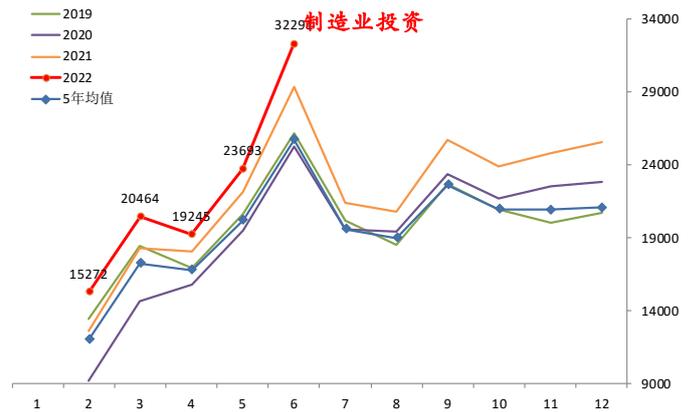
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 12 基建投资季节性



数据来源: Wind、方正中期研究院

图 14 制造业投资季节性



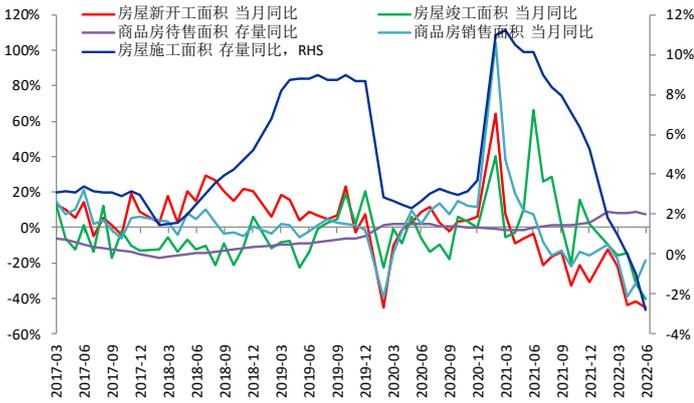
数据来源: Wind、方正中期研究院

具体来看房地产 6 月同比增速。新屋开工、房屋施工、房屋竣工面积负增长均有所扩大, 房屋待售面积增速下降, 商品房销售面积降幅收窄。边际上看, 新屋开工、房屋施工、房屋竣工面积均处于极低水平, 表现弱于季节性。待售面积明显下降, 主要受到销售回升的影响。同时, 购置土地面积弱于季节性, 并且明显处于低位。疫情对房地产上游开工、施工影响已经结束, 但开工、施工依然未出现明显恢复, 显示虽然销售

开始恢复，但短期房企流动性改善非常有限。

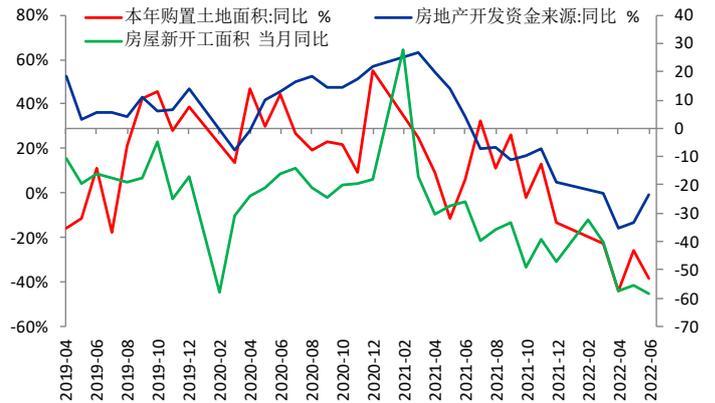
从资金角度看，房地产开发资金来源上行符合季节性，但仍处在低位。其中国内贷款、自筹资金、均弱于季节性，反应表内和非标融资仍处于紧张状态。定金及预收款、个人按揭贷款超季节性回升，但绝对水平也低于5年均值而去年同期。销售虽然改善，但幅度依然不足。此外，近期各地曝出多起期房交付推迟甚至成为烂尾楼事件，更反映出行业整体流动性依然处于非常紧张状态。前期一系列稳房地产的政策效果仍有待进一步显现。但7月销售已经重回正常水平，预计房地产市场整体仍是在向好的方向中，下半年销售可能持续修复，对房企缓和资金紧张、稳定房地产投资带来实质利好。

**图 15 房地产行业五大指标**



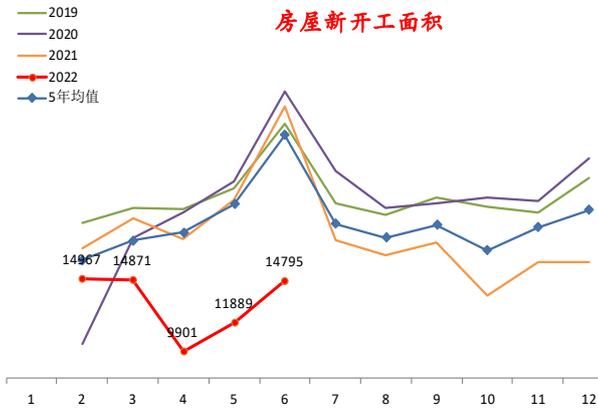
数据来源：Wind、方正中期研究院

**图 16 房地产投资上游领先指标**



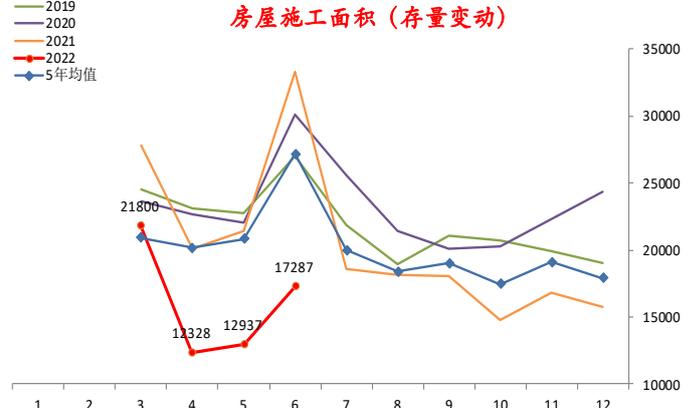
数据来源：Wind、方正中期研究院

**图 17 新屋开工季节性**



数据来源：Wind、方正中期研究院

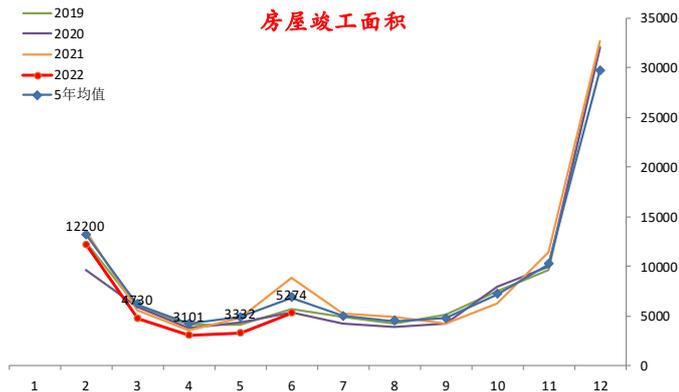
**图 18 房屋施工季节性**



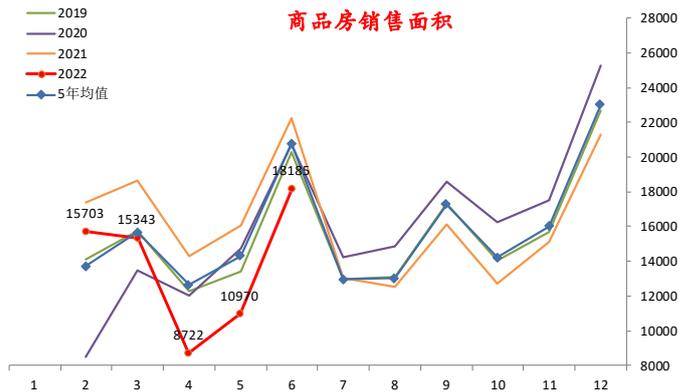
数据来源：Wind、方正中期研究院

**图 19 房屋竣工季节性**

**图 20 房屋销售季节性**

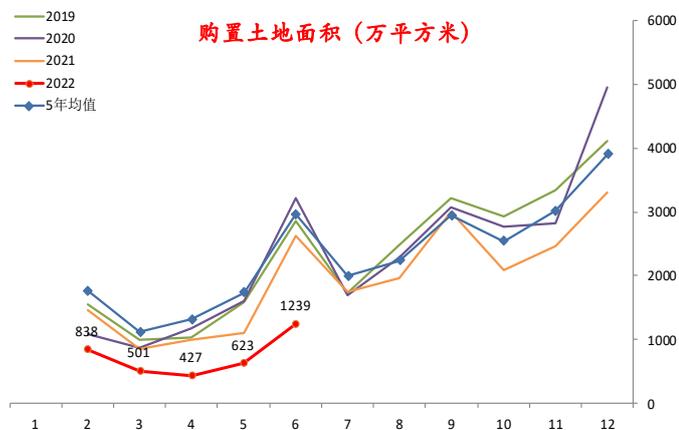


数据来源: Wind、方正中期研究院



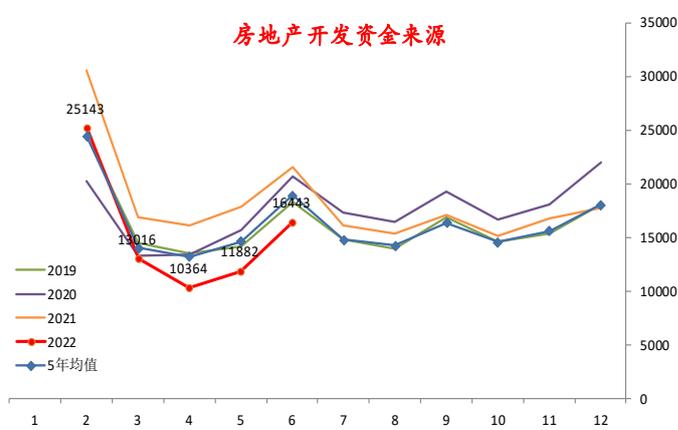
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 21 土地购置季节性



数据来源: Wind、方正中期研究院

图 22 房地产开发资金来源



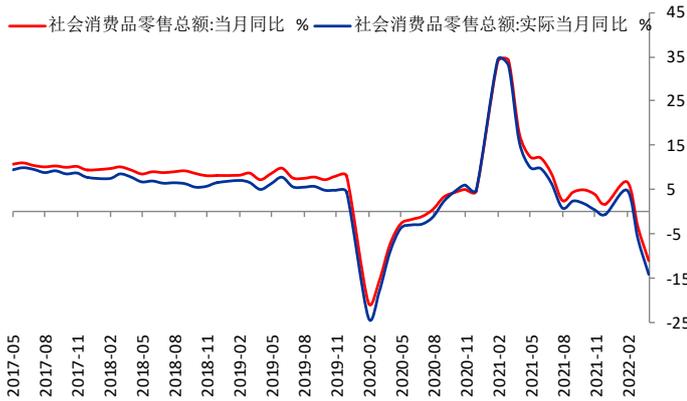
数据来源: Wind、方正中期研究院

### 三、“报复性消费”后关注服务消费

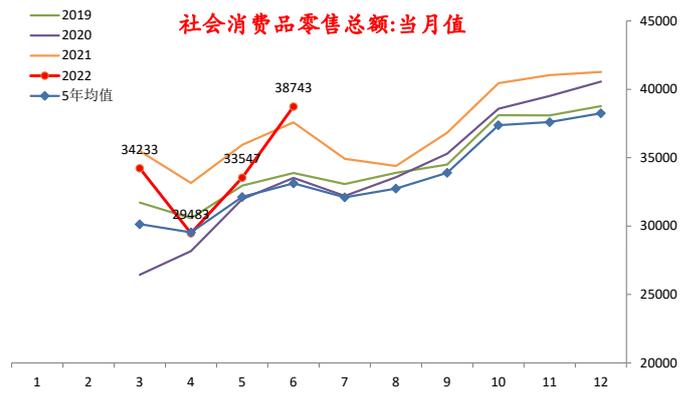
6月社会消费品零售总额继续回升,当月名义值已经恢复正增长,边际上看也明显超季节性,有回补前期缺失量的态势。商品零售、餐饮收入、除汽车以外核心零售等各层面消费均超季节性,有一定“报复性消费”的特点。主要分类和分项继续从疫情期间的底部加速回升,反映疫情影响全面消退。居民社交、出行、办公、物流需求已经正常化。尤其是餐饮服务代表的服务业修复,有助于帮助底层经济重回正轨。耐用品的“报复性消费”之后,关注汽车等消费刺激措施效果,预计还有小幅上升空间。而随着6月底上海等城市限制措施完全解除,7月服务消费大概率仍有改善空间。后期消费复苏的逻辑逐步从耐用品转向服务。长期来看,人口增速放慢、居民部门高杠杆影响下,消费回升至常态后进一步加速动能并不强,消费习惯改变、消费升级进程仍是决定未来消费结构性增长的主要因素。

图 23 社消总额同比增速

图 24 社消总额季节性



数据来源：Wind、方正中期研究院



数据来源：Wind、方正中期研究院

**表 6 社会零售消费分项（限额以上企业）**

| 官方累计同比  | 必需品消费 |       |       | 改善性消费 |       |       | 地产系消费 |       |       | 汽车系消费 |       |        | 餐饮消费  | 商品零售 |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|------|
|         | 粮油食品  | 饮料    | 日用品   | 化妆品   | 文娱用品  | 书报杂志  | 家具    | 家电    | 建筑材料  | 汽车    | 石油及制品 |        |       |      |
| 2022-06 | 9.90  | 8.20  | 1.30  | -2.50 |       |       | -9.00 | 0.40  | -2.90 | -5.70 | 14.20 | -4.00  | 3.90  |      |
| 2022-05 | 10.00 | 9.80  | 0.60  | -5.20 | -3.80 | 6.90  | -9.60 | -0.50 | -2.40 | -9.90 | 14.10 | -21.10 | -5.00 |      |
| 2022-04 | 9.50  | 10.40 | 2.50  | -3.60 | -4.50 | 8.60  | -8.90 | 2.40  | -0.70 | -8.40 | 15.70 | -22.70 | -9.70 |      |
| 2022-03 | 9.35  | 11.82 | 6.62  | 1.81  | -2.02 | 10.93 | -7.05 | 5.85  | 3.79  | -0.30 | 19.74 | -16.38 | -2.11 |      |
| 2022-02 | 7.90  | 11.40 | 10.70 | 7.00  | 1.60  | 23.30 | -6.00 | 12.70 | 6.20  | 3.90  | 25.60 | 8.90   | 6.50  |      |
| 2021-12 | 10.80 | 20.40 | 14.40 | 14.00 | 22.00 | 7.00  | 14.50 | 10.00 | 20.40 | 7.60  | 21.20 | -2.20  | 2.30  |      |
| 2021-11 | 10.70 | 21.20 | 13.90 | 15.30 | 22.40 | 9.40  | 16.90 | 12.20 | 22.20 | 9.70  | 21.70 | -2.70  | 4.80  |      |
| 2021-10 | 10.30 | 21.80 | 14.60 | 16.70 | 26.40 | 12.00 | 18.40 | 13.10 | 23.30 | 12.20 | 21.30 | 2.00   | 5.20  |      |
| 2021-09 | 10.30 | 23.40 | 16.00 | 17.90 | 28.60 | 10.10 | 20.70 | 13.50 | 24.90 | 15.50 | 20.30 | 3.10   | 4.50  |      |
| 2021-08 | 10.50 | 25.60 | 18.30 | 20.00 | 30.70 | 10.70 | 23.70 | 14.40 | 26.80 | 20.10 | 20.70 | -4.50  | 3.30  |      |
| 2021-07 | 10.60 | 27.90 | 21.50 | 23.40 | 31.90 | 14.50 | 26.70 | 17.60 | 29.20 | 25.00 | 21.90 | 14.30  | 7.80  |      |
| 2021-06 | 10.50 | 29.20 | 22.90 | 26.60 | 33.70 | 16.90 | 30.00 | 19.30 | 32.90 | 30.40 | 21.70 | 20.20  | 11.20 |      |
| 2021-05 | 9.50  | 29.20 | 25.20 | 30.30 | 36.00 | 24.60 | 35.10 | 23.20 | 37.10 | 37.80 | 21.70 | 26.60  | 10.90 |      |

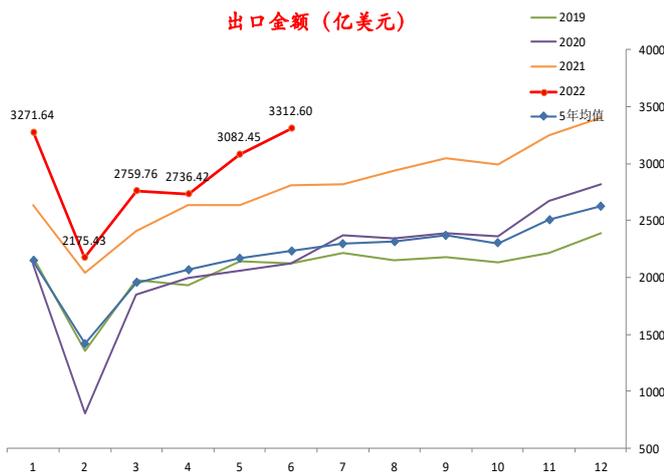
数据来源：Wind、方正中期研究院

#### 四、 外需回补缺口 出口增速加快

截至6月出口继续超预期增长，进口在高基数影响下同比增速减慢。出口依然显著强于进口，推动贸易顺差刷新历史最高纪录。原油进口下挫或受到一季度油价大涨的滞后影响，并成为拉低进口的重要因素。6月国内工业生产基本不受疫情影响、供应链完全恢复之后，全球协作产品的生产以及进出口改善更明显，反应在来进料加工装配和电子产品制造的出口增量、增速均有明显上升。进口增长平稳，表明企业回补此前原材料库存缺口后，补库节奏放慢，但预计该趋势不变。此外，对东盟出口刷新历史记录，继续反映部分制造业产能转向东南亚地区转移的情况。目前来看，疫情对生产、物流影响基本消除，进出口也逐步回补增量缺口。出口进一步上行面临压力，或将逐步趋于稳定，回归海外经济基本面影响。但原材料进口可能跟随国内经济修复维持高位。人民币汇率维持弱势，对稳出口起到支持作用。下半年来看，美联储加速紧缩、海外经济滞胀转向衰退风险明显上升，外需韧性不宜高估，出口增速仍可能重回下行通道。外需对经济影响逐步正面转向中性，甚至不排除拖累经济。

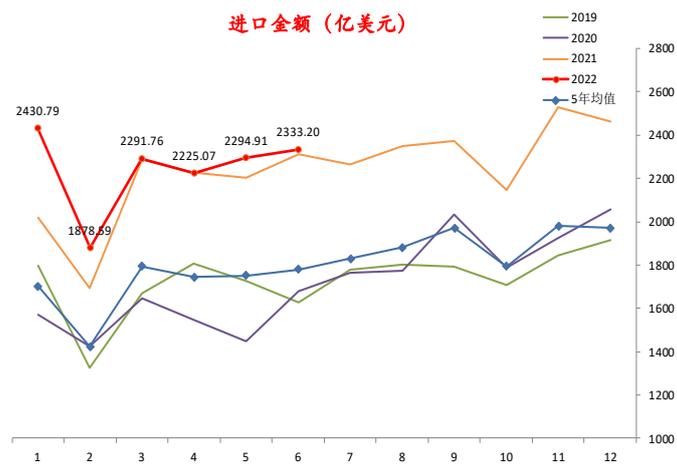
图 25 出口金额的季节性表现

图 26 进口金额的季节性表现



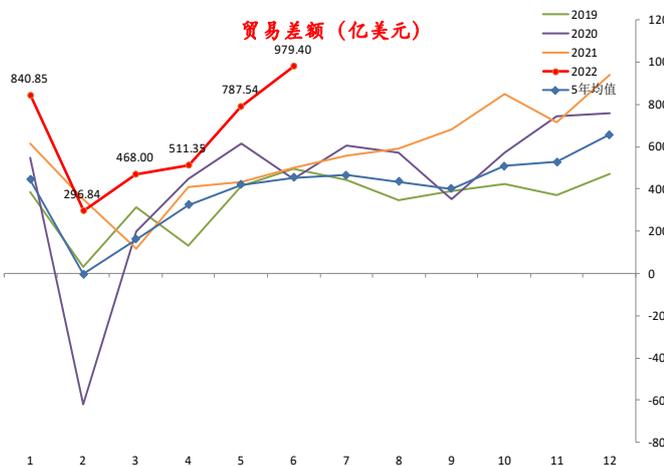
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 27 贸易差额的季节性表现



数据来源：Wind、方正中期研究院

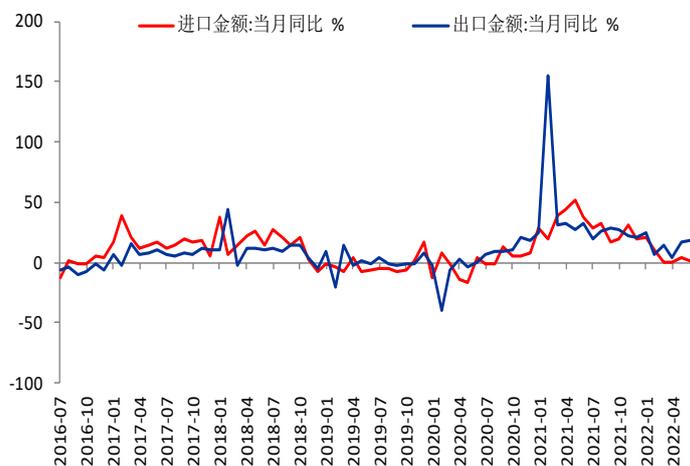
图 28 进出口增速变动趋势



数据来源：Wind、方正中期研究院

## 五、产量回升抵消价格下降 利润继续改善

6月工业企业利润总额累计同比维持不变。当月同比继续从疫情中恢复且重回正增长。行业情况表明，原材料行业中黑色产业链受到价格和需求双重打击利润表现最弱。制造业中汽车已经回稳，机械设备强于电子和交运设备。下游食品行业则可能受到上游食品原料价格上涨影响。影响因素中，6月PPI同比增速继续下行，但工业增加值增速明显回升，名义产出总体显著上升，带动企业收入和利润上行。企业利润率表现偏弱，对企业利润带来拖累。疫情对产出端影响已经完全消除，但大宗商品价格全面回落，二者影响抵消。我们认为，疫情结束后，产出增速将进一步修复，该趋势或贯穿下半年。疏通供应链、降低融资成本政策下，利润率仍可能重回稳定。工业企业营收和利润仍有结构性改善空间。此外，海外经济衰退预期逐步实现，或进一步拖累大宗商品价格下挫，带来持续性的负面影响，尤其是原材料行业。而外需冲击更多影响面向出口的制造业。内需关注重点仍在房地产，投资回升前黑色行业利润或继续承压。



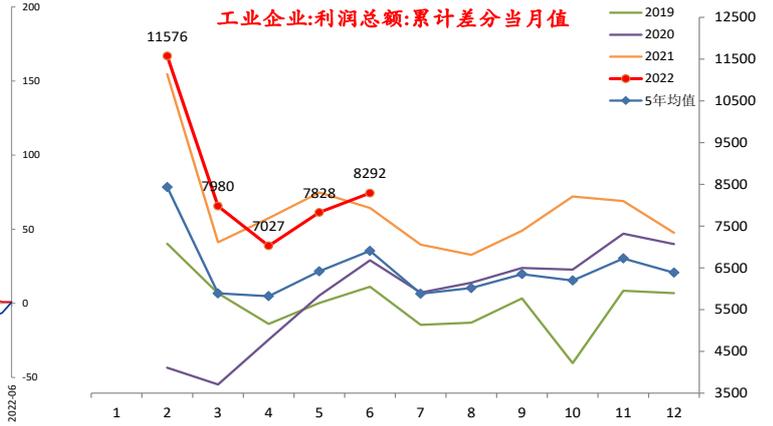
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 29 企业利润同比增速

图 30 企业利润总额季节性



数据来源：Wind、方正中期研究院



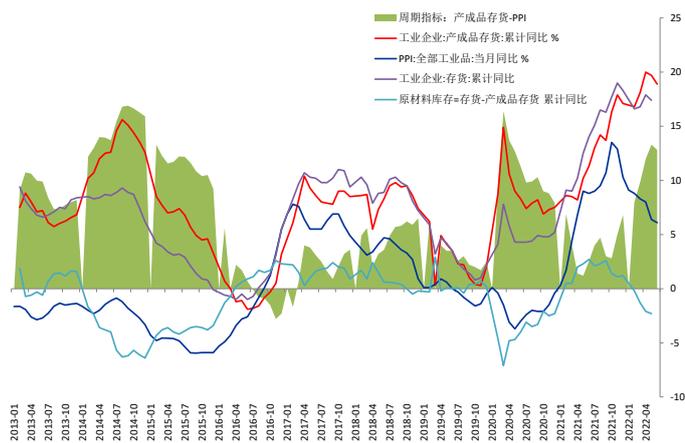
数据来源：Wind、方正中期研究院

表 7 主要行业的工业企业利润累计同比

| 官方累计同比  | 下游行业 |       |         |       |        | 中游行业  |         |         |            |                  |                      |           |              |              |          | 上游行业     |              |          |           |          |          |         |            |
|---------|------|-------|---------|-------|--------|-------|---------|---------|------------|------------------|----------------------|-----------|--------------|--------------|----------|----------|--------------|----------|-----------|----------|----------|---------|------------|
|         |      |       |         |       |        | 加工组装  |         |         |            |                  | 原材料                  |           |              |              |          |          |              |          |           |          |          |         |            |
|         | 日期   | 食品制造业 | 农副食品加工业 | 纺织业   | 医药制造业  | 汽车制造业 | 通用设备制造业 | 专用设备制造业 | 电气机械及器材制造业 | 计算机、通信和其他电子设备制造业 | 铁路、船舶和航空航天和其他运输设备制造业 | 电力的生产和供应业 | 黑色金属冶炼及压延加工业 | 有色金属冶炼及压延加工业 | 非金属矿物制品业 | 橡胶和塑料制品业 | 化学原料及化学制品制造业 | 煤炭开采和洗选业 | 石油和天然气开采业 | 黑色金属矿采选业 | 有色金属矿采选业 | 非金属矿采选业 | 开采专业及辅助性活动 |
| 2022/06 | 8.3  | -6.8  | -5.3    | -27.6 | -25.5  | -15.9 | -3.2    | 17.3    | -6.6       | -3.7             | -19.3                | -68.7     | 16.6         | -5.8         | -20.4    | 16.4     | 157.1        | 126.0    | -4.0      | 59.1     | 17.9     | 300.0   | 33.3       |
| 2022/05 | 10.1 | -8.3  | -2.5    | -20.6 | -37.5  | -21.3 | -4.6    | 14.6    | 0.2        | -3.2             | -26.9                | -64.2     | 26.6         | -3.3         | -24.7    | 13.8     | 174.7        | 135.0    | -0.7      | 54.2     | 14.9     |         | 50.0       |
| 2022/04 | 10.8 | -10.2 | 1.0     | -13.7 | -33.4  | -24.0 | -0.8    | 7.7     | -2.9       | -13.3            | -33.0                | -55.7     | 40.3         | 2.9          | -30.9    | 14.8     | 199.3        | 138.0    | 9.5       | 62.9     | 16.7     |         |            |
| 2022/03 | 13.3 | -22.9 | 14.0    | -8.9  | -11.9  | -17.0 | 4.8     | 10.4    | 2.8        | -15.3            | -35.2                | -49.7     | 52.9         | 11.0         | -29.6    | 18.4     | 189.0        | 151.1    | 17.4      | 74.8     | 29.4     |         |            |
| 2022/02 | 12.3 | -29.4 | 13.1    | -17.6 | -9.9   | -15.7 | 4.0     | 5.7     | -7.3       | -34.7            | -49.1                | -56.5     | 63.8         | 5.2          | -31.8    | 27.3     | 155.3        | 156.7    | 15.5      | 49.0     | 30.5     |         | 900.0      |
| 2021/12 | -0.1 | -9.2  | 4.1     | 77.9  | 1.9    | 8.3   | 10.2    | 12.2    | 38.9       | -15.9            | -57.1                | 75.5      | 115.9        | 14.3         | -2.9     | 87.8     | 212.7        | 584.7    | 113.5     | 44.5     | 23.3     | -439.0  | -20.0      |
| 2021/11 | -1.7 | -7.2  | 4.6     | 70.8  | -3.4   | 11.1  | 10.0    | 13.3    | 29.8       | 11.2             | -38.6                | 104.3     | 149.9        | 15.4         | -3.9     | 102.0    | 222.6        | 284.3    | 114.3     | 45.5     | 19.1     |         | -33.3      |
| 2021/10 | -3.5 | -10.0 | 1.9     | 76.7  | -2.9   | 13.7  | 14.9    | 14.6    | 34.3       | 5.5              | -29.0                | 132.0     | 162.8        | 15.2         | -0.8     | 116.4    | 210.2        | 262.7    | 119.9     | 52.4     | 19.9     |         | -33.3      |
| 2021/09 | -0.6 | -7.1  | 1.4     | 80.6  | 1.2    | 17.9  | 17.8    | 16.0    | 38.7       | 5.0              | -24.6                | 144.8     | 162.0        | 14.7         | 5.0      | 126.8    | 172.2        | 267.2    | 145.8     | 57.0     | 25.9     |         | -25.0      |
| 2021/08 | 1.0  | -4.0  | 2.3     | 89.1  | 5.5    | 20.6  | 15.6    | 24.1    | 34.8       | 7.4              | -15.3                | 155.6     | 177.5        | 16.8         | 8.6      | 144.7    | 145.3        | 265.1    | 167.8     | 70.4     | 25.6     |         |            |
| 2021/07 | 4.4  | 0.7   | 4.2     | 91.9  | 19.7   | 25.7  | 17.7    | 30.2    | 43.2       | 10.3             | -2.8                 | 181.6     | 200.1        | 21.0         | 16.3     | 162.4    | 127.9        | 266.7    | 189.8     | 79.2     | 24.0     |         |            |
| 2021/06 | 10.4 | 5.4   | 2.3     | 88.8  | 45.2   | 34.5  | 31.0    | 36.1    | 45.2       | 11.6             | 9.5                  | 234.1     | 272.8        | 26.7         | 24.9     | 176.8    | 113.8        | 248.6    | 187.9     | 83.5     | 27.9     | 35.0    |            |
| 2021/05 | 16.3 | 11.0  | 4.7     | 81.7  | 81.1   | 45.5  | 38.4    | 49.8    | 49.3       | 15.3             | 24.7                 | 377.1     | 386.7        | 30.3         | 46.5     | 211.4    | 109.4        | 273.1    | 201.6     | 94.4     | 28.7     |         | 50.0       |
| 2021/04 | 27.6 | 16.6  | 16.6    | 80.2  | 157.5  | 67.7  | 77.7    | 85.8    | 86.2       | 21.1             | 40.5                 | 416.1     | 484.0        | 40.8         | 83.3     | 272.0    | 91.5         | 119.4    | 194.4     | 100.6    | 32.0     |         | 100.0      |
| 2021/03 | 52.1 | 28.9  | 40.4    | 88.7  | 843.4  | 118.7 | 145.5   | 166.7   | 141.4      | 72.4             | 50.7                 | 387.6     | 471.0        | 69.1         | 140.0    | 342.5    | 94.3         | 18.4     | 780.4     | 95.2     | 50.9     |         |            |
| 2021/02 | 68.4 | 45.8  | 142.5   | 95.4  | 2525.6 | 319.3 | 399.0   | 430.8   | 5891.5     | 508.0            | 44.7                 | 271.0     | 258.2        | 87.0         | 299.5    | 498.4    | 204.4        | -28.7    | 3895.8    | 146.4    | 81.9     |         |            |
| 2020/12 | 6.4  | 5.9   | 7.9     | 12.8  | 4.0    | 13.0  | 24.4    | 6.0     | 17.2       | -1.5             | 3.4                  | -7.5      | 20.3         | 2.7          | 24.4     | 20.9     | -21.1        | -83.2    | 74.9      | 14.7     | 4.2      | 223.7   | 12.5       |

数据来源：Wind、方正中期研究院

图 31 库存变动情况

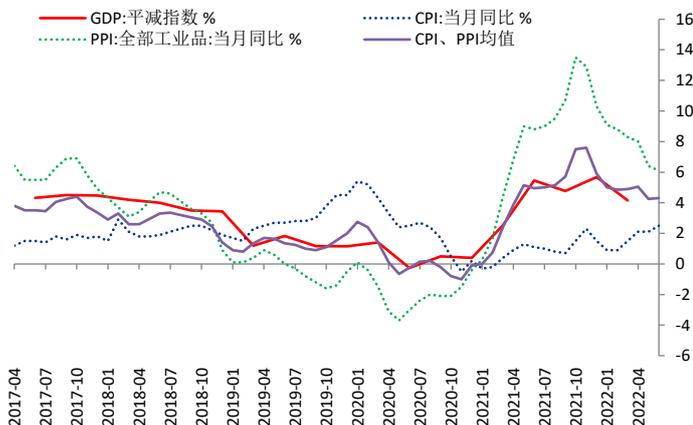


数据来源：Wind、方正中期研究院

## 第二部分 疫情结束后 CPI、PPI 趋势不变

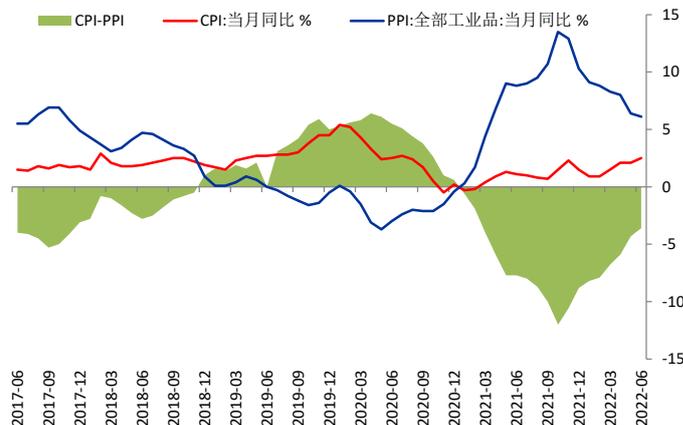
截至今年 6 月，CPI 上行、PPI 下行的趋势不变。6 月疫情影响基本结束，二者主要驱动重回经济因素。二季度整体情况显示 GDP 平减指数可能略有下移。CPI 方面，6 月疫情影响解除后，物流、供应链接近完全恢复，居民囤货需求下降，但猪肉价格受压栏惜售、消费需求增加带动维持高位，食品对 CPI 拉动不减。非食品价格则在国际油价上行的滞后影响，以及居民出行恢复后旅游等服务价格上升下，出现明显回升，也反映服务业受负面冲击减弱。PPI 方面，同比增速继续走弱，PPI 和 PPIRM 差值收窄，价格传导速度加快。结构上看，生产资料增速仍大于生活资料，但生活资料基数更低且跟随 CPI 边际表现更强。6 月大宗商品价格下行，是带动 PPI 增速回落的主要因素，其中黑色、有色产业链品种跌幅较大，相应影响上述行业 PPI 出现更明显走低。我们预计，猪周期影响下，食品分项以及总体 CPI 仍受到向上拉动力。7 月猪肉带来的新涨价因素放大，燃料价格影响则会减小。下半年 CPI 整体维持上行趋势，高点将在 3% 以上。PPI 方面，虽然基数暂时回落，但下行趋势不变。随着 7 月初国际油价再度暴跌和大宗商品价格普遍下挫，其重心仍将继续下移，并在 9 月和 10 月再度加速下行，年底则可能逐步稳定。

图 32 CPI、PPI 均值与 GDP 平减指数



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 33 CPI、PPI 以及二者差异的变动



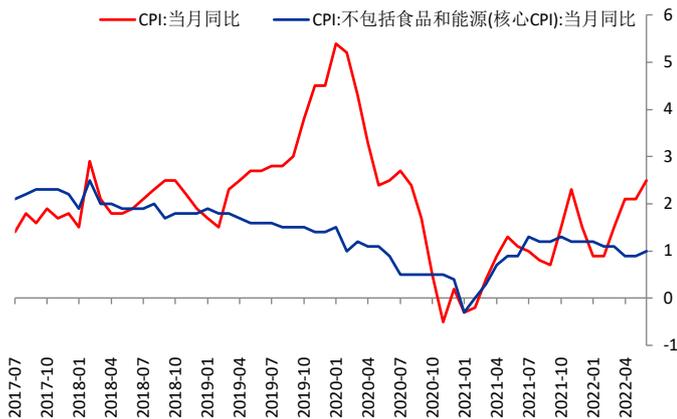
数据来源：Wind、方正中期研究院

### 一、服务价格继续带动 CPI 上行

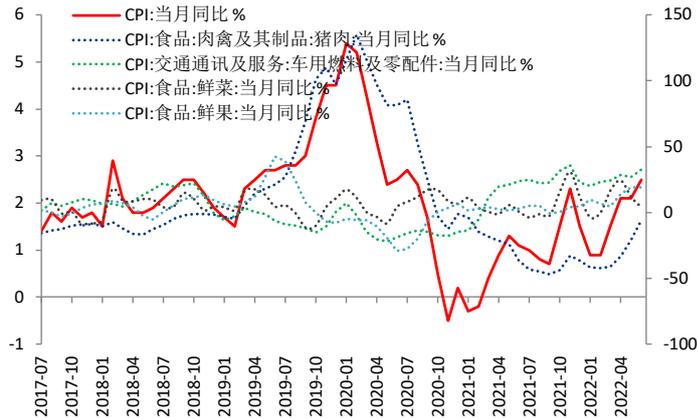
6 月 CPI 同比继续上升并刷新年内高位，受到环比新涨价和同比低基数共同影响。分项情况表明，食品对 CPI 拉动不减，同时能源、服务价格加速上升。6 月疫情影响基本消除，物流、供应链接近完全恢复，囤货需求明显下降，但猪肉价格受压栏惜售、消费需求增加带动维持高位。非食品价格则反应两点影响因素：一是国际油价上行的滞后影响，拉动国内燃料价格。二是居民出行恢复，旅游等服务需求价格上升。情况还反映疫情对服务行业负面冲击进一步减弱。我们预计，猪周期影响下，食品分项以及总体 CPI 仍受到向上拉动力。7 月猪肉带来的新涨价因素放大，燃料价格影响则会减小。下半年 CPI 整体维持上行趋势，高点将在 3% 以上。

图 34 CPI 与核心 CPI 变动趋势

图 35 CPI 食品中高权重、高波动分项变动趋势



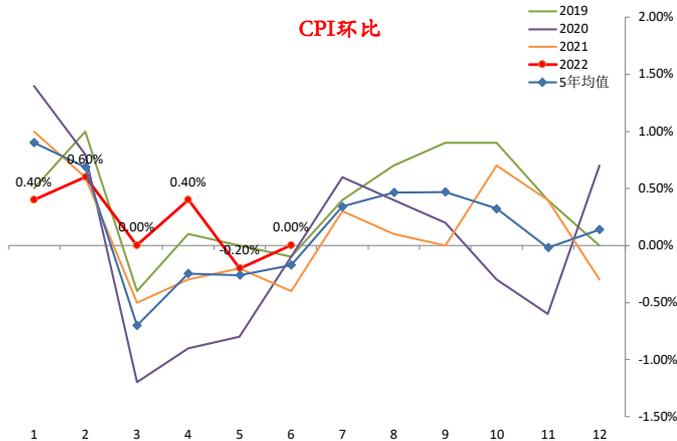
数据来源: Wind、方正中期研究院



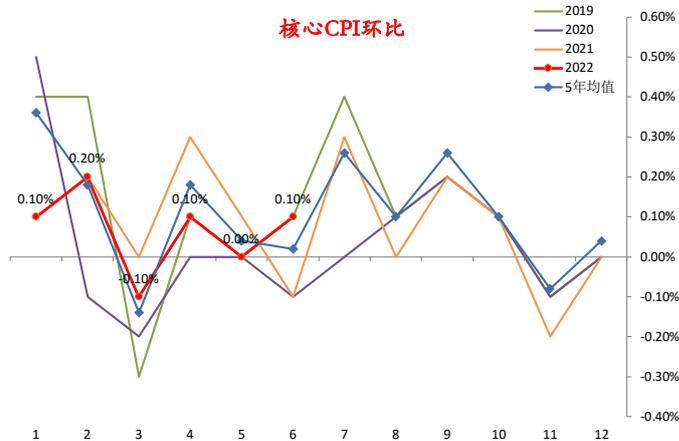
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 36 CPI 环比增速

图 37 核心 CPI 环比增速



数据来源: Wind、方正中期研究院



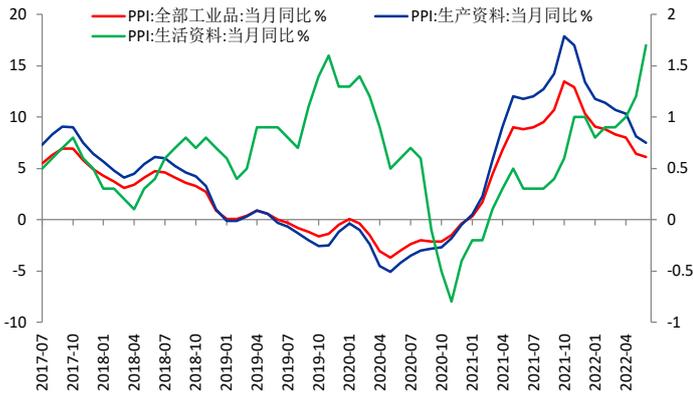
数据来源: Wind、方正中期研究院

## 二、PPI 基数暂时回落 走弱趋势不变

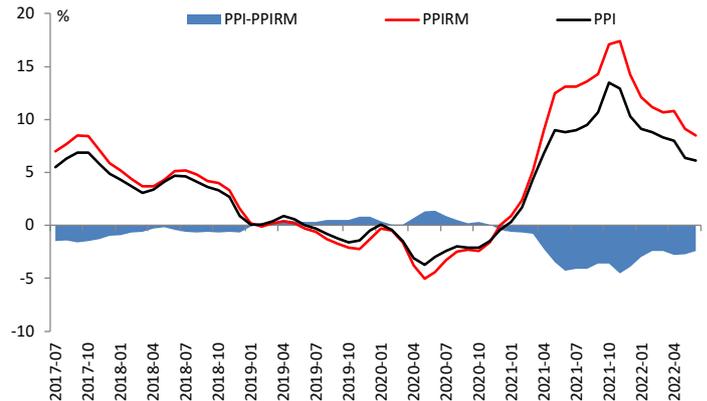
6 月 PPI 同比增速继续下行, 基数明显回落令向下动能暂时削弱, 但持续走弱趋势不变。PIRM 同比下行更多, PPI 和 PPIRM 差值收窄至 2.4%, 价格传导速度加快。结构上看, 生产资料增速仍大于生活资料, 但生活资料基数更低且跟随 CPI 边际表现更强。6 月大宗商品价格下行, 是带动 PPI 增速回落的主要因素, 其中黑色、有色产业链品种跌幅较大, 相应影响上述行业 PPI 出现更明显走低。虽然近期 PPI 基数将会维持相对低位, 但预计下行趋势不变。随着 7 月初国际油价再度暴跌和大宗商品价格普遍下挫, 其重心仍将继续下移, 并在 9 月和 10 月再度加速下行, 年底则可能逐步稳定。

图 38 PPI 变动趋势

图 39 PPI 与 PPIRM 变动趋势

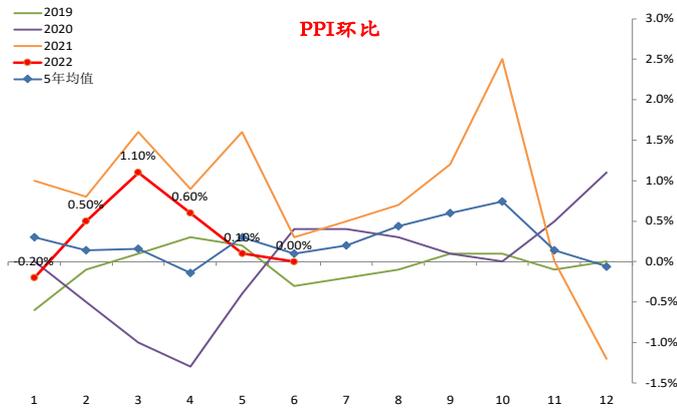


数据来源：Wind、方正中期研究院



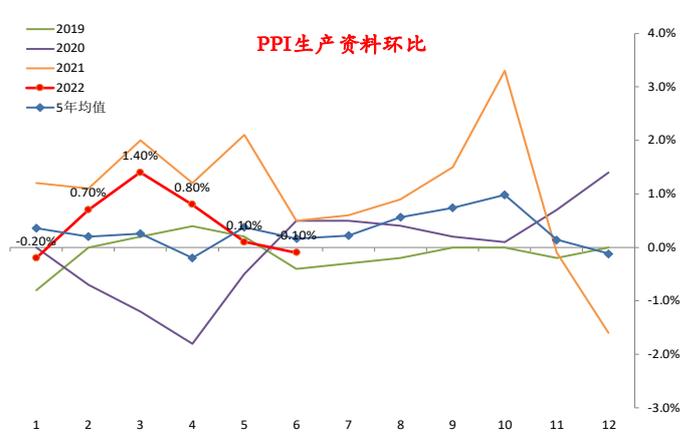
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 40 PPI 环比增速



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 41 PPI 生产资料环比增速



数据来源：Wind、方正中期研究院

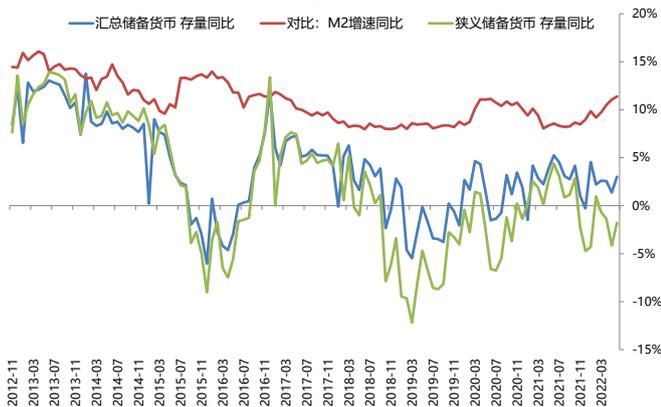
### 第三部分 货币宽松放慢 关注财政刺激增量

6月广义社融和广义流动性增速回升，预计上行趋势不变。无风险利率稍有上升，宽、窄口径货币信贷增速差分别收窄和扩大。无风险利率回落趋势已明显放慢，且受到市场环境支持消失。前期政策影响下虚拟经济流动性淤积情况减弱，资金加速流向实体经济，中长期情况也不利于虚拟经济扩张，利率上行风险暂未排除。货币政策加速宽松的窗口已经关闭，货币政策的观察期将会持续。但在国内经济修复缓慢、海外风险逐步放大、通胀上升幅度有限等因素下，下半年货币政策仍维持宽松方向，难以迅速收紧。且如果经济再度弱于预期，不排除新一轮全面宽松政策。财政政策维持宽松，提前发行地方债资金将在8月底用尽。市场对下半年稳增长政策，尤其提前下达明年地方债额度1.5万亿元较为期待。预计三季度后期开始下达额度，四季度开始资金投放。财政端整体偏宽松，尤其是基建短期仍受到资金支持。

## 一、政府融资支持社融 居民长贷仍需修复

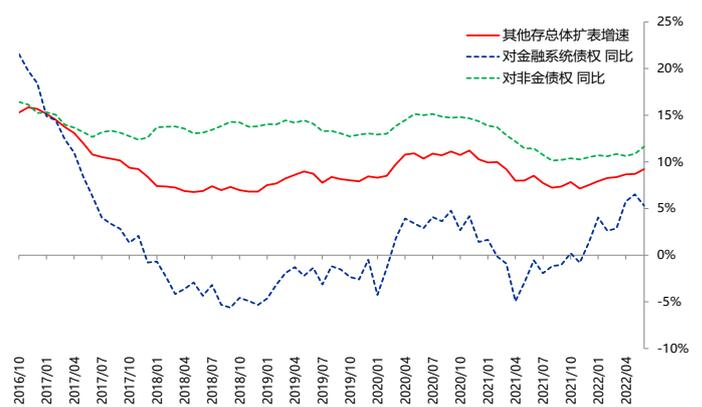
6月央行加大对冲短期流动性缺口，资产负债表规模和储备货币上升。商业银行扩表加速主要对实体经济，尤其对政府扩表显著，对企业扩表也明显上升。但对居民扩表仅回到疫情前位置，无进一步增长。对金融系统则受其他存款影响。影子银行规模升至历史同期高位附近。监管已强调防范影子银行回潮，后期或将回落。社融大幅回升。表内贷款显著超季节性。居民短贷、企业短贷、企业长贷均表现较强。票据中表内大幅回落。广义社融受表内和政府同时带动。居民短贷回升对应消费尤其耐用品消费增长，企业贷款多增则反映企业经营改善、投资增加。但居民长贷以及背后房屋销售好转不明显。存款方面，企业活期带动M1，企业定期抵消居民、企业定期影响。实体经济资金从企业部门流向居民部门的步伐开始减速。理论货币乘数稳定，实际货币乘数稍下降。疫情结束后，实体经济避险情绪进一步缓和，现金持有量下降。企业活期存款或反应短贷和营收改善。广义社融和广义流动性增速回升，预计上行趋势不变。无风险利率稍有上升，宽、窄口径货币信贷增速差分别收窄和扩大。无风险利率回落趋势已明显放慢，且受到市场环境支持消失。前期政策影响下虚拟经济流动性淤积情况减弱，资金加速流向实体经济，中长期情况也不利于虚拟经济扩张，利率上行风险暂未排除。

图 42 储备货币扩张速度



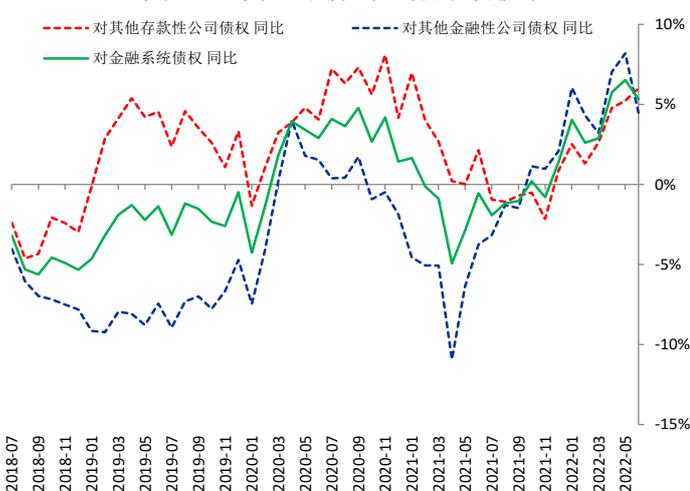
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 43 商业银行扩表增速



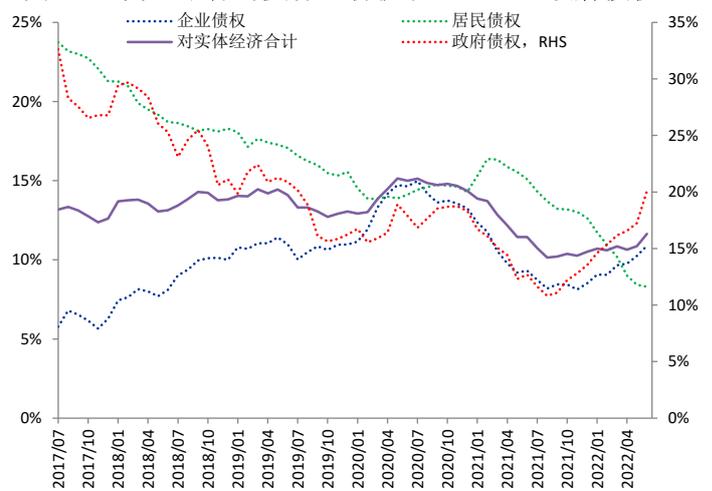
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 44 商业银行对金融系统扩表



数据来源：Wind、方正中期研究院

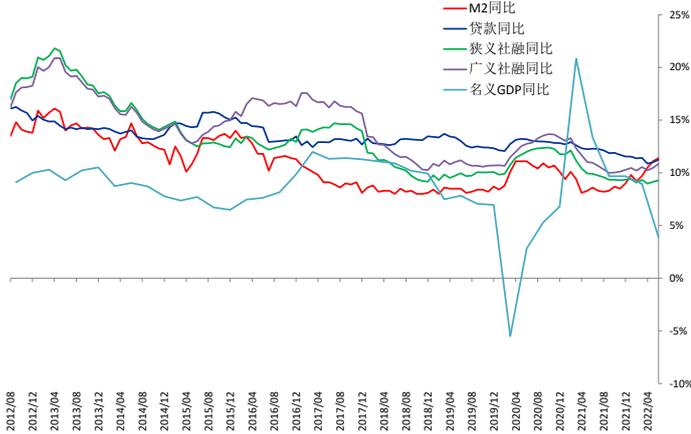
图 45 商业银行对实体经济扩表（RHS：政府债权）



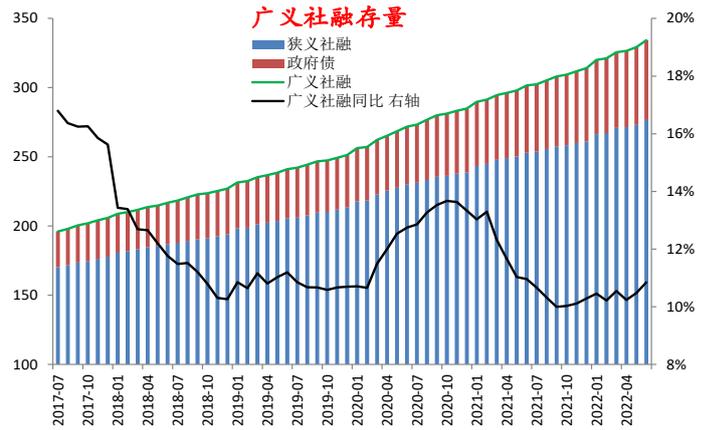
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 46 M2、贷款和社融增速

图 47 广义社融情况

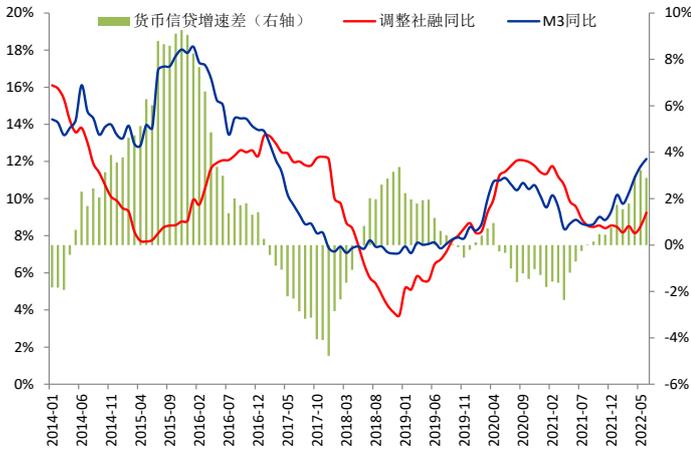


数据来源：Wind、方正中期研究院



数据来源：Wind、方正中期研究院

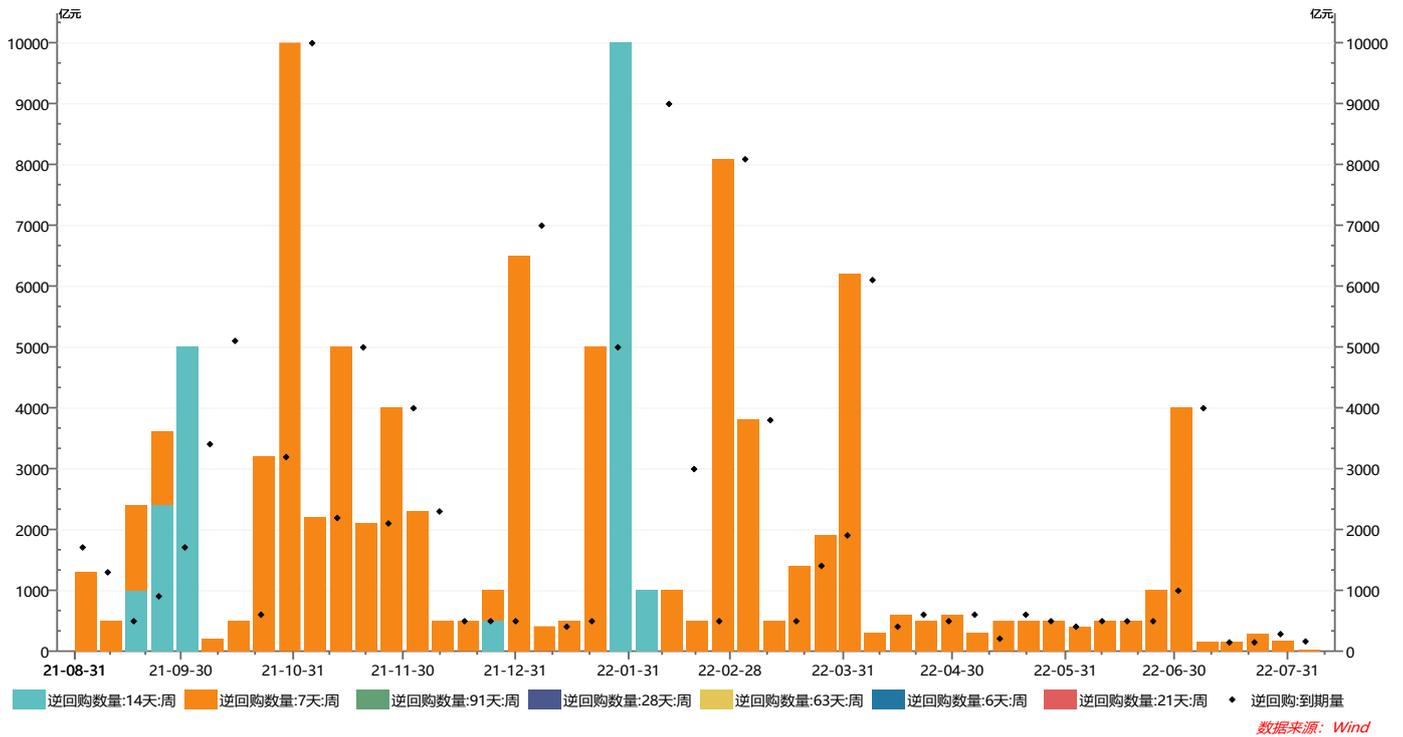
**图 48 货币信贷增速差情况**



数据来源：Wind、方正中期研究院

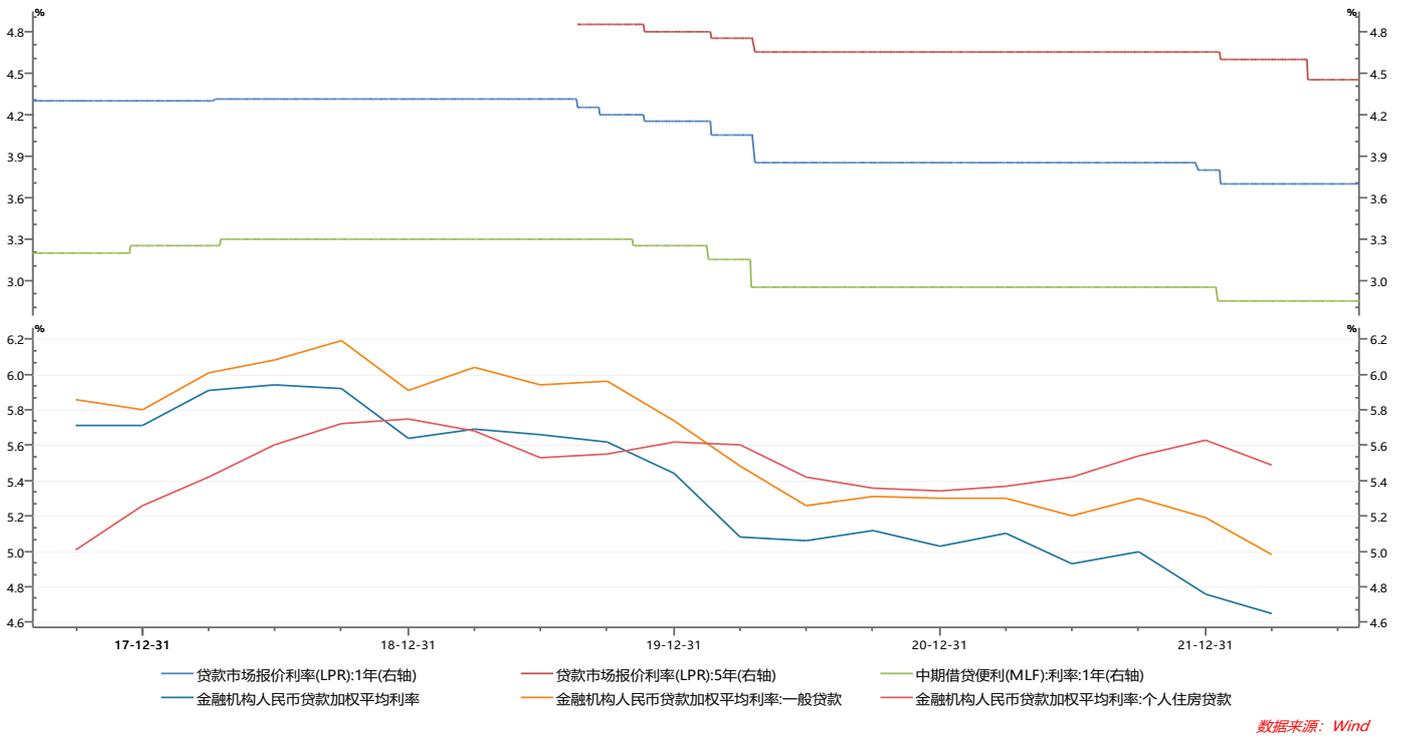
此前 5 月央行进行多项宽松操作，尤其是 5 年期 LPR 下调 15BP，以及央行宣布下调房贷利率下限至 LPR 减点 20BP，弥补了前期政策不足，并向市场释放了稳经济的决心。但从 6 月开始，货币政策重新回到观望之中。7 月开始央行将进一步将逆回购操作量下调至 30 亿元，即使在 7 月末季节性高位也多以 50 亿元以下规模续作。政府债务增量形成存款后，投放过程带来新的流动性增量，令央行不必释放过多逆回购对冲。而经济企稳回升，实体经济融资渠道初步打通则是货币政策转向观望的主要原因。我们认为，货币政策加速宽松的窗口已经关闭，货币政策的观察期将会持续。但在国内经济修复缓慢、海外风险逐步放大、通胀上升幅度有限等因素下，下半年货币政策仍维持宽松方向，难以迅速收紧。且如果经济再度弱于预期，不排除新一轮全面宽松政策。

**图 49 逆回购投放与到期情况**



数据来源: Wind、方正中期研究院

图 50 MLF 利率、LPR 与社会融资成本

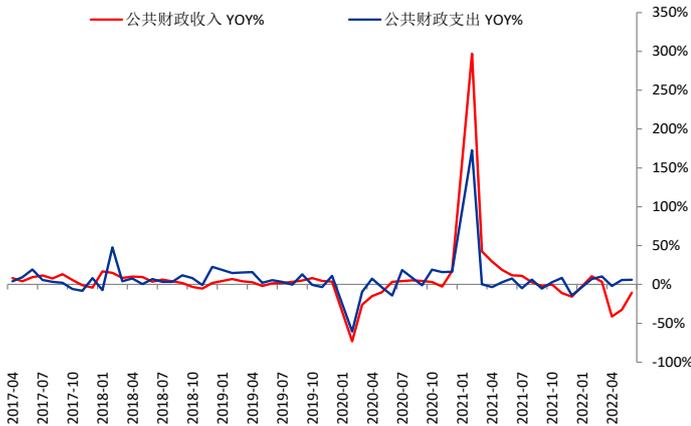


数据来源: Wind、方正中期研究院

## 二、财政支持基建 关注地方债新增量

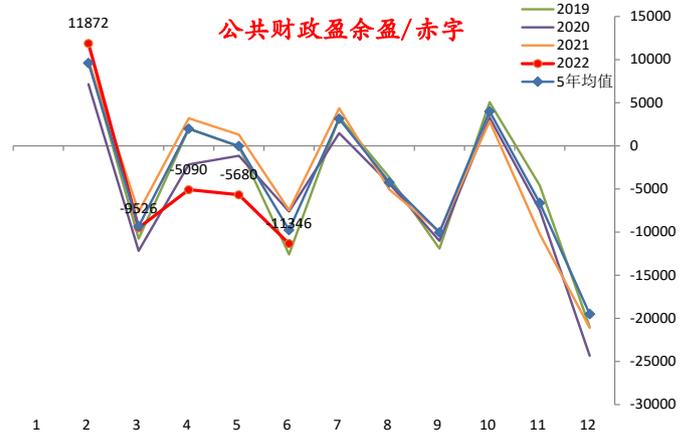
6月全国财政收入同比跌幅收窄至10.55%。如果排除留抵退税因素后6个月累计增长3.3%，全口径计算则为-10.2%。同时6月支出增速略有加快，财政收支缺口扩大弱于季节性。收入方面，主要税种中增值税增长明显，为退税接近尾声、疫情后经济恢复带来增长。企业所得税也受经济修复影响。个人所得税上升侧面反映部分居民收入改善。小税种中，房地产相关税收开始恢复，受房产交易重新活跃带动。车辆购置税维持低位，继续受车辆购置税减免政策影响。支出方面，教育、社保就业支出基本稳定，卫生健康支出疫情稳定后弱于季节性。农林水事务、交通运输支出超季节性上升与经济重新活跃，以及基建投资增长有关。政府性基金方面，土地出让金收入仍在低位，且高基数压制同比回落。我们预计，随着经济恢复，税收收入将继续修复。但政府性基金受到土拍影响，短期或仍处于低位。需关注房地产销量对投资的带动，以及房企预期、拿地热情改善后，土地出让收入情况。此外，提前发行地方债资金将在8月底用尽。市场对下半年稳增长政策，尤其提前下达明年地方债额度1.5万亿元较为期待。预计三季度后期开始下达额度，四季度开始资金投放。财政端整体偏宽松，尤其是基建短期仍受到资金支持。

图 51 全国财政收支增速



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 52 公共财政赤字



数据来源：Wind、方正中期研究院

表 8 当月财政收入分项情况

| 2022-06      | 当月值 (亿元) | 当月同比   | 上月同比    |
|--------------|----------|--------|---------|
| 公共财政收入       | 18482    | -10.6% | -32.5%  |
| 中央财政收入       | 7129     | -19.8% | -34.3%  |
| 地方本级财政收入     | 11353    | -3.6%  | -30.8%  |
| 税收收入         | 13105    | -21.2% | -38.1%  |
| :国内增值税       | 2550     | -56.9% | -124.4% |
| :国内消费税       | 1082     | 6.2%   | -12.1%  |
| :进口环节增值税和消费税 | 1668     | 5.7%   | 12.9%   |
| :外贸企业出口退税    | -2435    | 9.4%   | 12.1%   |
| :企业所得税       | 5200     | -0.2%  | 0.3%    |
| :个人所得税       | 1288     | 10.5%  | -5.7%   |
| :资源税         | 293      | 49.5%  | 55.3%   |
| :城市维护建设税     | 352      | -13.5% | -20.8%  |
| :房产税         | 255      | 25.0%  | 29.5%   |
| :关税          | 239      | -9.8%  | -11.4%  |
| :契税          | 628      | -27.8% | -31.2%  |
| :车辆购置税       | 198      | -39.6% | -31.5%  |
| :土地增值税       | 876      | -1.1%  | -40.5%  |
| :城镇土地使用税     | 230      | 21.7%  | 25.3%   |
| :耕地占用税       | 265      | 25.6%  | 17.7%   |
| :环境保护税       | 5        | -89.6% | -75.0%  |
| :印花税         | 313      | -22.7% | -20.2%  |
| :其他税收        | 5377     | 175.9% | -42.8%  |
| 非税收入         | 4194     | 93.6%  | -768.8% |

数据来源：Wind、方正中期研究院

表 9 当月财政支出分项情况

| 2022-06    | 当月值 (亿元) | 当月同比  | 上月同比  |
|------------|----------|-------|-------|
| 公共财政支出     | 29828    | 6.1%  | 5.6%  |
| 中央本级财政支出   | 3339     | 3.8%  | 3.5%  |
| 地方财政支出     | 26489    | 6.4%  | 6.0%  |
| :教育        | 4248     | 5.7%  | 2.6%  |
| :科学技术      | 1269     | 23.2% | 13.2% |
| :文化体育与传媒   | 397      | -6.1% | 0.4%  |
| :社会保障和就业   | 4031     | 5.6%  | -3.8% |
| :医疗卫生与计划生育 | 2423     | 5.9%  | 11.8% |
| :节能环保      | 551      | -1.1% | -0.3% |
| :城乡社区事务    | 2792     | 6.4%  | -7.8% |
| :农林水事务     | 3308     | 8.9%  | 8.6%  |
| :交通运输      | 1520     | 16.1% | 29.6% |

数据来源：Wind、方正中期研究院

## 第四部分 汇率震荡走弱 疫情已过最艰难时期

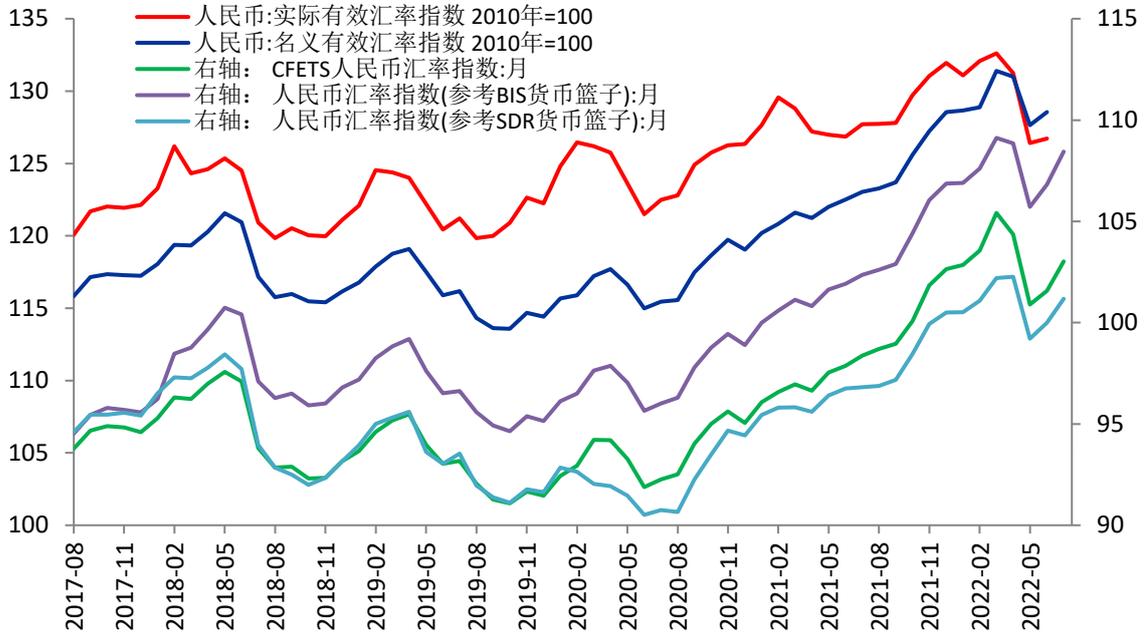
7月人民币汇率继续呈现震荡小幅走弱的态势，基本符合预期。主要汇率指标变动出现一定分歧，短端利差、经济预期差等因素对汇率波动幅度影响下降。贸易顺差收窄的潜在风险，仍是人民币汇率面临的主要压力。但在疫情缓和、美元指数冲高回落、中美利差暂未继续扩大等情况下，预计人民币不会出现走弱，或继续维持6.8上方的弱势震荡，并逐渐接近该位置。此外，当前零星疫情对经济系统影响仍有限，基准假设仍为全国不会出现类似二季度疫情的负面影响。但7月中央政治局仍强调减持“动态清零”以及其他防疫原则，进一步放宽防疫措施的步伐不会太快，经济仍将继续受到影响。

### 一、人民币汇率继续弱势震荡

从7月情况来看，主要人民币汇率均呈现回升走势，但人民币对美元汇率有所走弱。从CFETS篮子来看，人民币相对主要货币表现不一，其中对卢布、欧元、泰铢、土耳其里拉、波兰兹罗提升值，相对日元、澳元、美元、韩元、纽元贬值。从趋势上看，人民币相对美元上半月持续走弱，之后有所反弹，但全月总体波动幅度不大，维持震荡偏弱趋势。从外汇流动性上看，6月各项外汇流动性指标变动不一，银行代客净结汇、涉外收付款净流入均有增加，外币贷款、排除汇率因素的外汇储备降幅扩大，外汇存款由负转正，外汇占款降幅减小。从基本面来看，中美经济预期差先升后降，即美国经济数据超预期主要在上半月，与人民币汇率先弱后强的态势一致。从利差角度看，中美短端利差7月出现回落，但长端利差有所上升，二者表现不一，对人民币汇率利空程度下降。总体上看，7月人民币汇率继续呈现震荡小幅走弱的态势，基本符合预期。

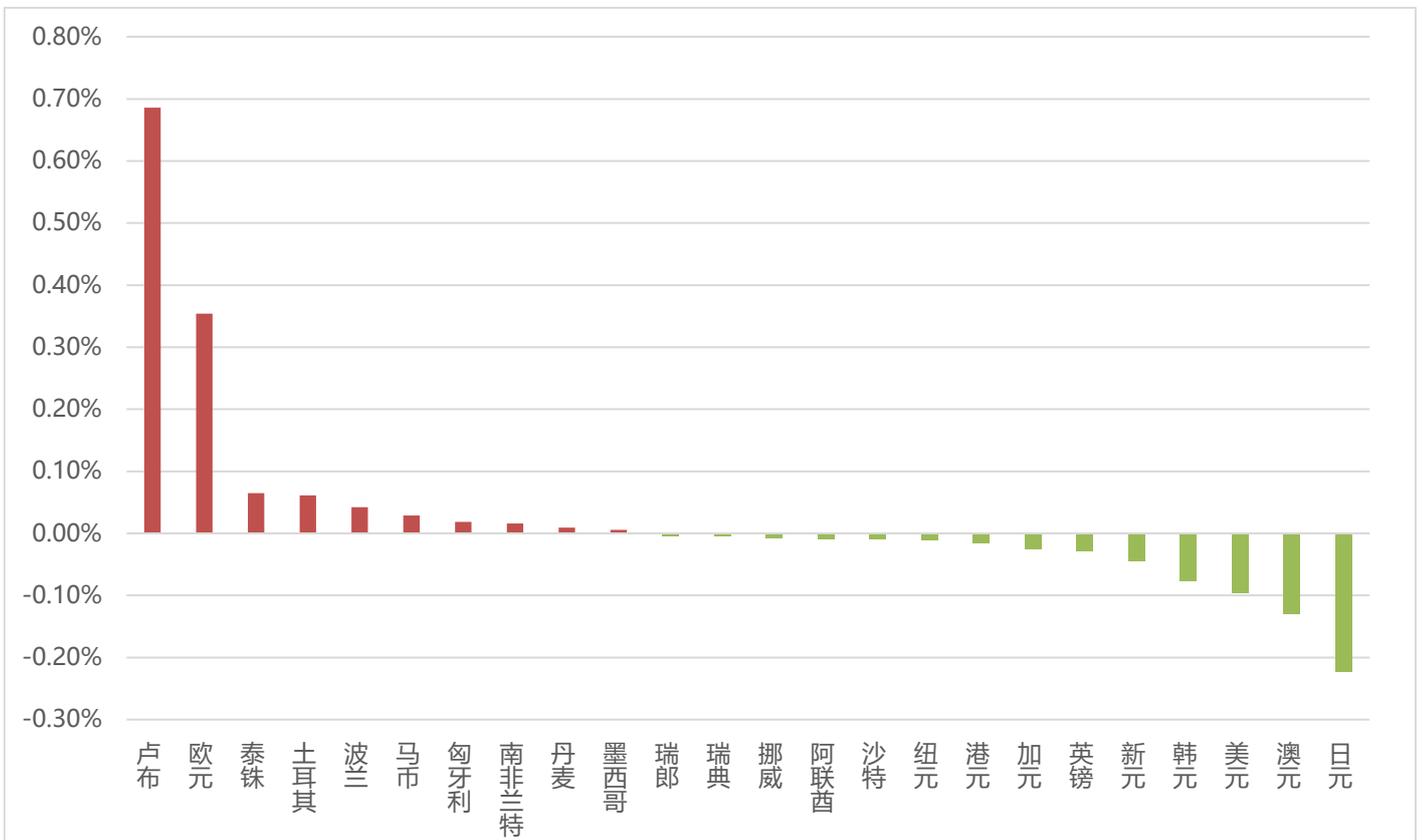
主要汇率指标变动出现一定分歧，短端利差、经济预期差等因素对汇率波动幅度影响下降。贸易顺差收窄的潜在风险，仍是人民币汇率面临的主要压力。但在疫情缓和、美元指数冲高回落、中美利差暂未继续扩大等情况下，预计人民币不会出现走弱，或继续维持 6.8 上方的弱势震荡，并逐渐接近该位置。

图 53 人民币汇率指数变动情况



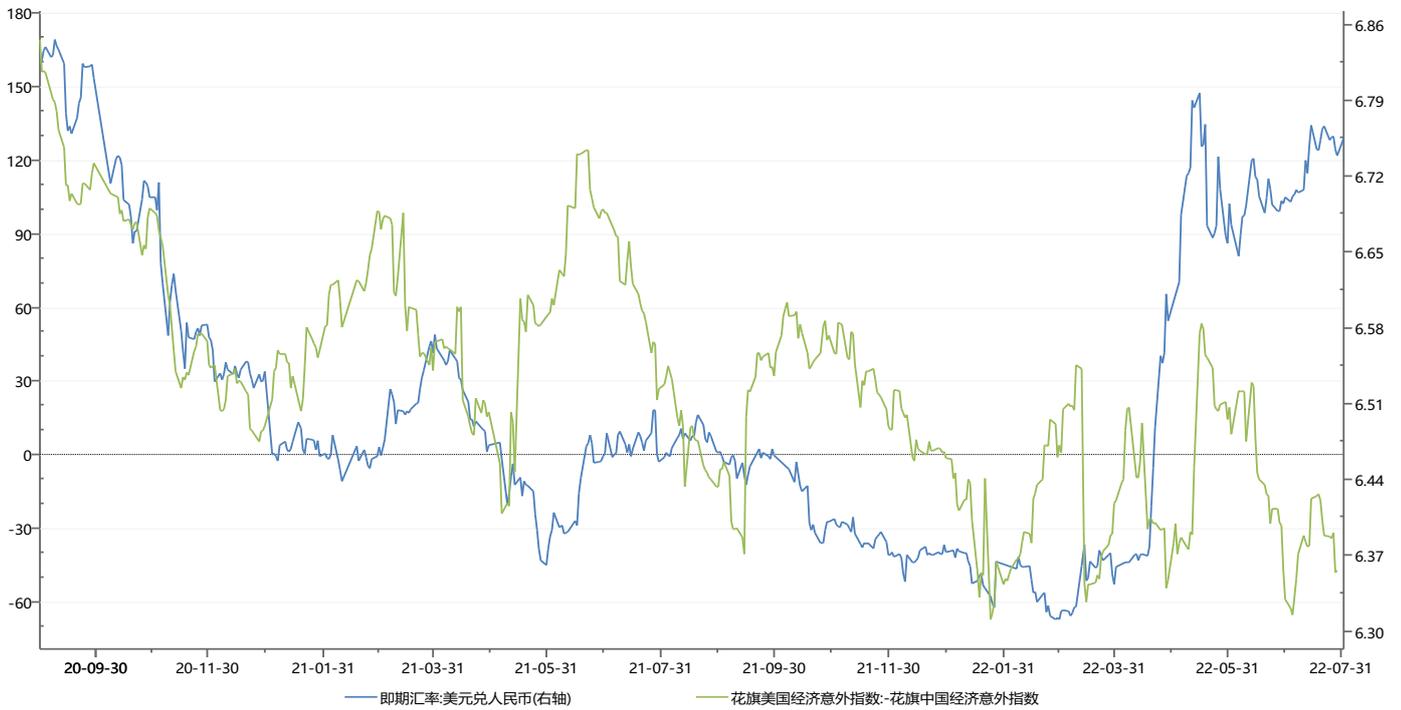
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

图 54 主要国家汇率对人民币指数的影响幅度



数据来源：Wind、方正中期期货研究院

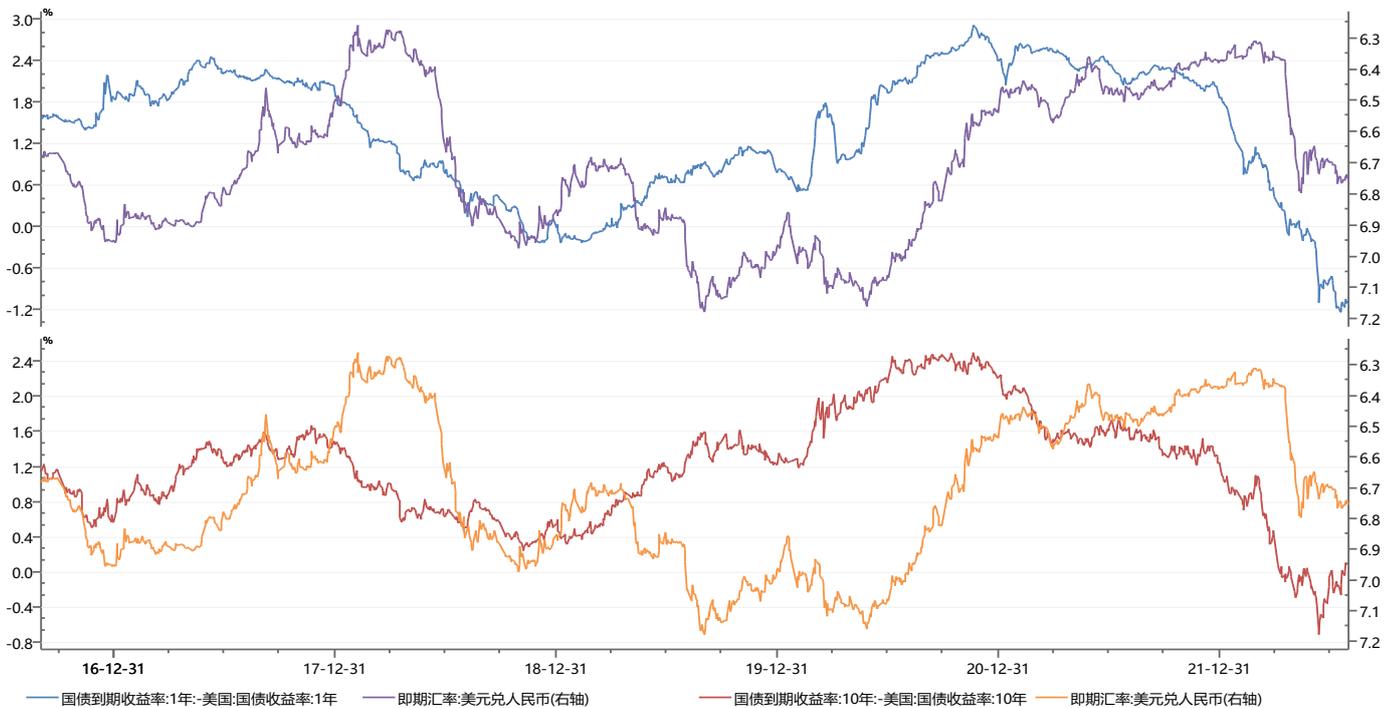
图 55 中美宏观经济预期差比较



数据来源：Wind

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

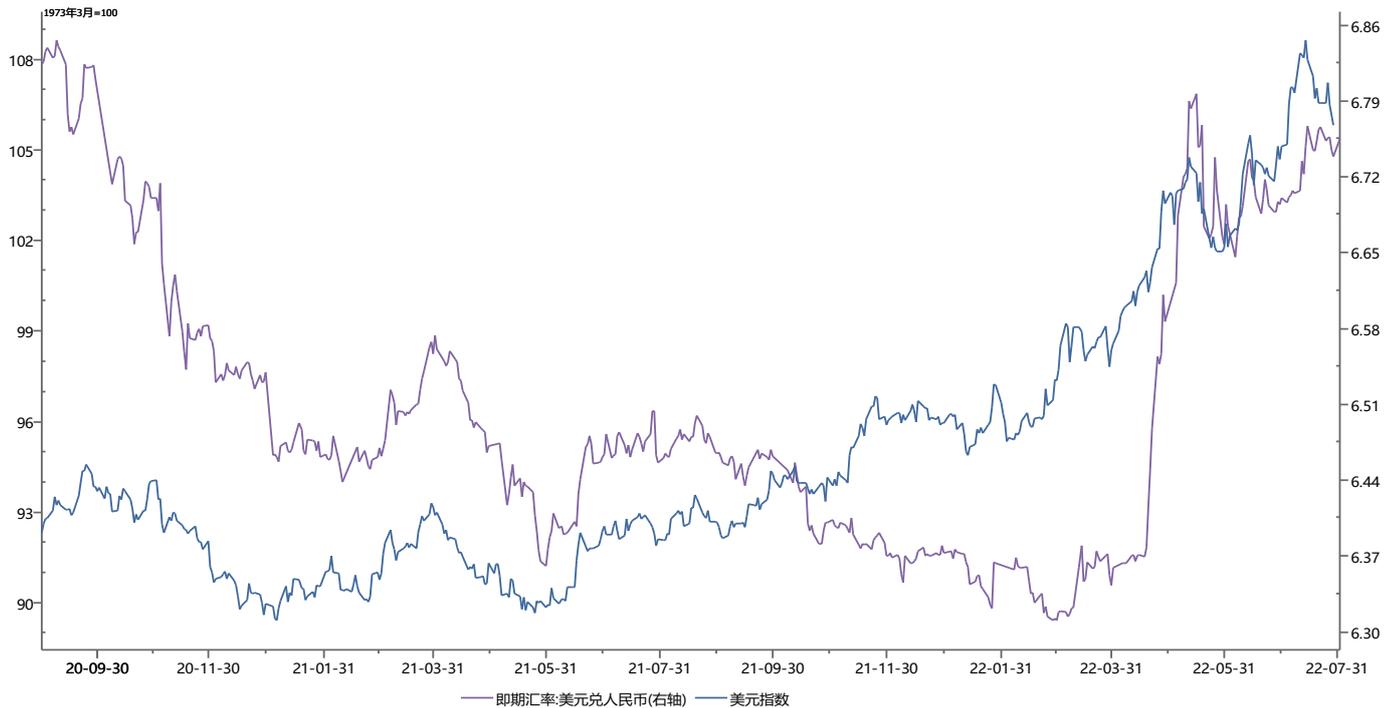
图 56 中美利差与汇率变动关系



数据来源：Wind

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

图 57 人民币汇率与美元指数关系



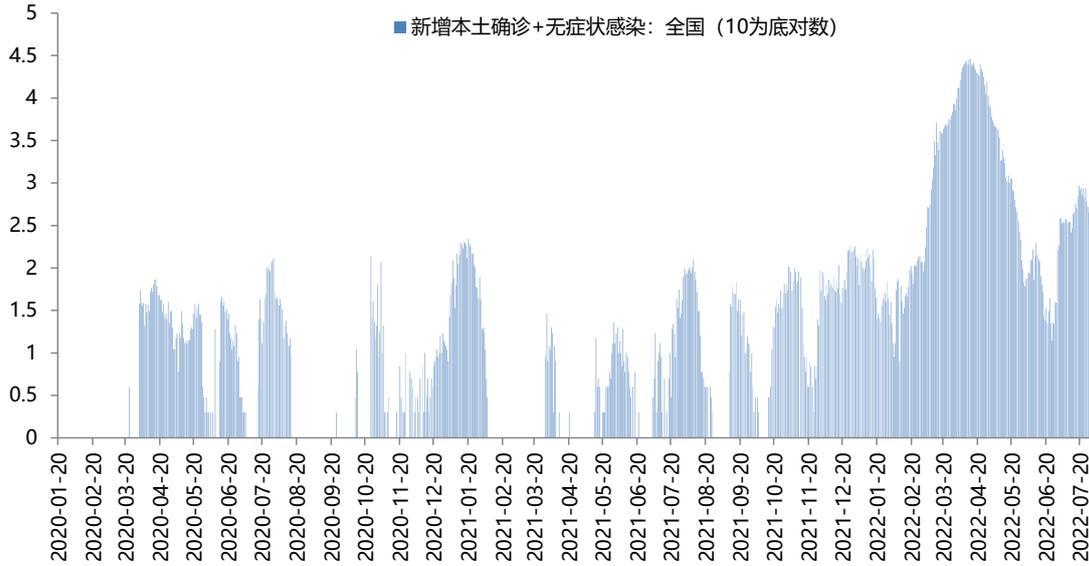
数据来源: Wind

数据来源: Wind、方正中期期货研究院

## 二、疫情反复对经济有负面影响

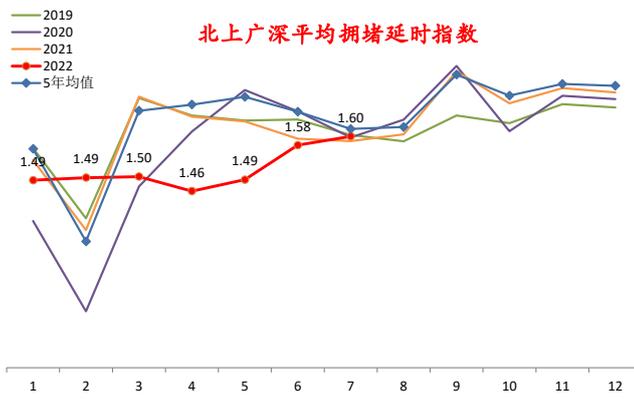
今年以来疫情影响主要在3月和4月,对经济影响集中在4月和5月。5月开始国内新增病例数明显下降,6月新增病例来到阶段性低点。7月开始部分地区疫情有所反弹,对经济产生局部冲击,但对全国总体影响有限。7月数据显示,北上广深平均拥堵延时指数进一步修复至5年均值附近的均衡水平。9城日均地铁客运量所代表的的公共交通,也已经完全恢复到疫情以前水平。百度全国迁徙规模指数所代表的的城市间人员流动情况,则几乎上升至年内最高位。从消费方面看,汽车消费在回补前期缺口之后停止上升,7月汽车批发、零售销量均回落至5年均值附近。服务消费中,电影放映场次已回归到年初,但观影人数和票房收入距离年初水平仍有差距,除受到疫情影响之外,也存在消费结构改变因素。此外,房地产销量依然偏低,尤其是二线和三线城市6月回补缺口之后,其销量7月没有继续增长。我们认为,当前的零星疫情对经济系统影响仍有限,基准假设仍为全国不会出现类似二季度疫情的负面影响。但7月中央政治局仍强调减持“动态清零”以及其他防疫原则,进一步放宽防疫措施的步伐不会太快,经济仍将继续受到影响。

图 58 此轮疫情主要影响4月和5月经济



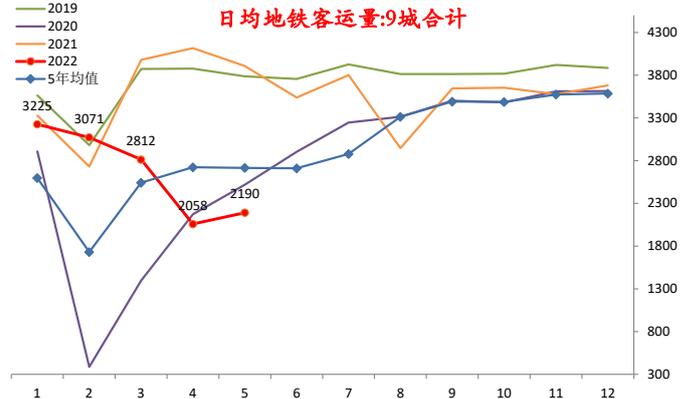
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

图 59 私人交通情况



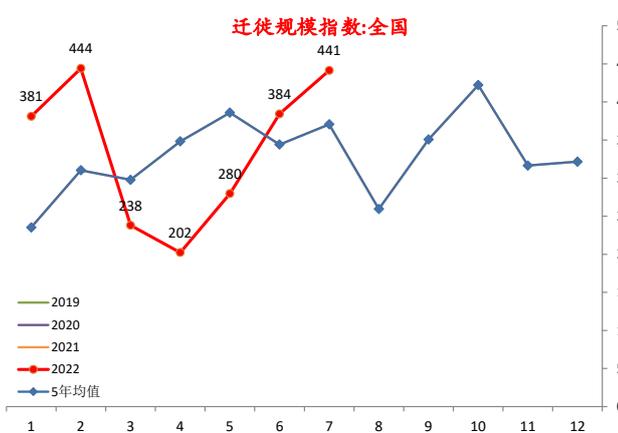
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 60 公共交通情况



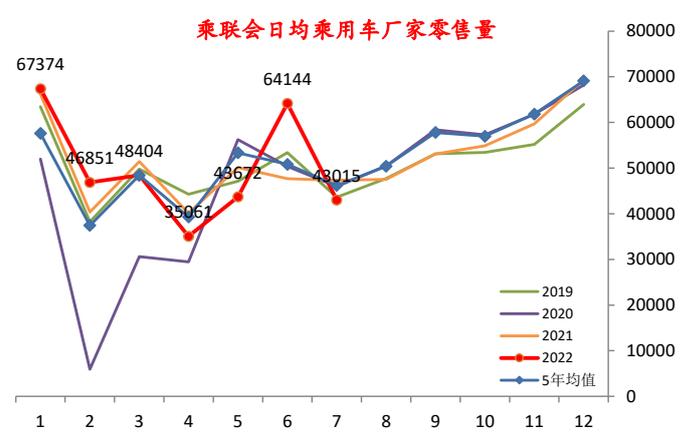
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 61 城际交通情况



数据来源：Wind、方正中期研究院

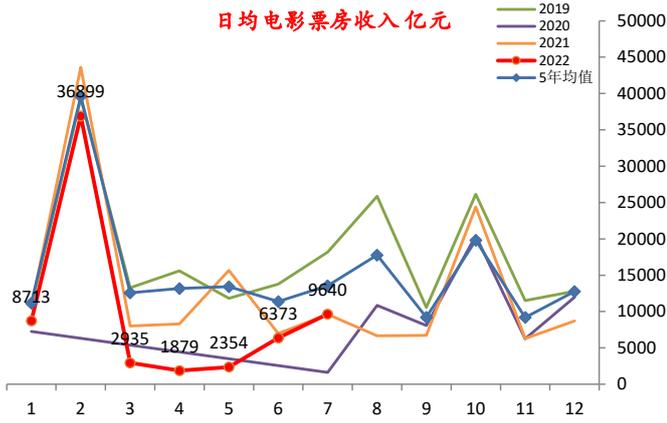
图 62 汽车零售情况



数据来源：Wind、方正中期研究院

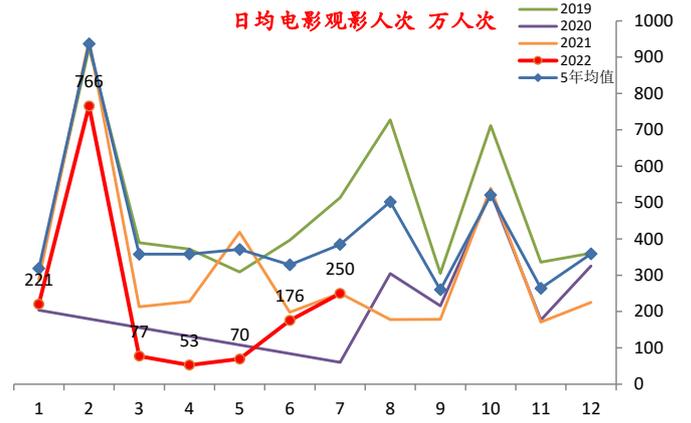
图 63 影院票房收入

图 64 电影观影人次



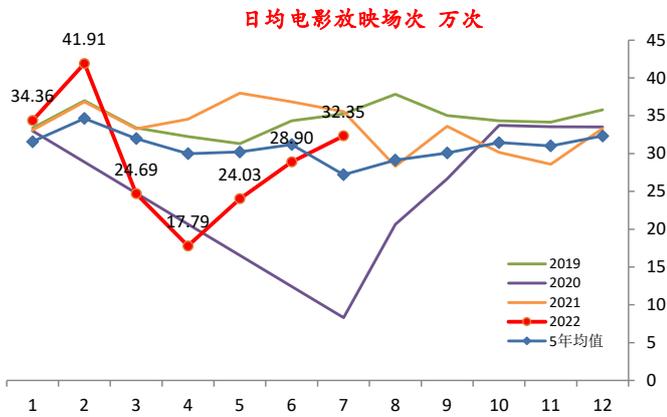
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 65 影院日均放映场次



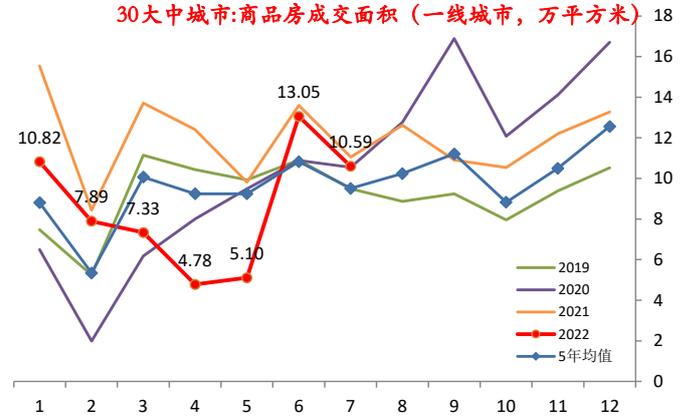
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 66 一线城市房屋销售面积



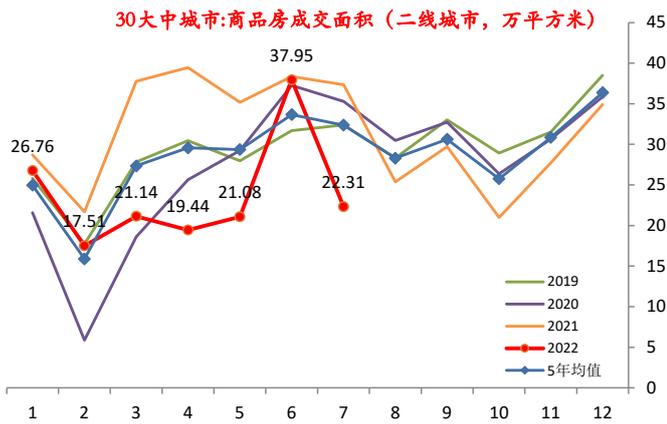
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 67 二线城市房屋销售面积

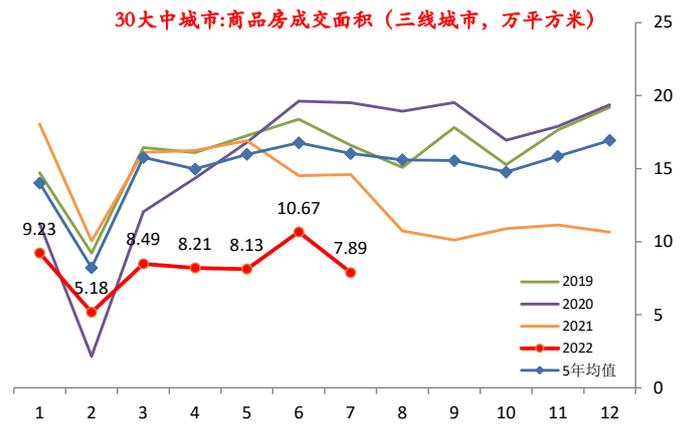


数据来源: Wind、方正中期研究院

图 68 三线城市房屋销售面积



数据来源: Wind、方正中期研究院



数据来源: Wind、方正中期研究院

联系我们:

| 分支机构          | 地址   | 联系电话                          |
|---------------|--|-------------------------------|
| <b>总部业务平台</b> |  |                               |
| 资产管理部         | 北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层                  | 010-85881312                  |
| 期货研究院         | 北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层                           | 010-85881117                  |
| 投资咨询部         | 北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层                           | 010-68578587                  |
| 产业发展部         | 北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层                  | 010-85881109                  |
| 金融产品部         | 北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层                  | 010-85881295                  |
| 金融机构部         | 北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层                  | 010-85881228                  |
| 总部业务部         | 北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层                  | 010-85881292                  |
| <b>分支机构信息</b> |  |                               |
| 北京分公司         | 北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层                           | 010-68578987                  |
| 北京石景山分公司      | 北京市石景山区金府路 32 号院 3 号楼 5 层 510 室                    | 010-66058401                  |
| 北京朝阳分公司       | 北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层                  | 010-85881205                  |
| 河北分公司         | 河北省唐山市路北区金融中心 A 座 2109、2110 室                      | 0315-5396886                  |
| 保定分公司         | 河北省保定市高新区朝阳北大街 2238 号汇博上谷大观 B 座 1902、1903 室        | 0312-3012016                  |
| 南京分公司         | 江苏省南京市栖霞区紫东路 1 号紫东国际创业园西区 E2-444                   | 025-58061185                  |
| 苏州分公司         | 江苏省苏州市工业园区通园路 699 号苏州港华大厦 1606 室                   | 0512-65162576                 |
| 上海分公司         | 上海市浦东新区长柳路 58 号证大立方大厦 604 室                        | 021-50588107/<br>021-50588179 |
| 常州分公司         | 江苏省常州市钟楼区延陵西路 99 号嘉业国贸广场 32 楼                      | 0519-86811201                 |
| 湖北分公司         | 湖北省武汉市硚口区武胜路花样年喜年中心 18 层 1807 室                    | 027-87267756                  |
| 湖南第一分公司       | 湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段 569 号陆都小区湖南商会大厦东塔 26 层 2618-2623 室 | 0731-84310906                 |
| 湖南第二分公司       | 湖南省长沙市岳麓区滨江路 53 号楷林商务中心 C 座 2304、2305、2306         | 0731-84118337                 |
| 湖南第三分公司       | 湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路 168 号新大新大厦 5 层                       | 0731-85868397                 |
| 深圳分公司         | 广东省深圳市福田区中康路 128 号卓越城一期 2 号楼 806B 室                | 0755-82521068                 |
| 广东分公司         | 广东省广州市天河区林和西路 3-15 号耀中广场 B 座 35 层 07-09 室          | 020-38783861                  |
| 上海自贸试验区分公司    | 上海市浦东新区南泉北路 429 号 1703                             | 021-58991278                  |
| 北京望京营业部       | 北京市朝阳区望京中环南路望京大厦 B 座 12 层 8-9 号                    | 010-62681567                  |
| 天津营业部         | 天津市和平区大沽北路 2 号津塔写字楼 2908 室                         | 022-23559950                  |
| 天津滨海新区营业部     | 天津市滨海新区第一大街 79 号泰达 MSD-C3 座 1506 单元                | 022-65634672                  |
| 包头营业部         | 内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街 7 号正翔国际 S1-B8 座 1107              | 0472-5210710                  |
| 邯郸营业部         | 河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心 T6 塔楼 13 层 1305 房间     | 0310-3053688                  |
| 青岛营业部         | 山东省青岛市崂山区香港东路 195 号上实中心 T6 号楼 10 层 1002 室          | 0532-82020088                 |
| 太原营业部         | 山西省太原市小店区长治路 329 号和融公寓 2 幢 1 单元 5 层                | 0351-7889677                  |
| 西安营业部         | 陕西省西安市高新区太白南路 118 号 4 幢 1 单元 1F101 室               | 029-81870836                  |

|                    |   |               |
|--------------------|---|---------------|
| 上海南洋泾路营业部          | 上海市浦东新区南洋泾路 555 号 1105、1106 室                   | 021-58381123  |
| 上海世纪大道营业部          | 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 1107 室               | 021-58861093  |
| 宁波营业部              | 浙江省宁波市江北区人民路 132 号银亿外滩大厦 1706 室                 | 0574-87096833 |
| 杭州营业部              | 浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦 5 幢 1010 室                      | 0571-86690056 |
| 南京洪武路营业部           | 江苏省南京市秦淮区洪武路 359 号福鑫大厦 1803、1804 室              | 025-58065958  |
| 苏州东吴北路营业部          | 江苏省苏州市姑苏区东吴北路 299 号吴中大厦 9 层 902B、903 室          | 0512-65161340 |
| 扬州营业部              | 江苏省扬州市新城河路 520 号水利大厦附楼                          | 0514-82990208 |
| 南昌营业部              | 江西省南昌市红谷滩新区九龙大道 1177 号绿地国际博览城 4 号楼<br>1419、1420 | 0791-83881026 |
| 岳阳营业部              | 湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际 11 栋 102 号                    | 0730-8831578  |
| 株洲营业部              | 湖南省株洲市芦淞区新华西路 999 号中央商业广场(王府井 A 座 11 楼)         | 0731-28102713 |
| 郴州营业部              | 湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城 1 栋 10 楼                 | 0735-2859888  |
| 常德营业部              | 湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路 666 号时代广场 21 楼            | 0736-7318188  |
| <b>风险管理子公司</b>     |   |               |
| 上海际丰投资管理有限<br>责任公司 | 上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 24 楼                     | 021-20778922  |

### 重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。