

宏观动态报告

2022年8月10日

## 中国经济回升待观察，海外经济面临衰退

宏观经济 2022 年 7 月动态报告

### 核心内容：

- **发达经济体经济濒临回落，新兴市场风险加大** 美国经济表现较好，虽然先行指标稍有回落，但仍然处于高位区间。欧洲摆脱俄乌战争干扰，欧洲经济平稳。新兴市场国家表现较为分化，韩国、越南等生产国经济景气度较高，受困于通胀的巴西、俄罗斯、土耳其等仍在艰难的平衡。
- **美联储加息态度坚决，欧央行紧随其后** 7 月份美联储加息速度加快，通胀到达高点。在通胀没有下滑之前，美联储加息仍然较为坚决，加息速度越快，衰退到来的越快。欧央行紧随其后，欧洲经济仍然在观察中，虽然经济仍然回升，但加息显然会影响欧洲经济恢复。
- **中国经济底部回升** 中国经济仍然与全球背道而驰。2022 年 2 季度经济增速略低于市场预期，但仍然实现正增长。5、6 月份经济底部反弹后，7、8 月份经济走势更为重要。7、8 月份的经济走势预示了中国经济韧性，尤其是刺激政策后汽车消费能否持续回升，房地产下滑能否停滞仍然处于观察中。7 月份 PMI 下滑显示经济恢复仍然有压力。
- **中国央行仍然抱持宽松态度** 中国央行仍然较为宽松，7 月份虽然央行并无更多动作，但货币市场利率继续下滑，已经处于 2020 年 3 月份货币市场利率水平。央行的宽松并未同步至实体经济，尤其是房地产行业仍然受到监管控制，宽信用的路途仍然较为曲折。鉴于全球央行收紧，中国央行再次宽松的概率较小，需要等待 4 季度。
- **大宗商品市场短期反弹 长期仍然下跌** 焦煤、焦炭、螺纹钢、热卷、玻璃等价格稍有止跌，与国际市场关联更紧密的铜、原油价格止跌反弹，但是在全球收紧的前提下，大宗商品整体下跌仍然是主要态势。

主要风险：新毒株再暴发的风险、通胀风险

### 分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢

于金潼

## 目录

一、中国经济不振 全球持续金融紧缩 .....	3
二、国际经济观察 .....	4
(一) 美国：经济滑向衰退 市场期待美联储更早转向 .....	4
(二) 欧元区：欧央行鹰派加息，TPI 保障货币政策传导 .....	13
(三) 日本：日央行继续维持宽松 .....	16
三、国内经济：先行指标回落，经济持续回升受到质疑 .....	18
(一) 制造业 PMI 回落 经济走势偏弱 .....	18
(二) GDP：2 季度经济实现正增长，经济持续恢复 .....	20
(三) 生产：防控减弱，制造业继续恢复 .....	21
(四) 需求端：消费回升，但房地产仍然不振 .....	23
1、消费：刺激政策在逐步见效 .....	23
2、投资：制造业投资动能减弱，基建平稳，房地产待观察 .....	25
(五) 通胀：结构性因素致使通胀上行 暂不影响货币政策 .....	28
1、CPI：CPI 缓慢上行，核心 CPI 仍然低迷 .....	28
2、PPI：PPI 回落态势已成 .....	30
四、金融：社融超预期 但向实体经济传递仍然有困难 .....	31
(一) 信贷继续回升 .....	31
(二) 货币市场利率处于低位，资金进入实体仍然有困难 .....	33
五、国内外主要风险 .....	33

## 一、中国经济不振 全球持续金融紧缩

全球经济恢复基本结束，美国经济表现较好，但其回落的预期更强。欧洲摆脱了俄乌战争的影响，德国经济恢复较好，欧洲的通胀使得欧央行态度更为强硬。新兴市场国家表现仍然分化，韩国、越南、印度等生产国经济景气度较高，受困于通胀的巴西、俄罗斯、土耳其等仍在艰难的平衡。

全球央行在美联储的带领下加息进程持续，7月份美联储仍然坚持需要等待通胀和就业有所好转才能改变。7月份美国 PMI 指数、房地产先行指数、消费指数表现不如预期，鉴于就业数据的滞后性以及通胀的粘性，市场预期美联储对经济的判断之后，衰退已经进入了视野。7月份上半月大宗商品价格快速回落，原油、黄金、铜、铝等价格走低，显示金融条件和经济增长的双重回落预期。7月份下半年，大宗商品急跌后有所反弹，但不能视作价格反转。全球衰退的预期仍然继续进行，全球央行的紧缩并未结束，通胀下行的时间临近。

中国经济 2 季度处于回升态势，2 季度经济增速略低于市场预期，但仍然实现正增长。从 5 月份开始经济开始回升，这种回升在 6 月份持续。但也要意识到这种回升是经济从底部恢复的过程，整体经济仍然没有恢复至疫情前的水平，社会消费总体仍然属于疲软状态，房地产投资下行也并未停滞。

鉴于新冠防控的口径并没有变化，疫情防控对经济的压力持续。这种压力从生产到需求均有所体现。6 月份工业生产同比增速仍然在偏低的水平上，需要政策持续给与支持。但 7 月份 PMI 数据显示制造业企业生产回落，同时各产业开工率也在下行。加上工业生产的主要影响因素房地产开工和施工均不理想，工业生产持续恢复有压力。需求方面仍然是环比回升的状态，6 月份消费增速略低于市场预期，新冠防控对社会零售消费影响减弱，消费增速恢复正增长，但消费恢复至疫情前的水平仍然需要时间。

拉动经济增长的汽车行业受到了政策的支持，汽车生产和消费均出现上行，这种 5-6 月份的汽车消费上行既有前期需求压制下的爆发，也有汽车购置税的调整。7 月份数据显示汽车消费仍然同比上行，但环比稍有下滑，需要等待 8-9 月份的数据以判断汽车消费市场回暖是否有延续性。

房地产市场仍然没有得到恢复，6 月份数据显示房地产销售、开工、施工仍然回落。7 月份各地爆发了“断供”风波，房地产商的资金压力较大，并且金融系统对于房地产商的贷款仍然较为严格。房地产业面临着资金压力，并且对房地产的严格监管并没有结束，政策层面从需求端来帮助房地产，效果仍然没有显现。7 月下半旬 30 大中城市房地产销量仍然低于往年水平，房地产业的风险仍存，房地产业下滑并没有结束。

在这种情况下，需要等待进一步的经济数据来确定经济运行的情况。基建投资和制造业投资能否弥补房地产业的下滑，汽车消费是否平稳，以及其他消费是否在疫情缓解后上行，央行货币政策是否能顺利传导至工业企业，消费者收入上行是否平稳，这些现阶段仍然充满不确定性。7-8 月份经济如果能持续恢复，就进一步证明我国经济政策的有效性以及中国经济的韧性，那么央行仍然会较为克制，现阶段的稳增长政策不会加码，未来经济会平稳过渡。

从央行的角度来看，货币市场仍然较为宽松，货币市场利率已经下行至 2020 年 3 月份水平，继续宽松的动力不强。首先，央行在 5 月 20 日结束 5 年期 LPR 降息后一直在等待政策效果，加之货币市场利率处于较低的水平上，证明市场资金较为充裕。其次，央行着力督促商业银行向实体经济投资，而实际情况是这条路径并不顺畅，这种不顺畅与货币政策相关性不大，主要是产业政策的影响。最后，美联储加息仍然在路途中，全球央行进入紧缩阶段，也就以为

来未来全球经济的萎缩，在这种情况下降息刺激经济的效果并不好。预计央行会在4季度重新考虑货币政策施行力度。

## 二、国际经济观察

### (一) 美国：经济滑向衰退 市场期待美联储更早转向

美国经济已经开始滑向衰退，不仅二季度经济负增长，PMI、房地产、消费和投资相关相关指标都出现回落，这是着手打击总需求控通胀的美联储希望看到的。通胀目前仍然处于绝对高位，可能正在进行磨顶，但通胀交易已经被衰退交易所取代。市场将经济的坏消息视为迫使美联储更早转向放松金融条件的好消息，但是通胀的粘性可能导致其回落到2%的中长期目标需要继续的紧缩。尽管其他经济指标普遍下行，劳动市场依然较强，一方面是就业数据滞后于经济，另一方面美国由于婴儿潮一代开始退休等因素在劳动供给上可能出现变化。同时非农人均生产力的下降可能导致更多需求，供需不平衡将使工资增速在短期继续，侧面加大通胀压力。优秀的就业数据也阻止 NBER 将连续两个季度的 GDP 负增长判断为衰退，这给美联储保持紧缩力度提供了支撑。目前市场在押注美联储政策转向的时间点，但美国经济的进一步下滑路径明确，难以避免。

#### 美国二季度 GDP 初值-0.9%：

美国二季度 GDP 实际环比折年初值录得-0.9%，一季度为-1.6%，已经连续两个季度负增长，进入“技术性衰退<sup>1</sup>”。不过在衰退阴霾下，市场情绪依然良好，而究其原因，瑞士信贷分析师的观点<sup>2</sup>可能较有代表性：“今天的（GDP）报告明确显示了经济活动的实质性走弱并增加了美联储转鸽的可能… 目前，坏消息就是股票的好消息”。

与一季度受严重贸易逆差和库存下降而负增长的一季度数据不同，二季度 GDP 初值反映了总需求开始走弱，美联储的紧缩和衰退预期已经迅速作用于经济。当然，后期的核算可能对初值做出调整，但初值表现出的趋势仍值得关注。从分项来看，占比最大的个人消费支出环比依然维持 1.0% 的增长，对 GDP 有 0.7 个百分点的正向贡献，但已经显著小于今年一季度 1.24% 和 2021 年四季度的 1.76% 的拉动。商品消费出现明显萎缩，耐用品和非耐用品环比下滑 2.6% 和 5.5%。服务成为消费的压舱石，环比增速加快至 4.1%，独自拉动 GDP 上行 1.78%，

国内私人投资总额环比下降 13.5%，是负增长的主要因素，其中固定资产投资下滑 3.9%。由于美联储迅猛的加息导致房贷利率上行，住宅和建筑相关投资大幅缩水，分别下行 14% 和 11.7%。设备投资方面也不乐观，由于制造业 PMI 新订单近期的明显转弱，设备投资从一季度的 14.1% 的高增长下行至-2.7%。库存方面，尽管两个季度的私人库存都是负增长，但原因截然不同：一季度库存的下行主要因为消费十分强劲导致，这也能从高进口额中得到印证，而二季度库存下行则是因为衰退预期和高通胀削弱了居民消费能力，商场库销比上升尤为显著，企业补库存动力弱化。

<sup>1</sup> 一般连续两个季度的负增长较易被 NBER 定义为衰退，但最终决定权仍在 NBER

<sup>2</sup> Asian shares mostly higher after rally on Wall Street | AP News

图 1：美国零售部门库销比 (%)

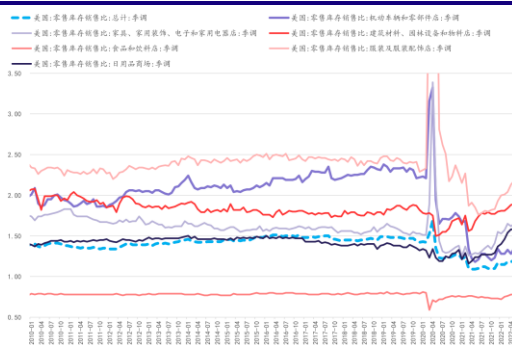
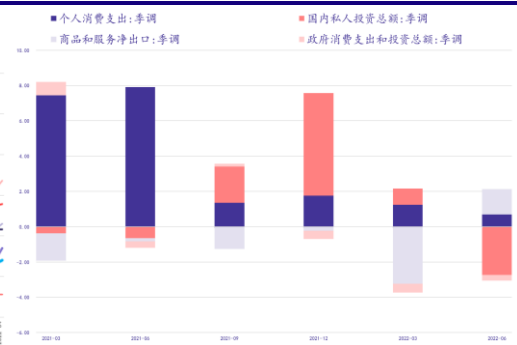


图 2：GDP 各项环比拉动 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

进出口方面，美国二季度出口走强而进口大幅放缓，净出口带动 GDP 增长 1.4%，和一季度形成镜像。进口中商品增速由前值 20.1% 下滑至 -0.1%，而服务进口继续加快，反而继续拖累 GDP。随着商品定价逐渐由衰退交易的逻辑主导，叠加高内外需求走弱，出口在三季度可能还有一定支撑，但也处于下行通道。

政府支出继续萎缩，经济刺激型法案在通胀期难以在国会得到支持。不过，随着经济放缓，拜登政府似乎又有动作：国会在 7 月末不仅通过了 2800 亿美元的政策包支持半导体行业，同时“收税再支出”（tax-and-spend）法案也有望通过，这将给拜登政府带来 3690 亿美元用于应对气候变化和增大绿色项目。如果第二个法案也顺利通过，那么政府支出有望在未来小幅托举下滑的美国经济，但改变不了经济向下的动能。

图 3：美国二季度 GDP 数据

	当季占比 (%)	实际 GDP 折年 (万亿美元)			实际环比折年率			环比拉动		
		Jun-22	Mar-22	Dec-21	Jun-22	Mar-22	Dec-21	Jun-22	Mar-22	Dec-21
<b>GDP</b>	100	19.68	19.73	19.81	-0.9	-1.6	6.9	\	\	\
个人消费支出	70.71	13.92	13.88	13.82	1	1.8	2.5	0.7	1.24	1.76
商品	27.78	5.47	5.53	5.53	-4.4	-0.3	1.1	-1.08	-0.07	0.28
耐用品	11.12	2.19	2.20	2.17	-2.6	5.9	2.5	-0.22	0.49	0.22
非耐用品	16.86	3.32	3.37	3.40	-5.5	-3.7	0.4	-0.85	-0.56	0.06
服务	43.66	8.59	8.51	8.45	4.1	3	3.3	1.78	1.31	1.48
国内私人投资总额	19.36	3.81	3.95	3.90	-13.5	5	36.7	-2.73	0.93	5.82
固定资产投资	18.48	3.64	3.67	3.61	-3.9	7.4	2.7	-0.72	1.28	0.5
非住宅投资	15.12	2.97	2.98	2.91	-0.1	10	2.9	-0.01	1.26	0.4
建筑	2.18	0.43	0.44	0.44	-11.7	-0.9	-8.3	-0.32	-0.02	-0.22
设备	6.87	1.35	1.36	1.32	-2.7	14.1	2.8	-0.16	0.73	0.17
知识产权	6.26	1.23	1.17	1.17	9.2	11.2	8.9	0.47	0.56	0.45
住宅	3.42	0.67	0.70	0.70	-14	0.4	2.2	-0.71	0.02	0.1
私人库存变动	0.41	0.08	0.19	0.19	\	\	\	-2.01	-0.35	5.32
出口	9.26	2.46	2.36	2.39	18	-4.8	22.4	1.92	-0.55	2.24
商品出口	3.39	1.82	1.76	1.79	15.6	-7.6	23.4	1.19	-0.63	1.64
服务出口	20.00	0.67	0.63	0.63	24.2	2.4	19.9	0.72	0.08	0.59
进口	17.35	3.94	3.91	3.74	3.1	18.9	17.9	-0.49	-2.69	-2.46
商品进口	2.78	3.41	3.41	3.26	-0.1	20.2	18.9	0.01	-2.4	-2.16
服务进口	16.86	0.55	0.52	0.51	21.1	12.1	13.1	0.5	-0.29	-0.31
政府	6.56	3.32	3.33	3.36	-1.9	-2.9	-2.6	-0.33	-0.51	-0.46
联邦政府	10.29	1.29	1.30	1.32	-3.2	-6.8	-4.3	-0.2	-0.46	-0.29
州和地方政府	3.90	2.03	2.03	2.03	-1.2	-0.5	-1.6	-0.13	-0.05	-0.17

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

美联储动态：

7 月 27 日美联储 FOMC 会议在 6 月 CPI 超预期后继续加息 75bps，联邦目标基金利率达到 2.25%-2.50% 的中性水平。由于联邦基金利率已经达美联储认定的中性，未来三次议息会议只需要两次 50bps 和一次 25bps 的加息即可达到美联储 6 月预测的中位数 3.4%，并追上市场预期范

围；因此，在通胀不继续上扬的情况下，美联储无需拿出更鹰派的姿态追赶市场，货币政策预期最紧的时刻可能将要过去。鲍威尔在新闻发布会中表示随着货币政策的收紧，“未来放缓加息节奏以评估政策对经济和通胀的影响可能是合适的”这样的鸽派发言也让市场对加息放缓和 2023 可能的降息充满期待。

在未来的紧缩路径上，美联储采取了灵活的模糊：首先，在自己 6 月被前瞻性指引绊住手脚以及中性利率达成的情况下，美联储决定抛弃前瞻性指引，转为“逐次会议”依据数据加息的灵活模式。其次，由于 6、7 月份的通胀数据都大超预期，鲍威尔声称 9 月份议息会议也可能再次有不寻常的高加息，我们的理解是 9 月的基准情形为 50bps，但如果通胀又出现意外上行，75bps 就会延续。总体上，由于通胀的高企和劳动力市场较好的抗紧缩能力，加息仍将持续，只是力度和频率可能放缓，美联储已经把利息路径推给了数据，故而在通胀出现实质性向 2% 的目标下降前不宜过早期待金融条件从收紧转向。

图 4：长期通胀预期较为稳定（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：美债 Breakeven 通胀预期（%）



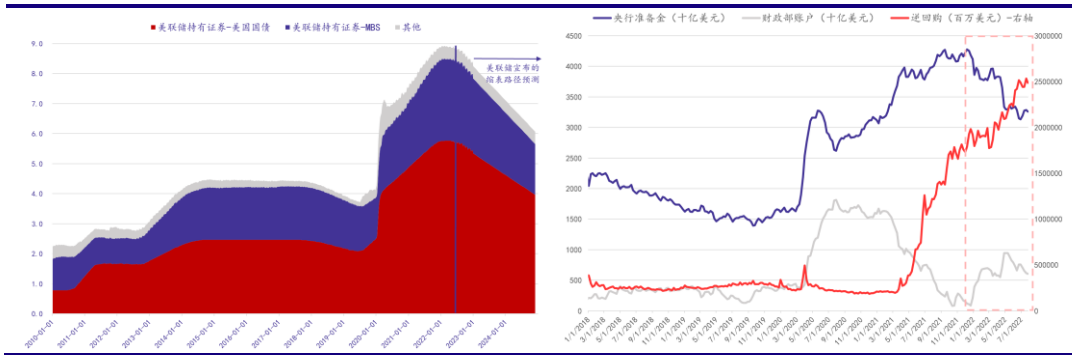
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

缩表方面，美联储宣称仍将按原计划进行，目前维持每月 300 亿美元国债和 175 亿美元 MBS 的缩表规模，9 月将分别加码至 600 亿和 350 亿。但是从实际执行状况来看，美联储在收紧流动性方面依然相当谨慎：截至 7 月 20 日，美联储总资产仅减少了 182.82 亿美元，其中国债减少 383.66 亿美元，MBS 增加 188.15 亿美元，这一方面可能因为缩表初期的磨合使节奏偏慢，另一方面也可能体现了美联储对紧缩下银行流动性的担忧。

一般来说，当缩表进行时，理想的路径是货币市场基金由“地板利率”提供者逆回购（RRP）中撤出，然后将流动性借给银行来购买缩表所释放的国债和 MBS。这种情况下，货币市场基金提供的流动性将直接转化为国债，并不影响银行在美联储的准备金规模，也就不会影响银行体系货币派生。但是目前来看，RRP 规模依然在不断上升，反而是银行在美联储准备金规模在下降。根据美联储 6 月纪要中的解释，减少的国债供应、高流动性水平和政策利率不确定性导致了短期投资需求的上升，这使隔夜逆回购（ON RRP）的使用显著上行，也就是说货币市场基金并不热衷于把流动性借给银行系统，而是存在了逆回购中。这种情况下，银行系统承接美联储放出的国债和 MBS 时必须使用自有资金，因此准备金规模受到消耗，相比 2021 年末的峰值已将下降了 9950 亿美元。虽然限制银行系统的货币派生可能是正在打击总需求的美联储想看到的，但是缩表出售的长债和 MBS 如果主要靠消耗银行准备金承接可能会给银行系统流动性增加过大压力，抬升有效联邦基金利率。因此，美联储近期对缩表操作相对谨慎。

图 6：美联储计划缩表路径（万亿美元）

图 7：银行在美联储准备金持续下滑（%）



资料来源: Fed, 中国银河证券研究院整理

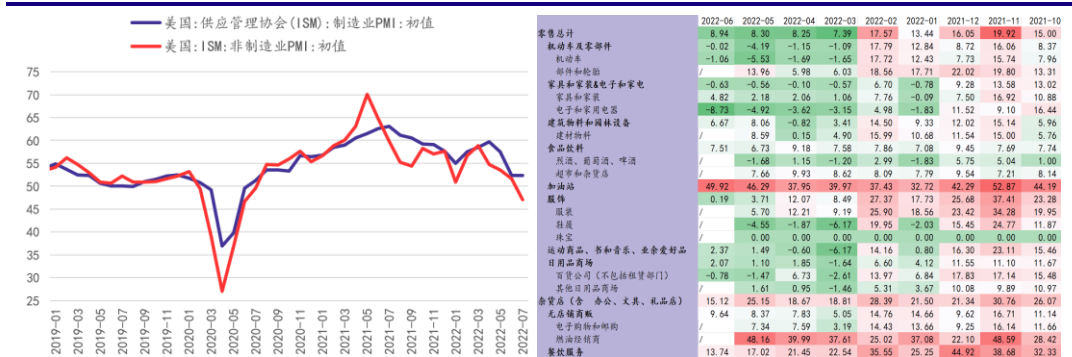
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美联储本次声明的最大变化就是对经济环境的表述。6月会议时美联储认为“整体经济活动在一季度环比下滑后再次加速,需求和消费仍然强悍,但是二季度的商业固定资产投资开始放缓,房地产业活动也由于大幅上行的固定房贷利率有所缓和”。而本月直接改为“近期的支出和生产指标已经弱化;消费支出由于降低的实际可支配收入和收紧的金融条件放缓,房地产业活动由于房贷利率上行走弱,二季度商业固定投资也已经下行”。唯一坚挺的重要数据来自滞后的劳动市场:失业率依然处于3.6%的绝对低位,新增非农就业5月份下滑后在6月回升,服务类就业表现依然良好,新增失业金申领人数7月依然处于低位。从美联储关注的角度来看,高通胀和低失业依然支持持续紧缩。

虽然近期经济指标的下滑似乎导致美股开始押注美联储货币政策转向的提前,但是经济下滑事实上是美联储想看到的。在新闻发布会上被路透社问及加息是更倾向于过度还是不足时,鲍威尔虽然没有直接回答,但表示如果现在不控制住通胀未来的麻烦将更大,暗示了美联储加息“矫枉过正”的姿态。近期美国PMI初值、房地产、消费的回落是金融条件收紧的正常结果,是打击总需求以压低通胀的必要条件,并不足以促使美联储货币政策的转向。鲍威尔的发布会稿中两次提及总需求依然强劲,同时表示控制通胀可能伴随着“低于正常趋势的经济增长”(below-trend economic growth),这都体现了美联储鹰派紧缩的态度并未转变。而关于放缓加息节奏的表述也实属正常,毕竟美联储已经达到自己认定的中性利率,通胀也可能处于见顶期,美联储总不可能一直保持每次75bps这种超常节奏,但这并不意味着通胀从9.1%向2%靠拢前美联储会轻易放松金融条件。

图8: 美国PMI初值继续下滑(%)

图9: 美国耐用品消费下行(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

制造业与非制造业 PMI:

2022年7月份美国ISM制造业PMI为52.8，比上月的53.0下滑0.2%，已经低于三年均值55.2；6月非制造业PMI为55.3（7月初值仅为47），比上月的55.9下滑0.6%，景气度低于三年均值57.5。由于美联储紧缩、美国劳动市场过热、居民超额储蓄逐渐耗尽和俄乌冲突持续等问题，美国制造业与非制造业PMI继续下滑。整体上，两个指数都已经回落到三年均值以下，紧缩迅速开始见效。当前通胀依然高位，利率快速攀升，在美联储打击总需求控制物价的策略下，PMI大概率继续下滑。

分项来看，制造业7月新订单指数下滑1.2至48，连续2个月萎缩，需求端在美联储紧缩后迅速疲弱，主要大类中只有计算机和电子设备新订单有一定增长，新订单下行的主要原因包括经济预期变差、原料价格高位和更长的订单至交货时间。在18个制造行业中，有7个新订单下降，包括木制品、家具和相关制品、金属制品、塑料和橡胶制品、一般制造业、化学产品和机械。

6月产出指数为53.5，环比下降1.4，连续26个月扩张。木制品、纺织、一般制造业、金属制品、电子电器和食品饮料烟草6个类别产出降低。虽然原材料价格下行，供给限制减少，但工人的高流动率使工厂难以达到最佳产出水平。另外，产出大幅高于新订单，库存依然上行，叠加紧缩对经济的限制，产出也可能很快受到制约而下行。

订单库存指数下行1.9至51.3，低于3年均值，但保持了25月的扩张，企业继续消化积压的订单。由于新订单继续放缓而生产仍在扩张区间，其下月下降的可能更大。自有库存指数为57.3，环比上行1.3个百分点，高于三年均值。库存和新订单差距为9.3，比上个月扩大，客户库存上升4.3至39.5，虽然是低位，但是消费放缓会导致客户并不乐于补库存，生产可能并没有利用低客户库存扩张的机会。

就业方面，制造业就业指数为49.9，比上月上行2.6，已经是第三个月低于临界点。由于就业数据一般滞后于经济，美国劳动力市场的供不应求和失业率极低并未改变，劳动参与率未恢复到疫情前水平，年龄偏大的劳动人员积极性下降，婴儿潮一代正步入集中退休阶段，同时员工流失率较高。因此，就业指数接连下滑，也不利于生产扩张。

供应商交付指数大幅下行2.1至55.2，交付时间继续改善，供应链的压力减弱，有利于解决供给段瓶颈，帮助缓解物价。物价指数从上月的78.5大幅下行至60.0，价格压力缓解但依然处于绝对高位。俄乌冲突导致的能源价格上涨是最主要因素，7月原油煤炭、金属和木材三个行业报告原材料价格下行，但仍有12个行业报告涨价，整体价格压力仍在。

整体来看，当前美国制造业活动表现尚可，但供大于求的疲态加剧。虽然制造业PMI仍然处于扩张期间，但是订单大幅放缓，原材料价格居高不下，劳动市场供不应求且美联储为控制通胀的加息缩表力度很大，这些都对制造业构成直接的压力。美国二季度GDP中设备投资出现负增长，制造业在总需求受到打击时将会继续走弱。

非制造业6月表现好于制造业（但是7月非制造业初值显示了大幅萎缩），但就业再次走弱。6月商业活动指数上行1.6至56.1，新订单下降2.0至55.6，库存下行3.5至47.5，就业下降0.7至50.2。一方面劳动力市场已经相当紧凑，很难继续扩张，另一方面劳动参与率可能由于婴儿潮一代退休而下降。非制造业PMI物价回落2.0至80.1，成本压力依然很大。库存小幅下行，而新订单代表的需求虽然下降但仍在扩张期。美国消费者信心在猛烈加息后处于绝对低点，在商品消费已经下滑的情况下，美联储压制的重点就是服务价格的上行，非制造业未来也会面临较快的下行。



图 10: ISM 制造业 PMI (%)

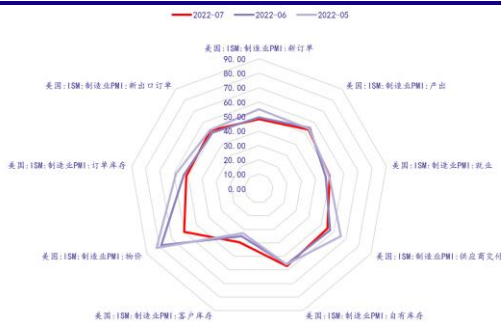
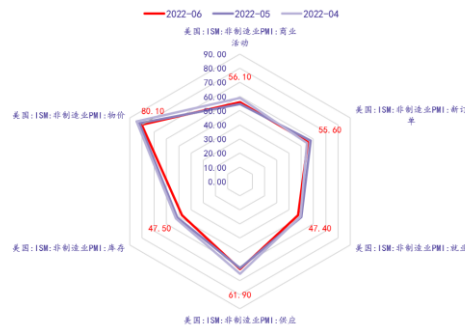


图 11: ISM 非制造业 PMI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

**零售和消费者信心:**

美国商务部公布数据显示,美国 6 月零售销售同比增速为 8.4%,高于长期平均零售增速 5.5%,但正在向均值靠拢;零售环比增速 1.0%,高于前值-0.13%。未季调的主要零售类别中,机动车(-1.06%)、电子和家电(-8.73%)、百货公司(-0.78%)都出现了同比负增长,服饰几乎没有增长,建筑物料和园林设备、杂货店、餐饮等虽然同比增速依然不低但继续下滑,增速继续加快的主要还是食品饮料、加油站(49.92%)和网络购物。商品消费已经开始明显走弱,美联储的紧缩,能源食品挤出其他消费和通胀对实际工资的侵蚀都在导致消费走弱。服务消费由于疫情影响减退后的反弹仍有一定韧性,但在金融条件持续收紧的背景下增速也将继续放缓。美联储当前打击总需求的目的正在商品销售上快速见效,美国家庭在疫情前积累的超额储蓄基本耗尽,通胀大概率处于磨顶阶段;不过需要注意的是 2022 年二季度名义工资增速依然不低,且美国家庭资产净值仍处于高位,同时核心通胀部分粘性较大,美联储可能还是需要保持紧缩力度才能有效防止家庭加杠杆消费。不过目前市场正在押注美国衰退快速到来导致美联储向鸽派倾斜,CME 联邦利率期货预期显示 2023 年市场期待美联储降息。

美国咨商会(Conference Board)消费者信心指数显示,7 月美国消费者信心指数从前值 98.4 下滑至 95.7,连续三个月下降,处于 2017 年以来的低位。密歇根大学的消费者信心指数 7 月份录得 51.5,比上月上升 1.5,依然处于本世纪以来的最低点。由于美联储 6、7 月迅猛的加息,通胀预期下行,12 个月内的预期下滑 0.1%至 5.2%,5 年预期下滑 0.2%至 2.9%,低于美联储预测的联邦基金利率中位数。紧缩下总需求收紧是主旋律,消费处于下滑通道的确定性较强。

图 12: 美国零售额环比下滑 (%)

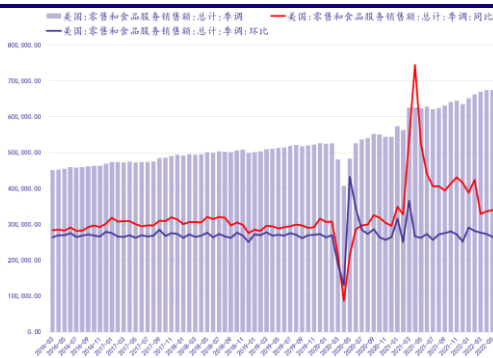
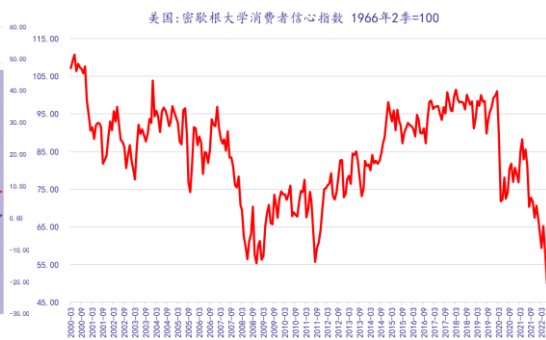


图 13: 密歇根大学消费者信心指数 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: 商场和建材库存偏高 (%)

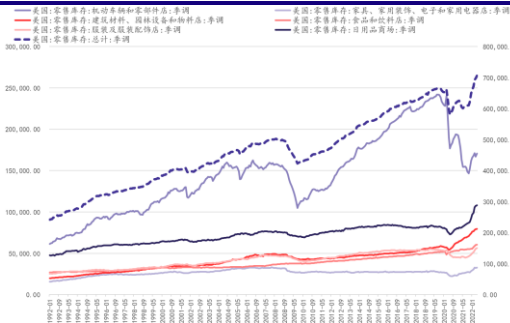
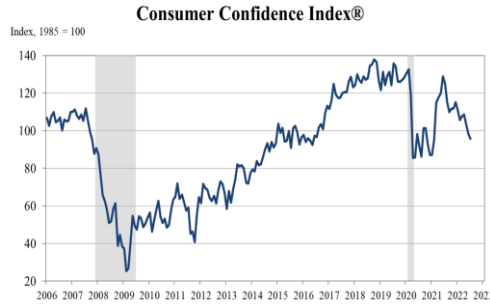


图 15: 咨商会消费者信心指数 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Conference Board, 中国银河证券研究院整理

**劳动市场:**

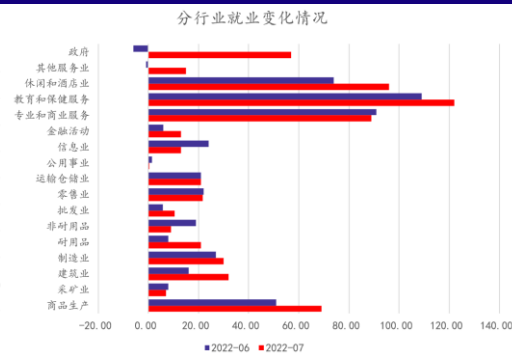
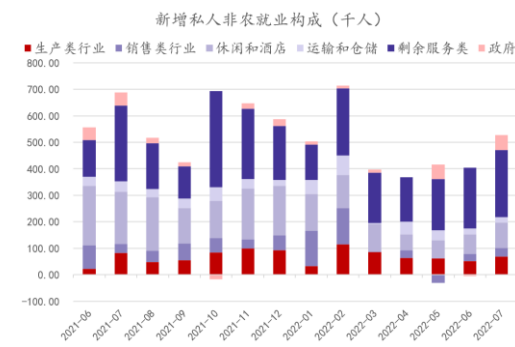
美国劳工数据局 (BLS) 8 月 5 日公布了 7 月非农就业相关数据。7 月新增非农就业 52.8 万人, 为 25 万人的市场预期两倍, 失业率下滑至 3.5% 的低点, 非农时薪同比增速 5.21%, 环比增速 0.47% 且比前两个月加快, 劳动参与率下滑 0.1% 至 62.1%。总体上, 非农就业数据反映了劳动市场出乎意料的韧性, 供需依然严重不平衡, 工资仍在上涨, 美联储还需保持紧缩防止工资-物价螺旋加大通胀。

从结构上来看, 服务业仍是新增就业的集中区, 教育和保健服务以及专业和商业服务多雇佣了 21.1 万人, 休闲和酒店业雇佣了 9.6 万人; 改善明显的还有政府雇员、其他服务业、金融业和批发业, 零售业新增人员则保持了增幅。服务业的整体改善反映服务消费韧性很强, 核心通胀粘性大。同时, 生产类就业出现反弹, 虽然非耐用品制造人员继续萎缩, 耐用品却比 6 月多增 1.3 万人, 相关消费可能回暖。建筑业也出现反弹, 新增 3.2 万人, 比上月多增 1.6 万人, 虽然数据显示地产投资和新房销售都在下滑, 但结构性人员短缺还是会推升工资。

私人部门非农工资同比增速保持高位, 环比的上行还有所加快。从细项的环比增速看, 只有运输和仓储业和耐用品的薪资出现萎缩, 而休闲和酒店业环比上涨了 1.00%, 结合大幅上行的新增就业人数可以看出其供需缺口仍然较大, 岗位的空缺还会给薪资提供上行动力。其他工资增速较快的还有信息业、采矿业、教育及保健服务和批发业。整体上, 7 月的工资增速大概率依然慢于通胀增速, 不利于消费, 但需求的短期韧性结合较大的劳动市场供需缺口 (6 月份约为 479 万人) 迫使服务业雇主继续提高工资, 这会通过工资-物价螺旋反映在通胀上。

图 16: 美国新增非农就业人数 (千人)

图 17: 各行业新增就业人数变化 (千人)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

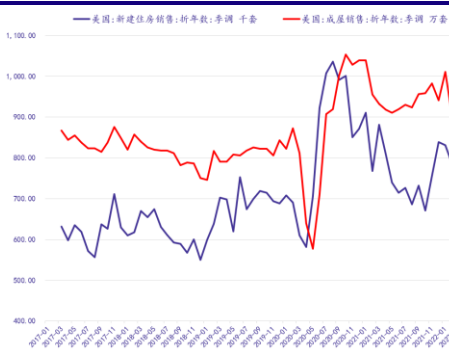
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 房地产业:

美国 6 月份新屋销售环比录得-8.1%，上半年仅有 5 月是正增长，在房贷利率快速大涨后，房屋销售明显开始放缓。库存方面，截至 6 月底，市场上有 46.4 万套新房待售，高于 5 月份时的 44.5 万套。按照目前的销售速度，需要大约 9.4 个月的时间才能消耗完新房的供应，比上个月的 8.32 个月上升，今年年初，这个数字仅为 5.62 个月。新屋去库存放缓，而库销比处于次贷危机以来高位。新屋的库存销售比远高于同期成屋的 2.95 个月，不过成屋库销比也继续小幅上行。

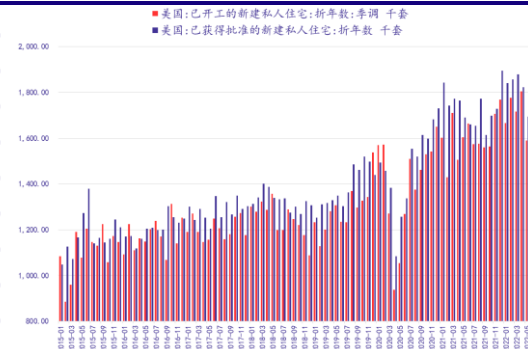
房价仍在攀升中，Zillow 社会房价统计录得 19.8% 的同比增速，还未显著放缓，但高价格和高房贷利率开始影响居民负担房产的能力。虽然从 6 月的高点回落，30 年期固定房贷利率在 7 月 28 日仍然高达 5.3%，15 年期也高达 4.58%，进一步提高了购房成本。面对放缓的经济和实际收入与更高的借贷成本，对房屋的需求将下降。需求的逐渐放缓持续在房地产投资中体现，美国二季度住房投资环比增速下行 14%，同比增速下行约 1 个百分点至 8.9，未来很可能继续回落。库存显示新房供给依然充足，在需求回落的情况下，将带动房价从高位回落，但需要注意的是价格的回落通常滞后于需求，因此房价短期仍可能保持高位，而居住成本通胀将至少持续至明年年中。

图 18: 美国新建住房和成屋销售



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 19: 美国新屋开工 (千套)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 通货膨胀:

美国劳工数据局 (BLS) 公布的 6 月消费者价格指数 (CPI) 刷新自 1981 年以来的记录，同比增速从 5 月的 8.6% 上升至 9.1%，剔除能源和食品的核心 CPI 同比增速为 5.9%，比 6 月的 6.0% 继续回落。环比方面，CPI 增速为 1.4%，核心 CPI 增速为 0.7%，均比上个月的 1.1% 和 0.6% 加快。从构成来看，之前的主要通胀拉动项目中只有二手车同比增速继续下行，能源商品、能源服务、食品价格和居住成本都出现了上涨；环比方面服务和商品相关项目背后的动能依然有所加强，美国的通胀也从去年的供给侧瓶颈主导过渡到内需主导。

美国经济分析局 (BEA) 7 月末公布的数据显示，6 月 PCE 通胀同比增速 +6.76%，环比 +0.95%；核心 PCE 通胀同比增速 +4.79%，环比 +0.59%。有 6 月 CPI 数据在前，PCE 通胀数据的新高点并不使市场意外，核心通胀的同比环比均继续加快，通胀粘性依然较强，能源食品和居住不受美联储控制。不过市场的注意力更多集中在美联储对经济下滑的表述和将来加息放缓的预期，

随着二季度 GDP 负增长，通胀即使在短期保持高位可能也难以引发美联储再度超预期加息的担忧。但需要注意的是单从控制通胀角度来看，美联储虽然宣称达到了通胀显著上行前认定的中性利率区间（2%–2.5%），但中性利率一般会随着通胀上行而抬升，美联储如果想将通胀从 9.1% 的水平压回 2%，那么紧缩的持续时间可能比当前市场预期的更长。

图 20：6 月 CPI 同比主要拉动项拆分（%）

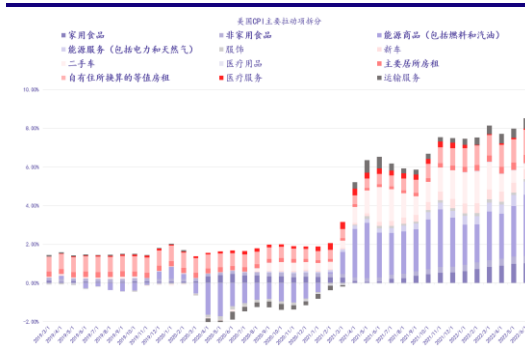
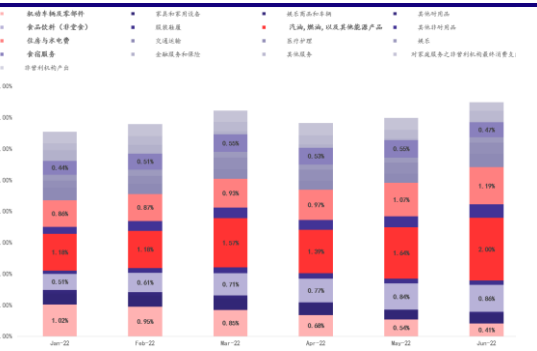


图 21：5 月 CPI 环比主要拉动项拆分（%）



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

资料来源：BEA，中国银河证券研究院整理

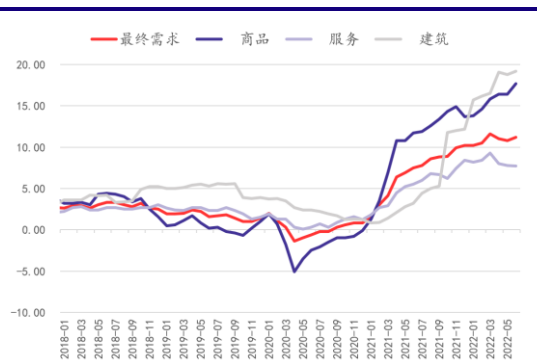
6 月，美国生产者价格指数 (PPI) 的同比涨幅为 11.2%，核心 PPI 同比涨 8.3%，略高于预期的 10.7% 和 8.1%。数据显示商品价格指数同比增速 17.7%，服务价格指数同比上涨 7.7%，而能源和运输成本仍是最主要的驱动因素，运输仓储价格同比增速仍有 22.9%。商品方面，同比增速最快的是农产品的 23.4% 以及燃料和动力相关产品的 69.0，木材和皮革加工相关价格继续回落。服务方面，增速最明显的还是住宿、运输和仓储类项目，批发零售指数保持高位，房地产服务价格增速回落至 5.5%。建筑指数同比增速 17.8%，依然处于高位。俄乌冲突的持续对能源和食品成本仍有一定支撑，但大宗商品相关的衰退交易在 7 月份尤其明显，同时美联储专注于打击总需求，在经济放缓、衰退交易的背景下 PPI 有望开始回落，但可能并不利于企业盈利，这和紧缩的目的也是相符的

图 22：个人消费支出折年率环比变化（%）

月度折年率环比变化（季调）	Jun-22	May-22	Apr-22	Mar-22	Feb-22
<b>PCE</b>	1.056%	-0.602%	1.166%	1.109%	0.621%
<b>商品</b>	1.588%	-1.626%	1.245%	1.215%	0.265%
<b>耐用用品</b>	1.828%	-4.640%	4.235%	-1.039%	-1.182%
机动车辆及配件	5.057%	-8.151%	8.790%	-3.118%	-4.571%
家具和家用设备	0.994%	-1.822%	1.747%	0.181%	0.520%
娱乐商品和车辆	0.647%	-3.992%	1.709%	-0.437%	0.297%
其他耐用用品	-1.994%	-1.818%	2.774%	0.778%	1.698%
<b>非耐用用品</b>	1.455%	0.124%	-0.413%	2.510%	1.116%
食品饮料（非酒类）	0.253%	0.117%	-0.831%	0.922%	-0.187%
服装鞋类	-0.288%	-1.091%	2.004%	0.430%	0.234%
汽油、燃油，以及其他能源产品	8.092%	4.903%	-5.118%	16.119%	9.774%
其他非耐用用品	0.796%	-1.032%	0.797%	0.499%	0.183%
<b>服务</b>	0.777%	-0.056%	1.123%	1.053%	0.811%
家庭服务消费	0.973%	-0.055%	0.910%	1.069%	0.785%
住房与水电费	0.711%	1.112%	0.960%	0.614%	-0.193%
交通运输	1.455%	-0.345%	-0.388%	0.474%	0.538%
医疗护理	1.343%	-0.044%	4.143%	3.604%	3.603%
娱乐	-1.019%	-0.701%	1.960%	1.835%	2.617%
食宿服务	1.211%	0.336%	2.088%	1.854%	3.391%
金融服务和保险	-0.733%	-2.644%	0.217%	0.518%	-0.026%
其他服务	2.774%	0.481%	1.384%	1.887%	0.058%
<b>对家庭服务之非营利性机构最终消费支出</b>	-2.938%	-0.071%	5.346%	0.739%	1.331%
非营利性机构产品	0.412%	-0.857%	1.115%	0.564%	0.847%
减：非营利性机构商品和服务销售收入	1.870%	-1.195%	-0.603%	0.493%	0.653%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 23：PPI 同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 24：美国经济数据概览



资料来源：ECB，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

本次会议后公布的货币政策“传导保护工具”TPI 在个别成员国出现债务危机的情况下将成为欧央行工具箱中 OMT 之外的第二张底牌。根据欧央行的说法<sup>4</sup>，TPI 的启用目的是应对扰乱货币政策传导的“无理由、无秩序”的市场行为，进而实现欧央行稳定中期物价的目标。对满足要求的、金融条件因不限于基本面的原因而恶化的国家，TPI 将通过在二级市场购买证券解决传导不畅的风险，购买量取决于风险程度且当前不设上限。

对比 OMT，TPI 的覆盖更加宽泛且给予了欧央行极大的自主决定权。在范围上，OMT 的目标集中于 1-3 年的短债，而 TPI 可在 1-10 年间视情况选择，还可购买私人部门证券，两者均没有规模限制。在资格和启动要求上，欧央行使用 OMT 需要目标国先获得欧洲（金融）稳定基金援助并在财政支出和国内税率方面受到限制，这意味着其不能直接决定救助目标；而对 TPI 的救助对象选择基本取决于欧央行的主观判断，因此灵活性明显更强。从目前公布的信息来看，TPI 如果“火力全开”，甚至比 OMT 在欧债市场有更大的权能。

TPI 的宽泛性可能是由于在欧债危机中 OMT 相对模糊的条件有效稳定了市场信心并吓退了抛售者，但是宽泛也可能带来更多的不确定。对于 OMT 的申请者，其面临的财政要求和监控是较为严苛的，且购债支持只是短期，长期仍然要依赖改革带来经济增长脱困，所以道德上更易被德国和财政节省的北欧成员国接受。反观 TPI，其详细规则的缺乏性既可以说灵活，也可以说给了欧央行过多的自由裁量权，有通过长债购买区别化对待各国长期金融条件的嫌疑，不排除引起其他央行的反感和阻挠导致相关资产在预期的博弈中出现更多震荡。当然，TPI 和 OMT 这两块压舱石对整个欧债市场的信心稳定作用是不可否认的。

图 27：TPI 和 OMT 要点对比

	OMT	TPI
购买范围	<b>**集中于短债，特别是1-3年期国债</b> <b>**规模无限制</b>	<b>**集中于1-10年债券，覆盖长期，不排除私人部门证券</b> <b>**规模无限制</b>
资格要求和启动条件	<b>**成员国必须能够进入国际债券市场（或者即将取得资格），满足欧洲金融稳定基金/欧洲稳定基金（EFSF/ESM在）一级市场的购债条件</b> <b>**在目标国得到EFSF/ESM援助（并接受在支出和税收等方面的限制）后，欧央行才会启动OMT购债计划</b>	<b>**遵守债务框架，不在“超额赤字流程”中</b> <b>**不存在严重的宏观经济失衡，不在欧盟的“超额失衡流程”中</b> <b>**财政可持续性，即公共债务要可持续</b> <b>**有效可持续的宏观政策</b> <b>**当欧央行判断相关指标和成员国符合其全面评估时即可启用</b>
债权待遇	与私人债权人或其他债权人相同	与私人债权人或其他债权人相同
流动性影响	<b>完全冲销购债产生流动性，以防止引发价格不稳定</b>	<b>尚未明确冲销方式，将处理相关购买行为产生的超额流动性，保证欧元区系统资产负债表和货币政策不受持续的影响</b>

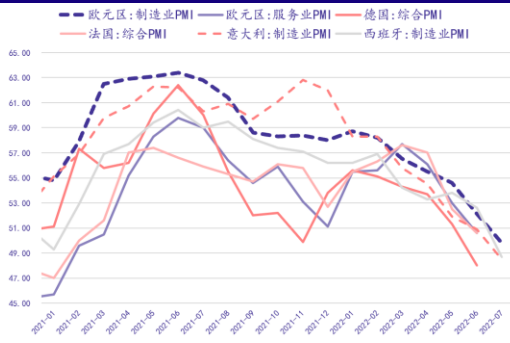
资料来源：ECB，中国银河证券研究院整理

7 月欧元区经济增长继续放缓，Markit 综合 PMI 终值为 49.4，前值为 52。制造业从 6 月的 52.1 回落至 49.8，是 2021 年 2 月以来；服务业从 6 月的 53.0 回落至 50.6。德国综合 PMI 收缩 3.3 至 48.0，法国 PMI 下滑 1.9 至 50.6。意大利和西班牙的制造 PMI 回落幅度均较大。本月制造业 PMI 下滑的最主要原因还是代表需求新订单大幅减少，其中德国和法国的制造业下行速度很快。随着需求下滑，制造业积压订单数量明显减少，工厂的产能可能过剩。价格方面，

<sup>4</sup> [The Transmission Protection Instrument \(europa.eu\)](https://www.europa.eu)

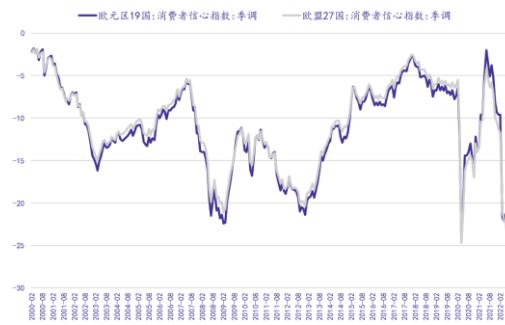
大宗商品在7月份的调整以及制造业主动减少购买缓解了购进价格的压力,但也反映了企业对未来不乐观,经营预期达到欧债危机以来的低点。服务业表现优于制造业,依然处于景气区间,但疫情后需求的增长势头已经耗尽,欧洲工资增速不及美国,支撑消费的因素更弱。随着欧央行继续紧缩以打压通胀,供需均衡点的下移将导致经济的继续下行。

图 28: 欧元区国家 PMI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 29: 欧元区消费者信心指数 (%)



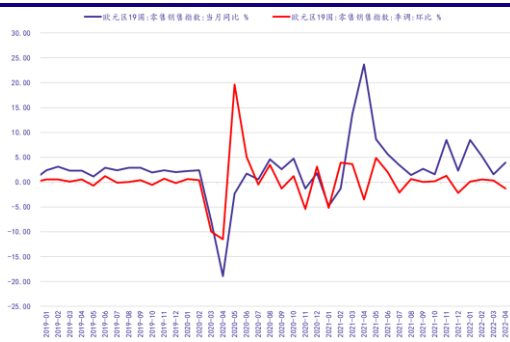
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

欧元区 27 国 2022 年 7 月调和 CPI 达到 9.6%, 继续上行, 核心 CPI 为 5.8%, 而上月为 5.5%, 涨幅明显。能源价格同比暴涨了 41.8%, 仍然是推动欧元区通胀率上升的主因, 食品饮料同比增速持续加快。非核心部分中, 服饰增速放缓, 娱乐文化、交通、住宿和餐饮的价格增速都在继续加快并超过了欧洲央行设定的 2% 的标准, 房租价格增速仍低于 2%, 但也在缓慢上行。

德国 7 月份的调和 CPI 高达 8.5%, 环比上行 0.8%; 调和核心 CPI 为 3.2%, 环比上行 0.5%。法国通胀为 6.8%, 环比上行 0.3%; 核心 CPI 为 3.9%, 环比上行 0.4%。由于俄乌冲突的影响, 能源和食品价格迅速上升, 德国比法国更依赖能源进口, 因此尽管核心通胀增速有所放缓, 整体通胀增速明显快于法国, 法国发达的农业基础也使其食品价格涨幅更低。

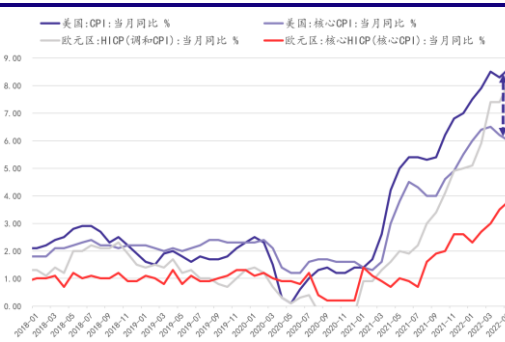
二季度经济增速方面, 德国同比增长 1.5%, 环比没有任何增长, 恶化速度快于市场预期。法国和意大利环比依然录得正增长, 其中对外部能源依赖度极高的意大利环比依然上行 1%, 远超预期, 工业和服务业表现良好。欧洲此前的主要压力来自高通胀和俄乌冲突导致的能源危机, 但 7 月后欧央行对金融条件的快速收紧将形成第三重压力, 同时意大利和法国政治局面相对恶化, 多种因素都在预示经济向衰退走去。

图 30: 欧元区零售销售 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 31: 欧元区核心 CPI 增速更低 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

欧洲债券收益率在衰退预期继续上升后走弱,美国 10 年期国债收益率与德国 10 年期国债收益率之差在 7 月份变化不大, 南欧国家债券收益率在欧央行宣布用 PEPP 再购买和 TPI 托底后收益率下行。欧元兑美元由于市场对美联储因美国经济下滑而更早转向的原因上行。当前欧元区的主要矛盾之一在于欧央行是否能够在多国经济基本面对紧缩形成制约时坚定加息控制通胀。

图 32: 南欧国债收益率 (%)

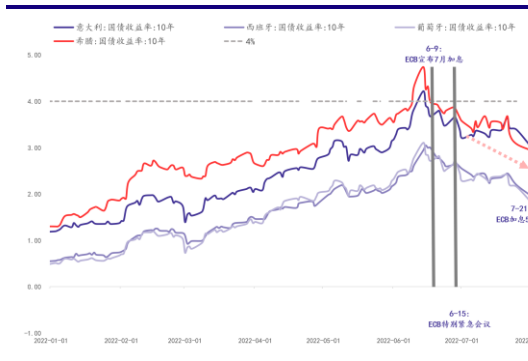
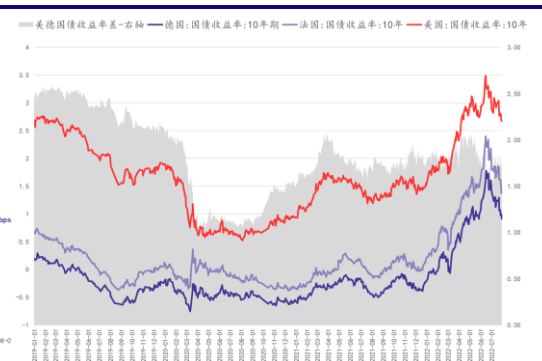


图 33: 德债和法债收益率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 34: 欧元区经济数据概览

	Jun-22	May-22	Apr-22	Mar-22	Feb-22	Jan-22	Dec-21	Nov-21	Oct-21	Sep-21	Aug-21	Jul-21	Jun-21
实际GDP (同比)	4	/	/	5.4	/	/	4.8	/	/	3.9	/	/	/
实际GDP (环比)	0.7	/	/	0.5	/	/	0.4	/	/	2.3	/	/	/
最终消费支出 (同比)	/	/	/	6.1	/	/	4.8	/	/	2.8	/	/	/
资本形成总额 (同比)	/	/	/	4.3	/	/	5.5	/	/	6.0	/	/	/
政府最终消费支出 (同比)	/	/	/	2.1	/	/	2.4	/	/	2.7	/	/	/
出口 (同比)	/	/	/	8.4	/	/	8.3	/	/	10.3	/	/	/
进口 (同比)	/	/	/	9.4	/	/	9.1	/	/	10.1	/	/	/
欧元区19国:零售销售指数 (同比)	/	0.2	4.0	1.9	5.2	8.5	2.4	8.5	1.7	2.7	1.4	3.4	5.6
欧元区19国:消费者信心指数	-23.8	-21.3	-22.1	-21.7	-9.6	-9.6	-9.3	-8.1	-5.2	-3.8	-5.1	-3.6	-2
欧元区19国:工业生产指数 (同比)	/	1.6	-2.5	-1.1	1.6	-1.3	1.8	-1.3	0.1	4	5.4	8.3	11.1
制造业PMI	52.1	54.6	55.5	56.5	58.2	58.7	58	58.4	58.3	58.6	61.4	62.8	63.4
服务业PMI	53	56.1	57.7	55.6	55.5	51.1	53.1	55.9	54.6	56.4	59	59.8	58.3
每小时劳工成本指数	/	/	/	114	/	/	112.6	/	/	112	/	/	111.2
就业人数 (同比)	/	/	/	2.9	/	/	2.1	/	/	2.2	/	/	2
失业率 (%)	6.6	6.6	6.6	6.7	6.8	6.9	7	7.1	7.3	7.3	7.5	7.6	7.9
调和CPI (同比)	8.6	8.1	7.4	7.4	5.9	5.1	5	4.9	4.1	3.4	3	2.2	1.9
核心调和CPI (同比)	3.7	3.8	3.5	3	2.7	2.3	2.6	2.6	2	1.9	1.6	0.7	0.9

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### (三) 日本: 日央行继续维持宽松

日本央行 7 月份货币政策会议决定继续维持宽松货币政策, 将短期利率维持在负 0.1% 的水平, 长期利率仍通过不设上限的国债购买维持在 0% 左右。央行将在每个交易日实施公开市场操作, 无限量买入国债。

日本央行发布的声明称, 日本经济复苏仍在持续, 疫情和供给侧影响正在减退, 但大宗商品价格仍使经济承压。消费, 尤其是包括餐饮旅行在内的服务类消费, 在继续上行, 但价格上涨和消费习惯导致居民不会立即减少储蓄、加大支出; 由于日本经济增长预期有所上行, 企业的商业固定资产投资计划稳固, 同时良性的工资通胀有望形成。海外方面, 欧美的经济下行和美国可能滑入衰退、俄乌冲突和中国防疫都被作为外部风险点提及。

物价方面, 日本央行认为近期 CPI 在 2% 左右主要是因为能源食品和耐用品价格, 但是能源对 CPI 的正向贡献不会长时间持续。新增表述主要是关于通胀预期的抬升: 日央行认为预期通胀上行可能导致公司薪酬和定价的变化, 有望打破日企对低通胀的固定思维并让工资和消费进入正向循环。



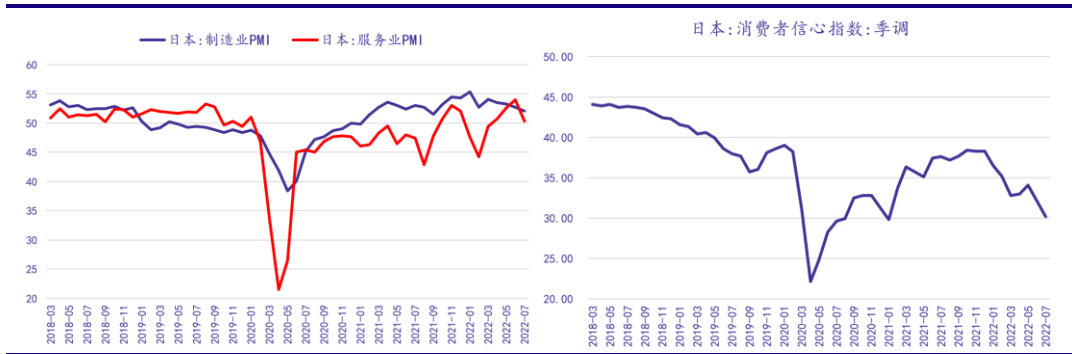
关于货币政策的决定，日本央行认为日本产出缺口已经存在超过两年，在高大宗商品价格导致日本收入外流时，通过宽松的货币政策持续支持工资增长是合适的。通胀稳定超过 2% 的还远没有达成，QQE 仍将继续。同时，日央行密切关注日债市场并控制利率的上行压力。

虽然前首相安倍晋三在 7 月初遇刺身亡，但安倍经济学在货币政策上的影响没有发生改变，黑田东彦依然坚持收益率曲线控制且短期内不会转向。日元兑美元在 7 月上旬仍然在贬值，但美联储利率决议公布后市场开始提前预期货币政策转向导致美元指数从高位下滑，日元相对升值，但整体仍然处于低位。贬值的日元不仅利于日本出口，在欧央行超预期加息后更是让日本的借贷成本显得额外便宜，这可能会导致外汇利差交易重新青睐日元，加之近期国际政治摩擦导致避险情绪上升，日元未来有升值机会。

日本 7 月份制造业 PMI 为 52.1，上月为 52.7，仍然处于近几年的高位；7 月服务业 PMI 为 50.3，前值 54.0，虽然还在扩张区间但下滑幅度较大，也印证了日央行对健康物价增速难以维持的担忧。整体来看，日本的制造业和服务业都处于景气期间，经济短期内还将继续增长，但从疫情中恢复的消费动能难以继，同时海外周期向下未来也不利于外需。消费者信心指数正在下滑，工资增速弱于通胀，央行所期待的良性工资-物价循环达成难度较大。

图 35: 日本 PMI (%)

图 36: 日本消费者信心指数



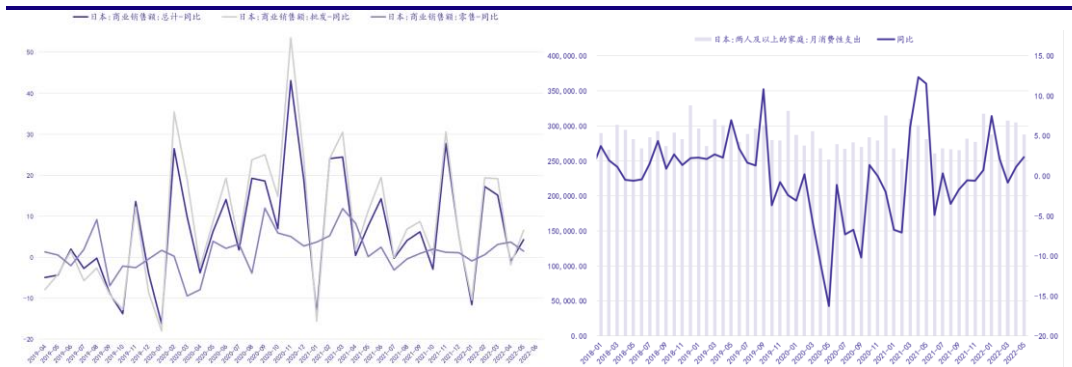
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

日本销售数据良好，6 月商业销售额总计同比增长 4.24%，环比增长 0.64%，批发贡献了主要增幅；零售方面，6 月同比增速为 1.47%，上个月为 3.70%。虽然商业活动整体表现不错，但零售体现居民消费增速离日央行期望的正向循环还是有差距。日本两人以上家庭月消费性支出 5 月同比增长 1.15%，但环比减少。消费性支出的总量在疫情前后一直相对稳定，这也反映了日本居民消费结构和习惯都比较固定，需求端很难拉动物价上行。如果日央行坚持在需求带动通胀稳定在 2% 以上之前进行收益率曲线控制，那么 QQE 可能会持续较长时间。

图 37: 日本商业销售增速 (%)

图 38: 日本两人以上家庭月消费支出



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

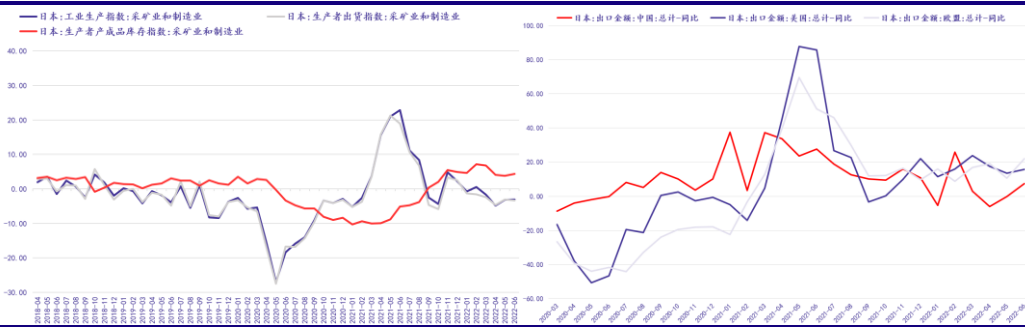
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

工业方面,日本6月份采矿业和制造业工业生产指数同比增长-3.05%,上个月为-3.12%,而产能利用率指数下滑至80.7,低明显于2021年以来的均值和历史趋势,压力较大。结构上,半导体和平板显示器制造设备的生产指数同比增长依然比较可观;通用机械、日常机械设备、信息和通信电子设备等同比负增长。虽然出口在短期可以提供支撑,但日元从谷底升值和外部需求下滑都将压制工业。采矿业和制造业库存水平正常,汇率贬值导致的成本上行和海外经济下行会使工业产出压力加大。

出口方面,日本6月份对中国、美国和欧盟出口增速分别为7.43%,15.68%和22.15%,均比5月份上行。对中国出口由于中国经济开始向上恢复而摆脱了4、5月份的同比负增长;尽管欧美的总需求都在放缓,但此前几个月日元的大幅贬值导致其出口更有竞争力,且汇兑收益也会增加。分项来看,对美国和欧盟出口中同比增速最快的依然集中在化学制品、制成品和机械,运输设备同比增速在高基数背景下依然转正,美国汽车和运输工具库存低于正常水平使相关出口仍有空间。

图 39: 采矿业和制造业指数

图 40: 日本出口金额增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 41: 日本经济数据概览

	Jun-22	May-22	Apr-22	Mar-22	Feb-22	Jan-22	Dec-21
实际GDP (同比)				0.44			0.40
实际GDP (环比)				-2.14			4.83
CPI (同比)	2.40	2.50	2.50	1.20	0.90	0.50	0.80
核心CPI (同比)	2.20	2.10	2.10	0.80	0.60	0.20	0.50
产能利用率指数 (同比)		-6.71	-6.63	-4.43	0.77	-2.87	3.73
工业生产指数: 制造和采矿业 (同比)	-3.05	-3.12	-4.87	-1.65	0.54	-0.79	2.25
家庭月消费性支出 (同比)		-0.50	-1.70	-2.30	1.10	6.90	-0.20
商业销售总额总计 (同比)	6.20	8.60	5.70	5.40	6.00	6.90	6.20
失业率	2.70	2.80	2.70	2.60	2.60	2.70	2.50
所有行业总现金收入 (同比)		1.14	1.35	2.05	1.20	1.13	-0.37

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 三、国内经济: 先行指标回落, 经济持续回升受到质疑

#### (一) 制造业 PMI 回落 经济走势偏弱

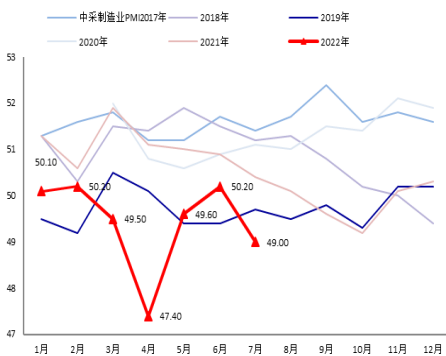
7 月份中采 PMI 回落, 生产、订单下行, 产成品库存稍有回落, 但是仍然处于高位。本月制造业 PMI 走低, 生产和订单大幅下滑, 虽然 7 月份是生产淡季, 但 PMI 下滑的幅度也让未来经济承压。7 月国内疫情形势整体平稳, 各项助企纾困政策措施逐步落地。也要注意, 由于

3月份开始PMI均值偏低，现阶段经济仍然在修复阶段，PMI在6月短暂回升至50%以上，7月再次回落，整体生产压力仍然较大。下游需求偏弱的问题仍然存在，企业也反应下半年订单不足，仍然需要政策进一步发力。

7月份生产下行(-3.0)，新订单下行(-1.9)，产成品库存走低(-0.6)，生产和订单差距扩大(1.3)，7月份常态化疫情管控后，生产和订单上行速度变缓。稳增长措施已经开始逐步实施，7月份PMI指数不够理想。7月份PMI指数下行1.2%，总体制造业水平在49.0%，在50以下运行，在货币和信贷边际宽松、政策发力的情况下，PMI仍然稍显疲软，内需不振、信贷传导不佳仍然是现阶段经济运行的主要问题之一。

图 42: 中采 PMI 回落 (%)

图 43: PMI 各项变动 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

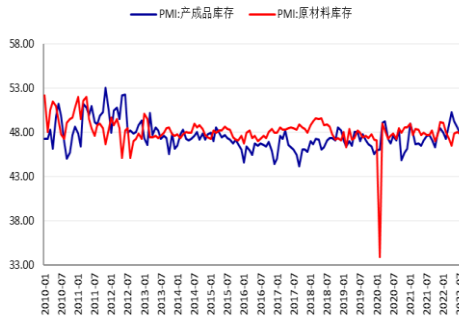
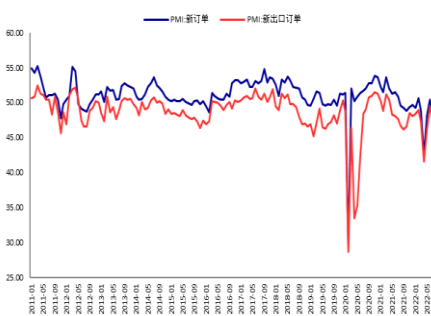
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

综合来看，国内生产相对疲软，本月边际下降的原因主要是因为生产和订单的走低，内需仍然不稳。同时，购进价格继续下行至40.4%，其中石油加工及炼焦业环比下行21，化学原料及化学品制造业环比下行7.6，并带动出厂价格回落，有利于中下游行业降低成本、改善利润。

目前的生产下滑主要源于内需的疲弱：(1) 新订单和新出口订单均走低，由于受到房地产开工和销售的影响，内需受到考验；(2) 圣诞和元旦的集中需求将要来临，出口订单起色不大，对于下半年的出口有压力；(3) 海外金融收紧脚步较快，海外衰退的概率大增，对我国生产也带来压力。

图 44: 新订单小幅回升 (%)

图 45: 产成品库存回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

整体PMI指标回落，稳增长的措施继续施行，外需减弱，内需同时走低，企业补库意愿待观察，生产经营活动预期下滑，PMI受益于基建、信贷的发力，但房地产开工不足以及房地产断供风险使得PMI向上动力不足。同时新冠疫情防控阻碍了需求的正常回升。PMI仍然较为

疲弱，7月份也是生产的淡季，需要密切观察8、9月份的生产情况，稳增长措施对预期有改善，但有待见效：

首先，海外新订单下滑，海外经济衰退可能临近，加上其他地区开始复工，海外新冠疫情整体好转，出口给生产带来的支撑下半年减弱。

其次，我国原材料产业整体回落，同时下游需求尚未改善，中游和下游需求可能会跟随逐步走低。产成品库存有所回落，但更多的可能是企业选择减少生产先行去库存。

最后，房地产产业链处于回落态势，“断供”风险发酵，房地产开工不足，黑色金属冶炼和压延工业会在低位徘徊。基建虽然有拉动，但规模仍然有限。

PMI 各项指标低于往年均值，反弹力度有限并且时间较短，经济持续结构转型和出清过程中。

## (二) GDP：2 季度经济实现正增长，经济持续恢复

2022 年 2 季度经济增速略低于市场预期，但仍然实现正增长。2 季度经济运行再次受到了疫情封控的影响，形势较为复杂。4 月份和 5 月份长三角、珠三角以及长春等地区先后封控，经济增速仅比 2020 年 3 月份略好，6 月份封控减弱经济逐步恢复。

从供给层面来看，2 季度工业生产弱于 1 季度。PMI 显示订单回落，产成品库存上行，工业生产受到压制。4、5 月份工业生产再次走低，受到了疫情封控的影响，尤其是汽车行业等受影响较深。虽然原材料价格上行带来了上游生产的回升，但对整个下游需求均有压制。较好的方面是出口行业保持平稳，出口交货值创出新高，相关行业的生产平稳。

从需求方面来看，制造业投资表现较好，制造业的投资额持续上行。持续的政策和资金加持带动了制造业的投资，政策效果已经在制造业显现。基建投资持续上行，2 季度基建投资继续回升，政府债券发行速度较快，基建投资上半年持续走高。

表现较弱的是房地产投资和社会总零售。房地产投资方面，房地产先行指标卖地收入、商品房销售面积和销售额均在 6 月份低位回升，但仍然处于负增长状态。房地产资金到位情况并未好转，房地产开发商资金较为紧张。社会零售消费在 6 月份恢复正增长，但 2 季度仅有-4.9% 的增速。疫情防控已经对零售消费带来巨大的影响，汽车、石油制品、房地产相关的家用电器和家具、升级消费的金银珠宝等均大幅下滑，食品和药品消费再次上行。对新冠疫情的防控在 6 月份放松，消费刺激政策已经开始见效，汽车行业消费大幅回升，未来服务类消费和餐饮消费也会上行。

2 季度 GDP 增速 0.4%，主要封控影响了整个 4 月份和 5 月份经济运行，6 月份经济才开始缓慢恢复。2022 年 2 季度 GDP 增长 292,464 亿元，同比增长 0.4%，名义增长 3.9%。

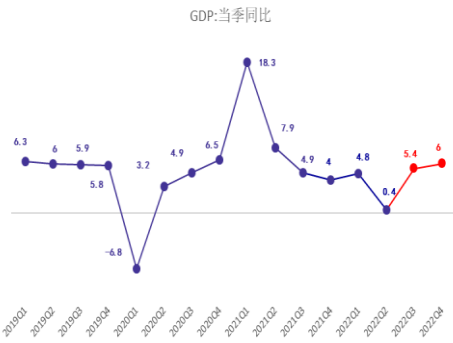
表 1:2 季度经济运行数据

%	GDP	工业增加值	社会消费零售总额	固定资产投资(当季同比)				出口	CPI	PPI
				总投资(累计同比)	制造业	房地产	基建			
2016	6.8	6.0	10.4	8.1	4.2	6.9	15.7	-7.7	2.0	-1.4
2017	6.9	6.6	10.2	7.2	4.8	7.0	14.9	7.9	1.6	6.3
2018	6.7	6.2	9.0	5.9	9.5	9.5	1.8	9.9	2.1	3.5
2019	6.1	5.7	8.0	5.4	3.1	9.9	3.3	0.2	2.9	-0.3
2020	2.2	2.8	-3.9	2.9	-2.2	7.0	3.4	3.6	2.5	-1.8
2021	8.1	9.6	12.5	4.9	13.5	4.4	0.4	29.9	0.9	8.1
2022E	4.2	4.6	1.5	5.9	6.6	-3.1	7.2	9.1	2.0	5.6
2022Q1	4.8	7.2	1.6	9.3	15.6	0.7	8.5	8.1	1.1	8.7
2022Q2	0.4	0.6	-4.9	6.1	10.4	-5.4	7.1	12.9	2.2	6.8
2022Q3E	5.4	5.2	4.3	5.8	8.5	-5.0	8.0	8.9	2.5	4.7
2022Q4E	6.0	5.4	5.0	5.9	6.6	-3.1	7.2	6.3	2.4	2.2

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

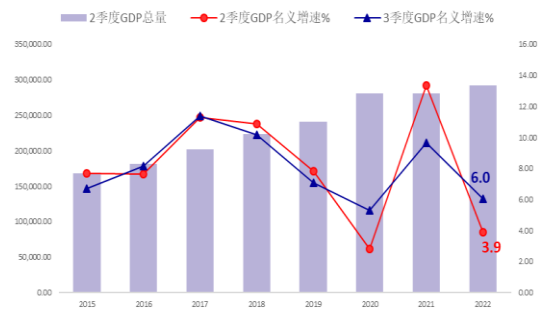
2 季度, 规模以上工业增加值增长 0.6%, 房地产投资下行 5.4%, 基建投资增长 7.1%, 制造业投资增长了 10.4%, 全社会消费总额下行 4.9%, 出口总额增长了 12.9%。从数据中可以看到, 房地产投资和消费仍然较弱, 基建投资回升, 制造业投资相对平稳, 出口仍然保持高速增长。3 季度来看, 房地产投资低位震荡, 消费回升, 基建投资平稳, 制造业投资小幅回落, 工业增加值增速上行。

图 46: 2 季度 GDP 实际增长 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

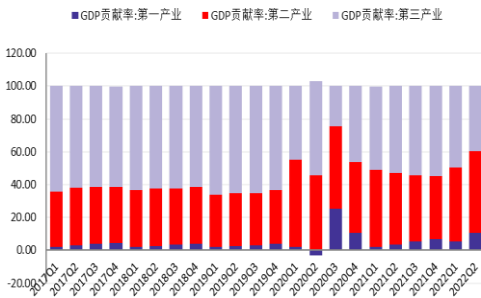
图 47: 2 季度 GDP 名义增长率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

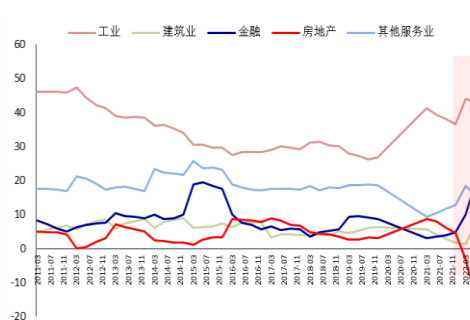
从各部门对 GDP 的贡献来看, 第二产业对 GDP 的贡献上行。第二产业的上行可以预计, 工业生产仍然保持在较好的位置上, 主要是出口拉动, 而房地产较为低迷, 疫情下交通、旅游、餐饮等较弱, 带来了第三产业的低迷。

图 48: 三产对 GDP 的贡献 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 49: 各行业对经济贡献 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### (三) 生产: 防控减弱, 制造业继续恢复

6 月份制造业继续恢复, 工业增加值同比环比回升, 环比回升至正常水平, 同比仍然偏弱。疫情防控对物流阻断减弱, 4、5 月份回落速度最快的汽车生产在 6 月份快速回升, 其他制造业部门也都有不同程度的上行。工业的逐步修复需要疫情防控持续的放松, 下半年工业生产仍然承压。第一, 持续防疫政策对工业的干扰长期化, 国内需求恢复速度仍然偏缓; 第二, 海外“衰退”预期下, 订单的逐步减少会反馈至工业生产中; 第三, 工业产成品库存仍然走高, 消化库存需要时间。预计 3 季度工业生产仍然逐步恢复至正常竖屏, 4 季度可能平稳。

6 月份规模以上工业增加值同比增长 3.9%，比 5 月份上行 3.2 个百分点，市场预期 4.1%，环比回升 0.84%。工业增加值同比和环比回升，虽然绝对值仍然处于历年均值之下，但是回升的趋势较为明显。6 月份采矿业依然保持高增长，制造业恢复增长，水电燃气增速上行。

我国工业生产回升，6 月份疫情防控对生产的影响消退，制造业生产继续恢复：(1) 采矿业生产仍然较高，得益于原材料价格的高涨。采矿业生产增速录得 8.7%，比 5 月份上行 1.7 个百分点；其中煤炭洗选业生产增速 11.2%，仍然处于较高的位置；(2) 主要行业生产均有所回升；16 个制造业行业中有 13 个生产回升，3 个行业生产增速下滑。6 月份汽车产业恢复速度最快，汽车行业受到疫情封控影响最大，而受到稳增长措施支持较多，汽车行业消费和生产逐步恢复。出口行业仍然表现较好，计算机制造、电气机械和专用设备生产恢复较快；(3) 生活必需品生产稍有下滑，农副食品、食品制造和纺织业生产比上个月回落。

工业生产保持持续恢复的状态。首先，必选消费品的生产趋近于平稳，如食品和农副产品加工生产增速回落；其次，房地产基建产业链恢复速度偏缓，如黑色金属冶炼 (0.6%) 和金属制品 (0.1%)；再次，出口行业表现依然强劲；最后，汽车行业快速反弹。

工业生产仍然受到疫情防控的影响，PMI 订单显示生产订单有所恢复，生产恢复仍然没有结束，但下半年压力较大。未来工业生产上行需要封控继续缓解以及政策持续支持。封控缓解后，相关积压订单会带来生产的反弹，生产会有一些的恢复；但防疫常态化后，对生产的压制是持续性的。稳增长措施仍然需要继续，国内订单恢复速度偏缓。

海外需求对工业生产的拉动会逐步减弱，需要国内的需求补充。受到美联储加息以及国内下游开工的不足，大宗商品市场出现普跌，从供给影响的原油，到全球商品铜，以及中国商品钢材和铁矿石价格均下行。海外“衰退”预计下半年到来，海外需求会逐步走弱。虽然商品价格下行使得制造业企业成本下滑，但是如果订单下滑更快，工业生产受到影响更大。

生产恢复至正常水平是 3 季度的主题，稳增长的措施效果在 3 季度显现。工业生产 4 季度可能相对平稳，再次走高的可能性偏弱，下半年货币政策和财政政策仍然需要相互配合。

图 50：工业增加值同比增速回升 (%)

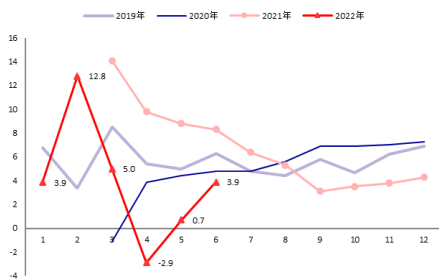
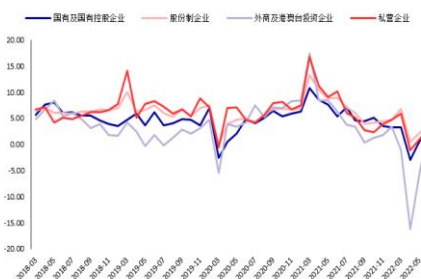


图 51：外资企业生产回升 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

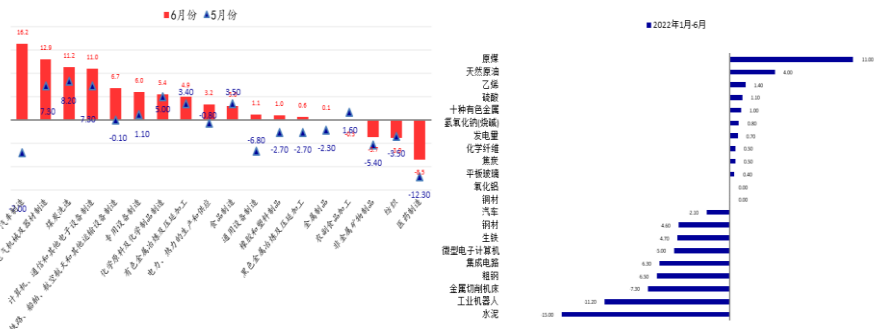
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

采矿业增速仍然较快，制造业有一定程度的恢复。采矿业生产仍然在高位，6 月份录得 8.7% 的增速，夏季用电高峰带来了对原材料的需求，对煤炭行业的生产鼓励带动了采矿业。原材料行业表现均较好，6 月份原煤产量继续上行，十种有色金属产量小幅走高，发电机组产量继续回升。但是相关工业品在 6 月份继续回落，6 月份水泥、玻璃、钢材、计算机、移动通讯手机、金属机床、集成电路的产量继续负增长，但 6 月份汽车产量快速上行。

6 月份上游行业的产品继续恢复，中游行业偏疲软，前期强势的下游计算机等行业生产回落，前期疲弱的汽车生产反弹。6 月汽车产量继续恢复，从 5 月份的 -4.8% 回升至本月的 26.8%，单月产量 257 万辆，其中新能源车产量 60.5 万辆，增速 120.8%，新能源车产量仍然高速增长。

图 52：主要行业生产当月同比增速 (%)

图 53：主要工业品生产累计同比增速 (%)



#### (四) 需求端：消费回升，但房地产仍然不振

需求端回升持续，但速度偏缓。疫情封控放缓后，居民消费回升速度缓慢回升，但回升属于弱势。7月份对汽车的消费刺激短期释放，其持续的时间处于观察中。6月份投资仍然下滑，房地产投资负增长，基建投资有所回升。出口仍然较为强劲，但出口已经处于历史高位，再次大幅增长的可能性较小。

##### 1、消费：刺激政策在逐步见效

社会零售品消费总额继续回升，6月份消费增速略低于市场预期，新冠防控对社会零售消费影响减弱，消费增速恢复正，并且消费增速回升会在3季度持续。6月份尽管封控措施缓解，但餐饮消费和服务消费恢复仍然较慢，商品零售消费持续恢复，预计7月份消费增速的回升中，餐饮和服务类消费占比上行。从限额商品销售中看到，受刺激政策推动的汽车消费快速上行，生活必需品、石油制品、金银珠宝、通讯器材、办公用品均持续恢复，但房地产相关消费仍然相对疲软。疫情常态化对于消费的压制可以类比2021年，社会消费即使回升也较为弱势。3季度消费增速预计4.5%左右，全年消费预计在1.5%左右。

6月份社会零售总额38,742亿元，增长速度为3.1%，市场预期0%。2022年6月份社会消费零售增速恢复正增长，随着新冠疫情防控措施好转，零售消费好转持续。1-6社会零售总额210,432亿元，同比增长-0.7%。

图 54: 2022 年 5 月消费额回升 (%)

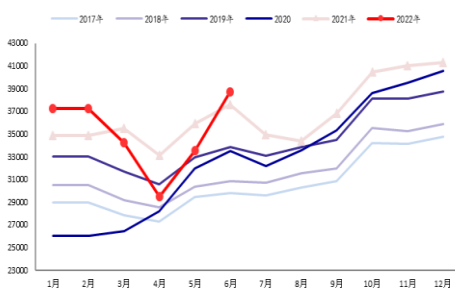
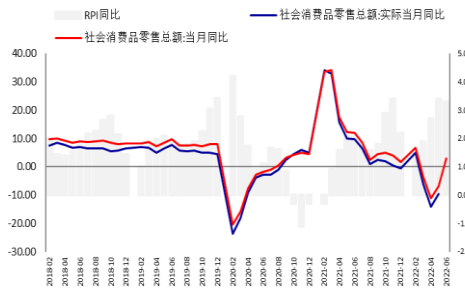


图 55: 消费额实际同比回升 (%)



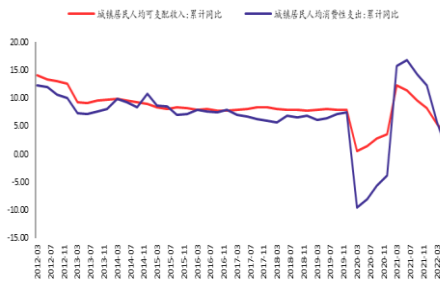
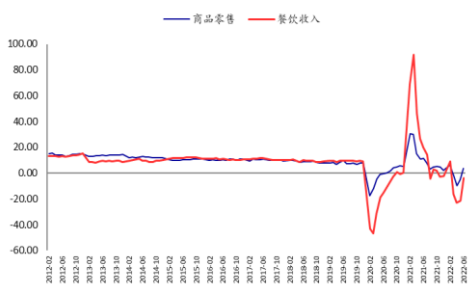
6 月份商品零售和餐饮收入有所回升，商品零售恢复正增长，但餐饮收入仍然负增长。新冠疫情控制仍然对餐饮消费压力仍然较强。6 月份餐饮消费增速-4.0%，商品消费 3.9%。

6 月份各行业消费增速回升，但是家具和建筑材料消费负增长，其他商品消费恢复正增长：  
 (1) 居民食品和药品消费增速小幅回落，增速仍然属于正常水平。  
 (2) 汽车消费快速回升，汽车消费刺激效果显现。6 月份汽车消费增速上行至 13.9%，比 5 月份 16% 的增速大幅上行。  
 (3) 石油及石油制品的消费受到价格影响继续；石油和石油制品消费增速 14.7%，比上月上行 6.4%。  
 (4) 消费升级产品有所恢复，金银珠宝、服装鞋帽、通讯器材消费回升，但房地产相关的家具和建筑装潢材料消费 6 月份仍然负增长。

2022 年上半年人均可支配收入和支出持续下滑，2 季度疫情封控对居民收入和支出产生巨大的影响。居民资产负债表破坏下，消费谨慎度未来可能上行。上半年居民收入增速 3.6%，比 1 季度下滑 1.8 个百分点，居民支出增速 0.8%，下滑 4.9 个百分点。

图 56: 商品和餐饮零售销售增速 (%)

图 57: 城镇居民人均可支配收入和消费支出 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

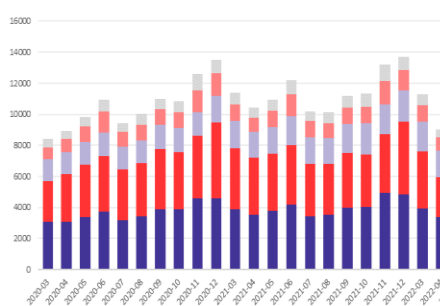
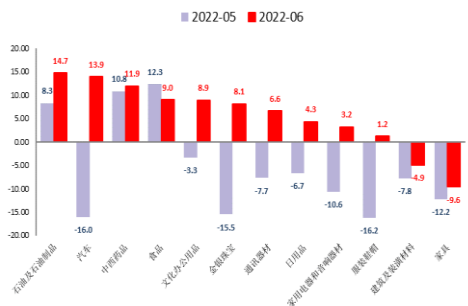
受到居民收入水平下滑和新冠疫情封控的影响，1-6 月份社会消费零售总额负增长。6 月份新冠封控政策缓解，消费增速恢复正增长，但仍然在历史平均水平之下，下游恢复速度偏缓。商品消费持续恢复，6 月份受到汽车消费刺激政策的影响，汽车消费单月达到 4551 亿元，占限额商品消费额的 33%，消费上行幅度较快。

7 月份消费增速预计继续回升，服务类消费和餐饮消费预计贡献继续上行，商品类消费中汽车、房地产相关产品消费也会有所贡献。

预计 3 季度消费增速恢复至 4.5%-5.0%，随着新冠疫情防控常态化，预计下半年社会零售消费增长恢复至 5.0% 左右。根据 2022 年疫情防控的情况，预计全年消费增速可能在 1.5% 左右。

图 58: 2022 年 6 月份商品消费情况 (%)

图 59: 2022 年 6 月份消费商品额 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



## 2、投资：制造业投资动能减弱，基建平稳，房地产待观察

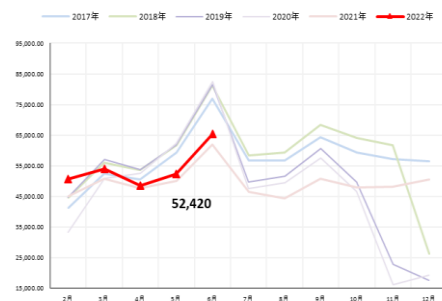
2022年1-6月固定资产投资回落速度减缓，其中制造业投资增速表现平稳；基建投资上行是政策加快的结果；房地产投资继续下滑。制造业投资仍然处于高位，但其动力已经减弱，PMI显示制造业生产虽然持续修复，但订单累积并不迅速，加上制造业利润下滑，下半年制造业投资增速可能回落。基建投资受益于政府投入的加快，1-6月份地方政府专项债融资结束，财政资金直达下放使得基建投资下半年平稳。房地产投资继续下滑，房地产销售有所回暖，房地产新开工仍然下滑，房地产行业的放松需要时间来消化，房地产商资金仍然紧张，房地产行业可能4季度止跌。

2022年1-6月份，固定资产投资额271,430亿元，同比增长6.1%，高于6.0%的市场预期。民间固定资产投资153,074亿元，同比增长3.5%。从环比看，6月份固定资产投资增长0.95%。6月份固定资产投资额稳步上行，投资增速小幅回落。

制造业投资上行，6月份单月制造业投资额3.2万亿，增速9.9%，制造业投资平稳。基建投资回升，6月份基建投资增加额2.0万亿，单月基建投资增速录得8.2%，基建投资增速持续上行。房地产投资继续下滑，6月投资额1.61万亿，当月投资增速-9.4%，比5月份的-7.8%下滑速度加快。

1-6月份固定资产投资中制造业投资贡献最大，制造业投资额占总投资额的40.8%，比例处于较高的水平。房地产占比小幅回落，占总投资额的25.2%。基建投资占总投资额的27.5%，基建下半年会保持平稳。

图 60：固定资产投资增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 61：三大产业单月投资增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 房地产先行指标略有回升，但幅度仍然较弱

2022年1-6月房地产总体投资增速继续负增长，6月单月投资额回落速度加快。房地产市场持续低迷，消费者商品房贷款利率继续下行。从1-6月份的房地产资金情况来看，房地产到位资金仍然较为紧张，但是随着商品房销售回升，定金和预付款回升。6月份我国居民长期信贷稍有回升，这是政策鼓励的结果，但是效果仍然不理想，一方面消费者对未来信心不足，另一方面疫情影响下消费者减少外出减少签约。6月份商品房销售面积和销售稍有回升，但新屋开工、施工、竣工回落。央行在需求侧发力，商业银行对于购房限制在逐步放松，各地方政府对于房地产需求端支持在加大，但房地产企稳需要信心和时间，政策持续支持是可以预期的。

2022年1-6月份房地产投资额68,314亿元，比去年同期下降了5.4%。房地产单月投资负增长，新冠防控稍有好转，6月商品房销售稍有好转，但房地产投资仍然下滑。房地产行业

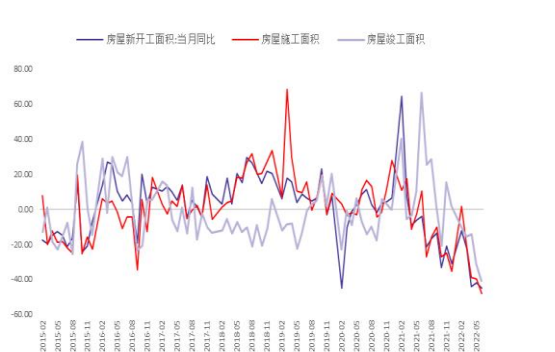
相关政策放松，这种放松暂时支持需求端，对于供给端仍然有所保留，房地产开发商普遍面临资金困难，整体行业资金情况仍然没有很大的好转。

图 62: 100 大中城市土地成交 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 63: 施工面积回落 (%)

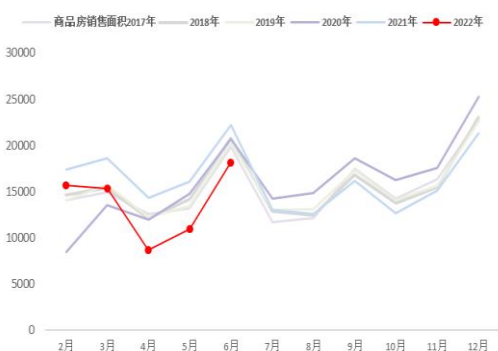


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从生产端来看，新屋开工、施工和竣工 1-6 月份仍然负增长，人员和物流阻断稍有缓解，但新开工、施工和竣工仍然下滑。6 月份，新增房地产新开工面积 1.47 亿平方米，比去年同期的 2.69 亿平方米下滑 45.1%；竣工面积 5,274 万平方米，下滑 40.7%；施工面积比去年同期回落 48.1%至 17.2 亿平方米。房地产新开工仍然负增长，2022 年开发商更需要资金予以支持。施工和竣工仍然受到疫情控制影响，随着复工复产会有所回升。从土地流转来看，6 月份 100 大中城市土地成交面积增速下行 25.0%，比上月回升 1.7 个百分点，房地产开发商拿地谨慎，拿地稍有回升，房地产一级市场情况仍然不乐观。

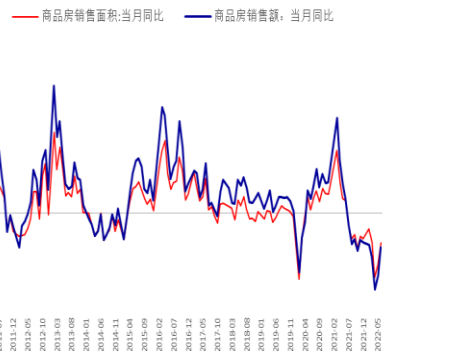
从销售端来看，商品房销售面积和商品房销售额下滑幅度减弱。6 月份单月商品房销售面积和销售额增速分别为-18.3%和-20.8%，商品房销售仍然处于负增长，整体房地产销售因为(1)疫情防控；(2)收入减少的原因处于低迷的状态，疫情防控阻碍了房地产销售。

图 64: 商品房单月销售面积小幅回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 65: 商品房销售面积和销售额小幅回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

房地产行业到位资金情况稍有改善，主要是房地产销售好转后个人按揭贷款和定金预付款上行。2022 年 1-6 月份房地产到位资金增速-25.3%，其中来自国内贷款的资金增速为-27.2%，来自定金及预收款资金增长-37.9%，来自个人按揭贷款资金增长-25.7%。6 月份定金预付款占到位资金的 32.0%，比例有所回升，开发商自筹资金加大，国内信贷资金支持力度仍然不足。应付账款额度仍然较大，开发商资金较为紧绷。

房地产行业压力仍然较大，政策在 2022 年继续放松，中央经济工作会议明确了支持房地产行业健康发展的态度。但是房地产下行具有惯性，房地产商的红线限制仍然存在，房地

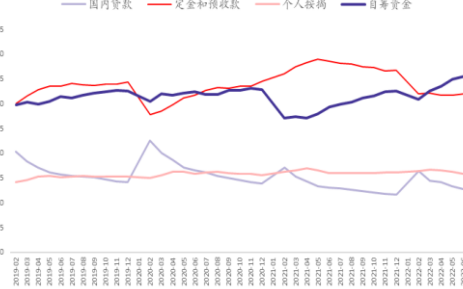
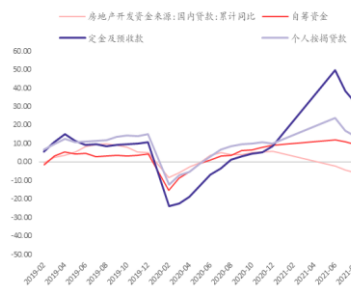
产自身的金融监管限制仍然存在。同时叠加了疫情防控的冲击，使得物流和人员流动困难，房地产销售处于困境，更加剧了房地产行业的下滑。现阶段房地产政策多集中在需求侧，起作用也需要时间。

6月份房地产投资完成额负增长，商品房销售面积和销售额稍有好转，开发商拿地稍有回升，但新房开工、施工和竣工下滑持续，仍然处于较弱的位置，房地产压力仍然较大。对房地产的调控放松仍然持续。

2021年房地产投资完成额预计达到14.7万亿左右，2022年预计房地产投资完成额14万亿，投资增速负增长。

图 66: 房地产到位资金增速 (%)

图 67: 房地产资金来源占比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 基础设施投资上行

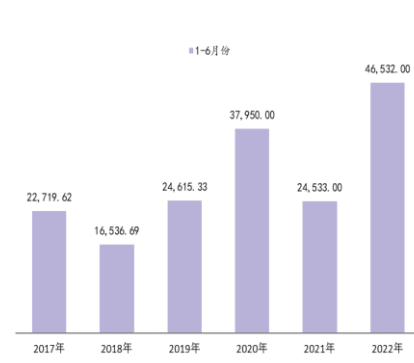
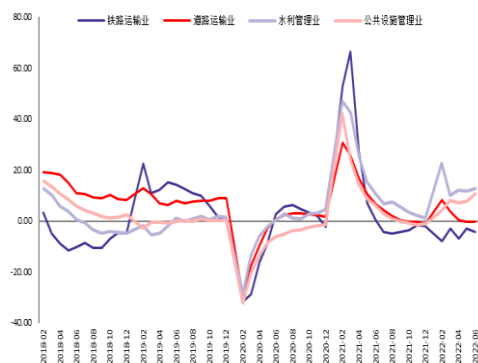
基础设施投资速度小幅回升,1-6月份投资增速达到7.1%。基础设施投资额增长缓步上行,地方政府专项债下发速度加快,2季度已经全部发放完毕,3季度基础设施投资稳定。

2021年度地方政府专项债额度为3.65万亿,与2020年持平。中央经济工作会议明确我国要保持积极的财政政策,要求财政资金下放提前,财政至今下放速度加快、力度要加强。1-6月份政府债券净融资额达到4.6万亿,速度较快。

鉴于地方政府投资动作加快,公共设施、水利管理建设动作加快,这两项投资在3季度持续。下半年基建投资预计稳定在7%左右。

图 68: 基础设施投资各行业增速 (%)

图 69: 政府债券融资进度 (亿)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

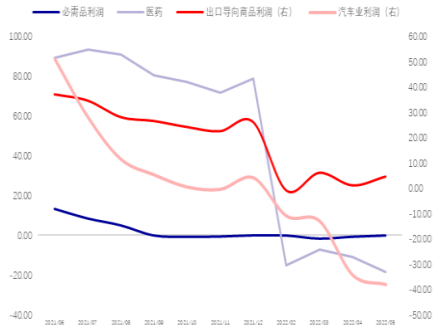
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 制造业投资平稳

制造业投资高位平稳。行业利润继续分化,中下游行业利润继续下降,整体制造业投资未来逐步回落。由于PPI未来逐步回落,上、中、下游行业利润增速分化会逐步减弱。

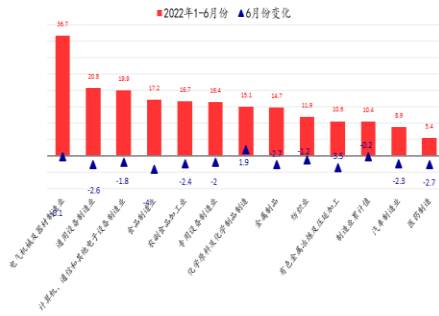
制造业受到利润驱动、对未来的经济的信心、新订单等因素影响，制造业投资下半年可能缓慢回落。1-6月份制造业投资增速 10.4%，比 1-5 月份下行 0.2 个百分点。1-6 月份电气机械及器材制造业、通用设备、食品、农副食品、专用设备投资增速较好。6 月份单月几乎所有行业的投资均有所回落，制造业投资可能高峰已过。

图 70: 各行业利润分化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 71: 制造业各行业累计投资增速 (%)



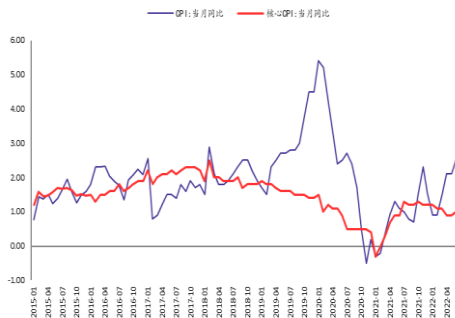
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### (五) 通胀: 结构性因素致使通胀上行 暂不影响货币政策

#### 1、CPI: CPI 缓慢上行，核心 CPI 仍然低迷

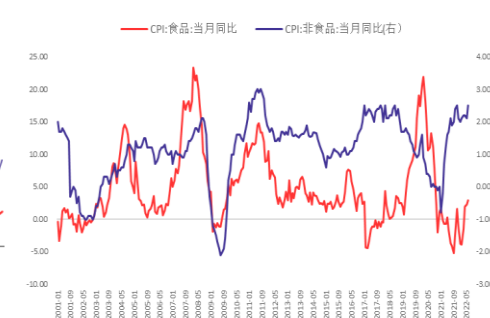
全国居民消费价格同比增速 (CPI) 环比平稳，核心 CPI 小幅上行，6 月份 CPI 同比上行。6 月份 CPI 同比增速 2.9%，比 5 月份上行 0.6 个百分点。6 月份 CPI 环比平稳；其中食品价格环比下行 1.6%，非食品价格平稳。核心 CPI 同比增速 1.0%，环比小幅上行 0.1 个百分点。

图 72: CPI 同比持平 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 73: 食品和非食品价格变化 (%)



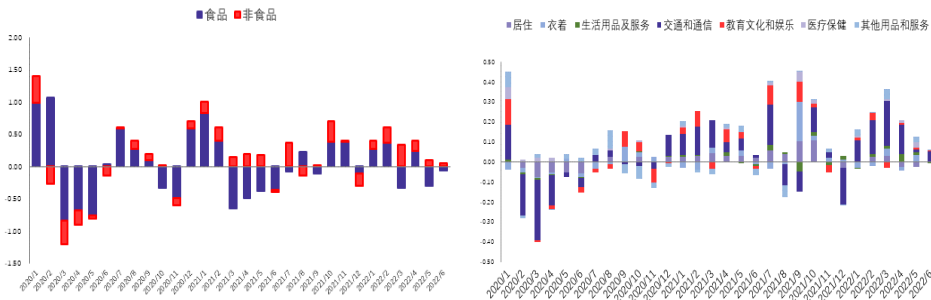
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

本月 CPI 翘尾水平 2.5%，比上个月上行。通胀环比平稳，食品价格下行，非食品价格上涨。6 月份天气晴好，蔬菜价格继续下行，原油价格再次上行：(1) 食品方面，6 月份蔬菜价格下行 9.2%，蔬菜平均价格回归常态水平，6 月份天气晴好以及疫情管控的放松，蔬菜价格回归常态；6 月份猪肉零售价格上行 2.9%，供给下滑使得猪肉价格回升；其他食品方面，水产品、鲜果、鸡蛋价格下行，食用油、鸡蛋价格上行；(2) 非食品价格方面，原油价格走高，交通工具用燃料价格上行 6.6%，其他非食品价格小幅变动。

从食品价格来看，猪肉需求小幅回升，猪肉供给受阻，带动了价格的上升。中央储备冷冻储备7月份开始投放，对猪肉市场稍有抑制。6月份猪肉价格震荡走高。蔬菜价格受到物流缓解和天气变暖影响6月份继续下跌，蔬菜价格回归历史同期位置。

从非食品价格来看，除车用燃料价格外，其他商品和服务类价格总体保持平稳。原油价格继续上行，车用燃料价格走高。下半年通胀能源价格可能回落，但猪肉价格可能走高，通胀总体水平平稳。

图 74：食品和非食品价格对 CPI 的拉动 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

6月份CPI环比平稳，非食品价格带动了CPI的上升。食品价格方面，6月份水果、蔬菜、水产品价格下行，但猪肉、鸡蛋、粮油价格上行。6月份蔬菜价格继续下滑，但预计到达低点。6月份生猪出栏下行，猪肉需求上行，猪肉价格走高。6月份原油价格震荡走高，其他价格相对平稳。6月份核心CPI环比小幅上行，同比上行0.1个百分点，终端需求仍然较为疲软。

7月份翘尾水平稍有回落，但仍然高于2%。食品价格方面，7月份猪肉受到供给短缺的影响价格继续上行，同时7月蔬菜价格走高。非食品价格方面，燃料价格预计下行，旅游价格继续回升。7月份预计CPI环比仍然小幅上行。

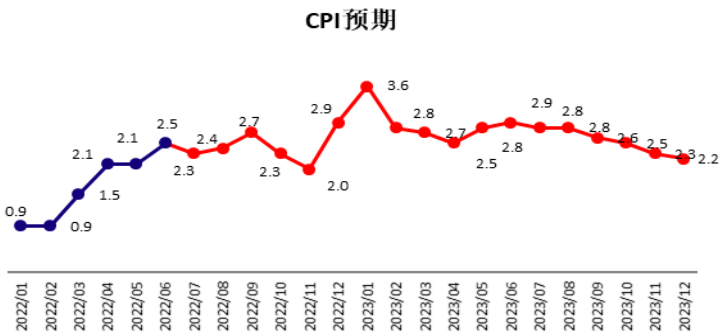
全年通胀预期上行，进入2022年下半年，通胀水平上升至2.4%左右：(1)物流阻断仍然存在，新时期疫情控制状态下，物价上行可以预期，物流和人员阻断下对价格的影响仍然在观察；(2)猪肉供给陷入短缺，下半年猪肉需求逐步上行下，猪肉价格回升；(3)蔬菜价格已过最低点，下半年逐步回升。

尽管通胀水平在下半年走高，但暂时仍然无需担忧：(1)全球衰退正在上演，高昂的原油价格可能会出现变化，原油价格水平下半年可能回落；(2)全球需求回落和中国需求疲软可能共振，终端需求的疲软拉低物价水平。

现阶段我国通胀仍然处于可控阶段，下半年翘尾水平上行，猪肉、蔬菜价格回升，预计3、4季度可能达到2.4%左右，全年CPI预计在2.1%左右，预计2023年上半年通胀水平会惯性上行至2.8%左右，带来更大的压力。

央行的货币选择显得尤为艰难，宽信用渠道受阻的情况下，央行的货币宽松效果不及预期。而美联储等外围市场收紧的条件下，央行的货币宽松也有所谨慎。央行在下半年通胀上行的过程中仍然会以经济增长和美联储选择为主，并不会因为通胀上行而使得货币政策有所变化。首先，通胀上行是蔬菜、猪肉、原油带来的，属于货币不可控因素。通胀水平虽然在下半年上行，但除个别月份，CPI水平很难超过3%。参考2019年4季度CPI上行至5%，央行货币政策也只是保持了观望。其次，稳增长措施仍然在实施过程，稳增长效果处于观察期，经济增长是主线，在稳增长效果不明之前央行不会改变货币政策基调。

图 75： 2022-2023 年 CPI 预测 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 2、PPI：PPI 回落态势已成

工业生产者价格（PPI）同比涨幅缩小，生产资料环比小幅上行。6 月份全国工业生产者出厂价格（PPI）同比 6.1%，环比保持平稳。2022 年翘尾水平预计 6.3%左右，翘尾水平逐步走低。上游能源总体处于高位，但 PPI 环比上行速度减弱。2022 年 PPI 水平预计在 5.8%左右。

6 月份 PPI 环比涨幅平稳，上游价格虽然有所上行，但是中下游产品价格有所回落：（1）国际原油价格高位震荡国内石油及相关产业价格处于高位；布伦特和 WTI 原油期货价格 6 月份分别上行不 4.9%和 4.2%；石油和天然气开采业价格上涨 7.0%，石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨 3.6%，化学纤维制造业价格上涨 2.2%；（2）动力煤需求上行，迎峰度夏备煤需求增加，煤炭开采和洗选业价格上涨 0.8%。6 月份焦煤期货价格下行 0.2%，焦炭价格下行 0.9%，但动力煤仍然稍显紧张，上行 1.2%。下游投资继续疲软，钢材、水泥等行业需求相对较弱，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 3.1%，非金属矿物制品业价格下降 1.5%；（3）消费类行业继续回升，农副食品加工价格上行 1.0%，纺织服装服饰价格上行 0.6%。

下半年 PPI 基数水平继续下滑，PPI 同比持续走低：（1）能源价格高位回落会带动 PPI 下滑；（2）下游开工虽然稍有好转，但是速度较慢，带来了黑色系产品价格回落；（3）物流阻塞好转，反映大宗商品运输为主的 BDI 下行，预示着未来 PPI 环比仍然下滑。

预计 7 月份 PPI 环比下行，7 月份 PPI 水平在 5.5%左右。2022 年 PPI 前高后低，全年预计在 5.5%左右，受到基数影响，PPI 在 3 季度和 4 季度分别约为 4.7%和 2.2%。

图 76： 6 月份 PPI 同比回落 (%)

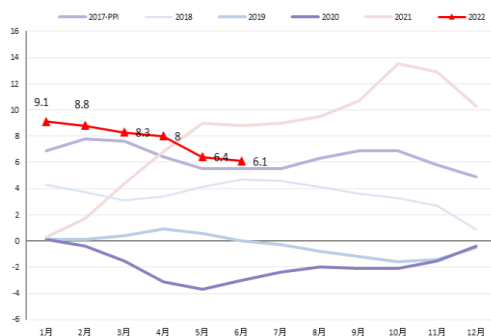
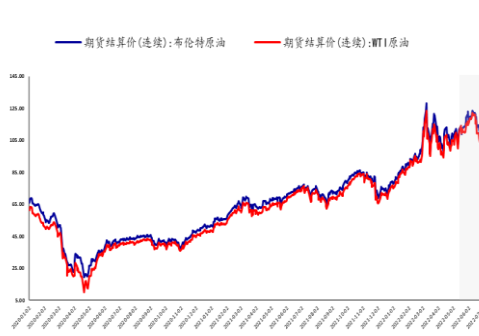


图 77： 原油期货价格 (美元/桶)

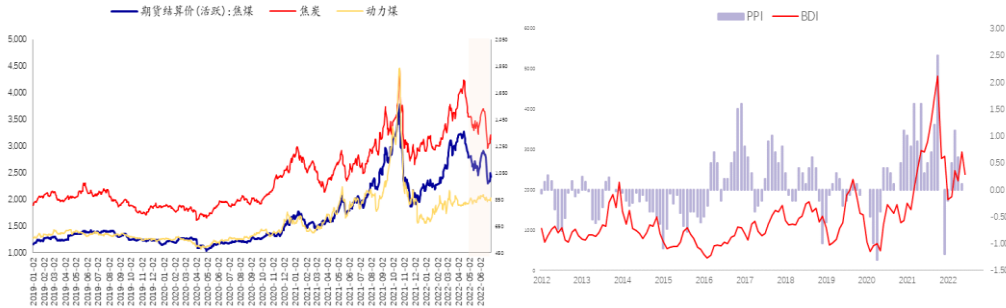


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 78: 焦煤、焦炭、动力煤价格 (元/吨)

图 79: 物流指数回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

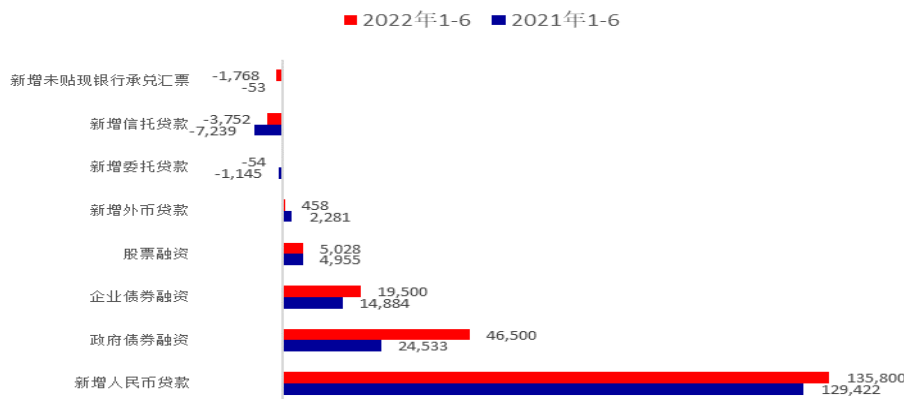
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 四、金融：社融超预期 但向实体经济传递仍然有困难

### (一) 信贷继续回升

2022年6月份社会融资规模5.17万亿，预期4.2万亿，同比增加1.46万亿。6月份新增贷款2.81万亿，预期2.4万亿，同比增加7409亿元。6月份社融增速上行，影子银行平稳，政府债券发行放量。

图 80: 1-6 月份社会融资总量 (亿)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

1-6月份社融增长的主要原因在于人民币贷款、政府债券、企业债券融资的上行，同时信托贷款的下降减弱。1-6月份社会融资总额21.0万亿，比去年同期上行18%，新增信贷13.5万亿，同比上行4.9%。

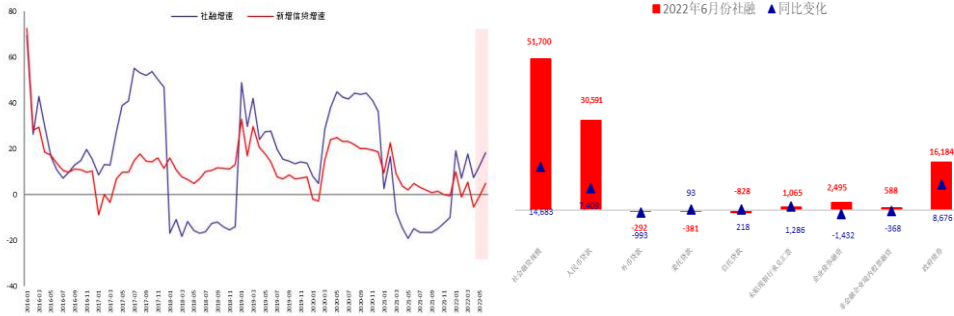
1-6月份政府债券融资达到4.65万亿，同比增长89%；企业债券融资1.95万亿。

6月份社融总体数量上行，主要是贷款上升和政府债券发行放量带来的，影子银行平稳，也给社会融资总量带来积极的影响。6月份社融增速回升，货币政策总基调继续宽松。2022年1-6月份累计新增社融增速18.4%，比上月上行4.9个百分点，新增贷款增速4.9%，比上月增加4.4个百分点。

整体来说社会融资上行是管理层稳增长措施的延续,我国金融机构在下游需求较弱的情况下努力完成信贷的同比增长。6月份社融总量和结构均有所好转,居民中长期贷款和企业中长期贷款均有所回升。也要注意,6月份社融超预期上行也是政府债券大幅增长带来的。6月份社会融资爆发后是否能延续至7月份,仍然需要观察。

图 81: 社融增速上行 (%)

图 82: 社融各部门变化 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

首先,表内贷款上行,略超市场预期,居民和企业贷款环比弱势回升,贷款结构改善。6月份银行信贷 2.81 万亿,同比增长 7409 亿元。其中,票据融资 796 亿元,居民户融资 8448 亿元,企业贷款 21,403 亿元。信贷结构有所改善,6月份票据融资回落,居民中长期贷款和企业中长期贷款同比回升。

其次,政府债券前置,发放速度加快。6月份政府债券融资额达到 1.61 万亿。政府发债时间的前置使得政府债券融资额已经超过 2020 年相当,6月份政府融资趋于结束。

最后,影子银行继续回升,委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票同比仍然负增长,但回落速度减慢,意味着房地产相关企业信贷在缓慢好转。这是我国金融环境放松的重要指标,意味着边际放松房地产金融,也意味着信用的真正好转。银行承兑汇票在 6 月份回到正增长,企业经济活动逐步恢复。6月份影子银行融资-144 亿元,同比增速大幅上行。

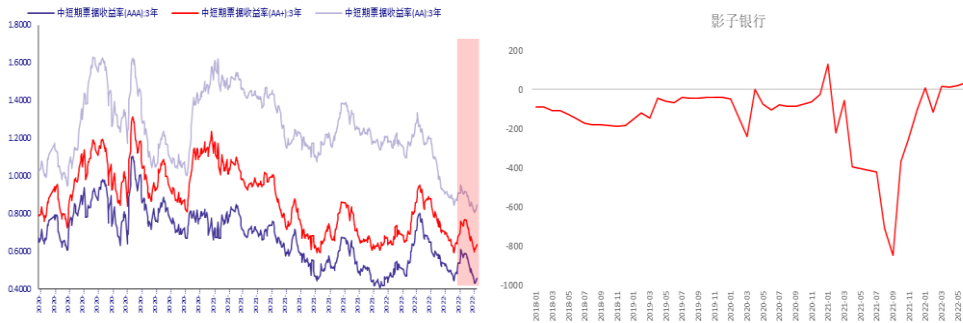
6月份新增贷款规模上行,主要是银行信贷和政府债券发行带来的,而委托、信托、银行承兑汇票增速改善,企业债券融资平稳。银行的信贷结构稍有改善,长期信贷占比上行。从金融数据来看,商业银行和财政为了达成稳增长目的进行努力,下游需求弱势恢复。仍然要注意到,信贷的修复可能仍然较为弱势,这种弱势主要表现在:(1)居民长期贷款在各地方政府鼓励房地产消费的情况下仅恢复至正常水平;(2)企业和居民收入下降后,对未来收入增长缺乏足够的信心,从而使得负债消费动力匮乏;(3)房地产信贷限制虽然在改善,但速度较慢,房地产表内表外的贷款并不乐观。这些因素都限制了社融的上行,预计这种弱势需要持续的政策改变和资金投入才能转变。

鉴于央行对经济增长的支持,2022 年全年新增社融约 34.5 万亿,即社融存量同比增速约在 10.9%左右,那么新增社融全年增速约在 11.0%左右。

图 83: 中票与国债信用利差 (%)

图 84: 影子银行贷款增速平稳 (%)





资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## (二) 货币市场利率处于低位，资金进入实体仍然有困难

7 月份市场资金宽松，货币市场利率比 6 月份下行，货币市场利率接近 2020 年 3 月份水平。企业的金融环境好转，同业存单利率稍有回落，信用利差回落，信用市场上企业的资金成本回落。

7 月份央行保持稳定，经过 4 月降准和 5 月份降息后，市场利率处于低位，同时货币市场宽松，宽信用宽货币基本明确，央行支持经济增长的态度不变。由于实体经济不振，货币市场的低利率可能多源于资金在金融市场空转，这也是央行在 3 季度虽然态度不变，但没有继续加码货币政策的原因之一。

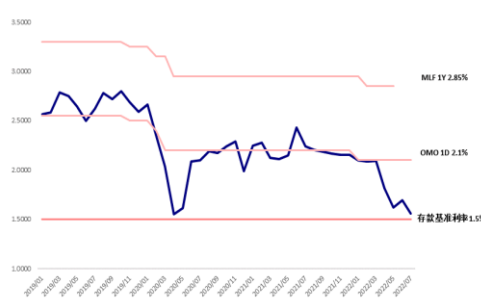
由于经济仍然处于慢速回升过程中，未来增长压力较大，央行会持续保持货币市场宽松以支持经济增长。另一方面，虽然 6 月份通胀水平有所上行，但是下半年通胀的上行幅度不足以让央行改变货币市场态度。预计央行的宽松态度会持续至 4 季度。

图 85: SHIBOR 利率 (%)

图 86: 银行间质押回购利率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 五、国内外主要风险

经济运行的风险不可能被完全预测到，但是我们试图总结现阶段可见的但并未被解决，或者有可能发生的，对未来经济运行或者政策调整会产生影响的事件。或者该事件会对全球经济造成冲击，而这种冲击也会反馈回国内。

### 新冠疫情再次爆发的风险

新冠疫情出现变种再次爆发的话，中国封控会再次严格，带来物流和生产的停滞。

**通胀不受控制的风险**

由于供给和需求的不匹配已经带来了通胀的上行，如果疫情不能好转，那么供给和需求之间的矛盾会加深，通胀时间延长，那么货币政策就会提早做出调节。

## 图表目录

图 1: 美国零售部门库存比 (%)	5
图 2: GDP 各项环比拉动 (%)	5
图 3: 美国二季度 GDP 数据	5
图 4: 长期通胀预期较为稳定 (%)	6
图 5: 美债 Breakeven 通胀预期 (%)	6
图 6: 美联储计划缩表路径 (万亿美元)	6
图 7: 银行在美联储准备金持续下滑 (%)	6
图 8: 美国 PMI 初值继续下滑 (%)	7
图 9: 美国耐用品消费下行 (%)	7
图 10: ISM 制造业 PMI (%)	9
图 11: ISM 非制造业 PMI (%)	9
图 12: 美国零售额环比下滑 (%)	9
图 13: 密歇根大学消费者信心指数 (%)	9
图 14: 商场和建材库存偏高 (%)	10
图 15: 咨商会消费者信心指数 (%)	10
图 16: 美国新增非农就业人数 (千人)	10
图 17: 各行业新增就业人数变化 (千人)	10
图 18: 美国新建住房和成屋销售	11
图 19: 美国新屋开工 (千套)	11
图 20: 6 月 CPI 同比主要拉动项拆分 (%)	12
图 21: 5 月 CPI 环比主要拉动项拆分 (%)	12
图 22: 个人消费支出折年率环比变化 (%)	12
图 23: PPI 同比增速 (%)	12
图 24: 美国经济数据概览	12
图 25: 欧央行 2011 年来首次加息	13
图 26: 欧元区核心通胀明显“更冷” (%)	13
图 27: TPI 和 OMT 要点对比	14
图 28: 欧元区国家 PMI (%)	15
图 29: 欧元区消费者信心指数 (%)	15
图 30: 欧元区零售销售 (%)	15
图 31: 欧元区核心 CPI 增速更低 (%)	15
图 32: 南欧国债收益率 (%)	16
图 33: 德债和法债收益率 (%)	16
图 34: 欧元区经济数据概览	16
图 35: 日本 PMI (%)	17
图 36: 日本消费者信心指数	17
图 37: 日本商业销售增速 (%)	17
图 38: 日本两人以上家庭月消费支出	17
图 39: 采矿业和制造业指数	18

图 40: 日本出口金额增速 (%)	18
图 41: 日本经济数据概览	18
图 42: 中采 PMI 回落 (%)	19
图 43: PMI 各项变动 (%)	19
图 44: 新订单小幅回升 (%)	19
图 45: 产成品库存回落 (%)	19
图 46: 2 季度 GDP 实际增长 (%)	21
图 47: 2 季度 GDP 名义增长率 (%)	21
图 48: 三产对 GDP 的贡献 (%)	21
图 49: 各行业对经济贡献 (%)	21
图 50: 工业增加值同比增速回升 (%)	22
图 51: 外资企业生产回升 (%)	22
图 52: 主要行业生产当月同比增速 (%)	22
图 53: 主要工业品生产累计同比增速 (%)	22
图 54: 2022 年 5 月消费额回升 (%)	23
图 55: 消费额实际同比回升 (%)	23
图 56: 商品和餐饮零售销售增速 (%)	24
图 57: 城镇居民人均可支配收入和消费支出 (%)	24
图 58: 2022 年 6 月份商品消费情况 (%)	24
图 59: 2022 年 6 月份消费商品额 (%)	24
图 60: 固定资产投资增速 (%)	25
图 61: 三大产业单月投资增速 (%)	25
图 62: 100 大中城市土地成交 (%)	26
图 63: 施工面积回落 (%)	26
图 64: 商品房单月销售面积小幅回升 (%)	26
图 65: 商品房销售面积和销售额小幅回升 (%)	26
图 66: 房地产到位资金增速 (%)	27
图 67: 房地产资金来源占比 (%)	27
图 68: 基础设施投资各行业增速 (%)	27
图 69: 政府债券融资进度 (亿)	27
图 70: 各行业利润分化 (%)	28
图 71: 制造业各行业累计投资增速 (%)	28
图 72: CPI 同比持平 (%)	28
图 73: 食品和非食品价格变化 (%)	28
图 74: 食品和非食品价格对 CPI 的拉动 (%)	29
图 75: 2022-2023 年 CPI 预测 (%)	30
图 76: 6 月份 PPI 同比回落 (%)	30
图 77: 原油期货价格 (美元/桶)	30
图 78: 焦煤、焦炭、动力煤价格 (元/吨)	31
图 79: 物流指数回落 (%)	31
图 80: 1-6 月份社会融资总量 (亿)	31
图 81: 社融增速上行 (%)	32

---

图 82: 社融各部门变化 (亿元) .....	32
图 83: 中票与国债信用利差 (%) .....	32
图 84: 影子银行贷款增速平稳 (%) .....	32
图 85: SHIBOR 利率 (%) .....	33
图 86: 银行间质押回购利率 (%) .....	33

## 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)