

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

复苏基础仍需夯实 政策注重落地见效

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2022年8月12日

内容提要:

疫情对全球经济冲击缓和,但俄乌冲突、供应链尚未完全修复叠加异常天气推高通胀,继续影响全球经济复苏。为了抑制近乎失控的通胀,全球主要央行多数开启加息周期,部分央行着手缩表。未来三大主要央行总资产增速有可能达到近年来的新低,从而对全球流动性、金融资产价格产生冲击。

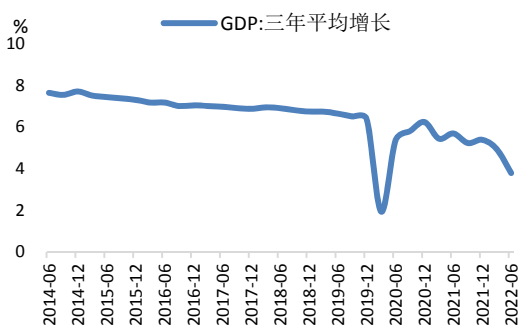
二季度疫情对国内经济的冲击较大,GDP仅增长0.4%,随后在诸多政策的推动下,疫后经济快速反弹。随着下半年政策的逐步落地,经济向好的趋势不变。不过,外部不稳定不确定因素增加,国内疫情影响还没有完全消除,预期偏弱并未根本性扭转,需求收缩与供给冲击问题尚存,未来仍需要政策呵护稳固经济持续恢复的基础。

通胀方面,全年CPI温和上行,PPI回落趋势不改,就当前温和通胀而言,不会对货币政策构成实质性影响,但未来仍然需要观察肉价短期波动对通胀进而对政策的扰动。

7月末中央政治局会议提出“保持经济运行在合理区间,力争实现最好结果”,相较之前“努力实现全年目标”的提法,稳增长仍是硬要求,但对经济目标有所淡化。在这样的背景下,短期重点或在于加快前期出台诸多政策的落地见效,同时拉长时间周期看,经济持续复苏的基础仍需进一步夯实,未来仍有谋划增量政策的必要性及可能性。

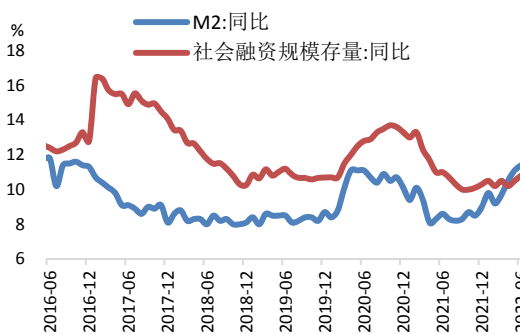
风险提示:央行超预期调控,通胀超预期,贸易摩擦升温,金融市场波动加大,经济下行压力增大,国内外疫情超预期变化风险,中美关系全面恶化风险,国际经济形势急剧恶化,海外黑天鹅事件等。

GDPG



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

社融与 M2



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

- 《政策效果显现 基础仍需夯实—6月及二季度经济数据点评》
- 《PMI持续改善 内需仍待提振—6月PMI数据点评》

目录

一、全球经济复苏放缓，衰退风险上升.....	3
1、高通胀冲击下的全球经济趋于放缓.....	3
2、全球主要央行启动加息.....	6
二、国内经济持续复苏的基础仍需夯实.....	8
1、上半年经济受疫情冲击较大，疫后经济加速修复.....	9
2、下半年重点关注的几个问题.....	10
三、通胀总体温温和，关注肉价短期波动对通胀进而对政策的扰动.....	16
1、CPI 温和上行，关注肉价变动及其权重调整对 CPI 的影响.....	16
2、PPI 回落趋势不改.....	17
四、宏观政策接连发力，流动性较为充裕，专项债加速落地.....	18
1、货币政策总量与结构兼有，市场流动性充裕.....	18
2、财政前置特征显著，专项债加快落地.....	21

图表目录

图 1: 全球天然气价格涨幅可观.....	4
图 2: 油价仍处高位.....	4
图 3: 美欧通胀高企.....	4
图 4: 全球食品价格回落但仍处高位.....	4
图 5: 美欧制造业 PMI 高位回落.....	5
图 6: 美欧消费者信心指数均降至历史低位.....	5
图 7: 美国名义销售数据表现仍好.....	7
图 8: 美国失业率维持在较低水平.....	7
图 9: 市场预期美联储在 22 年底或加息到 3.50-3.75% (截至 22 年 8 月 11 日).....	7
图 10: 美联储启动缩表.....	8
图 11: 欧洲央行与日本央行资产负债表趋缓.....	8
图 12: 二季度 GDP 受疫情等因素冲击较大.....	9
图 13: 二季度消费拖累整体 GDP.....	9
图 14: 企业主体信心尚待企稳.....	11
图 15: 居民预期偏弱.....	11
图 16: 今年制造业 PMI 新订单指数恢复情况不及往年同期.....	12
图 17: 出口超预期部分抵消内需复苏较弱的不良影响.....	12
图 18: 今年上半年居民中长期贷款低位增长.....	12
图 19: 地产后周期商品消费乏力.....	12
图 20: 服务业人均支出增速放缓.....	13
图 21: 餐饮业受疫情等影响缓慢复苏.....	13
图 22: 疫后生产加速修复但仍不及往常水平.....	13
图 23: 水泥、玻璃等价格低位徘徊.....	13

图 24: 房地产投资持续萎缩	14
图 25: 商品房销售低位徘徊	14
图 26: 房地产开发资金来源边际改善但未见明显好转	15
图 27: 二季度住房贷款平均利率处于历史低位	15
图 28: 疫情以来出口对 GDP 拉动效应好于疫情前水平	16
图 29: 价格因素对出口总额的推动作用显著	16
图 30: 前 7 个月食品与非食品价格总体符合季节性特征	17
图 31: 预计今年 CPI 同比上涨 2.2% 左右	17
图 32: 大宗商品价格趋于回落	18
图 33: 预计今年 PPI 同比上涨 4.8% 左右	18
图 34: 今年上半年资金净投放好于 2021 年同期	20
图 35: 今年 3-6 月公开市场地量操作小幅净回笼	20
图 36: 今年 4-7 月 DR007 均值回落至低位	20
图 37: 8-12 月 MLF 到期 3.2 万亿元	20
图 38: 社融增速或已见顶	21
图 39: 企业贷款需求回落	21
图 40: 今年财政收支压力有所上升	22
图 41: 今年上半年专项债发行节奏较前几年加快	22
表 1: 多家国际机构下调 2022 年全球经济增长预测 (单位: %)	6
表 2: 今年上半年信贷新增规模及分项数据 (单位: 亿元)	19

一、全球经济复苏放缓，衰退风险上升

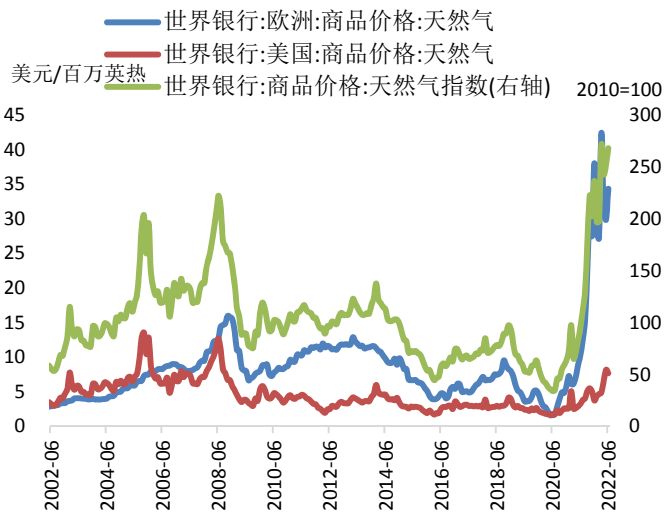
1、高通胀冲击下的全球经济趋于放缓

新冠疫情影响有所缓和。截至 2022 年 8 月 11 日，全球新冠疫苗接种总剂数达到 124.4 亿剂，较 2021 年末增加 32.6 亿剂，人均接种 1.6 剂。2022 年上半年，全球新冠确诊病例日增数从年初的超过 300 万例逐步降至年中的 50 万例左右（新冠变种 BA.5 流行前）。虽然世卫组织建议，在新冠病毒依然十分活跃的情况下，应以稳步、缓慢、渐进的方式解除限制，一下子解除所有防疫措施还为时过早，但多国仍然陆续放松对疫情管控。

虽然疫情冲击缓和，但俄乌冲突、供应链尚未完全修复叠加异常天气推高通胀，继续影响全球经济复苏。

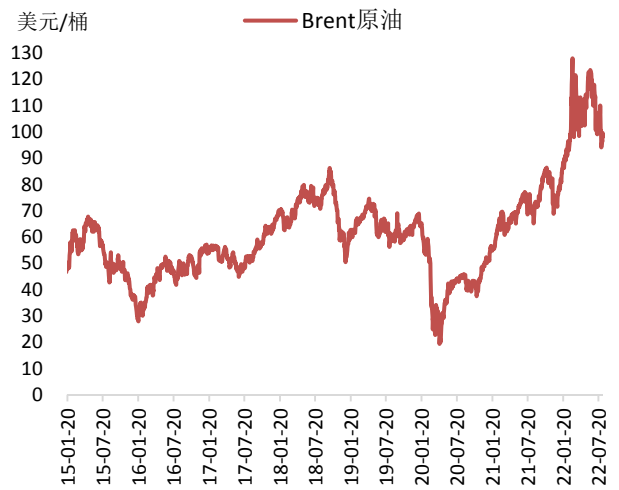
俄乌冲突叠加异常天气导致全球能源价格大涨。根据 OPEC 及 BP 的统计数字，2021 年俄罗斯原油出口量位居世界第二（仅次于沙特），占全球比重超过 10%；同期出口天然气（管道+LNG）位居世界第一，占全球比重超过 20%。世界银行数据显示，自 2021 年 5 月起世界天然气价格指数同比涨幅均在 100% 之上，2021 年 10 月达到 306.7% 高点后持续回落至 101.2%（2022 年 2 月），但在俄乌冲突爆发后，今年 3 月同比涨幅再度飙升至 313.1%，虽然随后因为基数等原因回落但仍高于 200%。同时，因为俄乌冲突、OPEC 减产等原因，年初以来原油价格持续上行，3-6 月布伦特原油价格日均价更是保持在 105 美元/桶之上。此外，2021 年异常天气推高能源供需缺口（部分新能源供给低于正常时期），今年上半年再度上演。据每日经济新闻报道，自今年 3 月下旬以来，印度遭遇前所未有的热浪天气，多地创下近 122 年来同期最高纪录。据光明网报道，自 4 月份开始，法国气温就连续多天高于正常水平，法国气象局也不断发出高温预警，法国大约三分之一地区已经开始实施用水限制措施。据财联社报道，今年 6 月中旬以来，西班牙、葡萄牙、法国、瑞士、德国等欧洲国家先后提前受到热浪袭击，世界气象组织发言人纳利斯称，西班牙和法国部分地区的气温比往年同期的平均气温高出 10 度以上。另据财联社转引美国国家海洋和大气管理局预测称，今年夏天北美整个大陆的气温都将高于往年平均水平。北美电力可靠性公司年中发布警告称，受极端高温等多重因素影响，今年夏天北美地区将面临能源短缺，美国西部可能会出现电网瘫痪、导致大规模停电情况。

图 1: 全球天然气价格涨幅可观



资料来源: IMF, 国开证券研究与发展部

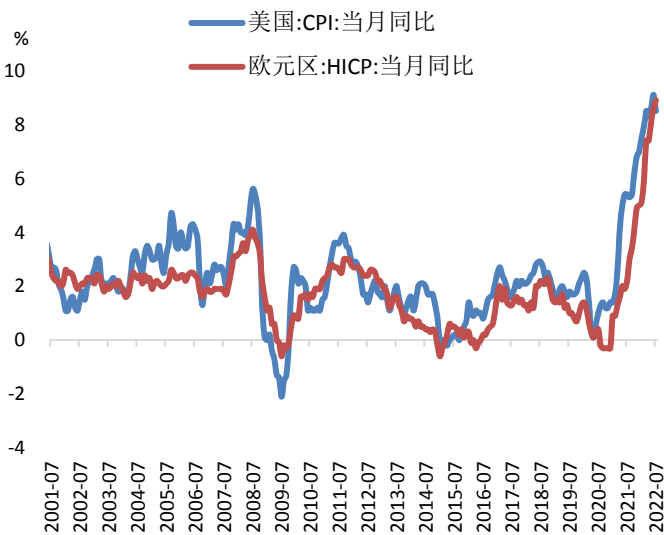
图 2: 油价仍处高位



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

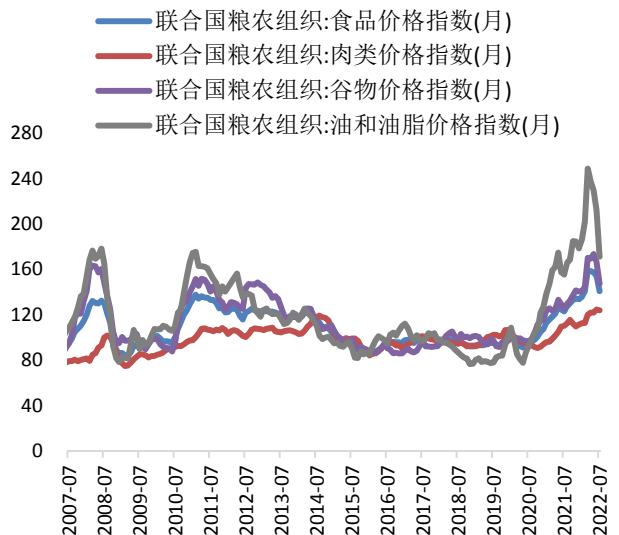
能源价格大涨、供应链尚未完全恢复等因素快速推高全球通胀。今年 3-4 月, 美国、欧元区、英国 PPI 同比涨幅均值分别高达 11.1%、36.8%、14.1%。同时, 联合国粮农组织 (FAO) 公布的全球食品价格指数在今年 3 月创下近 32 年记录并在 4-6 月保持在高位水平。粮价叠加能源价格上涨推动 CPI 上行, 7 月美国 CPI 同比上涨 8.6%, 欧元区调和 CPI 同比上涨 8.9%, 6 月英国 CPI 同比上涨 9.4%, 近半年来屡屡创下近 40 年最高记录; 巴西、俄罗斯 CPI 涨幅再上两位数并创下近 20 年新高, 南非 CPI (7.4%) 亦创下近 13 年新高。

图 3: 美欧通胀高企



资料来源: IMF, 国开证券研究与发展部

图 4: 全球食品价格回落但仍处高位

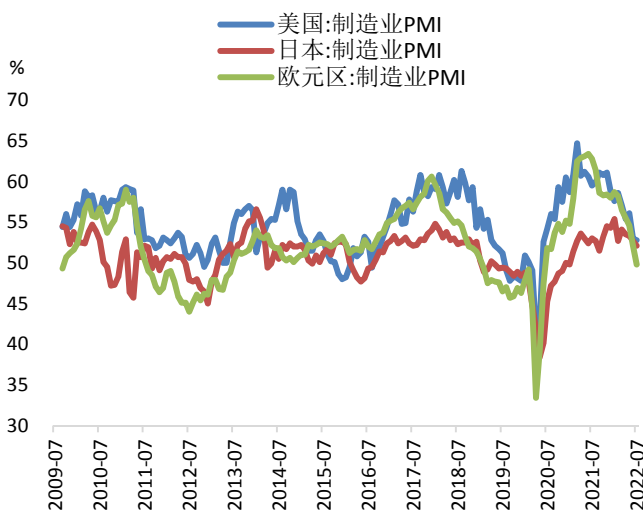


资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

通胀高位、持续加息背景下的全球经济复苏放缓。为了抑制近乎失控的通胀,英格兰银行于2021年12月首先开启加息并在2022年上半年加息4次,美联储于今年3月开启自2018年12月以来的首度加息并在5月、6月接连加息,而今年下半年欧洲央行或将跟进加息。全球主要央行(除日本等极少数外)加息增加了未来经济下行或衰退的可能性,全球风险偏好下降,金融市场的不确定性随之上升。从先行指标PMI看,美欧日等发达国家制造业PMI普遍从今年一季度的高位回落,其中美欧分别降至近24个月、22个月低点。一方面,虽然二季度部分新兴市场国家制造业PMI出现反弹,但难改全球回落之势,况且随着美联储持续加息,资本外流或将拖累其经济增长。据中财网转引摩根大通的统计,今年以来投资者已从新兴市场债券基金中撤资近500亿美元,新兴市场债基金资金流出幅度创2005年来新高,上半年以美元计价的新兴市场主权债券基准指数摩根大通EMBI Global Diversified跌幅超过15%。另一方面,近期全球服务业加速复苏(以新兴市场为主)带动综合PMI反弹,但加息预期将弱化消费者信心从而拖累服务业复苏。6月美国密歇根大学消费者信心指数降至1952年有数据以来的最低,欧盟消费者信心指数亦降至1985年有数据以来的次低(仅高于2020年4月)。

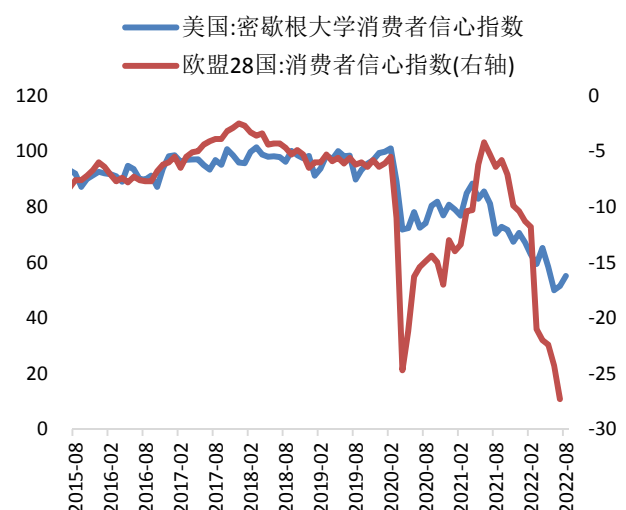
对此,多家国际机构持续下调全球经济增长预期,其中世界银行分别于1月、6月接连两次下调2022年全球经济增长预期共计1.4个百分点至2.9%;IMF分别于1月、4月、7月下调2022年全球经济增长预期共计1.7个百分点,同时不排除2023年全球经济陷入衰退的可能性。

图 5: 美欧制造业 PMI 高位回落



资料来源: IMF, 国开证券研究与发展部

图 6: 美欧消费者信心指数均降至历史低位



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

表 1: 多家国际机构下调 2022 年全球经济增长预测 (单位: %)

	IMF7 月 (4 月/1 月)	世行 6 月 (1 月)	OECD 6 月 (2021 年 12 月)
全球	3.2 (3.6/4.4)	2.9 (4.1)	3.0 (4.5)
发达国家	2.5 (3.3/3.9)	2.6 (3.8)	2.7 (3.9) ²
其中: 美国	2.3 (3.7/4.0)	2.5 (3.7)	2.5 (3.7)
欧元区	2.6 (2.8/3.9)	2.5 (4.2)	2.6 (4.3)
日本	1.7 (2.4/3.3)	1.7 (2.9)	1.7 (3.4)
新兴市场国家	3.6 (3.8/4.8)	3.4 (4.6)	3.3 (4.9) ³
其中: 中国	3.3 (4.4/4.8)	4.3 (5.1)	4.4 (5.1)

注: 1. 括号里数据为该机构上一次预测值; 2. 以对 OECD 国家的预测作为替代; 3. 以对非 OECD 国家的预测作为替代。

资料来源: IMF, 世界银行, OECD, 国开证券研究与发展部

2、全球主要央行启动加息

(1) 美联储快速加息

通胀持续高位叠加就业市场表现尚可推动美联储快速加息。在今年 3 月启动加息后, 美联储在 5-7 月继续加息 200 基点, 累计上调利率 225 基点至 2.25-2.50%, 大幅超出年初市场预期。此外, 市场预期下半年美联储还将至少加息 100 基点至 3.25-3.50%。

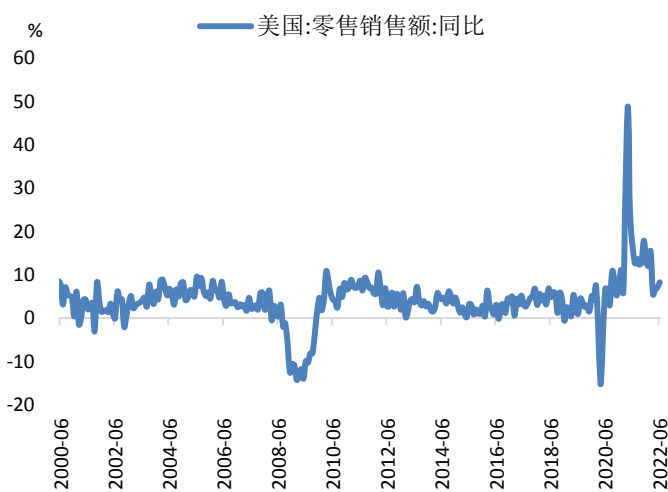
美联储加快加息节奏的主要原因在于高通胀。美国 CPI 从 2021 年末的 7% 高位继续上涨至 9% 左右 (PCE 接近 7%), 首先是全球能源价格与食品价格涨幅较大从而大幅拉动其通胀, 其次美国内需动力仍较强, 今年 1-5 月剔除波动较大的食品与能源后的核心 CPI 始终在 6% 之上, 只是在 6 月回落至 5.9%。展望未来, 年内美国 CPI 难以回到 5% 以下, 2023 年或加速回落。

美联储敢于加快加息的另一个原因在于当前内需及就业市场表现仍较好。从消费看, 今年上半年美国零售三年平均增速的均值为 9.6%, 强于 2018-2019 同期 (3.7%); 虽然用 CPI 平减后的 3-6 月零售数据降至负值区间, 但上半年三年平均增速均值仍有 5.4%, 依然强于 2018-2019 年同期 (1.5% 左右)。从就业看, 今年 3-6 月美国失业率维持在 3.6%, 为 1970 年以来的绝对低位, 虽然同时劳动参与率降至 1978 年以来的低位, 但就业市场总体表现较好。

从经济增长看, 受通胀与贸易赤字等因素影响, 美国一季度与二季度环比折年率均为负, 或陷入所谓的“技术性衰退”。不过从分项数据来看, 主要是净出口项 (一季度拖累 3.23 个百分点) 与私人投资项 (二季度拖

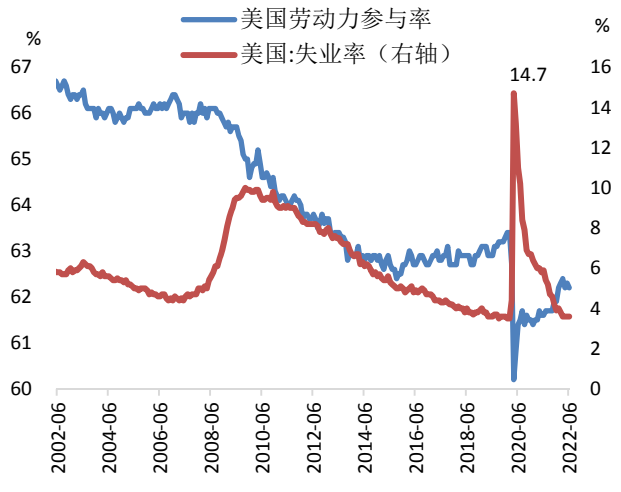
累 2.73 个百分点)拖累较多,虽然个人消费支出贡献趋于下行,但仍然高于其他分项。同时,作为美国 GDP 预测的最有效的指数,美联储高频数据 WEI 指数仍高于常态时期平均水平。因此,尽管市场交易衰退预期增强,但短期而言美国经济仍有一定韧性,四季度在持续加息负面拖累下或加速回落。

图 7: 美国名义销售数据表现仍好



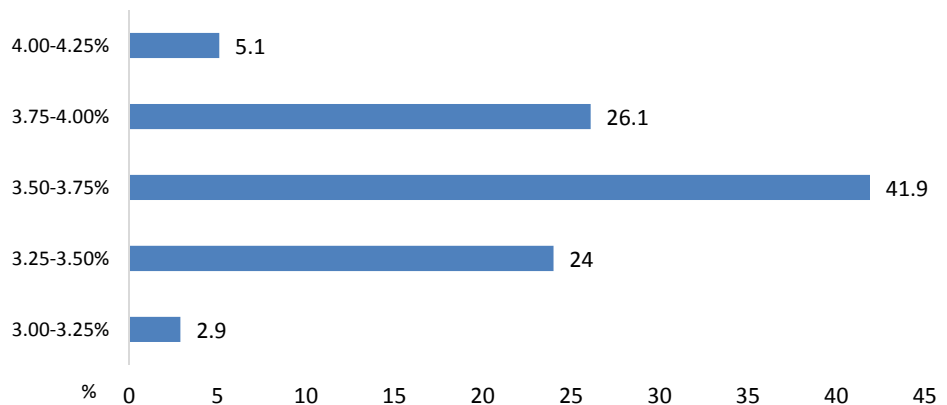
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 8: 美国失业率维持在较低水平



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 9: 市场预期美联储在 22 年底或加息到 3.50-3.75% (截至 22 年 8 月 11 日)



资料来源: CME Group、国开证券研究与发展部

(2) 其他央行纷纷加息

为了应对高通胀,除日本央行外的主要央行接连加息。根据《期货日报》的不完全统计,始于 2021 年底的加息潮中全球央行加息次数超过 120 次。其中,英国连续 5 次加息共计 115 基点,加拿大连续 4 次加息共计 225 基点,澳大利亚连续 4 次加息共计 175 基点,韩国连续加息 6 次(首次

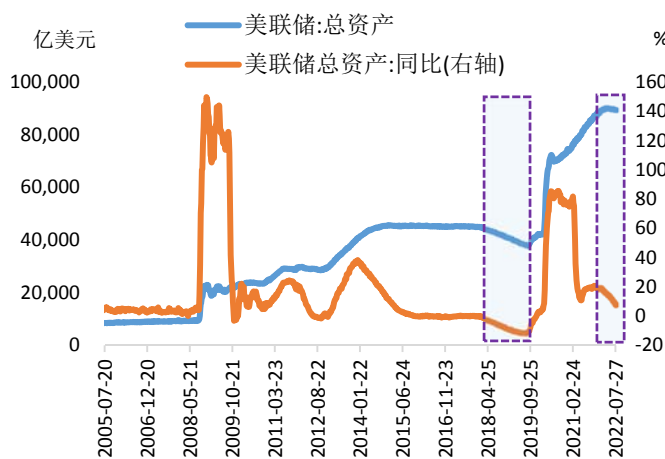
为 2021 年 8 月) 共计 175 基点, 就连保守的欧元区亦在 7 月超预期加息 50 基点 (其还暗示年内剩下的 3 次议息会议有继续加息的可能性)。

(3) 关注缩表影响

一是关注美联储缩表规模与节奏。今年 5 月, 美联储宣布将从 6 月 1 日开始缩表, 每月拟减持 475 亿美元资产, 9 月后增加到 950 亿美元。从缩表与加息对应时间上看, 美联储 2017-2019 年缩表是在首次加息(2015 年 12 月) 后近 2 年的时间开始的, 而本轮仅时隔不到 3 个月。从节奏上看, 上轮美联储共开展 3 轮 QE (2008-2014 年), 6 年时间扩表 3.5 万亿美元左右, 而本轮 (2020-2022 年) 2 年多的时间就扩表 5 万亿美元左右, 相应的缩表节奏也快于上轮。

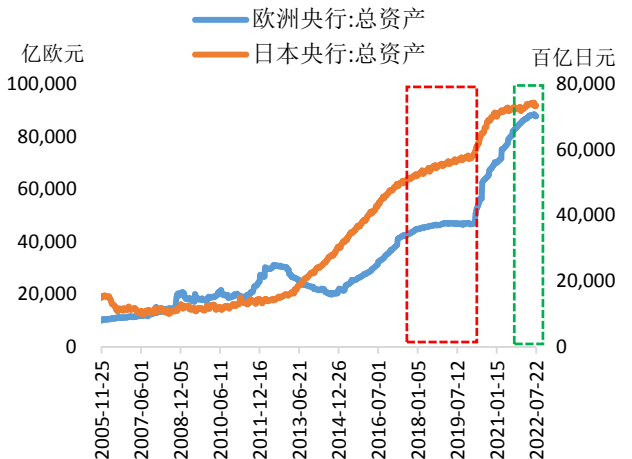
二是关注其他央行的缩表情况。2017-2019 年美联储缩表期间, 欧洲央行与日本央行仍在持续扩表, 因此全球流动性萎缩情况并不明显。但当前全球通胀压力持续高位, 欧洲央行 6 月宣布于 7 月停止资产购买计划、结束扩表, 日本央行在通胀压力下 (其 CPI 与核心 CPI 均升至 2015 年 4 月以来新高) 再度大规模 QE 的可能性很小。从今年 6 月初到 7 月末, 三大央行的资产负债表 (同比) 扩张速度分别下降 4.2、5.1、1.3 个百分点。由此, 未来三大主要央行总资产增速有可能达到近年来的新低, 从而对全球流动性、金融资产价格产生冲击。

图 10: 美联储启动缩表



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 11: 欧洲央行与日本央行资产负债表趋缓



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

二、国内经济持续复苏的基础仍需夯实

二季度疫情对国内经济的冲击较大, GDP 仅增长 0.4%, 随后在诸多政策的推动下, 疫后经济快速反弹。随着下半年政策的逐步落地, 经济向好的趋势不变。不过, 外部不稳定不确定因素增加, 国内疫情影响还没有

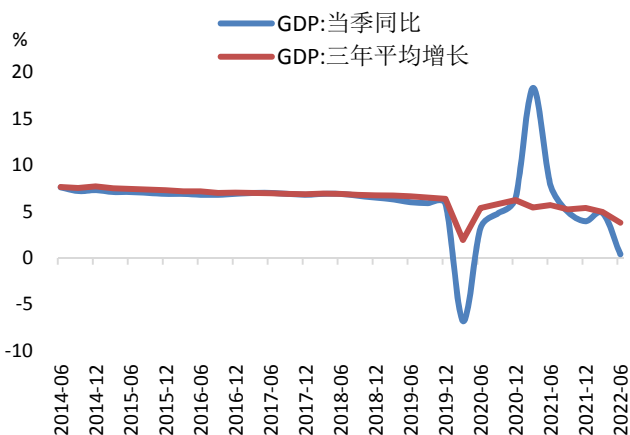
完全消除，预期偏弱并未根本性扭转，需求收缩与供给冲击问题尚存，未来仍需要政策呵护稳固经济持续恢复的基础。

1、上半年经济受疫情冲击较大，疫后经济加速修复

开年经济平稳发展，一季度 GDP 同比增长 4.8%。但自 3 月下旬起受疫情冲击、内需放缓等因素影响，二季度 GDP 同比仅增长 0.4%。二季度 GDP 低于预期，主要是疫情对消费与服务业冲击较大，部分地区工业生产也受到一定影响。其中，国内 4-5 月消费同比下滑 8.8%，4 月工业增加值同比下滑 2.9%；二季度上海 GDP 同比下降 13.7%、北京下降 2.9%、吉林下降 4.5%，均显示出疫情对经济的较大冲击。

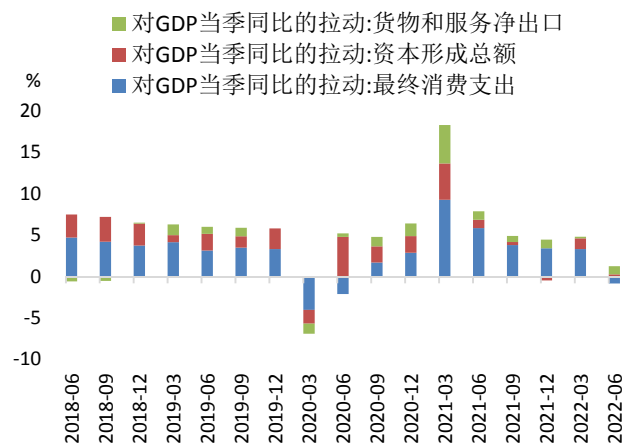
对此，宏观政策层面加大了稳增长力度。国务院及国常会方面，提出保持经济运行在合理区间，主要是实现就业和物价基本稳定；运用多种货币政策工具加大对实体经济的支持；综合施策释放消费潜力，特困行业、大宗消费、重点项目等是重点；部署 6 方面 33 项稳经济一揽子举措；召开全国稳住经济大盘会议，“抓落实、强监督”，直达县一级，旨在第一时间传达“稳住经济大盘”的全国动员令；印发《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》；部署加快稳经济一揽子政策措施落地生效；部署进一步稳外贸稳外资举措等。国家多部委相继出台稳经济举措，包括发改委积极扩大有效投资，助力稳增长等；国资委出台 27 条举措推动央企助力中小企业纾困；工信部着力稳产业链、供应链，将开展新一轮新能源汽车下乡等；财政部要求加快专项债发行并力争在 8 月底前基本使用完毕，加码减税降费并提前下达相关转移支付保基层运转等；央行下调存款准备金率，下调首套住房利率下限，2 次下调 5 年期 LPR 共 20 基点，加大信贷投放力度，提升金融服务小微企业能力等。

图 12：二季度 GDP 受疫情等因素冲击较大



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 13：二季度消费拖累整体 GDP



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

疫情得到有效控制叠加稳增长力度加大，产需加速恢复，下半年经济向好的趋势不变但基础仍需夯实。二季度后半期，疫情得到控制、财政信贷双双发力、物流逐步畅通、复工复产力度加大叠加出口韧性仍强等因素推动产需加快恢复，稳增长政策效果逐步显现。6月份，制造业 PMI 生产指数和新订单指数均升至扩张区间；社会消费品零售总额超预期转正至 3.1%；基建投资三年平均增速（4.0%）恢复至 2020 年来次高；制造业投资（累计增速）三年平均增长 5.1%，连续 3 个月上行。考虑到上半年 GDP 增长 2.5%，若要实现之前定下的 5.5% 左右的全年目标，则下半年 GDP 要实现 8% 以上增长，难度较大。在既不大水漫灌，又能较好稳增长保就业的前提下，全年保 4（下半年增长 5.5% 以上即可）的现实可能性更大。

虽然下半年向好趋势不变，但经济持续恢复基础尚需夯实。一是新冠变种病毒传染性较强，散发疫情对服务业尤其是线下消费扰动较多。二是当前扩大有效投资仍存在障碍，基建投资受制于配套资金（虽然有专项债增做资本金等政策）来源严监管以及事后严审计等约束难以大幅上行，制造业投资增速虽然稳健但未来或面临利润增速放缓及出口增速回落等压力，短期地产投资受销售不佳、融资不畅等影响仍将低位徘徊。三是居民收入放缓、就业压力较历史同期增大、谨慎预期仍强等因素导致消费需求不足，相较常态时期对 GDP 贡献 60% 左右而言，当前消费对 GDP 的拖累显著。

综合来看，一方面前期出台政策较多，短期而言更重要的是在于加快落地，带动扩大有效投资以及提振消费，同时进一步优化疫情防控政策及实际执行；另一方面，当前经济仍面临预期转（偏）弱、需求收缩、供给冲击三重压力，经济持续复苏的基础仍需进一步夯实，未来仍有谋划增量政策的必要性及可能性。

2、下半年重点关注的几个问题

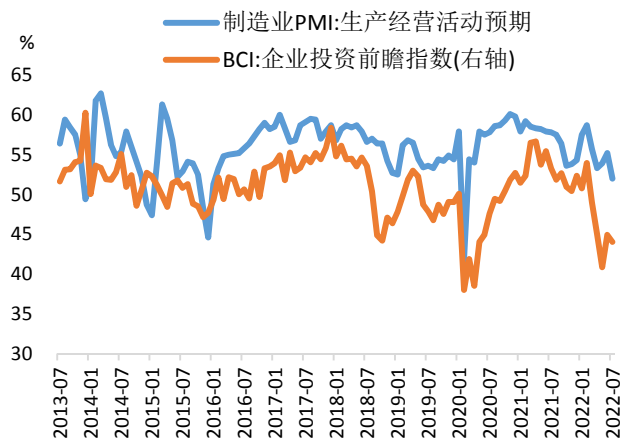
（1）市场预期偏弱的问题能否扭转

近年来国际国内不确定因素明显增多，从供需两侧均对我国经济造成冲击，由此市场预期转弱。第一，今年国内疫情冲击程度超过了 2021 年，突出表现为冲击次数增多、时间周期加大，尤其对服务业与消费的影响严重，从而对中小微企业的预期影响较大。第二，国内稳增长政策持续加码与实际落地效果存在一定的偏差，导致微观市场主体预期不稳、信心不足的问题并未根本性缓解，创新创业积极性也有所降低。第三，不同微观主体预期之间可能存在预期交织以及羊群效应，企业预期与家庭

预期转弱相互影响，容易造成预期转弱-经济下行风险和不确定性增加-预期转弱的不良循环。

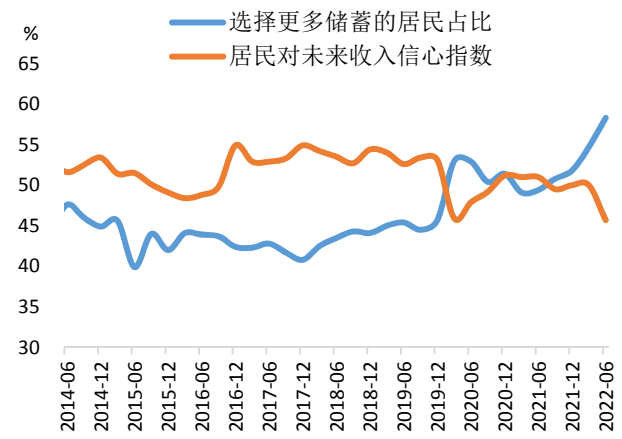
从数据上看，一是企业投资信心不足，今年5月BCI企业投资前瞻指数降至48.6%，有此项数据以来仅高于2020年2月与4月，虽然6月环比反弹7个百分点至55.6%，但较2021年下半年67.6%的均值尚有差距，随后7月再度回落至54.1%。同时，7月制造业PMI生产经营活动预期降至2016年2月以来的次低（仅高于2020年2月）。与此相对应，今年上半年民间固定资产投资累计增长3.5%，与同期全部固定资产投资增速（6.1%）的差距逐月不断拉大。二是居民信心偏弱。央行今年二季度城镇储户问卷调查报告显示，二季度收入信心指数为45.7%，比一季度下降4.3个百分点；就业预期指数为44.5%，比一季度下降6.0个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占58.3%，比一季度增加3.6个百分点。

图 14: 企业主体信心尚待企稳



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 15: 居民预期偏弱



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

（2）内需复苏偏慢问题是否有效缓解

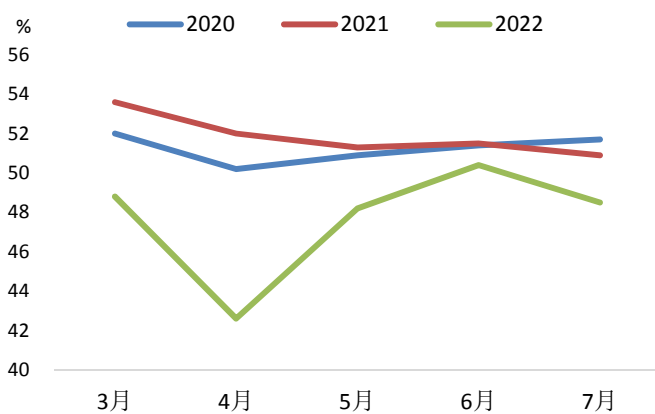
疫后经济加速修复但内需偏弱问题并未根本缓解。与2020年相比，今年稳增长的挑战还来自于需求侧复苏较慢。

2020年，疫情对供给面冲击较大，但需求和预期都比较好，在复工复产之后，经济整体回升的态势明显。从数据上看，2020年制造业PMI新订单指数自2月跌至29.3%的历史最低后持续回升，当年下半年平均水平为52.6%；同时，虽然当年社会消费品零售总额受前4个月深度拖累从而全年为负，但消费回升趋势明显，而且此后4个季度居民未来就业预期指数、未来收入信心指数均稳步回暖。

今年上半年，虽然出口持续超预期增长，但由于内需偏弱，社会消费品

零售和居民实际收入增长都较为缓慢，因此经济虽然有恢复，但总体增速上还是被需求不足所制约。第一，前7个月制造业 PMI 新订单指数均值仅为 48.4%，较 2021 年同期大幅回落 3.5 个百分点。第二，虽然 6 月制造业 PMI 升至 50.2%，但当月调查中仍有 49.3% 的企业反映订单不足，7 月则进一步升至五成以上，近 4 个月持续上升，市场需求偏弱依然是目前制造业面临的主要问题。第三，从投资端看，上半年固定资产投资整体、基建投资增速三年平均增速仅为温和上升，对经济拉动的效应弱于市场预期。第四，居民购房需求及相关消费需求下降。今年上半年，居民新增中长期贷款 1.56 万亿元，同比少增 1.87 万亿元，除去新增贷款缩量外，部分购房者提前还贷一定程度上也减少了新增规模。同时，上半年社会消费品零售总额中的后地产商品消费增速放缓，其中家具类、建筑及装潢材料类三年平均增速分别为-1.9%、2.6%，有数据以来仅好于 2020 年同期。

图 16: 今年制造业 PMI 新订单指数恢复情况不及往年同期 图 17: 出口超预期部分抵消内需复苏较弱的不良影响

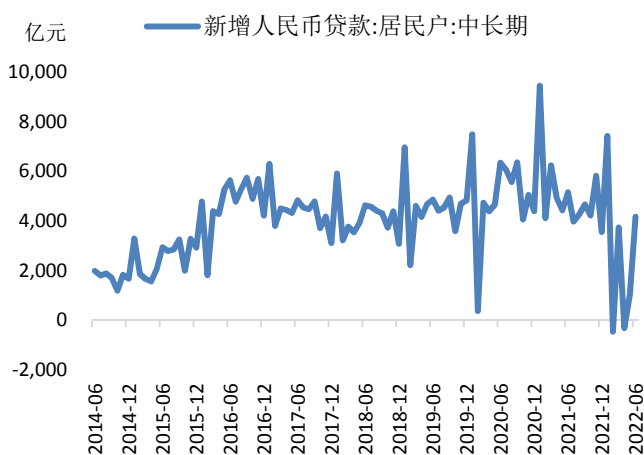


资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部



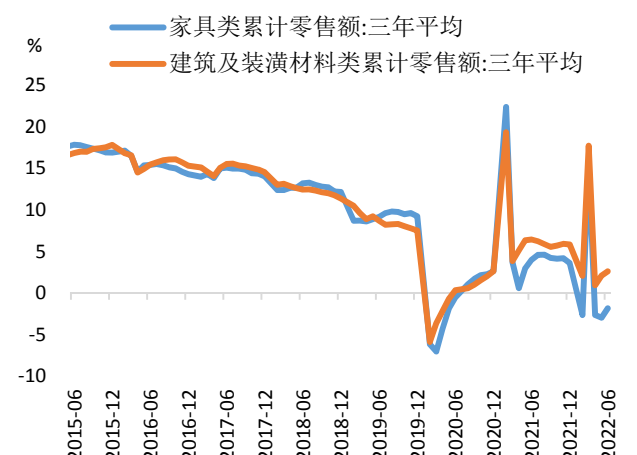
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 18: 今年上半年居民中长期贷款低位增长



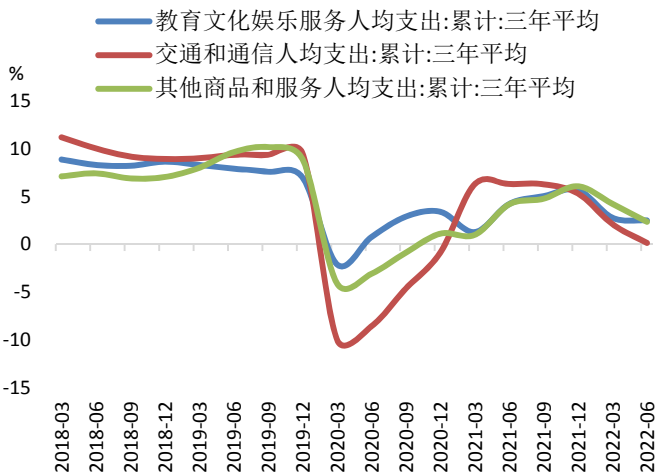
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 19: 地产后周期商品消费乏力



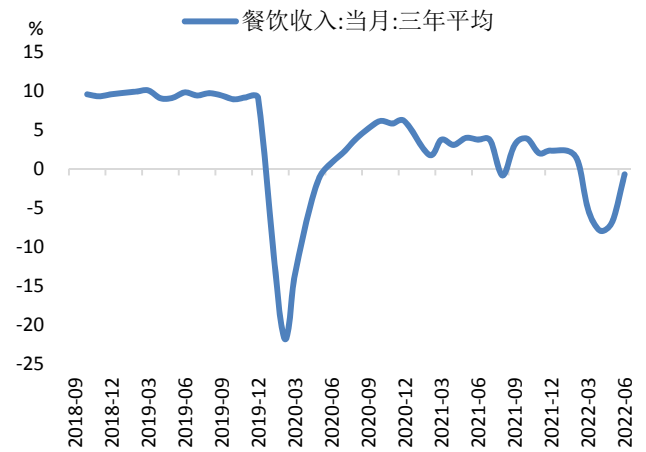
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 20: 服务业人均支出增速放缓



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

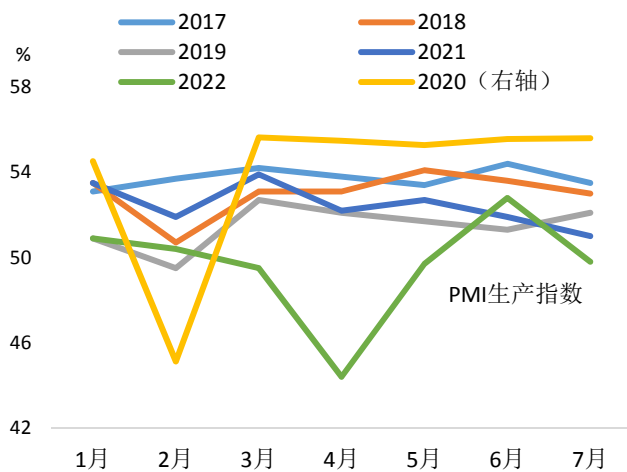
图 21: 餐饮业受疫情等影响缓慢复苏



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

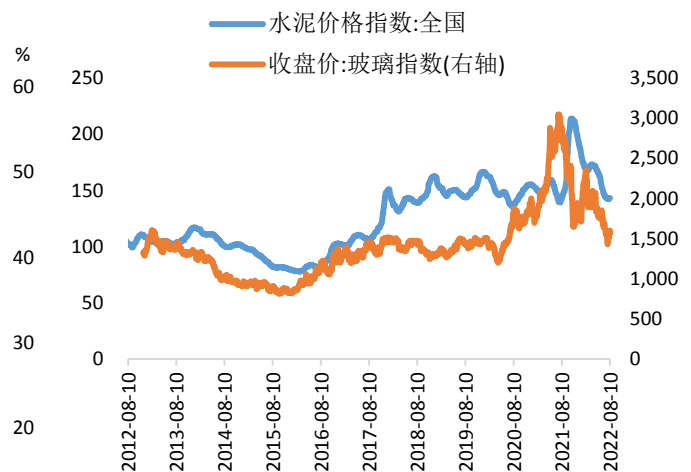
需求并未明显反弹导致供给修复速率趋于放缓。疫后供给端加速修复, 4月工业增加值同比下滑 2.9%, 5、6月分别回升至 0.7%、3.9%。不过, 虽然 6月工业增加值三年平均增速由 4月的 3.5%升至 5.6%, 但仍低于 3月(5.8%)。同时, 6月制造业 PMI 生产指数大幅升至 52.8%, 7月(49.8%)再度回落至 50%之下, 表现大幅弱于 2011-2019 年(52.5%)及 2020-2021 年同期均值(52.6%)。从 7月的中观高频数据看, 受需求温和复苏、生产淡季叠加高温等因素影响, 多数行业开工率反弹后趋于回落, 水泥、玻璃等价格低位徘徊。

图 22: 疫后生产加速修复但仍不及往常水平



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 23: 水泥、玻璃等价格低位徘徊



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

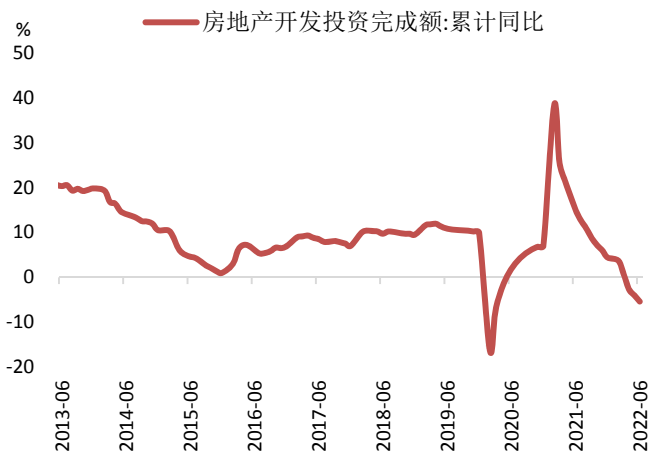
(3) 地产销售与投资何时企稳

房地产投资增速仍在探底。上半年房地产开发投资同比下降 5.4%, 连续第 3 个月萎缩且降幅持续扩大, 三年平均增速(3.5%)亦降至 2020 年 3

月以来最低。同期，新开工面积、施工面积、竣工面积分别下降 34.4、2.8、21.5 个百分点；不过上述三项指标的三年平均增速连续 2 个月出现边际改善，或显示出各地在推动保交房上的努力。

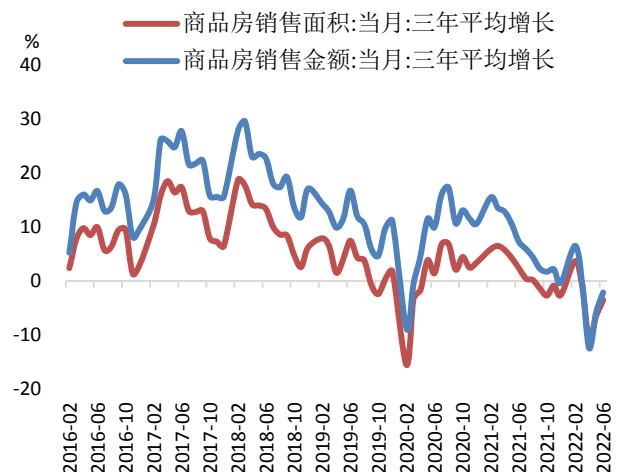
地产销售萎缩，近期有所改善仍未见明显好转。上半年商品房销售金额同比下滑 28.9%，三年平均增速为-2.2%，两者均较 5 月小幅改善，而此前 14 个月逐月走低。一方面，前期受疫情影响的合同滞后签约，另一方面上半年 LPR 下调 20 个基点、一线外多个城市放松房地产调控，有助于 6 月地产销售边际改善。不过，从 7 月至 8 月上旬的高频数据看，销售仍未见明显好转。其中，7 月全月 30 个大中城市商品房成交面积同比下滑 33%，8 月上旬同比下滑 26.1%。

图 24: 房地产投资持续萎缩



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

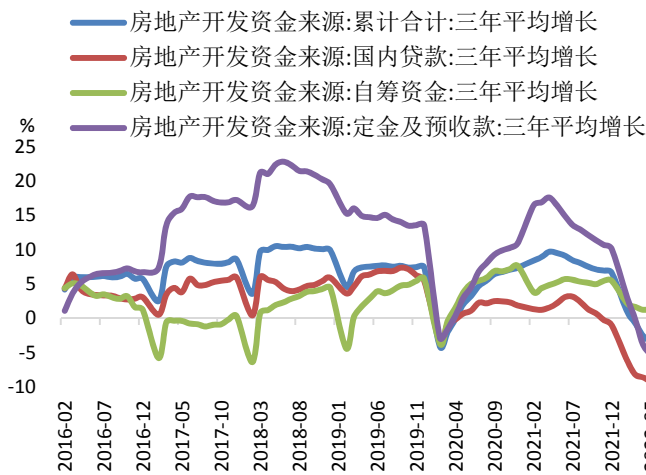
图 25: 商品房销售低位徘徊



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

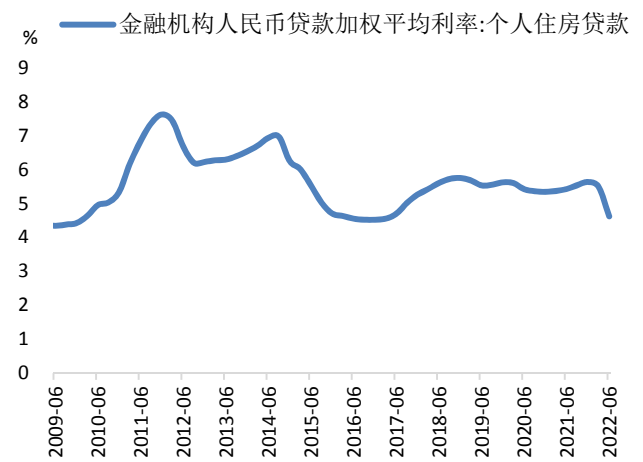
房地产投资企稳的重要前提是销售企稳。近 2 年来，受“三道红线”、“房地产贷款集中度”等监管政策影响，地产企业融资受挫，销售回款成为房地产到位资金的主要来源。从销售领先指标个人住房贷款加权平均利率看，为充分释放住房需求，上半年央行累计下调 5 年期 LPR 20bp，多个省市也下调了住房贷款利率。二季度末，个人住房贷款加权平均利率为 4.62%，环比大降 87bp，幅度为 2008 年有数据以来最大，上半年则累计下调 101bp。本轮房地产下行周期的按揭利率向下趋势明确，单从历史规律看，三季度销售可能企稳，但同时也存在着不确定性。

图 26: 房地产开发资金来源边际改善但未见明显好转



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 27: 二季度住房贷款平均利率处于历史低位



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

短期而言, 在央行“因城施策用足用好政策工具箱, 支持刚性和改善性住房需求, 稳妥实施房地产金融审慎管理制度”(二季度货币政策执行报告)的支持下, 在监管层与地方政府合力推动下部分楼盘或将复工保交楼, 叠加房企融资或边际改善, 均有助于销售回暖。但是, 在房住不炒叠加居民收入增速放缓、谨慎预期尚存的情况下, 居民购房需求偏弱, 地产销售或仍将低位徘徊, 同时房地产开发资金来源增长部分仍来自于自筹资金且增速有所走低, 其他来源近期边际改善但未见明显好转, 因此房地产投资短期内负增长态势或难以扭转。考虑到房地产产业链对 GDP 贡献 20%左右的重要性, 未来仍可能有进一步宽松政策出台, 下半年可继续关注一、二线城市政策动向。

(4) 出口回落对经济拉动作用的减弱

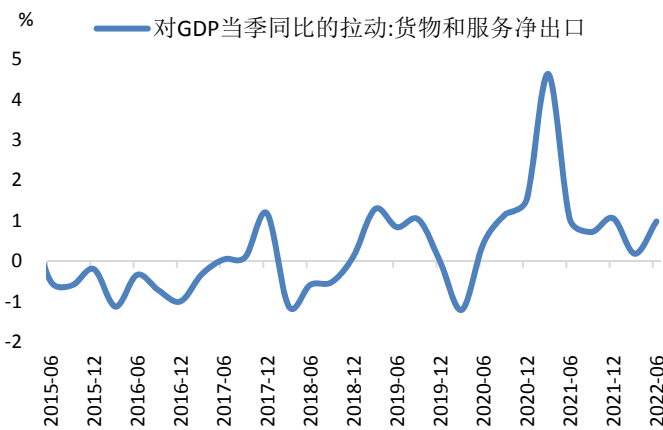
疫情后出口保持了较长时间的高增长(见上图 17), 2020 年 7-12 月三年平均增速的均值达到 7%, 2021 年全年三年平均增速进一步提升至 10.6%。今年初以来, 出口继续保持较好增长, 对于稳就业及稳经济发挥了超预期的作用。前 7 个月, 出口同比增长 14.6%, 三年平均增长 14.0%。虽然市场从 2021 年下半年就预期出口增速回落压力逐步增大, 但是从现实情况看却是屡屡超预期。从历史上看, 出口年度增速自 2011 后趋于回落, 2017-2018 受益于全球贸易增速回升有所反弹, 但 2019 年再度回落至 0.5%, 2011-2019 年年均增速仅为 5.2%。

疫后出口持续保持高增长, 主要来自于防疫物资需求增加、出口替代效应、生产替代效应以及价格上涨等因素在不同阶段的推动作用。从今年的情况看, 价格因素贡献了较大成分, 出口价格指数(HS2)总指数同比

涨幅均值超过 10%。同时，欧美高通胀削弱了其出口产品的竞争力，部分国家工人罢工导致供应链中断进一步加速部分海外订单向国内转移。此外，虽然全球需求受高通胀、主要央行加息等因素影响趋于回落，但目前总体上仍处于扩张区间。

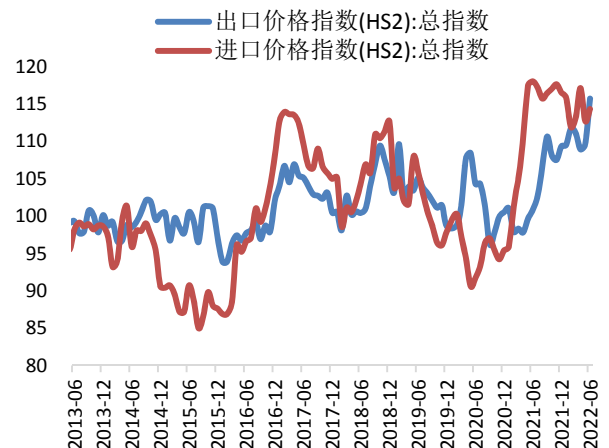
短期而言，考虑到欧美主要发达经济体通胀高位、供应链中断以及需求尚未快速回落，国内出口在三季度仍将保持较高韧性，但四季度出口增速依然存在一定下行压力。一是随着美联储等全球主要央行推进加息与缩表，国际局势仍处于动荡态势，加速拖累全球经济恢复和总需求扩张的速度。二是 2021 年四季度出口基数较高，将对出口增速带来压力。三是价格因素对出口的支撑或趋于下降。考虑到内需修复尚未加速，四季度外需可能会加速回落从而引致出口对经济的支撑作用减弱，需要新的增长点来弥补上述缺口。

图 28: 疫情以来出口对 GDP 拉动效应好于疫情前水平



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 29: 价格因素对出口总额的推动作用显著



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

三、通胀总温和，关注肉价短期波动对通胀进而对政策的扰动

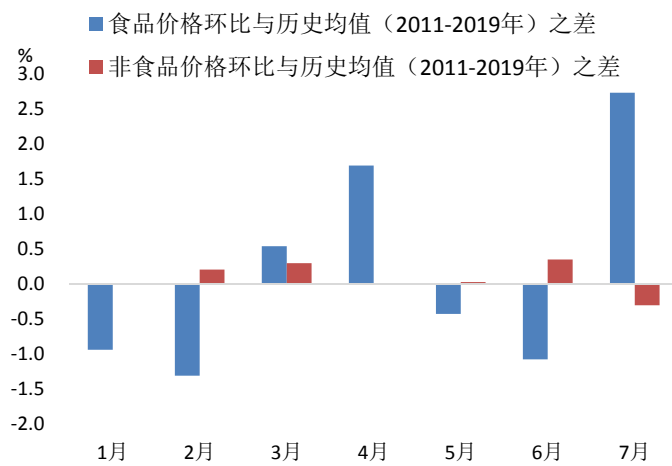
全年来看，CPI 温和上行，PPI 回落趋势不改，就当前温和通胀而言，不会对货币政策构成实质性影响，但未来仍然需要观察肉价短期波动对通胀进而对政策的扰动。

1、CPI 温和上行，关注肉价变动及其权重调整对 CPI 的影响

今年上半年 CPI 总温和，1-7 月 CPI 累计同比上涨 1.8%。1-2 月 CPI 总体弱于季节性特征，3-4 月在疫情影响下强于季节性，6-7 月则在需求恢复、肉价超季节性上涨及大宗商品涨价滞后等因素的影响下再度强于季节性。不过，核心 CPI 始终偏弱，4-7 月同比均值仅为 0.9%，凸显终端需求复苏缓慢。

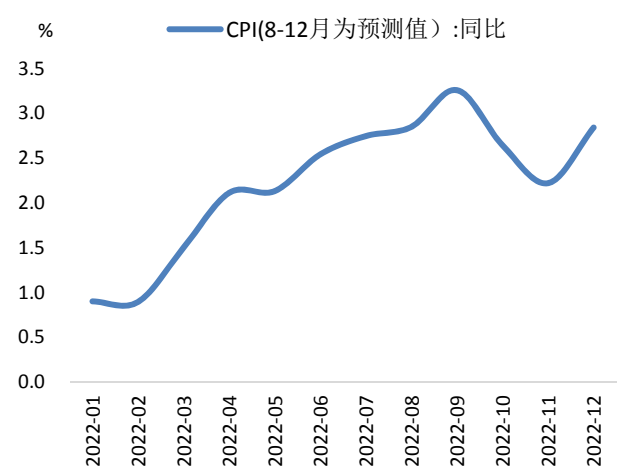
下半年在猪周期启动的拉动下走高破 3%。未来, CPI 或将继续温和上行, 不确定性在于疫情好转下的服务业修复涨价压力释放以及猪肉价格同比增速转正对 CPI 的拉动效应增强。预计 CPI 最早有可能在 8 月破 3%, 但居民消费能力及消费意愿不强或仍导致核心 CPI 低位徘徊。同时, 考虑到下半年国际油价再次大幅冲高的可能性不大, 而且本轮能繁母猪产能去化程度不及此前几轮从而猪肉价格涨幅或相对较弱, 短期“猪油共振”大幅推高 CPI 的风险可控。综合而言, 预计全年 CPI 同比增长 2.2% 左右。此外, 值得注意的是, 相较于 2021 年猪肉在 CPI 中(同比)权重占 2.3% 左右而言, 今年以来猪肉权重持续走低, 从 1 月的 2.3% 降至 7 月的 1.3%, 从而对 CPI 的拖累/拉动影响减弱。未来, 一方面要观察猪肉价格的波动情况, 另一方面还需要观察猪肉消费(餐饮业复苏)变化对权重的影响。

图 30: 前 7 个月食品与非食品价格总体符合季节性特征



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 31: 预计今年 CPI 同比上涨 2.2% 左右



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

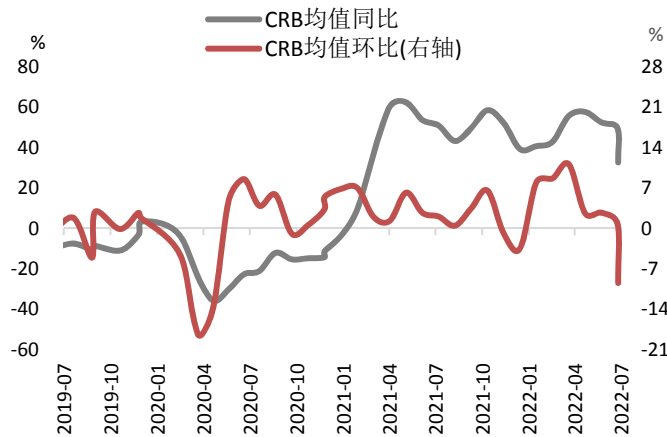
2、PPI 回落趋势不改

今年年初以来 PPI 高位回落但韧性较强。因为 2021 年同期基数持续走高, 今年 1-6 月 PPI 同比涨幅从 9.1% 回落至 6.1%, 但三年平均增长从 3.1% 走高至 3.8% (4-6 月均为 3.8%)。只是 7 月环比大降 1.3%, 降幅为 2008 年金融危机以来最大, 持平于 2020 年 4 月疫情时, 从而拖累 PPI 同比变化、三年平均增速分别回落至 4.2%、3.5%。PPI 韧性较强, 一方面来自全球供给端的冲击, 逐步传递到工业品与原材料价格上, 如能源类等; 另一方面, 上半年全球需求虽然较前期回落但仍然保持扩张态势。

展望未来, 近期国际大宗商品价格涨幅趋缓, 虽然市场衰退预期较强, 但供给约束仍在, 未来大宗商品下跌空间或有限。同时, 国内终端需求

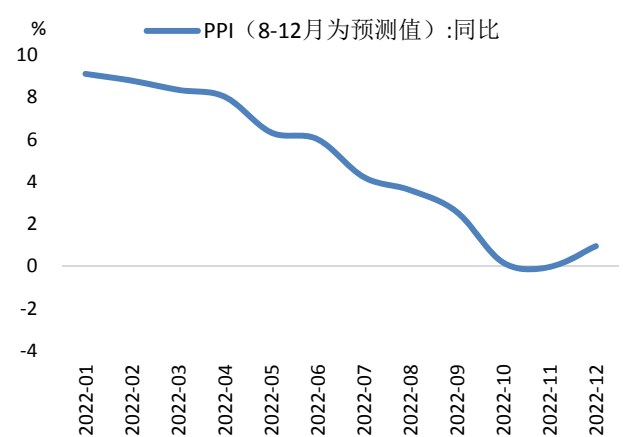
复苏较慢以及高基数的影响或拖累 PPI。不过，当前国内稳增长政策持续加码并着重落实，尤其是基建投资力度加大，若叠加未来地产投资低位修复，对工业品仍有一定的支撑。综合而言，预计四季度 PPI 或在 0 左右徘徊，全年同比增长 4.6% 左右。

图 32：大宗商品价格趋于回落



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 33：预计今年 PPI 同比上涨 4.8% 左右



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

四、宏观政策接连发力，流动性较为充裕，专项债加速落地

为了应对疫情冲击，二季度以来宏观政策更为积极，推动 5-6 月经济数据持续反弹。不过，上半年 GDP 同比增长 2.5%，实现之前全年既定目标 5.5% 左右的增速困难较大。7 月末中央政治局会议提出“保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果”，相较之前“努力实现全年目标”的提法，稳增长仍是硬要求，但对经济目标有所淡化。在这样的背景下，短期重点或在于加快前期出台诸多政策的落地见效，同时拉长时间周期看，经济持续复苏的基础仍需进一步夯实，未来仍有谋划增量政策的必要性及可能性。

1、货币政策总量与结构兼有，市场流动性充裕

上半年货币政策实践中，可以看到数量工具与价格工具、总量工具与结构性工具并存推出。疫情对经济冲击加大，稳增长目标得以强化，货币政策加大了逆周期调节力度。数量方面动用了降准与再贷款工具等，价格方面调降 MLF 及超预期下调 LPR 等，此外还有“金融 23 条”以及其他加快落实一揽子稳增长政策等。总的来说，就是要充足发力、精准发力、靠前发力（国新办新闻发布会）。

加大流动性投放，保持市场流动性充裕。上半年央行降准 0.25 个百分点，上缴央行结存利润 9000 亿元，并运用再贷款再贴现、MLF、公开市场操

作等多种方式投放流动性，增强信贷总量增长的稳定性；调增开发性政策性银行信贷额度 8000 亿元，推动设立 3000 亿元政策性开发性金融工具，支持中长期基础设施贷款投放。市场流动性总体保持充裕，2022 年二季度 DR007 日均值为 1.72%，分别较今年一季度、2021 年二季度回落 37.2、43.7bp。同时，R007-DR007 的波动性较今年一季度、2021 年二季度下降，显示出流动性在结构上亦有所好转。

丰富和完善结构性货币政策工具箱。将普惠小微贷款支持工具提供的激励资金比例由 1%提高到 2%，增加 1000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度，出台科技创新、普惠养老、交通物流专项再贷款三项新的结构性货币政策工具，增加民航应急贷款，激励金融机构优化信贷结构，精准支持重点领域。

促进企业综合融资成本稳中有降。上半年央行引导公开市场 7 天期逆回购操作利率、MLF 利率、1 年期和 5 年期以上贷款市场报价利率（LPR）适度下行，发挥 LPR 改革效能和指导作用。建立存款利率市场化调整机制，加强存款利率监管，稳定银行负债成本。

年中结构性问题有所改善，但持续性有待观察。从总量上看，4 月信贷投放不及预期，但在 5-6 月专项债加速发行、信贷大力投放的推动下，社融与 M2 均超预期走高。从结构上看，6 月短期与中长期贷款均出现改善向好的积极迹象。不过，有两个方面的情况值得关注：其一，6 月信贷总量与结构出现积极改善，与疫后经济复苏、5 月下旬央行与银保监会召集 24 家主要金融机构召开货币信贷形势分析会等因素相关，但整个二季度信贷总量与结构仍不理想。即便后续有政策性开发性银行调增 8000 亿元信贷以及 3000 亿元专项债资本金支持，但恢复至常态水平还要看需求端复苏情况，毕竟疫情冲击下的本轮复苏慢于前几轮宽松周期。其二，6 月信贷数据超预期，与央行 6 月末发布的二季度企业贷款需求指数大幅回落形成背离，未来信贷改善的持续性仍有待观察。

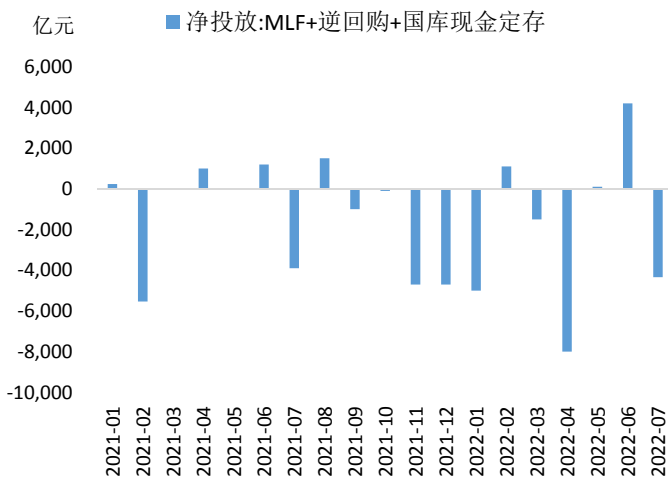
表 2：今年上半年信贷新增规模及分项数据（单位：亿元）

同比新增	贷款新增	短贷+票据	票据	中长期贷款	居民贷款	居民短贷	居民长贷	企业贷款	企业短贷	企业长贷
2022Q1	6700	19226	12812	-14300	-13000	-3886	-9100	17300	10300	-5200
2022Q2	2554	11972	6077	-8400	-11000	-1405	-9600	13000	7300	1200
2022H1	9254	31198	18889	-22700	-24000	-5291	-18700	30300	17600	-4000
2022M6	6900	2646	-1951	5141	-203	782	-989	7525	3815	6130

资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

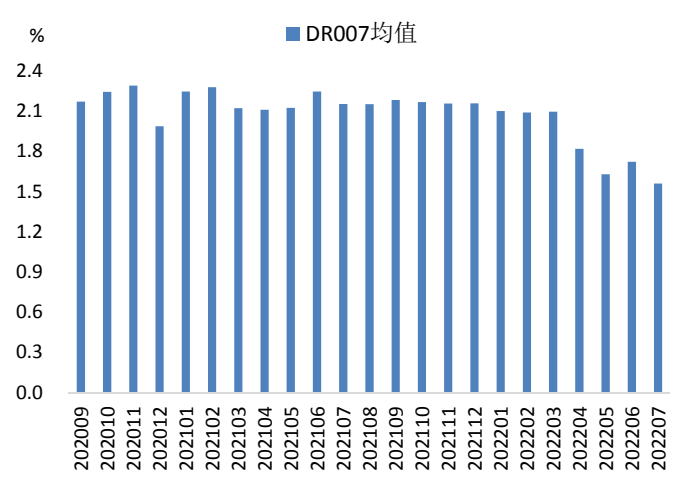
前期政策铺垫较多，短期或进入观察期，但未来仍存降准降息可能。7月19日李克强总理在出席世界经济论坛全球企业家特别对话会上表示，宏观政策既精准有力又合理适度，不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来。但同时考虑到全年流动性缺口尚存，8-12月MLF到期3.2万亿，不排除下半年有1-2次降准可能。此外，降成本目标叠加稳地产消费等因素或推动降息进一步实施，预计后续LPR仍有下调可能。

图 34: 今年上半年资金净投放好于 2021 年同期



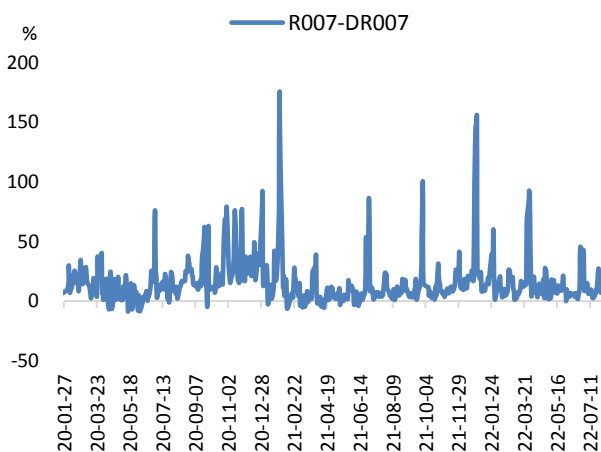
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部 (到期规模计为负值)

图 35: 今年 3-6 月公开市场地量操作小幅净回笼



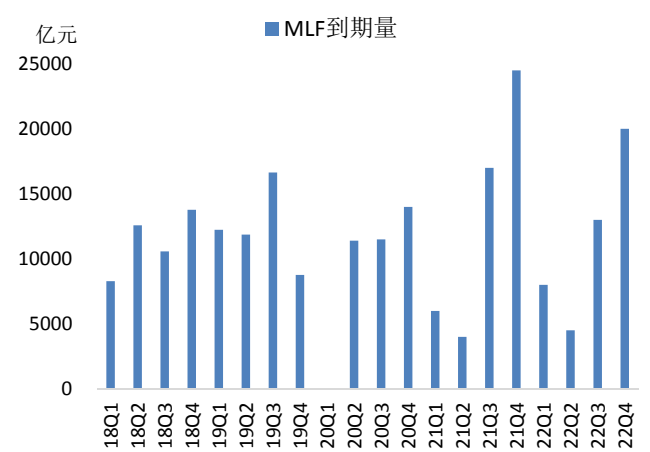
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 36: 今年 4-7 月 DR007 均值回落至低位



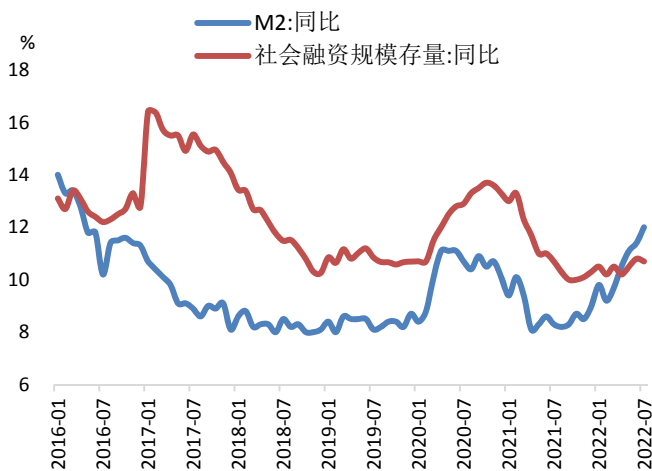
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 37: 8-12 月 MLF 到期 3.2 万亿元



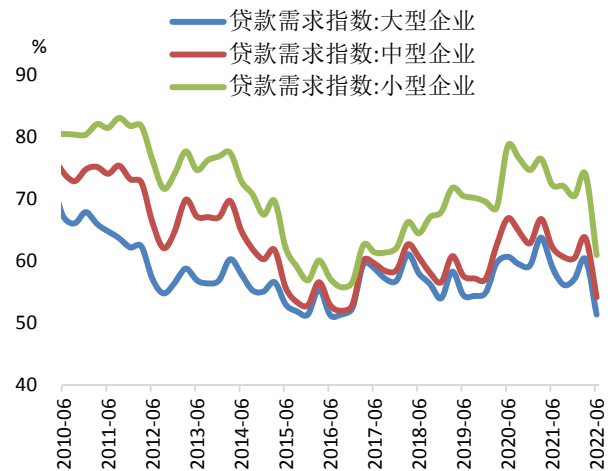
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 38: 社融增速或已见顶



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 39: 二季度企业贷款需求回落



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

2、财政前置特征显著，专项债加快落地

上半年，财政政策通过“减收”、“增支”等措施继续保持积极，对应的广义财政力度表现超预期。

减收方面，主要是对留抵税额实行大规模退税与减税并举，延续实施扶持制造业、小微企业和个体工商户的减税降费政策，并提高减免幅度、扩大适用范围。3月政府工作报告预计全年退税减税约2.5万亿元，其中留抵退税约1.5万亿元，5月国常会决定增加退税1400多亿元至1.64万亿元。据人民日报报道，截至7月20日，全国合计新增减税降费及退税缓税缓费超3万亿元。

增支方面，提前专项债发行并加快落地。第一，财政部7月26日披露的数据显示，今年上半年全国发行新增债券40210亿元，其中一般债券6148亿元、专项债券34062亿元；全国发行再融资债券12292亿元，其中一般债券7169亿元、专项债券5123亿元；两者合计发行地方政府债券52502亿元，其中一般债券13317亿元、专项债券39185亿元。第二，国常会与财政部均要求专项债8月底前基本使用到位。第三，专项债撬动效应增强，上半年各地共安排超过2400亿元专项债券资金用作重大项目资本金。第四，落实专项债加快落地，根据21世纪经济报道，为了监督落实，从今年起监管部门建立专项债券支出进度通报预警制度。

此外，提高特定国有金融机构和专营机构上缴利润对冲地方财政特别是县区财政缓解减收压力。政府工作报告提出，今年特定国有金融机构和专营机构依法上缴近年结存的利润。安排特定国有金融机构和专营机构上缴利润，是我国的惯例做法，也是统筹财政资源、跨年度调节资金的

重要手段。央行3月8日公告，向中央财政上缴结存利润，总额超过1万亿元，主要用于留抵退税和增加对地方转移支付，支持助企纾困、稳就业保民生。

收支压力有所上升。根据财政部公布的数据，上半年全国一般公共预算收入105221亿元，扣除留抵退税因素后增长3.3%，按自然口径计算下降10.2%；全国一般公共预算支出128887亿元，比上年同期增长5.9%。

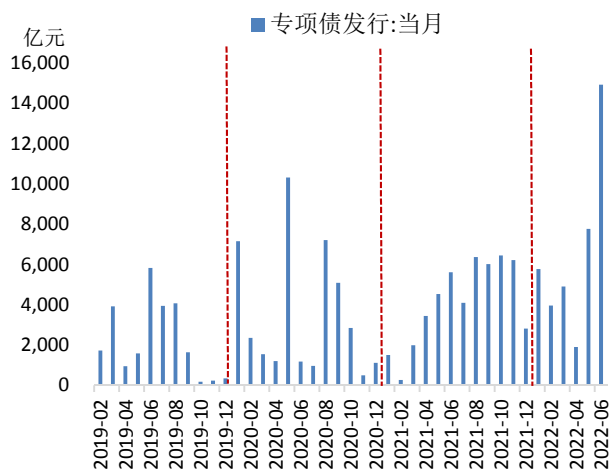
虽然目前主要是落实前期政策为主，但考虑到内需恢复较慢、外需趋于回落以及货币政策对宽信用的效果不显著，未来财政仍会谋划增量政策。第一，7月政治局会议提到“用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额”。第二，对于下半年是否会新增专项债额度，财政部在7月中旬的例行新闻发布会上没有明确表态，但未来并不能完全排除这种或类似可能。第三，通过政策性金融工具予以支持，目前看8000亿元新增信贷额度以及3000亿元政金债将至少带来超过1万亿元的增量资金。第四，存在提前下达并发行2023年专项债的可能性。

图 40: 今年财政收支压力有所上升



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 41: 今年上半年专项债发行节奏较前几年加快



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

风险提示: 央行超预期调控，贸易摩擦升温，通胀超预期，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层