



# 下半年稳大盘的四重助力



2022 年上半年，中国经济在复杂的内外部环境中爬坡过坎，但随疫情冲击趋缓，中国经济已彰显出了快速探底企稳的韧性。展望下半年，四大积极因素将支撑中国经济全面复苏，其中基建和消费的反弹已经渐近，供应链韧性将平滑出口回落的速度，而地产实质修复则还需尚待时日。

根据我们测算，若全年 GDP 增速要达到 5%，那么下半年两个季度的平均增速需达到 6.7%。

要达到 6.7%乃至更高的增速目标，除了经济自身动能的修复外，还需要宏观政策的协同加力。宏观政策作为托底项保证今年经济大盘的稳定持续增长，而微观政策则作为加分项决定经济的反弹高度与韧性。从资本市场角度看，下半年中国经济复苏的确定性较高，同时通胀压力显著小于其他主要经济体，政策空间相对充裕，人民币资产有望在美元加息周期中凸显独特配置价值。

四大积极因素支撑下半年中国经济全面复苏。

随着 6 月全国各地疫情陆续平复和复工复产稳步推进，中国经济全面复苏的节奏已在 5 月的各项数据中有所印证，市场的主要关注点也随之由何时反弹转至反弹多高。基于二季度 GDP 增速 1.5%的预测，若 2022 年 GDP 增速要达到 5%，那么下半年两个季度的平均增速需达到 6.7%(表 1)。我们认为，经济动能四个方面的修复将对此形成有力支撑，并且从时序上看，基建、出口和消费将在三季度靠前发力，而地产实质修复或还需等到四季度。

第一，基建落地加速。在新基建与传统基建的战略纵深、国家资本与社会资本的激励兼容、城市规划与乡村振兴的齐头并进之下，基建是今年经济增长的重要动力源，即使在疫情冲击最高峰 4 月，基建投资当月同比仍保持 4.3% 的增长。从资金端看，国务院和财政部要求专项债 6 月底前基本发行完毕，8 月底前基本使用到位，这意味着在 5-6 月平均每月有超 1 万亿规模的专项债发行，而 7-8 月形成实物工作量，在低基数效应下或将推动基建累计增速达到 15% 以上高位。由于政策靠前发力，8 月后基建增速将大概率阶段性回落，但仍可能通过提前下达明年新增专项债额度以保持一定支撑力度。基于现有资金来源，我们预计全年广义基建累计增速将达到 6%-8% 高位增长。若 8 月后提前下达明年新增专项债额度，那么基建增速或突破 10%。

第二，供应链有序恢复。5 月出口数据大超预期，从侧面印证了稳定产业链供应链的措施卓有成效。虽然在海外需求渐次缩减过程中，出口结构性走弱的趋势仍然难改，但中国供应链韧性料将平滑出口回落速度。另外，下半年 PPI 与 CPI 剪刀差继续缩窄的情形下，制造业下游企业利润将有所改善，制造业投资有望呈均衡恢复态势。

第三，消费边际反弹。自 6 月开始各地人员流动恢复正常，消费将按商品领先服务、线上领先线下的节奏逐步开启正常化。在平台经济政策不断纠偏的大背景下，线上消费或将因兼具补偿性回补与创新型突破的属性而持续回暖。第四，地产拖累趋弱。从历史经验看，房地产政策放松到地

产销售见底回升一般存在 6-8 个月时滞，因此到四季度地产修复或显现实效效果，土拍市场也有望同步转暖。

表 1：三种情形下的 GDP 增速推演

增速推演	全年 GDP 增速	Q3Q4 平均 GDP 增速
情形 1	5.5%	7.6%
情形 2	5.0%	6.7%
情形 3	4.5%	5.7%

资料来源：Wind, ICBC International

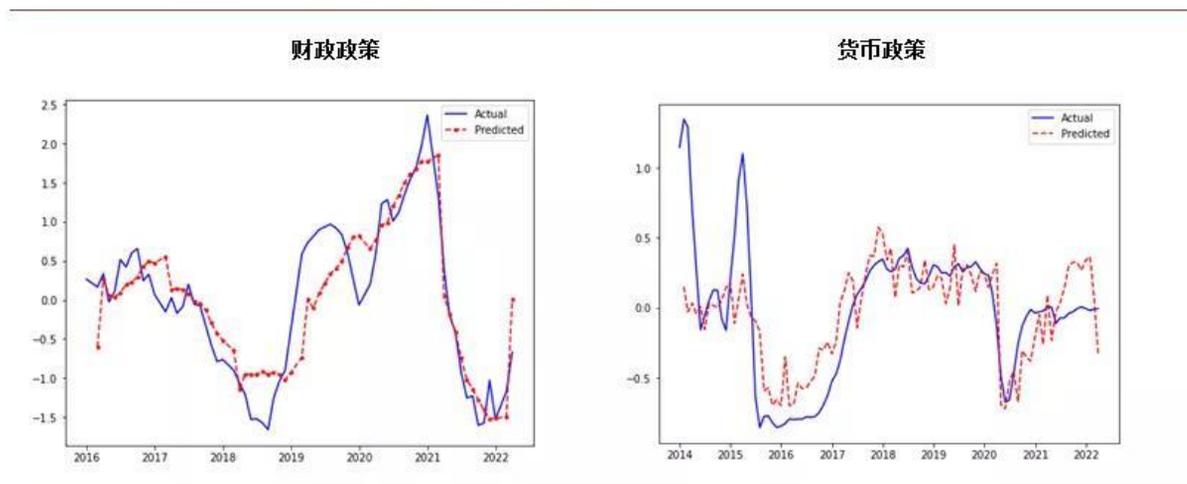
宏观政策托底，进一步发力空间尚存。在不确定性丛生的 2022 年，宏观政策的逆周期调节作用不断凸显，财政资金的加力下放配合松紧适度的流动性环境，成为托底今年经济稳增长的核心支柱。从过往响应机制分析，当前复杂形势预示下半年财政和货币政策还有继续加码的空间。伴随中国步入“减速增质”时期，产出和通胀的波动性逐步下降，中国宏观政策的锚定目标发生变化，我们通过研究发现自 2015 年以来，出口景气度对下一期财政政策发力具有较好的解释力，而货币政策则往往会根据金融市场压力、海外政策调整和外贸不确定性等多个因素作出应对。根据优化后的宏观政策响应模型，现阶段货币政策和财政政策均未调整至我们的预测水平，同时下半年出口的潜在回落也将支持宏观政策持续发力。（如图 1 所示）从潜在现实约束看，财政的约束在资金，货币的约束在海外，两者下半年均不会构成显著掣肘。

首先，通过发行特别国债和提前下达地方债限额等手段并不难覆盖财政缺口。综合考虑税收收入减少、土地出让金收入减少、抗疫支出增加等

因素，我们估算财政缺口大约在 1.5 万亿-1.8 万亿。其中土地出让金收入偏离预算最多，若全年减少 20%，实际赤字将扩大大约 1.3 万亿（结合今年 1-4 月财政表现来看，支出也相应有所减少，收支缺口大约为收入下降的 80%）。考虑到今年制定政府性基金预算时提前预留了 4000 亿元的空间，结合国务院近期调增的 8000 亿元政策性银行信贷额度和潜在发行的特别国债，实现财政缺口的全覆盖难度不大。

其次，货币政策海外约束的高峰已至，下半年配合财政发力仍有可能出现小幅的降息降准。我们预计美联储全年加息 300 个基点左右，同时采取短期快速紧缩路径，隐含了即使通胀仍然高居不下，四季度后美联储加息路径也将因衰退可能而边际放缓的假设。在资产荒、杠杆高企、出口回落的三重压力之下，低利率环境或相比 2020 年持续更长时间。（如图 2 所示）

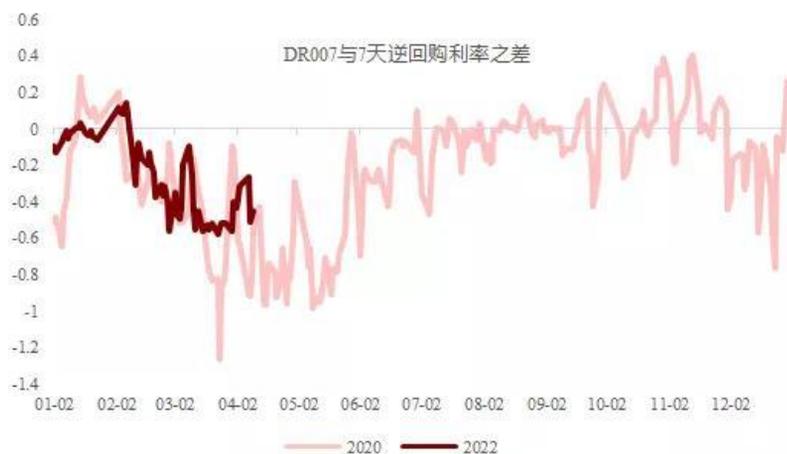
图 1：我们的宏观政策响应模型显示政策还有继续加码空间



资料来源：Wind, ICBC International

注：数据频率为月度。

图 2：短端利率尚未触及 2020 年低点，低利率环境或将持续更长时间



资料来源：Wind, ICBC International

注：由于2022年疫情高峰期在4月，设定2022年开始时间为3月1日

微观政策固本，提升经济的反弹高度与韧性。尽管当前曙光已现，但我们不可忽视此次疫情对居民和企业等微观资产负债表的冲击。从金融数据上看，社融-M2 剪刀差已连续两月为负，并呈扩大趋势，表明在宏观政策靠前发力保持充裕流动性的同时，资金进入实体经济仍存在堵点和断点。因此，除了以宏观政策托底经济基本大盘，更需以微观政策修复企业与居民部门信心，从根本上夯实内生动能。我们认为，下半年微观政策发力将主要围绕两个层面展开。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_43214](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43214)

