



2022年下半年宏观经济与政策展望

守云开，见月明

西南证券研究发展中心
宏观研究团队
2022年6月

概 述

- **“稳增长”加力保增速：5.5%的结构新拆解。**对比2008年金融危机与本次疫情，这两次冲击对经济结构的影响差异较大，疫情对消费的冲击更大。从恢复情况来看，不同冲击下都是投资与出口率先恢复，而只有在消费恢复后经济才能进入企稳阶段。目前，从三大投资同比增速下滑的幅度来看，制造业>房地产>基建，下半年，政策加力边际或有所变化，制造业加快产业链恢复和政策扶持力度，房地产恢复性增长，基建投资在专项债及REITs等助力下保持稳中有升。预计固定资产投资全年增速有望达到8.5%左右。本轮疫情对消费增速的冲击或已达极值，消费刺激政策对消费意愿释放有一定作用，但青年失业率达到新高对消费仍有较大拖累，预计全年消费增速有望恢复至4%左右。下半年进出口增速或继续走低，新兴市场的劳动密集型产品替代延续，预计全年出口和进口金额同比分别逐步回落至7.5%和6.0%。CPI前低后高，PPI同比增速下半年或平缓回落，PPI向CPI持续传导，但大幅推升的可能性较小。
- **积极财政与稳健货币的组合：确定性与进击性。**2008年以来，面对单季经济快速下行，我国实施过5轮较大的财政刺激，大多在半年内作用显现。今年一季度收入较快支出偏慢，后续这一节奏或有逆转，从结构来看下半年社保就业和债务付息支出占比仍将较高，卫生健康支出下降后农林水、科技支出等有望增加。截至4月，中央对地方对第一批均衡性转移支付已下达完毕，专项债二季度加快发行，化解地方隐债风险决心不动摇，城投政策边际放松可能性降低。货币政策方面，中美货币政策周期分化，“三元悖论”之下，短期需考虑汇率波动、国际资本流动动因素影响，后续降息仍有可能，非对称降息的可能性较大，结构性工具、存款利率市场化、地产信贷放松空间可期。
- **未来一段时期的政策趋势：“稳”与“进”的变奏。**我们梳理了2022年一季度GDP总量排名和增速排名，对照其省委书记、省长的调任情况，发现排名靠前的大多省市，省委书记和省长多是由于2020-2022年从外地或者中央调入。地方官员的调整与当地经济发展之间存在着一定的正向相关性。
- **下半年海外对国内的影响：美国、俄乌与新兴市场。**海外紧缩浪潮与新兴市场波动：下半年海外不确定风险仍将对国内宏观经济、资本市场等产生影响，重点关注三个方面。首先，美联储的紧缩节奏前半程明显加快，但控制通胀的同时经济复苏放缓的担忧上升，通胀在短期难见到拐点；同时下半年美国中期选举两党博弈将加剧，关注时点集中在三季度。其次，地缘政治风险上俄乌冲突短期难有实质性突破，原油价格短期或仍在高位波动，中期或缓慢下行，但不确定性仍高。再次，新兴市场受美联储加息及疫情风险影响不一，当下复苏较平稳，对国内劳动密集型产品有明显出口替代效应。
- **风险提示：**全球通胀超预期，海外货币政策紧缩超预期，地缘政治风险，疫情散发的不确定性。

目 录

◆ **“稳增长” 加力保增速：5.5%的结构新拆解**

◆ **积极财政与稳健货币的组合：确定性与进击性**

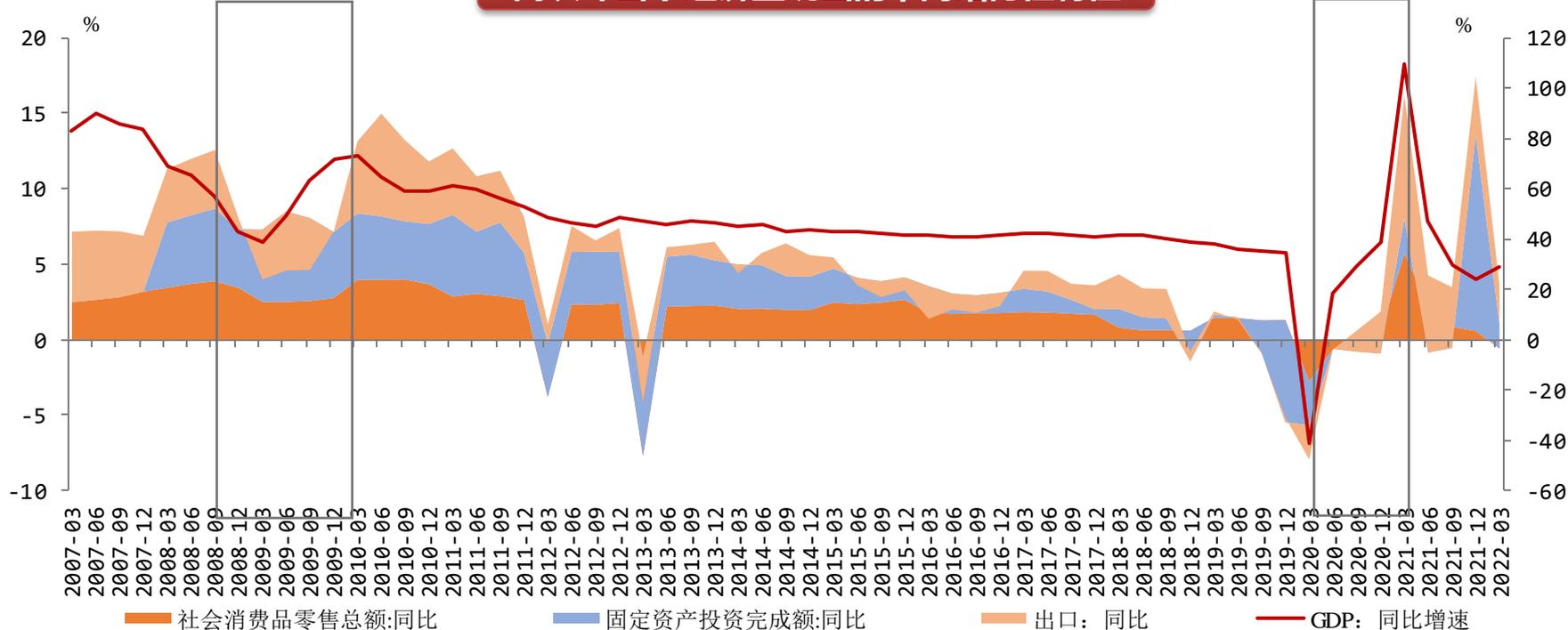
◆ **未来一段时期的政策趋势：“稳”与“进”的变奏**

◆ **下半年海外对国内的影响：美国、俄乌与新兴市场**

1 “稳增长” 加力保增速：5.5%的结构新拆解

- 两次不同冲击的结构性特征有所不同：2008年金融危机期间的外部冲击对出口和投资的冲击较大，2008年四季度，当季GDP下滑2.4个百分点，出口和投资增速分别下降18.97和5.49个百分点。而在2020年疫情爆发初期，一季度GDP下滑12.7个百分点，消费和出口单季分别下降24.4和15.6个百分点。疫情二次脉冲下行期之初，2021年第3季度GDP单季下滑3个百分点，消费和出口单季分别下降8.9和6.4个百分点。疫情冲击造成的经济下行与外部冲击造成的经济下行在结构上呈现出显著不同，疫情对消费的冲击更大。从恢复的情况来看，不同冲击下都是投资与出口率先恢复，而只有在消费恢复后经济才能进入企稳阶段。

两次冲击下经济呈现出的不同结构性特征

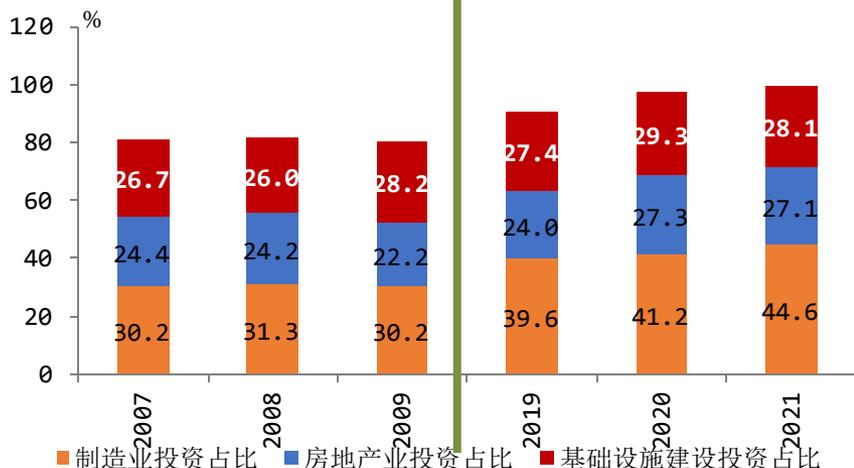


数据来源：wind，西南证券整理
www.swsc.com.cn

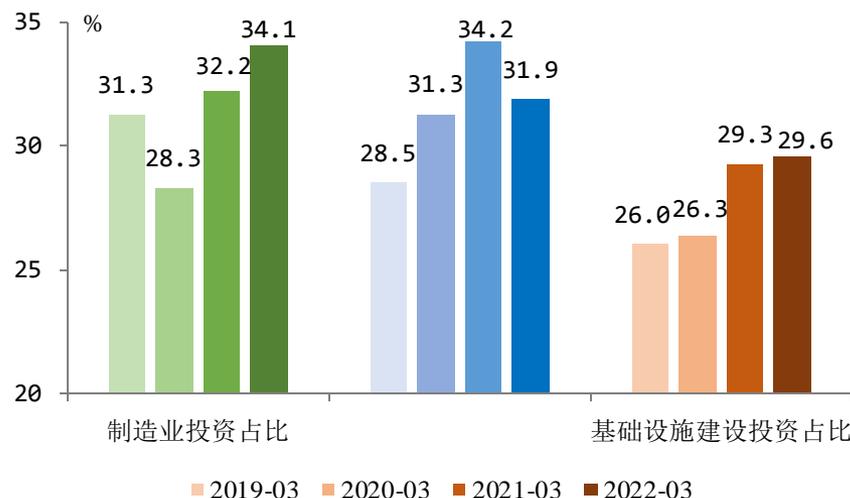
1 “稳增长” 加力保增速：5.5%的结构新拆解

- 2007年以来，制造业、房地产和基建三大投资在固定资产投资中的占比显著提高，行业集中度上升，制造业在疫情后占比上升，房地产投资2022年下滑显著，基建投资自2020年起占比就有所提升，今年一季度占比略高于去年同期0.3个百分点。制造业仍是固定资产投资的主力。
- 1-4月份，全国固定资产投资（不含农户）153544亿元，同比增长6.8%，不及市场预期，主要受疫情负面冲击，增速较前值回落2.5个百分点。其中，制造业投资增长12.2%，拉动全部投资增长2.9个百分点，在三大投资者中增速最快，但较前值回落3.4个百分点；全国房地产开发投资同比下降2.7%，增速回落3.4个百分点；狭义基建投资增速6.5%，较前值回落0.4个百分点。从单月来看，4月份，从三大投资同比增速下滑的幅度来看，制造业>房地产>基建。下半年，政策加力边际或有所变化，制造业加快产业链恢复和政策扶持力度，房地产恢复性增长，基建投资稳住现有势头。预计固定资产投资全年增速有望达到8.5%左右。

疫情前后三大投资的占比与结构变化



2022年1-4月基建投资占比略升



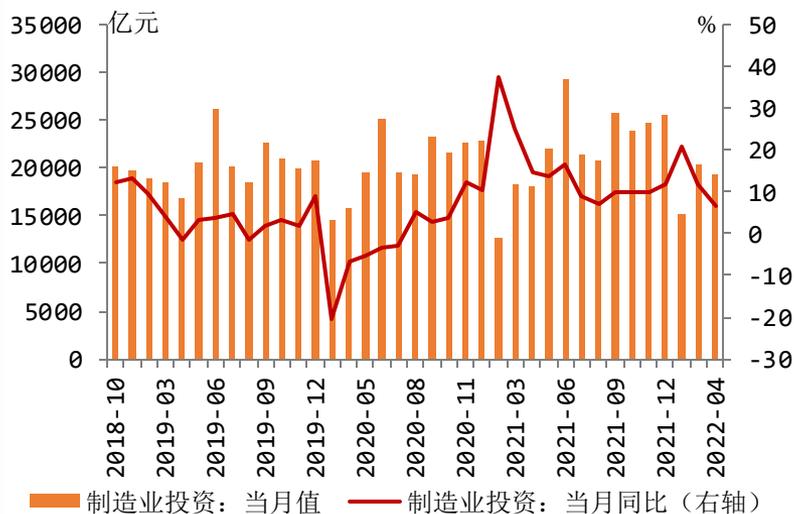
数据来源：wind，西南证券整理
www.swsc.com.cn

注：根据统计执法检查 and 第四次全国经济普查单位清查结果，对2017年固定资产投资基数进行一些修订，2018年增速按可比口径计算。

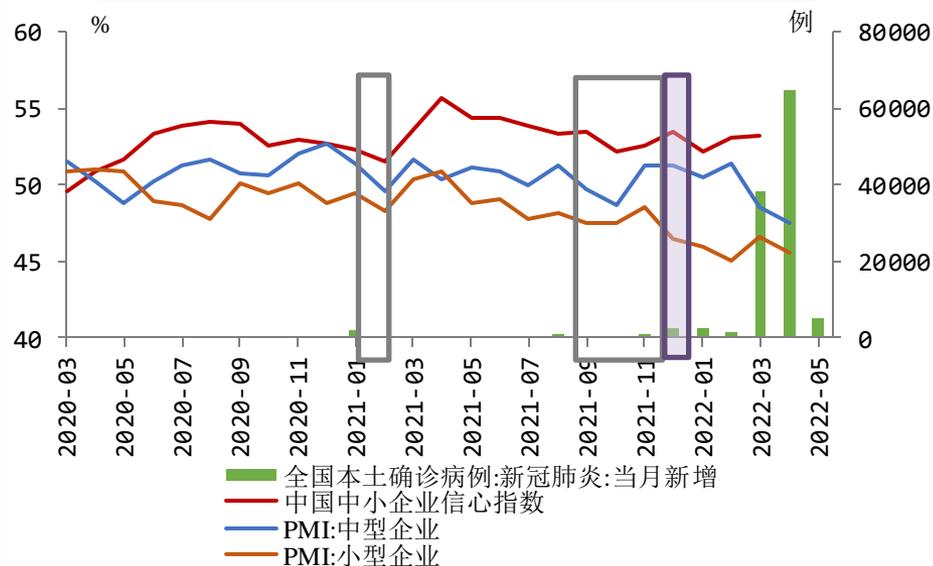
1 “稳增长” 加力保增速：5.5%的结构新拆解

- 1-4月，制造业投资增长12.2%，拉动全部投资增长2.9个百分点，从行业看，除化学原料和化学制品制造业、有色金属冶炼和压延加工业、通用设备制造业增速微升之外，其他10个分行业投资增速较前值都有回落，国内多地散点疫情也对企业 and 供应链产生负面影响。**乐观预期全年制造业投资增速有望实现两位数增长。**
- 企业信心与疫情相关性大，但短期政策可扭转企业预期。**2020年疫情爆发以来，中小企业信心指数和制造业PMI多数时间显现出与疫情的反向关系。但在2021年12月，当月本土新增确诊病例2543例，较11月大幅增加1573例，但中小企业信心指数和中型企业制造业PMI都出现了上升，这与当时拉闸限电政策纠偏直接相关。2022年3月，新增确诊病例较2月大幅增加37000例至38527例，但中小企业信心指数和小型企业制造业PMI却出现了上行，4月新增确诊人数较3月增加26286例，中小企业的PMI都出现了1个百分点的下滑。随着疫情缓和，政策的托底效果将更加显著。

2022.1-4月制造业投资增速有所回落



中小企业信心与本土疫情基本呈反向关系



数据来源：wind，西南证券整理
www.swsc.com.cn

1 “稳增长” 加力保增速：5.5%的结构新拆解

□ 2020年疫情爆发之初，受冲击较大的是下游行业，如：纺织、服装业，橡胶和塑料制品、文教娱乐用品制造业、机械设备修理业等；而受到冲击相对较小的是中上游行业，如：黑色金属冶炼、石油煤炭及燃料加工业、废弃资源利用、仪器仪表、计算机等。

□ 2021年末疫情冲击较大的是中上游行业，而下游行业受冲击较小，部分行业还出现了增长。

□ 2022年3月疫情继续冲击中上游行业，下游行业尤其是出口相关的行业相对较小。

指标名称	2020-02	2021.12月VS11月	2022.3月VS2月
石油、煤炭及其他燃料加工业	-5.90	-0.2	-29.4
化学纤维制造业	-35.70	-6.3	-16.9
烟草制品业	-30.30	11.4	-15.6
电气机械及器材制造业	-33.70	-1.1	-14.3
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-39.70	-2.6	-14.1
纺织业	-44.00	-0.5	-12.5
金属制品业	-38.10	-0.7	-11.1
有色金属冶炼及压延加工业	-17.30	-3.9	-10.2
医药制造业	-22.10	-1.1	-9.8
仪器仪表制造业	-15.50	-1.6	-9.2
纺织服装、服饰业	-50.20	2.6	-8.9
废弃资源综合利用业	-14.70	1.1	-8.4
印刷业和记录媒介的复制	-34.40	1.2	-7.9
计算机、通信和其他电子设备制造业	-8.30	0.9	-7.3
非金属矿物制品业	-33.60	0.3	-5.4
制造业	-31.50	-0.2	-5.3
农副食品加工业	-38.90	-0.7	-4.1
专用设备制造业	-36.20	-1	-3.5
橡胶和塑料制品业	-42.50	-2.3	-3
通用设备制造业	-40.10	-1.6	-2.8
食品制造业	-35.10	2.1	-2.6
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-48.20	3.9	-1.2
化学原料及化学制品制造业	-33.00	-0.9	-0.2
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-24.30	3.1	0
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-36.70	5.3	0.2
汽车制造业	-41.00	-0.5	1.1
酒、饮料和精制茶制造业	-39.20	-1	1.6
金属制品、机械和设备修理业	-60.30	1.1	1.8
造纸及纸制品业	-16.80	-1	8.9
黑色金属冶炼及压延加工业	-2.30	1	10.6
家具制造业	-35.60	1.5	10.9

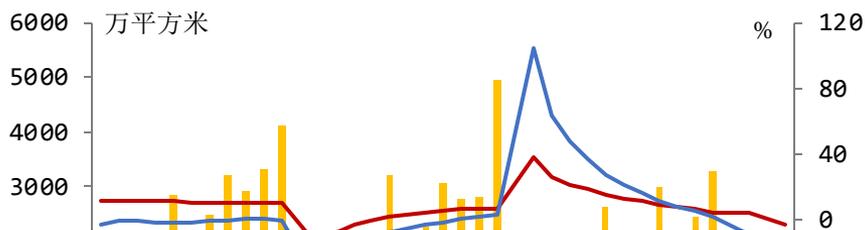
注：红底色是增长/正向变化前五位，蓝色是增长/负向变化后五位

数据来源：wind，西南证券整理

1 “稳增长” 加力保增速：5.5%的结构新拆解

- **现阶段房地产销售和投資遇冷，下半年有望企稳回升。** 1-4月份，全国房地产开发投資39154亿元，同比下降2.7%，住宅投資下降2.1%。4月，部分城市受疫情影响房地产市场遇冷，商品房销售面积和销售金额分别同比下降39.0%和46.6%，房地产开发投資同比也下降10.1%，虽然政策趋宽，但企业对未来预期仍偏弱。房价方面，一线城市商品住宅销售价格环比略有所上涨，二三线城市环比下降，一二三线城市同比涨幅回落或降幅扩大。预计持续的政策提振之下，下半年，房地產投資有望企稳回升，全年增速或可转正。
- **“三限”放松有望持续，房企融资环境有望进一步改善。** 一季度房地產利好政策主要集中在需求端，从购房补贴、公积金贷款放松、房贷利率下调等逐渐向“三限”放松延展。4月，高能级城市主要放宽限购，低能级城市主要放宽限贷和限售，5月，南京、苏州等二线城市也逐步加入放宽限售行列，苏州、天津等部分银行的贷款利率也进一步下调至4.4%。在4月中央政治局会议表态优化预售资金监管后，5月多地提出预售资金优化措施，部分民营房企宣告启动新一轮债券发行。

房地產投資与销售增速双降



房地產松绑政策工具及力度

政策类型	政策工具	
信贷方面 (限贷)	降首付	降低首套房、二套房首付比例
		降低二套房认定标准，不认贷
	人口政策支持	二孩、三孩家庭降首付等

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_42613

