

攻坚克难，回归正轨

宏观 2022 年中期策略

报告发布日期

2022 年 06 月 13 日

研究结论

- 2022 年经济开局即大超预期，消费、工业生产、基建等表现均十分亮眼，但随后俄乌冲突推升全球大宗商品价格，同时国内新冠疫情再次出现局部扩散，导致 3 月起增长承压，4 月份景气度也较大幅度下滑，稳增长举措因此加码。站在当前时点展望下半年，有几个核心问题有待解答，一是如何衡量疫情对宏观经济的冲击，二是稳增长措施的方向和成效，三是这一轮修复将呈现哪些特征。
- **工业生产修复有望加快，但反弹高度或受制约。**相比 2020 年一季度疫情高峰期结束之后的情形，今年的优势在于供应链堵点较少，短板在于出口环境的隐忧制约反弹力度。在此背景下，我们认为工业生产有望在疫情缓和后的短期内呈现向上动能，二季度大概率圆满完成“努力确保二季度经济实现合理增长和失业率尽快下降，保持经济运行在合理区间”的目标，但之后的反弹高度可能受到一定的制约，我们预计工业增加值下半年增速回到 7.8%，全年维持在 6% 左右。
- **与工业生产类似，消费既有局部性疫情修复相对容易的优势，也有奥密克戎传染性更强不利于消费环境回归、供给侧受冲击已超过 2 年、居民储蓄意愿抬升等短板。**展望后续，假设今年 3 季度继续损失 0.8 天/月，4 季度损失 0.5 天/月，则预计全年增速 2.1%，较今年 1-2 月社会消费品零售增速有所下滑。
- **当前已经进入疫后修复阶段，预计宽信用将加快推进：**（1）大力度推进的基建将带来相应的融资需求，6 月 1 日国常会提出要增调政策性银行 8000 亿信贷额度，这一规模相当于去年政策性银行信贷总额的一半；（2）因城施策的房地产边际宽松已从三四线城市逐步扩散至二线和新一线城市；（3）疫后修复开启，企业的融资需求也将随之回暖。综合以上因素，我们预计社融同比增速在 10.8% 附近。
- 开年至今，房地产投资累计同比增速始终保持下行，4 月由正转负。展望后续，根据东方地产组的预测，全年房地产投资增速在 -10.1% 左右，但我们仍然认为，**对地产政策的放松效果不妨给予更多耐心；**
- **基建投资是上半年经济数据的重要亮点，近两年财政支出的特征——2021 年财政后置、2022 年财政前置——对开年以来的基建同比增速起到了支撑作用。我们预计基建的高增不会止步于上半年，今年或将扭转 2018 年以来基建持续低增的趋势，全年老口径基建的同比增速有望接近 8%。**
- **4 月前后国内供应链出现波动，导致中下游部分商品出口受阻，但我们认为今年后续的出口份额依然会显著高于疫情前同期水平，甚至接近 2021 年：**（1）WTO 口径的出口数据显示我国和东盟之间的出口份额往往是“同涨同跌”，替代关系较弱；（2）目前美国部分港口的经营效率以及海运价格指数还远没有回到疫情前的水平；（3）从中国进口是发达国家控制通胀的重要手段之一。在基准情况下，我们预计今年全年出口增速为 8%，下行主要源于全球贸易需求扩张减速。
- **虽然 PPI 在上半年持续处于高位，但基数依然是年内主导因素，且国内保价稳供工作已有效地控制了内需定价的大宗商品价格，总体不改下行趋势，全年中枢 5%。CPI 依然是向上的，高点在 9 月份或 10 月份，大概率超过 3%。**
- **二、三季度是稳增长的重要窗口期，在提前量、冗余度、超常规手段等一系列措施落地的背景下，预计下半年政策效应将更明显显现。**值得关注和期待的政策包括：（1）房地产“因城施策”的边际放松进一步扩散；（2）基建力度继续加强，伴随着专项债使用范围扩大至新基建领域，各地重大项目有望进一步扩容；（3）货币政策方面，新设结构性工具以及老工具规模扩容的可能性仍在；（4）地方政府将发挥更加重要的纾困功能。
- 风险提示：俄乌冲突的延续对全球产业链的影响超预期；房地产企业流动性风险继续蔓延；假设条件变化影响预测及测算结果的风险。

证券分析师

| | |
|-----|--|
| 陈至奕 | 021-63325888*6044 chenzhiyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519090001 |
| 孙金霞 | 021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001 |
| 王仲尧 | 021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518050001 香港证监会牌照：BQJ932 |

联系人

| | |
|-----|------------------------------|
| 陈玮 | chenwei3@orientsec.com.cn |
| 孙国翔 | sunguoxiang@orientsec.com.cn |

相关报告

| | |
|-----------------------------|------------|
| 本轮疫后修复将有哪些特点——月度宏观经济回顾与展望 | 2022-06-07 |
| 迎接经济低点与政策加码的叠加——月度宏观经济回顾与展望 | 2022-05-05 |
| 一线城市防控如何影响全国经济——月度宏观经济回顾与展望 | 2022-04-02 |

目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 2022 上半年回顾：开门红与疫情坑..... | 4 |
| 生产端能源约束减弱，疫情影响重现..... | 4 |
| 消费降速难以避免，有待政策托底..... | 5 |
| 出口优势仍在但后续喜忧参半..... | 5 |
| 制造业投资显示强韧性，年初开工节奏带来基建超预期..... | 6 |
| 社融总量回升，结构仍待改善..... | 7 |
| 地缘冲突和新冠疫情持续推升物价..... | 7 |
| 2022 年下半年展望：动能修复，回到正轨..... | 8 |
| 疫情冲击再次显现，二季度 GDP 将对全年构成拖累..... | 8 |
| 工业生产修复有望加快，但反弹高度受到制约..... | 8 |
| 消费反弹难度更大，供给侧修复是重要看点..... | 9 |
| 强政策有助于改善社融结构问题..... | 10 |
| 给予地产政策边际放松落地见效更多耐心..... | 11 |
| 投资是稳增长的确切项，基建体现提前量和冗余度..... | 12 |
| 东盟生产提速可能是出口的助力而非拖累..... | 14 |
| PPI 下行，CPI 上行的趋势难以改变..... | 16 |
| 发力稳增长的政策工具应出尽出..... | 16 |
| 风险提示..... | 20 |

图表目录

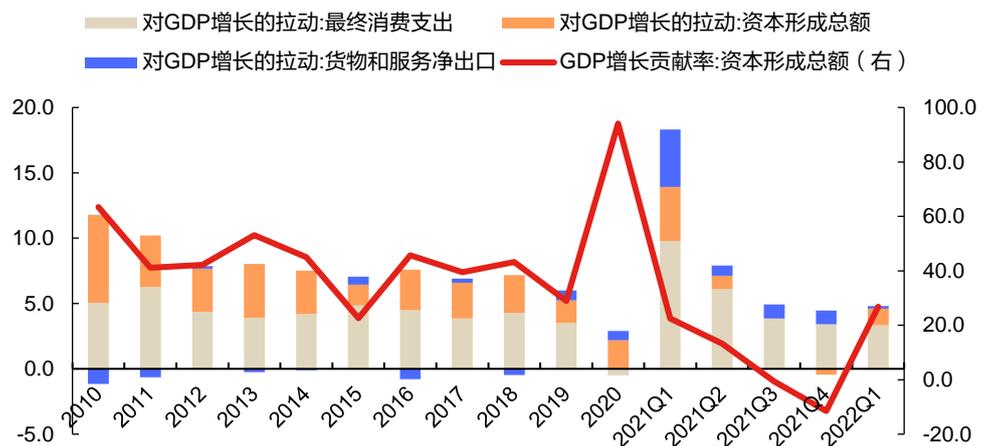
| | |
|--|----|
| 图 1: 三驾马车对 GDP 增速的贡献情况 (%, 2021 年以来为单季度数据) | 4 |
| 图 2: 工业增加值及其分项 (%) | 5 |
| 图 3: 工业产能利用率情况 (%) | 5 |
| 图 4: 社零增速与服务业生产指数 (%) | 5 |
| 图 5: 央行城镇储户调查中居民消费、储蓄和投资意愿 (%) | 5 |
| 图 6: 出口金额增速&出口份额 (%) | 6 |
| 图 7: 出口价格和数量指数 (上年同月=100) | 6 |
| 图 8: 投资及其分项 (%) | 6 |
| 图 9: 专项债发行进度 (%) | 6 |
| 图 10: 截至 4 月社融累计新增金额变化情况 (亿元) | 7 |
| 图 11: 货币供应量 (%) | 7 |
| 图 12: 煤炭价格回落、地缘推高国际大宗价格 (%) | 8 |
| 图 13: 食品项上行、非食品内部走势分化 (%) | 8 |
| 图 14: 2020 年疫情之后工业增加值损失天数估算 (天) | 9 |
| 图 15: 2020 年疫情之后社零损失天数估算 (天) | 10 |
| 图 16: 年初以来 5 年期 LPR 利率已下降 20BP | 11 |
| 图 17: 住房贷款利率仍有下行空间 | 11 |
| 图 18: 中性情景下全年社融同比增速或为 10.8% | 11 |
| 图 19: 我国人均铁路里程偏低 | 13 |
| 图 20: 我国铁网密度与发达国家相比仍有差距 | 13 |
| 图 21: 专项债投向基建的比重连续三年位居首位 (截至 2022 年 5 月末) | 14 |
| 图 22: 2022 年基建同比或达 7.9% | 14 |
| 图 23: CPI 同比增速预测 (%) | 16 |
| 图 24: PPI 同比增速预测 (%) | 16 |
| | |
| 表 1: 2022 年全年出口增速预测 | 15 |
| 表 2: 5 月以来稳增长政策不断落地 | 17 |

2022 年经济开局即大超预期，消费、工业生产、基建等数据表现均十分亮眼，但随后俄乌冲突推升全球大宗商品价格，同时国内新冠疫情再次出现局部较大规模扩散，为经济发展带来一系列不确定因素，综合导致 3 月起增长承压，4 月份景气度也呈现较大幅度下滑，稳增长举措因此加码。站在当前时点展望下半年，有几个核心问题有待解答，有几个核心问题有待解答，一是如何衡量疫情对宏观经济的冲击，二是稳增长措施的方向和成效，三是这一轮修复将呈现哪些特征，本文将重点阐述以上问题。

2022 上半年回顾：开门红与疫情坑

今年春节“就地过年”特征较去年有明显缓解，叠加稳增长政策加速落地，一季度 GDP 当季同比增速为 4.8%，高于 2021 年四季度的 4%，主要由疫情爆发前 1-2 月的“开门红”拉动。分项来看，一季度消费和净出口对经济的拉动作用转弱，取而代之的是投资：2022Q1 最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口对 GDP 同比的拉动分别为 3.3%、1.3%、0.2%，而 2021 年全年为 5.3%、1.1%、1.7%。

图 1：三驾马车对 GDP 增速的贡献情况（%，2021 年以来为单季度数据）

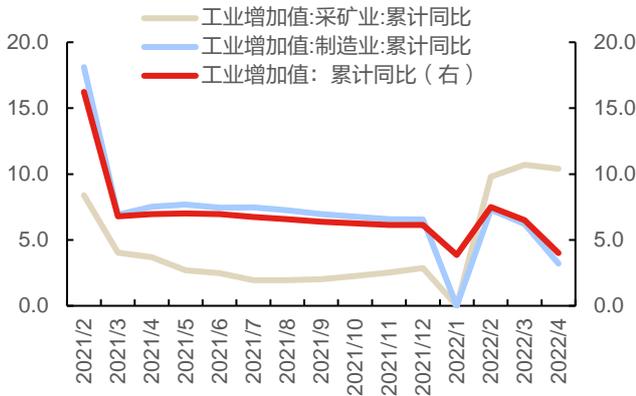


数据来源：Wind，东方证券研究所

生产端能源约束减弱，疫情影响重现

生产方面，得益于各项煤炭保供稳价措施，今年能源约束明显弱于去年，但 3 月下旬开始部分地区出现由疫情导致的停工停产和物流堵塞（特别是陆运末端物流）现象，生产经营效率有所降低：1-4 月工业增加值累计同比较 2 月下降 3.5 个百分点至 4%，低于 2021 年全年两年复合增速 6.1%；同时，2022 年一季度产能利用率较前值下降了 1.6 个百分点，与 2013-2019 年均值的差值缩小 0.63 个百分点至 0.66%。分行业来看，上游采掘业受到的影响较小，中下游行业中，汽车制造业、医药制造业和计算机、通信和其他电子设备制造业等上海的主导产业增速明显回落。

图 2：工业增加值及其分项（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所 备注：2021 年为两年复合增速

图 3：工业产能利用率情况（%）

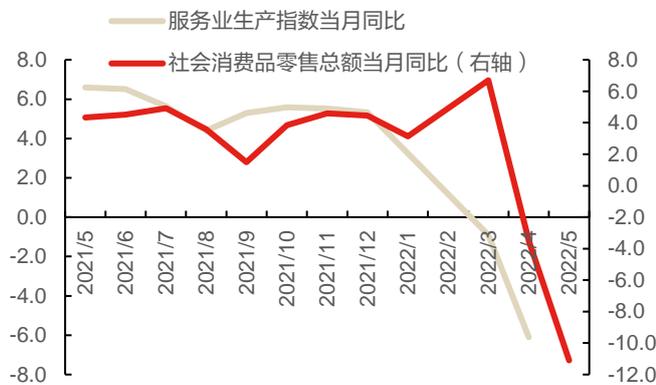


数据来源：Wind，东方证券研究所

消费降速难以避免，有待政策托底

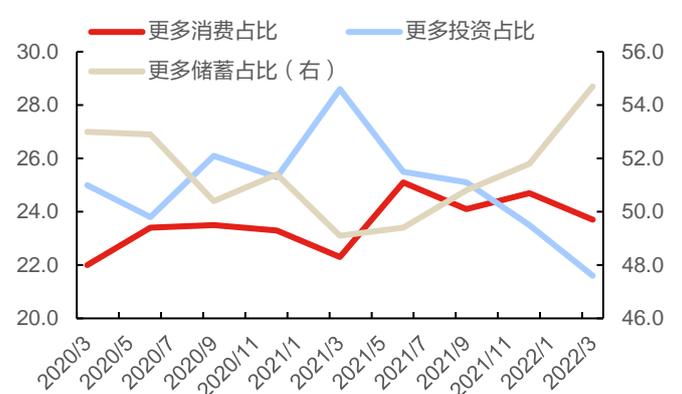
虽然今年 1-2 月客运增幅好于预期，带来了线下接触式服务业阶段性好转，但疫情扰动下 3 月起消费再次回落，3 月服务业生产指数当月同比由正转负，为 2020 年 5 月以来首次，4 月指数进一步下行至-6.1%，同时核心 CPI 当月同比也从 1 月 1.2% 下降至 4 月 0.8%。分品类来看，必选消费表现明显好于可选消费，一方面当前就业压力较大，收入增长乏力，居民可能存在压缩非必要支出以应对未来收入预期下降的现象，储蓄占比提升，另一方面聚会等消费场景阶段性缺失，拖累社交、赠礼需求。

图 4：社零增速与服务业生产指数（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所备注：2021 年为两年复合增速，服务业生产指数当月同比 2 月为空值

图 5：央行城镇储户调查中居民消费、储蓄和投资意愿（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所（全国 50 个城市，2 万户城镇储户）

出口优势仍在但后续喜忧参半

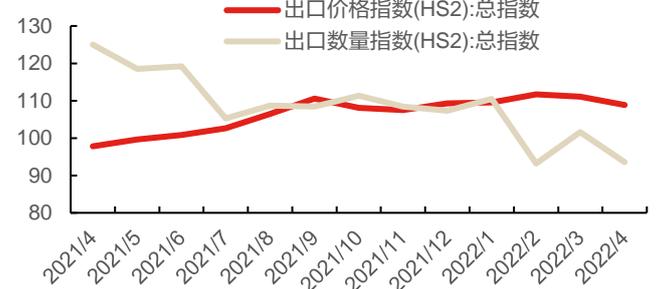
1-4 月出口金额累计同比增速为 12.5%，略低于 2019-2021 年两年复合增速 16%，略有走弱，从中国海关的出口数据来看，拖累部分源于与制造业有关的机电设备、化学制品等中间品或资本品；从地区结构上看，对美、欧、东盟、韩等主要贸易伙伴的出口增速均有下降，其中对欧出口增速降幅最为显著，或与俄乌冲突推高能源价格抑制欧洲资本品和中间品需求有关。此外，“价涨量跌”依然是当前出口的重要特征，包括但不限于集成电路、机床等中间品或资本品，以及家用电器、手机、笔记本电脑等消费品。

图 6：出口金额增速&出口份额（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所 备注：2021 年为两年复合增速

图 7：出口价格和数量指数（上年同月=100）



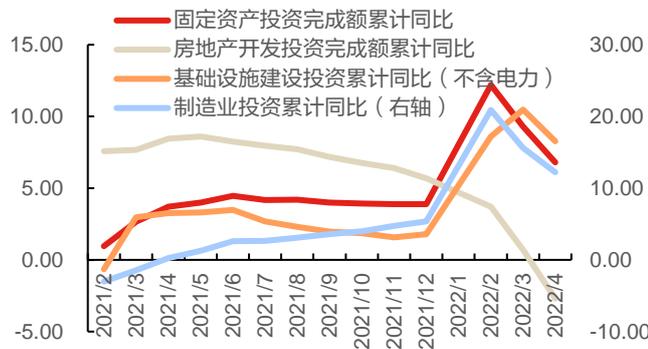
数据来源：Wind，东方证券研究所 备注：指数为 HS2 分类下总指数，上年同月=100

制造业投资显示强韧性，年初开工节奏带来基建超预期

1-4 月固定资产投资完成额累计同比为 6.8%，依然高于 2021 年全年增速 4.9%。从实际值来看，一季度资本形成总额对当季 GDP 同比的拉动也由负转正，较前值大幅上行 1.75 个百分点至 1.3%。分领域来看：

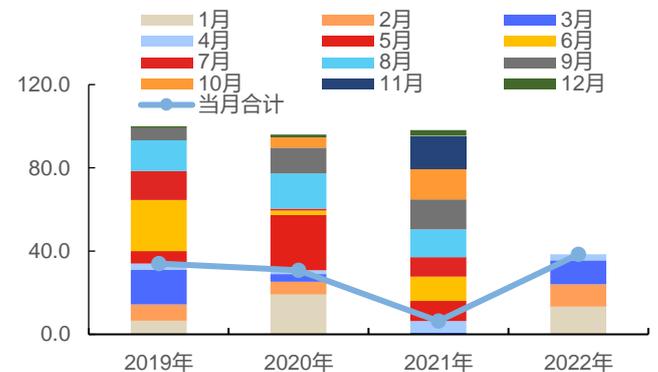
- 制造业投资表现十分亮眼。截至 4 月除了黑色金属冶炼、烟草等少部分行业以外，多数行业投资累计增速都在两位数以上，或与留抵退税改善部分企业现金流有关——今年 4 月 1 日起实施的大规模留抵退税政策首月已完成 1.5 万亿留抵退税中的 8015 亿元（约 53.4%），其中有 4189 亿元（约占 52.3%）的受益人为小微企业（而中大型企业留抵退税申请时间分别提前到 5 月和 6 月）。此外技改需求格外旺盛，4 月制造业企业技改投资累计同比为 17.0%，占全部制造业投资比重为 43.1%，比 2021 年同期高 1.8 个百分点；
- “提前量”是基建超预期的关键原因。今年专项债发行节奏明显加快，4 月发行进度达 38.4%，显著高于 2021 年同期 32.1 个百分点，高于 2019 年（同有提前批）4.5 个百分点。因此，即使有疫情的扰动，4 月基建投资（不含电力）累计同比增速依然有 6.5%，远高于 2021 年全年增速 0.4%；
- 房地产方面，各地因城施策举措密集出台，5 月央行也下调了首套房的最低贷款利率下限，同月 5 年期 LPR 下降 15BP。不过截至 4 月房地产投资尚未有明显起色，房地产开发投资累计同比为-2.7%。

图 8：投资及其分项（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所 备注：2021 年为两年复合增速

图 9：专项债发行进度（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

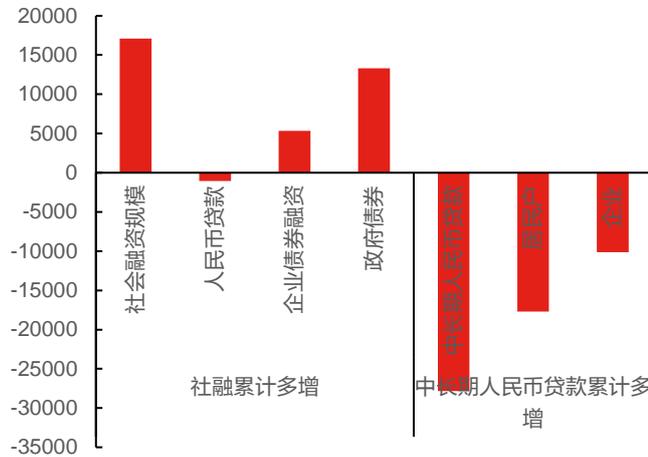
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

社融总量回升，结构仍待改善

截至4月社融累计同比多增8722亿元，但“短强长弱”症结仍在，实体信贷需求较为疲弱：（1）政府债券和企业债券是主要支撑，人民币贷款是主要拖累；（2）人民币贷款中，长期贷款表现弱于短期贷款，1-4月中长期人民币贷款累计少增2.3万亿，其中1.4万亿为居民贷款，0.9万亿为企业贷款。值得注意的是，受央行利润上缴、留抵退税加速等因素影响，广义流动性逐步提升，与社融有所背离：2月后广义流动性呈上行态势，M2同比增速从2月9.2%一路上升至4月10.5%。

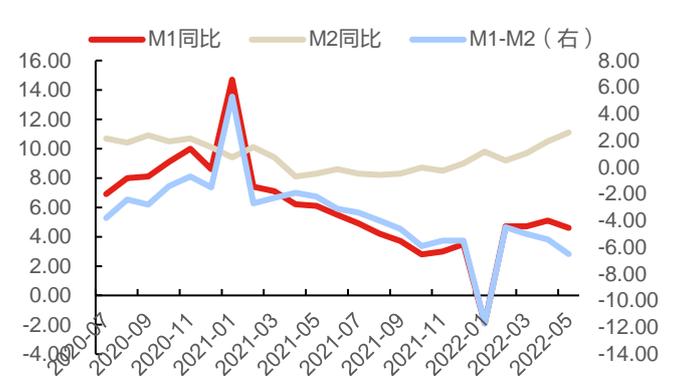
与此同时，融资成本不断下降，2022年一季度金融机构人民币贷款加权平均利率较2021年四季度下行0.11个百分点，其中企业贷款平均利率下行0.21个百分点。在这一轮利率下行周期中（去年底到今年5月末）1年期和5年期LPR已分别下降15和20个基点。

图 10：截至4月社融累计新增金额变化情况（亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 11：货币供应量（%）



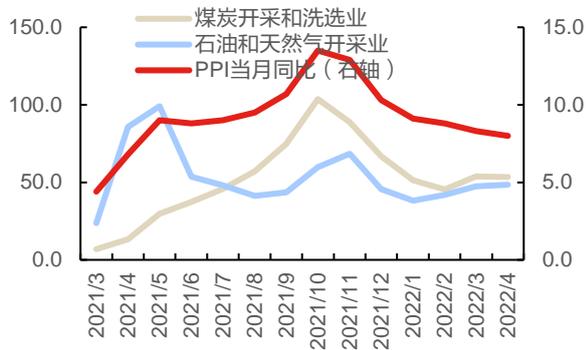
数据来源：Wind，东方证券研究所

地缘冲突和新冠疫情持续推升物价

国际形势动荡提升输入性通胀风险，PPI 下行斜率放缓。在主要工业品保供与价格调控力度不减的背景下，基数依然是年内的主导因素，但地缘冲突推升国际大宗商品价格导致 PPI 当前下行幅度较小，截至今年4月PPI累计同比仅较1月下行0.6个百分点至8.5%，尚高于去年全年水平（8.1%）。

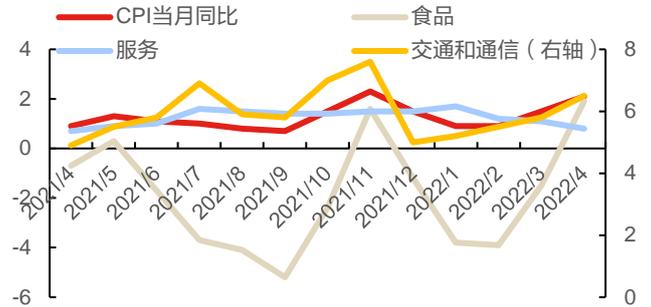
疫情推动CPI食品项上行，同时非食品项内部走势分化。由于猪周期拐点未至，食品项依然拖累整体CPI，不过3月下旬部分地区本土疫情形势较为严峻，导致鲜果蔬菜收购难度增加，运输成本抬升，以及居民对必需消费品的囤货需求扩大，3-4月食品项CPI对CPI的拖累明显减轻；非食品项方面，服务CPI持续下行形成拖累，而国际能源价格高企拉动交通分项持续上行。

图 12: 煤炭价格回落、地缘推高国际大宗价格 (%)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 13: 食品项上行、非食品内部走势分化 (%)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

2022 年下半年展望：动能修复，回到正轨

疫情冲击再次显现，二季度 GDP 将对全年构成拖累

考虑到疫情的反弹，一季度经济数据表现尚可，这意味着限电限产问题的改善部分冲抵了疫情的负面影响，同时今年强调早开工、早见效的政策基调也有所体现。但需要注意的是，二季度经济受到的冲击大概率较一季度大，如何在疫情后调整对于增速的预测？我们通过如下步骤测算：

- ✓ 首先估算 3、4 月份疫情带来的负面冲击：假设在没有疫情的情况下，今年二季度的社会消费品零售总额将基于 1-2 月社零数据以及 2021 年同期的环比增速增长，将这一数据对比实际产生并公布的数据，可以得到疫情导致的缺口。计算可知全国层面消费 3 月损失了 3 天，4 月损失 5 天；同样方法可知投资 3 月损失 1.55 天，4 月损失 2.8 天；工业增加值 3 月损失 0.7 天，4 月损失 2.9 天；
- ✓ 在此基础上，假设消费 5 月继续损失 3.5 天，6 月损失 1 天，则二季度单季消费增速-4.1%；假设投资 5 月继续损失 2 天，6 月损失 0.2 天，则二季度单季投资增速 7%；假设工业增加值 5 月继续损失 1.5 天，6 月损失 0.3 天，则二季度单季工业增加值增速 2%；
- ✓ 综合对各个分项的测算，二季度 GDP 增速可能在 1.6%左右，将对全年构成拖累，幅度在 1 个百分点附近（二季度占全年的比重约四分之一）。

工业生产修复有望加快，但反弹高度受到制约

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_42960



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn