

行健致远，不惧风雨

——2022 年半年度策略报告

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669 号

报告要点

下半年我国经济将加快修复，基建投资继续改善，房地产投资略有修复，出口存在下行压力但美国可能取消关税，总体上稳增长发力对冲经济下行压力；下半年我国通胀总体可控，货币政策总量稳定结构上做加法，三季度财政支出将明显加快。下半年美国 CPI 同比大概率再创新高，高通胀和加息对美国经济的负面影响将逐步体现。我国经济行健致远，海外加息及增长放缓不改变我国经济的恢复态势。

摘要：

一、下半年我国经济将加快修复，稳增长发力对冲经济下行压力。下半年大中城市商品房销售会显著改善，广大中小城市商品房销售的改善幅度会相对较小，预计房地产投资会略有修复但显著改善要等到明年一季度。随着稳增长政策落地见效，预计下半年基建投资同比增速有望提高到 10%-12% 的水平。虽然制造业利润增长放缓，但考虑到政策的支持，预计下半年制造业投资保持平稳增长。综合来看，下半年固定资产投资增速将进一步回升到 8% 的水平。随着疫情的消退，下半年我国消费将加快修复。考虑到奥密克戎毒株需要更强有力的措施才能防住，本轮消费修复可能弱于 2020 年下半年。下半年全球商品需求增长放缓以及海外供应增加会使得我国出口仍然存在下行压力。如果美国取消全部加征关税，我国整体出口增速有望提高 3.7 个百分点。

二、预计下半年我国 PPI 同比逐步回落至 0.5% 左右，CPI 同比上涨 3% 左右。考虑到海外经济增长放缓，下半年工业品价格不太可能创新高。基数效应会使得我国 PPI 同比逐步回落至 0.5% 左右。我国消费品供应充足，供需大体平衡，通胀总体可控。考虑到猪价基数效应消退以及输入性通胀的影响，预计下半年 CPI 同比上涨 3% 左右。

三、下半年我国货币政策总量稳定结构上做加法，三季度财政支出将明显加快。近期我国货币政策总量稳定、机构上做“加法”，预计下半年仍是如此。下半年我国调降 MLF 利率的概率不大，但 5 年期 LPR 有望下调从而支持房地产平稳发展，高技术制造业、绿色领域、受疫情影响严重的企业和行业等也是货币政策重点支持的领域。下半年我国继续实施积极的财政政策，减税降费支持保市场主体保就业，三季度财政支出将进一步加快，助力经济尽快回归正常轨道。

四、下半年美国 CPI 同比大概率再创新高，高通胀和加息的负面影响将逐步体现。下半年美国劳动力市场紧张的局面不会缓解，住房租金（占 CPI 权重高达 1/3）同比涨幅会进一步扩大。再考虑到去年三季度美国 CPI 基数较低，今年三季度美国 CPI 同比再创新高的可能性很大。下半年美国通胀可能再次超出市场和美联储的预期，不排除美联储进一步加快加息节奏。随着高通胀的持续和美国利率水平的大幅提高，预计高通胀和加息对美国经济的负面影响将逐步体现。

风险因素：国内房地产改善高于预期、海外经济下滑超预期



宏观研究团队

研究员：

张革

从业资格号：F3004355

投资咨询号：Z0010982

刘道钰

021-80401723

liudaoyu@citicsf.com

从业资格号：F3061482

投资咨询号：Z0016422

目 录

摘要:	1
一、下半年我国经济将加快修复，稳增长发力对冲经济下行压力	4
(一) 下半年投资增速将有所回升，基建投资显著改善，房地产投资边际修复	5
(二) 下半年疫情消退将推动我国消费修复，但力度可能弱于 2020 年下半年	9
(三) 全球经济增长放缓背景下我国出口存在下行压力，关注美国是否削减关税	10
二、预计下半年我国 PPI 同比逐步回落至 0.5% 左右，CPI 同比上涨 3% 左右	12
(一) 下半年工业品价格难创新高，基数效应推动 PPI 同比逐步回落至 0.5% 左右	12
(二) 我国消费品供需大体平衡，通胀可控，预计下半年 CPI 同比上涨 3% 左右	13
三、下半年我国货币政策总量稳定结构上做加法，三季度财政支出将明显加快	14
(一) 预计下半年我国货币政策总量稳定结构上做加法，调降 MLF 利率概率不大	14
(二) 下半年财政政策仍是积极的，减税降费助力稳增长，三季度财政支出加快	15
四、下半年美国 CPI 同比大概率再创新高，高通胀和加息的负面影响将逐步体现	16
(一) 下半年美国住房租金涨幅将扩大，三季度美国 CPI 同比大概率再创新高	17
(二) 下半年美联储继续快速加息，高通胀和加息对经济的负面影响将逐步体现	20
免责声明	23

图目录

图表 1: 前 5 月主要经济指标的同比增速及其相对于去年两年平均增速的变化	4
图表 2: 固定资产投资累计同比 (2021 年为两年平均增速)	5
图表 3: 固定资产投资当月同比 (2021 年为两年平均增速)	5
图表 4: 房地产相关指标当月同比 (2021 年为两年平均增速)	6
图表 5: 30 大中城市与 25 中小城市商品房成交面积	6
图表 6: 商品房销售面积同比增速 (%)	6
图表 7: 70 个大中城市新建住宅价格同比 (%)	6
图表 8: 房贷利率	7
图表 9: 房地产投资通常滞后商品房销售 6-9 个月	7
图表 10: 基建投资同比增速 (2021 年为两年平均增速)	7
图表 11: 新增专项债发行进度	7
图表 12: 近期发布的扩大基建投资相关的稳增长政策	8
图表 13: 制造业投资同比增速 (2021 年为两年平均增速)	8
图表 14: 制造业中长期贷款及各项贷款余额同比增速	8
图表 15: 制造业利润同比增速 (2021 年为两年平均增速)	9
图表 16: 制造业利润率 (%)	9
图表 17: 社会消费品零售总额同比增速 (剔除基数效应)	10
图表 18: 居民收入增速与消费增速	10
图表 19: 限额以上消费品零售总额的当月同比增速及其相对于上月的变化	10
图表 20: 出口金额与数量当月同比 (2021 年为两年平均增速)	11
图表 21: 全球制造业 PMI 与我国出口增速	11

图表 22: 世界银行对全球 GDP 同比增速的预测.....	12
图表 23: 美国和欧盟进口商品来自中国的比例.....	12
图表 24: 我国 PPI 同比与环比 (%).....	12
图表 25: 2022 年 5 月我国 PPI 主要分项的当月同比 (%).....	12
图表 26: 我国 CPI 及 CPI 非食品同比.....	13
图表 27: 生猪存栏量与生猪价格.....	13
图表 28: 2022 年 5 月 CPI 食品主要分项的同比增速.....	13
图表 29: 2022 年 5 月 CPI 非食品主要分项的同比增速.....	13
图表 30: 近期货币政策的相关表述.....	14
图表 31: 中期借贷便利利率及余额.....	15
图表 32: 5 年与 1 年期 LPR 及其利差.....	15
图表 33: 5 月新增人民币贷款当月值及其主要分项的同比增量.....	15
图表 34: 各项贷款及重点领域贷款余额同比增速 (%).....	15
图表 35: 近期财政政策的相关表述.....	16
图表 36: 广义财政收入及支出的累计同比增速.....	16
图表 37: 广义财政支出往年同比增速及今年增速预测.....	16
图表 38: 美国 CPI 同比及核心 CPI 同比.....	17
图表 39: 美国 CPI 同比与平均时薪同比增速.....	17
图表 40: 美国非农职位空缺数及平均时薪环比涨幅.....	18
图表 41: 美国不同部门的新增非农就业人数 (千人).....	18
图表 42: 美国失业率与劳动参与率 (%).....	18
图表 43: 美国非农企业全部员工平均每周工时 (小时).....	18
图表 44: 美国 CPI 住房租金是影响 CPI 服务的重要因素.....	19
图表 45: 美国 CPI 住房租金同比与平均时薪同比.....	19
图表 46: 美国住房租金与房价同比.....	20
图表 47: 美国成屋库存、销售以及库存去化月数.....	20
图表 48: 美国出租房空置率.....	20
图表 49: 美国房屋空置单元数量及其占全部房屋的比例.....	20
图表 50: 美联储对四季度 PCE 同比预测的中位数.....	21
图表 51: 美国 CPI 与 PCE 同比.....	21
图表 52: 美联储对四季度联邦基金利率预测值的中位数.....	22
图表 53: 美联储对四季度 GDP 同比增速预测的中位数.....	22
图表 54: 美国抵押贷款利率与企业债收益率.....	22
图表 55: 美国消费者信心指数.....	22

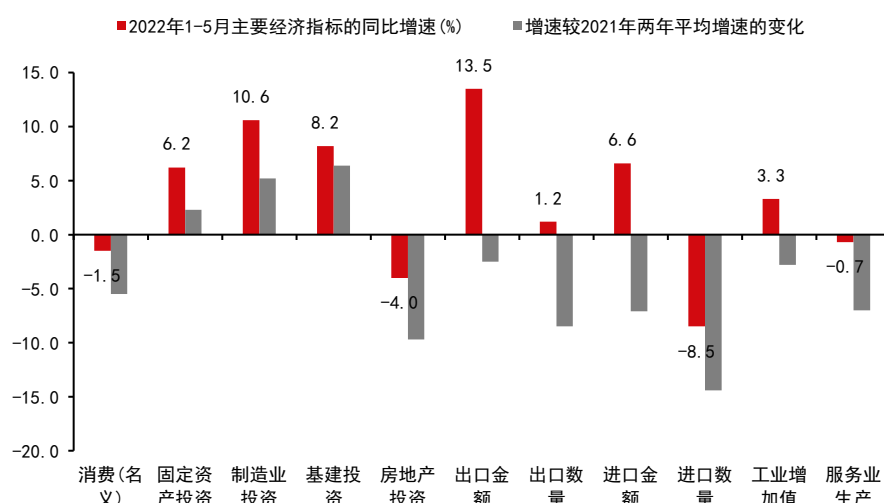
二季度我国经济受疫情的冲击较大。其中，4 月份疫情最严重，经济下滑幅度最大；5 月份我国疫情有所缓解，经济明显修复，但仍显著弱于正常水平；6 月份疫情进一步好转，预计经济将继续修复，但仍一定程度上弱于正常水平。二季度美国通胀高企，美联储加快加息，海外金融市场动荡不安。展望下半年，随着疫情的缓解以及稳增长政策的发力，预计我国经济将加快修复。美国 CPI 同比三季度可能再创新高，美联储将继续快速加息，海外经济增长总体趋于放缓。我国经济行健致远，海外加息及增长放缓不改变我国经济的恢复态势。

一、下半年我国经济将加快修复，稳增长发力对冲经济下行压力

今年上半年我国经济受疫情的抑制较为显著，房地产的下滑进一步加大了经济下行压力，而稳增长政策的发力在一定程度上对冲了经济的下滑。受 3-5 月份国内疫情爆发的影响，今年上半年我国主要经济指标普遍回落。从需求端来看，消费受疫情影响最大，1-5 月份社费消费品零售总额同比下降 1.5%；房地产本身存在下行压力，再加上疫情冲击，1-5 月份房地产投资同比下降 4.0%；稳增长政策的发力推动基建投资增速显著提高，1-5 月份同比增长 8.2%；制造业投资保持平稳增长，但由于去年同期基数较低，1-5 月份制造业投资同比增速高达 10.6%；尽管 1-5 月出口金额保持了 13.5% 的较高增长，但这主要由价格上涨贡献，出口数量仅同比增长 1.2%，全球经济增长放缓与海外供应恢复不利于我国出口增长。从供应端来看，工业生产与服务业生产受疫情影响均较为显著，服务业生产指数同比下降 0.7%，受疫情影响尤其大。国内需求的下滑使得我国进口增速明显下滑。

展望下半年，房地产投资的改善幅度预计较小，而出口可能存在进一步的下行压力，但是疫情的消退和稳增长政策落地见效将推动我国经济加快修复。

图表1：前 5 月主要经济指标的同比增速及其相对于去年两年平均增速的变化



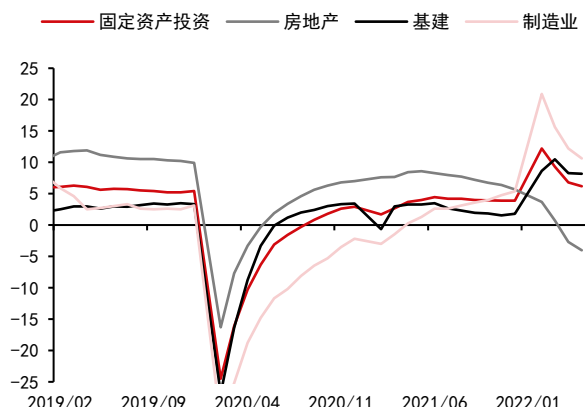
资料来源：Wind 中信期货研究所

（一）下半年投资增速将有所回升，基建投资显著改善，房地产投资边际修复

上半年我国固定资产投资在一定程度上受疫情抑制，但保持了 6% 左右的增长。基建和制造业投资表现相对较好，房地产投资表现较弱。今年一季度我国固定资产投资同比增长 9.3%；剔除基数效应，增速也有 7% 左右。受疫情影响，4 月份固定资产投资同比增速大幅下滑至 1.8%。随着疫情缓解以及复工复产的推进，5 月份固定资产投资同比增速回升 2.7 个百分点至 4.5%，但仍低于一季度 7% 左右的正常水平，明显受到疫情的抑制。1-5 月份我国固定资产投资同比增长 6.2%；其中，房地产、基建、制造业投资分别同比增长-4.0%、10.6%、8.2%，房地产投资同比下降较为显著，是主要的拖累项；基建和制造业投资表现较好。

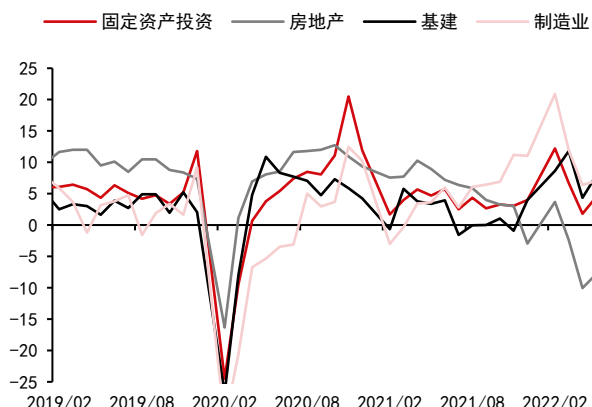
展望下半年，稳增长政策的发力将推动基建投资进一步改善，房地产投资会略有修复但仍将偏弱。预计固定资产投资同比增速回升到 8% 左右的水平。

图表2：固定资产投资累计同比（2021 年为两年平均增速）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表3：固定资产投资当月同比（2021 年为两年平均增速）

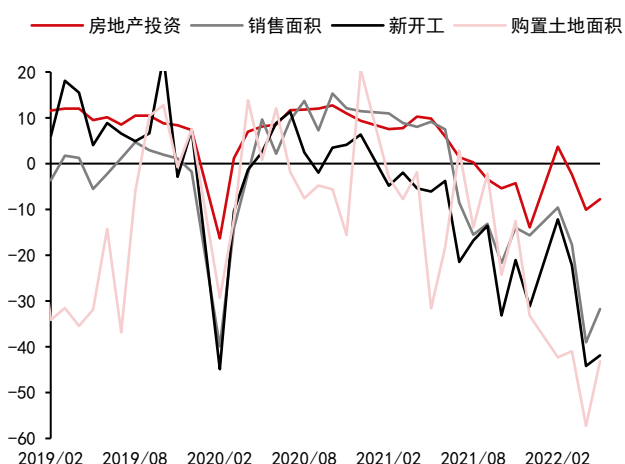


资料来源：Wind 中信期货研究所

房地产方面，预计下半年商品房销售会有明显改善，房地产投资会略有修复但显著改善要等到明年一季度。5 月份以来我国楼市政策显著放松。受此影响，6 月中旬以来，30 大中城市商品房销售面积改善显著，已经超过去年下半年水平。但是，中小城市商品房销售改善幅度仍然较小。大中城市人口流入使得需求相对较强，限购限贷政策放松空间较大，因此政策放松对大中城市商品房销售的提振较为显著。我们预计三季度大中城市商品房销售会显著改善。广大中小城市人口流入不足导致需求相对偏弱，户籍和限购政策通常已经放开，政策放松空间相对较小，因此政策放松对中小城市商品房销售的提振效果相对较小。此外，2021 年以来我国房地产长效机制的实施也可能使得投机性需求趋势性减少。目前中小城市房价普遍下跌，明显弱于大中城市，中小城市投机性需求的减少可能更为显著。因此，我们预计三季度中小城市商品房销售改善幅度会较小，总体仍将偏弱。为了推动中小城市商品房销售进一步改善，未来楼市政策有望继续因城施策逐步放松。目前 5 年与 1 年期 LPR 利差仍较 LPR 改革之初（2019 年下半年）高 10-15BP，这意味着 5 年期 LPR 仍有 10-15BP 的下调空间。截至 5 月份，全国首套平均房贷

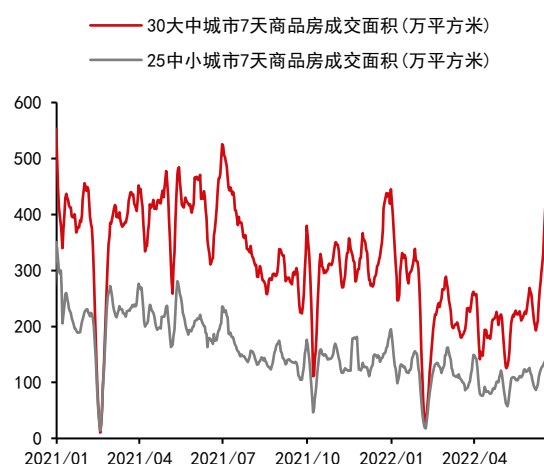
利率已经降至 5.0% 的水平,较去年底降低 50BP 左右,但仍高于 5 年期 LPR (4.45%)。根据央行最新规定,首套房贷利率可以降至 5 年期 LPR 以下 20BP。据不完全统计,6 月份以来部分城市首套房贷利率已经降至 4.25% 的下限水平。如果未来 5 年期 LPR 下调 15BP,那么首套房贷利率还可以进一步降至 4.1% 的水平。未来房贷利率的逐步下调将推动四季度中小城市商品房销售进一步改善。从历史经验来看,房地产投资的显著改善通常滞后于商品房销售改善 6-9 个月,少数情况(比如 2020 年下半年)大体同步于商品房销售的改善。目前我国住宅库存不高,有利于房地产投资的快速改善。但是,下半年广大中小城市商品房销售改善相对偏慢、幅度也相对偏小,房地产长效机制的实施也使得开发商会更加谨慎,我们预计本轮房地产投资的显著改善滞后于商品房销售改善 6 个月左右。这意味着房地产投资的显著改善要等到明年一季度。

图表4: 房地产相关指标当月同比(2021 年为两年平均增速)



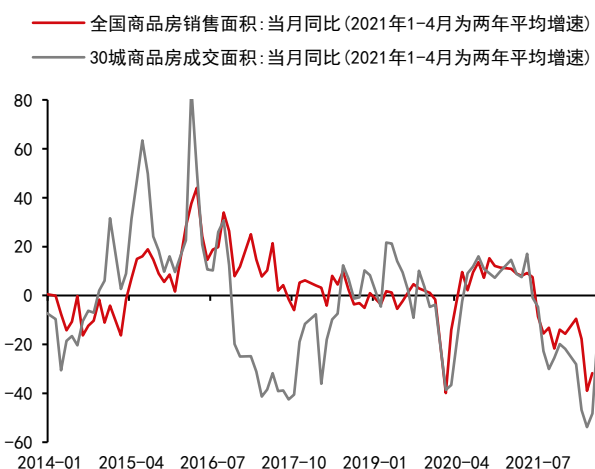
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表5: 30 大中城市与 25 中小城市商品房成交面积



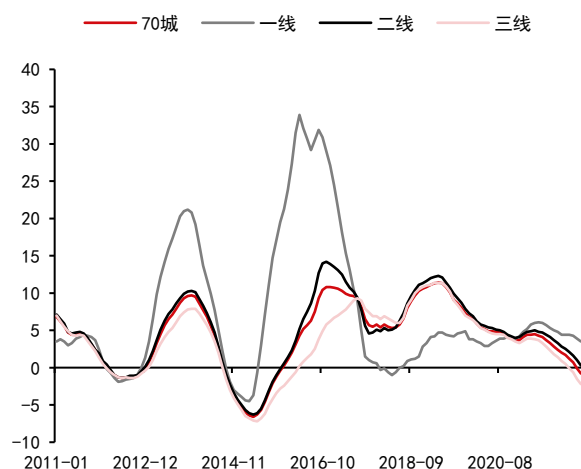
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表6: 商品房销售面积同比增速(%)



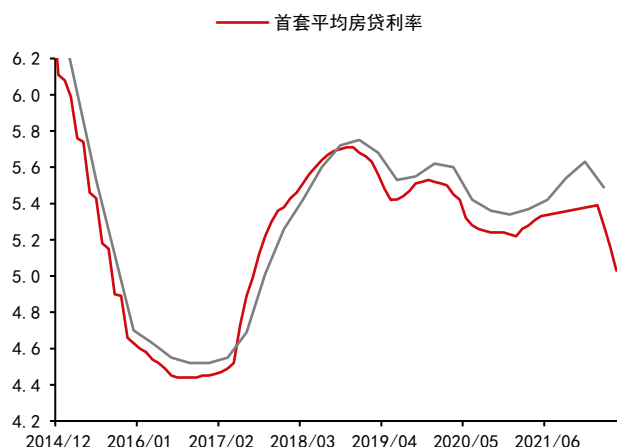
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表7: 70 个大中城市新建住宅价格同比(%)



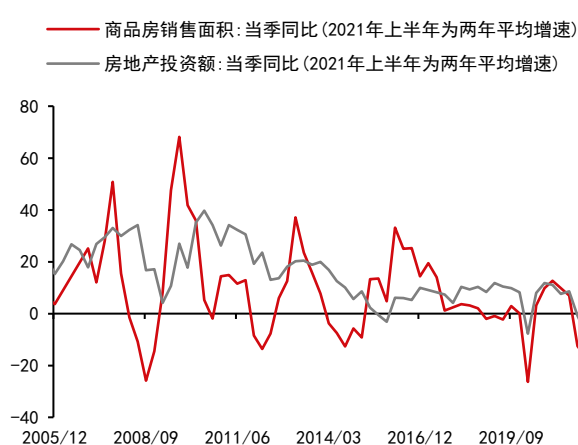
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表8：房贷利率



资料来源：Wind 中信期货研究所

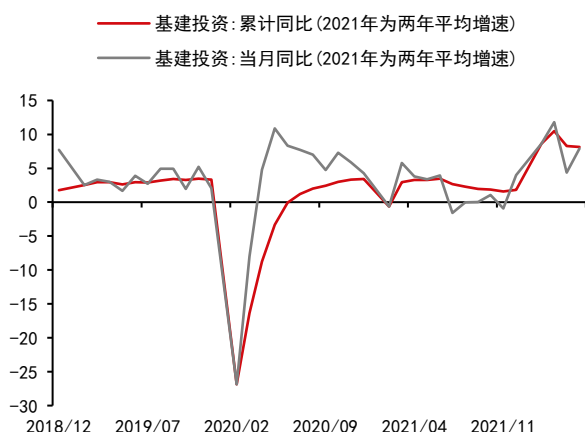
图表9：房地产投资通常滞后商品房销售 6-9 个月



资料来源：Wind 中信期货研究所

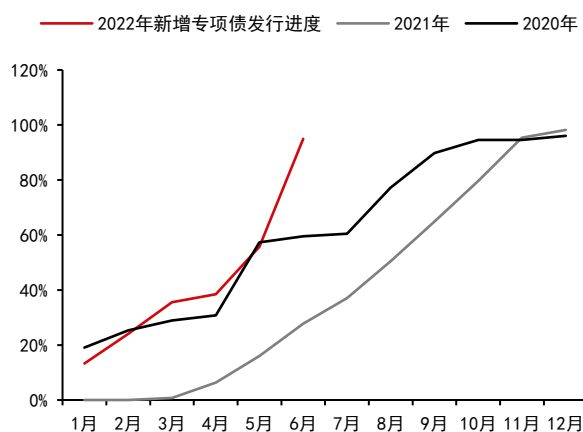
基建方面，随着稳增长政策落地见效，预计下半年基建投资同比增速有望提高到 10%-12% 的水平。1-5 月基建投资同比增长 8.2%，其中 5 月份基建投资同比增长 7.9%。今年上半年基建投资增速明显高于固定资产投资增速，起到了一定的稳增长作用。为了加大推动经济回归正常轨道，近期我国稳增长力度明显较大。5 月 25 号 国务院办公厅印发《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》；5 月 31 号国务院印发《扎实稳住经济的一揽子政策措施（六个方面 33 项措施）》，其中扩大基建投资是稳增长的重要抓手。6 方面 33 项稳增长措施中涉及扩大基建投资的措施包括：今年专项债 6 月底前基本发行完毕，8 月底前基本使用到位，支持范围扩大到新型基础设施等领域；调增政策性银行 8000 亿元信贷额度，加大金融机构对基础设施建设和重大项目的支持力度；加快推进一批论证成熟的水利工程项目；加快推动交通基础设施投资，支持发行 3000 亿元铁路建设债券，启动新一轮农村公路建设和改造；因地制宜继续推进城市地下综合管廊建设；抓紧推动实施一批能源项目。随着稳增长政策落地见效，预计下半年基建投资同比增速有望提高到 10%-12% 的水平。

图表10：基建投资同比增速 (2021 年为两年平均增速)



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表11：新增专项债发行进度



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表12：近期发布的扩大基建投资相关的稳增长政策

时间	来源	主要内容
5月25号	国务院	国务院办公厅印发《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》。要按市场化法治化原则，通过发行不动产投资信托基金等方式，盘活基础设施等存量资产，以拓宽社会投资渠道和扩大有效投资、降低政府债务风险。
5月31号	国务院	国务院印发《扎实稳住经济的一揽子政策措施》，其中涉及扩大基建投资的措施包括： 1、今年专项债6月底前基本发行完毕，8月底前基本使用到位，支持范围扩大到新型基础设施等。 2、加大金融机构对基础设施建设和重大项目的支持力度。（调增政策性银行8000亿元信贷额度） 3、加快推动交通基础设施投资。发行3000亿元铁路建设债券。启动新一轮农村公路建设和改造。 4、加快推进一批论证成熟的水利工程项目。 5、因地制宜继续推进城市地下综合管廊建设。 6、抓紧推动实施一批能源项目。

资料来源：中信期货研究所

制造业方面，考虑到政策的支持，预计下半年制造业投资保持平稳增长。1-5月份制造业投资累计同比增长10.6%，增速较高与去年同期基数较低（两年平均增长1.3%）有关。从基数效应来看，去年制造业投资前低后高，这会压低今年下半年制造业投资同比增速。今年一季度制造业中长期贷款增速略有放缓，但仍高达29.5%，远高于各项贷款余额的同比增速。目前制造业贷款余额为25.26万亿元，增速比各项贷款增速高5.79个百分点。总体来讲，政策积极支持制造业发展。从制造业利润来看，由于成本上升、疫情影响以及去年高基数效应，今年1-5月份制造业利润总额同比下降8.3%，并不算积极；1-4月份制造业利润率为5.47%，低于2017-2018、2020-2021年水平，与2019年大体接近。制造业利润增长的放缓对下半年制造业投资有一定的不利影响。尽管受到疫情影响，今年4-5月份制造业投资仍同比增长6.8%，反映目前利润下滑对制造业投资的负面影响并不是很大，这可能因为尽管制造业利润增长放缓，但绝对利润仍处于较高水平。综合来看，我们预计下半年制造业投资同比增长6%左右，全年同比增长7.3%，总体保持平稳增长。

图表13：制造业投资同比增速（2021年为两年平均增速）

图表14：制造业中长期贷款及各项贷款余额同比增速

—— 制造业投资：累计同比（2021年为两年平均增速）

—— 金融机构：中长期贷款余额：制造业：同比

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_43285

