

经济增长缓慢修复 政策呵护尚难退出

——2022 年下半年宏观经济报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2022 年 06 月 27 日

证券分析师

周喜

022-28451972

相关研究报告

- 就外国环境而言，在疫情方面，病毒变异叠加大幅放松的防控措施令欧洲日新增病例数显著抬升，虽然已历时三年之久，但是疫情仍是未来经济发展中不可忽视的重要影响因素，对其演变不可掉以轻心。在经济方面，尽管紧缩加力令市场对美国经济前景担忧强化，景气及信心指数下行明显，但是支持经济衰退的现实证据远不坚实；欧元区因缺乏有效的财政刺激，其疫后恢复明显弱于美国，而且在俄乌冲突中所受冲击更为明显。在政策方面，美欧货币当局在高通胀的倒逼下均呈现出极强的紧缩意愿，欧美加力加息已成共识，尽管美欧央行均一度试图安抚市场情绪，但是货币干预对主要源自供给冲击的本轮通胀干预度有限，无论是货币当局还是市场均将根据价格数据进行动态修正，这无疑加大了政策的不确定性。
- 就国内环境而言，随着疫情防控态势逐步向好，物流阻隔及出行限制持续缓解，加之呵护政策得以有效落地，经济增长动能将稳步恢复。从内外需的角度看，内需将更加主导，其中政策呵护下的投资首当其冲，成为复苏的先导力量，其中房地产投资同比增速将温和改善，对经济的拖累明显弱化，其四季度同比增速有望回升至 4%；基建投资将受益于稳增长诉求和地位的抬升而保持较高的增速水平；已然走低的产能利用率和外需萎缩担忧则将抑制制造业的内生投资意愿，此时“十四五”重点项目的持续推进，国有企业中坚力量的发挥将在稳定制造业投资方面承担得更多；相较于投资，消费则仍将呈现出改善时点偏后、力度较缓的特征，而且社零同比增速的修复力度及空间大概率难以达到 2020 年疫情后的水平。在净出口方面，国内外经济形势对比将从上半年的外强内弱逐步走向外弱内强，期间出口增速将缓步回落且进口增速则有望逐步抬升，令净出口规模触顶回落，其同比增速则在基数抬升的影响下显著走低。
- 就国内通胀而言，CPI 上且 PPI 下的态势将得以延续。在 PPI 方面，下半年生产资料价格环比增速大概率将维持低位，甚至不排除个别月份出现负增长；环比增速的走低将弱化新涨因素的累积动能，叠加翘尾因素的大幅下行，PPI 同比增速将在下半年显著回落，其四季度同比增速有望降至 2.5% 左右。在 CPI 方面，随着疫情冲击对鲜菜和水果价格扰动的结束，其对食品价格环比增速的拖累将告一段落，食品价格环比增速的演变将重新由猪周期所主导，综合考虑猪肉价格逐月回升及翘尾的演变，我们预计 2022 年三季度 CPI 同比增速有望回升至 2.5%，为年内高点，进入四季度在翘尾显著走弱的拖累下，CPI 当季同比增速有望回落至 2.2% 左右。
- 就国内政策而言，在海外需求面临萎缩的同时，国内经济内生增长动力的恢复尚待时日，政策对需求的呵护仍是稳增长目标达成的关键所在，因此政策调控中“稳”的重要性仍将位居首位。碍于外国环境的掣肘，以及货币政策的本身特征，下半年的货币调控仍将以结构呵护为重点，不仅价格型工具使用将极为审慎，而且数量性工具的使用也将受限；相较于此，稳增长的主要抓手依旧是财政呵护，同时国有企业也将在补位需求上更有作为。

风险提示：国内疫情发展超预期

宏观研究

证券研究报告

宏观半年报

目 录

1. 通胀前景仍不明朗 紧缩前景依旧不清	6
1.1 新冠疫情再现波折 不确定性远未消除	6
1.2 需求萎缩迹象出现 紧缩加力迫不得已	7
2. 内需主导经济复苏 猪价引导通胀抬升	13
2.1 进出口增速逐步弥合 净出口拉动渐趋弱化	13
2.2 疫后复苏方向明确 修复力度尚待观察	15
2.3 翘尾拖累 PPI 新涨推升 CPI	22
3. 呵护增长力度难降 货币维稳财政主导	26
3.1 价格工具受制外围 数量工具重在结构	26
3.2 财政收入有望修复 财政刺激补位需求	28

图 目 录

图 1: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据	6
图 2: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据 (14 日均值)	6
图 3: 全球新增病例及新增死亡病例对比 (14 日均值)	6
图 4: 全球新冠疫情死亡率	6
图 5: 美国 PMI 指数	7
图 6: 美国密歇根大学消费者信心指数	7
图 7: 美国 Sentix 投资者信心指数	7
图 8: 美国失业率	7
图 9: 美国社零同比增速	8
图 10: 新建私人住宅营建许可折年数同比增速	8
图 11: 美国通胀水平	9
图 12: 美国 CPI 环比增速	9
图 13: 美国 2022 年 CPI 同比增速前瞻	9
图 14: 美国 2022 年 CPI (不含食物、能源) 同比增速前瞻	9
图 15: 美联储加息进程落后经济诉求	10
图 16: 美联储国债收益率再临倒挂	10
图 17: 美联储经济政策展望	10
图 18: 美联储点阵图	10
图 19: 美联储加息路径预期	10
图 20: 2022 年 7 月美联储联邦基金利率预期比较	10
图 21: 欧元区 PMI 指数	11
图 22: 欧元区 HICP 通胀数据	11
图 23: 欧元区主要信心指数	11
图 24: 欧元区失业率	11
图 25: 欧元区主要国家 10 年期国债收益率	12
图 26: 意大利与德国 10 年期国债收益率差	12
图 27: 中国进出口累计同比增速	13
图 28: 中国进出口当月同比增速	13
图 29: 中国当月贸易顺差	13
图 30: 中国对主要经济体出口同比增速	13
图 31: 中采 PMI 进口指数	14
图 32: 出口同比增速与 OECD 综合领先指数	14
图 33: 出口同比增速与美国商业库存同比增速	14
图 34: 中国出口同比与对美国出口同比增速	14
图 35: 固定资产投资累计同比	16
图 36: 固定资产投资累计同比 (分类别)	16
图 37: 房地产投资当月同比增速有所企稳	16
图 38: 房地产投资当月同比增速 (分用途)	16
图 39: 房地产投资当月同比增速 (分构成)	16
图 40: 房地产销售及施工当月同比增速	16

图 41: 30 大城市商品房成交面积	17
图 42: 70 大城市新建商品房价格环比增速	17
图 43: 房地产投资移动平均值	17
图 44: 房地产当月投资近年对比	17
图 45: 基建类支出同比增速水平	18
图 46: 部分建筑类企业当月新签订单金额	18
图 47: 产能利用率	19
图 48: 主要制造业产能利用率	19
图 49: 社零同比增速	19
图 50: 网上零售同比增速改善明显	19
图 51: 餐饮和商品当月同比增速	19
图 52: 主要消费品类当月同比增速变化	19
图 53: 全国及 31 大城市城调失业率	20
图 54: 城调失业率 (分年龄结构)	20
图 55: 城镇居民人均可支配收入累计同比增速	20
图 56: 农村居民人均可支配收入累计同比增速	20
图 57: 居民实际人均可支配收入累计同比增速	21
图 58: 居民实际人均可支配收入累计同比增速对比	21
图 59: 居民部门杠杆率水平高	21
图 60: 消费者指数	21
图 61: 全球原油供需平衡预测表	22
图 62: OPEC 原油供需平衡表	22
图 63: PPI 翘尾因素	23
图 64: PPI 当月环比增速	23
图 65: 南华商品指数	23
图 66: 2022 年 PPI 当季同比增速	23
图 67: CPI 同比增速	23
图 68: CPI 环比增速	23
图 69: 农产批发价格 200 指数	24
图 70: 猪肉、鲜菜及水果价格走势	24
图 71: 生猪及能繁母猪存栏量环比增速	24
图 72: 生猪及能繁母猪存栏量	24
图 73: 猪粮比、猪料比及猪饲料市场平均价格	24
图 74: 生猪养殖利润	24
图 75: CPI 翘尾因素	25
图 76: 2022 年 CPI 当季同比增速	25
图 77: Shibor 利率走势	26
图 78: 银行间同业拆借利率	26
图 79: 10 年期国债收益率	27
图 80: 公开市场净投放情况	27
图 81: 货币供应量同比增速	27
图 82: 社融及信贷同比增速	27
图 83: 新增社融中人民币贷款占比	27

图 84: 新增信贷中居民和企业部门贡献率.....	27
图 85: 企业部门新增人民币贷款结构	28
图 86: 6 月国股银票转贴利率.....	28
图 87: 公共财政收支同比增速	29
图 88: 国家政府性基金收支累计同比增速.....	29
图 89: 地方政府专项债当月净融资额	29
图 90: 基建类支出同比增速水平	29

表 目 录

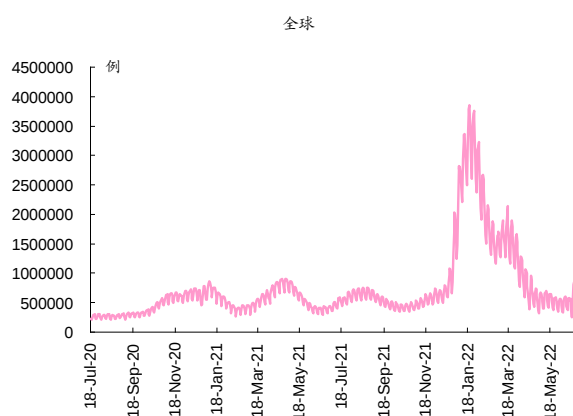
表 1:2022 年 6-12 月净出口累计同比增速情景分析	15
--------------------------------------	----

尽管近期新冠病毒日新增病例数再现反复，疫情对经济前瞻的干扰远未消除，但是相较于此，因地缘冲突而强化的通胀压制显然是当前及未来一段时期更为重要的影响因素，通胀演变的不确定不仅令欧美货币政策前瞻晦暗不清，而且紧缩政策的持续推进也令欧美经济衰退的担忧不断提升，欧美两大经济体从滞胀转向衰退愈加难以避免，当前的主要分歧在于衰退开启的时点及其力度。就国内而言，随着疫情冲击的渐趋消逝以及呵护政策的逐步落地，经济扩张动力企稳回升已无需多言，市场关注的焦点主要在于复苏的力度及其持续性。

1. 通胀前景仍不明朗 紧缩前景依旧不清

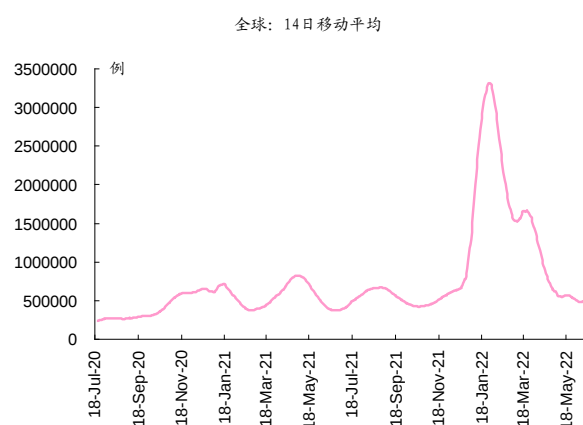
1.1 新冠疫情再现波折 不确定性远未消除

图 1: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据



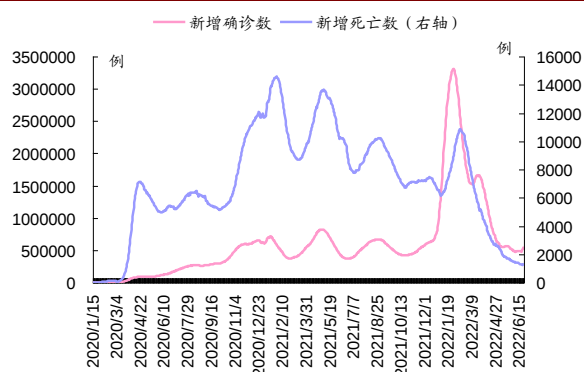
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 2: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据 (14 日均值)



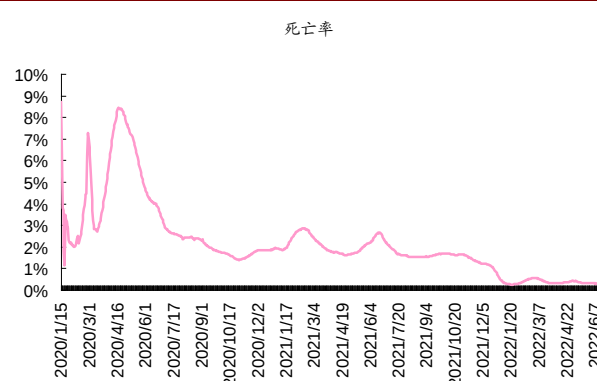
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 3: 全球新增病例及新增死亡病例对比 (14 日均值)



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 4: 全球新冠疫情死亡率



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

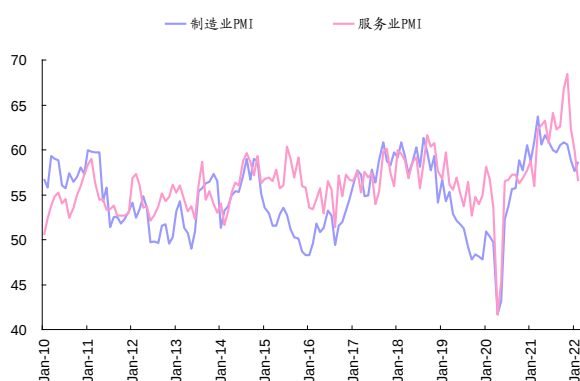
全球新冠肺炎疫情在年初大幅恶化后，日新增病例数于1月下旬触及峰值并快速

走低，在 3 月短暂反复后重归下行，进入 5 月份，疫情向好态势明显趋缓，日新增病例数围绕 50 万例/日的中枢水平上下波动，然而 6 月下旬，疫情因病毒变异及防控措施放松等再度反复，主要欧洲国家日新增病例合计数升至 30 万例左右，将全球日增病例数从此前较为稳定的 50 万例/日推升着 80 万例/日。尽管众多国家相继放松对出行的管控力度，但是依旧较高的感染人数对经济活动的制约远未消除，叠加病毒潜在的变异可能，疫情仍是未来经济发展中不可忽视的重要影响因素，对其演变仍不可掉以轻心。

1.2 需求萎缩迹象出现 紧缩加力迫不得已

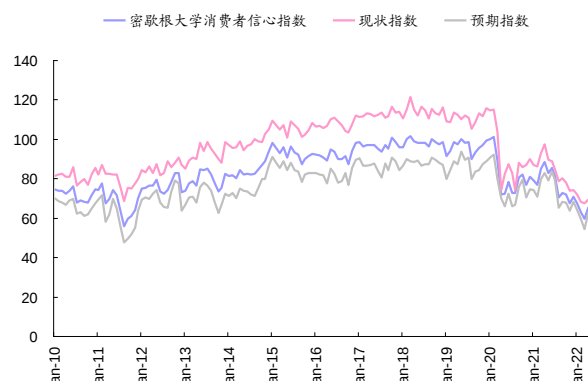
1.2.1 追赶加息被迫加力 经济衰退实难避免

图 5: 美国 PMI 指数



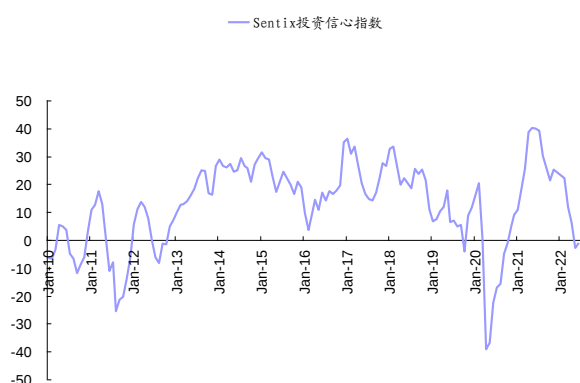
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 6: 美国密歇根大学消费者信心指数



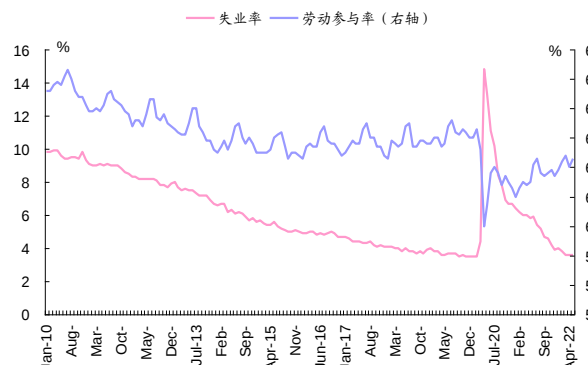
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 7: 美国 Sentix 投资者信心指数



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 8: 美国失业率

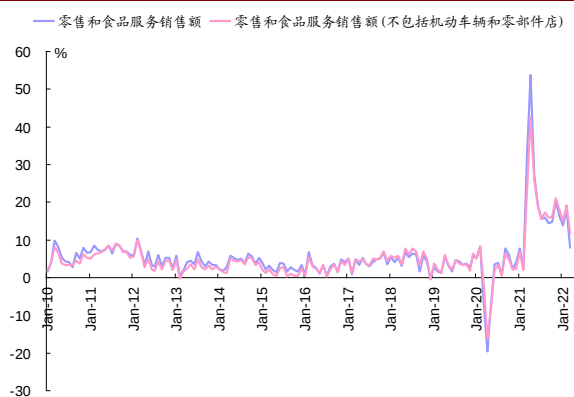


资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

就美国经济态势而言，投资者信心指数高位回落的同时，其消费者景气同样低迷，6 月密歇根大学消费者信心、现状和预期指数分别为 50.2、55.4 和 46.8，前两者

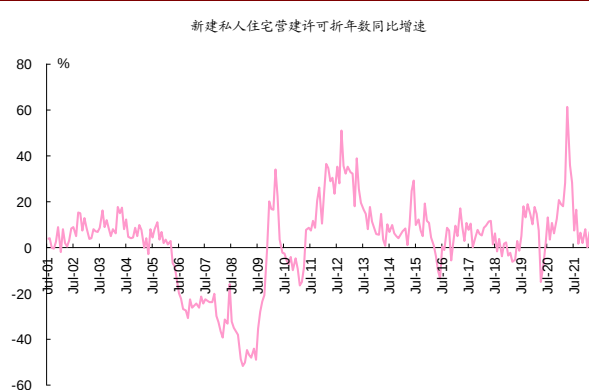
为历史最低水平，而后者距离 44.2 的历史最低水平也仅一步之遥，其所隐含的衰退信号极为强烈。相较于信心指数的极度悲观，社零及房地产数据所呈现出的态势则要平缓的多，社零同比增速持续回落后仍高于历史同期水平，房屋营建许可的同比增速在明显走低后依旧位于历史中枢水平，而美国就业市场供不应求的紧张局面依然如故，劳动参与率小幅提升的同时，失业率继续维持低位。

图 9：美国社零同比增速



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 10：新建私人住宅营建许可折年数同比增速



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

虽然加息预期强化令市场对美国经济衰退的担忧不断提升，但是支持经济衰退的现实证据远不坚实。对于美联储而言，面对高通胀现实和经济衰退担忧，其政策调控的主要关注点依旧是如何控制通胀。2022 年以来，有关美联储加息路径的讨论就是国内外市场关注的焦点，面对经济韧性及地缘冲突下通胀压力的强化，美联储对通胀前瞻不断上修，叠加本就滞后的调控行为，其强力的收缩行为实属被逼无奈。然而本次全球通胀主导因素复杂且供给因素占据主导，紧缩政策对通胀的抑制力相对较弱，政策加力下通胀的下行前景并不乐观，包括美联储在内，市场普遍预计通胀水平即使于年中触顶，其回落幅度也较为缓和，通胀数据将极具韧性。

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_43360

