



联络人

作者：
中诚信国际 研究院

张 林 010-66428877-271

lzhang01@ccxi.com.cn

王秋风 010-66428877-452

qfwang01@ccxi.com.cn

张文宇 010-66428877-352

wyzhang.Ivy@ccxi.com.cn

王 晨 010-66428877-319

chwang01@ccxi.com.cn

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn



相关报告

疫情与多重风险叠加扰动经济运行，二季度或为股票中长期配置窗口—2022年一季度宏观经济与大类资产配置分析与展望，2022年4月24日

宏观数据改善超预期但可持续性待验证，股票中长期配置价值或凸显，2022年5月30日

疫情与多重风险叠加扰动经济运行，二季度或为股票中长期配置窗口，2022年4月25日

宏观数据改善超预期但可持续性待验证，股票中长期配置价值或凸显，2022年3月21日

如需订阅研究报告，敬请联系
中诚信国际品牌与投资人服务部赵 耿 010-66428731；
gzhaog@ccxi.com.cn

宏观经济再次探底后结构性修复， 资产配置重点从商品转向权益

—2022年上半年宏观经济及大类资产配置分析与下半年展望



主要观点

宏观经济从再次探底走向结构性修复

从GDP看，二季度经济增速再次探底，下半年以修复性反弹为主线。从供给看，工业生产韧性相对较强，服务业生产受损显著、修复缓慢。从需求看，需求不足且内部结构不平衡，下半年或仍以政策性因素为主要拉动，其中基建投资依然是稳增长的主要支撑。从价格看，PPI与CPI价差持续收敛，三季度收敛趋势或延续。从金融看，实体融资经历一轮显著收缩，下半年融资改善可持续性仍有待观察，特别是随着专项债发行完毕以及使用到位，下半年社融增速或有一定下行压力。从财政看，上半年收支两端同时发力稳增长，下半年财政缺口或依然较大，随着存量留抵退税梯次性集中退还基本完成，下半年退税对公共财政收入的拖累将大为减轻。从汇率看，上半年人民币总体处于贬值区间，下半年汇率波动幅度或继续放大。

宏观经济运行依然面临多重风险与挑战

俄乌冲突持续制约经济修复，外部不确定性上升影响预期改善；疫情及疫情防控带来的影响边际弱化，但疫情反弹风险犹存；预期偏弱依然是制约宏观经济复苏的重要瓶颈；微观主体面临多重困难，市场活力仍有不足；此外，我国宏观债务风险持续处于高位，尤其是房地产等重点领域近期以来风险加速暴露，需高度警惕停贷风波发酵下的风险蔓延。

外部环境依然复杂严峻，宏观政策支撑经济“爬坡过坎”

海外政经格局变动以及宏观政策转向带来外部空间收缩。宏观政策以稳增长为主线，风险防范依然是底线。货币政策稳字当头，稳中求进。财政政策以宽松为基调，但重点或转向支出端，同时控制及化解地方隐性债务的约束或不会放松。政策效应或加快显现，下半年宏观经济将结构性修复。基准情形下全年增速或为4.4%左右，增量政策的出台或有望拉升GDP增速至4.8%以上。

大类资产表现分化，配置重点转向权益

上半年，各类资产表现分化，大宗商品整体上涨，债券市场区间波动，股票市场虽在4月底止跌转涨但整体跌幅仍较高；收益排序为大宗商品>债券>股票。下半年经济大概率边际修复，股票市场或震荡上行，政策支持基建产业链以及受益于疫后修复的消费板块表现或相对较好；债市收益率中枢或较上半年上行，但上行幅度或有限；大宗商品在美联储持续加息以及全球经济衰退预期升温下，或面临下行压力。

一、中国经济从再次探底走向结构性修复

2022 年上半年，俄乌冲突带来的外部不稳定不确定因素增加，全球经济滞胀风险上升，3-5 月新一轮疫情冲击导致国内供给冲击、需求收缩、预期走弱三重压力进一步加大，二季度我国 GDP 增速仅有 0.4%，拖累上半年 GDP 仅同比增长 2.5%。从生产看，上半年工业生产虽被疫情打断但修复较快，服务业生产持续处在相对疲弱的状态。从需求看，上半年基建投资增速显著回升的同时制造业投资增速从高位回落，房地产投资则继续负增长，社零额增速则在疫情冲击之下出现短期大幅下滑，出口短期看具有一定韧性但或受外需收缩拖累。从价格看，上半年 PPI 与 CPI 之差持续收敛，中下游行业的利润承压状况有所缓解。从融资看，疫情冲击导致融资需求显著收缩，随着专项债加快发行社融规模及结构有所改善。从财政看，上半年减收扩支背景下财政收支缺口较大。从汇率看，二季度多重因素影响下人民币汇率波动幅度明显加大。

总体来看，中国宏观经济在超预期突发性因素的冲击下保持了一定韧性，下半年在稳增长政策的支撑下宏观经济将探底回升，但或将以结构性修复为主要特征，其中工业生产修复或依然好于服务业修复，基建投资增速有望稳中有升但房地产投资由负转正仍有较大压力，居民避险需求较高背景下消费反弹的基础尚不牢靠。

表 1 2022 年上半年中国宏观经济核心指标一览表

	2022 年		2021 年								最新
	Q2	Q1	Q4*	Q4	Q3*	Q3	Q2*	Q2	Q1*	Q1	变化
GDP (当季, %)	0.4	4.8	5.2	4.0	4.9	4.9	5.5	7.9	5.0	18.3	↓
GDP (累计, %)	2.5	4.8	5.1	8.1	5.2	9.8	5.3	12.7	5.0	18.3	↓
第一产业 (累计, %)	5	6.0	-	6.4	-	7.1	-	7.6	2.3	8.1	↓
第二产业 (累计, %)	3.2	5.8	-	2.5	-	3.6	-	7.5	6.0	24.4	↑
第三产业 (累计, %)	1.8	4.0	-	4.6	-	5.4	-	8.3	4.7	15.6	↓
工业增加值 (累计, %)	3.4	6.5	6.1	9.6	6.4	11.8	7.0	15.9	6.8	24.5	↓
服务业生产指数 (累计, %)	-0.4	2.5	6.0	13.1	-	16.3	-	21.5	6.8	29.2	↓
投资 (累计, %)	6.1	9.3	3.9	4.9	3.8	7.3	4.4	12.6	2.9	25.6	↑
社零额 (累计, %)	-0.7	3.3	3.9	12.5	3.9	16.4	4.4	23.0	4.2	33.9	↓
出口: 累计 (% , 美元)	14.2	15.8	-	29.9	-	33.0	-	38.6	-	49.0	↓
进口: 累计 (% , 美元)	5.7	9.6	-	30.1	-	32.6	-	36.0	-	28.0	↓
贸易顺差 (累计, 亿美元)	3854	1629	-	6764	-	4275	-	2515	-	1164	↑
CPI (累计, %)	1.7	1.1	-	0.9	-	0.6	-	0.5	-	0.0	↑
PPI (累计, %)	7.7	8.7	-	8.1	-	6.7	-	5.1	-	2.1	↑

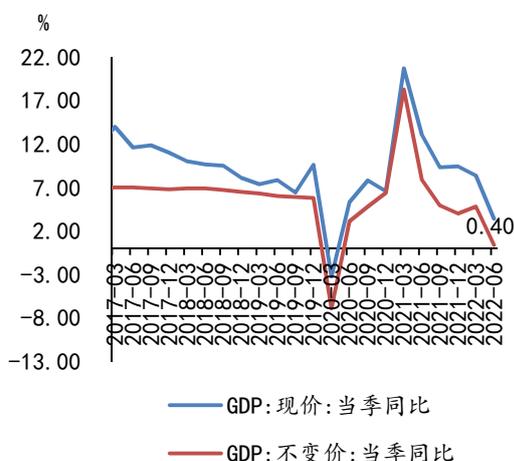
M2: 同比 (%)	11.4	9.7	-	9.0	-	8.3	-	8.6	-	9.4	↑
社融规模 (当季值, 万亿元)	8.9	12.1	-	6.6	-	7.0	-	7.5	-	10.3	↑
社融增速 (存量, %)	10.8	10.6		10.3	-	10.0	-	11.0	-	12.3	↓

(注: ↓、↑、↔分别表示表示 5 月份同去年同期增速相比为下降、上升或持平, *表示两年复合增速)

(一) GDP: 二季度经济增速再次探底, 下半年以修复性反弹为主线

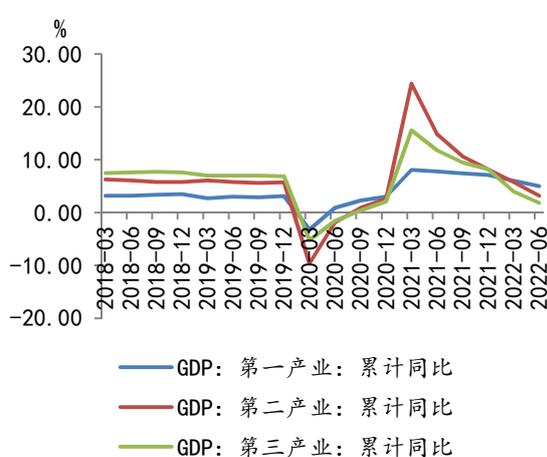
疫情冲击之下 GDP 增速疫情以来再次探底, 稳增长政策或将支撑经济修复性反弹。上半年 GDP 增速为 2.5%, 显著低于去年同期两年复合增速 (5.3%), 其中疫情冲击之下二季度 GDP 增速仅为 0.4%。上半年名义 GDP 增速同比增长 5.73%, GDP 平减指数为 3.66%, 随着 PPI 涨幅的回落, 平减指数自去年四季度以来逐季下行。分三大产业看, 上半年第一产业同比增长 5%, 第二产业同比增长 3.2%, 受疫情影响最大的第三产业同比仅增长 1.8%。展望下半年, 在疫情得到有效控制的前提下, 随着大规模稳增长政策效果显现, 叠加 2021 年下半年实际经济增长基数较低, 2022 年下半年整体经济或将修复性反弹为主线。

图 1: GDP 同比增速回落



数据来源: 中诚信国际整理

图 2: 第三产业增速回落更显著



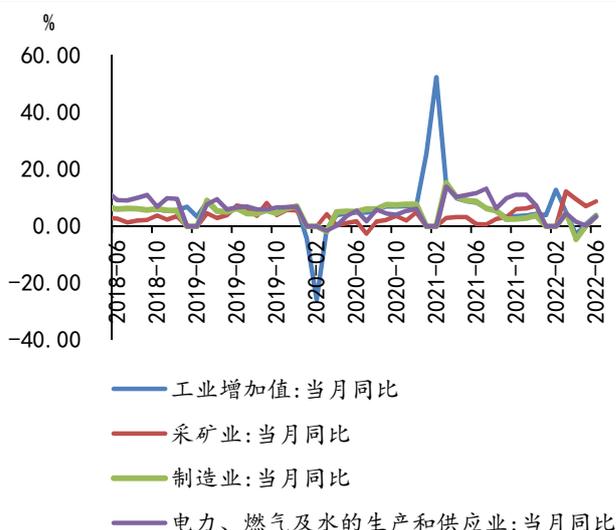
数据来源: 中诚信国际整理

(二) 生产: 工业生产疫后反弹较快, 服务业生产受损显著修复缓慢

工业生产修复被疫情打断但修复较快, 下半年或向常态化水平继续收敛。上半年规模以上工业增加值同比增长 3.4%, 低于一季度 6.5% 的增速水平。二季度月度数据呈边际修复趋势, 疫情冲击下 4 月当月增速放缓至 -2.9% 的增速水平, 5 月修复至 0.7%, 6 月继续改善至 3.9%, 总体看修复力度较强。后续来看, 二季度末疫情影响逐渐消退,

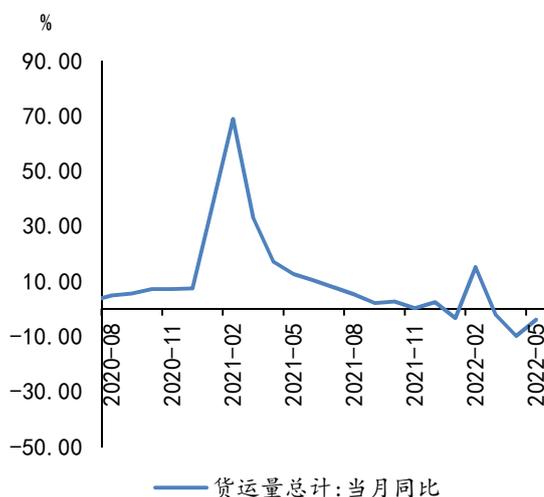
企业复工复产、物流堵点逐渐疏通，叠加稳增长政策支持，下半年工业生产或向常态化水平再次收敛。

图 3：工业生产因应冲击放缓



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 4：货运量开始边际回升



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

上半年服务业生产持续偏弱，下半年修复节奏或依旧相对缓慢。上半年，第三产业同比增速为1.8%，低于一季度（4%）和去年同期（8.3%）的增速水平，服务业生产指数同比下降0.4%，显著低于去年同期（21.5%）以及今年一季度（2.5%）增速水平。受高基数以及疫情冲击影响，上半年服务业生产指数总体走低，三月份以来已经连续3个月负增长，6月增速在疫情形势好转下虽由负转正至1.3%，但仍处于较低增速水平。从具体行业来看，上半年交通运输仓储邮政业、批发零售业和住宿餐饮业在疫情冲击影响下同比增速分别为-0.8%、0.9%和2.8%，低于今年一季度以及去年同期水平；供需低迷以及企业资金不足下房地产行业呈低迷态势，同比增速为-4.6%；信息传输、软件和信息技术服务业仍保持较高增速，同比增长9.2%。后续看，疫情反复风险仍存之下服务业的修复过程或相对缓慢。

图 5：服务业生产指数持续走低

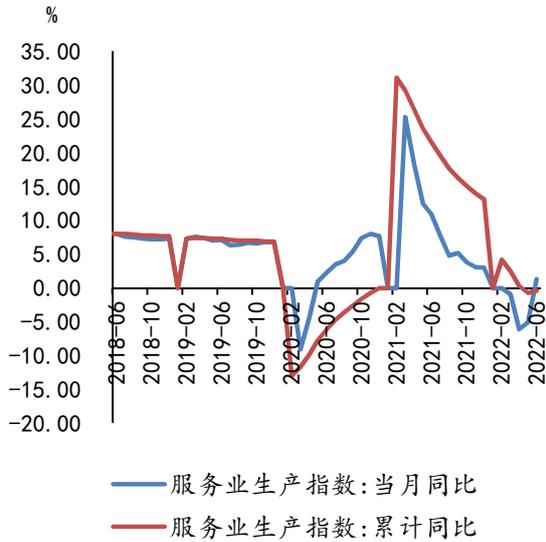
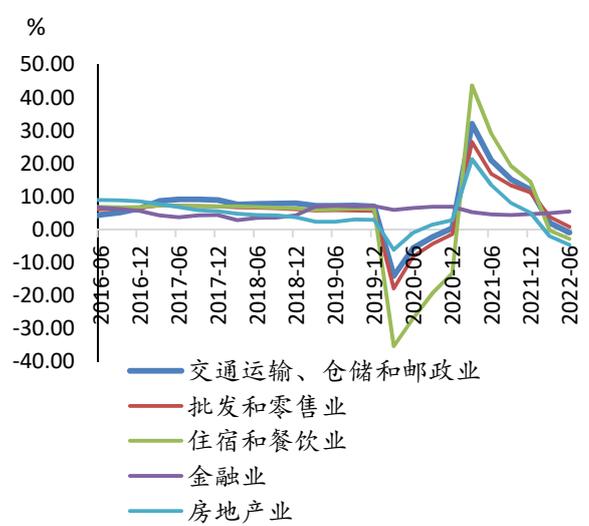


图 6：多数服务行业 GDP 增速回落



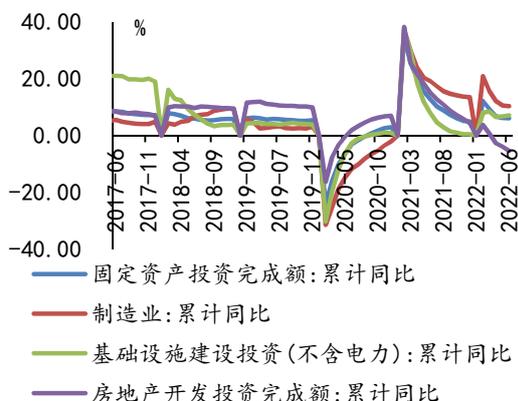
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（三）需求：需求不足且内部结构不平衡，下半年或仍以政策性因素为主要拉动

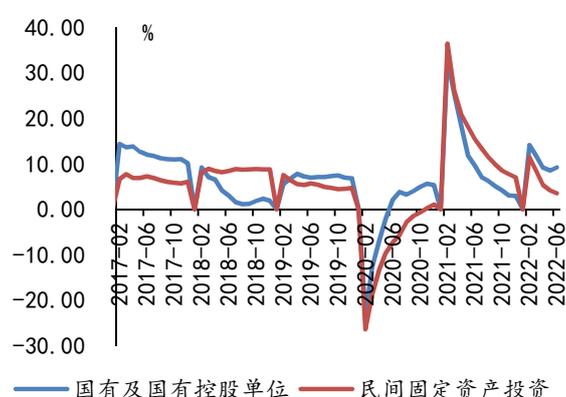
投资整体走弱，下半年制造业或低位运行，房地产投资仍有下行压力。上半年，投资同比增长 6.1%，高于去年同期两年复合增速（4.4%）水平。上半年财政前置叠加重大项目复工复产力度较大以及二季度疫情对基建投资影响相对较小，基建投资增速波动回升，仍保持了 7.1% 的较高增速水平。下半年央行引导政策性开发性银行落实好新增 8000 亿元信贷规模以及 6 月底出台 3000 亿元金融工具支持基础设施建设，基建稳增长确定性较强。在退税降费及保供稳价等一系列政策支撑以及出口带动作用下，一季度制造业投资总体保持了相对高的增速（15.6%），二季度疫情冲击下增速大幅回落至 1.4%。随着经济修复，制造业投资或有望边际改善，但在下半年减税降费力度大幅降低，叠加出口增速不稳影响，总体或仍将保持较低水平运行。前期政策调整带来的冲击作用仍在延续，二季度疫情再次反弹影响下房地产投资增速跌入负增长区间，由一季度的 0.7% 逐月跌至 -5.4%。虽然今年以来已有多地陆续放松房地产调控，商品房销售面积和销售额数据小幅改善但仍处于两位数的负增速区间、叠加居民购房意愿低迷以及“停贷”风波影响，后续房地产投资或将延续低迷，短期内仍将处于筑底阶段。

图 7：固定资产投资放缓



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

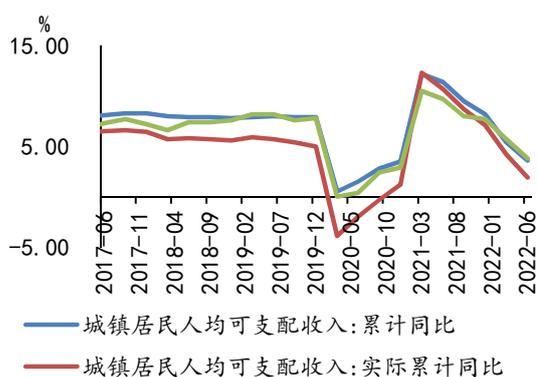
图 8：民间投资弱于国有投资



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

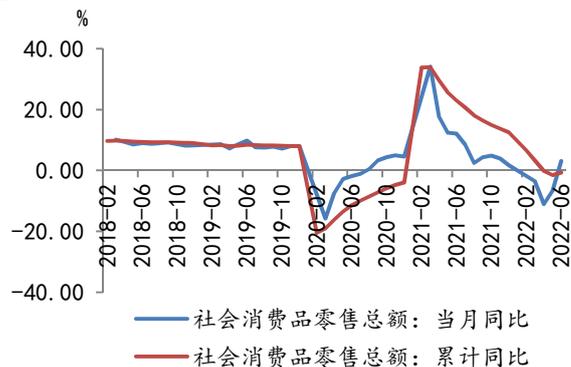
上半年社零额增速再现负增长，下半年消费意愿快速反弹或较难出现。二季度疫情拖累社零额增速进一步回落，由一季度 3.3% 的正增长转为二季度末下降 0.7%，低于去年同期 4.4% 的两年复合增速水平，扣除汽车消费增速为 -0.1%。从单月走势来看，6 月社零额单月增速在 5 月增速较低（-6.7%）的情况下回升至 3.1%，主要是疫情影响趋缓下带来的反弹式修复。但考虑到当前消费信心指数仍在谷底，且 2020 年社零额增速（累计）出现负增长之后经历了约一年的时间才由负转正，叠加疫情冲击下居民收入增速放缓，消费反弹的力度或仍然受限。

图 9：居民收入增速放缓



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 10：社零额增速总体走弱

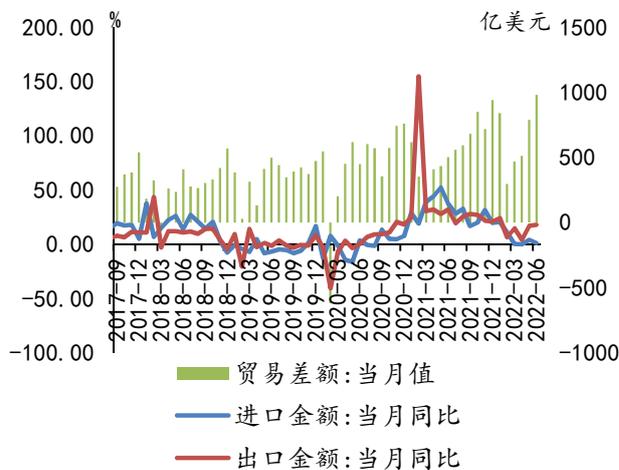


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

物流与供应链受阻引致出口增速受到扰动，下半年外贸或仍将承压。上半年出口同比增速为 14.2%，进口同比增长 5.7%，均低于去年同期以及一季度增速水平。从出口来看，疫情对物流与供应链循环的影响主要始自一季度末，4 月当月出口增速大幅

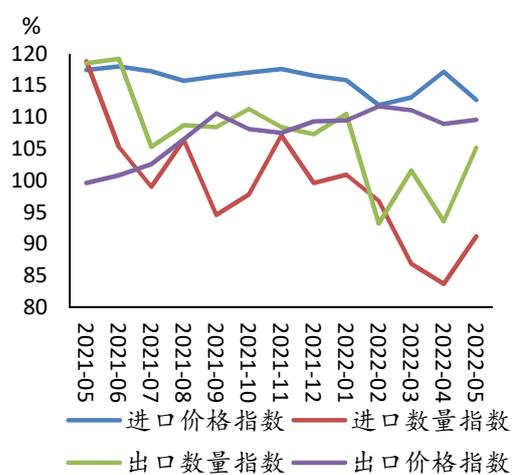
回落至 3.9% 的个位增速，随着疫情形势逐渐好转、企业复工复产前期积压订单加快生产以及物流逐渐畅通，5、6 月份出口增速持续反弹重回两位增速水平。从进口来看，随着疫情对经济的干扰减弱叠加国内稳增长政策持续发力，5 月进口增速由负转正，随着价格因素对进口增速的支撑有所减弱，叠加基数效应影响，6 月进口增速回落至 1%。后续来看，前期因疫情导致的供应链阻断持续修复以及积压订单的持续释放，短期内出口仍有韧性，但在全球经济修复放缓、海外主要央行纷纷开启加息潮及缩表政策带来的紧缩效应正逐渐显现，下半年我国外贸或仍将承压。

图 11：出口增长放缓但仍保持在较高水平



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 12：进出口价格走势



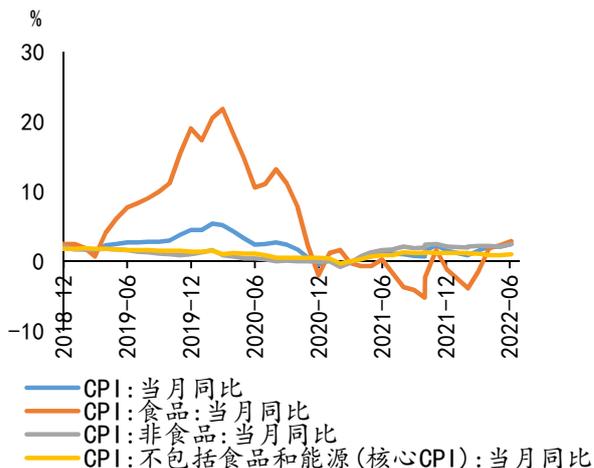
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（四）价格：PPI 与 CPI 价差持续收敛，三季度收敛趋势或延续

CPI 稳中有升 PPI 延续回落，短期内 CPI 仍有上行支撑，基数持续走高下 PPI 同比则大概率延续回落走势。上半年 CPI 同比上涨 1.7%，从月度走势来看，呈逐月上升态势，从年初的 CPI 同比上涨 0.9% 上涨至 6 月份的 2.5%。考虑到前期大宗商品价格高企对工业消费品价格的部分传导，以及部分养殖户“压栏惜售”叠加疫情趋稳后消费需求回升，短期猪肉价格或延续上行并对食品价格形成支撑。上半年 PPI 同比上涨 7.7%，同比增速呈逐月回落走势，从一月份的 9.1% 持续回落至 6 月份的 6.1%。随着今年以来稳增长持续加码，一系列保供稳价政策的落地实施，叠加翘尾因素影响，PPI 逐季回落，但受原油等国际大宗商品价格持续高位运行影响，输入性通胀压力上行，PPI 回落的幅度受到一定影响。但值得注意的是，随着美联储加息、美元指数走强以及欧美经济修复放缓需求减少，PPI 环比涨幅自二季度亦开始逐月回落，且当前

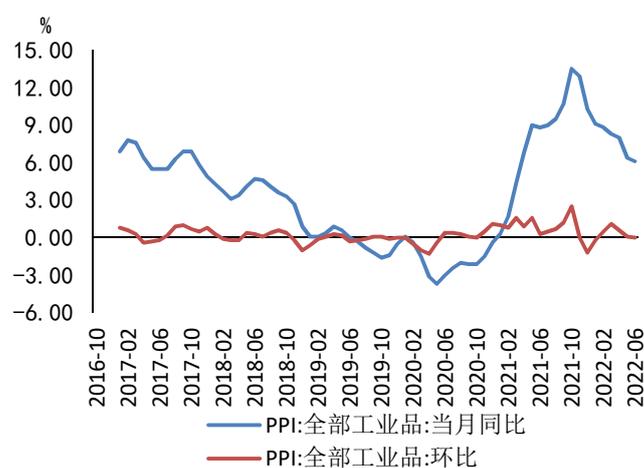
国际定价的有色金属价格以及原油价格涨幅同样出现边际放缓迹象，输入型通胀压力或迎来短时缓解。

图 13: CPI 保持在较低水平



数据来源: 中诚信国际宏观利率数据库

图 14: PPI 保持在较高水平



数据来源: 中诚信国际宏观利率数据库

(五) 金融：实体融资经历一轮显著收缩，改善可持续性仍有待观察

政策性因素是上半年支撑社融增速的主要因素，融资规模扩大结构改善的可持续性仍有待观察。一季度社融增速在稳增长政策支撑下较去年四季度有所回暖，但疫情冲击下新增社融规模在 4 月份出现了显著的收缩，随着稳增长政策提速加码特别是财政前置的拉动作用，5 月及 6 月融资情况显著改善。从融资规模看，1 至 6 月新增社融规模总计达 21 万亿元，相比去年同期多增 3.2 万亿元，但其中政府债券融资规模同比多增 2.2 万亿元，剔除掉政府债融资之后，上半年社融存量增速从当前的 10.8% 回落至 9.3%。从信贷结构看，6 月企业中长期贷款占比提高，票据融资冲量特征显著缓解，考虑到专项债 6 月集中发行以及国常会新增 8000 亿信贷额度用于基建，企业中长期贷款明显好转，而上半年政策推动基建相关融资明显改善有关。同时，企业中长期贷款

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_44219

