疫情好转带动下半年经济回升

—宏观半年度报告

所属部门：总量研究部　报告类别：宏观研究报告　报告时间：2022 年 7 月 19 日
分析师：陈雳　执业证书：S1100517060001　联系方式：chenli@cczq.com
联系人：崔裕　执业证书：S1100120080004　联系方式：cuiyu@cczq.com
北京：东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 6 层，100005　深圳：福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000
上海：陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120　成都：高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

❖ 川财宏观观点：疫情好转带动下半年经济回升

当前疫情是国内面临的较大的不确定因素，并且个别地方出现防疫层层加码的情况，不仅会增加国家防疫成本，还会扰乱正常的经济秩序，不利于我国经济平稳健康发展。由于三月份上海疫情的爆发，导致长三角多地区域生产停摆，物流不畅不仅仅影响消费和生产，也使得供应链中断，没有疫情的地区企业出现上游缺材料、下游无订单等问题，企业压力经由就业和收入向居民部门传导，需求不足还会反过来降低企业的生产意愿。长三角经验显示，我国一方面要积极疏通堵点、开辟制造业绿色通道，另一方面，要开辟经济的新增长极和产业备份。

积极的财政政策和稳健的货币政策协调配合。在当前国内外形势下，我国经济仍然面临下行压力，积极的财政政策和稳健偏宽松的货币政策基调不会改变，首要目标依旧是稳增长、保就业。近日央行连续地量逆回购，主要因为当前银行间体系流动性合理充裕，并不意味着货币政策的转向，预计下半年货币政策与财政政策仍将协调配合，共同发力。

积极的财政政策实质更加积极，鉴于上半年经济增长面临的压力，稳增长政策力度还会加大。财政政策方面，基建投资是当前稳经济的重要抓手，在地方隐性债务监管趋严背景下，特别国债能够将筹措的资金运用到基建项目，不排除下半年发行特别国债的可能性。另外，增加的财政支出要切实落地到稳增长上来，在促消费方面，用消费券资金支持汽车消费，更大力度向购买新能源汽车倾斜，鼓励报废老旧汽车、更换新车，扩大购置新车的补贴范围；在扩大投资方面，加快地方政府专项债券使用并扩大支持范围；在助企方面，出台留抵退税措施帮扶中小微企业，增加企业现金流，缓解企业资金压力。

总量货币政策稳中偏松，下半年结构性工具是主角。目前流动性保持在较合理充裕还略微偏多的水平上，未来央行将综合考虑经济增长、物价形势等基本面情况，合理搭配货币政策工具，保持流动性合理充裕，进一步推动金融机构降低企业融资成本，为巩固经济恢复创造适宜的货币金融环境。上半年企业贷款利率稳中有降，再创有统计记录以来的新低。下一步，人民银行将加大稳健货币政策的实施力度，用好支持中小企业和绿色转型等结构性货币政策工具，营造良好货币金融环境，形成政策合力，保持经济运行在合理区间。

❖ 风险提示：疫情超预期波动风险、下游需求不及预期、货币政策变化。

正文目录

一、上半年宏观经济形势 4
二、前瞻数据表现：经济景气水平回升 4
二、生产指标：国民经济恢复总体平稳 6
三、消费：消费已经重新回到平稳回升的趋势 8
四、投资：固定资产投资稳固增长 8
五、进出口：我国外贸继续保持稳定增长 10
六、PPI 同比增速继续回落 11
七、CPI 同比增速温和回升 12
八、社融新增规模大幅超预期 13
九、后续宏观形势展望 15
风险提示 16

图表目录

图 1. 制造业 PMI 回升 5
图 2. 小企业制造业压力较大 5
图 3. 制造业企业原材料补库有所增加 5
图 4. 价格指数回落 5
图 5. 新订单指数回升 6
图 6. 新出口订单指数回升 6
图 7. 工业增加值增长回暖 7
图 8. 疫情影响工业增加值环比增速波动 7
图 9. 高技术产业增速扩大 7
图 10. 社零总额出现回升 8
图 11. 社零同比增速回升 8
图 12. 固定资产投资表现平稳 9
图 13. 固定资产投资同比增速平稳 9
图 14. 制造业投资增速回落 9
图 15. 基建投资稳增长发力 9
图 16. 房地产在固定资产投资中占比 10
图 17. 出口金额同比增速韧性仍在 11
图 18. 进口金额同比增速承压 11
图 19. PPI 同比增速持续回落 11
图 20. 上游原材料价格承压 11
图 21. 黑色、有色金属价格环比上升 12
图 22. CPI 同比增速温和回升 13
图 23. 交通通信项涨幅较高 13
图 24. 社融增速超预期 14
图 25. 政府债券发行大幅提升 14
图 26. 人民币贷款增多 14
图 27. 4 月企业债券融资回暖 14

一、 上半年宏观经济形势

在去年年底的中央经济工作会议提到指出，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。今年 3 月份以来的疫情冲击以及海外多重不确定事件更是加大了我国经济下行压力。

在需求收缩方面，在疫情封控的影响下，居民消费意愿降低，疫情对跨区域消费冲击明显，尤其是服务业。此外，互联网的迅速发展提前透支了行业红利，互联网行业也出现了裁员潮现象，部分行业失业率增加，这也在一定程度上减弱了需求。在经济下行环境下，居民对未来经济形势持有谨慎态度，企业融资需求不足，企业和居民的消费意愿不断收缩。

除了需求收缩之外，我国在供给中也存在不利冲击，主要集中在供应链保障不足和劳动力短缺这两方面。从生产要素看。一是能耗双控实践中，一些地方为了尽快完成目标出现了“一刀切”的做法，导致市场能源供应一度出现短缺局面。要严防地方环保、产业政策一刀切，如在能源角度要短时兼顾国情。二是原材料供给冲击，原材料价格大幅上升或供给不足。三是劳动力供给冲击。由于老龄化、晚婚晚育、少子化等原因，人口自然增长率持续走低，劳动力供给下降。

居民消费不足、企业投资不足，导致经济下行压力进一步加大，从而反映到居民和企业预期进一步悲观，形成收缩循环。这就会使得各种经济政策的刺激效果大打折扣。如果提升预期也是经济政策下一步的关键点。

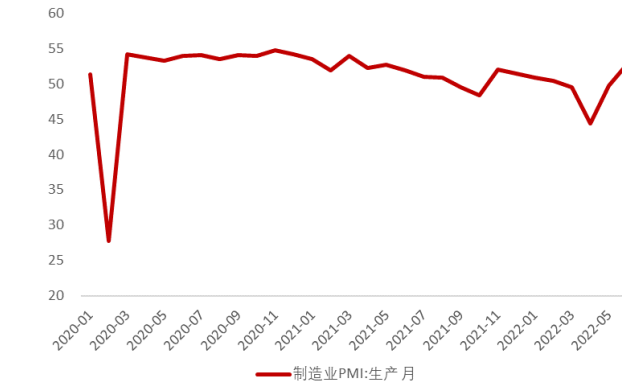
当前疫情是国内面临的较大的不确定因素，并且个别地方出现防疫层层加码的情况，不仅会增加国家防疫成本，还会扰乱正常的经济秩序，不利于我国经济平稳健康发展。由于三月份上海疫情的爆发，导致长三角多地区域生产停摆，物流不畅不仅仅影响消费和生产，也使得供应链中断，没有疫情的地区企业出现上游缺材料、下游无订单等问题，企业压力经由就业和收入向居民部门传导，需求不足还会反过来降低企业的生产意愿。长三角经验显示，我国一方面要积极疏通堵点、开辟制造业绿色通道，另一方面，要开辟经济的新增长极和产业备份。

二、 前瞻数据表现：经济景气水平回升

今年 3 月份以来，我国多地受到突如其来“奥密克戎”冲击的影响，尤其是东部沿海地区，交通物流不畅，产能利用率有所降低，部分工业企业开工受到影响，突发因素超出预期。中小微企业和服务业在此次疫情中受到较大冲击，制造业和服务业 PMI 连续三个月低于临界点。随着国内疫情防控形势持续向好，稳经济一揽子政策措施加快落地生效，我国经济总体恢复加快。

从不同企业规模来看，大型企业 PMI 为 50.2%，比上月下降 0.8 个百分点，仍旧在临界点之上；中、小型企业 PMI 分别为 51.3%和 48.6%，比上月均上升 1.9 个百分点，中型企业景气度出现大幅回升，但小型制造业企业当前仍面临较大的生产压力，下游小微企业生产经营受到较大影响。6 月疫情基本得到控制,政策重心从防疫逐渐回归到稳增长，在一系列促进工业经济平稳增长等政策措施的大力支持下，受抑制的产需将会逐步恢复，景气水平有望继续回暖。

图1. 制造业 PMI 回升



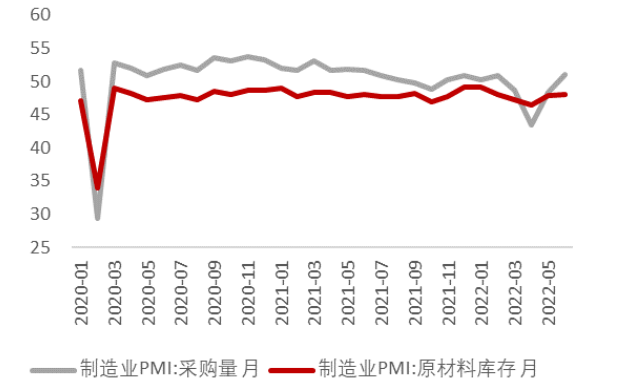
资料来源：iFinD，川财证券研究所

图2. 小企业制造业压力较大

资料来源：iFinD，川财证券研究所

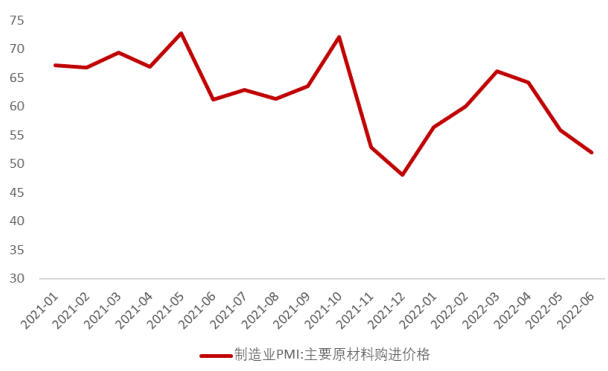
制造业生产经营活动积极复苏。6 月份制造业 PMI 为 50.2%，比上月上升 0.6 个百分点，在连续三个月收缩后重返扩张区间，积极因素较为显著。3 月以来，全国多地出现聚集性疫情，再加上俄乌冲突地缘政治不确定性因素增加，我国企业的生产经营活动受到一定影响，经济总体景气水平出现回落。但是当前全国疫情整体已经得到有效控制，各地复工复产逐步推进，制造业生产出现较快恢复。

图3. 制造业企业原材料补库有所增加



资料来源：iFinD，川财证券研究所

图4. 价格指数回落

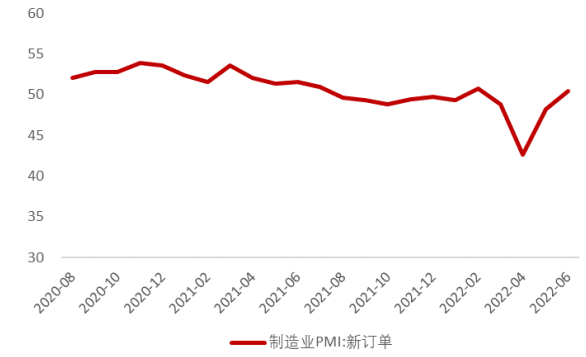


资料来源：iFinD，川财证券研究所

制造业生产和需求景气水平均有所改善。生产方面，6 月制造业生产指数和新订单指数

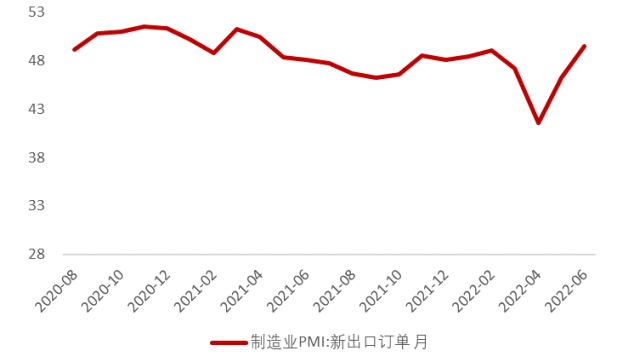
分别为 52.8%和 50.4%，高于上月 3.1 和 2.2 个百分点，均升至扩张区间，表明制造业产需均有不同程度恢复。一方面复工复产之后，人员到岗逐渐增加，另一方面物流运输畅通，交货周期缩短，产能利用率升高。6 月供应商配送时间指数为 51.3%，高于上月 7.2 个百分点，供应商交货时间较上月明显加快，有效保障企业生产运行。外需方面，6 月新出口订单指数为 50.1%，较上月回升 3.9 个百分点，上升到荣枯线以上，但是与疫情前的外需水平相比还有回升空间。

图5. 新订单指数回升



资料来源：iFinD，川财证券研究所

图6. 新出口订单指数回升

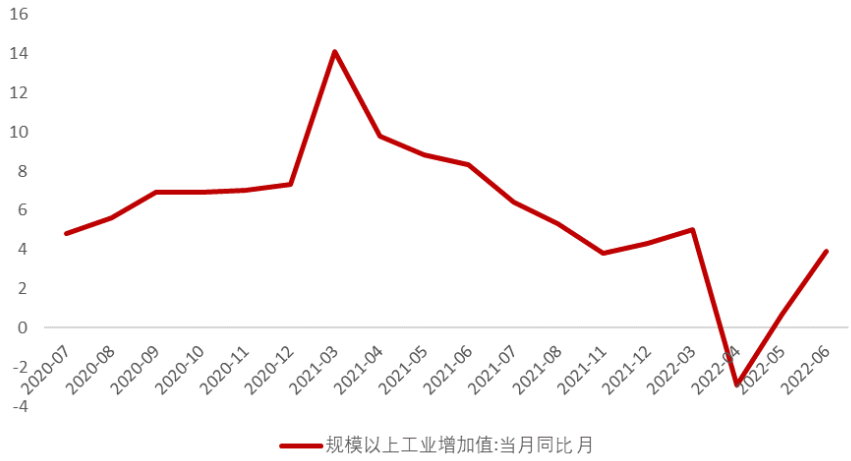


资料来源：iFinD，川财证券研究所

二、生产指标：国民经济恢复总体平稳

7 月 15 日，国家统计局公布数据，初步核算，上半年国内生产总值 562642 亿元，按不变价格计算，同比增长 2.5%，其中，二季度，我国 GDP 为 292464 亿元，按不变价格计算，同比增长 0.4%，二季度我国多地遭受疫情冲击成为拖累上半年经济增长的主要影响因素。但是 5 月份以来，在我国疫情防控的高效统筹下，各行各业积极复工复产，顶住压力逐步趋稳。

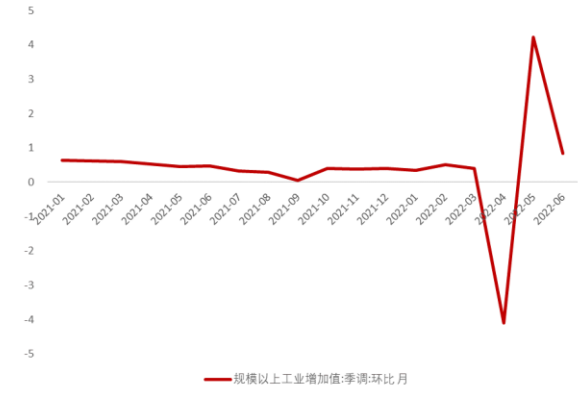
图7. 工业增加值增长回暖



资料来源：iFinD，川财证券研究所，单位：%

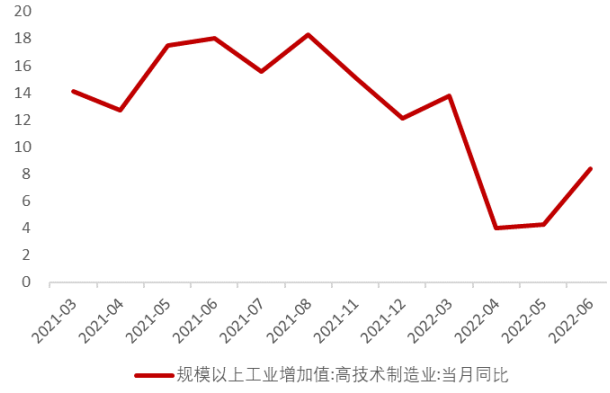
工业生产继续企稳回升。今年上半年全国规模以上工业增加值同比增长 3.4%，其中高技术制造业增加值增长 9.6%，增速比规模以上工业快 6.2 个百分点，高技术制造业仍保持较快增长。虽然今年春季疫情在全国多地反弹，经济发展受到严重冲击，二季度经济下行压力明显加大，但是 5 月份以来，东部沿海地区疫情逐步得到有效控制，物流也在恢复畅通，企业复工复产稳步推进，企业生产复苏趋势不变。6 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 3.9%，较前值扩大 2.6 个百分点。在创新驱动发展战略下，我国科技创新能力不断提高，产业技术密集程度稳步提升。展望后续来看，稳增长战略持续发力，并且多项金融扶持政策能够进一步加大金融对实体经济特别是受疫情严重影响行业和中小微企业、个体工商户的支持力度，能够明显地起到助企纾困的效果，创造更加适宜的融资环境，稳定中小微企业经营预期，最终帮助企业渡过难关。

图8. 疫情影响工业增加值环比增速波动



资料来源：iFinD，川财证券研究所

图9. 高技术产业增速扩大

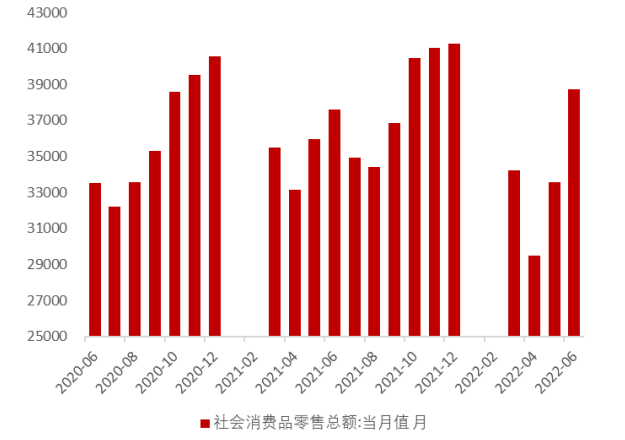


资料来源：iFinD，川财证券研究所

三、消费：消费已经重新回到平稳回升的趋势

国内消费增速有所回落。上半年，社会消费品零售总额 210432 亿元，同比下降 0.7%，其中餐饮收入下 7.7%，成为主要拖累项。社零增长为负的主要影响因素是疫情，消费场景受到限制，消费增速放缓。但是当前疫情已经得到有效控制，消费已经重新回到平稳回升的趋势。今年以来新冠疫情在多地爆发，持续时间长，受波及的城市较多，对消费市场造成影响较大，特别是餐饮和旅游，消费场景受到较大限制，对于未受疫情影响的地区，旅游业仍保持较快复苏趋势。中长期来看，我国经济具备较强韧性，当前我国仍具有较大的消费潜力。

图10. 社零总额出现回升



资料来源：iFinD，川财证券研究所

图11. 社零同比增速回升

资料来源：iFinD，川财证券研究所

四、投资：固定资产投资稳固增长

固定资产投资稳固增长，高技术产业投资快速增长。上半年全国固定资产投资（不含农户）271430 亿元，同比增长 6.1%，其中基础设施投资同比增长 7.1%.当前我国经济下行压力有所加大，我国经济工作以稳增长为主，下半年将陆续落地大量基建项目，全年有望在基建端发力。高技术产业投资增长 20.2%，高技术制造业中，电子及通信

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_44232