

周度经济观察

——国内宽松延续，外部约束放松

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2022 年 8 月 2 日

内容提要

7 月疫情形势的再度恶化对国内经济活动形成明显冲击。不过 7 月下旬以来国内新增确诊病例出现下降的迹象，这一趋势的维持有助于经济的重新上行。考虑到病毒的传播性和国内的防控政策，下半年国内经济将在波折中缓慢恢复。

近期短期地缘政治风险对市场形成冲击，但从国内经济温和复苏以及流动性宽松的情况来看，权益市场趋势下行的概率较低，市场仍然处于震荡的过程之中。

美国 GDP 连续两个季度的环比负增长，巩固了市场对于美联储明年停止加息的预期。当前市场正处于加息交易尾声、与衰退到来的喘息期，美国长债收益率和美元指数可能正在见顶，这一过程将放松外部环境对我国货币政策的约束。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

3 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

一、疫情再度冲击经济，地产销售或在触底

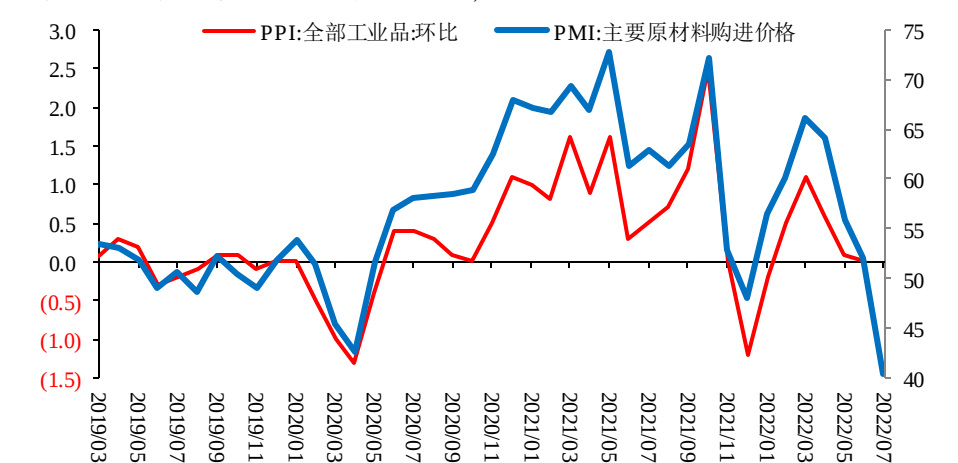
7月中采制造业PMI为49，较上月回落1.2个百分点。当月数值和环比变化均显著弱于季节性特征。

分项来看，生产、新订单、新出口和在手订单出现全面回落。这一回落可能主要是疫情形势的恶化所致，这也与7月中旬开始人流物流数据走弱相一致。服务业PMI回落1.5个百分点，同样反映了疫情冲击的影响。

价格层面，原材料购进价格指数为40.4，较上月大幅回落11.6个百分点，同期大宗商品价格也出现大幅下滑。

合并量价数据而言，7月疫情形势的再度恶化对经济活动形成明显冲击。但是7月下旬以来国内新增确诊病例出现下降的迹象，这一趋势的维持有助于经济的重新上行。考虑到病毒的传播性和国内的防控政策，下半年国内经济将在波折中缓慢恢复。

图1：PMI原材料购进价格与PPI环比，%



数据来源：Wind，安信证券

7月28日政治局会议再次强调“压实地方政府责任，保交楼、稳民生”。保交楼在去年恒大事件发生后就被中央强调是地方政府的职责，也是此前地方政府收紧预售资金监管的重要原因，因此保交楼最终落地的概率可能性较大。

7月11日停贷事件蔓延至今，高频的销售数据显示，7月中下旬商品房销售相比上月没有出现明显减速。此外，7月31日中指和克尔瑞也公布了房地产企业的销售排名，民营房企的销售排名也没有显著下滑。这些数据可能说明停贷事件对居民购房行为的冲击有限。伴随保交楼政策的落地，房地产销售可能正在触底，但民营房企流动性压力的缓解，以及投资活动的恢复可能仍需等待。

总体来看，下半年疫情形势的变化对经济活动的恢复形成扰动，房地产投资偏弱的表现压制了经济恢复的中枢，稳增长政策更多集中在基建和货币政策的宽松，未来经济总体处在温和回升的过程中。

表1 TOP30 民营房企销售排名变化情况

	中指			克尔瑞		
	6月排名	7月排名	变化	6月排名	7月排名	变化
碧桂园	1	1	0	1	1	0
融创	7	9	2	7	8	1
龙湖	10	10	0	10	10	0
新城	15	14	-1	16	16	0
滨江	16	15	-1	12	11	-1
旭辉	19	16	-3	15	14	-1
世茂	18	17	-1	22	22	0
金科	17	19	2	20	23	3
中梁	20	21	1	27	27	0
雅居乐	22	23	1			

资料来源：中指，克尔瑞，安信证券

二、震荡或将延续

近期中美关系再度生变，市场风险偏好快速回落，A股大幅下跌，中国台湾、香港的股市也明显走弱。

从过往的经验来看，地缘政治风险往往会在短期之内对市场形成冲击，但难以主导最终市场的趋势，尤其是在不发生军事冲突的前提下。

从国内政策层面来看，此前市场预期的特别国债的发行、赤字率的上调、消费券的发行等政策出台的概率较低，稳增长发力的方向主要集中在基建和货币政策上。8月专项债的加速使用有助于推动基建投资进一步上行。流动性环境的宽松将主要与经济恢复的情况有关，国内相对稳定的通胀环境、以及美元指数的企稳都使得国内货币政策宽松面临的制约减弱。因此在经济弱势复苏的背景下，8月份流动性环境的宽松有望维持。

尽管7月PMI数据出现下行，但这一下行更多是短期疫情冲击所致，经济回落的幅度较小。从季度数据来看，三季度企业的盈利将仍然处于回升的过程中，这一过程有望持续至年底。

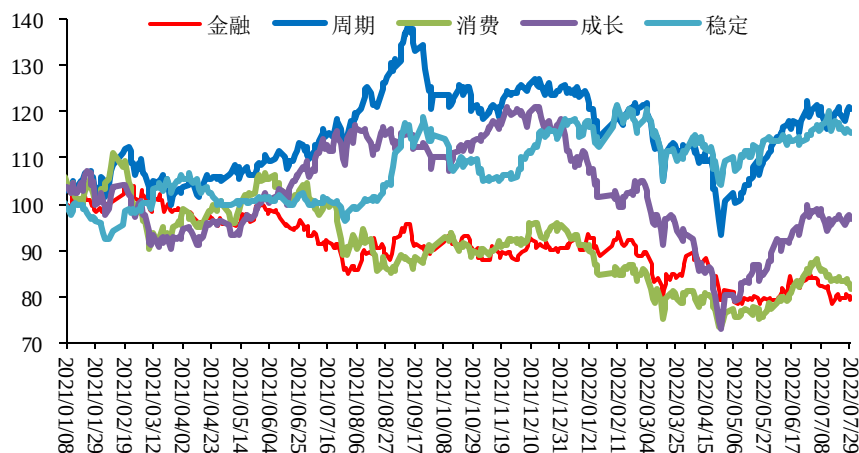
因此合并而言，短期地缘政治风险对市场形成冲击，但从国内政策和经济情况来看，权益市场系统性下行的概率较低，市场仍然处于震荡的过程之中。

上周以来债券市场收益率普遍下行，流动性环境的宽松以及PMI数据的走弱是推动收益率下行的主因。

此前债券市场的担忧主要集中在经济的持续回升、信贷的大幅扩张，但从7月的经济数据以及政治局会议的表态来看，大规模刺激政策出台的概率在减弱。下半年对经济恢复影响最大的变量在于疫情以及房地产市场。从7月的情况来看，疫情反复对经济活动的影响仍然明显，消费和服务业的恢复存在波折。而房地产市场即便销售最终触底，但企业的流动性问题解决，投资活动改善还需要更长时间，所以经济总体的增长水平可能较低，这使得信贷增速最终的回升也相对温和。

在此背景下，债券市场利多的信号在逐步确认，收益率处于易下难上的环境中。

图2：各风格指数



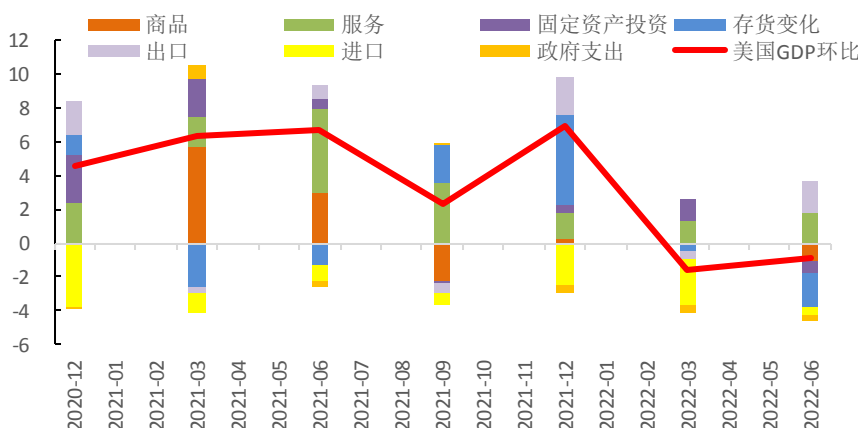
数据来源：Wind，安信证券

以 2021 年 1 月 2 日为 100

三、美国经济陷入衰退了吗？

二季度美国经济增长依然延续了去年四季度以来的放缓趋势。其中，二季度 GDP 环比折年率-0.9%，低于市场普遍预期，尽管降幅较上季度收窄 0.7 个百分点，但依然延续了年初以来的萎缩态势；二季度 GDP 同比也下滑至 1.6%，但由于疫情的扰动，同比数据受基数影响较大，参考意义相对有限。

图3：美国 GDP 环比折年率与分项拉动率，%，百分点



数据来源：Wind，安信证券

从环比角度来看，仅有服务消费和出口对 GDP 的拉动率为正，这或与疫情缓解有关；企业存货摆动对 GDP 的拖累最大，负向下拉 2 个百分点，在经历了去年下半年需求复苏和供应链不畅背景下的大幅补库之后，伴随着今年以来供需因素的缓解，库销比上升，企业补库意愿下降；居民商品消费对 GDP 环比的拖累从 0.1 个百分点升至 1.1 个百分点，反映出疫情缓解后服务消费对货物消费的替代、以及前期商品需求透支的影响；进口出现明显放缓，对 GDP 的拖累从 2.7 个百分点降至 0.5 个百分点；在财政退坡和货币紧缩条件下，政府支出延续了去年以来对 GDP 的负向拉动，住宅投资对 GDP 的拉动率转负，较上月下滑 0.7 个百分点；尽管非住宅类固定资产投资对 GDP 的拉动率为 0，但较上月回落 1.3 个百分点。

表 2：美国 GDP 环比折年率以及各分项环比拉动率，%，百分点

分项	2022-06	2022-03	2021-12	2021-09	2021-06
GDP 环比折年率	-0.9	-1.6	6.9	2.3	6.7
个人消费支出	0.7	1.2	1.8	1.4	7.9
商品	-1.1	-0.1	0.3	-2.2	3.0
耐用品	-0.2	0.5	0.2	-2.5	1.0
非耐用品	-0.9	-0.6	0.1	0.3	2.0
服务	1.8	1.3	1.5	3.6	4.9
国内私人投资	-2.7	0.9	5.8	2.1	-0.7
固定资产投资	-0.7	1.3	0.5	-0.2	0.6
非住宅	0.0	1.3	0.4	0.2	1.2
住宅	-0.7	0.0	0.1	-0.4	-0.6
存货变化	-2.0	-0.4	5.3	2.2	-1.3
净出口	1.4	-3.2	-0.2	-1.3	-0.2
出口	1.9	-0.6	2.2	-0.6	0.8
进口	-0.5	-2.7	-2.5	-0.7	-1.0
政府支出	-0.3	-0.5	-0.5	0.2	-0.4
联邦	-0.2	-0.5	-0.3	-0.4	-0.4
州和地方	-0.1	-0.1	-0.2	0.5	0.0

数据来源：Wind，安信证券

合并而言，美国 GDP 数据所反映出的美国经济正在放缓是毫无疑问的，并且在高通胀和加息的影响下，下半年美国经济继续放缓的趋势也相对确定。

但即便满足了“连续两个季度 GDP 萎缩（环比负增长）”的技术性衰退特征，也难言美国经济当下已经进入衰退。

事实上，即使是负责确认衰退时期的非营利性学术组织——美国全国经济研究所(National Bureau of Economic Research, 以下简称 NBER)，也并没有对衰退给出明确的定义，只是模糊地声称衰退表现为：经济活动出现显著下滑，并且遍及各个领域，持续时间在几个月以上。

而对确定衰退起止时点的判断，则是 NBER 下属的、由美国多所大学的 8 名经济学家组成的商业周期测定委员会(Business Cycle Dating Committee)具体负责，其通常需要在衰退结束以后的几个月甚至几年才作出判定，因此其对衰退的确认属于事后回顾性质，而非实时监测。

至于“GDP 连续 2 个季度的负增长即为技术性衰退”的说法，则更多是在经济分析中所使用的经验之谈。一部分的原因可能在于，除了 2020 年疫情冲击以外，过往 NBER 所确定的衰退时期通常大于 6 个月。

那么，当前美国 GDP 连续两个季度环比为负，是否能够确认为衰退呢？

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_44692

