

主要结论

海外紧缩与衰退共振：近日，美国商务部公布数据显示，二季度美国 GDP 年化环比下降 0.9%，连续两个季度经济出现下滑，已符合技术性衰退的标准定义。此前，美联储宣布如期加息 75BP，偏向条件性的鸽派立场，并认为后续进程主要依赖未来的数据变动，所持观点与立场部分弱化了市场对 9 月大幅加息的预期。另外，7 月 21 日，欧央行宣布加息 50BP，提前退出负利率时代，同时正式推出 TPI 工具。短期内，在供给短缺下的欧洲通胀仍很难出现缓和趋势，内部社会矛盾或将加剧，因此 7 月欧央行的政策抉择坚定偏鹰。总体来看，目前美国经济的衰退风险已逐渐凸显，尽管美联储对增长下行的关注度确有上升，但其在减轻经济放缓与抑制高企通胀的天平上大概率向后者倾斜，因此下半年美国经济的下行压力仍将存在。同时，欧洲正面临多重外部不确定因素的干扰以及能源与食品价格上涨的威胁，短期内，经济衰退与通胀高企的风险并行。若后续通胀水平居高不下，预计欧央行在 9 月议息会议上采取更鹰派的政策。后续我们应主要关注海外 7 月 CPI 以及通胀预期等数据，从而预测海外经济在“紧缩”与“衰退”博弈共振中的未来走向，同时警惕海外央行持续收紧的货币政策对全球经济产生的利空影响。

国内二季度经济实现正增长：7 月 15 日，据国家统计局初步核算，二季度 GDP 同比增长 0.4%，较一季度下滑 4.4%；二季度季调后环比增速由一季度 1.4% 转负为 -2.6%，大幅下滑 4%。国家统计局表示“二季度经济顶住压力实现正增长”。自 2022 年 4 月以来，我国经济遭遇多重突发外部因素冲击，4 月主要金融经济指标严重下跌，随着稳增长政策的切实落地，二季度随后两月经济呈现向好趋势。综合而言，由于本土疫情的冲击，二季度经济增速明显下滑，但仍然保持正向增长，大部分经济指标已出现边际改善。虽然我国经济已走过最黑暗阶段，开始进入复苏时期，但疫后的复苏仍然需要积极政策的支持。考虑到下半年经济修复所面临的多重挑战，我们认为政策应通过保就业的途径实现对我国消费的部分支撑，通过完善新老基建的庞大资金来源进一步夯实下半年经济发展基石，通过刺激新能源与新产业的产业链活力谋求新的经济增长点，通过切中时弊的地产政策有效确保地产远离失速与趋势平稳，从而为下半年的经济增速蓄积力量。

分析师：夏豪杰

从业资格号：F0275768

投资咨询号：Z0003021

电话：0755-23510053

邮箱：15051@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、热点事件梳理及展望

1. 海外紧缩与衰退共振

当地时间7月28日，美国商务部公布数据显示，**二季度美国GDP年化环比下降0.9%**，连续两个季度经济出现下滑，已符合技术性衰退的标准定义。然而，美国经济衰退的官方仲裁机构——国家经济研究局将“经济衰退”定义为“经济活动在整个经济中持续数月以上的显著下降，通常在生产、就业、实际收入和其他指标中可见”。由于负增长时间跨度有限，当下美国就业市场仍然强劲，美财政部长耶伦已否认经济陷入衰退，并强调了降低通胀为政府的首要任务。另外，美国二季度核心PCE物价指数初值环比升高4.4%，分别较预期与一季度终值降低0.1%与0.8%，预示着通胀已有降温趋势，不排除通胀见顶可能性。

此前，在7月议息会议上，**美联储宣布如期加息75BP**：利率方面，委员会全票同意将政策利率目标区间上调至2.25-2.5%，并重申持续加息的适当性；资产负债表方面，美联储继续推进缩表计划，预计将于9月后实现美债与MBS的翻倍，达到每月950亿美元的上限；经济方面，近期支出和生产指标已经走弱，失业率依然较低，加之通胀居高不下，体现出外部不确定因素导致的供需失衡、能源价格上涨以及更广泛的价格压力。总体而言，本次议息会议美联储偏向条件性的鸽派立场，并认为后续进程主要依赖未来的数据变动，会议持有的观点和立场部分弱化了市场对9月大幅加息预期。

另外，北京时间7月21日，**欧央行议息会议宣布加息50BP**，提前退出负利率政策，主要再融资业务利率、边际贷款便利利率和存款便利利率分别上调至0.50%、0.75%和0.00%。同时，欧央行正式推出TPI工具，允许欧元区体系在二级市场购买融资条件正在恶化且没有得到国家基本面保证的司法管辖区发行的证券。TPI购买规模将取决于货币政策传导面临风险的严重程度，购买不受事前限制。整体来看，欧央行本次加息偏鹰，超出6月议息时给出的“7月份加息25BP”的预期引导，我们认为，这是高企通胀下的必然选择。6月欧元区通胀率同比增速高达8.6%，核心通胀同比增速为3.7%，均处历史高位。同时，绵延不断的地缘政治风险一再推升欧洲通胀，其中具有低粘性通胀属性的食品类、能源类对欧洲通胀的贡献或将在年底达到阶段性高峰。短期内，在供给短缺下的欧洲通胀仍很难出现缓和趋势，内部社会矛盾或将加剧，因此7月欧央行的政策抉择坚定偏鹰。同时，由于目前欧洲部分国家经济状况不佳且流动性偏紧，市场对欧洲爆发新一轮债务危机的担忧进一步攀升。

综上，目前美国经济的衰退风险已逐渐凸显，尽管美联储对增长下行的关注度确有上升，但其在减轻经济放缓与抑制高企通胀的天平上大概率向后者倾斜，因此下半年美国经济的下行压力仍将存在。同时，欧洲正面临多重外部不确定因素的干扰以及能源与食品价格上涨的威胁，短期内，经济衰退与通胀高企的风险并行。若后续通胀水平居高不下，预计欧央行在9月议息会议上采取更鹰派的政策，海外央行的持续收紧货币政策对全球经济将有一定的利空影响。后续我们应主要关注海外7月CPI以及通胀预期等数据，从而预测海外经济在“衰退”与“紧缩”博弈共振中的未来走向，同时警惕海外央行持续收紧的货币政策对全球经济产生的利空影响。

2. 国内二季度经济实现正增长

2022年7月15日，据国家统计局初步核算，2022年二季度GDP同比增长0.4%，较一季度下滑4.4%，低于市场预期0.7%；二季度季调后环比增速由一季度1.4%转负为-2.6%，大幅下滑4%；同时，2022年上半年，GDP累计同比增长2.5%，较一季度下滑2.3%。

从分项指标来看，6月经济数据整体企稳回升。其中，规模以上工业增加值增长3.9%，较5月上

3.2%；1-6月固定资产投资累计同比增速小幅下降1%至6.1%；社会消费品零售总额与服务业增加值均由降转升，同比分别增长3.1%与1.3%。从不同产业来看，二季度经济放缓主要源于第二、三产业的负向影响。其中，二季度第一产业增加值同比增速为4.4%，较一季度下降1.6%；二季度第二产业增加值同比增速从一季度5.8%大幅回落至0.9%。具体来看，基建与制造业投资增长强势，同比增速均达10%左右，较大程度上缓释了低迷地产投资对固定资产投资的压制作用。另外，由于疫情对消费需求的干扰，二季度第三产业增加值由正转负，同比增速为-0.4%，较一季度降低4.4%。

国家统计局表示“二季度经济顶住压力实现正增长”。自2022年4月以来，我国经济遭遇多重突发外部因素冲击，4月主要金融经济指标严重下跌，二季度后期受惠于稳增长政策的切实落地，经济呈现向好趋势。随着疫情得到控制，财政信贷双双发力、物流逐步畅通、复工复产力度加大、出口韧性仍强等因素推动产需加快恢复，稳增长政策效果逐步显现，下半年经济向好的趋势不变。值得关注的是，受本土疫情多点散发、国际风险叠加以及海外需求走弱等消极因素影响，全年GDP增速数据预计将位于4.5%-5%区间，因此下半年GDP增速须保持在6.5%至7.5%之间，才可保证该经济目标的实现。在对外部风险事件充分预见的情况下，国家政策有指向地积极帮扶将有望助力我国实现下半年6.5%-7.5%的经济增长，从而推动全年预期经济增长目标实现。

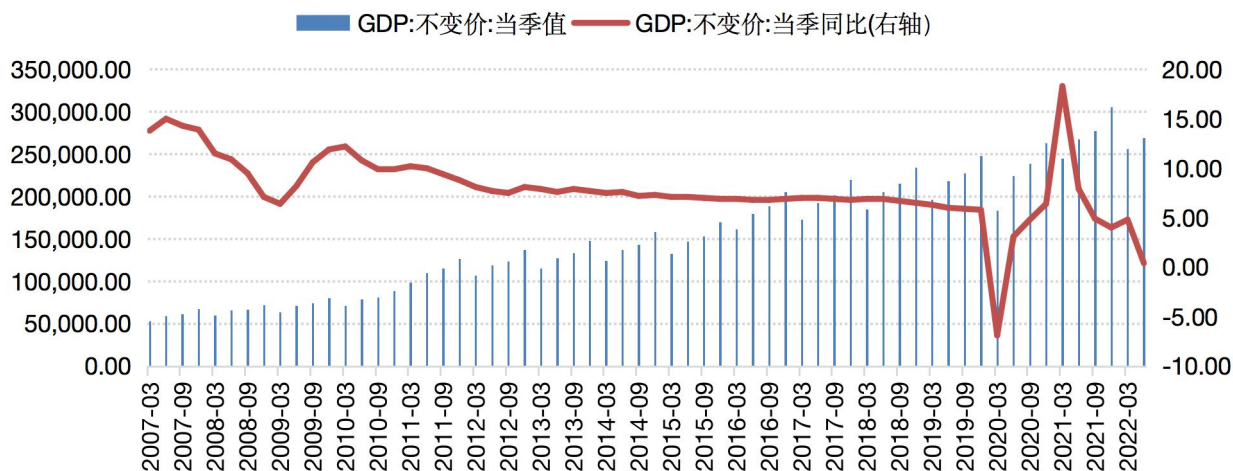
总体而言，由于本土疫情的冲击，二季度经济增速明显下滑，但仍然保持正增长，大部分经济指标已出现边际改善。虽然我国经济已走过最黑暗阶段，开始进入复苏时期，但疫后的复苏仍然需要积极政策的支持。考虑到下半年经济修复所面临的多重挑战，我们认为政策应通过保就业的途径实现对我国消费的部分支撑，通过完善新老基建的庞大资金来源进一步夯实下半年经济发展基石，通过刺激新能源与新产业的产业链活力谋求新的经济增长点，通过切中时弊的地产政策有效确保地产远离失速与趋势平稳，从而为下半年的经济增速蓄积力量。

二、重要经济数据点评

1、GDP

2022年7月15日，据国家统计局初步核算，2022年上半年，GDP累计同比增长2.5%；二季度同比增长0.4%，较一季度下滑4.4%，低于市场预期0.7%；季调环比增速由一季度1.4%转负至-2.6%，大幅下滑4%。总体而言，即使受本土疫情以及海外因素冲击严重，但在一揽子稳增长措施下，我国二季度国民经济依然顶住压力实现了正增长。

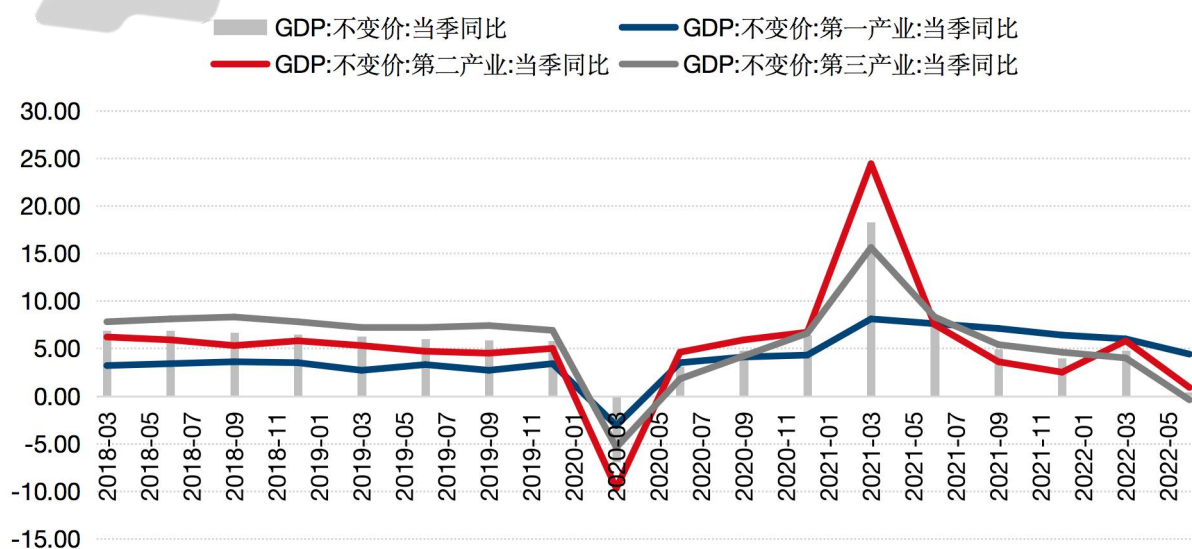
图：我国 GDP 当季同比仍保持正增长



数据来源：wind 国信期货

从不同产业来看，二季度经济放缓主要源于第二、三产业的负向影响。其中，二季度第一产业增加值同比增速为4.4%，较一季度下降1.6%；第二产业增加值同比增速从一季度5.8%大幅回落至0.9%；第三产业增加值由正转负，同比增速为-0.4%，较一季度降低4.4%。由于国内疫情反复防控严格、供应链与人流流通情况不佳、工业生产仍未完全修复、以及区域线下消费场景受限等原因，二季度第二与第三产业的下行幅度偏大，第三产业更是出现自武汉疫情后的首次转负。自7月以来，新冠疫情呈现反弹势头，对国民经济修复存在一定阻力，如果后续疫情管控常态化进展顺利以及政策精准发力，二、三产业的复苏有望进一步提升。

图：二季度第二、三产业降幅最大

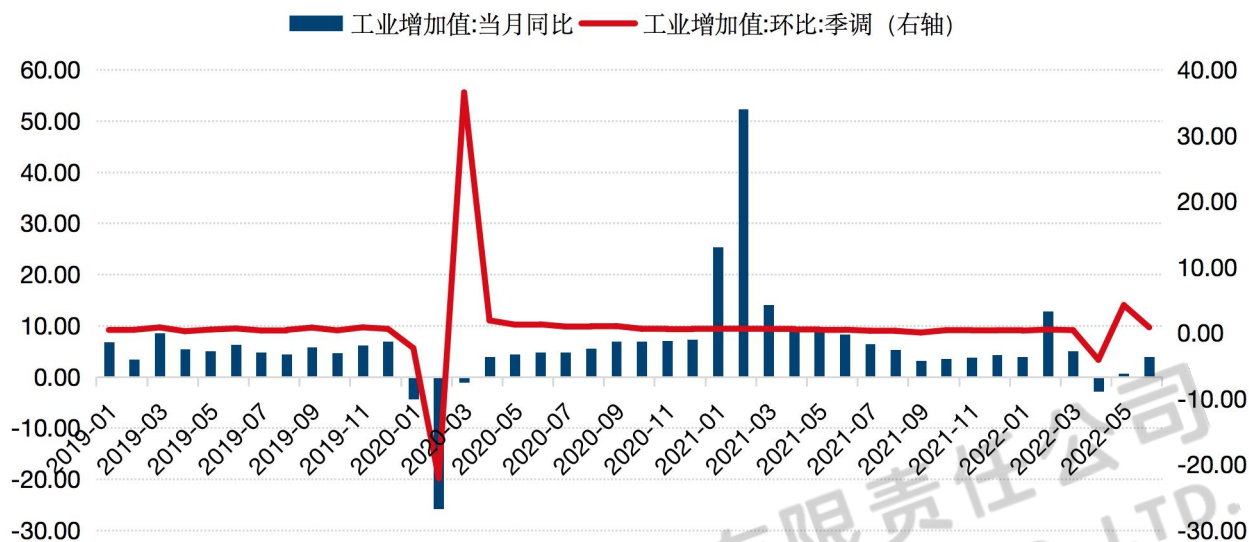


数据来源：wind 国信期货

2、工业增加值

据国家统计局公布，我国二季度工业生产实现正增长，同比增长0.7%，较一季度下行5.8个百分点；6月，规模以上工业增加值同比增长3.9%，大幅高于前值3.2%，环比季调0.84%，较5月下降3.38%。

图：6月工业增加值同比与环比

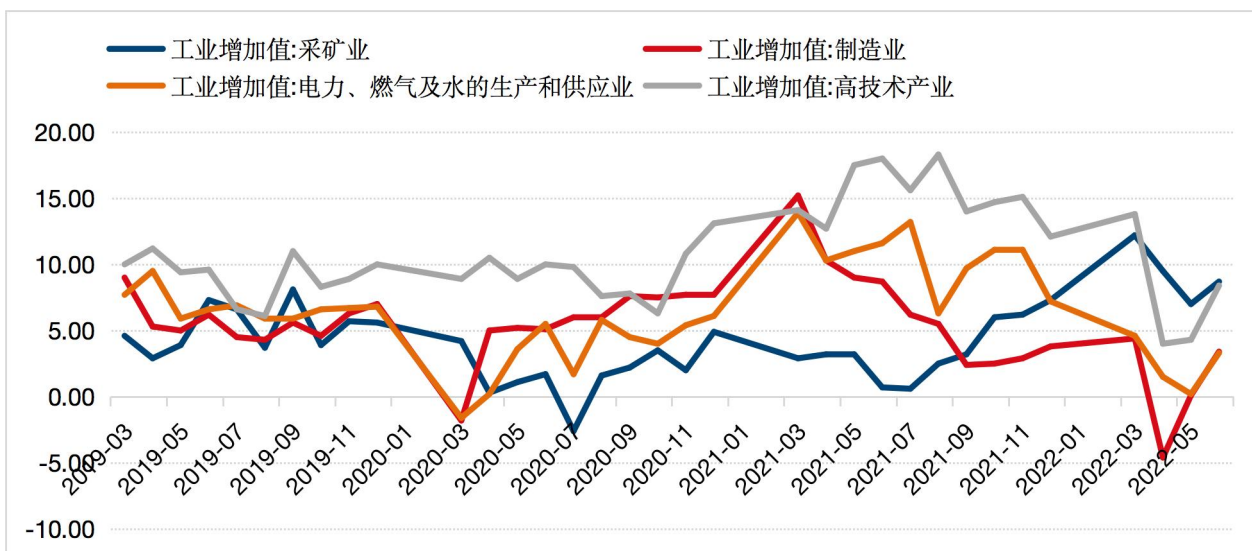


数据来源：Wind、国信期货

从所有制来看，由于外企大多集中在上海，疫情恢复使得外企的复苏迹象最明显。其中，6月国有及国有控股企业、私企、外企同比增速为3.0%、3.1%与3.6%，增长幅度分别为2.4个、1.9个与9个百分点，由此可见，外企的上涨幅度最大。自5月中旬以来，我国公共卫生状况已有明显好转，复工复产逐渐推进，后续待物流以及相关行业供应链梗阻问题完全改善后，工业增加值边际将迎来再度反弹。

从三大门类来看，采矿业增加值同比增长8.7%，制造业同比增长3.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长3.3%，分别较5月上涨了1.7个、3.3个以及3.1个百分点。**从细分行业来看**，6月41个大类行业中，31个行业增加值同比增速保持正向增长。在煤炭保供稳价政策下，煤炭开采和洗选业同比增长11.2%；在地缘政治因素影响以及能源价格依旧高位运行的背景下，6月石油和天然气开采业的工业增加值同比增加3.6%；高技术制造业生产修复明显，增速上升4.1个百分点至8.4%，相关行业如电子及通讯设备制造、电气机械制造增速均大幅改善；另外，在疫情形势趋缓、复工节奏加快以及汽车限购和阶段性减征部分乘用车购置税等系列政策的刺激下，汽车制造业生产快速修复，增速由负转正，同比大幅上升23.3个百分点至16.2%，在所有行业中表现最好。

图：工业增加值行业分项当月同比

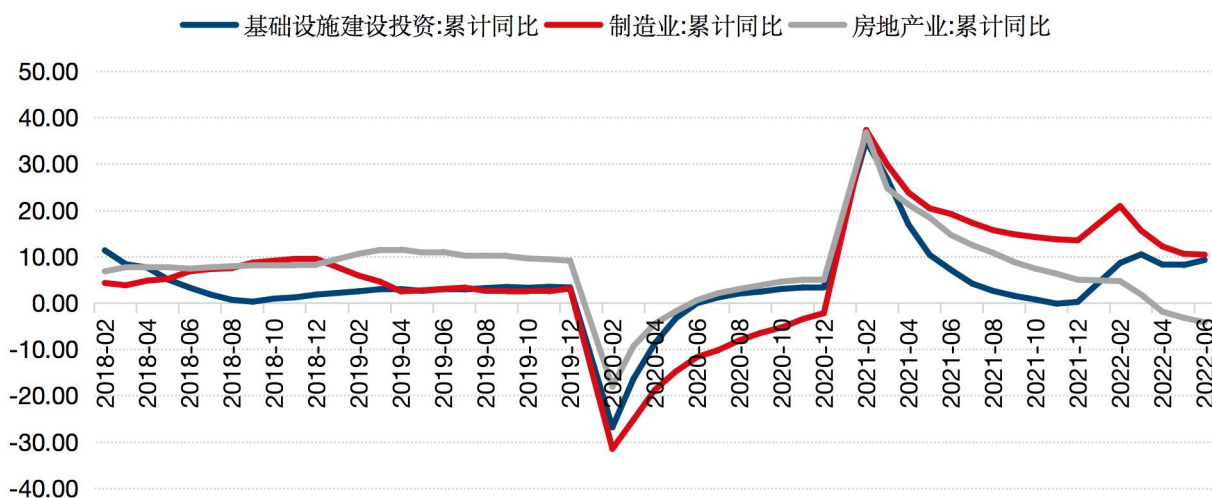


数据来源：Wind，国信期货

3、固定资产投资

6月，我国固定资产投资累计同比增速为6.1%，较5月小幅下行0.1个百分点，当月同比增速为5.84%，较5月上行1.14个百分点。具体来看，在不含电力、热力、燃气、水生产及供应业的口径下，基建与制造业投资共同构成6月固定资产投资的主要驱动，同比增速分别为8.2%和9.9%，较5月提升1个与2.8个百分点。从基建分项来看，水利与公共设施管理业保持较高增长水平，累计同比分别增长12.7%与10.9%，较5月升高0.9与2个百分点，是6月基建增长的主要拉动项。在目前稳增长的窗口期内，基建与制造业将继续维持较高增速，主导下半年国民经济的稳定增速。由于地产周期相对较长以及市场情绪的粘性较高，下半年若想保持经济修复斜率的不断提升，需要积极的政策确保地产远离失速且趋势平稳。

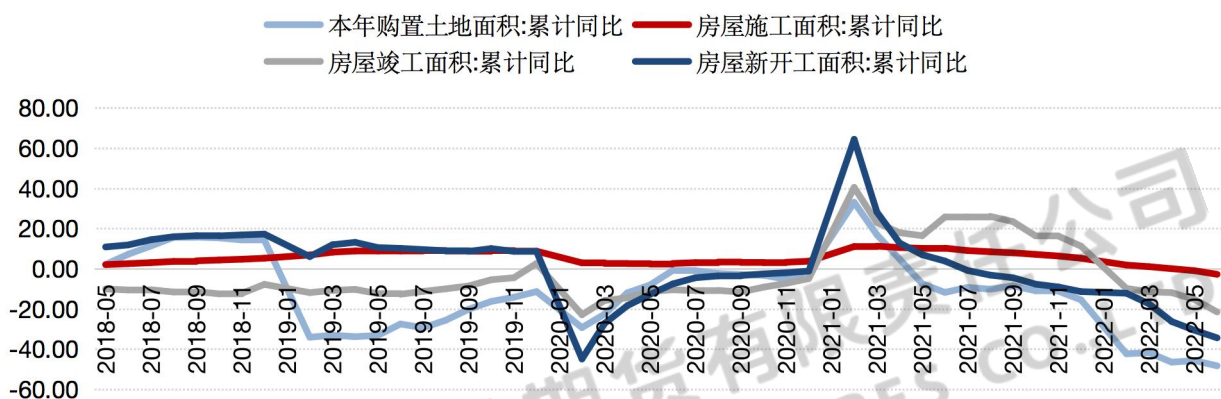
图：固定资产投资三大门类同比增速



数据来源：Wind，国信期货

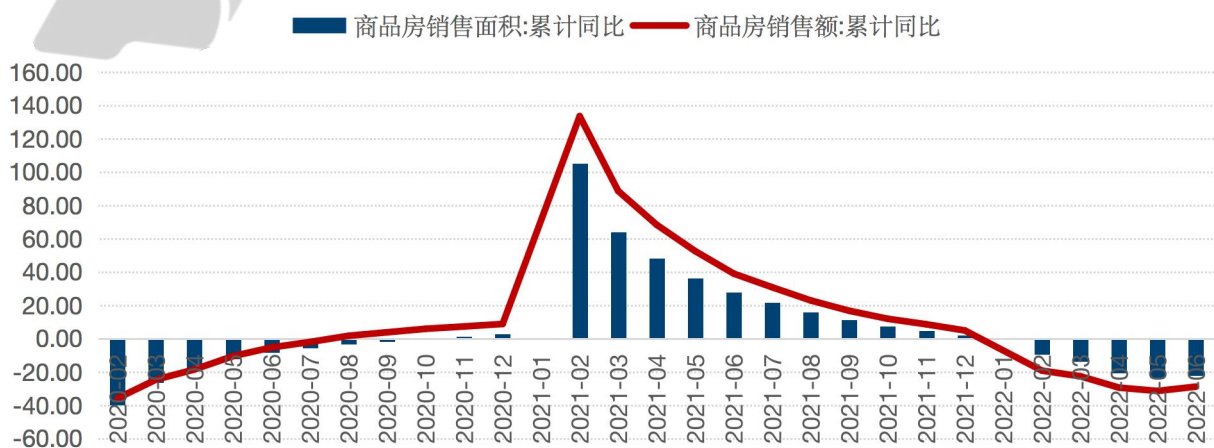
6月地产行业对固定资产投资的负面影响最大。6月，我国房地产开发投资累计同比下降5.4%，较上月减少1.4个百分点；6月当月同比下降9.4%，较上月下行1.6个百分点，同比降幅再度扩大，已接近4月最低水平，表明地产复苏的内生动能很难因疫情好转而转强。从地产的外生性特征来看，企业购地速度继续下行，1-6月的土地购置面积累计同比下滑48.3%，较上月降低2.6个百分点，当月同比下滑52.8%，跌幅高达9.7个百分点。同时，施工面积1-6月累计同比下滑2.8%，较上月下滑1.8个百分点；竣工面积1-6月累计同比下降21.5%，跌幅继续走阔；新开工面积6月数据依然低迷；商品房销售面积1-6月累计同比与当月同比的降幅均有所收窄，销售额也有所改善。可以得出，虽然在地产销售环节之前的指标全线下跌，但销售情况有回暖迹象。

图：地产销售环节之前的指标全线下跌



数据来源：Wind，国信期货

图：商品房销售面积与销售额有所改善



数据来源：Wind，国信期货

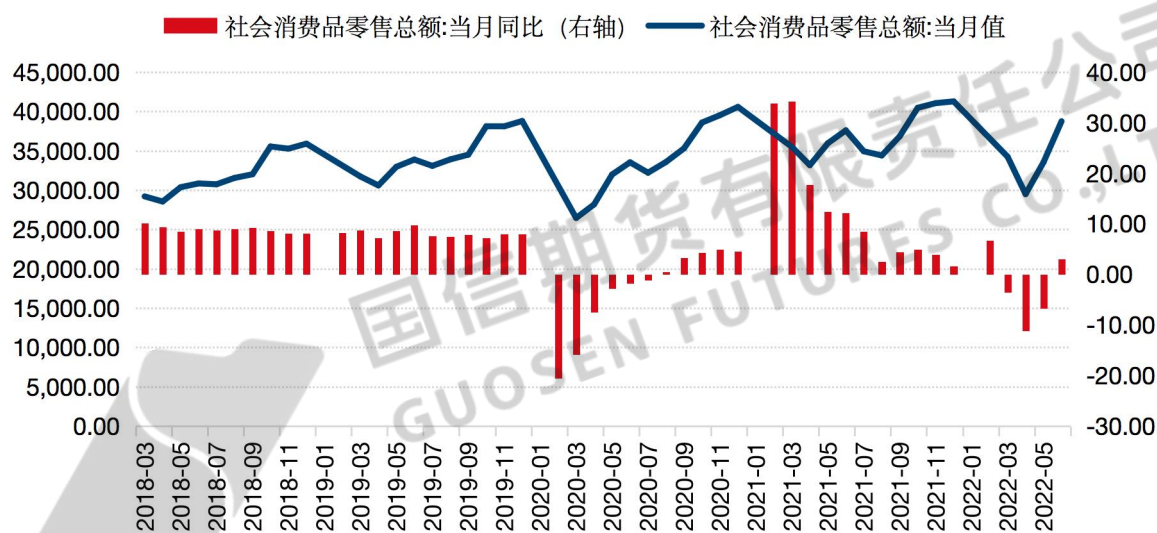
近日，未交付楼盘业主停贷断贷的频率攀升，“断供潮”已有蔓延趋势，但我们认为此次停贷风波很难对地产市场的情绪产生实质影响。首先，虽然按揭贷款一直是银行优质资产，但据统计数据显示，停贷楼盘的总贷款量占银行全部按揭贷款的比重相对较少，因此停贷量级还不足以通过金融传导影响整体风

险状况；其次，自多地发生断贷事件后，监管、商业银行、地方政府、开发商已纷纷做出积极回应，鼓励地方政府以及企业通过多种渠道保证交付，进一步加快了地产行业的复工进程，一定程度减少了此次事件给市场带来的担忧情绪；再次，我国疫后房地产市场繁荣程度的相关因素主要集中在需求端，即居民购买力、物价、就业水平、利率等因素，而停贷事件的波及对象集中在银行与企业层面，很难对需求端产生明显的负向扰动；最后，“断供潮”的演变是需要政府、银行、地产企业等多方参与的动态过程，仅通过风波初期的点状分析很难总览该次事件的全貌以及后续影响。因此我们认为此次“断供潮”不会对地产市场产生过多的消极影响。

4、社会消费品零售

6月份，社会消费品零售总额38,742亿元，同比增长3.1%。其中，除汽车以外的消费品零售额34,192亿元，增长1.8%。上半年，社会消费品零售总额210,432亿元，同比下降0.7%。其中，除汽车以外的消费品零售额189,251亿元，下降0.1%。

图：6月社会消费品零售总额



数据来源：Wind，国信期货

从6月社零结构可以看出，我国消费仍有需要修复的领域。自今年3月份以来，6月份社零同比增速首次转负为正。受惠于近期全国与地方的购车刺激政策以及产业供应链的逐步完善，疫后的汽车消费日益繁

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_44730

