

稳增长政策的依赖和期待——月度宏观经济回顾与展望

报告发布日期

2022年08月04日

研究结论

- 7月末政治局会议如期召开，总体来说，会议延续以往基调，没有释放太多增量、重磅的举措，尤其是体现在：（1）会议提到“用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额”但没有讨论专项债额度已全部发行完毕后是否还能实现制度突破并下达增量；（2）会议提到“压实地方政府责任，保交楼、稳民生”但没有讨论具体的金融工具支持；（3）“保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果”的表述意味着政策出台力度上不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施。在增量政策尚无定论的背景下，经济增长“合理区间”是否依赖强力的稳增长，以及如何看待后续财政和货币政策的演绎，成为三季度行至中途最为重要的话题。我们认为，经济修复对稳增长政策的依赖并没有那么高：
- 从6月的经济数据来看，消费修复力度不差。我们仍然延续之前的测算方法，假设在没有超预期疫情的情况下，近期的社会消费品零售将基于1-2月社零数据以及2021年同期的环比增速增长，将这一数据对比实际产生并公布的数据，可以得到疫情导致的缺口。计算可知，疫情及其防控导致3月全国层面上消费损失3天，4月损失5天，5月损失3.9天，6月损失1天，可见6月的损失幅度已经实现了较快收敛，一个重要原因在于，“没有超预期疫情”的假设已经包含了常态化防控带来的影响。从这个角度来看，由于消费通常以同比增速来衡量，因此今年消费的修复速度大概率将好于2020年整个下半年消费均萎靡不振的情形，而相比投资和出口，消费对GDP增长的贡献不容小觑。
- 工业生产的优势一方面来自今年较去年更好的环境政策，另一方面也来自至今仍体现出强韧性的出口：（1）去年8-9月，双控、缺煤、限电限产出现了超预期的演绎，多个省份采取了较为严格的停工限产措施。而进入2022年后，保价稳供逐渐成为政策主线，限产与上游原材料价格高企的问题大幅缓和，在此背景下去年同期的限产将转化为基数优势；（2）海外高通胀背景下，中国出口制成品的性价比优势进一步凸显，因此份额体现出了强韧性，6-7月CCFI（中国出口集装箱运价指数）依然维持在3200左右的高位，意味着出口景气度还在持续。
- 财政方面，如我们在前期报告所分析，一般公共财政全年或面临5700亿元左右的“减收”，但通过非税收入、盘活往年债务额度等方式，下半年回归平衡是存在一定可能性的。政府性基金支出方面，即便不提前下达明年专项债额度到今年使用，通过现有的增量政策（政策性银行新增信贷、基础设施建设投资基金等）也依然有望托底基建增速。
- 货币方面，基建带来的配套融资需求和经济复苏过程中的企业信贷需求扩张都将成为后续社融的主要支撑力量。今年社融整体波动较强，2月和4月都经历了放量之后的同比收缩，后续社融走势也有一定的不确定性，这种不确定性来自政府债券行至尾声叠加6月居民端信贷的改善未必能持续，叠加疫情反复、地产企业风险等，都指向流动性没有大幅转向的基础，我们判断货币政策很难实质性收紧。
- 综上所述，经济的疫后修复确实由政策带动，但期待稳增长政策不断推陈出新也并不现实，综合考虑生产、消费、出口、信贷等方面的向好因素，我们认为，修复动能对政策的依赖程度或许低于预期，不妨对“保持经济运行在合理区间”抱有更多信心。

风险提示

- 疫情最终走向还存在很大不确定性，对我国统筹疫情防控和经济社会发展工作提出了严峻挑战。
- 假设条件变化影响测算结果的风险：文中测算基于设定的前提假设基础之上，存在假设条件发生变化导致结果产生偏差的风险。

证券分析师

陈至奕	021-63325888*6044 chenzhiyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519090001
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
王仲尧	021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518050001 香港证监会牌照：BQJ932

联系人

陈玮	chenwei3@orientsec.com.cn
孙国翔	sunguoxiang@orientsec.com.cn

相关报告

疫情改变人口流动了吗——月度宏观经济回顾与展望	2022-07-04
本轮疫后修复将有哪些特点——月度宏观经济回顾与展望	2022-06-07
迎接经济低点与政策加码的叠加——月度宏观经济回顾与展望	2022-05-05

目 录

稳增长政策的期待和依赖	3
经济数据回顾	4
中下游行业成本压力有所缓解	4
制造业生产修复斜率偏缓	4
汽车促消费政策助力消费复苏	5
地产对投资的拖累大于基建的拉动	5
出口依然释放积极信号	5
社融总量和结构表现均亮眼	6
风险提示	6

稳增长政策的期待和依赖

7 月末政治局会议如期召开，总体来说，会议延续以往基调，没有释放太多增量、重磅的举措，尤其是体现在：（1）会议提到“用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额”但没有讨论专项债额度已全部发行完毕后是否还能实现制度突破并下达增量；（2）会议提到“压实地方政府责任，保交楼、稳民生”但没有讨论具体的金融工具支持；（3）“保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果”的表述意味着政策出台力度上不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施。

在增量政策尚无定论的背景下，经济增长“合理区间”是否依赖强力的稳增长，以及如何看待后续财政和货币政策的演绎，成为三季度行至中途最为重要的话题。我们认为，经济修复对稳增长政策的依赖并没有那么高：

- 从 6 月的经济数据来看，消费修复力度不差。我们仍然延续之前（如《迎接经济低点与政策加码的叠加》）的测算方法，假设在没有超预期疫情的情况下，近期的社会消费品零售将基于 1-2 月社零数据以及 2021 年同期的环比增速增长，将这一数据对比实际产生并公布的数据，可以得到疫情导致的缺口。计算可知，疫情及其防控导致 3 月全国层面上消费损失 3 天，4 月损失 5 天，5 月损失 3.9 天，6 月损失 1 天，可见 6 月的损失幅度已经实现了较快收敛，一个重要原因在于，“没有超预期疫情”的假设已经包含了常态化防控带来的影响。从这个角度来看，由于消费通常以同比增速来衡量，因此今年消费的修复速度大概率将好于 2020 年整个下半年消费均萎靡不振的情形，而相比投资和出口，消费对 GDP 增长的贡献不容小觑。
- 工业生产的优势一方面来自今年较去年更好的环境政策，另一方面也来自至今仍体现出强韧性的出口：（1）去年 8-9 月，伴随着《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》的印发，双控、缺煤、限电限产出现了超预期的演绎，多个省份采取了较为严格的停工限产措施。而进入 2022 年后，保价稳供逐渐成为政策主线，限产与上游原材料价格高企的问题大幅缓和，在此背景下去年同期的限产将转化为基数优势；（2）海外高通胀背景下，中国出口制成品的性价比优势进一步凸显，因此份额体现出了强韧性，6-7 月 CCFI（中国出口集装箱运价指数）依然维持在 3200 左右的高位，意味着出口景气度还在持续。
- 财政方面，如我们在前期报告《专项债已到哪里去，财政活水还能哪里来？》中所分析，一般公共财政全年或面临 5700 亿元左右的“减收”，但通过非税收入、盘活往年债务额度等方式，下半年回归平衡是存在一定可能性的。政府性基金支出方面，即便不提前下达明年专项债额度到今年使用，通过现有的增量政策（政策性银行新增信贷、基础设施建设投资基金等）也依然有望托底基建增速。
- 货币方面，基建带来的配套融资需求和经济复苏过程中的企业信贷需求扩张都将成为后续社融的主要支撑力量。今年社融整体波动较强，2 月和 4 月都经历了放量之后的同比收缩，后续社融走势也有一定的不确定性，这种不确定性来自政府债券行至尾声叠加 6 月居民端信贷的改善未必能持续（地产销售回暖可能是因为前期因疫情积压的购房需求得到释放，7 月地产成交数据又开始回落），叠加疫情反复、地产企业风险等，都指向流动性没有大幅转向的基础，我们判断货币政策很难实质性收紧。

综上所述，经济的疫后修复确实由政策带动，但期待稳增长政策不断推陈出新也并不现实，综合考虑生产、消费、出口、信贷等方面的向好因素，我们认为，修复动能对政策的依赖程度或许低于预期，不妨对“保持经济运行在合理区间”抱有更多信心。

经济数据回顾

中下游行业成本压力有所缓解

6 月 CPI 同比为 2.5%，前值 2.1%；环比为 0%，前值-0.2%。猪周期迈过拐点后价格快速上行，叠加油价高位震荡，猪、油两大因素共同推动 CPI 同比走高。6 月 CPI 猪价同比降幅大幅收窄至-6%（前值-21.1%），促使 CPI 食品项回升至 2.5%（前值 2.1%）；国际油价上涨使得汽油和柴油价格分别上涨 33.4%和 36.3%，CPI 交通工具用燃料同比上升至 32.8%（前值 23.6%）。但扣除食品和能源的核心通胀持续低迷，6 月核心通胀为 1%（前值 0.9%），后疫情时期核心通胀的中枢为 0.86%，远低于 2019 年的中枢 1.61%，反映国内需求端一定程度上仍然受疫情的压制。

6 月疫情缓和对 CPI 的影响主要体现在两方面，一是助力服务性消费复苏，推动服务消费价格上行；二是促使物流逐步恢复正常、囤货性需求下降，受益于此，鲜菜等产品价格下降。从价格指数来看，6 月服务性消费已有所回暖，CPI 服务项同比上行至 1%（前值 0.7%），环比来看，旅游价格和宾馆住宿分别同比上涨 1.2%（前值 0.4%）和 0.3%（前值-0.7%），指向出行和线下消费复苏已经开启。另外，物流逐步畅通推动供给增加，前期涨幅较大的鲜菜和蛋类同比分别收窄至 3.7%（前值 11.6%）和 6.5%（前值 10.6%），对冲了部分猪价上涨对食品项的影响。

基数对 PPI 走势的主导作用凸显，已连续 8 个月同比下行，6 月进一步下行至 6.1%，其中翘尾影响约 3.8 个百分点（前值 4.1 个百分点）。分结构来看：（1）6 月原油价格震荡上行，相关行业 PPI 持续位于高位，石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料加工业 PPI 分别同比上涨 54.4%（前值 47.8%）和 34.7%（前值 34%）；（2）投资增速放缓等因素导致黑色、有色行业 PPI 加速下行；（3）电力、热力生产和供应业 PPI 同比涨幅结束了连续 10 个月扩张，6 月为 9.6%（前值 9.7%）。

PPI-CPI 剪刀差进一步收窄，后续的基本情形依然是 CPI 向上、PPI 向下，在此背景下，应重点关注通胀格局改变对中下游企业盈利带来的改善。短期来看，猪周期叠加低基数将推动 CPI 继续上行，9 月将大概率突破 3%，不过疫情防控导致需求端复苏存在天花板，CPI 上行幅度有顶，通胀对政策的掣肘作用有限；PPI 下行趋势明确，下行斜率需关注原油的变动。

制造业生产修复斜率偏缓

6 月工业增加值同比增长 3.9%（前值 0.7%），若以 2020 年 2 月和 2022 年 4 月为新冠疫情爆发的基期，2 个月后工业增加值同比增速分别恢复至上年中枢的 69%和 67%（2021 年使用两年平均增速），表明当前工业生产修复相对强劲。然而其中制造业修复斜率相对偏缓，6 月制造业增加值同比增长 3.4%（前值 0.1%），2020 年 4 月和 2022 年 6 月制造业增加值分别恢复至上年底的 87%和 56%。读数偏弱与高基数相关，去年 6 月制造业增加值的两年平均增速高达 6.9%，高于 2016-19 年同期均值。分行业来看，汽车（同比 16.2%）等上海主导产业继续快速修复，出口占比较高的通用设备制造业（同比 1.1%）和专业设备制造业（同比 6%）同样有强劲表现，然而纺织业（同比-3.9%）增速较上月下滑，农副食品加工业（同比-0.3%）由涨转跌。展望后续，7 月 PMI 落回收缩区间，说明制造业已基本释放完前期受抑制的产需，环比动能或有所减弱。

汽车促消费政策助力消费复苏

6月社零同比增速在连续3个月负增后首度转正，相比于2020年社零连续6个月负增，本次消费复苏的斜率更陡，汽车促消费政策起到了积极的作用。6月社零名义同比为3.1%（前值-6.7%），其中餐饮收入、商品和除汽车以外的消费品零售额同比分别为-4%（前值-21.1%）、3.9%（前值-5%）、1.8%（前值-5.6%），除汽车以外的消费品零售额同比增速较整体商品零售低2.1个百分点，反映汽车消费对整体的提振作用，近期从中央到地方密集出台了促进汽车消费的政策（6月首月全国共减征71亿元车辆购置税，为全年预计额度的11.8%），预计后续汽车消费有望持续回暖。从限额以上零售额来看，汽车同比大幅上行至13.9%（前值-16%）；大部分可选消费品同比回正，化妆品、金银珠宝、通讯器材同比分别为8.1%（前值-11%）、8.1%（前值-15.5%）、6.6%（前值-7.7%）；地产后周期普遍低迷，家具、建筑及装潢材料类同比分别为-6.6%（前值-12.2%）、-4.9%（前值-7.8%）。

地产对投资的拖累大于基建的拉动

2022年6月固定资产投资累计同比6.1%，较前值下降0.1个百分点，这一增速得益于6月专项债发行规模空前，助力基建继续扮演逆周期托底的角色，但地产投资的拖累加大：

- （1）稳增长背景下，基建投资持续发力，1-6月累计同比增长9.3%（前值8.2%），其中电力、热力的生产和供应业累计同比增速较前值上升了5.7个百分点至17.8%，为基建主要拉动项；
- （2）制造业投资维持两位数增长，累计同比为10.4%（前值10.6%），高技术制造业投资是其中的亮点，累计同比增长23.8%（前值24.9%）；
- （3）地产投资累计同比下探至-5.4%（前值-4%），新开工、施工和竣工面积也继续下降，由于投资端的改善滞后于销售端，下半年地产投资预计将继续构成经济的拖累项。

出口依然释放积极信号

得益于4月以来各地多措并举保物流畅通和推进复工复产，1-6月出口金额累计同比为14.2%，较前值回升0.7个百分点。长三角地区对外贸易迅速恢复，稳定了基本盘。分商品来看：（1）服装、鞋靴、箱包等具有社交属性的商品需求只增不减。6月服装、鞋靴、箱包出口金额累计同比分别较前值上升了1.8、3、2.5个百分点至12%、32.5%、35.7%，数量上鞋靴和箱包出口累计同比也延续前期上行；（2）疫情防控相关产品出口增速回落，纺织纱线织物及其制品出口金额累计同比增速较前值回落0.8个百分点至11.3%，医疗仪器较前值小幅下降0.1个百分点至-1.2%。

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_44906

