



当前经济形势和未来政策着力点



今年年初以来，俄乌冲突陷入僵局导致原油及大宗商品价格持续上涨，国内多地疫情的反复扰动也致使生产受阻，消费及工业增加值显著降低，6月美联储一次性加息 75BP 使得全球资本流动性进一步紧缩，这些因素都使得上半年经济运行承受较大压力，尤其是对前五个月的经济数据造成了不小影响。为此，中央政府也及时出台了一系列稳经济政策和措施，包括实施更加积极的财政与货币政策、对平台经济政策的调整、房地产政策的边际宽松以及伴随疫情的变化颁布了更加科学有效的疫情防控政策和措施，这些都对经济筑底复苏产生了有效作用，可以看到 5、6 月份以来各项经济数据都逐步有所改善。

我们在 4 月的经济数据解读中提出了当前经济运行需要关注的三大问题，一是工业生产及消费的螺旋下降风险，二是居民去杠杆趋势背后的资产收益率下降，三是基建投资发力和财政支出的可持续性。与此同时，我们在之前的政策建议中也提出疫情管控措施的调整、发放定向消费券、转变基建投资方向、盘活存量资产等相关建议，目前来看在五六月份出台的各类政策文件中均已有所提及。在此基础上我们认为当前经济面临美联储的激进加息和缩表将对新兴市场造成一定资本回流压力，提升国际金融市场的不确定性。而国内方面伴随着上半年各项增量经济政策的逐步落地，下半年经济或将迎来有序复苏，同时 CPI 与 PPI 剪刀差将有所缩窄，PMI 重回扩张区间显示内需逐步恢复，预计下半年上下游产业的成本与利润差异也将有所修复。

对于下一步政策的着力点，保证疫情防控的稳定仍为首要目标，在目前货币与财政政策总量性工具发力空间较小的情况下，下半年的政策重点应以结构性政策工具和存量资产运行效率的提升为主。

当前美国通胀高企，5月CPI同比增长8.6%再创40年来新高，接连打破了“通胀暂时论”和“阶段性见顶论”，出乎市场预期。从美国公布的CPI数据结构可以看出，当前美国的通胀不仅受到供给端冲击，住房价格的快速上涨也体现出需求端带来的通胀压力，因此美联储选择实施更为鹰派的前置性加息以打压通胀，75BP是美联储自1994年以来的单次最大幅度加息。面对美国当前近于失控的通胀，如果美联储不能采取有效措施缓解，伴随超预期通胀带来的情绪失控或将使后期物价上升的幅度加速抬升，引发滞胀下的经济衰退。届时美元信用也将遭受重创，有可能重演当年布雷顿森林体系崩溃的一幕。因此，美联储的此次加息是在美元信用体系与经济面临衰退之间“两害相权取其轻”的必然选择。至于本次超预期的加息幅度，我们认为更多体现的是美国预期管理的手段，通过强硬的鹰派态度引导市场通胀预期下行，以超预期稳定预期。对于当前市场预期的3.5%的目标利率，未来目标利率水平至少会达到2.5%的中性水平。至于是否会一路加息至3.5%甚至以上水平，更多的还是取决于美联储对市场预期的控制程度。

当前美联储的激进加息使得美国的国际资本流入大幅提升，如果后续通胀目标不及预期，加息进程或将进一步提速，迫使国际资本流动性进一

步紧缩，中国以及其他新兴市场都将面临一定的资本流出压力。同时货币政策空间也将受到中美利差缩窄的掣肘，从而使下半年经济下行压力及全球金融市场的波动性进一步提升。

今年年初以来，财政及货币政策集中靠前发力，财政年初就提前下达了专项债发行额度，目前 3.65 万亿专项债已发行 3.4 万亿，同时年内计划的 1.64 万亿的留抵退税以及 1 万亿的减税降费额度在上半年也已基本完成。货币政策方面，自三四月份经济遭受疫情冲击以来，央行二季度开始显著提升政策支持力度，包括增加 4400 亿元专项再贷款额度、8000 亿元政策性银行基建投资的信贷额度、3000 亿元政策性金融工具入股基建项目资本金以及 5 月份下调了 5 年期 LPR 基准利率。从政策投放的力度以及政策推出的顺序来看，上半年增量政策工具空间已基本用足，但政策和投资从形成到传导至实体经济运营仍需要一定的时间。当前货币政策通过银行体系也对前期立项发行的专项债项目提供了充足的资金支持，这将加快基建项目的资本支出，伴随着下半年更多实体工作量的形成，预计将逐步带动相关产业的持续复苏。

与此同时，基建项目的持续开工也将有望间接促进就业、消费和工业生产的回升。中国农民工数量在 2021 年底达到 2.92 亿人，占总人口数量的 20.71%，其中从事制造业和建筑业的工人数量占比达 46.1%。6 月 29 日国常会在部署新增 3000 亿政策性金融工具时，要求加大以工代赈力度，政府投资工程能用尽用以工代赈，实施一批以工代赈中央预算内投资项目，

并将劳务报酬占中央资金比例由原规定的 15%以上提高到 30%以上。因此，伴随下半年大批基建项目的开工将有效拉动大量农民工群体的就业，同时政策对劳动报酬的发放力度增加也将提升该群体的可支配收入水平，这将对消费的提升具有较高的边际贡献，有助于促进消费及下游工业生产的改善。

六月份中国 CPI 同比上升 2.5%，较上月提升 0.3 个百分点，其中主要受到翘尾因素影响，环比与 5 月持平。分项数据来看，猪肉价格进入上行周期，环比上涨 2.9%，但蔬菜水果价格受季节性因素影响，环比分别降低 9.2、4.5 个百分点，拉低食品饮料价格整体价格水平，使得食品饮料价格整体环比下降 1%。交通和通信价格受到石油价格高企以及国内物流成本上升影响环比上涨 2.2%，仍然是当前推动 CPI 上涨的主要因素。从 6 月 PMI 来看，制造业以及服务业景气度显著回升，同时 M1 与 M2 增速回升，显示实体经济目前处于恢复性扩张区间，预计下半年可选消费和耐用品消费将有所反弹，终端消费需求有望回暖，使得下半年 CPI 或将进入上升通道。

6 月份 PPI 同比上升 6.1%，较上月降低 0.3 个百分点，环比由涨转平。

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_44006

