

发力财政刺激 维稳经济增长

——2022年6月宏观经济报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2022年06月02日

证券分析师

周喜

022-28451972

相关研究报告

- 就外国环境而言，随着美国等国疫情反复暂告段落，全球新冠疫情态势继续加速向好；尽管疫情依旧是全球经济发展中重要的不确定因素，但是相较而言，地缘冲突导致的通胀高企则是当前全球经济所面临的首先问题；不仅经济复苏形势更为良好的美国进入持续大幅加息的进程，而且欧央行也不得不在经济复苏依旧孱弱的环境下持续释放强烈的紧缩信号。
- 就国内经济而言，受制于全国疫情散发态势的强化，不仅生产及消费场景受限导致供需两端增长承压，而且疫情对投资和消费预期也均带来负向冲击，预期转弱的压力有增无减；尽管呵护政策持续加力，但疫情对政策落地形成了较强的阻碍。展望来看，随着疫情的显著好转，进出口同比增速均将有所回升，但是全球需求扩张走弱及转单效应反转所带来的趋势性影响将导致进口同比增速波动下行，而得益于稳增长政策的进口同比增速则有望逐季改善，净出口对经济增长的拉动力同步走低；在投资方面，基建投资将继续成为投资增长的重要拉动力，制造业投资增速或因民营经济预期转弱而恢复较慢，房地产投资则依旧是短期内增长的拖累所在；在消费方面，不仅失业率走高和收入增速走低对收入前景的压制短期难消，而且大部分消费行为难以有效回补，与2020疫情后的态势类似，消费数据的恢复仍将慢于投资和生产；在生产方面，5月份物流呵护政策的落地一定程度上弱化了供应链紧张对生产的次生冲击，但场景限制对生产的影响并未消失，生产行为完全摆脱疫情的影响或需等到6月中下旬之后。
- 就国内通胀而言，CPI上而PPI下的态势仍在延续，其中食品价格环比增速强于我们之前的判断，成为拉升CPI当月同比增速的关键；国际定价商品价格仍环比上行，新涨因素对翘尾的缓冲作用依旧较强，成为PPI同比增速下行较为缓慢的关键；展望来看，5月以来食用农产品批发价格200指数在蔬菜和鲜果价格的拖累下持续下行，受制于此5月CPI当月同比增速或略下行至2.0%；而5月南华商品价格指数高位滞涨，其中黑色指数下行明显，这有望弱化新涨因素的缓冲作用，进而令5月PPI当月同比增速大幅下行至6.5%左右。
- 就国内政策而言，我们依旧强调首先不要低估管理层稳增长的决心，其次不要低估管理层稳增长的能力，最后则要对政策效果多一些耐心。货币政策方面，相较于总量政策，有针对性的结构政策依旧是当前乃至未来一段时期内调控的着力点。财政政策方面，特别国债发行的可能以及国有企业在扩大有效投资方面的积极作为值得期待。

风险提示：国内疫情发展超预期

宏观研究

证券研究报告

宏观月报

目 录

1. 新冠疫情继续向好 通胀压力迟迟难消	5
1.1 美国疫情明显好转 新增病例快速下行	5
1.2 美国加息仍在追赶 欧洲紧缩迫不得已	6
2. 受制疫情增长承压 通胀异化缓慢改善	9
2.1 进出口增速显著下行 净出口贡献渐趋回落	9
2.2 投资受益政策呵护 消费承压疫情干扰	10
2.3 通胀异化缓慢弥合 企业盈利分化明显	13
3. 竭力稳定经济增长 统一思想强化支持	16
3.1 多措并举降低成本 突出重点优化结构	16
3.2 财政刺激仍有空间 国企担当拓展边界	18

图 目 录

图 1: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据	5
图 2: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据 (14 日均值)	5
图 3: 全球新增病例及新增死亡病例对比 (14 日均值)	5
图 4: 全球新冠疫情死亡率	5
图 5: 美国 PMI 指数	6
图 6: 欧元区 PMI 指数	6
图 7: 美国通胀水平	6
图 8: 欧元区通胀水平	6
图 9: 美国失业率及劳动参与率	7
图 10: 欧元区失业率	7
图 11: 美欧 10 年期国债收益率	7
图 12: 欧元区主要国家 10 年期国债收益率	7
图 13: 美国 2 年期国债收益率与联邦基准利率	8
图 14: 美国 10 年期与 2 年期国债收益率差	8
图 15: 中国进出口累计同比增速	9
图 16: 中国当月贸易顺差	9
图 17: 中国对主要经济体出口同比增速	9
图 18: 中采 PMI 订单指数	9
图 19: 固定资产投资累计同比	10
图 20: 固定资产投资累计同比 (分类别)	10
图 21: 商品房销售面积累计同比增速	11
图 22: 房屋建设面积累计同比增速	11
图 23: 100 大城市土地成交情况	11
图 24: 商品房开发资金累计同比增速	11
图 25: 社零同比增速	12
图 26: 网上零售及餐饮累计同比增速	12
图 27: 全国城调失业率	12
图 28: 不同年龄群体失业率	12
图 29: 工业增加值同比增速	12
图 30: 工业增加值季调环比	12
图 31: 工业增加值复合同比增速	13
图 32: 工业增加值复合同比增速 (分类别)	13
图 33: 中采制造业 PMI 指数	13
图 34: 中采制造业 PMI 库存指数	13
图 35: 中采制造业 PMI 供应商配送时间指数	13
图 36: 中采制造业 PMI 指数 (分企业规模)	13
图 37: CPI 当月同比	14
图 38: PPI 当月同比	14
图 39: 农产品批发价格 200 指数	14
图 40: 南华商品指数	14

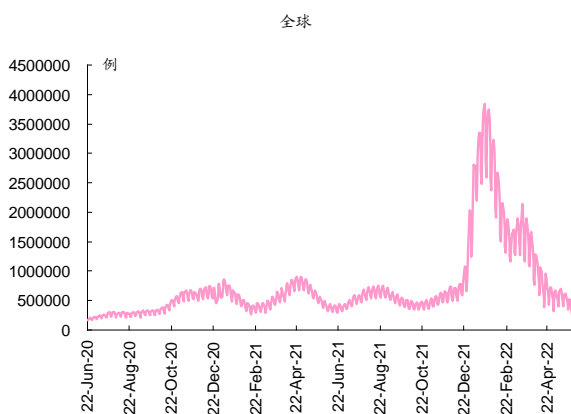
图 41: CPI 和 PPI 同比增速剪刀差	14
图 42: CPI 和 PPI 环比增速剪刀差	14
图 43: Shibor 利率走势	16
图 44: 银行间同业拆借利率	16
图 45: 10 年期国债收益率	16
图 46: 公开市场净投放情况	16
图 47: 货币供应量同比增速	17
图 48: 社融及信贷同比增速	17
图 49: 新增社融中人民币贷款占比	17
图 50: 新增信贷中居民和企业部门贡献率	17
图 51: 企业部门新增人民币贷款结构	17
图 52: 6 月国股银票转贴利率	17
图 53: 公共财政收支同比增速	18
图 54: 国家政府性基金收支累计同比增速	18
图 55: 基建类支出同比增速水平	18
图 56: 部分建筑类企业当月新签订单金额	18

随着美国等国疫情反复暂告段落，全球新冠疫情态势继续加速向好；尽管疫情依旧是全球经济发展中重要的不确定因素，但是相较而言，地缘冲突导致的通胀高企则是当前全球经济所面临的首先问题；不仅经济复苏形势更为良好的美国进入持续大幅加息的进程，而且欧央行也不得不在经济复苏依旧孱弱的环境下持续释放强烈的紧缩信号。在国内方面，疫情对稳增长呵护政策形成了较大制约，需求不足的问题有增无减，在二季度经济增长面临较大困境的情况下，管理层一方面尽力缓和疫情的冲击，另一方面则持续推出更为强力的呵护政策，力求提振需求、维稳预期。

1. 新冠疫情继续向好 通胀压力迟迟难消

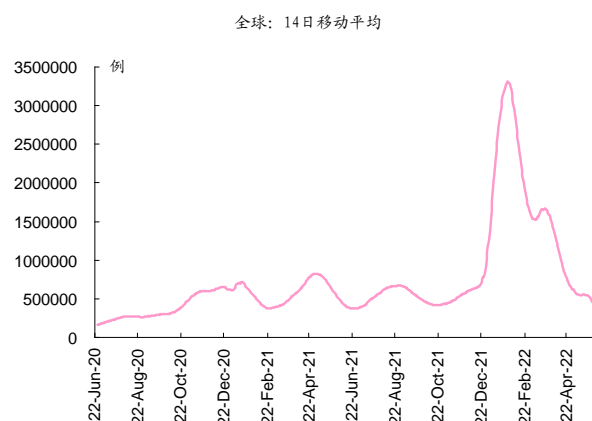
1.1 美国疫情明显好转 新增病例快速下行

图 1: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据



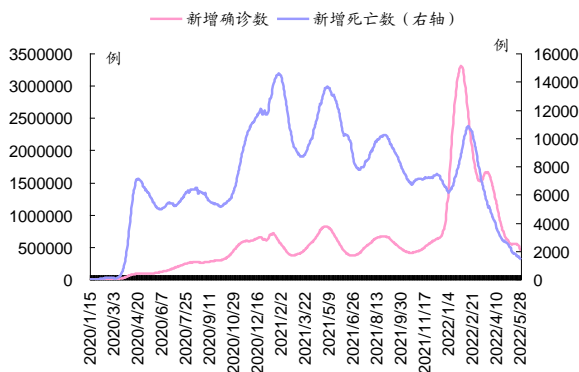
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 2: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据 (14 日均值)



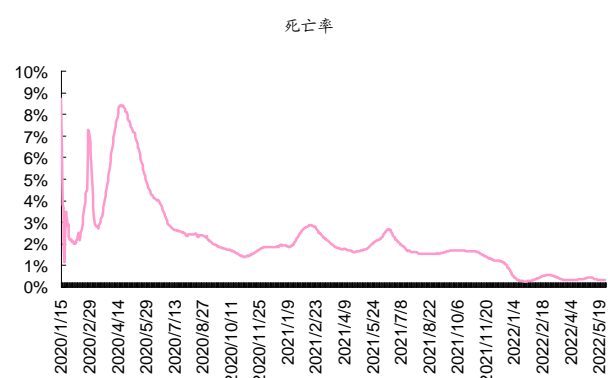
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 3: 全球新增病例及新增死亡病例对比 (14 日均值)



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 4: 全球新冠疫情死亡率



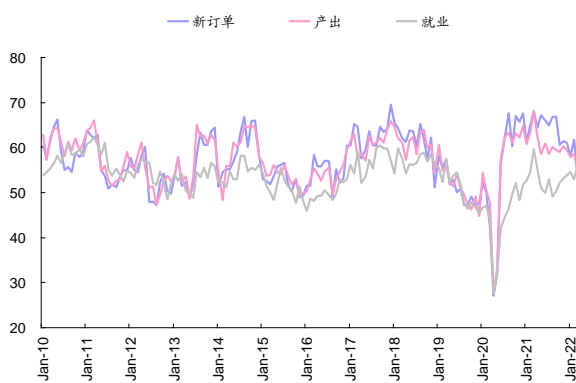
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

2022年4月下旬后，全球新冠肺炎日新增病例数下降趋势有所放缓，月内数值围绕50万例/日窄幅波动，其主导因素在于美国疫情的再度反复，而进入5月最后一周该数值再度明显下行，即伴随着美国疫情的好转，全球新冠肺炎日新增病例数已回落至20万例/日附近。尽管疫情前瞻仍存诸多变数，并仍可能对经济供需两端形成较大冲击，但是在数据平稳且诸多国家陆续放松管控措施的情况下，其对经济的边际影响总体呈弱化态势。

1.2 美国加息仍在追赶 欧洲紧缩迫不得已

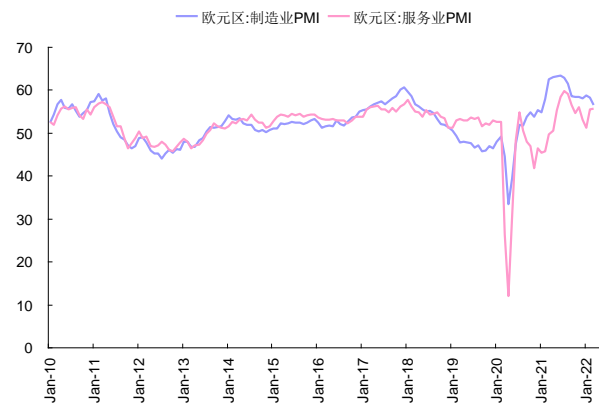
通胀高热迟迟不退，不仅美国因收缩进度迟于经济形势的内在诉求，其加息缩表行为依旧在追赶当中，而且欧央行也不得不在区内经济恢复仍孱弱的情况下，将抑制通胀作为当前的重要任务，紧缩意愿持续强化。

图 5: 美国 PMI 指数



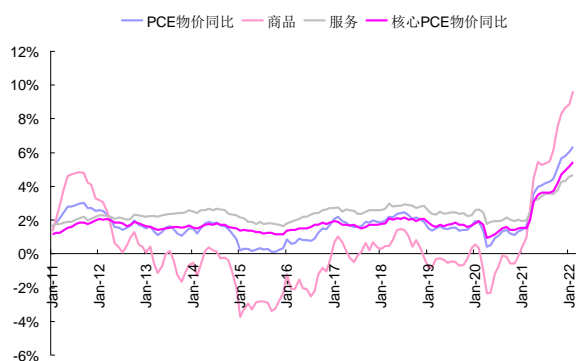
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 6: 欧元区 PMI 指数



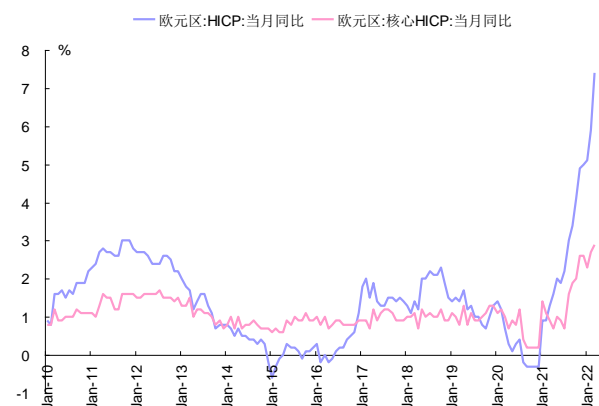
资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 7: 美国通胀水平



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 8: 欧元区通胀水平



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

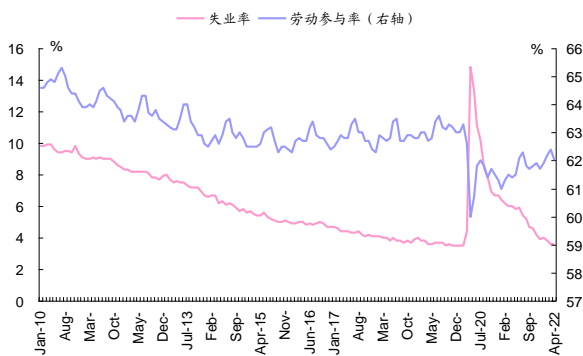
尽管美国5月密歇根消费者现状及预期指数重归下行，且4月美国社零环比增速

也进一步回落，高通胀压制及财政刺激逐步退出后实物消费扩张动力弱化逐步得到验证，但是美国 4 月新增非农就业数据好于市场预期的同时，其通胀数据同样强于市场判断，叠加好于预期的制造业景气水平以及工业产能利用率的持续向好，当前美国经济所展现出的信号更趋于过热而非衰退。

虽然美国 10 年期国债收益率的触顶滞涨显示市场已开始担忧政策打压下美国经济潜在的衰退可能，但是对于美联储而言，经济衰退需要更多数据加以验证，在此之前，其政策调控的核心矛盾依旧是对通胀的抑制，特别是考虑到此前调控政策的滞后，6、7 月份继续保持 50bp 的加息幅度仍是市场主流预判。

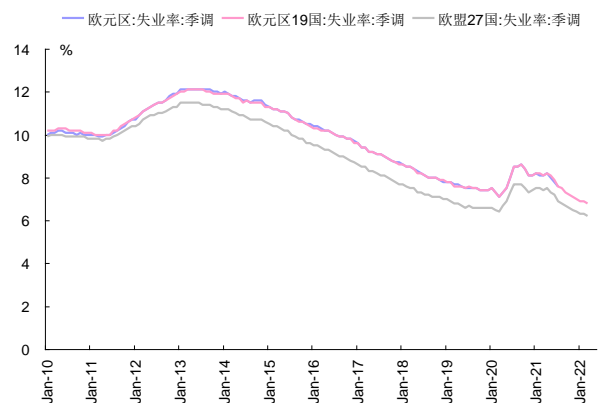
相较而言，欧元区的处境则更显尴尬，一方面区内经济增长前景则仍不容乐观，主要信心指数均呈下滑态势，景气的孱弱可见一斑；另一方面，通胀水平在地缘冲突的推动下进一步抬升，虽然 4 月欧元区 CPI 环比增速明显趋缓，但是 0.6% 的读数仍普遍高于历史同期水平，并将 4 月 CPI 同比增速推升至 8.1%。然而，面对持续高涨的通胀压力，欧央行不得不释放渐趋强硬的紧缩信号。

图 9：美国失业率及劳动参与率



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 10：欧元区失业率



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 11：美欧 10 年期国债收益率

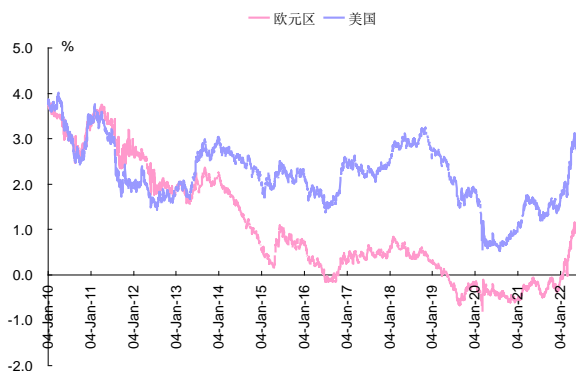
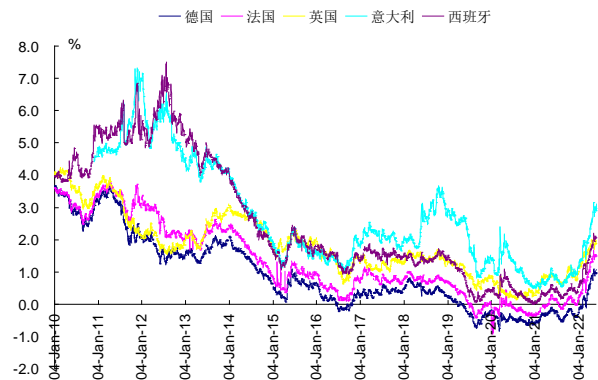
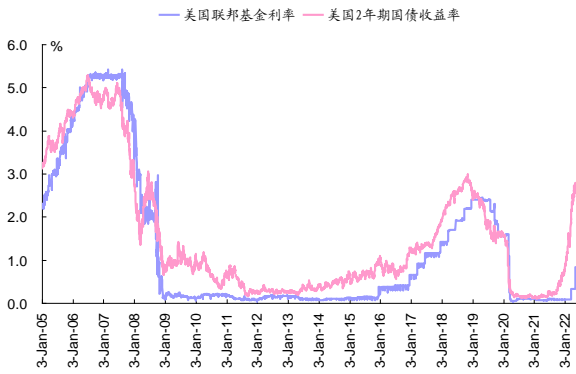


图 12：欧元区主要国家 10 年期国债收益率



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

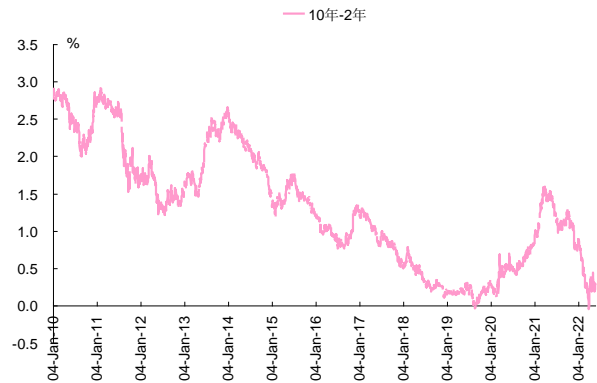
图 13: 美国 2 年期国债收益率与联邦基准利率



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

图 14: 美国 10 年期与 2 年期国债收益率差



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

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_42561

