

相关报告

《宏观专题：流动性影响有限，宽信用力度或增强》 2022-03-11

《宏观专题：稳中求进，稳定宏观经济大盘》 2022-03-06

《宏观专题：春节长假国内外财经要闻及市场概况》 2022-02-06

联系人：朱宇澍

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

● 疫情下，稳增长宏观政策力度较强

1、货币政策宽松或以社融合意收尾

(1) 当前货币政策强度已足量，但社融尚未合意，M2 仍需维持高位：根据易纲讲话“适当提高宏观杠杆率，”在 5.5% 实际增速以及 3% 平减指数增长的假设情形下，假设我国杠杆率回归至 2020 年高点水平，则社融合意存量同比增速 11% 附近。因此我国当前社融增速距离合意水平仍有提升 0.5% 左右的提升空间，仍需 M2 增速维持高位以实现宽信用传导。

(2) 如何维持 M2 增速，基础货币净投放与降准均为选择：考虑到疫情后实体经济的信用扩张意愿或有所收缩，货币乘数进一步增长的空间有限，我国或以维持基础货币的平稳增长为主要操作方向，2022 年 7~12 月会有 3.3 万亿 MLF 集中到期，届时续作概率较大，同时也存在降准置换可能。

(3) 宽松周期或在下半年以社融合意或 PMI 稳定在景气线上收尾：社融达到合意水平在结构上取决于政府债融资以及居民、企业中长贷情况，对应于基建、地产、制造业投资需求的复苏，在当前政策强度下年内社融合意的概率较大，宽信用或成为现实。

2、财政政策以基建为抓手靠前发力

2022 年财政支出呈现出显著的前置特征，财政发力以基建投资为抓手。通过总结历史特征，我们发现财政资金支出与净融资节奏基本一致，但与形成有效投资存在约一个季度的时滞。当前，二季度净融资大幅增长，资金或主要在二季度落地基建项目，基建投资或集中形成于三季度，预计三季度基建投资将再度上扬式增长。

● 中长期复苏前景：内外冲击下的有序复苏

1、消费复苏节奏或略快于 2020 年：根据 2020 年相似冲击的复苏节奏，考虑到本次疫情对整体消费增以及消费率的冲击不及 2020 年，2022 年的复苏节奏或略快于往期。消费复苏周期或在一年左右，2022 年三四季度为冲高反弹期，伴随市场预期企稳，消费或在 2023 年上半年趋于稳定。

2、出口韧性源于中长期竞争力，动能有望延续：以机电电气为主的机电设备出口，车辆为主的运输设备出口，钢铁为主的贱金属出口，为我国出口保持韧性提供了主体支撑。未来电子计算机、手机产业链动能有所下滑，中期或仍承压；美德汽车产业链尚未完全恢复，且我国汽车产业竞争力持续存在；东盟国家对我国产能替代存在但有限。整体上我国出口的短期冲击因素不多，中长期竞争力仍然存在，有望延续韧性。

3、地产投资或以温和节奏回升：在当前一系列政策松动下，5 月居民与企业中长贷略有好转，6 月上旬 30 大中城市商品房成交面积显著回升，房企

拿地与企业购房均呈现边际回暖趋势，或反映5月首套房贷利率下限与5年期LPR“双降”之后，购置需求首先得到释放，销售回暖，带动房企投资有所改善。但考虑到房企风险尚未完全出清，供给端投融资能力依然存在诸多约束，民营企业的拿地意愿依然不强，地产的恢复弹性或不及往年。

4、制造业投资动能有望维持高位：根据制造业投入产出以及疫情冲击结构分析，我们得到：制造业投资原材料制造占比约30%，装备制造占比约45%，下游制造占比约25%，疫情对于中上游产业链的冲击较为明显。中上游结构复苏动能主要受到地产、基建投资需求，出口需求制约；下游结构复苏动能主要受消费需求的制约。全年来看，地产投资或于下半年改善，基建投资效力三季度或集中体现，出口中长期动能较好，消费或略快于2020年的复苏节奏；下半年制造业投资动能有望维持高位。

5、基建投资或在三季度集中增长：同财政政策部分分析。

6、外部冲击1：全球能源价格上涨：未来石油能源价格走势的核心约束依然是供给约束，目前OPEC+的整体增产意愿不强，预计后续增产空间有限。需求端则需要考虑美国、中国、欧盟等主要经济体的复苏周期。当前，美联储加息态度强硬，但鲍威尔承认“软着陆难度较大”，美国或步入需求边际收缩阶段；欧盟方面，欧央行也逐步进入加息周期，但短期仍有需求支撑；我国而言，目前疫情初步得到控制，尚处在复苏期，预计下半年需求将有较为强劲的反弹。整体上，石油需求依然具有一定支撑，预计供需缺口将会延续，石油价格短期依然偏强。对于我国而言，工业品领域的通胀压力仍然存在。

7、外部冲击2：中美货币周期错位仍然持续：当前美国通胀率居高不下，而失业率却与历史低点基本持平，强劲的国内需求与高企的通胀使得市场对美联储的加息预期大幅增加，预计10年期美债利率将与20世纪80年代末的运行轨迹相似，即提前消化加息预期并持续在高位震荡。而我国下半年货币政策尽管存在逐步退出可能，但仍需要维持当前的宽松强度直至经济好转，因此中美货币政策周期依然存在错位，中美利差或持续维倒挂至年末，继而对我国货币政策有效性产生冲击。

● 全年复苏前景

整体上二季度实现正增长概率较大，全年有望实现5.5%增速，但考虑到消费复苏或偏慢，需要投资端三大分项保持复苏弹性，并持续发力。

风险提示：疫情存在反复的风险，经济复苏压力仍然持续存在

内容目录

1. 五月经济数据：边际改善明显	6
1.1. 物流保通保畅，生产供给逐步回升	6
1.2. 疫情防控形势向好，市场需求逐步改善	6
1.3. 外贸进出口明显加快，出口韧性较强	7
1.4. CPI 涨幅保持稳定，PPI 涨幅继续回落	8
1.5. 货币信贷总量增长，结构待改善	8
2. 疫情下，稳增长宏观政策力度较强	9
2.1. 货币政策宽松或以社融合意收尾	9
2.2. 财政政策以基建为抓手靠前发力	13
3. 中长期复苏前景：内外冲击下的有序复苏	14
3.1. 消费复苏节奏或略快于 2020 年	14
3.2. 出口韧性源于中长期竞争力，动能有望延续	15
3.3. 地产投资或以温和节奏回升	19
3.4. 制造业投资动能有望维持高位	21
3.5. 基建投资或在三季度集中增长	24
3.6. 外部冲击 1：全球能源价格上涨	26
3.7. 外部冲击 2：中美货币周期错位仍然持续	28
4. 下半年经济数据预测	30
5. 风险提示	30

图表目录

图 1：2020 年以来制造业采购经理人指数走势	6
图 2：2021 年以来制造业 PMI 需求分项指数	6
图 3：2021 年以来规模以上工业增加值增速	6
图 4：2021 年以来工业增加值细分项目增速	6
图 5：2021 年以来社会零售品消费当月同比增速	7
图 6：2020 年以来社零商品与餐饮分项当月同比增速	7
图 7：2021 年以来固定资产投资累计同环比增速	7
图 8：2021 年以来三大固定资产投资分项累计增速	7
图 9：2020 年以来进出口金额当月同比增速	7
图 10：2019 年以来 PMI 新出口订单与出口金额增速	7
图 11：2020 年以来居民消费者价格指数同环比增速	8
图 12：2022 年 5 月 CPI 分项对当月同比增速的拉动	8
图 13：2021 年以来工业生产者出厂价格指数同比增速	8
图 14：2020 年以来布伦特原油价格与南华工业品指数	8
图 15：2015 年以来 M2 与社融存量同比增速与剪刀差	9
图 16：2022 年 5 月社融分项对贡献率变化	9
图 17：2022 年 5 月人民币贷款分项结构	9
图 18：2021 年以来票据融资占新增人民币贷款比重	9
图 19：2000 年以来我国非外汇占款基础货币与公开市场操作存量对比	10
图 20：2000 年以来我国基础货币组成与货币乘数变化趋势	11
图 21：2000 年以来我国货币政策周期与经济信用周期对比	11
图 22：2002 年以来社融估算宏观杠杆率与官方值	12
图 23：2014 年以来我国存量社融与 M2 同比增速对比	12

图 24: 2019 年以来我国基础货币与货币乘数变化趋势	12
图 25: 2015 年以来我国财政支出强度变化 (支出-收入)	13
图 26: 疫情对我国居民人均消费率 (人均消费支出/人均可支配收入) 冲击	14
图 27: 我国消费品零售分项增速	14
图 28: 我国限额以上企业消费品零售总额增速	14
图 29: 我国 PMI 新出口订单与出口增速对比	15
图 30: 我国 2021 年全年出口分项占比	15
图 31: 2020 年以来我国主要出口项目月度增速变化	16
图 32: 2021 年以来我国出口主体需求内部结构	16
图 33: HS15-72 钢铁原料出口流向	17
图 34: HS15-73 钢铁制品出口流向	17
图 35: HS16-84 机械设备出口流向	17
图 36: HS16-85 电机电气出口流向	17
图 37: HS17-86 铁路运输设备出口流向	17
图 38: HS17-87 车辆运输设备出口流向	17
图 39: 2015 年以来我国电子计算机以及手机设备出口增速变化	18
图 40: 2020 年以来美德汽车产量同比增速	18
图 41: 2019 年以来美德汽车产量绝对值变化	18
图 42: 2019 年以来美国货物进口中国与东盟占比	19
图 43: 2019 年以来美国货物进口中国与东盟增速	19
图 44: 2005 年以来历次地产周期与货币政策对比	19
图 45: 房地产开发资金来源	20
图 46: 2021 年以来房地产开发分项资金增速	20
图 47: 2020 年以来 30 大中城市商品房成交面积	21
图 48: 2021 年以来居民与企业中长贷变化	21
图 49: 截至 2022 年 5 月各行业固定资产投资累计额占比	22
图 50: 2021 年我国制造业投资内部结构	22
图 51: 2019 年以来制造业投资累计同比增速变化	23
图 52: 2020 年疫情冲击制造业内部受损程度排序	24
图 53: 2022 年疫情冲击制造业内部受损程度排序	24
图 54: 基建投资的资金结构	24
图 55: 2017 年基建投资资金来源占比	24
图 56: 2018 年以来地方债净融资与政府性基金当月支出对比	25
图 57: 2016 年以来估算财政基建资金与基建投资增速对比	25
图 58: 世界主要国家/地区石油储量占比	26
图 59: 全球原油产量各国家/地区占比	26
图 60: 各国自身原油产能对需求覆盖比率	26
图 61: 全球原油需求各国家/地区占比	26
图 62: 2019 年以来世界原油产需缺口变化	27
图 63: 2019 年以来世界原油价格与产需缺口对比	27
图 64: 2005 年以来中美 PMI 对比	28
图 65: 2019 年以来中美 10 年国债收益率对比	28
图 66: 2015 年 811 后我国汇率浮动性变化	28
图 67: 2002 年以来我国利率变动与金融资本流动对比	28
图 68: 2017 年以来美债收益率与境外机构债券持有量对比	29
图 69: 1982 年以来美国经济与货币政策周期对比 10 年国债收益率走势	29

表 1: 2021 年 12 月以来地产领域重点调控政策	20
表 2: 2017 年制造业内部投入产出直耗系数	22
表 3: 2017 年产业间投入产出直耗系数	23
表 4: 2022 年二、三、四季度主要经济指标名义增速预测	30

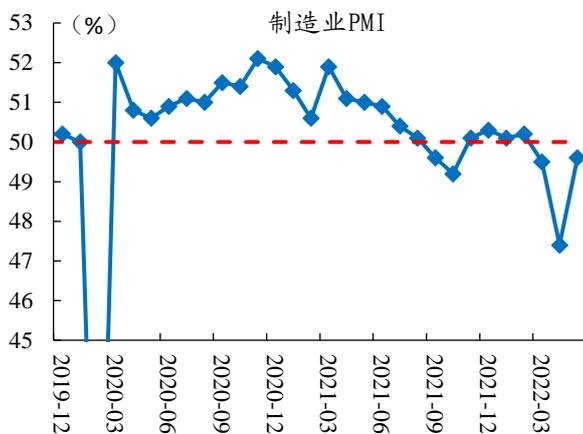
1. 五月经济数据：边际改善明显

5月份我国经济逐步克服疫情不利影响，稳增长的政策措施效果逐步显现，经济运行的积极变化有所增多，主要指标多数出现改善，经济呈现恢复向好势头。

1.1. 物流保通保畅，生产供给逐步回升

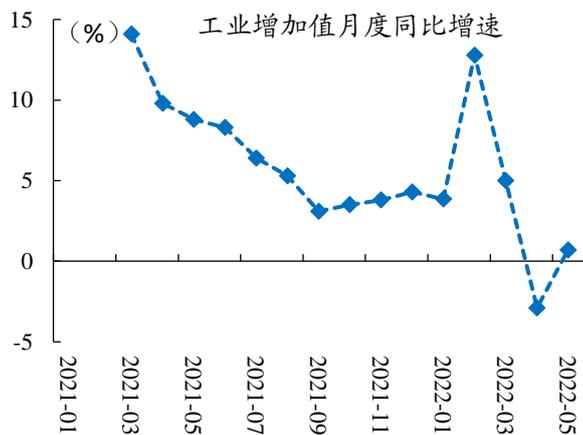
物流保通保畅的效果不断显现，企业复工复产有序推进，工业服务业均出现了回升。工业生产由降转升。5月份，规模以上工业同比增长0.7%，前值下降2.9%。PMI录得49.6%，较前值明显回升2.2%，且已经接近景气区间。

图 1：2020 年以来制造业采购经理人指数走势



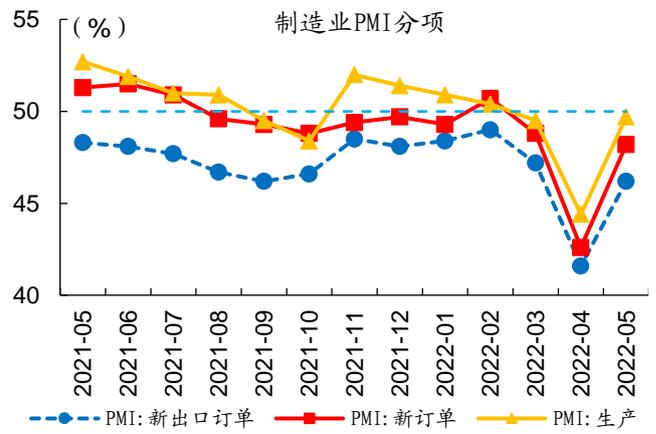
资料来源：Wind，中原证券

图 3：2021 年以来规模以上工业增加值增速



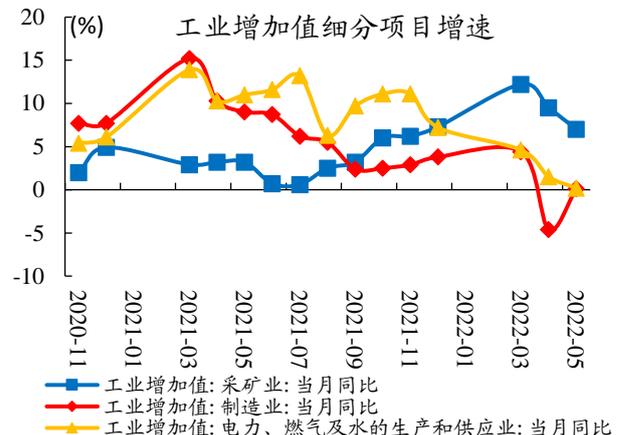
资料来源：Wind，中原证券

图 2：2021 年以来制造业 PMI 需求分项指数



资料来源：Wind，中原证券

图 4：2021 年以来工业增加值细分项目增速

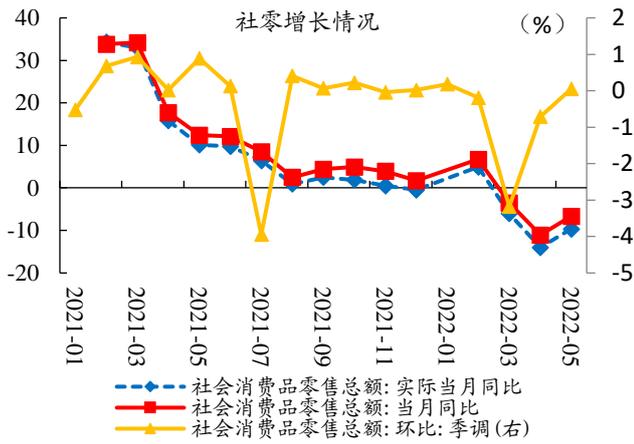


资料来源：Wind，中原证券

1.2. 疫情防控形势向好，市场需求逐步改善

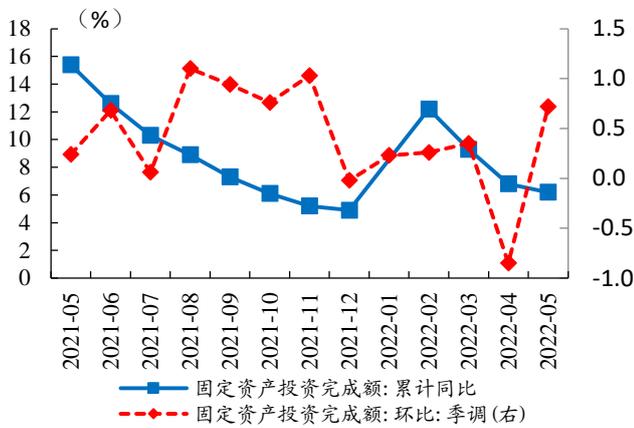
疫情防控形势总体向好，生产生活秩序逐步恢复，稳投资促消费政策的作用下，市场需求逐步改善。市场销售降幅收窄。5月份，社会消费品零售总额同比下降6.7%，降幅比上月收窄4.4个百分点。投资平稳增长。1-5月份，固定资产投资同比增长0.2%，保持基本稳定，其中基础设施投资增长6.7%，增速比1-4月份加快0.2个百分点，房地产开发投资下降4.0%。

图 5：2021 年以来社会零售品消费当月同比增速



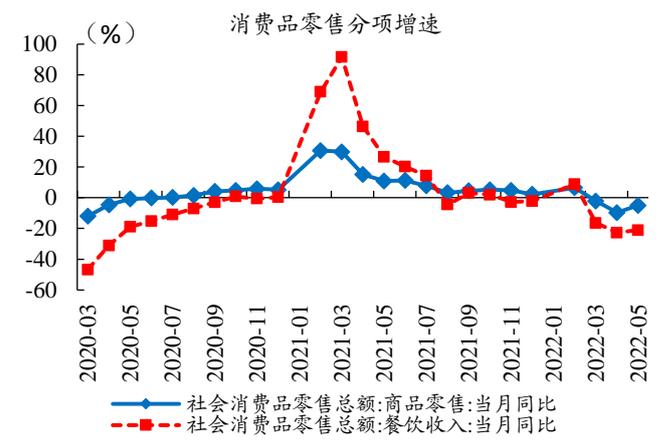
资料来源：Wind，中原证券

图 7：2021 年以来固定资产投资累计同环比增速



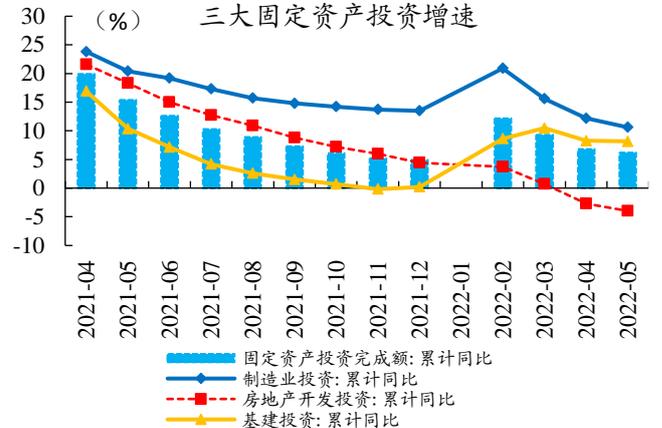
资料来源：Wind，中原证券

图 6：2020 年以来社零商品与餐饮分项当月同比增速



资料来源：Wind，中原证券

图 8：2021 年以来三大固定资产投资分项累计增速

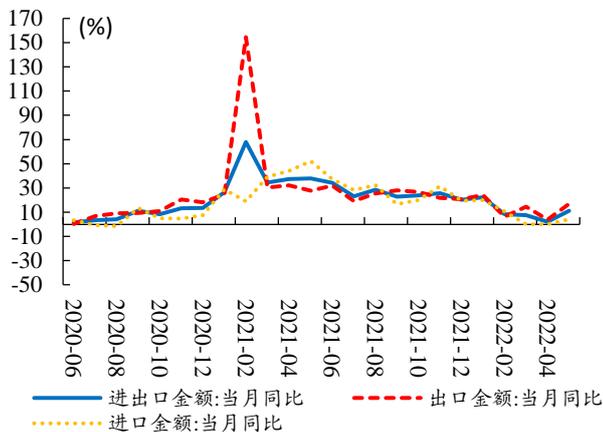


资料来源：Wind，中原证券

1.3. 外贸进出口明显加快，出口韧性较强

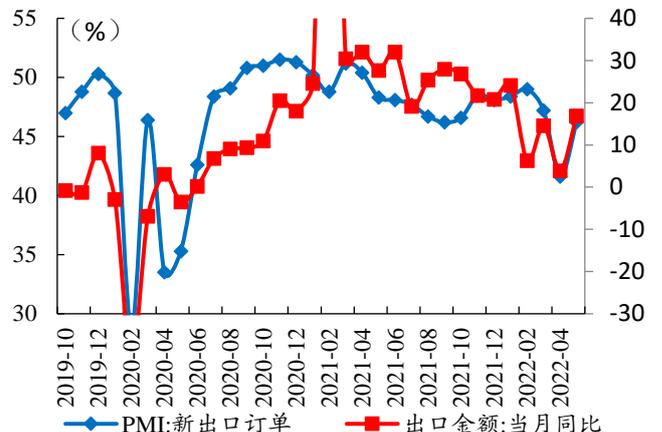
外贸物流逐步改善，外贸企业生产恢复，前期积压外贸订单释放，货物进出口增速回升。5 月份，货物进出口总额 34500 亿元，同比增长 9.6%，增速比上月加快 9.5 个百分点。其中，出口 19765 亿元，增长 15.3%；进口 14736 亿元，增长 2.8%。贸易顺差 5029 亿元。

图 9：2020 年以来进出口金额当月同比增速



资料来源：Wind，中原证券

图 10：2019 年以来 PMI 新出口订单与出口金额增速

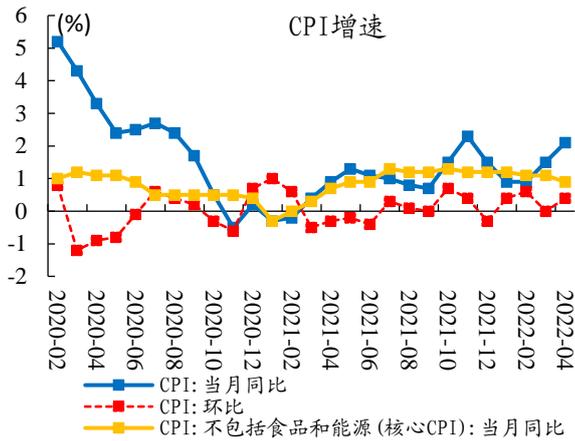


资料来源：Wind，中原证券

1.4. CPI 涨幅保持稳定，PPI 涨幅继续回落

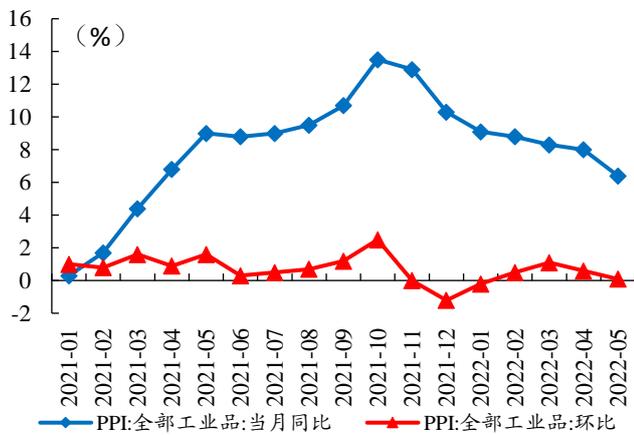
1-5 月份，全国居民消费价格同比上涨 1.5%。5 月份，全国居民消费价格（CPI）同比上涨 2.1%，涨幅与上月持平；环比下降 0.2%。核心 CPI 同比上涨 0.9%，涨幅与上月持平。5 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 6.4%，涨幅比上月回落 1.6 个百分点；环比上涨 0.1%。5 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 6.4%，涨幅比上月回落 1.6%；环比上涨 0.1%。

图 11：2020 年以来居民消费者价格指数同环比增速



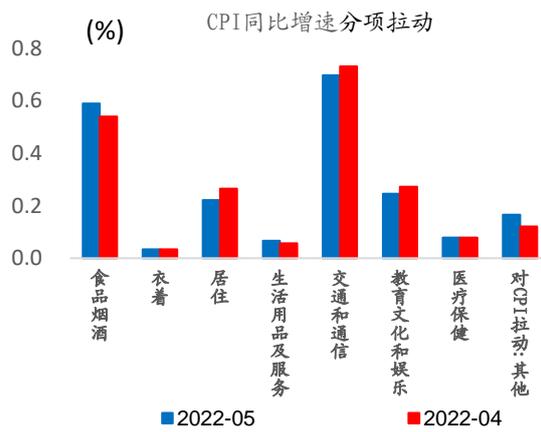
资料来源：Wind，中原证券

图 13：2021 年以来工业生产者出厂价格指数同比增速



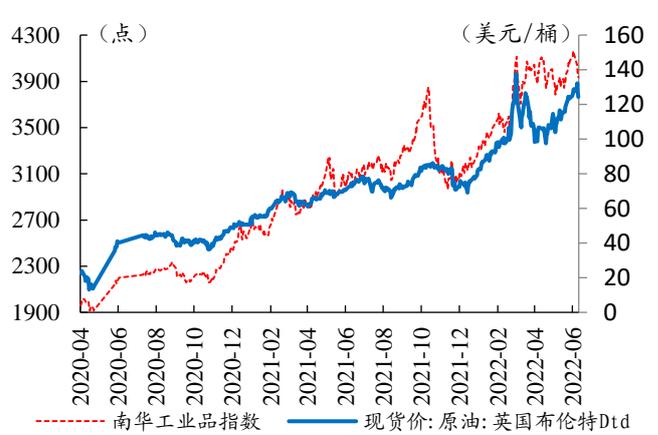
资料来源：Wind，中原证券

图 12：2022 年 5 月 CPI 分项对当月同比增速的拉动



资料来源：Wind，中原证券

图 14：2020 年以来布伦特原油价格与南华工业品指数



资料来源：Wind，中原证券

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_43349

