

政策效应强化，内生增长提速

——2022年中期宏观经济展望

华龙证券研究所

研究员

姓名：曹明

执业证书编号：S0230517110001

邮箱：caom@hlzq.com

相关报告

《政策护航，稳字当头——2022年宏观经济展望》2022年1月6日

《经济修复动能减弱，流动性适度宽松——2021年四季度宏观经济展望》2021年10月8日

请认真阅读文后免责条款

摘要（核心观点）：

- **全球经济可能将步入滞涨期。**全球主要经济体复苏的进程虽然受疫情影响在慢慢弱化，但俄乌冲突的爆发带来了较多的不确定性。政策边际收紧、大宗商品价格上涨、能源短缺、供应链冲击等众多因素制约着全球经济的复苏步伐。美国通胀承压，加息步伐继续，欧洲经济复苏放缓，滞胀风险凸显。
- **2022年上半年国内经济运行受外部因素影响较大。**一季度经济运行开局总体平稳，但结构性问题凸显。在国内疫情反复与国外俄乌冲突矛盾影响下，GDP增速还将进一步下滑，预判经济底在二季度出现。
- **宏观经济政策组合拳发挥更多功效。**财政政策积极有效，新老基建投资、科学技术与卫生健康等领域仍为支出重点；货币政策稳健中灵活适度，总量与结构调控双管齐下，保持流动性合理充裕。
- **稳增长政策效应逐步强化，经济在内生动力驱动下加速增长。**消费有望迎来反弹，投资增长更依赖于基建投资为抓手，外贸在政策托底的前提下不会过多失速。同时，配合减税降费精准纾困企业，缓解就业压力保障民生，进一步激发内生增长活力。预计下半年GDP增速将明显回升，全年增速有望保持在5.0%以上。
- **2022年下半年国内价格水平展望。**CPI总体平稳，后期有上行压力，预计三季度将达到2.8%-3.0%高点；PPI延续回落，仍高位运行，预计PPI全年维持在5.0%以上水平。
- **风险提示：**海外疫情爆发超预期与国内局部疫情干扰；俄乌冲突进一步发酵；全球通胀超预期；经济超预期波动与政策效果不及预期等。

目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 1、2022年下半年海外经济形势展望 | 2 |
| 1.1 美国：通胀承压，加息步伐继续 | 2 |
| 1.2 欧洲：经济复苏放缓，滞胀风险凸显 | 4 |
| 1.3 俄乌局势：对后期的经济扰动还将持续 | 5 |
| 2、2022年上半年国内经济运行回顾 | 6 |
| 2.1 观点回顾 | 6 |
| 2.2 上半年经济运行回顾 | 6 |
| 3、2022年下半年宏观经济政策展望 | 8 |
| 3.1 财政政策：收支结构平衡，确保政策功效发挥 | 8 |
| 3.2 货币政策：稳健偏松，力保经济企稳 | 9 |
| 4、2022年下半年国内宏观经济展望 | 11 |
| 4.1 消费：复苏乏力，下半年有望迎来反弹 | 11 |
| 4.2 投资：增速明显回落，基建将成为重要抓手 | 12 |
| 4.3 外贸：增长态势放缓，政策托底不会失速 | 13 |
| 4.4 呵护市场主体：减税降费为中小企业排忧解难 | 14 |
| 4.5 呵护市场主体：保就业进一步激发内生增长活力 | 15 |
| 4.6 下半年经济增速预判 | 16 |
| 5、2022年下半年国内价格水平展望 | 17 |
| 5.1 CPI：总体平稳，后期有上行压力 | 17 |
| 5.2 PPI：延续回落，但仍高位运行 | 17 |
| 6、风险提示 | 19 |

1、2022 年下半年海外经济形势展望

2022 年上半年,全球主要经济体复苏的进程虽然受疫情的影响在慢慢弱化,但俄乌冲突的爆发带来了较多的不确定性。政策边际收紧、大宗商品价格上涨、能源短缺、供应链冲击等众多因素制约着全球经济的复苏步伐。与此同时,贸易保护主义凸显与产业链区域化特征使得各国贫富差距进一步拉大。

世界银行最新发布的《全球经济展望》报告将 2022 年全球经济增长预期下调至 2.9%,远低于今年 1 月预期的 4.1%,经合组织将全球经济增长预期从之前的 4.5%下调至 3.0%。现阶段我们认为全球经济可能将步入低增长高通胀风险恶化后的滞涨期。

1.1 美国：通胀承压，加息步伐继续

经济增速：2022 年美国一季度 GDP 同比增长 4.3%，鉴于通胀水平高企，大幅拉高名义 GDP 增速至 11.5%，美国官方提供的数据为 5.98 万亿美元，环比下降了 1.4%。按照名义 GDP 增长环比折年率看，一季度增长 6.5%，较去年同期与年底均有不同程度的下滑。2022 年下半年，通胀与加息共振因素下，缺少低基数效应的美国经济增长将会逐步放缓。

通胀水平：2022 年 5 月，美国 CPI 同比升 8.6%，创 1981 年 12 月以来新高，核心 CPI 同比增长 6.0%，前值升 6.2%，同样高出市场此前预期的升 5.9%。美联储褐皮书显示，近期油价飙升和持续的供应链瓶颈进一步推升了企业调价压力，而部分消费者已经选择不再继续为涨价买单。后期来看，高企的通胀不断稀释美国居民的购买力，预计还将持续较长时间，对经济发展的核心动力消费水平带来更大的冲击。

图 1：美国名义 GDP 增长（环比折年率）

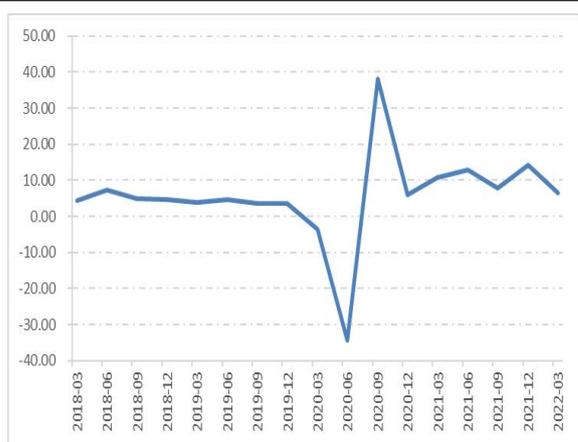
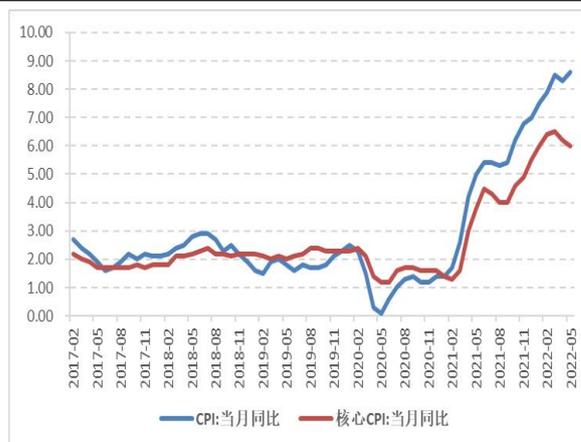


图 2：美国 CPI 当月同比



数据来源：Wind，华龙证券研究所

就业水平：2022 年 5 月，美国失业率连续第三个月维持在 3.6%，仍高于新冠疫情前水平，就业形势较为乐观。调查数据显示，美国企业公开的职位空缺数高达 1140 万，3.6%的失业率更多体现的是结构性失业，推动了美国就业市场的薪酬上涨。收入上涨的前提下，对短期难以改变的习惯性与透支型消费形成了一定的支撑。

图 3：美国失业率（季调）

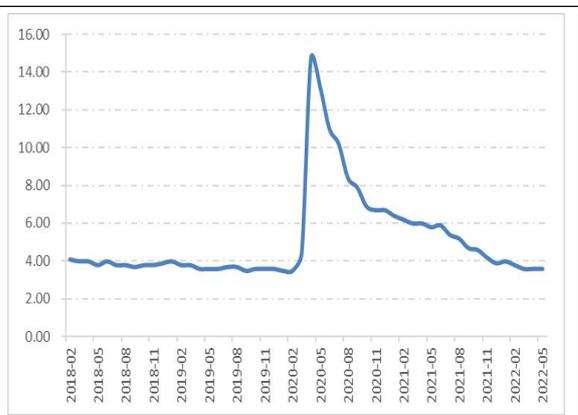


图 4：美国十年期国债收益率



数据来源：Wind，华龙证券研究所

加息与缩表步伐：2022 年 5 月 4 日，美联储通过会议决定将美国联邦基金利率增加 0.5%，与此同时，美联储宣布将启动缩表计划。6 月 15 日，美联储再次宣布上调联邦基金利率目标区间 75 个基点到 1.5%至 1.75%之间，以遏制通胀再度飙升，这是美联储自 1994 年以来最大加息幅度。对于后期的判断，鉴于 5 月非农就业数据好于预期，而高企的通胀数据又进一步

上调了对美联储加息步幅的预期，意味着美联储可以继续积极推进后续加息计划，加息对美元与美债收益率影响更多的应体现在时点性上。

1.2 欧洲：经济复苏放缓，滞胀风险凸显

经济增速：2022 年上半年，受地缘政治冲击、美联储收紧货币政策以及能源价格飞涨等多重风险的共同影响下，欧元区的整体经济大环境都受到了影响。欧元区 2022 年第一季度 GDP 环比增长 0.3%，与 2021 年第四季度增速持平。其中三大经济体表现均不尽如人意。德国一季度 GDP 环比增长仅为 0.2%，法国一季度 GDP 增速环比持平，而意大利一季度 GDP 环比萎缩 0.2%。从制造业和服务业的表现来看，数据显示，欧元区 5 月制造业采购经理人指数 PMI 初值为 54.4，创下 2020 年 11 月以来新低，服务业 PMI 初值为 56.3，低于 4 月终值 57.7。

通胀水平：经济增速有所放缓，通胀压力进一步的增大。2022 年 5 月欧元区 CPI 同比增加 8.1%，继续刷新欧元区成立以来的记录。疫情影响与俄乌冲突事件，对欧元区的能源价格与食品价格都带来了史无前例的增长，高通胀压力持续势必将增加未来欧洲经济实质性的滞胀风险。

图 5：欧元区制造业 PMI

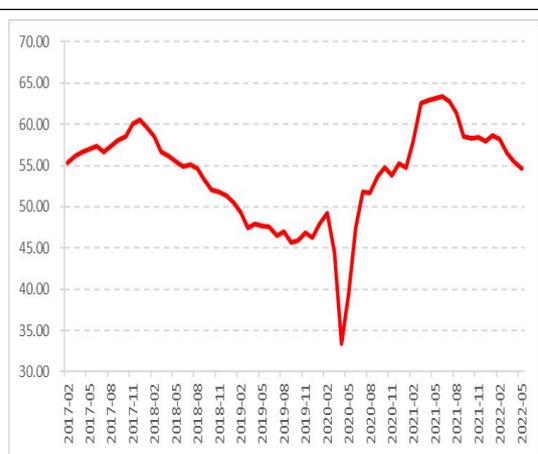
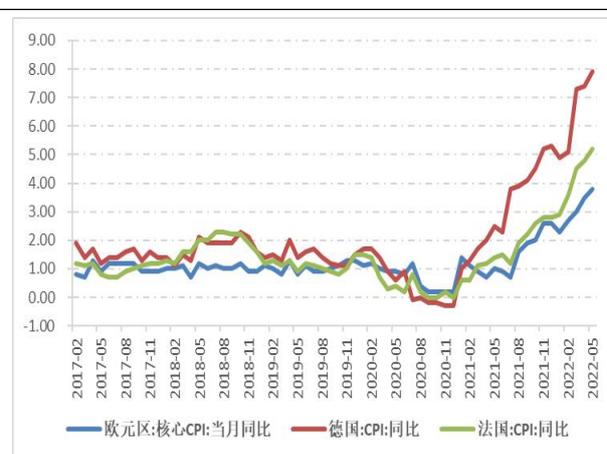


图 6：欧元区 CPI



数据来源：Wind，华龙证券研究所

就业水平：2021年下半年以来，欧元区劳动力市场表现较好，劳动工资岗位持续增加，但劳动供给并未有效弥补劳动需求缺口，结构性的失业问题与美国情况相类似。后期仍需关注劳动力市场的供需矛盾引发的工资物价上升，从而进一步增大欧元区通胀风险。

货币政策：欧洲央行2022年4月货币政策会议纪要显示，决策官员普遍对高通胀数据以及通胀的蔓延表达出担忧。6月9日欧洲中央银行宣布，计划7月加息25个基点，并从7月1日起停止净资产购买。目前，欧洲央行的主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率分别维持在0.00%、0.25%和-0.50%。根据欧洲央行计划，市场预判9月将再次加息，如果中期通胀前景持续或恶化，将会适当提高加息幅度。预计欧洲央行全年将加息110个基点，在中期实现2%的通胀。

1.3 俄乌局势：对后期的经济扰动还将持续

在全球经济发展面临新冠疫情冲击、贸易发展缺乏动力之时，2022年2月起爆发的俄乌冲突持续升级对全球经济复苏形成了拖累。短期来看，冲突事件造成全球供应链的冲击以及大宗商品价格的上涨，原油、天然气及农产品价格抬升进一步增加全球滞胀风险。

对于俄乌冲突今后的影响，我们认为短期在和谈存在分歧以及西方对乌克兰的持续军事援助下，冲突不会停止，还将持续一定的时间。全球化时代，俄乌冲突以连锁反应的形式影响世界，相对来说发展中国家成为受影响最大的群体之一，冲突创伤了经济增长，引发大宗商品价格飞涨、能源格局重构，带来供应链冲击，影响到粮食危机及食品安全等等。后期仍将关注冲突的持久性与影响程度。

2、2022 年上半年国内经济运行回顾

2.1 观点回顾

2022 年初，我们发布了题为《政策护航，稳字当头》的 2022 年宏观经济展望报告。报告中提出 2022 年 GDP 增速将呈现出前低后高的态势，全年增速保持在 5.5% 左右。对于 2022 年国内宏观经济运行及判断，需要考虑外生因素（疫情、能源与极端天气）与内生因素（供给侧重在长期结构调整，需求侧为短期主要矛盾）共同对经济运行及经济增长的影响。

2.2 上半年经济运行回顾

2022 年即将过半，经济运行的整体情况来看，我们认为外生因素的影响大于内生因素。2022 年前两个月，经济恢复情况好于预期，随之而来的俄乌冲突局势以及 3 月国内新一轮疫情的再次爆发，对经济增长带来了较大的冲击，主要表现在物流不畅矛盾凸显下工业服务业产出增速下滑，最终消费和投资持续走弱，失业问题尤其是青年失业率持续攀升，社会预期和市场信心不断下降等。

图 7：GDP 当季同比%

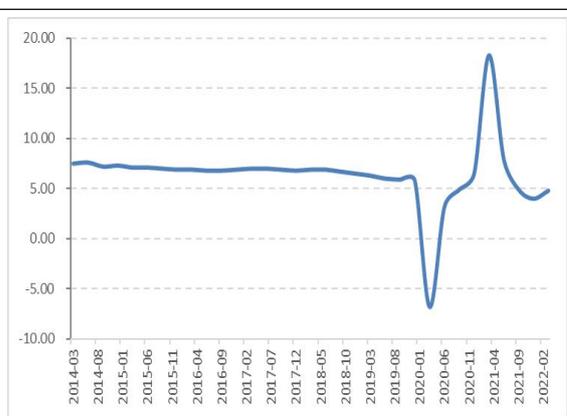
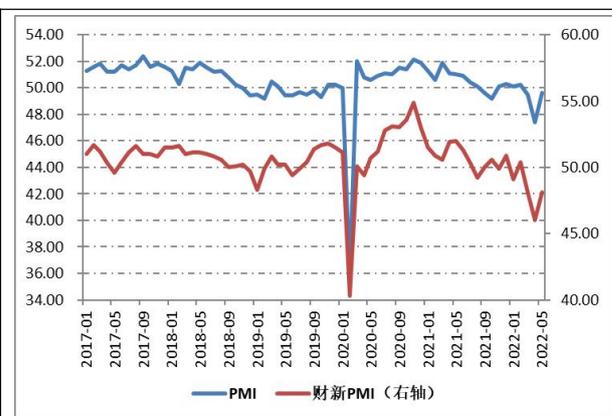


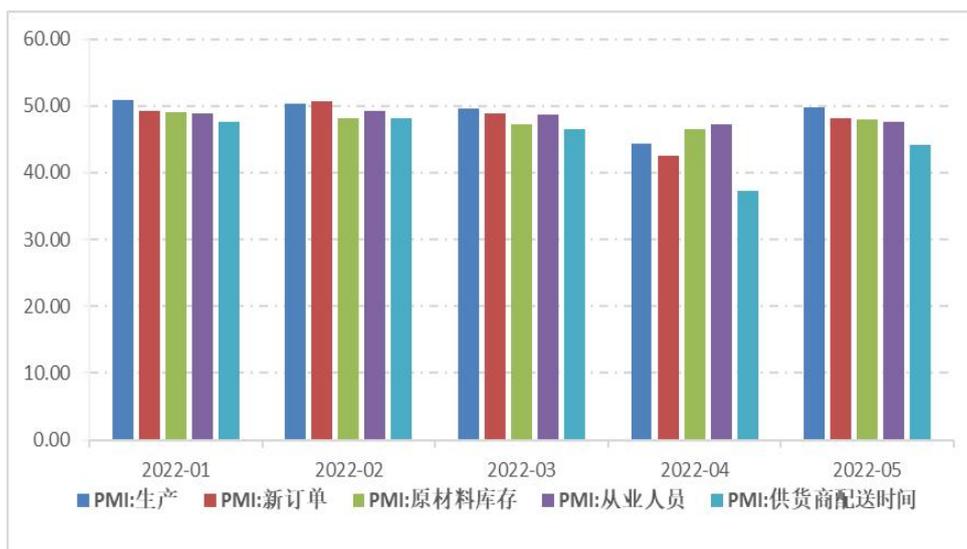
图 8：制造业 PMI 与财新 PMI



数据来源：Wind，华龙证券研究所

2022 年一季度经济运行开局总体平稳，同比增长 4.8%，但结构性问题凸显。考虑到国内 4 月份疫情的后续影响，国外俄乌冲突局势带来的大宗商品与能源价格上涨引发的供应链冲击等矛盾，预判经济底在二季度出现，GDP 增速还将进一步下滑。

图 9：2022 年 1-5 月度 PMI 分项指标



数据来源：Wind，华龙证券研究所

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_43432



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn