

### 核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-81152692

#### 相关研究

- 6月PMI数据点评: 经济全面修复, 服务业强反弹
- A股延续独立行情, 超跌反弹仍在进行
- 经济边际持续修复, A股演绎独立行情

- **经济延续修复，疫情阴云再起。**6月以来，北京、上海疫情持续好转，使经济延续了复苏势头，制造业、服务业、建筑业均明显反弹。生产和消费的高频数据同样显示经济的内生增长动力在增强，城市拥堵延时指数、地铁客运量回升，螺纹钢、沥青去库存，电影票房、汽车销售回暖以及商品房成交放量等。但是，疫情再起给经济复苏的前景增加了不确定性，7月2日，新增本土确诊病例75例，涉及省份数时隔半个月再次达到5个，中信消费者服务板块反弹势头因而受阻。
- **若经济再承压，稳增长政策可期。**货币政策委员会二季度例会相较于一季度，增加了对稳经济的关注。在经济形势分析部分，新增了“当前全球经济增长放缓、通胀高位运行”的判断；在货币政策部分，删除了一季度会议“保持宏观杠杆率基本稳定”的论述，新增了对物价的关注；在下一阶段工作指引部分，新增了“推动稳住经济一揽子政策尽快落地，发挥好稳住经济和助企纾困的政策效应”。
- **美国经济预期趋弱，海外市场交易衰退。**7月1日，美国公布了6月制造业PMI，从上月的56下降至53，创两年来新低，不及市场预期。此前的6月30日，美国公布的5月季调不变价消费支出环比下降0.4%，降幅高于市场预期。此外，美国10年期与2年期国债收益率之差再次缩窄至近于0，铜金比、铜油比持续下探，均指示美国经济预期趋弱。因此，美国股市和债市交易衰退预期，上周美债10年期国债收益率连续大幅下行，周内下跌约40个BP，美国三大股指均收跌，纳指、道指和标普500分别下跌4.13%、1.28%和2.21%
- **后市展望。**疫情变化和美元走势是当前影响市场的关键因素，往后看，市场焦点仍在经济恢复的高度和节奏，这可能决定着短期反弹的高度。美国通胀见顶的预期在增强，但仍需更多的证据佐证。短期来看，建议仍然紧密跟踪几个市场主要矛盾的变化，把握短期可能反弹的节奏。中长期的一些主要担忧尚未明显解除，仍存一些变数，市场大幅上行的时点仍需观察。建议在谨慎乐观的基础上跟踪观望，灵活应对。

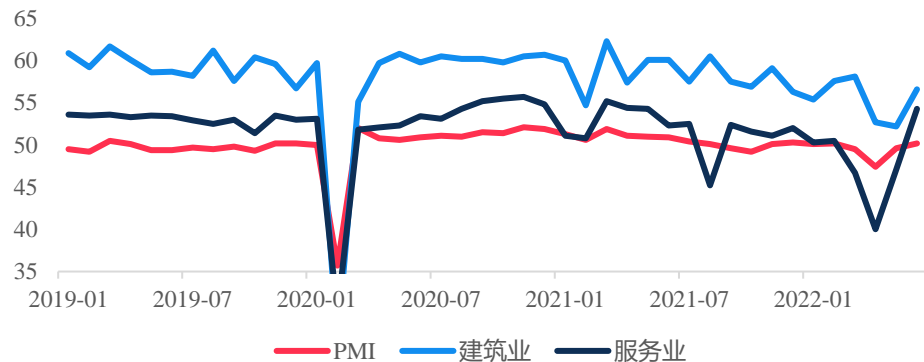
风险提示：疫情超预期，稳增长政策落地不及预期，地缘政治风险升级

## 1 经济延续修复 疫情阴云再起

6月以来北京、上海疫情持续好转，使经济延续了5月复苏的势头，制造业、服务业、建筑业均明显反弹，特别是服务业修复势头强劲。6月制造业PMI录得50.2%，前值49.6%，回升0.6个百分点。非制造业PMI录得54.7%，前值47.8%，回升6.9个百分点。其中，建筑业PMI录得56.6%，前值52.2%，回升4.4个百分点；服务业PMI录得54.3%，前值47.1%，回升7.2个百分点。

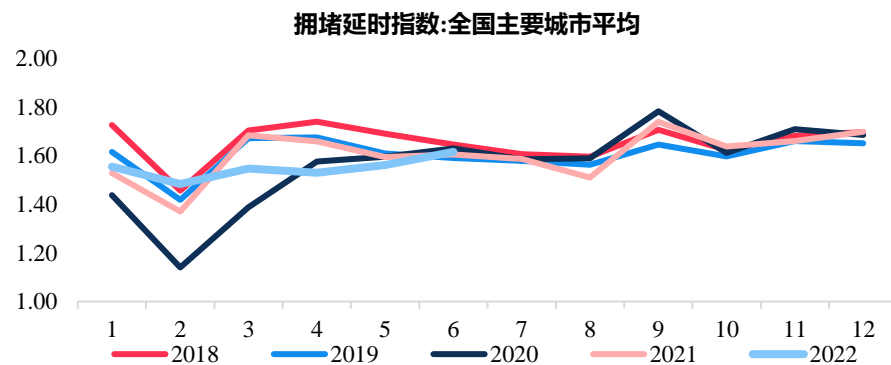
反映经济基本面情况的城市拥堵延时指数在6月重回季节性水平，以及全国主要城市地铁客运量的持续回升，均与PMI指向的经济修复一致。

图1：制造业修复 服务业强反弹



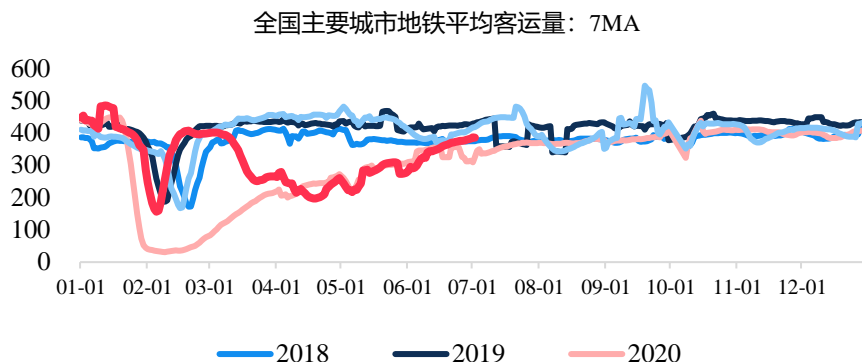
资料来源：Wind, 首创证券

图2：拥堵延时指数回到季节性水平



资料来源：Wind, 首创证券

图 3：全国主要城市地铁平均客运量回升



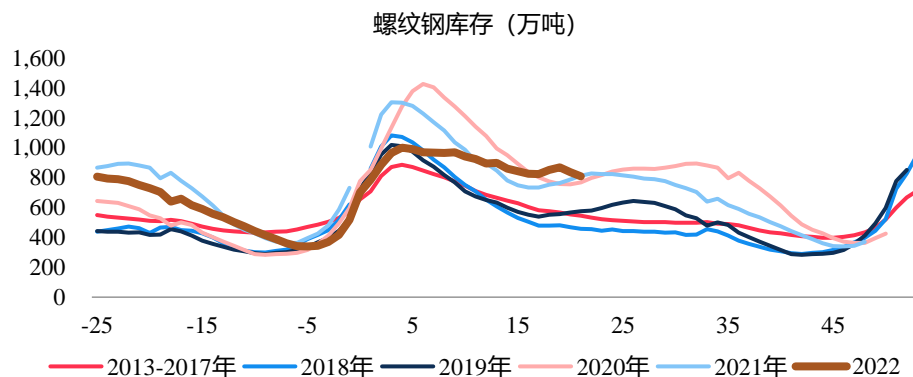
资料来源：Wind, 首创证券

从生产端来看，房地产和基建的主要原材料螺纹钢和沥青均在去库。

螺纹钢近期边际去库较为明显，或是房地产销售端的回暖开始向工程端传递。

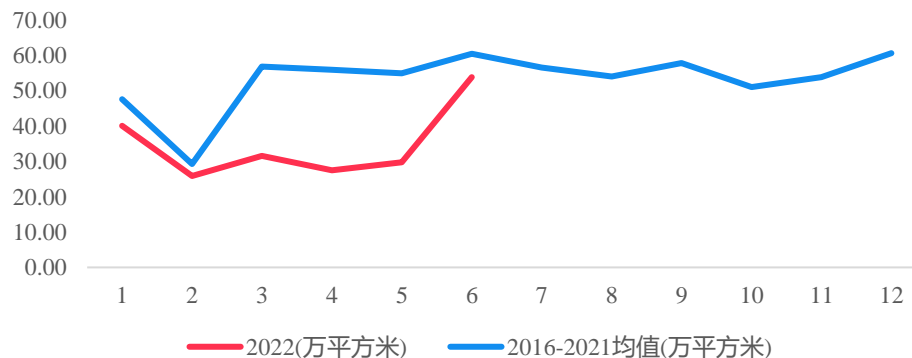
沥青的超季节性去库，一方面有石油价格高企、生产开工率偏低的因素，另一方面则反映基建的需求在提升。可以看到，沥青的大幅去库是从4月开始，并延续至今。

图 4：螺纹钢边际去库



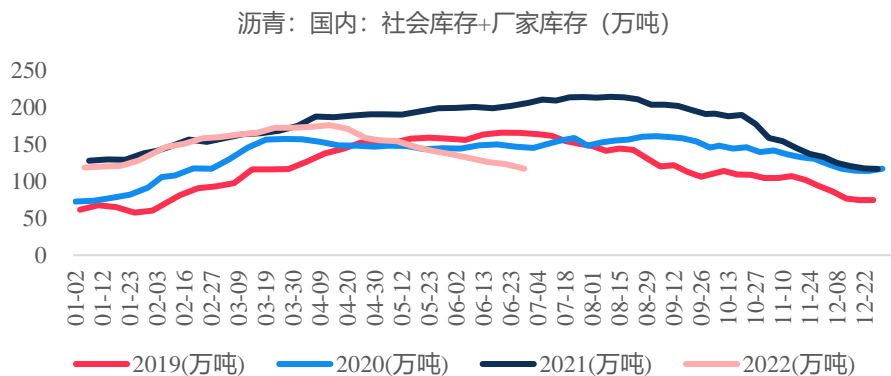
资料来源：Wind, 首创证券

图 5：30 城商品房成交面积回升（万平方米）



资料来源：Wind, 首创证券

图 6: 沥青去库



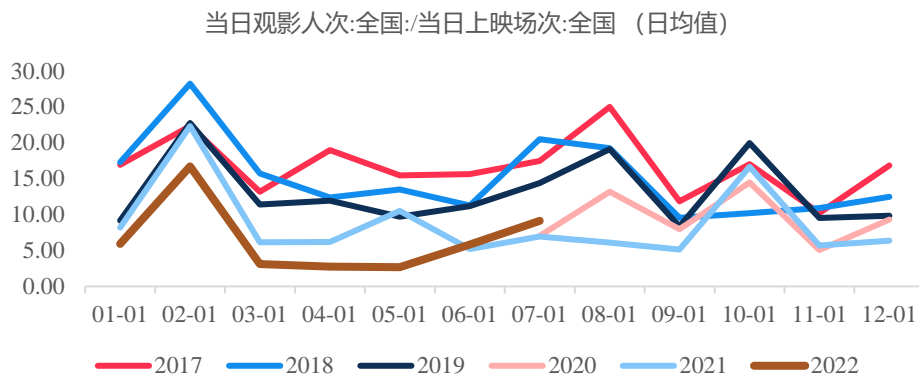
资料来源: Wind, 首创证券

从消费端来看,除了上文提及的商品房销售在持续回暖,更高频如观影情况和汽车销量同样在复苏。

消费者的观影倾向在提升,用“当日观影人次/当日上映场次”来衡量消费者的观影倾向,即每一场电影平均被多少人次观看。可以发现,自6月以来观影倾向明显修复,已经超过了2020年和2021年的同期水平。

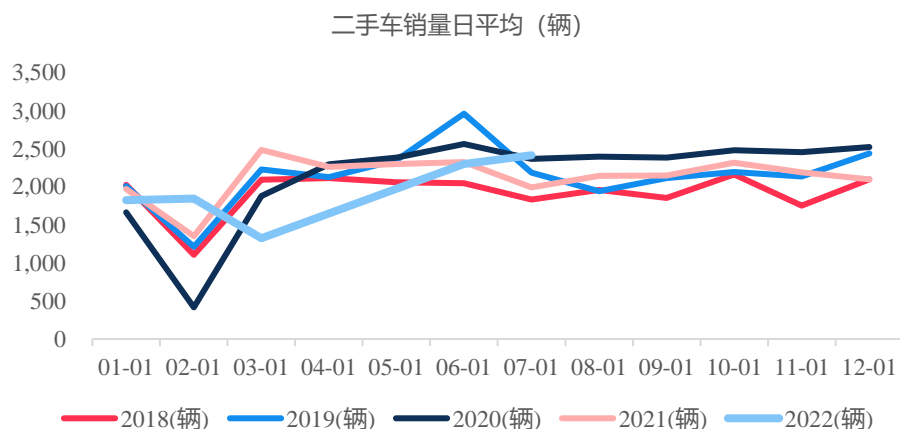
汽车销量的回升更加明显。二手车成交量日均值近期达到了近年来季节性的高点。乘用车销量缺少高频数据,但二手车成交量与乘用车销量的月度数据相关性较高,结合6月以来各地的支持性政策和A股汽车板块的走势来看,6月的汽车销量应该有所回升。

图 7: 观影倾向修复



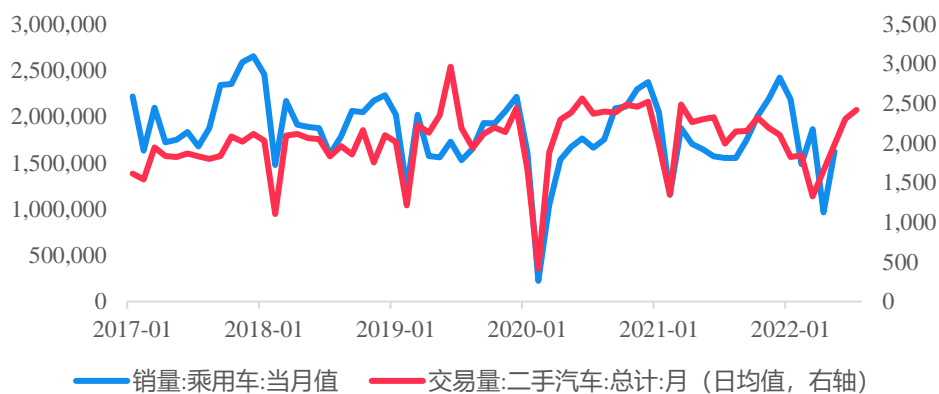
资料来源: Wind, 首创证券

图 8：二手车销售回暖



资料来源: Wind, 首创证券

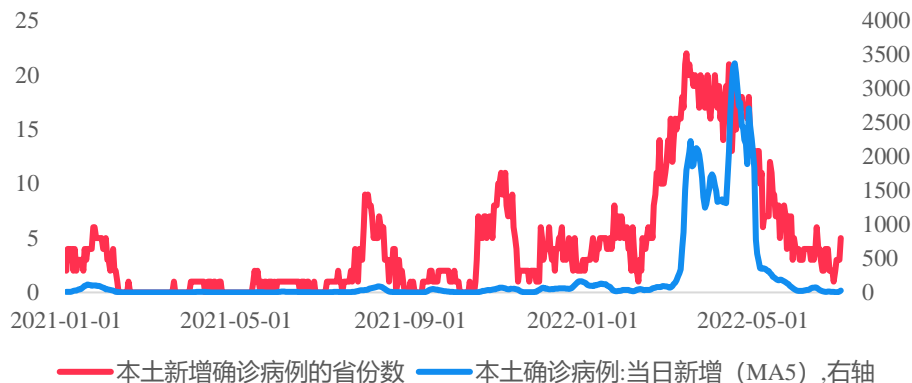
图 9：一二手车销量走势相近



资料来源: Wind, 首创证券

影响当前经济修复速率的关键变量仍然是疫情的变化。7月2日, 新增新冠肺炎本土确诊病例75例, 涉及安徽(61例)、山东(6例)、江苏(3例)、陕西(3例)、上海(2例), 有本土新增病例的省份数时隔半个月再次达到5个, 给后续经济和股市的修复进程增加了不确定性, 上周五中信消费者服务板块, 由于疫情反复而大幅下探, 单日下跌超4%。

图 10: 疫情阴云再起



资料来源: Wind, 首创证券

如果经济再次承压, 政策对冲经济下行可期。货币政策委员会二季度例会相较于一季度, 更加强调了稳经济: 在经济形势分析部分, 新增了“当前全球经济增长放缓、通胀高位运行”的判断; 在货币政策部分, 删除了一季度会议“保持宏观杠杆率基本稳定”的论述, 新增了对物价的关注; 在下一阶段工作指引部分, 新增了“推动稳住经济一揽子政策尽快落地, 发挥好稳住经济和助企纾困的政策效应”。

表 1 货币政策委员会

	2022Q2	2022Q1
经济形势	当前全球经济增长放缓、通胀高位运行, 地缘政治冲突持续, 外部环境更趋复杂严峻, 国内疫情防控形势总体向好但任务仍然艰巨, 经济发展面临需求收缩供给冲击、预期转弱三重压力。	当前国外疫情持续, 地缘政治冲突升级, 外部环境更趋复杂严峻和不确定, 国内疫情发生频次有所增多, 经济发展面临需求收缩供给冲击、预期转弱三重压力。
货币政策	进一步疏通货币政策传导机制, 保持流动性合理充裕, 增强信贷总量增长的稳定性, 保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。在国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件下, 保持物价水平基本稳定。	进一步疏通货币政策传导机制, 保持流动性合理充裕, 增强信贷总量增长的稳定性, 保持货币供应量和社融资规模增速同名义经济增速基本匹配, 保持宏观杠杆率基本稳定。
房地产	维护住房消费者合法权益, 更好满足购房者合理住房需求, 促进房地产市场健康发展和良性循环。 坚持以经济建设为中心, 坚持“两个毫不动摇”, 坚持稳中求进工作总基调, 完整、准确、全面贯彻新发展理念, 加快构建新	维护住房消费者合法权益, 更好满足购房者合理住房需求, 促进房地产市场健康发展和良性循环。 坚持以经济建设为中心, 坚持“两个毫不动摇”, 坚持稳中求进工作总基调, 完整准确、

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\\_43571](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43571)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>