



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

一揽子政策推进落实，经济修复式增长

——2022年6月宏观经济月报

日期：2022年07月06日

分析师：胡月晓
Tel: 021-53686171
E-mail: huyuexiao@shzq.com
SAC 编号: S0870510120021
分析师：陈彦利
Tel: 021-53686170
E-mail: chenyanli@shzq.com
SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

《坚定目标，政策齐发》

——2022年05月05日

《稳增长压力上升，政策需更积极出台》

——2022年04月06日

■ 主要观点

经济增长更倚赖投资

随着疫情的消退，政策层面也开足马力，各项政策应出尽出，努力推动经济重回正常轨道，稳住经济大盘，努力确保二季度经济实现合理增长。实际上由于疫情形势的好转，复工复产的推进，经济已呈现出修复式增长。我们一直认为消费“压舱石”是对民生而言的。经济增长的第一动力是投资，之前受债务问题制约对投资没有过多强调，鉴于对债务约束认识观念的改变，投资的重要性提升已是年初就得到了提升。在疫情冲击之下，投资挑起了大梁。当前财政、投资力度目前已全面加码，疫情缓和后投资与经济景气度将回升。

一揽子政策推进落实，降息降准仍可期待

在经济的三重压力下，今年经济维持平稳压力较大。而疫情无疑进一步增加了稳增长的紧迫性。政策方面也是积极出台，以一揽子政策为基础框架，进一步加快落实。货币政策方面，尽管西方主要经济体通胀持续高位，主要经济体纷纷启动加息进程；但中国基础货币增长能力不足，是中国货币体系的基础问题，“降准”实际上是中国货币当局为维持货币平稳，而难以缺少的选项。中国物价构成和海外不同，2022年中国通胀回落趋势不变。随着疫情影响消退后中国经济运行恢复正常，为保持流动性环境平稳，降准、降息年内仍值得期待。

■ 风险提示

通胀继续上行；疫情反复变化再度超出预期；政策超预期改变。

目 录

1 经济运行数据分析	3
1.1 复工复产助力外贸回升，企业应对能力提高	3
1.2 疫情渐消，经济修复	3
1.3 价格形势持续改善	4
1.4 信贷和社会融资增长将趋平稳	4
2 经济政策与重大事件分析	5
2.1 美联储进一步加息 75BP	5
2.2 国务院常务会议：加快落实一揽子政策措施	6
2.3 央行二季度货币政策例会：统筹抓好稳增长、稳物价	8
3 经济走势和政策预测	10
3.1 经济增长更倚赖投资	10
3.2 一揽子政策推进落实，降息降准仍可期待	10
4 风险提示：	13

图

图 1 美国联邦基金基准利率（%）	6
图 2 社会消费品零售总额月度同比（%）	12
图 3 固定资产投资累计同比（%）	12
图 4 进口与出口总值的月度同比（%）	12
图 5 工业增加值月度同比（%）	12
图 6 CPI&PPI 月度同比（%）	12
图 7 货币供应量增长月度变动（%）	12
图 8 存款余额与各项贷款余额的月度变化（%）	13
图 9 美元兑人民币期末汇率走势	13
图 10 银行间同业拆借、回购加权平均利率（%）	13
图 11 央行公开市场操作货币投放与回笼（亿元）	13
图 12 全部原材料价格变动（同比：%）	13
图 13 PMI 订单及库存（%）	13

表

表 1 2022 年 6 月国务院常务会议	7
表 2 货币政策例会对比	9

1 经济运行数据分析

1.1 复工复产助力外贸回升，企业应对能力提高

受到国内疫情防控的影响，4月外贸出口一度大幅下滑，但5月以来随着复工复产的推进，物流供应链运转逐步恢复，外贸形势有所好转，进出口双双回升。5月外贸形势的变化也说明了受疫情管控的短时冲击显然较为有限，表明中国港口等外贸供应链上已建立了一套在疫情形势下的有效运作机制，比如封闭式管理等；外贸良好发展局面，也印证我们之前判断——企业应对疫情冲击能力也有较大程度提高。

本轮疫情冲击正逐步消退，随着主要城市疫情大为好转，企业复工复产全面推进，供应链运转加快，各项经济活动正逐步全面恢复。海内外通胀形势的变化，也说明外需旺盛局面年内仍会维持，出口需求高增长延续，进口需求相对平稳，因而高顺差也将延续。对于经济前景过度悲观预期的修正，也将缓解中外利差带来资本流动压力，有助于维持外储稳定，货币保持平稳的政策环境良好。

1.2 疫情渐消，经济修复

4月主要城市疫情封控形势延续，企业停工停产，供应链、物流运转受到阻碍，对全国的工业生产也造成了冲击，呈现负增态势。而5月随着主要城市疫情形势的好转，复工复产有序开展，工业生产也得以逐步恢复，本月工业生产由负转正。

1—5月份，全国固定资产投资（不含农户）205964亿元，同比增长6.2%。分项来看，基建投资稳中有升，基建投资在积极财政配合专项债的发力下成为疫情冲击下经济的主要支撑。新增专项债要在6月发行完毕，8月底前使用到位，加快重大项目开工建设，基建后续增长有支撑。制造业投资仍在下滑，但增速仍然维持在10%以上。跌幅也较1—4月份有所收窄。本轮疫情中，制造业备受冲击。待疫情消退后随着制造业的恢复以及今年大规模留抵退税的支持下，助企纾困，改善企业现金流，提振企业投资需求，制造业投资也有望改善。房地产投资仍在下滑。疫情形势下无疑进一步恶化地产现状，尤其对销售的冲击显著。当前地产政策面利好频传，近期部分地区房地产政策出现调整以及房贷利率的下调，体现了“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求”的要求，但突如其来的疫情也增加了地产投资探底的时间。政策支持下，待疫情冲击消退，地产投资回稳可期。

5 月份，社会消费品零售总额超过 3.3 万亿元，同比下降 6.7%，降幅比 4 月份收窄 4.4 个百分点。从消费类型来看，主要消费品均有所改善，并且消费大项的汽车消费降幅也出现了明显收窄。而餐饮收入等接触型消费较商品消费跌幅也有所收窄，但改善程度还不及商品消费。疫情导致的封控管理、物流阻塞以及对居民收入的影响，对消费需求都造成较大的冲击。但随着疫情的消退以及各地促进消费政策的落实，消费也有望逐步修复。

5 月随着疫情形势的好转，复工复产的开展，各项经济数据均得以修复。本期数据中工业、消费表现均出现好于预期的改善，投资虽然有所下滑，但仍好于预期，并且在制造业投资以及房地产投资的下滑中，基建投资保持了稳中有升。与此同时，5 月的失业率为 5.9%，较上月下降 0.2 个百分点，就业也有所好转。6 月随着全面复工复产的推进，以及一揽子政策的刺激下，经济恢复有望加速。

1.3 价格形势持续改善

5 月价格表现基本符合市场预期（CPI 为 2.1%，wind 预测中值为 2.2%；PPI 为 6.4%，wind 预测中值为 6.3%）。CPI 维持在 2.1%，主要还是由于能源消费品价格高居不下，食品价格在疫情缓和，供给改善之后已有所下降。而 PPI 方面则延续了回落趋势，并且有所加速。虽然石油、化工等行业仍然受到国际油价上涨的影响，但煤炭、黑色等行业在国内保供稳价的政策推进下价格有所回落。短期物价高位态势虽有延续，但工业品涨价的态势正持续改善。

1.4 信贷和社会融资增长将趋平稳

我们一直认为，经济低迷和物价高涨的压力，使得货币政策的平稳基准经常发生波动：但经济压力加大时，货币政策就会偏向宽松，但通胀压力上升时，货币环境就会趋于收紧。整体流动性环境在平稳大格局下，偏紧或偏松，是一个相机抉择的过程。由于 3 月份后疫情对当前经济运行的压力加大，因而货币当局对当期流动性环境维护，延续了偏松的态势。

4 月份的经济运行低迷局面，让中国宏调部门对经济前景的忧虑显著上升。受当前疫情影响，中国经济增长面临的压力显著上升，5 月 26 日召开的全国稳经济大盘电视电话会议，向市场释放出了决策部门对经济重视程度大提升的信号，叠加同期前后密集出台的稳经济政策，前期一度呈现的市场信心下滑局面得到有效扭转。信心恢复带来的信贷需求的回升，以及提升了金融经营机构克服疫情影响加快信贷投放的行为倾向，2022 年 5 月份流动性

环境全面趋于改善，社会融资增长也显著回升。随着疫情防控取得进展，金融机构的正常经营节奏将恢复，因而疫情防控期间受影响积压的信贷投放等业务，在政策鼓励下将得到加速推进，因而预计年中前后信贷投放和社会融资规模的增长将全面恢复。

面对疫情影响下的当期经济偏软局面，中国货币当局对政策进行了微调，在保持平稳基调不变的同时，营造了偏松的货币环境。中国货币当局多次明示，要保持流动性环境的平稳，并将流动性环境平稳解释为“适应性增长”，即信贷增长、社会融资增长和经济增长两者间的适应。这表明，中国不会因疫情短暂影响经济而长期实施宽松的货币环境。在海外长期宽松的货币环境面临收缩的国际大背景下，保持平稳也是最有效的应对措施。

2 经济政策与重大事件分析

2.1 美联储进一步加息 75BP

继 5 月加息 50BP 之后，美联储在 6 月的议息会议中进一步加息 75BP，将即基准利率上调 1.50%-1.75% 区间，为 1994 年来最大幅度的加息。

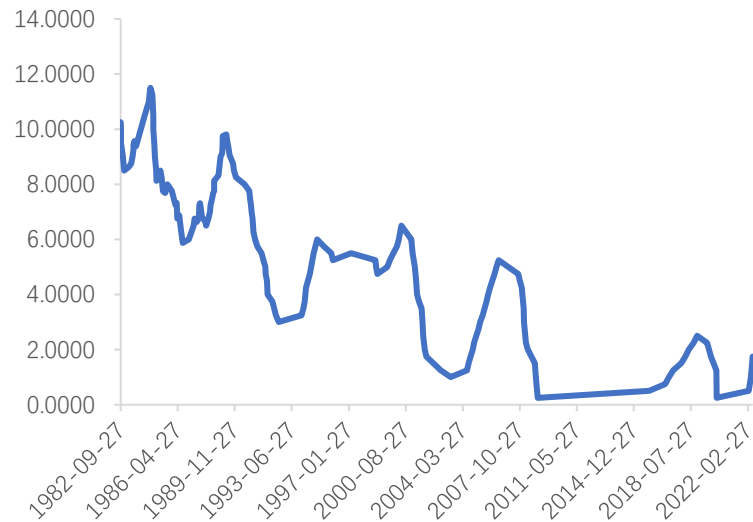
美联储在会议声明中提到经济活动在一季度小幅下滑后有所回升，但通胀仍然高居不下，并且强调将坚定的致力于将通胀恢复至 2% 的目标。由此看来，美联储加息提速的主要目标仍然是为了对抗通胀。在公布的最新预测来看，与 3 月相比，美联储上调了 2022 年的通胀预期，下调了经济增速预期。其 2022、2023、2024 年 PCE 通胀预期中值分别为 5.2%、2.6%、2.2%（3 月预期分别为 4.3%、2.7%、2.3%）。2022、2023、2024 年底 GDP 增速预期中值分别为 1.7%、1.7%、1.9%（3 月预期分别为 2.8%、2.2%、2%）；失业率预期中值为 3.7%、3.9%、4.1%（3 月预期分别为 3.5%、3.5%、3.6%）。从公布的点阵图来看，大多数官员认为到 2022 年底，基准利率会升至 3.25%-3.5% 之间，按照当前的利率基准，还有几乎一倍的加息空间。关于缩表方面，美联储表示将于 6 月开启缩表，但仍按照 5 月公布的计划进行。

会后美联储主席鲍威尔发言强调预计持续加息是适当的。在下次会议上，加息 50 个基点或者继续加息 75 个基点都是有可能的，但 75 个基点幅度不会成为常态，并希望到 2022 年年底可以加息至 3.0%-3.5% 这样具有限制性的水平。

此次加息可以看出美联储面临的两难局面，一方面是难以控制且高居不下的通胀，而当前的通胀的供给侧约束短期还难以看到缓解，美联储政策只能通过加息来限制需求，并且美联储也承

认其无法控制所有推动通胀的因素，比如一些推高油价的因素。而另一方面，美联储并不希望看到加息引发经济的衰退，认为仍有可能实现“软着陆”，即在不造成经济衰退的情况下降低通货膨胀。鉴于当前美国经济的表现，尤其是一季度后经济的回升，也给予了美联储更多的空间去对抗通胀。

图 1 美国联邦基金基准利率（%）



资料来源：wind，上海证券研究所

我们一直认为西方通胀的根源是劳动力价格普遍的上涨趋势，是长期货币宽松和社会结构变化的双重结果。加息不会改变西方物价的上台阶的态势。而加息对流动性的作用因受经济环境影响比较复杂，但因美经济也非周期性改善，因此加息对资本市场等金融资产价格的压制作用是明显和确定的。由于经济和金融市场的制约，我们认为美联储未来的加息或低于预期。

美国货币政策或转向 YCC，即着重压制远期利率的收益率曲线控制策略。美国货币体系是标准的货币内生体系，利率调整是其政策核心，通常以短期利率作为政策调控利率。但在经济内生动力不足，经济运行持续低迷情况下，在零利率政策仍难产生激励效应情况下，为避免负利率政策带来的负面效应，货币当局就会转向收益率曲线控制政策，通过压低长端利率，以期激发企业的长期投资。

2.2 国务院常务会议：加快落实一揽子政策措施

6月份国务院召开了5次常务会议，部署加快稳经济一揽子政策措施落地生效。

表 1 2022 年 6 月国务院常务会议

召开时间	主要内容
6 月 1 日	部署加快稳经济一揽子政策措施落地生效
6 月 8 日	听取稳增长稳市场主体保就业专项督查情况汇报，部署进一步稳外贸稳外资举措
6 月 15 日	部署支持民间投资和推进一揽子项目的措施
6 月 22 日	进一步部署确保全年粮食丰收的举措，确定加大汽车消费支持的政策
6 月 30 日	确定政策性开发性金融工具支持重大项目建设的举措，部署加大重点工程以工代赈力度

资料来源：中国政府网，上海证券研究所

由于本轮疫情的冲击以及俄乌冲突的爆发，使得我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，经济下行压力持续加大。在这一背景下，重要会议相继召开，各项应对政策也紧锣密鼓地出台。5 月 23 日国务院常务会议召开提出了要采取一揽子针对性强、有力有效的区间调控举措，稳住经济基本盘，主要包括 6 方面 33 项措施。而紧接又召开了稳住经济大盘会议则提出要求确保国务院常务会确定的稳经济一揽子政策 5 月底前都要出台实施细则，并且尽快落实。因此 6 月份的国务院常务会议则主要围绕一揽子措施的落实展开。

6 月 1 日的国务院常务会议就要求部署加快稳经济一揽子政策措施落地生效，并对部分政策更细致的要求，如新增 1400 多亿元留抵退税，要在 7 月份基本退到位；调增政策性银行 8000 亿元信贷额度，并要求强化政策落实监督。

6 月 8 日的国常会则是聚焦督导组对于一揽子政策落实情况所反馈出的问题，要求打通堵点、完善配套，充分发挥政策效应，另外部署进一步稳外贸稳外资举措，提升对外开放水平。

6 月 15 日的国常会则主要强调要通过支持民间投资，更好扩大有效投资、带动消费和就业，具体包括对于重大建设项目要吸引民间资本参与；鼓励金融机构采用续贷、展期等支持民间投资以及推进地下综合管廊建设。

6 月 22 日的国常会则关注稳物价，做好粮食稳产增产，同时提出要进一步释放汽车消费潜力，促进消费，推动经济运行回归正轨，支持新能源汽车消费，研究免征新能源汽车购置税政策年底到期后延期问题，各项政策所持下预计今年增加汽车及相关消费大约 2000 亿元。

6月30日的国常会主要是确定了政策性、开发性金融工具支持重大项目建设的新举措，通过发行金融债券等筹资3000亿元，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金、但不超过全部资本金的50%，或为专项债项目资本金搭桥，加大对重大项目的融资支持，增强金融服务实体经济能力，以此扩大有效投资、促进就业和消费。

2.3 央行二季度货币政策例会：统筹抓好稳增长、稳物价

6月24日，央行召开了二季度货币政策例会。通过与一季度例会对比发现，变化集中在对经济形势的判断以及在当前形势下对于政策的微调。由于二季度的突发疫情冲击，因此要最大程度稳住经济发展基本盘，并且对于国内外经济形势而言，更加关注全球经济增长放缓以及通胀的高位运行（一季度则关注国外疫情的持续），并且对于国内疫情形势给予了整体向好但仍然艰巨的判断。因此在“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”总体要求之下，货币政策力度要加强，但同时强调保持物价水平的稳定，并且不再提保持宏观杠杆率的基本稳定。这也是由于受疫情影响，经济增长有所下滑，同时加强逆周期调节政策下，预计宏观杠杆率也会有所提高，但长期来看还是要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。而在海外通胀高企的背景下，而国内在粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件下，物价的稳定有支撑，给予了货币政策空间。

在结构性政策方面，由于央行创设更多结构性工具，因此在表述上也有增加，新增支持范围主要包括科技创新、普惠养老、交通物流，对中小企业的支持在疫情冲击下也将聚焦稳定就业。在金融支持实体方面，由于此前疫情冲击导致的供应链产业链的运转不畅，也新增要求稳定产业链供应链，如增加1500亿元民航应急贷款，支持航空业发行2000亿元债券等。

对于下一阶段的要求，新增“推动稳住经济一揽子政策尽快

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_43612

