



分析师 李怀军

证书编号: S1080510120001

电话: 010-63197789

邮箱: lihuijun@fcsc.com

6月中国经济复苏明显——中美经济错位对资本市场的影响

2022年7月15日

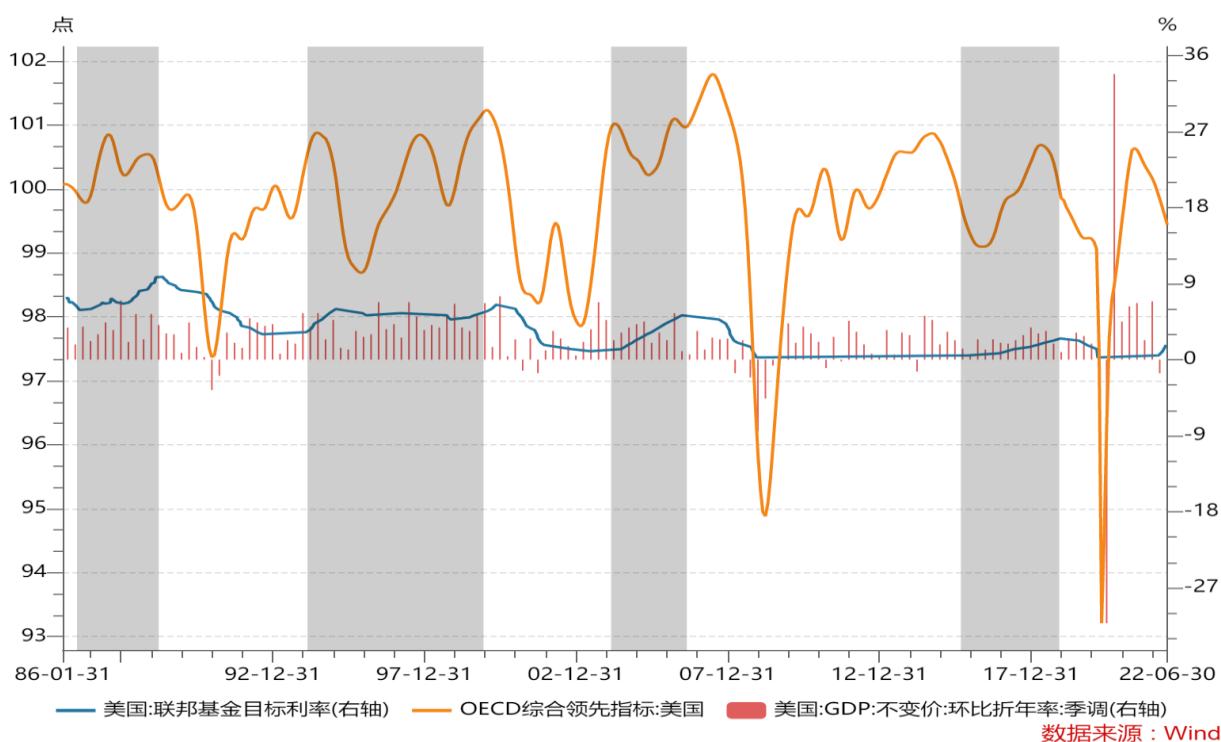
摘要:

- 虽然按可比价格计算,二季度GDP同比增长0.4%,比一季度回落4.4个百分点。但从6月的数据看,出口增速仍然强劲,工业生产大幅回升,零售数据由负转正,投资数据也有所企稳,中国经济企稳回升的态势明显。从具体行业看,汽车业和服务业的表现最为明显,房地产销售也出现边际改善。
- 6月企业新增中长期贷款为1.45万亿,远超往年同期水平,显示从宽货币向宽信用的宏观调控政策,已取得初步成效。6月中国制造业PMI为50.2%,较5月回升0.6个百分点,回升至50%荣枯线之上。其中,6月生产指数为52.8%,较5月回升3.1个百分点;6月新订单为50.4%,较5月回升2.2个百分点;供需两方面均也回归扩张区间。
- 从OCED综合领先指数和PMI指数看,自08年次贷危机以来,中国经济周期领先于美国周期的特征十分明显。2021年以来,中美两国的经济周期和宏观调控政策就处于错位之中,中国实施宽货币和宽信用的政策,对经济进行逆周期调节;而美联储以不断加码的紧缩政策,以对抗高企的通胀水平。反映在资本市场上,决定了中国与美国资本市场的分道扬镳。
- 从美国个人消费支出和零售环比数据看,经济放缓迹象已经显现;6月CPI同比为9.1%,为1981年11月以来的新高,而6月份的就业数据依然强劲,失业率保持不变。与此同时,劳动参与率下降,暗示劳动力供应疲弱,通胀压力持续的风险加大。可见,虽然美国经济目前表现尚可,但美国经济正在走向滞胀之路,而铜油比走低也能够反映经济走向滞胀的过程。
- 由于地缘政治方面的原因,逆全球化趋势导致产业链的重构,加之俄乌战争的短期冲击,此轮通胀在很大程度上是由于供给方面的原因导致,美联储的加息行动只是从需求端入手,并不能在短期内解决美国通胀高企的问题。因此,此轮美联储加息周期可谓是“时间短且任务重”,是一个非典型的加息周期。

一、美联储非典型加息周期将使美国经济走向滞胀

从历史经验上看，美联储加息周期较长而降息周期较短，加息时较为缓慢而谨慎，降息时幅度大且迅速。此轮加息周期由于美联储对通胀形势的误判，22年3月17日开始加息周期时，已经晚于“泰勒规则”（由失业率及通胀决定）及其后“耶伦规则”（加入了劳动参与率）所暗含的时刻。由于美国通胀持续处于高位，6月CPI同比为9.1%，为1981年11月以来的新高，目前美国联邦基金目标利率已经达到1.75%的水平；今年7月、9月、11月和12月还有四次加息，至年底将达到3.5%左右的水平。

图1 美联储加息周期与OECD领先指数及美国经济衰退关系



资料来源：WIND 第一创业整理

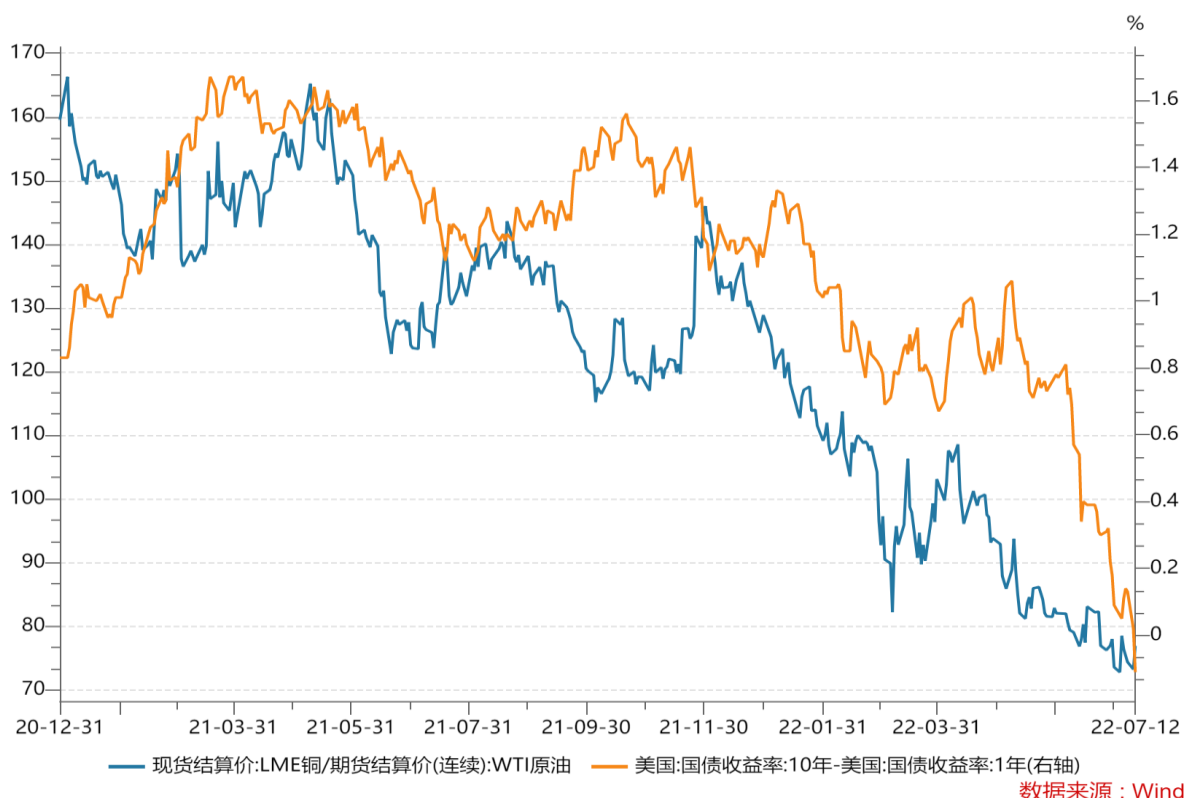
从美国历史上四次加息周期看（如图1所示），加息后不久美国OECD综合领先指数都出现了快速下跌，随后从美国GDP环比折年率看，均出现至少连续二个季度的负值，即出现经济衰退。由于地缘政治方面的原因，逆全球化趋势导致产业链的重构，加之俄乌战争的短期冲击，此轮通胀在很大程度上是由于供给方面的原因导致，美联储的加息行动只是从需求端入手，并不能在短期内解决美国通胀高企的问题。因此，此轮美联储加息周期可谓是“时间短且任务重”，是一个非典型的加息周期。

从美国目前经济状态看，5月美国个人消费支出环比为-0.4%，而零售和食品服务销售额环比为-0.3%，5月密歇根大学消费者信心指数为50，创出历史新低，经济放缓迹象已经显示。而美国劳动力市场却仍然强劲，美国劳工部公布数据显示，美国6月季调后新增非农就业人口37.2万人，预期增26.5万人，前值由增39万人下修至增38.4

万人；6月失业率为3.6%，预期为3.6%，前值为3.6%；6月平均时薪同比增5.1%，预期增5.0%，平均时薪环比增0.3%，预期增0.3%；6月劳动参与率为62.2%，前值为62.3%。显然，6月份的就业数据并没有如市场预期般“强劲减速”，就业增长依然强劲，失业率保持不变。与此同时，劳动参与率下降，暗示劳动力供应疲弱，通胀压力持续的风险加大。可见，虽然美国经济目前表现尚可，但美国经济正在走向滞胀之路。

从市场反映看，美债利率已经到顶，开始从加息逻辑转为衰退逻辑；年初以来10年期国债收益率自1.5%左右上涨到6月中旬的3.5%左右，但随后下降到目前的3%左右。图2所示，从10年期与1年期国债收益率之差看，从年初的1.23%下降至7月13日的-0.11%，已经呈现倒挂状态。从铜油比看，从年初的125下降到目前的75左右，处于历史底部区域。回顾历史发现，以历史经验看，国债收益率的倒挂和铜油比的走低，曾多次预警过经济衰退的风险。这是因为通常国债收益率大多数时候都不会出现利率倒挂，只有当美联储加息导致大家对经济预期不乐观导致短期国债出现抛售潮，并有大量避险资金涌入长期国债，才会导致利率倒挂；而铜对需求高度敏感而油对通胀有推升作用，铜油比走低能够反映经济增长和通胀水平两个方面，可以更直观地反映经济走向滞胀的过程。

图2 美国国债收益率的倒挂与铜油比的走低预示美国的经济衰退

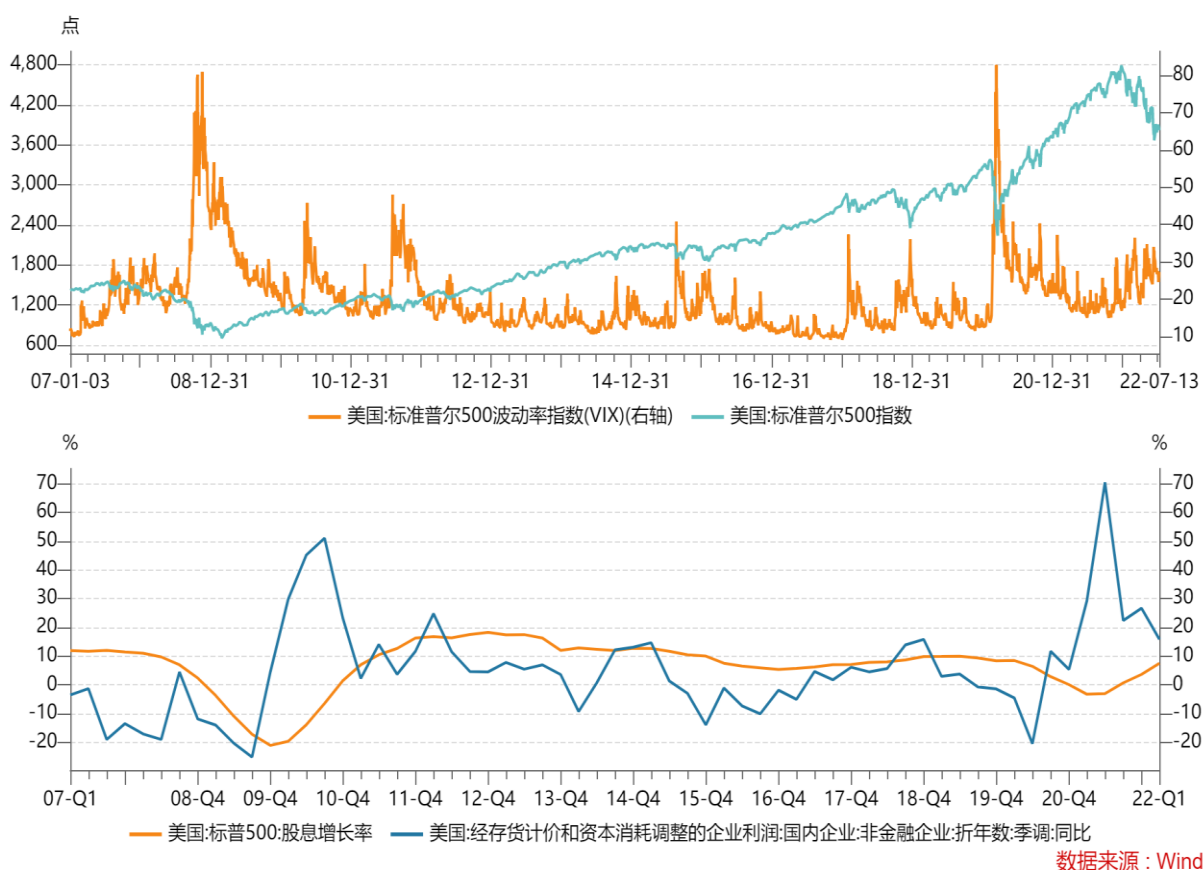


资料来源：WIND 第一创业整理

而从典型的美林周期看，滞胀预期只有利现金，对股市和债市均不利。美元指数已

经从年初的 95 左右上升至目前的 108 以上，标普 500 从年初的 4800 点左右下跌至目前的 3800 点左右，美国 10 年期国债收益率同期上涨 150 个 BP 左右，皆反映出这种预期。加息必然引发长债收益率上升，但股市不仅要关注无风险收益率水平，企业盈利的高低更是决定性因素。从图 3 看，标普 500 波动率指数（VIX）的上升对应着股市的下跌，而下跌正是由美国企业利润增速的快速下滑引发，并作为美国标普 500 股票增长率的领先指标，而美国企业利润增速自 2021 年下半年以来，就处于快速下滑的趋势之中。这说明，此加息引发消费的走弱，而通胀处于高位，企业的生产成本处于高位，企业利润增速的下滑已经不可避免。

图 3 美国非金融企业利润增速的走低是美国股市下滑的根本原因



资料来源: WIND 第一创业整理

二、中国经济周期领先于美国决定中美资本市场分道扬镳

从 OECD 综合领先指数和 PMI 指数看（图 4 所示），自 08 年次贷危机以来，中国经济周期领先于美国周期的特征十分明显。2021 年以来，中美两国的经济周期和宏观调控政策就处于错位之中：2021 年初至 2022 年 4 月，中国经济逐步下行，而美国经济持续

扩张；中国实施宽货币和宽信用的政策，对经济进行逆周期调节；而美联储以不断加码的紧缩政策，以对抗高企的通胀水平。

图4 07年以来中美两国的 OECD 综合领先指数和 PMI 指数的对比

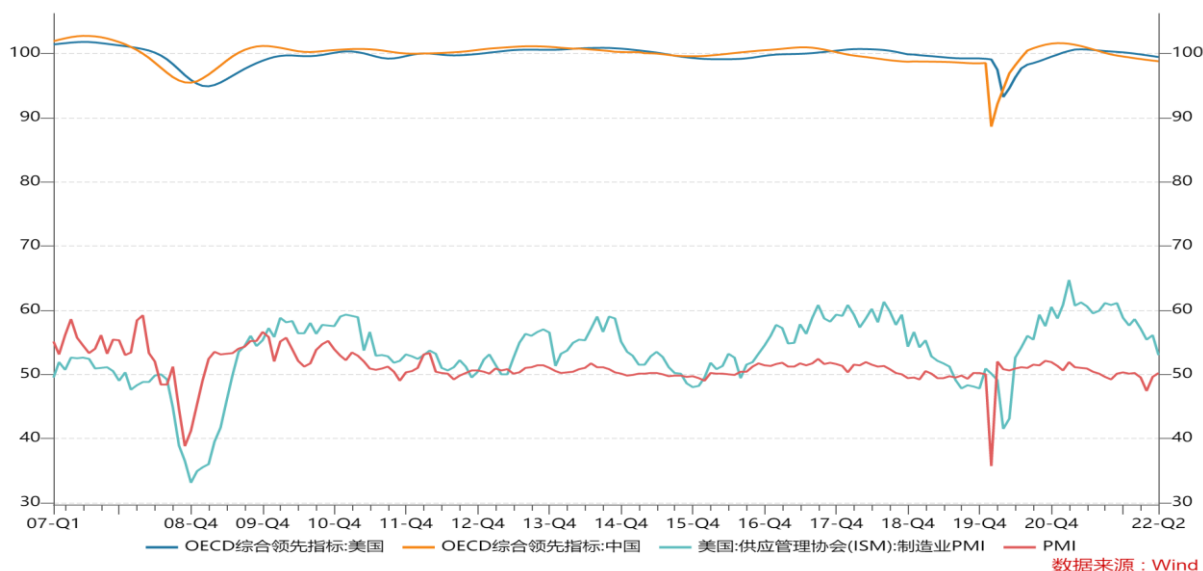


图5 07年以来中美两国的债市和股市的对比

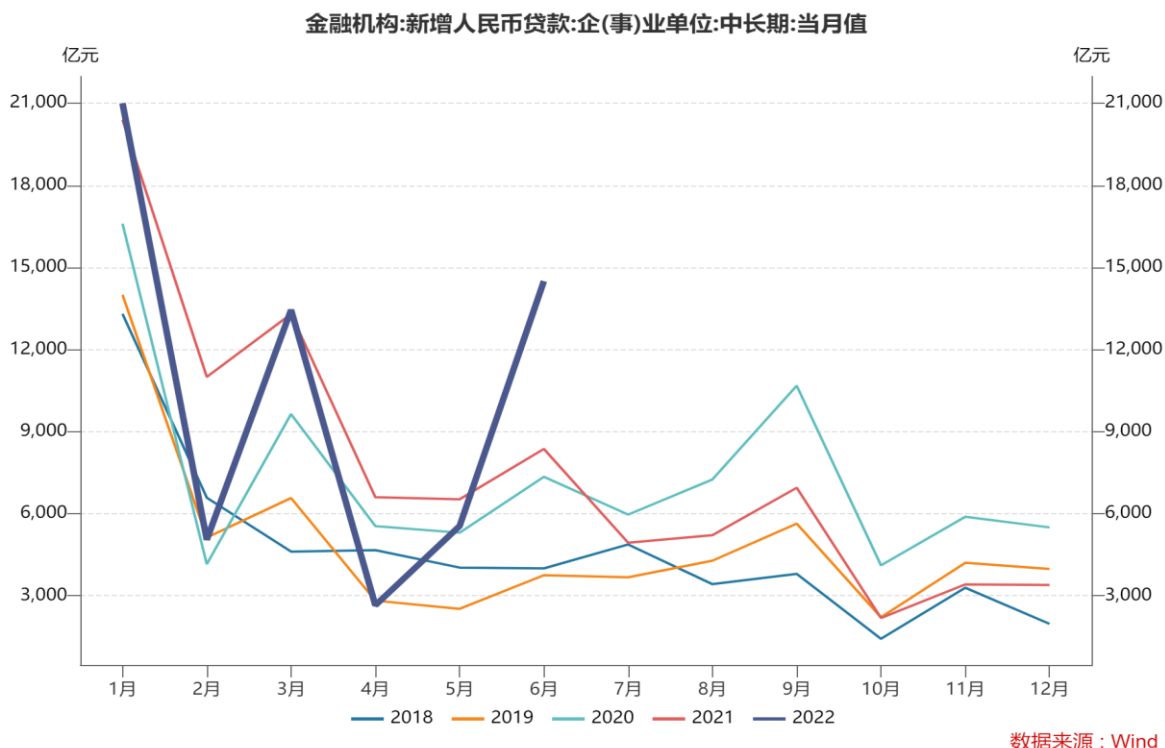


资料来源：WIND 第一创业整理

中美两国经济周期的错位，在近两年多新冠疫情的持续影响下，变得也更为明显，

也反映到资本市场上，决定了中国与美国资本市场的分道扬镳：年初以来，中国 10 年期国债收益率水平一直在 2.8% 左右徘徊，并未出现明显上升；沪深 300 指数虽从年初开始 4662 点下跌至 4 月 27 日的 3757 点，但随后见底回升至目前的 4328 点。这说明，虽然中国经济二季度较一季度下滑明显，但从月度数据看，6 月份见底回升的态势已十分明显，6 月企业新增中长期贷款为 1.45 万亿，远超往年同期水平（图 6 显示），显示从宽货币向宽信用的宏观调控政策，已取得初步成效。

图 6 6 月企业新增中长期贷款远超往年同期水平



资料来源：WIND 第一创业整理

从 PMI 指数看，6 月中国制造业 PMI 为 50.2%，较 5 月回升 0.6 个百分点，回升至 50% 荣枯线之上。从各分项指数看，各构成指数呈现全面回升之势。其中，6 月生产指数为 52.8%，较 5 月回升 3.1 个百分点；6 月新订单为 50.4%，较 5 月回升 2.2 个百分点；供需两方面均也回归扩张区间。

从不同企业规模的 PMI 指数（图 7 所示）看，大型企业 6 月 PMI 指数为 50.2%，较 5 月回落 0.8 个百分点；而中型企业 6 月 PMI 指数为 51.3%，比 5 月回升 1.9 个百分点；小型企业 6 月 PMI 指数为 48.6%，较 5 月回升 1.9 个百分点。可见，虽然 6 月 PMI 显示大型企业与中小型企业间的经营状态分化走势有所改善，且 6 月中型企业回到 50% 的荣枯线之上，但小型企业仍处于 50% 荣枯线之下，显示经济仍有较大的回升空间。

图7 6月大型企业与中小型企业间的经营状况分化有所改善

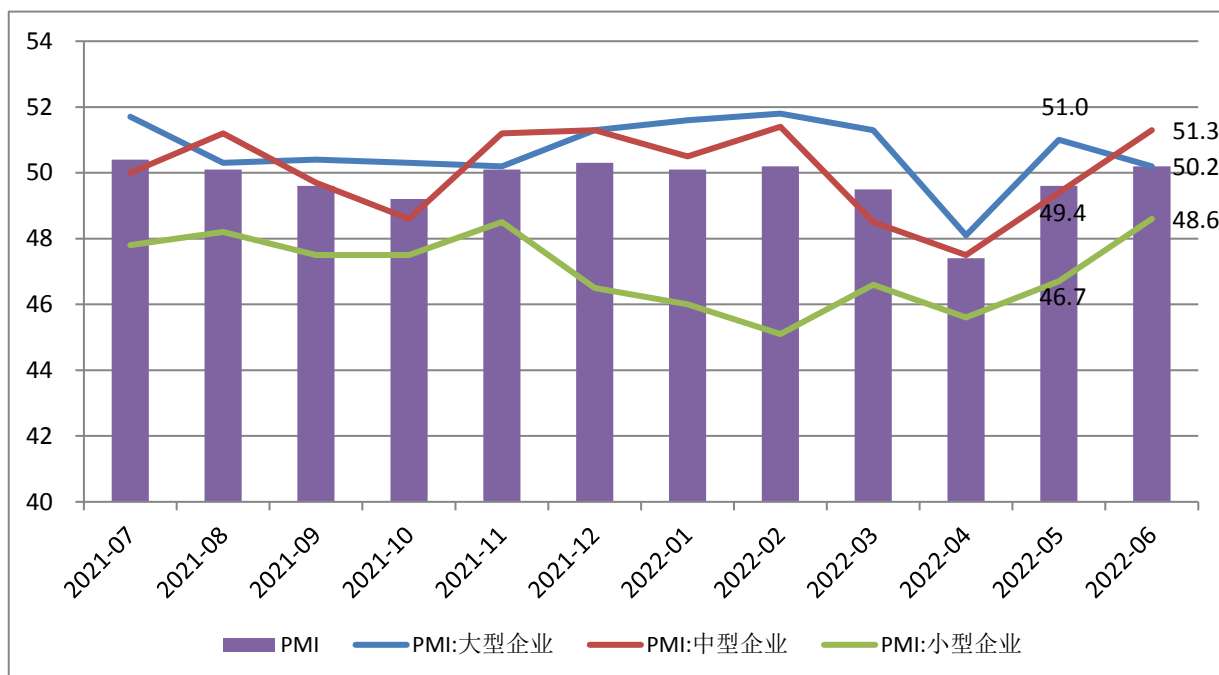
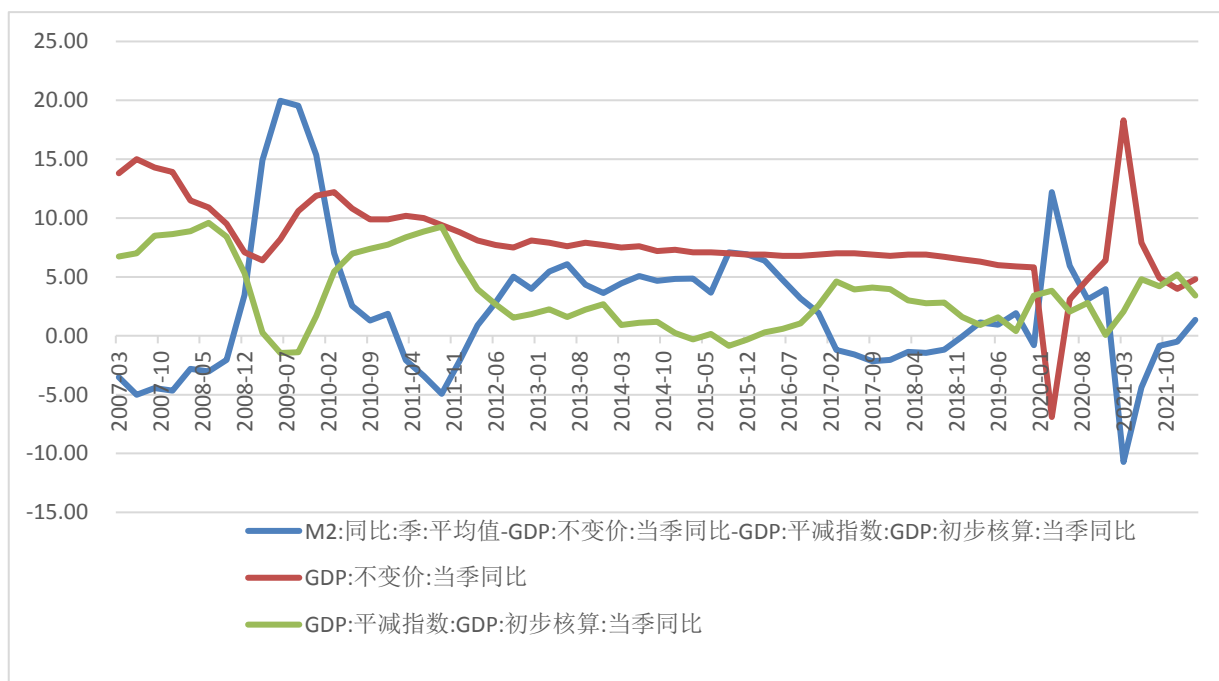


图8 二季度的超额货币转正预示中国经济周期从衰退走向复苏



资料来源：WIND 第一创业整理

超额货币是指广义货币供应量增速超过名义GDP增速的部分，图8所示，由于新冠疫情的影响，近两年经济剧烈波动，超额货币也波动明显，去年中国超额货币连续四季度为负，而今年已经由负转正，一季度为1.4%，二季度为6.2%，上半年累计为7.2%。

根据历史经验，随着超额货币的累积，超额货币将首先作用于经济增速，然后才反映在通胀之上。超额货币的持续转正，也预示着中国经济由衰退转向复苏。

三、6月中国经济筑底回升的复苏趋势明显

虽然按可比价格计算，二季度 GDP 同比增长 0.4%，比一季度回落 4.4 个百分点。但从工业增加值看，6 月工业增加值实际增速为 3.9%，较 5 月大幅回升 3.2 个百分点；而 6 月社会消费品零售总额名义增速为 3.1%，较 5 月大幅回升 9.8 个百分点；1-6 月固定资产投资增速为 6.1%，较 1-5 月回落 0.1 个百分点；其中，1-6 月房地产投资增速为 -5.4%，较 1-5 月回落 1.4 个百分点；而基建（不含电力）增速为 7.1%，较 1-5 月回升 0.4 个百分点；制造业投资增速为 10.4%，较 1-5 月回落 0.2 个百分点。因此，从上述数据（表 1 所示）看，出口增速仍然强劲，工业生产大幅回升，零售数据由负转正，投资数据也有所企稳，6 月中国经济企稳回升的态势明显。

表 1 今年二季度月度工业生产、社会消费品零售总额和固定资产投资数据

	同比 (%)			季调环比 (%)		
	4 月	5 月	6 月	4 月	5 月	6 月
工业增加值（实际）	-2.9	0.7	3.9	-4.1	4.22	0.84
社会消费品零售总额（名义）	-11.1	-6.7	3.1	-0.21	0.03	0.53
固定资产投资（累计）	6.8	6.2	6.1	-0.78	0.83	0.95
其中：房地产	-2.7	-4.0	-5.4			
基建（不含电力）	6.5	6.7	7.1			

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_44226

