

# 复苏延续，喜忧并存

## ——7月宏观月报

### ◆ 核心观点

近期局部疫情有所反复，实质上形成对本轮常态化防控机制的压力测试。深圳、上海等地近期拥堵延时指数偏弱，显示疫情对经济仍存在扰动。本轮筛查密度和强度维持在较高状态，疫情有较大概率可以得到有效控制。

从复工复产推进到复商复市，服务业环比明显改善，消费修复仍有空间。6月制造业PMI 50.2%，重回荣枯线上，服务业PMI从47.1%上升到54.3%，景气度明显提升，餐饮、旅游环比明显改善，假期旅游热度超预期，本轮消费修复应该尚未触顶。基建发力对冲房地产下行是投资端主要特征，房地产是经济环比修复之路上的关键变量。上半年固定资产投资同比增长6.1%，超过2019年同期，但民间投资增速仅3.5%，其中制造业、基建、地产投资分别10.4%、7.1%、-5.4%。上半年房地产新开工、竣工面积同比分别下降34.4%和21.5%，6月单月分别下降45%和40%，稳地产相当急迫。7月商品房销售未能保持6月的热度，政策需进一步加码。地产政策将影响到固定资产投资增速能否企稳，土地出让金的修复关系到地方财政的平衡。

M2、社融继续反弹，信用端后续仍然承压。6月M2同比11.4%，社融同比10.8%，较去年年末分别提高2.4个百分点和0.5个百分点，信用端仍显乏力。6月新增社融5.2万亿元，同比多增1.5万亿元，其中政府债券融资是社融的关键驱动力，居民中长期贷款同比少增近1000亿，相比5月已经明显改善，但地产销售能否趋势改善尚不明确，而专项债基本发行完毕，后续社融面临回落压力。

上半年GDP同比增长2.5%，稳经济大盘、稳就业是仍是经济工作的重点。7月国务院常务会议指出，就业是头等民生大事、稳经济大盘的重要支撑。6月份就业形势较4、5月份好转。但稳就业任务依然繁重。我国经济正处于企稳回升关键窗口，三季度至关重要，下大力气巩固经济恢复基础。政策发力这一逻辑并无实质性变化，包括增量财政政策工具补充收支缺口、高能级城市的地产政策放松、加大对高技术制造和技术升级改造领域的支持力度等。物价运行在合理区间，不构成总量货币政策的约束，LPR仍有下调可能。上半年CPI累计增长1.7%，处于比较温和的区间。核心CPI仅上涨1%，主要由于经济面临下行压力，基于此，我们认为通胀不构成货币政策的主要约束。6月底易纲行长表示货币政策将继续从总量上发力以支持经济复苏，预计LPR仍有下调的可能。

### ◆ 配置建议

7月披露的经济金融数据显示国内经济仍处于疫后复苏阶段，亮点与忧患并存。1) 政策端有望继续发力，宏观流动性保持充裕，权益市场面临的宏观环境仍然友好，但需警惕A股相对优势的收敛。稳增长、稳就业目标下，总量型货币政策预计将继续发力，5年期LPR有望下调；地产政策、财政工具均有望补充。但值得注意的是，随着美联储7月加息75bp落地以及仍然强劲的经济基本面，短期A股在流动性和基本面的相对优势都在收敛，而这是前期支持A股反弹的因素之一。2) 货币保持宽松和喜忧并存的基本面交织下，十年国债利率或继续保持窄幅波动格局。长端利率预计仍在2.65-2.90%之间波动。

风险提示：政策不及预期、疫情反复

请阅读正文之后的信息披露和重要声明

### 作者

潘宇昕 分析师  
资格证书：S0380521010004  
联系邮箱：panyx@wanhesec.com  
联系电话：(0755)82830333-128

### 相关报告

《宏观深度-宏观研究-2022下半年宏观经济和资产配置展望-经济弱复苏，政策尤可期》2022-07-08

《宏观月报-宏观研究-宏观月报-信用底或已过，政策仍将持续发力-20220531》2022-05-31

《宏观专题-万和证券-宏观研究-二季度宏观经济及大类资产展望：从宏观杠杆率看稳增长的空间和路径-潘宇昕 0419.docx》2022-04-21

## 正文目录

一、 引言 .....	3
二、 “常态化疫情防控”机制进入压力测试阶段 .....	3
三、 经济环比修复延续，地产仍是最大拖累 .....	4
四、 稳经济大盘需要宏观政策继续发力 .....	7
五、 配置建议 .....	9
六、 风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1 全国新增新冠病例（例） .....	3
图 2 北、上、深新增新冠病例（例） .....	3
图 3 拥堵延时指数：深圳（上）、上海（中）、北京（下） .....	3
图 4 PMI：分行业（%） .....	5
图 5 制造业 PMI 分项（%） .....	5
图 6 客运量距离疫情仍有明显修复空间 .....	5
图 7 固定资产投增速（%） .....	6
图 8 基建发力、地产拖累（%） .....	6
图 9 月度房屋新开工面积和竣工面积加速萎缩（%） .....	6
图 10 7 月商品房销售回落（万平方米） .....	6
图 11 房地产开发资金来源：同比增速（%） .....	6
图 12 100 大中城市土地成交情况（%） .....	6
图 13 M2 和社融增速延续改善（%） .....	7
图 14 社融主要分项同比多增（亿） .....	7
图 15 信贷主要分项同比多增（亿） .....	7
图 16 城镇调查失业率（右轴）和 16-24 岁人口调查失业率（%） .....	7
图 17 公共财政收支情况（%） .....	8
图 18 政府性基金收支情况（%） .....	8
图 19 CPI 和 PPI（%） .....	9
图 20 生猪价格和产能情况（元/千克、万头） .....	9

## 一、引言

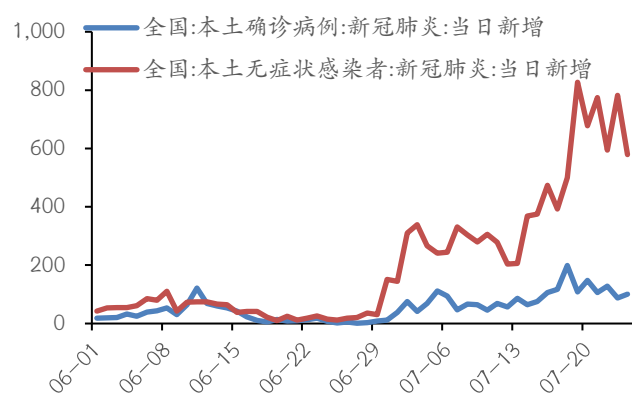
4月底之后市场反弹的主要逻辑是新一轮防控机制的建立、疫后经济的环比确定性修复以及稳增长政策的升温。7月以来权益和利率同步进入下行调整阶段，短期宏观逻辑的变化仍然要围绕上述三点展开。每一轮疫情的好转都伴随着经济环比确定性的修复。4月经济金融数据不出意外的全面回落，5月数据环比明显好转，基本面底部大致确认，6月各项数据指向环比修复仍在继续，同时消费、投资等需求与疫前相比仍有较大的修复空间，其中最大的拖累仍然在地产。

## 二、“常态化疫情防控”机制进入压力测试阶段

经济修复的前提是建立兼顾防疫和经济的防控机制，4月底以来的权益市场反弹是建立在“常态化疫情防控”机制可以平稳有效运行这一假设的基础之上，7月以来部分区域疫情反弹，深圳、上海等出现疫情的地区拥堵延时指数进入下行区间，并弱于往年同期，显示出近期疫情对经济仍存在扰动，实质上形成对本轮常态化防控机制的压力测试。

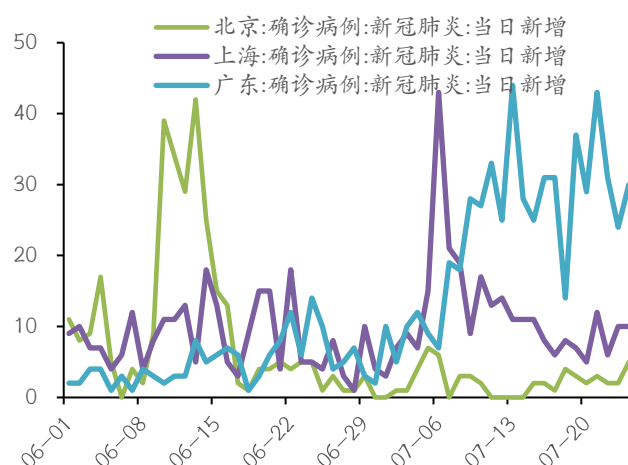
不过，目前核心城市疫情总体可控，上海新增确诊病例已明显下降，深圳虽然在社会面尚未阻断传播链条，但本轮筛查密度和强度维持在较高状态，疫情有较大概率可以得到有效控制。7月24日，深圳市疫情防控新闻发布会指出：开展全域核酸检测，确保应检尽检、不漏一户、不落一人。加强流调溯源，充分发挥工信、公卫、政数等部门联合流调作用。同时规范设置便民核酸采样点，不断提升核酸检测便捷化水平。另一方面，为了降低疫情对工业生产的扰动，7月25日深圳市工业和信息化局发布关于督促重点企业封闭运行的通知，要求华为、比亚迪、富士康等深圳市工业百强企业从7月24日起园区（厂区）封闭运行7天，减少非必要外出人员外出，严格管控外来人员等。

图1 全国新增新冠病例（例）



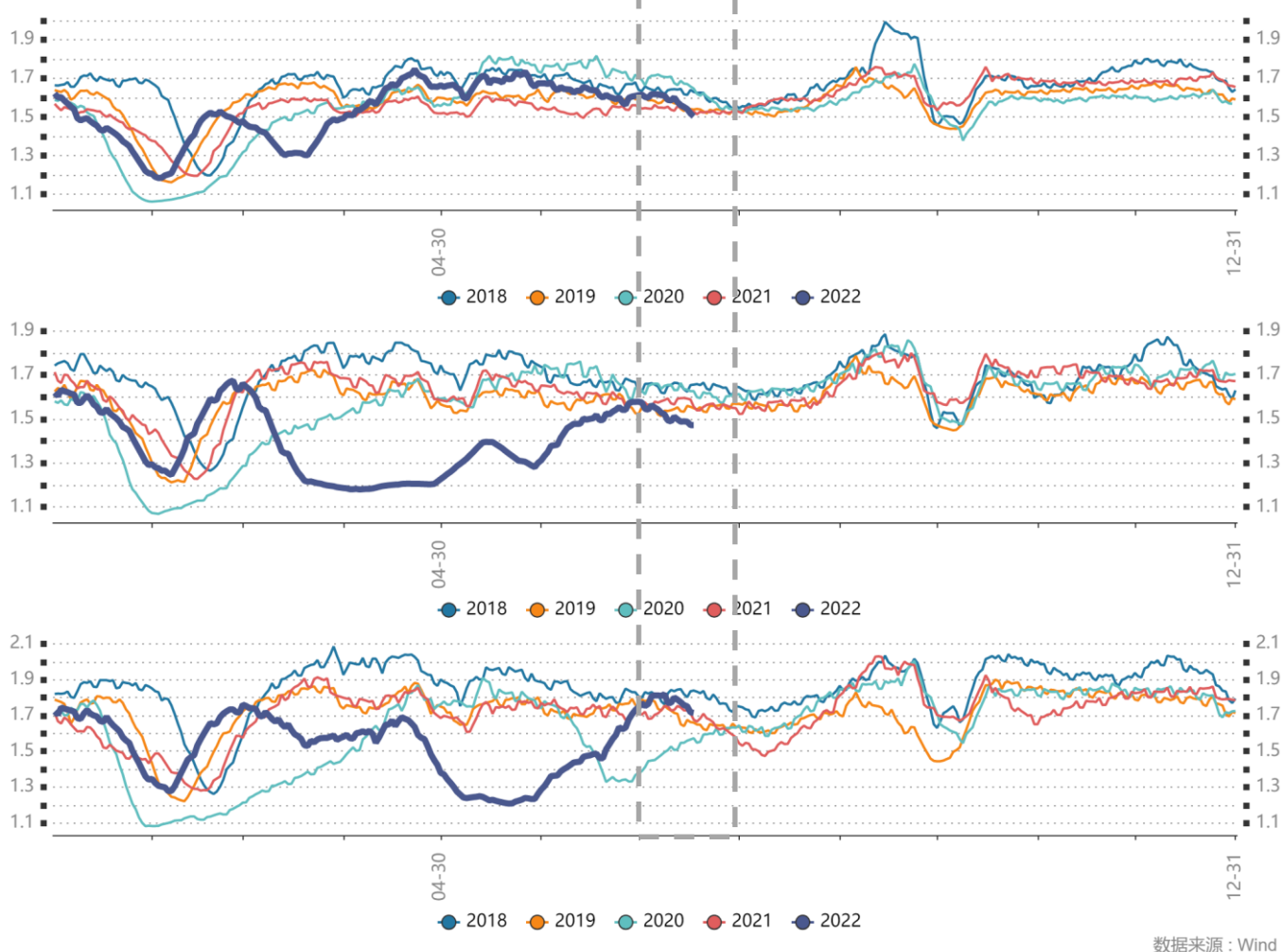
资料来源：Wind、万和证券研究所

图2 北、上、深新增新冠病例（例）



资料来源：Wind、万和证券研究所

图3 拥堵延时指数：深圳（上）、上海（中）、北京（下）



数据来源：Wind

资料来源：Wind、万和证券研究所

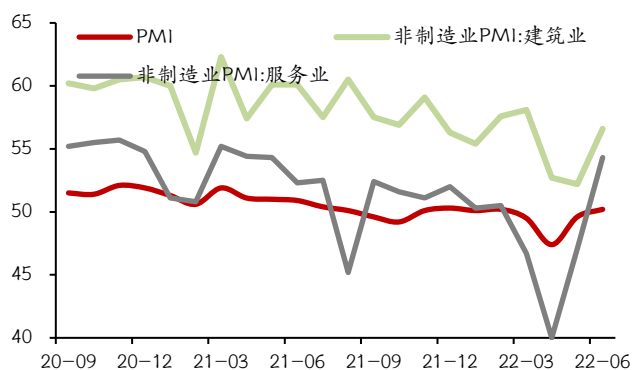
### 三、经济环比修复延续，地产仍是最大拖累

从复工复产推进到复商复市，服务业环比明显改善，消费修复仍有空间。随着疫情形势好转和稳增长一揽子政策举措落地见效，物流和供应链趋势改善，经济环比继续修复。6月制造业PMI 50.2%，重回荣枯线上，工业增加值同比增长3.9%，环比增长0.84%。随着疫情好转，商务活动PMI 54.1%，景气度明显提升，其中服务业PMI从47.1%上升到54.3%，建筑业PMI从52.2%上升到56.6%。

餐饮、旅游环比明显改善，6月社零项下的餐饮收入同比虽然仍下降-4%，但降幅较3-5月已经大幅收窄；受假期出行需求提振，6月旅游CPI同比上涨4.1%，环比上涨1.2%，6月客运量较5月加速改善，但与2021和疫情之前相比仍有较大差距。FlightAI数据显示，截至7月10日，暑运搜索指数已追平2019年，跨省游中四川游、海南游及新疆游热度较高，三者的预订量同比2019年水平均实现了正增长。<sup>1</sup> 6月社零总额同比增长3.1%，环比增长0.53%，虽然疫情防控对于消费需求造成了“天花板效应”，但从目前非疫情中高风险地区出行热度来看，本轮消费修复应该尚未触顶。

<sup>1</sup> 内容来自：中国民用机场网，详文参考：<https://www.chinaairport.net/news/3469.html>

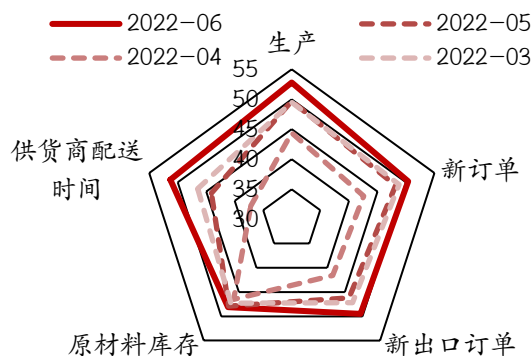
图4 PMI：分行业（%）



资料来源：Wind、万和证券研究所

图6 客运量距离疫情仍有明显修复空间

图5 制造业 PMI 分项（%）



资料来源：Wind、万和证券研究所

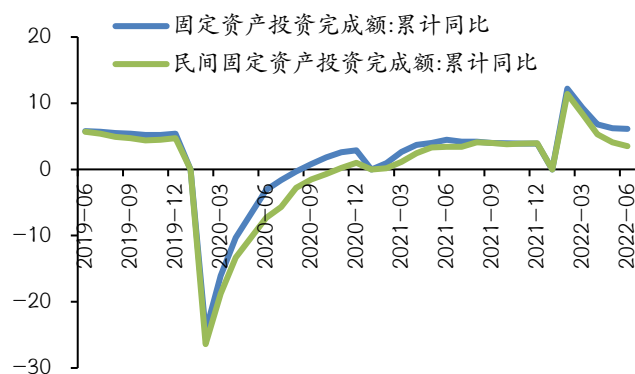


资料来源：Wind、万和证券研究所

**投资端保持较快增速，基建发力对冲房地产下行是主要特征。**1-6月固定资产投资同比增长6.1%，超过2019年同期，整体保持较快的增长，但民间投资增速仅3.5%，远低于疫情前；三大领域中，制造业投资10.4%，总体保持较高的增速；基建投资加速至7.1%，地产投资进一步下滑至-5.4%，6月建筑业PMI上行至56.6%，可见基建领域的政策力度。上半年专项债发行提速支撑了基建领域的增速，目前专项债发行基本完毕，如果没有新增的财政空间进行补充，土地出让金代表的收入端修复就变得更加关键。

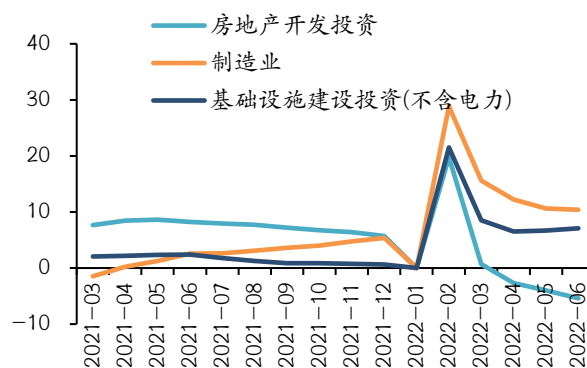


图7 固定资产投资增速(%)



资料来源: Wind、万和证券研究所

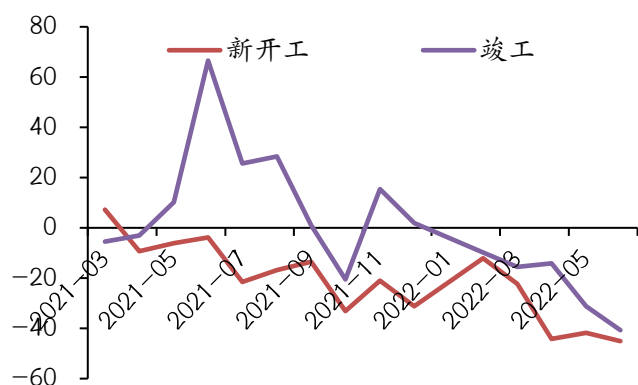
图8 基建发力、地产拖累(%)



资料来源: Wind、万和证券研究所

**房地产是经济环比修复之路上的关键变量。**今年上半年房地产新开工面积同比下降34.4%，竣工面积下降21.5%，其中6月单月新开工和竣工面积同比分别下降45%和40%，稳地产仍然相当紧迫。6月份在疫后需求集中释放和刺激性政策的带动下，30城商品房成交面积快速攀升，带动房地产开发资金从5月的-33%收窄至-24%，然而进入7月，30城商品房成交面积迅速回落，这其中可能有疫情局部反弹的原因，也有预期不稳的因素。地产销售到投资修复链条仍需政策进一步加码，地产领域的政策将影响到固定资产投资增速能否企稳，同时也关系到地方财政的平衡，这也是经济环比修复能否延续的关键因素。

图9 月度房屋新开工面积和竣工面积加速萎缩(%)



资料来源: Wind、万和证券研究所

图11 房地产开发资金来源: 同比增速(%)

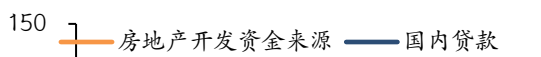
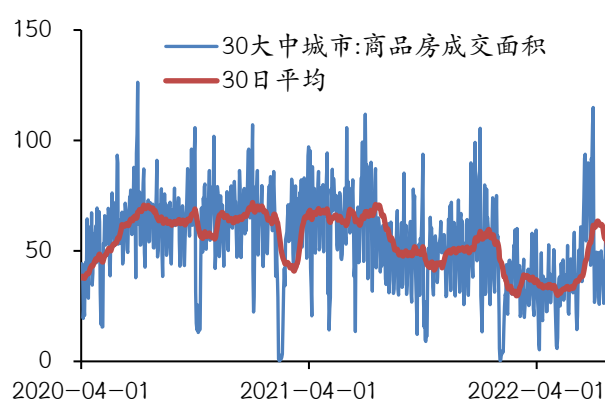
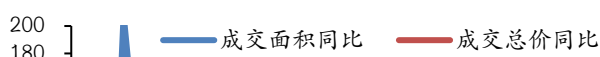


图10 7月商品房销售回落(万平方米)



资料来源: Wind、万和证券研究所

图12 100大中城市土地成交情况(%)



**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\\_44547](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44547)

