



报告日期：2022年8月2日

全球经济增速面临下行压力，国内宏观政策要在扩大需求上积极作为

宏观研究员：郑后成

执业编号：S0990521090001

电话：0755-83008511

E-mail: houchengzheng@163.com

风险因素

- 1.大宗商品价格上行幅度超预期；
- 2.美联储货币政策收紧程度高于预期；
- 3.国内新冠肺炎疫情反弹程度超预期。

相关报告

- 1.英大宏观评论（20220801）下半年宏观政策力度还将维持在较高水平，基建投资依旧是扩内需的“主力军”
- 2.英大宏观评论（20220727）7月出口金额还将维持较高增速，下半年农产品进口增速大概率处于较低水平
- 3.英大宏观评论（20220721）7-12月消费增速大概率较1-6月上移，但基建投资增速快速拉升的概率较低
- 4.英大宏观评论（20220715）7月PPI当月同比下行幅度大概率大于0.30个百分点，下半年货币政策还将维持“稳中偏松”主基调
- 5.英大宏观评论（20220711）“稳就业”是当下宏观政策首要目标，7月摩根大通全球制造业PMI新订单大概率滑至荣枯线之下
- 6.英大宏观评论（20220627）6月城镇调查失业率大概率继续下行，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论
- 7.英大宏观评论（20220620）6月出口金额当月同比难以大幅下行，不排除2023年我国出口增速录得负值的可能
- 8.英大宏观评论（20220616）6-10月“猪油共振”概率较低，6-12月核心CPI当月同比大概率不具备大幅上行的基础
- 9.英大宏观评论（20220607）5月工业企业利润总额当月同比不排除位于负值区间的可能，累计同比大概率低于4月
- 10.英大宏观评论（20220606）6月制造业PMI大概率重返荣枯线之上，实现GDP增速预期目标需要加大政策力度
- 11.英大宏观评论（20220502）5月是稳增长关键“时间窗口”，房地产投资增速必须企稳以助力实现“5.50%左右”GDP增速目标
- 12.英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
- 13.英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

报告概要：

➤ 6月制造业PMI与非制造业PMI双双反弹至荣枯线之上，但二者的表现均弱于季节性，主因新冠肺炎疫情散点爆发；6月新订单时隔3个月重新跃至荣枯线之上，创近4个月新高，6月新出口订单虽然依旧处于荣枯线之下，但是创2021年5月以来新高，总体看6月外需强于内需；7月摩根大通制造业PMI新订单大概率滑至荣枯线之下，并在此后的几月之内带动产出、就业、投入价格、产出价格这四个分项指标滑至荣枯线之下；6月主要原材料购进价格与出厂价格均创2022年1月以来新低，预计6月PPI当月同比大概率在5月的基础上下行；“稳就业”是当下宏观政策的首要目标，“稳投资”服务于“稳就业”。

➤ 6月出口金额当月同比超预期上行，主因供给大幅改善以及人民币汇率贬值；6月进口金额当月同比超预期下行，主因较为疲弱的内需，以及持续贬值的人民币汇率；主要贸易伙伴中，东盟进出口表现较优，日本的情况较为低迷，自美国进口金额当月同比较前值大幅下行，跌幅居四大主要贸易伙伴首位，而欧盟进出口情况均不佳；主要资源品进口金额与进口数量当月同比大部分较前值下行，表明6月我国内需不强；6月农产品进口金额与进口数量增速均表现低迷，主因国际油价承压以及我国夏粮产量创历史新高，预计下半年农产品进口增速难以大幅上行；在量价双双承压的背景下，预计7月出口金额当月同比难以在6月的基础上大幅上行，预计7月进口金额当月同比难以大幅上行。

➤ 在6月出口增速上行，道路交通运输情况得到很大改善，以及政府持续推进复工复产的背景下，6月工业增加值当月同比较前值上行，预计7月大概率在6月的基础上上行；6月工业企业产销率再度下探，主因生产修复力度强于需求修复力度；央行对房地产企业的信贷并未有明显放松，预计房地产开发投资完成额累计同比短期之内难言触底反转；受交通运输仓储和邮政业低迷以及民间投资疲弱的拖累，基础设施建设投资完成额累计同比难以快速拉升；在PPI当月同比逐季下行的背景下，预计2022年下半年制造业投资累计同比难以大幅上行；7-12月消费增速大概率较1-6月上移，但是大幅上行概率较低，主因疫情防控压力犹存，以及出口增速大概率边际承压。

➤ 6月CPI当月同高于前值，食品、非食品、消费品、服务均较前值上行，表明上行具有较强的系统性；猪价上行、油价位于高位、核心CPI上行以及基数下行四因素共同推升6月CPI当月同比；考虑到7月猪肉CPI当月同比大幅拉升概率较大，以及2021年同期基数走低，预计7月CPI当月同比大概率在6月的基础上上行；6月PPI当月同比下行幅度低于预期，生产资料与生活资料PPI走势发生背离是原因之一；7月PPI当月同比面临的利空因素要多于6月，利空程度要大于6月，预计7月PPI当月同比大概率较6月下行，且下行幅度大于0.30个百分点；6月原油系PPIRM走势出现分化，黑色金属材料类PPIRM连续2个月位于负值区间；下半年货币政策还将维持“稳中偏松”主基调，3季度M2同比还将维持在高位。

➤ 728政治局会议指出国际环境“复杂严峻”；主要经济体持续加息拖累全球经济进入衰退“前夜”；会议淡化“5.50%左右”的GDP增速预期目标，但是要求巩固经济回升向好趋势，保持战略定力，力争实现最好结果；会议提出“坚持就是胜利”，提出“要综合看、系统看、长远看，特别是要从政治上看、算政治账”，预计至少在年内还将坚持“动态清零”总方针；虽然会议对宏观政策主基调的设定弱于预期，但内外压力使得宏观政策力度还将维持在较高水平；基建投资依旧是扩内需的“主力军”，房地产市场首要目标是保持稳定；淡化GDP增速目标叠加外围因素令A股承压，但A股有韧性且不失结构性机会。

目录

1 全球经济大概率进入衰退“前夜”，基建投资依旧是我国扩内需的“主力军”	4
1.1 “稳就业”是当下宏观政策首要目标，7月摩根大通全球制造业 PMI 新订单大概率滑至荣枯线之下	4
1.2 7月出口金额还将维持较高增速，下半年农产品进口增速大概率处于较低水平	10
1.3 7-12月消费增速大概率较1-6月上移，但基建投资增速快速拉升的概率较低	16
1.4 7月 PPI 当月同比下行幅度大概率大于 0.30 个百分点，下半年货币政策还将维持“稳中偏松”主基调	26
1.5 下半年宏观政策力度还将维持在较高水平，基建投资依旧是扩内需的“主力军”	34
2 推动有效投资和增加消费，宏观政策要在扩大需求上积极作为	45
2.1 支持重大项目建设，加大重点工程以工代赈力度	45
2.2 加大稳健货币政策的实施力度，为实体经济提供更有力的支持	45
2.3 保持战略定力，宏观政策要在扩大需求上积极作为	46
2.4 推动有效投资和增加消费，确保实现全年粮食丰收	47
2.5 保持货币信贷平稳适度增长，稳妥化解重点领域风险	48

图目录

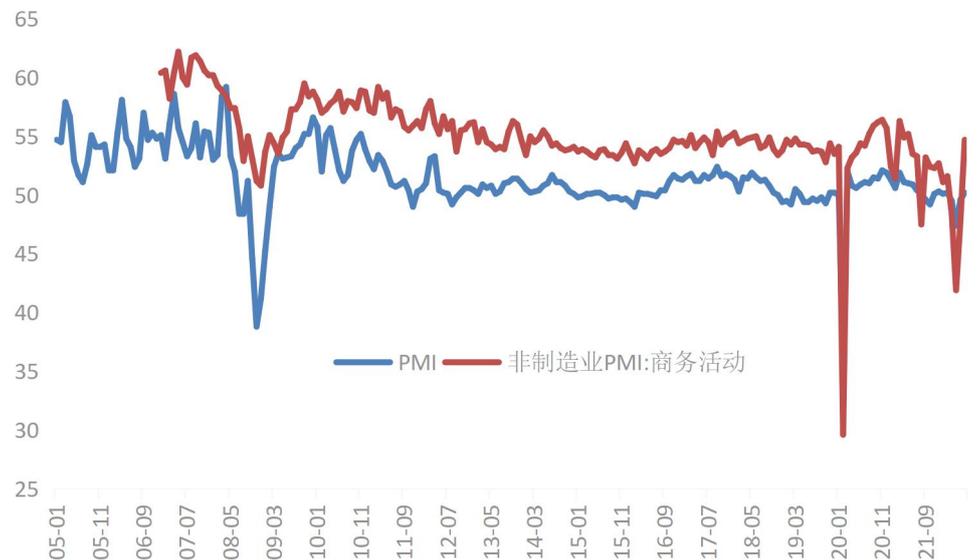
图 1: 6 月制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双反弹至荣枯线之上 (%)	4
图 2: 大型企业制造业 PMI 则逆势下行, 且低于中型企业制造业 PMI51.30 的读数 (%)	5
图 3: 摩根大通全球制造业 PMI 新订单指数大概率在 7 月滑至荣枯线之下 (%)	6
图 4: 6 月主要原材料购进价格指数与出厂价格指数均创 2022 年 1 月以来新低 (%)	7
图 5: 6 月制造业从业人员高于非制造业从业人员, 表明制造业修复强于非制造业 (%)	8
图 6: 6 月建筑业 PMI 虽然创近 3 个月新高, 但是其表现并不佳 (%)	10
图 7: 6 月出口金额当月同比超预期上行, 6 月进口金额当月同比超预期下行 (%)	11
图 8: 6 月对东盟出口金额增速与自东盟进口金额增速均列四大主要贸易伙伴首位 (%)	12
图 9: 6 月粮食进口金额当月同比与粮食进口数量当月同比均录得负增长 (%)	13
图 10: 6 月猪肉进口金额增速与猪肉进口数量增速总体处于震荡下行的趋势之中 (%)	14
图 11: 7 月美国 Markit 制造业 PMI 与服务业 PMI 双双下行, 后者跌破荣枯线 (%)	15
图 12: 7 月欧元区制造业 PMI 与服务业 PMI 双双下行, 前者跌破荣枯线 (%)	15
图 13: 出口交货值当月同比上行是 6 月工业增加值当月同比上行的重要支撑 (%)	17
图 14: 6 月工业企业产销率再度下探, 并创近 3 个月新低 (%)	18
图 15: 商品房销售面积累计同比领先房地产开发投资完成额累计同比 6 个月左右 (%)	20
图 16: 房地产开发资金来源增速领先房地产开发投资完成额增速 3-9 个月 (%)	21
图 17: 6 月交通运输仓储和邮政业固定资产投资完成额累计同比却逆势下行 (%)	22
图 18: 民间交通运输仓储和邮政业固定资产投资完成额增速连续 5 个月录得负值 (%)	23
图 19: 制造业投资累计同比与 PPI 当月同比有着密切的联系 (%)	24
图 20: 汽车类与石油及制品类是 6 月社会消费增速的重要拉动因素 (%)	25
图 21: 6 月 CPI 当月同高于前值且高于预期, 核心 CPI 当月同比出现小幅反弹 (%)	27
图 22: 猪肉 CPI 当月同比是 6 月食品烟酒项 CPI 当月同比上行的主要拉动力量 (%)	29
图 23: 6 月 PPI 当月同比下行幅度低于预期, 生产资料与生活资料 PPI 走势背离 (%)	30
图 24: 6 月原油系 PPIRM 当月同比走势出现分化 (%)	32
图 25: 黑色金属材料类 PPIRM 累计同比滞后于房地产开发投资完成额累计同比 (%)	33
图 26: 7 月 23 日当周海外新冠肺炎新增确诊病例数创 4 月 16 日当周以来新高 (万例)	35
图 27: 美国实际 GDP 环比折年率连续二个季度录得负增长, 进入“技术性衰退” (%)	36
图 28: 美联储下一次加息大概率导致 3 个月与 10 年期美债收益率倒挂 (%)	36
图 29: 房地产投资与消费录得负增长, 是当前宏观经济的主要拖累项 (%)	37
图 30: 4 月、5 月消费者信心指数分别为 86.70、86.80, 居于历史绝对低位区间 (%)	38
图 31: 6 月工业企业产销率为近 3 个月新低, 且处于历史低位区间 (%)	40
图 32: 2022 年 2 季度基础设施贷款需求指数低迷 (%)	41
图 33: 在 M2 同比位于高位的背景下, 上证综合指数大幅下跌概率较低 (点; %)	44

1 全球经济大概率进入衰退“前夜”，基建投资依旧是我国扩内需的“主力军”

1.1 “稳就业”是当下宏观政策首要目标，7月摩根大通全球制造业PMI新订单大概率滑至荣枯线之下

制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双反弹至荣枯线之上，大型企业表现弱于中型企业。6月制造业 PMI 录得 50.20，低于预期 0.30 个百分点，较前值上行 0.60 个百分点，持平于 2 月，返回疫情前水平。但是应该看到，在过往 18 年的 6 月制造业 PMI 中，2022 年 6 月持平于 2012 年 6 月与 2015 年 6 月，仅位列第 13 位，表明在新冠肺炎疫情散点爆发的背景下，6 月制造业 PMI 的表现弱于季节性。

图 1：6 月制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双反弹至荣枯线之上（%）



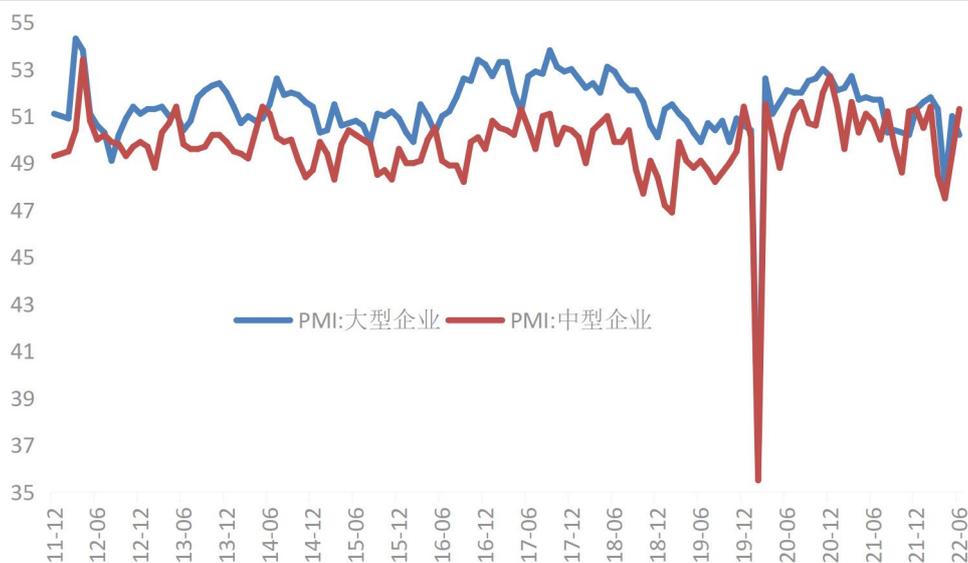
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

从 5 个主要分项看，6 月新订单、生产、从业人员、供货商配送时间与原材料库存指数分别录得 50.40、52.80、48.70、51.30、48.10，分别较前值上行 2.20、3.10、1.10、7.20、0.20 个百分点。对该组数据的解读有以下两点。**第一**，供货商配送时间上行幅度最大，6 月 51.30 的读数，持平于 2009 年 2 月、2009 年 3 月以及 2016 年 3 月，为 2008 年 1 月以来低点，表明道路交通运输情况得到很大程度改善。**第二**，生产修复力度强于需求修复力度：一是从绝对读数看，6 月生产 52.80 的读数远高于新订单 50.40 的读数；二是从月度边际上行幅度看，生产 3.10 个百分点的月度边际上行幅度高于新订单的 2.20 个百分点的月度上行幅度。

分企业规模看，大中小型企业的制造业 PMI 分别为 50.20、51.30、48.60，分别较前值上行 -0.80、1.90、1.90 个百分点。其中，中小型企业制造业 PMI 双双回升，而大型企业制造业 PMI 则逆势下行，且低于中型企业制造业 PMI 51.30 的读数。产生这一现象的原因有三

点。**第一**，可能与大城市疫情出现反复，进而强化管控措施有关。**第二**，除国际油价之外，6月有色系与黑色系大宗商品价格均出现较大幅度的回调。**第三**，在疫情冲击下，国家对中小企业的支持力度大于对大型企业的支持力度。具体到大中小企业的5个主要分项，大中小企业的主要差别体现在两点：**一是**6月大型企业的新订单较前值下行0.30个百分点，但是6月中小企业新订单分别较前值上行4.10、5.10个百分点；**二是**6月大型企业原材料库存较前值下行2.10个百分点，但是6月中小企业原材料库存分别较前值上行3.0、1.60个百分点。

图2：大型企业制造业 PMI 则逆势下行，且低于中型企业制造业 PMI 51.30 的读数 (%)



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

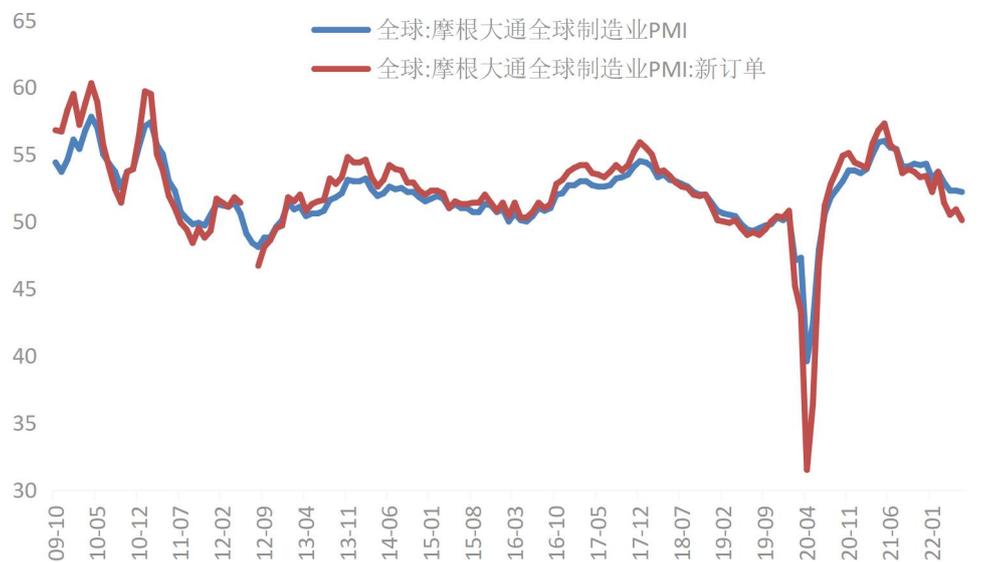
6月非制造业 PMI 为 54.70，高于预期 4.20 个百分点，较前值大幅上行 6.90 个百分点，时隔 3 个月重返荣枯线之上，且创 2021 年 6 月以来新高。在过往 16 年的 6 月非制造业 PMI 中，2022 年 6 月位列第 10 位，居于中游偏下水平，表明 6 月非制造业 PMI 的表现弱于季节性。其中，6 月建筑业 PMI 为 56.60，较前值上行 4.40 个百分点，依旧处于历史相对低位区间；6 月服务业 PMI 为 54.30，较前值上行 7.20 个百分点，创 2021 年 6 月以来新高。非制造业 PMI 其余的 9 个指标均较前值上行。其中，位于荣枯线以下的指标有 4 个，较 5 月减少 3 个；位于 50-60 之间的指标有 4 个，较 5 月增加 2 个；位于 60 以上的指标有 1 个，较 5 月增加 1 个。

6 月外需强于内需，但是 7 月摩根大通制造业 PMI 新订单大概率滑至荣枯线之下。6 月新订单、新出口订单与在手订单分别为 50.40、49.50、44.20，分别较前值上行 2.20、3.30、-0.80 个百分点。其中：6 月新订单时隔 3 个月重新跃至荣枯线之上，创近 4 个月新高，剔除掉 2 月的 50.70，则创 2021 年 8 月以来新高；6 月新出口订单虽然依旧处于荣枯线之下，但是创 2021 年 5 月以来新高；6 月在手订单逆势下行，创 2020 年 6 月以来新低。此外，6 月进口指数录得 49.20，较前值上行 4.10 个百分点，创 2021 年 8 月以来新高。

6月需求方面的特征是外需强于内需：一是6月新订单较前值上行2.20个百分点，而6月新出口订单较前值上行3.30个百分点，新出口订单月度边际上行幅度高于新订单月度边际上行幅度；二是“新订单-新出口订单”这一复合指标录得0.90个百分点，持平于2021年11月与2022年1月，为2020年3月以来低点；三是6月新出口订单为49.50，较进口指数49.20的读数高出0.30个百分点。

外需方面，6月摩根大通全球制造业PMI录得52.20，较前值下行0.10个百分点，虽然创2020年9月以来新低，但是依旧位于荣枯线之上，表明全球经济依旧处于扩张状态，但是扩张程度较5月放缓。从5个主要分项看，对6月摩根大通全球制造业PMI形成支撑的是生产指数，6月录得52.50，较前值大幅上行2.90个百分点，而对6月摩根大通全球制造业PMI形成利空的是新订单、就业、投入价格、产出价格，6月分别录得50.10、51.40、68.60、60.50，分别较前值下行0.80、0.20、1.70、1.0个百分点，其中，最为领先的新订单录得50.10，逼近荣枯线，创2020年7月以来新低。在全球流动性收紧的背景下，预计摩根大通全球制造业PMI新订单指数大概率在7月滑至荣枯线之下，并在此后的几个月之内带动产出、就业、投入价格、产出价格这四个分项指标滑至荣枯线之下。参照2016年至2019年这一轮周期的经验，在新订单滑至荣枯线之下之后，产出、就业、产出价格、投入价格分别在3个月、2个月、5个月以及13个月之后滑至荣枯线之下。

图3：摩根大通全球制造业PMI新订单指数大概率在7月滑至荣枯线之下（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

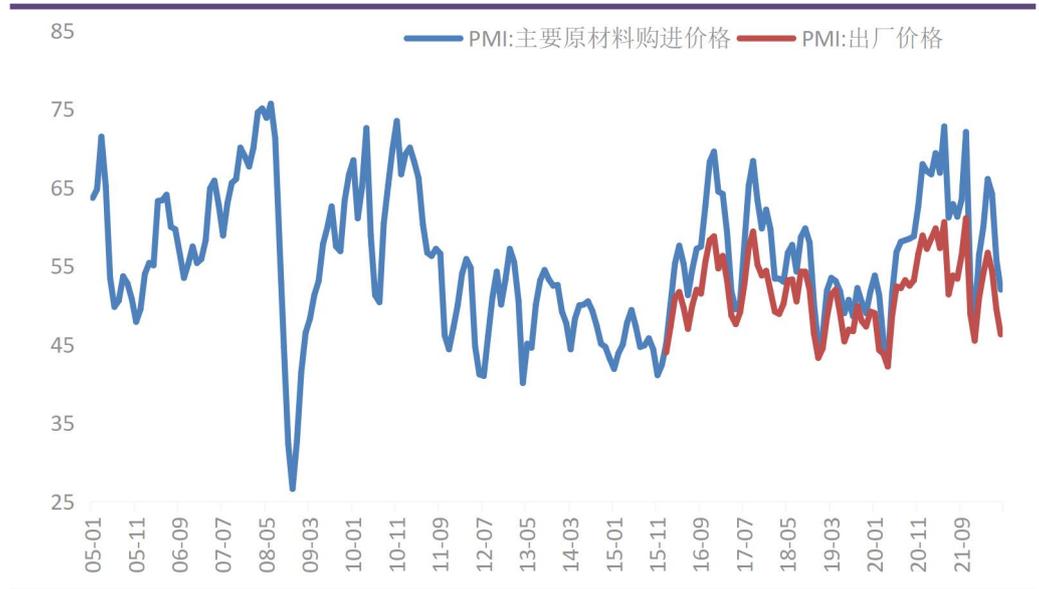
从主要国家的制造业PMI来看，6月均位于荣枯线之上，但是绝大多数创2020年年中以来新低，具体看：美国方面，6月美国ISM制造业PMI录得53.0，较前值下行3.10个百分点，创2020年7月以来新低，6月美国Markit制造业PMI录得52.40，较前值下行4.60个百分点，创2020年8月以来新低；欧元区方面，6月欧元区制造业PMI录得52.10，较前值下行2.50个百分点，创2020年9月以来新低，其中，德国的制造业PMI录得52.00，

较前值下行 2.80 个百分点，创 2020 年 8 月以来新低；日本方面，6 月日本制造业 PMI 录得 52.70，较前值下行 0.60 个百分点；英国方面，6 月英国制造业 PMI 录得 52.80，较前值下行 1.80 个百分点，创 2020 年 7 月以来新低。

总需求方面，我们对下半年宏观经济“三驾马车”的判断如下。**第一**，下半年出口金额累计同比承压但有韧性。**第二**，在“境外输入不停，境内反弹不止”的背景下，消费增速缺乏大幅上行的基础。**第三**，制造业固定资产投资完成额累计同比大概率在上半年的基础上下行。**第四**，下半年基础设施建设投资完成额累计同比快速拉升的概率较低。**第五**，部分同比指标存超跌修复现象，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论。如果以上判断成立的话，“5.50%左右”的 GDP 增速预期目标实现的概率较低。

6 月 PPI 当月同比大概率在 5 月的基础上下行。6 月主要原材料购进价格指数为 52.00，较前值下行 3.80 个百分点，创 2022 年 1 月以来新低；6 月出厂价格指数为 46.30，较前值下行 3.20 个百分点，连续 2 个月位于荣枯线之下，且创 2022 年 1 月以来新低。6 月主要原材料购进价格指数与出厂价格指数的差值为 5.70 个百分点，较前值收窄 0.60 个百分点，创 2022 年 2 月以来新低。分企业规模看，6 月大中小型企业的主要原材料购进价格分别为 51.60、51.70、53.20，分别较前值下行 2.90、4.70、4.50 个百分点。6 月大中小型企业的出厂价格分别为 45.00、46.70、48.60，分别较前值下行 4.30、3.10、0.70 个百分点。

图 4：6 月主要原材料购进价格指数与出厂价格指数均创 2022 年 1 月以来新低（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

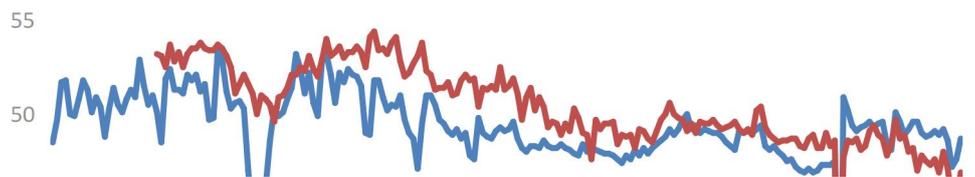
以上这组数据的特征有以下三点。**第一**，不论是主要原材料购进价格指数，还是出厂价格指数，6 月均较前值下行。**第二**，不论是大型企业、中型企业还是小型企业，其主要原材料购进价格指数与出厂价格指数均较前值下行。**第三**，出厂价格指数连续 2 个月在荣枯线下运行。以上三点均预示，6 月 PPI 当月同比大概率在 5 月的基础上下行。

当前宏观经济最显著的变量是，6 月美国 ISM 制造业 PMI 录得 53.0，较前值下行 3.10

个百分点，创 2020 年 7 月以来新低，而 6 月美国 Markit 制造业 PMI 录得 52.40，较前值下行 4.60 个百分点，创 2020 年 8 月以来新低。尤为重要的是，6 月美国 ISM 制造业 PMI 新订单指数录得 49.20，较前值下行 5.90 个百分点，时隔 24 个月再次跌至荣枯线之下，表明美国国内需求已经进入收缩状态。受此影响，国际油价与国际铜价大幅下挫。在美联储大概率继续以高于 50 个基点的幅度加息的背景下，叠加欧洲央行大概率加息，预计 7 月美国 ISM 制造业 PMI、美国 Markit 制造业 PMI 以及欧元区制造业 PMI 大概率继续下行，从目前的趋势看，不排除在 2022 年下半年跌破荣枯线的可能。在以上分析的基础上，我们坚持在《英大证券 2022 年宏观经济与大类资产配置展望：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）》中“1 季度国际油价大概率继续上行，在 2 季度位于高位，不排除‘破百’的可能，在下半年承压并小幅下行”的判断。

“稳就业”是当下宏观政策的首要目标，“稳投资”服务于“稳就业”。6 月制造业 PMI 从业人员指数录得 48.70，较前值上行 1.10 个百分点，创近 3 个月新高。其中，6 月大中小型企业的从业人员指数分别为 48.80、48.50、48.80，分别较前值上行 1.00、1.00、1.60 个百分点，分别创近 3 个月、近 4 个月、近 4 个月新高，且均位于荣枯线之下。非制造业方面，6 月非制造业从业人员指数为 46.90，较前值上行 1.60 个百分点，创近 3 个月新高。其中，6 月建筑业从业人员为 48.30，较前值上行 2.80 个百分点，创近 3 个月新高；6 月服务业从业人员为 46.60，较前值上行 1.30 个百分点，创近 3 个月新高。从以上数据可以看出，6 月制造业 PMI 从业人员指数均高于非制造业从业人员指数，表明制造业的修复强于非制造业，这一点与 5 月工业增加值当月同比录得 0.70%，录得正增长，以及 5 月服务业生产指数当月同比录得-5.10%，依旧处于负值区间相印证。预计 6 月工业增加值当月同比大概率在 5 月的基础上上行，而 6 月服务业生产指数当月同比大概率还将录得负值。

图 5：6 月制造业从业人员高于非制造业从业人员，表明制造业修复强于非制造业（%）



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_44705

