



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

日期：2022年08月05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：

《一揽子政策推进落实，经济修复式增长》

——2022年07月06日

《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

经济恢复仍需巩固，扩大需求发力

——2022年7月宏观经济月报

■ 主要观点

经济恢复趋势仍需巩固

随着疫情形势的趋稳，5、6月以来经济呈现恢复式增长，尤其是6月各项经济数据明显好转，二季度GDP也最终实现正增长。但7月PMI数据却显示出需求不足的问题突出，经济恢复的趋势仍需巩固。国常会也强调当前处在企稳回升关键窗口，三季度至关重要。7月政治局会议也弱化了经济增长目标，要求巩固经济回升向好趋势，力争实现最好结果。政策齐出之后，未再急于推出更多增量政策，反而是要进一步落实前期的一揽子政策，扩大需求，稳住经济大盘，巩固经济恢复基础。

扩大需求发力，基建仍是抓手

由于7月政治局会议对下半年经济工作的定调，对于稳增长的目标要求有所弱化，也相应减轻了下半年稳增长的压力。政策方面，未再提“加大宏观政策调节力度”，而是要在扩大需求上发力。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，尤其是基建投资。政策支持方向均是加强基础设施建设，也反映了扩大需求发力的方向。基建的持续发力，配合后续制造业投资改善，经济增长仍有支撑。

■ 风险提示

通胀继续上行，货币政策超预期改变，等其它引发经济运行节奏改变因素。

目 录

1 经济运行数据分析	3
1.1 出口恢复较快，进口弱复苏	3
1.2 经济修复加速	3
1.3 CPI 回升加快，PPI 延续回落	4
2 经济政策与重大事件分析	4
2.1 美联储连续加息 75BP	4
2.2 7 月政治局会议：疫情防控不松懈，增长目标弱化	5
2.3 国务院常务会议：加快落实一揽子政策措施	8
3 经济走势和政策预测	9
3.1 经济恢复趋势仍需巩固	9
3.2 扩大需求发力，基建仍是抓手	9
4 风险提示：	11

图

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

表

表 1 政治局会议对比	5
表 2 2022 年 7 月国务院常务会议	8

1 经济运行数据分析

1.1 出口恢复较快，进口弱复苏

随着6月国内疫情形势趋稳，主要城市全面复工复产推进，经济逐步回归正常运行区间，外贸形势也大幅好转，尤其是出口进一步回升。一方面或反映前期订单积压集中释放影响，另一方面也说明了外需仍然有所支撑。进口表现不及出口，继续呈现弱复苏状态。从进口数量来看，主要进口商品增速除铜之外均有所下滑，或受前期高基数影响。另外本月机电进口降幅也有所扩大。进出口的形势也反映了内外需的变化，由于出口的强势，本月贸易顺差再创新高。

疫情趋稳后，经济迎接二次修复，各项经济活动正逐步全面恢复。海内外通胀形势的变化，也说明外需支撑仍在，使得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。但需关注海外经济复苏放缓，对于出口的影响。对于国内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 经济修复加速

6月随着全国疫情形势趋稳，全面复工复产推进，经济修复加快，逐步回归正常运行区间，工业生产也进一步加快。

固定资产投资基本保持平稳。分项来看，基建投资继续回升。6月新增专项债全年额度已基本发行完毕，资金也需要在8月底之前使用到位，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，在加快重大项目开工建设要求下，基建后续增长仍有支撑。制造业投资虽仍下滑，但跌幅已有所收窄。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。房地产投资颓势难改，但销售略有改善，需持续关注销售能否企稳。从房企开发资金的来源来看，跌幅同样略有收窄，主要是由于定金、预收款以及个人按揭贷款项的改善，也侧面印证了销售的改善，若能持续，也将助于地产投资的回稳。

疫情对于消费的冲击影响最大，消费的跌幅也最深。但随着社会经济的回归常态，在各种促进消费政策以及电商大促的刺激下，本月消费也快速反弹，并实现了转正。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也在各种优惠政策支持下有了明显提升。而餐饮收入等接触型消费虽仍未转正，但改善速度已明显加快。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。但随着疫情影响的消退以及各地促进消费政策的落实，消费也有望进一步修复。

6月随着全国疫情形势趋稳，全面复工复产推进，社会经济生活逐步回归常态，各项经济数据在5月的基础上加速修复。二季度GDP也得以实现正增长，并且就业情况也在持续改善。

1.3 CPI回升加快，PPI延续回落

6月CPI环比上涨突破往年季节性下跌的表现。主要涨价因素主要还是集中在非食品项，能源消费品价格持续上涨，以及疫情趋稳后部分服务价格有所回升。食品中猪肉价格有所反弹。另外本期CPI的同比回升也受到了去年基数走低的影响。PPI方面，生产资料价格整体继续下降，主要工业品价格有涨有跌，石油涨幅扩大，煤炭开采、黑色、有色等行业则有所下跌。在基数效应的影响下，PPI延续了下降的趋势。

2 经济政策与重大事件分析

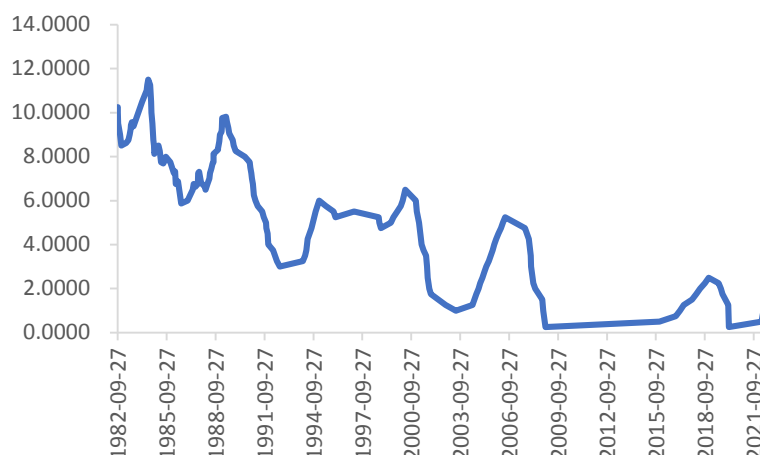
2.1 美联储连续加息75BP

继6月加息75BP之后，美联储在7月的议息会议中进一步加息75BP，将即基准利率上调2.25%-2.5%区间。实际上，在美国6月的CPI再创新高后，美联储此次加息75BP已基本在市场预期之内。另外美联储还将按照5月公布的计划在9月加速缩表。

美联储加息提速的主要目标仍然是为了对抗通胀，但从目前来看收效甚微，并且对于经济的负面影响已然开始显现。美联储在会议声明中提到最近支出和生产指标走软。这也再次凸显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，而美联储政策只能通过加息来限制需求，而另一方面，美联储并不希望看到加息引发经济的衰退，并且承认了当前实现“软着陆”可能性在缩小。而美联储主席同时也强调了未来的加息进程将取决于经济数据，甚至承认了在某个时间点放慢加息节奏是适宜的。这也说明了美联储需要在控制通胀以及经济增长之间取得更好的平衡。

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。

图 1 美国联邦基金基准利率（%）



资料来源：wind，上海证券研究所

2.2 7 月政治局会议：疫情防控不松懈，增长目标弱化

此次政治局会议较此前的一些重磅会议，如 4 月政治局会议、稳住经济大盘会议并未释放出更多的增量政策信号，对于稳增长的目标要求有所弱化，也说明当前阶段更加注重巩固经济回升向好趋势，力争实现最好结果。对于疫情防控政策的态度反而有所加强，要求该管的坚决管住，绝不松懈，坚持动态清零。政策方面，未再提“加大宏观政策调节力度”，不再过度强调增量新政，而是要在扩大需求上发力。财政政策主要聚焦专项债，用好专项债新政资金；货币政策继续要求保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，宽信用方向不变，要求落实好此前发布的政策。值得关注的是，无论是专项债还是货币政策支持方向均是加强基础设施建设，也反映了扩大需求发力的方向，有望进一步支撑基建投资的后续增长。

表 1 政治局会议对比

时间 内容	2022 年 7 月政治局会议	2022 年 4 月政治局会议	2021 年 12 月政治局会议
成绩	面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务，我们有效统筹疫情防控和经济社会发展工作，疫情防控取得积极成效， 经济社会发展取得新成绩。	面对百年变局和世纪疫情相互叠加的复杂局面，我国经济运行总体实现 平稳开局	实现“十四五”良好开局。我国经济发展保持全球领先地位，国家战略科技力量加快发展，产业链韧性和优势得到提升，改革开放向纵深推进，民生保障有力有效，生态文明建设持续推进。
经济形势判断	当前经济运行面临一些 突出矛盾和问题 ，要保持战略定力，	新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多，我国经济发	

	坚定做好自己的事	展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升， 稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战	
总体要求	全面落实疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求， 巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果	疫情要防住、经济要稳住、发展要安全	明年经济工作要稳字当头、稳中求进
疫情防控	出现了疫情必须立即严格防控，该管的要坚决管住，决不能松懈厌战。保证影响经济社会发展的重点功能有序运转，该保的要坚决保住。要做好病毒变异跟踪和新疫苗新药物研发	坚持外防输入、内防反弹， 坚持动态清零 ，最大程度保护人民生命安全和身体健康，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。	坚持“外防输入、内防反弹”，科学精准扎实做好疫情防控工作
宏观政策	宏观政策要在 扩大需求上积极作为	加大宏观政策调节力度， 扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间	宏观政策要 稳健有效 ，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策
财政政策	有效弥补社会需求不足。用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额	要加快落实已经确定的政策， 实施好退税减税降费等政策 。 要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度	积极的财政政策要提升效能， 更加注重精准、可持续
货币政策	要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金	用好各类货币政策工具	稳健的货币政策要 灵活适度 ，保持流动性合理充裕
扩大内需		全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障， 全面加强基础设施建设 。 要发挥消费对经济循环的牵引带动作用	实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力
稳市场主体		要稳住市场主体，对受疫情严重冲击的行业、中小微企业和个体工商户实施一揽子纾困帮扶政策	微观政策要激发市场主体活力。 要强化知识产权保护。结构政策要着力畅通国民经济循环，提升制造业核心竞争力，增强供应链

			韧性
保供稳价	要强化粮食安全保障，提升能源资源供应保障能力，加大力度规划建设新能源供给消纳体系	做好能源资源保供稳价工作，抓好春耕备耕工作	
稳就业保民生	要着力保障困难群众基本生活，做好高校毕业生等重点群体就业工作	要切实保障和改善民生，稳定和扩大就业，组织好重要民生商品供应，保障城市核心功能运转，稳控安全生产形势，维护社会大局稳定	社会政策要兜住民生底线，落实好就业优先政策，推动新的生育政策落地见效，推进基本养老保险全国统筹，健全常住地提供基本公共服务制度
产业链供应链	要提高产业链供应链稳定性和国际竞争力，畅通交通物流，优化国内产业链布局，支持中西部地区改善基础设施和营商环境。	确保交通物流畅通，确保重点产业链供应链、抗疫保供企业、关键基础设施正常运转	
房地产	要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， 因城施策用足用好政策工具箱 ，支持刚性和改善性住房需求， 压实地方政府责任，保交楼、稳民生。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，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，优化商品房预售资金监管 ，促进房地产市场平稳健康发展	要推进 保障性住房建设 ， 支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求 ，促进房地产业健康发展和良性循环。
金融市场、资本市场	要保持金融市场总体稳定，妥善化解一些地方村镇银行风险，严厉打击金融犯罪	要及时回应市场关切， 稳步推进股票发行注册制改革 ，积极引入长期投资者，保持资本市场平稳运行。	
平台经济	要推动平台经济规范健康持续发展，完成平台经济专项整治，对平台经济实施常态化监管，集中推出一批“绿灯”投资案例。	促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整治，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。	
改革开放	要继续实施国企改革三年行动方案。 要积极促进出口、扩大进口，做好技术、外资引进工作，推动共建“一带一路”高质量发展。	用改革的办法解决发展中的问题， 加快实现高水平科技自立自强 ，建设强大而有韧性的国民经济循环体系。 要坚持扩大高水平对外开放，积极回应外资企业来华营商便利等诉求，稳住外贸外资基本盘。	改革开放政策要增强发展动力，有效推进区域重大战略和区域协调发展战略，抓好要素市场化配置综合改革试点，扩大高水平对外开放

科技政策			科技政策要加快落地，继续抓好关键核心技术攻关，强化国家战略科技力量，强化企业创新主体地位，实现科技、产业、金融良性循环
------	--	--	---

资料来源：新华社，中国政府网，上海证券研究所

2.3 国务院常务会议：加快落实一揽子政策措施

7 月份国务院召开了 4 次常务会议，主要部署稳就业、扩大需求方面的政策。

表 2 2022 年 7 月国务院常务会议

召开时间	主要内容
7 月 6 日	部署中央预算执行和其他财政收支审计查出问题整改工作
7 月 13 日	部署加力稳岗拓岗的政策举措，要求多措并举扩消费
7 月 21 日	部署持续扩大有效需求的政策举措 增强经济恢复发展拉动力
7 月 29 日	部署进一步扩需求举措，推动有效投资和增加消费

资料来源：中国政府网，上海证券研究所

7 月 13 日的国务院常务会议中提到 6 月份就业形势较 4、5 月份好转，但稳就业任务依然繁重，要坚持就业优先。当前整体失业率已有所回落，但 16-24 岁区间的失业率仍在上行，已达到 19.3% 的历史高位，也说明了当前这一群体的就业压力相对较大，这也是未来稳就业工作重点对象。而对于扩大消费方面的举措则重点方向放在了绿色智能家电上。

7 月 21 的国务院常务会议部署了持续扩大有效需求的政策举

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_44814

