

复苏斜率平缓

——2022 年 8 月宏观经济报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2022 年 08 月 04 日

证券分析师

周喜

022-28451972

相关研究报告

● 海外环境

- **美国从“后发式”加息告一段落，但加息周期尚未结束。**随着美联储收紧货币政策，美元走强、加速大宗降温，但油价仍然持续在高位震荡，预计美国 7 月 CPI 或将维持在 9% 附近。美国 GDP 环比连续两个季度负增长，符合“技术性衰退”的概念，但从技术性衰退到实质性衰退尚有距离，表现在旺盛的服务消费和就业市场上。
- **欧元区衰退形势较美国更严峻。**下半年乃至 2023 年全年，欧元区未来风险加剧的方面主要包括三个方面：更激进的加息、更紧的能源约束、以及更高的债台。
- **欧美收紧货币政策、全球需求放缓将进一步影响国内形势。**政策层面上，货币政策错位或将在长期扩大中美政策利差倒挂幅度。经济层面上，欧美主导的全球经济放缓或将在未来一年影响我国出口形势。

● 国内实体经济

- **进入 7 月之后，复苏斜率相对平缓，7 月 PMI 数据也呈现回踩特点。**预计除场景消费有较强的疫后内生反弹动能外，多数指标或将进入更为缓慢的修复路径上。
- **出口方面**，虽然高频数据显示 7 月外需仍然较强，但下半年除全球需求回落的影响外，2021 年下半年的高基数，也将向下影响出口同比读数。**投资方面**，政治局会议定调，将地产断贷等风险的缓释工作压实在地方政府层面，地方政府及金融监管部门的协调工作挑战巨大，地产风险缓释非一朝一夕。**消费方面**，消费端内生动能进一步释放，汽车消费仍保持韧性，但地产产业链相关的家具、建筑装潢等消费暂时难以提供增量。
- **通胀方面**，对于 CPI，除国际原油价格走势的不确定性外，还需关注猪肉价格或在下半年持续向上、以及核心 CPI 的上行风险；PPI 端的下行趋势依然有较高确定性。

● 国内货币财政环境

- **政策性开发性金融工具为大财政续力。**按政治局会议指示，下一阶段专项债关键在“用”，而非“增”。三季度最合乎时宜的措施仍是继续用好政策性开发性金融工具。
- **关注地产下行的外溢风险。**一是房企出险或将再度压制居民端加杠杆意愿，二是由于地产的金融属性，房屋类抵押资产缩水也将掣肘金融机构风险偏好。
- **在货币环境方面**，在央行“重价轻量”的引导下，市场对精细化逆回购逐步理性看待。目前流动性仍然充裕，短期资金利率大幅调整的可能性不大。

风险提示：国内疫情发展超预期；海外货币政策收紧超预期；地缘政治局势超预期

目 录

1. 海外环境	4
1.1 美国：从“技术性衰退”到“实质性衰退”尚有距离	4
1.2 欧元区：风险发酵中	7
1.3 货币政策错位加剧中美政策利差倒挂	10
2. 国内实体经济	12
2.1 出口端短期仍强势，长期或有承压	12
2.2 地产风险缓释非一朝一夕	13
2.3 场景消费有望复苏，汽车消费保持韧性	14
2.4 猪肉价格回落或需待到 2023 年春节后的消费淡季	14
3. 国内货币财政环境	16
3.1 政策性开发性金融工具为大财政续力	16
3.2 关注地产下行的外溢风险	16
3.3 货币环境边际收缩，现在仍在宽松状态	17
7 月宏观数据前瞻	18

图 目 录

图 1: 美欧花旗经济意外指数差上行.....	4
图 2: 美元强势加速大宗降温.....	4
图 3: 大宗商品降温	5
图 4: 原油库存在低位回升	5
图 5: 美国 CPI 预测.....	5
图 6: 美国 GDP 环比折年率连续两季度为负	6
图 7: 美国二季度消费支出环比折年率下行至 1%.....	6
图 8: NBER 判定的衰退和“技术性衰退”多相伴而来, 但存有差异.....	7
图 9: 欧元区 GDP 季调环比 0.7%.....	7
图 10: 欧美汇率接近平价	7
图 11: 俄欧能源博弈有不确定性	8
图 12: 当前欧元区债务率较 2010 年更高	9
图 13: 意德利差趋于上行, 但幅度低于欧债危机期间	9
图 14: 中美利差或将有持续性倒挂	10
图 15: IMF 调降经济增速预测.....	11
图 16: 美国房市降温	13
图 17: 进出口数据预测.....	13
图 18: 7 月 70 大中城市房地产销售数据再度回落.....	13
图 19: 7 月 100 城土地供应面积回落.....	13
图 20: 7 月汽车销售保持韧性	14
图 21: 7 月社零环比或将季节性回落	14
图 22: CPI 预测.....	15
图 23: PPI 预测	15
图 24: 居民存款预测	17
图 25: 社融存量同比预测.....	17
图 26: 1Y 同存发行利率降至 2.08%	17
图 27: 银行间资金价格持续保持低位.....	17
图 28: 7 月宏观数据前瞻.....	18

随着海外货币政策愈发收紧，全球经济回落的预期愈发升温。随着全球需求下行，我国出口也势必承压，再叠加当下国内地产风险缓释之路漫长、消费修复路径分化、猪价放大通胀压力，整个经济的复苏斜率较为平缓。

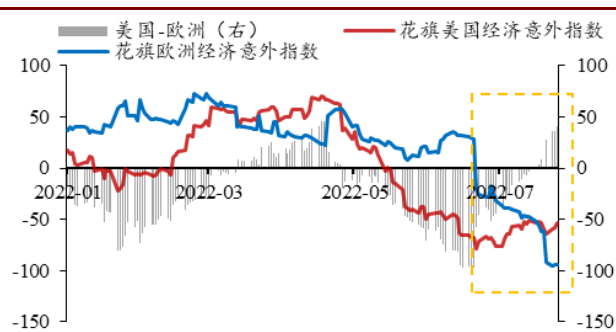
1. 海外环境

1.1 美国：从“技术性衰退”到“实质性衰退”尚有距离

“后发式”加息告一段落，年内加息节奏或将趋缓。7月议息会议宣布加息75bp，政策利率达到2.25-2.50%目标区间，因而“3月加25bp—5月加50bp—6月加75bp”阶段的“后发式、追赶通胀式”加息节奏告一段落，但是加息周期尚未结束，鲍威尔在讲话中也暗示“9月加息幅度将取决于7-8月的数据（data dependence）”。

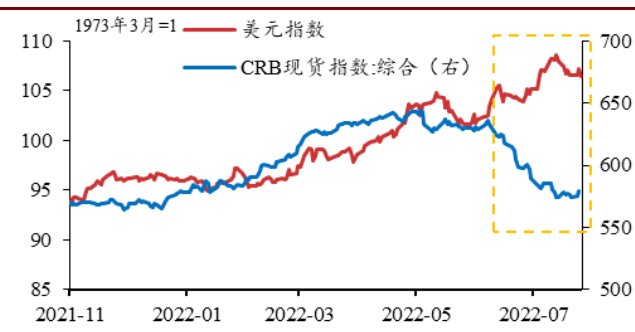
随着美联储收紧货币政策，各国央行跟随加息，全球需求回落，大宗商品市场亦随之降温，除原油受地缘政治影响维持高位外，多数大宗商品在强势美元下进一步冷却。在美欧货币政策收紧的4个月时间差中，美元指数一路攀升，7月末来到106-110区间，进一步加速了以美元计价的大宗商品价格的回落。再叠加美国经济相对表现较欧洲更好，预计美元在较长时间都将维持高位，成为大宗商品市场降温的加速器。

图 1：美欧花旗经济意外指数差上行



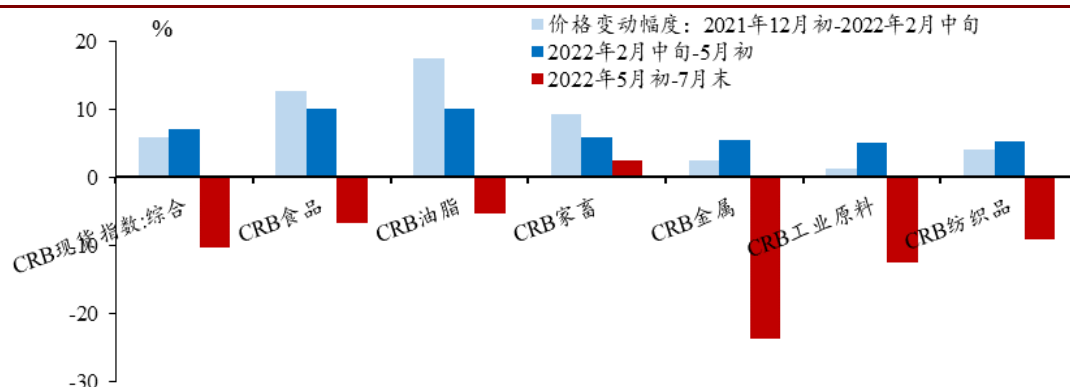
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 2：美元强势加速大宗降温



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 3: 大宗商品降温



资料来源: 欧盟, 渤海证券研究所

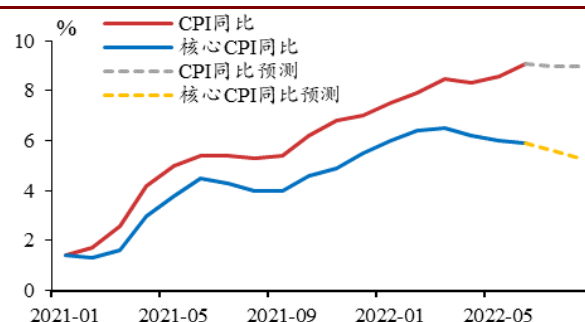
虽然大宗降温能够下拉美国的高通胀，但油价仍然持续在高位震荡。7月初美国原油库存量已经达到绝对低位，目前处在缓慢累库阶段，假若地缘政治风险无升温，原油价格再度上行可能不大，三季度或将维持在高位震荡。另外，粮食价格自4月左右逐步下降，俄乌冲突导致的粮食供给短缺情况逐步改善，且油价止步上行也将压制化肥农药价格、农机价格等生产成本，因而粮价短期上行动力不足，也有望向下拖动CPI走势。综上考虑，美国通胀或已到达顶点，但回落仍会受到油价高位的阻碍，预计7月CPI或将维持在9%附近。

图 4: 原油库存在低位回升



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 5: 美国 CPI 预测



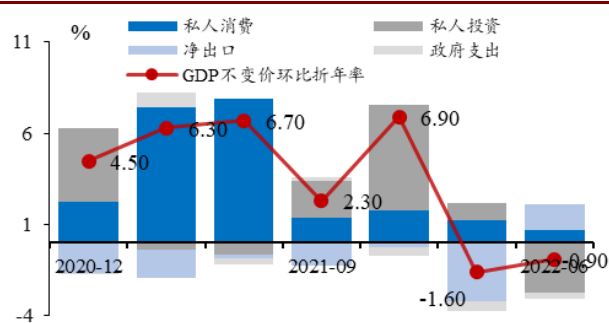
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

美国 GDP 数据符合“技术性衰退”含义。美联储7月议息会议的声明中，新增“近期支出和生产指标已现疲软”的表述，但是鲍威尔表态称当前就业市场仍然旺盛，软着陆仍有可能性。从经济数据上看，美国第二季度GDP初值环比折年率为-0.9（前值-1.6%），连续两个季度负增长，符合“技术性衰退”的概念，同时，二季度私人消费支出环比折年率为1%（前值1.8%），也验证了美联储

FOMC 声明中的提法，其中，耐用品消费下降 2.6%，家具、家电消费疲软与住房需求回落有关。非耐用品消费下降 5.5%，或与粮价、油价上压制消费者的食品、能源消费有关。

从“技术性衰退”到“实质性衰退”尚有距离。虽然对美国衰退的预期已经较为饱满，但对衰退何时实质性到来存有争议。其实所谓“实质性衰退”尚无明确且口径一致的的定义，官方口径一般使用自美国国家经济研究所（NBER）的主观判断，判断依据包括：1）扣除转移支付的实际个人收入，2）非农就业量，3）实际个人消费支出，4）制造业及进出口数据，5）家庭就业，以及 6）工业生产指数。当这 6 个指标满足“降幅够深、覆盖面够广、且持续时间够长”时，可判定为经济进入衰退。虽然历史上 NBER 判定的衰退和技术性衰退多相伴而来，但二者仍存差异，且前者有较强的主观性。目前判断从技术性衰退到实质性衰退尚有距离，主要原因包括两个方面，一是服务消费仍然表现良好，二季度环比增长 4.1%，其中的房租、医疗、交通以及娱乐和餐饮等场景消费与住宿消费均有扩张。二是就业市场依然旺盛，失业率连续维持在低位 3.6%，消费和就业尚未到达 NBER 对衰退的判定标准。此外，6 月工业生产指数也依然在阶段性高位，个人可支配收入环比虽有小幅下行，但下行幅度只有 0.3%。因此 NBER 的六项标准尚未有“深刻、广泛以及长期”的下行。当然，由于经济数据披露的滞后性，NBER 标准的判定往往是后验的。

图 6：美国 GDP 环比折年率连续两季度为负



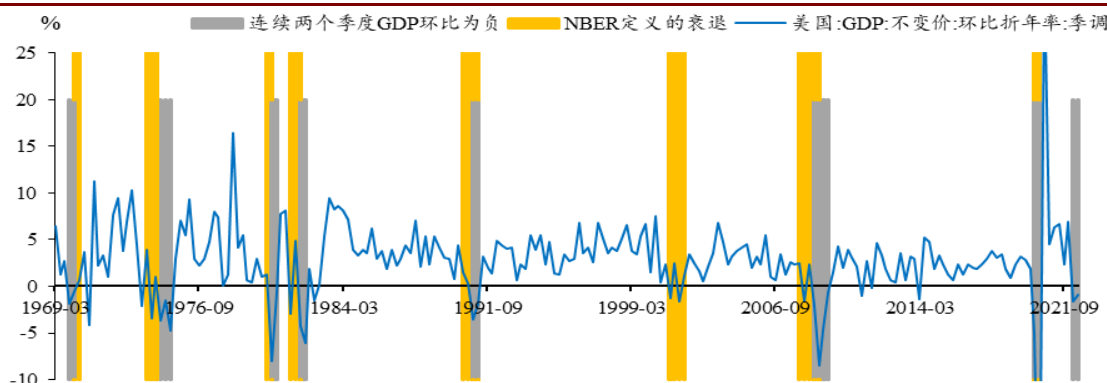
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 7：美国二季度消费支出环比折年率下行至 1%



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 8: NBER 判定的衰退和“技术性衰退”多相伴而来,但存有差异

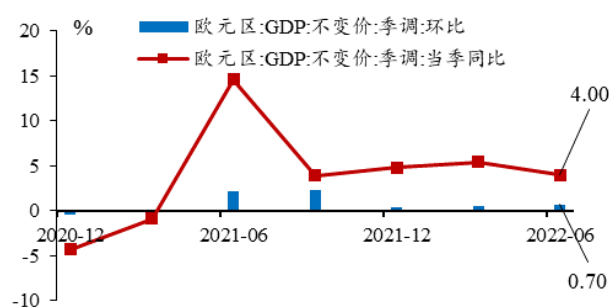


资料来源: NBER (<https://www.nber.org/research/business-cycle-dating>), Wind, 渤海证券研究所

1.2 欧元区：风险发酵中

衰退形势较美国更严峻。二季度欧元区 GDP 季调环比增长 0.7%，虽然环比数据尚可，但是对欧洲衰退的担忧更甚于美国，第一大经济体德国的二季度 GDP 季调环比仅为 0%。在进入冬季后，能源供应问题将更为严峻，对德国制造业形成更明显冲击。黯淡的经济前景和欧美货币政策时间差，也使得欧美汇率一度达到平价。下半年乃至 2023 年全年，欧元区未来风险加剧的方面主要包括三个方面：更激进的加息、更紧的能源约束、以及更高的债台。

图 9: 欧元区 GDP 季调环比 0.7%



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 10: 欧美汇率接近平价



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

吸收美联储“慢加息”的教训，欧央行显示遏制通胀的决心。7 月 21 日，欧央行议息会议宣布加息 50bp，超过拉加德此前公开表态的 25bp。自 2022 年 7 月 27 日起，欧元区主要再融资利率、边际借贷便利和存款便利利率将分别上

调至 0.50%、0.75% 和 0.00%。本次欧央行选择鹰式加息 50bp，一方面是因为欧央行的加息时点已经输在起跑线，美联储已经在 3、5、6 月分别加息 25、50、75bp，英国、澳大利亚、加拿大等发达经济体也紧随其后，因而欧央行需要更大的加息力度作为补偿。另一方面则是在一定程度上吸取美国加息滞后的教训，因此欧央行以超预期加息来显示其遏制通胀的决心。能源价格仍在地缘政治风险下有高不确定性，俄乌双方始终处在能源博弈状态，能源危机带来的通胀压力仍旧高企。

图 11：俄乌能源博弈有不确定性

时间	关键词	内容
3.24	普京“卢布结算令”	俄罗斯要求以卢布结算俄罗斯能源
4.8	欧盟对俄第五轮制裁	8 月起，欧盟将禁止购买、进口或转运产自俄罗斯的煤炭，也不准俄罗斯其它固体化石燃料进入欧盟市场。
6.3	欧盟对俄第六轮制裁	将逐步削减俄罗斯石油进口，在 6 个月内停止购买俄罗斯海运原油，并在 8 个月内停止购买俄石油产品。到 2022 年底，欧盟从俄罗斯进口的石油将减少 90%。
7.12	“北溪-1”维修	“北溪-1”两条天然气管道支线关停维护，后于 7.21 恢复
7.27	“北溪-1”维修	“北溪-1”天然气管道又一台涡轮机送修，自 7.27 起停止运行，“北溪-1”管道供气量降半。
6 月至今	欧盟对俄第七轮制裁（讨论中）	欧盟持续讨论中，或将制裁范围扩大至天然气禁运，但是能源危机引多国担忧

资料来源：欧盟，渤海证券研究所

债务风险高企，虽然目前碎片化程度尚不及欧债危机时期，但政治环境亦更复杂。超预期加息后，市场最为担忧的就是欧债危机再现，这一担忧不无道理，因为当前欧元区绝大多数成员国的债务率甚于 11 年前，且高于 60%警戒线，希腊债务率甚至接近 200%，意大利（债务率 150.8%）、葡萄牙（127.4%）、西班牙（118.4%）等国也面临较大风险。但当前欧元区的碎片化程度不及欧债危机

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_44820

