

宏观动态报告

2022 年 8 月 10 日

中国经济回升待观察，海外经济面临衰退

宏观经济 2022 年 7 月动态报告

核心内容：

- **发达经济体经济濒临回落，新兴市场风险加大** 美国经济表现较好，虽然先行指标稍有回落，但仍然处于高位区间。欧洲摆脱俄乌战争干扰，欧洲经济平稳。新兴市场国家表现较为分化，韩国、越南等生产国经济景气度较高，受困于通胀的巴西、俄罗斯、土耳其等仍在艰难的平衡。
- **美联储加息态度坚决，欧央行紧随其后** 7 月份美联储加息速度加快，通胀到达高点。在通胀没有下滑之前，美联储加息仍然较为坚决，加息速度越快，衰退到来的越快。欧央行紧随其后，欧洲经济仍然在观察中，虽然经济仍然回升，但加息显然会影响欧洲经济恢复。
- **中国经济底部回升** 中国经济仍然与全球背道而驰。2022 年 2 季度经济增速略低于市场预期，但仍然实现正增长。5、6 月份经济底部反弹后，7、8 月份经济走势更为重要。7、8 月份的经济走势预示了中国经济韧性，尤其是刺激政策后汽车消费能否持续回升，房地产下滑能否停滞仍然处于观察中。7 月份 PMI 下滑显示经济恢复仍然有压力。
- **中国央行仍然抱持宽松态度** 中国央行仍然较为宽松，7 月份虽然央行并无更多动作，但货币市场利率继续下滑，已经处于 2020 年 3 月份货币市场利率水平。央行的宽松并未同步至实体经济，尤其是房地产行业仍然受到监管控制，宽信用的路途仍然较为曲折。鉴于全球央行收紧，中国央行再次宽松的概率较小，需要等待 4 季度。
- **大宗商品市场短期反弹 长期仍然下跌** 焦煤、焦炭、螺纹钢、热卷、玻璃等价格稍有止跌，与国际市场关联更紧密的铜、原油价格止跌反弹，但是在全球收紧的前提下，大宗商品整体下跌仍然是主要态势。

主要风险：新毒株再暴发的风险、通胀风险

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢

于金潼

目录

一、中国经济不振 全球持续金融紧缩	3
二、国际经济观察	4
(一) 美国: 经济滑向衰退 市场期待美联储更早转向	4
(二) 欧元区: 欧央行鹰派加息, TPI 保障货币政策传导	13
(三) 日本: 日央行继续维持宽松	16
三、国内经济: 先行指标回落, 经济持续回升受到质疑	18
(一) 制造业 PMI 回落 经济走势偏弱	18
(二) GDP: 2 季度经济实现正增长, 经济持续恢复	20
(三) 生产: 防控减弱, 制造业继续恢复	21
(四) 需求端: 消费回升, 但房地产仍然不振	23
1、消费: 刺激政策在逐步见效	23
2、投资: 制造业投资动能减弱, 基建平稳, 房地产待观察	25
(五) 通胀: 结构性因素致使通胀上行 暂不影响货币政策	28
1、CPI: CPI 缓慢上行, 核心 CPI 仍然低迷	28
2、PPI: PPI 回落态势已成	30
四、金融: 社融超预期 但向实体经济传递仍然有困难	31
(一) 信贷继续回升	31
(二) 货币市场利率处于低位, 资金进入实体仍然有困难	33
五、国内外主要风险	33

一、中国经济不振 全球持续金融紧缩

全球经济恢复基本结束，美国经济表现较好，但其回落的预期更强。欧洲摆脱了俄乌战争的影响，德国经济恢复较好，欧洲的通胀使得欧央行态度更为强硬。新兴市场国家表现仍然分化，韩国、越南、印度等生产国经济景气度较高，受困于通胀的巴西、俄罗斯、土耳其等仍在艰难的平衡。

全球央行在美联储的带领下加息进程持续，7月份美联储仍然坚持需要等待通胀和就业有所好转才能改变。7月份美国 PMI 指数、房地产先行指数、消费指数表现不如预期，鉴于就业数据的滞后性以及通胀的粘性，市场预期美联储对经济的判断之后，衰退已经进入了视野。7月份上半月大宗商品价格快速回落，原油、黄金、铜、铝等价格走低，显示金融条件和经济增长的双重回落预期。7月份下半年，大宗商品急跌后有所反弹，但不能视作价格反转。全球衰退的预期仍然继续进行，全球央行的紧缩并未结束，通胀下行的时间临近。

中国经济2季度处于回升态势，2季度经济增速略低于市场预期，但仍然实现正增长。从5月份开始经济开始回升，这种回升在6月份持续。但也要意识到这种回升是经济从底部恢复的过程，整体经济仍然没有恢复至疫情前的水平，社会消费总体仍然属于疲软状态，房地产投资下行也并未停滞。

鉴于新冠防控的口径并没有变化，疫情防控对经济的压力持续。这种压力从生产到需求均有所体现。6月份工业生产同比增速仍然在偏低的水平上，需要政策持续给与支持。但7月份 PMI 数据显示制造业企业生产回落，同时各产业开工率也在下行。加上工业生产的主要影响因素房地产开工和施工均不理想，工业生产持续恢复有压力。需求方面仍然是环比回升的状态，6月份消费增速略低于市场预期，新冠防控对社会零售消费影响减弱，消费增速恢复正增长，但消费恢复至疫情前的水平仍然需要时间。

拉动经济增长的汽车行业受到了政策的支持，汽车生产和消费均出现上行，这种5-6月份的汽车消费上行既有前期需求压制下的爆发，也有汽车购置税的调整。7月份数据显示汽车消费仍然同比上行，但环比稍有下滑，需要等待8-9月份的数据以判断汽车消费市场回暖是否有延续性。

房地产市场仍然没有得到恢复，6月份数据显示房地产销售、开工、施工仍然回落。7月份各地爆发了“断供”风波，房地产商的资金压力较大，并且金融系统对于房地产商的贷款仍然较为严格。房地产业面临着资金压力，并且对房地产的严格监管并没有结束，政策层面从需求端来帮助房地产，效果仍然没有显现。7月下半旬30大中城市房地产销量仍然低于往年水平，房地产业的风险仍存，房地产业下滑并没有结束。

在这种情况下，需要等待进一步的经济数据来确定经济运行的情况。基建投资和制造业投资能否弥补房地产业的下滑，汽车消费是否平稳，以及其他消费是否在疫情缓解后上行，央行货币政策是否能顺利传导至工业企业，消费者收入上行是否平稳，这些现阶段仍然充满不确定性。7-8月份经济如果能持续恢复，就进一步证明我国经济政策的有效性以及中国经济的韧性，那么央行仍然会较为克制，现阶段的稳增长政策不会加码，未来经济会平稳过渡。

从央行的角度来看，货币市场仍然较为宽松，货币市场利率已经下行至2020年3月份水平，继续宽松的动力不强。首先，央行在5月20日结束5年期LPR降息后一直在等待政策效果，加之货币市场利率处于较低的水平上，证明市场资金较为充裕。其次，央行着力督促商业银行向实体经济投资，而实际情况是这条路径并不顺畅，这种不顺畅与货币政策相关性不大，主要是产业政策的影响。最后，美联储加息仍然在路途中，全球央行进入紧缩阶段，也就以为

来未来全球经济的萎缩，在这种情况下降息刺激经济的效果并不好。预计央行会在 4 季度重新考虑货币政策施行力度。

二、国际经济观察

（一）美国：经济滑向衰退 市场期待美联储更早转向

美国经济已经开始滑向衰退，不仅二季度经济负增长，PMI、房地产、消费和投资相关相关指标都出现回落，这是着手打击总需求控通胀的美联储希望看到的。通胀目前仍然处于绝对高位，可能正在进行磨顶，但通胀交易已经被衰退交易所取代。市场将经济的坏消息视为迫使美联储更早转向放松金融条件的好消息，但是通胀的粘性可能导致其回落到 2% 的中长期目标需要继续的紧缩。尽管其他经济指标普遍下行，劳动市场依然较强，一方面是就业数据滞后于经济，另一方面美国由于婴儿潮一代开始退休等因素在劳动供给上可能出现变化。同时非农人均生产力的下降可能导致更多需求，供需不平衡将使工资增速在短期继续，侧面加大通胀压力。优秀的就业数据也阻止 NBER 将连续两个季度的 GDP 负增长判断为衰退，这给美联储保持紧缩力度提供了支撑。目前市场在押注美联储政策转向的时间点，但美国经济的进一步下滑路径明确，难以避免。

美国二季度 GDP 初值-0.9%：

美国二季度 GDP 实际环比折年初值录得-0.9%，一季度为-1.6%，已经连续两个季度负增长，进入“技术性衰退¹”。不过在衰退阴霾下，市场情绪依然良好，而究其原因，瑞士信贷分析师的观点²可能较有代表性：“今天的（GDP）报告明确显示了经济活动的实质性走弱并增加了美联储转鸽的可能… 目前，坏消息就是股票的好消息”。

与一季度受严重贸易逆差和库存下降而负增长的一季度数据不同，二季度 GDP 初值反映出了总需求开始走弱，美联储的紧缩和衰退预期已经迅速作用于经济。当然，后期的核算可能对初值做出调整，但初值表现出的趋势仍值得关注。从分项来看，占比最大的个人消费支出环比依然维持 1.0% 的增长，对 GDP 有 0.7 个百分点的正向贡献，但已经显著小于今年一季度 1.24% 和 2021 年四季度的 1.76% 的拉动。商品消费出现明显萎缩，耐用品和非耐用品环比下滑 2.6% 和 5.5%。服务成为消费的压舱石，环比增速加快至 4.1%，独自拉动 GDP 上行 1.78%，

国内私人投资总额环比下降 13.5%，是负增长的主要因素，其中固定资产投资下滑 3.9%。由于美联储迅猛的加息导致房贷利率上行，住宅和建筑相关投资大幅缩水，分别下行 14% 和 11.7%。设备投资方面也不乐观，由于制造业 PMI 新订单近期的明显转弱，设备投资从一季度的 14.1% 的高增长下行至-2.7%。库存方面，尽管两个季度的私人库存都是负增长，但原因截然不同：一季度库存的下行主要因为消费十分强劲导致，这也能从高进口额中得到印证，而二季度库存下行则是因为衰退预期和高通胀削弱了居民消费能力，商场库销比上升尤为显著，企业补库存动力弱化。

¹ 一般连续两个季度的负增长较易被 NBER 定义为衰退，但是最终决定权仍在 NBER

² Asian shares mostly higher after rally on Wall Street | AP News

图 1：美国零售部门库存比 (%)

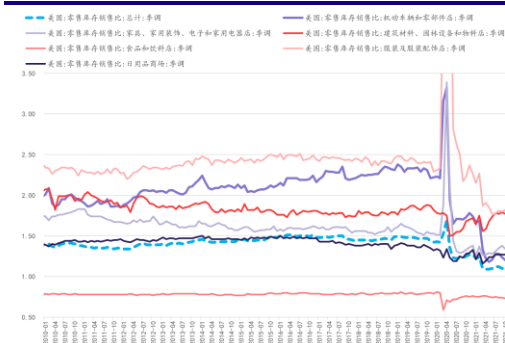
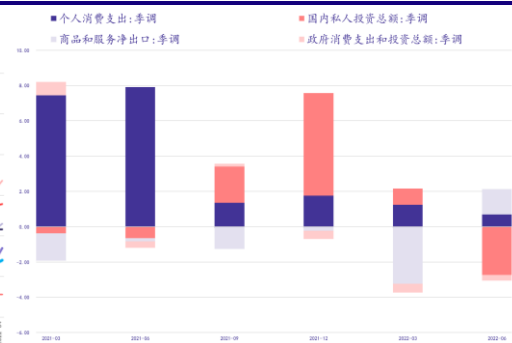


图 2：GDP 各项环比拉动 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

进出口方面，美国二季度出口走强而进口大幅放缓，净出口带动 GDP 增长 1.4%，和一季度形成镜像。进口中商品增速由前值 20.1% 下滑至 -0.1%，而服务进口继续加快，反而继续拖累 GDP。随着商品定价逐渐由衰退交易的逻辑主导，叠加高内外需求走弱，出口在三季度可能还有一定支撑，但也处于下行通道。

政府支出继续萎缩，经济刺激型法案在通胀期难以在国会得到支持。不过，随着经济放缓，拜登政府似乎又有动作：国会在 7 月末不仅通过了 2800 亿美元的政策包支持半导体行业，同时“收税再支出”（tax-and-spend）法案也有望通过，这将给拜登政府带来 3690 亿美元用于应对气候变化和增大绿色项目。如果第二个法案也顺利通过，那么政府支出有望在未来小幅托举下滑的美国经济，但改变不了经济向下的动能。

图 3：美国二季度 GDP 数据

	当季占比 (%)	实际 GDP 折年 (万亿美元)				实际环比折年率			环比拉动		
		Jun-22	Mar-22	Dec-21	Jun-22	Mar-22	Dec-21	Jun-22	Mar-22	Dec-21	Jun-22
GDP	100	19.68	19.73	19.81	-0.9	-1.6	6.9	\	\	\	\
个人消费支出	70.71	13.92	13.88	13.82	1	1.8	2.5	0.7	1.24	1.76	
商品	27.78	5.47	5.53	5.53	-4.4	-0.3	1.1	-1.08	-0.07	0.28	
耐用品	11.12	2.19	2.20	2.17	-2.6	5.9	2.5	-0.22	0.49	0.22	
非耐用品	16.86	3.32	3.37	3.40	-5.5	-3.7	0.4	-0.85	-0.56	0.06	
服务	43.66	8.59	8.51	8.45	4.1	3	3.3	1.78	1.31	1.48	
国内私人投资总额	19.36	3.81	3.95	3.90	-13.5	5	36.7	-2.73	0.93	5.82	
固定资产投资	18.48	3.64	3.67	3.61	-3.9	7.4	2.7	-0.72	1.28	0.5	
非住宅投资	15.12	2.97	2.98	2.91	-0.1	10	2.9	-0.01	1.26	0.4	
建筑	2.18	0.43	0.44	0.44	-11.7	-0.9	-8.3	-0.32	-0.02	-0.22	
设备	6.87	1.35	1.36	1.32	-2.7	14.1	2.8	-0.16	0.73	0.17	
知识产权	6.26	1.23	1.21	1.17	9.2	11.2	8.9	0.47	0.56	0.45	
住宅	3.42	0.67	0.70	0.70	-14	0.4	2.2	-0.71	0.02	0.1	
私人库存变动	0.41	0.08	0.19	0.19	\	\	\	-2.01	-0.35	5.32	
出口	9.26	2.46	2.36	2.39	18	-4.8	22.4	1.92	-0.55	2.24	
商品出口	3.39	1.82	1.76	1.79	15.6	-7.6	23.4	1.19	-0.63	1.64	
服务出口	20.00	0.67	0.63	0.63	24.2	2.4	19.9	0.72	0.08	0.59	
进口	17.35	3.94	3.91	3.74	3.1	18.9	17.9	-0.49	-2.69	-2.46	
商品进口	2.78	3.41	3.41	3.26	-0.1	20.2	18.9	0.01	-2.4	-2.16	
服务进口	16.86	0.55	0.52	0.51	21.1	12.1	13.1	0.5	-0.29	-0.31	
政府	6.56	3.32	3.33	3.36	-1.9	-2.9	-2.6	-0.33	-0.51	-0.46	
联邦政府	10.29	1.29	1.30	1.32	-3.2	-6.8	-4.3	-0.2	-0.46	-0.29	
州和地方政府	3.90	2.03	2.03	2.03	-1.2	-0.5	-1.6	-0.13	-0.05	-0.17	

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

美联储动态：

7 月 27 日美联储 FOMC 会议在 6 月 CPI 超预期后继续加息 75bps，联邦目标基金利率达到 2.25%-2.50% 的中性水平。由于联邦基金利率已经达美联储认定的中性，未来三次议息会议只需要两次 50bps 和一次 25bps 的加息即可达到美联储 6 月预测的中位数 3.4%，并追上市场预期范

国；因此，在通胀不继续上扬的情况下，美联储无需拿出更鹰派的姿态追赶市场，货币政策预期最紧的时刻可能将要过去。鲍威尔在新闻发布会中表示随着货币政策的收紧，“未来放缓加息节奏以评估政策对经济和通胀的影响可能是合适的”这样的鸽派发言也让市场对加息放缓和 2023 可能的降息充满期待。

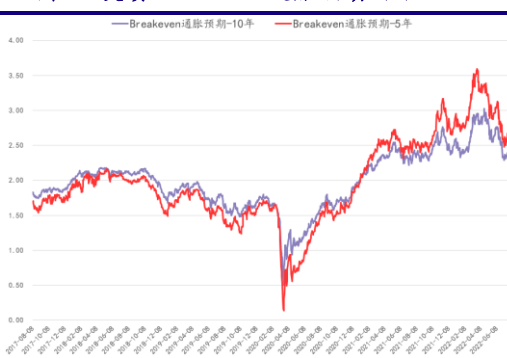
在未来的紧缩路径上，美联储采取了灵活的模糊：首先，在自己 6 月被前瞻性指引绊住手脚以及中性利率达成的情况下，美联储决定抛弃前瞻性指引，转为“逐次会议”依据数据加息的灵活模式。其次，由于 6、7 月份的通胀数据都大超预期，鲍威尔声称 9 月份议息会议也可能再次有不寻常的高加息，我们的理解是 9 月的基准情形为 50bps，但如果通胀又出现意外上行，75bps 就会延续。总体上，由于通胀的高企和劳动市场较好的抗紧缩能力，加息仍将持续，只是力度和频率可能放缓，美联储已经把利息路径推给了数据，故而在通胀出现实质性向 2% 的目标下降前不宜过早期待金融条件从收紧转向。

图 4：长期通胀预期较为稳定（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：美债 Breakeven 通胀预期（%）



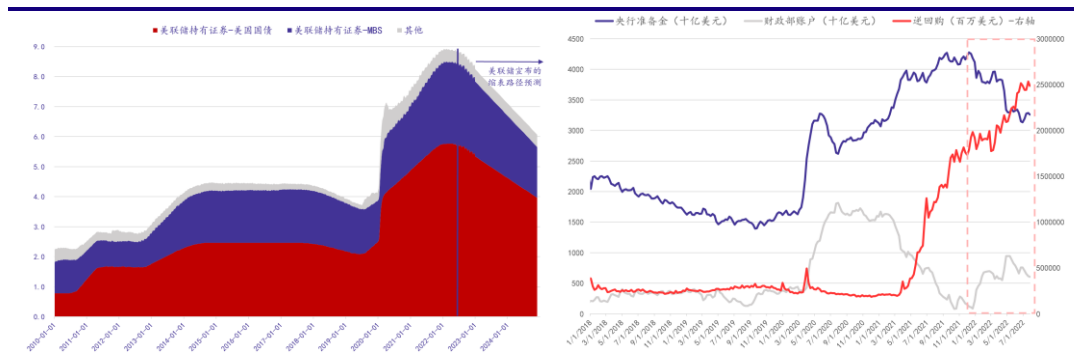
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

缩表方面，美联储宣称仍将按原计划进行，目前维持每月 300 亿美元国债和 175 亿美元 MBS 的缩表规模，9 月将分别加码至 600 亿和 350 亿。但是从实际执行状况来看，美联储在收紧流动性方面依然相当谨慎：截至 7 月 20 日，美联储总资产仅减少了 182.82 亿美元，其中国债减少 383.66 亿美元，MBS 增加 188.15 亿美元，这一方面可能因为缩表初期的磨合使节奏偏慢，另一方面也可能体现了美联储对紧缩下银行流动性的担忧。

一般来说，当缩表进行时，理想的路径是货币市场基金由“地板利率”提供者逆回购（RRP）中撤出，然后将流动性借给银行来购买缩表所释放的国债和 MBS。这种情况下，货币市场基金提供的流动性将直接转化为国债，并不影响银行在美联储的准备金规模，也就不会影响银行体系货币派生。但是目前来看，RRP 规模依然在不断上升，反而是银行在美联储准备金规模在下降。根据美联储 6 月纪要中的解释，减少的国债供应、高流动性水平和政策利率不确定性导致了短期投资需求的上升，这使隔夜逆回购（ON RRP）的使用显著上行，也就是说货币市场基金并不热衷于把流动性借给银行系统，而是存在了逆回购中。这种情况下，银行系统承接美联储放出的国债和 MBS 时就必须使用自有资金，因此准备金规模受到消耗，相比 2021 年末的峰值已将下降了 9950 亿美元。虽然限制银行系统的货币派生可能是正在打击总需求的美联储想看到的，但是缩表出售的长债和 MBS 如果主要靠消耗银行准备金承接可能会给银行系统流动性增加过大压力，抬升有效联邦基金利率。因此，美联储近期对缩表操作相对谨慎。

图 6：美联储计划缩表路径（万亿美元）

图 7：银行在美联储准备金持续下滑（%）



资料来源: Fed, 中国银河证券研究院整理

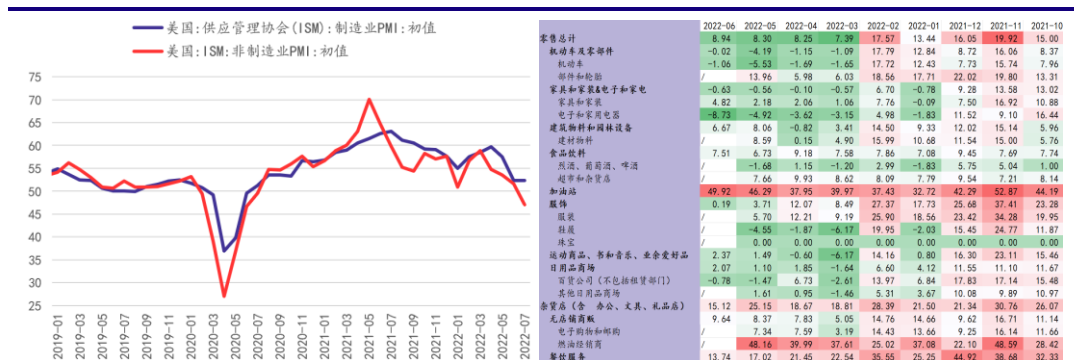
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美联储本次声明的最大变化就是对经济环境的表述。6月会议时美联储认为“整体经济活动在一季度环比下滑后再次加速,需求和消费仍然强悍,但是二季度的商业固定资产投资开始放缓,房地产业活动也由于大幅上行的固定房贷利率有所缓和”。而本月直接改为“近期的支出和生产指标已经弱化;消费支出由于降低的实际可支配收入和收紧的金融条件放缓,房地产业活动由于房贷利率上行走弱,二季度商业固定投资也已经下行”。唯一坚挺的重要数据来自滞后的劳动市场:失业率依然处于3.6%的绝对低位,新增非农就业5月份下滑后在6月回升,服务类就业表现依然良好,新增失业金申领人数7月依然处于低位。从美联储关注的数据来看,高通胀和低失业依然支持持续紧缩。

虽然近期经济指标的下滑似乎导致美股开始押注美联储货币政策转向的提前,但是经济下滑事实上是美联储想看到的。在新闻发布会上被路透社问及加息是更倾向于过度还是不足时,鲍威尔虽然没有直接回答,但表示如果现在不控制住通胀未来的麻烦将更大,暗示了美联储加息“矫枉过正”的姿态。近期美国PMI初值、房地产、消费的回落是金融条件收紧的正常结果,是打击总需求以压低通胀的必要条件,并不足以促使美联储货币政策的转向。鲍威尔的发布会稿中两次提及总需求依然强劲,同时表示控制通胀可能伴随着“低于正常趋势的经济增长”(below-trend economic growth),这都体现了美联储鹰派紧缩的态度并未转变。而关于放缓加息节奏的表述也实属正常,毕竟美联储已经达到自己认定的中性利率,通胀也可能处于见顶期,美联储总不可能一直保持每次75bps这种超常节奏,但这并不意味着通胀从9.1%向2%靠拢前美联储会轻易放松金融条件。

图8: 美国PMI初值继续下滑(%)

图9: 美国耐用品消费下行(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

制造业与非制造业 PMI:

2022 年 7 月份美国 ISM 制造业 PMI 为 52.8，比上月的 53.0 下滑 0.2%，已经低于三年均值 55.2；6 月非制造业 PMI 为 55.3（7 月初值仅为 47），比上月的 55.9 下滑 0.6%，景气度低于三年均值 57.5。由于美联储紧缩、美国劳动市场过热、居民超额储蓄逐渐耗尽和俄乌冲突持续等问题，美国制造业与非制造业 PMI 继续下滑。整体上，两个指数都已经回落到三年均值以下，紧缩迅速开始见效。当前通胀依然高位，利率快速攀升，在美联储打击总需求控制物价的策略下，PMI 大概率继续下滑。

分项来看，制造业 7 月新订单指数下滑 1.2 至 48，连续 2 个月萎缩，需求端在美联储紧缩后迅速疲弱，主要大类中只有计算机和电子设备新订单有一定增长，新订单下行的主要原因包括经济预期变差、原料价格高位和更长的订单至交货时间。在 18 个制造行业中有 7 个新订单下降，包括木制品、家具和相关制品、金属制品、塑料和橡胶制品、一般制造业、化学产品和机械。

6 月产出指数为 53.5，环比下降 1.4，连续 26 个月扩张。木制品、纺织、一般制造业、金属制品、电子电器和食品饮料烟草 6 个类别产出降低。虽然原材料价格下行，供给限制减少，但工人的高流动率使工厂难以达到最佳产出水平。另外，产出大幅高于新订单，库存依然上行，叠加紧缩对经济的限制，产出也可能很快受到制约而下行。

订单库存指数下行 1.9 至 51.3，低于 3 年均值，但保持了 25 月的扩张，企业继续消化积压的订单。由于新订单继续放缓而生产仍在扩张区间，其下月下降的可能更大。自有库存指数为 57.3，环比上行 1.3 个百分点，高于三年均值。库存和新订单差距为 9.3，比上个月扩大，客户库存上升 4.3 至 39.5，虽然是低位，但是消费放缓会导致客户并不乐于补库存，生产可能并没有利用低客户库存扩张的机会。

就业方面，制造业就业指数为 49.9，比上月上行 2.6，已经是第三个月低于临界点。由于就业数据一般滞后于经济，美国劳动力市场的供不应求和失业率极低并未改变，劳动参与率未恢复到疫情前水平，年龄偏大的劳动人员积极性下降，婴儿潮一代正步入集中退休阶段，同时员工流失率较高。因此，就业指数接连下滑，也不利于生产扩张。

供应商交付指数大幅下行 2.1 至 55.2，交付时间继续改善，供应链的压力减弱，有利于解决供给段瓶颈，帮助缓解物价。物价指数从上月的 78.5 大幅下行至 60.0，价格压力缓解但依然处于绝对高位。俄乌冲突导致的能源价格上涨是最主要因素，7 月原油煤炭、金属和木材三个行业报告原材料价格下行，但仍有 12 个行业报告涨价，整体价格压力仍在。

整体来看，当前美国制造业活动表现尚可，但供大于求的疲态加剧。虽然制造业 PMI

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_45076

