

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

复苏基础仍需夯实 政策注重落地见效

2022年8月12日

分析师:

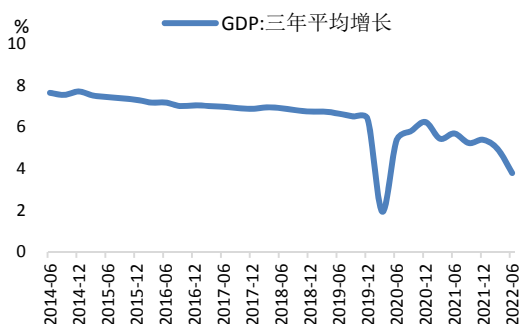
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

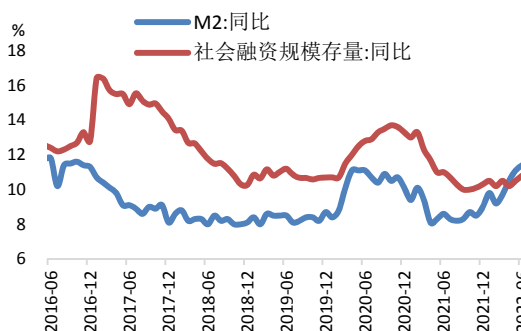
邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

GDPG



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

社融与 M2



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

1. 《政策效果显现 基础仍需夯实—6月及二季度经济数据点评》
2. 《PMI持续改善 内需仍待提振—6月PMI数据点评》

内容提要:

疫情对全球经济冲击缓和,但俄乌冲突、供应链尚未完全修复叠加异常天气推高通胀,继续影响全球经济复苏。为了抑制近乎失控的通胀,全球主要央行多数开启加息周期,部分央行着手缩表。未来三大主要央行总资产增速有可能达到近年来的新低,从而对全球流动性、金融资产价格产生冲击。

二季度疫情对国内经济的冲击较大,GDP仅增长0.4%,随后在诸多政策的推动下,疫后经济快速反弹。随着下半年政策的逐步落地,经济向好的趋势不变。不过,外部不稳定不确定因素增加,国内疫情影响还没有完全消除,预期偏弱并未根本性扭转,需求收缩与供给冲击问题尚存,未来仍需要政策呵护稳固经济持续恢复的基础。

通胀方面,全年CPI温和上行,PPI回落趋势不改,就当前温和通胀而言,不会对货币政策构成实质性影响,但未来仍然需要观察肉价短期波动对通胀进而对政策的扰动。

7月末中央政治局会议提出“保持经济运行在合理区间,力争实现最好结果”,相较之前“努力实现全年目标”的提法,稳增长仍是硬要求,但对经济目标有所淡化。在这样的背景下,短期重点或在于加快前期出台诸多政策的落地见效,同时拉长时间周期看,经济持续复苏的基础仍需进一步夯实,未来仍有谋划增量政策的必要性及可能性。

风险提示: 央行超预期调控,通胀超预期,贸易摩擦升温,金融市场波动加大,经济下行压力增大,国内外疫情超预期变化风险,中美关系全面恶化风险,国际经济形势急剧恶化,海外黑天鹅事件等。

目录

一、全球经济复苏放缓，衰退风险上升.....	3
1、高通胀冲击下的全球经济趋于放缓.....	3
2、全球主要央行启动加息.....	6
二、国内经济持续复苏的基础仍需夯实.....	8
1、上半年经济受疫情冲击较大，疫后经济加速修复.....	9
2、下半年重点关注的几个问题.....	10
三、通胀总体温温和，关注肉价短期波动对通胀进而对政策的扰动.....	16
1、CPI 温和上行，关注肉价变动及其权重调整对 CPI 的影响.....	16
2、PPI 回落趋势不改.....	17
四、宏观政策接连发力，流动性较为充裕，专项债加速落地.....	18
1、货币政策总量与结构兼有，市场流动性充裕.....	18
2、财政前置特征显著，专项债加快落地.....	21

图表目录

图 1: 全球天然气价格涨幅可观	4
图 2: 油价仍处高位	4
图 3: 美欧通胀高企	4
图 4: 全球食品价格回落但仍处高位	4
图 5: 美欧制造业 PMI 高位回落	5
图 6: 美欧消费者信心指数均降至历史低位	5
图 7: 美国名义销售数据表现仍好	7
图 8: 美国失业率维持在较低水平	7
图 9: 市场预期美联储在 22 年底或加息到 3.50-3.75% (截至 22 年 8 月 11 日)	7
图 10: 美联储启动缩表	8
图 11: 欧洲央行与日本央行资产负债表趋缓	8
图 12: 二季度 GDP 受疫情等因素冲击较大	9
图 13: 二季度消费拖累整体 GDP.....	9
图 14: 企业主体信心尚待企稳	11
图 15: 居民预期偏弱	11
图 16: 今年制造业 PMI 新订单指数恢复情况不及往年同期	12
图 17: 出口超预期部分抵消内需复苏较弱的不利影响	12
图 18: 今年上半年居民中长期贷款低位增长	12
图 19: 地产后周期商品消费乏力	12
图 20: 服务业人均支出增速放缓	13
图 21: 餐饮业受疫情等影响缓慢复苏	13
图 22: 疫后生产加速修复但仍不及往常水平	13
图 23: 水泥、玻璃等价格低位徘徊	13

图 24: 房地产投资持续萎缩	14
图 25: 商品房销售低位徘徊	14
图 26: 房地产开发资金来源边际改善但未见明显好转	15
图 27: 二季度住房贷款平均利率处于历史低位	15
图 28: 疫情以来出口对 GDP 拉动效应好于疫情前水平	16
图 29: 价格因素对出口总额的推动作用显著	16
图 30: 前 7 个月食品与非食品价格总体符合季节性特征	17
图 31: 预计今年 CPI 同比上涨 2.2% 左右	17
图 32: 大宗商品价格趋于回落	18
图 33: 预计今年 PPI 同比上涨 4.8% 左右	18
图 34: 今年上半年资金净投放好于 2021 年同期	20
图 35: 今年 3-6 月公开市场地量操作小幅净回笼	20
图 36: 今年 4-7 月 DR007 均值回落至低位	20
图 37: 8-12 月 MLF 到期 3.2 万亿元	20
图 38: 社融增速或已见顶	21
图 39: 企业贷款需求回落	21
图 40: 今年财政收支压力有所上升	22
图 41: 今年上半年专项债发行节奏较前几年加快	22
表 1: 多家国际机构下调 2022 年全球经济增长预测 (单位: %)	6
表 2: 今年上半年信贷新增规模及分项数据 (单位: 亿元)	19

一、全球经济复苏放缓，衰退风险上升

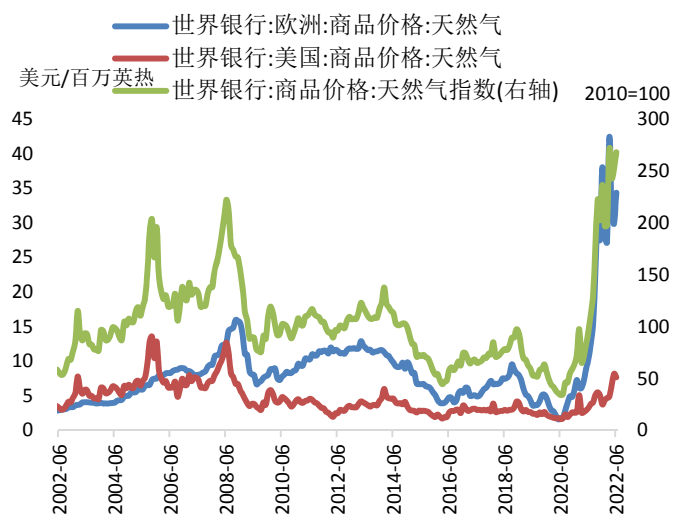
1、高通胀冲击下的全球经济趋于放缓

新冠疫情影响有所缓和。截至 2022 年 8 月 11 日，全球新冠疫苗接种总剂数达到 124.4 亿剂，较 2021 年末增加 32.6 亿剂，人均接种 1.6 剂。2022 年上半年，全球新冠确诊病例日增数从年初的超过 300 万例逐步降至年中的 50 万例左右（新冠变种 BA.5 流行前）。虽然世卫组织建议，在新冠病毒依然十分活跃的情况下，应以稳步、缓慢、渐进的方式解除限制，一下子解除所有防疫措施还为时过早，但多国仍然陆续放松对疫情管控。

虽然疫情冲击缓和，但俄乌冲突、供应链尚未完全修复叠加异常天气推高通胀，继续影响全球经济复苏。

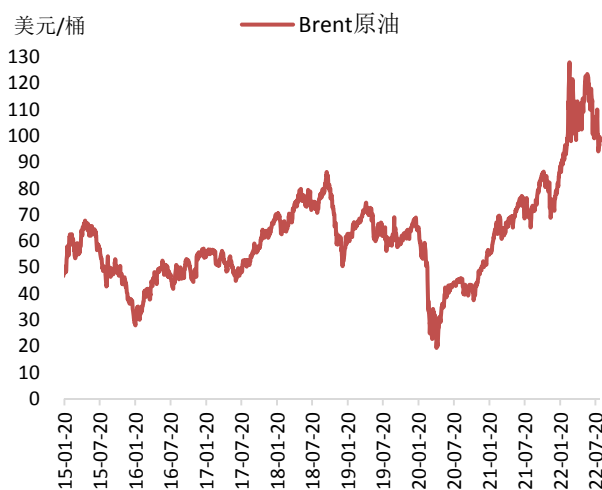
俄乌冲突叠加异常天气导致全球能源价格大涨。根据 OPEC 及 BP 的统计数字，2021 年俄罗斯原油出口量位居世界第二（仅次于沙特），占全球比重超过 10%；同期出口天然气（管道+LNG）位居世界第一，占全球比重超过 20%。世界银行数据显示，自 2021 年 5 月起世界天然气价格指数同比涨幅均在 100% 之上，2021 年 10 月达到 306.7% 高点后持续回落至 101.2%（2022 年 2 月），但在俄乌冲突爆发后，今年 3 月同比涨幅再度飙升至 313.1%，虽然随后因为基数等原因回落但仍高于 200%。同时，因为俄乌冲突、OPEC 减产等原因，年初以来原油价格持续上行，3-6 月布伦特原油价格日均价更是保持在 105 美元/桶之上。此外，2021 年异常天气推高能源供需缺口（部分新能源供给低于正常时期），今年上半年再度上演。据每日经济新闻报道，自今年 3 月下旬以来，印度遭遇前所未有的热浪天气，多地创下近 122 年来同期最高纪录。据光明网报道，自 4 月份开始，法国气温就连续多天高于正常水平，法国气象局也不断发出高温预警，法国大约三分之一地区已经开始实施用水限制措施。据财联社报道，今年 6 月中旬以来，西班牙、葡萄牙、法国、瑞士、德国等欧洲国家先后提前受到热浪袭击，世界气象组织发言人纳利斯称，西班牙和法国部分地区的气温比往年同期的平均气温高出 10 度以上。另据财联社转引美国国家海洋和大气管理局预测称，今年夏天北美整个大陆的气温都将高于往年平均水平。北美电力可靠性公司年中发布警告称，受极端高温等多重因素影响，今年夏天北美地区将面临能源短缺，美国西部可能会出现电网瘫痪、导致大规模停电情况。

图 1: 全球天然气价格涨幅可观



资料来源: IMF, 国开证券研究与发展部

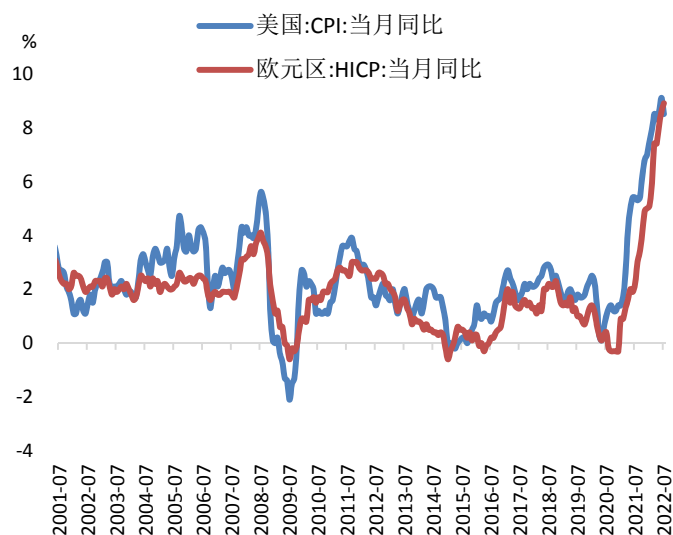
图 2: 油价仍处高位



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

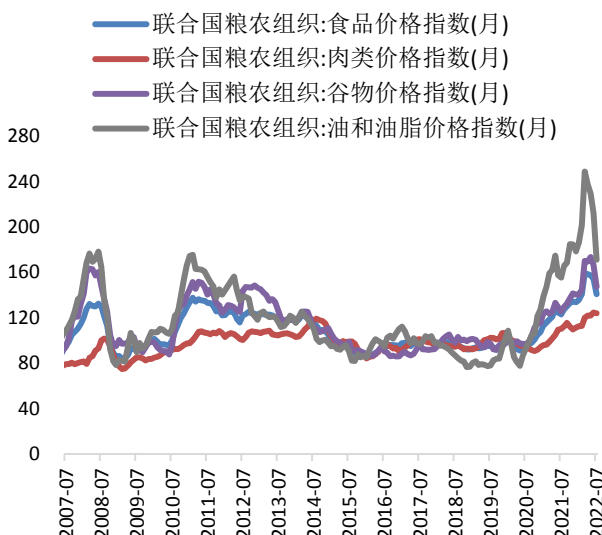
能源价格大涨、供应链尚未完全恢复等因素快速推高全球通胀。今年3-4月，美国、欧元区、英国PPI同比涨幅均值分别高达11.1%、36.8%、14.1%。同时，联合国粮农组织（FAO）公布的全球食品价格指数在今年3月创下近32年记录并在4-6月保持在高位水平。粮价叠加能源价格上涨推动CPI上行，7月美国CPI同比上涨8.6%，欧元区调和CPI同比上涨8.9%，6月英国CPI同比上涨9.4%，近半年来屡屡创下近40年最高记录；巴西、俄罗斯CPI涨幅再上两位数并创下近20年新高，南非CPI（7.4%）亦创下近13年新高。

图 3: 美欧通胀高企



资料来源: IMF, 国开证券研究与发展部

图 4: 全球食品价格回落但仍处高位

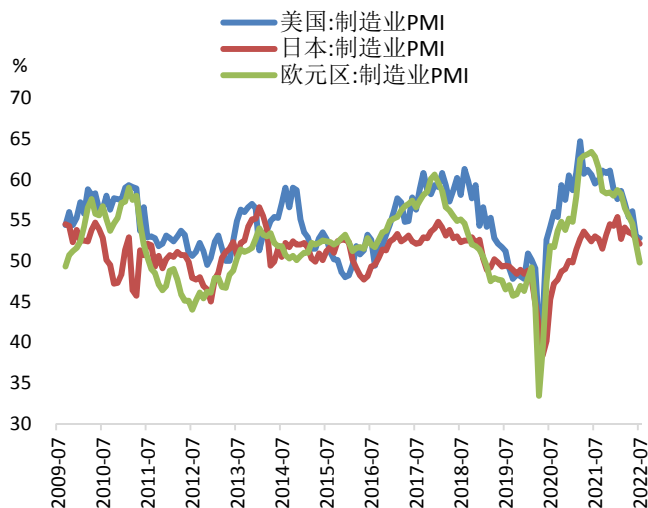


资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

通胀高位、持续加息背景下的全球经济复苏放缓。为了抑制近乎失控的通胀,英格兰银行于2021年12月首先开启加息并在2022年上半年加息4次,美联储于今年3月开启自2018年12月以来的首度加息并在5月、6月接连加息,而今年下半年欧洲央行或将跟进加息。全球主要央行(除日本等极少数外)加息增加了未来经济下行或衰退的可能性,全球风险偏好下降,金融市场的不确定性随之上升。从先行指标PMI看,美欧日等发达国家制造业PMI普遍从今年一季度的高位回落,其中美欧分别降至近24个月、22个月低点。一方面,虽然二季度部分新兴市场国家制造业PMI出现反弹,但难改全球回落之势,况且随着美联储持续加息,资本外流或将拖累其经济增长。据中财网转引摩根大通的统计,今年以来投资者已从新兴市场债券基金中撤资近500亿美元,新兴市场债基资金流出幅度创2005年来新高,上半年以美元计价的新兴市场主权债券基金指数摩根大通EMBI Global Diversified跌幅超过15%。另一方面,近期全球服务业加速复苏(以新兴市场为主)带动综合PMI反弹,但加息预期将弱化消费者信心从而拖累服务业复苏。6月美国密歇根大学消费者信心指数降至1952年有数据以来的最低,欧盟消费者信心指数亦降至1985年有数据以来的次低(仅高于2020年4月)。

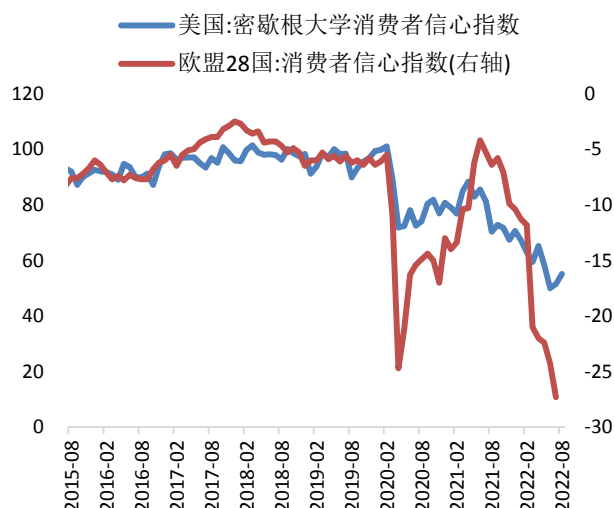
对此,多家国际机构持续下调全球经济增长预期,其中世界银行分别于1月、6月接连两次下调2022年全球经济增长预期共计1.4个百分点至2.9%;IMF分别于1月、4月、7月下调2022年全球经济增长预期共计1.7个百分点,同时不排除2023年全球经济陷入衰退的可能性。

图 5: 美欧制造业 PMI 高位回落



资料来源: IMF, 国开证券研究与发展部

图 6: 美欧消费者信心指数均降至历史低位



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

表 1: 多家国际机构下调 2022 年全球经济增长预测 (单位: %)

	IMF 7 月 (4 月/1 月)	世行 6 月 (1 月)	OECD 6 月 (2021 年 12 月)
全球	3.2 (3.6/4.4)	2.9 (4.1)	3.0 (4.5)
发达国家	2.5 (3.3/3.9)	2.6 (3.8)	2.7 (3.9) ²
其中: 美国	2.3 (3.7/4.0)	2.5 (3.7)	2.5 (3.7)
欧元区	2.6 (2.8/3.9)	2.5 (4.2)	2.6 (4.3)
日本	1.7 (2.4/3.3)	1.7 (2.9)	1.7 (3.4)
新兴市场国家	3.6 (3.8/4.8)	3.4 (4.6)	3.3 (4.9) ³
其中: 中国	3.3 (4.4/4.8)	4.3 (5.1)	4.4 (5.1)

注: 1. 括号里数据为该机构上一次预测值; 2. 以对 OECD 国家的预测作为替代; 3. 以对非 OECD 国家的预测作为替代。

资料来源: IMF, 世界银行, OECD, 国开证券研究与发展部

2、全球主要央行启动加息

(1) 美联储快速加息

通胀持续高位叠加就业市场表现尚可推动美联储快速加息。在今年 3 月启动加息后, 美联储在 5-7 月继续加息 200 基点, 累计上调利率 225 基点至 2.25-2.50%, 大幅超出年初市场预期。此外, 市场预期下半年美联储还将至少加息 100 基点至 3.25-3.50%。

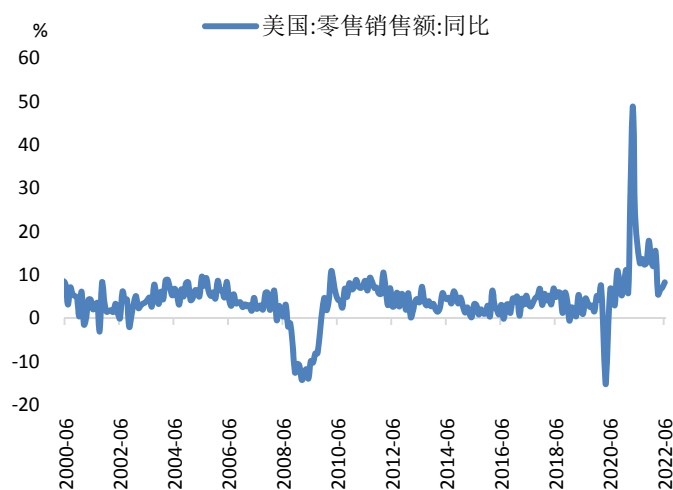
美联储加快加息节奏的主要原因在于高通胀。美国 CPI 从 2021 年末的 7% 高位继续上涨至 9% 左右 (PCE 接近 7%), 首先是全球能源价格与食品价格涨幅较大从而大幅拉动其通胀, 其次美国内需动力仍较强, 今年 1-5 月剔除波动较大的食品与能源后的核心 CPI 始终在 6% 之上, 只是在 6 月回落至 5.9%。展望未来, 年内美国 CPI 难以回到 5% 以下, 2023 年或加速回落。

美联储敢于加快加息的另一个原因在于当前内需及就业市场表现仍较好。从消费看, 今年上半年美国零售三年平均增速的均值为 9.6%, 强于 2018-2019 同期 (3.7%); 虽然用 CPI 平减后的 3-6 月零售数据降至负值区间, 但上半年三年平均增速均值仍有 5.4%, 依然强于 2018-2019 年同期 (1.5% 左右)。从就业看, 今年 3-6 月美国失业率维持在 3.6%, 为 1970 年以来的绝对低位, 虽然同时劳动参与率降至 1978 年以来的低位, 但就业市场总体表现较好。

从经济增长看, 受通胀与贸易赤字等因素影响, 美国一季度与二季度环比折年率均为负, 或陷入所谓的“技术性衰退”。不过从分项数据来看, 主要是净出口项 (一季度拖累 3.23 个百分点) 与私人投资项 (二季度拖

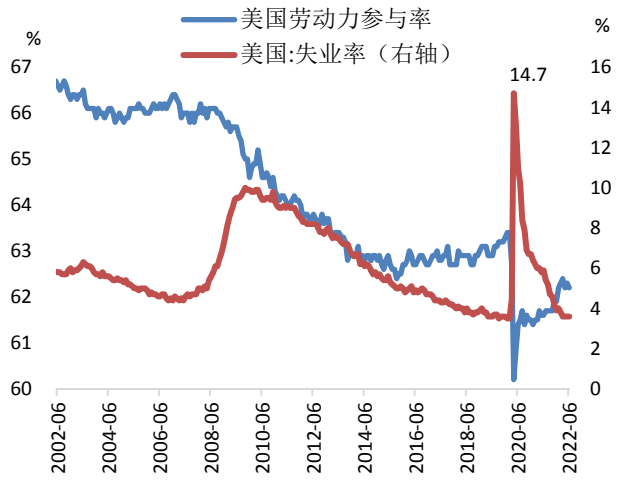
累 2.73 个百分点)拖累较多,虽然个人消费支出贡献趋于下行,但仍然高于其他分项。同时,作为美国 GDP 预测的最有效的指数,美联储高频数据 WEI 指数仍高于常态时期平均水平。因此,尽管市场交易衰退预期增强,但短期而言美国经济仍有一定韧性,四季度在持续加息负面拖累下或加速回落。

图 7: 美国名义销售数据表现仍好



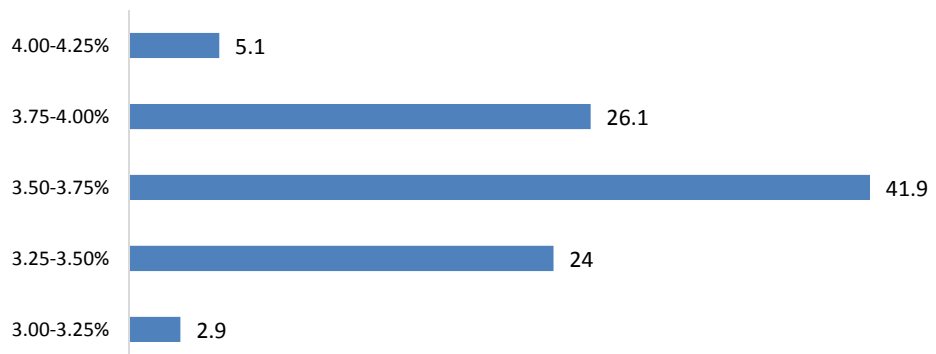
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 8: 美国失业率维持在较低水平



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 9: 市场预期美联储在 22 年底或加息到 3.50-3.75% (截至 22 年 8 月 11 日)



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_45216

