

分析师：周建华
登记编码：S0730518120001
zhoujh-yjs@ccnew.com 021-50586758
研究助理：钮若洋
niury@ccnew.com 021-50586356

稳增长力度增强，预计延续弱复苏

——宏观定期

证券研究报告-宏观定期

发布日期：2022年08月29日

相关报告

《宏观定期：经济处在探底阶段，稳增长基调再增强》 2022-04-30

《宏观定期：一二月增长超预期，复苏压力依然严峻》 2022-03-28

《宏观定期：PMI 超市场预期，利率趋势震荡偏空》 2022-03-03

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

投资要点：

● 八月宏观观点：稳增长力度增强，预计延续弱复苏

(1) 工业生产小幅回落，制造业生产偏弱。7月份，全国规模以上工业增加值同比增长3.8%，比上月回落0.1个百分点。整体上，制造业生产偏弱，结构上主要受到黑色金属冶炼加工与金属制造活动拖累。

(2) 地产拖累投资下滑，基建投资逆势增长。7月我国固定资产投资同比增长5.7%，较前值小幅回落0.4%。整体上投资需求有所分化，自主投资需求偏弱表现为制造业与地产投资的边际下滑，财政政策推进力度不减表现为基建投资的拉动效应。当前地产投资需求偏弱是我国经济内生动能的核心制约因素，一方面民营为主的地产企业投融资能力受到“长效机制”约束，另一方面“断贷”事件进一步冲击了市场风险偏好，加大了居民部门的观望预期，多重因素叠加导致地产投资下滑加大。

(3) 商品消费有所回落，食品消费边际改善。7月份，社会消费品零售总额同比增长2.7%，增速比6月份回落0.4个百分点。整体上，消费动能较疫情前水平依然偏弱，食品消费在精准防控政策下有所改善，但居民收入预期的不稳定或进一步影响耐用品消费。

(4) 信贷需求下滑，社融总量结构双缩。7月社融存量为334.9万亿元，同比增长10.7%。6月社融在政府债支撑下大幅增长，而7月增量财力基本用尽后，社融呈现出内生性收缩特征，表现为居民、企业中长期贷款均显著低于去年同期，同时短贷增量也相对有限，银行以票冲贷特征明显。

(5) 出口动能延续高增，订单有所背离。7月我国出口当月同比增长18%，较前值增长0.3%，展现出较强的出口韧性。结构上，机电设备出口贡献率34.9%，较前值下滑2.3个百分点；运输设备贡献率6.5%，较前值上升2.8个百分点。7月出口金额增速与PMI新出口订单再度呈现背离，或反映出口未来订单预期偏弱，当前出口支撑中价格效应偏强而数量效应偏弱。

(6) CPI上扬PPI回落，通胀压力整体平稳。7月份，受猪肉、鲜菜等食品价格上涨及季节性因素影响，CPI上涨2.7%，涨幅比上月扩大0.2%。受国际国内等多因素影响，工业品价格整体下行，PPI上涨4.2%，涨幅比上月回落1.9%。当前国内通胀压力主要来自食品层面，二季度生猪出栏量同比增长8.4%，较前值下降5.7%，整体上猪肉供给下滑的趋势仍未改变。

(7) 政策：央行降息对冲信贷下滑，财政增量5000亿专项债。(i) 7月29日国常会部署发挥有效投资作用，加快财政投资落地；同时推动消费为主拉动力，增加汽车增量指标、适度补贴绿色家电、扶持餐饮零售等困难行业；支持刚性与改善性住房需求。(ii) 8月15日，央行下调OMO与MLF利率各10BP；8月22日，央行下调1YLPR 5BP，下调5YLPR

15BP。(iii) 8月24日国常会部署加快落实 3000 亿政策性开发性金融工具，并实施增量 3000 亿以上额度；使用 5000 亿专项债结存限额，10 月底前发行完毕。

(8) 宏观展望：预计延续弱复苏。当前我国经济整体复苏动能偏弱，但结构上又存在分化。(1) 受益于新能源汽车等主要运输设备的出口竞争力以及美德等国的汽车产能缺位，我国出口动能持续高增，但却与 PMI 出口订单呈现背离，未来国际主要经济体加息节奏保持，出口数量效应的动能或逐步减弱。(2) 在逆周期政策财政驱动下，基建投资持续逆势上扬，三四季度我国财政支出力度或进一步保持，为经济运行托底。(3) 同时我国经济当前需求偏弱的矛盾依然突出：一是地产链景气度偏低，在“长效调控机制”背景下，地产企业投融资能力受限，结构性问题逐步暴露，“断贷”事件进一步冲击了市场信心，降低金融部门与居民部门的风险偏好，地产投资出现较大程度下滑。二是消费需求偏弱，受疫情等因素冲击，餐饮、零售、旅游、娱乐等行业供给能力波动较大，同时居民部门收入预期不稳定，预防性储蓄上升，社会整体消费需求偏弱。三是信贷需求出现了内生性收缩，受社会总需求偏弱冲击，7 月社会融资规模在政府债支撑不足的情况下存量同比增速 10.7%，较 6 月水平有所下滑，反映出信贷需求偏弱。

当前货币政策采取了一系列政策手段进行对冲，但对于需求侧改善以及信贷的拉升效力仍有待观察，预计三季度末我国仍将延续弱复苏的经济趋势。

● 债市展望：适当防御

7 月债市收益率曲线在资金的极度宽松下趋于牛陡，进入 8 月在政策敲打之下市场加杠杆意愿有所收敛，短债调整速度偏快，同时基本面不及预期以及增量货币政策落地促使收益率曲线再度牛平。近两年降息的市场效应基本与降息幅度等值，当前市场定价基本处在中性区位，针对未来货币政策增量以及基本面走向的博弈分歧加大。货币政策执行报告中“坚决不搞大水漫灌”的增量表述使货币政策的增量宽松概率有所弱化，8 月末票据利率快速回调，资金利率中枢有所回归，或一定程度反映出银行信贷投放的加速。综合而言，我们认为降息的行情已近尾声，信贷或先于基本面边际改善，增量货币政策预期尚未得到强化前，债市中枢或面临一定调整压力，但由于经济企稳趋势尚不明朗，增量利空也相对有限，建议适当防御。

风险提示：疫情因素扰动，基本面复苏或不及预期

内容目录

1. 八月宏观观点：稳增长力度增强，预计延续弱复苏	5
1.1. 工业生产小幅回落，制造业生产偏弱	5
1.2. 地产拖累投资下滑，基建投资逆势增长	5
1.3. 商品消费有所回落，食品消费边际改善	5
1.4. 信贷需求下滑，社融总量结构双缩	5
1.5. 出口动能延续高增，订单有所背离	5
1.6. CPI 上扬 PPI 回落，通胀压力整体平稳	6
1.7. 政策：央行降息对冲信贷下滑，财政增量 5000 亿专项债	6
1.8. 宏观展望：预计延续弱复苏	6
1.9. 债市展望：适当防御	6
2. 高频经济数据追踪	7
3. 经济数据追踪	8
3.1. 工业生产	8
3.2. 消费、投资、净出口	9
3.2.1. 消费端表现	9
3.2.2. 投资端表现	9
3.2.3. 外贸端表现	10
3.3. 通货膨胀	11
3.3.1. 居民消费品价格指数（CPI）	11
3.3.2. 工业生产者价格指数（PPI）	11
3.4. 货币信贷	12
4. 流动性跟踪与债市回顾	13
4.1. 公开市场操作	13
4.2. 财政投放与政府债发行	13
4.1. 资金与现券追踪	14
5. 风险提示	15

图表目录

图 11：2018 年以来宏观景气指数累计值与周内环比变动	7
图 12：2019 年以来宏观高频景气指数同比增速与 4 周均值	7
图 13：近期高频景气指数同比增速与 4 周均值	7
图 14：近期宏观景气指数累计值与周内环比变动	7
图 15：制造业采购经理人指数走势	8
图 16：制造业 PMI 需求分项指数	8
图 17：制造业 PMI 生产指数与库存周期	8
图 18：制造业 PMI 价格分项指数	8
图 19：规模以上工业增加值增速	8
图 20：工业增加值细分项目增速	8
图 21：社会零售品消费总额当月同比增速	9
图 22：社零商品与餐饮分项当月同比增速	9
图 23：固定资产投资累计同比与环比增速	9
图 24：三大固定资产投资分项累计同比增速	9
图 25：三大基建投资分项累计同比增速	9
图 26：基建项目入库数同比增速	9

图 27: 70 个大中城市商品住宅价格增速.....	10
图 28: 30 大中城市商品房成交面积增速.....	10
图 29: 进出口金额当月同比增速.....	10
图 30: PMI 新出口订单与出口金额增速.....	10
图 31: 出口同比增长细分项目贡献率.....	10
图 32: 居民消费者价格指数同环比增速.....	11
图 33: CPI 当月同比增速的新涨价与翘尾因素	11
图 34: CPI 分项对当月同比增速的拉动	11
图 35: CPI 各分项成分占比逐月测算.....	11
图 36: 工业生产者出厂价格指数同比增速	11
图 37: PPI 当月同比增速的新涨价与翘尾因素	11
图 38: 螺纹钢与 Q5500 煤炭价格走势.....	12
图 39: 布伦特原油现货价格与国内南华工业品指数.....	12
图 40: 广义货币与社融存量同比增速与剪刀差	12
图 41: 社融分项对当月同比增速贡献率变化.....	12
图 42: 1 年期国股银票转贴现利率	12
图 43: 票据融资占新增人民币贷款比重	12
图 44: 近 1 个月央行公开市场日度操作.....	13
图 45: 近期 MLF 月度操作	13
图 46: 粗估财政存款增加与减少（公共财政+政府基金）	13
图 47: 近六年财政存款月度变动规律.....	13
图 48: 国债月度发行、到期与净融资额度	13
图 49: 地方债月度发行、到期与净融资额度.....	13
图 50: 银行间质押式隔夜回购利率	14
图 51: 银行间质押式 7 日回购利率	14
图 52: 银行间市场资金期限利差	14
图 53: 银行间市场流动性分层跟踪	14
图 54: 1 年期国债与同业存单收益率	14
图 55: 上周中债估值 10Y 国债收益率曲线变动	14
图 56: 中美 10 年期国债收益率与利差变化	15
图 57: 10Y 国开债-国债隐含税率.....	15
图 58: 中长期纯债基金久期	15

1. 八月宏观观点：稳增长力度增强，预计延续弱复苏

1.1. 工业生产小幅回落，制造业生产偏弱

7 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 3.8%，比上月回落 0.1 个百分点。分三大门类看，采矿业增加值同比增长 8.1%，制造业增长 2.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 9.5%。整体上，制造业生产偏弱，结构上主要受到黑色金属冶炼加工与金属制造活动拖累。

1.2. 地产拖累投资下滑，基建投资逆势增长

7 月我国固定资产投资同比增长 5.7%，较前值小幅回落 0.4%。结构上，制造业投资同比增长 9.9%，较前值回落 0.5%；地产投资 7 月同比负增 6.4%，负增幅度较前值进一步扩大 1%；基建投资逆势增长，7 同比增长 9.6%，较前值增长 0.3%。整体上投资需求有所分化，自主投资需求偏弱表现为制造业与地产投资的边际下滑，财政政策推进力度不减表现为基建投资的拉动效应。当前地产投资需求偏弱是我国经济内生动能的核心制约因素，一方面民营为主的地产企业投融资能力受到“长效机制”约束，另一方面“断贷”事件进一步冲击了市场风险偏好，加大了居民部门的观望预期，多重因素叠加导致地产投资下滑加大。

1.3. 商品消费有所回落，食品消费边际改善

7 月份，社会消费品零售总额同比增长 2.7%，增速比 6 月份回落 0.4 个百分点。其中商品零售同比增长 3.2%，较前值回落 0.7%；餐饮消费同比负增 1.5%，负增幅度较前值收窄 2.5%。城乡区域上，乡村市场增速回落小于城镇。城镇消费同比增长 2.7%，乡村消费增长 2.6%。整体上，消费动能较疫情前水平依然偏弱，食品消费在精准防控政策下有所改善，但居民收入预期的不稳定或进一步影响耐用品消费。

1.4. 信贷需求下滑，社融总量结构双缩

7 月社会融资规模存量为 334.9 万亿元，同比增长 10.7%；增量为 7561 亿元，比上年同期少 3191 亿元。7 月份人民币贷款增加 6790 亿元，同比少增 4042 亿元。分部门看，住户贷款增加 1217 亿元，其中，短期贷款减少 269 亿元，中长期贷款增加 1486 亿元；企（事）业单位贷款增加 2877 亿元，其中，短期贷款减少 3546 亿元，中长期贷款增加 3459 亿元，票据融资增加 3136 亿元；非银行业金融机构贷款增加 1476 亿元。6 月社融在政府债支撑下大幅增长，而 7 月增量财力基本用尽后，社融呈现出内生性收缩特征，表现为居民、企业中长期贷款均显著低于去年同期，同时短贷增量也相对有限，银行以票冲贷特征明显。

1.5. 出口动能延续高增，订单有所背离

7 月我国出口当月同比增长 18%，较前值进一步增长 0.3%，展现出较强的出口韧性。结构上，机电设备出口贡献率 34.9%，较前值下滑 2.3 个百分点；运输设备贡献率 6.5%，较前值上升 2.8 个百分点。7 月出口金额增速与 PMI 新出口订单再度呈现背离，或反映出口未来订单预期偏弱，当前出口支撑中价格效应偏强而数量效应偏弱。

1.6. CPI 上扬 PPI 回落，通胀压力整体平稳

7 月份，受猪肉、鲜菜等食品价格上涨及季节性因素影响，CPI 上涨 2.7%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点。受国际国内等多因素影响，工业品价格整体下行，PPI 上涨 4.2%，涨幅比上月回落 1.9 个百分点。当前国内通胀压力主要来自食品层面，二季度生猪出栏量同比增长 8.4%，较前值下降 5.7%，整体上猪肉供给下滑的趋势仍未改变。

1.7. 政策：央行降息对冲信贷下滑，财政增量 5000 亿专项债

(1) 7 月 29 日国常会部署发挥有效投资作用，加快财政投资落地；同时推动消费为主拉动力，增加汽车增量指标、适度补贴绿色家电、扶持餐饮零售等困难行业；支持刚性与改善性住房需求。(2) 8 月 15 日，央行下调 OMO 与 MLF 利率各 10BP；8 月 22 日，央行下调 1Y LPR 5BP，下调 5Y LPR 15BP。(3) 8 月 24 日国常会部署加快落实 3000 亿政策性开发性金融工具，并实施增量 3000 亿以上额度；使用 5000 亿专项债结存限额，10 月底前发行完毕。

1.8. 宏观展望：预计延续弱复苏

当前我国经济整体复苏动能偏弱，但结构上又存在分化。(1) 受益于新能源汽车等主要运输设备的出口竞争力以及美德等国的汽车产能缺位，我国出口动能持续高增，但却与 PMI 出口订单呈现背离，未来国际主要经济体加息节奏保持，出口数量效应的动能或逐步减弱。(2) 在逆周期政策财政驱动下，基建投资持续逆势上扬，三四季度我国财政支出力度或进一步保持，为经济运行托底。(3) 同时我国经济当前需求偏弱的矛盾依然突出：一是地产链景气度偏低，在“长效调控机制”背景下，地产企业投融资能力受限，结构性问题逐步暴露，“断贷”事件进一步冲击了市场信心，降低金融部门与居民部门的风险偏好，地产投资出现较大程度下滑。二是消费需求偏弱，受疫情等因素冲击，餐饮、零售、旅游、娱乐等行业供给能力波动较大，同时居民部门收入预期不稳定，预防性储蓄上升，社会整体消费需求偏弱。三是信贷需求出现了内生性收缩，受社会总需求偏弱冲击，7 月社会融资规模在政府债支撑不足的情况下存量同比增速 10.7%，较 6 月水平有所下滑，反映出内生信贷需求偏弱。

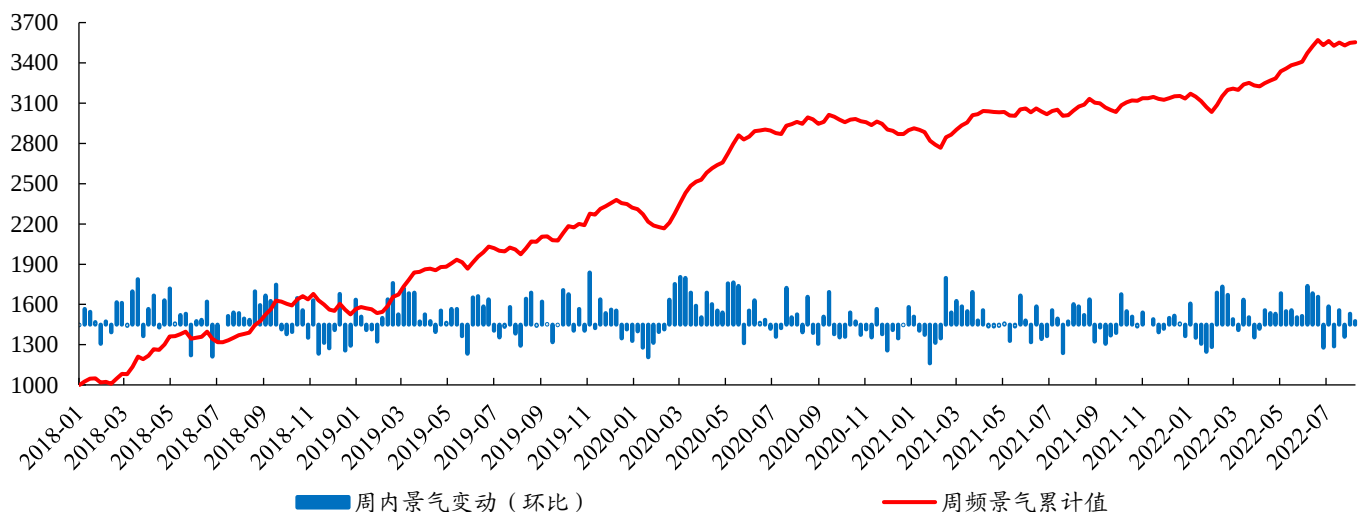
当前货币政策采取了一系列政策手段进行对冲，但对于需求侧的改善以及信贷的拉升效力仍有待观察，预计三季度末我国仍将延续弱复苏的经济趋势。

1.9. 债市展望：适当防御

7 月债市收益率曲线在资金的极度宽松下趋于牛陡，进入 8 月在政策敲打之下市场加杠杆意愿有所收敛，短债调整速度偏快，同时基本面不及预期以及增量货币政策落地促使收益率曲线再度牛平。近两年降息的市场效应基本与降息幅度等值，当前市场定价基本处在中性区位，针对未来货币政策增量以及基本面走向的博弈分歧加大。货币政策执行报告中“坚决不搞大水漫灌”的增量表述使货币政策的增量宽松概率有所弱化，8 月末票据利率快速回调，资金利率中枢有所回归，或一定程度反映信贷投放的加速。综合而言，我们认为降息的行情已近尾声，信贷或先于基本面边际改善，增量货币政策预期尚未得到强化前，债市中枢或面临一定调整压力，但由于经济企稳趋势尚不明朗，增量利空也相对有限，建议适当防御。

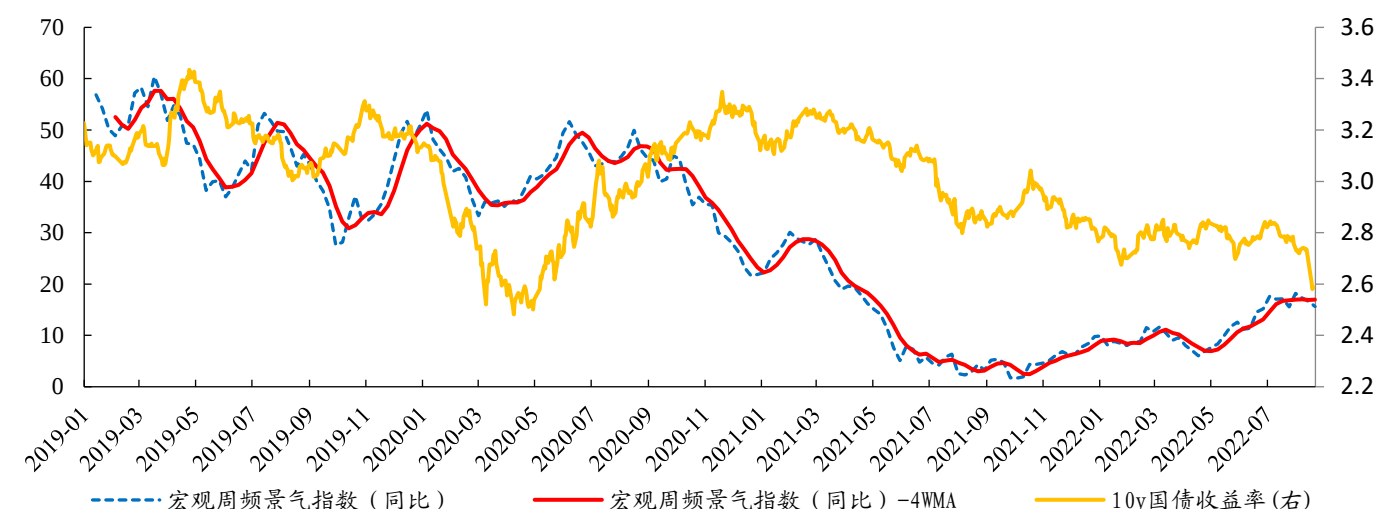
2. 高频经济数据追踪

图 1：2018 年以来宏观景气指数累计值与周内环比变动



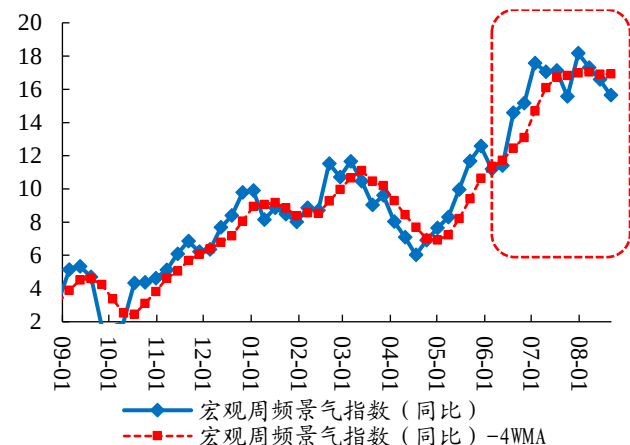
资料来源：Wind，中原证券

图 2：2019 年以来宏观高频景气指数同比增速与 4 周均值



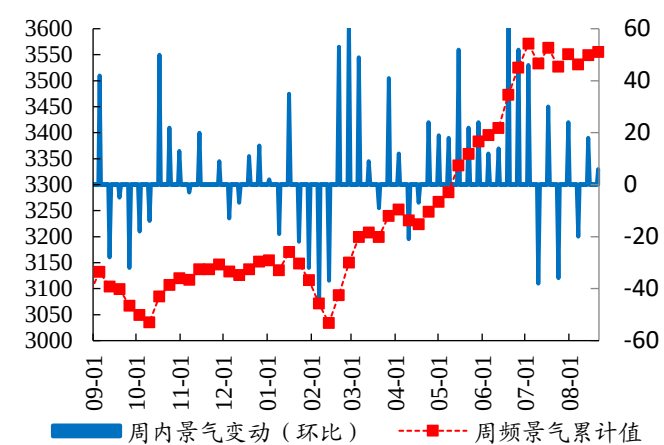
资料来源：Wind，中原证券

图 3：近期高频景气指数同比增速与 4 周均值



资料来源：Wind，中原证券

图 4：近期宏观景气指数累计值与周内环比变动

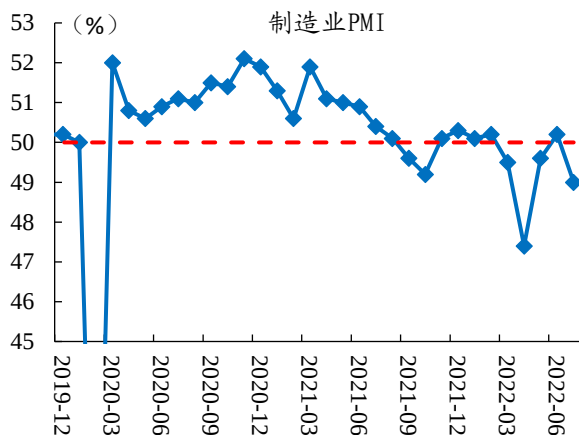


资料来源：Wind，中原证券

3. 经济数据追踪

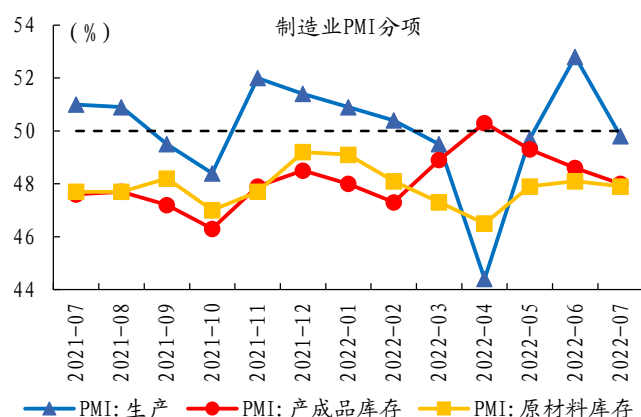
3.1. 工业生产

图 5：制造业采购经理人指数走势



资料来源：Wind，中原证券

图 7：制造业 PMI 生产指数与库存周期



资料来源：Wind，中原证券

图 9：规模以上工业增加值增速

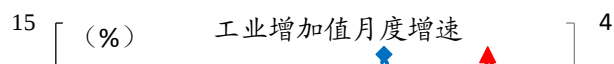
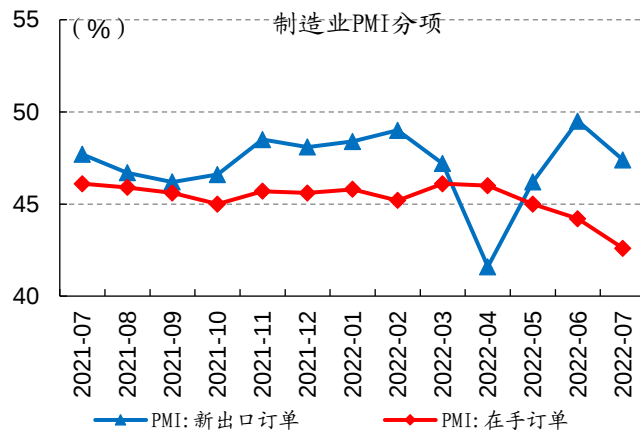
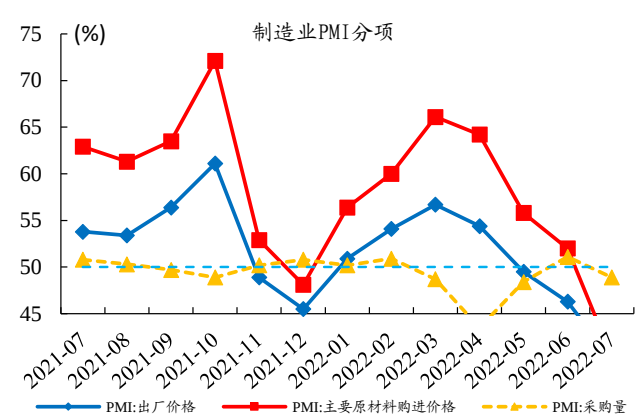


图 6：制造业 PMI 需求分项指数



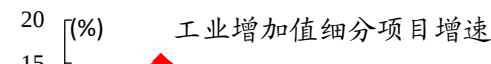
资料来源：Wind，中原证券

图 8：制造业 PMI 价格分项指数



资料来源：Wind，中原证券

图 10：工业增加值细分项目增速



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_45658

