



程实：稳大盘的四重助力



意见领袖 | 程实（工银国际首席经济学家）、高欣弘（工银国际宏观经济分析师）

2022 年上半年，中国经济在复杂的内外部环境中爬坡过坎，但随疫情冲击趋缓，中国经济已彰显出了快速探底企稳的韧性。展望下半年，四大积极因素将支撑中国经济全面复苏，其中基建和消费的反弹已经渐近，供应链韧性将平滑出口回落的速度，而地产实质修复则尚待时日。

根据我们测算，若全年 GDP 增速要达到 5%，那么下半年两个季度的平均增速需达到 6.7%，我们认为，要达到 6.7%乃至更高的增速目标，除了经济自身动能的修复外，还需要宏微观政策的协同加力。宏观政策作为托底项保证今年经济大盘的稳定持续增长，而微观政策则作为加分项决定经济的反弹高度与韧性。

从资本市场角度看，下半年中国经济复苏的确定性较高，同时通胀压力显著小于其他主要经济体，政策空间相对充裕，人民币资产有望在美元加息周期中凸显独特配置价值。



四大积极因素支撑下半年中国经济全面复苏

随着 6 月全国各地疫情陆续平复和复工复产稳步推进，中国经济全面复苏的节奏已在 5 月的各项数据中有所印证，市场的主要关注点也随之由何时反弹转至反弹多高。基于二季度 GDP 增速 1.5% 的预测，若 2022 年 GDP 增速要达到 5%，那么下半年两个季度的平均增速需达到 6.7%（表 1）。我们认为，经济动能四个方面的修复将对此形成有力支撑，并且从时序上看，基建、出口和消费将在三季度靠前发力，而地产实质修复或还需等到四季度。

第一，基建落地加速。在新基建与传统基建的战略纵深、国家资本与

社会资本的激励兼容、城市规划与乡村振兴的齐头并进之下，基建是今年经济增长的重要动力源，即使在疫情冲击最高峰的4月，基建投资当月同比仍保持4.3%的增长。从资金端看，国务院和财政部要求专项债6月底前基本发行完毕，8月底前基本使用到位，这意味着在5~6月平均每月有超1万亿元规模的专项债发行，而7~8月形成实物工作量，在低基数效应下或将推动基建累计增速达到15%以上高位。由于政策靠前发力，8月后基建增速将大概率阶段性回落，但仍可能通过提前下达明年新增专项债额度以保持一定支撑力度。基于现有资金来源，我们预计全年广义基建累计增速将达到6%~8%高位增长。若8月后提前下达明年新增专项债额度，那么基建增速或突破10%。

第二，供应链有序恢复。5月出口数据大超预期，从侧面印证了稳定产业链供应链的措施卓有成效。虽然在海外需求渐次缩减过程中，出口结构性走弱的趋势仍然难改，但中国供应链韧性料将平滑出口回落速度。另外，下半年PPI与CPI剪刀差继续缩窄的情形下，制造业下游企业利润将有所改善，制造业投资有望呈均衡恢复态势。

第三，消费边际反弹。自6月开始各地人员流动恢复正常，消费将按商品领先服务、线上领先线下的节奏逐步开启正常化。在平台经济政策调整的大背景下，线上消费或将因兼具补偿性回补与创新型突破的属性而持续回暖。

第四，地产拖累趋弱。从历史经验看，房地产政策放松到地产销售见

底回升一般存在 6~8 个月时滞，因此到四季度地产修复或显现实际效果，土拍市场也有望同步转暖。

表 1：三种情形下的 GDP 增速推演

增速推演	全年 GDP 增速	Q3Q4 平均 GDP 增速
情形 1	5.5%	7.6%
情形 2	5.0%	6.7%
情形 3	4.5%	5.7%

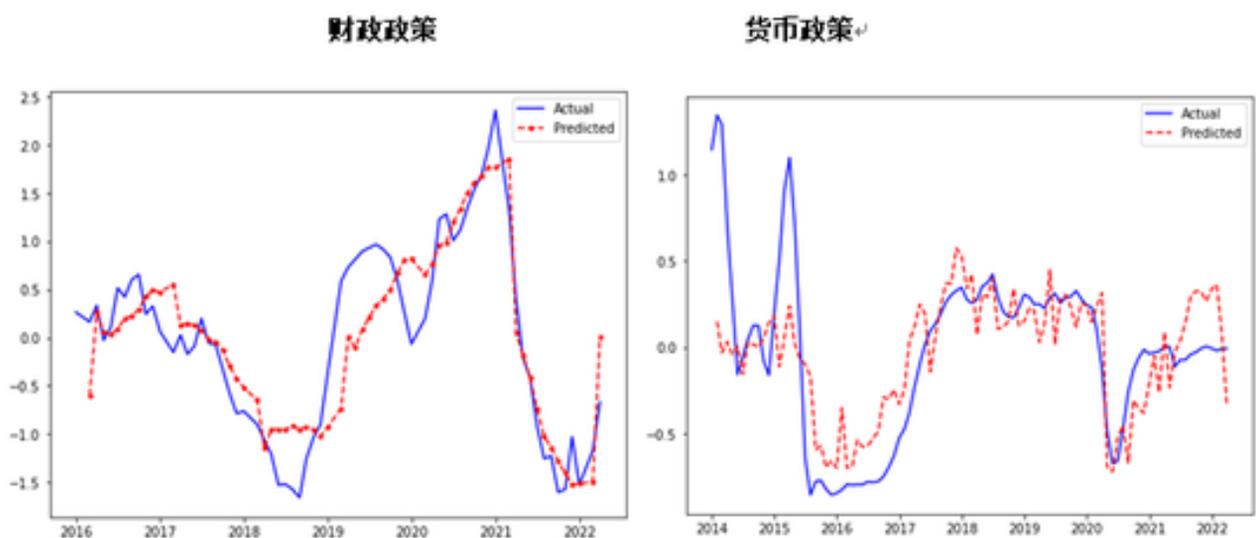
资料来源：Wind, ICBC International.

宏观政策托底，进一步发力空间尚存

在不确定性丛生的 2022 年，宏观政策的逆周期调节作用不断凸显，财政资金的加力下放配合松紧适度的流动性环境，成为托底今年经济稳增长的核心支柱。从过往响应机制分析，当前复杂形势预示下半年财政和货币政策还有继续加码的空间。伴随中国步入“减速增质”时期，产出和通胀的波动性逐步下降，中国宏观政策的锚定目标发生变化，我们通过研究发现自 2015 年以来，出口景气度对下一期财政政策发力具有较好的解释力，而货币政策则往往会根据金融市场压力、海外政策调整和外贸不确定性等多个因素作出应对。

根据优化后的宏观政策响应模型，现阶段货币政策和财政政策均未调整至我们的预测水平，同时下半年出口的潜在回落也将支持宏观政策持续发力。(如图 1 所示)从潜在现实约束看，财政的约束在资金，货币的约束在海外，两者下半年均不会构成显著掣肘。

图 1：我们的宏观政策响应模型显示政策还有继续加码空间。



资料来源：Wind, ICBC International。

注：数据频率为月度。

首先，通过发行特别国债和提前下达地方债限额等手段并不难覆盖财政缺口。综合考虑税收收入减少、土地出让金收入减少、抗疫支出增加等因素，我们估算财政缺口大约在 1.5 万亿~1.8 万亿元。其中土地出让金收入偏离预算最多，若全年减少 20%，实际赤字将扩大大约 1.3 万亿元（结合今年 1~4 月财政表现来看，支出也相应有所减少，收支缺口大约为收入下降的 80%）。考虑到今年制定政府性基金预算时提前预留了 4000 亿元的空

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_43188

