



## 全球滞涨风险加剧 国内经济企稳回升

### 摘要

通胀飙升引发连锁反应，全球经济滞涨风险加剧。今年以来，受突发性地缘政治因素导致的全球能源供需失衡加剧影响，上半年全球通胀水平持续升温，美国、欧洲通胀大幅飙升。而高通胀对企业生产及消费者需求造成抑制，美欧制造业、服务业 PMI 明显回落，显示全球经济增速正在放缓。另一方面，为了抑制高烧不退的通胀，以美联储为首的主要央行加快货币紧缩步伐，一向鸽派的欧洲央行也已结束零利率时代。但随着经济复苏放缓及美联储大幅加息，近期市场对经济衰退的担忧加剧，市场避险情绪升温导致风险资产遭到抛售。

疫情负面影响减弱，国内经济企稳回升。目前，我国疫情形势明显好转，对居民经济的负面影响减弱，并且随着 5 月 23 日国务院推出 6 方面 33 条稳经济一揽子政策措施后续逐步显效，从居民消费、企业税收、经营成本、高新技术投资等多方面下手，刺激我国经济持续恢复。7 月政治局会议传达的政策信号表明，今年全年经济增长以保底线、保民生、保就业为主，而地产去杠杆、金融防风险等长期政策将继续推进，仍然是主导增长的关键因素。随着疫情形势逐步好转，叠加企业生产复工复产进程加快，在一系列政策持续开展的背景下，经济将企稳反弹。接下来，宏观政策在短期内以执行现有政策为主、暂无太多增量政策，基建投资的回升可能难以完全对冲地产下行带来的增长压力

瑞达期货研究院  
投资咨询业务资格  
许可证号：30170000

分析师：  
柳瑜萍  
期货从业资格证号：  
F0308127  
投资咨询证号：  
Z0012251

咨询电话：059586778969  
咨询微信号：Rdqhyjy  
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号  
了解更多资讯



## 正文目录

一、2022 年上半年世界经济回顾与下半年经济展望 .....	4
(一) 俄乌冲突抬升大宗商品价格，全球通胀压力持续升温 .....	4
(二) 美国通胀持续高企，经济边际放缓 .....	6
(三) 欧洲央行意外鹰派，零利率时代结束 .....	10
(四) 英国通胀高居不下，经济前景仍不乐观 .....	11
(五) 日本：经济增速小幅回落，货币宽松政策不变 .....	13
二、2022 年上半年国内经济回顾与下半年经济展望 .....	15
(一) 经济维持正增长，静待增量政策落地 .....	15
(二) 季节性因素影响，景气度水平回落 .....	16
(三) 基建支撑整体固投，制造业投资信心稳固 .....	18
1. 基建是今年经济增长的重要动力源 .....	18
2. 疫情形势好转下，制造业投资边际改善 .....	19
3. 房屋销售承压，因城施策大概率维持 .....	21
(四) 限额以上维持高增，带动社消转降为升 .....	23
(五) 挤压订单有效释放，我国外贸稳定增长 .....	26
1. 稳外贸政策支撑，出口继续超预期 .....	26
2. 经济内生动力弱化 进口同比增速回落 .....	28
(六) 通胀水平总体可控，保供稳价持续运行 .....	30
1. CPI：多轮收储抬升猪价 .....	30
2. PPI：保供稳价持续显效 .....	30
三、国内宏观政策要稳字当头、以我为主 .....	32
(一) 财政政策：稳就业为主要目标 .....	32
(二) 货币政策：由宽货币向宽信用倾斜，总量维持稳定 .....	33
免责声明 .....	37

研究报告全部内容不代表协会观点，不构成任何投资建议。

图表目录

图 1 RJ/CRB 商品价格指数.....	4
图 2 2022 年以来原油、小麦等大宗商品期货收盘价（连续）涨跌幅.....	5
图 3 全球通胀水平持续升温.....	6
图 4 金融机构全球经济增速预测.....	6
图 5 美国 ISM 制造业 PMI.....	7
图 6 美国耐用品新订单增速.....	7
图 7 消费者信心已低于疫前.....	8
图 8 美国 6 月 CPI 再创 40 年新高.....	8
图 9 美国通胀预期：五年期国债-TIPS.....	9
图 10 美国就业市场保持平稳.....	9
图 11 欧元区 Markit 制造业、服务业 PMI.....	10
图 12 欧洲通胀水平续创历史新高.....	11
图 13 英国 Markit 制造业、服务业 PMI.....	12
图 14 英国失业率.....	12
图 15 日本 Markit 制造业、服务业 PMI.....	13
图 16 日本进出口同比增速下滑.....	13
图 17 日本家庭支出同比增速.....	14
图 18 日本零售销售增速回升.....	14
图 19 日本失业率.....	14
图 20 日本通胀持续上涨.....	14
图 21 GDP 累计同比与当季同比.....	15
图 22 三大产业对 GDP 拉动.....	15
图 23 服务业生产指数.....	16
图 24 制造业 PMI 细分项对比.....	17
图 25 基建投资细分项.....	19
图 26 财政收支同比增速及财政赤字.....	19
图 27 制造业投资细分项.....	20
图 28 新增企业中长期贷款.....	21
图 29 房地产投资下行压力仍大（分项累计同比）.....	21
图 30 成交土地溢价率：当周值.....	22
图 31 房地产投资下行压力仍大（资金来源累计同比）.....	22
图 32 新增居民中长期贷款.....	23
图 33 社会消费品零售总额增速.....	24
图 34 批发零售与餐饮业社零总额：当月同比.....	24
图 35 社零总额分项：当月同比.....	25
图 36 居民人均可支配收入及消费支出：实际累计同比.....	25
图 37 全国城镇储户调查：储蓄意愿上升.....	26
图 38 我国出口同比增速（%）.....	27
图 39 我国制造业新出口订单指数.....	27
图 40 我国主要出口产品.....	28
图 41 我国进口同比增速（%）.....	29
图 42 主要进口品金额当月同比增速（%）.....	29
图 43 原材料价格高点已过.....	31
图 44 多轮收储抬升猪价.....	31

图 45 公共财政收入同比增速 (%)	32
图 46 地方财政收入同比增速 (%)	32
图 47 社会融资规模存量增速	33
图 48 金融机构各项贷款余额同比增速	34
图 49 M1、M2 均有所回升	35
图 50 M2-M1 剪刀差缩窄	35
图 51 市场利率多次低于政策利率 (%)	36
图 52 存款准备金率 (%)	36

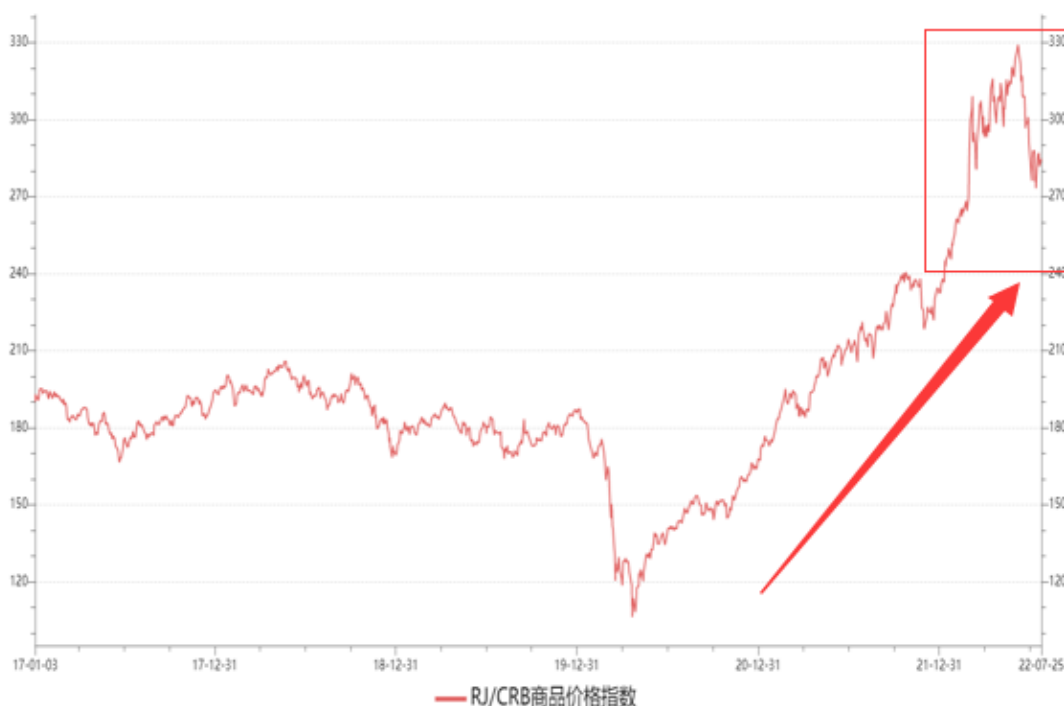
研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

## 一、2022 年上半年世界经济回顾与下半年经济展望

### (一) 俄乌冲突抬升大宗商品价格，全球通胀压力持续升温

今年以来，大宗商品价格上涨及全球通胀升温无疑是牵动各国经济、货币政策走势的重要因素，也是市场最为关注的焦点。近几年全球大宗商品价格上涨主要由几个因素造成，一是新冠疫情爆发初期全球央行大幅释放流动性，二是疫情导致的产能受限及制造业供应链问题，三是后疫情时期持续存在的供需失衡问题。而今年 2 月以来，俄罗斯与乌克兰的地缘政治紧张局势进一步加剧了全球通胀形势。由于俄乌在全球能源和农业均有较高的出口占比，自 2 月底俄乌冲突升级以来，国际原油、小麦、玉米等商品价格均大幅上行。而原油价格的持续上涨也导致通胀外溢至更多领域，涵盖能源、农产品等核心商品价格的 RJ/CRB 商品价格指数在今年上半年延续涨势。原材料价格的上涨也最终传导至消费端，导致全球通胀水平显著上升。

图 1 RJ/CRB 商品价格指数



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 2 2022 年以来原油、小麦等大宗商品期货收盘价（连续）涨跌幅

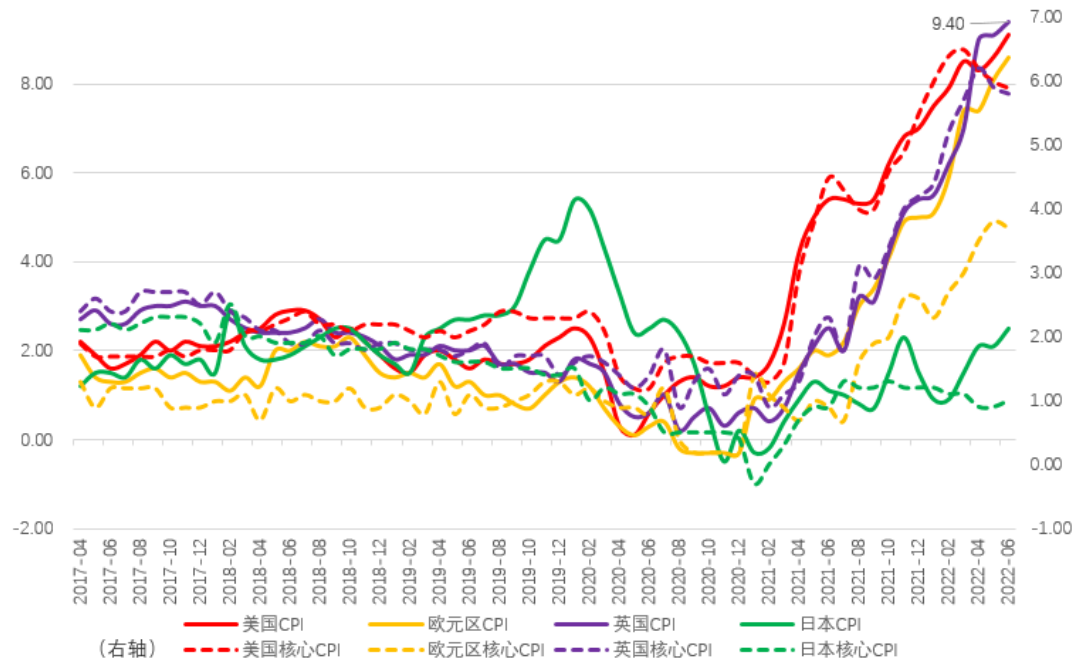


资料来源：WHO，瑞达期货研究院

上半年全球需求反弹、供应链瓶颈的持续以及俄乌冲突引发的能源和食品价格飙升，是推动本轮全球通胀上行的主要因素。从目前的情况来看，俄乌冲突长期化及疫情反复导致的能源供需错配及供应链瓶颈短期内难以显著改善，这将推动全球通胀中枢上移。但另一方面，为了应对持续上涨的通胀，今年以来以美联储为首的各国央行纷纷加息缩表，全球流动性收紧及美元上涨在一定程度上利空大宗商品价格。另外，通胀飙升及大幅加息加剧了市场对经济前景的担忧。

往后展望，在金融环境收紧、需求放缓的背景下，全球大宗商品价格有望见顶，但俄乌冲突长期化及其带来的全球能源结构调整仍将导致全球通胀中枢上移，尤其是对俄罗斯能源依赖度较高的欧洲。投资者可重点关注美联储等主要央行货币政策走向及俄乌局势进展。经济方面，上半年受俄乌冲突、供应链瓶颈、通胀飙升等因素影响，全球经济增速有所放缓。而随着下半年全球金融环境进一步收紧，叠加需求放缓前景，经济增速有进一步下行的可能。众多国际组织及金融机构也多次下调 2022 年全球经济增长预期，7 月 26 日，IMF 在最新一期《世界经济展望报告》中，将 2022 年全球经济增速预期下调至 3.2%，较 4 月份的预测下降了 0.4 个百分点。

图 3 全球通胀水平持续升温



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 4 金融机构全球经济增速预测

		2022	与上次预测差值	2023
世界银行(2022年6月)	全球	2.9	-0.3	3.0
	发达经济体	2.6	-1.2	2.2
	发展中经济体	3.4	-1.2	4.2
IMF (2022年7月)	全球	3.2	-0.4	2.9
	发达经济体	2.5	-0.8	1.4
	发展中经济体	3.6	-0.2	3.9
经合组织(2020年9月)	全球	3	-1.5	2.8
	美国	2.5	-1.2	1.2
	欧元区	2.6	-1.7	1.6

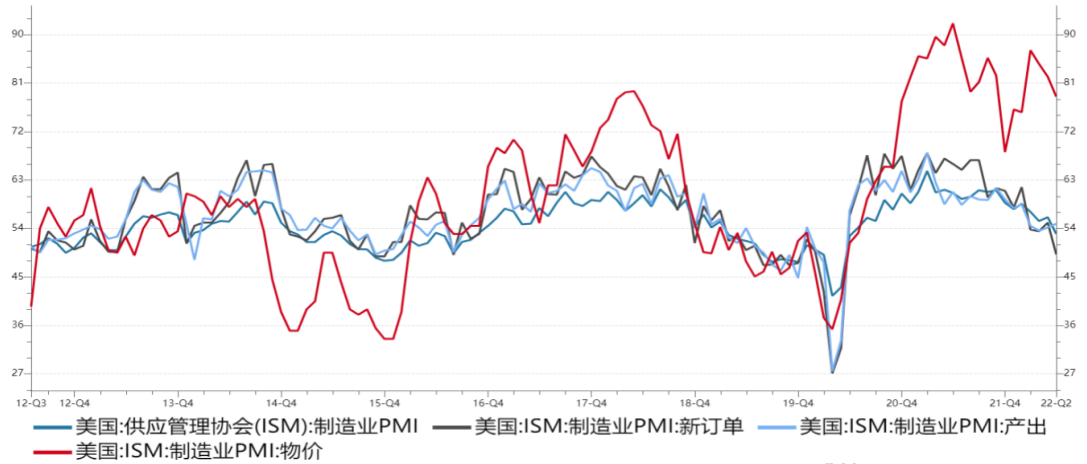
资料来源：世界银行、IMF、经合组织，瑞达期货研究院

## (二) 美国通胀持续高企，经济边际放缓

美国 6 月 ISM 制造业 PMI 录得 53，低于预期 54.9 和前值 56.1，亦创 2020 年 6 月以来新低，反映出美国商品需求有所放缓。从分项看，除了生产指数与库存指数小幅回升外，6 月新订单指数、物价支付指数、就业指数、供应商交付指数、订单积压等指数均较上月有所下滑。美国 6 月 PMI 数据显示，在美联储第三轮加息后，美国制造业总体需求边际转弱。

其中新订单指数和就业指数已经进入收缩区间，且生产指数高于新订单指数。随着后续美联储宽松货币政策的持续实施见效，需求端料将落后于供给端。

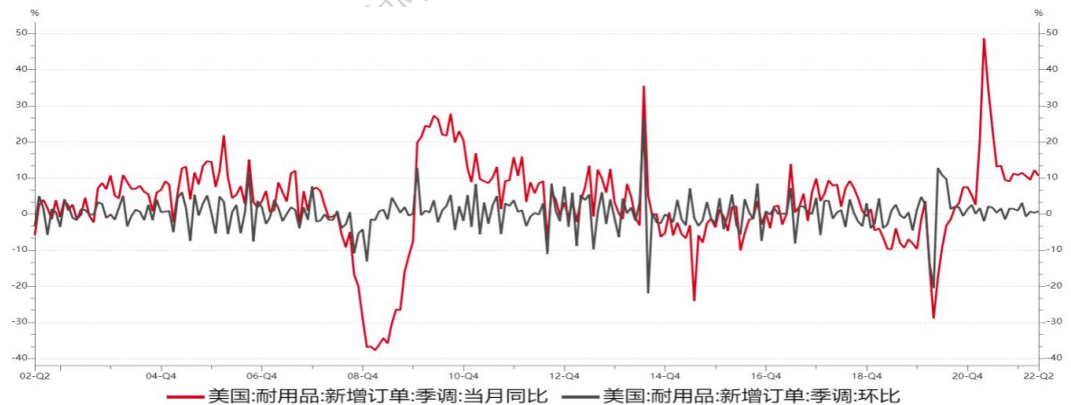
图 5 美国 ISM 制造业 PMI



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

美国六月耐用品订单环比初值增长 1.9%，超市场预期增长。耐用品订单环比数据连续第四个月增长，总体表现较强。但受 6 月中旬美联储加息 75 个基点影响，或将导致美国需求端恢复速度变缓。密歇根大学此前公布的 6 月消费者信心指数终值为 50.0，大幅低于五月的 58.4，已位于荣枯线边缘。持续的高通胀拖累消费复苏，并且影响实际工资负增长，综合导致消费者信心处于十年来最低点。

图 6 美国耐用品新订单增速



资料来源: wind, 瑞达期货研究院



图 7 消费者信心已低于疫前



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

美国通胀再超预期，就业水平表现亮眼。根据历史规律来看，美联储通常基于失业率企稳及通胀水平较高时决定开启加息周期。美联储利用提高利率的方式，降低通胀水平，将减慢就业人员工资增长，因此需要在较充分的就业环境下执行。6月份美国CPI达到9.1%，续创40年来最大增幅；非农就业新增37.2万人，远超预期的26.8万人；失业率维持在3.6%低位，整体反映美国就业市场仍十分强劲，在政策上仍有着一定的施展空间。通胀高企与就业市场稳定为美联储激进加息奠定了基础，7月27日，美联储加息75基点，符合预期，预计12月联邦基金利率将达到3.4%，2022年剩余时间将累计加息107个基点。

图 8 美国 6 月 CPI 再创 40 年新高



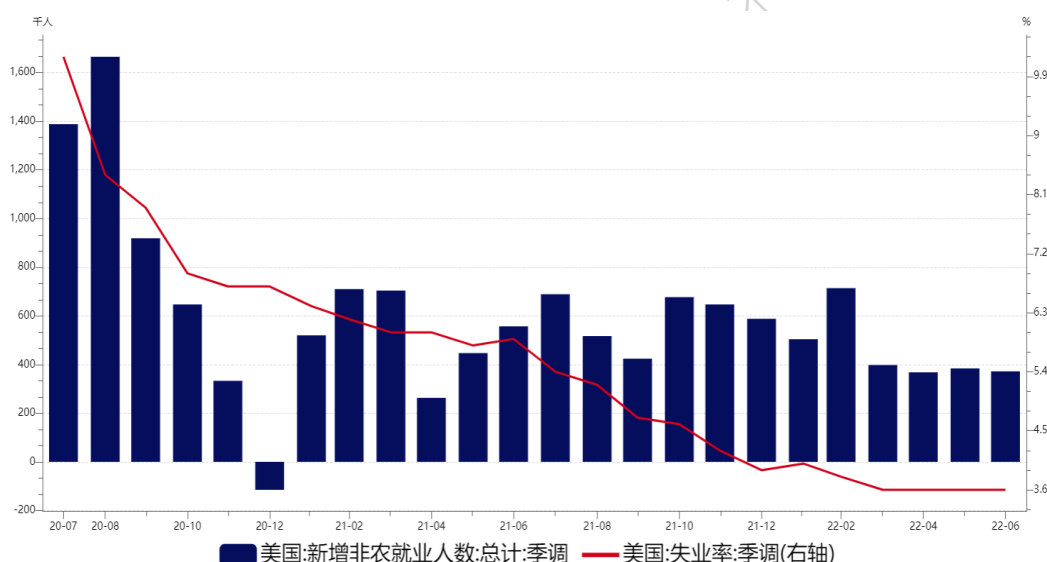
图表 7 美国通胀预期：五年期国债-TIPS

图 9 美国通胀预期：五年期国债-TIPS



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 10 美国就业市场保持平稳



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

供给紧张叠加内需旺盛，美国通胀上行风险仍存。俄乌冲突持续导致能源和食品价格高居不下，正对美国形成额外的通胀上行支撑，而货币政策应对供给冲击造成的通胀效果预计有限，或造成通胀水平降低远低于预期。目前美国劳动力市场仍较为强劲，劳动者报酬仍有上行空间，美联储对抗通胀暂未对就业市场造成明显阻碍，这意味着当前居民财富和收入尚未在收紧货币政策的冲击下大幅降低，但加息已开始对消费信心和订单产生影响。当然，如果美联储短期内无法实现实际利率上升至足以抑制需求来降低通胀，美联储将进行更大幅度的加息。

### (三) 欧洲央行意外鹰派，零利率时代结束

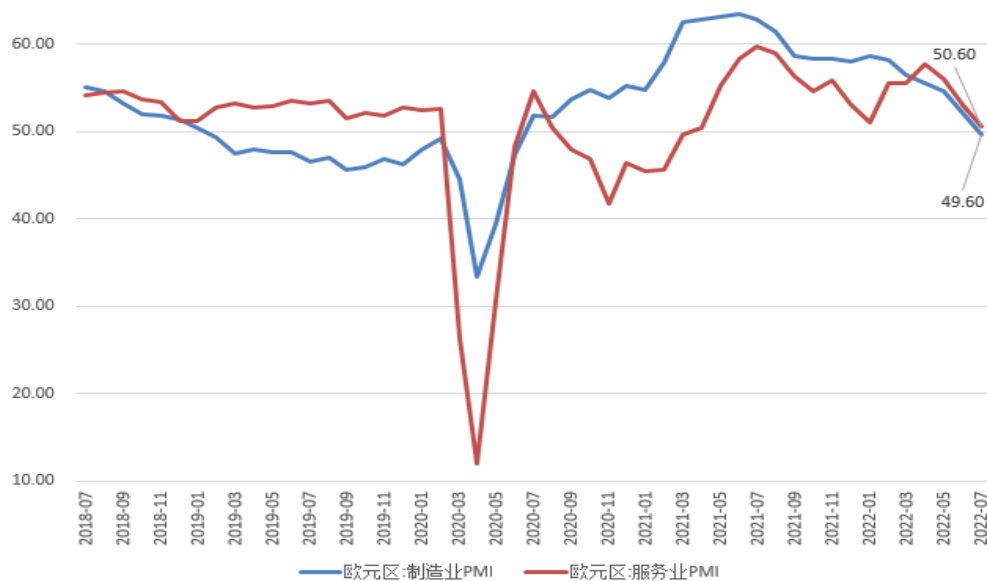
6月欧洲HICP通胀率同比增速升至8.6%，续创新高；环比连续十一个月正增长，远超欧央行的货币政策目标，输入性通胀风险显著上升。

针对持续升温的通胀，7月21日，欧洲央行自2011年以来首次加息，且首次加息就选择了50个基点的幅度，将其指标存款利率上调至0%，打破了其自己此前做出的加息25个基点的指引，反映出欧洲央行想抑制住通胀高涨的迫切以及想尽快进行货币政策正常化的决心。根据欧洲央行行长拉加德在记者会上的表述，这一决议得到了所有委员们的一致支持。

本次加息后，欧央行三大利率已经“一步到位”式脱离了负利率区间，欧元区零利率时代终结，结束了11年超宽松货币政策。往后看，欧洲央行能否成功地控制通胀是最为关键的。收紧的货币政策对实体经济来说将带来一定负担，若对通胀水平的抑制效果不及预期，或将对整体经济的信心进行进一步打击。在欧洲通胀水平将近一年环比增长的背景下，欧洲央行九月份继续抬升利率的概率也将随之上升。

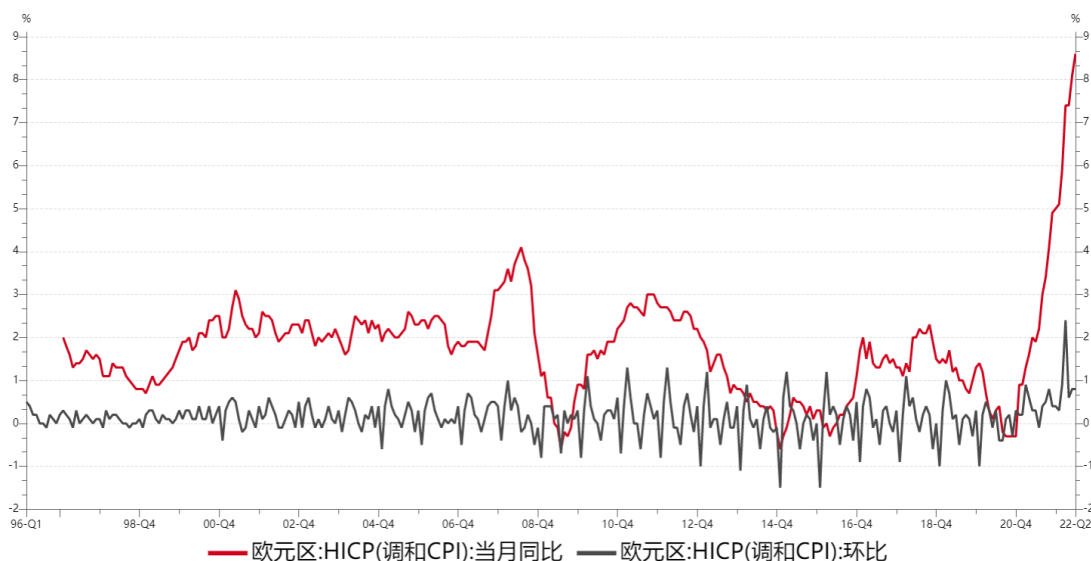
此外需要注意的是，意大利总理德拉吉在其国家团结政府解体后于7月21日辞职，使得该国走上了提前选举的道路。考虑到欧元区衰退风险、意大利政府垮台以及美元非常强劲，欧洲央行有很多不利因素，市场大幅下调对欧洲竞争力和欧元长期价值的预期。而欧洲央行货币政策收缩，加剧了市场对债台高筑的意大利经济的担忧，而欧元区主权债务的风险上升，也将加剧市场的波动性。

图 11 欧元区 Markit 制造业、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 12 欧洲通胀水平续创历史新高



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

#### (四) 英国通胀高居不下，经济前景仍不乐观

高通胀冲击着英国。英国 6 月 CPI 同比上涨 9.4%，前值为 9.1%，续创 1982 年初以来新高。英国通胀环比上涨 0.8%，小幅上涨。英国通胀压力持续增大，其主要原因是受到来自食品，能源，住房和交通等分项价格持续上涨的影响。

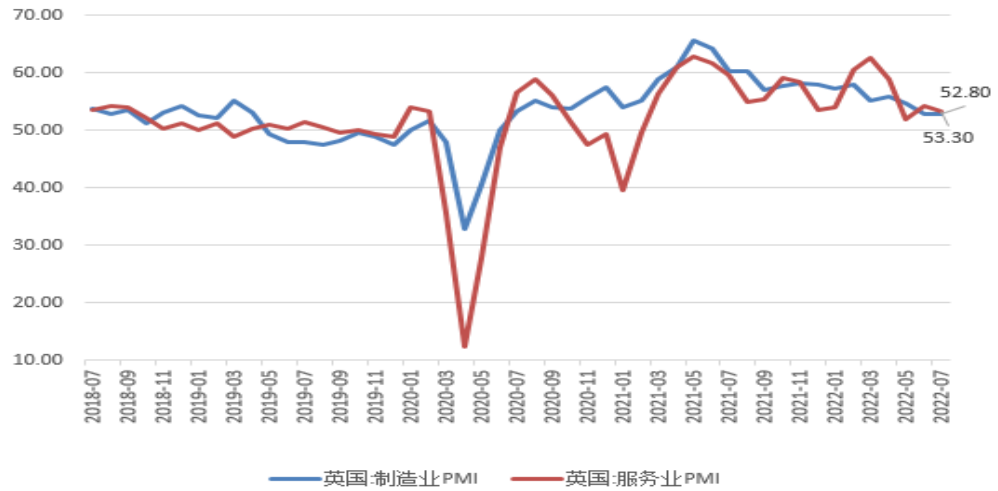
英国国家统计局指出，上月汽油价格同比上涨 42%，食品价格上涨近 10%，这两项支出极大推高了通胀率。而能源和原材料的短缺使工厂的成本同比上涨 24%，是 1985 年有记录以来的最大涨幅，而商品出厂价也因之上涨 16.5%，也是 40 多年来的最高点。

尽管核心 CPI 较 5 月小幅回落，但人们对于英国经济下行的担忧依旧较高。受此影响，英国 7 月消费者信心指数稳定在-41，为 1974 年开始调查以来的最低水平。

而相较于美联储加息 75BP 的快速紧缩步伐，英国加息的路径相对保持温和。虽然英国通胀高企，但是或由于其认为自身经济前景不明朗，英国央行对于加息可能导致的经济衰退以及对就业市场的冲击均存在顾虑，而事实上目前英国面临的经济衰退风险较为显著。

英国 6 月制造业 PMI 初值为 53.4，前值为 54.6，为 2020 年 7 月以来新低。新订单指数跌破荣枯线，如果需求增长受到持续加息的抑制，则英国未来制造业产出延续收缩态势的风险或将增大。6 月英国服务业 PMI 初值为 53.4，与前值相同。高通胀引发的过高生活成本或将抑制包括酒店餐饮业在内的服务业延续之前的高速增长。市场预期较为悲观，服务业商业信心出现进一步下跌。

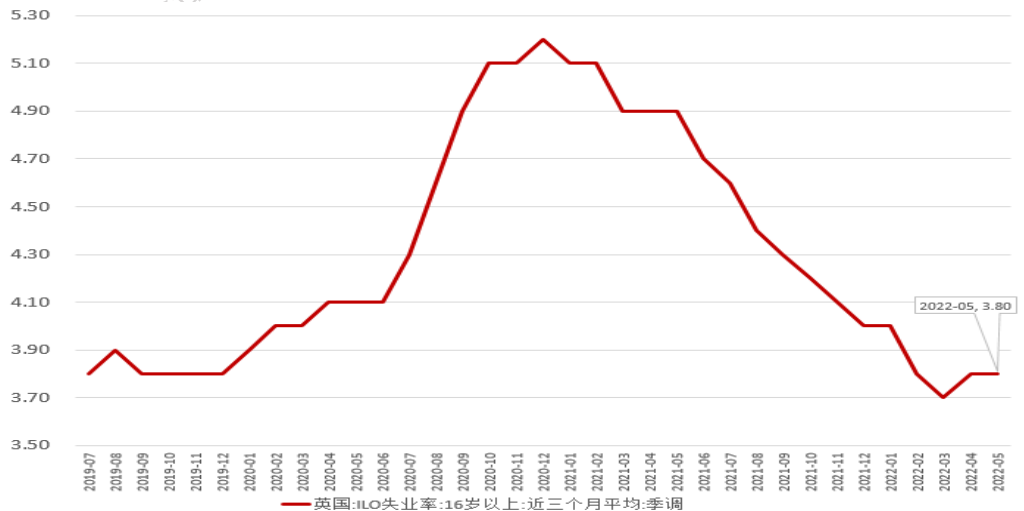
图 13 英国 Markit 制造业、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

随着英国通胀压力持续增大，英国央行短期内进行连续加息甚至激进加息的可能性愈发增强。央行官员凯瑟琳·曼恩表示，如果英国央行没有如美联储一样迅速加息，英国则将面临通胀进一步上升，且将会导致英镑贬值。虽然加速紧缩的货币政策将损害英国经济，但是曼恩认为央行应迅速加息压低通胀。本月英国央行会议将利率上调 25BP，会议投票结果显示有 3 名票委支持加息 50BP。在美国激进加息叠加 7 月欧洲央行开启加息的影响下，英镑或将更加疲软。英国央行行长安德鲁·贝利表示，央行将考虑在 8 月加息 50 个基点，以加快抗击通胀的步伐。因此我们认为，由于英国通胀居高不下导致民众生活成本猛增、企业经营困难，加之持续的乌克兰危机、混乱的脱欧程序等外部难题，下半年英国经济前景仍不乐观。市场预计英国央行将于 8 月 4 日加息 50 基点，这将是去年 12 月以来的第六次加息，可能会进一步拖累经济增长。

图 14 英国失业率

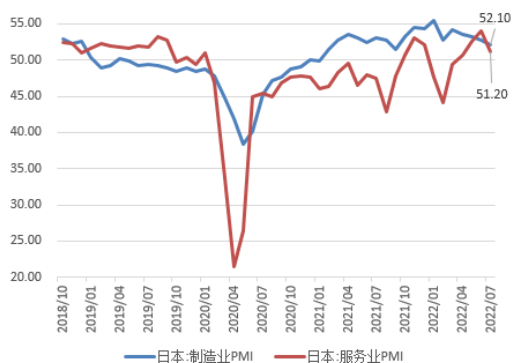


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

### （五）日本：经济增速小幅回落，货币宽松政策不变

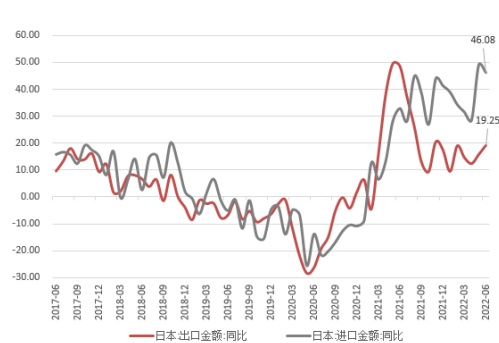
日本经济增速降温，贸易逆差进一步加剧。日本7月制造业PMI初值由上月的52.7小幅下降至52.1，是去年9月以来最慢的增长速度，也低于52.2的预估读数。由于大宗商品价格飙升和供应中断带来的压力导致产出及新订单收缩，日本在疫情后离稳健的经济复苏仍有一段距离。其中，制造业生产水平自2月以来首次收缩。7月服务业PMI初值由上月的54.0回落至51.2。其中，新订单指数持续上涨，投入品价格增速也创历史新高，显示通胀压力升温。进出口方面，得益于钢铁和矿物燃料的强劲需求，日本6月出口额同比增长19.2%，连续16个月实现增长，较5月份进一步上涨3.4个百分点。而在原油价格因素的影响下，日本6月进口额同比增长46.1%，较5月份回落了2.9个百分点，整体仍保持在相对高位。贸易逆差录得1398467亿元，已连续11个月呈现逆差。整体来看，由于高通胀正在抑制海外需求的增长，日本未来几月的出口增速仍将面临下行压力。需要注意的是，日元的持续贬值在一定程度上利好出口，但也可能同时加剧日本能源价格上涨，导致未来几月的贸易逆差加剧。

图 15 日本 Markit 制造业、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 16 日本进出口同比增速下滑



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

日本内需动能依然疲弱，能源价格带动通胀上涨。受物价上涨及疫情反复等因素影响，日本6月家庭支出同比下降5.1%，在连续3个月回升后出现下滑。另外，6月零售销售同比增长1.5%，前值3.6%，显示消费支出较为疲软。俄乌冲突引发的能源价格上涨以及日元贬值给较为依赖进口的日本物价带来上行压力，日本6月CPI同比增长2.4%，较前值小幅回落0.1个百分点。6月份核心CPI同比上涨2.2%，较前值上涨0.1个百分点，已连续10个月上涨，主要由于能源价格上涨。

日本央行维持现行宽松政策，日元延续走弱趋势。7月21日，日本央行发布利率决议，维持基准利率在-0.10%不变，维持10年期国债收益率目标在0.0%附近不变，符合市场预期。日本央行称，需要关注汇率走势，需要关注外汇对经济的影响，通胀风险暂时向上行倾斜，后续或将“根据需要毫不犹豫地采取更多宽松措施”。

图 17 日本家庭支出同比增速



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 19 日本失业率



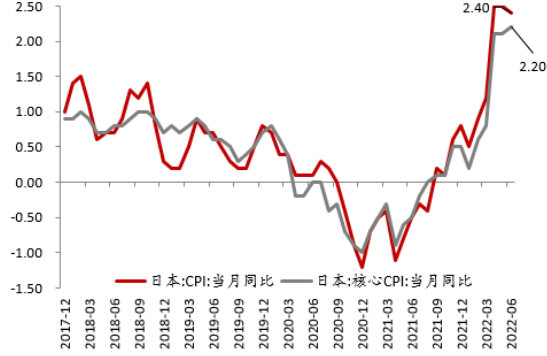
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 18 日本零售销售增速回升



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 20 日本通胀持续上涨



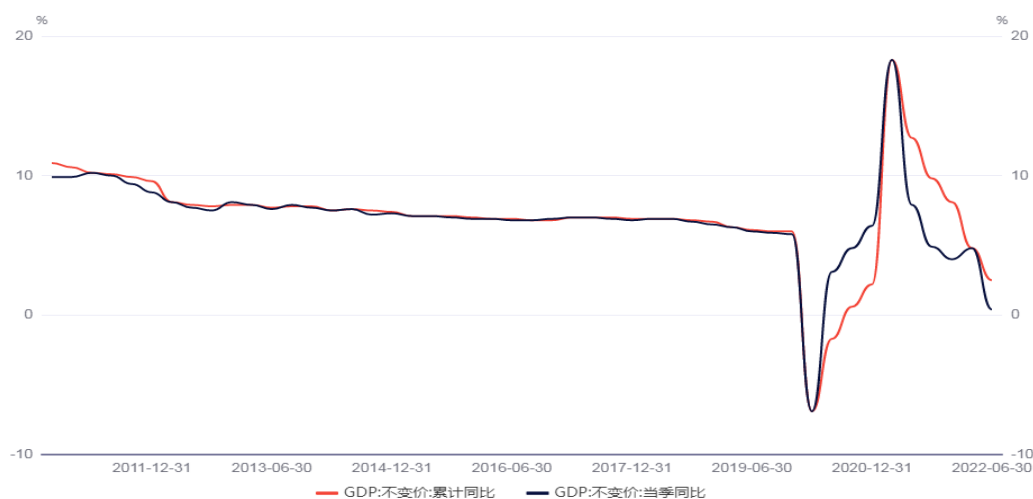
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

## 二、2022 年上半年国内经济回顾与下半年经济展望

### (一) 经济维持正增长，静待增量政策落地

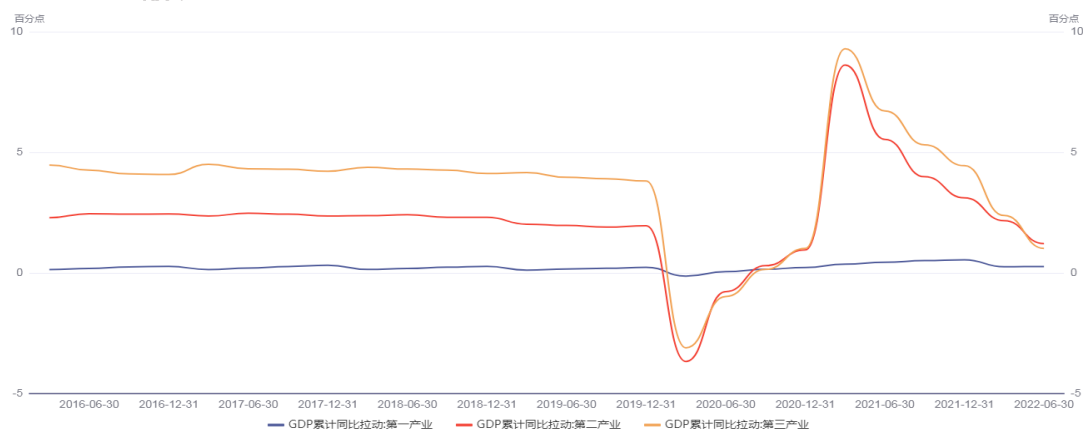
二季度 GDP 增长为 292,464 亿元，同比增长 0.4%，名义增长 3.9%，上半年经济增速为 2.5%。相较于一季度同比增速 4.8%而言大幅下行，低于市场预期。整体看，二季度经济运行受到疫情管控的影响较大，疫势蔓延的不确定性加剧国内经济形势的复杂性。从三大产业对 GDP 的贡献程度来看，第二产业对 GDP 贡献度上行，工业生产维持明显贡献度，而由于地产消费的走弱，疫情管控下旅游出行以及餐饮行业等服务业受限，四五月份服务业生产指数当月同比增速仅为-6.1%和-5.1%，第三产业对 GDP 贡献程度明显下降。

图 21 GDP 累计同比与当季同比



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 22 三大产业对 GDP 拉动



资料来源：Wind、瑞达期货研究院



图 23 服务业生产指数



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

从需求端三驾马车来看，**房地产与消费是主要拖累项，基建投资有明显增长，制造业投资则维持相对平稳，出口依然保持较高水平的增长。基建投资增幅四至六月明显递增，成为拉升固定资产投资增速的主要驱动力。**

7月28日，中共中央政治局召开会议指出，要全面落实疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求，巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。保增长紧迫性相对4月政治局会议有所下降，全年经济增速可能低于目标水平。在宏观政策上要“用好此前已下达的财政资金”，提前发行明年专项债的概率有所降低。因此，基建对于整体固定资产投资的拉升作用取决于制造业以及房地产增速能否企稳。相对而言，房地产与消费需求延续弱势。但随着消费刺激政策开始见效，汽车行业消费大幅回升，未来服务类消费和餐饮消费或小幅上行。

## (二) 季节性因素影响，景气度水平回落

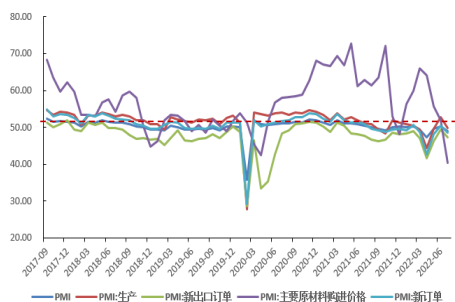
今年上半年，受复杂的国际环境和国内疫情等多种因素影响，我国制造业商业活动受挫。而7月由于传统生产淡季、市场需求释放不足、高耗能行业景气度走低等因素影响，我国官方制造业PMI录得49.0，比上月下降1.2个百分点，位于临界点以下，恢复基础尚需稳固。其中，需求较弱仍是关键问题，新订单指数进一步下滑，在手订单和生产经营活动预期分别为42.6、52，皆为2020年3月以来的最低值。新出口订单环比下降2.1至47.4，外需压力有所加大。近期在能源供给冲击、高通胀、货币政策加速收紧等多重因素的冲击下，全球经济衰退预期不断抬升。虽价格指数显著回落，但仍处于相对较高水平，通胀压

力总体温和。各规模企业 PMI 同步回落，经济活力降低。并且，制造业及非制造业从业人员指数依旧处于收缩区间，“稳就业”压力较大，仍是接下来政策的关键目标。

7 月份全国内疫情形势整体平稳，各项助企纾困政策措施逐步落地，服务业延续恢复态势。从行业情况看，多数行业市场均有好转，其中前期受疫情冲击严重的行业商务活动指数均有所回升；住宿、餐饮等接触型行业也重回临界点以上。并且市场预期较高，新订单指数高于上月 10 个百分点，表明随着疫情逐步得到有效控制，各项稳增长、稳市场主体、保就业等政策措施落实落细，服务业企业信心有所增强，市场需求也不断恢复。

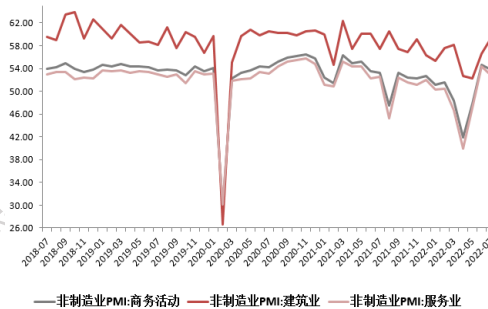
随着高效疫情防控政策的落实以及复工复产的推进，叠加近期出台的稳经济一揽子政策逐步显效，我国经济将逐步企稳回升。并且从价格指数上看，通胀压力总体依旧温和可控，但需要注意的是，就业压力增大，后续政策目标仍要以稳就业为主。随着气候转暖，建筑业施工进度或将加快，在基础设施建设持续推进的背景下，为稳增长提供有力支撑。

图 35 制造业 PMI



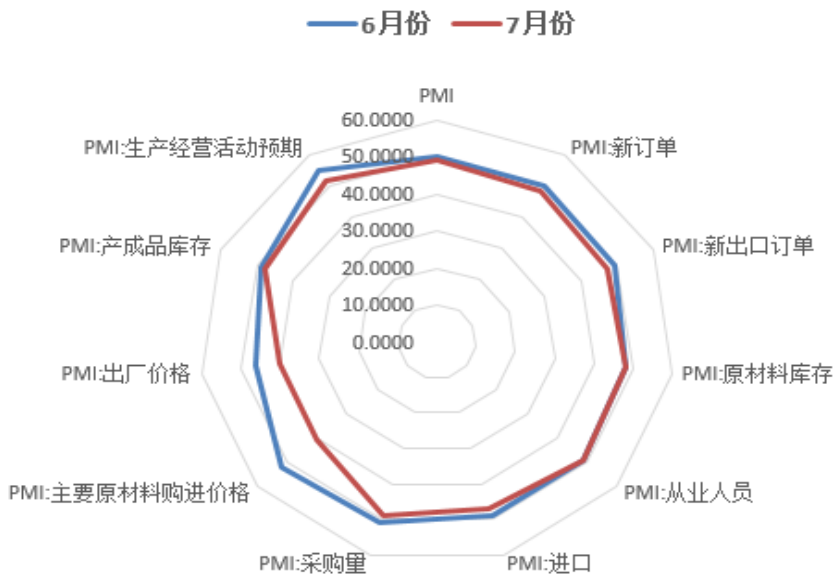
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 36 服务业迅速好转



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 24 制造业 PMI 细分项对比

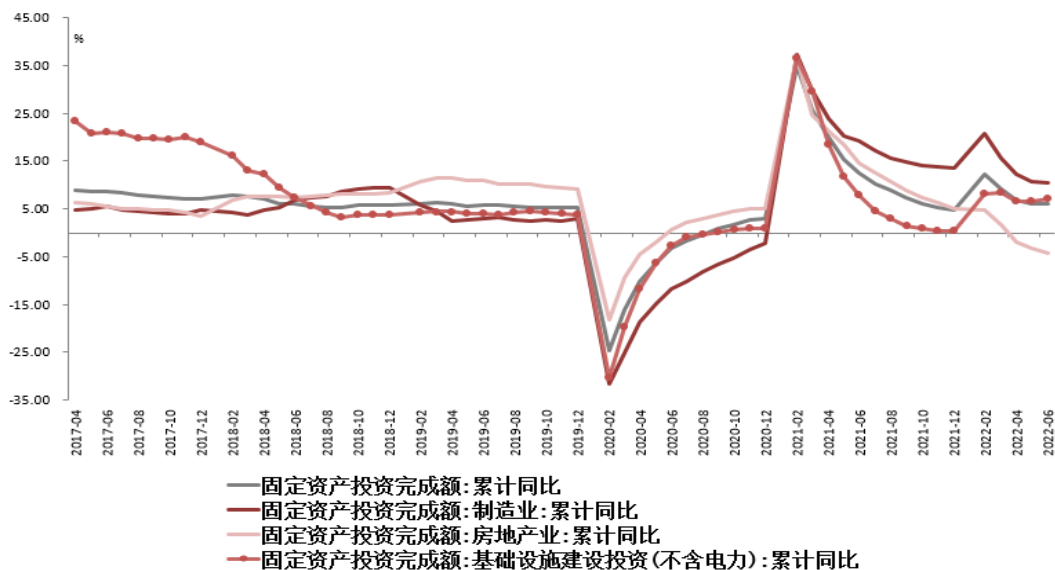


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

### （三）基建支撑整体固投，制造业投资信心稳固

今年以来，投资对于经济发展的支撑作用更为显著。上半年固定资产投资同比增长6.1%，涨幅小幅放缓，但略高于预期。高新技术制造业带动整体制造业投资持续上涨，基建投资在“财政前置”影响下持续回升，而房地产行业表现依旧偏弱，多数指标降幅延续扩大趋势。在经济下行压力大的前提下，后续将继续大概率因城施策。

图 37 固投累计同比增速缓缓回落



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

#### 1. 基建是今年经济增长的重要动力源

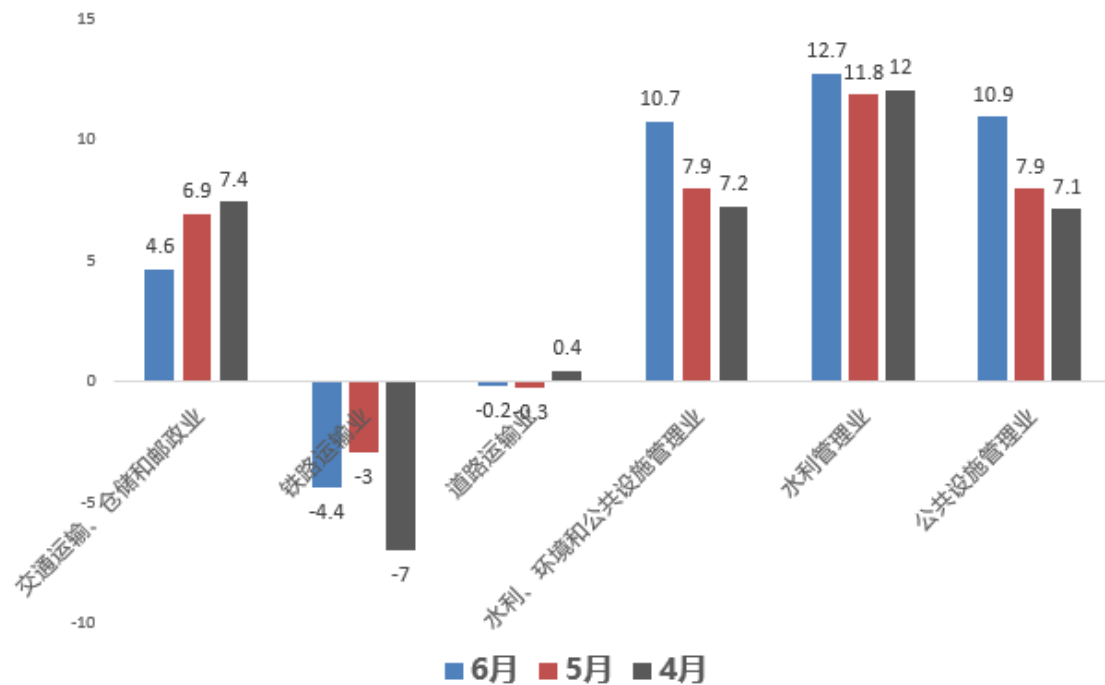
基建是今年经济增长的重要动力源。六月基建投资增长7.1%，高于五月的6.7%，延续上涨态势，政策因素带动较为明显。水利和公共设施管理业延续五月份较快增长的态势，稳中向好，是基建增长的核心力量。6月15日的国常会也指出已确定的交通、水利等项目要加快推进，凸显水利和公共设施管理业重要性。

基于今年财政政策前置这一背景，2022年新增地方专项债已发行基本结束，后续由于缺乏了大规模政策性资金流入，基建投资增速或有所回落。就目前数据看来，完成全年5.5%的经济增长仍有些许差距，因而作为传统重要抓手的基建，政府下半年仍有提前下达明年新增专项债额度的可能，从而达成稳经济这一目标。

7月13日，央行在新闻发布会上表明，下阶段将“引导政策性开发性银行落实好新增8000亿元信贷规模和设立3000亿元金融工具，支持基础设施建设”，央行对基建的积极态度也体现了基建这一抓手的重要性。考虑到专项债发行到资金使用一般不超过六个月，三季度基建产业链对经济的支撑预计将有望得到体现。预计全年基建增速将表现较好，若之后提前下达明年新增专项债额度，那么基建增速将进一步走高，或达两位数涨幅。但同时

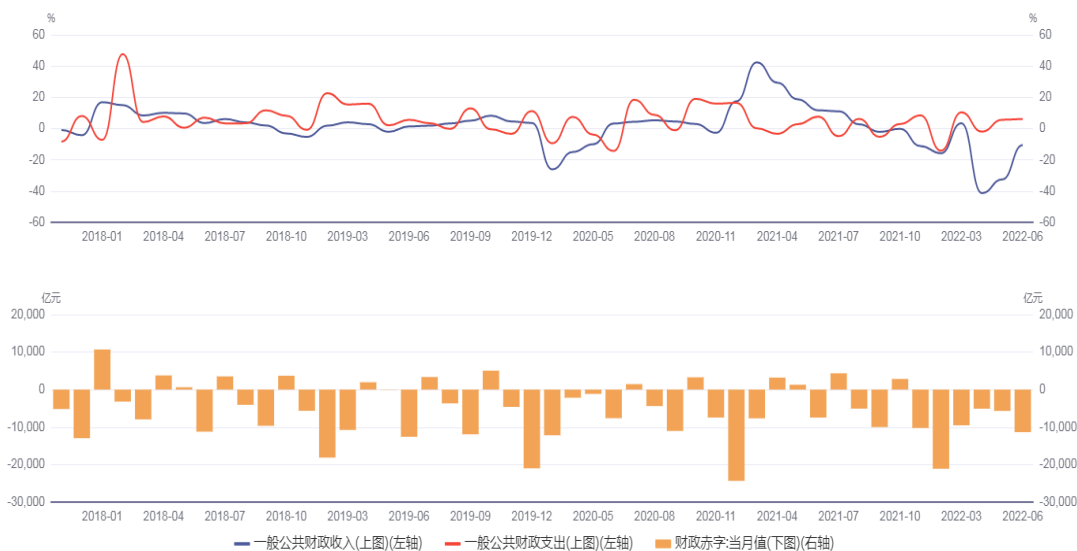
需要注意到，下半年财政支出在稳经济的背景下需求较显著，而财政收入受留抵退税影响总体表现较为疲软，财政赤字空间有限，下半年财政端或面临较大压力。

图 25 基建投资细分项



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 26 财政收支同比增速及财政赤字



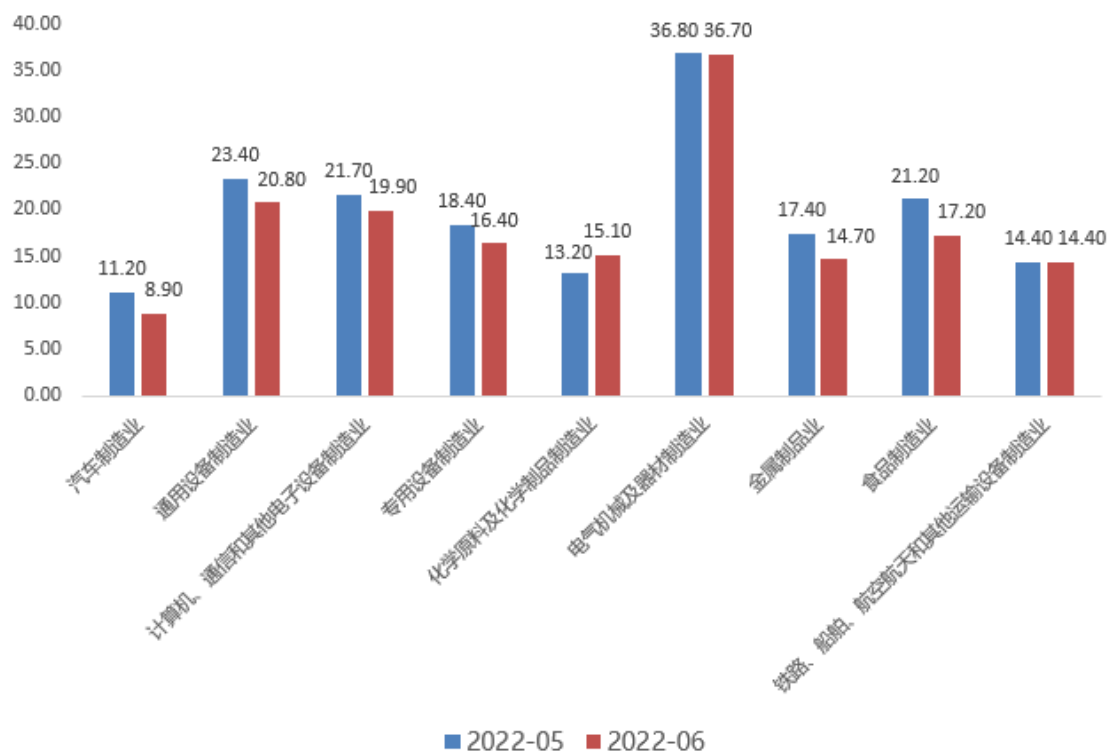
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

## 2. 疫情形势好转下，制造业投资边际改善

四月份，吉林、上海疫情爆发，大规模制造业停产，供应链、物流链不畅，进而导致生产端受到较大影响。伴随着疫情影响减弱，加之稳经济一揽子政策措施逐步减小，制造

业表现亮眼，支撑总体投资。上半年制造业投资增长 10.4%，虽较上月下降 0.2%，但从单月值看，同比增长 9.9%，比上月改善 2.8%。其中，高技术产业投资最为亮眼，同比增长 20.2%，高于固投资增速 14.1 个百分点，成为推动经济结构转型升级的重要驱动力。

图 27 制造业投资细分项

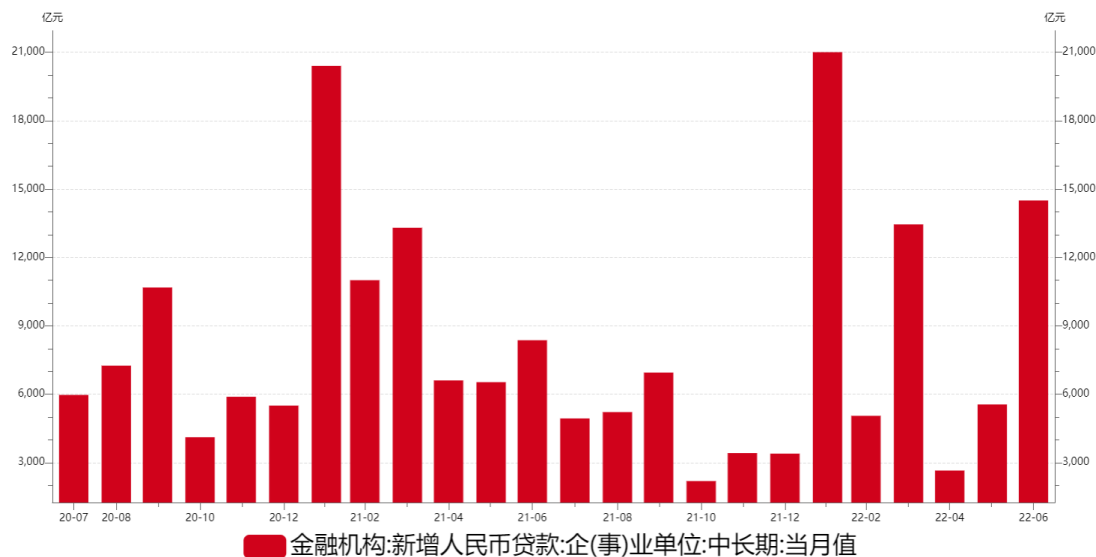


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

企业经营信心加强，投资意愿有所提振，这在本月企业中长期贷款数据中心也有所体现。随着疫后经济不断好转，六月企业新增中长期贷款同比多增 6130 亿元，说明实体企业对未来信心充沛，中长期贷款需求得到改善，融资意愿逐渐恢复，有助于经济进一步复苏。对此我们认为，制造业投资维持高景气主要有四个原因：一是是复工复产的持续推进。随着疫情逐步好转、复工复产持续推进，市场对企业经营预期向好，资金逐步回流生产端。二是出口维持高景气。疫情后我国出口产品竞争力有所上升，替代效应持续作用仍支撑着我国外贸。三是高新技术行业投资成为总体制造业投资的核心力量。上半年，高技术产业投资同比增长 20.2%，增速比全部投资高 14.1 个百分点，支撑着制造业稳步复苏。四是稳增长相关政策抬升企业信心。如国务院 523 会议推出了 6 方面 33 项稳经济措施，在基建投资、消费、信贷等方面抬升企业生产信心，市场预期不断改善，融资需求也相应回升。

在经济好转、产业链持续恢复与政策不断扶持下，下半年制造业投资或继续维持较高景气度，高新技术行业仍是重心。但也要看到，年初制造业增速大幅上行，也有去年同期基数较低的原因，接下来伴随基数效应消退，制造业投资上行空间或受到部分制约。

图 28 新增企业中长期贷款

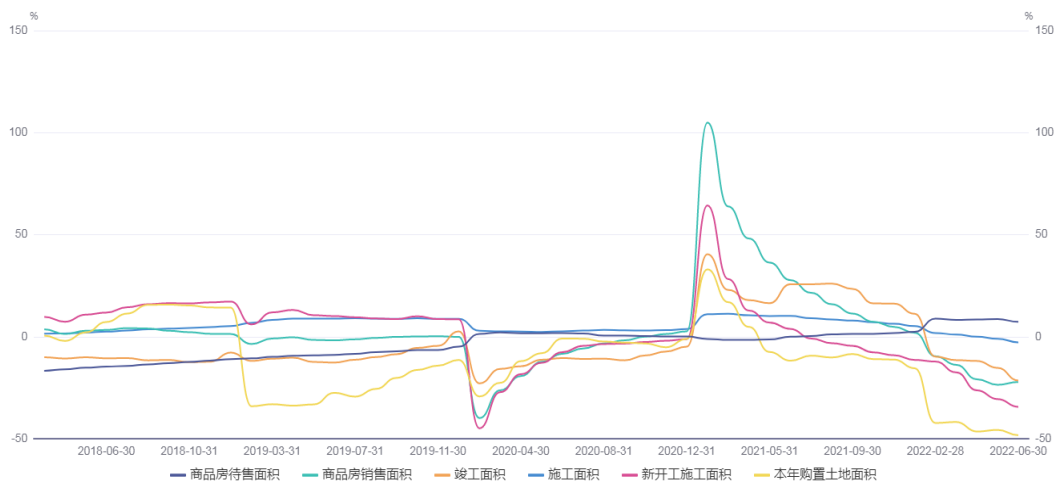


资料来源: Wind、瑞达期货研究院

### 3. 房屋销售承压，因城施策大概率维持

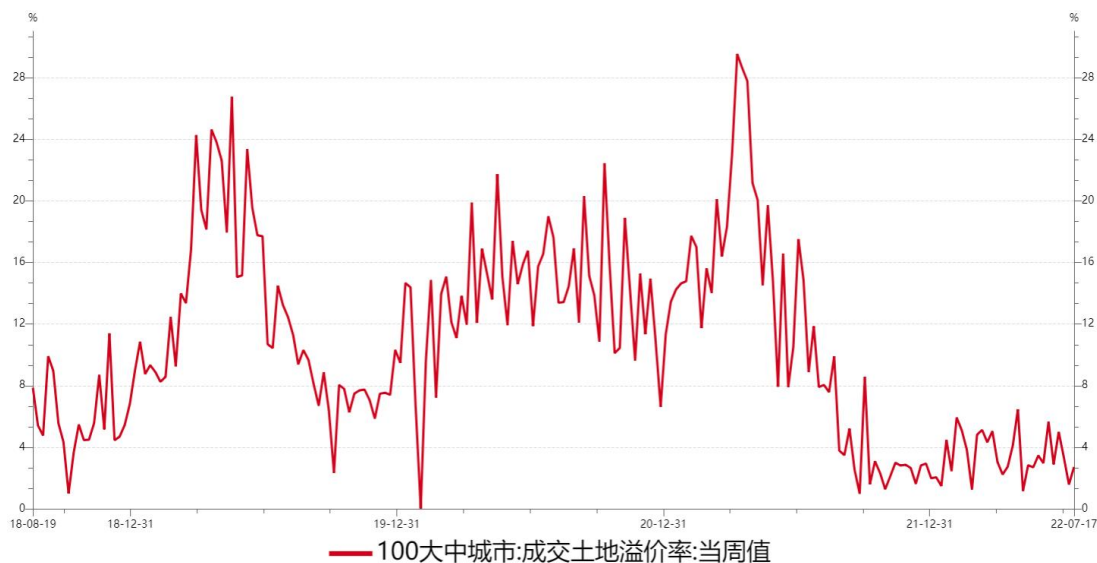
六月我国房地产开发投资下降 5.4%，连续 3 个月负增长且降幅持续扩大。除商品房销售面积轻微向好，累计同比降幅由 5 月的-23.6%收窄至 6 月的-22.2%外，购置土地面积、施工面积、竣工面积、新开工面积等指标累计同比降幅均有所扩大。截至 7 月 17 日，土地成交溢价率均值也回落至 2.8%，此前五六月份均值分别为 3.3%、4.1%，溢价率均值的回落反映出房企拍地需求减弱，地产市场降温。

图 29 房地产投资下行压力仍大 (分项累计同比)



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

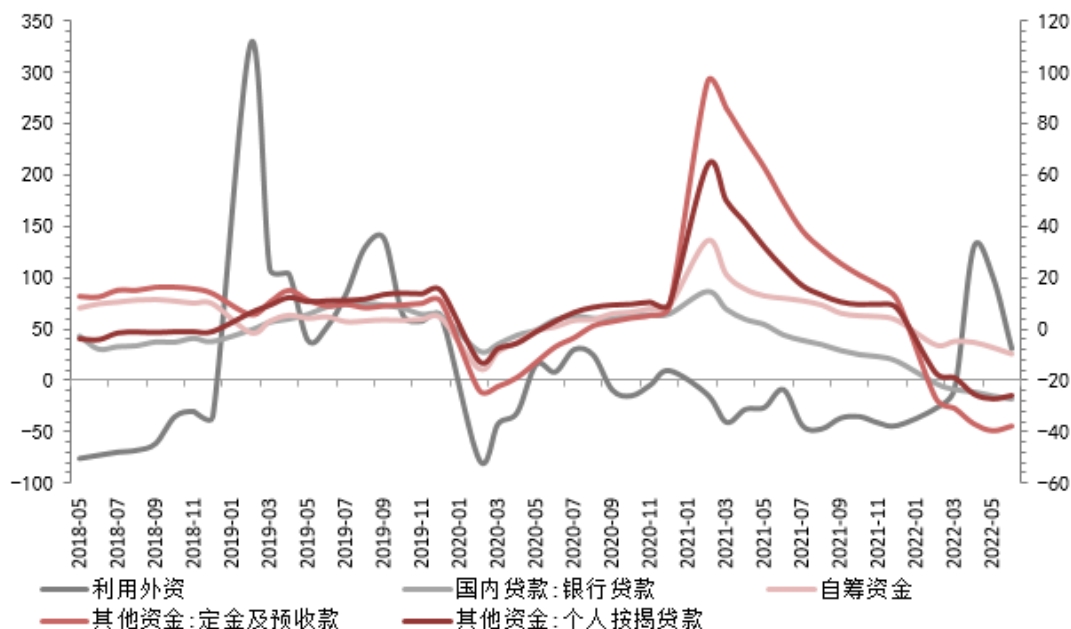
图 30 成交土地溢价率：当周值



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

六月我国房地产开发资金同比下降 25.3%，连续三个月到达 20 个点以上的降幅，房地产市场较为冷清。从具体分项中可以看到，来自个人贷款以及银行贷款的同比降幅分别为 25.7%、27.2%，也侧面反映出居民购房的意愿不强，居民更愿意将资金放在储蓄上。

图 31 房地产投资下行压力仍大（资金来源累计同比）



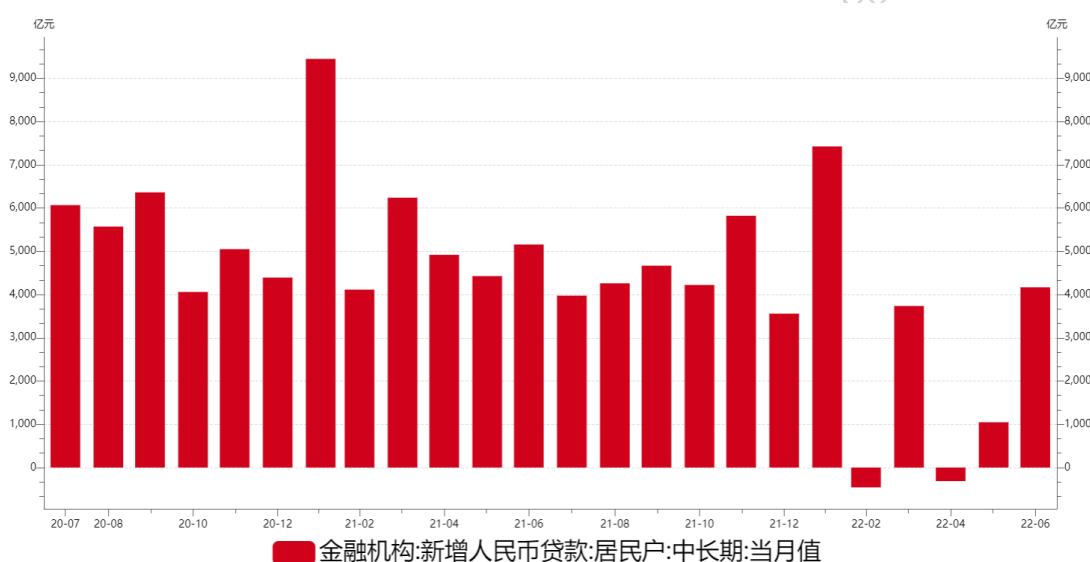
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

政策端需进一步发力，因城施策持续实施。此前，央行、银保监会发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》，在全国统一的贷款利率下限基础上，央行、银保监会各派出机构按照“因城施策”原则，根据辖区内各城市房地产市场形势变化及城市政府调控要求，自主确定个人住房贷款利率加点下限。例如：郑州出台房票安置实施办法，对中

心城区的棚户区改造将推行房票安置，对被征收人使用房票购买商品住房，给予安置补偿权益金额 8%奖励，且不计入家庭限购套数；南京溧水房地产市场近期推出 3 项新政，包括全面推行“房票”安置政策、购房即补贴总房款 0.8%、商贷执行全市最低利率；河南省济源市将居民首套房首付比例降至 20%，鼓励房企对首付分期收取，但最长不超过一年，成为全国首个允许首付分期的城市。

总体来看，2022 年上半年房地产投资表现总体较弱，多指标均维持下行趋势，令房地产市场持续承压。尽管各地因城施策优化楼市调控的节奏逐渐加快，但地产行业依旧疲软。但从六月份居民中长期贷款数额来看，居民购房意愿在政策逐步见效的背景下逐步好转，预计下半年地产投资增速将继续低位运行，大幅度回升的可能性不大。

图 32 新增居民中长期贷款



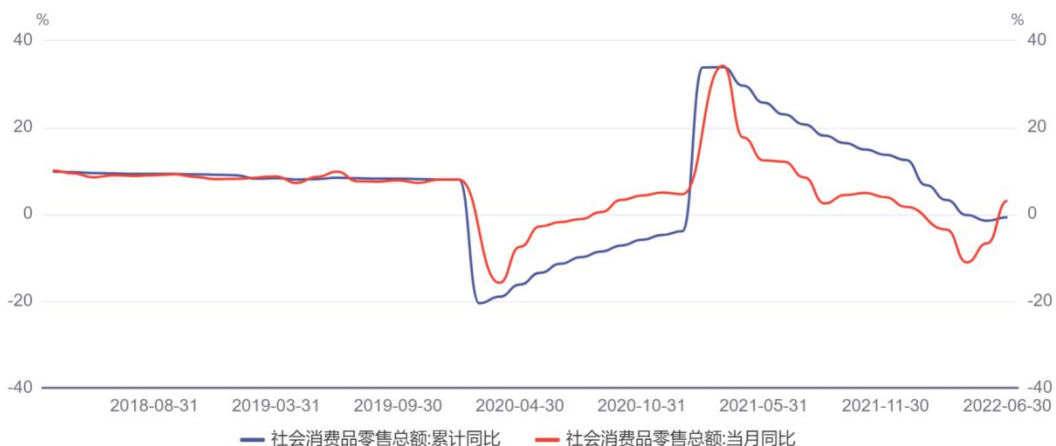
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

#### （四）限额以上维持高增，带动社消转降为升

上半年，社会消费品零售总额 210432 亿元，同比下降 0.7%。其中，四月份疫情对餐饮及线下消费冲击较大，社消当月同比下降，五月份消费场景逐渐恢复和促进消费相关政策的正面效果带动消费需求，五月份降幅收窄并在六月份由负转正，同比增长 3.1%，扭转了自 3 月以来的下滑态势，增速回归疫情前的水平。



图 33 社会消费品零售总额增速



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

具体来看，得益于疫情得到控制带来的线下消费场景有序恢复，餐饮消费当月同比下降 4%，较五月上升了 17.1 个百分点。与汽车消费、石油及制品类消费共同为六月份社零带来明显支撑。在复工复产的有序推进和各项汽车消费性政策推动下，六月汽车零售额同比大幅增长 13.9%，除汽车以外的消费品零售额同比增长仅为 1.8%，限额以上企业商品零售总额当月同比增长 8.8%，显著高于社零总额增速，反映出汽车品类的高增长是消费增速回升的主要贡献项，同时油价上涨驱动石油及制品类消费增速上扬。

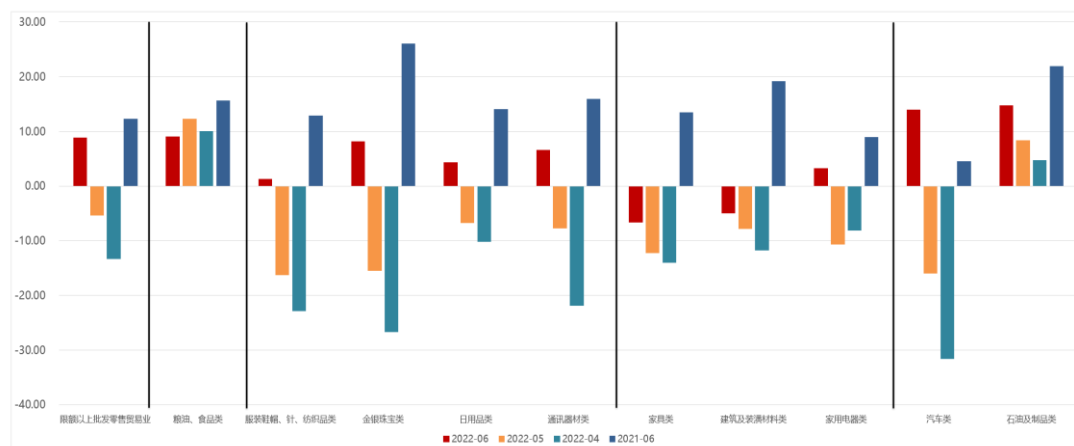
其他限额以上商品中，粮油、食品类消费当月同比增速较五月有所放缓但仍处于 9% 的较高增速水平；除汽车消费以外，通信器材、金银珠宝类、日用品类和化妆品类等可选消费增速回升幅度也较为显著，表明居民消费内在动力逐渐增强。但不利因素是，与房地产相关性较强的家具和装潢消费当月同比增速较 5 月降幅减小但仍同比下降，销售、竣工等地产指标维持双位数负增长，对相关消费形成拖累，反观受益于“家电下乡”及天气等因素的带动，家电消费增速由负转正。

图 34 批发零售与餐饮业社零总额：当月同比



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 35 社零总额分项：当月同比



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

收入支出角度来看，上半年，全国居民人均可支配收入 18463 元，同比增长 4.7%，扣除价格因素实际同比增长 3.0%，上半年实际同比增长较一季度增速下降 2.1%；同时全国居民人均消费支出 11756 元，扣除价格因素实际仅增长 0.8%，上半年居民消费增速较一季度大幅下降 4.9 个百分点，其中，城镇居民人均消费支出甚至下降了 0.9%。此外，二季度央行储户问卷调查中的“更多储蓄占比”持续上升至 58.6%，创下近年来新高。受到疫情较大冲击居民消费意愿受损明显，家庭消费更为谨慎。当前居民消费信心、消费意愿、消费能力、收入预期等方面受疫情冲击短暂下降，对消费增速短时间内快速修复带来较大负面影响，不过随着疫情逐渐好转和和相关消费政策的激励下，消费需求有望逐渐修复。

图 36 居民人均可支配收入及消费支出：实际累计同比



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 37 全国城镇储户调查：储蓄意愿上升



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

## (五) 挤压订单有效释放，我国外贸稳定增长

### 1. 稳外贸政策支撑，出口继续超预期

我国 6 月出口金额为 3312.64 亿美元，前值 3082.4 亿美元，增速再度高于市场预期。在去年同期基数（同比增速 32.03%）走高的背景下，出口增速不降反升，反映出口景气度高，表现较为强劲。而增速继续高涨，在我们看来有两点原因：一是 4 月份大规模爆发的新冠疫情形势持续好转，复工复产进度快，前期因停产所挤压的出口订单得到有效释放。海关总署也在新闻发布会中表示，长三角等地区的出口增速整迅速恢复；二是部分稳外贸、保出口政策的落实，提振出口增长。为支撑我国出口在大规模停产的情形下迅速恢复，政府自 5 月份开始便出台了相关稳外贸、保出口政策。例如，5 月 26 日国务院办公厅印发《关于推动外贸保稳提质的意见》，从保障外贸领域生产流通稳定、加大外贸企业财税金融支持力度以及进一步帮助外贸企业抓订单、拓市场等方面提出了 13 条政策措施，政策目标着眼于保主体、保订单、保市场、保信心、保履约。稳外贸政策的逐步落实，也支撑着我国出口维持高景气。

图 38 我国出口同比增速 (%)



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 39 我国制造业新出口订单指数



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

从主要出口产品上看,机电产品占比整体出口的 55%左右,是决定出口增速的关键。本月机电产品出口同比在去年同期基数 31.19%上继续增长 12.5%,高出上月 3.1 个百分点,提振了整体出口,这也受益于长三角地区复工复产的持续推进。除此之外,出口表现较好的主要是鞋、包、玩具、和服装等传统消费品,劳动密集型产品仍表现较好。

图 40 我国主要出口产品

出口重点商品金额(美元, 当月同比)	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2021-06
肥料	-23.95	-39.22	-16.13	-6.04	130.34
家用电器	-13.09	-8.33	-5.38	-8.52	47.31
成品油	-9.97	7.35	0.50	-0.15	187.32
医疗仪器及器械	-1.28	-9.60	-10.19	4.87	-19.51
家具及其零件	-0.28	0.33	-3.04	7.10	25.27
手机	2.77	14.01	-7.30	14.08	11.33
灯具、照明装置及其零件	5.85	3.07	9.77	9.86	22.43
高新技术产品	7.45	4.35	-5.00	9.59	23.11
纺织纱线、织物及其制品	7.90	15.71	0.86	22.24	-22.54
通用机械设备	8.91	9.19	2.84	27.05	30.42
粮食	9.58	-27.39	7.03	-33.63	-18.89
机电产品	12.51	9.38	-0.12	11.17	31.19
汽车零配件	13.81	13.06	-0.17	7.10	69.98
集成电路	16.54	17.57	1.13	15.49	32.06
塑料制品	18.70	17.82	9.72	20.83	11.69
服装及衣着附件	19.10	24.61	1.89	10.50	17.66
汽车(包括底盘)	21.18	46.71	8.62	54.63	149.84
农产品	23.96	27.58	20.45	20.36	12.10
玩具	35.29	32.96	17.59	13.77	40.53
钢材	41.19	77.80	-3.75	6.46	145.65
稀土	44.51	123.89	100.82	99.99	81.69
鞋靴	45.70	49.54	27.97	26.63	34.57
箱包及类似容器	47.14	50.50	30.79	32.65	39.19

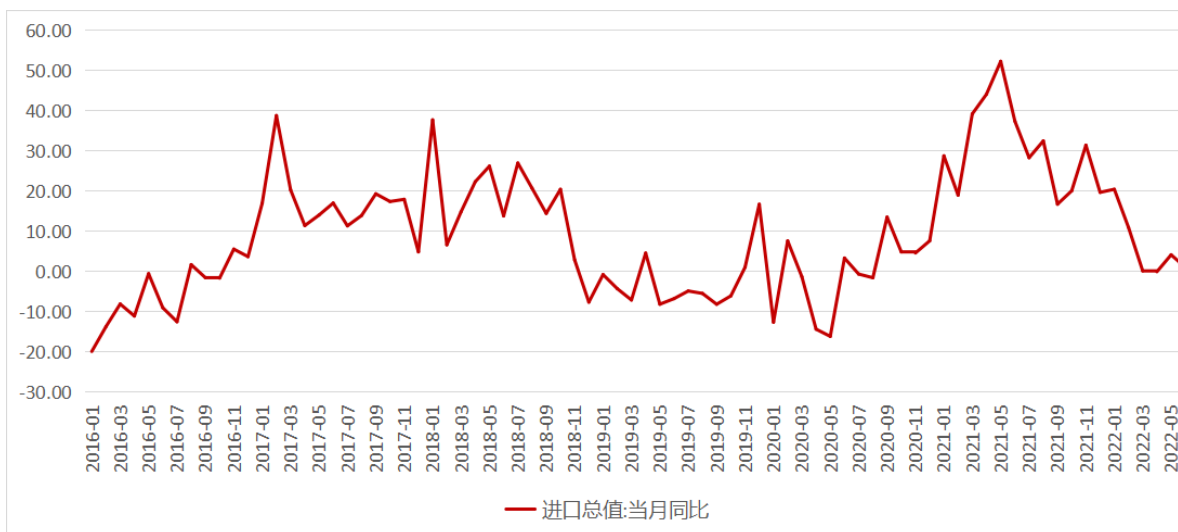
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

总的来看,随着疫情逐步好转、复工复产持续推进以及稳外贸政策的不断落实,我国6月出口增速再度超预期走高。展望未来,疫情后我国出口产品竞争力有所上升,替代效应持续作用仍支撑着我国外贸。但需要看到,美联储今年多次加息导致全球经济放缓担忧加剧,接下来海外经济景气度或降低,从而导致需求相应下降,不利于我国出口。同时,伴随着国际大宗商品价格的回落,我国一些大宗商品出口增速也可能回落。综上,下半年出口同比增速或呈下降趋势,但回归疫情前增速的可能性不大。

## 2. 经济内生动力弱化 进口同比增速回落

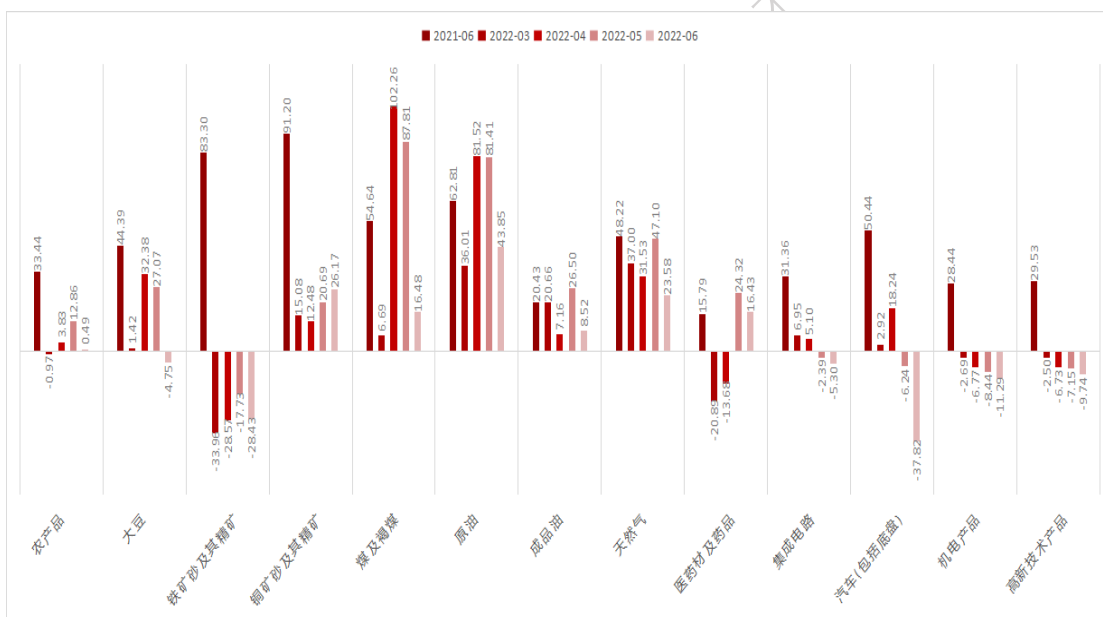
6月份我国进口金额当月同比录得 1.0%,前值为 4.1%,下行 3.1 个百分点。分结构来看,6月份汽车、集成电路、机电产品、高新技术产品同比降幅进一步扩大,出口限制以及随着中国制造在产业政策支持下,我国对相关类别产品的进口依赖度逐渐降低。6月我国进口金额同比增幅较快的产品仍主要集中在上游能源、原材料等。其中,铜、煤及褐煤、天然气、原油进口金额同比均保持双位数增长,铁矿砂进口同比延续负增;反观粮食、大豆等农产品的进口金额整体增速较前两个月有所放缓,以上受海外影响较为明显的商品,进口金额同比增幅较6月均有收窄,对进口增速形成一定的拖累。从量价角度来看,6月份大宗商品价格整体冲高回落,当仍处高位,对国内需求产生一定的抑制,这也导致了能源、原材料、粮食进口较五月份呈现量价齐跌的走势。

图 41 我国进口同比增速 (%)



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 42 主要进口品金额当月同比增速 (%)



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

从去年同期来看, 进口数据基数偏低, 而在低基数效应下, 进口同比增长仍然延续回落趋势或进一步表明当前我国经济内生需求较为疲软, 进口需求走弱, 而随着稳增长、稳就业, 促销费等政策效果显现, 国内需求有望渐趋回暖。而在全球加息的背景下, 能源、原材料等大宗价格逐渐回落, 将有助于国内 PPI 价格指数进一步回落, 缓解生活资料价格抬升对通胀的影响, 对于进口增速难免形成拖累。

## （六）通胀水平总体可控，保供稳价持续运行

### 1. CPI：多轮收储抬升猪价

在今年《政府工作报告》中指出，2022年CPI预期目标为3%左右，仍有一定空间。目前看来，CPI整体仍较为疲弱，尤其是核心CPI，6月同比录得1.0%，距离疫情前的1.5%-2.0%的中枢水平还有差距。并且影响物价的逻辑没有发生明显变化，疫情仍是关键因素，通胀水平总体仍保持温和。

收储政策频频落地，猪价带动食品价上行。6月份猪肉价格下降6.0%，降幅比上月收窄15.1个百分点；环比价格上涨2.9%。从供给端看，由于生猪产能逐步调整，国内养殖场生猪出栏量降低，出栏情绪减弱，部分养殖户压栏惜售，生猪供销总体偏弱。从需求端看，随着中央冻猪肉储备收储工作有序开展，猪肉需求短期内有所抬升，支撑了生猪价格的上扬。今年以来，共进行了十二轮中央储备冻猪肉收储工作，随着猪肉收储利好到来，叠加市场对三四季度猪肉市场预期较好，猪价一改跌势，迎来久违的上涨行情，短期内表现较好。但需要注意的是，随着生猪二次出栏情绪转浓，产能去化进度加快，市场生猪出栏或有阶段性抬升，并且在疫情影响下居民总体消费需求依旧低迷，猪肉价格大幅回升可能性不大，需政策端进一步刺激。

食品中除猪肉外，价格总体回落。受供应增加、物流好转和囤货需求减少等因素影响，鲜菜、鸡蛋、鲜果和水产品价格均有所下降。接下来，随着权重较大的猪肉价格上升期到来，食品价格或小幅上涨。

从非食品项看，6月非食品价格环比上涨0.4%，增幅小幅上涨。其中，国际油价波动影响国内汽油和柴油价格上涨6.7%和7.2%，涨幅较上月分别扩大6.1和6.6个百分点。服务消费有所恢复，飞机票价格大幅上涨19.2个百分点。剔除食品和能源后，反映终端消费需求的核心CPI同比增速1.0%，较上月上涨0.1%，核心物价小幅升温。

总体来看，我国通胀水平较为温和，能源价格成本仍受海外因素影响。目前，海外各国经济有一定的经济下行压力，供需两端均受到冲击，在此基础上，原材料高涨不下的势头得到遏制。但猪肉价格在多轮收储政策下转跌为升，此消彼长下，通胀水平或维持温和态势。

### 2. PPI：保供稳价持续显效

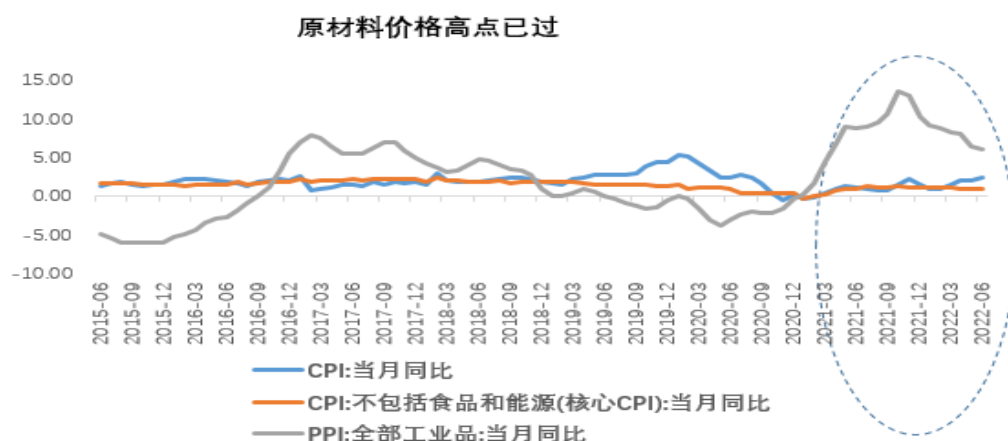
尽管原油、有色金属等国际大宗商品价格仍在高位运行，但在复工复产持续推进、保供稳价政策逐步显效以及产业链供应链畅通稳定的背景下，工业品价格同比环比涨幅均有

所回落。6月PPI同比上涨6.1%，涨幅比上月缩窄0.3个百分点；环比由上涨0.1%转为持平。地缘政治原因依旧影响PPI环比正增长，但随着保供稳价政策逐步显效，国内相关行业价格涨幅回落。

主要行业中，国际原油价格变动，带动相关行业小幅上涨“迎峰度夏”备煤需求增加，煤炭开采和洗选业价格由下降1.1%转为上涨0.8%。受投资增速放缓等因素影响，钢材、水泥等行业需求相对较弱，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降3.1%，非金属矿物制品业价格下降1.5%。截止7月28日，NYMEX原油期货收盘价97.30美元/桶，较上月进一步下行8个百分点，整体趋势向下回落。

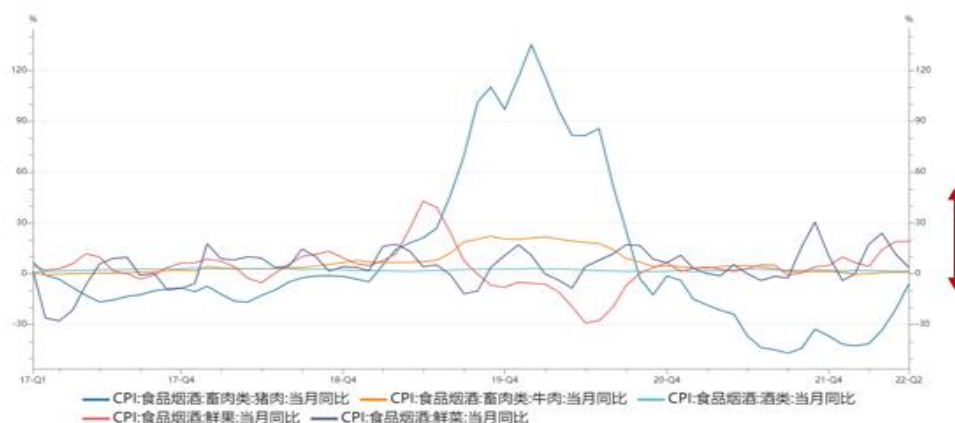
接下来，地缘政治因素不确定性依旧较大，但海外各国经济下行压力有所增大，生产及需求均会受到影响而有所收缩，国际大宗商品价格或将继续下行。7月28日，中央召开政治局会议，会议上提到，下一阶段政策基调在于“着力稳就业稳物价”，可以看出我国政府对于稳价格的信心以及重视。叠加我国“保供稳价”持续推进，PPI大概率将延续下行的趋势不会改变。

图 43 原材料价格高点已过



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 44 多轮收储抬升猪价



资料来源：Wind，瑞达期货研究院



### 三、国内宏观政策要稳字当头、以我为主

#### (一) 财政政策：稳就业为主要目标

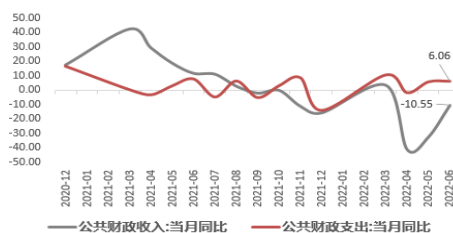
疫情边际缓和，留抵退税持续影响。上半年全国一般公共预算收入 105221 亿元，同比下降 3.57%，扣除留抵退税因素后增长 3.30%，较上月上升了 0.4 个百分点。税收收入 85564 亿元，扣除留抵退税因素后增长 0.9%；非税收入 19657 亿元，比上年同期增长 18%，较上月大幅回升 4.9 个百分点，非税收入占比 18.68%，为历史最高水平。短期疫情及大规模集中减退税影响财政收入。据财政部介绍，增量基本来自特殊增收，主要是原油价格上涨带动石油特别收益金专项收入增加、按规定恢复征收的银行保险业监管费收入入库等拉高中央非税收入增幅 45.4 个百分点。近期，按照国务院《扎实稳住经济一揽子政策措施》有关要求，地方新增专项债券资金已发行完毕。随着疫情逐渐好转、下达专项债专项债逐步落实到项目中，财政收入可能会渐渐恢复。

财政支出继续发力，但幅度有限。上半年公共财政支出 128887 亿元，比上年同期增长 5.9%。从支出进度来看，教育、社会保障和就业仍为支出重点，支出规模均超 4000 亿元；交通运输、疫情防控常态化下卫生健康同比分别增长 16.12%、5.90%。对应的是保障常态化核酸检测等疫情防控的财力支出，稳就业，保增长这三大政策目标，符合稳住经济的要求。但财政支出较于前几个月来说明显放缓，后续财政支出持续发力、继续适度超前开展基建，从而为推进我国经济复苏。

7 月 28 日，中央政治局会议中，会议中提到，“财政货币政策要有效弥补社会需求不足”，反映出我国政府对内需的重视，内需不足仍是当前经济恢复的一个重要问题。在宏观政策的论述中，财政政策要求“用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额”

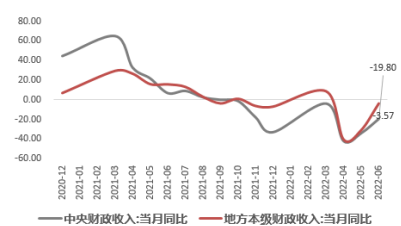
接下来，我国对全年经济增长增速要求态度较此前有所弱化，财政政策的主要目标已由保增长逐步转变为保底线、保民生、保就业。而地产去杠杆、金融防风险等长期政策将继续推进，仍然是主导增长的关键因素。短期内以执行现有政策为主。

图 45 公共财政收入同比增速 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 46 地方财政收入同比增速 (%)



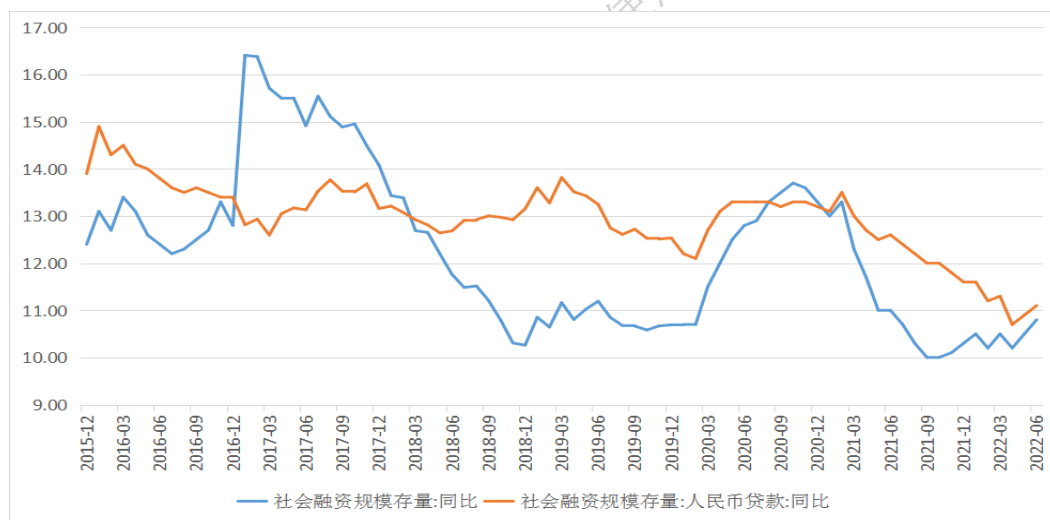
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

## （二）货币政策：由宽货币向宽信用倾斜，总量维持稳定

社融增速继续回升，政策措施效果显现。6月新增社融同比多增1.47万亿元，再度好于市场预期。但本月新增社融抬升，政策驱动的特点较为明显，主要支撑源于政府债的大幅发行，政府债券新增1.62万亿元，同比多增8676亿元，环比多增5602亿元。目前新增地方政府专项债发行基本结束，三季度是重要时期，政府债券提前批的发放与否将对社融产生较大影响。随着以后经济逐步修复，国务院523会议推出6方面33项稳经济措施，市场利率显著下行，贷款需求明显改善，新增人民币贷款3.03万亿元，同比多增6416亿元，环比多增1.24万亿元，亦是六月份社融增幅进一步扩大的原因。

此外，新增表外融资-144亿元，同比少增1597亿元，票据融资近一年来首次少增；新增直接融资3083亿元，其中新增企业债券融资2495亿元，同比少增1432亿元，城投债净融资额同比减少900多亿元是拖累企业债券融资的主要原因；股市呈现复苏回暖态势，新增股票融资588亿元，同比少增368亿元。

图 47 社会融资规模存量增速



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

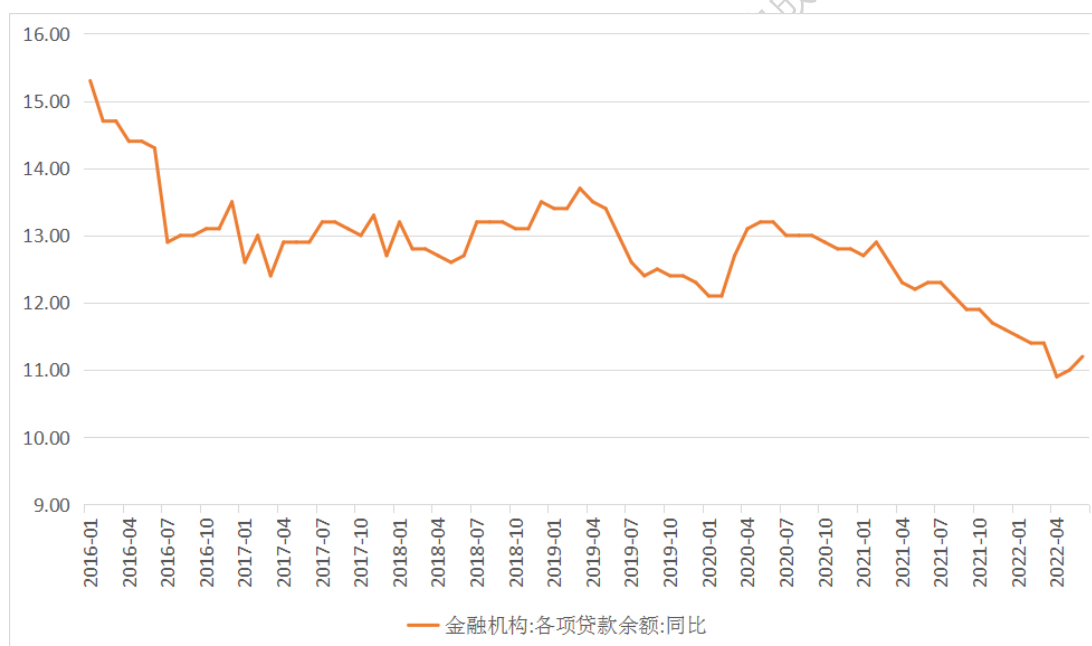
信贷总量与结构好转，实体融资改善明显。结构上，扣除季节性后，贷款总量依旧保持高增，创下历史同期最高新增规模，表明货币政策逆周期调节的作用发挥显著，经济延续恢复态势，企业端恢复进度更佳，信贷总量和结构出现明显修复和优化。

具体来看，6月份人民币贷款增加2.81万亿元，环比多增9200亿元，同比多增6867亿元。其中企业中长期贷款增量高达1.45万亿元，相比去年同期多增6130亿元，主要的原因可能是政策性银行以及基建项目的发力。此前国常会指出，要“调增政策性银行8000亿元信贷额度”，这一举措体现了政府对基建的重视程度，相关配套融资需求也受到提振。同时新增企业短期贷款6909亿元，票据融资796亿元（一年来首次少增），说明随着疫后

经济不断好转，实体企业对未来信心充沛，中长期贷款需求得到改善，融资意愿逐渐恢复，将有助于经济进一步复苏。

而居民贷款方面，不论短期还是中长期贷款，均与此前的疲弱趋势大相径庭。居民短贷同比多增 782 亿元，多增规模持续扩大；中长期贷款环比反弹 3120 亿元，相比去年同期下降 989 亿元、同比降幅大幅收窄至 4167 亿元。居民短贷同比多增，鼓励消费及汽车消费政策支持力度明显加大，驱动居民消费需求有所回暖。中长期贷款大规模反弹表明疫情期间积压的房地产需求释放。二季度以来地方放松政策频出，尤其是在 429 政治局会议之后，地方放松政策频率明显加快，因城施策持续实施。下半年，各地在地产政策上或进一步放宽，或将从首付比例、限贷标准、房贷利率等多方面着手，从而改善居民购房需求，利好地产企稳发展。

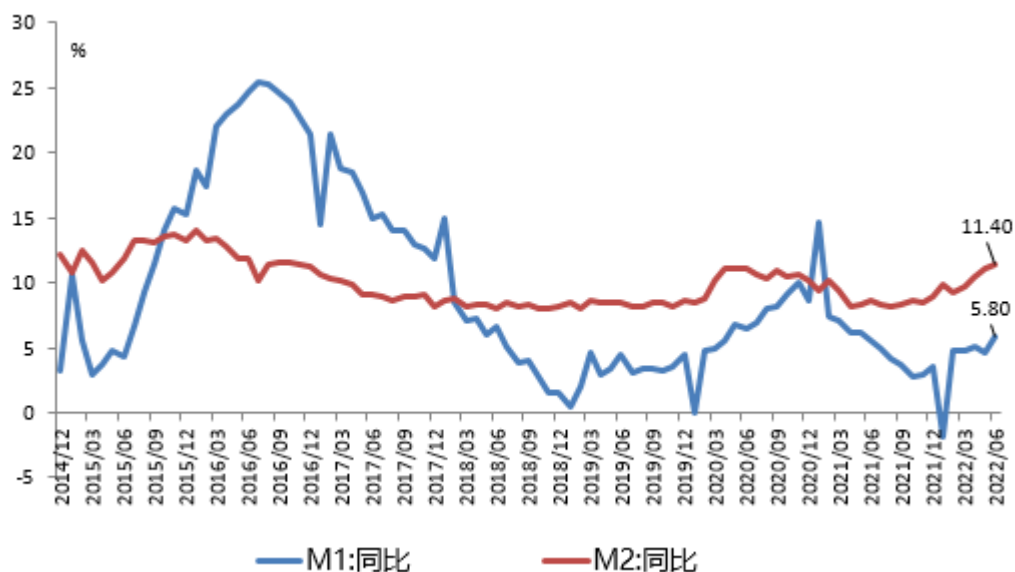
图 48 金融机构各项贷款余额同比增速



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

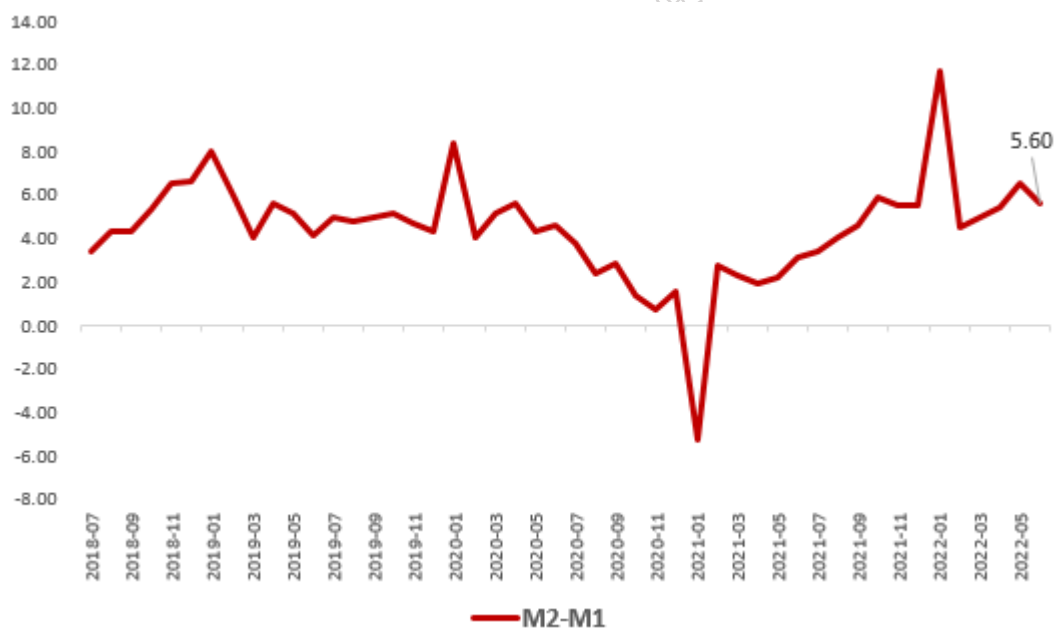
M2 增速维持高位，M1 小幅上涨，M2-M1 剪刀差收窄。6 月 M2 同比增长 11.4%，增速较上月末提高 0.3 个百分点，较上年同期上升 2.8 个百分点，突破 2020 年最高点。居民和企业存款均同比大幅多增和财政存款同比少增 365 亿元，是 M2 支撑增长继续加快的主要原因。M1 同比增长 5.8%，增速分别比上月末和上年同期高 1.2 个和 0.3 个百分点。本月 M2-M1 剪刀差较 5 月剪刀差收窄 0.9 个百分点至 5.6%，但仍然在较高水平，反映出了在留抵退税、宽货币等政策的支持下，实体经济活力增强，但 M2 与社融增速差维持在 0.6%，企业投资意愿仍有待释放。在“稳增长”背景下，广义流动性充裕，对股市构成利好。

图 49 M1、M2 均有所回升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 50 M2-M1 剪刀差缩窄

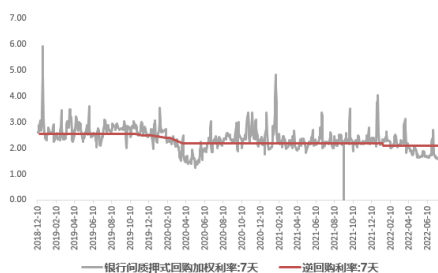


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

总体来看，各项金融数据均明显超出市场预期，宽货币向宽信用持续传递，效果较为明显。金融数据的良好表现，反映出国家政策和金融机构加大对实体经济恢复的支持力度，实体信心回升，信贷结构将继续优化，叠加此前政府部门推出的 33 条一揽子稳增长措施，国内经济形势稳步向好。但仍要注意几点：1) 房地产整体依旧疲弱，后续政策面端或将继续发力；2) 疫情因素仍是影响我国经济复苏的关键因素，多点多地反复将大幅影响居民消费，并且对企业经营信心造成影响；3) 近期通胀水平受猪价高涨影响有所上升，若这一趋

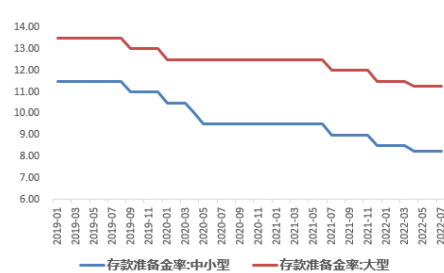
势延续下去，或对货币政策方向进行一定影响。4) 海外货币政策加速收缩，美元升值带来的人民币贬值压力依然不减。“汇率”和“物价”是当前影响货币政策的两个重要因素，下半年政策或将进一步由宽货币向宽信用倾斜，总量维持稳定，改善信贷结构，实现稳增长、稳信用的目标，剔除政府专项债发行完毕的影响，社融或有继续回升基础。

图 51 市场利率多次低于政策利率 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 52 存款准备金率 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。