

二季度 GDP 增速受疫情冲击明显下滑，6 月宏观经济加速修复

——2022 年 6 月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：据国家统计局公布的数据，二季度 GDP 同比增长 0.4%，一季度增速为 4.8%，上半年 GDP 增速为 2.5%；6 月规模以上工业增加值同比实际增长 3.9%，前值为 0.7%；6 月社会消费品零售总额同比增长 3.1%，前值为-6.7%；1-6 月全国固定资产投资同比增长 6.1%，前值为 6.2%。

基本观点：疫情等超预期因素冲击下，二季度宏观经济经历了剧烈波动过程，留下一个明显的“增长缺口”。当前稳增长政策正在全面发力，经济已转入修复轨道，但不平衡特征突出，总体上呈现“供强需弱”、“基建强消费弱”的特征，其中房地产下滑正在成为经济下行压力的主要来源。

展望下半年，在疫情继续得到稳定控制、稳增长政策效果持续显现，以及楼市有望逐步回暖的前景下，经济修复势头将会持续，三、四两个季度的 GDP 同比增速会逐步向潜在增长水平回归，我们预计有望分别达到 5.0%和 5.5%左右。下半年宏观政策将在稳增长方向保持连续性，外部金融环境收紧不会影响国内宏观政策“以我为主”的基调。

具体解读如下：

一、GDP 增速：二季度 GDP 同比增长 0.4%，较一季度 4.8%的增速明显下滑，主要原因是疫情短期冲击效应剧烈，对宏观经济供需两端都形成较大扰动。下半年经济增长有望向正常水平回归。从拉动经济增长的“三驾马车”来看，尽管国家统计局暂未公布相关拉动力数据，但我们分析，考虑到疫情冲击下，二季度商品和服务消费同比都出现较大幅度负增长，消费拉动力将为负值，估计会下拉 GDP 增速 4 个百分点左右；二季度稳增长政策发力，基建投资增长势头强劲，很大程度上对冲了房地产投资下滑的影响，加上制造业投资保持两位数高增，估计当季投资对 GDP 增速的拉动力会达到 4 个百分点左右。

最后，二季度出口额同比增长 13%，贸易顺差创下历史最高记录，同比增幅高达 69.9%。但考虑到二季度出口额增长主要靠出口商品价格上涨驱动，出口量并未明显增加，而统计外需对经济增长的贡献，要扣除价格变动因素，因此二季度外需对 GDP 增长的拉动力可能延续一季度的偏低水平（0.18 个百分点），估计会在 0.4 个百分点左右。

整体上看，二季度宏观经济运行的主要特征是，疫情冲击导致消费对经济增长的拖累效应明显，稳增长政策发力下，投资成为稳住经济大盘的支柱，尽管二季度出口表现屡超预期，但外需贡献温和。

展望未来，以当前的经济修复势头判断，三季度 GDP 同比将升至 5.0% 左右，消费将恢复正向拉动，投资继续保持较快增长；三季度 GDP 预期增速仍将略低于潜在增长水平（5.5% 左右）有两个原因：一是消费修复可能较为温和，二是房地产对宏观经济还会有一定拖累。这意味着三季度各类稳增长政策将保持连续性，财政金融对实体经济仍会保持较大支持力度。

二、工业生产：疫情冲击进一步缓和，6 月工业生产增速继续反弹，但主要受需求端制约，反弹幅度不及预期。6 月工业增加值同比增长 3.9%，增速较上月加快 3.2 个百分点，带动上半年累计增速从 1-5 月的 3.3% 小幅加快至 3.4%。

6 月三大门类增加值增速均有所回升，其中，采矿业增加值同比增速从上月的 7.0% 加快至 8.7%，领跑三大门类，主要原因是 6 月进入煤炭需求旺季，且煤炭价格上涨动力较强，当月原煤产量同比增长 15.3%，增速较上月加快 5.0 个百分点；6 月电力燃气及水的生产和供应业增加值同比增速从上月的 0.2% 加快至 3.3%，这与当月发电量同比增长 1.5%，增速较上月回升 4.8 个百分点相一致。占工业九成的制造业生产此前受疫情冲击最为剧烈，6 月随疫情扰动进一步减退，反弹幅度也最大，当月制造业增加值同比增长 3.4%，增速较上月回升 3.3 个百分点，但这一反弹幅度并不及预期，拖累当月工业增加值整体增速弱于预期。

我们认为，6 月工业生产增速反弹幅度不及市场预期，这与疫情扰动还未完全退去有一定关系，尤其是 6 月中上旬扰动仍较为明显，但更为重要的原因还是需求端的制约。首先，尽管 6 月基建投资发力提速，但房地产投资下行程度加深，抑制建筑相关工业品需求增长，进而制约产能释放。当月水泥、平板玻璃、钢材等建材产量同比分别下降 12.9%、0.1% 和 2.3%，主要有色金属产量同比增速则较上月小幅放缓 0.1 个百分点至 3.2%。其次，尽管 6 月出口继续取得超预期的表现，但主要原因是积压订单的集中出运，目前纺织等行业出口订单外流现象显现，下半年出口预期并不算乐观，这会制约相关行业企业加快生产的积极性。

由此，受需求端影响，6 月制造业各细分行业生产热度分化较大。其中，建筑装饰材料相关的非金属矿物、有色金属、金属制品行业增加值同比增速仅较上月分别回升 1.7、1.5 和 2.4 个百分点，钢铁行业增加值增速虽反弹 3.3 个百分点，但仍仅为 0.6%；出口订单外流较为严重的纺织业增加值同比跌幅较上月加深 0.4 个百分点至 3.9%；而受汽车销售大幅改善提振，6 月汽车制造业增加值同比增速较上月加快 23.2 个百分点至 16.2%，在各细分行业中表现最为亮眼。

我们认为，随疫情扰动基本退去，接下来决定工业生产表现的主线将从供给端扰动转向需求端改善情况。一方面，下半年基建还将继续发力，基建投资有望加速至两位数高增，居民消费也会延续修复势头；另一方面，房地产市场上行拐点尚未确立，房企现金流依然紧张，下半年房地产投资难以摆脱低迷

状态，这将在很大程度上抵消基建投资发力对需求端的提振；同时，随海外经济增长前景减弱以及海外生产能力恢复导致出口订单外流，出口预期下滑将给出口导向型行业生产带来负面影响。整体上看，当前工业生产仍未完全修复到位，后续还有提速空间，预计7月工业生产增速将加快至4.5%左右，在宏观经济“供强需弱”格局下，仍难以恢复至6.0%左右的常态增长水平，而后续进一步向上的斜率和空间还要看需求端表现。

二、消费：受疫情扰动进一步减退、近期促消费政策不断出台提振，6月社零增速超预期反弹，其中汽车零售对社零增速回升有很大贡献。6月社零同比增速实现由负转正，且回升幅度较大，比上月改善9.8个百分点至3.1%。主要原因有二：一是疫情扰动进一步减退，疫情期间被抑制的消费需求回补；二是近期促消费政策不断出台，政策效应有所显现。上述两点因素集中体现在汽车销售方面。随着疫情缓和后的汽车生产恢复和需求回补，以及减征汽车购置税等促汽车消费政策落地实施，提振购车需求，6月车市明显回暖，当月汽车零售额同比高增13.9%，增速较上月大幅加快29.9个百分点。由于汽车零售额在社零中的占比接近10%，对社零整体表现产生强有力的拉动。

剔除汽车的拉动作用，6月消费仍有较为明显的修复。当月除汽车以外的消费品零售额同比增长1.8%，增速较上月加快7.4个百分点；餐饮收入同比降幅也从上月的21.1%收窄至4.0%。我们认为，主要原因还是疫情扰动的进一步减退。这具体体现在，受疫情冲击较大、3-5月零售额同比深跌的化妆品、金银珠宝、通讯器材、服装鞋帽等可选消费品零售额增速在6月均实现回正，与5月相比出现较大幅度的反弹，而疫情期间表现相对稳定的食品、饮料、中西药品等必需品零售额增速反而有所下滑或仅小幅提速。这意味着此前“必选强、可选弱”的局面正在扭转。

值得注意的是，在楼市低迷背景下，6月涉房消费表现较弱，其中建材零售额同比为-4.9%，降幅仅较前值收敛2.9个百分点；家具零售额同比-6.6%，降幅较前值缩小5.6个百分点，也明显低于整体消费改善幅度。服务消费方面，6月服务业商务活动指数为54.3%，比上月上升7.2个百分点，同比为1.3%，仍显著低于6%-7%的正常增长水平。这符合疫情对服务业冲击更大、修复更慢的普遍规律。

需要说明的是，即便增速已有明显回升，但截至6月份，除汽车外的消费品零售额和餐饮收入仍然处在很弱的增长水平，其中餐饮收入仍未摆脱同比负增状态，与疫情前的常态增长水平相比还有较大差距。这固然与6月疫情扰动并未完全退去有关，但更为重要的原因还是伴随经济下行，就业压力加大，居民收入增速下滑——上半年居民人均可支配收入同比名义增长4.7%，实际增长3.0%，较2021年同期增速明显放缓——而收入增长水平和增长预期是决定居民消费能力和消费意愿的最关键因素。

展望下半年，随着疫情防控政策更加灵活，促消费政策继续加码发力，以汽车、家电等大宗消费品为代表，商品消费增速还将延续回升势头。我们判断，尽管受居民收入增速下滑影响，年内商品和服务

消费增速都很难恢复到常态增长水平，但与上半年相比会有明显改善——上半年社零累计同比下降 0.7%，预计下半年平均增速将在 4.5% 左右——从而对稳定下半年宏观经济大局起到积极作用。

四、投资：6 月投资继续保持较强增长势头，在经济修复过程中引领作用明显，其中基建投资进一步提速，房地产投资降幅扩大。1-6 月固定资产投资累计增速为 6.1%，受上年同期基数抬高影响（以两年平均增速衡量），累计增速较前值小幅下滑 0.1 个百分点，但仍明显高于去年全年 4.9% 的增长水平，显示投资正在成为当前稳定宏观经济大盘的关键力量。我们测算，伴随疫情扰动消退、各项稳投资政策发力，6 月单月固定资产投资同比增速达到 5.6%，高于 5 月的 4.5%，表明投资正在引领经济修复过程。我们预计，7 月投资稳增长效应将有进一步体现，1-7 月固定资产投资增速有望回升至 6.4% 左右。

从投资的三大板块来看，1-6 月基建投资（不含电力）同比为 7.1%，增速较前值加快 0.4 个百分点，明显高于去年全年 0.4% 的增长水平；据我们测算，6 月单月基建投资同比达到 9.1%，也较前值（8.4%）有所加快。6 月疫情对基建施工扰动全面消退，更为重要的是，除专项债发行使用前置外，近期包括政策性金融调增 8000 亿信贷额度支持基建等措施持续加码，对基建投资形成有效支撑。其中，上半年水利投资同比增速高达 59.5%，远超年初制定的 8.5% 左右的全年增速。由此，当前基建投资正在成为稳住经济大盘的中流砥柱。我们预测，伴随政策效应进一步释放，7 月单月基建投资增速将进一步上行，1-7 月累计增速也有望达到 7.5% 左右。三季度基建投资将继续在本轮经济修复过程中发挥引领作用，全年基建投资增速有望达到两位数。

1-6 月制造业投资同比增长 10.4%，增速与前值基本持平，继续保持两位数高增状态。背后是为了推动经济转型升级、着力缓解“卡脖子”问题，政策面对制造业投资的支持力度较强，制造业中长期贷款近两年多来持续高增；加之当前海外对“中国制造”需求较强，也对以民间投资为主的制造业投资起到了推动作用。我们预计，短期内制造业投资增速或有小幅回落，但仍将保持较高水平。

尽管 6 月楼市出现回暖迹象，但整体上仍延续低迷状态，加之部分房企信用风险还在暴露，1-6 月房地产投资同比降幅有所扩大，录得 -5.4%，而前值为 -4.0%。据我们测算，6 月单月房地产投资同比为 -9.4%，降幅也较前值扩大 1.6 个百分点。结合近期楼市走势、房企施工作业情况，我们判断短期内房地产投资降幅还可能进一步扩大。疫情冲击过后，三季度宏观经济下行压力的主要来源是地产低迷。下一步以引导房贷利率下行为标志，房地产调控政策还有放松空间，预计房地产行业趋势性回暖迹象最早可能在三季度末前后出现。

五、就业：6 月城镇调查失业率降至控制目标水平，但青年失业率再创新高。6 月城镇调查失业率为 5.5%，较上月大幅下降 0.4 个百分点，已触及年初制定的 5.5% 的目标水平。表明伴随经济回升，就业市场正在大幅改善，这与整体经济修复进程相印证；当前就业数据修复领先各类宏观指标，主要原因是各

类稳就业政策全面发力。

不过，6月16-24岁青年失业率升至19.3%，前值为18.5%，处于明显偏高水平。这一方面符合毕业季来临的季节性规律，也表明当前结构性失业现象比较严重，后期针对青年农民工、大学生的就业支持政策还有很大发力空间。

整体上看，疫情影响下，二季度宏观经济经历了剧烈波动过程，留下一个明显的“增长缺口”。当前经济已转入修复轨道，但不平衡特征突出，总体上呈现“供强需弱”、“基建强消费弱”的特征，房地产下滑正在成为经济下行压力的主要来源。

考虑到下半年全球滞胀特征明显，国内局部地区疫情仍有散发等因素，下半年我国经济运行还会面临较大的不确定和不稳定因素，经济增速回升至5%-6%的潜在增长水平存在一定挑战。由此，下半年宏观政策将在稳增长方向保持连续性，发行特别国债等增量财政政策依然可期，货币政策也将持续从总量和结构两个方面加大对实体经济的支持力度。外部金融环境收紧不会影响国内宏观政策“以我为主”的基调。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。