

宏观点评 20220715

上半年 2.5%，下半年增速为多少才合适？

2022 年 07 月 15 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dzwzq.com.cn

证券分析师 李思琪

执业证书：S0600522010001

lisq@dzwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dzwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dzwzq.com.cn

相关研究

《通胀爆表+就业强劲=美联储大幅加息》

2022-07-14

《中国出口：上半场绝地反击，下半场怎么看？》

2022-07-13

《金融数据点评：结构改善，需求转圜》

2022-07-11

■ 2022 年上半年经济增速 2.5%，对于今年下半年和全年的增速意味着什么？一方面，上半年 GDP 增速 2.5%，第二季度增速为 0.4%，保住了疫情冲击下第二季度经济正增长的成果，下半年稳增长的起点至少要好于 2020 年。这也意味着 2022 年全年经济增长保 3 没难度，但是保 4，下半年经济增速至少要达到 5.3%（图 1 和 2）。

■ 下半年稳增长的难点在政府支出的持续性。上半年经济增速保 2，这其中核酸检测等政府服务消费发挥了重要的作用，如图 3 所示，服务业 GDP 增速在上半年要明显高于市场化服务活动的增速，如果撇开政府消费，第二季度 GDP 难以转正、上半年经济增速保 2 也存在难度。而下半年随着疫情逐步得到控制以及政府财政财力凸显，政府消费支出放缓带来的增长缺口需要投资和居民消费发挥更大的作用。

■ 工业生产：从供给约束到需求改善分化。6 月工业生产延续 V 型反弹，同比增长 3.9%，结合进出口和物流的数据，我们认为 6 月物流运输对于工业生产的约束基本解除（图 4），需求端的改善分化成为不同行业表现背后的主要因素。从细项上，汽车制造完成绝地反击、从 4 月的最大拖累项变成 6 月的最大拉动项，背后一方面是汽车消费在政策支持下明显反弹，另一方面汽车及零部件出口在 4 月触底后，5、6 月增速反弹。形成鲜明对比的是非金属制造业，原因除了去年的高基数外，地产开工和施工的持续走弱是重要的拖累因素。下半年，我们对于工业增长值的同比表现保持乐观，根据工业产能利用率恢复的情况，我们预计 2022 年全年工增同比在 5.6% 以上。

■ 6 月地产销售是昙花一现吗？6 月地产销售的反弹一度让地产相关板块升温，不过 6 月数据着实是泼了一盆冷水，除了地产边际改善外，其他主要的投资、开发指标均继续恶化，6 月地产投资同比由 5 月的 -7.8% 进一步回落至 -9.4%，除销售外，其他面积指标均录得 40% 以上的同比跌幅。而一些新的因素让第三季度地产的企稳更加充满不确定性：一方面，6 月冲高的地产销售在 7 月迅速回落，尤其是除北上广深以外的新一线城市（图 8 和 9）；另一方面，民间烂尾、断供潮逐步扩散，撇开金融风险不论，对于地产投资的企稳会产生明显的冲击：地产销售整体会受到影响，此外居民可能会更倾向于购置二手商品房，这会削弱资金和信贷由地产销售端向投资端的传导。

■ 汽车助力下，社零转正幅度超市场预期。6 月社零同比升 3.1%（彭博一致预期升 0.3%），而汽车作为消费领域各地财政刺激的主要发力点，同比增速转正至 13.9%（5 月降 16.0%），拉动社零增速 3.6 个百分点（5 月拖累 4.5%）（图 9）；除地产链产品受房地产市场低迷的拖累，其他各类产品同比增速普遍转正，解封下办公和社交类产品增速强劲（图 10）；在北京和上海逐渐放开堂食下，餐饮消费同比跌幅大幅收窄至 4.0%（5 月跌 21.1%）。

我们预计下半年社零同比增 3.4%，并对消费持谨慎态度，主要原因有三个：一是居民消费倾向在 2022 年二季度下滑至 2018 年以来最低（图 11）。尽管多数省市以消费券、补贴等形式促消费，但其影响的持续性有待观察。二是局部疫情反复导致的封控下，跨区域人员流动仍受较大限制，旅游、餐饮等服务业的修复仍受限。三是三季度通常为汽车销售的淡季，各地促进汽车消费的政策效果或不及二季度，因而我们预计汽车对社零的拉动或有限。

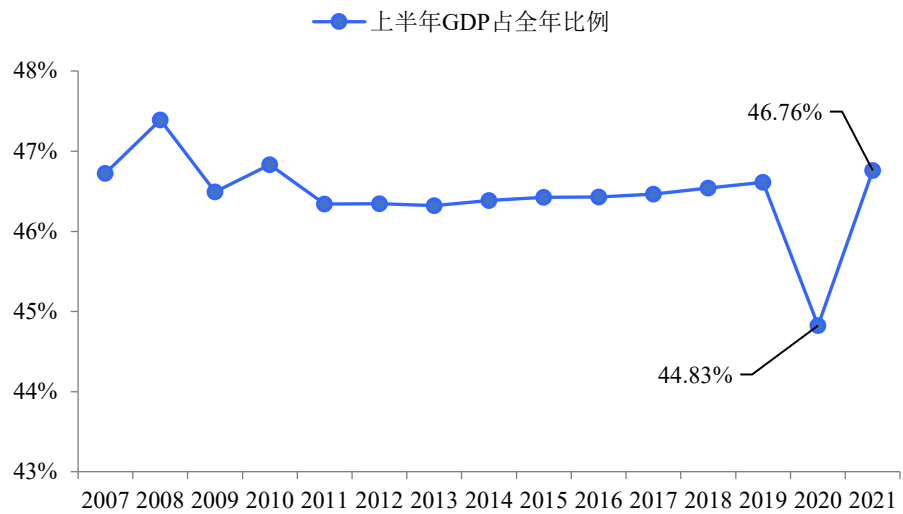
■ 6 月专项债与公共财政支出提速，推动累计基建投资增速增长至 9.25%。在专项债支与公共财政支出的持下，6 月基础设施建设投资增速同比增长 12.04%，不含电力为 8.15%。电力、热力、燃气及水的生产和供应业、水利、公共设施建设依然是资金的主要投向，交运、仓储业投资增速年内首次出现负增长，与铁路与道路运输业共同成为本月的主要拖累因素。资金来源方面，财政前置对基建投资的拉动作用非常明显。一是 6 月新增专项债发行规模达 1.36 万亿元，二是公共财政支出进度较快，6 月基建相关领域的公共财政支出进一步提速，同比增速达 8.6%。这两项

的资金支持规模已较去年同期多增近 1 万亿元。

上半年基建资金的使用情况来看，预计仍有较多资金未实际到位，叠加两项新出台政策性工具，我们预计下半年基建投资增速将能保持在 7% 以上。在国常会的推动下，现已增加新增政策性银行信贷额度 8000 亿元，并创设政策性开发性金融工具筹资 3000 亿元。考虑到新创设金融工具的杠杆作用，预计至少将能拉动下半年基建投资 1.4 万亿元，形成托底作用。

- **风险提示：**海外货币政策收紧下外需回落，国内疫情扩散超市场预期。文中测算基于当前的政策环境，若条件发生变化，测算可能出现较大误差。

图1: 除非受到重大冲击, 我国半年 GDP 占比的通常比较稳定



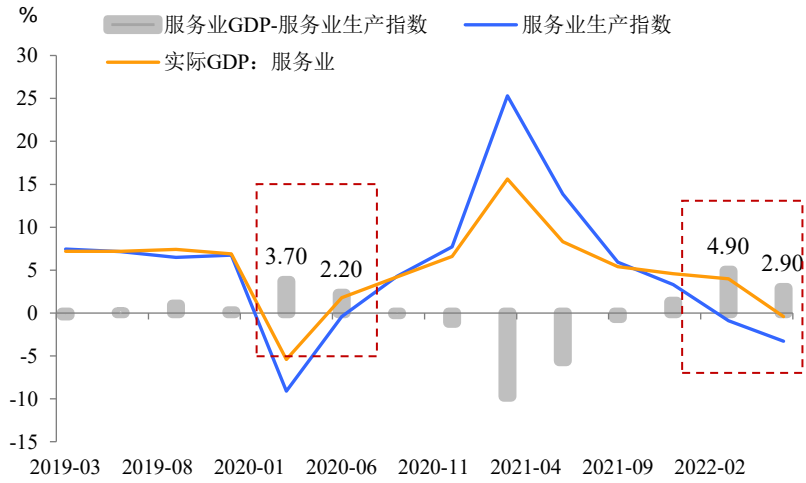
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 上半年 2.5% 的增速意味着今年保 3 没难度, 但是保 4 仍需努力

情景	2022H1 GDP占比	2022H2 GDP增速 (%)	2022 GDP增速 (%)
2020年情景	44.83%	10.8	6.9
2021年情景	46.76%	2.5	2.5
2010至2019均值情景	46.47%	3.7	3.1
经济保4	46.09%	5.3	4.0

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

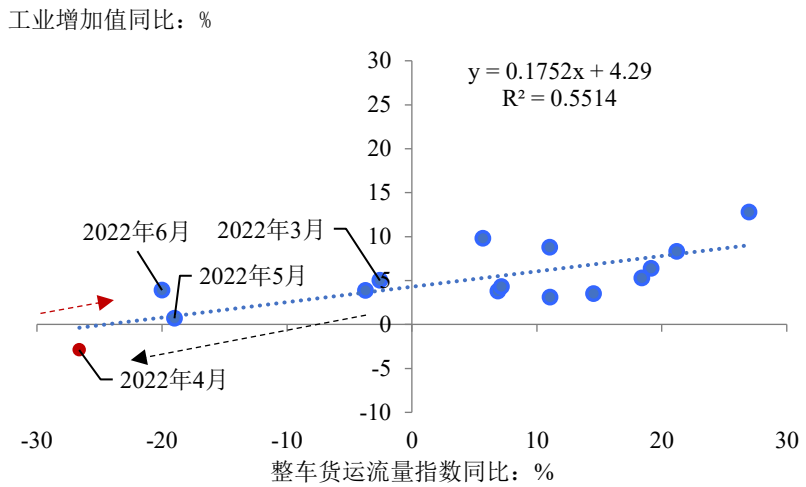
图3: 2022年上半年政府消费支出在稳增长中发挥了重要作用



注: 服务业生产指数主要覆盖市场化的服务业活动。GDP 中的服务业则综合核算了市场和非市场化的服务业。

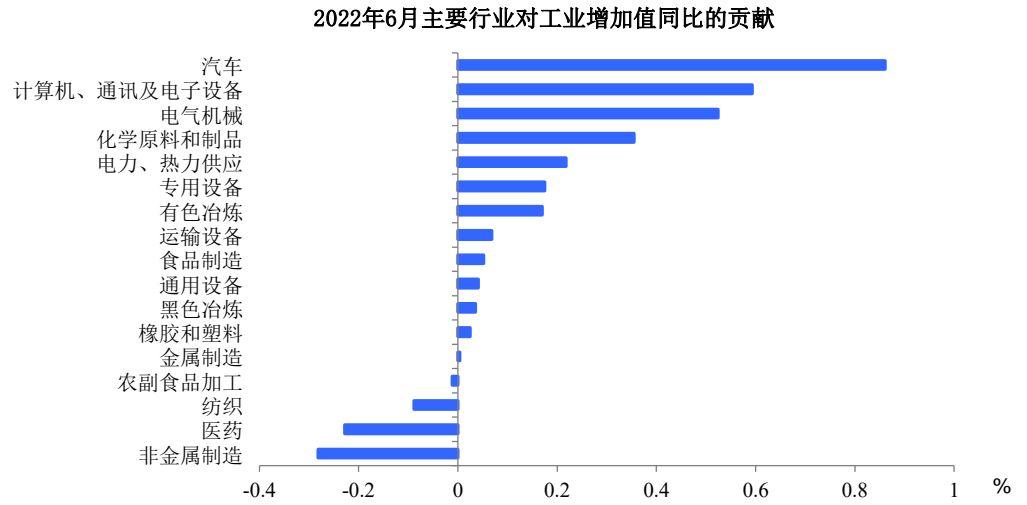
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022年6月物流对工业生产的约束大幅减弱



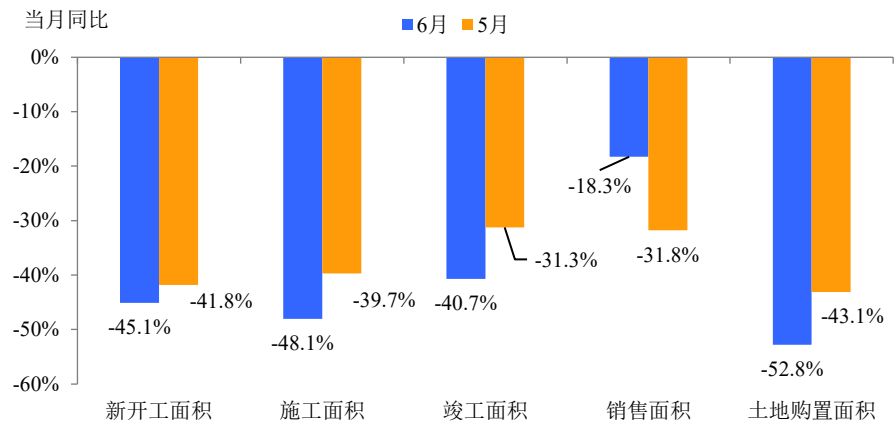
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022年6月主要行业对工业增加值的贡献



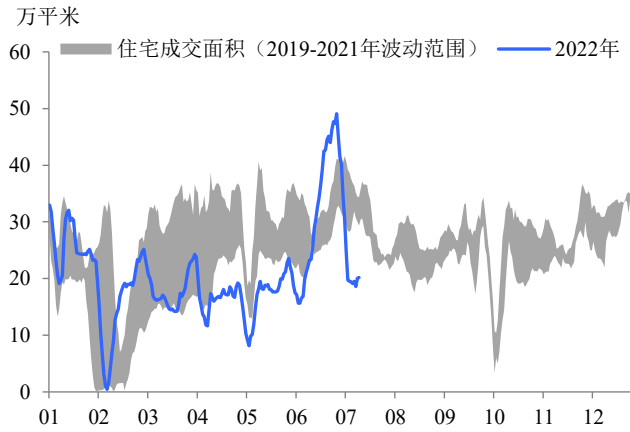
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2022年5月和6月地产相关面积数据



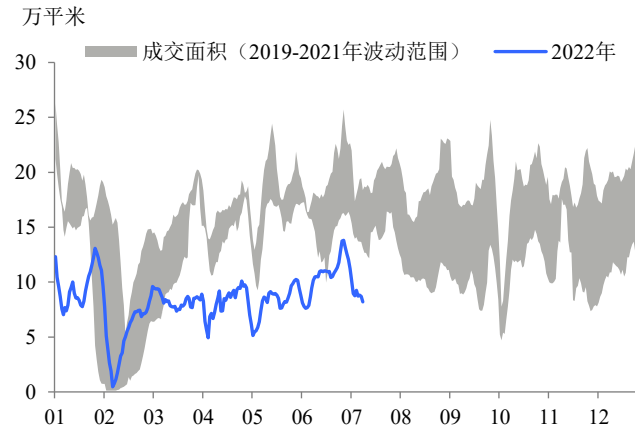
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 7月新一线城市地产成交面积大幅回落



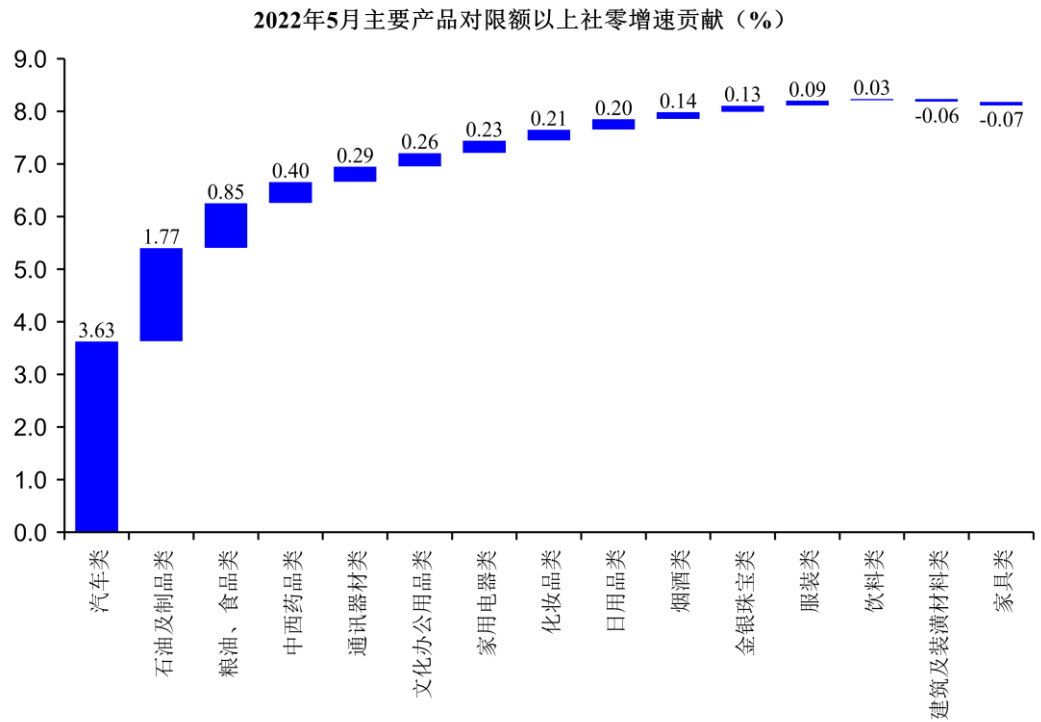
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 7月三线城市商品房成交面积依旧不佳



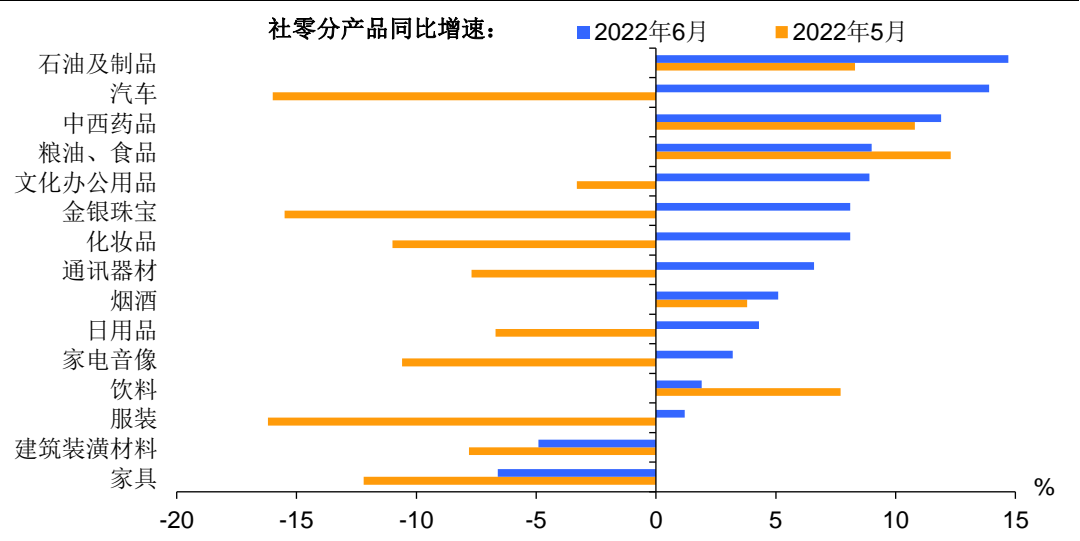
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2022年6月汽车助力社零增速转正



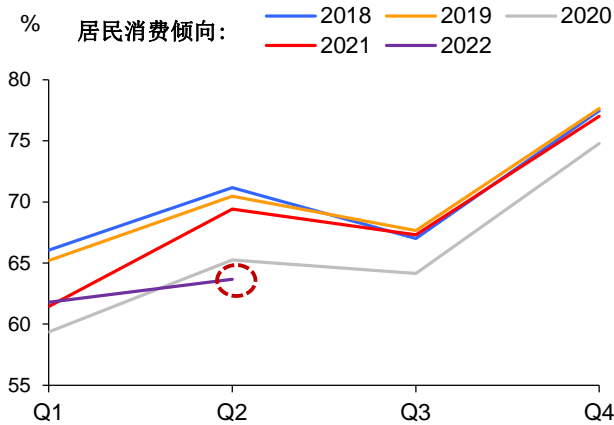
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 2022年6月, 各产品零售增速普遍转正



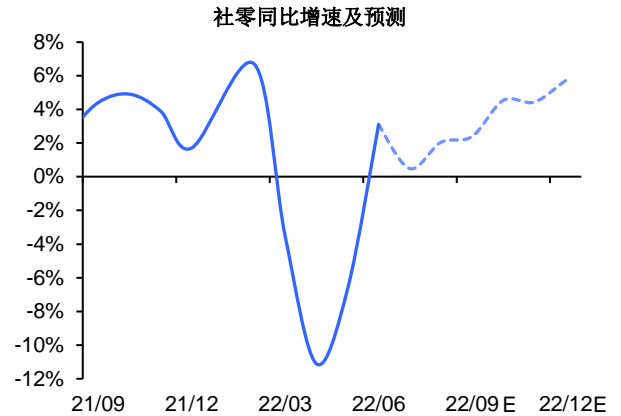
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 2022年二季度, 居民消费倾向下滑



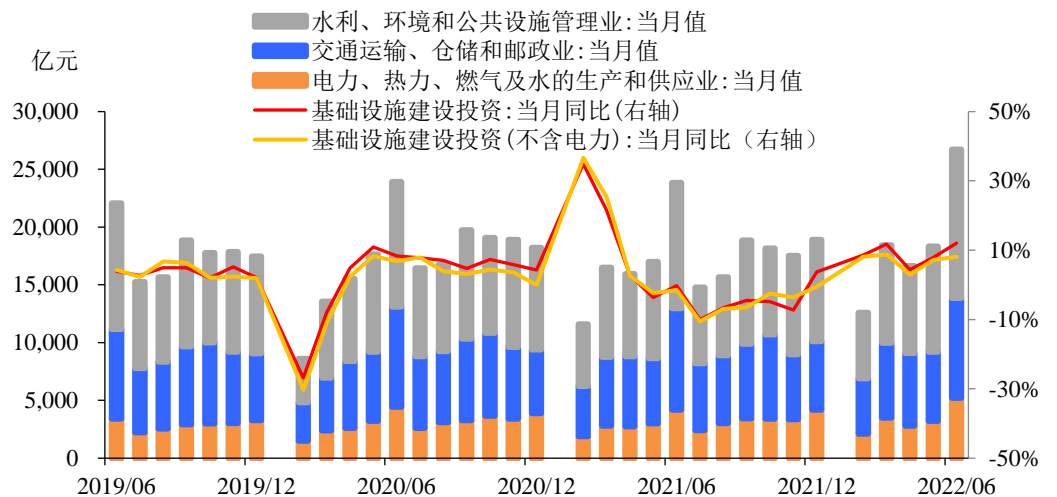
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2022年社零同比增速及预测



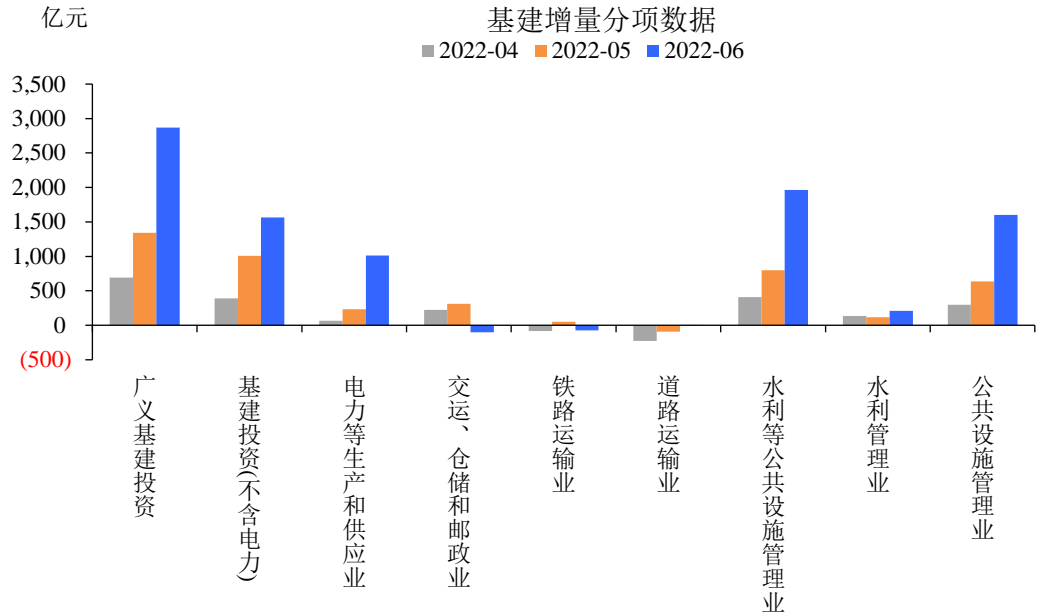
数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

图13: 专项债与公共财政支出支持6月基础设施建设投资增速继续上行



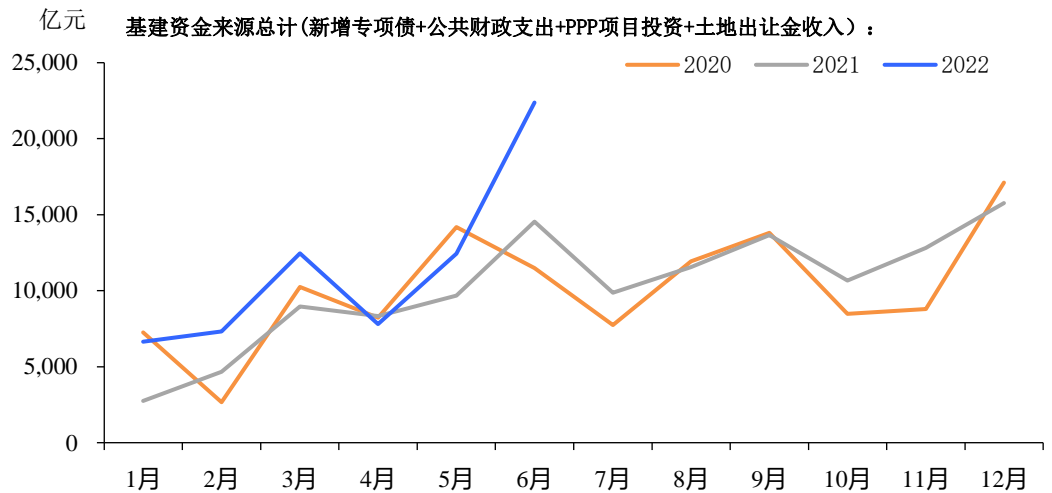
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 电力、水利、公共设施建设依然是基础设施建设投资的主要方向



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 6月基建资金来源规模快速上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

