



宏观研究

【粤开宏观】二季度经济实现正增长，下半年将回归潜在增速

2022年07月15日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：马家进

邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】从财税视角看浙江：共同富裕“先行兵”的喜与忧》2022-07-04

《【粤开宏观】美国下半年消费展望：盛极则衰》2022-07-05

《【粤开宏观】3000亿开发性金融债券对基建投资的拉动》2022-07-06

《【粤开宏观】拾级而上：下半年中国宏观经济展望》2022-07-07

《【粤开宏观】美国对华关税之变：动机与时机》2022-07-15

摘要

一、二季度 GDP 同比实现正增长，主要源自基建发力与出口高增长

二季度 GDP 同比增长 0.4%，上半年同比增长 2.5%。在 4 月疫情反弹、经济大幅下滑的不利开局下，5 月主要经济指标降幅收窄，6 月经济企稳回升，使得二季度实现正增长。

1、分省份看，上海、吉林、北京位居降幅前三。疫情反弹越严重，防控措施越严格，二季度经济下滑幅度越大。31 个省份中，有 5 个省份出现负增长，其中上海、吉林、北京同比分别下降 13.7%、4.5%和 2.9%。山西、陕西、内蒙古、新疆等省份，则在采矿业及部分原材料行业生产较快增长等因素带动下，经济增速明显高于全国水平。

2、分行业看，农业>建筑业>工业>服务业。二季度三大产业同比增速分别为 4.4%、0.9%和-0.4%，对 GDP 当季同比的拉动分别为 0.28、0.35 和-0.22 个百分点。

建筑业受益于基建投资的明显发力。4-6 月建筑业 PMI 指数分别为 52.7%、52.2%和 56.6%，持续高于荣枯线。6 月的大幅回升对应于基建投资提速，1-6 月基建投资同比增长 9.3%，高于 1-5 月的 8.2%。

工业生产快速恢复，但仍低于潜在增速。二季度工业产能利用率为 75.1%，比上年同期下降 3.3 个百分点；其中采矿业比上年同期上升 0.6 个百分点，而制造业和电热燃水生产及供应业分别下降 3.4 和 4.1 个百分点，仍有加大恢复空间。

服务业受疫情冲击成为主要拖累项。二季度服务业增加值同比下降 0.4%，其中 4-6 月服务业生产指数同比分别为-6.1%、-5.1%和 1.3%。即使 6 月疫情明显好转，但部分城市线下服务业仍受限制，餐饮收入依然负增长，同比下降 4%。

3、分需求看，出口>基建投资>制造业投资>消费>房地产投资

自 2020 年下半年以来，出口一直是拉动我国经济增长的重要动力。出口增速在 4 月滑落至 3.9%，随后在 5 月和 6 月快速反弹至 16.9%和 17.9%。中国全产业链的竞争优势要高于市场预期，6 月中国对东盟和印度的出口同比分别为 29.0%和 63.8%。

基建投资是稳增长的主要抓手，得益于财政支出发力。1-6 月基建投资同比增长 9.3%，有力托底经济。6 月国常会又先后推出“调增政策性银行 8000 亿元信贷额度”和“发行 3000 亿元开发性金融债，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金”两项政策，有助于维持基建投资较快增速。

制造业投资的高增速正逐步放缓。1-6 月制造业投资同比增长 10.4%，较 1-5 月下滑 0.2 个百分点，年内持续回落。企业利润增速放缓，新增投资意愿不



足，叠加去年前低后高的基数影响，未来增速或继续走弱。

消费环比迎来较快恢复，但同比增速仍然偏低。随着疫情逐步好转，消费场景的限制陆续放开，消费券和汽车购置补贴等政策在一定程度上改善了居民的消费能力和消费意愿，消费迎来较快恢复。6月社会消费品零售总额同比增长3.1%，较5月上升9.8个百分点。

房地产销售降幅收窄，但房地产投资仍在下滑。6月当月商品房销售面积和销售额同比分别为-18.3%和-20.8%，连续两个月回升；但房地产投资同比却从5月-7.8%下滑至-9.4%，新开工、施工和竣工面积降幅均显著扩大。

二、关注就业和地产压力，保民生、防风险

1、当前就业压力较为突出。随着经济逐步恢复，6月城镇调查失业率降至5.5%，连续两个月回落，但仍处历史高位，高于去年同期的5.0%。16-24岁青年失业率进一步攀升至19.3%。**7月13日国常会指出：“就业是头等民生大事、稳经济大盘的重要支撑。有就业才能创造财富、增加收入，进而带动消费、拉动经济增长。”**会议部署加力稳岗拓岗的政策举措，确保就业大局稳定。

2、近期多地出现烂尾楼断供风波。烂尾楼业主提出停止还贷，涉及河南、山西、江苏、陕西、湖南等数十个省份的多个城市。**应妥善处置，防止风险传染扩散。**尽管多家银行声明风险敞口不大，但在期房预售制度、房地产市场低迷、房企资金链紧张、银行房贷占比较高的背景下，若出现情绪传染，将严重冲击房地产市场和金融体系的稳定，引发重大风险。7月以来30大中城市商品房销售面积出现了快速回落。

三、政策进一步发力，努力实现下半年5%以上的经济增速

今年《政府工作报告》中的全年经济增速目标是5.5%左右，然而上半年受疫情冲击，同比仅增长2.5%，与目标间存在较大差距。但中央仍多次表示要“努力实现全年经济社会发展预期目标”。如何理解这样的表态？

第一，这是稳定信心的需要。若下调目标，将对市场信心造成严重冲击，也将降低地方政府发展经济的责任与动力。

第二，5.5%左右是经济潜在增速，下半年的重点是使经济回归潜在增速，而非弥补上半年的缺口。站在当下这个时点，“努力实现全年经济社会发展目标”应理解为，下半年要努力实现5%以上的增速，让经济重回正轨，而非将上半年未完成的部分补足。

第三，下半年5%以上的增速需各方努力，全年5.5%难度较大。上半年同比增长2.5%，按全年增长5%测算，下半年要达到7.2%，但是疫情前的2019年同期只有5.9%。下半年经济增速回到5%以上，已是较为理想的结果。后续要加强财政和货币金融政策协调，进一步稳增长。

风险提示：疫情反弹风险、房企债务风险、外部冲击风险



目 录

一、二季度 GDP 同比实现正增长，主要源自基建发力与出口高增长.....	4
1、分省份看，上海、吉林、北京位居降幅前三.....	4
2、分行业看，农业>建筑业>工业>服务业.....	5
3、分需求看，出口>基建投资>制造业投资>消费>房地产投资.....	6
二、关注就业和地产压力，保民生、防风险	8
1、就业是头等民生大事、稳经济大盘的重要支撑.....	8
2、保交楼是维护房地产市场和金融体系稳定的重要举措	8
三、政策进一步发力，努力实现下半年 5%以上的经济增速.....	9

图表目录

图表 1：6 月经济持续恢复	4
图表 2：二季度各省份 GDP 同比增速.....	5
图表 3：4-6 月工业和服务业增速.....	6
图表 4：6 月消费增速明显回升	7
图表 5：6 月房地产销售降幅进一步收窄	7
图表 6：16-24 岁青年失业率持续上升.....	8
图表 7：7 月 30 大中城市商品房成交面积再度回落.....	9



一、二季度 GDP 同比实现正增长，主要源自基建发力与出口高增长

二季度 GDP 同比增长 0.4%，上半年同比增长 2.5%。在 4 月疫情反弹、经济大幅下滑的不利开局下，5 月主要经济指标降幅收窄，6 月经济企稳回升，使得二季度实现正增长。

图表 1：6 月经济持续恢复

类别	指标	3 月	4 月	5 月	6 月
GDP (当季同比)	实际 GDP	4.8	/	/	0.4
生产 (当月同比)	工业增加值	5.0	-2.9	0.7	3.9
	服务业生产指数	-0.9	-6.1	-5.1	1.3
消费 (当月同比)	社会消费品零售总额	-3.5	-11.1	-6.7	3.1
	商品零售	-2.1	-9.7	-5.0	3.9
	餐饮收入	-16.4	-22.7	-21.1	-4.0
投资 (累计同比)	固定资产投资	9.3	6.8	6.2	6.1
	房地产投资	0.7	-2.7	-4.0	-5.4
	制造业投资	15.6	12.2	10.6	10.4
	基建投资	10.5	8.3	8.2	9.3
出口 (当月同比)	出口	14.6	3.9	16.9	17.9
房地产 (当月同比)	房地产投资	-2.4	-10.1	-7.8	-9.4
	商品房销售面积	-17.7	-39.0	-31.8	-18.3
	商品房销售额	-26.2	-46.6	-37.7	-20.8

资料来源：Wind、粤开证券研究院

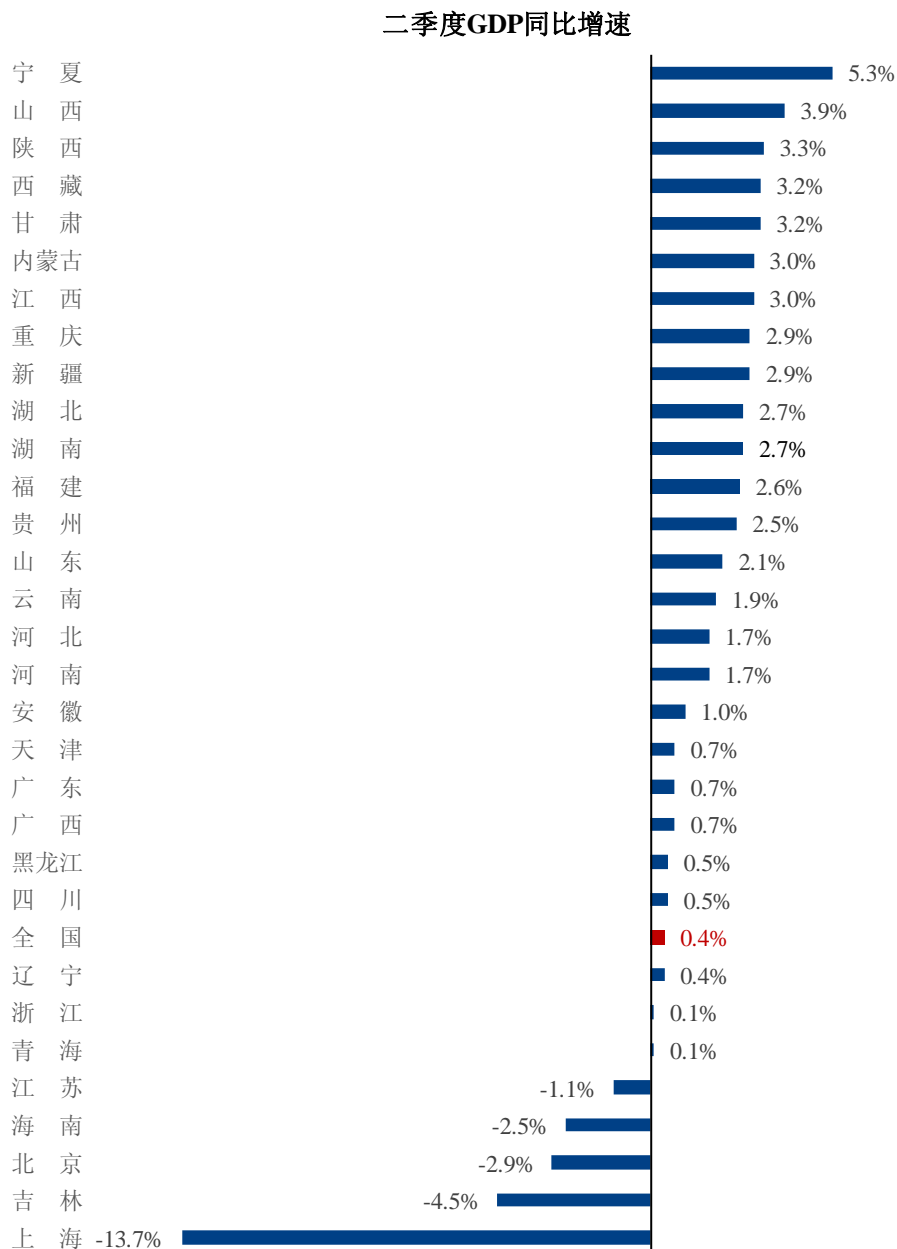
1、分省份看，上海、吉林、北京位居降幅前三

疫情反弹越严重，防控措施越严格，二季度经济下滑幅度越大。31 个省份中，有 5 个省份出现负增长，其中上海、吉林、北京同比分别下降 13.7%、4.5%和 2.9%。

山西、陕西、内蒙古、新疆等省份，则在采矿业及部分原材料行业生产较快增长等因素带动下，经济增速明显高于全国水平。



图表2：二季度各省份 GDP 同比增速



资料来源：Wind、粤开证券研究院

2、分行业看，农业>建筑业>工业>服务业

二季度三大产业同比增速分别为 4.4%、0.9%和-0.4%，对 GDP 当季同比的拉动分别为 0.28、0.35 和-0.22 个百分点。

夏粮丰收为农业增长奠定坚实基础。在克服去年罕见秋汛、今年疫情多点散发、农资价格高位运行和国际粮食市场大幅波动等困难后，夏粮生产喜获丰收，今年夏粮产量达 2948 亿斤，比上年增产 28.7 亿斤。冬小麦因去年罕见秋汛面积减少 101 万亩，但西北等地扩种夏收春小麦 177 万亩、增幅 23%，实现“以春补冬”；南方地区因地制宜扩大蚕豆、马铃薯等杂粮杂豆 62 万亩，实现“以杂补麦”。

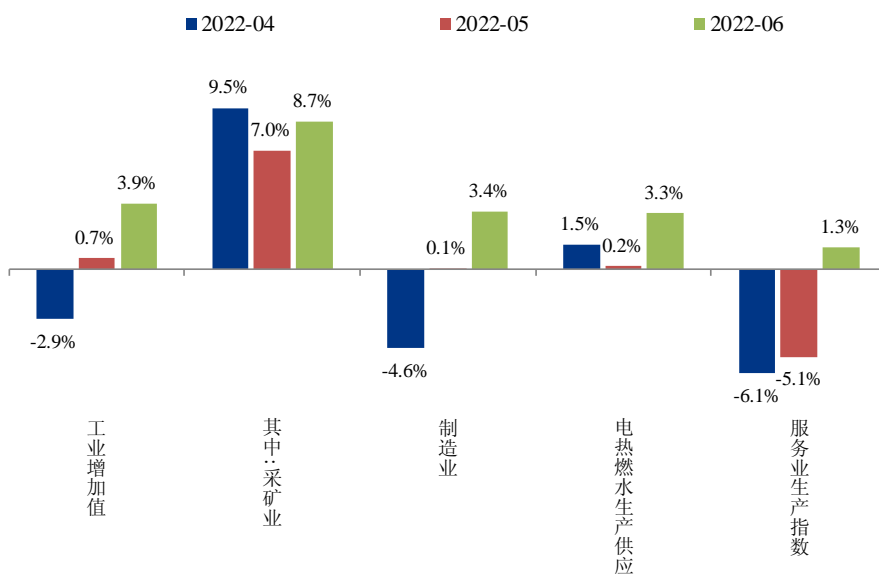


建筑业受益于基建投资的明显发力，得益于财政支出发力。4-6月建筑业 PMI 指数分别为 52.7%、52.2%和 56.6%，持续高于荣枯线。6 月的大幅回升对应于基建投资提速，1-6 月基建投资同比增长 9.3%，高于 1-5 月的 8.2%。

工业生产快速恢复，但仍低于潜在增速。二季度工业增加值同比增长 0.7%，略低于第二产业总体的 0.9%，其中 4-6 月分别为-2.9%、0.7%和 3.9%，实现较快反弹。二季度工业产能利用率为 75.1%，比上年同期下降 3.3 个百分点；其中采矿业比上年同期上升 0.6 个百分点，而制造业和电热燃水生产及供应业分别下降 3.4 和 4.1 个百分点，仍有加大恢复空间。

服务业受疫情冲击成为主要拖累项。二季度服务业增加值同比下降 0.4%，其中 4-6 月服务业生产指数同比分别为-6.1%、-5.1%和 1.3%。即使 6 月疫情明显好转，但部分城市线下服务业仍受限制，餐饮收入依然负增长，同比下降 4%。

图表3：4-6 月工业和服务业增速



资料来源：Wind、粤开证券研究院

3、分需求看，出口>基建投资>制造业投资>消费>房地产投资

自 2020 年下半年以来，出口一直是拉动我国经济增长的重要动力。出口增速在 4 月滑落至 3.9%，随后在 5 月和 6 月快速反弹至 16.9%和 17.9%。中国全产业链的竞争优势要高于市场预期，6 月中国对东盟和印度的出口同比分别为 29.0%和 63.8%，中国和东南亚、南亚等新兴市场经济体不仅是竞争和替代关系，也有互补关系，其工业体系高度依赖于中国的供应链，需从中国进口中间品和资本品。

基建投资是稳增长的主要抓手。今年财政政策靠前发力，截至 6 月底，新增专项债发行规模达 3.4 万亿，完成已下达额度的 98%；加快财政支出进度，加快专项债发行使用并扩大支持范围，1-6 月基建投资同比增长 9.3%，有力托底经济。6 月国常会又先后推出“调增政策性银行 8000 亿元信贷额度”和“发行 3000 亿元开发性金融债，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金”两项政策，有助于维持基建投资较快增速。

制造业投资的高增速正逐步放缓。1-6 月制造业投资同比增长 10.4%，较 1-5 月下月滑 0.2 个百分点，年内持续回落。企业利润增速放缓，新增投资意愿不足，叠加去年前

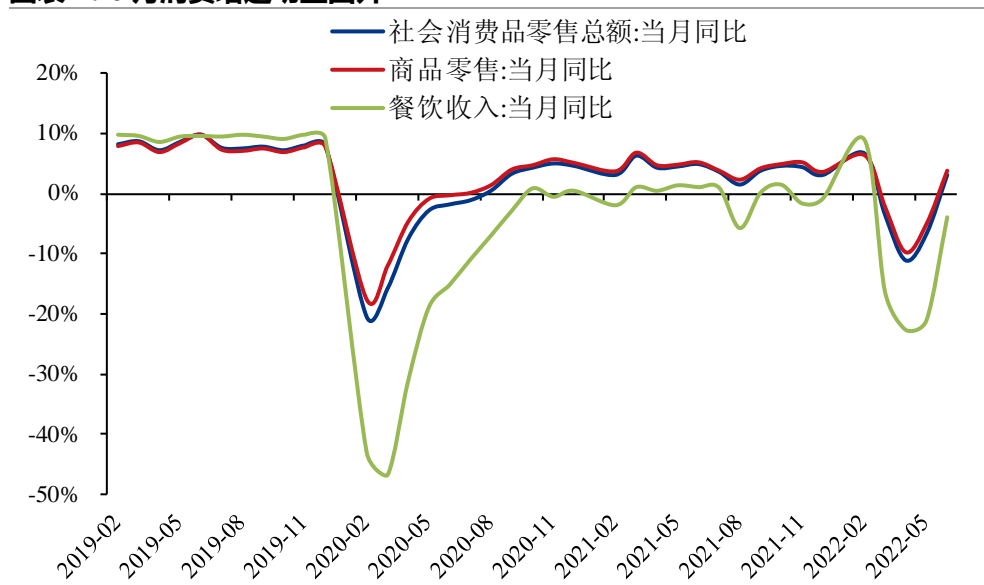


低后高的基数影响，未来增速或继续走弱。

消费环比迎来较快恢复，但同比增速仍然偏低。随着疫情逐步好转，消费场景的限制陆续放开，消费券和汽车购置补贴等政策在一定程度上改善了居民的消费能力和消费意愿，消费迎来较快恢复。6月社会消费品零售总额同比增长3.1%，较5月上升9.8个百分点，其中商品零售和餐饮收入同比增速分别为3.9%和-4.0%，较5月上升8.9和17.1个百分点。

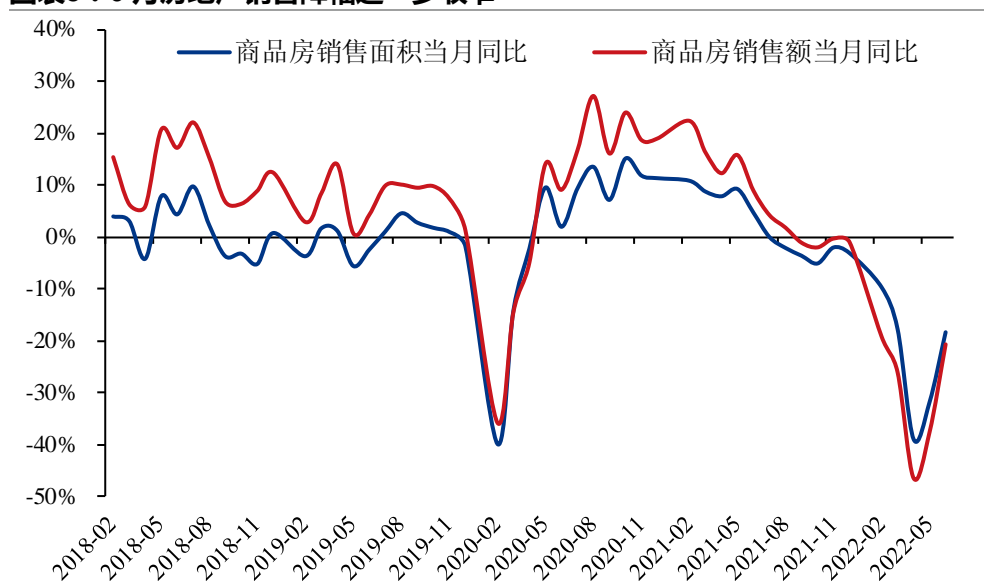
房地产销售降幅收窄，但房地产投资仍在下滑。6月商品房销售面积和销售额同比分别为-18.3%和-20.8%，连续两个月回升；但房地产投资同比却从5月-7.8%下滑至-9.4%，新开工、施工和竣工面积降幅均显著扩大。

图表4：6月消费增速明显回升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表5：6月房地产销售降幅进一步收窄



资料来源：Wind、粤开证券研究院



二、关注就业和地产压力，保民生、防风险

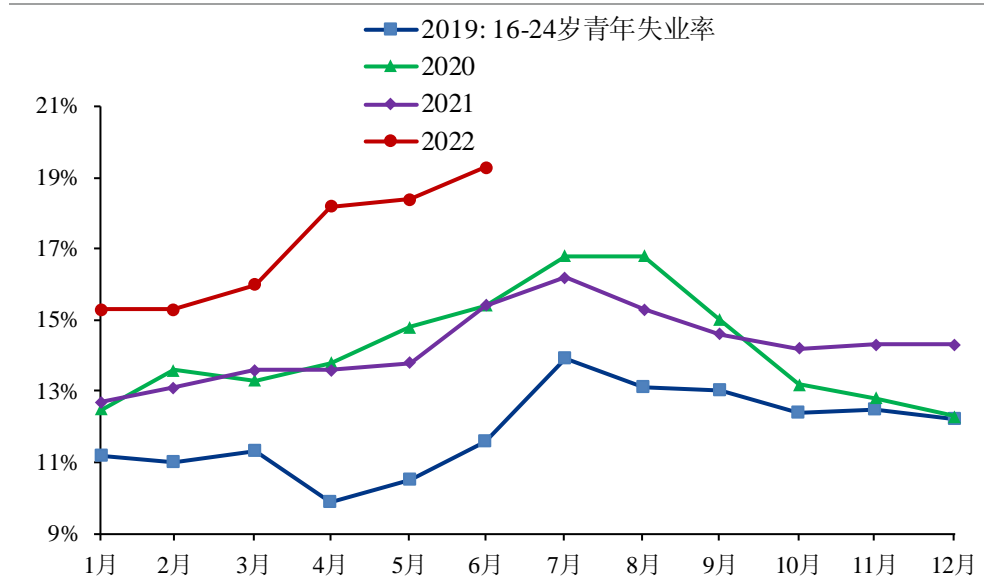
1、就业是头等民生大事、稳经济大盘的重要支撑

当前就业压力较为突出。随着经济逐步恢复，6月城镇调查失业率降至5.5%，连续两个月回落，但仍处历史高位，高于去年同期的5.0%。16-24岁青年失业率进一步攀升至19.3%，除了毕业季导致季节性上升以外，更重要的是就业岗位减少，尤其是劳动力吸纳能力最强的服务业和制造业。

李克强总理在今年两会答记者问中提到：“我们现在每年新增城镇就业必须有1100万人以上，最好有1300万人以上。今年需要就业的城镇新增劳动力达到约1600万人，是多年来最高。高校毕业生1076万，是历年最高。”上半年全国城镇新增就业654万人，相较往年进度明显偏慢，下半年需进一步加大就业优先政策实施力度。

7月13日国常会指出：“就业是头等民生大事、稳经济大盘的重要支撑。有就业才能创造财富、增加收入，进而带动消费、拉动经济增长。”会议部署加力稳岗拓岗的政策举措，确保就业大局稳定，具体包括：持续落实助企纾困政策，通过保市场主体稳就业；发放创业担保贷款并由财政贴息，支持以创业带就业；加快恢复线下招聘，抓好高校毕业生、农民工等重点群体就业；严禁在就业上歧视曾经新冠病毒核酸检测阳性的康复者，保障劳动者平等就业权利等。

图表6：16-24岁青年失业率持续上升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

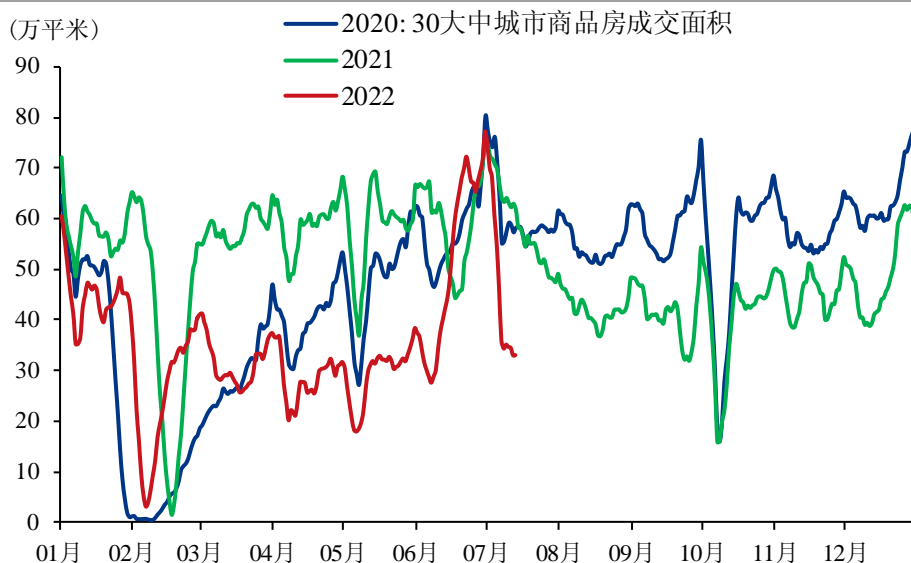
2、保交楼是维护房地产市场和金融体系稳定的重要举措

近期多地出现烂尾楼断供风波。烂尾楼业主提出停止还贷，涉及河南、山西、江苏、陕西、湖南等数十个省份的多个城市。断供并非业主无力偿还贷款，更多是要求“保交楼”的维权手段。

应妥善处置，防止风险传染扩散。尽管多家银行声明风险敞口不大，但在期房预售制度、房地产市场低迷、房企资金链紧张、银行房贷占比较高的背景下，若出现情绪传染，将严重冲击房地产市场和金融体系的稳定，引发重大风险。7月以来30大中城市商品房销售面积便出现了快速回落。



图表7：7月30大中城市商品房成交面积再度回落



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、政策进一步发力，努力实现下半年5%以上的经济增速

今年《政府工作报告》中的全年经济增速目标是5.5%左右，然而上半年受疫情冲击，同比仅增长2.5%，与目标间存在较大差距。但中央仍多次表示要“努力实现全年经济社会发展预期目标”。如何理解这样的表态？

第一，这是稳定信心的需要。信心比黄金更重要，当前经济面临的三重压力中，除了需求收缩、供给冲击以外，还有预期转弱。若下调目标，将对市场信心造成严重冲击，也将降低地方政府发展经济的责任与动力。

第二，5.5%左右是经济潜在增速，下半年的重点是使经济回归潜在增速，而非弥补上半年的缺口。之所以年初会定5.5%左右的增速目标，是因为当时疫情风险尚未充分显现，中央觉得这个目标是可以实现的。但疫情冲击下，上半年出现了较大缺口，导致实现全年增速目标的压力大幅上升。站在当下这个时点，“努力实现全年经济社会发展目标”，更合理的理解是，下半年要努力实现5%以上的增速，让经济重回正轨，而非将上半年未完成的部分补足。

第三，下半年5%以上的增速需各方努力，全年5.5%难度较大。上半年同比增长2.5%，按全年增长5%测算，下半年要达到7.2%，但是疫情前的2019年同期只有5.9%。当前经济下行压力仍大，消费、地产较为低迷，出口面临全球经济衰退风险，制造业投资有赖企业家预期和信心的回升，基建投资则仍需观察政策落地效果。下半年经济增速回到5%以上，已是较为理想的结果。

后续要加强财政和货币金融政策协调，进一步稳增长。财政政策和货币政策是市场经济逆周期调节的两大政策工具，均能发挥出稳定经济的作用，但要避免作用互冲。积极的财政政策可能产生挤出效应，此时货币政策应保持宽松以避免利率过快上行和其他融资挤出。积极的财政政策需要发行较大规模的国债和地方政府债券，可能对债券市场形成扰动，央行应充分支持商业银行购买债券。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com