

宏观利率

报告原因：数据点评

2022年7月15日

经济数据不及预期，收益率如何演化？

——2022年6月经济数据点评

宏观利率/点评报告

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

张治 CFA

执业登记编码：S0760522030002

邮箱：zhangzhi@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座
28层

山西证券股份有限公司
<http://www.i618.com.cn>

主要观点

➤ **工业增加值环比改善，同比增速不及预期。**继工业增加值5月环比大幅改善后，6月工业增加值环比增长0.84%（前值4.22%），2016年来仅次于2022年同期。6月工业增加值同比3.9%（前值0.7%，2021年同期两年平均6.75%），累计同比3.4%（前值3.3%，2021年同期两年平均6.96%）。但同时也关注到6月工业增加值较wind一致预期的4.5%明显偏低。工业生产端恢复速度和2020年的疫后恢复相比具有较大差距。

➤ **需求端表现继续分化，消费恢复有限，基建仍是亮点，出口和稳增长行业支撑制造业投资韧性，房地产投资降幅扩大。**6月社零环比0.53%（前值0.03%），和2020年同期以及正常年份相比均具有较大差距，印证这一轮消费复苏偏慢。6月基建投资累计同比7.1%（前值6.7%），测算当月同比8.0%（前值7.1%）。今年基建投资是稳增长的重要手段，除直接拉动经济外，还是以工代赈，扩大就业和消费的支点，但四季度面临推力不足问题。6月制造业累计同比10.4%（前值10.6%），测算当月同比9.95%（前值7.45%）。6月房地产开发投资完成额累计增速-5.4%（前值-4.0%），施工面积累计-2.8%（前值-1.0%）。进入7月，30大中城市商品房销售情况再度走差，显示房地产内源性信心恢复不足。目前政策层面已对“停贷”事件高度重视，目的是“保交楼、保民生、保稳定”，但房住不炒总基调不变。

➤ **经济数据不及预期短期利好债市，中期演化仍需关注多重变量。**6月经济数据不及预期，房地产投资大幅下行，短贷断供现象频出，居民信心恢复不力，下半年尤其是四季度，基建和制造业支撑也可能降低，经济复苏预期延后。另外，近期全国层面政策基本以前期出台的稳增长政策落地为主，缺乏强力增量政策，这意味着经济弱债市强的逻辑还能继续演绎，部分地区疫情反复，情绪支配下配置力量可能部分入场。中期看，收益率窄幅震荡格局较难打破。第一，目前经济弱到宽货币的逻辑并不如一季度顺畅，主因通胀和美联储加息压力对货币政策有一定制约，央行多次强调稳物价是货币政策首要目标。另外，央行6月金融数据发布会再度强调LPR下调可能基于存款利率市场化调节机制的进一步发挥，这将使得实体融资成本下降绕道降准降息等强力政策工具。第二，当前稳增长政策实施效果尚未完全显现，资本金到位情况下三季度基建推力加速，另外房地产政策边际变化也值得关注。第三，收益率窄幅震荡格局已运行半年，上半年经济走弱逻辑尚未使得收益率持续下行，当前通胀压力和主要经济体加息压力更大，恰逢政治局等重要会议即将召开，增量政策预期仍在，收益率不存在大幅下行基础。

➤ **风险提示：**稳增长政策弱于预期；疫情恶化；地缘冲突等。



目录

1. 事件回顾.....	3
2. 2022 年 6 月经济数据分析.....	3
3. 市场启示.....	6
4. 风险提示.....	6

图表目录

图 1：工业增加值累计增速（%）	3
图 2：工业增加值环比增速（%）	3
图 3：社会消费品零售总额累计增速（%）	4
图 4：主要消费品零售额增速（%）	4
图 5：固定资产投资总额累计增速（%）	5
图 6：制造业投资累计增速（%）	5
图 7：基建投资累计增速（%）	5
图 8：房地产开发投资完成额累计增速（%）	5
图 9：失业率走势（%）	6
图 10：未来 3 个月预计增加支出占比情况（%）	6

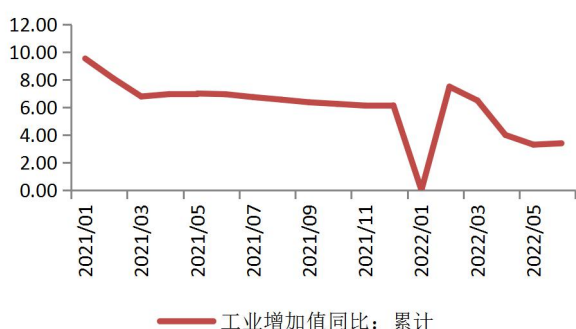
1. 事件回顾

6月，规模以上工业增加值同比3.9%（前值0.7%），累计同比3.4%（前值3.3%）；1-6月全国固定资产投资同比6.1%（前值6.2%），其中制造业投资同比10.4%（前值10.6%），基础设施投资同比7.1%（前值6.7%），全国房地产开发投资同比-5.4%（前值-4.0%）；社会消费品零售总额同比-3.1%（前值-6.7%），累计同比-0.7%（前值-1.5%）。6月工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售额增速的wind一致预期分别为4.5%、5.9%、-0.5%。

2. 2022年6月经济数据分析

工业增加值环比明显改善，同比增速不及预期。继5月环比大幅改善后，6月工业增加值环比增长0.84%（前值4.22%），2016年来仅次于2022年同期。同比看，5月以来工业增加值增速连续回升，6月同比3.9%（前值0.7%，2021年同期两年平均6.75%），累计同比3.4%（前值3.3%，2021年同期两年平均6.96%）。6月工业恢复的主要原因，第一，疫后企业复工复产加快推进，尤其是汽车、电子等产业链条较长的重点行业供应链堵点卡点逐步打通；第二，一揽子政策效应正在发挥，企业信心逐步改善，6月PMI生产经营活动预期指数55.2%（前值53.9%）。但同时也关注到6月工业增加值较wind一致预期的4.5%明显偏低。

图 1：工业增加值累计增速（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：工业增加值环比增速（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

从行业看，能源保供稳价持续推进，采矿业保持较快增长，其中煤炭开采和洗选业增速11.2%（前值8.2%）。汽车和交运设备成为设备制造业回暖的中坚力量，其中汽车制造业工业增加值增速16.2%（前值-7.0%），对于整个6月份工业生产的回升起到了重要作用；受消费需求恢复不足影响，部分下游消费品工业生产减速。从已公布的5个消费品工业看，除酒、饮料和精制茶制造业加速恢复外，农副食品业、纺织业增速不及去年同期且差距负向扩大，食品制造业增速和去年同期还有1个百分点差距，医药制造业工业

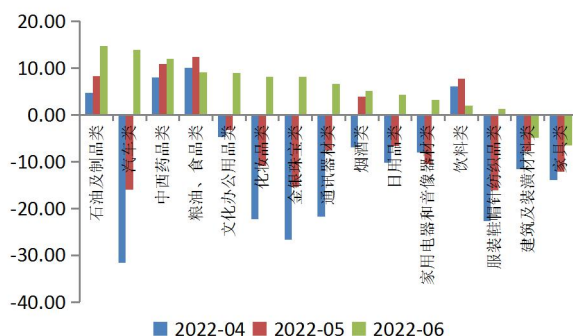
增加值增速-8.5%（前值-12.3%）。

消费恢复仍偏慢。6月社零环比0.53%（前值0.03%），和2020年同期以及正常年份相比均具有较大差距，印证这一轮消费复苏偏慢。6月社零当月同比和实际同比分别为3.1%（前值-6.7%）、-9.7%（前值-14.0%）。分项看，汽车消费恢复至13.9%（前值-16%），是最大亮点；可选类消费如金银珠宝、家电、办公、通讯器材类恢复较快；餐饮收入当月仍负增2.2%，累计负增7.7%。往后看，受疫情间歇性扰动、住户资产负债表恢复偏慢、消费信心降低等因素影响，消费实际增速下行压力仍较大。

图 3：社会消费品零售总额累计增速（%）



图 4：主要消费品零售额增速（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

数据来源：Wind，山西证券研究所

上半年固定资产投资（不含农户）同比增长6.1%（前值6.2%），今年以来增速持续回落。分结构看，基建增速回升至7.1%，房地产开发投资降幅扩大至-5.4%，制造业投资增速10.4%。

房地产开发投资降幅扩大。2022年6月房地产开发投资完成额累计增速-5.4%（前值-4.0%）。6月购置土地面积累计-48.3%（前值-45.7%），新开工面积累计-34.4%（前值-30.6%）、竣工面积累计-21.5%（前值-15.3%），施工面积累计-2.8%（前值-1.0%）。房地产开发资金来源累计增速-25.3%（前值-25.8%）。6月商品房销售面积增速跌幅趋缓，但进入7月，30大中城市销售情况再度走差，显示房地产内源性信心恢复不足。目前政策层面已对“停贷”事件高度重视，目的是“保交楼、保民生、保稳定”。购房利率逐步下行仍是重要抓手，但房住不炒总基调不变。

基建高增，隐忧仍存。6月基建投资累计同比7.1%（前值6.7%），测算当月同比8.0%（前值7.1%）。今年基建投资是稳增长的重要手段，除直接拉动经济外，还是以工代赈，扩大就业和消费的支点，但整体基调是“不搞大水漫灌”。项目资本金到位困难是制约项目建设和贷款投放的重要因素之一，随着政策性银行3000亿元+8000亿元工具加快落地，商业银行贷款等社会资本也将迅速跟进，资金制约因素或有所缓解。三季度基建大概率延续高增，受资金制约，四季度可能高位回落。

受基建和出口带动，制造业投资韧性。6月制造业累计同比10.4%（前值10.6%），测算当月同比9.95%

(前值 7.45%)。

图 5：固定资产投资总额累计增速 (%)

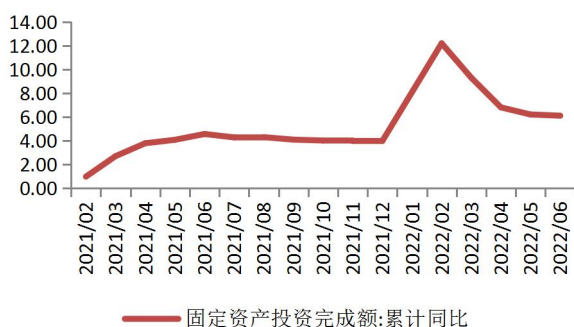
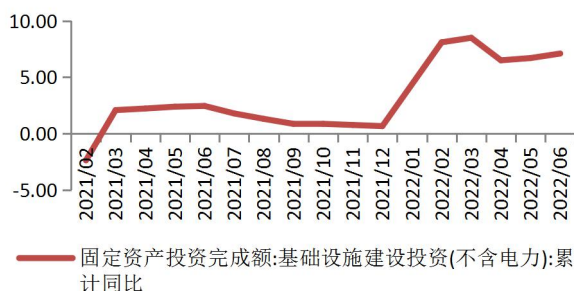


图 6：制造业投资累计增速 (%)



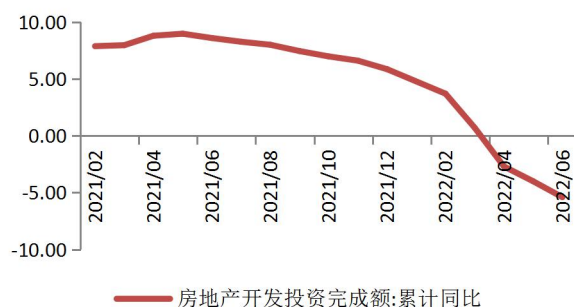
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 7：基建投资累计增速 (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 8：房地产开发投资完成额累计增速 (%)

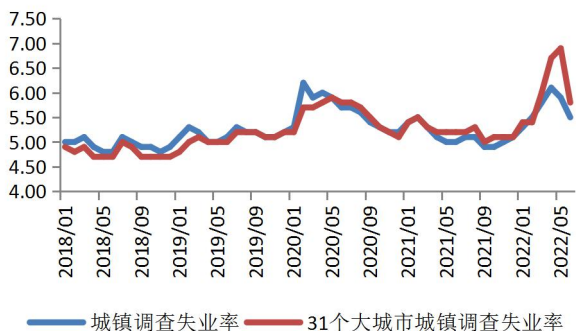


数据来源：Wind，山西证券研究所

数据来源：Wind，山西证券研究所

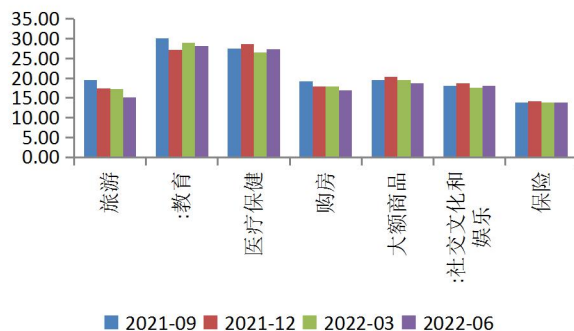
收入增速回落，就业结构性压力仍存，居民信心不足。上半年全国居民人均可支配收入累计实际增速 3%，较一季度回落 2.1 个百分点，支出增速 0.8%，较一季度回落 4.9 个百分点。消费支出增速明显低于收入增速。6 月城镇调查失业率降至 5.5%（前值 5.9%）；31 个大城市城镇调查失业率 5.8%（前值 6.9%）；城镇新增就业人数累计增速-6.3%（前值-7.8%）。结构上看，25-29 岁人员调查失业率降至 4.5%，但 16-24 岁人员调查失业率大幅攀升至 19.3%，创数据统计以来新高。根据央行二季度调查，当前居民收入和就业感受度较差，更多储蓄占比大幅走升，未来三个月预计增加支出占比中，购房、大额商品需求明显降低。居民信心不足成为经济恢复的主要阻碍。

图 9：失业率走势（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 10：未来 3 个月预计增加支出占比情况（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

3. 市场启示

经济数据不及预期短期利好债市，中期演化仍需关注多重变量。6 月经济数据不及预期，房地产投资大幅下行，短贷断供现象频出，居民信心恢复不力，下半年尤其是四季度，基建和制造业支撑也可能降低，经济复苏预期延后。另外，近期全国层面政策基本以前期出台的稳增长政策落地为主，缺乏强力增量政策，这意味着经济弱债市强的逻辑还能继续演绎，部分地区疫情反复，情绪支配下配置力量可能陆续入场。中期看，收益率窄幅震荡格局较难打破。第一，目前经济弱到宽货币的逻辑并不如一季度顺畅，主因通胀和美联储加息压力对货币政策有一定制约，央行多次强调稳物价是货币政策首要目标。另外，央行 6 月金融数据发布会再度强调 LPR 下调可能基于存款利率市场化调节机制的进一步发挥，这将使得实体融资成本下降绕道降准降息等强力政策工具。第二，当前稳增长政策实施效果尚未完全显现，资本金到位情况下三季度基建推力加速，另外房地产政策边际变化也值得关注。第三，收益率窄幅震荡格局已运行半年，上半年经济走弱逻辑尚未使得收益率持续下行，当前通胀压力和主要经济体加息压力更大，恰逢政治局等重要会议即将召开，增量政策预期仍在。

4. 风险提示

- (1) 国内稳增长政策效应弱于预期。
- (2) 疫情恶化、俄乌地缘冲突若持续较长时间可能对全球供应链造成影响，加剧通胀。
- (3) 房地产市场预期悲观，调控政策优化难以推动房地产相关指标回升。



分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自转载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

