

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理
邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

下半年经济的三大关注点

2022年7月16日

摘要:

二季度GDP同比增长0.4%，实现了小幅正增长。在市场预期下半年经济迈入复苏阶段之际，我们提醒三个关注点：（1）全年经济增速大致在多少？（2）外部环境变化对我国的影响。（3）房地产行业何时能出现实质性回暖？

- **6月经济有两大亮点，一是基建两位数增长，二是消费超预期修复。**受益于专项债的大量发行、以及疫情消退后的积极赶工，6月基建投资同比增长12%。在政策的大力支持下，水利、环境和公共设施管理业与电力、热力、燃气及水的生产和供应业增速较高，是今年传统基建的重要方向。往后看，基建投资有望在三季度继续保持两位数增长。消费方面，（1）疫情消退，接触性消费企稳回升，服装、珠宝、化妆品等修复均超过10个百分点，（2）在政策刺激和积压需求释放的推动下，汽车消费加速升温。我们认为，本月消费修复源于积压需求的一次性释放，持续性尚待观察。二季度可支配收入同比上升1.5%，增速较一季度下降3.9%，相较疫情前的8%左右的增速更是存在明显的差距。居民收入增速偏慢可能会拖累下半年消费修复的斜率。
- **另一方面，地产数据继续探底，是本期拖累项。**先看销售，6月商品房销售面积同比下降20.8%，较5月回升。一是6月上海等地疫情好转，积压需求得到释放；二是6月以来地方放松政策继续保持高频节奏；三是年中业绩冲刺，房企推盘热情较高。但值得注意的是，进入7月，房地产销售再次降温。房地产投资当月同比继续探底，新开工仍在下滑。在房地市场景气度低迷的环境下，地产企业选择优先回笼资金，降低杠杆，而非拿地与开工，预计房地产投资与新开工企稳仍需时日。
- **下半年经济的三大关注点。**（1）**全年经济增速大致在多少？**上半年的失业率为5.7%，距离全年目标仍有差距。依据疫情后的奥肯曲线估算，今年达成就业目标的经济增长底线大致是4%。上半年经济增速为2.5%，这意味着下半年经济增速需要达到5.3%，是一个通过努力能够实现的增长水平。（2）**外部环境变化对我国的影响。**下半年价格因素对于出口的拉动趋于减弱，与此同时，全球加息浪潮的冲击下，下半年外需挑战增大。（3）**房地产行业何时能出现实质性回暖？**近期多地出现烂尾楼“断供潮”，烂尾楼业主提出项目未全面复工前停止还贷。居民对于房地产市场，尤其是对于期房的信心可能会被再次击碎。房地产销售与投资可能将在三季度二次探底。我们预计房地产行业可能需要等到四季度才能迎来实质性回暖。此外，地产引起的金融体系风险可控，但需要引起注意。
- **风险因素：**疫情变异导致疫苗失效；国内政策超预期等。

目录

一、工业增加值增速继续反弹，下游制造业表现较为强劲	3
二、基建投资两位数增长，房地产投资继续探底	4
三、社零超预期修复	6
四、下半年经济的三大关注点	7
风险因素	11

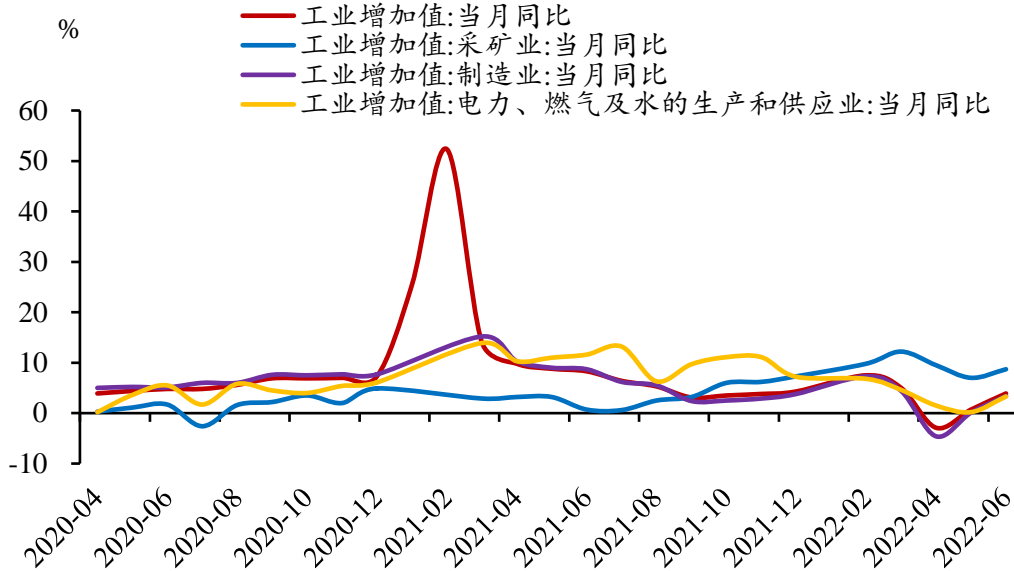
图目录

图 1：工业增加值同比增速继续反弹	3
图 2：6 月各行业增加值同比	4
图 3：制造业各行业投资增速	4
图 4：一二三线城市成交面积同比回暖	5
图 5：基建、制造业投资保持韧性，房地产投资跌幅加深	6
图 6：各类消费增速	6
图 7：居民可支配收入增速的下降较为严重	7
图 8：中国奥肯曲线	8
图 9：出口数量、价格拆分	8
图 10：PPI 同比增速领先出口价格 3 个月	9
图 11：出口目的地综合 PMI 与出口当月同比的走势基本一致	9
图 12：房价上涨预期领先于房地产销售	10
表 1：各家银行个人住房贷款不良率	10
表 2：各家银行房地产行业贷款不良率	11

一、工业增加值增速继续反弹，下游制造业表现较为强劲

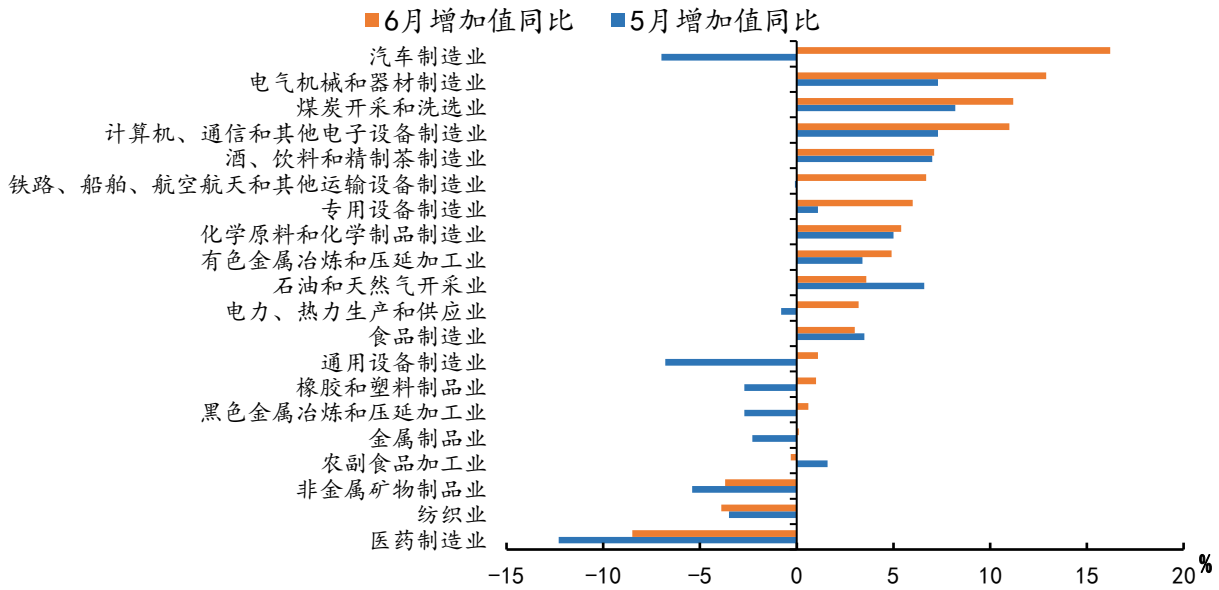
工业增加值增速继续反弹。6 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 3.9%，比上月加快 3.2 个百分点。从环比看，6 月规模以上工业增加值比上月增长 0.84%，5 月份为增长 5.61%。三大类工业行业增加值同比增幅均较上期有所扩大。国内“保供稳价”政策继续推进，叠加基建发力，采矿业增加值同比增长 8.7%，较上月上升 1.7 个百分点。制造业增加值同比上升 3.4%，较上月上升 3.3 个百分点。电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 3.3%，较上月回升 3.4 个百分点。

图 1：工业增加值同比增速继续反弹



资料来源:万得, 信达证券研发中心

供给扰动减弱，加上需求回暖，下游制造业表现强劲。6 月份，上海、吉林等地加快复工复产，生产能力稳步修复。根据统计局数据，6 月份，上海、吉林规模以上工业增加值同比增长 13.9%和 6.3%，上个月分别为下降 30.9%和 4.9%。此外，各行业生产端的反弹幅度与消费、出口的表现一致。6 月汽车制造业、电器机械、计算机通信等下游制造业工业增加值同比增速大幅上升，尤其是汽车制造业，从 5 月份的负增长一跃成为本期同比增速最快的行业。在高基数的影响下，医药制造业对本期工业增加值形成拖累。需要注意的是，疫情前的工业增加值的平均增速在 5-6%，说明工业增加值仍未回到正常的增长水平。

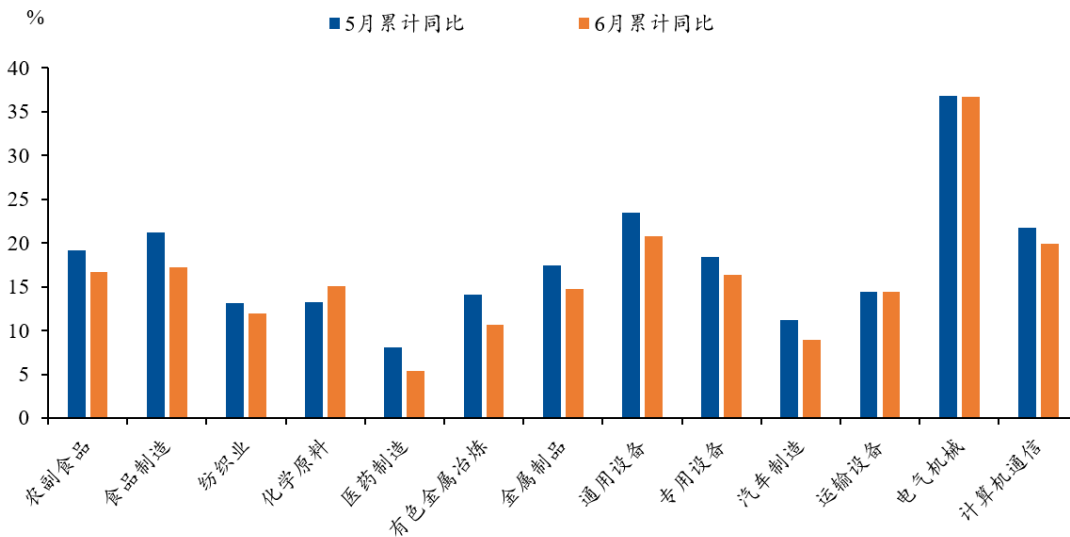
图 2：6 月各行业增加值同比


资料来源:万得, 信达证券研发中心

二、基建投资两位数增长，房地产投资继续探底

1-6 月份，全国固定资产投资（不含农户）271430 亿元，同比增长 6.1%，比 1-5 月份回落 0.1 个百分点。

制造业投资维持韧性。1-6 月制造业投资增长 10.4%，前值为 10.6%。制造业企业资金较为充裕，一是上半年大规模的留底退税政策缓解了企业的资金压力，优化了企业的现金流；二是前期高盈利的行业增加资本开支的能力较强，比如本期化学原料行业投资增速回升。另外，我国经济产业发展逐步升级，对于产业升级相关产品的形成带动。高技术制造业增长 23.8%。其中电子及通信设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资分别增长 28.8%、28.0%。

图 3：制造业各行业投资增速


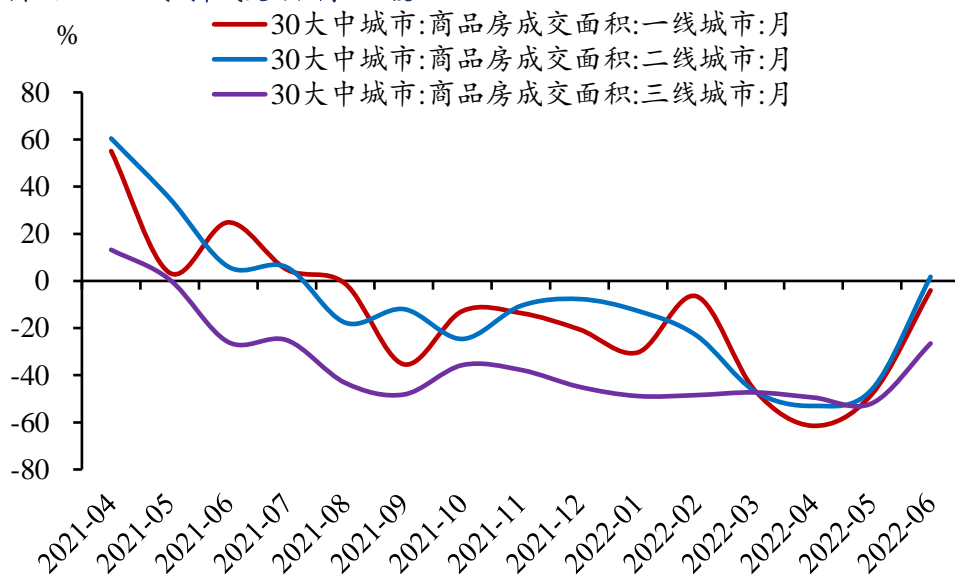
资料来源:万得, 信达证券研发中心

基建投资实现两位数增长。6月地方专项债发行近1.4万亿，创造了单月发行的历史新高。受益于专项债的大量发行、以及疫情消退后的积极赶工，6月基建投资同比增长12%。在政策的大力支持下，1-6月水利、环境和公共设施管理业累计同比增速达到了10.7%（上期为7.9%），电力、热力、燃气及水的生产和供应业增速达到15.1%（上期为11.5%）。上述两项是今年传统基建的重要方向。往后看，基建投资有望在三季度继续保持两位数增长。除了专项债作为资金来源以外，6月以来国务院部署了政策性开发性银行新增8000亿元信贷规模和设立3000亿元金融工具，为下半年基建投资助力。

房地产销售本月回暖，房地产投资当月同比继续探底。

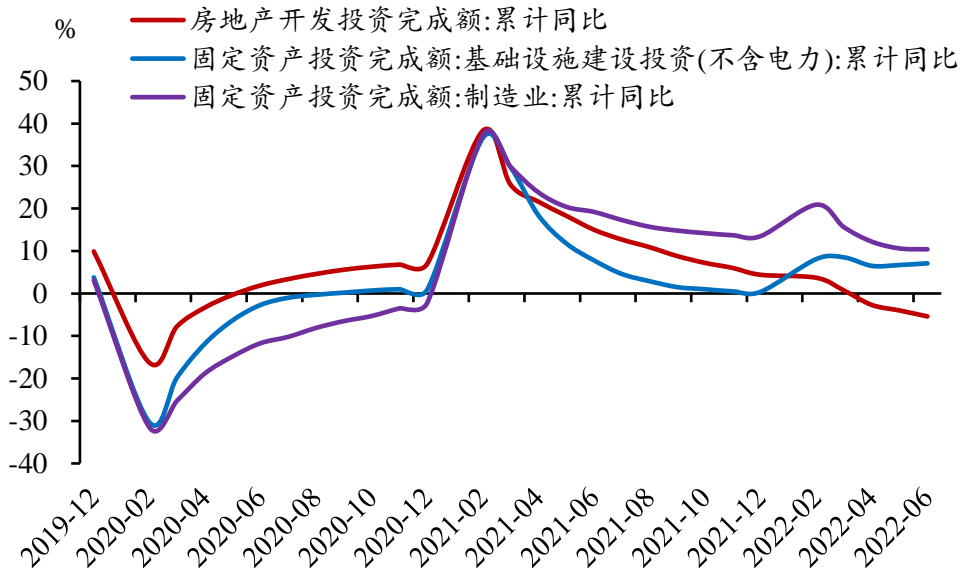
先看销售，6月商品房销售面积同比下降20.8%，较5月回升13.5个百分点。一是6月上海等地疫情好转，积压需求得到释放；二是6月以来地方放松政策继续保持高频节奏，根据克而瑞的消息，68省市出台80次放松政策，其中有郑州、南京溧水等10城落地房票安置；三是年中业绩冲刺，6月房企推盘热情较高。但值得注意的是，进入7月，房地产销售再次降温。关于房地产市场面临的问题，我们在第四部分展开。

图4：一二三线城市成交面积同比回暖



资料来源:万得, 信达证券研发中心

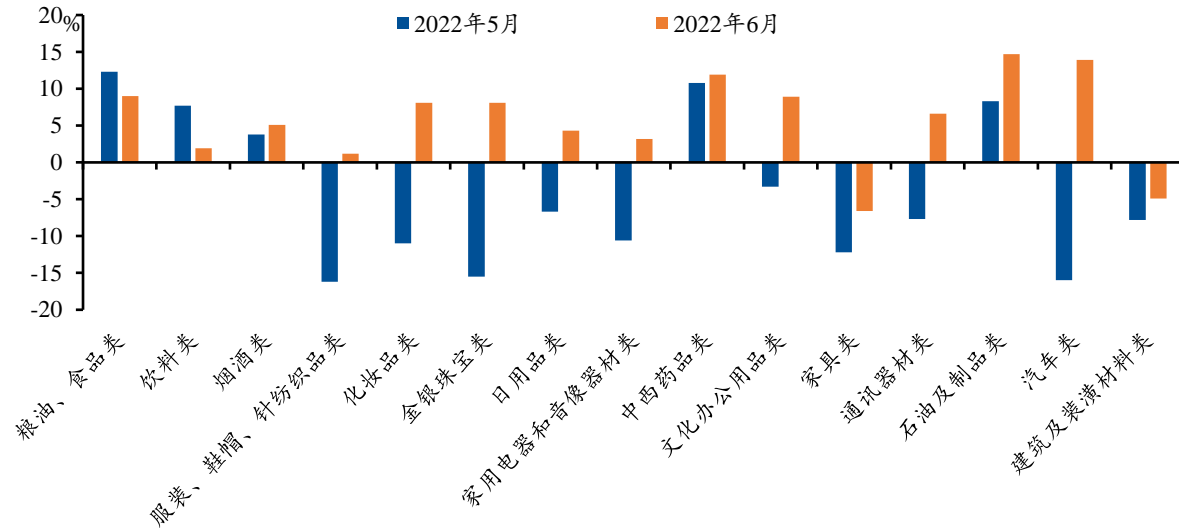
再看房地产投资。房地产投资当月同比下降9.4%，较5月下降1.6个百分点。新开工面积继续下滑，1-6月新开工面积累计同比下降34.4%（上期为-30.6%）。房地产开发企业资金结构性好转，1-6月房地产开发资金来源下降25.3%（前值-25.8%），其中，定金及预收款下降37.9%（前值-39.7%），个人按揭贷款下降25.7%（前值-27%）。在房地产市场景气度低迷的环境下，地产企业选择优先回笼资金，降低杠杆，而非拿地与开工，预计房地产投资与新开工企稳仍需时日。

图 5: 基建、制造业投资保持韧性, 房地产投资跌幅加深


资料来源:万得, 信达证券研发中心

三、社零超预期修复

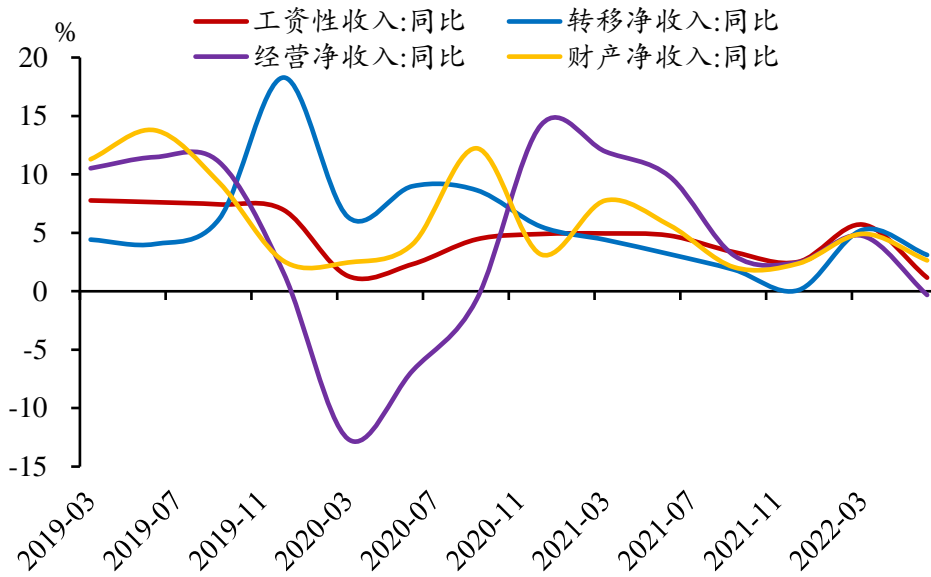
社零出现超预期修复。6 月份, 社会消费品零售总额 38742 亿元, 同比增长 3.1%, 5 月为同比下降 6.7%。(1) 疫情消退, 接触性消费企稳回升, 服装、珠宝、化妆品等修复均超过 10 个百分点, 餐饮消费同比增速大幅反弹但仍为负值, 推测与 6 月份部分涉疫地区关闭堂食有关。(2) 在政策刺激和积压需求释放的推动下, 汽车消费加速升温, 乘联会数据显示, 6 月份国内狭义乘用车市场销量达 194.4 万辆, 同比增长 22.7%。

图 6: 各类消费增速


资料来源:万得, 信达证券研发中心

我们认为, 本月消费修复源于积压需求的一次性释放, 持续性尚待观察。二季度可支配收入同比上升 1.5%, 增速较一季度下降 3.9%, 相较疫情前的 8%左右的增速更是存在明显的差距。其中, 工资性收入与经营性收入增速的下降较为严重, 而这两项收入是可支配收入中重要的组成部分, 占到整体的近 8 成。居民收入增速偏慢可能会拖累下半年消费修复的斜率。

图 7：居民可支配收入增速的下降较为严重

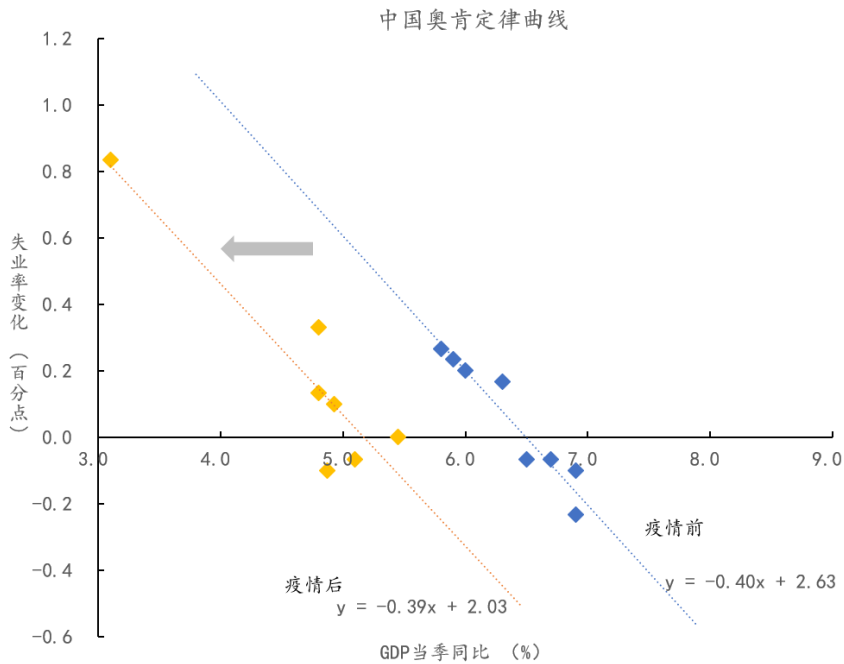


资料来源：万得，信达证券研发中心
 注释：2021 年为两年平均增速

四、下半年经济的三大关注点

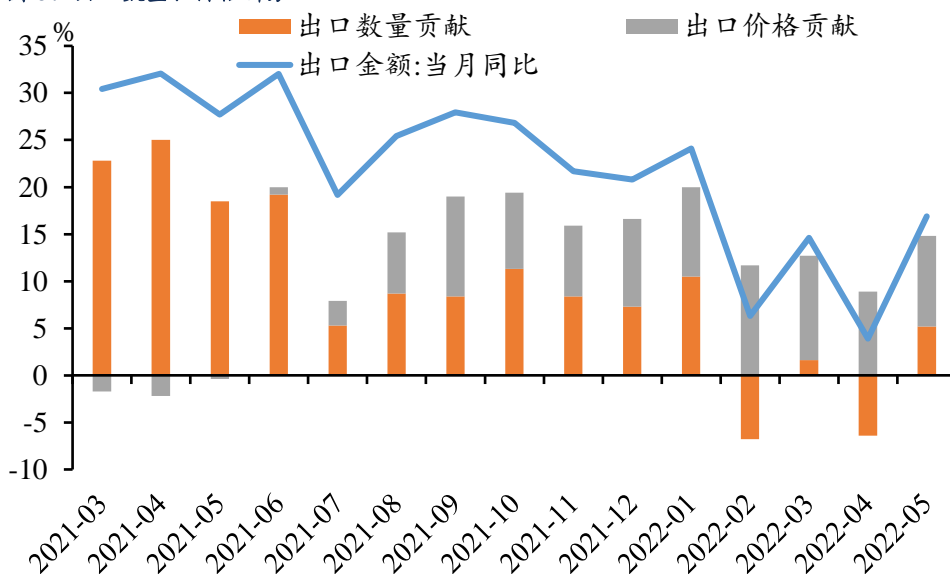
二季度 GDP 实现小幅正增长。二季度 GDP 同比增长 0.4%，实现了小幅正增长。在市场预期下半年经济迈入复苏阶段之际，我们提醒三个关注点：

第一，全年经济增速大致在多少？3 月以来，在疫情的扰动之下，失业率出现了较为明显的抬升。政府部门对于就业问题的重视程度不断提高，如 7 月 13 日李克强总理在国务院常务会议中表示“稳就业任务依然繁重，要坚持就业优先，以发展促就业，以稳就业支撑经济加快恢复和平稳发展”。6 月我国就业形势好转，失业率回到了 5.5% 的目标水平，但结构性失业问题仍在加剧，16-24 岁人口的失业率再创新高，达到了 19.3%，且根据统计局描述，上半年的失业率为 5.7%，距离全年目标仍有差距。在前期报告《稳住就业的经济增长底线大致是 4%》中，我们提出，去年全年中国失业率为 5.1%，今年政府预定目标为 5.5% 以内，升幅控制在 0.4 个百分点以内，依据疫情后的奥肯曲线估算，今年达成就业目标的经济增长底线大致是 4%。上半年经济增速为 2.5%，意味着下半年经济增速需要达到 5.3%，是一个通过努力能够实现的增长水平。

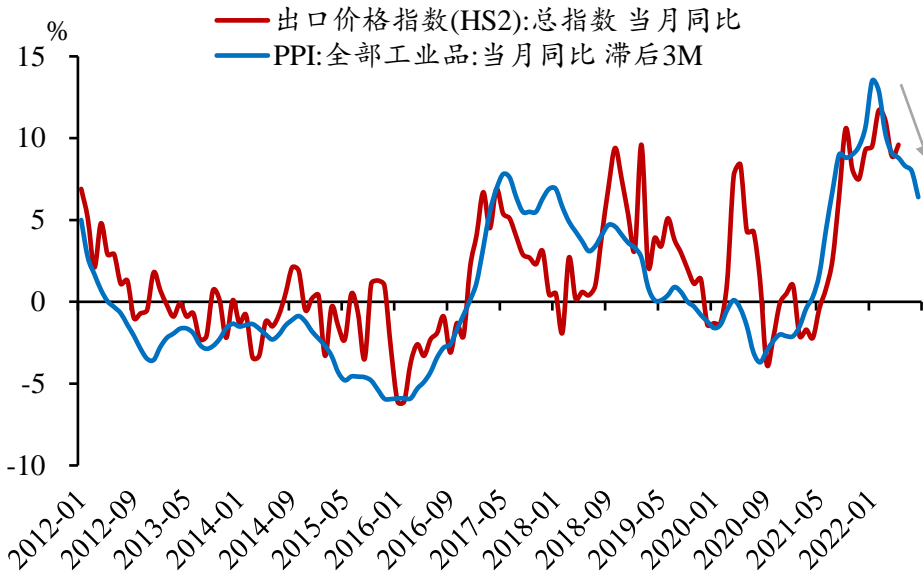
图 8：中国奥肯曲线


资料来源:万得, 信达证券研发中心

第二，外部环境变化对我国出口的影响。二季度出口金额同比增长 13%，贸易顺差创下历史最高记录，同比增幅高达 70%。但需要注意的是，出口金额的超预期上涨主要源自于价格的贡献，通过拆解出口的量价，可以发现今年以来出口价格的贡献要显著大于数量的贡献。虽然海关总署暂未公布 6 月出口的价格指数，但数据显示出口占比较大的商品如手机、集成电路等出口价格同比大幅上涨，说明价格对于 6 月出口的贡献不可忽视。历史数据显示，PPI 同比增速领先出口价格 3 个月，也就是说，未来价格因素对于出口的拉动趋于减弱。

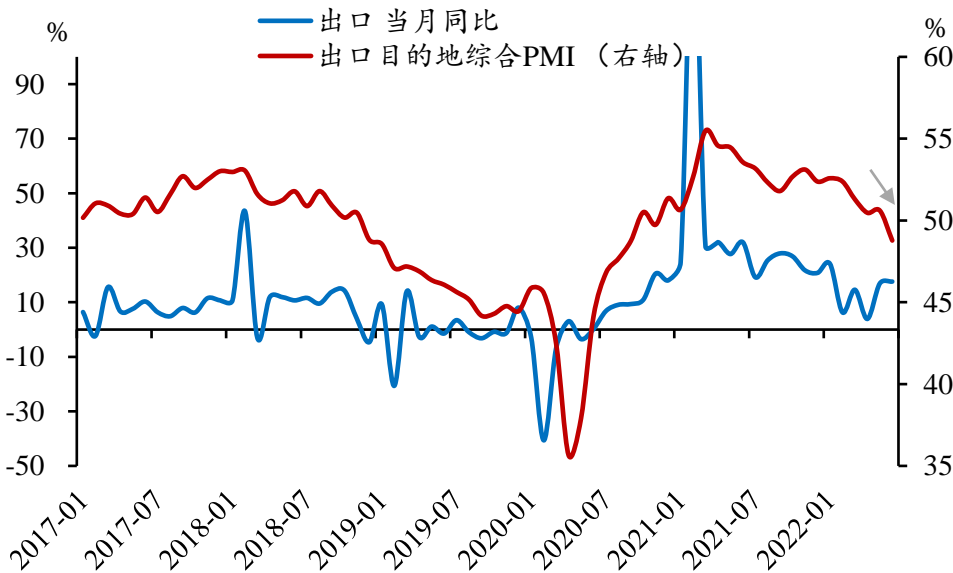
图 9：出口数量、价格拆分


资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 10: PPI 同比增速领先出口价格 3 个月


资料来源:万得, 信达证券研发中心

与此同时，全球加息浪潮的冲击下，下半年外需挑战增大。美国和欧洲正面临史诗级通胀，6 月美国 CPI 同比增长再次超预期，上涨 9.1%，为 1981 年 11 月以来最大；欧元区 6 月份 CPI 同比上升 8.6%，5 月份为同比上升 8.1%。对此，Fed Watch 的调查数据显示，美联储 7 月加息 100BP 的预期正不断发酵。伴随主要国家央行快速收紧货币政策，经济衰退可能是躲不过的代价。我们使用美国、欧盟、日本、韩国、越南 5 大经济体的综合 PMI 来表征外需的变化，权重为中国对各经济体出口金额的占比。历史数据显示，出口目的地综合 PMI 与出口当月同比的走势基本一致，可以较好地衡量外需的强弱。今年以来出口目的地综合 PMI 驶入下行通道，6 月回落至荣枯线以下，由此判断下半年出口对我国经济的拉动大概率减弱。

图 11: 出口目的地综合 PMI 与出口当月同比的走势基本一致


资料来源:万得, 信达证券研发中心

第三，房地产行业何时能出现实质性回暖？ 房价上涨预期一般领先于房地产销售。去年 6 月以来，由于房地产调控不断加码，居民对于房价上涨的预期明显降温，认为房价会上涨的比例从 25.5% 下降至今年 3 月份的 16.3%。今年 6 月份该比例为 16.2%，较 3 月仅下降 0.1 个百分点，说明房价预期基本企稳。然而，近期河南、湖北和湖南等多地出现烂尾楼“断供潮”，烂尾楼业主提出项目未全面复工前停止还贷。随着越来越多问题楼盘的业主加入停贷声明行列，居民对于房地产市场，尤其是对于期房的信心可能会被再次击碎，并引起房地产销售与投资在三季度二次探底。我们预计房地产行业可能需要等到四季度才能迎来实质性回暖。

图 12：房价上涨预期领先于房地产销售


资料来源:万得, 信达证券研发中心

此外，金融体系的风险可控，但需要引起注意。断供事件爆发后，农业银行、兴业银行、建设银行等多家银行公告表示，涉及“保交楼”风险的按揭贷款业务规模较小，总体风险可控。我们整理了各家银行贷款不良率的情况。个人住房贷款的不良率方面，部分银行个人住房贷款不良率小幅上升，但整体可控；而房地产行业的不良率方面，2021 年各家银行的房地产贷款的不良率均有较为明显的抬升，需要引起关注。政策需要尽快推进保交楼工作稳住信心，同时放松房地产调控政策促进销售，避免金融风险加剧。

表 1：各家银行个人住房贷款不良率

银行名称	不良贷款率_个人住房贷款 (%)				
	2019/12	2020/06	2020/12	2021/06	2021/12
平安银行	0.3	0.42	0.31	0.31	0.34
郑州银行	0.11	0.28	0.52	0.79	0.96
青农商行	0.23	0.26	0.27	0.33	0.41
浦发银行	0.27	0.3	0.34	0.35	0.4
招商银行	0.25	0.25	0.29	0.25	0.28
杭州银行	0.04	0.12	0.07	0.07	0.05
渝农商行	0.33	0.32	0.31	0.28	0.46
兴业银行	0.33	0.46	0.53	0.54	0.49
上海银行	0.16	0.15	0.14	0.1	0.09
农业银行	0.3	0.32	0.38	0.32	
交通银行	0.36	0.4	0.37	0.34	
工商银行		0.29	0.28	0.24	0.24
邮储银行	0.38	0.43	0.47	0.46	0.44
成都银行	0.25	0.29	0.25	0.28	0.25
建设银行	0.24	0.25	0.19	0.2	0.2
重庆银行	0.34	0.32	0.29	0.24	0.27

资料来源:万得, 信达证券研发中心

表 2：各家银行房地产行业贷款不良率

银行名称	不良贷款率 房地产业 (%)				
	2019/12	2020/06	2020/12	2021/06	2021/12
平安银行	1.18	0.32	0.21	0.57	0.22
宁波银行	1.02	1.17	1.37	1.48	0.93
郑州银行	0.15	0.47	1.25	1.89	3.47
青农商行	1.64	1.84	2.34	2.39	3.44
浦发银行	2.63		2.07	3.03	2.75
华夏银行	0.07	0.25	0.01	0.17	0.66
民生银行			0.69	1.04	2.66
招商银行	0.44	0.34	0.3	1.07	1.41
杭州银行	0.27	0.12	2.79	2.63	3.78
兴业银行	0.84	0.76	0.92	0.66	1.08
上海银行	0.1	0.43	2.39	2.73	3.05
农业银行	1.45	1.47	1.81	1.54	3.39
交通银行	0.33	1.43	1.35	1.69	1.25
齐鲁银行	0.23		0.31	0.29	1.45
成都银行	0.02	0.02	0.01		1.18
浙商银行	0.29	0.23	0.09	0.61	0.62
重庆银行	1.79	1.71	3.88	6.28	4.71
中信银行	1.19	1.23	3.35	3.11	3.63

资料来源:万得, 信达证券研发中心

风险因素

疫情变异导致疫苗失效；国内政策超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

肖张羽，信达证券宏观研究助理。英国剑桥大学经济与金融硕士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准 20%以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%~20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。