



经济透视

分析员:姚少华, PhD

电话: 852-2147 8863

电邮: yaoshaohua@abci.com.hk

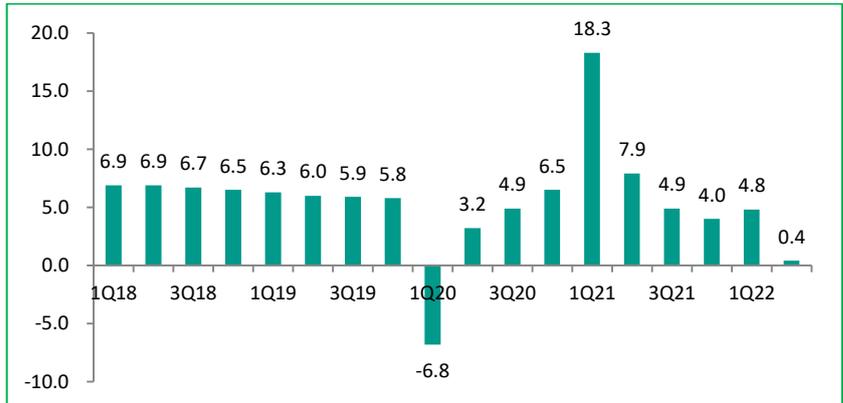
中国下半年经济料明显反弹

- 尽管中国经济增速在第 2 季表现疲弱,但可喜的是,随着疫情逐步受控,6 月的工业生产、整体投资以及零售销售均大幅反弹
- 展望下半年,随着中国的疫情防控进入常态化,我们相信下半年中国经济将在一系列宏观政策支持下明显回升。稳定的外需和强劲的基建和制造业投资将是主要的增长动力。此外,汽车产业的强劲回升亦为经济带来上扬的动能
- 整体来说,我们预计第 3 季与第 4 季的经济增速均超过 5.0%。2022 年全年我们预计增长 4.5%,虽低于 2021 年 8.1%的增速,但在疫情超预期冲击下已是不错的增速

中国第 2 季 GDP 同比增长 0.4%

受累于 4 月及 5 月全国大范围的新冠疫情冲击,多个城市实施了静默管理,今年 2 季度国内生产总值 (GDP) 同比仅增长 0.4%¹,不仅低于市场预期的 1.2%,亦大幅低于第 1 季 4.8%的同比增速(图 1)。今年 2 季度 GDP 季环比增速为-2.6%,不仅低于市场预期的-2.0%,亦大幅低于 1 季度 1.4%的季环比增速。上半年 GDP 同比增长 2.5%。

图 1: 中国 GDP 增长 (%)



来源: 国家统计局, 农银国际证券

分产业来看,今年 2 季度增速较疲弱主要因为第三产业的拖累。2 季度第一产业同比增长 4.4%,第二产业同比增长 0.9%,但第三产业同比下降 0.4%。三次产业增加值占 GDP 的比重分别为 6.2%、41.9%和 51.9%。与上年同期相比,第一、二产业比重分别提高 0.1 和 1.3 个百分点,但第三产业比重下降 1.4 个百分点。

从支出的角度分析显示,2 季度 0.4%的同比增速中消费开支成为主要的拖累项,令整体经济下滑 0.9 个百分点,主要受累于疫情的大范围爆发。而投资贡献整体经济增长 0.3 个百分点,货物及服务净出口为整体经济增长贡献 1.1 个百分点(图 2)。2022 年上半年 2.5%的经济增长中消费开支、投资以及货物及服务净出口分别贡献 0.8 个百分点、0.8 个百分点以及 0.9 个百分点。

农银国际研究部

2022 年 7 月 18 日

¹除另有指明外,本报告列示的变动比率均为按年变化



图 2：中国实质 GDP 增长各项目贡献率（百分点）

经济指标	1Q22	2Q22	1H22
消费开支（家庭 + 政府）	3.3	-0.9	0.8
投资（私人 + 公共）	1.2	0.3	0.8
货物及服务净出口	0.2	1.1	0.9
实质 GDP 增长 %	4.8	0.4	2.5

来源：国家统计局，农银国际证券

6 月经济出现明显反弹

尽管中国经济增速在第 2 季弱于市场预期，亦大幅低于第 1 季 4.8% 的同比增速，但可喜的是，随着疫情逐步受控，6 月的工业生产、整体投资以及零售销售均大幅反弹。

6 月工业增加值增速达到 3.9%，明显高于 5 月的 0.7%，主要受益于汽车产业、高端制造业以及清洁能源业的明显反弹。分行业看，6 月份同比增速最高的三个行业为汽车制造业（16.2%）、电气机械和器材制造业（12.9%）和煤炭开采和洗选业（11.2%）。6 月份同比增速较慢的几个行业为纺织业（-3.9%）、非金属矿物制品业（-3.7%）以及农副食品加工业（-0.3%）。分产品产量看，6 月份汽车产量同比增 26.8%（其中新能源汽车实现同比增长 120.8%），水力发电量同比增 29.0%，风力发电量同比增 16.7%，上述产品产量增幅排名居前。总体上工业活动景气高的行业主要集中在汽车以及绿色电力等领域。增速较慢的产品产量包括水泥、钢材以及集成电路等产品。水泥和钢材较慢的增速或与房地产投资增速大幅回落相关。值得指出的是，6 月原煤产量同比增长 15.3%，说明原煤产量在国家保供稳价政策下继续维持较快增加。

投资方面，上半年固定资产投资同比增长 6.1%，略高于市场预期的 6.0%，主要受益于制造业以及基建投资的快速增长。期内民间投资同比增长 3.5%，房地产、基础设施和制造业投资分别增长-5.4%、7.1% 和 10.4%。根据我部的测算，6 月单月整体投资增速为 5.8%，较 5 月当月整体投资增速 4.5% 为快。分行业看，受益于强劲的出口增长，6 月份制造业投资增速由 5 月份的 7.1% 反弹至 9.9%，增速相对较快。受益于专项债发行加快及落地使用，6 月份基建投资增速亦由 5 月的 7.2% 反弹至 8.2%。6 月份房地产投资仍疲弱，增速由 5 月份的-7.7% 进一步回落至-9.6%，但房地产销售在利好政策频出下转暖，6 月销售面积及金额增速分别由 5 月份的-32.0% 及-37.8% 收窄至-18.0% 及-20.7%。

消费方面，6 月消费品零售增长 3.1%，较 5 月-6.7% 的增速大幅回升，主要受益于汽车消费以及餐饮消费的反弹。受益于汽车购置税的大幅减免，占整体销售 10% 的汽车类零售销售在 6 月份增长 13.9%，较 5 月-16.0% 的增速大幅攀升。在防疫措施放松带动下，6 月份餐饮收入同比仅下跌 4.0%，而 5 月份下跌 21.1%。其它产品消费方面，油价上涨带动 6 月石油及制品类消费同比增长 14.7%。生活必需品消费仍维持较快增长，6 月份粮油与食品类和中西药品类消费分别同比增长 9.0% 和 11.9%。可选消费品消费亦录得较快增长，6 月份金银珠宝类、化妆品类消费均增长 8.1%。此外，上半年全国网上零售额同比增长 3.1%，比首 5 月增速加快 0.2 个百分点。

就业方面，上半年全国城镇新增就业 654 万人。6 月份全国城镇调查失



业率为 5.5%，比 5 月下降 0.4 个百分点。6 月份 31 个大城市城镇调查失业率为 5.8%，比 5 月下降 1.1 个百分点。但值得指出的是，6 月 16-24 岁人口调查失业率由 5 月的 18.4% 进一步上升至 19.3%，反映年轻人就业情况不容乐观。

预计下半年经济增速或显著回升

整体来说，尽管今年第 2 季中国的 GDP 增长乏力，但 6 月份经济增速出现明显好转。随着中国的疫情防控进入常态化，我们相信下半年中国经济将在一系列宏观政策支持下明显回升。稳定的外需和强劲的基建和制造业投资将是主要的增长动力。此外，汽车产业的强劲回升亦为经济带来上扬的动力。

内需方面，我们预计整体固定资产投资将在今年下半年加快，主要因为基建投资将在更多地方政府专项债发行和使用下获得更快的增长。稳定的外需亦将带动制造业以及民间投资平稳增长。值得指出的是，高新技术制造业投资或在宏观政策的支持下获得快速增长。然而，由于三四线城市的房地产销售难于在下半年显著反弹，房地产投资料在今年下半年只能缓慢复苏。居民收入上升和失业率回落料支持消费者支出。特别是在中央和地方促进汽车消费的政策推动下，占整体零售额 10% 的汽车零售额有望在今年下半年大幅回升。此外，随着疫情消退，餐饮消费在下半年有望大幅回升。

外需方面，尽管去年同期基数较高，但由于美国政府可能取消或降低部分中国商品的进口关税，尤其是日用品，我们预计中国出口仍将录得相对较快增长。另一方面，全球航运成本自 2022 年初以来已经明显回落，料可支持中国的出口增长。此外，RECP 的生效将显著帮助中国在今年下半年与亚洲经济体的贸易，尤其是与日本的贸易。

随着中国的疫情防控进入常态化，我们相信今年下半年中国经济增长将明显反弹，第 3 季与第 4 季的增速预计均超过 5.0%。整体来说，我们预计 2022 年国内生产总值增长 4.5%，虽低于 2021 年 8.1% 的增速，但在疫情超预期冲击下已是不错的增速（图 3）。



图 3: 经济预测

经济指标	2020	2021	1H22	2022 预测
实质 GDP 增长, %	2.2	8.1	2.5	4.5
固定资产投资增长, %	2.9	4.9	6.1	6.0
零售销售增长, %	(3.9)	12.5	-0.7	4.0
以美元计出口增长, %	3.6	29.9	14.2	10.0
以美元计进口增长, %	(0.7)	30.1	5.7	5.0
工业产出增长, %	2.8	9.6	3.4	5.0
消费物价通胀, %	2.5	0.9	1.7	2.0
生产物价通胀, %	(1.8)	8.0	7.7	5.0
M2 增长, %	10.1	9.0	11.4	10.5
社会融资规模增量, 十亿人民币	34,900	31,400	21,000	34,000
新增人民币贷款, 十亿人民币	19,600	19,900	13,680	22,000
年底每美元兑人民币在岸现货价	6.5273	6.3730	6.6993	6.7000
1 年期 LPR, %	3.85	3.80	3.70	3.60
5 年期 LPR, %	4.65	4.65	4.45	4.25

来源: 国家统计局, 中国人民银行, 农银国际证券估计



权益披露

分析员，姚少华，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报(约 10%)
持有	负市场回报 (约-10%) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报(约 10%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(约-10%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2009 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2009-21 年间的平均增长率为 9.2%）

目标价的时间范围：12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2022 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发;

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司
电话: (852) 2868 2183