

## 二季度经济数据和下半年展望再审视

### 核心观点:

1、从总量上看，二季度 GDP 增长低于预期。二季度 GDP 实际同比 0.4%，低于预期 1.1%，前值 4.8%。从分项看，则呈现出明显的分项超预期、总量不及预期的特征，具体体现为仅工业增加值和房地产投资增速不及预期，其余社零、投资及出口均超预期，从这个角度或许暗示了二季度经济总量不及预期的背后主要受供给端工业生产的拖累。

2、从结构来看，二季度尽管三驾马车超预期，但背后隐忧其实较为明显，地产投资背后问题仍然很大，服务消费的报复性反弹持续性堪忧，就业尽管明显改善，但高校毕业生失业问题俨然要比 2020 年更严重，下半年经济增速保 4.0% 不难，保 5.0% 难度较大，究竟是落在 4.5%-5.0% 之间还是在 4.0%-4.5% 之间，我觉得主要取决于未来房地产市场如何演变以及基建资金端是否有增量资金及政策出台。

风险提示：疫情不确定性 政策落实力度不及预期

Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

[mayan@nawaa.com](mailto:mayan@nawaa.com)

投资咨询资格证号

Z0012651

戴朝盛 0571-87839255

[daichaosheng@nawaa.com](mailto:daichaosheng@nawaa.com)

投资咨询资格证号

Z0014822

## 目录

<b>第 1 章</b>	<b>二季度经济数据和下半年展望再审视</b> .....	<b>3</b>
1.1.	二季度 GDP 同比 0.4%，下半年压力几何？ .....	3
1.2.	消费：服务消费反弹明显 .....	3
1.3.	投资：地产拖累明显 .....	4
1.4.	工业生产：弱于预期，拖累总量 .....	5
1.5.	就业：就业修复，但结构隐忧.....	6
	免责声明.....	8

## 第1章 二季度经济数据和下半年展望再审视

从总量上看,二季度 GDP 增长低于预期。二季度 GDP 实际同比 0.4%, 低于预期 1.1%, 前值 4.8%。从分项看, 则呈现出明显的分项超预期、总量不及预期的特征, 具体体现为仅工业增加值和房地产投资增速不及预期, 其余社零、投资及出口均超预期, 从这个角度或许暗示了二季度经济总量不及预期的背后主要受供给端工业生产的拖累。

### 1.1. 二季度 GDP 同比 0.4%, 下半年压力几何?

首先, 从总量上看, 二季度 GDP 增长低于预期。二季度 GDP 实际同比 0.4%, 低于预期 1.1%, 前值 4.8%。从分项看, 则呈现出明显的分项超预期、总量不及预期的特征, 具体体现为仅工业增加值和房地产投资增速不及预期, 其余社零、投资及出口均超预期, 从这个角度或许暗示了二季度经济总量不及预期的背后主要受供给端工业生产的拖累。

其次, 二季度成绩已然出炉, 在现有的经济增长成绩下, 想要实际全年 5.5% 的经济增速目标, 要求下半年实际 GDP 同比要在 8.15%, 倘若全年努力实现 5.0% 的经济增速目标, 下半年经济增速也要在 7.21%, 难度也是相当的大; 倘若要求 4.5% 的经济增速, 下半年经济增速要求为 6.27%, 难度有, 但是相对来说可以争取; 但如若放低要求争取全年 4.0% 的经济增速目标, 则下半年经济增速只要达到 5.33% 即可实现, 相对来说, 在现有的潜在增速水平下实现度非常大。

表 1.1.1: 不同增速目标下的下半年经济增速预测

Q2 增速	H2 GDP (亿元)	全年 GDP 目标	H2 GDP 增速
0.4%	630,945	5.5%	8.15%
0.4%	625,466.20	5.0%	7.21%
0.4%	619,987.30	4.5%	6.27%
0.4%	614,508.40	4.0%	5.33%

资料来源: Wind 南华研究

### 1.2. 消费: 服务消费反弹明显

1-6 月社零累计同比增速-0.7%, 预期-1.2%, 前值-1.5%, 6 月社零当月同比增速 3.1%, 预期 0.3%, 前值-6.7%, 当月及累计同比均呈现超预期反弹。

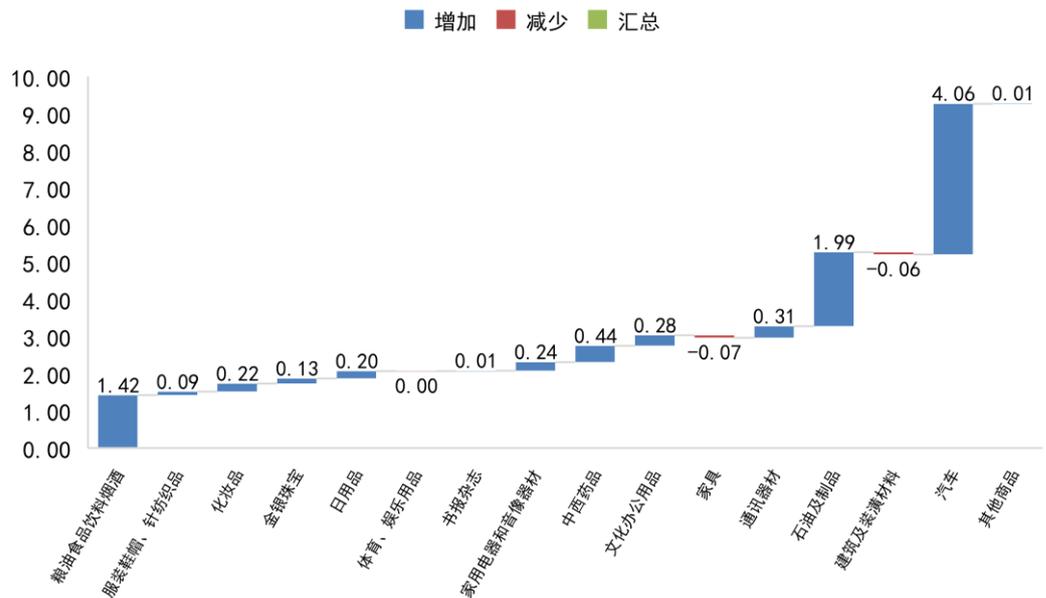
从不同口径来看, 所有口径社零均呈现明显反弹, 其中反弹幅度最大的是餐饮收入、限额以下, 反弹幅度最小的是网上零售, 但从绝对口径来看, 也仅有餐饮收入及限额以下商品零售呈现负增速, 这主要在于疫情平稳之后线下接触性服务消费明显反弹。

从行业角度来看, 对 6 月社零形成明显正向拉动的主要有汽车、石油及制品、粮油食品以及中西药品, 这背后主要在于汽车促销政策在 6 月明显发力叠加之前积压订单的释放, 俄乌冲突悬而未决带动国际油价高位波动、国内成品油价格调高, 另外疫情缓和之后堂食放开对猪肉等线下消费需求释放, 除此之外, 化妆品、金银珠宝等可选消费在 6 月也明显呈现补偿性增长, 与此同时, 家具、建筑及装潢材料等房地产后周期产业

消费则在地产疲态下继续拖累整体社零。

往后看，6月疫情平稳，7月近期国内疫情再度呈现抬头迹象，而且消费本身面对的消费意愿低迷以及结构性就业问题仍旧严峻，预计6月消费的复苏斜率或不可持续，但年内整体复苏趋势不受影响，整体复苏程度受到中长期因素制约。

图 1.2.1：社零当月同比贡献率（%）



资料来源：Wind 南华研究

### 1.3. 投资：地产拖累明显

二季度投资累计同比 6.1%，较 1-5 月的 6.2% 有所回落，内部跷跷板格局非常显著，累计同比口径下，制造业放缓、基建改善、地产延续下滑，二季度经济数据中除了工业生产略微不及预期之外，仅房地产投资明显低于市场一致预期。

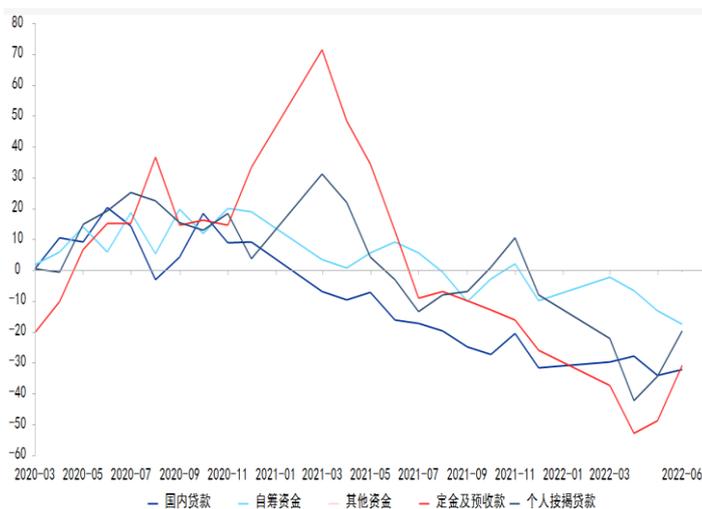
近期“停贷”事件发酵，对房企违约风险的担忧再度上头，那么 6 月房地产投资数据下的房地产市场究竟表现如何，我们从以下几个角度来看：

首先，从面积端来看，6 月商品房销售面积当月及累计同比跌幅均有所收窄，与 6 月以来高频数据表现相一致，代表 6 月房地产销售的确出现了脉冲式回暖，但全国房地产销售的拐点可能还需要再等等；

但从资金来源来看，上半年房企实际到位资金增速跌幅略有收窄，但这背后仅仅来自于个人按揭、定金及预收款的边际改善，其余资金来源均延续恶化，房企资金问题并没有得到明显改善。

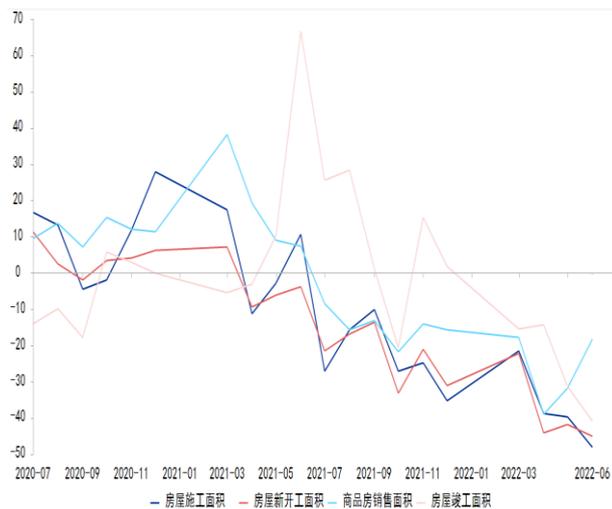
往后看，“停贷”事件发酵，虽然很多银行出面澄清风险可控，但是这一事件其实映射了目前市场以及居民对房企信用风险的悲观预期。房地产投资仍未见底，市场信心以及房地产症结仍有待进一步的政策措施来协同化解。

图 1.3.1: 内源资金改善, 外源融资仍延续恶化 (%)



数据来源: iFinD 南华研究

图 1.3.2: 面积端当月同比 (%)



数据来源: iFinD 南华研究

### 1.4. 工业生产：弱于预期，拖累总量

6月工业生产延续修复，规上工业增加值当月同比由前值0.7%升至6月的3.9%，但弱于市场一致预期4.5%，是除房地产投资之外唯一弱于市场预期的数据，所以工业生产很有可能是导致今年二季度GDP增速总量不及预期的关键因素。

分三大门类来看，尽快三大门类均较5月有明显改善，但是与去年同期以及过去两年平均比仍有较大改善空间，尤其是公用事业以及高技术产业。

分产业看，汽车制造业当月同比改善最为明显，这与6月以来稳增长政策以及汽车购置税等促销费政策发力有关，也有部分积压订单释放的因素在，除此之外，还有俄乌冲突延续下的能源链条以及国内需求复苏下的相关产业链拉动。

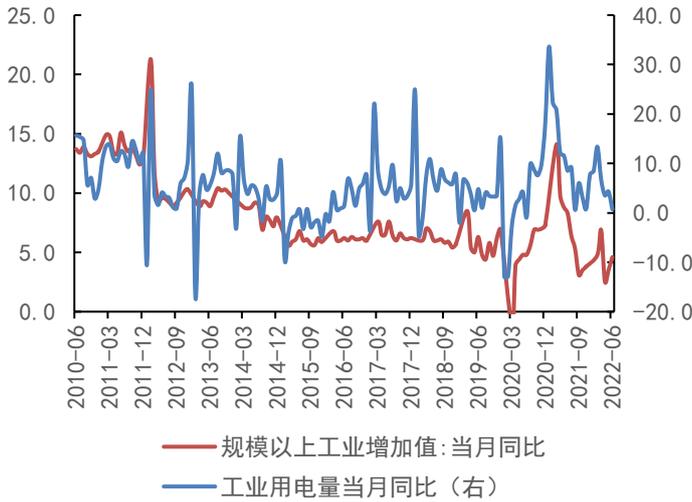
再来看服务业生产，服务业生产指数当月同比增速由负转正，较5月的-5.1%上涨至1.3%，累计同比增速跌幅有所收窄，与6月社零表现相呼应，服务消费明显反弹，但是，补偿性填坑模式只是疫情消费场景限制解除之后的短暂性狂欢，疫情仍旧是隐忧，尤其是7月以来部分省市受变异毒株扰动，消费的复苏之路和服务业的修复历程注定在疫情的扰动下不会一帆风顺，复苏斜率或先急后缓。

表 1.4.1: 工业生产表现

当月值 (%)	2022年6月	2022年5月	2021年6月	2019年6月	过去两年复合增速	环比变化	与去年同期比	与疫情前变化	与过去两年比
工业增加值	3.90	0.70	8.30	6.30	6.54	3.20	-4.00	-2.00	-2.64
采矿业	8.70	7.00	0.70	7.30	1.20	1.70	6.00	1.40	7.50
制造业	3.40	0.10	8.70	6.20	6.88	3.30	-5.30	-2.00	-3.48
高技术产业	8.40	4.30	18.00	9.60	13.93	4.10	-9.60	-1.20	-5.54
电力、燃气及水的生产和供应业	3.30	0.20	11.60	6.60	8.51	3.10	-8.30	-3.30	-5.21
累计值 (%)	2022年1-6月	2022年1-5月	2021年1-6月	2019年1-6月	过去两年复合增速	环比变化	与去年同期比	与疫情前变化	与过去两年比
工业增加值	3.40	3.30	15.90	6.00	6.95	0.10	-12.50	-2.60	-3.54
采矿业	9.50	9.60	6.20	3.50	2.49	-0.30	3.30	6.00	7.01
制造业	2.80	2.60	17.10	6.40	7.45	0.20	-14.30	-3.60	-4.65
高技术产业	9.60	9.90	22.60	9.00	13.19	-0.30	-13.60	0.60	-3.59
电力、燃气及水的生产和供应业	3.90	4.10	13.40	7.30	6.01	-0.30	-9.50	-3.40	-2.11

资料来源: Wind 南华研究

图 1.4.1: 工业生产延续修复 (&)



数据来源: iFinD 南华研究

图 1.4.2: 服务业生产指数当月同比 (%)



数据来源: iFinD 南华研究

## 1.5. 就业: 就业修复, 但结构隐忧

二季度经济实现勉强压线转正, 在消费明显反弹特别是服务业加速修复背景下, 6月国内城镇调查失业率明显回落至今年2月时的水平。6月中国城镇调查失业率为5.5%, 较5月继续回落0.4个百分点。

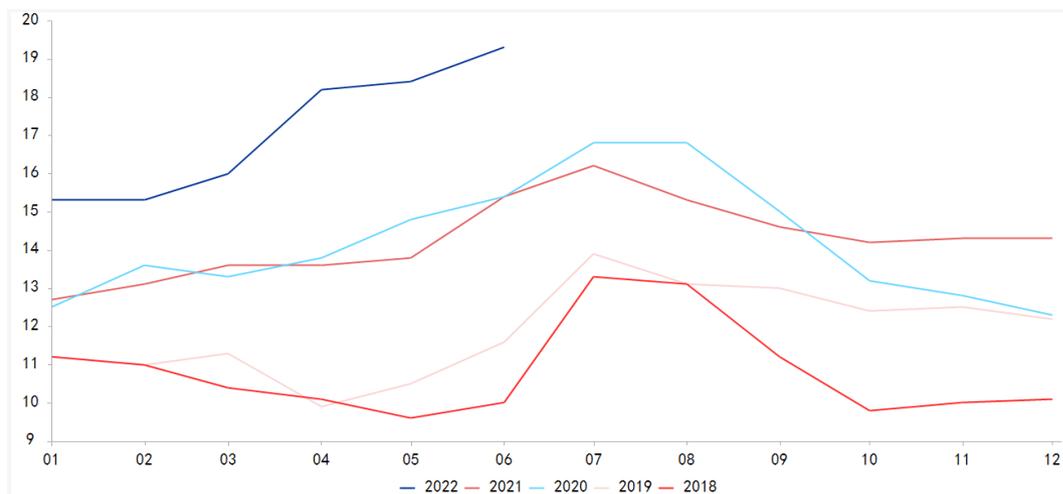
但仍要注意, 尽管整体失业率拐头向下, 但16-24岁人口调查失业率却仍旧向上冲高, 6月该失业率攀升至19.3%, 尽管高校毕业生失业率在7月前呈现季节性冲高, 但今年该失业率即便与2020年对比, 仍高于2020年同期4%左右, 可见当前就业虽然整体向好, 但高校毕业生失业问题值得关注。

图 1.5.1: 失业率呈现结构性隐忧 (%)



资料来源: Wind 南华研究

图 1 5.2：16-24 人群失业率季节性规律（%）



资料来源：Wind 南华研究

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点