

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

政策效果显现 基础仍需夯实

—6月及二季度经济数据点评

2022年7月18日

分析师:

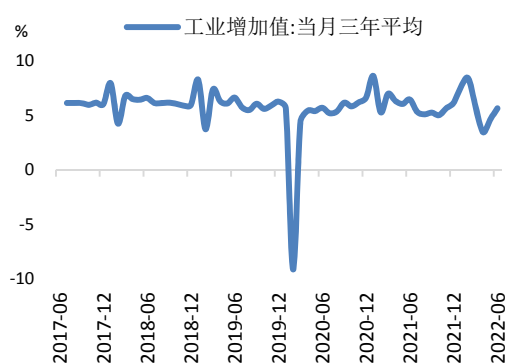
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

工业增加值



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

消费



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

- 1.《PMI持续改善 内需仍待提振—6月PMI数据点评》
- 2.《经济实现触底反弹 信心提振尚需加码—5月经济数据点评》

内容提要:

二季度 GDP 同比增长 0.4%，预期增长 1.1%，前值增长 4.8%；6 月工业增加值同比增长 3.9%，预期增长 4.5%，前值增长 0.7%；1-6 月固定资产投资累计同比增长 6.1%，预期增长 5.9%，前值增长 6.2%；6 月社会消费品零售总额同比增长 3.1%，预期下降 0.5%，前值下降 6.7%。

二季度 GDP 增长放缓较多，主要是疫情对消费与服务业冲击较大，部分地区工业生产也受到一定影响。二季度后半期，疫情得到控制、物流逐步畅通、复工复产力度加大叠加出口加速等因素推动产需加快恢复。

疫情得到控制，多数商品消费加速修复。当前消费复苏更多的积极因素显现，疫情冲击缓和、就业压力缓解、居民收入增速回升、消费刺激政策接连出台等有利于消费转暖。不过，居民的谨慎预期依然较强，未来仍然需要政策进一步稳定消费者信心。

固定资产投资好于预期。其中，基建投资压舱石作用凸显，未来仍有上升空间；制造业投资稳中有升，市场信心有所恢复；房地产投资仍在探底，销售边际好转但尚未企稳。

总的来看，二季度或是全年经济底部，随着稳增长政策的逐步落地落实，经济增长动力持续恢复。由于上半年 GDP 增长 2.5%，在既不大水漫灌又能较好实现稳增长稳就业的目标的情况下，全年保 4 争 5 的现实可能性更大一些，对应的三四季度 GDP 要进一步提高到 6% 左右或更高。考虑到当前外部不稳定不确定因素增加，国内疫情影响还没有完全消除，需求收缩与供给冲击问题尚存，未来仍需要政策呵护稳固经济持续恢复的基础。

风险提示: 央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

事件: 国家统计局 7 月 15 日公布的数据显示, 二季度 GDP 同比增长 0.4%, 预期增长 1.1% (预期值来源为 Wind, 下同), 前值增长 4.8%; 6 月工业增加值同比增长 3.9%, 预期增长 4.5%, 前值增长 0.7%; 1-6 月固定资产投资累计同比增长 6.1%, 预期增长 5.9%, 前值增长 6.2%; 6 月社会消费品零售总额同比增长 3.1%, 预期下降 0.5%, 前值下降 6.7%。

点评: 二季度 GDP 低于预期, 主要是疫情对消费与服务业冲击较大, 部分地区工业生产也受到一定影响。二季度后半期, 疫情得到控制、财政信贷双双发力、物流逐步畅通、复工复产力度加大叠加出口韧性仍强等因素推动产需加快恢复, 稳增长政策效果逐步显现, 下半年经济向好的趋势不变。同时, 也要看到外部不稳定不确定因素增加, 国内疫情影响还没有完全消除, 需求收缩与供给冲击问题尚存, 未来仍需要政策呵护稳固经济持续恢复的基础。

一、二季度 GDP 低于预期, 下半年修复上行趋势不改

二季度 GDP 增长放缓较多, 主要是疫情对消费与服务业冲击较大, 部分地区工业生产也受到一定影响。其中, 国内 4-5 月消费同比下滑 8.8%, 4 月工业增加值同比下滑 2.9%; 二季度上海 GDP 同比下降 13.7%、北京下降 2.9%、吉林下降 4.5%, 均显示出疫情对经济的较大冲击。

二季度后半期, 疫情得到控制、物流逐步畅通、复工复产力度加大叠加出口加速等因素推动产需加快恢复。随着复工复产持续推进, 企业前期受抑制的产需加快释放, 6 月制造业 PMI 生产指数和新订单指数分别为 52.8% 和 50.4%, 高于 5 月 3.1 和 2.2 个百分点, 均升至扩张区间。

宏观政策持续发力稳增长的效果逐步显现。货币金融方面, 6 月社融、新增贷款投放均好于预期, 企业短期和中长期融资需求改善。财政方面, Wind 数据显示, 上半年发行专项债券 3.41 万亿元, 尤其是 6 月速度进一步加快。政策落实方面, 5 月国务院稳住经济大盘会议提出, 国务院 5 月 26 日将向 12 个省派出督查组, 对政策落实和配套开展专项督查; 6 月 1 日召开的国常会要求, 12 个省的督查组要在实地督查基础上尽快形成报告, 对政策落实中的突出问题予以通报。

总的来看, 二季度或是全年经济底部, 随着稳增长政策逐步落地落实, 经济增长动力持续恢复。由于上半年 GDP 增长 2.5%, 在既不大水漫灌又能较好实现稳增长稳就业目标的情况下, 全年保 4 争 5 的现实可能性更大一些, 对应的三、四季度 GDP 要进一步提高到 6% 左右或更高。考虑到

当前外部不稳定不确定因素增加，国内疫情影响还没有完全消除，需求收缩与供给冲击问题尚存，未来仍需要政策呵护稳固经济持续恢复的基础。

二、生产端持续复苏

生产端持续复苏。6月规模以上工业增加值同比增长3.9%，弱于市场预期（4.5%）；三年平均增长5.6%，较5月回升1个百分点，但仍低于3月（5.8%）。二季度，规模以上工业增加值同比增长0.7%，较一季度回落5.8个百分点。从环比看，6月工业增加值增长0.84%，近3月均值向正常时期水平进一步回归。

疫情得到控制、财政信贷发力、物流逐步畅通、复工复产力度加大叠加出口加速等因素推动生产恢复。其中，采矿业增加值同比增长8.7%，制造业增长3.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长3.3%；从三年平均增长角度看，三者分别较5月变动-0.1、1.0、1.9个百分点，制造业增速与3月持平。从区域上看，6月上海、吉林规模以上工业增加值同比分别增长13.9%和6.3%，5月则分别为下降30.9%和4.9%。

分行业看，6月41个大类行业中有31个行业增加值保持同比增长，装备制造业回升比较明，尤其是汽车等行业。其中，长三角、吉林等前期影响较大地区加速复工复产，汽车制造业增加值同比增长16.2%；高科技领域计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长11.0%，继续保持较快增长；保供稳价下的煤炭开采和洗选业增长11.2%；电气机械和器材制造业增长12.9%。

从中观高频数据角度观察，6月总体开工率持续改善，但部分行业绝对水平较疫情前仍有差距，行业分化明显。7月上述情况有所改善，随着订单增加、PPI持续回落，中下游行业开工率改善明显。如石油沥青装置开工率较6月初上升9个百分点，与2021年同期差距持续收敛；PTA开工率较2021年同期大体持平；汽车全钢胎、半钢胎开工率好于2021年同期。

展望未来，随着下游需求的复苏以及政策的持续呵护，工业增加值有望恢复至6%左右，不过四季度外需回落速度可能会加快，叠加企业利润增速放缓，对工业生产或形成一定拖累。

三、消费端复苏好于预期但动力仍需夯实

6月社会消费品零售总额同比增长3.1%，好于预期（-0.5%），较5月回

升 4.4 个百分点;三年平均增速为 4.3%,较 5 月大幅回升 3.7 个百分点,增速与今年 2 月持平。其中,除汽车以外的消费品零售额同比增长 1.8%。

疫情得到控制,多数商品消费加速修复。从三年平均增速角度看,体育娱乐用品继续保持两位数增长;文化办公用品类(14%)、日用品类(11.6%)、化妆品类(13.9%)、通讯器材类(13.6%)较 5 月明显加速;刺激政策提振下的汽车(3.0%)及关联的石油及制品类(6.7%)亦分别较 5 月改善 5.6、2.8 个百分点;地产链条仍在低位,家具类(1.5%)、建筑及装潢材料类(5.0%)较 5 月小幅改善。此外,餐饮消费同比下降 4.0%,降幅较 5 月收窄 17.1 个百分点;三年平均增速为-0.7%,较 5 月回升 6.1 个百分点,距离转正仅一步之遥。

就业压力总体缓解但结构性问题尚存。6 月全国城镇调查失业率 5.5%,比 5 月下降 0.4 个百分点。不过,16-24 岁年轻人的失业率达到 19.3%,比 5 月上升 0.9 个百分点,就业压力仍然较大。从全国城镇新增就业数量看,今年上半年新增就业 654 万人,完成全年目标任务的 59%;2021 年上半年 698 万人,完成当年目标的 63.5%。虽然今年新增就业人数低于去年,但却是在疫情冲击加大、经济增速较低的情况下完成。

综合而言,当前消费复苏更多的积极因素显现,疫情冲击缓和、就业压力缓解、居民收入增速回升、消费刺激政策接连出台等有利于消费转暖。不过,经济下行压力尚存、疫情反复冲击(当前全国部分地区还存在散发疫情)导致本轮消费复苏或较 2020 年与 2021 年更为缓慢。从 6 月消费数据看,物价因素、滞后消费、刺激政策等短期因素对(名义)消费构成一定的支撑,虽然数据超预期但难言内生动力已经恢复。根据央行《2022 年第二季度城镇储户问卷调查报告》,倾向于“更多储蓄”的居民占 58.3%,比一季度增加 3.6 个百分点,再创近 20 年来新高,居民的谨慎预期依然较强,未来仍然需要政策进一步稳定消费者信心。

四、投资好于预期,其中基建投资压舱石作用凸显,制造业投资稳中有升,房地产投资仍在探底

1-6 月固定资产投资(不含农户)同比增长 6.1%,好于预期(5.9%);三年平均增速为 5.0%,较 5 月上升 0.3 个百分点。从环比看,6 月固定资产投资(不含农户)增长 0.95%。

基建投资稳步上行。1-6 月基础设施投资(不含电力)同比增长 7.1%,较 5 月提高 0.4 个百分点;三年平均增长 4.0%,较 5 月回升 0.2 个百分点。从中观数据看,6 月至今石油沥青装置开工率持续提升,6 月挖掘机

销量三年平均增速由负转正并加速至 11.2%，与基建投资加速相对应。近期政策稳中加码，6 月专项债加速发行，信贷超预期投放；6 月 1 日国常会提出，对金融支持基础设施建设，要调增政策性银行 8000 亿元信贷额度；6 月 29 日国常会提出，运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资 3000 亿元，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金、但不超过全部资本金的 50%，或为专项债项目资本金搭桥，一定程度上可缓解资本金缺少的难题。维持此前观点，在诸多政策的推动下，今年基建投资有望增长 8% 甚至更快。但需要注意的是，在今年专项债发行基本结束的情况下，下半年新增资金来源或需要再度谋划。

房地产投资增速仍在探底，销售边际改善但总体未见明显好转。1-6 月房地产开发投资同比下降 5.4%，较 5 月扩大 1.4 个百分点。6 月当月房地产开发投资同比下降 9.4%，较 5 月扩大 1.6 个百分点；三年平均增长 1.4%，较 5 月回落 1.7 个百分点。6 月当月新开工、施工、竣工面积同比增速分别为 -45.1%、-48.1%、-40.7%，均较 5 月下滑，尤其是施工面积与竣工面积，不过上述三项指标的三年平均增速连续 2 个月出现边际改善。6 月商品房销售面积同比下降 20.8%，三年平均增速（-2.1%）亦连续 2 个月边际改善。一方面，前期受疫情影响的合同滞后至 6 月签约，另一方面上半年 LPR 下调 20 个基点、一线外多个城市放松房地产调控，有助于 6 月地产销售边际改善。不过，从高频的 30 个大中城市商品房成交面积看，6 月同比降幅从 5 月的 -48% 收窄至 -6.4%，但 7 月前半个月再度大幅下滑到 -29.7%，地产销售仍未企稳。同时，根据近期证券时报等多家媒体报道，多地烂尾楼业主发布声明，要强制停止偿还贷款，直至相关项目完全复工为止，涉及的城市包括河南、山西、江西、湖南、湖北、广西、陕西等多个省份。对此，银保监会表示高度重视，随后多家银行发公告回应“停贷”事件，表示规模较小、总体风险可控。短期而言，在监管层与地方政府合力推动下，部分楼盘或将复工保交楼，但在房住不炒叠加居民收入增速放缓、谨慎预期尚存的情况下，地产销售或仍将低位徘徊。

制造业投资稳中有升。1-6 月制造业投资同比增长 10.4%；三年平均增长 5.1%，较 5 月上升 0.8 个百分点，连续 3 个月上行。从大行业看，装备制造业投资增长 20.2%，消费品制造业投资增长 16.6%，原材料制造业投资增长 10.4%。

高技术制造业投资继续保持较快增势。1-6 月高技术产业投资同比增长 20.2%，今年以来增速持续保持在 20.0% 以上；高技术制造业投资同比增

长 23.8%，其中电子及通信设备制造业投资增长 28.8%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长 28.0%，计算机及办公设备制造业投资增长 20.2%。

高技术制造业以外投资复苏亦在加快。如果以高技术制造业投资占比 25% 的（此前国家统计局数据显示，2019 年其占全部制造业投资的比重已经超过 20%）粗略估算，高技术制造业投资以外的投资三年平均增速已经升至 2020 年以来新高，表明在诸多政策的支持下，普通制造业投资企稳回升。

不过，当前市场主体信心不足与订单不足的问题仍然存在，后续仍需政策加码落实。一方面，6 月 BCI 企业投资前瞻指数环比反弹 7 个百分点至 55.6%，但较 2021 年下半年 67.6% 的均值尚有差距。另一方面，虽然 6 月制造业延续恢复态势，但 PMI 调查中仍有 49.3% 的企业反映订单不足，市场需求偏弱依然是目前制造业面临的主要问题。

风险提示：央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。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，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层