

复工复产推动经济复苏

——2022 年二季度经济数据点评

一、总体：触底反弹，修复不均

受疫情冲击影响，二季度 GDP 同比增长 0.4%，较一季度下行 4.4pct；季调后环比-2.6%，较一季度下行 4pct。其中 4 月为疫情冲击高峰，总体受影响程度小于 2020 年一季度；5 月后经济进入二次疫后修复阶段。

6 月经济修复明显提速，出口、基建和制造业投资成为疫后修复的主要拉动，而房地产投资跌幅进一步扩张。规模以上工业增加值当月同比 3.9%；社会消费品零售总额当月同比 3.1%；城镇固定资产投资额累计同比 6.1%，其中制造业投资累计同比 10.4%，全口径基建投资累计同比 7.1%，房地产投资累计同比-5.4%。

二、供给：生产持续修复，就业压力缓解

二季度工业生产实现正增长，工业增加值同比增长 0.7%，较一季度回落 5.8pct。工业生产增速在 4 月探底之后，在 5 月由负转正，并在 6 月进一步加速。6 月工业增加值同比增速上升 3.2pct 至 3.9%，但仍低于 3 月增速 1.1pct。上游采矿业、中游制造业和下游电热燃水生产供应业工业增加值同比增速均上行，分别回升 1.7pct、3.3pct 和 3.1pct 至 8.7%、3.4%和 3.3%，但均低于 3 月增速。

分行业看，高技术产业、价值链条较长的行业生产持续修复。汽车制造业在消费政策支持下生产快速修复，增速由负转正，同比大幅上升 23.3pct 至 16.2%，在所有行业中表现最好。通用设备增速转正，回升 7.9pct 至 1.1%，专用设备制造业增速上升 4.9pct 至 6.0%。高技术制造业生产修复明显，增速上升 4.1pct 至 8.4%，相关行业如电子及通讯设备制造、电气机械制造增速均大幅改善。其中电气机械制造业生产增速已超过 3 月份，医药制造业增速跌幅收窄 3.8pct 至-8.5%。



服务业生产加速修复，6 月服务业生产指数同比增速转正，回升 6.4pct 至 1.3%。铁路运输、航空运输、住宿、餐饮、零售等接触性服务业均加速修复。

前瞻地看，下半年工业和服务业生产有望继续修复上行，中枢将高于上半年。但工业生产增长动能仍将趋弱，服务业生产或受弱预期制约。

生产修复带动就业改善，6 月全国城镇调查失业率显著回落 0.4pct 至 5.5%，持平于政府全年目标上限。6 月城镇新增就业 125 万人，增幅逆季节性上升，推动 6 月城镇新增就业累计同比降幅收窄 1.5pct 至 -6.3%。其中，在就业人口中占比近 9 成的 25-59 岁群体失业率快速回落至 4.5% 的较低水平，成为失业率改善的主要动力。但 16-24 岁青年人群失业率进一步上行 0.9pct 至 19.3%，再创历史新高。

前瞻地看，随着经济进一步修复，总体就业压力有望边际缓解，但考虑到就业的季节性，后续失业率仍有反弹可能。尤其是进入暑期，创记录的 1,076 万应届毕业生进入就业市场，或进一步推高青年失业率。

三、固定资产投资：加速回升，结构分化

上半年全国城镇固定资产投资累计同比增长 6.1%，增速较一季度下行 3.2pct，较 1-5 月小幅下行 0.1pct。6 月当月同比增速 5.6%，较 5 月回升 1pct；季调环比增长 0.95%，较 5 月上升 0.12pct，总体加速修复。其中，基建投资累计同比进一步提速，制造业投资保持高增长，两者成为当前经济修复的主要拉动；令人担忧的是，房地产投资收缩加剧。

（1）房地产：销售小幅回升，投资收缩加剧

6 月商品房销售降幅大幅收窄，全国商品房销售面积同比 -18.3%，销售金额同比 -20.8%，平均单价同比 -3.1%，降幅分别较上月收窄 13.5pct、16.9pct 和 5.6pct。但 6 月销售数据环比显著改善，或更多由于季节性因素，叠加部分疫情期间积压需求的延后释放，可持续性仍然有待观察。



6 月房地产投资单月同比下降 9.4%，降幅较 5 月扩大 1.6pct，拖累 1-6 月累计同比增速进一步下滑 1.4pct 至 -5.4%。从房地产投资的两个主要组成部分来看，占比超六成的建安投资和超三成的土地购置费或仍在继续下滑。一是建安投资随新开工、施工和竣工面积收缩加速下滑。由于房企资金紧张，6 月房地产新开工、施工和竣工面积同比分别下降 45.1%、48.1% 和 40.7%。二是土地购置费同比延续大幅收缩。6 月土地成交价款环比季节性回升，但土地购置面积同比降幅扩大至 -52.8%，创下今年以来最大单月降幅。6 月百城土地成交溢价率为 4%，10 个已完成第二批集中供地的城市平均溢价率为 3.2%，均处于较低水平，土地市场尚未回暖。

6 月房企到位资金同比降幅收窄 9.8pct 至 -23.6%。一方面，商品房销售边际改善带动住户端资金来源明显回升，定金及预收款、个人按揭贷款同比降幅分别较 5 月大幅收窄 17.9pct、14.7pct 至 -30.8%、-19.7%；另一方面，房企信用压力未见缓解，国内贷款同比降幅与 5 月接近，达 -32.1%，自筹资金降幅继续扩大 4.2pct 至 -17.5%。

前瞻地看，随着前期积压需求消耗、以及季节性高点过去，短期内房地产销售或仍承压。房企仍面临较大信用压力，部分房企开工施工资金不足，拿地意愿持续低迷。三季度房地产市场悲观预期或较难快速扭转，房地产投资仍面临较大下行压力。

（2）基建：托底经济，加强发力

基建持续加强发力，提速见效。上半年全口径基建投资累计同比增长 9.3%，较 1-5 月上升 1.1pct，较去年全年增速大幅上升 9.1pct。6 月基建投资明显提速，当月同比增速上升 4.1pct 至 12%，创下年内单月最高增速，较 3 月份上升 0.2pct。从结构上看，三大行业增速表现分化，1-6 月电热燃水业及水环公共业累计增速均达两位数，分别为 15.1% 和 10.7%，而交运仓邮业增速下降 1.7pct 至 4.6%。

基建投资增速同比高增主要受到意愿、资金和项目三方面因素驱



动。一是今年基建投资作为逆周期调节工具的重要性上升。二是资金充裕，一方面 6 月新增专项债发行再次提速，单月发行规模达 1.36 万亿元，创下历史新高。今年下达的 3.45 万亿新增专项债额度已基本发行完毕。另一方面，公共财政投向基建的比例和增速有所上升，支出强度明显提升。三是各地重大项目早下达、早开工，提前形成实物工作量。疫情对物流及用工的影响进一步缓解，高频数据显示项目动工加快。

前瞻地看，基建投资有望延续高速增长。三季度基建投资仍有较为充裕的资金支撑，3.4 万亿新增专项债要在 8 月底前使用完毕，叠加 1.1 万亿“准财政”政策性、开发性金融工具助力投资发展。但值得注意的是，财政收支压力或在下半年对基建投资形成一定拖累。四季度基建投资仍需增量政策工具支持，与现有资金形成衔接。

（3）制造业：维持高增，韧性较强

制造业投资增速整体趋缓，但维持较高韧性。上半年制造业投资累计同比增长 10.4%，较 1-5 月下降 0.2pct，较去年全年下降 3.1pct；6 月制造业投资增速上升 2.8pct 至 9.9%。分上中下游来看，上游石油、化工等原材料生产加工业，因俄乌冲突导致短缺和价格上涨，加上“双控”政策约束边际松动，相关行业投资增速上升，但近期受保供稳价政策影响，增速边际回落。中游计算机电子设备、专用设备制造等行业在出口韧性较强的拉动下，持续扩大生产，但受外需回落的压制，增速下行。下游消费品制造业一季度增速大幅回升，但 4 月在疫情冲击下增速迅速回落，5 月有所修复，6 月复苏加速。

前瞻地看，制造业投资有望稳健增长，但增速或边际回落。支撑因素主要来自于高技术制造业投资持续发力、企业生产经营活动及预期边际改善、助企纾困的财政政策与“宽信用”货币政策持续配合发力，以及“双碳”政策持续纠偏。制约因素一是原材料价格虽有所回落但仍处高位，输入性通胀压力加剧；二是出口承压和地产修复缓慢；三是工业企业利润增长承压，且显著分化。



四、消费：修复动能有所增强

二季度疫情对消费形成较大冲击，社会消费品零售总额同比增速较一季度下行 7.9pct 至 -4.6%。6 月消费加速修复，同比增速较上月大幅上行 9.8pct 至 3.1%，环比增长 15.5%，并推动累计同比增速由 1-5 月的 -1.5% 收窄至 -0.7%。

消费修复结构上延续了商品好于服务的特征。一是 6 月商品零售额同比增速自 3 月以来首度转正，较 5 月上行 8.9pct 至 3.9%，餐饮业零售额同比增速仍处收缩区间，但降幅较 5 月大幅收窄 17.1pct 至 -4%。二是 6 月消费修复主要受线下消费场景快速修复推动。6 月网上商品和服务零售额同比增速达 4.0%，仍高于整体社会消费品零售增速 0.9pct，但修复动能相对整体消费偏弱，同比增速仅较 5 月上升 1.1pct。

分商品类型来看，一是必选品仍保持修复。粮油食品和烟酒同比增速自上月高点小幅回落，服装和日用品同比增速大幅转正，分别上行 11.9pct 和 9.2pct 至 1.5%、7.2%。二是可选品整体加速修复，部分商品消费表现亮眼。化妆品、金银珠宝、通讯器材等商品增速均大幅转正，增速上行幅度在 7.6pct 到 20pct 之间。在促销费政策和供给端修复带动下，汽车和家电消费表现亮眼，同比增速分别上行 29.8pct 和 15.9pct 至 17.8%、3.7%。但地产下游的建筑及装潢材料、家具等商品增速仍处收缩区间。

前瞻地看，促销费政策的积极影响有望持续，支撑消费进一步修复，但私人部门预期转弱叠加零星疫情或抑制消费复苏斜率，三季度消费累计同比增速有望转正。

五、前瞻：政策发力，修复提速

二季度经济在疫情冲击后迎来修复，6 月供需两端修复动能均有所增强。在稳增长政策支持下，供给端快速修复，总体失业率明显改善，基建和制造业投资持续发力，部分商品消费表现亮眼，对总需求形成支



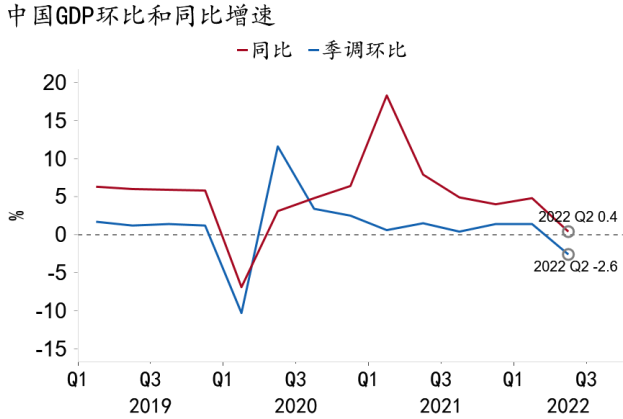
撑。但同时，经济不平衡修复特征凸显，青年就业压力高企、房地产投资收缩加剧、服务业修复缓慢等问题较为突出，不利于私人部门预期改善和信心修复。

前瞻地看，下半年出口高景气或边际走弱，消费复苏或受疫情扰动，房地产投资改善仍需时日。在政策支持下，基建和制造业投资将持续发力，对经济增长形成有力支撑。

（评论员：谭卓 王欣恬 刘阳）

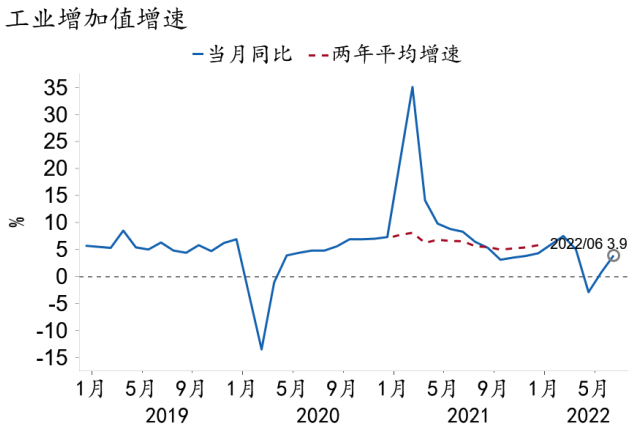
附录:

图 1: GDP 同比增速触底



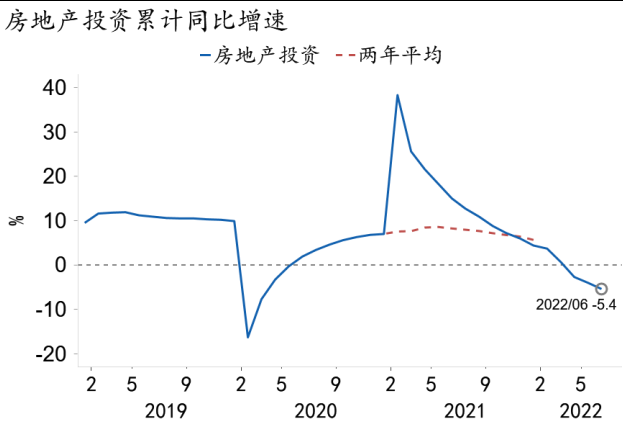
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 3: 工业生产增速回升



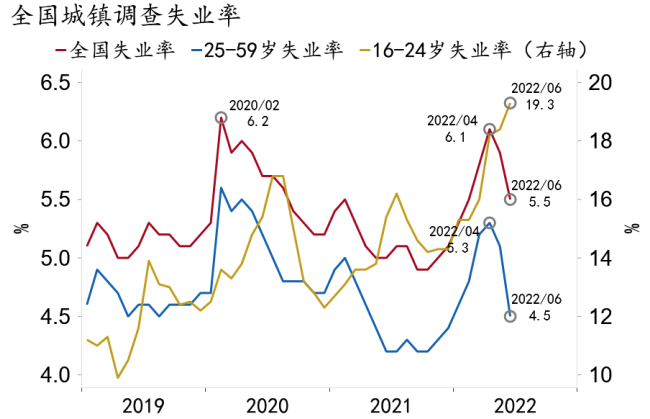
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 5: 房地产投资收缩加剧



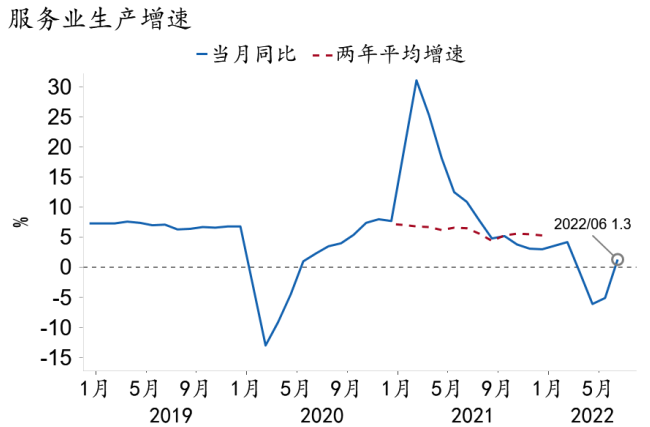
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 2: 失业率结构性分化



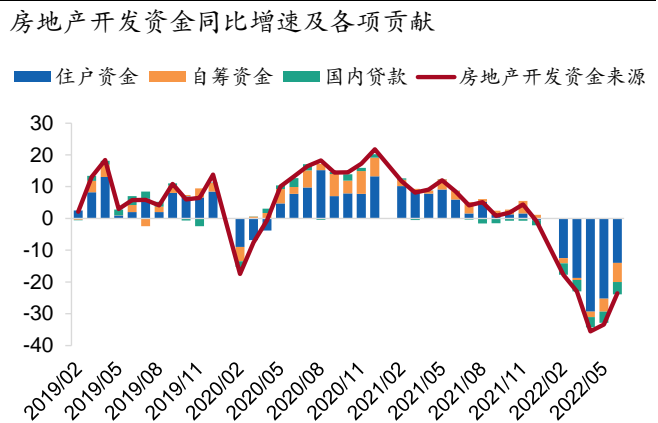
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 4: 服务业生产增速转正



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 6: 住户端资金拖累收窄但房企信用压力不减



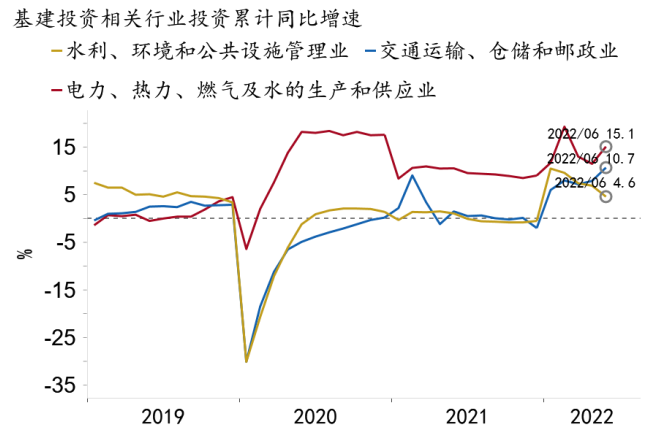
资料来源: Wind、招商银行研究院

图 7: 基建投资增速持续上升



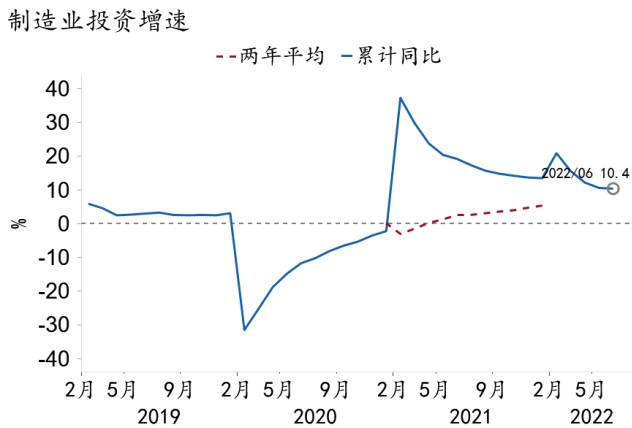
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 8: 基建相关行业投资增速较高



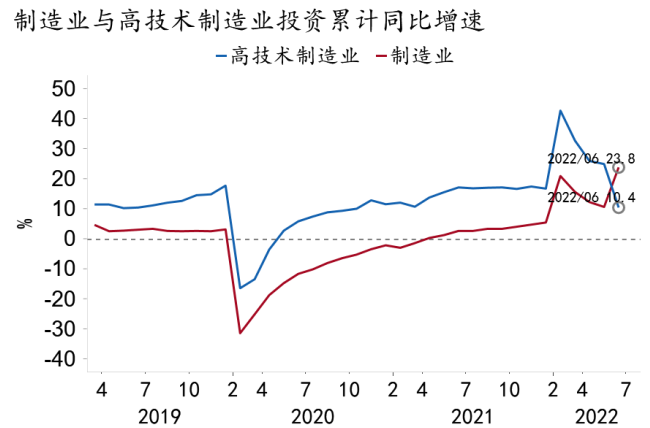
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 9: 制造业投资增速边际放缓



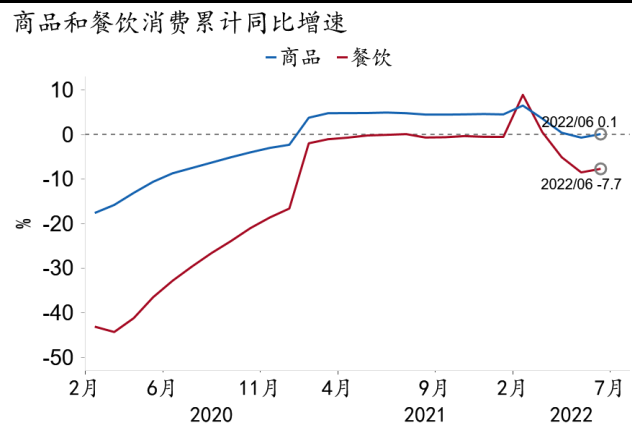
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 10: 高技术制造业增速回升



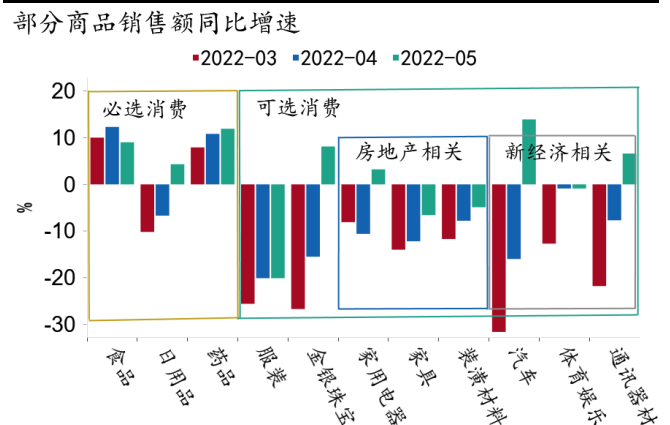
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 11: 餐饮消费改善缓慢



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 12: 商品消费修复动能结构分化



资料来源: Macrobond、招商银行研究院