

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观利率

报告原因：数据点评

经济数据不及预期，收益率如何演化？

——2022 年 6 月经济数据点评

2022 年 7 月 15 日

宏观利率/点评报告

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

张治 CFA

执业登记编码：S0760522030002

邮箱：zhangzhi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座
28 层山西证券股份有限公司
<http://www.i618.com.cn>

主要观点

➤ **工业增加值环比改善，同比增速不及预期。**继工业增加值 5 月环比大幅改善后，6 月工业增加值环比增长 0.84%（前值 4.22%），2016 年来仅次于 2022 年同期。6 月工业增加值同比 3.9%（前值 0.7%，2021 年同期两年平均 6.75%），累计同比 3.4%（前值 3.3%，2021 年同期两年平均 6.96%）。但同时也关注到 6 月工业增加值较 wind 一致预期的 4.5% 明显偏低。工业生产端恢复速度和 2020 年的疫后恢复相比具有较大差距。

➤ **需求端表现继续分化，消费恢复有限，基建仍是亮点，出口和稳增长行业支撑制造业投资韧性，房地产投资降幅扩大。**6 月社零环比 0.53%（前值 0.03%），和 2020 年同期以及正常年份相比均具有较大差距，印证这一轮消费复苏偏慢。6 月基建投资累计同比 7.1%（前值 6.7%），测算当月同比 8.0%（前值 7.1%）。今年基建投资是稳增长的重要手段，除直接拉动经济外，还是以工代赈，扩大就业和消费的支点，但四季度面临推力不足问题。6 月制造业累计同比 10.4%（前值 10.6%），测算当月同比 9.95%（前值 7.45%）。6 月房地产开发投资完成额累计增速 -5.4%（前值 -4.0%），施工面积累计 -2.8%（前值 -1.0%）。进入 7 月，30 大中城市商品房销售情况再度走差，显示房地产内源性信心恢复不足。目前政策层面已对“停贷”事件高度重视，目的是“保交楼、保民生、保稳定”，但房住不炒总基调不变。

➤ **经济数据不及预期短期利好债市，中期演化仍需关注多重变量。**6 月经济数据不及预期，房地产投资大幅下行，短贷断供现象频出，居民信心恢复不力，下半年尤其是四季度，基建和制造业支撑也可能降低，经济复苏预期延后。另外，近期全国层面政策基本以前期出台的稳增长政策落地为主，缺乏强力增量政策，这意味着经济弱债市强的逻辑还能继续演绎，部分地区疫情反复，情绪支配下配置力量可能部分入场。中期看，收益率窄幅震荡格局较难打破。第一，目前经济弱到宽货币的逻辑并不如一季度顺畅，主因通胀和美联储加息压力对货币政策有一定制约，央行多次强调稳物价是货币政策首要目标。另外，央行 6 月金融数据发布会再度强调 LPR 下调可能基于存款利率市场化调节机制的进一步发挥，这将使得实体融资成本下降绕道降准降息等强力政策工具。第二，当前稳增长政策实施效果尚未完全显现，资本金到位情况下三季度基建推力加速，另外房地产政策边际变化也值得关注。第三，收益率窄幅震荡格局已运行半年，上半年经济走弱逻辑尚未使得收益率持续下行，当前通胀压力和主要经济体加息压力更大，恰逢政治局等重要会议即将召开，增量政策预期仍在，收益率不存在大幅下行基础。

➤ **风险提示：**稳增长政策弱于预期；疫情恶化；地缘冲突等。



目录

1. 事件回顾.....	3
2. 2022 年 6 月经济数据分析.....	3
3. 市场启示.....	6
4. 风险提示.....	6

图表目录

图 1：工业增加值累计增速（%）	3
图 2：工业增加值环比增速（%）	3
图 3：社会消费品零售总额累计增速（%）	4
图 4：主要消费品零售额增速（%）	4
图 5：固定资产投资总额累计增速（%）	5
图 6：制造业投资累计增速（%）	5
图 7：基建投资累计增速（%）	5
图 8：房地产开发投资完成额累计增速（%）	5
图 9：失业率走势（%）	6
图 10：未来 3 个月预计增加支出占比情况（%）	6

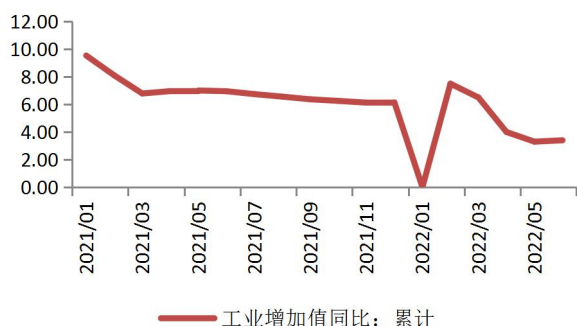
1. 事件回顾

6月，规模以上工业增加值同比3.9%（前值0.7%），累计同比3.4%（前值3.3%）；1-6月全国固定资产投资同比6.1%（前值6.2%），其中制造业投资同比10.4%（前值10.6%），基础设施投资同比7.1%（前值6.7%），全国房地产开发投资同比-5.4%（前值-4.0%）；社会消费品零售总额同比-3.1%（前值-6.7%），累计同比-0.7%（前值-1.5%）。6月工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售额增速的wind一致预期分别为4.5%、5.9%、-0.5%。

2. 2022年6月经济数据分析

工业增加值环比明显改善，同比增速不及预期。继5月环比大幅改善后，6月工业增加值环比增长0.84%（前值4.22%），2016年来仅次于2022年同期。同比看，5月以来工业增加值增速连续回升，6月同比3.9%（前值0.7%，2021年同期两年平均6.75%），累计同比3.4%（前值3.3%，2021年同期两年平均6.96%）。6月工业恢复的主要原因，第一，疫后企业复工复产加快推进，尤其是汽车、电子等产业链条较长的重点行业供应链堵点卡点逐步打通；第二，一揽子政策效应正在发挥，企业信心逐步改善，6月PMI生产经营活动预期指数55.2%（前值53.9%）。但同时也关注到6月工业增加值较wind一致预期的4.5%明显偏低。

图 1：工业增加值累计增速（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：工业增加值环比增速（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

从行业看，能源保供稳价持续推进，采矿业保持较快增长，其中煤炭开采和洗选业增速11.2%（前值8.2%）。汽车和交运设备成为设备制造业回暖的中坚力量，其中汽车制造业工业增加值增速16.2%（前值-7.0%），对于整个6月份工业生产的回升起到了重要作用；受消费需求恢复不足影响，部分下游消费品工业生产减速。从已公布的5个消费品工业看，除酒、饮料和精制茶制造业加速恢复外，农副食品业、纺织业增速不及去年同期且差距负向扩大，食品制造业增速和去年同期还有1个百分点差距，医药制造业工业

增加值增速-8.5%（前值-12.3%）。

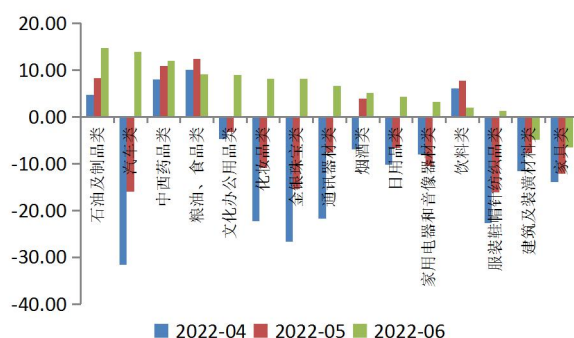
消费恢复仍偏慢。6月社零环比0.53%（前值0.03%），和2020年同期以及正常年份相比均具有较大差距，印证这一轮消费复苏偏慢。6月社零当月同比和实际同比分别为3.1%（前值-6.7%）、-9.7%（前值-14.0%）。分项看，汽车消费恢复至13.9%（前值-16%），是最大亮点；可选类消费如金银珠宝、家电、办公、通讯器材类恢复较快；餐饮收入当月仍负增2.2%，累计负增7.7%。往后看，受疫情间歇性扰动、住户资产负债表恢复偏慢、消费信心降低等因素影响，消费实际增速下行压力仍较大。

图 3：社会消费品零售总额累计增速（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：主要消费品零售额增速（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

上半年固定资产投资（不含农户）同比增长6.1%（前值6.2%），今年以来增速持续回落。分结构看，基建增速回升至7.1%，房地产开发投资降幅扩大至-5.4%，制造业投资增速10.4%。

房地产开发投资降幅扩大。2022年6月房地产开发投资完成额累计增速-5.4%（前值-4.0%）。6月购置土地面积累计-48.3%（前值-45.7%），新开工面积累计-34.4%（前值-30.6%）、竣工面积累计-21.5%（前值-15.3%），施工面积累计-2.8%（前值-1.0%）。房地产开发资金来源累计增速-25.3%（前值-25.8%）。6月商品房销售面积增速跌幅趋缓，但进入7月，30大中城市销售情况再度走差，显示房地产内源性信心恢复不足。目前政策层面已对“停贷”事件高度重视，目的是“保交楼、保民生、保稳定”。购房利率逐步下行仍是重要抓手，但房住不炒总基调不变。

基建高增，隐忧仍存。6月基建投资累计同比7.1%（前值6.7%），测算当月同比8.0%（前值7.1%）。今年基建投资是稳增长的重要手段，除直接拉动经济外，还是以工代赈，扩大就业和消费的支点，但整体基调是“不搞大水漫灌”。项目资本金到位困难是制约项目建设和贷款投放的重要因素之一，随着政策性银行3000亿元+8000亿元工具加快落地，商业银行贷款等社会资本也将迅速跟进，资金制约因素或有所缓解。三季度基建大概率延续高增，受资金制约，四季度可能高位回落。

受基建和出口带动，制造业投资韧性。6月制造业累计同比10.4%（前值10.6%），测算当月同比9.95%

(前值 7.45%)。

图 5：固定资产投资总额累计增速 (%)

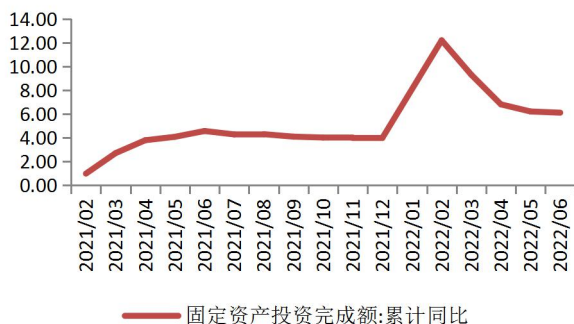
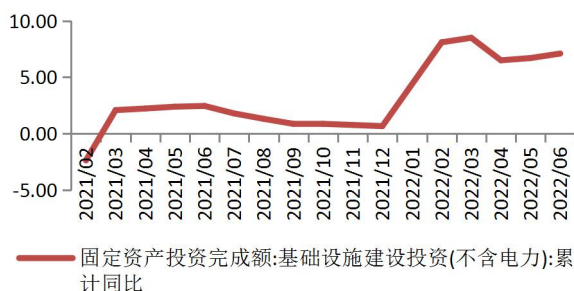


图 6：制造业投资累计增速 (%)



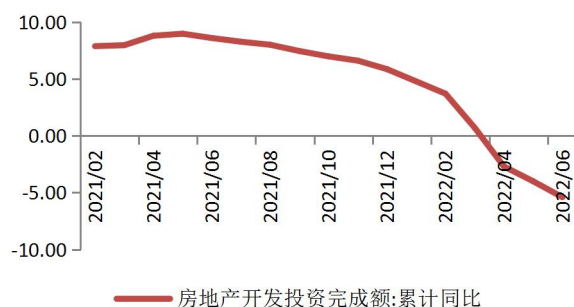
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 7：基建投资累计增速 (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 8：房地产开发投资完成额累计增速 (%)

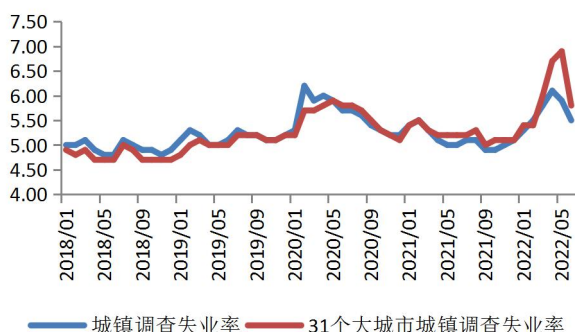


数据来源：Wind，山西证券研究所

数据来源：Wind，山西证券研究所

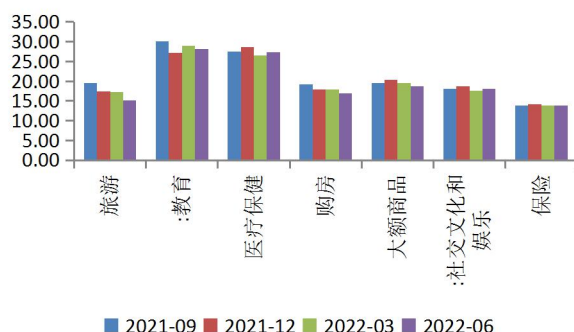
收入增速回落，就业结构性压力仍存，居民信心不足。上半年全国居民人均可支配收入累计实际增速 3%，较一季度回落 2.1 个百分点，支出增速 0.8%，较一季度回落 4.9 个百分点。消费支出增速明显低于收入增速。6 月城镇调查失业率降至 5.5%（前值 5.9%）；31 个大城市城镇调查失业率 5.8%（前值 6.9%）；城镇新增就业人数累计增速-6.3%（前值-7.8%）。结构上看，25-29 岁人员调查失业率降至 4.5%，但 16-24 岁人员调查失业率大幅攀升至 19.3%，创数据统计以来新高。根据央行二季度调查，当前居民收入和就业感受度较差，更多储蓄占比大幅走升，未来三个月预计增加支出占比中，购房、大额商品需求明显降低。居民信心不足成为经济恢复的主要阻碍。

图 9：失业率走势（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 10：未来 3 个月预计增加支出占比情况（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

3. 市场启示

经济数据不及预期短期利好债市，中期演化仍需关注多重变量。6 月经济数据不及预期，房地产投资大幅下行，短贷断供现象频出，居民信心恢复不力，下半年尤其是四季度，基建和制造业支撑也可能降低，经济复苏预期延后。另外，近期全国层面政策基本以前期出台的稳增长政策落地为主，缺乏强力增量政策，这意味着经济弱债市强的逻辑还能继续演绎，部分地区疫情反复，情绪支配下配置力量可能陆续入场。中期看，收益率窄幅震荡格局较难打破。第一，目前经济弱到宽货币的逻辑并不如一季度顺畅，主因通胀和美联储加息压力对货币政策有一定制约，央行多次强调稳物价是货币政策首要目标。另外，央行 6 月金融数据发布会再度强调 LPR 下调可能基于存款利率市场化调节机制的进一步发挥，这将使得实体融资成本下降绕道降准降息等强力政策工具。第二，当前稳增长政策实施效果尚未完全显现，资本金到位情况下三季度基建推力加速，另外房地产政策边际变化也值得关注。第三，收益率窄幅震荡格局已运行半年，上半年经济走弱逻辑尚未使得收益率持续下行，当前通胀压力和主要经济体加息压力更大，恰逢政治局等重要会

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44053

