



2022年7月15日

Experts of financial  
derivatives pricing  
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：姚兴航

• 从业资格编号 F3073320

• 投资咨询编号 Z0015370

邮箱: yaoxinghang@jinxinqh.com



## 经济探底回升的动能和隐忧

### 内容提要

**国家统计局发布6月经济数据：**1)中国二季度GDP同比增长0.4%，预期增1.1%，一季度增速4.8%；2)中国6月规模以上工业增加值同比增长3.9%，预期4.5%，前值0.7%；3)中国6月社会消费品零售总额同比增3.1%，预期降0.5%，前值降6.7%；4)中国6月固定资产投资累计同比6.1%，预期增5.9%，前值增6.2%；5)中国6月全国城镇调查失业率5.5%（5月为5.9%）。

上半年经济内外扰动下三重压力加大，微观主体活力不足，叠加疫情冲击物流、产业链等循环，二季度GDP增速探底，环比下跌2.6%，同比较一季度回落4.4个百分点值0.4%，二季度房地产和消费降幅较大。而随着国内疫情收敛叠加稳增长政策发力下，6月经济数据边际继续改善，经济步入小复苏区间，向潜在增速逐渐回归。6月消费当月同比增速回到正增长区间，汽车消费是结构亮点，基建投资作为稳增长的重要抓手继续发力，制造业依然保持韧性，出口景气度短期仍维持高位。

但6月房地产投资降幅再度扩大，其主要矛盾在于房地产金融严监管政策大框架下，居民和房企预期仍然偏弱，而7月地产“断贷风波”下，居民预期走弱压力加大，房地产投资底仍难探明。6月就业压力边际缓解，但16-24岁失业率继续走高下结构仍有隐忧，显示经济复苏动力不强，同时7月国内疫情局部反复也加大经济修复的不确定性。

当前仍是政策博弈和发力期，保市场主体政策目标决定下半年财政更需担力，财政扩容预期升温，提高赤字率、提前发行下一年度专项债、加大政策行信贷额度、发行特别国债或是可能路径，7月下旬政治局会议仍是市场关注重点。而货币政策方面，经济内生动能仍然偏弱，叠加地产风波，货币不具备收紧条件，不过外部美联储加息+内部CPI上行，内外平衡压力加大下结构性政策或是重心，美联储快速加息窗口下OMO、MLF降息概率较低，但房地产需求侧政策放松下5年期LPR调降仍有可能。

### 风险提示

疫情发展超预期，政策力度不及预期，地缘政治冲突超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

## 一、事件

国家统计局发布 6 月经济数据：

- 1) 中国二季度 GDP 同比增长 0.4%，预期增 1.1%，一季度增速 4.8%；
- 2) 中国 6 月规模以上工业增加值同比增长 3.9%，预期 4.5%，前值 0.7%；
- 3) 中国 6 月社会消费品零售总额同比增 3.1%，预期降 0.5%，前值降 6.7%；
- 4) 中国 6 月固定资产投资累计同比 6.1%，预期增 5.9%，前值增 6.2%；其中制造业投资累计同比 10.4%（5 月为 10.6%），基建(含电力)投资累计同比 9.3%（5 月为 8.2%），房地产投资累计同比-5.4%（5 月-4.0%）；
- 5) 中国 6 月全国城镇调查失业率 5.5%（5 月为 5.9%），其中 16-24 岁和 25-59 岁人口调查失业率分别为 19.3%、4.5%（5 月分别为 18.4%、5.1%）。

## 二、二季度经济探底，地产仍是风险

上半年经济内外扰动下三重压力加大，微观主体活力不足，叠加疫情冲击物流、产业链等循环，二季度 GDP 增速探底，环比下跌 2.6%，同比较一季度回落 4.4 个百分点值 0.4%，二季度房地产和消费降幅较大。而随着国内疫情收敛叠加稳增长政策发力下，6 月经济数据边际继续改善，经济步入小复苏区间，向潜在增速逐渐回归。6 月消费当月同比增速回到正增长区间，汽车消费是结构亮点，基建投资作为稳增长的重要抓手继续发力，制造业依然保持韧性，出口景气度短期仍维持高位。

但 6 月房地产投资降幅再度扩大，其主要矛盾在于房地产金融严监管政策大框架下，居民和房企预期仍然偏弱，而 7 月地产“断贷风波”下，居民预期走弱压力加大，房地产投资底仍难探明。6 月就业压力边际缓解，但 16-24 岁失业率继续走高下结构仍有隐忧，显示经济复苏动力不强，同时 7 月国内疫情局部反复也加大经济修复的不确定性。

当前仍是政策博弈和发力期，保市场主体政策目标决定下半年财政更需担力，财政扩容预期升温，提高赤字率、提前发行下一年度专项债、加大政策行信贷额度、发行特别国债或是可能路径，7 月下旬政治局会议仍是市场关注重点。而货币政策方面，经济内生动能仍然偏弱，叠加地产风波，货币不具备收紧条件，不过外部美联储加息+内部

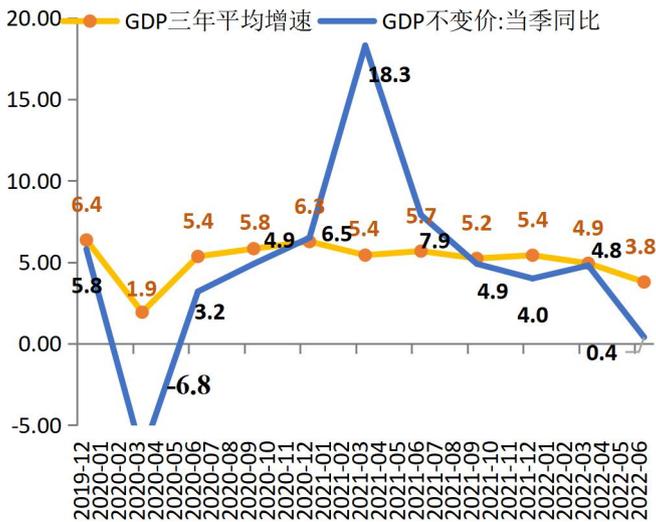
CPI 上行，内外平衡压力加大下结构性政策或是重心，美联储快速加息窗口下 OMO、MLF 降息概率较低，但房地产需求侧政策放松下 5 年期 LPR 调降仍有可能。

图 1：宏观经济热力图

指标	同比	22-06	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09	21-08	21-07
工业增加值		3.9	0.7	-2.9	5.0	7.5	#N/A	5.8	5.4	5.2	5.0	5.4	5.6
固定资产投资		5.8	4.5	1.8	6.7	12.2	#N/A	3.9	3.6	3.3	2.7	4.3	2.7
基建	当月同比% (2021为 两年平均)	8.2	7.2	3.0	8.8	8.1	#N/A	-0.3	-0.1	0.9	-1.8	-1.7	-1.7
房地产		-9.4	-7.8	-10.1	-2.4	3.7	#N/A	-3.0	3.0	3.3	4.0	5.9	6.4
制造业		9.9	7.1	6.4	11.9	20.9	#N/A	11.0	11.2	6.9	6.4	6.1	2.8
社消零售		3.1	-6.7	-11.1	-3.5	6.7	#N/A	3.1	4.4	4.6	3.8	1.5	3.6
出口金额		17.9	16.9	3.9	14.6	6.3	24.3	19.4	21.1	18.6	18.3	17.0	12.8
进口金额		1.0	4.1	-0.1	0.1	10.9	20.4	13.4	17.2	12.2	15.1	14.2	12.9
CPI		当月同比%	2.5	2.1	2.1	1.5	0.9	0.9	1.5	2.3	1.5	0.7	0.8
PPI	当月同比%	6.1	6.4	8.0	8.3	8.8	9.1	10.3	12.9	13.5	10.7	9.5	9.0
M1	%	5.8	4.6	5.1	4.7	4.7	-1.9	3.5	3.0	2.8	3.7	4.2	4.9
M2	%	11.4	11.1	10.5	9.7	9.2	9.8	9.0	8.5	8.7	8.3	8.2	8.3
社融	存量同比%	10.80	10.50	10.20	10.50	10.20	10.50	10.30	10.10	10.00	10.00	10.30	10.70
失业率	城镇调查	5.5	5.9	6.1	5.8	5.5	5.3	5.1	5.0	4.9	4.9	5.1	5.1
GDP	当季同比%	0.4			4.8			4.0			4.9		

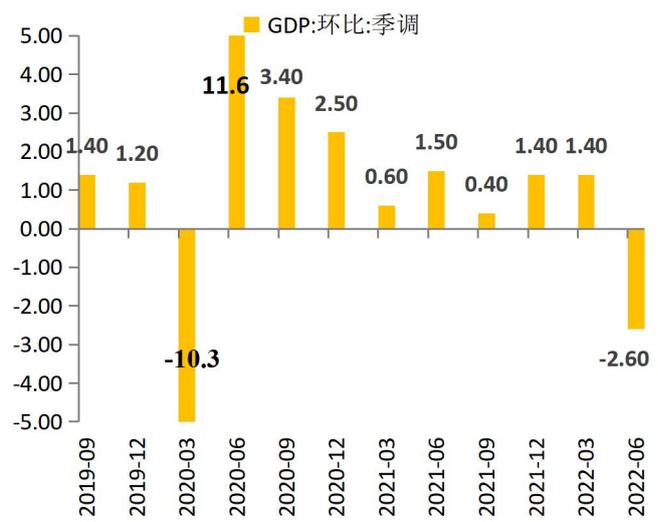
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：二季度 GDP 探底 (%)



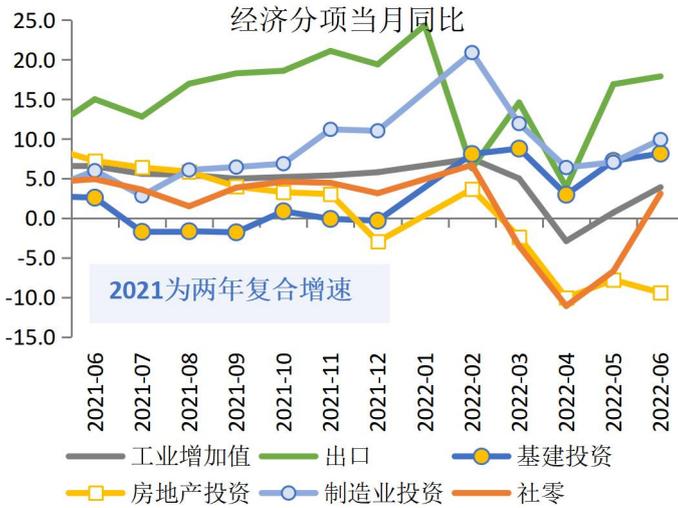
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：经济环比快速回落 (%)



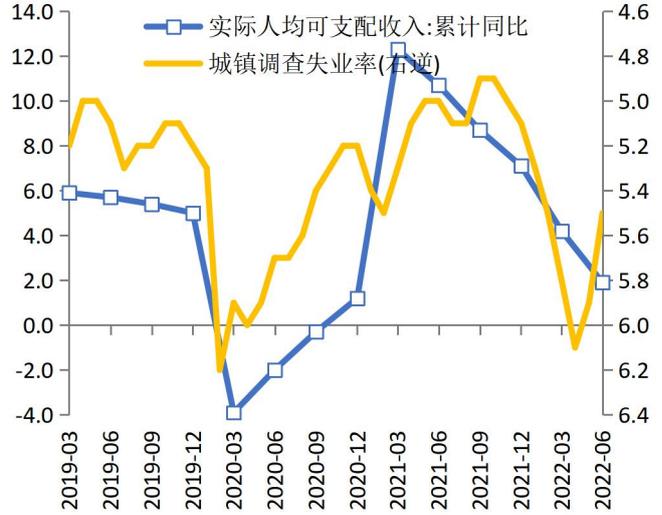
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：除地产外 6 月经济数据边际继续改善（%）



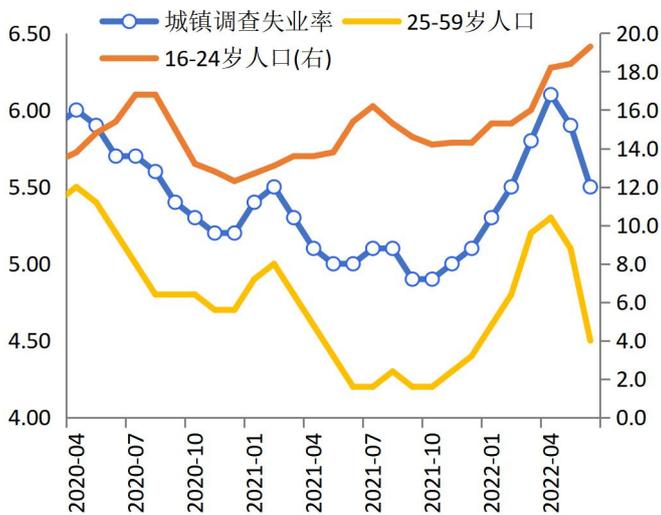
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：居民可支配收入压力持续加大（%）



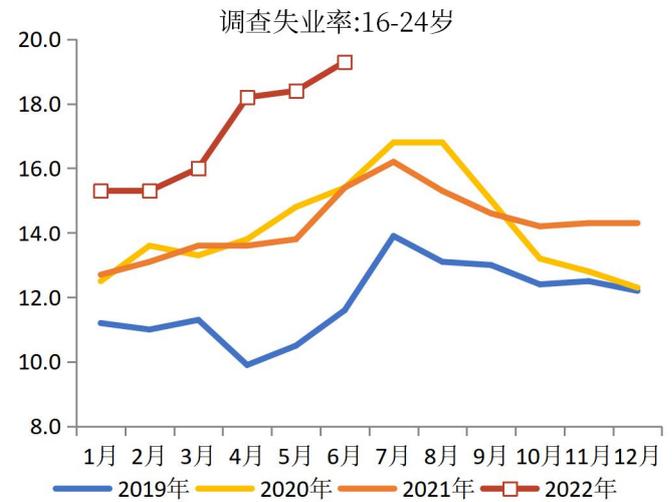
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：就业压力边际缓解（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 5：16-24 岁失业率继续走高（%）



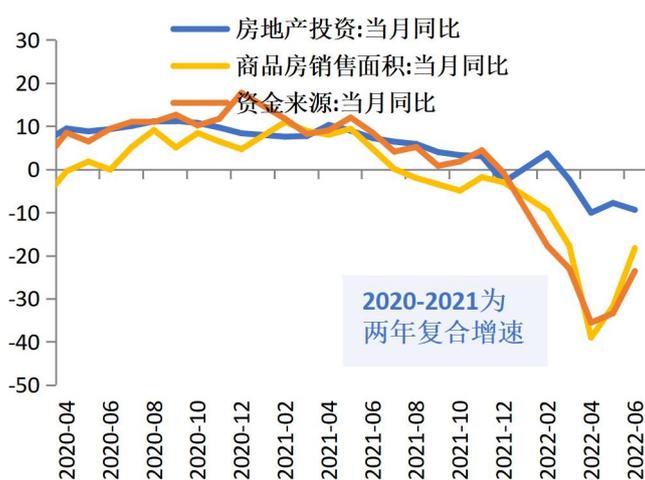
资料来源：Wind，优财研究院

## 1. 房地产投资底仍难探明

房地产投资仍在探底，6月降幅再度扩大，与经济短期小复苏下其他分项继续边际改善形成背离。房贷利率下调以及疫情收敛下积压购房需求短期回补、叠加个别城市安置房集中网签，6月商品房销售降幅有明显收窄，支撑资金来源降幅也同步减小。但一方面，自筹资金降幅继续扩大显示房企预期偏弱下或意在主动收缩资产负债表，6月新开工、施工、竣工降幅均持续扩大，房企建筑活动仍在放缓；另一方面，7月房地产高频销售快速回落，显示居民加杠杆意愿仍然偏弱。

房地产当前的主要矛盾仍是在“房住不炒”和“三道红线”的房地产政策大框架下，居民和房企预期偏弱的格局难以打破，居民收入长期受损约束加杠杆空间，而房企融资能力的弱化也制约其补库存意愿和能力。近期地产“断贷风波”下，居民预期走弱压力加大，房地产销售再度面临下行压力，房地产投资底仍难探明。下半年地产政策仍需加力，除如调降5年期LPR利率等需求侧政策放松外，房企融资环境的改善、以及政府协力政策保交房稳定市场信心，也或是重要方向。

图 6：地产投资链条底部小幅回升（%）



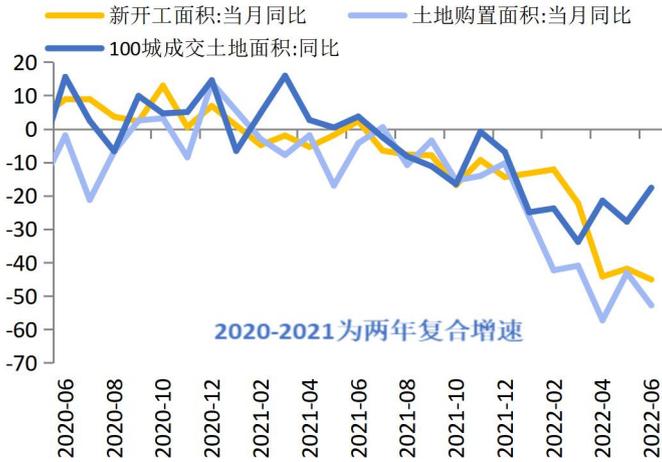
资料来源：Wind，优财研究院

图 7：土地成交仍在走弱（%）



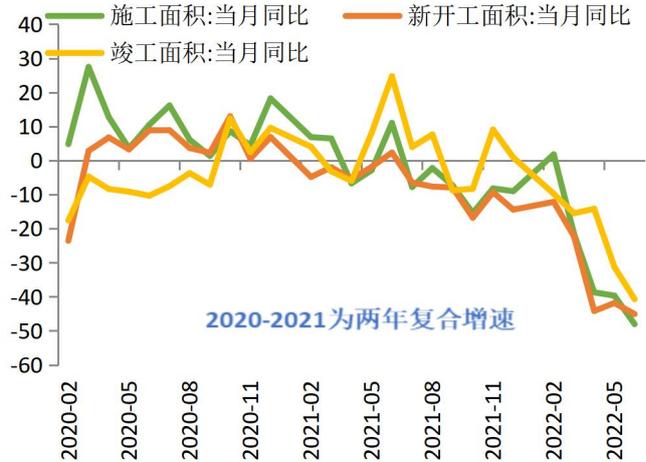
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：前瞻指标仍未见明显改善（%）



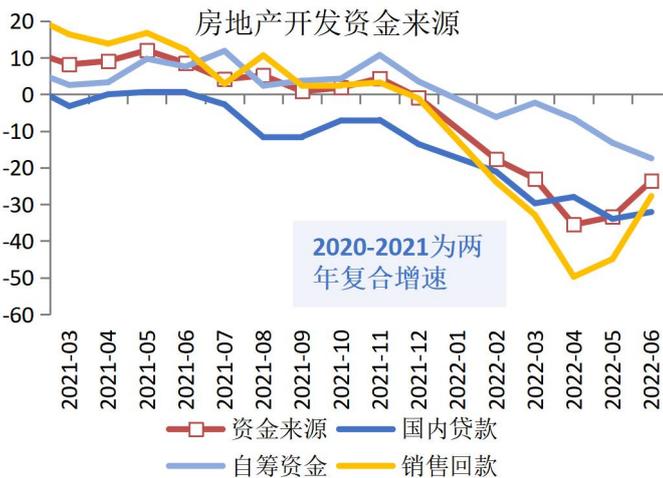
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：存量施工仍在回落（%）



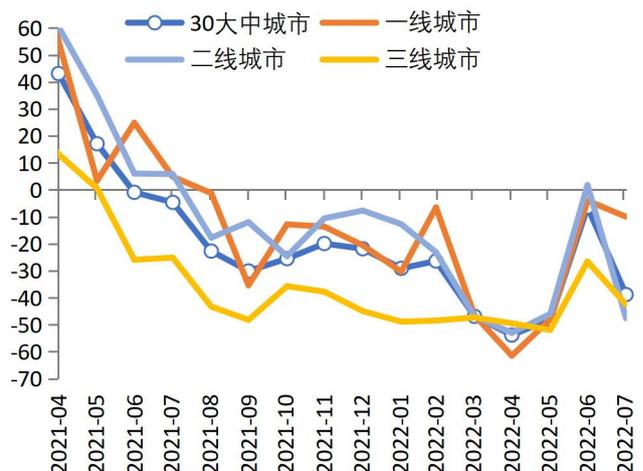
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：房企融资环境依然偏弱（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 11：受疫情影响略小的三线城市降幅扩大（%）



资料来源：Wind，优财研究院

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\\_44097](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44097)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn