

2022年07月16日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

二季度经济正增长的下一步：增量政策工具大猜想

投资要点

分析师：谭倩

执业证书编号：S1050521120005

邮箱：tanqian@cfsc.com.cn

联系人：纪翔

执业证书编号：S1050521110004

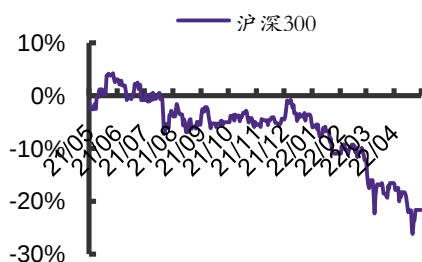
邮箱：jixiang@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹

执业证书编号：S1050121110002

邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

《社融塌陷的远虑与近忧》20220514

《4月非农数据点评：喜忧参半，会有75BP加息吗》20220510

《5月美联储议息会议点评：如期的加息缩表，罕见的鹰中带鸽》20220505

核心观点

1、二季度经济有哪些亮点？在出口、基建和汽车制造业的助力下，二季度GDP为0.4%，稳住经济大盘取得阶段性成效。即使是表现较弱的消费和地产，也有了积极的变化：消费修复，社零出现了正增长；地产依旧承压，但也出现了结构性回暖。

2、下半年经济面临哪些挑战？主要有四点：出口回落风险（海外经济下行，外需减弱，价格因素退潮）、基建增速下滑（专项债提前发力，基建驰援资金还未到位）、消费修复缓慢（疫情反复影响+疫后收入受损，可选消费首当其冲）、地产难有起色（居民预期转弱，房企信用冲击，融资难度加大）。

3、有哪些增量政策可以期待？7月底政治局会议作为承上启下的关键节点，新一轮**稳地产**（一二线调控政策边际放松、调降房贷利率）、**促消费**（住行消费是主要突破口）和**扩基建**（专项债前移、专项建设基金/专项建设债、特别国债）等增量政策值得期待，为下半年经济增速续力。

风险提示

- (1) 政策不及预期
- (2) 国内通胀上行
- (3) 海外加息加速

一、二季度经济正增长，稳住大盘阶段性见效

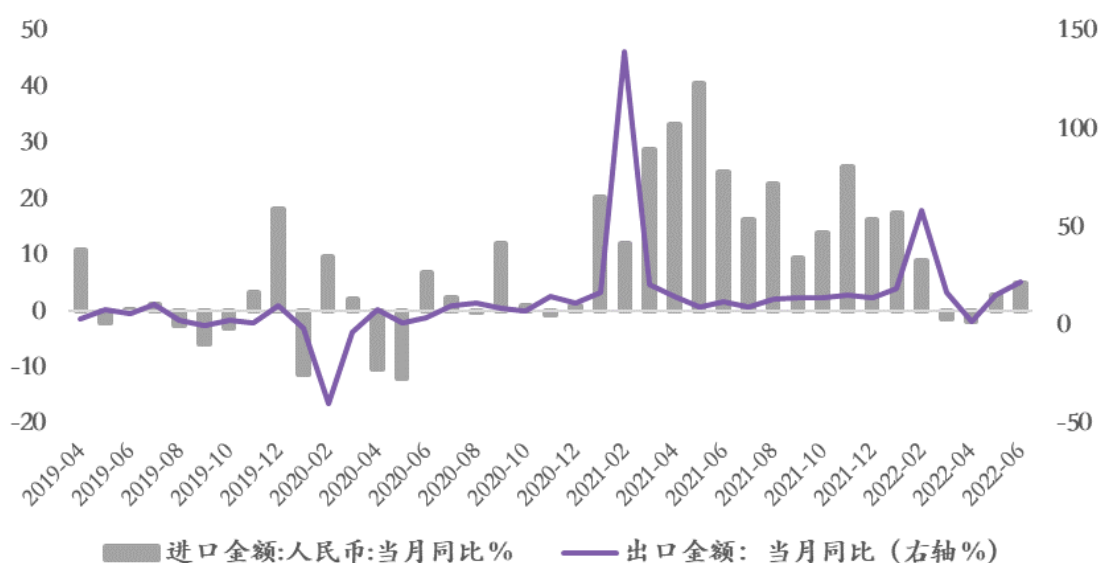
二季度经济在稳住经济大盘政策推动下，同比增速为0.4%，成功实现了正增长。分项来看，出口在积压订单释放的推动下依然表现亮眼；消费虽然季度依然处在同比减少的区间（-0.7%），但最新的月度数据已经显示出回暖迹象（3.1%）；地产还在探底，但出现了结构性的回暖（销售和拿地）；基建在专项债大力度提前发行的助力下，实现了对经济的托底；制造业维持好转，高技术制造业投资维持同比23.8%的高位增速。

二、出口表现亮眼，但下半年挑战已至

出口数据继续成为经济数据中的亮点，但在高基数和低需求的影响下，下半年出口很难有前两年那么大的助力。6月份出口金额2.21万亿元，同比增长17.9%，较上月同比增速继续上行。从季度数据来看，2022年二季度出口金额9131亿美元，同比增速13%。6月份出口数据增速超预期，主要是疫情封锁期间积压订单的回补。短期来看，价格效应和人民币贬值仍会对出口形成支撑，但在衰退预期需求降温的影响下，下半年出口数据将整体承压。

展望下半年，出口将同时面对高基数和低需求的双重挑战。从高基数的角度来看，2021年下半年出口数据在中国制造替代效应下创了历史新高，但是当前一方面在国外疫情常态化下，替代效应逐渐减弱，另一方面越南、泰国等国家对中国纺织、家具和机械设备等出口品的替代效应也在逐渐显现。从需求的角度来看，英美加等发达国家在高加息预期下，将进一步压缩居民需求：美联储在6月份高通胀的作用下预计将快速加息至4%的中性利率，加拿大央行在近期大幅加息100BP，英国央行在面临40年以来的通胀新高下也有大幅加息的预期，激进加息加大海外经济下行压力，进而影响外需。

图表 1:6 月份出口数据表现亮眼



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

三、社零增速转正，但消费修复任重道远

消费进一步修复，6月份社零同比增速3.1%，结束了3月份以来的同比负增长，从社零结构上来看，后续社零仍有一定的修复空间。得益于全国和各地的汽车优惠政策，汽车消费集中释放，销售数据明显回暖：乘联会数据显示6月广义乘用车销量高达196.7万辆，同比增加22%；另外，随着疫情形势的好转，服务业也有明显的修复，虽然6月份的餐饮收入依然处在同比负增长的区间，较同期减少4%，但是较5月份的同比减少21.1%，降幅大幅缩窄。服务业PMI大幅反转至54.3的景气度区间，进一步说明疫情对于线下服务消费的影响有所消退。

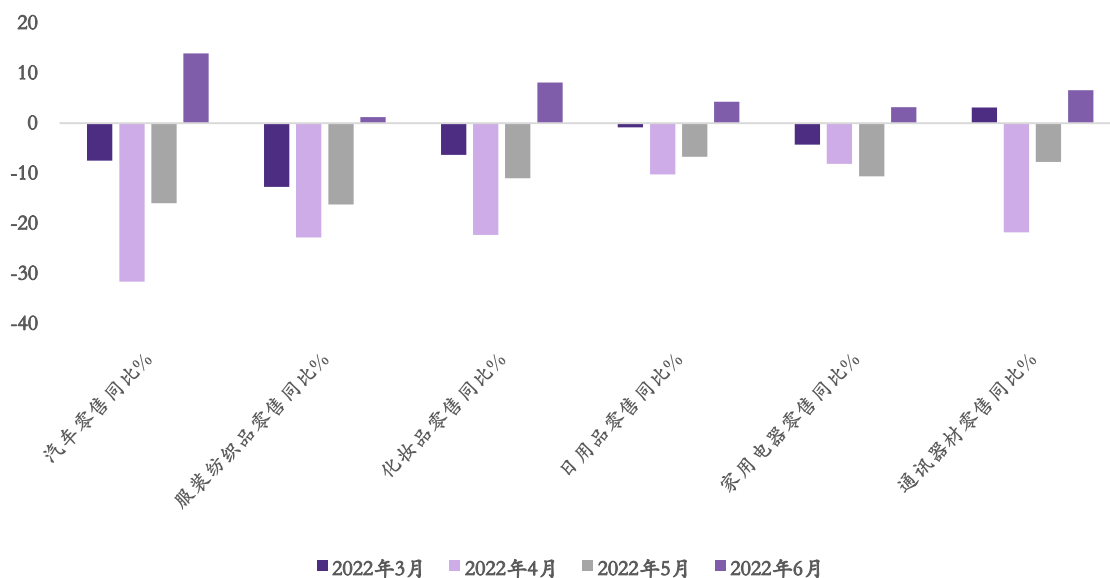
从结构上来看，社零仍有进一步修复的空间。6月份社零出现了汽车、化妆品、通信器械、服装等消费品的同比增速转正：汽车消费同比增长13.9%，增速较上月上行29.9个百分点；通讯器材同比增速6.6%，增速较上月上行14.3个百分点。但同时服装、日用品、家具等虽然同比增速也有所回升，但总体依然低于疫情前的水平，社零修复任重而道远。

影响下半年消费的主要因素有两个：疫情形势的变化以及个人收入的修复，预计随着国家保主体稳物价工作的深入和疫情情况的好转，三四季度社零还有修复的空间。

从疫情的角度来说，虽然当前仍然有零星反复的疫情出现，但是疫情防控措施调整后，对消费的影响边际减弱：疫情隔离时长从14天缩短至7天、行程码的时间的调整和星号的去除、各地因地制宜的调整了常规化核酸的频次都将缓解疫情对生活的冲击。

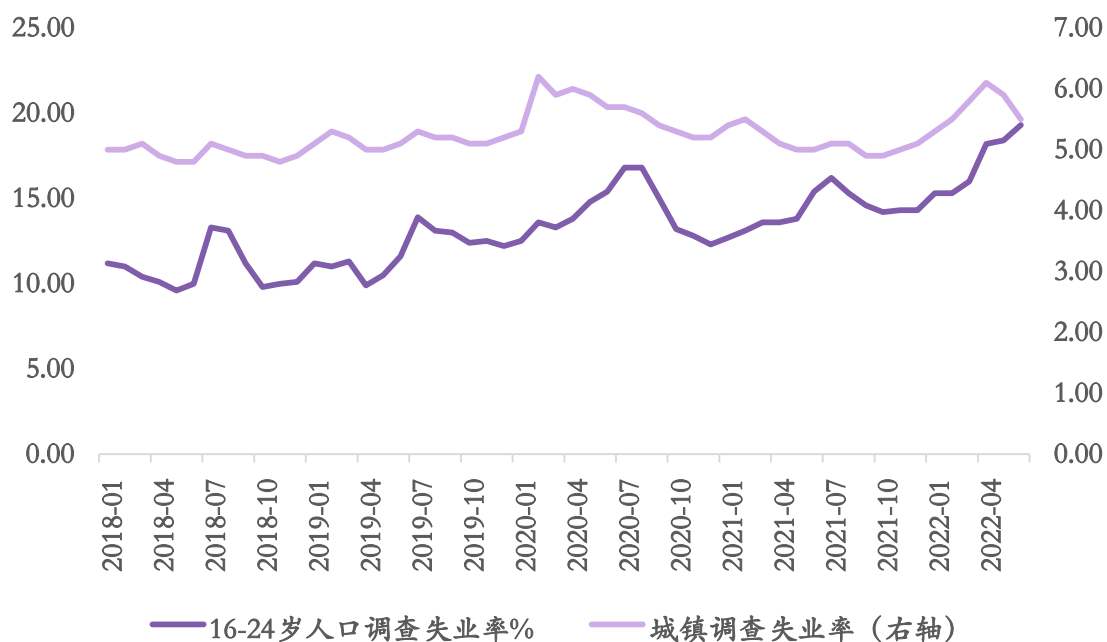
居民的消费力主要从收入、就业两个方面分析。从就业的角度来说，6月份城镇调查失业率5.5%，较上月有着比较明显的下滑（0.4个百分点），但青年群体失业率依然居高不下，6月份16-24岁人口失业率19.3%，再创有数据以来的新高。青年群体失业率上升主要和夏季毕业季有关，目前各个地方都出台了吸纳毕业生就业的企业帮扶政策，预计随着经济的逐渐恢复和保主体政策的推进，企业吸纳就业能力将逐步修复，进一步缓解当前毕业季的就业压力。从收入的角度来说，二季度城镇居民可支配收入累计实际同比增速3.6%，增速较上季度下滑了1.8个百分点。下半年在经济回暖、疫情缓和的背景下，预计居民可支配收入能够实现同比增速的回升。

图表 2:社零迎来消费品全面的回暖



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 3:毕业季带动青年群体就业压力



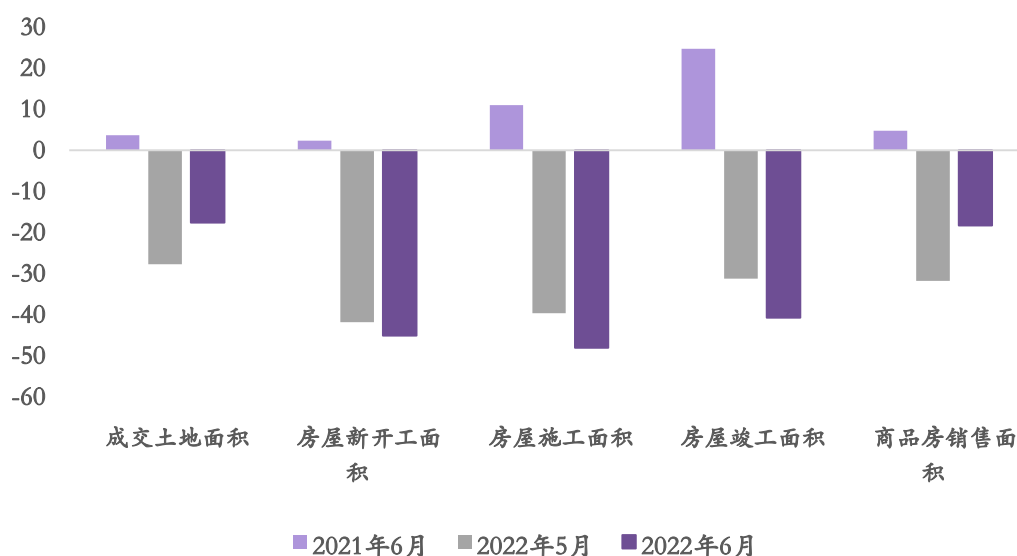
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

四、地产结构性回暖，但筑底还需政策加力

地产出现了结构性回暖，但从销售端和开发端的角度来说，压力仍存，还未到楼市全面反弹的时刻。1-6月，全国房地产开发投资同比下滑5.4%，不管是降幅（4.0%-5.4%）还是降幅增速（1.3%-1.4%）都较1-5月有所扩大。从开发端来看，土地成交面积出现了一定的回暖，6月份土地成交面积同比增速17.61%，降幅缩窄10.16个百分点。但房企生存困境难言改善，开工、施工和竣工面积的同比降幅均较上月有所扩大，其中房屋新开工面积同比减少45.08%，施工面积同比减少48.07%，竣工面积同比减少40.73%。从销售端来看，30大中城市商品房销售面积同比减少18.28%，降幅较上月缩窄13.49个百分点。社融中居民中长期贷款虽然仍是同比少增的状态，但降幅出现大幅的缩窄。房地产市场已经到了底部，销售和拿地均有边际回暖的迹象。

但地产仍面临多重挑战，7月10日当周销售面积共242.57万平方米，较上周下滑49.17%，修复的持续性还有待观察。特别是在近期地产预期迎来多重挑战，开工、施工和竣工还在下行，地产筑底还需要政策、资金的共同配合。

图表 4: 房地产市场出现结构性回暖



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

五、基建发力托底经济，但资金还需接力

基建增速再度走高，继续发力稳增长，下半年基建资金或将主要来自于开发性金融工具，特别国债、专项债前置和专项建设基金也值得期待。6月份广义基建投资同比增速高达12.04%，增速较上月扩大4.14个百分点，不含电力的狭义基建投资同比增速8.15%。专项债提前下发，实现了基建对经济的助推。

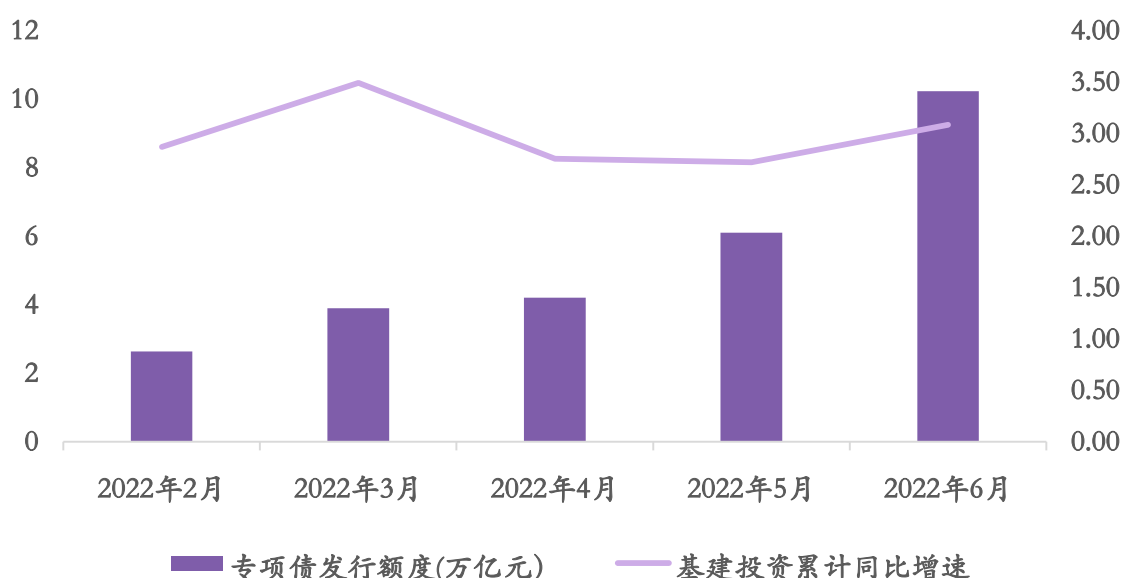
目前来看，专项债已经在6月份基本发放完毕：1-6月地方共发放专项债3.41万亿，

占全部提前批的93%。后续接力资金备受关注：6月29日国常会再次发行了3000亿元的金融债券，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥，这不是央行第一次类似的金融工具来补充基建资金：2015年至2017年时期也曾经出现类似的专项建设债券的发行，用于在专项债发行较少时补充重大项目的资本金。其中2015年共发放约8000亿元，2016年一万亿元，2017年的专项建设债发行了2000亿元后便在新增专项债的放量中结束了发行。三年期间共发放专项建设债2万亿元，按照25%-30%的最低资本金要求计算，预计共撬动了6-8万亿的项目资金。当前的规模远不如2015-2017年期间的专项建设债券，项目资本金加杠杆有助于缓解基建项目的融资难题，预计可撬动万亿资金，但下半年的基建融资还有缺口，还需资金接力。

六、制造业边际好转，但需对冲出口回落影响

制造业投资边际好转，高技术制造业增速维持高位，制造业下半年面临最大的风险点是出口需求的下降，技改需求和退税资金可以部分抵消出口回落的拖累，预计制造业投资全年增速维持在10%。制造业投资1-6月同比增长10.4%，较上月下滑0.2%，降幅收窄，其中高技术制造业投资上半年累计投资同比增速23.8%，维持高位。4月以来，疫情冲击叠加海外大宗商品高位运行，制造业增速快速收窄至6.4%，较一季度近乎腰斩；5-6月疫情影响逐步消退，各地推进复工复产叠加外需集中释放，推动制造业投资边际好转，6月制造业投资同比增速9.91%，仍较3月疫情前水平回落2%；目前制造业PMI已重回扩张区间，预计后续随着疫情影响减弱和防疫政策的调整将加速修复。近期出口外需的集中释放叠加在稳增长的需求下，挖掘汽车消费潜力及加快推进充电设施建设等一系列措施都将对后期制造业投资加速修复起到支撑作用。制造业下半年面临最大的风险点是出口需求的下降，预计技改需求和退税资金可以部分抵消出口回落对制造业投资增速的拖累，使得制造业投资整体维持在10%的增速。

图表 5: 专项债资金支持带动基建增速

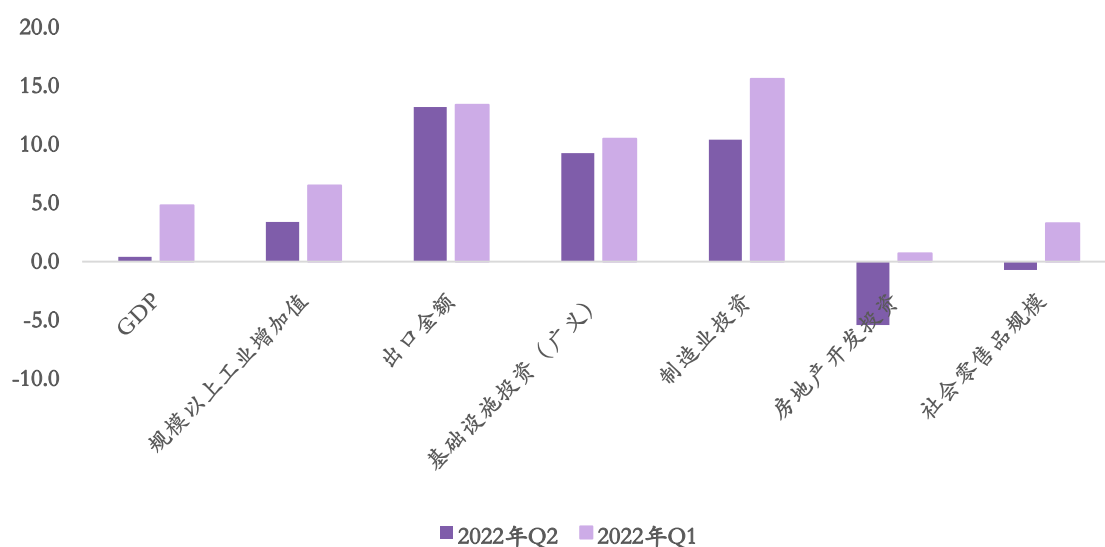


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

七、消费和地产二季度经济的主要短板

消费、房地产是二季度经济走低的主要原因。二季度稳住了经济大盘，但仍出现结构性的变化，我们可以通过对比一季度的经济运行情况来看二季度经济的短板。从投资、消费和出口三驾马车的角度来看，二季度的出口虽然遭受到了疫情的冲击，但是从同比增速上来看与一季度基本相当（Q2同比13.2%VSQ1同比13.4%）。居民消费受到疫情的直接冲击，较一季度有明显的回落（Q2同比-0.7%VSQ1同比3.27%）。从投资的角度来说，基建继续保持了高增速，托底经济：一季度广义基建投资同比增速10.48%，二季度同比增速9.25%；制造业投资虽然影响，但也仍旧保持在相对的高增长区间：一季度制造业投资同比增速15.6%，二季度同比增速10.4%。其中高基数制造业同比增速一直维持在20%以上。主要是房地产投资在下行，相对于一季度房地产投资同比增速平稳的情况，二季度出现了房地产投资的恶化：Q1同比0.7% VSQ2同比-5.4%。因此可以看到，二季度经济主要的拖累项来自于房地产和居民消费。

图表 6: 前两季度经济数据对比



资料来源: wind 资讯 华鑫证券研究

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_44109

