

2022年7月17日

二季度经济探底，经济小复苏区间仍存隐忧

内容提要

上周宏观方面主要事件有：1) 6月信贷社融超预期，政府债融资和短期积压需求释放是主要贡献；7月地产高频销售快速回落显示当前房地产市场景气度仍未恢复，居民加杠杆意愿偏弱问题仍未解决。随着7月开始进入地方债空档期，上半年以来政府加杠杆对社融的贡献将明显减弱，微观主体活力的恢复仍待观察。下半年随着经济低位改善，实体融资需求有望小幅修复，社融总量和结构都存在修复空间，但疫情的长尾效应加剧经济的不确定性和压力，微观主体活力不足下社融回升空间依然有限，而财政的增量工具将明显影响下半年社融增速。2) 二季度经济探底，经济进入小复苏区间，但地产仍是风险：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。但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，7月国内疫情局部反复也加大经济修复的不确定性。3) 政策仍处博弈期，保市场主体政策目标决定下半年财政更需担力：下半年财政扩容预期升温，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。

高频数据显示：1) 美国CPI创40年来新高推升美联储7月激进加息预期，而高通胀侵蚀居民实际收入、消费者信心受挫，美国经济的硬着陆风险在加大，市场的衰退担忧和交易也可能演绎得更加猛烈；2) 全国多地疫情反弹拖累城市活动，疫情依然是经济修复的边际变量；3) 二三线地产销售仍弱，地产风波和疫情扰动下，居民预期走弱是主要矛盾；4) 开工率表现不一，建筑活动高频指标继续边际改善；5) 海外经济衰退预期升温，宏观需求偏弱情绪下工业品价格走势持续偏弱；6) 农产品价格指数季节性上涨，猪肉价格回升加快。

近期疫情局部反复叠加房市风险提升市场避险情绪，金融数据超预期呈现利空出尽走势，债市调整后有所回暖，股市进入休整期。但中期看，基本面小复苏+货币政策内外约束+资金面中性收敛+中美利差倒挂，债市中期仍面临一定逆风。不过微观主体活力不足、经济内生动力偏弱仍制约经济修复弹斜率，叠加资金面整体合理充裕基调不变，债市上下空间仍难打开。当前七月仍是政策博弈期，财政发力是重心，7月下旬政治局会议仍是市场关注重点。

风险提示

政策力度不及预期，美国通胀超预期，地缘政治冲突超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

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



一、经济小复苏区间仍存隐忧

● 二季度经济探底，地产仍是风险

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。

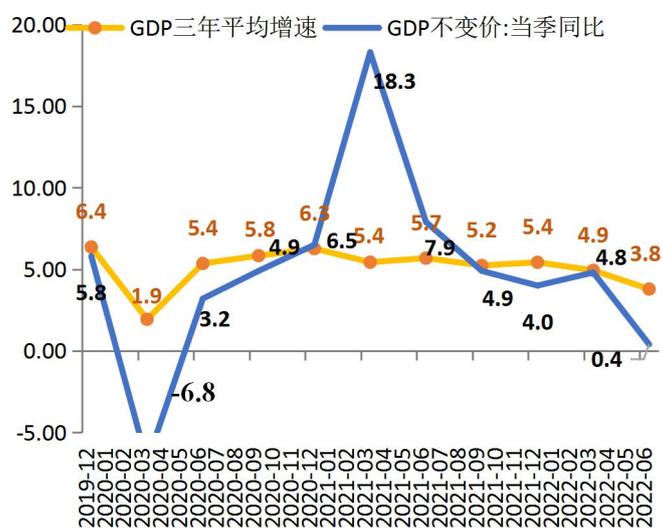
当前仍是政策博弈和发力期，保市场主体政策目标决定下半年财政更需担力，财政扩容预期升温，提高赤字率、提前发行下一年度专项债、加大政策行信贷额度、发行特别国债或是可能路径，7 月下旬政治局会议仍是市场关注重点。而货币政策方面，经济内生动能仍然偏弱，叠加地产风波，货币不具备收紧条件，不过外部美联储加息+内部 CPI 上行，内外平衡压力加大下结构性政策或是重心，美联储快速加息窗口下 OMO、MLF 降息概率较低，但房地产需求侧政策放松下 5 年期 LPR 调降仍有可能。

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	当月同比% (2021为 两年平均)	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		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	1.0
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			

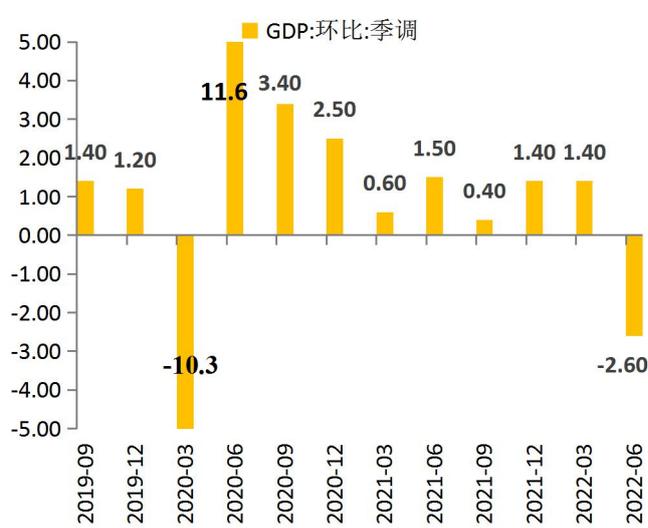
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：二季度 GDP 探底 (%)



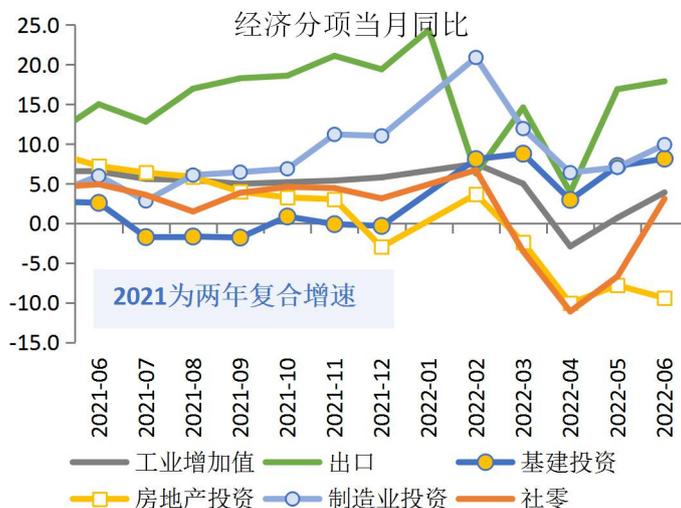
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：经济环比快速回落 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 4：除地产外 6 月经济数据边际继续改善 (%)



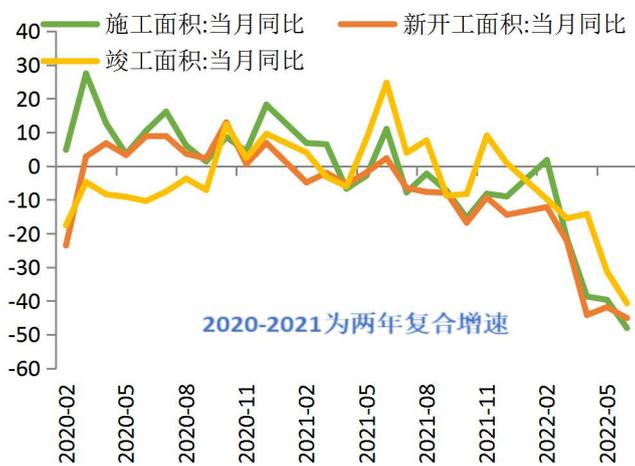
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：居民可支配收入压力持续加大 (%)



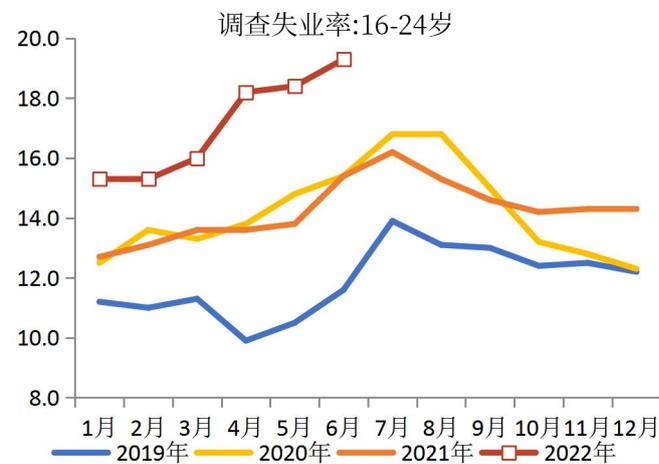
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：地产开工施工仍在下滑 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 7：16-24 岁失业率继续走高 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

● 信贷社融超预期，政府债融资和短期积压需求释放是主要贡献

央行公布 2022 年 6 月金融数据：

- (1) 新增人民币贷款 28100 亿元，市场预期 24400 亿元，前值 18900 亿元。
- (2) 社会融资规模 51700 亿元，市场预期 46500 亿元，前值 27921 亿元。

(3) M2 同比 11.4%，市场预期 10.8%，前值 11.1%；M1 同比 5.8%，前值 4.6%。

6 月信贷社融超预期，当月新增社融超 5 万亿，存量同比较上月上升 0.3 个百分点至 10.8%，其中 6 月政府债超 1.5 万亿大额发行是主要贡献，并撬动基建配套贷款，企业中长贷同比增量是信贷多增的主要来源，601 国常会调增 8000 亿元政策性贷款额度。同时疫情收敛也支撑短期积压的融资需求释放，企业恢复生产经营下融资需求回升，商品房销售回暖也支撑居民中长贷同比跌幅明显收窄。

我们认为政府债融资和短期积压需求释放是支撑 6 月社融大增的主因，微观主体活力的恢复仍待观察，7 月地产高频销售快速回落，尤其是二三线城市表现偏弱，显示当前房地产市场景气度仍未恢复，居民加杠杆意愿偏弱问题仍未解决。当前地方专项债发行进度已超 90%，随着 7 月开始进入地方债空档期，上半年以来政府加杠杆对社融的贡献将明显减弱，提升赤字率、提前发行明年专项债或发行特别国债是短期政策端博弈。

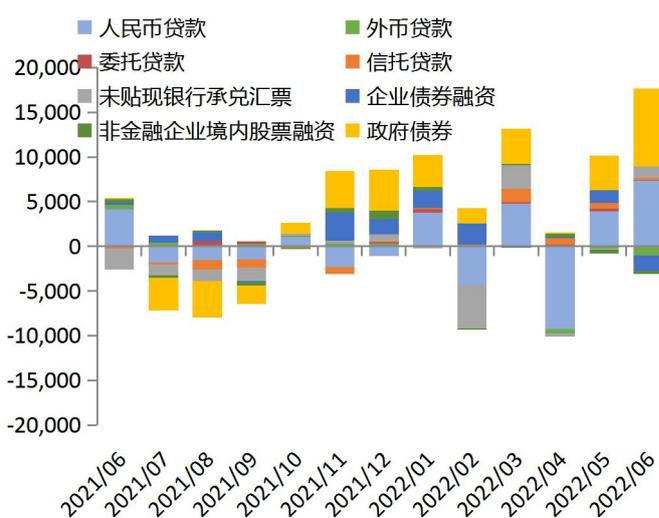
下半年，随着经济低位改善，实体融资需求有望小幅修复，房地产底部修复叠加政策性金融发力，社融总量和结构都存在修复空间。但疫情的长尾效应加剧经济的不确定性和压力，私人部门预期转弱仍制约经济修复的斜率，微观主体活力不足下社融回升空间依然有限，财政的增量工具将明显影响下半年社融增速。

图 8：社融增速回升（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 9：政府债融资和积压需求释放是主要贡献（亿）



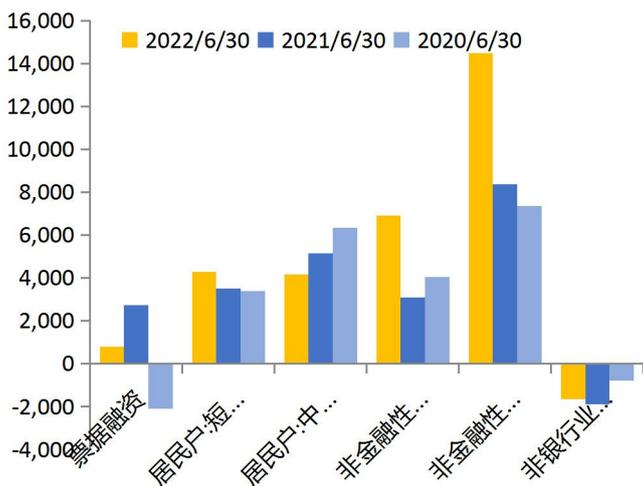
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：政府债融资和短期积压需求释放是主要贡献（亿元，%）

	22-06	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09
当月新增社融	51700	27921	9455	46566	12289	61750	23682	25983	16176	29026
新增人民币贷款	28100	18900	6454	31300	12300	39800	11300	12700	8262	16600
社融存量同比 (%)	10.8	10.5	10.2	10.5	10.2	10.5	10.3	10.1	10.0	10.0
(当月同比变化)										
社会融资规模	14683	8399	-9115	12804	-4954	9866	6490	4628	2247	-5667
新增人民币贷款	7409	3936	-9224	4780	-4329	3806	-1108	-2288	1089	-1416
居民贷款	-203	-3344	-7453	-3940	-4790	-4270	-1919	-197	316	-1721
居民短贷	782	34	-2221	-1394	-220	-2272	-985	-969	154	-175
居民中长贷	-989	-3379	-5232	-2504	-4572	-2024	-834	772	162	-1695
企业短贷	3815	3286	199	4341	1614	4345	2043	-324	549	552
企业中长贷	6130	-977	-3953	148	-5948	600	-2107	-2470	-1923	-3732
票据融资	-1951	5591	2437	4712	4907	3193	746	801	2284	3985
委托贷款	93	276	211	149	26	337	143	66	1	295
信托贷款	218	676	713	1532	185	162	67	-803	-186	-939
未贴现票据	1286	-142	-405	2583	-4867	-169	797	242	203	-1489
企业债券融资	-1432	969	156	-55	2373	1912	1731	3166	-2	-179
政府债券	8676	3881	173	3943	1705	3589	4548	4158	1236	-2050

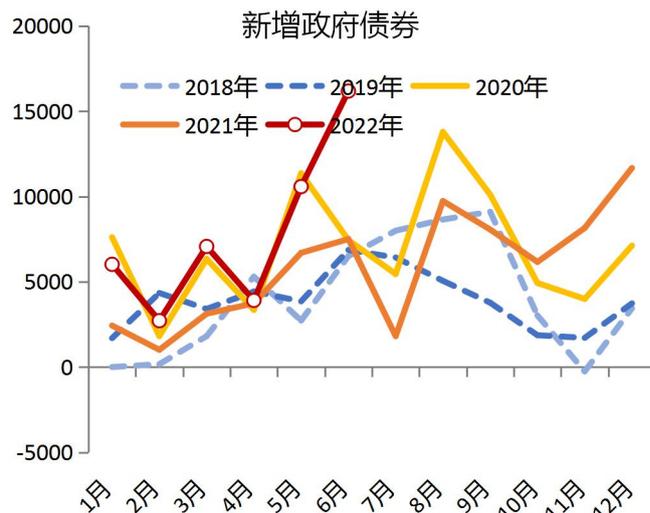
资料来源：Wind，优财研究院

图 11：居民稳杠杆，企业加杠杆（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 12：政府债融资是主要贡献（亿元）



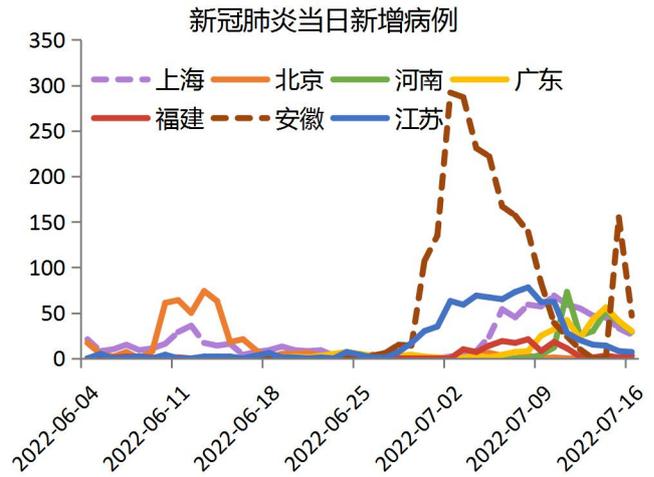
资料来源：Wind，优财研究院

- 全国多地疫情反弹拖累城市活动，疫情依然是经济修复的边际变量

国内疫情近期再度出现回升，上海西安确诊病例奥密克戎 BA5 变异株，城市封控措施有所收紧。城市活动有所放缓，主要城市地铁客运量和百城拥堵指数均有明显下滑。当前来看疫情依然是经济修复的边际变量，疫情的反弹仍然对国内经济修复形成不确定性。

图 13: 全国疫情反弹 (例)

图 14: 疫情再度呈现多点散发 (例)

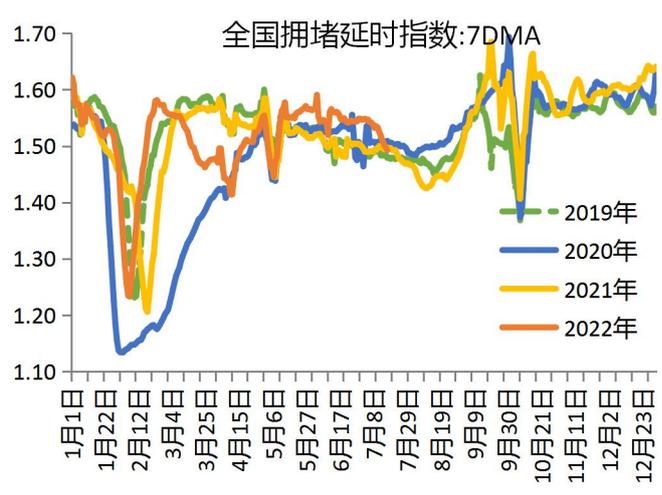
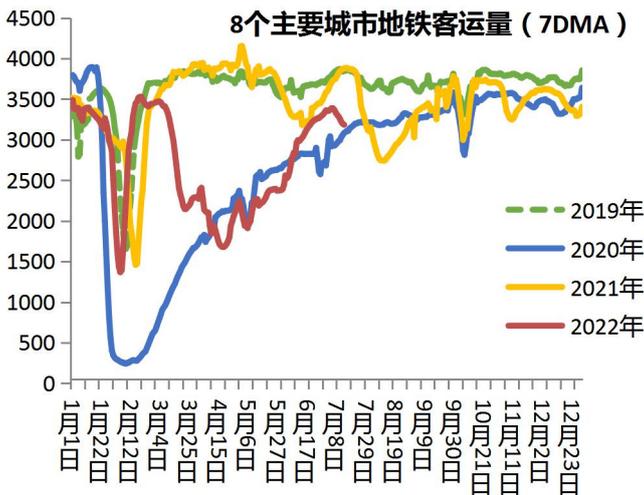


资料来源: Wind, 优财研究院

资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 地铁客运量有所回落 (万人次)

图 16: 全国拥堵指数高位回落

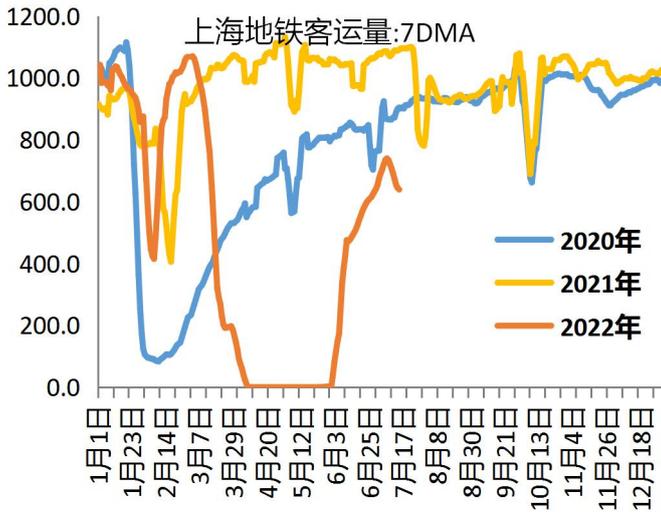


资料来源: Wind, 优财研究院

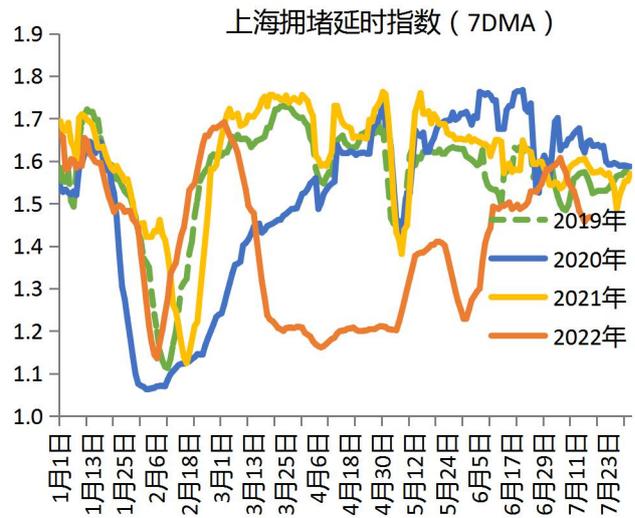
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 上海疫情反弹拖累地铁客运量 (万人次)

图 18: 上海拥堵指数明显下滑



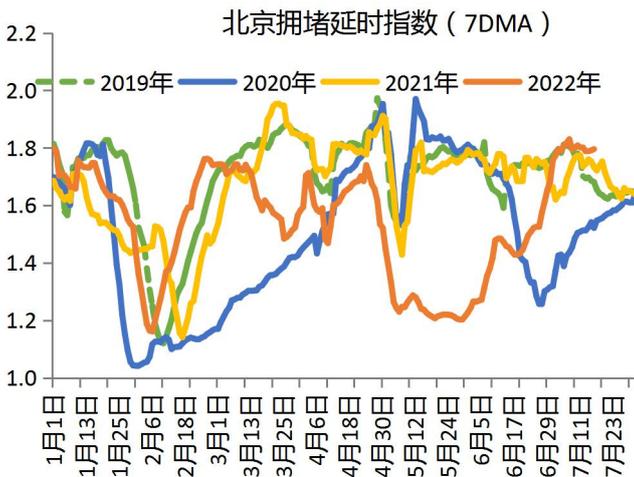
资料来源: Wind, 优财研究院



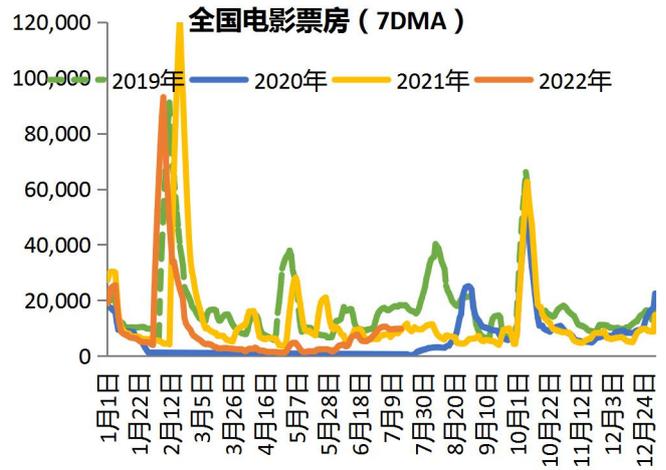
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 北京城市活动整体稳定

图 20: 电影票房底部小幅回暖 (万元)



资料来源: Wind, 优财研究院



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_44113



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn