

6月经济数据：逆转，消费服务业超预期修复

核心观点

二季度GDP同比增速为0.4%，高于我们的前期预测（-0.2%），但低于市场一致预期（1.1%），基本面已从反弹过渡到反转。我们认为，经济基本面受到国内疫情持续冲击带来的经济下行压力和复杂外部条件的较大扰动。面对扰动，二季度国务院进一步出台一揽子33项稳经济政策举措，进入6月后供需两端陡峭反弹。

随着疫情进入扫尾阶段，物流人流快速恢复，消费和服务业超预期修复，我们在5月17日报告《逆转，新生》中关于“人员流动恢复是最大预期差”的判断持续兑现。预计A股行情将表现为结构化特征，以航空机场、旅游酒店、餐饮、免税等恢复人流带来的预期差最大。此外，继续看多稳增长方向，传统稳增长链条看好金融与地产后周期，新制造稳增长链条看好制造业强链补链（半导体和机床母机）和“新能源+”。固定收益方面，信用债优于利率债，DR007正常化至2.1%时，短债利率或有明显上行，10年期国债收益率震荡上行至高点3%，Q4回落至2.8%。

□ 物的流动支撑工业稳向好，人的流动助力服务业强复苏

6月规上工业增加值同比3.9%（Q2同比增速0.7%），较5月回升较大，低于市场一致预期，与我们预期较为接近，主因疫情逐步受控，供应链稳步修复，复工复产推进下制造业生产较上月恢复力度较大，但由于6月疫情仍在收尾阶段，因此生产尚未完全回归常态。6月人的流动积极修复，助力服务业积极修复，我们认为常态化核酸检测“防火式”防疫模式有助于快速应对疫情，为线下消费场景复苏护航。6月服务业生产指数同比增速回升至1.3%，前值为-5.0%，恢复强度较大，其中零售、铁路运输、道路运输、航空运输、邮政、货币金融服务、资本市场服务等恢复积极。“抢时间”稳增长将成疫后工业生产主线，人的流动消费场景修复是助力服务业强复苏的重要变量，下半年不排除国内经济阶段性微过热的可能性。

□ 人流物流恢复，社零大幅改善

6月社会消费品零售总额同比+3.1%，超市场预期，4月和5月分别为-11.1%、-6.7%，人流物流恢复，社零大幅改善。其一，汽车消费大幅修复，生产物流恢复，政策大力帮扶，汽车零售同比大幅回升30个百分点。其二，6月起人员流动快速恢复，市内出行强度显著修复，跨城出行积极出现变化，线下消费有所好转，餐饮、纺织服装、金银珠宝等改善幅度较大。其三，6月货运流量持续恢复，物流先行支撑线上消费，6月实物商品网上零售额同比+8.2%。另外，价格上涨也对名义社零形成一定支撑。

□ 就业显著改善，已达目标水平

6月全国城镇调查失业率为5.5%，较5月下降0.4个百分点，已达到阈值目标水平。失业率改善最主要的动力来自于人员流动的修复。一方面，常态化核酸检测护航下的复工复产卓有成效，二产、三产用工需求修复，另一方面，大城市疫情反复使得一部分农民工选择暂时返乡，农村起到了一定的“蓄水池”作用。

□ 6月固定资产投资稳定增长，制造业投资引领态势延续

1-6月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长6.1%，与我们前期预测基本一致，略高于市场一致预期5.9%，主要源于高技术制造业的支撑作用。分领域看，1-6月份，基础设施投资同比增长7.1%，制造业投资增长10.4%，房地产开发投资下降5.4%，前值分别为6.7%、10.6%和-4.0%。从当月增速看，地产、基建、制造业投资增速分别为-9.4%、8.2%和9.9%。我们认为，前期发力的宏观政策正在投资端稳步兑现，制造业投资受产业基础再造、强链补链等支撑具有较强韧性，基建投资有望在水利工程建设拉动下保持较高增速，城市更新是地产投资的主要增量贡献。

□ 风险提示：疫情超预期恶化；政策落地不及预期；地缘政治冲突超预期。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书编号：S1230521050001

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

联系人：潘高远

执业证书编号：S1230121070015

邮箱：pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

- 1《6月数据预测：从物流到人流，经济恢复逐月加快》2022.07.01
- 2《5月经济数据：复苏起点兑现》2022.06.15
- 3《5月数据预测：疫情尾声，复苏起点》2022.06.01
- 4《4月经济数据：经济转正在即》2022.05.15
- 5《4月数据预测：供需双弱，关注增量工具》2022.05.01

正文目录

1. 宏观经济已实现从反弹到反转	3
2. Q2 当季 GDP 同比增速 0.4%，基本面强劲复苏	3
3. 物的流动支撑工业稳向好，人的流动助力服务业强复苏	5
4. 人流物流恢复，社零大幅改善	6
5. 就业显著改善，已达目标水平	8
6. 固定资产投资保持增长态势	9
6.1. 新制造稳增长持续兑现	10
6.2. 地产：停、断贷压力冲击现金流，“财务支出法”统计的地产投资受明显影响	11
6.3. 稳增长兑现期，基建稳步回升	14
风险提示	15

图表目录

图 1: GDP 当季同比实际增速	4
图 2: 工业增加值主要门类: 6 月同比	6
图 3: 主要工业产品产量增速与去年同期对比	6
图 4: 社零数据同比转正	6
图 5: 6 月实物商品网上零售额同比增长 8.2%	6
图 6: 11 城市地铁客运量 (7 天移动平均, 万人次)	7
图 7: 拥堵延迟指数触底回升	7
图 8: 整车货运流量指数逐步恢复	7
图 9: 快递吞吐量有所回升	7
图 10: 31 个大城市城镇调查失业率显著改善	8
图 11: 外来户籍人口失业率改善幅度较大	8
图 12: 青年失业率再次上行	8
图 13: 2022 年高校毕业生人数创历史新高	8
图 14: 固定资产投资 (不含农户) 累计增速	9
图 15: 固定资产投资 (不含农户) 当月增速	10
图 16: 房地产投资各项累计同比增速 (%)	12
图 17: 30 大中城市商品房销售面积当月增速 (%)	13
图 18: 预计受益于稳增长政策兑现和低基数, 基建后续回升可期	15
表 1: 制造业分行业投资增速 (当月同比, 单位: %)	10
表 2: 2022 年首轮集中供地拍卖结果	12

1. 宏观经济已实现从反弹到反转

我国二季度 GDP 增长 0.4%，高于我们预期，核心靠前实施中央经济工作会议和《政府工作报告》政策举措，召开全国电视电话会议部署稳住经济大盘工作，政策效应较快显现。4 月份主要经济指标深度下跌，5 月份主要经济指标降幅收窄，6 月份经济企稳回升，二季度经济实现正增长。初步核算，上半年国内生产总值 562642 亿元，按不变价格计算，同比增长 2.5%。分产业看，第一产业增加值 29137 亿元，同比增长 5.0%；第二产业增加值 228636 亿元，增长 3.2%；第三产业增加值 304868 亿元，增长 1.8%。其中，二季度国内生产总值 292464 亿元，同比增长 0.4%。分产业看，二季度第一产业增加值 18183 亿元，同比增长 4.4%；第二产业增加值 122450 亿元，增长 0.9%；第三产业增加值 151831 亿元，下降 0.4%。

6 月经济加速修复，供需两端均有显著环比改善。**供给端**，常态化检测护航之下的复工复产卓有成效，供应链畅通促使产业链上下游生产交付顺畅，6 月工业增加值同比增长 3.9%；**需求端**，投资动能企稳反弹，基建保持强劲，地产由负转正；物流全面恢复叠加人员流动加快，社零保持高速修复态势，预计 7、8 月社零增速将出现更大斜率回升。4 月触底，5 月反弹，6 月逆转，二季度 GDP 实际同比增速为 0.4%。下半年在常态化检测背景下，预防式疫情防控将极大地降低大面积扩散的可能性，物和人的流动活跃度至少保持在今年 1-2 月份的水平，经济将实现涅槃重生，三、四季度的 GDP 实际增速分别为 6.1% 和 6.4%，年内走出“耐克型”走势。

随着疫情进入扫尾阶段，物流人流快速恢复，消费和服务业超预期修复，我们在 5 月 17 日报告《逆转，新生》中关于“人员流动恢复是最大预期差”的判断持续兑现。预计 A 股行情将表现为结构化特征，以航空机场、旅游酒店、餐饮、免税等恢复人流带来的预期差最大。此外，继续看多稳增长方向，传统稳增长链条看好金融与地产后周期，新制造稳增长链条看好制造业强链补链（半导体和机床母机）和“新能源+”。固定收益方面，信用债优于利率债，DR007 正常化至 2.1% 时，短债利率或有明显上行，10 年期国债收益率震荡上行至高点 3%，Q4 回落至 2.8%。

2. Q2 当季 GDP 同比增速 0.4%，基本面强劲复苏

据国家统计局初步核算，2022 年二季度国内生产总值 292464 亿元，按不变价格计算，同比增长 0.4%，高于我们前期预测（-0.2%），与市场一致预期相比较低（Wind 一致预期为 1.1%），较前值下降 4.4 个百分点，处于全年宏观经济的最低点。我们认为，二季度 GDP 受到疫情影响较大，生产生活受到显著冲击达到低点，经济基本面受到国内疫情持续冲击带来的经济下行压力和复杂外部条件的较大扰动。面对扰动，二季度国务院进一步出台一揽子 33 项稳经济政策举措，进入 6 月后供需两端的停滞得以反弹。随着疫情进入扫尾阶段，复工复产持续恢复，经济向上修复动能回归，我们维持全年 GDP 增速呈现“耐克”型走势的判断。

从供给侧看，4、5 月奥密克戎多点扩散局面得到控制，6 月起供给基本实现从反弹到反转。工业方面，二季度，规模以上工业增加值同比增长 0.7%。其中，4 月份规模以上工业增加值同比下降 2.9%；5 月份增速由负转正，增长 0.7%；6 月份增长 3.9%，比上

月加快 3.2 个百分点，环比增长 0.84%。6 月份，制造业采购经理指数为 50.2%，比上月上升 0.6 个百分点；企业生产经营活动预期指数为 55.2%，上升 1.3 个百分点。1-5 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 34410 亿元，同比增长 1.0%。**服务业方面**，随着国内疫情防控形势向好，物流保通保畅和企业复工复产稳步推进，人员流动恢复明显，生产也在受到严重冲击后迅速恢复。二季度，服务业增加值同比下降 0.4%。4 月份，服务业生产指数同比下降 6.1%；5 月份降幅收窄至 5.1%；6 月份由降转升，增长 1.3%。1-5 月份，全国规模以上服务业企业营业收入同比增长 4.6%，比 1-4 月份加快 0.4 个百分点。从行业情况看，零售、铁路运输、道路运输、航空运输、邮政、货币金融服务、资本市场服务等行业商务活动指数位于 55.0% 以上较高景气区间。从市场预期看，服务业业务活动预期指数为 61.0%，比上月上升 5.8 个百分点。

从需求侧看，二季度前两月的全年低点已过。消费方面，社会消费品零售总额降幅明显收窄，4 月份社会消费品零售总额同比下降 11.1%；5 月份降幅收窄至 6.7%；6 月份由降转升，同比增长 3.1%，环比增长 0.53%。**投资方面**，固定资产投资持续增长，高技术产业和社会领域投资增长较快。二季度，固定资产投资（不含农户）同比增长 4.2%。其中，4 月份增长 1.8%，5 月份增速加快至 4.6%，6 月份增速进一步回升至 5.6%。6 月份，固定资产投资（不含农户）环比增长 0.95%。分领域看，1-6 月基础设施投资增长 7.1%，制造业投资增长 10.4%，房地产开发投资下降 5.4%。分产业看，第一产业投资增长 4.0%，第二产业投资增长 10.9%，第三产业投资增长 4.0%。民间投资增长 3.5%。高技术产业投资增长 20.2%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 23.8%、12.6%。**外需方面**，受供应链修复的拉动，5 月以来我国出口增速明显加快，保持在两位数的高位。随着外贸企业复工复产加快和港口物流改善，出口对经济增长的拉动作用持续显现。

我们预计，下半年在常态化核酸检测背景下，预防式、高频次、强饱和度的检测将极大地降低疫情扩散的可能性，有利于物流和人流的恢复，结合二季度经济基本面形势，我们判断后续政策需要综合考量稳增长、保就业、控制通胀和维持国际收支平衡。

图 1：GDP 当季同比实际增速（单位：%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3. 物的流动支撑工业稳向好，人的流动助力服务业强复苏

6月规模以上工业增加值同比上升3.9%（Q2同比增速0.7%），较5月回升较大，低于市场一致预期，与我们预期较为接近，主因疫情逐步受控，供应链稳步修复，复工复产推进下制造业生产较上月恢复力度较大，但由于6月疫情仍在收尾阶段，因此生产尚未完全回归常态。

6月国内物流和供应链积极修复，工业企业上下游产品交付畅通助力生产修复。从货运物流相关高频数据来看，国内供应链通畅程度明显好转，快递吞吐、整车货运等数据环比积极改善。据交通运输部数据，6月份以来，上海港集装箱日均吞吐量恢复至去年同期的95%以上、浦东机场和白云机场基本恢复到正常水平。6月供应商配送时间指数为51.3%，较5月大幅提升，重回临界点以上，表明制造业原材料供应商交货时间较上月明显加快。

6月工业生产景气稳中向好。从高频数据上看，随着上海复工复产推进，汽车全钢胎、半钢胎开工率好于同期，汽车制造业积极修复。黑色、化工等高频数据涨跌互现总体积极平稳：高炉开工率、PTA产业开工率持续小幅回升，焦炉生产率、线材达产率、螺纹钢达产率、ABS开工率较5月小幅回落。6月第二产业用电量比增长0.8%，较5月由负转正，体现工业生产积极向好趋势。据国家电网数据，6月份前三周，上海全社会用电量已恢复至去年同期的92.48%，周用电量的环比平均涨幅达到10.85%，明显快于5月。

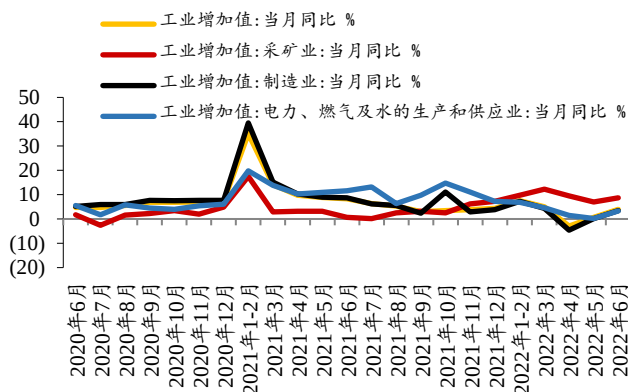
6月人的流动积极修复，助力服务业积极修复，我们认为常态化核酸检测“防火式”防疫模式有助于快速应对疫情，为线下消费场景复苏护航。6月服务业生产指数同比增速回升至1.3%，前值为-5.0%，恢复强度较大。从行业情况看，零售、铁路运输、道路运输、航空运输、邮政、货币金融服务、资本市场服务等行业商务活动指数处于较高景气区间。6月北京、上海、深圳的人的流动高频数据（如地铁客流量、拥堵指数、国内执飞航班数量）较5月大幅回升，印证我们关于“人员流动恢复是最大预期差”的判断。

6月国内需求恢复对工业生产影响积极。如前期数据预测报告提示，一方面，稳增长背景下，投资仍是我国内需的重要着力点，随着供应链逐步恢复及复工复产推进，对相关项目进展及形成实物工作量将逐步提速落地，6月基建、制造业投资积极向好。另一方面，6月国内消费已现积极信号，乘用车日均批发和零售量、商品房销售面积环比均有较大回升。同时，防疫模式向高频常态化核酸检测转变，餐饮、旅游、影院等线下消费场景受疫情的影响将相比过去大幅减弱，有助于带动相关制造业产业链发展。6月新订单指数回升2.2个百分点至50.4%，需求持续回暖。

从分项数据上看，6月份采矿业增加值同比增长8.7%、制造业回升至3.4%、电力、热力、燃气及水生产和供应业增长1.5%，三大行业同比增速均较上月加快。**6月高技术制造业同比增长8.4%，较上月提升约5个百分点，体现我国高质量发展趋势。**分产品看，新能源汽车、太阳能电池等绿色智能产品产量同比分别增长108.3%、31.4%。我们主要关注的工业产品产量中，6月份汽车（26.8%）、原煤（15.3%）高增、十种有色金属（3.2%）、发电量（1.5%）微增，水泥（-12.9%）和钢材（-2.3%）负增，汽车产量大幅回暖。

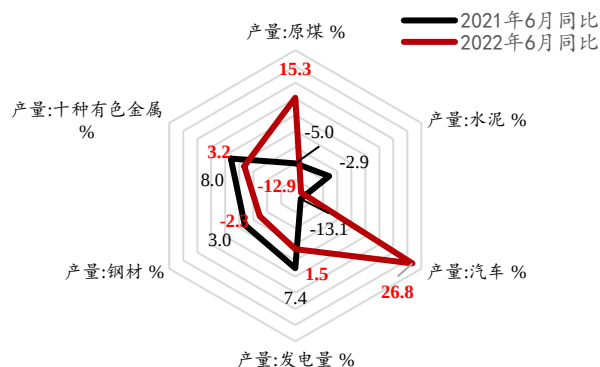
7月国内疫情可控，常态化防疫模式下，物的流动与人的流动有望积极向好，经济稳中向好可期。“抢时间”稳增长将成疫后工业生产主线，人的流动消费场景修复是服务业生产强劲的重要变量，下半年不排除经济阶段性微过热的可能性。

图 2：工业增加值主要门类：6 月同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：主要工业产品产量增速与去年同期对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4. 人流物流恢复，社零大幅改善

6 月社会消费品零售总额同比+3.1%，4 月和 5 月分别为-11.1%、-6.7%，人流物流恢复，社零大幅改善。其一，汽车消费大幅修复，生产和物流恢复、4S 店复商复市叠加政策大力帮扶，汽车零售额同比+13.9%（前值-16%）。其二，6 月起人员流动快速恢复，市内出行强度显著修复，跨城出行积极出现变化，线下消费有所好转，餐饮、纺织服装、金银珠宝等改善幅度较大。其三，6 月货运流量持续恢复，物流先行支撑线上消费，6 月实物商品网上零售额同比增长 8.2%。另外，消费品价格上涨也对名义社零形成一定支撑。

图 4：社零数据同比转正



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：6 月实物商品网上零售额同比增长 8.2%



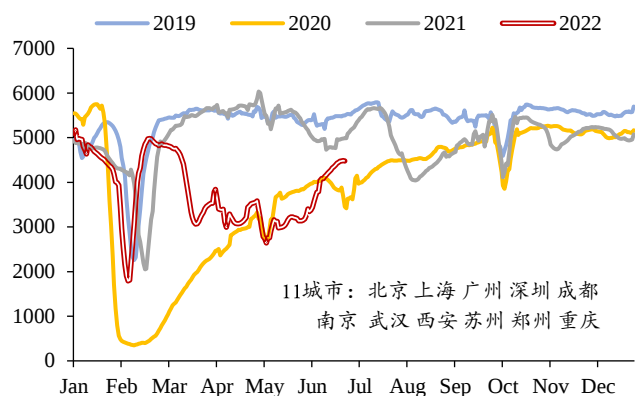
资料来源：Wind，浙商证券研究所

首先，汽车产销强劲复苏，汽车板块显著恢复，6 月汽车零售对社零同比增长的贡献度约 30%。6 月汽车零售额同比+13.9%，4、5 月分别为-31.6%、-16%。据中汽协披露，6 月汽车产销表现强于历史同期，产销量分别为 249.9 万辆、250.2 万辆，同比增长 28.2%、23.8%。6 月以来，我国汽车产业受疫情影响的供应链已全面恢复，企业加快生产节奏。在国家购置税减半政策、地方政府促汽车消费政策叠加下，汽车产销强劲复苏。

其次，人员流动正在快速复苏，线下消费和服务业景气度显著提振。从城市内出行角度来看，地铁客运量持续修复，拥堵延迟指数触底回升，“常态化检测”护航下的复工复产和复商复市卓有成效。6 月影院营业率显著提升，票房数据快速改善，截至 6 月 28 日，全国影院恢复营业已超万家，影院营业率超八成。从跨城出行角度来看，6 月开始以

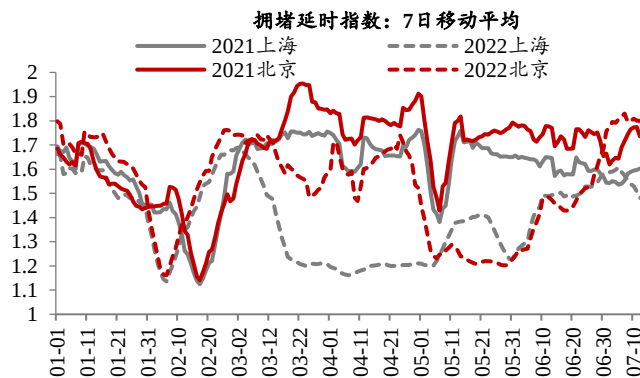
各省市陆续放松了对于离沪或离京人员的隔离管控措施，第九版新冠防控方案优化了调整隔离管理方式，工信部取消通信行程卡“星号”标记，文旅部恢复旅行社和在线旅游企业经营旅游专列业务，释放了诸多积极信号。6月民航执飞量拾级而上，6月底已修复至去年同期水平的80%。

图 6：11 城市地铁客运量（7 天移动平均，万人次）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

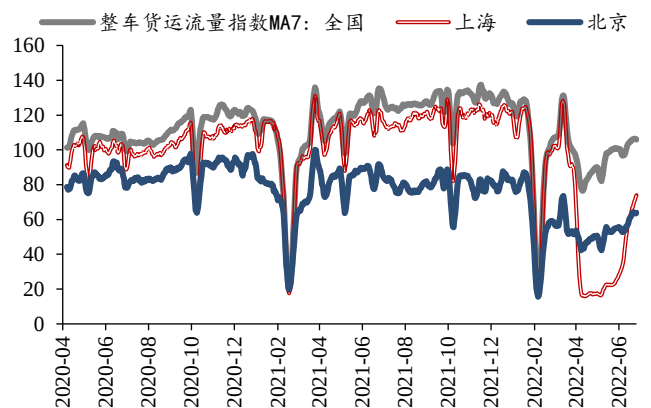
图 7：拥堵延迟指数触底回升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

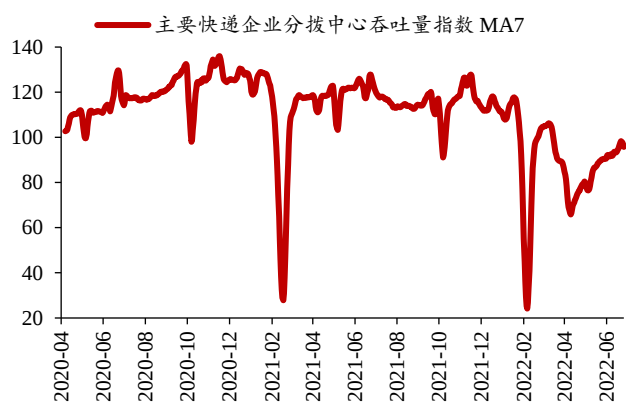
第三，物的流动显著修复，线上消费大幅好转。6月全国整车货运指数有所回升，快递吞吐量明显好转，货运量稳步提升，物流先行恢复支撑线上消费。据6月27日国新办新闻发布会披露，铁路、公路货运量均基本恢复至去年同期水平，全国邮政快递日均业务量已超过去年同期水平。据国家邮政局披露，6月快递发展规模指数为386.5，环比提高12.1%。公开资料显示，2022年中购物节活动全网交易总额达到6959亿元人民币，同比增加8.2%，线上商品零售拉动6月社零向上提升。

图 8：整车货运流量指数逐步恢复



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：快递吞吐量有所回升



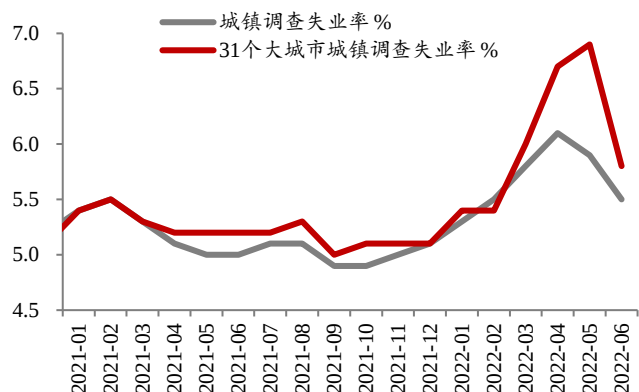
资料来源：Wind，浙商证券研究所

我们再次强调，不要低估消费复苏的韧性，下半年社零增速有望达到7.5%：其一，常态化检测可以保障人和物的自由流动，消费场景不断修复，不受疫情反复扰动；其二，积极的财政政策是扩大消费需求的重要支撑，今年财政重点发力科教文卫和社保就业领域，政府消费增速有望达到10.3%的两位数增速；其三，疫情期间压制的部分需求在疫后得到释放，购车、婚宴、旅行等消费都有望得到一定补偿；其四，下半年居民消费价格指数将有所回升，价格端也对名义社零形成一定支撑。

5. 就业显著改善，已达目标水平

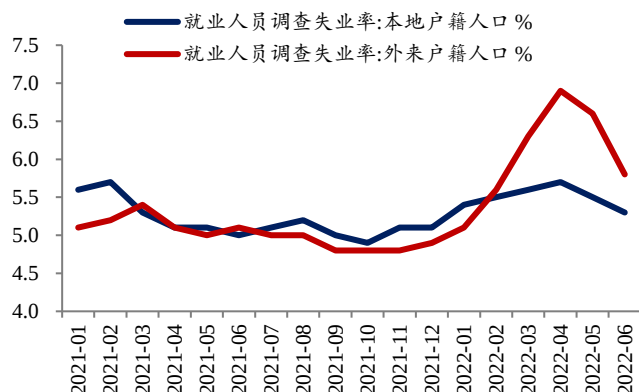
6月全国城镇调查失业率为5.5%，较5月下降0.4个百分点，已达到阈值目标水平。我们认为，失业率改善最主要的动力来自于人员流动的修复。一方面，常态化核酸检测护航下的复工复产复商卓有成效，二产、三产用工需求修复，31个大城市城镇调查失业率从上个月的6.9%大幅修复至5.8%。另一方面，二季度疫情在大城市之间反复出现，就业场景不稳定致使部分农民工返乡，农村起到了一定的“蓄水池”作用，二季度末外出农民工人数同比-0.6%（一季度末为同比+2.2%），6月外来农业户籍人口调查失业率降至5.3%，城市部分行业甚至出现了招工难现象。

图 10：31 个大城市城镇调查失业率显著改善



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 11：外来户籍人口失业率改善幅度较大



资料来源：Wind，浙商证券研究所

大学生就业难问题依然突出，6月青年人口调查失业率（16-24岁）续创新高至19.3%。历史数据显示，一般青年失业率会在7~8月份毕业季达到峰值，随着更多的高校毕业生进入劳动力市场，青年失业率有进一步上行压力。另外，针对农民工返乡问题，国常会重申以工代赈的重要性，提出在重点工程配套设施建设中实施一批以工代赈中央预算内投资项目，劳务报酬占中央资金比例由原规定的15%以上提高到30%以上。

图 12：青年失业率再次上行

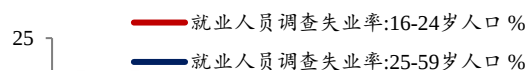
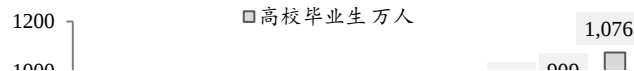


图 13：2022 年高校毕业生人数创历史新高



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_44151

