

宏观点评

警惕回踩风险—全面解读二季度经济

事件: 2022年二季度实际GDP同比0.4%(前值4.8%),三年平均增速3.8%(前值4.9%);6月工业增加值同比3.9%(前值0.7%),三年平均增速5.6%(前值4.6%);社零同比3.1%(前值-6.7%),三年平均增速4.3%(前值0.6%);1-6月固投累计同比6.1%(前值6.2%),三年平均增速5.0%(前值4.7%),其中:地产投资同比-5.4%(前值-4.0%),三年平均增速3.5%(前值4.2%);狭义基建投资同比7.1%(前值6.7%),三年平均4.0%(前值3.8%);制造业投资同比10.4%(前值10.6%),三年平均增速5.1%(前值4.3%)。

核心观点: 疫情巨大冲击下,二季度GDP仍能正增长,实属不易,主要靠的是5月底以来这波疫后反弹,体现为6月多数指标修复明显,需注意的是,地产投资继续下跌、青年失业率持续创新高。往后看,继续提示:下半年经济复苏仍是大方向,但约束多、会波折,7月就可能回踩;全年GDP增速目标将转向“保4争5”,下半年增速可能4-6%之间;下半年政策仍需全力稳增长、稳信心,当务之急是避免地产“硬着陆”,短期紧盯7月底政治局会议。

1、整体看,4月深跌、5月小跌,主靠6月反弹,二季度GDP仍正增长0.4%、实属不易。 二季度GDP同比增长0.4%,略低于预期,季调环比-2.6%,指向疫情对二季度GDP的冲击约为4.1个百分点,其中:4月经济在疫情冲击下深度下跌,5月疫情减退、经济降幅收窄,6月经济企稳回升,这在发电耗煤、地产&汽车销售、PMI等高频指标也已有明确体现。

2、结构看,6月多数指标反弹明显,但地产投资续跌、青年失业率持续创新高。 关注几个重点数据:好的方面,6月社零同比升9.8个百分点至3.1%,地产销售同比升13.5个百分点至-18.3%,反弹幅度均较大;6月出口17.9%,再次大超预期;失业率降至5.5%,回到今年2月水平。差的方面,6月地产投资同比逆势下行至-9.4%,青年失业率升至19.3%、续创新高。

3、往后看,7月经济大概率会回踩,但下半年经济复苏仍是大方向,只不过约束多、会波折;继续提示,全年GDP目标将转向“保4争5”。 短期看,积压需求释放完毕、叠加疫情冲击,要警惕7月经济回踩风险,但下半年大方向还是疫后复苏。目标方面,由于上半年GDP增长2.5%,若全年仍要5.5%,下半年需8.2%,无疑难度很大;若全年4%,则下半年需5.3%,因此,全年GDP目标可能转向“保4争5”,下半年大概率在4%-6%之间。

4、具体看,6月经济数据有如下特征:

1) 消费端:6月恢复较快,下半年约束仍多。 6月社零当月同比继续反弹至3.1%,好于市场预期。结构看,可选消费的文化办公用品、通讯器材、化妆品、家电、汽车等反弹最多。6月消费较快恢复,我们理解主因有二:一是政策刺激下汽车消费的带动,二是前期积压需求释放。7月全国疫情反弹,消费有二次回踩风险;下半年,随着国内疫情逐步受控,各地常态化核酸的推广,消费有望继续修复,但疫情、信心等约束因素仍较多。

2) 投资端:地产投资逆势回落、制造业投资韧性,基建继续上行。

> **地产销售继续反弹,地产投资逆势回落。** 6月商品房销售面积同比继续回升13.5个百分点至-18.3%,地产投资当月同比则逆势回落1.6个百分点至-9.4%。6月地产投资逆势下行,尤其是拿地和新开工均继续探底,反映了短期内房企经营压力仍大,对未来悲观预期未有明显改善。往后看,如我们此前报告《当前地产压力究竟有多大?》中的分析,目前地产需求端面临预期恶化、杠杆高企、人口压力三重约束,政策端核心约束并未明显松动,供给端房企资金链紧张未有明显缓解,地产景气压力仍大。下半年稳增长需避免地产“硬着陆”,地产政策有望进一步松动,地产销售有望继续修复,但幅度可能偏弱;地产投资也将逐步触底回升。

> **基建投资继续上行,后续空间仍大。** 根据统计局数据,1-6月广义、狭义基建投资同比分别为9.3%、7.1%,平均增速分别为5.4%、4.0%;当月同比分别为12%、8.2%,平均增速分别为6.6%、4.4%,均较5月继续走高;与6月沥青开工率、水泥发运率回升的走势一致。往后看,基建投资仍是稳增长关键抓手,更多增量政策有望陆续落地,后续空间仍大;实际增速取决于地产修复、隐性债务化解等多重因素,预计全年基建投资增速可能有10%左右。

> **制造业投资韧性仍强,企业预期仍处低位。** 1-6月制造业投资累计同比10.4%,较1-5月微跌,韧性仍强;6月当月同比9.9%,平均增速7.3%,较5月回升。6月企业投资前瞻指数等小幅反弹,仍在低位,企业预期恶化仍然明显。全年看,制造业投资有望高增、韧性较强;但制造业投资与出口增速走势较为同步,预计下半年仍趋回落。

3) 供给端:工业生产继续修复,汽车生产大幅反弹。 6月工业增加值当月同比3.9%,较5月同比的0.7%继续反弹,季调环比0.84%,仍强于近年来平均水平,反映工业生产仍在修复。分行业看,汽车生产大幅反弹,同比16.2%,三年平均8%,出口链、基建链也回升较多。往后看,7月疫情反复,叠加积压需求释放完毕,7月工业生产下行压力仍存。

4) 就业端:城镇失业率明显回落,青年失业率续创新高。 6月城镇调查失业率下降0.4个百分点至5.5%,恢复至今年2月水平,大城市失业率也显著下降;但16-24岁青年调查失业率升至19.3%,再创有数据以来新高,结构性就业压力仍然较大。

风险提示: 疫情演化、外部环境、政策力度等超预期变化

作者

分析师 熊园

执业证书编号: S0680518050004

邮箱: xiongyuan@gszq.com

分析师 杨涛

执业证书编号: S0680522070001

邮箱: yangtao3123@gszq.com

相关研究

- 1、《当前地产压力究竟有多大?》2022-07-14
- 2、《如何理解出口连续大超预期?》2022-07-13
- 3、《社融大超预期的背后—兼评6月信贷社融》2022-07-11
- 4、《形势比人强—2022年中期宏观经济与资产展望》2022-07-08
- 5、《如何看待服务业和地产的快速修复?—6月PMI的5大信号》2022-06-30

内容目录

二季度 GDP 正增长，疫情约束仍明显，全年“保 4 争 5”	3
如何理解二季度 GDP 增速？	3
如何看待近期疫情对经济的冲击？	4
消费端：6 月恢复较快，下半年约束仍多	4
投资端：地产投资逆势回落、基建继续上行、制造业投资韧性	6
地产销售继续反弹，地产投资逆势回落	6
基建投资继续上行，后续空间仍大	7
制造业投资韧性仍强，企业预期仍处低位	8
生产端：工业生产继续修复，汽车生产大幅反弹	8
就业端：城镇失业率明显回落，青年失业率续创新高	10
风险提示	10

图表目录

图表 1: 二季度 GDP 仅增长 0.4%，全年 GDP 目标可能转向“保 4 争 5”	3
图表 2: 二季度 GDP 平均增速、环比增速均较 Q1 回落	3
图表 3: 二三产增速回落	3
图表 4: 7 月以来全国疫情再次反弹	4
图表 5: 上海疫情趋于受控。北京深圳疫情控制较好	4
图表 6: 社零当月和累计同比增速	5
图表 7: 餐饮消费增速反弹	5
图表 8: 分行业消费增速变动	5
图表 9: 固定资产投资增速变化	6
图表 10: 商品房销售增速触底反弹	6
图表 11: 土地成交增速继续回落	6
图表 12: 地产投资增速变动	7
图表 13: 地产新开工、施工、竣工增速	7
图表 14: 基建投资增速趋于上行	7
图表 15: 基建类中高频指标触底反弹	7
图表 16: 制造业投资韧性较强	8
图表 17: 企业投资预期仍处低位	8
图表 18: 沿海八省发电耗煤跌幅收窄，但仍低于 2021 年水平	9
图表 19: 工业生产继续修复	9
图表 20: 服务业生产明显反弹	9
图表 21: 分行业工业增加值增速变动	9
图表 22: 失业率明显回落	10
图表 23: 青年失业率续创新高	10

二季度 GDP 正增长，疫情约束仍明显，全年“保4争5”

如何理解二季度 GDP 增速？

疫情冲击下，二季度 GDP 增速显著下滑，仍实现了正增长，略低于市场预期。

- 从市场预期看，2022年Q2实际GDP当季同比0.4%，略低于Wind一致预期1.1%。
- 从复合增速看，二季度GDP三年平均增长3.8%，较一季度平均增速4.9%继续回落，反映二季度经济压力继续加大。
- 从环比增速看，二季度GDP季调环比-2.6%，较一季度环比1.4%的增速也明显回落，也显著低于2017-2019年平均增速1.5%约4.1个百分点，反映疫情冲击显著。
- 从目标增速看，二季度GDP增速0.4%，全年5.5%的GDP增速目标实现难度很大，可能转向“保4争5”，中性情形下，下半年GDP增速可能在4%-6%左右。
- 从疫情影响看，我们曾在此前报告中分析（具体可参考前期报告《全面评估当前疫情的经济影响与演变特征》），季调环比增速的变化幅度，是验证疫情实际影响较为准确的指标，则疫情对经济的冲击约为4.1个百分点左右。

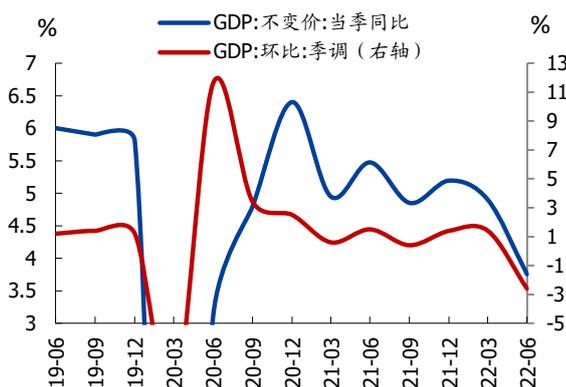
图表1：二季度GDP仅增长0.4%，全年GDP目标可能转向“保4争5”

全年GDP目标假设	5.5%	5.0%	4.5%	4.0%	3.0%
下半年GDP所需增速	8.2%	7.2%	6.3%	5.3%	3.5%

资料来源：Wind，国盛证券研究所宏观组测算

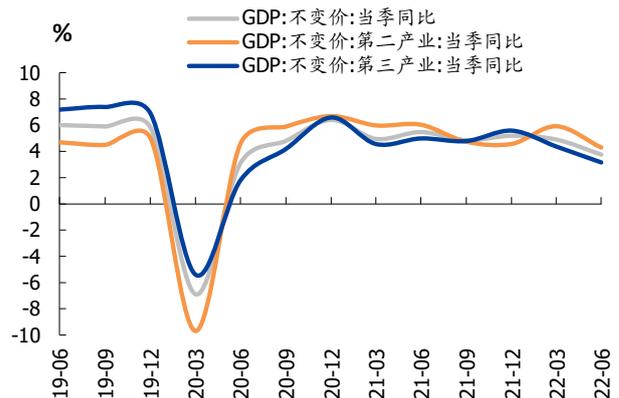
二产、三产增速回落。分产业看，二产增加值当季同比5.8%，三年平均增长5.9%，较2021年四季度平均增速提升1.3个百分点；三产增加值当季同比4.0%，三年平均增长4.4%，较2021年四季度平均增速下跌1.2个百分点，疫情影响凸显。

图表2：二季度GDP平均增速、环比增速均较Q1回落



资料来源：Wind，国盛证券研究所注：2021-2022年增速为较2019年同期平均增长

图表3：二三产增速回落



资料来源：Wind，国盛证券研究所注：2021-2022年增速为较2019年同期平均增长

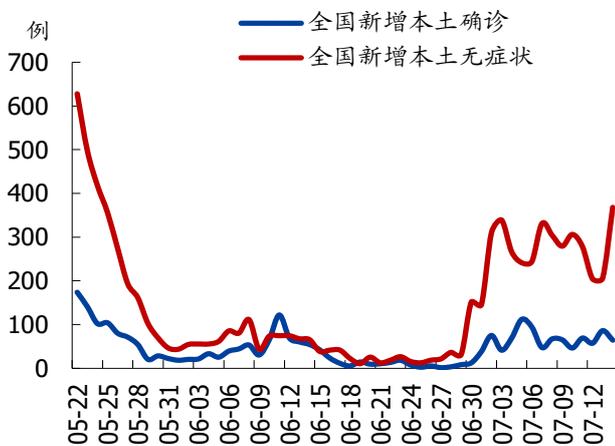
分省份看，二季度受疫情冲击较大的上海、吉林、北京等省份都出现了明显的负增长。二季度共有5省经济负增长，上海GDP同比-13.7%，吉林GDP同比-4.5%，北京GDP同比-2.9%，江苏GDP同比-1.1%，海南GDP同比-2.5%。疫情持续受控的宁夏、山西经济增长较为正常，GDP同比分别为5.3%、3.9%。

如何看待近期疫情对经济的冲击？

7月以来，我国疫情再度反弹；预计在常态化、大规模核酸的作用下，将会较快受控；积压需求释放完毕、叠加疫情冲击，需要警惕7月经济数据的回踩风险。7月以来，我国疫情再度反弹，日均新增病例350例左右，安徽、上海、江苏、山东等省都出现小幅反弹，但近期安徽、上海疫情已经逐步受控，北京、深圳等实施常态化核酸的城市并未有明显反弹。综合看，我们预计在常态化、大规模核酸的作用下，本轮疫情将会较快受控，再次出现类似二季度的持续大规模蔓延、封控的可能性较小。

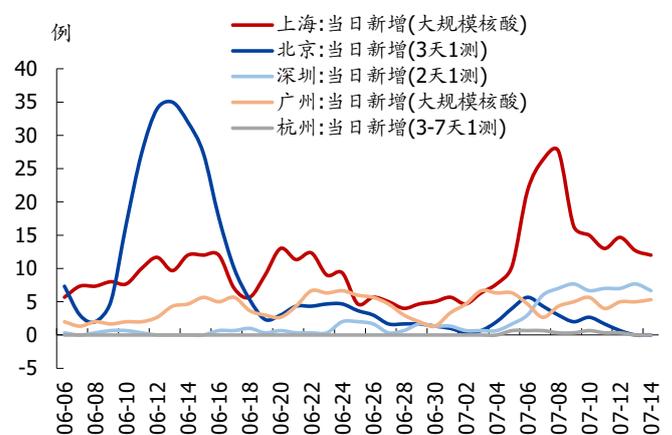
下半年疫情可能在更高的水平上震荡，经济修复天花板约束仍明显。下半年，如我们中期策略《形势比人强—2022年中期宏观经济与资产展望》分析，在常态化核酸等措施的作用下，预计疫情整体受控，经济趋于复苏。但海外新冠病毒持续变异，我国疫情输入压力有增无减，小规模疫情反复大概率仍将经常发生，这决定了经济恢复仍然存在较明显的疫情约束。

图表4：7月以来全国疫情再次反弹



资料来源：卫健委，Wind，国盛证券研究所

图表5：上海疫情趋于受控。北京深圳疫情控制较好

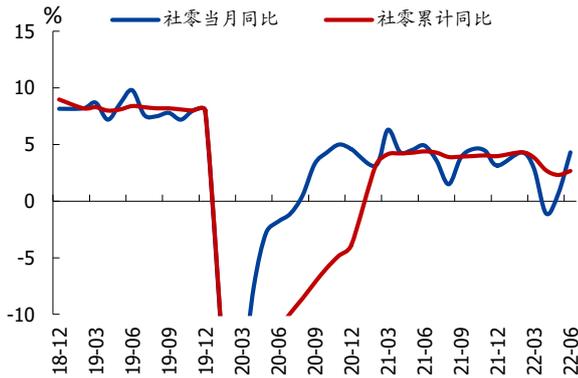


资料来源：卫健委，Wind，国盛证券研究所

消费端：6月恢复较快，下半年约束仍多

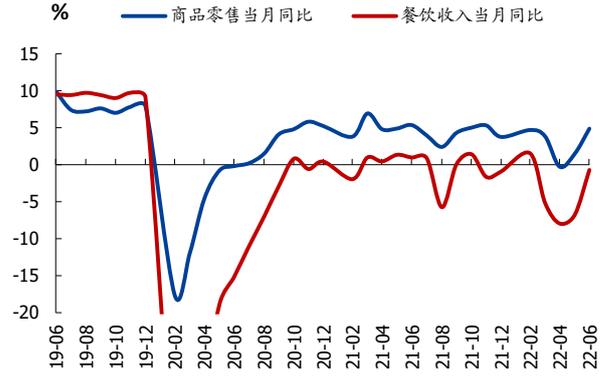
6月消费继续反弹，幅度超预期。随着疫情冲击减退，6月社零当月同比回升至3.1%，明显好于市场预期的-0.5%左右，较5月的-6.7%大幅回升9.8个百分点；6月社零三年平均增速为4.3%，较5月的平均增速0.6%回升3.7个点。

图表6: 社零当月和累计同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021-2022年增速为较2019年同期平均增长

图表7: 餐饮消费增速反弹

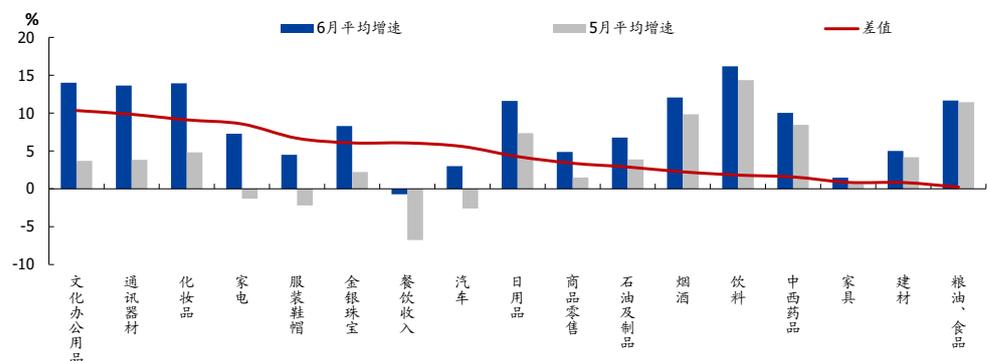


资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021-2022年增速为较2019年同期平均增长

结构看, 可选消费的文化办公用品、通讯器材、化妆品、家电、汽车等反弹最多。

- **商品消费方面**, 6月商品零售同比3.9%, 三年复合增速4.9%, 较5月平均增速的1.5%明显回升, 其中可选消费的文化办公用品、通讯器材、化妆品、家电、服装、金银珠宝、餐饮、汽车等反弹较多; 地产系的家具、建材消费增速仍在低位, 可能仍受到地产景气低迷的压制; 必选消费的食品饮料、药品等增速变动不大。
- **餐饮消费方面**, 6月餐饮消费同比-4%, 三年复合增速-0.7%, 较5月平均增速的-6.8%大幅反弹, 但距离1-2月的平均增速1.5%左右仍有距离, 疫情约束仍然显著。

图表8: 分行业消费增速变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

如何理解6月消费较快恢复?

一方面, 汽车消费带动作用明显, 在购置税减半政策、低基数、积压需求释放等因素作用下, 6月汽车零售额同比升至13.9%, 较5月大幅反弹30个百分点; 除汽车以外的消费品零售额增长1.8%, 明显低于整体社零3.1%的增速。

另一方面, 疫情期间积压需求释放提供支撑, 如我们在前期报告《如何看待服务业和地产的快速修复? —6月PMI的5大信号》中分析, 参考深圳经验, 疫情受控后, 服务业消费和地产销售都呈现先升后降、再逐步回升的走势, 也即6月经济反弹包含了积压需求释放的因素, 后续修复动能应会减弱, 叠加7月全国疫情反弹, 可能有二次回踩风险。

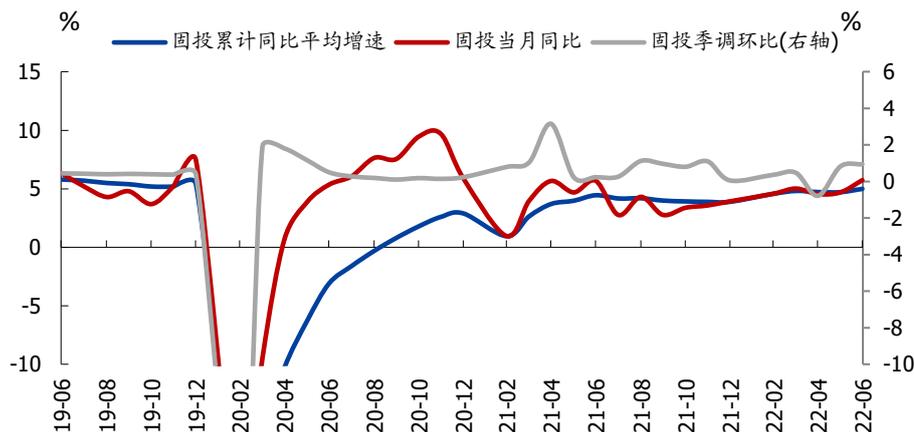
下半年, 随着国内疫情逐步受控, 各地常态化核酸的推广, 消费增速有望继续修复; 但受制于居民信心恶化、失业率高企等因素, 修复速度和空间预计都将受限。

投资端：地产投资逆势回落、基建继续上行、制造业投资韧性

根据统计局数据，1-6月固定资产投资同比6.1%，基本符合市场预期，较1-5月的6.2%微跌，三年平均增速5%，较1-5月提升0.3个点；6月固投季调环比0.95%，较5月的0.83%小幅回升。据我们测算，基数调整后，5月固定资产当月同比5.8%，较5月的4.7%回升，三年平均增速5.8%，也较5月的4.7%回升。

结构看，地产投资逆势回落，制造业投资韧性，基建增速小幅回升。

图表9：固定资产投资增速变化

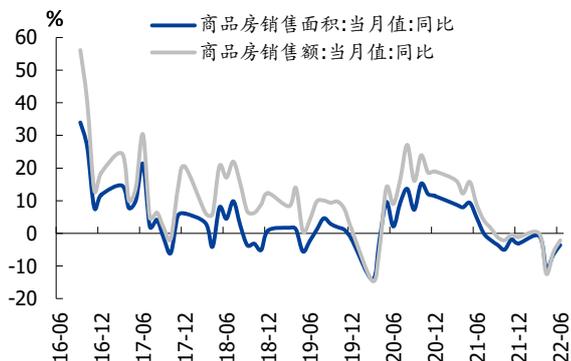


资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：2021、2022年增速为较2019年同期平均增长

地产销售继续反弹，地产投资逆势回落

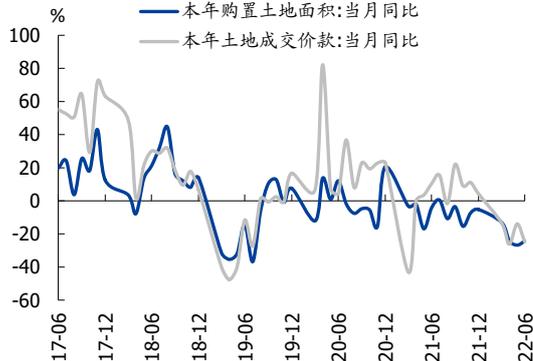
地产销售继续反弹。6月商品房销售面积同比-18.3%，较5月回升13.5个点，三年平均增速-3.6%，较5月平均增速回升3个百分点。土地市场景气仍弱。6月土地购置面积当月同比-52.8%，较5月下降9.7个点，三年平均增速为-24.4%，较5月小幅提升。

图表10：商品房销售增速触底反弹



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：2021-2022年增速为较2019年同期平均增长

图表11：土地成交增速继续回落

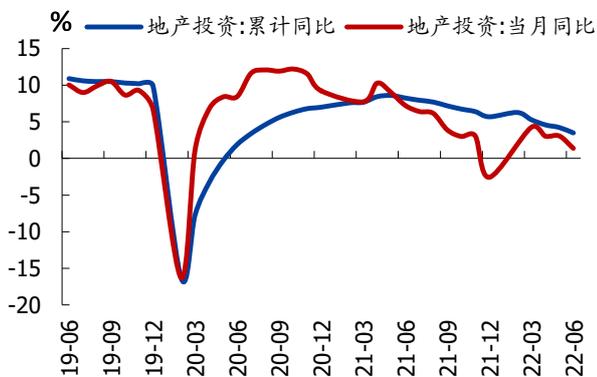


资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：2021-2022年增速为较2019年同期平均增长

地产投资继续回落。1-6月地产投资同比-5.4%，较1-5月回落1.4个点，三年平均累计同比3.5%，较1-4月回落0.7个点；6月地产投资当月同比-9.4%，较5月的-7.8%继续回落，三年平均增速1.4%，较5月回落。

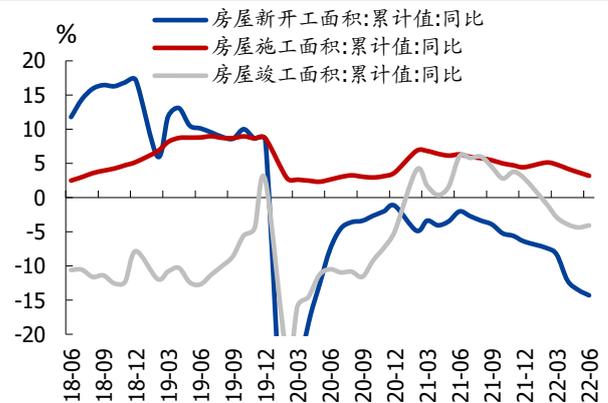
开工施工继续回落，竣工小幅反弹。1-6月房屋新开工、施工、竣工面积累计同比分别为-34.4%、-2.8%、-21.5%，三年平均增速分别为-14.3%、3.2%、-4.1%，开工施工较1-5月继续回落，竣工面积增速小幅反弹。

图表 12: 地产投资增速变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021-2022年增速为较2019年同期平均增长

图表 13: 地产新开工、施工、竣工增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021-2022年增速为较2019年同期平均增长

6月地产数据与中观高频数据变动方向一致。6月百强房企全口径销售额同比-43%，30大中城市商品房成交面积也明显反弹，与统计局公布的商品房销售跌幅收窄的方向一致。

本月地产销售继续反弹，而地产投资进一步下行，尤其是拿地和新开工均在继续探底，反映了短期内房企经营压力仍大，对未来悲观预期未有明显改善。往后看，如我们此前报告《当前地产压力究竟有多大？》中的分析，目前地产需求端面临预期恶化、杠杆高企、人口压力三重约束，政策端核心约束并未明显松动，供给端房企资金链紧张未有明显缓解，地产景气压力仍大。下半年稳增长需避免地产“硬着陆”，地产政策有望进一步松动，地产销售有望继续修复、但幅度可能偏弱；地产投资也将逐步触底回升。

基建投资继续上行，后续空间仍大

基建投资增速继续上行。根据统计局数据，1-6月广义、狭义基建投资同比分别为9.3%、7.1%，平均增速分别为5.4%、4.0%；当月同比分别为12%、8.2%，平均增速分别为6.6%、4.4%，均较5月继续走高；与6月沥青开工率、水泥发运率回升的走势一致。

图表 14: 基建投资增速趋于上行

基建投资(广义)·累计同比

图表 15: 基建类中高频指标触底反弹

or

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_44155

