

经济的上限和下限

2022年7月16日

2022年7月15日，统计局公布2022年6月和二季度经济数据。上半年宏观经济数据已经全部发布，我们能够获知上半年经济运行状态并推演下半年宏观趋势。

► **二季度大概率是年内经济底部，后期经济向好方向不变**

今年4月是全年至暗时刻，所有指标均有不同程度下挫。疫情影响，今年二季度GDP仅0.4%，拖累上半年增长进度。

随着疫情缓解，经济有所修复，尤其6月经济修复节奏较快。6月工增和服务业生产指数同比双双向上，分别录得+3.9%和+1.3%，较5月份上行3.2和6.4个百分点。不仅如此，6月失业也有大幅改善，与6月核心通胀上行相呼应。

6月修复速度较快，显示中国经济增长的内生动能较强。只要下半年不再有类似4月的疫情冲击，下半年经济向好方向应该不变。

► **上半年经济韧性主要来自出口、基建和制造业投资**

上半年海外有俄乌冲突和超预期货币政策收紧，国内有超预期本土疫情扰动。即便如此，上半年经济所展现出来的韧性超出市场预期。

上半年对经济产生明显拖累的部门是地产和居民消费，拉动经济增长的主要是出口、基建和制造业投资。

房地产链条疲软与市场年初判断基本一致，上半年房地产开发投资完成额同比增速下滑5.4%，相关链条上的产品服务走弱明显。上半年消费走弱则受到疫情意外冲击。与疫情关系较弱的出口、基建则持续超预期。上半年出口和基建投资同比增速分别高达13.2%和9.2%。

从结构平衡角度理解，上半年基建对冲了地产投资下滑，制造业投资和出口则对冲了国内消费下滑。

► **下半年经济韧性仍在，无需过度忧虑增长趋势**

近期地产风险事件频出，市场对下半年经济转向悲观，股票、商品市场本周调整。

我们觉得上半年地产本就疲软（投资增速-5.4%），并未对经济带来实质拉动，我们预测下半年地产延续上半年疲软态势（投资增速-5.7%），地产投资尚处磨底之中。**除非在去年低基数下地产进一步快速下滑，否则下半年地产投资疲软不构成下半年看空经济的主要逻辑。**

我们预计下半年基建、出口仍然维持较高环比动能，整体增长中枢不必担忧。**即支撑上半年增长的因素下半年仍将维持韧性，这决定了下半年增长中枢较稳。**

我们还预计消费不太可能弱于二季度及上半年，社零同比回升的概率大。上半年拖累经济的消费，下半年对增长压力预计有限。

► **下半年经济的上限可能和下限风险**

上限取决于疫后消费修复进展。服务业消费的恢复可分为两个阶段。第一阶段中，人流、物流恢复；第二个阶段中，服务场景恢复，偏改善型的餐饮、观影、娱乐等需求抬升。若下半年疫情不再大幅反复，当下疲软的内需有较大上升空间。

下限取决于地产是否失速。近期，部分居民主动“断供”停工项目房贷，触发市场对房地产链失速风险担忧。事实上，市场已经基于上半年房企拿地和销售表现，判定下半年地产投资持续低迷。下半年地产投资对经济拖累或已被充分预期。我们认为本轮居民“断供”规模有限，风险可控，后续或有政策跟进。虽然下半年地产是否失速下滑决定了下半年经济的下限，但我们觉得地产失速下滑的概率比较小。

风险提示：经济走势超预期；疫情发展超预期；海外地缘政治超预期；房地产超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

分析师 谢文迪

执业证书：S0100522060001

电话：18807906838

邮箱：xiewendi@mszq.com

相关研究

- 1、《重估中国出口优势》
- 2、《2022 基建：上半场强势，下半场平淡》

目 录

1 二季度 GDP 大概率是年内经济底	3
2 上半年经济韧性源自出口、基建和制造业投资	3
3 下半年整体增长不必要过度忧虑	5
4 下半年经济的上限可能和下限风险	6
5 风险提示	7
插图目录	8

根据国家统计局的数据，二季度 GDP 增速 0.4%，工业增加值同比 3.9%，较前值上行 3.2 个百分点。固定资产投资同比 5.3%，前值为 5.1%，基建投资增速为 12.0%（前值 7.9%），制造业投资增速为 9.9%（前值 7.1%）。社零同比 3.1%（前值-6.7%），其中限额以上社零增速从上一期的-0.9%上行至 11.3%。

1 二季度 GDP 大概率是年内经济底

6 月工增和服务业生产指数同比双双向上，分别录得 3.9% 和 1.3%，分别较 5 月份上行 3.2 和 6.4 个百分点。二三产业持续恢复，二季度 GDP 增速最终落在 0.4%，上半年 GDP 累计增速 2.5%。

年初两会公布全年经济增长目标 5.5% 左右。上半年 GDP 增速 2.5%，下半年 GDP 增速需要达到 8.1% 才能够完成年初制定的目标。

二季度突如其来的疫情扰乱了正常经济节奏，也让年初制定的经济目标有所偏离。**我们预计下半年经济求稳，而非单纯追求数据是否合乎目标。**

经济增长目标的设立本质上是为了达成稳定就业等政策目的提供一个标杆，如果下半年经济也保持在相对高位，GDP 的年化值与目标接近，那么长期看就业、财政赤字等问题也无需过度担忧。

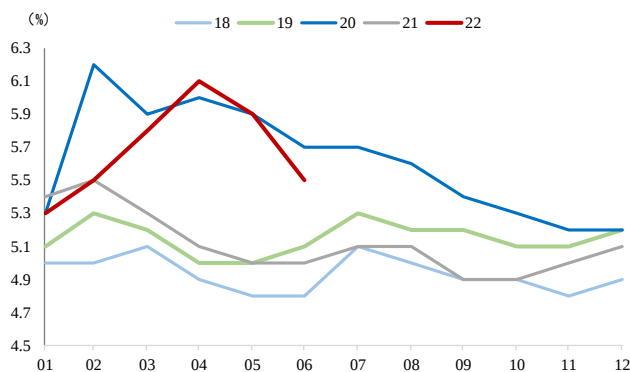
我们认为，今年 4 月是全年“至暗时刻”，随着疫情的缓解和经济的修复，失业情况大幅减少，服务业供需两端改善显著。后期随着疫情缓解，经济向好方向不变。

图 1：GDP（不变价）当季增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：6 月全国调查失业率好转明显



资料来源：Wind，民生证券研究院

2 上半年经济韧性源自出口、基建和制造业投资

回顾上半年，国内外经济波澜壮阔。海外有俄乌冲突和超预期货币政策收紧，国内经历突如其来的本土疫情扩散。然而即便如此，上半年经济所展现出来的韧性超出市场预期。

上半年明显拖累经济的是地产和居民消费。

上半年房地产链条疲软与市场年初判断基本一致。尽管各地放松地产政策，但是房地产投资仍然疲软，上半年房地产开发投资完成额增速下滑 5.4%，商品房销售面积下滑 22%，新开工面

积下滑 34%。不论是与房地产前周期相关的建筑材料，还是与房地产后周期相关的家具、家电等，均表现疲弱。

消费下滑则超出年初预期。一季度社零录得同比+3.7%，居民人均消费支出 5.7%，表现尚可；但二季度疫情冲击消费，上半年整体社零增速下滑-0.7%，居民人均支出增速下滑至 0.8%。部分品类的消费下滑程度甚至比 2020 年年初要更加严重，例如航旅客流量创 2005 年以来新低。

支撑上半年经济韧性的因素有两个。一个是海外需求撬动的旺盛出口，另一个是增速触达近五年新高的基建投资。

中国出口贡献较大 GDP 增速。

上半年市场担忧海外流动性收紧，外需或有走弱，叠加俄乌冲突蔓延，市场对欧洲经济忧虑加深。市场从上半年便开始交易海外经济衰退，并担忧中国出口因海外衰退而走弱。然而最终结果是中国出口再度超越市场预期。尤其工程机械、汽车产业链、新能源产业链出口显著走高。

上半年出口同比增速高达 13.2%，即使经历了 4 月物流中断，但是 5-6 月回补速度较快。一季度净出口对 GDP 的拉动在 0.2 个百分点，二季度的顺差高于一季度，对经济的拉动将更显著。

高出口也助推了上半年制造业投资。

制造业投资在二季度疫情中受冲击相对较小，4 月和 5 月仍有 6.4%和 7.1%，6 月进一步修复至 9.9%的，处于历史高景气区间，上半年整体增速高达 10.4%。其中，计算机及其他电子设备、电气机械等行业景气度较高，而这类行业的产销受益于出口的高景气。

基建投资上半年经济的另一个支撑项。

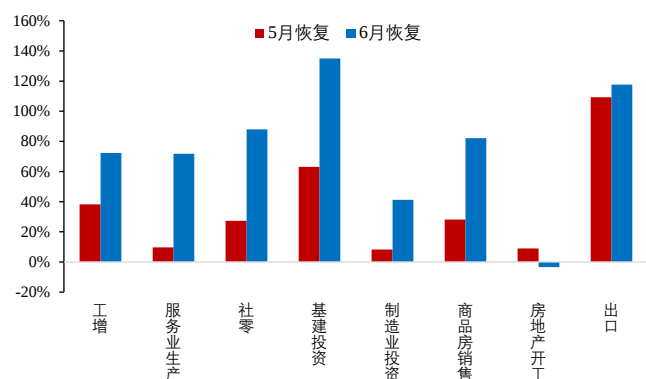
年初稳增长定调之下，基建开启了近五年最大力度的扩张。除了疫情极致压抑之下，4 月基金投资录得 4%低位，其余时期，基建投资同比都保持了大个位数、甚至双位数以上增长。2-6 月单月基建投资同比增速分别为 8.6%、11.8%、4.3%、7.9%、12%。

这里需要注意，国内建筑业施工受房地产拖累，整体需求不佳，不能将相关建材消费疲软等同于基建投资较弱。

从投入产出表视角出发，房屋建筑业对工业生产的拉动是土木建筑业的两倍，房屋新开工增速连续 3 个月下滑 40%以上，即使基建投资增速高达 10%，也难以支撑整体建筑业施工强度。这也解释了上半年钢筋、水泥的需求增速在-10%至-15%之间。此外，今年基建投资中最强的是电力类投资，这与上半年铜杆开工率的高位运行、电气设备生产较强等特征一致。

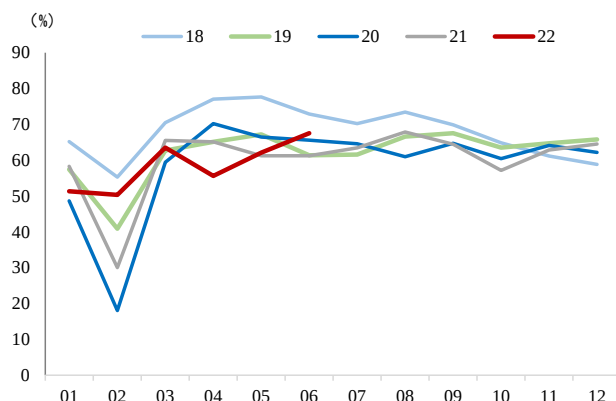
从结构平衡角度理解，上半年基建对冲了地产投资下滑，制造业投资和外需对冲了国内消费下滑。

图 3：5、6 月各部门恢复比例



资料来源：Wind，民生证券研究院；恢复比例=（5、6 月同比增速-4 月增速）/（一季度增速-4 月增速）

图 4：铜杆开工率走高



资料来源：Wind，民生证券研究院

3 下半年整体增长不必要过度忧虑

近期地产相关风险事件频出，市场对下半年经济看法更加悲观，股票、商品市场本周连续调整。我们觉得上半年地产本就疲软，并未对经济带来实质拉动，除非地产链在低基数下进一步快速下滑，不然已经被市场所预期。

另一方面，下半年基建、出口预计仍然维持较高环比动能，整体增长中枢不必担忧，消费难以比二季度和上半年更差，边际好转概率较大。

近期消费有明显修复迹象，未来除非有再一轮疫情冲击，否则社零大概率强于二季度。

二季度消费受疫情影响严重，当疫情缓解后消费出现明显反弹。

6 月后上海等地逐步复工复产，我们发现京沪地铁客运量、全国执行航班等数据恢复斜率很快，大致仅用 1 个月时间，人流就已经快恢复至疫情前的 7 成左右。最重要的是，6 月服务业生产指数也恢复至疫情前的 70% 左右，恢复速度较快。

除非国内出现一轮堪比二季度的疫情冲击，否则社零大概率强于二季度。

预计下半年基建、出口和制造业投资仍然维持较为客观的环比动能。

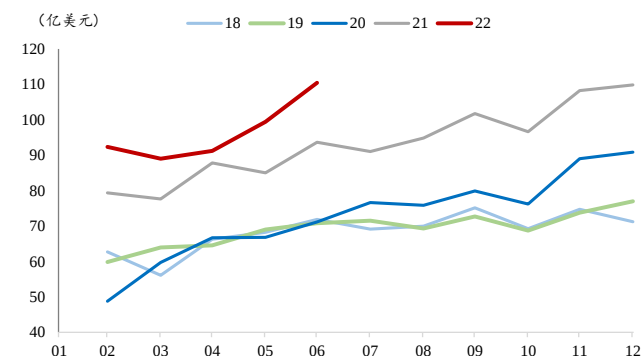
今年上半年基建投资增速较高，我们在此前文章中已有诸多论述。但是上半年突发疫情带来政府财政吃紧，政府债券融资进度也已完成三分之二，后续补充有限，下半年基建投资资料难有进一步作为，预计最终全年基建增速落在 8% 左右。

同时，下半年面临流动性的收紧，海外耐用品需求可能走弱，但考虑到我国的产业链优势和出口产品结构，我们预计下半年出口增速可能达到 7.5% 左右。在高出口下，制造业投资预计也将保持较高景气度。

我们预计下半年基建和出口对经济增长的边际贡献可能弱化，但是仍然处于高位运行的状态，

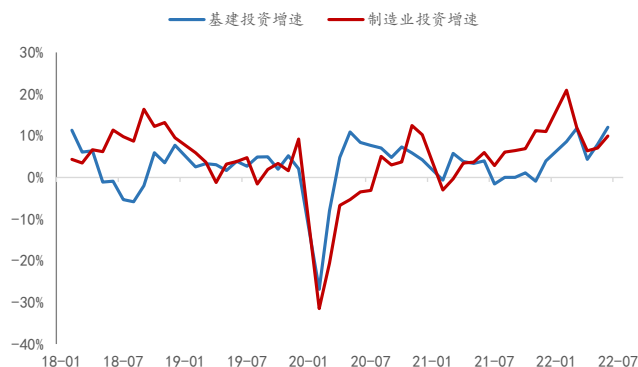
考虑到消费大概率反弹，不必过虑下半年整体经济增长。

图 5：国内日均出口金额在高基数上进一步上扬



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：基建投资和制造业投资增速高于往年



资料来源：Wind，民生证券研究院；2021 年增速用 2 年复合增速替代。

4 下半年经济的上限可能和下限风险

下半年经济能否有超预期表现，关键在于消费。即下半年经济的上限取决于消费表现。

上半年疫情导致服务业供需双弱，相关上游行业的生产，终端零售均明显走弱。疫情缓解后，供应约束逐步解除，疫后消费有望回暖。

服务业恢复进程可以分为两个阶段，第一个阶段是偏刚性的人流、物流层面的恢复；第二个阶段是服务场景恢复，偏改善型的餐饮、观影、娱乐等需求抬升。

当前疫情防控政策已出现边际放松，例如取消星号、行程卡只覆盖 7 天等，若下半年疫情不再大幅反复，宽松的疫情防控政策将创造一个更有利于消费及服务业恢复的环境，当下疲软的内需有较大的上升空间。

下半年经济是否有超预期下行压力，关键在于地产。即下半年经济的下限在于地产是否失速。

近期市场担忧房地产链条生涩风险，大致有二占原因：一是 6 月份商品房销售有所回暖，部

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_44163

