



报告日期：2022年7月21日

7-12月消费增速大概率较1-6月上移，但基建投资增速快速拉升的概率较低

——6月经济数据点评

宏观研究员：郑后成 研究所所长

执业编号：S0990521090001

电话：0755-83008511

E-mail: houchengzheng@163.com

风险因素

1. 美联储货币政策收紧力度超预期；
2. 国内外新冠肺炎疫情反弹程度超预期。

相关报告

1. 英大宏观评论（20220715）7月PPI当月同比下行幅度大概率大于0.30个百分点，下半年货币政策还将维持“稳中偏松”主基调
2. 英大宏观评论（20220711）“稳就业”是当下宏观政策首要目标，7月摩根大通全球制造业PMI新订单大概率滑至荣枯线之下
3. 英大宏观评论（20220627）6月城镇调查失业率大概率继续下行，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论
4. 英大宏观评论（20220620）6月出口金额当月同比难以大幅下行，不排除2023年我国出口增速录得负值的可能
5. 英大宏观评论（20220616）6-10月“猪油共振”概率较低，6-12月核心CPI当月同比大概率不具备大幅上行的基础
6. 英大宏观评论（20220607）5月工业企业利润总额当月同比不排除位于负值区间的可能，累计同比大概率低于4月
7. 英大宏观评论（20220606）6月制造业PMI大概率重返荣枯线之上，实现GDP增速预期目标需要加大政策力度
8. 英大宏观评论（20220502）5月是稳增长关键“时间窗口”，房地产投资增速必须企稳以助力实现“5.50%左右”GDP增速目标
9. 英大宏观评论（20220428）制造业费用下行推升3月工业企业利润总额累计同比，采矿业是3月工业企业利润总额累计同比的重要支撑力量
10. 英大宏观评论（20220422）4-6月猪肉CPI当月同比大概率稳步上行，4月PPI当月同比大概率进入“7”时代
11. 英大宏观评论（20220411）有效投资是实现GDP增速预期目标的关键，2季度货币政策宽松力度大概率超1季度
12. 英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
13. 英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

报告概要：

- 6月工业增加值当月同比3.90%，预期4.50%，前值0.70%；6月工业增加值累计同比3.40%，前值3.30%；6月固定资产投资累计同比6.10%，预期5.90%，前值6.20%；6月社会消费品零售总额当月同比3.10%，预期-0.50%，前值-6.70%；6月社会消费品零售总额累计同比-0.70%，前值-1.50%。我们点评如下：
- 一、7月工业增加值当月同比大概率在6月的基础上上行；
- 二、6月工业企业产销率再度下探，主因生产修复力度强于需求修复力度；
- 三、房地产开发投资完成额累计同比短期之内难言触底反转；
- 四、受交通运输仓储和邮政业拖累，基础设施建设投资完成额累计同比难以快速拉升；
- 五、在PPI当月同比逐季下行的背景下，制造业投资增速难以大幅上行；
- 六、7-12月消费增速大概率较1-6月上移，但是大幅上行概率较低。

目录

一、7月工业增加值当月同比大概率在6月的基础上上行	3
二、6月工业企业产销率再度下探，主因生产修复力度强于需求修复力度	4
三、房地产开发投资完成额累计同比短期之内难言触底反转	5
四、受交通运输仓储和邮政业拖累，基础设施建设投资完成额累计同比难以快速拉升	7
五、在PPI当月同比逐季下行的背景下，制造业投资增速难以大幅上行	9
六、7-12月消费增速大概率较1-6月上移，但是大幅上行概率较低	11

事件：6月工业增加值当月同比3.90%，预期4.50%，前值0.70%；6月工业增加值累计同比3.40%，前值3.30%；6月固定资产投资累计同比6.10%，预期5.90%，前值6.20%；6月社会消费品零售总额当月同比3.10%，预期-0.50%，前值-6.70%；6月社会消费品零售总额累计同比-0.70%，前值-1.50%。

点评：

一、7月工业增加值当月同比大概率在6月的基础上上行

总体而言，6月工业增加值增速表现得“中规中矩”，体现在以下三点：**一是**6月工业增加值当月同比录得3.90%，虽然较前值上行3.20个百分点，但是低于预期0.60个百分点；**二是**6月工业增加值累计同比录得3.40%，较前值上行0.10个百分点，在疫情冲击下单边下行3个月之后出现小幅反弹；**三是**6月工业增加值环比为0.84%，虽然较前值大幅下行3.38个百分点，但是依旧位于正值区间，且如果剔除掉5月的4.22%，则创2020年10月以来新高。**分部类看**，6月采矿业、制造业与电力燃气及水的生产和供应业工业增加值当月同比分别为8.70%、3.40%、3.30%，分别较前值上行1.70、3.30、3.10个百分点。**分经济类型看**，6月国有及国有控股企业、股份制企业、私营企业、外商及港澳台投资企业工业增加值当月同比分别为3.10%、4.00%、3.00%、3.60%，分别较前值上行2.40、1.70、1.90、9.00个百分点。

图1：出口交货值当月同比上行是6月工业增加值当月同比上行的重要支撑（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

对6月工业增加值当月同比形成支撑的因素有以下三点。**第一**，出口交货值当月同比上行是6月工业增加值当月同比上行的重要支撑。6月出口交货值当月同比为15.10%，较前值上行4.0个百分点，创2022年3月以来新高，与此同时，6月工业增加值当月同比为3.90%，较前值上行3.20个百分点。可见，6月出口交货值当月同比的表现强于6月工业增

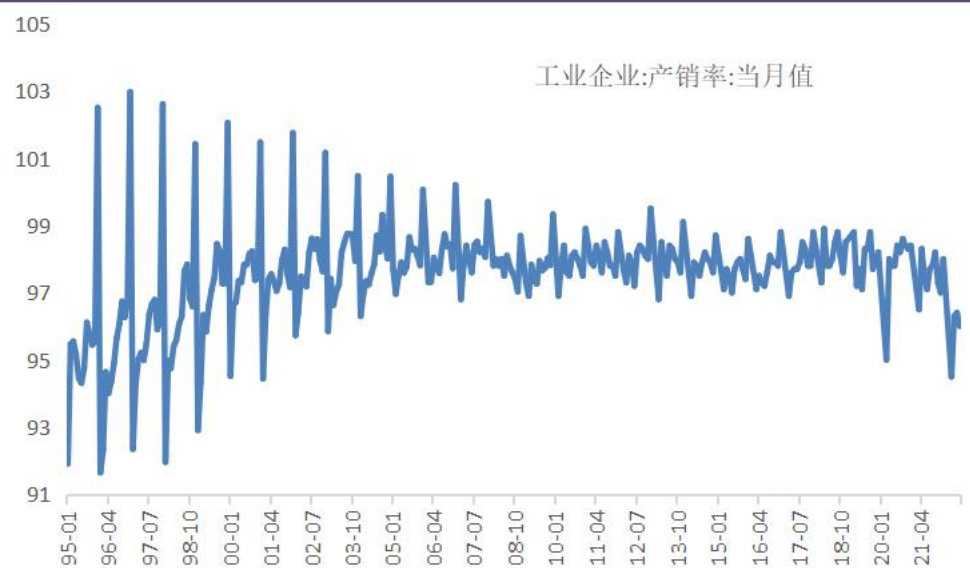
加值当月同比。**第二**，道路交通运输情况得到很大改善，保障产业链供应链和航运物流有序运转，体现为6月供货商配送时间上行7.20个百分点至51.30，持平于2009年2月、2009年3月以及2016年3月，为2008年1月以来低点。**第三**，政府持续推进复工复产。以上海为例，5月30日上海市人民政府发布《上海市加快经济恢复和重振行动方案》，全面有序推进复工复产复市，加强对企业复工复产复市的支持和服务，实现产业链供应链上下游企业协同复工，稳步提高企业达产率。

展望7月，工业增加值当月同比大概率在6月的基础上上行。**第一**，2021年6月、7月工业增加值当月同比分别为8.30%、6.40%，基数下行利多7月工业增加值当月同比。**第二**，当前宏观经济处于疫情之后的修复期。疫情前的3月工业增加值当月同比为5.0%，这就意味着工业增加值当月同比尚有约1.10个百分点的上行空间。**第三**，从高频数据看，7月前三周唐山钢厂高炉开工率与全国高炉开工率均值分别为54.76%、78.77%，分别较2021年同期上行21.16、7.80个百分点。

二、6月工业企业产销率再度下探，主因生产修复力度强于需求修复力度

供求机制是调节市场供给与需求，使之趋于均衡的机制，是市场经济的基本机制。在所有经济指标中，较为全面体现“供求”这一对矛盾的指标是工业企业产销率。工业企业产销率是指一定时期内工业企业的销量与产量之比，反映工业产品生产实现销售的程度。6月工业企业产销率为96.0%，较前值下行0.40个百分点，为近3个月新低，且处于历史低位区间：如果剔除掉3月的94.50%，则为2020年4月以来新低；如果剔除掉2020年3月的95.0%，则为2003年2月以来新低。

图2：6月工业企业产销率再度下探，并创近3个月新低（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

受新冠肺炎疫情恶化以及连带的交通运输管制的冲击，3月工业企业产销率大幅下挫3.50个百分点，4月、5月持续上行，6月再度下探，并创近3个月新低。在新冠肺炎疫情

得到实质性控制的背景下，6月工业企业产销率再度下探的原因是什么？回答这一问题需要从工业企业产销率的计算公式出发。鉴于工业企业产销率是销量与产量的比值，从数值角度看，6月工业企业产销率再度下探的可能原因有三种：**一是**销量与产量均上行，但是产量上行幅度大于销量上行幅度；**二是**销量与产量均下行，但是产量下行幅度小于销量下行的幅度；**三是**产量上行的同时，销量下行。在以上三种情形下，工业企业产销率均将下行，其背后的本质是，生产绝对或者相对强于需求。

我们认为6月应该属于第一种情形。我们做出这一判断的依据有以下三点：**一是**6月制造业PMI新订单指数与生产指数均跃至荣枯线之上；**二是**就绝对读数而言，生产指数读数高出新订单指数2.40个百分点；**三是**就月度边际上行幅度而言，生产指数较前值上行3.10个百分点，而新订单指数较前值上行2.20个百分点。因此，对于6月工业企业产销率再度下探，不必过分担忧，毕竟原因不是需求的绝对收缩，而是生产修复力度强于需求修复力度。

在以上分析的基础上，我们有三点推论。**第一**，需求修复力度弱于生产修复力度，意味着需求是供需这一矛盾的主要制约因素，是当前宏观经济的“短板”所在。在此背景下，还需加大“扩需求”的力度。**第二**，6月出口金额当月同比录得17.90%，较前值上行1.0个百分点，而6月进口金额当月同比录得1.0%，较前值下行3.10个百分点，表明6月我国内需远弱于外需，这就意味着如果无外需的支撑，6月工业企业产销率将低于96.0%。**第三**，考虑到需求相对弱于生产，不排除6月工业企业产成品存货同比在5月的基础上上行的可能，也就是大于19.70%，这就意味着当前我国宏观经济依旧处于被动补库存阶段。

三、房地产开发投资完成额累计同比短期之内难言触底反转

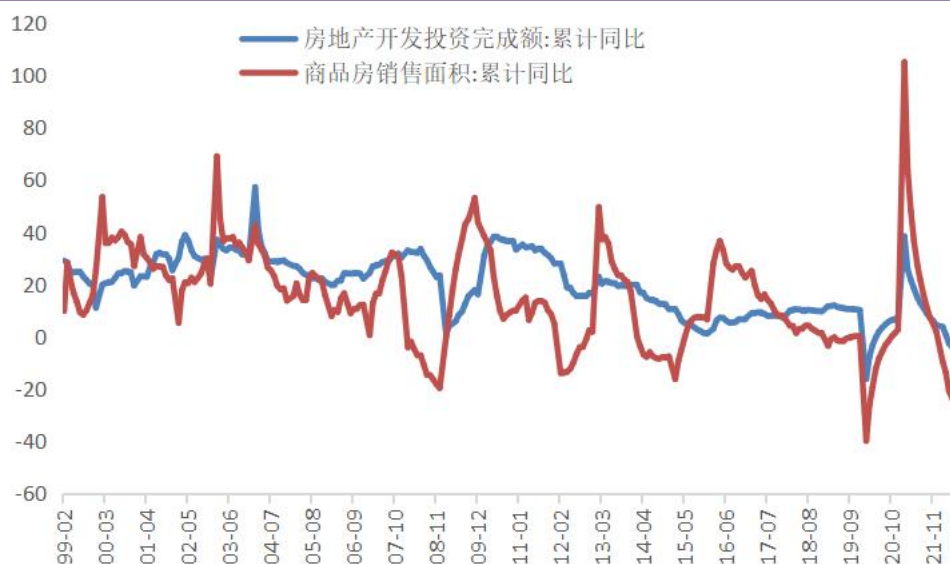
6月房地产开发投资完成额累计同比为-5.40%，较前值下行1.40个百分点，创2020年4月以来新低。如果剔除掉2020年2月的-16.30%、3月的-7.70%，6月的读数为该指标1999年2月有数据记录以来最低点。当月同比方面，6月房地产开发投资完成额当月同比为-9.41%，较前值下行1.60个百分点，自2021年9月以来持续处于负值区间。值得指出的是，在6月主要宏观经济指标中，房地产开发投资完成额累计同比是唯一一个较前值下行的指标。同样值得指出的是，6月房地产开发投资完成额累计同比较前值下行符合预期：我们在《英大证券宏观评论：6月城镇调查失业率大概率继续下行，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论（20220627）》中提出，“部分同比指标存超跌修复现象，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论”。

接下来的问题是，6月-5.40%的读数是否是本轮房地产开发投资完成额累计同比的低点？我们继续坚持“尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论”。这一判断的依据有以下四点。**第一**，6月国房景气指数为95.40%，较前值下行0.20个百分点，创2016年2月以来新低，连续6个月位于100荣枯线之下。此前我们指出，国房景气指数与房地产开

发投资完成额累计同比的相关系数为 0.66，属于中度正相关。因此，判断 7 月房地产开发投资完成额累计同比是否下行，可以转换成 7 月国房景气指数是否下行。我们认为 7 月国房景气指数大概率下行，因为近期房地产行业发生的相关事件，大概率对国房景气指数形成冲击。如果这一判断成立，则 7 月国房景气指数与房地产开发投资完成额累计同比大概率继续下行。**第二**，自 2022 年 3 月有色系大宗商品价格触顶下行以来，黑色系大宗商品价格也持续承压。此外，6 月 70 个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比为-1.30%，较前值下行 0.50 个百分点，创 2015 年 10 月以来新低，预示黑色金属材料类 PPIRM 累计同比大概率继续下行。作为房地产投资的主要原材料，黑色系大宗商品价格下行将从价格角度对房地产投资增速形成利空。此外，从图形走势上看，黑色金属材料类 PPIRM 累计同比滞后于房地产开发投资完成额累计同比。如果中短期之内黑色系大宗商品价格继续下行，持续利空黑色金属材料类 PPIRM 累计同比，则房地产投资增速在短期之内反弹的概率也较低。

第三，虽然 6 月商品房销售面积累计同比录得-22.20%，较前值上行 1.40 个百分点，6 月商品房销售额累计同比录得-28.90%，较前值上行 2.60 个百分点，但是从经验上看，商品房销售面积累计同比领先房地产开发投资完成额累计同比 6 个月左右。如果经验规律成立的话，即使商品房销售面积累计同比在 5 月触底，房地产开发投资完成额累计同比触底的时点大概率也要在 11 月左右。此外，6 月房屋新开工面积累计同比为-34.40%，较前值下行 3.80 个百分点，6 月房屋施工面积累计同比为-2.80%，较前值下行 1.80 个百分点，而 6 月房屋竣工面积累计同比为-21.50%，较前值下行 6.20 个百分点。以上这组数据也表明短期之内房地产开发投资完成额累计同比触底概率较低。

图 3：商品房销售面积累计同比领先房地产开发投资完成额累计同比 6 个月左右（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第四，从资金来源的角度看，6 月房地产开发资金来源累计同比为-25.30%，较前值上行 0.50 个百分点。从历史经验看，房地产开发资金来源累计同比领先房地产开发投资完成

额累计同比 3-9 个月。如果 5 月的-25.80%是房地产开发资金来源累计同比在本轮周期的低点，则参照以往经验，房地产开发投资完成额累计同比的低点大概率在 2022 年 8 月至 2023 年 2 月之间。从资金来源的结构看，6 月国内贷款累计同比、利用外资累计同比、自筹资金累计同比、定金及预收款累计同比、个人按揭贷款累计同比分别录得-25.300%、-27.200%、30.700%、-9.700%、-37.900%、-25.700%，分别较前值上行-1.20、-70.30、-2.50、1.80、1.30 个百分点。其中，国内贷款累计同比在 6 月持续下行，表明央行对房地产企业的信贷并未有明显放松，这将在资金角度继续对房地产投资增速形成利空。

图 4：房地产开发资金来源累计同比领先房地产开发投资完成额累计同比 3-9 个月(%)



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

四、受交通运输仓储和邮政业拖累，基础设施建设投资完成额累计同比难以快速拉升

6 月基础设施建设投资完成额累计同比为 9.25%，较前值上行 1.09 个百分点，创近 3 个月新高；6 月基础设施建设投资（不含电力）完成额累计同比为 7.10%，较前值上行 0.40 个百分点，同样创近 3 个月新高。回首 5 月，全口径基建投资增速与不含电力口径基建投资增速“一下一上”，对市场判断下半年基建投资增速形成一定扰动。6 月二者双双较前值上行，传递出一定的乐观信号，但是我们依旧坚持在《英大证券宏观评论：“稳就业”是当下宏观政策首要目标，7 月摩根大通全球制造业 PMI 新订单大概率滑至荣枯线之下（20220719）》中“下半年基础设施建设投资完成额累计同比快速拉升的概率较低”的判断。

支持我们以上判断的新依据有以下两点。**第一**，从结构上看，6 月电力热力燃气及水的生产和供应业、交通运输仓储和邮政业、水利环境和公共设施管理业固定资产投资完成额累计同比分别为 15.10%、4.60%、10.70%，分别较前值上行 3.60、-2.30、2.80 个百分点。其中，在 6 月电力热力燃气及水的生产和供应业与水利环境和公共设施管理业固定资产投资完成额累计同比双双较前值上行的背景下，6 月交通运输仓储和邮政业固定资产投资完成

额累计同比却逆势下行，录得个位数增长，且创年内新低，在基础设施建设投资三大分项中居于垫底位置。回首 2008 年 2 月至 2009 年 6 月以及 2012 年 2 月至 2013 年 3 月这两个基建投资增速快速上行时期，其三大分项的固定资产投资增速均快速上行，尤其是 2008 年 2 月至 2009 年 6 月这一时期。可以看出，如果基建投资的三大分项均快速上行，则基建投资增速将快速拉升，而如果有一项“拖后腿”，则基建投资增速快速拉升的概率较低，如 2012 年 2 月至 2013 年 3 月这一轮周期中，电力热力燃气及水的生产和供应业就拖了“后腿”，在一定程度上造成 2012 年 2 月至 2013 年 3 月这一轮周期的峰值低于 2008 年 2 月至 2009 年 6 月这一轮周期的峰值。如上所述，6 月交通运输仓储和邮政业固定资产投资完成额累计同比录得个位数增长，且创年内新低，成为本轮周期“拖后腿”的一项。这就意味着在本轮调节周期，基建投资增速快速拉升的概率较低。值得指出的是，以 2017 年全年为例，电力热力燃气及水的生产和供应业、交通运输仓储和邮政业、水利环境和公共设施管理业固定资产投资完成额在基础设施建设投资中的占比分别为 17.21%、35.35%、47.44%。也就是说，交通运输仓储和邮政业固定资产投资的规模是电力热力燃气及水的生产和供应业的两倍，这就意味着交通运输仓储和邮政业“拖后腿”的能力是电力热力燃气及水的生产和供应业的两倍。

图 5：6 月交通运输仓储和邮政业固定资产投资完成额累计同比却逆势下行（%）



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_44229

