

乐观的经济修复和平缓的地产曲线

——2022 下半年经济展望

我们从生产法出发预测下半年 GDP 增速，同时以支出法为视角对各项经济动能分别进行分析和预测。

根据近期各地防疫政策的调整以及 6 月复工复产数据，我们调整了部分关键假设，市场可关注假设中存在的预期差：(1)Q4 GDP 增速略低于 Q3，经济增速放缓幅度较市场预期更为平缓；(2)Q4 地产投资当月同比走势会转正增，开发商施工进度会加快，地产投资修复较市场预期更为乐观；(3)Q3 是年内基建投资增速最高点，前期已发行的专项债发行将进入落地阶段撬动实物投资，下半年基建增速节奏较市场存在差异。目前对下半年核心经济数据做出最新版预测和结论如下：

分析师：高宇

执业证书编号：S1230522020003

邮箱：gaoyu@stocke.com.cn

相关报告

《守得云开见月明-2022 年中期策略-经济增长篇》，2022/05/29；

《是 U 型的底部吗？——5 月经济数据点评》，2022/06/16；

《乐观的下半年：地产投资拐点预测——基于季节性规律》，2022/07/09；

《新旧基建的内涵及测算》，2022/05/16；

□ 2022 年全年 GDP 拟设半值预测

Q1、Q2、Q3、Q4 GDP 增速分别为 4.79%(实际 4.8%)、0.53%(实际 0.4%，上次预测值 1%)、5.20%（上次预测值 5.08%）、4.92%（上次预测值 4.6%）。

回顾二季度，除建筑业和金融业外，其他各部门增加值受疫情影响均有不同程度回落；考虑进“疫情后工业生产和零售服务业回暖、地产板块修复、以及基建板块逆周期”三条核心主线，我们对下半年各部门经济走势和节奏分别进行了预测（详见表1）。

□ 基建投资 逆周期调节加码

政策支持下基建投资仍有望保持高增长，维持前期基建投资不变，预计 Q3、Q4 基建投资当季同比增速预测不变，分别为 15%、12%，全年基建投资增速在 11.5%左右。

具体原因如下：①7-8 月份仍处于稳增长观察期，政府仍需要发挥重要逆周期调节作用；②《新旧基建的内涵及测算》一文中我们已经证明今年全年基建项目量无忧；③前期已发行的专项债发行将进入落地阶段，撬动实物投资；④双信贷支持工具核心支持项目资本金领域，有望撬动社会融资，推动高增长；⑤国内核心城市疫情趋缓，疫情对施工进度影响逐步减弱；⑥9-10 月份本就是基建旺季，基建进度有望继续维持高增速。

□ 地产修复，Q4 有超预期

投资：7 至 12 月地产投资环比分别为-27%、5%、14%、-12%、0%和-6%；Q3 和 Q4 地产投资当季同比分别为-5.04%（之前预测值-2.9%）和 4.41%（之前预测值-3.1%），全年地产增速为-3%。

此外，我们另做两点补充：第一，历年 11 月和 12 月的地产投资环比数值波动较大，若后续地产投资出现修复态势，那年底具有较大的超预期的可能性。第二，中性假设

和乐观假设下，地产投资止跌拐点都出现在年内四季度，对于地产投资修复的方向我们仍维持乐观判断。

目前地产投资修复进度相对缓慢，但修复方向确定。从开发商资金链修复的角度看，6月开发商资金来源的主要修复项是销售回款（含定金和按揭），销售回暖会拉动施工节奏提速。同时，7月地产销售相比6月当月同比增速大概率有一定回落，后续销售回款的回升也较缓慢；同时贷款融资同比持续探底，外部融资环境不见明显优化。这两者决定了开发商面临的困境还未结束，地产投资的修复进度大概率是缓慢的。

销售：7月地产销售相比6月当月同比增速大概率有一定回落，但是7月之后地产销售仍将迎来确定性的缓慢修复机会，Q3和Q4销售面积当季同比分别上调至约-20%（之前预测值-36%）和-15%（之前预测值-26%），全年增速约-20%。

□ 制造业投资：在疫情修复和盈利转移主线下，Q3为年内高点

三季度是年内制造业投资增速最高点，预计值为12%（之前预测值10%），四季度为9%（之前预测值8%），全年增速约为10.4%（之前预测值11%）。

二季度疫情对制造业生产的影响较大，在前期预测中我们将疫情这一影响纳入了考虑，但对程度估计不足。后续，我们认为制造业投资增速的主线逻辑分别为“疫情后修复线→盈利转移线→出口回落线”：第一，疫情后复工复产会推动制造业投资在三季度明显回升，我们判断后续疫情反复对生产的影响较弱，常态化核酸能维持正常的生产生活状态。第二，当前上游主要工业品价格回落明显，PPI-CPI剪刀差有明显的收窄，工业企业利润向下游转移，推升中下游企业投资扩产的意愿。第三，伴随出口回落，Q4制造业投资增速的支撑动力弱化。

□ 消费：消费复苏势头强劲，年内增速高点出现在Q3

我们维持中期策略中对于年内社零增速最高点出现在三季度的判断，Q3和Q4当季同比增速预测分别为9%和7%，全年增速3.7%。

6月，社会消费品零售总额修复显著，当月同比上升3.1%，相比5月增速提高9.8%；社交经济、可选消费和地产后周期零售额普遍回升。人流和物流修复明显、乘用车销量远超往年同期，消费复苏势头较为强劲。三季度可能受到疫情后“报复消费”影响，需求集中释放；四季度，消费需求或向正常增速回归。

风险提示：疫情防控继续升级；经济增长不及预期等。

正文目录

1. 生产法视角的 GDP 增速预测	4
2. 支出法的视角拆分经济动能	5
2.1. 基建投资：逆周期调节工具，财政加杠杆	6
2.2. 地产投资：缓慢修复，Q4 有概率出现止跌拐点	8
2.3. 制造业投资：在疫情修复和盈利转移主线下，Q3 为年内高点	11
2.4. 消费：消费复苏势头强劲，年内增速高点出现在 Q3	12
3. 风险提示	14

图表目录

图 1：生产法下，2022 年 GDP 走势预测	5
图 2：各项主要经济指标当月同比走势	6
图 3：除地产外，主要经济指标当月同比都有回升	6
图 4：支出法下，经济增长动能拆分（累计同比口径）	6
图 5：6 月基建投资继续发挥逆周期抓手工具功能	7
图 6：6 月城投债融资改善明显	7
图 7：非制造业 PMI 反映 3-4 月份，9-10 月份是基建旺季	8
图 8：地产投资周期、销售周期、开发周期全览	11
图 9：地产投资周期拆分	11
图 10：67 呈商品房销售面积环比走势	11
图 11：房地产开发资金来源走势图	11
图 12：6 月，制造业分项增速	12
图 13：社零增速走势图	13
图 14：分行业看社零增速走势图	13
图 15：乘用车销量环比走势	13
图 16：人流和物流修复明显	13
图 17：分产品看限额以上批发和零售业零售额	13

表格目录

表 1：生产法下，GDP 增速预测	5
表 2：地产投资环比季节性	9
表 3：地产投资预测法	9
表 4：地产周期拆分：投资和需求周期当月值和当月同比出现拐点	10

1. 生产法视角的 GDP 增速预测

下半年GDP不变价增速预测：Q1、Q2、Q3及Q4 GDP增速分别为4.79%(实际4.8%)、0.53%(实际0.4%，上次预测值1%)、5.20%（上次预测值5.08%）、4.92%（上次预测值4.6%）。

我们通过生产法对GDP不变价同比增速做出预测。相比于《守得云开见月明-2022年中期策略-经济增长篇》中的预测模型，我们调整了部门划分，使得生产法下贡献占比和同比增速预测对应更加顺畅。后续我们将为各部门增速寻找更高频的代理产量，以使预测更加准确。目前预测模型如下：（1）首先，在三大产业中，我们将划分出农林牧渔、工业、建筑业、批发零售业、住宿餐饮业、地产业、金融业、交运仓储业、软件信息业、租赁商服务业和其他服务业11个子行业；（2）其次，我们根据2020年各行业在GDP中占比计算其对GDP的贡献率，并预测出相应行业Q3和Q4当季同比增速，根据“ $\sum_{11\text{各行业}} \text{贡献率}_i * \text{当季同比增速}_i$ ”计算该季度GDP不变价同比增速。

回顾二季度，除建筑业和金融业外，其他各部门增加值受疫情影响均有不同程度回落；考虑“疫情后工业生产和零售服务业回暖、地产板块修复、以及基建板块逆周期托举”三条核心主线，我们对下半年各部门经济走势和节奏分别进行了预测（详见表1）。其中，几大核心行业：

工业包括采矿业、制造业和水电燃气供应业。其中，（1）制造业是工业板块的核心。4-5月制造业受疫情影响明显，6月复工复产后制造业生产和投资逐渐恢复，三季度制造业我们判断后续疫情反复对生产的影响较弱，增加值会有明显回升，常态化核酸能维持正常的生产生活状态。（2）采矿业受煤、铁等工业原材料价格回落影响，下半年增速可能有所回落。整体看，我们预计Q3和Q4工业当季同比增速分别为8%和6%，全年增速约5.20%。

建筑业主要包括地产相关的住宅建筑业和基建相关的道路桥梁建筑业及其他土木工程建筑业；其中，受到地产板块下行周期影响，住宅建筑业景气程度大概率较弱。二季度建筑业逆势回升主因是今年财政前置发力、基建逆周期托举经济；同时，由于上半年疫情扩散主要集中于上海、吉林等城市，其他区域疫情防控程度较高，基建受疫情影响较小。展望下半年，（1）基建线：我们预计三季度是年内基建建设、形成实物工作量的高点，四季度受“专项债发行完毕、隐债遏增量存政策未见明显放松”等影响基建增速会有所回落。（2）地产施工线：我们预计下半年地产开发施工呈缓慢修复态势，Q3、Q4增速逐渐回升；但是当前地产仍处于周期底部，构成建筑业和经济增速的主要拖累项。因此，我们预计Q3和Q4建筑业当季同比增速分别为6%和4%，全年增速约3.75%。

批零、餐饮住宿和交运三大行业主要亦是受疫情变量影响，其中批零和餐饮主要受“人流”影响，交运主要受“物流”影响。回顾二季度，6月份高频数据显示批发和零售业和交运业已优先修复；而餐饮业“线下消费+聚集”特征明显，目前疫情仍然反复，部分城市线下聚集消费场景仍然受限。因此，我们预计受“报复性”消费影响，批零售业年内高点出现在三季度；交运业和餐饮业持续修复，年内高点出现在四季度；Q3和Q4批零、餐饮住宿和交运业当季同比增速分别为5%和3%、-1.5%和-0.5%、1%和2%，全年增速分别约2.53%、-1.90%和0.40%。

地产业主要包括商品房的销售和转让，也即主要反映地产需求。根据高频数据显示，6月商品房销售恢复势头强劲，虽然7月有所回落，但主因或是6月集中释放了疫情中挤压的需求，我们判断“地产销售底”已现，Q3、Q4地产销售会持续修复。因此，我们预计Q3

和Q4地产业当季同比增速分别为-5%和-2%，全年增速约-4%。

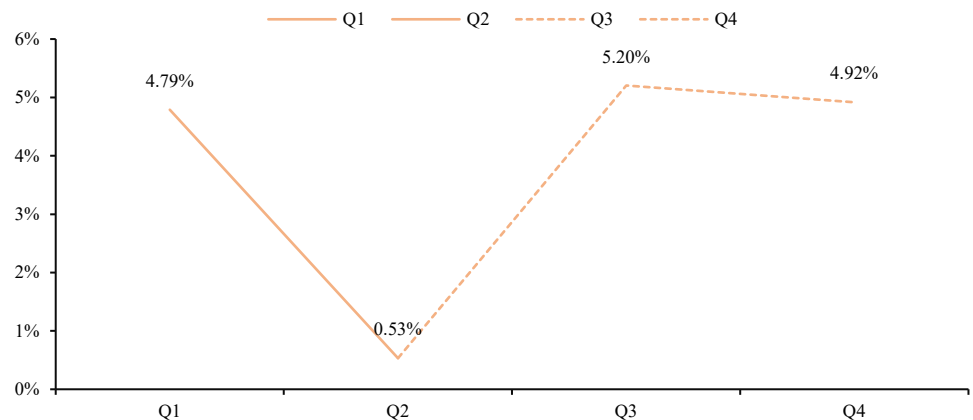
金融业主要包括货币金融服务，也即商行、政策行、合作社等机构提供的存贷款及信用卡服务。受地方政府债前置发行、居民消费贷修复等因素影响，二季度社融、M2、以及新增人民币贷款等指标已明显出现同比止跌拐点。受商品房销售修复和开发商信贷修复等因素推动，下半年金融业增加值增速或持续回升，我们预计Q3和Q4金融业当季同比增速分别为8%和9%，全年增速约7%。

表 1：生产法下，GDP 增速预测

部门划分	2020 各部门对 GDP 贡献率	2022 经济增长数据的预测与实际值					
		Q1	Q2	Q3	Q4	全年	
		增速	增速	预计增速	预计增速	预计增速	
第一产业	农林牧渔	8%	6.1%	4.5%	6.0%	6.0%	5.65%
第二产业	工业	33%	6.4%	0.4%	8.0%	6.0%	5.20%
	建筑业	7%	1.4%	3.6%	6.0%	4.0%	3.75%
第三产业	批零售业	10%	3.9%	-1.8%	5.0%	3.0%	2.53%
	餐饮住宿业	2%	-0.3%	-5.3%	-1.5%	-0.5%	-1.90%
	地产业	6%	-2.0%	-7.0%	-5.0%	-2.0%	-4.00%
	金融业	8%	5.1%	5.9%	8.0%	9.0%	7.00%
	交运业	5%	2.1%	-3.5%	1.0%	2.0%	0.40%
	软件信息业	4%	10.8%	7.6%	12.0%	12.0%	10.60%
	租赁和商服业	3%	5.1%	-3.3%	2.0%	4.0%	1.95%
其他服务业	16%	4.90%	-0.20%	2.00%	4.00%	2.68%	
GDP	100%	4.79% (4.8%)	0.53% (0.4%)	5.20%	4.92%		

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 1：生产法下，2022 年 GDP 走势预测



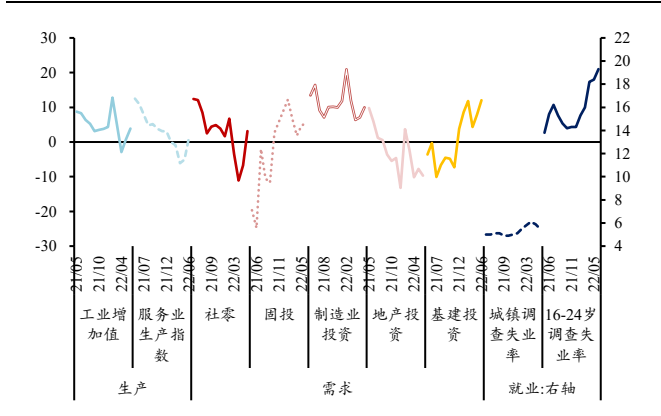
资料来源：Wind，浙商证券研究所；

2. 支出法的视角拆分经济动能

7月15日，统计局公布6月经济数据：全国规模以上工业增加值当月同比增长3.9%；

全国服务业生产指数当月同比上升1.3%；社会消费品零售总额当月同比上升3.1%；固定资产投资（不含农户）累计同比增长6.1%；其中，基础设施投资累计同比增长9.25%，制造业投资累计同比增长10.4%，房地产开发投资累计同比下降5.4%。此外，城镇调查失业率为5.5%。除地产投资外，其他主要经济指标当月同比都呈现回升态势。

图 2：各项主要经济指标当月同比走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

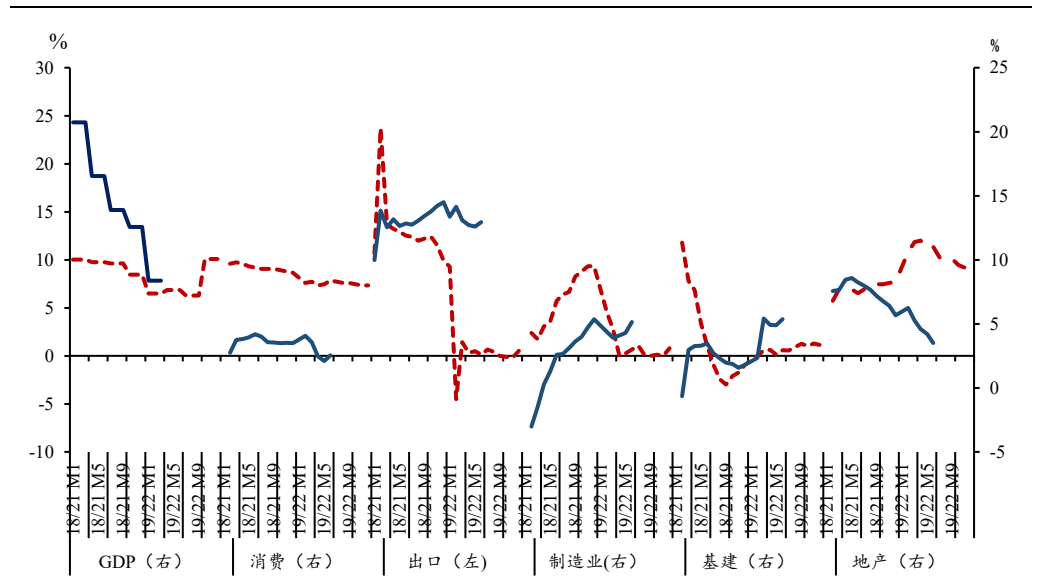
图 3：除地产外，主要经济指标当月同比都有回升

主要经济指标	变动	2022-06	2022-05
当月同比	工业增加值	↑3.2	3.9
	服务业生产指数	↑6.4	1.3
	社零	↑9.8	3.1
	固投	↑1.0	5.6
	制造业投资	↑2.9	9.9
	地产投资	↓-2.0	-9.7
	基建投资	↑4.1	12.0
累计同比	固投	↓-0.6	6.2
	制造业投资	↓-0.2	0.4
	地产投资	↓-1.4	5.4
	基建投资	↑1.1	9.3
城镇调查失业率	↓-0.4	5.5	5.9

资料来源：Wind，浙商证券研究所

从支出法角度出发，市场关注点主要集中在四个方面，即基建投资、地产投资、制造业投资、消费，下文我们对四大方面分别进行下半年增速判断。

图 4：支出法下，经济增长动能拆分（累计同比口径）



资料来源：Wind，浙商证券研究所；备注：2020 年由于疫情具有基数效应，因此我们对上图各指标 2021 和 2022 年累计同比数据做如下处理：以 2019 年数据为起点，2021 年计算两年复合同比增速，2022 年计算三年复合同比增速。

2.1. 基建投资：逆周期调节工具，财政加杠杆

我们预测下半年基建投资仍有望保持高增长，全年有望实现10%以上增速，预计Q3、Q4基建投资当季同比增速预测不变分别为15%、12%，全年基建投资增速在11.5%左右。

预测方法：在《新旧基建的内涵及测算》一文中我们曾经通过历史复盘得出：“基建资金来源是主导基建投资增速中枢的核心力量，其中基建资金来源主要包括自筹资金、国家预算资金、信贷资金、其他资金来源等，施工进度、项目量等是影响基建投资的边际力量”。落实到具体预测，二季度策略报告《守得云开见月明》一文中，我们给出Q2\Q3\Q4当季投资增速的预判分别为7.5%，15%，12%，对应累计同比为8.5%，10.9%与11.2%。

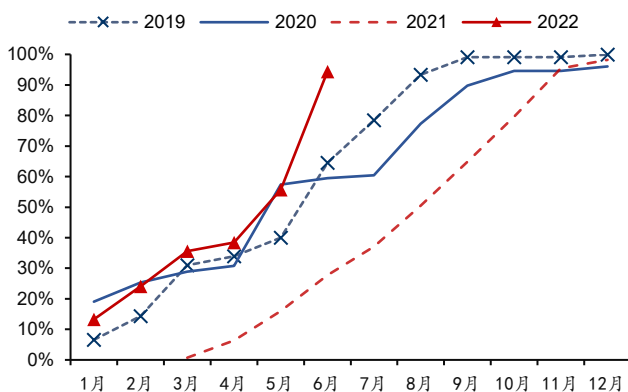
落地效果：从实际来看，政策支持下6月基建增速表现亮眼，累计同比提升至9.5%，比我们预测的8.5%乐观一点，之间的偏差来源于政策力度超预期和我们对疫情扰动判断偏谨慎。在《新旧基建的内涵及测算》一文中我们曾经通过历史复盘得出：“基建资金来源是主导基建投资增速中枢的核心力量，其中基建资金来源主要包括自筹资金、国家预算资金、信贷资金、其他资金来源等，施工进度、项目量等是影响基建投资的边际力量”。复盘6月基建，或有如下因素促使基建累计同比抬升明显：

专项债、政策性金融工具双加持下预算内资金充足，融资环境改善下城投债、信贷融资有所优化，6月基建资金来源无忧下基建投资增速抬升明显。

①稳增长背景下政府发挥逆周期调节功能，主导加杠杆，6月专项债发行加速明显，6月底接近发完年内全部额度：5月30日下午，财政部在全国财政支持稳住经济大盘工作视频会议中指出“加快地方政府专项债券发行使用并扩大支持范围，着力促进稳增长、稳投资；确保今年新增专项债券在6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕”，政策出台后，专项债加速明显，6月地方政府专项债累计发行34428亿，发行进度（期间新增地方政府专项债发行额/当年新增专项债限额）从5月56%提升至94%，专项债发行明显加速；

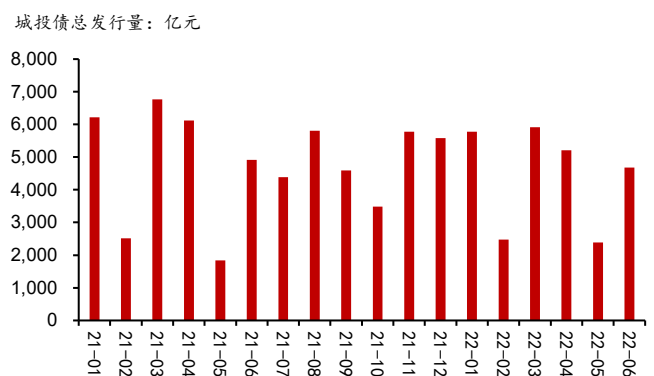
②6月有两大利好基建的政策性工具出台，金融支持下信贷资金来源充足，核心针对资本金领域下能够撬动更多配套融资，刺激后续基建投资增速：一是6月8日召开的国常会声称“对金融支持基础设施建设，要调增政策性银行8000亿元信贷额度”，二是6月29日召开的国常会声称“决定运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资3000亿元，用于补充重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥。中央财政予以适当贴息”。双信贷支持工具出台，叠加核心针对项目资本金领域，有望撬动更多社会融资（例如6月城投融资改善明显），促进基建投资后续高增长。

图 5：6 月基建投资继续发挥逆周期抓手工具功能



资料来源：Wind，浙商证券研究所
备注：上述指标为：期间新增地方政府专项债发行额/当年新增专项债限额

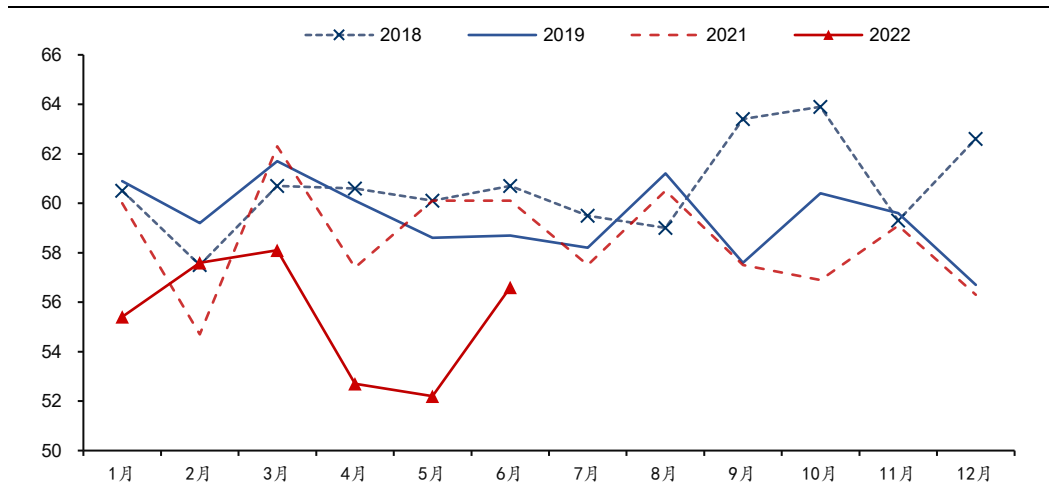
图 6：6 月城投债融资改善明显



资料来源：Wind，浙商证券研究所

展望后续，政策支持下基建投资仍有望保持高增长，维持前期基建投资不变，预计Q3、Q4基建投资当季同比增速预测不变分别为15%、12%，全年基建投资增速在11.5%左右。具体逻辑如下：①7-8月份仍处于稳增长观察期，政府仍需要发挥重要逆周期调节作用；②《新旧基建的内涵及测算》一文中我们已经证明今年全年基建项目量无忧；③前期已发行的专项债发行将进入落地阶段，撬动实物投资；④双信贷支持工具核心支持项目资本金领域，有望撬动社会融资，推动高增长；⑤国内核心城市疫情趋缓，疫情对施工进度影响逐步减弱；⑥9-10月份本就是基建旺季，基建进度有望继续维持高增速。

图 7：非制造业 PMI 反映 3-4 月份，9-10 月份是基建旺季



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

2.2. 地产投资：缓慢修复，Q4 有概率出现止跌拐点

中性假设下，我们预测 7 至 12 月地产投资环比数值分别为-27%、5%、14%、-12%、0%和-6%；Q3 和 Q4 地产投资当季同比分别为-5.04%（之前预测值-2.9%）和 4.41%（之前预测值-3.1%），全年增速约-3%。

此外，我们另做两点补充：第一，历年 11 月和 12 月的地产投资环比数值波动都相对较大，若后续地产投资出现修复态势，那年底具有较大的超预期的可能性。第二，中性假设和乐观假设下，地产投资止跌拐点都出现在年内四季度，对于地产投资修复的方向我们仍维持乐观判断。

我们坚持前期对地产投资下半年走势的判断。在中期报告中，我们假设，二季度增

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_44353

