

宏观经济信用观察

(二零二二年半年报)

经济下行压力显著增大 稳增长政策需持续发力

主要经济指标

单位：%

指标名称	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
GDP (万亿)	28.15	28.99	32.42	27.02	29.25
GDP 同比增速	7.90 (5.47)	4.90 (4.85)	4.00 (5.19)	4.80	0.40
工业增加值	15.90 (6.95)	11.80 (6.37)	9.60 (6.15)	6.50	3.40
固定资产投资	12.60 (4.40)	7.30 (3.80)	4.90 (3.90)	9.30	6.10
房地产投资	15.00 (8.20)	8.80 (7.20)	4.40 (5.69)	0.70	-5.40
基建投资	7.80 (2.40)	1.50 (0.40)	0.40 (0.65)	8.50	7.10
制造业投资	19.20 (2.00)	14.80 (3.30)	13.50 (4.80)	15.60	10.40
消费	23.00 (4.39)	16.40 (3.93)	12.50 (3.98)	3.27	-0.70
出口增速	38.51	32.88	29.86	15.80	14.20
进口增速	36.82	32.53	30.05	10.00	5.70
CPI 增速	0.50	0.60	0.90	1.10	1.70
PPI 增速	5.10	6.70	8.10	8.70	7.70
调查失业率	5.00	4.90	5.10	5.80	5.50
社融存量增速	11.00	10.00	10.30	10.60	10.80

注：1.GDP 数据为当季值，总额按现价计算，同比增速按不变价格计算；
2.工业增加值、固定资产投资、社零、出口、CPI、PPI 增速为累计同比增速，基建投资不含电力；3.出口、进口增速均以美元计价；4.调查失业率、社融存量增速为期末值；5.2021 年数据中括号内为两年平均增速

数据来源：国家统计局、中国人民银行、Wind，联合资信整理

摘要：

- 2022 年上半年，国际形势更趋复杂严峻，国内疫情多发散发，经济下行压力逐季加大。基建投资、制造业投资和出口对经济形成了一定的支撑；房地产投资、消费和服务业等相关指标同比有所下降。整体来看，实现全年 5.50% 左右预期增速目标难度明显加大，稳增长政策还需持续发力。
- 2022 年上半年，积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，推动社融总量显著扩张，但信贷结构欠佳表明实体经济融资需求依旧偏弱。一季度央行通过灵活开展公开市场操作保持了市场流动性的合理充裕，二季度受央行下调准备金率、向中央财政上缴结存利润及财政部加快增值税留抵退税进度等因素影响，市场流动性较为宽松。同时，央行进一步完善市场化利率形成和传导机制，推动企业综合融资成本显著下降。
- 行业方面，上半年房地产基本面处于深度调整阶段，行业风险持续释放，境内外债券违约、展期事件频发，5、6 月销售数据出现改善，但资金面压力仍然较大，信用风险值得关注；还需警惕房地产行业风险向建筑、城投以及银行等行业的传导；汽车供需两端以及成本压力均较大，复工复产、政策支持推动汽车产销恢复，但部分中小企业面临的资金周转压力仍然较大。

联合资信研究中心

吴玥 wuyue@lhratings.com

刘东坡 liudp@lhratings.com

马顺福 masf@lhratings.com



一、宏观经济与行业运行情况

2022 年上半年，国际形势更趋复杂严峻，国内疫情多发散发，经济下行压力逐季加大。经初步核算，上半年国内生产总值 56.26 万亿元，不变价同比增长 2.50%。二季度 GDP 同比增速（0.40%）较一季度（4.80%）大幅回落；环比下降 2.60%，继 2020 年二季度以来首次环比负增长。4 月受疫情冲击经济大幅走弱，而随着局部疫情得到进一步的控制、逐步有序推进复工复产以及扩大内需、助企纾困、保供稳价、保障民生等一系列政策措施效果不断显现，5 月经济展现出逐步企稳势头，6 月多项经济数据继续改善。

图1. GDP 当季同比增速（不变价）

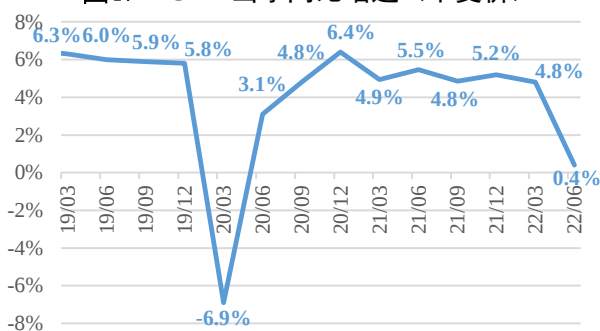
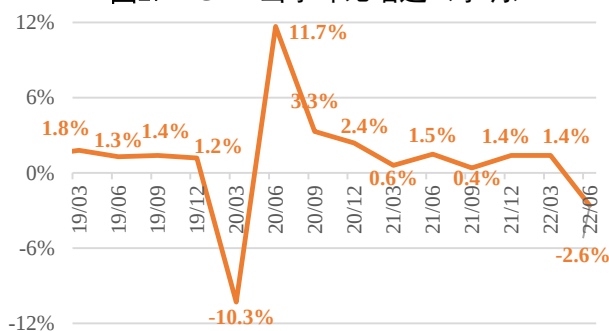


图2. GDP 当季环比增速（季调）



注：2021 年数据为两年平均增速，下同

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

上半年，房地产投资、消费和服务业等相关指标同比有所下降，基建投资、制造业投资和出口对经济形成一定的支撑。工业、服务业生产、消费等主要经济指标呈现以 4 月为底部的反转态势，未来还存在一定的向上恢复空间，基建投资也大概率能够持续发力，三季度经济有望继续修复。同时，仍需关注出口对经济的支撑作用下降以及房地产、消费和服务业等薄弱板块的恢复情况。整体来看，当前世界经济滞胀风险上升，外部不稳定、不确定因素增加，国内需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍在，且二季度经济受疫情冲击较大，实现全年 5.50% 左右预期增速目标难度明显加大。

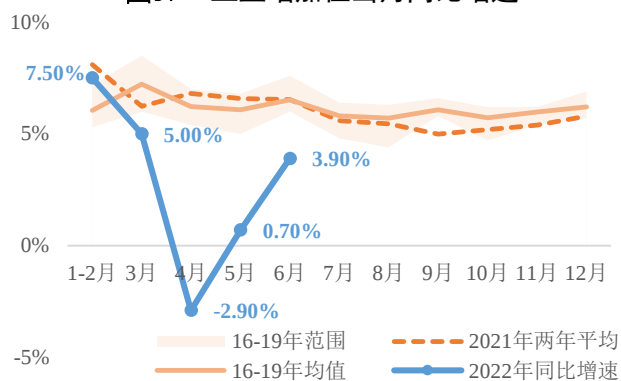
1. 生产端：工业经济企稳恢复，服务业生产降幅有所收窄

工业经济企稳恢复。2022 年上半年，在一系列工业经济稳增长政策措施持续作用下，工业经济运行总体平稳，全国规模以上工业增加值同比增长 3.40%，1—2 月工业生产增长总体较为强劲，3—4 月全国疫情多点散发，部分地区疫情防控形势严峻，对工业生产短期造成较大冲击，4 月工业增加值同比增速转为下降；随着一系列稳经济大盘政策扎实推进落地显效，5—6 月工业生产恢复加快，二季度工业生产实现了正增长，工业经济呈企稳恢复态势。

行业方面，得益于能源保供稳价政策持续推进，**煤炭开采、油气开采**等采矿业增加值保持较快增长。制造业增加值上半年累计同比增长 2.80%，其中**电子设备、饮料、食品制造业**增加值实现较快增长，生活必需品供应保持充足稳定；**非金属矿、黑色金属、汽车制造、纺织**等行业增加值有所下降。在上半年工业

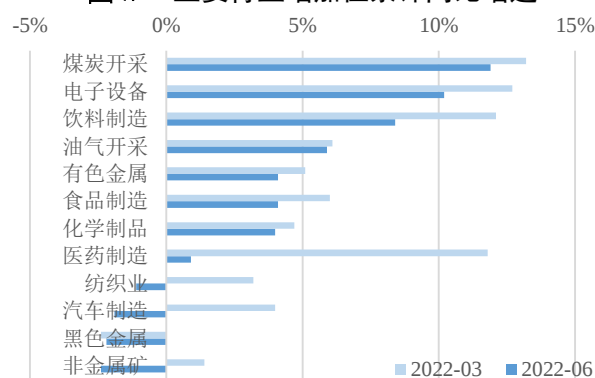
增加值同比下降的 4 个行业中，6 月汽车制造、黑色金属行业出现边际改善，行业增加值同比增速由负转正，特别是汽车产业链恢复明显加快，汽车制造业增加值同比增速由 5 月的下降 7% 转为大幅增长 16.20%；而纺织业和非金属矿行业 6 月增加值同比继续下降。

图3. 工业增加值当月同比增速¹



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

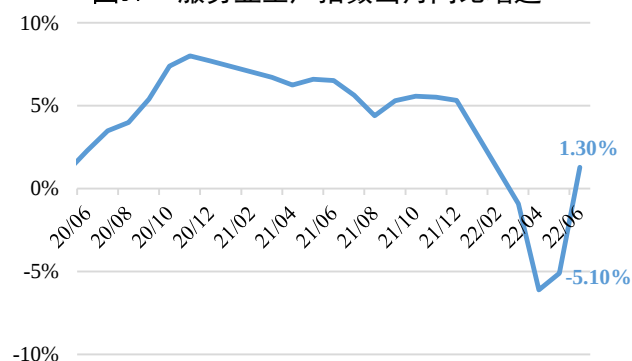
图4. 主要行业增加值累计同比增速²



注：2021 年数据为两年平均增速

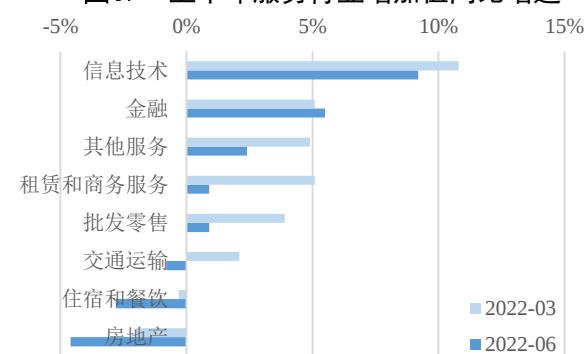
疫情对服务业生产造成较大冲击。经初步核算，上半年服务业增加值 30.49 万亿元，同比增长 1.80%；服务业生产指数同比下降 0.40%，6 月生产指数由负转正，同比增长 1.3%，恢复步伐边际加快。从行业来看，上半年信息传输、软件和信息技术服务业以及金融业发展较好，增加值同比增长超过 5%；而房地产、住宿和餐饮以及交通运输、仓储和邮政业增加值同比下降明显，主要是受疫情影响较大。值得关注的是，4 月以来受疫情影响，物流运输不畅，客运低位运行，交通运输行业受到较大冲击，行业增加值由一季度的增长转为下降，而房地产、住宿和餐饮业的同比降幅较一季度继续扩大。

图5. 服务业生产指数当月同比增速



注：2021 年数据为两年平均增速

图6. 上半年服务行业增加值同比增速³



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

¹ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

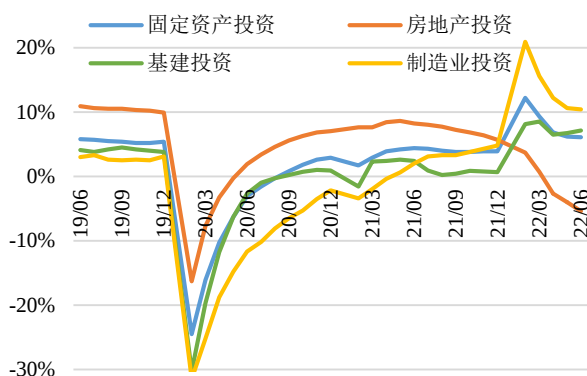
² 图中煤炭开采为煤炭开采和洗选业；电子设备为计算机、通信和其他电子设备制造业；饮料制造为酒、饮料和精制茶制造业；油气开采为石油和天然气开采业；化学制品为化学原料及化学制品制造业；有色金属为有色金属冶炼及压延加工业；黑色金属为黑色金属冶炼及压延加工业。

³ 图中信息技术、交通运输全称分别为信息传输、软件和信息技术服务业、交通运输、仓储和邮政业。

2. 需求端：需求端呈底部复苏态势，消费、房地产投资是主要拖累

固定资产投资增速小幅回落，房地产投资继续探底。2022 年上半年，全国固定资产投资完成额（不含农户）27.14 万亿元，同比增长 6.10%，整体呈小幅回落态势。三大领域方面，**房地产开发投资持续探底**，1—6 月房地产投资同比降幅扩大至 5.40%，5、6 月商品房销售面积与销售额同比降幅有所收窄，但销售的回暖尚未传导至投资端；**基建投资表现较为强势**，主要受专项债发行使用进度加快等稳投资政策的驱动；**制造业投资仍处于高位**，医疗仪器设备、电子通信设备等高技术制造业投资是主要的驱动力。

图7. 固定资产投资累计同比增速



注：2021 年数据为两年平均增速，基建投资不含电力。

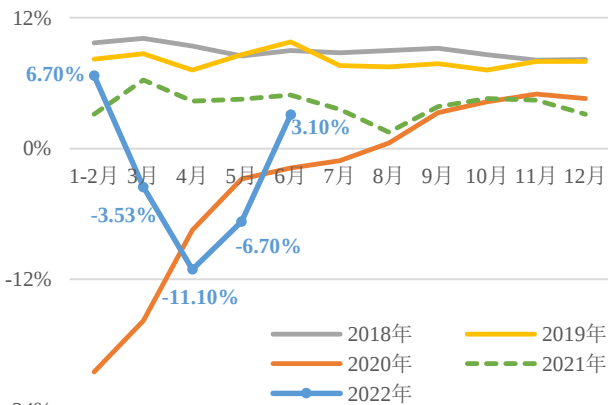
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

表1. 三大领域投资增速

三大领域	2022 年 1-6 月	2022 年 1-5 月	2021 年 1-6 月 两年平均
房地产	-5.40	-4.00	8.20
基建	7.10	6.70	2.40
制造业	10.40	10.60	2.00

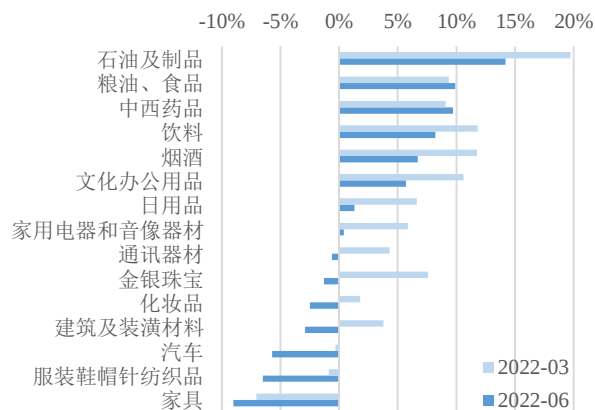
消费受疫情冲击同比下降。2022 年上半年社会消费品零售总额（下称“社零”）21.04 万亿元，同比下降 0.70%，消费市场受疫情冲击较大。其中，上半年餐饮收入同比下降 7.70%，餐饮恢复仍然较为缓慢。逐月来看，1—2 月消费修复较快；3—5 月受疫情影响社零当月同比连续 3 个月下降；6 月随着全国疫情防控形势好转、促消费政策效应显现，消费市场加快恢复，社零同比增速转正。

图8. 社零当月同比增速情况



注：2021 年虚线数据为两年平均增速

图9. 主要商品零售额累计同比增速情况



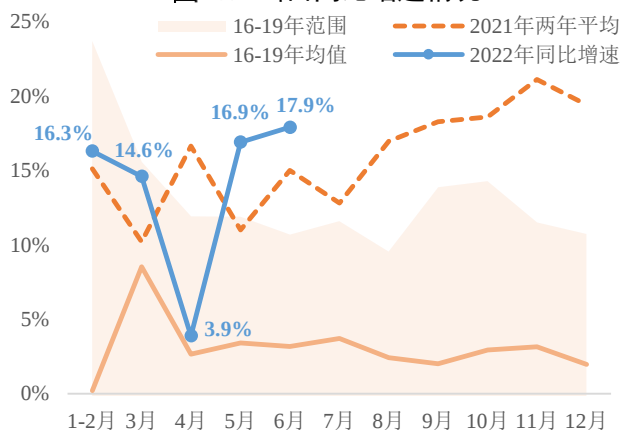
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

非生活必需品以及部分房地产链条商品销售承压。限额以上商品方面，上半年油价支撑石油及制品销售额同比涨幅较高；粮油、食品、中西药品、饮料以及烟酒销售额增长较快，生活必需品消费韧性显现；

服装鞋帽、汽车、化妆品、金银珠宝等非生活必需品以及建筑及装潢材料和家具等房地产链条商品销售额同比有所下降。6月，汽车、办公用品、金银珠宝、化妆品等商品销售出现明显改善，零售额同比增速由负转正；而家具、建筑及装潢材料销售额同比仍继续下降，但降幅有所收窄。

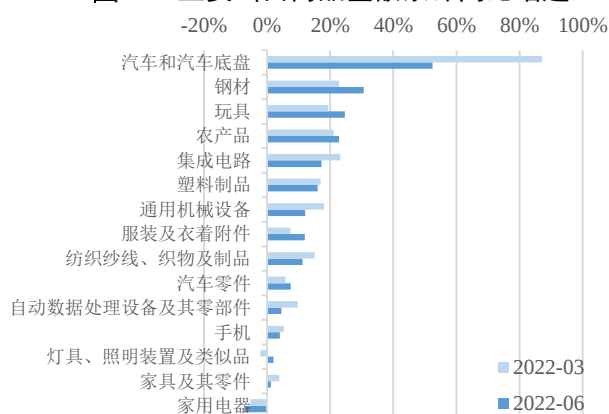
出口整体保持较快增长，呈现出“V”型反转态势。2022年上半年，我国出口1.73万亿美元，进口1.35万亿美元，贸易顺差3854.40亿美元。上半年出口金额累计同比增长14.20%，除4月外各月均保持较快增长；6月出口同比增速进一步回升至17.90%，外需以及部分前期积压的出口订单是主要的支撑因素。主要出口商品方面，上半年汽车和汽车底盘、钢材、玩具和农产品等商品出口金额保持较快增长，同比增速超过20%；家用电器出口额同比持续下降。上半年出口整体保持较快增长，外需在短期内仍有一定韧性，但在严峻复杂的国际环境背景下，叠加上年高基数因素影响，未来出口增速整体或将趋于回落。

图10. 出口同比增速情况



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

图11. 主要出口商品金额累计同比增速



注：图中所选商品为出口重点商品中出口金额较大的商品

3. 价格：生产者出厂价格涨幅持续回落，人民币对美元汇率呈“先强后弱”态势

CPI 同比前低后高。2022年上半年，全国居民消费价格指数（CPI）同比上涨1.70%。逐月来看，CPI同比前低后高，呈现上行态势。1—2月受国际大宗商品价格上涨和春节等因素影响，CPI环比涨幅扩大，同比涨幅均为0.90%；3—4月在国内疫情多点散发、国际能源价格持续高位等因素影响下，同比涨幅逐月扩大至2.10%；5—6月随着疫情防控形势向稳趋好，物流逐步恢复畅通，CPI环比分别为下降0.20%和持平，但受去年同期基数走低影响，同比涨幅继续扩大至2.5%。分项来看，猪肉价格下降带动食品价格同比下降0.4%；受国际能源价格上涨影响，国内汽油、柴油、居民用煤、车用天然气等能源价格涨幅较大；疫情影响下服务消费需求偏弱，服务价格涨幅较一季度有所回落。

图12. CPI 增长情况

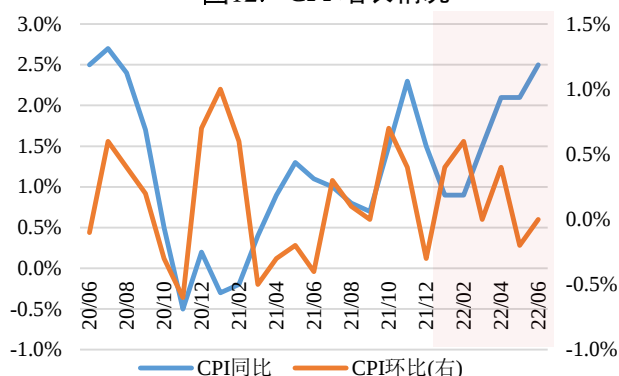
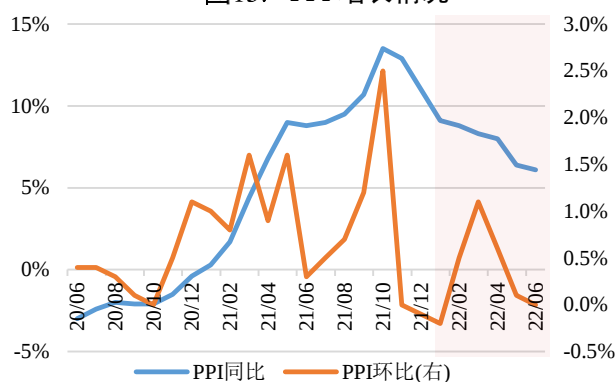


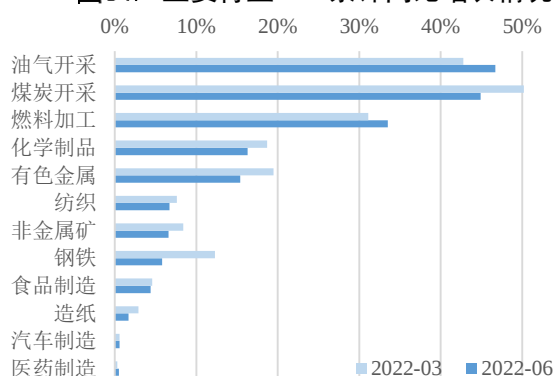
图13. PPI 增长情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

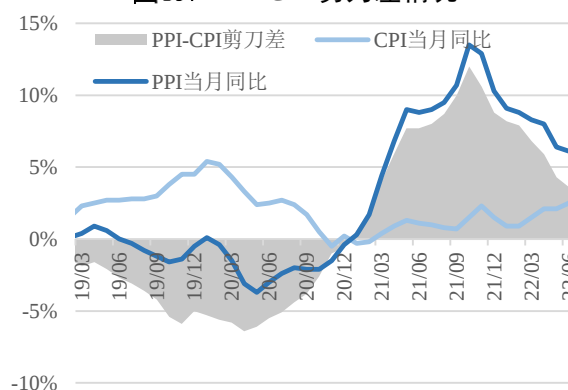
PPI 同比涨幅持续回落。2022 年上半年，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）上涨 7.7%。逐月来看，受上年同期基数走高影响，PPI 同比涨幅持续回落至 6.10%。生产资料价格涨幅高于生活资料，且生产资料价格涨幅随着产业链由上而下（采掘-原材料-加工工业）递减。从主要行业来看，输入性因素带动国内油气开采、燃料加工、有色金属、化学制品等相关行业价格涨幅较大；随着各地安全有序释放先进煤炭产能，多措并举保障煤炭供应，强化市场预期管理，煤炭开采行业出厂价格同比增速较一季度有所回落；钢铁价格同比增速持续回落，或是受房地产链条需求疲弱影响，库存走高带动价格下行。上半年 PPI-CPI 剪刀差持续收窄，价格上涨由上游逐步向下游传导，中下游企业成本端压力有所缓解，利润情况有望改善。

图14. 主要行业 PPI 累计同比增长情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图15. PPI-CPI 剪刀差情况

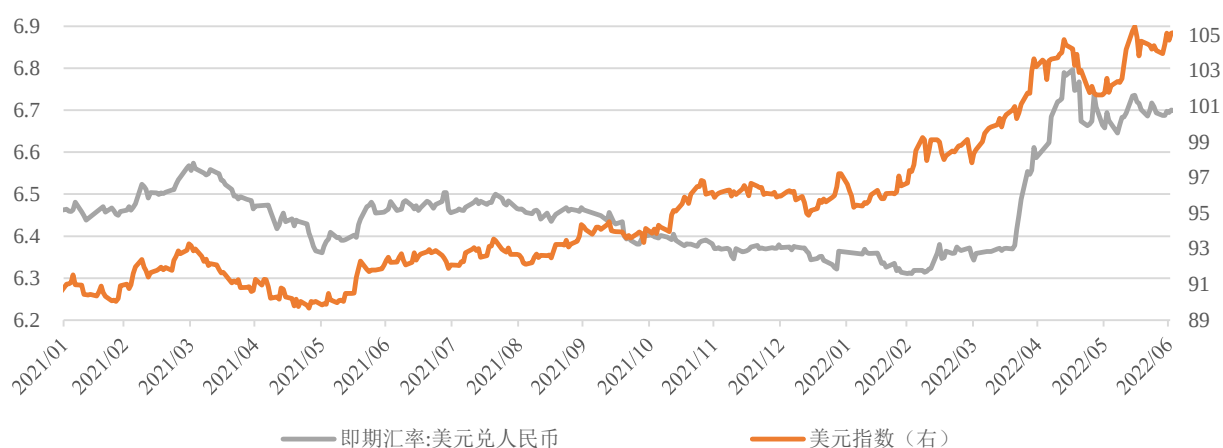


汇率方面，2022 年上半年人民币对美元即期汇率呈“先强后弱”态势，先后经历了“小幅震荡升值-持续快速贬值-窄幅震荡”三个阶段。年初至 2 月底，受益于我国经济稳定恢复、出口延续韧性、美元指数上行动力减弱及俄乌冲突爆发后人民币呈现一定避险属性，人民币对美元即期汇率小幅震荡升值。3 月初至 5 月中旬，受国内疫情冲击和海外需求回落影响，我国经济下行压力持续加大，叠加中美货币政策加速分化、美元指数不断攀升、中美利差持续收窄甚至倒挂，人民币对美元即期汇率持续快速贬值。5 月下旬至 6 月底，随着国内疫情防控形势稳中向好，国常会、全国稳住经济大盘电视电话会议部署加快稳经济

一揽子措施落地，我国经济呈现企稳复苏势头，加之美元指数触顶回落及中美经贸关系出现缓和迹象，人民币对美元即期汇率快速由贬转升，并维持窄幅震荡。

展望下半年，短期内中美货币政策料将继续分化，或致中美利差持续处于低位甚至倒挂，美元指数大概率维持高位震荡态势，人民币对美元汇率或将继续承压。但随着稳经济一揽子政策效果不断显现，我国经济复苏基础有望进一步夯实，助力人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定。

图16. 人民币汇率走势

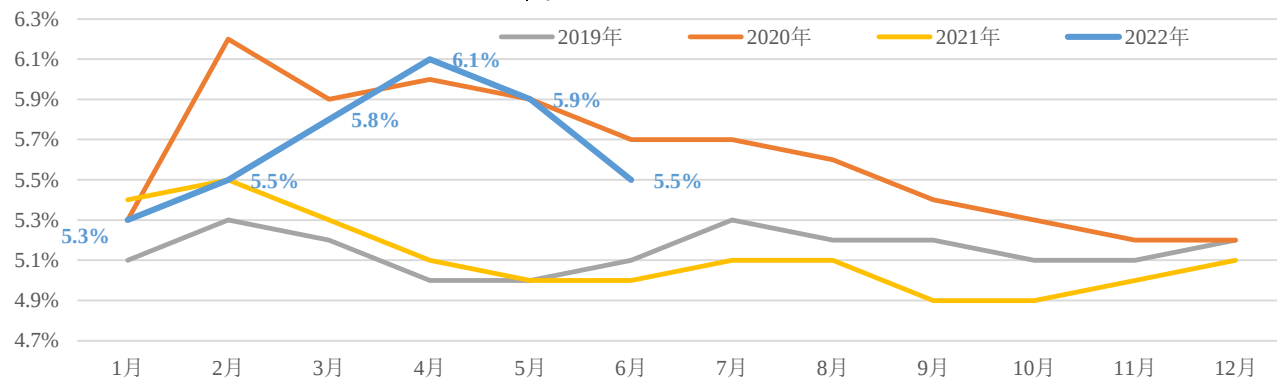


数据来源：中国外汇交易中心、Wind，联合资信整理

4. 就业：失业率高于上年同期水平，稳就业压力仍然较大

2022 年上半年，全国城镇调查失业率均值为 5.70%，高于上年同期 0.50 个百分点。逐月来看，1—2 月，全国就业形势总体稳定，城镇调查失业率接近上年同期水平，环比小幅上升主要是春节假期的影响，符合季节性变化规律；3—4 月受国内局部疫情加重影响，就业压力较大，城镇调查失业率上升至 4 月的 6.10%；5—6 月以来疫情防控形势有所好转，一系列稳经济稳就业政策措施落地显效、复工复产加快，全国城镇调查失业率回落至 6 月的 5.50%。

图17. 城镇调查失业率



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

目前失业率仍高于上年同期水平，未来稳就业压力依然较大。一是制造业、建筑业和批发零售业等劳

动密集型的产业，以私营、个体户和灵活就业居多，就业稳定性本就相对较弱，在经济下行的背景下，企业经营活动承压，用工需求稳定性或将进一步下降；二是前期疫情较为严重、持续时间较长的地区，调查失业率还没有恢复到往年水平，个别地区失业率波动仍然较大；三是随着毕业季的到来，高校毕业生集中进入劳动力市场，年轻人失业率或将抬升，进一步加大稳就业压力。

二、宏观信用环境

2022 年上半年，积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，推动社融总量显著扩张，但信贷结构欠佳表明实体经济融资需求依旧偏弱。一季度央行通过灵活开展公开市场操作保持了市场流动性的合理充裕，二季度受央行下调准备金率、向中央财政上缴结存利润及财政部加快增值税留抵退税进度等因素影响，市场流动性较为宽松。同时，央行进一步完善市场化利率形成和传导机制，推动企业综合融资成本显著下降。

1. 社融总量显著扩张，信贷结构有待改善，企业债券融资结构分化

社融总量显著扩张，政府债券净融资和社融口径信贷是主要支撑因素。2022 年上半年新增社融规模 21 万亿元，同比多增 3.2 万亿元，其中 6 月份新增社融规模 5.17 万亿元，同比多增 1.47 万亿元；6 月末社融规模存量为 334.27 万亿元，同比增长 10.8%，增速较上月末高 0.3 个百分点。分项上看，上半年积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资同比多增 2.2 万亿元，社融口径人民币贷款同比多增 6329 亿元，是社融总量扩张的主要支撑因素。直接融资方面，企业债券净融资同比多增 3913 亿元，非金融企业股票融资同比多增 73 亿元，亦对社融总量扩张形成一定支撑。表外融资方面，委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票同比分别少减 1091 亿元、少减 3487 亿元、多减 1714 亿元，收缩态势有所放缓。展望下半年，为更好推动稳经济一揽子政策落地见效，积极的财政政策和稳健的货币政策料将继续加大实施力度，进一步提升内生增长动能和经济活力，支撑社融总量稳步扩张。

图18. 社融存量增速和增量结构（亿元）



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_44417

