



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

全年 GDP 能守住 4% 吗？

投资要点：

- **核心观点：**政治局会议淡化了经济增长具体目标数字，但仍要在当前基础上，力争实现最好结果，我们认为“最好结果”是保持全年经济增速在 4% 以上，对应下半年经济增速在 5.3% 以上。三季度巩固经济复苏态势，经济增速达到 5.0% 以上，是全年经济实现“最好结果”的关键时间窗口。
- **三季度经济：**(1) 三季度是巩固经济复苏最重要的时间窗口。7 月下旬三次重大会议，721 国常会、728 政治局会议、729 国常会均强调了当前巩固经济回升的重要性。但从 7 月 PMI 数据来看，三季度经济复苏可能存在动能不足的问题。(2) 与一季度对标，三季度投资的实际增速预计将高于一季度，消费基本相当。综合来看，我们认为三季度经济增速略高于一季度的 4.8%，预计为 5.0% 左右。如果全年经济增长要达到 4.0% 以上，四季度需要达到 5.6% 左右。
- **供给侧：**工业生产修复受阻。7 月 PMI 来看，制造业 PMI 生产指数环比下降 3 个百分点，降至 49.8%。市场需求不足是当前工业生产修复较慢的主要原因，统计局调查中反映市场需求不足的制造业企业占比连续 4 个月上升，7 月超过五成。货运复苏也趋于停滞，近两个月来，整车货运物流指数距离去年同期始终有 20% 左右的缺口。
- **需求侧：**(1) 基建仍然是最重要、确定性最强的稳增长政策，中央层面成立了推进有效投资重大项目协调机制，要在三季度形成更多工作量。(2) 消费反弹是否具有持续性，将是三四季度的不确定因素。当前居民部门经过多次疫情冲击后，无论是消费能力还是消费意愿都处于低位。未来散发疫情仍然是悬挂在消费复苏之上的“达摩克里斯之剑”，7 月受疫情影响，社零加权的百城拥堵指数环比下降 2.7%。(3) “断供”事件加剧了下半年房地产复苏的不确定性，可能拉长磨底期。
- **地区：**东部沿海省份要在当前稳增长中扮演“挑大梁”的主力作用。从经济占比来看，2021 年东部四省一市占全国 GDP 的 35.5%，加上北京、山东后占到全国 46.3%。但上半年东部各省增速较慢，是全国经济增长的主要拖累。只有东部五省两市下半年持续发力，经济增速显著高于上半年，全国经济才能做到“力争实现最好结果”。

- **风险提示：**工业生产复苏不及预期；消费、房地产增速不及预期；疫情形势发生变化。

内容目录

1. 复苏受阻，三季度经济压力仍存.....	4
2. 哪些分项仍需发力?	5
2.1. 供给：市场需求不足制约工业生产的修复.....	5
2.2. 需求：基建发力，消费和房地产仍具不确定性.....	6
2.3. 地区：东部经济大省要“挑大梁”.....	9
3. 风险提示.....	11

图表目录

图 1: 主要经济指标当月增速 (%)	5
图 2: 制造业 PMI 与工业增加值	6
图 3: 货运注意“失去的 20%”	6
图 4: 服务业生产指数	6
图 5: 服务业生产指数复苏路径	6
图 6: 城镇居民人均可支配收入和支出	7
图 7: 结构性失业问题仍然严峻	7
图 8: 消费意愿指数为有数据以来最低	8
图 9: “多存少贷”, 居民部门去杠杆	8
图 10: 7 月新增感染病例数量较 6 月大幅增加	8
图 11: 社零加权的百城拥堵指数	8
图 12: 期房销售占比	9
图 13: 房地产开发到位资金同比增速	9
图 14: 2021 年各省经济占比	10
图 15: 上半年全国及各省经济增速	10

上半年经济增长 2.5%，如果要完成 3 月两会所确定的 5.5% 左右的全年经济增长目标，下半年经济增速需要达到 8.1% 左右。但我国经济增速已经连续十年保持在 8% 以下，下半年实现 8.1% 的增长难度较大。因此，7 月 28 日政治局会议淡化了经济增长目标。4 月 29 日的政治局会议提出“努力实现全年经济社会发展预期目标”，本次会议通稿中没有再出现“预期目标”的要求。

本次会议提出要“巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果”，体现了关于下半年经济增长目标和节奏的两个信号：

一是尽管淡化具体目标数字，但仍要在当前基础上，力争实现最好结果，我们认为“最好结果”是保持全年经济增速在 4% 以上，对应下半年经济增速在 5.3% 以上，在中长期 5-6% 的增长中枢内，属于努力可实现的范围内。

二是巩固回升成为未来两个月的主要任务，三季度巩固经济复苏态势，是全年经济实现“最好结果”的关键。

1. 复苏受阻，三季度经济压力仍存

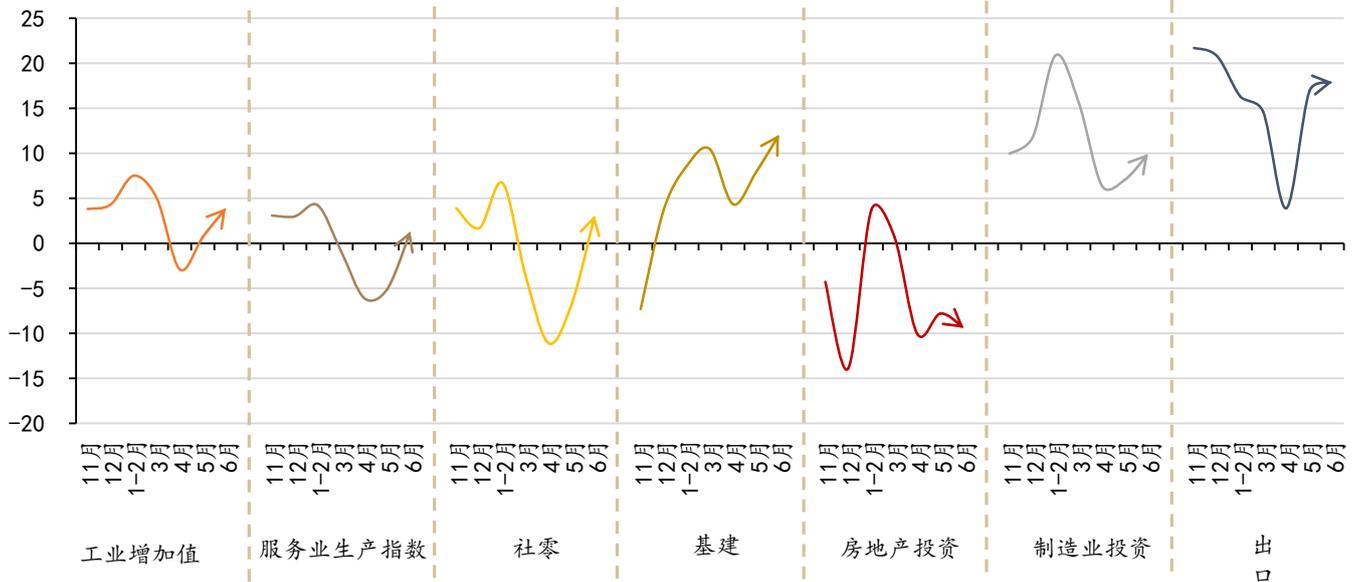
三季度是巩固经济复苏最重要的时间窗口。7 月下旬三次重大会议，均强调了当前巩固经济回升的重要性。7 月 28 日政治局会议提出要“巩固经济回升向好趋势”。7 月 21 日和 29 日接连两次国常会，先后强调“我国经济正处于企稳回升关键窗口，三季度至关重要”、“抓住当前重要时间节点，巩固经济恢复基础”。

但从 7 月 PMI 数据来看，三季度经济复苏可能存在动能不足的问题。7 月 PMI 指数从 50.2% 降至 49%，下降 1.2 个点，是仅次于 2020 年 2 月、2022 年 4 月的第三低，反映出经济供需两端的同步收缩。供给端，PMI 生产指数从 52.8% 降至 49.8%，下降 3 个点；需求端，PMI 新订单指数从 50.4% 降至 48.5%，下降 1.9 个点。PMI 各分项指数几乎全部跌回 50% 的荣枯线以内。

三季度经济增速可能略高于今年一季度，在 5.0% 左右。从需求侧三驾马车来看，一季度社零增长 3.3%，出口增长 15.7%，固定资产投资增长 9.3%，其中，基建投资、房地产投资和制造业投资分别为 10.5%、0.7%、15.6%；通胀方面，CPI 均值为 1.1%，PPI 为 8.7%。按 6 月当月数据来看，社零增速 3.1%，出口增长 17.9%，固定资产投资增长 5.6%，其中基建 12.0%、房地产 -9.4%、制造业 9.9%。三季度预计社零将改善至 5% 左右，出口回落到 13% 左右，固定资产投资在 6% 上下；CPI 预计 3.0%，PPI 预计 3.9%。简单用社零与 CPI 之差、固定资产投资与 PPI 之差作为消费、投资的实际增速，预计三季度投资的实际增速高于一季度，消费基本相当。综合来看，我们预计三季度经济增速略高于一季度的 4.8%，预计为 5.0% 左右。根据生产法 GDP 核算，如果全年经济增长要达到 4.0% 以上，四季度需要达到 5.6% 左右。

当前经济复苏基础仍需稳固，工业生产的市场需求不足，消费复苏的持续性不确定，“断供”事件后房地产销售和投资的磨底期可能进一步拉长。三季度能否达到 5.0% 及以上，对于实现全年目标至关重要。

图 1：主要经济指标当月增速 (%)



资料来源：Wind，德邦研究所

表 1：生产法下三四季度 GDP 预测

	农林牧渔业	工业	建筑业	批发和零售	交通运输、仓储和邮政	住宿和餐饮	金融业	房地产业	信息传输、软件和信息技术服务	租赁和商务服务	其他行业	GDP
2022 年 12 月	6.0	5.5	6.0	5.8	5.0	3.5	6.7	-3.5	15.0	6.0	6.5	5.6
2022 年 9 月	6.0	5.0	5.0	5.5	4.0	2.0	6.5	-5.5	13.0	5.5	6.2	5.0
2022 年 6 月	4.5	0.4	3.6	-1.8	-3.5	-5.3	5.9	-7.0	7.6	-3.3	-0.2	0.4
2022 年 3 月	6.1	6.4	1.4	3.9	2.1	-0.3	5.1	-2.0	10.8	5.1	4.9	4.8
2021 年 12 月	6.4	3.8	-2.1	5.9	4.0	4.7	5.5	-2.9	11.5	5.6	5.0	4.0
2021 年 9 月	7.1	4.9	-1.8	7.6	5.9	5.7	4.0	-1.6	17.1	5.8	5.2	4.9
2021 年 6 月	7.5	8.8	1.8	9.6	12.7	17.1	4.1	7.1	19.5	5.8	6.2	7.9
2021 年 3 月	8.0	24.4	22.8	26.6	32.1	43.7	5.4	21.4	21.2	7.9	8.8	18.3
2020 年 12 月	4.4	6.8	5.8	6.8	8.0	-0.8	5.9	4.9	21.0	4.8	4.4	6.4
2020 年 9 月	4.2	5.5	7.3	3.6	4.3	-8.7	6.8	4.6	20.1	-4.2	2.1	4.8
2020 年 6 月	3.7	4.1	7.0	1.6	2.0	-21.7	6.0	2.4	17.3	-5.3	-1.1	3.1
2020 年 3 月	-2.6	-8.5	-18.2	-17.5	-13.6	-39.5	4.9	-7.6	14.6	-6.7	-2.0	-6.9

资料来源：Wind，德邦研究所

2. 哪些分项仍需发力？

2.1. 供给：市场需求不足制约工业生产的修复

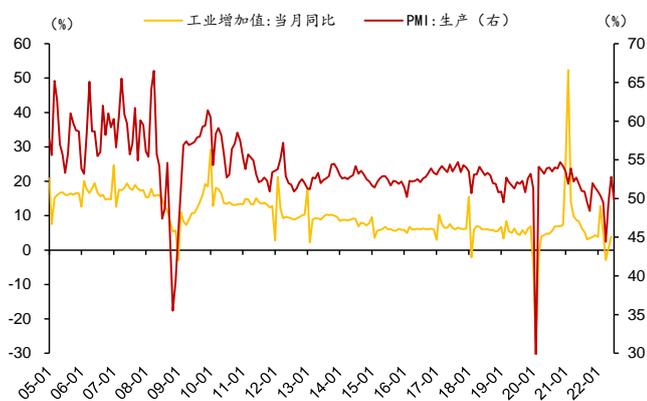
6 月工业增加值为 3.9%，从 7 月 PMI 来看，制造业 PMI 生产指数环比下降 3 个百分点，降至 49.8%。说明 7 月工业生产相比 6 月可能没有改善，甚至有所恶化。预计 7 月工业增加值增速在 4.0% 左右。如果 8-9 月工业增加值分别修复到 5% 和 6%，三季度工业生产为 5% 左右，与我们的经济增长预期基本持平。

需求不足是当前工业生产修复较慢的主要原因。国家统计局调查结果显示，反映市场需求不足的制造业企业占比连续4个月上升，本月超过五成，市场需求不足是当前制造业企业面临的主要困难，制造业发展恢复基础尚需稳固¹。

货运仍然是工业生产的制约之一，我们此前提出的“失去的20%”正在得到验证。整车货运物流指数自4月到6月快速修复，6月中旬一度达到去年的86%左右。但7月货运修复陷入停滞，7月底整车物流指数回落到去年同期的80%左右。近两个月来，整车货运物流指数距离去年同期始终有20%左右的缺口，上海等地复工复产后该缺口仍然存在。这与制造业需求不足形成印证，将成为下半年工业生产修复的主要阻碍。

服务业生产与2020年复苏路径一致，预计三季度修复到3-4%。2020年4月到5月，与今年5-6月服务业复苏步伐基本一致，如图5。此后服务业增速每月修复1个百分点左右，我们预计三季度为3.5%左右。

图2：制造业PMI与工业增加值



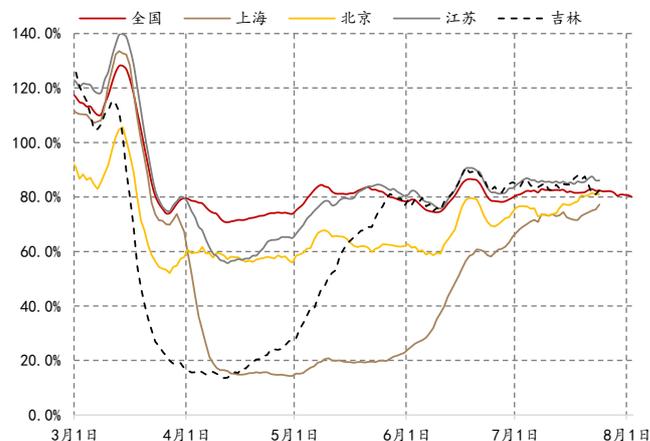
资料来源：Wind，德邦研究所

图4：服务业生产指数



资料来源：Wind，德邦研究所

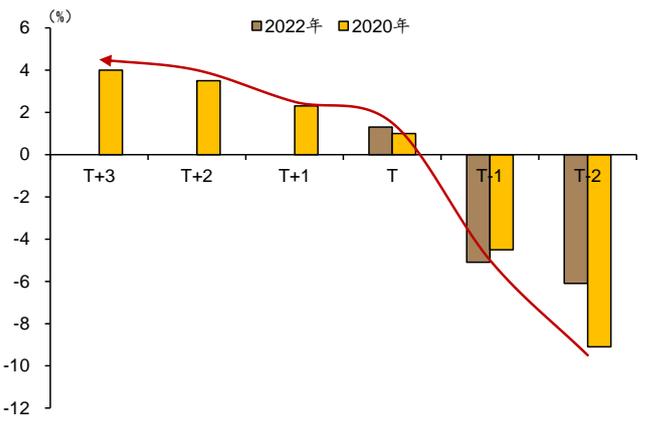
图3：货运注意“失去的20%”



资料来源：G7，德邦研究所

注：图为整车货运物流指数

图5：服务业生产指数复苏路径



资料来源：Wind，德邦研究所

注：T=2022年6月、2020年5月

2.2. 需求：基建发力，消费和房地产仍具不确定性

¹ 国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河解读 2022年7月中国采购经理指数 (stats.gov.cn)

从需求侧来看，基建仍然是稳增长的主力，消费复苏的持续性、房地产后续走势，成为决定三季度经济增速的关键。

基建仍然是最重要、确定性最强的稳增长政策，要在三季度形成更多工作量。721 国常会判断三季度是巩固经济回升趋势的重要窗口，要求基建在三季度形成更多工作量，尽快巩固经济。比如 721 国常会要求“在三季度形成更多实物工作量”，729 国常会提出“在确保工程质量前提下在三季度尽快形成更多实物工作量”。

为确保基建进度，中央层面成立了推进有效投资重要项目协调机制，由国家发改委牵头，其他与项目投资相关的部委参与。协调机制通过“采取联合办公方式，最大程度节省文件周转时间”；并联审批，加快项目审批时间；与各省地方政府形成主动对接。我们认为，协调机制将能推动上半年发行的 3.41 万亿专项债、“3000 亿+8000 亿”政策性金融工具等基建增量资金尽快落地，在三季度转化为实物工作量。

消费反弹是否具有持续性，将是三四季度的不确定因素。疫情后，社零的增长中枢在 4% 左右。2020 年以来社零的平均增速是 3.7%（不考虑下降月份，2021 年按两年平均增速计算），国家统计局发布的 2021 年社零两年平均增速为 3.9%。即使向上修复，预计三季度也仍在 4%-5% 之间。

而当前居民部门经过多次疫情冲击后，无论是消费能力还是消费意愿都处于低位。二季度城镇居民人均可支配收入仅增长 1.5%，人均消费支出下降了 4.5%。从就业来看，结构性失业问题严峻。尽管整体失业率从 5 月以来有所下降，但 16-24 岁人群失业率屡创历史新高，6 月达到 19.3%，比 2020 年年中高出 2.5 个点，预计 7-8 月还将继续攀升。国家统计局发布的消费者信心指数-消费意愿分项，已经降至有数据以来的最低水平。从存贷款数据来看，居民部门“多存少贷”、去杠杆，新增存款的当月增量比贷款多 7000-9000 亿（6 月移动平均）。

未来散发疫情仍然是悬挂在消费复苏之上的“达摩克里斯之剑”。从高频数据来看，受疫情影响，7 月人员流动状况比 6 月环比恶化。6 月日均新增感染病例降至 82 例（7 日移动平均），7 月又重新回升到 495 例，对人员流动和消费都造成了影响。我们计算了社零加权的百城拥堵指数——依据社零占比，对各城市赋予权重，如北京、上海权重为 5.26%、5.53%，珠海、扬州为 0.51%、0.87%。加权后的百城拥堵指数与社零增速的一致性较高，7 月该指数同比下降 0.04%，环比下降 2.7%，意味着社零修复可能低于市场预期。下半年，随时可能发生的零散疫情仍然是制约消费复苏高度最大的不确定性因素。

图 6：城镇居民人均可支配收入和支出

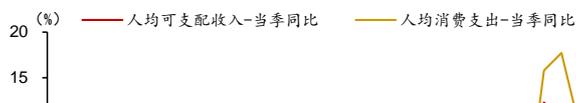


图 7：结构性失业问题仍然严峻



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_44749



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>