

经济半年表现略低预期，关注边际变化

—— 上半年 GDP 点评

相关研究：

1. 《实体经济动能下降，票据冲量迹象渐显》 2021.08.16
2. 《社融整体仍处相对底部，分项表现值得关注》 2021.11.15
3. 《社融增速或起底回升，然信贷结构欠佳》 2022.01.14
4. 《社融超预期，信贷迎来开门红》 2022.02.11
5. 《社融超预期，信贷存结构性隐患》 2022.04.13
6. 《需求收缩压力凸显》 2022.05.16

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel: 021-50295325

Email: hechao@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 事件

上半年国内生产总值 562642 亿元，按不变价格计算同比增长 2.5%。其中，二季度国内生产总值 292464 亿元，同比增长 0.4%。

□ 上半年经济表现略低预期

考虑到当前国内外环境复杂严峻，尤其是二季度国内疫情多发散发，对产业链供应链造成严重困扰，二季度 GDP 录得 0.4% 的增速也在意料之中。上半年 GDP 同比增速为 2.5%，若要达到全年 5.5% 的预期目标，意味着下半年 GDP 同比增速要达到 8.5%。而在三驾马车中，上半年投资同比增速为 6.1%、消费同比增速为 -0.7%、进出口同比增速为 10.3%，三驾马车中只有进出口表现尚可。但进出口对 GDP 的贡献率仅为 3.7%（2022 年一季度数据），而投资贡献率为 26.9%、消费贡献率为 69.4%，权重最高的消费项在上半年仍“趴在地上”。此外，伴随海外通胀水平居高不下，全球在下半年经济面临衰退的风险增大，在外需回落的背景下，我国进出口下半年也可能承压。由此可见，下半年我国经济发展将面临巨大挑战，要完成全年预期目标难度之大可见一斑。

□ 靴子落地，此时更应关注边际变化

我们认为基于当前的经济周期，环比的观察视角相比同比可能更有意义，能够更加敏锐的捕捉当前经济的边际变化。社融和信贷创出了新高。6 月社融录得 5.17 万亿元，较去年同期多增 1.46 万亿元。6 月新增人民币贷款 2.81 万亿元，环比同比多增 6900 亿元，放量明显。伴随防疫措施的逐步放松，实体经济发展的动能也在逐步恢复，并将拉动更多的就业岗位。但目前 16~24 岁人口的就业与整体就业市场表现背离，6 月城镇调查失业率环比下降了 0.4 个百分点，但 16~24 岁人口失业率反而上升了 0.9 个百分点，创出了新高达到 19.3%，对应的是严峻的大学生就业问题，表明企业可能更愿意招聘有经验的熟手。

□ 下半年经济面临三重挑战

挑战之一来自财政收支，挑战之二来自房地产失速，挑战之三来自中美博弈。我们认为当前既要多措并举提振市场信心，解决中长期高质量发展问题，同时更重要的是要解决好当前经济面临的短期失速问题。

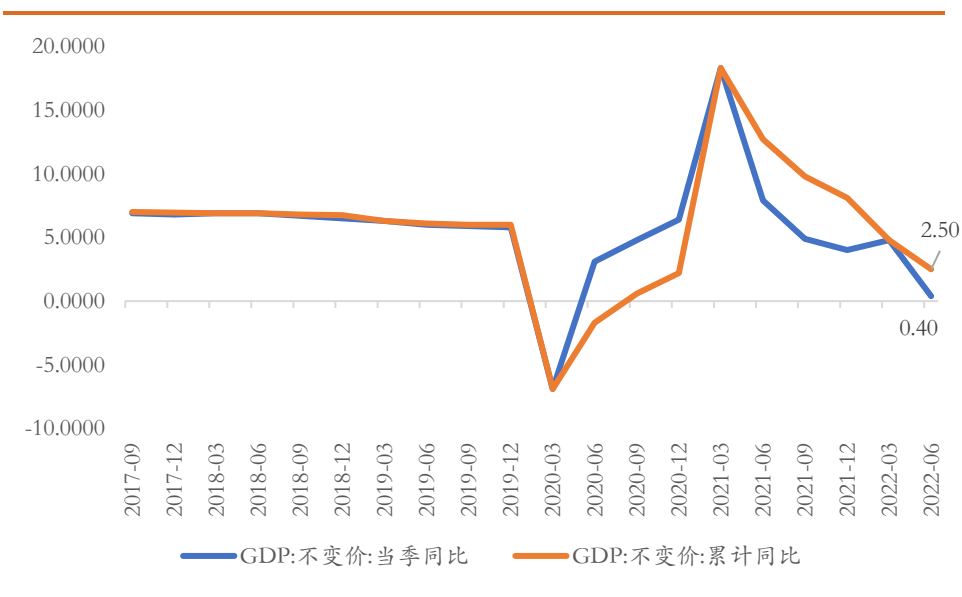
□ 风险提示

疫情反复超预期，中美摩擦超预期，政策不及预期。

1 上半年经济表现略低预期

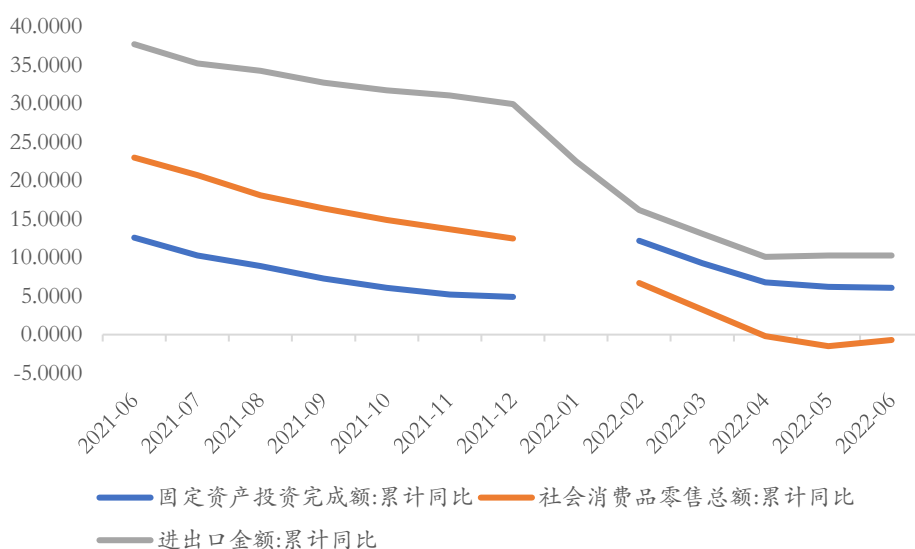
面对国内外错综复杂的经济局势，我国上半年经济交出了答卷。上半年国内生产总值 562642 亿元，按不变价格计算，同比增长 2.5%。其中，二季度国内生产总值 292464 亿元，同比增长 0.4%。整体而言，上半年经济表现略低于市场预期，预期二季度 GDP 增速 1.1%，上半年增速 3.5%。

图 1 实际 GDP 当季同比和累计同比 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

考虑到当前国内外环境复杂严峻，尤其是二季度国内疫情多发散发，对产业链供应链造成严重困扰，二季度 GDP 录得 0.4% 的增速也在意料之中。从全年角度看，上半年 GDP 同比增速为 2.5%，若要达到全年 5.5% 的预期目标，意味着下半年 GDP 同比增速要达到 8.5%。而在拉动 GDP 的三驾马车中，上半年投资同比增速为 6.1%、消费同比增速为 -0.7%、进出口同比增速为 10.3%，三驾马车中只有进出口表现尚可，但值得注意的是，进出口对 GDP 的贡献率仅为 3.7%（2022 年一季度数据），而投资贡献率为 26.9%、消费贡献率为 69.4%，而权重最高的消费项在上半年仍“趴在地上”。此外，伴随海外通胀水平居高不下，全球在下半年经济面临衰退的风险增大，在外需回落的背景下，我国进出口下半年也可能承压。由此可见，下半年我国经济发展将面临巨大挑战，要完成全年预期目标难度之大可见一斑。

图 2 投资、消费、进出口累计同比 (%)


资料来源：湘财证券研究所、Wind

分产业看，上半年第一产业同比增长5.0%；第二产业同比增长3.2%；第三产业同比增长1.8%。其中二季度第一产业增加值同比增长4.4%；第二产业同比增长0.9%；第三产业同比下降0.4%。各大产业相比一季度分别下降了1.6个百分点、4.9个百分点和4.4个百分点。可见疫情对工业和服务业的重挫，服务业中尤以线下接触性服务业受损最为严重，以餐饮业为例，去年餐饮收入累计同比18.6%，而今年上半年受疫情影响仅录得-7.7%。

表 1 GDP 分产业同比统计 (%)

	第一产业	第二产业	第三产业
一季度	6.0	5.8	4.0
二季度	4.4	0.9	-0.4
上半年	5.0	3.2	1.8

资料来源：湘财证券研究所、Wind

分地区看，宁夏二季度及上半年 GDP 同比均增 5.3%，领跑全国；上海受疫情影响，二季度 GDP 同比下滑 13.7%，降幅最大，北京同比下滑 2.9%，江苏下滑 1.1%，广东增长 0.7%。

2 靴子落地，此时更应关注边际变化

上半年经济表现已经尘埃落定，从同比的角度看不甚理想，但考虑到国内外面临的种种挑战和基数效应，这一结果也在意料之中。我们认为基于当前的经济周期，环比的观察视角相比同比可能更有意义，能够更加敏锐的捕捉当前经济的边际变化。

社融和信贷创出了新高。6 月社融录得 5.17 亿元，较前值 2.79 万亿元的水平大幅上升，较去年同期多增 1.46 万亿元。6 月新增人民币贷款 2.81 万亿元，环比多增 9200 亿元，同比多增 6900 亿元，放量明显。新增人民币贷款大幅升高预示了实体经济融资需求正在修复，而社融口径下政府债券延续了强劲的走势，为基建继续加码提供了有力支撑。从金融数据的边际变化可以发现，伴随防疫措施的逐步放松，实体经济发展的动能也在逐步恢复。

表 2 社融和新增人民币贷款统计（亿元）

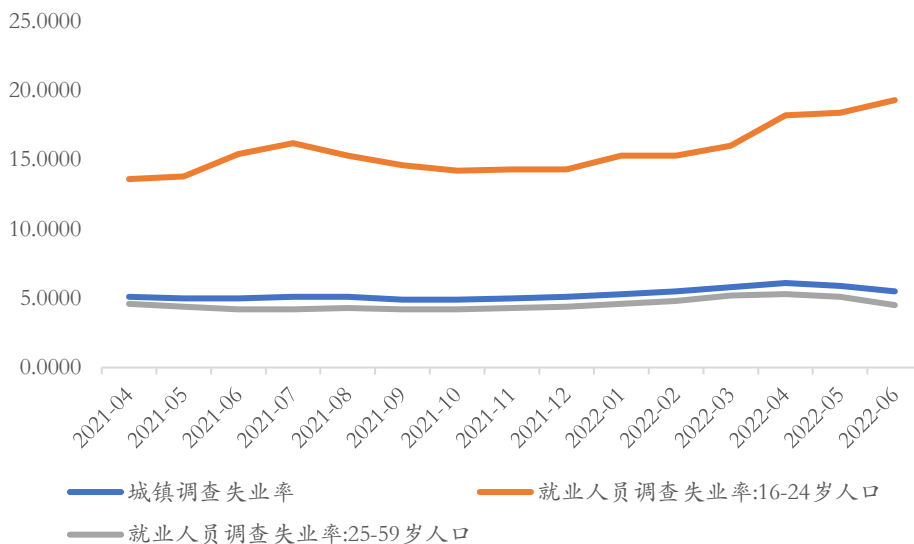
	社会融资规模	同比	新增人民币贷款	同比
2022-01	61,722.0000	9,838.0000	39,800.0000	4,000.0000
2022-02	12,279.0000	-4,964.0000	12,300.0000	-1,300.0000
2022-03	46,525.0000	12,763.0000	31,300.0000	4,000.0000
2022-04	9,420.0000	-9,150.0000	6,454.0000	-8,246.0000
2022-05	28,358.0000	8,836.0000	18,900.0000	3,900.0000
2022-06	51,733.0000	14,716.0000	28,100.0000	6,900.0000

资料来源：湘财证券研究所、Wind

值得注意的是，企业融资需求在边际好转，6 月企业新增人民币贷款同比多增 7525 亿元，环比多增 6816 亿元。尤其是中长期贷款大幅回升，同比多增 6130 亿元，反观 5 月是同比下降了 977 亿，4 月同比下降了 3953 亿。企业融资需求的大幅提升或与疫情好转全面复工复产推进有关，同时各类一揽子增量政策密集出台，为企业经营活动保驾护航，并一定程度上能带来预期的好转。与就业指标结合起来看，上半年，全国城镇新增就业 654 万人，全国城镇调查失业率平均为 5.7%，其中 4 月全国城镇调查失业率为 6.1%，5 月和 6 月连续回落至 5.9% 和 5.5%。若下半年预期好转，伴随实体经济融资需求的提升，企业扩张意愿逐步加强，将会拉动更多的就业岗位。但需要引起警惕的是 16~24 岁人口的就业与整体就业市场的边际好转走势背离，6 月城镇调查失业率环比下降了 0.4 个百分点，25~59 岁人口失业率也下降了 0.6 个百分点，但 16~24 岁人口失业率反而上升了 0.9 个百分点，创出了新高达到

19.3%，对应的是严峻的大学生就业问题。而从统计数据可以发现，企业可能更愿意招聘有经验的熟手。

图 3 调查失业率统计 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

3 下半年经济面临三重挑战

挑战之一来自财政，今年 1~5 月，在已公布数据的各省市中，仅有上海的财政收支录得正增长，但上海由于封城导致的经济停摆，其财政收支也较去年同期腰斩过半，今年 1~5 月上海财政盈余 416.7 亿元，去年同期盈余 1119 亿元。

图 4 各省市 1~5 月财政收支 (亿元)

2000
1000

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_44809

