

经济修复方向不变 地产决定步伐快慢

摘要:

作者：宏观策略组 李彦森

执业编号：F3050205(从业) Z0013871(投资咨询)

联系方式：010-68518392/liyansen@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2022年8月3日星期三

二季度 GDP 增速低已现，6 月主要经济数据好转，得益于疫情影响基本消除、全面复工复产以及供应链修复。6 月当月名义和实际工业产出均回升，加库存导致产销率下降，出口交货值上升则与出口高增长一致。中游制造业、第三产业均有明显改善，制造业补库正在加速。需求尤其是消费明显恢复，居民社交、出行、办公、物流正常化，耐用品出现“报复性消费”。餐饮服务等服务改善帮助底层经济稳定。消费复苏逻辑正从耐用品转向服务。投资走强仍依赖基建，背后是 6 月底和 8 月底前专项债发行和资金使用带来的资金端支持。下半年能否有新地方债增量，决定基建增长空间。制造业投资在产出加库存、外需有韧性状况下也有超季节性增长。主要风险仍是房地产，短期流动性紧张等投资制约尚未解除，房屋销售弱复苏对投资的影响或仍需等待一个季度才显现。CPI 和 PPI 一升一降的价格趋势不变，猪肉和大宗商品价格仍是主要影响因素。货币政策维持宽松大方向不变前提下，短期已进入观望。综合来看，6 月除房地产之外，供需主要方面已经重回正轨，并且回补前期产出、库存缺口的同时出现加速增长。短期快速增长并完全回补库存缺口后，7 月增长趋势已转为平稳，未来需继续关注总需求改善，重点仍是基建、地产、外需三方面。实现全年经济目标具有较大困难，但上半年弱、二季度底、下半年增的经济运行节奏不变，下半年仍是加库存周期为主。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

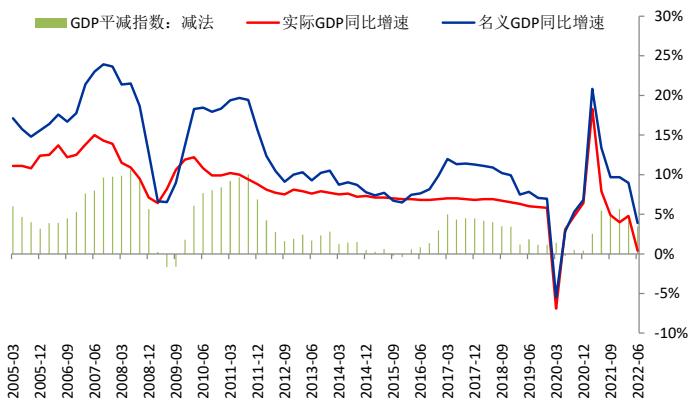
目录

第一部分	经济将继续上行 房地产仍待修复	3
一、	工业产出持续好转	4
二、	基建支持投资不变 房地产仍有风险	6
三、	“报复性消费”后关注服务消费	9
四、	外需回补缺口 出口增速加快	10
五、	产量回升抵消价格下降 利润继续改善	11
第二部分	疫情结束后 CPI、PPI 趋势不变	13
一、	服务价格继续带动 CPI 上行	13
二、	PPI 基数暂时回落 走弱趋势不变	14
第三部分	货币宽松放慢 关注财政刺激增量	15
一、	政府融资支持社融 居民长贷仍需修复	16
二、	财政支持基建 关注地方债新增量	19
第四部分	汇率震荡走弱 疫情已过最艰难时期	21
一、	人民币汇率继续弱势震荡	21
二、	疫情反复对经济有负面影响	24

第一部分 经济将继续上行 房地产仍待修复

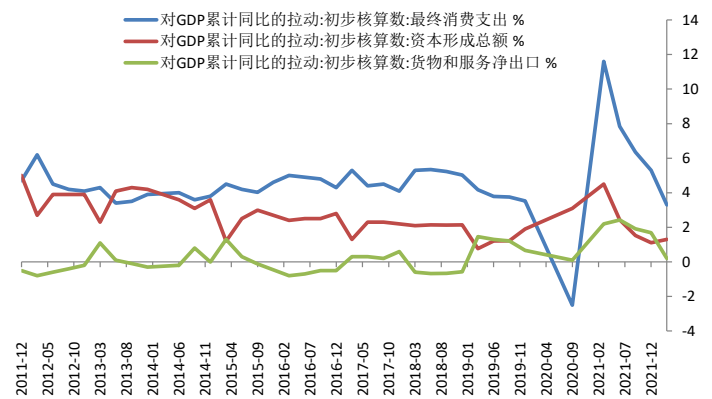
二季度 GDP 增速低已经出现，且 6 月主要经济数据继续好转，得益于疫情影响基本消除、全面复工复产以及供应链的修复。产出方面，名义和实际工业增加值均有回升，加库存导致产销率下降，但出口交货值继续上升与出口维持高增长一致。分项表明中游制造业、第三产业均有明显改善，制造业补库正在加速。需求总体表现也较好，尤其是消费明显恢复，居民社交、出行、办公、物流也已经正常化，耐用品存在“报复性消费”特点。餐饮服务为代表的服务业改善，有助于底层经济重回正轨。后期消费复苏的逻辑逐步从耐用品转向服务。投资需求走强主要仍依赖基建，背后是决策层要求 6 月底和 8 月底前完成专项债发行和资金使用带来的资金端支持。下半年能否提前下达明年地方债额度，将决定基建进一步增长空间。制造业投资在产出加库存、外需有韧性状况下也有超季节性增长。主要风险项仍在房地产方面，短期流动性紧张等投资制约尚未解除，房屋销售弱复苏对投资的影响或仍需等待一个季度才显现。综合来看，6 月除房地产之外，供需主要方面已经重回正轨，并且回补前期产出、库存缺口的同时出现加速增长。短期快速增长并完全回补库存缺口后，7 月增长趋势已转为平稳，未来需继续关注总需求改善，重点仍是基建、地产、外需三方面。实现全年经济目标具有较大困难，但上半年弱、二季度底、下半年增的经济运行节奏不变，下半年仍是加库存周期为主。

图 1 名义和实际 GDP 增速以及 GDP 平减指数



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 2 GDP 中“三驾马车”变动情况



数据来源：Wind、方正中期研究院

表 1 不同情境下的全年 GDP 增速预期

2022	Q1 当季	Q2 当季	Q3 当季	Q4 当季	全年累计
实际 GDP 同比 增速	4.80%	0.40%	7.00%	7.00%	4.90%
			6.50%	6.50%	4.63%
			6.00%	6.00%	4.36%
			5.50%	5.50%	4.10%
			5.00%	5.00%	3.83%

数据来源：Wind、方正中期研究院

表 2 近一年主要经济数据变动情况

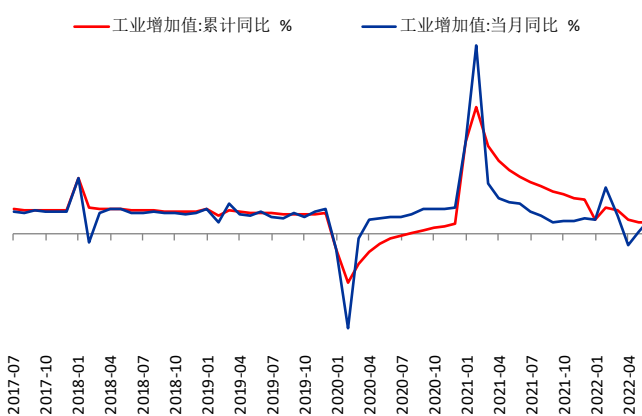
数据名称	单位	2020	2021	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06
实际GDP累计同比	%	2.20	8.10	--	9.80	--	--	8.10	--	--	4.80	--	--	2.50
名义GDP累计同比	%	2.74	12.84	--	14.14	--	--	12.84	--	--	8.95	--	--	6.26
工业增加值累计同比	%	2.80	9.60	13.10	11.80	10.90	10.10	9.60	3.86	7.50	6.50	4.00	3.30	3.40
制造业PMI	点	49.92	50.54	50.10	49.60	49.20	50.10	50.30	50.10	50.20	49.50	47.40	49.60	50.20
出口金额:累计同比	%	3.62	29.85	33.62	32.87	32.17	30.96	29.85	24.10	16.30	15.70	12.40	13.30	14.20
进口金额:累计同比	%	-0.60	30.07	35.04	32.54	31.20	31.21	30.07	20.60	16.30	10.20	7.40	6.70	5.70
贸易差额:累计值	亿美元	5240	6759	3576	4257	5105	5822	6759	835	1124	1584	2091	2875	3854
固定资产投资:累计同比	%	2.90	4.90	8.90	7.30	6.10	5.20	4.90	--	12.20	9.30	6.80	6.20	6.10
房地产投资:累计同比	%	7.00	4.40	10.90	8.80	7.20	6.00	4.40	--	3.70	0.70	-2.70	-4.00	-5.40
基建投资:累计同比	%	3.41	0.21	2.58	1.52	0.72	-0.17	0.21	--	8.61	10.48	8.26	8.16	9.25
制造业投资:累计同比	%	-2.20	13.50	15.70	14.80	14.20	13.70	13.50	--	20.90	15.60	12.20	10.60	10.40
名义社会消费:累计同比	%	-3.90	12.50	18.10	16.40	14.90	13.70	12.50	--	6.70	3.27	-0.20	-1.50	-0.70
实际社会消费:累计同比	%	-5.23	10.70	16.70	15.02	13.31	11.91	10.70	--	4.90	1.30	-2.54	-4.00	-3.40
GDP平减指数累计同比	%	0.53	4.38	--	3.95	--	--	4.38	--	--	3.96	--	--	3.66
CPI:累计同比	%	2.50	0.90	0.60	0.60	0.70	0.90	0.90	0.90	0.90	1.10	1.40	1.50	1.70
核心CPI:累计同比	%	0.80	0.80	0.60	0.70	0.80	0.80	0.80	1.20	1.20	1.20	1.10	1.10	1.00
PPI:累计同比	%	-1.80	8.10	6.20	6.70	7.30	7.90	8.10	9.10	8.90	8.70	8.50	8.10	7.70
PPIRM:累计同比	%	-2.30	11.00	8.60	9.30	10.10	10.70	11.00	12.10	11.60	11.30	11.20	10.80	10.40
M2:存量同比	%	10.10	9.00	8.20	8.30	8.70	8.50	9.00	9.80	9.20	9.70	10.50	11.10	11.40
贷款余额存量同比	%	12.80	11.60	12.10	11.90	11.90	11.70	11.60	11.50	11.40	11.40	11.40	11.00	11.20
社融规模存量同比	%	13.30	10.30	10.30	10.00	10.00	10.10	10.30	10.50	10.20	10.50	10.20	10.50	10.80

数据来源: Wind、方正中期研究院

一、工业产出持续好转

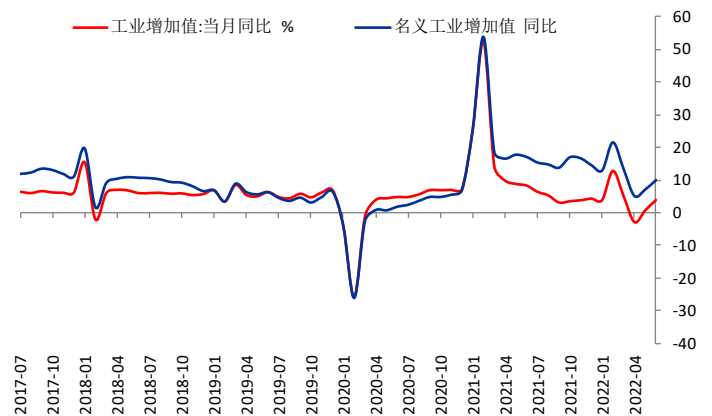
产出端仍呈现转好态势,6月名义和实际工业增加值继续全面回升。产销率小幅下降,与加速补库存有关。出口交货值仍在继续上升,对应出口维持高增长。分项表明,供应链对产出端的影响完全消除,中上游产出更明显的恢复,加速回补前期缺失产量,补库存态势仍在,尤其狭义制造业等中游行业。第三产业也明显好转,与消费数据中餐饮服务所代表的服务业增长相对应。产出端已经重回正轨,预计短期仍将维持一定增长。完全回补前期库存之后,加速增长的趋势或转为平稳,下半年加库存阶段的趋势不变。

图 3 中国工业增加值同比增速



数据来源: Wind、方正中期研究院

图 4 实际和名义工业增加值



数据来源: Wind、方正中期研究院

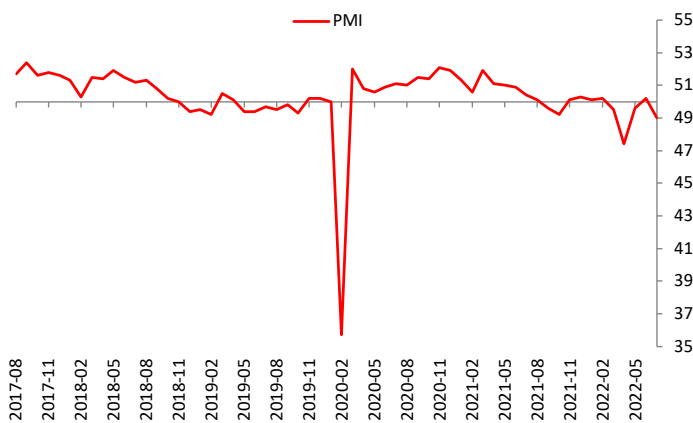
表 3 工业增加值分项数据

官方累计同比	下游行业					中游行业										上游行业							
						加工组装			原材料														
日期	食品制造业	农副食品加工业	纺织业	医药制造业	汽车制造业	通用设备制造业	专用设备制造业	电气机械及器材制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	铁路、船舶和其他运输设备制造业	电力的生产和供应业	黑色金属冶炼及压延加工业	有色金属冶炼及压延加工业	非金属矿物制品业	橡胶和塑料制品业	化学原料及化学制品制造业	煤炭开采和洗选业	石油和天然气开采业	黑色金属矿采选业	有色金属矿采选业	非金属矿采选业	开采辅助活动	其他采矿业
2022/06	4.1	3.3	-1.1	0.9	-1.9	-2.7	4.1	9.7	10.2	1.6	3.3	-2.2	4.1	-2.4	-1.0	4.0	11.9	5.9	10.2	10.8	0.5	5.1	12.6
2022/05	4.3	4.1	-0.4	3.1	-5.7	-3.6	3.6	8.8	9.9	0.3	3.3	-2.8	3.9	-2.0	-1.5	3.6	12.1	6.5	8.7	11.4	1.1	6.2	10.0
2022/04	4.5	4.7	0.5	7.6	-5.4	-2.7	4.3	9.2	10.7	0.4	4.3	-2.9	4.1	-0.9	-1.2	3.3	13.2	6.4	9.7	11.9	2.1	7.2	8.6
2022/03	6.0	6.4	3.2	11.8	4.0	2.6	8.2	12.4	12.7	2.9	5.4	-2.4	5.1	1.4	1.5	4.7	13.2	6.1	12.0	13.1	4.9	6.5	15.9
2022/02	7.4	6.5	4.9	12.9	7.2	5.0	8.8	13.6	12.7	4.2	6.0	-2.9	4.4	1.3	2.0	5.9	11.1	6.3	11.9	13.8	5.4	10.0	-11.9
2021/12	8.0	7.7	1.4	24.8	5.5	12.4	12.6	16.8	15.7	8.4	10.9	1.2	3.9	8.0	6.3	7.7	6.7	3.9	3.4	-1.7	7.5	5.6	-10.8
2021/11	7.9	7.9	1.8	26.9	5.8	13.8	13.3	18.2	16.2	10.0	11.3	1.6	4.4	8.9	7.0	8.5	6.1	4.7	3.4	-2.0	7.8	5.1	-12.1
2021/10	7.8	8.0	2.5	27.9	7.3	15.2	14.6	19.5	16.5	10.8	11.4	3.0	5.1	10.6	8.1	9.6	5.6	4.9	4.0	-2.3	8.3	3.5	-6.9
2021/09	7.9	8.6	3.7	29.2	9.4	17.1	15.5	21.4	16.8	11.3	11.4	5.0	5.7	12.6	9.9	10.8	5.1	4.8	4.9	-2.5	9.5	3.3	-5.3
2021/08	8.8	9.6	5.2	30.0	12.4	19.4	16.5	23.8	18.0	11.9	11.8	7.2	6.4	14.8	12.2	12.3	5.5	4.2	6.1	-3.0	11.6	2.9	-7.4
2021/07	9.1	10.0	6.6	29.3	16.7	21.5	17.8	26.2	18.7	13.6	10.0	9.2	6.9	16.6	14.2	13.4	6.0	3.9	7.5	-2.5	14.0	1.0	-10.6
2021/06	9.9	10.7	8.2	29.6	21.8	24.3	20.1	29.4	19.8	15.3	13.0	11.5	7.8	18.8	16.9	14.5	7.0	3.8	9.3	-1.1	16.3	0.5	-6.7
2021/05	10.7	10.9	10.8	28.4	29.3	27.2	22.6	33.5	21.5	17.9	13.4	13.4	9.2	21.7	20.2	15.6	9.0	3.5	11.5	0.5	19.5	-2.9	-0.9
2021/04	12.7	11.8	16.1	25.9	38.8	31.6	28.2	37.9	24.2	21.2	14.2	14.8	10.7	26.7	25.2	17.6	10.6	3.3	12.4	2.6	24.5	-6.3	2.3
2021/03	17.4	15.2	22.5	28.5	55.1	39.9	37.2	45.3	30.0	27.2	15.7	16.4	14.3	33.9	32.7	21.1	13.6	2.1	16.1	6.4	32.4	-3.6	5.0
2021/02	28.8	22.8	39.5	41.6	70.9	62.4	59.2	69.4	48.5	48.9	19.6	21.6	22.7	44.8	51.6	30.8	27.1	2.8	27.2	14.2	41.4	-2.8	15.3

数据来源：Wind、方正中期研究院

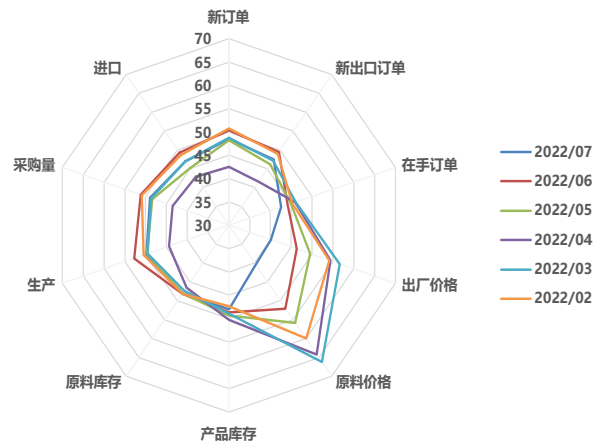
7月制造业、非制造业和综合 PMI 均出现明显回落，其中制造业 PMI 再度下降至荣枯线下方。制造业主要分项多回落至荣枯线以下，供需两弱情况再现，且生产下降幅度相对更明显，或表明加速回补疫情期间缺失库存的行为结束，尚难以断定为经济趋势性放缓。其他分项情况还表明，制造业情绪总体回落，但仍处于乐观之中。同时 7 月 PPI 可能环比下行。分企业类型看，小企业表现相对稳定，中型企业表现最弱，纾困措施效果正在显现。非制造业 PMI 中，建筑业 PMI 受基建影响表现相对好，但需要继续关注住房项目烂尾断供事件后续影响。服务业 PMI 则有下降，“报复性消费”影响结束，以及新的局部疫情有负面冲击。此外，根据统计局说法，PMI 回落主要受中上游原材料行业拖累，制造业依然继续扩张。总体上看，商品价格调整对上游行业的影响可能是拖累 PMI 的主要因素。短期库存周期受到数据波动影响难以归入典型的阶段，相对接近主动去库存，行业观望情绪浓厚。但预计当前以及下半年的加库存周期不变，后期关键点仍在于新订单所代表的需求是否进一步修复。

图 5 PMI 总体变动趋势



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 6 PMI 分项近期扩张情况



数据来源：Wind、方正中期研究院

表 4 官方 PMI 主要分项变动情况

	PMI	生产	新订单	新出口订单	产成品库存	原材料价格	原材料库存	就业	供应商配送	在手订单	进口	采购量	出厂价格	经营预期
2022年7月	49	49.8	48.5	47.4	48.0	40.4	47.9	48.6	50.1	42.6	46.9	48.9	40.1	52.0
最近10年分位数水平	3%	7%	3%	23%	77%	2%	45%	49%	44%	2%	13%	9%	1%	8%
5年均值	50.8	52.7	51.5	48.7	47.1	56.8	48.2	48.9	49.9	45.7	49.3	51.6	51.2	57.0
5年历史波动率	0.7	1.2	1.2	1.6	0.6	4.6	0.5	1.0	0.6	0.6	1.3	1.0	2.7	2.1
上月数值	50.2	52.8	50.4	49.5	48.6	52.0	48.1	48.7	51.3	44.2	49.2	51.1	46.3	55.2
本月与上月差值	-1.2	-3.0	-1.9	-2.1	-0.6	-11.6	-0.2	-0.1	-1.2	-1.6	-2.3	-2.2	-6.2	-3.2
5年差值平均	-0.1	-0.3	-0.3	1.0	0.2	1.8	0.0	0.2	0.2	0.0	0.4	0.2	0.0	0.4
5年差值历史波动率	0.3	0.7	0.5	2.8	0.8	3.9	0.2	0.1	0.5	0.7	0.2	0.5	0.7	0.2

数据来源：Wind、方正中期研究院

二、基建支持投资不变 房地产仍有风险

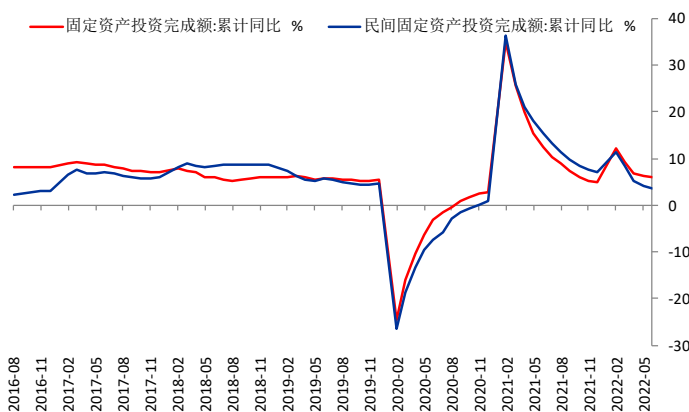
5月投资增速有所回升并且略超预期。防疫措施初步放松之后，投资需求走弱缓解，三大投资分项基本恢复至稳健增长，其中房地产和基建符合季节性，制造业略超季节性。在决策层要求6月底和8月底前完成专项债发行和资金使用下，短期基建仍支持投资。下半年能否延续强势，需要关注特别国债以及提前下达地方债额度情况。此外，疫情影响结束后房屋销售6月或继续走强，三季度也将持续修复，有助于房企缓和资金紧张、稳定房地产投资，以及促进四季度地产投资回升。

表 5 主要投资分项表现

	累计值 (亿)	累计同比 (%)	上期累计同比 (%)	累计同比变动 (%)
固定资产投资	271430	6.10	6.20	-0.10
民间固定资产投资	153074	3.50	4.10	-0.60
房地产投资	68314	-5.40	-4.00	-1.40
基建投资	92700	9.25	8.16	1.09
制造业投资	110964	10.40	10.60	-0.20

数据来源：Wind、方正中期研究院

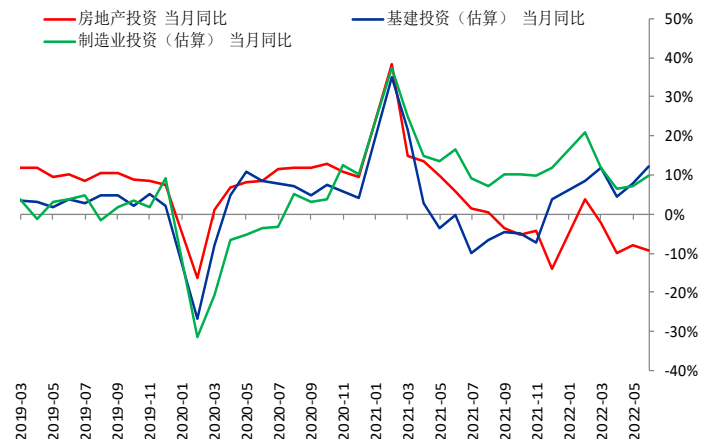
图 7 固定资产和民间固定资产投资增速



数据来源：Wind、方正中期研究院

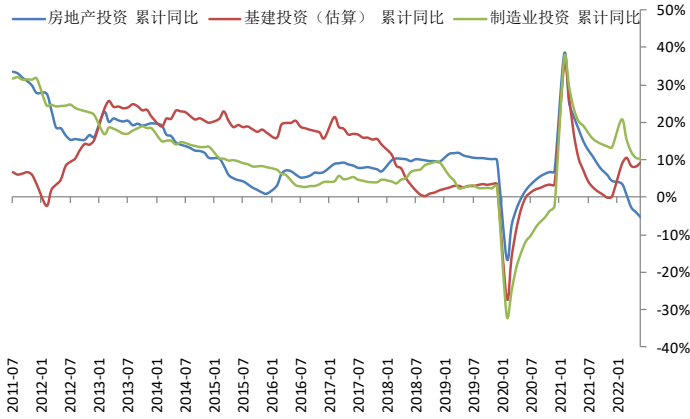
图 9 主要的三个投资分项（累计同比）

图 8 主要的三个投资分项（当月同比）



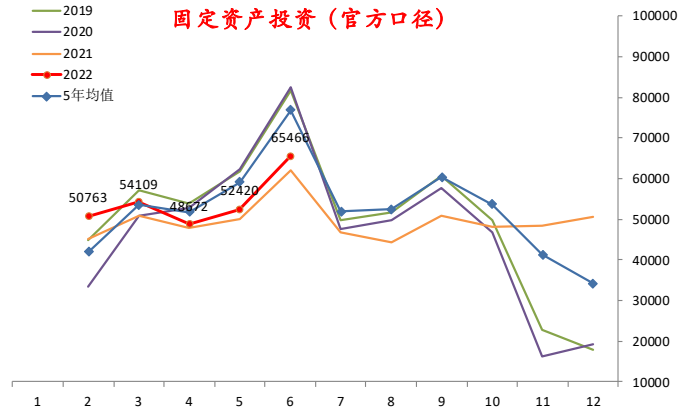
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 10 固定资产投资季节性（官方口径）



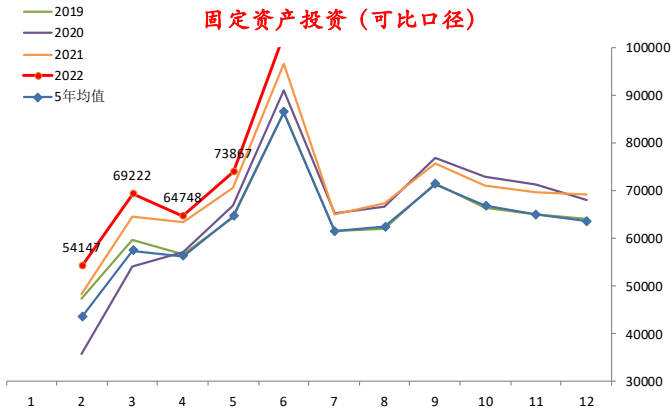
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 11 固定资产投资季节性（可比口径）



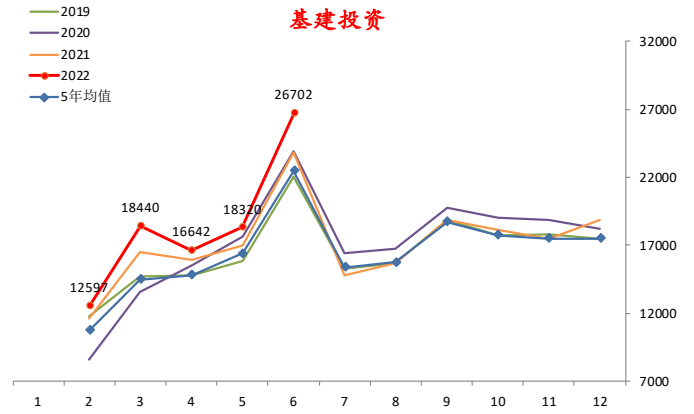
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 12 基建投资季节性



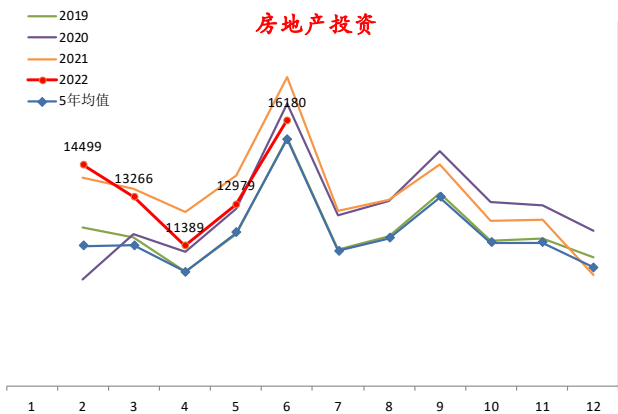
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 13 房地产投资季节性

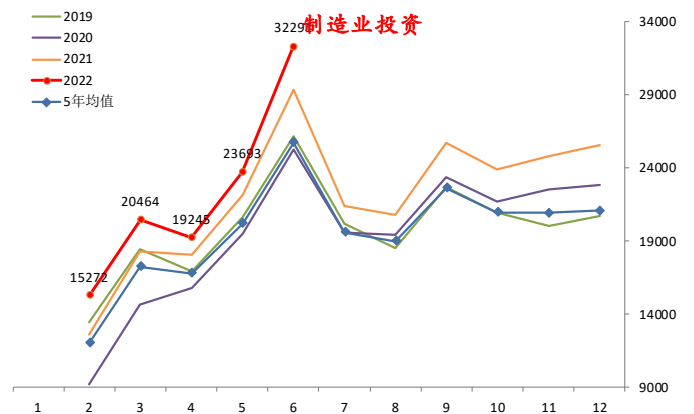


数据来源：Wind、方正中期研究院

图 14 制造业投资季节性



数据来源：Wind、方正中期研究院



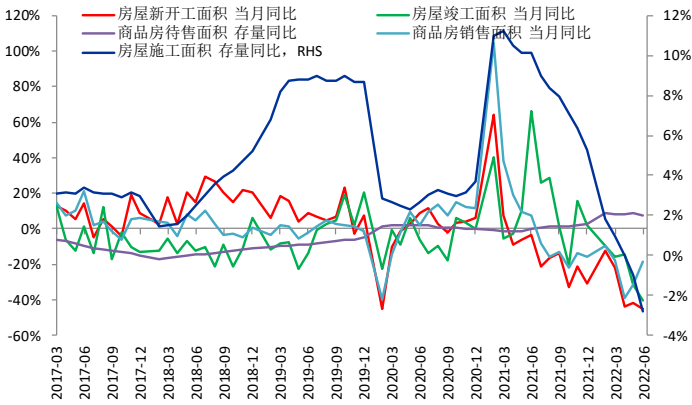
数据来源：Wind、方正中期研究院

具体来看房地产 6 月同比增速。新屋开工、房屋施工、房屋竣工面积负增长均有所扩大，房屋待售面积增速下降，商品房销售面积降幅收窄。边际上看，新屋开工、房屋施工、房屋竣工面积均处于极低水平，表现弱于季节性。待售面积明显下降，主要受到销售回升的影响。同时，购置土地面积弱于季节性，并且明显处于低位。疫情对房地产上游开工、施工影响已经结束，但开工、施工依然未出现明显恢复，显示虽然销售

开始恢复，但短期房企流动性改善非常有限。

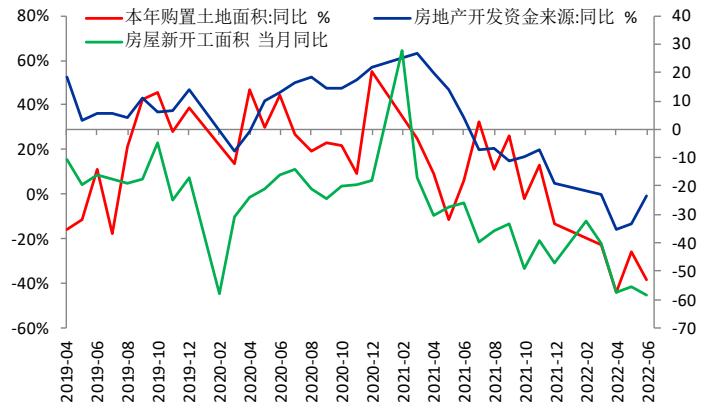
从资金角度看，房地产开发资金来源上行符合季节性，但仍处在低位。其中国内贷款、自筹资金、均弱于季节性，反应表内和非标融资仍处于紧张状态。定金及预收款、个人按揭贷款超季节性回升，但绝对水平也低于5年均值而去年同期。销售虽然改善，但幅度依然不足。此外，近期各地曝出多起期房交付推迟甚至成为烂尾楼事件，更反映出行业整体流动性依然处于非常紧张状态。前期一系列稳房地产的政策效果仍有待进一步显现。但7月销售已经重回正常水平，预计房地产市场整体仍是在向好的方向中，下半年销售可能持续修复，对房企缓和资金紧张、稳定房地产投资带来实质利好。

图 15 房地产行业五大指标



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 16 房地产投资上游领先指标



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 17 新屋开工季节性

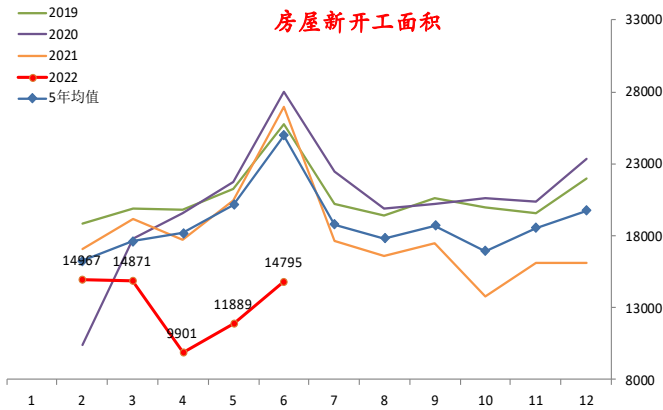
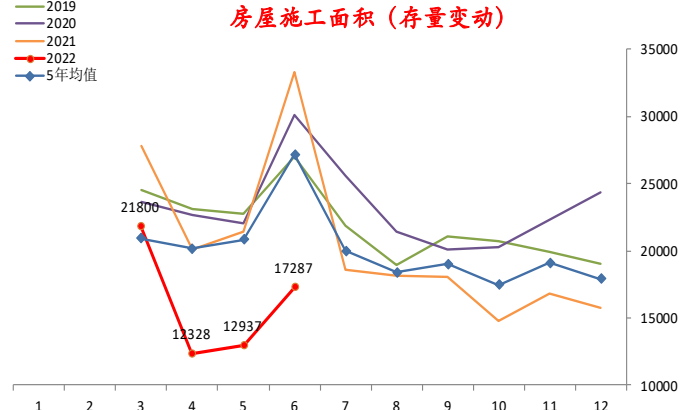


图 18 房屋施工季节性



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_44970

