

2022年07月17日

经济继续修复，但地产不确定性较高——6月经济数据点评

■2022年7月15日，统计局公布经济数据显示，二季度GDP同比0.4%，6月主要经济指标均有所改善，其中消费、制造业和基建投资表现亮眼，工业生产的修复低于预期，房地产投资继续拖累。

■在国内疫情和地缘冲突的负面影响下，2022年二季度国内经济增长明显受挫。二季度国内生产总值292,464.0亿元，按不变价格计算，同比增长0.4%，较一季度回落了4.4个百分点，且低于市场预期的1.1%。从环比来看，二季度GDP当季环比比较2017-2019年同期均值低14.8%左右，创下2020年以来的最大值，反映二季度以来经济受到的冲击较大。

■消费当月同比由负转正，后续难以实现强劲复苏。6月社零当月同比自-6.7%回升至3.1%，显著好于市场预期的-0.5%；1-6月累计同比自-1.5%回升至-0.7%。消费的超预期回升主要受以下因素的拉动，首先，随着一系列汽车消费刺激政策的落地，6月汽车销售情况明显改善，增速回升靠前，对消费形成强有力的拉动；其次，汽车以外的社零当月同比也回升至1.8%，分行业来看，6月随着上海正式解封和全国疫情形势的趋稳，线下的服务型消费明显恢复，餐饮消费同比较上月的-21.1%大幅收窄至-4.0%，化妆品、金银珠宝等可选消费品增速也由负转正，修复明显。但地产相关的建筑装饰和家电、家具等消费表现仍然偏弱，对消费增速形成一定拖累。从影响因素拆分来看，一方面当前餐饮消费同比仍为负，且短期内疫情仍有反复的可能，或对线下餐饮和服务业消费的继续修复造成一定干扰；另一方面，6月份全国城镇调查失业率和31个大城市城镇调查失业率虽较前值有所回落，但仍处于历史高位，就业压力较大；同时，二季度城镇居民和全国居民的消费倾向双双回落，城镇居民与全国居民的平均消费倾向之差进一步扩大，居民消费信心指数仍处于历史低位。往后来看，短期内线下消费场景或受到疫情反复的干扰，结合就业压力较大，居民收入预期和消费意愿难见明显改善，预计消费后续改善的节奏可能偏慢，难以实现强劲复苏。

■出口超预期上行，但后续或承压较大。6月出口金额当月同比自前值16.9%进一步上行至17.9%，高于预期值11.9%，再创今年以来的增速新高；进口金额增速则从4.1%回落至1.0%，反映当前内需修复仍偏弱。出口的超预期回升主要还是由于6月复工复产进一步推进，前期积压订单继续释放，且整月疫情形势控制较好，供应链保持顺畅，出口货源得到有效补充，中下旬港口吞吐量明显回升。展望下半年，前期积压订单的释放已基本结束，且从出口三分项中来看，随着海外逐渐退出疫情防控，今年防疫物资出口持续负增长；美国财政刺激效果逐渐消退，叠加欧美主要经济体持续高通胀和货币政策收紧，料将拖累海外居民消费需求，预计消费品出口将明显承压；欧美经济动能趋弱，全球主要经济体6月PMI普遍下行，海外PMI新订单处于历史较低水平，预计后续工业生产相关出口的回升空间有限。另一方面，今年4月，我国出口份额有所下降，预计随着疫情后海外经济体生产能力的持续恢复，我国出口份额大概率会延续回落。往后来看，在2021年高基数影响下，出口主要分项动能趋弱和出口份额向中枢回归都将加大未来出口承压，我国出口回升的持续性预计不强，后续或仍承压较大。

■基建投资增速创年内新高，但全年增速中枢料处于6-7%水平附近。随着疫情形势趋于稳定和稳增长政策的进一步发力，各地基建项目开工和落地节奏加快，6月基建投资当月同比自7.9%进一步上行至12.0%，创年内增速新高；1-6月累计同比自8.2%回升至9.3%。往后来看，新增专项债已于6月底基本发行完，8月底前资金料基本拨付到位，且近期政策性银行将加大对基建项目的支持力度，短期内或将支撑基建增速进一步回升。但全年来看，2022年财政支出扩张大致拉动基建投资增速6-7%，尽管上半年基建项目发力前置使得增速高于这一水平，但后续若无新的资金来源，全年基建增速中枢料将大体仍处于6-7%水平附近。

固定收益主题报告

证券研究报告

池光胜

分析师

SAC执业证书编号：S1450518100003
chigs@essence.com.cn

高文君

分析师

SAC执业证书编号：S1450521080001
gaowj@essence.com.cn

相关报告

成都土拍零距离（12/22）：

二拍热度回升，主流国企拿地积极

城投债务透视（12）：西安篇2022-07-14

南京土拍零距离（11/22）：

二拍热度回升，主流国企拿地积极

总量结构均在改善，但未到

强劲回升时——6月金融数据2022-07-12
据解读

新能源行业转债梳理（3）

2022-07-10

——产业链看转债系列三

■6月地产销售好转，是否筑底仍有待观察，但即使销售见底，后续回暖预计也会偏慢，投资持续低迷未来料将继续承压。销售端来看，随着疫情后购房需求的释放和前期政策放松的逐渐生效，6月商品房销售继续改善，销售面积同比自5月的-31.8%进一步上行至-18.3%，但7月上旬商品房销售高频数据又快速回落，当前居民购房意愿并没有完全扭转，少数楼盘停贷事件可能会对部分居民购房信心带来一定影响，地产销售仍面临不确定性，是否筑底有待观察。且即使销售已见底，后续回暖节奏上预计也偏慢，首先，从宏观层面看，疫情冲击下居民加杠杆动力不足，再考虑到居民购房信心问题，可能会加大销售回暖的难度。其次，在行业层面，一方面从房企类型看，流动性困境发生以来，居民对出险房企楼盘可否顺利交付的疑虑尚未消除，预计民企销售恢复较慢，而民企占比可能在60%以上，这会明显拖累全国商品房销售恢复节奏；另一方面，从城市能级看，6月份一二线城市率先复苏，而占全国销售2/3以上三四线城市的复苏较慢，或将拖累后续商品房销售的回暖节奏。投资端来看，6月房地产投资增速从-7.8%回落至-9.4%，其中新开工面积、施工面积、拿地面积降幅分别扩大至44.9%、48.1%、52.8%。往后来看，房地产投资仍面临较大的下行压力，一方面，在尚未走出困境的背景下，出险房企拿地意愿和拿地能力双双不足，今年首轮集中供地热度一般，流拍率、溢价率虽略有修复但仍处于较弱水平；另一方面，当前房企现金流压力较大，且近期停贷事件对销售的负面影响或将进一步加大房企的资金压力，结合库存仍较高，房企在销售明显走强之前进行主动施工（新开工）的意愿不足。

■制造业投资增速继续改善，预计下半年重回两位数增速的难度较大。6月制造业投资当月同比自7.1%进一步上行至9.9%，基本回升至2021年下半年的水平，但仍明显低于今年年初；1-6月制造业投资累计同比自前值10.6%继续回落0.2个百分点至10.4%。制造业投资增速的回升主要是由于6月出口超预期改善，计算机电子和机械设备等出口相关行业同比增速继续靠前，拉动制造业增速上行；另一方面，随着疫情形势趋稳，复工复产的加速也带动了企业生产经营投资需求增加。2020年二季度以来，制造业投资的回升主要来自计算机、电子和机械设备等出口相关行业的拉动，但考虑到后续出口承压较大，以及工业企业库存持续处于历史较高水平，再加上内需不足，预计下半年重回两位数增速的难度较大。

■工业增加值好转不及预期，后续修复的空间或继续受到制约。6月工业增加值同比自前值0.7%上行至3.9%，但不及预期值4.5%；工业增加值季调环比放缓至0.8%。三分项中，制造业同比自前值0.1%回升至3.4%，复工复产进程加快和出口的超预期回升，成为主要推动因素。制造业子行业中，前期受上海疫情影响较大的汽车制造业表现最为亮眼，增速自-7.0%回升至16.2%；出口占比较高的电气机械、计算机电子增速继续靠前。随着复工复产加速推进且夏季备煤需求增加，上游采矿业同比自前值7.0%上行至8.7%，电热气水行业则自前值0.2%回升至3.3%。从产销率来看，1-6月累计产销率为96.2%，仍处于近年来同期最低位，反映当前生产较需求的修复更快，需求不足仍是当前经济的主要矛盾。6月生产情况继续改善，制造业PMI重回荣枯线上方，经济重回扩张，但往后来看，考虑到产成品库存仍处历史高位，在手订单和出厂价格均处于2020H2以来低位，且需求恢复偏弱，预计后续产需难以持续背离，生产修复的空间或继续受到制约。

■6月生产、投资和消费继续修复，主要经济指标有所改善，往后来看，随着疫情趋稳和稳增长政策的继续发力，经济料将继续修复，但考虑到就业压力较大，居民收入增速和消费意愿难见明显改善，预计消费改善的节奏可能偏慢；出口回升的持续性预计不强，后续或承压较大；房地产销售是否筑底仍有待观察，但即使销售见底，后续回暖预计也会偏慢，地产投资料将继续承压；制造业投资增速下半年重回两位数增速的难度较大，叠加产销率处于低位，生产后续修复的空间或继续受到制约，预计后续经济恢复节奏可能偏慢，“稳增长”与“促需求”仍需持续发力。展望下半年，虽然不能完全排除债市在某个时刻变盘转熊的可能性，但在当前“货币政策料将继续维持宽松，资金料将继续维持低位，社融料将难以强劲回升”的背景下，我们继续坚持利率债“震荡为主+择时交易”和债市“票息为主+交易增厚”的策略观

点，但应逐步降低久期。

■风险提示：疫情发展超预期、信用风险超预期等

内容目录

1. 二季度 GDP 增速大幅回落，环比增速差值创下新低	5
2. 消费当月同比由负转正，但后续改善的节奏可能仍偏慢	6
3. 出口超预期上行，但后续或仍承压较大	7
4. 基建投资创年内新高，但全年增速中枢料处于 6-7% 水平附近	8
5. 地产销售好转但后续回暖预计偏慢，投资持续低迷未来料将继续承压	8
6. 制造业投资增速继续改善，预计下半年重回两位数增速的难度较大	10
7. 工业增加值好转不及预期，后续修复的空间或继续受到制约	10

图表目录

图 1: GDP 当季同比与历史对比 (%)	5
图 2: GDP 当季环比与历史对比 (%，2021-2022 年 GDP 当季值均转化为 2015 年作为基期)	5
图 3: 6 月经济数据概览 (%)	5
图 4: 主要分项当月同比与前值对比 (%)	6
图 5: 消费当月同比由负转正 (%)	6
图 6: 6 月失业率有所回落但仍处于高位 (%)	6
图 7: 统计局消费者信心指数仍处于历史低位 (%)	6
图 8: 二季度城镇和全国居民消费倾向双双回落 (%)	6
图 9: 消费各分项 2022 年 6 月增速较 5 月变化 (%)	7
图 10: 出口三分项当月同比增速，可以看出今年以来防疫物资出口同比拉动明显减弱 (%)	7
图 11: 4 月中国出口份额下行，未来或延续回落 (%)	7
图 12: 6 月中下旬主要港口货物吞吐量同比转正 (%)	8
图 13: 欧美经济动能趋弱，PMI 普遍回落 (%)	8
图 14: 6 月基建投资增速有所回升 (%)	8
图 15: 2022 年 31 省加权投资目标从 7.8% 上升至 8.2% (%)	8
图 16: 6 月房地产投资增速持续低迷，销售继续改善 (%)	9
图 17: 新开工、拿地和施工面积增速仍处于低位 (%)	9
图 18: 6 月地产销售数据继续回暖，但 7 月上旬再度回落 (%)	9
图 19: 当前房地产企业的库存压力较大 (%、万平方米)	9
图 20: 首轮土拍流拍率、溢价率略有改善，但仍处于较弱水平 (%)	9
图 21: 2022 年首轮土拍民企拿地参与度明显下降 (%)	9
图 22: 6 月制造业投资当月同比有所回升 (%)	10
图 23: 工业企业产成品仍处于高位 (%)	10
图 24: 制造业子行业 2022 年 6 月增速较 5 月变化 (%)	10
图 25: 工业增加值当月同比继续回升 (%)	11
图 26: 沿海八省动力煤日耗合计 (万吨)	11
图 27: 6 月 PMI 生产指数重回荣枯线以上 (%)	11
图 28: 6 月出厂价格指数延续下行 (%)	11
图 29: 6 月制造业、采矿业和电热气水行业生产增速全部回升 (%)	12
图 30: 2022 年 1-6 月工业企业产销率处于历史同期低位 (%)	12
图 31: 工业子行业 2022 年 6 月增速较 5 月变化 (%)	12

7月15日，统计局公布了经济数据显示：(1) 二季度国内生产总值 292,464.0 亿元，按不变价格计算，同比增长 0.4%，较一季度回落了 4.4 个百分点，且低于市场预期的 1.1%。(2) 社零 6 月当月同比自 -6.7% 回升至 3.1%，显著好于市场预期的 -0.5%；1-6 月累计同比自 -1.5% 回升至 -0.7%。(3) 6 月基建投资当月同比自 7.9% 进一步上行至 12.0%，创年内增速新高；1-6 月累计同比自 8.2% 回升至 9.3%。(4) 6 月商品房销售边际改善，销售面积同比自 5 月的 -31.8% 回升至 -18.3%；6 月房地产投资增速从 -7.8% 回落至 -9.4%。(5) 6 月制造业投资当月同比自 7.1% 进一步上行至 9.9%；1-6 月制造业投资累计同比自前值 10.6% 继续回落 0.2 个百分点至 10.4%。(7) 6 月工业增加值同比自前值 0.7% 上行至 3.9%，但不及预期值 4.5%；工业增加值季调环比放缓至 0.8%。

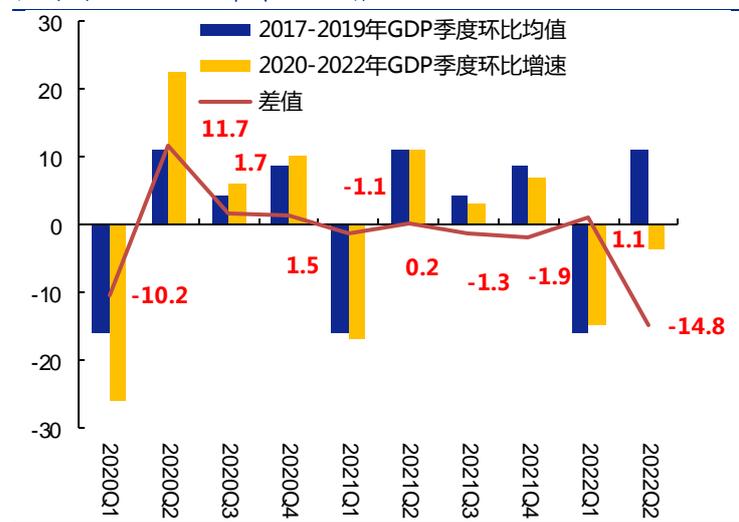
1. 二季度 GDP 增速大幅回落，环比增速差值创下新低

图 1: GDP 当季同比与历史对比 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 2: GDP 当季环比与历史对比 (%，2021-2022 年 GDP 当季值均转化为 2015 年作为基期)



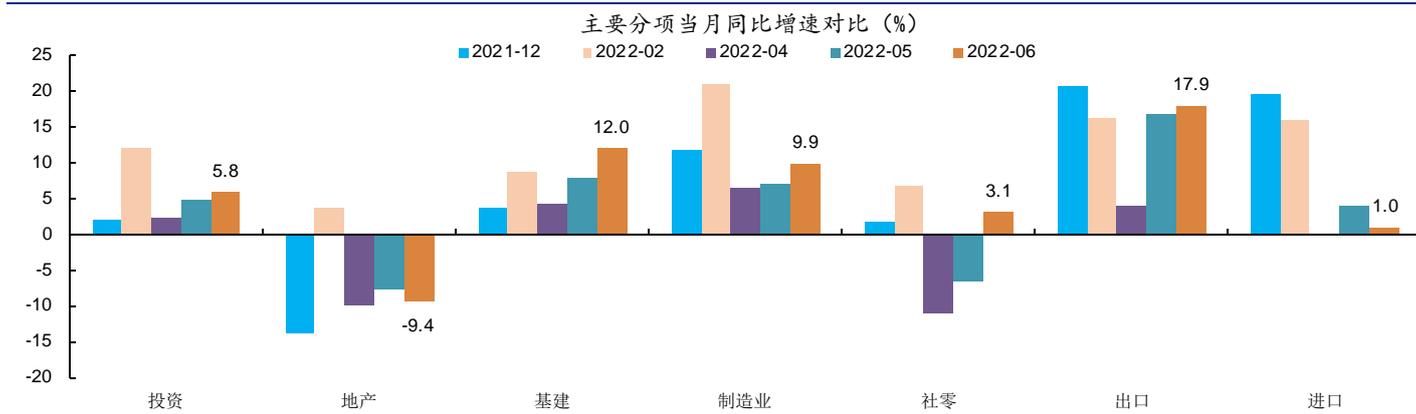
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 3: 6 月经济数据概览 (%)

季度数据时点		2022/06	2022/05	2022/04	2022/03	2022/02
经济	GDP实际值 (当季同比)	0.4 ↓	-	-	4.8	-
月度数据时点		2022/06	2022/05	2022/04	2022/03	2022/02
经济	工业增加值 (当月同比)	3.9 ↑	0.7	-2.9	5.0	7.5
	工业增加值 (环比季调)	0.8 ↓	4.2	-4.1	0.4	0.5
投资	总体 (累计同比)	6.1 ↓	6.2	6.8	9.3	12.2
	地产 (累计同比)	-5.4 ↓	-4.0	-2.7	0.7	3.7
	基建 (含电力, 累计同比)	9.3 ↑	8.2	8.3	10.5	8.6
	制造业 (累计同比)	10.4 ↓	10.6	12.2	15.6	20.9
地产	地产投资 (当月同比)	-9.4 ↓	-7.8	-10.1	-2.4	3.7
	商品房销售面积 (当月同比)	-18.3 ↑	-31.8	-39.0	-17.7	-9.6
	新开工面积 (当月同比)	-45.1 ↓	-41.8	-44.2	-22.2	-12.2
	本年购置土地面积 (当月同比)	-52.8 ↓	-43.1	-57.3	-41.0	-42.3
	狭义施工面积 (当月同比)	-48.1 ↓	-39.7	-38.7	-21.5	1.8
消费	社会消费品零售 (当月同比)	3.1 ↑	-6.7	-11.1	-3.5	6.7
进出口	出口金额 (美元计价, 当月同比)	17.9 ↑	16.9	3.9	14.6	16.3
	进口金额 (美元计价, 当月同比)	1.0 ↓	4.1	-0.1	0.1	16.1

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 4：主要分项当月同比与前值对比 (%)



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

2. 消费当月同比由负转正，但后续改善的节奏可能仍偏慢

图 5：消费当月同比由负转正 (%)



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 6：6 月失业率有所回落但仍处于高位 (%)



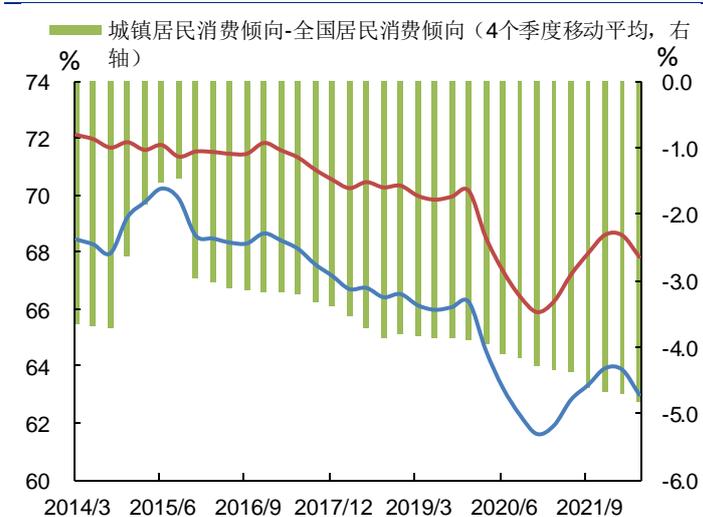
资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 7：统计局消费者信心指数仍处于历史低位 (%)



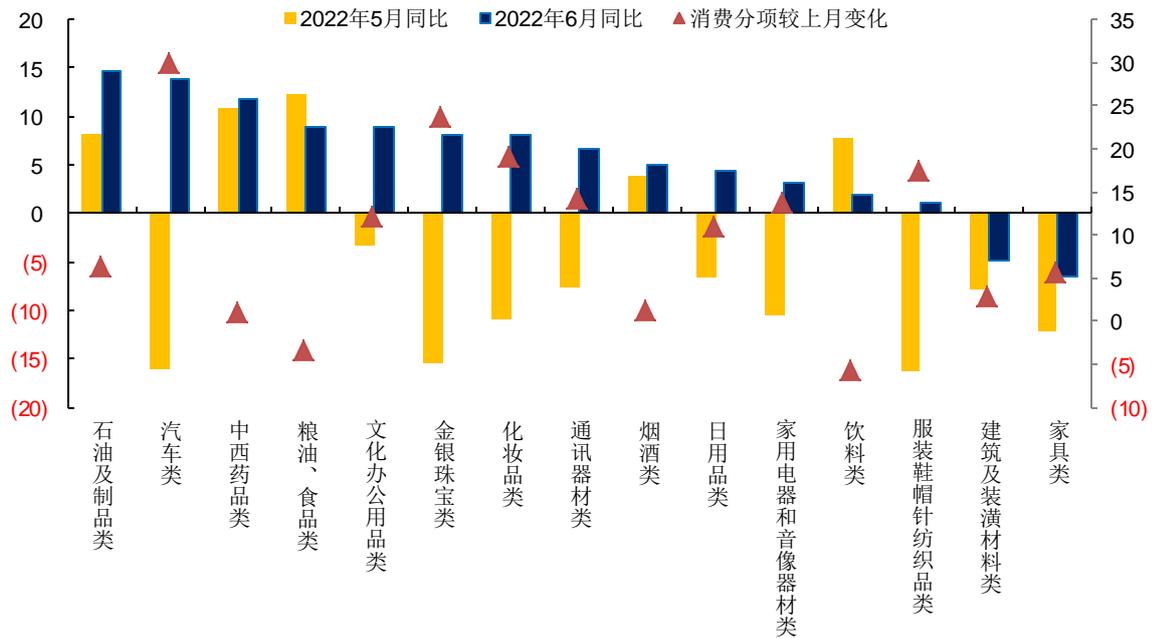
资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 8：二季度城镇和全国居民消费倾向双双回落 (%)



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

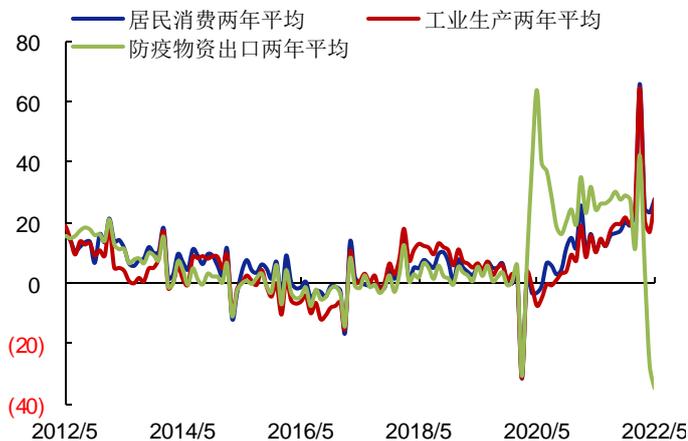
图 9：消费各分项 2022 年 6 月增速较 5 月变化 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

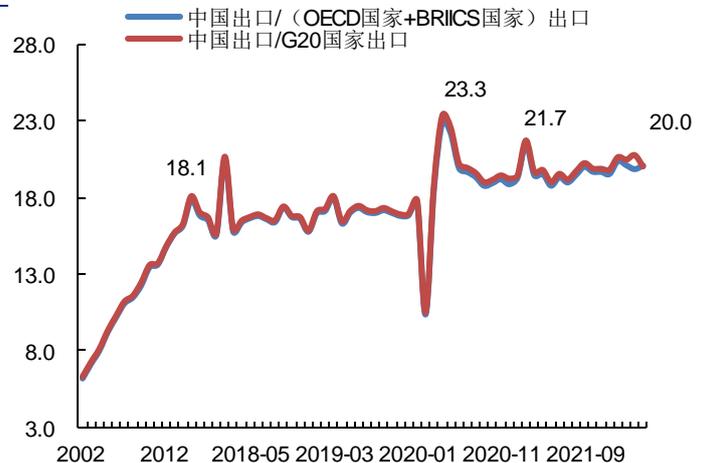
3. 出口超预期上行，但后续或仍承压较大

图 10：出口三分项当月同比增速，可以看出今年以来防疫物资出口同比拉动明显减弱 (%)



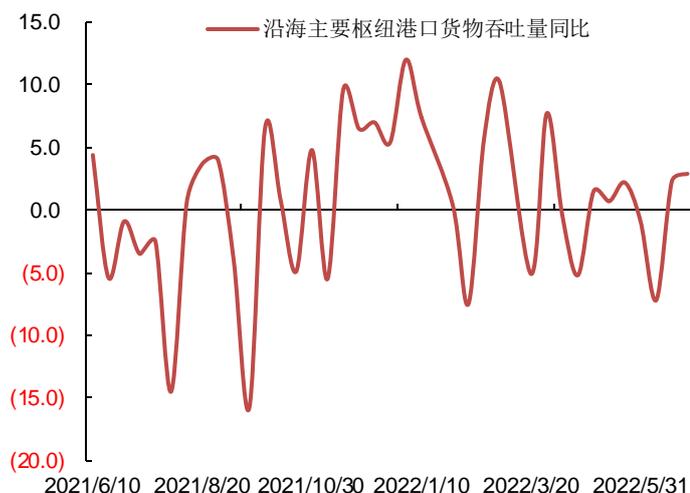
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 11：4 月中国出口份额下行，未来或延续回落 (%)



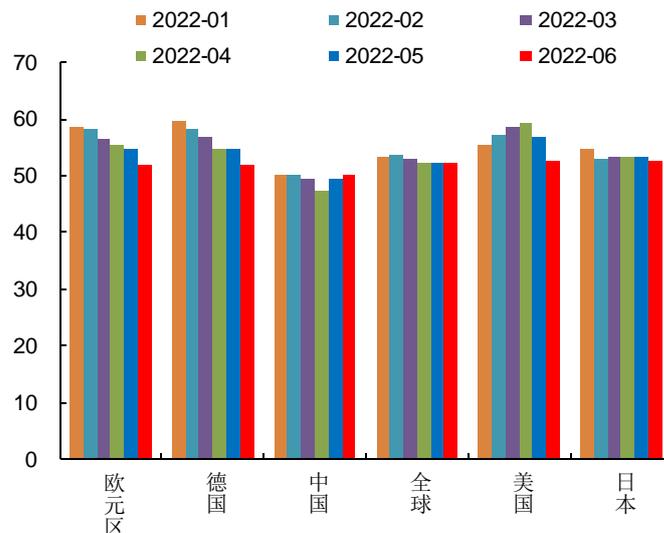
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 12: 6 月中下旬主要港口货物吞吐量同比转正 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 13: 欧美经济动能趋弱, PMI 普遍回落 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

4. 基建投资创年内新高, 但全年增速中枢料处于 6-7% 水平附近

图 14: 6 月基建投资增速有所回升 (%)

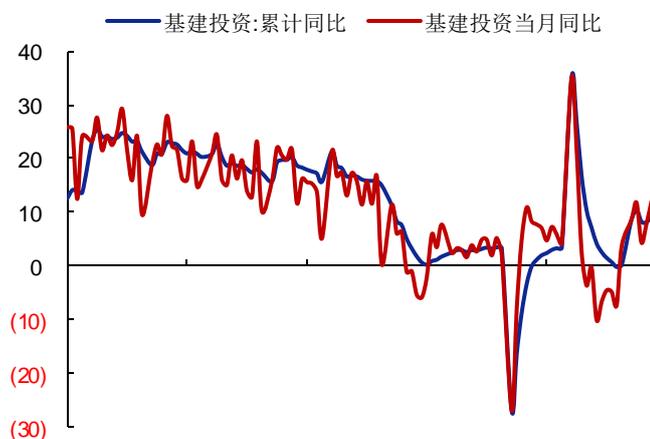
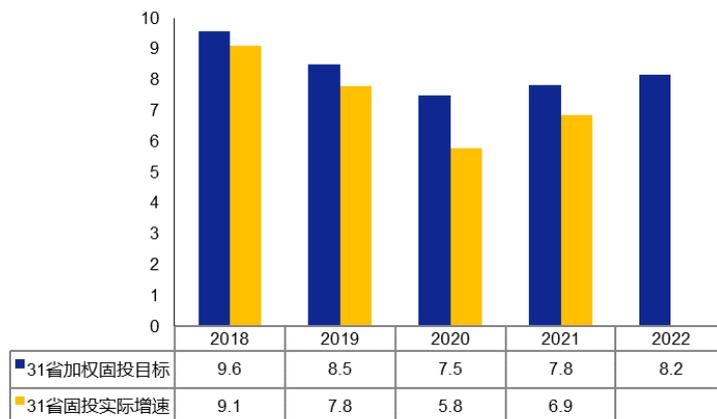


图 15: 2022 年 31 省加权投资目标从 7.8% 上升至 8.2% (%)



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_44056

