

## 总量研究

## 结构有亮点，后续政策需适当加码

## ——2022年二季度和6月经济数据点评兼债市观点

## 要点

## 事件：

2022年二季度和6月经济数据：1) 二季度国内生产总值29.24万亿元，实际增长0.4%，上半年经济增速为2.5%（一季度增速为4.8%）；2) 6月规模以上工业增加值同比增长3.9%，前值为0.7%；3) 1-6月固定资产投资同比增长6.1%，前值为6.2%；4) 6月社会消费品零售总额同比增长3.1%，前值为-6.7%。

## 点评：

**经济增速低于市场预期，且基本面分化明显，后续稳增长需要政策适当加码。**二季度我国国内生产总值实际增长0.4%，低于市场预期值。当前经济大致呈现以下结构特点：生产恢复相对较快，三、四季度可能恢复至一季度水平；需求分化明显，同时存在内外需的分化以及内生与外生需求的分化；通胀环境持续改善。疫情的影响仍具有不确定性，经济内生动力仍在恢复过程中，年初确立的政策工具释放较快，后续需要政策适当加码以更好的实现稳增长。

**工业生产正在恢复但低于3月水平，后续有不少恢复空间，且可能在主要经济指标中最早恢复到一季度水平。**6月规模以上工业增加值同比增长3.9%，环比增速为0.84%；当前生产仍处在恢复过程中，稍不及预期，但后续仍有不少恢复空间，焦点主要看制造业生产。

**投资恢复速度加快，但地产投资修复受阻，制造业投资基本恢复到去年4季度的较高水平，基建投资增速创年内新高，是稳增长的重要抓手。**6月固定资产投资同比增速为5.6%，投资恢复的速度整体在加快。从结构来看：地产投资走弱，修复受阻；制造业投资增速大致恢复至去年4季度水平；6月基建投资增速创年内新高，后续仍将是稳增长的抓手，但需要解决资金来源问题。

**6月社消同比环比增速均在提升，必选消费继续维持高水平，汽车消费恢复最快，服务类消费仍较慢。**6月社消同比和环比增速都有一定程度的提升。从结构来看，必选消费继续维持高水平；可选消费中，汽车消费在政策推动下，提升幅度最大；与地产消费联系较大的家电消费同比增速只有3.2%，侧面反映地产需求端的疲弱；以餐饮为代表的服务类消费同比增速降幅有所收窄，但仍为负增长，显示这类消费恢复较慢。

## 债市观点

今年以来至今，利率债二级市场大致经历了3个不同的演变阶段。后续来看：1) **短端利率走势可能更为确定。**目前资金面相对宽裕，且宽信用仍在途中，资金面持续宽松的情况预计年内将继续维持；而在美联储加息周期中，我国政策利率下降的空间有限，因此资金利率难有继续下降的动力。2) 基本面应该已经度过了最艰难的时期，但后续基本面很难有太好的表现。**这一背景下，长端利率很难出现趋势性的向上机会，我们认为整体将在2.8%左右震荡，而2.7%则可能是年内的低位。**3) 整体来看，后继债市可能很难出现大的交易机会，择机入场也要适时退场。

## 风险提示

近期疫情有所反复，后续全球经济复苏的不确定因素仍存；国内经济仍处于恢复进程中，疫情带来的衍生风险也不能忽视。

## 作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001

010-56513035

zhang\_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001

010-56513081

weiwx@ebsecn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004

010-56513038

lishuchuan@ebsecn.com

联系人：方钰涵

010-56513071

fangyuhuan@ebsecn.com

联系人：毛振强

010-56513030

maozhenqiang@ebsecn.com

联系人：董乃睿

010-56513032

dongnr@ebsecn.com

## 相关研报

供需均在恢复中，但有所分化——2022年5月经济数据点评兼债市观点（2022-06-16）

主要指标均有明显下降，关注后续恢复情况——2022年4月经济数据点评兼债市观点（2022-05-16）

## 1、事件

2022年7月15日，国家统计局公布2022年二季度和6月经济数据：

- 1) 二季度国内生产总值 29.24 万亿元，实际增长 0.4%，上半年经济增速为 2.5%（一季度增速为 4.8%）；
- 2) 6 月规模以上工业增加值同比增长 3.9%，前值为 0.7%；
- 3) 1-6 月固定资产投资同比增长 6.1%，前值为 6.2%；
- 4) 6 月社会消费品零售总额同比增长 3.1%，前值为-6.7%。

## 2、点评

### 2.1、经济增速低于市场预期，且基本面分化明显，后续稳增长需要政策适当加码

初步核算，2022年二季度我国国内生产总值实际增长 0.4%（Q1 实际经济增速为 4.8%），低于市场预期值（Wind 统计的市场预期均值为 1.4%）。整体来看，二季度经济在疫情冲击下，4 月份深度下跌，5 月触底初步反弹，6 月则企稳回升，但恢复的速度仍然较慢。另外，二季度 GDP 环比增速为-2.6%，近年来仅高于 2020Q1（当时为-10.5%），同样反映了经济遇到的冲击较大。

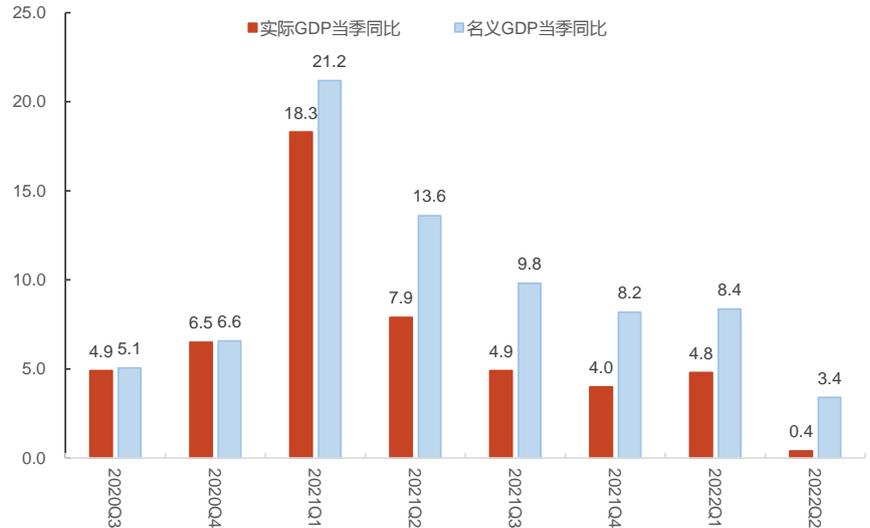
**从结构来看，当前经济大致呈现以下特点：**

**生产恢复相对较快。**一季度规模以上工业增加值同比增长 6.5%，4 月工业生产增速触底（当月增速为-2.9%）后，5、6 月持续恢复，目前大致恢复至 2021 年 9-12 月水平，离今年一季度尚有一定差距，但三、四季度可能恢复至一季度水平。

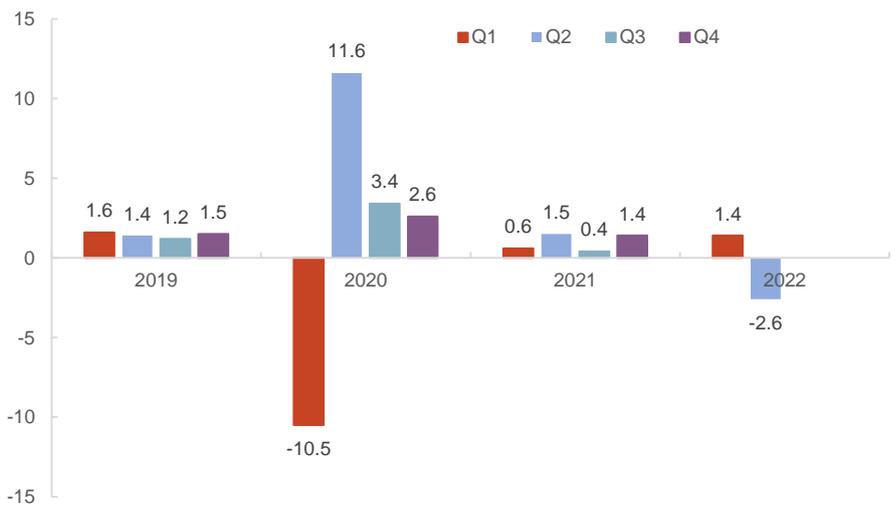
**需求分化明显，同时存在内外需的分化以及内生与外生需求的分化。**外生性需求方面，5、6 月出口增速（以美元计）分别为 16.9%、17.9%，仍维持在高增速水平；投资领域，与外需紧密联系的制造业投资增速基本恢复到去年 4 季度的较高水平；而财政政策上半年集中发力推动基建投资增速创年内新高，成为稳增长的重要抓手。内需方面，地产投资持续疲弱，修复受阻；6 月消费有所恢复，但增速仍较低。

**通胀环境持续改善，**二季度名义 GDP 增速为 3.4%（Q1 为 8.4%），GDP 平减指数为 3%（Q1 为 3.6%），且从去年 2 季度以来，平减指数呈持续改善态势，说明通胀环境整体正在改善。

整体来看，当前基本面正从疫情冲击中走出，仍处于恢复过程中。展望后续，疫情的影响仍具有不确定性，经济内生动力仍在恢复过程中。宏观政策方面，尤其是财政政策，年初确立的政策工具释放较快，后续需要政策适当加码以更好的实现稳增长。

**图表 1：2022Q2 实际 GDP 当季同比增长 0.4%**


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

**图表 2：2019 年以来实际 GDP 当季环比情况**


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

## 2.2、 工业生产正在恢复但低于 3 月水平，后续有不少恢复空间，可能在主要经济指标中最早恢复到一季度水平

2022 年 6 月规模以上工业增加值同比增长 3.9%（前值为 0.7%）；6 月份环比增速为 0.84%（前值为 4.22%）。

6 月工业生产数据，同比增速较 5 月出现提升，预示工业生产正在恢复。随着疫情防控开始进入常态，生产的恢复是顺理成章的事情，需要关注的是，如何评价目前恢复的水平。可以从以下几个视角对工业生产进行评价：

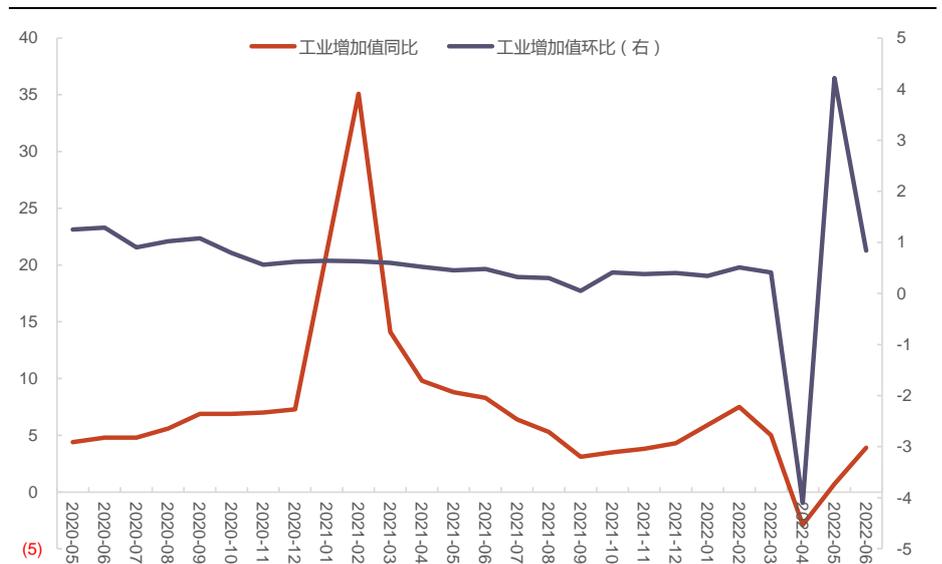
第一是，**从市场预期来看**，6月规模以上工业增加值同比增速为3.9%，低于Wind平均预期的4.6%；

第二，由于疫情冲击主要发生在3月后，因此一个不错的参照数据是3月工业生产的增速。3月规模以上工业增加值同比增速为5%，6月增速水平距这一水平仍有一定差距；

第三，**从结构来看**，6月采矿业增加值同比增长8.7%（前值为7%，上升1.7个百分点），制造业增加值同比增长3.4%（前值为0.1%，上升3.3个百分点），电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比增长3.3%（前值为0.2%，上升3.1个百分点）。在能源和上游价格居高不下背景下，采矿业供给环境较好，短期内生产仍可能维持在高增长水平；电力、热力、燃气及水生产和供应业生产增速则是季节性的上升（暑期来临）。因此这两项可能不是后续生产层面关注的重点，重点仍需要聚焦到制造业生产上来。6月制造业生产同比增速升至3.4%，低于1季度均值，但稍高于去年四季度。从这个数据来看，尽管4-5月工业生产受到限制，企业订单可能积压较多，但短期内制造业生产并没有集中释放。这其中可能仍有疫情反复带来的影响。

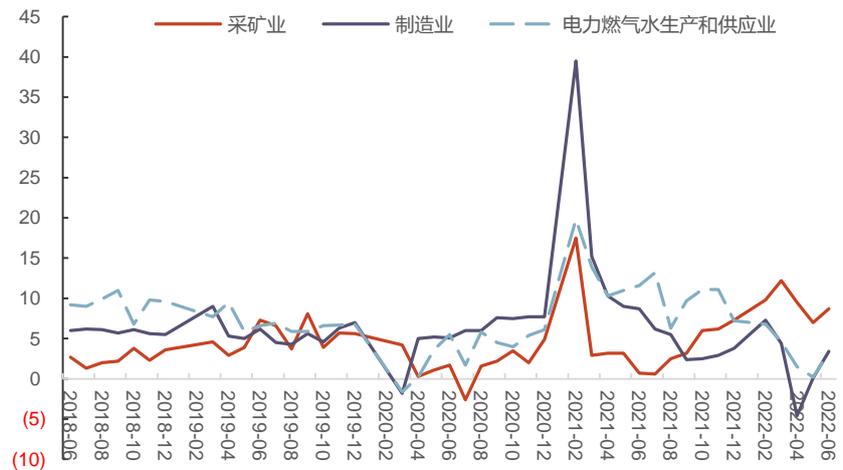
综合上述分析，**大致可以判断当前生产仍处在恢复过程中，稍不及预期，但后续仍有不少恢复空间，焦点主要看制造业生产**。考虑到6月我国出口仍维持在高增速水平，企业的订单短期内仍较为充足，后续工业生产有较好的支撑，在主要经济指标中，预计将推动规模以上工业增加值同比增速这一指标最先的回到一季度水平。

图表 3：6月规模以上工业生产同比增速继续向上，但提升幅度有限



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 4：6 月制造业生产同比增速升至 3.4%，后续恢复仍有空间



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

### 2.3、 投资恢复速度加快，但地产投资修复受阻，制造业投资基本恢复到去年 4 季度的较高水平，基建投资增速创年内新高，是稳增长的重要抓手

1-6 月全国固定资产投资 27.14 万亿元，同比增长 6.1%（前值为 6.2%）。**从环比增速来观察**，6 月固定资产投资环比增长 0.95%（前值为 0.83%），环比增速为去年 12 月以来新高，说明投资正处在快速恢复过程中。

**从当月增速来看**，6 月固定资产投资同比增速为 5.6%（前值为 4.6%，上升 1 个百分点），地产、制造业、广义基建投资同比增速分别为-9.4%、9.9%和 12%（前值分别为-7.8%、7.1%和 7.9%），分别变动-1.6、2.8 和 4.1 个百分点。

**结合来看，对于固定资产投资，大致结论如下：**

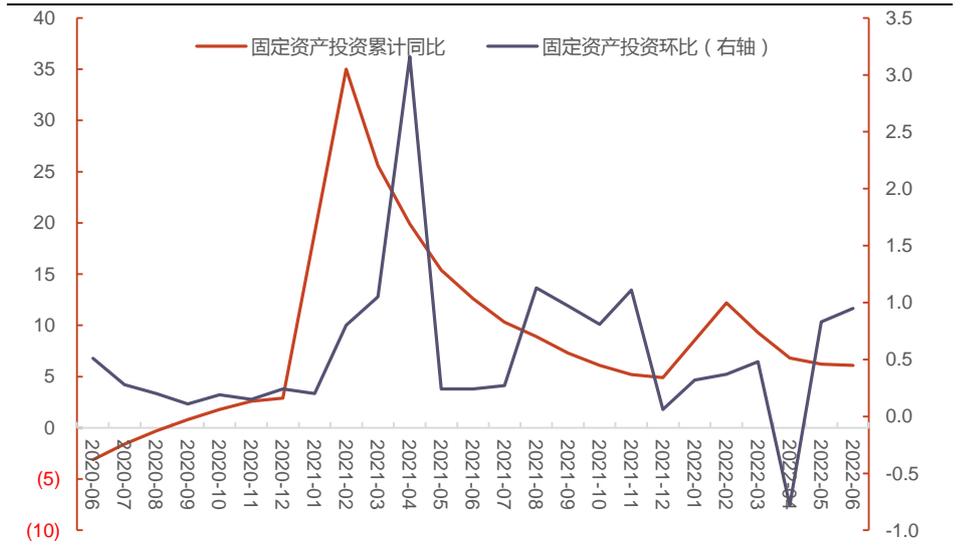
**整体来看**，一季度固定资产投资增速录得较高水平，4 月投资受疫情冲击明显，5 月投资有所恢复，6 月投资恢复的速度整体在加快。

**地产投资走弱，修复受阻。**2021 年起房地产开发投资累计同比增速逐月下降（今年 3 月累计增速较去年同期下降了近 25 个百分点）。当月增速中，今年 1-2 月同比增速回升，超出市场预期，但 3 月再次下降，4 月受疫情影响降幅扩大，5 月降幅稍有收窄，但仍比 3 月降幅要大，6 月投资增速降幅拉大。另外，6 月房地产开发景气指数为 95.40（低于 5 月的 95.60），从这些数据来看，说明目前地产市场景气较弱，需求似有改善但可持续性存疑，地产投资修复仍遇到较大阻力。

**制造业投资水平大致恢复至去年 4 季度水平。**经过连续 5 个季度去杠杆之后，工业企业资产负债表已经达到一定程度的修复，工业企业有一定的扩张能力，制造业投资对经济的支撑值得期待。受疫情影响 4 月制造业投资同比增速降至 6.4%（相较 3 月下降 5.6 个百分点），5 月回升至 7.1%，6 月则进一步提升至 9.9%，这一水平低于今年一季度的 15.6%，但基本恢复至去年 4 季度水平（2021Q4 制造业投资平均增速为 10.7%）。

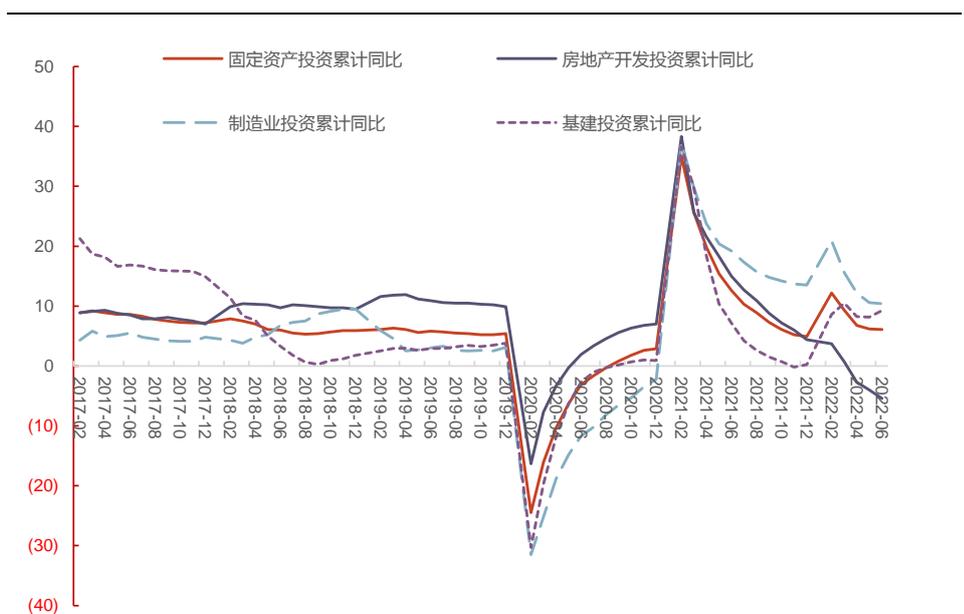
**6月基建投资增速创年内新高，后续仍将是稳增长的关键，但需要解决资金来源问题。**地产投资外，基建投资也是拖累2021年固定资产投资增速下降的重要原因，随着稳增长成为后续经济工作主要目标和宏观政策的着力点，市场对基建投资期望较高。今年一季度基建投资增速为10.5%，水平与市场预期基本一致。受疫情影响，4月基建投资同比增速仅为4.5%（较3月下降7.3个百分点），5月同比增速则回升至7.9%。6月广义基建投资增速为12%，单月增速创年内新高，说明基建投资是进一步发力稳增长的重要支撑。下半年基建投资仍是稳增长的关键，但需要解决资金来源的问题，这也是前文提到的政策需适当加码的重要原因。

图表 5：6月固定资产投资环比增速为 0.95%



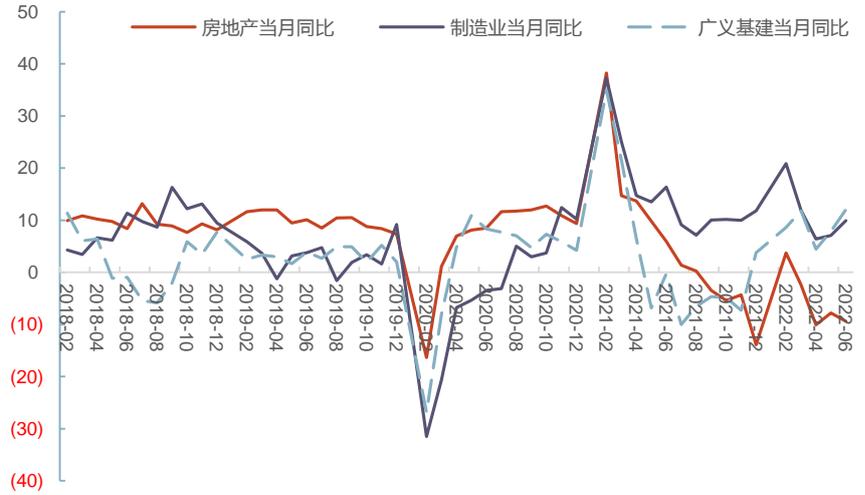
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 6：固定资产投资三大项累计增速情况



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 7：6 月基建投资增速创年内新高

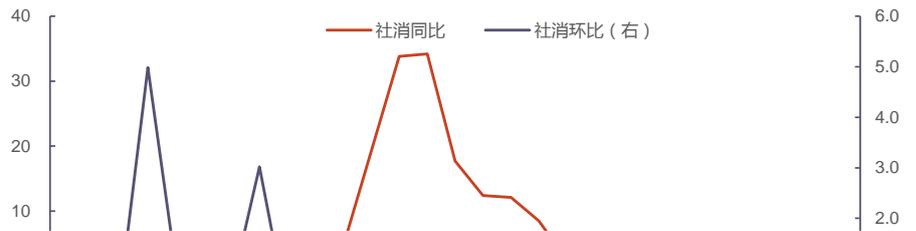


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

## 2.4、6 月社消同比环比增速均在提升，必选消费继续维持高水平，汽车消费恢复最快，服务类消费仍较慢

1-6 月份，社会消费品零售总额为 21.04 万亿元，同比下降 0.7%。6 月当月社消增速同比增长 3.1%，前值为下降 6.7%，是 3 月以来首次录得正增长。另外，从环比来看，6 月社消环比增速为 0.53%（前值为 0.03%）。6 月同比和环比增速都有一定程度的提升。需要注意的是，6 月汽车消费同比增速为 13.9%，剔除汽车消费后，社会消费实际同比增速只有 1.8%，反映目前汽车消费对整体的消费的支撑较高。

图表 8：6 月社会消费同比和环比增速均在提升



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\\_44071](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44071)

