

核心观点

韦志超  
首席经济学家  
SAC 执证编号: S0110520110004  
weizhichao@sczq.com.cn  
电话: 86-10-81152692

相关研究

- 6月外贸数据点评: 出口韧性或近尾声, 全球贸易格局生变
- 2022年宏观中期策略: 水涨船已高, 随波逐流
- 6月金融数据点评: 总量结构均有好转, 内生动力尚需观察

- **疫情冲击经济，一产展现韧性。**二季度经济在疫情的冲击下探底，一、二、三产受疫情影响依次加深，从三年平均同比增速来看，二季度GDP增长3.8%，较前值下降1.1个百分点。一产增长5.2%，较前值增加1.6个百分点；二产增长4.3%，较前值下降1.6个百分点；三产增长3.2%，较前值下降1.2个百分点。二季度一产同比增速较前值不降反升，原因或是猪肉的均衡量较去年同期仍在增加，拉动了一产GDP的增速。
- **消费弱、投资稳、出口强，只有地产增速为负。**6月消费继续修复，社零总额同比和三年平均同比增长3.1%和4.3%，较前值增加9.8和3.7个百分点。固定资产投资在基建和制造业投资的带动下表现不弱，同比和三年平均同比分别为5.9%和5.6%，较前值增加1.2和0.9个百分点。出口得益于外需旺盛和国内供应链压力缓释，边际走强。房地产的下探则尚未有明显改观，近来再添断贷新忧。
- **生产好于需求，外需好于内需。**6月工增与社零、工增与出口交货值三年平均同比增速反映的信息是，生产的修复要好于需求，外需要好于内需。从工增分项看，6月机械设备类等行业同比增速较高，并且大部分行业较5月同比增速有进一步的修复，其中汽车制造业的反弹幅度最大。
- **经济增速下行，微观个体承压。**城镇居民收入和支出增速在二季度较前值均有较大幅度的下行，支出比收入下行的幅度更大，反映了居民预防性储蓄的心理。就业整体好转，但16—24岁青年失业率持续上升，6月份达到19.3%。青年就业情况的明显好转或许要等到小企业的经营预期有明显改善。
- **后市展望。**经济在二季度探底并于5、6月份逐步修复，后续关键变量仍然是疫情，稳增长力度也需要关注。不确定性主要是房地产的走势和海外通胀与加息，此两项也分别是过去一周影响国内外资本市场走势的主要因素。往后看，股市在经历了超跌反弹之后进入了平台期。经济基本面预计将保持低位平稳，流动性维持中性偏松的状态。海外资本市场走势有一定的不确定性，但冲击最大的时候或已过去。因此，以业绩为支撑的结构性及个股机会更大。同时，需留意未来能源板块的调整风险。

风险提示：疫情超预期、地缘政治风险超预期

二季度经济在疫情的冲击下探底，一、二、三产受疫情影响依次加深，从三年平均同比增速来看，一、二、三产二季度同比增速依次递减。随着5、6月疫情好转和政策维稳，经济开始上行：生产好于需求，外需好于内需，除了地产都在修复。

从业态来看，消费及服务行业的弱势无需赘言，生产及制造业因供应链压力缓释和外贸强劲展现出了韧性，房地产的下探则尚未有明显改观，而且近来再添断贷新忧。固定资产投资在基建和制造业投资的带动下表现不弱，房地产投资则是拖累。

经济增速下行的压力也映射到了微观个体，居民收入和支出增速随之下行，16-24岁人口失业率持续上升，6月达到19.3%。

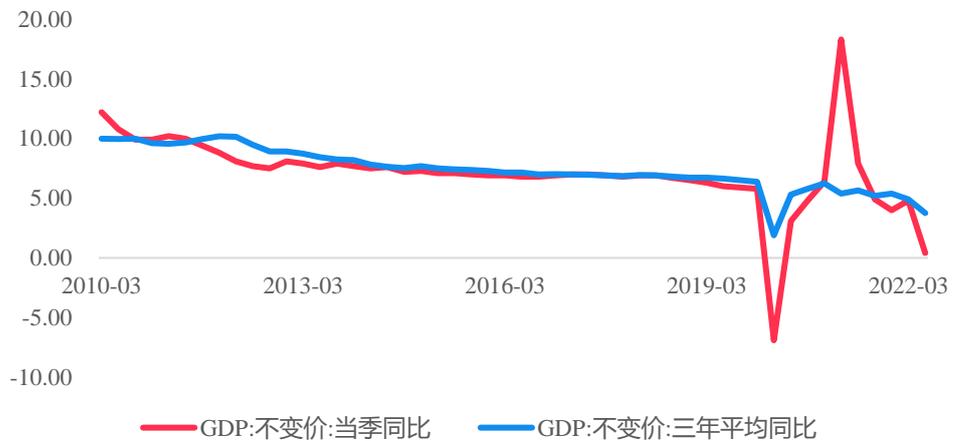
站在当前时点看，经济基本面预计将保持低位平稳，流动性维持中性偏松的状态。后续影响经济上行最关键的变量仍然是疫情，稳增长的政策力度也需要关注。不确定性主要是房地产的走势和海外通胀与加息。

## 1 疫情冲击经济，一产展现韧性

在疫情的冲击下，2022年上半年经济总体和一、二、三产GDP同比增速分别为2.5%、5.0%、3.2%、1.8%，其中二季度增速分别为0.4%、4.4%、0.9%、-0.4%，较一季度分别下降4.4、1.6、4.9、4.4个百分点。

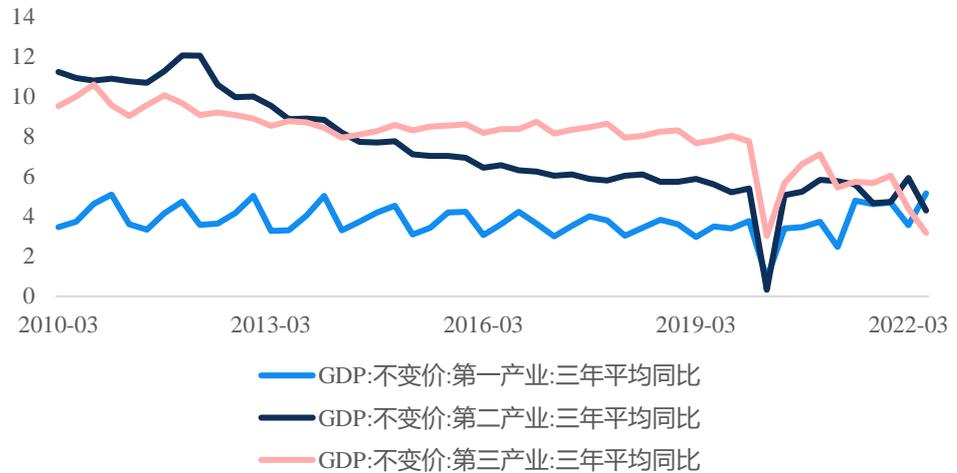
看三年平均同比增速，二季度GDP增长3.8%，较前值下降1.1个百分点。其中，一产增长5.2%，较前值增加1.6个百分点；二产增长4.3%，较前值下降1.6个百分点；三产增长3.2%，较前值下降1.2个百分点。

图1：GDP同比（%）



资料来源：Wind, 首创证券

图 2：三个产业 GDP 三年平均同比 (%)

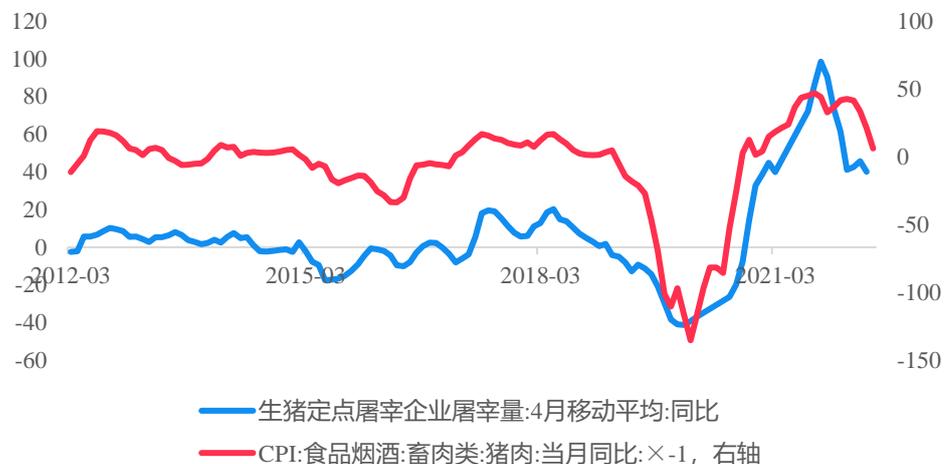


资料来源：Wind, 首创证券

第一产业二季度的同比增速是亮点，特别是在三年平均同比的意义上，较一季度不降反升。背后原因可能是猪肉价格在二季度同比仍处于负区间，意味着猪肉的供需均衡量较去年同期在增加，从而推升了一产 GDP 的增速。

上述逻辑得到了数据印证：第一，猪肉 CPI 同比增速与猪肉屠宰同比增速、一产 GDP 同比增速负相关关系均很明显；第二，粮食产量同比增速比肉类产量增速波动小很多，尤其是 2019 年以来；第三，肉类产量中猪肉产量占比较高且贡献了主要波动。

图 3：猪肉价格与生猪屠宰量负相关 (%)



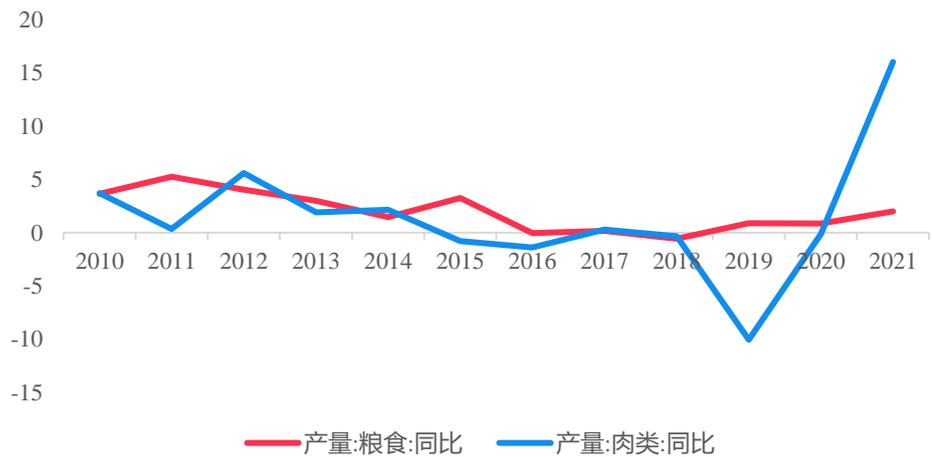
资料来源：Wind, 首创证券

图 4：猪肉价格与一产 GDP 负相关（%）



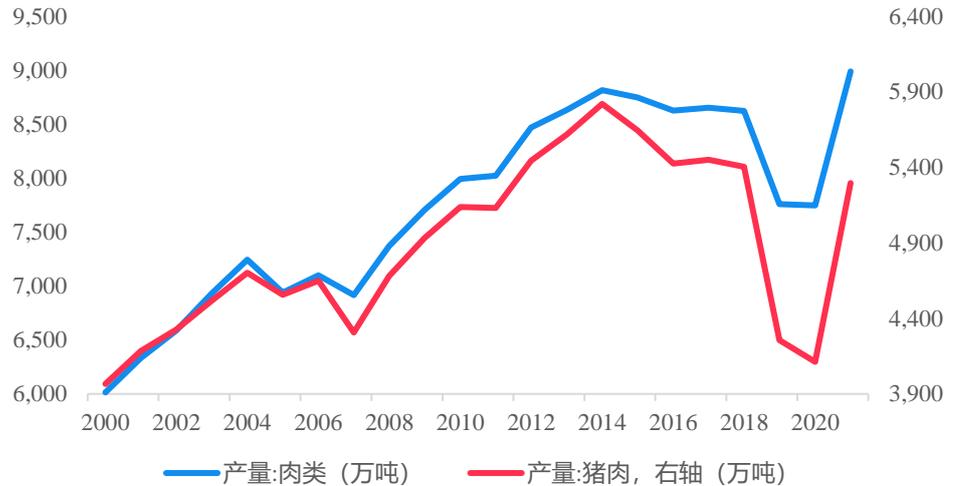
资料来源: Wind, 首创证券

图 5：粮食产量比肉类产量波动小（%）



资料来源: Wind, 首创证券

图 6：猪肉在肉类占比高，且贡献主要波动



资料来源: Wind, 首创证券

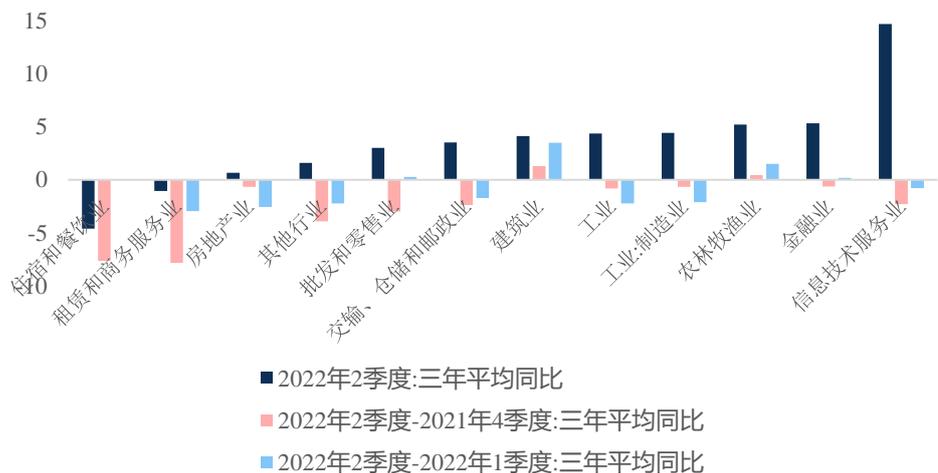
具体看各行业的三年平均同比增速，有如下几个特征：

一是细分业态与三大产业指向一致，2022 年二季度接触类服务业表现较差，住宿和餐饮业、租赁和商务服务业负增长，农林牧渔、制造业表现较好，信息传输、软件和信息技术服务业高增。

二是各业态 2022 年二季度同比增速普遍较 2022 年一季度和 2021 年四季度下行，一般而言，较 2021 年四季度下降幅度更大，但房地产业、工业和制造业相较于 2022 年一季度下滑幅度更大，说明上述行业在 2022 年一季度较 2021 年四季度增速有所回升。

三是建筑业和农林牧渔业是少有的 2022 年二季度同比增速比 2022 年一季度和 2021 年四季度均要高的行业，前者主要反映了基建对冲经济下行，后者在前文已有讨论。

图 7：各行业三年平均同比增速 (%)



资料来源: Wind, 首创证券

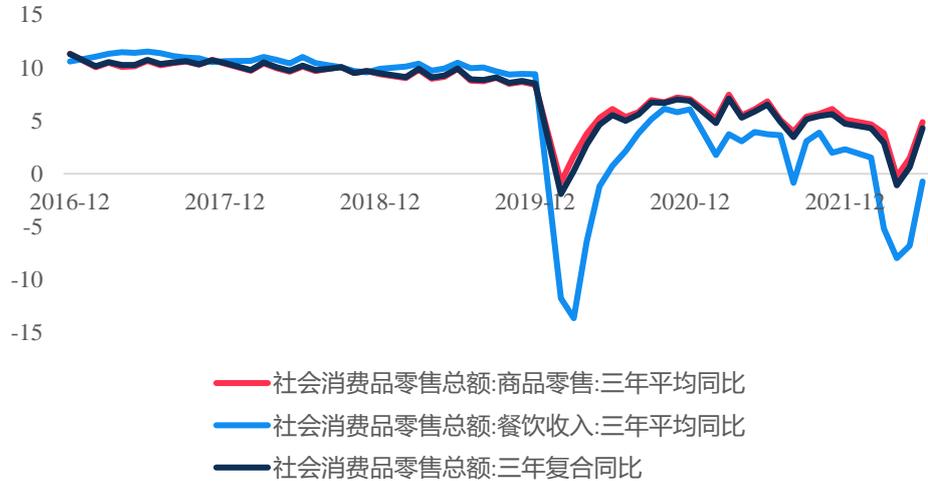
## 2 消费弱、投资稳、出口强，只有地产增速为负

从需求端来看，6 月消费弱、投资稳、出口强，只有地产增速为负。

6 月消费修复，社会消费品零售总额同比和三年平均同比分别增长 3.1%和 4.3%，较前值分别增加 9.8 和 3.7 个百分点。其中，商品零售同比和三年平均同比分别增长 3.9%

和 4.9%，较前值分别增加 8.9 和 3.4 个百分点；餐饮收入同比和三年平均同比分别下降 4.0% 和 0.7 个百分点，较前值分别增加 17.1 和 6.1 个百分点。

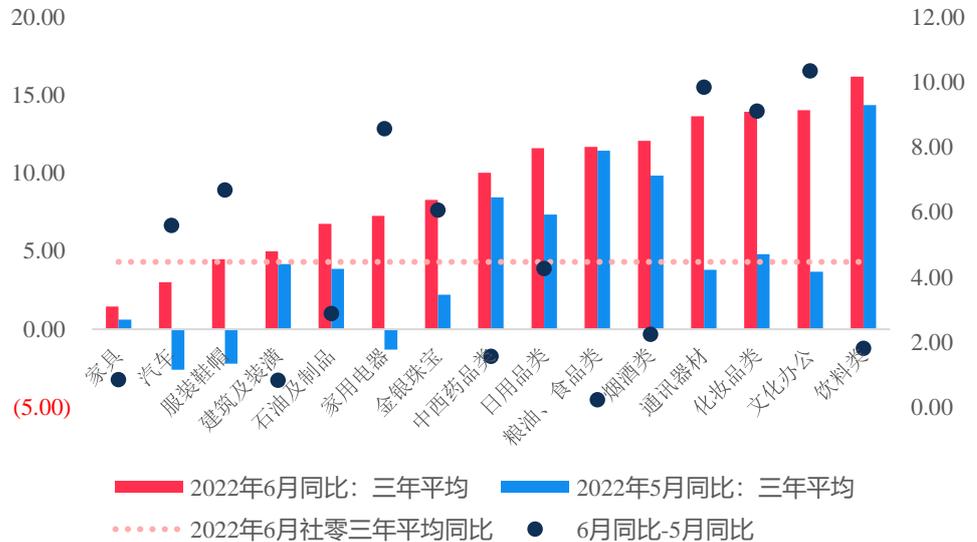
图 8：社零、商品、餐饮三年平均同比 (%)



资料来源：Wind, 首创证券

从社零分项来看，6 月的三年平均同比增速较 5 月均有上行，并且可选消费的修复好于必选消费，其中文化办公、通讯器材、化妆品类、家用电器、服装鞋帽、金银珠宝和汽车等分项修复幅度居前。

图 9：社零分项，必选复苏 (%)

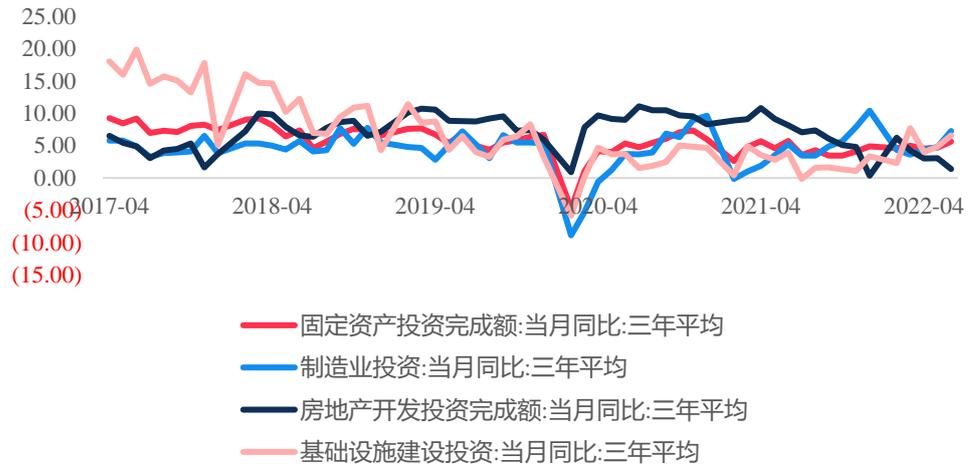


资料来源：Wind, 首创证券

6 月固定资产投资在基建和制造业投资的带动下表现不弱，房地产投资是拖累。

固定资产投资完成额同比和三年平均同比分别为 5.9% 和 5.6%，较前值分别增加 1.2 和 0.9 个百分点。制造业投资同比和三年平均同比分别为 9.9% 和 7.3%，较前值分别增加 2.9 和 2.5 个百分点。基础设施建设投资同比和三年平均同比分别为 12.0% 和 6.6%，较前值分别增加 4.1 和 1.7 个百分点。房地产开发投资完成额同比和三年平均同比分别为 -9.4% 和 1.4%，较前值分别下降 1.6 和 1.7 个百分点。

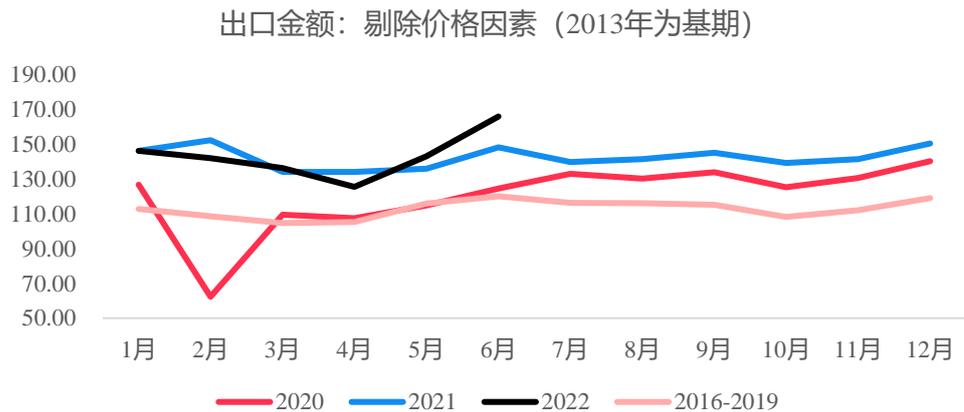
图 10：固定资产投资表现稳健



资料来源：Wind, 首创证券

6 月出口边际走强。剔除价格因素后，出口表现强劲，连续 2 个月大幅上升，显示出较强的韧性。外贸走强，一方面得益于外需的旺盛，一方面也得益于国内疫情好转之后供应链压力的缓释。

图 11：出口边际走强（剔除价格因素，取 2013 年基期为 100）



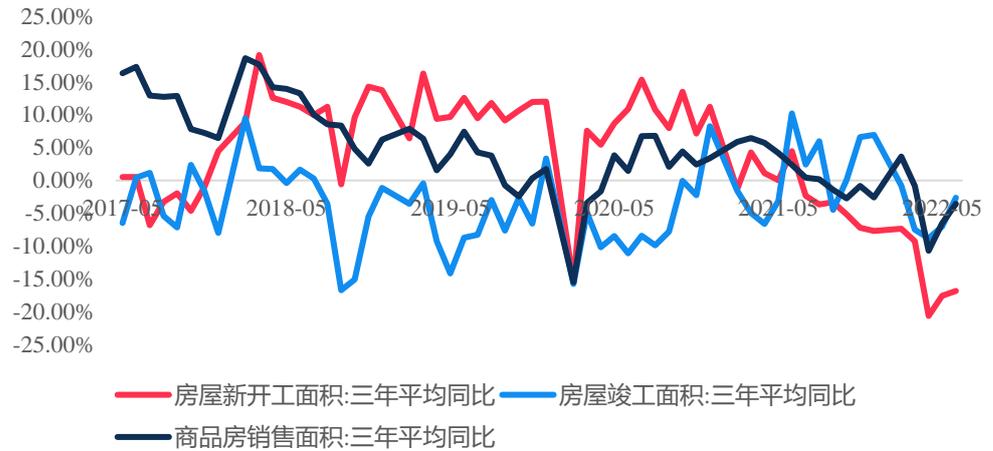
资料来源：Wind, 首创证券

房地产的下探则尚未有明显改观，而且近来再添断贷新忧。

6 月份商品房销售面积同比和三年平均同比分别为-18.3%和-3.6%，较前值分别增加 13.5 和 5 个百分点，降幅有所收窄。房屋竣工面积同比和三年平均同比分别为-40.7%和-2.7%，较前值下降 9.5 和上升 4.3 个百分点。房屋新开工面积同比和三年平均同比分别为-16.8%和-3.6%，较前值分别增加 13.5 和 3 个百分点，降幅有所收窄。

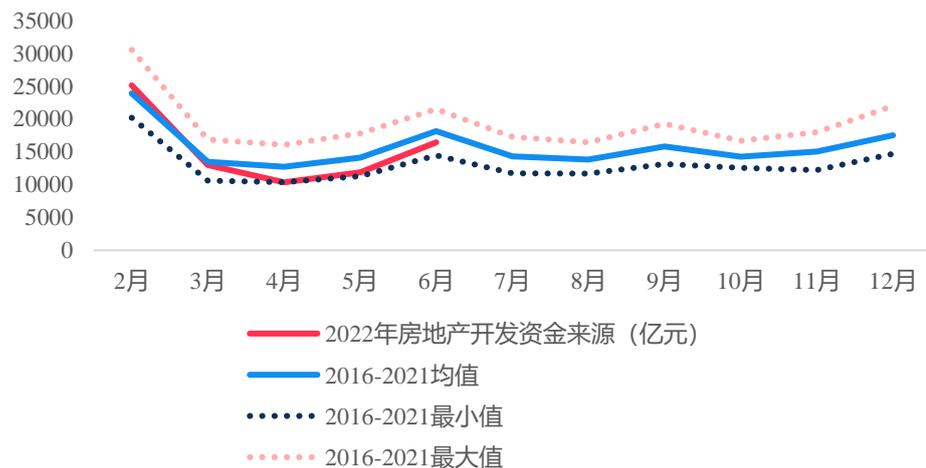
与基本面相对应，房地产行业到位资金 6 月份同比增速降幅较前值有所收窄。1—6 月份，房地产开发企业到位资金 76847 亿元，同比下降 25.3%。其中，国内贷款 9806 亿元，下降 27.2%；利用外资 55 亿元，增长 30.7%；自筹资金 27224 亿元，下降 9.7%；定金及预收款 24601 亿元，下降 37.9%；个人按揭贷款 12158 亿元，下降 25.7%。

图 12: 房地产销售、竣工、新开工三年平均同比 (%)



资料来源: Wind, 首创证券

图 13: 房地产开发企业到位资金 (亿元)



资料来源: Wind, 首创证券

图 14: 商品房价格走低 (%)

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\\_44140](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44140)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>