



李迅雷：下半年经济更需要 关注“慢变量”及分化现象



意见领袖 | 李迅雷

今年上半年 GDP 增速为 2.5%，其中第二季度的 GDP 增速只有 0.4%，环比为-2.6%，应该是四个季度中最低的。从六月份开始，经济回暖的趋势已经形成，下半年的经济增速将显著回升。但我们仍需关注经济增长中的结构性问题，对于就业、消费和房地产风险等给予更多关注。



上半年经济：剔除突发因素看长期趋势

乌克兰危机在二月末才爆发，而我国奥密克戎疫情在今年一季度也没有大规模蔓延，故这两大突发事件对我国经济的影响在一季度并不大。一季度的 GDP 同比增长 4.8%，虽然同比增速较去年四季度回升 0.8 个百分点，但去年增速剔除基数影响后，一季度还是较去年四季度增速有所回落。

从环比增速上来看，2022 年一季度 GDP 季调环比增速 1.3%，较去年四季度也有所下行。这说明，即便没有乌克兰危机和突发疫情，我国经济仍存在长期增速放缓的压力。

当然，疫情对 3 月份经济的影响还是明显的。如一季度规模以上工业企业增加值增速为 6.5%，3 月当月工业增加值同比增速录得 5%，较 1-2 月增速小幅下行 2.5 个百分点，服务业生产指数也由正转负至-0.9%，整体来看，在国内本土疫情的干扰下，生产明显放缓。

2022 年上半年大部分宏观数据都已经公布，除了基建投资增速显著回升外，制造业投资增速也从高位回落，房地产投资则继续负增长，上半年为-5.4%。同时国有控股企业的固定资产投资增速高达 9.2%，但民间投资增速只有 3.5%，差距进一步扩大。这说明我国为稳增长所采取的逆周期政策非常鲜明，而民间投资往往是顺周期的。逆周期政策主要体现在基建投资方面，已经开始起作用了。

基建投资一枝独秀：前六个月增长 7.1%



来源：Wind，中泰证券研究所

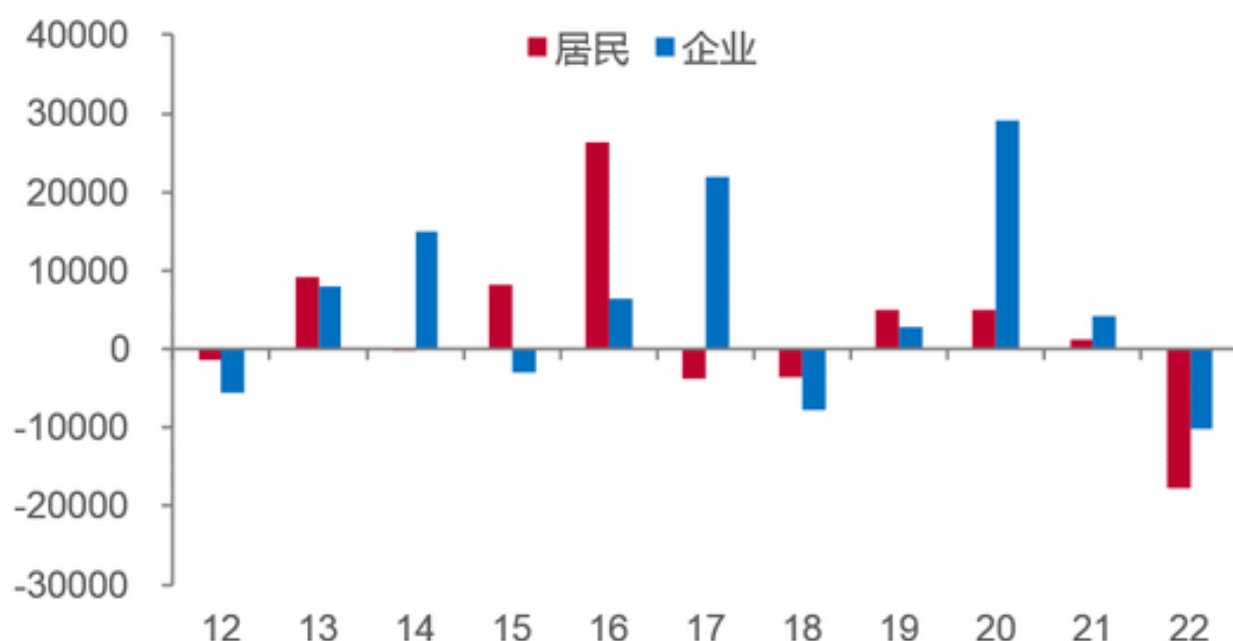
但是，基建投资的增速真的能持续上升吗？历史上多次出现基建年初冲高后增速不断回落的情况，比如 2011 年、2015 年、2017 年和 2018 年等。相比去年“缺项目”导致资金明显闲置的情况，今年项目端不再成为基建发力的主要制约。

相比之下，钱从哪来可能更关键。今年基建稳增长的意愿和力度均有明显提高，但是“严控隐债”的基调和红线目前还没有变，地方政府只能在现有制度约束和财力范围内“尽力而为、量力而行”。而且，民间资本对基建投资的参与度在下降，因为投资回报率偏低。因此，基建投资全年增速估计在 6% 左右。

从银行的中长期信贷数据也可以发现，1-5 月份都出现大幅度负增长。

其中居民部门同比少增 1.77 万亿元，企业部门同比少增 1.01 万亿元，这与 2020 年疫情爆发期形成鲜明对照。尽管 6 月份的社融数据比较强劲，企业中长期贷款规模也有所增加，但不改变大趋势。这也意味着企业和居民部门的中长期融资需求可能依然不足，尤其是民企的中长期投资意愿偏弱。

今年前五月企业和居民部门的中长期贷款额同比减少（亿元）



来源：Wind，中泰证券研究所

今年上半年，住户存款增量高达 10.3 万亿元，同比多增 2.9 万亿元，说明居民的避险性需求上升，投资意愿下降，这从央行的二季度问卷调查中也得到了印证。同时，1-6 月份社会消费品零售总额下降 0.7%。受全国各地针对疫情采取管控措施的影响下，6 月除汽车以外的消费品零售额下

降 0.1%。除了疫情影响外，居民避险性需求上升也给消费带来一定的负面影响。这也是去年年末中央经济工作会议提到的“需求收缩”问题。

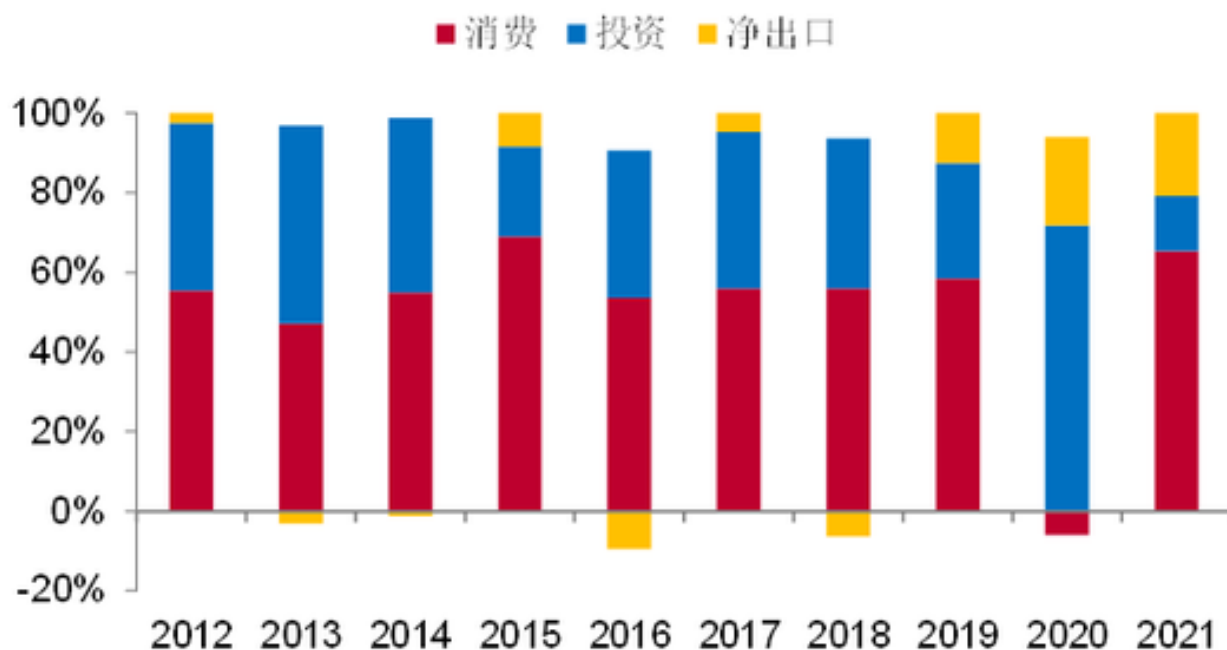
因此，上半年经济增速下行固然有疫情因素，但不容忽视非疫情因素，即中央经济工作会议所提到的三重压力“需求收缩、供给冲击和预期转弱”对我国经济的抑制因素。

下半年经济：更需要关注“慢变量”

2022 年与 2020 年的类似之处是受疫情影响比较明显。虽然奥密克戎的致死率比较低，但传播性极强，因此，对经济运行的影响比 2020 年更大。因此，2022 年稳增长的难度也比 2020 年大。

从下图中发现，2020 年消费对 GDP 的贡献为负，但投资的贡献非常大，出口其次；在固定资产投资中，房地产投资增速为 7%，与今年上半年房地产投资增速-5.4%形成鲜明对照。由于房地产投资以民间投资为主，而且在固定资产投资中的占比超过基建投资。因此，要稳投资，必须在基建投资中加大政府和国企投资的占比。

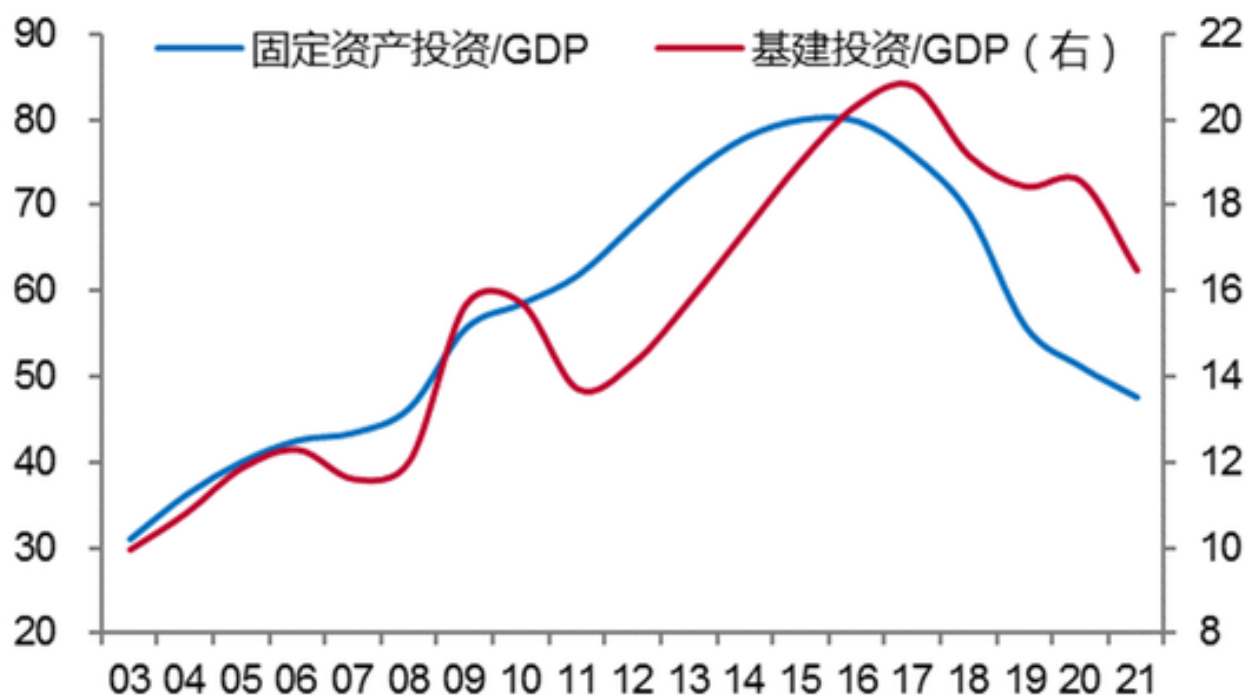
以往三驾马车对 GDP 增长的贡献率（%）



来源：wind，中泰证券研究所

但如前所述，我国的固定资产投资都已经经历了冲高回落的过程，固定资产投资占比在 2016 年达到 80%以后就开始回落，基建投资占比则在 2017 年以后开始回落。说明经济增长的动能在减弱，这就是为何我们总是强调中国经济要从高速增长转向高质量增长的原因。而且，国有资本投资基建也受到诸多约束，故下半年基建投资增速的继续上升力度估计有限。

中国基建投资和固定资产投资占 GDP 比重 (%)



来源：Wind，中泰证券研究所

今年最需要关注的是房地产领域。1-6 月政府性基金收入增速降至 -28.4%，远低于全年预算目标值 0.6%。6 月当月收入增速在基数走高下降幅明显扩大，为 -35.7%，再创 2016 年以来新低，主要原因是地方政府的土地出让金收入大幅下降，1-6 月份降幅同比扩大至 -40%。

2022 年上半年政府性基金收入大幅下降

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_44078

