

宏观经济指标和经济运行分析

人保资产组合管理部

2022年7月

目 录

01

国内经济
延续复苏

02

房地产形成
负反馈螺旋

03

全球流动性
紧缩加速

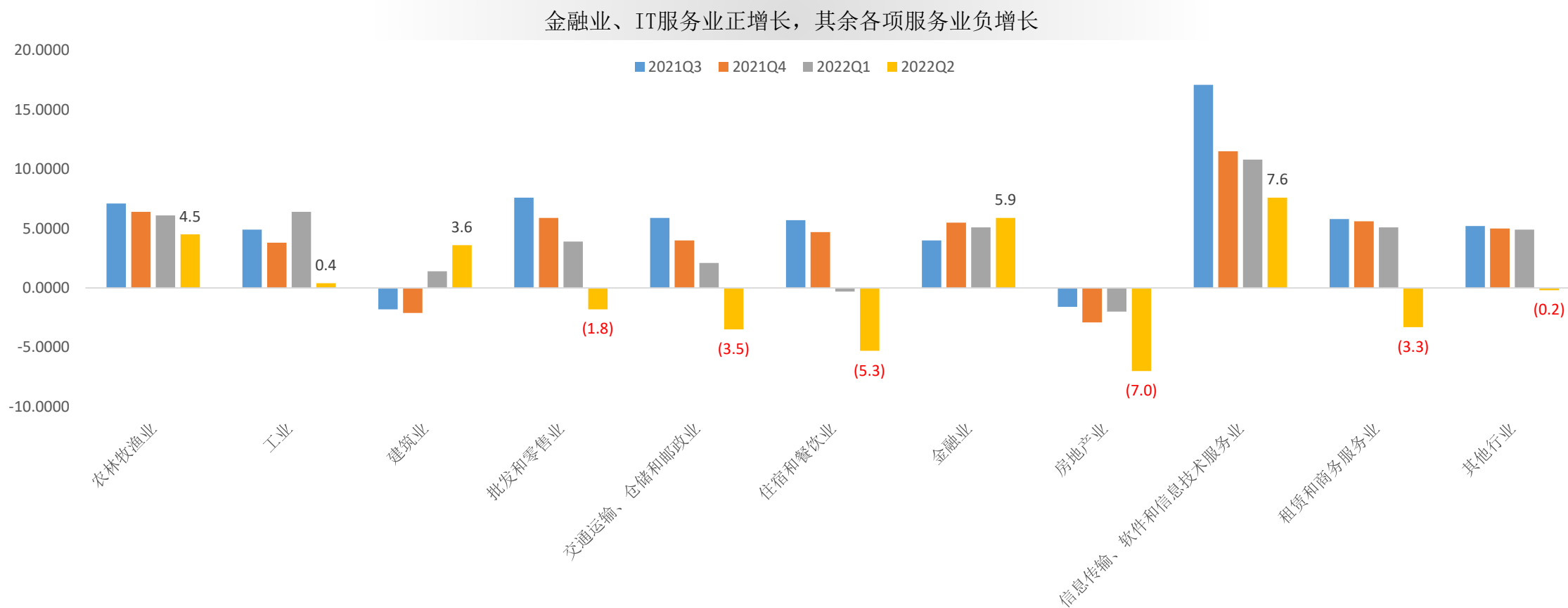
二季度GDP不及预期，制造业、服务业负增长

二季度GDP不及预期，但6月数据边际改善

- ◆ 在新一轮新冠疫情冲击下，国内二季度GDP实际同比增长0.4%，较一季度回落4.4个百分点，与市场普遍预期的1%以上存在不小的差距。从结构上看，第一产业同比增长4.4%（降1.6个百分点），第二产业同比增长0.9%（降4.9个百分点），第三产业同比增长-0.4%（降3.6个百分点）。
- ◆ 第二产业中，工业同比增长0.4%，4-6月工业增加值分别为-2.9%、0.7%、3.9%，大体在预期范围内。其中，制造业同比增长-0.3%（降6.4个百分点），由于新一轮疫情主要波及东部沿海省市，并导致长时间封城，对制造业的冲击较此前的散发疫情更甚。而建筑业同比增长3.6%（升2.2个百分点），基建投资加码的效果已经初步体现。

		环比变动	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	过去5年历史分位数
总量	GDP(实际)	-4.4	0.4			4.8	10.7%
	GDP(名义)	-0.5	3.4			8.4	11.8%
消费	社会零售总额	9.8	3.1	-6.7	-11.1	-3.5	48.6%
投资	固定资产投资	1.1	5.8	4.7	2.3	7.1	60.9%
	主要分项						
	地产	-2.0	-9.7	-7.7	-10.1	-2.4	0.7%
	制造业	2.9	9.9	7.1	6.4	11.9	74.1%
	基建	4.1	12.0	7.9	4.3	11.8	93.0%
	基建(不含电力)	0.9	8.2	7.2	3.0	8.8	83.5%
贸易	出口(美元计)	1.0	17.9	16.9	3.9	14.6	81.7%
	进口(美元计)	-3.1	1.0	4.1	-0.1	0.1	34.3%
金融	社融存量规模	0.3	10.8	10.5	10.2	10.5	23.9%
	M1	1.2	5.8	4.6	5.1	4.7	65.0%
	M2	0.3	11.4	11.1	10.5	9.7	97.6%
工业	工业增加值	3.2	3.9	0.7	-2.9	5.0	44.4%
	发电量	4.8	1.5	-3.3	-4.3	0.2	22.9%
服务业	服务业生产指数	6.4	1.3	-5.1	-6.1	-0.9	20.0%
价格	CPI	0.4	2.5	2.1	2.1	1.5	58.1%
	PPI	-0.3	6.1	6.4	8.0	8.3	90.89%
景气	PMI	0.6	50.2	49.6	47.4	49.5	53.3%
	主要分项						
	PMI生产	3.1	52.8	49.7	44.4	49.5	62.1%
	PMI新订单	2.2	50.4	48.2	42.6	48.8	51.5%
	PMI出口	3.3	49.5	46.2	41.6	47.2	73.6%
	PMI进口	4.1	49.2	45.1	42.9	46.9	69.5%
	PMI库存	-0.7	48.6	49.3	50.3	48.9	88.1%
	建筑业PMI	4.4	56.6	52.2	52.7	58.1	39.4%
	服务业PMI	7.2	54.3	47.1	40.0	46.7	71.2%
就业	城镇调查失业率	-0.4	5.5	5.9	6.1	5.8	69.9%

◆ 第三产业中，除金融业不降反升外，各服务行业同比增速普遍大幅回落。投资者与研究者通常关注的三驾马车主要指标（固投、社零、出口）更偏重商品经济，对服务经济的解释力度有限，从而对防疫约束与预期转弱下服务业的收缩预计不足，应是二季度GDP实际与预期差距较大的主要原因。



工业生产继续修复，中游行业大幅提速



工业生产继续修复，各行业增速普遍上行

- ◆ 6月工业增加值同比增长3.9%，较5月上升3.2个百分点，季调环比增长0.9%，仍处于疫情后的快速修复期。
- ◆ 发电量同比增长1.5%，上升4.8个百分点，反映工业生产正在快速向正常状态靠拢。
- ◆ 上游行业：小幅提速，本身受疫情冲击较小；
- ◆ 中游行业：改善幅度最大，其中汽车行业增速上升23.2个百分点至16.2%，显示长三角汽车产业链基本恢复正常，通用设备、专用设备、交运、电气机械等多个行业提升幅度均较大；
- ◆ 下游行业：整体偏弱，食品、纺织增速略有回落。

		环比变动	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	过去5年历史分位数
总量	工业增加值	3.2	3.9	0.7	-2.9	5.0	44.4%
主要分项	采矿业	1.7	8.7	7.0	9.5	12.2	95.9%
	制造业	3.3	3.4	0.1	-4.6	4.4	21.4%
	电燃水	3.1	3.3	0.2	1.5	4.6	16.1%
	高技术	4.1	8.4	4.3	4.0	13.8	25.0%
主要分行业	农副食品加工	-1.9	-0.3	1.6	-0.1	6.1	19.1%
	食品制造	-0.5	3.0	3.5	0.1	3.8	18.5%
	纺织	-0.4	-3.9	-3.5	-6.3	0.7	5.3%
	化学	0.4	5.4	5.0	-0.6	3.0	62.2%
	医药	3.8	-8.5	-12.3	-3.8	10.1	0.4%
	橡胶塑料	3.7	1.0	-2.7	-8.1	0.8	24.7%
	非金属	1.7	-3.7	-5.4	-6.2	1.6	1.9%
	黑色	3.3	0.6	-2.7	-4.2	-1.6	9.9%
	有色	1.5	4.9	3.4	1.4	6.2	39.8%
	金属制品	2.4	0.1	-2.3	-6.6	2.1	10.8%
	通用设备	7.9	1.1	-6.8	-15.8	-0.7	21.2%
	专用设备	4.9	6.0	1.1	-5.5	7.6	32.5%
	汽车	23.2	16.2	-7.0	-31.8	-1.0	90.2%
	交运	6.8	6.7	-0.1	-6.0	1.1	71.1%
电气机械	5.6	12.9	7.3	1.6	10.6	71.7%	
计算机通信	3.7	11.0	7.3	4.9	12.5	56.8%	
电力热力	4.0	3.2	-0.8	0.9	3.9	18.5%	

当月投资继续回升，结构分化加剧



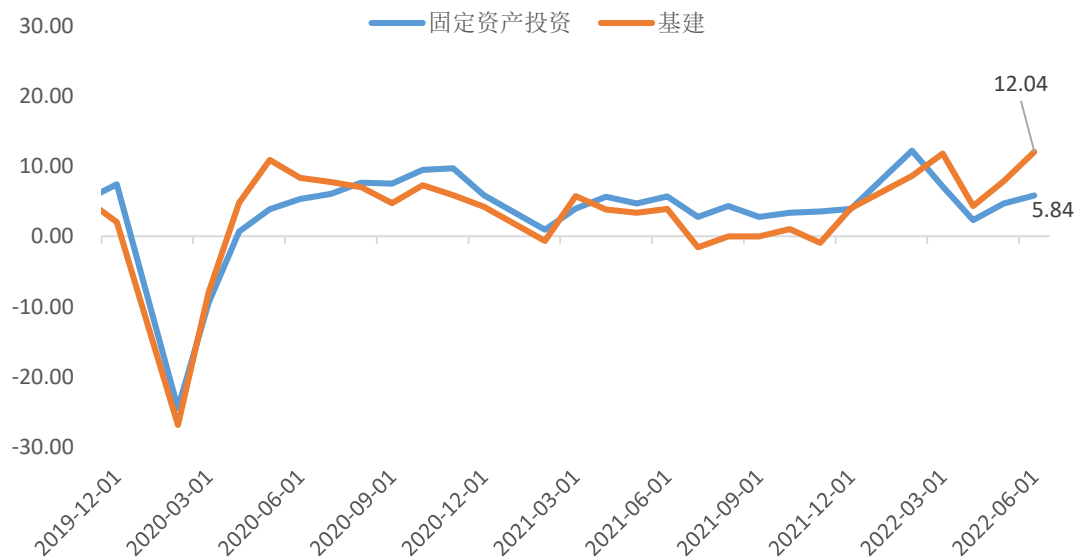
基建投资加速，制造业投资稳中有升，地产投资再度减速

- ◆ 1-6月固定资产投资同比增长6.1%，较1-5月下降0.1个百分点。
- ◆ 6月当月同比增长5.8%（当月增速均为估算），较5月上月升1.1个百分点。
- ◆ 疫情防控对投资的抑制作用进一步减弱，投资活动回归由经济与政策因素驱动，结构分化继续加剧，基建投资加速，制造业投资稳中有升，地产投资再度减速。

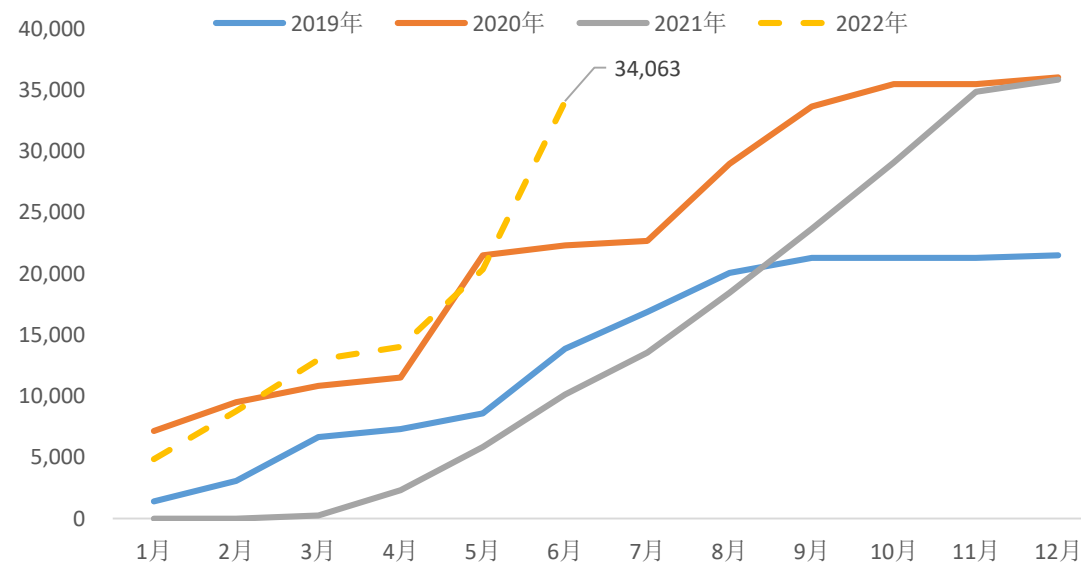
		环比变动	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	19年同期 当月同比	过去5年历 史分位数
总量	固定资产投资	1.1	5.8	4.7	2.3	7.1	6.3	60.9%
主要分项	地产	-2.0	-9.7	-7.7	-10.1	-2.4	10.0	0.7%
	制造业	2.9	9.9	7.1	6.4	11.9	3.8	74.1%
	基建	4.1	12.0	7.9	4.3	11.8	3.9	93.0%
	基建(不含电力)	0.9	8.2	7.2	3.0	8.8	4.4	83.5%
制造业主要分项	农副食品加工	0.0	11.6	11.6	19.3	22.7	-7.4	77.1%
	食品制造	-7.4	9.4	16.8	21.7	22.4	3.7	71.4%
	纺织	2.2	8.6	6.4	4.1	13.4	-5.9	73.0%
	化学	13.4	20.0	6.7	16.6	15.9	15.2	86.9%
	医药制造	-5.2	-0.9	4.3	-2.1	9.7	9.2	14.5%
	有色	-13.6	3.1	16.6	17.9	2.4	11.7	48.3%
	金属	-3.0	9.1	12.2	11.1	16.9	-6.1	70.4%
	通用设备	-4.0	14.7	18.7	25.8	23.0	6.7	80.5%
	专用设备	0.5	11.2	10.8	15.1	23.9	10.1	57.5%
	汽车	-9.8	3.3	13.1	7.1	13.2	1.1	72.4%
	电气机械	-0.8	36.4	37.3	27.0	31.3	-14.4	96.2%
计算机通信	-5.3	15.4	20.7	11.7	22.2	15.4	46.5%	

- ◆ 6月基建投资大幅提速，全口径增速上升4.1个百分点至12.0%，不含电力口径增速上升0.9个百分点至8.2%。
- ◆ “以工代赈”思路下，基建领域政策频出，从项目审批、资金筹集到形成实物工作量的整个流程节奏明显加快。

基建投资单月增速回升至两位数

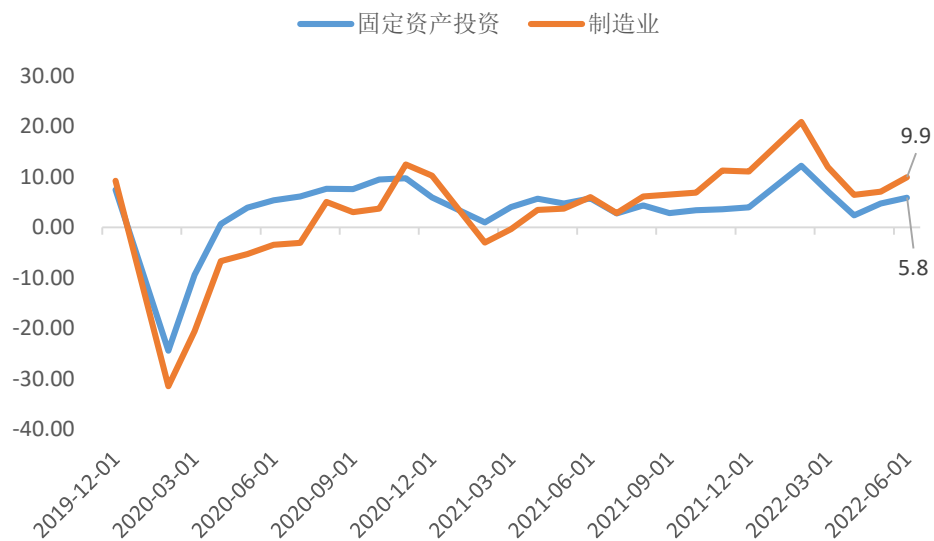


上半年基本完成全年新增专项债发行计划

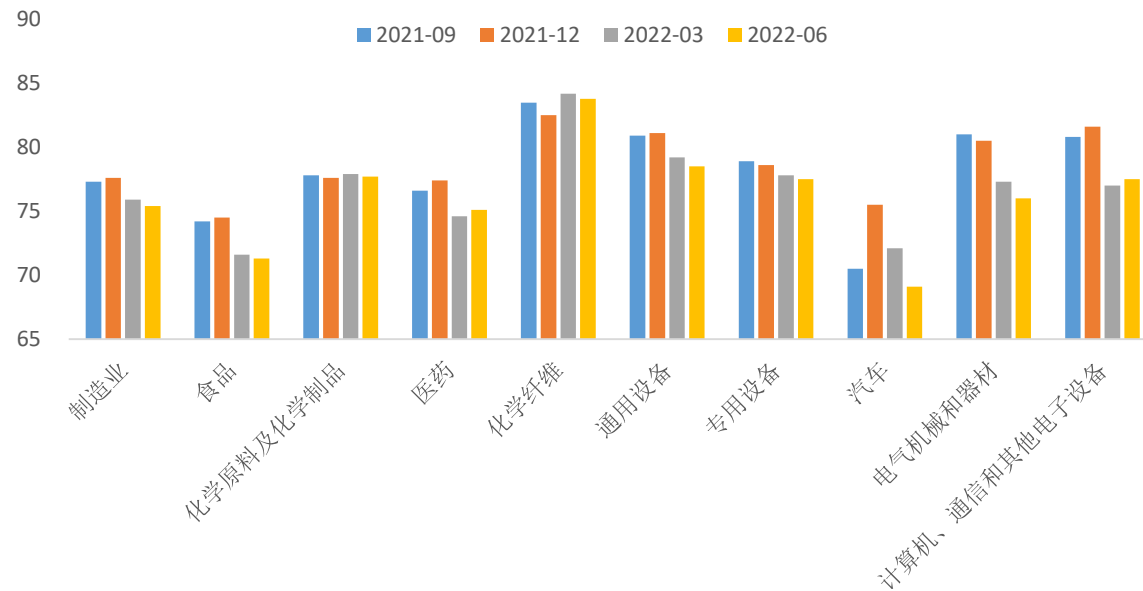


- ◆ 6月制造业投资单月增速上升2.9个百分点至9.9%。大模留抵退税使制造业企业现金流得以改善，继续推动投资增长。
- ◆ 部分高景气行业，如化学，投资增速升至新高；但亦有部分行业已现见顶回落迹象，如有色；中游设备制造投资整体维持高增速。
- ◆ 制造业投资的较快增速预计还能维持一段时间，但在盈利下降、产能利用率回升、全球预期转弱背景下，后续面临一定回落压力。

制造业投资当月增速继续上行



一、二季度制造业产能利用率显著回落



汽车推升社零增速，其他消费亦有改善



6月消费显著改善，汽车消费增长较快

- ◆ 6月社会消费品零售总额增速回升9.8个百分点至3.1%，改善幅度大，超出市场预期。
- ◆ 汽车消费连续第2个月大幅改善，受益于积压需求得到释放、政策支持力度较大及去年基数较低，增速再上升29.9个百分点至13.9%，直接跃升至高景气区间，带动社零增速提升约3个百分点。
- ◆ 必需消费中，食品饮料增速回落（囤货需求下降），服装纺织增速上升（出行需求恢复），药品变化不大；
- ◆ 可选消费增速普遍回升，且幅度较大，地产相关消费出现分化，家具、建材改善幅度变小，但家电改善幅度较大。
- ◆ 当前，国内疫情逐渐进入相对稳定状态，大面积传播风险降低，但完全清零难度较大，消费有望延续修复，但线下消费仍受抑制。

		环比变动	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	19年同期 当月同比	过去5年历史 分位数
总量	社零	9.8	3.1	-6.7	-11.1	-3.5	9.8	48.6%
主要 分项	城镇	9.8	3.1	-6.7	-11.3	-3.6	9.8	49.3%
	乡村	9.0	2.7	-6.3	-9.8	-3.3	10.1	42.4%
	商品零售	8.9	3.9	-5.0	-9.7	-2.1	9.9	49.7%
	餐饮	17.1	-4.0	-21.1	-22.7	-16.4	9.5	42.9%
限额 以上	社零	14.6	8.1	-6.5	-14.0	-1.4	9.7	79.7%
	商品零售	14.1	8.8	-5.3	-13.3	-0.4	9.8	82.9%
	餐饮	18.6	-2.2	-20.8	-24.0	-15.6	7.6	45.5%
必需 消费	粮油食品	-3.3	9.0	12.3	10.0	12.5	9.8	30.0%
	饮料	-5.8	1.9	7.7	6.0	12.6	9.1	1.6%
	烟酒	1.3	5.1	3.8	-7.0	7.2	8.2	31.4%
	日用品	11.0	4.3	-6.7	-10.2	-0.8	12.3	17.9%
	服装纺织	17.4	1.2	-16.2	-22.8	-12.7	5.2	53.2%
	中西药品	1.1	11.9	10.8	7.9	11.9	10.4	89.0%
	化妆品	19.1	8.1	-11.0	-22.3	-6.3	22.5	46.8%
可选 消费	金银珠宝	23.6	8.1	-15.5	-26.7	-17.9	7.8	64.1%
	家电	13.8	3.2	-10.6	-8.1	-4.3	7.7	53.6%
	办公	12.2	8.9	-3.3	-4.8	9.8	6.5	65.7%
	家具	5.6	-6.6	-12.2	-14.0	-8.8	8.3	19.5%
	通讯器材	14.3	6.6	-7.7	-21.8	3.1	5.9	40.2%
	石油及制品	6.4	14.7	8.3	4.7	10.5	3.5	88.7%
	汽车	29.9	13.9	-16.0	-31.6	-7.5	17.2	92.1%
	建筑装潢材料	2.9	-4.9	-7.8	-11.7	0.4	1.1	16.3%

目 录

01

国内经济
延续复苏

02

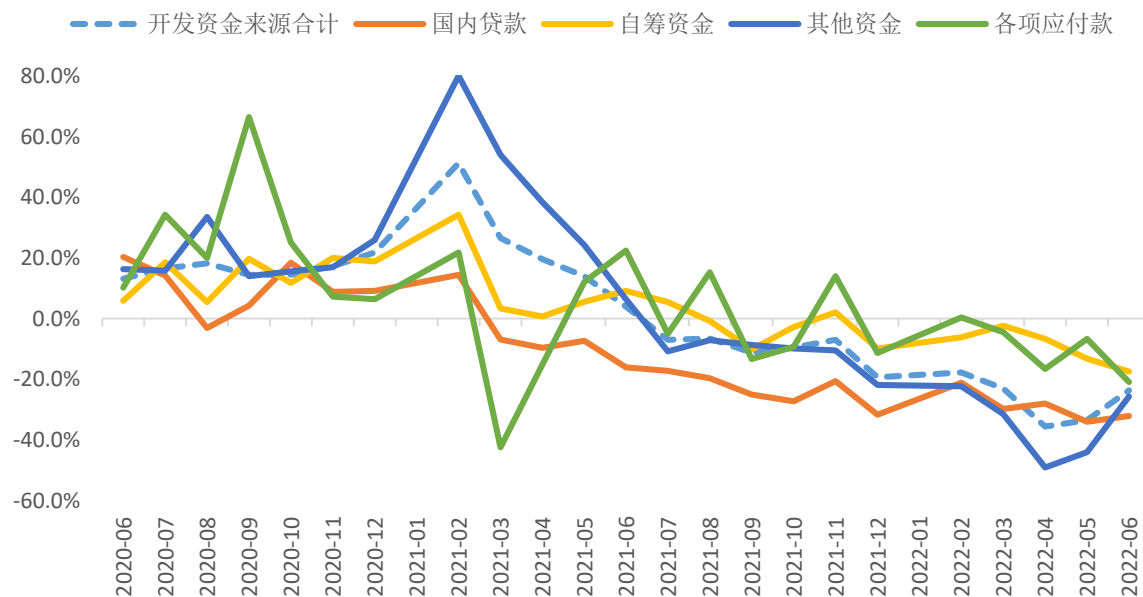
房地产形成
负反馈螺旋

03

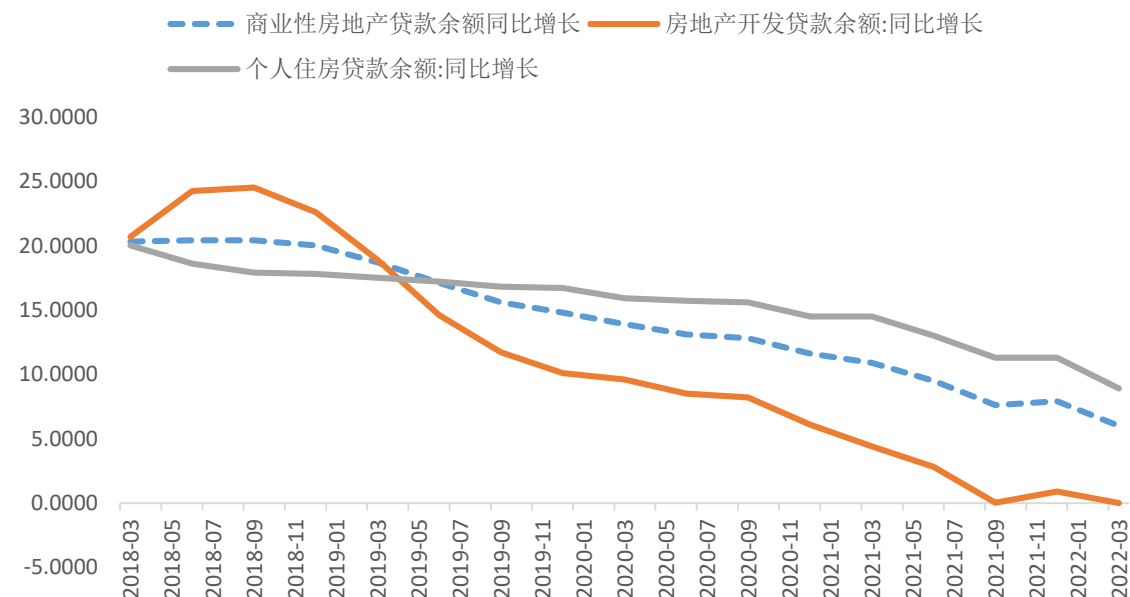
全球流动性
紧缩加速

- ◆ 自2021年1月三道红线政策实施以来，房地产开发资金来源迅速萎缩。
- ◆ 今年上半年，房地产开发资金来源同比下降25.3%，6月当月同比下降23.6%，已陷入深度负增长。
- ◆ 国内贷款率先进入负增长，房企融资性现金流持续恶化。
- ◆ 其他资金（卖房收入为主）在今年上半年大幅萎缩（-32.9%），导致形势进一步严峻。
- ◆ 自筹资金与各项应付款下行相对偏缓，但已现难以支撑的迹象。

房地产开发资金来源深度负增长



商业银行涉房贷款余额增速仍处于下行趋势中



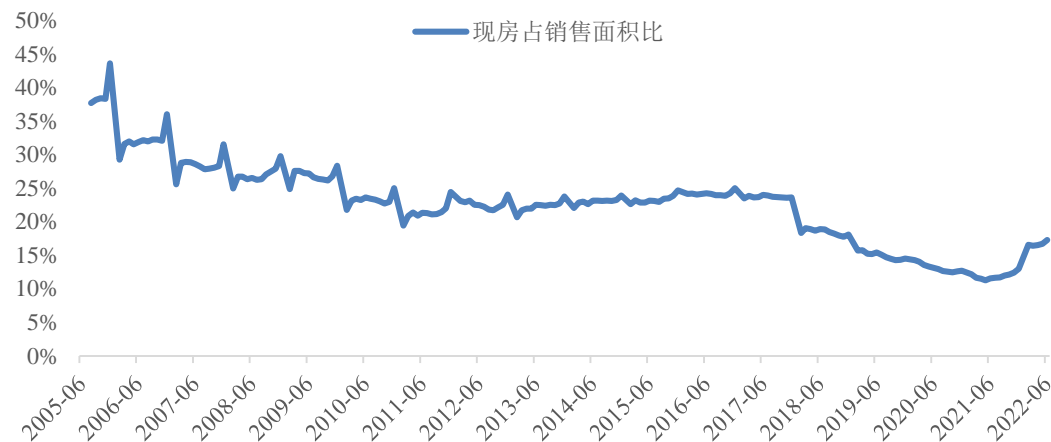
数据来源: Wind、人保资产组合管理部

房企“销售难”不亚于“融资难”

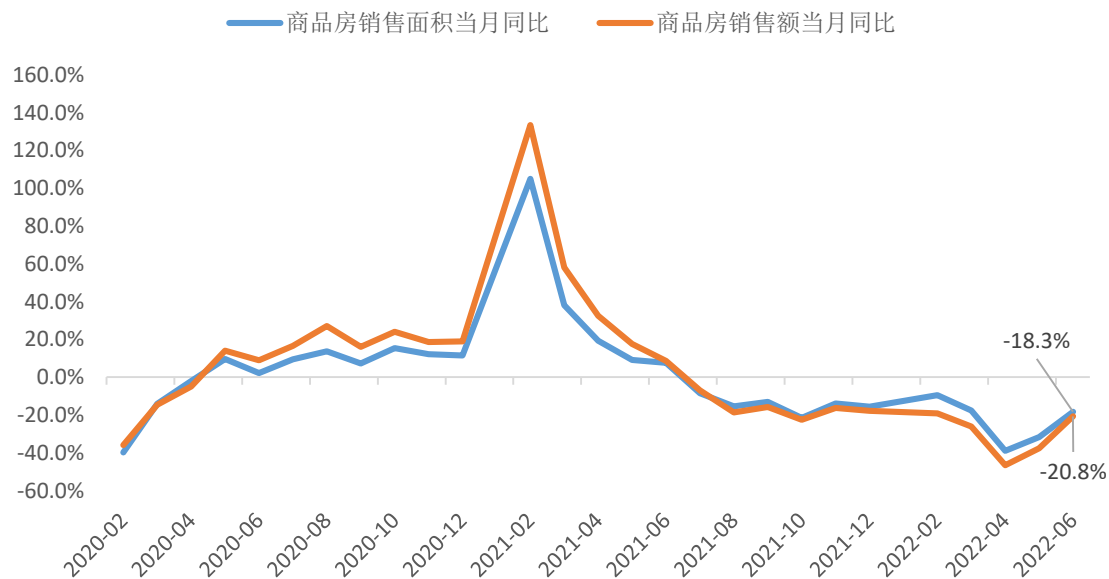


- ◆ 房企销售萎缩在今年上半年有所加剧，上半年累计销售额同比下降28.9%。
- ◆ 百强房企销售腰斩，销售额同比下降50.3%。
- ◆ 6月当月下降20.8%，较4-5月略有改善，但7月初以来表现不佳。
- ◆ 购房者“风险偏好”下降，现房占销售面积比快速提升。

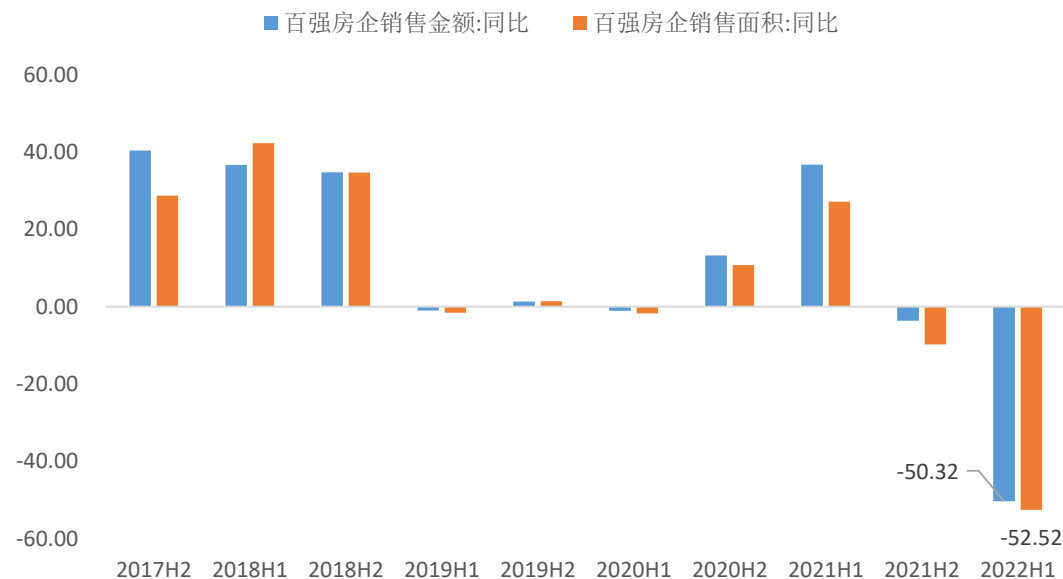
2021年下半年以来现房占销售面积比快速提升



商品房销售额与面积持续负增长



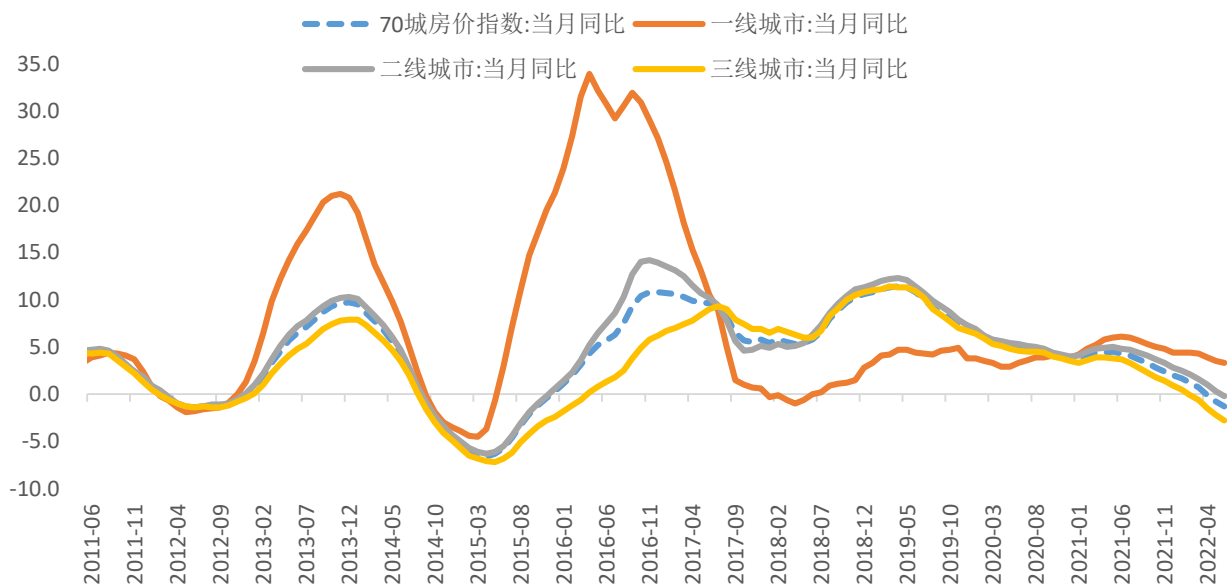
百强房企2022年上半年销售腰斩



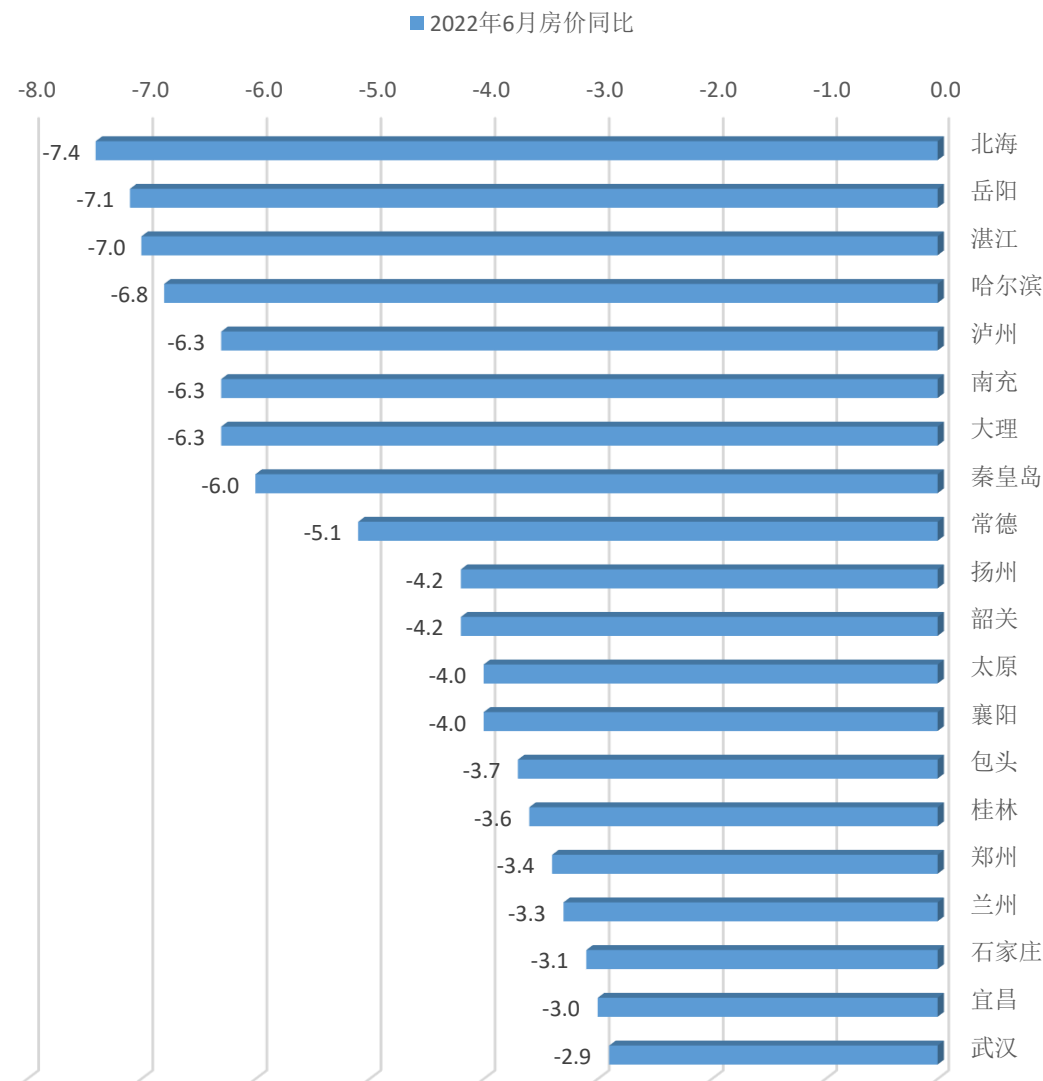
数据来源: Wind、人保资产组合管理部

- ◆ 6月，70城新建商品住宅指数同比下跌1.3%。
- ◆ 一线城市房价同比上涨3.3%，相对偏强。
- ◆ 二线城市房价同比下跌0.2%，三线城市房价同比下跌2.8%。
- ◆ 其中，19个城市房价同比下跌3%以上。

70城房价指数同比转负，二、三线房价下行明显

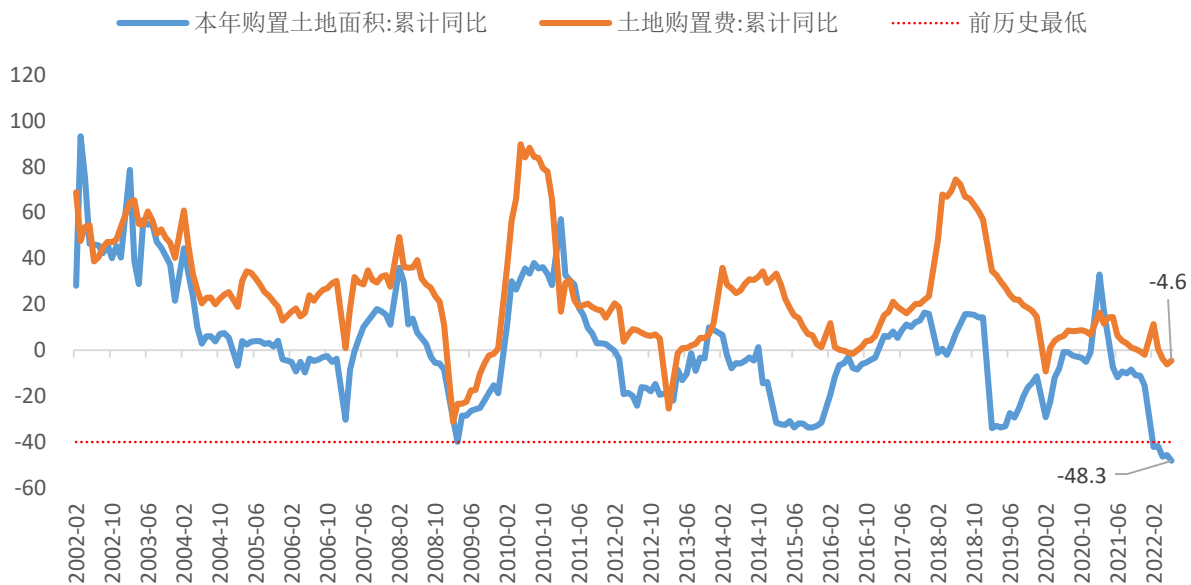


70城中19城房价同比下跌3%以上

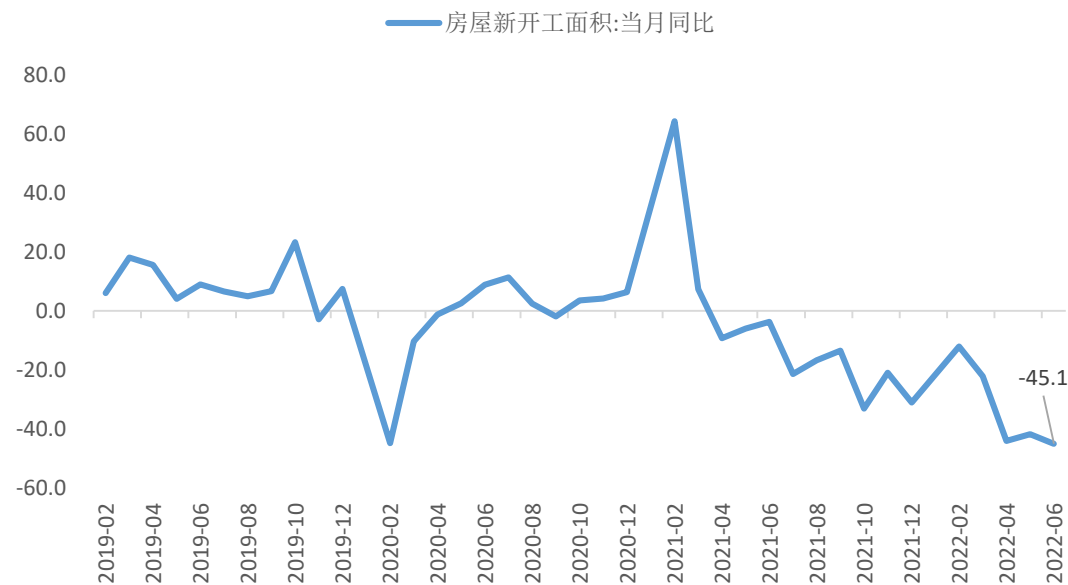


- ◆ 销售不佳，房企新开工动力不足，上半年累计下降34.4%，6月当月下降45.1%，甚至弱于2020年1-2月（首轮疫情）。
- ◆ 房企现金流日趋紧张，且新开工下降导致库存土地消耗放缓，拍地意愿极弱，上半年土地购置面积同比下降48.3%，为历史最低增速。

上半年土地购置面积增速历史最低



房屋新开工面积增速仍在下行

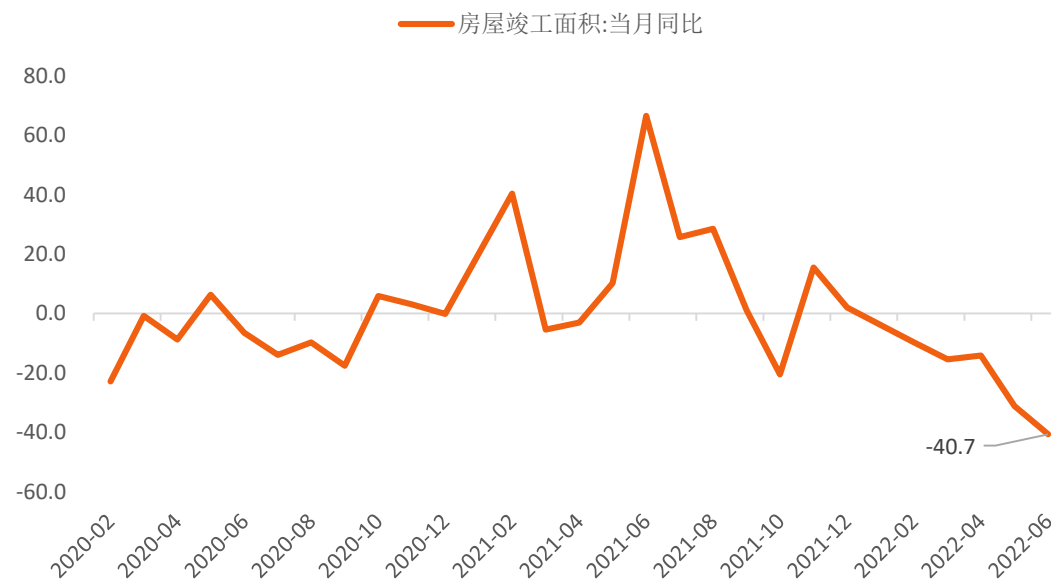


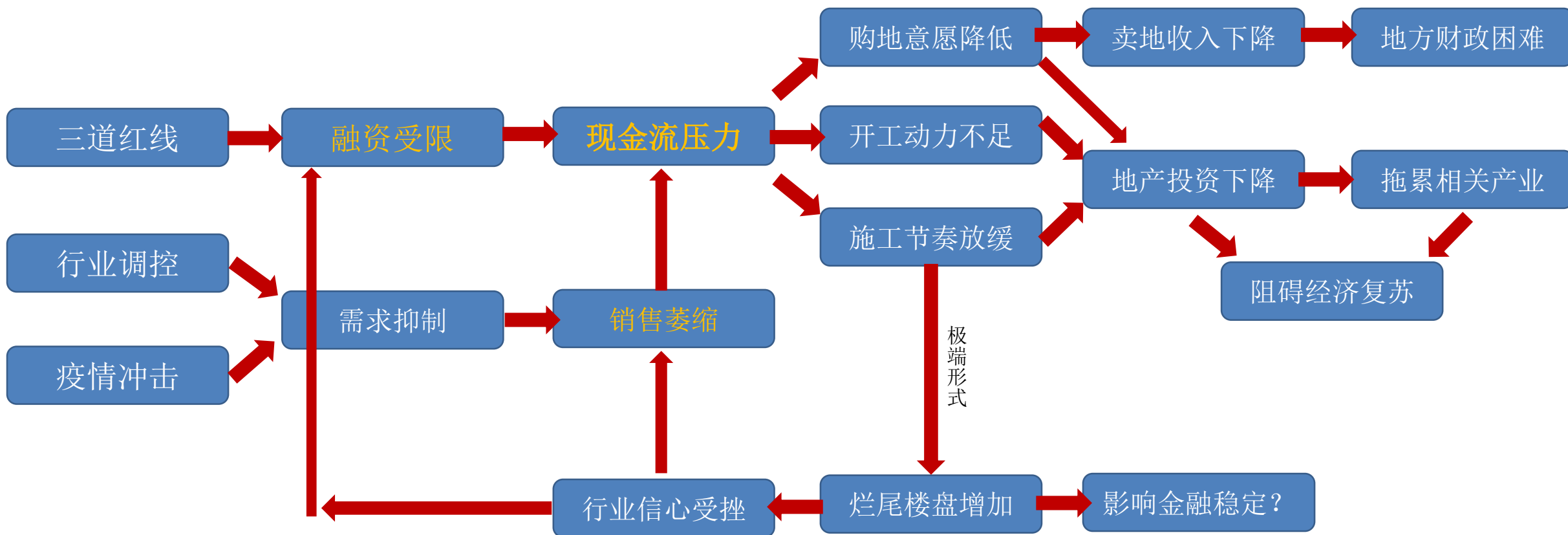
- ◆ 施工会导致现金流出房企，在资金压力影响下，行业整体施工节奏显著放缓。
- ◆ 直接后果是房屋竣工面积大幅下降，6月当月下降40.7%。
- ◆ 施工面积6月同比下降2.8%，下降幅度不大，但上一次负增长出现在东南亚金融危机期间。
- ◆ 极端表现是烂尾楼盘数量大幅增加。

房屋施工面积历史上第二次出现负增长



房屋竣工大幅减速





□ 缓解融资受限

- ◆ 房企集团层面的融资问题已经很难处理，行业主体面临大面积出清。
- ◆ 项目层面的资金补充尚存可能性，需要相关部委协同推出解决方案。

□ 缓解销售萎缩

- ◆ 降按揭利率、降首付、解绑非一线城市调控等诸多政策已陆续落地。
- ◆ 居民购买力在疫情冲击下受损严重，销售回暖的难度较以往更大。
- ◆ 行业信心受损严重，修复需要较长时间。

□ 行业去产能远未结束

- ◆ 悲观估计：负反馈螺旋仍将持续，房地产投资进一步下行。
- ◆ 中性估计：政策初步见效，年底前销售略有回暖，房地产投资初步企稳。
- ◆ 乐观估计：政策力度大幅加大，全年房地产投资实现正增长。

目 录

01

国内经济
延续复苏

02

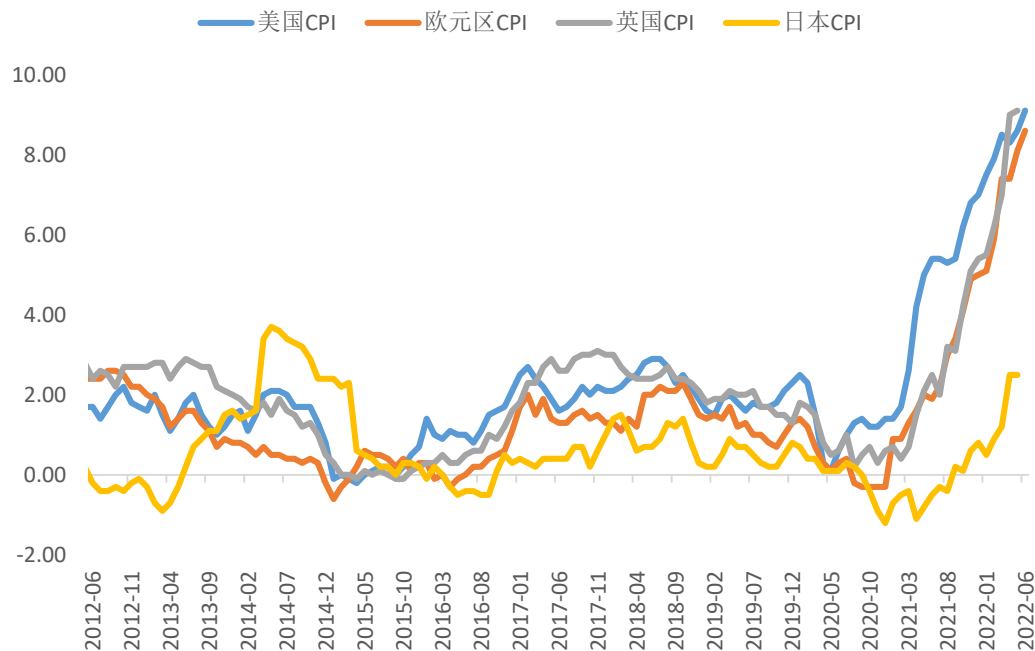
房地产形成
负反馈螺旋

03

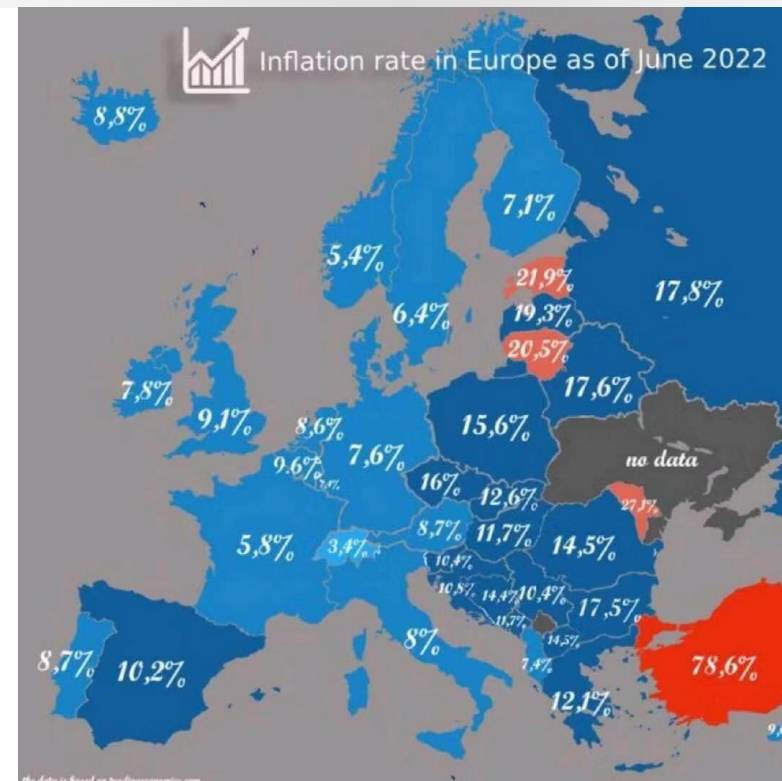
全球流动性
紧缩加速

- ◆ 美国6月CPI同比继续上行至9.1%新高，核心CPI同比达到5.9%。除了能源食品价格加剧通胀程度外，其他消费者支出价格亦普遍上涨。
- ◆ 欧元区6月调和CPI同比继续上行至8.6%新高，核心调和CPI同比达到3.7%。由于地缘上距离俄乌更近，整个欧洲受到的冲击较海外其他地区更为直接，德法等西欧国家通胀情况相对略低，东欧国家通胀普遍达到两位数。

主要发达经济体通胀快速上行

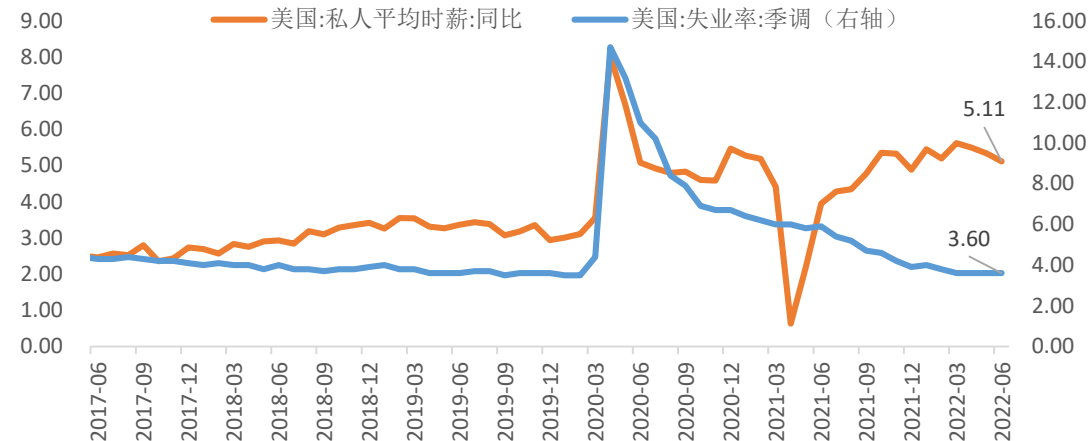


受俄乌冲突影响程度严重，欧洲全境通胀高企

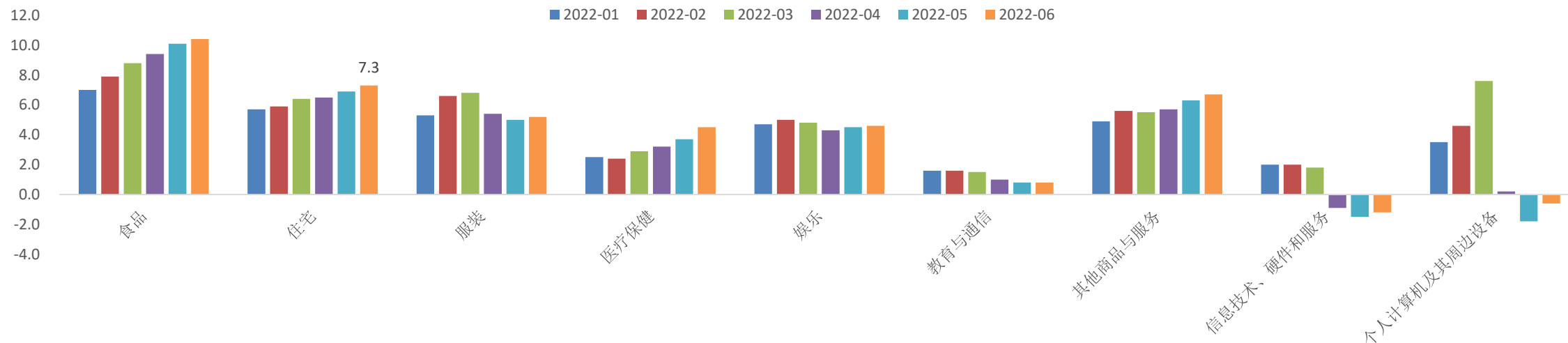


- ◆ 美国通胀已从能源食品向其他领域扩散，住宅、医疗保健及其他商品服务价格上涨加速。
- ◆ 美国失业率已触及疫情前的低位，薪资上涨速度较快，“工资-通胀螺旋”已有成形之势。

美国失业率已触及疫情前低位，薪资上涨速度较快

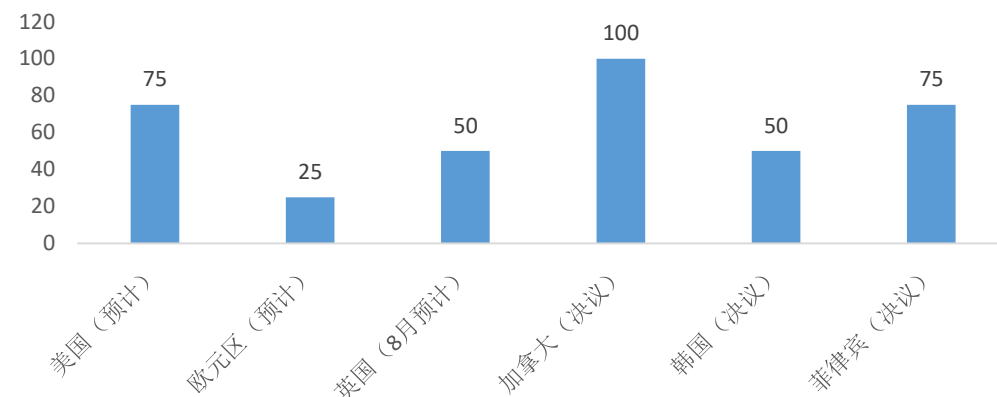


美国通胀已经向住宅、医疗及其他商品服务扩散



- ◆ 为对抗日益严重的通胀形势，美联储官员较为一致地认为应当尽快加息至中性利率上方，至少至3.5-3.75%区间。
- ◆ 那么，在即将到来的7月议息会议，美联储应至少加息75BP，并不排除直接加息100BP的可能。
- ◆ 7月，全球多家央行已经决议或预计大幅加息，全球流动性紧缩趋势明显加速。

7月，多家央行已经决议或预计大幅加息



市场预期美联储年底前迅速加息至3.5%以上 (7月15日芝商所数据)

MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2022/7/27	70.9%	29.1%	0.0%						
2022/9/21	0.0%	0.0%	36.9%	49.2%	14.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2022/11/2	0.0%	0.0%	0.0%	21.7%	44.1%	28.5%	5.8%	0.0%	0.0%
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	7.2%	29.1%	38.9%	20.9%	3.8%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	5.8%	24.8%	37.0%	24.5%	7.2%	0.8%
2023/3/15	0.0%	0.0%	1.0%	9.2%	27.0%	34.8%	21.4%	6.1%	0.6%
2023/5/3	0.0%	0.3%	3.4%	14.4%	29.3%	30.8%	16.9%	4.5%	0.4%
2023/6/14	0.1%	1.7%	8.2%	20.8%	29.9%	24.8%	11.5%	2.7%	0.2%
2023/7/26	0.7%	4.1%	12.9%	24.2%	28.0%	19.8%	8.2%	1.8%	0.2%

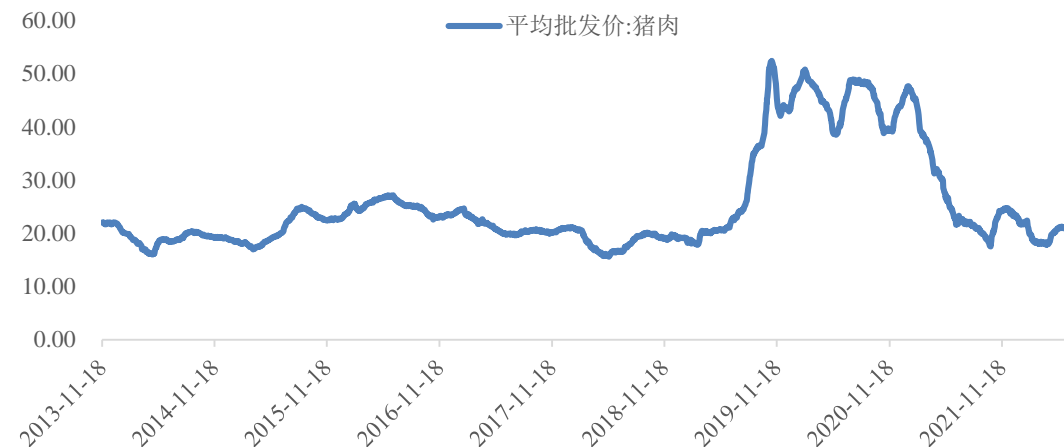
数据来源：芝商所、人保资产组合管理部

输入性通胀高峰已过，预计国内通胀温和上行

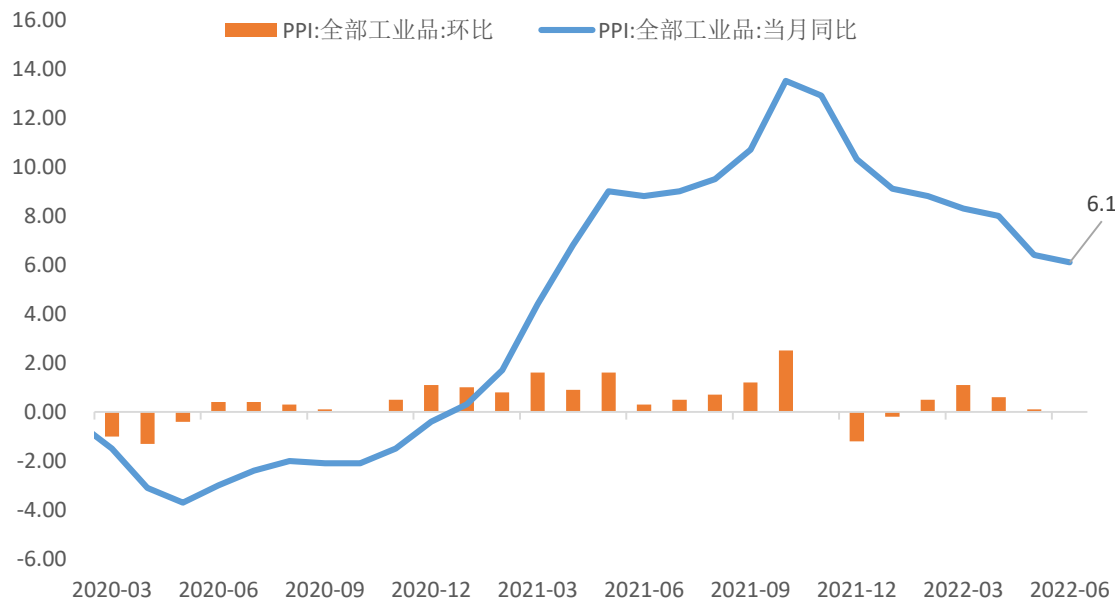


- ◆ 输入性通胀压力在5-6月已经明显减轻，PPI同比与环比涨幅显著回落。
- ◆ 伴随疫后经济修复，CPI非食品项已经开始回升，预计下半年温和上行。
- ◆ CPI食品项受猪肉价格拉动已形成上行趋势。
- ◆ 下半年，CPI整体同比预计超过3%，但应能控制在4%以内。

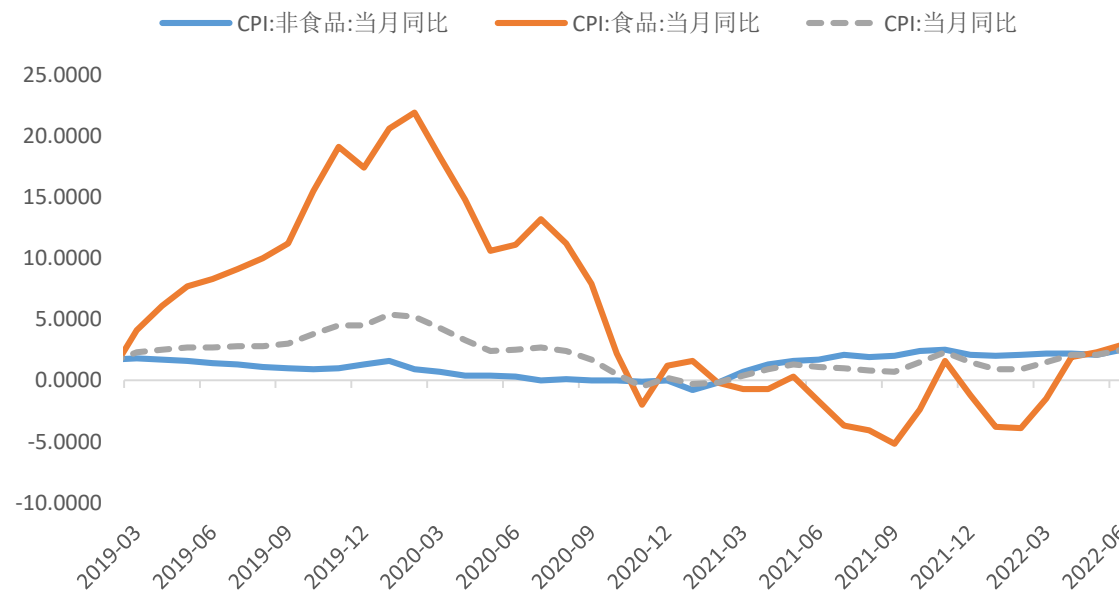
新一轮猪周期已经启动但应弱于上一轮



PPI显示输入性通胀压力正在缓解



预计下半年CPI温和上行



数据来源: Wind、人保资产组合管理部

□ 下一阶段经济

- ◆ 疫情防控重回稳态，经济修复有望持续，整体呈现偏弱复苏。
- ◆ 地产成为下半年最大不确定因素，负反馈螺旋难以在短期内（1-2个月）彻底扭转，但后续出台针对性政策概率大。
- ◆ 货币政策短期会继续维持宽松，回归中性的时点应有所推迟。
- ◆ 全球流动性紧缩正在加速，对国内货币政策的压力会逐步显现。

□ 固收市场：低位区间震荡，上行时点推迟

- ◆ 地产风险隐忧下，资金价格处于低位的时段需要延长。
- ◆ 7-8月，债券供给下降，资产荒逻辑下预计利率继续在低位区间震荡，上行时点有所推迟。
- ◆ 全球利率整体上行，国内利率下行空间受限，应持续警惕上行风险，合理控制组合久期。

□ 权益市场：震荡为主，行业轮动

- ◆ 从盈利来看，三季度单季盈利将由负转正，处在边际回升过程之中。
- ◆ 从估值来看，目前市场总体回到中性水平，股债比价上股好于债。
- ◆ 从流动性来看，目前市场成交量仍在万亿左右，房地产事件发酵后流动性有望维持宽松。
- ◆ 从政策来看，7月政治局会议预计将重申稳增长的重要性。
- ◆ 但大幅向上的概率也较低，一是市场缺乏主流进攻板块，消费有居民收入和疫情压制、新能源板块有估值压制、银行地产有停贷事件压制，很难带动市场形成趋势性的上涨，行业更多表现为轮动机会。

做有温度的人民保险