

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

供给好于需求 投资有所加速

—6月及二季度宏观经济数据点评

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2020年7月16日

内容提要:

二季度 GDP 同比增长 3.2%，预期增长 2.9%，前值下滑 6.8%；6 月工业增加值同比增长 4.8%，预期增长 4.5%，前值增长 4.4%；1-6 月固定资产投资累计同比下滑 3.1%，预期下滑 3.5%，前值下滑 6.3%；6 月社会消费品零售总额同比下滑 1.8%，预期增长 0.8%，前值下滑 2.8%。

6 月工业生产反季增长且略好于预期。近期基建、地产投资增速保持较高水平，海外陆续复工，外需有所复苏，出口交货值同比增长 2.6%，均有利于工业生产继续改善。3 月以来工业生产恢复较好但需求较弱，供需缺口扩大导致库存有所上升，未来仍有一定的去库存压力。

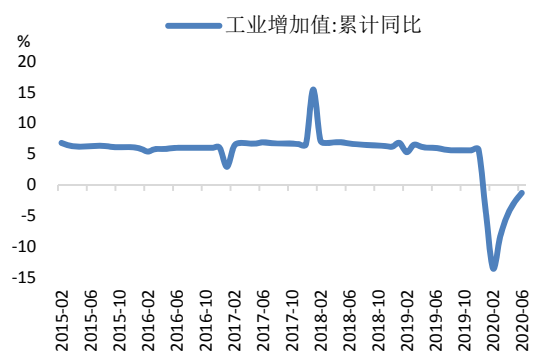
消费增速大幅低于预期。分项来看，必需消费品销售恢复较好但边际改善程度放缓，可选消费品表现仍然不佳。消费恢复较慢，一方面和餐饮、娱乐等行业仍然受到严控疫情措施的影响有关，近期大面积的放松还难以看到；另一方面则和失业率上升、居民收入增速放缓、谨慎预期上升（边际消费倾向下降）有较大关系，短期难以明显改善。

投资增速回升，其中，6 月当月基建投资增速小幅回落但后期仍有上升动力，房地产投资增速继续上行，制造业投资改善但仍然偏弱。

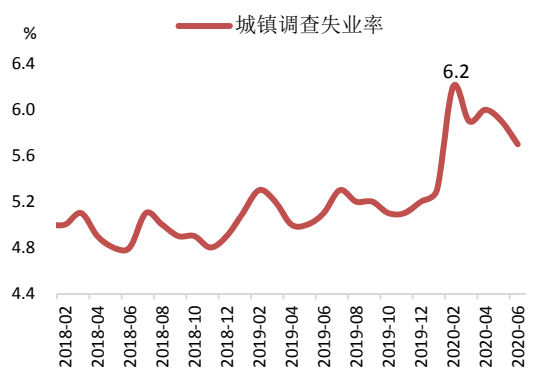
综合而言，二季度宏观经济数据略好于预期，供给持续改善，消费恢复仍然较慢。如果说前期政策主要是应对企业流动性与经营问题进行救急式纾困，未来有望在稳定就业市场、增加居民收入以及提高消费者信心方面出台更多政策。下半年在疫情仍然得到较好控制的前提下，GDP 增长 6%左右或更高是有可能的，全年或增长 2.8%左右。

风险提示: 央行超预期调控，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

VAI



失业率



相关报告

1. 《疫情对一季度经济影响超预期显著—2 月经济数据点评》
2. 《供给好于需求 内需仍需提振—3 月及一季度宏观经济数据点评》
3. 《供给边际放缓 需求修复较慢—5 月宏观经济数据点评》
4. 《经济修复上行 政策满而不溢—2020 年中期国内宏观经济展望》

事件:国家统计局7月16日公布的数据显示,二季度GDP同比增长3.2%,预期增长2.9%,前值下滑6.8%;6月工业增加值同比增长4.8%,预期增长4.5%,前值增长4.4%;1-6月固定资产投资累计同比下滑3.1%,预期下滑3.5%,前值下滑6.3%;6月社会消费品零售总额同比下滑1.8%,预期增长0.8%,前值下滑2.8%。

点评:二季度宏观经济数据略好于预期,供给持续改善,消费恢复仍然较慢。短期基建投资和房地产投资增速继续改善的可能性较大,但制造业投资难以明显改善。综合而言,3月以来供给持续好于需求,但中长期不可持续,居民收入增速放缓、谨慎预期较强导致消费偏弱。如果说前期政策主要是应对企业流动性与经营问题进行救急式纾困,未来有望在稳定就业市场、增加居民收入以及提高消费者信心方面出台更多政策。在下半年疫情仍然得到较好控制的前提下,在投资力度加大、项目赶工、消费弥补性恢复的综合推动下,下半年GDP增长6%左右或更高水平是有可能的,全年或增长2.8%左右。

1、二季度GDP基本符合预期

二季度GDP同比增长3.2%,略好于市场预期(2.9%)。虽然市场普遍预计二季度GDP转正,但对增速的分歧较大,预测区间从1.9%至5.0%。

从供需情况看,供给改善好于需求。二季度在疫情得到基本控制的情况下复工、复岗、复产力度加大,经济趋于复苏,各项指标均出现不同程度改善。其中,供给端持续发力,4月工业增加值同比转正,5-6月延续不俗表现,固定资产投资增速在基建投资与地产投资亮眼推动下逐步回升,出口则在生产替代效应叠加防疫物资需求大增的情况下持续好于预期。不过,需求端的启动滞后且相对较慢。社会消费品零售总额直到6月仍然同比萎缩,餐饮业在防疫管制及消费者谨慎预期的影响下仍然下滑15.2%,车市、楼市转暖有相当一部分是前期积压订单的滞后释放。失业率走高、居民收入增速放缓、谨慎预期尚存等因素导致居民边际消费倾向下降,同时股市财富效应有所显现一定程度导致资金从消费领域转移到投资领域,上述情况或在一段时间内仍然存在。

上半年GDP同比下跌1.6%,从2011-2019年均值情况看,由于上半年占全年GDP比重为46%,下半年为54%,在下半年疫情仍然得到较好控制的前提下,在投资力度加大、项目赶工、消费弥补性恢复的综合推动下,下半年GDP增长6%左右或更高水平是有可能的,全年或增长2.8%左右。

2、供给端持续改善

受疫情影响，2月企业大面积停工停产，节后复工复产进度缓慢，工业增加值同比回落25.9%，创有数据以来最大跌幅。3-6月复工复产复岗持续推进，虽然消费需求弱复苏，但在基建与地产投资较快恢复、海外因疫情存有生产替代效应等因素的带动下，供给端改善较好。

6月工业生产反季增长且略好于预期。6月工业增加值同比增长4.8%，好于市场预期（4.5%）与前值（4.4%）；1-6月累计增速回升1.5个百分点至-1.3%。2010-2019年各年6月制造业PMI生产指数环比变化为6降1平3升，环比上升的3年（环比升幅分别为0.2%、0.2%、1.0%）中有2年为供给侧改革阶段。即使有洪灾影响，今年6月仍然环比上升0.7%，反季增长且表现突出。近期基建、地产投资增速保持较高水平，海外陆续复工，外需有所复苏，出口交货值同比增长2.6%，均有利于工业生产继续改善。

分三大门类看，6月采矿业增加值同比增长1.7%，增速较5月加快0.6个百分点；制造业增长5.1%，增速回落0.1个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长5.5%，增速加快1.9个百分点。

3月以来工业生产恢复较好但需求较弱，供需缺口扩大导致库存有所上升。2019年全年工业产成品库存累计增长2%，今年初以来累计增速先升后降，3月峰值达到14.9%，即使4月后逐步下行但5月仍同比上升9%，为近5年来的上限水平。再以钢铁库存为例，其在4月中旬同比增速高达63%左右，6月下旬回落至27%，7月初再度上升至30%左右，而2017、2018年6月同比增速均在10%以下，2019年也仅是扩大至15%左右，未来仍有一定的去库存压力。

3、需求端恢复较慢

消费增速大幅低于预期。6月社会消费品零售总额同比名义下降1.8%（扣除价格因素实际下降2.9%），低于市场预期（同比增长0.8%）。其中，除汽车以外的消费品零售额下降1.0%。

分项来看，必需消费品销售恢复较好，如化妆品（6月同比增长20.5%，下同）、日用品（16.9%）、粮油食品类（10.5%）等，但边际改善程度放缓；可选消费品表现仍然不佳，如汽车（-8.2%）因为2019年同期高基数影响下降，金银珠宝类（-6.8%）、家具类（-1.4%）增速较5月再度下滑；此外，受618促销、5G换机等因素影响，通讯器材类销售同比增长

18.8%，连续4个月保持增长。

消费恢复较慢，一方面和餐饮（占比9%左右且到6月仍然同比下滑15.2%）、娱乐等行业仍然受到严控疫情措施的影响有关，近期大面积的放松还难以看到；另一方面则和失业率上升、居民收入增速放缓、谨慎预期上升（边际消费倾向下降）有较大关系，短期难以明显改善。

4、投资端地产投资亮眼但制造业复苏缓慢

投资增速回升，房地产投资表现抢眼。1-6月全国固定资产投资（不含农户）同比下降3.1%，降幅比1-5月收窄2.8个百分点。其中，基建投资降幅（-0.1%）收窄3.2个百分点，制造业（-11.7%）收窄3.1个百分点，房地产（1.9%）加快2.2个百分点。

基建投资增速小幅回落但后期仍有上升动力。1-6月含电力和不含电力的基建投资累计同比分别下降0.1%、2.7%，较1-5月回升3.2、3.6个百分点左右；6月当月，含电力和不含电力的基建投资同比分别增长8.3%、6.8%，较5月回落2.6、1.3个百分点。前2年缺资金、缺（优质）项目等在今年有了一定程度的改观，国家加大了基建资金投入，部分缓解了地方缺资金的问题，同时从2019年3季度至今国家加快了项目的储备与审批，其中交运行业新增项目投资8,000多亿元。6月基建增速暂时回落，部分受南方多地洪灾袭扰的影响，此外2019年同期基数走高亦有一定影响。总的来看，多项政策发力持续推动基建投资改善，其上行趋势不改，预计全年或升至10%左右或更高水平，但需要政策持续呵护。

房地产投资表现继续亮眼。6月当月房地产投资同比增长8.5%，较5月上升0.4个百分点；1-6月同比增长1.9%，为年内首度转正且较1-5月加速2.2个百分点。1-6月在建面积同比增长3.2%，较1-5月上升0.4个百分点；1-6月新开工面积同比下滑7.6%（1-5月为-12.8%），但继5月当月新开工面积增速转正后，6月再度加速6.4个百分点至8.9%。销售面积持续增长但幅度趋于回落，6月销售面积、销售金额同比分别增长2.1%、9.0%，较5月回落7.5、5.1个百分点。土地市场继续保持热度，但在6月全国土地购置面积增长12.1%、100个大中城市成交土地占地面积大幅增长26.8%后短期可能会有所放缓。短期而言，7月MLF续作利率并未下调，LPR利率调整可能性不大，对房贷的提振作用有限，叠加近期部分城市出台新的调控措施、部分城市政策放松又被立即叫停等因素，销售或趋于温和增长，对未来开工与投资均会产生影响。

制造业投资改善但仍然偏弱。1-6月制造业投资同比跌幅较前值收窄3.1个百分点至-11.7%；6月当月较前值收窄1.8个百分点至-3.5%。其中，1-6月高技术产业投资同比增长6.3%（1-5月为1.9%，下同），高技术制造业投资同比增长5.8%（2.7%），高技术服务业投资同比增长7.2%（0.5%）。从目前的情况看，制造业投资复苏较为滞后，前期订单尤其是出口订单减少、PPI通缩导致部分企业再投资意愿不足，仅以维持现有生产为主，这也与复工3个月后的5月底仅有67.4%的企业达到正常生产水平八成以上是一致的。前几年制造业投资稳定回升的动力来自于几个方面：一是利润留存增多推动企业投资，但2019年起利润增速则持续为负；二是企业技改投资持续增加，但受经济增速下行、企业利润增速放缓等影响后续动力恐不足；三是经济转型中高技术制造业有所崛起拉动整体增速。若剔除高技术投资，2019年绝大多数时间里剩余制造业投资名义增速为负，表明企业扩产意愿较弱。此外，考虑到PPI在过去的11个月里有10个月负增长，虽然下半年PPI趋于修复但大概率仍在通缩区间，叠加外需的不确定性，制造业投资上行空间或有限。

风险提示：央行超预期调控，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

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_3396



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn