



宏观经济

谨慎乐观（短期）

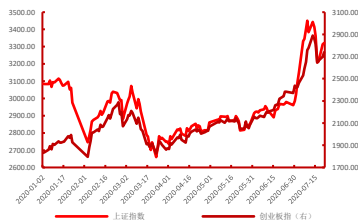
看好（中长期）

市场数据（2020-7-22）

上证综指涨幅（%）

近一周	-3.55
近一月	11.90
近三月	16.42

股价走势图



数据来源：Wind、国融证券研究与战略发展部

研究员

张志刚

执业证书编号：S0070519050001

电话：010-83991712

邮箱：zhangzg@grzq.com

联系人

李凌云

电话：010-83991532

邮箱：lily@grzq.com

李海宸

电话：010-83991799

邮箱：lihc-yjz@grzq.com

相关报告

《资金加速涌入价值股修复，增配转债分享权益红利》20200709

《疫情反复影响经济预期，转债低位震荡等待企稳》20200615

《5月国内经济继续修复，但复苏有初步放缓迹象》20200618

《4月国内经济稳步修复，两会召开政策期待验证》20200519

地产基建托底 Q2 复苏超预期，经济下半年将正常化

——2020.7.23 宏观研究月报

投资要点

- 6月数据表明经济继续恢复，二季度GDP增速超预期。生产端继续扩张上行，但斜率略有放缓。需求端延续复苏趋势，但高正常化仍有距离：“三架马车”中投资好于消费，其中地产、基建略超预期，制造业投资拖累较多，而消费仍负增长；此外出口超预期转正，外需或继续好于预期。6月社融增速略增，信贷增速不变，“宽信用”政策力度或维持现状。CPI有所回升，PPI筑底修复，但整体通缩压力仍大。

- 中期来看，下半年GDP增速将继续上行，经济正常化概率加大。消费贡献有望加大，汽车、家电等可选消费震荡回升，餐饮、旅游、航空、娱乐等线下消费和服务逐渐恢复；出口或好于预期，欧美经济冲击至暗时刻正在过去，若防疫隔离和缓，三季度外需将继续好转。消费、出口对经济增长贡献稳步提升的背景下，地产与基建投资对经济的托底意义或有所减弱。综合来看，下半年国内经济将延续复苏趋势，年底恢复5-6%正常增速概率加大。同时随着生产消费逐步正常，前期超宽松政策或逐步退出，后续逆周期政策大概率维持整体宽松现状，结构上更注重保市场主体和稳就业，畅通国内大循环。

1) 工业增加值稳步恢复，但斜率再度变平，经济逐季好转速度或趋稳。6月工业增加值稳步提振，以汽车为代表的制造业仍是主要推手，后续生产端将继续改善。工业增加值正逐步恢复正常，三季度GDP增速将继续上行，但工业增加值斜率再度变平表明后续GDP复苏速率或逐渐趋稳。

2) 6月需求端环比渐进复苏，投资好于消费，总需求的逐步恢复仍主要依靠地产基建拉动。6月地产投资、基建投资增速继续上行，制造业投资、消费仍形成拖累且恢复相对较慢。

后续来看，投资方面，央行宽信用政策转向合理适度，社融信贷预计维持现阶段增速，部分地区地产政策已开始收紧，商品房销售和地产投资将受影响，增速或冲高回落至平稳；同时财政逐渐投入，基建有望继续上行，但力度有限或致基建投资不及市场预期。消费方面，线下经营开放和人流恢复，预计可选消费或震荡回升，消费恢复正增长并增大对经济贡献。另外，海外经济冲击至暗时刻已过，若下半年社交隔离不全面反复，则外需有望恢复，出口好于预期。总的来说，下半年需求进一步恢复，结构上消费、出口对经济的贡献将继续提高，地产和基建投资对经济的托底意义或将减弱。

3) 6月社融略增，信贷不变，货币政策强调适度，后续宽信用大概率维持现状。目前国内经济已经走过了抗疫和复工复产的阶段，随着经营好转带动下企业融资意愿整体有所恢复，央行表态货币政策已进入更加常态的阶段。央行此前定下全年社融新增超过30万亿、信贷新增近20万亿目标，近期表示货币政策将更加强调“适度”，未来信贷投放将更加合理，但经济仍处渐进修复进程中，信贷投放要和复苏节奏相匹配。总的来说，预计下半年社融信贷将维持较高增速，但增速再大幅上行概率较低。

4) 6月CPI同比有所回升，PPI环比由负转正，但整体通缩压力仍大。无论是北京疫情反复还是汛期提前到来，都是短期对供给的扰动因素。当前我国需求端恢复速度明显滞后于生产端，预计未来物价整体通缩压力仍大，后续CPI增速大概率重新进入下行通道。同时，目前国际油价有所企稳，国内工业生产已经恢复到较高水平，全球经济亦在逐步复苏。下半年PPI持续稳健修复是大概率事件。

5) 6月PMI平稳扩张，需求拉动下生产意愿提升，但就业仍有隐忧。同时，海外主要经济体纷纷开始复工，目前美国制造业PMI重回扩张，欧洲日本制造业PMI均表现出降幅趋缓态势，预计后续主要经济体PMI将稳步回升。

6) 中观重点行业中，上中下游多行业向好，但分化严重。上游行业中，石油价格有所回升，后续或呈现横盘震荡态势；焦煤价格或继续保持稳中有升的态势；铜价上涨，主要金属去库总体变缓。中游行业中，螺纹价格继续上涨，主要钢材去化趋缓；水泥价格回落；挖掘机销量仍维持较高增速；下游行业中，汽

车、手机等可选消费受高基数扰动有所波动，后续有望继续恢复，家电继续好转。房地产方面，统计局公布的全国商品房销售面积增速有所回落但保持正增长，住建部的30城市成交面积增速延续上行。不过虽然按揭贷款维持较高增速，但深圳等地区需求端政策已有所收紧。预计后续地产消费链将继续复苏，但速度可能会有所放缓。

7) 中央政策目标继续强调保就业保市场主体，促进国内经济大循环。货币政策更加强调适度，财政政策更加积极有为，地产政策边际有所收紧。7月21日，习近平主席在企业座谈会强调要做好“六稳”、“六保”，带动企业形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局；7月22日李克强总理在国务院常务会议中再次强调要着力稳企业保就业，尤其是加强对中小企业的支持；近期金融数据发布会上，央行强调货币政策总体基调灵活适度，但后续更强调“适度”；近期多地地产需求端政策出现边际收紧，政策对地产托底经济的期待或减弱。总体来看，目前经济复苏逐渐趋稳，逆周期政策或恢复适度，更注重经济活力。

风险提示：1. 国内政策宽松不及预期；2. 海外疫情和政治不稳定引发全球经济衰退超预期；3. 中美摩擦升级致贸易冲击超预期。

目 录

1. 二季度 GDP 超预期修复，经济有望逐步正常化	7
2. 6 月工业生产稳步恢复，但斜率再度变平，后续经济逐季好转速度或趋稳	7
3. 6 月经济总需求环比渐进修复，投资好于消费，地产基建仍是拉动需求的主因	8
3.1 6 月固定资产投资增速持续恢复，地产好于基建好于制造业	9
3.2 6 月消费修复略低于预期，汽车等可选消费形成拖累	10
3.3 6 月进出口超预期转正，国内外需求均有所好转	12
4. 社融数据增速趋稳，央行下半年更强调适度，宽信用大概率维持现状	14
5. 食品价格拉动明显，CPI 同比有所回升，PPI 环比由负转正，整体通缩压力仍大	16
6. 6 月 PMI 平稳扩张，需求拉动下生产意愿提升，但就业仍有隐忧	19
7. 行业：上游价格持续向好，中游水泥降温挖机高增，下游地产监管趋严，可选消费出现分化	21
8. 政策：“六稳六保”是核心，货币强调适度，财政继续发力，地产边际收紧	25

插图目录

图 1 2 季度我国经济增速由负转正 (%)	7
图 2 6 月工业增加值同比增速持续提升 (%)	8
图 3 6 月三大门类增加值均持续同比增长	8
图 4 三大性质企业工业增加值同比增速收敛于 5% 水平 (%)	8
图 5 6 月固定资产投资持续转暖, 三大投资增速均有所回升, 地产累计增速已转正 (%)	9
图 6 6 月份商品房销售面积同比增速有所放缓 (%)	10
图 7 6 月地产资金来源同比继续高增 (%)	10
图 8 6 月社零同比不及市场预期 (%)	11
图 9 6 月汽车同比转负和餐饮修复放缓拖累社零 (%)	11
图 10 6 月汽车工业增加值同比增速创近两年来新高 (%)	11
图 11 近来汽车零售和批发高频数据有所好转 (%)	11
图 12 汽车、家具、金银珠宝等可选消费降幅明显 (%)	12
图 13 实物网上零售额在社零中占比超过四分之一 (%)	12
图 14 6 月进出口数据双双实现正增长 (%)	13
图 15 1-6 月份进出口累计同比降幅均有所缩窄 (%)	13
图 16 1-6 月, 对美进出口累计同比降幅均有所缩窄 (%)	13
图 17 1-6 月份对韩、日、欧、东盟出口均边际好转 (%)	13
图 18 社融增速趋稳, 宽信用合理适度	14
图 19 存款走高叠加财政政策持续发力, M2-M1 剪刀差小幅走阔	15
图 20 6 月社融同比多增主要靠贷款和企业债券 (亿元)	15
图 21 贷款同比新增主要由企业和居民中期贷款贡献 (亿元)	16
图 22 6 月 CPI 增速有所回升, PPI 降幅开始收窄 (%)	17
图 23 6 月食品项对 CPI 增速回升贡献较大 (%)	17
图 24 受防疫趋严影响, 猪肉价格同比增速近期回升明显 (%)	17
图 25 6 月受汛期影响, 蔬菜价格持续上涨 (%)	18
图 26 非食品分项和核心 CPI 回落到近 5 年来最低值 (%)	18
图 27 生产资料分项改善是拉动 PPI 同比修复的主因 (%)	19
图 28 油价近期有所回升, 后续 PPI 大概率继续修复	19
图 29 6 月份, 制造业和非制造业 PMI 均持续扩张 (%)	20
图 30 6 月中小企业再度进入收缩区间 (%)	20
图 31 受需求拉动, 6 月企业增加生产的意愿持续提升 (%)	20
图 32 6 月份就业情况不容过于乐观 (%)	20
图 33 6 月非制造业 PMI 持续回升, 建筑业有所回落, 但仍处于扩张区间 (%)	21
图 34 6 月欧元区主要经济体 PMI 加速回升	21
图 35 油价后期多方博弈中或出现横盘震荡趋势	22
图 36 6 月以来, 主要煤种价格稳中有升	22
图 37 铜价近期涨势明显	23
图 38 主要铝制品库存去化速率放缓 (万吨)	23
图 39 受南方汛情影响, 近期水泥价格有所回落 (%)	23
图 40 挖机销售仍维持较高增速 (%)	23

图 41 螺纹钢价格近期持续上行 23

图 42 7 月以来主要钢材品种去化有放缓趋势（万吨） 23

图 43 手机出货量有所波动（%） 24

图 44 汽车销售增速 6 月转负（%） 24

图 45 主要家电消费情况继续好转（%） 24

图 46 主要航司客运量同比持续回升（%） 24

图 47 6 月当月地产销售有所放缓（%） 25

图 48 按揭贷继续高增，但政策趋严地产销售增速将放缓（%） 25

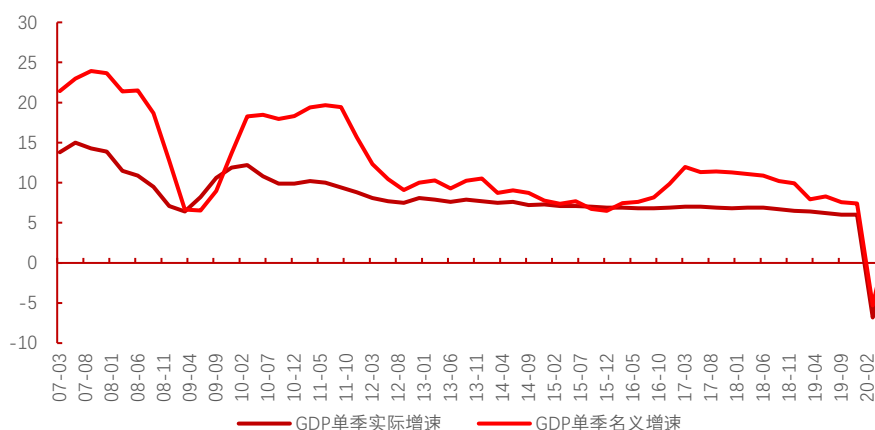
图 49 建材销售情况后续将继续复苏，但速度可能放缓（%） 25

1. 二季度 GDP 超预期修复，经济有望逐步正常化

二季度，实际 GDP 同比增长 3.2%，一季度为下降 6.8%，经济增速实现由负转正，经济整体呈现快速回升态势。其中，第一产业增加值 15867 亿元，增长 3.3%，第二产业增加值 99121 亿元，增长 4.7%，第三产业增加值 135122 亿元，增长 1.9%。从环比看，经调整季节因素后，二季度 GDP 环比增长 11.5%，一季度为下降 10.0%。

上半年我国经济经历先降后升，二季度经济增长实现了由负转正，整个上半年我国经济呈现“V”型反转走势。二季度，名义 GDP 和实际 GDP 增速略超市场预期。通过当前需求的持续释放以及 6 月 PPI 筑底回升等指标的表现，可以看出经济恢复的势头尚未结束，随着内外需的逐步改善预计 3 季度经济增速将大概率继续提升，经济有望以合理速度逐步正常化。

图 1 2 季度我国经济增速由负转正 (%)

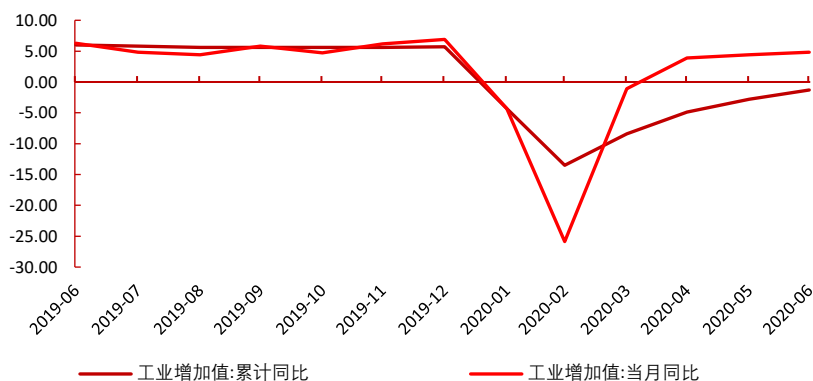


数据来源：Wind、国融证券研究与战略发展部

2. 6 月工业生产稳步恢复，但斜率再度变平，后续经济逐季好转速度或趋稳

6 月份规模以上工业增加值同比增长 4.8%，增速较上月提升 0.4pct；二季度同比增长 4.4%，上半年同比下降 1.3%。

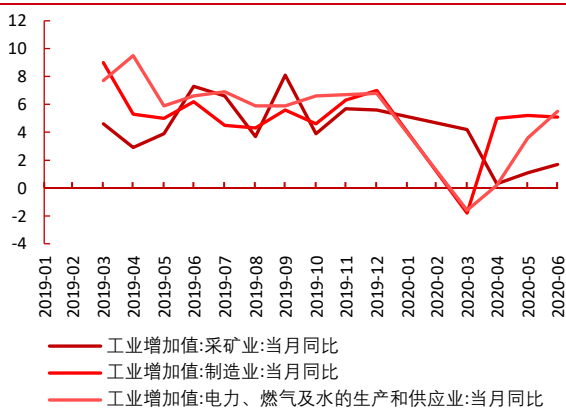
图 2 6 月工业增加值同比增速持续提升 (%)



数据来源: Wind、国融证券研究与战略发展部

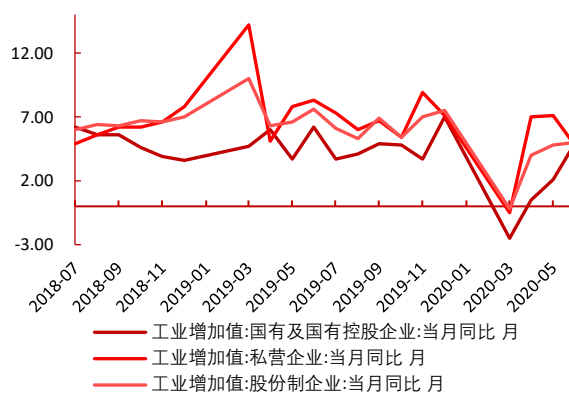
6 月份工业增加值同比增速较上月提升 0.4pct 至 4.8%，工业企业的修复已经接近正常水平。分三大门类看，采矿业和电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值分别同比增长 1.7% 和 5.5%，增幅较上月分别扩大 0.6 和 1.9pct；制造业同比增长 5.1%，增幅较上月收窄 0.1pct。从企业类型上看，国企、民企和股份制公司的增速均收敛于 4.9% 左右。

图 3 6 月三大门类增加值均持续同比增长



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 4 三大性质企业工业增加值同比增速收敛于 5% 水平 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

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_3723

