

经济复苏的特征、亮点、风险和若干问题

证券研究报告

2020年07月18日

作者

从3月初到6月底，实体经济实现了从疫情爆发期接近停摆到疫情控制期全面复工的转变，经济数据也经历了恢复斜率最大的一段时期。2季度实际GDP增速3.2%，较1季度的-6.8%大幅回升10个百分点，显示了我国有效防控疫情对经济复苏的决定性、前期各项支持政策的有效性以及我国经济强韧的内生性活力。

在经历2季度的快速复苏后，市场对于3季度经济复苏斜率放缓已经有充分预期。尽管如此，经济复苏速度仍然存在进一步低于预期的可能。目前3季度实际GDP增速的WIND一致预期为5.2%，我们预期在4.3%-4.5%左右，5%-6%的经济增速可能要到年底才能实现。在此影响下，今年下半年874万高校毕业生对劳动力市场的冲击将对全年6%左右的城镇调查失业率目标构成挑战。

风险提示：国内疫情面临持续性输入压力可能再度反复；汛期强降水对经济活动造成较大影响

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

导言

从3月初到6月底,实体经济实现了从疫情爆发期接近停摆到疫情控制期全面复工的转变,经济数据也经历了恢复斜率最大的一段时期。2季度实际GDP增速3.2%,较1季度的-6.8%大幅回升10个百分点,显示了我国有效防控疫情对经济复苏的决定性、前期各项支持政策的有效性以及我国经济强韧的内生性活力。

在经历2季度的快速复苏后,市场对于3季度经济复苏斜率放缓已经有充分预期。尽管如此,经济复苏速度仍然存在进一步低于预期的可能。目前3季度实际GDP增速的WIND一致预期为5.2%,我们预期在4.3%-4.5%左右,5%-6%的经济增速可能要到年底才能实现。在此影响下,今年下半年874万高校毕业生对劳动力市场的冲击将对全年6%左右的城镇调查失业率目标构成挑战。

问：从6月数据看经济复苏有什么特征？答：结构性复苏的特征进一步强化。

第一，6月社零同比增速-1.8%，较5月-2.8%回升1%，是少数单月增速仍未转正的项目，在各项数据中的恢复速度最慢。

目前恢复较好的消费主要包括三类，一是必需消费，全程几乎没有受到疫情影响；二是可选消费中的易耗品，增速已经基本复原；三是可选消费中有需求催化因素的耐用品，例如汽车（私人出行）、文体娱乐用品（居家娱乐）、通讯器材（消费电子）、家电（居家），也已经基本复原。

恢复进度较为滞后的主要是两个方向，一是缺乏需求催化的耐用可选消费品，比如服装鞋帽、金银珠宝、家具建材等；二是服务类消费，需要人与人密切接触甚至解除防护，在疫情威胁下恢复缓慢，例如餐饮消费6月当月仍然同比下滑15.2%。

表1：实物商品消费复苏的结构性特征（%）

基本恢复：必需消费					
	粮油、食品类	饮料类	烟酒类	中西药品类	
2019年全年	10.2	10.4	7.4	9.0	
2020年5-6月	11.0	18.0	11.9	8.5	
基本恢复：可选易耗品					
	化妆品类	日用品类	书报杂志类	文化办公用品类	
2019年全年	12.6	13.9	11.1	3.3	
2020年5-6月	16.7	17.1	10.8	5.0	
基本恢复：可选耐用品有需求催化					
	汽车类	体育、娱乐用品类	通讯器材类	家用电器和音像器材类	
2019年全年	-0.8	8.0	8.5	5.6	
2020年5-6月	-2.4	15.4	15.1	7.1	
恢复较慢：可选耐用品					
	石油及制品类	服装鞋帽针纺织品类	金银珠宝类	家具类	建筑及装潢材料类
2019年全年	1.2	2.9	0.4	5.1	2.8
2020年5-6月	-13.5	-0.4	-5.4	0.8	2.1

资料来源：WIND，天风证券研究所

第二，制造业投资6月当月同比增速-3.5%，较5月的-5.2%小幅修复，上半年累计同比增速-11.7%。作为由内生性因素主导的需求侧变量，制造业投资与消费有相似之处，即整体弱势修复的同时存在明显的结构性特征。

一方面，高技术制造业投资上半年累计同比增速5.8%，6月当月同比保持在15%以上；另一方面，传统制造业投资上半年累计同比增速-16%，6月当月同比约-4.8%。目前两类行业的短期景气度和中长期预期都有较大差距，预计后续这一格局还将保持下去。

表 2：高技术制造业和传统制造业景气度差距拉大

年份	全部制造业增速	高技术制造业增速	传统制造业增速	占比
2017	4.8%	17.0%	2.9%	13.7%
2018	9.5%	15.8%	8.4%	14.5%
2019	3.1%	17.7%	0.2%	16.5%
2020.1-6	-11.7%	5.8%	-16.0%	19.8%

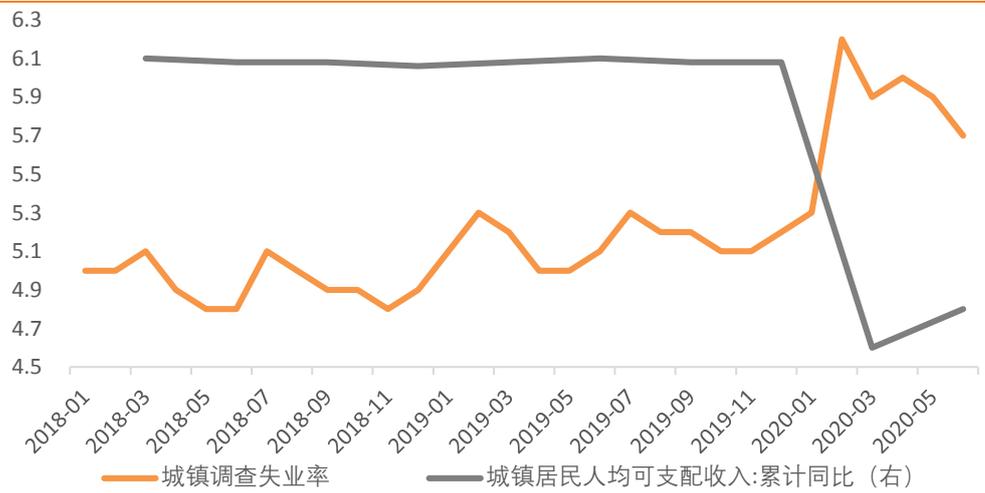
资料来源：WIND，天风证券研究所

问：为什么消费复苏最弱且存在明显的结构性特征？

答：因为疫情对居民就业、收入、消费倾向的冲击尚未明显改观，3 季度预算约束开始成为制约消费复苏的主要因素，消费的复苏斜率可能明显放缓，进入一段瓶颈期。

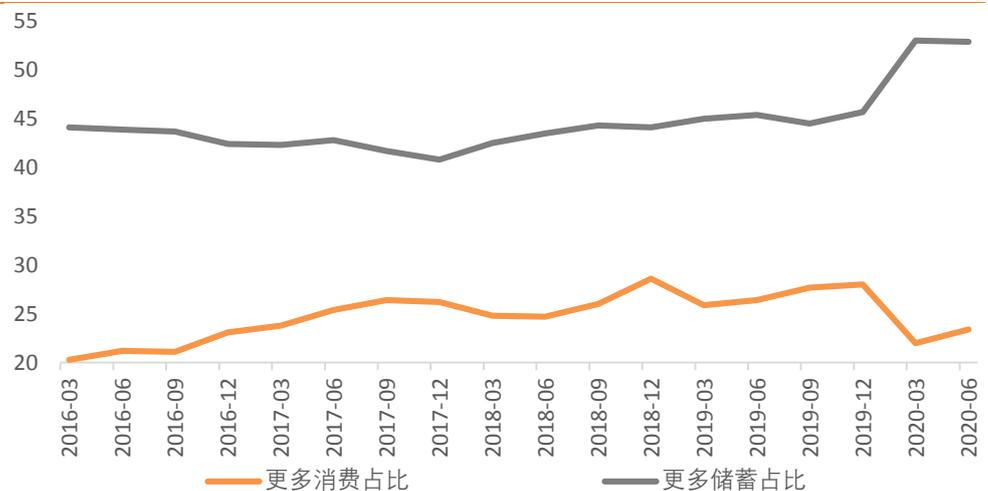
截至 6 月底，城镇调查失业率为 5.7%，较 2019 年底升高 0.5%；居民可支配收入累计同比增长 1.5%，增速较 2019 年全年下滑 6.4%；根据央行的 2 季度城镇储户问卷调查结果，认为将“更多消费”的居民占比为 23.4%，较 2019 年 4 季度下滑 5.6%，认为将“更多储蓄”的居民占比为 52.9%，较 2019 年 4 季度上升 7.2%。

图 1：失业率上升、可支配收入增速下降（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 2：更多消费占比下降，更多储蓄占比上升（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

将居民部门作为一个整体，当疫情导致失业率上升、可支配收入增速下降、预防性储蓄提升后，居民部门的消费性支出预算将会减少。这种情况下，最优先被削减的应是“可选程度”最高的，一是实物消费中缺乏需求催化的可选耐用品，二是各类服务消费例如餐饮娱乐。

由此可见，消费的结构性复苏是居民在支出预算缩水的情况下根据消费效用进行的理性选择，消费整体复苏缓慢的根本原因在于疫情对居民就业、收入、消费倾向的冲击尚未明显改观。

2 季度前中段是经济活动从强制停摆到向常态恢复的过程，到了 2 季度末-3 季度，大部分经济活动已经基本恢复，包括必需消费、部分可选消费已经基本复原，预算约束开始成为制约消费复苏的主要因素。这意味着如果没有针对性的刺激政策，消费的恢复将继续偏慢且滞后于经济基本面，因此 3 季度消费的复苏斜率可能明显放缓，进入一段瓶颈期。

问：6 月数据有什么亮点吗？

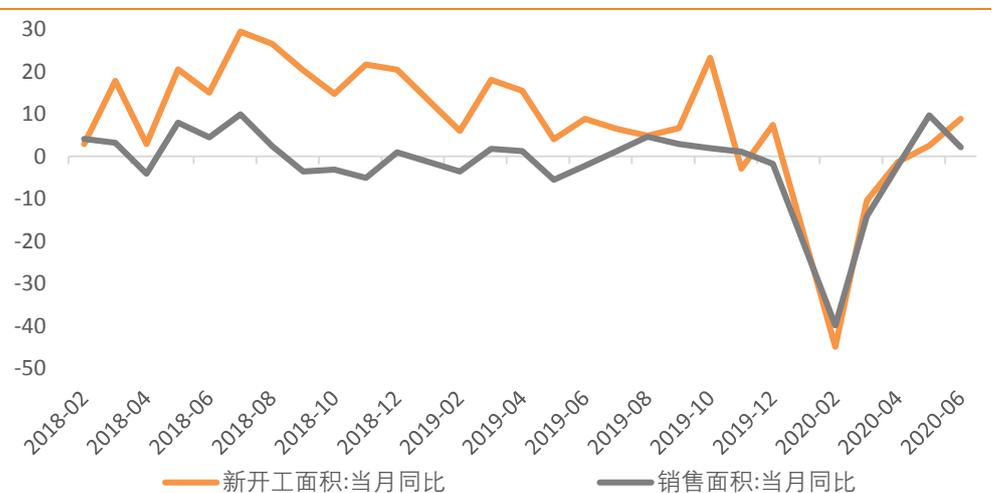
答：房地产新开工面积加速回升，建筑业对投资复苏的贡献进一步增强。

投资的复苏比消费更快，主要原因是以基建和地产为代表的建筑业复苏较快。1-6 月，全口径基建投资累计同比增长 0.5%，房地产开发投资同比增长 1.9%，是上半年少数几项累计同比增速转正的数据。

基建投资 6 月当月同比增长 10.5% 左右，较 5 月 11.6% 稍有回落，可能与汛期强降雨影响施工进度有关。下半年基建单月投资增速有望继续保持在 10% 以上，但汛期强降水可能导致 3 季度施工强度偏弱。基建投资受到项目储备和配套融资的双重支持，增速快速回升的预期比较一致，从结构上看，电力热力水强于交运仓储强于公共设施。

房地产投资 6 月当月同比增长 8.5%，较 5 月的 8.1% 进一步小幅回升，建安投资和土地购置费都有贡献。6 月的房地产数据出现了一些重要变化：一方面是随着货币环境的逐渐收紧，商品房销售和房企拿地在中达到顶点后缓慢回落，6 月当月商品房销售面积同比增长 2.1%，较 5 月的 9.7% 回落；另一方面是新开工面积加速回升，施工面积触底反弹，6 月当月新开工面积同比增长 8.9%，较 5 月的 2.5% 回升，施工面积增速从 5 月的 2.3% 回升至 2.6%。以上两个变化与我们在年中报告里的判断一致。（详见《不确定性环境下的复苏斜率再定价——下半年宏观经济与投资展望》）下半年建安投资有望在高基数下维持正增长，土地购置费小幅回升，房地产累计投资增速还将小幅震荡回升，但单月增速可能较近期的 8% 有所回落。

图 3：商品房销售高位回落，新开工面积加速回升（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

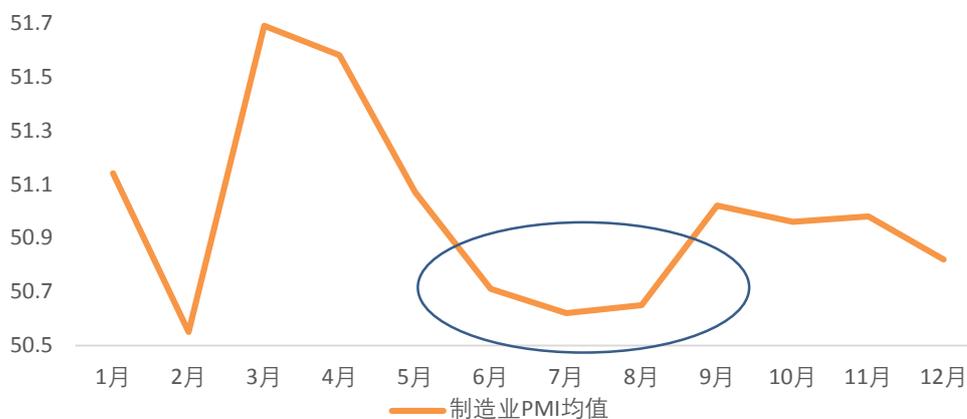
问：汛期强降水对建筑业施工是否有影响？

答：汛期强降水可能导致 3 季度单季固投增速较原预期下滑 0.6%，4 季度升高 0.6%，对实际 GDP 增速影响在 0.2%左右。

7月7日，国家防总将防汛IV级应急响应提升至III级，7月12日进一步提升至II级；6月2日至7月12日中央气象台连续40天发布暴雨预警，为2007年开展暴雨预警业务以来历时最长；6月-7月14日全国平均降雨量为172.7毫米，较常年同期偏多12.1%，为1961年以来第6多（第一为1998年）。

强降雨对建筑业尤其是露天项目的施工有一定影响，可能导致基坑积水、土方无法外运、混凝土无法浇筑等诸多问题，使建筑项目被迫停工缓工。我国江河主汛期多在5-9月，降水量尤其以6-8月为多，因此这一时间段历来为我国建筑业施工乃至工业部门的淡季。以PMI为例，取2010-2019年各月制造业PMI的均值，可以看到环比意义为主的PMI在6-8月明显偏低。

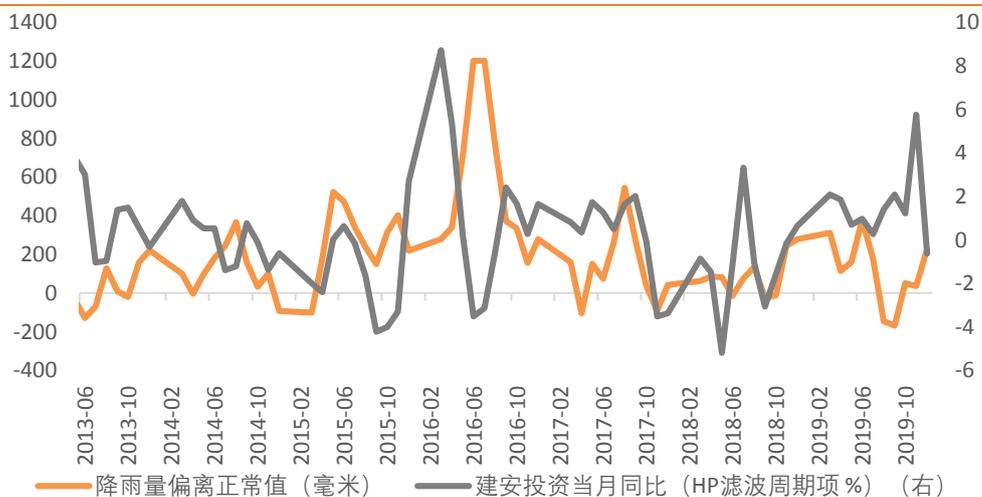
图4：6-8月为我国工业部门传统淡季



资料来源：WIND，天风证券研究所

我们选取WIND中记录的11个主要城市¹月度降水量偏离正常降水量的数值来衡量全国降水强度，用房地产建安投资的单月同比增速²来衡量房地产项目施工强度，发现二者具有一定的负相关性，即降水量较往年偏大的月份的房地产施工强度相对偏低。施工强度减弱会对建安投资等需求侧经济数据产生抑制，对于供给端也会通过削弱相关建材如螺纹钢、水泥的需求，从而抑制相关行业的生产。

图5：建筑业施工强度与降水强度负相关

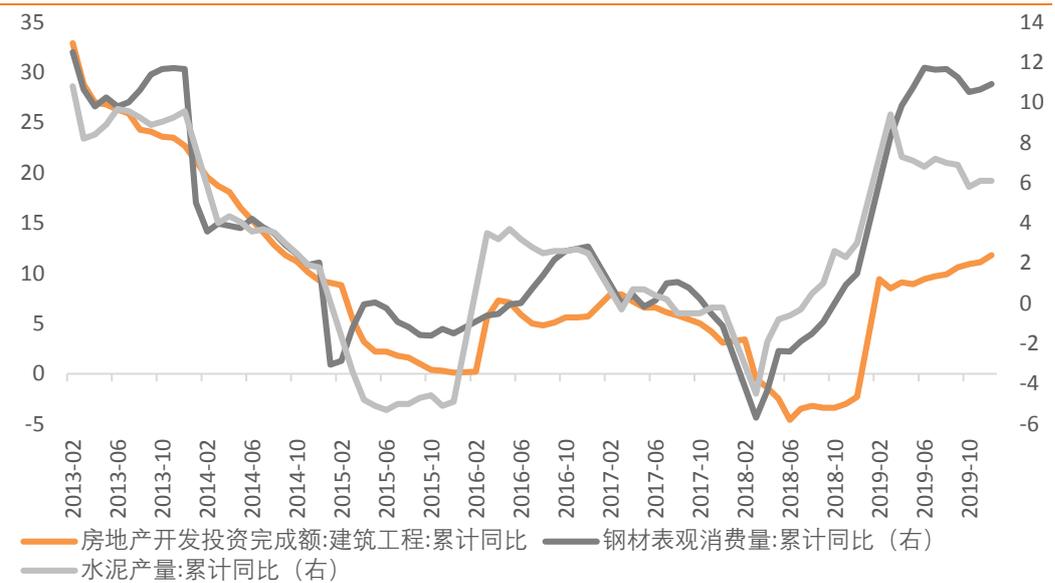


资料来源：WIND，天风证券研究所

¹ 包括：哈尔滨，哈密，昆明，郑州，汉口，重庆，镇江，芜湖，南昌，广州，南宁

² 为验证降水量等外生性因素对建安投资的影响，我们将建安数据进行HP滤波，剔除趋势项（内生性影响因素）后保留周期项

图 6: 建筑业施工强度直接影响钢材和水泥等建材需求 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

但上述影响大概率以短期扰动为主, 汛期后的施工进度会有回补。绝大多数情况下, 降水量将从 9 月开始显著回落, 因此汛期强降水更多是对施工节奏的影响, 对全年施工总量的影响可能有限。以房地产为例, 今年房企的竣工交付压力较大, 汛期被动放缓的施工进度大概率会在强降水过后以加速施工弥补回来。对于基建, 财政支出的节奏变化对于财政预算的最终完成情况影响不大 (主要是一般公共预算), 所以汛期落后的施工进度也会有额外回补。

如果今年的强降水一直持续到 8 月, 建筑业施工强度可能在 7-8 月偏弱, 9 月之后加速恢复。粗略估计, 汛期强降水可能导致 3 季度单季固投增速较原预期下滑 0.6%, 4 季度升高 0.6%, 对实际 GDP 增速的影响在 0.2% 左右。

表 3: 11 个主要城市月度降水量合计 (毫米)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	均值
1 月	427	264	438	188	107	388	945	317	583	431	829	409
2 月	396	268	401	374	543	499	239	310	219	748	829	400
3 月	851	409	838	800	994	560	774	1173	842	910	1188	815
4 月	1282	479	1064	1155	982	1015	1558	922	1058	1491	733	1101
5 月	2057	780	1880	1602	1649	1978	1761	1505	1750	1371	1873	1633

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_3803

