

6 月中国宏观数据点评—— V 型复苏后的下一步是什么？

在年中展望报告中我们写道，只有最强健的经济体才能在全球深度衰退中幸存下来，而中国就是其中代表。我们认为，中国的生产力比大多数新兴市场国家更具有竞争力，因此它将从此次新冠病毒大流行中脱颖而出。与此同时，与大多数发达国家国家相比，中国在货币和财政方面有更多的回旋余地。所以无论是相对新兴国家或发达国家，中国经济的韧性都比预期强。

但是我们不得着重强调，不应该简单地将 V 型复苏趋势推演至未来几个季度。二季度的数据显示，经济活动在一季度完全停止之后出现了明显反弹，但是这种急剧的连续增长不太可能进一步扩大。我们应该做好准备以应对波动，尤其是经济复苏过程中伴随的阻力（例如席卷长江流域的洪水和新冠病例的反弹等），同时我们也不能排除冬季新冠病毒在全球范围内大规模卷土重来的可能性。尽管如此，考虑到出口市场份额的潜在增长和市场化改革（详情请见我们的宏观报告 [《2H20 宏观经济展望：后疫情时代的问与思》](#)），我们对中国的长期增长充满信心。

洪水对经济的影响是可控的且暂时的：到目前为止，今年的洪水集中在长江流域，其影响主要波及长江沿岸的 7 个省市（重庆、贵州、湖北、湖南、江西、安徽、江苏）。相比之下，1998 年的洪水造成 11 个省份受灾，2016 年的洪水影响多达 12 个省份。1998 年洪水造成的经济损失占当年 GDP 的 3.0%，而 2016 年洪水造成的经济损失只有 GDP 的 0.4%。随着基础设施建设的完善和应急管理能力的提高，洪水带来的经济损失已经大大减少。因此，我们认为今年洪水导致的经济损失将不会超过 GDP 的 0.4%。经济损失将主要集中在因洪水而造成停工的户外建筑行业 and 某些制造业。因此，我们可能在接下来的三季度看到固定资产投资和工业增加值数据疲软的迹象。然而，经济活动的持续恢复和洪灾过后基础设施的重建将提振四季度的 GDP。洪水对通胀的影响也不会超过第三季度，我们依然认为下半年的 CPI 增长会因为去年的高基数效应而明显放缓。

林琰

宏观分析师 研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

王彦臣, PhD

宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

2020 年 7 月 17 日

主要数据 (同比, %)	6 月	5 月	1Q20
GDP ¹	3.2	-	-6.8
工业增加值	4.8	4.4	-8.4
固定资产投资	-3.1	-6.3	-16.1
房地产开发投资	1.9	-0.3	-7.7
住宅销售价格 (环比)	0.58	0.49	0.14
城镇调查失业率 (%)	5.7	5.9	5.8
消费品零售总额	-1.8	-2.8	-19.0
人均可支配收入 ¹	-1.3	-	-3.9
人均消费支出 ¹	-9.3	-	-12.5
出口 (美元口径)	0.5	-3.3	-6.6 ²
进口 (美元口径)	2.7	-16.7	-1.0 ²
贸易差额 (亿美元)	464.2	629.3	199.6
CPI	2.5	2.4	5.0
PPI	-3.0	-3.7	-0.6
M2	11.1	11.1	9.1
M1	6.5	6.8	3.27
社融存量 (万亿元)	271.8	268.4	262.2
社融增量 (万亿元)	3.43	3.19	11.08
新增人民币贷款 (万亿元)	1.81	1.48	7.10

注：¹为季度数据；²为 3 月份数据，1、2 月份无数据

资料来源：国家统计局，中国人民银行，

海关总署，浦银国际

相关报告：

[《2H20 宏观经济展望：后疫情时代的问与思》](#) (2020-06-19)

浦銀國際

数据点评

2020 年 6 月宏观数据点评

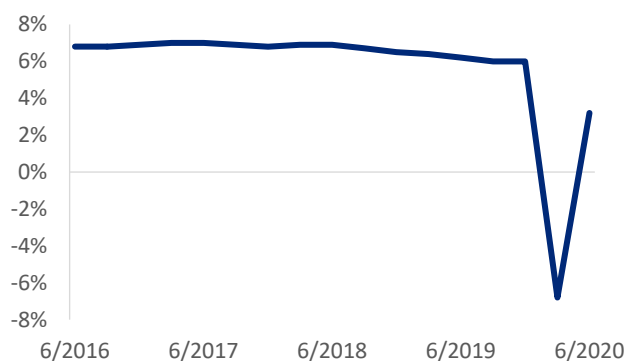
第二产业带动 2Q GDP 超预期

中国经济增长在二季度实现由负转正，GDP 同比增长 3.2%，高于预期 0.8 个百分点，复苏势头强劲。与第一季度-6.8%的负增长相比，第二季度经济反弹整整 10 个百分点。上半年总体还是受新冠疫情的影响，GDP 同比下降 1.6%。

随着国内疫情在 4 月份得到有效控制，各行各业开始复工复产，但消费需求回升缓慢。产业数据明显发现生产端比需求端的复苏强劲。跟一季度相比，二季度的第一产业回升 6.5 个百分点，代表制造业与建筑的第三产业回升 14.3 个百分点，而代表服务业也即是需求端的第三产业只回升 7.1 个百分点。消费者信心的缺失和区域间的封锁措施直接导致第三产业恢复较慢。

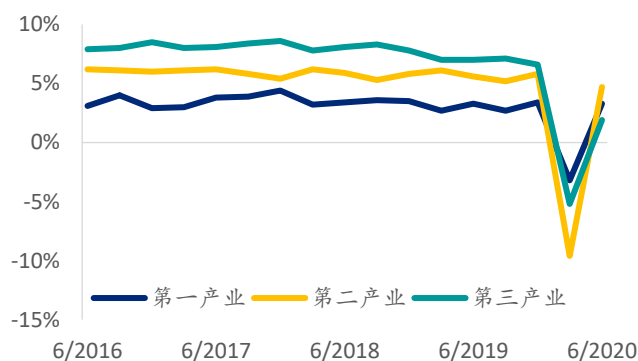
展望下半年，需求端的复苏将随着收入及财富双效应而提升，而生产端的复苏有可能受部分地区的洪灾影响而短暂放慢，不过因为需求端的同步复苏能拉高整体 GDP 增长。4Q GDP 很大机会回到 6%的水平，而 2021 年上半年更加会超越 6%。

图表 1：实际 GDP 同比涨跌幅



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 2：GDP 分产业同比涨跌幅

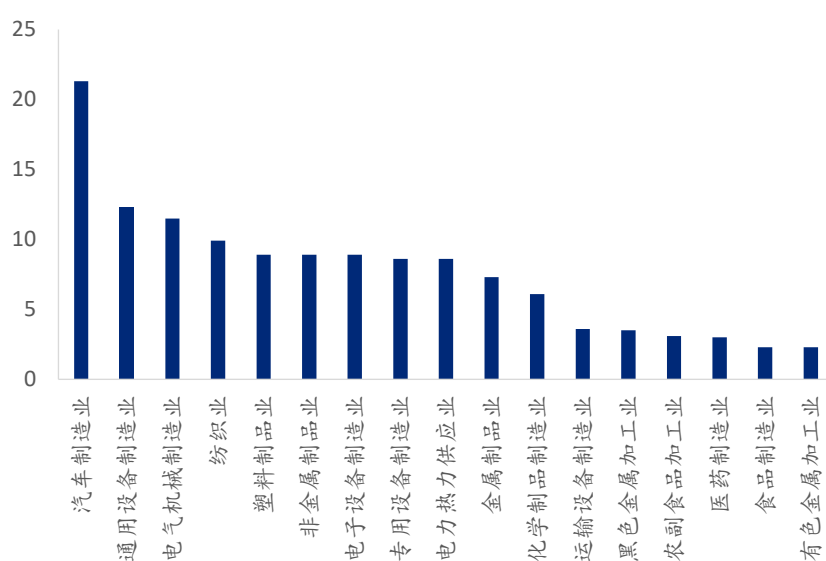


资料来源：CEIC，浦银国际

工业生产的快速恢复以及固定资产投资、房地产开发的拉动作用。6 月规模以上工业增加值同比增长 4.8%，与预期持平，较 5 月份增加 0.4 个百分点。分三大门类看，6 月份采矿业增加值增长 1.7%，制造业增长 5.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.5%。主要行业中，汽车制造业维持稳定增长，6 月份同比增长 13.4%，较 1-5 月份有显著恢复。

此外，固定资产投资（非农户）继续得到改善。1-6 月份全国固定资产投资（非农户）同比下降 3.1%，好于预期，降幅比 1-5 月份收窄 3.2 个百分点。房地产市场在 6 月也迎来复苏。1-6 月份房地产开发投资同比上升 1.9%，好于预期的同时由负转正，较 5 月份增加 2.2 个百分点。固定资产投资和房地产开发的滞后效应将持续推动第二产业的复苏。不过，在长江流域洪水的影响下，受灾地区的制造业和固定资产投资在三季度将面临增速放缓。

图表 3：6 月各行业工业增加值同比增速相比 1-5 月数据恢复百分点情况

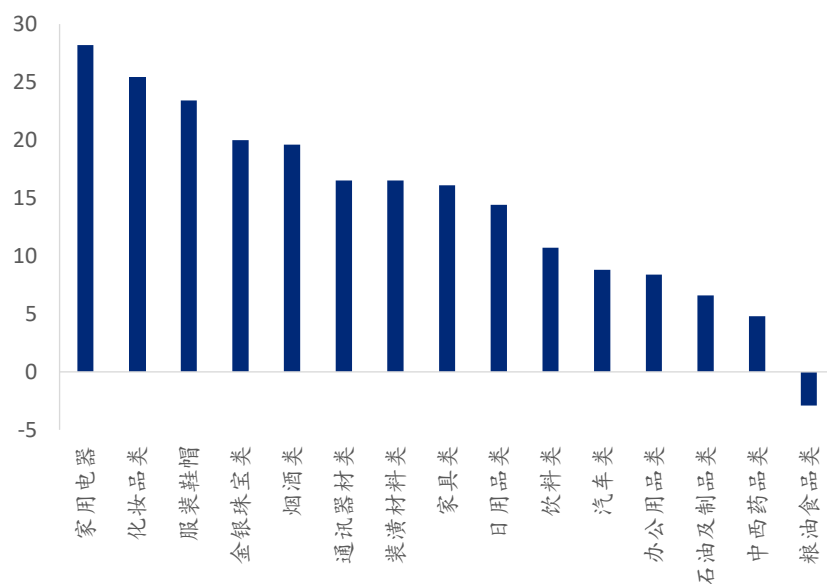


资料来源：国家统计局，浦银国际

第三产业恢复较慢受累于消费的疲软，尤其是疫情影响还未结束，餐饮消费的复苏较慢。6 月社会消费品零售总额同比下降 1.8%，较 5 月份回升 1 个百分点，但仍低于 0.5% 的预期。按消费类型分，餐饮同比下降 15.2%，降幅较 5 月份收窄 3.7 个百分点；商品零售同比下降 0.2%，降幅较 5 月份收窄 0.6 个百分点。商品零售中，多个类别的零售总额同比增速较 1-5 月有明显改善。零售总额的增长也体现出一定的行业分化：因疫情导致外出减少，家用电器的消费明显增加；因封锁隔离导致囤积食物的行为也抑制了 6 月粮油食品类的消费。随着疫情影响的消散，消费信心会逐渐回升，餐饮业的季节性需求上涨也会帮助社会消费品零售出现明显增长。

此外，在“保就业”的政策指导下，失业率稳步下降，对提振消费有积极作用。6月全国城镇调查失业率为5.7%，比5月份下降0.2个百分点。1-6月份人均可支配收入同比下降1.3%，人均消费支出下降尤为明显(-9.3%)，支出的下降高于收入，侧面印证了疫情过后储蓄率的提升。不过，消费信心恢复后，充足的居民存款会拉动消费需求上涨，进一步推动下半年的复苏。6月70个大中城市商品住宅销售价格环比上涨0.58%，环比增长0.9个百分点。房价上涨所带来的财富效应将促进消费需求的恢复。

图表 4：6月各行业消费品零售总额（除餐饮）同比增速相比1-5月数据恢复百分点情况

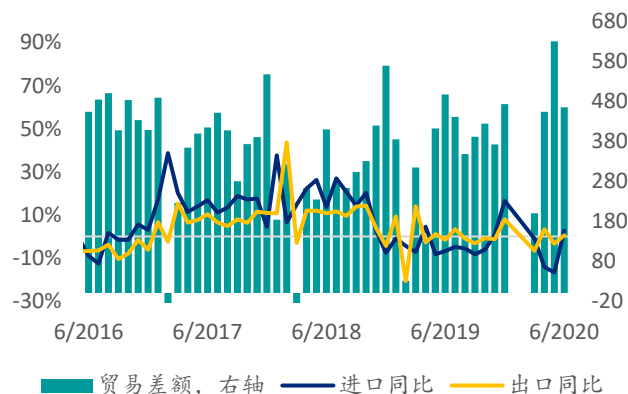


资料来源：国家统计局，浦银国际

6 月进口远超预期证明制造及内需都加快复苏

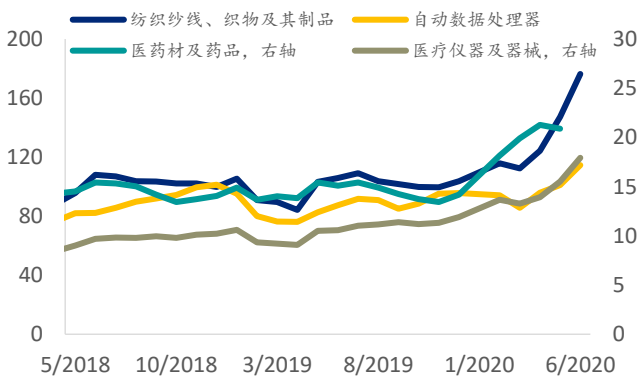
进出口数据止跌回升，贸易差额小幅回落。6 月份出口（美元口径）同比上涨 0.5%，显著好于预期（-2.0%），涨幅扩大 3.8 个百分点。出口止跌回升的原因在于，作为少数几个有效控制新冠疫情的国家，中国在全球贸易中的替代作用越发明显。疫情导致全球多个国家采取封锁隔离的措施，与中国国内的情况类似，家用电器类的需求激增，以满足居家办公的需要。6 月，包含电脑在内的自动数据处理器出口额达到 114.6 亿美元，环比增加 13.5 亿美元。

图表 5：进出口与贸易差额（亿美元）



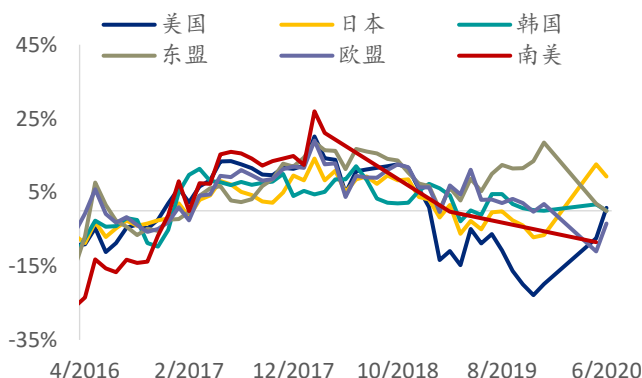
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 6：医疗物资和电子设备出口增加（亿美元）
（3 个月移动平均）



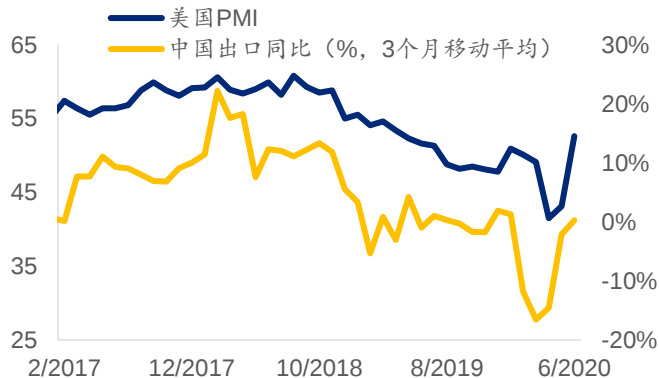
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 7：出口至主要目的地同比（3 个月移动平均）



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 8：美国 PMI 与中国出口同比（3 个月移动平均）



资料来源：CEIC，浦银国际

此外，疫情在其他国家或地区的蔓延也导致中国防疫物品的外需增加：医疗器械同比增加 69.4%，用于制造口罩的纺织制品同比增加 67%。防疫物资出口、全球经济重启、以及中国在全球贸易的替代作用会继续提振出口贸易。但我们认为下半年防疫物资出口的增长会开始减慢，取而代之将是发达国家对消费品的需求。

此外，中国的出口贸易受全球疫情的影响在逐渐减弱，对主要目的地（美国、日本、韩国、欧盟、东盟）的出口贸易同比增速在 6 月实现由负转正，尤其是对美国和欧盟的出口反弹明显。

6 月份进口（美元口径）由负转正，同比上涨 2.7%，同样显著好于预期（-9.0%），涨幅扩大 19.4 个百分点。国内需求的复苏以及出口相关制造业需求的回升带动进口增幅由负转正。其中，能源和工业设备进口量同比增加较明显。6 月，石油进口量同比增加 34.4%，钢材和机床设备同比增加 98.7%和 76.2%，机械电子集成电路同比增加 20.5%。能源和工业设备为代表的原材料进口激增表明，生产端的经济复苏不会有太大波动。

图表 9：能源和工业设备进口量同比增加（%）

	6 月	5 月	4 月	3 月
石油	34.4	19.2	-7.5	4.5
钢材	98.7	30.4	0.6	26.5
机床	76.2	6.4	51.4	21.6
机械电子集成电路	20.5	14.3	27.4	43.7

资料来源：CEIC，浦银国际

进口的增加导致贸易顺差小幅回落至 464.2 亿美元，比 5 月份的历史最高值低了 165.1 亿美元，但依然远高于 2019 年平均月度的 358 亿美元。如果今年没有疫情影响，我们预期中国的经常帐有机会转为赤字，但由于中国出口在疫情中更加突出竞争力，今年的贸易顺差将维持在高过过去两年的水平，短期内对人民币会有支持，直到今年末内需增长拉低贸易顺差及美国大选导致有可能的中美关系不确定人民币才会边际走弱（详情请见我们的宏观报告 [《2H20 宏观经济展望：后疫情时代的问与思》](#)）。

CPI 与 PPI 分化转向收敛

6 月食品价格上升带动 CPI 小幅上升，PPI 下降幅度收窄。6 月 CPI 同比上涨 2.5%，符合预期，涨幅扩大 0.1 个百分点。CPI 环比增速从 5 月的-0.8%回升至-0.1%。CPI 同比涨幅扩大，环比下降幅度收窄。按照项目划分，食品价格涨幅明显，同比上涨 11.1%，涨幅扩大 0.5 个百分点；环比增速从 5 月的-3.5%回升至 0.2%。食品通胀的上升主要受猪肉和鲜菜的影响。受生猪出栏减缓和进口量减少的因素，猪肉价格环比上涨 3.6%。因南方暴雨和北京新发地市场爆发新冠疫情的影响，新鲜蔬菜的短期供应紧张，鲜菜环比上涨 2.8%。扣除食品和能源价格的核心 CPI，同比上涨 0.9%，涨幅回落 0.2 个百分点；环比增速从 5 月的 0%下降至 -0.1%。核心 CPI 增速放缓，非食品的通胀仍面临下行压力。

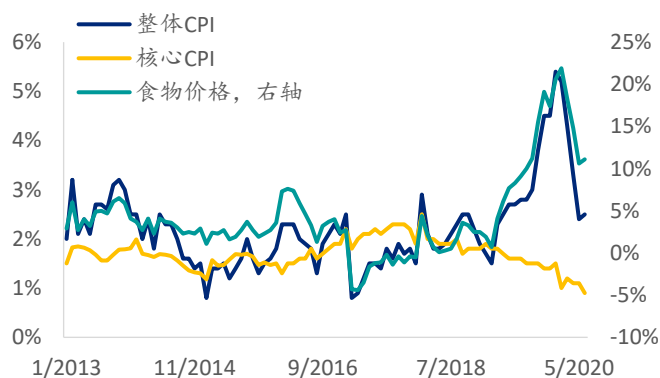
展望未来，在南方暴雨和洪灾的双重影响下，农产品的生产运输在 7 月还将面临较大影响，新鲜蔬菜等食品供应在一定范围内会出现紧张，食品价格会有推高通胀的可能。但考虑到 CPI 在 2019 年下半年有较大幅度上涨，由此带来的翘尾因素会导致 CPI 同比增速收窄，CPI 增长在下半年会在 1-2%范围。

图表 10：最新 CPI 数据一览

	同比 (%)		环比 (%)	
	5 月份	6 月份	5 月份	6 月份
核心 CPI	1.1	0.9	0.0	-0.1
整体 CPI	2.4	2.5	-0.8	-0.1
其中：食品	10.6	11.1	-3.5	0.2
非食品	0.4	0.3	0.0	-0.1
其中：消费品	3.3	3.5	-1.2	0.0
服务	1.0	0.7	0.0	-0.1
其中：城市	2.3	2.2	-0.7	-0.1
农村	3.0	3.2	-0.9	0.0

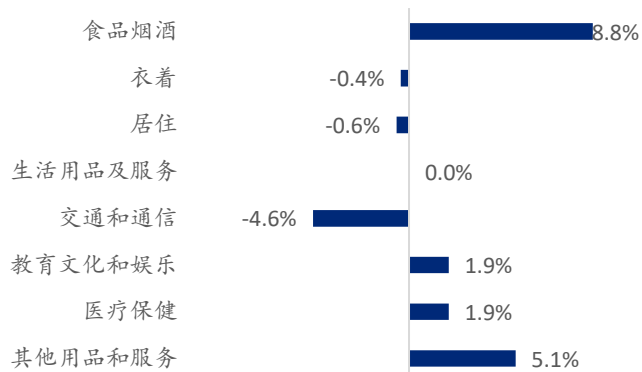
资料来源：国家统计局，浦银国际

图表 11：CPI 同比涨跌幅



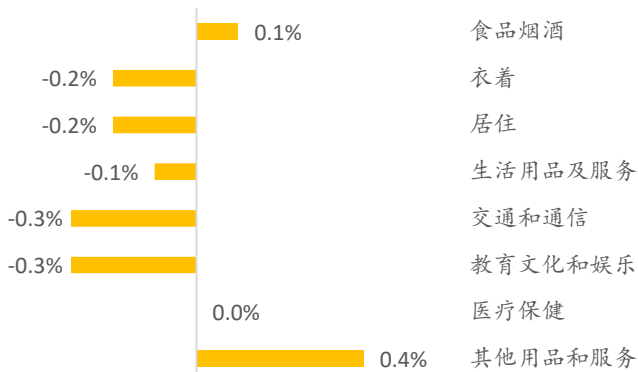
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 12: 6 月份 CPI 分类别涨跌幅 (同比)



资料来源: 国家统计局, 浦银国际

图表 13: 6 月份 CPI 分类别涨跌幅 (环比)



资料来源: 国家统计局, 浦银国际

6 月 PPI 同比下跌 3.0%, 略高于预期 (-3.2%), 下降幅度收缩 0.7 个百分点。PPI 环比增速从 5 月的 -0.4% 回升至 0.4%。PPI 同比下降幅度收窄, 环比增速由负转正。按照项目划分, 生产资料价格出现明显回升, 同比下跌 4.2%, 下降幅度收缩 0.9 个百分点; 环比增速从 5 月的 -0.5% 回升至 0.5%。生产资料价格回升主要受采掘工业价格的影响, 尤其是石油和天然气开采行业价格回升。生活资料价格小幅上涨, 同比上涨 0.6%, 涨幅上升 0.1 个百分点; 环比增速从 5 月的 -0.3% 回升至 0.1%。生活资料价格小幅上涨主要受食品价格影响, 尤其是农副食品加工业价格回升。

展望未来, 考虑到复工复产和需求回升仍较缓慢, 全球油价波动较大, PPI 会继续稳步回升。人民银行的政策动向将维持中性偏宽的态势, 不会给 PPI 带来太大的上行压力。

图表 14: 最新 PPI 数据一览

同比 (%)		环比 (%)	
5 月份	6 月份	5 月份	6 月份

图表 15: PPI 同比涨跌幅

— 整体 PPI

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_3806

