

6月和二季度经济数据点评

经济真的向好，问题也依然存在

二季度 GDP 增速超预期；6 月工业增加值和固定资产投资均超预期，仅社零增速低于预期；居民收入和消费增速依然偏低。

- 二季度 GDP 增长 3.2%，上半年实际 GDP 累计同比-1.6%，名义 GDP 累计同比-0.9%。
- 6 月工业增加值同比增长 4.8%，1-6 月工业增加值同比增长-1.3%。采矿业工业增加值累计同比增长-1.1%，制造业累计同比增长-1.4%，公用事业累计同比增长-0.9%，高技术产业累计同比增长 4.5%。
- 6 月社零同比增长-1.8%，1-6 月社零累计同比增长-11.4%。6 月的社零数据受到电商促销活动的扰动，一定程度上可能造成部分品类当月销售被挤出，未来仍需关注汽车和房地产后周期等大额消费增速的持续变化。
- 1-6 月固定资产投资增速为-3.1%，民间固定资产投资增速-7.3%。制造业投资累计同比增长-11.7%，基建投资累计同比增长-2.7%，地产投资累计同比增长 1.9%。
- 1-6 月房地产土地购置面积和土地成交价款累计同比增长-0.9%和 5.9%，商品房销售面积同比增长-8.4%，商品房销售额累计同比增长-5.4%，房地产投资资金来源累计同比增长-1.9%，其中国内贷款资金来源增速 3.5%，定金和预付款增速-7%。
- 上半年全国居民人均可支配收入 1.57 万元，累计同比增长 2.4%，居民收入中位数累计同比增长 0.5%；居民人均消费支出 9718 元，累计同比增长-9.3%。二季度剔除消费品价格上涨对食品消费的影响，居民消费在居住、交通通信和生活用品及服务方面增长比较显著。
- **二季度经济数据明显好于预期，我们上调全年 GDP 增速至 2%。**上半年经济数据收官，二季度实际 GDP 同比增长 3.2%，超出市场预期，表明我国经济恢复趋势明确，内生动力强劲。从 6 月数据来看，工业增加值增长超预期、固定资产投资增速超预期，特别是制造业投资增速较 5 月回升幅度显著，显示我国经济转型升级的内在需求明确。但另一方面问题依然存在，最直接的问题就是社零增速继续低于预期，同时二季度居民收入和消费增速依然较低，除此之外也需要开始关注需求恢复持续偏弱的背景下，6 月数据中已经出现的部分行业工业增加值当月增速开始震荡分化的情况。
- **政策工具为海外的冲击而准备。**从目前经济数据反映出的基本面表现来看，国内经济恢复趋势较强劲，但海外的情况较为复杂，一方面是全球新冠疫情没有得到有效控制，特别是美国近期新确诊人数快速上升，可能直接影响我国外需增长，另一方面下半年美国大选渐行渐近，从历史经验看中国牌在美国大选期间被使用的概率极大。在海外具有较大不确定性的情况下，我们认为当前国内财政政策可能以夯实效果为主，部分货币政策工具转而应对海外冲击做准备。接下来需要关注 7 月政治局会议对下半年经济工作的定调和安排。
- **风险提示：全球经济恢复速度偏慢；国内需求恢复程度持续弱于供给。**

相关研究报告

《2019 年完成任务:12 月和四季度经济数据点评》
2020.1.17

《实事求是反映冲击，宽松可期难见强刺激：1-2 月经济数据点评》 2020.3.16

《新冠疫情冲击下，一季度数据走出 V 型趋势：3 月和一季度经济数据点评》 2020.4.17

《经济在波动中恢复：4 月经济数据点评》
2020.5.15

《经济数据边际修复的速度在下降：11 月经济数据点评》 2020.6.15

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师: 张晓娇

(8621)2032 8517

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514010002

证券分析师: 朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516090001

二季度 GDP 增长 3.2%

上半年实际 GDP 累计同比-1.6%，名义 GDP 累计同比-0.9%。二季度 GDP 当季实际同比增速 3.2%，较一季度回升了 10 个百分点；二季度名义同比增速 3.1%，较一季度回升了 8.4 个百分点。二季度平减指数累计同比 0.7%，较一季度下行 0.9 个百分点，主要是受工业品价格通缩的负面影响。整体来看，二季度 GDP 环比增速 11.5% 明显超出市场预期，显示出我国经济较好的韧性和内生增长动力。

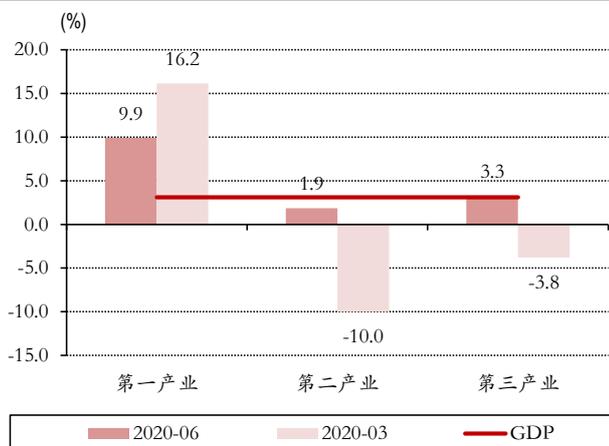
图表 1. GDP 当季同比增速



资料来源：万得，中银证券

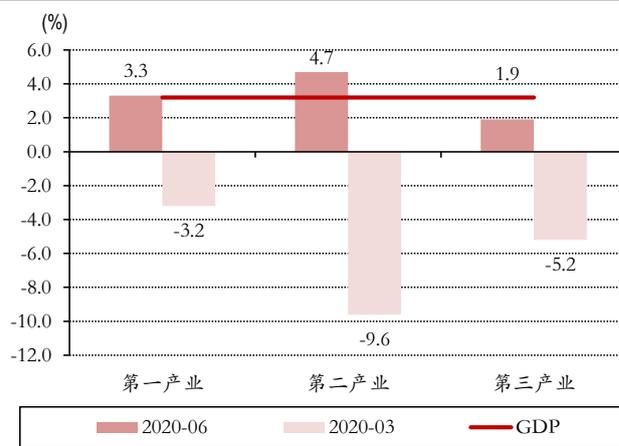
一产通胀二产通缩三产稳定增长。从名义增速的角度看，二季度一产同比增速 9.9%，远超过二产的 1.9% 和三产的 3.3%；从实际增速的角度看，一产同比增长 3.3%，二产同比增长 4.7%，一产的通胀和二产的通缩从 CPI 中食品项目同比大幅上涨和 PPI 同比明显负增长也可以看出，三产增长 1.9%，三产的价格表现也较强劲，且三产的平减指数与一季度相比整体较平稳。二季度 GDP 增速明显超出市场预期，从产业看，主要是名义上三产恢复、实际上二产恢复均对 GDP 增长提振较多。

图表 2. 一季度 GDP 现价分产业同比



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 一季度 GDP 不变价分产业同比

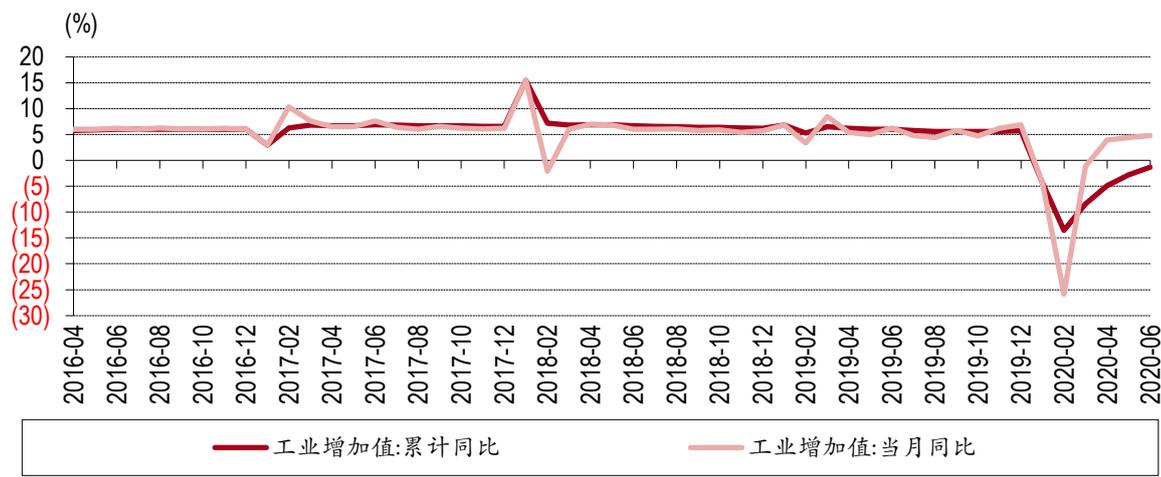


资料来源：万得，中银证券

工业增加值增长趋于稳定

生产增长强劲。6月工业增加值同比增速4.8%，较5月上升0.4个百分点，较去年同期下降1.5个百分点；1-6月工业增加值同比增速-1.3%，较去年同期下降7.3个百分点。6月工业增加值同比增速环比5月改善的幅度继续缩小，从同比增速趋势来看，自4月之后当月工业增加值增速趋于稳定，我们认为受新冠疫情的冲击，国内外需求端都出现了明显回落，且恢复速度慢于生产端，预计接下来一段时间内，工业增加值会在新的供需均衡增速上震荡。

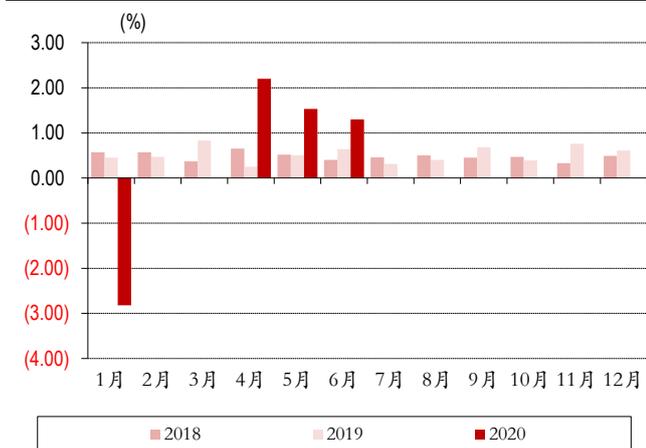
图表 4. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

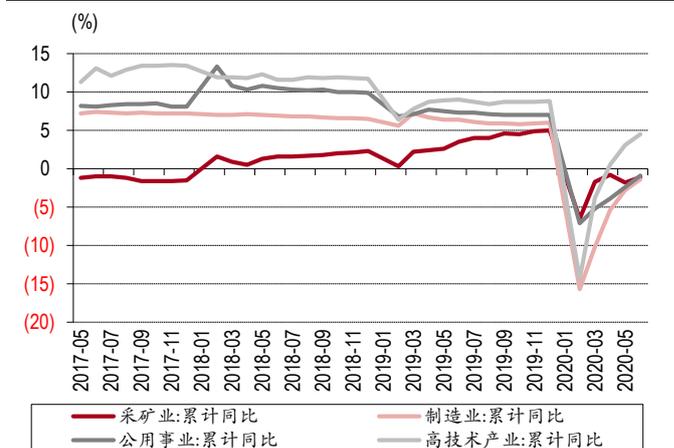
6月环比依然强劲，但环比增速持续回落。从环比增速来看，6月工业增加值环比增长1.3%，依然处于疫情冲击后的生产修复期，但环比改善的幅度较5月有所下降。从行业分类来看，1-6月采矿业工业增加值累计同比增速-1.1%，制造业累计同比增速-1.4%，公用事业累计同比增速-0.9%，高技术产业累计同比增速4.5%。行业表现有所分化，高技术产业累计同比增速继续快速上行，且当月同比增长10%最高，制造业当月增速5.1%，虽然较5月小幅回落0.1个百分点但表现依然强劲，采矿业当月同比增长1.7%，较5月有所上升，公共事业当月增加值同比增长5.5%，维持了自3月以来的同比增速快速回升。从企业类型来看，6月工业增加值增速较5月反弹幅度最大的依次是国企、外企和股份制，民企6月工业增加值同比增速较5月下滑了2.3个百分点，1-6月工业增加值累计同比增速最高的依然是民企-0.1%，最低的是外企-3.4%。

图表 5. 工业增加值环比



资料来源：万得，中银证券

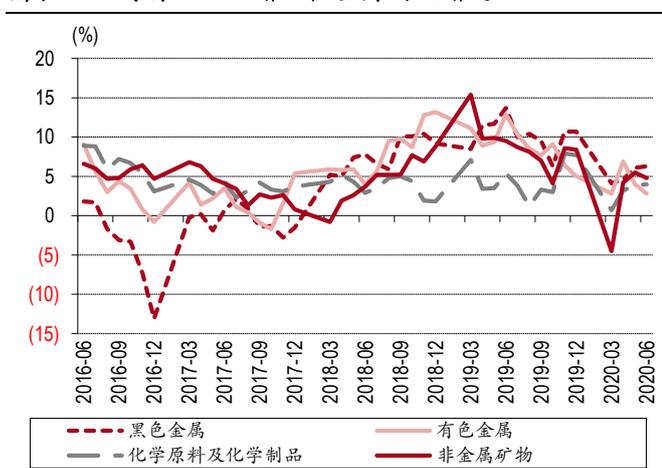
图表 6. 各行业工业增加值累计同比



资料来源：万得，中银证券

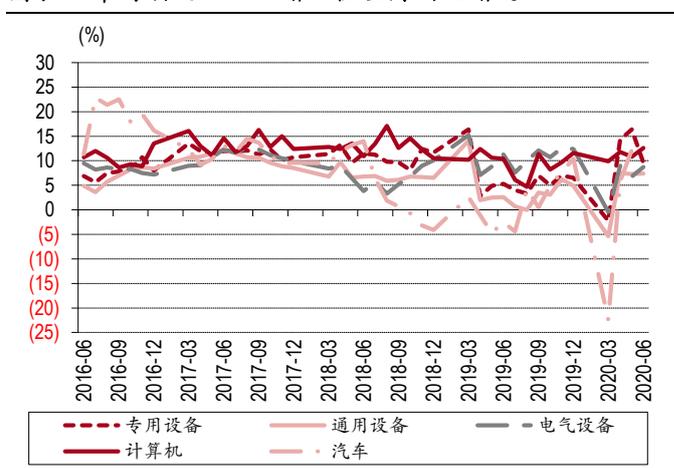
从修复到新均衡。上游行业方面，化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长-1%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长-2.2%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长3.4%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长1%，从当月工业增加值增速来看，上游行业工业增加值回升的趋势开始有所分化，黑色金属和化学原料行业增速依然小幅上升，但有色金属和非金属矿物的增速较5月出现明显下滑。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长-2.3%，专用设备制造业增加值累计同比增长2.9%，汽车制造业增加值累计同比增长-3.1%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长-0.3%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长5.7%，6月中游行业工业增加值累计同比增速依然持续上升，但从当月工业增加值增速来看，专用设备较5月大幅下降6.8个百分点。下游行业工业增加值累计同比增速继续恢复，食品制造业增加值累计同比增长-0.5%，纺织业增加值累计同比增长-4.5%，医药制造业增加值累计同比增长1.8%，但从当月同比增速来看，食品较5月下行了5个百分点，纺织业下行了1.1个百分点。受到1-2月工业增加值增长基数较低的影响，当前工业增加值累计同比增速上升的趋势持续，但从当月工增来看，上中下游都有部分行业已经开始出现幅度较明显的波动。

图表 7. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 中游制造业工业增加值当月同比增速

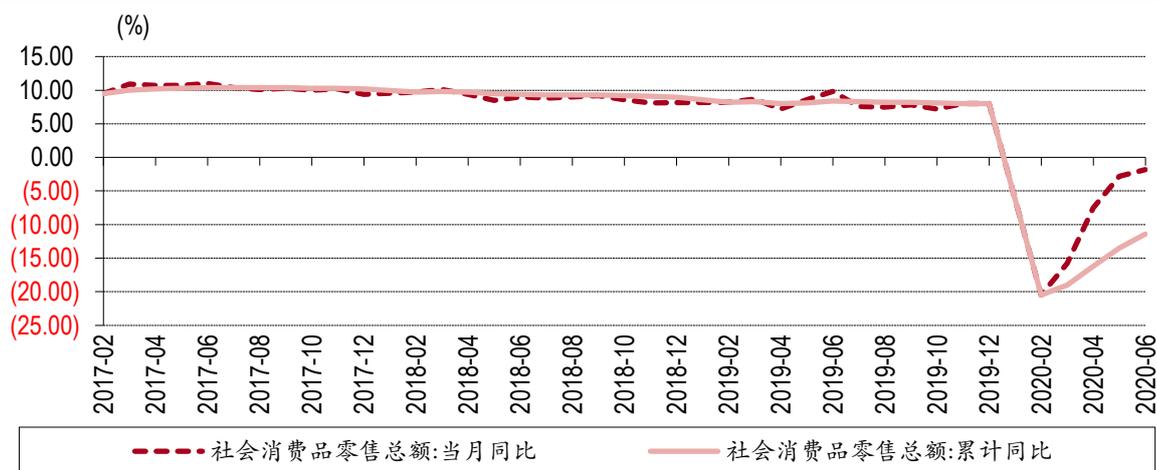


资料来源：万得，中银证券

社零是唯一不及预期的数据

需求的恢复需要一个过程。6月社零同比增速-1.8%，较5月回升了1个百分点，1-6月社零累计同比增速为-11.4%，较1-5月回升2.1个百分点。6月社零增速反弹幅度依然低于市场预期，从宏观的角度看，二季度经济增长整体是超出预期的，但此前经济快速大幅下行对居民消费行为的影响可能需要超预期的长时间修复。

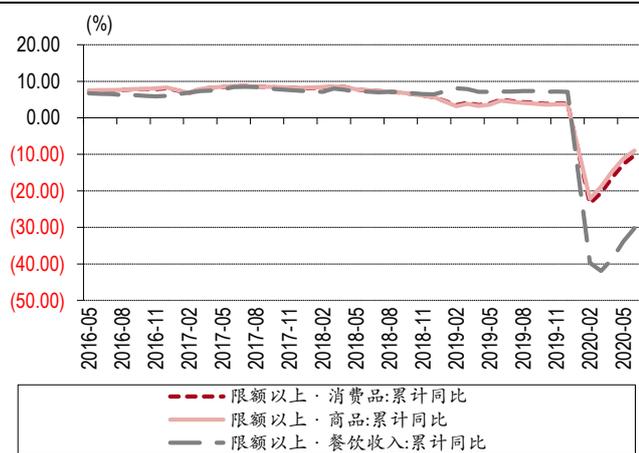
图表 9. 社零名义同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

受电商促销影响, 消费进一步上网。1-6月限额以上企业消费品零售总额累计同比增速-10.3%, 较1-5月上升2.4个百分点, 其中商品零售总额同比增速为-9%, 较1-5月回升2.2个百分点, 餐饮收入总额同比增速-30.2%, 较1-5月上升3.7个百分点。1-6月网上零售额占比达到29.9%, 较1-5月上升0.9个百分点, 网上商品和服务零售额累计同比增速为7.3%, 较1-5月上升2.8个百分点。从城乡消费增速来看, 6月乡村的消费增速-1.2%, 较5月上升2个百分点, 城镇消费同比增速-2%, 较5月上升0.8个百分点。6月餐饮行业收入增速-15.2%, 较5月上升3.7个百分点, 商品销售收入增速-0.2%, 较5月上升0.6个百分点。6月社零消费增速进一步反弹, 且网上消费占比和增速都大幅上升, 主要是受到电商促销的影响。从社零当月增速环比改善的情况看, 乡村消费修复速度较城镇更快, 增速更高, 餐饮消费上升幅度虽然较大, 但整体增速依然偏低, 限额以上消费较社零整体更好, 说明消费也继续向头部集中。

图表 10. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

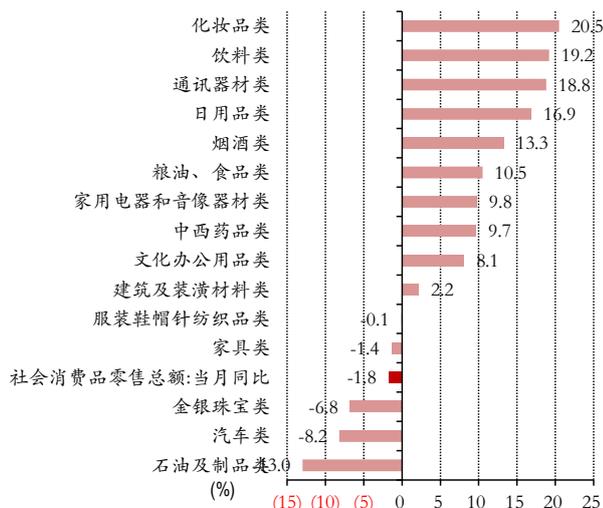
图表 11. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

电商促销扰动 6 月消费数据。从同比增速来看, 6月限额以上企业商品零售总额同比增速0.4%, 较5月下降了2.1个百分点, 同比增速较高的细分行业包括化妆品、饮料和通讯器材, 增速最低的行业则包括石油制品、汽车和金银珠宝等。与5月相比增速回落的行业也较多, 主要包括汽车、家具和金银珠宝, 当月增速较5月分别大幅下行了11.7个百分点、4.4个百分点和2.9个百分点, 增速回升幅度较大的则有化妆品、通讯器材和文化办公用品等。从累计同比增速来看, 1-6月销售增速大幅上升的是天用电器、化妆品、服装鞋帽等, 增速下滑的则是粮油食品。6月的社零数据受到电商促销活动的扰动, 一定程度上可能造成部分品类当月销售被挤出, 未来仍需关注汽车和房地产后周期等大额消费增速的持续变化。

图表 12. 各品类社零当月同比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 13. 各品类社零累计同比

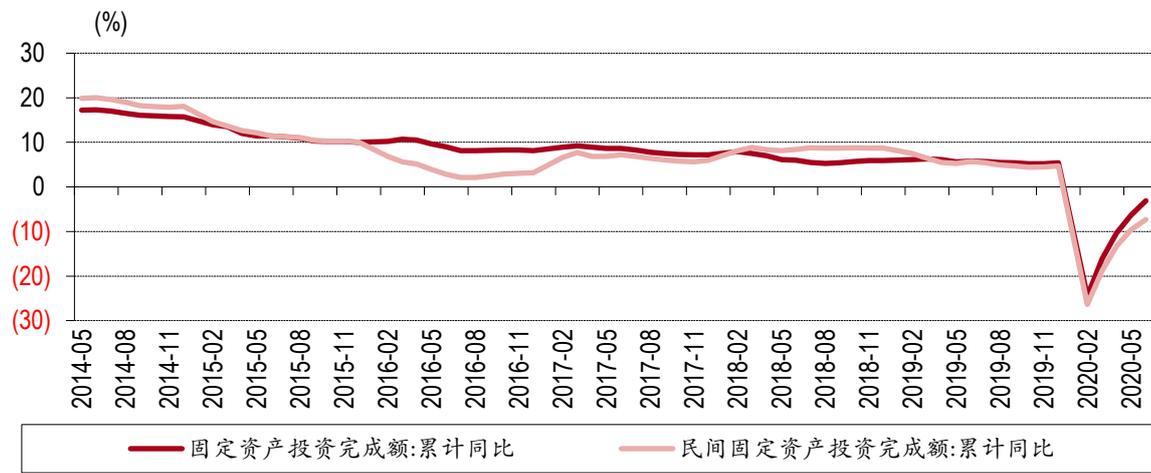


资料来源: 万得, 中银证券

固定资产投资增速努力回升

固投增速超预期。1-6月固定资产投资增速为-3.1%，较1-5月回升3.2个百分点，1-6月民间固定资产投资增速-7.3%，较1-5月回升2.3个百分点。6月固定资产投资增速继续回升，同样存在回升幅度逐月下降的问题，其中民间固定资产投资增速修复的力度开始明显减弱。

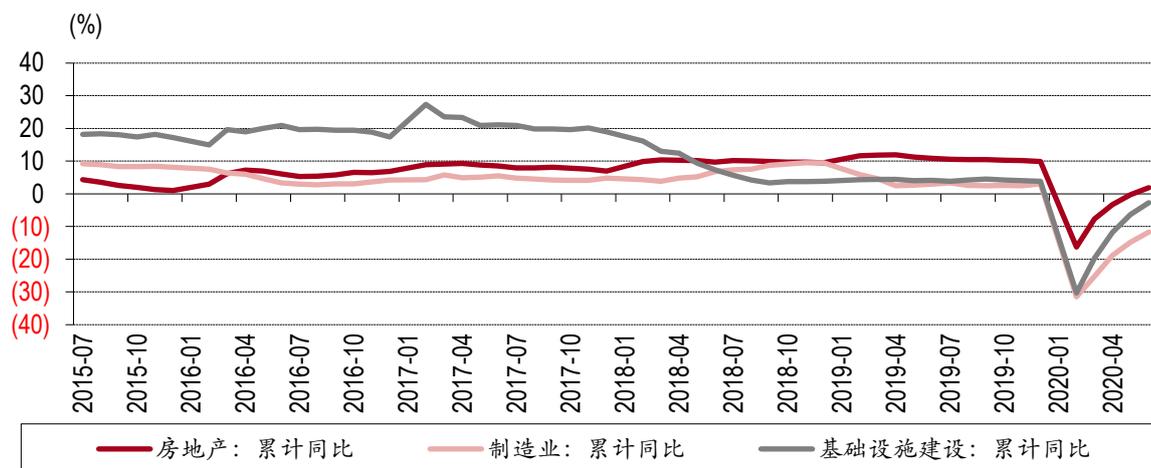
图表 14. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

6月制造业投资增速回升也强劲。分类别看，制造业投资1-6月累计同比增长-11.7%，较1-5月回升3.1个百分点；基建投资累计同比增长-2.7%，较1-5月回升3.6个百分点；地产投资累计同比增长1.9%，较1-5月回升2.2个百分点。1-6月固定资产投资中房地产累计同比增速强势转正，6月政府债券发行继续放量，基建投资增速快速上行。比较意外的是，虽然制造业累计同比增速依然较低，但环比上个月上升的幅度较大，说明经济虽然遭受意外冲击，但我国仍处于转型升级过程当中，市场广阔发展潜力较大。

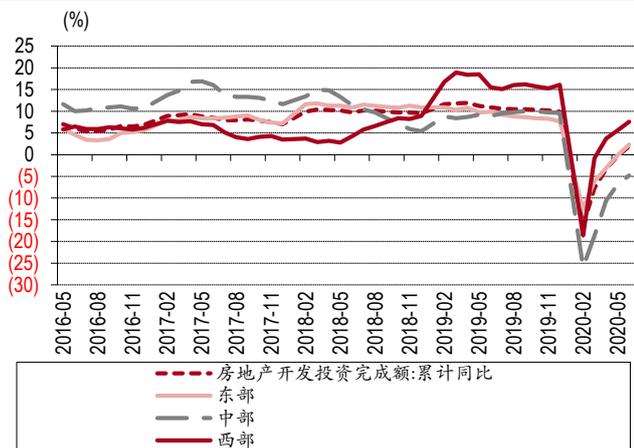
图表 15. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

房地产投资增速强劲翻正。1-6月房地产投资增速1.9%，较1-5月回升了2.2个百分点，其中东部地区累计同比增长2.3%、中部地区累计同比增长-4.8%、西部地区累计同比增长7.6%，分别较1-5月回升2.4个百分点、2个百分点和2个百分点。从房地产分类来看，住宅投资增速2.6%、办公楼投资增速-3.1%、商业地产投资增速-5.4%，分别较1-5月回升2.6个百分点、下降1.9个百分点和回升1.5个百分点。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-6月累计同比增长-0.9%和5.9%，较1-5月分别回升7.2个百分点和下降1.2个百分点。1-6月房地产投资增速较1-5月继续回升，但从土地市场来看，土地购置面积同比大幅回升，但成交价款增速明显回落，考虑到上半年在央行货币政策宽松的背景下，房价上涨的预期较强烈，需要关注下半年房地产政策可能收紧导致的房地产市场局部回落。

图表 16. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：万得，中银证券

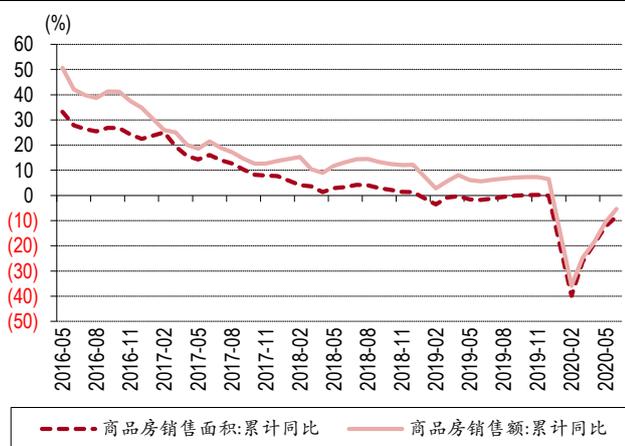
图表 17. 土地购置面积和成交额累计同比



资料来源：万得，中银证券

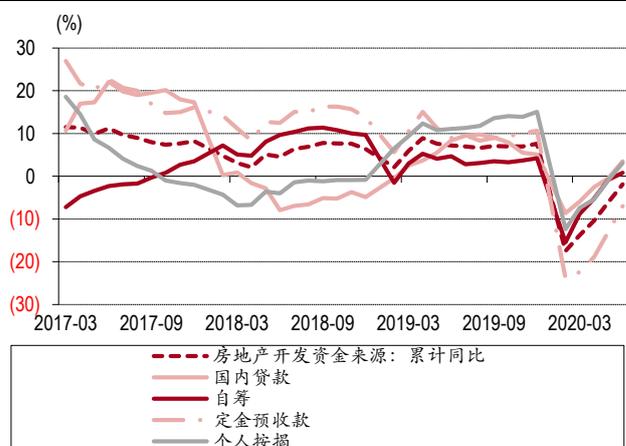
房价坚挺。1-6月商品房销售面积同比增长-8.4%，较1-5月回升3.9个百分点，商品房销售额累计同比增长-5.4%，较1-5月回升5.2个百分点。从待售面积来看，1-6月商品房待售面积同比增速1.8%，较1-5月小幅上升0.1个百分点，其中住宅面积同比增速2.7%，较1-5月下降0.8个百分点，办公楼累计同比5.4%，较1-5月下降0.8个百分点，商业地产累计同比-2.5%，较1-5月下降0.3个百分点。房地产销售增速回升较快但依然负增长。从房地产投资资金来源看，1-6月国内贷款占比16.5%，较1-5月下降0.5个百分点，定金和预付款的占比31.8%，则较1-5月上升0.7个百分点。从增速的角度看，1-6月房地产开发资金来源累计同比增速-1.9%，较1-5月回升了4.2个百分点，其中国内贷款资金来源增速3.5%，较1-5月回升4个百分点，定金和预付款增速-7%，较1-5月回升6个百分点。今年投资驱动经济增长的特征较明显，其中房地产是市场化投资重要的组成部分，不排除部分地区有依靠房地产行业驱动地方经济增长的思路，从资金来源来看，国内贷款无论是占比较去年同期高0.9个百分点还是增速远高于房地产投资资金来源整体增速，可能都存在资金流入房市的问题。

图表 18. 商品房销售面积和销售额累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 19. 房地产行业各渠道资金来源增速



资料来源: 万得, 中银证券

上半年居民收入增速分化

居民收入增速出现分化迹象。上半年全国居民人均可支配收入1.57万元，累计同比增长2.4%，增速较一季度大幅上升1.6个百分点；居民收入中位数累计同比增长0.5%，较一季度大幅上升1.2个百分点。剔除价格因素，上半年居民收入实际增速-1.3%，较一季度上升2.6个百分点。从居民收入来源来看，上半年工资性收入累计同比增长2.5%、经营净收入增速-5.1%，财产净收入累计同比增长4.2%，转移净收入增速8.2%，四项收入来源增速均较一季度明显上升，其中随着企业经营逐步恢复常态，经营收入增速回升幅度最大，另外上半年随着资本市场上涨，财产收入增速也出现明显上升，但四

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_3833



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn