宏观点评报告 2020 年 7 月 16 日

GDP 恢复性增长，仍然需要政策支持

2020 年 6 月经济数据点评

核心内容：

1、GDP 不超预期，需要更多政策支持

2020 年 2 季度 GDP 增长 3.2%，这是疫情下的恢复性增长。2 季度我国第三产业恢复，房地产和基建投资快速上行，生产性服务业和金融服务业表现较好，但是娱乐性服务业仍然较为低迷。我国总体消费水平仍然负增长，2 季度依靠房地产投资和基建投资拉动 GDP 上行。下半年疫情影响继续减弱，我国经济预计持续回升，但是回升的幅度弱于去年同期。下半年我国经济的主要问题是需求的恢复速度。预计 3 季度国内需求可能恢复至疫情前水平，但需求的快速增长可能较难看到。房地产和基建下半年仍然承托经济，但增速的再次向上有难度，尤其是房地产仍然受到政策严控。货币政策暂时仍然处于数量宽松阶段，但最宽松的时期已经过去，同时货币价格水平在缓慢上行。缺乏足够货币支持的经济也同样缺乏快速上行的动力，我们预计下半年经济仍然会恢复，但增速不及全年同期，预期全年 GDP 增速在 1.6%左右。

2、制造业生产回落，3 季度面临出口考验

生产继续向好，经济逐步复苏带来生产的回升，同时电力、热力和采矿业拉动了 6 月份生产向上。6 月份表现较好的行业是汽车、专用设备、计算机、通讯和其他电子设备行业，这是订单释放的影响，也与出口相关。6 月份我国出口订单有所恢复，但仍然处于低位，会直接影响 3 季度的出口生产，尤其是通用设备制造业、计算机通讯和其他电子设备行业冲击可能加大。预计 3 季度工业生产上行，但速度有限，预计工业生产在 4.5%左右。

6 月份工业生产同比上行，发电量增速也明显上升至 6.5%：（1）制造业小幅下行，工业生产滞后于订单，未来生产增速放缓，尤其是新出口订单的大幅放缓会影响到 3 季度的生产。（2）小企业生产仍然面临困难，6 月份私营企业生产下降了 2.3 个百分点至 4.8%。股份制企业生产和外商企业生产也仅有小幅增长，而增长最快的是国有企业。对私营企业的支持仍然要继续进行，尤其是中小企业是疫情下受损最多的实体。

3、北京疫情重新影响消费，增速有所放缓

2 季度消费增速仍然受疫情影响，居民消费模式仍然集中于必需品消费，对非必需品消费较为谨慎。同时新冠疫情下收入的减少使得居民缩减开支。餐饮、旅游、交通、酒店消费仍然下滑，食品、日用品、药品和通讯器材消费上行。6 月份数据显示消费增速虽然回升，但回升速度有所放缓，6 月份北京疫情带来的经济封锁变严，影响了消费意愿，但是 6 月份电商的促销活动也拉动了生活必需品消费。3、4 季度如果疫情持续好转，我国居民消费会继续回升。1 季度新冠疫情消失的消费本年度已经不能弥补，我们预计下半年消费增速仍然低于去年同期，下半年消费增速预计在 5%~6%左右，全年消费增速可能小幅负增长。

4、基建和房地产投资平稳，制造业小幅回升

固定资产投资下降幅度有所收窄，各行业投资均有回升，房地产表现最好，单月投资增速恢复正增长。基建投资增速仍然较为平稳，基建可能未来只是缓慢回升的状态。制造业仍然低迷，内外需同时下行对制造业带来较大的影响，制造业回升困难加大。疫情影响下，基础设施投资仍然托底经济，房地产较有韧性，但需要政策支持。现阶段的政策对冲仍然稍显不足，这种缓慢发力的状态可能使得固定资产投资下半年回升速度减弱。

基建行业投资快速上行后本月平稳，地方政府受制于债务，央行仍然强调杠杆，基建可能保持平稳增长。2020 年地方政府专项债预计在 7-8 月份左右发行完毕。2019 年我国基建共实现 15 万亿投资，如果 2020 年我国可实现约 16 万亿投资，基建投资增速预计在 6%左右。

房地产投资继续回升，先行指标均有回暖，市场利率下行对房地产投资有利，但政策方面仍然不够友好。房地产投资单月已经回到 8%左右的，下半年可能平稳。房地产投资处于缓慢回升的状态，但是我们认为 3 季度开始房地产单月投资增速可能稳定，房地产如果没有政策放松，未来投资增速有限，预计 2020 年房地产投资增速在 7%左右。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编号：S0130515030003

一、GDP 恢复性增长，仍然需要政策支持

2020 年 2 季度 GDP 增长 3.2%，这是疫情下的恢复性增长。2 季度我国第三产业恢复，房地产和基建投资快速上行，生产性服务业和金融服务业表现较好，但是娱乐性服务业仍然较为低迷。我国总体消费水平仍然负增长，2 季度依靠房地产投资和基建投资拉动 GDP 上行。下半年疫情影响继续减弱，我国经济预计持续回升，但是回升的幅度弱于去年同期，下半年我国经济的主要问题是需求的恢复速度。预计 3 季度国内需求可能恢复至疫情前水平，但需求的快速增长可能较难看到。房地产和基建下半年仍然承托经济，但增速的再次向上有难度，尤其是房地产仍然受到政策严控。货币政策暂时仍然处于数量宽松阶段，但最宽松的时期已经过去，同时货币价格水平在缓慢上行。缺乏足够货币支持的经济也同样缺乏快速上行的动力，我们预计下半年经济仍然会恢复，但增速不及全年同期，预期全年 GDP 增速在 1.6%左右。

2020 年 2 季度 GDP 当季值 250,110 亿元人民币，GDP 名义当季同比增长 3.2%，GDP 实际增长 3.1%，是市场预期上限。2 季度我国经济恢复性增长，各行业复工复产稳步进行，政策支持力度加大，GDP 恢复正增长。

2 季度各行业均出现不同程度的好转，第三产业恢复速度最快，第二产业也有一定程度的上行。第三产业是由于经济重启，带来了服务业的恢复，尤其是生产服务业和金融服务业恢复速度较快，房地产、基础设施建设的全面复苏带来了经济的增长。由于疫情并未完全消除，娱乐服务业仍然有待恢复。第二产业中，复工复产完成度较好，这是我国疫情控制严格的结果，生产型企业在 2 季度基本恢复。建筑行业在 2 季度也出现快速上行，对工业生产同样有拉动作用。

疫情仍然可能在 3、4 季度影响经济，但影响幅度远小于 1 季度。新冠疫情可能会在一定区域内爆发，全国经济停滞的可能性见效，境外疫情也有所缓解，那么全球将进入经济复苏模式。

2020 年下半年我国进入后疫情经济，恢复性增长后，我国经济增速会如何？

从 2 季度来看，我国消费增速仍然处于负增长阶段，投资方面来看，基建投资和房地产投资增长速度较为平稳，制造业投资仍然负增长。2 季度表现稍好的是出口，由于进口较弱，2 季度净出口拉动 GDP 向上运行。可以说，2 季度政策效果较好，货币发行量增大，企业贷款增多，企业贷款利率下行。同时财政政策也起到积极作用，基建投资快速上行，上半年达到 6.4 万亿，增速从 4 月份开始快速上行。

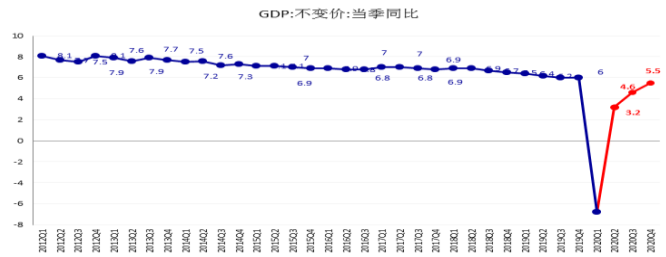
3 季度我国消费恢复至疫情前的水平，4 季度消费水平会有小幅提升。从增速上来看，下半年会处于持续上行的状态，尤其是疫情解封后娱乐服务业的上行会带动消费走高，但要注意到，在疫情期间消失的消费是不可弥补的，而疫情期间居民收入的损失会使得居民减少非必要性支出。我们预计，下半年消费增速低于 2019 年的水平。

从投资来看，2 季度 GDP 向上运行主要是基建和房地产投资的拉动，下半年基建投资预计保持稳定，房地产投资继续上行的动力不足，预计保持平稳。3、4 季度基建和房地产对经济增长的拉动保持平稳，而制造业投资对 GDP 的拉动会小幅上行。

下半年我国出口仍然面临一定的困难：（1）外围需求不足会持续影响我国出口，下半年出口增速可能有所下滑；尤其是海外新订单持续萎缩，会影响到 3 季度的出口增速；（2）人民币从 6 月份开始持续上行，这种币值的走高不利于我国产品出口。同时由于大宗商品价格的回弹，我国进口商品会有一定程度的回暖，那么下半年净出口对 GDP 的拉动降低。

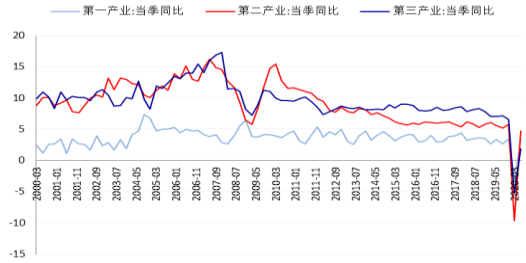
下半年我国经济仍然会保持增长，全年可能实现正增长，3、4 季度的经济增长仍然有压力。货币政策的过快转向也影响经济的恢复，信用利差持续上行，已经接近疫情前水平，这对企业压力仍然较大。我们预计 3、4 季度经济仍然是上行状态，但单季度增长低于 2019 年水平，全年 GDP 增长预计在 1.6%左右。

图 1：GDP 当季同比（%）



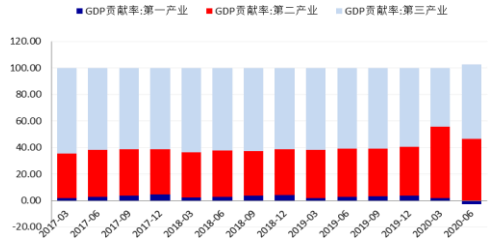
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 2：三大产业增速（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 3：三大产业对 GDP 的拉动（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

二、制造业生产回落，3 季度面临出口考验

生产继续向好，经济逐步复苏带来生产的回升，同时电力、热力和采矿业拉动了 6 月份生产向上。6 月份表现较好的行业是汽车、专用设备、计算机、通讯和其他电子设备行业，这是订单释放的影响，也与出口相关。6 月份我国出口订单有所恢复，但仍然处于低位，会直接影响 3 季度的出口生产，尤其是通用设备制造业、计算机通讯和其他电子设备行业冲击可能加大。预计 3 季度工业生产上行，但速度有限，预计工业生产在 4.5%左右。

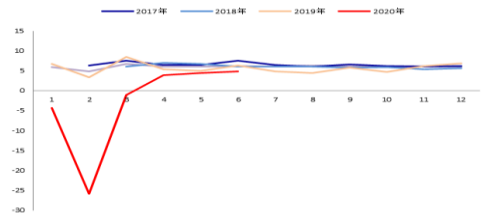
6 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 4.8%，增速比上月上行 0.4 个百分点。1-6 月份，全国规模以上工业增加值同比下降 1.3%，降幅比 1-5 月份收窄 1.5 个百分点。复工复产稳步推进，经济生活逐步恢复，带来了工业生产的上行，而采矿业和电力的恢复带来了 6 月工业生产的继续上行。

6 月份工业生产同比上行，发电量增速也明显上升至 6.5% :(1) 制造业小幅下行，工业生产滞后于订单，未来生产增速放缓，尤其是新出口订单的大幅放缓会影响到 3 季度的生产。(2) 小企业生产仍然面临困难，6 月份私营企业生产下降了 2.3 个百分点至 4.8%。股份制企业生产和外商企业生产也仅有小幅增长，而增长最快的是国有企业。对私营企业的支持仍然要继续进行，尤其是中小企业是疫情下受损最多的实体。

6 月份单月来看，出口相关产业的生产回升仍然靠前 :(1) 专用设备制造业生产增速 9.6%，与积压订单较多有关 ;(2) 计算机、通信和其他电子设备生产增速 12.6%，行业景气度仍然较高，韩国出口有所回升，全球电子产业链在缓慢恢复 ;(3) 汽车制造业继续恢复，6 月份增速达到 13.4%，汽车行业的促销措施支持了汽车生产。

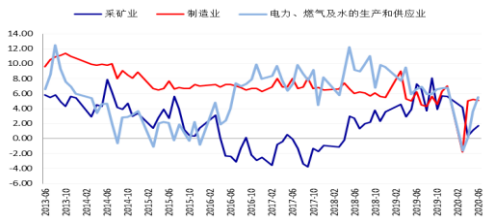
工业生产持续恢复仍然面临考验，库存的消化以及出口订单低位可能使得工业生产回升速度减弱。3 季度工业生产可能有所波动，我们预计增长速度在 4.5%左右。

图 4：工业增加值同比回升（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 5：制造业生产小幅回落（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 6：小企业生产回落（%）

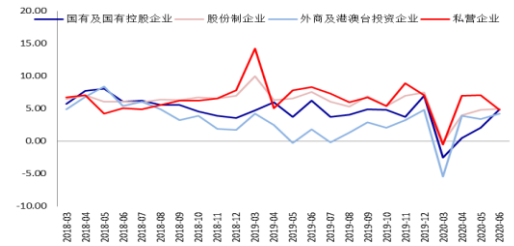
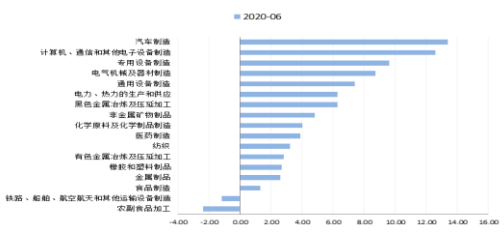


图 7：6 月份各行业工业生产同比增速（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

数据来源：WIND 中国银河证券研究院

表 1：各年度工业增加值比较

累计同比%	2020-06	2019年	2018年	2017年	2016年
计算机、通信和其他电子设备制造业	5.70	9.30	13.10	13.80	10.00
黑色金属冶炼及压延加工业	3.40	9.90	7.00	0.30	-1.70
专用设备制造业	2.90	6.90	10.90	11.80	6.70
医药制造业	1.80	6.60	9.70	12.40	10.80
有色金属冶炼及压延加工业	1.00	9.20	7.80	1.50	6.20
煤炭开采与洗选	0.00	5.50	2.20	-2.10	-1.50
电气机械及器材制造	-0.30	10.70	7.30	10.60	8.50
食品制造业	-0.50	5.30	6.70	9.10	8.80
电力、热力的生产和供应	-0.70	6.50	9.60	7.80	4.80
化学原料及化学制品制造	-1.00	4.70	3.60	3.80	7.70
非金属矿物制品	-2.20	8.90	4.60	3.70	6.50
通用设备制造	-2.30	4.30	7.20	10.50	5.90
汽车制造业	-3.10	1.80	4.90	12.20	15.50
金属制品业	-3.10	5.80	3.80	6.60	8.20
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造	-3.80	7.40	5.30	6.20	3.20
橡胶和塑料制品	-4.30	4.80	3.20	6.30	7.60
纺织业	-4.50	1.30	1.00	4.00	5.50
农副食品加工业	-4.90	1.90	5.90	6.80	6.10

数据来源：WIND 中国银河证券研究院

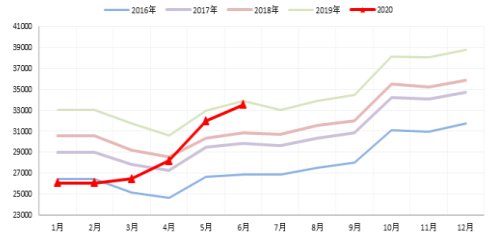
三、北京疫情重新影响消费，增速有所放缓

2 季度消费增速仍然受疫情影响，居民消费模式仍然集中于必需品消费，对非必需品消费较为谨慎。同时新冠疫情下收入的减少使得居民缩减开支。餐饮、旅游、交通、酒店消费仍然下滑，食品、日用品、药品和通讯器材消费上行。6 月份数据显示消费增速虽然回升，但回升速度有所放缓，6 月份北京疫情带来的经济封锁变严，影响了消费意愿，但是 6 月份电商的促销活动也拉动了生活必需品消费。3、4 季度如果疫情持续好转，我国居民消费会继续回升。1 季度新冠疫情消失的消费本年度已经不能弥补，我们预计下半年消费增速仍然低于去年同期，下半年消费增速预计在 5%~6%左右，全年消费增速可能小幅负增长。

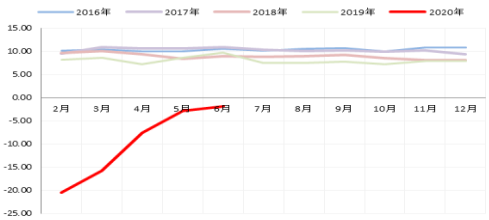
2020 年 1-6 月份，社会消费品零售总额 172,256 亿元，同比下滑 11.4%。6 月份社会消费总额 33,526 亿元，同比下降 1.8%，比 1-5 月份下滑收窄 1.0 个百分点。从实际消费来看，6 月 RPI 同比从 0.9%上行至 1.1%，物价有所回升，实际消费增速-2.9%，降幅比上个月收窄了 0.8 个百分点。6 月份我国仍然处于新冠疫情阴影中，服务业恢复缓慢，餐饮业消费有所恢复，商品零售继续上行，但是仍然处于负增长。3 季度我国缓慢进入正常的经济生活，尤其是餐饮、娱乐、旅游、交通、住宿酒店缓慢恢复，疫情后重建消费信心也是需要较多的时间。另外一个方面，疫情导致居民收入锐减，2 季度我国城镇居民可支配收入增长 1.5%，居民人均消费型支出增速-8.0%，即使消费限制放开，居民收入下滑也制约了消费增速的上行。预计 3 季度我国社会消费零售总额恢复去年同期水平，社会消费品零售总额增速预计 2%~3%左右。

图 8：全社会消费额（亿元）

图 9：全社会消费增速（ %）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

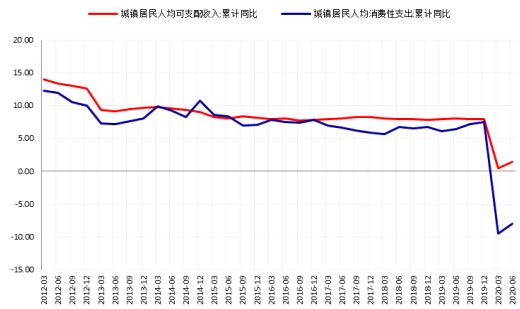
6 月份，生产基本恢复，但服务业仍然较为低迷，居民消费出现了回升，但持续度仍需要观察:（1）居民仍然以居家消费为主，食品消费增速 10.5%;（2）6 月份电商的打折促销促使日用品消费处于高位，通讯器材消费也同时上行，通讯器材消费上行 7.4%;（3）居民对非必需品消费再次回落，6 月份金银珠宝消费-8.2%，服装鞋帽消费-0.1%;（4）汽车消费下行，疫情后积累的消费意愿在 5 月份得到释放，6 月份汽车消费重新回落，6 月增长-8.2%; 汽油价格仍在低位，消费增速-13.0%。

1-6 月份我国受到新冠疫情的影响，居民消费结构性变化明显，食品、日用品、药品、通讯器材等生活必需品消费正增长，其他产品消费增速大幅下行。疫情短时间结束的可能性较小，预计此种消费模式今年内可能延续。

6 月份数据显示消费增速虽然回升，但回升速度有所放缓，6 月份北京疫情带来的经济封锁变严，影响了消费意愿，但是 6 月份电商的促销活动也拉动了生活必需品消费。

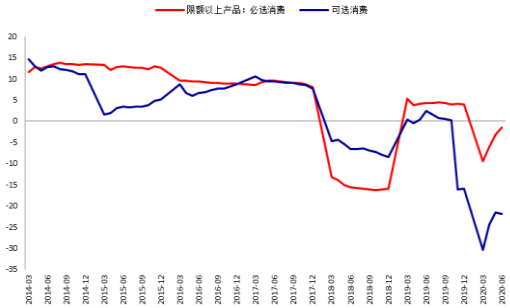
3、4 季度如果疫情持续好转，我国居民消费会继续回升。6 月份我国消费额与去年同期基本持平，随着疫情解封的到来，娱乐性消费回升。但由于收入下降降低居民消费意愿，非必需品消费增速可能减缓，消费回升速度变缓。1 季度新冠疫情消失的消费本年度已经不能弥补，我们预计下半年消费增速仍然低于去年同期，下半年消费增速预计在 5%~6%左右，全年消费增速可能小幅负增长。

图 10：人均收入和支出增速 （%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

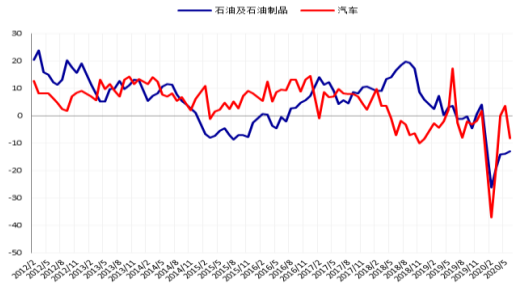
图 11：必选消费小幅回落（%）



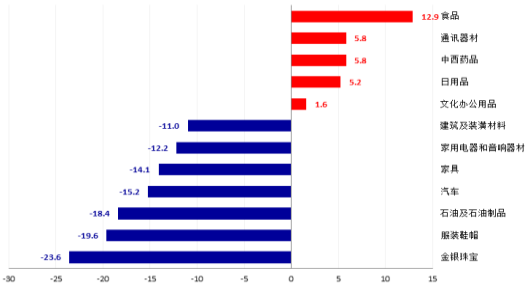
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 12：汽车消费重新回落（%）

图 13：1-6 月份各行业消费增速（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院



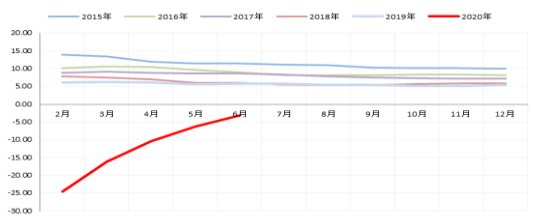
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

四、基建和房地产投资平稳，制造业小幅回升

固定资产投资下降幅度有所收窄，各行业投资均有回升，房地产表现最好，单月投资增速恢复正增长。基建投资增速仍然较为平稳，基建可能未来只是缓慢回升的状态。制造业仍然低迷，内外需同时下行对制造业带来较大的影响，制造业回升困难加大。疫情影响下，基础设施投资仍然托底经济，房地产较有韧性，但需要政策支持。现阶段的政策对冲仍然稍显不足，这种缓慢发力的状态可能使得固定资产投资下半年回升速度减弱。

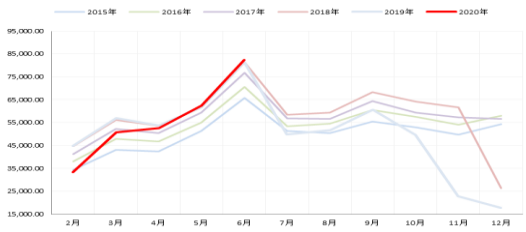
2020 年 1~6 月份，固定资产投资增速-3.1%，比 1~5 月份下降收窄 3.2 个百分点。固定资产投资随着开工逐步展开，投资增速有所上行。6 月份固定资产投资额 82,409 亿元，投资额比去年同期稍有上升，制造业有所恢复，基建和房地产投资保持稳健。

图 14：固定资产投资增速上行（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

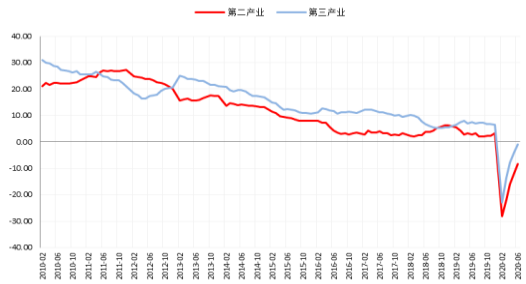
图 15：投资额上行（亿）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

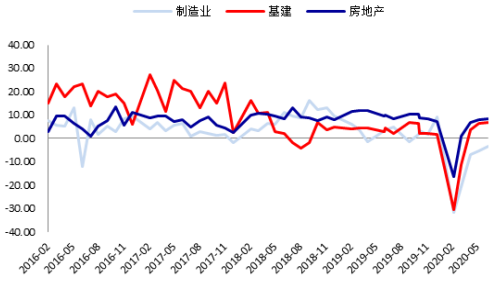
6 月份二产回升好于三产，制造业仍在缓慢恢复，房地产和基建投资持平。从结构上来看，1~6 月份，三产和二产投资同步回升。二产投资增速回升 3.5 个百分点至-8.3%，其中制造业投资降幅收窄 3.1 个百分点至-11.7%。三产增速回升 2.9 个百分点至-1.0%，二产表现好于三产。制造业在持续恢复的过程中，但房地产和基建行业增速平稳。

图 16：第三产业增速回升更快（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 17：基建和房地产投资保持平稳（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

从制造业各行业单月投资来看，6 月份除医药制造和计算机、通信和其他电子设备制造业投资保持正增长外，其他行业均负增长。虽然制造业行业生产在缓慢恢复，但订单仍然没有恢复，尤其是海外订单。未来需求恢复需要较长时间，利润仍然处于负增长，在此种情况下制造业投资的恢复需要更多时间。医药制造业与疫情相关，带动了抗疫情生产设备的投资。我国正在积极推进与信息产业化有关的“新基建”，也侧面带动了相关产业的投资。

图 18：铁路投资增长速度最快（%）

图 19：制造业投资各行业 6 月单月同比（%）

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_3834