

6月经济数据：GDP增速验证出口超预期

核心观点：GDP增速大幅转正，验证出口超预期

二季度GDP同比+3.2%，较市场一致预期2.9%高出0.3个百分点，与我们预测值+3.3%更为接近，我们在本月初的预测报告中核心强调“贸易顺差超预期拉动GDP”的逻辑，二季度GDP增速验证出口超预期，另外，需求侧整体上呈现投资领先消费的特征，6月当月固定资产投资增速继续走高至1.06%，消费如期稳健修复。我们预计国内国际双循环相互促进有望发挥我国供给优势，出口将延续强势表现，投资韧性、消费修复的情况下，三、四季度经济增速可回到合理区间，预计分别为+6.1%和+6.4%，全年增速为2.3%。

□ 经济逐渐向合理增长区间修复，货币政策全面宽松概率降低

未来政策底线仍是核心关注调查失业率，7、8月大学生毕业季可能使得调查失业率出现阶段性上行压力，触发央行宽松政策操作。但我们认为，随着经济增速逐渐向合理区间修复，未来货币政策全面宽松概率降低，预计年内全面降准、降息概率均不大，货币政策仍将主要做结构性调节，降准方面，可能采取针对受洪灾影响较大地区金融机构的定向降准，降息方面，7月第四周央行可能进行三季度TMLF操作，或降息10BP，体现结构性支持小微民营企业的政策导向。提示关注10月末中央政治局会议定调及短端利率变化跟踪货币政策确定性边际变化。

□ 工增平稳回升，累计转正在即

6月工业增加值同比4.8%，高于市场预期，低于我们的预期，与去年同期基数较高、发电量更多反映服务业恢复、工业生产未完全恢复至正常水平有关。我们认为，7月工业生产将继续向好，工业增长累计同比转正在即。在内需稳步回升情况下，国内国际双循环相互促进有望发挥供给优势，带动工业生产向好。

□ 社零依然负增，结构分化延续

6月社会消费品零售总额名义同比-1.8%，较前值-2.8%小幅修复，但仍未实现同比正增。消费分化的特征仍在延续，必选消费如粮油食品、日用品继续高增长，具备“宅属性”的通讯器材、家电、文化办公用品表现抢眼；“聚集”和“出行”属性较强的消费品修复较慢，6月餐饮同比-15.2%，跌幅依然较深，服装鞋帽复苏节奏也相对较慢。未来随着旅游、电影院等消费场景逐渐复苏，消费增速仍有提升空间。

□ 失业持续改善，密切关注七月

6月全国调查失业率5.7%，较5月环比下降0.2个百分点，实现两连降，失业压力边际缓解。随着经济逐渐向合理增长区间靠拢，就业岗位有序放开，用工需求有所改善，放开“地摊经济”也能对冲一部分失业压力。7月进入毕业季，调查失业率仍有上行动力，一方面2020年高校毕业生人数再创新高，劳动力市场供给陡增；另一方面，6月起南方连日强降雨，目前受灾人次近4000万人，对于相关流域地区的生产生活造成了一定影响，短期看也会增大调查失业率的上行压力。

□ 投资继续修复，地产投资累计增速大幅转正

6月投资数据继续修复，固定资产投资累计同比增速为-3.1%，降幅比1-5月份收窄3.2个百分点，其中，制造业投资累计同比-11.7%，较前值修复3.1个百分点，地产投资累计同比1.9%，较前值修复2.2个百分点，由负转正，基建投资累计同比-2.7%，较前值修复3.6个百分点。基建投资6月当月同比6.8%，较5月有所回落1.49个百分点，洪水汛情和面积降雨会扰动短期基建节奏，但不改变方向和总量；市场渐暖，政策呵护，地产投资稳步前行；制造业投资继续改善，但速度慢于基建、地产投资，高技术制造业投资仍是制造业结构中最大的亮点和最强支撑。

风险提示：新冠病毒变异导致疫情二次爆发冲击全球经济形势。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：张迪

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

相关报告

1《6月数据预测：贸易顺差超预期拉动GDP》2020.07.01

《5月经济数据：高技术制造业引领经济修复》2020.06.15

2《5月数据预测：社融增速有望继续攀升》2020.05.31

3《4月经济数据：经济转正在即》2020.05.15

4《4月数据预测：弱复苏进行时》2020.04.30

5《上调2021年GDP增速至8.5%——3月经济数据综述》2020.04.17

6《一季度GDP增速大概率下行“破0”——3月经济数据预测》2020.04.01

正文目录

1. GDP 增速转正，货币政策全面宽松概率降低	3
2. 工增平稳回升，累计转正在即	4
3. 社零依然负增，结构分化延续	5
4. 失业持续改善，密切关注七月	6
5. 投资继续修复，地产投资累计增速大幅转正	7
5.1. 制造业缓修复，高技术制造业支撑	8
5.2. 水到渠成、如期而至，基建继续回升	8
5.3. 市场渐暖，政策呵护，地产投资回升	9

图表目录

图 1: GDP 增速大幅转正	4
图 2: 工业增加值主要门类: 6 月同比较前值平稳回升	5
图 3: 主要工业产品产量增速与去年同期对比	5
图 4: 6 月社零名义同比下降 1.8%，较前值小幅修复	5
图 5: 6 月社零城乡数据均小幅改善	5
图 6: 疫情发生之后，消费结构表现出较强的分化特征，6 月分化特征仍在延续	6
图 7: 6 月调查失业率环比小幅下降到 5.7%，实现两连降	7
图 8: 固定资产投资分项走势	8
图 2: 水到渠成、如期而至，6 月基建继续回升	9

1. GDP 增速转正，货币政策全面宽松概率降低

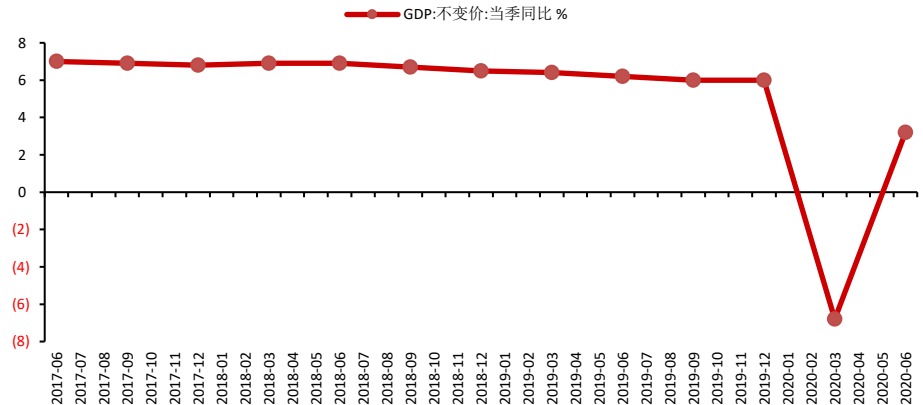
二季度 GDP 同比+3.2%，较市场一致预期 2.9%高出 0.3 个百分点，与我们预测值 +3.3%更为接近，我们在本月初的预测报告中核心强调“贸易顺差超预期拉动 GDP”的逻辑，原因在于抗疫物资出口加速及国内国际双循环相互促进发挥我国供给优势填补海外缺口，因此我们对二季度 GDP 增速持有更强的信心。二季度出口表现持续超预期，7 月 14 日贸易数据显示今年二季度净出口顺差近 1.1 万亿元，强劲出口提振贸易顺差，为经济增长提供重要支撑。除此之外，需求侧整体上呈现投资领先消费的特征，5 月当月的固定资产投资增速+0.9%，投资数据由负转正，6 月当月继续走高至 1.06%，其中，6 月当月地产、基建投资增速已分别回到 8%和 6%以上的水平，以医药制造业为典型代表的高技术制造业投资亦大幅改善，引领制造业投资持续修复；消费如期稳健修复，但 6 月增速仍未实现同比正增。经济供给端，复工复产基本达成，PMI 已连续 4 个月位于荣枯线上方，工业增加值持续修复。

展望全年，投资仍是主驱动力，基建、地产较具韧性，制造业投资和消费缓慢修复，但或较为滞后，进出口是最大亮点，国内国际双循环相互促进有望发挥我国供给优势，中国供给能力强，供应体系领先性修复，对其他国家形成替代，出口将延续强势表现，6 月，全球各国制造业 PMI 均环比改善，不论疫情走势如何，海外各国经济不会再次停滞，除防疫物资外的外需订单最低点已过。综合看，我们预计三、四季度经济增速可回到合理区间，预计分别为+6.1%和+6.4%，全年增速为 2.3%。

今年政府工作报告没有提出具体的经济增长目标，稳民生、稳就业是今年更重要的政策目标。政府工作报告表明了现阶段政府不会出台“大水漫灌”式的强刺激，而是引导财政、货币、投资等政策聚力支持稳就业、保民生，未来政策底线仍是核心关注调查失业率，7、8 月大学生毕业季可能使得调查失业率出现阶段性上行压力，触发央行相关宽松政策操作。

但我们提示，随着经济增速逐渐向合理区间修复，未来货币政策全面宽松概率降低。6 月 30 日 DR007 收于 2.3%，这是疫情后首次上行至 7 天逆回购利率上方，7 月以来也持续在 7 天逆回购利率附近波动，随着央行收紧短端流动性，DR007 波动中枢逐步上行，意味着降低政策利率概率在降低。我们预计，年内公开市场操作可能持续保持紧平衡，未来全面降准、降息概率均不大，货币政策仍将主要做结构性调节，降准方面，由于货币乘数已经过高，央行不太可能再次全面降准，而可能采取针对受洪灾影响较大地区金融机构的定向降准，为受灾企业提供信贷支持；降息方面，7 月第四周央行可能进行三季度 TMLF 操作，或降息 10BP，体现结构性支持小微民营企业的政策导向。未来货币政策将更加侧重结构性调节，后续持续发力的结构性政策仍然力度较强，如央行于 6 月 1 日创设两个直达实体经济的货币政策工具：普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划。另外，1 万亿元再贷款目前落实情况比较平稳，截至 7 月 7 日，地方法人银行累计发放优惠利率贷款包括贴现总共是 3747 亿元，仍剩余 6253 亿额度尚未使用。我们提示关注 10 月末中央政治局会议定调及短端利率变化跟踪货币政策确定性边际变化。

图 1: GDP 增速大幅转正



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2. 工增平稳回升, 累计转正在即

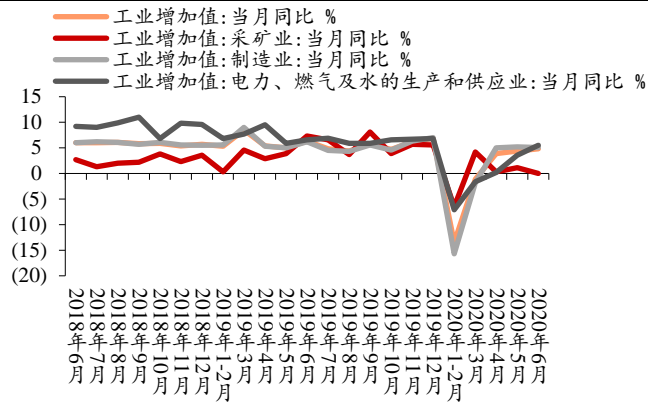
6 月工业增加值同比 4.8%，回升幅度高于市场预期，但低于我们的预期。原因在于：一是由于去年同期基数较高，二是由于 6 月发电量增速更多反应在服务业改善，三是工业复工水平较高但还未完全恢复至正常水平。1-6 月工业增加值累计同比下降 1.3%，较前五个月累计降幅收窄 1.5 个百分点。

6 月工业增加值增速回升的原因主要来自两方面：第一，生产端修复稳步推进，据招商理财夜光工业复工、开工指数，6 月夜间赶工强度提升，高于去年同期水平；第二，内需与外需有支撑。在内需方面，基建投资提速、居民消费潜力大。从国内 6 月挖掘机销量大增、6 月汽车产销量均刷新同期历史新高、“618”消费季期间京东、天猫的累计下单金额创造新纪录等方面数据可以印证。在外需方面，6 月出口延续强势表现，我国 PMI 新出口订单环比回升 7.3Pct 达 42.6，BDI 等货运指数显著改善。

我们认为，7 月工业生产将继续向好，工业增长累计同比转正在即。原因有三：第一，生产持续稳步恢复，疫情、洪涝灾害等潜在风险可控；第二，基建投资和居民消费修复依然是内需的有力支撑，虽然洪涝灾害对局部地区基建开工有所冲击，但对全国影响有限；第三，海外疫情难以控制，生产能力恢复不足，海外防疫物资、宅经济需求需要中国供给支撑。我们预计，国内国际双循环相互促进有望发挥供给优势，出口延续强势表现。

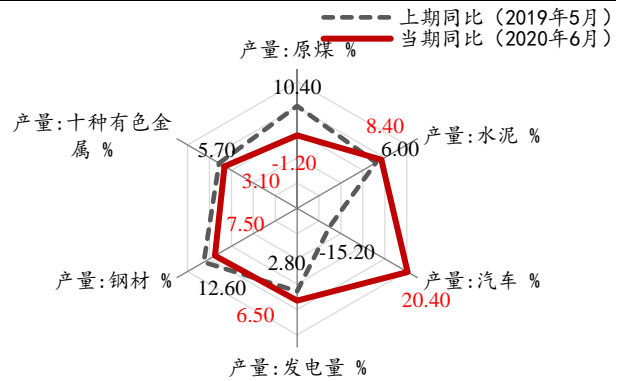
从分项数据上看，6 月份，采矿业增加值增长 1.7%，制造业增长 5.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.5%。其中，制造业增速较上月略降 0.1 个百分点，或与去年同期基数较高有关。我们主要关注的工业产品：除原煤为负值，钢材、汽车、水泥、发电量、十种有色金属 6 月同比均正值，体现工业生产能力强向好。

图 2：工业增加值主要门类：6 月同比较前值平稳回升



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 3：主要工业产品产量增速与去年同期对比

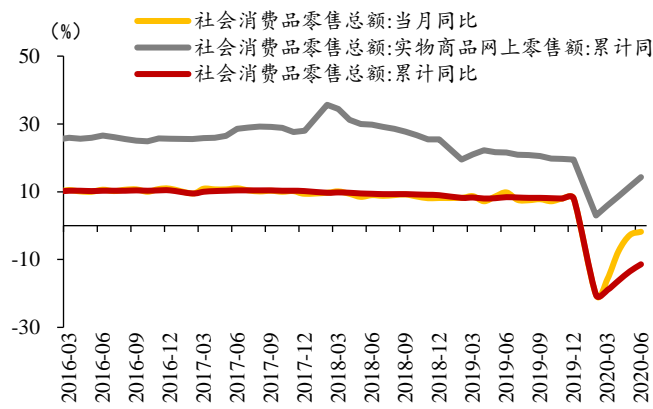


资料来源：Wind, 浙商证券研究所

3. 社零依然负增，结构分化延续

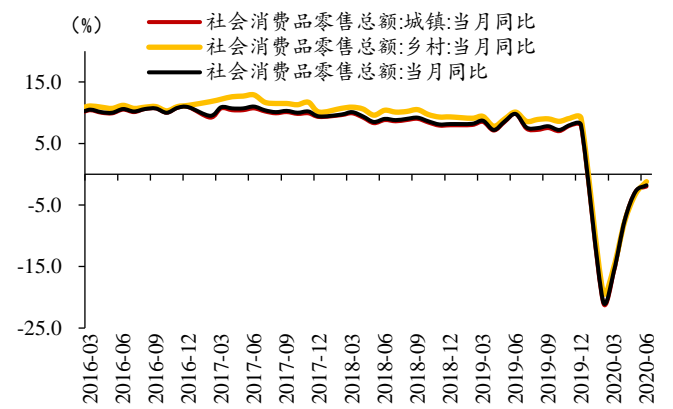
6 月社会消费品零售总额名义同比-1.8%，较前值-2.8%小幅修复，但仍未实现同比正增。1-6 月社会消费品零售总额名义累计同比-11.4%，消费修复速率仍慢于整体经济复苏。

图 4：6 月社零名义同比下降 1.8%，较前值小幅修复



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 5：6 月社零城乡数据均小幅改善

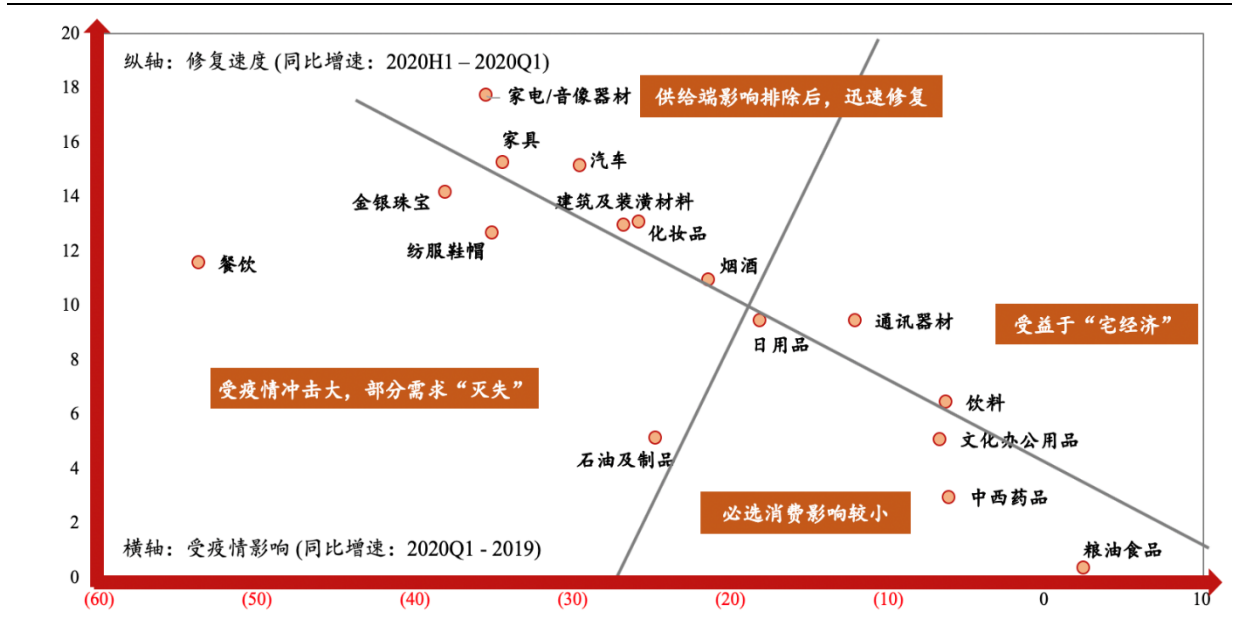


资料来源：Wind, 浙商证券研究所

疫情发生之后，消费结构表现出较强的分化特征。我们在《疫后经济一问：多少增长能稳住就业？》报告中将消费分为四类：(1) **必选消费品**，基本不受疫情冲击，甚至有一定增益，如粮油食品、饮料、中西药品等行业；(2) **具备“宅经济”属性的非必选消费品**，受益于“居家隔离”，增速不降反增，如通讯器材、体育娱乐用品及文化办公用品，生活家电也具备一定“宅属性”；(3) **“聚集”属性较小的消费品**，疫情严控期间供给不足导致增速滑坡，消费场景恢复后开始迅速修复，如汽车消费以及家具、家电、装潢等地产后周期消费；(4) **“聚集”和“出行”属性较强的消费品**，由于受社交距离影响，存在部分需求“灭失”的可能，如餐饮业、石油及制品、纺织服装等行业。

6 月份消费分化的特征仍在延续。必选消费继续高增长，粮油食品、日用品、中西药品 6 月同比分别为+10.5%、+16.9%、+9.7%；具备“宅属性”的通讯器材、家电、文化办公用品 6 月同比分别为+18.8%、+9.8%、+8.1%；汽车消费环比上月继续增长，但由于 2019 年基数较高，6 月同比下降 8.2%；6 月餐饮同比-15.2%，跌幅依然较深，服装鞋帽复苏节奏也相对较慢。6 月年中购物节的数据也体现了消费分化的特征，家电类、通讯类销售亮眼，必选消费较为稳定，服装配饰类销售增速相对较低。

图 6：疫情发生之后，消费结构表现出较强的分化特征，6 月分化特征仍在延续



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

消费增速未来仍有进一步提升的空间。其一，上半年整体社会消费品零售总额名义同-11.4%，而全国居民人均可支配收入名义同比+2.4%，居民消费能力没有显著走弱，随着社会生产生活逐渐回归常态，消费需求会得到自然恢复；其二，线下消费场景还有进一步放开的空间，7 月 14 日文旅部通知放开跨省团队旅游，7 月 16 日国家电影局通知有序推进电影院恢复开放，疫情期间压制的文旅消费需求有望在疫后得到释放；其三，可选消费仍将是下半年逆周期政策刺激的重要方向之一，7 月 15 日三部委发布“新能源汽车下乡”通知，类似政策的出台对于消费回暖亦有一定帮助。

4. 失业持续改善，密切关注七月

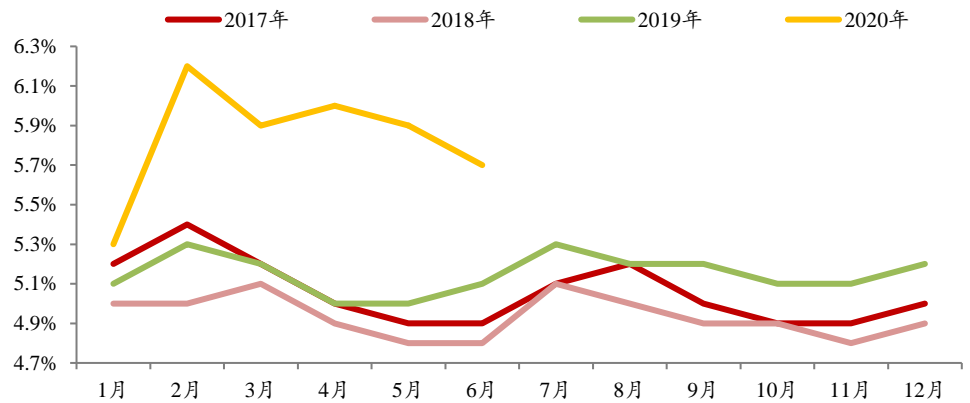
6 月全国调查失业率 5.7%，较 5 月环比下降 0.2 个百分点，实现两连降，失业压力边际缓解，仍比去年同期高 0.6 个百分点。6 月新增城镇就业人数 104 万人，较上月减少 2 万人，新增就业岗位创造能力依然偏弱；上半年累计新增就业人数 564 万人，同比去年下降 23.5%，但已完成今年两会设定的 900 万目标的 60% 以上。

6 月调查失业率下降原因主要有三点：其一，随着经济逐渐向合理增长区间靠拢，就业岗位有序放开，用工需求逐渐改善；其二，“地摊经济”能够对冲一部分的就业压力，

自成都因放开地摊经济拉动 10 万人就业被总理点名表扬之后，西安、南京、长沙、广州、济南等大中城市纷纷出台鼓励发展地摊经济或夜间经济的相关措施，有效增加了就业岗位；其三，“六稳六保”政策对于稳定就业形势有一定效果，央行创新直达实体经济的政策工具，在此基础上又调降了再贷款再贴现利率，小微企业现金流有所保障，抑制了失业率的上行动力。

7 月调查失业率仍有上行动力。一方面，7 月进入毕业季，2020 年高校毕业生规模达到 874 万人再创新高，而疫情导致民营企业 and 外资企业招新需求下降，仍有少部分大学生可能无法在毕业当年解决就业问题，往年毕业季调查失业率约抬升 0.2 个百分点，今年的季节性特征可能更加明显；另一方面，6 月起南方连日强降雨，截至 13 日，全国超过 433 条河流发生超警以上洪水，受灾人次近 4000 万人，对于相关流域地区的生产生活造成了一定影响，短期看也会增大调查失业率的上行压力。

图 7：6 月调查失业率环比小幅下降到 5.7%，实现两连降



资料来源：Wind，浙商证券研究所

5. 投资继续修复，地产投资累计增速大幅转正

1-6 月全国固定资产投资同比下降 2.1%，降幅比 1-5 月份收窄 2.2 个百分点。其中

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_3835

