



宏观研究

关注复苏的持续性

2020 年 07 月 16 日

投资要点

分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@y kzq.com

分析师：张德礼

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

邮箱：zhangdeli@y kzq.com

近期报告

《逆全球化下粤港澳大湾区的应对之策》

2020-06-16

《评 5 月工业企业利润数据：能否持续改善还需观察》2020-06-28

《复苏还能持续多久》2020-06-30

《通缩趋势不变》2020-07-09

《GDP 分析手册》2020-07-13

关注复苏的持续性

二季度 GDP 同比 3.2%，相比于一季度增速，回升了 10 个百分点，好于市场一致预期。如果单看 6 月数据，工业增加值、固定资产投资和出口三者的增速，基本都回到疫情前的水平了，经济得到较快修复。

展望下半年经济，有两个比较确定的趋势。一是基建投资增速继续回升。二是国内疫情得到控制后，消费将继续恢复，但疫情冲击家庭资产负债表，以及对未来就业状况和收入的预期较弱，决定了这种恢复会继续是缓慢的。

不确定性也有两点。一是地产投资恢复的持续性。二是出口的反复，欧美强制复工提振中国外需，但疫情二次爆发拉长了抗疫时间，自中国进口的需求也是缓慢恢复的。

我们认为，由于前期政策的滞后性，经济内生性下行、疫情外生性冲击和逆周期调节平衡下的复苏，可能还会持续一个季度左右。在恢复性的投资和消费消退，以及信用环境边际收紧对实体经济的影响得到体现后，终端需求可能再度面临放缓压力。经济数据同比可能会由于低基数而继续走高，但环比对终端需求走弱，会体现得更明显。

风险提示

疫情海外持续失控。



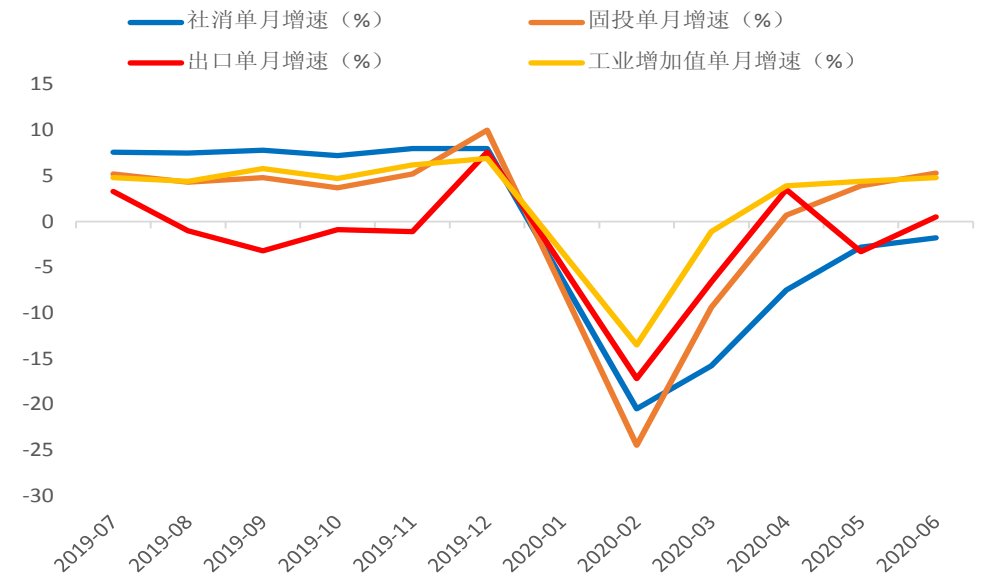
图表目录

图表 1：工业增加值、固投和出口三者的单月增速，基本回到疫情前的水平了	3
---	---



二季度 GDP 同比 3.2%，相较于一季度增速，回升了 10 个百分点，好于市场一致预期。如果单看 6 月数据，工业增加值、固定资产投资和出口三者的增速，基本都回到疫情前的水平了，经济得到较快修复。

图表1：工业增加值、固投和出口三者的单月增速，基本回到疫情前的水平了



资料来源：Wind，粤开证券研究院

生产端，6 月工业增加值同比 4.8%，前值 4.4%。三大门类中，采矿业，以及电力、热力、燃气及水生产和供应业这两者的工业增加值增速都有所回升，制造业增加值同比则从 5.2% 小幅下滑到 5.1%。分行业看，6 月汽车制造业增加值同比 13.4%，在主要行业中最高，汽车产量也同比大增 20.4%，主要因汽车补库。

6 月工业增加值环比从 1.5% 回落到 1.3%，可能和去库存压力下，企业生产意愿有所降低有关。6 月核心 CPI 同比创有统计以来新低，同时企业产成品库存实际同比依然处于高位，从这两个角度来看，企业尤其是中小企业订单不足、供过于求的矛盾依然很突出，工业生产未来恢复的速度大概率还会继续放缓。

再来看需求端。上半年三大需求中，出口的韧性持续好于预期，稳增长压力下固定资产投资也较快修复，相对而言消费尤其是服务消费恢复较慢，是最主要的拖累。

上半年固定资产投资累计同比增速，从 5 月的 -6.3% 回升到 -3.1%，单月增速从 3.9% 提高到 5.3%。三大分项的累计增速也都回升，但单月增速出现分化，房地产和制造业投资的增速上升，而全口径基建投资增速下滑。

上半年全口径基建投资同比 -0.1%，前值 -3.3%，但单月增速从 10.9% 高位回落到 8.3%。5 月专项债密集发行、财政存款反季节性新增 1.31 万亿之后，6 月财政存款减少 6102 亿，基本恢复季节性。在财政支出加快的同时，基建单月增速放缓，大概率因洪涝灾害的扰动。洪涝之后基建投资将恢复，加之水利领域将推出重大项目来补短板，基建投资增速回升的趋势较为确定。

制造业投资累计增速，从 1-5 月的 -14.8% 回升到 -11.7%，单月增速从 -5.3% 回升到 -3.5%，继续缓慢修复，目前还依然是固定资产投资的主要拖累。反映了在对未来预期不乐观的情形下，制造业企业对资本开支较为谨慎，预计这一趋势还将延续。

分行业看，上半年增速为正的制造业子行业有两个，一是医药制造业，累计增速为



13.6%；另一个则是计算机、通信和其他电子设备制造业，累计增速为 9.4%。这两个行业都和抗疫的关联度较大，前者是直接的防护，后者则受益于线上办公需求的增加，这也和出口的趋势一致。

房地产数据全线回暖。销售方面，销售金额累计增速从-10.6%回升到-5.4%，销售面积累计增速从-12.3%回升到-8.4%。投资方面，投资额累计同比，从-0.3%转正到 1.9%，单月投资增速从 8.1%提高到 8.5%。先行指标方面，新开工面积同比下降 7.6%，降幅收窄 5.2 个百分点；土地购置面积累计同比下降 0.9%，降幅收窄 7.2 个百分点。信用环境改善和销售回暖，带动房企到位资金同比从-6.1%回升到-1.9%。

地产数据全线回暖，一是因当前的信用环境仍然较为宽松，在房企融资和居民房贷两端都是如此，对投资和销售都有支撑；二是去年下半年开始，房企面临着交房压力，疫情期间施工受到较大冲击，因此在二季度有赶工诉求，带动单月的地产投资增速，从 3 月的 1.1%，回升到二季度各月的 7.0%、8.1%和 8.5%。

最后看消费。6 月社消同比-1.8%，前值-2.8%。上半年社消累计同比下降 11.4%，在各终端需求中是恢复最慢的，成为经济的主要拖累。

按消费类型看，6 月商品零售收入同比-0.2%，餐饮收入-15.2%，疫情之下后者缓慢修复。

限额以上商品零售中，6 月必选消费表现继续明显好于可选消费。粮油食品、饮料、烟酒和日用品的零售同比增速都继续在两位数以上。化妆品类的增速从 12.9%提高到 20.5%，与 6 月电商促销有关。

和汽车生产回暖不同的是，6 月汽车类零售同比增速从 3.5%大幅下滑到-8.2%，在各商品门类中最低。一方面是因 2019 年 6 月去库存下的高基数，另一方面则和前期积压需求已逐步释放有关，高频显示 7 月前两周汽车零售明显回落。

总的来说，目前除消费外，经济已基本恢复到疫情前的水平。对比欧美等国，无论是一季度中国经济下滑的幅度，还是二季度经济修复的程度，中国经济都展现了很强的韧性。

展望下半年经济，有两个比较确定的趋势。一是基建投资增速继续回升。地方政府完成稳增长 KPI 的诉求，以及广义赤字扩张后财政支出向基建领域的倾斜，都支持基建投资反弹，全年增速可能到 6%左右。二是国内疫情得到控制后，消费将继续恢复，但疫情冲击家庭资产负债表，以及对未来就业状况和收入的预期较弱，决定了这种恢复会继续是缓慢的。

不确定性也有两点。一是地产投资恢复的持续性。二季度地产投资高增，和一季度施工停滞，交房压力之下的赶工有关。6 月地产投资同比增速回升的节奏，已经有所放慢。保市场主体和稳就业的宽松信用环境，也对地产销售和投资支撑。但在经济明显恢复后，信用环境将边际收紧，向常态回归，信用最为宽松的时候已经过去，这会逐步向地产销售和投资传导。加之近期“房住不炒”的基调再次被明确，地产投资单月增速可能正在接近高点。

二是出口的反复，欧美强制复工提振中国外需，但疫情二次爆发拉长了抗疫时间，自中国进口的需求也是缓慢恢复的。加之海外复工，一部分出口份额会从中国流出。两股力量平衡下，下半年中国的出口未必会持续改善，何况制造业 PMI 新出口订单指数也已连续 5 个月大幅低于荣枯线。

我们认为，由于前期政策的滞后性，经济内生性下行、疫情外生性冲击和逆周期调节平衡下的复苏，可能还会持续一个季度左右。在恢复性的投资和消费消退，以及信用



环境边际收紧对实体经济的影响得到体现后，终端需求可能再度面临放缓压力。经济数据同比可能会由于低基数而继续走高，但环比对终端需求走弱，会体现得更明显。

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_3859

