

## 内需修复和 CPI 下行进入平台期

2020 年 07 月 05 日

### 报告摘要

- **内需修复进入平台期。**投资方面，一是在疫情后经历了 3 月份以来的“赶工”，尤其是地产投资和基建投资在 5 月份已经回升至 10%左右的单月增速；另一方面，受南方大范围强降雨影响，6 月份水泥磨机开工率和水泥价格都明显回落，表明施工进度可能受到了一定程度的影响。消费方面，受去年同期“国五”清库导致高基数+前期压抑需求集中释放等因素共同影响，汽车零售在 6 月份再度转负，而北京疫情反复等也对服务消费的修复进程产生了一定影响。无论是投资还是消费的修复，都在 6 月份有明显放缓。
- **CPI 下行进入平台期。**5 月份以来国际原油价格的企稳逐步向国内成品油价格传导，同时，内需开启疫后修复，驱动上半年 CPI 持续下行动力之一的非食品开始企稳；食品方面，在南方汛情的影响下，猪价和鲜菜价格亦在 6 月份止跌回升。虽然全年 CPI 仍将在猪周期驱动下继续下行，但将自 6 月份开始进入下行中的平台期。
- **预计二季度实际 GDP 增速在 2.0%左右。**预计一产在二季度基本回升至疫情前的正常增速水平；6 月份规上工业增加值回升斜率放缓，预计二季度二产增速在 4.4%左右增速水平，从服务业生产指数来看，三产的修复要比二产更为缓慢，5 月份服务业生产指数才开始转正。综合上述判断，预计二季度 GDP 实际增速回升 2.0%附近。
- **风险提示：**高频数据与经济硬数据出现背离

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002  
010-66573671

taochuan@dwzq.com.cn

证券分析师 王丹

执业证号：S0600520050003  
010-66573671

wangdan@dwzq.com.cn

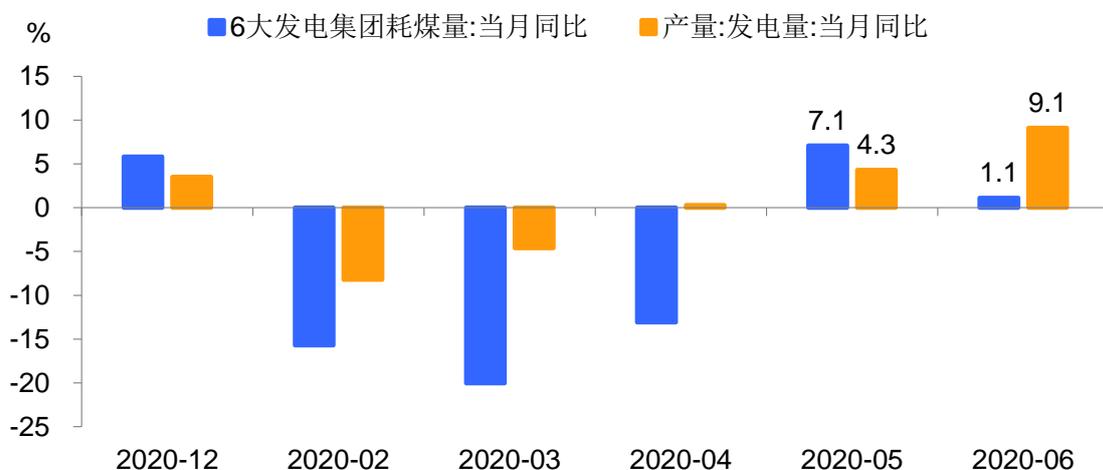
### 相关研究

- 1、《宏观专题报告 20200627：“疫”浪淘沙：下半年宏观十大判断》2020-06-28
- 2、《二季度 GDP 增速有多少？：5 月经济数据点评》2020-06-15
- 3、《宏观点评 20200614：美股回调后能否延续前期涨势？》2020-06-14
- 4、《宏观点评 20200610：高增之下存隐忧》2020-06-11
- 5、《宏观点评 20200610：PPI 触底之后怎么看？》2020-06-10

## 1. 生产：如何理解高频与 PMI 的背离？

电力耗煤走弱与 PMI 生产项和 6 月上旬发电量的高增背离。6 月日均电力耗煤量 63 万吨，基本持平 5 月份，同比 1.1% 较 5 月份明显回落（图 1），但即便剔除口径变化后，电力耗煤同比增速亦明显回落，自 5 月 16.9% 的高增回落至 9.1%；但电力耗煤的转弱与发电量数据和 PMI 明显背离，国网公布 6 月上旬全国发电量同比增长 9.1%，继 5 月份增速回升后进一步提速；而 6 月 PMI 生产项则强势上升至 53.9，较 5 月份扩大了 0.7 个百分点。

图 1：6 月电力耗煤量与上月发电量出现背离



数据来源：Wind，国家电网，东吴证券研究所（1-2 月为累计同比，6 月发电量数据为上旬）

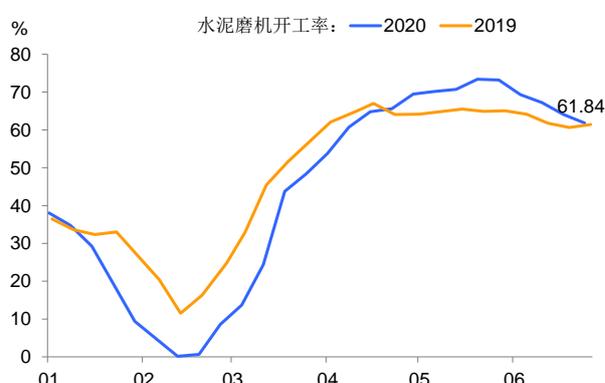
受华东华南降雨影响，高炉开工率和水泥磨机开工率双双结束改善势头。6 月高炉开工率 70.4%，与 5 月份和去年同期基本持平，同比改善自疫情以来开始放缓。而水泥磨机开工率更是出现明显回落，自 5 月末 73% 的高位回落至 6 月末的 61.8%（图 3）。

图 2：6 月高炉开工率同比改善明显放缓



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：水泥磨机开工率在 6 月明显回落



数据来源：数字水泥网，东吴证券研究所

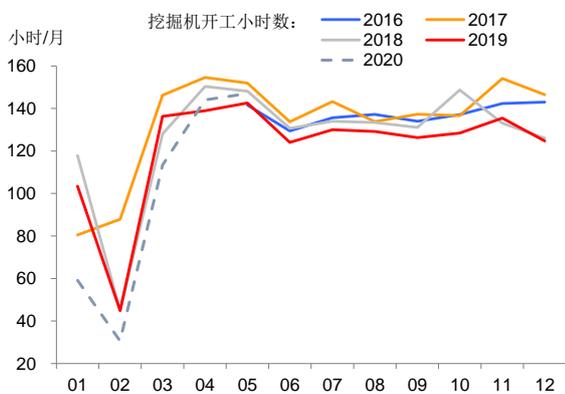
综合上述多项高频数据和 PMI 等软数据，我们认为：

- (1) 基于今年汛期提前来袭，6 月水力发电可能导致电力耗煤量对工业生产的指示意义弱化，预计工业生产比电力耗煤表现更好；
- (2) 国网能源研究院副总经济师单葆国指出，“大部分地区气温偏高也拉动了 6 月上旬用电增长”，预计工业生产并没有发电量表现的大幅回升；
- (3) 结构上，上游钢材、水泥等行业受强降雨影响生产景气度相对 5 月有所回落；
- (4) 预计 6 月工业生产继续改善至 4.6% 左右，但回升幅度明显放缓。

## 2. 需求：投资和消费修复进入平台期

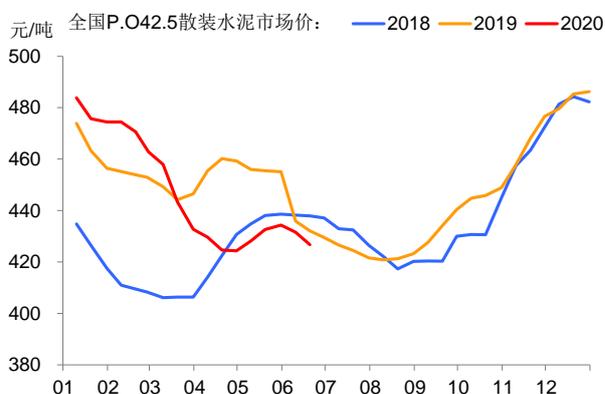
南方多地暴雨成灾拖累施工，基建高景气度略有回落。5 月挖掘机销量同比增长 68%，较 4 月份的 60% 进一步加快，地产施工和基建链条仍然保持较高景气度。但从环比来看，6 月建筑业 PMI 59.8，较 5 月份回落了 1 个百分点；建筑业 PMI 的边际放缓，与水泥磨机开工率在 6 月份的明显走弱和价格回落表现一致，或与 6 月份南方多地暴雨拖累施工进度有关。

图 4：5 月份小松挖掘机开工小时数进一步提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

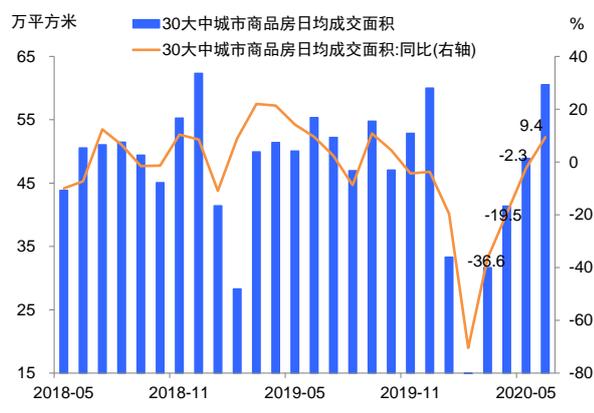
图 5：6 月水泥价格明显回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

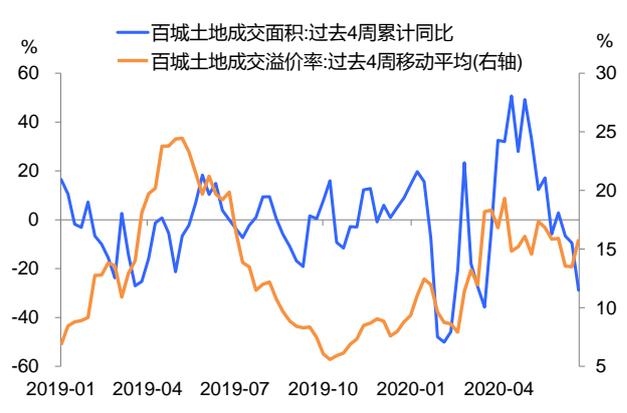
**地产销售继续改善。**30 大中城市 6 月日均成交面积同比增速自疫情以来首次转正，同比高增 9.4%，显示了地产销售仍热具有韧性。但考虑到这轮疫情主要冲击中低收入群体（详见下半年展望报告《“疫”浪淘沙：下半年宏观十大判断》），三四线城市地产销售对整体销售的拖累会逐步显现。6 月土地市场景气度回落，土地成交面积同比降幅扩大到 28%，溢价率维持震荡。

图 6：6 月 30 大中城市地产销售同比转正



数据来源：Wind，东吴证券研究所

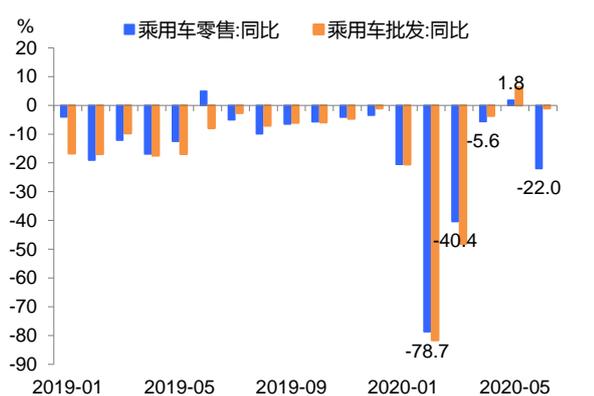
图 7：5 月土地成交面积下降但溢价率未走弱



数据来源：Wind，东吴证券研究所

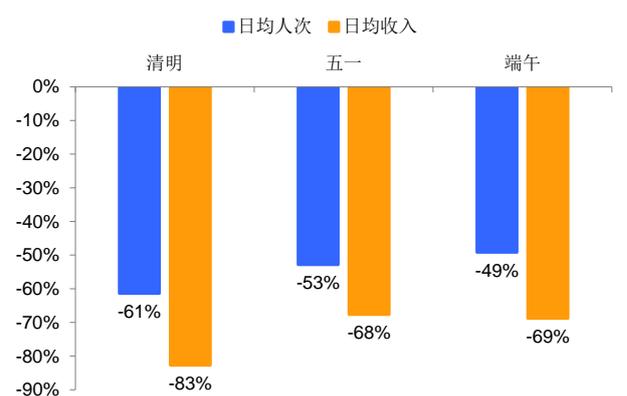
高基数拖累汽车零售，疫情反复拖累旅游消费复苏进程。乘联会公布了 6 月前 27 日日均零售同比大幅下降 22%，而 5 月全月为同比增长 1.8%。6 月汽车零售的大幅走弱（图 8），是多重因素共振下的结果，前期刚需得到有效释放+6 月汽车消费淡季+去年 6 月“国五清库”高基数+北京疫情反复。服务消费方面，端午假期日均旅游人次同比下降 49%，降幅较五一假期小幅收窄 4 个百分点，但日均旅游收入同比降幅并未继续修复（图 9）。

图 8：6 月高基数拖累汽车零售再度转负



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

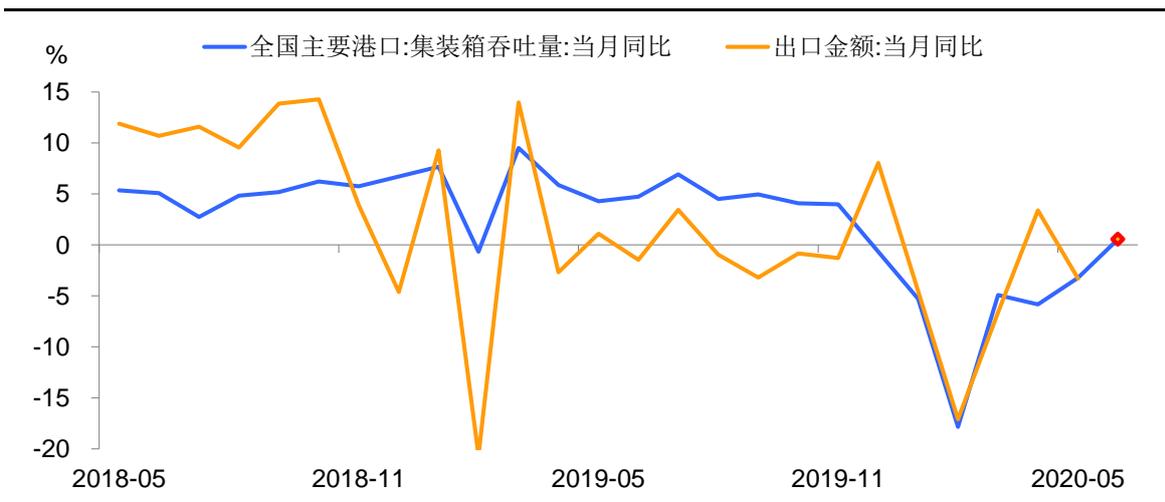
图 9：端午假期旅游消费并未明显改善



数据来源：文旅部，东吴证券研究所

欧美复工和防疫物资出口边际支撑出口韧性。欧美复工复产推进，尤其是欧洲加快经济重启对外需形成边际支撑；且预计防疫物资出口将延续 5 月份的高增。6 月份八大枢纽港口集装箱吞吐量同比转正，增长 0.57%，而其中外贸仍然维持负增长，同比减少 0.85%。

图 10: 6 月 8 大枢纽港口集装箱吞吐量同比转正

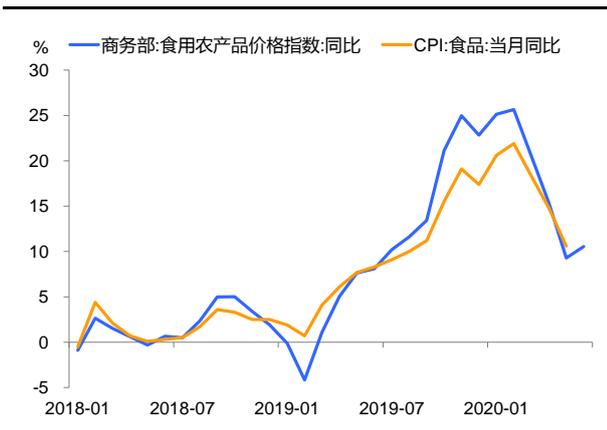


数据来源: Wind, 中国港口协会, 东吴证券研究所

### 3. 价格: CPI 下行暂缓, PPI 触底弱反弹

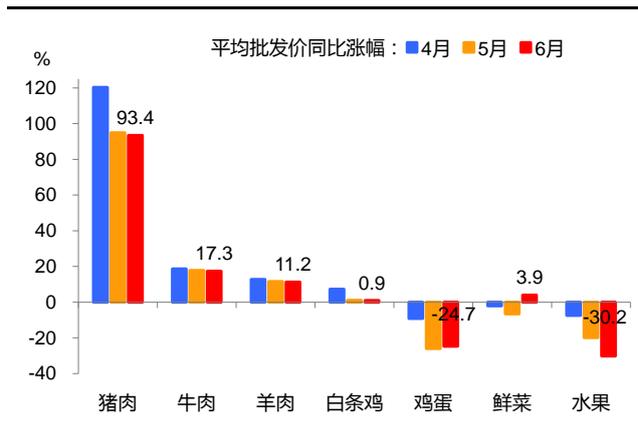
食品和非食品共振企稳, CPI 小幅上行至 2.6% 左右。6 月主要的食品价格出现止跌, 尤其是猪价同比结束了 2 月以来的持续快速回落, 且带动相关肉类替代消费品价格涨幅的回落放缓。南方大范围强降雨对鲜菜供给产生扰动, 而鲜果在去年高基数的影响下, 同比降幅达到 30% 以上。非食品方面, 5 月以来国际油价的企稳, 叠加国内需求的缓慢修复, 非食品也开始企稳。

图 11: 预计 5 月 CPI 食品项企稳



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 12: 除水果外主要食品项价格企稳

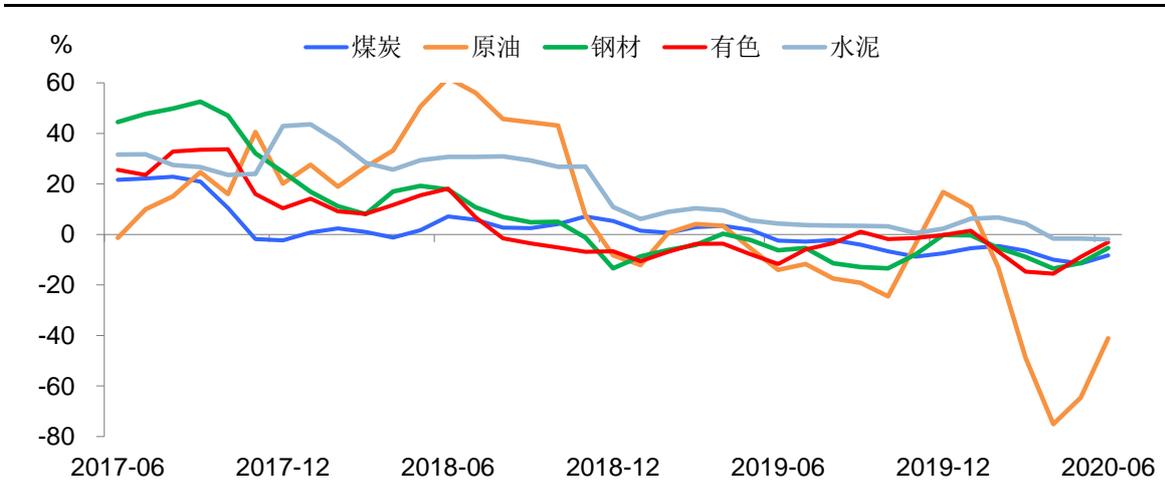


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

发达经济体复工和国内经济延续修复, PPI 触底弱反弹。PPI 方面, 从 6 月份高频数据来看, PPI 同比在 6 月触底后企稳回升基本确定。除了水泥以外, 其他工业品价格

同比均继续明显改善，其中，原油、煤炭、钢材和有色金属价格同比降幅分别较前值回升 23.5、3.3、6.0 和 5.9 个百分点（图 13），预计 6 月 PPI 同比回升至-3.2%左右。

图 13: 6 月主要工业品价格降幅进一步收窄



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

#### 4. 金融: 信贷可得性下降

6 月银行信贷投放季节性回升，但央行近期调查问卷显示信贷可得性在二季度明显下降（图 15），我们预计 6 月银行新增信贷在 1.7 万亿左右，基本持平去年同期投放水平。结构上居民信贷表现可能更好，6 月 30 大中城市商品房成交面积同比转正，且“618”等年中促销可能对居民短贷形成一定支撑。社融方面，企业债券净融资与 5 月相当，政府债券发行量相较 5 月份的破万亿水平明显回落。

图 14: 6 月新增信贷季节性回升

亿元      2019      2020      过去3年均值

图 15: 二季度信贷可得性下降

on -      银行贷款审批指数      贷款需求指数

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\\_4137](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4137)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn