

下半年“三驾马车”怎么跑？

——宏观经济周度观察

投资周报

回顾 2020H1 经济指标的两大特点：(1) 疫情冲击下经济指标挖“深坑”；(2) 疫后重建经济指标分化。展望下半年，中国经济有望迎来二次加速。

短期来看，导致当前经济修复速度放缓的两个主要原因是：(1) 海外季度级别衰退对出口的冲击正在兑现，5月制造业工业生产增速仅回升0.2个百分点，而4月则是从-1.8%上升至5%。(2) 前期库存高企，二季度面临去库存压力，4-5月产销率均处于近年同期高位，去库存会制约生产修复的速度。可以乐观的一点是，6月欧美经济或将明显扩张，待前期全球经济衰退对出口影响消退、库存去化压力充分消化后，中美欧等核心国家经济迎来共振式修复，下半年中国经济有望迎来二次加速。从三大需求来看：

海外经济衰退冲击兑现后，出口有望加速回暖。海外经济衰退对出口的冲击已经被市场充分预期，更为重要的是，在冲击兑现后，出口走势会如何。从2009年经验来看，2009Q1中国经济已经触底回升，而出口还处于筑底过程中，随着欧美经济从2009Q2开始触底回升，出口增速从2009Q3开始触底回升，当前与2009年的一个相似之处在于，中国经济领先欧美等国家触底回升，因此，随着欧美国家经济重启，2020年下半年出口有望加速回暖。同时，我们注意到6月以来的两个现象：(1) 6月前10日韩国出口同比增长20.2%，而4-5月韩国出口同比均出现20%以上的降幅；(2) 截至6月18日，6月BDI较5月已经上涨203%，创历史最大涨幅。

基建投资单月增速可能保持两位数增长。2020年5月基建投资单月增速已经回升至10.9%，创2018年3月以来新高，我们预计后续基建投资增速可能进一步回升并保持两位数增长，原因在于：(1) 基建申报项目多，赶工需求会继续驱动基建投资增长。(2) 资金规模与效率提高。2020年1-5月专项债主要投向基建，再加上赤字率的提升与特别国债的发行，困扰2019年基建投资的资金问题会得到改善。(3) 国内整体就业压力较大，但建筑业用工情况很好，5月建筑业从业人员指数为58.8%，达到2013年以来最高，用工端对基建项目施工的约束相对较小。

交房压力叠加货币政策宽松，即便调控政策不放松，房地产投资增速依然存在上升空间。虽然调控政策没有明显放松的迹象，但这不代表下半年地产投资增速有较大下行压力，主要原因在于：(1) 地产竣工回升速度明显慢于新开工，而前5月地产竣工仍是两位数降幅，交房压力下，赶工驱动施工强度提升的逻辑在下半年会得以延续。(2) 货币宽松的基调还没有逆转，房贷利率趋于下行，房地产需求可能不会太差。

制造业投资低位徘徊，等待补库存信号到来。从大方向来看，制造业投资与库存周期都受企业盈利以及终端需求驱动，制造业投资增速略滞后于库存周期，受疫情影响，一季度企业被动补库存，二季度企业面临去库存压力，因此短期制造业投资可能仍然相对疲弱。往后看，考虑到疫情对盈利、外需、企业资本开支意愿的冲击需要时间恢复，补库存的到来还需要时间，制造业投资增速修复速度可能继续放缓并且较长一段时间在低位徘徊。

在不出现国内疫情大面积二次爆发的情况下，消费存在修复空间，主要在于以下四个方面：(1) 餐饮与限额以下商品零售离正常水平还有较大差距，未来存在较大补偿式修复空间。(2) 消费刺激政策推动下，汽车消费存在增量需求。(3) 货币宽松、地产竣工周期向上叠加旧改，家电、家具、建材等地产链相关消费受益。(4) 5G手机换购或拉升通讯器材零售增速。

● **风险提示：海外疫情二次爆发；政策落实不及预期**

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050003

相关报告

- 宏观报告：一季度经济数据的三个细节
2020-4-19
- 宏观报告：疫情下的新兴市场潜在风险
2020-4-12
- 宏观报告：如何用高频数据跟踪美国经济衰退
2020-4-5
- 宏观报告：特别时期的扩内需
2020-3-29
- 宏观报告：如何理解当前形势下的消费
2020-3-21
- 宏观报告：以内需补外需，基建投资是首选
2020-3-8
- 宏观报告：国内政策力度加大，海外疫情引发避险情绪
2020-02-23
- 宏观报告：疫情推动“强美元”
2020-2-16
- 宏观报告：产成品周转天数高增之谜
2019-12-22

目 录

1、 下半年“三驾马车”怎么跑？	3
2、 海外经济与市场流动性观察	9
3、 国内高频数据观察	10
3.1、 生产指标涨跌互现	10
3.2、 商品房销量同比回落	11
3.3、 猪肉价格上涨	11
3.4、 央行重启 14 天逆回购维护半年末流动性平稳	12
3.5、 美元指数上涨，人民币汇率贬值	13

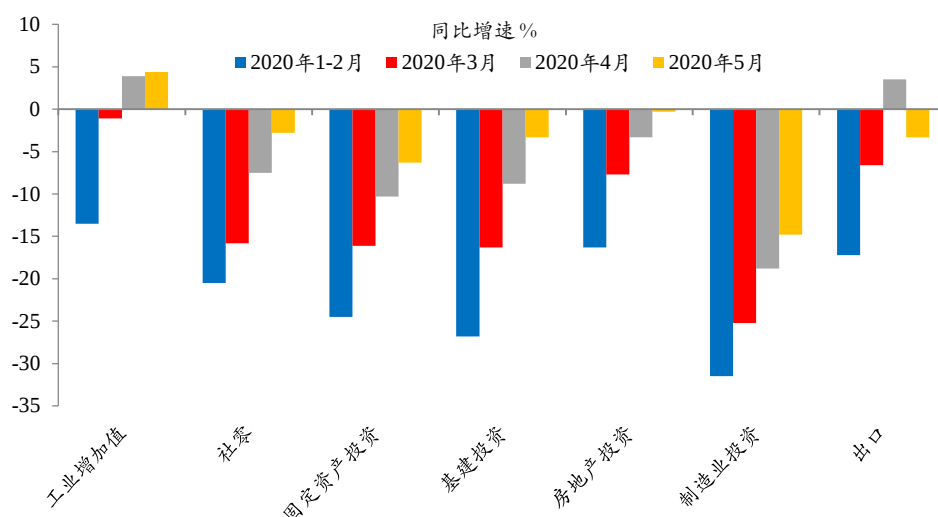
图表目录

图 1: 2020 年 1-5 月主要经济数据变化	3
图 2: 新出口订单指数同比回落	4
图 3: 6 月以来 BDI 超季节性上涨	4
图 4: 花旗 G10 经济意外指数触底回升	5
图 5: 2009 年中国经济领先欧美触底回升	5
图 6: 基建投资单月增速达到两位数	6
图 7: 房地产投资单月增速已经回升至疫情前的正常水平	6
图 8: 地产竣工回升速度明显慢于新开工	7
图 9: 制造业投资增速略滞后于库存周期	7
图 10: 限额以上企业商品零售增速已经基本恢复正常，但餐饮与限额以下企业商品零售仍相对疲弱	8
图 11: 汽车消费回升阶段，整体消费增速中枢不会出现系统性下降	8
图 12: 货币宽松基调不变的情况下，房贷利率趋于下行	9
图 13: 美国 ECRI 领先指标增长年率继续回升	9
图 14: 纽约联储每周经济指数回落	9
图 15: TED 利差先降后升	10
图 16: VIX 回落	10
图 17: 铜金比下降	10
图 18: 美国高收益债利差回落	10
图 19: 发电耗煤量回升	11
图 20: 商品房销量同比回落	11
图 21: 猪肉价格上涨	12
图 22: WTI 原油期货价上涨	12
图 23: 货币市场利率上涨	13
图 24: 美元指数上涨	14
图 25: 人民币汇率贬值	14
表 1: 央行公开市场操作（2020.6.15-2020.6.19）	13

1、下半年“三驾马车”怎么跑？

回顾 2020H1 经济指标的两大特点：(1) 疫情冲击下经济指标挖“深坑”；(2) 疫后重建经济指标分化。疫情导致经济按下“暂停键”，一季度 GDP 出现负增长，工业、消费、投资等数据在 2 月创下金融危机以来新低，与历史上其它衰退不同，疫情对经济的杀伤又快又狠，经济衰退在 1 个月左右便已经完成。随着国内疫情好转以及复工复产推动，3 月以来经济数据进入修复期，然而，受中国与海外在疫情和复工节奏上错位、疫情对各行业冲击各异、政策刺激方向等因素影响，经济指标之间修复进程出现分化，例如，工业生产、基建与房地产投资单月增速距离疫情前正常水平已经不远，而社零、制造业投资、出口仍是负增长。同时，经济指标内部之间也存在分化，例如，当前限额以上商品零售增速基本接近疫情前的正常水平，5 月限额以上商品零售增速达到 2.5%，拖累整体社零增速的主要是餐饮与限额以下商品零售，5 月餐饮与限额以下商品零售增速分别只有 -18.9%、-2.4%；防疫物资与 ICT 产品出口表现远好于劳动密集型产品。

图1：2020年1-5月主要经济数据变化



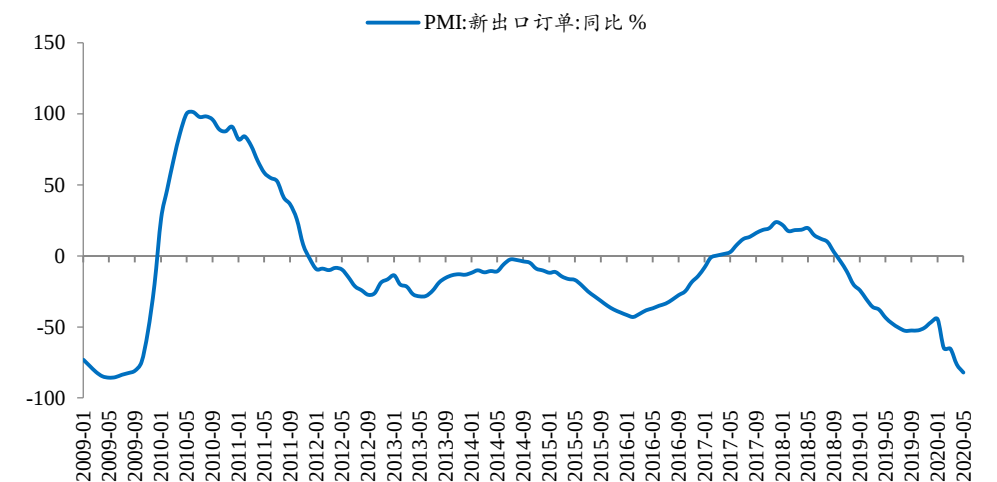
资料来源：Wind，新时代证券研究所

展望下半年，中国经济有望迎来二次加速。短期来看，导致当前经济修复速度放缓的两个主要原因是：(1) 海外季度级别衰退对出口的冲击正在兑现，统计局指出“5月工业出口交货值由增转降，同比下降1.4%，部分出口占比较高的行业出口交货值下降10%以上”，受此影响，5月制造业工业生产增速仅回升0.2个百分点，而4月则是从-1.8%上升至5%。(2) 前期库存高企，二季度面临去库存压力，4-5月产销率均处于近年同期高位，生产回升速度弱于需求，去库存会制约生产修复的速度。可以乐观的一点是，6月欧美经济或将明显扩张，待前期全球经济衰退对出口影响消退、库存去化压力充分消化后，中美欧等核心国家经济迎来共振式修复，下半年中国经济有望迎来二次加速。从三大需求来看：

海外经济衰退冲击兑现后，出口有望加速回暖。目前来看，海外经济衰退是季度级别的，3-4月是衰退加深的过程，5月边际好转但仍处于衰退中，PMI新出口订单处于历史极低水平，同时，随着核心国家供给能力恢复，防疫物资出口高增速的现象也难以持续，部分ICT产品出口需求也将继续减弱，因此，短期出口增速仍然存在继续回落的压力。不过，海外经济衰退对出口的冲击已经被市场充分预期，更为重要的是，在冲击兑现后，出口走势会如何。从2009年经验来看，2009Q1中

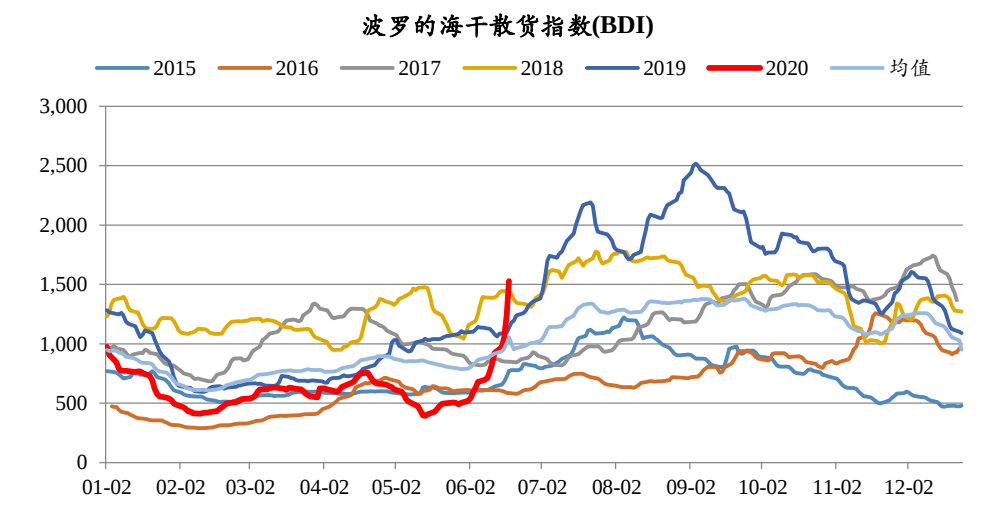
国经济已经触底回升，而出口还处于筑底过程中，随着欧美经济从2009Q2开始触底回升，出口增速从2009Q3开始触底回升，当前与2009年的一个相似之处在于，中国经济领先欧美等国家触底回升，因此，随着欧美国家经济重启，2020年下半年出口有望加速回暖。同时，我们注意到6月以来的两个现象：（1）6月前10日韩国出口同比增长20.2%，而4-5月韩国出口同比均出现20%以上的降幅；（2）截至6月18日，6月BDI较5月已经上涨203%，创历史最大涨幅。以上两个现象表明，全球贸易活动至暗时刻可能正在过去。

图2：新出口订单指数同比回落

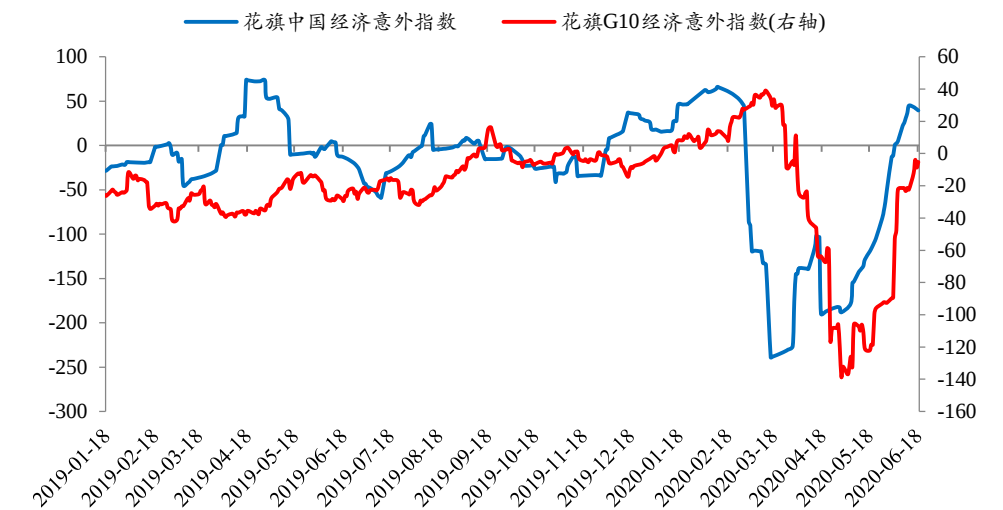


资料来源：Wind，新时代证券研究所

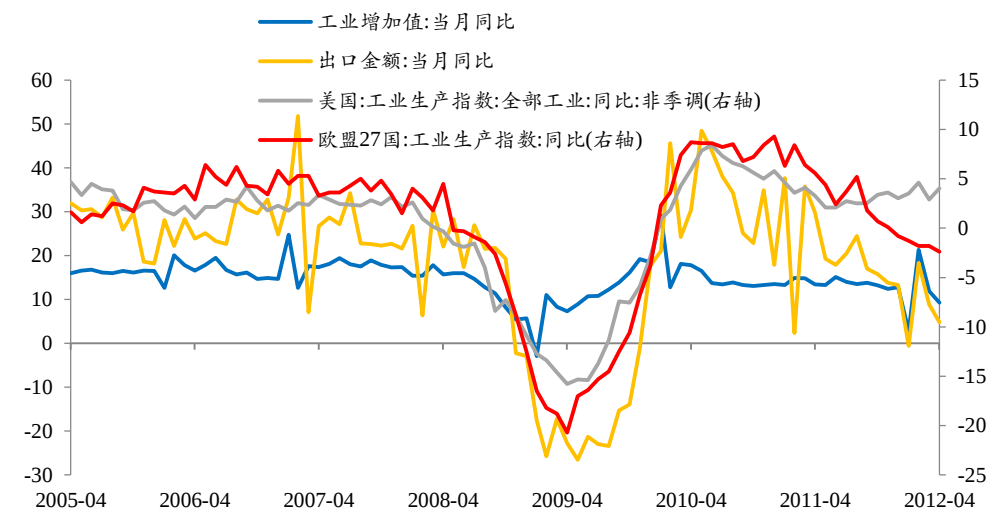
图3：6月以来BDI超季节性上涨



资料来源：Wind，新时代证券研究所

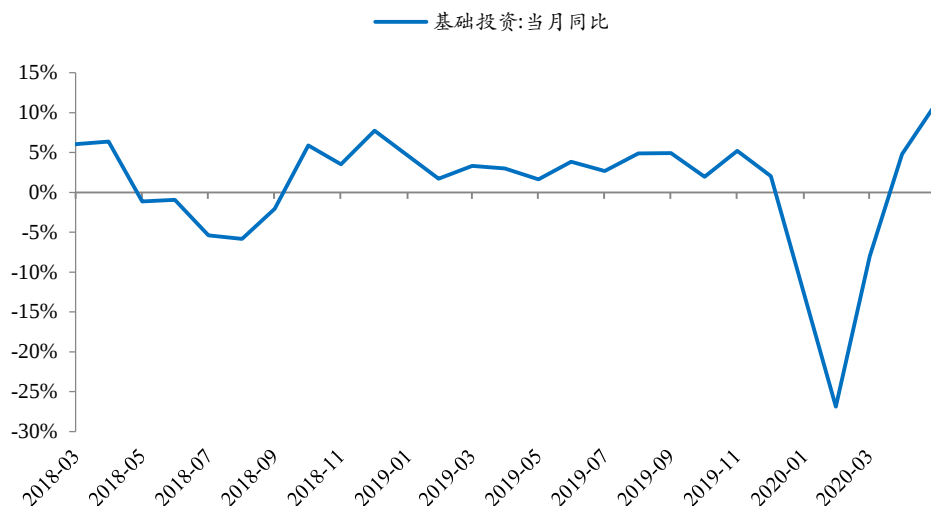
图4：花旗 G10 经济意外指数触底回升

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5：2009年中国经济领先欧美触底回升

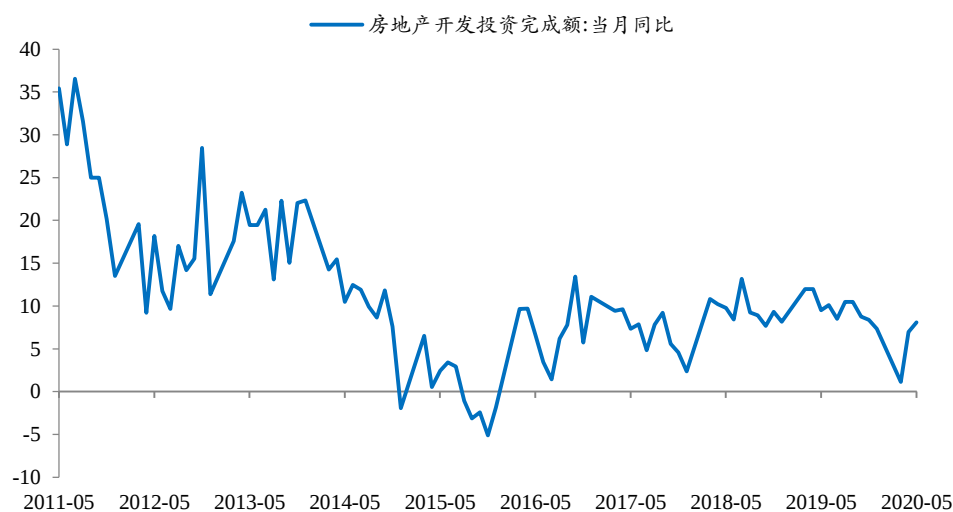
资料来源：Wind，新时代证券研究所

基建投资单月增速可能保持两位数增长。2020年5月基建投资单月增速已经回升至10.9%，创2018年3月以来新高，我们预计后续基建投资增速可能进一步回升并保持两位数增长，原因在于：（1）基建申报项目多，赶工需求会继续驱动基建投资增长。（2）资金规模与效率提高。2020年1-5月，地方专项债发行2.25万亿元，远高于2019年同期的0.97万亿元。而2019年基建投资不温不火的一个原因是专项债主要用于土储与棚改，用于基建的比例很小，2020年1-5月专项债主要投向基建，此外二季度新下达的专项债额度还增加了城镇老旧小区改造这一资金投向，并鼓励用于新型基础设施、医疗等市政设施项目投资，再加上赤字率的提升与特别国债的发行，困扰2019年基建投资的资金问题会得到改善。（3）国内整体就业压力较大，但建筑业用工情况很好，5月建筑业从业人员指数为58.8%，达到2013年以来最高，用工端对基建项目施工的约束相对较小。

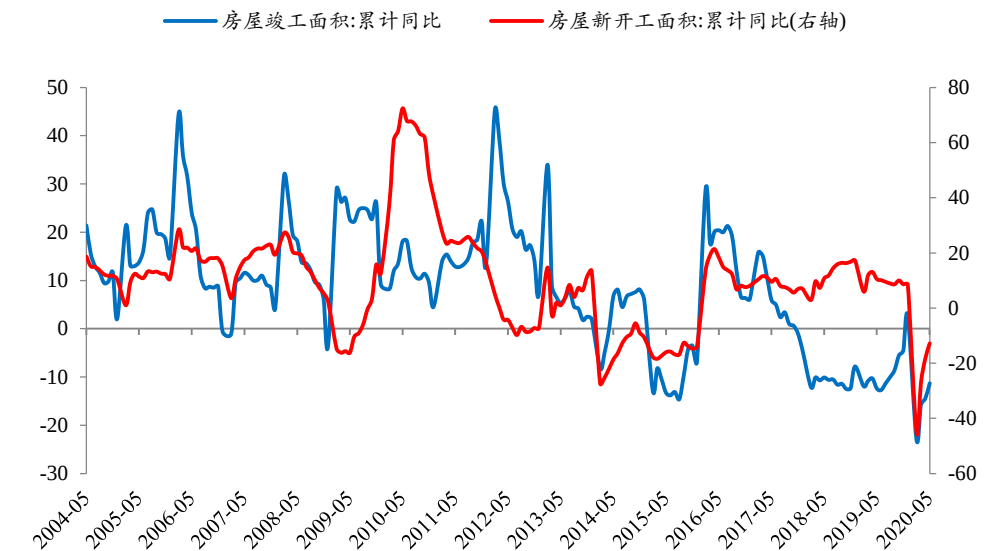
图6： 基建投资单月增速达到两位数

资料来源：Wind，新时代证券研究所

交房压力叠加货币政策宽松，即便调控政策不放松，房地产投资增速依然存在上升空间。5月房地产投资单月增速回升至8.1%，已经回归至疫情前的正常水平，虽然调控政策没有明显放松的迹象，但这不代表下半年地产投资增速有较大下行压力，主要原因在于：（1）地产竣工回升速度明显慢于新开工，而前5月地产竣工仍是两位数降幅，交房压力下，赶工驱动施工强度提升的逻辑在下半年会得以延续。（2）货币宽松下加速房地产需求回暖。货币宽松下，首套房贷款利率连续6个月出现下降，与复工形成合力，加速了房地产需求回暖，5月商品房销售面积单月同比增速从-2.1%上升至9.6%。由于货币宽松的基调还没有逆转，房贷利率趋于下行，房地产需求可能不会太差。

图7： 房地产投资单月增速已经回升至疫情前的正常水平

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 地产竣工回升速度明显慢于新开工

资料来源：Wind，新时代证券研究所

制造业投资低位徘徊，等待补库存信号到来。5月制造业投资单月增速为-5.3%，和基建、房地产投资相比，制造业投资明显偏弱，这也与4-5月建筑业PMI强于制造业PMI相印证。从大方向来看，制造业投资与库存周期都受企业盈利以及终端需求驱动，制造业投资增速略滞后于库存周期，受疫情影响，一季度企业被动补库存，二季度企业面临去库存压力，因此短期制造业投资可能仍然相对疲弱。往后看，考虑到疫情对盈利、外需、企业资本开支意愿的冲击需要时间恢复，补库存的到来还需要时间，制造业投资增速修复速度可能继续放缓并且较长一段时间在低位徘徊。

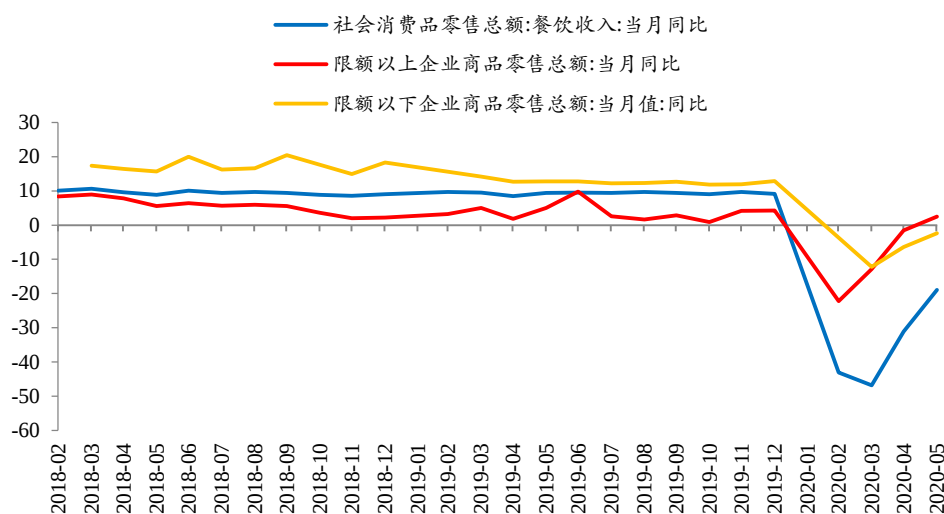
图9： 制造业投资增速略滞后于库存周期

资料来源：Wind，新时代证券研究所

在不出现国内疫情大面积二次爆发的情况下，消费存在修复空间，主要在于以下四个方面：（1）餐饮与限额以下商品零售存在较大补偿式修复空间。经过最近几个月的修复，虽然整体社零增速离正常值还有10个百分点左右的距离，但当前限额以上商品零售增速基本接近疫情前的正常水平，5月限额以上商品零售增速达到

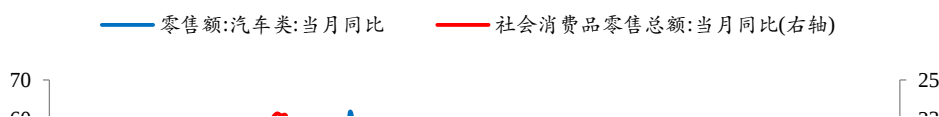
2.5%，在限额以上单位商品零售类值中，近八成商品实现同比增长，大多数商品零售比 4 月份好转。拖累整体社零增速的主要是餐饮与限额以下商品零售，5 月餐饮与限额以下商品零售增速分别只有 -18.9%、-2.4%，在不出现国内疫情大面积二次爆发的情况下，随着消费者恐慌心理的逐渐退去，未来这两部分消费仍有补偿式修复空间。(2) 消费刺激政策推动下，汽车消费存在增量需求。驱动汽车消费的不仅仅是补偿式需求，受疫情影响，各地大规模出台刺激汽车消费政策，加上行业景气度本身也处于触底回升阶段，汽车消费存在增量需求。历史经验表明，在汽车消费回升阶段，整体消费增速中枢不会出现系统性下降。(3) 货币宽松、地产竣工周期向上叠加旧改，家电、家具、建材等地产链相关消费受益。(4) 5G 手机换购或拉升通讯器材零售增速。

图10： 限额以上企业商品零售增速已经基本恢复正常，但餐饮与限额以下企业商品零售仍相对疲弱



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 汽车消费回升阶段，整体消费增速中枢不会出现系统性下降



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_4396

