

Bigger mind, Bigger future™

智慧创造未来

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

戴朝盛 0571-87839255

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

南华期货 NANHUA FUTURES

南华期货研究 NFR

宏观策略周报 2020 年 7 月 19 日

当前经济指标修复的快与慢

——二季度经济数据简析

核心观点：

1. 从公布的各项经济数据来看，二季度生产、投资、消费以及进出口表现共同回暖，单季 GDP 增速由负转正，我们认为基建的快速反弹、房地产的较强韧性以及出口的超预期表现是支撑二季度增速由负转正的主要驱动力。

2. V 型反转正式进入后半段的回填阶段，尽管总体表现回暖，但相对来说，依旧维持基建及房地产投资和生产恢复较快，制造业投资及消费恢复偏慢的节奏。从经济修复的边际改善情况来看，尽管外部环境依然存在较大的不确定性，但进出口在 6 月均出现修复加快的迹象，PPI 在大宗商品价格反弹的带动下进一步改善，除此之外其余的经济数据则在逐渐回暖的大趋势下延续边际修复动能趋缓的基调。

3. 展望下半年，考虑到南方洪涝灾害将对基建造成短期扰动，且近期以深圳楼市调控为代表的地产端调控趋严，而消费尽管仍存在较大的回补空间，但受制于三季度就业压力较大以及当前的居民消费倾向下降等因素，居民的内生消费恢复不会太快，因此，预计下半年整体经济修复的斜率将趋于平缓，不会像二季度这么激进。

本周关注：海外疫情发展超预期　中美关系超预期变化
7 月政治局会议

目录

第 1 章 当前各项经济指标恢复的快与慢 3
1.1. 工业增加值、基建及房地产恢复较快 4
1.2. 制造业及消费恢复偏慢 5
第 2 章 上周重要数据跟踪 6
免责申明 7

第1章　当前各项经济指标恢复的快与慢

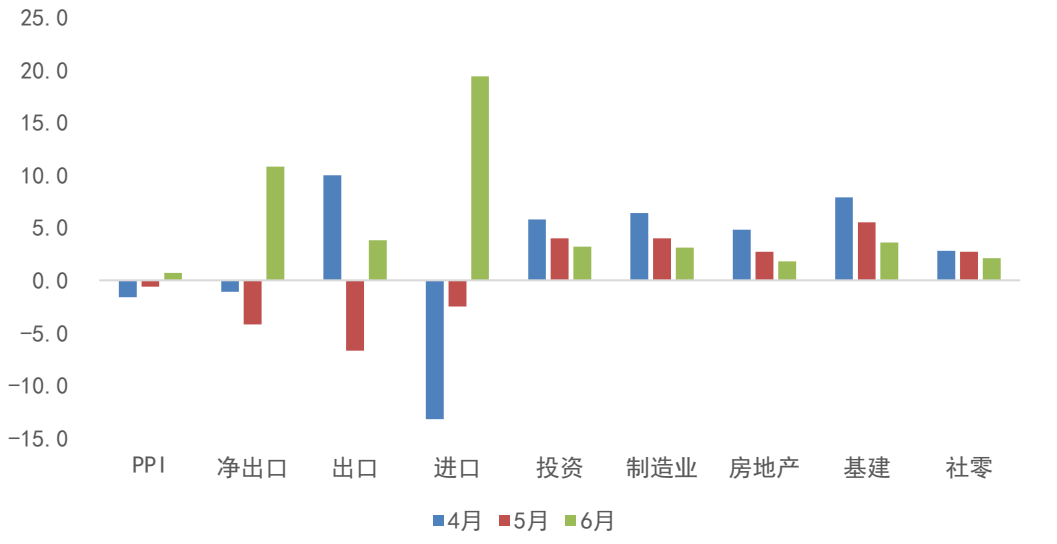
统计局 7.16 公布了的上半年经济数据显示，上半年 GDP 同比下降 1.6%，其中二季度 GDP 当季同比 3.2%，高于市场预期的 2.9%，去年同期增速为 6.2%。我们认为，**基建投资的快速反弹、房地产的较强韧性以及出口的超预期表现是支撑二季度增速由负转正的主要驱动力**。

表 1.1：2 季度及 6 月份经济数据一览

指标	今值	前值	2019 年同期
GDP	3.20	-6.8	6.2
工业增加值	4.80	4.40	3.00
CPI	2.50	2.40	11.00
PPI	-3.00	-3.70	4.10
制造业投资	-11.70	-14.80	5.80
房地产投资	1.90	-1.80	9.80
基建投资（不含电力）	-2.70	-6.30	-1.45
投资	-3.10	-6.30	-6.80
社零	-1.80	-2.80	21.38
出口	0.50	-3.30	-1.45
进口	2.70	-16.70	-6.80
净出口	-6.51	52.94	21.38

数据来源：Wind 南华研究

图 1.1：二季度各经济数据边际修复情况（单位：%）



资料来源：Wind 南华研究

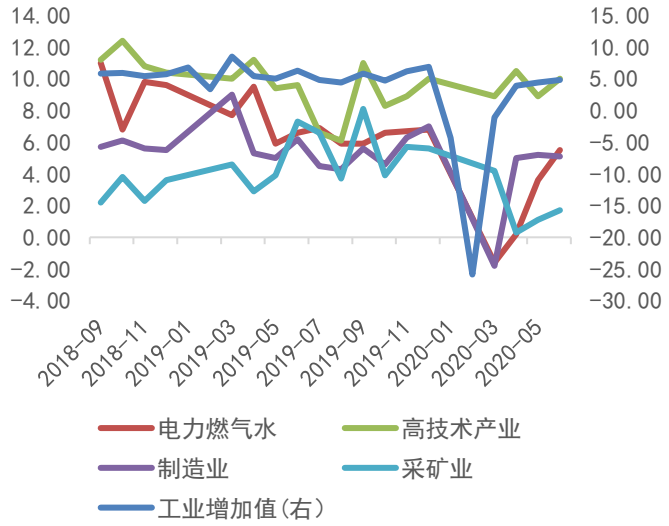
从公布的各项经济数据来看，二季度生产、投资、消费以及进出口表现共同回暖，单季 GDP 增速由负转正。V 型反转正式进入后半段的回填阶段，尽管总体表现回

暖，但相对来说，依旧维持基建及房地产投资和生产恢复较快，制造业投资及消费恢复偏慢的节奏。**从经济修复的边际改善情况来看，尽管外部环境依然存在较大的不确定性，但进出口在 6 月均出现修复加快的迹象，PPI 在大宗商品价格反弹的带动下亦进一步改善，除此之外其余的经济表现则在逐渐回暖的大趋势下延续边际修复动能趋缓的基调，因此，预计下半年整体经济修复的斜率将趋于平缓，不会像二季度这么激进。**

1.1. 工业增加值、基建及房地产恢复较快

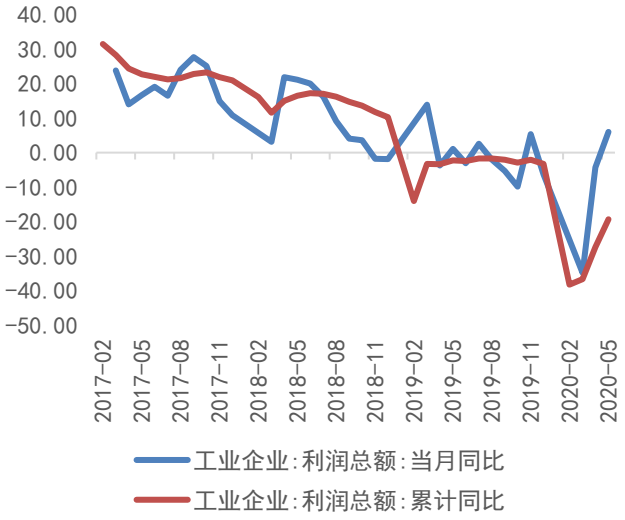
进入二季度，供给层面工业生产端的恢复明显加快，6 月工业增加值当月同比 4.8%，基本接近往年同期水平，去年同期 6.3%。从分项看，高技术产业工业增加值几乎没受到疫情影响，而电力燃气及水、采矿业的逐渐恢复进一步助推工业增加值不断回暖。工业生产的快速恢复的同时，企业端利润也快速反弹，工业利润当月同比数据已超过去年 12 月的数据，累计同比仍维持负值水平。**企业利润当月值恢复的同时，产能利润率也基本恢复至往年同期水平，说明企业利润和产能利用率后续的回升空间相对较为有限，工业生产端的恢复动能在三季度将会趋于下降。**

图 1.1.1：工业生产快速接近至往年同期水平（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.2：工业企业利润快速反弹（%）



数据来源：Wind 南华研究

基建投资和房地产投资是二季度经济恢复的主要驱动力，从 6 月份的基建—地产投资数据看，6 月基建投资（不含电力）累计同比-2.7%，环比上涨 3.6%，边际改善程度进一步下降。**对于下半年基建投资，尽管财政政策护航基建投资，资金项目均较为充裕，总体下半年基建投资无忧，但近期南方洪涝严重，预计将对基建投资的进一步修复形成短期扰动。**地产投资方面，房地产投资累计同比预期内转正，房地产开发投资累计同比 1.9%，各分项指标均呈现进一步改善，但是 7 月 15 日深圳出台史上最严楼市调控新政，再次升级限购、收紧豪宅税、严格增值税减免期限、严查恶意哄抬房价等，这一政策更加凸显和强调“房住不炒”的政策信号，**调控政策的升级对下半年地产投资的反弹仍形成一定的考验，地产稳字当头，难以大幅度反弹，不出意外接下来的政治局会议中将会**

再次强调“房住不炒”这一基调。

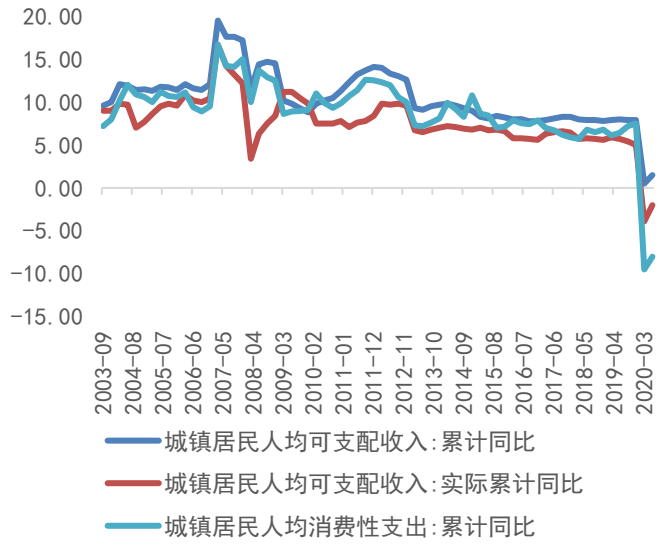
1.2. 制造业投资及消费恢复偏慢

相对来说，制造业投资和消费修复偏慢，6 月制造业投资累计同比-11.7%，去年同期累计同比为 5.80%，今年上半年制造业恢复偏慢是经济修复的一大特征，预计全年制造业投资难逃负增速。6 月社零当月同比-1.8%，环比改善 1.0%，去年同期 21.38%，主要受到餐饮弱修复的拖累。

对于下半年消费，一方面三季度毕业季就业压力加大或带动居民失业率走高，另一方面居民可支配收入与消费性支出之间的差距走廊也表明当前居民的消费意愿及消费倾向下降（居民消费中需求弹性较大的服务消费占比在今年持续下降），这就决定了内生性的**居民消费需求的复苏难以出现快速的大幅反弹，而且居民消费在总消费结构中占比超 7 成，因此下半年的总体消费依旧面临一定的回升阻力。**

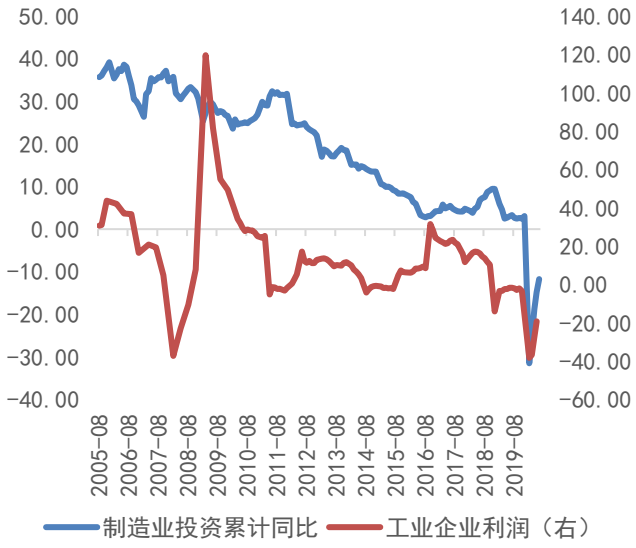
同样作为内生需求之一的制造业投资，尽管当前工业企业利润反弹，但是当前已修复至往年同期的产能利用率及工业利润当月同比不仅意味着生产端进一步大幅改善的空间有限，也意味着工业企业利润累计同比的修复速度将趋于平缓，考虑到该指标与制造业投资之间的领先关系以及当前利率中枢有所抬升也会使得企业的财务费用压力增大，因此，企业利润能否快速改善值得进一步观察。

图 1.2.1：内生性消费需求恢复较慢（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 1.2.2：制造业下半年依旧难逃负增速（%）



数据来源：Wind 南华研究

对于下半年，经济增速进一步修复的空间和斜率主要取决于当前修复偏慢的居民消费和制造业投资，相对来说修复较快的基建投资、房地产投资以及工业生产进一步大幅反弹的空间不会很大。考虑到内生的居民消费在下半年依旧受到高失业率以及消费意愿偏弱两大因素的掣肘，而作为制造业投资核心决定因素的工业企业利润快速改善的可能性也趋于下降，因此总体而言下半年的经济修复节奏会较二季度平缓。

第2章 上周重要数据跟踪

表 2.1.1 上周国内重要经济数据

国家/地区	指标名称	前值	预期	今值
中国	6 月贸易差额(亿美元)	629.26	587.6455	464.2
中国	6 月国内信贷(亿元)	2322874.77	---	2351762
中国	6 月工业增加值:当月同比(%)	4.4	4.4944	4.8
中国	6 月固定资产投资:累计同比(%)	-6.3	-3.455	-3.1
中国	6 月社会消费品零售总额:当月同比(%)	-2.8	0.7667	-1.8
中国	第二季度 GDP:当季同比(%)	-6.8	2.964	3.2

数据来源：Wind 南华研究

表 2.1.2 上周国际重要经济数据

国家/地区	指标名称	前值	预期	今值
德国	6 月 CPI:环比(%)	-0.1	0.6	0.6
德国	6 月 CPI:同比(%)	0.6	0.9	0.9
德国	7 月 ZEW 经济景气指数	63.4	60	59.3
德国	7 月 ZEW 经济现状指数	-83.1	-65	-80.9
欧盟	7 月欧元区:ZEW 经济景气指数	58.6	---	59.6
美国	6 月 CPI:季调:环比	-0.1	---	0.6
美国	6 月 CPI:同比(%)	0.1	---	0.6
美国	6 月核心 CPI:季调:环比	-0.1	---	0.2
美国	6 月核心 CPI:同比(%)	1.2	---	1.2
英国	6 月 CPI:环比(%)	---	-0.2	0.1
英国	6 月核心 CPI:环比(%)	0.09	-0.1	0.18
美国	6 月核心零售总额:季调:环比(%)	10.21	---	5.86
美国	6 月零售和食品服务销售:同比:季调(%)	-5.65	---	1.1
美国	6 月零售总额:季调:环比(%)	17.11	---	6.4
美国	7 月 11 日当周初次申请失业金人数:季调(人)	1310000	---	1300000
欧盟	6 月欧盟:CPI:同比(%)	0.6	---	0.8
欧盟	6 月欧元区:CPI:环比(%)	-0.1	0.3	0.3
欧盟	6 月欧元区:CPI:同比(%)	0.1	0.3	0.3
美国	6 月新屋开工:私人住宅(千套)	92.8	---	112.2

数据来源：Wind 南华研究

免责申明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。

南华期货 NANHUA FUTURES

公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层　邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货　股票代码：603093

南华期货营业网点