雨后初霁

——2020 年 6 月经济数据点评

一、二季度 GDP：恢复正增长

GDP 单季同比增速由负转正，但第三产业仍受较大影响。2020 年二季度，我国 GDP 重回正增长：以不变价计，GDP 初步核算数为 22.6 万亿元，同比增长 3.2%。**从三大产业看，第三产业仍受较大影响，增长修复较为缓慢：**二季度三大产业增加值当季同比增速均显著反弹，其中一、二产业已接近疫前水平，但服务业增加值当季同比增速（1.9%）仍然显著低于疫前水平 4.7pct。

6 月经济数据继续回暖，但消费的恢复仍不及预期。规模以上工业增加值当月同比 4.8%（前值 4.4%，市场预期 4.5%）；社会消费品零售总额当月同比-1.8%（前值-2.8%，市场预期 0.8%）；城镇固定资产投资额累计同比-3.1%（前值-6.3%，市场预期-3.5%），其中基建投资同比-0.1%（前值-3.3%），房地产投资同比+1.9%（前值-0.3%），制造业投资同比-11.7%（前值-14.8%）。

二、工业生产：修复斜率放缓

工业生产活跃度提升，但制造业生产修复进入瓶颈。6 月规模以上工业增加值同比 4.8%，较前值提升 0.4pct。分三大产业看：采矿业和公用事业生产活跃度有所提高，6 月采矿业增加值当月同比 1.7%，较前值提升 0.6pct，公用事业增加值当月同比 5.5%，较前值提升 1.9pct。制造业生产修复进入瓶颈，当月同比较前值下滑 0.1pct 至 5.1%。

工业生产数据中，部分线索值得关注：**（1）计算机及通信设备制造行业韧性显现，增加值同比增速继续提升。**这也与该行业近期出口的高景气度相互印证；**（2）汽车产业链景气度持续修复。**汽车制造、设备制造等行业增加值同比继续提升；**（3）基建、地产施工力度不弱。**钢铁、水泥生产活跃度依旧较高，同比增速维持较高水平。**（4）部分下游行业生产放缓。**食品制造、农副食品加工、纺织等行业增加值当月同比增速有所回落，指向终端消费疲弱开始制约部分下游生产的修复。

三、固定资产投资：基建、地产景气度持续高企

1-6 月，全国城镇固定资产投资同比-3.1%，增速较前值回升 3.2pct。从单月投资增速来看，据测算 6 月固定资产投资同比 5.3%（较前值提升 1.4pct）。

（1）房地产：投资增速持续回升

1-6 月房地产投资同比增速较前值提升 2.2pct，累计增速率先由负转正。据测算，6 月房地产投资当月同比增长 8.5%（较前值提升 0.4pct）。

商品房销售继续修复。1-6 月商品房销售面积同比-8.4%，较前值提升 3.9pct；销售金额同比-5.4%，较前值提升 5.2pct。

融资环境改善叠加低利率背景，房企资金来源情况持续好转。1-6 月开发商资金来源同比-1.9%，较前值提升 4.2pct。其中主要受到国内贷款和销售回暖的拉动。从资金来源当月同比的结构来看，国内贷款、按揭贷款、定金及预收款同比均有大幅提升。

资金来源改善支撑房企拿地意愿。1-6 月土地购置面积同比-0.9%，跌幅较前值收窄 7.2pct，土地成交价款累计同比 5.9%，较前值下滑 1.2pct。

开工和竣工面积同比跌幅收窄，施工面积同比增速稍有提升。1-6 月新开工面积累计同比-7.5%，较前值提升 5.2pct，施工面积累计同比增长 2.6%，增速较前值提升 0.3pct，竣工面积累计同比-10.5%，较前值提升 0.8pct。

整体来看，6 月房地产投资增速回升幅度预期，符合我们此前房地产投资具备韧性的判断。未来房地产景气度有望保持，但随着热点城市调节政策出台，房地产景气度继续走高的概率不大。

（2）基建：极端天气影响景气度回升

受极端天气影响，基建投资增速略有下滑但仍然处在高位。1-6 月基建投资同比增速较前值提升 3.2pct。从单月投资增速来看，据测算 6 月基建投资同比增长 8.3%（较前值下滑 2.6pct），主要受到了洪涝等极

端天气的影响。

铁路行业投资增速反弹显著。从三大门类看，电热燃气水、交运仓储、水利环境投资增速均有反弹。从主要行业看，铁路运输行业投资增速大幅反弹，累计同比由前值-8.8%大幅反弹至 6 月的 2.6%。

前瞻地看，洪涝等极端天气的影响将延续至 7 月，基建投资修复斜率仍将受到一定影响。考虑到广义赤字扩张后财政支出向基建领域的倾斜，以及新增中长期贷款持续放量，三季度基建投资仍将保持上行趋势。

（3）制造业：连续第 5 个月收缩

制造业当月投资同比增速连续 5 个月收缩。制造业投资累计同比较前值提升 3.1pct 至-11.7%。从单月投资增速来看，据测算 6 月制造业投资同比-3.5%（较前值收窄 1.8pct），连续 5 个月收缩。

制约制造业增长的压力依旧存在：（1）企业利润大幅收缩：1-5 月工业企业利润同比减少 19.3%，利润减少持续对企业资本开支构成制约；**（2）库存处于高位：**6 月工业企业产成品库存同比增速 9%，依旧处于较高水平；**（3）企业预期谨慎**：疫情冲击下全球经济衰退，内外需依旧不足，企业预期仍不乐观。

分行业看，大部分行业投资同比跌幅均有收窄，部分行业景气度持续高企：计算机通信设备行业投资同比增长 9.4%；医药制造行业投资同比增长 13.6%。

前瞻地看，制造业投资将持续修复，但节奏仍将缓慢。一方面需求疲弱下工业生产难以继续大幅放量，另一方面 PPI 持续低迷，企业利润增长短期难以由负转正。

四、消费：持续疲弱

6 月社会消费品零售总额同比依旧收缩，显著弱于市场预期，但符合我们此前判断。**（1）居民收入依旧是制约消费反弹的主要因素。**上半

年全国居民人均可支配收入名义同比增速较去年末大幅下行 6.5pct 至 2.4%，实际同比增速大幅下行 7.1pct 至-1.3%。这显著制约了居民消费支出增长。上半年居民人均消费支出名义同比大幅回落 14.5pct 至-5.9%，实际同比大幅下行 14.8pct 至-9.3%。（2）**6 月购物节部分电商销售数据较好，并不能说明消费大幅反弹。**1-6 月，网上商品和服务零售额累计同比增长 7.3%，显著好于社零累计同比-11.4%的水平。线上消费在社零内部占比也相应从疫前的 25.8%提升 4.1pct 至 29.9%。由于线下消费在消费中占据绝对比重，且考虑到线上消费对线下消费的替代作用，“618”购物节部分电商销售数据大幅回暖可能并非消费反弹的先兆。

从结构看，汽车消费受到高基数（2019 年 6 月，汽车国标换挡期前汽车销量短期冲高）影响，对社零造成一定拖累；而化妆品、通信器材、家电等产品消费同比走高，或受到 6 月购物节的短期提振。

前瞻地看，消费下半年难现报复性增长，恢复到疫前水平仍需时日。一方面，疫情冲击下企业营收、利润大幅收缩，居民收入增长将持续承压。另一方面，疫情对低收入群体冲击更大，这将拉低居民边际消费倾向，不利于消费增长。

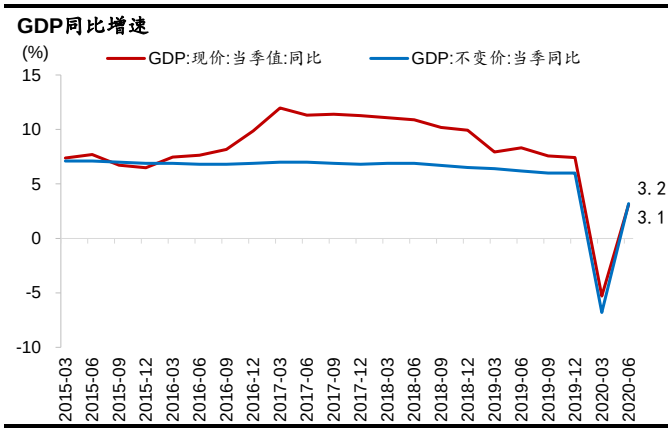
五、结论：经济增速有望在四季度回归趋势水平

总体来看，二季度我国经济的修复成效显著，第一、第二产业增长速度已接近疫前水平，但第三产业仍受到疫情的影响。从六月数据来看，基建、地产投资韧性十足，消费、制造业投资需求疲弱对生产的拖累开显现。

前瞻地看，下半年基建投资景气度仍将继续提升、房地产投资有望保持高景气，社消当月同比增速至年末有望修复至疫前水平，出口有望维持韧性，驱动 GDP 回归趋势水平。

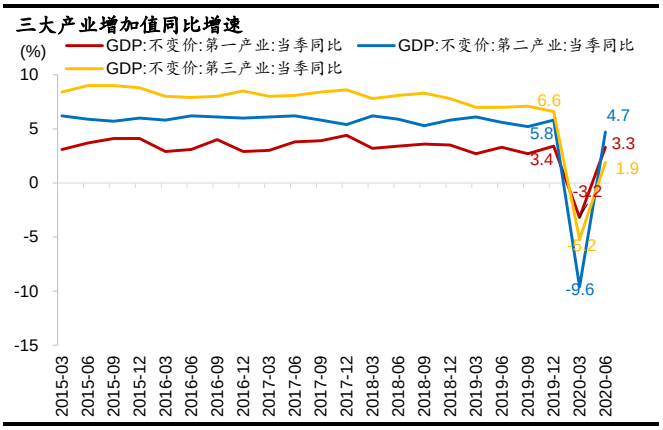
（评论员：谭卓 步泽晨）

图 1：二季度 GDP 同比增速由负转正



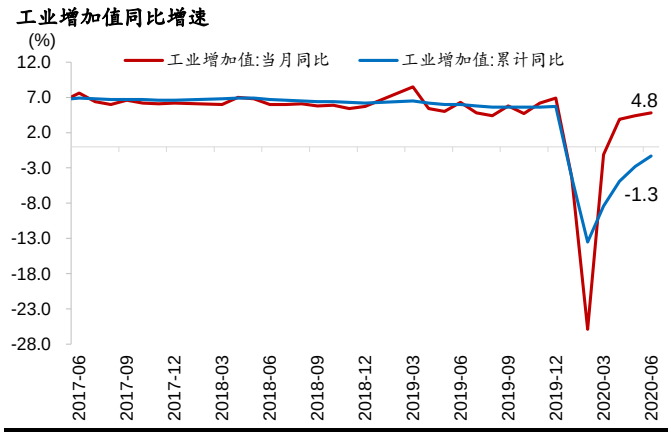
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 2：第三产业仍受疫情影响



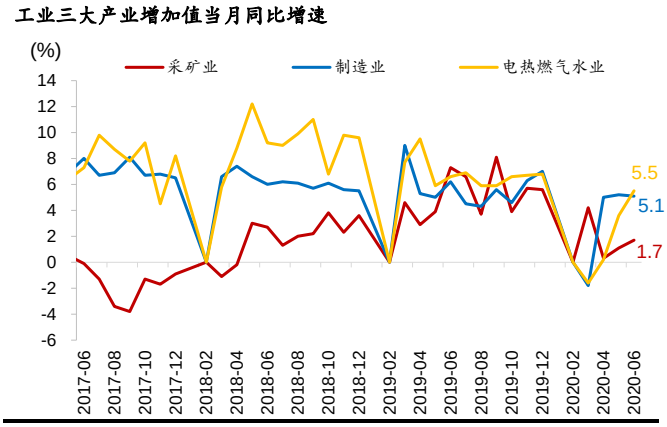
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 3：工业生产增速修复斜率放缓



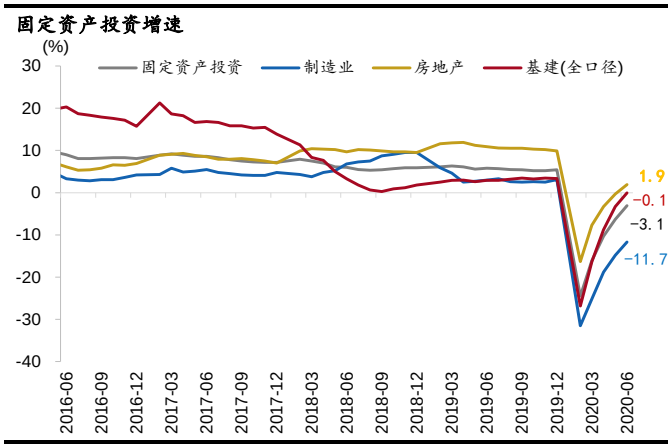
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 4：制造业生产修复进入瓶颈



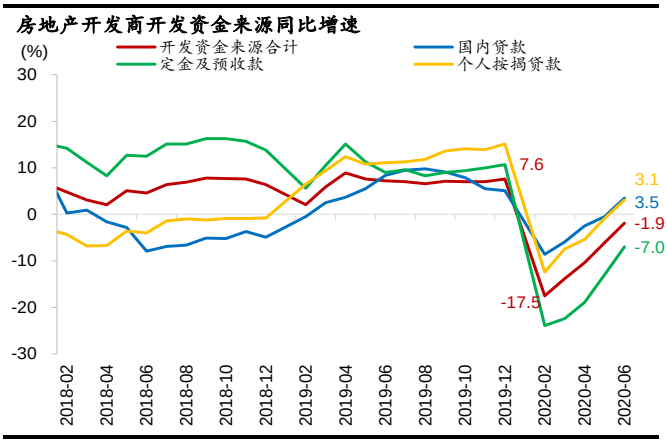
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 5：固定资产投资增速继续回升



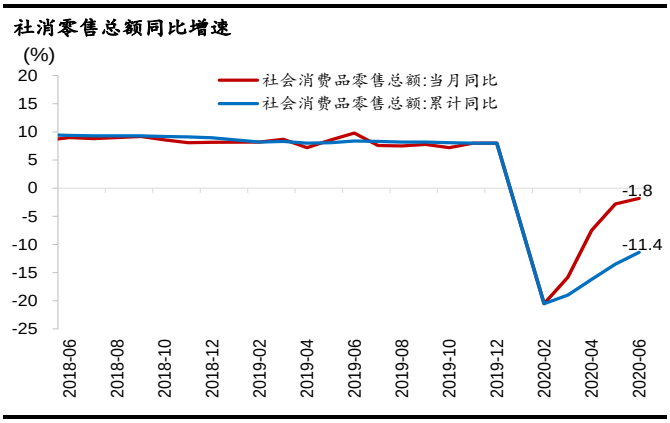
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 6：房地产资金来源情况改善



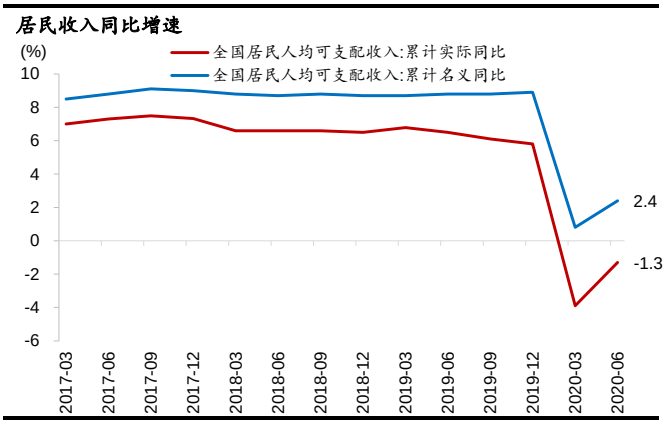
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 7：社零当月同比增速持续收缩



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 8：居民人均可支配收入增长低迷



资料来源：WIND、招商银行研究院