6 月中国宏观数据点评——V 型复苏后的下一步是什么？

林琰
宏观分析师 研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

王彦臣，PhD
宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

2020 年 7 月 17 日

在年中展望报告中我们写道，只有最强健的经济体才能在全球深度衰退中幸存下来，而中国就是其中代表。我们认为，中国的生产力比大多数新兴市场国家更具有竞争力，因此它将从此次新冠病毒大流行中脱颖而出。与此同时，与大多数发达市场国家相比，中国在货币和财政方面有更多的回旋余地。所以无论是相对新兴国家或发达国家，中国经济的韧性都比预期强。

但是我们不得不着重强调，不应该简单地将 V 型复苏趋势推演至未来几个季度。二季度的数据显示，**经济活动在一季度完全停止之后出现了明显反弹，但是这种急剧的连续增长不太可能进一步扩大。我们应该做好准备以应对波动**，尤其是经济复苏过程中伴随的阻力（例如席卷长江流域的洪水和新冠病例的反弹等），同时我们也不能排除冬季新冠病毒在全球范围内大规模卷土重来的可能性。尽管如此，考虑到出口市场份额的潜在增长和市场化改革（详情请见我们的宏观报告《2H20 宏观经济展望：后疫情时代的问与思》），我们对中国的长期增长充满信心。

洪水对经济的影响是可控的且暂时的：到目前为止，今年的洪水集中在长江流域，其影响主要波及长江沿岸的 7 个省市（重庆、贵州、湖北、湖南、江西、安徽、江苏）。相比之下，1998 年的洪水造成 11 个省份受灾，2016 年的洪水影响多达 12 个省份。1998 年洪水造成的经济损失占当年 GDP 的 3.0%，而 2016 年洪水造成的经济损失只有 GDP 的 0.4%。随着基础设施建设的完善和应急管理能力的提高，洪水带来的经济损失已经大大减少。因此，我们认为今年洪水导致的经济损失将不会超过 GDP 的 0.4%。经济损失将主要集中在因洪水而造成停工的户外建筑行业和某些制造业。因此，**我们可能在接下来的三季度看到固定资产投资和工业增加值数据疲软的迹象。然而，经济活动的持续恢复和洪灾过后基础设施的重建将提振四季度的 GDP。**洪水对通胀的影响也不会超过第三季度，我们依然认为下半年的 CPI 增长会因为去年的高基数效应而明显放缓。

主要数据（同比，%）	6 月	5 月	1Q20
GDP[1]	3.2	-	-6.8
工业增加值	4.8	4.4	-8.4
固定资产投资	-3.1	-6.3	-16.1
房地产开发投资	1.9	-0.3	-7.7
住宅销售价格（环比）	0.58	0.49	0.14
城镇调查失业率 (%)	5.7	5.9	5.8
消费品零售总额	-1.8	-2.8	-19.0
人均可支配收入[1]	-1.3	-	-3.9
人均消费支出[1]	-9.3	-	-12.5
出口（美元口径）	0.5	-3.3	-6.6[2]
进口（美元口径）	2.7	-16.7	-1.0[2]
贸易差额（亿美元）	464.2	629.3	199.6
CPI	2.5	2.4	5.0
PPI	-3.0	-3.7	-0.6
M2	11.1	11.1	9.1
M1	6.5	6.8	3.27
社融存量（万亿元）	271.8	268.4	262.2
社融增量（万亿元）	3.43	3.19	11.08
新增人民币贷款（万亿元）	1.81	1.48	7.10

注：[1]为季度数据；[2]为 3 月份数据，1、2 月份无数据
资料来源：国家统计局，中国人民银行，海关总署，浦银国际

相关报告：
《2H20 宏观经济展望：后疫情时代的问与思》（2020-06-19）

本研究报告由浦银国际控股有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

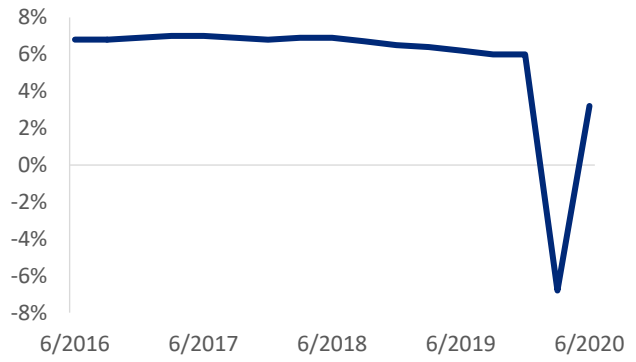
第二产业带动 2Q GDP 超预期

中国经济增长在二季度实现由负转正，GDP 同比增长 3.2%，高于预期 0.8 个百分点，复苏势头强劲。**与第一季度-6.8%的负增长相比，第二季度经济反弹整整 10 个百分点。**上半年总体还是受新冠疫情的影响，GDP 同比下降 1.6%。

随着国内疫情在 4 月份得到有效控制，各行各业开始复工复产，但消费需求回升缓慢。产业数据明显发现生产端比需求端的复苏强劲。跟一季度相比，二季度的第一产业回升 6.5 个百分点，代表制造业与建筑的第二产业回升 14.3 个百分点，而代表服务业也即是需求端的第三产业只回升 7.1 个百分点。消费者信心的缺失和区域间的封锁措施直接导致第三产业恢复较慢。

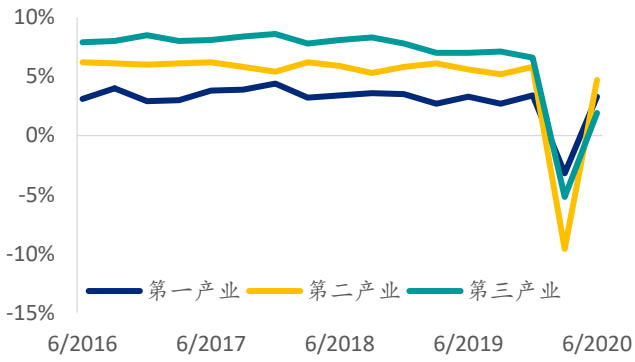
展望下半年，需求端的复苏将随着收入及财富双效应而提升，而生产端的复苏有可能受部分地区的洪灾影响而短暂放慢，不过因为需求端的同步复苏能拉高整体 GDP 增长。4Q GDP 很大机会回到 6%的水平，而 2021 年上半年更加会超越 6%。

图表 1：实际 GDP 同比涨跌幅



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 2：GDP 分产业同比涨跌幅

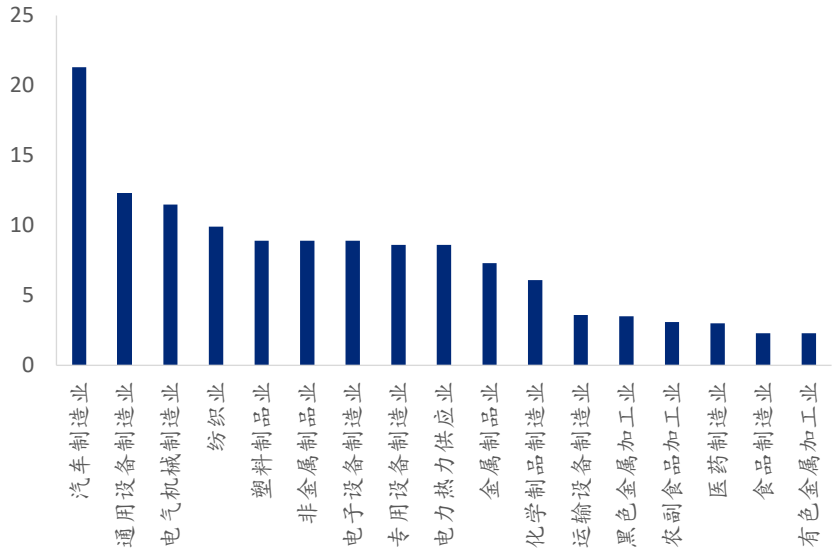


资料来源：CEIC，浦银国际

工业生产的快速恢复以及固定资产投资、房地产开发的拉动作用。6 月规模以上工业增加值同比增长 4.8%，与预期持平，较 5 月份增加 0.4 个百分点。分三大门类看，6 月份采矿业增加值增长 1.7%，制造业增长 5.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.5%。主要行业中，汽车制造业维持稳定增长，6 月份同比增长 13.4%，较 1-5 月份有显著恢复。

此外，固定资产投资（非农户）继续得到改善。1-6 月份全国固定资产投资（非农户）同比下降 3.1%，好于预期，降幅比 1-5 月份收窄 3.2 个百分点。房地产市场在 6 月也迎来复苏。1-6 月份房地产开发投资同比上升 1.9%，好于预期的同时由负转正，较 5 月份增加 2.2 个百分点。固定资产投资和房地产开发的滞后效应将持续推动第二产业的复苏。**不过，在长江流域洪水的影响下，受灾地区的制造业和固定资产投资在三季度将面临增速放缓。**

图表 3：6 月各行业工业增加值同比增速相比 1-5 月数据恢复百分点情况

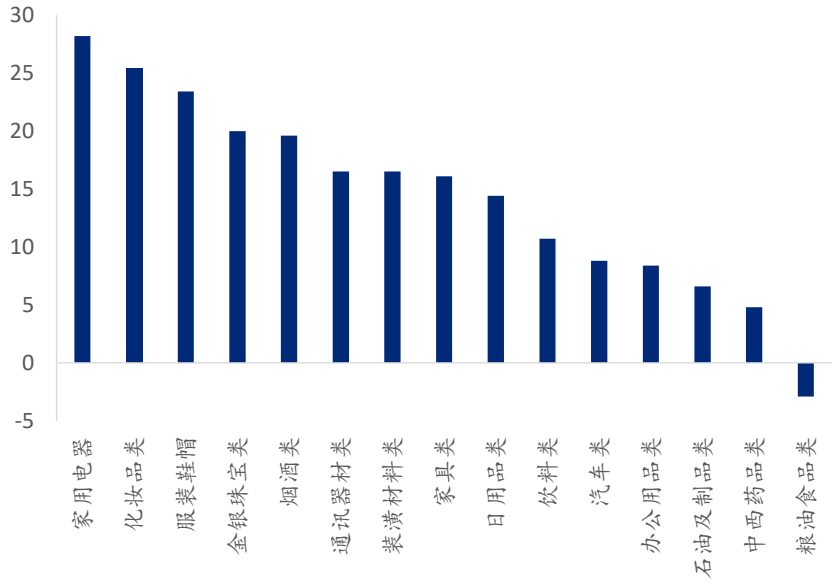


资料来源：国家统计局，浦银国际

第三产业恢复较慢受累于消费的疲软，尤其是疫情影响还未结束，餐饮消费的复苏较慢。6 月社会消费品零售总额同比下降 1.8%，较 5 月份回升 1 个百分点，但仍低于 0.5%的预期。按消费类型分，餐饮同比下降 15.2%，降幅较 5 月份收窄 3.7 个百分点；商品零售同比下降 0.2%，降幅较 5 月份收窄 0.6 个百分点。商品零售中，多个类别的零售总额同比增速较 1-5 月有明显改善。**零售总额的增长也体现出一定的行业分化：**因疫情导致外出减少，家用电器的消费明显增加；因封锁隔离导致囤积食物的行为也抑制了 6 月粮油食品类的消费。随着疫情影响的消散，消费信心会逐渐回升，餐饮业的季节性需求上涨也会帮助社会消费品零售出现明显增长。

此外，**在“保就业”的政策指导下，失业率稳步下降，对提振消费有积极作用。**6 月全国城镇调查失业率为 5.7%，比 5 月份下降 0.2 个百分点。1-6 月份人均可支配收入同比下降 1.3%，人均消费支出下降尤为明显（-9.3%），支出的下降高于收入，侧面印证了疫情过后储蓄率的提升。**不过，消费信心恢复后，充足的居民存款会拉动消费需求上涨，进一步推动下半年的复苏。**6 月 70 个大中城市商品住宅销售价格环比上涨 0.58%，环比增长 0.9 个百分点。**房价上涨所带来的财富效应将促进消费需求的恢复。**

图表 4：6 月各行业消费品零售总额（除餐饮）同比增速相比 1-5 月数据恢复百分点情况

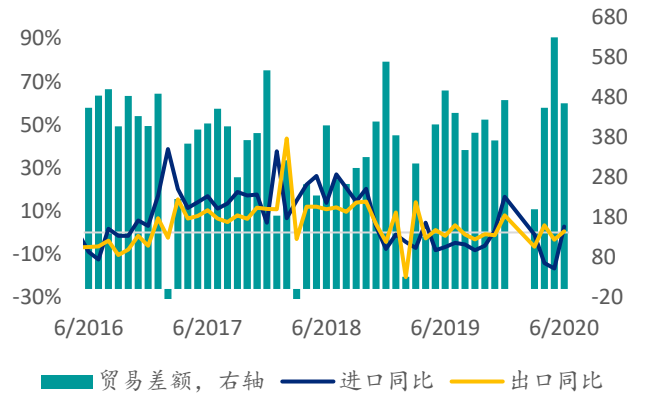


资料来源：国家统计局，浦银国际

6 月进口远超预期证明制造及内需都加快复苏

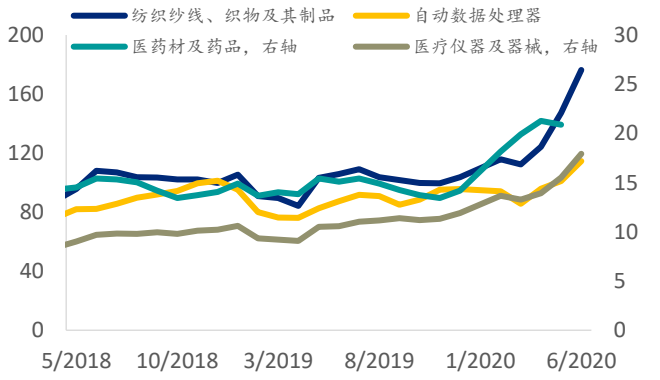
进出口数据止跌回升，贸易差额小幅回落。6 月份出口（美元口径）同比上涨 0.5%，显著好于预期（-2.0%），涨幅扩大 3.8 个百分点。出口止跌回升的原因在于，作为少数几个有效控制新冠疫情的国家，中国在全球贸易中的替代作用越发明显。疫情导致全球多个国家采取封锁隔离的措施，与中国国内的情况类似，家用电器类的需求激增，以满足居家办公的需要。6 月，包含电脑在内的自动数据处理器出口额达到 114.6 亿美元，环比增加 13.5 亿美元。

图表 5：进出口与贸易差额（亿美元）



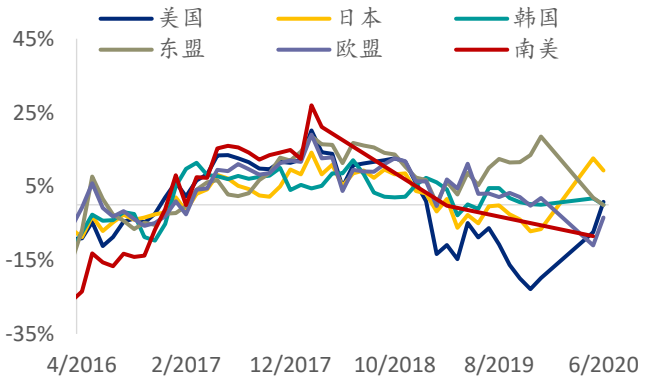
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 6：医疗物资和电子设备出口增加（亿美元）（3 个月移动平均）



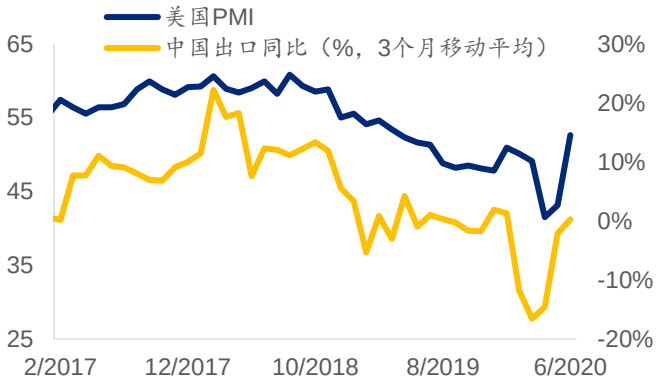
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 7：出口至主要目的地同比（3 个月移动平均）



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 8：美国 PMI 与中国出口同比



资料来源：CEIC，浦银国际

此外，疫情在其他国家或地区的蔓延也导致中国防疫物品的外需增加：医疗器械同比增加 69.4%，用于制造口罩的纺织制品同比增加 67%。防疫物资出口、全球经济重启、以及中国在全球贸易的替代作用会继续提振出口贸易。但**我们认为下半年防疫物资出口的增长会开始减慢，取而代之将是发达国家对消费品的需求。**

此外，中国的出口贸易受全球疫情的影响在逐渐减弱，对主要目的地（美国、日本、韩国、欧盟、东盟）的出口贸易同比增速在 6 月实现由负转正，尤其是对美国和欧盟的出口反弹明显。

6 月份进口（美元口径）由负转正，同比上涨 2.7%，同样显著好于预期（-9.0%），涨幅扩大 19.4 个百分点。**国内需求的复苏以及出口相关制造业需求的回升带动进口增幅由负转正。**其中，**能源和工业设备进口量同比增加较明显。**6 月，石油进口量同比增加 34.4%，钢材和机床设备同比增加 98.7%和 76.2%，机械电子集成电路同比增加 20.5%。能源和工业设备为代表的原材料进口激增表明，生产端的经济复苏不会有太大波动。

图表 9：能源和工业设备进口量同比增加（%）

	6 月	5 月	4 月	3 月
石油	**34.4**	19.2	-7.5	4.5
钢材	**98.7**	30.4	0.6	26.5
机床	**76.2**	6.4	51.4	21.6
机械电子集成电路	**20.5**	14.3	27.4	43.7

资料来源：CEIC，浦银国际

进口的增加导致贸易顺差小幅回落至 464.2 亿美元，比 5 月份的历史最高值低了 165.1 亿美元，但依然远高于 2019 年平均月度的 358 亿美元。如果今年没有疫情影响，我们预期中国的经常帐有机会转为赤字，但由于中国出口在疫情中更加突出竞争力，**今年的贸易顺差将维持在高过过去两年的水平，短期内对人民币会有支持，直到今年末内需增长拉低贸易顺差及美国大选导致有可能的中美关系不确定人民币才会边际走弱**（详情请见我们的宏观报告《2H20 宏观经济展望：后疫情时代的问与思》）。

CPI 与 PPI 分化转向收敛

6 月食品价格上升带动 CPI 小幅上升，PPI 下降幅度收窄。6 月 CPI 同比上涨 2.5%，符合预期，涨幅扩大 0.1 个百分点。CPI 环比增速从 5 月的-0.8%回升至-0.1%。**CPI 同比涨幅扩大，环比下降幅度收窄。**按照项目划分，食品价格涨幅明显，同比上涨 11.1%，涨幅扩大 0.5 个百分点；环比增速从 5 月的-3.5%回升至 0.2%。食品通胀的上升主要受猪肉和鲜菜的影响。受生猪出栏减缓和进口量减少的因素，猪肉价格环比上涨 3.6%。因南方暴雨和北京新发地市场爆发新冠疫情的影响，新鲜蔬菜的短期供应紧张，鲜菜环比上涨 2.8%。扣除食品和能源价格的核心 CPI，同比上涨 0.9%，涨幅回落 0.2 个百分点；环比增速从 5 月的 0%下降至-0.1%。**核心 CPI 增速放缓，非食品的通胀仍面临下行压力。**

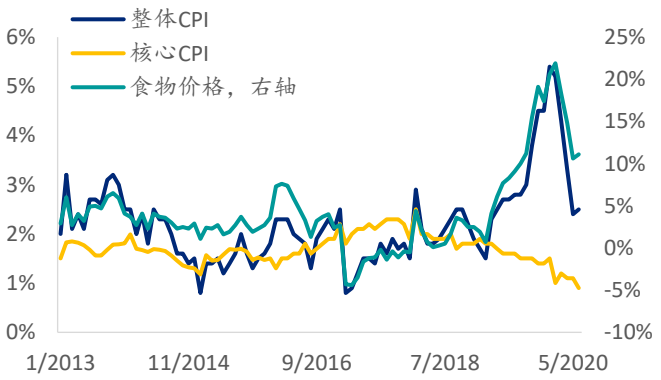
展望未来，在南方暴雨和洪灾的双重影响下，农产品的生产运输在 7 月还将面临较大影响，新鲜蔬菜等食品供应在一定范围内会出现紧张，食品价格会有推高通胀的可能。但考虑到 CPI 在 2019 年下半年有较大幅度上涨，由此带来的翘尾因素会导致 CPI 同比增速收窄，CPI 增长在下半年会在 1-2%范围。

图表 10：最新 CPI 数据一览

	同比（%）		环比（%）	
	5 月份	6 月份	5 月份	6 月份
核心 CPI	1.1	**0.9**	0.0	**-0.1**
整体 CPI	2.4	**2.5**	-0.8	**-0.1**
其中：食品	10.6	**11.1**	-3.5	**0.2**
非食品	0.4	**0.3**	0.0	**-0.1**
其中：消费品	3.3	**3.5**	-1.2	**0.0**
服务	1.0	**0.7**	0.0	**-0.1**
其中：城市	2.3	**2.2**	-0.7	**-0.1**
农村	3.0	**3.2**	-0.9	**0.0**

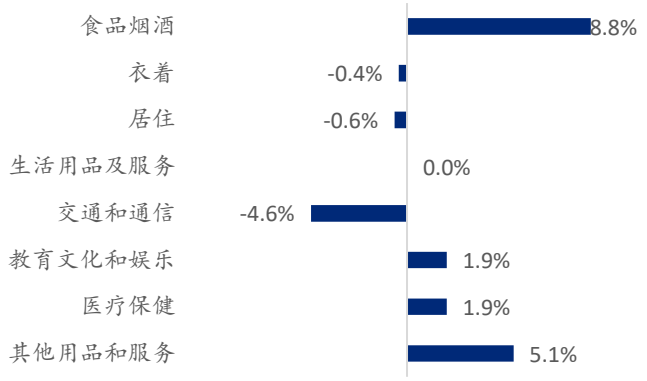
资料来源：国家统计局，浦银国际

图表 11：CPI 同比涨跌幅



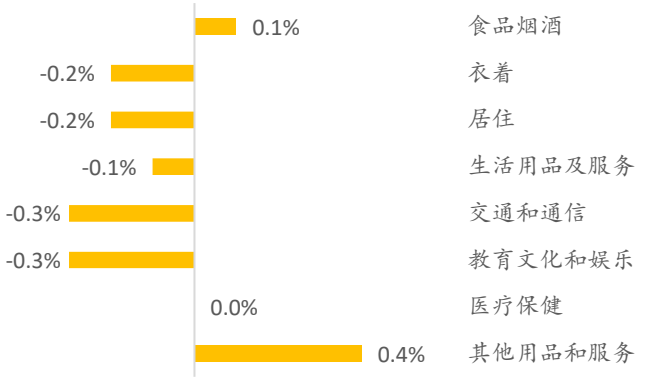
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 12：6 月份 CPI 分类别涨跌幅（同比）



资料来源：国家统计局，浦银国际

图表 13：6 月份 CPI 分类别涨跌幅（环比）



资料来源：国家统计局，浦银国际

6 月 PPI 同比下跌 3.0%，略高于预期（-3.2%），下降幅度收缩 0.7 个百分点。PPI 环比增速从 5 月的-0.4%回升至 0.4%。**PPI 同比下降幅度收窄，环比增速由负转正。**按照项目划分，生产资料价格出现明显回升，同比下跌 4.2%，下降幅度收缩 0.9 个百分点；环比增速从 5 月的-0.5%回升至 0.5%。**生产资料价格回升主要受采掘工业价格的影响，尤其是石油和天然气开采行业价格回升。**生活资料价格小幅上涨，同比上涨 0.6%，涨幅上升 0.1 个百分点；环比增速从 5 月的-0.3%回升至 0.1%。**生活资料价格小幅上涨主要受食品价格影响，尤其是农副食品加工业价格回升。**

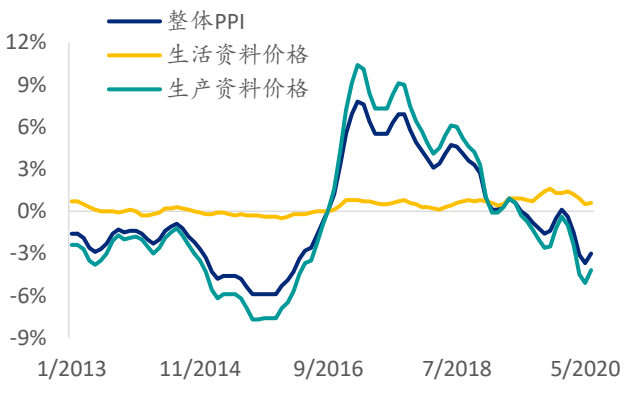
展望未来，考虑到复工复产和需求回升仍较缓慢，全球油价波动较大，**PPI 会继续稳步回升。**人民银行的政策动向将维持中性偏宽的态势，不会给 PPI 带来太大的上行压力。

图表 14：最新 PPI 数据一览

	同比（%）		环比（%）	
	5 月份	6 月份	5 月份	6 月份
整体 PPI	-3.7	**-3.0**	-0.4	**0.4**
其中：生产资料	-5.1	**-4.2**	-0.5	**0.5**
采掘	-14.8	**-10.5**	-1.7	**4.9**
原材料	-9.9	**-8.5**	-1.1	**0.7**
加工	-2.4	**-2.0**	-0.2	**0.2**
其中：生活资料	0.5	**0.6**	-0.3	**0.1**
食品	2.9	**3.2**	-0.5	**0.3**
衣着	-0.6	**-0.8**	-0.1	**-0.1**
一般日用品	-0.2	**-0.3**	-0.1	**0.0**
耐用消费品	-1.7	**-1.8**	-0.2	**-0.1**

资料来源：国家统计局，浦银国际

图表 15：PPI 同比涨跌幅



资料来源：Bloomberg，浦银国际

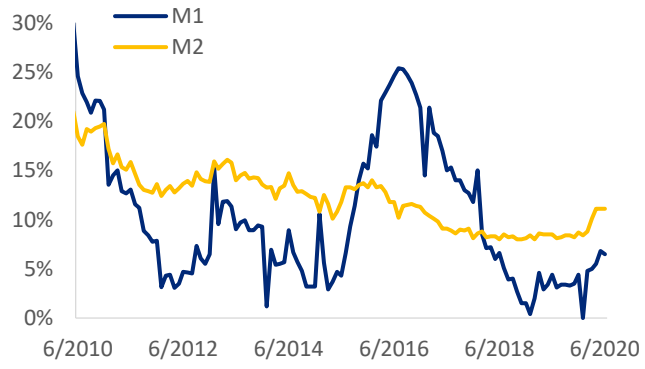
货币信贷保持平稳增长

货币宽松力度减弱，社融维持增长。6 月，M2 同比增长 11.1%，与预期持平，增速环比持平。M1 同比增长 6.5%，低于预期（7.0%），增速环比下降 0.3 个百分点。

6 月新增人民币贷款 1.81 万亿元，与预期持平，比 5 月份扩大 0.33 万亿元。6 月社融存量为 271.8 万亿元，同比增长 12.8%。6 月社融增量为 3.43 万亿元，高于预期（3.05 万亿元），比 5 月份扩大了 0.24 万亿元。其中，**贷款**新增 1.92 万亿元，同比增加 0.25 万亿元；**委托贷款和银行承兑汇票**合计新增 1.71 万亿元，同比增加 0.38 万亿元；**企业债券融资** 3.38 万亿元，同比增加 0.19 万亿元。**这三项是社融增速加快的主要推动力**。此外，6 月信托贷款减少 0.85 万亿，同比减少 0.87 万亿元。

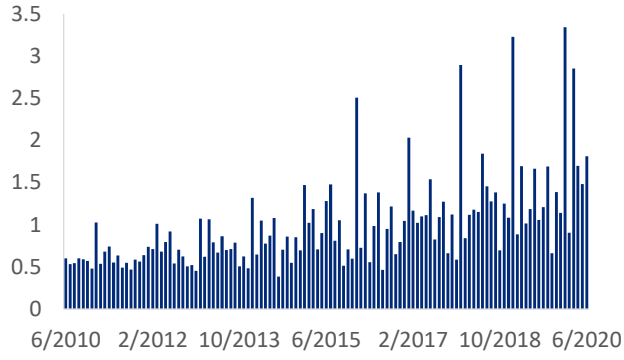
展望未来，预计人民银行的政策动向依然将维持中性偏宽的态势，在“稳金融”的目标下，**预计 M2 和社融将稳定增长，不会有较大幅度波动。**

图表 16：M1 和 M2 同比增速



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 17：新增人民币贷款（万亿元）



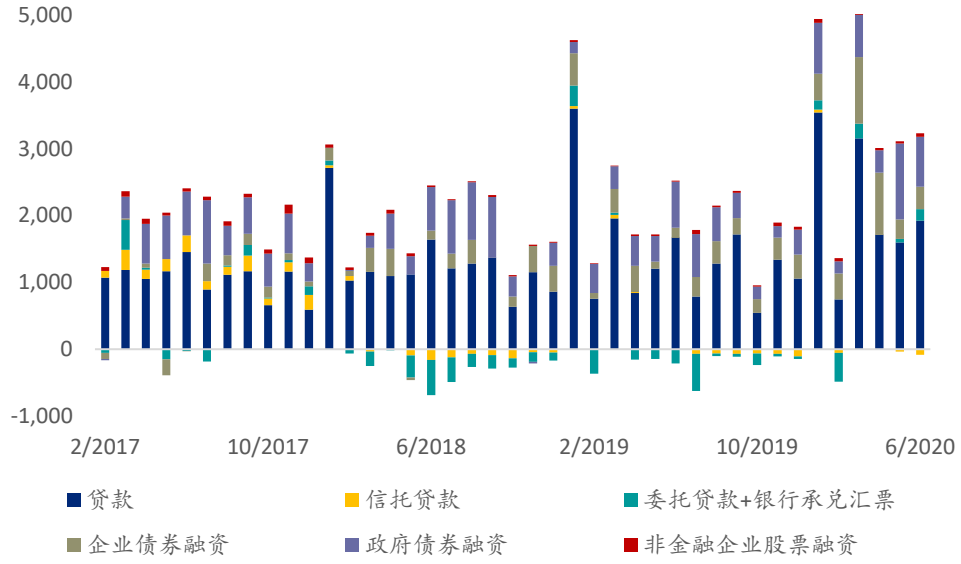
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 18：中国信贷脉冲



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 19：新增社会融资总量（十亿元）



资料来源：CEIC，浦银国际

评级定义

证券评级定义：

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数
“维持”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平
“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“增持”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
“中性”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
“减持”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写 ii）其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；（iii）该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定（i）他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；（ii）他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及（iii）他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司 （统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称”浦银国际” ）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。
4) 浦银国际证券分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥	**王奕旻**
jessie_huang@spdbi.com	stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6466	852-2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站：www.spdbi.com
地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼