日期：2020 年 07 月 17 日

改善延续 消费修复稍慢

——2020 年 1-6 月宏观数据点评

分析师： 陈彦利
Tel： 021-53686170
E-mail： chenyanli@shzq.com
SAC 证书编号： S0870517070002

报告编号：

相关报告：

■ 主要观点：

改善延续，消费修复稍慢

6月份，规模以上工业增加值同比实际增长4.8%，比上月加快0.4个百分点，连续三个月实现正增长。三大产业除制造业外均继续回升，而制造业也仅有小幅回落。电子设备、通用设备、汽车、黑色金属冶炼等行业产值进一步回升，其中汽车行业再创新高。1-6月固定资产投资同比下降3.1%，降幅份收窄3.2个百分点。专项债发行加快，专项债资金到位，基建加快推进，使得基建投资的降幅继续收窄。随着加大对受疫情影响的企业尤其是中小企业的政策扶持、金融救助，制造业投资也在逐步修复。房地产投资预期中转正。土地购置费用的增长以及施工加快，将进一步推动房地产投资继续回升。消费同比下降1.8%，降幅比上月收窄1.0个百分点。6月汽车消费转负，明显拖累了消费修复的进程，使得消费表现弱于预期。这主要是由于去年6月国标切换导致了汽车消费出现短期激增导致的基数偏高。剔除汽车消费后的消费品零售额下降1.0%，表现则较为平稳。人均收入的改善也为未来消费潜力释放奠定了基础。整体来看，经济延续了改善的趋势。2季度GDP增长3.2%，由负转正。6月份，全国城镇调查失业率为5.7%，比上月下降0.2个百分点，就业压力也有改善。

经济回升带动市场回暖

货币政策中性基调下强调投向结构，货币结构改善效应逐步呈现将带来制造业投资见底回升格局，加上投资的缓慢回升，2020 年经济将超市场预期走出平稳回升态势！“新冠”疫情对经济的扰动，不仅不改变趋势，而且还加速了中国经济结构的调整。中国资本市场仍将延续上台阶后的平稳格局，分化依然是不变的大格局，核心资产仍然是资产配置重点。货币虽然趋松，但疫情下货币当局更关注 MPA 框架下的定向投放效应，因此新增流动性更多地直接投向了中小企业等实体经济部门，金融市场得到的新增流动性较少，资金未有显著宽松，在信用风险传染下降态势下，债市短期压力仍然存在。

经济稳步前行

疫情对经济的冲击已基本消退，经济复苏稳步复苏，符合市场预期。中国防疫控制措施得力，成效显著，使得市场对经济前景信心极大增强，2季度当季多项经济指标都已恢复正增长。投资是中国经济第一增长动力，其增长前景如何，将直接决定中国经济增速变化；货币政策中性基调下强调投向结构，货币结构改善效应逐步呈现将带来制造业投资见底回升格局，加上基建投资的缓慢回升，将带动投资整体回升，2020年经济将超市场预期走出平稳回升态势!海外疫情控制虽有进展，但部分地区反复，全球经济格局重心进一步向中国转移，中国下半年的外贸形势亦不会差。未来中国货币政策等宏观调控措施将进一步正常化，相对于海外非正常政策仍将延续的状态，中国对海外资本的吸引力将增加。未来中国在经济管理上只要坚持既定的“保持定力”于六稳、六保，中国经济稳步前行的态势不会改变。

事件：1-6 月实体经济数据公布

1.工业生产继续回升

6月份，规模以上工业增加值同比实际增长4.8%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），增速较5月份加快0.4个百分点。从环比看，6月份，规模以上工业增加值比上月增长1.30%。1-6月份，规模以上工业增加值同比下降1.3%。

2.固定资产投资继续修复

1-6月份，全国固定资产投资（不含农户）281603亿元，同比下降3.1%，降幅比1-5月份收窄3.2个百分点。其中，民间固定资产投资157867亿元，下降7.3%，降幅收窄2.3个百分点。从环比速度看，6月份固定资产投资（不含农户）增长5.91%。

3.消费回暖

6月份，社会消费品零售总额33526亿元，同比下降1.8%（扣除价格因素实际下降2.9%，以下除特殊说明外均为名义增长），降幅比上月收窄1.0个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额29914亿元，下降1.0%。

	实际值	上月值	去年同期
工业增加值（当月）	4.8	4.4	6.3
固定资产投资（不含农户）	-3.1	-6.3	5.8
社会消费品零售（当月）	-1.8	-2.8	9.8

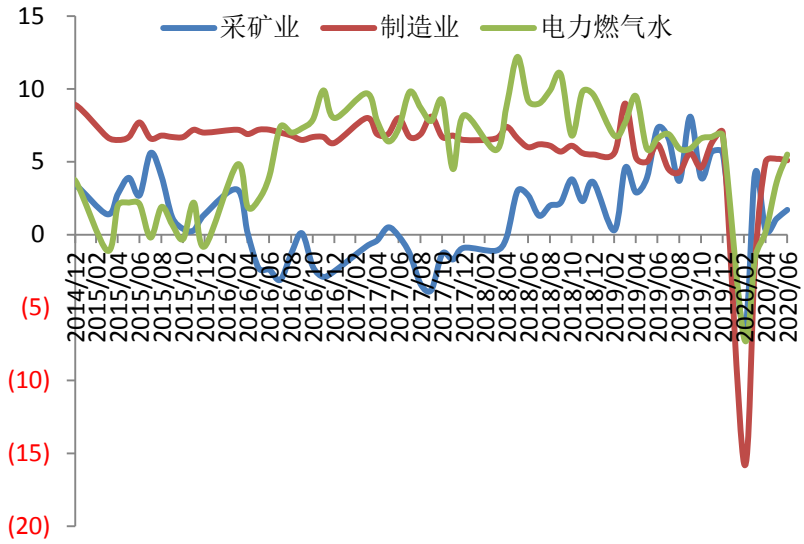
数据来源：上海证券研究所

事件解析：数据特征和变动原因

1.仅制造业略有下滑

6月份，规模以上工业增加值同比实际增长4.8%，比上月加快0.4个百分点。工业生产需持续恢复，连续三个月实现正增长。，6月份，采矿业增加值同比增长1.7%，增速较5月份加快0.6个百分点；制造业增长5.1%，增速回落0.1个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长5.5%，增速加快1.9个百分点。三大产业除制造业外均继续回升，而制造业也仅有小幅回落。从产量来看，原煤原油产量有所下滑，但价格回升，带动产值继续增长；而制造业中，钢材、汽车产量增速上升，但水泥、有色金属等产量小幅下降；公共事业中，发电量、天然气明显回升，带动公共事业增长加快。

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%）

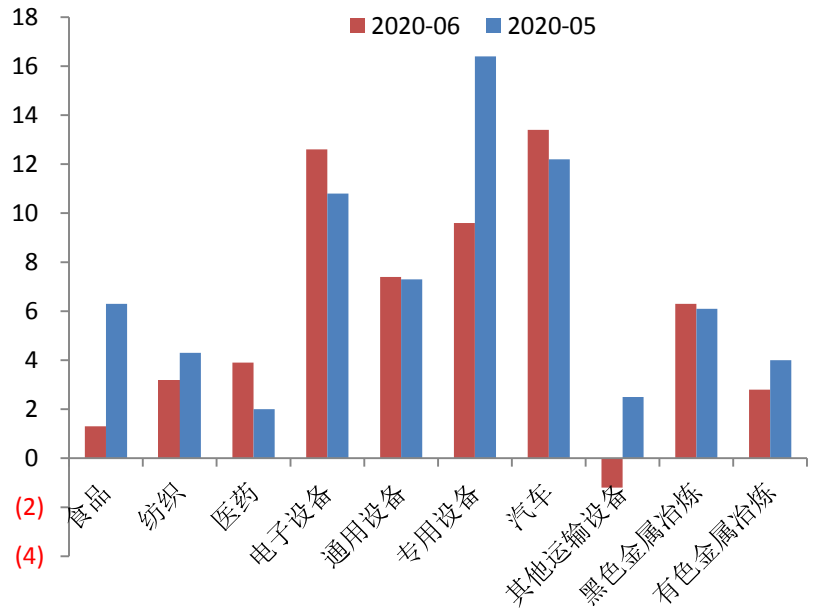


数据来源：wind，上海证券研究所

2.汽车行业产值再创新高

分行业看，6月份，41个大类行业中有26个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业下降2.4%，纺织业增长3.2%，化学原料和化学制品制造业增长4.0%，非金属矿物制品业增长4.8%，黑色金属冶炼和压延加工业增长6.3%，有色金属冶炼和压延加工业增长2.8%，通用设备制造业增长7.4%，专用设备制造业增长9.6%，汽车制造业增长13.4%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业下降1.2%，电气机械和器材制造业增长8.7%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长12.6%，电力、热力生产和供应业增长6.3%。与上月相比，电子设备、通用设备、汽车、黑色金属冶炼等行业产值进一步回升，其中汽车行业再创新高。

图 2：主要行业工业增加值增速（同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

3.各项投资降幅收窄

1-6 月份，全国固定资产投资（不含农户）281603 亿元，同比下降 3.1%，降幅比 1-5 月份收窄 3.2 个百分点。其中，民间固定资产投资 157867 亿元，下降 7.3%，降幅收窄 2.3 个百分点。从环比速度看，6 月份固定资产投资（不含农户）增长 5.91%。

第一产业投资 8296 亿元，同比增长 3.8%，增速比 1-5 月份提高 3.8 个百分点；第二产业投资 85011 亿元，下降 8.3%，降幅收窄 3.5 个百分点；第三产业投资 188296 亿元，下降 1.0%，降幅收窄 2.9 个百分点。

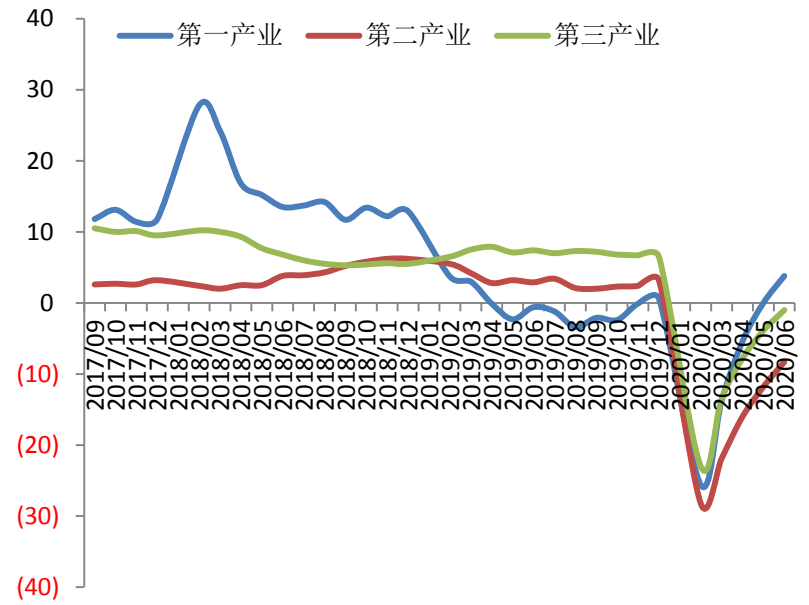
第二产业中，工业投资同比下降 7.4%，降幅比 1-5 月份收窄 3.5 个百分点。其中，采矿业投资下降 3.9%，降幅收窄 4.8 个百分点；制造业投资下降 11.7%，降幅收窄 3.1 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长 18.2%，增速提高 4.4 个百分点。

第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降 2.7%，降幅比 1-5 月份收窄 3.6 个百分点。其中，水利管理业投资增长 0.4%，1-5 月份为下降 2.0%；公共设施管理业投资下降 6.2%，降幅收窄 2.1 个百分点；道路运输业和铁路运输业投资分别增长 0.8%和 2.6%，1-5 月份分别为下降 2.9%和下降 8.8%。

本月固定投资仍在继续修复，降幅进一步收窄。基建投资同比下降 2.7%，降幅比 1-5 月份收窄 3.6 个百分点。专项债发行加快，专项债资金到位，基建加快推进，使得基建投资的降幅继续收窄，并且今年专项债增加至 3.75 万亿，有望扩大有效投资补短板，基建投资在财政加码刺激以及项目赶工下有望进一步恢复。制造业投资增长

11.7%，降幅收窄 3.1 个百分点。疫情冲击下，对制造业冲击较大，制造业投资降幅一度最大，但随着加大对受疫情影响的企业尤其是中小企业的政策扶持、金融救助（贷款资源倾斜与直达实体的货币投放），制造业投资也在逐步修复。从区域来看，各地区降幅均继续收窄，西部与东北部地区投资率先转正。

图 3：固定投资完成额增速（累计同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

4.房地产投资实现转正

1-6 月份，全国房地产开发投资 62780 亿元，同比增长 1.9%， 1-5 月份为下降 0.3%。其中，住宅投资 46350 亿元，增长 2.6%，增速比 1-5 月份提高 2.6 个百分点。

1-6 月份，房地产开发企业房屋施工面积 792721 万平方米，同比增长 2.6%，增速比 1-5 月份提高 0.3 个百分点。其中，住宅施工面积 558776 万平方米，增长 3.8%。房屋新开工面积 97536 万平方米，下降 7.6%，降幅收窄 5.2 个百分点。其中，住宅新开工面积 71583 万平方米，下降 8.2%。房屋竣工面积 29030 万平方米，下降 10.5%，降幅收窄 0.8 个百分点。其中，住宅竣工面积 20680 万平方米，下降 9.8%。

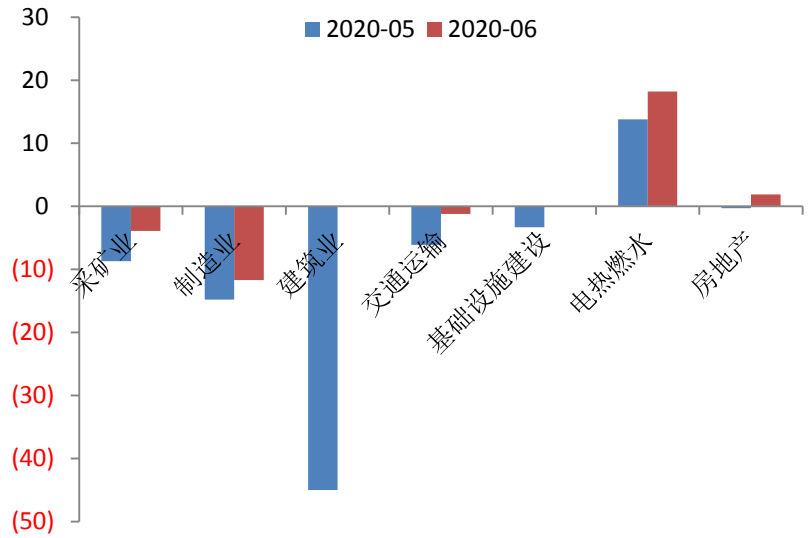
1-6 月份，房地产开发企业土地购置面积 7965 万平方米，同比下降 0.9%，降幅比 1-5 月份收窄 7.2 个百分点；土地成交价款 4036 亿元，增长 5.9%，增速回落 1.2 个百分点。

1-6 月份，商品房销售面积 69404 万平方米，同比下降 8.4%，降幅比 1-5 月份收窄 3.9 个百分点。其中，住宅销售面积下降 7.6%，办公楼销售面积下降 26.5%，商业营业用房销售面积下降 20.7%。商

品房销售额 66895 亿元，下降 5.4%，降幅比 1-5 月份收窄 5.2 个百分点。其中，住宅销售额下降 2.8%，办公楼销售额下降 28.0%，商业营业用房销售额下降 25.5%。

房地产投资预期中转正。疫情以来房地产投资表现持续领先于整体投资。其中新开工、销售等数据均有所改善，而施工明显加快。在疫情的冲击下，施工为正支撑了地产投资，使其在整体投资大幅下滑中表现中稍好，恢复也最快。值得关注的是，土地购置面积继续收窄，土地成交款连续正增长，说明房企加快了拿地的节奏。土地购置费用的增长以及施工保持，也将进一步推进房地产投资继续回升。并且从高频数据来看，主要城市成交数据已恢复至疫情前正常水平，部分城市已出现销售火爆。疫情冲击下，不少地区出台的楼市放松政策均被紧急叫停，体现了“房住不炒”是中央对房地产性质的定性，而部分城市调控再度收紧，再次印证了整体上楼市放松、重回刺激老路的概率不大，要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。

图 4：主要行业固定投资完成额增速（累计同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

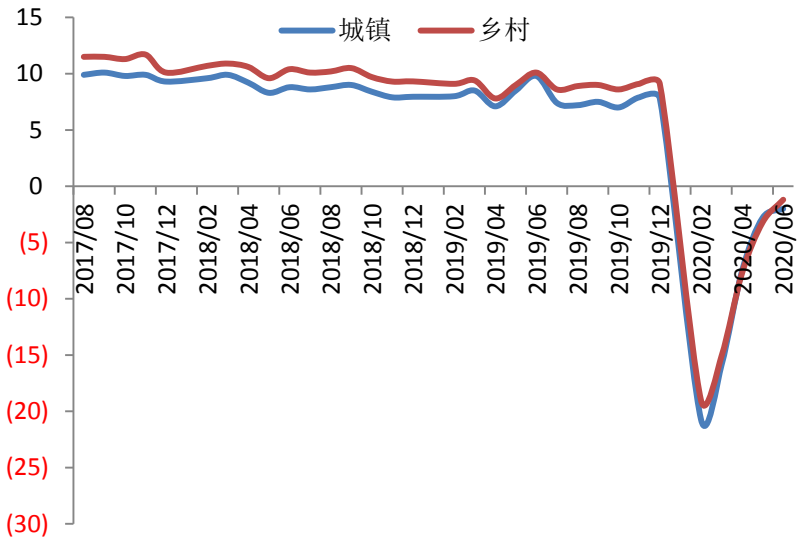
5. 汽车消费转负拖累消费

6 月份，社会消费品零售总额 33526 亿元，同比下降 1.8%（扣除价格因素实际下降 2.9%，以下除特殊说明外均为名义增长），降幅比上月收窄 1.0 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 29914 亿元，下降 1.0%。1-6 月份，社会消费品零售总额 172256 亿元，同比下降 11.4%。其中，除汽车以外的消费品零售额 155869 亿元，下降 10.9%。

按经营单位所在地分，6 月份，城镇消费品零售额 29052 亿元，同比下降 2.0%，降幅比上月收窄 0.8 个百分点；乡村消费品零售额 4474 亿元，下降 1.2%，降幅比上月收窄 2.0 个百分点。1-6 月份，城镇消费品零售额 149345 亿元，同比下降 11.5%；乡村消费品零售额 22911 亿元，下降 10.9%。

按消费类型分，6 月份，商品零售 30263 亿元，同比下降 0.2%，降幅比上月收窄 0.6 个百分点；餐饮收入 3262 亿元，下降 15.2%，降幅比上月收窄 3.7 个百分点。1-6 月份，商品零售 157648 亿元，同比下降 8.7%；餐饮收入 14609 亿元，下降 32.8%。

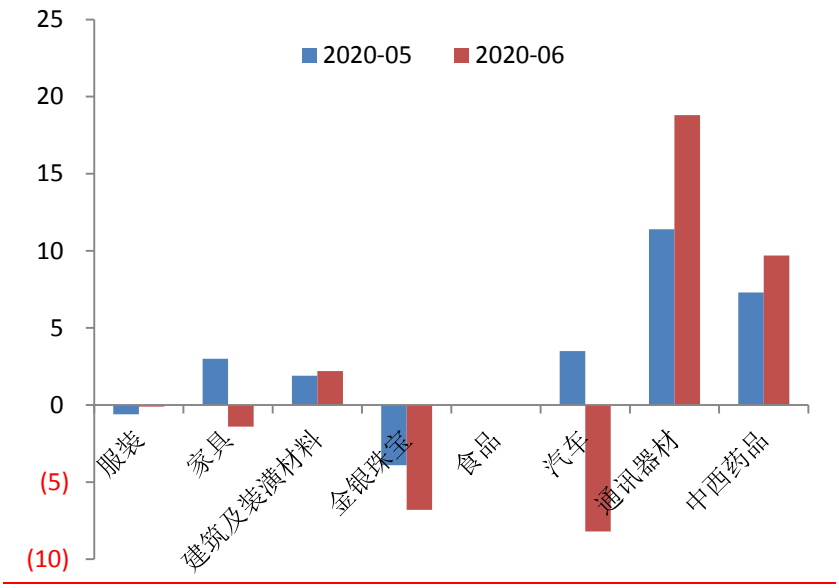
图 5：限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

随着疫情得到有效控制，供给恢复，原本被疫情抑制的消费需求也在逐步释放，各地密集出台政策刺激消费，消费也在持续修复中。但6月汽车消费转负，明显拖累了消费修复的进程，使得消费表现弱于预期。这主要是由于去年6月国标切换导致了汽车消费出现短期激增导致的基数偏高。剔除汽车消费后的消费品零售额下降1.0%，表现则较为平稳。上半年，全国居民人均可支配收入15666元，同比名义增长2.4%，增速比一季度加快1.6个百分点；扣除价格因素实际下降1.3%，降幅收窄2.6个百分点。人均收入的改善也为未来消费潜力释放奠定了基础。

图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

改善延续，消费修复稍慢

6月份，规模以上工业增加值同比实际增长4.8%，比上月加快0.4个百分点。工业生产需持续恢复，连续三个月实现正增长。，6月份，采矿业增加值同比增长1.7%，增速较5月份加快0.6个百分点；制造业增长5.1%，增速回落0.1个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长5.5%，增速加快1.9个百分点。三大产业除制造业外均继续回升，而制造业也仅有小幅回落。从产量来看，原煤原油产量有所下滑，但价格回升，带动产值继续增长；而制造业中，钢材、汽车产量增速上升，但水泥、有色金属等产量小幅下降；公共事业中，发电量、天然气明显回升，带动公共事业增长加快。与上月相比，电子设备、通用设备、汽车、黑色金属冶炼等行业产值进一步回升，其中汽车行业再创新高。

1-6 月份，全国固定资产投资（不含农户）281603 亿元，同比下降 3.1%，降幅比 1-5 月份收窄 3.2 个百分点。本月固定投资仍在继续修复，降幅进一步收窄。基建投资同比下降 2.7%，降幅比 1-5 月份收窄 3.6 个百分点。专项债发行加快，专项债资金到位，基建加快推进，使得基建投资的降幅继续收窄，并且今年专项债增加至 3.75 万亿，有望扩大有效投资补短板，基建投资在财政加码刺激以及项目赶工下有望进一步恢复。制造业投资增长 11.7%，降幅收窄 3.1 个百分点。疫情冲击下，对制造业冲击较大，制造业投资降幅一度最大，但随着加大对受疫情影响的企业尤其是中小企业的政策扶持、金融救助（贷款资源倾斜与直达实体的货币投放），制造业投资也

在逐步修复。从区域来看，各地区降幅均继续收窄，西部与东北部地区投资率先转正。房地产投资预期中转正。疫情以来房地产投资表现持续领先于整体投资。其中新开工、销售等数据均有所改善，而施工明显加快。在疫情的冲击下，施工为正支撑了地产投资，使其在整体投资大幅下滑中表现中稍好，恢复也最快。值得关注的是，土地购置面积继续收窄，土地成交款连续正增长，说明房企加快了拿地的节奏。土地购置费用的增长以及施工保持，也将进一步推动房地产投资继续回升。并且从高频数据来看，主要城市成交数据已恢复至疫情前正常水平，部分城市已出现销售火爆。疫情冲击下，不少地区出台的楼市放松政策均被紧急叫停，体现了“房住不炒”是中央对房地产性质的定性，而部分城市调控再度收紧，再次印证了整体上楼市放松、重回刺激老路的概率不大，要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。

6 月份，社会消费品零售总额 33526 亿元，同比下降 1.8%（扣除价格因素实际下降 2.9%，以下除特殊说明外均为名义增长），降幅比上月收窄 1.0 个百分点。随着疫情得到有效控制，供给恢复，原本被疫情抑制的消费需求也在逐步释放，各地密集出台政策刺激消费，消费也在持续修复中。但 6 月汽车消费转负，明显拖累了消费修复的进程，使得消费表现弱于预期。这主要是由于去年 6 月国标切换导致了汽车消费出现短期激增导致的基数偏高。剔除汽车消费后的消费品零售额下降 1.0%，表现则较为平稳。人均收入的改善也为未来消费潜力释放奠定了基础。

整体来看，经济延续了改善的趋势，各项指标均有改善，工业生产逐步恢复至正常水平，投资、消费降幅继续收窄。2 季度 GDP 增长 3.2%，由负转正。6 月份，全国城镇调查失业率为 5.7%，比上月下降 0.2 个百分点，就业压力也有改善，但仍需保证就业优先政策的进一步落实。

经济回升带动市场回暖

货币政策中性基调下强调投向结构，货币结构改善效应逐步呈现将带来制造业投资见底回升格局，加上投资的缓慢回升， 2020 年经济将超市场预期走出平稳回升态势！“新冠”疫情对经济的扰动，不仅不改变趋势，而且还加速了中国经济结构的调整。中国资本市场仍将延续上台阶后的平稳格局，分化依然是不变的大格局，核心资产仍然是资产配置重点。货币虽然趋松，但疫情下货币当局更关注 MPA 框架下的定向投放效应，因此新增流动性更多地直接投向了中小企业等实体经济部门，金融市场得到的新增流动性较少，资金未有显著宽松，在信用风险传染下降态势下，债市短期压力仍然存在。

事件预测：趋势判断

经济稳步前行

疫情对经济的冲击已基本消退，经济复苏稳步复苏，符合市场预期。中国防疫控制措施得力，成效显著，使得市场对经济前景信心极大增强，2 季度当季多项经济指标都已恢复正增长。投资是中国经济第一增长动力，其增长前景如何，将直接决定中国经济增速变化；货币政策中性基调下强调投向结构，货币结构改善效应逐步呈现将带来制造业投资见底回升格局，加上基建投资的缓慢回升，将带动投资整体回升，2020 年经济将超市场预期走出平稳回升态势！海外疫情控制虽有进展，但部分地区反复，全球经济格局重心进一步向中国转移，中国下半年的外贸形势亦不会差。未来中国货币政策等宏观调控措施将进一步正常化，相对于海外非正常政策仍将延续的状态，中国对海外资本的吸引力将增加。未来中国在经济管理上只要坚持既定的“保持定力”于六稳、六保，中国经济稳步前行的态势不会改变。

分析师声明

陈彦利

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。