2020 年 07 月 16 日

证券研究报告•宏观简评报告

数据点评

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

经济战“疫”下半场怎么走？

摘要

上半年，经济增速先降后升，二季度 GDP 增速已转正，主要经济指标保持恢复性增长。工业层面，企稳态势明显，行业开始出现分化，但下半年仍应警惕中美经贸摩擦和海外疫情二次爆发可能带来的二次冲击。三大投资稳步回升，制造业信心增强，产能利用率回升；受南方汛期影响 6 月基建投资增速边际减缓，但专项债和抗疫债支持力度加大，下半年基建有望迎来快速增长；房地产投资韧性仍强，部分城市发布的调控收紧措施不会影响全国房地产投资整体复苏的趋势。消费层面，受国内疫情反弹影响，6 月消费回升边际放缓，整体复苏进程偏弱，但随着疫情影响逐渐消解，预计下半年将有所改善。失业率连续两个月走低但依然处于高位，下半年在经济复苏和政策支持下，就业压力有望部分缓解，但总体形势依然严峻。总体来看，经济增速稳步回升，下半年或将拾级而上，全年增速有望在守住 3%的底线后继续上行至 4%。

风险提示：海外疫情可能出现的二次爆发，外需恢复和经济复苏不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-58251911

邮箱：yefan@swsc.com.cn

相关研究

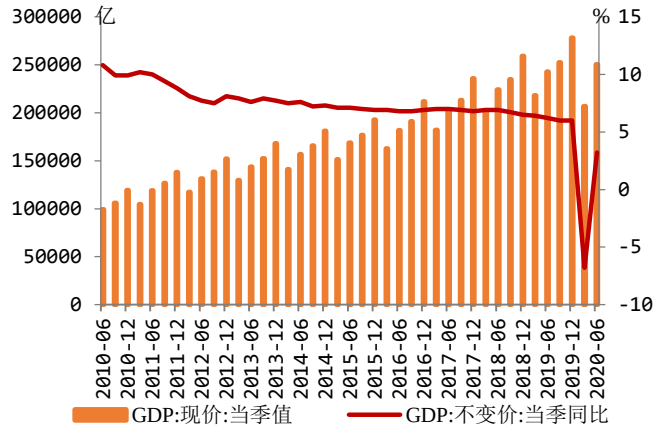
1. 疫情出口概念能持续多久？(2020-07-14)
2. 社融创新高，让利进行时 (2020-07-11)
3. 宏观周报（7.6-7.10）：“央妈”的水龙头向左 or 向右 (2020-07-11)
4. 二师兄的回马枪威力如何？——2020 年 6 月通胀数据点评 (2020-07-09)
5. 宏观周报（6.29-7.3）：“疫”后再出招，本周还有哪些大事与你有关？(2020-07-04)
6. 市场信心重拾升势，小型企业压力不减 (2020-07-01)
7. 宏观周报（6.22-6.27）：海外疫情形势严峻，财爸央妈告诉你别慌 (2020-06-27)
8. 宏观评论：“稳杠杆”周期下的“加杠杆”能走多远？ (2020-06-27)
9. 战略新篇，守正而升——2020 年下半年中国宏观经济展望 (2020-06-19)

1 GDP：二季度增速转正，下半年或将拾级而上

经济增速先降后升，主要指标恢复性增长。二季度 GDP 同比增长 3.2%，超过此前预期，较一季度大幅上升 10 个百分点，带动上半年 GDP 回升至-1.6%。二季度，国内疫情防控形势向好，复工复产复商复市加快推进，宽货币向宽信用的传导以及供需两端逐步恢复，消费、投资、贸易等领域主要指标回升，其中投资仍是经济修复的主力。下半年复苏趋势将延续，经济增速或将拾级而上，全年增速有望在守住 3%的底线后继续上行至 4%。

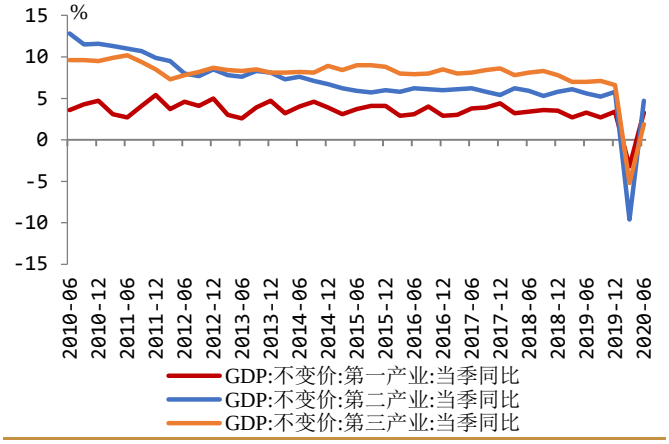
三次产业增速回升，服务业恢复仍然偏弱。分产业看，二季度增速全面回升，第一产业增加值 15867 亿元，同比增长 3.3%；第二产业增加值 99121 亿元，增速 4.7%；第三产业增加值 135122 亿元，增速 1.9%，增速分别较一季度加快 6.5、14.3 和 7.1 个百分点，二产恢复显著。从产业结构来看，与一季度相比，一产和二产占比分别上升 1.4 和 4.0 个百分点，三产占比下降，此次疫情中服务业受冲击较大，目前来看服务业的恢复仍然偏弱。

图 1：二季度经济超预期增长



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：三次产业增速低位回升

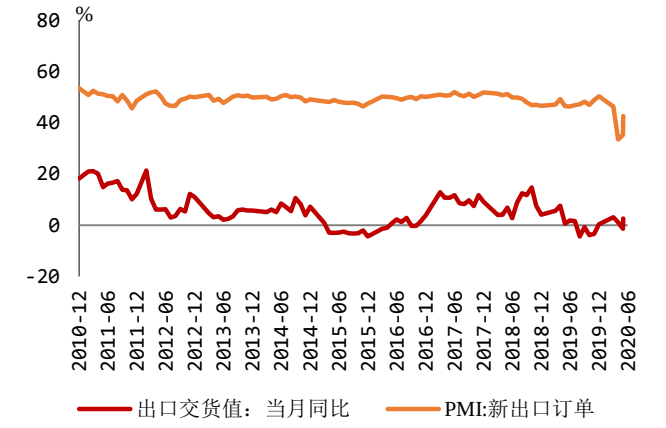


数据来源：wind、西南证券整理

2 工业增加值：企稳态势明显，行业出现分化

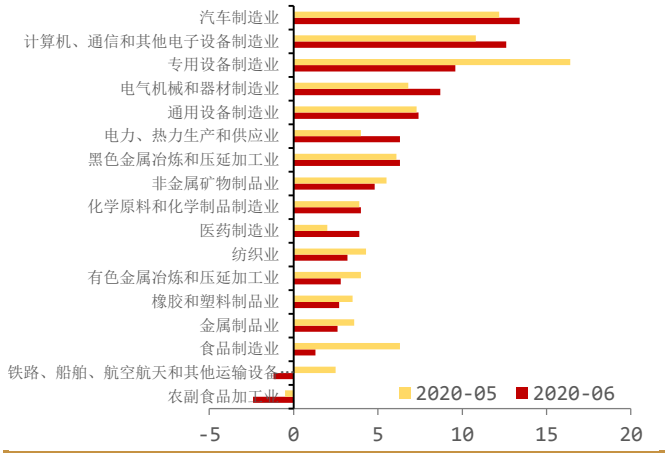
上半年，规模以上工业增加值同比下降 1.3%，其中，二季度增长 4.4%，一季度为下降 8.4%，二季度回升明显。6 月，规模以上工业增加值同比实际增长 4.8%，较 5 月加快 0.4 个百分点，环比增速 1.30%。分行业来看，6 月，41 个大类行业中有 26 个行业增加值保持同比增长，较 5 月减少了 4 个，汽车制造、计算机通讯电子、通用设备制造等行业保持较快增速，与 5 月相比，专用设备制造、运输设备制造和农副产品加工业增速边际回落，体现出必需品消费和可选消费供给端正在发生变化，可选消费的供给恢复速度加快。分产品来看，6 月水泥、钢材产量继续保持较快增长，单月增速分别为 8.4%、7.5%，十种有色金属产量增速收窄至 3.1%。6 月出口交货值同比增速由负转正，升至 2.6%，目前抗疫需求和海外复工，带动我国出口改善和生产恢复，但下半年应警惕中美经贸摩擦和海外疫情二次爆发可能带来的二次冲击。

图 3：出口回暖带动出口交货值增速回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：规模以上工业增加值当月同比增速对比



数据来源：wind、西南证券整理

3 投资：增速稳步回升，地产投资韧性仍强

上半年，全国固定资产投资（不含农户）281603 亿元，同比下降 3.1%，比一季度收窄 13.0 个百分点。其中，上半年民间投资同比下降 7.3%，降幅比一季度收窄 11.5 个百分点；国有控股投资同比增长 2.1%，较一季度加快 14.9 个百分点，国有投资恢复情况好于民间投资。

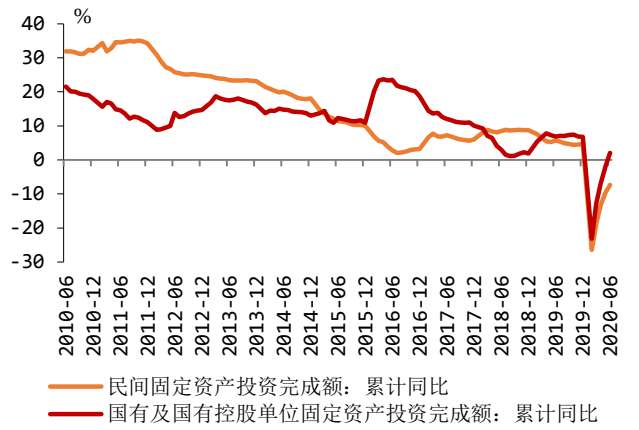
制造业信心增强，产能利用率回升。上半年，制造业投资同比下降 11.7%，降幅较一季度收窄 13.5 个百分点；制造业产能利用率 74.8%，较一季度上升 7.6 个百分点。分行业来看，医药制造业、计算机及办公设备制造业投资实现了较快的正增长，其余多数行业降幅收窄。6 月制造业 PMI 较 5 月上升 0.3 个百分点至 50.9%，连续 4 个月位于临界点之上，制造业的复苏仍在持续中，企业信心增强加之政策扶持，下半年有望迎来加速之势。

基建投资增速短期回升边际减缓，但下半年有望迎来快速增长。上半年，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%，降幅较一季度收窄 17 个百分点，但分月来看，1-6 月累计增速回升速度较 1-5 月边际减缓，主因是受到南方汛期，影响开工所致。7 月 15 日，国务院常务会议强调要“用好专项债”，截至 7 月中旬，今年 3.75 万亿元的新增地方政府专项债限额已发行 2.24 万亿元、支出 1.9 万亿元，重点投向“两新一重”、公共卫生设施建设和防灾减灾建设，并要求尽快形成实物工作量，汛期过后，基建投资加码在即，加之抗疫国债中 7000 亿元资金作为项目资本金，下半年基建投资资金面充沛，有望迎来快速增长。

房地产投资韧性仍强，因城施策控制局部过快上涨。上半年，全国房地产开发投资 62780 亿元，同比增长 1.9%，较一季度回升 9.6 个百分点；土地购置面积同比下降 0.9%，较一季度回升 21.7 个百分点；房地产开发企业到位资金同比-1.9%，较一季度回升 11.9 个百分点，在 2 月份出现大幅下降后，上述三项指标均保持了逐月回升态势，且土地购置面积和到位资金的回升速度快于投资增速，年内房地产投资韧性仍在，6 月份，房地产开发景气指数 99.85，回升略有加速。需求方面，上半年商品房销售面积 69404 万平方米，同比下降 8.4%，较一季度收窄 17.9 个百分点；6 月，一、二、三线城市新建商品住宅同比分别上涨 3.3%、5.3%和 4.6%，涨幅较 5 月分别+0.4、-0.1、-0.2，其中，二、三线城市都连续超过十个月相同或

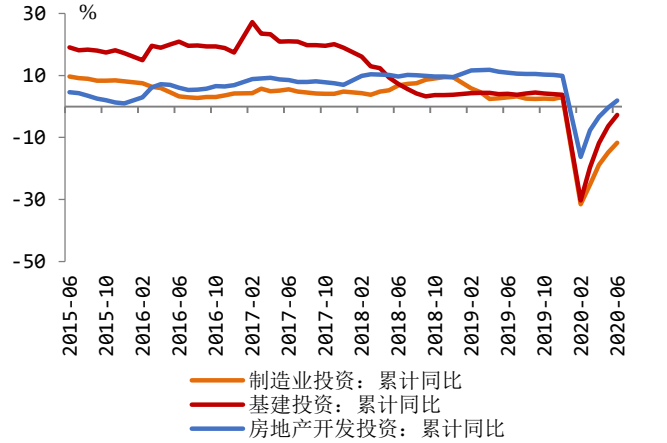
回落，全国房价总体保持稳定。政策面来看，房住不炒的政策基调没有变，7 月份以来，杭州、宁波、深圳等城市发布的调控收紧措施，属于因城施策，对局部交易会产生影响，主要目的是抑制过热炒作，不影响目前全国房地产投资整体复苏的趋势。

图 5：民间投资与国有控股投资双回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：三大领域投资增速均有改善



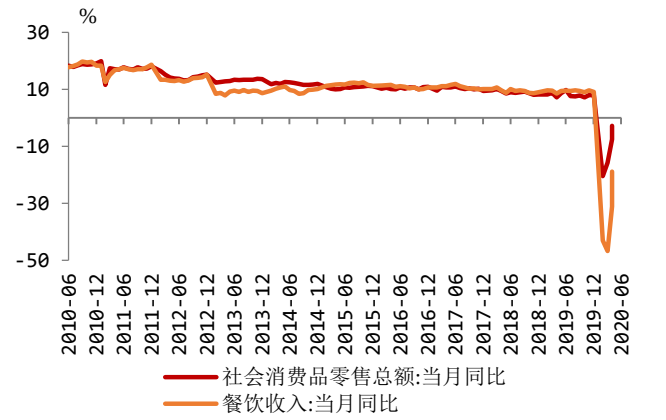
数据来源：wind、西南证券整理

4 消费：回升仍然偏弱，下半年复苏有望加速

消费回升边际放缓，汽车消费仍是主要拖累项。上半年，社会消费品零售总额 172256 亿元，同比下降 11.4%，其中二季度下降 3.9%，比一季度收窄 15.1 个百分点。餐饮业所受冲击尤为严重，上半年餐饮收入同比大幅下降 32.8%；商品零售方面，线下受阻，但线上逆势增长，全国网上零售额同比增长 7.3%，其中，实物商品网上零售额占社消总额的比重达 25.2%。6 月，北京突发疫情对社消总额产生负面冲击，社消总额同比增速-1.8%，回升边际放缓。分类来看，6 月，必须品消费仍然保持了较高增速，化妆品和通信器材类增速继续加快，家电和建材类小幅加速，汽车消费 5 月反弹后，6 月出现大幅下降，同比增速转负，除汽车以外的社消总额增速-1.0%。虽然可选消费中的部分品类保持了较快回升，但消费整体依然偏弱。

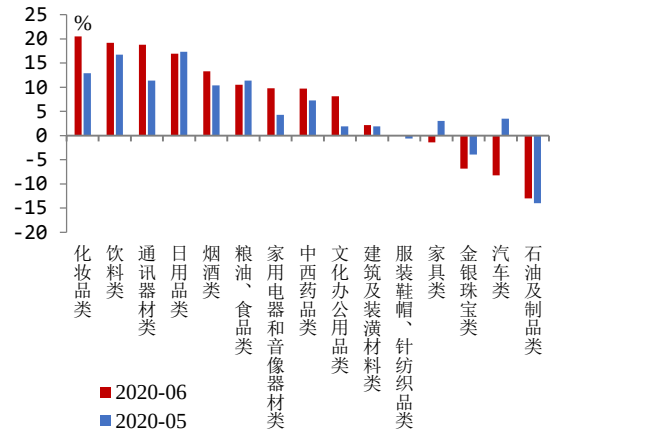
预计下半年消费复苏进程加快。上半年，全国居民人均可支配收入 15666 元，比上年同期名义增长 2.4%，实际下降 1.3%；全国居民人均消费支出 9718 元，比上年同期名义下降 5.9%，实际下降 9.3%。上半年人均消费支出降幅大于可支配收入降幅，一方面是由于疫情影响之下，居家隔离和大量线下消费场所关闭，降低了消费频次，另一方面，收入降速导致居民的避险情绪上升，压减消费，提升储蓄率。但从趋势来看，二季度居民可支配收入和消费支出增速较一季度都出现了较大幅度回升，下半年疫情影响逐渐消解，复工复产带来收入水平进一步改善，预计下半年消费增速将稳步回升，全年增速有望升至 5%左右。

图 7：消费降幅继续收窄



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：主要品类消费同比增速对比

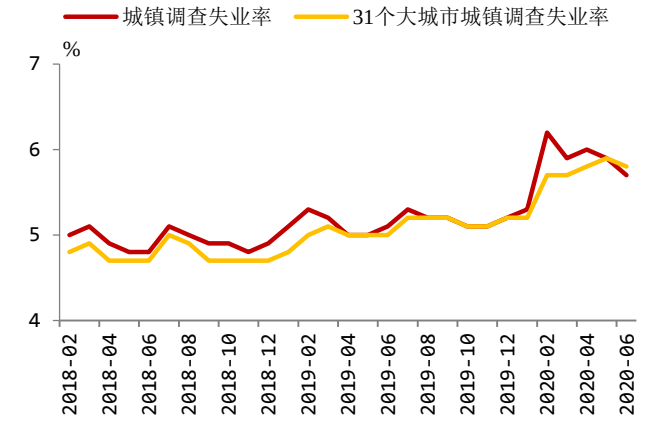


数据来源：wind、西南证券整理

5 就业：下半年就业压力仍大，推“双创”保就业启动

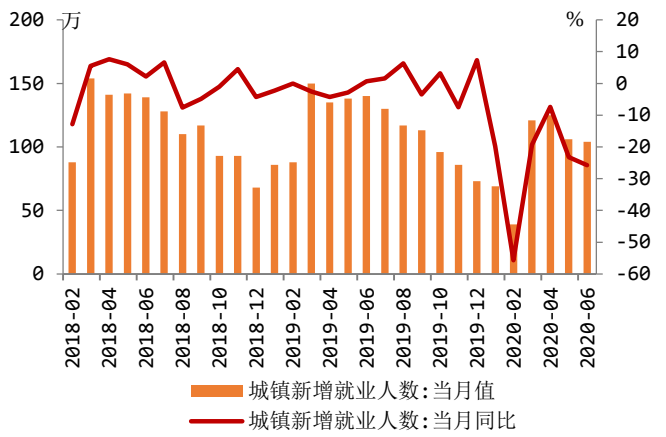
失业率依然处于高位。6 月，全国城镇调查失业率 5.7%，比 5 月份下降 0.2 个百分点，31 个大城市城镇调查失业率为 5.8%，较 5 月份下降 0.1 个百分点，失业率连续两个月走低，就业市场有所回暖。上半年，全国城镇新增就业人员 564 万人，完成全年目标任务的 62.7%，与上年同期相比少增 173 万人，去年同期目标完成率是 67%。6 月，全国企业就业人员周平均工作时间为 46.8 小时，较 5 月增加 0.7 小时，反映出复工复产进程不断推进，就业质量有所改善，但今年应届高校毕业生人数达 874 万，同比多增 40 万，就业压力仍大。7 月 15 日的国常会提出“深入推进双创，激发市场活力和社会创造力，以新动能支撑保就业保市场主体”重点支持“高校毕业生和返乡农民工”等群体，并从中央财政补贴、融资渠道、成果转化服务等方面给出了实施举措。下半年国内经济恢复能缓解部分就业压力，但总体就业形势依然不容乐观，多措并举保就业是依然是下半年的重中之重。

图 9：我国城镇登记失业率下行



数据来源：wind、西南证券整理

图 10：新增就业人数二季度整体回升



数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn