2020 年 07 月 16 日

经济的“斜率”？

——宏观经济点评

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

段玉柱（联系人）
duanyuzhu@kysec.cn
证书编号：S0790120070013

重申观点：政策底和经济底夯实，信用环境、经济行为的逐步修复，带动资金风险偏好的持续改善。随着下半年财政支出等加快落地，信用环境修复或将延续。政策和经济的组合，短期仍有利股市、不利债市，但对中长期债市也不必悲观。

● 经济增长：2 季度重回增长，积极财政、信用环境修复等支持下半年经济修复

2 季度 GDP 当季同比 3.2%、重回增长区间，一、二产业接近疫前水平。三次产业，2 季度 GDP 均重回增长；其中，第一产业同比增长 3.3%、接近 2019 年 4 季度水平（3.4%），第二产业增长 4.7%、也较接近 2019 年 4 季度（5.8%）。第三产业恢复较慢、增长 1.9%，其中批发零售、住宿餐饮等生活服务业恢复较为缓慢。

下半年，积极财政发力、信用环境修复等支持下，宏观经济还将继续修复。基建和地产投资等经济行为快速回暖，对 2 季度经济回升起到重要提振。财政视角来看，年初以来广义财政支出进度较往年偏慢、前 5 月增速仅 1%，下半年或将显著抬升，或带动信用环境和经济行为进一步修复。其中，东部地区稳增长诉求较强、信用环境修复较快，后续投资行为的连续性可能相对更好、值得持续关注。

● 工业生产：产出稳步增长，建筑相关工业品产量继续高增、印证内需修复逻辑

6 月工业产出增速继续回升，采矿业与电热燃拉动明显，制造业产出增长平稳。6 月，工业增加值当月同比 4.8%，较前值上升 0.4 个百分点。大类行业中，制造业产出增长总体平稳，其中汽车制造、黑色金属冶炼等产出增长有所加快。采矿业和电热燃，6 月产出增速分别为 1.7%、5.5%，较前值上升 0.6、1.9 个百分点。

建筑链景气带动下，工程机械、部分建筑原材料等产量继续高增；手机增速创历史新高、或得益于出口的结构性提振。6 月，水泥产量当月同比增长 8.4%、维持高位，钢材产量同比增长 7.5%、较上月继续抬升，叠加挖掘机等销量高增，或反映建筑链景气仍然较好。汽车产量 6 月同比增长 20.4%、为连续两个月实现两位数；智能手机产量同比增长 26.1%、为 2016 年起最高，或得益于手机出口提振。

● 终端需求：投资仍是核心驱动，下半年广义财政支出对基建的支持，值得关注

投资增速继续回升，制造业拖累减弱、基建和地产增长边际放缓。1-6 月投资累计同比-3.1%，估算当月投资同比 5.4%（5 月 3.9%）。主要分项中，制造业投资 6 月同比-3.5%、跌幅收窄 1.8 个百分点，其中医药制造、农副食品制造等拉动较大；基建投资估算 6 月同比 8.3%、较前值下滑 2.6 个百分点，或受到近期暴雨、洪涝等自然因素的部分扰动，下半年广义财政支出对基建投资的支持值得关注。

消费延续缓步修复态势，可选消费修复明显分化。6 月，社零同比继续负增（-1.8%）、跌幅仅收窄 1 个百分点。主要商品中，家电、手机、文化办公用品等可能受 618 提振，消费增速明显抬升；相较之下，家具和建筑装潢材料消费增速回落或改善幅度明显放缓，汽车零售额也在高基数的影响下重回负增区间。就业市场依然承压、新增就业仍在减少背景下，居民收入端对消费的压制或将持续存在。

● 风险提示：海外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观经济点评-进口数据与内需逻辑的印证》-2020.7.14

《宏观经济专题-信用修复，远未结束》-2020.7.14

《宏观经济点评-2020 年美国大选的关键词：“混乱”、“无序”》-2020.7.13

目 录

1、 经济增长：2 季度重回增长，第二产业拉动明显 3
2、 工业生产：产出平稳增长，建筑相关工业品产量继续高增 4
3、 终端需求：投资仍是关键驱动，基建持续性继续关注 5
4、 风险提示 6

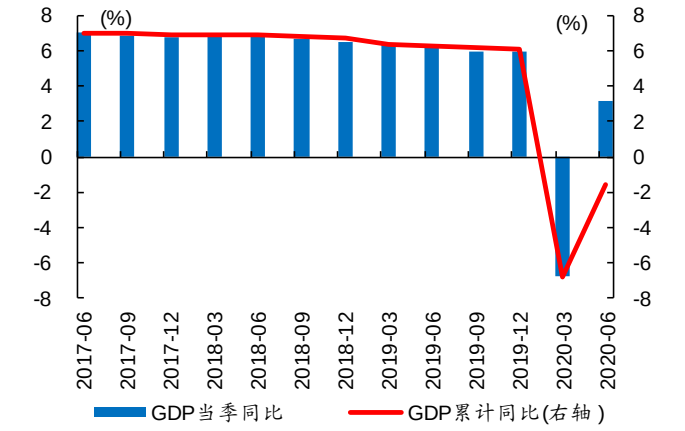
图表目录

图 1： 2 季度 GDP 重回增长区间 3
图 2： 一、二产业 GDP，2 季度增速接近 2019 年底水平 3
图 3： 2020 年一般财政预算赤字创下新高 3
图 4： 1-5 月广义财政支出增速大幅低于预算 3
图 5： 6 月工业增加值增速继续回升 4
图 6： 6 月，采矿业和电热燃工业增加值增速上升 4
图 7： 汽车制造、计算机电子设备、电气机械等细分制造业，6 月产出增速上升 4
图 8： 6 月，钢材和水泥、汽车和手机等产量增长较快 5
图 9： 6 月，挖掘机销量增速维持高位 5
图 10： 6 月固定资产投资增速进一步抬升 5
图 11： 西部地区投资增速回升较快 5
图 12： 6 月社零收入跌幅进一步收窄 6
图 13： 家电、通讯器材等 6 月消费增速明显抬升 6
图 14： 城镇失业率仍然处于高位 6
图 15： 上半年城镇新增就业较 2019 年同期减少超过 2 成 6

1、 经济增长：2 季度重回增长，第二产业拉动明显

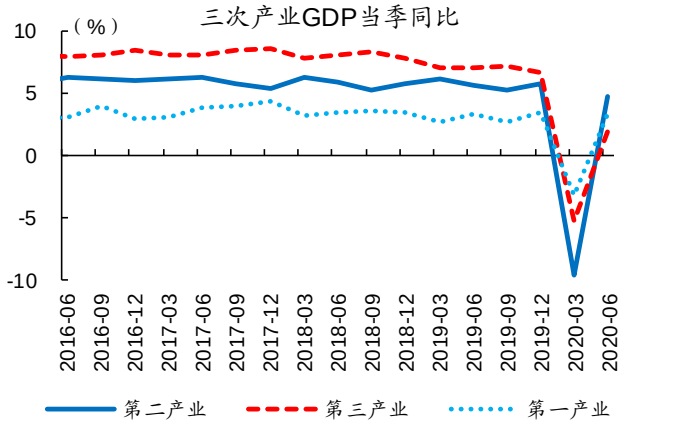
2 季度 GDP 当季同比 3.2%、重回增长区间，一、二产业接近 2019 年底水平。三次产业，2 季度 GDP 均重回增长；其中，第一产业同比增长 3.3%、几乎已经恢复至 2019 年 4 季度水平（3.4%），第二产业增长 4.7%、也较为接近 2019 年 4 季度水平（5.8%）。第三产业恢复较慢、2 季度同比增长 1.9%，其中信息传输、软件和信息技术服务业、金融业恢复相对较快，批发零售、住宿餐饮等生活服务业恢复较为缓慢。

图1：2 季度 GDP 重回增长区间



数据来源：Wind、开源证券研究所

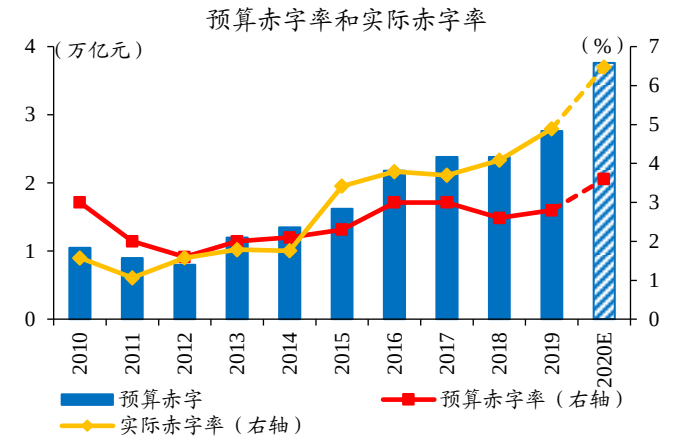
图2：一、二产业 GDP，2 季度增速接近 2019 年底水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

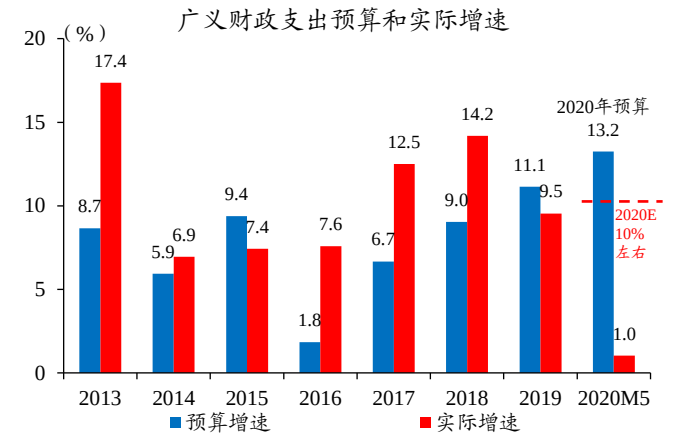
下半年，积极财政发力、信用环境修复等支持下，宏观经济还将继续修复。基建和地产投资等经济行为快速回暖，对 2 季度经济回升起到重要提振。财政视角来看，年初以来广义财政支出进度较往年偏慢、前 5 月增速仅 1%，下半年或将显著抬升，或带动信用环境和经济行为进一步修复。其中，东部地区稳增长诉求较强、信用环境修复较快，后续投资行为的连续性可能相对更好、值得持续关注。

图3：2020 年一般财政预算赤字创下新高



数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

图4：1-5 月广义财政支出增速大幅低于预算

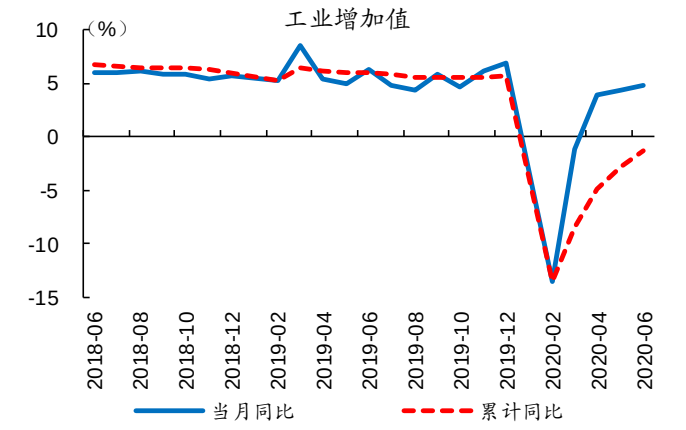


数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

2、 工业生产：产出平稳增长，建筑相关工业品产量继续高增

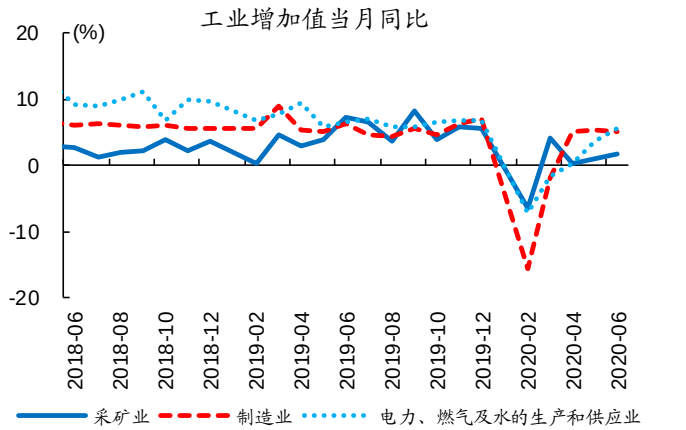
6 月工业产出增速继续回升，采矿业与电热燃拉动明显，制造业产出增长平稳。6 月，工业增加值当月同比 4.8%，较前值上升 0.4 个百分点。大类行业中，制造业产出增长总体平稳，其中汽车制造、计算机电子设备、电气机械、黑色金属冶炼等细分制造业产出增长有所加快。采矿业和电力、燃气及水的生产和供应业，6 月产出增速分别为 1.7%、5.5%，较前值上升 0.6、1.9 个百分点。

图5：6 月工业增加值增速继续回升



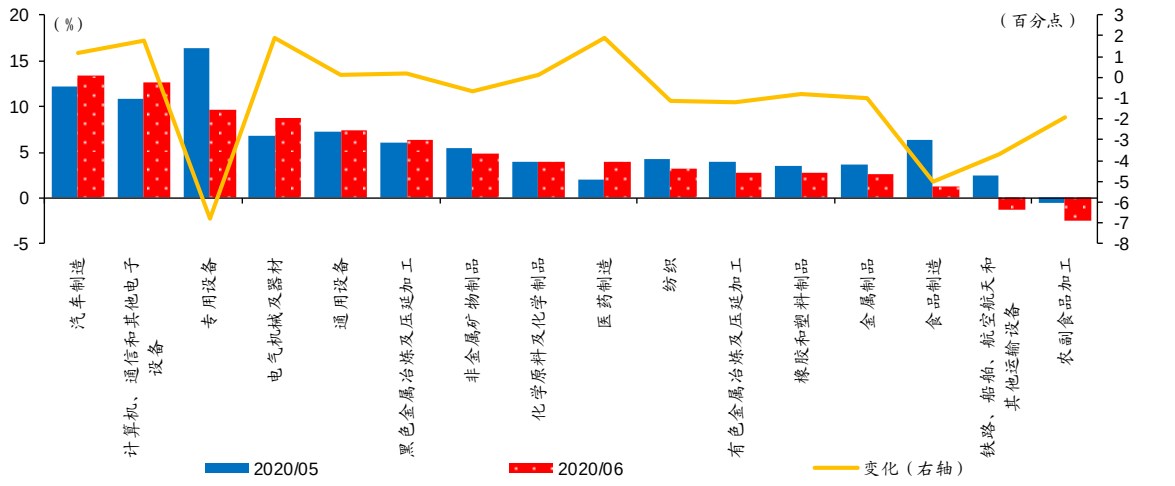
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：6 月，采矿业和电热燃工业增加值增速上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

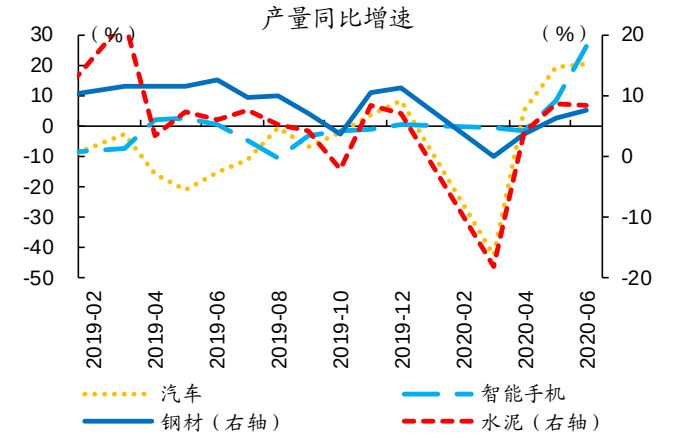
图7：汽车制造、计算机电子设备、电气机械等细分制造业，6 月产出增速上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

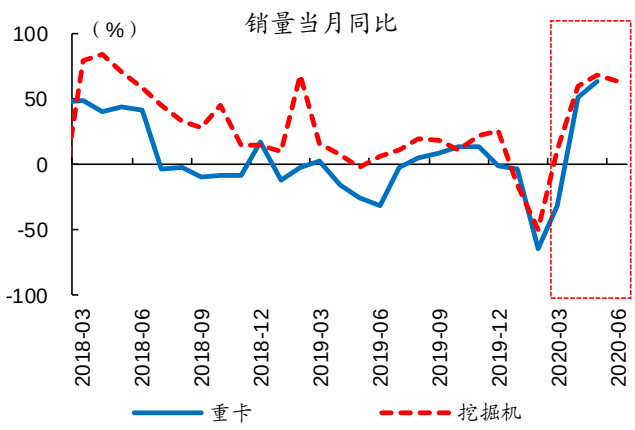
建筑链景气带动下，工程机械、部分建筑原材料等产量继续高增；手机增速创历史新高、或得益于出口的结构性提振。6 月，水泥产量当月同比增长 8.4%、维持高位，钢材产量同比增长 7.5%、较上月继续抬升，叠加挖掘机等工程机械销量高增，或反映建筑链景气仍然较好。汽车产量 6 月同比增长 20.4%、为连续两个月实现两位数；智能手机产量同比增长 26.1%、为 2016 年起最高，或部分得益于手机出口提振。

图8：6 月，钢材和水泥、汽车和手机等产量增长较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：6 月，挖掘机销量增速维持高位

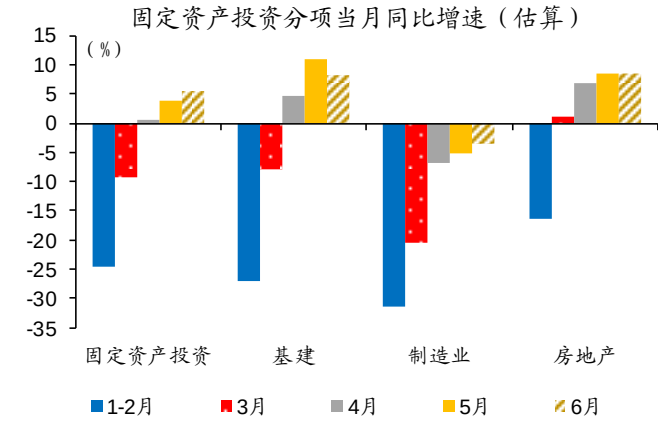


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 终端需求：投资仍是关键驱动，基建持续性继续关注

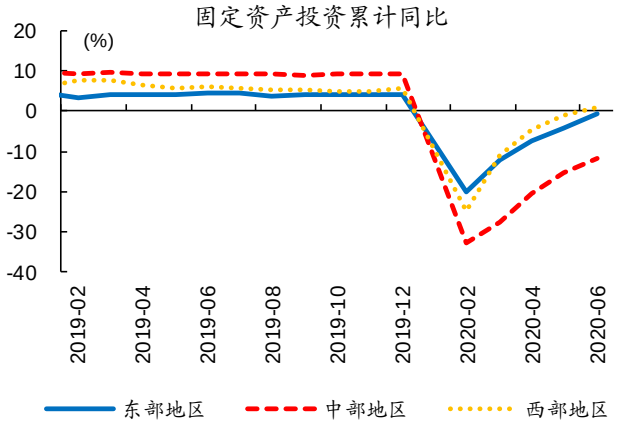
投资增速继续回升，制造业拖累减弱、基建和地产增长边际放缓。1-6 月投资累计同比-3.1%，估算当月投资同比 5.4%（5 月 3.9%）。主要分项中，制造业投资 6 月同比-3.5%、跌幅收窄 1.8 个百分点，其中医药制造、农副食品制造等拉动较大；基建投资估算 6 月同比 8.3%、较前值下滑 2.6 个百分点，或在一定程度上受到近期暴雨、洪涝等自然因素扰动；下半年广义财政支出对基建投资的支持，值得持续关注。

图10：6 月固定资产投资增速进一步抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

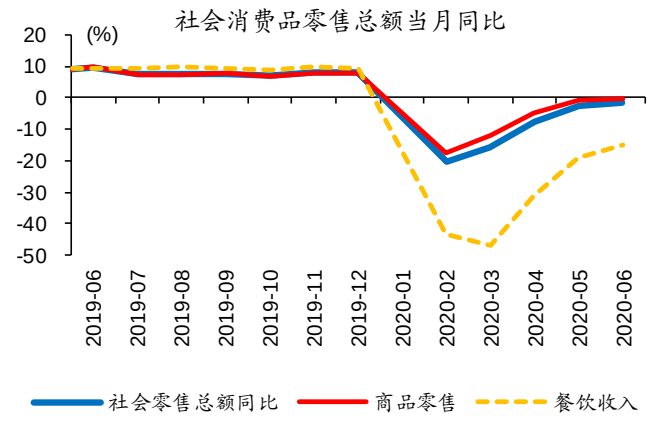
图11：西部地区投资增速回升较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

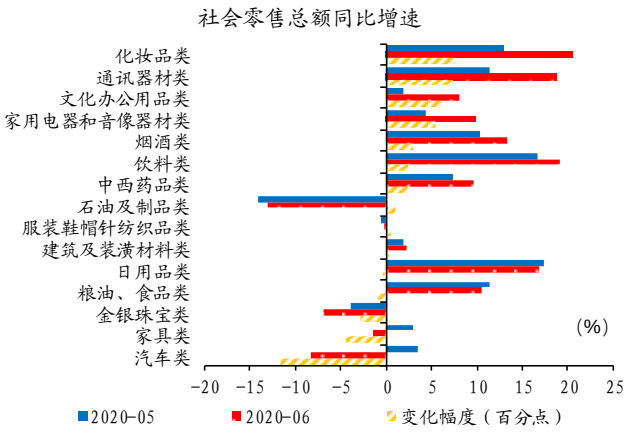
消费延续缓步修复态势，可选消费修复明显分化。6 月，社零同比继续负增（-1.8%）、但跌幅仅较前值收窄 1 个百分点。主要商品中，家电、通讯器材、文化办公用品等可能受“618”提振，6 月消费增速明显抬升；相较之下，家具和建筑装潢材料消费增速回落或改善幅度明显放缓，汽车零售额也在高基数的影响下重回负增区间。就业市场依然承压、新增就业仍在减少的背景下，居民收入端对消费的压制或将持续存在。

图12：6 月社零收入跌幅进一步收窄



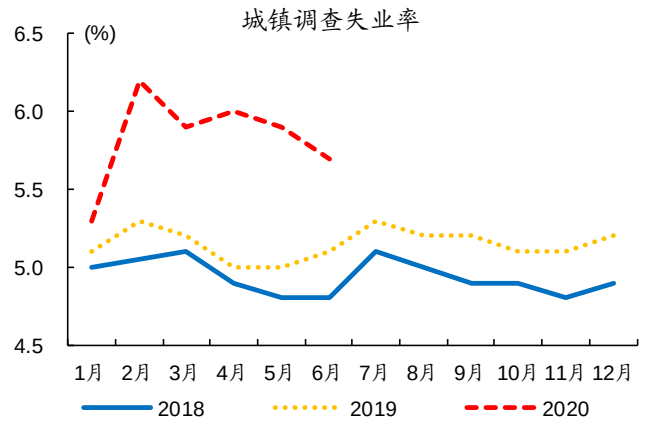
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：家电、通讯器材等 6 月消费增速明显抬升



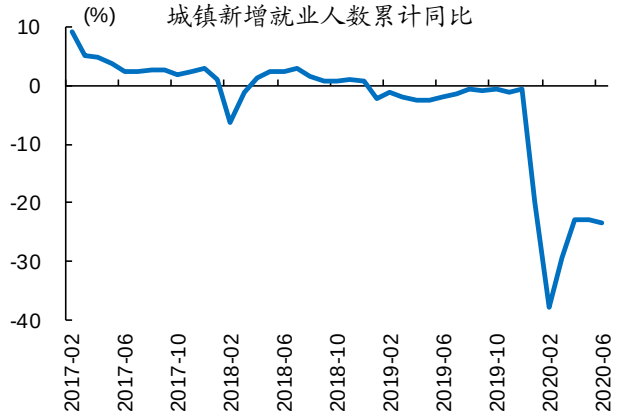
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：城镇失业率仍然处于高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：上半年城镇新增就业较 2019 年同期减少超过 2 成



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

海外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn