进出口是经济增长超预期的重要原因

数据：二季度实际 GDP 当季同比 3.2%（前值-6.8%）；6 月固定资产投资累计同比-3.1%（前值-6.3%）；6 月社会消费品零售总额当月同比-1.8%（前值-2.8%），累计同比-11.4 %（前值-13.5%）；6 月工业增加值当月同比 4.8%（前值 4.4%），累计同比-1.3%（前值-2.8%）。

1、GDP：疫情影响消退，2020 年二季度实际 GDP 当季同比升至 3.2%，经济复苏形势良好，进出口对 GDP 的贡献较大。从需求端看，固定资产投资累计同比较 2020 年 Q1 回升 13 个百分点，社零消费累计同比较 2020Q1 回升 7.6 个百分点；进出口方面，2020Q2 进口弱于出口，贸易顺差对 GDP 贡献较大。生产端看，工业增加值累计同比跌幅收窄至-1.3%，工业生产改善良好。未来看，复工复产叠加逆周期政策支持下，Q3 实际 GDP 增速预计将回升至 5%左右，Q4 升至 5%以上，后续需要关注海外疫情冲击对外需的影响程度。

2、投资：固定资产投资当月同比继续上升，累计同比跌幅收窄。其中，制造业降幅依然为最大，基建和房地产投资稳步回升。未来看，在政策作用下，基建投资仍存在进一步加速可能，且今年房地产投资不会太差，唯一担忧在于受外需影响制造业投资可能恢复较慢。具体来看：**（1）基建投资当月同比保持稳定，累计同比降幅收窄至 0.1%，未来增速仍将回升。**累计同比来看，电热燃水生产和供应业上涨（18.2%），铁路、道路交通运输业降幅收窄（-1.2%），水利、环境和公共设施管理业降幅收窄（-4.9%）。**未来看，基建是逆周期调节的重要抓手，预计近几个月基建投资将进一步回升。（2）制造业投资回升仍旧缓慢。**其中，计算机、通信和电子设备制造业（9.4%）同比回升，医药制造业（13.6%）同比回升幅度较大；其余行业恢复仍较为缓慢，其中通用设备制造业（-18.0%），专用设备制造业（-12.7%），汽车制造业（-20.9%），装备制造业表现较差。**未来看，制造业投资将逐步改善，但在外需影响下，恢复过程相对缓慢。（3）房地产投资累计同比继续改善，当月同比与上月持平。**经济逐步恢复正常化，商品房销售面积降幅收窄，当月销售增速转正。施工面积同比增长 2.6%，较此前有所回升；新开工、竣工、土地购置面积降幅均有所收窄。6 月末商品房待售面积继续减少。与此同时，房地产开发资金来源也继续改善。

3、社零当月同比跌幅收窄至-1.8%，回升幅度仍较为缓慢。主要拖累项在于汽车消费再度转负、石油制品以及纺织服装类消费仍旧低迷。社零当月、累计同比跌幅收窄，但改善幅度低于市场预期；分项上家用电器、通讯和医药类消费表现较好，但汽车消费再度下滑叠加石油制品类消费和服装消费低迷共同拖累社零。

4、6 月工业生产当月同比上升，累计同比跌幅收窄。从结构来看，采矿业、制造业以及公用事业累计同比跌幅均有改善。出口交货值累计同比跌幅收窄；发电量当月同比上升，表明国内生产边际改善；粗钢产量当月同比上升。表明钢厂开工明显积极。

5、6 月经济数据蕴含着 4 点含义：第一，进出口是 Q2 经济增长超预期的重要原因。4-6 月我国进口当月同比分别是-14.2%、-16.7%和 2.7%。出口当月同比分别是 3.4%、-3.3%和 0.5%。进口的相对弱势表现导致 Q2 衰退型贸易顺差达到 1546 亿美元（Q1 只有 131 亿美元，2019Q2 只有 1038 亿美元）。疫情对 Q2 海外生产造成较大影响，导致我国 Q2 进口较差，衰退型顺差扩大是 Q2 经济增长超预期的重要原因。**第二，消费恢复仍较为缓慢，其中汽车消费再度转负形成拖累。**汽车消费同比转负有两个原因：一是去年汽车消费基数较高（2019.6 国五国六转换），二是汽车延迟需求有所减退。汽车消费再度转负（3.5%降至-8.2%）是消费同比改善不大的重要原因。另外，石油制品消费和纺织服装消费依然低迷；消费分项中改善较多的是地产后周期的家电、通讯器材以及医药类消费。**第三，制造业投资仍然低迷，装备制造业、通用设备和轻工业是主要拖累。**制造业投资和全球需求有关，在外需存在较大不确定的情况下，制造业改善不明显。从结构上看，医药、计算机和通信制造业三个行业同比改善较为明显，而其他行业如装备制造、通用设备、轻工制造等改善并不明显。**第四，基建和地产稳固回升。**6 月基建投资和房地产投资当月增速均在 8.4%的水平，房地产投资累计同比转正至 1.9%，基建投资累计同比升至-0.1%。未来看，房地产投资仍将回升但考虑到政策“房住不炒”，预计回升速度放缓，而基建投资在积极财政的作用下，增速仍将回升。

风险提示：疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
duanxiaole@gjzq.com.cn

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

图表1：6月经济数据点评

经济指标	单月增速（%）		累计增速（%）		数据描述与趋势判断
	5月	6月	1-5月	1-6月	
GDP	-	3.2	-	-1.6	**疫情影响消退，2020年二季度实际GDP当季同比升至3.2%，经济复苏形势良好，进出口对GDP的贡献较大。**从需求端看，固定资产投资累计同比较2020年Q1回升13个百分点，社零消费累计同比较2020Q1回升7.6个百分点；进出口方面，2020Q2进口弱于出口，贸易顺差对GDP贡献较大。生产端看，工业增加值累计同比跌幅收窄至-1.3%，工业生产改善良好。**未来看，复工复产叠加逆周期政策支持下，Q3实际GDP增速预计将回升至5%左右，Q4升至5%以上，后续需要关注海外疫情冲击对外需的影响程度。**
社零	(2.8)	(1.8)	(13.5)	(11.4)	**社零当月同比跌幅收窄至-1.8%，回升幅度仍较为缓慢。主要拖累项在于汽车消费再度转负、石油制品以及纺织服装类消费仍旧低迷。**社零当月、累计同比跌幅收窄，但改善幅度低于市场预期；分项上家用电器、通讯和医药类消费表现较好，但汽车消费再度下滑叠加石油制品类消费和服装消费低迷共同拖累社零。
投资	3.8	5.4	(6.3)	(3.1)	**固定资产投资当月同比继续上升，累计同比跌幅收窄。其中，制造业降幅依然为最大，基建和房地产投资稳步回升。**未来看，在政策作用下，基建投资仍存在进一步加速可能，且今年房地产投资不会太差，唯一担忧在于受外需影响制造业投资可能恢复较慢。
民间投资	(0.5)	(1.2)	(9.6)	(7.3)	**民间投资当月同比跌幅扩大。**与制造业投资相一致，恢复仍较为缓慢。
基建投资	10.9	8.4	(3.3)	(0.1)	**基建投资当月同比保持稳定，累计同比降幅收窄至0.1%，未来增速仍将回升。**累计同比来看，电热燃水生产和供应业上涨（18.2%），铁路、道路交通运输业降幅收窄（-1.2%），水利、环境和公共设施管理业降幅收窄（-4.9%）。**未来看，基建是逆周期调节的重要抓手，预计近几个月基建投资将进一步回升。**
制造业投资	(5.3)	(3.5)	(14.8)	(11.7)	**制造业投资回升仍旧缓慢。**其中，计算机、通信和电子设备制造业（9.4%）同比回升，医药制造业（13.6%）同比回升幅度较大；其余行业恢复仍较为缓慢，其中通用设备制造业（-18.0%），专用设备制造业（-12.7%），汽车制造业（-20.9%），装备制造业表现较差。**未来看，制造业投资将逐步改善，但在外需影响下，恢复过程相对缓慢。**
房地产投资	8.4	8.4	(0.3)	1.9	**房地产投资累计同比继续改善，当月同比与上月持平。**经济逐步恢复正常化，商品房销售面积降幅收窄，当月销售增速转正。施工面积同比增长2.6%，较此前有所回升；新开工、竣工、土地购置面积降幅均有所收窄。5月末商品房待售面积继续减少。与此同时，房地产开发资金来源也继续改善。
新开工面积	2.5	8.9	(12.8)	(7.6)	商品房销售面积同比继续改善，新开工面积继续改善。
资金来源	10.0	13.2	(6.1)	(1.9)	商品房销售面积同比继续改善，房地产开发资金来源继续改善。其中，国内贷款同比转正，受销售改善影响，定金及预收款、个人按揭贷款改善明显，此外自筹资金同比转正，房地产企业资金来源总体改善。
商品房销售面积	9.7	2.1	(12.3)	(8.4)	**商品房销售面积、销售额明显改善，当月增速有所回落。**房地产销售活动继续恢复。
商品房销售额	14.0	9.0	(10.6)	(5.4)	
出口	(3.3)	0.5	(7.7)	(6.2)	**进出口改善，海外供需逐步恢复。**6月出口同比小幅转正，主要原因有两点：一是是海外需求回升，二是国内生产改善明显。6月进口同比大幅回升并转正，主要原因有两点：一是去年基数较低，二是海外生产改善，以及国内需求回升明显。
进口	(16.7)	2.7	(8.2)	(7.1)	
工业增加值	4.4	4.8	(2.8)	(1.3)	**6月工业生产当月同比上升，累计同比跌幅收窄。**从结构来看，采矿业、制造业以及公用事业累计同比跌幅均有改善。
出口交货值	(1.4)	2.6	(6.2)	(4.9)	**出口交货值累计同比跌幅收窄。**
发电量	4.3	6.5	(3.1)	(1.4)	**发电量当月同比上升，**表明国内生产边际改善。
粗钢产量	4.2	4.5	1.9	1.4	**粗钢产量当月同比上升。**表明钢厂开工明显积极。
M1	-	-	6.8	6.5	**上半年新增社融20.5万亿，预计全年32-35万亿。**信贷：信贷总量继续扩张，但相对弱于季节性；结构上，居民中长期贷款新增强于季节性，企业短期贷款、中长期贷款季节性扩张明显。社融：信贷继续扩张，未贴现银行汇票带动下，表外融资改善明显，企业债融资继续扩张，政府债券融资相对上月有所回落，但依然处于较高水平，社融增速继续上升.M2：信用派生继续改善，居民、企业存款季节性回升，但居民存款回升幅度相对强于季节性，季末财政支出明显加大，财政存款降幅相对强于季节性，M1增速有所回落，M2增速与上月持平。
M2	-	-	11.1	11.1	
信贷（万亿）	1.5	1.8	10.3	12.1	
社融（万亿）	3.2	3.4	17.4	20.8	
CPI	2.4	2.5	4.1	3.8	**PPI环比回升，CPI仍将下行。**6月CPI当月同比小幅升至2.5%，正向贡献在于猪肉、蔬菜涨价，负向贡献在于水果价格下跌。6月PPI当月同比跌幅收窄至-3.0%，主要原因在于除水泥外，原油、煤炭、钢铁、有色等多种工业品价格上涨。
PPI	-3.7	-3.0	-1.7	-1.9	
制造业PMI	50.6	50.9	-	-	**外需冲击最大时期已过。**6月制造业PMI相对上月小幅上升，其中，生产、需求改善均有所加快，主要原材料库存降幅收窄，产成品库存降幅有所扩大，价格环比继续回升。6月非制造业商务活动继续上升，其中服务业继续改善，建筑业扩张有所放缓。
非制造业PMI	53.6	54.4	-	-	
综合PMI	53.4	54.2	-	-	

来源：国家统计局，财政部，中国人民银行，中国货币网，Wind，国金证券研究所

正文如下：

1、GDP：疫情影响消退，2020 年二季度实际 GDP 当季同比升至 3.2%，经济复苏形势良好，进出口对 GDP 的贡献较大。从需求端看，固定资产投资累计同比较 2020 年 Q1 回升 13 个百分点，社零消费累计同比较 2020Q1 回升 7.6 个百分点；进出口方面，2020Q2 进口弱于出口，贸易顺差对 GDP 贡献较大。生产端看，工业增加值累计同比跌幅收窄至-1.3%，工业生产改善良好。未来看，复工复产叠加逆周期政策支持下，Q3 实际 GDP 增速预计将回升至 5%左右，Q4 升至 5%以上，后续需要关注海外疫情冲击对外需的影响程度。

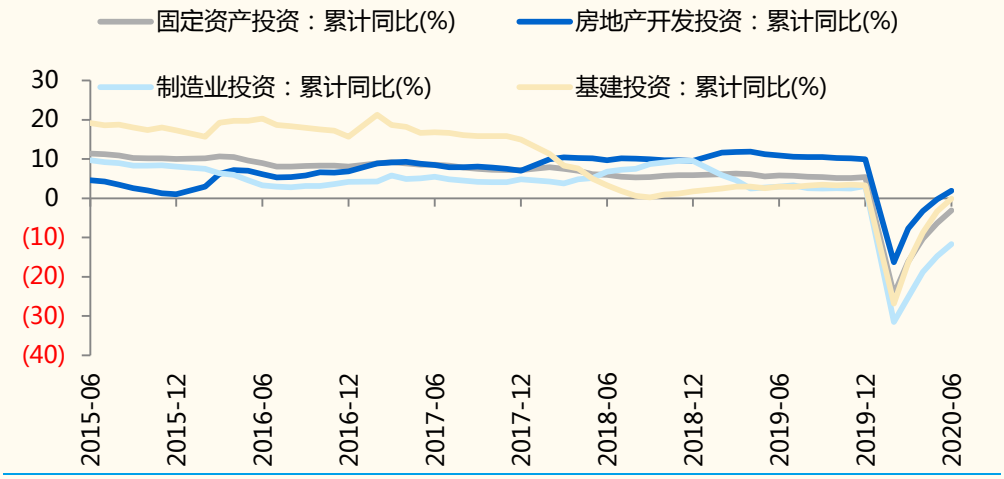
2、固定资产投资当月同比继续上升，累计同比跌幅收窄。其中，制造业降幅依然为最大，基建和房地产投资稳步回升。未来看，在政策作用下，基建投资仍存在进一步加速可能，且今年房地产投资不会太差，唯一担忧在于受外需影响制造业投资可能恢复较慢。

（1）基建投资当月同比保持稳定，累计同比降幅收窄至 0.1%，未来增速仍将回升。累计同比来看，电热燃水生产和供应业上涨（18.2%），铁路、道路交通运输业降幅收窄（-1.2%），水利、环境和公共设施管理业降幅收窄（-4.9%）。未来看，基建是逆周期调节的重要抓手，预计近几个月基建投资将进一步回升。具体来看：1）交运行业累计同比收窄至-1.2%（前值-6.1%），其中铁路运输业增速转正至 2.6%（前值-8.8%），道路运输业累计同比转正至 0.8%（前值-2.9%）；2）水利大环保行业累计同比跌幅收窄至-4.9%（前值-6.5%），其中权重最大的公共设施管理业增速-6.2%（前值-8.3%），水利管理业增速 0.4%（前值-2.0%）。

（2）制造业投资回升仍旧缓慢。其中，计算机、通信和电子设备制造业（9.4%）同比回升，医药制造业（13.6%）同比回升幅度较大；其余行业恢复仍较为缓慢，其中通用设备制造业（-18.0%），专用设备制造业（-12.7%），汽车制造业（-20.9%），装备制造业表现较差。未来看，制造业投资将逐步改善，但在外需影响下，恢复过程相对缓慢。具体来看，1）新兴行业中，医药制造业累计同比涨幅扩大至 13.6%（前值 6.9%），计算机通信行业累计同比涨幅扩大至 9.4%（前值 6.9%）；2）装备制造业中，汽车制造业累计同比跌幅收窄至-20.9%（前值-23.2%），运输设备行业累计同比降幅收窄至-16.3%（前值-21.5%）；3）通用专用设备业中，通用设备累计同比跌幅收窄至-18%（前值-20.2%），专用设备累计同比跌幅收窄至-12.7%（前值-15.2%）；4）轻工行业中，农副食品加工业累计同比降幅收窄至-16.8%（前值-22.9%），食品制造累计同比-12.6%（前值-17.9%）；5）传统行业中，有色金属冶炼及压延加工业累计同比-9.6%（前值-5.6%）。

（3）房地产投资累计同比继续改善，当月同比与上月持平。经济逐步恢复正常化，商品房销售面积降幅收窄，当月销售增速转正。施工面积同比增长 2.6%，较此前有所回升；新开工、竣工、土地购置面积降幅均有所收窄。5 月末商品房待售面积继续减少。与此同时，房地产开发资金来源也继续改善。

图表 2：固定资产投资累计同比跌幅收窄



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

3、6 月工业生产当月同比上升，累计同比跌幅收窄。出口交货值累计同比跌幅收窄。发电量当月同比上升，表明国内生产边际改善。粗钢产量当月同比上升。表明钢厂开工明显积极。

（1）从结构上看，采矿业制造业和公用事业同比跌幅均有改善。采矿业累计同比跌幅扩大至-1.1%（前值-1.8%），制造业累计同比收窄至-1.4%（前值-2.8%），公用事业部门当月同比收窄至-0.9%（前值-2.4%）。

（2）从制造业内部结构上看，计算机、医药、黑色和有色金属改善明显。

1）新兴产业整体涨幅扩大。其中化学原料累计同比-1%（前值-2.1%），医药制造业累计同比涨幅扩大至 1.8%（前值 0.9%），计算机、通信和电子行业累计同比回升至 5.7%（前值 3.7%）。

2）装备制造业同比跌幅收窄较为缓慢。其中汽车累计同比-3.1%（前值-7.9%），金属制品业累计同比-3.1%（前值-4.7%），运输设备业累计同比-3.8%（前值-4.8%），电气机械器材业当月同比-0.3%（前值-2.8%）。

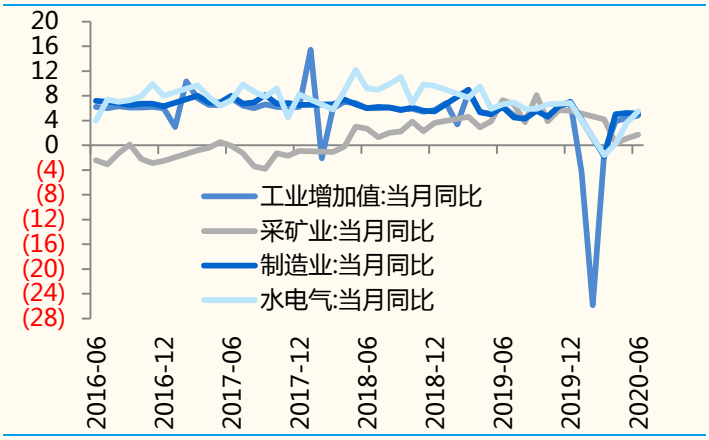
3）通用专用设备制造业同比改善。其中通用设备制造业累计同比-2.3%（前值-4.9%），专用设备制造业累计同比 2.9%（前值 1.0%）。

4）轻工业整体跌幅收窄。其中农副食品加工业累计同比收窄至-4.9%（前值-5.5%），食品制造累计同比收窄-0.5%（前值-1.0%），纺织业工业累计同比收窄至-4.5%（前值-6.7%）。

5）传统制造业整体跌幅收窄，黑色有色金属制造业同比上涨。黑色金属冶炼及压延加工行业增加值累计同比升至 3.4%（前值 2.8%），有色金属冶炼及压延加工业累计同比 1.0%（前值 0.5%），非金属矿物制品业累计同比-2.2%（前值-4.1%）。

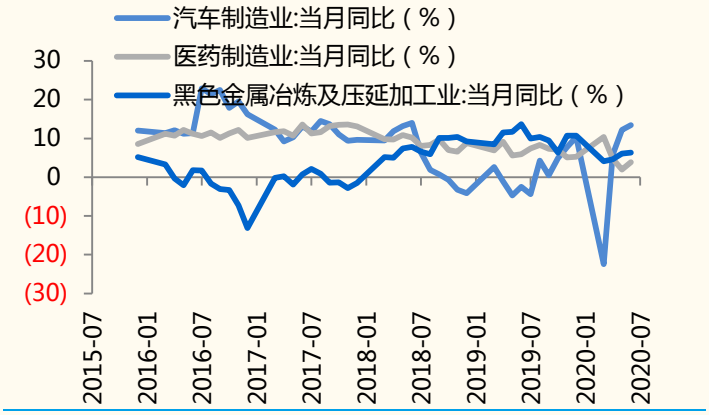
（3）规模以上工业企业出口交货累计同比跌幅收窄。规模以上出口交货值累计同比收窄至-4.9%（前值-6.2%）。

图表 3：工业增加值当月同比上升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 4：汽车制造业当月同比上升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

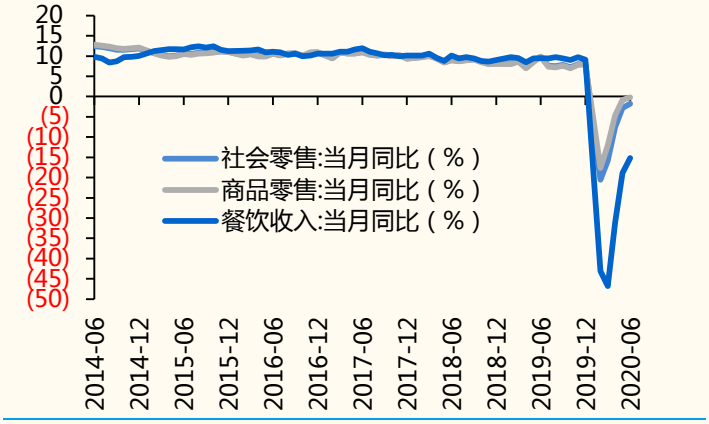
4、社零当月同比跌幅收窄至-1.8%，回升幅度仍较为缓慢。主要拖累项在于汽车消费再度转负、石油制品以及纺织服装类消费仍旧低迷。社零当月、累计同比跌幅收窄，但改善幅度低于市场预期；分项上家用电器、通讯和医药类消费表现较好，但汽车消费再度下滑叠加石油制品类消费和服装消费低迷共同拖累社零。

（1）地产链条类消费改善明显。建筑装潢材料当月同比 2.2%（前值 1.9%），同比上升；家具当月同比-1.4%（前值 3.0%）；家电当月同比 9.8%（前值 4.3%）。

（2）升级型消费同比保持高位。通讯类消费同比 18.8%（前值 11.4%）；中西药同比回落至 9.7%（前值 7.3%）；石油及制品类消费跌幅收窄至-13.0%（前值-14.0%）。

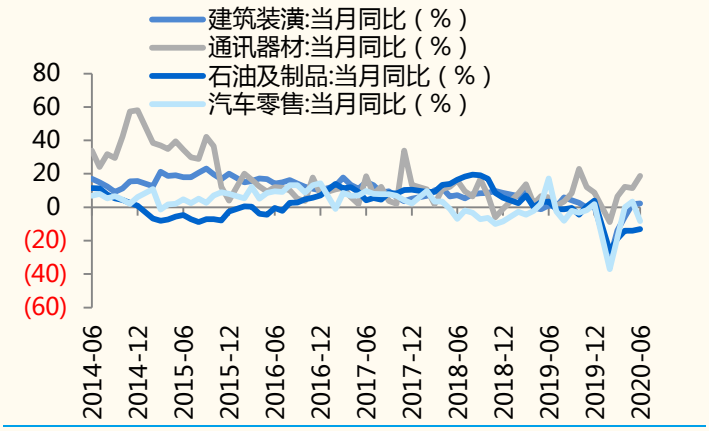
（3）汽车消费增速同比转负。汽车消费当月同比-8.2%（前值 3.5%）。

图表 5：餐饮消费仍然低迷



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 6：汽车消费同比再度转负



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

风险提示：

1、 疫情扩散速度和范围远超预期，导致经济和社会活动受到重大影响；

2、 政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；

3、 部分行业受到负面影响远超预期。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH