2020 年 7 月 16 日

宏观经济

新时代证券 New Times Securities

下半年经济增速缺口有望转正

——2020 年 6 月经济数据点评

行业点评

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050003

相关报告

宏观报告：经济补偿性恢复不等于复苏——2020 年 5 月经济数据点评

2020-6-15

宏观报告：经济补偿性恢复不等于复苏——2020 年 4 月经济数据点评

2020-5-15

● **二季度经济增速转正，下半年经济增速缺口有望转正**

二季度 GDP 同比增长 3.2%，较一季度回升 10 个百分点。从生产端看，第一产业恢复最快，第二产业次之，第三产业恢复最慢。从需求端看，三大需求均明显改善。防疫物资、生产替代拉动下，出口韧性较强；基建、房地产投资恢复较快，汽车、房地产链消费支撑下，社零同比降幅收窄。往前看，由于经济刺激政策的滞后性，基建和房地产投资、汽车和房地产链消费或将保持稳健，餐饮等服务业也将加快修复，加上欧美经济重启，年内出口不差，这样来看的话，三季度实际经济增速可能达到 5%左右，由于单季度潜在经济增速或降至 5%附近，那么三季度经济增速缺口可能在 0 附近，甚至有望转正，不管如何，四季度经济增速缺口为正是比较确定的。经济增速缺口为正，再加上油价带来的供给冲击，PPI 增速或逐渐上升至 0 上方，这或许会对货币政策、资产价格产生影响。

● **公用事业拉升工业生产增速**

单就 6 月来说，工业增加值同比增长 4.8%，较 5 月回升 0.4 个百分点，主要是因为电力、燃气及水的生产和供应增速上升了 1.9 个百分点。这有三方面原因：一是服务业加快修复，耗电量增加。二是南方降雨较多，水电发电量增速上升幅度较大。三是天气转热，冷气耗电，发电量季节性上涨。与此同时，有点意外的是，在出口交货值增速上升的情况下，制造业投资增速为 5.1%，较上月下降了 0.1 个百分点，这可能是去库存的缘故。不过细分项仍有亮点，医药、计算机通信和其他电子设备制造业、电气机械和器材制造业生产，在防疫和外需拉动下仍保持较高增速。

● **内需恢复仍存空间**

地产投资恢复较快，洪灾干扰基建投资。上半年全国固定资产投资（不含农户）同比下降 3.1%，降幅比 1-5 月份收窄 3.2 个百分点。其中，房地产投资同比增长 1.9%，增速较 1-5 月份上升 2.2 个百分点，单月增速升至 8.5%。单 6 月基建投资增速从 10.9%降至 8.3%，主要是南方水灾对基建产生了干扰，但这不改变基建投资趋势，根据以往经验，此后的灾后重建甚至还会进一步拉升基建。网购节、餐饮成为消费新动力。不过，之前维持较高水平的汽车销量增速，在高基数下回落幅度较大，预计 7 月会出现较大幅度增长。随着 PPI 增速触底回升，企业盈利改善，制造业投资开始修复，加之服务业消费还有很大提升空间，年内需求增长潜力较大。

● **释放内需潜力以应对不确定性**

在海外疫情还在蔓延的情况下，不确定性会一直存在，加上疫情之下，逆全球化可能加剧，企业投资意愿能否被有效激发是挑战。可以考虑的应对之策是通过供给侧做加法释放国内市场需求潜力、更大力度减税降费，以及未来选择发展资本市场。

● **风险提示：海外疫情二次扩散；政策落实不及预期**

目 录

1、 二季度经济增速转正，下半年经济增速缺口有望转正.....3
2、 公用事业拉升工业生产增速.....4
3、 内需恢复仍存空间.....6
4、 释放内需潜力应对不确定性.....8

图表目录

图 1: 疫情对中国经济的影响.....3
图 2: 实际与名义 GDP 增速由负转正.....4
图 3: 6 月经济数据持续修复.....4
图 4: 库存压力下制造业工业生产增速趋平.....5
图 5: 各行业工业增加值变化.....5
图 6: 产销率高于季节性，预示着企业在去库存.....6
图 7: 基建、地产、制造业累计投资增速继续回升.....7
图 8: 企业商品零售增速已经基本恢复正常.....7
图 9: 网购节、餐饮成为零售恢复新动力.....8

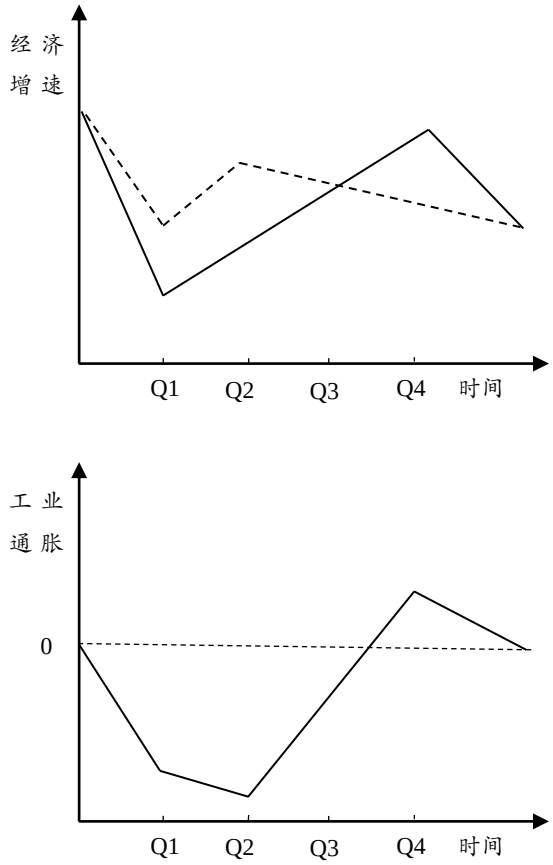
1、 二季度经济增速转正，下半年经济增速缺口有望转正

疫情防控形势持续向好，二季度实际 GDP 增速由负转正。二季度 GDP 同比增长 3.2%，较一季度回升 10 个百分点。从生产端看，第一产业恢复最快，第二产业次之，第三产业恢复最慢。二季度，第一产业同比增长 3.3%，较一季度上升 6.5 个百分点，增速基本上恢复正常；第二产业同比增长 4.7%，增速和疫情前还有 1 个百分点左右的差距；第三产业同比增长 1.9%，增速和疫情前相比还有约 5 个百分点的差距。

从需求端看，三大需求均明显改善。上半年，防疫物资、生产替代拉动下，出口韧性较强，出口同比下降 6.2%，降幅较一季度收窄 7.1 个百分点；基建、房地产投资恢复较快，固定资产投资同比下降 3.1%，降幅较一季度收窄 13 个百分点；汽车、房地产链消费支撑下，社零同比降幅较一季度收窄 7.6 个百分点。

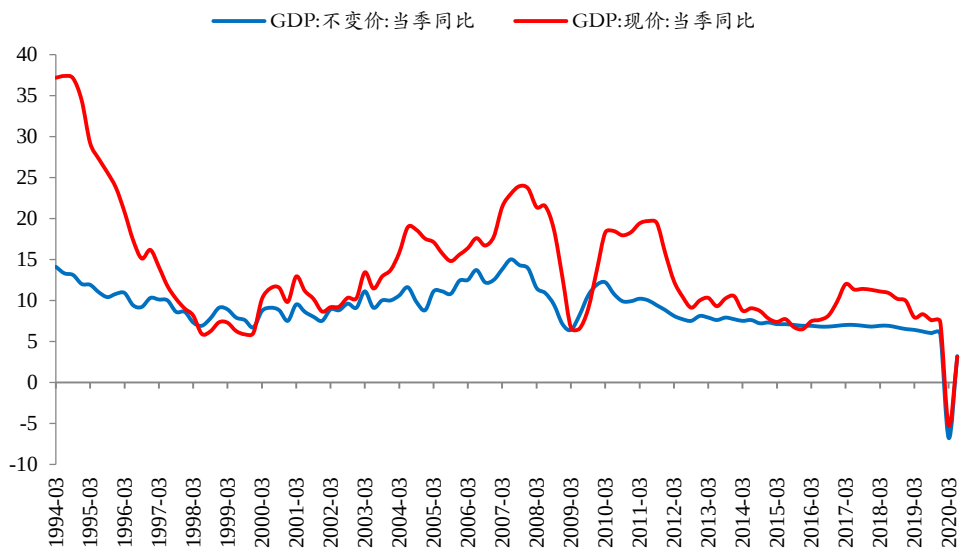
往前看，由于经济刺激政策的滞后性，基建和房地产投资、汽车和房地产链消费或将保持稳健，餐饮等服务业也将加快修复，加上欧美经济重启，年内出口不差，这样来看的话，三季度实际经济增速可能达到 5%左右，由于单季度潜在经济增速或降至 5%附近，那么三季度经济增速缺口可能在 0 附近，甚至有望转正，不管如何，四季度经济增速缺口为正是比较确定的。经济增速缺口为正，再加上油价带来的供给冲击，PPI 增速或逐渐上升至 0 上方，这或许会对货币政策、资产价格产生影响。

图1： 疫情对中国经济的影响



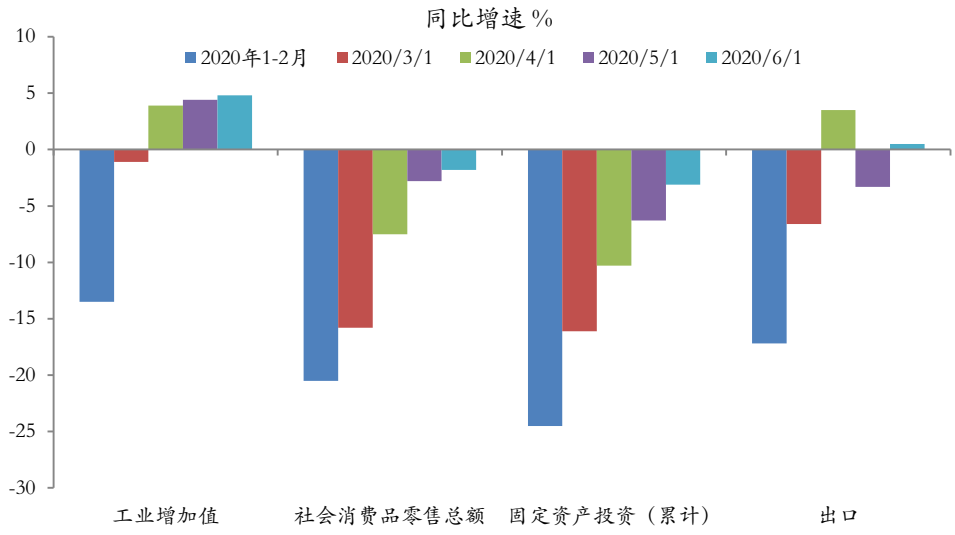
资料来源：新时代证券研究所；注：上图虚线是潜在经济增速，实线是实际经济增速，下图实线是 PPI 同比增速

图2： 实际与名义 GDP 增速由负转正



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 6 月经济数据持续修复



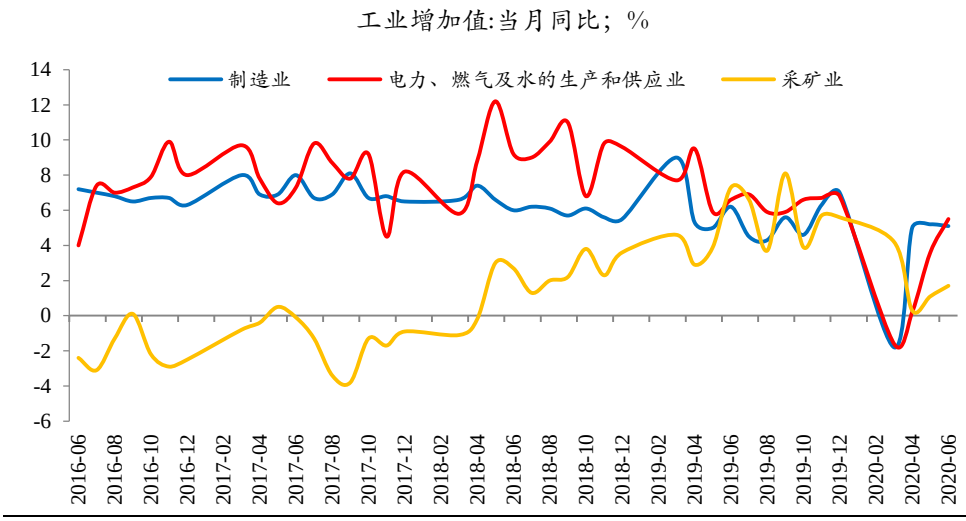
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 公用事业拉升工业生产增速

单就 6 月来说，工业增加值同比增长 4.8%，较 5 月回升 0.4 个百分点，主要是因为电力、燃气及水的生产和供应增速上升了 1.9 个百分点。这有三方面原因：一是服务业加快修复，耗电量增加。二是南方降雨较多，水电发电量增速上升幅度较大。三是天气转热，冷气耗电，发电量季节性上涨。

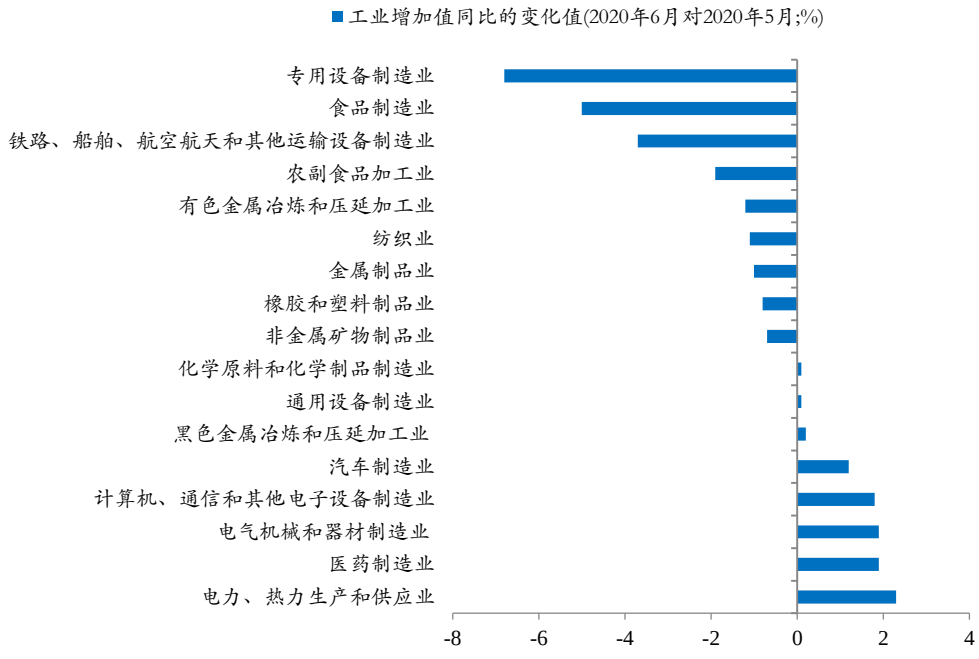
与此同时，**有点意外的是，在出口交货值增速上升的情况下，制造业投资增速为 5.1%，较上月下降了 0.1 个百分点，这可能是去库存的缘故。**不过细分项仍有亮点，医药、计算机通信和其他电子设备制造业、电气机械和器材制造业生产，在防疫和外需拉动下仍保持较高增速。

图4： 库存压力下制造业工业生产增速趋平



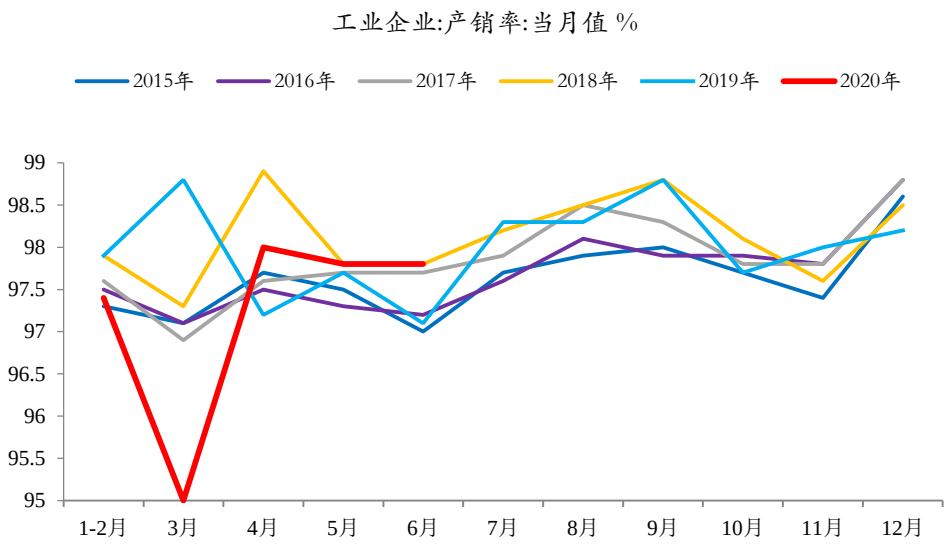
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 各行业工业增加值变化



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 产销率高于季节性，预示着企业在去库存



资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 内需恢复仍存空间

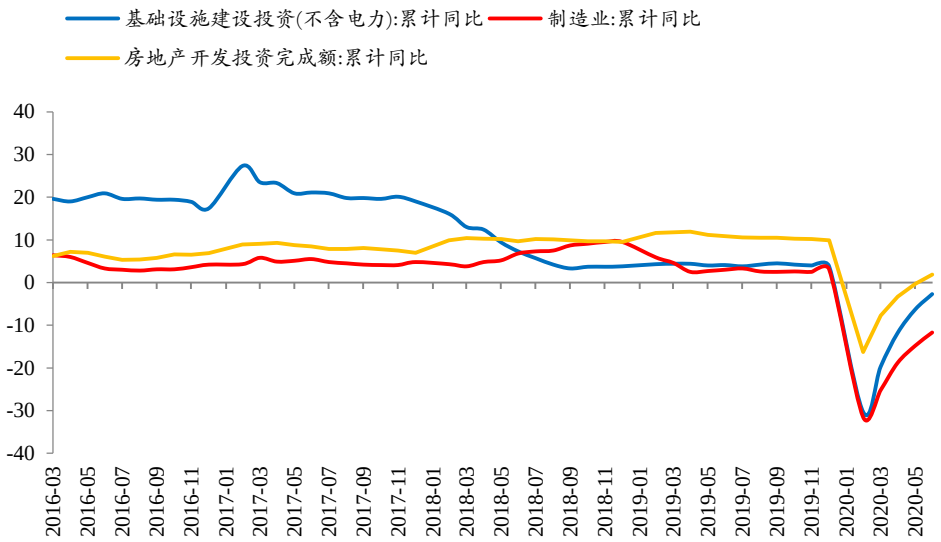
地产投资恢复较快，洪灾干扰基建投资。上半年全国固定资产投资（不含农户）同比下降 3.1%，降幅比 1-5 月份收窄 3.2 个百分点。其中，房地产投资同比增长 1.9%，增速较 1-5 月份上升 2.2 个百分点，单月增速升至 8.5%。房地产投资增速回升的原因在于：（1）国内疫情好转，在交房压力下，房企需要赶工，施工强度上升。（2）货币宽松下加速房地产需求回暖。

基础设施投资（不含电力）同比下降 2.7%，降幅比 1-5 月份收窄 3.6 个百分点。但是单月基建投资增速从 10.9%降至 8.3%，主要是**南方水灾对基建产生了干扰，但这不改变基建投资趋势，根据以往经验，此后的灾后重建甚至还会进一步拉升基建。**

网购节、餐饮成为消费新动力。上半年社零同比下降 11.4%，降幅较 1-5 月收窄 2.1 个百分点，社零继续修复，不过拉动力量有所改变。第一，6·18 网络购物节刺激了化妆品、通讯器材消费。第二，虽然全国范围内的餐饮消费受到了“北京疫情”的影响，但修复趋势不变，加上天气变热，夜经济火热起来，饮料烟酒消费增速回升较快。不过，之前维持较高水平的汽车销量增速，在高基数下回落幅度较大，预计 7 月会出现较大幅度增长。

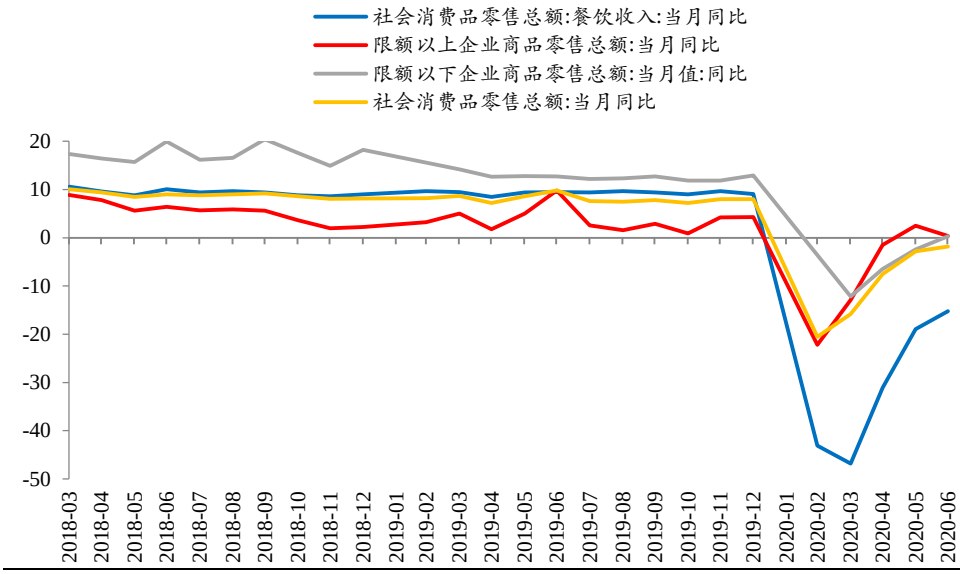
随着 PPI 增速触底回升，企业盈利改善，制造业投资开始修复，加之服务业消费还有很大提升空间，年内需求增长潜力较大。

图7： 基建、地产、制造业累计投资增速继续回升



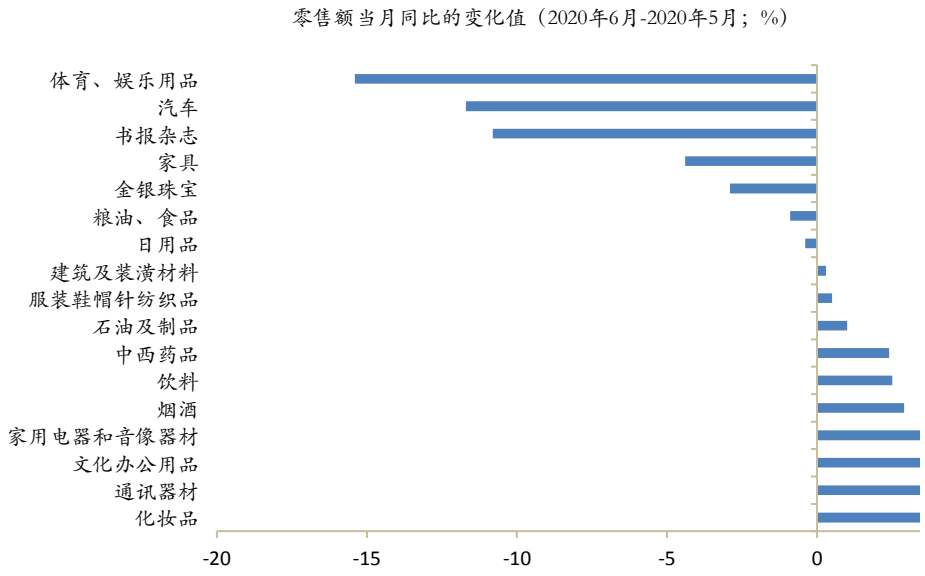
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 企业商品零售增速已经基本恢复正常



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 网购节、餐饮成为零售恢复新动力



资料来源：Wind，新时代证券研究所

4、 释放内需潜力应对不确定性

未来最大的挑战是在海外疫情还在蔓延的情况下，不确定性会一直存在，加上疫情之下，逆全球化可能加剧，企业投资意愿能否被有效激发是挑战。可以考虑的应对之策是：（1）通过供给侧做加法释放国内市场需求潜力；（2）更大力度减税降费；（3）未来选择发展资本市场，更多的居民参与到这一市场中来，会改善企业的资产负债表，也就可以降低非金融企业的杠杆率。当然企业也会像地方政府一样，在资产负债表改善的时候，也会去进行更大规模的扩张。但企业投资和地方政府投资的结果和对经济的影响就完全不一样，因为它们投资的效率不一样，投资回报率不一样，对全社会的渗透不一样，对未来形成的产出不一样。所以每一次企业加大投资之后都会迎来新的一波增长周期。

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，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），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。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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。

分析师介绍

潘向东，首席经济学家，中国财政学会第九届理事会常务理事，“财经改革发展智库”专家委员会委员，中国证券业协会分析师专业委员会委员，中国首席经济学家理事会理事。曾任光大集团和国家开发银行特约研究员，《经济研究》和《世界经济》的审稿专家。历任中信建投证券首席宏观分析师、光大证券研究所副所长、光大证券首席经济学家、中国银河证券首席经济学家兼研究所所长。先后在《经济研究》和《世界经济》等学术杂志发表过数篇论文。先后主持或参加过国家社科重点项目、国家社科基金、国家自然科学基金、博士点基金、博士后基金等。个人著作【真实繁荣】，社会科学文献出版社 2016 年 8 月出版。

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，9 年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

邢曙光，资深宏观分析师，厦门大学经济学博士，北京大学经济学博士后，丹麦哥本哈根大学访问学者，曾任北京大学经济研究所助理研究员，2018 年加入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖 销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕荻琪 销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓 销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室 邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/