宏观

复苏步入降档期

——2020 年 6 月经济数据点评

报告原因：事件点评

2020 年 7 月 16 日

宏观研究/点评报告

山证宏观固收团队

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业登记编码： S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

研究助理：

邵彦棋

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件

➢ 7 月 16 日，统计局发布 2020 年二季度和 6 月份经济数据。

点评

➢ **二季度实际 GDP 同比 3.2%，前值-6.8%。名义 GDP 增速 3.1%，前值-5.3%。**按照生产法看，第二产业在二季度恢复最为明显。实际同比达到 4.7%，在三大产业中水平最高，增幅最大。反映了二季度工业复工复产有利推进，与工业增加值同比的逐月走高相对应。相对而言，第三产业实际同比 1.9%，在三大产业中水平最低。受制于疫情防控长期化常态化，服务业整体复苏进度较慢。

➢ **二季度平减指数下降至 0.74，前值 1.61，主要与农产品价格大幅下降有关。**第一产业平减指数由 19.99 大幅下降至 11.26，二季度农产品价格下降，主要与猪周期接近尾声，春菜上市供应增加相关。近期猪肉价格重新走高，同时极端恶劣天气也导致蔬菜价格有所回升，或使得三季度农产品价格整体下降势头暂时放缓。但目前，根据央行此前一系列表述，通胀因素并非货币政策主要关注目标。第二产业平减指数降幅扩大，这与前期 PPI 同比整体势头相吻合，反映了疫情恢复初期，生产恢复快于需求，供给和需求存在缺口。但是我们也看到，五月下旬以来，主要工业原材料价格已出现触底回升势头，6 月 PPI 同比降幅收窄，后续第二产业平减指数有望得到修复。

➢ **6 月份工业增加值同比进一步攀升，但 5、6 两个月份同比上升幅度明显较 3、4 两个月份收窄。**6 月工业增加值当月同比 4.8%，前值 4.4%。分大类行业看，制造业增加值同比小幅下降，说明目前制造业生产端恢复势头趋于稳定。相对而言，采矿业和电力、燃气及水的生产和供应业增加值同比上升势头较为明显。分具体行业看，下游汽车制造、电气机械及器材制造业、计算机、通信和其他电子设备制造、医药制造业增加值同比依然保持升势，这与近期国内消费和对外出口需求相对应。而其他行业则进入平台期，工业增加值同比升势暂时放缓。

➢ **投资修复继续，但幅度有限。从投资来看，6 月固定资产投资完成额累计同比-3.1%，前值-6.3%。**对于三大投资来说，房地产投资恢复程度仍然领先。房地产投资累计同比 6 月转正，达到 1.9%，前值

-0.3%。房地产销售累计同比的修复依然保持较快势头，6 月录得-5.4%，前值-10.6%。根据高频数据来看，从 5 月份至今，房地产销售主要由二线城市带动，因此近日深圳市对房地产调控对目前房地产销售修复影响有限。但深圳市此次调控是否是房地产整体调控加码的信号，还是仅仅在“一城一策”框架下的单独行动，我们暂时无法确定。后续重点需要关注几个二线城市对当前房地产市场的调控。作为房地产投资的提示性指标，资金来源累计同比接近转正，国内贷款是支撑房地产资金来源的主要分项，反映当前宽信用环境下，房地产企业从银行获得资金条件较为宽松。但房地产投资的另一个提示性指标，新开工面积累计同比虽在稳定恢复，但水平仍较低，修复幅度有限。与新开工面积同比相对应的是，施工面积同比和竣工面积同比均处于低位。以上均说明在防控常态化下，房地产企业项目进行仍面临很大制约。

- **基建投资累计同比接近转正，制造业投资依然低迷。**基建投资继续走高，累计同比-0.07%，前值-3.31%。基建包含的三大行业中，电力、热力、燃气及水的生产和供应业依然是基建投资同比增速的带动行业，而交通运输、仓储和邮政业在 6 月恢复较快。一方面，随着疫情防控逐渐降级，交通运输行业活跃度提升，另一方面，“618”也在 6 月对物流运输有所支撑。制造业投资 6 月累计同比仅为-11.7%，前值-14.8%，修复速度减弱。从行业看，虽然大部分行业投资同比降幅有所收窄，但仍处在较低水平且修复幅度有限。工业产能利用率在二季度大幅回升，由一季度 67.3%上升至 74.4%，该水平略低于疫情前水平。作为工业投资的领先指标，产能利用率的快速回升对未来制造业投资是个利好。
- **社零同比回升势头趋于稳定，6 月当月同比-1.8%，前值-2.8%。从分项来看，部分可选类商品回补消费明显。**从分项上来看，6 月份，家电和化妆品出现了回补性消费，同时这两个类别的消费在 6 月份的繁荣也可能与“618”相关。但另一方面，汽车和石油制品两大类别消费品在 6 月份表现低迷，拖累整体社零。其中，汽车类零售表现与 5 月份形成鲜明对比。我们此前曾提到，“回补性消费”实质是前期受到抑制的消费需求一次性释放，并非来自于本身消费需求回暖。从非典的经验看，很多可选类消费品的消费路径都是“W”型而非“V”型。在这次疫情中，此前在 3-4 月份零售数据表现较好的中西药品类、文化办公用品类、通讯器材类，在 5 月份同比均出现了下降，但在 6 月份又重新走高，形成“W”型走势。以上两个证据都说明可选类商品消费的回补与回落都是后疫情时期的特殊情况，并不需要做过多解读。如果按这样的规律，汽车类零售同比在后续有望重新修复，而在 6 月出现回补消费的家电和化妆品零售同比则有可能在后续出现回落。至于石油及其制品零售同比的低迷，主要与近期油价走势相关。美国疫

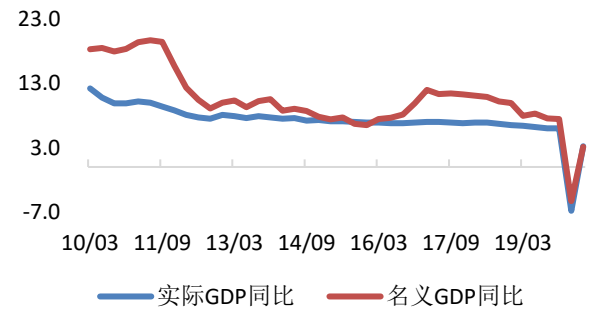
情二次爆发后，原油价格回升势头明显放缓，这也导致石油及其制品类零售同比修复在 5-6 月份放缓。

- **从 6 月的经济数据看，经济整体仍处于上升势头，但较此前月份比上升幅度有所放缓，这主要来自于不同行业与不同需求之间的分化。**考虑到近期经济数据的表现，二季度实际 GDP 同比增速快速转正并不意外，3.2%的读数略超预期。从 6 月份的各项经济数据看，不同行业和不同需求之间的恢复势头已经出现明显分化。从需求端看，出口整体表现出较强韧性，贸易顺差对 GDP 有正向贡献。消费复苏状况较好，但六月复苏势头明显放缓。投资端房地产投资恢复程度较高。而在 5 月专项债大量发行的情况下，基建投资在 6 月份明显走强。但制造业恢复一直较为缓慢，目前已与地产和基建投资两者拉开差距。对于行业来说，下游汽车、电气、通信计算机、医药等行业在近期表现突出。但劳动密集型制造业，如纺织、化工、冶金在 6 月份表现一般。
- **后续看，需求端仍然是经济进一步恢复的关键，但目前看需求端短期恢复过程存在一些不确定性因素。我们坚持此前的观点，三季度经济复苏的步伐或放缓，四季度有可能出现经济增速的二次加速。**目前，随着生产端指标恢复到一定水平，上升势头已明显放慢，后续上行空间有限，需要需求端扩张进一步带动。而需求端恢复情况已经与复工初期有所不同，需求端各项指标并非表现出单一的恢复趋势，后续复苏进程的不确定性因素也开始出现。我们在此前的利率中期报告中曾提出经济恢复“四步走”的观点（详见《2020 年利率债中期策略--经济“四步走”，货币宽松降频减速》），并指出恢复恢复“第三步”将在三季度出现，主要特点是经济恢复的斜率会明显放缓。我们在那篇报告中详细列举了后续经济恢复存在的风险，目前看 6 月份的数据在逐渐证实我们当时提出可能出现的部分风险。这里我们仅对未来可能存在的风险做简单归纳，1）疫情防控常态化对部分行业完全恢复形成制约，这可以从 GDP 第三产业增速看出；2）在“房住不炒”的调控框架下，后续房地产行业想象力有限。近期，深圳出台房产政策是否只是调控“第一枪”，后续其他城市是否会跟进存在不确定性；（3）不同商品消费的回补与回落增加了总体消费的不确定性，最直接影响是使消费恢复斜率放缓。
- **风险提示**

1、后续房地产调控政策超预期；

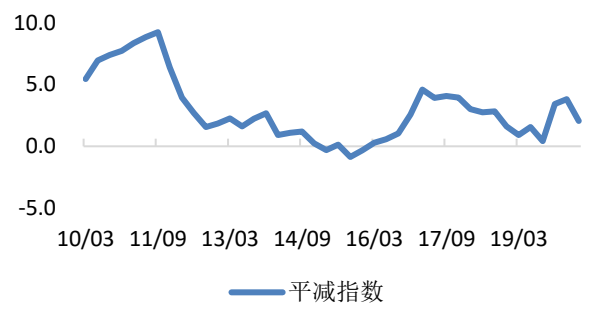
2、前期疫情大幅降低了经济的潜在需求。

图 1：实际 GDP 与名义 GDP 同比走势



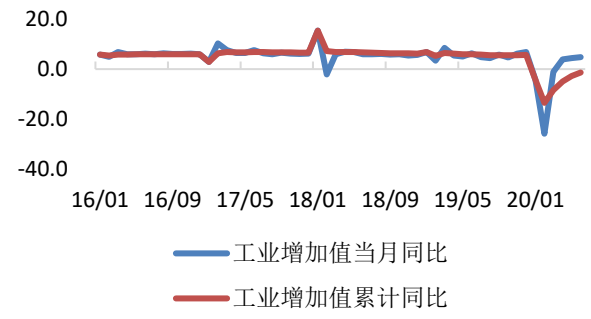
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：平减指数走势



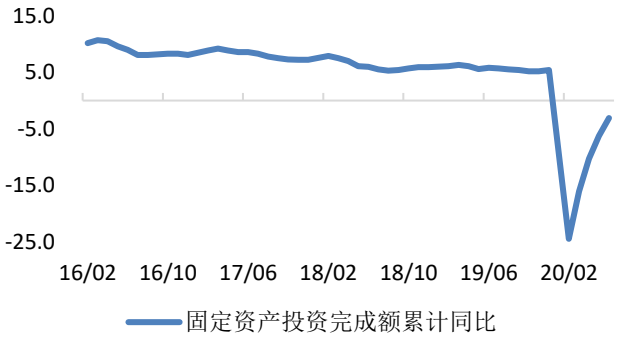
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3：工业增加值同比走势



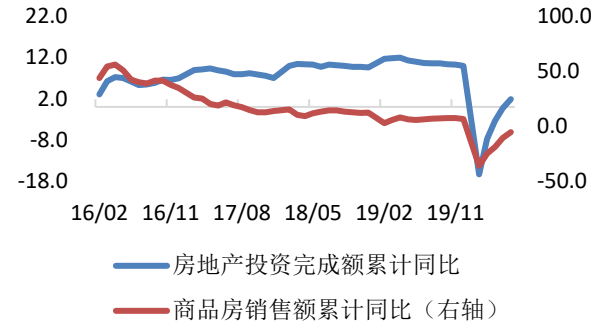
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：固定资产投资完成额累计同比走势



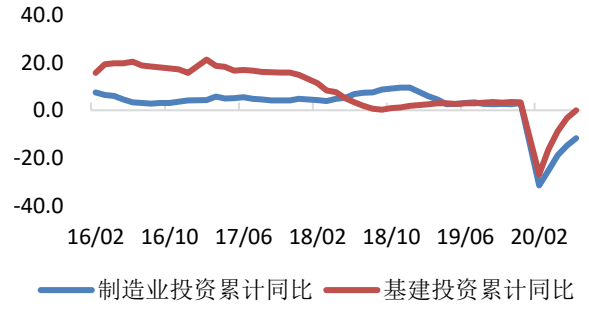
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：房地产投资和销售累计同比走势



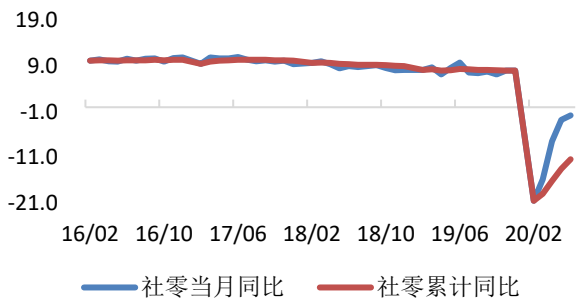
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：基建和制造业累计同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 7：社零累计同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336