宏观研究

关注复苏的持续性

2020 年 07 月 16 日

分析师：李奇霖
执业编号：S0300517030002
电话：010-66235770
邮箱：liqilin@ykzq.com

分析师：张德礼
执业编号：S0300518110001
电话：010-66235780
邮箱：zhangdeli@ykzq.com

近期报告

《逆全球化下粤港澳大湾区的应对之策》2020-06-16

《评 5 月工业企业利润数据：能否持续改善还需观察》2020-06-28

《复苏还能持续多久》2020-06-30

《通缩趋势不变》2020-07-09

《GDP 分析手册》2020-07-13

投资要点

关注复苏的持续性

二季度 GDP 同比 3.2%，相比于一季度增速，回升了 10 个百分点，好于市场一致预期。如果单看 6 月数据，工业增加值、固定资产投资和出口三者的增速，基本都回到疫情前的水平了，经济得到较快修复。

展望下半年经济，有两个比较确定的趋势。一是基建投资增速继续回升。二是国内疫情得到控制后，消费将继续恢复，但疫情冲击家庭资产负债表，以及对未来就业状况和收入的预期较弱，决定了这种恢复会继续是缓慢的。

不确定性也有两点。一是地产投资恢复的持续性。二是出口的反复，欧美强制复工会提振中国外需，但疫情二次爆发拉长了抗疫时间，自中国进口的需求也是缓慢恢复的。

我们认为，由于前期政策的滞后性，经济内生性下行、疫情外生性冲击和逆周期调节平衡下的复苏，可能还会持续一个季度左右。在恢复性的投资和消费消退，以及信用环境边际收紧对实体经济的影响得到体现后，终端需求可能再度面临放缓压力。经济数据同比可能会由于低基数而继续走高，但环比对终端需求走弱，会体现得更明显。

风险提示

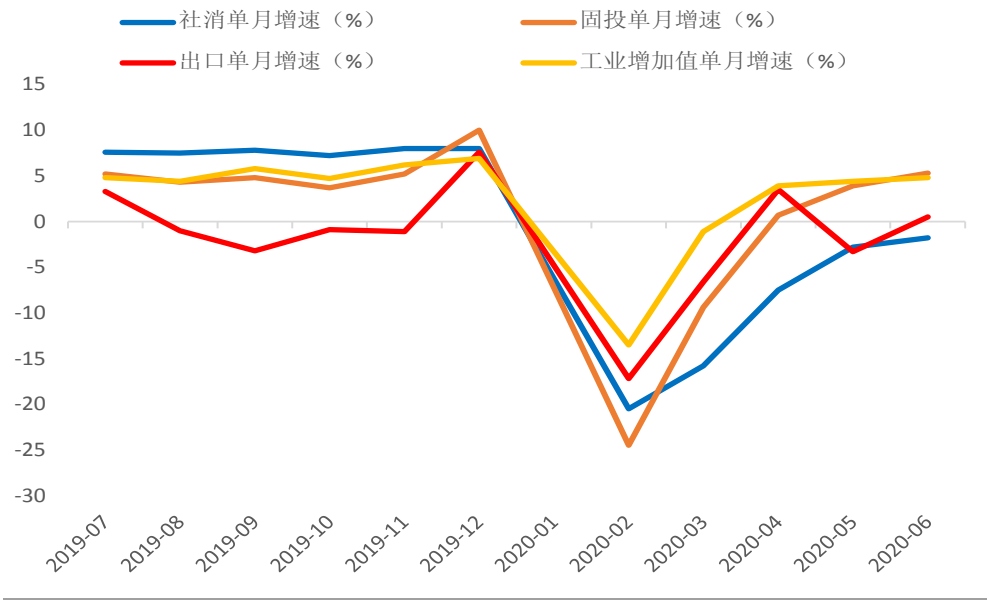
疫情海外持续失控。

图表目录

图表 1： 工业增加值、固投和出口三者的单月增速，基本回到疫情前的水平了 3

二季度 GDP 同比 3.2%，相比于一季度增速，回升了 10 个百分点，好于市场一致预期。如果单看 6 月数据，工业增加值、固定资产投资和出口三者的增速，基本都回到疫情前的水平了，经济得到较快修复。

图表1：工业增加值、固投和出口三者的单月增速，基本回到疫情前的水平了



资料来源：Wind，粤开证券研究院

生产端，6 月工业增加值同比 4.8%，前值 4.4%。三大门类中，采矿业，以及电力、热力、燃气及水生产和供应业这两者的工业增加值增速都有所回升，制造业增加值同比则从 5.2%小幅下滑到 5.1%。分行业看，6 月汽车制造业增加值同比 13.4%，在主要行业中最高，汽车产量也同比大增 20.4%，主要因汽车补库。

6 月工业增加值环比从 1.5%回落到 1.3%，可能和去库存压力下，企业生产意愿有所降低有关。6 月核心 CPI 同比创有统计以来新低，同时企业产成品库存实际同比依然处于高位，从这两个角度来看，企业尤其是中小企业订单不足、供过于求的矛盾依然很突出，工业生产未来恢复的速度大概率还会继续放缓。

再来看需求端。上半年三大需求中，出口的韧性持续好于预期，稳增长压力下固定资产投资也较快修复，相对而言消费尤其是服务消费恢复较慢，是最主要的拖累。

上半年固定资产投资累计同比增速，从 5 月的-6.3%回升到-3.1%，单月增速从 3.9%提高到 5.3%。三大分项的累计增速也都回升，但单月增速出现分化，房地产和制造业投资的增速上升，而全口径基建投资增速下滑。

上半年全口径基建投资同比-0.1%，前值-3.3%，但单月增速从 10.9%高位回落到 8.3%。5 月专项债密集发行、财政存款反季节性新增 1.31 万亿之后，6 月财政存款减少 6102 亿，基本恢复季节性。在财政支出加快的同时，基建单月增速放缓，大概率因洪涝灾害的扰动。洪涝之后基建投资将恢复，加之水利领域将推出重大项目来补短板，基建投资增速回升的趋势较为确定。

制造业投资累计增速，从 1-5 月的-14.8%回升到-11.7%，单月增速从-5.3%回升到-3.5%，继续缓慢修复，目前还依然是固定资产投资的主要拖累。反映了在对未来预期不乐观的情形下，制造业企业对资本开支较为谨慎，预计这一趋势还将延续。

分行业看，上半年增速为正的制造业子行业有两个，一是医药制造业，累计增速为

13.6%；另一个则是计算机、通信和其他电子设备制造业，累计增速为 9.4%。这两个行业都和抗疫的关联度较大，前者是直接的防护，后者则受益于线上办公需求的增加，这也和出口的趋势一致。

房地产数据全线回暖。销售方面，销售金额累计增速从-10.6%回升到-5.4%，销售面积累计增速从-12.3%回升到-8.4%。投资方面，投资额累计同比，从-0.3%转正到 1.9%，单月投资增速从 8.1%提高到 8.5%。先行指标方面，新开工面积同比下降 7.6%，降幅收窄 5.2 个百分点；土地购置面积累计同比下降 0.9%，降幅收窄 7.2 个百分点。信用环境改善和销售回暖，带动房企到位资金同比从-6.1%回升到-1.9%。

地产数据全线回暖，一是因当前的信用环境仍然较为宽松，在房企融资和居民房贷两端都是如此，对投资和销售都有支撑；二是去年下半年开始，房企面临着交房压力，疫情期间施工受到较大冲击，因此在二季度有赶工诉求，带动单月的地产投资增速，从 3 月的 1.1%，回升到二季度各月的 7.0%、8.1%和 8.5%。

最后看消费。6 月社消同比-1.8%，前值-2.8%。上半年社消累计同比下降 11.4%，在各终端需求中是恢复最慢的，成为经济的主要拖累。

按消费类型看，6 月商品零售收入同比-0.2%，餐饮收入-15.2%，疫情之下后者缓慢修复。

限额以上商品零售中，6 月必选消费表现继续明显好于可选消费。粮油食品、饮料、烟酒和日用品的零售同比增速都继续在两位数以上。化妆品类的增速从 12.9%提高到 20.5%，与 6 月电商促销有关。

和汽车生产回暖不同的是，6 月汽车类零售同比增速从 3.5%大幅下滑到-8.2%，在各商品门类中最低。一方面是因 2019 年 6 月去库存下的高基数，另一方面则和前期积压需求已逐步释放有关，高频显示 7 月前两周汽车零售明显回落。

总的来说，目前除消费外，经济已基本恢复到疫情前的水平。对比欧美等国，无论是一季度中国经济下滑的幅度，还是二季度经济修复的程度，中国经济都展现了很强的韧性。

展望下半年经济，有两个比较确定的趋势。一是基建投资增速继续回升。地方政府完成稳增长 KPI 的诉求，以及广义赤字扩张后财政支出向基建领域的倾斜，都支持基建投资反弹，全年增速可能到 6%左右。二是国内疫情得到控制后，消费将继续恢复，但疫情冲击家庭资产负债表，以及对未来就业状况和收入的预期较弱，决定了这种恢复会继续是缓慢的。

不确定性也有两点。一是地产投资恢复的持续性。二季度地产投资高增，和一季度施工停滞后，交房压力之下的赶工有关。6 月地产投资同比增速回升的节奏，已经有所放慢。保市场主体和稳就业的宽松信用环境，也对地产销售和投资支撑。但在经济明显恢复后，信用环境将边际收紧，向常态回归，信用最为宽松的时候已经过去，这会逐步向地产销售和投资传导。加之近期“房住不炒”的基调再次被明确，地产投资单月增速可能正在接近高点。

二是出口的反复，欧美强制复工会提振中国外需，但疫情二次爆发拉长了抗疫时间，自中国进口的需求也是缓慢恢复的。加之海外复工，一部分出口份额会从中国流出。两股力量平衡下，下半年中国的出口未必会持续改善，何况制造业 PMI 新出口订单指数也已连续 5 个月大幅低于荣枯线。

我们认为，由于前期政策的滞后性，经济内生性下行、疫情外生性冲击和逆周期调节平衡下的复苏，可能还会持续一个季度左右。在恢复性的投资和消费消退，以及信用

环境边际收紧对实体经济的影响得到体现后，终端需求可能再度面临放缓压力。经济数据同比可能会由于低基数而继续走高，但环比对终端需求走弱，会体现得更明显。

分析师简介

李奇霖，粤开证券首席经济学家、研究院院长，董事总经理，证书编号：S0300517030002。
张德礼，中央财经大学经济学硕士，2017 年 3 月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300518110001。

研究院销售团队

北京 王爽 010-66235719 18810181193 wangshuang@ykzq.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com