内需修复和 CPI 下行进入平台期

2020 年 07 月 05 日

报告摘要

- **内需修复进入平台期。**投资方面，一是在疫情后经历了 3 月份以来的“赶工”，尤其是地产投资和基建投资在 5 月份已经回升至 10%左右的单月增速；另一方面，受南方大范围强降雨影响，6 月份水泥磨机开工率和水泥价格都明显回落，表明施工进度可能受到了一定程度的影响。消费方面，受去年同期“国五”清库导致高基数+前期压抑需求集中释放等因素共同影响，汽车零售在 6 月份再度转负，而北京疫情反复等也对服务消费的修复进程产生了一定影响。无论是投资还是消费的修复，都在 6 月份有明显放缓。

- **CPI 下行进入平台期。**5 月份以来国际原油价格的企稳逐步向国内成品油价格传导，同时，内需开启疫后修复，驱动上半年 CPI 持续下行动力之一的非食品开始企稳；食品方面，在南方汛情的影响下，猪价和鲜菜价格亦在 6 月份止跌回升。虽然全年 CPI 仍将在猪周期驱动下继续下行，但将自 6 月份开始进入下行中的平台期。

- **预计二季度实际 GDP 增速在 2.0%左右。**预计一产在二季度基本回升至疫情前的正常增速水平；6 月份规上工业增加值回升斜率放缓，预计二季度二产增速在 4.4%左右增速水平，从服务业生产指数来看，三产的修复要比二产更为缓慢，5 月份服务业生产指数才开始转正。综合上述判断，预计二季度 GDP 实际增速回升 2.0%附近。

- **风险提示：**高频数据与经济硬数据出现背离

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

010-66573671

taochuan@dwzq.com.cn

证券分析师 王丹

执业证号：S0600520050003

010-66573671

wangdan@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观专题报告 20200627：“疫”浪淘沙：下半年宏观十大判断》2020-06-28

2、《二季度 GDP 增速有多少？：5 月经济数据点评》2020-06-15

3、《宏观点评 20200614：美股回调后能否延续前期涨势？》2020-06-14

4、《宏观点评 20200610：高增之下存隐忧》2020-06-11

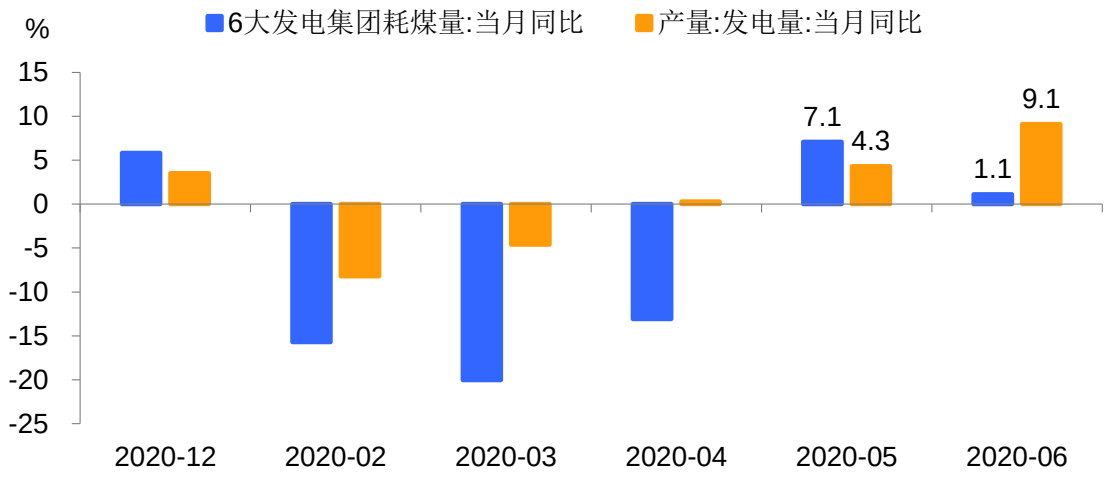
5、《宏观点评 20200610：PPI 触底之后怎么看？》2020-06-10

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 生产：如何理解高频与 PMI 的背离？

电力耗煤走弱与 PMI 生产项和 6 月上旬发电量的高增背离。6 月日均电力耗煤量 63 万吨，基本持平 5 月份，同比 1.1%较 5 月份明显回落（图 1），但即便剔除口径变化后，电力耗煤同比增速亦明显回落，自 5 月 16.9%的高增回落至 9.1%；但电力耗煤的转弱与发电量数据和 PMI 明显背离，国网公布 6 月上旬全国发电量同比增长 9.1%，继 5 月份增速回升后进一步提速；而 6 月 PMI 生产项则强势上升至 53.9，较 5 月份扩大了 0.7 个百分点。

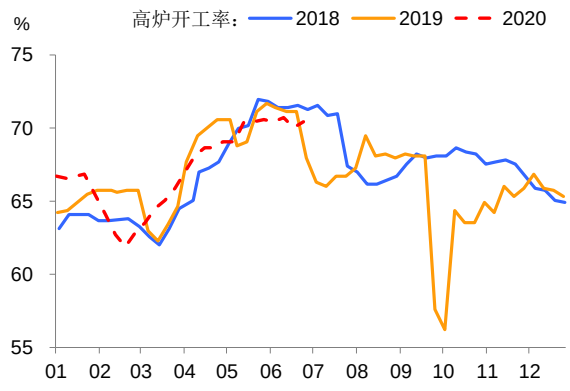
图 1：6 月电力耗煤量与上旬发电量出现背离



数据来源：Wind，国家电网，东吴证券研究所（1-2 月为累计同比，6 月发电量数据为上旬）

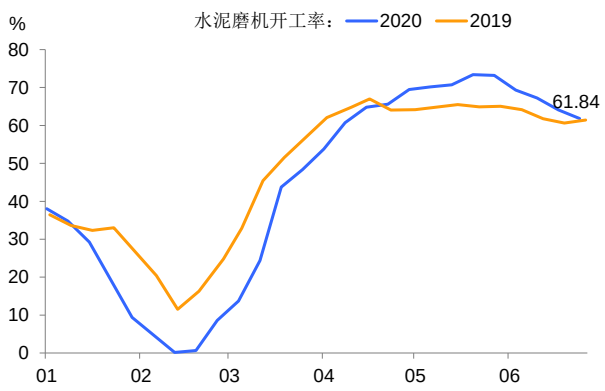
受华东华南降雨影响，高炉开工率和水泥磨机开工率双双结束改善势头。6 月高炉开工率 70.4%，与 5 月份和去年同期基本持平，同比改善自疫情以来开始放缓。而水泥磨机开工率更是出现明显回落，自 5 月末 73%的高位回落至 6 月末的 61.8%（图 3）。

图 2：6 月高炉开工率同比改善明显放缓



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：水泥磨机开工率在 6 月明显回落



数据来源：数字水泥网，东吴证券研究所

综合上述多项高频数据和 PMI 等软数据，我们认为：

（1）基于今年汛期提前来袭，6 月水力发电可能导致电力耗煤量对工业生产的指示意义弱化，预计工业生产比电力耗煤表现更好；

（2）国网能源研究院副总经济师单葆国指出，“大部分地区气温偏高也拉动了 6 月上旬用电增长”，预计工业生产并没有发电量表现的大幅回升；

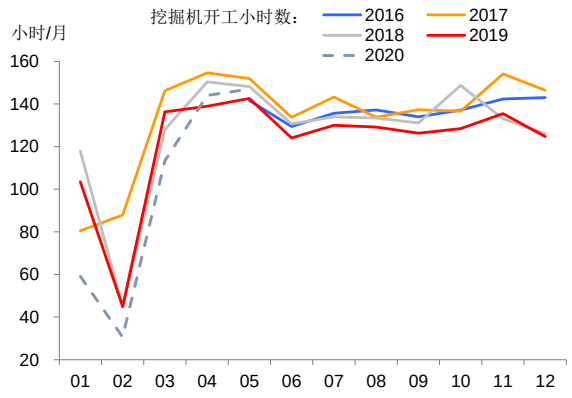
（3）结构上，上游钢材、水泥等行业受强降雨影响生产景气度相对 5 月有所回落；

（4）预计 6 月工业生产继续改善至 4.6%左右，但回升幅度明显放缓。

2. 需求：投资和消费修复进入平台期

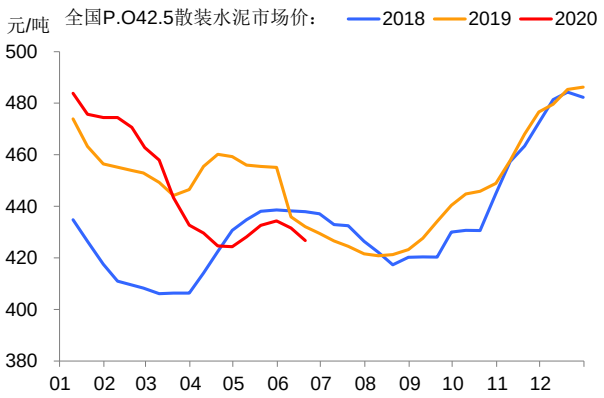
南方多地暴雨成灾拖累施工，基建高景气度略有回落。5 月挖掘机销量同比增长 68%，较 4 月份的 60%进一步加快，地产施工和基建链条仍然保持较高景气度。但从环比来看，6 月建筑业 PM59.8，较 5 月份回落了 1 个百分点；建筑业 PMI 的边际放缓，与水泥磨机开工率在 6 月份的明显走弱和价格回落表现一致，或与 6 月份南方多地暴雨拖累施工进度有关。

图 4：5 月份小松挖机开工小时数进一步提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：6 月水泥价格明显回落

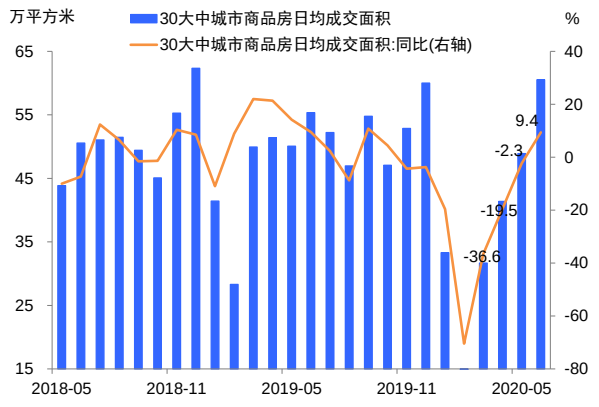


数据来源：Wind，东吴证券研究所

地产销售继续改善。30 大中城市 6 月日均成交面积同比增速自疫情以来首次转正，同比高增 9.4%，显示了地产销售仍热具有韧性。但考虑到这轮疫情主要冲击中低收入群体（详见下半年展望报告《“疫”浪淘沙：下半年宏观十大判断》），三四线城市地产销售对整体销售的拖累会逐步显现。6 月土地市场景气度回落，土地成交面积同比降幅扩大到 28%，溢价率维持震荡。

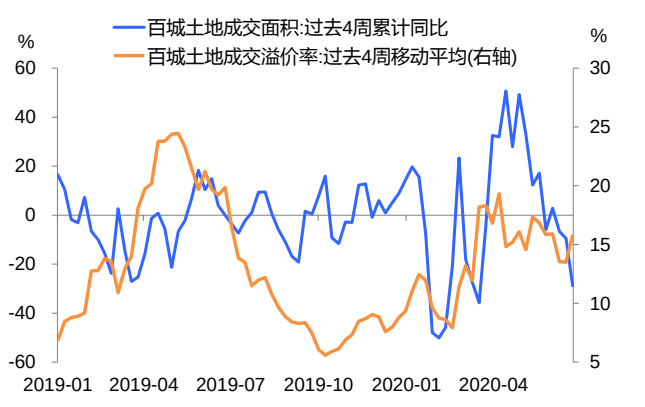
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 6：6 月 30 大中城市地产销售同比转正



数据来源：Wind，东吴证券研究所

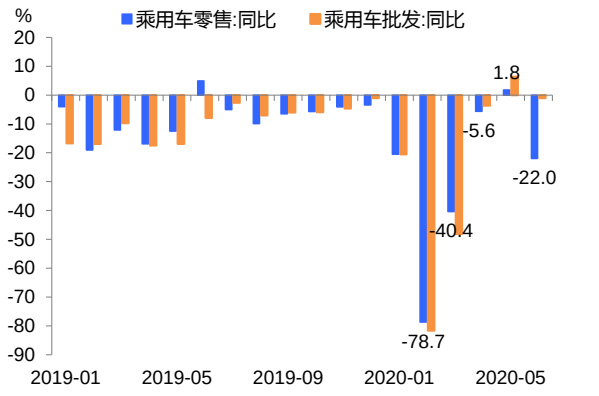
图 7：5 月土地成交面积下降但溢价率未走弱



数据来源：Wind，东吴证券研究所

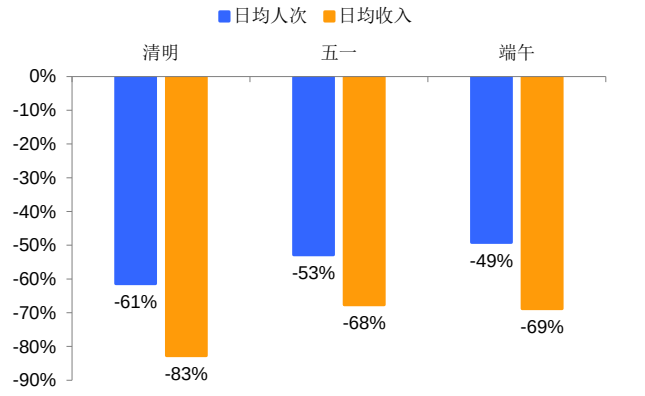
高基数拖累汽车零售，疫情反复拖累旅游消费复苏进程。乘联会公布了 6 月前 27 日日均零售同比大幅下降 22%，而 5 月全月为同比增长 1.8%。6 月汽车零售的大幅走弱（图 8），是多重因素共振下的结果，前期刚需得到有效释放+6 月汽车消费淡季+去年 6 月“国五清库”高基数+北京疫情反复。服务消费方面，端午假期日均旅游人次同比下降 49%，降幅较五一假期小幅收窄 4 个百分点，但日均旅游收入同比降幅并未继续修复（图 9）。

图 8：6 月高基数拖累汽车零售再度转负



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

图 9：端午假期旅游消费并未明显改善

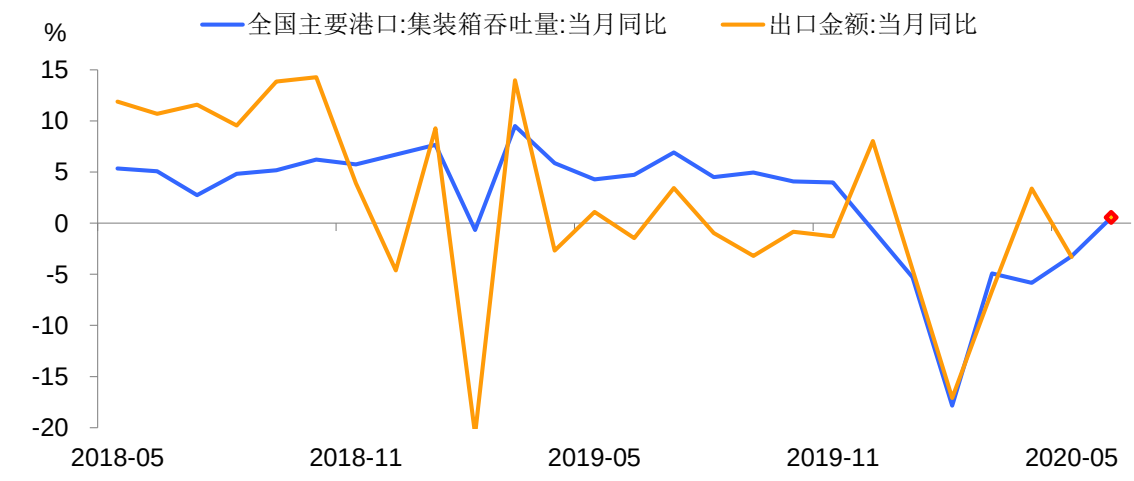


数据来源：文旅部，东吴证券研究所

欧美复工和防疫物资出口边际支撑出口韧性。欧美复工复产推进，尤其是欧洲加快经济重启对外需形成边际支撑；且预计防疫物资出口将延续 5 月份的高增。6 月份八大枢纽港口集装箱吞吐量同比转正，增长 0.57%，而其中外贸仍然维持负增长，同比减少 0.85%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 10：6 月 8 大枢纽港口集装箱吞吐量同比转正

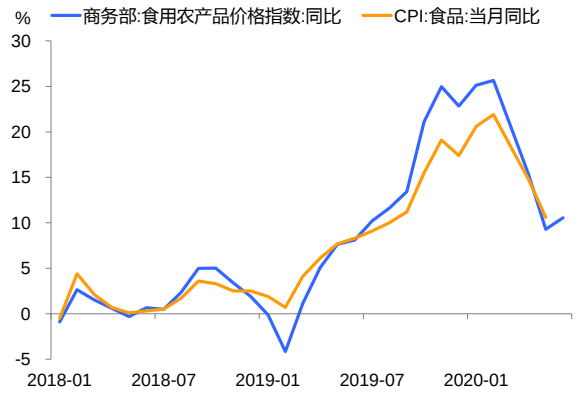


数据来源：Wind，中国港口协会，东吴证券研究所

3. 价格：CPI 下行暂缓，PPI 触底弱反弹

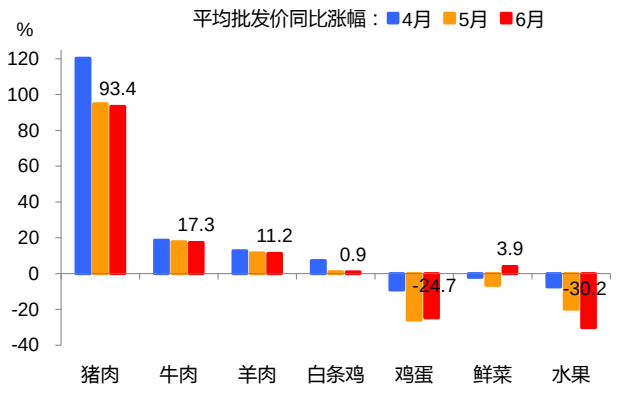
食品和非食品共振企稳，CPI 小幅上行至 2.6%左右。6 月主要的食品价格出现止跌，尤其是猪价同比结束了 2 月以来的持续快速回落，且带动相关肉类替代消费品价格涨幅的回落放缓。南方大范围强降雨对鲜菜供给产生扰动，而鲜果在去年高基数的影响下，同比降幅达到 30%以上。非食品方面，5 月以来国际油价的企稳，叠加国内需求的缓慢修复，非食品也开始企稳。

图 11：预计 5 月 CPI 食品项企稳



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12：除水果外主要食品项价格企稳



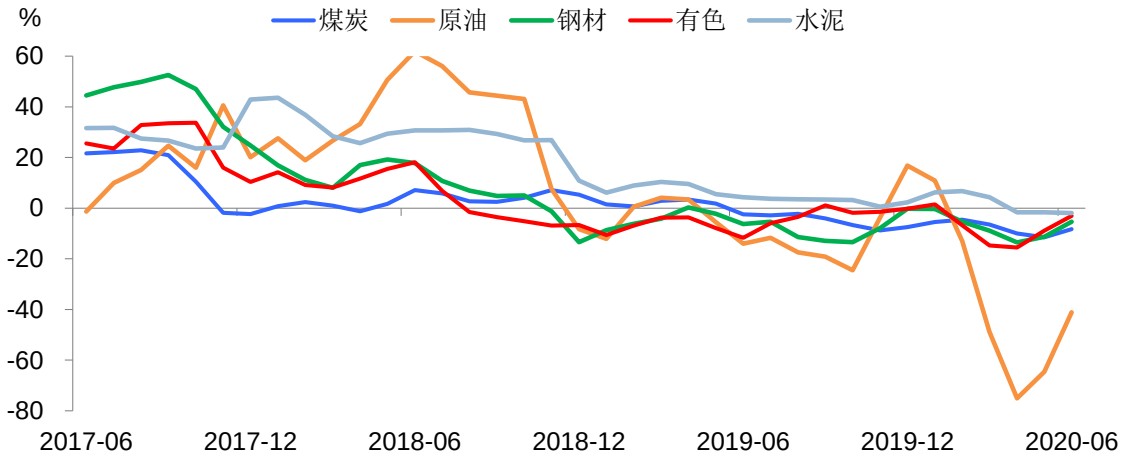
数据来源：Wind，东吴证券研究所

发达经济体复工和国内经济延续修复，PPI 触底弱反弹。PPI 方面，从 6 月份高频数据来看，PPI 同比在 6 月触底后企稳回升基本确定。除了水泥以外，其他工业品价格

请务必阅读正文之后的免责声明部分

同比均继续明显改善，其中，原油，煤炭、钢材和有色金属价格同比降幅分别较前值回升 23.5、3.3、6.0 和 5.9 个百分点（图 13），预计 6 月 PPI 同比回升至-3.2%左右。

图 13：6 月主要工业品价格降幅进一步收窄

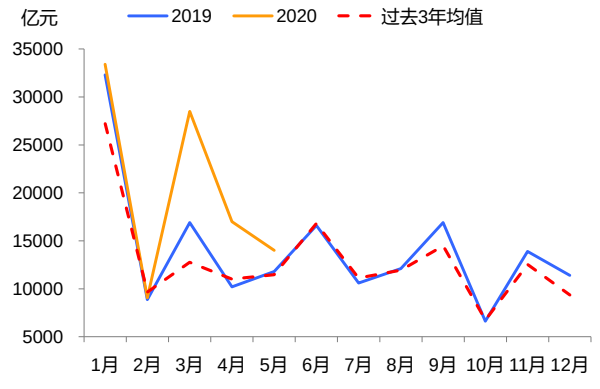


数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 金融：信贷可得性下降

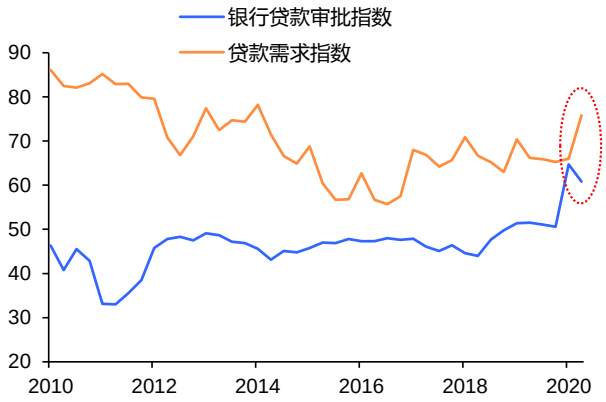
6 月银行信贷投放季节性回升，但央行近期调查问卷显示信贷可得性在二季度明显下降（图 15），我们预计 6 月银行新增信贷在 1.7 万亿左右，基本持平去年同期投放水平。结构上居民信贷表现可能更好，6 月 30 大中城市商品房成交面积同比转正，且“618”等年中促销可能对居民短贷形成一定支撑。社融方面，企业债券净融资与 5 月相当，政府债券发行量相较 5 月份的破万亿水平明显回落。

图 14：6 月新增信贷季节性回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

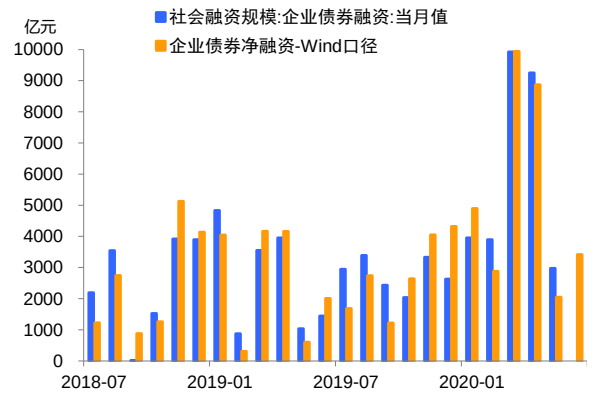
图 15：二季度信贷可得性下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

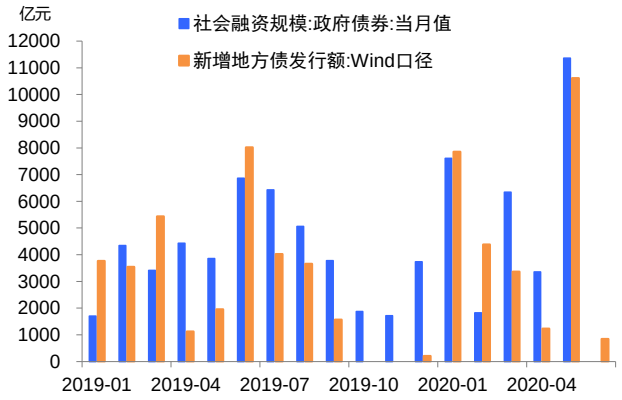
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 16：6 月企业债券净融资与 5 月水平相当



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 17：6 月政府债券发行明显回落拖累社融



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 结论

图 17：6 月各项经济数据预测汇总

	预测6月		20-05	20-04	20-03	20-02	20-01	19-12	19-11	近期走势
PMI	↑	50.9	50.6	50.8	52.0	35.7	50.0	50.2	50.2	
CPI	↑	2.6	2.4	3.3	4.3	5.2	5.4	4.5	4.5	
PPI	↑	-3.2	-3.7	-3.1	-1.5	-0.4	0.1	-0.5	-1.4	
工业增加值	↑	4.6	4.4	3.9	-1.1	-25.9	-4.3	6.9	6.2	
固定资产投资	↑	-3.1	-6.3	-10.3	-16.1	-24.5	-	5.4	5.2	
消费品零售	↑	-1.5	-2.8	-7.5	-15.8	-20.5	-	8.0	8.0	
出口	↑	-2.6	-3.3	3.4	-6.6	-17.1	-	8.1	-1.3	
进口	↑	-11.0	-16.7	-14.2	-1.0	-3.9	-	16.7	1.0	
M2	↓	11.0	11.1	11.1	10.1	8.8	8.4	8.7	8.2	
新增贷款（万亿元）	↑	1.70	1.48	1.70	2.85	0.91	3.34	1.14	1.39	
新增社融（万亿元）	↓	2.70	3.19	1.70	5.18	0.87	5.05	2.10	1.99	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

6. 风险提示

高频数据与最终经济硬数据之间常常产生背离的情况，因此，根据高频数据预测的经济数据会与最终值产生一些差距。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

