

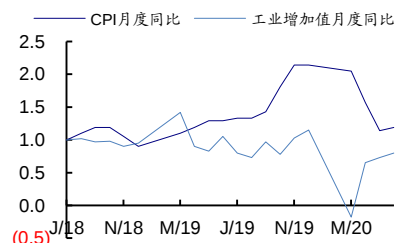
证券研究报告—动态报告

宏观经济

宏观经济月报

2020 年 07 月 24 日

CPI 与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	-3.10
社零总额当月同比	-1.80
出口当月同比	-20.70
M2	11.10

相关研究报告:

《大类资产配置月报: 宽松政策下, 股债商同时上涨》——2020-05-07
 《宏观经济月报: 经济修复加快, 高技术制造业表现亮眼》——2020-06-01
 《宏观经济月报: 消费不足是当前国内经济增长最主要的矛盾》——2020-06-18
 《大类资产配置月报: 股票、商品的 showtime》——2020-07-03
 《大类资产配置月报: 债市略显鸡肋, 股票、商品值得期待》——2020-06-03

证券分析师: 李智能

电话: 0755-22940456

E-MAIL: lizn@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516060001

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158

E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

宏观月报

复苏未尽, 下半年 GDP 同比增速有望达到 6% 以上

● 复苏未尽, 下半年 GDP 同比增速有望达到 6% 以上

2020 年二季度对经济增长拉动最大是资本形成总额, 而最大的拖累是最终消费, 投资与消费出现较大的分化。

经济增长大波动背景下, 居民收入的稳定预期需要持续一段时间才能形成, 这导致预防性储蓄临时抬升, 消费修复呈现滞后现象。后续随着居民收入预期逐渐稳定, 前期额外的预防性储蓄会逐渐转化为消费力, 推动消费的补偿性增长, 从这个角度来看, 未来经济复苏的潜力仍然很大。

在下述假定下, 2020 年下半年实际 GDP 同比增速能达到 6%: (1) 全年基建投资同比增速为 10%, 下半年基建投资同比增速为 17.6%; (2) 下半年高技术制造业投资同比持平二季度的 10.8%; (3) 下半年旧产能制造业投资同比持平 6 月的 -6.4%; (4) 下半年房地产投资同比持平二季度的 8%; (5) 剔除价格后的净出口不变价金额同比不会负增长; (6) 剔除价格后的最终消费不变价金额同比进一步向零靠拢。

● 经济增长: 国内经济陡斜率修复尚未结束

从生产端来看, 6 月国内工业生产同比继续上升, 但仍低于去年全年的水平, 高基数是制约 6 月同比增速上升斜率的重要影响因素。从需求端来看, 固定资产投资完成额同比增速继续上升, 但去年的高基数拉低了今年 6 月同比增速上升的幅度, 分项中旧产能制造业投资同比继续上升但仍明显负增长, 基建投资同比增速或受天气影响有所放缓; 消费同比增速亦继续回升, 呈现补偿性增长的可选消费品类较 5 月进一步扩大, 但受餐饮以及个别分项负增长影响, 整体社会消费品零售总额同比仍处于负增长区间, 去年 6 月的高基数同样拉低了今年 6 月消费同比增速上升的幅度; 进口增速大幅回升至正值, 一方面是海外陆续复工复产, 之前积压的进口订单得以实施, 另一方面也反映国内的需求继续修复; 出口增速亦有所回升, 其中防疫物资需求仍较旺盛, 同时海外经济体陆续重启, 防疫物资以外的产品需求也有明显恢复。

考虑到全球每日新增确诊人数仍处于高位, 现有确诊人数仍在持续上升, 未来几个月海外对防疫物资的需求或仍较旺盛, 有利于国内防疫物资出口维持同比高增长, 此外随着国外经济活动陆续重启, 海外对防疫物资以外的产品需求将逐渐恢复, 预计下半年国内出口将继续维持稳定增长格局。内需方面, 下半年国内投资与消费同比增速均有进一步上升空间, 国内经济陡斜率修复的趋势或延续。

● 通货膨胀: CPI 同比短期回升, PPI 同比有望持续上行

从高频指标来看, 2020 年 7 月 CPI 环比或明显超过季节性水平, 7 月 CPI 同比或继续上升至 2.9% 左右。考虑到去年 8、9 月的高基数, 今年 8、9 月 CPI 同比或难以继续上行, 走平或小幅回落的概率较大, 到了四季度, 短期影响因素消除后 CPI 同比或再次明显回落。

随着海外经济重启, 同时国内需求继续修复, 工业品价格上升势头在下半年或延续, 考虑到去年下半年的低基数, 今年下半年 PPI 同比有望持续上行。

内容目录

二季度 GDP 数据解析：复苏未尽，下半年 GDP 同比增速有望达到 6%	4
额外储蓄为未来消费蓄力，下半年经济复苏潜力仍很大	4
下半年三大需求对 GDP 同比的拉动幅度预估	6
6 月经济增长数据解读：国内经济陡斜率修复尚未结束	8
生产端：工业品产量同比继续上升，高技术制造业表现仍然亮眼	9
需求端：投资——整体增速继续上行，基建有所回落或源于天气影响	11
需求端：消费——可选品消费出现补偿性增长的品类继续扩大	12
需求端：进出口——进、出口增速均上行，后续有望维持稳定增长格局	14
6 月通胀解读：CPI 同比短期回升但中期回落趋势难改，PPI 同比有望持续上行	15
2020 年 6 月 CPI 数据分析与未来走势判断	15
2020 年 6 月 PPI 数据分析与未来走势判断	19
国信证券投资评级	22
分析师承诺	22
风险提示	22
证券投资咨询业务的说明	22

图表目录

图 1: 二季度城镇居民人均可支配收入当季同比增速仍大幅高于消费支出增速	4
图 2: 二季度城镇居民收入分配的不均衡程度仍基本与过去两年相当	5
图 3: 二季度支出法 GDP 中投资的拉动大幅超越去年平均水平	6
图 4: 支出法 GDP 中三大需求不变价金额同比增加金额走势一览	6
图 5: 下半年支出法 GDP 中三大需求不变价金额当季同比增加金额预估	8
图 6: 下半年三大需求对 GDP 同比的拉动幅度预估	8
图 7: 2020 年 6 月工业增加值同比增速继续上升	10
图 8: 6 月制造业工业增加值同比企稳, 后续有望向上突破, 采矿业仍较低	10
图 9: 6 月基建相关产品、汽车产量同比继续上升	11
图 10: 6 月机器人、集成电路产量同比再次明显上升	11
图 11: 房地产与基建、制造业投资当月同比增速一览	11
图 12: 制造业新旧动能投资当月同比增速一览	12
图 13: 房地产销售当月同比增速一览	12
图 14: 6 月消费同比增速继续回升, 但仍处于负值区间	13
图 15: 6 月大部分可选品消费增速已接近或超过 2019 年全年同比水平	14
图 16: 中国进出口当月同比增速变化一览	15
图 17: 国内贸易顺差金额一览	15
图 18: 2020 年 6 月 CPI 食品价格环比高于季节性, 非食品低于季节性	16
图 19: CPI 食品项环比与历史均值比较	16
图 20: CPI 非食品服务项环比与历史均值比较	17
图 21: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较	17
图 22: 6 月以来食品价格持续上涨	18
图 23: 7 月食品价格高于季节性主要由肉类、蔬菜价格贡献, 可持续性较弱	18
图 24: 5 月以来高频非食品价格呈现上涨态势	19
图 25: 2020 年 6 月 PPI 生产资料和生活资料价格环比均高于历史均值	19
图 26: 2020 年 6 月 PPI 生产资料各分项价格环比与历史均值比较	20
图 27: 2020 年 6 月 PPI 生活资料各分项价格环比与历史均值比较	20
图 28: 流通领域生产资料价格高频指标走势图	21

二季度 GDP 数据解析：复苏未尽，下半年 GDP 同比增速有望达到 6%

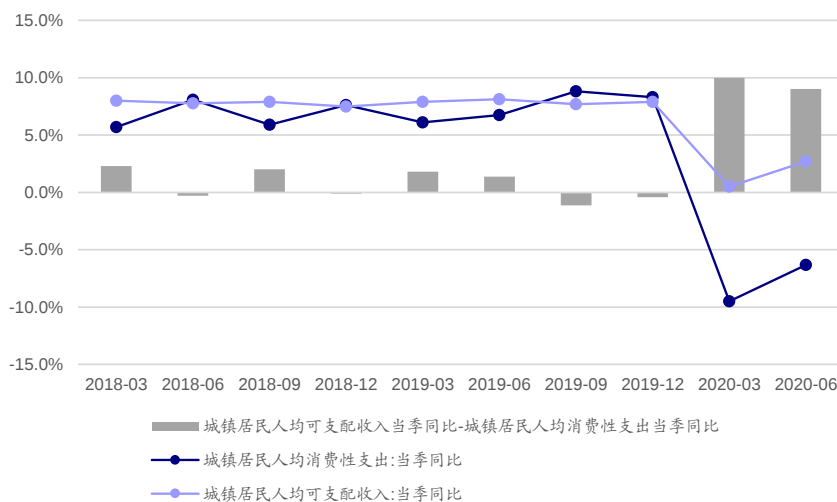
额外储蓄为未来消费蓄力，下半年经济复苏潜力仍很大

2020 年二季度对经济增长拉动最大是资本形成总额，而最大的拖累是最终消费，投资与消费出现较大的分化。

我们猜测这是因为在经济增长大波动背景下，居民收入的稳定预期需要持续一段时间才能形成，这导致预防性储蓄临时抬升，消费修复呈现滞后现象。后续随着居民收入预期逐渐稳定，前期额外的预防性储蓄会逐渐转化为消费力，推动消费的补偿性增长，从这个角度来看，未来经济复苏的潜力仍然很大。

2020 年一季度国内城镇居民人均可支配收入同比增速为 0.5%，高于城镇居民人均消费支出同比增速约 10 个百分点；2020 年二季度国内城镇居民人均可支配收入同比增速为 2.7%，高于城镇居民人均消费支出同比增速约 9 个百分点。而 2018-2019 年当季国内城镇居民人均可支配收入同比增速高出城镇居民人均消费支出同比增速的幅度最大仅约为 2.3 个百分点，这表明 2020 年以来国内居民储蓄倾向出现了非常明显的抬升，二季度这种储蓄倾向水平仍然非常高。

图 1：二季度城镇居民人均可支配收入当季同比增速仍大幅高于消费支出增速

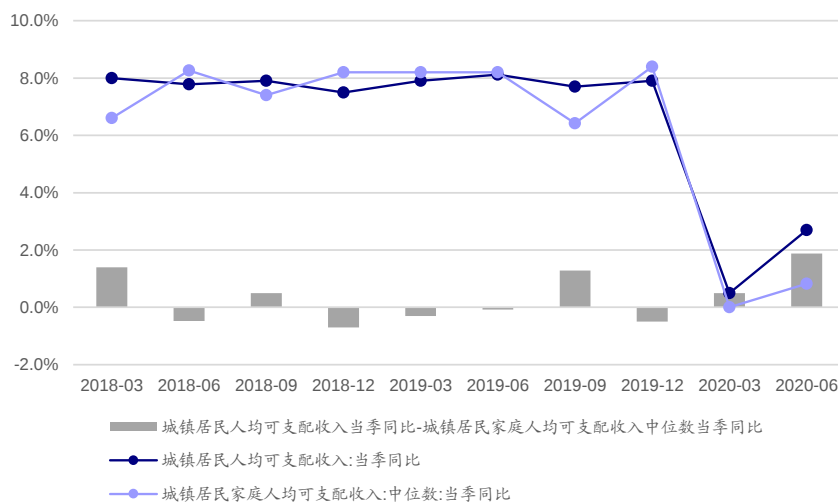


数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

从收入分配角度看，城镇居民人均可支配收入中位数同比低于城镇居民人均可支配收入同比，表明中位数以下人群收入增速低于中位数以上人群，收入分配一定程度上向中高收入人群倾斜。

我们用城镇居民人均可支配收入同比减去城镇居民人均可支配收入中位数同比的差值衡量这种倾斜程度，可以发现今年以来这个倾斜的幅度仍比较有限，基本与过去两年的高点相当。

因此，当前城镇居民可支配收入增速明显高于消费支出增速，很大程度上并不是收入分配不均衡造成的，而是中低收入人群收入预期不稳定从而临时提高储蓄倾向造成的。

图 2：二季度城镇居民收入分配的不均衡程度仍基本与过去两年相当


数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

根据国家统计局公布的数据，二季度国内最终消费、资本形成总额、净出口对实际 GDP 同比的拉动分别为-2.35、5.01、0.53 个百分点，较一季度分别抬升 2.01、6.48、1.51 个百分点。

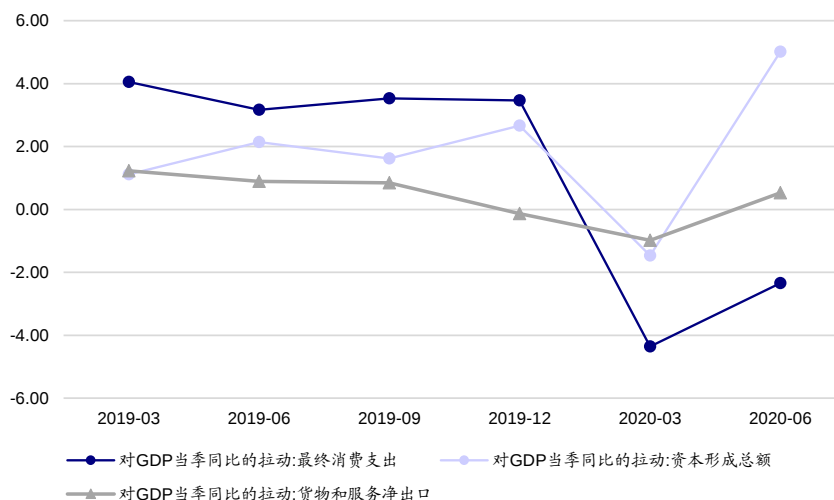
2019 年四个季度最终消费、资本形成总额、净出口对实际 GDP 同比的拉动平均值分别为 3.56、1.89、0.71 个百分点。

从 2020 年二季度三大需求对实际 GDP 同比的拉动与 2019 年四个季度的平均值比较来看，2020 年二季度最终消费、净出口的拉动低于 2019 年平均值约 5.90、0.18 个百分点，而资本形成总额的拉动高于 2019 年平均值达到 3.13 个百分点。

从不变价金额角度来看，2020 年二季度国内不变价 GDP 金额约 22.5 万亿元，较 2019 年二季度同比增加 6910 亿元。

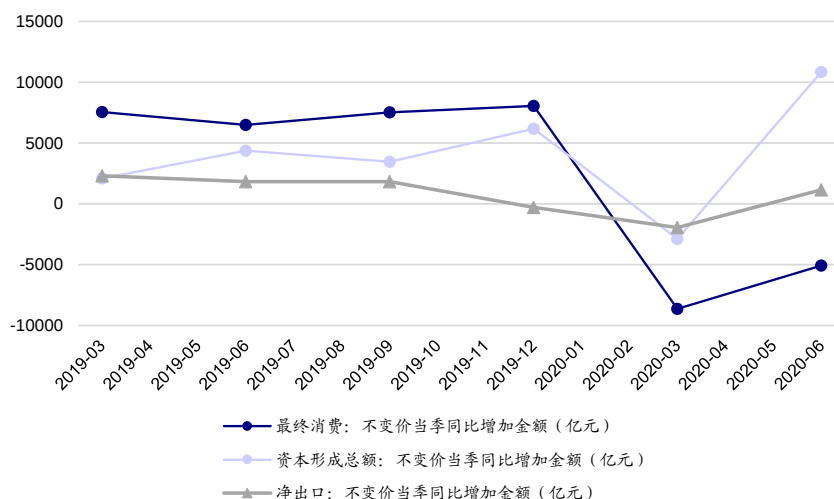
根据支出法 GDP 中三大需求对当季同比的贡献率可计算得到，2020 年二季度最终消费较去年二季度同比减少 5065 亿元，资本形成总额较去年二季度同比增加 10828 亿元，净出口较去年二季度同比增加 1147 亿元，三者合计同比增速 6910 亿元。

图 3: 二季度支出法 GDP 中投资的拉动大幅超越去年平均水平



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 4: 支出法 GDP 中三大需求不变价金额同比增加金额走势一览



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

下半年三大需求对 GDP 同比的拉动幅度预估

2019 年三、四季度国内不变价 GDP 金额分别约为 22.8、24.8 万亿元, 若 2020 年三、四季度不变价 GDP 同比增速要达到 6%, 则 2020 年三、四季度不变价 GDP 较 2019 年同期需分别增加 13674、14882 亿元, 平均每个季度同比需增加约 1.4 万亿元。

资本形成总额不变价同比增量方面, 2020 年下半年大概率还有进一步上升的空间, 即 2020 年三、四季度资本形成总额不变价金额同比增量有望超过二季度的 10828 亿元。

首先, 国内基建投资二季度同比增速为 8.1%, 市场预期今年全年基建投资同比增速或达到 10%以上, 这要求下半年基建投资同比增速要达到 17.6%以上, 下半年基建投资仍有较大的上升空间。

其次, 我们测算的高技术制造业投资二季度同比为 10.8%, 仍明显低于去年下

半年同比 19.4%，而今年疫情缓和后高技术制造业生产强度一直高于去年全年水平，这或表明国内高技术制造业产能瓶颈问题仍很突出，后续高技术制造业投资仍有上升空间；我们测算的旧产能制造业投资二季度同比为-8.5%，仍然明显负增长，后续随着需求继续修复，旧产能制造业投资同比亦有上升空间。

最后，房地产投资在偏宽松的货币政策环境下或维持同比稳定增长格局。

从金额角度来看，2020 年二季度基建投资金额约为 57039 亿元，较去年二季度同比增加 4279 亿元。若下半年基建投资同比增速达到 17.6%，则下半年每个季度基建投资金额较去年同期增加 9196 亿元。

2020 年二季度高技术制造业投资金额约为 13098 亿元，较去年二季度同比增加 1272 亿元。若下半年高技术制造业投资同比增速持平二季度的 10.8%，则下半年每个季度高技术制造业投资金额较去年同期增加 1400 亿元。

2020 年二季度旧产能制造业投资金额约为 47385 亿元，较去年二季度同比减少 4419 亿元。若下半年旧产能制造业投资同比增速持平 6 月当月同比-6.4%，则下半年每个季度旧产能制造业投资金额较去年同期减少 3227 亿元。

2020 年二季度房地产投资金额约为 40751 亿元，较去年二季度同比增加 3002 亿元。若下半年房地产投资同比增速持平二季度同比 8.0%，则下半年每个季度房地产投资金额同比增加 2821 亿元。

根据上述测算，基建投资、高技术制造业投资、旧产能制造业投资、房地产投资二季度较去年二季度增加金额合计约为 4135 亿元，下半年每个季度较去年同期增加金额合计约为 10190 亿元，下半年每个季度较二季度同比多增加 6055 亿元。

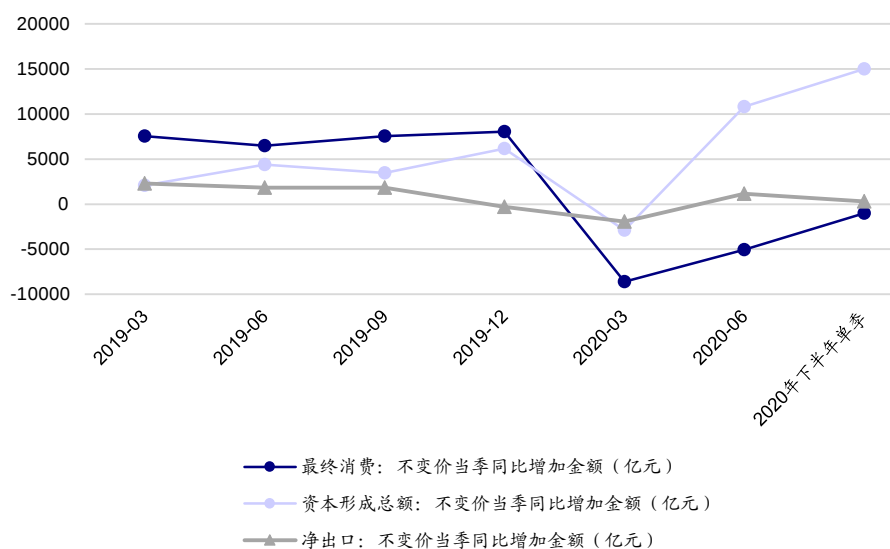
考虑剔除价格因素的影响，下半年每个季度不变价投资较二季度同比多增加金额或达到 5000 亿元以上，由此估计，下半年每个季度资本形成总额不变价金额同比多增金额或达到 1.5 万亿元。

考虑到 2020 年下半年进口同比增速较二季度或有所上升，而海外受疫情影响，整体出口同比进一步上升的空间较小，净出口同比可能会有所回落，但国内整体外贸顺差的格局难以改变，下半年净出口不变价金额同比大概率仍维持正增长。

最终消费不变价金额同比增量方面，2020 年下半年继续修复的概率较大，不变价金额同比减少的幅度有望进一步收缩，若下半年当季最终消费不变价金额较去年同期减少的幅度能收缩至 1000 亿元左右，则 2020 年下半年三大需求不变价金额合计平均每个季度同比增加就能达到 1.4 万亿元，单季实际 GDP 同比增速就有望达到 6%。

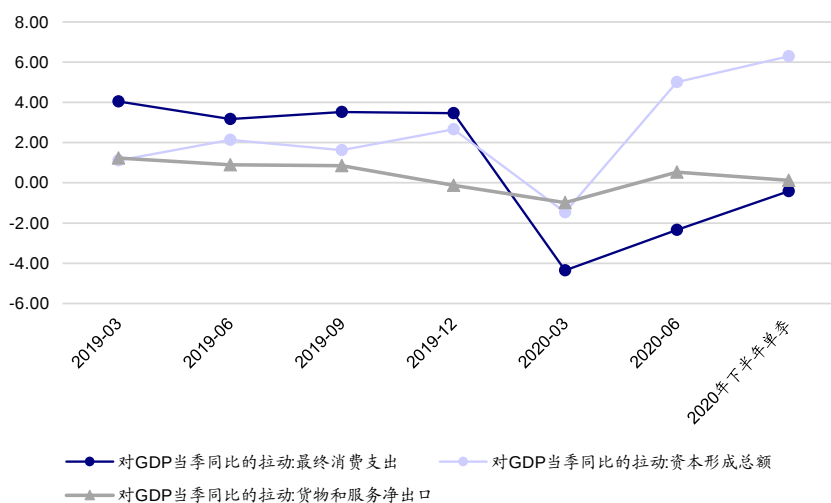
考虑到前期额外的预防性储蓄较多，若在下半年能转化成消费力，在消费的补偿性增长加持下，最终消费不变价金额同比大概率能实现正增长，在此情形下，下半年实际 GDP 同比有望超过 6%。

图 5：下半年支出法 GDP 中三大需求不变价金额当季同比增加金额预估



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理
注：2020 年下半年单季为基于假设的估计值

图 6：下半年三大需求对 GDP 同比的拉动幅度预估



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3687

