



Research and
Development Center

弱复苏格局下的经济特征

——6 月经济数据点评

2020 年 7 月 16 日

李一爽 分析师

证券研究报告

固定收益

点评报告

李一爽 分析师

执业编号: S1500520050002

联系电话: +86 18817583889

邮箱: liyishuang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

弱复苏格局下的经济特征

2020年7月16日

本期内容提要

- **GDP 缘何超预期?** 2020年二季度,中国GDP超预期回升至3.2%,主要原因来自于第三产业增速的回暖。虽然二季度服务业生产指数的均值只有-0.4%,但第三产业的增速却达到了1.9%。由于服务业生产指数衡量的是偏市场化的服务行业,那么包括行政、教育、医疗等非市场化的其他服务业可能需要出现非常大幅的回暖。从支出法GDP的角度看,贸易顺差扩大带来的净出口的改善,也是推动经济增速超预期的主要原因。但是我国季度GDP增速主要是从生产法的维度上统计的,支出法更多是通过轧差进行的补充。理论上出口改善对应生产法就已经反映在了我国的工业产出上,进口减少相当于更多使用国内产品,增加国内需求的恢复,这可能也是服务业超预期的主要原因。
- **出口增速改善推动工业增加值回升。**6月工业增加值同比从上月的4.4%回升至4.8%,这主要还是出口改善的贡献。6月出口交货值达到2.6%,较5月上行4%,初步估算这将拉动我国工业增加值上升0.8%。从行业上看,制造业增速反而从上月的5.2%下行至5.1%。只有医药、汽车、电气机械以及计算机、通信与电子设备制造业的增速较5月提升幅度超过1%,其他主要行业的增速也均较5月出现了一定程度上的下滑,这种下滑可能更多仍是源于终端需求不振带来的主动去库存。而后续消费与制造业投资需求偏弱也将在较长时间内对这些行业造成冲击,从而限制工业增加值的回升幅度。
- **基建投资边际放缓,医药电子继续回暖。**土地购置推动房地产投资增速回升,雨水天气使基建投资增速边际放缓。制造业投资增速负增长,主要行业中只有医药与电子行业投资增速继续回暖。
- **尽管618推升网络零售,但社零负增长仍在持续。**居民实际收入累计增速从-3.9%回升-1.3%,回升速度显然要慢于GDP的回升速度。主要非耐用品消费的增速好于耐用消费品,显示收入下滑仍对居民的购买能力带来了负面冲击,而受到疫情影响,教育、文化、娱乐等服务消费增速还处在35%的负增长下。因此,未来消费的回升依然面临着较大的阻力。
- **地产销售边际放缓,地产数据韧性中存隐忧。**6月房地产销售面积当月增速从9.7%降至2.1%,弱于30城销售的改善幅度,或显示在经历了前期需求的集中释放后,多数三四线城市的地产修复速度正在减缓。此外,新开工当月增速从2.5%升至8.9%,并未受到雨水天气的影响,这或将为开发商未来推盘提升奠定基础。竣工当月增速由6.3%降至到了-6.8%,仍然呈现出了较大的波动性。此外,土地购置面积同比增速接近0增长,土地成交价款同比增速从7.1%降至5.9%。
- 总体来看,二季度经济数据显示中国经济已经走出疫情的阴霾,逐步进入平稳运行的状态,但这一状态整体是偏弱的,且中途仍有波动。出口失速的风险已经解除,但大幅回升的可能性仍然相对较低;消费与制造业投资的缓慢恢复,将限制工业增加值恢复的高度。在疫情下,服务消费的改善仍然需要更长的时间。房地产市场虽然韧性仍存,但未来政策可

能边际收紧，叠加部分三四线城市前期需求快速释放可能带来后继乏力的问题。6月基建投资增速虽有所下滑，但在大量政府债券的加持下，全年进一步向上应该是确定的趋势。在这样的背景下，我们认为政策仍需维持宽松的基调，对经济复苏提供支持。

目录

一、服务业增速超预期推升二季度 GDP	3
二、出口增速改善推动工业增加值回升	3
三、基建投资边际放缓 医药电子继续回暖	5
四、尽管 618 推升网络零售 但社零仍然维持负增长	7
五、地产销售边际放缓，地产数据韧性中存隐忧	8
六、关注 7 月大学生毕业对失业率的影响	9
风险因素	10

表目录

表 1：工业增加值分行业增速比较（%）	5
表 2：固定资产投资分行业增速比较（%）	7
表 3：消费分项增速比较（%）	8

图目录

图 1：名义 GDP 与实际 GDP 增速	3
图 2：三大产业对 GDP 的拉动率	3
图 3：制造业增速出现回落	4
图 4：工业增加值增速的回升幅度弱于发电量	4
图 5：主要工业产品产量同比增速比较	5
图 6：6 月出口交货值继续回升，出口提振工业增速	5
图 7：地产基建带动投资增速回升	6
图 8：其他费用继续快速回升	6
图 9：社零恢复速度仍然较慢	8
图 10：地产后周期产业链消费增速回升	8
图 11：地产数据继续改善	9
图 12：销售当月增速大幅回升，新开工回升力度偏弱	9

一、服务业增速超预期推升二季度 GDP

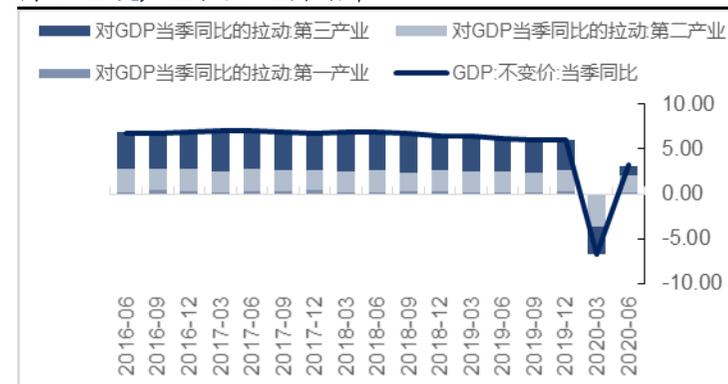
2020 年二季度，中国 GDP 增速回升至 3.2%，好于市场预期的 2.5%。GDP 增速超预期的主要原因来自于第三产业增速的回暖。虽然二季度服务业生产指数的均值只有-0.4%，但 GDP 中二季度第三产业的增速却达到了 1.9%。由于服务业生产指数衡量的是偏市场化的服务行业，那么包括行政、教育、医疗等非市场化服务业的其他服务业可能需要出现非常大幅的回暖，这需要后续数字的验证。而第二产业增加值增速达到了 4.7%，也要高于最近三个月工业增加值的平均值。照此推断二季度规模以下工业企业的表现更好，但这似乎与实际情况不完全一致。

图 1：名义 GDP 与实际 GDP 增速



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：三大产业对 GDP 的拉动率



资料来源：万得，信达证券研发中心

从支出法 GDP 的角度看，贸易顺差扩大带来的净出口的改善，也是推动经济增速超预期的主要原因。4-5 月中国国际收支口径经常项目差额，就已经超过了 7000 亿人民币的顺差，二季度整体可能超过 1 万亿，这确实对 GDP 存在一定的提振作用。但是我国季度 GDP 增速主要是从生产法的维度上统计的，支出法更多是通过轧差进行的补充。理论上出口改善对应生产法就已经反映在了我国的工业产出上，进口减少相当于更多使用国内产品，增加国内需求的恢复，这可能也是服务业超预期的主要原因。

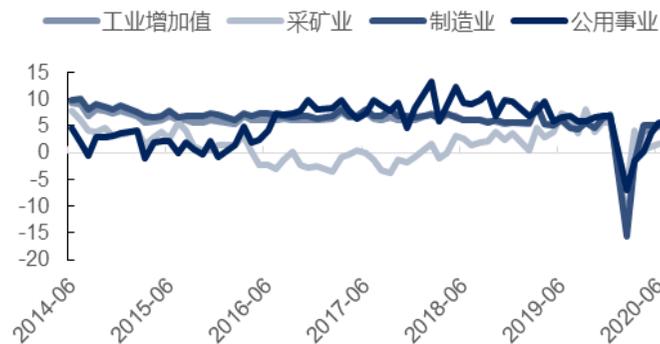
二、出口增速改善推动工业增加值回升

6 月工业增加值同比从上月的 4.4% 回升至 4.8%，大致符合市场预期。根据我们之前的观点，随着国内建筑业施工进入淡季，加上前期积压订单逐步完成，6 月工业增加值增速可能出现一定的反复。而高频数据也显示，6 月国内生产活动的修复速度出现了边际放缓，但工业增加值仍然出现了上行，这主要还是出口改善的贡献。6 月出口交货值达到 2.6%，较 5 月上行 4%，

初步估算这将拉动我国工业增加值上升 0.8%。此外，6 月发电量增速从 4.3% 上升到了 6.5%，第二产业用电量也从 2.9% 上升到 4.3%，均较工业增加值的升幅更高，我们猜测这主要也是由于工业增加值的回升更多是相对能耗更高的设备制造业的回升推动有关。而从部分工业品的产量增速看，多数产品与 5 月增速大致持平，但智能手机 6 月产出增速高达 26%，这也与消费数据中通讯器材销售大幅提升相对应，或反映了 618 购物节以及外需回暖的双重影响。

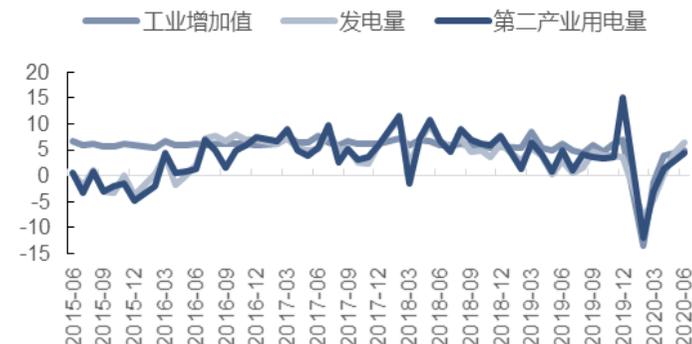
从行业上看，采矿业与公用事业的增速均较上月显著回升，而制造业增速反而出现了一定的回落，从上月的 5.2% 下行至 5.1%。只有医药、汽车、电气机械以及计算机、通信与电子设备制造业的增速较 5 月提升幅度超过 1%。后两者可能与出口增速的改善有关。此外，工业原材料中的黑色、化工行业的产出增速大致与 5 月持平，有色、建材的产出增速反而较 5 月有所下降。但除了这几个行业之外，其他主要行业的增速也均较 5 月出现了一定程度上的下滑，这种下滑可能更多仍是源于终端需求不振带来的主动去库存。而后续消费与制造业投资需求偏弱可能也将在未来较长时间内对这些行业的增速造成冲击，从而限制工业增加值的回升幅度。

图 3：制造业增速出现回落

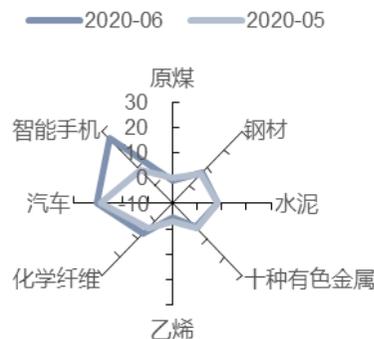


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：工业增加值增速的回升幅度弱于发电量



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：主要工业产品产量同比增速比较


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：6月出口交货值继续回升，出口提振工业增速


资料来源：万得，信达证券研发中心

表 1：工业增加值分行业增速比较 (%)

		增速变动	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09	2019-08	2019-07	2019-06
消费品	农副食品加工业	-1.9	-2.4	-0.5	3	-4.8	-16	-0.3	-0.6	-2.7	-1.2	0	1.5	2.5
	食品制造业	-5	1.3	6.3	7.5	5.7	-18.2	4.6	5.5	3.4	4.2	5	7.3	6.7
	纺织业	-1.1	3.2	4.3	2	-5.5	-27.2	0.2	2.5	-1.3	0.6	0.1	1.2	1.6
	医药制造业	1.9	3.9	2	4.8	10.4	-12.3	5.3	5.1	7.1	7.3	8.3	7.4	5.9
	汽车制造业	1.2	13.4	12.2	5.8	-22.4	-31.8	10.4	7.7	4.9	0.5	4.3	-4.4	-2.5
中间品	非金属矿物制品业	-0.7	4.8	5.5	4.2	-4.5	-21.1	8.4	8.6	4.1	7	8.1	8.7	9.5
	黑色金属冶炼及压延加工业	0.2	6.3	6.1	4.6	4.1	-2	10.7	10.7	6.3	9.5	10.4	10	13.7
	有色金属冶炼及压延加工业	-1.2	2.8	4	6.9	2.8	-8.5	5	6.4	9.1	7.7	8.5	10.3	12.9
	化学原料及化学制品制造业	0.1	4	3.9	3.2	0.7	-12.3	7.7	7.9	3	3.3	1.2	3.8	5.4
资本品	橡胶和塑料制品业	-0.8	2.7	3.5	5.2	-5.5	-25.2	3.7	5.7	3.9	5.7	4.5	5.2	4.8
	金属制品业	-1	2.6	3.6	8.9	-1.6	-26.9	6.3	6	3.1	2.6	0.9	4.2	5.7
	通用设备制造业	0.1	7.4	7.3	7.5	-5.4	-28.2	4.9	6.2	3.1	3.5	0	0.7	2.6
	专用设备制造业	-6.8	9.6	16.4	14.3	-2.2	-24.4	6.5	7	5	7	3.3	4	5.3
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-3.7	-1.2	2.5	5.7	0.5	-28.2	-6.8	0.1	3	4.7	7.8	15.7	14.5
	电气机械及器材制造业	1.9	8.7	6.8	9	-0.4	-24.7	12.4	12.6	10.7	12.1	10	7.6	11.3
	计算机、通信和其他电子设备制造业	1.8	12.6	10.8	11.8	9.9	-13.8	11.6	9.7	8.2	11.4	4.7	6.1	10.4

资料来源：万得，信达证券研发中心

三、基建投资边际放缓 医药电子继续回暖

6月固定资产投资增速从-6.3%回升至-3.1%，好于预期的-3.5%，对应当月增速达到1%。其中，房地产投资增速转正，回升至1.9%，对应当月增速上升至8.5%，但整体固定资产投资完成额中其他费用的增速还在快速回升，可以印证地产投资的改善主要仍是由土地购置贡献。全口径基建投资增速升至-0.1%，也对应当月投资增速从10.9%降至8.3%，说明淡季到来叠加

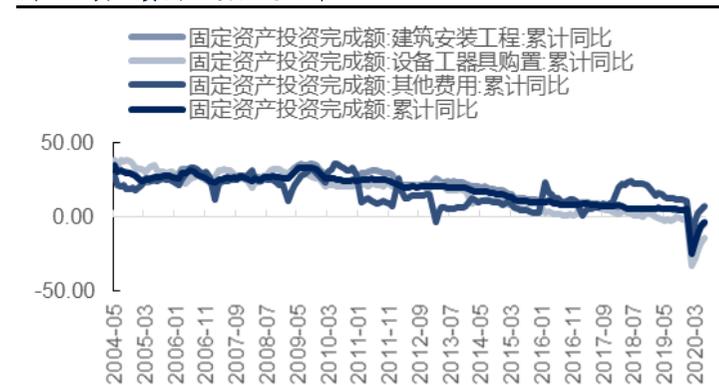
雨水、洪涝灾害的影响，使得建筑业需求有所下行。制造业投资增速从-14.8%回升至-11.7%，仍然相对低迷，对应当月增速仍然为-3.5%，在疫情对未来经济造成了较大不确定性的背景下，叠加企业利润受到重创，制造业投资年内累计增速转正仍然面临较大的困难。从分行业的投资增速看，几乎全部行业投资增速均较5月有所改善，但仍处于深度的负增长之中。而此前已经转正的公用事业，医药制造，计算机、通信和其他电子设备制造业的投资增速在上月大幅回升的基础上，本月仍在持续转暖，前者可能仍是由于电网投资规模的加大，而后两者可能更多代表了高技术产业的发展方向。此外，民间投资增速回升至-7.3%，升幅和绝对值均弱于整体投资增速，显示投资更多仍由政府投资推动。

图 7：地产基建带动投资增速回升



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：其他费用继续快速回升



资料来源：万得，信达证券研发中心

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_3821

