

6 月经济数据点评：经济维持修复

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669号

报告要点

经济向好趋势进一步确认，地产修复速度最快，基建效果开始显现，制造业下游发力。预计股指上行仍有后劲，债市短期有望修复，商品宽幅震荡。

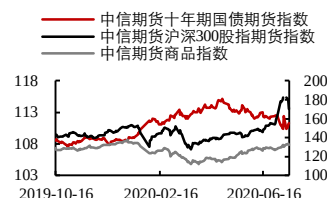
摘要：

二季度 GDP 同比 3.2%，6 月工业增加值同比 4.8%，经济向好趋势进一步确认。上半年经济增长主要还是靠第二产业拉动，第三产业恢复偏慢。按照一季度 GDP 增速 -6.8%，二季度增速 3.2% 估算，如果下半年经济增速超过 1.4%，则今年全年可以实现经济正增长；如果下半年维持二季度 3.2% 的增速，则今年全年经济增速为 1%；如果下半年经济增速可以超预期的回到疫情前即 7%，则全年增速可达 3%。根据 IMF 最新经济展望，预计今年中国经济增速为 1%，明年增速大幅反弹至 8.2%，随后再次缓慢回落。

地产修复速度最快，基建效果开始显现，制造业下游发力。地产投资最具韧性，2 月跌幅最小，6 月率先翻正为 1.9%。考虑商品房销售维持高景气度，雨季结束后地产仍有赶工预期。6 月基建投资累计同比 -2.7%，虽然仍然为负值，但反弹斜率最高。基建不同行业的修复出现分化，电力热力行业投资最快，水利环境投资修复速度偏慢。按照专项债资金时间推断，预计基建增速在 7 月雨季结束后会出现加速上行。制造业恢复明显慢于地产和基建，6 月累计同比 -11.7%，不过制造业下游正在发力，汽车、家电、计算机、通信和其他电子设备制造业的数据明显改善。

我们认为下半年经济维持修复，增速不可期望过高，资产配置属于修复逻辑下的结构性机会。权益方面，短期来看，在监管降温、情绪阶段过热的背景之下，市场难免反复，但当前增量市逻辑暂难证伪，股指上行仍有后劲，短期仍视为上行行情中的正常调整。债券的主导因素还在股市情绪，跷跷板效应明显。前期股市过快上涨，债市出现超跌，短期或随股市调整利率再次下行。不过中长期看，经济维持向上趋势，利率大趋势已经进入上行区间。商品方面，下半年整体是宽幅震荡格局，多为阶段性和结构性机会。多头的兑现窗口关注三季度，继续关注铜、螺纹钢和豆粕。黄金依然建议长期配置。

风险点：外部摩擦升级；疫情失控；内需拉动不及预期；政策收紧。



金融研究团队

研究员：

张革

021-60812988

从业资格号：F3004355

投资咨询号：Z0010982

姜婧

021-60812990

从业资格号：F3018552

投资咨询号：Z0013315

一、经济向好进一步确认

二季度 GDP 同比 3.2%，6 月工业增加值同比 4.8%，经济向好趋势进一步确认。按照一季度 GDP 增速-6.8%，二季度增速 3.2%估算，如果下半年经济增速超过 1.4%，则今年全年可以实现经济正增长；如果下半年维持二季度 3.2%的增速，则今年全年经济增速为 1%；如果下半年经济增速可以超预期的回到疫情前即 7%，则全年增速可达 3%。根据 IMF 最新经济展望，预计今年中国经济增速为 1%，明年增速大幅反弹至 8.2%，随后再次缓慢回落。

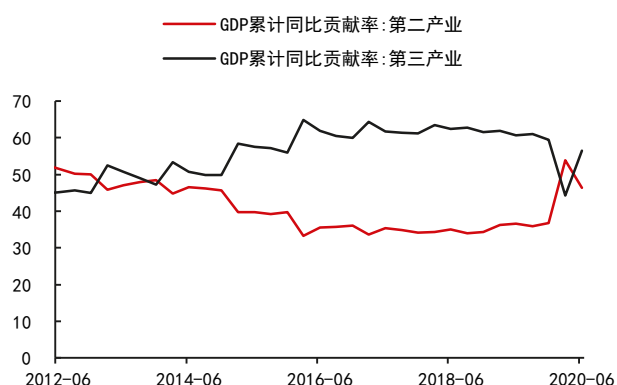
图1： 如果下半年经济增速维持在 3.2%，则全年 GDP 增速为 1%

GDP 增速情景假设			1		2		3	
2020Q1	2020Q2		2020 累计	2020H2	2020 累计	2020H2	2020 累计	2020H2
GDP 不变价 (亿元)	183,669.30	225,580.13	891,646	482,397	900,563	491,313	909,479	500,230
GDP 同比	-6.8%	3.2%	0%	1.4%	1%	3.2%	2%	5.1%
			4		5		6	
			2020 累计	2020H2	2020 累计	2020H2	2020 累计	2020H2
			918,395	509,146	927,312	518,063	936,228	526,979
			3%	7.0%	4%	8.9%	5%	10.7%

资料来源：Wind 中信期货研究部

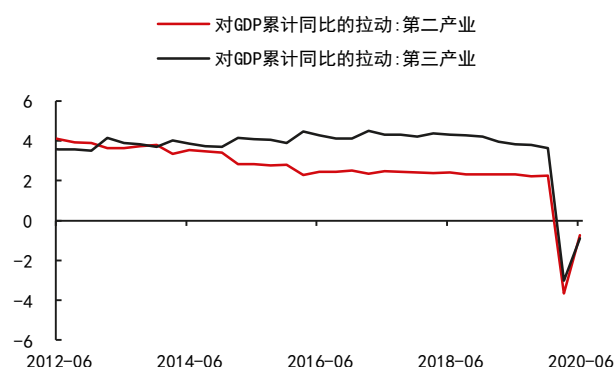
从经济结构看，第三产业的边际改善是二季度 GDP 累计同比的主要贡献，不过，上半年经济增长主要还是靠第二产业拉动，第三产业恢复偏慢。二季度第三产业对 GDP 累计同比的贡献率由 44.2%上升至 56.4%，第二产业的贡献率由 53.9%下降至 46.4%。上半年，第二产业和第三产业对 GDP 累计同比的拉动均为负增长，第一产业对 GDP 累计同比的拉动在二季度率先恢复至正数 0.04%。

图2： GDP 累计同比贡献率：第二产业和第三产业 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图3： 对 GDP 累计同比的拉动：第二产业和第三产业 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

时间再拉长一些，未来 5 年中国经济增速或将先增后降，大趋势上从“高速”走进“中速”。（1）之前的高增速分别由人口和资本拉动：2001 年入世后的第一波经济高速增长受益于人口红利、廉价的劳动力成本；2010 年的第二波经济高速

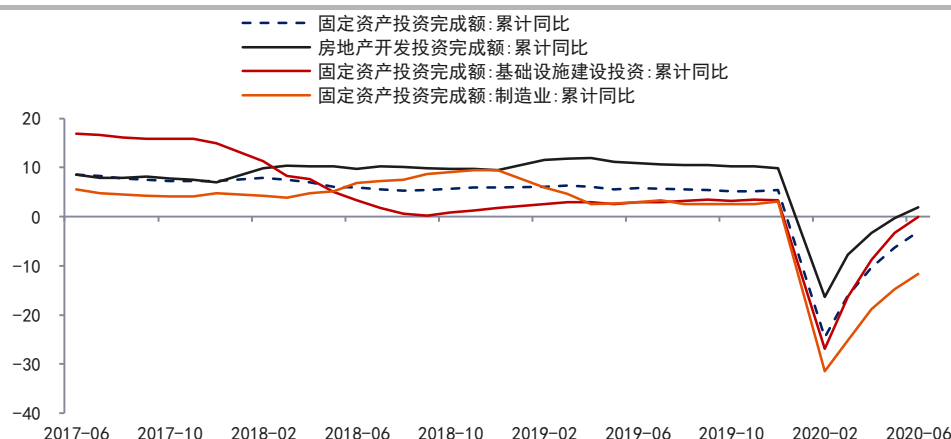
增长受益于基建和地产的资本投资拉动。(2) 当前, 贸易红利边际上已经释放, 房地产长期“房住不炒”, 基建逆周期具有时效性。(3) 未来 5 年, 是实现“中国制造 2025”的关键时期, 也是我国由全面建成小康社会向基本实现社会主义现代化迈进的“十四五”关键时期。我国经济转型升级, 新一轮增速将由技术升级拉动, 经济或将由之前的高速增长阶段走进中速发展阶段。

二、 地产修复速度最快, 基建效果开始显现, 制造业下游发力

6 月固定资产投资累计同比-3.1%, 维持向上修复, 斜率较前月略有放缓。

图4: 固定资产投资增速: 地产投资增速 6 月同比率先翻正

单位: %

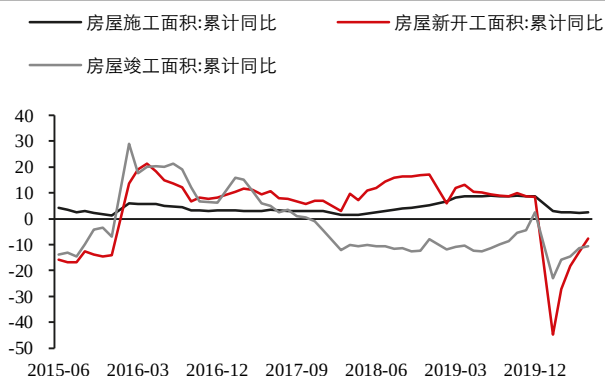


资料来源: Wind 中信期货研究部

地产投资最具韧性, 2 月跌幅最小, 6 月率先翻正为 1.9%。6 月商品房销售面积、土地购置面积、房屋新开工数据都还在负值区间, 但维持向上修复, 而且 6 月房屋新开工面积跌幅收窄提速。地产的融资环境改善有助投资增长, 从融资分项看, 银行贷款和个人按揭贷款快速恢复是地产融资的主要拉动。暴雨天气是当前影响地产开工进度的主要因素, 今年南方地区降雨超出往年同期, 开工进度略有放缓。考虑商品房销售维持高景气度, 雨季结束后地产仍有赶工预期。

图5： 地产开工意愿正在改善

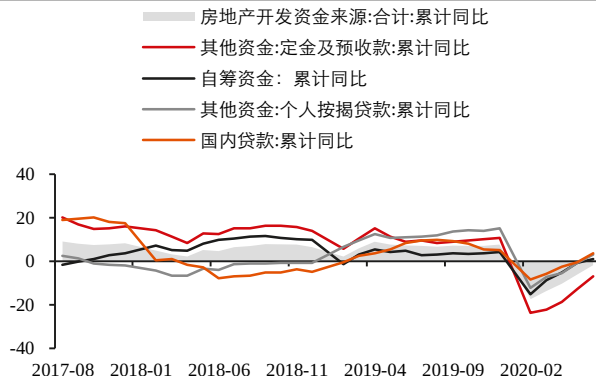
单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图6： 地产融资环境正在改善

单位：%

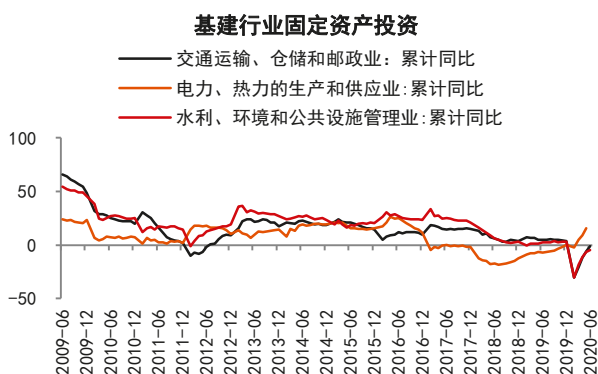


资料来源：Wind 中信期货研究部

6月基建投资累计同比-2.7%，虽然仍然为负值，但速度最快，显示基建较高景气度。疫情发生后，基建不同行业的修复出现分化，电力热力行业投资结束了前两年的弱势，几乎没有受到疫情影响，率先实现累计同比正增长；交通运输行业和水利环境投资则在2月出现显著跌幅，水利环境投资修复速度偏慢。专项债发行在5月放量，按照资金落地约2个月时间推断，预计基建增速在7月雨季结束后会出现加速上行。

图7： 基建投资存在行业差异

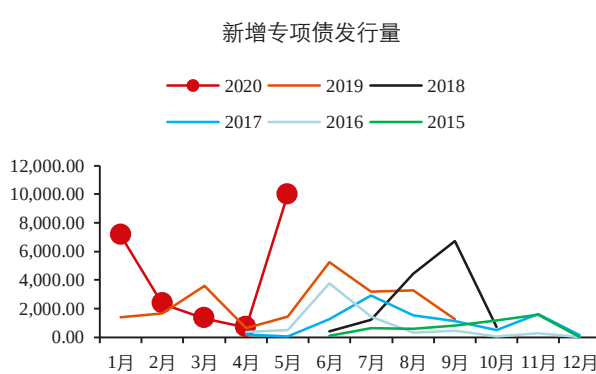
单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图8： 专项债效果预计在下半年开始显现

单位：%

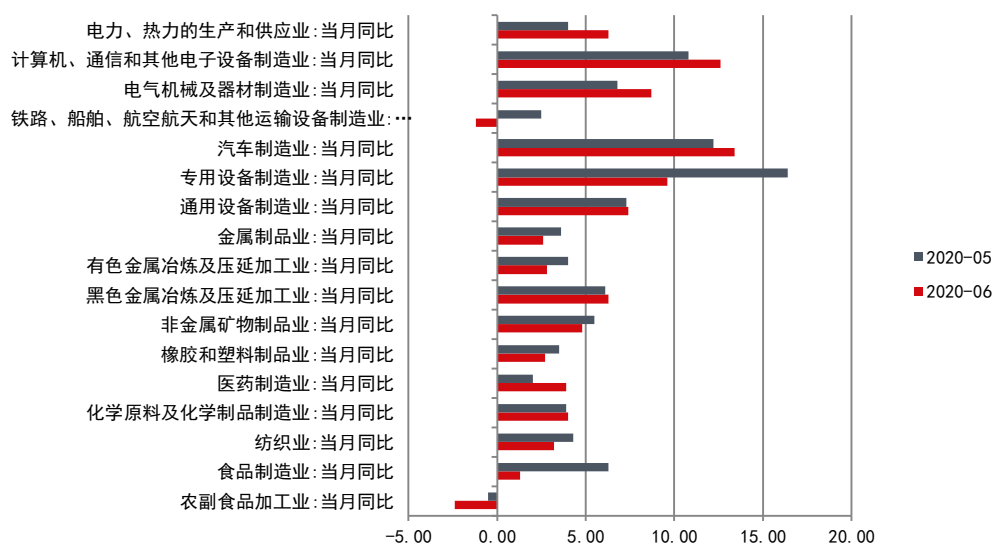


资料来源：Wind 中信期货研究部

制造业恢复明显慢于地产和基建，6月累计同比-11.7%，不过制造业下游正在发力。汽车6月底销量已经超过过去3年同期水平，销量回暖带动产量上升；家电产销伴随地产后周期效应增强，空调冰箱产销在夏季进入旺季。计算机、通信和其他电子设备制造业也维持较高景气度，6月工业增加值同比12.6%，与出口数据中增量拉动一致。今年全球疫情提升居家办公需求，二季度海外工厂关闭订单向国内转移，支撑计算机、通信和电子制造业快速复苏。

图9： 汽车制造业和计算机通信制造业 6 月工业增加值同比涨幅居前

单位：例



资料来源: Wind 中信期货研究部

三、资产影响

我们偏向认为下半年经济维持修复，增速不可期望过高，资产配置属于修复逻辑下的结构性机会，三季度相对积极，四季度略偏防守。

权益方面，内需修复仍是主要方向。7 月上旬股市快速拉升，低估值补涨逻辑配合大量资金连续进入，上证综指 2 周涨幅约 12%；进入 7 月中旬，在监管力度加强，上市公司密集减持，华为事件等因素下，市场出现大幅调整。不过，资金维持在每日万亿成交额高位，且基金爆款频出显示增量充裕。短期来看，在监管降温、情绪阶段过热的背景之下，市场难免反复，但当前增量市逻辑暂难证伪，股指上行仍有后劲，短期仍视为上行行情中的正常调整。

债券进入震荡格局，7 月债市的主导因素还在股市情绪，跷跷板效应明显。前期股市过快上涨，债市出现超跌，短期或随股市调整利率再次下行。不过中长期看，经济维持向上趋势，利率上升趋势可能进入上行区间。

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_3856

