

宏观经济

谨慎乐观（短期）

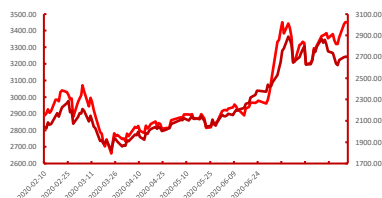
看好（中长期）

市场数据（2020-8-19）

上证综指涨幅（%）

近一周	3.32
近一月	7.37
近三月	19.06

股价走势图



数据来源：Wind、国融证券研究与战略发展部

研究员

张志刚

执业证书编号：S0070519050001

电话：010-83991712

邮箱：zhangzg@grzq.com

联系人

李凌云

电话：010-83991532

邮箱：lily@grzq.com

李海宸

电话：010-83991799

邮箱：lihc-yjzf@grzq.com

相关报告

《“中央定调“宽信用”回归稳健适度，多地陆续收紧地产调控》20200807

《资金加速涌入价值股修复，增配转债分享权益红利》20200709

《疫情反复影响经济预期，转债低位震荡等待企稳》20200615

《5月国内经济继续修复，但复苏有初步放缓迹象》20200618

7月经济复苏但低于预期，地产收紧或促下半年经济结构回归均衡

投资要点

- 7月数据表明经济复苏速度有所放缓。生产端工业增加值走平，低于市场预期。需求端延续向好趋势，地产再加速而消费仍低于预期：投资加速上行，其中地产开发增速超11%，广义基建累计增速转正，制造业投资拖累较多；消费仍负增长，汽车是唯一亮点；此外出口增速再大增7%，外需继续好于预期。7月M2增速明显回落，社融信贷上行放缓，金融数据总体低于市场预期，“宽信用”边际收紧时点前置。
- 中期来看，下半年GDP增速将继续上行，经济正常化概率加大。消费贡献有望加大，汽车、家电等可选消费震荡回升，餐饮、旅游、航空、娱乐等线下消费和服务逐渐恢复；出口或继续好于预期，若下半年防疫隔离和缓，外需将继续好转，中国出口份额稳步提升。消费、出口对经济增长贡献稳步提升的背景下，地产与基建投资对经济的托底意义或有所减弱。综合来看，下半年国内经济将延续复苏趋势，四季度GDP达到5-6%正常增速概率加大。同时随着生产消费逐步正常，前期超宽松政策已逐步退出，后续政策维持宽松方向，货币更注重结构宽松，倾向于扶持制造业和中小微，财政状况改善实效显现，注重保市场主体和稳就业，畅通国内大循环。

1) 工业增加值走平，生产的快速复苏受到需求滞后的制约，后续库存周期有望进入主动补库阶段，推动生产上行但速率将趋稳。7月工业增加值与上月持平，三大门类有所分化。疫情之后，生产恢复最快，需求恢复较慢，目前工业增加值走平表明受到需求滞后的拖累。下半年经济逐渐恢复到潜在增长水平且修复更加均衡，新一轮库存周期到来，主动补库支撑生产上行，但大幅改善空间有限。

2) 7月需求端继续向好，地产再加速仍是主要贡献，出口也再超预期，但消费仍低于预期，尤其扣除汽车后复苏停滞。投资方面，地产开发投资单月增速达11.62%，创14个月新高，但地产政策7月开始收紧，后续商品房销售和地产投资将受影响，增速或冲高回落至平稳；同时财政状况逐渐改善，支出滞后，基建有望持续上行，但最终力度或不及市场预期。消费方面，7月仍低于预期，但经济修复正向纵深扩展，随着经济上行收入好转，以及线下消费服务行业限制进一步放开，下半年消费有望恢复正增长并逐步加大对经济的贡献。此外，5月以来，海外经济渐进修复，若下半年社交隔离不大面积反复，则外需有望持续好转，同时中国生产恢复最好，出口的国际市场份额有望持续提升，出口或将好于预期。总的来说，下半年需求进一步恢复，结构上更趋于均衡，消费、出口对经济的贡献将继续提高，地产和基建投资对经济的托底意义或将减弱。

3) 7月社融信贷数据增速上行趋缓，“宽信用”力度环比减弱时点超预期提前。货币政策已经进入常态化阶段，整体维持宽松，7月社融增速趋稳，信贷和M2低于市场预期反映“宽信用”边际收紧时点提前。但经济仍处渐进修复进程中，房地产虽火爆，消费仍是负增长，稳就业压力巨大，信用全面转向收紧可能性较低，未来总量或维持增速，更注重结构的调整，新增信贷更倾向于支持制造业和中小微企业。总的来说，预计后续社融和信贷增速大概率将呈现冲高后小幅回落趋稳，同时更重要是，结构性的宽松力度仍然可期。

4) 7月CPI同比有所回升，PPI环比由负转正，但整体通缩压力仍大。无论是国内部分地区疫情反复还是汛期持续，都是短期对供给的扰动因素。此外，从核心CPI再创近年新低可以看出，当前我国需求端恢复速度仍滞后于生产端，预计未来物价整体通缩压力仍大，同时猪肉供需矛盾进一步缓解，后续CPI增速大概率重新进入下行通道。同时，目前全球经济逐步复苏，国际油价有所企稳，国内工业生产已经恢复到较高水平，下半年PPI维持小幅修复是大概率事件。

5) 7月PMI平稳扩张，供求继续回暖，就业压力仍大。同时，海外主要经济体在强力政策刺激下，制造业景气度纷纷转好：美国制造业PMI再度扩张，欧洲制造业PMI重回扩张区间，预计后

续主要经济体 PMI 将稳步回升。美国非制造业 PMI 主要分项 7 月继续上行，反映服务业等行业景气度亦虽经济复苏而好转。

6) 中观重点行业中，7 月各行业需求逐步恢复，上中下游多行业景气向好。但行业需求恢复有前后，叠加汛期尚未结束，各行业分化依旧。上游行业整体反弹速度趋缓，油价目前逐渐趋稳；煤炭价格震荡上行；铜价有所回落但仍处于高位；主要金属 7 月以来持续去库，但近期速度放缓。中游行业，雨季接近尾声，水泥价格同比跌幅有所收窄，玻璃继续大涨，螺纹钢价格稳步上行；挖掘机增长略有放缓但仍处高位。下游行业中，汽车销量有所提升；手机需求目前有所降低，后续随着新机推出叠加四季度购物节到来有望持续恢复；国内旅游放松，航空业持续修复；电影院线逐步放开。房地产方面，统计局和住建部公布的商品房销售数据再度高增，按揭贷同比增速斜率再度变陡并超过去年同期。但政策收紧，深圳等多地开始加码限售、限购等措施，监管机构对地产融资出台新的严格管控指导。建材等地产消费链行业预计将继续复苏，但速率或有所降低。

7) 货币政策总体维持宽松方向，但边际趋紧，未来更聚焦精准滴灌，扶持制造业和中小微；财政状况改善，支出滞后，有望继续发力；地产政策进一步收紧，融资面临新的监管管控。8 月 17 日，李克强总理在国常会上再次强调要精准滴灌，不搞“大水漫灌”。央行马俊在 8 月 5 日亦公开表示下半年货币政策应维持现状，无需再加大力度。当月 11 日公布的社融数据显示出“宽信用”趋势不变，但边际收紧提前到来。在存单利率高企与政府债券缴款因素共同作用下，央行于 8 月 17 日超量续作 MLF，叠加 8 月 10 至 14 日持续投放逆回购，边际上看较 8 月初略有放松，但总体“稳货币”格局未改。综合来看，货币政策大方向不变，整体宽松之下“稳货币”+“宽信用”是下半年主旋律，结构宽松仍然可期。目前实行直达管理的财政资金 95% 以上已落实到位，后续财政将持续发力直接惠企利民。近期多地地产需求端政策出现边际收紧，地产融资亦被管控，政策对地产托底经济的期待或减弱。总体来看，目前经济复苏逐渐趋稳，逆周期政策总体依然宽松，但力度恢复适度，更注重经济活力。

风险提示：1. 国内政策宽松不及预期；2. 海外疫情和政治不稳定引发全球经济衰退超预期；3. 中美摩擦升级致贸易冲击超预期。

目录

1. 7月工业增加值走平，生产复苏变慢，后续有望进入主动补库阶段，推动生产上行但速率将趋稳...	7
2. 7月需求端继续向好，地产再加速仍是主要贡献，出口也再超预期，但消费仍低于预期	7
2.1 7月固定资产投资持续恢复，地产投资是主要拉动因素，广义基建增速回正，制造业行业分化 ..	8
2.2 7月消费低于预期，汽车是唯一亮点，扣除汽车恢复有所停滞	11
2.3 7月出口大幅增长，超出市场预期，出口数据持续向好支持经济恢复	13
3. 社融信贷增速上行趋缓，“宽信用”力度环比减弱时点超预期提前	14
4. 食品价格上涨推动7月CPI同比增速回升，PPI同比降幅持续收窄，整体通缩压力仍大	17
5. 7月PMI点评：供求继续回暖，就业压力仍大	20
6. 行业：上游价格有所趋稳，中游水泥复苏挖机高增，下游地产监管趋严，可选消费出现分化	22
7. 政策：货币总体宽松强调精准滴灌，财政继续发力，地产政策进一步收紧	26

插图目录

图 1 7 月工业增加值同比与上月持平，但环比有所回落 (%)	7
图 2 工业增加值三大门类有所风华 (%)	7
图 3 7 月固投持续转暖，三大投资累计增速均有所回升 (%)	8
图 4 地产开发投资 7 月单月增速创 14 个月新高 (%)	9
图 5 7 月当月房地产销售仍维持较高增速 (%)	9
图 6 7 月当月新开工施工面积继续高增 (%)	9
图 7 6 月底，公共财政收入和税收收入增速均已转正 (%)	10
图 8 政府性基金收入持续修复 (%)	10
图 9 7 月社零同比未能转正，但汽车消费高增明显 (%)	11
图 10 目前汽车销售需求逐渐企稳在 0 轴上方 (%)	11
图 11 目前餐饮等线下消费对社零拖累明显 (%)	12
图 12 可选消费表现分化，地产产业链消费回落负增长 (%)	12
图 13 7 月实物网上零售额同比依然维持较高水平 (%)	12
图 14 7 月出口数据大超市场预期，进口再度回落	13
图 15 1-7 月份出口累计同比降幅持续缩窄	13
图 16 前 7 个月，对美进出口累计同比均呈上升趋势 (%)	13
图 17 美东、美西航线运价指数持续上升 (美元/标准箱)	13
图 18 1-7 月份对欧洲、东盟出口边际好转 (%)	14
图 19 社融增速趋缓，宽信用合理适度	14
图 20 7 月 M1-M2 “剪刀差”开始缩窄，或与企业加大生产和投资有关 (%)	15
图 21 7 月社融同比多增主要靠信贷和表外融资 (亿元)	16
图 22 贷款同比新增主要由企业和居民中期贷款贡献 (亿元)	17
图 23 7 月 CPI 增速扩大，PPI 降幅继续缩窄 (%)	17
图 24 7 月份食品项仍是拉动 CPI 最主要因素 (%)	17
图 25 猪肉价格同比增速继续回落 (%)	18
图 26 非食品分项和核心 CPI 回落到近 5 年来最低值 (%)	19
图 27 7 月 PPI 同比降幅持续缩窄 (%)	19
图 28 7 月生产物资和生活物资环比双双持续为正 (%)	19
图 29 7 月制造业和非制造业 PMI 继续位于荣枯线上 (%)	20
图 30 7 月中小企业 PMI 再度走低 (%)	20
图 31 7 月供求继续回暖，企业生产预期改善 (%)	21
图 32 7 月份就业情况不容过于乐观 (%)	21
图 33 7 月非制造业 PMI 有所回落，主要受服务业影响 (%)	21
图 34 7 月海外主要经济体 PMI 均有所回升 (%)	22
图 35 美国非制造业 PMI 主要分项持续向好 (%)	22
图 36 油价反弹趋势有所减弱，后期或出现横盘震荡趋势	23
图 37 7 月以来，主要煤种价格震荡上行	23
图 38 铜价近期有所回落，但仍处于高位	23
图 39 主要铝制品库存去化速率持续放缓	23
图 40 近期汛情减退，水泥价格有好转迹象 (%)	24

图 41 挖机销售仍维持较高增速 (%)	24
图 42 螺纹钢价格近期持续上行	24
图 43 玻璃价格近期涨势明显 (元/重量箱)	24
图 44 手机出货量有所回落 (%)	25
图 45 汽车销售增速 7 月双双转正 (%)	25
图 46 线下观影逐步放开, 后续院线消费有望逐步恢复 (%)	25
图 47 主要航司客运量同比继续回升 (%)	25
图 48 7 月当月地产销售继续高增 (%)	26
图 49 7 月按揭贷斜率变陡并超过去年同期 (%)	26

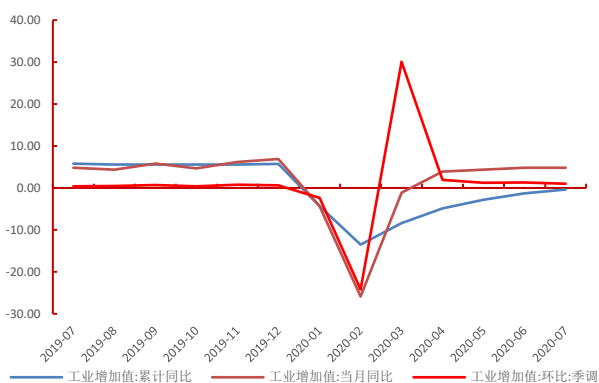
1. 7月工业增加值走平，生产复苏变慢，后续有望进入主动补库阶段，推动生产上行但速率将趋稳

7月工业增加值同比增速4.8%，持平6月份。1-7月累计同比为-0.4%，前值为-1.3%。

7月工业增加值当月同比与上月持平，环比有所回落，略低于市场预期。今年7月份南方地区极端天气较多，多地发生洪涝灾害，一定程度上对工业生产造成了负面影响，这可能是工业增加值表现差强人意的重要原因。

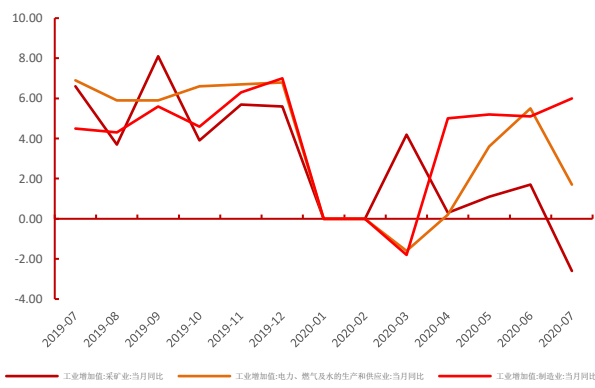
分三大门类看，采矿业增加值同比下降2.6%，上月为增长1.7%；制造业增长6.0%，增速加快0.9pct；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长1.7%，增速回落3.8pct。其中制造业生产继续维持在较高水平，这与7月出口增速继续超预期相互佐证。

图 1 7月工业增加值同比与上月持平，但环比有所回落（%）



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 2 工业增加值三大门类有所风华（%）



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

综合来看，目前工业企业利润情况改善明显，工业生产的环境继续向好。但自3月疫情逐步得到控制后，生产端最先修复，目前也已经达到一定水平，同时全国高炉开工率亦达到2019年7月以来新高。需求恢复较慢，目前工业增加值走平表明受到需求滞后的拖累下半年经济逐渐恢复到潜在增长水平且修复更加均衡，新一轮库存周期到来，主动补库支撑生产上行，但大幅改善空间有限。同时，后续GDP增速大概率将继续上行，但经济逐季复苏速率或趋稳。

2. 7月需求端继续向好，地产再加速仍是主要贡献，出口也再超预期，但消费仍低于预期

7月地产投资、基建投资增速继续上行，制造业投资、消费仍形成拖累且恢复相对较慢，消费尤其扣除汽车后复苏停滞。后续来看，投资方面，地产开发投资单月增速达11.62%，创14个月新高，但地产政策7月开始收紧，后续

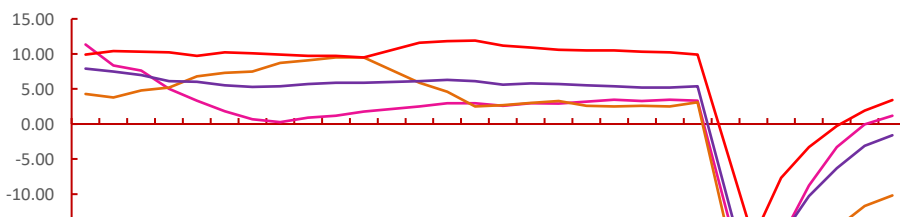
商品房销售和地产投资将受影响，增速或冲高回落至平稳；同时财政状况逐渐改善，支出滞后，基建有望持续上行，但最终力度或不及市场预期。消费方面，7月仍低于预期，但经济修复正向纵深扩展，随着经济上行收入好转，以及线下消费服务行业限制进一步放开，下半年消费有望恢复正增长并逐步加大对经济的贡献。此外，5月以来，海外经济渐进修复，若下半年社交隔离不大面积反复，则外需有望持续好转，同时中国生产恢复最好，出口的国际市场份额有望持续提升，出口或将继续好于预期。总的来说，下半年需求进一步恢复，结构上更趋于均衡，消费、出口对经济的贡献将继续提高，地产和基建投资对经济的托底意义或将减弱。

2.1 7月固定资产投资持续恢复，地产投资是主要拉动因素，广义基建增速回正，制造业行业分化

7月固定资产投资中，地产开发投资累计增速继续增长，当月同比斜率变陡；基建投资已转正，制造业投资跌幅收窄，但仍是当前主要拖累。

1-7月固定资产投资同比下降1.6%，前值-3.1%。其中，基建投资同比转正至1.19%，房地产开发投资增长3.4%，制造业投资下降10.20%，分别比1-6月提升1.26、1.50和1.50个百分点。根据测算，7月当月固定资产投资同比8.32，较前值改善2.7pct，房地产开发投资同比11.62%，较前值改善3.21pct。其中地产同比斜率变陡明显，显示投资整体处于由地产带动下的持续恢复阶段。

图3 7月固投持续转暖，三大投资累计增速均有所回升（%）



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_3049

