

2020 年 7 月宏观经济数据点评

7 月经济延续修复势头 投资引领作用进一步突出

主要数据：2020 年 7 月规模以上工业增加值同比实际增长 4.8%，前值 4.8%，上年同期值 4.8%；1-7 月固定资产投资累计同比下降 1.6%，前值下降 3.1%，上年同期累计增长 5.7%；7 月社会消费品零售总额同比下降 1.1%，前值下降 1.8%，上年同期增长 7.6%。

主要观点：7 月宏观经济延续修复势头，其中楼市、车市回暖对投资和消费的拉动作用明显，基建投资的逆周期调节作用进一步凸显，制造业生产保持向好势头，但居民消费和服务业经营仍然滞后于整体经济修复进度。

工业生产：7 月工业生产增速与上月持平，弱于市场预期。主要原因是采矿业、电力燃气及水的生产和供应业增加值增速放缓，这与局部地区强降雨有关；当月在工业中占比最高的制造业生产增速则明显回升，反映工业生产向好势头并未扭转。

投资：据测算，7 月当月固定资产投资同比增速达 8.3%，比上月加快 2.7 个百分点，增速领先各类宏观指标。近期房地产销售端迅速回暖，推动当月房地产投资增速高位上扬，年内首次达到两位数（11.7%）。7 月基建（不含电力）投资同比达到 7.9%，也已远高于上年全年 3.8% 的增长水平，其作为逆周期调节主要发力点的作用正在充分显现。7 月制造业投资单月同比为 -3.1%，增速仅比上月小幅改善 0.3 个百分点，主要体现前期 PPI 通缩和出口前景承压带来的不利影响，制造业投资信心较为低迷。

社零：7 月社零同比回升斜率进一步趋缓，整体涨势不及预期，且除汽车以外的消费品零售额同比降幅扩大。在前期需求回补基本结束后，居民消费信心和消费能力下滑对新增消费需求的抑制作用开始显现。

展望 8 月，近期制造业增加值增速已恢复至去年全年水平，进一步上升的空间有限，而 8 月局部地区强降水仍将制约采矿业、电力燃气及水的生产和供应业生产，预计 8 月工业生产难见明显加速。1-7 月份，新开工项目计划总投资同比增长 15.8%，投资到位资金增长 2.1%，投资后劲依然较足，1-8 月累计固定资产投资增速转正没有悬念，单月增速也可能再创新高。8 月社零增速将延续改善，同比有望小幅转正，但未来面临修复斜率放缓的压力。

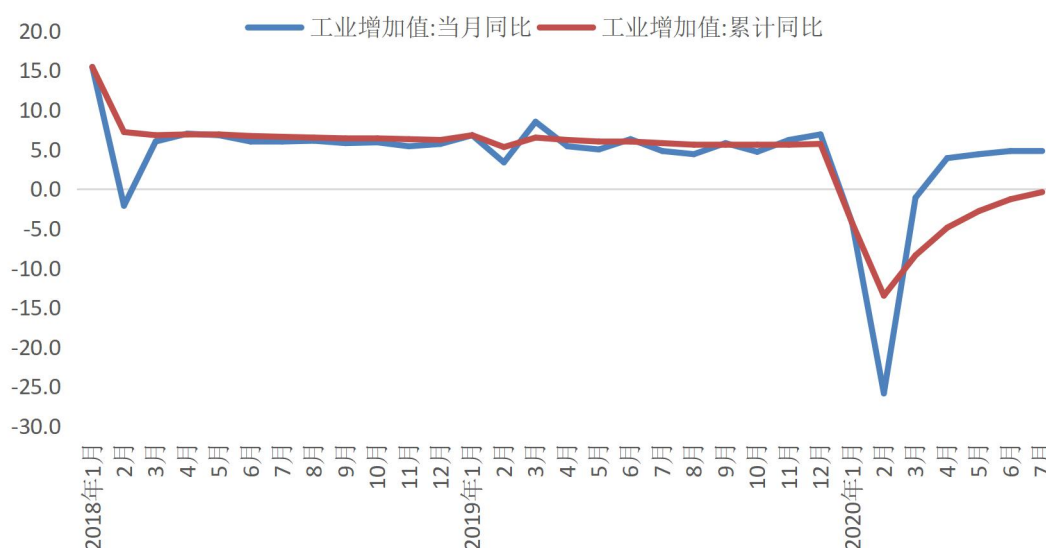
具体分析如下：

一、工业生产：7 月工业生产增速与上月持平，表现弱于预期。主要原因是采矿业、电

力燃气及水的生产和供应业增加值增速放缓，这与局部地区强降雨有关；当月在工业中占比最高的制造业生产增速则明显回升，反映工业生产向好势头并未扭转。

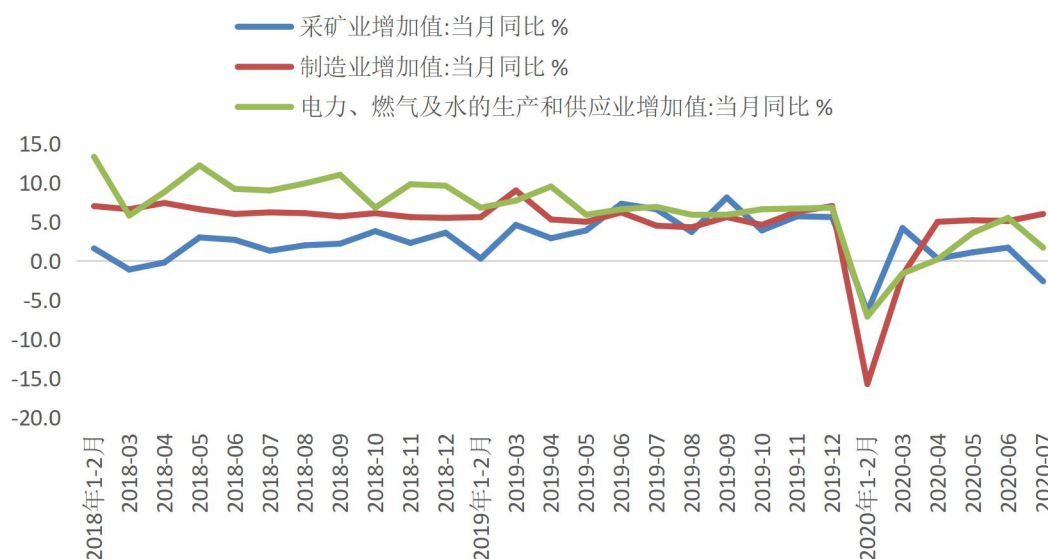
7月工业增加值同比增长4.8%，增速与上月持平，表现弱于预期，这与当月工业用电量同比下降0.7%相印证。从三大门类来看，7月工业生产未能如期加速的主要原因是采矿业、电力燃气及水的生产和供应业增加值增速放缓——其中，采矿业增加值同比转负，电力燃气及水的生产和供应业增加值增速较上月下滑3.8个百分点，这也反映于当月发电量同比增速回落4.6个百分点。不过，上月小幅放缓的制造业生产增速出现反弹，当月制造业增加值同比增长6.0%，增速较上月加快0.9个百分点。这一方面受去年同期基数走低影响，另一方面也反映了需求端投资增速进一步回升、消费需求缓慢修复，以及出口贸易在防疫物资出口和我国商品“替代效应”支撑下，保持较强韧性，对制造业生产的拉动。

图1 规模以上工业增加值增速 %



资料来源：WIND，东方金诚

图2 三大门类增加值增速



资料来源：WIND，东方金诚；注：2月数据为1-2月累计同比增速。

我们认为，由于采矿业、电力燃气及水的生产和供应业生产受气候等因素影响较大，这两个门类增加值增速在月度间波动明显——7月增速放缓与局部地区生产受强降雨影响有关，而制造业增加值在工业中占比最高，表现也最为稳定。因此，尽管从数据上看，7月工业增加值增速回升势头暂缓，但工业生产向好态势并未扭转。另一方面，随着复工复产基本到位，工业生产的上行弹性已主要取决于总需求修复力度。当前总需求仍弱于疫情前常态水平，投资动能明显强于消费，将会在加剧行业间分化的同时，制约工业生产整体反弹幅度。

分行业看，受需求端非均衡修复影响，7月制造业生产延续行业分化特征：一方面，投资加速带动建材和机械设备生产表现亮眼。当月通用机械、专用机械、黑色金属等行业生产加速。同时，7月汽车产销两旺，汽车制造业增加值增速加快至21.6%，为2016年10月以来最高。另一方面，由于国内消费需求回升较缓，扣除防疫物资后出口呈现低增状态，终端需求不足导致下游消费品行业生产景气较弱。

图3 制造业主要细分行业增加值增速（当月同比，%）

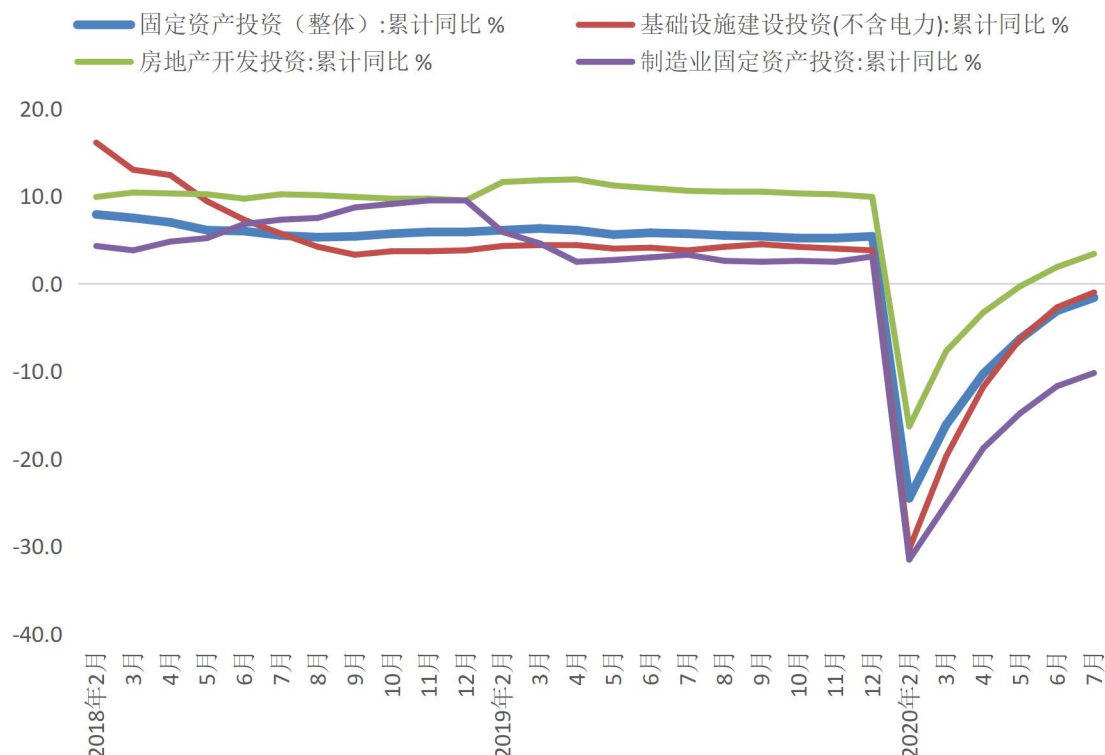


资料来源：WIND，东方金诚

二、投资：7月固定资产投资延续全面改善势头，继续成为引领经济复苏的主导性力量。
本月固定资产投资增速上扬，主要拉动力来自房地产和基建投资（不含电力），而制造业投资仍然表现低迷，体现前期PPI通缩和出口前景承压带来的不利影响。

1-7月固定资产投资同比下降1.6%，降幅较上半年收窄1.5个百分点，显示宏观经济在投资端持续修复。据我们测算，当月固定资产投资同比增速达到8.3%，比上月加快2.7个百分点，已经连续四个月回正，且7月增速大幅高于上年5.4%的累计增长水平（需要指出的是，由于当前PPI处于明显通缩状态，因此固定资产投资实际同比增速会比以上名义值更高）。本月固定资产投资增速上扬，主要的拉动力来房地产和基建投资（不含电力）。其中房地产投资累计增速升至3.4%，加速态势完好；基建投资累计增长-1.0%，也较上月改善1.7个百分点。不过，7月制造业投资表现仍然低迷，1-7月累计仍为两位数的负增长（-10.1%），且降幅收窄势头明显较缓。

图4 固定资产投资及三类主要投资（累计同比：名义增速）

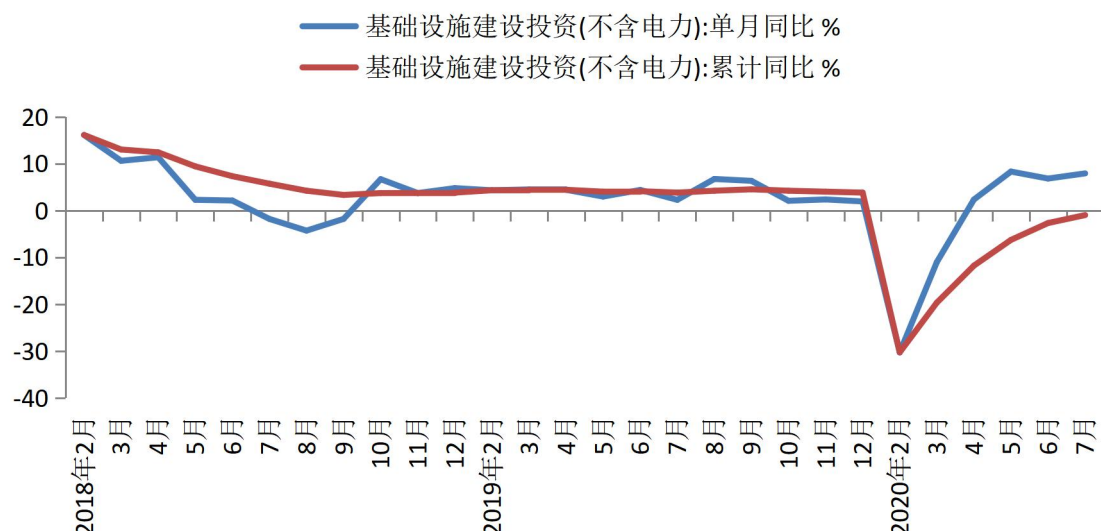


资料来源：WIND

基建投资：1-7月基建投资（不含电力）同比-1.0%，较1-6月改善1.7个百分点。据测算，当月基建投资同比增长7.9%，增速比上月上扬1.1个百分点，也已远高于上年全年3.8%的增长水平，其作为逆周期调节主要发力点的作用正在充分显现。我们分析，近三个月来基建投资增速持续处于高位的主要原因是：首先，基建投资是宏观政策逆周期调节的重要工具。5月之后全国疫情进入稳定阶段，各地基建项目开工、施工速度明显加快。其次，以上半年地方政府专项债发行量和新增企业中长期贷款（这其中包括承担基建任务的城投企业中长期贷款）同比大幅增长为标志，过去两年制约基建投资的资金瓶颈问题得到显著纾解。最后，除传统的“铁公基”项目外，以“5G”等七大领域为代表的新基建受到各地普遍重视，正在成为当前基建投资的新增长点。

我们判断，在今年约11.6万亿广义财政赤字中，约7.6万亿会在下半年落地。这将推动下半年基建投资增速进一步走高，其中8月单月同比有望接近两位数。这将带动1-8月基建投资累计同比年内首次转正。

图5 基建投资（不含电力）增速

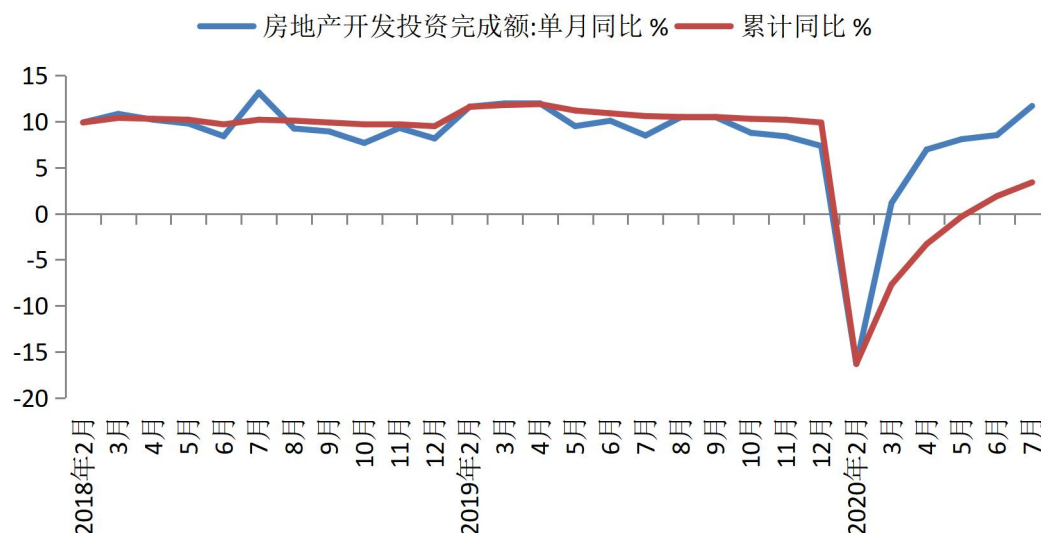


资料来源: WIND, 东方金诚

房地产投资: 1-7月房地产开发投资同比 3.4%，比 1-6月改善 1.5个百分点。据测算，7月当月房地产投资同比增速达 11.7%，比上月加快 3.2个百分点，首次超过去年全年 9.9% 的增长水平。我们认为，有三个因素推动 7月房地产投资达到两位数的高增长水平：首先，受房贷利率下调、积压需求释放等因素推动，房地产市场正在迅速回暖，近三个月商品房销售面积和销售额平均增速分别达到 7.1%和 13.2%，均大幅高于去年全年水平。其次，通过信贷和债券两个渠道，3月以来房企融资来源也有明显好转。最后，在快周转模式下，7月房地产施工进度大幅加快，其中单月商品房新开工面积同比为 11.3%，施工面积同比增速更是达到 16.6%，均远超上年平均水平。

我们判断，后期房贷利率仍有小幅下调空间，这会推动房地产销售端持续改善，房企资金压力可控，下半年房地产投资将延续两位数增长。值得关注的是，7月 24日房地产工作座谈会召开，房地产调控风向趋紧；近期关于约束房地产融资的政策也在陆续推出。由此，接下来 5个月房地产投资增速可能会受到一定制约，但年内整体增速大概率不会低于上年——历史数据显示，在 2008 以来的三个降息周期中，年度房地产投资增速从未出现过下滑。

图 6 房地产开发投资增速

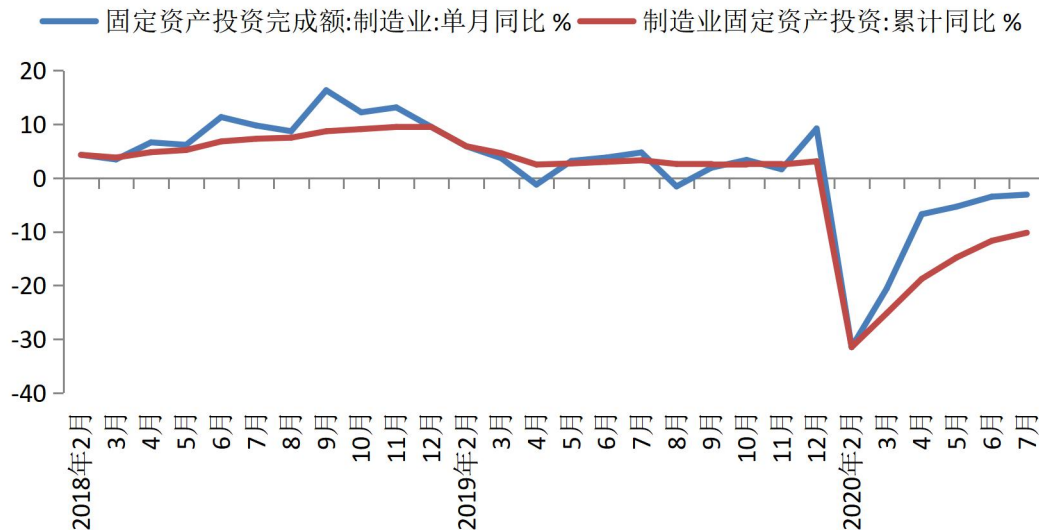


资料来源：WIND，东方金诚

制造业投资：1-7月制造业投资同比-10.2%，比1-6月改善1.5个百分点。据我们测算，当月制造业投资同比降幅为-3.1%，仅较上月小幅改善0.4个百分点，是三大类投资中唯一继续处于负增长的类别，短板特征明显。其背后的主要原因是，制造业以民营企业为主，投资决策受行业利润走势影响较大，而且出口导向特征比较明显。近期以社零增长低迷为标志，国内终端需求不足，工业品价格（PPI）持续处于较深的通缩状态，这对制造业企业利润形成较大压力。另外，下半年全球经济仍将处于-4.5%的深度衰退状态，国际贸易整体呈较大幅度萎缩走势，我国出口韧性面临考验，也对当前企业投资信心带来一定抑制效应。不过数据也显示，疫情并未打断我国制造业转型升级过程：1-7月高技术制造业投资增长7.4%，其中，医药制造业、电子及通信设备制造业投资分别增长14.7%、7.3%。

我们预计，短期内制造业投资、特别是民企投资信心仍会处于较低水平，制造业投资增速回到正增长难度较大。不过，若下半年宏观政策对冲力度显著加大，特别是投资出现超预期扩张，制造业投资增速也存在较快反弹的可能。

图7 制造业投资增速



资料来源: WIND

三、消费: 7月社零同比回升斜率进一步趋缓, 整体涨势不及预期, 且除汽车以外的消费品零售额同比降幅扩大。在前期需求回补基本结束后, 居民消费信心和消费能力下滑对新增消费需求的抑制作用开始显现。

7月社零同比延续修复, 回升斜率进一步趋缓, 整体涨势不及预期。当月社零同比下降1.1%, 降幅较上月收窄0.7个百分点; 扣除价格因素后, 实际同比下降2.7%, 降幅仅较上月收窄0.2个百分点。具体来看, 7月商品零售总额环比下降4.4%, 低基数影响下, 同比增长0.2%, 较上月回升0.4个百分点, 为该项指标年内首度转正——其中, 汽车销售贡献明显, 除汽车以外的消费品零售额同比下降2.4%, 降幅较上月扩大1.4个百分点; 或受局部疫情反弹、居民谨慎心理牵制, 7月餐饮收入结束此前两个月的较快边际修复势头, 仅较上月增长0.6%, 但当月环比表现仍强于历史季节性, 故同比降幅较上月收窄4.2个百分点至-11.0%。

图 2 社会消费品零售总额同比增长

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_3079

