

宏观观点评

延续修复，消费仍弱——全面解读7月经济

事件：2020年7月工业增加值同比4.8%（前值4.8%）；1-7月固定资产投资累计同比-1.6%（前值-3.1%），其中：房地产投资累计增速3.4%（前值1.9%），基建投资1.2%（前值-0.1%），制造业投资同比-10.2%（前值-11.7%）；7月社零同比-1.1%（前值-1.8%）。

核心观点：经济延续修复，消费仍然疲弱，政策转向言之尚早。

1、生产端：工业生产处于瓶颈期，服务业延续修复。7月工业增加值增速与上月持平，仍低于近年来6%左右的正常水平，反映工业生产继续处于瓶颈期。其中制造业回升，采矿业和公用事业下行，汽车制造回升较大，出口产业链维持较高景气。服务业生产延续修复，反映全国疫情控制较好。预计下半年生产端将延续修复态势，其中工业生产增速继续处于瓶颈期，服务业生产修复空间更大。

2、消费端：再度低于预期，贫富差距扩大、负债率过快上升等长期负面因素的影响加剧可能是重要原因。7月社零增速再次明显低于市场预期，其中除汽车外的商品零售额降幅甚至再次扩大。这持续验证我们前期观点，即“报复性”消费难以实现。分项看，各类商品增速多数下跌，仅汽车消费大幅反弹；餐饮消费修复小幅加速，疫情压制有所减轻。近期消费持续表现较为疲弱，我们认为与贫富差距扩大、负债率过快上升等长期负面因素的影响加剧有关：从收入增速、收入分配、收入负债比例三个角度分析，今年疫情冲击下，居民收入端不仅是收入增速受到冲击，贫富差距也进一步扩大，负债率也进一步加速上升。从而在疫情受控后，虽然居民收入增速随着经济复苏而反弹，但其余两方面的负面影响可能需要更长时间来调整，叠加近年来我国消费增速已经持续处于下行通道，这可能是今年消费端持续低于预期的主要原因之一。

3、投资端：汛情继续拖累施工，地产投资韧性仍强

>基建投资继续受到汛情拖累，8月有望迎来反弹。7月基建投资增速未能进一步提升，主因有二：1）7月基建专项债融资继续回落；2）南方汛期继续拖累建筑施工，压制短期节奏。但随着8月以后南方雨季影响减退，基建增速可能迎来明显反弹。

>房地产销售再度高增，全年地产投资增速可能4%-6%。7月地产销售增速再度明显提升，但土地购置面积出现降温迹象。地产投资增速继续回升，新开工是主支撑，竣工受汛期影响小幅回落。往后看，维持此前判断，预计下半年地产市场维持上行态势，但在利率、调控政策的制约下，上行斜率将趋于放缓。根据我们测算，土地购置费增速四季度可能有所回落，全年2%左右，建安投资全年6.5%左右，地产投资全年增速4%-6%。

>制造业投资延续反弹，企业投资意愿有所改善。7月制造业投资延续修复，但仍然负增两位数以上，BCI企业投资前瞻指数较前值明显回升，反映民企投资意愿有所改善。分项看，纺织、食品加工制造、有色等行业表现较好。

4、就业端：失业率持平前值，结构性压力仍存。7月城镇调查失业率5.7%，持平前值，较去年同期仍高。7月全国20-24岁大专及以上学历人员（主要为新毕业大学生）失业率比去年同期高3.3个百分点，较6月的3.9个点有所收窄，反映随着经济复苏，高校毕业生就业压力仍大，但恶化程度趋于减轻。整体看，近期就业形势趋于好转，但结构性压力仍存。

5、维持我们中期报告观点，下半年资产价格面临的宏观情形是：经济复苏向上但斜率受制约（利好盈利修复）+宽松未转向但流动性边际收紧（推动利率上行）+通缩但PPI触底上行（基建地产链的周期品价格）+改革提速但更注重资本市场健康运行（提振市场风险偏好）；受制于疫情反复、全球经济衰退、中美冲突等不确定因素，下半年稳增长、稳就业压力仍大，政策转向言之尚早，但将边际收紧，降准降息可能性小了很多。

风险提示：疫情演化超预期，外部环境恶化超预期，政策效果不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 杨涛

邮箱：yangtao3123@gszq.com

相关研究

1、《7月PMI再超预期，关注供需分化收敛》2020-07-31

2、《论“持久战”——逐句解读7.30政治局会议》
2020-07-30

3、《二季度经济有喜有忧，后续怎么走？政策呢？》
2020-07-17

4、《“成功向内求”——宏观经济2020中期展望》
2020-07-13

5、《下半年基建投资高增，幅度和结构如何？》
2020-07-05

内容目录

生产端：工业生产处于瓶颈期，服务业延续修复	3
消费端：再度低于预期，长期负面因素的影响加剧可能是重要原因	4
投资端：汛情继续拖累施工，地产投资韧性仍强	6
基建投资继续受到汛情拖累，8月有望迎来反弹	6
房地产销售再度高增，投资增速继续反弹	7
制造业投资延续反弹，企业投资意愿有所改善	9
就业端：失业率持平前值，结构性压力仍存	10
风险提示	10

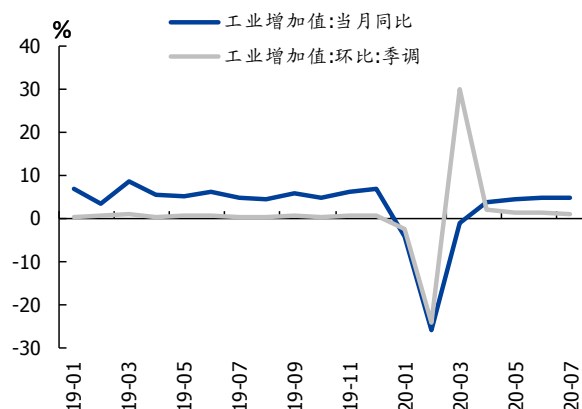
图表目录

图表 1：工业增加值增速走平	3
图表 2：服务业生产延续修复	3
图表 3：7月制造业回升，采矿业和公用事业下行	3
图表 4：消费回升速度持续放缓	4
图表 5：社零分项当月同比：多数下跌，仅汽车消费大幅反弹	4
图表 6：商品零售恢复正常，餐饮消费修复小幅加速	4
图表 7：我国消费增速近年来持续下行	5
图表 8：近年来我国收入增速并未出现趋势性下降	5
图表 9：近年来基尼系数持续上升	6
图表 10：高档轿车销量增速持续高于中低档轿车	6
图表 11：我国居民部门杠杆率迅速上行	6
图表 12：基建投资增速反弹继续放缓	7
图表 13：7月专项债融资继续回落	7
图表 14：商品房销售增速提升	7
图表 15：土地市场出现降温迹象	7
图表 16：地产投资增速继续回升	8
图表 17：开工继续回升，竣工小幅回落	8
图表 18：四季度土地购置费可能出现回落	8
图表 19：全年建安投资增速可能小幅回落	8
图表 20：制造业投资延续反弹	9
图表 21：民营中小企业投资信心有所改善	9
图表 22：制造业投资：7月纺织、食品加工制造、有色等行业表现较好	9
图表 23：7月城镇调查失业率持平前值	10
图表 24：7月城镇新增就业降幅小幅收窄	10

生产端：工业生产处于瓶颈期，服务业延续修复

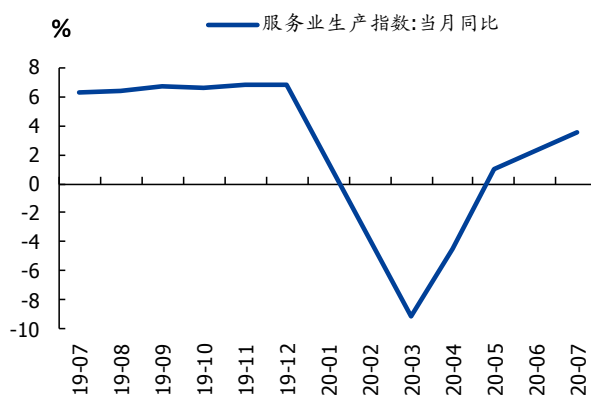
工业生产整体继续处于瓶颈期，制造业表现较好。7月全国规模以上工业增加值当月同比4.8%，环比增长1.3%，于前值持平，仍低于近年来6%左右的正常水平，反映工业生产继续处于瓶颈期，但应注意其中制造业表现较好。服务业生产延续修复，反映全国疫情控制较好。7月服务业生产指数同比回升1.2个百分点至3.5%，修复斜率并未继续放缓，结合社零中餐饮收入反弹小幅加速，可看出服务业恢复（尤其是接触性、聚集性相关，如住宿餐饮业）速度有所加快，我们认为这可能主要是受到7月以来全国多数地区疫情控制较好，北京等疫情复发地区迅速受控的影响。

图表 1：工业增加值增速走平



资料来源：Wind，国盛证券研究所

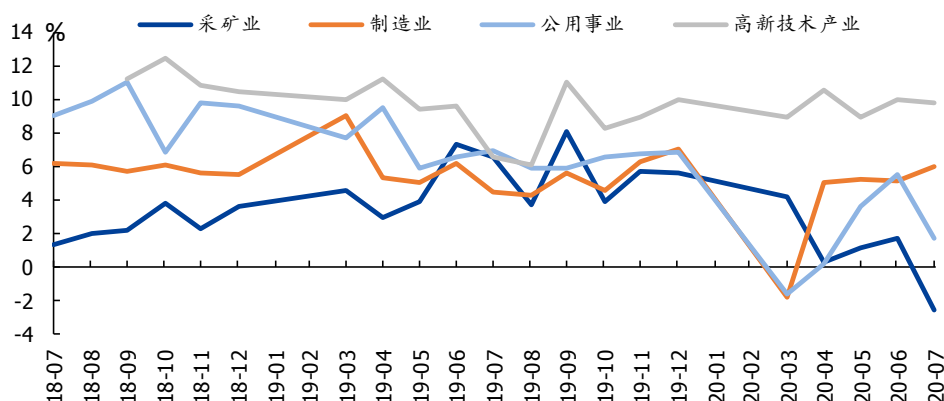
图表 2：服务业生产延续修复



资料来源：Wind，国盛证券研究所

分行业看，制造业回升，采矿业和公用事业下行；汽车制造回升较大，出口产业链维持较高景气。7月工业生产较弱主因采矿业和公用事业增速下行，制造业表现较好，当月增速首次回升至6%。7月汽车制造业工业增加值当月同比增速提升至21.6%，创2017年以来新高，主因7月汽车消费表现较好。出口产业链中的电气机械增速续升，电子设备增速维持高位，继续受到出口回升拉动。

图表 3：7月制造业回升，采矿业和公用事业下行



资料来源：Wind，国盛证券研究所

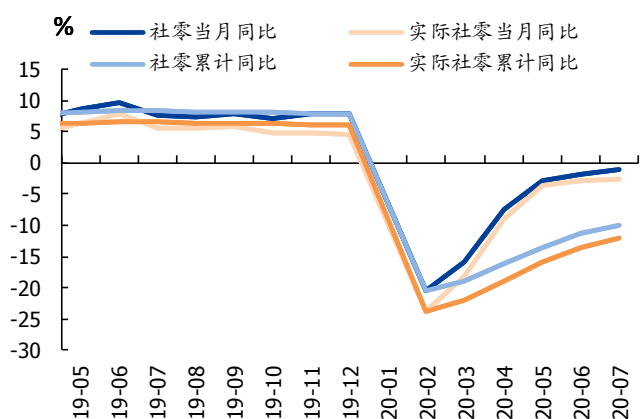
往后看，预计下半年生产端将延续修复态势，其中工业生产增速继续处于瓶颈期，服务业生产修复空间更大。

消费端：再度低于预期，长期负面因素的影响加剧可能是重要原因

消费增长持续放缓，增速再度低于预期。7月社零当月同比-1.1%，较前值回升0.7个百分点，明显低于市场预期的1.2%，增幅较6月的1.0个百分点继续收窄。其中除汽车以外的消费品零售额同比下降2.4%，增速较前值下降1.4个百分点。持续验证我们前期观点，即受到居民消费能力、消费意愿、疫情防控的制约，“报复性”消费难以实现。（具体请参考前期报告《恢复性VS报复性——全面解读4月经济》）

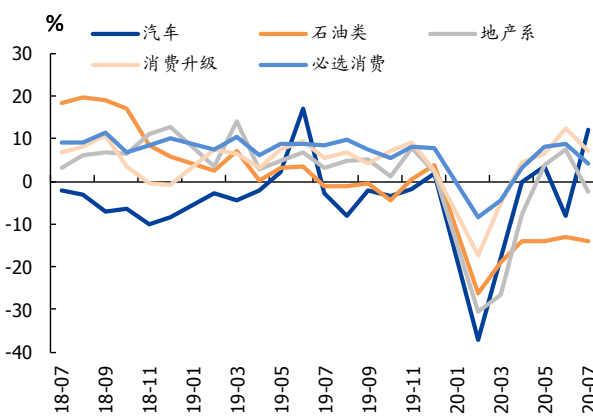
分项看，增速多数下跌，仅汽车消费大幅反弹，6-7月汽车消费波动较大，主要受到基数效应、北京疫情发展等因素影响。7月限额以上社零分项增速多数下跌，其中仅汽车消费同比增速大幅上涨20.5个百分点至12.3%，是社零消费中的最大贡献。汽车消费再度走强，主因去年6月“国五转国六”促销后7月基数较低，以及近期北京疫情迅速受控的影响。

图表4：消费回升速度持续放缓



资料来源：Wind，国盛证券研究所

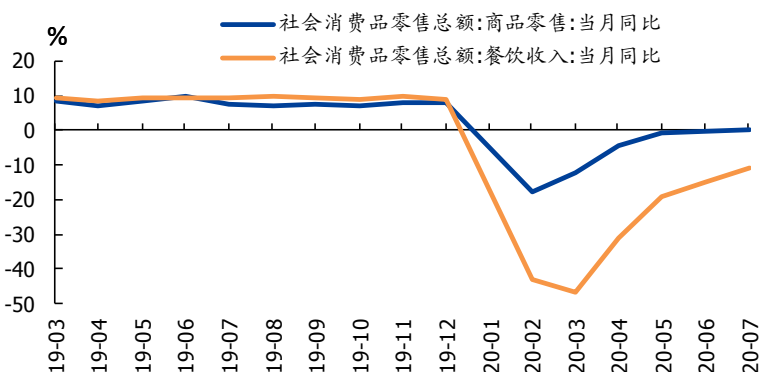
图表5：社零分项当月同比：多数下跌，仅汽车消费大幅反弹



资料来源：Wind，国盛证券研究所

餐饮消费修复小幅加速，疫情压制有所减轻。7月商品零售当月同比0.2%，增速较上期走平；而餐饮收入降幅继续收窄至-11.0%，增幅4.2个百分点，较上月的3.7个百分点小幅提升，显示餐饮消费修复小幅加速，与服务业生产延续修复相互验证，显示疫情对住宿餐饮业等接触性、聚集性消费的压制有所减轻。

图表6：商品零售恢复正常，餐饮消费修复小幅加速



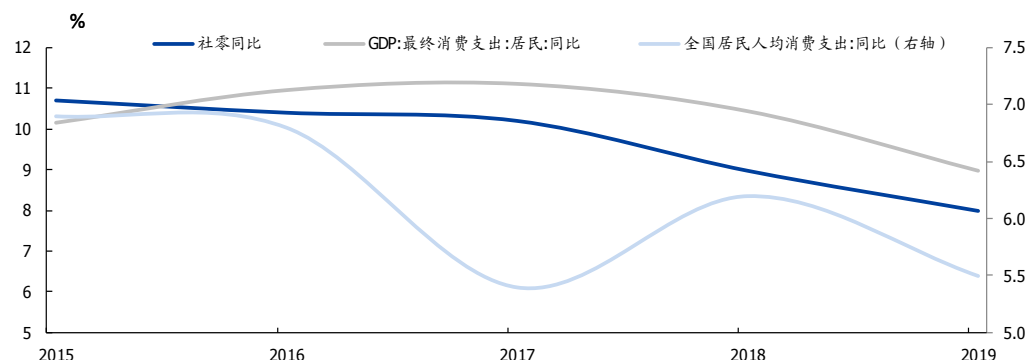
资料来源：Wind，国盛证券研究所

消费增速何时能恢复正常？

近几个月，消费增速持续低于预期，迟迟未能恢复正增长，与工业生产、投资、出口等经济数据的迅速反弹形成鲜明对比，显示消费整体较为疲弱。除了我们前期报告中分析的疫情冲击对消费能力、消费意愿的负面影响以外，我们从更长期的角度对消费疲弱做出解释：

疫情前，我国消费增速已经持续处于下行通道，疫情进一步打击。2014 至 2019 年，我国 GDP 中居民消费支出同比增速从 11.2% 震荡下跌至 9.0%，全国居民人均消费支出增速从 7.5% 下降至 5.5%，社零增速从 12.0% 下降至 8.0%，可见从多种角度衡量的消费增速确实在持续下行。而在疫情冲击下，居民消费受到进一步冲击，1-6 月累计仍下跌 11.4%，在主要经济指标中表现相对较差。

图表 7：我国消费增速近年来持续下行

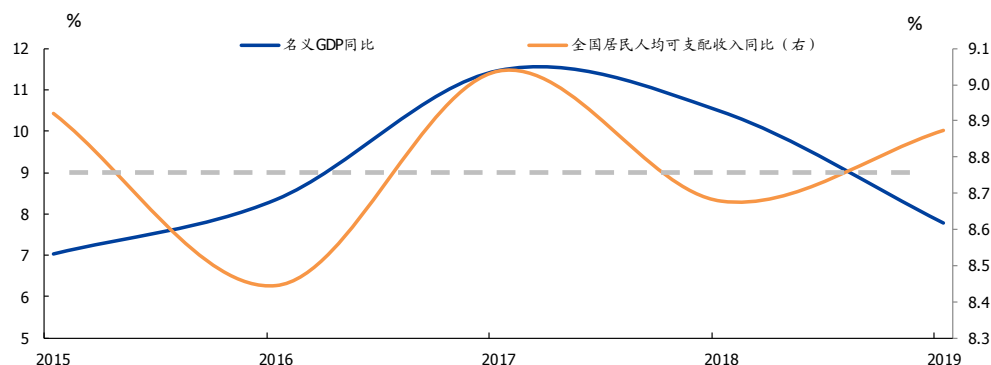


资料来源：Wind，国盛证券研究所

收入是影响居民消费的主要因素之一，其分析角度较为丰富，包括收入增速、收入分配、债务收入比例等。

- 收入增速方面，近年来经济增速和居民可支配收入增速并未出现趋势性下降，整体在 9% 左右波动，收入增速本身可能并不是近年来消费下滑的主因。

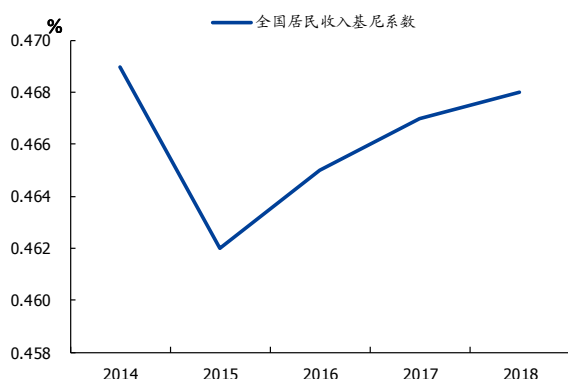
图表 8：近年来我国收入增速并未出现趋势性下降



资料来源：Wind，国盛证券研究所

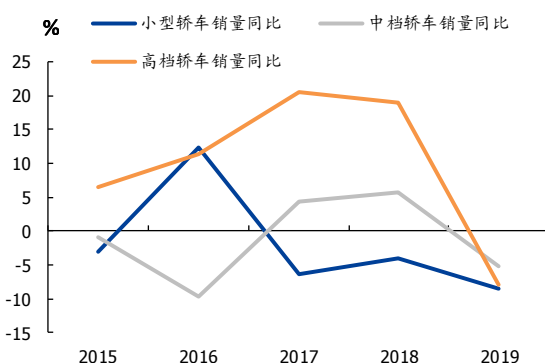
- 收入分配方面，从统计局公布的基尼系数来看，近年来贫富差距呈现扩大趋势，表现之一是近年来汽车市场中高档轿车销量增速持续高于中低档轿车。由于高收入群体的边际消费倾向低于中低收入群体，贫富差距扩大可能不利于整体消费水平的提升。

图表 9: 近年来基尼系数持续上升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

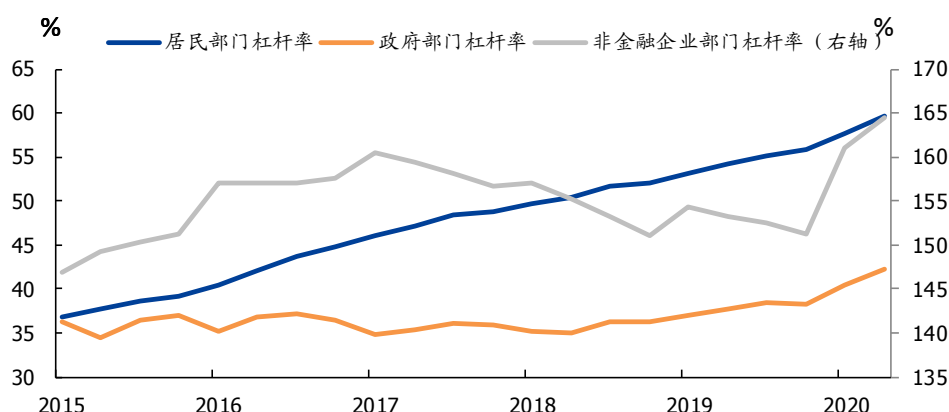
图表 10: 高档轿车销量增速持续高于中低档轿车



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- 负债收入比例方面, 近年来我国居民部门持续加杠杆。居民部门杠杆率(居民部门债务/GDP)从 2015 年初的 36.8% 提升至 2020 年中的 59.7%, 增幅达 62%, 明显高于同期企业部门 12%、政府部门 17% 的杠杆率增幅。居民部门杠杆背后主要原因应是不断上涨的房价和迅速发展的消费贷, 负债和消费的关系较为复杂, 负债水平较低时适度借贷可能对消费有拉动作用, 但过快上升的、过高水平的负债无疑会侵蚀居民的消费能力。

图表 11: 我国居民部门杠杆率迅速上行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

综上所述, 近年来消费增速的持续下行可能与居民部门的贫富差距扩大、负债率过快上升有关。今年疫情冲击下, 居民收入端不仅是收入增速受到冲击, 贫富差距也进一步扩大, 负债率也进一步加速上升。从而在疫情受控后, 虽然居民收入增速随着经济复苏而反弹, 但其余两方面的负面影响可能需要更长时间来调整, 叠加近年来消费的下行趋势, 这可能是今年居民消费持续低于预期的主要原因之一。

投资端: 汛情继续拖累施工, 地产投资韧性仍强

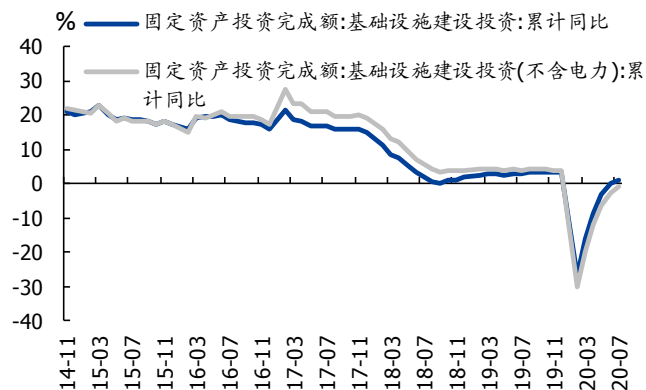
基建投资继续受到汛情拖累, 8 月有望迎来反弹

基建投资增速放缓, 可能受到专项债融资回落和暴雨洪涝灾害的拖累。1-7 月广义、狭

义基建投资累计同比分别为 1.2%、-1.0%，分别较前值回升 1.3、1.7 个百分点，回升幅度较上月继续收窄；7 月广义、狭义基建投资当月同比分别为 7.7%、7.9%，增速较上月分别变动-0.6%、1.1%个百分点，可能仍受到南方汛情和专项债融资回落的拖累。

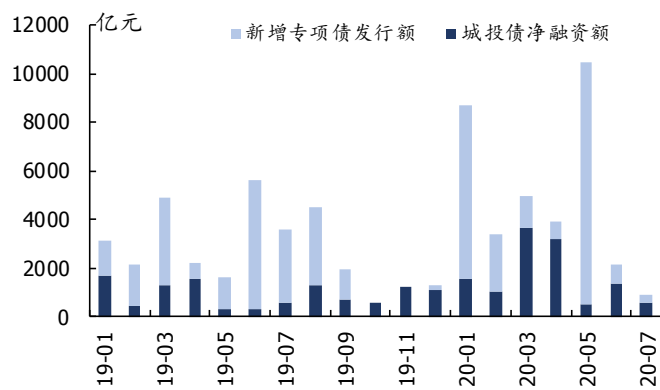
7 月基建专项债融资继续回落。7 月当月新增专项债发行 349 亿元，较 6 月和去年同期均明显回落，1-7 月新增专项债累计发行同比增速回落至 34% 左右。往后看，考虑到近期棚改专项债已经重启发行，且部分专项债可能用于支持中小银行补充资本金，下半年基建专项债发行规模可能较上半年明显回落。但 8 月后南方雨季影响减退，基建增速或将迎来明显反弹。

图表 12: 基建投资增速反弹继续放缓



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 7 月专项债融资继续回落

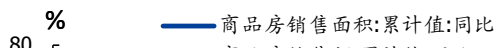


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

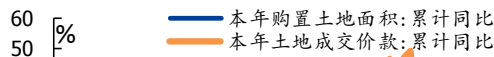
房地产销售再度高增，投资增速继续反弹

地产销售增速提升，土地市场出现降温迹象。7 月商品房销售面积、销售金额当月同比分别为 9.5%、16.5%，较前值分别回升 7.3、7.6 个百分点，增速在 6 月小幅放缓后再度提升。1-7 月土地购置面积、土地成交价款累计同比分别为-1.0%、12.2%，较前值分别变动-0.1、6.3 个百分点，土地成交面积累计增速微跌，显示在近期地产调控边际收紧的影响下，土地市场出现降温迹象。

图表 14: 商品房销售增速提升



图表 15: 土地市场出现降温迹象



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_3134

