

【华西固收研究】投资强劲，需求偏弱，弱复苏趋势确认

——7月经济数据点评 20200814

事件概述：

8月14日，统计局公布2020年7月经济数据。1-7月，全国规模以上工业增加值、社会消费品零售总额、固定资产投资（不含农户）累计同比分别下降0.4%、9.9%、1.6%。7月当月，全国规模以上工业增加值同比增加4.8%；社会消费品零售总额同比下降1.1%。

分析与判断：

► 工业增加值：结构分化明显，产销率回升，出口交货值回落

7月工业增加值同比增速略低于wind一致预期0.4pct，与上月保持一致。整体来看，7月工业增加值表现欠佳，南方洪灾或有一定程度的影响，但更多可能是经济复苏的斜率在放缓。同时，工业增加值数据结构上出现了较大程度的分化，关注产销率、出口交货值的变化。

关注点一：结构分化明显，采矿业、电燃热水业增速大幅回落。与6月的格局正好相反，7月采矿业、电燃热水业增加值同比增速分别回落了4.3、3.8pct，其中采矿业增速再度转为负增长，而制造业的增速提升幅度也仅有0.9pct。从具体的行业来看，汽车、电气机械及器材、金属制品、通用设备、黑金冶炼及压延加工表现较好，当月同比增速分别回升8.2、6.9、5.2、2.2、1.6pct；而电热业、纺织业、非金属矿物制品业增速则有较为明显的回落，当月同比增速分别较6月回落了4.6、2.5、1.7pct。

关注点二：结合PPI数据来看，上游产品价格降幅收窄或因供给减少。7月PPI数据中，采矿业、原材料加工业价格降幅的收窄程度明显大于下游的加工工业，而本月上游产品的增加值出现了较大程度的回落，说明7月份上游产品的价格回暖并非由于需求不足，而是供给发生了较大程度的减少造成，或与全国整体降雨量增加、南方洪水灾害影响生产条件有关。

关注点三：工业产品产销率回升明显。7月，工业企业产品产销率录得98.4%，较上月回升了0.6pct，较去年同期略高0.1pct。拉长周期来看，98.4%的产销率基本处于2017年以来的中枢水平，说明工业产品与终端需求之间的缺口出现了收窄。

关注点四：出口交货值回落明显。7月，工业企业出口交货值当月同比录得1.6%，较6月低1.0pct，较去年同期低0.1pct。由于出口交货值的报告期先于外贸出口值，且统计范围为工业企业当期所生产并于当期交付给出口部门的货值，因此出口交货值的变化通常会略为领先外贸出口数据。6月份出口交货值同比增速大幅提升1.2pct，在7月的出口数据中有较为明显的反映。而7月随着出口交货值增速回落至正常区间，预计出口数据也将出现边际上的放缓。同时，仍需警惕海外疫情二次爆发对整体外需的压制。

► 社零：消费额环比负增，汽车消费成强力支撑点

7月当月，社会消费品零售总额为3.2万亿元，较6月环比减少1.04%，为疫情爆发以来首次出现消费总额的环比负增长，居民消费整体依然偏弱。从结构上来看，餐饮消费表现尚可，餐饮收入环比基本与6月持平，同比降幅收窄4.2pct，高于社零整体收窄水平。而限额以上企业消费品零售总额当月同比增长2.2%，增速提升2.6pct，表现同样好于整体社零，说明大型消费类企业的状况在持续改善，小型企业经营情况可能面临较大压力。分品类来看，除金银珠宝、汽车类消费额同比增速有所回升以外，其余品类消费增速均有不同程度的放缓，其中服装类、家电类、建筑装潢类增速转负。汽车类消费无疑是7月社零强有力的支撑点，当月同比增速录得12.3%，不仅由负转正，同时还大幅提升了20.5pct。但汽车消费的高速增长一方面与近期汽车促销的政策有关，但更多的或是来自于去年低基数的影响（去年7月1日国六标准正式执行，因此汽车厂商于6月集中折价销售国五标准车辆，透支

了此后几个月的汽车需求)，预计难以对社零形成趋势性的拉动。

► 固投：地产依旧韧性十足，基建持续回暖，制造业表现欠佳

商品房销售火热，新开工持续回暖，房企拿地热情回落。根据统计局公布的数据测算，7月地产投资完成额当月同比增速高达11.67%，较上月大幅提升3.13pct，地产投资的韧性得到了充分的体现。从需求端来看，7月份房地产需求显著增加，7月当月商品房销售面积、销售额增速分别提升了7.32、7.58pct，与前期各地地产调控政策放宽以及放贷利率下行有一定的关系；但从7月中旬以来，深圳、南京、杭州、东莞、宁波等一、二线城市再度收紧了地产政策，同时随着央行货币政策力度的边际收紧，预计后续商品房销售的增长将逐渐放缓。从供给端来看，受监管层面对房地产企业约束力度的增加，房企拿地热的状况发生了改变，7月当月土地购置面积同比增速为-1.82%，较6月大幅回落13.95pct。从施工方面看，新开工、施工面积增速进一步提升，或与前期房企大量拿地、施工条件改善、工人返工等有关；而竣工面积的降幅则进一步扩大，或与部分房企重拾“高周转”策略，从而拉长交房周期有关。

基建投资单月增速回升，后续表现仍可期待。根据测算，7月基建投资（不含电力）当月同比增速为7.89%，较6月回升1.09pct，拉动累计降幅收窄至1%。从目前的情况来看，后续基建投资有望迎来更快的扩张。一方面，随着南方洪水灾害的消退，建筑施工环境得到有效改善，同时灾后重建将扩大基建需求；另一方面，财政部要求10月底之前将剩余专项债发行完毕，基建资金来源将得到进一步的改善。

制造业投资仍较为疲软。根据测算，7月制造业投资当月同比增速为-3.11%，降幅仅收窄约0.4pct，回暖速度放缓，仍然远弱于地产和基建。考虑到制造业中民营、小微企业居多，抗风险能力较弱，受政策的影响较小，通常需要需求和利润的同时改善来拉动制造业投资的扩张。目前来看，供给修复快于需求的格局仍未改变，居民消费仍较为疲软，制造业进出厂价差收窄，需求和利润仍未见到明确拐点，预计制造业投资年内或难以出现大幅改善的机会。

投资策略：复苏斜率放缓得到确认，但存在预期差的利多因素有限，关注边际变量带来的交易性机会

7月的经济数据已经确认了复苏斜率放缓的事实，同时其与核心CPI、社融等数据共同反映出来的“**投资强+消费弱+信贷放缓**”的组合对债市形成一定的利好。但需要注意的是，通胀、基本面、社融等方面当前均有较为明确的方向——通胀有短暂扰动但全年下行、基本面呈斜率放缓的弱复苏趋势、社融高点已过预计增速将逐渐回落，而货币政策的基调已经在730政治局会议中得到了确认，因此没有过多预期差的空间，对债市的利多有限。如果货币政策在下半年保持整体稳定的话，利率债的波动将更多的受到资金面和政策利率的驱动，1年期MLF利率、7天逆回购利率或将对此后10年、1年期国债收益率有一定的参考价值。目前可能存在预期差的变量主要是中美关系、疫情防控、疫苗研发，需关注这部分变量带来的交易机会。

因此，我们建议利率债方面关注交易性机会，下半年震荡区间或在2.8%-3.1%之间；当前更多以票息策略为主，可适当挖掘信用债机会。

风险提示

疫情存在因境外输入而二次扩散的可能，中美关系存在不确定性。

分析师：樊信江

邮箱：fanxj@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100006

联系电话：010-59775359

分析师：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520010001

联系电话：021-20227900

研究助理：孙嘉伦

邮箱：sunjl@hx168.com.cn

联系电话：010-59775371

研究助理：张伟

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

联系电话：010-59775334

【华西固收研究】2020年7月经济数据一览

联系人：樊信江/顾子琦/孙嘉伦/张伟/杨锦明

图1：工业增加值半月同比与6月持平

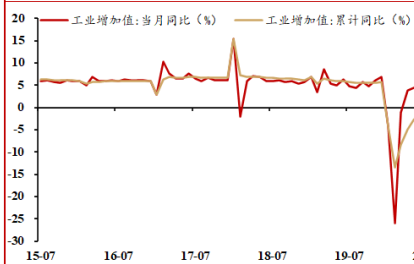


图2：制造业增加值累计同比由负转正，采矿业表现不佳

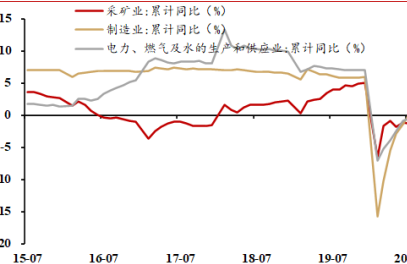


图3：社零半月降幅收窄0.7pct，累计降幅收窄1.5pct

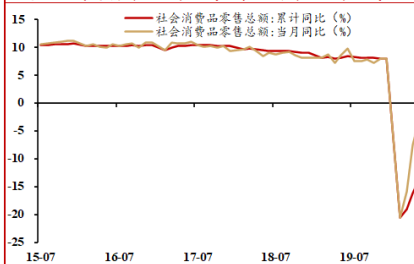


图4：多数品类消费当月同比较上月放缓，汽车消费大幅好转

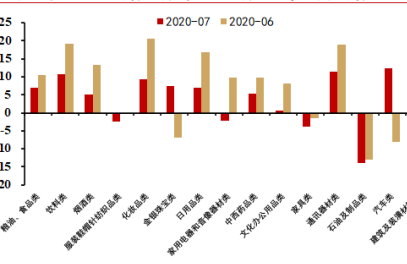


图5：固定资产投资累计同比录得-1.6%，降幅收窄1.5pct

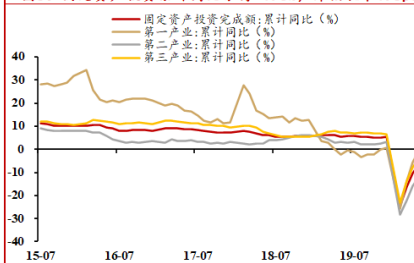


图6：基建、制造业、地产投资累计增速回升1.7、1.5、1.5pct

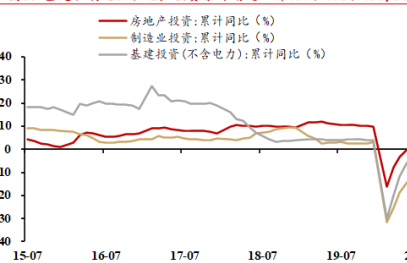


图7：地产销售面积、销售额累计增速分别回升0.4、3.3pct

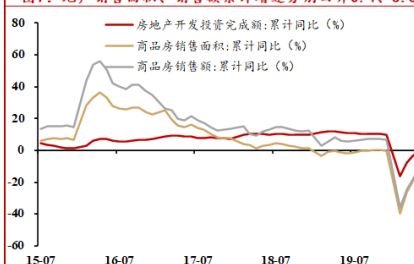


图8：地产新开工面积累计降幅持续收窄

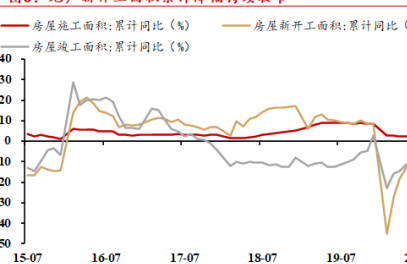


图9：拿地活跃度放缓，土地成交价款增速提升6.3pct

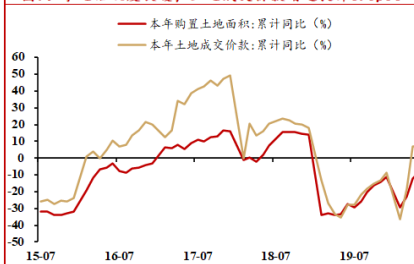


图10：待售面积增速放缓，库存压力有所减弱

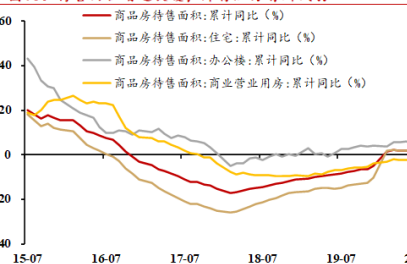


图11：出口当月增速超预期提升，进口增速放缓

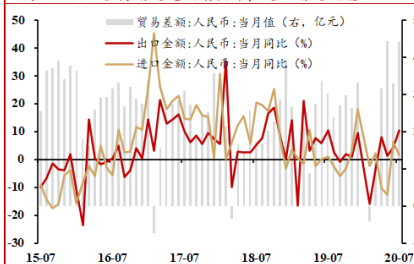
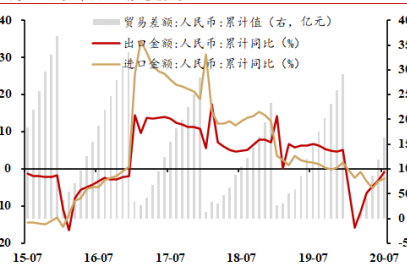


图12：累计出口增速接近回正



资料来源：国家统计局，华西证券研究所
免责声明：本信息为公开信息收集整理所得，仅面向华西证券的专业投资机构客户，仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流。在任何情况下，本信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。华西证券及华西证券研究所也不对任何因使用本信息所引致的任何损失负责。本信息内容的版权归华西证券所有，华西证券对本信息保留一切法律权利。未经华西证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

【华西固收研究】2020年7月经济数据一览

联系人：樊信江/颜子琦/孙嘉伦/张伟/杨锦明

指标	同比增速 (%)				增速变化 (pct)	
	6月	7月	1-6月	1-7月	6月vs7月	1-6月vs1-7月
工业增加值	4.80	4.80	-1.30	-0.40	0.00	0.90
采矿业	1.70	-2.60	-1.10	-1.30	-4.30	-0.20
制造业	5.10	6.00	-1.40	0.10	0.90	1.50
电力、热力、燃气及水生产和供应业	5.50	1.70	-0.90	-0.50	-3.80	0.40
社会消费品零售总额	-1.80	-1.10	-11.40	-9.90	0.70	1.50
固定资产投资 (不含农户)	1.06	-4.38	-3.10	-1.60	-5.44	1.50
房地产开发投资完成额	8.54	11.67	1.90	3.40	3.13	1.50
土地购置面积	12.13	-1.82	-0.90	-1.00	-13.95	-0.10
土地成交价款	4.20	36.83	5.90	12.20	32.63	6.30
商品房销售面积	2.14	9.46	-8.40	-5.80	7.32	2.60
商品房销售额	8.98	16.56	-5.40	-2.10	7.58	3.30
新开工面积	8.86	11.32	-7.60	-4.50	2.46	3.10
施工面积	11.43	16.63	2.60	3.00	5.20	0.40
竣工面积	-6.57	-14.00	-10.50	-10.90	-7.43	-0.40
制造业投资额	-3.48	-3.11	-11.70	-10.20	0.37	1.50
基建投资额	6.80	7.89	-2.70	-1.00	1.09	1.70
货物出口总额 (人民币计价)	4.30	10.40	-3.00	-0.90	6.10	2.10
货物进口总额 (人民币计价)	6.20	1.60	-3.30	-2.60	-4.60	0.70

数据来源：国家统计局，华西证券研究所

注：除国内生产总值外，其余均为月度数据

免责声明：本信息为公开信息收集整理所得，仅面向华西证券的专业投资机构客户，仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流。在任何情况下，本信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。华西证券及华西证券研究所也不对任何人因为使用本信息所引致的任何损失负任何责任。本信息内容的版权归华西证券所有，华西证券对本信息保留一切法律权利。未经华西证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。2年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员，拥有2年证券研究经验。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

孙嘉伦：约翰霍普金斯大学金融硕士。1年券商研究所工作经验，2019年加入华西证券，主要参与产业债、境外债与地方政府债研究。

张伟：对外经济贸易大学金融学硕士。2019年加入华西证券，主要参与可转债、财政政策、宏观经济研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

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_3157

