

## 固定收益

# 经济复苏方向预计不变，但斜率或有放缓

——2020年7月经济数据点评



东方证券  
ORIENT SECURITIES

报告发布日期

2020年08月14日

证券分析师

黄海澜

021-63325888\*2470

huanghailan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519090002

### 相关报告

金融数据结构仍然较好，利率债短期难见转机	2020-08-12
短期潜在风险未完全消退，中期有望维持上行趋势	2020-08-11
银行配置力度分化，外资与广义基金仍一强一弱	2020-08-11

### 研究结论

- 2020年8月14日，统计局公布了20年7月的经济数据。就业方面，就业形势保持平稳，但1-7月累计新增就业较上年同期下降22.6%。工业方面，7月规模以上工业增加值同比增4.8%，预期5.2%，前值4.8%。
- 分行业来看，装备制造业和高技术产业月工业增加值当月同比与6月基本持平，采矿业和电力、燃气及水的生产供应业增长放缓。细分行业中，汽车制造业、电气机械、计算机通信、通用设备和专用设备制造业增长较快。
- 投资方面，基建、制造业和地产投资增速均有回升。细分行业来看，医药制造业、计算机通信行业、电力热力和水的生产供应业、交运仓储和邮政业、房地产是7月当月投资增速较高的几个行业。
- 地产投资显著回升，地产销售、新开工面积高速增长，购置土地面积和竣工面积当月同比走弱。7月地产销售面积同比增长9.5%，前值2.1%；7月新开工面积同比增长11.3%，前值8.9%；7月购置土地面积同比下降1.8%，前值12.1%；7月竣工面积同比下降14%，前值-6.6%。预计年内地产投资持续较强。一方面销售和开工持续向好，且截至7月底，复工比例相对历史水平，仍有一定上升空间。另一方面，土地购置面积传导到土地购置费需要半年到一年的时间，土地购置费的压力或许将在明年上半年体现。
- 基建增速回升，随着财政政策的逐步落地，预计基建增速进一步改善。根据财政部数据，专项债将于10月底之前发行完毕，从剩余额度和历史季节性来看，预计三季度政府债券净融资规模仍然较高。
- 制造业投资增速和民间固定资产投资增速回升，但仍处较低水平。有7个行业当月投资同比增速由负转正。外部环境、工业品价格等均是影响制造业投资增速的重要变量，制造业投资增速的回升幅度预计比较有限。
- 消费方面，商品零售继续恢复。消费分项中，除汽车和金银珠宝外，统计局公布的所有分项增速均低于前值。从城镇居民可支配收入情况来看，收入差距扩大会对消费有负面影响。预计后续消费增速缓慢回升。
- 经济恢复方向未变，但受到消费和制造业投资恢复较慢影响，经济恢复速率预计有所放缓。地产销售维持正增长，前期土地成交较快影响下，土地购置费增速年内预计维持高位，有助于地产投资进一步回升。政府债券的持续发行，将使得基建投资持续性较强。
- 对于债市，短期内我们仍然维持在10Y国开在3.4%左右震荡的观点。短期内，关注利率债供给，和美国大选前对华举措对债市的影响。利率难见大幅波动的原因在于：
  - 第一、 货币政策预期基本趋于一致，短端DR007和中长端1年同存利率也基本回归到政策利率附近，短期不会再大幅上行。
  - 第二、 三季度经济复苏预期也较一致，但下半年增速放缓，基本面对债市的冲击放缓。
  - 第三、 股债性价比目前也趋于平衡。

### 风险提示

- 如果财政政策超预期发力，或将影响我们对经济和债市的判断。
- 如果疫情发展超预期，或将影响我们对债市的判断。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

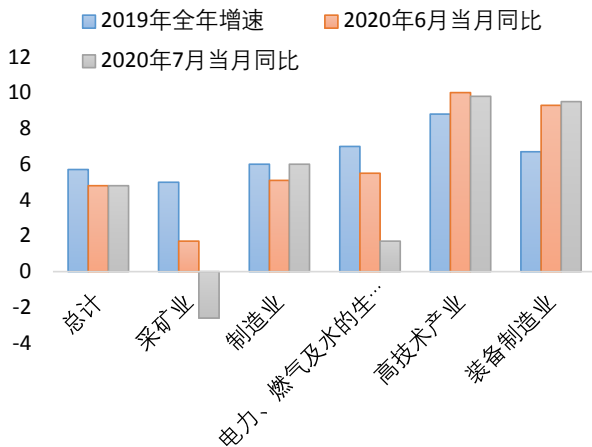
## 经济复苏方向预计不变，但斜率或有放缓——2020年7月经济数据点评

2020年8月14日，统计局公布了20年7月的经济数据。就业方面，就业形势保持平稳，但1-7月累计新增就业较上年同期下降22.6%。全国城镇调查失业率为5.7%，与6月份持平；其中25-59岁群体人口调查失业率为5.0%，下降0.2个百分点。但青年人口调查失业率有所上升。31个大城市城镇调查失业率为5.8%，与6月份持平。

工业方面，7月规模以上工业增加值同比增4.8%，预期5.2%，前值4.8%。从环比看，7月规模以上工业增加值比上月增长0.98%。1-7月规模以上工业增加值同比下降0.4%。

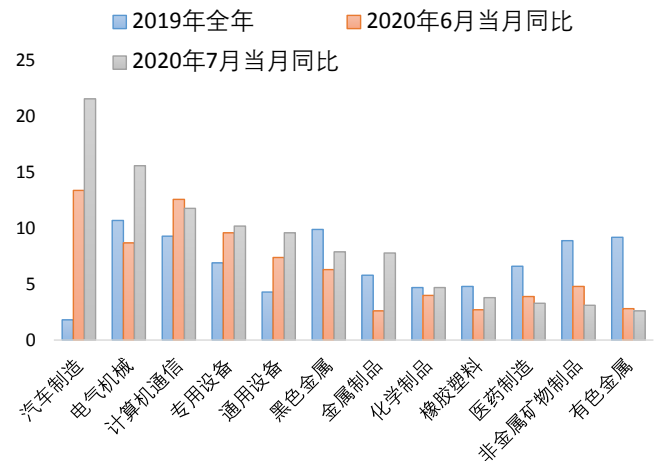
分行业来看，装备制造业和高技术产业月工业增加值当月同比与6月基本持平，高于2019年全年水平，采矿业和电力、燃气及水的生产供应业增长放缓。细分行业中，汽车制造业、电气机械、计算机通信、通用设备和专用设备制造业工业增加值当月同比均好于2019年全年。

图1：工业增加值分行业7月当月同比与2019年全年累计增速对比 单位：%



数据来源：Wind，东方证券研究所

图2：工业增加值细分行业7月当月同比与2019年全年累计增速对比 单位：%

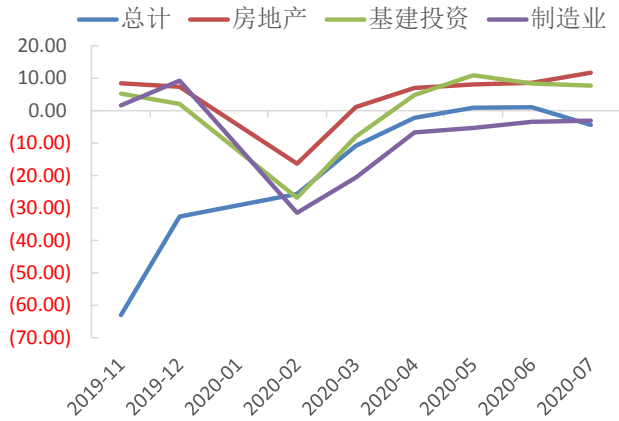


数据来源：Wind，东方证券研究所

投资方面，全国固定资产投资（不含农户）329214亿元，同比下降1.6%，降幅比1—6月份收窄1.5个百分点。其中，民间固定资产投资184186亿元，下降5.7%，降幅收窄1.6个百分点。分领域看，1-7月基础设施投资同比上升1.19%，制造业投资下降10.2%，房地产开发投资增长3.4%，降幅分别比1-6月份回升1.3、1.5、1.5个百分点。

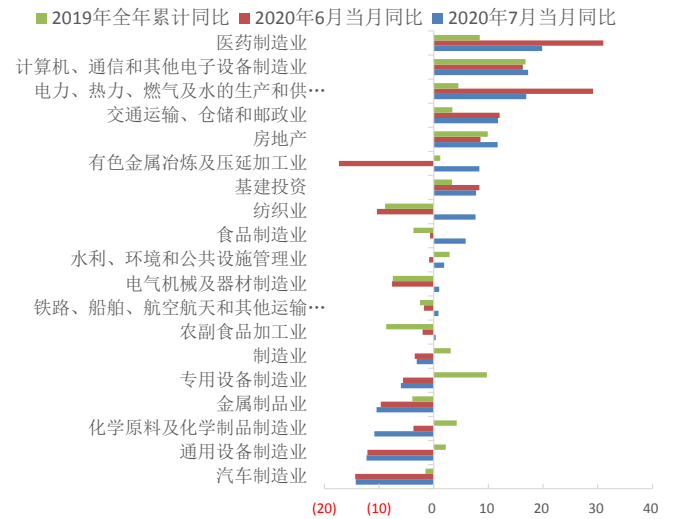
细分行业来看，医药制造业、计算机通信行业、电力热力和水的生产供应业、交通运输和邮政业、房地产是7月当月投资增速较高的几个行业。

图 3：固定资产投资分行业当月增速单位：%



数据来源：Wind，东方证券研究所

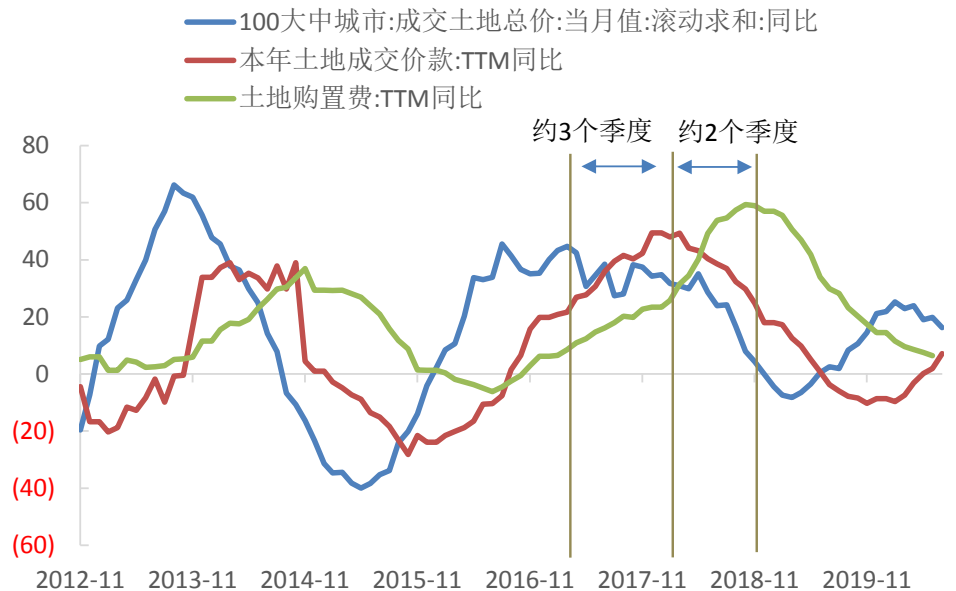
图 4：固定资产投资分行业 7 月当月同比与 2019 年全年累计增速对比 单位：%



数据来源：Wind，东方证券研究所

地产投资显著回升，地产销售、新开工面积高速增长，购置土地面积和竣工面积当月同比走弱。7 月地产销售面积同比增长 9.5%，前值 2.1%；7 月新开工面积同比增长 11.3%，前值 8.9%；7 月购置土地面积同比下降 1.8%，前值 12.1%；7 月竣工面积同比下降 14%，前值-6.6%。预计年内地产投资持续较强。一方面销售和新开工持续向好，且截至 7 月底，复工比例相对历史水平，仍有一定上升空间。另一方面，土地购置面积传导到土地购置费需要半年到一年的时间，土地购置费的压力或许将在明年上半年体现。

图 5：100 大中城市土地成交、本年土地成交价款和土地购置费之间的领先滞后关系 单位：%



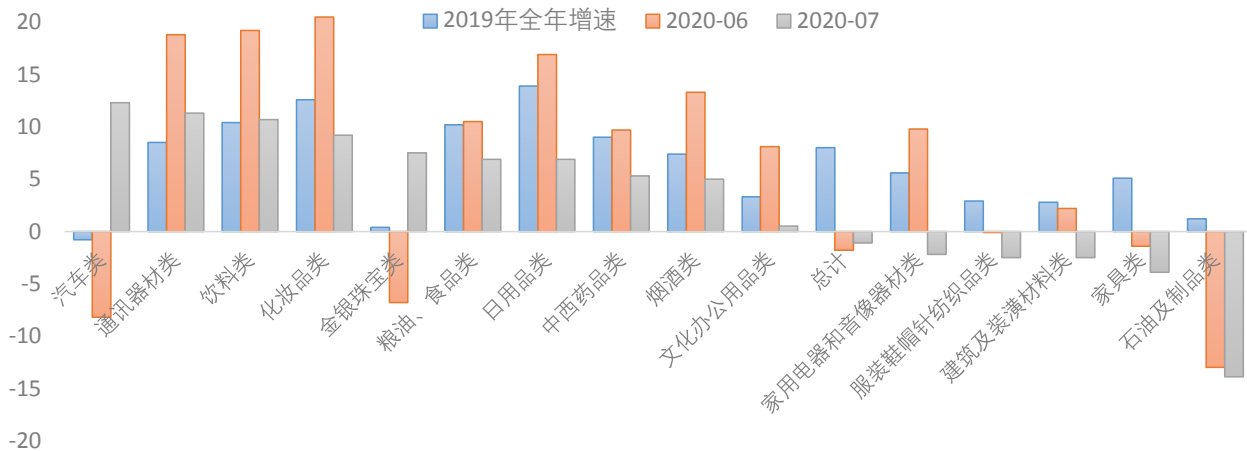
数据来源：Wind，东方证券研究所

**基建增速回升，随着财政政策的逐步落地，预计基建增速进一步改善。**1-7月，基建投资增速自-0.07%上升至1.19%。资金端方面，根据财政部数据，专项债将于10月底之前发行完毕，从剩余额度和历史季节性来看，预计三季度政府债券净融资规模仍然较高。

**制造业投资增速和民间固定资产投资增速回升，但仍处较低水平。**制造业投资累计增速回升至-10.2%，前值-11.7%；民间固定资产投资增速自-7.3%上升至-5.7%。制造业投资分化较为明显，医药制造业、计算机电子当月投资同比增速分别在19.8%和17.3%，但有7个行业当月投资同比增速由负转正。外部环境、工业品价格等均是影响制造业投资增速的重要变量，制造业投资增速的回升幅度预计比较有限。

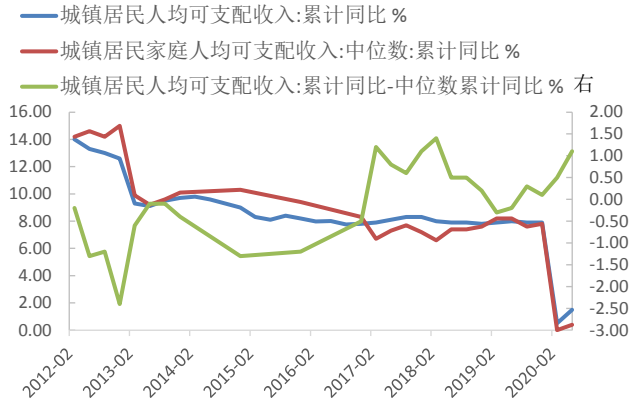
**消费方面，商品零售继续恢复。**7月份，社会消费品零售总额32203亿元，同比下降1.1%，前值-1.8%；扣除价格因素，实际下降2.7%，收窄0.2个百分点。**消费分项中**，除汽车和金银珠宝外，统计局公布的所有分项增速均低于前值。从城镇居民可支配收入情况来看，收入差距扩大，人均可支配收入增长显著好于中位数增速，显示中低收入者收入恢复较慢。**历史上收入差距与社消增速呈现较为明显的因果关系，收入差距扩大会对消费有负面影响。预计后续消费增速缓慢回升。**

图 6：限额以上商品零售额 6、7 月当月同比及 2019 年全年增速对比 单位：%



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：城镇居民人均可支配收入增速与中位数增速差距扩大



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 8：城镇居民收入差距改善后一个季度左右，社消增速会有所回升（右轴为逆序）



数据来源：Wind，东方证券研究所

预计经济回升方向不变，但受到消费和制造业投资恢复较慢影响，经济恢复速率预计有所放缓。地产销售维持正增长，前期土地成交较快影响下，土地购置费增速年内预计维持高位，有助于地产投资进一步回升。政府债券的持续发行，将使得基建投资持续性较强。

对于债市，短期内我们仍然维持在 10Y 国开在 3.4%左右震荡的观点。短期内，关注利率债供给，和美国大选前对华举措对债市的影响。利率难见大幅波动的原因在于：

第一、货币政策预期基本趋于一致，短端 DR007 和中长端 1 年同存利率也基本回归到政策利率附近，短期不会再大幅上行。

第二、三季度经济复苏预期也较一致，但下半年增速放缓，基本面对债市的冲击放缓。

第三、股债性价比目前也趋于平衡。

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\\_3161](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3161)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>