

调查失业率未上行，结构性宽松难

——7月经济数据解读

核心观点

7月全国调查失业率5.7%，与6月持平，数据较低主要得益于国家政策鼓励灵活就业，充分发挥新媒体、电商、电子竞技等新型就业岗位吸纳大学生就业的能力，我们此前强调，若7、8月调查失业率出现阶段性上行压力，央行可能有定向降准等结构性宽松操作，鉴于7月调查失业率稳定，我们认为后续央行采取宽松政策的概率大大降低，未来可能不会再有降息、降准等操作。随着经济增速稳健修复及失业率企稳，我们提示后续密切关注货币政策边际转向的可能性，核心跟踪DR007走势，若DR007持续性地位于7天逆回购利率上方，将意味着货币政策转向。

□ 灵活就业助力，失业水平维持

7月全国调查失业率5.7%，与上月持平。7月是传统的大学生毕业季，往年调查失业率7月份均至少上行0.2个百分点，而今年失业率与6月持平，我们认为，促进灵活就业、扩大就业界定标准范围，把互联网营销工作者、公众号博主、电子竞技工作者等加入到自由职业的范畴，是7月调查失业率上冲幅度不及预期的重要原因。

□ 工业向好不改，两大循环助力

7月工业增加值同比4.8%，低于市场和我们预期，其原因在于采矿业和电力、热力、燃气及水生产和供应业增速回落幅度较大，但制造业增长依然强劲。我们认为，虽然工业总体增速与上月持平，但制造业增速大幅提升表明工业向好趋势不改，两个大循环是促使7月制造业向好的重要力量，有助于未来工业继续向好。

□ 社零小幅修复，未来有望加速

7月社会消费品零售总额名义同比-1.1%，前值-1.8%，社零小幅修复，但仍未实现正增长。其中，商品零售同比+0.2%，首次实现正增长。从结构上看，“宅经济”的相关消费保持较好表现，受社交距离影响的消费恢复速度仍然较慢。盛夏来临，伴随利好政策频出，未来线下消费修复速率加快，带动消费增速回暖

□ 投资继续修复，地产数据更具韧性

1-7月全国固定资产投资同比下降1.6%，降幅比1-6月份收窄1.5个百分点，其中，制造业投资累计同比-10.2%，较前值修复1.5个百分点，地产投资累计同比3.4%，较前值修复1.5个百分点，基建投资累计同比-1%，较前值修复1.7个百分点。从当月同比增速来看，我们估算的地产、基建、制造业投资7月当月同比增速分别为11.6%、7.9%和-3.1%，地产修复速度最快，具备更强的韧性，施工强度提升和老旧小区改造加速带动建工走强；大规模降雨及洪水因素对基建有一定扰动，基建投资仍环比回升，已能体现基建逆周期发力特性，我们后续基建投资有望加速回升。

风险提示：海外疫情超预期恶化，全球经济增长超预期下行，各国协同刺激政策不及预期；中国经济超预期恶化，政策刺激大幅不及预期；全球经济及金融危机爆发冲击我国经济基本面；中美博弈超预期加剧。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：张浩

执业证书编号：S1230120070054

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

1《7月金融数据：M2和社融增速哪个对于股市更重要？》2020.08.11

2《7月通胀数据：CPI阶段回升，未来下行趋势不改》2020.08.10

3《再议出口超预期——7月进出口数据的背后》2020.08.07

4《7月数据预测：经济延续确定修复》2020.08.01

报告撰写人：李超

正文目录

1. 失业压力不大，货币政策结构性宽松概率降低	3
2. 灵活就业助力，失业水平维持	3
3. 工业向好不改，两大循环助力	5
4. 社零小幅修复，未来有望加速	5
5. 投资继续修复，地产数据更具韧性	7
5.1. 制造业缓修复，高技术制造业支撑	7
5.2. 扰动逐步降低，基建持续回升，后续有望提速	8
5.3. 老旧小区加速引领建工，地产投资当月增长 11.7%	9

图表目录

图 1: 7月调查失业率与6月持平，整体就业压力趋缓	3
图 2: 2020年2-6月各类企业岗位需求同比变化率	4
图 3: 调查显示，截至7月下旬约半数应届生暂未找到工作	4
图 4: 工业增加值主要门类：7月同比较前值平稳回升	5
图 5: 主要工业产品产量增速与去年同期对比	5
图 6: 7月汽车消费表现抢眼，“宅经济”持续受益，餐饮跌幅依然较深	6
图 7: 7月汽车消费表现抢眼	6
图 8: 2010年新车购买者进入换购高峰时期	6
图 9: 观影热情逐渐升温	7
图 10: 民航航班执飞量已恢复9成以上	7
图 11: 固定资产投资分项走势	7
图 12: 制造业投资分行业表现	8
图 13: 天气因素有扰动，基建投资稳步回升，后续有望加速	9
图 14: 截至6月末，全国新开工改造老旧小区 1.59万个，占年度目标任务（3.9万个）的 40.4%	10
图 15: 土地对地产投资的支撑作用有一定韧性	11

1. 失业压力不大，货币政策结构性宽松概率降低

7月全国调查失业率5.7%，与6月持平，有别于以往7月传统大学生毕业季的环比上行，今年失业率较低主要得益于国家政策鼓励灵活就业，充分发挥新媒体、电商、电子竞技等新型就业岗位吸纳大学生就业的能力，同时，帮助农民工就近就业、“地摊经济”也一定程度上缓解了部分就业压力。

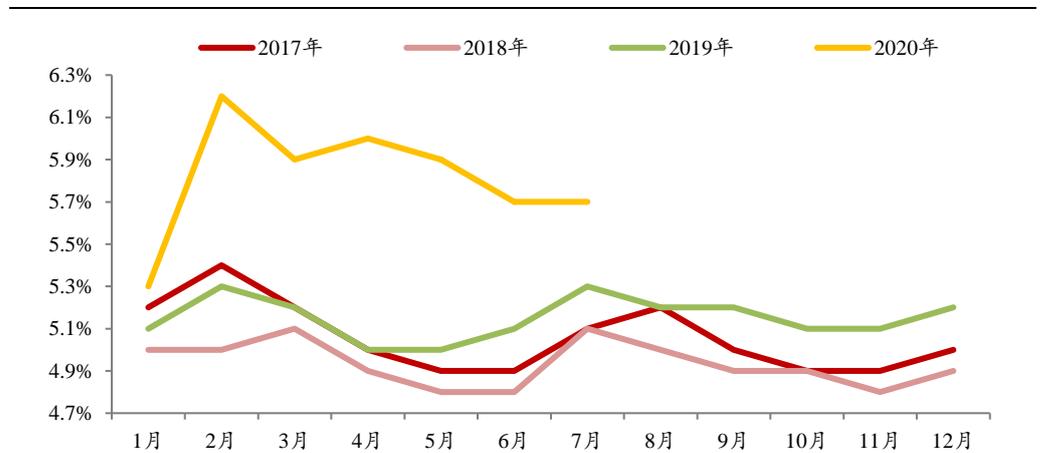
我们此前强调，若7、8月调查失业率出现阶段性上行压力，央行可能有定向降准等结构性宽松操作，鉴于7月调查失业率稳定，我们认为后续央行采取宽松政策的概率大大降低，未来可能不会再有降息、降准等操作。随着经济增速稳健修复及失业率企稳，我们提示后续密切关注货币政策边际转向的可能性，核心跟踪DR007走势，5月以来央行维持流动性紧平衡，DR007在6月末首次上冲至7天逆回购利率上方，此后围绕7天逆回购利率波动，我们认为，若DR007持续性地位于7天逆回购利率上方，将意味着央行对流动性的确定性收紧。本周为配合财政专项债发行，央行公开市场操作持续净投放，但也仅实现了流动性紧平衡，DR007并未明显下行，后续仍需密切关注。

当前经济增长的结构性特征表现为：净出口强劲，并拉动相关制造业增加值超预期上行，使得整体工业增加值维持稳健修复；投资缓慢改善，其中地产投资最为强劲，洪水对基建投资的冲击减弱，7月基建投资当月增速重新回升，后续也无需担忧；作为基建、地产、出口的下游端，制造业投资也在确定性上行通道，但相对较为滞后；消费数据结构性分化仍然显著，但随着服务业消费需求逐渐释放，未来有望加速改善。整体看，三季度经济增速回到合理增长区间的概率较大，而作为政策底线的失业率数据，在7月大学生毕业季也没有触及6%上限，未来压力更加趋缓。

2. 灵活就业助力，失业水平维持

7月全国调查失业率5.7%，与6月持平。7月新增城镇就业人数107万人，去年同期新增130万人，新增就业岗位创造能力依然偏弱。7月是传统的大学生毕业季，往年调查失业率7月份均至少上行0.2个百分点，而今年与上月持平，我们认为，促进灵活就业、扩大就业界定标准范围，是7月调查失业率上冲幅度不及预期的重要原因。

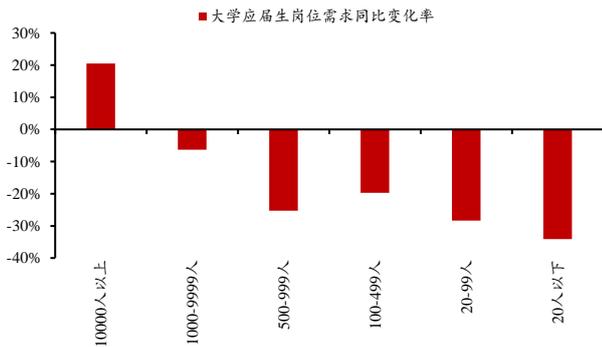
图 1：7月调查失业率与6月持平，整体就业压力趋缓



资料来源：Wind，浙商证券研究所

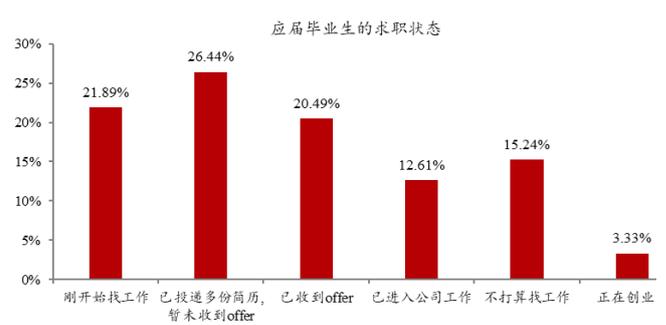
公开数据显示，大学生就业形势并不乐观。3月，智联招聘与中国人民大学联合发布的《2020年大学生就业力报告》显示有55.2%的毕业生仍未获得录用函，相比之下，2018、2019年同期的比例分别为25.61%和24.19%；智联招聘数据显示，今年2~6月大学应届生岗位需求同比去年显著收缩，且呈现出“规模越小降幅越大”的特征，中小企业招工用工谨慎；7月27日学慧网发布的《2020年应届毕业生就业情况调查报告》显示，截至7月份，仍有接近50%的应届生正在寻求工作机会，找到工作的人数仅占总数的33%。

图 2：2020 年 2-6 月各类企业岗位需求同比变化率



资料来源：智联招聘，浙商证券研究所

图 3：调查显示，截至 7 月下旬约半数应届生暂未找到工作



资料来源：学慧网，浙商证券研究所

然而，通过促进灵活就业、扩大就业界定标准范围，调查失业率并没有如期上行：

(1) 7月教育部发布通知称，将开设网店纳入自主创业范围，并首次把互联网营销工作者、公众号博主、电子竞技工作者等加入到自由职业的范畴。疫情之后，以互联网为基础的新兴职业需求大幅增长，促使一大批尚未获得满意工作机会的应届生选择这些新的就业形式作为缓冲过渡。

(2) 稳就业政策助力农民工就近就业。根据农业农村部的披露，截至7月底，全国新增返乡留乡农民工就地就近就业1300多万，除了在本地企业就业及务农外，还有5%的返乡留乡农民工通过云视频、直播直销、民俗特类产业等新业态创业，以及新增一批乡村保洁员、护路员、生态护林员、防疫消杀员等公益性岗位。

(3) “地摊经济”能够对冲一部分的就业压力。自成都因放开地摊经济拉动10万人就业被总理在两会新闻发布会上点名表扬之后，全国多地明确鼓励发展“地摊经济”，尤其是省会等大中城市。5月份，31个大城市城镇调查失业率不降反升，凸显了大城市的就业压力，而“地摊经济”可以降低创业门槛、创造就业岗位，可起到一定对冲作用。

毕业季之后，调查失业率有望持续改善，年内完成6%目标的难度较小。其一，经济持续复苏带动企业盈利修复，5月工业企业利润增速转正，6月同比增长11.5%，企业效益的改善将提振用工需求，降低调查失业率的中枢水平；其二，线下服务业逐渐放开，7月跨省团队旅游、电影院放开，8月剧院等演出场所放开，“地摊经济”在各地也正在如火如荼地展开，服务业吸纳就业人员的能力有望进一步体现；其三，6月下旬以来的南方汛情虽然短期内对农业与室外基建造成一定影响，但后期政府将牵头一批水利项目和灾后重建工程，将创造数量可观的岗位，尤其有助于解决农民工就业问题。不过，因为灵活就业稳定度较差，调查失业率中枢难以回到去年同期水平。

3. 工业向好不改，两大循环助力

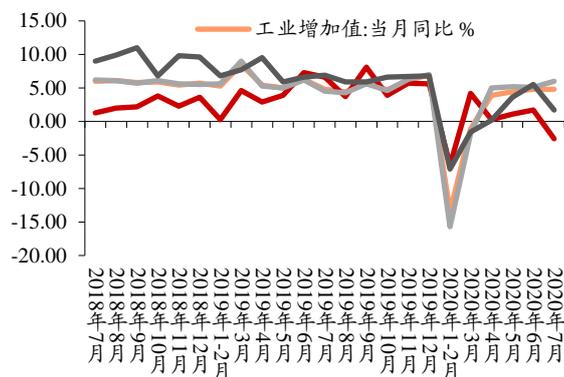
7月工业增加值同比4.8%，低于市场和我们预期，其原因在于采矿业和电力、热力、燃气及水生产和供应业增速回落幅度较大，但制造业增长6.0%，较上月增速加快0.9个百分点。我们认为，虽然工业总体增速与上月持平，但制造业增速大幅提升表明工业向好趋势不改。1-7月工业增加值累计同比下降0.4%，转正在即，工业生产回归正轨。

两个大循环是助力7月制造业生产持续恢复的重要原因。在供给方面，国内大循环强化我国产业门类齐全的供给优势，弥补海外防疫物资、宅经济需求供需缺口、替代海外供给，7月出口数据强劲。在内需方面，畅通国内大循环推动需求回升，环保标准切换、基建项目加快推进带动汽车、专用设备等行业生产。从国内7月挖掘机销量同比增速连续4个月超过50%，汽车产销量同比增长21.9%和16.4%可以印证。7月服务业生产加快恢复对相关产业链有促进作用，文化体育娱乐业和居民服务业商务活动指数分别为51.9%、51.1%，分别高于6月份6.1、1.9个百分点。

我们认为，在两个大循环作用下，8月工业生产将继续向好。在供给方面，国内疫情、洪涝灾害等潜在风险可控，国内大循环的畅通、保持产业链供应链稳定有助于激发各领域各环节的企业生产活力。在需求方面，基建投资和居民消费修复将继续支撑内需回升，洪涝灾害引致的灾后重建工作将对前期损失进行回补，随着影院、餐饮、线下培训等服务业进一步恢复，相关产业链，如食品加工、文教用品等制造业有望加快恢复；同时，海外疫苗的实际效果有待观察，海外疫情形式依然严峻，生产能力恢复速度可能较为有限，外需仍需我国支撑。

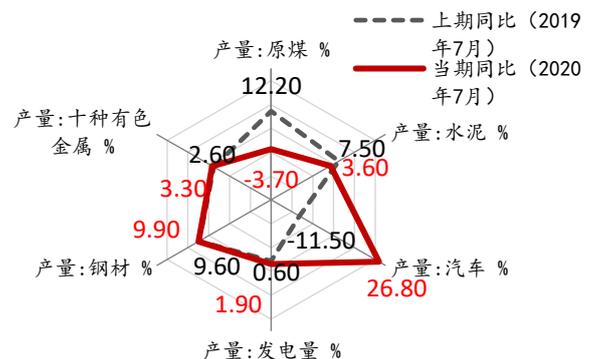
从分项数据上看，7月份，采矿业增加值增长-2.6%，制造业增长6.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长1.7%。7月份，发电生产更多转向水电减少煤炭需求是导致采矿业生产放缓的主要原因。我们主要关注的工业产品：除原煤、水泥增速不及去年同期外，钢材、汽车、发电量、十种有色金属7月同比均正高于去年，其中汽车增速26.8%表现亮眼。

图 4：工业增加值主要门类：7月同比较前值平稳回升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：主要工业产品产量增速与去年同期对比



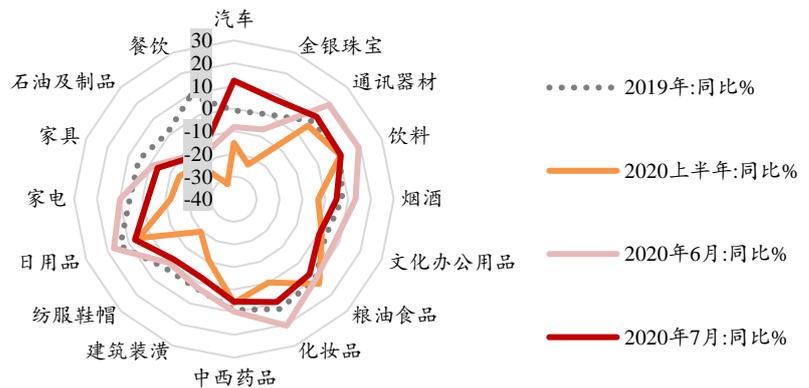
资料来源：Wind，浙商证券研究所

4. 社零小幅修复，未来有望加速

7月社会消费品零售总额名义同比-1.1%，前值-1.8%，社零小幅修复，但仍未实现正增长。其中，商品零售同比+0.2%，首次实现正增长，餐饮收入-11%，跌幅依然较深。

从结构上看，粮油食品、饮料、通讯器材当月同比+6.9%、+10.7%、+11.3%，“宅经济”的相关消费保持较好表现；“聚集”和“出行”属性较强的消费品，由于受社交距离影响，恢复速度比较缓慢，餐饮业、石油及制品、纺织服装当月同比分别为-11.0%、-13.9%、-2.5%。地产后周期消费略显疲态，家电、家具、装潢当月同比分别为-2.2%、-3.9%、-2.5%，随着地产销售额的改善，未来有望有所改善。

图 6：7 月汽车消费表现抢眼，“宅经济”持续受益，餐饮跌幅依然较深



资料来源：Wind，浙商证券研究所

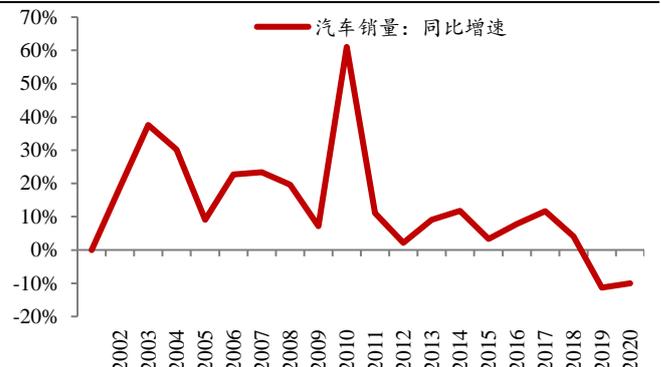
汽车消费表现抢眼，7 月汽车销量同比增长 16.4%。其中，商用车销量+59.4%，继续强势表现。乘用车表现亦可圈可点，7 月销量同比增长 8.5%，一方面限购城市增加牌照投放、各地方购车补贴政策以及新能源汽车下乡政策对于乘用车有一定刺激作用；另一方面，今年迎来 2010 年前后新车购买者的换购高峰，7 月份豪华车零售同比+30%，市场份额扩大至 15%，换购需求带来的消费升级也是乘用车销量增长的重要动力。

图 7：7 月汽车消费表现抢眼



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：2010 年新车购买者进入换购高峰时期

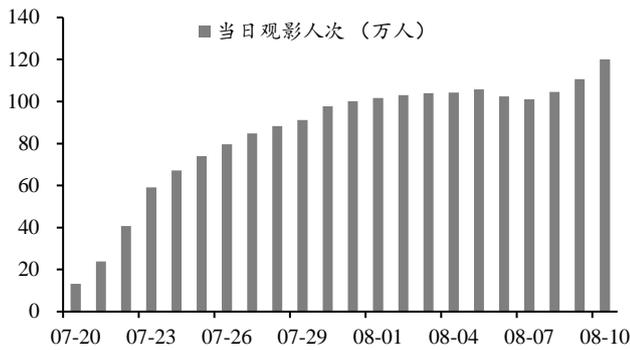


资料来源：Wind，浙商证券研究所

盛夏来临，伴随利好政策频出，未来线下消费修复速率加快。其一，电影院于 7 月 20 日有序开放营业，观影人数稳步提升，近期文旅部又放开了剧院等演出场所，文体娱消费有望得到提振。其二，“跨省游”恢复叠加暑期进入旅游旺季，7 月民航航班量及各

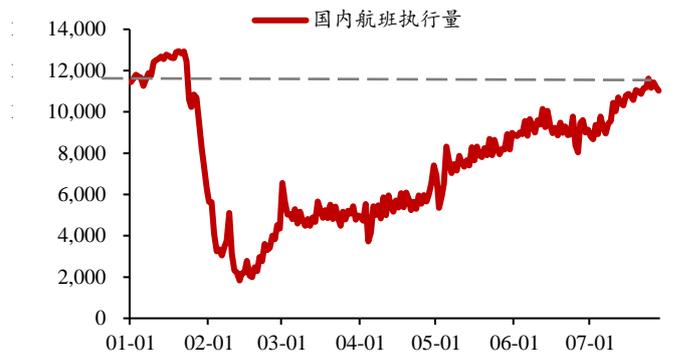
地酒店入住率进一步提升，而且由于目前出境旅游仍比较困难，存在一部分高附加值旅游需求向国内转移的可能性，十一黄金周可能迎来一波小高潮；其三，旅游、商务需求逐步打开，线下餐饮也持续回升，中国烹饪协会表示全国大部分餐饮企业的经营已恢复到疫情前的70%-80%。

图 9：观影热情逐渐升温



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 10：民航航班执飞量已恢复 9 成以上

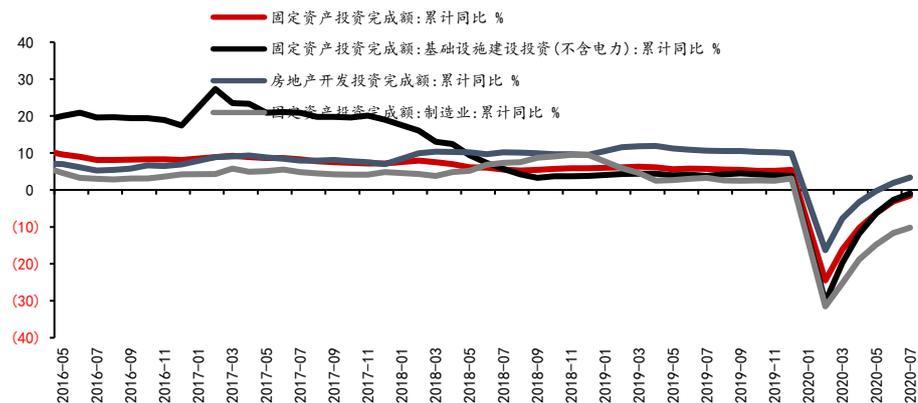


资料来源：浙商交运团队, 飞常准, airsavvi

5. 投资继续修复，地产数据更具韧性

1-7 月全国固定资产投资同比下降 1.6%，降幅比 1-6 月份收窄 1.5 个百分点，基本符合预期。其中，制造业投资累计同比-10.2%，较前值修复 1.5 个百分点，地产投资累计同比 3.4%，较前值修复 1.5 个百分点，基建投资累计同比-1%，较前值修复 1.7 个百分点。从当月同比增速来看，我们估算的地产、基建、制造业投资 7 月当月同比增速分别为 11.6%、7.9%和-3.1%，地产修复速度最快，具备更强的韧性，基建也较上月重回反弹。

图 11：固定资产投资分项走势



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

5.1. 制造业缓修复，高技术制造业支撑

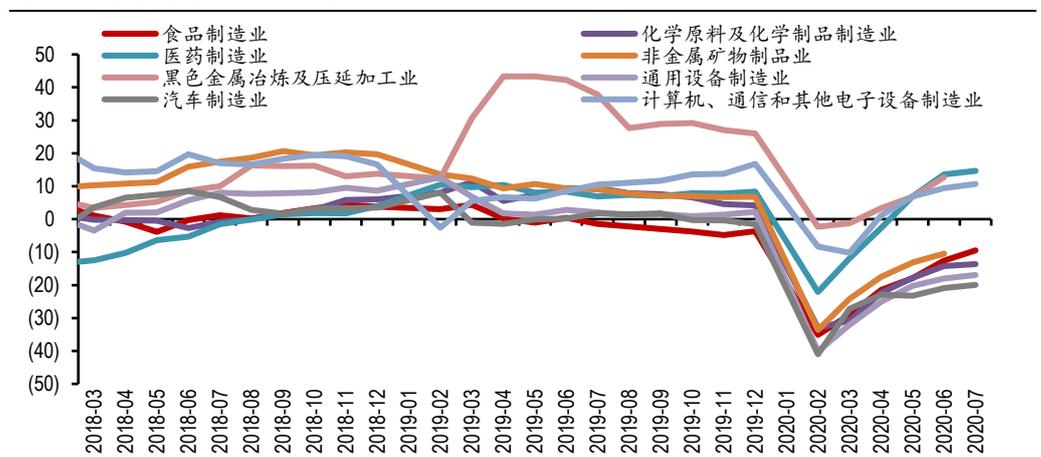
7 月制造业投资累计同比增速修复 1.5 个百分点至-10.2%，延续缓慢修复节奏，7 月当月增速-3.1%，与前值-3.5%相比略有改善，但幅度不大。行业结构方面，高技术制造业投资仍然表现最好，1-7 月高技术制造业投资增长 7.4%，较前值继续提高 1.6 个百分点，且明显高于整体制造业投资，其中，医药制造业、计算机及办公设备制造业投资分别

增长 14.7%、10.7%。除此之外，受基建、地产等下游需求改善的支撑，7 月有色行业投资较具韧性，累计增速较前值提高 3.1 个百分点至 -6.5%，但消费品制造业、化工相关行业及设备制造相关行业投资仍然明显低于整体制造业，修复速度相对较慢。

制造业投资继续修复有几个方面支撑：第一，随着需求侧各项指标逐渐转暖，企业利润在上行通道中，推动制造业投资需求改善，6 月工业企业利润增速维持正增长，这是制造业投资回暖的确定性支撑；第二，政策强调资金直达实体，保障制造业融资来源，除 MPA 考核加大制造业融资考核权重外，央行强调信贷的结构性调节作用，增加制造业中长期贷款，加强对实体经济的融资支持。

但总体看，制造业投资增速修复速度慢于基建、地产投资，当月增速目前尚未转正，主因是制造业投资主要依赖于利润状况，目前 PPI 仍为负增长，企业资本开支意愿的修复滞后于生产，相比基建和地产投资的幅度也较弱，总体我们预计今年制造业投资转正的概率不大。

图 12：制造业投资分行业表现



资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.2. 扰动逐步降低，基建持续回升，后续有望提速

1-7 月基建投资累计同比 -1.0%，转正可期，前值 -2.7%。根据我们推算，7 月基建投资同比增速 7.9%，前值 6.8%。分行业来看，1-7 月道路运输、水利管理、铁路运输和公共设施管理投资增速分别为 2.4%、2.9%、5.7% 和 -5.2%，前值 0.8%、0.4%、2.6% 和 -6.2%。

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_3162



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn