

消费恢复速度低于预期，基建和房地产仍然承托经济

2020年7月经济数据点评

核心内容：

1、货币政策疲软下，我国经济缓慢恢复

7月份经济继续增长，经济周期仍然处于上行过程，但上行速度已经开始减缓。经济周期的减缓可以预期，新冠疫情并未完全消失，仍然会长时间影响经济运行，年内经济恢复正常状态仍有困难。同时金融周期拐点向下，虽然仍然可称为宽松，但边际条件已经变差，在此种情况下，经济不可能快速恢复。我们预计GDP的增速回升变化，而至4季度末经济回升动能可能大幅减弱，需要政策给与新的支持。

下半年我国经济仍然会保持增长，全年可能实现微弱正增长，4季度的经济增长有压力。货币政策的过快转向也影响经济的恢复，信用利差持续上行，已经接近疫情前水平，这对企业压力仍然较大。我们预计3、4季度经济仍然是上行状态，但单季度增长低于2019年水平，全年GDP增长预计在1.6%左右。

2、制造业生产上行，3季度生产谨慎乐观

生产保持平稳，经济逐步复苏带来生产的回升，制造业生产的上行抵消了采矿业的回落。7月份表现较好的行业是汽车、专用设备、计算机、通讯和其他电子设备行业，这是订单释放的影响，也与出口相关。7月份我国出口订单有所恢复，前期的低订单会直接影响3季度的出口生产，尤其是通用设备制造业、计算机通讯和其他电子设备行业冲击可能加大。预计3季度工业生产上行，但速度有限，预计工业生产在4.7%左右。

7月份工业生产同比持平，发电量增速回落，制造业增速上行，采矿业重回负增长：（1）制造业小幅上行0.9个百分点至6%，工业生产滞后于订单。7月份汽车、黑色金属行业生产靠前，这是内需带动的生产。电气机械及器材制造、计算机通信和其他电子设备、专用设备和通用设备制造业生产也较为靠前，但这些行业与出口相关度较高，前期出口订单的萎靡会影响未来的出口生产。（2）私营企业生产仍然面临困难，7月份私营企业生产下降了0.6个百分点至4.2%，私营企业自5月份生产持续回落，海外订单的减少直接影响了私营企业的生产，而国内消费的缓慢恢复也使得私营企业恢复较为困难。对私营企业的支持仍然要继续进行，尤其是中小企业是疫情下受损最多的实体。

3、消费增速缓慢回升，年内难以期待快速修复

3季度消费增速虽然受疫情影响，但居民消费模式稍有偏向，汽车消费出现缓慢回升的状态，居家消费略有缓解。新冠疫情下收入的减少使得居民缩减开支，全年消费快速上行应该很难看到。餐饮、旅游、交通、酒店消费仍然下滑，食品、日用品、药品和通讯器材消费上行。7月份数据显示消费增速虽然回升，但回升速度放缓，6月份电商的促销活动使得7月份消费活动降低。3、4季度如果疫情持续好转，我国居民消费会继续回升。1季度新冠疫情消失的消费本年度已经不能弥补，我们预计下半年消费增速仍然低于去年同期，下半年消费增速预计在4%~5%左右，全年消费增速仍然负增长。

4、基建和房地产投资平稳，制造业小幅回升

7月份投资增速继续回升，但是回升仍然较为缓慢，其中制造业投资持续疲软，受到需求疲软和海外经济下滑的影响，未来制造业面临的困难不可忽视。基础设施建设投资增速继续上行，基建投资受到高杠杆的约束，地方政府投资启动速度不快，但未来仍然有上行空间。房地产投资较为稳健，增速稳步上行，单月投资增速达到118%，基本恢复正常。未来仍然需要基建投资增长弥补制造业投资的疲软，全年固定资产投资预计在4%左右。

基建行业投资本月继续上行，未来增长速度可能持续回升，随着建设资金的不断下发，基建投资承托经济增长。2019年我国基建共实现15万亿投资，如果2020年我国可实现约16万亿投资，基建投资增速预计在6%左右。

房地产投资继续回升，先行指标均有回暖，市场利率下行对房地产投资有利，但政策方面仍然不够友好，银行体系资金进入房地产行业有所下滑。房地产投资单月已经达到11%左右的，我们认为这是下半年的高点。商品房销售面积和销售额有所上行，商品房待售面积下行。银行利率未来仍有下行空间，但政策对房地产仍然较为谨慎。7月份房地产商资金状况变差，房地产商资金链仍然较为紧张，银行对房地产商的支持低于上个月。房地产投资处于缓慢回升的状态，但是我们认为3季度开始房地产单月投资增速可能已经到达高点，

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编号：S0130515030003

房地产如果没有政策放松，未来投资增速有限，预计 2020 年房地产投资增速在 7% 左右。

一、货币政策疲软下，我国经济缓慢恢复

7 月份经济继续增长，经济周期仍然处于上行过程，但上行速度已经开始减缓。经济周期的减缓可以预期，新冠疫情并未完全消失，仍然会长时间影响经济运行，年内经济恢复正常状态仍有困难。同时金融周期拐点向下，虽然仍然可称为宽松，但边际条件已经变差，在此种情况下，经济不可能快速恢复。我们预计 GDP 的增速回升变化，而至 4 季度末经济回升动能可能大幅减弱，需要政策给与新的支持。

从生产端来看，7 月和 8 月处于生产弱势期，7 月份生产增速与 6 月份持平，均为 4.8%。海外订单下行的影响已经展开，电气机械设备、电子通讯器材、专用设备生产比上月稍有所下滑。同时医药行业的生产并未有大幅上行。汽车行业生产从上个月开始回升，需求的释放度带动了订单的上行，但汽车行业仍然处于消化产能阶段，未来的需求不确定仍然较高。生产在 3 季度可能是小幅平稳回升的状态。

从需求方面来看，社会零售消费总额恢复速度不如预期，居民消费仍然较为谨慎，除了汽车消费 7 月份大幅增长外，其他消费均有所回落。个人生活用品由于受到 6 月份集中消费的影响本月下滑，房地产装修等消费也有所回落，汽油消费始终较为疲软。个人生活受到疫情影响，居民收入也因为疫情有所回落，居民消费意愿并不强烈。我们预计消费增速可能在 3 季度末恢复至疫情前水平，新冠疫情如果持续好转，4 季度消费能有小幅上行，下半年消费增速预计在 4% 左右。但 1 季度消失的消费已经不可能回补，全年消费增速仍然负增长。

固定资产投资仍然在恢复过程中，基础设施建设投资和房地产投资表现较为稳健。基础设施投资现阶段主要是中央政府主导，投资项目集中于铁路、公路和水利设施，地方政府主导的公共设施投资恢复速度仍然缓慢，未来有望上行，全年投资增速在 6% 左右。房地产投资表现强劲，商品房待售面积继续下滑，商品房销售面积回升，但房地产资金来源稍显紧张，政府对房地产友好度继续下降，我们预计房地产单月高点已过，投资增速可能会升值 7% 左右。制造业投资持续疲软，回升速度有限，制造业投资受到需求疲软和海外经济下滑的影响，同时工业企业利润仍然负增长，未来不确定仍然较高，制造业投资增速回升难度较大。

下半年我国经济仍然会保持增长，全年可能实现微弱正增长，4 季度的经济增长有压力。货币政策的过快转向也影响经济的恢复，信用利差持续上行，已经接近疫情前水平，这对企业压力仍然较大。我们预计 3、4 季度经济仍然是上行状态，但单季度增长低于 2019 年水平，全年 GDP 增长预计在 1.6% 左右。

二、制造业生产上行，3 季度生产谨慎乐观

生产保持平稳，经济逐步复苏带来生产的回升，制造业生产的上行抵消了采矿业的回落。7 月份表现较好的行业是汽车、专用设备、计算机、通讯和其他电子设备行业，这是订单释放的影响，也与出口相关。7 月份我国出口订单有所恢复，前期的低订单会直接影响 3 季度的出口生产，尤其是通用设备制

制造业、计算机通讯和其他电子设备行业冲击可能加大。预计 3 季度工业生产上行，但速度有限，预计工业生产在 4.7%左右。

7 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 4.8%，增速与上月持平。1-7 月份，全国规模以上工业增加值同比下降 0.4%，降幅比 1-6 月份收窄 0.9 个百分点。生产已经恢复正常，未来需求的恢复是直接制约生产的主要原因。

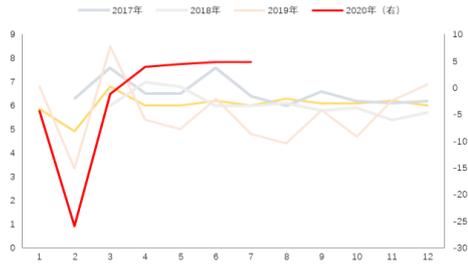
7 月份工业生产同比持平，发电量增速回落，制造业增速上行，采矿业重回负增长：(1) 制造业小幅上行 0.9 个百分点至 6%，工业生产滞后于订单。7 月份汽车、黑色金属行业生产靠前，这是内需带动的生产。电气机械及器材制造、计算机通信和其他电子设备、专用设备和通用设备制造业生产也较为靠前，但这些行业与出口相关度较高，前期出口订单的萎靡会影响未来的出口生产。(2) 私营企业生产仍然面临困难，7 月份私营企业生产下降了 0.6 个百分点至 4.2%，私营企业自 5 月份生产持续回落，海外订单的减少直接影响了私营企业的生产，而国内消费的缓慢恢复也使得私营企业恢复较为困难。对私营企业的支持仍然要继续进行，尤其是中小企业是疫情下受损最多的实体。

7 月份单月来看，外需回落对生产的影响仍然未全面显现，但内需疲软已经显示出来：(1) 通用设备、计算机通信和其他电子设备制造业、电气机械及器械制造行业生产仍然较为稳健，但未来的订单减少仍然会影响这些行业的生产；(2) 内需有一定程度恢复，汽车制造业连续两个月生产旺盛，但农副食品、纺织等行业生产疲软，终端消费需求较为保守；(3) 黑色金属冶炼及压延加工业景气度较高，全国高炉开工率达到 84%，基建行业和房地产行业的强势支持了黑色行业的生产。

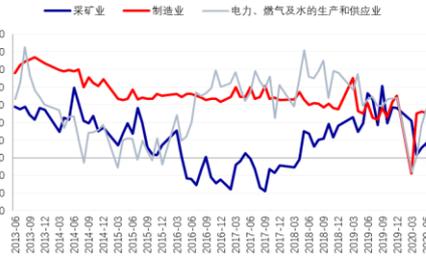
工业生产持续恢复仍然面临考验，出口订单低位可能使得工业生产回升速度减弱，8 月份同样是生产淡季，3 季度工业生产谨慎乐观，我们预计增长速度在 4.7%左右。

图 1：工业增加值同比持平 (%)

图 2：制造业生产回升 (%)



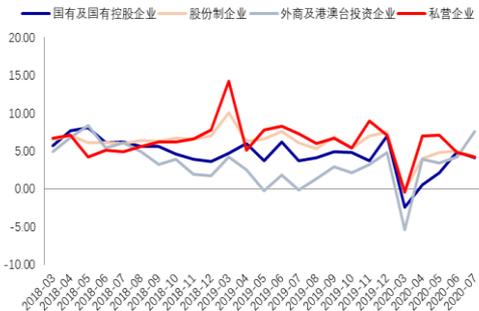
数据来源：WIND 中国银河证券研究院



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 3：私营企业生产回落（%）

图 4：7 月份各行业工业生产同比增速（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

表 1：各年度工业增加值比较

累计同比%	2020-06	2019年	2018年	2017年	2016年
计算机、通信和其他电子设备制造业	6.70	9.30	13.10	13.80	10.00
黑色金属冶炼及压延加工业	4.20	9.90	7.00	0.30	-1.70
专用设备制造业	4.10	6.90	10.90	11.80	6.70
电气机械及器材制造	2.50	10.70	7.30	10.60	8.50
医药制造业	2.10	6.60	9.70	12.40	10.80
有色金属冶炼及压延加工业	1.30	9.20	7.80	1.50	6.20
汽车制造业	1.10	1.80	4.90	12.20	15.50
煤炭开采与洗选	0.00	5.50	2.20	-2.10	-1.50
食品制造业	-0.10	5.30	6.70	9.10	8.80
化学原料及化学制品制造	-0.10	4.70	3.60	3.80	7.70
电力、热力的生产和供应	-0.30	6.50	9.60	7.80	4.80
通用设备制造业	-0.30	4.30	7.20	10.50	5.90
金属制品业	-1.20	5.80	3.80	6.60	8.20
非金属矿物制品业	-1.30	8.90	4.60	3.70	6.50
橡胶和塑料制品	-3.00	4.80	3.20	6.30	7.60
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-3.30	7.40	5.30	6.20	3.20
纺织业	-3.70	1.30	1.00	4.00	5.50
农副食品加工业	-4.40	1.90	5.90	6.80	6.10

数据来源：WIND 中国银河证券研究院

三、消费增速缓慢回升，年内难以期待快速修复

3 季度消费增速虽然受疫情影响，但居民消费模式稍有偏向，汽车消费出现缓慢回升的状态，居家消费略有缓解。新冠疫情下收入的减少使得居民缩减开支，全年消费快速上行应该很难看到。餐饮、旅游、交通、酒店消费仍然下滑，食品、日用品、药品和通讯器材消费上行。7 月份数据显示消费增速虽然回升，但回升速度放缓，6 月份电商的促销活动使得 7 月份消费活动降低。3、4 季度如果疫情持续好转，我国居民消费会继续回升。1 季度新冠疫情消失的消费本年度已经不能弥补，我们预计下半年消费增速仍然低于去年同期，下半年消费增速预计在 4%~5% 左右，全年消费增速仍然负增长。

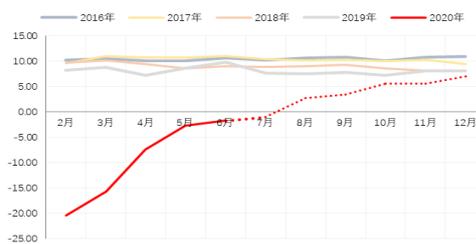
2020 年 1-7 月份，社会消费品零售总额 204,450 亿元，同比下滑 9.9%。7 月份社会消费总额 32,203 亿元，同比下降 1.1%，比 1-6 月份下滑收窄 0.9 个百分点。从实际消费来看，7 月 RPI 同比从 1.1% 上行至 1.6%，物价有所回升，实际消费增速-2.7%，降幅比上个月收窄了 0.2 个百分点。7 月份我国仍然处于新冠疫情阴影中，服务业恢复缓慢，餐饮业消费有所恢复，商品零售继续上行，但是仍然处于负增长。3 季度我国缓慢进入正常的经济生活，尤其是餐饮、娱乐、旅游、交通、住宿酒店缓慢恢复，疫情后重建消费信心也是需要较多的时间。另外一个方面，疫情导致居民收入锐减，2 季度我国城镇居民可支配收入增长 1.5%，居民人均消费型支出增速-8.0%，即使消费限制放开，居民收入下滑也制约了消费增速的上行。预计 3 季度我国社会消费零售总额恢复去年同期水平，社会消费品零售总额增速预计 1% 左右。

图 5：全社会消费额（亿元）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 6：全社会消费增速（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

7 月份，生产基本恢复，但服务业仍然较为低迷，居民消费回升速度逐步放缓，但汽车消费意外上行：（1）居民日用品消费开始下滑，食品消费增速 6.9%，日用品消费 6.9%，这种增速与上个月相比回落较大；（2）房地产相关消费也出现下行，经济活力有所下降；（3）居民对金银珠宝消费上行，年内珠宝消费一直处于负增长，同时 7 月份金价上行，侧面带动消费额上行；（4）汽车消费波动幅度较大，但整体汽车消费处于回升状态；汽油价格仍在低位，消费增速-13.9%。

1-7 月份我国受到新冠疫情的影响，居民消费结构性变化明显，食品、日用品、药品、通讯器材等生活必需品消费正增长，其他产品消费增速大幅下行。疫情短时间结束的可能性较小，预计此种消费模式今年内可能延续。

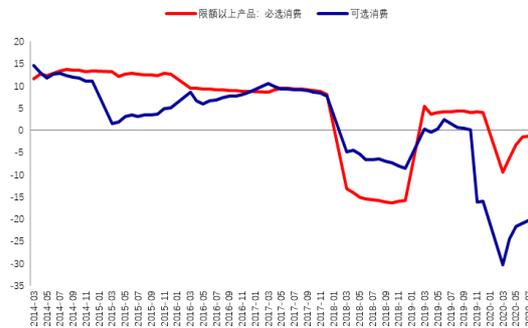
7 月份数据显示消费增速虽然回升，但回升速度继续，居民消费需要时间恢复。3、4 季度如果疫情持续好转，我国居民消费会继续回升。预计 3 季度我国居民消费额比去年略有增长，随着疫情解封的到来，娱乐性消费回升。但由于收入下降降低居民消费意愿，非必需品消费增速可能减缓，消费回升速度变缓。1 季度新冠疫情消失的消费本年度已经不能弥补，我们预计下半年消费增速仍然低于去年同期，下半年消费增速预计在 4% 左右，全年消费增速仍然小幅负增长。

图 7：7 月各行业消费增速（%）



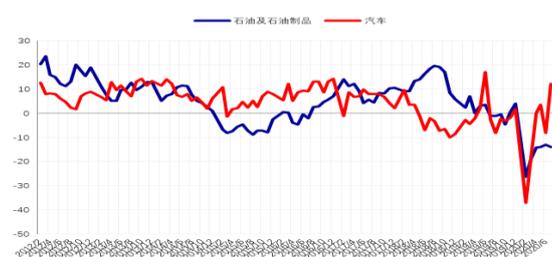
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 8：必选消费小幅回升（%）



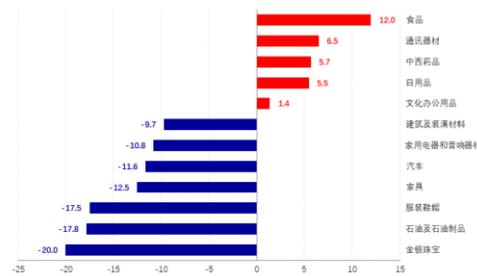
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 9：汽车消费重新回落（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 10：1-7 月份各行业消费增速（%）



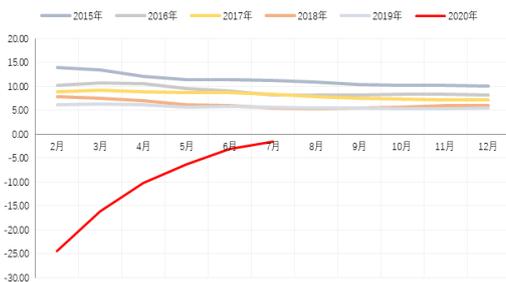
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

四、基建发力对冲制造业疲软，房地产一枝独秀但后市有压力

固定资产投资下降幅度有所收窄，各行业投资均有回升，房地产表现最好，投资增速继续回升。基建投资增速上行，地方政府基建投资在未来可能持续发力，预计基建投资下半年持续回升。制造业仍然低迷，内外需同时下行对制造业带来较大的影响，利润增速仍然负增长，未来不确定性较多，企业投资信心不足，制造业回升困难加大。疫情影响下，基础设施投资仍然托底经济，房地产较有韧性，但需要政策支持。现阶段的政策对冲仍然稍显不足，这种缓慢发力的状态可能使得固定资产投资下半年回升速度减弱。

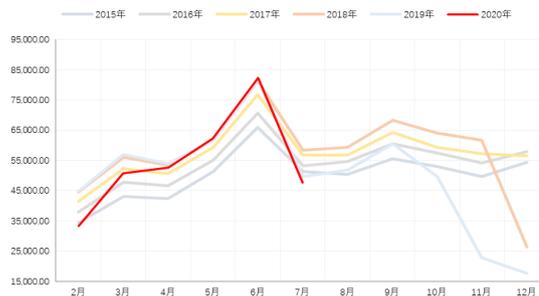
2020年1~7月份，固定资产投资增速-1.6%，比1~6月份下降收窄1.5个百分点。固定资产投资随着开工逐步展开，投资增速有所上行。7月份固定资产投资额47,611亿元，投资额比去年同期稍有上升，制造业小幅回升，基建和房地产投资继续上行。

图 11：固定资产投资增速上行（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

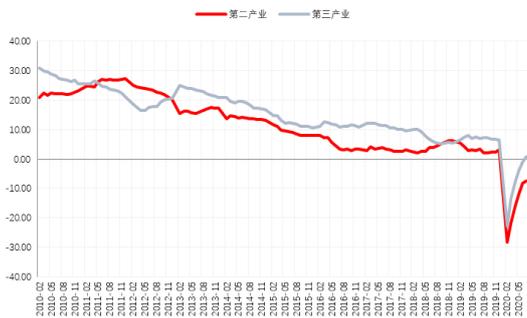
图 12：投资额下行（亿）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

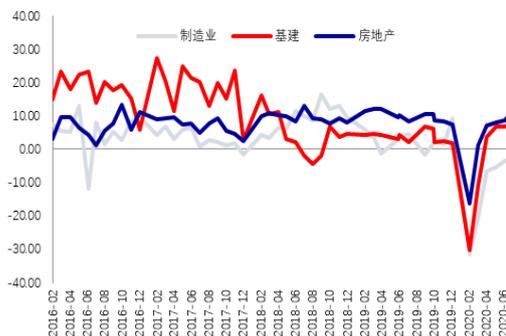
7月份三产回升好于二产，制造业恢复速度缓慢，房地产和基建投资继续上行。从结构上来看，1~7月份，三产和二产投资同步回升。二产投资增速回升0.9个百分点至-7.4%，其中制造业投资降幅收窄1.5个百分点至-10.2%。三产增速回升1.8个百分点至0.8%。制造业在恢复的过程中，房地产和基建行业增速上行。

图 13：第三产业增速回升更快（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 14：基建和房地产投资继续上行（%）

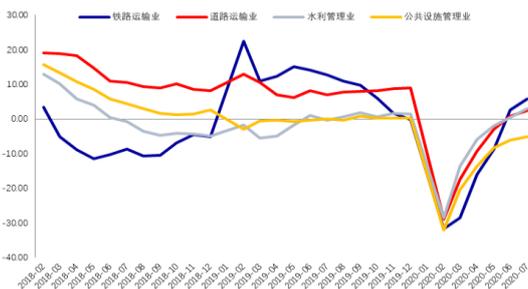


数据来源：WIND 中国银河证券研究院

从制造业各行业单月投资来看，7月份投资正增长行业增加，医药制造、计算机、通信和其他电子设备制造业、有色金属冶炼、纺织和食品加工业均恢复投资正增长。汽车制造业虽然连续两个月生产旺盛，但是投资并未增加，说明汽车行业仍然在消化现有产能。制造业行业生产在缓慢恢复，订单情况有

所好转，尤其是海外订单。未来需求恢复需要较长时间，利润仍然处于负增长，在此种情况下制造业投资的恢复需要更多时间。医药制造业与疫情相关，带动了抗疫情生产设备的投资。我国正在积极推进与信息产业化有关的“新基建”，也侧面带动了相关产业的投资。

图 15：铁路投资增长速度最快（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 16：制造业投资各行业 7 月单月同比（%）



三产投资恢复正增长，基建投资和房地产投资继续上行：(1) 基建投资仍然负增长，但各个部分均

有所改善，铁路投资改善最快，道路投资和水利投资随后，这些都是政府支持的大项目；而公共设施建设仍然负增长，这主要是地方政府主导，我们预计随着老旧小区改造，此部分投资会有所上行；(2) 房地产行业增速 7 月份继续回升，新开工面积增速好转，同时土地出让面积回升，房地产投资仍然较为稳健。

基建行业投资本月继续上行，未来增长速度可能持续回升，随着建设资金的不断下发，基建投资承

托经济增长。基建行业和房地产行业单月投资增速分别为 7.9%和 11.7% ,分别比上月增加 1.1%和 3.1%。

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_3163

