2020年7月宏观经济数据点评

7月经济延续修复势头　投资引领作用进一步突出

主要数据： 2020年7月规模以上工业增加值同比实际增长4.8%，前值4.8%，上年同期值4.8%;1-7月固定资产投资累计同比下降1.6%,前值下降3.1%,上年同期累计增长5.7%;7月社会消费品零售总额同比下降1.1%，前值下降1.8%，上年同期增长7.6%。

主要观点：7月宏观经济延续修复势头，其中楼市、车市回暖对投资和消费的拉动作用明显，基建投资的逆周期调节作用进一步凸显，制造业生产保持向好势头，但居民消费和服务业经营仍然滞后于整体经济修复进度。

工业生产：7月工业生产增速与上月持平，弱于市场预期。主要原因是采矿业、电力燃气及水的生产和供应业增加值增速放缓，这与局部地区强降雨有关；当月在工业中占比最高的制造业生产增速则明显回升，反映工业生产向好势头并未扭转。

投资：据测算，7月当月固定资产投资同比增速达8.3%，比上月加快2.7个百分点，增速领先各类宏观指标。近期房地产销售端迅速回暖，推动当月房地产投资增速高位上扬，年内首次达到两位数（11.7%）。7月基建（不含电力）投资同比达到7.9%，也已远高于上年全年3.8%的增长水平，其作为逆周期调节主要发力点的作用正在充分显现。7月制造业投资单月同比为-3.1%，增速仅比上月小幅改善0.3个百分点，主要体现前期PPI通缩和出口前景承压带来的不利影响，制造业投资信心较为低迷。

社零：7月社零同比回升斜率进一步趋缓，整体涨势不及预期，且除汽车以外的消费品零售额同比降幅扩大。在前期需求回补基本结束后，居民消费信心和消费能力下滑对新增消费需求的抑制作用开始显现。

展望8月，近期制造业增加值增速已恢复至去年全年水平，进一步上升的空间有限，而8月局部地区强降水仍将制约采矿业、电力燃气及水的生产和供应业生产，预计8月工业生产难见明显加速。1-7月份,新开工项目计划总投资同比增长15.8%,投资到位资金增长2.1%,投资后劲依然较足,1-8月累计固定资产投资增速转正没有悬念,单月增速也可能再创新高。8月社零增速将延续改善，同比有望小幅转正，但未来面临修复斜率放缓的压力。

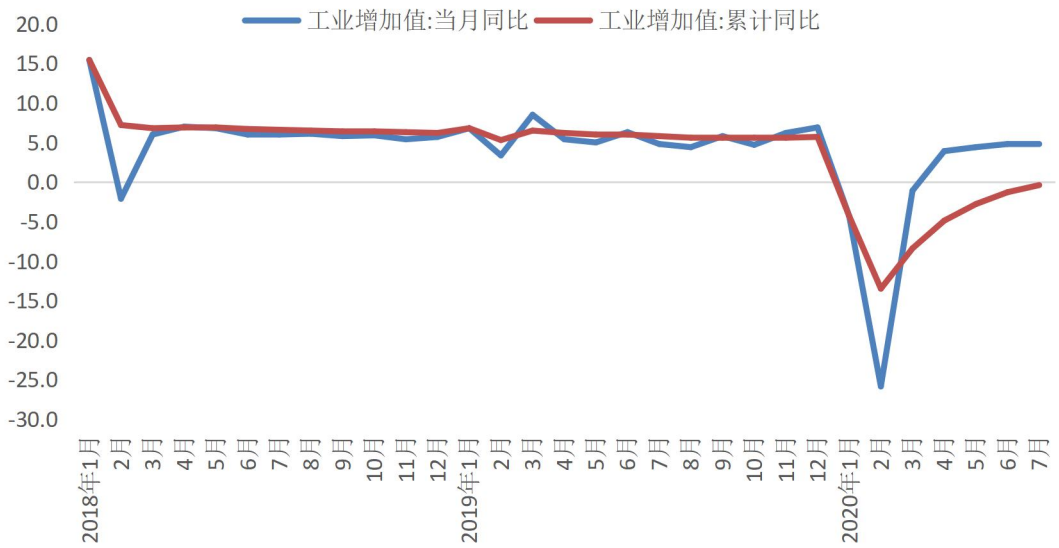
具体分析如下：

一、工业生产：7月工业生产增速与上月持平，表现弱于预期。主要原因是采矿业、电

力燃气及水的生产和供应业增加值增速放缓，这与局部地区强降雨有关；当月在工业中占比最高的制造业生产增速则明显回升，反映工业生产向好势头并未扭转。

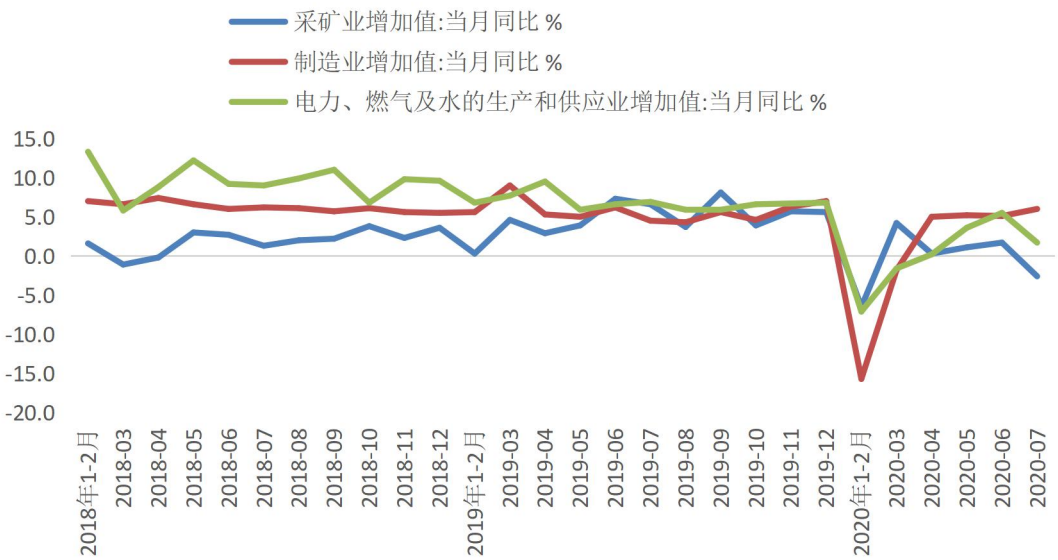
7月工业增加值同比增长4.8%，增速与上月持平，表现弱于预期，这与当月工业用电量同比下降0.7%相印证。从三大门类来看，7月工业生产未能如期加速的主要原因是采矿业、电力燃气及水的生产和供应业增加值增速放缓——其中，采矿业增加值同比转负，电力燃气及水的生产和供应业增加值增速较上月下滑3.8个百分点，这也反映于当月发电量同比增速回落4.6个百分点。不过，上月小幅放缓的制造业生产增速出现反弹，当月制造业增加值同比增长6.0%，增速较上月加快0.9个百分点。这一方面受去年同期基数走低影响，另一方面也反映了需求端投资增速进一步回升、消费需求缓慢修复，以及出口贸易在防疫物资出口和我国商品“替代效应”支撑下，保持较强韧性，对制造业生产的拉动。

图1 规模以上工业增加值增速 %



资料来源：WIND，东方金诚

图2 三大门类增加值增速

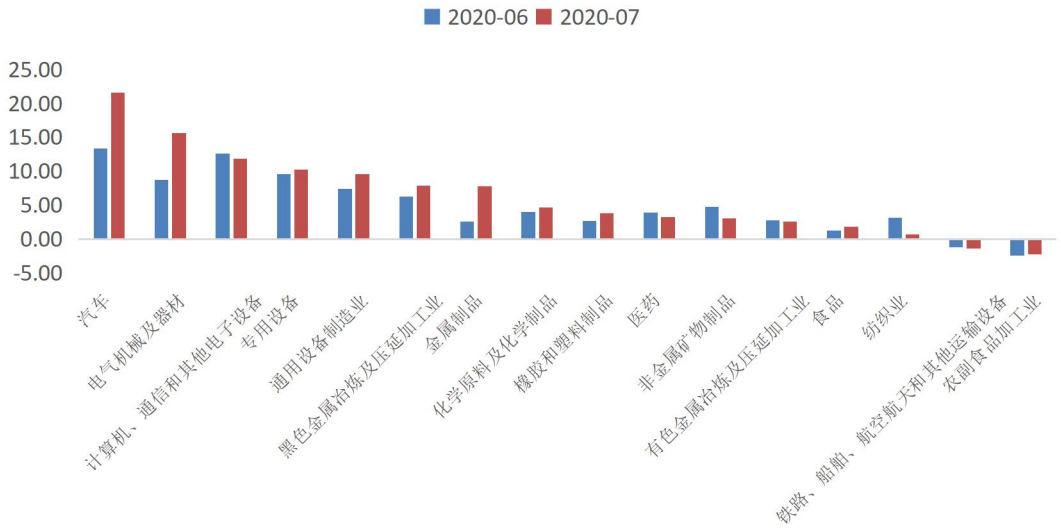


资料来源：WIND，东方金诚；注：2 月数据为 1-2 月累计同比增速。

我们认为，由于采矿业、电力燃气及水的生产和供应业生产受气候等因素影响较大，这两个门类增加值增速在月度间波动明显——7 月增速放缓与局部地区生产受强降雨影响有关，而制造业增加值在工业中占比最高，表现也最为稳定。因此，尽管从数据上看，7 月工业增加值增速回升势头暂缓，但工业生产向好态势并未扭转。另一方面，随着复工复产基本到位，工业生产的上行弹性已主要取决于总需求修复力度。当前总需求仍弱于疫情前常态水平，投资动能明显强于消费，将会在加剧行业间分化的同时，制约工业生产整体反弹幅度。

分行业看，受需求端非均衡修复影响，7 月制造业生产延续行业分化特征：一方面，投资加速带动建材和机械设备生产表现亮眼。当月通用机械、专用机械、黑色金属等行业生产加速。同时，7 月汽车产销两旺，汽车制造业增加值增速加快至 21.6%，为 2016 年 10 月以来最高。另一方面，由于国内消费需求回升较缓，扣除防疫物资后出口呈现低增状态，终端需求不足导致下游消费品行业生产景气较弱。

图 3 制造业主要细分行业增加值增速（当月同比，%）

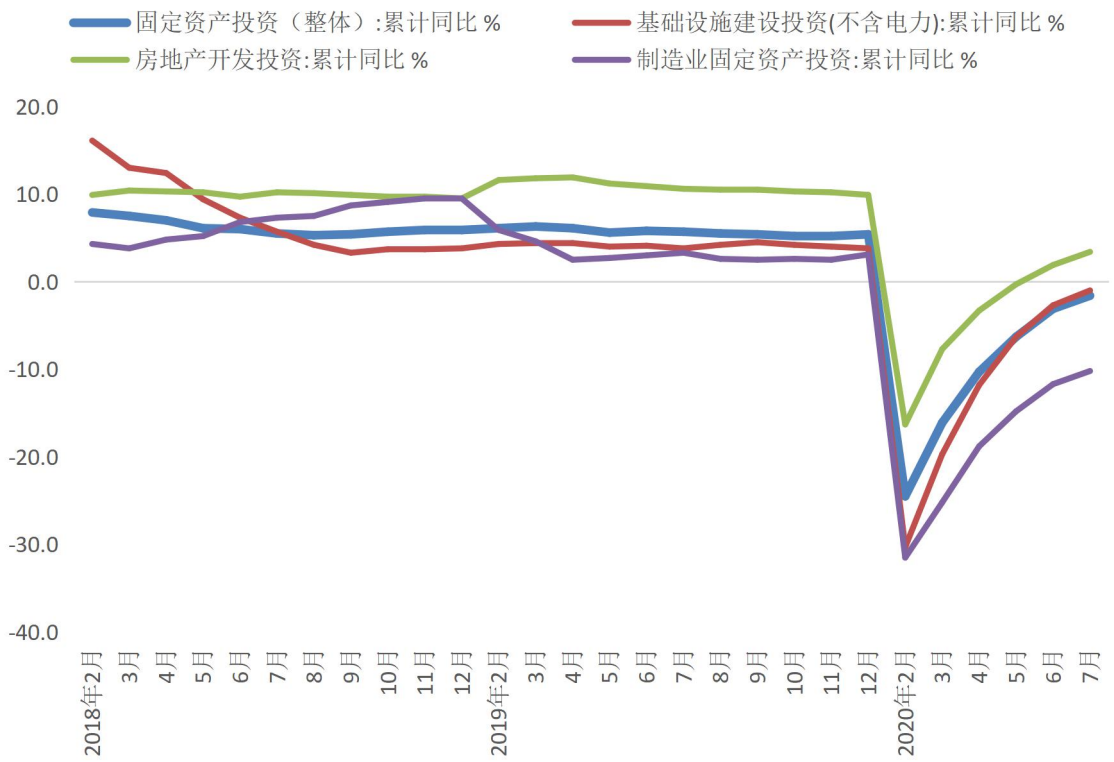


资料来源：WIND，东方金诚

二、投资：7 月固定资产投资延续全面改善势头，继续成为引领经济复苏的主导性力量。本月固定资产投资增速上扬，主要拉动力来自房地产和基建投资（不含电力），而制造业投资仍然表现低迷，体现前期 PPI 通缩和出口前景承压带来的不利影响。

1-7 月固定资产投资同比下降 1.6%，降幅较上半年收窄 1.5 个百分点，显示宏观经济在投资端持续修复。据我们测算，当月固定资产投资同比增速达到 8.3%，比上月加快 2.7 个百分点，已经连续四个月回正，且 7 月增速大幅高于上年 5.4%的累计增长水平（需要指出的是，由于当前 PPI 处于明显通缩状态，因此固定资产投资实际同比增速会比以上名义值更高）。本月固定资产投资增速上扬，主要的拉动力来房地产和基建投资（不含电力）。其中房地产投资累计增速升至 3.4%，加速态势完好；基建投资累计增长-1.0%，也较上月改善 1.7 个百分点。不过，7 月制造业投资表现仍然低迷，1-7 月累计仍为两位数的负增长（-10.1%），且降幅收窄势头明显较缓。

图 4　固定资产投资及三类主要投资（累计同比：名义增速）

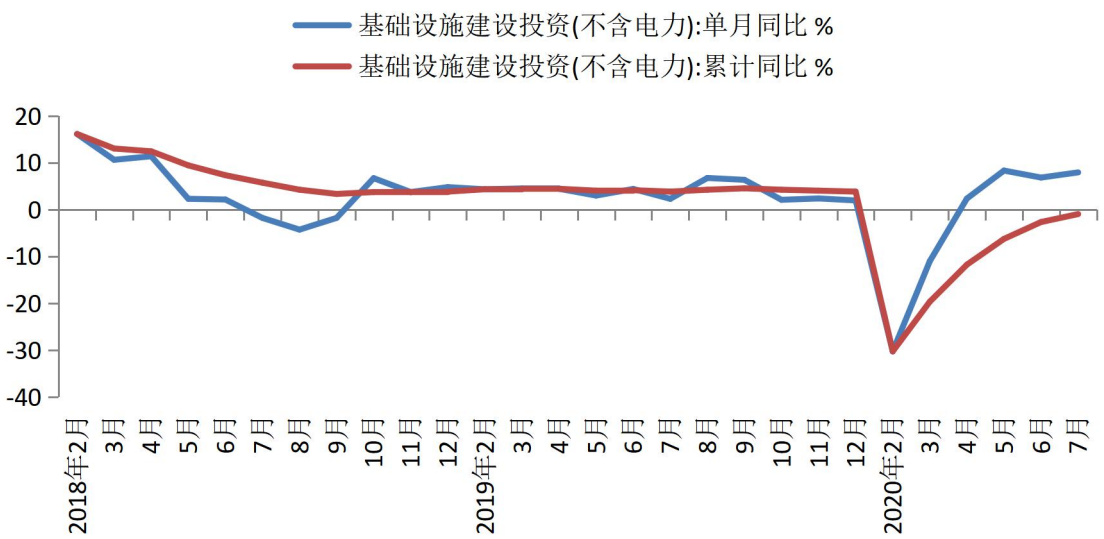


资料来源：WIND

基建投资：1-7 月基建投资（不含电力）同比-1.0%，较 1-6 月改善 1.7 个百分点。据测算，当月基建投资同比增长 7.9%，增速比上月上扬 1.1 个百分点，也已远高于上年全年 3.8%的增长水平，其作为逆周期调节主要发力点的作用正在充分显现。我们分析，近三个月来基建投资增速持续处于高位的主要原因是：首先，基建投资是宏观政策逆周期调节的重要工具。5 月之后全国疫情进入稳定阶段，各地基建项目开工、施工速度明显加快。其次，以上半年地方政府专项债发行量和新增企业中长期贷款（这其中包括承担基建任务的城投企业中长期贷款）同比大幅增长为标志，过去两年制约基建投资的资金瓶颈问题得到显著纾解。最后，除传统的“铁公基”项目外，以“5G”等七大领域为代表的新基建受到各地普遍重视，正在成为当前基建投资的新增长点。

我们判断，在今年约 11.6 万亿广义财政赤字中，约 7.6 万亿会在下半年落地。这将推动下半年基建投资增速进一步走高，其中 8 月单月同比有望接近两位数。这将带动 1-8 月基建投资累计同比年内首次转正。

图 5　基建投资（不含电力）增速

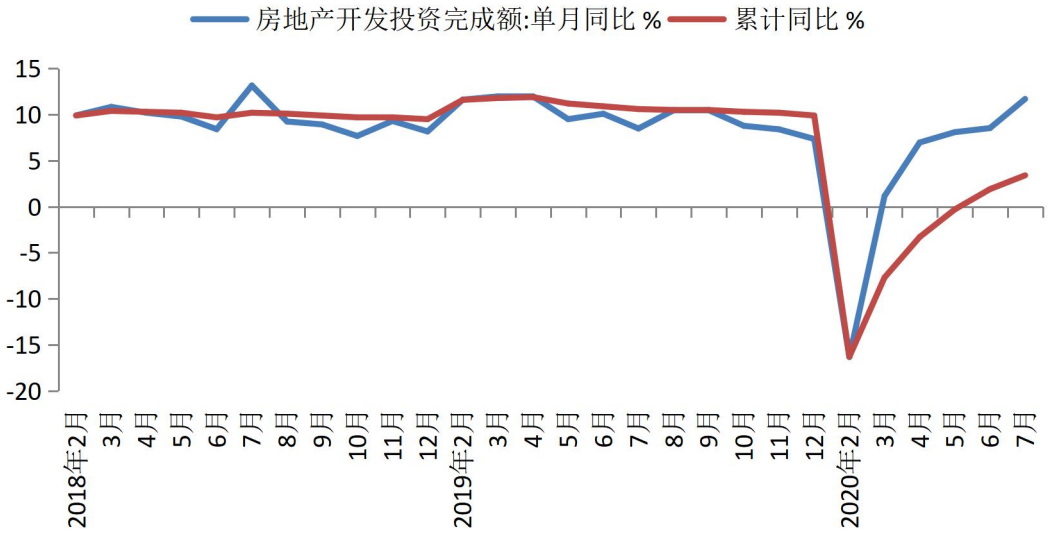


资料来源：WIND，东方金诚

房地产投资：1-7 月房地产开发投资同比 3.4%，比 1-6 月改善 1.5 个百分点。据测算，7 月当月房地产投资同比增速达 11.7%，比上月加快 3.2 个百分点，首次超过去年全年 9.9%的增长水平。我们认为，有三个因素推动 7 月房地产投资达到两位数的高增长水平：首先，受房贷利率下调、积压需求释放等因素推动，房地产市场正在迅速回暖，近三个月商品房销售面积和销售额平均增速分别达到 7.1%和 13.2%,均大幅高于去年全年水平。其次，通过信贷和债券两个渠道，3 月以来房企融资来源也有明显好转。最后，在快周转模式下，7 月房地产施工进度大幅加快，其中单月商品房新开工面积同比为 11.3%，施工面积同比增速更是达到 16.6%，均远超上年平均水平。

我们判断，后期房贷利率仍有小幅下调空间，这会推动房地产销售端持续改善，房企资金压力可控，下半年房地产投资将延续两位数增长。值得关注的是，7 月 24 日房地产工作座谈会召开，房地产调控风向趋紧；近期关于约束房地产融资的政策也在陆续推出。由此，接下来 5 个月房地产投资增速可能会受到一定制约,但年内整体增速大概率不会低于上年——历史数据显示，在 2008 以来的三个降息周期中，年度房地产投资增速从未出现过下滑。

图 6　房地产开发投资增速

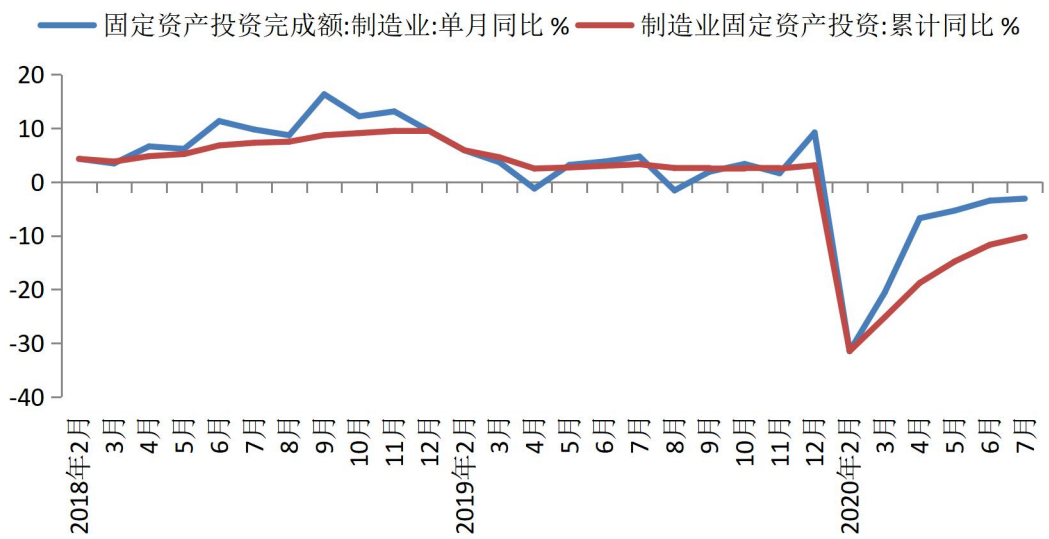


资料来源：WIND，东方金诚

制造业投资：1-7 月制造业投资同比-10.2%，比 1-6 月改善 1.5 个百分点。据我们测算，当月制造业投资同比降幅为-3.1%，仅较上月小幅改善 0.4 个百分点，是三大类投资中唯一继续处于负增长的类别，短板特征明显。其背后的主要原因是，制造业以民营企业为主，投资决策受行业利润走势影响较大，而且出口导向特征比较明显。近期以社零增长低迷为标志，国内终端需求不足，工业品价格（PPI）持续处于较深的通缩状态，这对制造业企业利润形成较大压力。另外，下半年全球经济仍将处于-4.5%的深度衰退状态，国际贸易整体呈较大幅度萎缩走势，我国出口韧性面临考验，也对当前企业投资信心带来一定抑制效应。不过数据也显示，疫情并未打断我国制造业转型升级过程：1-7 月高技术制造业投资增长 7.4%，其中，医药制造业、电子及通信设备制造业投资分别增长 14.7%、7.3%。

我们预计，短期内制造业投资、特别是民企投资信心仍会处于较低水平，制造业投资增速回到正增长难度较大。不过，若下半年宏观政策对冲力度显著加大，特别是投资出现超预期扩张，制造业投资增速也存在较快反弹的可能。

图 7 制造业投资增速

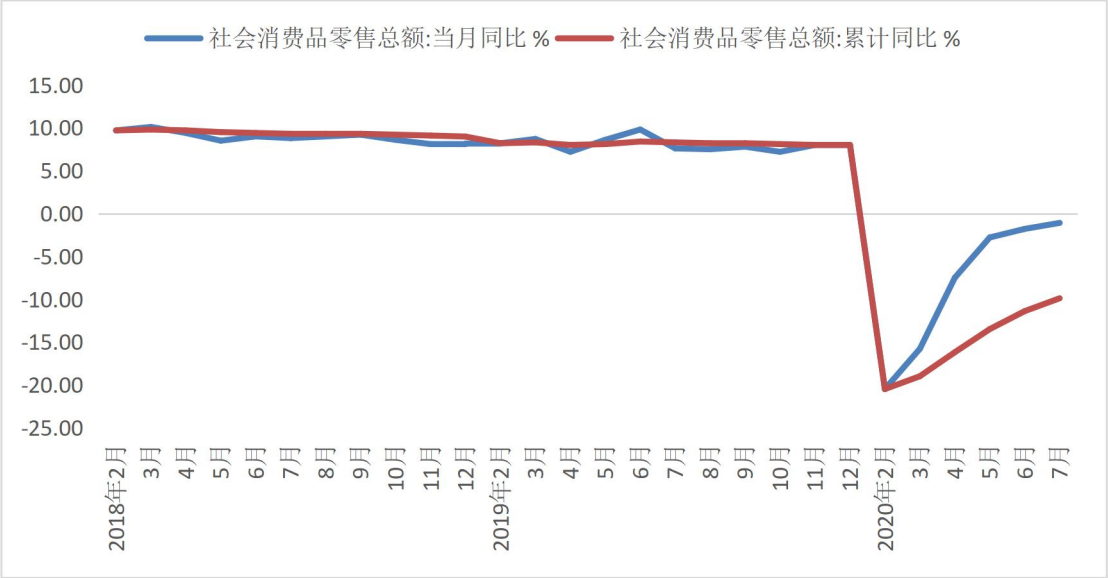


资料来源：WIND

三、消费：7月社零同比回升斜率进一步趋缓，整体涨势不及预期，且除汽车以外的消费品零售额同比降幅扩大。在前期需求回补基本结束后，居民消费信心和消费能力下滑对新增消费需求的抑制作用开始显现。

7月社零同比延续修复，回升斜率进一步趋缓，整体涨势不及预期。当月社零同比下降1.1%，降幅较上月收窄0.7个百分点；扣除价格因素后，实际同比下降2.7%，降幅仅较上月收窄0.2个百分点。具体来看，7月商品零售总额环比下降4.4%，低基数影响下，同比增长0.2%，较上月回升0.4个百分点，为该项指标年内首度转正——其中，汽车销售贡献明显，除汽车以外的消费品零售额同比下降2.4%，降幅较上月扩大1.4个百分点；或受局部疫情反弹、居民谨慎心理牵制，7月餐饮收入结束此前两个月的较快边际修复势头，仅较上月增长0.6%，但当月环比表现仍强于历史季节性，故同比降幅较上月收窄4.2个百分点至-11.0%。

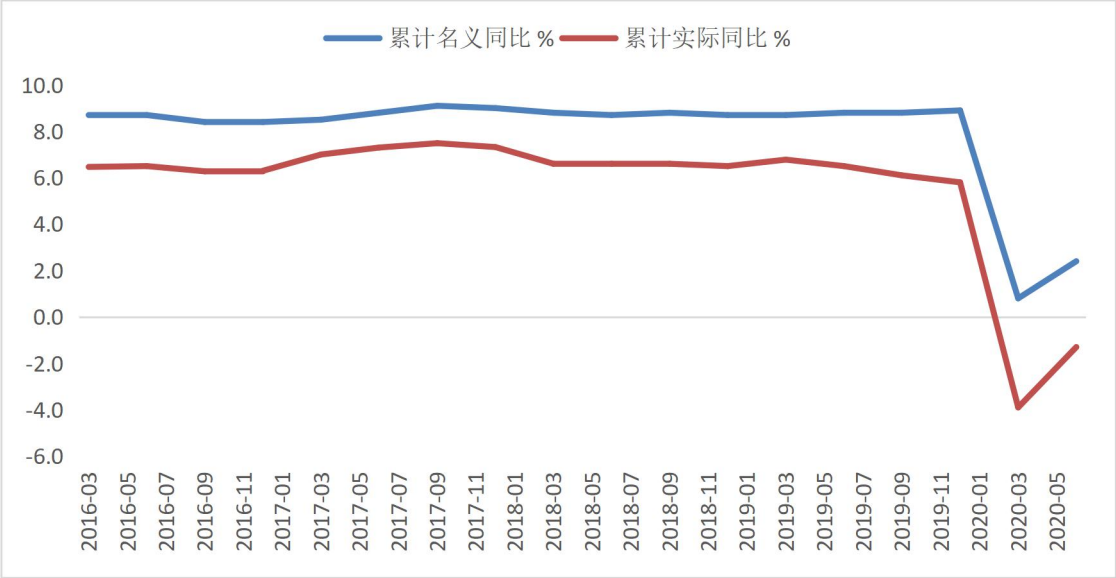
图8　社会消费品零售总额同比增速



资料来源：WIND；注：2 月当月同比为 1-2 月累计值。

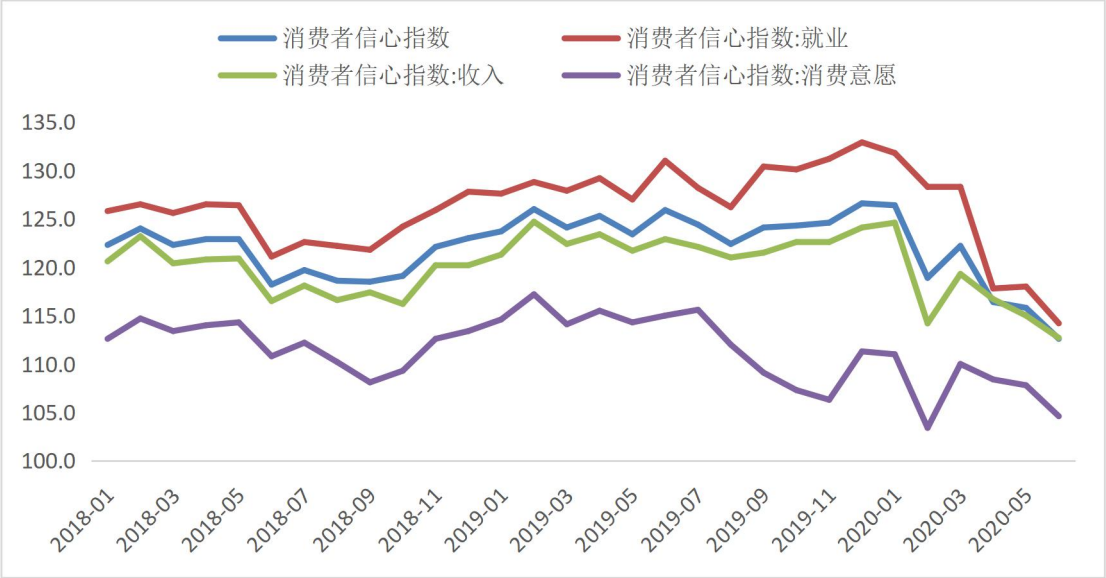
我们认为，在前期消费需求回补基本结束后，疫情阴云未散，以及就业形势严峻、可支配收入下滑等因素制约居民消费信心和能力回升，对居民新增消费需求的抑制作用开始显现。此前公布的 7 月通胀数据中，非食品 CPI 同比涨幅创下逾十年来新低，也印证了此种需求不足现象。

图 9　全国居民人均可支配收入同比增速



资料来源：WIND，东方金诚

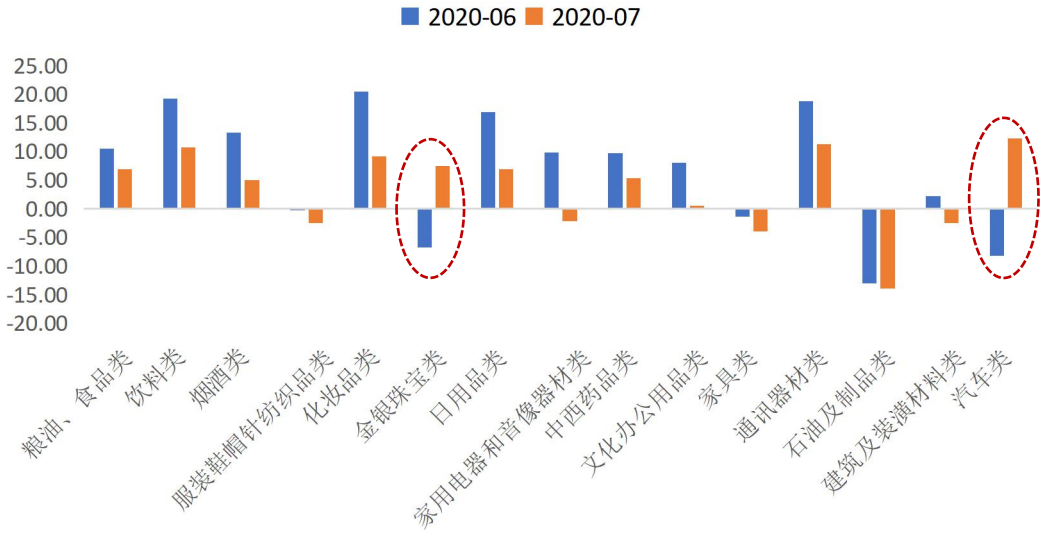
图 10　消费者信心指数



资料来源：WIND，东方金诚

从具体商品类别来看，7 月必需品零售额增速普遍放缓，粮油食品、饮料、日用品、中西药品等零售额同比增速较上月均有明显下滑。由于此前 2-3 个月上述类别商品零售额均呈现同比高增状态，故增速下滑后仍维持较快增长水平。7 月可选消费品走势分化，同比增速较上月涨跌互现。当月石油及制品、房地产相关消费、服装表现较弱，化妆品、通讯器材增速放缓但仍处高增状态，汽车和金银珠宝增速则在上月剧烈下行基础上显著反弹。其中，7 月汽车零售额同比增长 12.3%，增速较上月加快 20.5 个百分点，与中汽协公布的 7 月汽车销量同比增长 16.4%相一致。这主要受去年同期低基数拉动；另外，汽车促销政策频出、疫情下社交隔离催生新增购车需求等，也对汽车销售产生一定支撑。需要说明的是，在居民消费信心不稳定、整体消费需求较弱的背景下，各类别零售额增速在基数变动等因素影响下出现颠簸也属于正常现象，单月数据波动难以支撑趋势性判断。

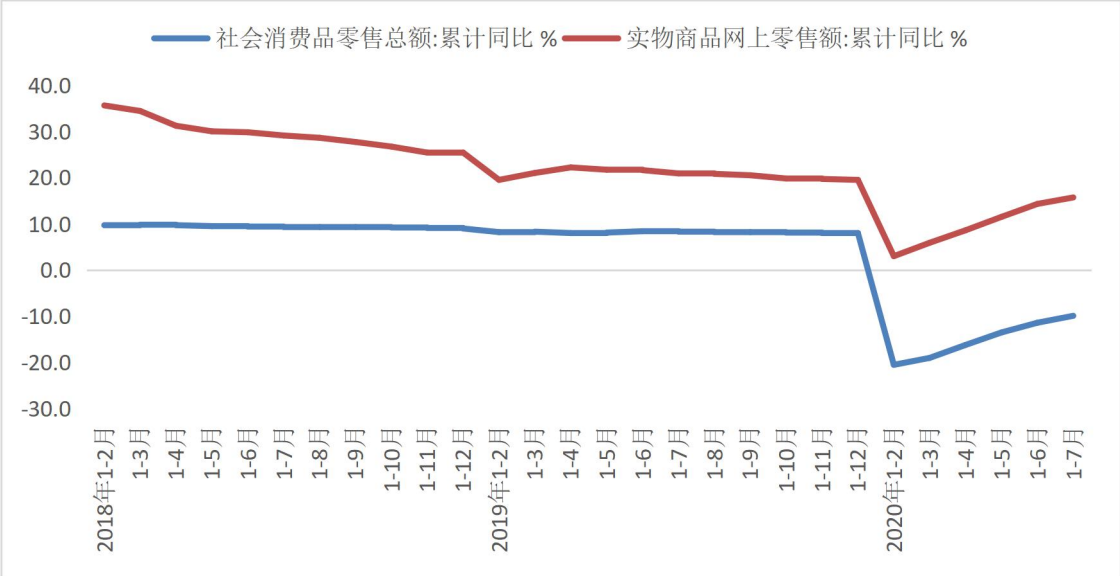
图 11　限额以上批发零售业零售额累计同比增速 %



资料来源：WIND

最后值得一提的是，由于居民线下消费活动仍受一定限制，不少线下商家开始转战线上，微商电商、网络直播等新模式、新业态迅速发展，今年以来，线上消费对稳定整体消费大局发挥了重要作用。1-7 月实物网上商品零售额累计同比增长 15.7%，增速较前值加快 1.4 个百分点，比同期社零累计增速高出 25.6 个百分点。

图 12　社会消费品零售总额及实物商品网上零售额同比增速



资料来源：WIND

四、8 月各项经济数据将继续回升，消费和服务业短板亟待补齐

工业生产方面，7 月制造业增加值增速已恢复至去年全年水平，进一步上升的空间有限，而 8 月局部地区强降水仍将制约采矿业、电力燃气及水的生产和供应业生产，预计 8 月工业

生产难见明显加速。后续工业生产景气度仍将主要由建筑链条和高新技术产业支撑，下游消费品行业生产仍面临订单不足制约。考虑到下游行业多为中小企业集中的竞争性行业，除基建发力外，逆周期政策还将更多关注中小企业纾困、保外贸订单和提振国内消费需求。投资方面，1-7 月新开工项目计划总投资同比增长 15.8%，投资到位资金增长 2.1%，投资后劲依然较足，8 月累计固定资产投资增速转正没有悬念，单月增速也可能再创新高。

消费方面，8 月低基数对汽车销售同比增速仍有支撑，汽车消费对整体消费仍有望产生正向拉动，同时，餐饮和石油制品消费拖累有望减轻，8 月社零增速将延续改善，同比有望小幅转正，但未来面临修复斜率放缓的压力。主要原因是前期补偿性消费需求已基本释放，而在居民消费信心下滑背景下，仅靠促消费政策难以大规模激发新增消费需求。此外，当前海外疫情仍处高发期，国内疫情防控常态化，仍会在一定程度上制约居民消费活动。

另外，7 月全国服务业生产指数同比增长 3.5%，较 6 月份上升 1.2 个百分点；1-7 月份，服务业生产指数同比下降 4.7%，比 1-6 月收窄 1.4 个百分点。但这些指标均较上年 6.8%的平均增长水平差距较大，显示海外疫情仍处高位平台期，国内防疫措施难以全面撤回，仍然对餐饮、旅游等一些人群接触型服务业影响较大。我们判断，后期防疫措施、宏观政策都有可能进一步向精准化方向调整，推动终端消费和服务业加快补齐短板，尽可能减少稳增长对投资的依赖。

东方金诚首席宏观分析师　王青　　高级分析师　冯琳

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。