宏观

后续恢复的动力在哪里？

——2020 年 7 月经济数据点评

报告原因：事件点评

2020 年 8 月 14 日

宏观研究/点评报告

山证宏观固收团队

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业登记编码： S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

研究助理：

邵彦棋

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件

- 8 月 14 日，统计局发布 2020 年 7 月份经济数据。

点评

- **工业增加值同比上升势头受阻。**7 月工业增加值当月同比 4.8%，与前值相同。分大类行业看，7 月拖累工业增加值同比上行的主要是采矿业和电力、燃气及水的生产和供应业。分具体行业看，中下游普遍好于上游，比较典型拉动行业包括金属制造、设备制造、汽车和电汽行业，这也行业生产主要受到房地产、基建、消费和出口这几大需求拉动。除了上升空间不足之外，7 月工业生产也受到南方洪涝灾害的影响。如果不考虑类似极端情况影响，后续工业增加值同比的上行节奏将几乎完全取决于需求的恢复节奏。
- **投资同比继续修复，房地产投资仍是拉动投资的主要力量。**对于三大投资来说，房地产投资仍然强劲，不过一定程度上有低基数的原因。房地产投资当月同比上升至 11.7%，前值 8.5%，累计同比进一步修复至 3.4%，前值 1.9%。7 月份房地产全面走强，除投资外，两个重要领先指标销售和新开工当月同比均不弱。新开工当月同比达至 11.32%，而销售同比达至 16.56%。我们认为，当前对房地产的调控政策或会影响后续房地产的销售数据（这可以从 7 月底以来的高频数据中观察），但是后续房地产投资在施工需求推动下，大概率不会转弱。第一，在前期新开工的推动下，后续施工面积会得到保证。第二，当前不弱的施工同比实际上是疫情前施工周期的延续，目前的施工强劲更可能是对疫情影响的施工进度进行赶工。第三，前几年偏弱的竣工数据实际上决定了最近 1-2 年，房地产项目面临着较大的交工压力，这也会刺激房地产企业后续会陆续投入到施工中。
- **基建投资累计同比转正。**基建投资当月同比虽然从 8.3%小幅下降至 7.7%，但是同比水平依然不弱。累计同比转正至 1.19%，前值-0.07%。从基建包含的三大行业中来看，7 月份基建同比下降主要因电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资拖累，这也与该行业生产端同比在 7 月份的下行相对应，与南方洪涝灾害有关。但刨除该行业，基建当月同比反而上升，并且我们传统意义上的基建项目也主要指交通运输、仓储和邮政业和水利、环境和公共设施管理业，这说明前期地方债发行

正逐渐落实到具体项目上，进而对基建产生拉动。随着特别国债发行完毕，地方专项债发行重新提速，后续基建仍有概率成为拉动经济的抓手。

- **制造业投资仍较疲弱，上升幅度有限。**累计同比-10.2%，前值-11.7%，当月同比-3.11%，前值-3.48%。医药制造和计算机通讯设备制造这两个行业投资依然是为数不多的亮点。尽管最近，企业利润同比明显走高，但前期积压库存仍然较大，或使目前企业投资意愿不强。目前，工业企业仍然处在被动去库存阶段，需求强弱将影响后续去库存进度。
- **社零同比修复继续放缓，7 月当月同比-1.1%，前值-1.8%。从分项来看，此前受到 618 提振的商品类别同比均有不同程度回落。**从分项上来看，6 月份，家电和化妆品受到 618 的影响，零售同比大幅增加，而 7 月则出现了回落，拖累社零。其他主要可选类消费中，汽车分项同比大幅增加，去年底基数对今年数据有一定支撑。汽车零售同比与中汽协的数据在方向上保持一致，是当月社零的主要拉动项。石油及制品类零售当月同比小幅下降，与原油价格在 7 月份的表现相关。必需品类商品在 7 月份同比回落，食品零售同比在 2 月份大幅走高后，后续月份同比一直下行，目前水平已经低于疫情前。我们认为主要是随着疫情防控措施降级，物流运输逐渐恢复，对食品的需求也不再迫切。并且前期消费者对食品购买明显存在备库倾向，这种因素对后续食品的消费需求起到抑制作用。总体来看，一方面，正像我们在《庖丁解牛拆社零》那篇报告指出的，由于不同可选类商品的恢复路径会走出“W”型，但由于时点并不一致，会导致整体社零后续波动幅度不会过大。另一方面，汽车零售在趋势上通常会领先社零整体，而目前汽车零售增速并不慢。并且根据我们的观点，房地产销售和 M1 同比走高，目前政策对汽车消费的支持，去年的低基数或意味着后续汽车零售将保持较强态势。
- **从 7 月的经济数据不及预期既有内生原因也有外生原因。**内生原因包括需求恢复程度有限，疫情导致短期经济潜在生产力减弱等。外生原因可能包括疫情防控常态化对投资消费的制约、南方洪涝灾害、以及“618”对消费短期的扰动。除了部分显然的外部因素外，我们在此前的经济点评以及中期报告中已经对经济恢复在三季度的放缓进行了分析（详见《经济“四步走”，货币宽松降频减速》）。从后续看，工业增加值同比后续提高基本要依靠需求端投资和消费的拉动，而依靠自身产能利用的空间已经不大。而目前，需求端的表现较为强劲，对经济提供较多拉动的仍然是房地产投资、基建投资、汽车消费等传统拉动项目。并且，从我们的观点看，三者在未来短期或仍将作为经济恢复的主要动力。

➢ **我们认为短期经济仍然处于“恢复放缓期”，但中期看好经济恢复存在“二次加速期”。**从 8 月份目前的高频数据看，主要工业产品产量变动仍然有所反复，或意味着 8 月份工业生产数据并不会有超预期表现。因此，目前我们经济或仍处在“恢复放缓期”。但后续，我们认为经济仍然有不弱的向上动力。简单来说，首先，我们上文也提到了，目前的经济放缓有一定短期因素的影响。不过，随着洪涝灾害消退，以及经济活动逐渐适应防控常态化，短期因素对经济的影响将逐渐减弱。其次，房地产、基建和汽车消费短期仍将会为经济复苏提供内生动力。第三，从近期的外需看，防疫物资与海外复工需求后续仍然对出口产生拉动。第四，尽管工业已进入平台期，但服务业仍有较大恢复空间。随着经济参与者对疫情和疫情防控认识的深入，以及服务业的逐渐放开，服务业在后续有望成为经济加速的新动力。

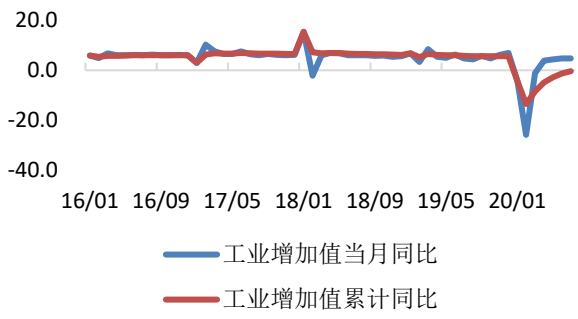
➢ **风险提示**

1、 秋冬季国内疫情二次大规模爆发；

2、 中美关系再出变数，影响短期经济；

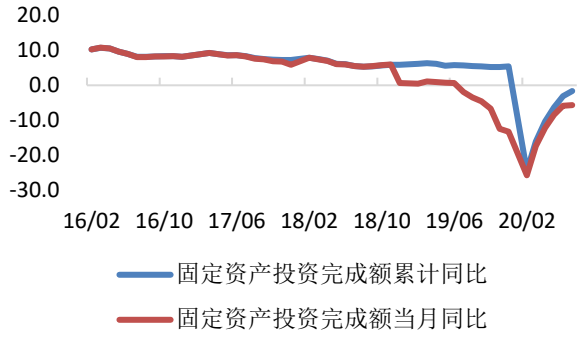
3、疫情等因素导致消费和投资信心受损，经济恢复进展缓慢。

图 1：工业增加值同比走势



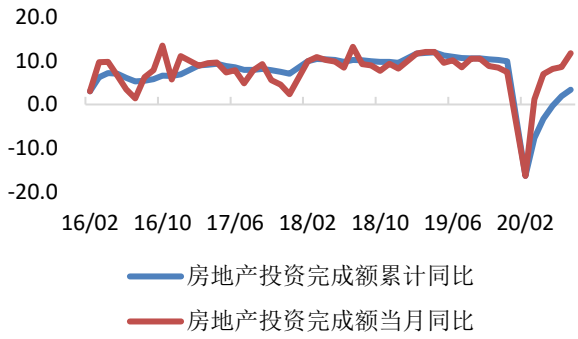
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：固定资产投资完成额累计同比走势



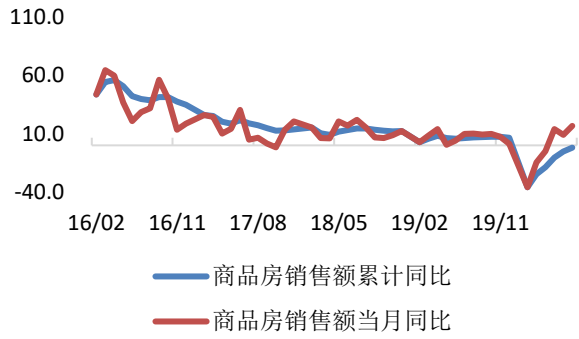
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3：房地产投资同比走势



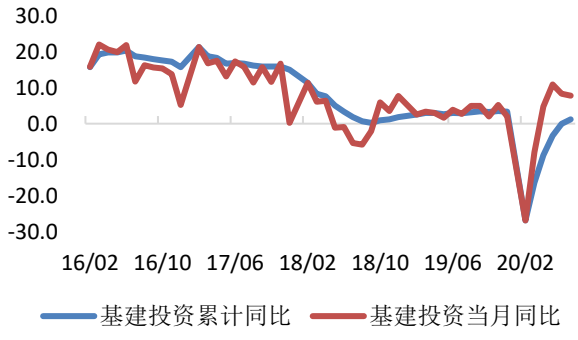
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：房地产销售同比走势



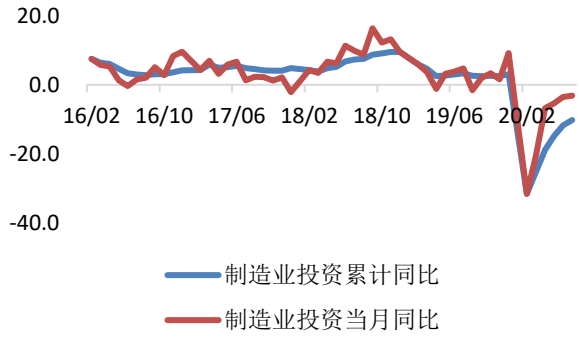
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：基建投资同比走势



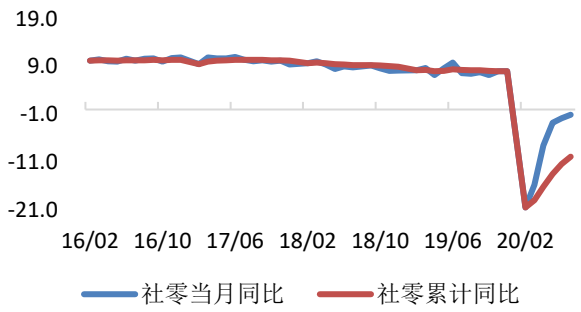
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：固定资产投资完成额累计同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 7：社零同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336