宏观研究

简单预测消费线性修复，可能是错误的

——7 月经济数据点评

宏观数据点评 2020 年 08 月 17 日

报告摘要：

- **工业爬坡基本结束，服务业继续爬坡**

7 月规模以上工业增加值同比增长 4.8%，与上月持平，显示 3 月以来的工业爬坡基本结束，工业增长进入稳态。其中，汽车，电气机械和器材，计算机、通信和其他电子设备制造业增长较快。服务业生产指数同比增长 3.5%，较上月上升 1.2 个百分点，显示服务业仍处于爬坡过程中，但加速度放缓，预计三季度末爬坡完成。我们的月度 GDP 指数显示，7 月单月 GDP 增速为 3.9%，较上月提高 0.5 个百分点。

- **零售增速延续负增长，疫情后居民储蓄意愿高**

7 月社会消费品零售同比下降 1.1%，未能实现市场预期的由负转正。其中，除汽车和黄金珠宝类等少数商品外，必选消费、可选消费总体增速较上月不但没有加快，反而有所放缓。央行二季度储户问卷调查显示，疫情爆发后，倾向于“更多储蓄”的居民占比已连续两个季度超过 50%，处于有数据以来高位。简单预测消费将线性修复，可能是错误的，需要关注居民储蓄意愿上升的影响。

- **投资仍然高度依赖房地产，制造业投资仍然是短板**

7 月固定资产投资累计同比下降 1.6%，总体符合市场预期，但结构上冰火两重天，分化有所加剧。房地产投资暖风不断，7 月累计增速达到 3.4%，比上月提高 1.5 个百分点；基建投资中规中矩，虽然累计下降 1.0%，但降幅比上月收窄 1.7 个百分点；制造业投资仍然最为羸弱，累计仍有两位数负增长（-10.2%），降幅只收窄了 1.5 个百分点。

- **扩大内需仍有必要**

简单总结，本月数据再次凸显了中国经济复苏中需求弱于生产的问题。扩大内需，不只是一句口号，而是保障中国经济持续复苏的内在要求。这要求针对性的支持政策不但不应该退出，还应该继续存在。在货币政策精准导向的基调下，作为结构性工具的定向降准下半年仍有可能实施。“稳步复苏+适当宽松”的宏观环境，对资产配置仍是大致友好的。

- **风险提示：**

疫情发展超预期，逆周期调节不及预期，全球经济加速放缓。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127665

邮箱： wuyanyan@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号： S0100119080008

电话： 010-85127730

邮箱： fuwancong@mszq.com

8 月 14 日，国家统计局公布中国 7 月经济数据：

（1）规模以上工业增加值同比 4.8%，预期 5.2%，前值 4.8%；

（2）社会消费品零售总额同比-1.1%，预期 1.2%，前值-1.8%；

（3）固定资产投资累计同比-1.6%，预期-1.6%，前值-3.1%；

（4）基建投资（全口径）累计同比 1.2%，较上月回升 1.3 个百分点。

（5）房地产投资累计同比 3.4%，较上月回升 1.5 个百分点。

一、7 月消费疲软的两大因素

第一：结构性因素导致大部分社零分类零售增速回落。7 月社零同比为-1.1%，不仅不及预期 1.2%，而且仍处于负区间，表明消费并未出现爆发性反弹。1-7 月社零累计同比为-9.9%，消费大概率将是全年 GDP 拖累项。分类来看，粮油食品、化妆品、服装和日用品等必选消费增速均出现不同程度的下降。由于人体摄入量和日常使用量拥有上限，必选消费难以维持较高增速。同时，6 月的消费节可能也透支了部分需求。餐饮收入同比反弹，对食品类零售也有一定挤出作用。除汽车和金银珠宝外，可选消费增速也有所回落。其中，地产后周期零售下滑与 7 月房地产竣工面积同比回落一致（表 1）。**总体上看，消费复苏放缓更为突出，可能会影响到工业生产。**

表 1：除汽车和金银珠宝外，社零全面走弱

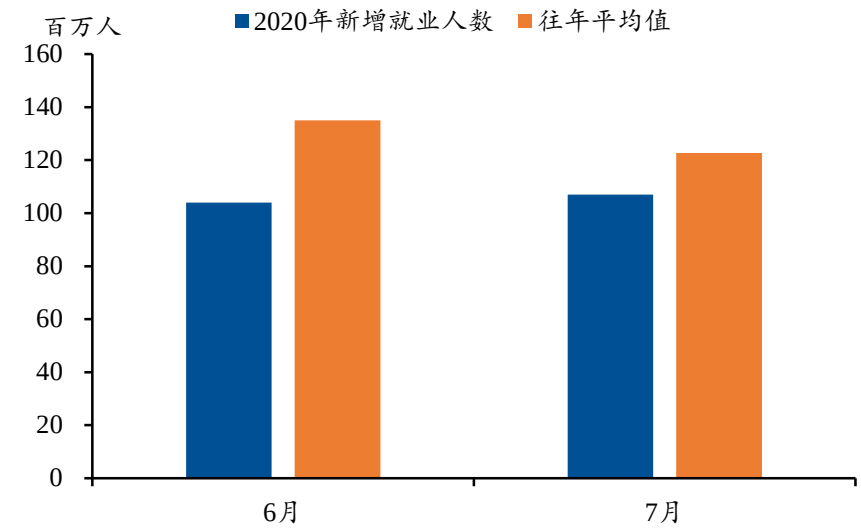
单位（%）	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02
粮油、食品类	6.9	10.5	11.4	18.2	19.2	9.7
烟酒类	5.0	13.3	16.7	7.1	-9.4	-15.7
饮料类	10.7	19.2	10.4	12.9	6.3	3.1
服装鞋帽针纺织品类	-2.5	-0.1	-0.6	-18.5	-34.8	-30.9
服装类	-	-2.0	-1.5	-20.7	-36.9	-33.2
化妆品类	9.2	20.5	12.9	3.5	-11.6	-14.1
金银珠宝类	7.5	-6.8	-3.9	-12.1	-30.1	-41.1
日用品类	6.9	16.9	17.3	8.3	0.3	-6.6
体育、娱乐用品类	-	19.8	15.4	11.6	-7.1	-4.0
书报杂志类	-	17.0	10.8	-11.5	3.6	-32.7
家用电器和音像器材类	-2.2	9.8	4.3	-8.5	-29.7	-30.0
中西药品类	5.3	9.7	7.3	8.6	8.0	0.2
文化办公用品类	0.5	8.1	1.9	6.5	6.1	-8.9
家具类	-3.9	-1.4	3.0	-5.4	-22.7	-33.5
通讯器材类	11.3	18.8	11.4	12.2	6.5	-8.8
石油及制品类	-13.9	-13.0	-14.0	-14.1	-18.8	-26.2
建筑及装潢材料类	-2.5	2.2	1.9	-5.8	-13.9	-30.5
汽车类	12.3	-8.2	3.5	0.0	-18.1	-37.0

资料来源：Wind，民生证券研究院

第二：就业压力仍旧存在。7 月城镇调查失业率为 5.7%，与上月持平；新增就业人数 107 万人，较上月超季节性多增 3 万人，但是显著低于往年 7 月平均值（123 万人）约 16 万人（图 1）。**环比改善难以掩盖就业市场需求不足的现实。**4 月至 7 月新增就业累计同比在 22%至 23%区间震荡（图 2）。如果维持当前增速至年底，全年新增就业人数小幅超过 1000 万人。虽然可以顺利完成两会就业目标，但是全年新增就业人数同比大概率显

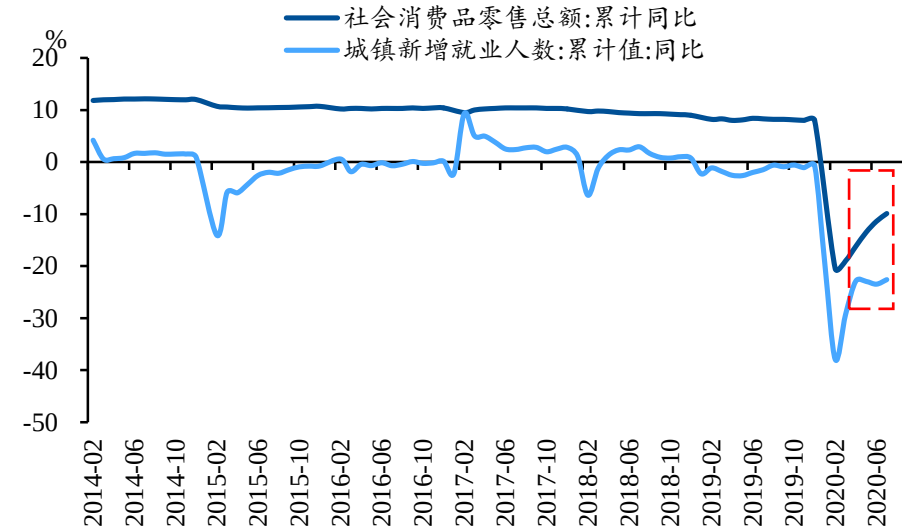
著负增长。消费者信心、预期和意愿指数在 3 月后连续下降，表明就业压力已经逐渐影响到消费者行为，进一步说明社零难有报复性反弹（图 3）。向前看，受基建投资和地产投资支撑，经济改善的趋势仍在。不过，预防式储蓄行为可能会压制斜率。

图 1：7 月新增就业量环比回升难掩就业市场需求不足



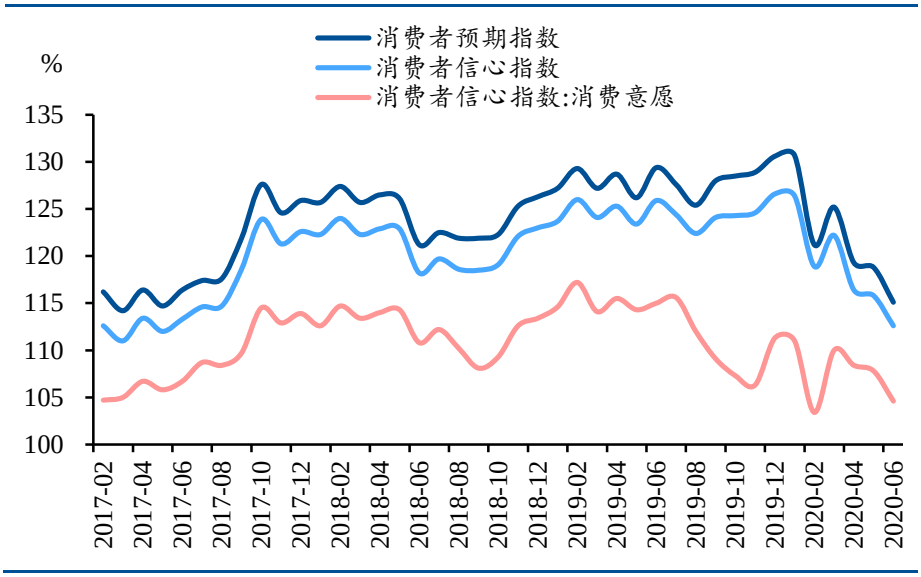
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：新增就业累计同比仍旧明显负增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：消费者指数连续三个月下滑，6 月有加速下滑趋势

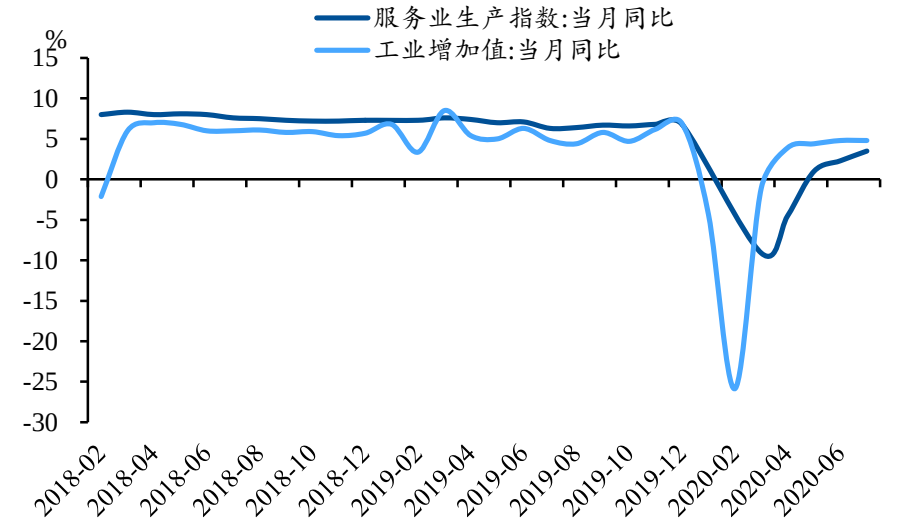


资料来源：Wind，民生证券研究院

二、生产进入稳态，房地产支撑投资

工业爬坡基本结束，服务业继续爬坡。7 月规模以上工业增加值同比增长 4.8%，与上月持平，显示 3 月以来的工业爬坡基本结束，工业增长进入稳态。其中，部分下游制造业生产较好，汽车、专用设备、电气机械和器材，计算机、通信和其他电子设备制造业增长较快，与 6 月下游制造业产成品库存改善较为一致。服务业生产指数同比增长 3.5%，较上月上升 1.2 个百分点，显示服务业仍处于爬坡过程中，但加速度放缓，预计三季度末爬坡完成（图 4）。我们的月度 GDP 指数显示，7 月单月 GDP 增速为 3.9%，较上月提高 0.5 个百分点。

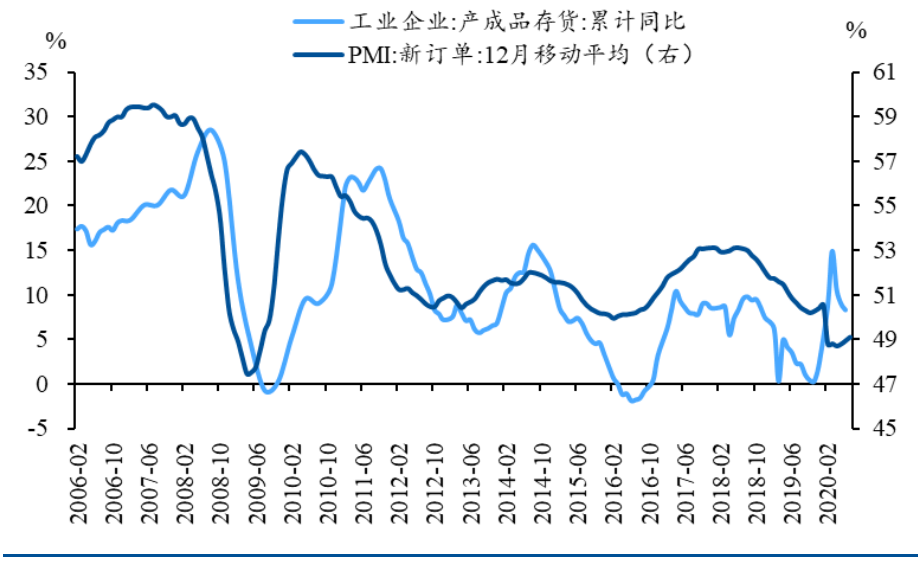
图 4：参考生产爬坡进度，预计服务业生产在三季度末完成爬坡



资料来源：Wind，民生证券研究院

生产进入稳态不代表已经触顶。支撑生产的因素仍旧存在。洪涝灾害和雨季结束后，基建和房地产投资可能迎来一波赶工潮，建筑需求向好将为生产提供支撑。另外，全球 PMI 新订单指数连续上升，需求改善的趋势仍旧存在。根据 PMI 新订单指数对库存的领先关系来看，年底前有望迎来库存拐点，补库需求也是支撑生产的因素之一（图 5）。不过，内需疲软可能在短期内难以改变。即便疫苗有好消息，作用可能更多体现在金融资产价格上。从疫苗审批上市到全民免疫需要一段时间，需求压制生产的格局可能难以迅速改善。因而，生产进入稳态，难有大起大落。

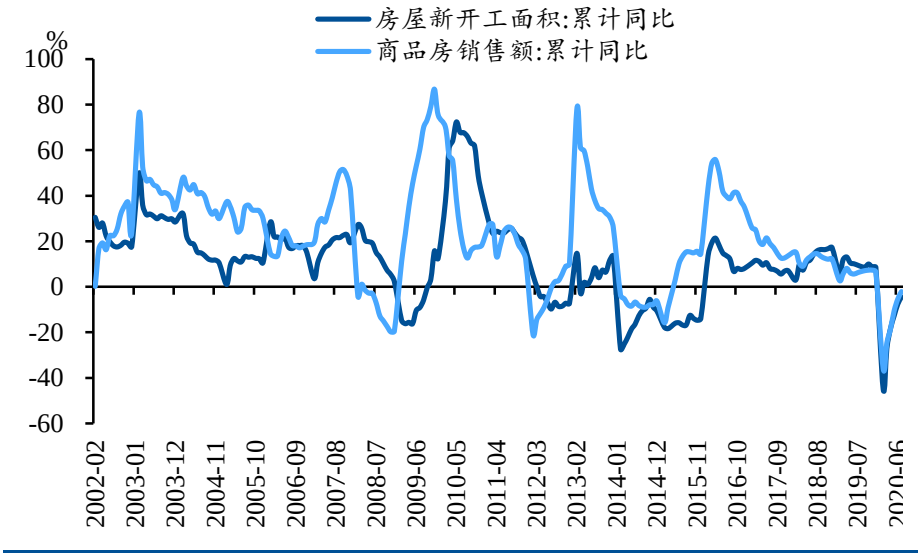
图 5：PMI 新订单指数仍在修复，底部规律显示库存可能年底前来拐点



资料来源：Wind，民生证券研究院

投资仍然高度依赖房地产。7 月固定资产投资累计同比下降 1.6%，总体符合市场预期，但结构上冰火两重天，分化有所加剧。房地产投资暖风不断，7 月累计增速达到 3.4%，比上月提高 1.5 个百分点。其中，房地产新开工面积和销售额双双造好：新开工面积同比上升 11.3%，年内首次录得两位数增长；销售额同比上升 11.7%，创下去年 4 月以来新高（图 6）。加上 7 月房地产计划投资累计同比加速上升至 15.8%，房地产投资整体数据向好。基建投资（统计局口径）则是中规中矩，虽然累计下降 1.0%，但降幅比上月收窄 1.7 个百分点。

图 6：7 月房地产新开工面积和销售额增速均创“佳绩”



资料来源：Wind，民生证券研究院

制造业投资仍然是短板。对比建筑类投资，制造业投资仍然最为羸弱，累计仍有两位

数负增长（-10.2%），降幅只收窄了 1.5 个百分点；高技术制造业投资累计同比较上月上升 1.6 个百分点至 7.4%。虽然下游制造业生产向好，但是受制于产能仍有空间，除高技术的医药和计算机电子外，大部分投资仍处于两位数的负增长。值得注意的是，二季度工业中长期贷款余额增速录得 12.8%，创下 2011 年三季度以来的新高，为未来制造业投资回升提供支撑。但是，结构分化也可能仍旧突出。

三、扩大内需仍有必要

本月数据再次凸显了中国经济复苏中需求弱于生产的问题。扩大内需，不只是一句口号，而是保障中国经济持续复苏的内在要求。这要求针对性的支持政策不但不应该退出，还应该继续存在。在货币政策精准导向的基调下，作为结构性工具的定向降准下半年仍有可能实施。“稳步复苏+适当宽松”的宏观环境，对资产配置仍是大致友好的。

风险提示：

疫情发展超预期，逆周期调节不及预期，全球经济加速放缓。

插图目录

图 1：7 月环比回升难掩就业市场需求不足 3
图 2：新增就业累计同比仍旧明显负增长 3
图 3：消费者指数连续三个月下滑，6 月有加速下滑趋势 4
图 4：参考生产爬坡进度，预计服务业生产在三季度末完成爬坡 5
图 5：PMI 新订单指数仍在修复，底部规律显示库存可能年底前来拐点 6
图 6：7 月房地产新开工面积和销售额增速均创“佳绩” 6

表格目录

表 1：除汽车和金银珠宝外，社零全面走弱 2

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊、媒体。

付万丛，民生证券研究院宏观组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。