新时代证券 New Times Securities

经济或将加快修复

——宏观经济周度观察

投资周报

7 月工业生产、基建投资增速不及市场预期，主要是受南方洪涝灾害和雨季的短期干扰。7 月工业生产增速持平上月，采矿业和电力燃气供应业是主要拖累，但制造业增速已经上升至 6%，达到 2019 年的全年增速水平。投资增速受基建投资拖累且制造业投资修复疲弱，但房地产投资仍表现较好。除汽车外消费降幅再次扩大，消费信心仍显不足，整体消费增速未能转正，低于市场预期。

经济修复动力仍在，随着雨季影响减弱、天气更加凉爽，经济或将再次加快修复。第一，下半年出口增速大概率高于上半年。第二，虽然经济预期不佳、收入增速下滑制约整体消费，但随着消费限制放松，处于低位的线下服务业消费将加快修复。第三，地方政府专项债将在 10 月底之前发行完毕，带来大规模资金投入，加上雨季导致的工程后移以及灾后重建，未来基建投资增速有望加快。第四，如果终端需求修复良好，不排除企业开启补库存、增加制造业投资。整体来看，出口和投资将弥补消费的不足，下半年实际经济增速可能达到甚至超过潜在经济增速。

工业生产增速分化。7 月工业增加值同比增长 4.8%，增速与上月持平，不及市场预期。原因有两方面。一方面，受降雨影响，部分地区气温低于去年同期，用电需求下降，电力、燃气和水的生产供应业同比增长 1.7%，增速较上月 5.5%回落了 3.8 个百分点。另一方面，降雨也会阻碍生产，采矿业增加值同比下降 2.6%，增速较上月的 1.7%下降了 4.3 个百分点。不过，和 PMI 数据一致的是，在汽车消费和出口拉动下，制造业表现较好，部分弥补了采矿业和电力燃气供应业对工业生产增长的拖累。

房地产投资拉动下，1-7 月固定资产投资累计同比下降 1.6%，增速较上半年的-3.1%回升 1.5 个百分点。房地产开发投资完成额累计同比增长 3.4%，增速较上半年的 1.9%上升 1.5 个百分点。单 7 月房地产投资同比增速升至 11.7%，较 6 月上升 3.2 个百分点。房地产投资增速加快的原因在于：（1）地产需求增长，商品房销售回升，拉动房企施工强度上升。（2）房企拿地成交价款上升。1-7 月基础设施建设投资累计同比增长 1.2%，较上半年上升 1.2 个百分点，其中电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计同比增速小幅回落。江、淮、太湖流域洪涝灾害自 6 月开始，持续到 7 月，对基建产生了干扰，但这不改变基建投资趋势。和房地产与基建投资相比，制造业投资仍显得疲弱。

消费修复不及预期。在汽车消费和餐饮消费拉动下，7 月社会消费品零售总额名义与实际同比分别下降 1.1%和 2.7%，降幅分别较上月收窄 0.7 和 0.2 个百分点，但修复不及预期，核心原因在于居民收入的制约。不考虑消费刺激政策，消费是经济的滞后变量，上半年城镇居民人均可支配收入实际同比下降 2%，增速远低于 2019 年同期的 5.8%，这是消费修复的最大阻碍。不过，处于低位的线下服务业消费在加快修复，这会缓解消费对下半年经济的拖累。

- **风险提示：海外疫情二次爆发；政策落实不及预期**

刘娟秀（分析师）
liujuanxiu@xsdzq.cn
证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）
xingshuguang@xsdzq.cn
证书编号：S0280520050003

相关报告

投资周报：出口增速超预期，经济修复再添新动力
2020-8-9

投资周报：经济修复动力依然充足
2020-8-2

投资周报：存在股债“跷跷板效应”吗
2020-7-26

投资周报：中国季度 GDP 超过美国了吗
2020-7-19

投资周报：经济修复再添扰动项
2020-7-12

投资周报：6 月经济数据预测：雨季难改经济修复
2020-7-5

目 录

1、 经济或将加快修复.....3
1.1、 工业生产增速分化.....3
1.2、 房地产投资增速加快.....5
1.3、 消费修复不及预期.....6
2、 海外经济与市场流动性观察.....8
3、 国内高频数据观察.....10
3.1、 生产指标回升.....10
3.2、 商品房销量回落.....11
3.3、 猪肉价格微涨.....11
3.4、 货币市场利率微降.....12
3.5、 人民币兑美元升值.....13

图表目录

图 1: 经济修复速度放缓.....3
图 2: 工业生产修复分化.....4
图 3: 制造业分项工业增加值增速变化.....4
图 4: 7 月汽车制造与汽车消费同步拉升.....5
图 5: 基建、地产、制造业累计投资增速继续回升.....6
图 6: 企业消费品零售增速回升.....7
图 7: 汽车零售增速大幅回升受基数效应影响.....7
图 8: 汽车和金银珠宝类以外零售增速普遍回落.....8
图 9: 美国 ECRI 领先指标增长年率继续修复.....9
图 10: 纽约联储每周经济指数继续回升.....9
图 11: TED 利差上升.....9
图 12: VIX 下降.....9
图 13: 铜金比回升.....10
图 14: 美国高收益债利差上升.....10
图 15: 高炉开工率回升.....10
图 16: 商品房销量同比上升.....11
图 17: 猪肉价格上升.....12
图 18: WTI 原油期货价上涨.....12
图 19: 货币市场利率微降.....13
图 20: 美元指数微降.....14
图 21: 人民币汇率升值.....14

表 1: 央行公开市场操作（2020.8.10-2020.8.14）.....13

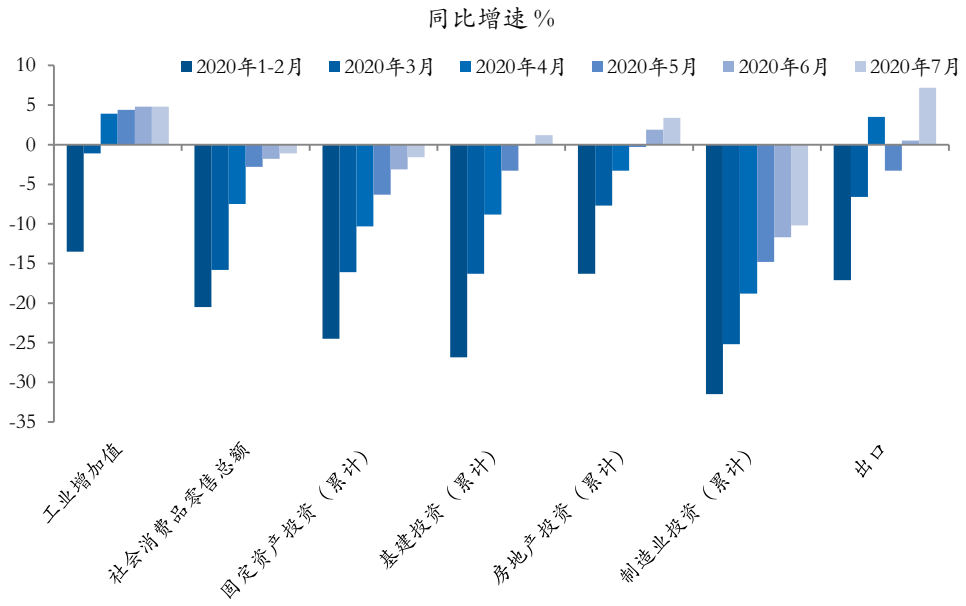
1、 经济或将加快修复

7 月工业生产、基建投资增速不及市场预期，主要是受南方洪涝灾害和雨季的短期干扰。7 月工业生产增速持平上月，采矿业和电力燃气供应业是主要拖累，但制造业增速已经上升至 6%，达到 2019 年的全年增速水平。投资增速受基建投资拖累且制造业投资修复疲弱，但房地产投资仍表现较好。除汽车外消费降幅再次扩大，消费信心仍显不足，整体消费增速未能转正，低于市场预期。

经济修复动力仍在，随着雨季影响减弱、天气更加凉爽，经济或将再次加快修复。第一，下半年出口增速大概率高于上半年。第二，虽然经济预期不佳、收入增速下滑制约整体消费，不过随着消费限制放松，处于低位的线下服务业消费将加快修复。第三，地方政府专项债将在 10 月底之前发行完毕，带来大规模资金投入，加上雨季导致的工程后移以及灾后重建，未来基建投资增速有望加快。第四，如果终端需求修复良好，不排除企业开启补库存、增加制造业投资。

整体来看，出口和投资将弥补消费的不足，下半年实际经济增速可能达到甚至超过潜在经济增速。

图1： 经济修复速度放缓



资料来源：Wind，新时代证券研究所

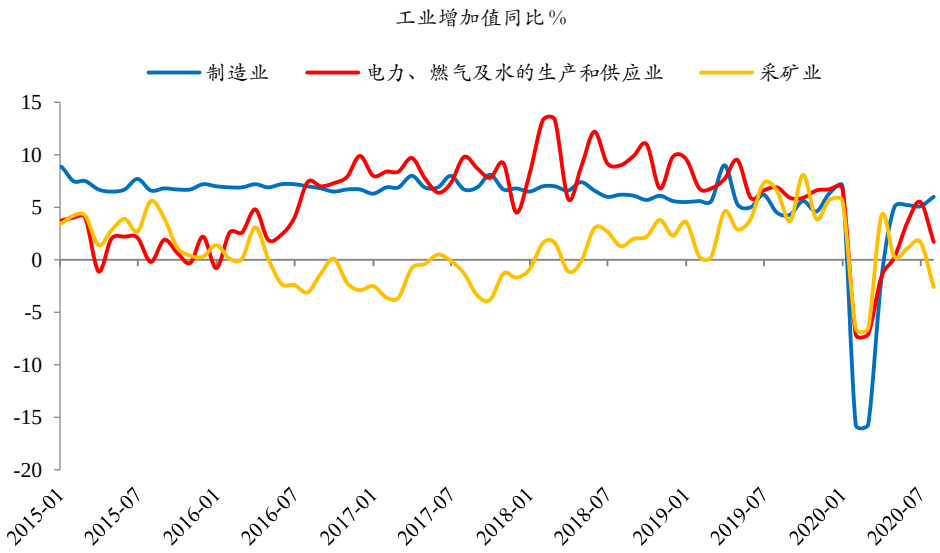
1.1、 工业生产增速分化

7 月工业增加值同比增长 4.8%，增速与上月持平，不及市场预期。原因有两方面。一方面，受降雨影响，部分地区气温低于去年同期，用电需求下降，电力、燃气和水的生产供应业同比增长 1.7%，增速较上月 5.5%回落了 3.8 个百分点，与之相对应，7 月发电量同比增长 1.9%，增速较前值 6.5%大幅回落。另一方面，降雨也会阻碍生产，采矿业增加值同比下降 2.6%，增速较上月的 1.7%下降了 4.3 个百分点。

不过，和 PMI 数据一致的是，在汽车消费和出口拉动下，制造业表现较好，

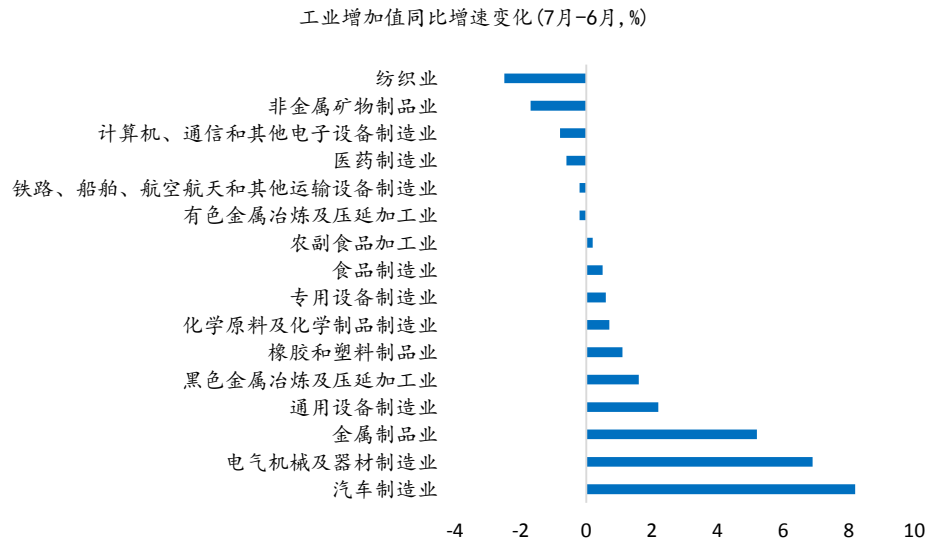
部分弥补了采矿业和电力燃气供应业对工业生产增长的拖累。7 月制造业工业增加值同比增长 6.0%，增速较 6 月的 5.1%上升 0.9 个百分点。汽车制造业增加值同比增长 21.6%，较前值大幅提升，这主要受汽车消费回升影响。另外，设备制造、电气机械及器材制造业、金属制品制造业、通用设备制造业生产增速较上月上升幅度较大，出口好转是重要原因。

图2： 工业生产修复分化



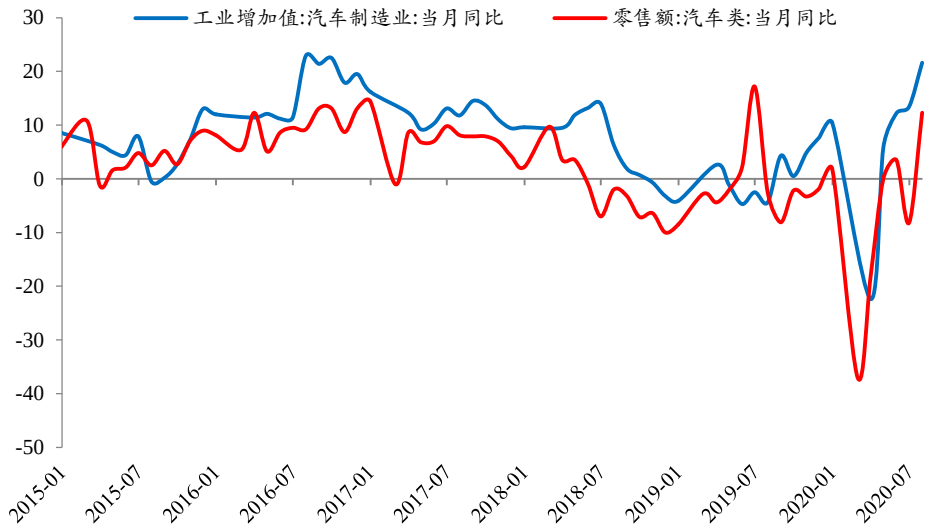
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 制造业分项工业增加值增速变化



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 7 月汽车制造与汽车消费同步拉升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.2、 房地产投资增速加快

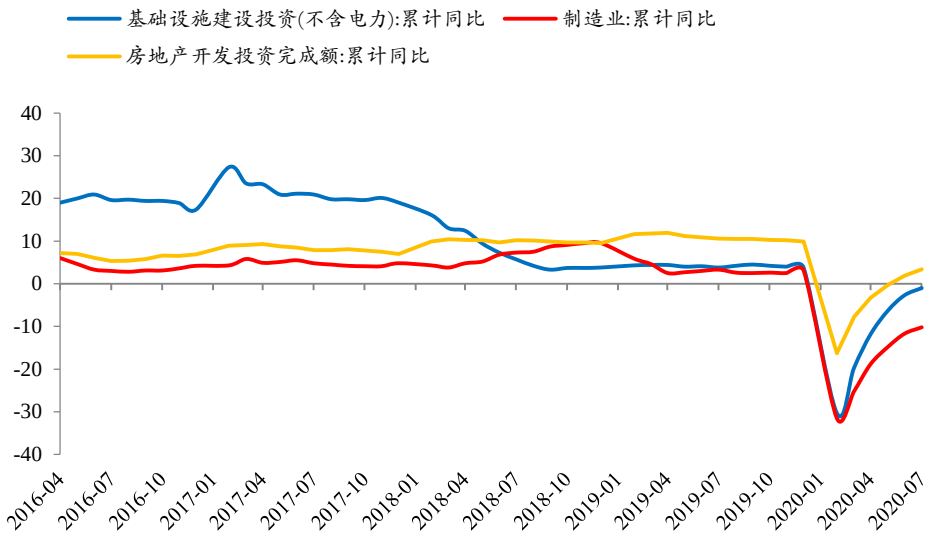
房地产投资拉动下，1-7 月固定资产投资累计同比下降 1.6%，增速较上半年的-3.1%回升 1.5 个百分点。

房地产投资增速继续加快。房地产开发投资完成额累计同比增长 3.4%，增速较上半年的 1.9%上升 1.5 个百分点。单 7 月房地产投资同比增速升至 11.7%，较 6 月上升 3.2 个百分点。房地产投资增速加快的原因在于：（1）地产需求增长，商品房销售回升，拉动房企施工强度上升。（2）房企拿地成交价款上升。1-7 月，商品房销售面积和销售额累计同比分别下降 5.8%和 2.1%，降幅均有所收窄；房屋施工面积累计同比增长 3.0%，增速较 1-6 月上升；房屋竣工面积累计同比下降 10.9%，降幅较 1-6 月扩大；土地成交价款累计同比增长 12.2%，增速较 1-6 月大幅上升 6.3 个百分点。

基建增速有所放缓。1-7 月基础设施建设投资累计同比增长 1.2%，较上半年上升 1.2 个百分点，其中电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计同比增速小幅回落。江、淮、太湖流域洪涝灾害自 6 月开始，持续到 7 月，对基建产生了干扰，但这不改变基建投资趋势，此后的灾后重建甚至还会进一步拉升基建，此外，地方政府专项债将在 10 月底之前发行完毕，将带来大规模资金投入，未来基建投资增速有望加快。

和房地产与基建投资相比，制造业投资仍显得疲弱。1-7 月制造业投资累计同比下降 10.2%，降幅较上半年收窄。往后看，制造业投资存在进一步修复空间，但考虑到疫情对盈利、企业资本开支意愿的冲击需要时间恢复，制造业投资增速修复速度可能继续放缓并且较长一段时间在低位徘徊。

图5： 基建、地产、制造业累计投资增速继续回升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

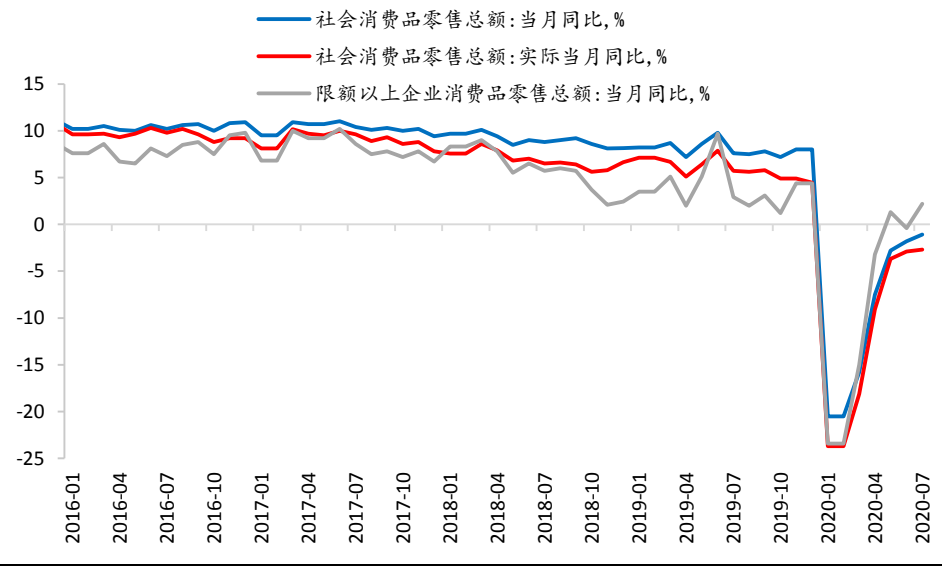
1.3、 消费修复不及预期

在汽车消费和餐饮消费拉动下，7 月社会消费品零售总额名义与实际同比分别下降 1.1%和 2.7%，降幅分别较上月收窄 0.7 和 0.2 个百分点，但修复不及预期，核心原因在于居民收入的制约。

7 月，商品零售同比增长 0.2%，增速由 6 月的-0.2%转正，主要是汽车消费贡献的。汽车类零售大幅回升，同比增长 12.3%，较上月-8.2%回升 20.5 个百分点，这是由于低基数效应以及消费刺激政策。除汽车外消费品零售总额同比下降 2.4%，降幅较上月的-1.0%扩大 1.4 个百分点。线下服务业持续修复，餐饮收入同比下降 11.0%，降幅较 6 月的 15.2%继续收窄。网上实物商品零售额同比增长 24.2%，增速较前月 25.7%回落，在经历了 6·18 网络购物节后，网上消费增速仍维持在较高水平。

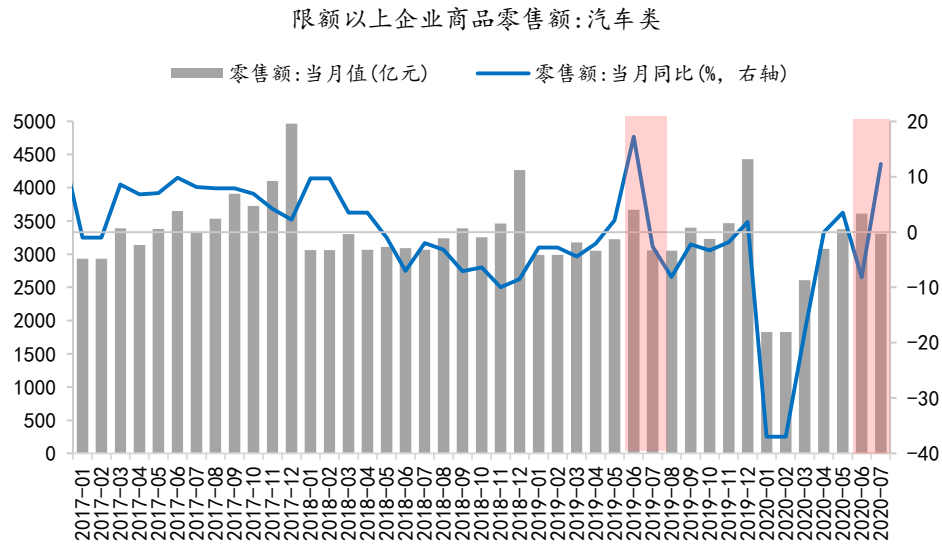
不考虑消费刺激政策，消费是经济的滞后变量，上半年城镇居民人均可支配收入实际同比下降 2%，增速远低于 2019 年同期的 5.8%，这是消费修复的最大阻碍。不过，处于低位的线下服务业消费在加快修复，这会缓解消费对下半年经济的拖累。

图6： 企业消费品零售增速回升



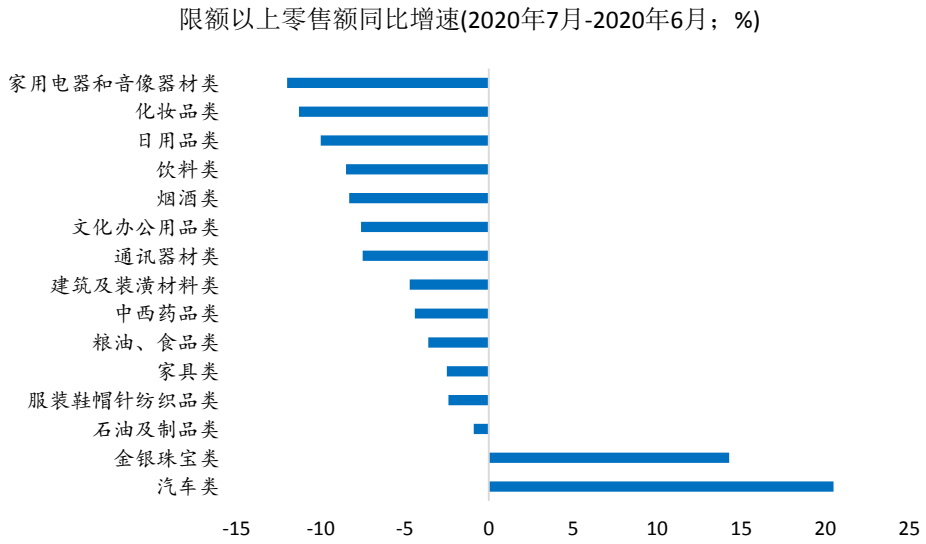
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 汽车零售增速大幅回升受基数效应影响



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 汽车和金银珠宝类以外零售增速普遍回落



资料来源：Wind，新时代证券研究所

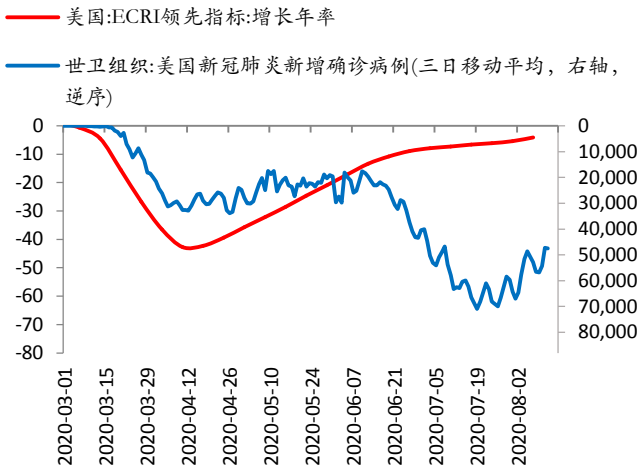
2、 海外经济与市场流动性观察

美国经济继续改善。8 月 7 日当周，美国 ECRI 领先指标增长年率为-4.1%，较前值（-5.4%）继续收窄；纽约联储每周经济指数（WEI）为-5.5%，前值由-6.2%下修至-6.5%；美国 8 月 8 日当周初次申请失业金人数回落至 96.3 万人，远低于预期的 112 万人，前值 119.1 万人。

美国 7 月工业产出同比下降 8.2%，降幅较上月的-11.0%收窄，其中，制造业产出同比下降 7.7%，降幅较上月-11.1%收窄，公用事业产出同比增长 0.6%，较上月的 1.6%回落，公共事业的拉动减弱，工业生产仍显疲弱。美国 7 月零售和食品服务销售总额同比增长 2.7%，较上月的 2.1%上升，其中零售同比增长 5.8%，较上月微涨，食品服务同比下降 18.9%，降幅较上月的-22.4%有所回升。美国 7 月 CPI 同比增长 0.6%，高于预期的 0.3%，涨幅与上月持平，核心 CPI 同比增长 1.6%，高于预期的 1.1%，较上月的 1.2%上升 0.4 个百分点。美国通胀回升好于预期，核心 CPI 成为 CPI 修复的主要动力，反映出复工的效果。8 月密歇根大学消费者信心指数初值录得 72.8，略好于预期的 72，与前值 72.5 基本持平。近 5 个月以来，美联储的低利率和美国政府的救助计划支撑了消费者的购买行为，但美国消费者对经济的预期仍很悲观。

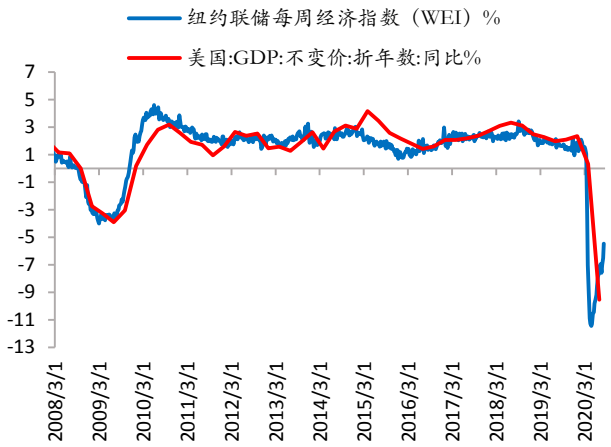
上周美国金融市场恐慌情绪有所缓解，VIX 下降至 22.1，流动性压力上升，Ted 利差上升 0.03 个百分点。美国信用风险继续有所抬升，高收益企业债利差从 5.06%升至 5.16%。

图9： 美国 ECRI 领先指标增长年率继续修复



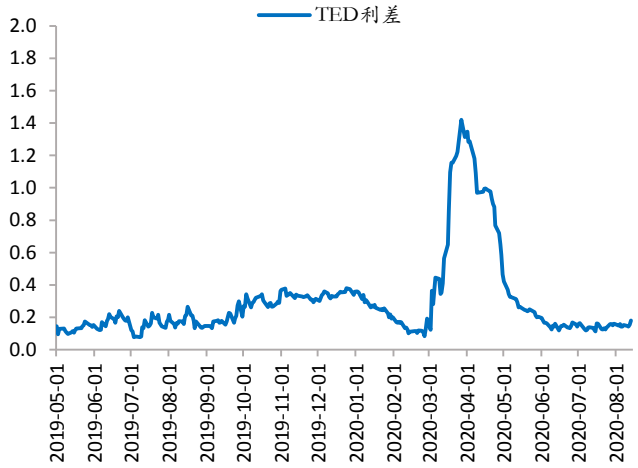
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 纽约联储每周经济指数继续回升



资料来源：Wind，纽约联储，新时代证券研究所

图11： TED 利差上升



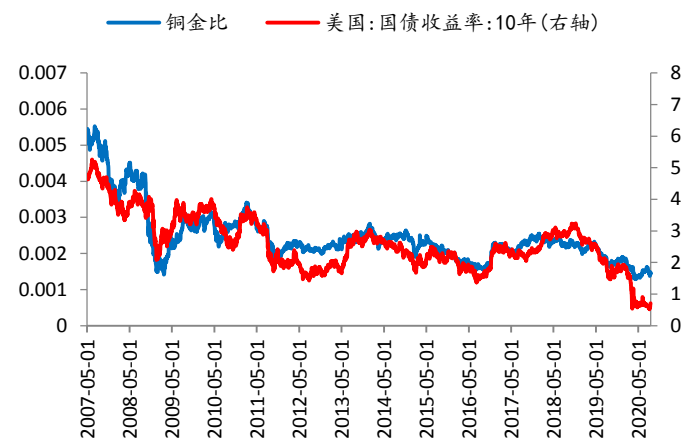
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： VIX 下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 铜金比回升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 美国高收益债利差上升



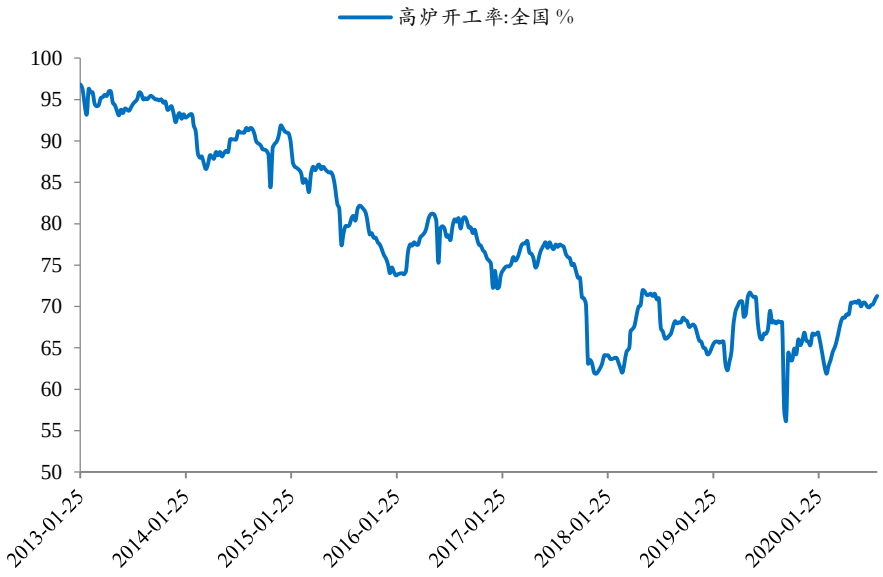
资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 国内高频数据观察

3.1、 生产指标回升

上周，雨季影响消退，全国高炉开工率回升至 71.3%；汽车全钢胎与半钢胎开工率分别上升 1.0 和 1.3 个百分点，100 家焦化企业开工率较前一周微涨 0.1 个百分点。

图15： 高炉开工率回升

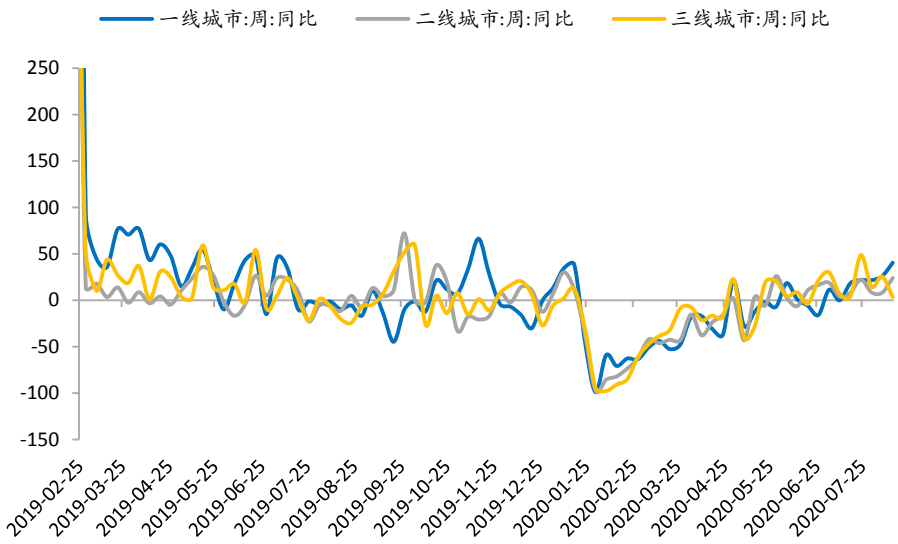


资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.2、 商品房销量回落

上周，30 大中城市商品房日均成交面积为 50.5 万平方米（前一周六至周五为计算周期），较前一周 56.3 万平方米下降，连续两周回落。30 大中城市商品房成交面积周同比增速从 17.0%升至 20.0%，其中，一、二线城市商品房销售面积同比增速大幅上升至 40.4%和 24.0%，三线城市同比增速大幅回落至 3.4%。

图16： 商品房销量同比上升

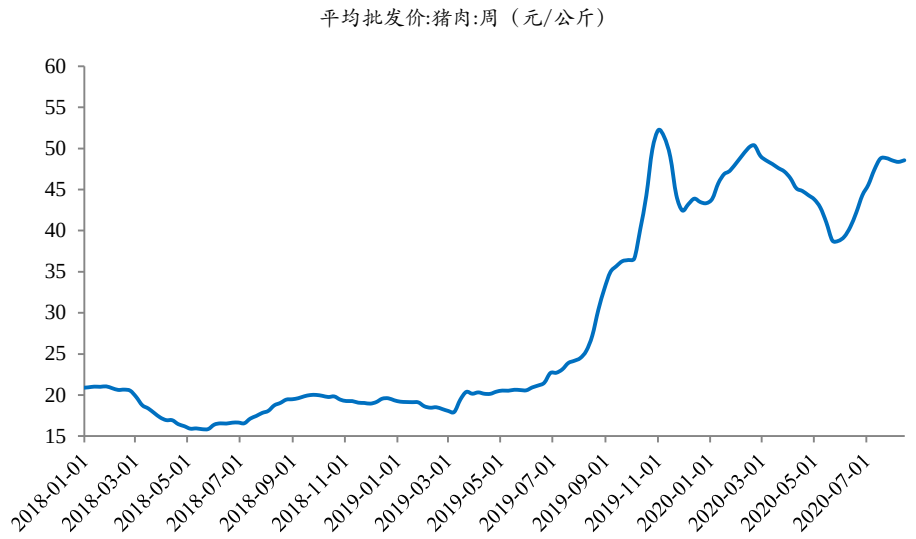


资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：前一周六至当周五为周计算周期

3.3、 猪肉价格微涨

上周，物价出现分化，28 种重点监测蔬菜价格环比上涨 1.1 %，增速由前值(0.8%)小幅上升。7 种重点监测水果价格环比-1.8%，价格连续四周下降。猪肉批发价微涨 0.4%，前值-0.4%。原油价格上升，其中，WTI 原油与布油价格分别环比上涨了 1.9%、0.9%，增速前值分别为 2.4%、2.5%。钢材库存小幅上升，钢价下降，螺纹钢期货价格下降 1.5%。

图17： 猪肉价格上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图18： WTI 原油期货价上涨



资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.4、 货币市场利率微降

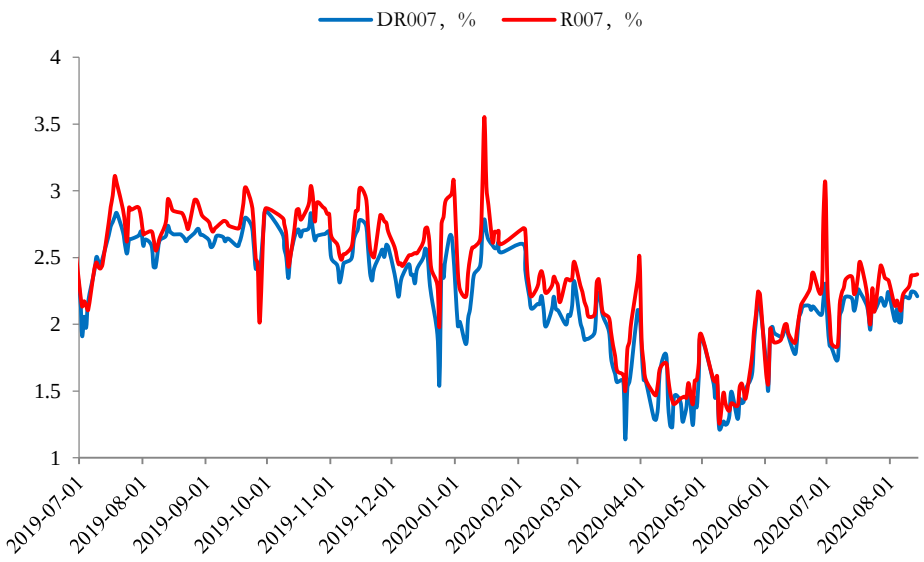
上周，央行进行了总计 5000 亿元逆回购操作，发行了 300 亿元央行票据。货币市场利率整体微降，DR007 与上周基本持平，R007 一周下降 15BP。

表1： 央行公开市场操作（2020.8.10-2020.8.14）

日期	央行公告
2020 年 8 月 10 日	为维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 8 月 10 日人民银行以利率招标方式开展了 100 亿元逆回购操作。
2020 年 8 月 11 日	为维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 8 月 11 日人民银行以利率招标方式开展了 500 亿元逆回购操作。
2020 年 8 月 12 日	为维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 8 月 12 日人民银行以利率招标方式开展了 1400 亿元逆回购操作。
2020 年 8 月 13 日	为对冲政府债券发行缴款等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 8 月 13 日人民银行以利率招标方式开展了 1500 亿元逆回购操作。人民银行于本周四（8 月 13 日）通过香港金融管理局债务工具中央结算系统（CMU）债券投标平台，以利率招标方式发行了 2020 年第七期和第八期央行票据。
2020 年 8 月 14 日	为对冲政府债券发行缴款等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 8 月 14 日人民银行以利率招标方式开展了 1500 亿元逆回购操作。

资料来源：中国人民银行，新时代证券研究所

图19： 货币市场利率微降

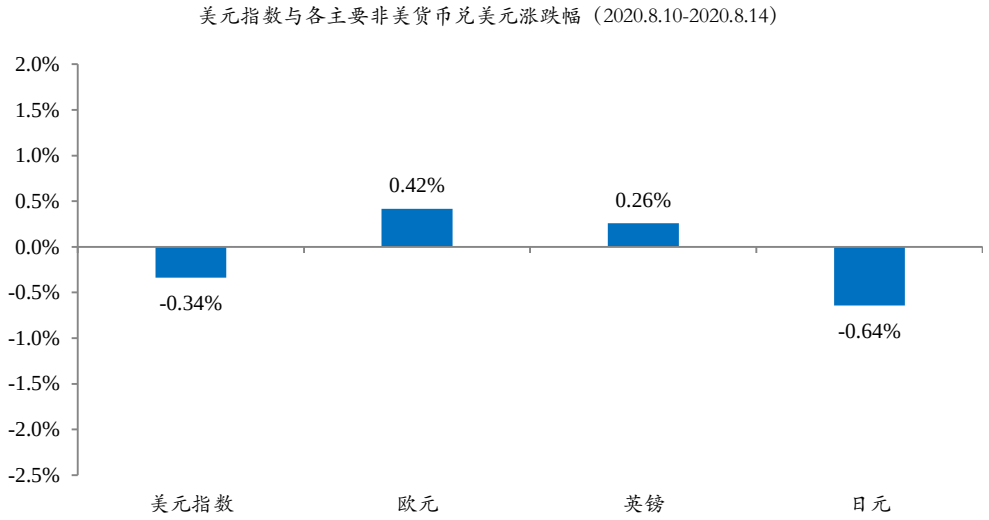


资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.5、 人民币兑美元升值

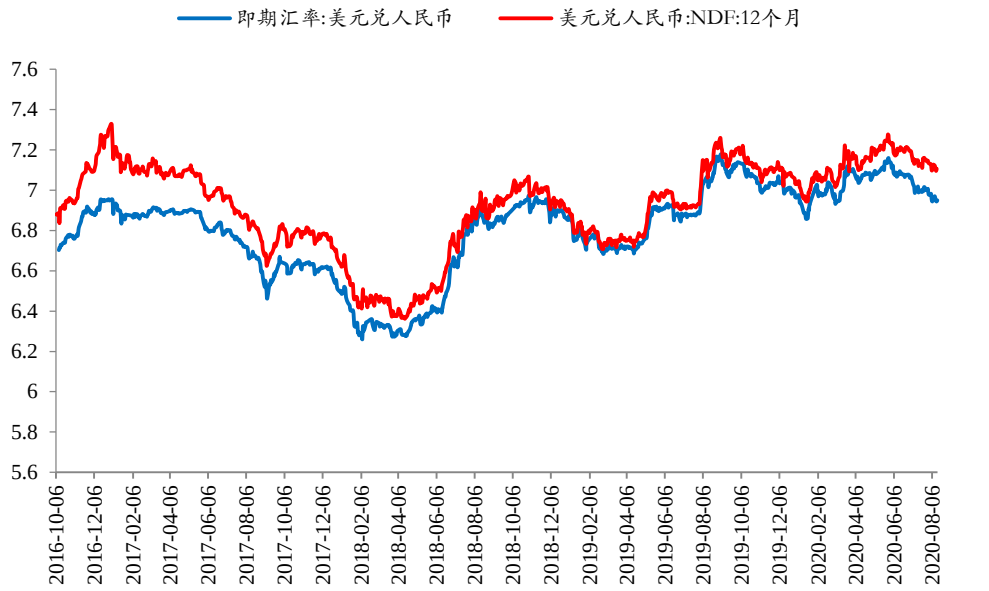
上周，美元指数微降 0.3%至 93.10。非美货币方面，欧元、英镑和日元兑美元分别升值 0.4%、升值 0.3%和贬值 0.6%。，人民币兑美元汇率一周升值 0.14%。

图20： 美元指数微降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图21： 人民币汇率升值



资料来源：Wind，新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，多年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

邢曙光，资深宏观分析师，厦门大学经济学博士，北京大学经济学博士后，丹麦哥本哈根大学访问学者，曾任北京大学经济研究所助理研究员，2018 年加入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖 销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕荻琪 销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓 销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室 邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/