2020 年 08 月 15 日

经济修复的结构与节奏

——宏观经济点评

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

张蓉蓉（分析师）
zhangrongrong@kysec.cn
证书编号：S0790520070006

段玉柱（联系人）
duanyuzhu@kysec.cn
证书编号：S0790120070013

重申观点：随着下半年财政支出等加快落地，经济行为和信用环境修复或将延续。政策和经济的组合，短期仍有利股市、不利债市，但对中长期债市也不必悲观。

● **生产活动：制造业产出加快增长，建筑链、汽车链拉动显著；服务业继续修复**

7 月，制造业产出加快增长，其中建筑链、汽车链拉动显著；采矿与电热燃明显回落。7 月，工业增加值当月同比 4.8%、持平前值。大类行业中，制造业产出增速 6.0%、较前值抬升 0.9 个百分点；其中，中上游黑色冶炼类、设备制造类，中下游汽车制造（尤其是新能源汽车），产出增长进一步加快，与建筑链高景气、汽车销售改善逻辑较为一致。采矿和电热燃增速，分别下滑 4.3 和 3.8 个百分点。**近期中微观高频数据的表现，也指向建筑和汽车链景气的改善。**7 月以来，钢材消费量、建筑钢材成交量，水泥开工率和出货率等，均出现逆季节性上行、高于往年同期；价格来看，钢价快速上涨、玻璃价格创 2012 年以来新高。建材量价同步改善，指向基建、房地产等投资的加速修复。同时，轮胎开工率持续上行、高于 2019 年同期水平，橡胶期货价格已较 6 月底上涨逾 10%，反映汽车链景气。

● **终端需求：基建投资小幅回落，地产“韧性”进一步凸显；居民消费修复偏慢**

地产投资、部分制造业等，支持总投资增速继续抬升；基建投资放缓。7 月，投资当月同比估算 6.1%（5 月 5.4%）；主要分项中，地产投资表现亮眼，单月同比 11.6%，销售和新开工改善、交付逻辑等的支持正在体现。制造业投资增速抬升 0.4 个百分点至-3.1%，其中有色、铁路设备、电气机械、纺织业投资恢复增长。基建投资增速下滑至 7.7%，下半年广义财政支出加快仍将对基建投资形成支持。**居民消费继续修复，但进度相对较慢；在就业和收入端制约下，居民消费年内的修复幅度仍需观察。**7 月，社零同比继续负增（-1.1%），跌幅仅收窄 0.7 个百分点。其中，商品消费增速 7 月首次回正至 0.2%，在较大程度上受汽车提振（与需求修复、基数扰动等有关），而绝大多数的必需和可选消费品消费增速回落；餐饮收入 7 月同比-11%、跌幅收窄 4.2 个百分点，居民线下服务消费修复较缓慢。

● **政策思考：就业改善较慢、重点群体压力高企，政策尚不具备转向的微观基础**

经济修复结构分化显著，使得就业市场改善较为缓慢，重点群体就业压力居高不下。第二产业和生产性服务业，修复进度明显快于生活服务类行业，使得就业市场结构性压力显著。截至 2020 年 7 月，全国调查失业率仍居高位、达 5.7%，新毕业大学生等失业率进一步抬升、在 20%左右，远超过历史同期水平。考虑到约 500 万农民工并未返城、超 1000 万农民工二次返乡等，实际就业压力可能更大。**中短期来看，吸纳就业较多的生活服务业和小微企业经营压力仍然较大，就业市场或将继续承压；保就业“底线思维”下、政策环境尚不具备转向的宏微观基础。**机构调查结果显示，未来一段时间计划缩减雇员的企业占比可能继续上升，尤其是经营压力相对较大的小微企业。结构性失业的背景下，受疫情冲击较大的生活服务类行业、小微企业等，仍将是“保就业”、“保企业”等政策支持的重点对象。

● **风险提示：**海外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观经济点评-“每周三问”系列（四）

行业高频数据，对经济的映射》-2020.8.13

《宏观经济点评-货币金融数据，值得关注的 3 条信息》-2020.8.11

《宏观经济点评-平淡无奇的物价》-2020.8.10

目 录

1、 生产活动：制造业产出加快增长，建筑链、汽车链拉动显著 3
2、 终端需求：基建投资小幅回落，地产“韧性”进一步凸显 5
3、 风险提示 8

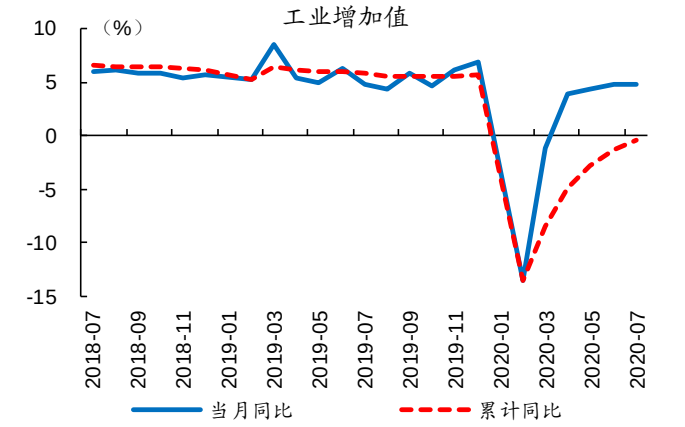
图表目录

图 1： 7 月工业增加值增速持平前值 3
图 2： 7 月，东部地区工业增加值增速大幅抬升 3
图 3： 7 月制造业产出增长加快 3
图 4： 汽车、电气机械等制造业产出增速进一步抬升 3
图 5： 7 月以来，建筑钢材成交量反弹、高于往年同期 4
图 6： 水泥出货率逆季节性上行、高于往年同期 4
图 7： 轮胎开工率总体上行，橡胶价格加速上涨 4
图 8： 乘用车产销量、汽车起重机销量均改善明显 4
图 9： 7 月服务业生产指数上升 5
图 10： 7 月，住宿餐饮、居民服务消费相关行业景气改善 5
图 11： 7 月固定资产投资增速继续抬升 5
图 12： 电热燃投资增速回落明显 5
图 13： 7 月商品房销售、新开工等对投资形成一定提振 6
图 14： 7 月，中部地区地产投资增速抬升尤为明显 6
图 15： 部分建筑链行业、外贸链行业投资同比增长 6
图 16： 化学原料等行业，投资跌幅进一步扩大 6
图 17： 7 月社会零售额当月同比增速回升 7
图 18： 7 月必需消费品消费增速回落 7
图 19： 7 月多数可选消费品消费增速回落 7
图 20： 7 月汽车消费增速大幅抬升，受基数等因素影响 7
图 21： 7 月城镇失业率仍处高位 8
图 22： 新毕业大学生等，失业率逐月抬升 8

1、 生产活动：制造业产出加快增长，建筑链、汽车链拉动显著

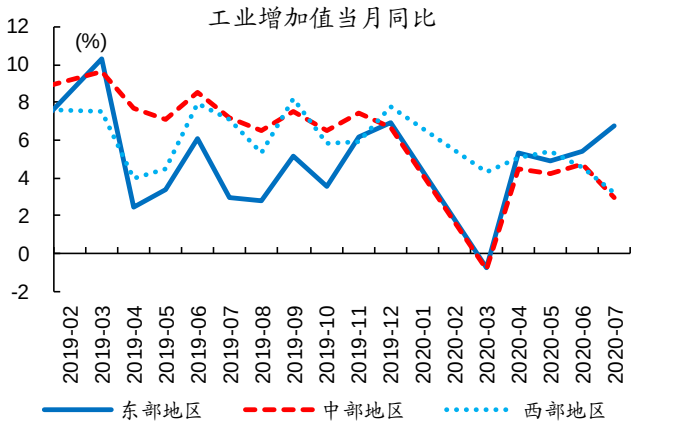
7 月，制造业产出加快增长，其中建筑链、汽车链拉动显著；采矿与电热燃明显回落。7 月，工业增加值当月同比 4.8%、持平前值；分区域来看，东部地区产出增速大幅抬升，中、西部均有所下滑。大类行业中，制造业产出增速 6.0%、较前值抬升 0.9 个百分点；其中，中上游黑色冶炼类、设备制造类，中下游汽车制造（尤其是新能源汽车），产出增长进一步加快，与建筑链高景气、汽车销售改善逻辑较为一致。采矿和电热燃增速，分别下滑 4.3 和 3.8 个百分点。

图1：7 月工业增加值增速持平前值



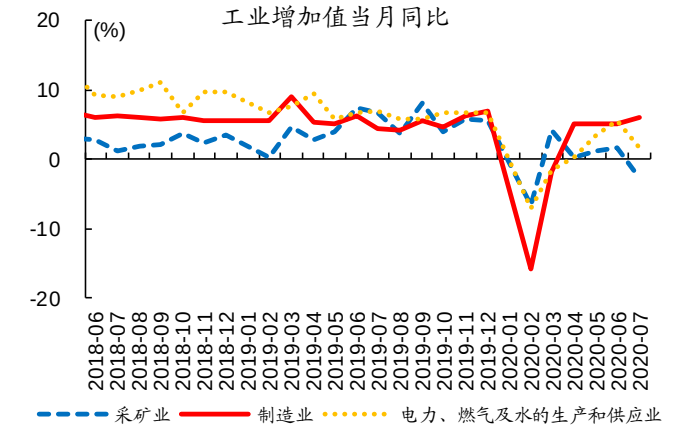
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：7 月，东部地区工业增加值增速大幅抬升



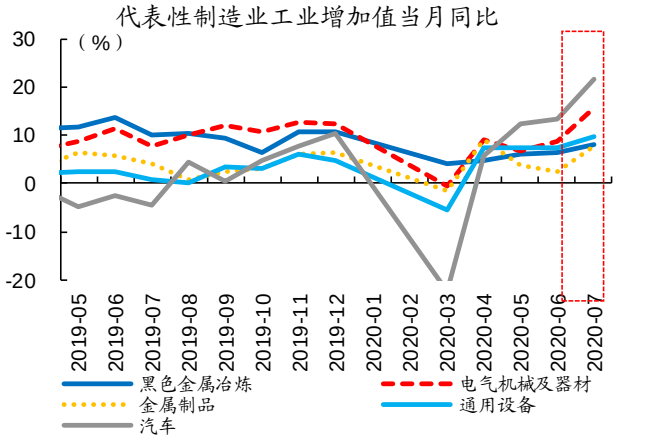
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：7 月制造业产出增长加快



数据来源：Wind、开源证券研究所

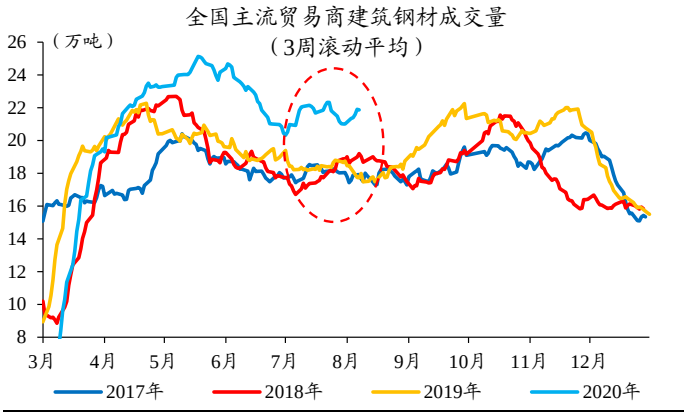
图4：汽车、电气机械等制造业产出增速进一步抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

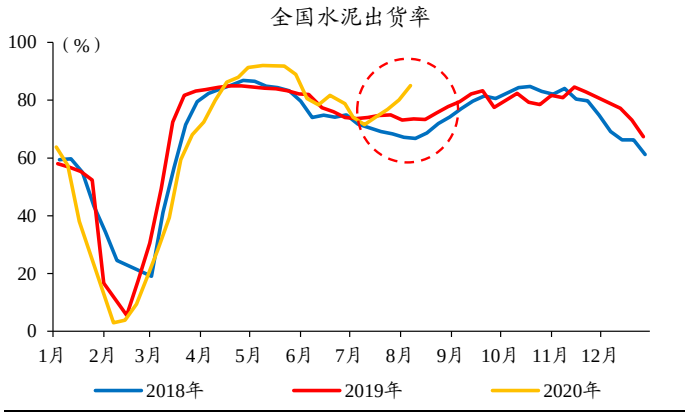
行业高频数据的表现，也指向建筑和汽车链景气的改善。7 月以来，钢材表观消费量、建筑钢材成交量，水泥开工率和出货率等，均出现逆季节性上行、高于往年同期；价格来看，钢价快速上涨、玻璃价格创 2012 年以来新高。建材行业量价同步改善，指向基建、房地产等投资的加速修复。同时，轮胎开工率持续上行、高于 2019 年同期水平，橡胶期货价格已较 6 月底上涨逾 10%，反映汽车链景气。

图5：7月以来，建筑钢材成交量反弹、高于往年同期



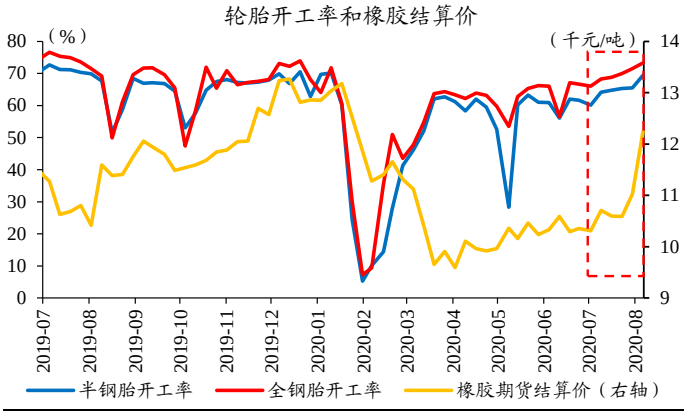
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图6：水泥出货率逆季节性上行、高于往年同期



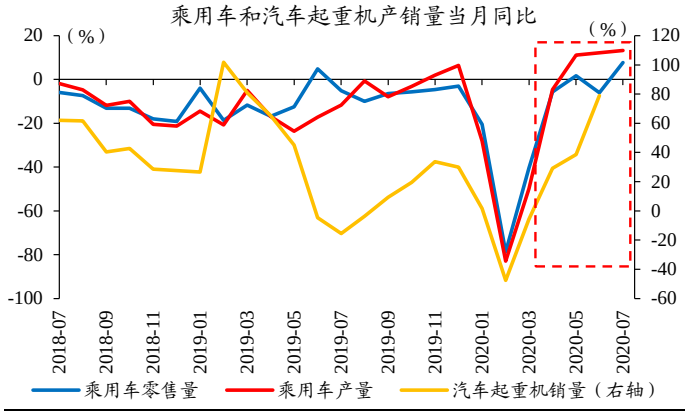
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图7：轮胎开工率总体上行，橡胶价格加速上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

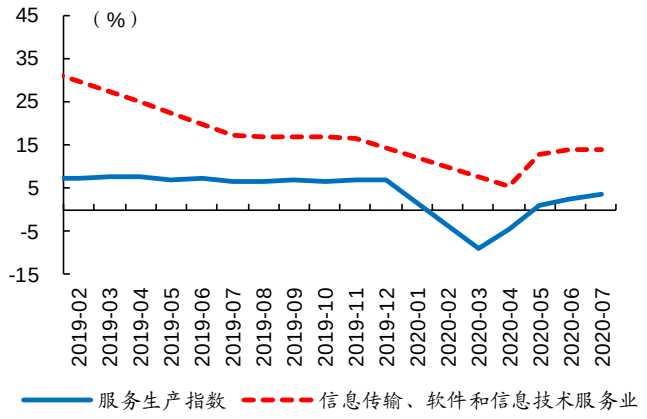
图8：乘用车产销量、汽车起重机销量均改善明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

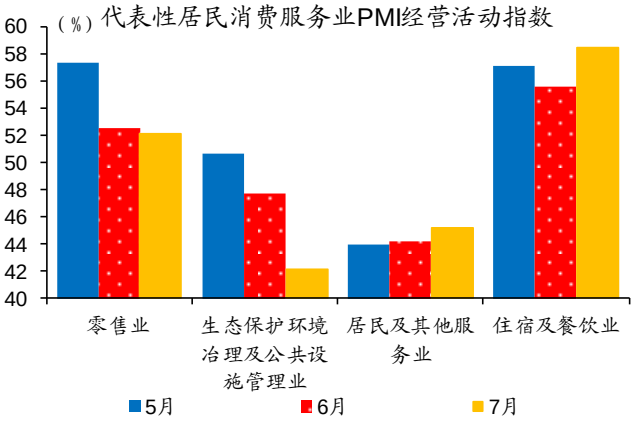
服务业产出增长加快，其中现代服务业增势较好、生活消费服务类行业缓步修复。7月，服务业产出同比增长3.5%，较前值上升1.2个百分点；其中，现代生产性服务业增势较好，如信息技术服务业产出增长13.7%、持平前值，金融、房地产业增速10.4%、7.8%，较前值进一步抬升。住宿餐饮等居民服务消费相关行业等，商务活动指数均较6月份有所抬升，线下居民消费活动景气继续改善。

图9：7 月服务业生产指数上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：7 月，住宿餐饮、居民服务消费相关行业景气改善

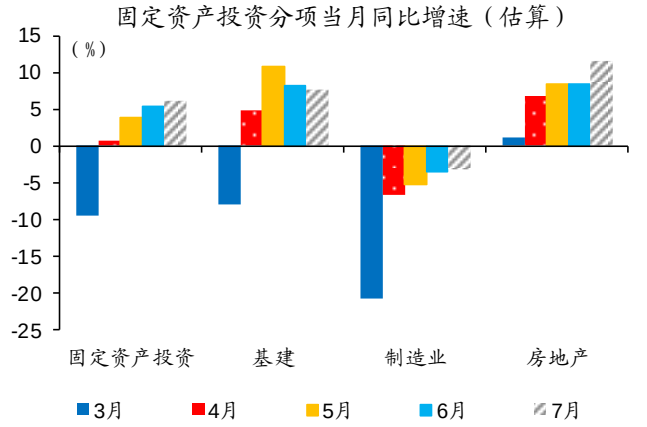


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 终端需求：基建投资小幅回落，地产“韧性”进一步凸显

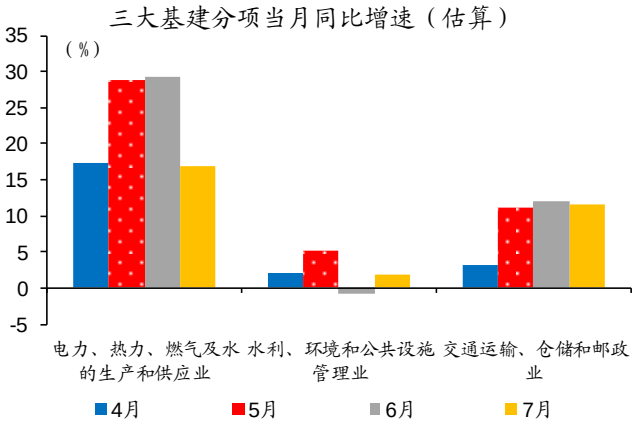
7 月，地产投资、部分制造业等，支持总投资增速继续抬升；基建投资放缓。7 月，投资当月同比估算 6.1%（5 月 5.4%）。主要分项中，基建投资 7 月同比 7.7%、下滑 0.6 个百分点，主要受到电热燃投资增速回落拖累；下半年广义财政加快支出，或仍将对基建投资形成一定支持。相较之下，地产投资表现亮眼，单月同比 11.6%、较前值进一步抬升；销售和新开工改善、交付逻辑等对地产投资的支持正在体现。

图11：7 月固定资产投资增速继续抬升



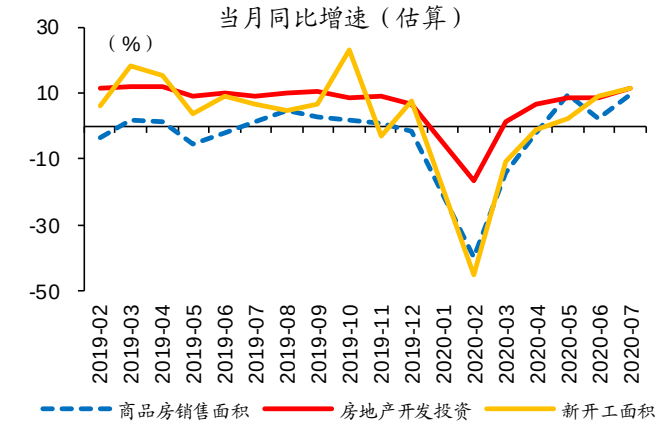
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：电热燃投资增速回落明显



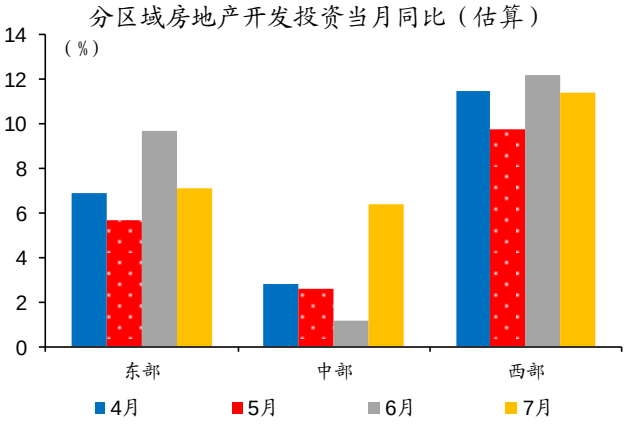
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：7月商品房销售、新开工等对投资形成一定提振



数据来源：Wind、开源证券研究所

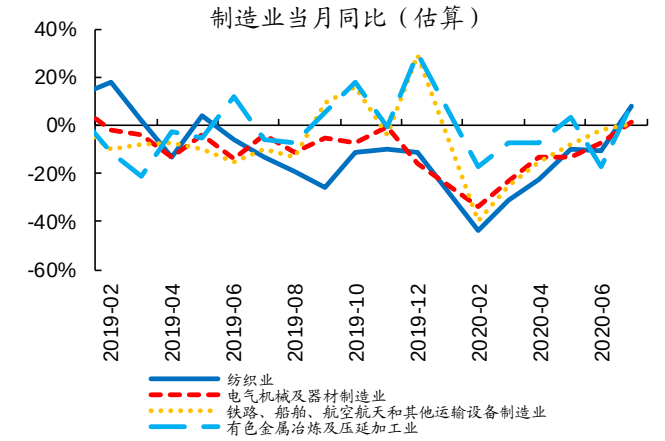
图14：7月，中部地区地产投资增速抬升尤为明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

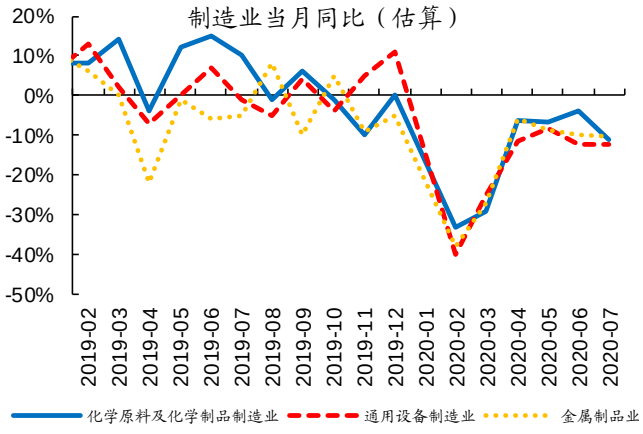
制造业投资跌幅小幅收窄，部分建筑链行业、外贸链行业投资增速年内首次回正。7月，制造业投资增速抬升0.4个百分点至-3.1%，总体而言修复仍然较为缓慢。其中，存在需求支持的部分建筑链相关行业、外贸链相关行业，投资增长表现相对较好；例如，铁路设备、电气机械、纺织业投资增速年内首次恢复正值，有色金属加工冶炼业投资同比也在增长。相较之下，化学原料及化学制品、通用设备等投资跌幅进一步扩大。

图15：部分建筑链行业、外贸链行业投资同比增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

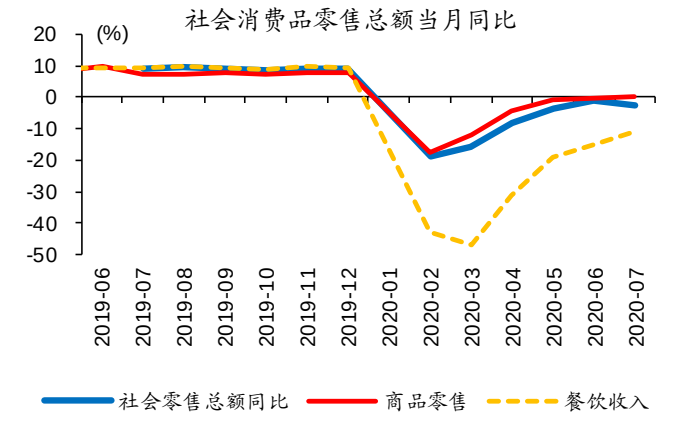
图16：化学原料等行业，投资跌幅进一步扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

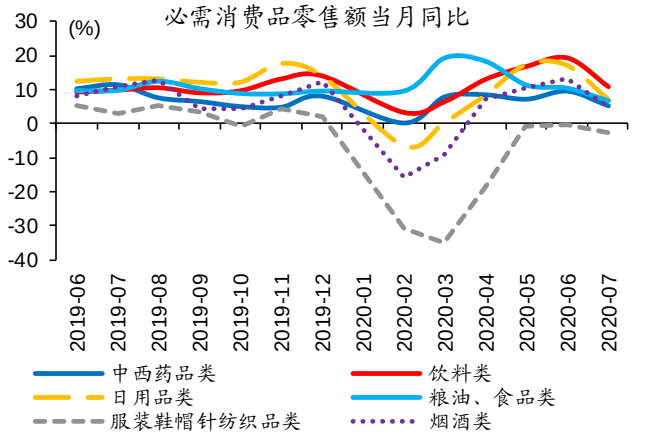
居民消费继续修复，但进度相对较慢；在就业和收入端制约下，居民消费年内的修复幅度仍需观察。7月，社零同比继续负增（-1.1%），跌幅仅收窄0.7个百分点。其中，商品消费增速7月首次回正至0.2%，在较大程度上受汽车提振（与需求修复、基数扰动等有关），而绝大多数的必需和可选消费品消费增速回落；餐饮收入7月同比-11%、跌幅收窄4.2个百分点，居民线下服务消费修复较缓慢。

图17：7月社会零售额当月同比增速回升



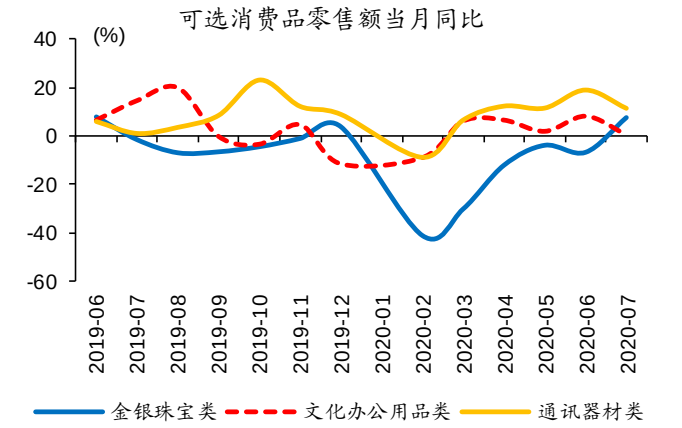
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：7月必需消费品消费增速回落



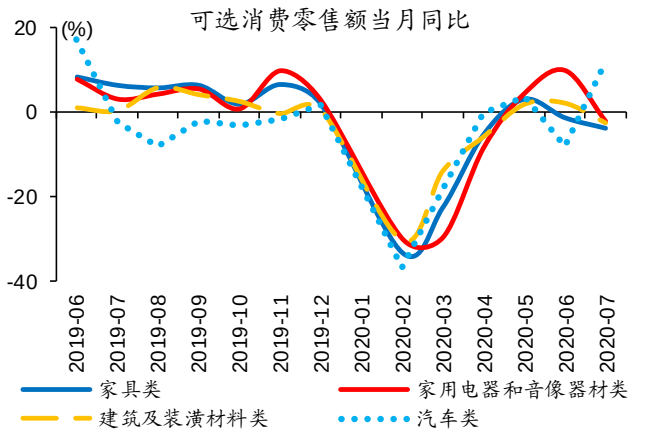
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：7月多数可选消费品消费增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

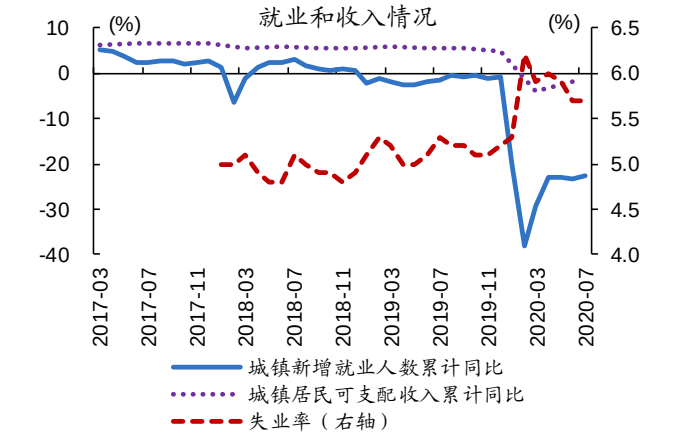
图20：7月汽车消费增速大幅抬升，受基数等因素影响



数据来源：Wind、开源证券研究所

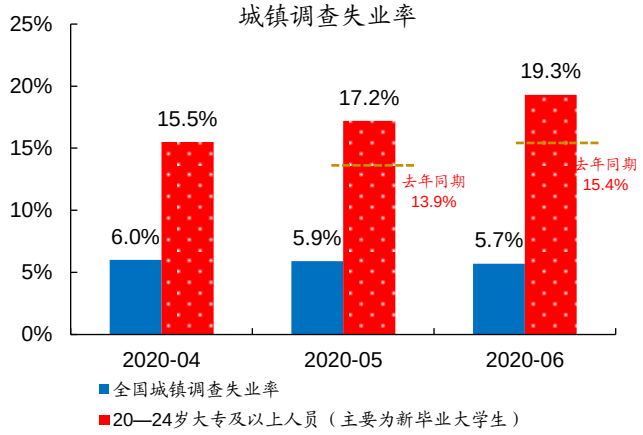
经济修复结构分化显著，使得就业市场改善较为缓慢，重点群体就业压力居高不下。截至2020年7月，全国调查失业率仍居高位、达5.7%，新毕业大学生等失业率进一步抬升、在20%左右，远超过历史同期水平。考虑到约500万农民工并未返城、超1000万农民工二次返乡等，实际就业压力可能更大。**中短期来看，吸纳就业较多的生活服务业和小微企业经营压力仍然较大，就业市场或将继续承压；保就业“底线思维”下、政策环境尚不具备转向的宏微观基础。**

图21：7月城镇失业率仍处高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：新毕业大学生等，失业率逐月抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 风险提示

海外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

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，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），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C2、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C2、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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn