生产修复出现停滞

2020 年 08 月 14 日

事件

- 国家统计局公布 7 月经济数据，工业增加值同比 4.8%，前值 4.8%；固定资产投资累计同比-1.6%，前值-3.1%；社会消费品零售名义增速-1.1%，前值-1.8%。

观点

- 疫后经济修复始终具有鲜明的结构特征：经济趋势修复但节奏趋缓、生产快于需求、投资快于消费。而从 7 月份经济数据来看，几个边际变化需要重点关注：一是工业生产的修复陷入“停滞”，二是基建投资动能连续两个月回落，三是地产链条“一枝独秀”，四是商品零售首次转正。我们从上述四个方面对 7 月经济数据作详细解读。

- **工业生产修复“停滞”对三季度经济增速有何指引。**7 月规上工业增加值同比增速持平前值的 4.8%，这是 3 月经济进入疫后修复后首次出现“停滞”。工业生产修复进入“停滞”尤其必然性，因为 3 月份以来我国经济修复生产持续强于需求，而需求尤其是内生需求修复的不足必然在后期拖累生产的继续回升。7 月服务业生产指数较前值回升 1.2 个百分点至 3.5%，但社交距离的持续存在意味着服务业的增速可能在下半年难以回升至工业生产之上，因为 GDP 增速总是介于二产和三产之间，7 月份工业生产的修复停滞或意味着三季度 GDP 增速回升至 5%以上较为困难。

- **基建的回落是持续性的还是阶段性的？**从大口径基建来看，7 月基建投资单月同比 7.7%，自 6 月以来连续两个月边际放缓。考虑到 6、7 月份南方汛情对施工产生的影响，我们认为基建投资增速的回落更可能是阶段性的扰动。从资金端来看，8-10 月地方政府新增债券尚余 1.9 万亿的额度待发行，同比多增 1.4 万亿，基建投资资金来源有支撑；从高频数据来看，7 月下旬和 8 月初开始，水泥磨机开工率和水泥价格都开始止降回升，我们认为自 8 月份开始基建投资有望逐渐重拾升势。

- **7 月地产“一枝独秀”，后续仍有隐忧。**7 月地产可谓“一枝独秀”，地产销售、新开工、施工和投资单月增速分别达到 9.5%、11.3%、16.6%和 11.7%；而地产竣工表现较差，7 月竣工面积同比下降 14%，降幅较前值加大 7.4 个百分点。疫情以来地产销售和投资的韧性，既有压抑需求的释放，也有政策松绑的推动。但从 724 房地产工作座谈会以来的政策应对来看，地产调控政策和控制宽信用向房地产领域的流动，叠加疫情对三四线城市居民资产负债表的冲击、压抑需求集中释放过后，地产销售和投资在韧性中仍存隐忧。

- **商品零售同比转正释放了怎样的消费修复信号？**7 月社零名义和实际同比分别下降 1.1%和 2.7%，名义增速在 6 月份-1.8%的基础上继续环比改善，但仍低于市场预期。同时，7 月社零方面提示了经济修复的一个积极信号，即商品零售自今年疫情以来首次实现正增长，同比增长 0.2%。总量的积极信号经由结构拆分后表现并不良好，在车企促销及政策刺激下，7 月汽车零售增速 12.3%表现突出，即意味着扣除汽车后的商品零售增速尚未转正。服务消费则持续受制于社交距离的抑制，餐饮收入尽管在持续修复，但仍有 11%的降幅。消费修复的持续低迷与我们此前的判断相一致，疫情防控较大程度限制了居民消费行为，同时居民资产负债表所受冲击并未得到有效的政策对冲。

- **风险提示：**政策调整超预期、国内外疫情反复

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
010-66573671
taochuan@dwzq.com.cn

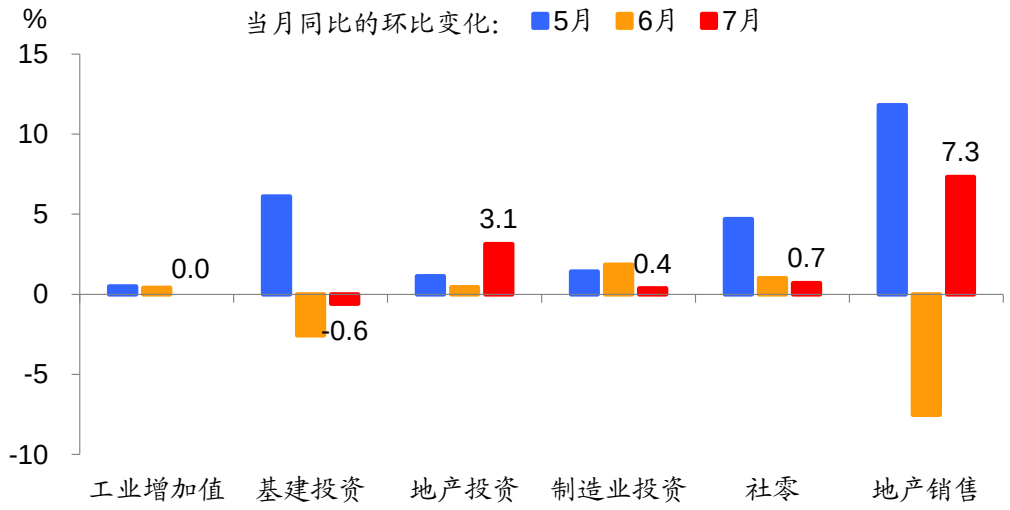
证券分析师 王丹
执业证号：S0600520050003
010-66573671
wangdan@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20200811：放缓中有亮点、拖累下有支撑》2020-08-11
2、《宏观专题报告 20200806：如何预测中国未来十年股债收益率？》2020-08-06
3、《宏观专题报告 20200805：三季度出口会持续超预期吗？——来自防疫物资出口的线索》2020-08-06
4、《宏观点评 20200730：政治局会议看点：政策着眼点由短及长》2020-07-30
5、《宏观专题报告 20200724：桥水为什么看好中国资产？——从 PMPT 到全天候》2020-07-24

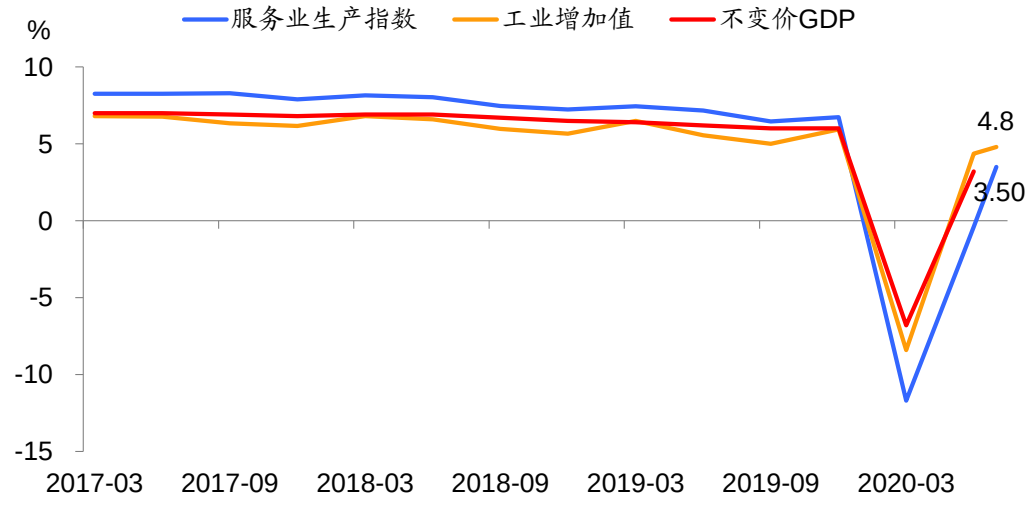
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：7 月经济各分项环比分化更加明显



数据来源：Wind，东吴证券研究所

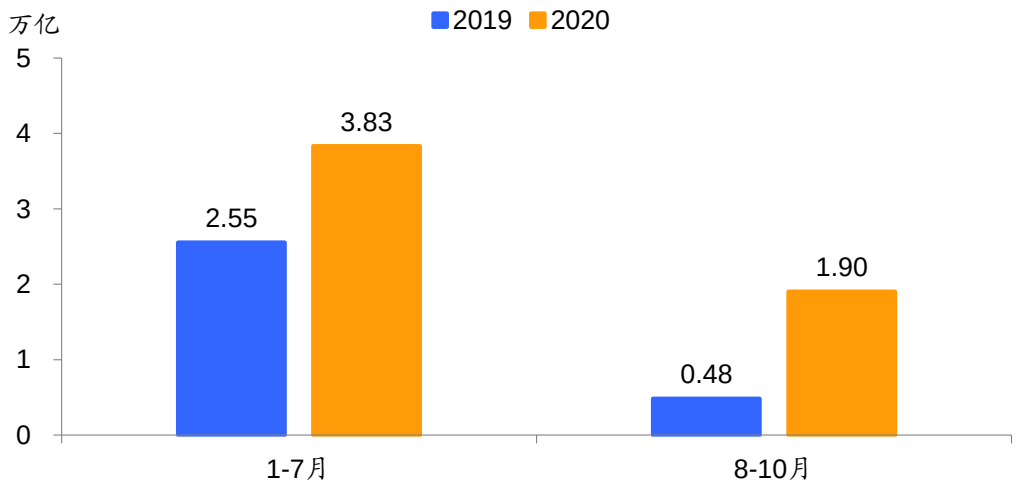
图 2：GDP 增速总是介于二产和三产增速之间



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：8-10 月地方债尚余 1.9 万亿额度待发行



数据来源：Wind，东吴证券研究所（数据为地方政府债和特别国债净融资）

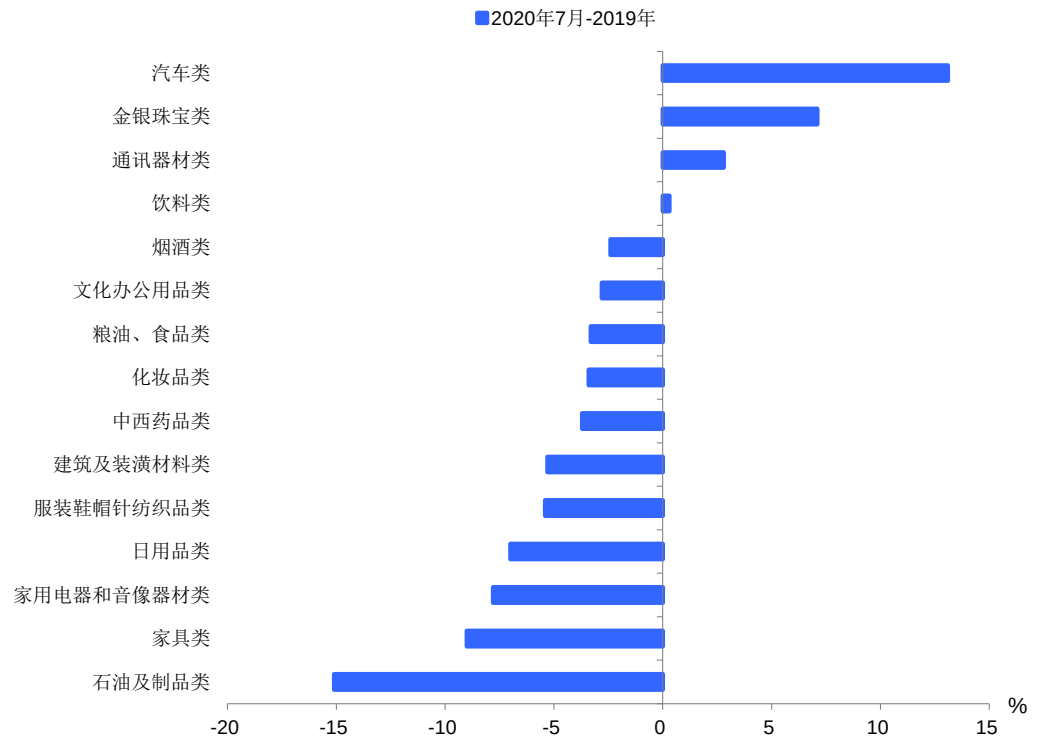
表 1：7 月以来多个城市房地产调控政策收紧

日期	城市	房地产调控政策收紧
2020/7/2	杭州	高层次人才家庭只能享受一次优先购房资格，自房屋网签日起 5 年内不得上市交易。 均价 35000 元/平方米以下新建商品住房项目对“无房家庭”的房源保障比例不低于 50%。 提高对“无房家庭”的认定条件：限购范围内无自有住房，非杭户家庭在其户籍所在地无自有住房。
2020/7/6	宁波	重点保障居民自住需求，向符合条件的无房家庭倾斜。 市六区范围内符合销售条件的商品住宅项目或批次，房地产开发企业应在公证机构监督下随机抽取不少于 50%的可销售住宅房源（按套数计）供无房家庭优先认购。
2020/7/13	郑州	在全市开展房地产市场秩序专项检查工作，主要对房开企业检查捂盘惜售或变相囤积房源、不及时办理预售许可证等违法违规行为。
2020/7/15	深圳	调整商品住房限购年限，在深圳落户满 3 年且连续缴纳 36 个月个税或社保才能购买商品住房。 个人住房转让增值税征免年限由 2 年调整为 5 年。
2020/7/22	南京	优先保障本市户籍无房家庭的刚性购房需求，商品住宅项目向本市户籍无房家庭提供每批次不低于 30%比例的房源。 夫妻离异的，任何一方自离异之日起 2 年内购买商品住房的，其拥有住房套数按离异前家庭总套数计算。

数据来源：各市住建部，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 4：社零中各品类 7 月当月同比相较于 2019 年全年累计增速的变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

