7 月经济数据点评

经济快速修复过程结束，基本面和政策面的博弈开始

7 月经济数据不再超预期；制造业工业增加值和固定资产投资增速回升的幅度是亮点。

- 7 月工业增加值同比增速 4.8%，1-7 月工业增加值同比增速-0.4%，低于市场预期。1-7 月采矿业工业增加值累计同比增速-1.3%，制造业累计同比增速 0.1 %，公用事业累计同比增速-0.5%，高技术产业累计同比增速 5.3%。
- 7 月社零同比增速-1.1%，1-7 月社零累计同比增速为-9.9%，限额以上消费依然相对强劲，当月增速较 6 月回升的仅有汽车和金银珠宝，二者分别回升了 20.5 个百分点和 14.3 个百分点。
- 1-7 月固定资产投资增速为-1.6%，民间固定资产投资增速-5.7%。制造业投资 1-7 月累计同比增长-10.2%，基建投资累计同比增长-1%，地产投资累计同比增长 3.4%。
- 房地产土地购置面积和土地成交价款 1-7 月累计同比增长-1%和 12.2%，1-7 月房地产新开工面积累计同比增长-4.5%，施工面积同比增长 3%，竣工面积同比增长-10.9%。1-7 月商品房销售面积同比增长-5.8%，商品房销售额累计同比增长-2.1%。1-7 月房地产开发资金来源累计同比增速 0.8%，较 1-6 月回升了 2.7 个百分点且年内首次回正。从资金来源可以看到居民购房需求依然强劲，来自个人的资金占比较 6 月上升了 1.2 个百分点，但另一方面，来自银行的资金增速最高。
- **7 月经济数据分化。**整体来看，7 月数据当中固定资产投资符合预期，其中基建和房地产投资继续强劲恢复，制造业投资增速恢复的程度也比较明显，不及预期的是工业增加值和社零恢复的速度，特别是工业增加值增速自 3 月以来首次低于预期。我们认为 7 月数据中的亮点主要来自制造业，制造业的工业增加值和固定资产投资增速回升幅度都比较明显，前者反应了中国疫情防控高效带来的全球生产能力比较优势，后者表明我国经济内生动力强劲转型升级空间依然较大。但我国自身接下来面临的问题依然是需求疲弱的问题，从 7 月经济数据整体反应的情况看，需求的疲弱开始不仅体现在收入增速的下滑上，同时也开始体现在居住和交通通信消费偏好，以及食品消费的挤出方面。
- **经济增长潜力还是要看市场。**我国当前的经济恢复能力和增长水平依然有全球比较优势，因此我国的货币政策在此次疫情冲击后开始领先全球开始边际转向，带来的直接影响是货币资金利率较上半年明显抬升，并且在海外货币环境依然宽松且经济开始进入环比修复阶段时，资金阶段性净流出。但从跨周期的角度看，我们认为货币政策的边际变化不会一蹴而就，未来我国面临的国内外发展环境不确定性依然较大，积极的财政政策依然是培育经济内生动能的主力，货币政策或更加积极灵活，并且更加侧重对国内外意外冲击因素的对冲。
- **风险提示：全球经济恢复速度偏慢；国内需求恢复程度持续弱于供给。**

相关研究报告

《实事求是反映冲击，宽松可期难见强刺激：1-2 月经济数据点评》2020.3.16

《新冠疫情冲击下，一季度数据走出 V 型趋势：3 月和一季度经济数据点评》2020.4.17

《经济在波动中恢复：4 月经济数据点评》2020.5.15

《经济数据边际修复的速度在下降：5 月经济数据点评》2020.6.15

《经济真的向好，问题也依然存在：6 月和二季度经济数据点评》2020.7.16

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

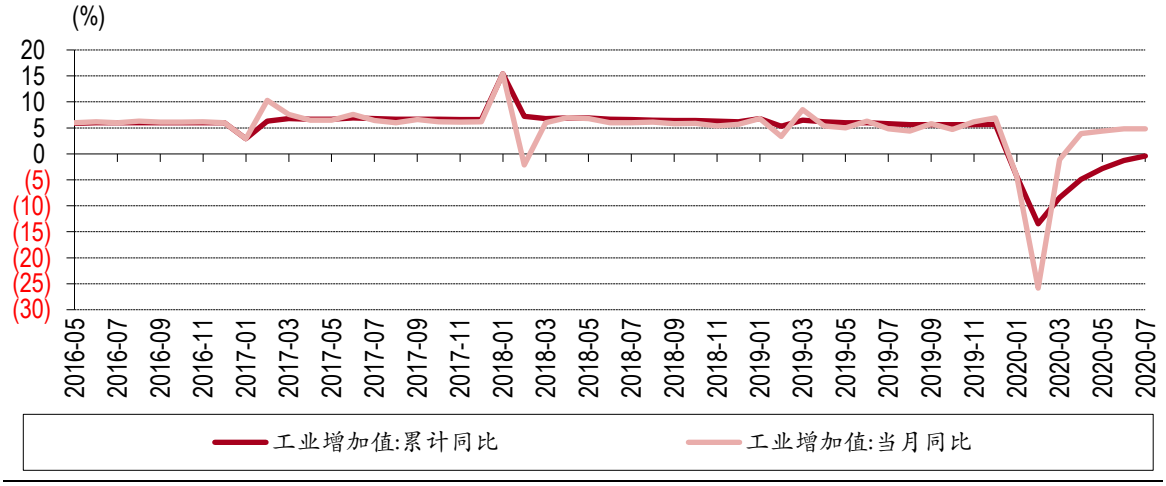
证券分析师：张晓娇
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

工业增加值的增长要适应需求的变化

7 月工业增加值低于预期。7 月工业增加值同比增速 4.8%，较 6 月持平，较去年同期也持平；1-7 月工业增加值同比增速-0.4%，较 1-6 月上升 0.9 个百分点，较去年同期下降 6.2 个百分点，降幅继续收窄。从数据表现看，7 月工业增加值累计同比增速继续回升，但当月同比增速则持平 6 月，自 3 月以来工业增加值当月同比增速首次没有环比回升，低于市场预期。

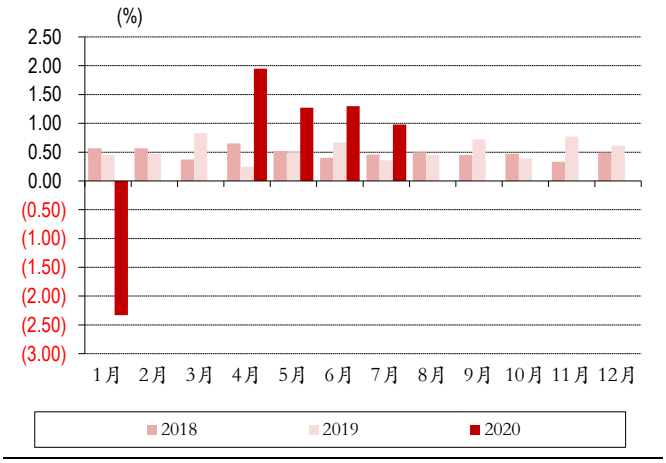
图表 1. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

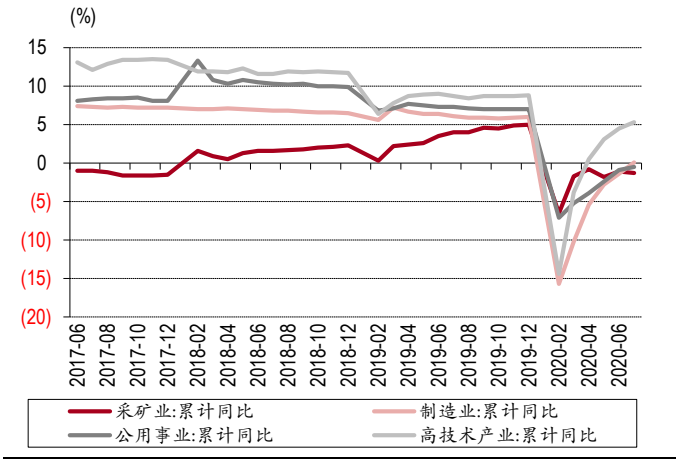
7 月环比依然强劲。从环比增速来看，7 月工业增加值环比增长 0.98%， 增速相较 6 月有所下降，但依然处于疫情冲击后的生产修复期，显著高于 2011 年以来历史同时期水平。但也要看到同时 3-5 月间的工业增加值当月环比增速统计有所下调。从行业分类来看，1-7 月采矿业工业增加值累计同比增速-1.3%，制造业累计同比增速 0.1 %，公用事业累计同比增速-0.5%，高技术产业累计同比增速 5.3%。行业表现继续分化，高技术产业累计同比增速依然维持快速上行，但当月同比增长 9.8%，较 6 月下降了 0.2 个百分点，制造业当月增速 6%，较 6 月大幅上升 0.9 个百分点，采矿业当月同比增速-2.6%，,6 月大幅下降 4.3 个百分点，公共事业当月增加值同比增长 1.7%，较 6 月大幅下降 3.8 个百分点。从企业类型来看，7 月外企工业增加值当月同比增速大幅上升 3.4 个百分点达到 7.6%，国企、私企、股份制当月同比则较 6 月分别下降了 0.8 个百分点、0.6 个百分点和 0.8 个百分点。分地区来看，东部地区当月同比增速 6.8%，较 6 月上升 1.4 个百分点。

图表 2. 工业增加值环比



资料来源：万得，中银证券

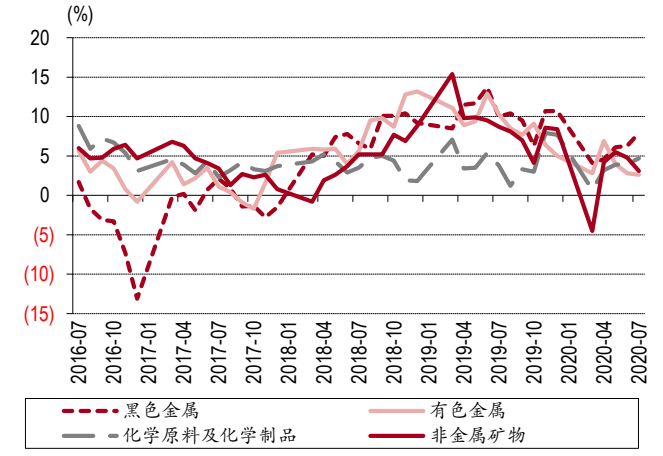
图表 3. 各行业工业增加值累计同比



资料来源：万得，中银证券

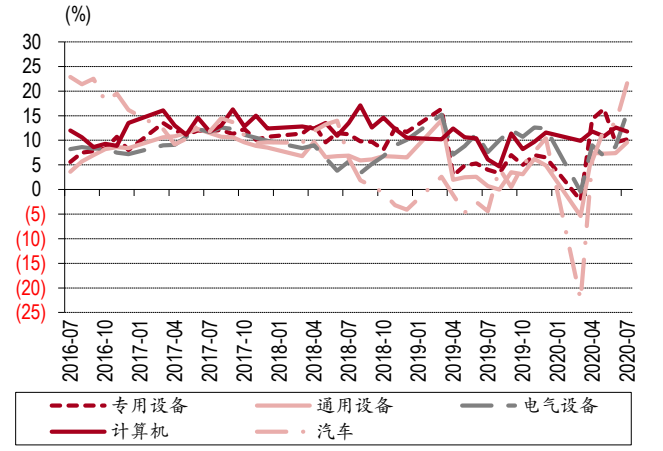
上游分化，中游向好，下游疲弱。上游行业方面，化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长-0.1%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长-1.3%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长 4.2%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长 1.3%，从当月工业增加值增速来看，黑色金属和化学原料增速较 6 月上升，但有色金属和非金属矿物则有不同程度的下降。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长-0.3%，专用设备制造业增加值累计同比增长 4.1%，汽车制造业增加值累计同比增长 1.1%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长 2.5%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长 6.7%，7 月中游行业工业增加值累计同比增速依然持续上升，从当月工业增加值增速来看，除了计算机有所下降，其他行业增速都明显上升。下游行业工业增加值累计同比增速继续恢复，食品制造业增加值累计同比增长-0.1%，纺织业增加值累计同比增长-3.7%，医药制造业增加值累计同比增长 2.1%，但从当月同比增速来看，除了食品较 6 月上升 0.5 个百分点，纺织和医药的增速都有所下降。整体来看，直接受需求影响的下游行业工业增加值最为疲弱，上游部分行业受到价格因素影响，走势有所分化，中游行业则一定程度上受到海外复工限制影响，在国内的生产情况加速好转。

图表 4. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 中游制造业工业增加值当月同比增速

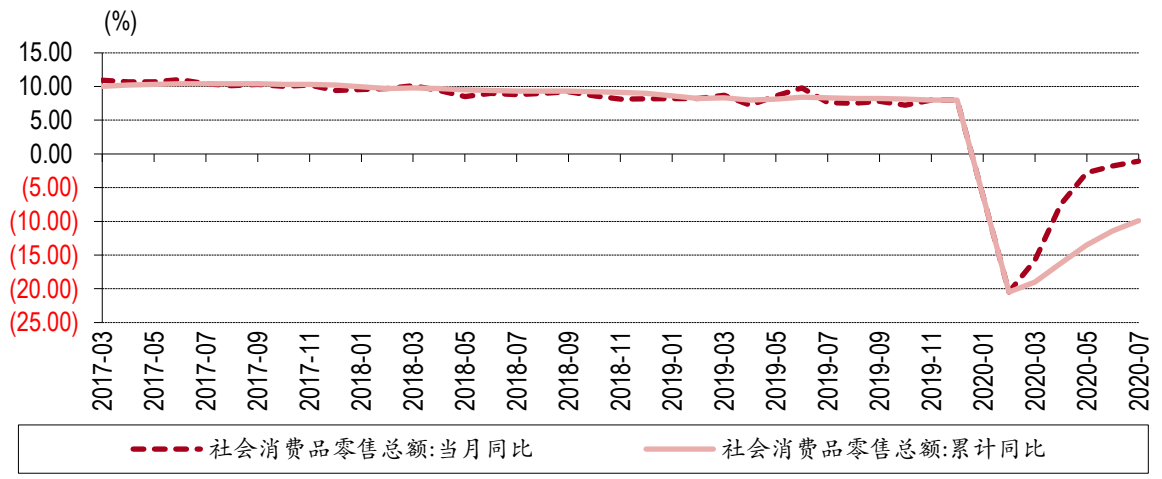


资料来源：万得，中银证券

社零依然不及预期

需求的问题不仅在于修复速度，还在于消费挤出。7 月社零同比增速-1.1%，较 6 月回升了 0.7 个百分点，1-7 月社零累计同比增速为-9.9%，较 1-6 月回升 1.5 个百分点。7 月社零增速反弹幅度继续低于市场预期，从数据来看，社零当月同比增速依然在逐月回升，但回升的幅度也在逐月下降，反应出需求没有报复性反弹，并且恢复疲弱。我们维持此前观点，认为需求未来将成为经济恢复速度和程度的主要限制，并且需求不仅受到居民收入增速大幅下降的影响，同时也存在居民消费结构偏好向居住和交通通信倾斜、猪肉价格维持在高位导致的食品消费对其他消费能力挤出并存的问题。

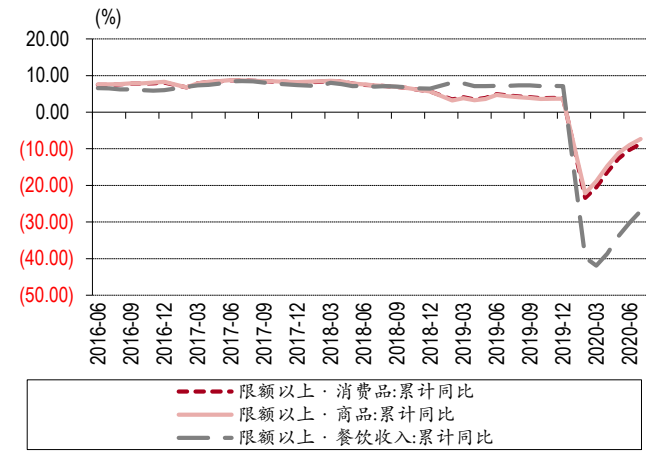
图表 6. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

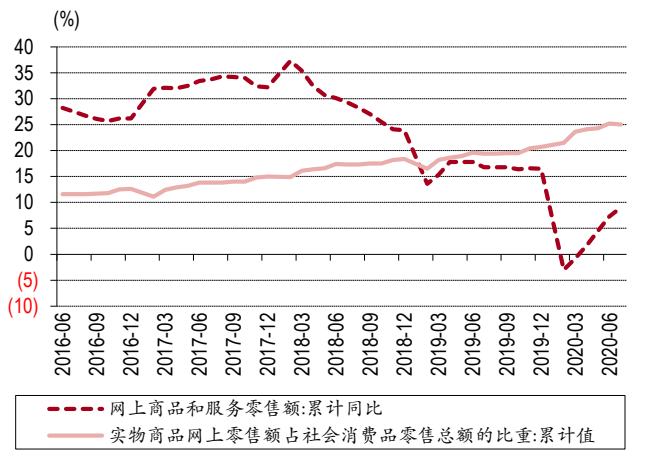
限额以上消费依然相对强劲。1-7 月限额以上企业消费品零售总额累计同比增速-8.6%，较 1-6 月上升 1.7 个百分点，其中商品零售总额同比增速为-7.3%，较 1-6 月回升 1.7 个百分点，餐饮收入总额同比增速-27%，较 1-6 月上升 3.2 个百分点。1-7 月网上零售额占比达到 29.7%，较 1-6 月下降 0.2 个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为 9%，较 1-6 月上升 1.7 个百分点。从城乡消费增速来看，7 月乡村的消费增速-1.3%，较 6 月下降 0.1 个百分点，城镇消费同比增速-1.1%，较 6 月上升 0.9 个百分点。7 月餐饮行业收入增速-11%，较 6 月上升 4.2 个百分点，商品销售收入增速 0.2%，较 6 月上升 0.4 个百分点。7 月社零消费增速进一步反弹，线下消费开始出现亮点，特别是餐饮消费增速开始明显反弹，线上消费增速依然强劲，消费的上网趋势继续。但乡村消费当月同比增速较上个月小幅下行，我们认为有两个重要因素，一是居民收入增速低拖累消费能力，二是猪肉价格高位继续上行导致消费挤出。

图表 7. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

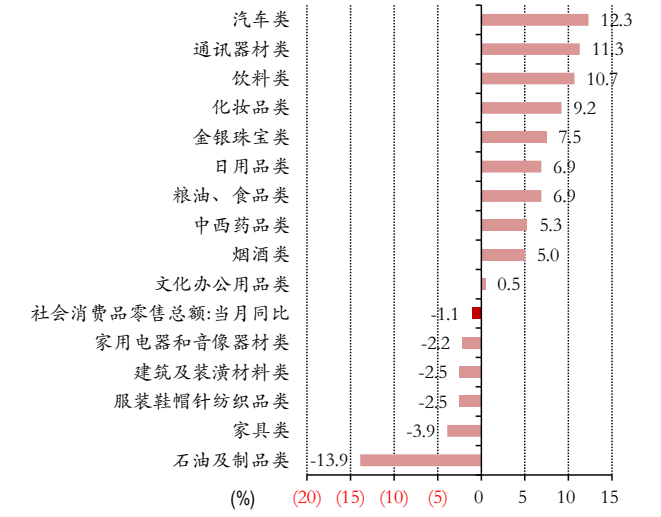
图表 8. 网上零售额的占比和增速



资料来源：万得，中银证券

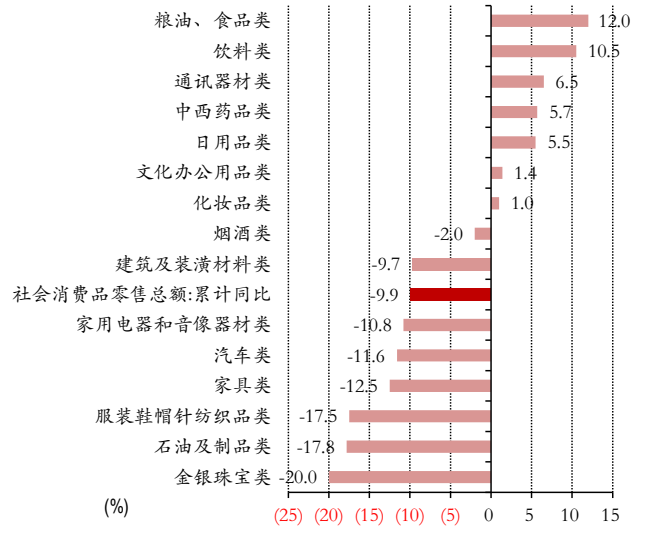
汽车消费异军突起。从同比增速来看，7 月限额以上企业商品零售总额同比增速 3%，较 6 月上升了 2.6 个百分点，同比增速较高的细分行业包括汽车、通讯器材和饮料，增速最低的行业则包括石油制品、家具和服装等。与 6 月相比增速回落的行业较多，回落幅度超过 10 个百分点的包括家电、化妆品和日用品，我们认为是 6 月电商促销对上述商品 7 月的消费挤出影响较大，当月增速较 6 月回升的仅有汽车和金银珠宝，二者分别回升了 20.5 个百分点和 14.3 个百分点。从累计同比增速来看，1-7 月销售增速大幅上升的是金银珠宝、汽车和服装鞋帽等，增速下滑的则是粮油食品、文化办公用品和中西药品。7 月弹性消费品恢复情况较好，带动限额以上社零增速明显回升。

图表 9. 各品类社零当月同比



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 各品类社零累计同比

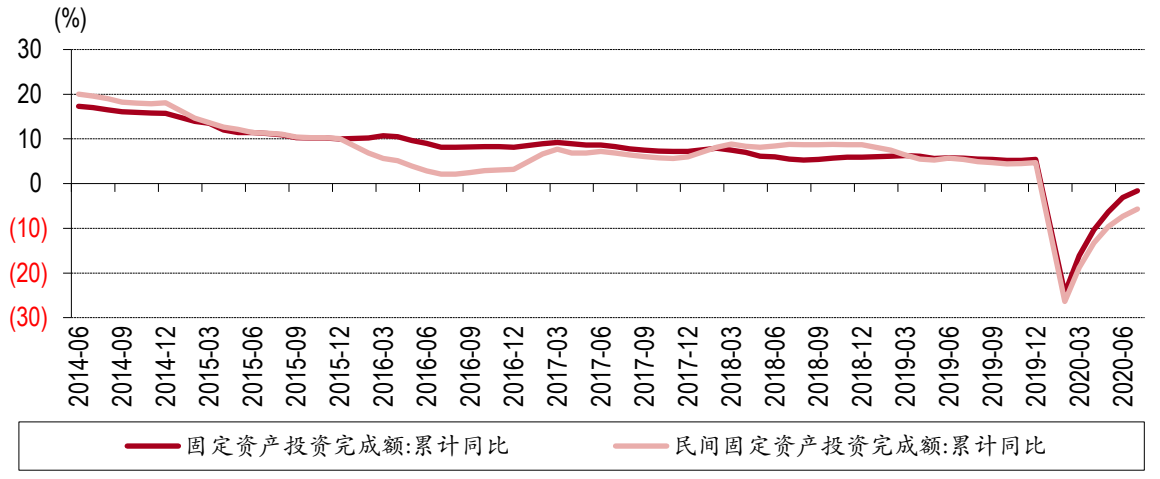


资料来源：万得，中银证券

固定资产投资增速稳步回升

固投增速符合预期。1-7 月固定资产投资增速为-1.6%，较 1-6 月回升 1.5 个百分点，1-7 月民间固定资产投资增速-5.7%，较 1-6 月回升 1.6 个百分点。7 月固定资产投资增速继续回升，但从构成来看房地产投资的影响较大，考虑到自 7 月以来针对房地产行业的政策有收紧的趋势，下半年需要关注房地产固投增速的变化。

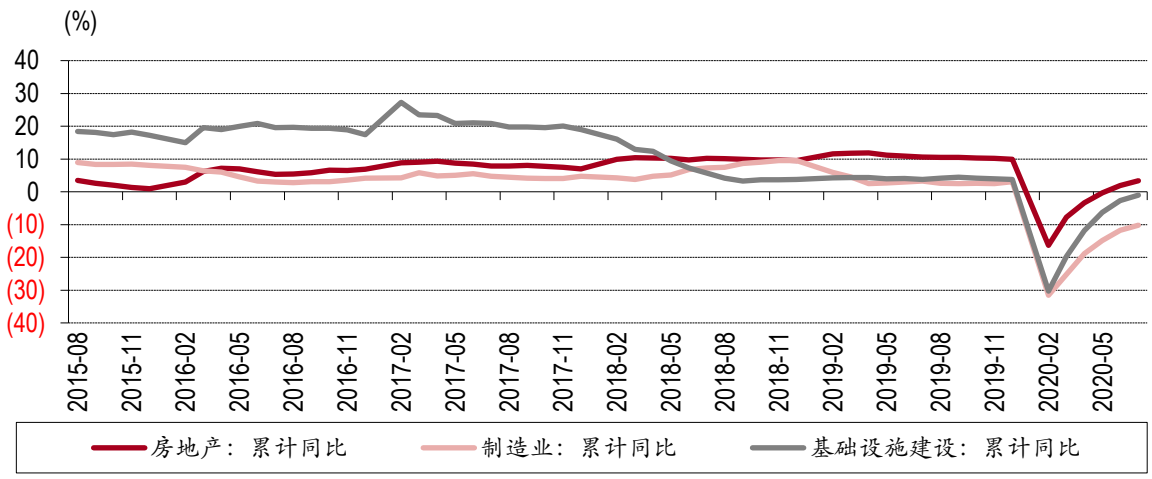
图表 11. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

7 月制造业投资增速继续强劲回升。分类别看，制造业投资 1-7 月累计同比增长-10.2%，较 1-6 月回升 1.5 个百分点；基建投资累计同比增长-1%，较 1-6 月回升 1.6 个百分点；地产投资累计同比增长 3.4%，较 1-6 月回升 1.5 个百分点。1-7 月固定资产投资中房地产累计同比增速依然强势，基建增速稳步继续上行，预计下半年基建对固定资产投资的支撑比较稳定，制造业的固定资产投资增速虽然低，但是环比上升的幅度明显。考虑到当前消费整体疲弱，固投对经济的拉动作用进一步凸显，其中房地产的拉动作用较大，因此需要密切关注自 7 月以来房地产行业相关政策收紧对房地产固投可能产生的影响。

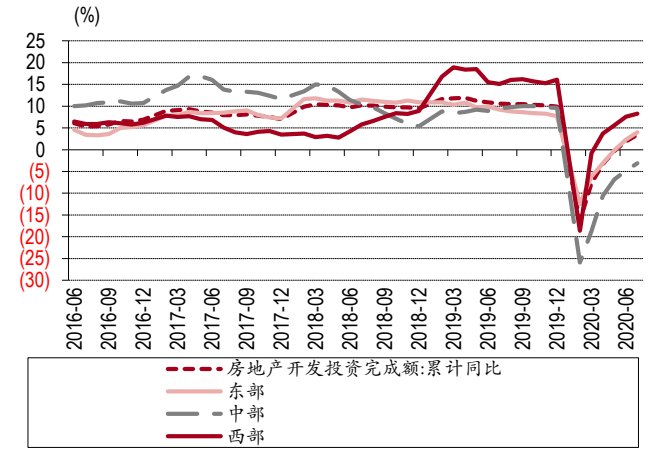
图表 12. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

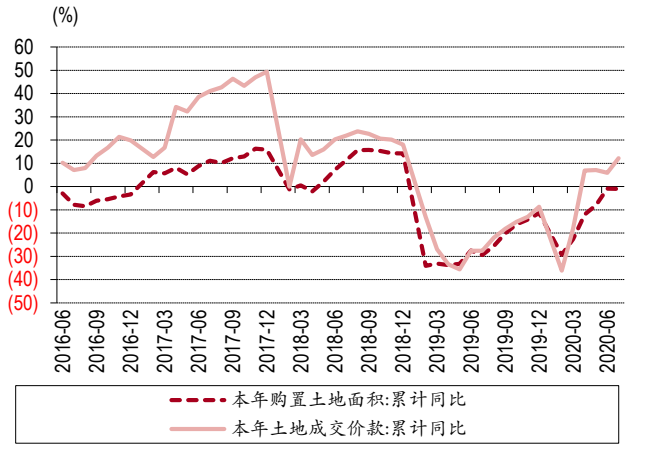
房地产投资增速依然强劲。1-7 月房地产投资增速 3.4%，较 1-6 月回升了 1.5 个百分点，其中东部地区累计同比增长 4%、中部地区累计同比增长-3.1%、西部地区累计同比增长 8.3%，分别较 1-6 月回升 1.7 个百分点、1.7 个百分点和 0.7 个百分点。从房地产分类来看，住宅投资增速 4.1%、办公楼投资增速-2.1%、商业地产投资增速-4.5%，分别较 1-6 月回升 1.5 个百分点、回升 1 个百分点和回升 0.9 个百分点。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-7 月累计同比增长-1%和 12.2%，较 1-6 月分别下降了 0.1 个百分点和回升了 6.3 个百分点。1-7 月房地产新开工面积累计同比增长-4.5%，较 1-6 月上升 3.1 个百分点，施工面积同比增长 3%，较 1-6 月上升 0.4 个百分点，竣工面积同比增长-10.9%，较 1-6 月下降 0.4 个百分点。整体来看，7 月土地市场火热，对房地产固投影响明显，开工面积同比增速持续上升，带动施工面积温和上行，但竣工面积增速较低。

图表 13. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：万得，中银证券

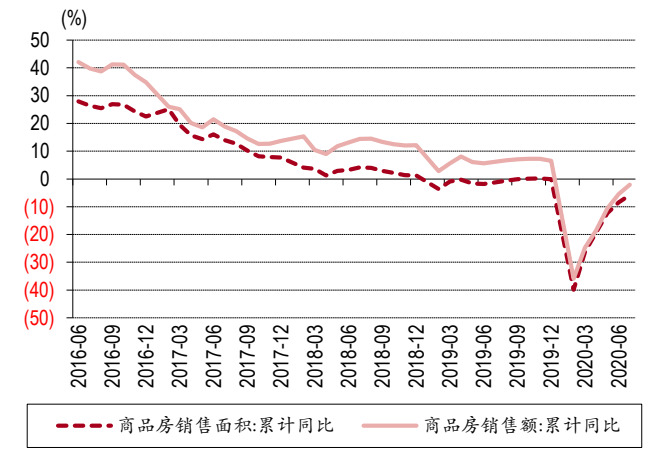
图表 14. 土地购置面积和成交额累计同比



资料来源：万得，中银证券

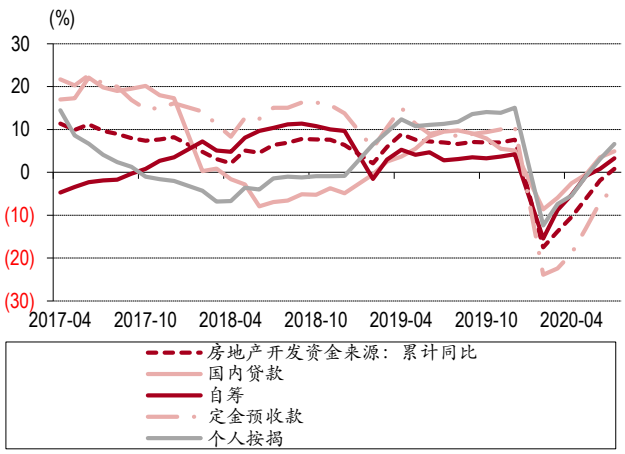
房价坚挺。1-7 月商品房销售面积同比增长-5.8%，较 1-6 月回升 2.6 个百分点，商品房销售额累计同比增长-2.1%，较 1-6 月回升 3.3 个百分点。从待售面积来看，1-7 月商品房待售面积同比增速 1.6%，较 1-6 月下降 0.2 个百分点，其中住宅面积同比增速 2.7%，较 1-6 月持平，办公楼累计同比 4%，较 1-6 月下降 1.1 个百分点，商业地产累计同比-2.4%，较 1-6 月上升 0.1 个百分点。房地产销售增速回升较快但依然负增长，销售额比销售面积增速回升更强劲，表明价格依然坚挺。从房地产投资资金来源看，1-7 月国内贷款占比 16%，较 1-6 月下降 0.5 个百分点，定金和预付款的占比 32.6%，则较 1-6 月上升 0.9 个百分点。从增速的角度看，1-7 月房地产开发资金来源累计同比增速 0.8%，较 1-6 月回升了 2.7 个百分点且年内首次回正，其中国内贷款资金来源增速 4.9%，较 1-6 月回升 1.4 个百分点，定金和预付款增速-3.4%，较 1-6 月回升 3.6 个百分点，按揭贷款资金来源增速 6.6%，较 1-6 月回升了 3.5 个百分点。从资金来源可以看到居民购房需求依然强劲，来自个人的资金占比较 6 月上升了 1.2 个百分点，但另一方面，来自银行的资金增速最高。在房住不炒的背景下，需要防范针对银行资金流入房地产行业的金融监管政策可能进一步出台。

图表 15. 商品房销售面积和销售额累计同比



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 房地产行业各渠道资金来源增速



资料来源：万得，中银证券

结论：经济快速修复过程结束，基本面和政策面的博弈开始

7 月经济数据分化。整体来看，7 月数据当中固定资产投资符合预期，其中基建和房地产投资继续强劲恢复，制造业投资增速恢复的程度也比较明显，不及预期的是工业增加值和社零恢复的速度，特别是工业增加值增速自 3 月以来首次低于预期。我们认为 7 月数据中的亮点主要来自制造业，制造业的工业增加值和固定资产投资增速回升幅度都比较明显，前者反应了中国疫情防控高效带来的全球生产能力比较优势，后者表明我国经济内生动力强劲转型升级空间依然较大。但我国自身接下来面临的问题依然是需求疲弱的问题，从 7 月经济数据整体反应的情况看，需求的疲弱开始不仅体现在收入增速的下滑上，同时也开始体现在居住和交通通信消费偏好，以及食品消费的挤出方面。

经济增长潜力还是要看市场。我国当前的经济恢复能力和增长水平依然有全球比较优势，因此我国的货币政策在此次疫情冲击后开始领先全球开始边际转向，带来的直接影响是货币资金利率较上半年明显抬升，并且在海外货币环境依然宽松且经济开始进入环比修复阶段时，资金阶段性净流出。但从跨周期的角度看，我们认为货币政策的边际变化不会一蹴而就，未来我国面临的国内外发展环境不确定性依然较大，积极的财政政策依然是培育经济内生动能的主力，货币政策或更加积极灵活，并且更加侧重对国内外意外冲击因素的对冲。

风险提示：全球经济恢复速度偏慢；国内需求恢复程度持续弱于供给。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371