日期：2020 年 08 月 14 日

生产投资稳健 消费恢复偏慢

——2020 年 1-7 月宏观数据点评

分析师： 陈彦利
Tel： 021-53686170
E-mail： chenyanli@shzq.com
SAC 证书编号： S0870517070002

报告编号：

相关报告：

■ 主要观点：

生产投资稳健，消费恢复偏慢

7月份，规模以上工业增加值同比实际增长4.8%，与上月持平，不及预期，工业生产平稳增长。三大产业除制造业外均有回落，而制造业生产加快，采矿业从正转负。专用设备、通用设备、汽车、黑色金属冶炼等行业产值进一步回升，其中汽车行业大幅加快并再创新高。1-7月份固定投资同比下降1.6%，降幅收窄1.5个百分点，符合市场预期。专项债资金陆续到位，且资金集中投向了基建，叠加特别国债的发行，基建表现仍强。未来专项债发行将再临高峰，且随着雨季洪涝灾害的消退，基建有望进一步回升。货币结构持续改善，尤其企业中长期贷款持续增加，制造业投资逐步修复，但慢于其余投资。房地产投资转正后加速回升。其中新开工降幅持续收窄，而施工继续加快。下游销售回暖，需求释放带动房企加速赶工，将进一步推进房地产投资回升。7月份，社会消费品零售同比下降1.1%，降幅收窄0.7个百分点。汽车消费6月转负，7月大幅转正主要是由于去年基数影响。剔除汽车消费后的消费品零售额下降2.4%，降幅扩大1.4个百分点，也说明了除汽车消费外的消费需求或仍偏弱，也是整体消费复苏进度较慢，低于预期的原因。整体来看，经济延续了改善的趋势，但速度有所放慢，斜率放缓。投资表现较好，其中基建地产恢复较快，制造业稍慢。

经济回升带动市场走稳

货币政策中性基调下强调投向结构，货币结构改善效应逐步呈现将带来制造业投资见底回升格局，加上投资的缓慢回升，将 2020 年经济将超市场预期走出平稳回升态势！“新冠”疫情对经济的扰动，不仅不改变趋势，而且还加速了中国经济结构的调整。结构性行情延续，不改变中国股市核心资产的机会。经济复苏斜率有所放缓，对债市的压制或有减轻。货币维持宽松，但转向适度，货币当局更关注 MPA 框架下的定向投放效应，因此新增流动性更多地直接投向了中小企业等实体经济部门，金融市场得到的新增流动性较少，资金未有显著宽松，在信用风险传染下降态势下，债市短期压力仍然存在。

经济稳步前行

疫情对经济的冲击已基本消退，经济稳步复苏，但较2季度的快速回升，复苏斜率似有放缓，尤其是消费修复偏慢。投资是中国经济第一增长动力，其增长前景如何，将直接决定中国经济增速变化；货币政策中性基调下强调投向结构，货币结构改善效应逐步呈现将带来制造业投资见底回升格局，加上基建投资的发力，将带动投资整体回升，2020年经济将超市场预期走出平稳回升态势！海外疫情控制虽有进展，但部分地区反复，全球经济格局重心进一步向中国转移，外贸形势持续好转，7月出口表现强劲。货币政策恢复正常化，相对于海外非正常政策仍将延续的状态，中国对海外资本的吸引力将增加。未来中国在经济管理上只要坚持既定的“保持定力”于六稳、六保，中国经济稳步前行的态势不会改变。

事件：1-7 月实体经济数据公布

1.工业生产维持平稳

7月份，规模以上工业增加值同比实际增长4.8%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），增速与6月份持平。从环比看，7月份，规模以上工业增加值比上月增长0.98%。1-7月份，规模以上工业增加值同比下降0.4%。

2.固定资产投资继续修复

1-7月份，全国固定资产投资（不含农户）329214亿元，同比下降1.6%，降幅比1-6月份收窄1.5个百分点。其中，民间固定资产投资184186亿元，下降5.7%，降幅收窄1.6个百分点。从环比速度看，7月份固定资产投资（不含农户）增长4.85%。

3.消费回暖

7月份，社会消费品零售总额32203亿元，同比下降1.1%（扣除价格因素实际下降2.7%，以下除特殊说明外均为名义增长），降幅比上月收窄0.7个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额28894亿元，下降2.4%。

	实际值	上月值	去年同期
工业增加值（当月）	4.8	4.8	4.8
固定资产投资（不含农户）	-1.6	-3.1	5.7
社会消费品零售（当月）	-1.1	-1.8	7.6

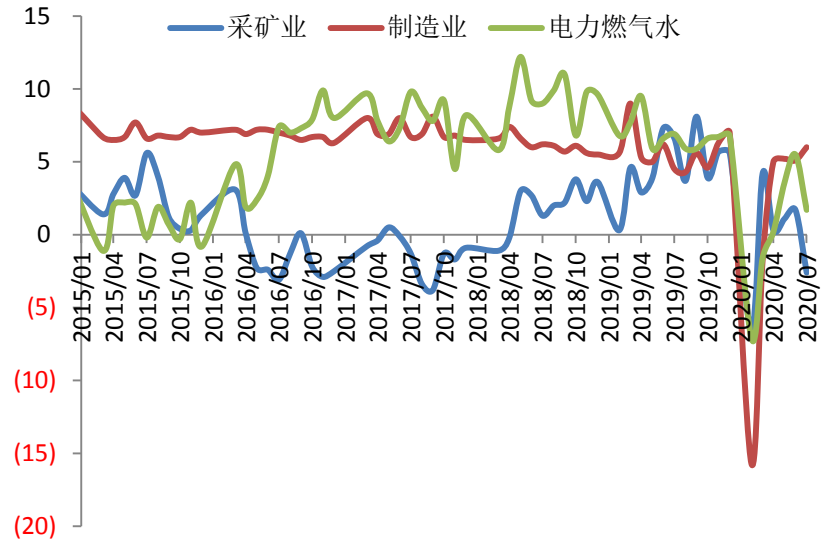
数据来源：上海证券研究所

事件解析：数据特征和变动原因

1.仅制造业继续回升

7月份，规模以上工业增加值同比实际增长4.8%，与上月持平。工业生产平稳增长。分三大产业看，采矿业增加值同比下降2.6%，上月为增长1.7%；制造业增长6.0%，增速加快0.9个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长1.7%，增速回落3.8个百分点。三大产业除制造业外均有回落，而制造业生产加快，采矿业从正转负。从产量来看，原煤原油产量有所下滑，是采矿业转负的主要原因；而制造业中，钢材、汽车、乙烯、计算机产量增长较快，但水泥产量继续下降；公共事业中，发电量、天然气均有回落，拖累公共事业下降。

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%）

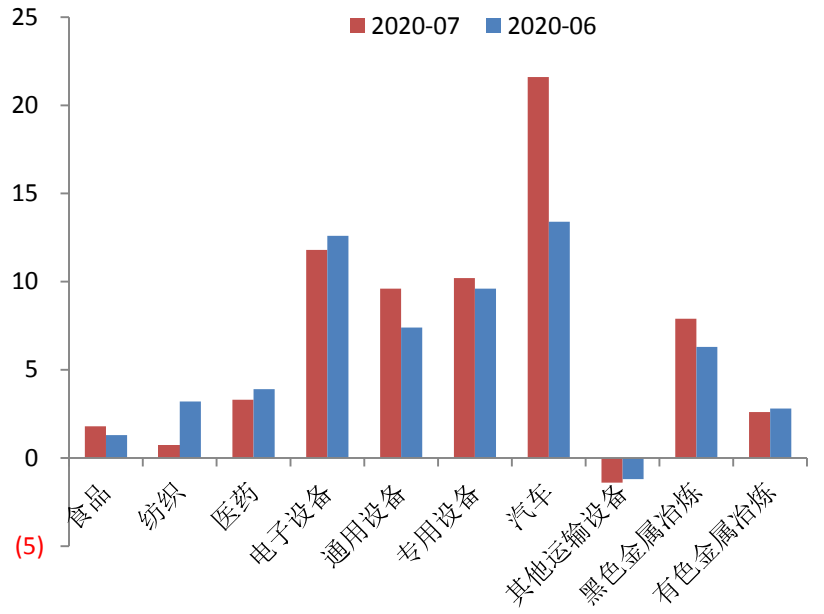


数据来源：wind，上海证券研究所

2.汽车行业产值再创新高

分行业看，7月份，41个大类行业中有25个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业下降2.2%，纺织业增长0.7%，化学原料和化学制品制造业增长4.7%，非金属矿物制品业增长3.1%，黑色金属冶炼和压延加工业增长7.9%，有色金属冶炼和压延加工业增长2.6%，通用设备制造业增长9.6%，专用设备制造业增长10.2%，汽车制造业增长21.6%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业下降1.4%，电气机械和器材制造业增长15.6%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长11.8%，电力、热力生产和供应业增长1.7%。装备制造业和高技术制造业增加值同比分别增长13.0%、9.8%，快于规模以上工业8.2、5.0个百分点。专用设备、通用设备、汽车、黑色金属冶炼等行业产值进一步回升，其中汽车行业大幅加快并再创新高。

图 2：主要行业工业增加值增速（同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

3.各项投资降幅收窄

1-7 月份，全国固定资产投资（不含农户）329214 亿元，同比下降 1.6%，降幅比 1-6 月份收窄 1.5 个百分点。其中，民间固定资产投资 184186 亿元，下降 5.7%，降幅收窄 1.6 个百分点。从环比速度看，7 月份固定资产投资（不含农户）增长 4.85%。

分产业看，第一产业投资 9806 亿元，同比增长 7.7%，增速比 1-6 月份提高 3.9 个百分点；第二产业投资 100119 亿元，下降 7.4%，降幅收窄 0.9 个百分点；第三产业投资 219289 亿元，增长 0.8%，1-6 月份为下降 1.0%。

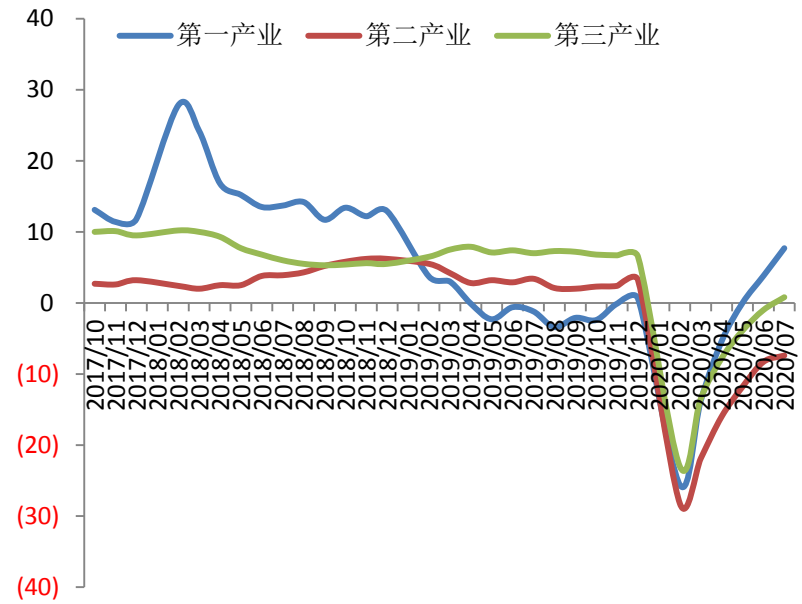
第二产业中，工业投资同比下降 6.5%，降幅比 1-6 月份收窄 0.9 个百分点。其中，采矿业投资下降 11.9%，降幅扩大 8.0 个百分点；制造业投资下降 10.2%，降幅收窄 1.5 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长 18.0%，增速回落 0.2 个百分点。

第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降 1.0%，降幅比 1-6 月份收窄 1.7 个百分点。其中，水利管理业投资增长 2.9%，增速提高 2.5 个百分点；公共设施管理业投资下降 5.2%，降幅收窄 1.0 个百分点；道路运输业和铁路运输业投资分别增长 2.4%和 5.7%，增速分别提高 1.6 个和 3.1 个百分点。

本月固定投资仍在继续修复，降幅进一步收窄，符合市场预期。基建投资同比下降 1.0%，降幅比 1-6 月份收窄 1.7 个百分点。专项债发行加快，专项债资金陆续到位，且今年专项债资金集中投向了基建，叠加特别国债的发行，基建表现仍强。由于今年专项债要于 10 月底发行完毕，未来专项债发行将再临高峰，且随着雨季洪涝灾

害的消退，基建有望进一步回升。制造业投资 10.2%，降幅收窄 1.5 个百分点。货币结构持续改善，尤其企业中长期贷款持续增加，而央行也在引导金融机构加大对制造业和小微企业的贷款支持，制造业投资逐步修复。从区域来看，东部地区也实现转正，中部地区降幅收窄，西部与东北部地区投资维持正增长。

图 3：固定投资完成额增速（累计同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

4.房地产投资加速上升

1-7 月份，全国房地产开发投资 75325 亿元，同比增长 3.4%， 增速比 1-6 月份提高 1.5 个百分点。其中，住宅投资 55682 亿元，增长 4.1%，增速提高 1.5 个百分点。

1-7 月份，房地产开发企业房屋施工面积 818280 万平方米，同比增长 3.0%，增速比 1-6 月份提高 0.4 个百分点。其中，住宅施工面积 576909 万平方米，增长 4.1%。房屋新开工面积 120032 万平方米，下降 4.5%，降幅收窄 3.1 个百分点。其中，住宅新开工面积 88089 万平方米，下降 5.1%。房屋竣工面积 33248 万平方米，下降 10.9%，降幅扩大 0.4 个百分点。其中，住宅竣工面积 23685 万平方米，下降 10.2%。

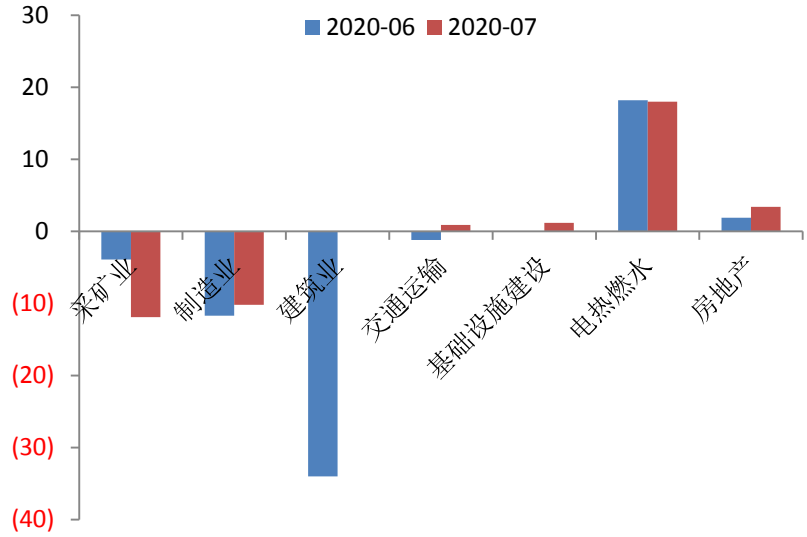
1-7 月份，房地产开发企业土地购置面积 9659 万平方米，同比下降 1.0%，降幅比 1-6 月份扩大 0.1 个百分点；土地成交价款 5382 亿元，增长 12.2%，增速提高 6.3 个百分点。

1-7 月份，商品房销售面积 83631 万平方米，同比下降 5.8%，降幅比 1-6 月份收窄 2.6 个百分点。其中，住宅销售面积下降 5.0%，办公楼销售面积下降 21.8%，商业营业用房销售面积下降 18.8%。商

品房销售额 81422 亿元，下降 2.1%，降幅比 1-6 月份收窄 3.3 个百分点。其中，住宅销售额增长 0.4%，办公楼销售额下降 22.2%，商业营业用房销售额下降 22.3%。

房地产投资转正后加速回升。疫情以来房地产投资表现持续领先于整体投资。其中新开工降幅是持续收窄，而施工继续加快。在疫情的冲击下，施工为正支撑了地产投资，使其在整体投资大幅下滑中表现中稍好，恢复也最快。而随着疫情影响的逐步消退，下游销售回暖，需求释放带动房企加速赶工。值得关注的是，土地购置面积降幅略有扩大，土地成交款连续正增长，说明房企拿地需求仍旺。土地购置费用的增长以及赶工需求下，也将进一步推进房地产投资继续回升。从高频数据来看，主要城市成交数据已恢复至疫情前正常水平，部分城市已出现销售火爆。疫情冲击下，不少地区出台的楼市放松政策均被紧急叫停，体现了“房住不炒”是中央对房地产性质的定性，而部分城市调控再度收紧，再次印证了整体上楼市放松、重回刺激老路的概率不大，要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。

图 4：主要行业固定投资完成额增速（累计同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

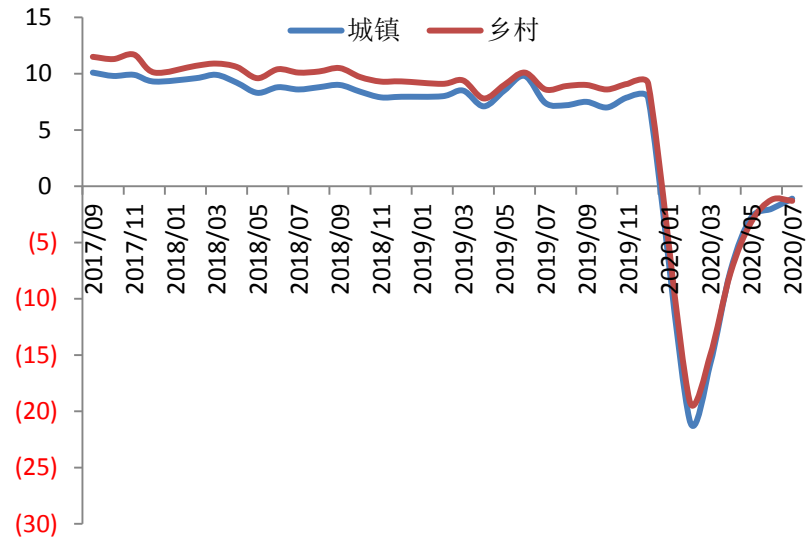
5. 汽车消费独木支撑，其余消费偏弱

7 月份，社会消费品零售总额 32203 亿元，同比下降 1.1%（扣除价格因素实际下降 2.7%，以下除特殊说明外均为名义增长），降幅比上月收窄 0.7 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 28894 亿元，下降 2.4%。1-7 月份，社会消费品零售总额 204459 亿元，同比下降 9.9%。其中，除汽车以外的消费品零售额 184890 亿元，下降 9.7%。

按经营单位所在地分，7 月份，城镇消费品零售额 28025 亿元，同比下降 1.1%，降幅比上月收窄 0.9 个百分点；乡村消费品零售额 4178 亿元，下降 1.3%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点。1-7 月份，城镇消费品零售额 177370 亿元，同比下降 10.0%；乡村消费品零售额 27088 亿元，下降 9.5%。

按消费类型分，7 月份，商品零售 28920 亿元，同比增长 0.2%，6 月份为同比下降 0.2%；餐饮收入 3282 亿元，下降 11.0%，降幅比上月收窄 4.2 个百分点。1-7 月份，商品零售 186568 亿元，同比下降 7.5%；餐饮收入 17891 亿元，下降 29.6%。

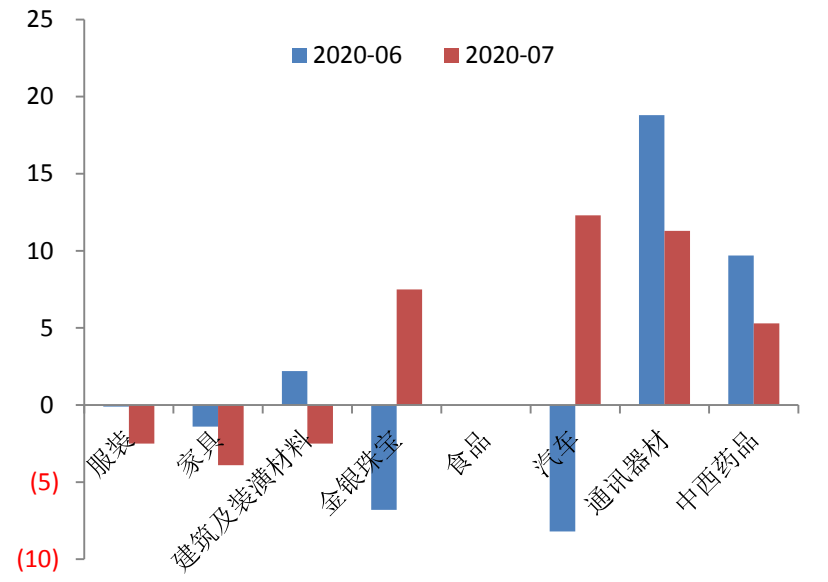
图 5：限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

随着疫情得到有效控制，供给恢复，原本被疫情抑制的消费需求也在逐步释放，各地密集出台政策刺激消费，消费也在持续修复中。汽车消费6月转负，7月大幅转正主要是由于去年基数影响。去年由于国标转换，厂商促销导致了6月大增，7月回落。剔除汽车消费后的消费品零售额下降2.4%，降幅扩大1.4个百分点，也说明了除汽车消费外的消费需求或仍偏弱，也是整体消费复苏进度较慢，低于预期的原因。

图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

生产投资稳健，消费恢复偏慢

7月份，规模以上工业增加值同比实际增长4.8%，与上月持平。工业生产平稳增长。分三大产业看，采矿业增加值同比下降2.6%，上月为增长1.7%；制造业增长6.0%，增速加快0.9个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长1.7%，增速回落3.8个百分点。三大产业除制造业外均有回落，而制造业生产加快，采矿业从正转负。从产量来看，原煤原油产量有所下滑，是采矿业转负的主要原因；而制造业中，钢材、汽车、乙烯、计算机产量增长较快，但水泥产量继续下降；公共事业中，发电量、天然气均有回落，拖累公共事业下降。装备制造业和高技术制造业增加值同比分别增长13.0%、9.8%，快于规模以上工业8.2、5.0个百分点。专用设备、通用设备、汽车、黑色金属冶炼等行业产值进一步回升，其中汽车行业大幅加快并再创新高。

1-7 月份，全国固定资产投资（不含农户）329214 亿元，同比下降 1.6%，降幅比 1-6 月份收窄 1.5 个百分点。本月固定投资仍在继续修复，降幅进一步收窄，符合市场预期。基建投资同比下降 1.0%，降幅比 1-6 月份收窄 1.7 个百分点。专项债发行加快，专项债资金陆续到位，且今年专项债资金集中投向了基建，叠加特别国债的发行，基建表现仍强。由于今年专项债要于 10 月底发行完毕，未来专项债发行将再临高峰，且随着雨季洪涝灾害的消退，基建有望进一步回升。制造业投资 10.2%，降幅收窄 1.5 个百分点。货币结构持续改善，尤其企业中长期贷款持续增加，而央行也在引导金融机

构加大对制造业和小微企业的贷款支持，制造业投资逐步修复，但慢于其余投资。从区域来看，东部地区也实现转正，中部地区降幅收窄，西部与东北部地区投资维持正增长。1-7 月份，全国房地产开发投资同比增长 3.4%，增速比 1-6 月份提高 1.5 个百分点。房地产投资转正后加速回升。其中新开工降幅持续收窄，而施工继续加快。随着疫情影响的逐步消退，下游销售回暖，需求释放带动房企加速赶工。值得关注的是，土地购置面积降幅略有扩大，土地成交款连续正增长，说明房企拿地需求仍旺。土地购置费用的增长以及赶工需求下，也将进一步推进房地产投资继续回升。从高频数据来看，主要城市成交数据已恢复至疫情前正常水平，部分城市已出现销售火爆。疫情冲击下，不少地区出台的楼市放松政策均被紧急叫停，体现了“房住不炒”是中央对房地产性质的定性，而部分城市调控再度收紧，再次印证了整体上楼市放松、重回刺激老路的概率不大，要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。

7 月份，社会消费品零售总额 32203 亿元，同比下降 1.1%（扣除价格因素实际下降 2.7%，以下除特殊说明外均为名义增长），降幅比上月收窄 0.7 个百分点。随着疫情得到有效控制，供给恢复，原本被疫情抑制的消费需求也在逐步释放，各地密集出台政策刺激消费，消费也在持续修复中。汽车消费 6 月转负，7 月大幅转正主要是由于去年基数影响。去年由于国标转换，厂商促销导致了 6 月大增，7 月回落。剔除汽车消费后的消费品零售额下降 2.4%，降幅扩大 1.4 个百分点，也说明了除汽车消费外的消费需求或仍偏弱，也是整体消费复苏进度较慢，低于预期的原因。

整体来看，经济延续了改善的趋势，但较 2 季度的速度有所放慢，斜率放缓。其中工业生产以及消费均不及预期，投资表现较好，其中基建地产恢复较快，制造业稍慢。7 月份，全国城镇调查失业率为 5.7%，与上月持平，就业情况维持稳定。

经济回升带动市场走稳

货币政策中性基调下强调投向结构，货币结构改善效应逐步呈现将带来制造业投资见底回升格局，加上投资的缓慢回升，将 2020 年经济将超市场预期走出平稳回升态势！“新冠”疫情对经济的扰动，不仅不改变趋势，而且还加速了中国经济结构的调整。结构性行情延续，不改变中国股市核心资产的机会。经济复苏斜率有所放缓，对债市的压制或有减轻。货币维持宽松，但转向适度，货币当局更关注 MPA 框架下的定向投放效应，因此新增流动性更多地直接投向了中小企业等实体经济部门，金融市场得到的新增流动性较少，资金未有显著宽松，在信用风险传染下降态势下，债市短期压力仍然存在。

事件预测：趋势判断

经济稳步前行

数据延续修复态势，但表现弱于预期。疫情对经济的冲击已基本消退，经济稳步复苏，但较 2 季度的快速回升，复苏斜率似有放缓，尤其是消费修复偏慢。投资是中国经济第一增长动力，其增长前景如何，将直接决定中国经济增速变化；货币政策中性基调下强调投向结构，货币结构改善效应逐步呈现将带来制造业投资见底回升格局，加上基建投资的发力，将带动投资整体回升，2020 年经济将超市场预期走出平稳回升态势！海外疫情控制虽有进展，但部分地区反复，全球经济格局重心进一步向中国转移，外贸形势持续好转，7 月出口表现强劲。货币政策恢复正常化，相对于海外非正常政策仍将延续的状态，中国对海外资本的吸引力将增加。未来中国在经济管理上只要坚持既定的“保持定力”于六稳、六保，中国经济稳步前行的态势不会改变。

分析师声明

陈彦利

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。