宏观研究

经济复苏还没结束

2020 年 08 月 14 日

分析师：李奇霖
执业编号：S0300517030002
电话：010-66235770
邮箱：liqilin@ykzq.com

分析师：张德礼
执业编号：S0300518110001
电话：010-66235780
邮箱：zhangdeli@ykzq.com

近期报告

《GDP 分析手册》2020-07-13
《乘势而上》2020-07-30
《评 7 月官方 PMI》2020-07-31
《CPI 同比将再度走低》2020-08-10
《一文看懂内循环》2020-08-11

投资要点

经济复苏还没结束

7 月经济修复的节奏，没有官方制造业 PMI 显示的那么好。低基数下工业增加值增速持平，各终端需求中，房地产投资和出口强势，基建投资不及预期，消费和制造业投资继续缓慢修复。总的来说，7 月经济复苏有所放缓，洪涝天气可以解释一部分。

往后看，消费和制造业投资继续缓慢恢复，房地产投资也有支撑。欧美复工会拉长抗疫时间，在医疗物资和线上办公用品需求的支撑下，中国出口最差的时候已经过去。恢复性需求消退后，基建在稳增长中承担着越来越重要的作用，随着政策更“注重实效”，基建投资再度回升是确定的。经济恢复还没结束，短期扰动结束后，将回到复苏通道。

风险提示

疫情海外持续失控。

图表目录

图表 1： 全口径基建投资当月增速，6 月和 7 月连续放缓 4

7 月经济修复的节奏，没有官方制造业 PMI 显示的那么好。低基数下工业增加值增速持平，各终端需求中，房地产投资和出口强势，基建投资不及预期，消费和制造业投资继续缓慢修复。洪涝天气对 7 月经济有一定扰动，随着洪涝消退，经济将回到复苏轨道。

生产端，7 月工业增加值同比 4.8%，和前值持平。这有点弱于预期，一是因为去年 7 月的基数较低，二是 7 月官方制造业 PMI 生产指数 54.0，处于比较高的水平了。

7 月工业增加值环比 0.98%，连续第 4 个月下降。这和去库存压力下，企业生产意愿有所降低有关。今年 6 月和 7 月核心 CPI 同比连续创有统计以来的新低，加之工业企业产成品实际库存仍处在高位，在生产恢复后，需求不足仍然是当前企业面临的突出问题。

三大门类中，采矿业，以及电力、热力、燃气及水生产和供应业这两者的工业增加值增速都出现下滑，尤其是采矿业增加值同比-2.6%，这是 2018 年 5 月以来的首次负值。制造业的工业增加值同比则从 5.1%回升到 6.0%，它和另外两大工业门类增加值增速的分化，可能和 7 月出口强势带动制造业生产有关。

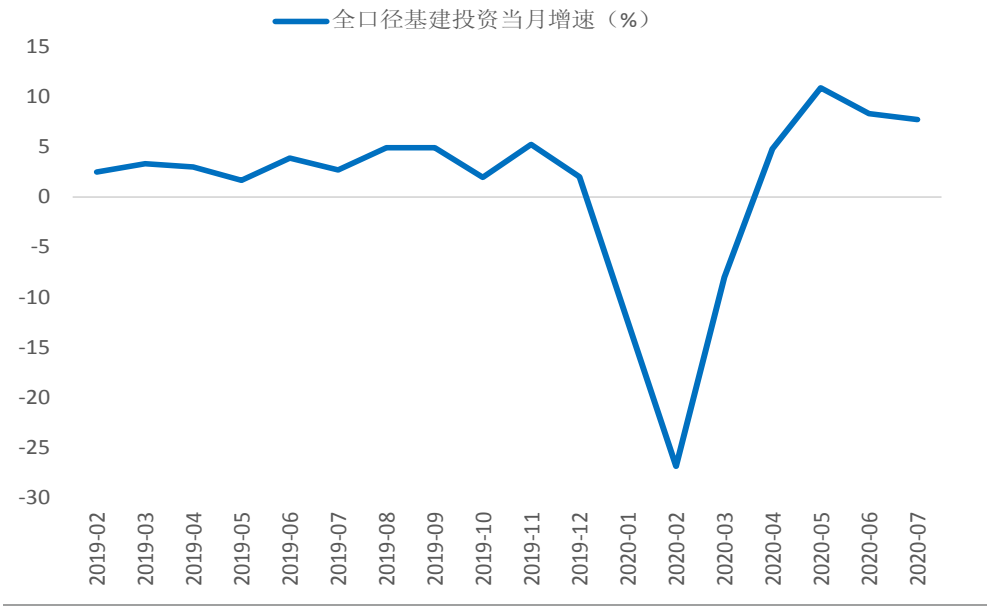
再来看需求。今天公布的各个需求数据中，地产投资是最大的亮点，维持了非常强的韧性。而基建投资、制造业投资和消费，整体都偏弱。

7 月房地产数据多数回暖，是现阶段经济恢复的最核心支撑。销售面积、销售金额和投资完成额的累计增速都继续回升，其中投资完成额累计增速从 1.9%提高到 3.4%，单月增速改善幅度更大，从 8.5%提高到了 11.7%。房企到位资金累计增长 0.8%，今年首次转正。

先行指标方面，新开工面积累计同比下降 4.5%，降幅收窄 3.1 个百分点；土地购置面积累计同比-1.0%，和前值-0.9%相比变化不大。领先指标较快恢复，加之竣工周期在年内大概率会持续，全年地产投资有支撑。

1-7 月全口径基建投资同比 1.2%，前值-0.1%，今年首次转正。当月增速从 8.3%下降到 7.7%，连续两个月单月放缓了。电力、热力、燃气及水的生产和供应业，是主要拖累，当月增速从 29.2%放缓到 16.9%。南方洪涝带动了一部分即时的水利基础设施投资，水利、环境和公共设施管理业当月投资增速，从-0.8%转正到 1.9%，是基建三大分项中当月增速唯一一个上升的。

图表1：全口径基建投资当月增速，6 月和 7 月连续放缓



资料来源：Wind，粤开证券研究院

6-7 月基建投资增速回落，主要受洪涝扰动，目前洪涝的影响逐步褪去。随着恢复性的投资和消费需求释放完毕，后续稳增长中，基建需要承担的角色更重。今年下半年政府债券供给还有超过 4.5 万亿的规模，要比上半年 3.8 万亿的规模多不少，而财政支出进度也是近三年的新低，下半年财政支出有保障。加之水利领域将推出重大项目来补短板，洪涝消退后，基建投资增速回升的趋势较为确定。

制造业投资累计增速 ,从前值-11.7%回升到-10.2% ,单月增速从-3.5%回升到-3.1%，目前仍然是经济的最主要拖累。和制造业投资相关性比较强的民间投资，前 7 个月累计下降 5.7%。这些都反映了在对未来预期不乐观的情绪下，制造业企业资本开支的意愿不足 ,而设备更新周期已经在 2018 年结束 ,制造业投资的完全恢复还需要比较长的时间。

最后看消费。7 月社会消费品零售总额-1.1%，前值-1.8%，消费继续恢复，但明显低于市场预期的 1.2%。

按消费类型看，7 月商品零售收入同比 0.2%，疫情后首次转正；餐饮收入同比下降 11.0% ,降幅比上个月收窄 4.2 个百分点 ,继续缓慢恢复。后续餐饮收入的不确定性在于，零星病例的出现，是否会压制居民在外餐饮的意愿。

限额以上商品零售中，必选消费表现整体好于可选消费。各行业中汽车类零售同比增速最高，达到了 12.3%，而且和前值-8.2%相比大幅好转。这主要是因为去年 7 月 14 日，多地实行国五国六切换，一部分需求提前透支，进而使得今年 7 月汽车销售有很低的基数。

总的来说，7 月经济复苏有所放缓，洪涝天气可以解释一部分。往后看，消费和制造业投资继续缓慢恢复，房地产投资也有支撑。欧美复工会拉长抗疫时间，在医疗物资和线上办公用品需求的支撑下，中国出口最差的时候已经过去。恢复性需求消退后，基建在稳增长中承担着越来越重要的作用，随着政策更“注重实效”，基建投资再度回升是确定的。经济恢复还没结束，短期扰动结束后，将回到复苏通道。

分析师简介

李奇霖，粤开证券首席经济学家、研究院院长，董事总经理，证书编号：S0300517030002。
张德礼，中央财经大学经济学硕士，2017 年 3 月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300518110001。

研究院销售团队

北京 王爽 010-66235719 18810181193 wangshuang@ykzq.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com