

经济复苏放缓的几个特征和亮点

证券研究报告

2020 年 08 月 15 日

作者

我们在前期报告《经济复苏的特征、亮点、风险及若干问题》和《下半年利率展望》中对当前经济复苏的特征和潜在问题进行了详细讨论，从 7 月的经济数据来看初步得到验证。

7 月消费、投资、服务业生产等主要项目进一步修复，工业生产持平，经济延续复苏的方向没有变化；但复苏斜率偏低且明显低于市场预期，复苏的结构性特征进一步增强。城镇调查失业率环比没有上升、房地产新开工加速回升成为 7 月数据的亮点，这为下半年经济复苏的韧性提供基本保障。

我们再次强调，经济恢复的不平衡、不均衡仍然是经济快速复苏的主要约束，叠加信用扩张的顶点可能即将到来，短时间的复苏斜率不会太高，3 季度实际 GDP 增速大概率在 4%-5% 之间，如无疫情反复，预计最快 4 季度回到接近 6% 左右的疫前潜在增速水平。

宋雪涛

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517090003

songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤

分析师

SAC 执业证书编号：S1110520060003

zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

风险提示：国内疫情超预期反复；疫苗研发取得突破性进展



我们在前期报告《经济复苏的特征、亮点、风险及若干问题》和《下半年利率展望》中对当前经济复苏的特征和潜在问题进行了详细讨论，从 7 月的经济数据来看初步得到验证：

7 月消费、投资、服务业生产等主要项目进一步修复，工业生产持平，经济延续复苏的方向没有变化；但复苏斜率偏低且明显低于市场预期，复苏的结构性特征进一步增强。城镇调查失业率环比没有上升、房地产新开工加速回升成为 7 月数据的亮点，这为下半年经济复苏的韧性提供基本保障。

我们再次强调，经济恢复的不平衡、不均衡仍然是经济快速复苏的主要约束，叠加信用扩张的顶点可能即将到来，短时间的复苏斜率不会太高，3 季度实际 GDP 增速大概率在 4%-5% 之间，如无疫情反复，预计最快 4 季度回到接近 6% 左右的疫前潜在增速水平。

复苏特征一：消费复苏不平衡

7 月社零同比-1.1%，较 6 月的-1.8%小幅回升，但排除波动较大的汽车后，7 月的社零同比仅-2.4%，低于 6 月的-1%，除汽车外的其他消费出现了复苏停滞。

从直接表现来看，消费复苏的结构性特征依然明显。恢复较好的消费品主要有三类：一是必需消费品，二是可选消费中的易耗品，三是可选消费品中有需求催化的耐用品，增速基本复原甚至高于去年；恢复较差的主要有两类：一是缺乏需求催化、可选程度较高的耐用品，比如服装鞋帽、金银珠宝、家具建材；二是需要密切接触的服务类消费，例如餐饮消费 7 月仍然同比下滑 11%。

表 1：消费复苏的结构性特征比较明显（%）

恢复较好：必需消费					
	粮油、食品类	饮料类	烟酒类	中西药品类	
2019 年全年	10.2	10.4	7.4	9	
2020 年 5-7 月	9.6	15.5	9.6	7.4	
恢复较好：可选易耗品					
	化妆品类	日用品类	书报杂志类	文化办公用品类	
2019 年全年	12.6	13.9	11.1	3.3	
2020 年 5-7 月	14.2	13.7	13.9	3.5	
恢复较好：可选耐用品有需求催化					
	汽车类	体育、娱乐用品类	通讯器材类	家用电器和音像器材类	
2019 年全年	-0.8	8	8.5	5.6	
2020 年 5-7 月	2.5	17.6	13.8	4.0	
恢复较慢：其他可选耐用品					
	石油及制品类	服装鞋帽针纺织品类	金银珠宝类	家具类	建筑及装潢材料类
2019 年全年	1.2	2.9	0.4	5.1	2.8
2020 年 5-7 月	-13.6	-1.1	-1.1	-0.8	0.5
恢复较慢：餐饮收入					
2019 年全年	9.4				
2020 年 5-7 月	-15.0				

资料来源：WIND，天风证券研究所

从根本原因来看，居民的失业率上升、可支配收入增速下降、预防性储蓄上升、消费性支出预算下降是消费复苏缓慢的主要约束。7 月城镇调查失业率为 5.7%，较去年同期升高 0.4%；上半年城镇居民可支配收入累计同比增长 1.5%，较去年同期下滑 6.5%；央行 2 季度城镇储户问卷调查结果显示，将“更多消费”的居民占比为 23.4%，较 2019 年 4 季度下滑 5.6%，将“更多储蓄”的居民占比为 52.9%，较 2019 年 4 季度上升 7.2%。

上述约束既是消费复苏偏慢的原因，也是经济复苏不平衡的结果：实体数据和居民收入复苏存在差距，大型企业和中小企业复苏存在差距，工业和服务业复苏存在差距。后续经济

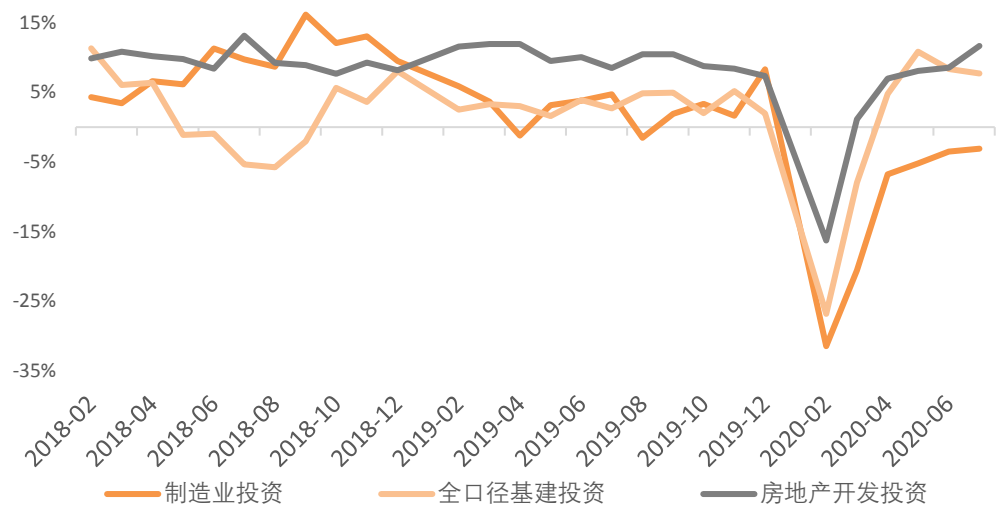
政策应进一步向保居民就业、保基本民生倾斜，根本上是要防控疫情反弹、推动有效就业、保护中小企业，进而促进居民收入改善、消费意愿回升，使经济实现均衡恢复。

复苏特征二：投资复苏不均衡

7 月固投累计同比-1.6%，较 6 月的-3.1%小幅回升，其中 7 月单月投资同比增速约为 6%，较 6 月的 5.3%进一步回升。

投资复苏的结构性特征也依然明显。7 月投资增速的回升基本由房地产贡献，房地产开发投资单月增速达到 11.7%的近年高位，较 6 月的 8.5%回升 3.2%；基建对投资增速回升为小幅负贡献，但绝对增速维持较高水平，全口径基建投资单月增速 7.7%，较 6 月的 8.4%小幅回落，可能与汛期强降水影响施工以及 7 月地方专项债发行规模较小有关；制造业对投资增速回升为小幅正贡献，但绝对增速保持较低水平，制造业单月投资增速-3.1%，较 6 月的-3.5%小幅回升。

图 1：制造基建地产投资单月同比增速（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

制造业投资复苏偏慢的直接原因是传统制造业复苏较慢。7 月单月高技术制造业的投资增速继续保持在 15%左右的高位；传统制造业投资增速则维持在-8%左右的低位，较 6 月单月增速基本没有改善。

根本原因在于传统制造企业盈利下滑、盈利预期不稳。传统制造业行业多数本就处于行业生命周期的成熟期甚至衰退期，中长期资本开支动力有限，增长中枢逐渐下移。受疫情冲击，上半年多数行业利润大幅下滑，近期虽然有所改善但距离疫情之前仍然相差甚远；另一方面，疫情演化为中长期公共卫生问题后，疫情和经济前景的高度不确定性进一步抑制了企业的资本开支动力。可以预见，在盈利有效修复、疫情/疫苗出现转机之前，制造业投资的修复速度可能维持较低斜率。

复苏特征三：供需复苏的不平衡

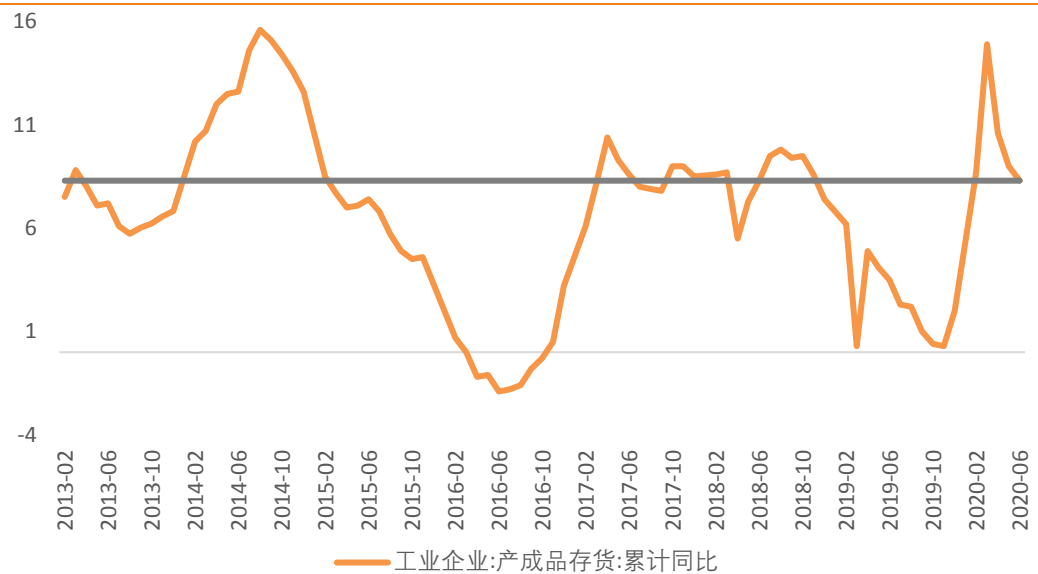
做一个简单的对比，7 月单月工业增加值增长 4.8%，固投增长 6%，商品零售消费增长 0.2%，相比于 6 月的工业 4.8%、固投 5.3%、商品消费-0.2%来说，**第二产业供给复苏快于需求的局面稍有改善，但仍然比较明显。**

供给复苏持续快于需求的结果是库存在复工初期一次性升至较高水平后，再次去化的速度相当缓慢。6 月底工业产成品库存同比增长 8.3%，大幅高于去年年底的 2%，且近期月均去化速度只有 1%左右。

8%左右的库存增长已经是近年的较高水平，除非出现需求侧的强势复苏，否则库存周期很难在短期内进入“量价齐升”的主动补库阶段。反而是如果库存水平持续处于高位，则

会对供给侧的进一步复苏产生抑制，同时也将限制需求改善后工业品再通胀的力度。

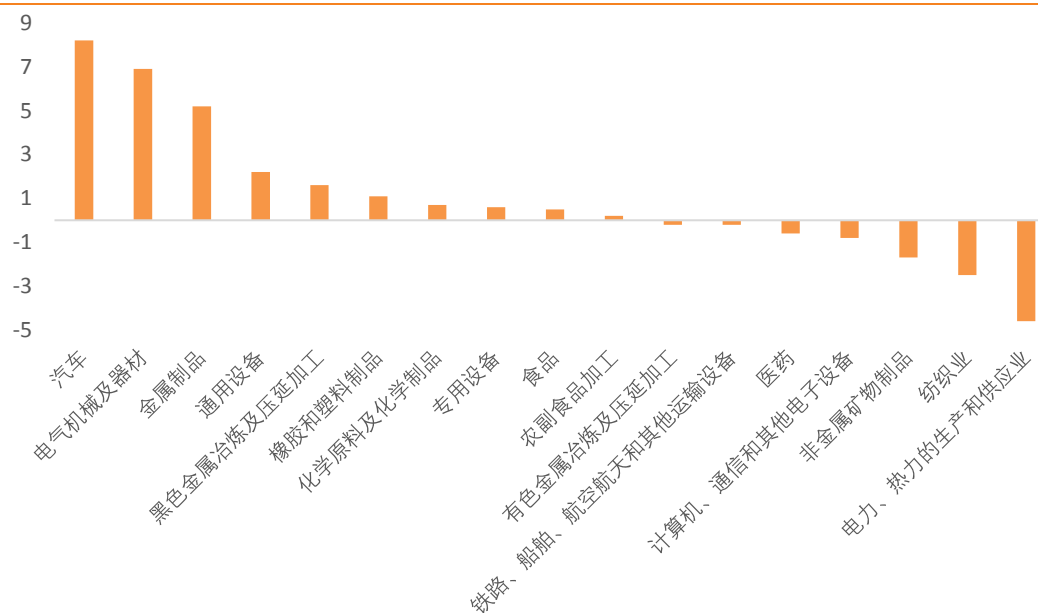
图 2：当前库存处于较高水平且去化速度较慢（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

从结构上看，生产复苏的情况与需求侧的节奏是基本一致的。相比于 6 月，7 月工增改善较多的行业主要包括：汽车、电气机械、金属制品、通用设备、黑色金属等，与需求侧复苏较快的建筑业施工、汽车消费等有关；改善较少甚至出现回落的主要包括：纺织、计算机通信电子制造、食品、农副食品等，与需求侧复苏较慢或者已经完成修复的可选消费、必需消费等相关。

图 3：部分工业行业 7 月增加值增速较 6 月的变化（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

复苏亮点一：城镇调查失业率环比没有上升

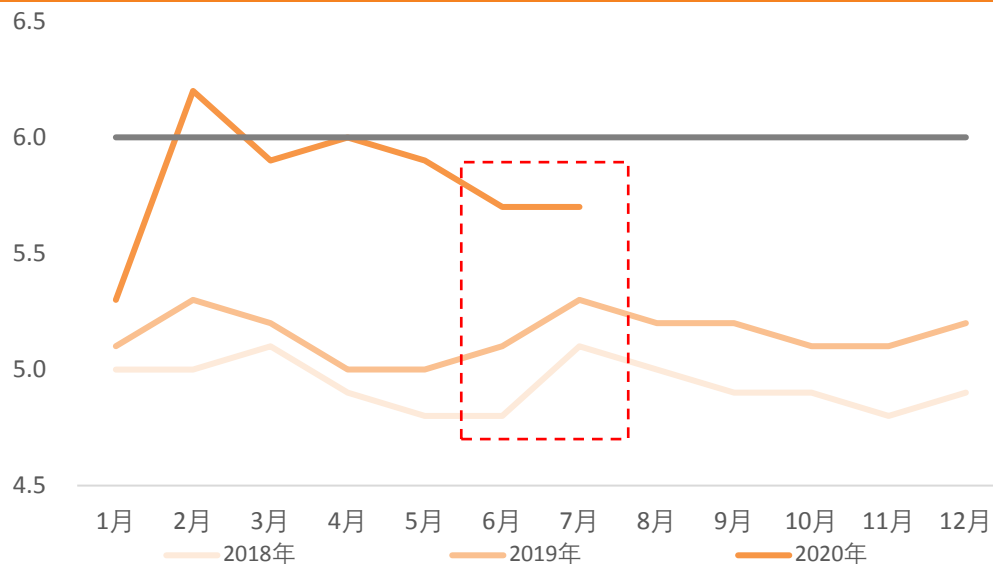
一般来说，由于高校毕业季到来，7 月失业率会出现环比 0.2%-0.3% 的上升。在今年经济减速的情况下，874 万高校毕业生面临更大的就业压力，但失业率环比走平，主要与非毕业生群体就业情况改善有关。

根据统计局的数据，7 月 20-24 岁大专及以上学历人员（主要为新毕业大学生）失业率比去年同期高 3.3%，这反映了高校毕业生对失业率的冲击；但就业主体人群 25-59 岁的城镇调查

失业率是 5.0%，环比 6 月下降 0.2%，反映了经济复苏和稳就业政策对就业压力的缓解。

随着 7 月失业率环比走平，年内失业率二次大幅上升的风险明显降低，今年守住 6% 失业率“红线”的概率较大，短期内货币政策再加码的概率也进一步降低，大概率维持根据基本面相机抉择的现状，既不进一步收紧，也不做再放松的承诺。

图 4：今年 7 月失业率环比没有上升（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

复苏亮点二：房地产新开工面积加速回升

7 月单月房地产新开工面积同比增长 11.3%，较 6 月的 8.9% 进一步回升，在新开工的带动下，房地产施工面积增速从 6 月的 2.6% 升至 3%。新开工增速的反弹与融资环境收紧后房企加速推盘促进预售回款有关，7 月单月商品房销售面积同比增长 9.5%，处于近年的较高水平。

7 月以来多个城市升级房地产调控政策，房地产工作座谈会也重申了“房住不炒，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策”的工作要求，随着 5 月以来货币环境逐渐回归常态化，我们维持商品房销售景气度接近见顶、全年“倒 V 型”走势的判断。

对于房企而言，销售景气度回落叠加融资环境收紧意味着推盘意愿进一步增强，新开工增速仍有望进一步回升，这将为下半年的房地产投资增速带来韧性。叠加竣工需求下存量项目的高强度施工，全年房地产开发投资增速可能继续回升至接近 5%。

图 5：新开工增速回升为下半年房地产投资增加韧性（%）

10

25

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3138

