

简单预测消费线性修复，可能是错误的

——7 月经济数据点评

宏观数据点评

2020 年 08 月 17 日

报告摘要：

● 工业爬坡基本结束，服务业继续爬坡

7 月规模以上工业增加值同比增长 4.8%，与上月持平，显示 3 月以来的工业爬坡基本结束，工业增长进入稳态。其中，汽车，电气机械和器材，计算机、通信和其他电子设备制造业增长较快。服务业生产指数同比增长 3.5%，较上月上升 1.2 个百分点，显示服务业仍处于爬坡过程中，但加速度放缓，预计三季度末爬坡完成。我们的月度 GDP 指数显示，7 月单月 GDP 增速为 3.9%，较上月提高 0.5 个百分点。

● 零售增速延续负增长，疫情后居民储蓄意愿高

7 月社会消费品零售同比下降 1.1%，未能实现市场预期的由负转正。其中，除汽车和黄金珠宝类等少数商品外，必选消费、可选消费总体增速较上月不但没有加快，反而有所放缓。央行二季度储户问卷调查显示，疫情爆发后，倾向于“更多储蓄”的居民占比已连续两个季度超过 50%，处于有数据以来高位。简单预测消费将线性修复，可能是错误的，需要关注居民储蓄意愿上升的影响。

● 投资仍然高度依赖房地产，制造业投资仍然是短板

7 月固定资产投资累计同比下降 1.6%，总体符合市场预期，但结构上冰火两重天，分化有所加剧。房地产投资暖风不断，7 月累计增速达到 3.4%，比上月提高 1.5 个百分点；基建投资中规中矩，虽然累计下降 1.0%，但降幅比上月收窄 1.7 个百分点；制造业投资仍然最为羸弱，累计仍有两位数负增长（-10.2%），降幅只收窄了 1.5 个百分点。

● 扩大内需仍有必要

简单总结，本月数据再次凸显了中国经济复苏中需求弱于生产的问题。扩大内需，不只是一句口号，而是保障中国经济持续复苏的内在要求。这要求针对性的支持政策不但不应该退出，还应该继续存在。在货币政策精准导向的基调下，作为结构性工具的定向降准下半年仍有可能实施。“稳步复苏+适当宽松”的宏观环境，对资产配置仍是大致友好的。

● 风险提示：

疫情发展超预期，逆周期调节不及预期，全球经济加速放缓。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：wuyanyan@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

8月14日，国家统计局公布中国7月经济数据：

- (1) 规模以上工业增加值同比 4.8%，预期 5.2%，前值 4.8%；
- (2) 社会消费品零售总额同比-1.1%，预期 1.2%，前值-1.8%；
- (3) 固定资产投资累计同比-1.6%，预期-1.6%，前值-3.1%；
- (4) 基建投资（全口径）累计同比 1.2%，较上月回升 1.3 个百分点。
- (5) 房地产投资累计同比 3.4%，较上月回升 1.5 个百分点。

一、7月消费疲软的两大因素

第一：结构性因素导致大部分社零分类零售增速回落。7月社零同比为-1.1%，不仅不及预期 1.2%，而且仍处于负区间，表明消费并未出现爆发性反弹。1-7月社零累计同比为-9.9%，消费大概率将是全年 GDP 拖累项。分类来看，粮油食品、化妆品、服装和日用品等必选消费增速均出现不同程度的下降。由于人体摄入量和日常使用量拥有上限，必选消费难以维持较高增速。同时，6月的消费节可能也透支了部分需求。餐饮收入同比反弹，对食品类零售也有一定挤出作用。除汽车和金银珠宝外，可选消费增速也有所回落。其中，地产后周期零售下滑与7月房地产竣工面积同比回落一致（表1）。总体上看，消费复苏放缓更为突出，可能会影响到工业生产。

表 1：除汽车和金银珠宝外，社零全面走弱

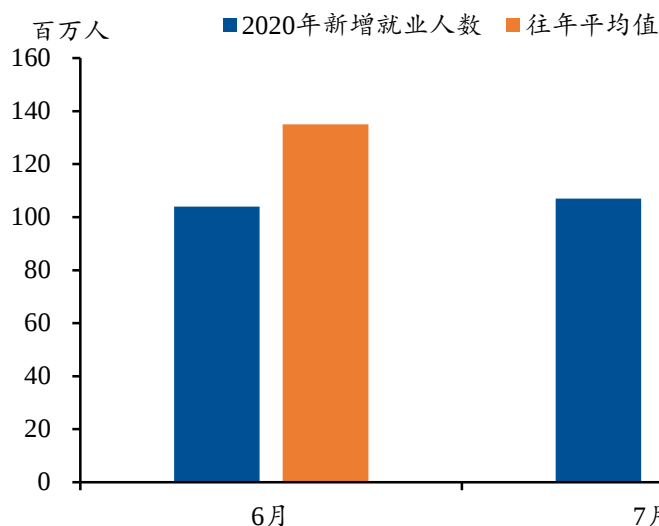
单位 (%)	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02
粮油、食品类	6.9	10.5	11.4	18.2	19.2	9.7
烟酒类	5.0	13.3	16.7	7.1	-9.4	-15.7
饮料类	10.7	19.2	10.4	12.9	6.3	3.1
服装鞋帽针纺织品类	-2.5	-0.1	-0.6	-18.5	-34.8	-30.9
服装类	-	-2.0	-1.5	-20.7	-36.9	-33.2
化妆品类	9.2	20.5	12.9	3.5	-11.6	-14.1
金银珠宝类	7.5	-6.8	-3.9	-12.1	-30.1	-41.1
日用品类	6.9	16.9	17.3	8.3	0.3	-6.6
体育、娱乐用品类	-	19.8	15.4	11.6	-7.1	-4.0
书报杂志类	-	17.0	10.8	-11.5	3.6	-32.7
家用电器和音像器材类	-2.2	9.8	4.3	-8.5	-29.7	-30.0
中西药品类	5.3	9.7	7.3	8.6	8.0	0.2
文化办公用品类	0.5	8.1	1.9	6.5	6.1	-8.9
家具类	-3.9	-1.4	3.0	-5.4	-22.7	-33.5
通讯器材类	11.3	18.8	11.4	12.2	6.5	-8.8
石油及制品类	-13.9	-13.0	-14.0	-14.1	-18.8	-26.2
建筑及装潢材料类	-2.5	2.2	1.9	-5.8	-13.9	-30.5
汽车类	12.3	-8.2	3.5	0.0	-18.1	-37.0

资料来源：Wind，民生证券研究院

第二：就业压力仍旧存在。7月城镇调查失业率为 5.7%，与上月持平；新增就业人数 107 万人，较上月超季节性多增 3 万人，但是显著低于往年 7 月平均值（123 万人）约 16 万人（图 1）。环比改善难以掩盖就业市场需求不足的现实。4月至7月新增就业累计同比在 22%至 23%区间震荡（图 2）。如果维持当前增速至年底，全年新增就业人数小幅超过 1000 万人。虽然可以顺利完成两会就业目标，但是全年新增就业人数同比大概率显

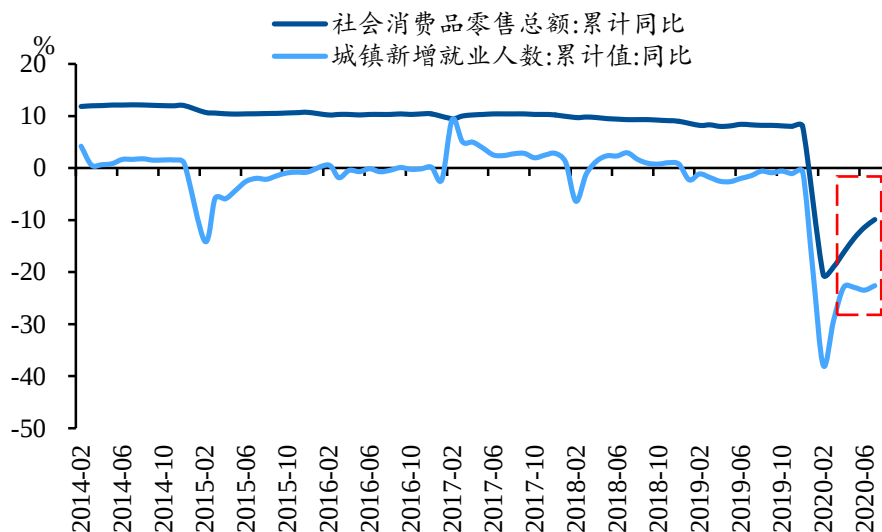
显著增长。消费者信心、预期和意愿指数在3月后连续下降，表明就业压力已经逐渐影响到消费者行为，进一步说明社零难有报复性反弹（图3）。向前看，受基建投资和地产投资支撑，经济改善的趋势仍在。不过，预防式储蓄行为可能会压制斜率。

图1：7月新增就业量环比回升难掩就业市场需求不足



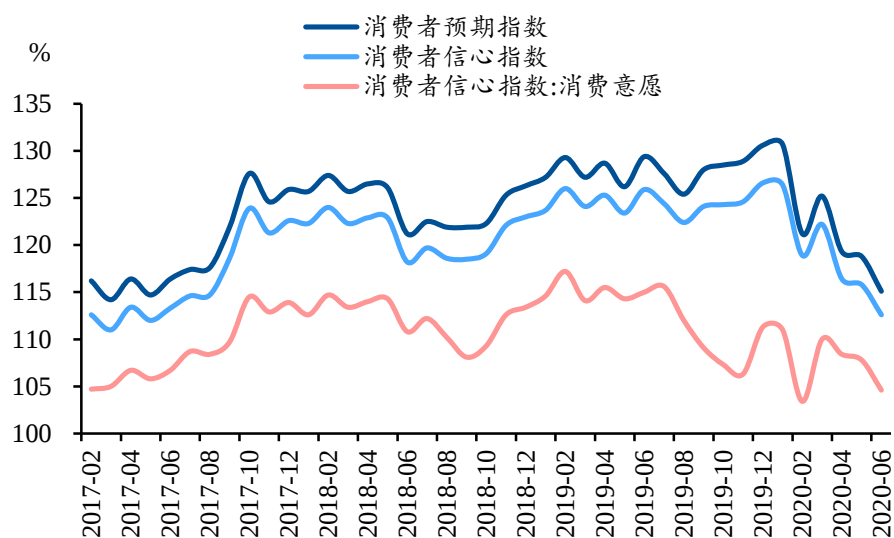
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：新增就业累计同比仍旧明显负增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：消费者指数连续三个月下滑，6 月有加速下滑趋势

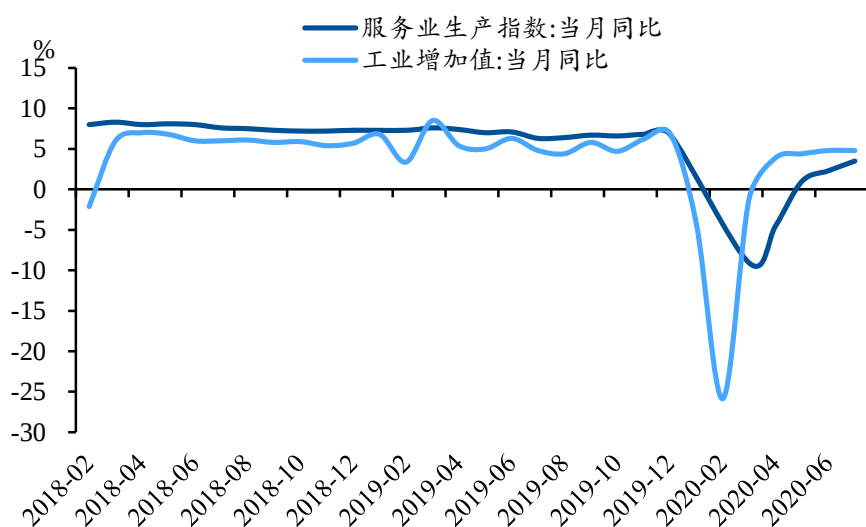


资料来源：Wind，民生证券研究院

二、生产进入稳态，房地产支撑投资

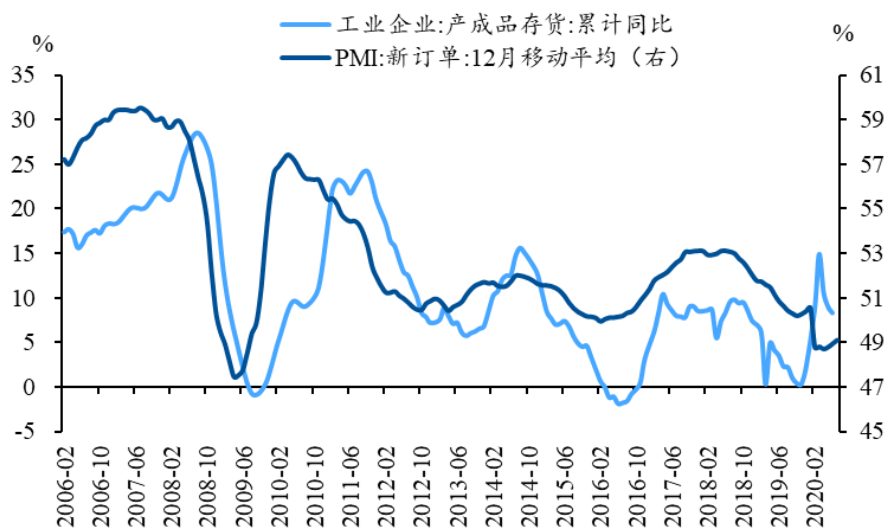
工业爬坡基本结束，服务业继续爬坡。7月规模以上工业增加值同比增长4.8%，与上月持平，显示3月以来的工业爬坡基本结束，工业增长进入稳态。其中，部分下游制造业生产较好，汽车、专用设备、电气机械和器材，计算机、通信和其他电子设备制造业增长较快，与6月下游制造业产成品库存改善较为一致。服务业生产指数同比增长3.5%，较上月上升1.2个百分点，显示服务业仍处于爬坡过程中，但加速度放缓，预计三季度末爬坡完成（图4）。我们的月度GDP指数显示，7月单月GDP增速为3.9%，较上月提高0.5个百分点。

图4：参考生产爬坡进度，预计服务业生产在三季度末完成爬坡



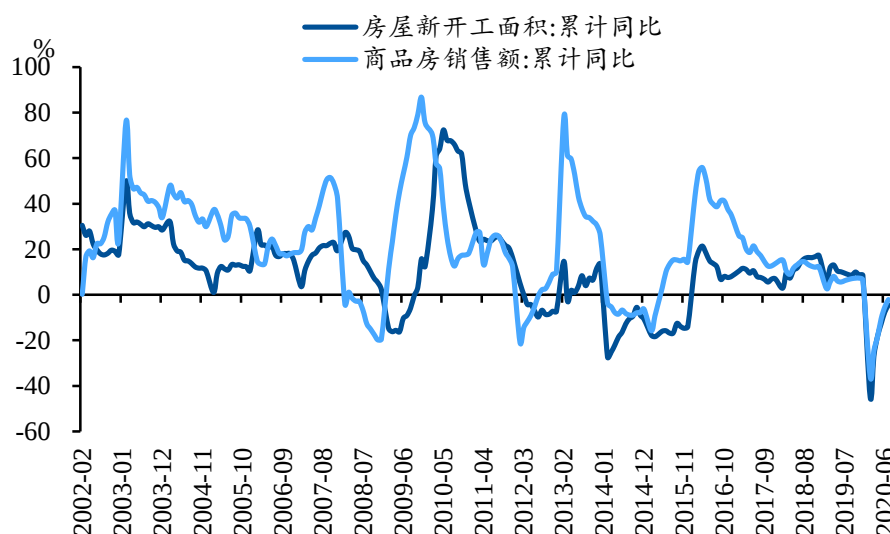
资料来源：Wind，民生证券研究院

生产进入稳态不代表已经触顶。支撑生产的因素仍旧存在。洪涝灾害和雨季结束后，基建和房地产投资可能迎来一波赶工潮，建筑需求向好将为生产提供支撑。另外，全球PMI新订单指数连续上升，需求改善的趋势仍旧存在。根据PMI新订单指数对库存的领先关系来看，年底前有望迎来库存拐点，补库需求也是支撑生产的因素之一（图5）。不过，内需疲软可能在短期内难以改变。即便疫苗有好消息，作用可能更多体现在金融资产价格上。从疫苗审批上市到全民免疫需要一段时间，需求压制生产的格局可能难以迅速改善。因而，生产进入稳态，难有大起大落。

图 5：PMI 新订单指数仍在修复，底部规律显示库存可能年底前来拐点


资料来源：Wind，民生证券研究院

投资仍然高度依赖房地产。7 月固定资产投资累计同比下降 1.6%，总体符合市场预期，但结构上冰火两重天，分化有所加剧。房地产投资暖风不断，7 月累计增速达到 3.4%，比上月提高 1.5 个百分点。其中，房地产新开工面积和销售额双双造好：新开工面积同比上升 11.3%，年内首次录得两位数增长；销售额同比上升 11.7%，创下去年 4 月以来新高（图 6）。加上 7 月房地产计划投资累计同比加速上升至 15.8%，房地产投资整体数据向好。基建投资（统计局口径）则是中规中矩，虽然累计下降 1.0%，但降幅比上月收窄 1.7 个百分点。

图 6：7 月房地产新开工面积和销售额增速均创“佳绩”


资料来源：Wind，民生证券研究院

制造业投资仍然是短板。对比建筑类投资，制造业投资仍然最为羸弱，累计仍有两位

数负增长（-10.2%），降幅只收窄了 1.5 个百分点；高技术制造业投资累计同比较上月上升 1.6 个百分点至 7.4%。虽然下游制造业生产向好，但是受制于产能仍有空间，除高技术的医药和计算机电子外，大部分投资仍处于两位数的负增长。值得注意的是，二季度工业中长期贷款余额增速录得 12.8%，创下 2011 年三季度以来的新高，为未来制造业投资回升提供支撑。但是，结构分化也可能仍旧突出。

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_3139

