

2020 年 08 月 15 日

经济修复的结构与节奏

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

张蓉蓉（分析师）

zhangrongrong@kysec.cn

证书编号：S0790520070006

段玉柱（联系人）

duanyuzhu@kysec.cn

证书编号：S0790120070013

重申观点：随着下半年财政支出等加快落地，经济行为和信用环境修复或将延续。政策和经济的组合，短期仍有利股市、不利债市，但对中长期债市也不必悲观。

● **生产活动：制造业产出加快增长，建筑链、汽车链拉动显著；服务业继续修复** 7 月，制造业产出加快增长，其中建筑链、汽车链拉动显著；采矿与电热燃明显回落。7 月，工业增加值当月同比 4.8%、持平前值。大类行业中，制造业产出增速 6.0%、较前值抬升 0.9 个百分点；其中，中上游黑色冶炼类、设备制造类，中下游汽车制造（尤其是新能源汽车），产出增长进一步加快，与建筑链高景气、汽车销售改善逻辑较为一致。采矿和电热燃增速，分别下滑 4.3 和 3.8 个百分点。近期中微观高频数据的表现，也指向建筑和汽车链景气的改善。7 月以来，钢材消费量、建筑钢材成交量，水泥开工率和出货率等，均出现逆季节性上行、高于往年同期；价格来看，钢价快速上涨、玻璃价格创 2012 年以来新高。建材量价同步改善，指向基建、房地产等投资的加速修复。同时，轮胎开工率持续上行、高于 2019 年同期水平，橡胶期货价格已较 6 月底上涨逾 10%，反映汽车链景气。

● **终端需求：基建投资小幅回落，地产“韧性”进一步凸显；居民消费修复偏慢** 地产投资、部分制造业等，支持总投资增速继续抬升；基建投资放缓。7 月，投资当月同比估算 6.1%（5 月 5.4%）；主要分项中，地产投资表现亮眼，单月同比 11.6%，销售和新开工改善、交付逻辑等的支持正在体现。制造业投资增速抬升 0.4 个百分点至 -3.1%，其中有色、铁路设备、电气机械、纺织业投资恢复增长。基建投资增速下滑至 7.7%，下半年广义财政支出加快仍将对基建投资形成支持。居民消费继续修复，但进度相对较慢；在就业和收入端制约下，居民消费年内的修复幅度仍需观察。7 月，社零同比继续负增（-1.1%），跌幅仅收窄 0.7 个百分点。其中，商品消费增速 7 月首次回正至 0.2%，在较大程度上受汽车提振（与需求修复、基数扰动等有关），而绝大多数的必需和可选消费品消费增速回落；餐饮收入 7 月同比 -11%、跌幅收窄 4.2 个百分点，居民线下服务消费修复较缓慢。

● **政策思考：就业改善较慢、重点群体压力高企，政策尚不具备转向的微观基础** 经济修复结构分化显著，使得就业市场改善较为缓慢，重点群体就业压力居高不下。第二产业和生产性服务业，修复进度明显快于生活服务类行业，使得就业市场结构性压力显著。截至 2020 年 7 月，全国调查失业率仍居高位、达 5.7%，新毕业大学生等失业率进一步抬升、在 20% 左右，远超过历史同期水平。考虑到约 500 万农民工并未返城、超 1000 万农民工二次返乡等，实际就业压力可能更大。中短期来看，吸纳就业较多的生活服务业和小微企业经营压力仍然较大，就业市场或将继续承压；保就业“底线思维”下、政策环境尚不具备转向的宏观基础。机构调查结果显示，未来一段时间计划缩减雇员的企业占比可能继续上升，尤其是经营压力相对较大的小微企业。结构性失业的背景下，受疫情冲击较大的生活服务类行业、小微企业等，仍将是“保就业”、“保企业”等政策支持的重点对象。

● **风险提示：**海外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观经济点评-“每周三问”系列（四）

行业高频数据，对经济的映射》

-2020.8.13

《宏观经济点评-货币金融数据，值得关注的 3 条信息》-2020.8.11

《宏观经济点评-平淡无奇的物价》-2020.8.10

目 录

1、生产活动：制造业产出加快增长，建筑链、汽车链拉动显著	3
2、终端需求：基建投资小幅回落，地产“韧性”进一步凸显	5
3、风险提示	8

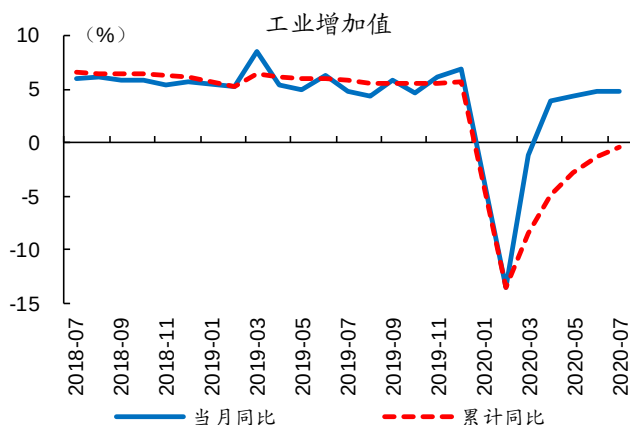
图表目录

图 1：7 月工业增加值增速持平前值	3
图 2：7 月，东部地区工业增加值增速大幅抬升	3
图 3：7 月制造业产出增长加快	3
图 4：汽车、电气机械等制造业产出增速进一步抬升	3
图 5：7 月以来，建筑钢材成交量反弹、高于往年同期	4
图 6：水泥出货率逆季节性上行、高于往年同期	4
图 7：轮胎开工率总体上行，橡胶价格加速上涨	4
图 8：乘用车产销量、汽车起重机销量均改善明显	4
图 9：7 月服务业生产指数上升	5
图 10：7 月，住宿餐饮、居民服务消费相关行业景气改善	5
图 11：7 月固定资产投资增速继续抬升	5
图 12：电热燃投资增速回落明显	5
图 13：7 月商品房销售、新开工等对投资形成一定提振	6
图 14：7 月，中部地区地产投资增速抬升尤为明显	6
图 15：部分建筑链行业、外贸链行业投资同比增长	6
图 16：化学原料等行业，投资跌幅进一步扩大	6
图 17：7 月社会零售额当月同比增速回升	7
图 18：7 月必需消费品消费增速回落	7
图 19：7 月多数可选消费品消费增速回落	7
图 20：7 月汽车消费增速大幅抬升，受基数等因素影响	7
图 21：7 月城镇失业率仍处高位	8
图 22：新毕业大学生等，失业率逐月抬升	8

1、生产活动：制造业产出加快增长，建筑链、汽车链拉动显著

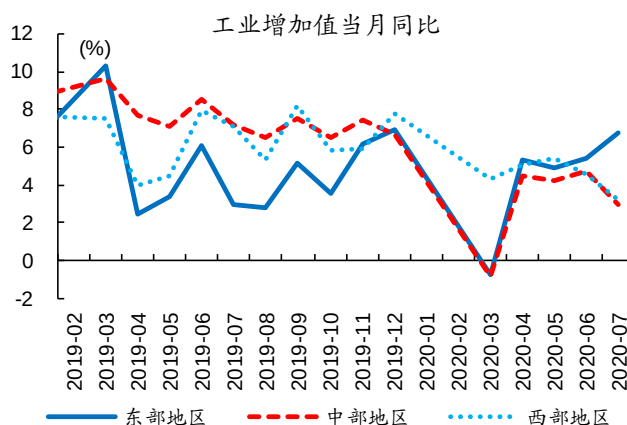
7月，制造业产出加快增长，其中建筑链、汽车链拉动显著；采矿与电热燃明显回落。7月，工业增加值当月同比4.8%、持平前值；分区域来看，东部地区产出增速大幅抬升，中、西部均有所下滑。大类行业中，制造业产出增速6.0%、较前值抬升0.9个百分点；其中，中上游黑色冶炼类、设备制造类，中下游汽车制造（尤其是新能源汽车），产出增长进一步加快，与建筑链高景气、汽车销售改善逻辑较为一致。采矿和电热燃增速，分别下滑4.3和3.8个百分点。

图1：7月工业增加值增速持平前值



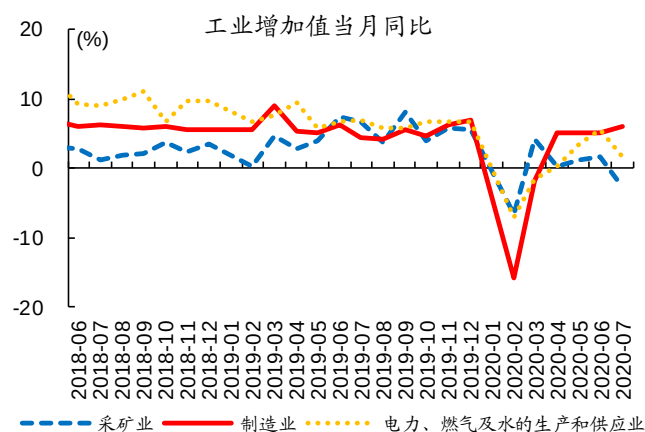
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：7月，东部地区工业增加值增速大幅抬升



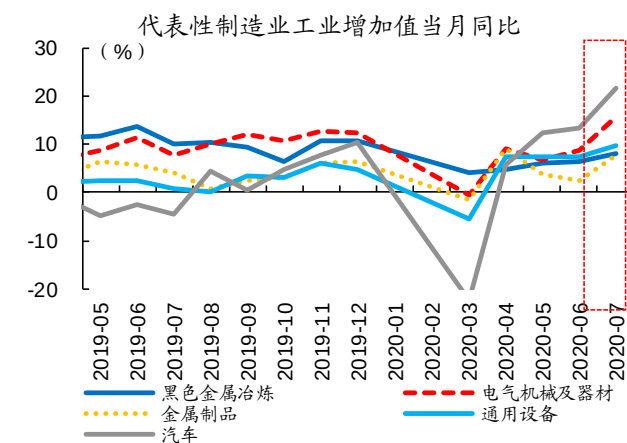
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：7月制造业产出增长加快



数据来源：Wind、开源证券研究所

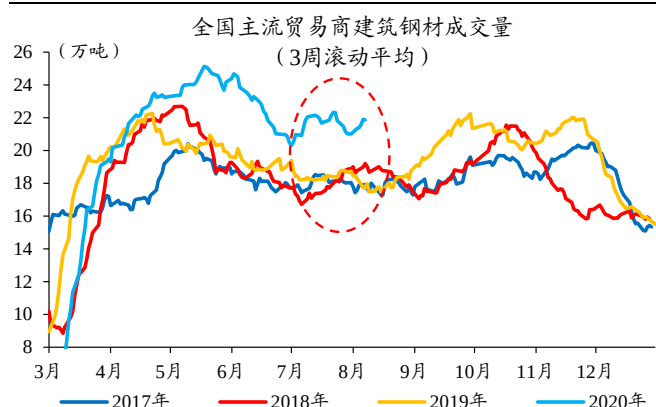
图4：汽车、电气机械等制造业产出增速进一步抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

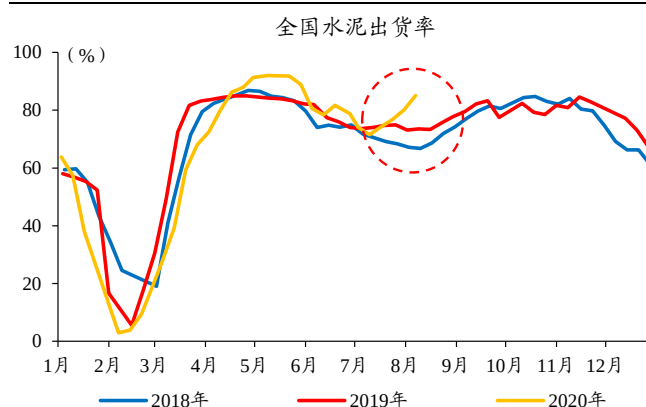
行业高频数据的表现，也指向建筑和汽车链景气的改善。7月以来，钢材表观消费量、建筑钢材成交量，水泥开工率和出货率等，均出现逆季节性上行、高于往年同期；价格来看，钢价快速上涨、玻璃价格创2012年以来新高。建材行业量价同步改善，指向基建、房地产等投资的加速修复。同时，轮胎开工率持续上行、高于2019年同期水平，橡胶期货价格已较6月底上涨逾10%，反映汽车链景气。

图5：7月以来，建筑钢材成交量反弹、高于往年同期



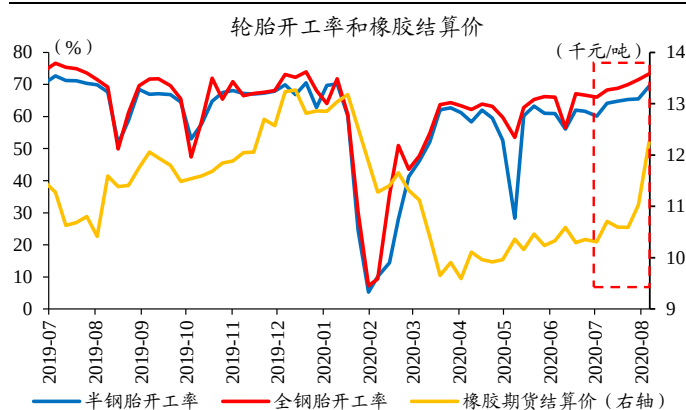
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图6：水泥出货率逆季节性上行、高于往年同期



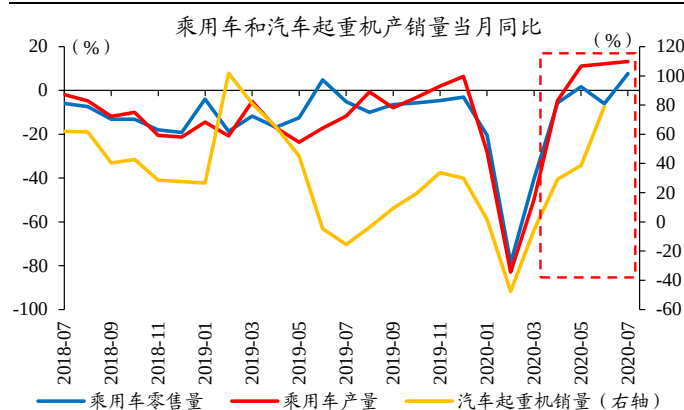
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图7：轮胎开工率总体上行，橡胶价格加速上涨



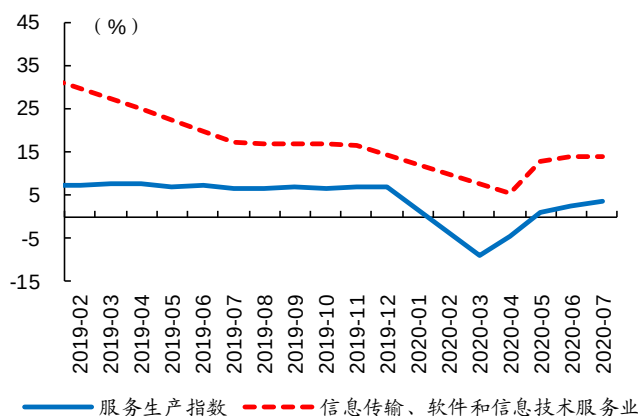
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：乘用车产销量、汽车起重机销量均改善明显

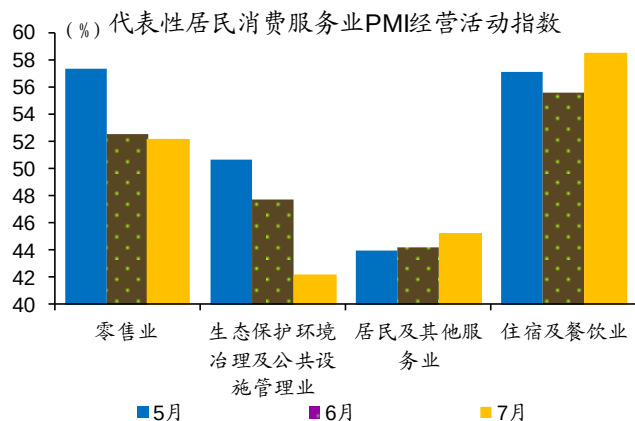


数据来源：Wind、开源证券研究所

服务业产出增长加快，其中现代服务业增势较好、生活消费服务类行业缓步修复。7月，服务业产出同比增长3.5%，较前值上升1.2个百分点；其中，现代生产性服务业增势较好，如信息技术服务业产出增长13.7%、持平前值，金融、房地产业增速10.4%、7.8%，较前值进一步抬升。住宿餐饮等居民服务消费相关行业等，商务活动指数均较6月份有所抬升，线下居民消费活动景气继续改善。

图9：7月服务业生产指数上升


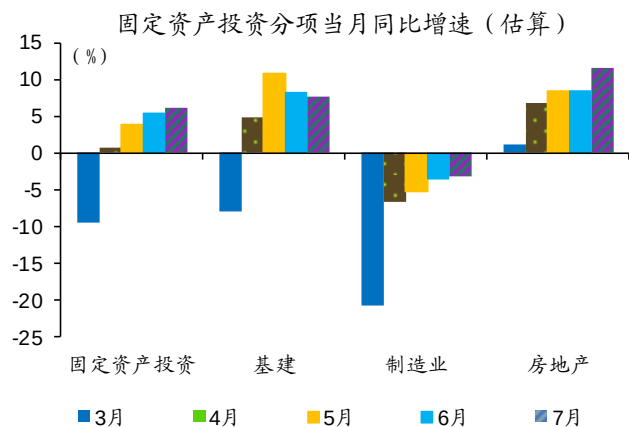
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：7月，住宿餐饮、居民服务消费相关行业景气改善


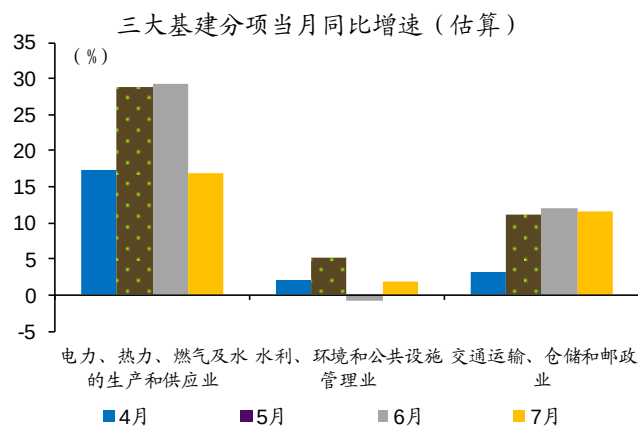
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、终端需求：基建投资小幅回落，地产“韧性”进一步凸显

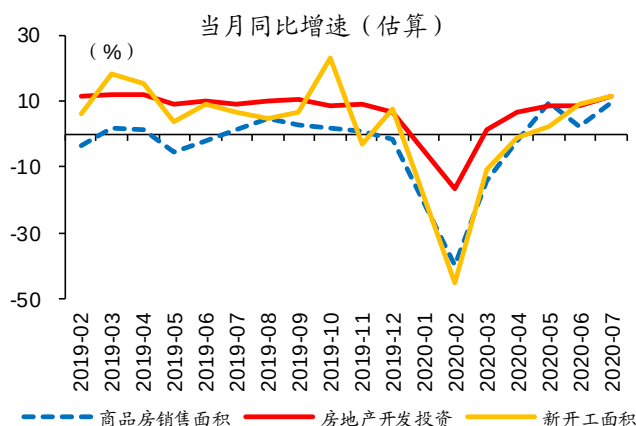
7月，地产投资、部分制造业等，支持总投资增速继续抬升；基建投资放缓。7月，投资当月同比估算6.1%（5月5.4%）。主要分项中，基建投资7月同比7.7%、下滑0.6个百分点，主要受到电热燃投资增速回落拖累；下半年广义财政加快支出，或仍将对基建投资形成一定支持。相较之下，地产投资表现亮眼，单月同比11.6%、较前值进一步抬升；销售和新开工改善、交付逻辑等对地产投资的支持正在体现。

图11：7月固定资产投资增速继续抬升


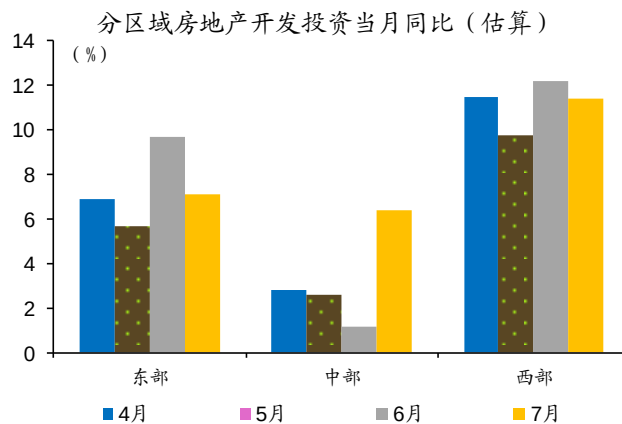
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：电热燃投资增速回落明显


数据来源：Wind、开源证券研究所

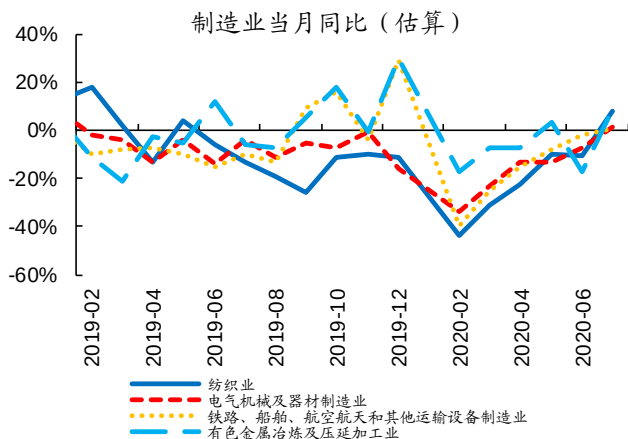
图13: 7月商品房销售、新开工等对投资形成一定提振


数据来源: Wind、开源证券研究所

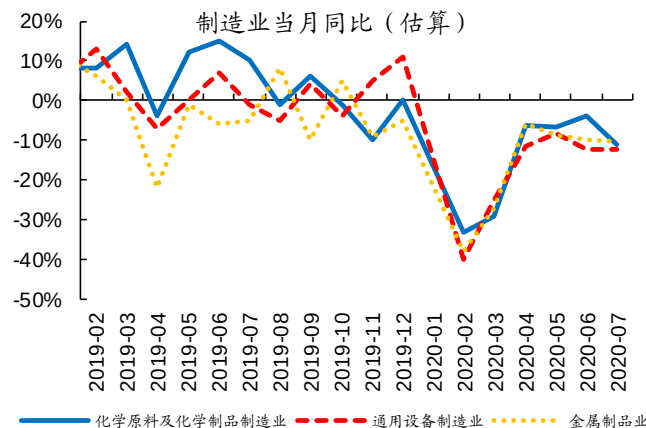
图14: 7月，中部地区地产投资增速抬升尤为明显


数据来源: Wind、开源证券研究所

制造业投资跌幅小幅收窄，部分建筑链行业、外贸链行业投资增速年内首次回正。7月，制造业投资增速抬升0.4个百分点至-3.1%，总体而言修复仍然较为缓慢。其中，存在需求支持的部分建筑链相关行业、外贸链相关行业，投资增长表现相对较好；例如，铁路设备、电气机械、纺织业投资增速年内首次恢复正值，有色金属加工冶炼业投资同比也在增长。相较之下，化学原料及化学制品、通用设备等投资跌幅进一步扩大。

图15: 部分建筑链行业、外贸链行业投资同比增长


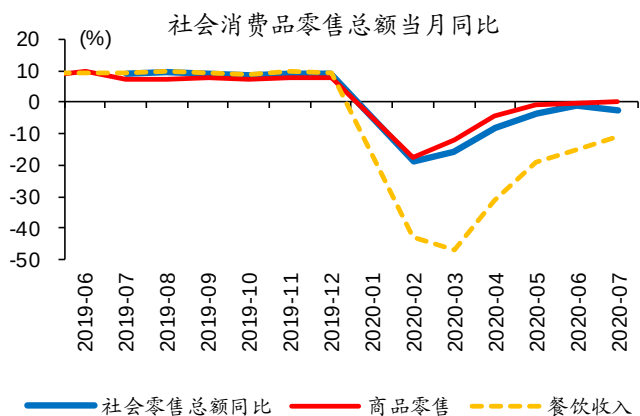
数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 化学原料等行业，投资跌幅进一步扩大


数据来源: Wind、开源证券研究所

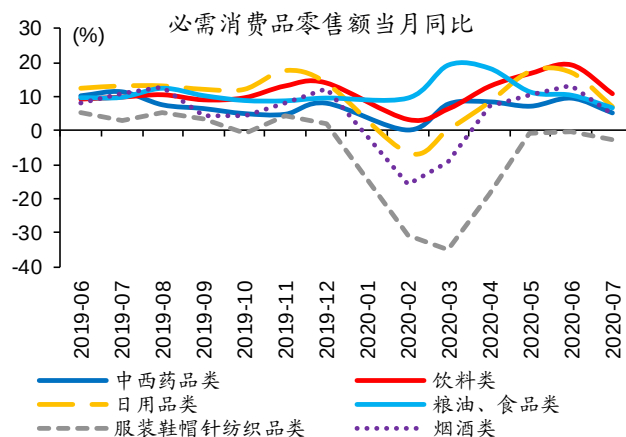
居民消费继续修复，但进度相对较慢；在就业和收入端制约下，居民消费年内的修复幅度仍需观察。7月，社零同比继续负增（-1.1%），跌幅仅收窄0.7个百分点。其中，商品消费增速7月首次回正至0.2%，在较大程度上受汽车提振（与需求修复、基数扰动等有关），而绝大多数的必需和可选消费品消费增速回落；餐饮收入7月同比-11%、跌幅收窄4.2个百分点，居民线下服务消费修复较缓慢。

图17: 7月社会零售额当月同比增速回升



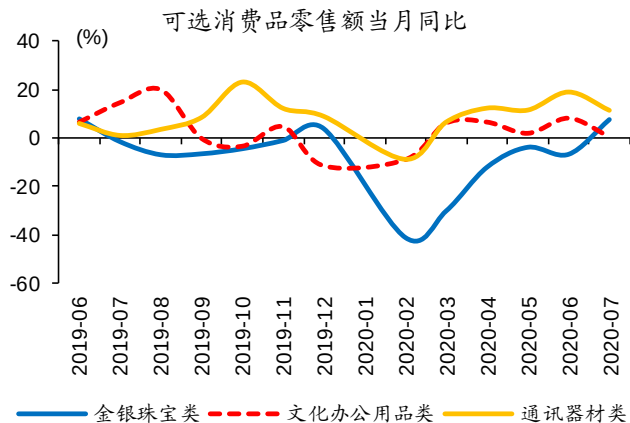
数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 7月必需消费品消费增速回落



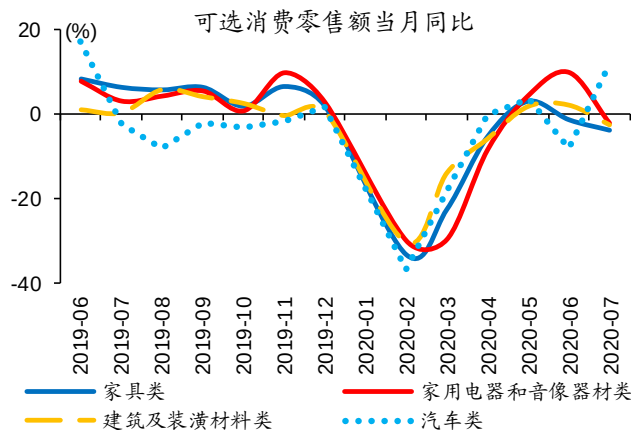
数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 7月多数可选消费品消费增速回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 7月汽车消费增速大幅抬升, 受基数等因素影响



数据来源: Wind、开源证券研究所

经济修复结构分化显著, 使得就业市场改善较为缓慢, 重点群体就业压力居高不下。截至2020年7月, 全国调查失业率仍居高位、达5.7%, 新毕业大学生等失业率进一步抬升、在20%左右, 远超过历史同期水平。考虑到约500万农民工并未返

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_3151

