

经济弱于预期，政策相机决策

——7月经济数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

单靠出口已经不够拉动生产。7月工业增加值意外回落，结束了4月以来的反弹趋势。在出口十分强劲的背景下，生产的回落反映出内需的拖累很大。通常工业增加值增速与GDP增速相近，所以当前经济状况距离潜在增速水平仍有较大差距。具体来看，7月份工业增加值回落的行业在逻辑上大致可以分为以下几类：第一，上游大宗商品价格下跌引起的相关行业减少产能。第二，经济不确定性使得企业投资意愿不足，中游设备制造业生产走弱。第三，7月疫情反弹导致消费需求疲软，下游行业生产也随之走弱。不过得益于强劲的需求，汽车制造业仍然保持较高的增速。此外，高温天气带动电力、燃气及水的生产和供应业增加值大幅增长。总体来看，中国出口一直较为强劲，这是此前拉动国内生产的重要因素，在一定程度上弥补了内需的不足。但是现在内需的疲弱程度超过了外需的拉动能力，加上上游产能降温，所以工业生产整体上进入瓶颈阶段。

消费复苏之路艰难。我们此前在多篇报告中提示不要对下半年消费有过高期待，不过消费走弱的时点仍比我们预期的更早。7月社零同比增长2.7%，较市场预期有很大差距，且在低基数之下仍较6月增速下降，反映出居民消费非常疲软。7月消费有以下结构性特征：第一，疫情反弹的影响下外出社交类消费再度走弱。第二，房地产行业的低迷导致房地产后周期类消费持续低迷。第三，餐饮业继续修复，但上限可能不高。第四，汽车和家电消费保持较好势头。这两项消费是今年政策刺激消费的重点，其强劲增长可能是政策推动的结果。综合来看，疫情反弹和地产下滑是拖累消费的主要原因。下半年房地产行业预计会企稳回升，但是疫情防控仍看不到放松的前景。所以整体上下半年消费复苏的天花板不会太高。

制造业与房地产投资下滑，基建一枝独秀。1-7月固定资产投资累计同比增长5.7%，较1-6月下滑0.4个百分点。单月增速来看，我们测算7月投资增速为3.6%，这是今年除4月份疫情最严重的时期之外最低的。制造业投资的下滑是值得担忧的方面。我们对下半年制造业投资并不乐观，一是因为从企业现金流的状况来看，上半年由于经济下行和成本上涨的原因，企业利润下降较多，不利于未来增加资本开支。二是疫情的不确定性影响下，企业做长期投资规划的意愿较低。7月制造业投

资的下滑可能具有惯性。房地产投资如期加速下滑。这背后是很多房企资金链断裂影响了施工。商品房销售面积和房屋新开工面积同比分别下降 28.9% 和 45.5%，降幅较 6 月扩大，这意味着房地产行业下行的趋势还会延续。房地产相关刺激政策有必要进一步加强：一是一线城市的房地产调控政策还有较大的放松空间，二是房贷利率有进一步下调的空间。基建投资是经济的重要支撑力量。从政府融资到基建投资有一定时间滞后，上半年政府债大量发行将推动下半年基建投资维持较高位置。而且政治局会议提到充分利用专项债限额，这给经济强省加杠杆进行基建投资也提供了一定的想象空间。

年轻人失业率接近 20%。7 月城镇调查失业率继续下降，达到 5.4%。由于农民工的就业弹性和体制内机构对就业的逆周期吸纳作用，中国整体就业水平对于经济的敏感度不像西方那么高，不过这并不能掩盖结构上的隐患。16-24 岁人群失业率达到 19.9%，再创历史新高。这背后一方面经济下行最直接冲击的就是年轻人的就业，这是周期性失业。另一方面是 7 月本就是应届生毕业季，大量劳动力人口涌入市场，一时难以被吸收，这是季节性效应。7 月通常是季节性效应最为明显的时段，所以 8 月年轻人的失业率可能会有所回落，至少难以继续快速上升。但是周期性失业的影响难以避免，失业率若要大幅下降，还需依赖于经济活力提升。

经济压力仍大，政策相机决策。7 月生产、消费、投资各项数据全面走弱，可见当前经济复苏的基础很不牢固。这也可以理解为何在政治局会议和央行货币政策执行报告都措辞相对谨慎的情况下，央行意外采取了降息操作。我们此前指出经济将会在 7、8 月份之后放缓，但目前经济放缓的时点更早到来，实际情况较预计的更加困难。而央行看似“言行不一”的行为也反映出政策取向还是偏向于相机决策的，当经济压力加大之时，政策不会过于保守。

风险提示：国内疫情反弹。

目录

1. 数据	5
2. 单靠出口已经不够拉动生产	5
3. 消费复苏之路艰难	6
4. 制造业与房地产投资下滑，基建一枝独秀	7
5. 年轻人失业率接近 20%	8
6. 经济压力仍大，政策相机决策	8

图表目录

图表 1：工业增加值意外回落.....	5
图表 2：消费意外回落.....	6
图表 3：投资增速下滑.....	7
图表 4：年轻人就业压力仍大.....	8

1. 数据

7月工业增加值同比增长3.8%，预期（Wind，下同）4.6%，前值3.9%。

7月社会消费品零售总额同比增长2.7%，预期5.3%，前值3.1%。

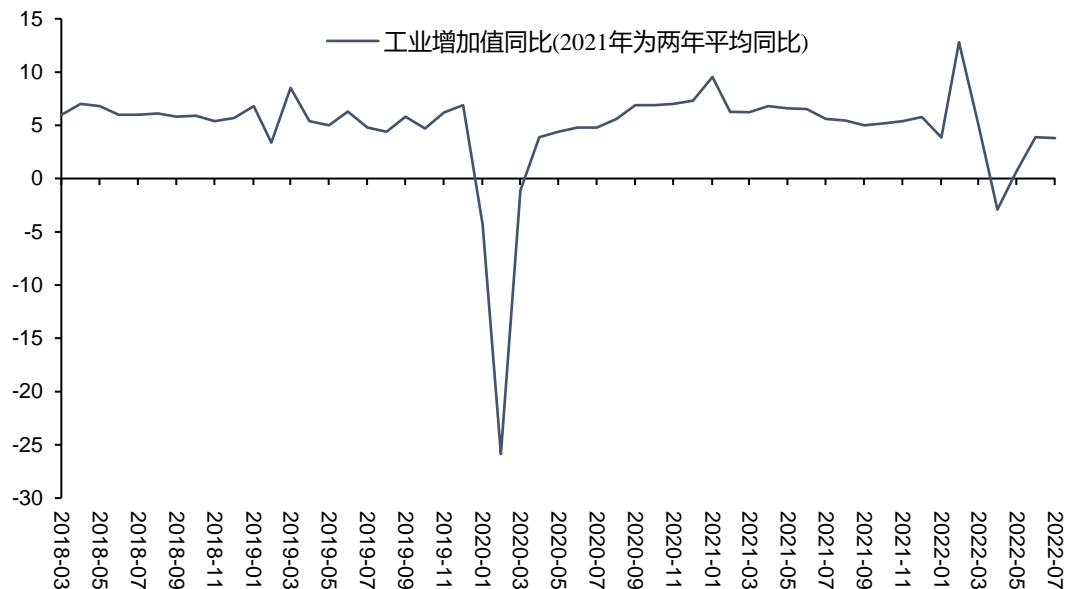
1-7月固定资产投资累计同比增长5.7%，预期6.2%，前值6.1%。

7月城镇调查失业率为5.4%，预期5.5%，前值5.5%。

2. 单靠出口已经不够拉动生产

7月工业增加值意外回落，结束了4月以来的反弹趋势。在出口十分强劲的背景下，生产的回落反映出内需的拖累很大。通常工业增加值增速与GDP增速相近，所以当前经济状况距离潜在增速水平仍有较大差距。

图表 1：工业增加值意外回落



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

具体来看，7月份工业增加值回落的行业在逻辑上大致可以分为以下几类：

第一，上游大宗商品价格下跌引起的相关行业减少产能。采矿业工业增加值同比增长8.1%，较6月回落0.6个百分点。原材料直接相关的冶炼等行业也出现明显下滑。

第二，经济不确定性使得企业投资意愿不足，中游设备制造业生产走弱。通用设备制造业同比下降0.4%，降幅较6月扩大1.5个百分点。专用设备制造业同比增长4%，较6月下降2个百分点。

第三，7月疫情反弹导致消费需求疲软，下游行业生产也随之走弱。比如纺织业增加值同比下降4.8%，降幅较6月扩大0.9个百分点。食品加工和制造业等行业增加值也均下降。

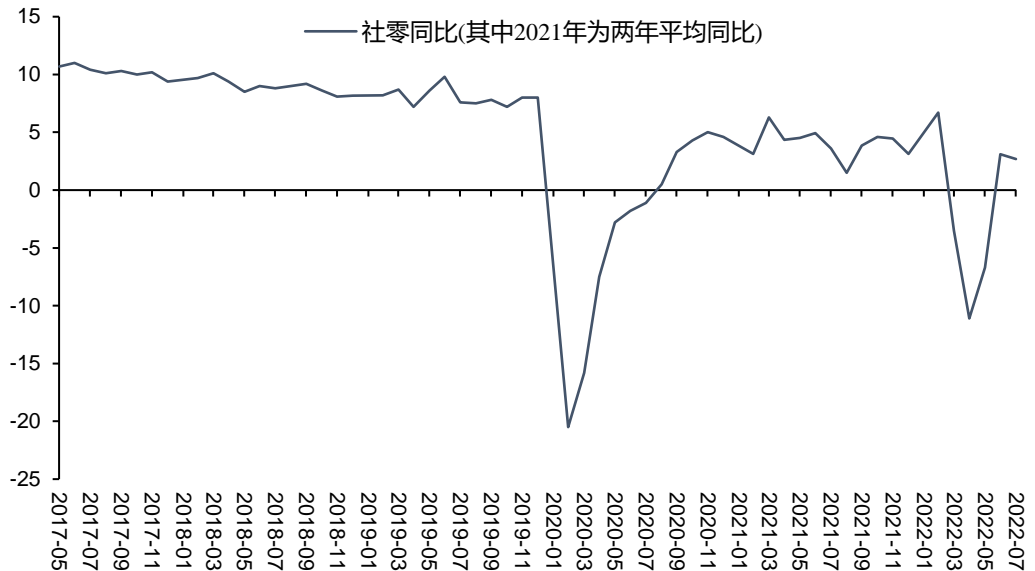
不过得益于强劲的需求，汽车制造业仍然保持较高的增速，同比增长 22.5%，增幅较 6 月扩大 6.3 个百分点。此外，高温天气带动电力、燃气及水的生产和供应业增加值大幅增长，同比增长 9.5%。

中国出口一直较为强劲，这是此前拉动国内生产的重要因素，在一定程度上弥补了内需的不足。但是现在内需的疲弱程度超过了外需的拉动能力，加上上游产能降温，所以工业生产整体上进入瓶颈阶段。

3. 消费复苏之路艰难

我们此前在多篇报告中提示不要对下半年消费有过高期待，不过消费走弱的时点仍比我们预期的更早。7 月社零同比增长 2.7%，较市场预期有很大差距，且在低基数之下仍较 6 月增速下降，反映出居民消费非常疲软。

图表 2：消费意外回落



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

7 月消费有以下结构性特征：

第一，疫情反弹的影响下外出社交类消费再度走弱。服装、鞋帽、针纺织品类消费同比增速只有 0.8%，较 6 月下降了 0.4 个百分点。自去年下半年疫情防控加码之后，服装类消费在大多数月份都是同比负增的，而在疫情之前这一增速中枢在 6% 左右。化妆品类消费同比增速由 8.1% 回落到 0.7%。可以看出疫情对相关消费有明显而直接的冲击。此外今年的高温天气也可能对居民外出相关的消费有负面的影响。

第二，房地产行业的低迷导致房地产后周期类消费持续低迷。家具类消费同比下降 6.3%，建筑及装潢材料消费同比下降 7.8%。

第三，餐饮业继续修复，但上限可能不高。7 月餐饮消费同比下降 1.5%，降幅较 6 月收窄。不过餐饮业仍是拖累整体消费的重要因素。而且回顾过去两年的经验，在疫情防控仍然严格的背景下，餐饮业消费前景依然堪忧。

第四，汽车和家电消费保持较好势头。汽车消费同比增长 9.7%，虽较 6 月有一定下滑但增长仍较为强劲。家电类消费同比增长 7.1%，较 6 月增速提升 3.9 个百分点。这两项消费是今年政策刺激消费的重点，其强劲增长可能是政策推动的结果。

综合来看，疫情反弹和地产下滑是拖累消费的主要原因。下半年房地产行业预计会企稳回升，但是疫情防控仍看不到放松的前景。所以整体上下半年消费复苏的天花板不会太高。

4. 制造业与房地产投资下滑，基建一枝独秀

1-7 月固定资产投资累计同比增长 5.7%，较 1-6 月下滑 0.4 个百分点。单月增速来看，我们测算 7 月投资增速为 3.6%，这是今年除 4 月份疫情最严重的时期之外最低的。

图表 3：投资增速下滑



资料来源：Wind，太平洋证券研究院测算

制造业投资的下滑是值得担忧的方面。我们测算 7 月制造业单月同比增速为 7.5%，而 6 月为 9.9%。我们对下半年制造业投资并不乐观，一是因为从企业现金流的情况来看，上半年由于经济下行和成本上涨的原因，企业利润下降较多，不利于未来增加资本开支。二是疫情的不确定性影响下，企业做长期投资规划的意愿较低。7 月制造业投资的下滑可能具有惯性。

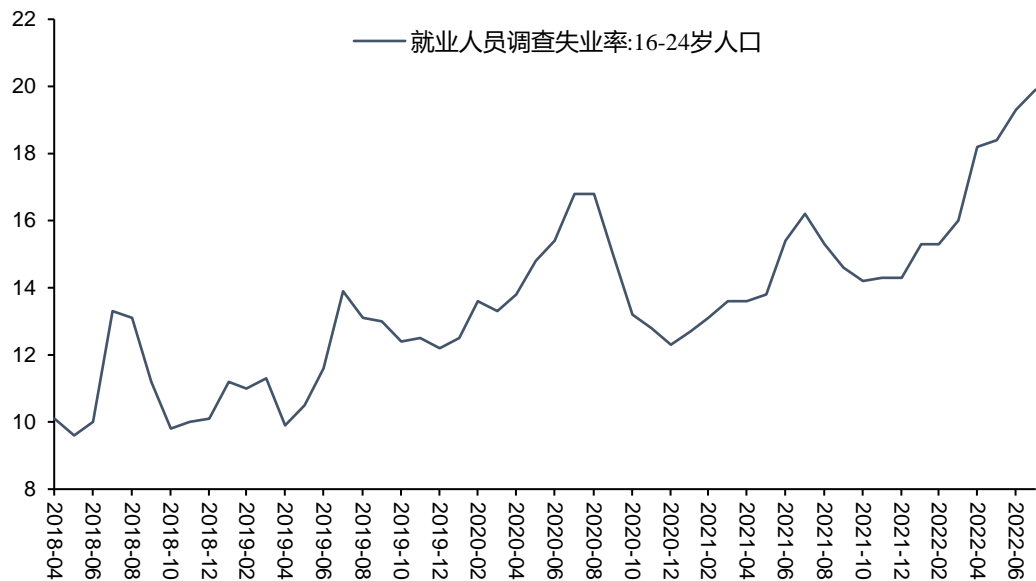
房地产投资如期加速下滑。我们测算 7 月房地产投资单月同比下降 12.3%，这背后是很多房企资金链断裂影响了施工。商品房销售面积和房屋新开工面积同比分别下降 28.9% 和 45.5%，降幅较 6 月扩大，这意味着房地产行业下行的趋势还会延续。房地产相关刺激政策有必要进一步加强：一是一线城市的房地产调控政策还有较大的放松空间，二是房贷利率有进一步下调的空间。

基建投资是经济的重要支撑力量。我们测算 7 月基建投资（不含电力）同比增长 9.1%，较 6 月进一步提升 0.9 个百分点。从政府融资到基建投资有一定时间滞后，上半年政府债大量发行将推动下半年基建投资维持较高位置。而且政治局会议提到充分利用专项债限额，这给经济强省加杠杆进行基建投资也提供了一定的想象空间。

5. 年轻人失业率接近 20%

7月城镇调查失业率继续下降，达到5.4%。由于农民工的就业弹性和体制内机构对就业的逆周期吸纳作用，中国整体就业水平对于经济的敏感度不像西方那么高，不过这并不能掩盖结构上的隐患。16-24岁人群失业率达到19.9%，再创历史新高。这背后一方面是经济下行最直接冲击的就是年轻人的就业，这是周期性失业。另一方面是7月本就是应届生毕业季，大量劳动力人口涌入市场，一时难以被吸收，这是季节性效应。7月通常是季节性效应最为明显的时段，所以8月年轻人的失业率可能会有所回落，至少难以继续快速上升。但是周期性失业的影响难以避免，失业率若要大幅下降，还需依赖于经济活力提升。

图表 4：年轻人就业压力仍大



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

6. 经济压力仍大，政策相机决策

7月生产、消费、投资各项数据全面走弱，可见当前经济复苏的基础很不牢固。这也可以理解为何在政治局会议和央行货币政策执行报告都措辞相对谨慎的情况下，央行意外采取了降息操作。我们此前指出经济将会在7、8月份之后放缓，但目前经济放缓的时点更早到来，实际情况较预计的更加困难。而央行看似“言行不一”的行为也反映出政策取向还是偏向于相机决策的，当经济压力加大之时，政策不会过于保守。

风险提示：国内疫情反弹。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。