

7月经济数据：经济复苏步伐有所放缓

核心观点

7月受地产停贷风波等事件影响，社会需求释放不足，经济复苏步伐放缓。消费方面，由于6月份季末冲量存在一定透支效应，社零增速小幅回落至2.7%。投资方面，地产较弱、基建韧性，高技术制造业维持较高景气度。大类资产配置方面，预计A股行情将表现为结构化特征，看好以航空机场、旅游酒店、餐饮、免税为代表的出行消费链。此外，新制造稳增长链条看好制造业强链补链（半导体和机床母机）和“新能源+”。固定收益方面，预计10年期国债收益利率在2.6%~2.8%之间震荡。

□ 内需走弱扰工业，生产修复待地产

7月规模以上工业增加值同比增长3.8%，较6月环比增长0.38%，大幅低于市场一致预期，略低于我们预期。我们认为此次工业修复放缓的核心原因在于：需求端房地产投资走弱导致上中游产业链条修复受阻。但另一方面，在国内供应链稳定、出口向好的支撑下，工业生产恢复的趋势仍有韧性。7月份全国服务业生产指数比上月回落，我们认为7月服务业修复受阻主因也在于地产断贷的影响。展望8月，国内疫情对生产冲击相对可控，地产恢复情况及国内异常高温是扰动工业生产的重要负面因素。

□ 社零小幅收缩，仍有修复空间

7月社会消费品零售总额同比+2.7%，前值3.1%，社零增速小幅回落。其一，6月季末冲量对于7月社零有一定透支；其二，地产销售表现欠佳对地产后周期消费亦有拖累；其三，全国疫情多地散发，线下消费复苏斜率有所回落。不过，汽车产销依然表现良好，政策助力下车市热度不减。

□ 失业有所改善，青年人群承压

7月全国城镇调查失业率为5.4%，前值5.5%，失业情况有所改善，已降至阈值水平5.5%下方。不过，青年失业率依然承压，16-24岁人口失业率为19.9%，续创历史新高。在经济复苏和政策呵护两股力量下，失业率将保持下行态势。

□ 固定资产投资动能边际放缓，制造业延续挑大梁态势

1-7月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.7%，比1-6月份回落0.4个百分点，基本符合我们前期判断，但低于市场一致预期6.2%（Wind一致预期为6.2%），制造业投资仍然蕴藏较大预期差。分领域看，制造业投资增长9.9%，基础设施投资同比增长7.4%，房地产开发投资下降6.4%。从当月同比看，制造业投资同比增长7.5%，基础设施投资同比增长9.1%，房地产开发投资下滑12.3%。受7月停贷、断贷事件的影响，地产及其产业链的资本开支受到较大制约，市场主体信心也有一定波动。我们认为，制造业投资在强链补链、产业基础再造等支撑下具有较强韧性。

□ 风险提示

疫情超预期恶化；政策落地不及预期；大国博弈超预期。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书号：S1230520080001

zhangdi@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书号：S1230521050001

zhanghao1@stocke.com.cn

研究助理：林成炜

linchengwei@stocke.com.cn

研究助理：潘高远

pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《7月金融数据：M2与社融再现背离》 2022.08.12
- 2 《CPI回落助推市场短期继续交易衰退主线——美国7月通胀数据传递的信息》 2022.08.11
- 3 《通胀成为关注重要变量——解读2022年二季度货币政策执行报告》 2022.08.10

正文目录

1 经济复苏步伐有所放缓	4
2 内需走弱扰工业，生产修复待地产	4
3 社零小幅收缩，仍有修复空间	5
4 失业有所改善，青年人群承压	7
5 投资动能边际回落，制造业延续较高景气度	8
5.1 高技术制造业持续引领制造业投资	9
5.2 停工停贷对地产投资形成拖累，年内地产投资仍面临下行压力	10
5.3 高温天气扰动，基建回开放缓	11

图表目录

图 1: 工业增加值主要门类: 7 月同比.....	5
图 2: 主要工业产品产量增速与去年同期对比.....	5
图 3: 7 月社零同比增速小幅回落至 2.7%.....	5
图 4: 地产后周期消费增速回落较为明显.....	5
图 5: 乘用车市场热度不减.....	6
图 6: 7 月乘用车销量创历史同期新高.....	6
图 7: 暑期档票房超去年同期 (单位: 亿元).....	6
图 8: 民航执飞量保持修复态势 (单位: 班次).....	6
图 9: 7 月失业率为 5.4%, 较前值下降 0.1 个百分点.....	7
图 10: 青年失业率达到 19.9%, 较 6 月份继续上升.....	7
图 11: 大城市失业率显著下行.....	7
图 12: 外来户籍人口失业率显著改善.....	7
图 13: 固定资产投资增长动能分化明显.....	8
图 14: 固定资产投资 7 月当月同比增速.....	8
图 15: 房地产投资各项累计同比增速 (%).....	10
图 16: 2022 年以来新增净停工面积累计同比估算.....	11
图 17: 7 月以来全国众多城市出台文应对高温天气.....	12
图 18: 上海、重庆、成都、杭州等地区历史最高气温再创新高.....	13
表 1: 7 月高技术制造业当月同比增速较快 (单位: %).....	9

1 经济复苏步伐有所放缓

7月受地产停贷风波、疫情多点散发等事件影响，社会需求释放不足，经济复苏步伐放缓。消费方面，由于6月份季末冲量存在一定透支效应，社零增速小幅回落至2.7%，不过汽车市场热情不减，且餐饮、票房等线下消费数据持续恢复。投资方面，地产较弱、基建韧性，高技术制造业维持较高景气度。7月部分区域地产企业现金流吃紧，相关项目停工对地产投资扰动增加，地产投资当月同比回落至-12.3%。

大类资产配置方面，预计A股行情将表现为结构化特征，看好以航空机场、旅游酒店、餐饮、免税为代表的出行消费链。此外，新制造稳增长链条看好制造业强链补链（半导体和机床母机）和“新能源+”。固定收益方面，预计10年期国债收益率在2.6%-2.8%之间震荡。

2 内需走弱扰工业，生产修复待地产

7月规模以上工业增加值同比增长3.8%，较6月环比增长0.38%，大幅低于市场一致预期，略低于我们预期。我们认为此次工业修复暂缓的核心原因在于：需求端房地产投资走弱导致上中游产业链条修复受阻。但另一方面，在国内供应链稳定、出口向好的支撑下，工业生产恢复的趋势仍有韧性。

7月工业生产景气分化，地产投资走弱对工业负面影响较大，与地产相关上中游行业走弱。7月地产投资在断贷影响下持续走弱，影响钢铁、水泥、相关机械设备等中游产业的生产积极性，即使在制造业投资、基建投资保持较高增速的情形下亦对工业生产带来较大拖累。从高频数据上看，与地产生产链条相关的黑色系开工率、达产率、产量较上月均有较大幅度回落，7月份第二产业用电量同比增速-0.1%亦有所印证。

供应链稳定及出口韧性对工业生产有积极支撑作用。7月国内物流和供应链已恢复至今年4月水平，上下游产品交付畅通确保工业生产韧性。据7月28日交通运输部发布会数据，7月全国高速公路货车流量较与今年4月相比增长10.3%。7月份全国铁路货物发送量、公路货运量、监测港口完成货物吞吐量、主要国际航空口岸货邮运输量、邮政快递业务量分别接近或超过疫情前水平。在外需方面，由于我国较海外仍有较大的供给优势，出口仍有较好表现，对工业生产有积极支撑作用。

此外，国内消费相关行业生产韧性较强，农副食品加工、食品饮料制造、汽车制造等行业PMI高于52.0%，7月份酒、饮料和精制茶制造业、汽车制造业、电气机械和器材制造业增加值分别增长10.8%、22.5%、12.5%，表现较为强劲。

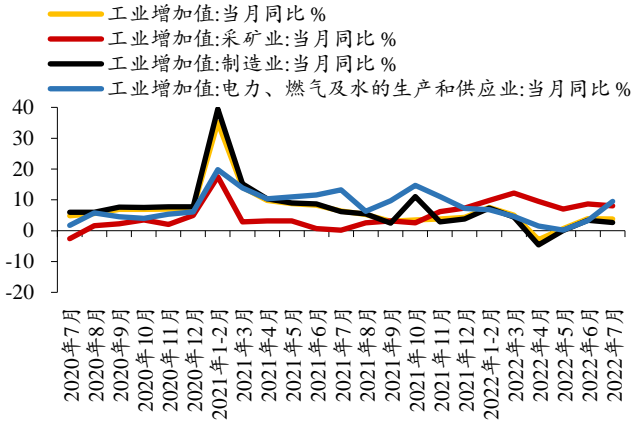
7月份全国服务业生产指数同比增长0.6%，比上月回落0.7个百分点，我们认为7月服务业修复受阻主因在于地产断贷的影响。一方面居民购房预期转弱直接影响房地产行业本身的服务业生产，另一方面外溢至金融行业相关的服务如信贷的修复。7月金融业生产指数同比增长4.9%，较上月回落0.6个百分点。人的流动积极修复对服务业仍有正面支撑，相关行业如铁路运输、航空运输、住宿、餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数位于55.0%以上较高景气区间。

从分项数据上看，7月份采矿业增加值同比增长8.1%、制造业放缓至2.7%、电力、热力、燃气及水生产和供应业增长9.5%，制造业同比增速放缓较大。7月装备制造业、高技术制造业增加值同比分别增长8.4%、5.9%，体现我国高质量发展趋势。分产品看，新能源汽车、太阳能电池等绿色智能产品产量同比分别增长112.7%、33.9%，较上月加快。我们

主要关注的工业产品产量中，7月份汽车（31.5%）、原煤（16.1%）高增、十种有色金属（4.8%）、发电量（4.5%）微增，水泥（-7.0%）和钢材（-5.2%）负增，汽车产量向好。

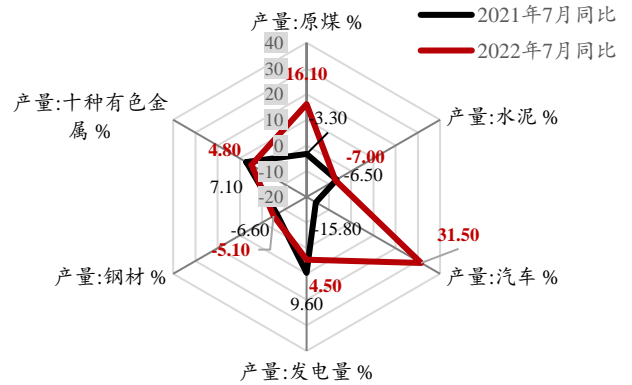
8月国内疫情对工业生产的扰动可控，但国内多省份出现的超历史高温天气或将导致电力供应紧张，从而可能有更多地区为保居民用电而要求高耗能工业企业实施“高温假”的情况出现，扰动工业生产节奏。

图1：工业增加值主要门类：7月同比



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图2：主要工业产品产量增速与去年同期对比

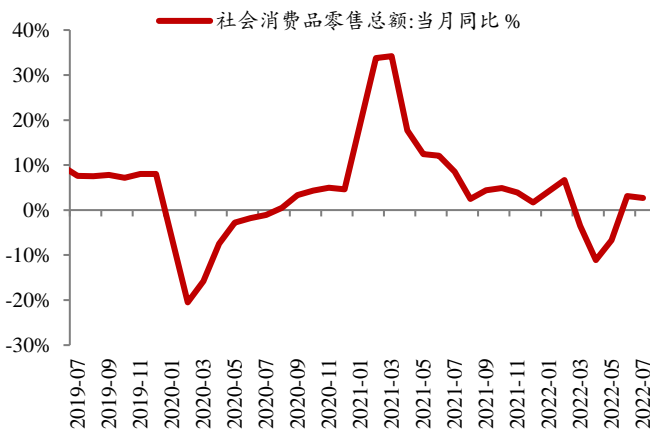


资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

3 社零小幅收缩，仍有修复空间

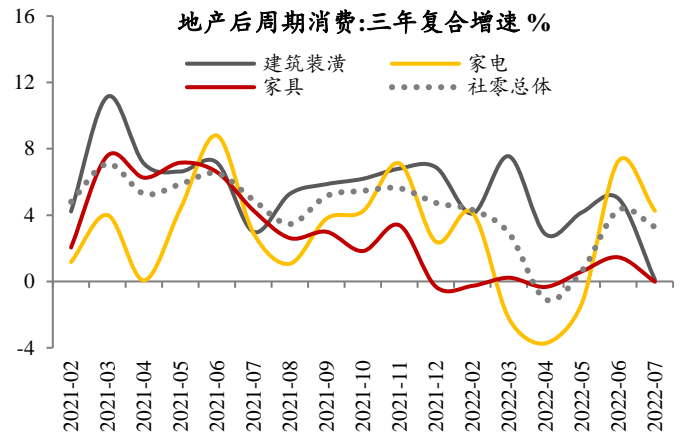
7月社会消费品零售总额同比+2.7%，前值3.1%，社零增速小幅回落。其一，6月季末冲量对于7月社零有一定透支；其二，地产销售表现欠佳对地产后周期消费亦有拖累；其三，全国疫情多地散发，线下消费复苏斜率有所回落。不过，汽车产销依然表现良好，政策助力下车市热度不减。

图3：7月社零同比增速小幅回落至2.7%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：地产后周期消费增速回落较为明显

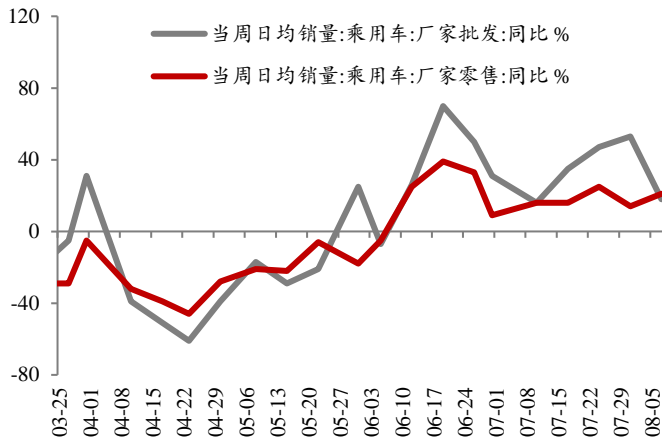


资料来源：Wind，浙商证券研究所

汽车产销依然强劲，政策助力下车市热度不减。据中汽协披露，7月份乘用车产销分别为221万辆和217.4万辆，同比分别增长42.6%和40%，创历史同期新高。7月全国疫情总体平稳，供应链和整车生产正常运转，热门车型供不应求的局面显著改善。需求方面，

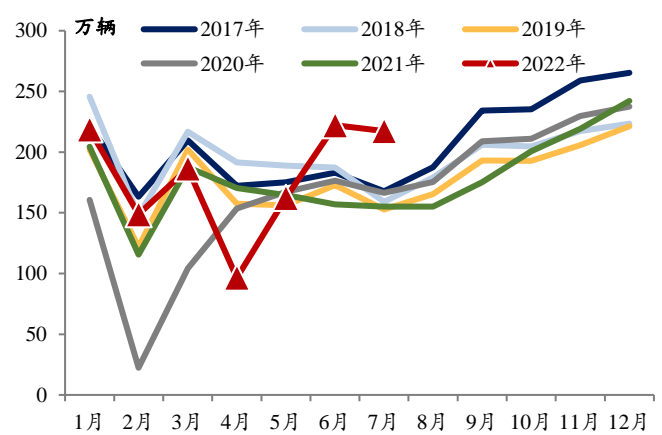
疫后补偿性购车需求进一步释放，国家购置税减半政策及地方政府促汽车消费政策持续发力，新能源车和传统燃油车均有良好表现。

图5：乘用车市场热度不减



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

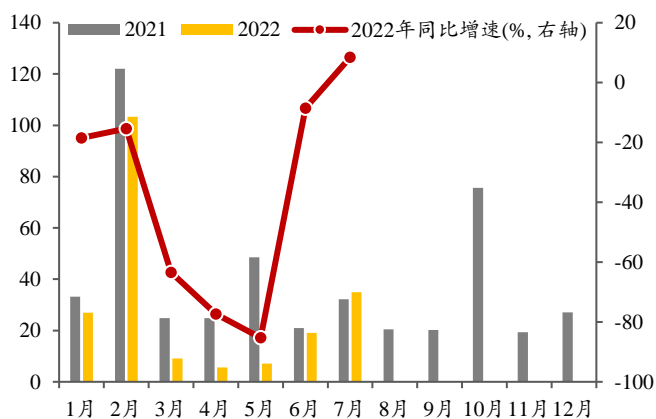
图6：7月乘用车销量创历史同期新高



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

7月人员流动保持恢复，线下消费保持修复态势，但一定程度上受到全国疫情多点散发的拖累。从城市内出行角度来看，地铁客运量持续修复。据交通运输部数据，7月当月，全国共完成轨道交通客运量19.5亿人次，环比6月增加1.7亿人次，增长9.6%。7月影院营业率持续上升，暑期档票房已超去年同期水平；7月餐饮收入同比-1.5%，较前值-4%小幅修复。从跨城出行角度来看，7月全国铁路累计发送旅客2.24亿人次，日均722.8万人次，环比增加170.4万人次，增长30.9%，国内民航执飞量也保持修复态势。8月疫情有所恶化，或对线下消费产生一定压制。

图7：暑期档票房超去年同期(单位：亿元)



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图8：民航执飞量保持修复态势(单位：班次)



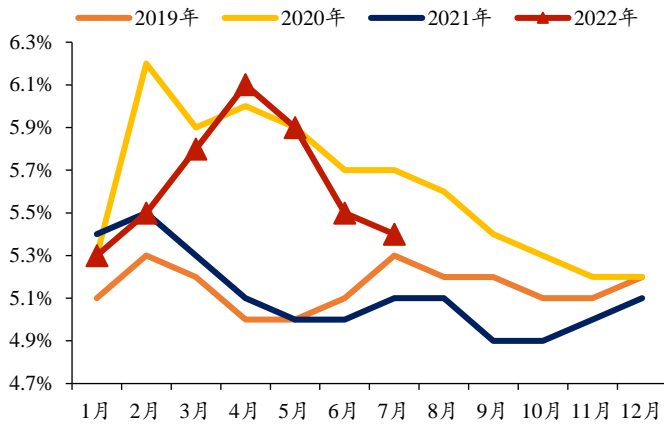
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

向前看，我们认为消费仍有向上修复空间，下半年名义社零增速可以达到6.5%。其一，大城市保持常态化核酸检测，可以保证以较小代价控制住疫情，保障人和物的流动；其二，积极的财政政策是扩大消费需求的重要支撑，今年财政重点发力科教文卫和社保就业领域，政府消费增速有望达到10.3%的两位数增速；其三，下半年居民消费价格指数将有所回升，价格端也对名义社零形成一定支撑。

4 失业有所改善，青年人群承压

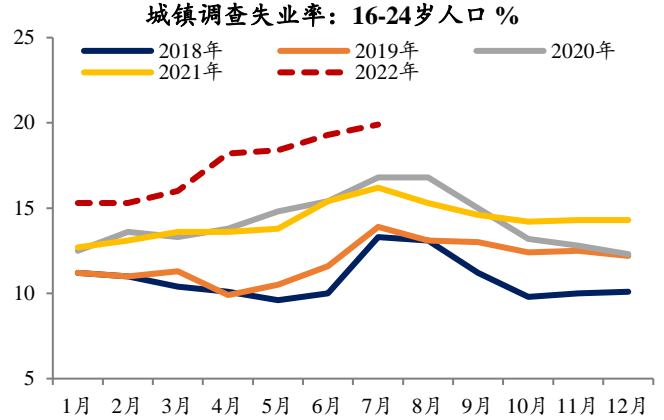
7月全国城镇调查失业率为5.4%，前值5.5%，失业情况有所改善，已降至阈值水平5.5%下方。不过，青年失业率依然承压，16-24岁人口失业率为19.9%，续创历史新高。

图9：7月失业率为5.4%，较前值下降0.1个百分点



资料来源：Wind，浙商证券研究所

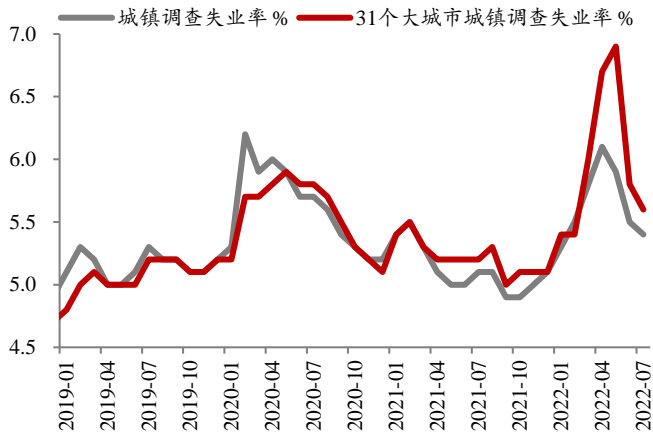
图10：青年失业率达到19.9%，较6月份继续上升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

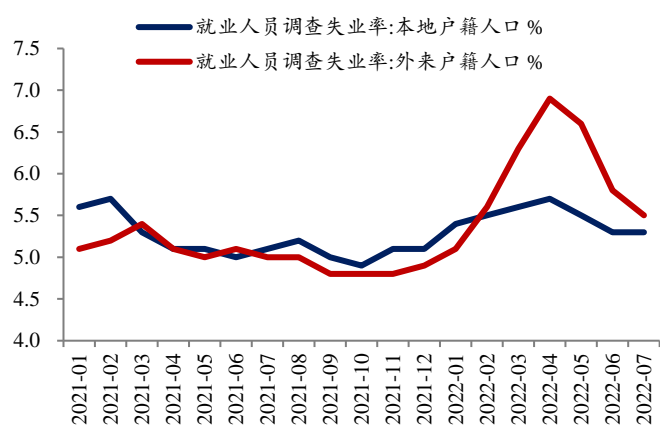
失业率下行的原因如下：其一，大城市在常态化核酸检测护航下，持续推动复工复产，二产、三产用工需求修复，7月份31个大城市城镇调查失业率下行至5.6%，4、5、6月份分别为6.7%、6.9%、5.8%。其二，全国各大城市疫情持续零星散发，就业场景不稳定致使部分农民工返乡，农村起到了一定的“蓄水池”作用，因此虽然7月份经济复苏步伐有所放缓，但外来农业户籍人口调查失业率已经下行至5.1%，低于整体水平，部分景气度高的行业甚至出现了“招工难”现象。

图11：大城市失业率显著下行



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图12：外来户籍人口失业率显著改善



资料来源：Wind，浙商证券研究所

进入毕业季，青年失业率持续承压。7月16-24岁人口调查失业率为19.9%，较前值继续上行。历史数据显示，青年失业率会在7-8月份毕业季达到峰值，今年我国高校毕业生规模达到创纪录的1076万人，随着大学生进入劳动力市场，青年失业率显著走高，8月或持续保持高位。针对农民工返乡问题，国常会重申以工代赈的重要性，提出在重点工程

配套设施建设中实施一批以工代赈中央预算内投资项目，劳务报酬占中央资金比例由原规定的15%以上提高到30%以上。

向前看，在常态化检测护航下，用工需求将保持稳定。在经济复苏和政策呵护两股力量下，失业率将保持下行态势，能够顺利完成全年平均5.5%的预期目标。

5 投资动能边际回落，制造业延续较高景气度

1-7月份，固定资产投资（不含农户）同比增长5.7%，比1-6月份回落0.4个百分点，符合我们前期报告《7月数据预测：复苏不发小幅放缓，消费、基建仍具韧性》中的预测，低于市场一致预期（Wind市场一致预期为6.2%）。分领域看，资本开支动能分化明显，基础设施投资同比增长7.4%，制造业投资增长9.9%，房地产开发投资下降6.4%。从边际变化看，7月份制造业投资当月同比增长7.5%，基础设施投资当月同比增长9.1%，房地产开发投资当月同比下滑12.3%。

第一，工业企业利润结构趋于均衡。从产业链看，6月份，采矿业利润同比增长77.9%，增速较上月有所回落；制造业利润同比下降9.0%，降幅较上月收窄9.5个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业利润增长13.1%，利润由降转增。制造业利润占规模以上工业的比重为76.2%，较上月提高2.6个百分点，工业企业利润行业结构进一步改善。

第二，制造业景气度边际转弱。7月制造业供需在6月份快速释放后有所回落，生产指数和新订单指数分别为49.8%和48.5%，比上月下降3.0和1.9个百分点，均位于收缩区间。分行业看，纺织、石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工等高耗能行业PMI继续位于收缩区间，明显低于制造业总体水平，是PMI回落的主要因素之一。国家统计局调查结果显示，反映市场需求不足的企业占比连续4个月上升，本月超过五成，市场需求不足是当前制造业企业面临的主要困难。

第三，房地产市场面临短期阵痛。全国商品房销售面积78178万平方米，同比下降23.1%；商品房销售额75763亿元，下降28.8%。7月市场出现“断供”事件，部分房企出现流动性危机。7月28日中共中央政治局召开会议，强调要稳定房地产市场，提出“保交楼、稳民生”，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求。会议明确了房地产市场政策宽松的基调，我们判断后续可能出台具体措施，房地产市场基本面有望迎来边际改善。

图13：固定资产投资增长动能分化明显

图14：固定资产投资7月当月同比增速

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_45235

