

# 经济承压，被动降息作用几何？ ——7月经济数据和815降息点评

报告日期：2022-08-15

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

## 主要观点：

●事件：2022年1-7月工业增加值累计同比3.5%，社零累计同比-0.2%，固定资产投资累计同比5.7%（预期6.2%）。其中，基建投资9.58%，制造业投资9.9%，房地产投资-6.4%。8月15日，1年期MLF利率和7天逆回购利率分别调降10bp至2.75%、2.0%。MLF缩量续作，本月进行4000亿1年期MLF操作，有6000亿到期；继续“地量”投放20亿元7天期逆回购。

●一、生产：工业生产修复动能放缓，中下游高端制造业生产向好，汽车显现韧性；疫情冲击下，服务业景气度下行但仍保持正增长，后续政策还需在产需端持续发力，巩固经济修复趋势。

1、工业生产修复动能放缓，中下游高端制造业生产向好，汽车显现韧性。

1) 多地疫情反复下，内需外需双弱，叠加商品价格回落上游行业自发性+政策性减产，7月工业生产未能兑现低基数效应、修复动能放缓。7月工业增加值同比为3.8%，较前值下滑了0.1个百分点；1-7月累计同比增长3.5%，较1-6月提升0.1个百分点。环比看，7月工业增加值修复斜率放缓，环比季调为0.38%，接近于过去四年同期均值的0.36%（剔除2020年异常值），表明工业生产环比持平于季节性，6月经济数据显现的疫后回补性修复动能在7月似乎“被抵消”。出口方面，7月出口交货值累计同比持平前值的10.8%，出口对生产仍有较好支持，后续外需面临走弱风险，出口支持力度或下降。

2) 分行业看，中下游高端制造业生产向好，汽车显现韧性。35.0%的行业工业增加值累计同比较上月有所修复，主要分布于中下游高端制造业行业，其中汽车制造、电气机械、铁路船舶航空航天和其他运输设备、通用设备、计算机通信电子设备的累计同比较前值回升了3.2、0.7、0.5、0.5、0.4个百分点至1.3%、2.3%、10.2%、-2.2%、9.8%。总体看，7月高技术产业工业增加值同比增长9.0%，超过全部工业行业5.5个百分点，为工业生产提供一定支撑。受益于产业链供应链逐步打通以及出口高景气，汽车行业延续了6月的强劲增长，汽车产量同比较前值回升4.7个百分点至31.5%。

2、疫情冲击下，7月服务业景气度下行但仍保持正增长。7月服务业生产指数同比较前值下滑了0.7个百分点至0.6%，指向7月多地疫情反复下服务业再度承压，且地产销售受地产风险事件和疫情防控双重冲击，拖累服务业较大。

●二、固定资产投资：地产投资连续13个月下行，制造业投资增速小幅回落，专项债持续形成实物工作量支撑基建投资高速增长。

1-7月固定资产投资累计同比较前值下滑了0.4个百分点至5.7%，三年复合平均增速4.7%，回落了0.3个百分点，仅基建分项保持高增。

1) 地产：投资延续回落、销售拿地开工全方位下行；供给端销售回款见底回升，多部门和地方协同推进保交楼，地产纾困出现实质性进展；需求端地产宽松进入新阶段，筑底信号趋显。具体看：

其一，投资端仍低迷。1-7月地产投资累计同比较前值回落1.0个百分点至-6.4%，连续13个月下滑，验证了我们此前的判断，即“去年下半年的低基数或为今年地产增速回升构成支撑，提示基本面可能难有实质性改善”。前端看，销售、拿地、新开工仍在筑底，1-7月商品房销售面积同比-23.1%（前值-22.2%），土地购置面积同比-48.1%（前值为-48.3%），新开工面积同比-36.1%（前值-34.4%）；后端看，竣工面积同比回落至-23.3%（前值为-21.5%）。受地产风险事件等因素影响，7月30个大中城市商品房成交面积同比下滑35%（4月、5月分别同比下滑52%、45%、7%）。疫情反复、防控升级亦影响地产销售，我们以地铁客运量作为居民生活和消费半径的衡量指标，该指标领先30城商品房成交面积约3周，在7月初小幅下行已预示7月地产销售将下行。

其二，供给端销售回款见底回升，多部门和地方协同推进保交楼，地产纾困出现实质性进展。1-7月开发资金来源累计同比-25.4%，结构上延续了5月以来的“销售企稳、自融仍弱”，其中定金及预收款累计同比为-37.1%、较前值回升了0.8个百分点，个人按揭贷款累计同比为-25.2%、较前值回升了0.5个百分点。自筹资金累计同比为-11.4%（前值为-9.7%）、国内信贷累计同比为-28.4%（前值为-27.2%）。自政治局会议首提“保交楼、稳民生”，8月以来多城出台新规，包括8月2日东莞市住建局发文规范监管账户资金管理使用，8月3日长沙对商品房预售资金实行全程全额监管，以及天津提出区分项目风险与企业集团风险等。资金监管“新规”加剧了房企的流动性压力，好的方面在于近期地产纾困政策亦有实质性进展，若楼市企稳，销售回款好转将在一定程度上缓解房企资金压力。具体保交楼政策方面，8月5日郑州成立的100亿纾困基金已与建业集团达成合作、中国华融纾困阳光城母公司、江苏地方性AMC江苏资产管理有限公司与中南集团签署合作框架。需要指出的是，地方保交楼举措多以项目为纾困原则，房企融资困局仍未有效缓解。

其三，政策端地产宽松进入新阶段。结合728政治局会议和央行Q2货币政策执行报告相关表述来看，“稳定房地产市场”在“房住不炒”之前，“用足用好政策工具箱”指向供需端政策可能进一步松动。8月9日，廊坊全面取消户籍、社保个税等“限制性购房条件”，对“北三县”和“雄安新区周边”的住房限售年限要求也全面取消。根据我们年初以来梳理的近250条地产宽松政策，此前仅有唐山、衢州两个城市落实“取消限购+取消限售”政策，环京地区在全国楼市中亦受瞩目，此次宽松区域和力度均较大，或进一步打开高能级城市和热门都市圈的“因城施策”宽松空间，但一线城市放开概率较低。

2) 制造业：高端制造业景气向好，汽车分项修复斜率收窄。1-7月制造业投资累计同比增长9.9%，较前值下滑了0.5个百分点，剔除基数效应后，1-7月制造业投资三年复合增速为5.0%。分行业来看，计算机通信电子、医药、电气机械等高端制造表现较好，三年复合平均增速分别为18.1%、13.1%、12.7%。整体来看，76.9%的制造业行业出现边

## 相关报告

- 1.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_五大主线打开2022经济密码——中央经济工作会议点评》2021-12-12
- 2.《华安证券\_宏观研究\_宏观专题\_我们为什么看好基建？》2022-03-02
- 3.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_如何理解超预期的经济增速？》2022-03-16
- 4.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_一季度经济数据的喜和忧》2022-04-19
- 5.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_我们距离5.5%，还有多远的路要走？》2022-05-17
- 6.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_我们与经济“合理区间”的距离》2022-05-31
- 7.《华安证券\_宏观研究\_破局之路，妙手何方？——2022中期宏观展望》2022-6-14
- 8.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_雨疏霞光现——5月经济数据点评》2022-6-15
- 9.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_再问经济合理增速区间》2022-7-15

际改善，其中汽车制造投资的修复斜率放缓，三年复合平均增速为-5.3%、较前值改善了0.3个百分点。

**3) 前期专项债持续形成实物工作量、新项目申报和开工向好，支撑基建投资高增。**1-7月广义基建增速为9.58%，较前值提升了0.3个百分点；狭义基建(不含电力)增速7.4%，前值7.1%。上半年地方政府新增专项债约3.42万亿元、基本完成国务院“6月底前基本发完”的要求，6月新增专项债大量发行“开闸”意味着无法在短期内完成资金拨付、项目落实，7月基建高增符合我们此前的预期，即“财政部要求8月底基本使用完毕，7月、8月基建增速或超9%”。分行业看，1-7月电热热水、水利管理业、水利环境、公共设施管理业保持超过10%的高增速，分别为15.1%、14.5%、11.8%、11.7%，水利管理业较前值提升了1.8个百分点，改善势头持续向好。

我国经济运行在历经3月、4月的“疫情”风雨后，5月雨疏、6月霞光初现，7月阴云再度笼罩，基建几乎是年内仅存的 silver lining in the cloud。向后看，三要素共振下基建高增确定性仍强，预计三季度落在9.5%-10.5%，乐观情形下测算全年基建增速达到11%。政策端，政治局会议指出“用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金”、“用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额”，同时二季度央行货币政策执行报告中指出“依法合规用好3000亿元政策性开发性金融工具，推动新增的8000亿元开发性政策性银行信贷额度及时投放”，在定调上对已有的政策性金融工具强化落实，考虑到今年还有约1.4万亿存量专项债额度空间，可在下半年进行调用，此前我们忧虑的基建资金来源问题已得到一定补足；项目端，近期央地积极筹备推进重大项目，政策性金融债资金投放有望提速。8月2日国家能源局印发第二批大基地项目清单，8月3日国家电网强调“到年底前再完成投资近3000亿元重大项目”，此外河北省已上报备选项目705个、申报基金2141亿元，湖北省申报农发基础设施基金项目526个、项目总投资8274亿元、申报基金1054亿元。开工端，7月沥青开工率较前值改善了7.6个百分点至38.7%，已接近2021年的同期水平；7月水泥磨机运转率达到48.22%、较二季度40%的水平有明显改善；6月挖掘机产量当月同比较前值改善了27.0个百分点至-3.4%，7月增速或已转正。

**● 三、消费和就业：多地疫情反复，7月消费再度承压，汽车消费韧性较强。失业率连续2个月运行于全年失业率中枢，就业结构分化问题仍严峻。**

**1) 消费方面**，7月社零累计同比为-0.2%、较前值回升了0.5个百分点，当月同比2.7%、环比回落了0.4个百分点。结构上延续必选消费增速回落、可选消费增速改善的趋势，其中饮料、粮油、中西药品增速有所放缓，累计同比分别较前值下滑了0.8、0.5、0.3个百分点，受地产风险事件影响，竣工端的建筑建材增速下滑了0.7个百分点至-3.6%，汽车消费较前值改善了2.1个百分点，此前市场存在出于“消费券存在跨期挤出效应”考虑、低估汽车韧性的观点，错误定价或带来权益方面的修复机会。

**2) 就业方面**，城镇调查失业率较前值下行0.1个百分点至5.4%，连续2个月运行于全年失业率中枢。分结构来看，25-59岁就业人员调查失业率下降0.2个百分点至4.3%，但16-24岁就业人员调查失业率上升0.6个百分点至19.6%，已连续9个月上行，高校毕业生就业态势仍严峻。2022年7月城镇累计新增就业783万人、累计同比-4.7%，跌幅较前值收窄了1.6个百分点。若以“城镇新增就业/城镇当年就业”指标来衡量年内的就业落实进度，我们测算1-7月就业落实进度为58.0%、好于2020年的56.6%，从5月落后于2020年同期的就业进度，6月实现追赶，7月已完成超越，指向稳就业政策成效显著。用工方面，7月重现了二季度疫情冲击下的中小企业承压态势，中型、小型企业的从业人员PMI较上月分别回落了1.6和0.7个百分点，而大型企业改善了1.1个百分点。除疫情反复制约中小企业生产经营外，7月大规模留抵退税基本完成可能是一大成因。

**● 四、如何理解此次降息背后的原因和作用？后续政策将如何演绎？**

**(一) 降息原因：缩量符合预期；降价预期之外，情理之中，原因可能如下：**

**1. 交易层面：银行间资金需求不高，引导政策利率随行就市向市场利率靠拢。**央行在Q2货币政策报告中延续指出“保持流动性合理充裕”，并删除“引导市场利率围绕政策利率波动”，指出“7月份以来，一级交易商的投标量继续减少，人民银行相应进一步降低逆回购操作量，操作量根据流动性供需变化灵活调整是正常现象”，合理推测7天逆回购地量投放和MLF缩量续作与银行间资金需求不高有关。此外，尽管7月以来央行“地量”投放逆回购，旨在边际上引导市场利率向政策利率靠拢，但资金利率仍维持低位，7月以来DR007均值为1.49%，1年期同业存单利率也维持在2.1%左右的低位，因此央行今日操作不排除考虑到引导政策利率随行就市，缩小市场利率和政策利率的缺口。

**2. 经济层面：社融经济差，配合稳增长宽信用诉求。**7月信贷、社融总量、结构均差；经济数据全面承压，实体经济融资需求低迷。5月5年期LPR下降15bp之后，银行净息差压缩空间已经不大。此时降MLF利率，旨在引导LPR利率下降，增加基建和地产相关信贷投放，以扩基建、稳地产。

**3. 政治层面：“态度大于实质”。**7月底政治局会议要求“财政货币政策要有效弥补社会需求不足”，在目前社融低、经济弱的背景下，央行降息以“保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果”。但从作用上来讲，当下货币政策有效性下降，10bp某种程度上“态度大于实质”。

**(二) 降息作用：对经济、股债总体作用可能都有限。**

1. 预计将在本月20日引导LPR同步下降10bp，以提振基建、地产等信贷需求，利好稳增长相关板块，但对经济总量的支撑力度或有限。

2. 短期后续再降息空间进一步下降，且社融-M2持续走低的情况下，充裕的流动性可能引发资金空转；同时美联储9月预计将继续鹰派加息(50bp)，还需谨防一定程度的资本外流压力，对股市总体利好程度可能有限。

3. 今日降息之后10年期国债收益率下行约8bp，反应迅速，下行幅度较大。后续再降息空间有限，且经济总体稳步修复，预计债券收益率下行空间有限，但也难大幅上行，可能维持震荡。

**(三) 后续政策**

维持728政治局会议解读的观点，即财政担任主力，关注各地专项债存量限额空间使用能否落地；货币维持稳健，流动性总体充裕，LPR可能跟随调降，但央行同时关注通胀、海外货币政策收紧，预计总量宽松力度有限，结构性工具担任主力。短期宽信用难以“去地产化”，后续地产政策也将在供需端继续放松，不过宽信用幅度难以过于乐观，社融增

速或已见顶，不确定性只在于回落快慢。

● 风险提示

货币政策超预期收紧，地产下行速度超预期，政策实施力度不及预期。



图表 1 工业生产增速回落



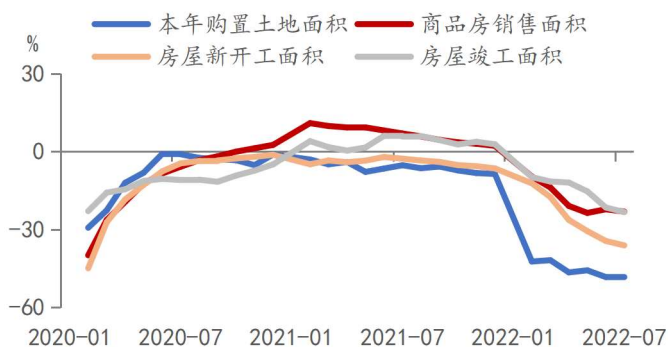
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 工业生产环比季调基本持平于季节性



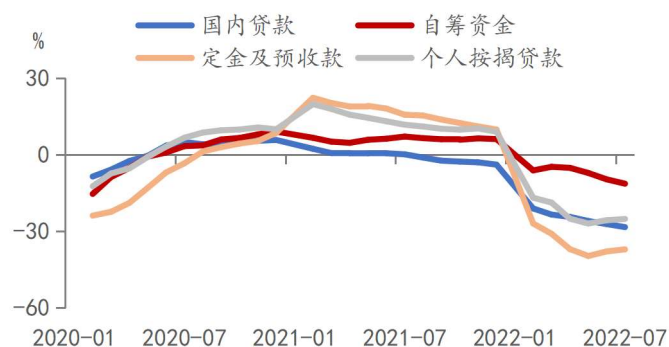
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 地产基本面继续探底



资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 4 融资端销售回款见底回升



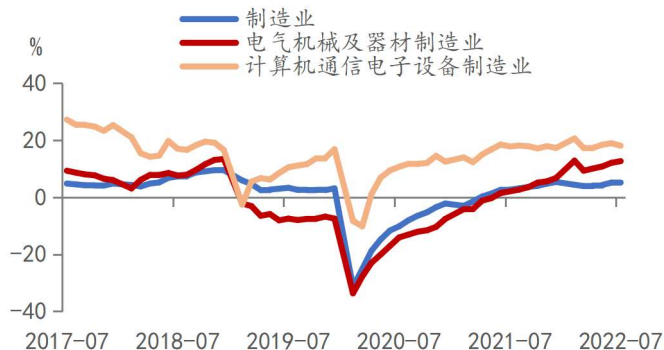
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 5 7月销售承压, 地产风险事件占大头、疫情占小头



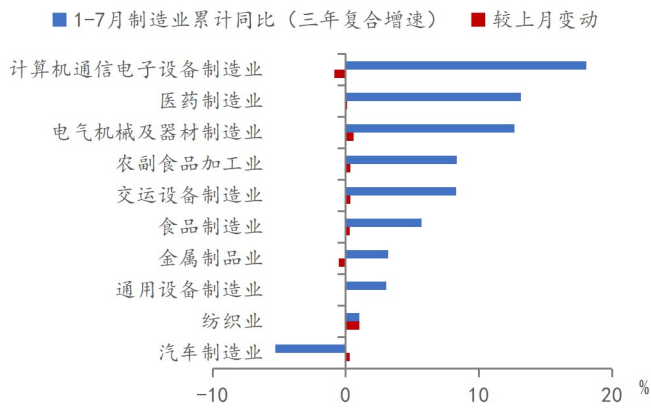
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 制造业投资增速保持平稳



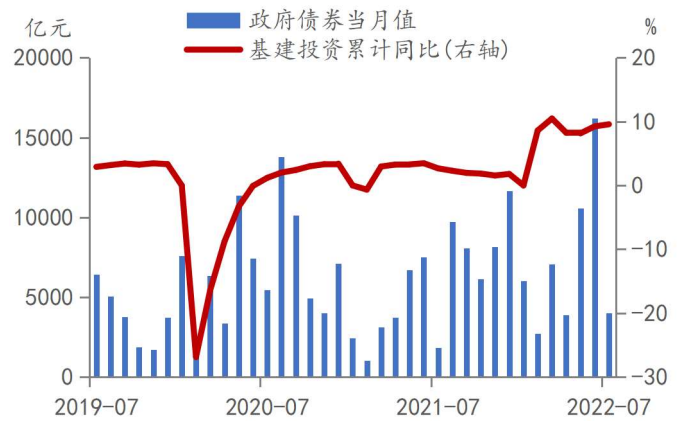
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表7 高端制造景气度仍高



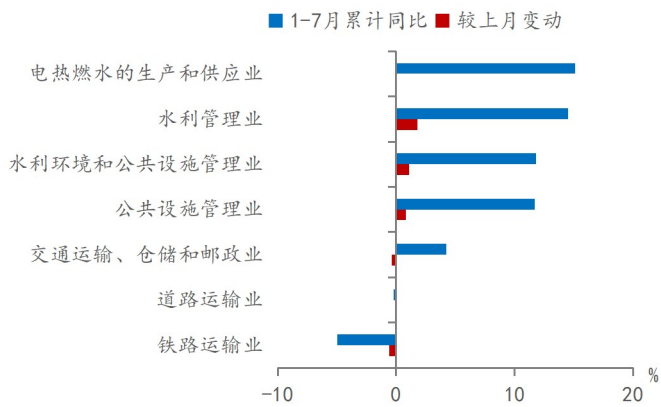
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表8 6月新增专项债持续形成基建实物工作量



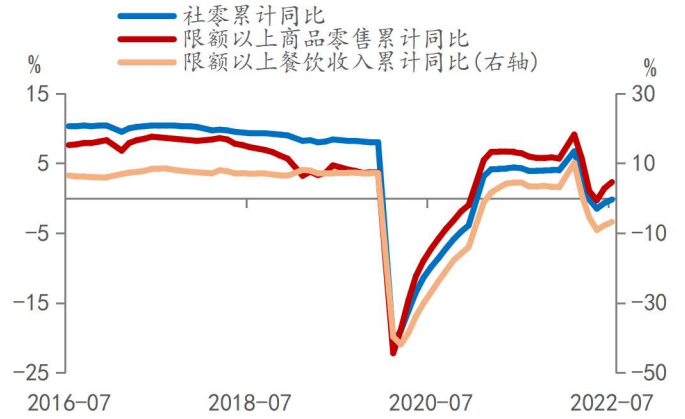
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021年为两年复合增速

图表9 水利、公共设施投资增速显著提升



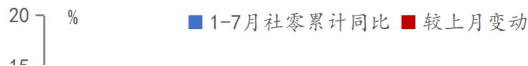
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表10 疫情反复、消费修复承压

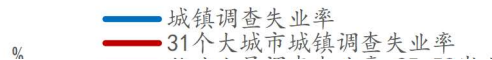


资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021年为两年复合增速

图表11 消费结构上可选改善、必选增速放缓



图表12 失业率连续2个月运行在全年目标中枢



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\\_45315](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45315)

