

7月经济回升被打破 下半年接受更低的经济增速

2022年7月经济数据点评

核心内容:

- **7月经济回落，接受更低的经济增速** 7月份经济下滑打破了4月份以来的经济回升逻辑，即经济未回升至2021年的水平就有可能中止，下半年经济增长可能进入新的均衡。这种情况有新冠疫情长期的影响，更重要的是居民和企业对于未来的预期处于非常弱势的状态。要扭转这种弱势的状态需求政策层面给与明确的支持，同时产业政策扭转以及货币政策的大量放松。但是现阶段，政策层面的扭转需要时间，央行大幅度放松也不现实，所以下半年的经济增长形成新的弱平衡，需要接受下半年低的经济增速。我们预计下半年GDP增速可能在4.0%-4.5%左右运行，全年经济增速在3.5%左右。
- **政策仍然偏缓** 接受更低的增长速度意味着在现有政策下，社会零售消费的回升更加缓慢，房地产投资下半年仍然持续下滑。而在此种情况下，政策出台仍然较为平稳，下半年财政可能仍然以再贷款和开发贷的形式展开。货币政策调整也是缓慢进行的，8月15日再次下调了公开市场和MLF利率，利率开启时间超过市场预期，可能在4季度继续调整。
- **生产弱势运行，出口行业分化** 7月份制造业生产再次下滑，工业增加值同比环比在正常水平之下，同比仍然偏弱。疫情防控、需求订单下滑以及库存上行使得企业生产偏谨慎。工业的逐步修复需要疫情防控持续的放松，下半年工业生产仍然承压。预计3季度工业生产仍然逐步恢复至正常水平，4季度可能平稳。
- **防控阻碍消费 汽车消费积累动能减弱** 社会零售品消费总额增速小幅回落，7月份消费增速低于市场预期，新冠防控对社会零售消费影响持续存在，消费增速恢复速度较慢。7月份汽车行业的消费动力下滑，前期的刺激消费政策积累的动能逐步耗尽。社会消费现阶段受到新冠防控的影响仍然属于运行在均衡水平之下，预计消费增速均衡水平在4%左右，3季度消费增速可能仍然低于此水平，全年消费增速预计在1%左右。
- **制造业投资动能减弱，房地产下滑，基建支撑整体投资** 2022年1-7月固定资产投资回落速度减缓，其中制造业投资增速回落；基建投资小幅上行；房地产投资继续下滑。制造业投资仍然处于高位，但其动力已经减弱，PMI显示制造业生产虽然持续修复，但订单累积并不迅速，加上制造业利润下滑，下半年制造业投资增速可能回落。基建投资受益于政府投资，1-7月份地方政府专项债融资结束，财政资金直达下放使得基建投资下半年平稳。房地产投资继续下滑，房地产销售仍然下滑，房地产新开工走低，房地产行业的放松需要时间来消化，房地产商资金仍然紧张，房地产行业可能4季度止跌。

分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码: S0130515030003

一、7月经济回落，接受更低的经济增速

7月份经济下滑打破了4月份以来的经济回升逻辑，即经济未回升至2021年的水平就有可能中止，下半年经济增长可能进入新的均衡。这种情况有新冠疫情长期的影响，更重要的是居民和企业对于未来的预期处于非常弱势的状态。要扭转这种弱势的状态需求政策层面给与明确的支持，同时产业政策扭转以及货币政策的大量放松。但是现阶段，政策层面的扭转需要时间，央行大幅度放松也不现实，所以下半年的经济增长形成新的弱平衡，需要接受下半年低的经济增速。我们预计下半年GDP增速可能在4.0%-4.5%左右运行，全年经济增速在3.5%左右。

从供给层面来看，7月份工业生产弱势平稳，环比处于往年均值底部。PMI显示订单回落，产成品库存上行，工业生产受到压制。7月份除汽车行业和船舶行业回升外，其余行业生产均处于回落状态。需求端的弱势导致了原材料价格下行，PPI下行伴随着工业生产的下行。出口仍然处于高位，但出口交货值回落，出口对工业的拉动力减弱。

从需求方面来看，7月份社会零售消费、房地产投资、制造业投资均继续下滑。利润的下行带动了制造业投资回落，基数的原因也存在其中，下半年制造业投资持续走低。基建投资单月持续上行，2季度基建投资继续回升，政府债券发速度较快，基建投资上半年持续走高。表现较弱的依然是房地产投资，房地产先行指标卖地弱势好转，商品房销售面积和销售额7月份再次回落。房地产资金到位情况并未好转，房地产开发商资金较为紧张。

社会零售消费在7月份回落，超出市场预期。去除汽车消费整体零售消费增速低位平稳，7月份主要是汽车消费的回落。5月份开始的汽车刺激政策效果逐步回落，未来继续观察汽车消费的变化。疫情防控对零售消费带来巨大的影响，去除掉物价原因社会消费仍然负增长。

接受更低的增长速度意味着在现有政策下，社会零售消费的回升更加缓慢，房地产投资下半年仍然持续下滑。而在此种情况下，政策出台仍然较为平稳，下半年财政可能仍然以再贷款和开发贷的形式展开。货币政策调整也是缓慢进行的，8月15日再次下调了公开市场和MLF利率，利率开启时间超过市场预期，可能在4季度继续调整。

二、生产弱势运行，出口行业分化

7月份制造业生产再次下滑，工业增加值同比环比在正常水平之下，同比仍然偏弱。疫情防控、需求订单下滑以及库存上行使得企业生产偏谨慎。工业的逐步修复需要疫情防控持续的放松，下半年工业生产仍然承压。第一，持续防疫政策对工业的干扰长期化，国内需求恢复速度仍然偏缓；第二，房地产受到压制，开工不足直接影响工业生产增速；第三，海外“衰退”预期下，订单的逐步减少会反馈至工业生产中；第四，工业产成品库存仍然走高，消化库存需要时间。预计3季度工业生产仍然逐步恢复至正常水平，4季度可能平稳。

7月份规模以上工业增加值同比增长3.8%，比6月份下行0.1个百分点，市场预期4.6%，环比回升0.38%。工业增加值同比小幅回落，同比和环比处于历年均值之下，7月份回升趋势被打破。7月份采矿业增速回落，制造业增长再次下滑，水电燃气增速上行。

我国工业生产小幅回落，7月份疫情防控对生产的影响属于平稳，但制造业生产回落：(1)采矿业生产仍然较高，得益于原材料价格处于高位。采矿业生产增速录得8.1%，比6月份下行0.6个百分点；其中煤炭洗选业生产增速11.0%，比上月下行0.2个百分点，仍然处于较高的位置；(2)受到天气的影响公用事业生产也大幅走高；(3)主要行业生产均有回落；16个

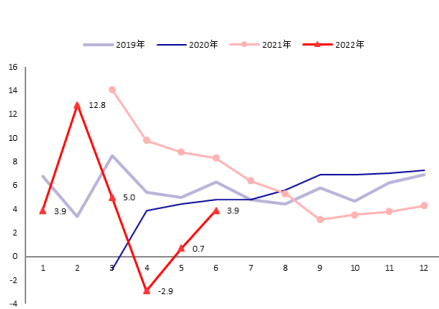
制造业行业中仅有汽车和铁路、船舶航空制造业生产回升，其余行业生产增速下滑。7月份汽车生产依旧继续上行，从6月份的16.2%上行至7月份的22.5%。汽车行业受到稳增长措施支持较多，汽车行业生产快速走高。(4)产业链相关行业生产走低。虽然出口行业生产仍然正增长，但增长幅度下滑。计算机制造、电气机械和专用设备生产比上月下行3.7个百分点至7.3%，通用设备、电气机械及器械制造业也出现回落；(5)国内建筑行业 and 地产行业开工不足带来了黑色产业链的回落，黑色金属冶炼和有色金属冶炼生产回落。

工业生产在7月份停滞，打破了5-6月份的恢复，可能进入了相对平稳阶段。首先，房地产基建产业链恢复速度偏缓；其次，需求订单下滑使得库存上行，企业生产谨慎；最后，出口行业在小幅下滑。汽车行业虽然继续反弹，但其他制造业行业均疲软。

预期走弱已经成为现实，工业生产恢复不畅，房地产、汽车、出口是工业生产的保障。现阶段看汽车生产持续性待观察，出口产业稍有回落，房地产仍然在底部运行，工业生产走高难度加大。海外“衰退”时间不确定，但如果下半年到来，工业生产仍然承压。

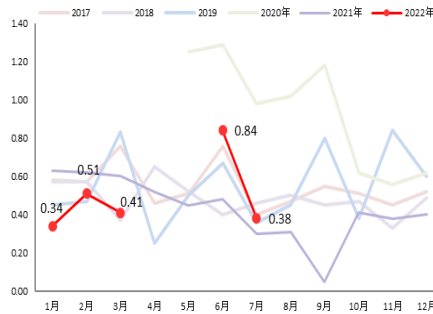
生产恢复至正常水平是3季度的主题，稳增长的措施效果在3季度显现，9月份如果生产继续疲软，那么需要更多的稳增长措施支持经济。工业生产4季度可能相对平稳，再次走高的可能性偏弱，下半年货币政策和财政政策仍然需要相互配合。

图1：工业增加值同比增速回升(%)



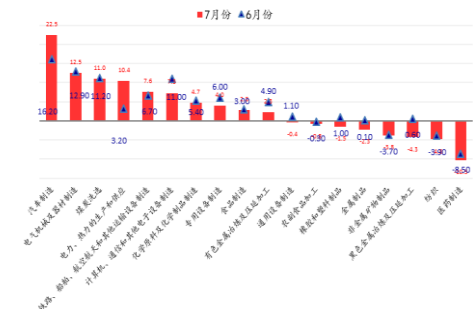
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图2：工业增加值环比增速(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图3：主要行业生产当月同比增速(%)

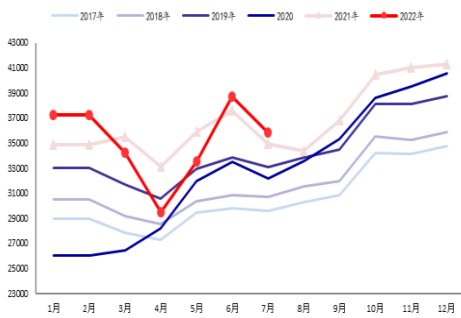


费政策积累的动能逐步耗尽。社会消费现阶段受到新冠防控的影响仍然属于运行在均衡水平之下，预计消费增速均衡水平在4%左右，3季度消费增速可能仍然低于此水平，全年消费增速预计在1%左右。

7月份社会零售总额35,870亿元，增长速度为2.7%，市场预期5.0%。2022年7月份社会消费零售增速上行停滞，零售消费仍然正增长，但增长的速度偏缓。1-7社会零售总额246,302亿元，同比增长-0.2%。

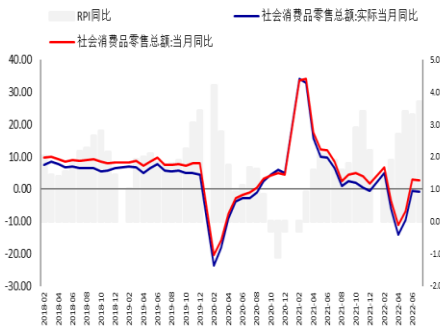
7月份除汽车消费外，社会零售消费增速1.9%，比上月1.8%略有上行。汽车消费下降是7月份消费下降的主要原因。1-7月份除汽车消费外，社会零售消费增速0.2%，比1-6月份上行0.3个百分点。1-7月份社会消费零售上行主要两个逻辑：(1)汽车刺激起作用，稳增长措施的效果；(2)物价上行带动了商品销售额的上行。1-7月份实际消费增速仍然负增长，社会消费在疫情的打击下保持低水平。

图5：2022年7月消费额回落(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图6：消费额实际同比负增长(%)

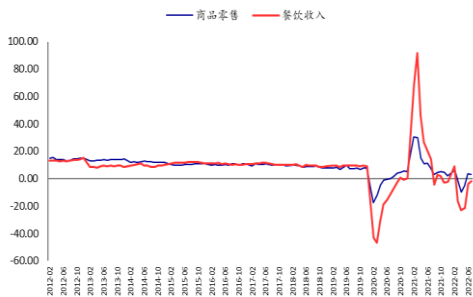


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

7月份商品零售收入下滑，餐饮收入略有回升。新冠疫情控制仍然对餐饮消费压力仍然较强，但餐饮处于缓慢修复的状态。7月份餐饮消费增速-1.5%，商品消费3.2%。

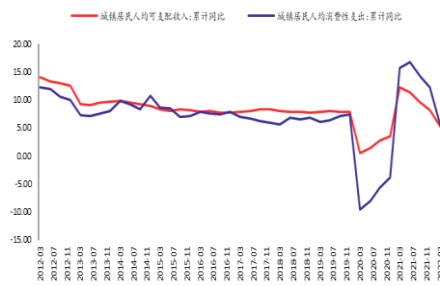
7月份各行业消费增速分化：(1)居民食品和药品消费增速继续回落，增速仍然属于正常水平。(2)汽车消费回落，汽车消费刺激效果可能开始退潮。7月份汽车消费增速录得9.7%，比6月份13.9%的回落。(3)石油及石油制品的消费受到价格影响继续；石油和石油制品消费增速14.2%，比下行0.5个百分点。(4)消费升级产品分化，金银珠宝消费上行，服装鞋帽、通讯器材消费回落，房地产相关的家具和建筑装潢材料消费7月份上行。

图7：商品和餐饮零售销售增速(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图8：城镇居民人均可支配收入和消费支出(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

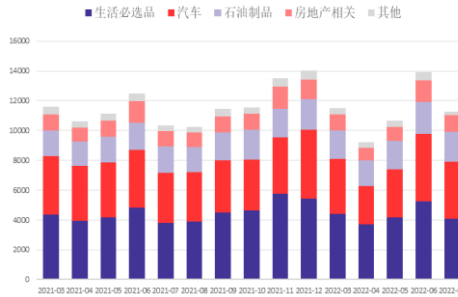
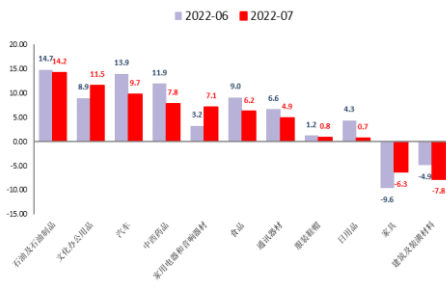
受到居民收入水平下滑和新冠疫情封控的影响，1-7月份社会消费零售总额负增长。7月份消费增速基本平稳，仍然在历史平均水平之下，下游恢复速度偏缓。商品消费恢复受阻，汽

车消费强劲受到考验，7月份汽车消费增速回落，但仍然处于高位。7月份汽车消费单月达到3824亿元，占限额商品消费额的33.9%，消费上行幅度较快。

预计3季度消费增速恢复至3.5-4.0%，随着新冠疫情防控常态化，预计下半年社会零售消费增长恢复至4.0%左右。根据2022年疫情防控的情况，预计全年消费增速可能在1.0%左右。

图9：2022年7月份商品消费情况 (%)

图10：2022年7月份消费商品额 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、制造业投资动能减弱，房地产下滑，基建支撑整体投资

2022年1-7月固定资产投资回落速度减缓，其中制造业投资增速回落；基建投资小幅上行；房地产投资继续下滑。制造业投资仍然处于高位，但其动力已经减弱，PMI显示制造业生产虽然持续修复，但订单累积并不迅速，加上制造业利润下滑，下半年制造业投资增速可能回落。基建投资受益于政府投资，1-7月份地方政府专项债融资结束，财政资金直达下放使得基建投资下半年平稳。房地产投资继续下滑，房地产销售仍然下滑，房地产新开工走低，房地产行业的放松需要时间来消化，房地产商资金仍然紧张，房地产行业可能4季度止跌。

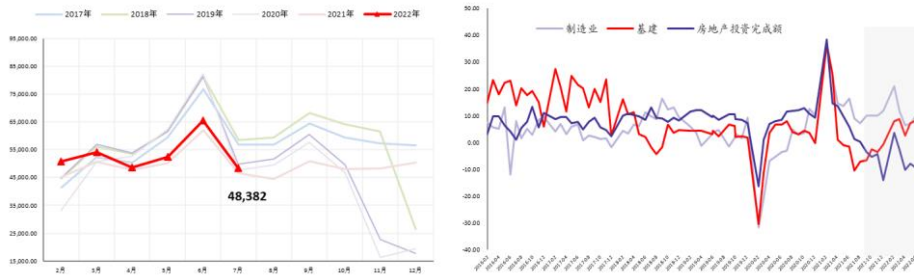
2022年1-7月份，固定资产投资额319,812亿元，同比增长5.7%，高于6.2%的市场预期。民间固定资产投资178,073亿元，同比增长2.7%。从环比看，7月份固定资产投资增长0.16%。7月份固定资产投资增速继续回落，房地产和制造业继续走低，基建投资回升。

制造业投资回落，7月份单月制造业投资额2.29万亿，增速7.5%，制造业投资继续回落。基建投资回升，7月份基建投资增加额1.3万亿，单月基建投资增速录得9.1%，基建投资增速持续上行。房地产投资继续下滑，7月投资额1.11万亿，当月投资增速-12.3%，比6月份的-9.4%下滑速度加快。

1-7月份固定资产投资中制造业投资贡献最大，制造业投资额占总投资额的41.8%，比例处于较高的水平。房地产占比小幅回落，占总投资额的24.8%。基建投资占总投资额的25.0%，基建下半年会保持平稳。

图11：固定资产投资增速 (%)

图12：三大产业单月投资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

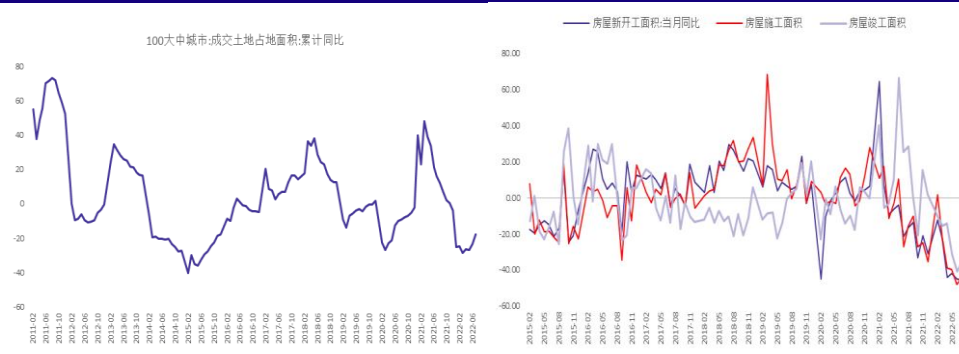
1、房地产继续回落，拐点仍然需要等待

2022年1-7月房地产总体投资增速继续负增长，但回落速度减缓。房地产市场持续低迷，消费者商品房贷款利率继续下行。从1-7月份的房地产资金情况来看，房地产到位资金仍然较为紧张，但是随着商品房销售回升，定金和预付款回升。7月份我国居民长期信贷再次大幅走低，一方面消费者对未来信心不足，另一方面疫情影响下消费者减少外出减少签约。7月份商品房销售面积和销售继续回落，施工和竣工稍有回升，但新屋开工回落。现阶段房地产仍然没有到达拐点。

2022年1-7月份房地产投资额79,462亿元，比去年同期下降了6.4%。房地产单月投资负增长，7月商品房销售仍然回落，房地产投资继续下滑。房地产行业仍然处于风险出清中，房地产放松针对需求端，也有近期资金对于停工项目的推动。整体金融系统对于房地产供给端仍然有所保留，房地产开发商普遍面临资金困难，整体行业资金情况仍然没有很大的好转。

图 13: 100 大中城市土地成交 (%)

图 14: 施工面积小幅回升 (%)



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_45321



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn