

宏观点评

7月经济超预期回落的背后

事件：7月工业增加值同比3.8%（前值3.9%），三年平均增速5.0%（前值5.6%）；社零同比2.7%（前值3.1%），三年平均增速3.3%（前值4.3%）；1-7月固投累计同比5.7%（前值6.1%），三年平均增速4.7%（前值5.0%），其中：地产投资同比-6.4%（前值-5.4%），三年平均增速2.9%（前值3.5%）；狭义基建投资同比7.4%（前值7.1%），三年平均3.6%（前值4.0%）；制造业投资同比9.9%（前值10.4%），三年平均增速5.0%（前值5.1%）。

核心观点：疫情反复、信心不足、夏季高温三重制约下，7月经济如期回踩，但下行幅度超预期，其中：出口、汽车仍是亮点，消费、地产等多数指标明显回落。往后看，下半年政策仍需全力稳增长、稳信心，宽松仍是大方向，当务之急是避免地产“硬着陆”。

1、整体看，7月经济如期回踩，但下行幅度超预期。一方面，如我们前期持续提示，6月反弹后经济修复大概率仍有波折，7月有二次回踩风险，目前已得到验证；另一方面，7月新增社融0.76万亿（市场预期1.39万亿）、社零增速2.7%（市场预期5.3%）、工业增加值增速3.8%（市场预期4.6%）、固投增速5.7%（市场预期6.2%）均指向经济降幅超预期。这也可以部分解释本月MLF超预期下调10个bp，指向稳增长仍是首要考量。

2、原因看，7月经济超预期回落主因有三：疫情、信心、高温。

>疫情蔓延范围超预期。7月以来，全国疫情明显反弹，日均新增病例水平已经接近5月中旬；受疫情影响的城市GDP占比约30%左右，接近4月中旬水平，且目前仍未见回落迹象。

>居民、企业信心的负面循环仍未打破。6月份消费者信心指数88.9，较上月环比上升2.1个点，仍在历史低位；7月PMI生产经营活动预期52%，创2020年2月以来新低。

>夏季高温的短期制约。7月居民用电量同比26.8%，第二产业用电量同比仅有-0.1%，结合近期南方多地启动有序用电，指向夏季高位推升居民用电，挤压工业用电，制约工业生产。

3、结构看，7月出口、汽车仍是亮点，消费、地产等多数指标明显回落。关注几个重点数据：好的方面，7月出口同比18.0%，延续大超预期；汽车产需均维持强势；失业率续降至5.4%。差的方面，社融0.76万亿、社零2.7%均显著低于预期；地产销售面积同比-28.9%、地产投资-12.3%，再度探底；基建投资平均增速下行；青年失业率升至19.9%，续创新高。

4、往后看，下半年经济复苏仍是大方向，只不过约束多、会波折，天花板可能更低。短期看，8月疫情仍在反复，居民信心也未见明显好转迹象，夏季高温仍在延续，指向经济短期仍弱。下半年整体看，疫情约束大概率将较二季度减轻，但相较于去年天花板可能更低。目标方面，上半年GDP增长2.5%，若全年4%，则下半年需5.3%。

5、具体看，7月经济数据有如下特征：

1) 消费端：7月降幅超预期，下半年“天花板”更低。7月社零当月同比回落至2.7%，低于市场预期，主因前期积压需求释放完毕，疫情反复。结构看，金银珠宝、汽车消费增速仍高，餐饮消费仍在修复，其余多数消费增速下降；往后看，预计疫情影响较二季度减轻，消费增速有望继续修复；但受制于疫情持续反复、居民信心不足等因素，预计天花板更低。

2) 投资端：地产投资持续探底、基建和制造业投资高位放缓、韧性仍强。

>地产销售、投资继续回落，关注后续政策。7月商品房销售面积同比续降10.6个百分点至-28.9%，地产投资当月同比回落2.9个百分点至-12.3%；7月地产景气再度探底，反映了短期内居民、房企的悲观预期未有明显改善。往后看，地产景气自身恢复动能较弱，稳地产、保交楼仍需中央政策进一步发力，关注5年LPR下调、核心一二线放松、地产纾困基金等可能政策。

>基建投资高位放缓，后续制约仍多。7月广义、狭义基建投资当月同比分别为11.5%、9.1%，平均增速分别为2.6%、1.8%，均较6月有所回落。往后看，基建投资仍是下半年关键抓手，后续空间仍大；但实际增速取决于地产修复、隐性债务化解等多重因素，目前看这些因素的制约尚未有明显放松，预计全年基建投资增速可能有10%左右。

>制造业投资继续回落，企业预期仍处低位。7月制造业投资当月同比7.5%，平均增速4.4%，均较6月回落。7月企业投资前瞻指数等再度下行，企业预期恶化仍然明显。下半年，维持此前观点，制造业投资韧性仍强，但其与出口增速走势较为同步，下半年仍趋回落。

3) 供给端：工业生产如期回落，汽车生产继续走高。7月工业增加值当月同比3.8%，低于市场预期，季调环比0.38%，略弱于近年来0.41%左右的平均水平。分行业看，汽车、发电、饮料、电气机械等行业生产逆势回升，多数行业趋于回落。往后看，出口韧性仍将支撑工业生产，但受制于疫情反复、库存去化，生产压力仍大。

4) 就业端：城镇失业率继续回落，青年失业率续创新高。7月城镇调查失业率0.1个百分点至5.4%，但16-24岁青年调查失业率续升至19.9%，再创新高，结构性就业压力仍然较大。

风险提示：疫情演化、外部环境、政策力度等超预期变化

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 杨涛

执业证书编号：S0680522070001

邮箱：yangtao3123@gszq.com

相关研究

- 1、《7月社融超预期大降的背后》2022-08-13
- 2、《出口强韧性，还能持续多久？—兼评7月进出口》2022-08-07
- 3、《回踩再确认，后续怎么走？—7月PMI 5大信号》2022-07-31
- 4、《警惕回踩风险—全面解读二季度经济》2022-07-15
- 5、《当前地产压力究竟有多大？》2022-07-14
- 6、《形势比人强—2022年中期宏观经济与资产展望》2022-07-08
- 7、《如何看待服务业和地产的快速修复？—6月PMI的5大信号》2022-06-30

内容目录

如何理解7月经济的超预期回落？	3
消费端：7月降幅超预期，下半年天花板更低	4
投资端：地产投资持续探底、基建和制造业投资高位放缓、韧性仍强。	5
地产销售、投资继续回落，关注后续政策	6
基建投资小幅回落，后续制约仍多	7
制造业投资继续回落，企业预期仍处低位	8
生产端：工业生产如期回落，汽车生产继续走高	8
就业端：城镇失业率继续回落，青年失业率续创新高	9
风险提示	10

图表目录

图表 1: 7月以来疫情持续反弹	3
图表 2: 受疫情影响的城市 GDP 占比约 30%	3
图表 3: 6月消费者信心指数小幅改善	4
图表 4: 企业生产经营活动预期再度下探	4
图表 5: 7月发电耗煤持续高增	4
图表 6: 居民用电大幅上行，工业用电小幅走弱	4
图表 7: 社零当月和累计同比增速	5
图表 8: 商品和餐饮消费增速	5
图表 9: 分行业消费增速变动	5
图表 10: 固定资产投资增速变化	6
图表 11: 商品房销售增速再度探底	6
图表 12: 土地成交增速小幅反弹	6
图表 13: 地产投资增速变动	7
图表 14: 地产新开工、施工、竣工增速	7
图表 15: 基建投资增速小幅回落	7
图表 16: 沥青开工率触底反弹	7
图表 17: 制造业投资韧性较强	8
图表 18: 企业投资预期仍处低位	8
图表 19: 工业生产小幅回落	8
图表 20: 服务业生产小幅回落	8
图表 21: 分行业工业增加值增速变动	9
图表 22: 失业率明显回落	9
图表 23: 青年失业率续创新高	9

如何理解7月经济的超预期回落？

7月经济如期回踩，但下行幅度超预期。

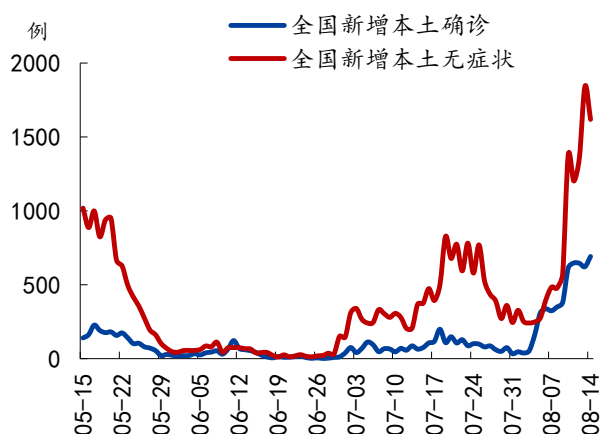
>一方面，6月疫情受控后，经济一度恢复较快，市场上也有部分观点认为经济可能“V型”反转；但我们在一系列报告中持续提示，经济修复大概率仍有波折，7月有二次回踩风险，目前看已经得到验证。（具体请参考《回踩再确认，后续怎么走？——7月PMI 5大信号》、《如何看待服务业和地产的快速修复？——6月PMI的5大信号》、《形势比人强——2022年中期宏观经济与资产展望》）

>另一方面，7月新增社融0.76万亿（市场预期1.39万亿）、社零增速2.7%（市场预期5.3%）、工业增加值增速3.8%（市场预期4.6%）、固投增速5.7%（市场预期6.2%）均低于我们预期，更明显低于市场预期。

7月经济超预期回落，我们认为主因有三：疫情、信心、高温。

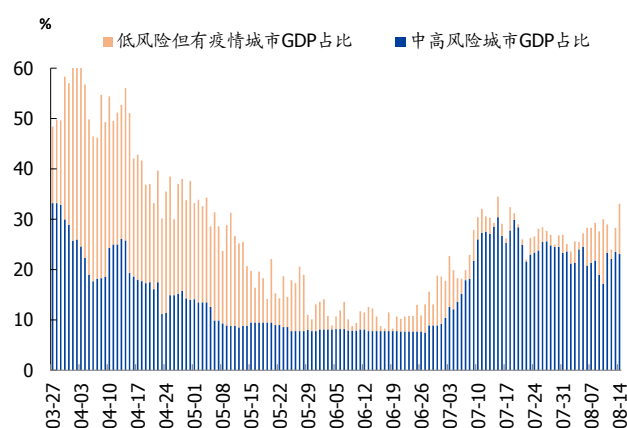
（1）疫情蔓延范围超预期。7月以来，全国疫情明显反弹，日均新增病例水平已经接近5月中旬，海南、新疆等省疫情仍在上行。根据我们统计，7月以来受疫情影响的城市GDP占比约为30%左右，接近4月中旬水平，且目前仍未见回落迹象。

图表1：7月以来疫情持续反弹



资料来源：Wind，国盛证券研究所

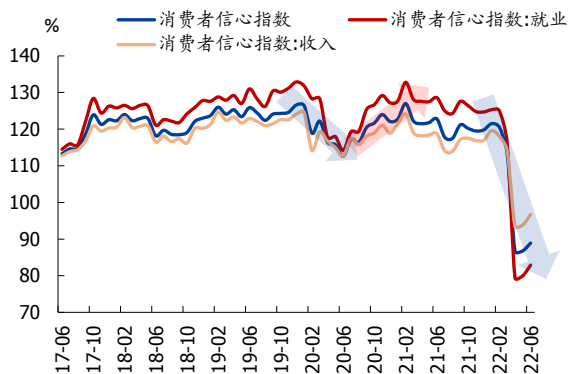
图表2：受疫情影响的城市GDP占比约30%



资料来源：Wind，国盛证券研究所

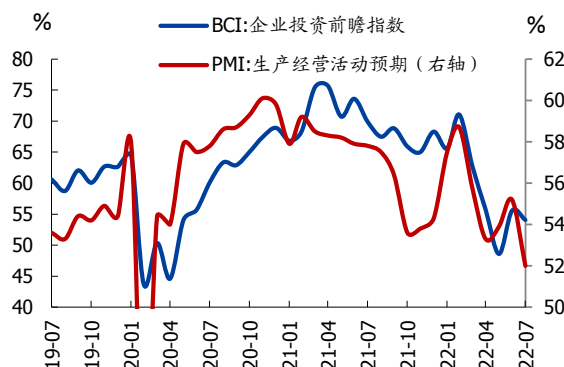
（2）居民、企业信心的负面循环仍未打破。6月份消费者信心指数88.9，较上月环比上升2.1个点，仍在历史低位；7月PMI生产经营活动预期52%，创2020年2月以来新低，都指向居民、企业信心仍然明显低迷，制约需求好转和经济修复。

图表3: 6月消费者信心指数小幅改善



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

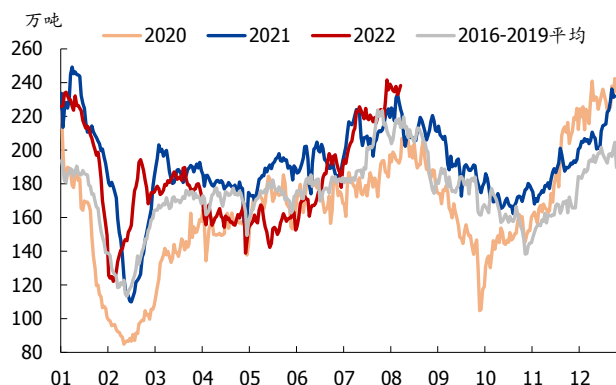
图表4: 企业生产经营活动预期再度下探



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

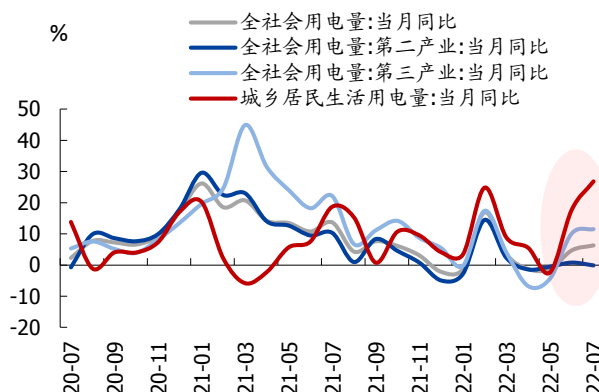
(3)夏季高温的短期制约。6月、7月、8月上旬发电耗煤同比分别为-8.9%、2%、5.1%，6月、7月全社会用电量同比分别为4.7%、6.3%，全社会用电量已经超过去年水平。但从结构看，7月居民用电量同比26.8%，第二产业用电量同比仅有-0.1%，结合近期南方多地启动有序用电¹，要求工业企业特别是高耗能企业主动错峰用电，指向夏季高位推升居民用电，挤压工业用电，对工业生产构成短期制约。

图表5: 7月发电耗煤持续高增



资料来源: CCTD, 国盛证券研究所

图表6: 居民用电大幅上行，工业用电小幅走弱



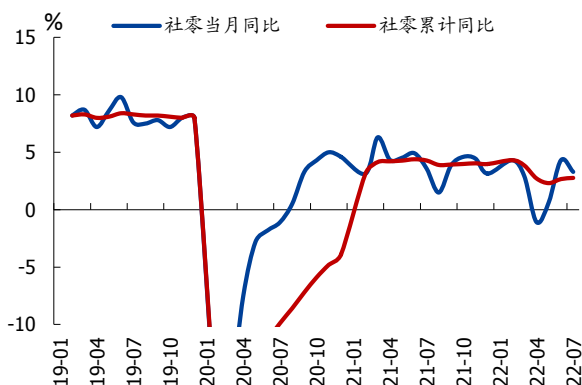
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

消费端：7月降幅超预期，下半年天花板更低

7月消费如期回踩，幅度超预期。7月社零当月同比回落至2.7%，较6月的3.1%回落0.4个百分点；7月社零三年平均增速为3.3%，较6月的平均增速4.3%回落1.0个点。7月社零低于市场预期，但趋势上符合我们此前持续提示的二次回踩，主因前期积压需求释放完毕，疫情冲击双重压制。

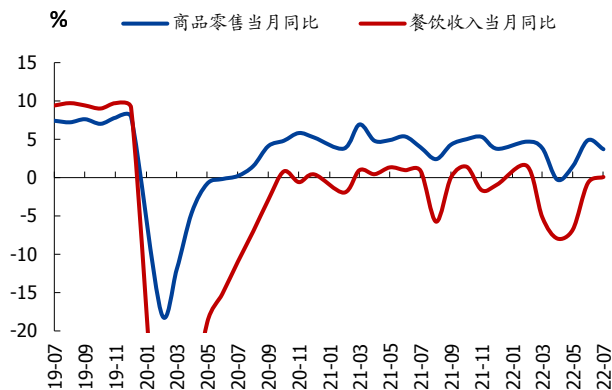
¹ 南方多地启动有序用电，与去年限电原因并不相同 <https://finance.sina.com.cn/china/gncj/2022-08-13/doc-imizmscv6026729.shtml>

图表 7: 社零当月和累计同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021-2022 年增速为较 2019 年同期平均增长

图表 8: 商品和餐饮消费增速

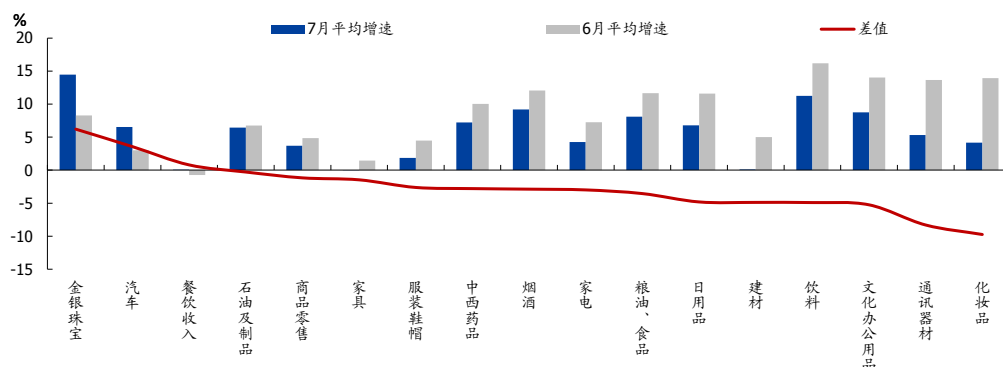


资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021-2022 年增速为较 2019 年同期平均增长

结构看, 金银珠宝、汽车消费增速仍高, 餐饮消费仍在修复, 其余多数消费增速下降。

- 商品消费方面, 7 月商品零售同比 3.2%, 三年复合增速 3.7%, 较 6 月平均增速的 4.9% 小幅回落, 其中金银珠宝、汽车消费平均增速仍高, 其余可选消费 (如化妆品、通讯器材、文化办公用品等) 回落较多; 地产系的建材、家电消费增速仍在低位, 可能仍受到地产景气低迷的压制; 必选消费的食品饮料、日用品等增速也下跌。
- 餐饮消费方面, 7 月餐饮消费同比 -1.5%, 三年复合增速 0.1%, 较 6 月平均增速的 -0.7% 继续修复, 但距离正常水平仍有较大距离, 疫情约束仍然显著。

图表 9: 分行业消费增速变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

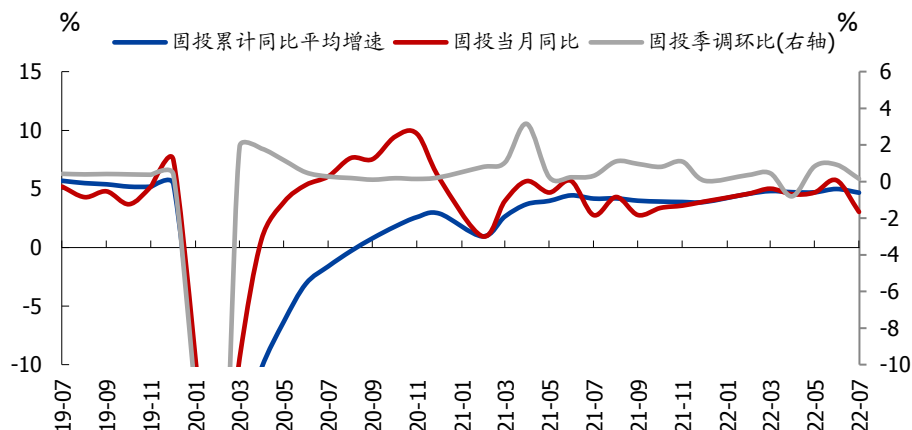
往后看, 预计随着各地常态化核酸的推广, 疫情影响较二季度仍趋于减轻, 消费增速有望继续修复; 但受制于国内疫情持续反复、居民信心不足等因素, 预计天花板更低。(具体请参考《形势比人强—2022 年中期宏观经济与资产展望》)

投资端: 地产投资持续探底、基建和制造业投资高位放缓、韧性仍强。

根据统计局数据, 1-7 月固定资产投资同比 5.7%, 低于市场预期, 较 1-6 月的 6.1% 微跌, 三年平均增速 4.7%, 较 1-6 月下降 0.3 个点; 7 月固投季调环比 0.16%, 较 6 月的 0.93% 小幅回升。据我们测算, 基数调整后, 7 月固定资产当月同比 3.5%, 较 6 月的 5.8% 回落, 三年平均增速 3.0%, 也较 6 月的 5.7% 下降。

结构看，地产投资、制造业投资、基建投资增速均回落。

图表 10: 固定资产投资增速变化

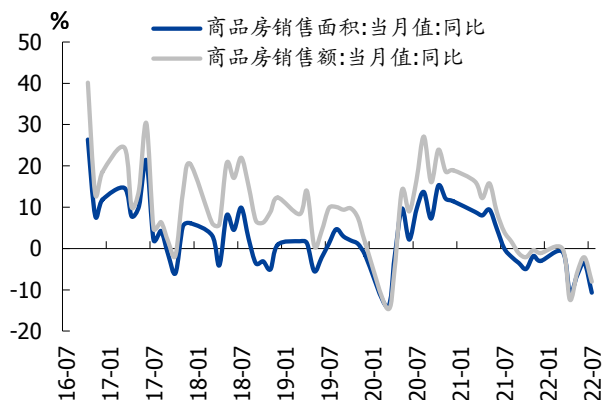


资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021、2022 年增速为较 2019 年同期平均增长

地产销售、投资继续回落，关注后续政策

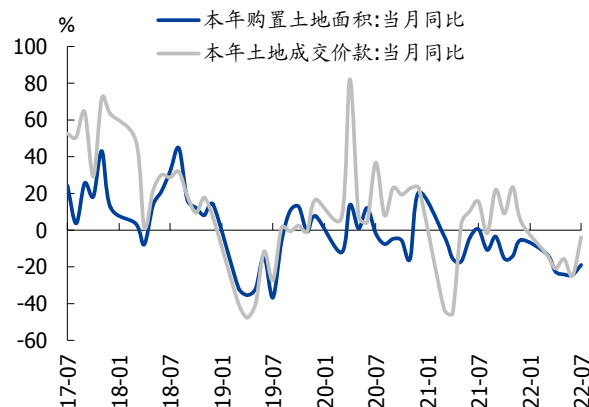
地产销售再度探底。7 月商品房销售面积同比-28.9%，较 6 月回落 10.6 个点，三年平均增速-10.7%，较 6 月平均增速下降 7.2 个百分点。[土地市场景气回升](#)。7 月土地购置面积当月同比-47.3%，较 6 月反弹 5.5 个点，三年平均增速为-19%，较 6 月小幅提升。

图表 11: 商品房销售增速再度探底



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021-2022 年增速为较 2019 年同期平均增长

图表 12: 土地成交增速小幅反弹

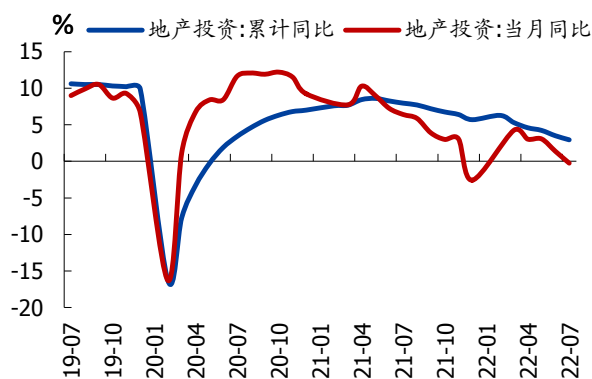


资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021-2022 年增速为较 2019 年同期平均增长

地产投资继续回落。1-7 月地产投资同比-6.4%，较 1-6 月回落 1 个点，三年平均累计同比 2.9%，较 1-6 月回落 0.6 个点；7 月地产投资当月同比-12.3%，三年平均增速-0.3%，均较 6 月继续回落。

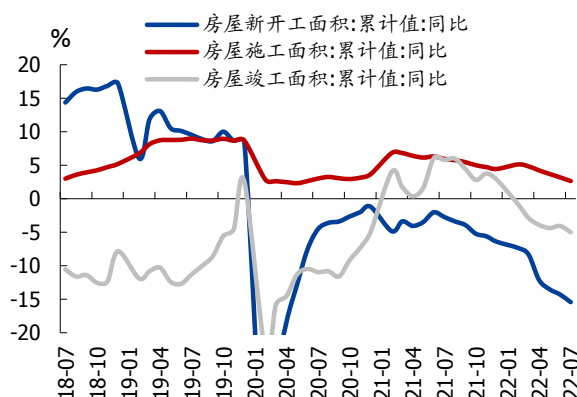
开工施工竣工普遍回落。1-7 月房屋新开工、施工、竣工面积累计同比分别为-36.1%、-3.7%、-23.3%，三年平均增速分别为-15.4%、2.7%、-5.0%，均较 1-6 月继续回落。

图表 13: 地产投资增速变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021-2022 年增速为较 2019 年同期平均增长

图表 14: 地产新开工、施工、竣工增速



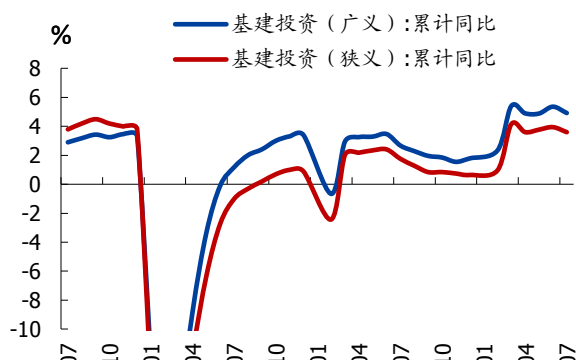
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021-2022 年增速为较 2019 年同期平均增长

本月地产景气进一步下行, 尤其是拿地和新开工均在历史低位, 反映了地产景气的负面预期未有明显改善。往后看, 地产景气自身恢复动能较弱, 保交楼仍需中央政策进一步发力; 关注 5 年 LPR 下调、核心一二线放松、地产纾困基金等可能政策。

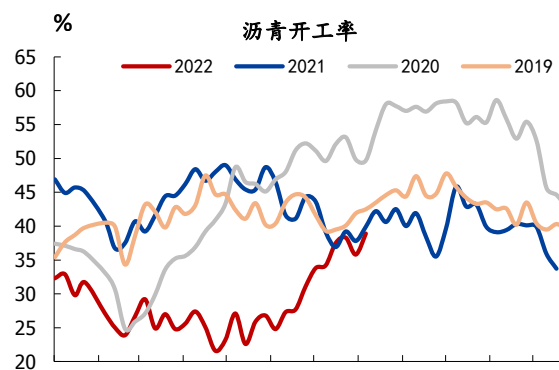
基建投资小幅回落, 后续制约仍多

基建投资增速小幅回落。根据统计局数据, 1-7 月广义、狭义基建投资同比分别为 9.6%、7.4%, 平均增速分别为 4.9%、3.6%; 7 月当月同比分别为 11.5%、9.1%, 平均增速分别为 2.6%、1.8%, 均较 6 月有所回落。

图表 15: 基建投资增速小幅回落



图表 16: 沥青开工率触底反弹



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_45337

