

2023年08月15日

需求不足仍是主要约束

—— 1-7月宏观经济数据分析

投资要点:

► 供给端边际放缓

工业生产边际放缓。7月份，全国规模以上工业增加值同比增长3.7%(预期4.6%，前值4.4%)，环比增长0.01%(前值0.68%)。虽然7月PMI生产指数回升至50.2%，处于荣枯线以上，但内外部需求整体依然偏弱，拖累工业生产边际放缓。

服务业保持增长。7月份，全国服务业生产指数同比增长5.7%，较前值进一步回落1.1个百分点。7月份，服务业商务活动指数为51.5%，较上月回落1.3个百分点。

► 需求不足仍是主要约束

出口方面，7月出口同比下降14.5%，前值-12.4%。去年的高基数、短期外需回暖动力不足以及地缘冲突等问题是出口增速降幅扩大的主要原因。但往后看，我们认为出口同比增速或已阶段性见底。

固定资产投资有所回落：1-7月份，全国固定资产投资(不含农户)同比增长3.4%(预期3.9%，前值3.8%)，环比下降0.02%。具体来看：(1)1-7月，全国房地产开发投资同比下降8.5%，增速较前值下降0.6个百分点。房地产市场延续低迷，新房销售处于低位，施工面积和新开工面积降幅持续扩大。8月以来，地方层面房地产政策陆续放松，或有助于销售端边际修复，但扭转市场低迷格局或仍需时间。(2)1-7月，基础设施投资同比增长9.41%，较前值回落0.74个百分点。受到财政资金限制以及极端天气影响，基建增速有所放缓。(3)1-7月制造业投资增长5.7%，较前值回落0.3个百分点，制造业投资增长相对平稳。

消费品零售修复转弱。7月，社会消费品零售总额36761亿元，同比增长2.5%，较前值回落0.6个百分点，环比下降0.06%。7月社会消费品零售总额环比增速回落，显示出疫后补偿消费的影响递减后，居民消费意愿不足。

► 经济放缓，政策加码

总的来看，7月经济放缓，一是当前经济内在动能偏弱，需求不足，对修复形成了制约；二是7月以来，国内极端天气频发，也对经济生产活动产生了一定的影响。

7月以来，经济放缓，政策端积极回应，但是稳经济政策效果显现需要时间，叠加极端天气干扰，所以短期内经济仍延续了前期的回落趋势。往后看，随着后续政策效果显现，宽松货币政策配合其他经济促进政策将共同改善经济主体预期、稳定宏观大盘。

风险提示

经济出现超预期波动。

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520050004

联系电话：021-50380388

正文目录

1. 工业生产边际放缓.....	3
1. 服务业保持增长.....	4
2. 固定资产投资有所回落.....	4
3. 消费品零售修复转弱.....	6
4. 就业形势总体稳定.....	7
5. 经济放缓，政策加码.....	8
6. 风险提示.....	8

图表目录

图 1 7月工业增加值同比增长 3.7%.....	3
图 2 7月全国服务业生产指数同比增长 5.7%.....	4
图 3 7月，服务业商务活动指数为 51.5%.....	4
图 4 1-7月，固定资产投资同比增长 5.7%.....	5
图 5 1-7月，民间投资同比增速-0.1%.....	5
图 6 1-7月，商品房销售额同比下降 1.5%.....	6
图 7 1-7月，商品房施工面积同比下降 6.8%.....	6
图 8 7月社会消费品零售总额同比增长 2.5%.....	7
图 9 7月基本生活消费有所分化 (%).....	7
图 10 7月耐用品消费增速普遍回落.....	7
图 11 7月石油制品消费降幅收窄.....	7
图 12 7月全国城镇调查失业率为 5.3%.....	8
图 13 7月外来户籍人口持续回落 (%).....	8

1. 工业生产边际放缓

7月份，全国规模以上工业增加值同比增长3.7%(预期4.6%，前值4.4%)，环比增长0.01%(前值0.68%)。1-7月规上工业增加值累计同比增长3.8%，与前月持平。虽然7月PMI生产指数回升至50.2%，但内外部需求整体偏弱，工业生产边际放缓。

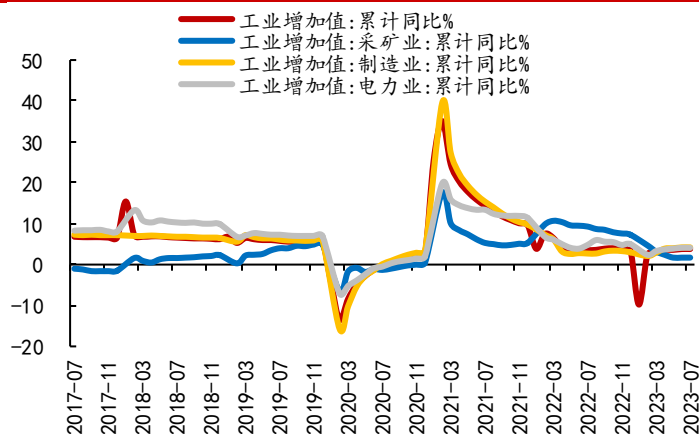
分经济类型看，7月份，各类型企业工业增加值增速均有所落。国有控股企业增加值同比增长3.4%，较前值回落2.0个百分点；股份制企业增长5.0%，较前值回落0.9个百分点；外商及港澳台商投资企业同比增长-1.8%，较前值回落0.4个百分点；私营企业增长2.5%，较前值回落0.7个百分点。

分三大门类看，7月，采矿业增加值当月同比增长1.3%，较前值回落0.2个百分点；制造业增加值当月同比增长3.9%，较前值回落0.9个百分点；电力、燃气及水的生产和供应业同比增长4.1%，较前值回落0.8个百分点。

分行业看，7月份，41个大类行业中有23个行业增加值保持同比增长，增长行业数量较前值减少了3个。除黑色金属外，上游原材料增速普遍回落，煤炭开采和洗选业增长0.4%，较前值回落1.6个百分点，石油和天然气开采业增长4.2%，较前值回升0.1个百分点；非金属矿物制品业降幅扩大，增速下降3个百分点至-3.4%；黑色金属冶炼和压延加工业增长15.6%，较前值回升7.8个百分点；有色金属冶炼和压延加工业增长8.9%，较前值回落0.2个百分点。主要中下游制造业增速均有所回落，通用设备制造业下降1.4%，降幅较前值扩大1.2个百分点；专用设备制造业增速回落1.9个百分点至1.5%，汽车制造业增速较前值收窄2.6个百分点至6.2%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长1.0%，增速较前值收窄3.7个百分点；电气机械和器材制造业增长10.6%，较前值下降4.8个百分点。

分产品看，7月份，620种产品中有303种产品产量同比增长，较前值减少了28个。其中，钢材11653万吨，同比增长14.5%，较前值回升9.1个百分点；水泥17618万吨，下降5.7%，较前值回落4.2个百分点；十种有色金属603万吨，增长4.2%，较前值回落1.9个百分点；乙烯241万吨，增长5.2%，较前值回升6个百分点；汽车232.4万辆，下降3.8%，增速较前值回落4.6个百分点；新能源汽车75.2万辆，增长24.9%，增速回落2.7个百分点；发电量8462亿千瓦时，增长3.6%，小幅回升0.8个百分点；原油加工量6313万吨，增长17.4%，增速回升7.2个百分点。

图1 7月工业增加值同比增长3.7%



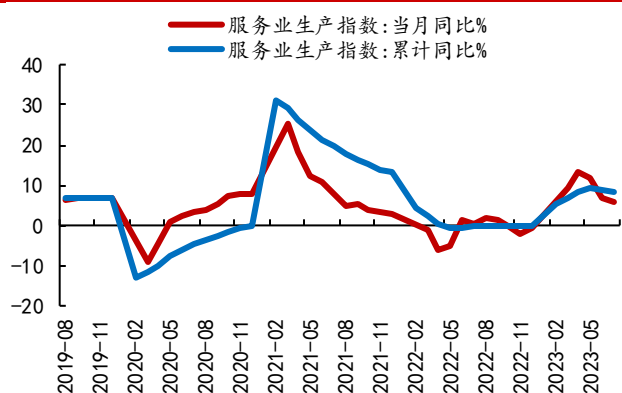
资料来源: WIND、华西证券研究所

1. 服务业保持增长

7月份，全国服务业生产指数同比增长5.7%，较前值回落1.1个百分点。分行业看，住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业，金融业，交通运输、仓储和邮政业生产指数同比分别增长20.0%、11.2%、7.6%、7.3%。1-7月份，全国服务业生产指数同比增长8.3%，较前值回落0.4个百分点。

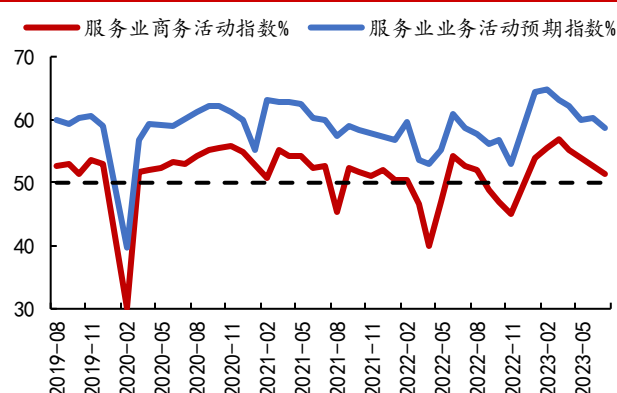
7月份，服务业商务活动指数为51.5%，较上月回落1.3个百分点，继续保持在扩张区间。其中，航空运输、邮政快递、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务等行业商务活动指数位于60%以上高位景气区间。从市场预期看，服务业业务活动预期指数为58.7%，较上月回落1.6个百分点，但仍保持在较高景气度区间。

图2 7月全国服务业生产指数同比增长5.7%



资料来源：WIND、华西证券研究所

图3 7月，服务业商务活动指数为51.5%



资料来源：WIND、华西证券研究所

2. 固定资产投资有所回落

1-7月份，全国固定资产投资（不含农户）285898亿元，同比增长3.4%（预期3.9%，前值3.8%）。从环比看，7月份固定资产投资（不含农户）下降0.02%。1-7月份，民间固定资产投资149436亿元，同比下降0.5%（前值-0.2%）。分产业看，第一产业投资同比下降0.9%（前值-0.1%）；第二产业投资增长8.5%（前值8.9%）；第三产业投资增长1.2%（前值1.6%）。

从基建投资、制造业投资和房地产投资三大领域具体来看：

(1) 房地产：1-7月，全国房地产开发投资完成额为67717亿元，同比下降8.5%，增速较前值下降0.6个百分点，降幅持续扩大。施工面积同比下降6.8%，降幅较前值扩大0.2个百分点；新开工面积下降24.5%，较前值扩大0.2个百分点；“保交楼”背景下，竣工面积增速进一步上升1.5个百分点至20.5%。施工面积和新开工面积降幅持续扩大，房地产开发建设仍比较低迷。

1-7月份，商品房销售面积66563万平方米，同比下降6.5%，较前值回落1.2个百分点。商品房销售额70450亿元，同比下降1.5%，增速由正转负，较前值回落2.6个百分点。

7月末，商品房待售面积 64564.00 万平方米，同比增长 17.9%。其中，住宅待售面积增长 19.5%。

1-7 月份，房地产开发企业到位资金 78217 亿元，同比下降 11.2%，较前值回落 1.3 个百分点。其中，国内贷款 9732 亿元，下降 11.5%；利用外资 30 亿元，下降 43.0%；自筹资金 23916 亿元，下降 23.0%；定金及预收款 27377 亿元，下降 3.8%；个人按揭贷款 13950 亿元，下降 1.0%。7 月，商品房销售持续低迷，定金及个人按揭贷款增速回落较为明显

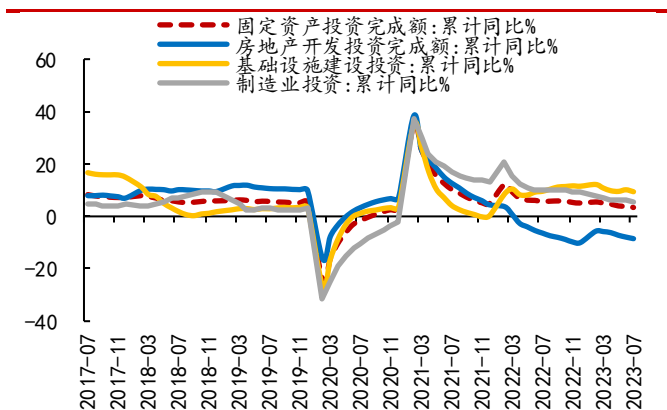
6 月半年末冲量后，7 月房地产销售再度低迷，显示居民购房意愿不足。为维护房地产市场稳定，8 月份以来，地方层面先后有 30 多个城市政策放松，内容主要涉及放松限购、放松限贷、放松限售、减免交易税费、放松公积金贷款、发布购房补贴、放松落户等方面。

(2) 基建：1-7 月，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 6.8%，较前值回落 0.4 个百分点；**全口径基建投资同比增速为 9.41%**，较前值回落 0.74 个百分点。其中，铁路运输业投资增长 24.9%（前值 20.5%），水利管理业投资增长 7.5%（前值 11.5%），道路运输业投资增长 2.8%（前值 3.1%），公共设施管理业投资增长 0.8%（前值 2.1%）。除铁路运输业外增速均有所回落。

基建增速有所放缓，一是受到财政资金限制，土地出让金收入持续负增长影响了地方财政收入；二是，7 月全国各地受高温多雨天气影响较大，施工进度受到一定影响。

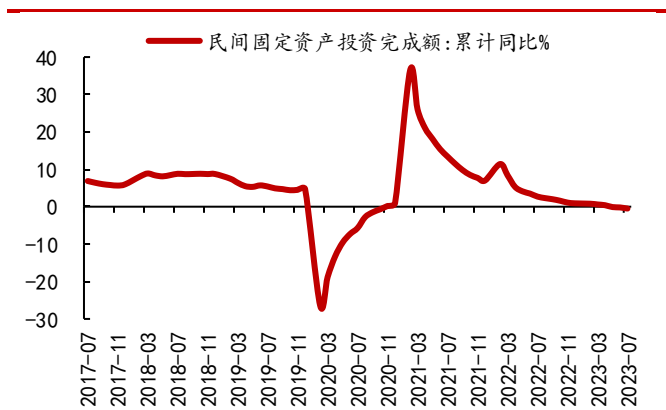
(3) 制造业：1-7 月制造业投资增长 5.7%，较前值回落 0.3 个百分点。分行业来看，电气机械和器材制造业、汽车制造业、化学原料和化学制品制造业以及有色金属冶炼和压延加工业增速较快，分别为 39.1%、19.2%、13.7%和 10.2%。高技术产业投资继续保持较高增速，同比增长 11.5%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 11.5%、11.6%。

图 4 1-7 月，固定资产投资同比增长 5.7%



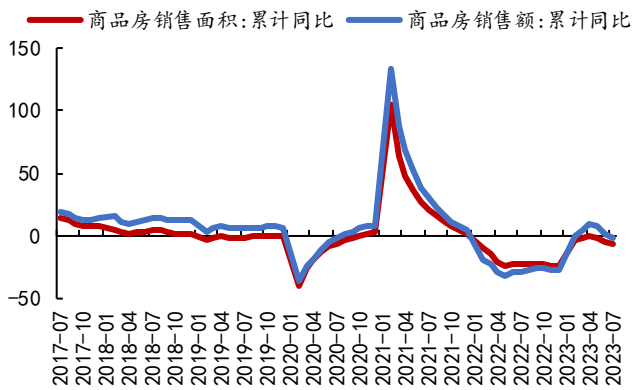
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 5 1-7 月，民间投资同比增速-0.1%



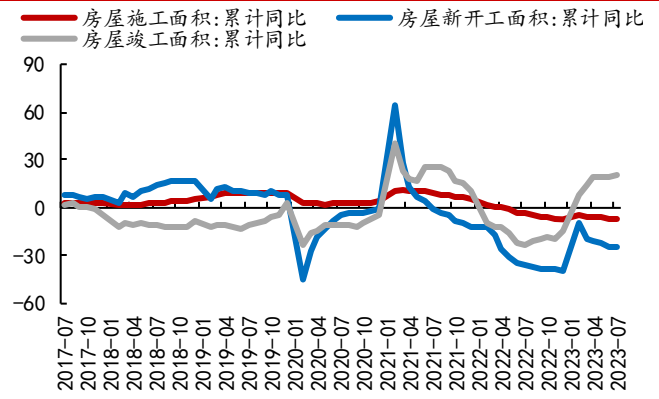
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 6 1-7 月，商品房销售额同比下降 1.5%



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 7 1-7 月，商品房施工面积同比下降 6.8%



资料来源：WIND、华西证券研究所

3. 消费品零售修复转弱

7 月，社会消费品零售总额 36761 亿元，同比增长 2.5%，较前值回落 0.6 个百分点，环比下降 0.06%。1-7 月份，社会消费品零售总额 264348 亿元，同比增长 7.3%，较前值回落 0.9 个百分点。7 月社会消费品零售总额环比增速回落，显示出疫后补偿消费的影响递减后，居民消费意愿不足。

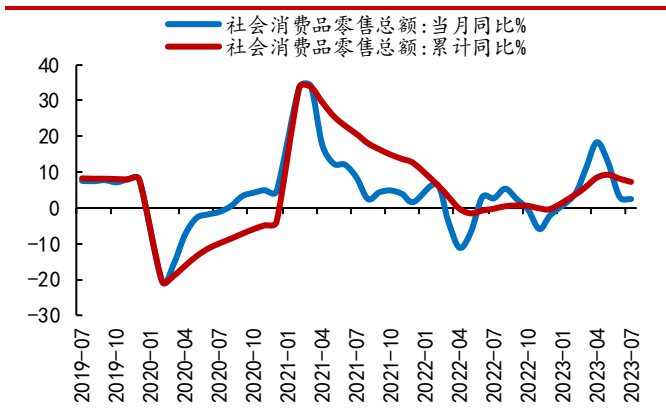
按经营单位所在地分，7 月份，城镇消费品零售额 31920 亿元，同比增长 2.3%，较前值回落 0.7 个百分点；乡村消费品零售额 4841 亿元，增长 3.8%，较前值回落 0.4 个百分点。

7 月，商品零售 32483 亿元，增长 1.0%，较前值回落 0.7 个百分点。1—7 月份，商品零售 235742 亿元，增长 5.9%，较前值回落 0.9 个百分点。限上商品零售类别中，7 月，粮油、食品类，烟酒类，中西药品类，饮料类，通讯器材类商品零售额表现较好，分别增长 5.5%、7.2%、3.7%、3.1%、3.0%；受房地产市场低迷拖累，建筑及装潢材料类消费同比下降 11.2%。

7 月，餐饮收入 4277 亿元，增长 15.8%，较前值回落 0.3 个百分点，但仍保持较高增速。1-7 月份，餐饮收入 28606 亿元，增长 20.5%，较前值回升 0.9 个百分点。

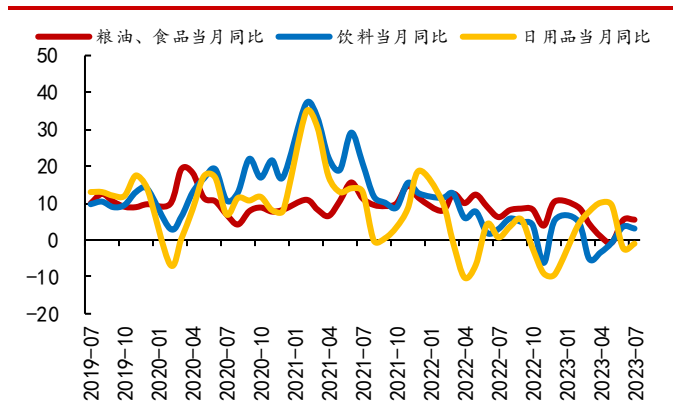
7 月，全国网上零售额 83097 亿元，同比增长 12.5%，较前值回落 0.6 个百分点。其中，实物商品网上零售额 69856 亿元，增长 10.0%，占社会消费品零售总额的比重为 26.4%。

图 8 7 月社会消费品零售总额同比增长 2.5%



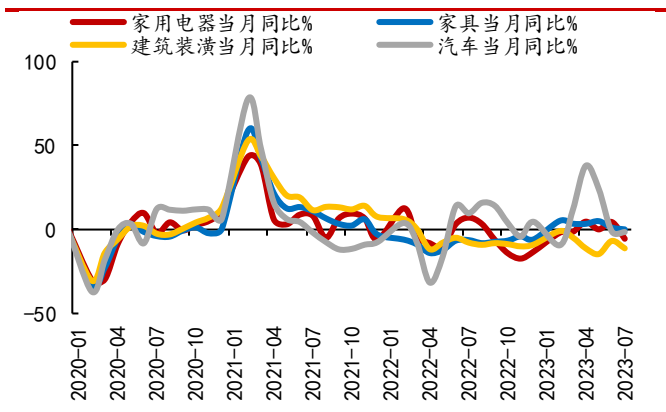
资料来源: WIND、华西证券研究所

图 9 7 月基本生活消费有所分化 (%)



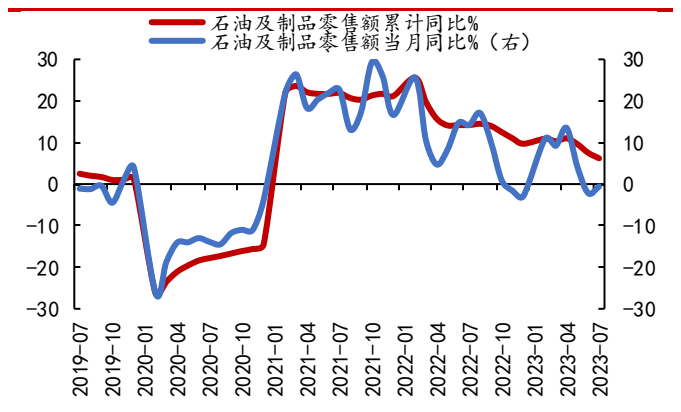
资料来源: WIND、华西证券研究所

图 10 7 月耐用品消费增速普遍回落



资料来源: WIND、华西证券研究所

图 11 7 月石油制品消费降幅收窄

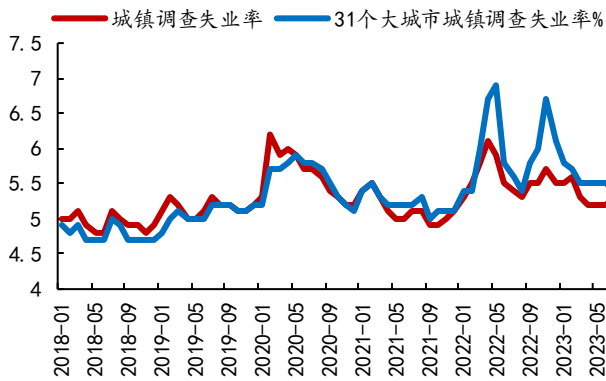


资料来源: WIND、华西证券研究所

4. 就业形势总体稳定

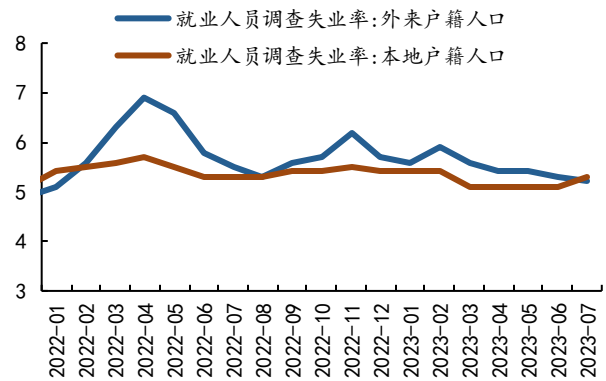
7 月份, 全国城镇调查失业率为 5.3%, 较前值上升 0.1 个百分点。31 个大城市城镇调查失业率为 5.4%, 较前值下降 0.1 个百分点。本地户籍劳动力调查失业率为 5.3%; 外来户籍劳动力调查失业率为 5.2%。

图 12 7 月全国城镇调查失业率为 5.3%



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 13 7 月外来户籍人口持续回落 (%)



资料来源：WIND、华西证券研究所

5. 经济放缓，政策加码

总的来看，7 月，各主要经济指标增速均有所回落、不及预期。同时，通胀较为疲弱，新增信贷也出现了明显下降。7 月经济放缓一是当前内在动能偏弱，需求不足，制约了经济修复；二是，7 月以来，国内极端天气频发，也对经济生产活动产生了一定的影响。

经济修复放缓背景下，政策端开始积极回应。7 月以来，中央和地方层面陆续出台了多项稳外贸、稳地产、促销费政策措施。8 月 15 日，央行再次调降 MLF 利率 15bp 至 2.5%，调降 OMO 利率 10bp 至 1.8%，预计后续 1 年和 5 年 LPR 将跟随性、同幅度下降，利率中枢整体下移。

7 月以来，经济修复边际放缓，政策端积极回应，但是稳经济政策效果显现需要时间，叠加极端天气干扰，所以短期内经济仍延续了前期的回落趋势。往后看，随着后续政策效果显现，宽松货币政策配合其他经济促进政策将共同改善经济主体预期、稳定宏观大盘。

6. 风险提示

经济出现超预期波动。

分析师简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。