

宏观利率

价格拖累经济读数，无须过度悲观

——2023年7月经济数据点评兼论利率影响

2023年8月15日

宏观研究/事件点评

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

投资要点：

- **市场启示：理性看待需求数据的回落，降息和稳增长开启，经济负反馈有望进一步遏制。**第一，7月终端需求回落一部分受价格回落的影响，和月初的PMI数据需求弱改善信息有些许不一致，另外工业增加值表现边际上好于投资和消费也是一个佐证。第二，PPI大概率已于6月触底，未来的反弹有望推动生产和投资改善。第三，8月15日央行调降政策利率，实体经济融资成本有望进一步下降，制造业企业和基建类企业融资将得到支撑，同时房地产市场政策调整优化，意在控制住户融资和房企融资下滑带来的负循环。就内需方面，我们认为无须过于悲观，经济仍在复苏通道，但外需回落、就业压力、经济内生动能不足等导致复苏过程仍曲折。十年国债收益率向下突破2.6%后可能迎来反弹，短期大概率依然波动于2.6%-2.7%。
- **7月CPI转负对社零读数有较大影响。**7月社零同比增长2.5%（前值3.1%），两年平均增速较6月明显下降。从2010年以来的情况看，7月社零同比增速下滑具有季节性，但在当前的低增速水平上依然明显下滑更多来自于消费的内生驱动不足和地产链相关消费的低迷，另一方面，7月CPI转负对社零读数也有较大影响。
- **三大投资全线回落。**7月固定资产投资累计增长3.4%（前值3.8%），地产、基建、制造业投资增速全线回落，民间投资累计增速由上月的-0.2%扩大至-0.5%。8月政策利率调降的情况下，LPR亦大概率调降。当前相关部门正积极谋划实施促进经济回升向好的储备政策，推进超大特大城市城中村改造和“平急两用”公路基础设施建设等政策措施也在陆续出台。随着这些政策效果逐步显现，有助于进一步遏制经济负反馈。
- **受房地产市场调整影响，地产投资降幅继续扩大。**具体看，除竣工增速仍在加快外，商品房销售、房地产开发资金来源、新开工面积、施工面积等增速仍在负向扩大。
- **基建投资增速加快放缓。**7月基建投资累计增速6.8%（前值7.2%），测算当月同比增长4.6%（前值6.4%）。随着8月、9月专项债加快发行带来基建实物工作量的提升，预计未来一个阶段基建投资有望回到韧性状态。
- **制造业投资增速继续放缓，民间投资降幅扩大。**7月制造业投资累计增速5.7%（前值6.0%），测算当月同比增速为4.4%（前值6.0%）。7月民间投资累计同比-0.5%（前值-0.2%），连续三个月负增长。
- **工业生产稳中回落。**7月，规模以上工业增加值同比增长3.7%（前值4.4%），两年平均增长3.8%（前值4.1%）。下游需求波动导致主动补库存行业数量难以快速扩大，当前工业整体仍处于被动去库存向主动补库存过渡阶段。随着工业企业库存去化，7月份规上工业产销率升高到97.8%，为近期各月最高，前值95.7%。
- **风险提示：**稳增长政策力度超预期；地方政府债务风险。

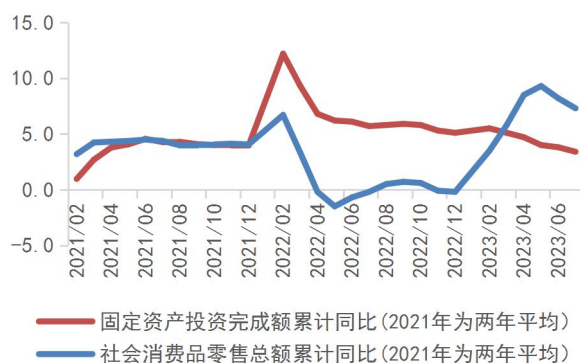


7月经济数据全线低于预期。具体看，7月规模以上工业增加值同比增长3.7%（前值4.4%，预期值4.6%）；全国固定资产投资累计同比增长3.4%（前值3.8%，预期值3.9%），其中制造业投资累计同比增长5.7%（前值6.0%，预期6.0%），基础设施投资累计同比增长9.4%（前值10.2%，预期值10.8%），基础设施（不含电力）累计同比增长6.8%（前值7.2%）；全国房地产开发投资累计同比增长-8.5%（前值-7.9%，预期值-8.1%）；社会消费品零售总额当月同比增长2.5%（前值3.1%，预期值5.3%）。

图1：工业增加值当月增速（%）



图2：固定资产投资及消费累计增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

7月CPI转负对社零读数有较大影响。7月社零同比增长2.5%（前值3.1%），累计同比增长7.3%（前值8.2%）。用平均增速剔除疫情导致的波动后，7月社零两年平均增速较6月明显下降。从2010年以来的情况看，7月社零同比增速下滑具有季节性，但在当前的低增速上依然明显下滑，一是来自于消费的内生驱动不足和地产链相关消费的低迷，二是7月CPI转负对于社零读数有较大影响。具体看，

第一，出行类消费表现依然较好，如餐饮收入当月同比增长15.8%（前值16.1%），平抑疫情影响后，7月表现延续6月的增长趋势。在暑期旅游、文体娱乐活动消费的带动下，相关服务消费增长较快。居民消费价格中的服务价格同比上涨且比上月涨幅扩大。

第二，由于居民就业、收入等方面仍有制约，服装鞋帽、针织品、化妆品类等消费品在“618”活动结束后增速明显回落。

第三，7月汽车销售增速有所放缓。7月汽车类零售额同比增速为-1.5%（前值-1.1%）。

第四，地产链相关消费拖累明显。7月建筑及装潢材料类、家具类、家用电器和音响器材类增速分别为-11.2%（前值-6.8%）、0.1%（前值1.2%）、-5.5%（前值4.5%）。

第五，生活必需类和升级类消费表现具有韧性。线下消费场景恢复拓展，文体演出等娱乐活动增加明显，带动消费增长。7月体育、娱乐用品类零售额增速2.6%（前值9.2%），两年平均增速6.3%（前值9.5%），通讯器材类零售额增速3.0%（前值6.6%），两年平均增速4.0%（前值6.6%）。粮油、食品类和日用品类消

费增速也较为稳定。

表 1：分行业社会消费品零售总额增速（%）

指标名称	2022/11	2022/12	2023/02	2023/03	2023/04	2023/05	2023/06	2023/07	比上年同期	比上期
粮油、食品类	3.9	10.5	9.0	4.4	1.0	-0.7	5.4	5.5	-0.7	0.1
饮料类	-6.2	5.5	5.2	-5.1	-3.4	-0.7	3.6	3.1	0.1	-0.5
烟酒类	-2.0	-7.3	6.1	9.0	14.9	8.6	9.6	7.2	-0.5	-2.4
服装鞋帽针纺织品类	-15.6	-12.5	5.4	17.7	32.4	17.6	6.9	2.3	1.5	-4.6
化妆品类	-4.6	-19.3	3.8	9.6	24.3	11.7	4.8	-4.1	-4.8	-8.9
金银珠宝类	-7.0	-18.4	5.9	37.4	44.7	24.4	7.8	-10.0	-32.1	-17.8
日用品类	-9.1	-9.2	3.9	7.7	10.1	9.4	-2.2	-1.0	-1.7	1.2
体育、娱乐用品类	-8.2	-13.3	1.0	15.8	25.7	14.3	9.2	2.6	-7.5	-6.6
家用电器和音像器材类	-17.3	-13.1	-1.9	-1.4	4.7	0.1	4.5	-5.5	-12.6	-10.0
中西药品类	8.3	39.8	19.3	11.7	3.7	7.1	6.6	3.7	-4.1	-2.9
文化办公用品类	-1.7	-0.3	-1.1	-1.9	-4.9	-1.2	-9.9	-13.1	-24.6	-3.2
家具类	-4.0	-5.8	5.2	3.5	3.4	5.0	1.2	0.1	6.4	-1.1
通讯器材类	-17.6	-4.5	-8.2	1.8	14.6	27.4	6.6	3.0	-1.9	-3.6
石油及制品类	-1.6	-2.9	10.9	9.2	13.5	4.1	-2.2	-0.6	-14.8	1.6
建筑及装潢材料类	-10.0	-8.9	-0.9	-4.7	-11.2	-14.6	-6.8	-11.2	-3.4	-4.4
汽车类	-4.2	4.6	-9.4	11.5	38.0	24.2	-1.1	-1.5	-11.2	-0.4

数据来源：Wind，山西证券研究所

投资方面，7月固定资产投资累计增长3.4%（前值3.8%），地产、基建、制造业投资增速全线回落，民间投资累计增速由上月的-0.2%扩大至-0.5%。数据公布同日，央行超预期分别调降OMO和MLF利率10bp、15bp，8月LPR亦大概率调降。同时，相关部门正积极谋划实施促进经济回升向好的储备政策，推进超大特大城市城中村改造和“平急两用”公路基础设施建设等政策措施也在陆续出台。随着这些政策效果逐步显现，有助于进一步遏制经济负反馈。

受房地产市场调整影响，地产投资降幅继续扩大。7月房地产开发投资完成额累计增速-8.5%（前值-7.9%）。7月商品房销售面积累计跌幅大幅扩大至-6.5%（前值-5.3%），房地产开发资金来源累计跌幅扩大至-11.2%（前值-9.8%），其中来自国内贷款的部分累计跌幅-11.5%（前值-11.1%），来自个人按揭贷款的部分为-1.0%（前值-2.7%），自筹资金累计跌幅-23.0%（前值-23.4%）。6月房屋竣工面积累计增速20.5%（前值19.0%），新开工面积累计增速-24.5%（前值-24.3%），施工面积-6.8%（前值-6.6%）。

基建投资增速加快放缓。7月基建投资累计增速6.8%（前值7.2%），测算当月同比增长4.6%（前值6.4%）。随着8月、9月专项债加快发行带来基建实物工作量的提升，预计未来一个阶段基建投资有望回归韧性状态。

制造业投资增速继续放缓，民间投资降幅扩大。7月制造业投资累计增速5.7%（前值6.0%），测算当月同比增速为4.4%（前值6.0%）。7月民间投资累计同比-0.5%（前值-0.2%），连续三个月负增长。分行业

看，随着消费的持续复苏，部分消费品类制造业投资继续好转，其中农副食品加工业、食品制造业投资累计增速分别较6月增加0.6个百分点、0.6个百分点。化学原料及化学制品制造业的投资较为韧性。装备制造业中，通用设备投资增速快于上月0.9个百分点，专用设备投资增速较上月回落1.3个百分点；汽车制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业投资增速均较上月回落；出口增速回落下，电气机械及器材制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业投资也较难回升，7月增速则较为平稳。

表 2：分行业制造业投资增速（%）

指标名称	2022/11	2022/12	2023/02	2023/03	2023/04	2023/05	2023/06	2023/07	比上年同期	比上期
农副食品加工业	15.9	15.5	13.2	10.1	5.8	8.1	6.4	7.0	-8.8	0.6
食品制造业	14.9	13.7	5.1	5.8	0.0	0.5	1.4	2.0	-14.6	0.6
纺织业	5.4	4.7	-11.0	-4.3	-7.7	-3.6	-2.0	-2.3	-13.4	-0.3
化学原料及化学制品制造业	19.7	18.8	17.2	19.2	15.5	15.9	13.9	13.7	-2.3	-0.2
医药制造业	6.2	5.9	-0.6	-1.9	1.2	-0.6	1.7	0.6	-5.8	-1.1
有色金属冶炼及压延加工业	14.2	15.7	16.2	10.8	8.3	6.5	14.2	10.2	-0.9	-4.0
金属制品业	11.8	11.8	7.4	2.2	1.8	0.8	0.0	-1.1	-14.6	-1.1
通用设备制造业	14.5	14.8	10.5	7.6	5.6	4.5	3.7	4.6	-12.9	0.9
专用设备制造业	12.8	12.1	12.2	10.6	8.6	8.6	7.7	6.4	-9.9	-1.3
汽车制造业	12.3	12.6	23.8	19.0	18.5	17.9	20.0	19.2	9.3	-0.8
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	3.2	1.7	-6.6	-7.9	-8.2	-1.3	2.8	-0.6	-13.1	-3.4
电气机械及器材制造业	41.4	42.6	33.7	43.1	42.1	38.9	38.9	39.1	1.9	0.2
计算机、通信和其他电子设备制造业	19.9	18.8	17.3	14.5	14.2	10.5	9.4	9.8	-8.8	0.4

数据来源：Wind，山西证券研究所

工业生产稳中有落，主因需求回落带来扰动。7月规模以上工业增加值同比增长3.7%（前值4.4%），两年平均增长3.8%（前值4.1%）。下游需求波动导致主动补库存行业数量难以快速增加，当前工业整体仍处于被动去库存向主动补库存过渡阶段。随着工业企业库存去化，7月份规上工业产销率升高到97.8%，为近期各月最高，前值95.7%。分项看，消费品工业走势分化，基本生活品类中，农副食品加工业因需求稳定恢复，当月增加值同比增长3.0%（前值2.2%），酒、饮料和精制茶制造业增加值增速回落3.1%（前值0.2%），纺织业增加值增速回落0.3%（前值-0.4%）。原材料制造业增加值同比增长8.8%，比上月加快2.0个百分点，主要原因是上年基数较低和总需求的改善。其中，黑色、有色金属冶炼及压延加工业增加值分别增长15.6%（前值7.8%）、8.9%（前值9.1%）。出口回落和内需不足情况下，设备制造业和工业品制造业整体增速有所放缓。

市场启示：理性看待需求数据的回落，降息和稳增长开启，经济负反馈有望进一步遏制。第一，7月终端需求回落一部分受价格回落的影响，和月初的PMI数据显示的需求弱改善信息有些许不一致，另外工业增加值表现边际上好于投资和消费也是一个佐证。第二，PPI大概率已于6月触底，未来的反弹有望推动生

产和投资改善。第三，8月15日央行调降政策利率，实体经济融资成本有望进一步下降，制造业企业和基建类企业融资将得到支撑，同时房地产市场政策调整优化，意在控制住户融资和房企融资下滑带来的负循环。就内需方面，我们认为无须过于悲观，经济仍在复苏通道，但外需回落、就业压力、经济内生动能不足等导致复苏过程仍曲折。十年国债收益率向下突破2.6%后可能迎来反弹，短期大概率依然波动于2.6%-2.7%。

表3：分行业工业增加值当月增速（%）

指标名称	2022/11	2022/12	2023/03	2023/04	2023/05	2023/06	2023/07	比上年同期	比上期
农副食品加工业	-2.9	-2.0	-4.9	-1.6	-1.3	2.2	3.0	3.8	0.8
酒、饮料和精制茶制造业	-0.7	3.4	-1.0	2.0	0.0	0.2	-3.1	-13.9	-3.3
纺织业	-4.7	-3.0	-3.1	-3.0	-1.8	-0.4	-0.3	4.5	0.1
化学原料及化学制品制造业	10.8	11.0	7.1	7.5	3.9	9.9	9.8	5.1	-0.1
医药制造业	-3.2	-1.4	-8.3	-7.2	-4.4	-2.1	-3.5	6.8	-1.4
橡胶和塑料制品业	-3.4	-7.3	1.7	2.9	2.5	3.0	3.6	5.1	0.6
非金属矿物制品业	1.6	-1.8	3.8	-0.6	-2.6	-0.4	-3.4	0.4	-3.0
黑色金属冶炼及压延加工业	9.4	2.8	6.0	4.3	3.1	7.8	15.6	19.9	7.8
有色金属冶炼及压延加工业	9.4	6.3	7.0	7.4	7.1	9.1	8.9	6.6	-0.2
金属制品业	-0.3	-1.2	4.8	2.7	-0.1	2.4	1.4	3.7	-1.0
通用设备制造业	-0.9	-3.4	4.6	13.5	6.1	-0.2	-1.4	-1.0	-1.2
专用设备制造业	2.3	-0.5	7.3	9.1	3.9	3.4	1.5	-2.5	-1.9
汽车制造业	4.9	-5.9	13.5	44.6	23.8	8.8	6.2	-16.3	-2.6
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-2.9	2.0	8.6	9.5	7.6	4.7	1.0	-6.6	-3.7
电气机械及器材制造业	12.4	10.8	16.9	17.3	15.4	15.4	10.6	-1.9	-4.8
计算机、通信和其他电子设备制造业	-1.1	1.1	1.2	1.8	0.0	1.2	0.7	-6.6	-0.5

数据来源：Wind，山西证券研究所

风险提示：稳增长政策超预期；地缘政治风险。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

