

2023年08月15日

证券研究报告 | 事件点评报告

# 需求仍为核心问题，宽松仍有空间

2023年7月经济数据点评

分析师：蔡梦苑

分析师登记编码：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

研究助理：郝一凡

邮箱：haoyifan@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

## 投资要点

⊕7月经济数据总体表现偏弱，消费、投资、生产均有小幅回落，结合上周公布的金融数据来看，需求不足的拖累较为明显。总的来看，当前具备总量宽松的条件和空间，政策也继续展现出积极托底的意愿，8月央行再度启动降息，MLF利率降低15个基点至2.50%，7天逆回购利率调降10个基点至1.80%。不过货币政策发力之后，仍需财政政策配合发力，尤其是从改善居民收入这一关键点入手，推动居民信心及需求有效、可持续回升。

⊕7月消费弱于预期，居民收入为关键制约因素。由于居民收入尚未完全恢复，消费意愿偏弱，叠加6月“618”促销活动的虹吸效应，7月消费走弱，社融明显低于市场预期。从消费结构来看，必选消费存在一定韧性，但可选消费下滑较为显著。

⊕固定资产投资增速继续走弱。7月固定资产投资增速继续走弱，基建、制造业、地产投资均呈不同程度下滑。基建投资中铁路运输业投资、水利管理业投资保持较高增速，给基建投资带来一定支撑。制造业投资增速虽下滑，不过仍有部分高质量行业投资表现较好。但需关注地产仍呈供需双弱局面，投资延续负增长，后续需关注风险。

⊕内外需拖累，工业生产走弱。7月规模以上工业增加值回落，受基建投资降速影响，上游行业有所走弱，不过相较于中下游仍有一定韧性。而由于出口仍偏弱，中下游行业生产继续走弱。总的来看，当前制造业中上游行业相对优于中下游行业，但持续性可能不足。在外需走弱，内需修复速度偏弱的背景下，工业增加值或继续受拖累。

⊕风险提示：国际形势演变超预期；美国金融风险/经济衰退超预期；国内经济复苏不及预期；政策不及预期。

事件:

2023年8月15日,国家统计局公布了2023年7月份的经济数据,具体见下图(图1-3):

图1:经济数据情况(%)

	2023-07	2023-06	2023-05
工业增加值:当月同比	3.70	4.40	3.50
服务业生产指数:当月同比	5.70	6.80	11.70
投资			
基建投资:累计同比	9.41	10.15	9.53
制造业:累计同比	5.70	6.00	6.00
房地产:累计同比	-8.50	-7.90	-7.20
社会消费品零售总额:当月同比	2.50	3.10	12.70
出口金额:当月同比	-14.50	-12.40	-7.10

资料来源:Wind,华宝证券研究创新部

图2:社会零售总额情况(%)

	2023-07	2023-06	2023-05
社会消费品零售总额:累计值	264,348.00	227,588.00	187,636.00
社会消费品零售总额:累计同比	7.30	8.20	9.30
社会消费品零售总额:当月值(亿元)	36,761.00	39,951.00	37,803.00
社会消费品零售总额:当月同比(%)	2.50	3.10	12.70
其中:除汽车以外的消费品零售额	3.00	3.70	11.50
其中:限额以上企业消费品零售总额	0.30	2.30	12.50
按经营地区分			
城镇:当月同比	2.30	3.00	12.70
乡村:当月同比	3.80	4.20	12.80
按消费类型分			
餐饮收入:当月同比	15.80	16.10	35.10
其中:限额以上企业餐饮收入总额	10.90	15.40	31.40
商品零售:当月同比	1.00	1.70	10.50
其中:限额以上企业商品零售总额	-0.50	1.40	11.10
粮油、食品类	5.50	5.40	-0.70
饮料类	3.10	3.60	-0.70
烟酒类	7.20	9.60	8.60
服装鞋帽针纺织品类	2.30	6.90	17.60
化妆品类	-4.10	4.80	11.70
金银珠宝类	-10.00	7.80	24.40
日用品类	-1.00	-2.20	9.40
家用电器和音像器材类	-5.50	4.50	0.10
中西药品类	3.70	6.60	7.10
文化办公用品类	-13.10	-9.90	-1.20
家具类	0.10	1.20	5.00
通讯器材类	3.00	6.60	27.40
石油及制品类	-0.60	-2.20	4.10
汽车类	-1.50	-1.10	24.20
建筑及装潢材料类	-11.20	-6.80	-14.60

资料来源:Wind,华宝证券研究创新部

图 3：规模以上工业增加值情况（%）

	2023-07	2023-06	2023-05
工业增加值:累计同比	3.80	3.80	3.60
工业增加值:当月同比	3.70	4.40	3.50
分三大门类			
制造业	3.90	4.80	4.10
其中:高技术产业	0.70	2.70	1.70
采矿业	1.30	1.50	-1.20
电力、燃气及水的生产和供应业	4.10	4.90	4.80
分经济类型			
其中:国有及国有控股企业	3.40	5.40	4.40
其中:股份制企业	5.00	5.90	3.50
外商及港澳台投资企业	-1.80	-1.40	4.20
其中:私营企业	2.50	3.20	0.70
主要行业增加值			
煤炭开采和洗选业	0.40	2.00	-1.60
石油和天然气开采业	4.20	4.10	3.70
农副食品加工业	3.00	2.20	-1.30
食品制造业	0.00	3.10	0.10
酒、饮料和精制茶制造业	-3.10	0.20	0.00
纺织业	-0.30	-0.40	-1.80
化学原料及化学制品制造业	9.80	9.90	3.90
医药制造业	-3.50	-2.10	-4.40
橡胶和塑料制品业	3.60	3.00	2.50
非金属矿物制品业	-3.40	-0.40	-2.60
黑色金属冶炼及压延加工业	15.60	7.80	3.10
有色金属冶炼及压延加工业	8.90	9.10	7.10
金属制品业	1.40	2.40	-0.10
通用设备制造业	-1.40	-0.20	6.10
专用设备制造业	1.50	3.40	3.90
汽车制造业	6.20	8.80	23.80
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	1.00	4.70	7.60
电气机械及器材制造业	10.60	15.40	15.40
计算机、通信和其他电子设备制造业	0.70	1.20	0.00
电力、燃气及水的生产和供应业	4.60	5.40	5.20

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

对此，我们的点评如下：

## 核心观点：需求不足仍是当前核心问题，宽松仍有空间

7 月经济数据总体表现偏弱，消费、投资、生产均有小幅回落，结合上周公布的金融数据来看，需求不足的拖累较为明显。总的来看，当前具备总量宽松的条件和空间，政策也继续展现出积极托底的意愿，8 月央行再度启动降息，MLF 利率降低 15 个基点至 2.50%，7 天逆回购利率调降 10 个基点至 1.80%。不过货币政策发力之后，仍需财政政策配合发力，尤其是从改善居民收入这一关键点入手，推动居民信心及需求有效、可持续回升。

7 月消费复苏再度放缓，必选消费维持一定韧性，可选消费下滑较为明显。二季度居民收入增长放缓以及收入分化的影响仍是制约现阶段需求复苏的关键因素。

7 月固定资产投资增速继续走弱，基建、制造业、地产投资均呈不同程度下滑。基建投资中铁路运输业投资、水利管理业投资保持较高增速，给基建投资带来一定支撑。制造业投资亮点来自于部分高质量行业投资表现较好。地产仍呈供需双弱局面，不过央行再度降息、地产调

控政策已在加速优化，有望对冲后续地产需求端下行压力，不过供给端的问题改善节奏或依然偏慢。

7月规模以上工业增加值回落，由于出口仍偏弱，中下游行业生产继续走弱，上游行业仍有一定韧性。在外需走弱，内需修复速度偏慢的背景下，工业增加值或继续受拖累。

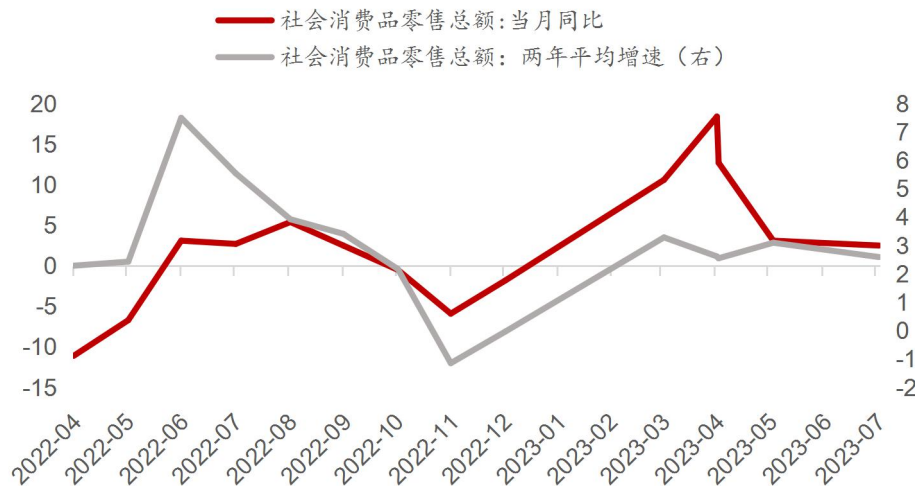
## 1. 7月消费弱于预期，居民收入为关键制约因素

由于居民收入尚未完全恢复，消费意愿偏弱，叠加6月“618”促销活动的虹吸效应，7月消费走弱，社融明显低于市场预期。从消费结构来看，必选消费存在一定韧性，但可选消费下滑较为显著。

居民消费意愿偏弱，7月消费有所走弱。7月社会消费品零售总额36761亿元，同比增长2.5%，低于前值（3.1%）和市场预期（5.3%），7月社零的两年平均增速也较上月回落0.51个百分点至2.59%。从分项来看，可选消费走弱较为明显，其中，化妆品类（同比下滑8.9%至-4.1%）、金银珠宝类（同比下滑17.8%至-10%）消费走弱较为明显，或是因为居民收入尚未完全恢复，消费意愿偏弱，叠加6月“618”促销活动的虹吸效应。此外，由于地产市场整体偏弱，与地产相关的家用电器和音像器材类（同比下滑10%至-5.5%）、建筑及装潢材料类（同比下滑4.4%至-11.2%）消费的下行幅度也较大。

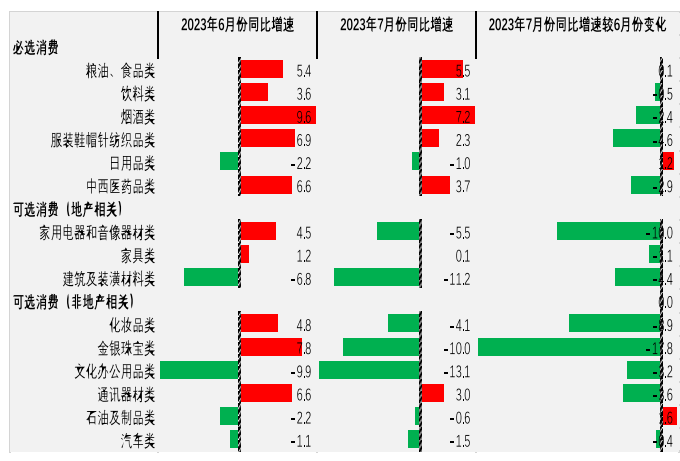
二季度居民收入增长放缓、收入分化待改善对现阶段消费需求的复苏形成制约。考虑到去年基数影响，以两年平均增速计算，二季度全国居民人均可支配收入5.5%，较一季度回落0.2%，与央行二季度调查居民收入感受及收入预期指数回落相互印证，且收入中位数增速下滑更快，疫情后居民收入分化加剧的趋势有待改善。收入端仍然是终端需求改善的关键点，需要政策针对收入及终端需求领域继续发力，从而带动需求有效、可持续回升。

图4：社零有所走弱（%）



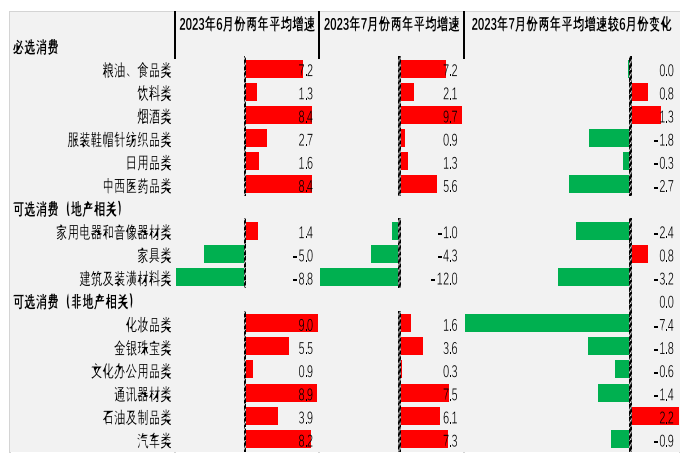
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 5：消费分项同比增速（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 6：消费分项两年平均增速（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

## 2. 固定资产投资增速继续走弱

总的来看，7 月固定资产投资增速继续走弱，基建、制造业、地产投资均呈不同程度下滑。基建投资中铁路运输业投资、水利管理业投资保持较高增速，给基建投资带来一定支撑。制造业投资增速虽下滑，不过仍有部分高质量行业投资表现较好。但需关注地产仍呈供需双弱局面，投资延续负增长，后续需关注风险。

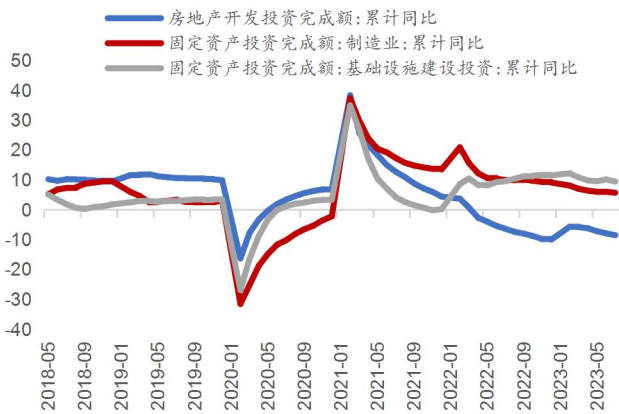
2023 年 1-7 月份，全国固定资产投资（不含农户）285898 亿元，同比增长 3.4%（前值 3.8%），较上月继续走弱。其中，民间固定资产投资 149436 亿元，同比下降 0.5%。从环比看，7 月份固定资产投资（不含农户）下降 0.02%。分产业看，第一产业投资 6066 亿元，同比下降 0.9%；第二产业投资 89385 亿元，增长 8.5%；第三产业投资 190446 亿元，增长 1.2%。

**基建投资下滑，但保持韧性。**7 月狭义基础设施投资（不含电热水）同比增长 6.8%，较上月继续回落 0.4 个百分点，广义基础设施投资（含电热水）同比增长 9.41%（前值 10.15%）。不过值得注意的是，铁路运输业投资同比较上月增长 4.4 个百分点至 24.9%，水利管理业投资增长 7.5%（前值 9.6%），为基建投资提供较强支撑作用。

**制造业投资增速也有所下滑，不过仍有部分高质量行业投资表现较好。**7 月制造业投资增长 5.7%，较上月下滑 0.3 个百分点。考虑到当前内外需均偏弱，制造业投资呈下滑趋势，不过部分高质量行业投资增速小幅上涨，其中电气机械及器材制造业和计算机通信等电子设备制造业投资增速分别上涨 0.2% 和 0.4% 至 39.1% 和 9.8%。同时，化学原料及化学制品制造业（13.7%）、有色金属冶炼及压延加工业（10.2%）以及汽车制造业（19.2%）等行业投资均保持较高增速。

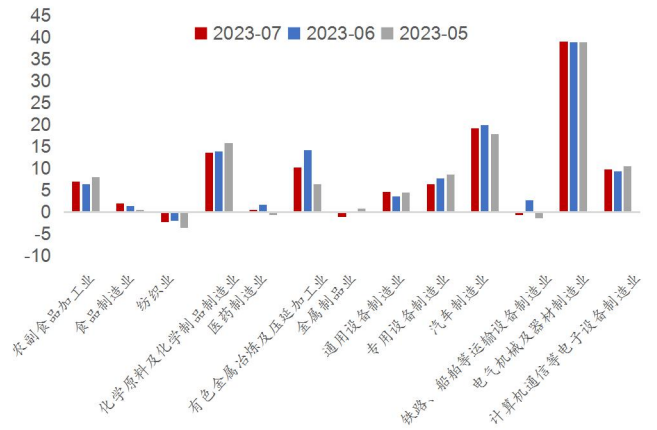
**地产供需双弱，投资延续负增长，竣工的显著回升主因基数效应。**2023 年 1-7 月份，全国房地产开发投资 67717 亿元，同比下降 8.5%（前值下降 7.9%）。根据分项来看，房地产新开工、施工面积当月同比增速延续负增长，分别为 -26.48% 和 -21.66%（前值分别为 -31.35% 和 -30.34%）。虽然 7 月竣工面积当月同比出现较明显反弹，但考虑到去年同期低基数因素，竣工并未出现实质性改善，对于地产投资的支撑作用仍在减弱。需求侧，1-7 月份，商品房销售面积同比下降 6.5%（前值 5.3%），7 月当月销售面积同比下滑 23.84%，居民购房意愿仍偏弱。总的来看，当前地产供需双弱局面仍在加剧。

图 7：固定资产投资均出现不同程度回落 (%)



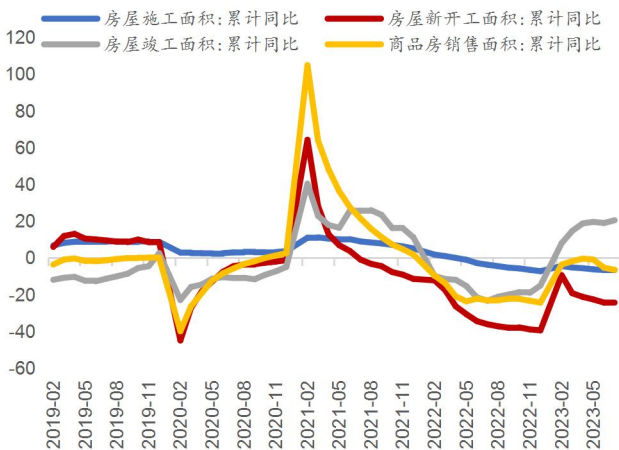
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 8：部分高质量行业投资仍具韧性 (%)



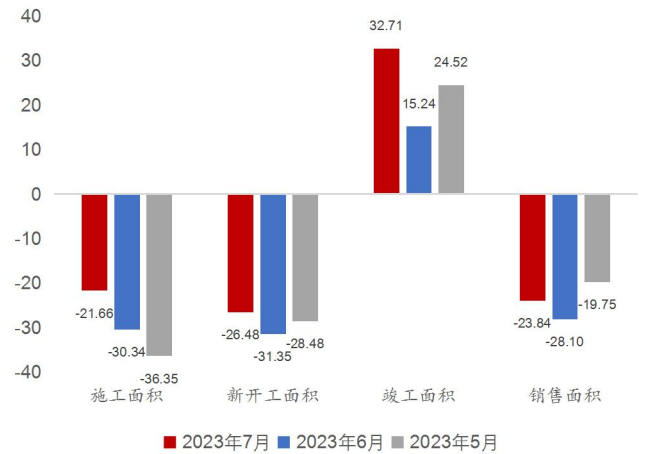
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 9：地产开工、施工、销售继续走弱 (%)



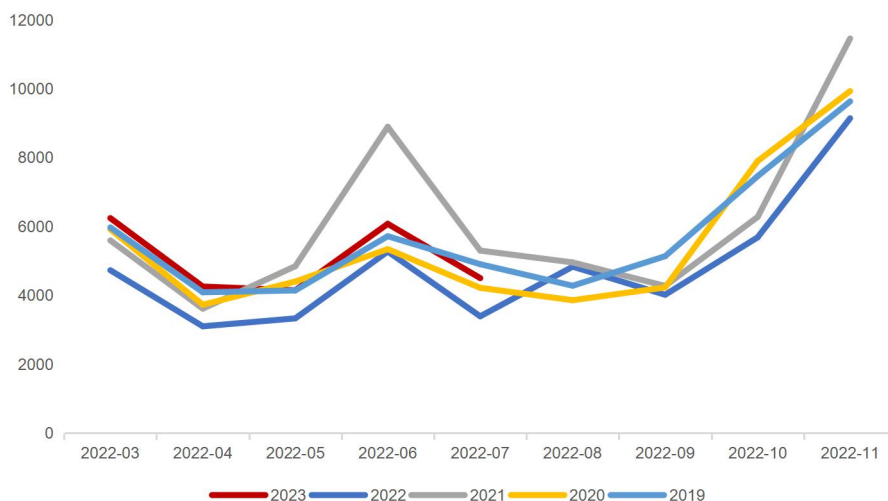
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 10：地产当月数据均情况 (当月同比, %)



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 11：竣工面积当月值 (万平方米)



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

### 3. 内外需拖累，工业生产走弱

7月规模以上工业增加值回落，受基建投资降速影响，上游行业有所走弱，不过相较于中下游仍有一定韧性。而由于出口仍偏弱，中下游行业生产继续走弱。总的来看，当前制造业中上游行业相对优于中下游行业，但持续性可能不足。在外需走弱，内需修复速度偏弱的背景下，工业增加值或继续受拖累。

2023年7月份，规模以上工业增加值同比实际增长3.7%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），低于前值的4.4%。从环比看，7月份，规模以上工业增加值比上月增长0.01%。1-7月份，规模以上工业增加值同比增长3.8%。分三大门类看，采矿业（同比增长1.3%）、制造业（同比增长3.9%）和电力、燃气及水的生产和供应业（同比增长4.1%）均较上月走弱。

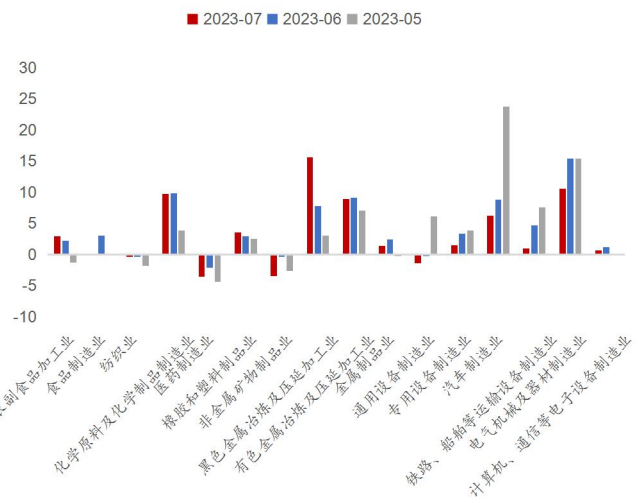
制造业内部分行业来看，由于基建投资走弱，上游相关行业生产受到影响，非金属矿物制品业（下滑3%至-3.4%）、有色金属冶炼及压延加工业（下滑0.2%至8.9%）、金属制品业（下滑1%至1.4%）当月同比均有所减弱，不过相较于中下游仍有一定韧性。中下游行业生产继续走弱，主要是因为出口偏弱影响，其中计算机、通信和其他电子设备（下滑0.5%至0.7%）、专用设备（下滑1.9%至1.5%）、通用设备（下滑1.2%至-1.4%）当月同比均有较为明显回落。对于工业增加值造成一定拖累。总的来看，当前制造业中上游行业相对优于中下游行业，但持续性可能不足。在外需走弱，内需修复速度偏弱的背景下，工业增加值或继续受拖累。

图 12：规上工业增加值同比走弱（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 13：各行业增加值同比增速（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 4. 风险提示

国际形势演变超预期；美国金融风险/经济衰退超预期；国内经济复苏不及预期；政策不及预期。

### 分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

### 适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。