



修复遇阻

——2023 年 7 月经济数据点评

7 月规模以上工业增加值当月同比 3.7%，两年复合 3.7%；社会消费品零售总额当月同比 2.5%，两年复合 2.6%；城镇固定资产投资额累计同比 3.4%，两年复合 4.5%。其中，房地产投资累计同比-8.5%，两年复合-10.7%；全口径基建投资累计同比 9.4%，两年复合 9.5%；制造业投资累计同比 5.7%，两年复合 7.8%。

7 月主要经济数据同比增速下行，实体经济增长动能未能延续 6 月边际改善的态势，超预期大幅放缓。经济修复遇阻，主要由于需求不足叠加高温洪涝灾害等负面因素，并对供给形成拖累。在需求端，内、外需动能整体趋弱。消费动能不足，社会消费品零售总额季调环比-0.06%，虽然服务消费保持强劲，但商品消费大幅走弱。固定资产投资连续第二个月环比收缩，累计同比增速不升反降，下行 0.4pct 至 3.4%，其中基建和制造业动能边际放缓，房地产投资收缩加剧。在供给端，工业和服务业生产转弱，工业生产季调环比 0.01%，城镇调查失业率小幅上升。

一、供给：生产动能放缓，失业率小幅上行

（1）生产：动能放缓

7 月规上工业增加值同比增速再度放缓，较 6 月下降 0.7pct 至 3.7%，两年复合增速下降 0.4pct 至 3.7%。企业生产动能放缓受到三方面因素的压制。一是需求修复受阻，二是 7 月是我国多数行业的传统淡季，三是部分地区遭遇百年难遇的高温多雨及洪涝灾害。分三大门类看，上中下游工业生产表现分化。上游采矿业及中游制造业生产放缓，工业增加值两年复合增速分别下降 0.4pct 和 0.8pct 至 4.6%和 3.3%。受高温天气影响，7 月全社会用电量同比增加 6.5%，带动下游电热燃水业生产两年复合增速上升 2.7pct 至 6.8%。



分行业看，多数行业生产有所放缓，高技术产业和装备制造业动能减弱。观察两年复合增速，高技术产业生产增速下降 2.2pct 至 3.3%，新能源、光伏等高新技术产品生产仍维持较快增长。装备制造业中，受汽车消费支持政策托举，汽车制造业生产增速强势上升 1.7pct 至 14.1%，但其他行业如专用设备制造，电气机械制造，计算机、通信和其他电子设备制造生产均有不同程度放缓。

7 月服务业生产修复放缓，服务业生产指数同比增速下降 1.1pct 至 5.7%，两年复合增速下降 0.9pct 至 3.1%。但亮点有二，一是暑期消费带动下，住宿餐饮业、交通运输增速维持高增长；二是现代服务业增速较高，信息技术服务业和金融业增速分别为 11.2% 和 7.6%。

前瞻地看，未来生产端修复的斜率将取决于需求端的改善程度。8 月季节性因素对生产端的约束将缓解，生产修复或将提速。

（2）就业：失业率小幅上行

7 月全国城镇调查失业率顺季节性小幅上行 0.1pct 至 5.3%，位于疫前同期水平上沿。其中外来户籍人口失业率下行至 5.2%，时隔 17 个月首度降至本地户籍人口失业率下方。前瞻地看，8-10 月季节性因素或推动失业率稳中有降，但考虑到大量应届毕业生在暑期进入就业市场，而企业用工需求总体疲弱，短期内就业市场压力仍存。

二、固定资产投资：动能全面放缓

7 月城镇固定资产投资动能整体放缓，按可比口径计算，单月同比增速再度下行 1.9pct 至 1.2%，累计同比增速下行 0.4pct 至 3.4%，两年复合累计同比增速亦下行 0.4pct 至 4.5%，变化方向与市场预期相反。季调后单月环比连续第二个月小幅负增长 -0.02%，继续显著弱于疫前三年同期正增长 0.44% 的平均水平。其中，房地产投资降幅继续走阔，仍是主要拖累，基建投资与制造业投资动能也边际放缓。

（1）房地产：销售低迷，投资收缩

7 月房地产销售加速下滑，区域降幅分化。因基数走低，商品房销售面积同比增速较 6 月小幅上行 2.7pct 至-15.5%，销售金额同比增速较 6 月微降 0.1pct 至-19.3%，两年复合增速分别较 6 月下行 3.1pct、3.3pct 至-26.4%、-26.2%。30 个大中城市商品房成交面积降幅连续第二个月扩大，两年复合增速较 6 月下降 9.8pct 至-30.3%，一线城市降幅略有收窄，二三线城市收缩加剧。

房地产投资继续大幅收缩，7 月同比增速较 6 月下行 1.9pct 至-12.2%，拖累累计同比增速下行 0.6pct 至-8.5%；单月两年复合增速较 6 月微升 0.1pct 至-15.1%。一方面，建安投资降幅或略有收窄。7 月增量和存量施工项目的降幅均再度收窄，但仍处低位。新开工、施工和竣工面积两年复合增速分别上行 2pct、6pct、9.5pct 至-36.6%、-33.9%、-7.9%。另一方面，土地购置费或继续加速收缩，7 月 100 大中城市土地成交面积两年复合增速加速下行 10.3pct 至-22.1%。

由于销售持续低迷拖累住户端资金来源，叠加信用持续收缩，房企到位资金降幅继续走阔。受基数走低影响，7 月房企到位资金同比增速较 6 月小幅上行 1.3pct 至-20.2%，两年复合增速下行 0.6pct 至-23.4%。一方面，受商品房销售端加速下滑的影响，住户端资金来源单月金额较上月收缩近三成，拖累房企到位资金两年复合增速-12.1pct。另一方面，房企信用压力显著上升，国内贷款和自筹资金延续大幅收缩，单月两年复合增速分别为-26.7%、-21%。

前瞻地看，8 月房地产相关指标同比增速或继续显著下行。房地产销售未见起色，房企土地购置、新开工等前端增量行为加速收缩，后端存量投资独木难支。7 月末政治局会议提出在房地产领域通过发展化解风险思路，但低迷态势难以即刻扭转。

（2）基建：增速下降，发力承压

7 月基建投资增速大幅下降，全口径当月同比增速大幅下降 6.4pct 至 5.3%，为 2022 年 4 月以来的单月最低增速；累计增速下降 0.8pct

至 9.4%，两年复合增速小幅下降 0.2pct 至 9.5%。从结构上看，三大行业投资动能有所分化。观察两年复合累计同比增速，电热燃水业投资维持高速增长，增速下降 0.8pct 至 20.1%；水环公共业投资维持韧性，增速小幅下降 0.2pct 至 6.6%，交运仓邮业投资动能有所增强，增速小幅上升 0.1pct 至 7.9%。

基建投资增速放缓主要受到三方面因素影响。一是经济修复受阻，地方政府财政收支及债务压力加大，推动基建投资的效率下降。二是 7 月新增专项债发行不到 2,000 亿，发行速度不及预期，银行信贷支持减弱。三是高温多雨天气拖累了基建进度。

前瞻地看，8-9 月基建投资增长动能有望出现反弹。今年剩余的 1.3 万亿新增专项债将在三季度全部发行完毕，在 10 月底前使用完毕，指向 8 月和 9 月发行或显著提速，将对基建投资形成一定支撑。

(3) 制造业：增速新低，结构分化

7 月制造业投资增速较上月下降 1.7pct 至 4.3%，为 2020 年 10 月以来的单月最低增速；累计同比增速下降 0.3pct 至 5.7%，两年复合累计增速下降 0.4pct 至 7.8%。

制造业投资结构性特征凸显。一方面，受产业升级、设备更新、绿色转型等政策支持，高技术制造业和装备制造业投资持续高增长。1-7 月高技术制造业累计增长 11.5%，其中医疗仪器设备制造、电子及通讯设备制造业分别增长 16.0%和 13.9%。装备制造业中，汽车制造、电气机械制造分别增长 19.2%和 39.1%。另一方面，出口及房地产产业链相关行业投资承压，如原材料加工、黑色金属冶炼、家具制造业等。

前瞻地看，8 月制造业投资增长动能或继续边际走弱，受到内外需求不足和盈利预期疲弱的制约。

三、消费：修复放缓

经济活动常态化效应边际减弱叠加去年同期基数走高，7 月社会消费品零售总额当月同比增速较上月继续下降 0.6pct 至 2.5%；实际动能位于年内次低点，两年复合增速较 6 月下降 0.5pct 至 2.6%，环比增速年内首次转负，复苏进程全面放缓。

从消费主体看，7 月限额以上单位社零两年复合增速上升 0.2pct 至 5.2%，高于整体水平，反映限额以上单位消费修复动能较强。按消费类型看，商品和服务消费修复动能较上月分化。商品方面，7 月复苏动能放缓，两年复合增速下行 0.7pct 至 2.1%。分商品类别看，所有品类修复动能均较上月回落，大宗耐用品类消费修复动能再度放缓，成为最大拖累项。其中，汽车和家电类消费两年复合增速较 6 月分别下降 2.2pct、3.2pct 至 3.9%、0.6%，建材、家具类消费收缩加剧。服务方面，餐饮服务消费复苏动能再度增强，7 月两年复合增速连续第二个月回升 1.2pct 至 6.8%，大幅高于 2021 年 7 月单月增速 5.5pct。

前瞻地看，8 月社零同比增速或继续回落，实际动能或低位企稳。暑期出行社交类消费需求虽较为旺盛，但收入修复偏弱压制居民消费能力。7 月末政治局会议指明扩大消费的发力方向为汽车、电子产品、家居等大宗消费，但政策落地显效或存在时滞。

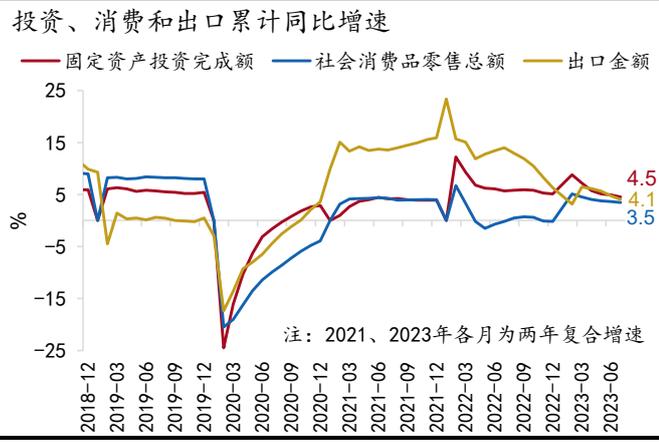
四、前瞻：扩大内需，稳定增长

总体上看，受需求不足拖累，7 月经济修复动能显著放缓。前瞻地看，要实现全年 GDP 增长“5%左右”的目标，未来经济修复动能需有所提升。在外需持续走弱的背景下，内需修复将成为主要抓手。经济修复遇阻，逆周期政策有望加速落地生效，托底需求，稳定增长。

（评论员：谭卓 王欣恬 刘阳 张冰莹）

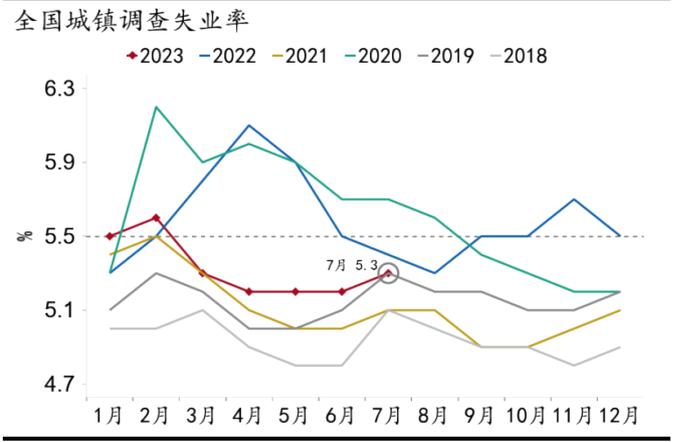
附录:

图 1: 总需求动能继续放缓



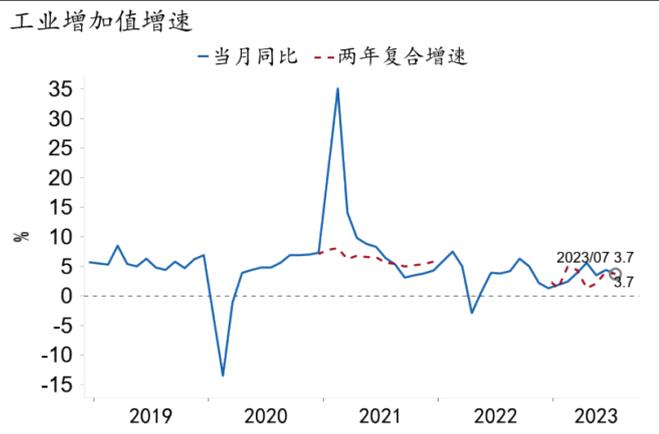
资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 2: 城镇调查失业率季节性上行



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 3: 工业生产动能放缓



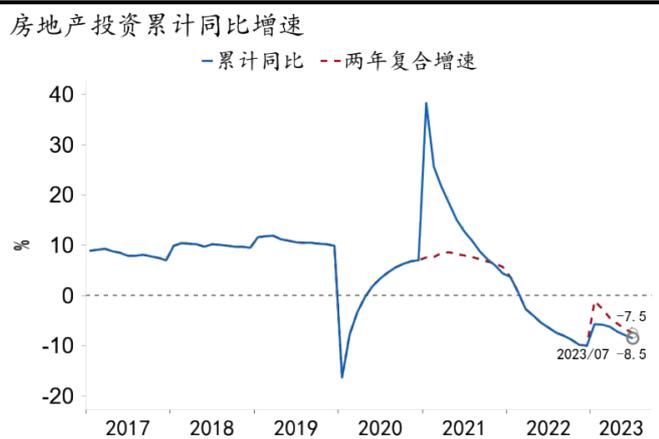
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 4: 服务业生产修复放缓



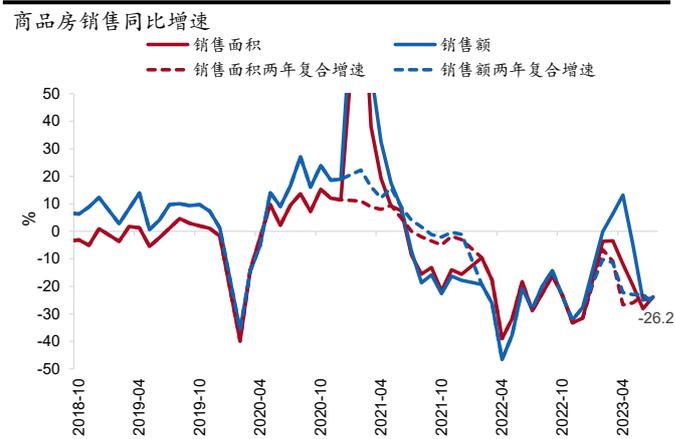
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 5: 房地产投资降幅持续走阔



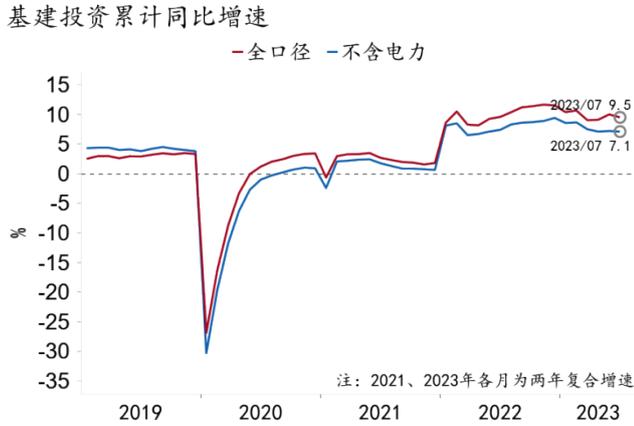
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 6: 房地产销售动能低位企稳



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 7: 基建投资增长承压



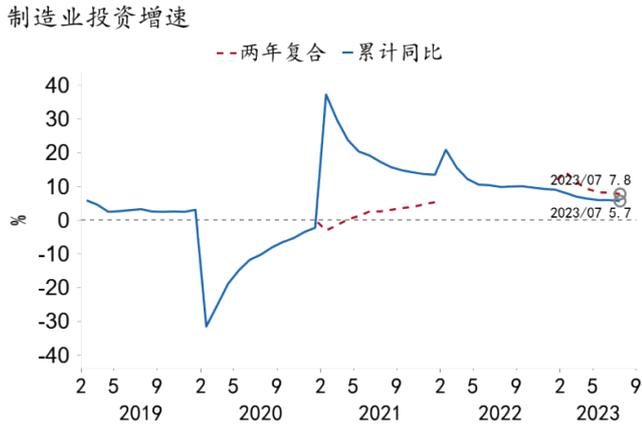
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 8: 基建三大行业投资动能有所分化



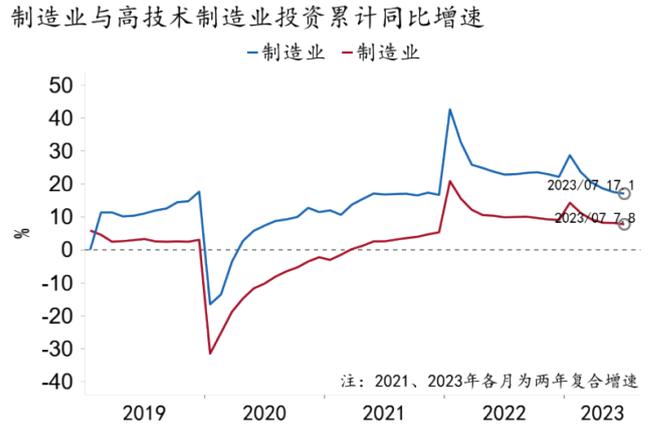
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 9: 制造业投资动能放缓



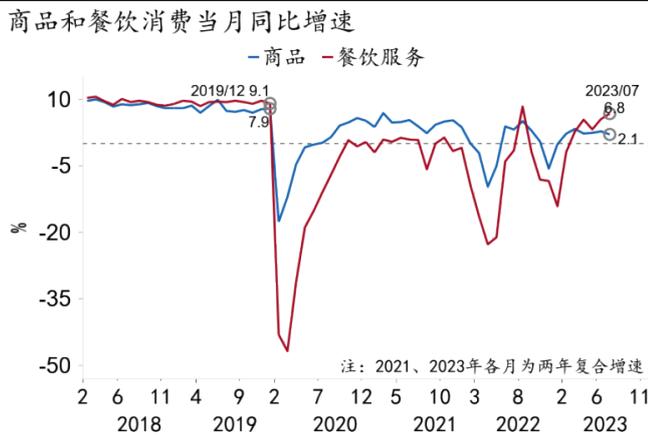
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 10: 高技术制造业投资动能趋缓



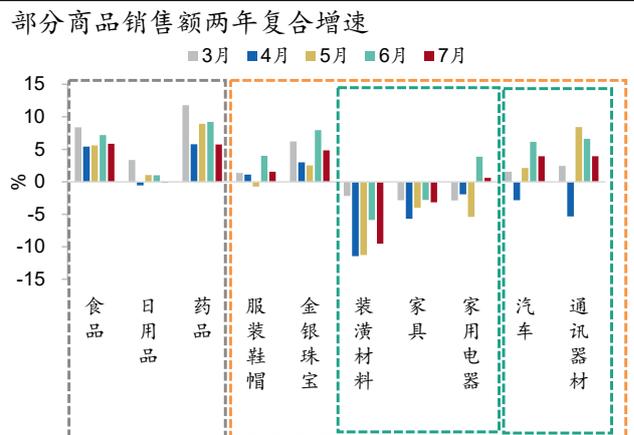
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 11: 商品和餐饮消费修复动能分化



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 12: 商品消费动能全面回落



资料来源: Wind, 招商银行研究院