

宏观经济再现下行波动，新一轮稳增长政策正在加码

——2022年7月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：7月规模以上工业增加值同比实际增长3.8%，增速较上月回落0.1个百分点；7月社会消费品零售总额同比增长2.7%，增速较上月收窄0.4个百分点；1-7月全国固定资产投资同比增长5.7%，增速较前值下滑0.4个百分点。

基本观点：

整体上看，在全球经济放缓及国内疫情波动影响下，7月宏观经济再现下行波动，供需两端都有不同程度减速。其中，7月疫情有所反弹，对工业生产活动有一定扰动，叠加总需求偏弱制约生产扩张，当月制造业增加值增速回落，并拖累工业增加值增速小幅放缓；受汽车零售额增速下滑、疫情反弹、商品房销售再度降温、成品油价格下调等多重因素影响，7月社零增速放缓，表现弱于预期；投资方面，主要受房地产投资下滑较快影响，1-7月固定资产投资增速较前值小幅下行，但仍保持5.7%的较快增长水平，成为当前经济保持修复势头的主要带动因素，而基建投资提速是7月主要宏观数据中的突出亮点。

展望未来，以政策性降息落地为代表，新一轮稳增长政策正在加码，加之前期稳住经济大盘一揽子措施逐步显效，8月工业生产、投资、消费数据下行势头有望得到遏制。我们判断，短期波动不会改变下半年宏观经济逐步回归正常增长水平的大趋势，继货币政策降息之后，接下来财政政策、产业政策稳增长力度也有望进一步加大。

具体解读如下：

一、工业生产：7月疫情有所反弹，对工业生产活动有一定扰动，叠加总需求偏弱制约生产扩张，当月制造业增加值增速回落，并拖累工业增加值增速小幅放缓。7月工业增加值同比增长3.8%，增速较上月小幅放缓0.1个百分点，表现不及预期。从三大门类来看，7月采矿业增加值同比增速从上月的8.7%放缓至8.1%，继续处于较快增长水平，其中，因处需求旺季，原煤产量同比增长16.1%，增速较上月加快0.8个百分点。7月持续高温带动居民用水用电增长，当月电力燃气及水的生产和供应业增加值同比增速从上月的3.3%大幅加快至9.5%，其中，发电量同比增长4.5%，增速较上月加快3.0个百分点。

7月三大门类中表现最弱的是占工业九成的制造业，当月制造业增加值同比增长2.7%，增速较上月下滑0.7个百分点，是拖累工业生产整体放缓的主要原因。具体来看，除政策刺激下车市显著回暖，7月汽车行业增加值同比增速高位上行外，其他主要行业增速多有不同程度回落。这在一定程度上与7月官方制造业PMI指数回落至收缩区间相印证。背后主要原因是7月全国疫情散发势头有所加剧，市场需求不足拖累较大。

首先，数据显示，7月本土日均新增新冠感染者（含无症状感染者）为496例，明显高于6月的日均76例。这导致兰州、西安等地防控措施有所收紧，对生产活动造成一定扰动。二是本轮经济反弹过程中，始终面临需求不足问题，这一现象在7月有所加剧。调查结果显示，反映市场需求不足的企业占比连续4个月上升，7月超过五成。我们判断，市场需求不足是拖累7月工业生产的主要原因。由此，尽管7月基建投资提速，但房地产投资深度下行，抑制建筑相关工业品需求增长，进而制约产能释放。可以看到，7月水泥、钢材等建材产量同比分别下降7.0%和5.2%。最后，尽管7月出口继续取得超预期表现，但海外高通胀带来的出口商品价格上涨是出口金额的重要推升因素，而工业增加值统计的是按不变价格的产出水平。考虑到当前全球经济增长前景减弱，纺织等行业出口订单外流现象显现，下半年出口预期并不乐观，这会制约相关行业企业加快生产的积极性。

受需求不振影响，7月建筑装饰材料相关的非金属矿物、有色金属、金属制品行业增加值或同比增速放缓、或同比跌幅加深，钢铁行业增加值则转增为降，同比下跌4.3%；同时，出口订单外流较为严重的纺织业增加值同比跌幅较上月加深0.9个百分点至4.8%。不过，受近期汽车销售改善提振，7月汽车制造业增加值同比增速较上月加快6.3个百分点至22.5%，在各细分行业中表现最为亮眼。

我们认为，在疫情不再出现大幅反弹的前景下，接下来决定工业生产表现的主线将从供给端扰动转向需求端拉动。伴随8月降息落地，宏观政策逆周期调节力度正在显著加大，这将在一定程度上刺激市场需求；加之上年同期基数下行，预计8月工业增加值同比将再度加速，短期波折不会改变整体修复势头。接下来的重点是关注房地产投资是否仍会延续较大降幅，以及能否为基建投资提速完全对冲。这是决定市场需求走势的关键。

二、受汽车零售额增速下滑、疫情反弹、商品房销售再度降温、成品油价格下调等多重因素影响，7月社零增速放缓，表现弱于预期。7月社零同比增长2.7%，增速较上月下滑0.4个百分点，在去年同期基数大幅下行背景下，表现明显弱于市场普遍预期。其中，伴随刺激政策边际效应减弱，7月汽车零售额增速高位回落，较上月下滑4.2个百分点至9.7%。由于汽车零售额在社零中的占比接近10%，其增速回落对社零整体增速有较强的下拉作用。剔除汽车零售额后，7月消费延续修复态势，但修复节奏明显放缓，

整体表现较为疲弱。具体来看，7月除汽车以外的消费品零售额同比增长1.9%，增速仅较上月小幅加快0.1个百分点；当月餐饮收入同比降幅较上月收敛2.5个百分点至1.5%，仍未摆脱负增状态。

我们认为，这一态势首先与疫情有关：7月疫情有所反弹，会对消费修复造成不利影响；更为重要的是，上半年疫情影响下的收入增速下滑和疫情波带来的谨慎心理，也在侵蚀居民当期消费能力和消费信心。另外，7月商品房销售再度转弱，涉房消费中的家具和建筑装潢材料同比延续负增，其中，后者同比降幅有所扩大，唯家电零售额在高温天气和促家电消费政策提振下，增速为正且较上月加快3.9个百分点至7.1%。最后，因国际油价回落，带动国内成品油价格下调，7月石油及制品类零售额同比增速较上月放缓0.5个百分点至14.2%。值得一提的是，7月金银珠宝、文化办公用品等少数类别商品零售额增速有较为明显的提速，但这主要受去年同期基数走低拉动。

我们判断，随疫情防控政策更加灵活，加之各部门、各级政府促消费政策频出，后续商品消费还有一定提速空间，而受疫情冲击更为剧烈的服务消费改善的改善空间更大——7月服务业生产指数同比增速较上月放缓0.7个百分点至0.6%，增长表现明显弱于主要代表商品消费的社零。不过，居民收入增速下滑背景下，消费能力提升的基础受到削弱，再加上促汽车、家电等消费政策效果边际减弱后，对整体消费改善的拉动作用也会减弱，后续消费回升还需要政策层面进一步加大扶持力度。

三、投资方面，主要受房地产投资下滑较快影响，1-7月固定资产投资增速较前值小幅下行，但仍保持5.7%的较快增长水平，成为当前经济保持修复势头的主要带动因素。其中，基建投资提速是7月主要宏观数据中的突出亮点。三大投资板块中，基建投资保持加速势头，1-7月投资增速（不含电力）达到7.4%，较前值加快0.3个百分点。据我们测算，7月当月全口径基建投资同比增速达到11.6%，连续两个月保持两位数高增；7月当月不含电力的基建投资增速升至9.1%，较上月加快0.9个百分点。支撑当前基建投资提速的主要原因是资金和项目制约因素全面缓解，以水利投资为代表的老基建明显发力——上半年水利建设完成投资4449亿元，同比增长59.5%。这明确显示当前宏观政策仍聚焦稳增长取向。展望未来，伴随政策性金融工具开始发力，专项债资金支持项目逐步形成实物工作量，8月基建投资将延续提速态势。

据我们测算，7月当月房地产投资同比下滑12.1%，降幅较上月扩大2.5个百分点。这与7月楼市再度转冷再印证，背后是近期房企风险仍在暴露，房地产施工数据持续下滑。我们注意到，二季度房贷利率已有87个基点（0.87个百分点）的大幅下行，8月MLF利率下调将再度带动房贷利率进一步走低。累积效应下，楼市回暖动能正在积聚。我们判断，三季度晚些时候楼市有可能迎来趋势性回升，其后房地产投资下行压力也将逐步缓解。但在此之前，月度房地产投资同比增速恐将延续两位数降幅。

7月当月制造业固定资产投资同比增速为9.9%，继续保持两位数左右的高增长水平。背后是为了推动经济转型升级、着力缓解“卡脖子”问题，政策面对制造业投资的支持力度较强，制造业中长期贷款近两年多来持续高增；加之当前海外对“中国制造”需求较强，也对以民间投资为主的制造业投资起到了推动作用。我们预计，在全球经济增速放缓背景下，短期内国内制造业投资增速或有小幅回落，但仍将保持较高水平。

整体上看，在以降息为代表的宏观政策发力背景下，短期内固定资产投资增速下行势头将有所缓解，其中基建投资提速将较大程度上对冲房地产投资下滑带来的影响。我们预计，在政策发力及上年基数下行共同作用下，1-8月固定资产投资同比增速有望回升至5.8%左右，在引领经济修复过程中的作用会进一步凸显。

四、7月城镇调查失业率降至控制目标水平之下，但青年失业率再创新高。7月城镇调查失业率为5.4%，较上月下降0.1个百分点，已连续两个月落入年初制定的5.5%目标及以下区间。在宏观经济修复出现波折的背景下，就业数据整体改善，主要原因是各类稳就业政策显效。不过，7月16-24岁青年失业率升至19.9%，前值为19.3%，处于明显偏高水平。这一方面符合毕业季来临的季节性规律，也表明当前结构性失业现象比较严重，后期针对青年农民工、大学生的就业支持政策还有很大发力空间。

整体上看，在全球经济放缓及国内疫情波动影响下，7月宏观经济再现下行波动，供需两端都有不同程度减速。不过，近期全球疫情已现缓和势头，估计8月下半月国内疫情影响也将回落。更重要的是，以政策性降息落地为代表，新一轮稳增长政策正在加码，加之前期稳住经济大盘一揽子措施逐步显效，8月工业生产、投资、消费数据下行势头有望得到遏制。我们判断，短期波动不会改变下半年宏观经济逐步回归正常增长水平的大趋势，继货币政策降息之后，接下来财政政策、产业政策稳增长力度也有望进一步加大。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。