

7月经济数据点评

从复苏到均衡的拐点比预期来的快

7月经济数据整体低于市场预期；工业增加值走弱与PMI生产指数一致；消费的价格弹性表现明显；房地产固定资产投资拖累较大。

- 7月工业增加值同比增长3.8%，从行业分类来看，1-7月采矿业工业增加值累计同比增速9.3%，制造业累计同比增速2.7%，公用事业累计同比增速4.8%，高技术产业累计同比增速9%。
- 7月社零同比增长2.7%，其中，除汽车以外的消费品零售额增长1.9%。7月餐饮消费增速继续上行，但商品消费同比增速较6月下降0.7个百分点。随着消费场景恢复，网上消费占比有所下降。
- 1-7月固定资产投资增速为5.7%，分类别看，7月基建固投增速当月同比增长9.1%，较6月上升0.9个百分点，制造业投资增速7.5%，较6月下降2.4个百分点，房地产投资增速同比下降12.3%，较6月下降2.9个百分点。
- 1-7月房地产新开工面积累计同比下降36.1%，施工面积同比下降3.7%，竣工面积同比下降23.3%。土地购置面积和土地成交价款累计同比分别下降48.1%和下降43%。商品房销售额累计同比增速较6月小幅上升，但销售面积的增速有所下降，需要关注此前部分城市强制断贷事件对后续商品房销售的持续影响。
- **7月经济数据普遍低于预期。**7月经济数据当中仍有复苏的痕迹，包括公共事业工业增加值同比增速较6月上行，剔除汽车的社零增速较6月小幅增长，固定资产投资中基建当月投资增速较6月继续上升。但整体来看7月经济数据是低于预期的：一是工业增加值同比增速较6月下降，环比表现也疲弱，二是社零同比增速较6月下滑，消费的价格弹性表露显著，三是房地产投资增速下滑的幅度超预期。整体来看，疫情之后全国经济的反弹仅持续了一个月，这个表现明显弱于市场预期，我们认为主要有三方面原因：从外需来看，全球经济衰退预期持续升温，并通过出口订单等方面影响国内生产预期；从内需看，工业企业去库存趋势已经确定，生产端企业更注重流动性安全；从季节性看，7月的高温天气不利于生产和投资开工。
- **复苏临近均衡点，稳增长和防风险是下半年的两个挑战。**随着国内疫情冲击后经济复苏的动力减小，经济增长将开始面临国内外多个经济周期的挑战：国内方面，工业企业去库存周期对工业增加值同比增速造成一定压力，房地产周期对房地产固定资产投资增速构成压力；国外方面，发达国家和地区经济衰退预期将对我国出口部门增速下行形成一定负面影响。在国内外经济增长周期下行压力叠加的情况下，国内稳增长需要更多的宏观政策，一方面短期内货币政策难收紧，考虑到7月MLF续作利率下调，不排除7月LPR利率也存在下调的可能，虽然7月金融数据疲弱表明实体经济融资需求下降，但结构性货币政策工具可能在宽信用方面进一步加码，另一方面，固定资产投资对基建的依赖度上升，关注专项债是否会提前下达明年额度。
- **风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。**

相关研究报告

《经济开局良好，冲击影响加大：1-2月经济数据点评》2022.3.15

《稳扎稳打，见招拆招：3月和一季度经济数据点评》2022.4.18

《疫情的影响超出预期，期待5月环比改善：4月经济数据点评》2022.5.16

《超预期与斜率低并存：5月经济数据点评》2022.6.15

《生产没预期的好，消费比预期的好：6月和二季度经济数据点评》2022.7.15

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

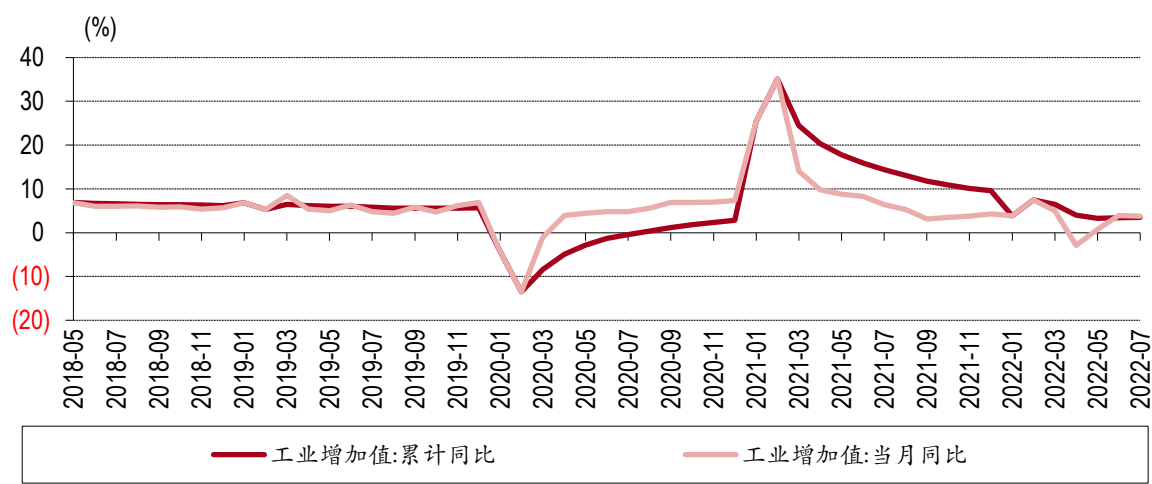
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

工业增加值同比走弱有内外需影响也有季节影响

7月工业增加值增速同比较6月下降，低于市场预期。7月工业增加值同比增长3.8%，增速不仅明显低于市场预期，且较6月下降0.1个百分点。7月工业增加值同比增速较6月回落有三方面原因，一是国内工业企业去库存趋势明确，影响生产端增长，二是海外经济衰退预期升温，外需疲弱，三是季节性因素包括气候因素影响。

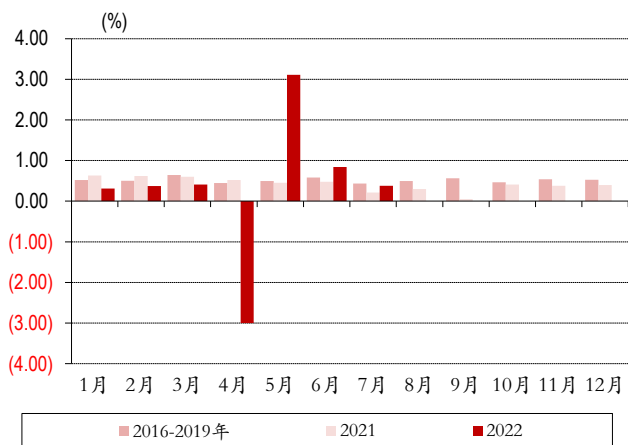
图表 1. 工业增加值同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

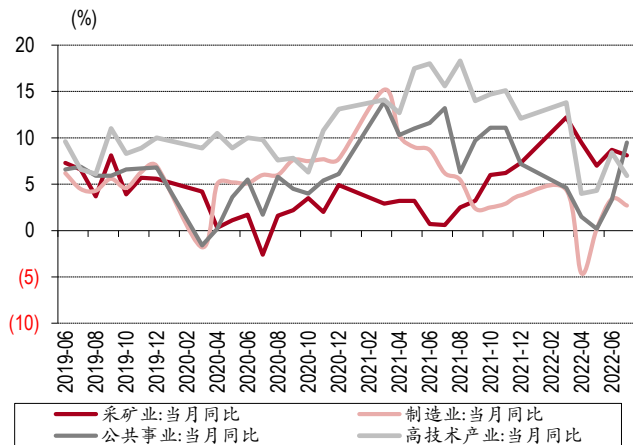
7月环比增速低于历史同期平均水平，但高于2021年7月环比水平。从环比增速来看，7月工业增加值环比增长0.38%，从趋势上看符合季初工业增加值环比增速回落的历史规律，但从幅度上，2022年7月环比增速虽然高于2021年同期，但明显低于2016-2019年7月环比增速。从行业分类来看，1-7月采矿业工业增加值累计同比增长9.3%，制造业累计同比增长2.7%，公用事业累计同比增长4.8%，高技术产业累计同比增长9%。从当月增速来看，高技术产业工业增加值同比增长5.9%，较6月增速下降2.5个百分点，降幅最大，公共事业当月同比增长9.5%，较6月上升6.2个百分点。从企业类型来看，1-7月私企工业增加值同比增长3.6%，国企工业增加值同比增长3.1%，股份制企业同比增长4.7%，外企下降1.5%，其中外企7月工业增加值同比增长较6月下降1.7个百分点，私企较6月下降1.5个百分点，是拖累工业增加值同比表现的主要企业类型。未来需要关注政策在稳外资和稳就业方面是否需要加码。

图表 2. 工业增加值环比



资料来源: 万得, 中银证券

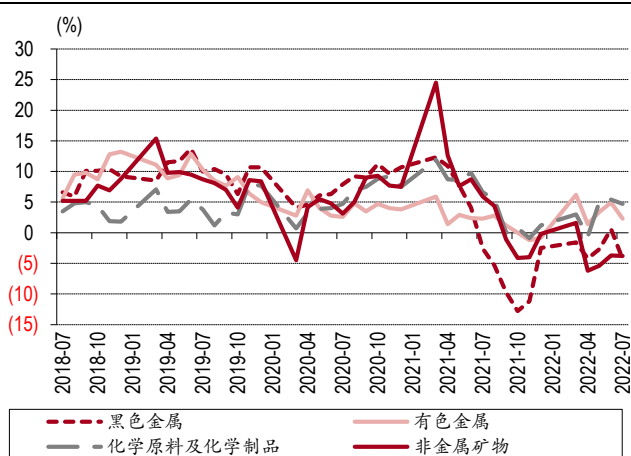
图表 3. 各行业工业增加值当月同比



资料来源: 万得, 中银证券

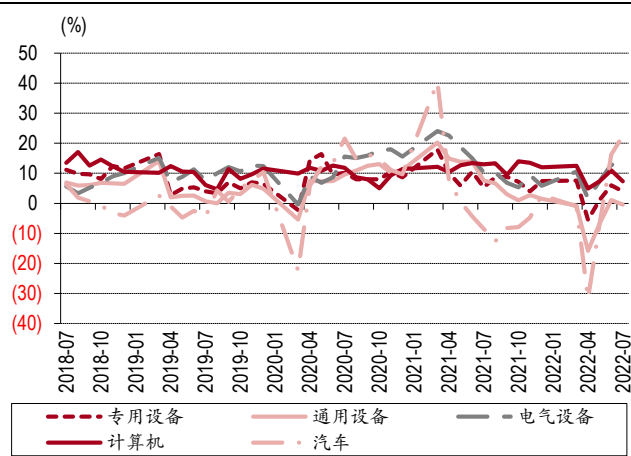
7月工业增加值同比增速回落在上中下游表现的相对均衡。上游行业方面，1-7月化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长4.1%，非金属矿物制品业增加值累计同比下降2.6%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比下降2.5%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长3.9%，上游行业工业增加值当月同比增速均较6月有所下降，其中黑色金属当月同比增速再度回落。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比下降2.2%，专用设备制造业增加值累计同比增长4.1%，汽车制造业增加值累计同比增长1.3%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长10.2%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长9.8%，中游大部分行业7月工业增加值当月同比增速均较6月出现明显回落，但汽车行业当月工业增加值同比增速继续上行6.3个百分点达到22.5%。下游行业方面，食品制造业增加值累计同比增长3.8%，纺织业增加值累计同比下降1.7%，医药制造业增加值累计同比下降2.4%，从当月增速看，除了公共事业增速上行，其他行业均有不同程度下降，其中纺织和医药行业当月工业增加值同比落入负增长区间。

图表 4. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 中游制造业工业增加值当月同比增速

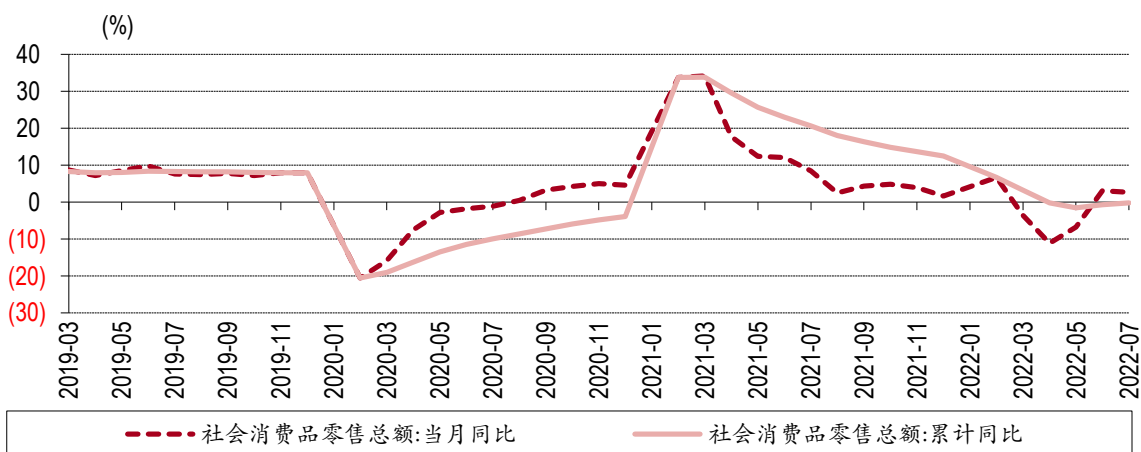


资料来源：万得，中银证券

除汽车以外的社零同比增速小幅上升

7月社零同比增速较6月下降。7月社零同比增长2.7%，其中，除汽车以外的消费品零售额增长1.9%。7月除汽车以外的社零同比增速较6月小幅上升0.1个百分点，表明居民消费内生增长整体保持稳定，但社零整体同比增速较6月回落，我们认为主要是6月的两个支撑因素消失，一是电商促销，二是疫情后的消费补偿。

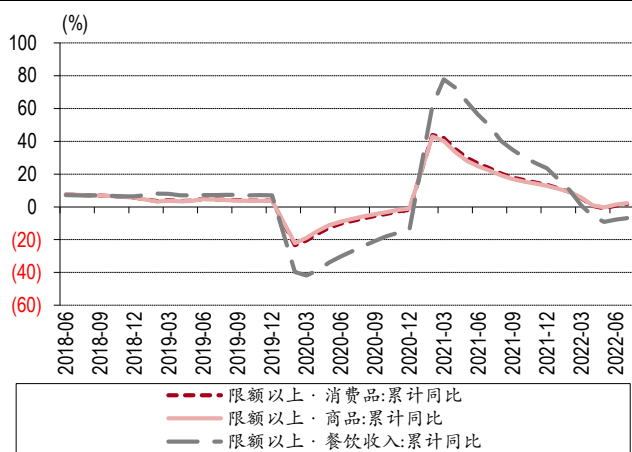
图表 6. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

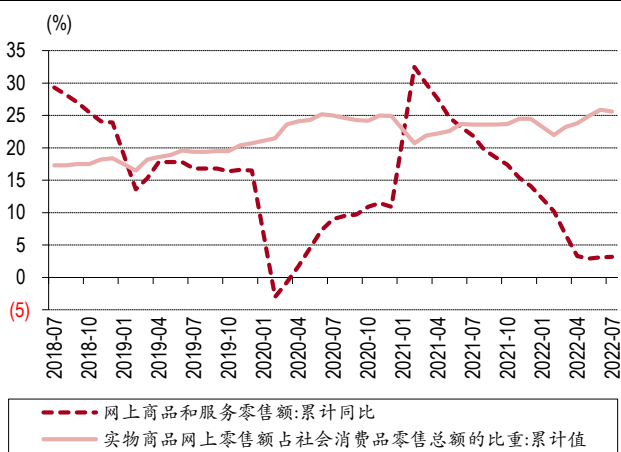
餐饮消费增速继续反弹，但商品消费增速下降。1-7月限额以上企业消费品零售总额累计同比增长1.7%，其中商品零售总额同比增速增长2.3%，餐饮收入总额同比增速下降6.8%，7月餐饮消费增速继续上行，餐饮消费当月同比下降1.5%，限额以上餐饮消费当月同比下降1.2%，分别较6月上升了2.5个百分点和1个百分点，但7月商品消费同比增速较6月下降0.7个百分点，限额以上商品消费增速较6月下降1.3个百分点。1-7月网上零售额占比为29.7%，较1-6月下降0.2个百分点，较去年同期上升了0.9个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为3.2%，增速较1-6月上升0.1个百分点，疫情后随着消费场景恢复，网上消费占比有所下降。从城乡消费增速来看，7月乡村的消费增长2.6%，城镇消费同比增长2.7%，乡村消费累计同比增速已经转正。

图表 7. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

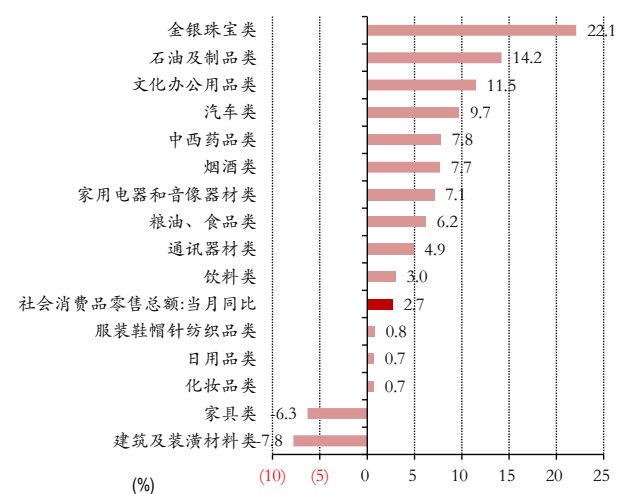
图表 8. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

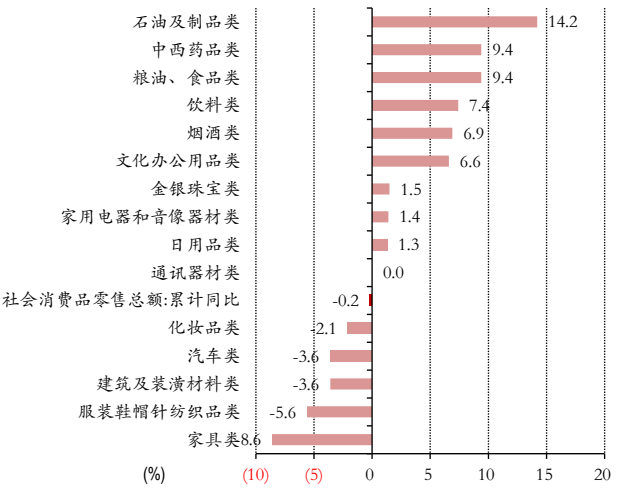
弹性消费仍在。从同比增速来看，7月限额以上企业商品零售总额同比增速7.5%，同比增速较高的细分行业包括金银珠宝、石油制品、文化办公用品等，同比增速仍下降的是家具和建筑装潢。与6月相比，增速下降较多的有化妆品、汽车、中西药品等，增速上升幅度较大的是金银珠宝、家用电器和烟酒等。从累计同比增速看，1-7月同比增速较高的为石油制品、中西药品和粮油食品，累计同比增速下降较多的则有家具、服装鞋帽、建筑装潢等。1-7月累计同比增速上升较多的是金银珠宝、汽车和家用电器，消费累计增速下降较多的是饮料、建筑装潢和粮油食品。7月虽然社零增速较6月下降，但从分类看，以金银珠宝和汽车为代表的消费弹性仍在。

图表 9. 各品类社零当月同比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 各品类社零累计同比

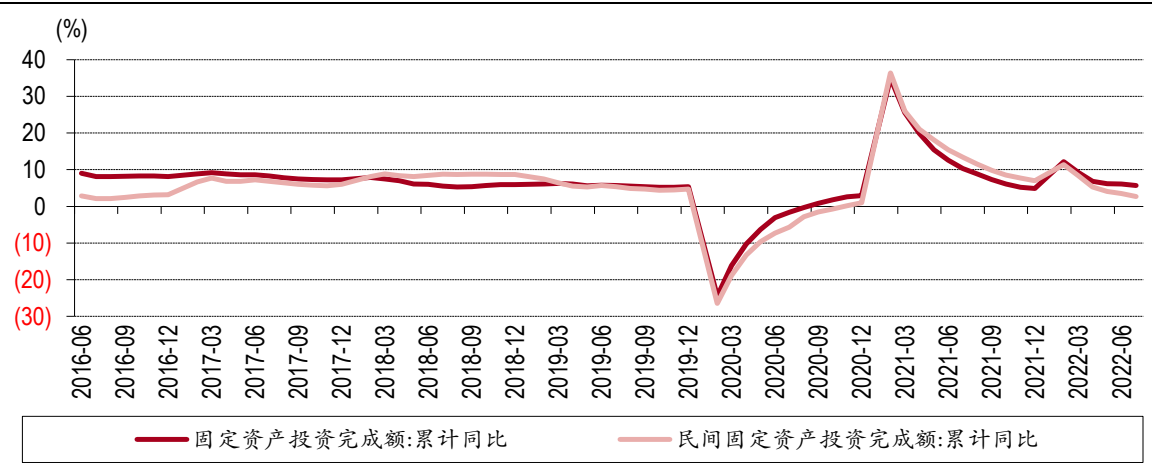


资料来源: 万得, 中银证券

基建独木难支

固定资产投资增速低于预期。1-7月固定资产投资增速为5.7%，1-7月民间固定资产投资增速2.7%。7月固定资产投资增速较6月下滑幅度加大，表现弱于市场预期，主要是受房地产投资增速拖累。从环比看，7月环比增长0.16%，不仅低于2021年同期的0.32%和2020年同期的0.28%，也明显低于2016-2019年同期的0.47%，表明投资增长压力比较明显。

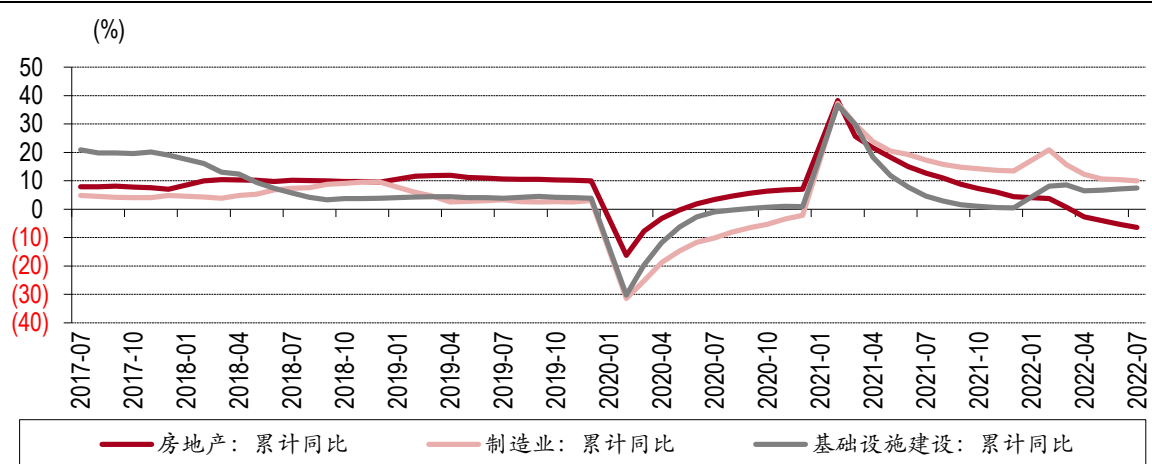
图表 11. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

基建投资当月增速继续反弹，难挡固投整体增速下滑。分类别看，制造业投资1-7月累计同比增长9.9%，基建投资累计同比增长7.4%，地产投资累计同比下降6.4%。从产业分类来看，第一产业累计同比增长2.4%，第二产业累计同比增长10.4%，第三产业累计同比增长3.7%；从地区来看，东部累计同比增长4.1%，中部增长10.1%，西部增长7.9%，东北增长0.1%；从企业类型来看，内资企业累计同比增长5.9%，国企同比增长9.6%，外资企业下降4.3%。7月基建固投增速当月同比增长9.1%，较6月上升0.9个百分点，制造业投资增速7.5%，较6月下降2.4个百分点，房地产投资增速同比下降12.3%，较6月下降2.9个百分点。7月基本面主导固定资产投资增长，受财政支出支撑，基建投资增速继续上行，但工业企业去库存和房地产销售疲弱都对相关行业固定资产投资构成不同程度拖累，从7月外企工业增加值同比增速下降和固定资产投资累计同比增速下降来看，后续稳外资需要政策安排。从行业看，1-7月固投增速表现相对较好的行业包括医药、汽车、化学原料、有色金属、电气设备等。

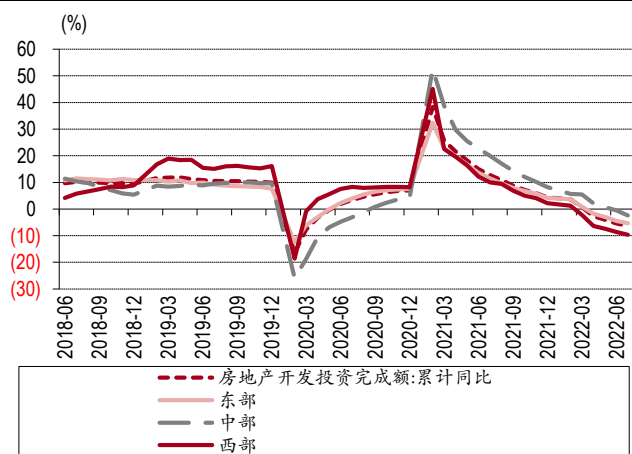
图表 12. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

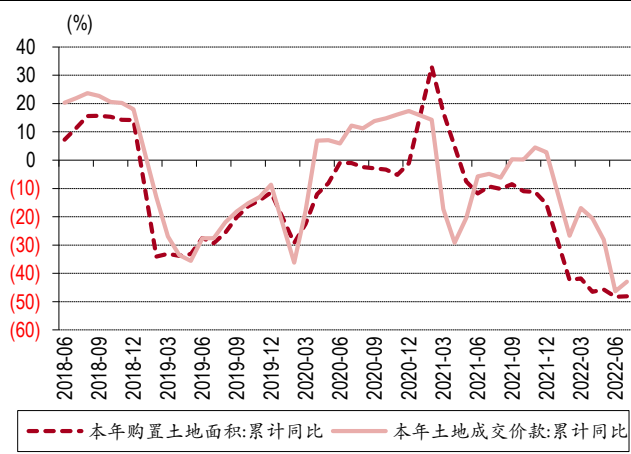
房地产实际投资增速回落幅度明显。1-7月房地产投资增速下降6.4%，比1-6月下降1个百分点。其中东部地区累计同比下降5.3%、中部地区累计同比下降2.4%、西部地区累计同比下降9.7%。从房地产分类来看，住宅投资增速下降5.8%，办公楼投资增速下降10.3%，商业地产投资增速下降10.2%。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-7月累计同比分别下降48.1%和下降43%。1-7月房地产新开工面积累计同比下降36.1%，施工面积同比下降3.7%，竣工面积同比下降23.3%。从当月同比增速看，7月房地产固定资产投资同比下降12.3%，降幅较6月扩大2.9个百分点。7月房地产土地购置面积和成交价款累计同比增速较6月有所上升，但是受施工面积和开工面积同比下降影响，房地产实际投资增速下行幅度较房地产固定资产投资下降幅度可能更大。

图表 13. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：万得，中银证券

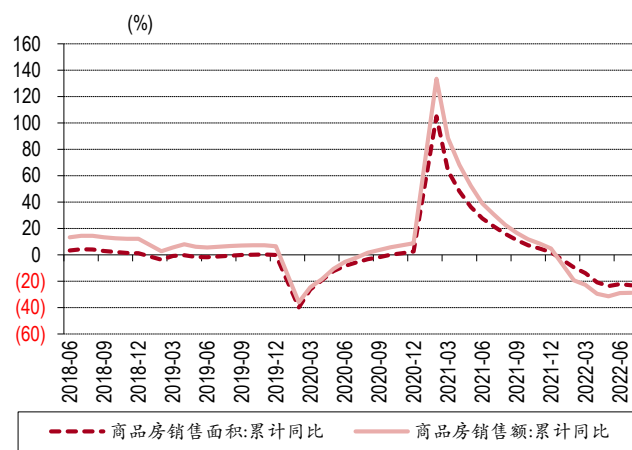
图表 14. 土地购置面积和成交额累计同比



资料来源：万得，中银证券

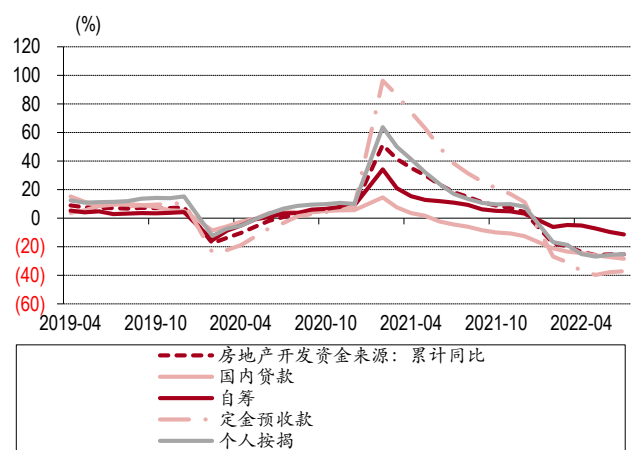
关注房地产销售增速趋势。1-7月商品房销售面积同比下降23.1%，商品房销售额累计同比下降28.8%。1-7月商品房待售面积同比增长7.5%，其中住宅面积同比增长14.1%，办公楼累计同比增长5.1%，商业地产累计同比下降3.5%。从房地产投资资金来源看，1-7月国内贷款占比12.4%，较1-6月下降0.3个百分点，定金和预收款的占比32.2%，较1-6月上升0.2个百分点，个人按揭贷款占比上升0.1个百分点，自筹资金占比上升0.1个百分点。从增速看，1-7月房地产开发资金来源累计同比增速下降25.4%，其中国内贷款资金来源增速下降28.4%，定金和预收款增速下降37.1%，按揭贷款资金来源增速下降25.2%。商品房销售额累计同比增速较6月小幅上升，但销售面积的增速有所下降，需要关注此前部分城市强制断贷事件对后续商品房销售的持续影响。

图表 15. 商品房销售面积和销售额累计同比



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 房地产行业各渠道资金来源增速



资料来源：万得，中银证券

结论：从复苏到均衡的拐点比预期来的快

7月经济数据普遍低于预期。7月经济数据当中仍有复苏的痕迹，包括公共事业工业增加值同比增速较6月上行，剔除汽车的社零增速较6月小幅增长，固定资产投资中基建当月投资增速较6月继续上升。但整体来看7月经济数据是低于预期的：一是工业增加值同比增速较6月下降，环比表现也疲弱，二是社零同比增速较6月下滑，消费的价格弹性表露显著，三是房地产投资增速下滑的幅度超预期。整体来看，疫情之后全国经济的反弹仅持续了一个月，这个表现明显弱于市场预期，我们认为主要有三方面原因：从外需来看，全球经济衰退预期持续升温，并通过出口订单等方面影响国内生产预期；从内需看，工业企业去库存趋势已经确定，生产端企业更注重流动性安全；从季节性看，7月的高温天气不利于生产和投资开工。

复苏临近均衡点，稳增长和防风险是下半年的两个挑战。随着国内疫情冲击后经济复苏的动力减小，经济增长将开始面临国内外多个经济周期的挑战：国内方面，工业企业去库存周期对工业增加值同比增速造成一定压力，房地产周期对房地产固定资产投资增速构成压力；国外方面，发达国家和地区经济衰退预期将对我国出口部门增速下行形成一定负面影响。在国内外经济增长周期下行压力叠加的情况下，国内稳增长需要更多的宏观政策，一方面短期内货币政策难收紧，考虑到7月MLF续作利率下调，不排除7月LPR利率也存在下调的可能，虽然7月金融数据疲弱表明实体经济融资需求下降，但结构性货币政策工具可能在宽信用方面进一步加码，另一方面，固定资产投资对基建的依赖度上升，关注专项债是否会提前下达明年额度。

风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371