

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观利率

主要经济数据全线低于预期

——2022年7月经济数据点评兼论利率影响

2022年8月16日

宏观利率/点评报告

本报告分析师:

郭瑞

执业登记编码: S0760514050002

邮箱: guorui@sxzq.com

主要观点

➤ **经济数据全线低于预期。**7月工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售额增速的wind一致预期分别为4.6%、6.7%、5.3%，而实际数据分别为3.8%、5.7%、2.7%，实际值低于上期值及预期值。

➤ **工业增加值增速韧性，总需求修复偏慢，生产预期可能继续下降。**受基建支撑、汽车链条带动、能源保供等因素影响，7月工业增加值环比增长0.38%，在2016年以来的数据中高于2019年和2021年同期，5月以来同比增速和去年同期的差距也在不断缩小。往前看，生产增速的下滑可能还未结束，一方面是当前企业产成品存货积压仍较严重，周转变慢，企业生产信心不足。另一方面，需求恢复偏慢，尤其是房地产投资仍处于深度调整中，对工业生产的拉动产生较大影响。

➤ **消费恢复较上月放缓，除汽车以外的社零同比仅为1.9%。**7月社零环比0.27%，明显低于正常年份的同期值，当月同比2.7%，较上月放缓0.4个百分点，主要受多地疫情散发、汽车销售放缓的影响。出行类商品销售有所回落主要受汽车促消费政策效果边际减弱，叠加市场淡季和石油价格下调等影响；房地产链条相关消费比较低迷。7月，限额以上单位家具类、建筑装潢材料类商品零售额同比分别下降6.3%和7.8%；餐饮消费当月同比仍下滑1.5%。但另一方面，基本生活类消费保持稳定增长，升级类消费增长加快。7月，粮油食品类、饮料类商品零售额同比增长6.2%和3.0%，总体稳定；金银珠宝类、体育娱乐用品类、文化办公用品类等升级类商品零售额分别增长22.1%、10.1%和11.5%，比上月有所加快。

➤ **投资整体下滑，基建是主要支撑。**房地产开发投资降幅持续扩大。一方面，7月的断贷风波导致监管层对房企预售资金监管趋严；另一方面，“保交楼”进一步透支房企信用，短期可能进一步损伤房企融资环境。基建高增，但四季度拉动力可能边际减弱。制造业投资保持平稳增长。分行业看，汽车制造、电气机械及器材、专用设备、有色金属行业的同比表现较2021年两年平均增速好，而计算机通信、黑色金属、医药制造以及传统的消费行业表现不及2021年两年平均增速。

➤ **市场启示：总需求偏弱影响工业生产及投资，关注宽信用推进情况，债市仍然顺风。**7月总需求主要支撑项是基建，房地产投资降幅扩大，制造业投资虽有韧性但拉动不足，消费恢复偏慢。工业增加值保持韧性，但内需修复不足、工业企业库存高位可能继续拖累生产。同日央行缩量开展MLF并同时降低1年期MLF和7天逆回购操作利率10bp，提升8月LPR调降可能。结合今年1月及5月LPR调降拉动融资的效果来看，短期融资回暖可能性较大，但是否形成持续宽信用预期还需观察。债市宏观环境顺风。

➤ **风险提示：**(1)稳增长增量政策超预期推出。(2)疫情超预期恶化或者好转。(3)居民资产负债表衰退风险。

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



目录

1. 事件回顾.....	3
2. 数据分析.....	3
3. 市场启示.....	6
4. 风险提示.....	7

图表目录

图 1： 工业增加值当月同比（%）	3
图 2： 投资及消费增速（%）	3
图 3： 失业率及不同年龄段失业率（%）	6
图 4： 本地及外来户籍人口失业率（%）	6
表 1： 分行业工业增加值当月同比（%）	3
表 2： 分行业社会消费品零售总额增速（%）	4
表 3： 分行业制造业投资增速（%）	6

1. 事件回顾

7月，规模以上工业增加值同比3.8%（前值3.9%），环比0.38%（前值0.84%）；1-7月全国固定资产投资同比5.7%（前值6.1%），其中制造业投资同比9.9%（前值10.4%），基础设施投资同比7.4%（前值7.1%），全国房地产开发投资同比-6.4%（前值-5.4%）；社会消费品零售总额当月同比2.7%（前值3.1%）。

2. 数据分析

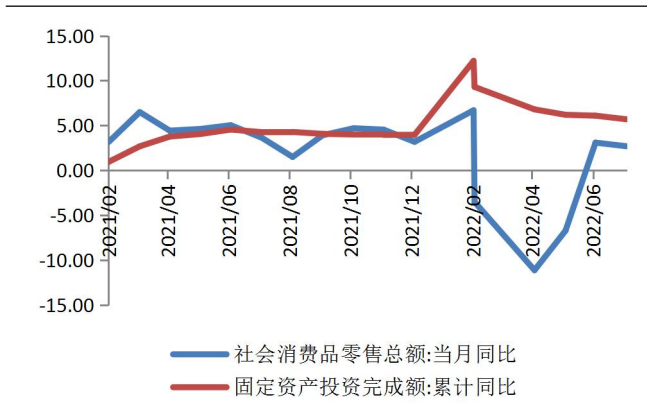
7月经济数据全线低于预期。工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售额增速的wind一致预期分别为4.6%、6.7%、5.3%，而实际数据分别为3.8%、5.7%、2.7%，实际值低于上期值及预期值。

图1：工业增加值当月同比（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图2：投资及消费增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

工业增加值增速韧性，总需求修复偏慢，生产预期可能继续下降。7月工业增加值环比增长0.38%，在2016年以来的数据中高于2019年和2021年同期，5月以来同比增速和去年同期的差距也在不断缩小。主要原因包括：第一，受到基建的支撑。我们测算5-7月的基建当月同比分别为7.1%、8.0%、8.9%。第二，受益于汽车行业促销政策带来的产业链条提振。7月汽车制造业工业增加值同比22.5%（前值16.2%），累计同比1.3%，4月以来累计同比首次转正。第三，受高温天气、国际能源价格大幅上涨等因素影响，能源保供稳价工作持续加强。1-7月份，原煤、原油、天然气产量同比分别增长11.5%、3.7%和5.4%，均保持较快增长。7月煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业工业增加值同比分别为11.0%（前值11.2%）、4.5%（前值4.5%）。往前看，生产增速的下滑可能还未结束，一方面是当前企业产成品存货积压仍较严重，周转变慢，企业生产信心不足。另一方面，需求恢复偏慢，尤其是房地产投资仍处于深度调整中，对工业生产的拉动产生较大影响。

表1：分行业工业增加值当月同比（%）

指标名称	2022年					2021年				
	7月	6月	5月	4月	3月	7月	6月	5月	4月	3月
煤炭开采和洗选业	11.00	11.20	8.20	13.20	16.70	-1.86	-0.80	1.55	3.25	4.60
石油和天然气开采业	4.50	3.60	6.60	7.20	5.70	2.30	6.81	3.35	1.36	2.16
农副食品加工业	-0.80	-0.30	1.60	-0.10	6.10	1.79	3.48	3.38	3.25	1.55
食品制造业	2.80	3.00	3.50	0.10	3.80	3.45	3.99	5.06	4.50	6.18
酒、饮料和精制茶制造业	10.80	7.10	7.00	0.50	7.00	2.35	1.97	2.97	3.44	8.57
纺织业	-4.80	-3.90	-3.50	-6.30	0.70	-0.15	0.93	0.59	2.27	0.79
化学原料及化学制品制造业	4.70	5.40	5.00	-0.60	3.00	5.81	7.10	6.42	6.09	6.34
医药制造业	-10.30	-8.50	-12.30	-3.80	10.10	14.72	18.83	18.34	12.36	14.14
橡胶和塑料制品业	-1.50	1.00	-2.70	-8.10	0.80	2.47	3.35	4.39	7.44	4.24
非金属矿物制品业	-3.80	-3.70	-5.40	-6.20	1.60	4.59	6.96	6.76	8.66	9.45
黑色金属冶炼及压延加工业	-4.30	0.60	-2.70	-4.20	-1.60	2.55	5.33	7.13	8.00	8.45
有色金属冶炼及压延加工业	2.30	4.90	3.40	1.40	6.20	2.48	2.63	3.51	4.20	4.43
金属制品业	-2.30	0.10	-2.30	-6.60	2.10	10.75	11.41	11.75	15.88	10.27
通用设备制造业	-0.40	1.10	-6.80	-15.80	-0.70	8.96	11.16	11.05	11.76	6.85
专用设备制造业	4.00	6.00	1.10	-5.50	7.60	8.02	10.55	11.63	12.98	7.65
汽车制造业	22.50	16.20	-7.00	-31.80	-1.00	5.63	4.26	6.38	6.97	4.48
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	7.60	6.70	-0.10	-6.00	1.10	1.57	2.76	5.09	6.92	5.17
电气机械及器材制造业	12.50	12.90	7.30	1.60	10.60	13.75	12.50	13.39	16.82	11.80
计算机、通信和其他电子设备制造业	7.30	11.00	7.30	4.90	12.50	13.17	13.84	12.44	11.71	11.65
电力、热力的生产和供应业	10.40	3.20	-0.80	0.90	3.90	7.31	8.89	7.41	4.79	5.83

数据来源：Wind，山西证券研究所

消费恢复较上月放缓，除汽车以外的社零同比仅为1.9%。7月社零环比0.27%，明显低于正常年份的同期值，当月同比2.7%，较上月放缓0.4个百分点，主要受多地疫情散发、汽车销售放缓的影响。剔除汽车后，社零当月同比1.9%（前值1.8%）。出行类商品销售有所回落主要受汽车促消费政策效果边际减弱，叠加市场淡季和石油价格下调等影响。限额以上单位汽车类、石油及制品类商品零售额合计拉低社会消费品零售总额增速0.4个百分点，影响比较大；房地产链条相关消费比较低迷。7月，限额以上单位家具类、建筑装潢材料类商品零售额同比分别下降6.3%和7.8%；餐饮消费当月同比仍下滑1.5%，恢复进程放缓。但另一方面，基本生活类消费保持稳定增长，升级类消费增长加快。7月，粮油食品类、饮料类商品零售额同比增长6.2%和3%，总体稳定；金银珠宝类、体育娱乐用品类、文化办公用品类等升级类商品零售额分别增长22.1%、10.1%和11.5%，比上月有所加快。

表2：分行业社会消费品零售总额增速（%）

指标名称	2022年					2021年				
	7月	6月	5月	4月	3月	7月	6月	5月	4月	3月
粮油、食品类	6.20	9.00	12.30	10.00	12.50	9.49	13.87	11.60	12.94	14.55
饮料类	3.00	1.90	7.70	6.00	12.60	16.86	26.94	19.44	19.04	20.85
烟酒类	7.70	5.10	3.80	-7.00	7.20	10.43	16.96	13.81	17.58	16.77
服装鞋帽针纺织品类	0.80	1.20	-16.20	-22.80	-12.70	2.41	6.34	5.81	3.46	5.13
化妆品类	0.70	8.10	-11.00	-22.30	-6.30	6.13	18.38	14.69	10.96	12.99
金银珠宝类	22.10	8.10	-15.50	-26.70	-17.90	11.44	8.72	13.19	15.18	14.03
日用品类	0.70	4.30	-6.70	-10.20	-0.80	10.45	16.63	16.27	13.46	15.55
家用电器和音像器材类	7.10	3.20	-10.60	-8.10	-4.30	2.91	9.79	3.77	-1.46	-1.18
中西药品类	7.80	11.90	10.80	7.90	11.90	7.18	9.51	7.57	8.64	10.21
文化办公用品类	11.50	8.90	-3.30	-4.80	9.78	7.69	18.05	7.62	6.82	14.83
家具类	-6.30	-6.60	-12.20	-14.00	-8.80	3.34	5.91	7.99	7.56	5.19
通讯器材类	4.90	6.60	-7.70	-21.80	3.10	5.71	18.84	10.60	14.07	15.76
石油及制品类	14.20	14.70	8.30	4.70	10.50	2.82	3.03	1.73	0.81	1.32
建筑及装潢材料类	-7.80	-4.90	-7.80	-11.70	0.40	4.41	10.86	11.29	11.61	11.95
汽车类	9.70	13.90	-16.00	-31.60	-7.50	5.14	-2.03	5.01	8.05	10.89

数据来源：Wind，山西证券研究所

房地产开发投资降幅持续扩大。7月房地产开发投资完成额累计增速-6.4%（前值-5.4%），测算当月增速为-11.43%，降幅较上月扩大。一方面，7月的断贷风波导致监管层对房企预售资金监管趋严；另一方面，“保交楼”进一步透支房企信用，短期可能进一步损伤房企融资环境。1-7月房地产开发资金来源同比-25.4%，降幅较1-6月扩大0.1个百分点，其中贷款累计同比-28.4%，降幅扩大0.8个百分点，自筹资金累计同比-11.4%，降幅扩大1.7个百分点。土地购置情况和新开工也反映房企当前较为艰难。1-7月土地购置面积累计同比-48.1%（前值-48.3%），新开工面积累计同比-36.1%（前值-34.4%）。从销售层面看，1-7月商品房销售进一步下滑至-23.1%，测算当月销售同比-28.9%。7月30大中城市商品房销售面积同比-24.6%（前值-5.53%）。房地产行业规模较大、链条较长、牵涉面较广，对工业、消费等具有较大影响，也深刻影响整个社会融资情况和经济预期，预计各地稳地产政策将继续出台，关注保交付工作情况。

基建高增，但四季度拉动力可能边际减弱。7月基建投资累计同比7.4%（前值7.1%），测算当月同比8.9%（前值8.0%）。随着政策性银行3000亿元+8000亿元工具加快落地，商业银行贷款等社会资本也将迅速跟进，项目资本金到位问题逐步得到解决。三季度基建大概率延续高增，受资金制约，四季度可能高位回落。

制造业投资保持平稳增长。7月制造业累计同比9.9%（前值10.4%），测算当月同比7.8%（前值10.0%）。分行业看，汽车制造、电气机械及器材、专用设备、有色金属行业的同比表现较2021年两年平均增速好，而计算机通信、黑色金属、医药制造以及传统的消费行业表现不及2021年两年平均增速。

表 3：分行业制造业投资增速（%）

指标名称	2022 年					2021 年				
	7月	6月	5月	4月	3月	7月	6月	5月	4月	3月
农副食品加工业	15.80	16.70	19.10	23.1	25.4	4.93	4.00	1.93	-0.72	-2.02
食品制造业	16.60	17.20	21.20	23.2	24.1	0.59	-0.05	-2.26	-3.76	-5.47
纺织业	11.10	11.90	13.10	16.1	23.8	-3.62	-5.30	-6.79	-8.52	-12.83
化学原料及化学制品制造业	16.00	15.10	13.20	16.2	16	5.38	5.81	4.17	2.57	1.45
医药制造业	6.40	5.40	8.10	9.9	17.4	18.07	18.56	16.38	14.75	12.86
有色金属冶炼及压延加工业	11.10	10.60	14.10	13	9.4	2.69	2.66	4.52	5.49	5.07
金属制品业	13.50	14.70	17.40	19.8	24.2	-1.58	-1.32	-3.29	-4.89	-7.54
通用设备制造业	17.50	20.80	23.40	25.6	25.5	-3.46	-4.65	-6.35	-8.13	-9.60
专用设备制造业	16.30	16.40	18.40	22.1	26.7	6.33	6.09	4.65	2.34	0.34
汽车制造业	9.90	8.90	11.20	10.4	12.4	-11.35	-11.36	-13.02	-12.61	-14.80
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	12.50	14.40	14.40	11.9	22.2	6.41	4.99	2.67	3.32	-1.50
电气机械及器材制造业	37.20	36.70	36.80	36.6	42.1	2.10	1.48	-0.30	-1.18	-4.04
计算机、通信和其他电子设备制造业	18.60	19.90	21.70	22.1	27.8	19.41	20.18	18.20	16.12	13.04

数据来源：Wind，山西证券研究所

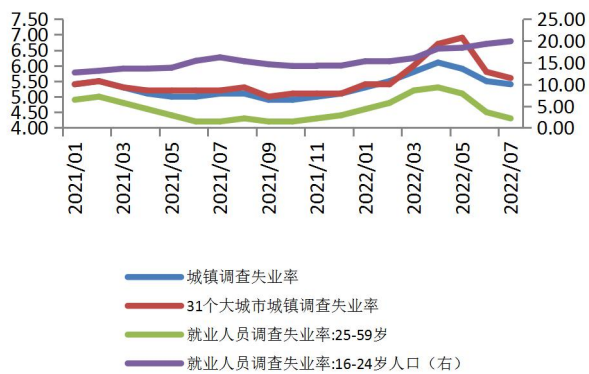
失业率回落但仍高于去年同期，16-24 岁青年人就业承压，稳就业成绩需持续巩固。今年以来稳就业政策持续发力，5 月份以来就业形势总体改善。7 月城镇调查失业率回落至 5.4%（前值 5.5%）；31 个大城市城镇调查失业率 5.6%（前值 5.8%）；城镇新增就业人数累计增速-4.7%（前值-6.3%）。就业结构也有所好转。25-59 岁成年人失业率为 4.3%，比上月回落 0.2 个百分点，已接近去年同期水平。外来农业户籍人口失业率为 5.1%，比上月回落 0.2 个百分点，继续低于整体失业率水平。但受毕业季影响，青年人就业持续承压。16-24 岁城镇青年人失业率为 19.9%，比上月上升 0.6 个百分点。

3. 市场启示

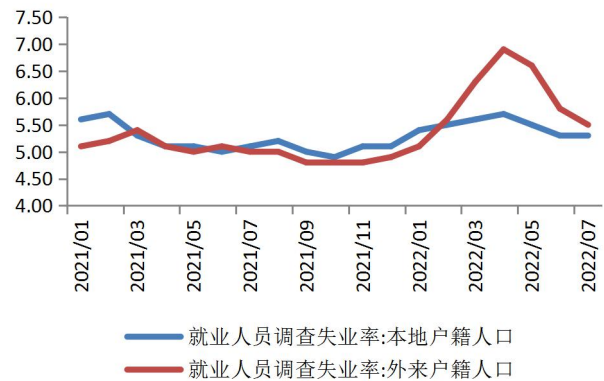
总需求偏弱影响工业生产及投资，关注宽信用推进情况，债市仍然顺风。7 月总需求主要支撑项是基建，房地产投资降幅扩大，制造业投资虽有韧性但拉动不足，消费恢复偏慢。工业增加值保持韧性，但内需修复不足、工业企业库存高位可能继续拖累生产。同日央行缩量开展 MLF 并同时降低 1 年期 MLF 和 7 天逆回购操作利率 10bp，提升 8 月 LPR 调降可能。结合今年 1 月及 5 月 LPR 调降拉动融资的效果来看，短期融资回暖可能性较大，但是否形成持续宽信用预期还需观察。债市宏观环境顺风。

图 3：失业率及不同年龄段失业率（%）

图 4：本地及外来户籍人口失业率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所



资料来源：Wind，山西证券研究所

4. 风险提示

- (1) 稳增长增量政策超预期推出。
- (2) 疫情形势超预期恶化或者好转。
- (3) 居民资产负债表衰退风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

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转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

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

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

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

