



分析师：周君芝

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

8月15日，央行发布7月经济数据。同日，MLF缩量续作，MLF利率下调10bp。

### ➤ 7月指标读数虽然纷纷下行，但实际经济状态并没有那么糟糕

乍看7月经济数据，各项指标同比读数全面下行。工增同比从3.9%下降至3.8%，社零同比从3.1%下降至2.7%。基建、制造业和地产投资同比分别从12%下降至11.5%，从9.9%下降至7.5%，从-9.4%下降至-12.3%。

细看7月经济数据，反映的经济现实并不差。首先是基建和制造业投资，总体趋平。本月地产投资下行速度下行较快，但也完全在预期之内。工增同比也基本持平于上月。再看社零，汽车以外社零较上月有所改善（从1.4%提高至1.48%）。

### ➤ 当前经济动能仍靠基建和出口，亮点还在中下游制造业。

需求动能仍在基建和出口。除了4月极端的疫情扰动，今年开年至今，中国出口和基建都保持了高景气，截止7月，基建和出口均未体现出明显的趋势转折，二者仍是当下中国重要的经济支柱。

产业亮点还是落在中下游制造业。7月地产预期快速走弱，中上游制造业企业去库，相关制造业工增萎缩，例如钢铁、有色、通用和专用设备、金属制品业。这一点在7月制造业PMI中反映的非常充分。撇除这一部分制造业，我们观察到大部分中下游制造业工增同比维持高位，汽车和电力制造业表现尤为亮眼。

### ➤ 7月所有经济指标异动的底层原因，都可以归结到地产走弱。

7月社融同比增速拐头下行，拖累分项是居民信贷收缩，核心原因在地产走弱，居民部门表现出一定“去杠杆”特征。

7月工增较6月小幅走弱，拖累分项是中上游制造业，直接原因是大宗价格下行，中上游企业去库，底层逻辑也是地产预期走弱。

7月社零读数低于预期，原因不在疫情而在汽车。对疫情高度敏感的餐饮消费反而7月迎来修复。7月社零走弱的主要拖累项是汽车分项，可解释本月8成社零同比下降。对比汽车业协会公布的乘用车销售量，本月社零中的汽车消费明显走低的过快。我们认为社零汽车消费和乘用车消费，两者轧差指向商用车消费7月快速走低，这背后的逻辑可能还是在于地产过快下降。

### ➤ 意料之外降息，降息意图非常明显：拯救过于薄弱的实体需求。

8月15日市场迎来预料之外的降息，并且MLF利率一次性下调10bp。现行利率框架之下，后续我们将迎来1Y和5YLPR利率下调。

这次MLF一方面调降利率，一方面缩量续作。缩量降息，这样的操作组合，背后的政策意图非常明显：降息目的在于刺激终端实体需求（降息），而非进一步增多银行间流动性供给（缩量）。

政策操作紧密呼应近期经济金融现实：地产预期走弱，实体需求不足，资金淤积在金融市场。

### ➤ 已经降息了，对未来我们不必太过悲观。

拖累7月经济表现的根本原因在地产，而这一定价逻辑早就被7月股、债、大宗充分给予定价反应。和偏低的社融读数一样，看似偏冷的经济数据，同样不会对资本市场带来太多负面扰动。

支撑上半年经济的基建和出口，预计下半年仍将是经济的重要支撑分项。除了地产，目前宏观经济的底层逻辑未被破坏。

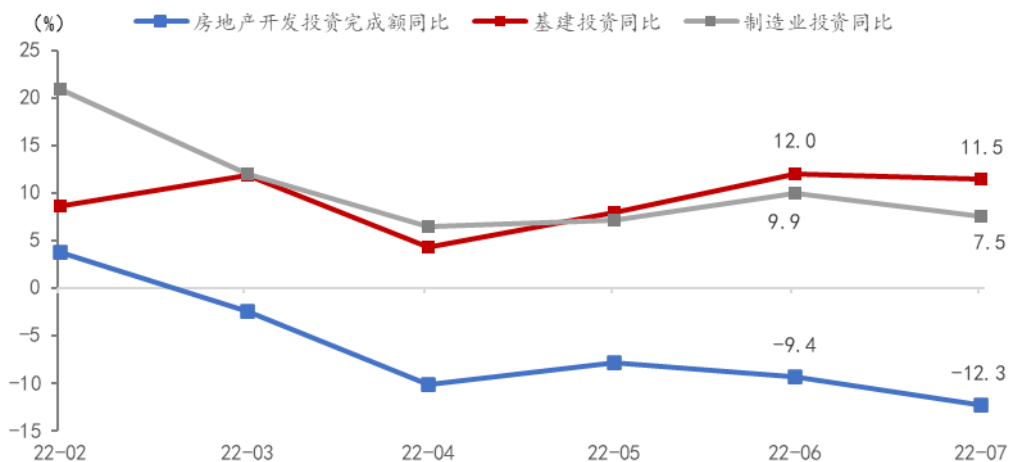
7月地产预期迅速冰冻，地产走弱，又连锁式影响各项经济金融指标。而在8月我们又迎来预料之外的降息，纾解地产风险的政策信号越发浓烈。对于未来，我们大可乐观一些。

### ➤ 风险提示：经济走势超预期；疫情发展超预期；海外地缘政治超预期。

## 相关研究

- 1.宏观专题研究：本轮猪周期对CPI影响力或削弱-2022/08/14
- 2.政策双周报：推进有效投资加速落地-2022/08/14
- 3.全球大类资产跟踪周报：国内外预期纠偏-2022/08/13
- 4.宏观事件点评：7月金融数据，时代的一粒灰-2022/08/13
- 5.宏观事件点评：怎样理解央行对通胀的关注？-2022/08/11

图1：7月地产投资进一步走弱



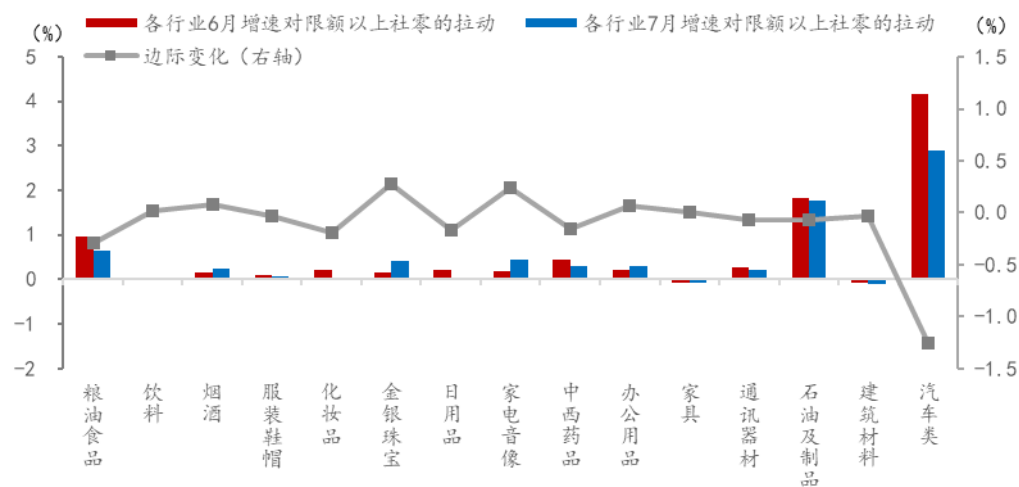
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：中上游企业工增下滑较为明显



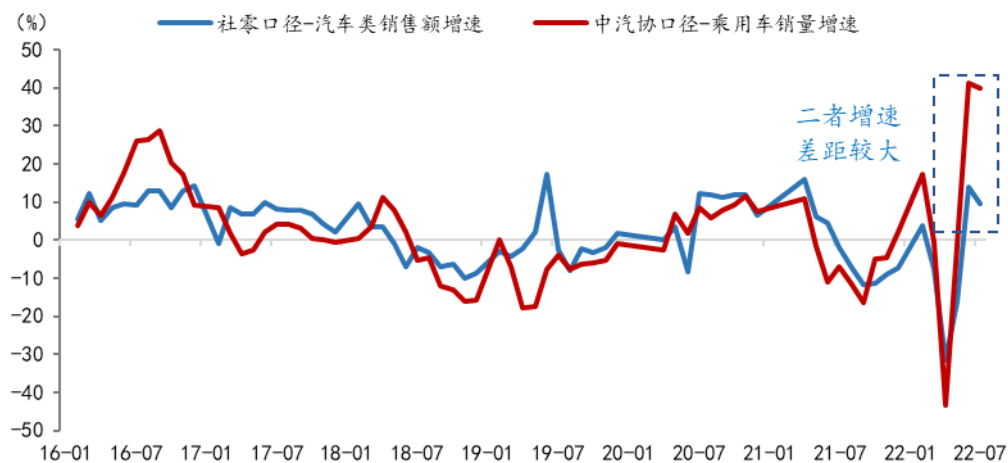
资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：本月汽车消费对社零拖累较为明显



资料来源：Wind，民生证券研究院；注：边际变化指各行业7月增速对限上社零的拉动减去前值。

图4：社零口径和中汽协口径汽车销售差异较大



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026