

7月经济回升被打破 下半年接受更低的经济增速

2022年7月经济数据点评

核心内容:

- **7月经济回落，接受更低的经济增速** 7月份经济下滑打破了4月份以来的经济回升逻辑，即经济未回升至2021年的水平就有可能中止，下半年经济增长可能进入新的均衡。这种情况有新冠疫情长期的影响，更重要的是居民和企业对于未来的预期处于非常弱势的状态。要扭转这种弱势的状态需求政策层面给与明确的支持，同时产业政策扭转以及货币政策的大量放松。但是现阶段，政策层面的扭转需要时间，央行大幅度放松也不现实，所以下半年的经济增长形成新的弱平衡，需要接受下半年低的经济增速。我们预计下半年GDP增速可能在4.0%-4.5%左右运行，全年经济增速在3.5%左右。
- **政策仍然偏缓** 接受更低的增长速度意味着在现有政策下，社会零售消费的回升更加缓慢，房地产投资下半年仍然持续下滑。而在此种情况下，政策出台仍然较为平稳，下半年财政可能仍然以再贷款和开发贷的形式展开。货币政策调整也是缓慢进行的，8月15日再次下调了公开市场和MLF利率，利率开启时间超过市场预期，可能在4季度继续调整。
- **生产弱势运行，出口行业分化** 7月份制造业生产再次下滑，工业增加值同比环比在正常水平之下，同比仍然偏弱。疫情防控、需求订单下滑以及库存上行使得企业生产偏谨慎。工业的逐步修复需要疫情防控持续的放松，下半年工业生产仍然承压。预计3季度工业生产仍然逐步恢复至正常水平，4季度可能平稳。
- **防控阻碍消费 汽车消费积累动能减弱** 社会零售品消费总额增速小幅回落，7月份消费增速低于市场预期，新冠防控对社会零售消费影响持续存在，消费增速恢复速度较慢。7月份汽车行业的消费动力下滑，前期的刺激消费政策积累的动能逐步耗尽。社会消费现阶段受到新冠防控的影响仍然属于运行在均衡水平之下，预计消费增速均衡水平在4%左右，3季度消费增速可能仍然低于此水平，全年消费增速预计在1%左右。
- **制造业投资动能减弱，房地产下滑，基建支撑整体投资** 2022年1-7月固定资产投资回落速度减缓，其中制造业投资增速回落；基建投资小幅上行；房地产投资继续下滑。制造业投资仍然处于高位，但其动力已经减弱，PMI显示制造业生产虽然持续修复，但订单累积并不迅速，加上制造业利润下滑，下半年制造业投资增速可能回落。基建投资受益于政府投资，1-7月份地方政府专项债融资结束，财政资金直达下放使得基建投资下半年平稳。房地产投资继续下滑，房地产销售仍然下滑，房地产新开工走低，房地产行业的放松需要时间来消化，房地产商资金仍然紧张，房地产行业可能4季度止跌。

分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码: S0130515030003

一、7月经济回落，接受更低的经济增速

7月份经济下滑打破了4月份以来的经济回升逻辑，即经济未回升至2021年的水平就有可能中止，下半年经济增长可能进入新的均衡。这种情况有新冠疫情长期的影响，更重要的是居民和企业对于未来的预期处于非常弱势的状态。要扭转这种弱势的状态需求政策层面给与明确的支持，同时产业政策扭转以及货币政策的大量放松。但是现阶段，政策层面的扭转需要时间，央行大幅度放松也不现实，所以下半年的经济增长形成新的弱平衡，需要接受下半年低的经济增速。我们预计下半年GDP增速可能在4.0%-4.5%左右运行，全年经济增速在3.5%左右。

从供给层面来看，7月份工业生产弱势平稳，环比处于往年均值底部。PMI显示订单回落，产成品库存上行，工业生产受到压制。7月份除汽车行业和船舶行业回升外，其余行业生产均处于回落状态。需求端的弱势导致了原材料价格下行，PPI下行伴随着工业生产的下行。出口仍然处于高位，但出口交货值回落，出口对工业的拉动力减弱。

从需求方面来看，7月份社会零售消费、房地产投资、制造业投资均继续下滑。利润的下行带动了制造业投资回落，基数的原因也存在其中，下半年制造业投资持续走低。基建投资单月持续上行，2季度基建投资继续回升，政府债券发速度较快，基建投资上半年持续走高。表现较弱的依然是房地产投资，房地产先行指标卖地弱势好转，商品房销售面积和销售额7月份再次回落。房地产资金到位情况并未好转，房地产开发商资金较为紧张。

社会零售消费在7月份回落，超出市场预期。去除汽车消费整体零售消费增速低位平稳，7月份主要是汽车消费的回落。5月份开始的汽车刺激政策效果逐步回落，未来继续观察汽车消费的变化。疫情防控对零售消费带来巨大的影响，去除掉物价原因社会消费仍然负增长。

接受更低的增长速度意味着在现有政策下，社会零售消费的回升更加缓慢，房地产投资下半年仍然持续下滑。而在此种情况下，政策出台仍然较为平稳，下半年财政可能仍然以再贷款和开发贷的形式展开。货币政策调整也是缓慢进行的，8月15日再次下调了公开市场和MLF利率，利率开启时间超过市场预期，可能在4季度继续调整。

二、生产弱势运行，出口行业分化

7月份制造业生产再次下滑，工业增加值同比环比在正常水平之下，同比仍然偏弱。疫情防控、需求订单下滑以及库存上行使得企业生产偏谨慎。工业的逐步修复需要疫情防控持续的放松，下半年工业生产仍然承压。第一，持续防疫政策对工业的干扰长期化，国内需求恢复速度仍然偏缓；第二，房地产受到压制，开工不足直接影响工业生产增速；第三，海外“衰退”预期下，订单的逐步减少会反馈至工业生产中；第四，工业产成品库存仍然走高，消化库存需要时间。预计3季度工业生产仍然逐步恢复至正常水平，4季度可能平稳。

7月份规模以上工业增加值同比增长3.8%，比6月份下行0.1个百分点，市场预期4.6%，环比回升0.38%。工业增加值同比小幅回落，同比和环比处于历年均值之下，7月份回升趋势被打破。7月份采矿业增速回落，制造业增长再次下滑，水电燃气增速上行。

我国工业生产小幅回落，7月份疫情防控对生产的影响属于平稳，但制造业生产回落：(1)采矿业生产仍然较高，得益于原材料价格处于高位。采矿业生产增速录得8.1%，比6月份下行0.6个百分点；其中煤炭洗选业生产增速11.0%，比上月下行0.2个百分点，仍然处于较高的位置；(2)受到天气的影响公用事业生产也大幅走高；(3)主要行业生产均有回落；16个

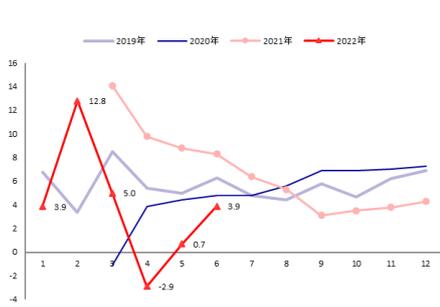
制造业行业中仅有汽车和铁路、船舶航空制造业生产回升，其余行业生产增速下滑。7月份汽车生产依旧继续上行，从6月份的16.2%上行至7月份的22.5%。汽车行业受到稳增长措施支持较多，汽车行业生产快速走高。(4)产业链相关行业生产走低。虽然出口行业生产仍然正增长，但增长幅度下滑。计算机制造、电气机械和专用设备生产比上月下行3.7个百分点至7.3%，通用设备、电气机械及器械制造业也出现回落；(5)国内建筑行业 and 地产行业开工不足带来了黑色产业链的回落，黑色金属冶炼和有色金属冶炼生产回落。

工业生产在7月份停滞，打破了5-6月份的恢复，可能进入了相对平稳阶段。首先，房地产基建产业链恢复速度偏缓；其次，需求订单下滑使得库存上行，企业生产谨慎；最后，出口行业在小幅下滑。汽车行业虽然继续反弹，但其他制造业行业均疲软。

预期走弱已经成为现实，工业生产恢复不畅，房地产、汽车、出口是工业生产的保障。现阶段看汽车生产持续性待观察，出口产业稍有回落，房地产仍然在底部运行，工业生产走高难度加大。海外“衰退”时间不确定，但如果下半年到来，工业生产仍然承压。

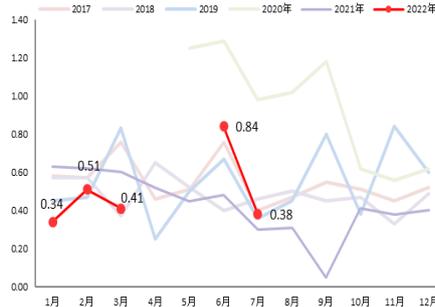
生产恢复至正常水平是3季度的主题，稳增长的措施效果在3季度显现，9月份如果生产继续疲软，那么需要更多的稳增长措施支持经济。工业生产4季度可能相对平稳，再次走高的可能性偏弱，下半年货币政策和财政政策仍然需要相互配合。

图 1：工业增加值同比增速回升 (%)



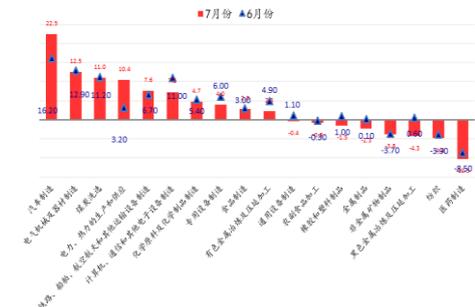
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 2：工业增加值环比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 3：主要行业生产当月同比增速 (%)

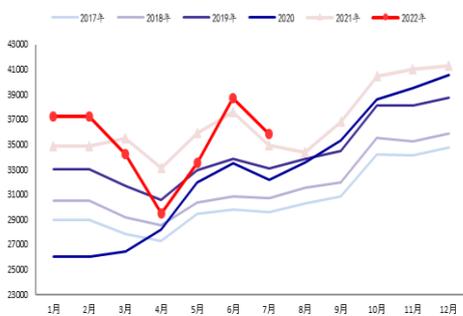


费政策积累的动能逐步耗尽。社会消费现阶段受到新冠防控的影响仍然属于运行在均衡水平之下，预计消费增速均衡水平在4%左右，3季度消费增速可能仍然低于此水平，全年消费增速预计在1%左右。

7月份社会零售总额35,870亿元，增长速度为2.7%，市场预期5.0%。2022年7月份社会消费零售增速上行停滞，零售消费仍然正增长，但增长的速度偏缓。1-7社会零售总额246,302亿元，同比增长-0.2%。

7月份除汽车消费外，社会零售消费增速1.9%，比上月1.8%略有上行。汽车消费下降是7月份消费下降的主要原因。1-7月份除汽车消费外，社会零售消费增速0.2%，比1-6月份上行0.3个百分点。1-7月份社会消费零售上行主要两个逻辑：(1)汽车刺激起作用，稳增长措施的效果；(2)物价上行带动了商品销售额的上行。1-7月份实际消费增速仍然负增长，社会消费在疫情的打击下保持低水平。

图5：2022年7月消费额回落(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图6：消费额实际同比负增长(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

7月份商品零售收入下滑，餐饮收入略有回升。新冠疫情控制仍然对餐饮消费压力仍然较强，但餐饮处于缓慢修复的状态。7月份餐饮消费增速-1.5%，商品消费3.2%。

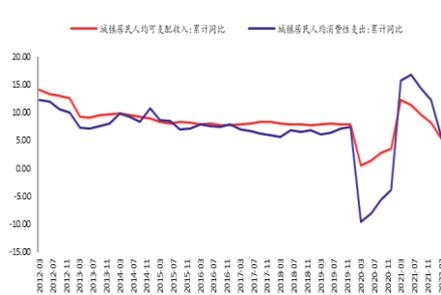
7月份各行业消费增速分化：(1)居民食品和药品消费增速继续回落，增速仍然属于正常水平。(2)汽车消费回落，汽车消费刺激效果可能开始退潮。7月份汽车消费增速录得9.7%，比6月份13.9%的回落。(3)石油及石油制品的消费受到价格影响继续；石油和石油制品消费增速14.2%，比下行0.5个百分点。(4)消费升级产品分化，金银珠宝消费上行，服装鞋帽、通讯器材消费回落，房地产相关的家具和建筑装潢材料消费7月份上行。

图7：商品和餐饮零售销售增速(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图8：城镇居民人均可支配收入和消费支出(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

受到居民收入水平下滑和新冠疫情封控的影响，1-7月份社会消费零售总额负增长。7月份消费增速基本平稳，仍然在历史平均水平之下，下游恢复速度偏缓。商品消费恢复受阻，汽

车消费强劲受到考验，7月份汽车消费增速回落，但仍然处于高位。7月份汽车消费单月达到3824亿元，占限额商品消费额的33.9%，消费上行幅度较快。

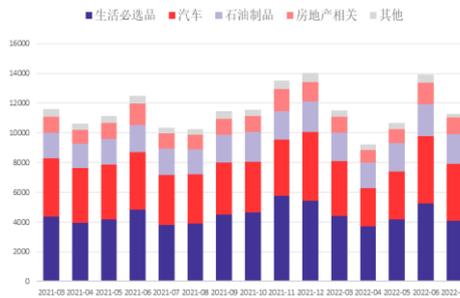
预计3季度消费增速恢复至3.5-4.0%，随着新冠疫情防控常态化，预计下半年社会零售消费增长恢复至4.0%左右。根据2022年疫情防控的情况，预计全年消费增速可能在1.0%左右。

图9：2022年7月份商品消费情况 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图10：2022年7月份消费商品额 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、制造业投资动能减弱，房地产下滑，基建支撑整体投资

2022年1-7月固定资产投资回落速度减缓，其中制造业投资增速回落；基建投资小幅上行；房地产投资继续下滑。制造业投资仍然处于高位，但其动力已经减弱，PMI显示制造业生产虽然持续修复，但订单累积并不迅速，加上制造业利润下滑，下半年制造业投资增速可能回落。基建投资受益于政府投资，1-7月份地方政府专项债融资结束，财政资金直达下放使得基建投资下半年平稳。房地产投资继续下滑，房地产销售仍然下滑，房地产新开工走低，房地产行业的放松需要时间来消化，房地产商资金仍然紧张，房地产行业可能4季度止跌。

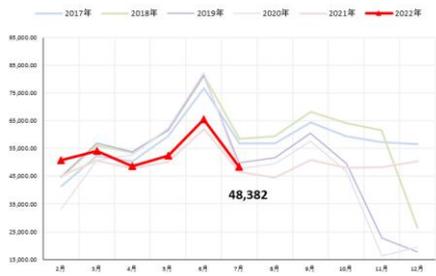
2022年1-7月份，固定资产投资额319,812亿元，同比增长5.7%，高于6.2%的市场预期。民间固定资产投资178,073亿元，同比增长2.7%。从环比看，7月份固定资产投资增长0.16%。7月份固定资产投资增速继续回落，房地产和制造业继续走低，基建投资回升。

制造业投资回落，7月份单月制造业投资额2.29万亿，增速7.5%，制造业投资继续回落。基建投资回升，7月份基建投资增加额1.3万亿，单月基建投资增速录得9.1%，基建投资增速持续上行。房地产投资继续下滑，7月投资额1.11万亿，当月投资增速-12.3%，比6月份的-9.4%下滑速度加快。

1-7月份固定资产投资中制造业投资贡献最大，制造业投资额占总投资额的41.8%，比例处于较高的水平。房地产占比小幅回落，占总投资额的24.8%。基建投资占总投资额的25.0%，基建下半年会保持平稳。

图11：固定资产投资增速 (%)

图12：三大产业单月投资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

1、房地产继续回落，拐点仍然需要等待

2022年1-7月房地产总体投资增速继续负增长，但回落速度减缓。房地产市场持续低迷，消费者商品房贷款利率继续下行。从1-7月份的房地产资金情况来看，房地产到位资金仍然较为紧张，但是随着商品房销售回升，定金和预付款回升。7月份我国居民长期信贷再次大幅走低，一方面消费者对未来信心不足，另一方面疫情影响下消费者减少外出减少签约。7月份商品房销售面积和销售继续回落，施工和竣工稍有回升，但新屋开工回落。现阶段房地产仍然没有到达拐点。

2022年1-7月份房地产投资额79,462亿元，比去年同期下降了6.4%。房地产单月投资负增长，7月商品房销售仍然回落，房地产投资继续下滑。房地产行业仍然处于风险出清中，房地产放松针对需求端，也有近期资金对于停工项目的推动。整体金融系统对于房地产供给端仍然有所保留，房地产开发商普遍面临资金困难，整体行业资金情况仍然没有很大的好转。

图 13: 100 大中城市土地成交 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: 施工面积小幅回升 (%)

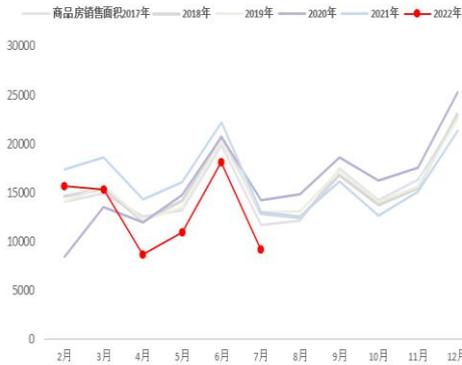


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从生产端来看，新屋开工、施工和竣工1-7月份仍然负增长，人员和物流阻断稍有缓解，新开工、施工和竣工仍然下滑。7月份，新增房地产新开工面积0.96亿平方米，比去年同期的1.76亿平方米下滑45.4%；竣工面积3,392万平方米，下滑36.0%；施工面积比去年同期回落44.3%至10.38亿平方米。房地产新开工仍然负增长，2022年开发商更需要资金予以支持。施工和竣工7月份单月稍有恢复，这是复工后的正常回升。从土地流转来看，7月份100大中城市土地成交面积增速下行17.5%，比上月上行5.6个百分点，房地产开发商拿地稍有回升，但房地产一级市场情况仍然不乐观。

从销售端来看，商品房销售面积和商品房销售额下滑幅度减弱。7月份单月商品房销售面积和销售额增速分别为-28.8%和-28.2%，商品房销售仍然处于负增长，消费者对未来的预期悲观，整体房地产销售因为疫情防控和收入减少的原因处于低迷状态。

图 15: 商品房单月销售面积回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 16: 商品房销售面积和销售额小幅回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

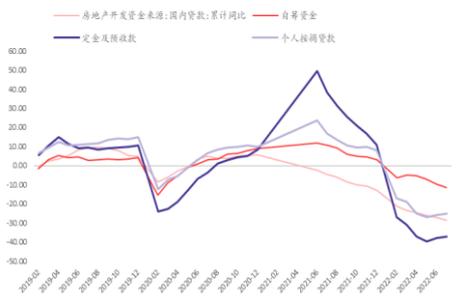
房地产行业到位资金情况稍有改善,主要是房地产销售好转后个人按揭贷款和定金预付款上行。2022年1-7月份房地产到位资金增速-25.4%,其中来自国内贷款的资金增速为-28.4%,来自定金及预收款资金增长-37.1%,来自个人按揭贷款资金增长-25.2%。7月份定金预付款占到位资金的32.2%,比例有所回升,开发商自筹资金加大,国内信贷资金支持力度仍然不足。应付账款额度仍然较大,开发商资金较为紧绷。

房地产行业压力仍然较大,政策在2022年继续放松,中央经济工作会议明确了支持房地产行业健康发展的态度。但是房地产下行具有惯性,房地产商的红线限制仍然存在,房地产自身的金融监管限制仍然存在。同时叠加了疫情防控的冲击,使得物流和人员流动困难,房地产销售处于困境,更加剧了房地产行业的下滑。现阶段房地产政策多集中在需求侧,起作用也需要时间。

7月份房地产投资完成额负增长,商品房销售仍然没有好转,开发商拿地稍有回升,但新房开工下滑持续,仍然处于较弱的位置,房地产压力仍然较大。对房地产的调控放松仍然持续。

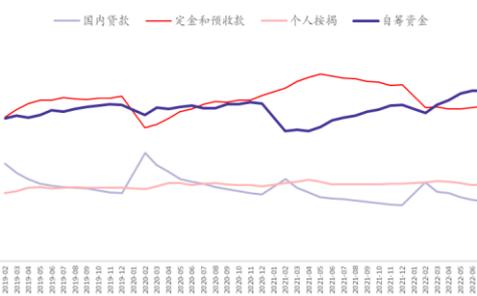
2021年房地产投资完成额预计达到14.7万亿左右,2022年预计房地产投资完成额14万亿,投资增速负增长。

图 17: 房地产到位资金增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 18: 房地产资金来源占比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

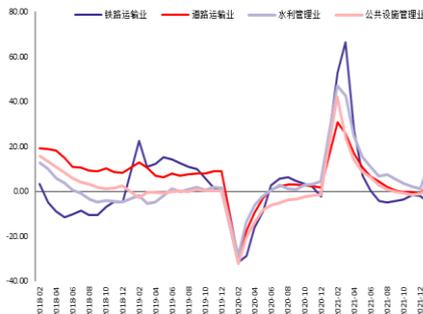
2、基础设施投资上行

基础设施投资速度小幅回升,1-7月份投资增速达到7.4%。基础设施投资额增长缓步上行,地方政府专项债下发速度较快,2季度已经全部发放完毕,3季度基础设施投资稳定。

2021年度地方政府专项债额度为3.65万亿,与2020年持平。中央经济工作会议明确我国要保持积极的财政政策,要求财政资金下放提前,财政至今下放速度加快、力度要加强。1-7月份政府债券净融资额达到5.05万亿,速度较快。

鉴于地方政府投资动作加快，公共设施、水利管理建设动作加快，这两项投资在3季度持续。下半年基建投资预计稳定在7%左右。

图 19: 基础设施投资各行业增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 20: 政府债券融资进度 (亿)

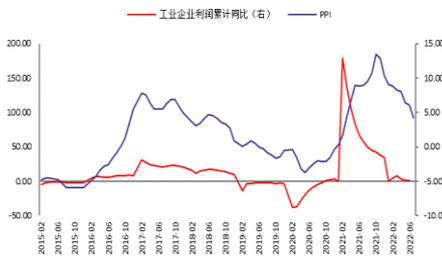


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3、制造业投资回落

制造业投资高位下行，由于PPI未来逐步回落，行业利润增速随之走低。制造业受到利润驱动、对未来的经济的信心、新订单等因素影响，制造业投资下半年可能缓慢回落。1-7月份制造业投资增速9.9%，比1-6月份下行0.5个百分点。1-7月份电气机械及器材制造业、通用设备、食品、农副食品、专用设备投资增速较好。7月份投资回落的行业超过投资上行的行业，制造业投资可能高峰已过。

图 21: 企业利润持续回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 22: 制造业各行业累计投资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn