

经济承压，被动降息作用几何？ ——7月经济数据和815降息点评

报告日期：2022-08-15

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

主要观点：

● **事件：**2022年1-7月工业增加值累计同比3.5%，社零累计同比-0.2%，固定资产投资累计同比5.7%（预期6.2%）。其中，基建投资9.58%，制造业投资9.9%，房地产投资-6.4%。8月15日，1年期MLF利率和7天逆回购利率分别调降10bp至2.75%、2.0%。MLF缩量续作，本月进行4000亿1年期MLF操作，有6000亿到期；继续“地量”投放20亿元7天期逆回购。

● **一、生产：工业生产修复动能放缓，中下游高端制造业生产向好，汽车显现韧性；疫情冲击下，服务业景气度下行但仍保持正增长，后续政策还需在产需端持续发力，巩固经济修复趋势。**

1、工业生产修复动能放缓，中下游高端制造业生产向好，汽车显现韧性。

1) 多地疫情反复下，内需外需双弱，叠加商品价格回落上游行业自发性+政策性减产，7月工业生产未能兑现低基数效应、修复动能放缓。7月工业增加值同比为3.8%，较前值下滑了0.1个百分点；1-7月累计同比增长3.5%，较1-6月提升0.1个百分点。环比看，7月工业增加值修复斜率放缓，环比季调为0.38%，接近于过去四年同期均值的0.36%（剔除2020年异常值），表明工业生产环比持平于季节性，6月经济数据显现的疫后回补性修复动能在7月似乎“被抵消”。出口方面，7月出口交货值累计同比持平前值的10.8%，出口对生产仍有较好支持，后续外需面临走弱风险，出口支持力度或下降。

2) 分行业看，中下游高端制造业生产向好，汽车显现韧性。35.0%的行业工业增加值累计同比较上月有所修复，主要分布于中下游高端制造业行业，其中汽车制造、电气机械、铁路船舶航空航天和其他运输设备、通用设备、计算机通信电子设备的累计同比较前值回升了3.2、0.7、0.5、0.5、0.4个百分点至1.3%、2.3%、10.2%、-2.2%、9.8%。总体看，7月高技术产业工业增加值同比增长9.0%，超过全部工业行业5.5个百分点，为工业生产提供一定支撑。受益于产业链供应链逐步打通以及出口高景气，汽车行业延续了6月的强劲增长，汽车产量同比较前值回升4.7个百分点至31.5%。

2、疫情冲击下，7月服务业景气度下行但仍保持正增长。7月服务业生产指数同比较前值下滑了0.7个百分点至0.6%，指向7月多地疫情反复下服务业再度承压，且地产销售受地产风险事件和疫情防控双重冲击，拖累服务业较大。

● **二、固定资产投资：地产投资连续13个月下行，制造业投资增速小幅回落，专项债持续形成实物工作量支撑基建投资高速增长。**

1-7月固定资产投资累计同比较前值下滑了0.4个百分点至5.7%，三年复合平均增速4.7%，回落了0.3个百分点，仅基建分项保持高增。

1) 地产：投资延续回落、销售拿地开工全方位下行；供给端销售回款见底回升，多部门和地方协同推进保交楼，地产纾困出现实质性进展；需求端地产宽松进入新阶段，筑底信号趋显。具体看：

其一，投资端仍低迷。1-7月地产投资累计同比较前值回落1.0个百分点至-6.4%，连续13个月下滑，验证了我们此前的判断，即“去年下半年的低基数或为今年地产增速回升构成支撑，提示基本面可能难有实质性改善”。**前端看，销售、拿地、新开工仍在筑底，**1-7月商品房销售面积同比-23.1%（前值-22.2%），土地购置面积同比-48.1%（前值为-48.3%），新开工面积同比-36.1%（前值-34.4%）；**后端看，竣工面积同比回落至-23.3%**（前值为-21.5%）。受地产风险事件等因素影响，7月30个大中城市商品房成交面积同比下滑35%（4月、5月分别同比下滑52%、45%、7%）。疫情反复、防控升级亦影响地产销售，我们以地铁客运量作为居民生活和消费半径的衡量指标，该指标领先30城商品房成交面积约3周，在7月初小幅下行已预示7月地产销售将下行。

其二，供给端销售回款见底回升，多部门和地方协同推进保交楼，地产纾困出现实质性进展。1-7月开发资金来源累计同比-25.4%，结构上延续了5月以来的“销售企稳、自融仍弱”，其中定金及预收款累计同比为-37.1%、较前值回升了0.8个百分点，个人按揭贷款累计同比为-25.2%、较前值回升了0.5个百分点。自筹资金累计同比为-11.4%（前值为-9.7%）、国内信贷累计同比为-28.4%（前值为-27.2%）。自政治局会议首提“保交楼、稳民生”，8月以来多城出台新规，包括8月2日东莞市住建局发文规范监管账户资金管理使用，8月3日长沙对商品房预售资金实行全程全额监管，以及天津提出区分项目风险与企业集团风险等。资金监管“新规”加剧了房企的流动性压力，好的方面在于近期地产纾困政策亦有实质性进展，若楼市企稳，销售回款好转将在一定程度上缓解房企资金压力。具体保交楼政策方面，8月5日郑州成立的100亿纾困基金已与建业集团达成合作、中国华融纾困阳光城母公司、江苏地方性AMC江苏资产管理有限公司与中南集团签署合作框架。需要指出的是，地方保交楼举措多以项目为纾困原则，房企融资困局仍未有效缓解。

其三，政策端地产宽松进入新阶段。结合728政治局会议和央行Q2货币政策执行报告相关表述来看，“稳定房地产市场”在“房住不炒”之前，“用足用好政策工具箱”指向供需端政策可能进一步松动。8月9日，廊坊全面取消户籍、社保个税等“限制性购房条件”，对“北三县”和“雄安新区周边”的住房限售年限要求也全面取消。根据我们年初以来梳理的近250条地产宽松政策，此前仅有唐山、衢州两个城市落实“取消限购+取消限售”政策，环京地区在全国楼市中亦受瞩目，此次宽松区域和力度均较大，或进一步打开高能级城市和热门都市圈的“因城施策”宽松空间，但一线城市放开概率较低。

2) 制造业：高端制造业景气向好，汽车分项修复斜率收窄。1-7月制造业投资累计同比增长9.9%，较前值下滑了0.5个百分点，剔除基数效应后，1-7月制造业投资三年复合增速为5.0%。分行业来看，计算机通信电子、医药、电气机械等高端制造表现较好，三年复合平均增速分别为18.1%、13.1%、12.7%。整体来看，76.9%的制造业行业出现边

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_五大主线打开2022经济密码——中央经济工作会议点评》2021-12-12
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观专题_我们为什么看好基建？》2022-03-02
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_如何理解超预期的经济增速？》2022-03-16
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_一季度经济数据的喜和忧》2022-04-19
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_我们距离5.5%，还有多远的路要走？》2022-05-17
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_我们与经济“合理区间”的距离》2022-05-31
- 7.《华安证券_宏观研究_破局之路，妙手何方？——2022中期宏观展望》2022-6-14
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_雨疏霞光现——5月经济数据点评》2022-6-15
- 9.《华安证券_宏观研究_宏观点评_再问经济合理增速区间》2022-7-15

际改善，其中汽车制造投资的修复斜率放缓，三年复合平均增速为-5.3%、较前值改善了0.3个百分点。

3) 前期专项债持续形成实物工作量、新项目申报和开工向好，支撑基建投资高增。1-7月广义基建增速为9.58%，较前值提升了0.3个百分点；狭义基建(不含电力)增速7.4%，前值7.1%。上半年地方政府新增专项债约3.42万亿元、基本完成国务院“6月底前基本发完”的要求，6月新增专项债大量发行“开闸”意味着无法在短期内完成资金拨付、项目落实，7月基建高增符合我们此前的预期，即“财政部要求8月底基本使用完毕，7月、8月基建增速或超9%”。分行业看，1-7月电热热水、水利管理业、水利环境、公共设施管理业保持超过10%的高增速，分别为15.1%、14.5%、11.8%、11.7%，水利管理业较前值提升了1.8个百分点，改善势头持续向好。

我国经济运行在历经3月、4月的“疫情”风雨后，5月雨疏、6月霞光初现，7月阴云再度笼罩，基建几乎是年内仅存的 silver lining in the cloud。向后看，三要素共振下基建高增确定性仍强，预计三季度落在9.5%-10.5%，乐观情形下测算全年基建增速达到11%。政策端，政治局会议指出“用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金”、“用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额”，同时二季度央行货币政策执行报告中指出“依法合规用好3000亿元政策性开发性金融工具，推动新增的8000亿元开发性政策性银行信贷额度及时投放”，在定调上对已有的政策性金融工具强化落实，考虑到今年还有约1.4万亿存量专项债额度空间，可在下半年进行调用，此前我们忧虑的基建资金来源问题已得到一定补足；项目端，近期央地积极筹备推进重大项目，政策性金融债资金投放有望提速。8月2日国家能源局印发第二批大基地项目清单，8月3日国家电网强调“到年底前再完成投资近3000亿元重大项目”，此外河北省已上报备选项目705个、申报基金2141亿元，湖北省申报农发基础设施基金项目526个、项目总投资8274亿元、申报基金1054亿元。开工端，7月沥青开工率较前值改善了7.6个百分点至38.7%，已接近2021年的同期水平；7月水泥磨机运转率达到48.22%、较二季度40%的水平有明显改善；6月挖掘机产量当月同比较前值改善了27.0个百分点至-3.4%，7月增速或已转正。

● 三、消费和就业：多地疫情反复，7月消费再度承压，汽车消费韧性较强。失业率连续2个月运行于全年失业率中枢，就业结构分化问题仍严峻。

1) 消费方面，7月社零累计同比为-0.2%、较前值回升了0.5个百分点，当月同比2.7%、环比回落了0.4个百分点。结构上延续必选消费增速回落、可选消费增速改善的趋势，其中饮料、粮油、中西药品增速有所放缓，累计同比分别较前值下滑了0.8、0.5、0.3个百分点，受地产风险事件影响，竣工端的建筑建材增速下滑了0.7个百分点至-3.6%，汽车消费较前值改善了2.1个百分点，此前市场存在出于“消费券存在跨期挤出效应”考虑、低估汽车韧性的观点，错误定价或带来权益方面的修复机会。

2) 就业方面，城镇调查失业率较前值下行0.1个百分点至5.4%，连续2个月运行于全年失业率中枢。分结构来看，25-59岁就业人员调查失业率下降0.2个百分点至4.3%，但16-24岁就业人员调查失业率上升0.6个百分点至19.6%，已连续9个月上行，高校毕业生就业态势仍严峻。2022年7月城镇累计新增就业783万人、累计同比-4.7%，跌幅较前值收窄了1.6个百分点。若以“城镇新增就业/城镇当年就业”指标来衡量年内的就业落实进度，我们测算1-7月就业落实进度为58.0%、好于2020年的56.6%，从5月落后于2020年同期的就业进度，6月实现追赶，7月已完成超越，指向稳就业政策成效显著。用工方面，7月重现了二季度疫情冲击下的中小企业承压态势，中型、小型企业的从业人员PMI较上月分别回落了1.6和0.7个百分点，而大型企业改善了1.1个百分点。除疫情反复制约中小企业生产经营外，7月大规模留抵退税基本完成可能是一大成因。

● 四、如何理解此次降息背后的原因和作用？后续政策将如何演绎？

(一) 降息原因：缩量符合预期；降价预期之外，情理之中，原因可能如下：

1. 交易层面：银行间资金需求不高，引导政策利率随行就市向市场利率靠拢。央行在Q2货币政策报告中延续指出“保持流动性合理充裕”，并删除“引导市场利率围绕政策利率波动”，指出“7月份以来，一级交易商的投标量继续减少，人民银行相应进一步降低逆回购操作量，操作量根据流动性供需变化灵活调整是正常现象”，合理推测7天逆回购地量投放和MLF缩量续作与银行间资金需求不高有关。此外，尽管7月以来央行“地量”投放逆回购，旨在边际上引导市场利率向政策利率靠拢，但资金利率仍维持低位，7月以来DR007均值为1.49%，1年期同业存单利率也维持在2.1%左右的低位，因此央行今日操作不排除考虑到引导政策利率随行就市，缩小市场利率和政策利率的缺口。

2. 经济层面：社融经济差，配合稳增长宽信用诉求。7月信贷、社融总量、结构均差；经济数据全面承压，实体经济融资需求低迷。5月5年期LPR下降15bp之后，银行净息差压缩空间已经不大。此时降MLF利率，旨在引导LPR利率下降，增加基建和地产相关信贷投放，以扩基建、稳地产。

3. 政治层面：“态度大于实质”。7月底政治局会议要求“财政货币政策要有效弥补社会需求不足”，在目前社融低、经济弱的背景下，央行降息以“保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果”。但从作用上来讲，当下货币政策有效性下降，10bp某种程度上“态度大于实质”。

(二) 降息作用：对经济、股债总体作用可能都有限。

1. 预计将在本月20日引导LPR同步下降10bp，以提振基建、地产等信贷需求，利好稳增长相关板块，但对经济总量的支撑力度或有限。

2. 短期后续再降息空间进一步下降，且社融-M2持续走低的情况下，充裕的流动性可能引发资金空转；同时美联储9月预计将继续鹰派加息(50bp)，还需谨防一定程度的资本外流压力，对股市总体利好程度可能有限。

3. 今日降息之后10年期国债收益率下行约8bp，反应迅速，下行幅度较大。后续再降息空间有限，且经济总体稳步修复，预计债券收益率下行空间有限，但也难大幅上行，可能维持震荡。

(三) 后续政策

维持728政治局会议解读的观点，即财政担任主力，关注各地专项债存量限额空间使用能否落地；货币维持稳健，流动性总体充裕，LPR可能跟随调降，但央行同时关注通胀、海外货币政策收紧，预计总量宽松力度有限，结构性工具担任主力。短期宽信用难以“去地产化”，后续地产政策也将在供需端继续放松，不过宽信用幅度难以过于乐观，社融增

速或已见顶，不确定性只在于回落快慢。

● 风险提示

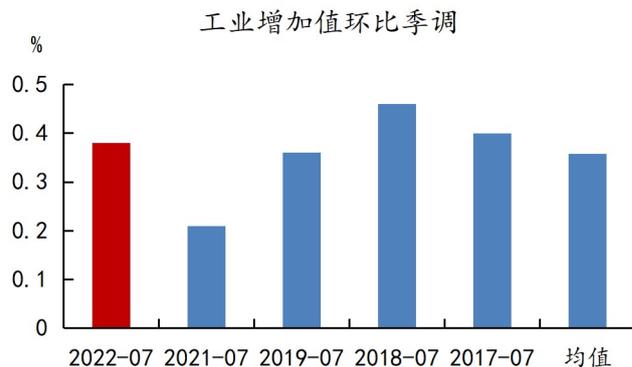
货币政策超预期收紧，地产下行速度超预期，政策实施力度不及预期。

图表 1 工业生产增速回落



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 工业生产环比季调基本持平于季节性



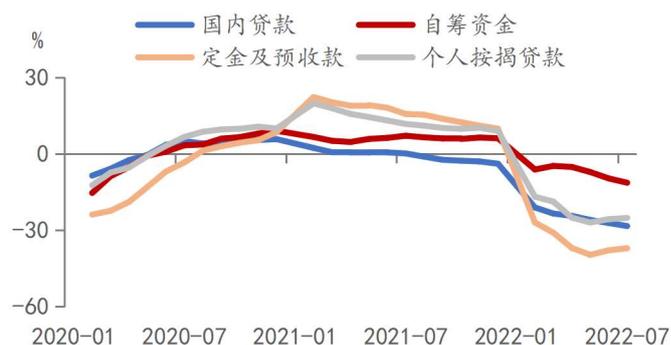
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 地产基本面继续探底



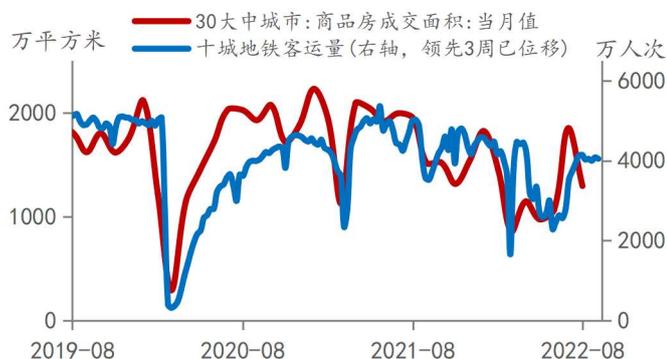
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 4 融资端销售回款见底回升



资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 5 7月销售承压, 地产风险事件占大头、疫情占小头



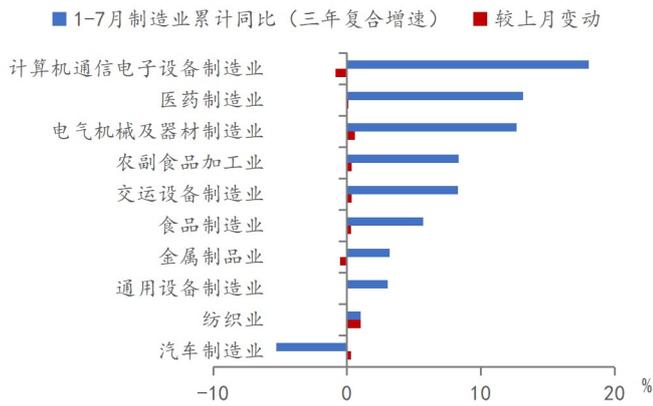
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 制造业投资增速保持平稳



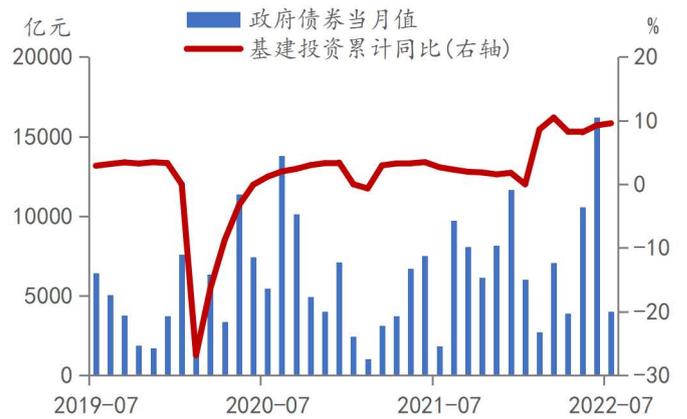
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表7 高端制造景气度仍高



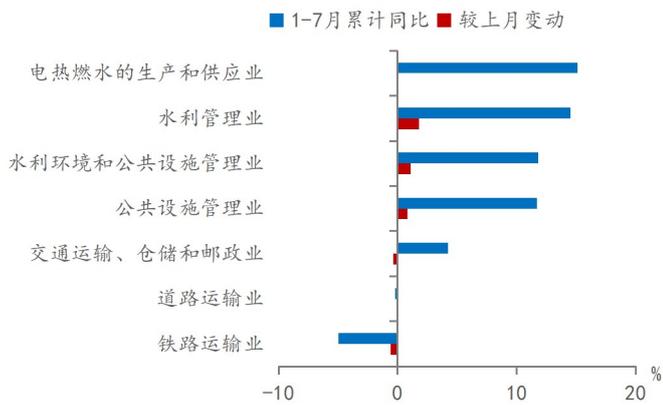
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表8 6月新增专项债持续形成基建实物工作量



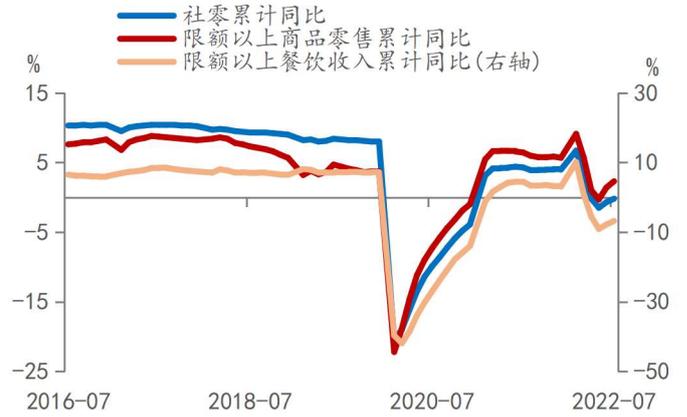
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021年为两年复合增速

图表9 水利、公共设施投资增速显著提升



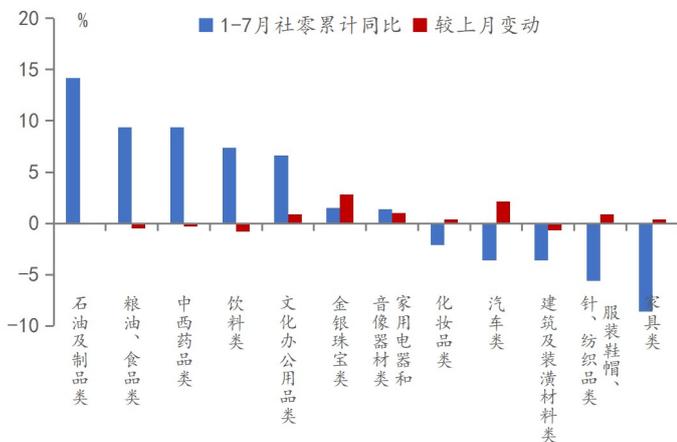
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表10 疫情反复、消费修复承压



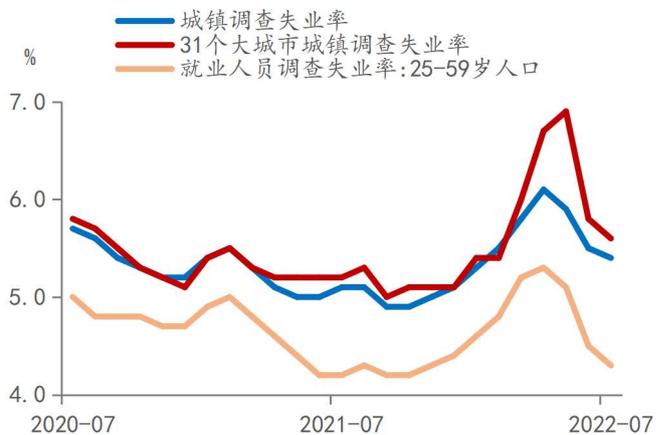
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021年为两年复合增速

图表11 消费结构上可选改善、必选增速放缓



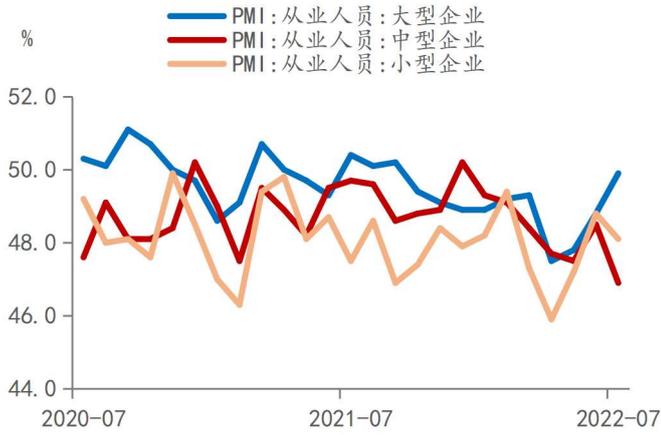
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表12 失业率连续2个月运行在全年目标中枢



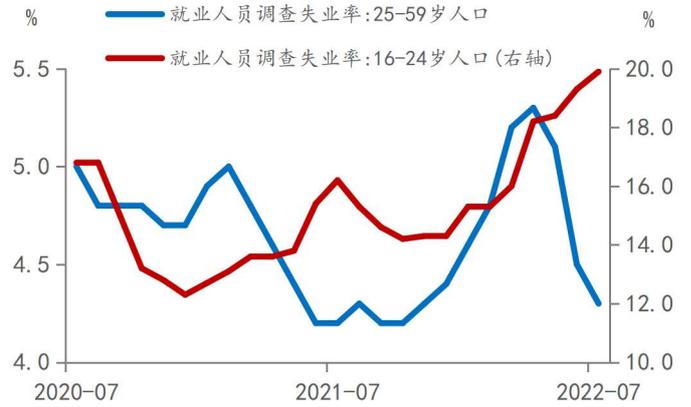
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 中、小型企业用工再度走弱



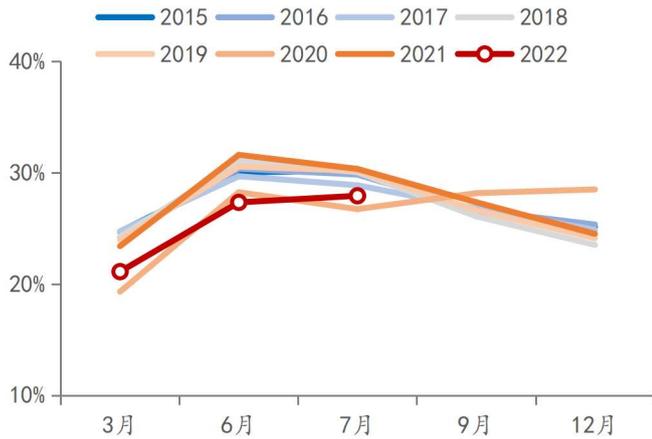
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 就业结构持续分化



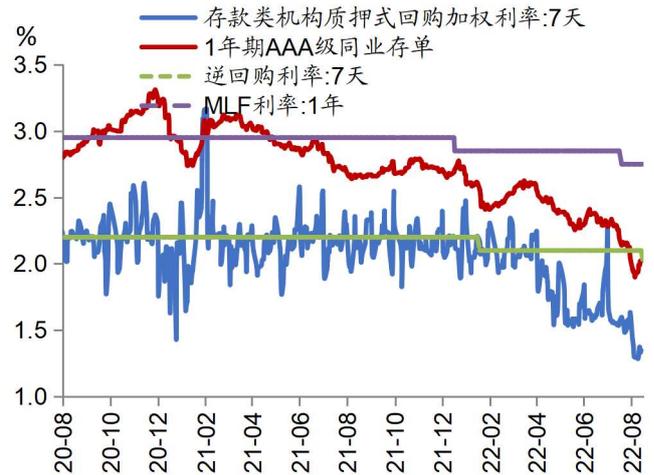
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 7月就业落实进度赶超2020年同期



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 政策利率随行就市下调



资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 何宁, 华安证券宏观首席分析师, 中国社会科学院经济学博士(定向在读), 华东师范大学经济学硕士。2018-2021年就职于国盛证券研究所宏观团队, 2019年新财富入围(第六), 2020年、2021年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。