



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

政策仍需扶持，基建是抓手

——2022年7月宏观数据点评

日期：2022年08月17日

分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

分析师：陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

《食品重新主导 CPI 上涨》

——2022年08月11日

《制造业需求不足突出》

——2022年08月02日

《经济修复加速，稳增长仍将继续》

——2022年07月18日

■ 主要观点

经济恢复基础仍需巩固

本期数据表现整体均呈现了下滑的趋势，并且均不及市场预期。楼市泡沫持续影响下消费本就有持续偏软态势，疫情的短期扰动加速了这一过程，消费短期仍难回升。投资虽然整体增速保持了缓降态势，但投资结构改善。基建投资继续回升，制造业投资保持了可观的增速，房地产投资仍在探底。与以往房地产投资占比高时期相比，结构的优化，固定资产形成增速将更高。工业生产略降，但整体仍显平稳韧性。整体来看，7月经济虽然延续了恢复的态势，但速度有所放慢，也说明国内经济恢复基础尚不牢固，仍需进一步巩固。

缩量降息，政策扶持

央行意外进行了缩量降息的操作，超出了市场预期，但仍有迹可循。从7月的经济数据来看，经济恢复速度有所放缓，需求仍偏弱。因此当前稳增长的重点就是要巩固经济恢复的基础，政策要维持宽松，降息有其存在的必要性。稳物价方面，央行也加大了对结构性通胀压力的关注，提出下半年CPI反弹的可能性。但我们认为本月PPI加速回落，反而使得降息窗口期出现，此前也提示过降息的可能性。降息的信号意义已较为明显，当前的经济恢复仍需要政策扶持。MLF利率下调后，本月LPR报价有望同步下调，通过利率传导机制，也打开了存贷款利率下行的空间，有助于稳定银行负债成本，降低企业融资成本，激发企业融资需求。

市场待扬

降息的落地也使得政策宽松得以进一步确认，利率曲线进一步回落。中国经济仍处在“底部徘徊”阶段，经济恢复的趋势下，资本市场已重新步入回暖进程，市场将逐渐走出“抑”的阶段，“扬”的阶段正缓缓到来。

扩大需求，基建是抓手

7月经济恢复放缓，政策要在扩大需求上发力。消费投资的差异化表现也再次证明了我们观点——消费“压舱石”是对民生而言的，经济增长的第一动力是投资。在疫情冲击之下，投资挑起了大梁，尤其是基建的持续发力。在财政政策和金融政策的配合下，全面加强基础设施建设也成为后续稳增长的重要抓手。而房地产是大周期拐点，地产行业趋凉，短期虽增加经济运行压力，但却能加速中国经济转型和产业升级，实际上有助于中国经济中长期潜力的提升。

■ 风险提示

通胀继续上行；疫情反复变化再度超出预期；政策超预期改变。

目 录

1 事件：7 月份宏观数据公布	3
2 事件解析：数据特征和变动原因	3
2.1 工业生产继续放缓	3
2.2 主要行业生产有所下降	4
2.3 基建持续发力	4
2.4 地产投资仍在探底	5
2.5 消费未能延续反弹趋势	6
3 事件影响：对经济和市场	7
3.1 经济恢复基础仍需巩固	7
3.2 缩量降息，政策扶持	8
3.3 市场待扬	8
4 事件预测：趋势判断	8
4.1 扩大需求，基建是抓手	8
5 风险提示：	9

图

图 1 三大行业工业增加值增速（同比，%）	4
图 2 主要行业工业增加值增速（同比，%）	4
图 3 固定资产投资完成额增速（累计同比，%）	5
图 4 主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）	6
图 5 限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）	6
图 6 社会消费品零售分类增速（同比，%）	7

表

表 1：本月经济数据增速（%）	3
-----------------------	---

1 事件：7 月份宏观数据公布

工业生产继续回落。7 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 3.8%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，7 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.38%。1—7 月份，规模以上工业增加值同比增长 3.5%。

固定资产投资缓降。1—7 月份，全国固定资产投资（不含农户）319812 亿元，同比增长 5.7%。其中，民间固定资产投资 178073 亿元，同比增长 2.7%。从环比看，7 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.16%。

消费仍然疲软。7 月份，社会消费品零售总额 35870 亿元，同比增长 2.7%。其中，除汽车以外的消费品零售额 32046 亿元，增长 1.9%。

表 1：本月经济数据增速（%）

	本月	上月	Wind 预测中值
工业增加值（当月）	3.8	3.9	4.6
固定资产投资（不含农户）	5.7	6.1	6.2
社会消费品零售（当月）	2.7	3.1	5.3

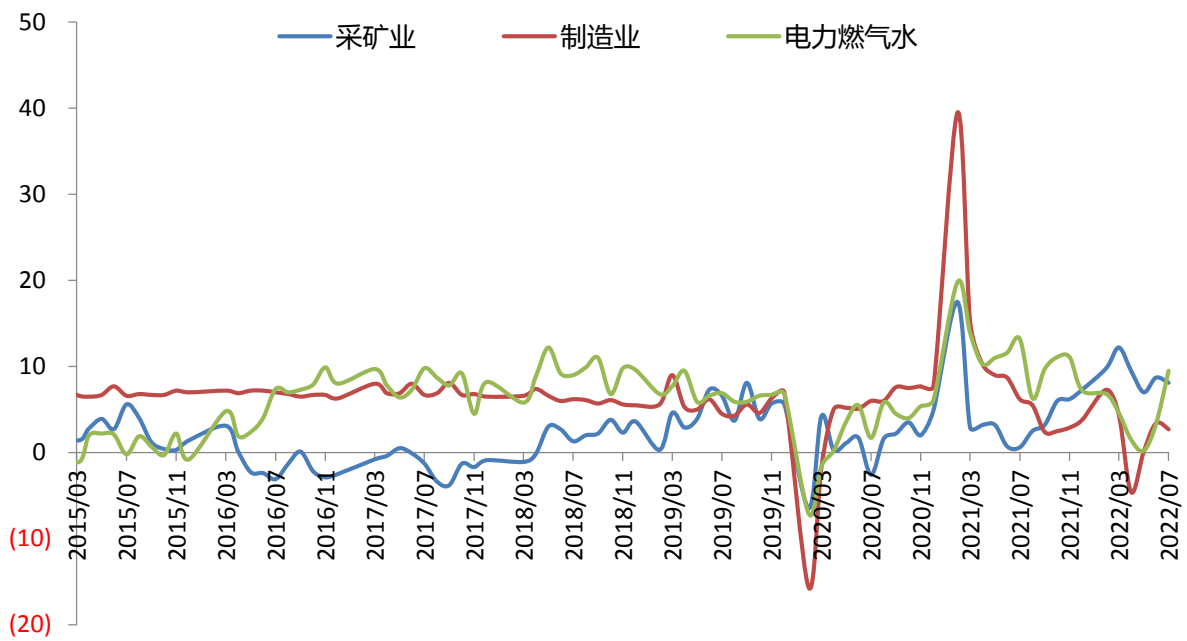
资料来源：Wind，上海证券研究所

2 事件解析：数据特征和变动原因

2.1 工业生产继续放缓

7 月工业生产继续回落，较上月下降 0.1 个百分点。分三大门类看，分三大门类看，采矿业增加值同比增长 8.1%，制造业增长 2.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 9.5%。三大门类除公共事业外均有所回落，制造业生产仍偏弱，夏季用电高峰下工业事业生产显著回升。从产量的增速来看，原煤的产量继续增加，原油产量有所下降；发电量和天然气产量均明显回升；制造业整体产量以下降为主，其中水泥产量降幅持续收窄，也印证了基建的发力，汽车产量在上海全面复工复产之后持续加快。

图1 三大行业工业增加值增速（同比，%）

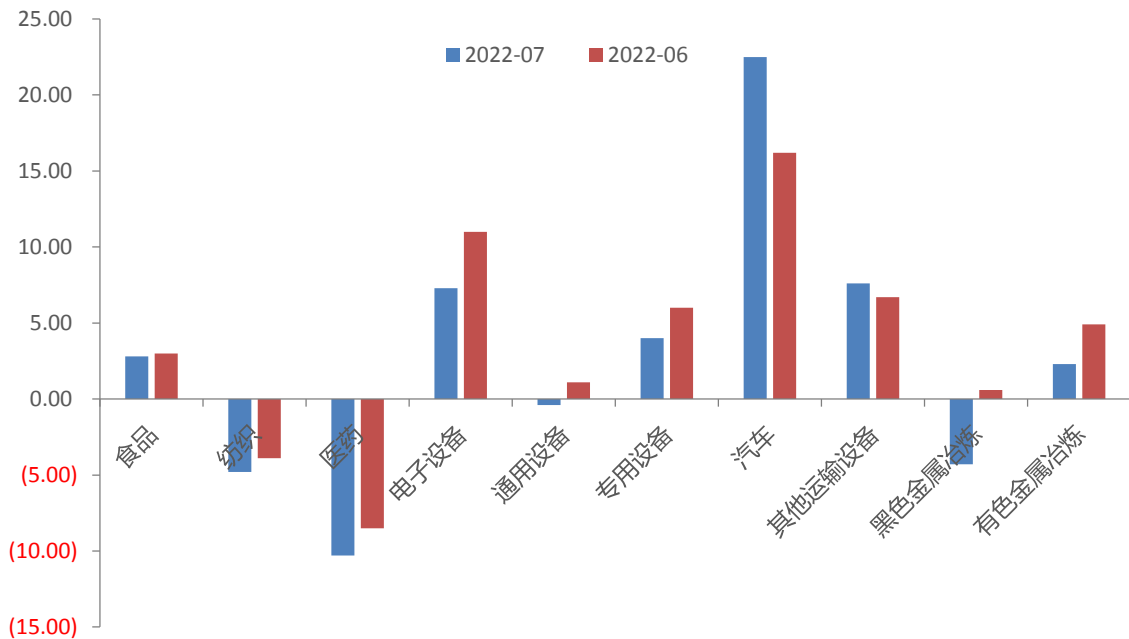


资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.2 主要行业生产有所下降

分行业看，7月份，41个大类行业中有25个行业增加值保持同比增长。主要行业中除汽车、运输设备之外均有所下降或降幅扩大。当前整体工业生产的放缓，还是体现了需求恢复的偏慢，库存的回升也制约了企业的生产。

图2 主要行业工业增加值增速（同比，%）



资料来源: Wind, 上海证券研究所

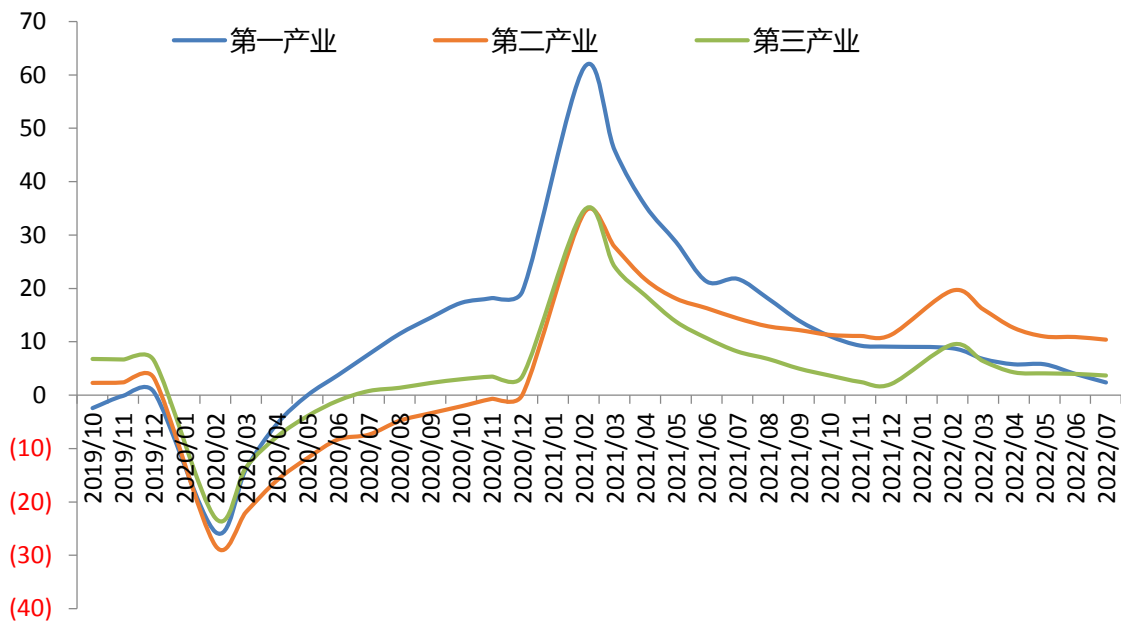
2.3 基建持续发力

请务必阅读尾页重要声明

1—7 月份，全国固定资产投资（不含农户）319812 亿元，同比增长 5.7%，下滑 0.4 个百分点，投资继续缓降。其中，民间固定资产投资 178073 亿元，同比增长 2.7%。从环比看，7 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.16%。其中，第一产业投资 8077 亿元，同比增长 2.4%；第二产业投资 101083 亿元，增长 10.4%；第三产业投资 210652 亿元，增长 3.7%。

分项来看，基建投资继续回升。新增专项债已基本发行完毕，资金也需要在 8 月底之前使用到位，基建投资在积极财政配合专项债以及相关金融政策的配套扶持下成为疫情冲击下经济的主要支撑。在加快重大项目开工建设的要求下，基建增长持续加快。制造业投资继续下滑，且整体增速仍然维持在 10% 左右，仍较可观。疫情消退后随着制造业的恢复以及今年大规模减税降费的支持下，制造业整体保持平稳，也有助于资本形成加快。

图 3 固定资产投资完成额增速（累计同比，%）

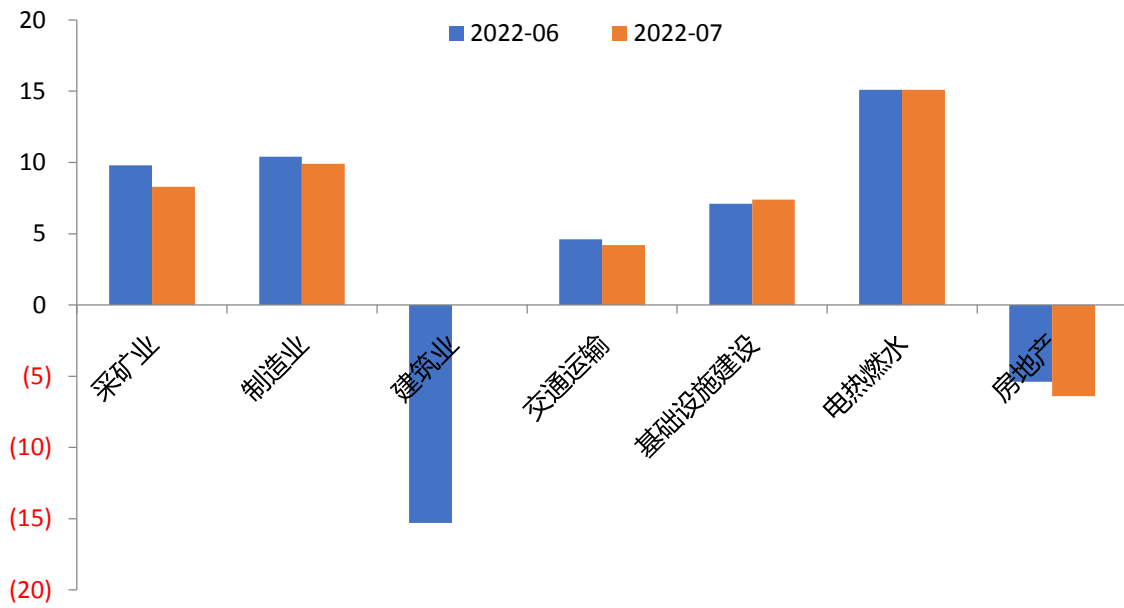


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.4 地产投资仍在探底

1—7 月份，全国房地产开发投资 79462 亿元，同比下降 6.4%，跌幅扩大 1 个百分点，房地产投资仍在探底。分项来看，新开工、施工面积跌幅持续加深，土地购置面积降幅略有收窄，销售身上月改善后再度下跌，降幅有所扩大，仍未能企稳。从房企开发资金的来源来看，分项中由于定金、预收款以及个人按揭贷款项继续改善，国内贷款、自筹资金项仍在下滑。因城施政的导向下，房地产投资虽有支撑，但回稳仍需时日。

图 4 主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）

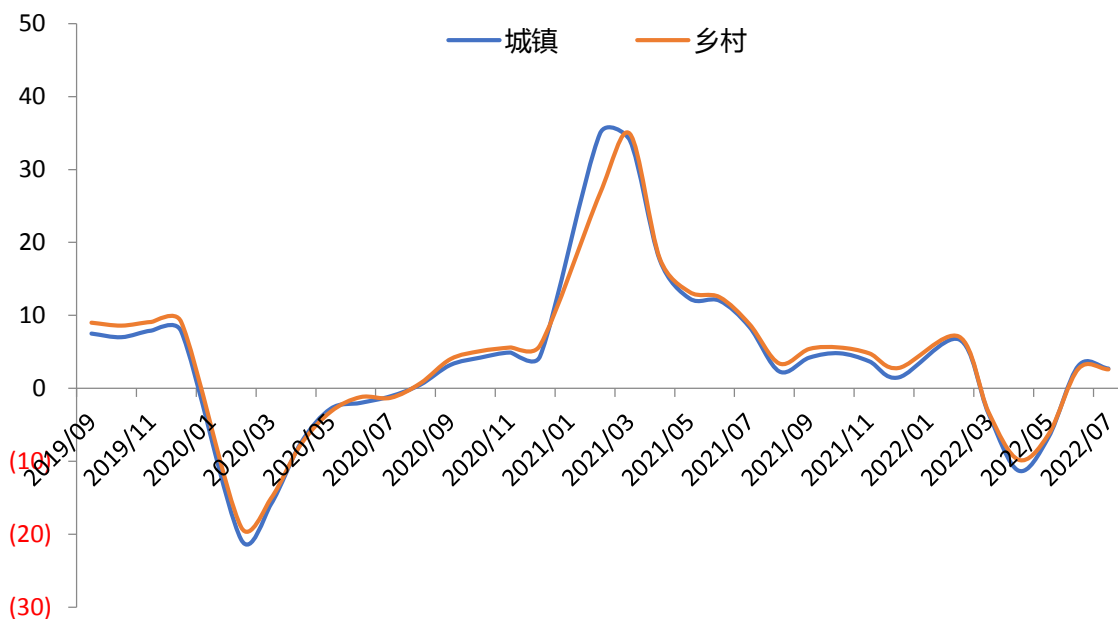


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.5 消费未能延续反弹趋势

7 月份，社会消费品零售总额 35870 亿元，同比增长 2.7%，下降 0.4 个百分点，未能延续反弹趋势。按经营单位所在地分，7 月份，城镇消费品零售额 31205 亿元，同比增长 2.7%；乡村消费品零售额 4665 亿元，增长 2.6%。城乡消费双双走弱。

图 5 限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）

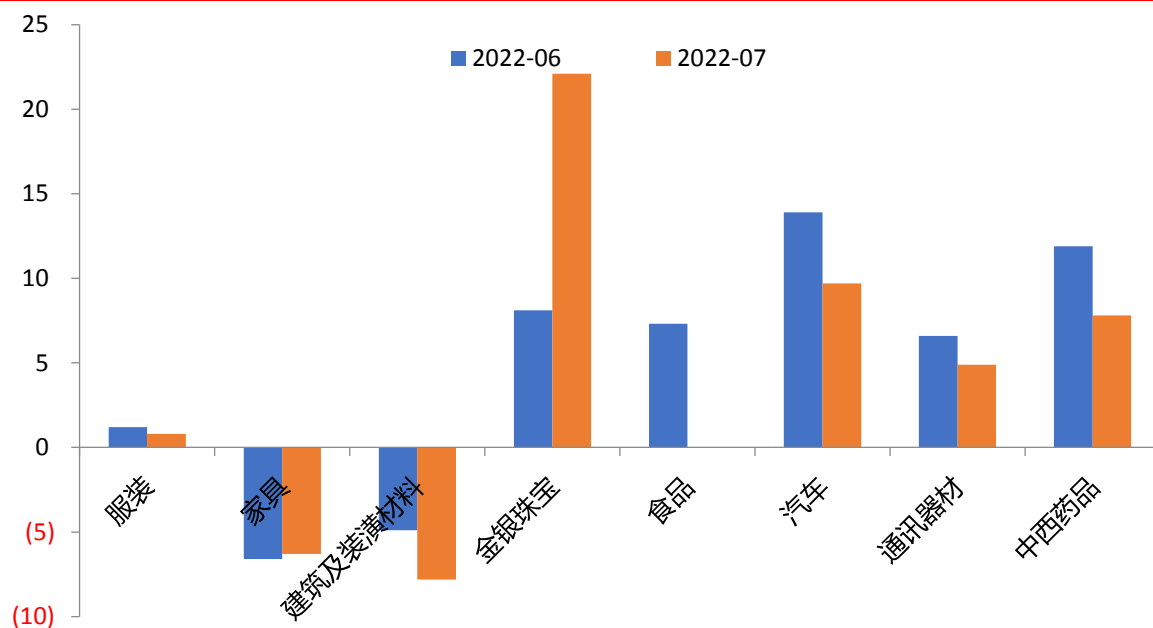


资料来源：Wind，上海证券研究所

随着社会经济的回归常态，在各种促进消费政策以及电商大

促的刺激下，6月消费也快速反弹，并实现了转正，但7月再度回落。从消费类型来看，主要消费品均有所下降，并且消费大项的汽车消费也回落较多，或是受到6月促销透支的影响。另外由于房地产的疲软，相关产业链的消费也出现了不同程度下滑。但餐饮收入仍在持续改善，转正在即。疫情对于居民收入以及消费场景的限制，对消费需求冲击仍在。而地产泡沫的持续影响下消费本就有持续偏软的态势，消费仍有待进一步的刺激与恢复。

图6 社会消费品零售分类增速（同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

3 事件影响：对经济和市场

3.1 经济恢复基础仍需巩固

本期数据表现整体均呈现了下滑的趋势，并且均不及市场预期。楼市泡沫持续影响下消费本就有持续偏软态势，疫情的短期扰动加速了这一过程，消费短期仍难回升。投资虽然整体增速保持了缓降态势，但投资结构改善。基建投资继续回升，制造业投资保持了可观的增速，房地产投资仍在探底。与以往房地产投资占比高时期相比，结构的优化，固定资产形成增速将更高。工业生产略降，但整体仍显平稳韧性。整体来看，6月后随着全国重点地区疫情形势趋稳，全面复工复产推进，社会经济生活逐步回归常态，经济修复速度明显加快。7月经济虽然延续了恢复的态势，但速度有所放慢，也说明国内经济恢复基础尚不牢固，仍需进一步巩固。

3.2 缩量降息，政策扶持

央行意外进行了缩量降息的操作，其中 MLF 和公开市场逆回购操作的中标利率均下降 10 个基点，但 MLF 续作规模却下降了 2000 亿元。降息的落地虽然超出了市场预期，但仍有迹可循。在二季度货币政策报告中，央行对于经济形势的判断就是——外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复基础尚需稳固，并且也强调了货币政策要加大实施力度，以及兼顾均衡。对于兼顾均衡的理解，我们认为是要在稳增长以及稳物价间取得更好的均衡。从 7 月的经济数据来看，经济恢复速度有所放缓，需求仍偏弱。因此当前稳增长的重点就是要巩固经济恢复的基础，政策要维持宽松，降息有其存在的必要性。稳物价方面，央行也加大了对结构性通胀压力的关注，提出下半年 CPI 反弹的可能性。但我们认为本月 PPI 加速回落，反而使得降息窗口期出现，此前也提示过降息的可能性。

而对于缩量 MLF 操作的理解，一方面鉴于当前流动性的宽松，使得公开市场业务一级交易商对于资金需求的下降，与央行逆回购缩量的情况相同，避免了流动性的泛滥，也符合央行稳物价的政策取向。另外相较于公开市场操作的量，也应该更加关注政策利率的变动。

整体来看，降息的信号意义已较为明显，当前的经济恢复仍需要政策扶持。MLF 利率下调后，本月 LPR 报价有望同步下调，通过利率传导机制，也打开了存贷款利率下行的空间，有助于稳定银行负债成本，降低企业融资成本，激发企业融资需求，促进信贷总量的稳定与结构的优化。

3.3 市场待扬

7 月经济数据虽然有所回落，但降息的落地也使得政策宽松得以进一步确认，利率曲线进一步回落。中国经济仍处在“底部徘徊”阶段，经济恢复的趋势下，资本市场已重新步入回暖进程，市场将逐渐走出“抑”的阶段，“扬”的阶段正缓缓到来。

4 事件预测：趋势判断

4.1 扩大需求，基建是抓手

7 月数据的回落，经济恢复放缓，政策要在扩大需求上发力。消费投资的差异化表现也再次证明了我们观点——消费“压舱石”是对民生而言的，经济增长的第一动力是投资。鉴于对债务约束认识观念的改变，投资的重要性提升已是年初就得到了提升。在疫情冲击之下，投资挑起了大梁，尤其是基建的持续发力。在财政政策和金融政策的配合下，全面加强基础设施建设也成为后续

稳增长的重要抓手。而房地产是大周期拐点，地产行业趋凉，短期虽增加经济运行压力，但却能加速中国经济转型和产业升级，实际上有助于中国经济中长期潜力的提升。

5 风险提示：

通胀继续上行：疫情反复导致的全球供应链短缺问题迟迟难以缓解，俄乌冲突扩大化以及西方的连锁制裁引致国际大宗商品市场动荡，通胀或继续上行。

疫情反复变化再度超出预期：防控措施的延长，复工复产不及预期，对于企业经营生产、全球供应链、经济增长的影响进一步加大。

政策超预期改变：大宗商品高位，疫情反复，经济的不确定性增加，政策或出现超预期改变。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。