

地产、投资、可选消费普遍阶段性走弱

事件点评

经济数据点评（2023.7）

投资要点

- ◆ **二季度地产销售拖累汽车零售，大众消费仍为主要支撑力量。**7月社会消费品零售总额同比下行0.6个百分点至2.5%，地产周期拖累下居民消费倾向偏弱，整体呈现以下三点特征。一、中高收入群体财富效应尚未改善，拖累限额以上及可选商品消费。7月限额以上商品消费同比转入负增长区间（-0.5%），显示大宗可选商品消费和中高收入人群消费信心均未扭转。二、汽车消费后继乏力，家电零售当月同比大幅转弱。6月以来，房地产竣工、销售再度转弱，拖累7月汽车销售同比。三、年初以来餐饮表现强劲，7月餐饮拉动零售同比增长高于商品的拉动幅度，其中限额以下餐饮贡献1.3个百分点。上述数据结构显示中低收入人群当前仍然是消费复苏的主力，后地产周期相关大宗商品消费的趋势扭转尚需时间。
- ◆ **房地产投资低位企稳，制造业、基建投资有所降温。**7月固定资产投资累计同比下行至3.4%，测算单月同比大幅下行1.9个百分点至1.2%。制造业和广义基建分别下行至4.2%、6.4%，扣除PPI走低影响，实际制造业投资维持高增，基建投资实际增长区间仍高于去年，结合今日MLF下调15BP来看，后续基建投资融资环境改善，有望继续维持较高增速，为稳收入稳增长起到重要作用。7月交通运输业、信息传输业贡献较大，公用设施管理业持续拖累，而后者与地方政府隐性债务风险相关度更高，显示今年基建投资强调结构优化的可持续性。7月房地产开发投资跌幅继续扩大，当月同比下行1.9个百分点至-12.2%，房地产市场的调整呈现出比市场预期更强的长期性、结构性特征，而非短期政策约束特征。
- ◆ **住宅销售、新开工面积跌幅收窄，预计房地产市场将低位企稳。**7月住宅销售面积累计同比-4.8%，测算单月同比跌幅收窄2.5个百分点至-15.5%。政治局会议、住建部座谈会和城中村改造工作部署电视电话会议三大会议共同为地产政策进行了全新定调，结合今日的降息操作来看，房地产调控政策本轮的结构性放松预计将强调用足现有政策框架内容，地产销售、竣工、投资有望止跌企稳，但对一线城市的全面放松我们不建议有太多期待，当前“因城施策”仍是主要政策框架。
- ◆ **去库存压力下，工业生产持续承压。**7月工业增加值同比下滑0.7个百分点至3.7%，三大行业均有所下跌。主要制造业行业中，汽车受销售拖累及去年的高基数影响而下行2.6个百分点至6.2%，而电子产品由于7月出口稍弱而小幅下跌0.5个百分点至0.7%，整体符合预期。不同年龄段就业仍在分化，当月城镇调查失业率小幅上行0.1个百分点至5.3%，外来农业户籍失业率再度下行0.1个百分点至4.8%，显示今年以来中低收入人群、以及中年年龄段人群就业持续向好。
- ◆ **地产销售竣工低位企稳，可选消费持续低迷，中高收入群体财富效应扭转尚需时间，降准降息以提供更多流动性和融资空间，支持制造业和基建投资维持较高增速保障中低收入人群的就业和收入，以此维持大众消费，这一政策基调已经基本明朗。**8月15日已经开始实施向短端倾斜的降息操作，我们预计年内仍有降准降息空间，本轮地产政策结构性放松以二三线城市用足现有框架内空间为主的预测不变。
- ◆ **风险提示：**稳增长政策力度不及预期风险。

分析师

秦泰

 SAC执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.com

相关报告

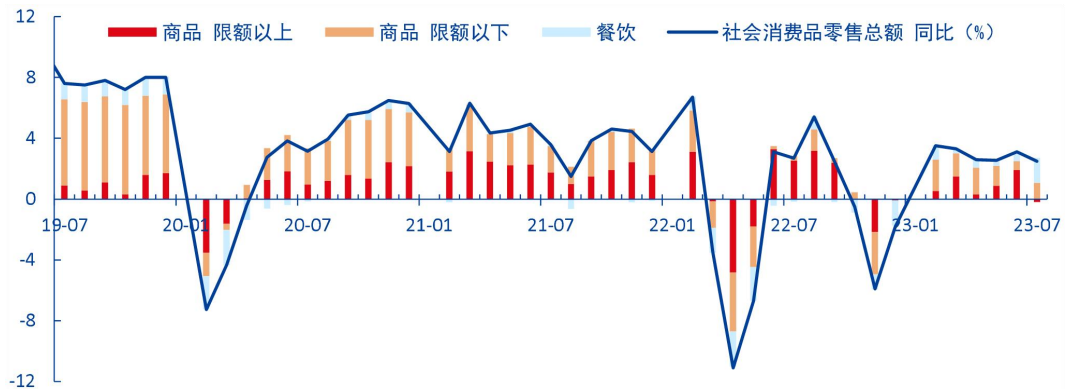
- 华金宏观·双循环周报（第21期）-中美通胀、利率、房地产市场对比 2023.8.13
- 金融数据速评（2023.7）-坚持底线思维，期待大幅降准 2023.8.11
- CPI、PPI点评（2023.7）-内需基本见底，刺激政策侧重可持续性 2023.8.9
- 进出口数据点评（2023.7）-外部环境复杂严峻，制造业高级化久久为功 2023.8.8
- 美联储货币政策与利率（上）：框架及1968-1984-REBORN 2023.8.7



一、二季度地产销售拖累汽车零售，大众消费仍为主要支撑力量。

7月社会消费品零售总额同比下行0.6个百分点至2.5%，地产周期拖累下居民消费倾向偏弱，当月社零增速为年初以来最低单月，低于市场预期，整体呈现以下三点特征。一、中高收入群体财富效应尚未改善，拖累限额以上及可选商品消费。7月限额以上商品消费同比转入负增长区间(-0.5%)，显示年初以来受房地产市场二次探底拖累，大宗可选商品消费和中高收入人群消费信心均未扭转，除汽车及石油制品外的其他可选品拖累限额以上商品零售同比增速-0.9个百分点。二、汽车消费后继乏力，家电零售当月同比大幅转弱（下行10个百分点至-5.5%）。汽车零售的前月改善主要源于一季度集中改善的地产竣工及销售，家电销售前期阶段性改善主要因极端天气原因。6月以来，房地产竣工、销售再度转弱，拖累7月汽车销售同比下行0.4个百分点至-1.5%。三、年初以来餐饮表现持续强劲，7月餐饮拉动零售同比增长1.6个百分点，高于商品的拉动幅度，其中代表大众服务消费的限额以下餐饮贡献1.3个百分点。上述数据结构显示中低收入人群当前仍然是消费复苏的主力，后地产周期相关大宗商品消费的趋势扭转尚需时间。

图 1：社会消费品零售总额同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021年，2023年3-6月为两年平均增速

图 2：限额以上商品零售同比及贡献结构（%）



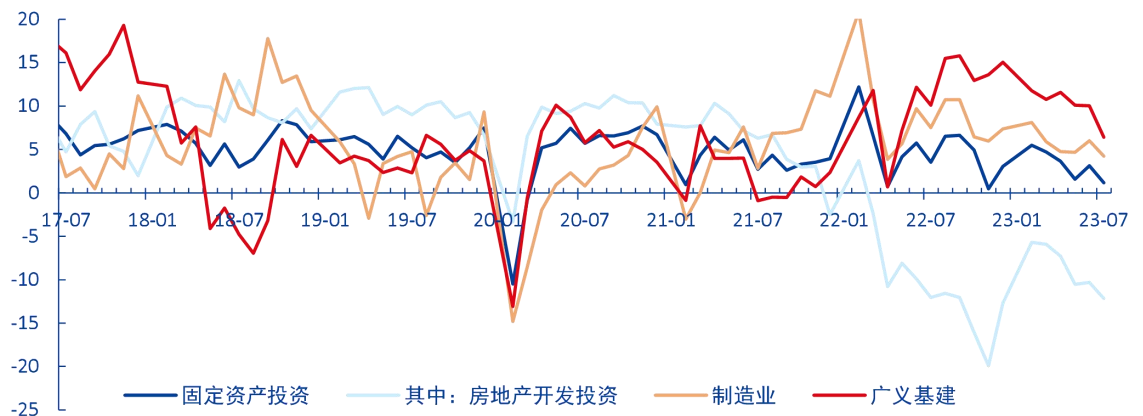
资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021年，2023年3-6月为两年平均增速

二、房地产投资低位企稳，制造业、基建投资有所降温。

7月固定资产投资累计同比下行达0.4个百分点至3.4%，测算单月同比大幅下行1.9个百分点至1.2%。制造业和广义基建分别下行1.8个百分点和3.6个百分点至4.2%、6.4%，扣除PPI

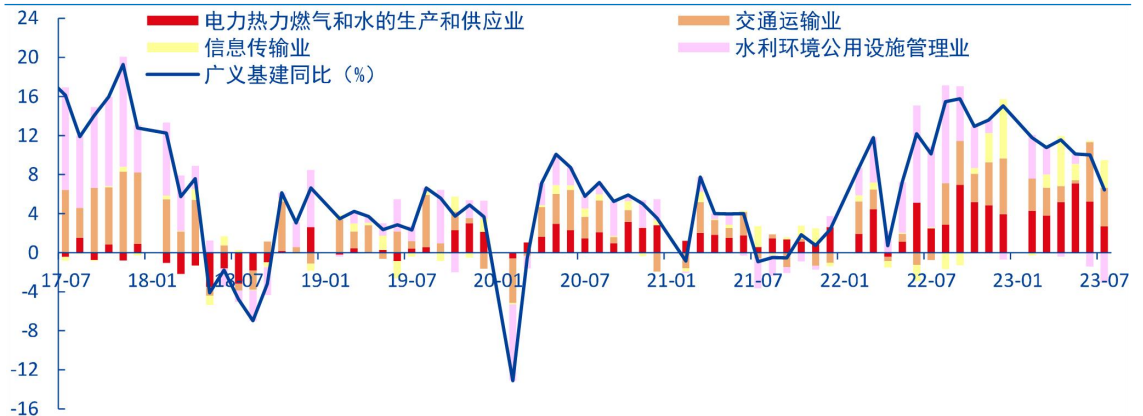
走低影响，实际制造业投资维持高增，基建投资增速有所下行但实际增长区间仍高于去年，为拉动中低收入群体的就业和收入改善提供了重要支撑作用，结合今日 MLF 下调 15BP 来看，后续基建投资融资环境改善，有望继续维持较高增速，为稳收入稳增长起到重要作用。在狭义基建投资三大分项中，7 月交通运输业、信息传输业贡献较大，公用设施管理业持续拖累，与去年下半年的基建投资结构形成鲜明对比，而后者与地方政府隐性债务风险相关度更高，显示今年基建投资强调结构优化的可持续性。7 月房地产开发投资跌幅继续扩大，当月同比下行 1.9 个百分点至 -12.2%，房地产市场的调整呈现出比市场预期更强的长期性、结构性特征，而并非短期政策约束特征。

图 3：固定资产投资、房地产、制造业、基建投资单月同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

图 4：广义基建投资同比及贡献结构（%）

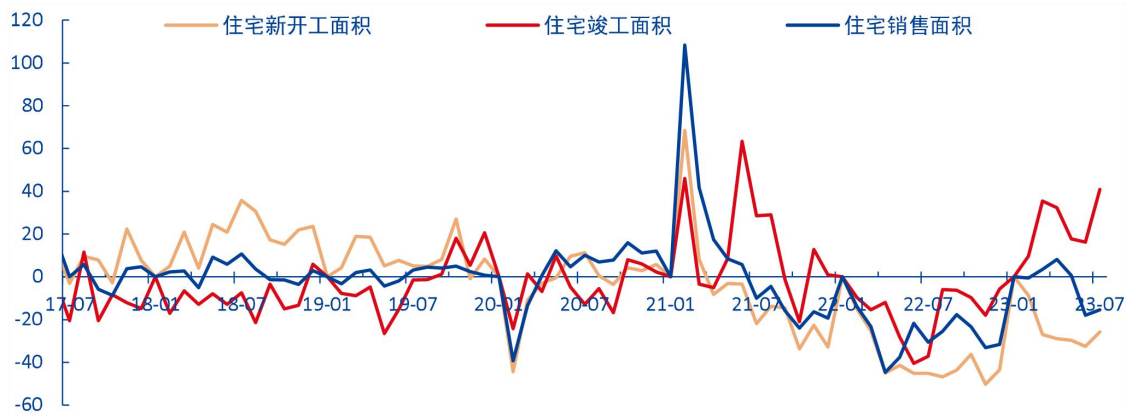


资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

三、住宅销售、新开工面积跌幅收窄，预计房地产市场将低位企稳。

7 月住宅销售面积累计同比 -4.8%，测算单月同比跌幅收窄 2.5 个百分点至 -15.5%。我们曾在前期报告《地产放松信号如何着手落实？——房地产需求政策专题暨双循环周报（第 19 期）》（2023.7.30）中指出，政治局会议、住建部座谈会和城中村改造工作部署电视电话会议三大会议共同为地产政策进行了全新定调，结合今日 MLF 下调 15BP 的降息操作来看，房地产调控政策本轮的结构性放松预计将强调用足现有政策框架内容，地产销售、竣工、投资有望止跌企稳，但对一线城市的全面放松我们不建议有太多期待，当前“因城施策”仍是主要政策框架。

图 5：住宅销售、新开工、竣工面积同比（%）

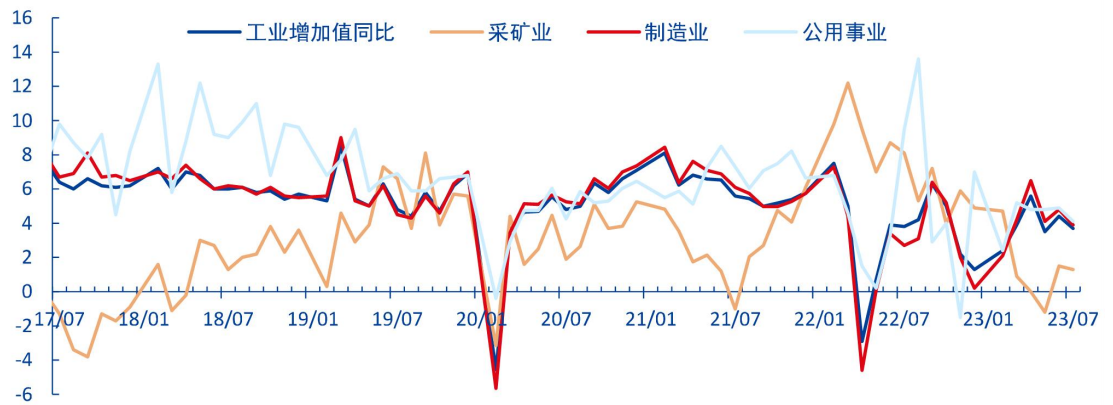


资料来源：CEIC，华金证券研究所

四、去库存压力下，工业生产持续承压。

由于今年上半年仍处于实际意义上的补库存速度放慢期，6-7月间去库存过程才刚刚开始，叠加PPI持续低迷，工业生产整体积极性不高。7月工业增加值同比下滑0.7个百分点至3.7%，三大行业均有所下跌，采矿业、制造业、公用事业当月同比分别回落0.2、0.9、0.8个百分点至1.3%、3.9%和4.1%。主要制造业行业中，汽车受销售拖累及去年的高基数影响而下行2.6个百分点至6.2%，而电子产品由于7月出口稍弱而小幅下跌0.5个百分点至0.7%，整体符合预期。

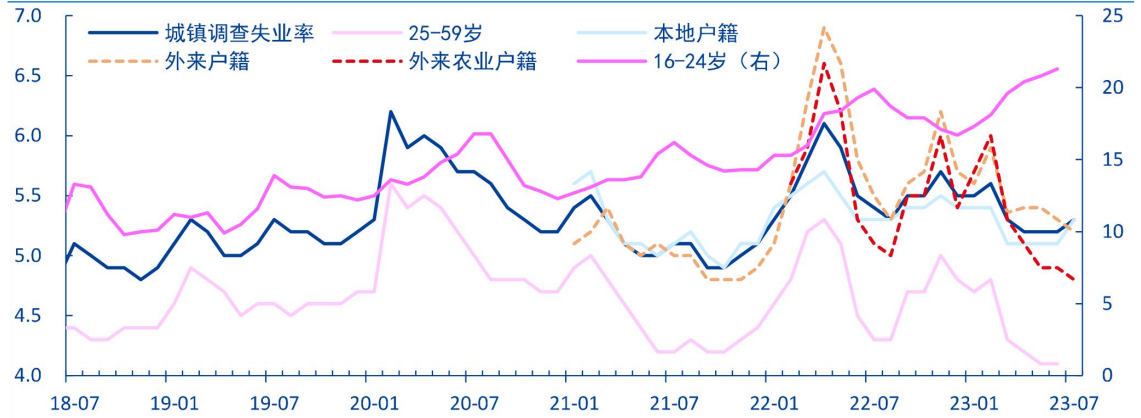
图 6：工业增加值与三大工业行业增加值实际同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021年、2023年3-5月为两年平均增速

不同年龄段就业仍在分化，当月城镇调查失业率小幅上行0.1个百分点至5.3%，预计主要受16-24岁人群待业或递延就业影响，外来农业户籍失业率再度下行0.1个百分点至4.8%，显示今年以来中低收入人群、以及中年年龄段人群就业持续向好。

图 7：城镇调查失业率与不同年龄段表现（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

五、地产销售竣工低位企稳，可选消费持续低迷，中高收入群体财富效应扭转尚需时间，降准降息以提供更多流动性和融资空间，支持制造业和基建投资维持较高增速保障中低收入人群的就业和收入，以此维持大众消费，这一政策基调已经基本明朗。8月15日已经开始实施向短端倾斜的降息操作，我们预计年内仍有降准降息空间，本轮地产政策结构性放松以二三线城市用足现有框架内空间为主的预测不变。

风险提示：稳增长政策力度不及预期风险。

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn