

宏观动态报告

2023年08月15日

预期回归中性，政策以就业为锚

——2023年7月经济数据分析

核心内容:

7月经济再次走弱，消费、投资、工业生产均超预期下行，经济运行整体低于预期。经济仍然有亮点，居民出行增加，餐饮消费上行，PMI新订单回升。消费虽然弱势但已经处于底部，投资下滑速度减缓，工业生产可期待秋高峰。3季度在政策托底的作用下整体经济增速可能低位平稳运行，4季度补库存带动经济温和恢复。

消费弱势下滑，商品消费走低。消费同比走低，两年平均增速2.6%，环比负增长。7月生活必需品平稳，非必需品消费回落。房地产相关消费下滑速度加快，并且居民减少了奢侈品和娱乐消费。7月份居民旅游和外出餐饮上行，但对整体消费贡献偏弱。居民对于未来预期偏弱，消费增速处于低位。

投资的回落仍然在预期范围内，制造业、基建和房地产均下滑，民间投资继续走弱，单月投资额回到4万亿区间。制造业投资自高峰回落，出口产业表现更好。基建增速单月负增长(-2.3)，政府项目推出迟缓。房地产投资仍然回落，下行速度减缓。政府托底政策不及时使得投资下行速度加快，民间投资仍然疲软，房地产仍未止跌。

工业增加值7月份同比下滑，环比零增长。7月是生产淡季，实际表现为淡季更淡。出口产业链、中游设备、下游汽车等均出现回落。7月生产回落是订单持续走低、内需不振、外需下行的综合影响。内需订单在回升，9月生产秋高峰仍然可以期待。

7月份失业率小幅反弹0.1%，青年失业可能仍在高位，就业面临小幅压力。政治局会议把“稳就业提高到战略高度通盘考虑”后，就业成为经济调控的锚点。失业率小幅变动只能引起政策的关注，还不足以让政策调控加码。

8月15日央行再次降息，并且力度和时间超过预期。政策层为承托经济推出降息，未来降准降息会持续跟进，但货币政策放松主要对冲经济下行。下半年政府融资加快，现有项目投资会加快推进，各部门政策组合加速。

消费、投资和生产的环比增速均负增长，这意味着3季度GDP的环比增速不及预期。按照消费、投资在GDP的中比例，我们把年度GDP增速从5.3%下调至5.1%。预测增速与中央年度经济5%左右的目标保持一致，现阶段经济并未失速。政策以就业为主，这就预示着经济政策的实施和起效都较为温和，政策支持更多的是承托经济，而不是拉动经济。

分析师

首席经济学家：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

高明

☎：(8610) 8092 7606

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

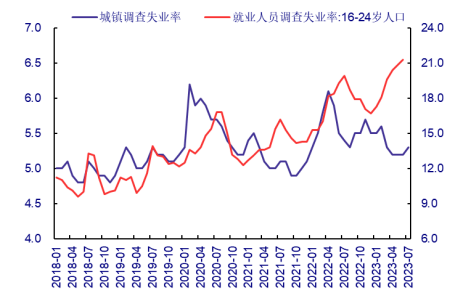
许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

政策以就业为锚



风险提示:

- 1.国内经济复苏不及预期风险
- 2.国内政策落实不及预期风险
- 3.海外加息及经济衰退的风险

目 录

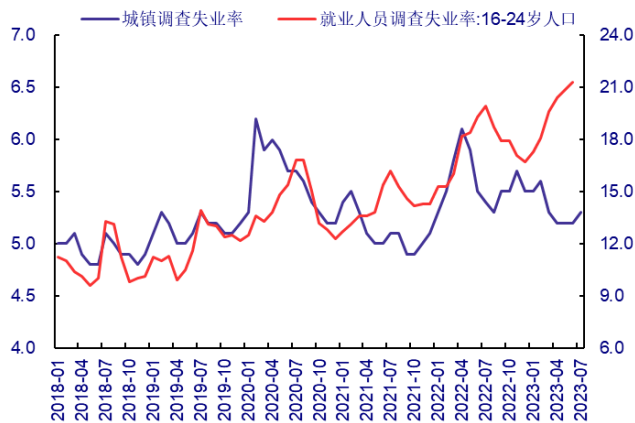
一、就业成为政策锚点，当前压力仍然较大.....	3
二、就业压力与收入预期压制消费.....	3
三、房地产行业仍在出清过程之中，保交楼的支持正在减退.....	5
四、固定资产投资降速，民间投资负值加深.....	6
（一）民间投资降幅加深.....	6
（二）制造业投资继续回落，消费与医药投资尤其低迷.....	7
（三）基础设施投资保持高位.....	8
五、工业生产与服务业都受制于总需求不足.....	8

一、就业成为政策锚点，当前压力仍然较大

城镇调查失业率反弹，但仍在政府工作目标之下，可能反映了就业下沉的情况。此前城镇失业率从2022年11月的高峰值5.7%回落至2023年4月的5.2%，4月至6月维持5.2%的水平，7月反弹至5.3%，仍在政府工作目标5.5%以下，但这可能只是反映了就业下沉的情况。我们观察到本地户籍调查失业率出现了反弹，而外来户籍和外来农业户籍的调查失业率仍然在下降，同时就业人员每周工作时间也维持在48.7小时的历史高位，都反映出就业市场竞争压力相当显著。

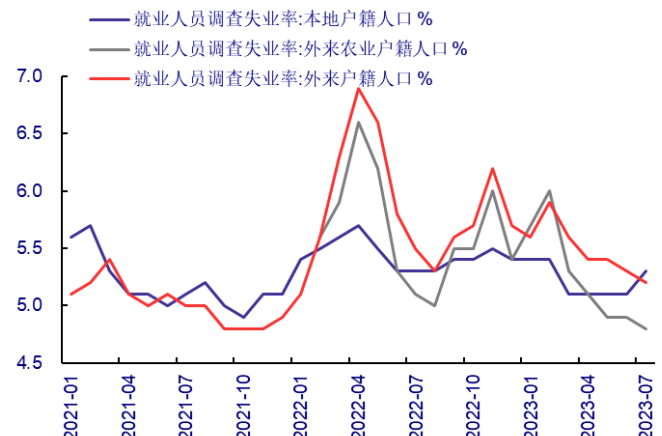
青年群体等分年龄段失业率暂停公布。25至59岁调查失业率已于6月升至21.3%的历史高位，但7月国家统计局宣布暂停公布分年龄段失业率数据。事实上，青年失业率在每年7月都会出现峰值，这明显与毕业季有关。而2023年毕业生数量达到历史高峰，这会显著推升7月青年失业率。从趋势来看，青年失业率也是从2018年以来是持续上升的，主要反映在中美贸易摩擦与新冠疫情的连续冲击之下，中国经济增速趋于下降；同时也与青年人群的就业意愿、就业能力，以及在劳动力市场中的供需匹配度等因素有关。总之，我们认为青年失业率是最具弹性的失业率指标，青年失业率过高是就业压力的突出表现。

图 1：7月城镇调查失业率出现反弹；青年失业率停止公布



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2：本地户籍失业率反弹，外来与农业户籍失业率继续下降



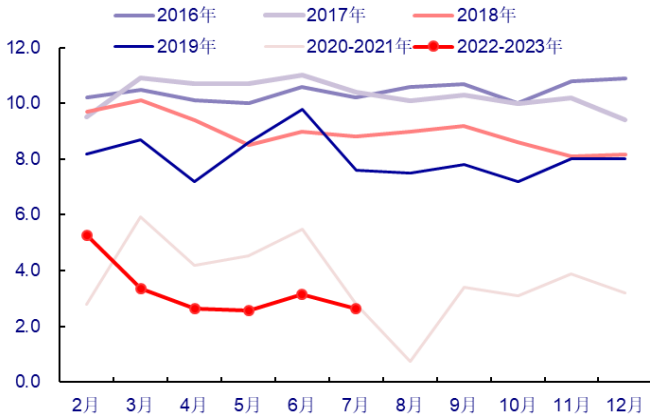
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、就业压力与收入预期压制消费

全社会消费低位回落，商品消费走低，居民非必需品消费大幅回落。2023年7月份社会零售总额36,761亿元，增长速度为2.5%。1-7月份社会零售总额增长7.3%，去除汽车增长7.5%。从两年平均增速看，7月平均消费增速2.6%，比6月份下行0.5个百分点。其中7月商品零售增长2.1%，下行0.74个百分点，餐饮消费7.5%，下行1.29个百分点。限额以上商品来看7月份居民必需品消费增长1.9%，非必需品消费下降-3.5%。

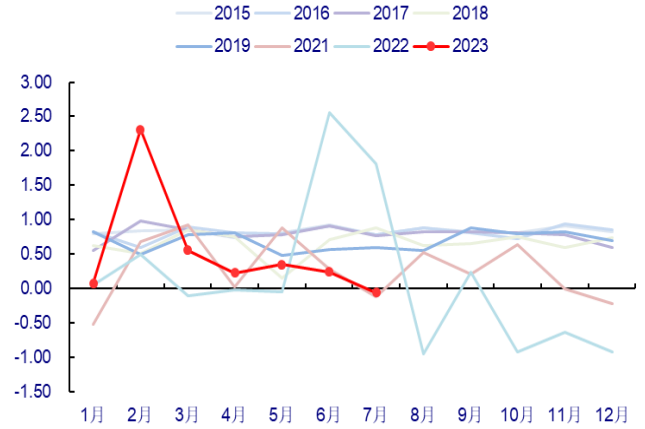
7月份消费品零售总额季调环比增长-0.06%，环比增长跌入负值，消费整体并不乐观。7月份居民外出旅游增加，但是对于商品消费拉动并不强。居民对于未来收入的预期阻碍了其消费的增长。

图 3: 2022-2023 年 7 月平均消费增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

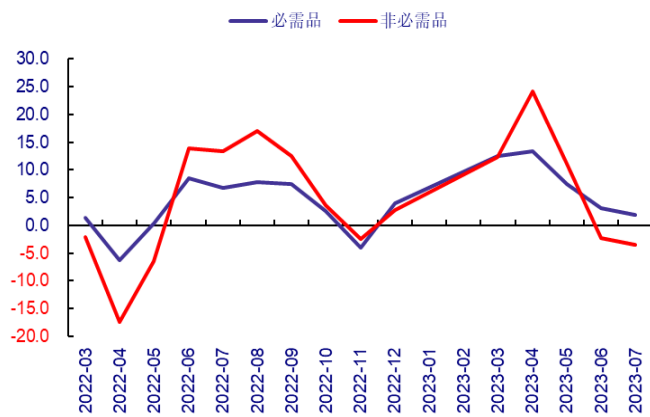
图 4: 7 月份消费环比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

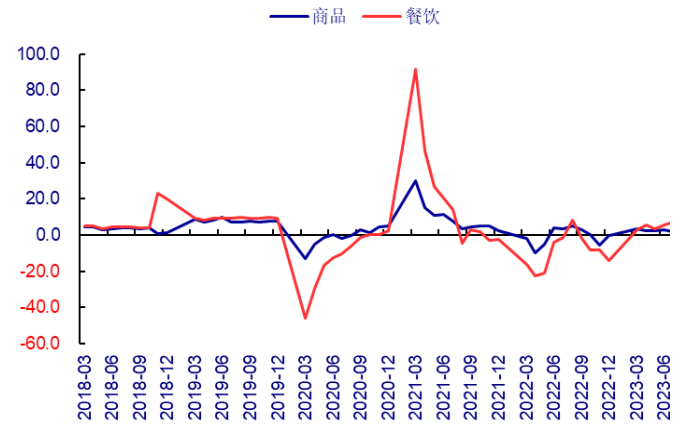
从两年平均增速来看,各消费品种有以下几方面变化。(1)居民生活必需品消费基本平稳。食品消费增速 5.5%, 上行 0.1%; 日用品消费增速-1%, 但上行 1.2%; 药品和服装消费增速走低, 分别为 3.7%和 2.3%。(2)汽车和石油消费小幅回落, 回落仍然在正常范围。石油及石油制品消费回落 0.6 个百分点, 汽车回落 1.5 个百分点。(3)房地产相关消费下滑速度加快。建筑及装潢材料消费下滑 11.2%, 家用电器和音像制品下滑 5.5%, 家居仅有 0.1%的增长;(4)居民娱乐和奢侈品消费大幅下滑。文化办公用品增速-13.1%, 金银珠宝消费下行 10%, 比上月下滑 17.8%。

图 5: 必需品和非必需品消费 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6: 两年平均商品和餐饮消费增速 (%)



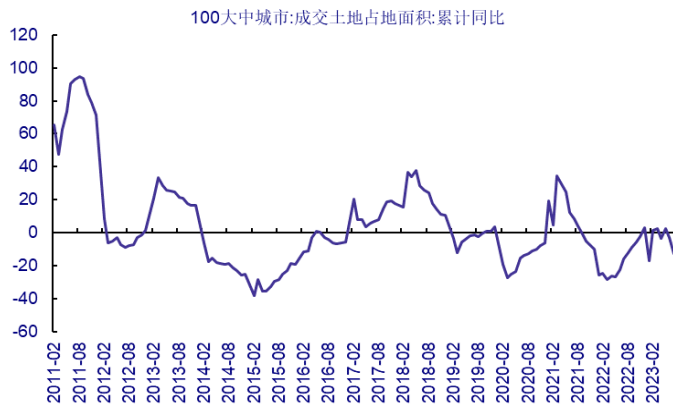
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

整体来说,7月居民继续削减大宗商品的消费,并控制了娱乐和奢侈品消费,房地产消费仍然保持不景气。除居民之外,办公用品销量也有所下滑,这是政府消费和企业消费共同疲软带来的。7月份消费疲软预示消费的回升的曲折的。旅游餐饮的上行并不能带动整体消费回升,大宗商品消费仍然具有不稳定性,房地产低迷也是消费疲软的重要原因。总体判断三季度消费增速低位平稳,预计消费增速 2.6%, 全年消费增速 5.6%。

三、房地产行业仍在出清过程之中，保交楼的支持正在减退

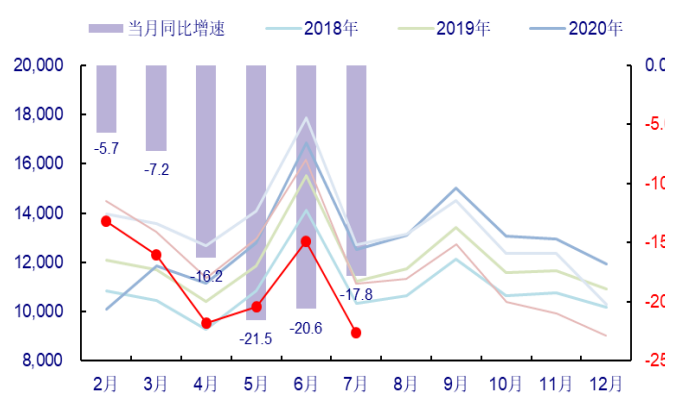
2023年1-7月房地产投资额67,717亿元，比去年同期下降8.5%。房地产单月投资负增长，7月房地产投资下滑速度稍有减弱。房地产行业仍然处于风险出清中，政策层对于房地产行业的宽松力度仍然不足以稳定房地产市场。

图 7: 100 大中城市土地成交面积



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

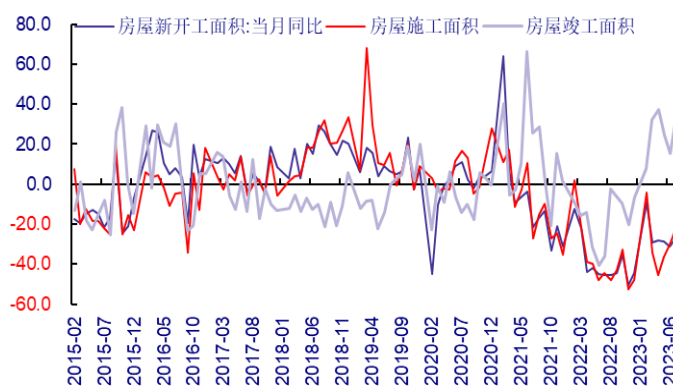
图 8: 1-7 月份房地产投资额 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

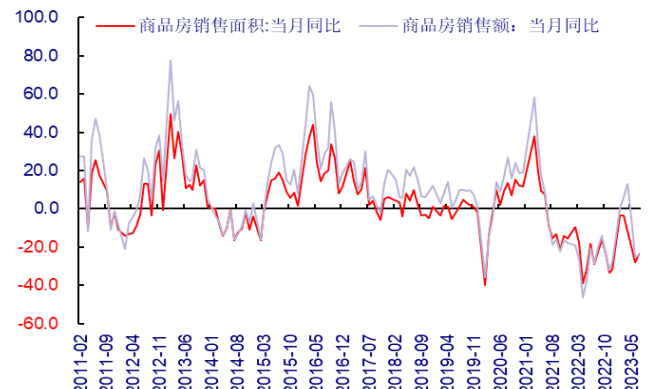
从生产端来看，新屋开工和施工处于底部，竣工增速稍有回升。1-7月，新增房地产新开工面积5.69亿平方米，比去年同期的7.60亿平方米下滑24.5%；施工面积比去年同期回落6.8%至79.9亿平方米。竣工面积3.84亿平方米，上行20.5%，比上月回升0.5%。7月单月房地产新开工继续下滑，施工面积下滑速度稍有减缓。房地产开发企业需要更多支持，但从竣工来看，政策支持的效果逐步减退。从土地流转来看，7月份100大中城市土地成交面积增速-34.88%，房地产开发商拿地7月份仅有5月的一半。

图 9: 房屋开工下行 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 10: 7 月商品房销售面积和销售额 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

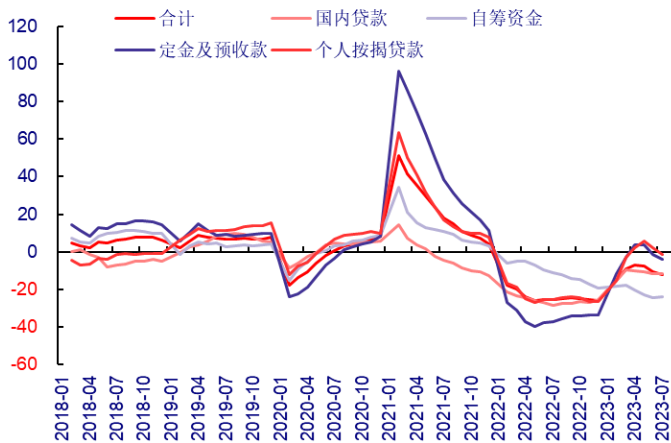
从销售端来看，商品房销售面积和商品房销售额继续下滑。7月当月商品房销售面积和销售额增速分别为-23.84%和-24.07%，高频数据也显示商品房销售低迷。

房地产行业到位资金情况继续恶化，到位资金增速仍然负增长。国内贷款和开发商自筹资金继续回落，定金预付款转负，个人按揭贷款继续下滑。1-7月份房地产到位资金增速-11.89%，其中来自国内贷款的资金增速为-11.7%，来自定金及预收款资金增速-4.19%，来自个人按揭贷款资金增速-1.54%。

房地产行业压力仍然较大，房地产行业仍然在出清过程中。今年以来政策对房地产的放松速度偏缓，央行仍然延续既有政策，保护刚需和保交楼，这带来了房地产竣工面积回升。房地产商的三条红线限制仍存，房地产自身的金融监管限制依旧，开发商的资金仍然紧绷，房地产开发到位资金仍然负增长，压力较大。房地产新开工面积继续下滑，预计2023年新开工面积低于2022年的12亿平方米。商品房销售继续下行，显示下游需求不稳定。

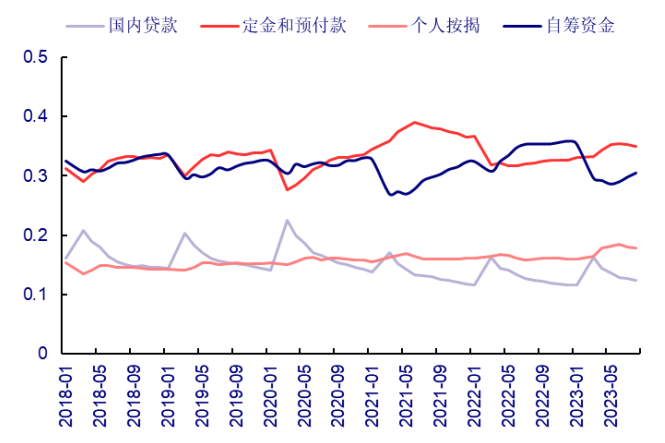
综合而言，预计2023年房地产投资为12.5万亿，房地产开发面积在11.5亿平方米，投资增速下滑至-9.0%左右。

图 11: 房地产到位资金增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 12: 房地产资金来源占比 (%)



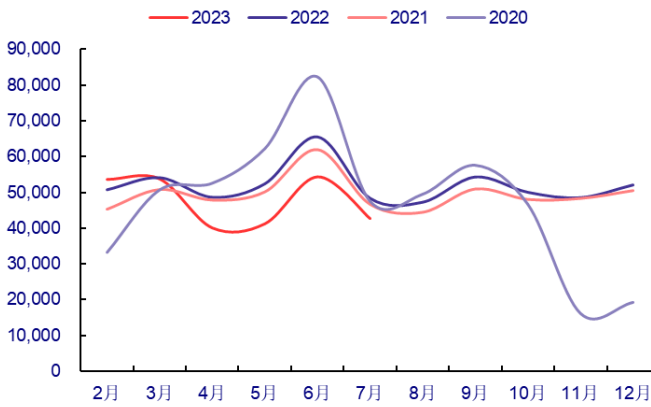
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、固定资产投资降速，民间投资负值加深

(一) 民间投资降幅加深

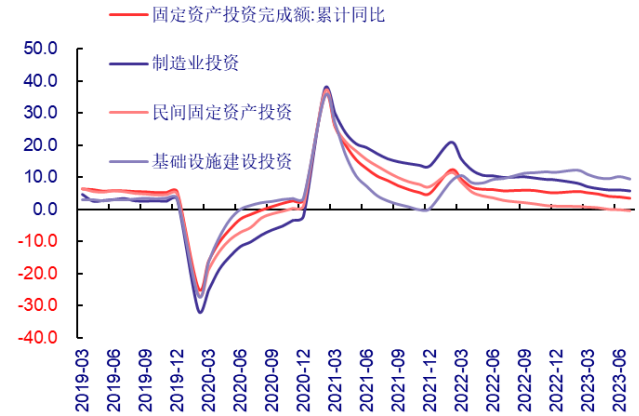
1-7月固定资产投资额285,898亿元，同比+3.4%（前值+3.8%），增速小幅回落。民间固定资产投资额149,436亿元，同比-0.5%（-0.2%），增速进一步下降。从环比来看，7月固定资产投资增长0.18%，民间投资增长0.16%。当月来看，7月固定资产投资额增加4.28万亿（前值增5.42万亿），增幅放缓，且低于过去三年平均水平。事实上，3月以来固定资产投资当月额就已经持续低于过去三年平均水平。

图 13: 固定资产单月投资额 (亿)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 14: 三大产业单月投资增速 (%)

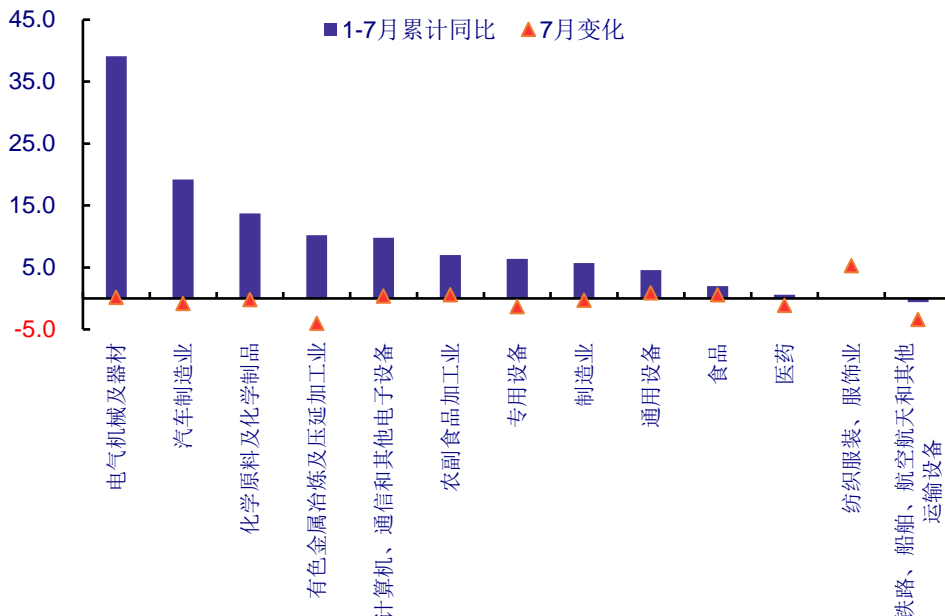


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 制造业投资继续回落, 消费与医药投资尤其低迷

1-7 月份制造业投资增速 5.7%，较上月下滑 0.3%。分行业看，电气机械及器材制造投资增长 39.1%（前值 38.9%），继续保持高位增长；汽车制造业、化学原料及化学制品投资分别增长 19.2%（前值 20.0%）和 13.7%（前值 13.9%），小幅下降；计算机、通信和其他电子设备制造业投资增速回升 0.4 个百分点至 9.8%。消费品制造业中食品、医药投资继续低迷，仅纺织业有所恢复。

图 15: 制造业各行业累计投资增速 (%)

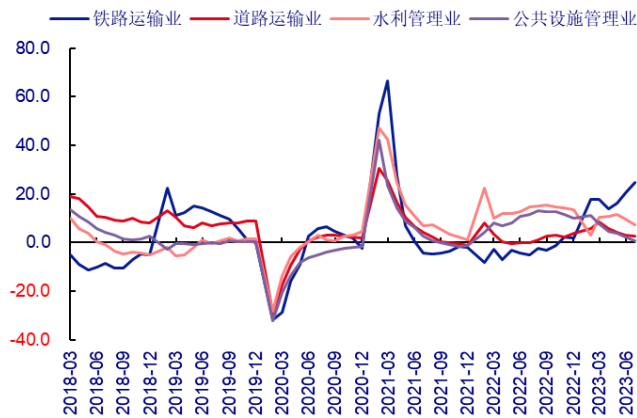


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 基础设施投资保持高位

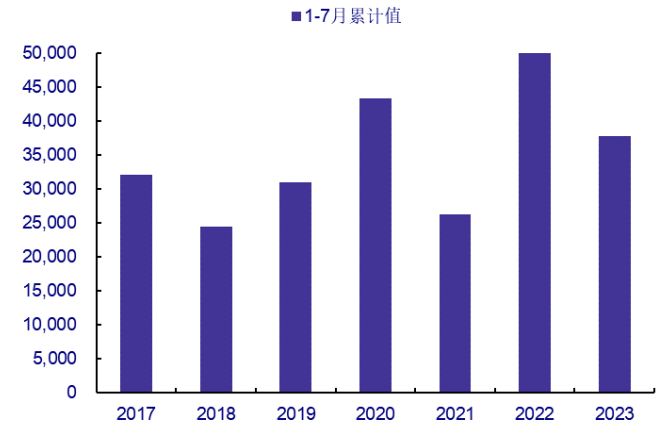
1-7月基础设施投资同比增长9.41%（前值10.15%）；不含电力口径增长6.8%（前值7.2%），都出现回落，但依然是固定资产投资增速的托底力量。分行业看，铁路建设7月同比24.9%（前值20.5%）；道路建设同比2.8%（前值3.1%）；公共设施同比0.8%（前值2.1%）；水利建设同比7.5%（前值9.6%）。从7月24日中央政治局会议精神和地方政府专项债发行节奏来看，三季度基建投资增速仍有望保持较高增速。

图 16: 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

图 17: 1-7 月份政府债券融资额度 (亿)

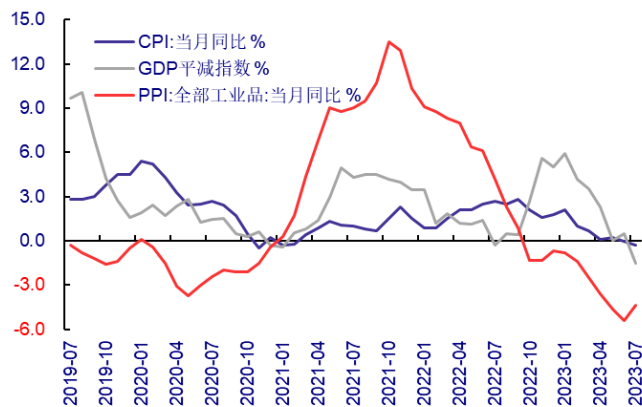


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、工业生产与服务业都受制于总需求不足

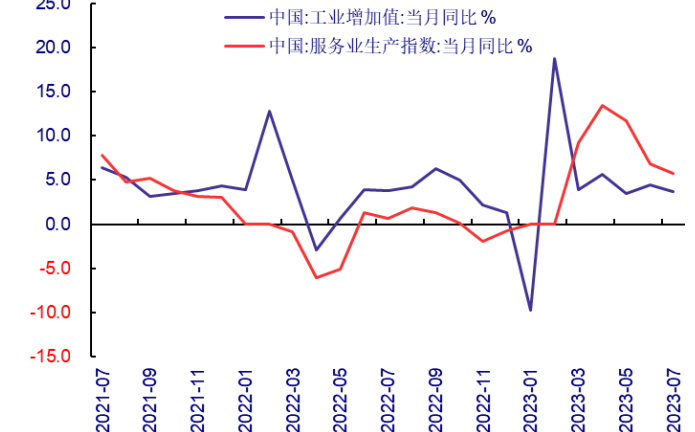
总需求相对不足的最显著指标就是通胀率为负。二季度 GDP 平减指数已降为-1.5%，对应名义 GDP 增长 4.8%，实际 GDP 增长 6.3%。从价格指数来看，CPI 已从 1 月的 2.1% 下降至 7 月的-0.3%，反映消费品需求不足；PPI 在 6 月到达-5.4%的底部，7 月收窄降幅至-4.4%，反映工业品下游需求不足。

图 18: 当前 PPI、CPI、GDP 平减指数都处于负值区间



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 19: 7 月工业增加值同比 3.7%，服务业生产指数同比 5.7%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

7月工业增加值增速与服务业生产指数增速都出现下降。7月工业增加值环比+0.01%，同比+3.7%（前值+4.4%）；1-7月累计同比+3.8%。分三大门类看，7月采矿业同比+1.3%（前值+1.5%），制造业同比+3.9%（前值+4.8%），电力热力燃气供水同比+4.1%（前值+4.9%）。目前工业生产水平仅仅与2022年水平（全年累计同比+3.5%）接近。7月服务业生产指数同比+5.7%（前值+6.8%），其中信息技术行业生产指数同比+11.2%（前值15.4%）。服务业生产指数自4月达到13.5%的峰值后持续下行。

分子行业来看，金属与化工稳中有升，与7月PPI收窄降幅一致；装备制造业出现降速，特别是汽车、电气机械与器材回落；而消费品和非金属建材大面积为负，与7月CPI降至负值有关。如下表所示，能源和原材料行业中，化工、黑色金属加工、有色金属加工保持较高增速，特别是黑色金属加工业增速从5月的3.1%升至7月的15.6%。装备制造之中，电气机械和器材制造从此前两个月15.4%下降至10.6%，汽车制造业增速从5月23.8%的较高增速降至7月的6.2%，其他装备制造行业也相对低迷。消费品制造业、非金属建材（房地产下游）则存在大面积负值的情况。

图 20：工业主要子行业增加值增速以及近三个月趋势

行业分类	规模以上工业增加值增速：%	5月当月 同比	6月当月 同比	7月当月 同比	近三个月趋势	1-7月累计 同比
能源供应	煤炭开采和洗选业	-1.6	2.0	0.4		1.5
	石油和天然气开采业	3.7	4.1	4.2		4.0
	电力、热力生产和供应业	5.2	5.4	4.6		4.4
原材料加工	化学原料和化学制品制造业	3.9	9.9	9.8		7.8
	橡胶和塑料制品业	2.5	3.0	3.6		1.1
	非金属矿物制品业	-2.6	-0.4	-3.4		-0.1
	黑色金属冶炼和压延加工业	3.1	7.8	15.6		6.7
	有色金属冶炼和压延加工业	7.1	9.1	8.9		7.6
装备制造	金属制品业	-0.1	2.4	1.4		1.6
	通用设备制造业	6.1	-0.2	-1.4		2.8
	专用设备制造业	3.9	3.4	1.5		4.9
	汽车制造业	23.8	8.8	6.2		12.0
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	7.6	4.7	1.0		6.9
	电气机械和器材制造业	15.4	15.4	10.6		15.1
	计算机、通信和其他电子设备制造业	0.0	1.2	0.7		0.1
消费品制造	农副食品加工业	-1.3	2.2	3.0		-0.3
	食品制造业	0.1	3.1	0.0		2.3
	酒、饮料和精制茶制造业	0.0	0.2	-3.1		-0.3
	纺织业	-1.8	-0.4	-0.3		-2.1
	医药制造业	-4.4	-2.1	-3.5		-4.6

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图表目录

图 1 : 7月城镇调查失业率出现反弹; 青年失业率停止公布.....	3
图 2 : 本地户籍失业率反弹, 外来与农业户籍失业率继续下降.....	3
图 3 : 2022-2023 年 7 月平均消费增速 (%)	4
图 4 : 7 月份消费环比增速 (%)	4
图 5 : 必需品和非必须品消费 (%)	4
图 6 : 两年平均商品和餐饮消费增速 (%)	4
图 7 : 100 大中城市土地成交面积.....	5
图 8 : 1-7 月份房地产投资额 (亿元)	5
图 9 : 房屋开工下行 (%)	5
图 10 : 7 月商品房销售面积和销售额 (%)	5
图 11 : 房地产到位资金增速 (%)	6
图 12 : 房地产资金来源占比 (%)	6
图 13 : 固定资产单月投资额 (亿)	7
图 14 : 三大产业单月投资增速 (%)	7
图 15 : 制造业各行业累计投资增速 (%)	7
图 16 : 基础设施投资各行业增速 (%)	8
图 17 : 1-7 月份政府债券融资额度 (亿)	8
图 18 : 当前 PPI、CPI、GDP 平减指数都处于负值区间.....	8
图 19 : 7 月工业增加值同比 3.7%, 服务业生产指数同比 5.7%.....	8
图 20 : 工业主要子行业增加值增速以及近三个月趋势.....	9

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。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”联动分析。

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，新财富团队成员，主要从事数据分析和预测工作。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，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

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

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

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

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn