

2023年08月15日

# 基建与制造业投资增速有望筑底回升

## 定期报告

### 七月经济数据点评

#### 投资要点

- ◆ **一、生产端：三大门类增速均有回落，高技术制造业回落幅度相对较大**
- ◆ 工业生产恢复乏力且低于市场预期。7月工业增加值同比增3.7%，前值4.4%，预期值4.5%，环比季调0.01%，前值0.68%。
- ◆ 分行业来看，1)三大门类增速均有回落，制造业中以民营企业为主的高技术制造业回落幅度相对较大。2)基建投资保持较为可观的增速，带动生铁、粗钢、钢材、玻璃生产增速改善，黑色金属冶炼和延压加工业增速提高7.8pct至15.6%。3)基数抬升叠加消费淡季，汽车制造业增速回落2.6pct至6.2%，两年平均后增速与上月基本持平。4)去年底以来，医药制造业增加值增速持续为负。5)季节效应与能源保供加持下，发电量同比增长3.6%，增速小幅提高0.78pct。
- ◆ 分企业类型来看，私营企业、外商、股份制企业、国有企业工业增加值增速分别下降0.7pct、0.4pct、0.9pct、2.0pct至3.2%、-1.4%、5.9%、5.4%。
- ◆ **二、消费：增长动能偏弱，明显低于预期**
- ◆ 社零增速连续第三个月下降，暑期消费不及预期。7月社零增速下降0.6pct至2.5%（预测值5.3%），为2022年10月以来的最低值。从两年平均来看，7月社零增速较6月回落0.5pct至2.6%。7月社零季调环比为-0.06%，为年内首次转负，前值0.24%。
- ◆ **三、固定资产投资：房地产投资、民间投资降幅继续扩大，制造业投资、基建投资增速放缓**
- ◆ 2023年以来，固定资产投资增速持续下降，1至7月为3.4%，前值3.8%，增速降幅超市场预期，季调环比下降0.02%。
- ◆ 房地产投资增速连续5个月下降至-8.5%，前值-7.9%，竣工端增速再创新高，其余指标跌幅继续扩张。7月国房景气指数下降至93.78，为2016年12月以来的新低。整体而言，房地产库存难以有效释放，房地产开发投资与新开工的企稳需等待信心好转。
- ◆ 或受极端天气影响施工以及上半年专项债发行进度放缓等因素影响，基建（不含电力）投资增速年内持续小幅下滑，7月为6.8%，前值7.2%。短期内，伴随季节性因素消退以及专项债发行提速，基建投资增速有望筑底回升。
- ◆ 国内外订单收缩、工业企业利润偏弱，整体仍处于主动去库向被动去库转化阶段。制造业投资增速自2022年四季度以来持续下降，7月为5.7%，前值6.0%。分行业来看，电气机械（增速39.1%）、汽车（增速19.2%）、化学原料及制品（13.7%增速）、高技术制造业（11.5%）、有色金属冶炼及加工（增速10.2%）为主要拉动项，但除电气机械以外增速均有小幅回落。
- ◆ 高技术产业固定资产投资增速持续领先，但2022年初以来亦呈下降趋势，7月下降1.0pct至11.5%。
- ◆ 分所有制来看，1至7月国有、民间固定资产投资累计增速分别下降0.3pct、0.5pct至7.6%、-0.5%。民间投资自2022年以来持续下降，5月由正转负后跌幅呈现扩大趋势，7月民间固定资产投资占比亦继续下降至历史最低位52%，前值53%。民营投资仍需针对性政策托举，其对于制造业生产改善与吸纳年轻群体就业均有重要作用。
- ◆ 民间投资分行业来看，截至今年6月数据，1)偏垄断性质的行业如电热燃水业、交运仓储邮政业的民间固投增速能够保持相对高位（10%以上）且呈上行趋势。2)其次是民间制造业，固投累计增速能够达到8%以上，但保持着持续下降的趋势，区间高点为2022年2月的29.9%。民间制造业内部，汽车制造业、电气机械制造业、计算机通信等电子设备制造业固投增速高于8%。3)民间建筑业固投波动大，

分析师 罗云峰

 SAC 执业证书编号：S0910523010001  
 luoyunfeng@huajinsec.cn

分析师 杨斐然

 SAC 执业证书编号：S0910523050002  
 yangfeiran@huajinsec.cn

#### 相关报告

- 河南省综合性燃气企业-蓝天转债（111017.SH）申购分析 2023.8.14
- ESG 市场跟踪双周报（2023.7.31-2023.8.13）-标准普尔取消ESG债务评级分数 2023.8.13
- 资产配置周报（2023-8-13）-权益风格重回价值占优 2023.8.13
- 精密金属零部件制造高新技术企业-福立转债（118043.SH）申购分析 2023.8.13
- 7月金融数据综述-实体部门负债增速短暂企稳 2023.8.12



年初主要受低基数影响增速较高，6月降至0以下。4)其他呈现边际改善的民间行业有农业、采矿业、有色金属冶炼及加工业、汽车制造业、运输设备制造业。

#### ◆ 四、市场观点

- ◆ 实体经济方面，3月下旬开始环比走弱，目前预计底部可能在7月中下旬形成。7月数据显示，除房地产、出口面临压力以外，高级技术制造业、民间投资、以及居民消费需求仍需政策托举。伴随季节性因素消退、专项债发行提速以及去库阶段收尾，基建与制造业投资增速有望筑底回升。
- ◆ 我们对经济的整体走势并不悲观，二季度的环比走弱更多是冲高后的正常回落。维持之前的基准假设，即未来1-2年中国实际经济增长中枢在4%附近，对应名义经济增长中枢在6%附近。通胀方面，在负债收敛和实体经济平稳的组合下，有望震荡温和回落。
- ◆ 2016年之后，在国家资产负债表边际收缩背景下，政策明确金融让利实体，我们认为，与之相匹配，货币配合财政，今年4月中形成了财政政策顶点，剩余流动性随后趋势性下降，资金转而拥趸、追逐确定性，股债性价比偏向债券，权益风格偏向价值。
- ◆ 短期来看，8月的降息值得关注，但潜在经济增速中枢下移过程中，被动式降息的政策逻辑很难改变，即在盈利中枢下移背景下，政策不会通过降息系统性的拉开息差从而鼓励债务扩张。8月降息后，我们将一年期国债收益率中枢下调至1.9%附近，目前来看，量价方面都显示资金面过于宽松。长端受期限利差保护较好，从交易角度来看，十债收益率介入的窗口在2.6%附近。
- ◆ 中期来看，我们对国家资产负债表两端的判断没有变化，影响市场的核心变量是负债端收敛，资产端实际产出只要没有下行，就会挤压包括商品和各类金融资产在内所有资产的价格，因此目前不存在任何一类资产价格具备持续上升的基础，我们可以讨论的更多是配置和结构行情。具体而言，上证50代表的价值板块或可逢低介入（年内中枢或在2600附近）；债市配置窗口开放，久期策略占优，8月降息后我们预计在年内剩余时间里，十债收益率将在2.6%左右窄幅震荡，区间或在2.5%-2.7%。
- ◆ 风险提示：政策超预期放松，经济恢复不及预期。

## 内容目录

一、生产端：三大门类增速均有回落，高技术制造业回落幅度相对较大 .....	4
二、消费：增长动能偏弱，明显低于预期 .....	5
三、固定资产投资：房地产投资、民间投资降幅继续扩大，制造业投资、基建投资增速放缓 .....	6
四、利率债观点 .....	9
五、风险提示 .....	10

## 图表目录

图 1：工业增加值同比增速回落 .....	4
图 2：出口仍面临压力 .....	5
图 3：7 月社零增速继续下降 .....	6
图 4：7 月城镇调查失业率 5.3% .....	6
图 5：各产业固定资产投资增速 .....	7
图 6：民间投资占比创 2010 年下半年以来新低 .....	8
图 7：民间投资分行业增速 .....	8
图 8：房地产信心回升仍需等待 .....	9
图 9：7 月国房景气指数为 2016 年 12 月以来的新低 .....	9

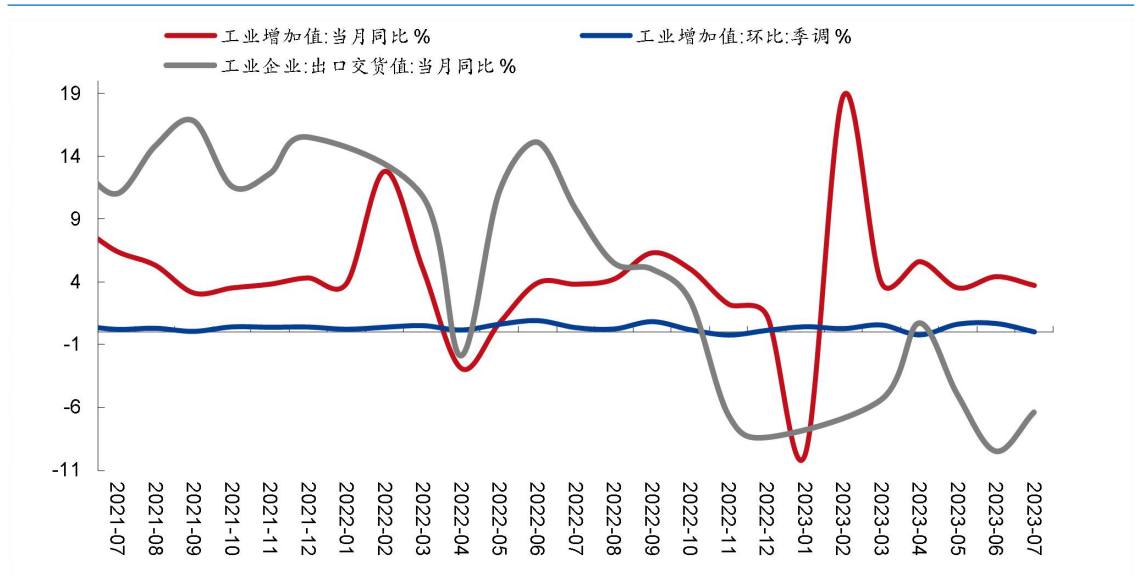
## 一、生产端：三大门类增速均有回落，高技术制造业回落幅度相对较大

工业生产恢复乏力且低于市场预期。7月工业增加值同比增3.7%，前值4.4%，预期值4.5%，环比季调0.01%，前值0.68%。出口交货值增速降幅收窄，7月为-6.4%，前值-9.5%。

分行业来看，1) 三大门类增速均有回落，制造业中以民营企业为主的高技术制造业回落幅度相对较大。7月制造业、高技术制造业、采矿业、电热燃水业的工业增加值同比增速分别变动-0.9pct、-2.0pct、-0.2pct、-0.8pct至3.9%、0.7%、1.3%、4.1%。2) 基建投资保持较为可观的增速，带动生铁、粗钢、钢材、玻璃生产增速改善，黑色金属冶炼和延压加工业增速提高7.8pct至15.6%。3) 基数抬升叠加消费淡季，汽车制造业增速回落2.6pct至6.2%，两年平均后增速与上月基本持平。4) 去年底以来，医药制造业增加值增速持续为负。5) 季节效应与能源保供加持下，发电量同比增长3.6%，增速小幅提高0.78pct。

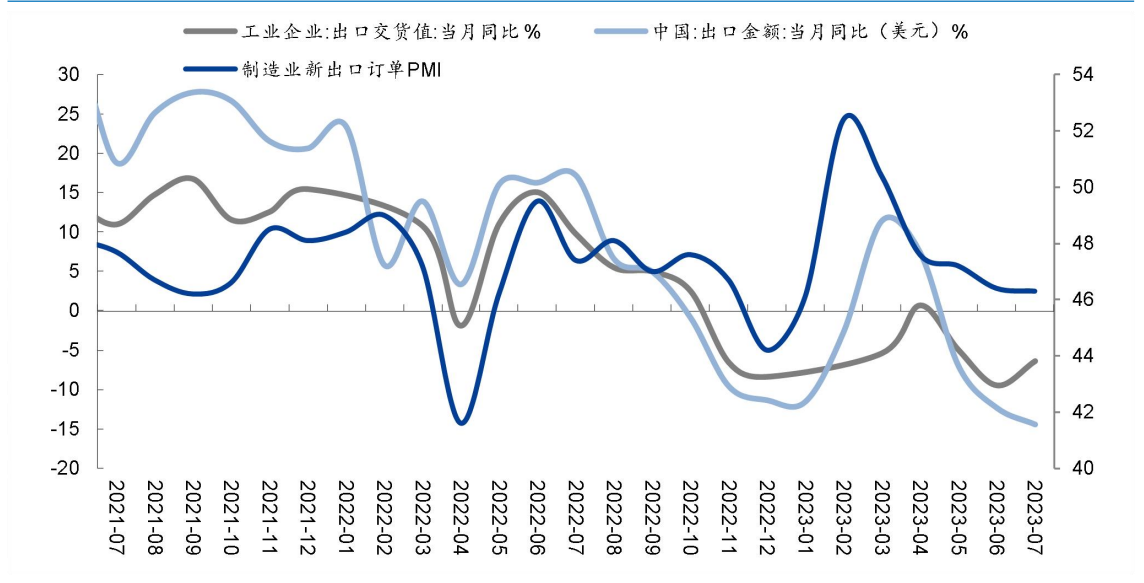
分企业类型来看，私营企业、外商、股份制企业、国有企业工业增加值增速分别下降0.7pct、0.4pct、0.9pct、2.0pct至3.2%、-1.4%、5.9%、5.4%。

图 1：工业增加值同比增速回落



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：出口仍面临压力



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、消费：增长动能偏弱，明显低于预期

**社零增速连续第三个月下降，暑期消费不及预期。**7月社零增速下降 0.6pct 至 2.5% (预测值 5.3%)，为 2022 年 10 月以来的最低值。从两年平均来看，7 月社零增速较 6 月回落 0.5pct 至 2.6%。7 月社零季调环比为 -0.06%，为年内首次转负，前值 0.24%。具体而言，基数抬升导致社交属性较强的服装鞋帽、化妆品、金银珠宝与房地产后周期的家电、建筑及装潢材料、家具类增速下滑明显；必选消费如粮油食品、日用品增速改善；中西药品增速下降 2.9pct 至 3.7%；上年同期由于疫情积压需求集中释放以及车购税减半形成高基数，导致近期汽车连续两个月保持小幅负增长；7 月餐饮收入回落 0.3pct 至 15.8%；受出行旅游带动，石油及制品消费增速改善幅度最大，7 月提高 1.6pct 至 0.6%，

由于消费结构改变，服务消费占比已经超过 40%，8 月起发布服务零售额累计增速，1 至 7 月服务零售额同比增 20.3%，显著快于社会消费品零售增速。

图 3: 7 月社零增速继续下降

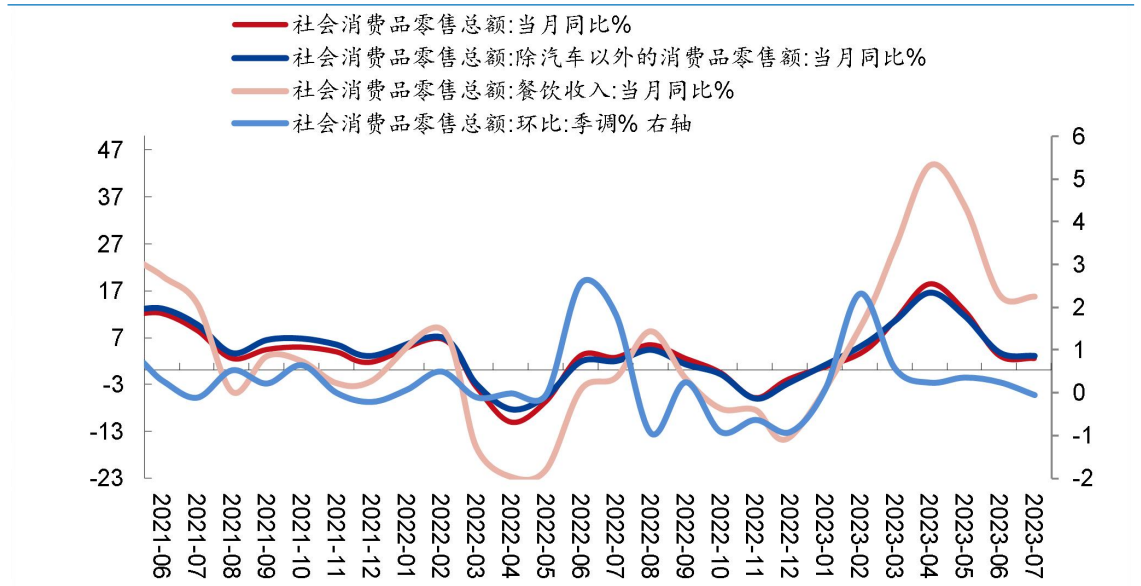
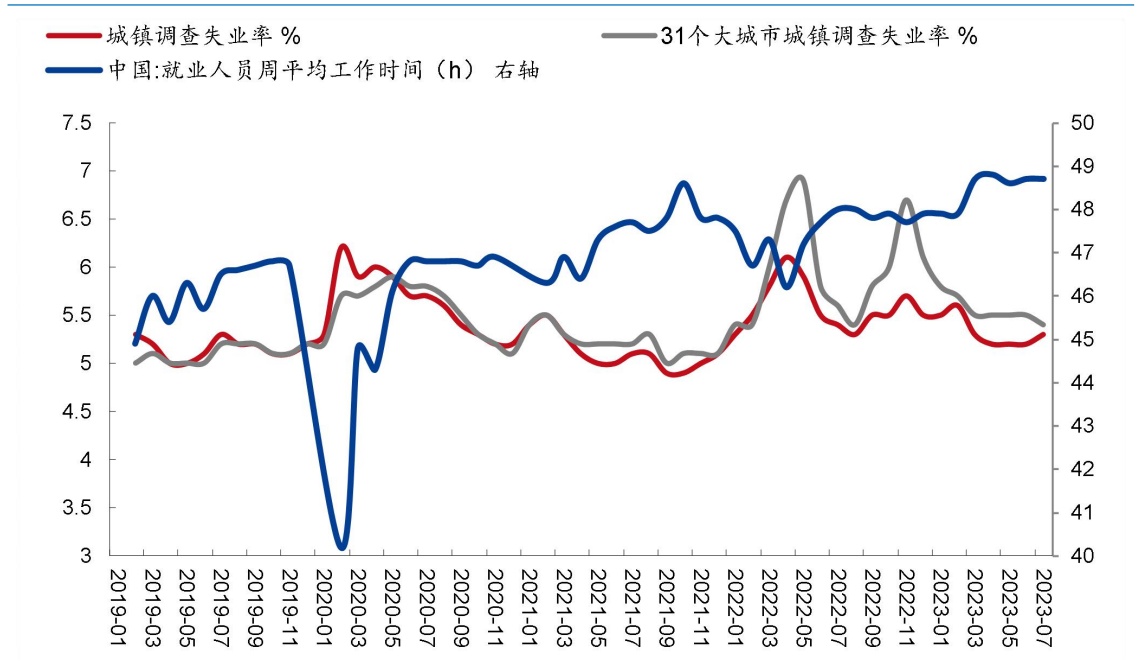


图 4: 7 月城镇调查失业率 5.3%



### 三、固定资产投资：房地产投资、民间投资降幅继续扩大，制造业投资、基建投资增速放缓

2023 年以来，固定资产投资增速持续下降，1 至 7 月为 3.4%，前值 3.8%，增速降幅超市场预期，季调环比下降 0.02%。具体而言，房地产投资、民间投资降幅继续扩大，制造业投资、基建投资增速放缓。

房地产投资增速连续 5 个月下降至 -8.5%，前值 -7.9%，竣工端增速再创新高，其余指标跌幅继续扩张。2023 年以来房地产竣工端在保交楼压力下持续提升，7 月增速 20.5%；商品房销售面积降幅扩大 1.2pct 至 -6.5%，商

商品房销售额增速在3至6月因低基数短暂正增长后于7月转为0以下；商品房待售面积增速延续2021年中以来的上升趋势，7月高位继续提升至17.9%，施工面积与新开工面积降幅均继续扩张-0.2pct至-6.8%、-24.5%。7月国房景气指数下降至93.78，为2016年12月以来的新低。整体而言，房地产库存难以有效释放，房地产开发投资与新开工的企稳需等待信心好转。

或受极端天气影响施工以及上半年专项债发行进度放缓等因素影响，基建（不含电力）投资增速年内持续小幅下滑，7月为6.8%，前值7.2%。短期内，伴随季节性因素消退以及专项债发行提速，基建投资增速有望筑底回升。中长期，基建投资面临预算软约束，由于我们测算今年财政前置以及由其引发的实体部门负债增速已在5月触顶，未来仍将按照稳定宏观杠杆率的目标，向名义经济增速靠拢，基建增速或保持温和下降趋势。

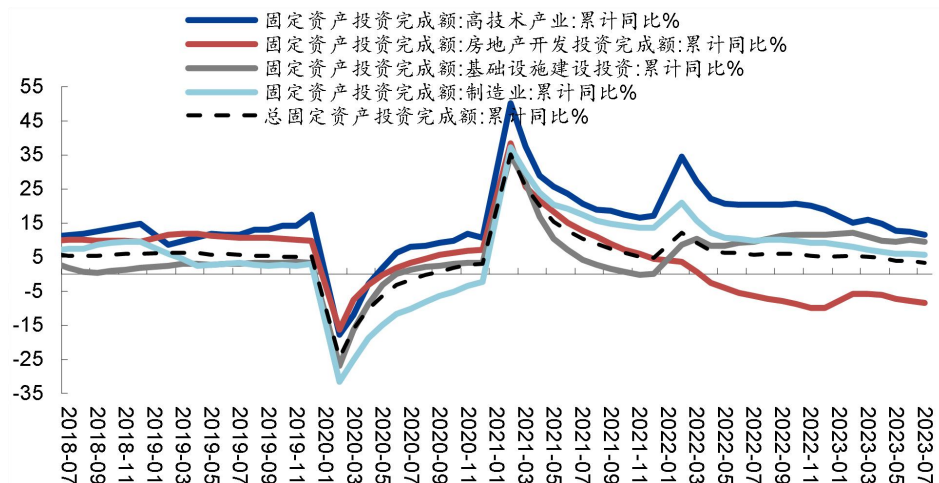
国内外订单收缩、工业企业利润偏弱，整体仍处于主动去库向被动去库转化阶段。制造业投资增速自2022年四季度以来持续下降，7月为5.7%，前值6.0%。分行业来看，电气机械（增速39.1%）、汽车（增速19.2%）、化学原料及制品（13.7%增速）、高技术制造业（11.5%）、有色金属冶炼及加工（增速10.2%）为主要拉动项，但除电气机械以外增速均有小幅回落。

高技术产业固定资产投资增速持续领先，但2022年初以来亦呈下降趋势，7月下降1.0pct至11.5%。其中医疗仪器设备及仪器仪表制造业、电子及通信设备制造业、专业技术服务业、科技成果转化服务业投资增速分别变动-0.8pct、-0.3pct、-27.8pct、-1.4pct至16.0%、13.9%、23.8%、44.9%。

分所有制来看，1至7月国有、民间固定资产投资累计增速分别下降0.3pct、0.5pct至7.6%、-0.5%。民间投资自2022年以来持续下降，5月由正转负后跌幅呈现扩大趋势，7月民间固定投资占比亦继续下降至历史最低位52%，前值53%。民营投资仍需针对性政策托举，其对于制造业生产改善与吸纳年轻群体就业均有重要作用。

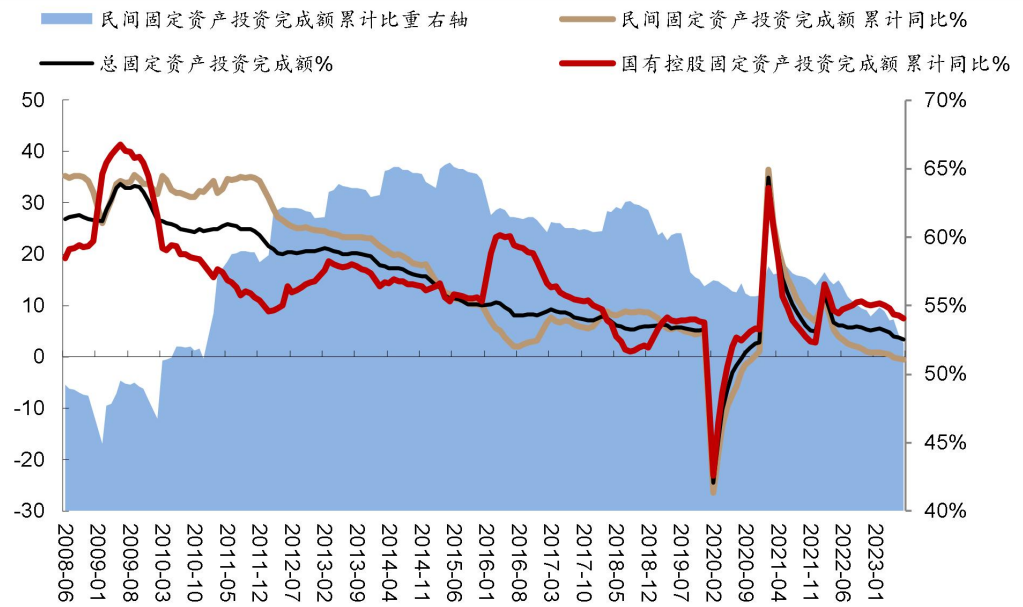
民间投资分行业来看，1）截至今年6月，偏垄断性质的行业如电热燃水业、交运仓储邮政业的民间固投增速能够保持相对高位（10%以上）且呈上行趋势。2）其次是民间制造业，固投累计增速能够达到8%以上，但保持着持续下降的趋势，区间高点为2022年2月的29.9%。民间制造业内部，汽车制造业、电气机械制造业、计算机通信等电子设备制造业固投增速高于8%。3）民间建筑业固投波动大，年初主要受低基数影响增速高，6月降至0以下。4）其他呈现边际改善的民间行业有农业、采矿业、有色金属冶炼及加工业、汽车制造业、运输设备制造业。

图5：各产业固定资产投资增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6: 民间投资占比创 2010 年下半年以来新低



资料来源: Wind, 华金证券研究所

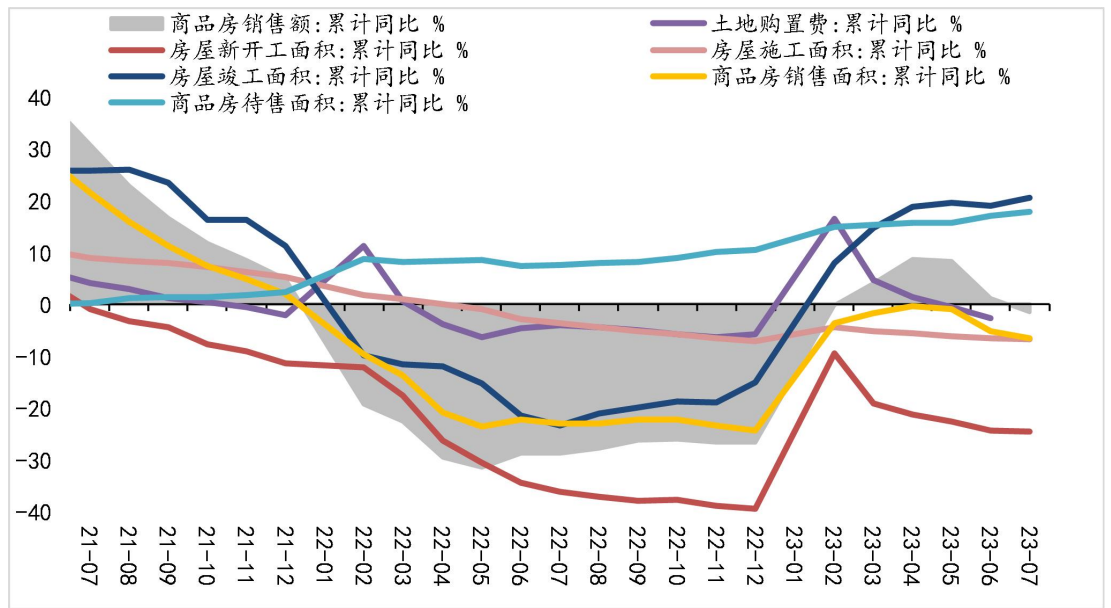
图 7: 民间投资分行业增速

民间固定资产投资完成额累计增速 (%)	趋势	2023-06-30	2023-05-31	2023-04-30	2023-03-31	2023-02-28	2022-12-31	2022-11-30	2022-10-31	2022-09-30	2022-08-31	2022-07-31	2022-06-30
民间总体		-0.2	-0.1	0.4	0.6	0.8	0.9	1.1	1.6	2.0	2.3	2.7	3.5
民间:第一产业		-8.0	-9.7	-10.4	-9.9	-4.4	-2.9	-3.1	-2.7	-2.4	-1.1	-0.5	0.5
民间:第二产业		8.7	8.9	8.9	10.1	13.1	15.5	15.8	16.2	16.3	16.5	16.8	17.9
民间:第三产业		-4.8	-4.7	-4.0	-4.4	-5.2	-7.0	-6.8	-6.2	-5.5	-5.3	-4.8	-4.3
民间:采矿业		5.1	5.1	2.0	4.8	12.8	21.4	21.9	25.6	22.3	22.7	30.2	31.3
民间:农林牧渔业		-4.2	-5.9	-6.1	-5.9	-1.4	-0.5	-0.9	-0.7	-0.4	0.9	1.4	2.2
民间:制造业		8.4	8.6	8.9	10.3	12.9	15.6	15.8	16.2	16.5	16.7	17.0	17.9
民间:非金属矿物制品业		-4.9	-4.6	-3.5	-3.6	0.2	4.9	4.7	6.2	7.5	7.6	7.8	9.4
民间:黑色金属冶炼及压延加工业		2.9	3.8	-1.7	-1.1	-1.0	-0.2	-1.6	-2.1	-1.4	-0.5	1.9	1.7
民间:有色金属冶炼及压延加工业		8.2	4.1	6.8	10.1	16.9	19.5	18.4	19.2	19.7	18.1	16.4	15.9
民间:通用设备制造业		2.5	2.6	2.3	4.6	10.2	14.9	15.0	15.1	17.5	17.7	18.6	22.2
民间:专用设备制造业		6.9	8.8	9.6	13.0	13.1	11.8	12.5	11.8	12.2	12.3	13.2	14.3
民间:汽车制造业		18.6	16.0	16.8	19.7	23.4	20.3	19.3	19.2	19.4	21.0	18.5	19.4
民间:铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业		0.2	-5.1	-8.0	-8.4	-10.2	6.7	7.0	10.5	10.7	11.7	14.2	15.5
民间:电气机械和器材制造业		33.6	33.8	36.8	37.0	27.5	43.6	43.4	42.4	42.0	42.9	42.5	42.7
民间:计算机、通信和其他电子设备制造业		9.6	10.3	12.6	11.1	13.6	20.2	22.2	23.1	22.6	21.1	20.7	24.0
民间:电力、热力、燃气及水的生产和供应业		14.4	13.6	12.4	9.3	15.9	11.4	12.3	11.9	11.2	10.4	9.7	12.9
民间:建筑业		-1.2	49.8	26.8	26.7	103.0	-4.2	-11.7	-17.0	-12.4	-18.2	-12.7	1.3
民间:交通运输、仓储和邮政业		15.8	8.2	10.5	10.6	10.5	6.8	9.0	24.9	2.4	1.4	-1.1	-0.7
民间:水利、环境和公共设施管理业		1.9	0.9	1.5	4.5	11.6	5.8	6.0	6.7	4.9	4.1	1.6	1.7
民间:教育		-4.3	-4.1	-0.2	-0.4	-5.0	-2.7	-2.7	-1.1	-2.9	-3.3	-1.4	0.6
民间:卫生和社会工作		2.2	1.0	2.6	2.3	4.3	10.7	10.5	10.8	9.3	10.3	11.1	12.5
民间:文化、体育和娱乐业		1.8	0.8	2.5	4.1	12.5	5.0	6.0	4.9	5.2	5.9	5.2	4.8
民间:公共管理、社会保障和社会组织		-11.6	-13.9	-20.2	-14.9	12.8	21.7	18.6	18.0	18.9	20.8	21.2	17.0

资料来源: Wind, 华金证券研究所

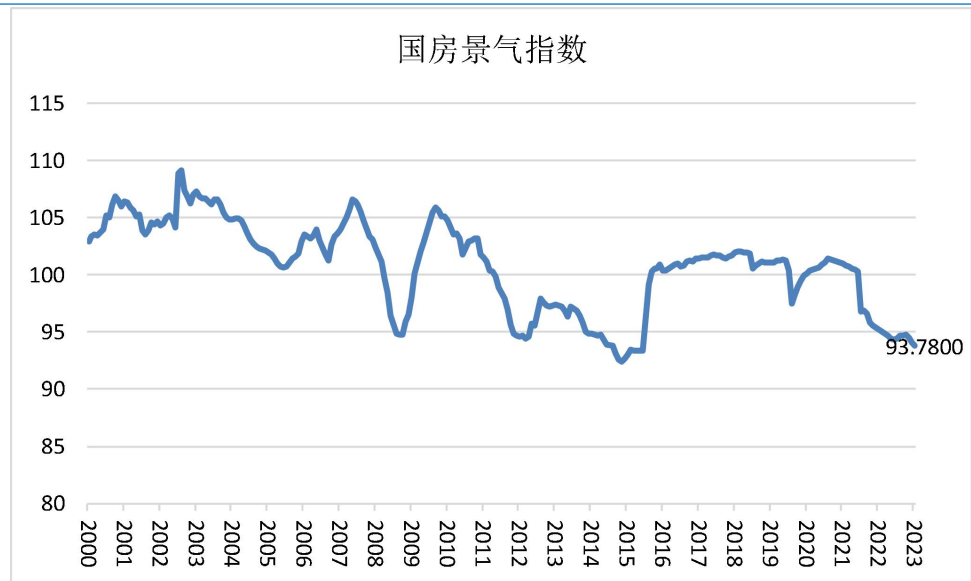


图 8: 房地产信心回升仍需等待



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 9: 7 月国房景气指数为 2016 年 12 月以来的新低



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 四、市场观点

实体经济方面，3月下旬开始环比走弱，目前预计底部可能在7月中下旬形成。7月数据显示，除房地产、出口面临压力以外，高级技术制造业、民间投资、以及居民消费需求仍需政策托举。伴随季节性因素消退、专项债发行提速以及去库阶段收尾，基建与制造业投资增速有望筑底回升。

我们对经济的整体走势并不悲观，二季度的环比走弱更多是冲高后的正常回落。维持之前的基准假设，即未来 1-2 年中国实际经济增长中枢在 4% 附近，对应名义经济增长中枢在 6% 附近。通胀方面，在负债收敛和实体经济平稳的组合下，有望震荡温和回落。

2016 年之后，在国家资产负债表边际收缩背景下，政策明确金融让利实体，我们认为，与之相匹配，货币配合财政，今年 4 月中形成了财政政策顶点，剩余流动性随后趋势性下降，资金转而拥抱、追逐确定性，股债性价比偏向债券，权益风格偏向价值。

短期来看，8 月的降息值得关注，但潜在经济增速中枢下移过程中，被动式降息的政策逻辑很难改变，即在盈利中枢下移背景下，政策不会通过降息系统性的拉开息差从而鼓励债务扩张。8 月降息后，我们将一年期国债收益率中枢下调至 1.9% 附近，目前来看，量价方面都显示资金面过于宽松。长端受期限利差保护较好，从交易角度来看，十债收益率介入的窗口在 2.6% 附近。

中期来看，我们对国家资产负债表两端的判断没有变化，影响市场的核心变量是负债端收敛，资产端实际产出只要没有下行，就会挤压包括商品和各类金融资产在内所有资产的价格，因此目前不存在任何一类资产价格具备持续上升的基础，我们可以讨论的更多是配置和结构行情。具体而言，上证 50 代表的价值板块或可逢低介入（年内中枢或在 2600 附近）；债市配置窗口开放，久期策略占优，8 月降息后我们预计在年内剩余时间里，十债收益率将在 2.6% 左右窄幅震荡，区间或在 2.5%-2.7%。

## 五、风险提示

经济失速下滑，政策超预期宽松，剩余流动性持续大幅扩张，资产价格走势预测与实际形成偏差

## 分析师声明

罗云峰、杨斐然声明，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