

7月宏观数据延续放缓势头，稳增长政策加码有望带动三季度经济复苏动能转强

——2023年7月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：据国家统计局8月15日公布的数据，7月规模以上工业增加值同比实际增长3.7%，6月为4.4%；7月社会消费品零售总额同比增长2.5%，6月为3.1%；1-7月全国固定资产投资同比增长3.4%，1-6月为3.8%。

基本观点：整体上看，以7月综合PMI产出指数继续处于50%以上的扩张区间为代表，当前宏观经济复苏势头在延续。不过，7月消费、投资、工业生产等宏观数据显示，当前经济复苏力度仍然偏弱。背后是6月以来稳增长政策持续发力，但政策显效往往需要一段时间，当前经济运行仍在延续二季度以来的放缓势头。同时我们也认为，在货币政策连续降息后，接下来财政政策在促消费、扩投资方面的空间较大，而房地产行业政策加快调整更是改善市场预期、推动经济复苏动能转强的关键。这将在逆周期调控过程中有效增加宏观政策的协同性，提振市场信心。

展望未来，伴随稳增长政策发力显效，8月消费、投资、工业生产增速等关键宏观数据有望改善，三季度GDP同比增速有可能达到4.5%左右，剔除上年同期基数影响的两年平均增速有望升至4.2%，高于二季度3.3%的增长水平。

具体解读如下：

一、7月工业生产景气度降温，主要源于在内需疲弱、外需下滑以及企业盈利持续承压背景下，工业企业扩产动力和意愿不足。另外，7月国内极端天气频现，对部分地区工业生产活动也造成一定干扰。

7月工业增加值同比增长3.7%，增速较上月下滑0.7个百分点。考虑到上年同期基数走势平稳，这表明7月工业生产景气度有所降温。当月工业三大门类增加值同比增速均有不同程度下滑，其中占比最高的制造业增加值增速较上月放缓0.9个百分点至3.9%，对工业增加值总体增速拖累效应明显。主要原因在于，在内需疲弱、外需下滑以及企业盈利持续承压背景下，制造业企业扩产动力和意愿不足——7月制造业PMI新订单和新出口订单指数均仍处收缩区间，且新出口订单指数进一步下滑，显示制造业企业面临的市场需求继续萎缩。另外，7月国内台风、强降雨等极端天气频现，对部分地区工业生产活动造成一定干扰，也是当月工业生产强度超预期走弱的原因之一。

从细分行业看，7月消费制造业、装备制造业生产表现普遍较弱，其中，通用设备、专用设备制造业

增加值同比放缓至-1.4%和1.5%（前值为3.4%和8.8%），我们判断这主要受房地产投资下滑，以及需求不振抑制制造业生产和设备投资拖累。同时，7月为车市淡季，加之去年同期基数抬升，当月汽车制造业增加值同比增速降至6.2%（前值8.8%）。不过，7月钢铁、有色金属等行业增加值增势较强，同比分别增长15.6%和8.9%，我们认为应主要受基建投资相对偏强以及7月稳增长政策预期升温提振扩产意愿带动；另外，7月化工行业增加值同比仍处9.8%的较快增长水平，可能与当前多数化工产品库存已降至低位，部分产品开始补库有关。

今年以来，工业生产运行整体平稳，但持续偏低的工业增加值增速显示工业企业对扩大生产态度谨慎。1-7月工业增加值累计同比增长3.8%，增速不及同期GDP实际增速。在供给端对工业生产扰动退去的情况下，今年工业生产增长动能主要取决于需求端表现。7月稳增长政策预期持续改善，对钢铁、有色金属等部分工业品扩产信心有一定提振，但因增量政策落地有限，实际总需求仍在萎缩，整体工业生产受到的拖累效应进一步加深。我们判断，随着7月24日政治局会议后稳增长政策密集出台，并逐步落地见效，加之极端天气的干扰减弱，后续工业生产景气度将边际回升，8月工业生产增速料有所反弹。不过，在需求端出现明显转强势头之前，工业生产将难有超预期表现，预计8月工业增加值同比增速将维持在4.0%左右的偏低水平。

二、7月社零增速不及预期，核心原因是疫情疤痕效应下居民消费信心和消费能力仍待改善；二季度以来，经济修复力度转弱，房地产市场深度下行，直接冲击居民预期和信心，这进一步加剧了消费下行。

7月社零同比增长2.5%，增速较上月回落0.6个百分点，在上年同期基数走势平稳的情况下，这一增速明显不及市场预期。影响居民消费的核心因素是消费能力和消费信心，前者与居民收入增速直接相关，后者则取决于预期。可以看到，上半年居民人均可支配收入实际同比增长5.8%，较一季度的3.8%继续改善，但相较疫情前增长水平仍然偏低；更为重要的是，二季度以来经济修复力度转弱，尤其是房地产市场深度下行，直接冲击居民预期和信心——央行储户问卷调查结果显示，二季度居民就业感受指数、收入感受指标转向下行，同时对未来的就业信心指数、收入预期指数也在走低。

分类别看，7月正值暑期，服务业需求较为旺盛，当月社零中的餐饮收入同比增长15.8%，增速与上月基本持平；但商品消费明显走弱，当月同比仅增长1.0%，增速较上月放缓0.7个百分点。在主要商品类别中，7月粮油食品、日用品等必需品零售表现相对平稳，化妆品、金银珠宝、体育娱乐用品、通讯器材等可选消费品零售额增速则普遍较大幅度放缓，符合居民消费能力和消费信心较低背景下“必选强、可选弱”的消费结构性特征。此外，7月汽车零售额同比下降1.5%，降幅较上月扩大0.4个百分点；楼市进一步降温，拖累涉房消费全面走弱，当月家电零售额同比下降5.5%，增速较上月下滑10.0个百分点。

二季度以来，消费增长动能较一季度有所回落，7月这一势头仍在延续。背后的核心原因是疫情疤痕效应，以及经济修复波浪式、曲折式前进的过程，导致居民消费能力和消费信心均未完全恢复。同时，房地产市场的持续低迷对消费也产生一定抑制作用，这不仅体现在涉房消费表现不佳，也体现在房地产财富效应转负，不利于居民消费信心的回升。我们认为，接下来迫切需要加大政策支持力度以加快消费复苏，避免疫情期间的低消费模式长期化，推动生产、分配、流通、消费的宏观经济大循环尽快回到潜在运行状态，防止因消费不振导致的短期经济增长“缺口”长期化。除了促消费、稳就业政策“组合拳”的集中发力、加快落地外，还需要进一步加大对房地产行业支持力度，推动楼市尽快企稳回升，这也是当前促消费的一个重要发力点。

三、投资：7月固定资产投资增速下滑较快，不及市场预期，主要原因是当月房地产投资降幅扩大，同时基建投资和制造业投资增速也有所转弱。当前基建投资仍延续较快增长势头，显示宏观政策保持稳增长取向；7月当月房地产投资同比降幅连续三个月达到两位数，背后是二季度以来楼市持续下行。

1-7月固定资产投资累计同比增速为3.4%，较前值放缓0.4个百分点，不及市场预期。这在一定程度上显示，二季度以来经济复苏势头减弱的态势在延续，也从一个侧面印证了8月政策性降息再度落地的必要性。

据我们测算，7月当月固定资产投资同比增速为1.2%，较上月回落1.9个百分点，为年内最低水平。主要原因是当月房地产投资同比大幅下降12.2%，降幅较上月扩大1.9个百分点所致；与此同时，7月当月基建投资和制造业投资增速也在下行，分别比上月下行1.8和1.7个百分点。

需要指出的是，投资数据统计的是名义值，而7月PPI同比为-4.4%，1-7月累计为-3.2%，这意味着当前固定资产投资实际增速会明显高于名义增长水平，对GDP增速的拉动作用依然较强。展望未来，7月中央政治局会议提出“要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备”，这意味着接下来扩投资将在稳增长中发挥更大作用。我们判断，在基建投资有可能提速、制造业投资保持较强韧性，以及房地产投资降幅趋缓带动下，三季度固定资产投资增速有可能出现上行拐点。

具体从投资的三大板块来看，7月投资增速都有不同程度回落，分化格局明显。首先，1-7月基建投资（不含电力）累计同比为6.8%，较1-6月回落0.4个百分点；据我们测算，7月当月基建投资（不含电力）有所下滑，降至4.6%，与二季度以来专项债发行进度放缓直接相关，也和7月企业中长期贷款数据同比少增相印证。不过，当前基建投资增速仍然在三大投资板块中处于领跑状态，且累计增速继续保持较快增长水平。背后是在以居民消费、民间投资为代表的经济内生增长动力还有待进一步增强，加之外需存在放缓趋势，特别是房地产投资还在延续较大幅度同比负增长的情况下，当前以重大项目建设为核心的基建投资还需保持较高增长水平。这是现阶段推动经济保持回升向上势头的一个主要发力点，也

是宏观政策延续稳增长取向的直接体现。

展望未来，7月24日，中共中央政治局会议指出，“要更好发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用”。我们判断，经历7月的短暂低迷后，8月和9月专项债发行量会大幅上升，银行配套资金也会大规模跟进。这意味接下来基建投资有可能转入一个阶段性提速过程。在项目审批和资金供给都会得到有效保证的预期下，基建投资有望成为推动三季度经济复苏动能转强的一个重要发力点。

1-7月制造业投资同比增速为5.7%，较前值小幅下降0.3个百分点；据测算，当月同比为4.3%，较上月回落1.7个百分点。7月企业中长期贷款数据走弱，已在一定程度上预示当月制造业投资增速或将有所下行。不过整体上看，在经济下行压力较大背景下，当前制造业投资仍然保持较强韧性。主要原因在于，年初以来企业中长期贷款大幅增加，政策面积极推动制造业转型升级（1-7月高技术制造业投资继续处于11.5%的快速增长水平）。与此同时，今年国内经济转入修复阶段，市场需求回升也会对制造业投资起到一定拉动作用。需要指出的是，在今年全球经济减速、我国出口面临较大挑战的前景下，以民间投资为主的制造业投资信心会受到一定影响；另外，去年四季度以来国内PPI持续处于通缩状态，多数制造业行业利润负增，加之当前制造业产能利用率处于近6年中的最低点，也会在一段时间内对制造业投资造成不利影响。这也是年初以来制造业投资增速持续走弱的原因。

不过，近期政策面对民营经济、民间投资的支持力度显著增强，重点支持科技创新、实体经济和中小微企业发展。从过往的历史经验来看，这些措施都会有效提振制造业投资信心。我们判断，短期内制造业投资增速也有望出现一个由降到升的过程，但幅度可能小于基建投资提速水平。下一步影响制造业投资增速走向的一个关键是各地对《中共中央国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》和国家发改委近期支持民间投资系列政策的落实进度。

1-7月房地产投资同比降幅为8.5%，较前值扩大0.6个百分点。据测算，7月当月房地产投资同比为-12.2%，降幅较上月扩大1.9个百分点，连续3个月处于两位数下降区间，与近期楼市持续低位运行、部分大型房企风险暴露相印证。我们分析，7月房地产投资下滑加快，一方面是由于近期商品房新开工面积、施工面积降幅加剧，抵消了“保交楼”带动的商品房竣工面积同比大幅正增长的影响，导致房地产建筑安装投资降幅扩大；另一方面，这也可能与3月以来计入房地产投资的土地购置费同比正增长的幅度收窄相关，背后是土地市场持续偏冷，去年底前后土地购置费同比正增长的势头难以持续。

展望未来，7月中央政治局会议明确指出，要“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。”这意味着根据最新形势变化，政策面对房地产行业运行状况的定位出现重大调整，接下来政策支持力度有望显著加大。下一步政策“工具箱”在放宽购房条件、降低首付成数、延续

实施保交楼借款支持计划、下调居民存量房贷利率、进一步引导新发放居民房贷利率下行等方面都还有较大潜力可挖。这是当前提振市场信心，推动房地产行业尽快实现软着陆的关键。

整体上看，今年以来房地产行业低迷对宏观经济复苏的拖累效应明显，这不仅表现在房地产投资和涉房消费持续下滑方面，而且对整体消费和投资信心都形成了较大冲击。我们判断，若各项政策措施调整到位，三季度末前后楼市有望出现趋势性上行势头，四季度房地产投资也将逐步回暖。

值得注意的是，1-7月民间固定资产投资同比增速降至-0.5%，较前值回落0.3个百分点；我们测算，7月当月民间固定资产投资同比下降2.3%，降幅较上月扩大1.7个百分点，主要是受房地产投资降幅扩大，以及制造业投资增速放缓的双重影响。这是当前经济内生增长动力不强的一个突出体现，也将近期促进民营经济发展壮大、提振民间投资政策频出的直接原因。

四、就业：7月城镇调查失业率升至5.3%。

7月城镇调查失业率为5.3%，较上月上升0.1个百分点，继续处于年初制定的5.5%的控制目标水平之内。我们认为，本月失业率上升有两个原因；首先是在经济复苏势头有所放缓背景下，失业率相应上升是正常现象；另外，伴随毕业季到来，此前处于高位的青年失业率会进一步季节性走高，也会对整体失业率形成一定影响。需要指出的是，国家统计局宣布，因“经济社会在不断发展变化，统计工作需要不断完善，劳动力调查统计也需要进一步健全优化，青年人城镇调查失业率将暂停发布。”

整体上看，以7月综合PMI产出指数继续处于50%以上的扩张区间为代表，当前宏观经济复苏势头在延续。不过，7月消费、投资、工业生产等宏观数据显示，当前经济复苏力度仍然偏弱。背后是6月以来稳增长政策持续发力，但政策显效往往需要一段时间，当前经济运行仍在延续二季度以来的放缓势头。同时我们也认为，在货币政策连续降息后，接下来财政政策在促消费、扩投资方面的空间较大，而房地产行业政策加快调整更是改善市场预期、推动经济复苏动能转强的关键。这将在逆周期调控过程中有效增加宏观政策的协同性，提振市场信心。

展望未来，伴随稳增长政策发力显效，8月消费、投资、工业生产增速等关键宏观数据有望改善，三季度GDP同比增速有可能达到4.5%左右，剔除上年同期基数影响的两年平均增速有望升至4.2%，高于二季度3.3%的增长水平。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。