

2023年7月经济增长数据解读

低位均衡

证券分析师

钟正生	投资咨询资格编号 S1060520090001 ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn
张璐	投资咨询资格编号 S1060522100001 ZHANGLU150@pingan.com.cn
常艺馨	投资咨询资格编号 S1060522080003 CHANGYIXIN050@pingan.com.cn

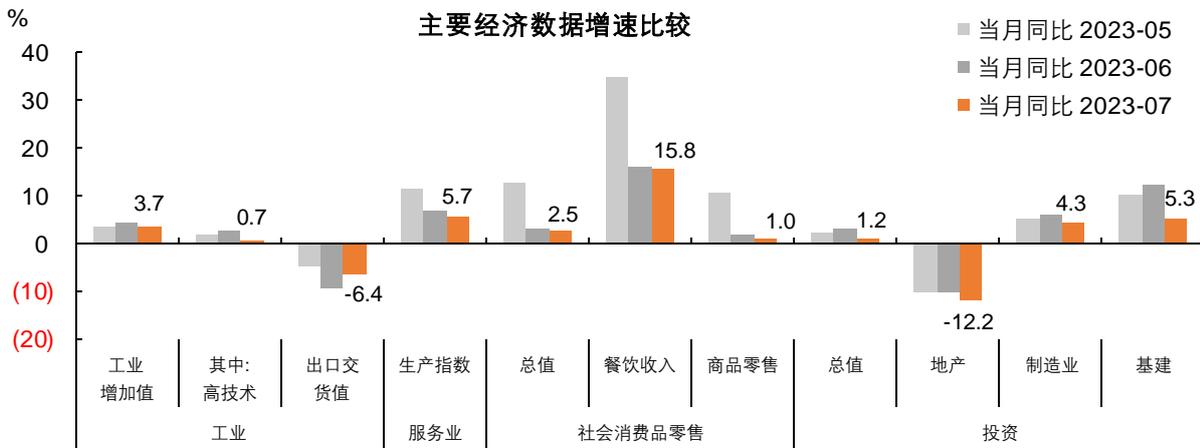


平安观点：

- **1、7月主要经济增长数据的当月同比多较上月下降，有月度之间正常波动的成分。**1)今年6、7月份工业增加值、固定资产投资两项指标的环比增长情况与去年同期相似，均为6月显著强于去年同期，7月显著弱于去年同期。2)基数因素对主要增长指标同比读数的影响整体较小，7月经济增长动能总体有所减弱。3)我们估算的单月GDP同比较6月约下降1个百分点，为3.7%，两年平均增速也从此前连续两个月回升转为下降。
- **2、7月经济增长放缓主要受到以下几方面因素拖累：一是，台风、暴雨、高温天气对建筑施工造成影响。**7月基建投资当月同比从11.7%显著下滑至5.3%；建筑业PMI创下2012年以来次低，但业务活动预期指数有所上行，意味着其中存在暂时性扰动。8月以来，地方政府债券加速发行，基建新项目陆续起量，对基建投资有望形成支持。不过，去年三季度基建投资“强托底”形成较高基数，后续仍有待财政政策加码发力。
- **二是，房地产销售持续低迷，房企回款受到约束，新开工项目不足。**7月全国商品房销售面积同比继续收缩，使得房地产开发资金来源中的按揭贷款和定金预收款同比收缩幅度进一步扩大。在此情形下，民营房企信用风险露头。当前，一线城市房地产政策调整、房贷利率切实下调、民营房企如何化险，对于扭转市场预期颇为关键。
- **三是，外需放缓对制造业的收缩效应增强，中国经济平稳复苏更需依赖内需。**高出口依赖度行业对今年1-6月制造业投资的贡献达到70%。今年以来高出口依赖的下游劳动密集型行业投资增速率先大幅下滑，5、6月份此前景气的高出口依赖度中游行业投资增速也出现了减速迹象。此外，外围科技封锁形势对高技术产业的冲击也在持续显化。7月高技术产业工业增加值同比降至0.7%，高技术产业固定资产投资增速亦持续放缓。
- **四是，工业去库存进程仍拖累经济增长，但拖累程度有望减弱。**7月工业产销率显著回升，年内首度超过2021年同期，意味着工业减产对于供需格局的优化更加有效。7月南华工业品指数持续反弹，也表明相对于工业减产来说，需求端的韧性逐渐显现。我们判断，本轮制造业去库存已进入筑底阶段，但补库存的开启可能要到今年底到明年初之间，这对于后续工业增加值增速的企稳具有积极意义。
- **7月中国经济的主要亮点在于出行旅游娱乐消费的恢复。**这在物价、零售、生产、就业等数据中得到交叉验证。旅游娱乐业的较快增长，可能与房地产销售持续低迷，居民储蓄形成新释放渠道有一定关联，后续仍有增长空间。但出行旅游消费产业链较短、人均消费水平偏低，其对经济的拉动效果相比于房地产颇为有限。政策仍需在拉动消费与稳定房地产销售方面寻求平衡，而降低存量房贷利率可能是二者的一个交汇点。

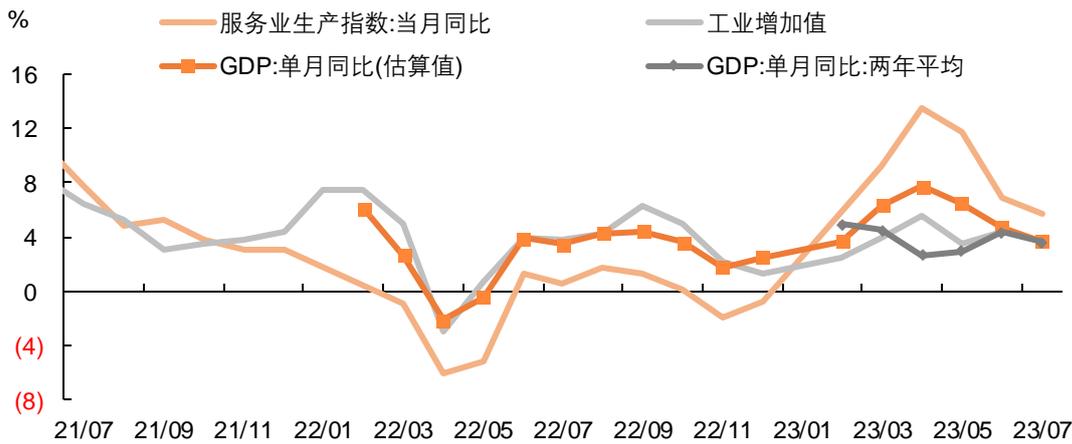
1、2023年7月，主要经济增长数据的当月同比多较上月下降，有月度之间正常波动的成分。国家统计局在答记者问中指出，“7月份部分主要指标增速有所放缓是月度之间的正常波动”。我们考察比较环比增速、并结合高频数据表现后认可这一观点。1)今年6、7月份工业增加值、固定资产投资两项指标的环比增长与去年同期相似，均为6月显著强于去年同期，7月显著弱于去年同期，且今年呈现6月更强、7月更弱。固定资产投资中，基建和制造业投资都表现出同样特征。2)从去年7月基数来看，服务业生产指数、工业增加值、固定资产投资和社会消费品零售总额四大指标，去年的当月同比增速均比6月有小幅放缓。今年7月仍均比6月有所放缓，意味着基数因素对同比读数的整体影响较小，7月经济增长动能总体有所减弱。3)我们采用工业增加值、服务业生产指数及地产基建投资增速加权估算的单月GDP同比较6月约下降1个百分点，为3.7%，两年平均增速也从此前连续两个月回升转为下降。4)房地产投资环比持续弱于去年同期，对经济增长的拖累不容小觑。

图表1 2023年7月中国主要经济增长数据比较



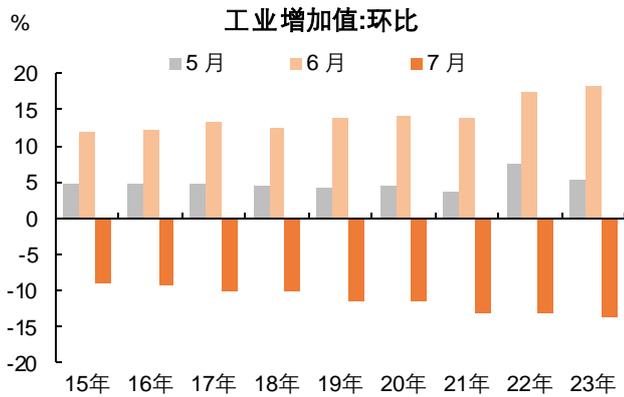
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表2 以主要增长指标估算的单月GDP增速及其两年平均增速均有所下降



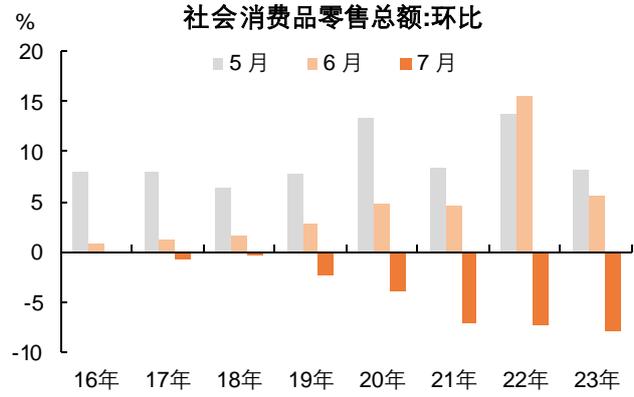
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表3 7月工业增加值环比由强转弱



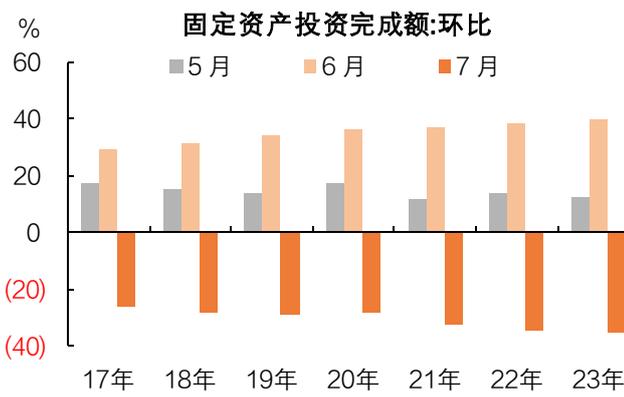
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 7月社会消费品零售总额环比由强转弱



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 7月固定资产投资完成额环比由强转弱



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 基数因素对7月同比读数影响不大

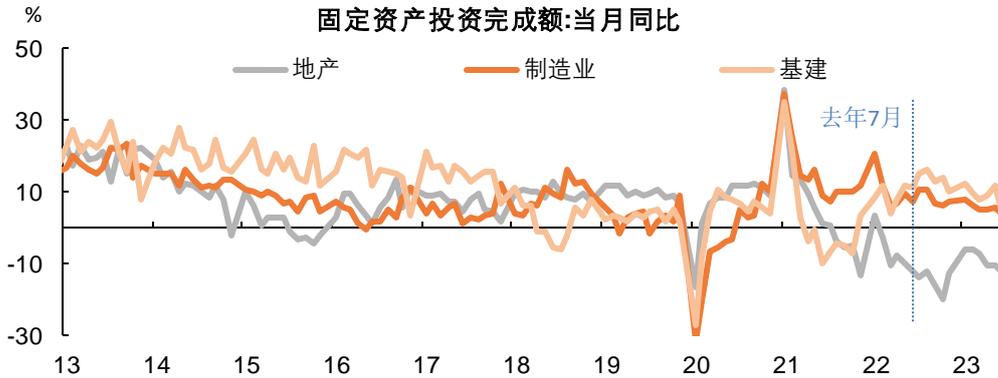


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2、7月中国经济增长放缓主要受到以下几方面因素拖累：

一是，台风、暴雨、高温天气对建筑施工造成影响。根据国家气象局介绍，7月我国高温日数（日最高气温 $\geq 35^{\circ}\text{C}$ ）5.4天，为1961年以来历史同期第3多；7月16日至8月1日，全国平均降水量为72.1毫米，较常年同期偏多10%，为近10年最多；华北、黄淮、江南等地降水较常年同期偏多5成至2倍。在此情况下，7月基建投资当月同比从11.7%显著下滑至5.3%；建筑业PMI创下2012年以来次低（仅高于2020年2月），但业务活动预期指数有所上行，意味着其中存在暂时性扰动。8月以来，财政部指导地方政府债券于9月前加速发行，基建新开项目陆续起量，对基建投资有望形成支持。不过，去年三季度基建投资“强托底”形成较高基数，后续基建投资要保持较高增速仍有待财政政策加码发力。当然，高温天气对于水电燃气和上游燃料加工业的需求产生了显著拉动。7月水电燃气工业增加值在去年基数抬升基础上保持了相对稳定，燃料加工业工业增加值同比大幅升至14.8%。

图表7 7月基建投资放缓幅度较大

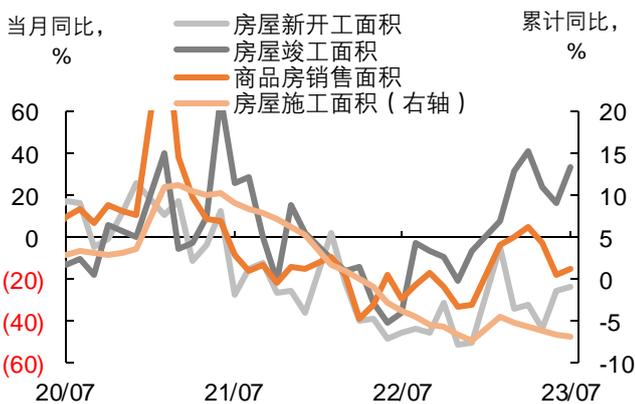


资料来源: wind, 平安证券研究所

二是，**房地产销售持续低迷，房企回款受到约束，新开工项目不足。**7月全国商品房销售面积同比继续收缩15.5%，使得房地产开发资金来源中的按揭贷款和定金预收款同比收缩幅度均进一步扩大。在此情形下，碧桂园、远洋为代表的民营房企信用风险抬头，使得居民购房意愿、房企投资信心均可能进一步承压。7月中央政治局会议对房地产表态积极，部分城市率先放松房地产限购、降低首付比例等，央行也表示将指导银行降低存量房贷利率。当前，一线城市房地产政策调整、房贷利率切实下调、民营房企如何化险，对于扭转市场预期颇为关键。

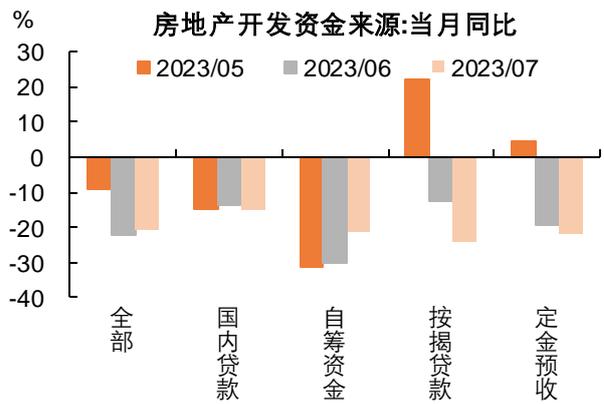
房地产和基建投资在工业原材料的终端需求中占有较高比例。2022年以来，由于房地产投资的下滑、且基建投资对冲力度有限，原材料行业成为工业企业利润增速最大的拖累项（详见《产能周期下的嬗变》）。工业原材料行业的固定资产投资也率先减速，尽管今年二季度以来出现低位企稳势头，但对于经济复苏的支持是不够的。

图表8 7月商品房销售面积延续低迷



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表9 7月房地产开发资金来源中的销售回款下滑



资料来源: wind, 平安证券研究所

三是，**外需放缓对制造业的收缩效应增强，中国经济平稳复苏需更加依赖内需。**7月中国美元计价的出口同比进一步降至-14.5%，为2010年以来单月最低（除2月以外），海外发达经济体制造业景气下滑是外需收缩的主要原因。而高出口依赖度行业对2020-2021年、2022年、今年1-6月我国制造业投资的贡献分别达到61%、65%、70%。今年以来高出口依赖的下游劳动密集型行业投资增速率先大幅下滑，5、6月份此前高景气的高出口依赖度中游行业投资增速也出现了减速迹象，这对于制造业投资的稳定增长构成威胁（详见《七问上半年中国经济》）。外围科技封锁形势收紧，对我国高技术产业的冲

击也在持续显化。今年以来，高技术制造业生产增速开始低于整体，7月高技术产业工业增加值增速降至0.7%，高技术产业固定资产投资增速亦持续放缓。

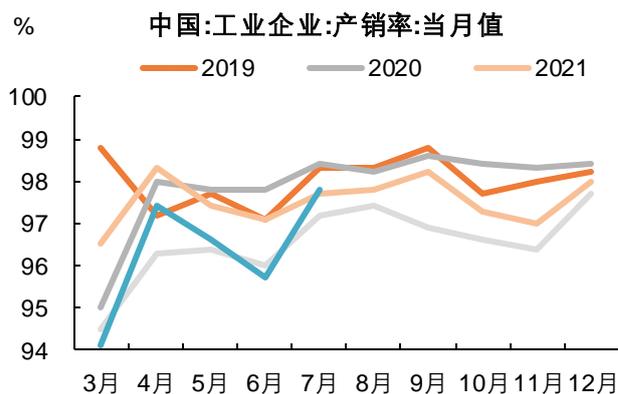
四是，工业去库存进程仍拖累经济增长，但拖累程度有望减弱。7月工业产销率显著回升，年内首度超过2021年同期，意味着工业减产对于供需格局的优化更加有效。这一点从7月制造业PMI中新订单指数回升、生产指数下降，且原材料和产成品库存指数在收缩区间有所回升中，也得到体现。7月南华工业品指数持续反弹，也表明相对于工业减产来说，需求端的韧性逐渐显现。我们判断，本轮制造业去库存已进入筑底阶段，但补库存的开启可能要到今年底到明年初之间（详见《工业去库存或进入探底阶段》），这对于后续工业增加值增速的企稳具有积极意义。

图表10 7月高技术产业增加值增速下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 7月工业产销率超过2021年同期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

3、7月中国经济增长的主要亮点在于出行旅游娱乐消费的恢复。这在以下数据中得到交叉验证：1）7月暑期旅游出行热度较高，飞机票、宾馆住宿、旅游等价格分别同比上涨11.9%、13.2%、13.1%，成为拉动核心CPI回升的重要因素。2）国家统计局新发布的“服务零售额”7月累计同比增长20.3%，远高于社会消费品零售总额的7.3%，暑期旅游出行带动的交通、住宿、餐饮等服务零售额是其主要带动因素。3）在统计局介绍的分行业的服务业生产指数中，住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业，金融业，交通运输、仓储和邮政业生产指数仍为主要拉动，7月同比分别增长20.0%、11.2%、7.6%、7.3%。4）从高频数据来看，7月航空客运班次继续增加、大城市地铁客运流量提升、铁路客运量大增、百度迁徙指数上行、电影票房创历史同期新高，也均表明线下消费活跃度较高（详见《中国经济高频观察》）。5）7月城镇调查失业率上行0.1个百分点至5.3%，而外来农业户籍人口失业率进一步下降0.1个百分点至4.8%，成为整体就业中的亮点。国家统计局在此处也特别提到了住宿餐饮业、交通运输业、旅游业等就业带动增强的因素。

我们认为，后续以旅游娱乐为代表的服务消费仍有增长空间。从全国城镇居民人均消费支出结构来看，今年上半年相比于疫情前的2019年同期，居民用于食品烟酒、医疗保健和居住的比例仍然高于疫情前，而用于衣着、教育文化娱乐、交通通信的比例仍比疫情前偏低（详见《七问上半年中国经济》）。旅游娱乐业的较快增长，可能与房地产销售持续低迷，居民储蓄形成新释放渠道有一定关联。但需注意的是，出行旅游消费的产业链较短、人均消费水平偏低，其对经济的拉动效果相比于房地产颇为有限。政策仍然需要在拉动消费与稳定房地产销售方面寻求平衡，而降低存量房贷利率可能是二者的一个交汇点。

风险提示：稳增长政策落地效果不及预期，海外经济衰退程度超预期，经济转型中的结构变化可能放大数据估算误差等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 楼 25 层