

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师
执业编号: S1500523030001
邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

生产偏弱的根源在于产成品加速去库存

2023年8月16日

摘要:

- 我们对7月经济数据低于市场预期有三点理解。
- 第一，7月工业生产超预期走弱的主要原因在于产成品加速去库存。7月工业增加值环比增速为0.01%，创下2011年有数据以来的同期最低值。我们判断，7月工业生产超预期走弱的主要原因在于企业加速去库存。在地产、出口等工业生产链条较长的产业需求持续承压的背景下，微观主体信心不振，减少生产以达到去库存的目的。7月工业产销率录得97.8%，较6月上升2.1个百分点，2011-2019年7月产销率平均上升0.65个百分点，说明今年7月产销率的上行是远超季节性的。另一方面，由于库存水平降至低位，部分行业或已经开始补库原材料。原材料库存和产成品库存共同构成企业库存，我们构建的原材料库存同比增速6月已降至0%左右，原材料或已到了该补库的时候。事实上，7月份原材料制造业增加值同比增长8.8%，比6月份加快2.0个百分点，显示部分行业或已经开始补库原材料。
- 第二，社零可能受到社会集团消费的拖累。一季度居民消费累计同比增速曾明显高于社会集团消费累计同比，但二季度社会集团消费变为了拖累。7月高频数据显示，地铁客运量、电影票房等指标均处于历史较高位置，指向居民消费仍处于修复阶段。我们认为，7月社零可能受到社会集团消费的拖累，其逻辑在于疫情影响减弱后，一季度商务活动，如赠礼、宴请等需求集中释放，而二季度开始经济复苏遇到波折，企业盈利承压等因素降低了社会集团消费的动能。
- 第三，房地产销售端、投资端数据依然低迷。1—7月，全国商品房销售面积降幅较1-6月扩大1.2个百分点，一方面房价持续下跌，对居民买房意愿产生抑制；另一方面，房地产政策放松预期不断升温，购房者观望情绪较浓。7月房地产开发投资累计同比降幅持续5个月下滑，回到了2022年1-9月水平，房企开发投资意愿不振。值得注意的是，政治局会议至今地产销售未见明显反弹，近期关于部分开发商的舆情发酵，地产行业后续或仍面临较大压力。
- 在经济恢复动能偏弱的情况下，政策已经释放出强烈的信号。7月月度GDP同比为4.75%，距离年度目标的5%仍有距离。考虑到地产和出口尚未企稳，经济仍面临一定的下行压力。8月15日，央行超预期降息。我们认为，此次降息释放出强烈的稳经济信号，尤其是对地产下行压力能够起到缓解作用。后续可以期待更多政策组合拳落地。

风险因素：政策明显收紧；海外经济下行对出口影响超预期。

目录

一、对7月经济数据低于市场预期的三点理解.....	3
二、工业增加值同比增速下滑.....	6
三、基建投资小幅回落，制造业投资维持韧性.....	7
四、必选消费较为坚挺，可选消费放缓.....	9
风险因素.....	9

图目录

图 1: 7月工业产销率超季节性上升.....	3
图 2: 四季度（产成品）库存周期可能进入上升期.....	4
图 3: 社零可能受到社会集团消费的拖累.....	4
图 4: 房地产销售、投资同比依然低迷.....	5
图 5: 8月地产销售仍然较弱.....	5
图 6: 月度 GDP 指数.....	6
图 7: 工业增加值同比增速.....	6
图 8: 工业增加值同比增速.....	7
图 9: 专项债放行进度.....	8
图 10: 各行业投资增速.....	8
图 11: 各类消费增速.....	9

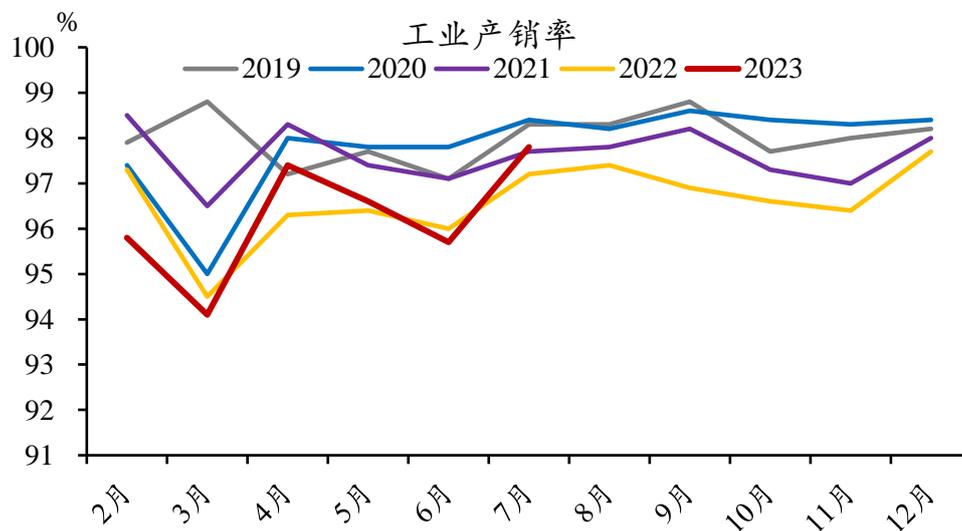
一、对7月经济数据低于市场预期的三点理解

7月经济数据的各分项均低于预期。中国7月规模以上工业增加值同比增3.7%，弱于预期4.6%；1-7月固定资产投资同比增3.4%，预期3.9%；7月社会消费品零售总额同比增2.5%，预期5.3%。我们对7月经济数据低于市场预期有三点理解。

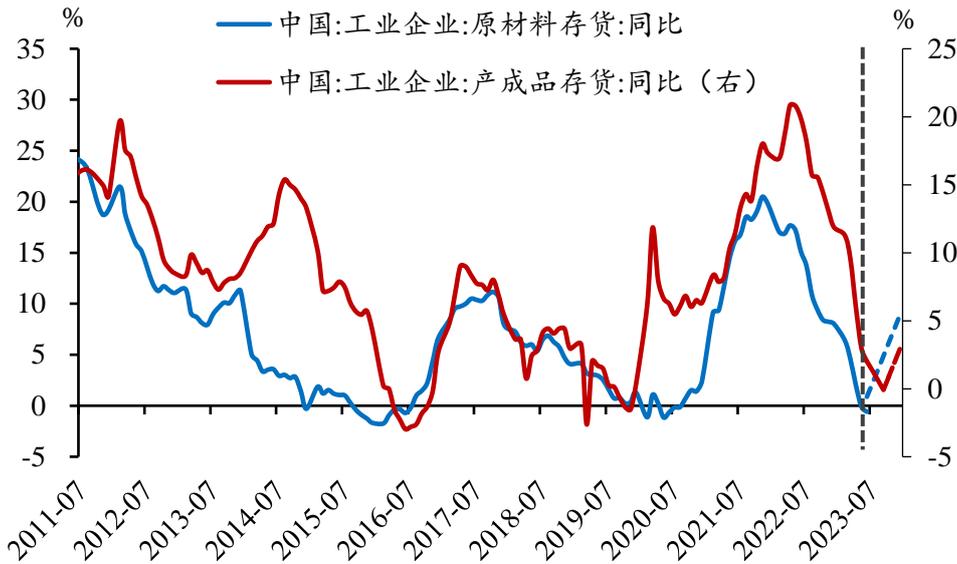
第一，7月工业生产超预期走弱的主要原因在于产成品加速去库存。7月工业增加值环比增速为0.01%，创下2011年有数据以来的同期最低值。我们判断，7月工业生产超预期走弱的主要原因在于企业加速去库存。在地产、出口等工业生产链条较长的产业需求持续承压的背景下，微观主体信心不振，选择减少生产以达到去库存的目的。7月工业产销率录得97.8%，较6月上升2.1个百分点，2011-2019年7月产销率平均上升0.65个百分点，说明今年7月产销率的上行是远超季节性的。根据统计局的定义，产销率是销售与生产的比值，7月产销率上升反映企业在销售不振的情况下，更大幅度地减少了生产。分行业看，电子、建材、化工等行业产销率分别为98.3%、97.3%、97.0%，比上月提高4.1、2.8、1.9个百分点，正好对应了需求偏弱的出口与地产。另外，7月国内高温、台风、暴雨等极端天气频现，对部分地区工业生产活动形成干扰，也是工业生产偏弱的原因之一。

同时，库存水平降至低位，部分行业或已经开始补库原材料，新一轮库存周期渐行渐近。经验上，我国库存周期的底部在产成品存货同比0%左右。工业企业产成品存货同比在6月份降至2.2%，已连续14个月去库存，可见产成品库存距离底部已经不远。此外，原材料库存和产成品库存共同构成企业库存，我们构建的原材料库存同比增速6月已降至0%左右，原材料或已到了该补库的时候。事实上，7月份原材料制造业增加值同比增长8.8%，比6月份加快2.0个百分点，其中钢铁和石油加工行业增加值同比分别增长15.6%和14.8%，比上月加快7.8和8.0个百分点，显示部分行业或已经开始补库原材料。历史上，原材料库存周期常领先于产成品库存周期，四季度（产成品）库存周期有望触底回升。

图1：7月工业产销率超预期季节性上升

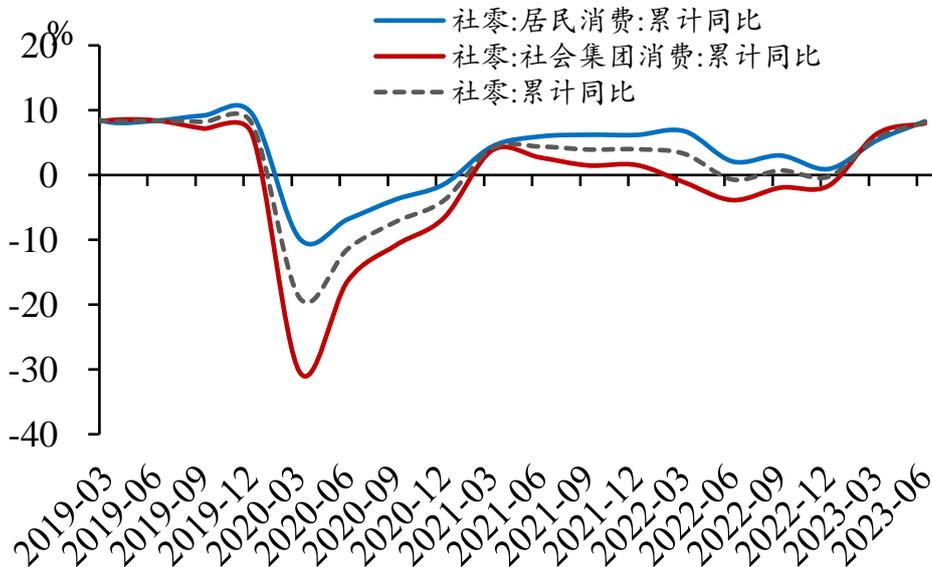


资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 2：四季度（产成品）库存周期可能进入上升期


资料来源:万得, 信达证券研发中心

第二，社零可能受到社会集团消费的拖累。社零由居民消费和社会集团消费（各种公司、单位、机构等的消费，在全部消费中占比为四成以上）两大部分组成。一季度居民消费累计同比增速曾明显高于社会集团消费累计同比，是拉动消费复苏的主要力量。但 1-6 月社会集团消费同比 8.0%，弱于居民消费的 8.3%，社会集团消费变为了拖累。7 月高频数据显示，地铁客运量、电影票房等指标均处于历史较高位置，指向居民消费仍处于修复阶段。我们认为，7 月社零可能受到社会集团消费的拖累，其逻辑在于疫情影响减弱后，一季度商务活动，如赠礼、宴请等需求集中释放，而二季度开始经济复苏遇到波折，企业盈利承压等因素降低了社会集团消费的动能。

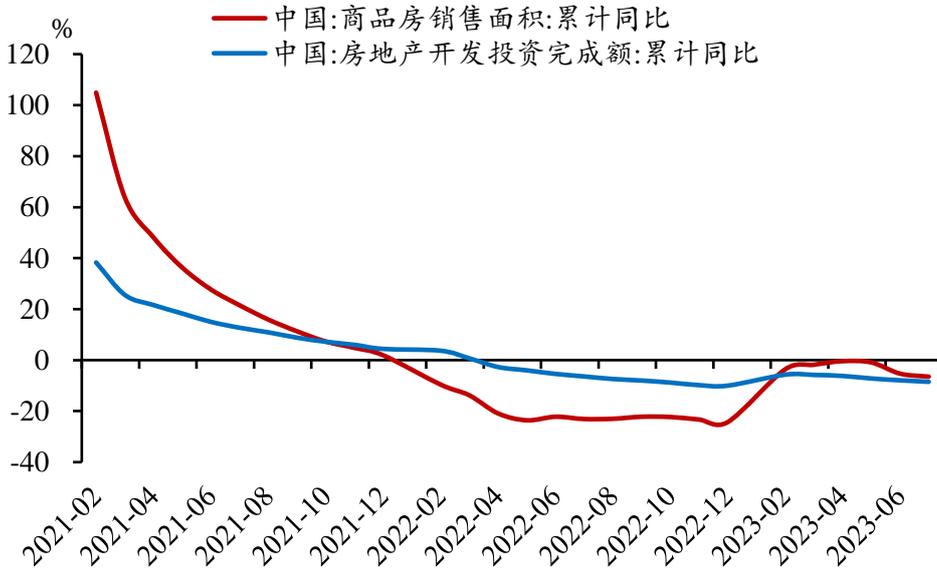
图 3：社零可能受到社会集团消费的拖累


资料来源:万得, 信达证券研发中心

第三，房地产销售端、投资端数据依然低迷。1—7 月，全国商品房销售面积同比下降 6.5%，降幅较 1-6 月扩大

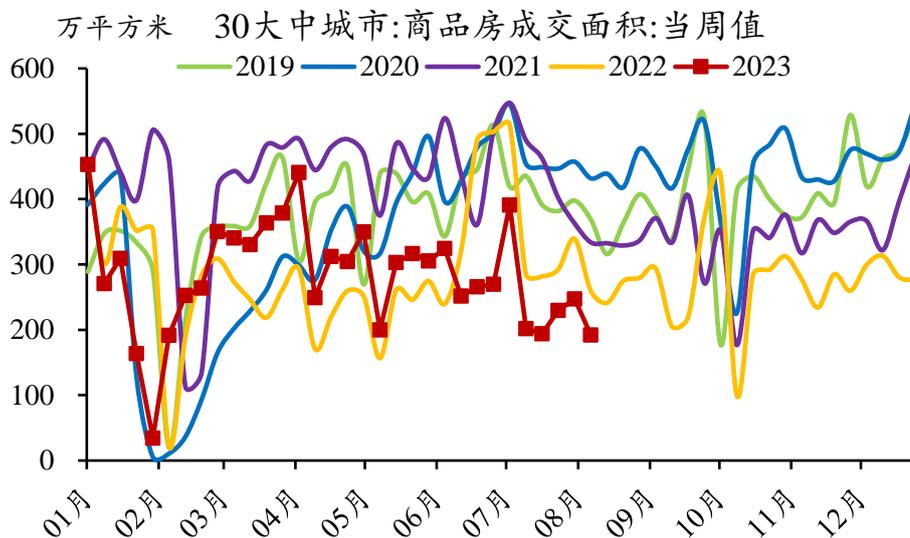
1.2 个百分点，一方面房价持续下跌，对居民买房意愿产生抑制；另一方面，房地产政策放松预期不断升温，购房者观望情绪较浓。1—7 月，全国房地产开发投资 67717 亿元，同比下降 8.5%，降幅较 1-6 月扩大 0.6 个百分点。房地产投资累计同比降幅持续 5 个月下滑，回到了 2022 年 1-9 月水平，房企开发投资意愿不振。1-7 月新开工面积累计增速较 1-6 月降幅扩大 0.2 个百分点，连续四个月跌幅超过 20%，尚未出现企稳信号。受益于前期“保交楼”政策的持续推进，竣工面积累计增速较 1-6 月提升 1.5 个百分点，录得 20.8%。值得注意的是，政治局会议至今地产销售未见明显反弹，近期关于部分开发商的舆情发酵，地产行业后续或仍面临较大压力。

图 4：房地产销售、投资同比依然低迷



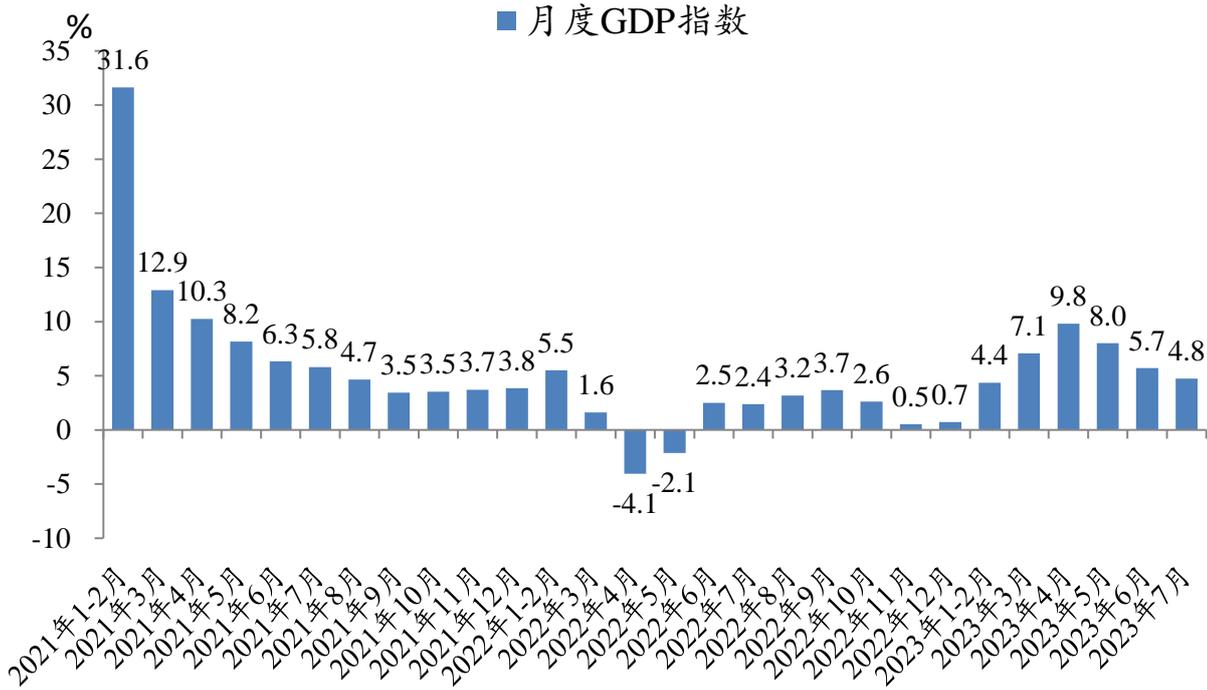
资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 5：8 月地产销售仍然较弱



资料来源:万得, 信达证券研发中心

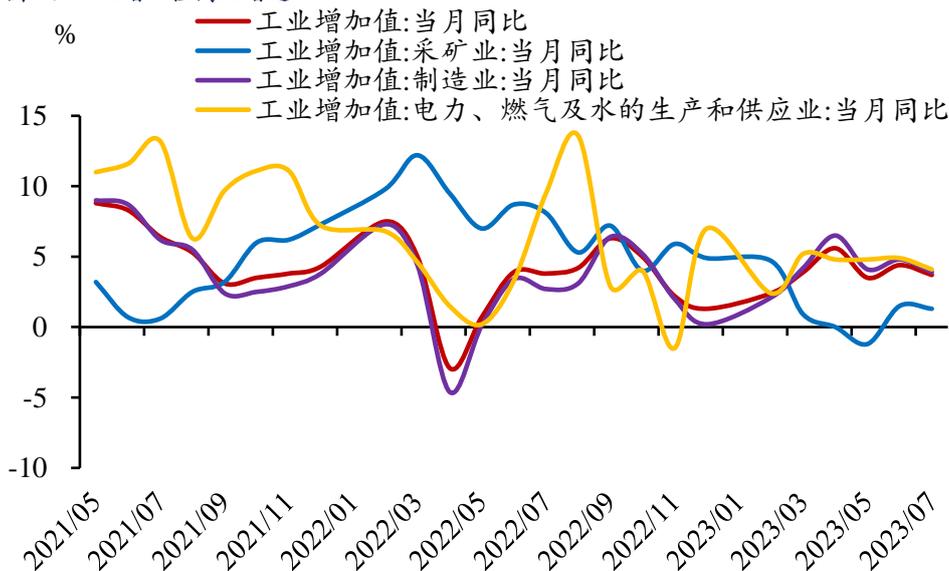
在经济恢复动能偏弱的情况下，政策已经释放出强烈的信号。我们计算的月度 GDP 指数显示，7 月月度 GDP 同比为 4.75%，距离年度目标的 5% 仍有距离。考虑到地产和出口尚未企稳，经济仍面临一定的下行压力。8 月 15 日，央行发布公告称，1 年期 MLF 利率从 2.65% 下调至 2.5%，7 天逆回购利率从 1.90% 下调至 1.8%。本次降息的时点和幅度均超出市场预期。我们认为，此次降息释放出强烈的稳经济信号，尤其是对地产下行压力能够起到缓解作用。后续可以期待更多政策组合拳落地。

图 6：月度 GDP 指数


资料来源:万得, 信达证券研发中心

二、工业增加值同比增速下滑

工业增加值同比增速下滑。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。采矿业增加值同比增长1.3%，较上期回落0.2个百分点。制造业增加值同比上升3.9%，较上期回落0.9个百分点。电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.1%，增速较上期回落0.8个百分点。

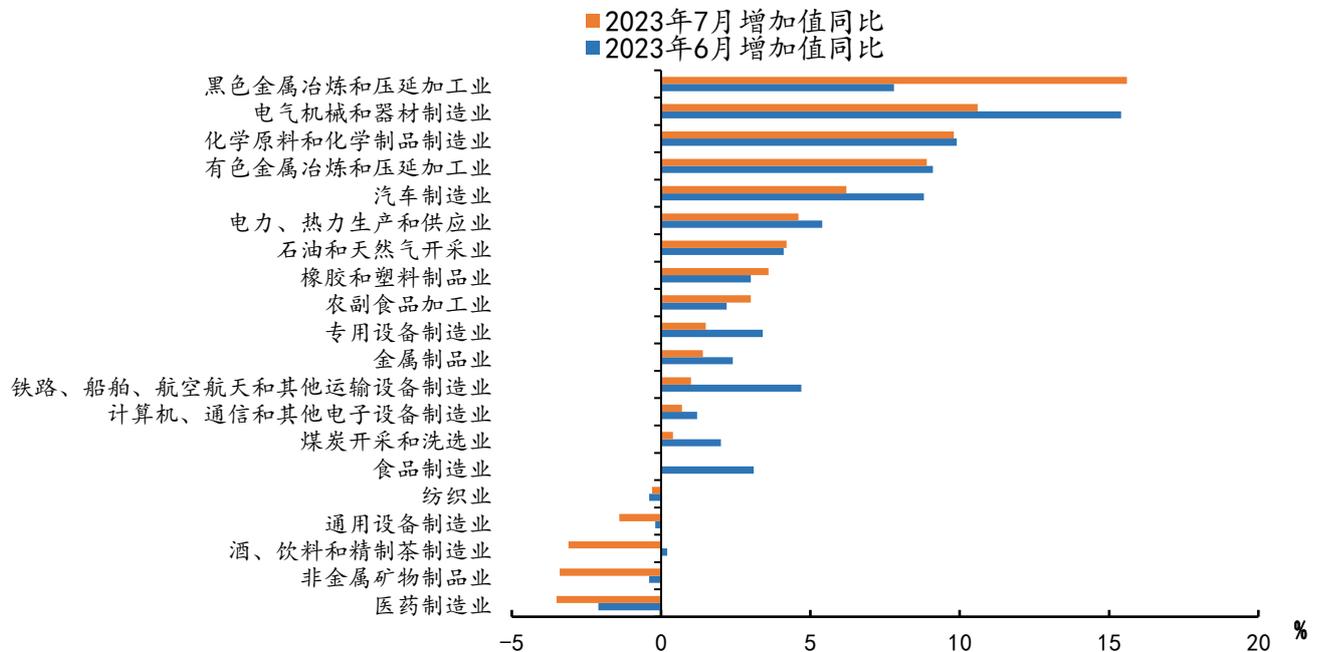
图 7：工业增加值同比增速


资料来源:万得, 信达证券研发中心

新发展动能不断积聚。7 月份，风力发电机组、光伏电池等绿色能源产品产量分别增长 29.7%、65.1%。充电桩产品产量同比增长 26.6%，新能源汽车增长 24.9%。

出口链生产表现普遍较弱。7 月电气机械、专用设备、通用设备等行业增加值增速分别为 10.6%、1.5%、-1.4%，较 6 月下滑 4.8、1.9、1.2 个百分点。

图 8：工业增加值同比增速

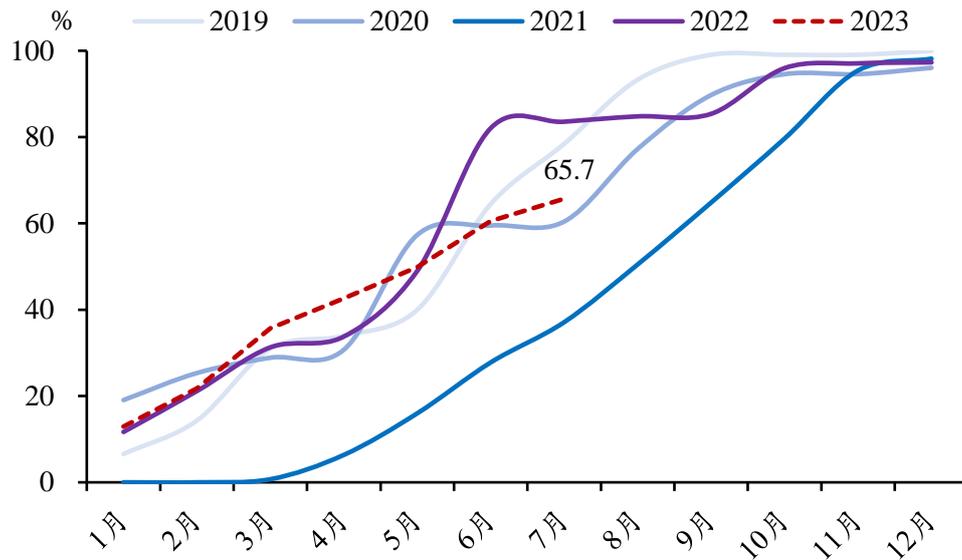


资料来源:万得, 信达证券研发中心

三、基建投资小幅回落，制造业投资维持韧性

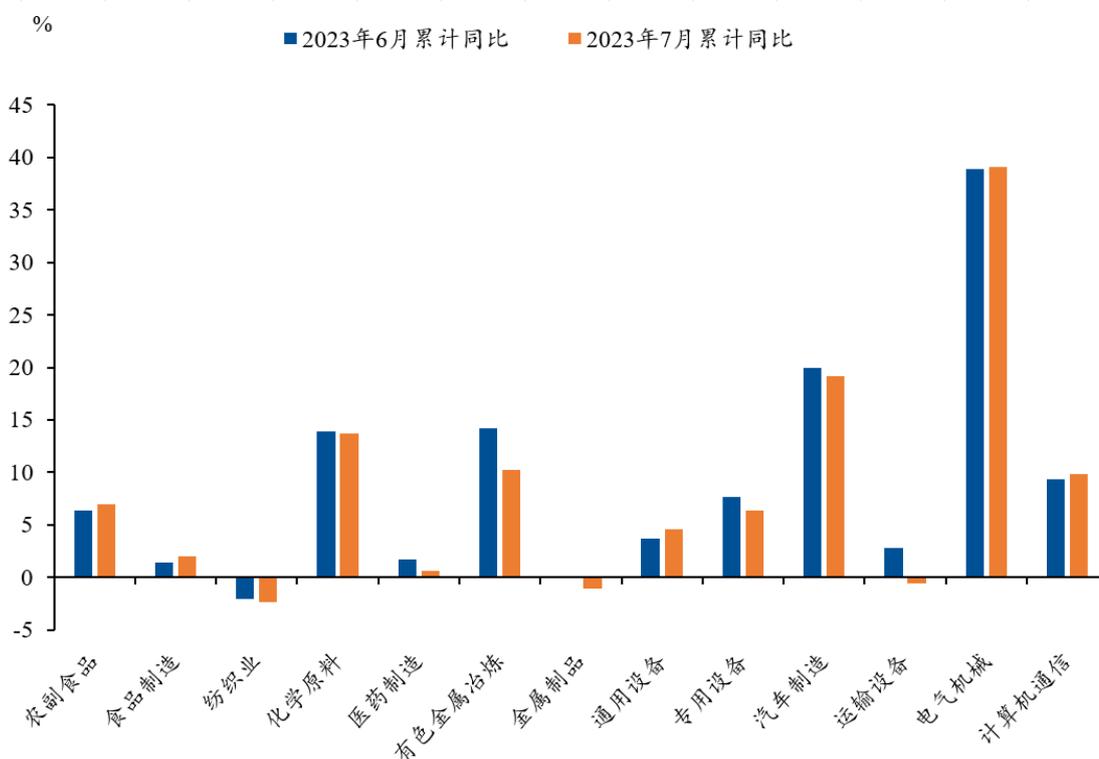
1—7 月份，全国固定资产投资（不含农户）285898 亿元，同比增长 3.4%，比 1—6 月份回落 0.4 个百分点。

基建投资增速下降与二季度以来专项债发行进度放缓有关。1-7 月广义基建投资增长 9.4%，1-6 月为 10.2%。其中，铁路运输业投资增长 24.9%（上期为 20.5%），水利管理业投资增长 7.5%（上期为 9.6%）。二季度以来专项债发行进度明显放缓，使得基建投资的资金来源受限。今年 1-7 月专项债发行占全年预算安排新增专项债限额的 65.7%，而上年同期的发行进度为 83.6%。根据 21 世纪经济报道的消息，近期监管部门通知地方，要求 2023 年新增专项债需于 9 月底前发行完毕，原则上在 10 月底前使用完毕。后续如果专项债发行加速，基建投资增速有望重新回升。

图 9：专项债放行进度


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

政策支持力度较大，制造业投资维持韧性。1-7月，制造业投资同比增长5.7%，前值为6%。政策积极推动制造业转型升级，制造业投资维持韧性。高技术制造业投资同比增长11.5%，增速比制造业投资高5.8个百分点。其中，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长16.0%，电子及通信设备制造业投资增长13.9%。

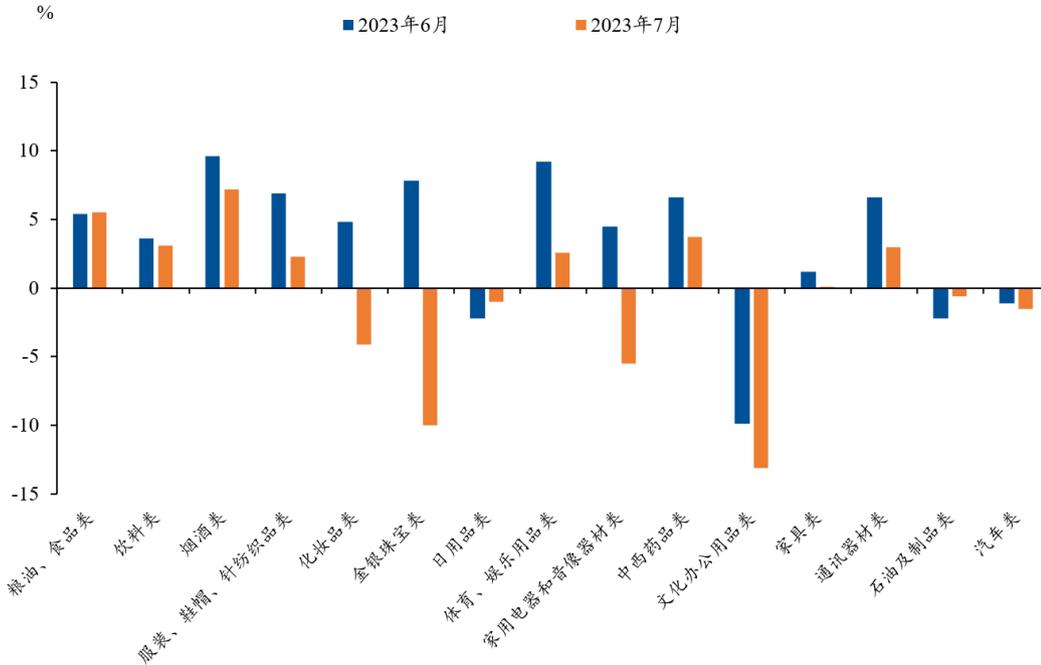
图 10：各行业投资增速


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

四、必选消费较为坚挺，可选消费放缓

7 社零增速下滑。7 月份，社会消费品零售总额同比增长 2.5%，增速较上月放缓 0.6 个百分点。7 月社零环比下降 0.06%，6 月为上升 0.24%。

图 11：各类消费增速



资料来源:万得, 信达证券研发中心

必选消费较为坚挺，可选消费放缓。7 月粮油食品、饮料等必选消费零售表现相对平稳。化妆品、金银珠宝、通讯器材等可选消费零售额增速明显放缓，一方面是因为居民消费信心偏弱，收入仍待提振，另一方面也与 6 月购物节导致手机、珠宝等商品需求提前透支有关。

出行类消费持续释放。7 月餐饮收入保持在 15.8% 的较高增速。7 月全国城市轨道交通客运量 26.6 亿人次，同比增长 36.4%。

风险因素

政策明显收紧；海外经济下行对出口影响超预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。