

宏观经济宏观月报

土地市场仍然偏弱，7月国内经济景气有所回落

核心观点

土地市场仍然偏弱，7月国内经济景气有所回落。7月国内经济回暖的趋势有所放缓。从生产端来看，7月国内工业、服务业生产的两年平均同比均有所回落；从需求端来看，7月国内固定资产投资完成额、社会消费品零售总额的两年平均同比均有所回落，出口金额的两年平均同比有所回升（出口主要受2021年7月低基数影响）。

根据我们总结的月度经济指标与GDP之间的数量关系（详见报告《国信证券-宏观经济专题：如何测算中国月度GDP同比？-20230623》），我们测算了2022年以来中国月度实际GDP同比增速。2023年7月国内实际GDP同比约为3.9%，较6月回落1.2个百分点。剔除去年疫情冲击带来的基数波动影响，7月国内实际GDP的两年平均同比增速约为3.6%，较6月回落0.5个百分点。

今年国内经济面临的最大的挑战是内需不足，其根源或在于土地市场持续偏弱。2022年，国内全年购置土地面积约为10052万平方米，创1999年有数据以来新低。2023年1-6月，国内土地购置费累计同比为负值，且累计同比呈现逐月回落的态势，或表明2023年以来国内土地市场延续偏弱格局，且仍处于回落过程中。

偏弱的土地市场使得围绕土地市场运转的经济主体的经营状况逐渐恶化，投资收缩，相关从业人员的就业和收入预期转弱，进而拖累消费的增长。

当前国内偏弱的土地市场或指向国内分配机制的改革（详见《国信证券-宏观经济专题：国内经济短期降速或源于分配机制改革而非资产负债表衰退-20230811》），改革有利于国内中长期经济增长潜力的释放，因此中国经济向好的基本面并没有改变，只是我们可能需要经历短期的改革阵痛。

风险提示：政策刺激力度减弱，经济增速下滑。

经济研究·宏观月报

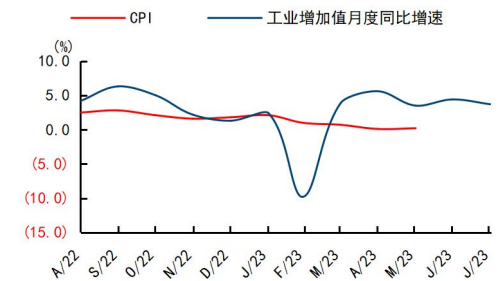
证券分析师：李智能
 0755-22940456
 lizn@guosen.com.cn
 S0980516060001

证券分析师：董德志
 021-60933158
 dongdz@guosen.com.cn
 S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	3.40
社零总额当月同比	2.50
出口当月同比	-14.50
M2	10.70

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济宏观月报-6月稳增长政策提振效果显著，下半年房地产或是关键》——2023-07-17
- 《宏观经济宏观月报-5月经济小幅回暖，仍需刺激政策进一步提升经济热度》——2023-06-15
- 《宏观经济宏观月报-4月经济增长景气下降，服务业产能投资是重新回暖的关键》——2023-05-16
- 《宏观经济宏观月报-一季度中国经济开局良好，二季度仍有向上修复空间》——2023-04-19
- 《宏观经济宏观月报-1-2月国内就业得到较好的恢复，经济实现开门红》——2023-03-15

内容目录

7月经济增长：土地市场仍然偏弱，经济景气有所回落	4
就业：7月国内大城市失业率有所回落	5
生产端：7月国内工业、服务业生产两年平均同比均有所回落	6
需求端：投资——国内投资两年平均同比明显回落	8
需求端：消费——国内消费两年平均同比增速有所回落	9
需求端：进出口——出口两年平均同比有所回升	11
7月通胀解读：CPI 同比触底，PPI 同比开始上升	12
2023年7月CPI数据分析与未来走势判断	12
2023年7月PPI数据分析与未来走势判断	16
风险提示	19
免责声明	20

图表目录

图 1: 2022 年以来中国月度实际 GDP 同比增速测算	4
图 2: 1999-2022 年中国本年购置土地面积一览	5
图 3: 2023 年 1-6 月中国土地购置费增速房地产开发投资累计同比一览	5
图 4: 7 月整体调查失业率上升, 但大城市失业率下降	6
图 5: 工业增加值当月同比与两年平均同比增速一览	6
图 6: 7 月采矿业、制造业增加值两年平均同比有所回落, 公用事业明显上升	7
图 7: 7 月各品类产品产量两年平均同比与 6 月的差值一览	7
图 8: 7 月服务业生产指数两年平均同比明显回落	8
图 9: 7 月固定资产投资两年平均同比增速明显下行	8
图 10: 7 月房地产开发、制造业、基建投资两年平均同比均回落	9
图 11: 房地产销售当月两年平均同比增速一览	9
图 12: 7 月国内社会消费品零售总额两年平均同比增速较 6 月回落	10
图 13: 商品零售当月同比与两年平均同比一览	10
图 14: 餐饮收入当月同比与两年平均同比一览	10
图 15: 7 月不同商品的销售金额两年平均同比较 6 月变化幅度一览	11
图 16: 中国出口当月同比与两年平均同比一览	11
图 17: 中国进口当月同比与两年平均同比一览	11
图 18: 国内不同出口产品对整体出口同比的贡献	12
图 19: CPI 环比与历史均值比较	13
图 20: CPI 食品项环比与历史均值比较	13
图 21: CPI 非食品项环比与历史均值比较	14
图 22: CPI 非食品服务项环比与历史均值比较	14
图 23: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较	15
图 24: 8 月食品价格明显上涨	15
图 25: 非食品高频价格指数走势	16
图 26: 2023 年 7 月 PPI 生产资料价格环比均低于历史均值, 生活资料价格环比高于历史均值	17
图 27: 2023 年 7 月 PPI 生产资料各分项价格环比与历史均值比较	17
图 28: 2023 年 7 月 PPI 生活资料各分项价格环比与历史均值比较	18
图 29: 流通领域生产资料价格高频指标走势图	18

7月经济增长：土地市场仍然偏弱，经济景气有所回落

7月国内经济回暖的趋势有所放缓。从生产端来看，7月国内工业、服务业生产的两年平均同比均有所回落；从需求端来看，7月国内固定资产投资完成额、社会消费品零售总额的两年平均同比均有所回落，出口金额的两年平均同比有所回升（出口主要受2021年7月低基数影响）。

根据我们总结的月度经济指标与GDP之间的数量关系（详见报告《国信证券-宏观经济专题：如何测算中国月度GDP同比？-20230623》），我们测算了2022年以来中国月度实际GDP同比增速。2023年7月国内实际GDP同比约为3.9%，较6月回落1.2个百分点。剔除去年疫情冲击带来的基数波动影响，7月国内实际GDP的两年平均同比增速约为3.6%，较6月回落0.5个百分点。

图1：2022年以来中国月度实际GDP同比增速测算



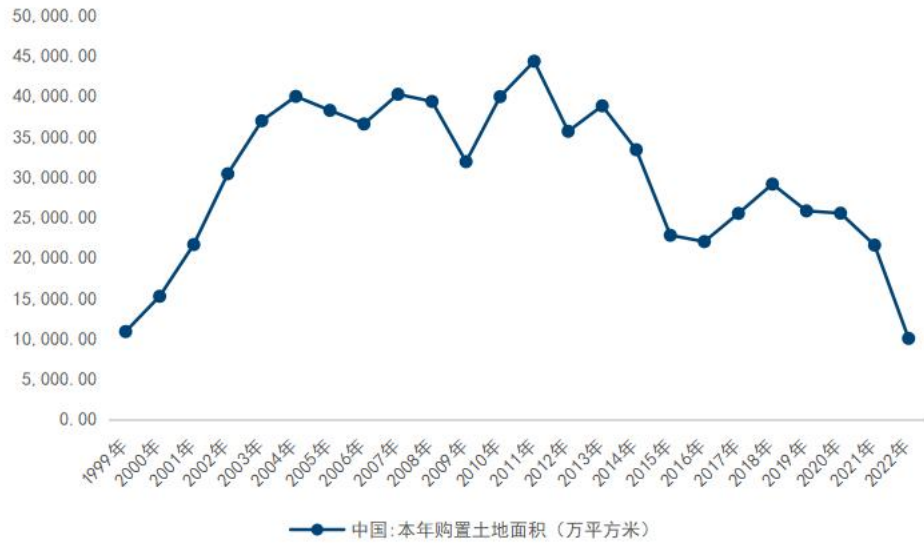
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

今年国内经济面临的最大的挑战是内需不足，其根源或在于土地市场持续偏弱。2022年，国内全年购置土地面积约为10052万平方米，创1999年有数据以来新低。2023年1-6月，国内土地购置费累计同比为负值，且累计同比呈现逐月回落的态势，或表明2023年以来国内土地市场延续偏弱格局，且仍处于回落过程中。

偏弱的土地市场使得围绕土地市场运转的经济主体的经营状况逐渐恶化，投资收缩，相关从业人员的就业和收入预期转弱，进而拖累消费的增长。

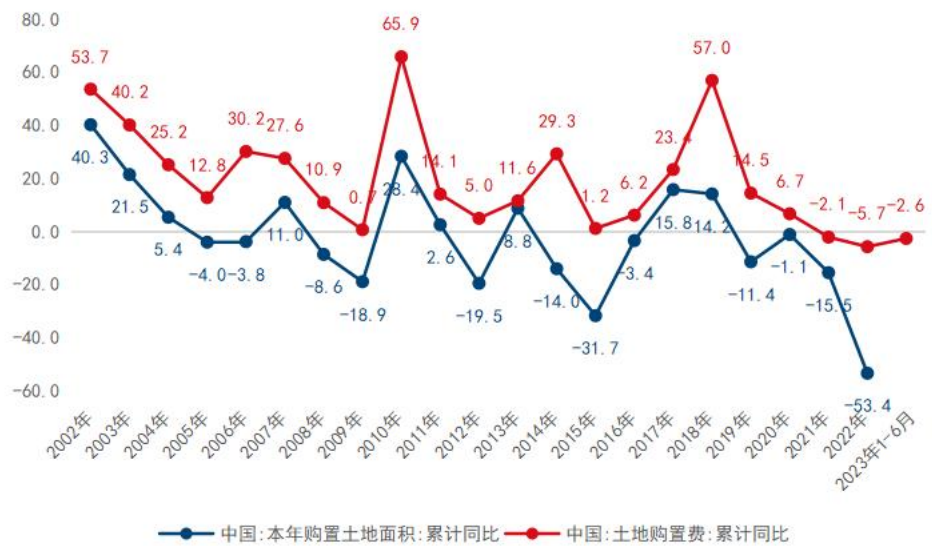
当前国内偏弱的土地市场或指向国内分配机制的改革（详见《国信证券-宏观经济专题：国内经济短期降速或源于分配机制改革而非资产负债表衰退-20230811》），改革有利于国内中长期经济增长潜力的释放，因此中国经济向好的基本面并没有改变，只是我们可能需要经历短期的改革阵痛。

图2：1999-2022年中国本年购置土地面积一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图3：2023年1-6月中国土地购置费增速房地产开发投资累计同比一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

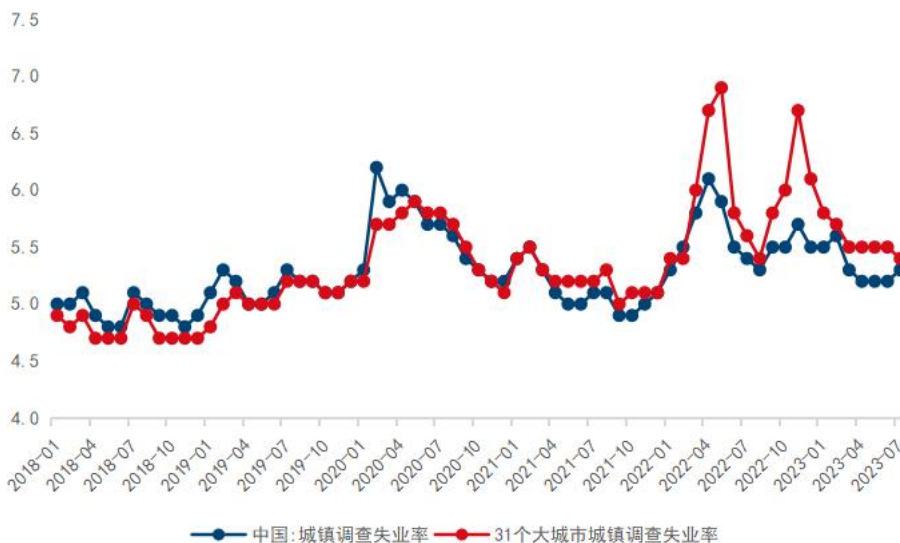
就业：7月国内大城市失业率有所回落

7月国内城镇调查失业率为5.3%，较6月上升0.1个百分点。2018、2019、2021年7月城镇调查失业率平均值较6月上升约0.2个百分点。今年7月国内城镇调查失业率表现边际上优于历史平均水平。

7月大城市调查失业率约为5.4%，较6月下降0.1个百分点。2018、2019、2021年7月大城市调查失业率平均值较6月上升为0.2个百分点。今年7月国内大城

市调查失业率表现明显边际上优于历史平均水平。

图4：7月整体调查失业率上升，但大城市失业率下降



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

生产端：7月国内工业、服务业生产两年平均同比均有所回落

7月国内规模以上工业增加值两年平均同比增速为3.7%，较6月回落0.4个百分点，7月国内工业生产景气较6月有所回落。

图5：工业增加值当月同比与两年平均同比增速一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

分三大门类看，7月采矿业、制造业增加值两年平均同比有所回落，公用事业增加值两年平均同比明显上升。7月采矿业两年平均同比4.6%，较6月回落0.4个百分点；制造业3.3%，回落0.8个百分点；公用事业6.8%，上升2.7个百分点。

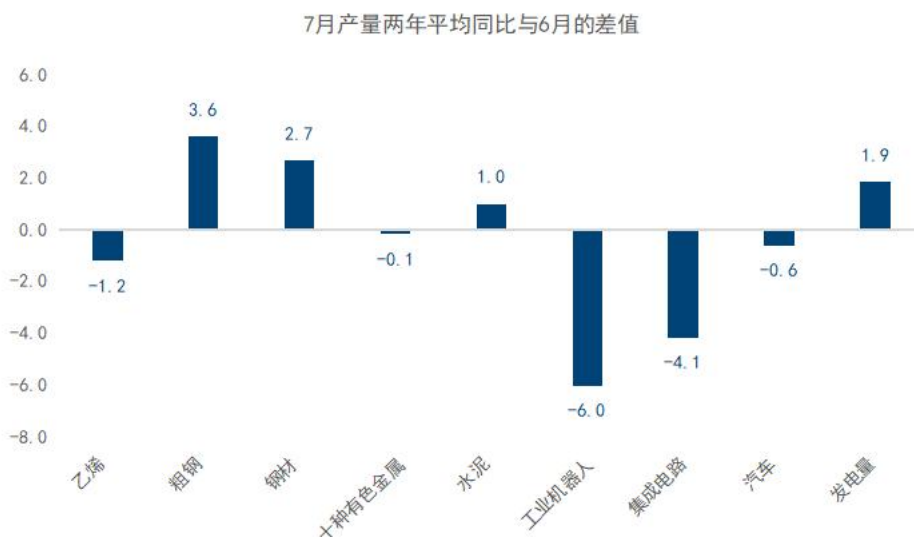
图6: 7月采矿业、制造业增加值两年平均同比有所回落, 公用事业明显上升



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

分产品看, 7月粗钢产量两年平均同比为 2.2%, 较 6 月上升 3.6 个百分点; 钢材 4.2%, 上升 2.7 个百分点; 水泥-6.4%, 上升 1.0 个百分点; 乙烯-2.2%, 回落 1.2 个百分点; 十种有色金属 4.5%, 回落 0.1 个百分点; 汽车 12.5%, 回落 0.6 个百分点; 工业机器人-11.1%, 回落 6.0 个百分点; 集成电路-6.8%, 回落 4.1 个百分点; 整体高技术制造业增加值 7 月两年平均同比为 3.3%, 较 6 月回落 2.2 个百分点。

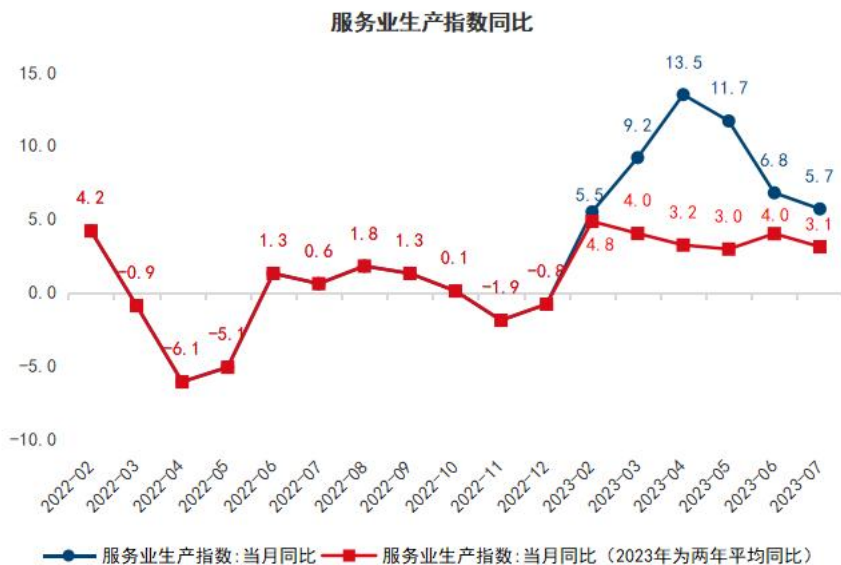
图7: 7月各品类产品产量两年平均同比与6月的差值一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

服务业生产方面, 2023 年 7 月国内服务业生产指数两年平均同比增速为 3.1%, 较 6 月明显回落 0.9 个百分点。

图8：7月服务业生产指数两年平均同比明显回落



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

需求端：投资——国内投资两年平均同比明显回落

7月国内固定资产投资两年平均同比为2.4%，较6月明显下行2.2个百分点，国内投资景气有所回落。

图9：7月固定资产投资两年平均同比增速明显下行



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

7月房地产开发投资两年平均同比为-12.1%，较6月继续回落2.2个百分点；制造业投资为5.9%，回落2.0个百分点；基建投资8.3%，回落3.6个百分点；其他投资（主要是服务业相关投资）同比2.8%，回落0.1个百分点。

整体来看，7月国内房地产开发、制造业、基建投资景气均有所走弱。

图10：7月房地产开发、制造业、基建投资两年平均同比均回落



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

7月国内商品房销售两年平均同比继续下行。

图11：房地产销售当月两年平均同比增速一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

需求端：消费——国内消费两年平均同比增速有所回落

7月社会消费品零售总额两年平均同比为2.6%，较6月回落0.5个百分点。其中商品零售为2.8%，上升0.3个百分点；餐饮5.6%，上升2.4个百分点。

图12: 7月国内社会消费品零售总额两年平均同比增速较6月回落



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理及测算

图13: 商品零售当月同比与两年平均同比一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

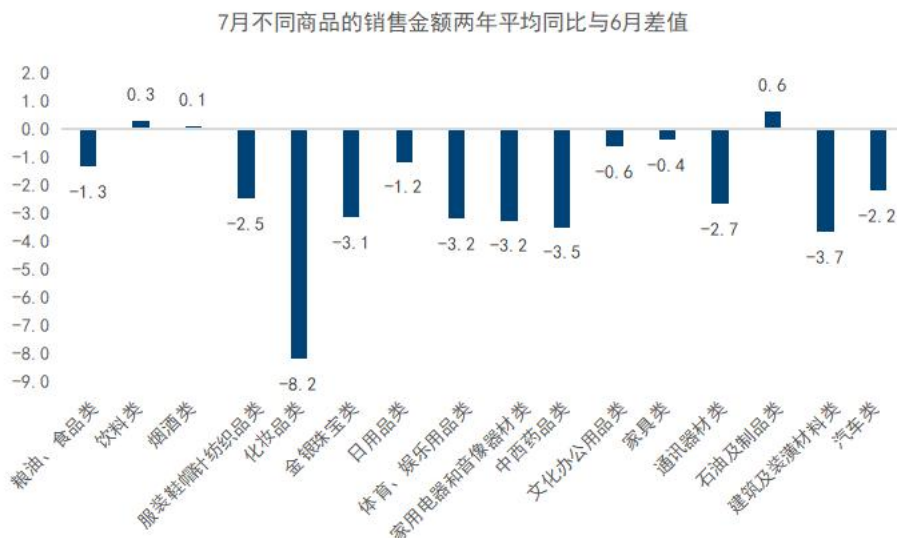
图14: 餐饮收入当月同比与两年平均同比一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

从不同类别的商品销售情况来看, 7月粮油食品类、服装鞋帽针纺织品类、化妆品类、金银珠宝类、体育娱乐用品、家用电器和音像器材类、通讯器材类、建筑及装潢材料类、汽车类的销售金额两年平均同比下行幅度较大, 饮料、烟酒、石油及制品类的销售金额两年平均同比有所上升。

图15: 7月不同商品的销售金额两年平均同比较6月变化幅度一览

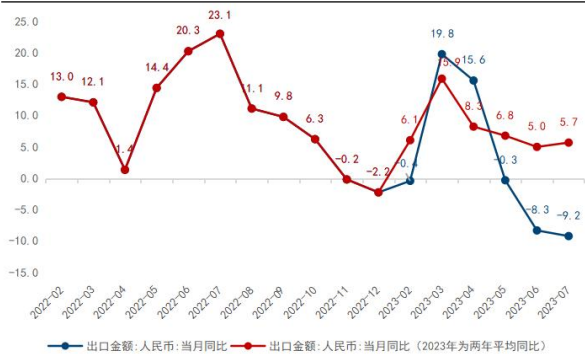


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

需求端：进出口——出口两年平均同比有所回升

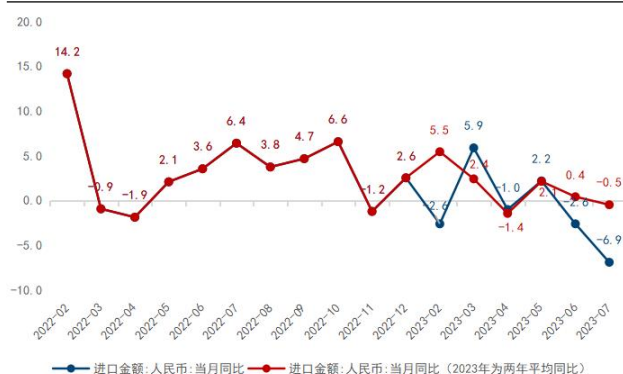
7月中国出口（人民币计价，若无特别提示，后文进出口均为人民币计价）两年平均同比有所回升，进口两年平均同比继续回落。7月中国出口两年平均同比为5.7%，较6月上升0.7个百分点（主要受2021年7月低基数影响）。7月进口两年平均同比为-0.5%，较6月继续回落0.9个百分点。

图16: 中国出口当月同比与两年平均同比一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

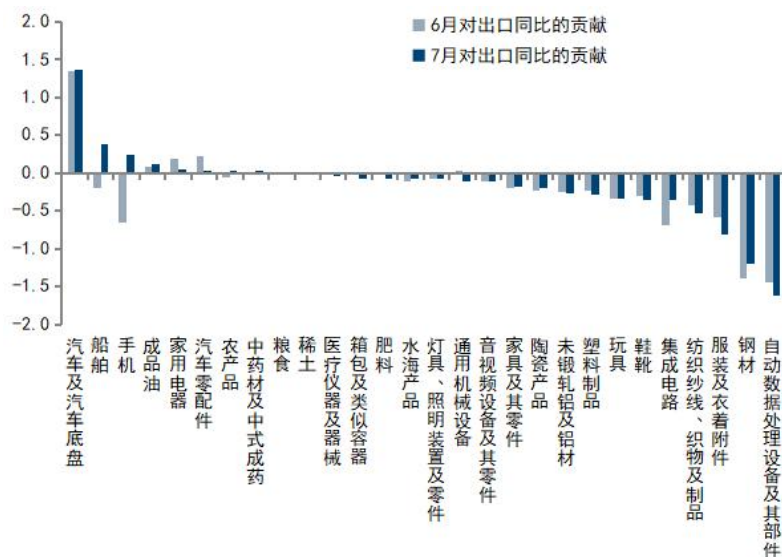
图17: 中国进口当月同比与两年平均同比一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

7月汽车产业链对出口同比增速的贡献仍然排在前列。此外，7月船舶、手机仍对出口同比的贡献由负转正，其余大多数产品对出口同比均构成负贡献。

图 18: 国内不同出口产品对整体出口同比的贡献



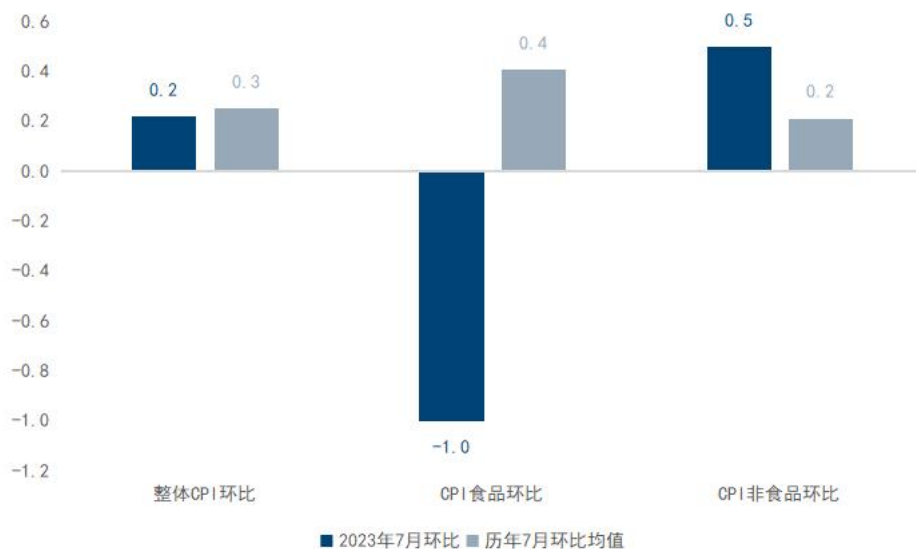
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

7月通胀解读: CPI 同比触底, PPI 同比开始上升

2023年7月CPI数据分析与未来走势判断

7月CPI同比为-0.3%，较6月回落0.3个百分点。7月CPI环比为0.2%，低于季节性水平约0.1个百分点。其中7月食品价格环比低于季节性，非食品价格环比高于季节性。（季节性指2005-2022年同月环比均值，下同）

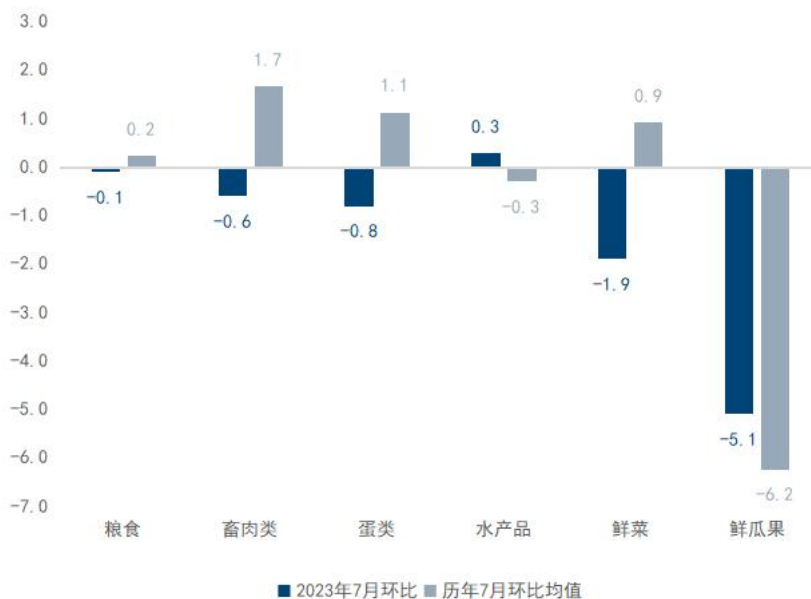
图19: CPI 环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

7月食品环比为-1.0%，低于季节性约1.4个百分点，其中鲜菜、畜肉类、蛋类价格环比低于季节性部分对食品环比的额外贡献分别为-0.7、-0.6、-0.1个百分点。

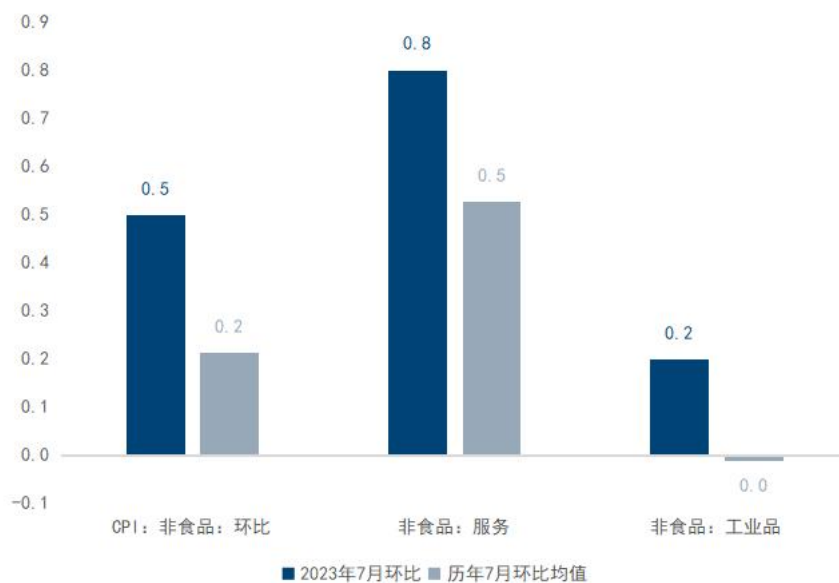
图20: CPI 食品项环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

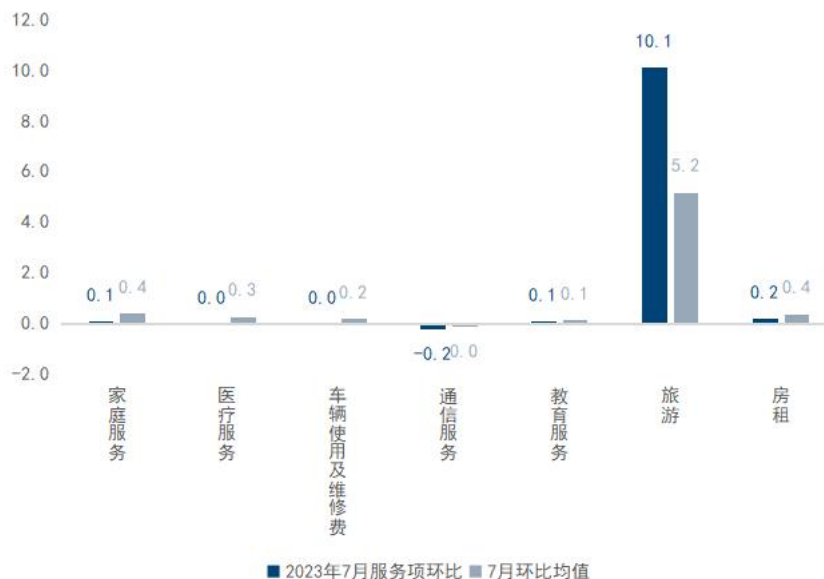
7月非食品环比为0.5%，高于季节性约0.3个百分点。非食品中服务价格环比为0.8%，高于季节性0.3个百分点，其中旅游价格环比明显高于季节性，家庭服务、医疗服务、车辆使用及维修费、房租价格环比低于季节性；非食品中工业品价格环比约为0.2%，高于季节性约0.2个百分点，其中家用器具、中药、通信工具、交通工具用燃料价格环比明显高于季节性。

图 21: CPI 非食品项环比与历史均值比较



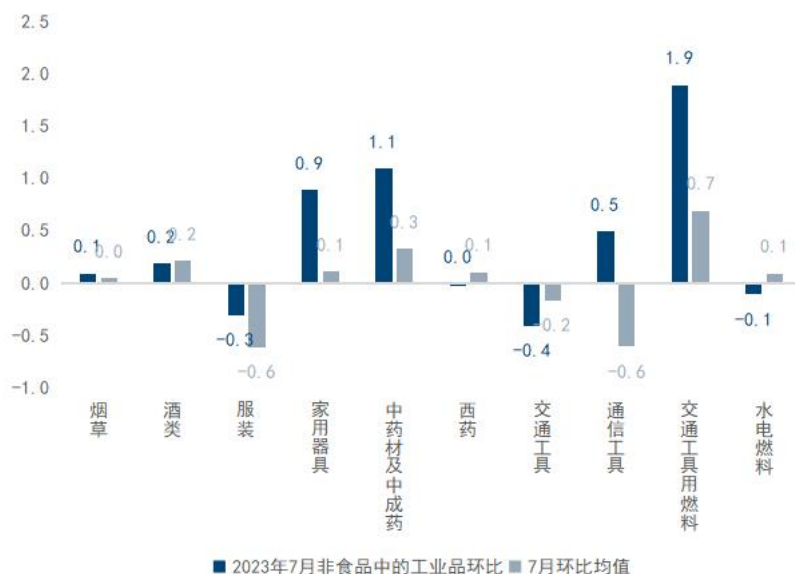
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 22: CPI 非食品服务项环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图23: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较



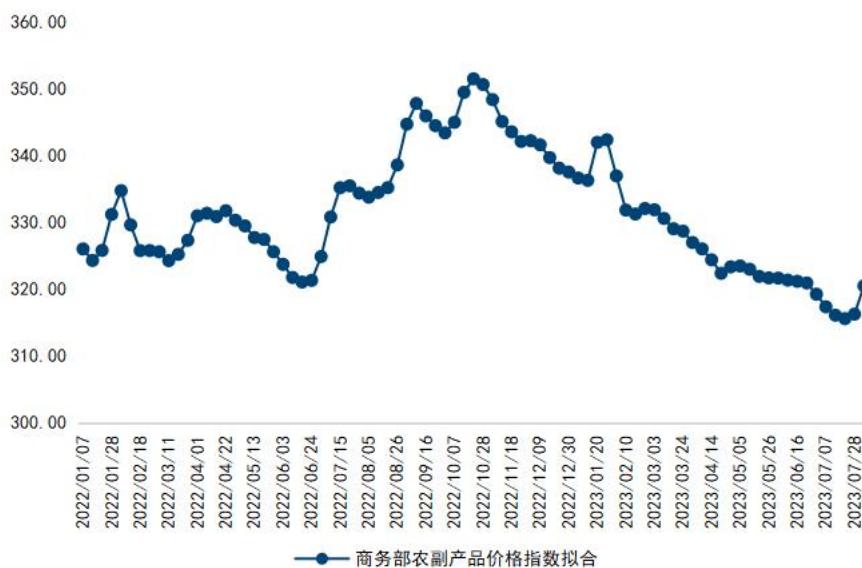
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

截至8月4日, 国信拟合的商务部食品高频综合指数8月环比为1.3%, 高于历史平均水平1.2%, 预计2023年8月食品价格环比或高于季节性水平。

非食品方面, 截至8月11日, 8月非食品高频指标环比为1.5%, 高于历史均值-0.1%, 预计8月整体非食品环比高于季节性水平。

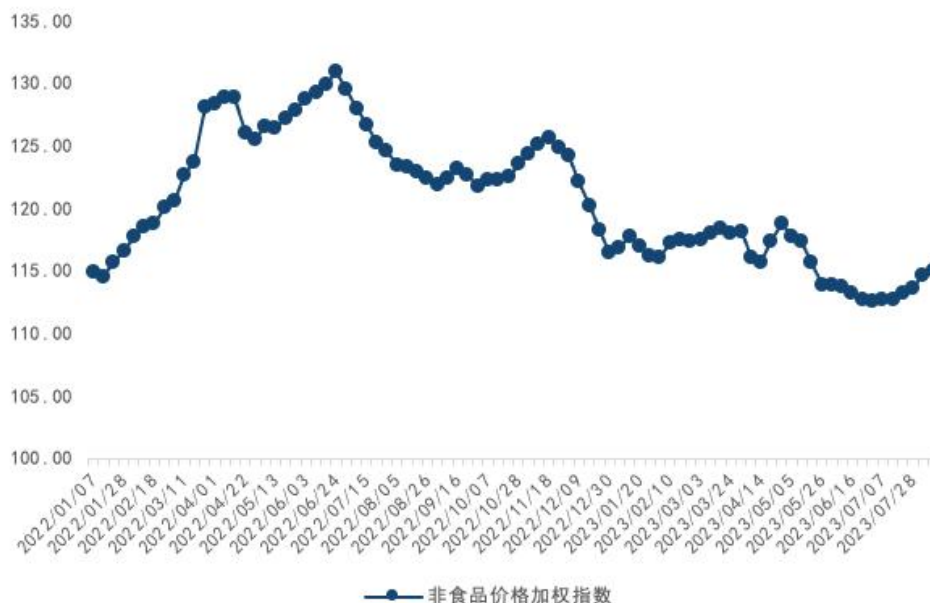
预计8月CPI食品环比约为1.8%, CPI非食品环比约为0.2%, CPI整体环比约为0.5%, 8月CPI同比或明显回升0.3%。

图24: 8月食品价格明显上涨



资料来源: CEIC、WIND、国信证券经济研究所整理

图 25: 非食品高频价格指数走势



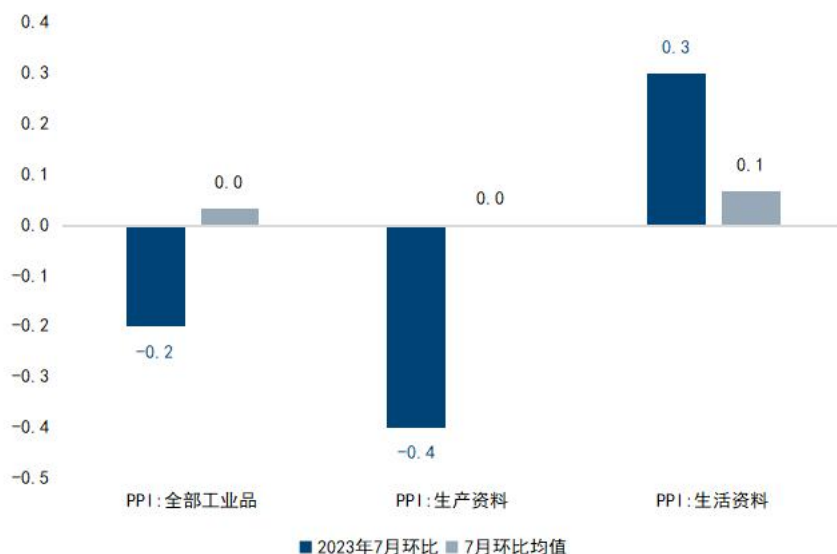
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

2023 年 7 月 PPI 数据分析与未来走势判断

7 月 PPI 同比和环比均回升。7 月 PPI 同比为-4.4%，较上月回升 1.0 个百分点；环比为-0.2%，较上月回升 0.6 个百分点，7 月环比仍低于疫情前三年同期均值。

7 月 PPI 生产资料价格环比低于疫情前三年同期均值，生活资料价格环比高于疫情前三年同期均值。PPI 生产资料 7 月环比为-0.4%，较上月回升 0.7 个百分点，低于历史均值 0.4 个百分点；PPI 生活资料 7 月环比为 0.3%，较上月回升 0.5 个百分点，高于历史均值 0.2 个百分点。

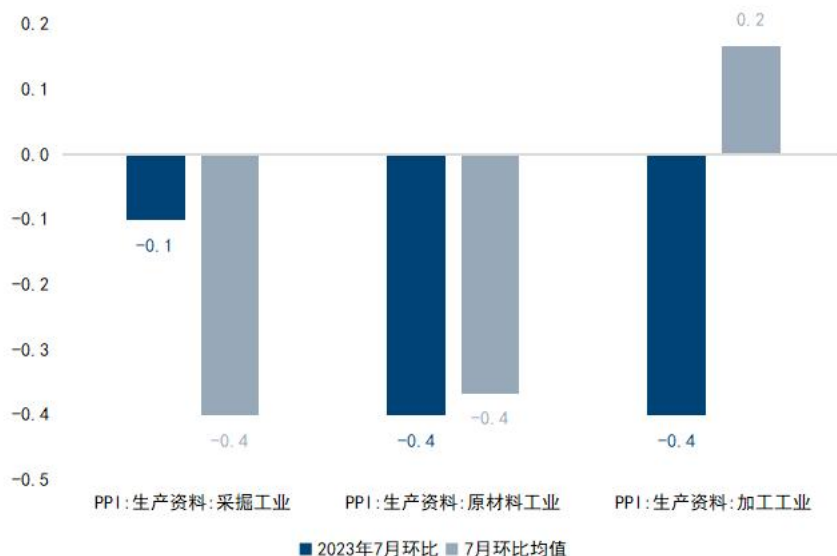
图26: 2023年7月PPI生产资料价格环比均低于历史均值,生活资料价格环比高于历史均值



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从生产资料各分项价格环比与疫情前三年同期均值比较来看,7月采掘工业环比均高于历史均值,加工工业环比低于历史均值。采掘工业生产资料价格环比高于历史均值0.3个百分点,加工工业生产资料价格环比低于历史均值0.6个百分点。

图27: 2023年7月PPI生产资料各分项价格环比与历史均值比较

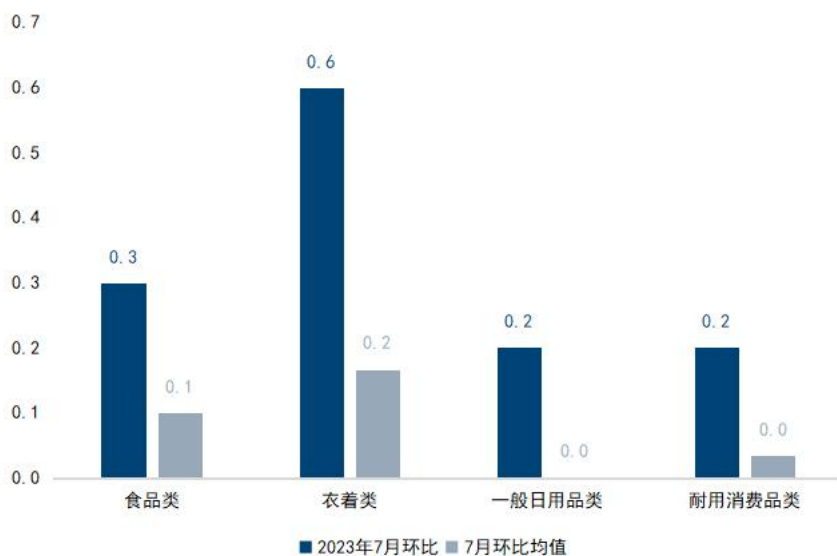


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从生活资料各分项价格环比与疫情前三年同期均值比较来看,食品类、衣着类、一般日用品类、耐用消费品类均高于历史均值。

生活资料各分项中,食品类、衣着类、一般日用品类、耐用消费品类高于历史均值的幅度分别为0.2、0.4、0.2、0.2个百分点。

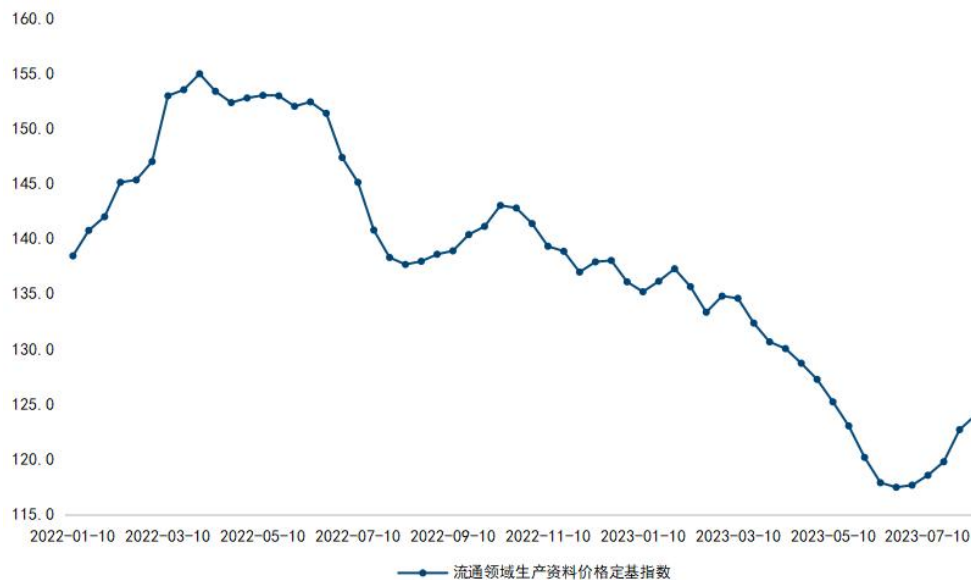
图28: 2023年7月PPI生活资料各分项价格环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

随着国内需求企稳回升, 国内生产资料价格随之上涨。7月上旬、中旬、下旬国内流通领域生产资料价格持续上涨, 8月上旬继续明显上涨。预计2023年8月国内PPI环比回升至正值, PPI同比或明显回升至-2.7%。

图29: 流通领域生产资料价格高频指标走势图



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

风险提示

政策刺激力度减弱，经济增速下滑。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032