

2023年08月16日

宏观研究团队

从“社零”到“服零”：经济结构观察与长期政策思考——兼评7月经济数据

——宏观经济点评

何宁（分析师）

陈策（联系人）

hening@kysec.cn

chence@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122120002

7月经济数据多项低于预期，仅统计局新发布的服务零售额表现亮眼，全年实现GDP增速5.0%的压力有所增大。经济、金融等数据偏弱，稳增长和防风险交织下，预计8月中下旬将是政策密集出台期。本文并不详尽解读经济数据，而是探讨几个重要问题以及对后续政策的展望。

● 生产转弱，固定资产投资延续下行

(1) 高温叠加强降雨，极端天气在一定程度上拖累工业生产，服务业生产修复斜率放缓。

(2) 固定资产投资延续下行，三大分项悉数下行。**基建**：专项债发行偏慢、政策性工具剩余空间不足等影响下迅速下滑，仍需增量政策跟进以对冲2022年下半年的高基数压力。**地产**：投资融资销售均弱，地产需求端或将因城施策逐步放松，二线城市应放尽放，我们判断认房认贷、降房贷利率、限购限售等有望陆续放开；短期一线城市核心区实质性放开可能性不高。**制造业**：从信心企稳到实际投资扩产仍需时间，关注价格、盈利的改善以及库存周期阶段切换。

● 从“社零”到“服零”，消费结构变化对经济转型的启示

(1) 统计局首次增加发布服务零售额数据，**社会零售=餐饮消费+商品消费，服务零售=餐饮消费+其他服务消费**。2023年1-7月社零、服务零售增速分别为7.3%、20.3%，年初以来我们反复强调“服务消费和商品消费存在背离”。

(2) 我国服务消费占居民消费比重已超过40%，消费结构逐步从商品主导转变为商品、服务并进，而此种结构变化有利于收入分配向居民倾斜。商品消费拉动制造业、服务消费拉动第三产业，从中美经验来看，第三产业劳动报酬率均高于第二产业。推论得到服务消费扩张→劳动报酬提高→消费水平提高→第三产业（服务消费）扩张的自洽内循环。

● 短期现实与长期转型的平衡：也谈改革

我们预计8月中下旬将是政策密集出台期，但需权衡短期现实与长期转型，例如放开一线地产、中央消费券等效果或有限或非长效之举，我们预见的应是消费+产业双足并进的路径。目前来看扩消费的掣肘主要有三：(1)我国工资通胀传导机制尚不明显；(2)居民消费倾向偏低，医疗、教育等保障和福利水平有待提高；(3)我国以间接税为主、无法直接提高居民收入，且税种仍待完善；促消费政策有待创新和创造。堵点疏通和制度建立健全有赖于改革，通往经济转型之路需要“改革”的风向标，二十届三中全会值得关注。

● **风险提示**：政策执行力度不及预期，俄乌冲突反复超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《政策进入落地期—815降息点评—宏观经济点评》-2023.8.15

《金融数据低于预期，政策储备持续释放—宏观经济点评》-2023.8.12

《通胀趋势仍在向下，联储或难继续加息——美国7月CPI点评—宏观经济点评》-2023.8.11

目 录

1、 生产转弱，固定资产投资延续下行	3
2、 从“社零”到“服零”，消费结构变化对经济转型的启示	5
3、 短期现实与长期转型的平衡：也谈改革	7
4、 风险提示	9

图表目录

图 1： 工业生产转弱	3
图 2： 服务业生产修复斜率放缓	3
图 3： 基建增速下滑	4
图 4： 仅铁路运输、交运仓储边际改善	4
图 5： 专项债发行进度仅 62.0%	4
图 6： 7 月挖机开工小时数同比增速-8.7%	4
图 7： 地产仅竣工分项较好	4
图 8： 融资分项普遍下滑	4
图 9： 制造业投资小幅下滑	5
图 10： 61.5%的制造业投资增速下行	5
图 11： 商品消费和服务消费分化	5
图 12： 7 月社零累计同比 7.3%	5
图 13： 我国第三产业劳动报酬率高于第二产业	6
图 14： 美国第三产业劳动报酬率高于第二产业	7
图 15： 美国居民可支配收入和消费支出正相关	8
图 16： 美国存在工资通胀传导	8
图 17： 2022 年美国贫富差距有所收窄	8

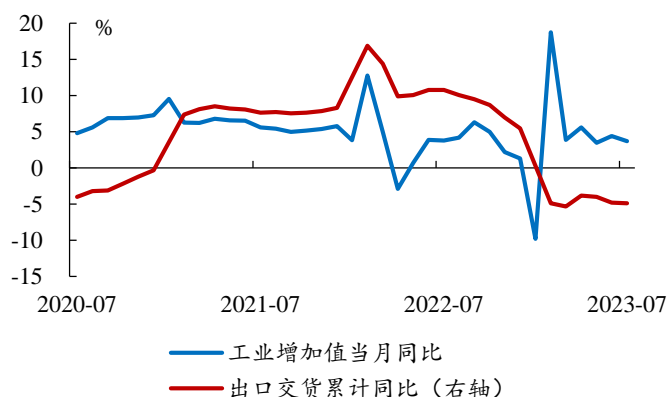
2023年7月工业增加值同比3.7%（预期4.6%），社零同比2.5%（预期5.3%），服务零售额累计同比20.3%，固定资产投资累计同比3.4%（预期3.9%）。其中，基建投资9.4%，制造业投资5.7%，房地产投资-8.5%，预期分别为10.8%、6.0%、-8.1%。

7月经济数据多项低于预期，重要支撑项的基建亦下滑，仅统计局新发布的服务零售额表现亮眼，全年实现GDP增速5.0%的压力有所增大。经济、金融等数据偏弱，稳增长和防风险交织下，预计8月中下旬将是政策密集出台期。本文并不详尽解读经济数据，而是探讨几个重要问题以及对后续政策的展望。

1、生产转弱，固定资产投资延续下行

高温叠加强降雨，极端天气在一定程度上拖累工业生产。7月工业增加值同比增速为3.7%、较前值下滑了0.7个百分点，工业增加值环比季调仅0.01%，考虑到并无高基数扰动，7月工业生产为实质性转弱。**服务业生产修复斜率放缓。**7月服务业生产指数同比增长5.7%、较前值下滑了1.1个百分点。分行业来看，住宿和餐饮业、信息技术服务业、金融业、交运仓储邮政业分别增长20.0%、11.2%、7.6%、7.3%。

图1：工业生产转弱



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图2：服务业生产修复斜率放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

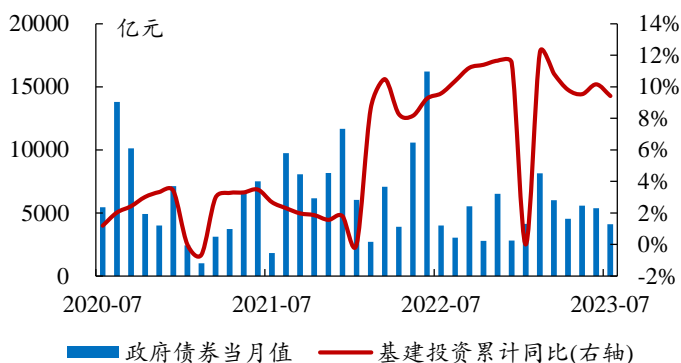
固定资产投资延续下行。2023年1-7月固定资产投资累计同比回落了0.4个百分点至3.4%，三大分项悉数下行。

(1)基建：高温降雨、专项债发行偏慢、政策性工具剩余空间不足等影响下出现下滑。1-7月广义基建下滑了0.7个百分点至9.4%。分行业来看，仅铁路运输、交运仓储增速较前值改善。仍需增量政策跟进，以对冲2022年下半年的高基数压力。

(2)地产：投资融资销售均弱。1-7月地产投资累计同比为-8.5%，测算7月同比为-17.8%，连续2个月小幅改善，未形成明显向上态势。地产基本面承压加重，地产需求端或将因城施策逐步放松，二线城市应放尽放，我们判断认房认贷、降房贷利率、限购限售等有望陆续放开；短期一线城市核心区实质性放开可能性不高。

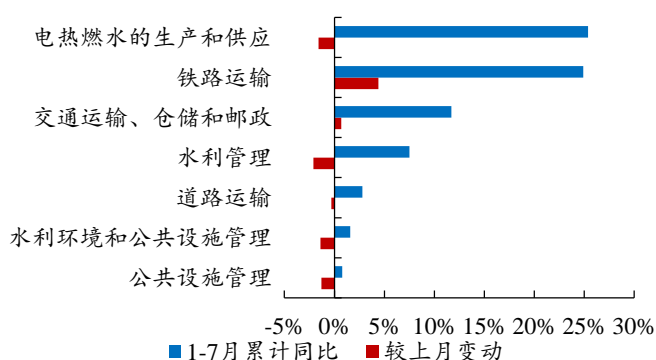
(3)制造业：1-7月制造业投资累计增速下滑了0.3个百分点至5.7%，并未受中央持续释放的民企支持信号提振。从信心企稳到实际投资扩产可能仍需时间，关注价格、盈利的改善以及库存周期阶段切换。

图3: 基建增速下滑



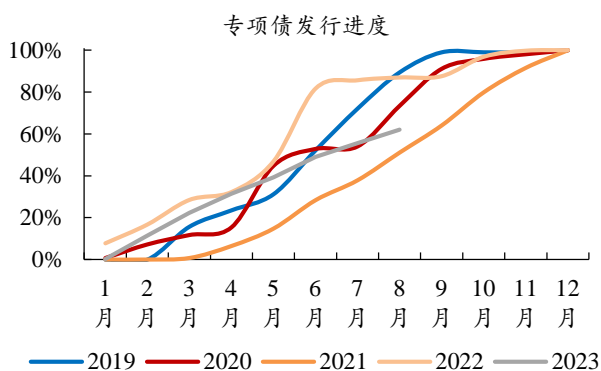
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 仅铁路运输、交运仓储边际改善



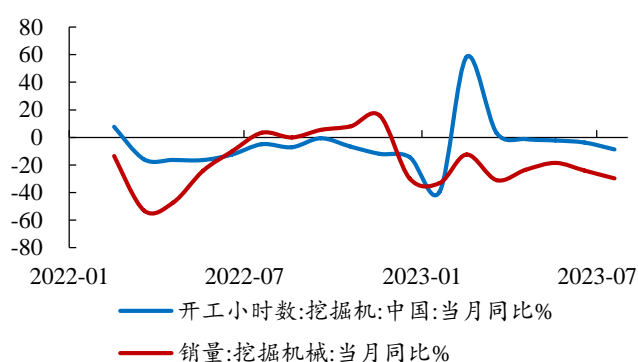
数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 专项债发行进度仅 62.0%



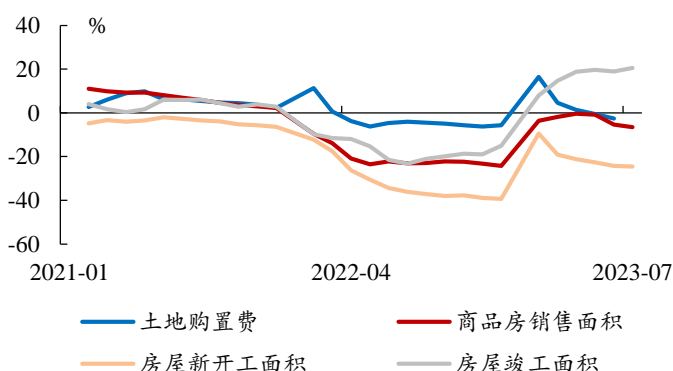
数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 7月挖机开工小时数同比增速-8.7%



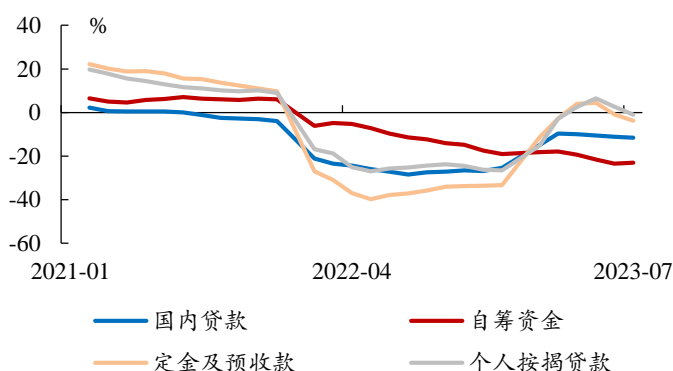
数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 地产仅竣工分项较好



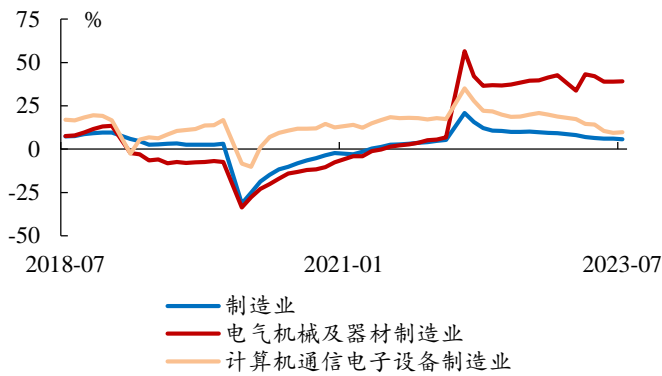
数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 2021年为两年复合增速

图8: 融资分项普遍下滑



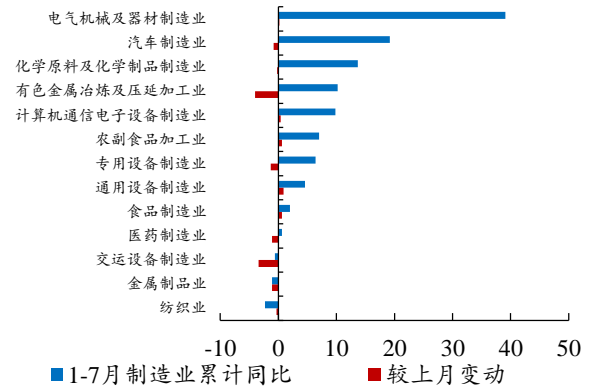
数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 2021年为两年复合增速

图9：制造业投资小幅下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：61.5%的制造业投资增速下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

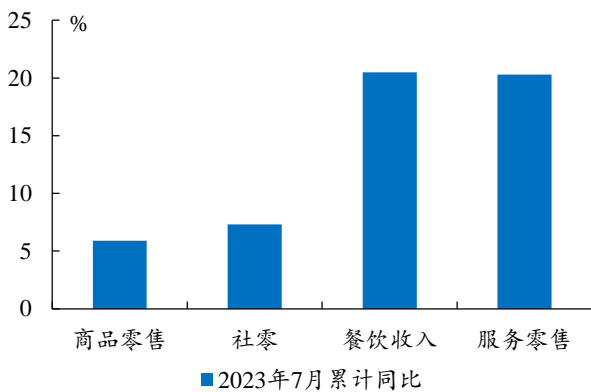
2、从“社零”到“服零”，消费结构变化对经济转型的启示

2023年8月，统计局首次增加发布服务零售额数据。服务零售额主要是指企业（产业活动单位、个体户）以交易形式直接提供给个人和其他单位非生产、非经营用的服务价值的总和，包括交通、住宿、餐饮、教育、卫生、体育、娱乐等领域服务活动的零售额。简而言之：

社会零售=餐饮消费+商品消费；

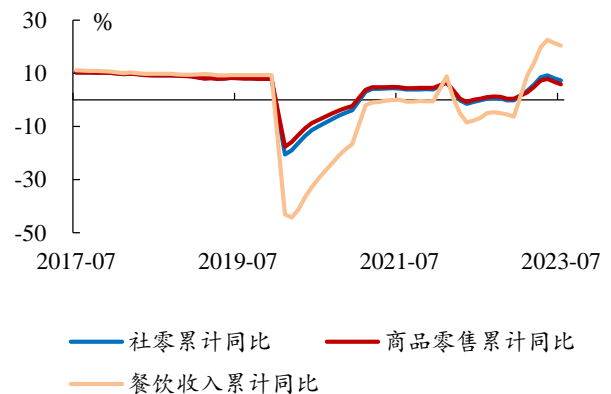
服务零售=餐饮消费+其他服务消费；

图11：商品消费和服务消费分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：7月社零累计同比7.3%



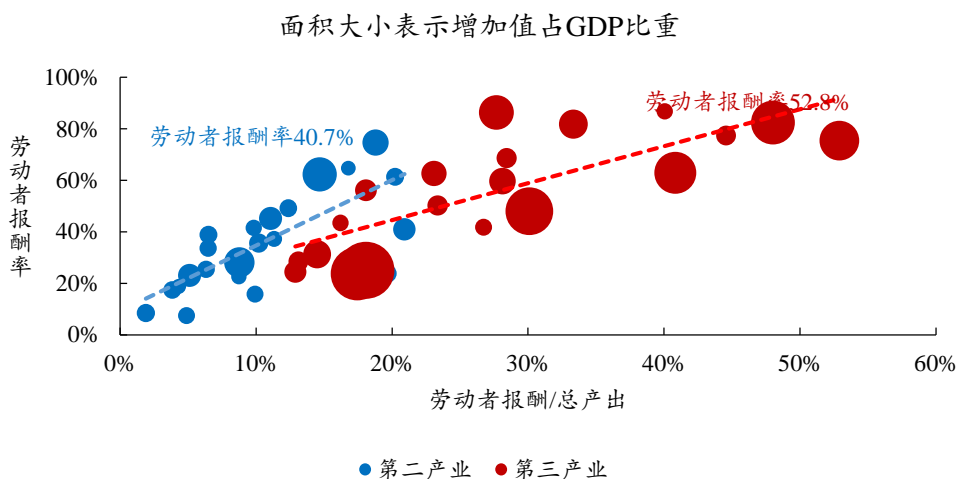
数据来源：统计局、开源证券研究所

年初以来我们反复强调服务消费和商品消费的分化。“往常年份社零和最终消费支出增速相近，但2023年不同、疫情放开后消费场景修复将带动服务消费实现低基数上的2位数增长”，统计局披露的新指标给出了进一步证明：2023年1-7月社零、服务零售增速分别为7.3%、20.3%。其中，观影、旅游、出行等暑期相关消费显著改善。

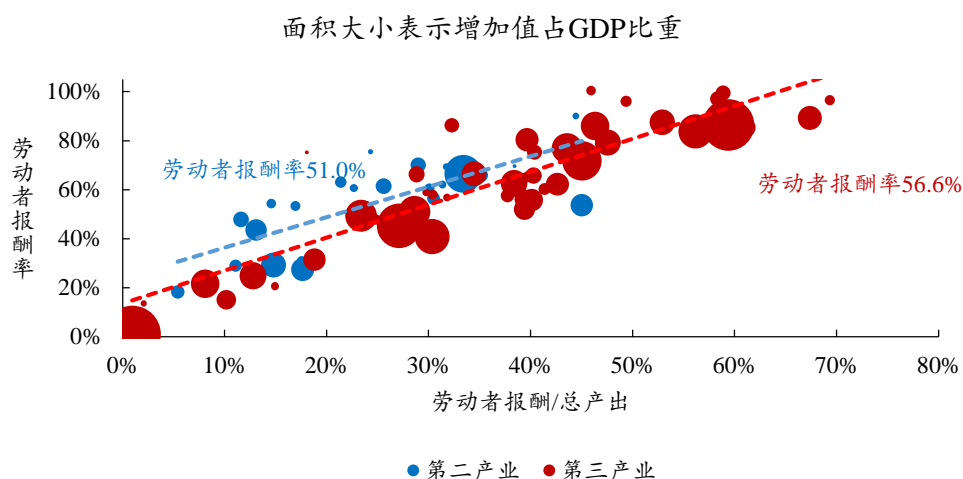
此前我们曾尝试爬虫百度地图消费指数、旅游景区客流量、商场客流量来构造服务消费的跟踪体系，目前统计局给出了更加权威、全面的指标，考虑到“社零”和“服零”存在重叠部分（餐饮），后续来看“商品零售增速”和“服务零售额增速”可能是更好的衡量消费的指标。

我国居民消费支出服务消费占比已超过 40%，消费结构逐步从商品主导转变为商品、服务并进，而此种转型有利于收入分配向居民倾斜，进而推动从投资拉动到消费驱动的经济动能转型。耐用品消费具有周期性、服务消费具有粘性，耐用品消费拉动制造业、服务消费拉动第三产业。我们在《迈入消费新时代》深度报告中指出“产业本质决定了第三产业（人力资本）的收入分配更多倾向居民，第二产业收入分配更多倾向资本”。2020 年我国第三产业的劳动者报酬率为 52.8%，远高于第二产业的 40.7%；美国经验同样如此，推论得到服务消费扩张→劳动报酬提高→消费水平提高→第三产业（服务消费）扩张的自洽内循环。

图13：我国第三产业劳动报酬率高于第二产业



数据来源：国家统计局、Wind、开源证券研究所

图14：美国第三产业劳动报酬率高于第二产业


数据来源：BEA、开源证券研究所

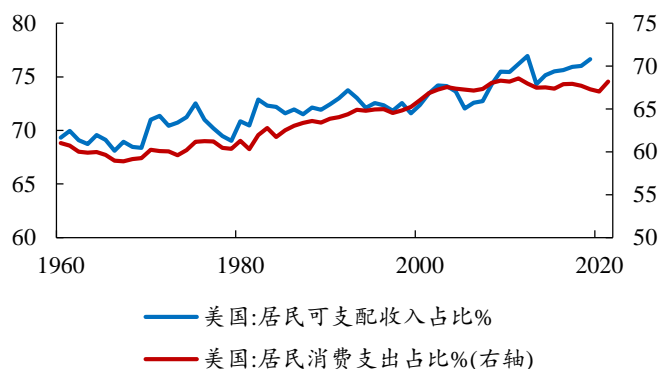
3、短期现实与长期转型的平衡：也谈改革

8月15日MLF调降15个BP，时点和幅度均超预期，旨在释放稳增长的积极信号。经济、金融等数据偏弱，基建在专项债发行偏慢、政策性工具剩余空间不足等影响下迅速下滑，房地产供需仍弱，地方债务待化解，稳增长和防风险交织下，我们预计8月中下旬将是政策密集出台期。

需要指出的是，政策发力有利于稳增长，但长期问题有赖于改革。例如呼声较高的放开一线地产、中央消费券或非长效之举，我们预见的应是消费+产业双足并进的路径，有利于防范供给和产能过剩问题。目前来看扩消费的掣肘主要有三：

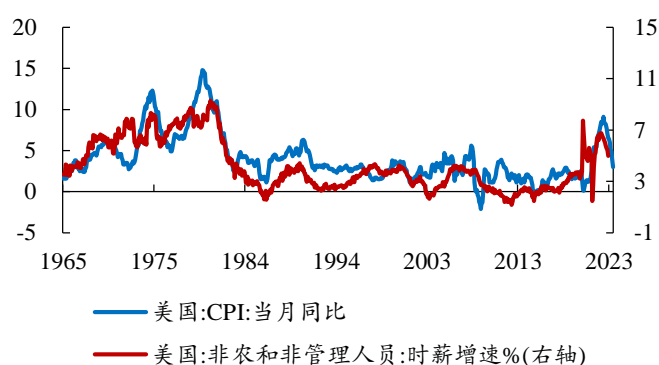
(1)我国工资通胀传导机制尚不明显。美国大规模财政刺激退坡后居民消费韧性延续两年之久，重要原因在于美国具备较为完善的薪资体系和工会制度，工人薪资定价能力较强，工资通胀传导强化了“扩消费→企业利润→居民薪资→扩消费”的螺旋上升。不同于2008年金融危机后的量化宽松，2022年美国贫富差距反而出现收窄的迹象，我们理解为量化宽松推升资产通胀、富人更受益，财政刺激经由居民消费推升工资通胀、中低收入群体更受益。从这个角度来看我国若发行中央消费券，效力和持续性可能不如美国；

图15: 美国居民可支配收入和消费支出正相关



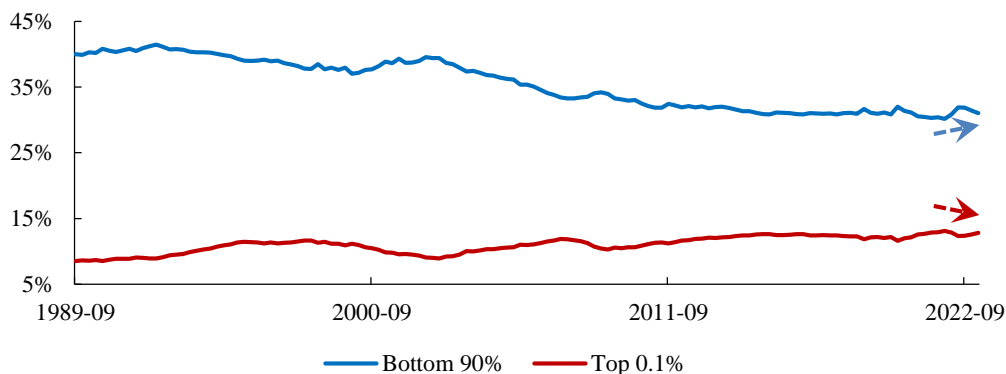
数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 美国存在工资通胀传导



数据来源: Wind、Fred、开源证券研究所

图17: 2022年美国贫富差距有所收窄



数据来源: 美联储、开源证券研究所

(2)我国居民消费倾向偏低,有待医疗、教育、养老等福利保障制度的健全完善,提高居民消费意愿;

(3)我国以间接税为主,往往通过对企业减税降费来间接提高居民收入,传导路径不通畅。此外,在促消费手段、消费政策方面有待创新、创造。

堵点疏通和制度建立健全有赖于改革,通往经济转型之路需要“改革”的风向标,二十届三中全会值得关注。

4、风险提示

1. 政策执行力度不及预期；
2. 俄乌冲突反复超预期；
3. 美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn