

核心观点

韦志超
首席经济学家
SAC 执证编号：S0110520110004
weizhichao@sczq.com.cn
电话：86-10-81152692

杨亚仙
研究助理
yangyaxian@sczq.com.cn
电话：86-10-81152627

相关研究

- 社融波浪起伏，后续动量存忧
- 二季度货币政策报告点评：宽松渐驱缓，信贷重结构
- 7 月物价数据点评：疫情影响犹在，内需延续疲弱

- 随着 7 月经济数据落地，除了出口持续超预期强劲外，投资、消费、社融、工业生产、服务业生产等数据全面走弱，一改 5、6 月单边上行的趋势。房地产下行过快带来的扩散效应和疫情不断反复带来的长尾效应是 7 月数据全面下调的主要原因。
- 一方面，7 月烂尾楼引发的停贷事件加剧了房地产的恶化速度。6 月地产销售短暂好转之后，7 月再度超季节性下行，地产投资三年平均同比首次转为负增长，新开工三年同比增速-21.85%，创疫情以来新低。由此带来的扩散效应是经济下行的重要原因。
- 房地产的影响主要体现在以下几方面：(1) 地产投资停滞使得黑色、有色及设备制造业等中上游产业链的生产成为工增的主要拖累，部分企业面临停工，水泥、螺纹钢、粗钢产量大幅下行；(2) 制造业投资增速也受到一定的拖累；(3) 地产后周期的商品消费增速基本垫底，如家具、建筑装饰类；(4) 企业可提供的就业岗位有限，可能对青年失业率也造成了一定的影响。地产的快速下行已经影响到生产、投资、消费、就业等各方面。
- 另一方面，疫情不断反复带来的长尾效应是经济数据下修的另一个重要原因。7 月疫情有所扩散，多点爆发。但疫情的直接影响可能在减弱，具体体现在受疫情影响最大的餐饮消费增速回升，但疫情使居民的消费倾向发生了长期的变化，居民消费意愿降低，商品消费边际修复力度弱于餐饮消费，长尾效应明显。
- 破局之路或有以下几方面：第一，面对有效需求不足、信用结构较差、企业加杠杆乏力的情况，2022 年 8 月 15 日，央行调降 MLF 和逆回购利率，加速资金流向实体经济，宽信用可能会有一定的效果；第二，地产纾困政策频出，但大范围大规模的纾困政策尚无定论，仍需跟踪观察；第三，深圳、上海、北京等地兼具疫情防控较为有效以及经济恢复较好的特点，参考这些地区的经验，常态化核酸可能是实现二者平衡的关键。
- 往后看，股市在经历了超跌反弹之后进入了平台期。经济基本面预计将保持低位平稳，流动性维持中性偏松的状态。海外资本市场走势有一定的不确定性，但冲击最大的时候或已过去。因此，以业绩为支撑的结构性及个股机会更大。

风险提示：疫情超预期、政策落地不及预期

随着7月经济数据落地，除了出口持续超预期强劲外，投资、消费、社融、工业生产、服务业生产等数据全面走低，一改5、6月单边上行的趋势。房地产下行过快带来的扩散效应和疫情不断反复带来的长尾效应是7月数据全面下调的主要原因。

1 7月经济数据一览

7月份，规模以上工业增加值同比为3.8%，前值3.9%，三年平均同比为5.0%，前值5.7%，出口交货值三年同比增速为7.4%，前值10.2%。出口增长继续强于整体工业。

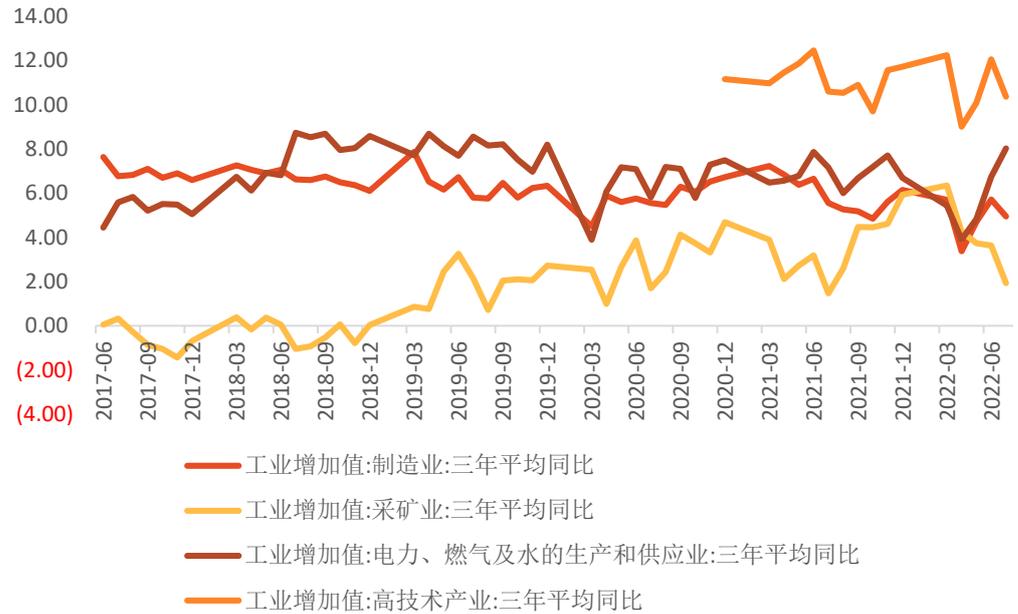
图1：工业增加值和出口交货值三年复合同比



资料来源：Wind, 首创证券

分门类看，7月份，采矿业、制造业、高技术产业三年平均同比增速均有所下行，采矿业下行2.1个百分点，下行幅度最大，可能受大宗商品价格回落的影响。由于高温影响，电力、燃气及水生产和供应业三年平均同比增速逆势回升，较前值上升1.3个百分点。

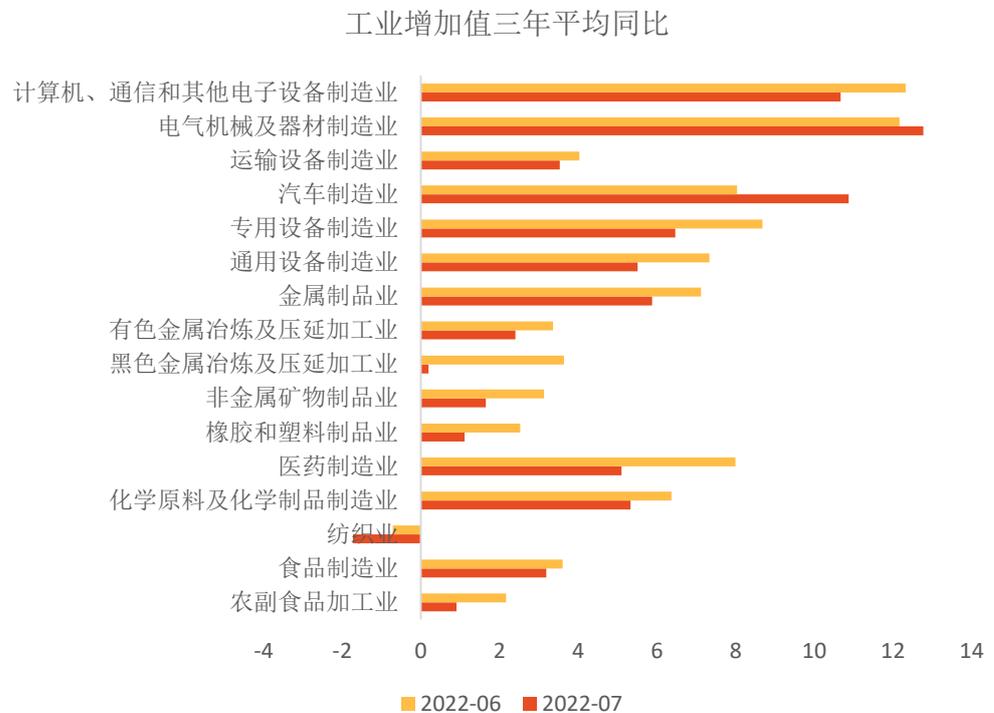
图 2：分行业工业增加值，三年平均同比（%）



资料来源：Wind, 首创证券

从制造业的分类看，除了汽车制造业和电气机械及器材制造业的三年同比增速回升外，其余分项均下行。

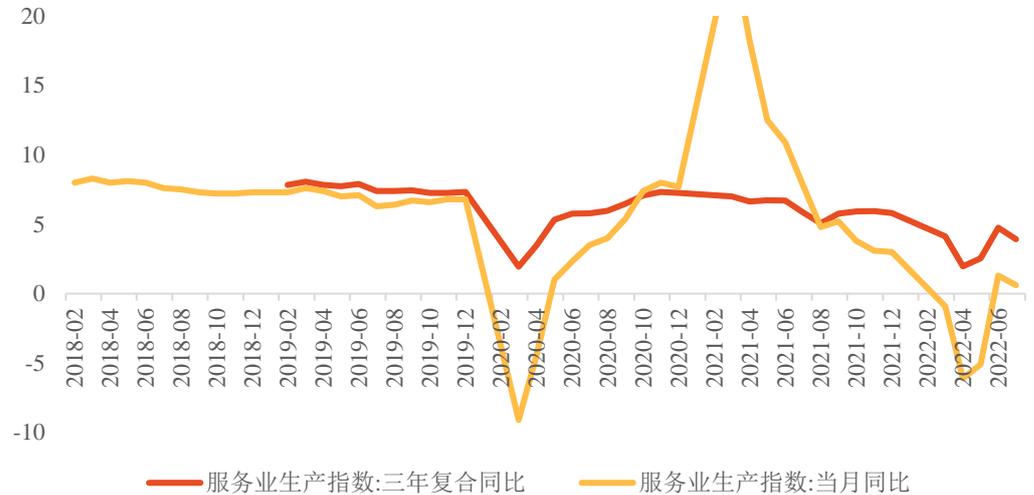
图 3：工业增加值分项：三年平均同比（%）



资料来源：Wind, 首创证券

服务业生产小幅回落，7月服务业生产指数同比为0.6%，较前值回落0.7个百分点，三年平均同比为3.9%，较前值回落0.8个百分点。

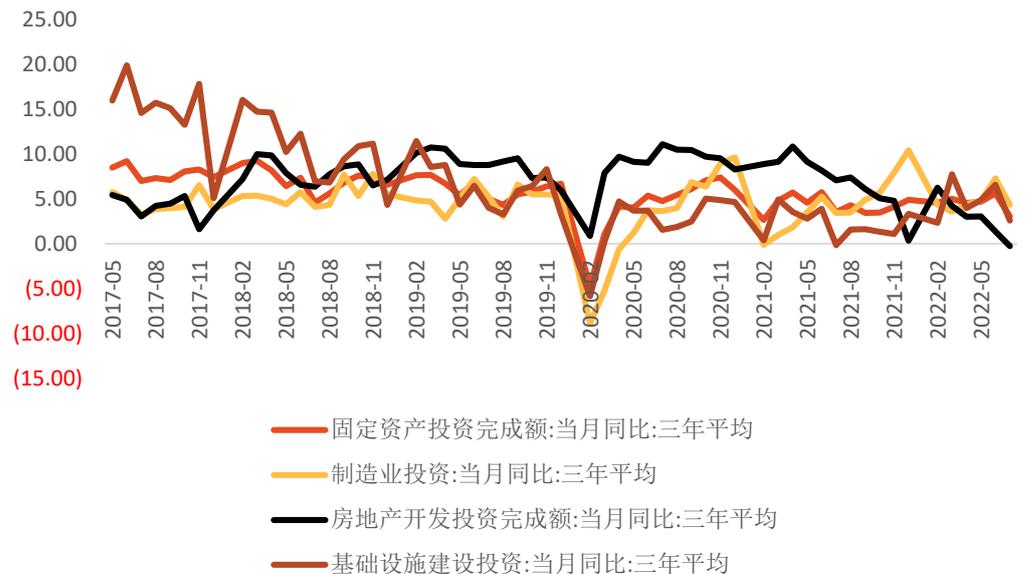
图4：服务业生产（%）



资料来源：Wind, 首创证券

固定资产投资完成额、制造业投资、基础设施建设投资、房地产投资三年平均同比增速分别为3.4%、4.4%、2.6%和-0.3%，较前值分别回落2.6、2.9、4和1.6个百分点。当月同比下行幅度分别为2.3、2.4、0.6和2.9个百分点，基建投资或由于基数原因，三年同比下行幅度较大。较为意外的是，制造业投资两种口径下均出现大幅下行。

图5：固定资产投资



资料来源：Wind, 首创证券

7 月份社会消费品零售总额实际值同比下降 0.77%，前值-0.58%；名义额同比上升 2.7%，较前值下降 0.4 个百分点，其中，商品零售同比上升 3.2%，较前值回落 0.7 个百分点；餐饮收入同比下降 1.5%，降幅较前值收窄 2.5 个百分点。

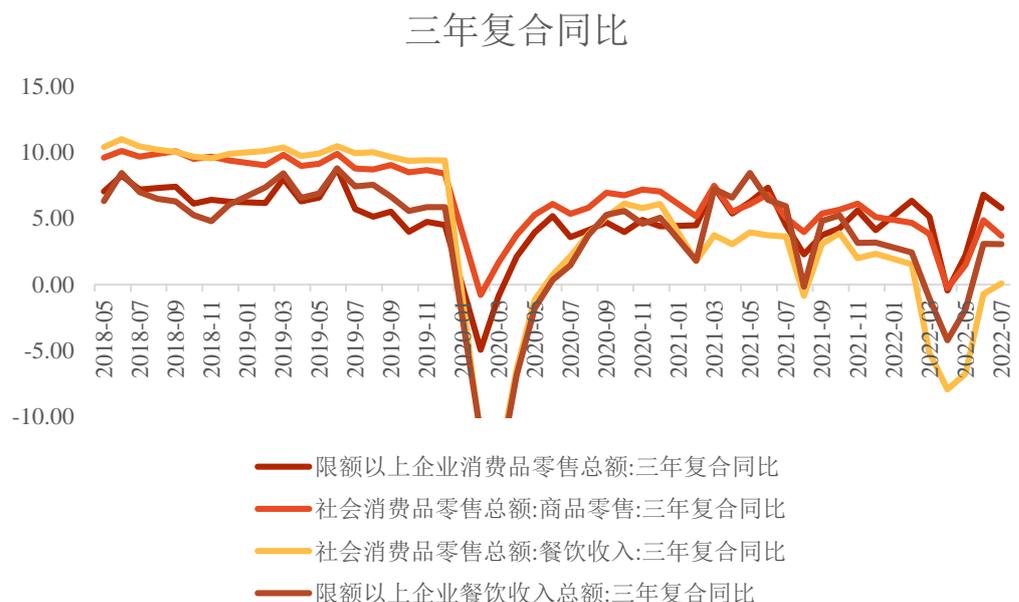
从三年平均同比来看，7 月份社会消费品零售总额实际值同比上升 0.9%，前值 1.96%；名义额同比为 3.29%，前值为 4.31%，其中，商品零售同比 3.69%，较前值回落 1.18 个百分点；餐饮收入同比为 0.07%，由负转正，较前值上升 0.79 个百分点。较为意外的是，7 月餐饮收入较商品零售修复更具韧性。

图 6：社零消费名义/实际三年平均同比（%）



资料来源：Wind, 首创证券

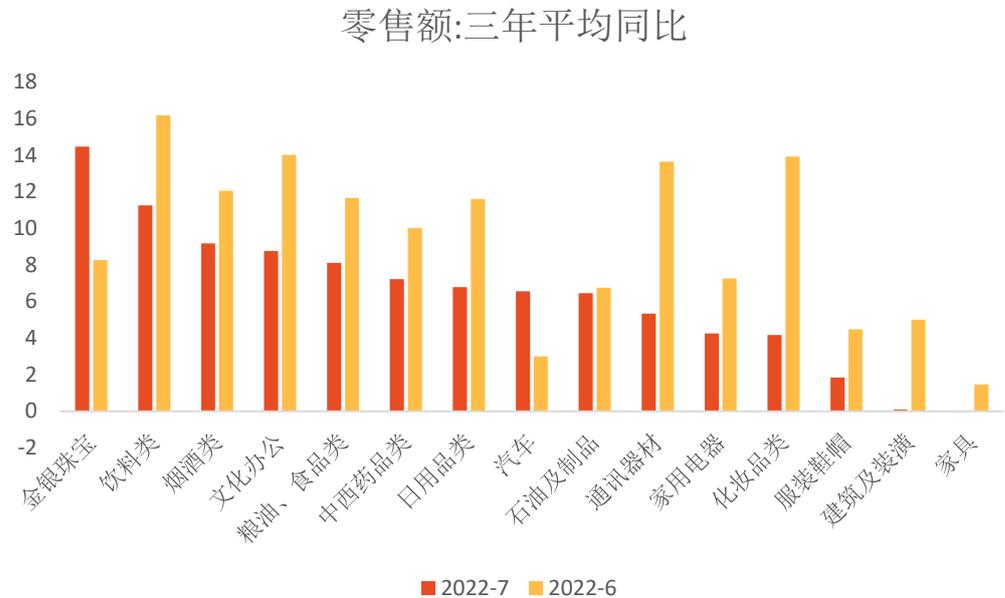
图 7：商品、餐饮三年平均同比（%）



资料来源: Wind, 首创证券

从分项的三年同比增速来看,除了汽车与金银珠宝类增速上行外,其他类别全面下行,地产后周期类最差,家具同比转负、建筑及装潢类接近0增长。

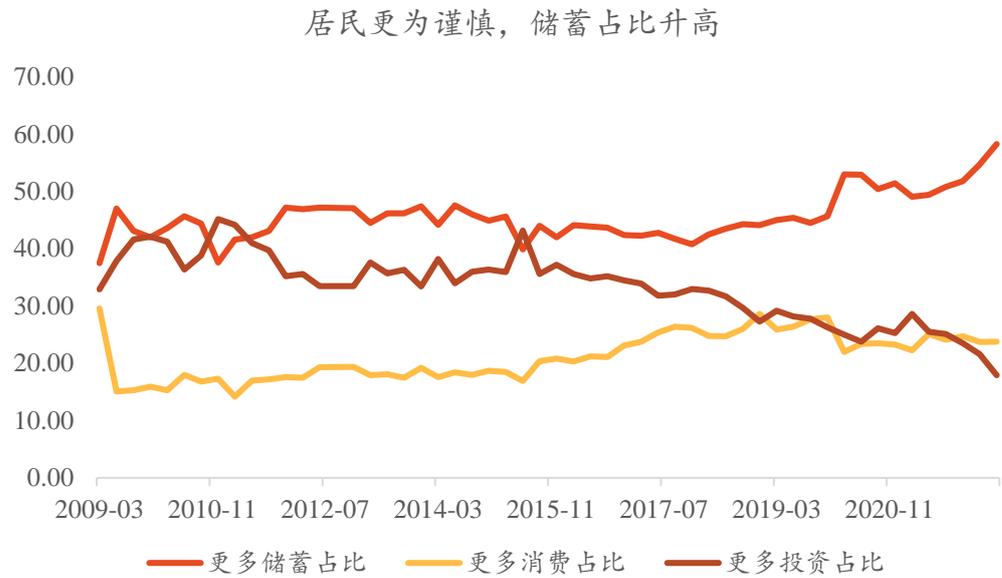
图 8: 零售分项三年平均同比 (%)



资料来源: Wind, 首创证券

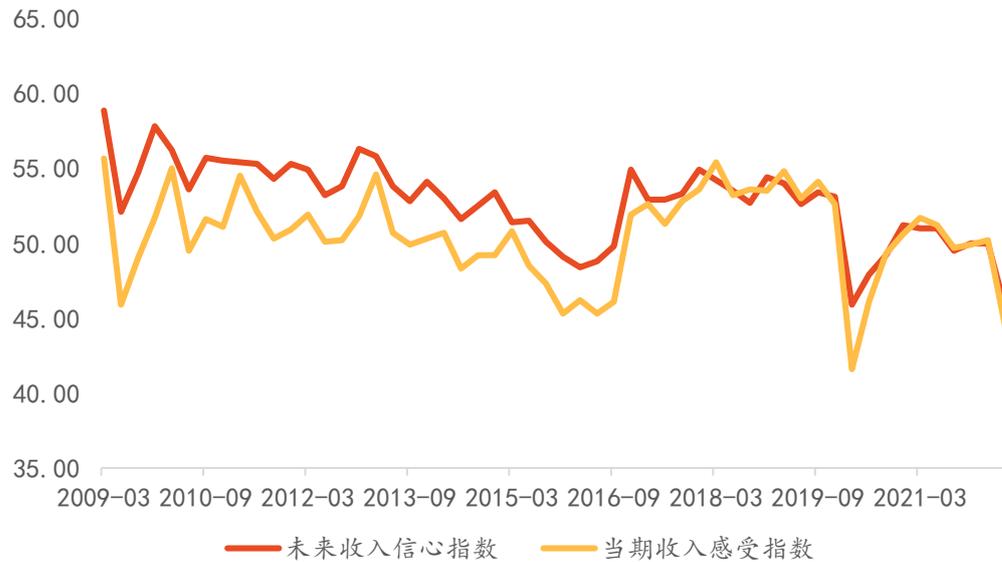
疫情对消费的直接影响可能在减弱。具体体现在对疫情最敏感、受疫情影响最直接的餐饮消费增速回升,但疫情使居民的消费倾向发生了长期的变化,居民消费意愿降低,因此商品消费边际修复力度弱于餐饮消费,疫情长尾效应明显。同时,地产的低迷对地产后周期类商品的拖累明显,家具和建筑装潢类同比增速垫底。

图 9：央行问卷调查数据显示居民储蓄意愿创新高，消费意愿低于疫情前



资料来源：Wind, 首创证券

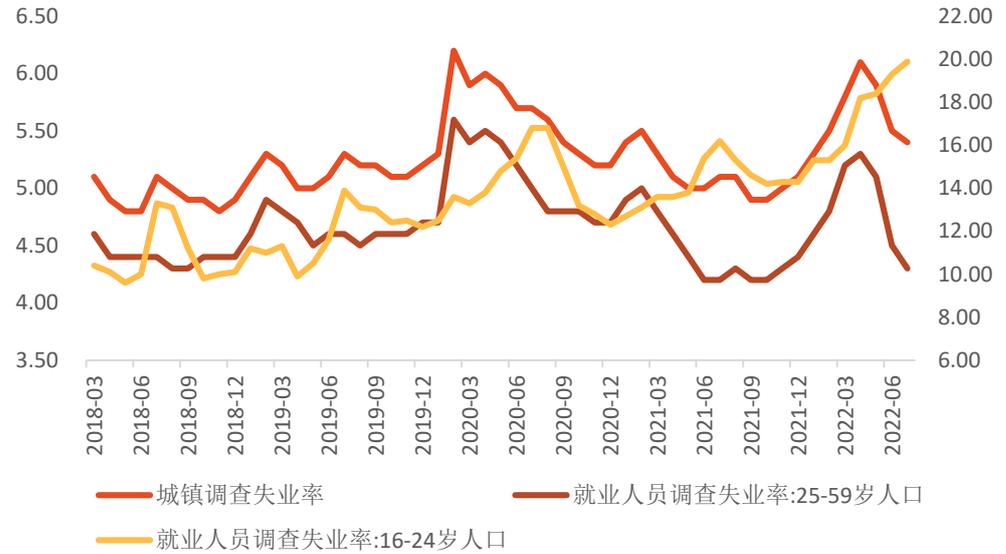
图 10：央行问卷调查数据显示：居民收入信心指数大幅下行



资料来源：Wind, 首创证券

7 月全国城镇调查失业率继续改善，但结构性问题突出，青年失业率仍然严重。7 月全国城镇调查失业率下降 0.1 个百分点至 5.4%。其中，25-59 岁人口调查失业率为 4.3%，回落 0.2 个百分点；而 16-24 岁人口调查失业率为 19.9%，较前值继续上升 0.6 个百分点，再创新高，持续与总体失业率背离。

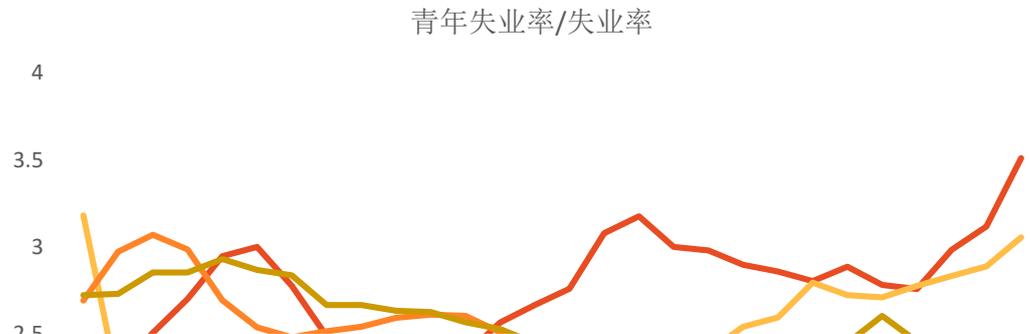
图 11: 失业率



资料来源: Wind, 首创证券

其实青年失业率高高于总体失业率并不罕见, 全球大多数国家均有类似的情况, 但中国青年失业率高与失业率的比值最高, 当前达到 3.5 倍, 除了美国达到 3 倍以外, 其他国家均不超过 2.5 倍。疫情使企业对新增劳动力的吸纳能力变弱, 能提供的增量就业岗位十分有限, 由此可能造成青年失业率居高不下。

图 12: 各国青年失业率/失业率



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45319



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>