



分析师：周君芝

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

8月15日，央行发布7月经济数据。同日，MLF缩量续作，MLF利率下调10bp。

➤ 7月指标读数虽然纷纷下行，但实际经济状态并没有那么糟糕

乍看7月经济数据，各项指标同比读数全面下行。工增同比从3.9%下降至3.8%，社零同比从3.1%下降至2.7%。基建、制造业和地产投资同比分别从12%下降至11.5%，从9.9%下降至7.5%，从-9.4%下降至-12.3%。

细看7月经济数据，反映的经济现实并不差。首先是基建和制造业投资，总体趋平。本月地产投资下行速度下行较快，但也完全在预期之内。工增同比也基本持平于上月。再看社零，汽车以外社零较上月有所改善（从1.4%提高至1.48%）。

➤ 当前经济动能仍靠基建和出口，亮点还在中下游制造业。

需求动能仍在基建和出口。除了4月极端的疫情扰动，今年开年至今，中国出口和基建都保持了高景气，截止7月，基建和出口均未体现出明显的趋势转折，二者仍是当下中国重要的经济支柱。

产业亮点还是落在中下游制造业。7月地产预期快速走弱，中上游制造业企业去库，相关制造业工增萎缩，例如钢铁、有色、通用和专用设备、金属制品业。这一点在7月制造业PMI中反映的非常充分。撇除这一部分制造业，我们观察到大部分中下游制造业工增同比维持高位，汽车和电力制造业表现尤为亮眼。

➤ 7月所有经济指标异动的底层原因，都可以归结到地产走弱。

7月社融同比增速拐头下行，拖累分项是居民信贷收缩，核心原因在地产走弱，居民部门表现出一定“去杠杆”特征。

7月工增较6月小幅走弱，拖累分项是中上游制造业，直接原因是大宗价格下行，中上游企业去库，底层逻辑也是地产预期走弱。

7月社零读数低于预期，原因不在疫情而在汽车。对疫情高度敏感的餐饮消费反而7月迎来修复。7月社零走弱的主要拖累项是汽车分项，可解释本月8成社零同比下降。对比汽车业协会公布的乘用车销售量，本月社零中的汽车消费明显走低的过快。我们认为社零汽车消费和乘用车消费，两者轧差指向商用车消费7月快速走低，这背后的逻辑可能还是在于地产过快下降。

➤ 意料之外降息，降息意图非常明显：拯救过于薄弱的实体需求。

8月15日市场迎来预料之外的降息，并且MLF利率一次性下调10bp。现行利率框架之下，后续我们将迎来1Y和5YLPR利率下调。

这次MLF一方面调降利率，一方面缩量续作。缩量降息，这样的操作组合，背后的政策意图非常明显：降息目的在于刺激终端实体需求（降息），而非进一步增多银行间流动性供给（缩量）。

政策操作紧密呼应近期经济金融现实：地产预期走弱，实体需求不足，资金淤积在金融市场。

➤ 已经降息了，对未来我们不必太过悲观。

拖累7月经济表现的根本原因在地产，而这一定价逻辑早就被7月股、债、大宗充分给予定价反应。和偏低的社融读数一样，看似偏冷的经济数据，同样不会对资本市场带来太多负面扰动。

支撑上半年经济的基建和出口，预计下半年仍将是经济的重要支撑分项。除了地产，目前宏观经济的底层逻辑未被破坏。

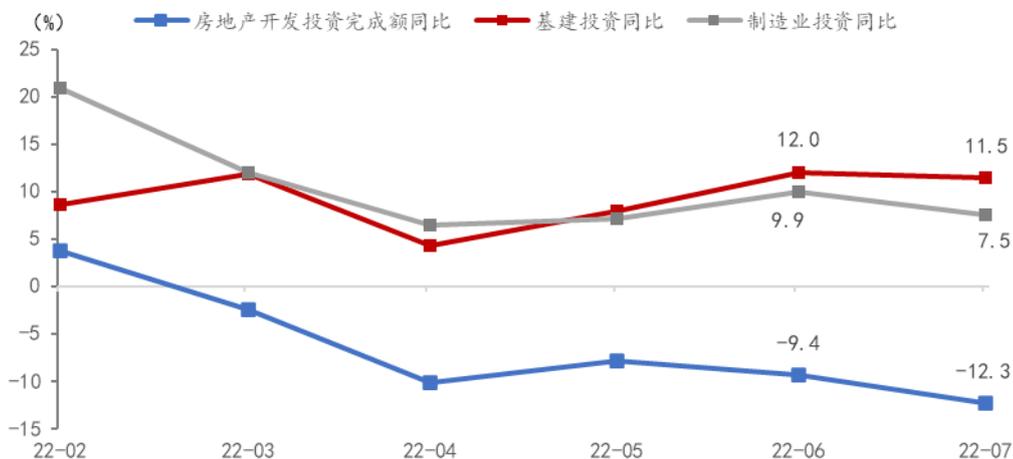
7月地产预期迅速冰冻，地产走弱，又连锁式影响各项经济金融指标。而在8月我们又迎来预料之外的降息，纾解地产风险的政策信号越发浓烈。对于未来，我们大可乐观一些。

➤ 风险提示：经济走势超预期；疫情发展超预期；海外地缘政治超预期。

相关研究

- 1.宏观专题研究：本轮猪周期对CPI影响力或削弱-2022/08/14
- 2.政策双周报：推进有效投资加速落地-2022/08/14
- 3.全球大类资产跟踪周报：国内外预期纠偏-2022/08/13
- 4.宏观事件点评：7月金融数据，时代的一粒灰-2022/08/13
- 5.宏观事件点评：怎样理解央行对通胀的关注？-2022/08/11

图1：7月地产投资进一步走弱



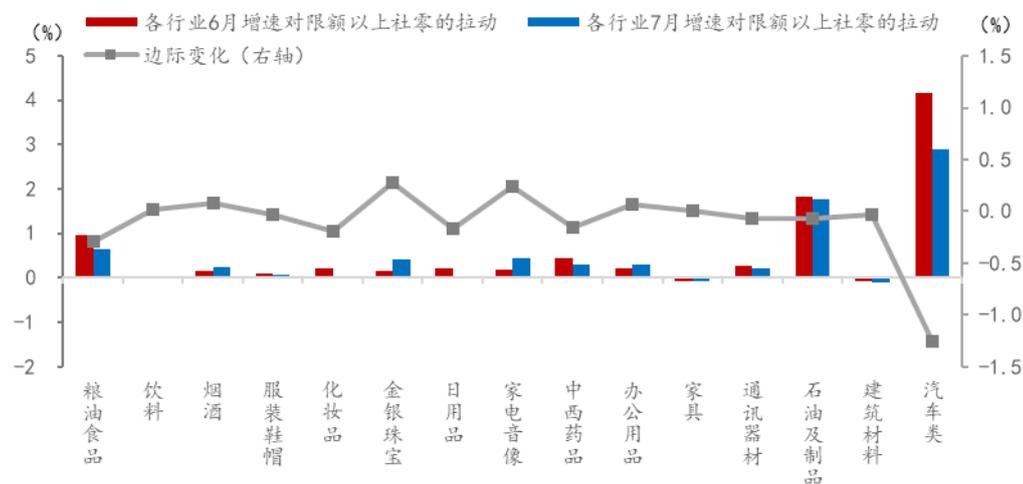
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：中上游企业工增下滑较为明显



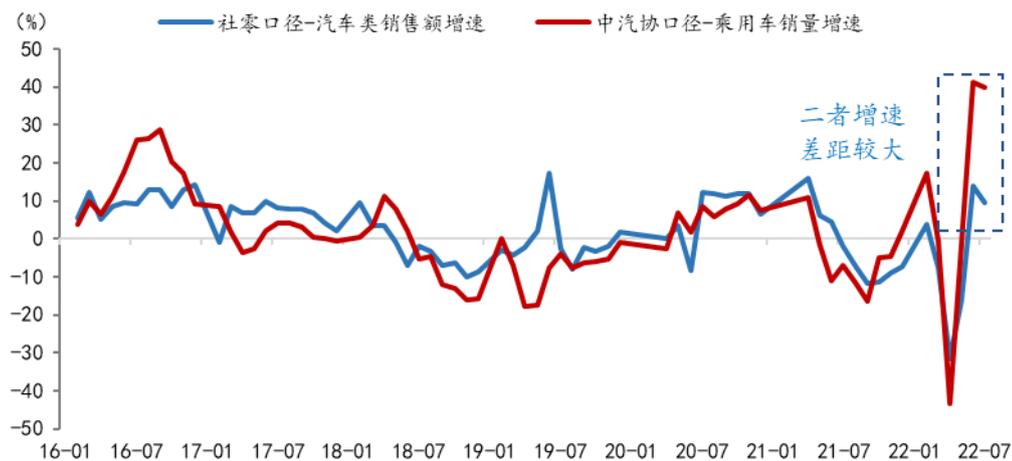
资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：本月汽车消费对社零拖累较为明显



资料来源：Wind，民生证券研究院；注：边际变化指各行业7月增速对限上社零的拉动减去前值。

图4：社零口径和中汽协口径汽车销售差异较大



资料来源：Wind，民生证券研究院

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_45328



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn