

总量研究

经济恢复虽有所放缓，债市仍需持均值回复思维

——2022年7月经济数据点评兼债市观点

要点

事件：

国家统计局公布2022年7月经济数据：1) 7月规模以上工业增加值同比增长3.8%，前值为3.9%；2) 1-7月固定资产投资同比增长5.7%，前值为6.1%；3) 7月社会消费品零售总额同比增长2.7%，前值为3.1%。

点评：

工业生产同比增速稍有下降，主要影响来自制造业。2022年7月规模以上工业增加值同比增长3.8%（前值为3.9%），环比增速为0.38%（前值为0.84%）。制造业生产在工业生产中占比最高，也是经济内生动力的最直接体现。7月制造业生产同比增为2.7%，增速较上月下降，且低于1季度均值，大体与去年9-11月相当，从数据表现来看，目前制造业生产表现相对较弱。

固定资产投资三大项同比增速均有一定程度放缓。7月固定资产投资同比增速为3.8%（前值为5.6%，下降1.8个百分点），地产、制造业、广义基建投资同比比6月下降2.9、2.3和0.5个百分点。7月基建投资增速仍维持在高位，后续仍将是稳增长抓手。

7月社消同比环比均有所回落，服务类消费恢复依旧但速度较慢。7月当月社消增速同比增长2.7%，前值为增长3.1%，连续两个月录得正增长。从消费品维度来看，7月必选消费同比增速从高位回落，汽车消费在政策推动下表现不错，服务类消费有所恢复但速度较慢。

债市观点

我们认为，对债市要有均值回复的思维，但也要意识到这种均值回复的曲折，并非一蹴而就。

风险提示

近期疫情有所反复，后续全球经济复苏的不确定因素仍存；国内经济仍处于恢复进程中，疫情带来的衍生风险也不能忽视。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001
010-56513035
zhang_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001
010-56513081
weiwx@ebsecn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004
010-56513038
lishuchuan@ebsecn.com

联系人：方钰涵

010-56513071
fangyuhuan@ebsecn.com

联系人：毛振强

010-56513030
maozhenqiang@ebsecn.com

联系人：董乃睿

010-56513032
dongnr@ebsecn.com

相关研报

结构有亮点，后续政策需适当加码——2022年二季度和6月经济数据点评兼债市观点（2022-07-15）

供需均在恢复中，但有所分化——2022年5月经济数据点评兼债市观点（2022-06-16）

主要指标均有明显下降，关注后续恢复情况——2022年4月经济数据点评兼债市观点（2022-05-16）

1、事件

2022年8月15日，国家统计局公布2022年7月经济数据：

- 1) 7月规模以上工业增加值同比增长3.8%，前值为3.9%；
- 2) 1-7月固定资产投资同比增长5.7%，前值为6.1%；
- 3) 7月社会消费品零售总额同比增长2.7%，前值为3.1%。

2、点评

2.1、工业生产的水平稍有下降，主要影响来自制造业

2022年7月规模以上工业增加值同比增长3.8%（前值为3.9%）；7月份环比增速为0.38%（前值为0.84%）。

7月工业生产数据，同比增速大体与6月持平，但较5月仍有不少提升（5月工业增加值同比增速为0.7%），预示工业生产目前仍处在恢复阶段，但恢复的进度可能并不顺畅。可以从以下几个视角对工业生产进行评价：

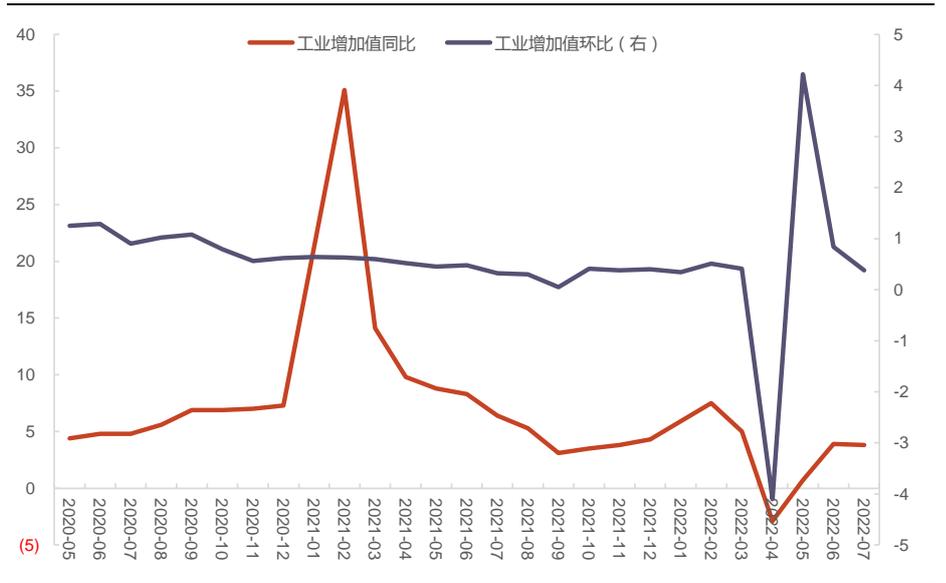
第一，**从市场预期来看**，7月规模以上工业增加值同比增速为3.8%，低于Wind平均预期的4.6%；

第二，由于疫情冲击主要发生在3月后，因此一个不错的参照数据是3月工业生产的增速。3月规模以上工业增加值同比增速为5%，7月增速水平距这一水平仍有一定差距；

第三，**从结构来看**，7月采矿业增加值同比增长8.1%（前值为8.7%），制造业增加值同比增长2.7%（前值为3.4%），电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比增长9.5%（前值为3.3%）。近期，能源价格高位波动，因此采矿业供给环境较好，短期内生产尽管有所波动，但仍维持在高增长水平；电力、热力、燃气及水生产和供应业生产增速7月快速上升则与今年酷暑有关。制造业生产在工业生产中占比最高，也是经济内生动力的最直接体现，因此生产层面关注的重点仍是制造业。7月制造业生产同比增为2.7%，6月为3.4%，增速有所下降，且低于1季度均值，大体与去年9-11月相当。从这个数据来看，目前制造业生产表现相对较弱。但这需要关注两个方面的原因：一个可能是疫情带来的冲击，使得生产不顺畅；第二则可能是企业订单降低，使得生产成为“无水之源”。如果是后者的话，则尤需警惕。

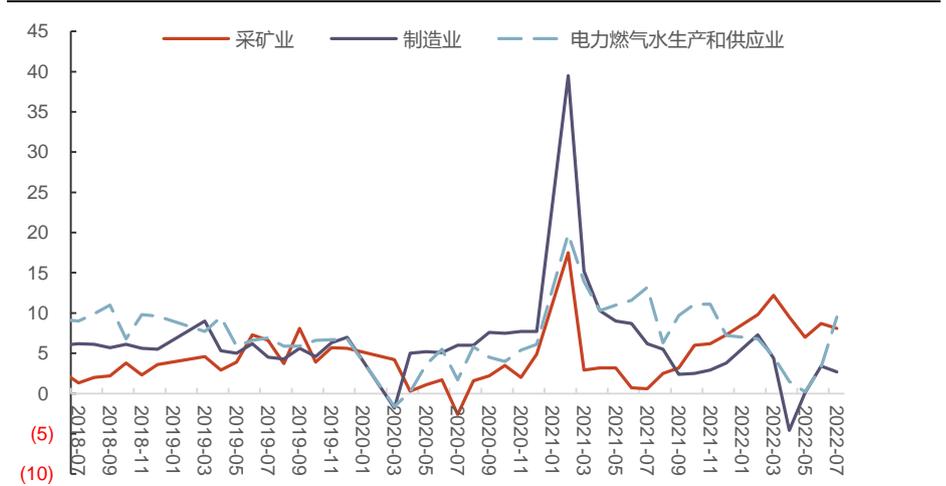
综合上述分析，**大致可以判断当前生产仍处在恢复过程中，但恢复相对并不顺畅；后续的焦点仍是制造业生产**。目前来看，7月我国出口仍维持在高增速水平，但这可能是前期订单积累的结果；而7月我国PMI新出口订单只有47.4%，比6月下降2.1个百分点，且持续处于荣枯线以下，后续制造业生产的支撑可能并不太理想。

图表 1：7 月规模以上工业生产同比和环比增速均有所下降



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 2：7 月制造业生产同比增速降至 2.7%



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

2.2、 固定资产投资三大项同比增速均有一定程度放缓

1-7 月全国固定资产投资 31.98 万亿元，同比增长 5.7%（前值为 6.1%），增速较 6 月有所下降。而从环比增速来观察，7 月固定资产投资环比增长 0.16%（前值为 0.93%），环比增速下降明显。

从当月增速来看，7 月固定资产投资同比增速为 3.8%（前值为 5.6%，下降 1.8 个百分点），地产、制造业、广义基建投资同比增速分别为-12.3%、7.6%和 11.5%（前值分别为-9.4%、9.9%和 12%），分别变动-2.9、-2.3 和-0.5 个百分点。

结合来看，对于固定资产投资，大致结论如下：

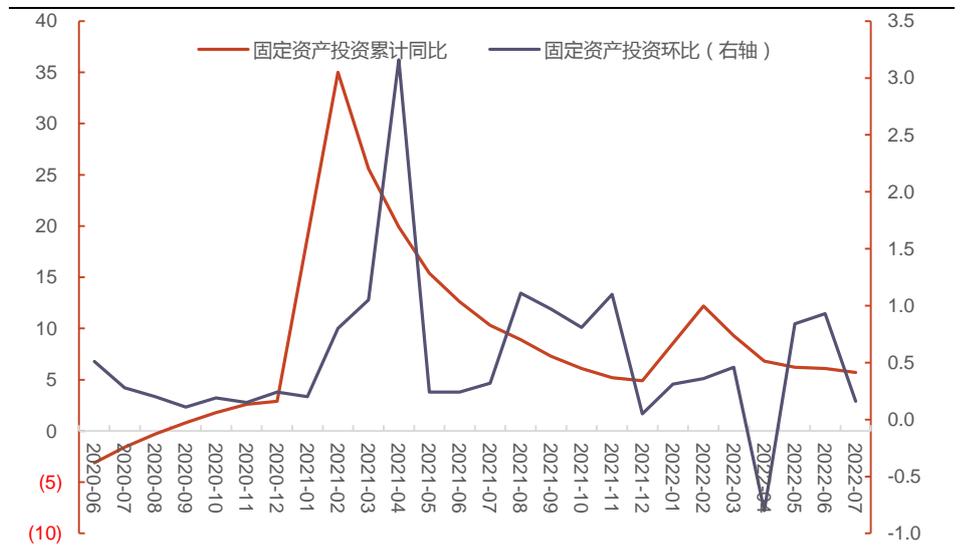
整体来看，一季度固定资产投资增速录得较高水平，4月投资受疫情冲击明显，5月、6月投资有所恢复，但7月恢复速度放缓。

地产投资继续走弱。2021年起房地产开发投资累计同比增速逐月下降（今年3月累计增速较去年同期下降了近25个百分点）。当月增速中，今年1-2月同比增速回升，超出市场预期，但3月再次下降，4月受疫情影响降幅扩大，5月降幅稍有收窄，6、7月投资增速降幅拉大。另外，7月房地产开发景气指数为95.26（连续5个月下降）。目前地产市场景气较弱，需求和投资修复仍遇到较大阻力。

制造业投资水平从高位回落。经过连续5个季度去杠杆之后，工业企业资产负债表已经达到一定程度的修复，工业企业有一定的扩张能力，制造业投资对经济的支撑值得期待。受疫情影响4月制造业投资同比增速降至6.4%（相较3月下降5.5个百分点），5月回升至7.1%，6月则进一步提升至9.9%。7月制造业投资增速则降至7.6%，大致是5月水平。这一水平低于今年一季度的15.6%，也低于去年4季度水平（2021Q4制造业投资平均增速为10.7%）。

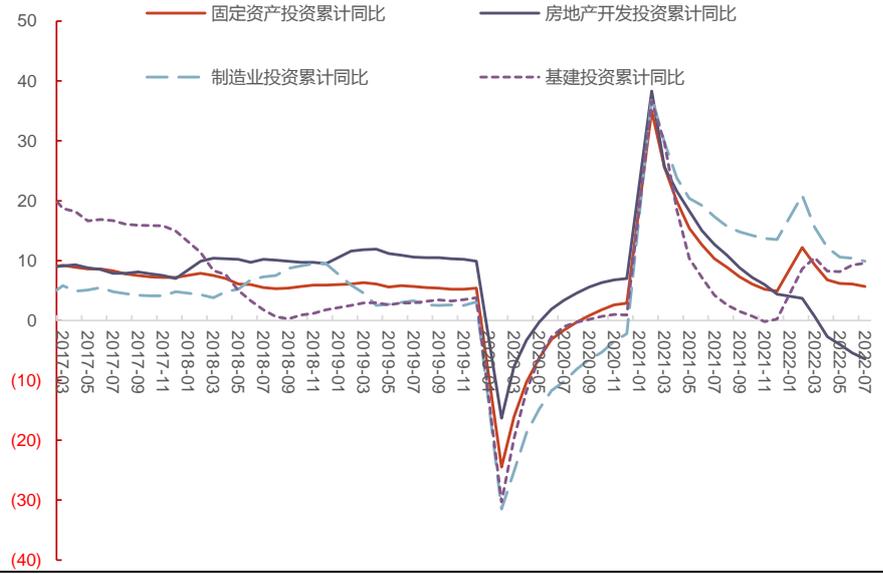
7月基建投资增速仍维持在高位，后续仍将是稳增长的关键抓手。地产投资外，基建投资也是拖累2021年固定资产投资增速下降的重要原因，随着稳增长成为后续经济工作主要目标和宏观政策的着力点，市场对基建投资期望较高。今年一季度基建投资增速为10.5%，水平与市场预期基本一致。受疫情影响，4月基建投资同比增速仅为4.5%（较3月下降7.3个百分点），5月同比增速则回升至7.9%。6月广义基建投资增速为12%，单月增速创下年内新高。7月广义基建投资增速为11.5%，继续维持在高位，基建投资仍是稳增长的重要支撑。

图表3：7月固定资产投资环比增速下降至0.16%



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 4：固定资产投资三大项累计增速情况



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 5：7 月基建投资增速仍维持在高水平



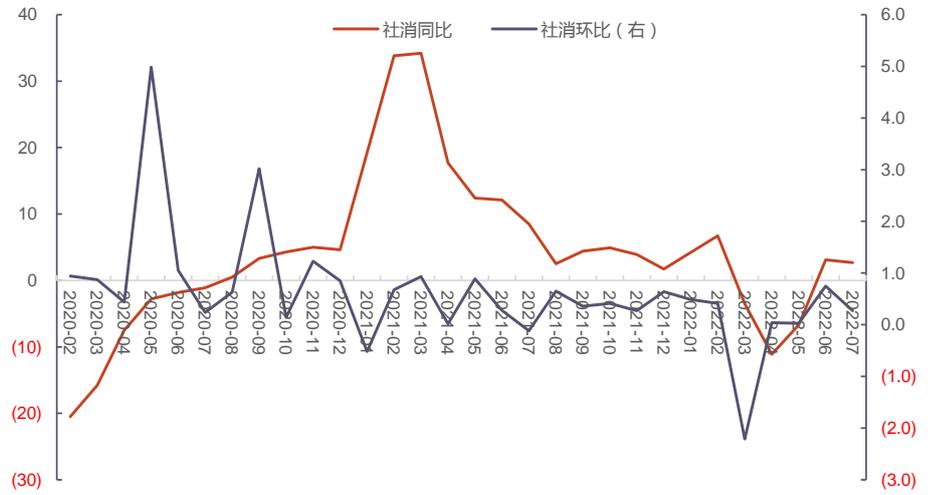
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

2.3、7 月社消同比环比均有所回落，服务类消费恢复依旧但速度较慢

1-7 月份，社会消费品零售总额为 24.63 万亿元，同比下降 0.2%。7 月当月社消增速同比增长 2.7%，前值为增长 3.1%，连续两个月录得正增长。另外，从环比来看，7 月社消环比增速为 0.27%（前值为 0.75%）。7 月同比和环比增速都有一定程度的下降。需要注意的是，7 月汽车消费同比增速为 9.7%，剔除汽车

消费后，社会消费实际同比增速只有 1.9%，反映目前汽车消费对整体的消费的支撑较高。

图表 6：7 月社会消费同比和环比增速较 6 月均有一定程度下降



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

从消费品维度来看，7 月必选消费同比增速从高位回落，汽车消费在政策推动下表现不错，服务类消费有所恢复但速度较慢。

7 月全部消费品，粮油、食品类，汽车类，金银珠宝类，通讯器材类，家电，餐饮业（限额以上单位）消费同比增速分别为 2.7%、6.2%、9.7%、22.1%、4.9%、7.1%、-1.2%（前值分别为 3.1%、9%、13.9%、8.1%、6.6%、3.2%、-2.2%），分别变动-0.4、-2.8、-4.2、14、-1.7、3.9、1 个百分点。从数据对比来看，粮油、食品类必选消费增速高位回落。可选消费中，汽车消费在政策推动下，仍维持高水平；家电消费在政策推动下，也有一定程度上升。另外，以餐饮为代表的服务类消费同比仍为负增长，但降幅持续收窄，显示这类消费一方面在恢复，但恢复的速度较慢。

图表 7：主要消费品当月同比增长情况



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_45341



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn