

宏观经济

看好（短期）

看好（中长期）

市场数据（2022-8-17）

	上证综指涨幅 (%)
近一周	1.94
近一月	2.00
近三月	6.43

股价走势图



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

研究员

张志刚
 执业证书编号: S0070519050001
 电话: 010-83991712
 邮箱: zhangzg@grzq.com

相关报告

《6月经济复苏加快, 后续关注地产销售及新增政策》20220720

《5月经济开启复苏之路, 后续密切关注增量政策》20220620

《疫情导致4月经济跌至谷底, 核酸常态化后经济增长有望兼顾》20220519

《疫情影响扩大导致经济二次探底, 稳增长逆周期持续发力下对经济应保持信心》20220422

7月疫情及地产拖累经济放缓, 下半年仍需政策进一步发力

—2022. 8. 18 宏观研究月报

投资要点

- 7月经济数据来看, 疫情反复及地产拖累下, 经济恢复有所放缓, 出口及基建仍为主要支撑, 地产进一步下滑, 消费仍较疲软。PPI 环比延续下滑, CPI 持续上行仍可控。外需支撑下出口仍强劲, 基建持续发力, 但地产投资再次下滑, 销售也较6月明显回落, 消费表现较弱, 有效需求不足下生产整体放缓。7月社融低预期下行, 信贷结构边际恶化, 制造业及非制造业 PMI 也均较前值下滑, 制造业 PMI 再次跌回荣枯线以下。整体来看, 7月经济有所回踩, 恢复势头放缓。
- 展望未来几月, 经济延续复苏的方向不变, 但在疫情反复、地产预期仍弱及消费信心不足影响下, 经济恢复仍面临波折。具体来看, 基建持续发力后续仍需专项债支撑, 出口及制造业短期仍有韧性, 但海外衰退预期逐步加强下后续大概率弱化, 居民收入持续下滑及信心不足, 消费增速“天花板”或有所降低, 地产价格上涨预期较弱及居民对期房不信任增强, 地产投资增速仍维持低位, 保交楼下密切关注地产销售数据。PPI 同比延续下行, CPI 在猪价带动下或短暂破 3%。货币政策维持稳中偏松, 总量及结构持续发力, 专项债发行完毕下, 社融增速空间不大, 密切关注后续是否有新增专项债发行。
- 具体来看, 7月出口、基建仍为主要支撑, 地产投资进一步下滑, 消费表现疲软。
 - 1) 规模以上工业增加值为 3.8%, 低于预期。三大门类看, 夏季高温下, 电力、燃气及水生产和供应业较前值大幅提升。高温限产及有效需求不足下生产有所回落。
 - 2) 7月经济有所回踩, 其中基建及出口仍为主要支撑, 但地产进一步下滑, 消费仍较疲软。海外需求韧性及国内制造业成本优势进一步凸显下, 出口持续超预期。固定资产投资有所下滑。其中基建仍为主要支撑, 资金、项目到位下, 实物量持续落地, 基建为稳经济主要抓手; 制造业维持韧性, 高新技术行业仍维持高位, 但下半年海外衰退风险加大出口回落, 同时高基数对

制造业增速或有所拖累；地产投资进一步下滑，“烂尾楼事件”扩散下，7月地产销售有所下滑，拿地及新开工面积仍维持低位，竣工面积降幅有所收窄，但政府已成立纾困基金，央行超预期降息下5年期LPR延续下降将对地产销售形成提振，密切关注地产销售情况。疫情反复及汽车销售放缓，消费仍较疲软，居民收入下滑及消费信心受损仍较严重，维持消费弱复苏的判断。总体来看，7月经济有所回踩，但我们认为经济延续复苏的方向不变，一是因为常态化核酸下，疫情虽有反复但不会再像4月那样大规模爆发，近几个月多个城市疫情均实现动态清零；二是地产销售在纾困基金及降息兜底下将有所改善，不过经济仍需政策进一步发力支撑。

3) 7月社融超预期下行，人民币贷款及企业债为主要拖累项，政府债及表外融资为支撑项。政府债在国债错位发行下对社融形成支撑，同时受去年资管新规影响表外融资基数较低，同比维持多增，但疫情反复及地产拖累下，居民及企业贷款均同比少增，票据冲量特征再显，信贷结构边际恶化。后续来看，今年专项债已基本发行完毕，地产销售再次下滑，后续社融增速空间或有限，密切关注是否有新增专项债发行。

4) 7月制造业及非制造业均较前值有所下滑，分别为49.0%和53.8%。欧美制造业PMI延续下滑，欧元区PMI已跌至荣枯线以下。经济回踩下大中小企业景气度普遍下滑。分项来看，供需均有所放缓，外需下滑幅度大于内需；需求不足下企业加速去库存，原材料购进也有所减少；价格指数大幅下滑。非制造业景气度也有所回落，服务业恢复速度放缓，建筑业PMI在基建发力下持续抬升。欧美制造业PMI延续下滑，美国目前已陷入技术性衰退，欧元区PMI跌至荣枯线以下，滞胀压力明显增加。

5) 在海外衰退预期及国内有效需求不足下，PPI延续回落，CPI在猪肉及鲜菜带动下有所上行，但内需较弱下核心CPI不增反降。猪肉及鲜菜价格大幅上涨，同时鲜果及油价有所下行，CPI环比上涨0.5%；大宗商品价格持续下行，PPI环比由持平转为下降。后续来看，PPI同比预计延续下行，CPI同比则在猪肉带动下或短暂破3%，但内需较弱下物价可控，对货币政策不形成掣肘。

6) 疫情反复及内需仍弱下，7月上游价格涨跌不一，中游有所

反弹，下游则有所回落。上游受海外衰退预期及国内需求仍弱影响，原油价格持续下行，动力煤维持震荡，铜、铝、螺纹钢及热卷超跌反弹，持续性有待观察。中游看，基建持续发力下，水泥价格止跌企稳，后续或将有所上行，挖掘机销量延续回升。下游看，消费仍然疲软，地铁客运量减少，汽车销量也有所下滑。短期看，疫情仍有反复，叠加居民收入持续下滑，对未来信心不足，下半年消费或比预期的要弱。

7) MLF 及公开市场操作超预期降息 10BP, 政治局会议表态地方要用足用好专项债务限额。货币方面，政治局会议表示要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，同时近期央行 MLF 操作缩量降息大超预期，表明下半年流动性收敛但不收紧，货币政策稳中偏松。财政方面，政治局会议表示用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额，李总理近期也强调要盘活专项债债务限额空间，用好政策性开发性金融工具，扩大有效投资并带动消费。地产方面，“烂尾楼事件”影响有所扩散，但近期郑提出了四种房企纾困方案，同时出台了 100 亿元地产纾困基金，消息称近期监管指导为示范房企提供流动性支持，由中债信用对房企发行的中期票据开展“全额无条件不可撤销连带责任担保”。下半年或会在保交楼稳民生方面出台更多政策。整体来看，目前政策重心仍在稳增长上，货币要持续发挥总量和结构双重功能，财政方面关注是否有新增专项债发行，基建持续发力，“烂尾楼事件”有所发酵，除上述新增保交房政策外，关注是否其他新增政策兜底。

风险提示：1. 国内疫情和防疫形势超预期；2. 地产景气修复持续低于预期；3. 美国经济下行超预期；4. 中美博弈超预期；5. 俄乌局势超预期。

目录

1. 疫情反复及地产拖累下经济有所回踩.....	6
有效需求不足下生产有所放缓	6
2. 7月经济有所回踩，出口、基建仍未主要支撑，但地产进一步下滑，消费仍疲软.....	7
2.1 出口持续超预期韧性仍存.....	8
2.2 固定资产投资增速回落，地产投资加速探底，基建发力明显，制造业投资维持高位但表现转弱.....	9
2.3 疫情反复及汽车销售放缓，社零增速低于预期.....	12
3. 疫情反复及地产销售再度下滑，社融及信贷不及预期.....	14
4. 经济恢复放缓仍需政策持续发力.....	16
5. 猪肉及鲜菜价格提振下 CPI 有所上行，PPI 延续下滑.....	19
6. 行业：疫情反复及内需较弱下，上游价格涨跌不一，基建发力下中游有所反弹，下游仍偏弱.....	21
7. 政策：MLF 和公开市场操作超预期降息，密切关注政府专项债剩余限额发行.....	24

插图目录

图 1 工业增加值环比回归常态.....	6
图 2 高温下电力、燃气及水生产和供应业大幅增长.....	6
图 3 汽车制造业仍是亮点，电力、热力生产及酒、饮料制造业增速较前值大幅提升（%）.....	7
图 4 出口增速均较前值提升且超预期（%）.....	8
图 5 越南出口仍维持一定高位（%）.....	8
图 6 纺服玩具、汽车零件、汽车及汽车底盘对出口形成较大支撑（%）.....	9
图 7 1-7 月固定资产投资同比（%）.....	10
图 8 7 月固定资产投资季调后环比（%）.....	10
图 9 商品房销售增速有所下滑（%）.....	11
图 10 30 大中城市成交面积近期再次下滑（万平方米）.....	11
图 11 高技术制造业对制造业形成支撑（%）.....	12
图 12 7 月社零数据再次下滑低于预期（%）.....	13
图 13 汽车销售有所下滑（%）.....	13
图 14 高温下烟酒饮料类增速有所提升，汽车销售增速有所下滑但仍维持高位（%）.....	13
图 15 7 月社融增速超预期下行（%）.....	15
图 16 人民币贷款及企业债为主要拖累项（亿元）.....	15
图 17 票据冲量特征明显，疫情反复下信贷结构再次转差（亿元）.....	15
图 18 制造业 PMI 重新回落至荣枯线以下（%）.....	16
图 19 中小企业景气水平普遍下滑（%）.....	16
图 20 产需均有放缓，外需大于内需（%）.....	17
图 21 价格指数大幅下滑（%）.....	17
图 22 服务业商务活动有所放缓（%）.....	18
图 23 美欧 PMI 延续放缓，欧元区跌至荣枯线以下（%）.....	18
图 24 7 月 CPI 环比有所上行（%）.....	19
图 25 猪肉价格持续抬升（%）.....	19
图 26 CPI 环比高于季节性，其中食品烟酒为主要支撑（%）.....	20
图 27 PPI 同比及环比均延续下行（%）.....	20
图 28 生产资料价格环比大幅下行（%）.....	20
图 29 衰退预期下原油价格近期持续回落.....	22
图 30 保供稳价下动力煤价格低位震荡.....	22
图 31 铜价有所反弹.....	22
图 32 技术面调整铝价也有所反弹，持续性有待观察.....	22
图 33 基建持续发力下水泥价格止跌企稳（%）.....	23
图 34 挖掘机销量持续上行（%）.....	23
图 35 螺纹钢价格小幅反弹（元/吨）.....	23
图 36 热卷价格近期也有所回升（元/吨）.....	23
图 37 近期手机销量有所反弹（%）.....	24
图 38 汽车销售小幅回落（%）.....	24
图 39 餐饮收入仍维持负增长（%）.....	24
图 40 8 大城市地铁客运量有所回落.....	24

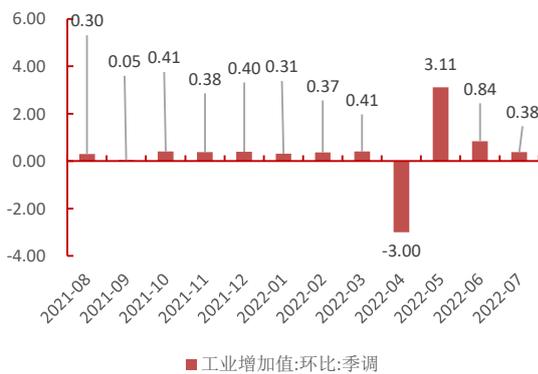
1. 疫情反复及地产拖累下经济有所回踩

有效需求不足下生产有所放缓

7月规模以上工业增加值同比增速为3.8%，较前值小幅回落0.1个百分点，低于预期。主要原因有一是疫情反复下，对生产存在一定扰动；二是7月以来持续高温，济南、重庆等地发布高温“停工令”，户外施工进度受限；三是企业的生产逻辑已从之前的供应链约束，转变为需求的制约，在有效需求不足下企业生产减少。

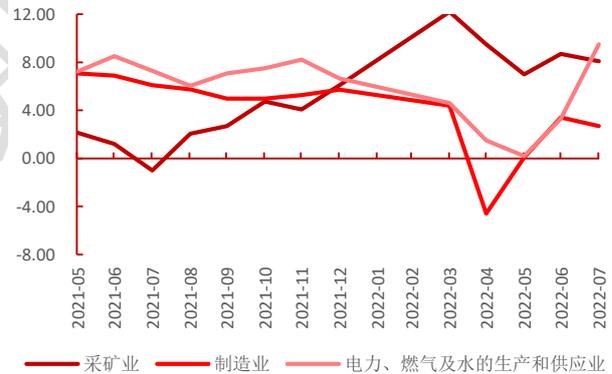
三大门类看，采矿业及制造业较前值有所下滑，电力、燃气及水生产和供应业则较前值大幅提升。在7月持续高温下带动水电需求增长，电力、热力、燃气及水生产和供应业较前值大幅提升6.2个百分点至9.5%；采矿业同比增长8.1%，仍维持高位，其中需求旺盛下原煤产量同比增长16.1%，较前值提升0.8个百分点；但疫情反复及内需较弱下，制造业工业增加值较前值下滑0.7个百分点至2.7%，这与7月制造业PMI有所下滑相互印证。

图 1 工业增加值环比回归常态



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 2 高温下电力、燃气及水生产和供应业大幅增长

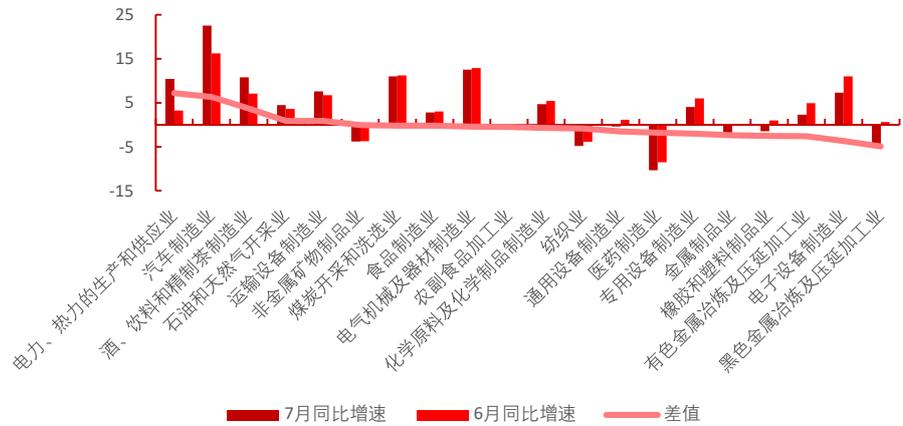


数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部 (2021 年为两年平均增速)

分行业看，夏季高温到来，除电力、热力供应业大幅增长外，煤炭开采洗选业仍维持11%的同比高位，酒、饮料和精制茶制造业也较前值提升3.7个百分点至10.8%；国内政策持续发力及新能源汽车出口加速下（7月新能源车出口环比增长89.9%），汽车制造业延续边际改善，7月汽车制造业较前值再次提升6.3个百分点至22.5%；在出口仍维持韧性的情况下，电子设备及电器机械器材仍维持高位。

受地产拖累及需求不足影响，有色、黑色、非金属矿物及金属制品等，均较前值有所下滑，分别下滑2.6、4.9、0.1和2.4个百分点。

图 3 汽车制造业仍是亮点，电力、热力生产及酒、饮料制造业增速较前值大幅提升（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

后续来看，生产将由之前受疫情及供应链的约束，转变为需求的制约，所以后续密切关注经济的修复动能，仍需政策持续发力。

2. 7 月经济有所回踩，出口、基建仍未主要支撑，但地产进一步下滑，消费仍疲软

7 月经济有所回踩，其中基建及出口仍为主要支撑，但地产进一步下滑，消费仍较疲软。具体来看，海外需求韧性仍存及高通胀背景下，国内制造业成本优势进一步凸显，出口持续超预期维持高位，后续随着海外衰退逐步兑现及基数提升下，出口将延续下滑。固定资产投资有所下滑。其中基建仍为主要支撑，在资金、项目到位下，实物量持续落地，后续基建仍将延续高增速，为稳经济主要抓手；在出口及留抵退税支撑下，制造业投资维持韧性，高新技术行业仍维持高位，但下半年海外衰退风险加大出口回落，疫情反复增加制造业投资的不确定性，同时高基数下对制造业增速拖累；地产投资进一步下滑，“烂尾楼事件”扩散下，7 月地产销售有所下滑，拿地及新开工面积仍维持低位，竣工面积降幅有所收窄，但“烂尾楼事件”政府已成立纾困基金进行兜底，近期央行也超预期降息，LPR 大概率延续下降将对地产销售形成提振，预计后续地产维持弱修复，密切关注地产销售情况。疫情反复及汽车销售放缓下，消费仍较疲软，后续来看，居民收入下滑及消费信心受损仍较严重，仍维持消费弱复苏的判断。总体来看，7 月经济有所回踩，但我们认为经济延续复苏的方向不变，一是因为常态化核酸下，疫情虽有反复但不会再像 4 月那样大规模爆发，近几个月多个城市疫情均实现动态清零；二是地产销售在纾困基金及降息兜底下，预计将环比有所改善，不过经济仍需政策进一步发力支撑。

2.1 出口持续超预期韧性仍存

中国7月出口（以美元计）同比增长18%，预期16.2%，前值17.9%；进口同比2.3%，预期4.5%，前值1.0%；贸易顺差1012.6亿美元，预期900.4亿美元，前值979.4亿美元。

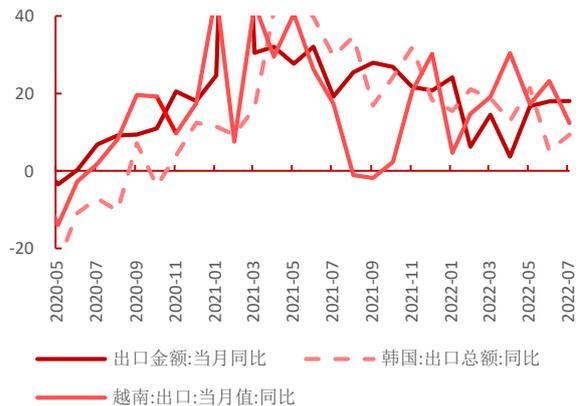
7月我国出口增速为18.0%，与前值持平但仍高于预期。主要原因一是国内物流持续恢复，7月沿海八大集装箱枢纽港口集装箱外贸吞吐量同比增长14.5%（6月为8.4%），同时此前受疫情影响较重上海，7月整车货运物流指数为86.12%，（6月仅为59.5%）；二是虽然对海外衰退的担忧不断增大，但外需仍有韧性，可以看到美国非耐用品及服务仍维持9%左右的同比增速；三是全球通胀和劳动力供给不足的背景下，欧美制造业成本抬高，而中国在保供稳价背景下，制造业成本竞争优势进一步凸显。

图4 出口增速均较前值提升且超预期（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图5 越南出口仍维持一定高位（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

从出口产品来看，夏季出行高峰到来，海外出行需求上升，箱包、服装、玩具出口增速仍维持高位，分别为41.3%、18.5%和27.9%，汽车零部件、汽车及汽车零部件出口增速分别为前值大幅提升18.5%和18.6%个百分点，同时美国新屋

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_45381



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn