



证券研究报告

宏观研究

市场数据（2023-8-17）

	上证综指涨幅（%）
近一周	-2.79
近一月	-1.43
近三月	-3.67

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

相关报告

《经济筑底特征明显，后续内生动能有望环比回暖》20230719

《经济内生动能仍较弱，稳增长政策枕戈待发》20230619

《经济内生动能较弱，仍需政策扶持》20230519

《一季度经济超预期复苏，但修复程度仍不稳固》20230421

经济内生动能仍较弱，稳增长政策迫切性提升

—2023. 08. 18 宏观研究月报

投资要点

- 7 月数据表明经济内生动能仍较弱，本文主要从中归纳出以下几点：

一是地产投资拖累再次加大，销售在低基数下仍维持低位，竣工数据相对较好，政策重心仍在“保交楼”。不过近期央行表态有序下调存量利率，且超预期下调 MLF 利率，后续 LPR 利率将跟调，同时一线城市均表示将优化地产调控措施，对地产销售将有一定提振。

二是疫情疤痕效应导致居民消费能力及信心不足，消费仍较弱。结构上看，餐饮好于商品，旅游住宿尤其火爆，必选好于可选。同时城镇失业率小幅提升，后续仍需更多政策出台稳定居民就业及促消费。

三是近期专项债发行节奏偏慢，叠加高温台风灾害等短期因素导致基建有所回落。但监管近期要求新增专项债需 9 月底前发行完毕，后续将对基建形成支撑。同时密切关注四季度政策性金融工具的使用，预计均将对社融形成支撑。

四是 7 月出口大幅下滑且低于预期，不过“一带一路”沿线国家及新能源车仍是主要支撑，且市场对美国经济预期有所好转，外贸或将仍有韧性；制造业投资延续下滑，民间投资持续偏弱，外需下滑、企业盈利能力偏弱、信心不足等仍是制约因素，不过高新技术投资仍是主要支撑，预计制造业将维持韧性下滑。

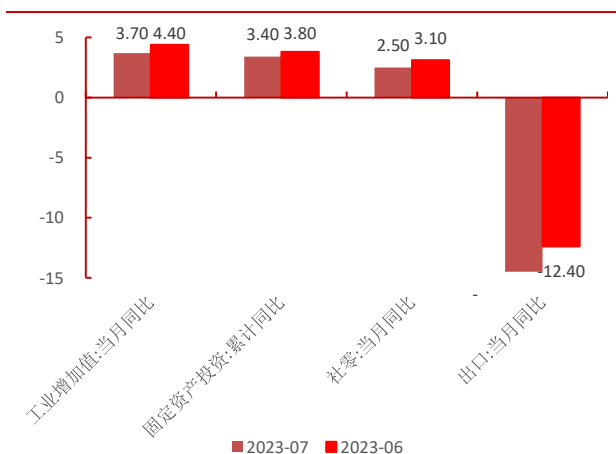
整体来看，7 月经济数据不及预期，地产、消费、民间投资拖累加大，核心仍是经济内生动能较弱，市场信心不足。不过我也不必对经济过于悲观，洪水台风只是短期因素，且旅游住宿表现亮眼，同时 PPI 底部已现，部分行业开始补库，海外经济预期好转，国内 PMI 也较前值提升，后续一系列政策组合拳的落地仍值得期待，随着政策效能持续显现，预计经济将企稳回升。

■ 7月经济数据概览

7月经济内生动能偏弱,但不必对经济过于悲观。工业生产放缓,主因内生动能较弱、外需持续放缓以及企业利润持续承压,叠加7月国内台风洪水自然灾害短期影响,均对生产形成制约;服务业生产指数也较前值延续下滑,不过仍维持在较高位置。需求方面,疫情疤痕效应导致居民消费能力和信心均未完全恢复,消费走弱,结构上餐饮好于商品,旅游住宿尤其火爆,必选消费强于可选消费;基建投资下滑,专项债发行节奏偏慢及高温台风灾害为主要影响,外需承压内生动能较弱制造业仍维持韧性下滑态势,地产投资拖累再次加大,销售持续低于预期且弱于季节性,“保交楼”下竣工增速仍维持高位;出口在外需下滑及基数提升下,降幅超预期,不过汽车及“一带一路”国家仍为主要支撑。

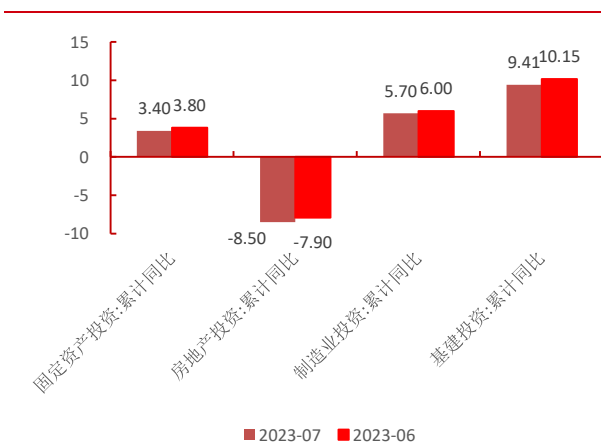
整体来看,7月生产、消费、投资均较前值下滑且低于预期,且民间投资拖累加大,核心仍是经济内生动能较弱,市场信心不足。不过我也不必对经济过于悲观,洪水台风只是短期因素,且旅游住宿表现亮眼,同时PPI底部已现,部分行业开始补库,海外经济预期好转,国内PMI也较前值提升,后续一系列政策组合拳的落地仍值得期待,随着政策效能持续显现,预计经济将企稳回升。

图1 7月经济数据一览(%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图2 固定资产投资分项累计同比(%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

■ 疫情疤痕效应导致居民消费能力及信心仍不足

7月社零同比增长2.5%，预期5.3%，前值为3.1%；其中，除汽车以外的消费品零售额增长3.0%，前值为3.7%。

7月社零增速为2.5%，大幅低于预期且较前值延续回落，较前值回落0.6个百分点，同时环比增速由正转负，7月社零季调环比为-0.06%，低于过去5年同期均值的0.68%。社零不及预期核心原因是疫情疤痕效应导致居民消费能力和信心均未完全恢复，从7月社融数据可以看出，暑假出游人数增加，但居民短贷同比维持负增，大多是“穷游”，同时地产持续下行也对居民预期和信心形成持续冲击。此外7月城镇失业率提升0.1个百分点至5.3%，就业-收入-消费良性循环仍有待进一步向好。

暑期支撑下餐饮仍维持较高增速。7月商品和餐饮同比增速分别为1.0%和15.8%，较前值分别下滑0.7和0.3个百分点，商品增速明显放缓，餐饮维持高位，两年平均增速来看，商品较前值下滑0.7个百分点，餐饮则较前值提升1.2个百分点。

分行业来看，粮油食品类、日用品类、烟酒饮料等必须消费表现平稳，但服装鞋帽、体育娱乐用品、化妆品类、金银珠宝类及通讯器材等可选消费表现较差，增速分别较前值下滑4.6、6.6、8.9、17.8和3.6个百分点。符合居民消费信心及能力不足下的“可选弱、必选强”的特点。

此外，受房地产拖累影响，7月家电、建筑装潢材料等消费同比增速均有恶化，分别较上月下滑10和4.4个百分点，汽车消费也较前值小幅走弱，7月增速较前值下滑0.4个百分点至-1.5%。

图3 7月社零增速不及预期（%）

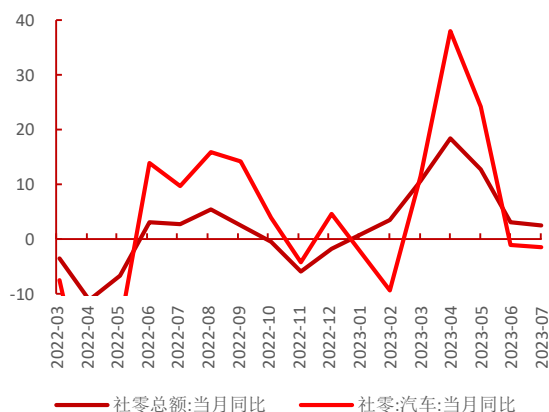
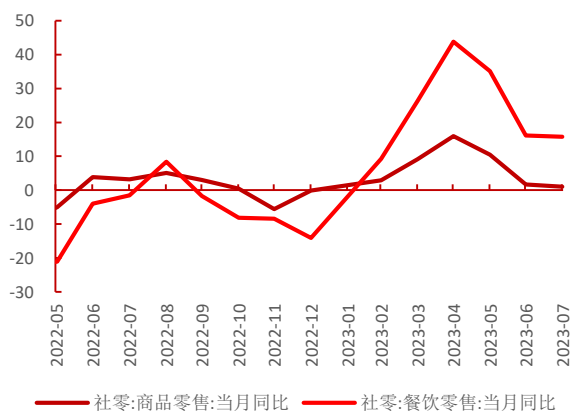


图4 暑期支撑下餐饮增速维持高位（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 5 地铁客运量维持高位（万人次/日）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 6 城镇失业率有所抬升（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

整体来看，7月消费再次转弱，核心仍是内生动能不强，居民消费信心及能力有待恢复，后续随着政策持续发力及经济环比逐步回暖，消费有望逐步回升，不过仍需更多政策出台稳定居民就业及促消费。

■ 出口降幅进一步扩大，制造业投资韧性下滑

7月出口(以美元计价)同比-14.5%，预期-11.5%前值-12.4%；制造业投资累计同比增速为5.7%，较前值下滑0.3个百分点，7月当月制造业投资当月同比4.3%，较前值回落1.7个百分点。

7月出口下滑幅度超预期，主因外需进一步走弱，可以看到7月全球制造业PMI维持低位，我国新出口订单指数PMI也较前值延续下滑，韩国及越南出口增速也均维持负增长，也与我国出口基数进一步提升有关。从出口国别来看，7月我国对东盟、欧盟、美国、日本的出口增速分别为-21.43%、-20.62%、-23.12%和-18.38%，均维持深度负增长。均表明海外需求持续走弱。

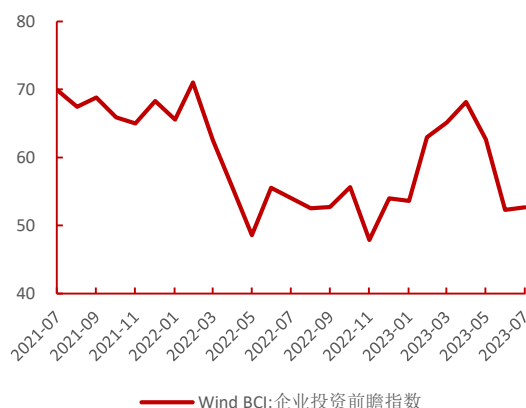
不过我国汽车及汽车底盘出口仍维持高位，同时“一带一路”沿线国家持续对出口形成强支撑。7月汽车及汽车底盘同比增速为83.3%，环比增速为13.1%，显示出制造业转型升级正在塑造出口新动能。此外，7月手机对出口的拉动转为正增长。同时7

月对俄罗斯出口增速为 51.8%，连续半年左右的处于高增水平。整体来看，上半年美、欧、日等发达经济体在我国出口总额中的占比下降，与此同时“一带一路”及东盟、拉美、非洲等新兴及发展中经济体占比上升，表明我国出口市场结构进一步优化，抗外部冲击能力有所增强。

在外需承压内生动能较弱下制造业投资有一定下滑。7 月企业中长期贷款数据走弱，已在一定程度上预示当月制造业投资增速或将有所下行。不过整体拉看，制造业投资仍维持一定韧性，高技术产业为主要支撑，高技术制造业投资继续处于 11.5% 的快速增长水平，其中汽车制造业、电气机械及器材制造业、计算机通信和其他电子设备制造业的增速分别为 19.2%、39.1% 和 9.8%，主要与国内产业升级有关。后续在外需下滑、国内 PPI 持续低位、企业盈利能力偏弱等影响下，民间投资意愿仍较低，可以看到 BCI 企业投资前瞻指数仍维持低位，短期内预计制造业投资仍维持韧性下行的态势。

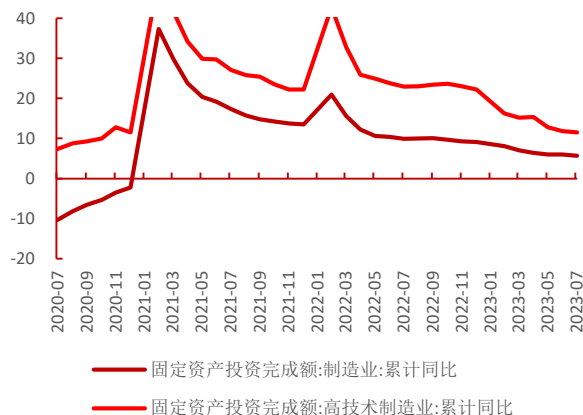
后续来看，由于去年三季度出口基数均较高，预计出口增速仍将维持低位，不过在新能源车及“一带一路”持续发挥作用下，同时市场对美国经济预期有所好转，外贸仍将维持韧性，密切关注海外需求变化。高质量发展下制造业的政策支持力度还会加大，制造业投资或将维持韧性下滑态势，但下行空间也已不大。

图 7 BCI 企业投资前瞻指数仍维持低位 (%)



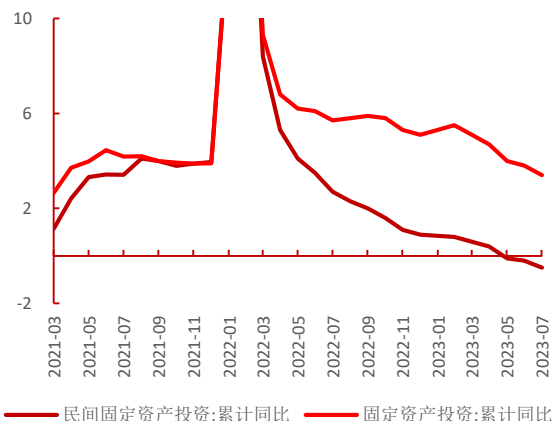
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 8 高技术制造业延续下滑但仍为主要支撑 (%)



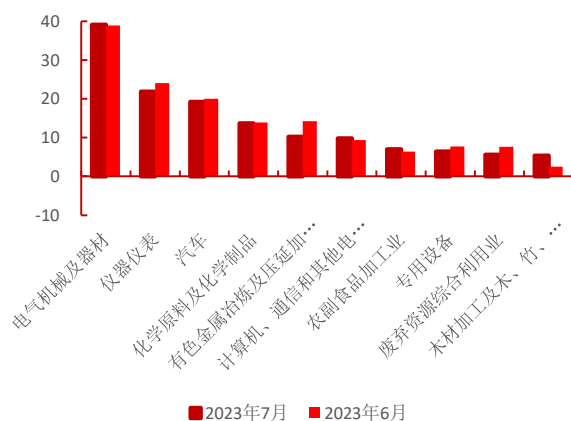
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 9 民间固定资产投资增速持续回落 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 10 电气机械、汽车制造业等仍维持高位 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

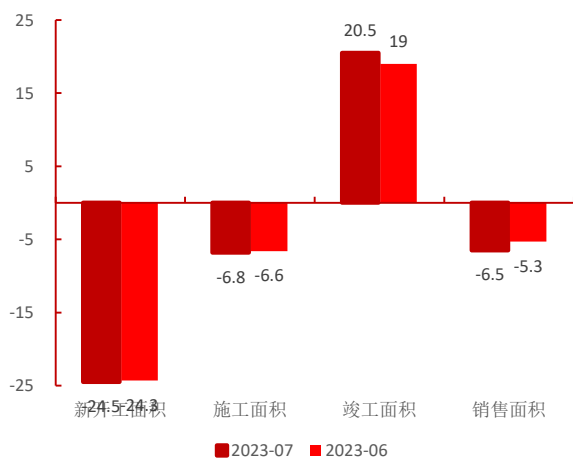
■ 地产投资拖累再次加大，一线城市地产宽松政策呼之欲出

房地产开发投资累计同比增速为-8.5%，前值-7.9%，7月当月投资增速为-12.2%，下滑幅度较前值扩大1.9个百分点，地产对经济的拖累再次加深。其中7月商品房销售面积累计同比下降6.5%，降幅较上月扩大1.2个百分点。

地产投资拖累加大，除竣工外各分项数据表现不佳。具体来看，7月地产在头部房企暴雷，居民收入预期及信心未明显修复下，地产销售持续走弱，1-7月商品房销售面积累计同比下降6.5%，降幅较上月扩大1.2个百分点，销售走弱下，房屋销售回款速度大幅放缓，定金及预收款、个人按揭贷款累计同比增速分别为-3.8%和-1.0%，较上月回落2.9和3.7个百分点，与此同时，新开工和竣工面积继续分化，“保交楼”下，房屋竣工面积同比增长20.5%，增速较上月提高1.5个百分点，新开工面积同比下滑24.5%，降幅扩大0.2个百分点。

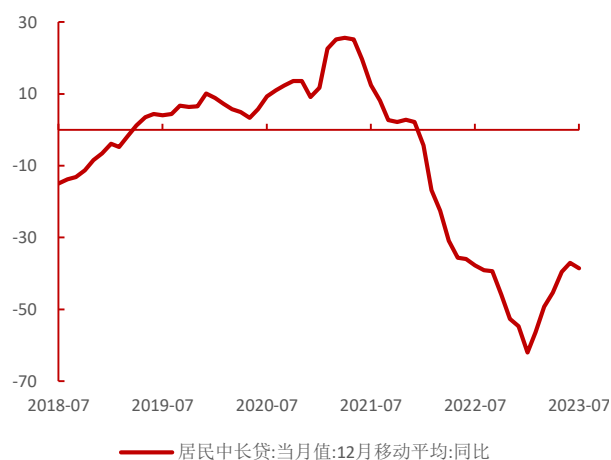
后续来看，央行明确表示将“指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率”，住建部也表示住建部也表示将大力支持刚性和改善性住房需求，目前北上广深一线城市均已表态将优化地产调控措施，近期主要关注超一线城市在首付比、认房不认贷以及存量房贷利率的调整，同时央行近日超预期调降MLF15BP，预计后续LPR将跟调，对地产销售将有一定提振。

图 11 地产各分项数据表现不佳，竣工数据相对较好（%）



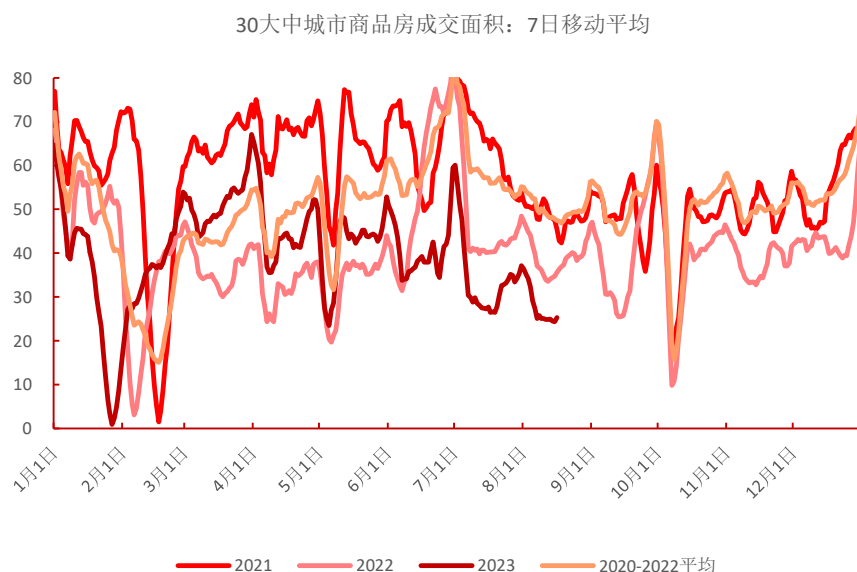
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 12 居民中长贷 12 个月移动同比增速再次拐头向下（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 13 地产销售持续低于预期且弱于季节性（万平方米）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

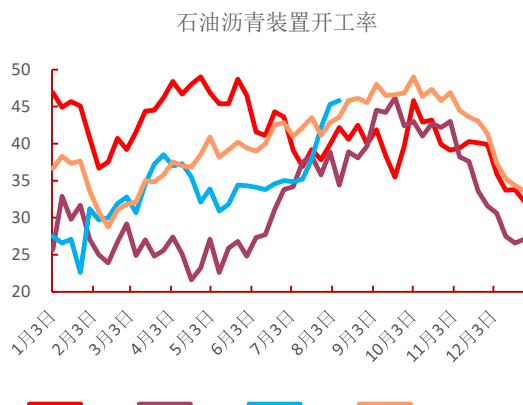
■ 专项债发行偏慢及高温洪涝灾害影响基建小幅走弱

1-7 月广义基建累计投资 9.4%，前值 10.2%；狭义基建累计同比增速为 6.8%，前值 7.2%，7 月当月基建增速为 4.6%，前值为 6.4%。单月有所走弱，但仍是稳增长主要抓手。

基建下滑主因二季度以来专项债发行节奏偏慢，7 月高温、台风和洪涝灾害有关，不过基建仍为经济主要支撑项。监管近期

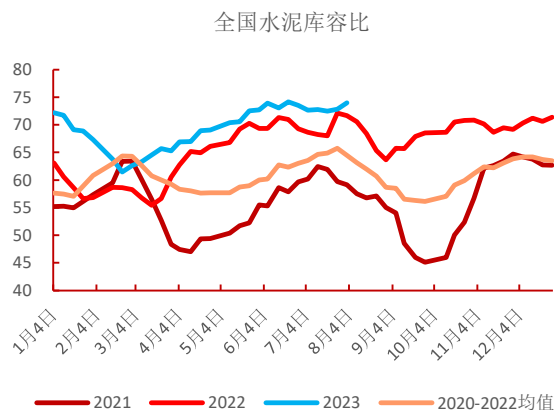
要求新增专项债需于9月底前发行完毕，原则上10月底前使用完毕，预计8-9月专项债发行规模将达到月均6500亿左右，后续将对基建形成支撑。从高频数据来看，7月末石油沥青装置开工率快速回升，指向基建尤其是传统基建开始集中发力。密切关注政策性金融工具的使用。

图 14 石油沥青开工率近期开始走强 (%)



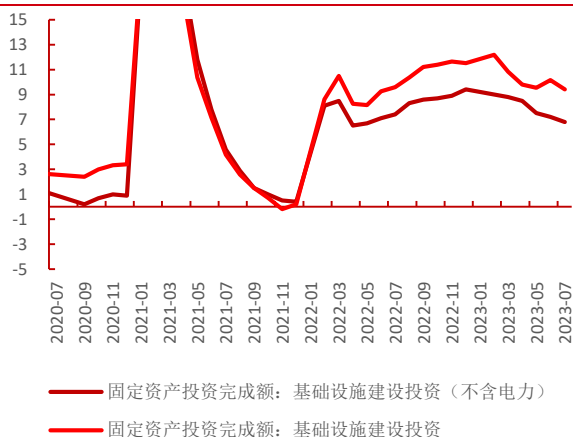
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 15 水泥库容比维持高位 (%)



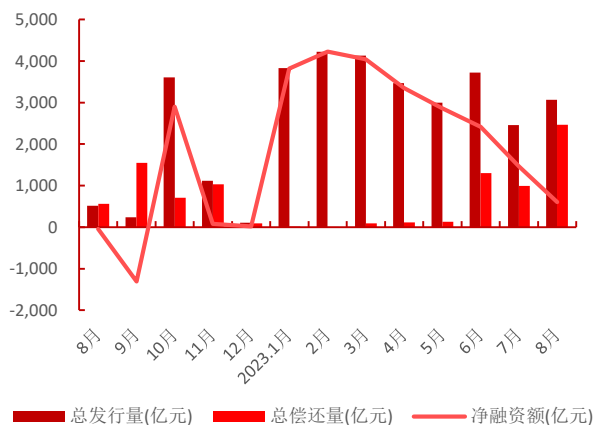
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 16 基建投资小幅下滑 (%)



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 17 地方政府专项债 8 月以来已开始发力 (亿元)



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

■ 对市场影响

市场表现方面，目前经济基本面仍较弱，情绪交易占主导。近日央行超预期降息属于重磅利好，但市场对此反应不大，实质效果仍须持续显现，仍以结构性行情为主。可以看到，短期市场对政策预期波动较大，情绪主导依旧占上风。总的来看，当前政

策、情绪、估值等多重底部已然确认，后续市场风险偏好有望修复的环境下，我们认为市场风格将更为均衡。行情或将在金融地产、家居、有色煤炭化工等顺周期板块、AI+方向的 TMT 板块两大主线之间摇摆轮动，辅以中特估、前期超跌板块等结构性亮点下展开。

债市方面，经济底部徘徊，货币仍有宽松可能，利率偏多震荡。央行近日降息利好债券利率下行，降息当日十年国债利率下滑至 2.55%，推动利率进一步下行，但短期多头交易较为拥挤的背景下，谨防调整引发踩踏风险。后续来看，PMI 仍处于荣枯线以下，在市场对地产的悲观预期没有彻底扭转前，经济疲软状况仍将延续，预计后续 10Y 国债利率中枢将会逐步下行至 2.5%附近。需进一步关注稳增长政策落地及政策见效情况。

与经济周期相关的大宗商品近一月先上后下维持震荡，螺纹钢、铝、铜、煤炭等有较强韧性，后续随着政策发力，经济复苏动能改善，市场对未来的预期将有所好转，商品价格有望再次企稳回升。

风险提示：

1. 地产景气修复持续低于预期；
2. 美国高利率下金融风险超预期；
3. 中美博弈超预期；
4. 俄乌局势超预期。