

7月，宏观经济运行情况普遍低

于市场预期，社融、PMI

、消费均走弱。地产投资仍处于低谷，出口端表现较好。我们维持下半年经济运行的主线是复苏和市场活力的激发的判断，对后续经济运行保持信心，但同时也必须看到下半年房地产复苏滞后以及海外经济衰退对经济运行的压力。

1 工业生产虽依然承压，复苏有所减缓

7月份，规模以上工业增加值

同比增长为3.8%，较前值回落0.1个百分点，环比增速在5月快速回弹后本月延续放缓趋势降至0.38%。7月PMI录得49.0%，较6月回落1.2个百分点，在5、6月回暖之后出现回踩。非制造业商务活动指数在5-6月大幅回升后出现小幅回落，降低0.9个百分点至53.8%。

内外需求双双回落。

7月新订单指数和新出口订单指数分别录得48.5%和47.4%，分别低于上月1.9和1.2个百分点，新订单指数回落至收缩区间并创2013年以来同期新低，新出口订单指数也处于2013年以来同期低位。内需的回落主因可能是地产信心的下行。地产端受7月断贷事件影响，市场信心再度受到冲击，原本的信心传导链条被迫再度拉长，7月地产销售端明显转弱，30城商品房销售再度回落至5月水平。外需方面，新出口订单回落2.1个百分点至47.4%，显示外需走弱，结合欧美经济运行情况看，欧元区PMI降至49.6%，2020年7月以来首次低于荣枯线以下，美国Markit制造业PMI降至52.3%，欧美通胀仍居高不下，紧缩周期下需求被抑制，意味着外需的偏弱可能会对生产端有持续性的影响。

生产指数大幅下行

，7月高温及生产淡季下，高耗能行业生产走弱对PMI的拖累显现。同时，价格端7月大宗商品价格继续调整，铁矿石、螺纹钢等黑色系商品价格出现大幅回落，PMI出厂价格指数环比下降6.2个百分点至40.1%，PMI主要原材料购进价格指数大幅下降11.6个百分点至40.4%，价格波动导致企业观望情绪浓重，采购意愿有所降低，生产也随之走弱。

大、中、小型企业景气度均处收缩区间。

大型企业PMI逆势降至线下，录得49.8%，创2013年以来同期新低。中型企业PMI大幅走低至线下，录得48.5%，低于上月2.8个百分点，同样创2013年以来同期新低。小型企业PMI线下由升转降，录得47.9%，处2013年以来同期中低位，但为年内高位。

图1：7月PMI生产需求分项出现普降

数据来源：Wind，光大信托研究院

总体看，7月PMI再度回到景气分界线下

，一方面是6月内部需求快速释放之后，7月表现疲软；同时，海外经济运行压力偏大外需有所回落，且受海外主要经济体通胀高企影响，货币政策偏向于收缩，外需回落可能具有一定的持续性。另一方面，价格指数回落较快，生产端观望情绪浓厚，压制整体生产意愿。

向后看，7月PMI虽出现回踩，但可能除外需压力以外，其他各项影响因素并不具备长期性，我们认为在经济整体回暖的背景下，PMI在8月大概率将重回景气分界线上。

2 固定资产投资受政策驱动分化明显，

从地产到制造业转换

1-7月份，全国固定资产投资（不含农户）319,812亿元，同比增长5.7%，较上月回落0.4个百分点。分项方面，受政策面和基本面共同驱动，资本分化明显，据测算，基础设施投资

当月同比增长7.4%，增速比上半年加快0.3个百分点，增速连续三个月加快；制造业投资当月同比增速较上月回落2.3个百分点至7.6%，1-7月累计增长9.9%，高于全部投资4.2个百分点；1-7月，房地产开发投资79,462亿元，同比下降6.4%，7月单月同比增速-12.3%，前值-9.4%，同比续跌2.9个百分点。

一是房地产投资持续形成拖累。

7月，房企信贷表现仍差，房价环比转跌，销售量价跌幅分离，供地量价同比续降，施工降幅收窄，新开工续降。

当前融资收缩叠加销售疲软，各房企资金链持续收紧，房企面临从信贷端到销售端的两头难问题，开工和施工目前面临较大影响。

当前宏观经济下行，社会整体需求偏弱，其核心为房地产市场景气值较弱，“稳地产”对于“稳经济”显得尤为重要。随着以北京为代表的“保守市场”购房政策出现小幅宽松，各地方政府短期对于“保交楼”方面的政策出台有望加快，同时刺激购房需求政策幅度有望加大。近期中债信用传出对部分房企进行信用增级，以提升房企信贷评级，这对于房企融资和资金链短期呈现利好，但后续各地AMC机构入场节奏或是改善房企资金困局的根本变量。

预计三季度行业交付压力有望小幅缓解，施工竣工边际改善，但房企投资开工意愿仍旧取决于信贷和销售信心的全面恢复，整体节奏仍旧偏慢。

图2：7月基建、制造

增速回落但仍处高位

数据来源：Wind，光大信托研究院

二是基建投资增速回落，天气及专项债落地掣肘。

1-7月，基建投资广义口径同比增长9.6%，7月单月同比增长11.5%，较6月下行0.5个百分点，增速有所回落；狭义基建7月单月投资增速小幅回升1个百分点至9.1%，增速有所上行。

7月受专项债落地

节奏和极端天气影响，广义基建增速有所回落。

7月电热燃气和水行业有所拖累，主因受到7月局地高温和降雨天气拖慢施工节奏，后续各地陆续入秋，施工和投资节奏或有所恢复，另外去年专项债发力后置对于基数抬升也具有一定作用，带动今年同比放缓。在7月政治局会议中，提及“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”，而当前全国专项债仍有一定额度，二季度专项债发行节奏较快，在7月有所减缓，拖累基建投资增速有所回落。

向后看，发行节奏或随施工

条件转优而逐步加快，同时政策性银行贷款

、金融债补充项目资本金等工具持续发放，预计三季度基建投资仍旧维持高位。

三是产业升级出口强劲，支撑制造业走强。

1-7月制造业投资增长9.9%，增速高于全部投资4.2个百分点，单月看，7月当月同比增速较上月回落2.3个百分点至7.6%。制造业累计增速高于整体固定投资增速，主因上半年制造业产业升级，叠加出口数据持续强劲，带动制造业投资增速持续走强，同时国际商品价格下行带动制造业利润持续回暖，也对制造业投资增长具有一定贡献。

但向后看，随着美国通胀持续带动海外需求走弱，出口缓慢下行已经成为共识，对于制造业投资的拉动作用将逐步放缓。

但值得注意的是，近年来我国产业升级和对于芯片和汽车等部分行业的大力支持效果将在下半年海外需求下行的情况下逐步显现，部分高端产品的内需拉动作用仍旧值得期待。

3 消费增长放缓需求仍旧疲软，

收入制约下可选跌幅更深

7月份，社会消费品零售总额35,870亿元，同比增长2.7%，较上月回落0.4个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额32,046亿元，增长1.9%。按消费类型分，7月份，商品零售32,176亿元，同比增长3.2%；餐饮收入3694亿元，下降1.5%。

图3：7月消费数据同步下行

数据来源：Wind，光大信托研究院

分项数据看，7月整体下行，可选板块跌幅更深。可选板块中，建筑材料类和家具类持续领跌，同比分别下行7.8%和6.3%；汽车类涨幅收窄4.2个百分点至9.7%；化妆品类涨幅大幅收窄7.4个百分点至0.7%，前值8.1%；家电类受稳增长家电下乡刺激和季节性需求增长，涨幅走阔3.9个百分点至7.1%；石油类受油价下行拖累，小幅下行0.5个百分点。必选板块中，药品和日用品类受需求收缩拖累，涨幅分别收窄4.1和3.6个百分点至7.3%和0.7%；粮油食品类受国际粮价回落影响，涨幅收窄2.8个百分点至6.2%；而烟酒和饮料类受季节性刺激涨幅有所走阔，同比分别增长7.7%和3.0%。餐饮消费继续改善，7月份餐饮收入同比下降1.5%，降幅比上月收窄2.5个百分点。

图4：7月餐饮消费成为仅有亮点

数据来源：Wind，光大信托研究院

总体看，在当前经济增长放缓、居民可支配收入增速回落和失业率走高的综合背景下，消费增长仍属疲软，同时局地散发疫情也对消费有一定拖累。当前，随着7月限额以下商品消费和实物网购消费季节性回落，汽车也受政策刺激提前释放需求，居民整体消费将呈现持续走弱态势。尽管当前整体政策仍属宽松，修复方向确定，但局地散发的疫情和地产板块乏力对于上下游的拖累使得经济增长斜率逐渐放缓。

图5：7月可选类，

汽车、化妆和建筑类下行

数据来源：Wind，光大信托研究院

4 出口超预期走高，

价格走低拖累进口增速

7月进出口总值为5646.6亿美元，当月同比增长11%，前值10.3%；出口金额3329.6亿美元，同比增长18.0%，前值为17.9%；进口金额2,316.9亿美元，同比增长2.3%，前值1%。贸易差额为1012.7亿美元，环比增长3.40%，同比增长81.51%。

一是出口继续保持韧性。

7月出口持续高景气，主因海外需求维持了相对韧性，同时国际商品价格持续高企对于出口提供重要支撑。

汽车、轻工业制品和原材料增速最快，主因国内经济持续修复带动供应链回暖，叠加海外需求持续表现出韧性；而受到国际大宗商品价格上行影响，原材料出口金额上行受到明显价格支撑。但需要注意的是，本月手机、家电和集成电路等芯片依赖程度较高的高技术产品出口量价均出现不同程度下滑，指向我国当前的出口仍旧受到技术发展瓶颈的制约，随着美国芯片保护法颁布，相关产品出口或出现进一步下滑。

二是价格走低拖累进口增速。

7月主要进口大宗产品仅有肥料数量回暖同时价格走高，其他商品数量均全面走低，金额持续下行。7月进口PMI从6月49.20%回落至46.9%，下行区间走深，指向国内需求偏弱。

向后看，下半年我国出口增速仍将保持较高韧性，但随着基数的抬升，同比读数可能有所下滑。进口方面，随着美联储加息幅度放缓，国际能源品价格跌幅或有所减缓，我国进口成本或小幅上行，量价分离现象或加剧。而内需方面，国内当前经济修复仍不达预期，需求疲弱拖累进口情况或将延续至年末，个别月份甚至可能转负。

图6：7月出口走强，顺差持续扩大

数据来源：Wind，光大信托研究院

5 核心CPI增长基本稳定，

PPI涨幅持续缩小

7月CPI同比增速录得2.7%，较上月增长0.2个百分点，环比由上月持平转为上涨0.5%。7月PPI同比上涨4.2%，较上月大幅下降1.9个百分点，涨幅连续9个月回落，环比下降1.3%。

7月CPI温和上行，环比小幅转增。

其中，CPI食品项同比继续上行3.4个百分点至6.3%，环比增加3%，较上月转增4.6个百分点；非食品项同比1.9%，环比-0.1%，分别较上月下行0.6和0.5个百分点；剔除食

品和能源的核

心CPI同比增速为0.8%，较

上月涨幅下降0.2个百分点。7月CPI同比上行，主因食品价格同比涨幅扩大。

一是猪肉价格温和上行。

7月食品价格同比增长加快了3.4个百分点至6.3%，已连续5个月加快。但本轮涨价节奏较为温和，主因产能去化不足，加之发改委已提前做好贮肉抛储准备，能繁母猪存栏量在4月阶

段性触底后出现回升，我们认为后

续猪肉价格对CPI的带动作用可能有所减弱。

二是鲜菜价格大幅上涨。

鲜菜价格则因7月部分地区高温炎热和强降雨影响导致供给量下滑，带动价格走高，明显强于季节性，拉动CPI上涨约0.19个百分点，但预计并不具备长期上行空间。

三是非食品项明显回落。

随着国际原油价格7月大幅回落，CPI非食品项同比环比较上月下行0.6和0.5个百分点。其中，交通和通信同比环比录得6.1%和-0.7%，分别较上月下行2.4和2.9个百分点；消费分项中的衣着、其他用品和服务价格环比转负，指向我国消费修复不达预期，内需仍旧疲软。四是核心CPI月内涨幅收窄。

7月剔除食品和能源的核心CPI同比增速为0.8%，较上月涨幅下降0.2个百分点。月内核心CPI回落表明居民消费信心仍旧弱于去年同期，极端天气和局部疫情也对消费形成压制，导致服务需求下降而商品需求上升。

图7：7月CPI整体温和上行

数据来源：Wind，光大信托研究院

向后看

，随着美联储加息节奏预期放缓，部分大宗商品价格已经有重新抬头趋势，非食品项的上行有迹可循；但食品项受政策调控和供需平衡制约，整体上行压力温和，但长期仍旧对物价形成支撑。总体来看，由于低基数效应、海外高通胀的持续压力及国内经济的逐步复苏，下半年个别月份CPI“破3”的风险渐增，但整体通胀压力可

控。

图8：7月猪肉蔬菜价格上行

数据来源：Wind，光大信托研究院

PPI同比连续10个月收窄，环比转负超出市场预期。

受国际主要

大宗商品价格下跌拖累

，7月PPI环比下跌1.3%，而同比受翘尾因素

影响同步出现回落。采掘业、原材料、加工业价格7月环比分别下跌1.9%、2.5%和

1.3%。其中原材料受国际能源商品价格影响，跌幅较深，叠加房地产投资持续遇冷

，黑色、有色系商品价格大幅回落。向后看，尽管当前美国加息预期

有所减缓，国际能源价格转涨概率增加，但年内翘尾因素拖累仍大，同时国内保供稳价政策持续推进，

PPI同比或将保持走低态势，反转时机仍受国内外因素共同限制。

图9：7月PPI同比环比全面下行

数据来源：Wind，光大信托研究院

6 社融大幅回落，政府债收缩拖累社融

2022年7月新增人民币贷款6790亿元，同比少增4042亿元；新增社融7561亿元，同比少增3191亿元；社融存量增速10.7%；M2同比增长12%；M1同比增长6.7%

。

7月社融大幅低于市场预期。

7月社融的低于预期的主要原因是表内融资和政府债融资下降，政府债净融资收缩量较大，政府债券净融资3998亿元，同比多2178亿元，上月政府债金融融资达1.62万亿；向实体投放的人民币贷款增加2951亿元，同比少增5362亿元，上月增3.05万亿。

直接融资方面

，今年政府债发行前置，绝大

部分政府债已经发完，

后续如没有新增政府债的计划，则对社融的拉动有所回落，叠加去年下半年的高基数，政府债可能成为下半年

社融同比增速的主要拖累项

。其他直接融资方面，境内股票融资同比转为多增499亿元，企业债券同比少增2357亿元，也反映了实体企业融资意愿仍偏弱。

表外融资方面，未贴现的银行承兑汇票

减少2744亿元，同比多减428亿元；委托贷款增加89亿元，同比多增240亿元；信托贷款减少398亿元，同比少减1173亿元。这指向委托、信托贷款压降速度有所放缓，新增贷款主要为基建贷款方向，表明监管继续为“稳增长”让行。未贴现承兑汇票转为多减，指向经济内生动力仍然不足，实体经济资金需求不旺盛。

剔除政府债后社融在年内运行相对平稳，

后续社融的主要带动因素应关注地产修复情况，基建落地情况及基建资金缺口补足情况。

图10：7月社融超预期回落

数据来源：Wind，光大信托研究院

信贷方面，

信贷规模大幅低于市场预期且结构不佳

。7月份新增人民币贷款6790亿元，同比少增4010亿，大幅低于市场预期的1.15万亿，同时也低于季节性表现，为2017年以来最低水平。结构上看，居民短期贷款再度转为负增，指向居民消费复苏后劲不足，企业中长期贷款明显回落且再度转为少增，显示企业投资意愿偏弱，票据冲量特征显著，新增规模超季节性。

我们在此前的宏观月报中指出企业中长期贷款的上升一般是由政府债的高增和居民中长期贷款的上行带动的，其本源是基建和地产为实体经济创造更多需求，当前房地产市场信心受断贷冲击再度跌入谷底，基建方面政府债前置后续动能有所减弱，我们认为后续中长期贷款修复可能仍会偏弱，经济内生动力仍需要政策进一步引导。

图11：7月企业端与居民端贷款

均出现下滑

数据来源：Wind，光大信托研究院

7 财政用足用好专项债，

信贷强调精准适度

其一，应对通胀未雨绸缪，信贷强调精准适度。近期央行的降息（MLF和7天逆回购中标利率均下

降10个基点），我们认为其

主要原因有二，一是通胀与汇率

两大

约束暂有

缓解，货币政策相机抉择的时间窗口打开。二是7月社融

彰显的信用扩张

偏弱，降息支持实体经济的必要性提升，7月经济增长数据普遍较6月回落，三季度以来并未展现出经济强劲复苏的面貌，折射出深层次动力不足的问题。本次降息释放了货币维持宽松的积极信号，对市场流动性收缩担忧的正面有力回应，也意味着后续货币政策宽松态势应该会延续。不过，对于货币的宽松也不应有过高预期，央行报告在工作总基调和要求中强调要“兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡”，并添加了“不超发货币”的表述，体现了在海外发达经济体

加快收紧、国内

通胀压力抬升的背景下，政策重

点在于追求平衡，

这意味着宽松充裕的流动性状态可能难再大幅加码，结合政治局会议表述看，流动性

大概率将在现有状态维持，并

逐步向常态化回归

。同时，信贷端强调精准适度，强调“聚焦重点、合理适度、有进有退”，意味着央行对于重点领域和薄弱环节的精准支持力度仍有保证，但总体基调上更加克制。

其二，财政用足用好专项债，

重点关注基础设施建设投资基金

能否为基建提供充足资金。

7月28日的中央政治局会议对财政政策的定调为“支持地方政府用足用好专项债务限额”和“用好基础设施建设投资基金”，两者均指向存量政策，对于市场所关心的“增量政策工具”并未在中央政治局会议中提及，即明确在经济运行逐步稳定的背景下，用好现有政策弥补内需不足是主线，在经济运行不出现重大突发事件的情形下，年内可能不会有更大的财政投入。基建仍是政策端带动经济复苏、激发经济

内在动能

的主要手段，但当

前地产孱弱导致土拍收缩影响地方财政收入，基建

投资可能后劲不足，应重点关注基础设施建设投资基金能否为基建发力提供充足的资金，在资金充裕度不足以完成稳增长目标时，

我们认为政策端可能会加大力度引导政策性银行、国有金融机构增强对国家重点项目的支持。

本文源自金融界