经济放缓下的冲击和趋势

——7 月经济数据点评

2021 年 08 月 17 日

分析师: 徐飞
执业证书编号: S0270520010001
电话: 021-60883488
邮箱: xufei@wlzq.com.cn
研究助理: 于天旭
电话: 17717422697
邮箱: yutx@wlzq.com.cn

- 事件： 7 月，工业增加值同比增速回落 1.9 个百分点至 6.4%，两年平均增速 5.6%，环比增速 0.3%。固投累计同比 10.3%，前值 12.6%，两年平均增速 4.3%。社会消费品零售总额同比由 12.1%回落为 8.5%，两年平均增速 3.6%。
- **工业生产增速不及预期，制造业增速放缓形成一定拖累。**7 月的部分地区极端天气和疫情再袭，对生产端造成一定负面影响。夏季用电高峰的压力下，部分地区出台了限电政策，也给上游工业生产带来一定制约。电力、燃气及水的生产和供应业延续上行，采矿业表现不弱。
- **制造业结构性走弱，上游原材料端景气回落。**上游对生产的拖累强于中游和下游行业，限电限产对上游行业影响最大。中游设备制造业景气度小幅回落，电气类仍保持增长。下游织造业中，汽车缺芯影响延续，医药、计算机通信延续小幅增长。出口的边际转弱，也对部分行业增速形成一定制约。
- **固投两年平均增速首次回落，基建增速继续放缓。**房地产投资增速小幅回落，依然保持韧性，制造业投资上行趋势延续。
- **地产销售继续降温，新开工面积增速依然偏弱，竣工增速延续高位。**商品房市场政策调控力度加大，涉房信贷的收紧，销售增速有所回落。房企资金来源偏紧，居民端的定金和贷款增速回落形成较大拖累。拿地增速上行，但依然偏缓，集中供地政策试点的缺席，一二线放缓，三四线城市成交上行。
- **基建投资增速明显回落，制造业投资表现不弱。**洪涝灾害对基建产生一定负面影响，财政投放进程较慢。随极端天气影响逐步消退，后续或有所修复，但下半年基建整体难以快速提速。制造业政策扶持力度较大，预期制造业投资增速将持续上行。
- **消费增速修复受阻，限额以下企业表现相对更弱。**疫情和极端天气带来一定负面影响，剔除汽车类消费回落幅度较大，商品零售降幅大于餐饮降幅。
- **必选表现好于可选消费，可选消费内部分化。**汽车消费依然不弱，餐饮增速相对平稳。化妆品部分受到 618 活动提前透支影响，下行幅度较大。地产下游的家电、家具等也有所放缓，当前仍处于竣工周期中，房地产下游消费仍有一定支撑。
- **当前经济仍未大幅下滑，政策尚未迎来拐点。**当前货币政策注重维稳市场，下半年经济整体承压，三季度压力小于四季度，三季度转向宽松的可能性依然不大，四季度整体偏宽松可能性提升。政策强调跨周期调节，投放支持或贯穿年底和明年。
- **风险因素：**疫情加剧影响生产，政策变动超预期，中美贸易摩擦超预期。

相关研究

信用收缩延续，信贷边际转弱
政策维稳延续，加强预期管理
PPI 重回 9，核心 CPI 持续上行

正文目录

事件.....3
1 生产增速回落，制造业结构性走弱.....3
2 固投首次回落，基建增速低迷.....5
2.1 房地产销售持续走弱，拿地进程慢于往年同期.....5
2.2 基建投资放缓为主要拖累.....6
2.3 制造业投资表现依然不弱.....7
3 消费修复受阻，整体偏弱.....7
4 风险提示.....9

图表 1: 工业增加值增速回落幅度超季节（%）.....3
图表 2: 工业增加值分大类增速分化（%）.....3
图表 3: 出口交货值增速逐步回落(亿元，%).....4
图表 4: 制造业上游原材料加工业增速明显回落（%）.....4
图表 5: 中游行业增速部分放缓（%）.....4
图表 6: 汽车增速继续回落（%）.....4
图表 7: 制造业上中下游当月、累计同比、两年平均增速（%）.....5
图表 8: 房屋新开工、施工、竣工增速回落（%）.....6
图表 9: 商品房销售、待售累计增速回落（%）.....6
图表 10: 资金来源中定金和贷款回落较快（%）.....6
图表 11: 土地购置面积降幅缩窄（%）.....6
图表 12: 基建投资增速回落（%）.....7
图表 13: 专项债发行进程不及往年（亿元）.....7
图表 14: 制造业投资增速走势（%）.....7
图表 15: 企业经营状况指数回落速度放缓（%）.....7
图表 16: 限额以上企业增速回落（%）.....8
图表 17: 消费者信心指数二季度上行修复.....8
图表 18: 消费分项当月同比、两年平均增速（%）.....8

事件

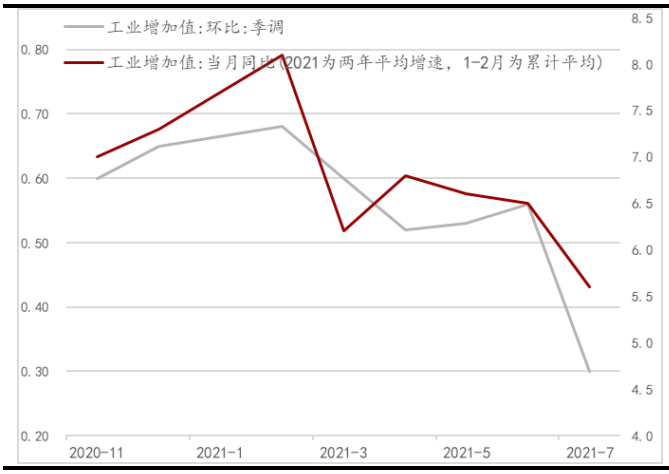
2021年7月，工业增加值同比增速回落1.9个百分点至6.4%，两年平均增速5.6%，环比增速0.3%。固定资产投资累计同比增速10.3%，前值12.6%，两年平均增速4.3%。社会消费品零售总额同比由12.1%回落为8.5%，两年平均增速3.6%。

1 生产增速回落，制造业结构性走弱

工业生产增速不及预期，制造业增速放缓。7月工业增加值当月同比增速回落1.9个百分点至6.4%，市场预期7.9%，对比2019年两年平均增速，由上月的6.5%回落为5.6%，环比增速由6月的0.56%放缓为0.3%。1-7月累计同比增速14.4%。7月的部分地区极端天气和疫情再袭，对生产端造成一定负面影响。夏季用电高峰的压力下，部分地区出台了限电政策，也给上游工业生产带来一定制约。

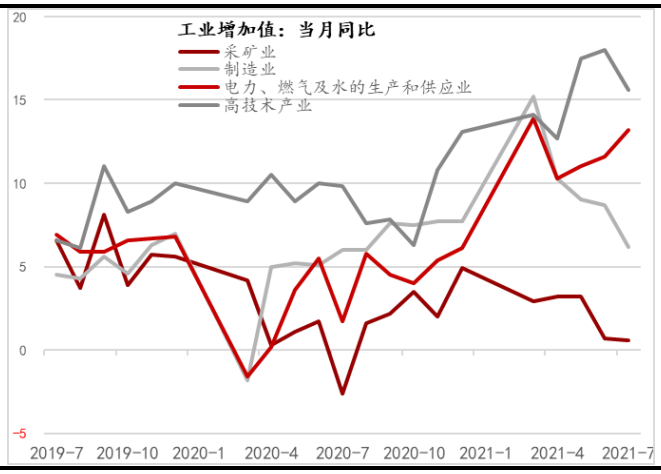
制造业增速显著走弱，电力、燃气及水的生产和供应业延续上行，采矿业表现不弱。分大类看，采矿业同比回落0.1个百分点至0.6%，原煤产量同比由6月的-5%收窄至-3.3%，天然气产量同比回落3.3个百分点至9.8%。制造业同比由上月的8.7%回落至6.2%；高技术产业同比由上月的18%回落至15.6%。电力、燃气及水的生产和供应业同比上行1.6个百分点至13.2%，风电依然保持较快增速。

图表1：工业增加值增速回落幅度超季节（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表2：工业增加值分大类增速分化（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

制造业增速高位放缓，对本月工业增加值增速形成一定拖累。对比2019年两年平均增速来看，较上月回落的行业较多，上游金属冶炼加工延续回落，煤炭和钢铁供给侧改革尚未完成；中游设备制造业景气度小幅回落，电气类仍保持增长；下游医药、计算机通信延续小幅增长，而汽车小幅回落。细分数据来看：

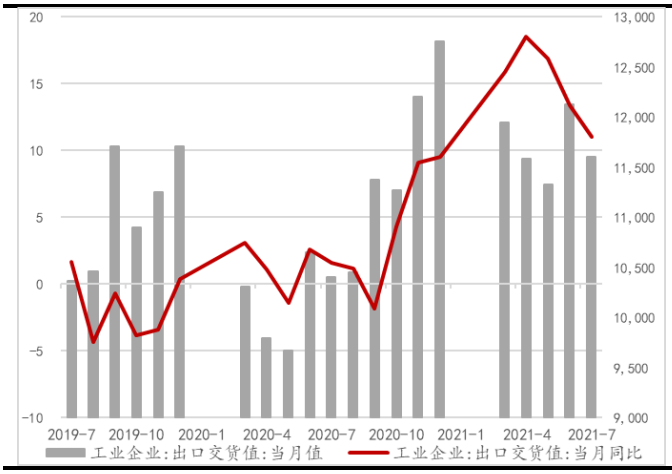
（1）**下游制造业中，汽车缺芯影响延续。**汽车制造业7月当月同比增速继续由-4.3%回落为-8.5%，部分受到去年同期高基数的影响，两年平均增速来看仅回落0.02个百分点，汽车产量当月同比增速回落2.7个百分点至-15.8%，新能源汽车依然保持较高增速。芯片供应依然对汽车生产形成制约，三季度预期延续。8月汽车产量高基数效应小幅走弱，同比增速或有所上行。医药制造业累计同比由29.6%小幅回落为29.3%，两年平均增速依然保持小幅上涨，

生产依然保持旺盛。计算机、通信和其他电子设备制造业当月同比由13.4%小幅回落为13.0%，工业机器人、集成电路、微型电子计算机产量同比延续高位。

（2）**中游制造业中，通用、专用设备行业两年平均增速高位有所回落，电气设备景气延续。**通用设备制造业7月当月同比由13.9%回落至7.6%，专用设备制造业同比由上月的10.5%回落至5.3%，电器机械及器材制造业同比由15%回落至10.3%，而两年平均增速仍保持上行。

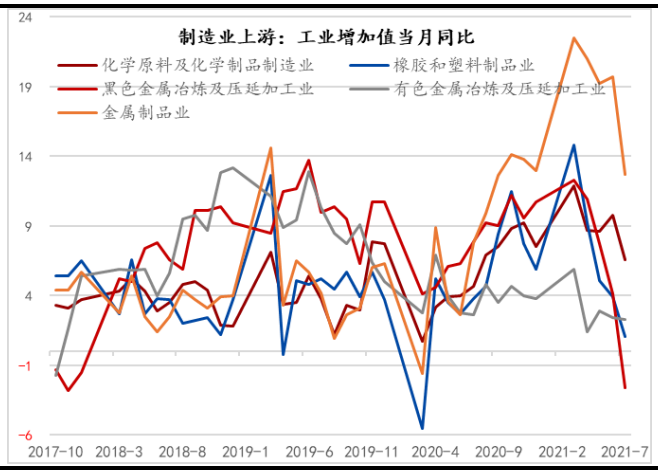
（3）**上游制造业中，限电限产约束下明显转弱，对制造业增速拖累最为明显。**黑色金属冶炼及压延工业当月同比由4.1%转负下行为-2.6%，两年平均增速下行幅度最大。化学原料及化学制品制造业同比增速由9.8%回落为6.6%。黑色、有色、和非金属矿物制品业等两年平均增速放缓，上游原材料价格持续上涨，限电限产叠加政策对高能耗行业的长期约束，景气度明显回落。化学原料和化学制品制造业下行幅度相对偏缓，化工行业下半年景气度预期仍将继续上行。

图表3：出口交货值增速逐步回落(亿元，%)



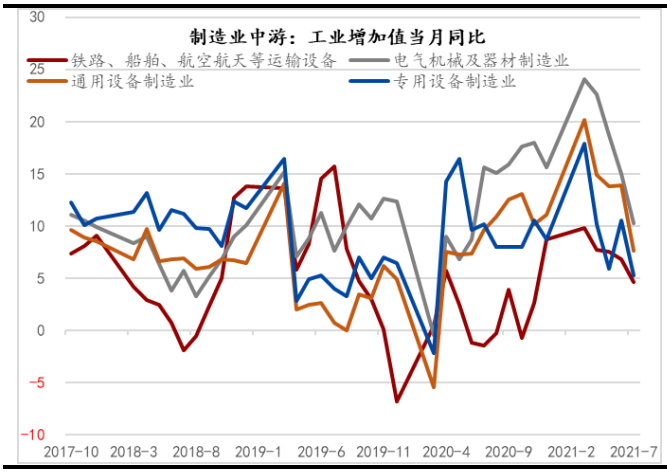
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表4：制造业上游原材料加工业增速明显回落（%）



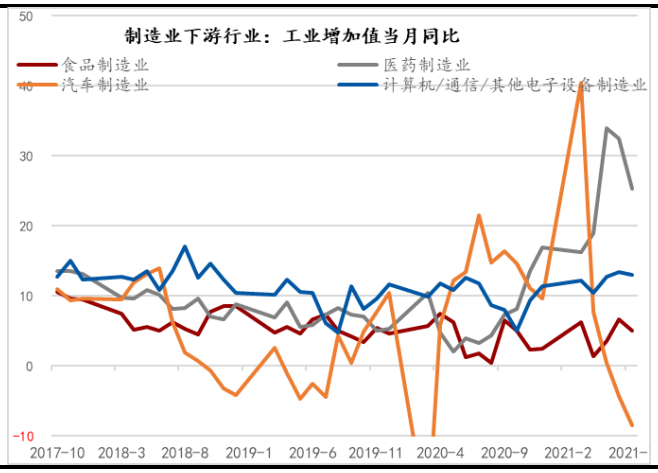
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表5：中游行业增速部分放缓（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表6：汽车增速继续回落（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表7：制造业上中下游当月、累计同比、两年平均增速（%）

	制造业具体行业	当月同比（%）		累计同比（%）				2年平均累计增速	
		2021年7月	2020年7月	2021年7月	2021年6月	7-6月累计同比	2020年7月	2021年7月	2021年6月
上游	化学原料和化学制品制造业	6.60	4.70	13.40	14.50	-1.10	-0.10	6.44	6.47
上游	橡胶和塑料制品业	1.10	3.80	14.20	16.90	-2.70	-3.00	5.25	5.77
上游	非金属矿物制品业	5.90	3.10	16.60	18.80	-2.20	-1.30	7.28	7.79
上游	黑色金属冶炼及压延加工业	-2.60	7.90	9.20	11.50	-2.30	4.20	6.67	7.37
上游	有色金属冶炼及压延加工业	2.30	2.60	6.90	7.80	-0.90	1.30	4.06	4.34
上游	金属制品业	12.70	7.80	25.50	28.20	-2.70	-1.20	11.35	11.46
中游	通用设备制造业	7.60	9.60	21.50	24.30	-2.80	-0.30	10.06	10.20
中游	专用设备制造业	5.30	10.20	17.80	20.10	-2.30	4.10	10.74	11.17
中游	铁路/船舶/航空航天和其他运输设备	4.60	-1.40	13.60	15.30	-1.70	-3.30	4.81	5.32
中游	电气机械及器材制造业	10.30	15.60	26.20	29.40	-3.20	2.50	13.73	13.58
中游	农副食品加工业	5.90	-2.20	10.00	10.70	-0.70	-4.40	2.55	2.60
中游	纺织业	-1.00	0.70	6.60	8.20	-1.60	-3.70	1.32	1.65
下游	食品制造业	5.00	1.80	9.10	9.90	-0.80	-0.10	4.40	4.57
下游	医药制造业	25.30	3.30	29.30	29.60	-0.30	2.10	14.90	14.86
下游	汽车制造业	-8.50	21.60	16.70	21.80	-5.10	1.10	8.62	8.64
下游	计算机、通信和其他电子设备制造业	13.00	11.80	18.70	19.80	-1.10	6.70	12.54	12.53

资料来源：Wind，万联证券研究所

本月生产端转弱，除了疫情、极端天气、限电限产等因素共同影响外，需关注到制造业内生结构的变化，以及下半年经济下行压力的增加。上游原材料端景气回落，对生产的拖累强于中游和下游行业。出口交货值两年平均增速也由上月的7.9%回落为6.2%，出口的边际转弱，对部分行业的增速也将形成一定制约。企业长期贷款的回落，也部分反映出实体生产的边际回落。下半年经济增速整体承压。

2 固投首次回落，基建增速低迷

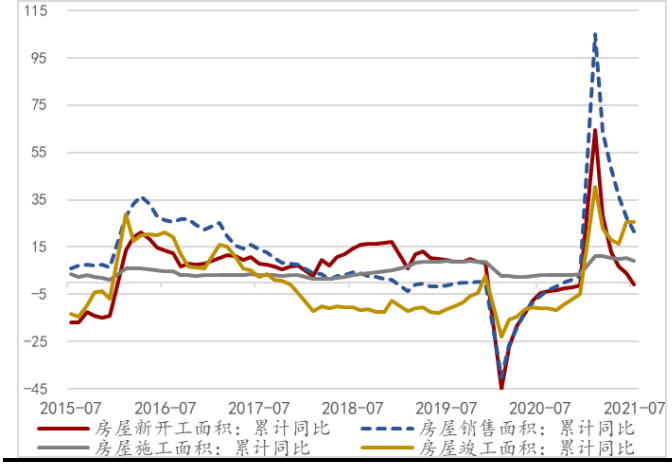
固投两年平均增速首次回落，基建增速继续放缓，房地产投资增速小幅回落，依然保持韧性，制造业投资上行趋势延续。7月，固定资产投资增速由12.6%回落为10.3%，两年平均增速由上月的4.4%首次回落为4.3%，民间固定资产投资由15.4%回落为13.4%。其中，房地产投资累计同比由15.0%回落为12.7%，两年平均增速由8.2%回落为8.0%；基建投资由7.15%回落为4.19%，两年平均增速由2.4%大幅回落为0.9%；制造业投资由19.2%回落为17.3%，两年平均增速由2.0%继续上行为3.1%，高技术产业投资两年平均增速由14.6%小幅回落为14.2%。

2.1 房地产销售持续走弱，拿地进程慢于往年同期

房地产投资回落，但韧性延续，地产销售继续降温，新开工面积增速依然偏弱，竣工增速延续高位。房地产增速本月依然表现出了较强的韧性，继续发挥了经济稳定的作用。两年平均增速由上月的8.2%小幅回落为8%。从两年平均增速来看，新开工、施工、竣工增速均有所回落，但新开工表现最弱，负增长幅度进一步扩大，竣工增速依然处于高位。商品房销售本月明显转弱，从回落幅度来看，销售额两年平均累计同比回落1.5个pct至13.1%，销售面积两年平均累计同比回落1.2个pct至7.0%，部分一二线城市对商品房市场政策调控力度加大，二手房成交价格环比增速持续回落，部分城市购房资格审批趋严，购房利率也有所上行，居民对房价走势持观望态度，涉房信贷的收

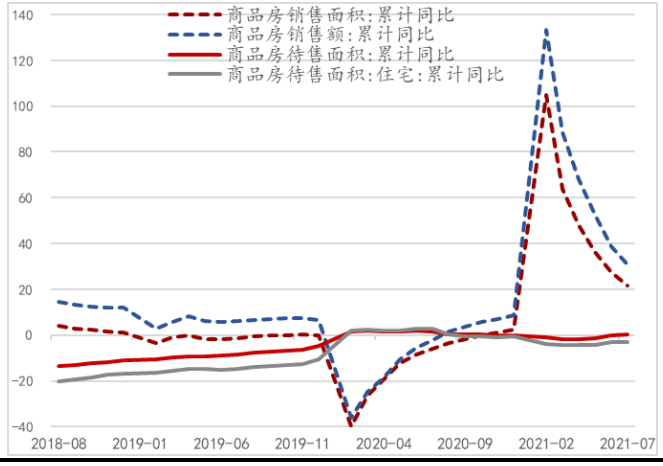
紧，销售增速有所回落。商品房库存两年平均增速持平于0.9%，住宅保持小幅去化。

图表8：房屋新开工、施工、竣工增速回落（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表9：商品房销售、待售累计增速回落（%）

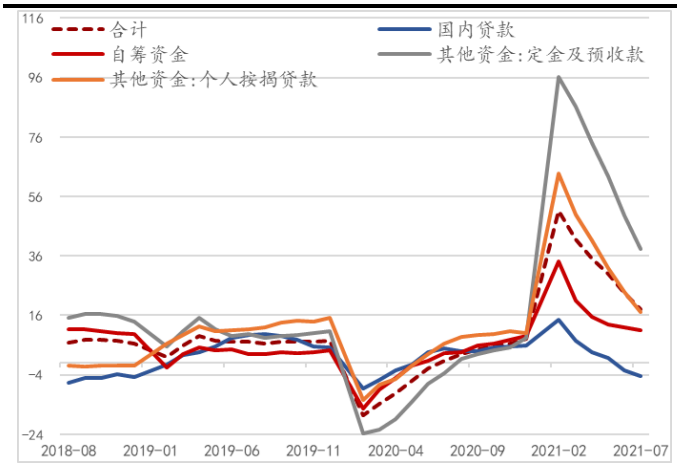


资料来源：Wind，万联证券研究所

房企资金来源偏紧，居民端的定金和贷款增速回落，拿地增速依然偏缓。房地产开发资金来源两年平均增速由10.1%继续回落为9.2%，房地产资金来源中，受销售增速放缓影响，个人定金及预收款和按揭贷款增速回落形成较大拖累；房企的国内贷款两年平均增速由0.5%继续回落为0.1%，银行对房企放贷约束影响延续；而自筹资金两年平均增速保持小幅上行。从房企土地购置面积来看，土地成交价款、面积降幅均收窄，百大城市成交土地增速依然偏慢，一期集中供地政策试点的缺席，一二线城市拿地速度放缓，三四线城市成交上行。预期随着二、三轮集中供地在更多二三线城市展开，房企下半年拿地将有所提速。

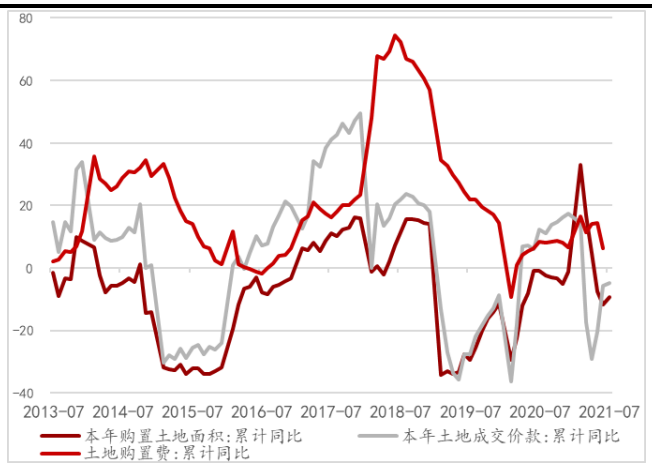
房企过去一年成交的热门土地预期下半年将陆续开工，新开工增速或将逐步回升，建安投资仍是房地产投资的主要支撑。融资与信贷的政策收紧，促使房企追赶销售回款的进度，下半年竣工仍将保持相对高增。下半年新政的推行，将带来更多的热点城市土地供应，下半年土地成交有望提速。但房地产投资预期但结构分化仍将延续。预期下半年房地产投资依然保持相对平稳。

图表10：资金来源中定金和贷款回落较快（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表11：土地购置面积降幅缩窄（%）

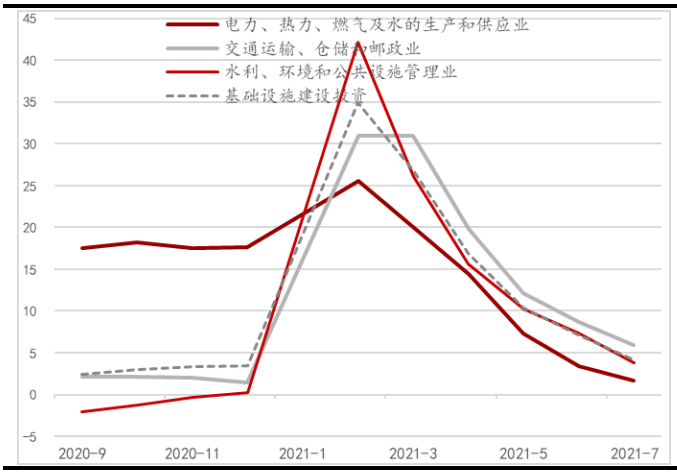


资料来源：Wind，万联证券研究所

2.2 基建投资放缓为主要拖累

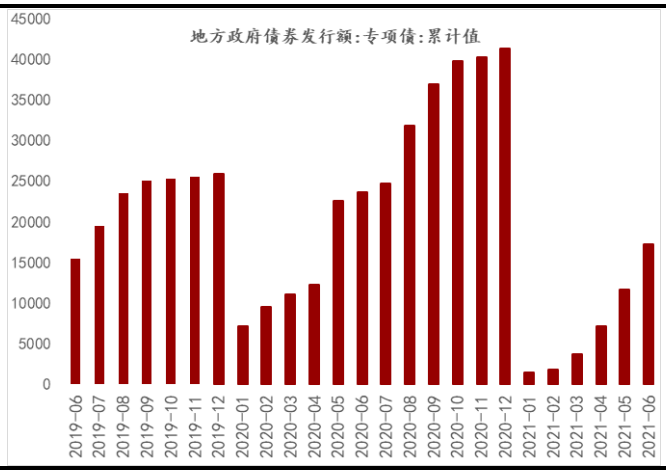
基建投资增速明显回落，洪涝灾害产生一定负面影响，财政投放进程较慢。基建投资累计同比增速由上月的7.15%回落为4.19%，两年平均增速两年平均增速由2.4%大幅回落为0.9%，其中水利、环境和公共设施管理业本月回落幅度相对最大。7月的部分地区的洪涝灾害影响基建开工，增速有所下行，而财政投放进程依然慢于往年同期，专项债发行进度较慢。随极端天气影响逐步消退，后续或有所修复，但下半年基建整体难以快速提速。

图表12：基建投资增速回落（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表13：专项债发行进程不及往年（亿元）

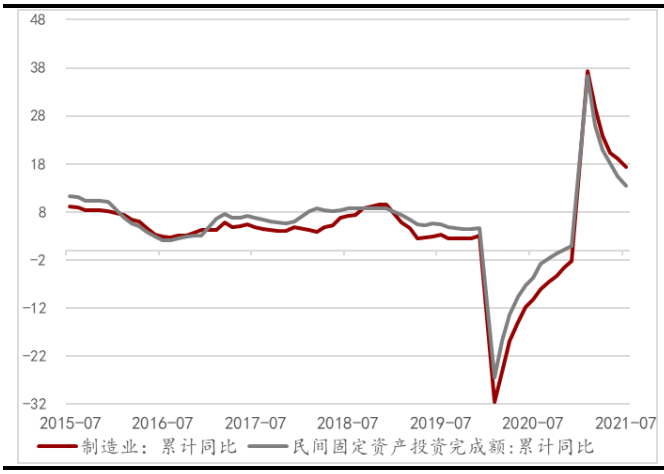


资料来源：Wind，万联证券研究所

2.3 制造业投资表现依然不弱

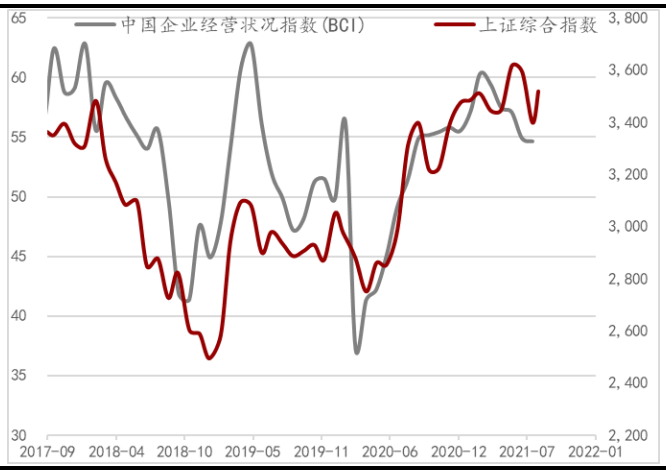
制造业投资表现依然不弱，从两年平均增速来看，本月延续上行。制造业投资由19.2%回落为17.3%，两年平均增速由2.0%继续上行为3.1%，民间固定资产投资累计增速由15.4%回落为13.4%，高技术产业两年平均增速小幅回落，但仍处于高位。十四五开局首年，政策扶持力度较大，预期制造业投资增速将持续上行，看好高端制造业。

图表14：制造业投资增速走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表15：企业经营状况指数回落速度放缓（%）



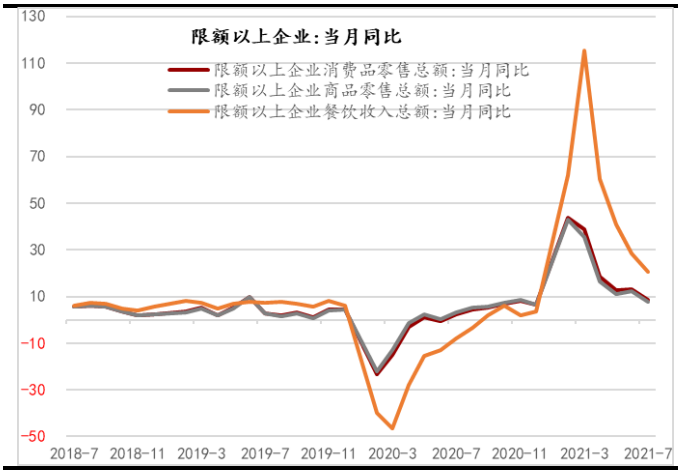
资料来源：Wind，万联证券研究所

3 消费修复受阻，整体偏弱

消费增速修复受阻，疫情和极端天气带来一定负面影响，限额以下企业表现相对更弱。7月，社会消费品零售总额同比增速由12.1%回落为8.5%，市场预期11.6%；比2019

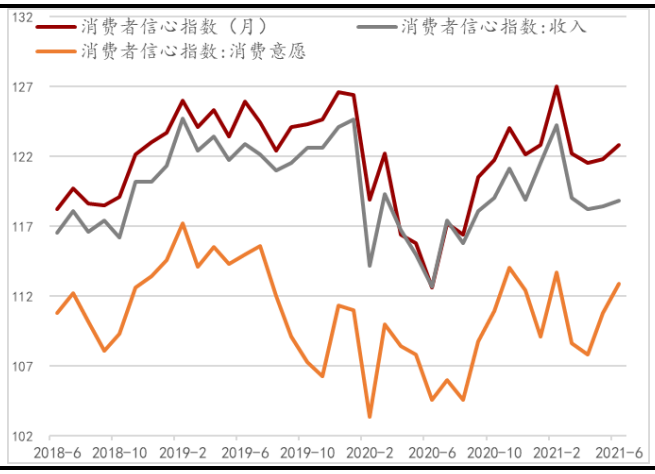
年两年平均增速由4.9%回落为3.6%。其中，除汽车以外的消费品零售增长由13.1%回落为9.7%，剔除汽车类消费回落幅度较大。扣除价格因素，7月份社会消费品零售总额实际增速由9.8%回落为6.4%。从两年平均增速来看，限额以上企业回落幅度小于整体回落幅度，限额以下企业拖累相对更大。商品零售降幅大于餐饮降幅。

图表16：限额以上企业增速回落（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表17：消费者信心指数二季度上行修复



资料来源：Wind，万联证券研究所

必选表现好于可选消费，可选消费内部表现分化，汽车消费依然不弱，餐饮增速相对平稳。分行业来看，大多增速放缓，必选消费整体表现好于可选消费。可选消费内部表现差异化明显，汽车、金银珠宝类的两年平均增速仍保持上行，而化妆品类跌幅明显，部分受618活动提前透支影响，通讯器材消费也明显下行，随着企业在9-10月的新品持续发布，增速或有所上行。地产下游的家电、家具、建材类增速也有所放缓，去年同比增速回落较大产生一定影响，当前仍处于竣工周期中，房地产下游消费仍有一定支撑。

图表18：消费分项当月同比、两年平均增速（%）

按消费类型分：限额以上单位商品零售增速							两年平均增速	
同比增速	2021年7月	2021年6月	2020年7月	2019年7月	较上月变动		2021年7月	2021年6月
粮油、食品类	11.3	15.6	6.9	9.9	-4.3	必选消费	9.08	13.02
饮料类	20.8	29.1	10.7	9.7	-8.3	必选消费	15.64	24.05
烟酒类	15.1	18.2	5	10.9	-3.1	必选消费	9.93	15.72
服装鞋帽、针、纺织品类	7.5	12.8	-2.5	2.9	-5.3	必选消费	2.38	6.15
日用品类	13.1	14	6.9	13	-0.9	必选消费	9.96	15.44
中西药品类	8.6	8.5	5.3	11.6	0.1	必选消费	6.94	9.10
餐饮	14.3	20.2	-11	9.4	-5.9	可选消费	0.86	0.96
化妆品类	2.8	13.5	9.2	9.4	-10.7	可选消费	5.95	16.95
金银珠宝类	14.3	26	7.5	-1.6	-11.7	可选消费	10.85	8.37
文化办公用品类	14.8	25.9	0.5	14.5	-11.1	可选消费	7.41	16.66
通讯器材类	0.1	15.9	11.3	1	-15.8	可选消费	5.55	17.34
石油及制品类	22.7	21.9	-13.9	-1.1	0.8	可选消费	2.78	2.98
汽车类	-1.8	4.5	12.3	-2.6	-6.3	可选消费	5.01	-2.06
家用电器和音像器材类	8.2	8.9	-2.2	3	-0.7	可选消费(地产	2.87	9.35
家具类	11	13.4	-3.9	6.3	-2.4	可选消费(地产	3.28	5.74
建筑及装潢材料类	11.6	19.1	-2.5	0.4	-7.5	可选消费(地产	4.31	10.33
社会消费品零售总额	8.5	12.1	-1.7	1.6	-3.6	整体	3.59	4.92
限额以上企业消费品零售总额	8.5	13.2	2.2	2.9	-4.7	整体	5.30	6.18
除汽车以外社会消费品零售总额	9.7	13.1	-2.4	8.8	-3.4	整体	3.47	5.82

资料来源：Wind，万联证券研究所

紧信用进程延续，货币政策平稳偏宽松，当前经济仍未大幅下滑，政策尚未迎来拐点。财政支出节奏偏缓，基建投资整体增速偏弱.7月事件冲击带来了回落幅度超出预期，当前货币政策注重维稳市场，7月全面降准，对市场呵护意愿仍强。下半年经济整体承压，三季度压力小于四季度，三季度转向宽松的可能性依然不大，四季度政策整体偏宽松可能性提升。政策强调跨周期调节，投放支持或贯穿年底和明年。

4 风险提示

疫情加剧影响生产，政策变动超预期，中美贸易摩擦超预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5％至5％；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。
基准指数 ： 沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场