中航证券研究所
分析师：符旸
证券执业证书号：S0640514070001
分析师：刘庆东
证券执业证书号：S0640520030001
邮箱：liuqd@avicsec.com

经济下行速度超预期，政策有望发力托底
——7 月经济数据点评

2021 年 8 月 16 日

➢ 事件：

2021 年 7 月份，社会消费品零售总额同比+8.5%，两年复合+3.6%，环比-0.13%；2021 年 1-7 月份，全国固定资产投资（不含农户）同比+10.3%，两年复合+4.3%，7 月环比+0.18%；2021 年 7 月，全国规模以上工业增加值同比+6.4%；两年复合+5.6%，环比增长 0.30%。

➢ 总体观点：

7 月消费、投资、出口、生产、信用扩张全面不及预期，数据显示我国经济动能进一步趋缓，其中既反映了经济复苏动能的内生性减弱，也存在暴雨灾害、疫情反弹等阶段性因素的冲击，同时疫情因素的影响至少还将持续到 8 月，对三季度整体的经济表现形成拖累。下半年房地产和出口两个前期复苏的主要支撑力量均面临回落压力，叠加疫情反复的风险，经济增速持续回落的压力较大，预计三季度 GDP 增速就存在跌破 6%的风险，四季度大概率继续走低。730 政治局会议对经济形势的判断较为谨慎，指出“当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”，会议释放出对稳增长诉求提升的政策信号。下半年地方政府专项债发行预计将明显提速，财政政策有望发力以托底信用扩张和经济增长。货币政策方面，结合央行二季度货币政策执行报告中对于通胀整体可控的表述，央行下半年适度放松流动性以稳定增长预期的概率逐渐增大，预计下半年货币政策易松难紧。

消费：7 月社零同比+8.5%，预期+11.6%，两年复合增速 3.6% ，较 6 月+4.9%的两年复合增速下滑较明显。7 月社零环比-0.13%，为 2011 年以来 7 月社零环比首次为负，表明 7 月社零超预期放缓之外、也存在着超季节性放缓。我们认为，7 月社零增速的显著放缓，除居民收入增速下降、居民消费倾向降低和居民部门的高杠杆率等此前即存在的制约消费的因素之外，同时又受到了 7 月下旬新一轮疫情在全国扩散后，各地管控政策升级下对消费的压制的影响。德尔塔病毒蔓延下，石油需求边际放缓。短期内，油价或由于供需缺口的持续仍然维持高位，但上行动力已经不足。石油、汽车两大品类销售额增速可能出现的走弱，叠加国内新一轮疫情蔓延下各省防控措施对消费的整体压制，8 月社零增速或进一步放缓。

投资：今年前 7 个月，固投同比+10.3%，低于市场预期的+11.4%。7 月固投环比+0.18%，较 6 月的+0.26%下滑，从下滑幅度上看基本符合季节性规律，但从扣除 2020 年的历史同期数据看，7 月固投环比延续今年以来固投环比较历史同期明显偏弱的趋势。制造业投资增速恢复明显，前 7 个月两年复合增速

股市有风险入市须谨慎

中航证券研究所发布证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

已经接近 19 年前 7 个月同比增速的 3.3%,但房地产投资和基建投资两年复合增速略有放缓,带动固定资产投资两年复合增速放缓。**制造业：**2021 年前 7 个月，制造业投资两年复合+3.1%，投资增速恢复明显，前 7 个月两年复合增速已经接近 19 年 7 月同比增速的 3.3%。总体上，利润率增幅靠前的制造业子行业，其投资的恢复速度也快于利润率涨幅靠后的行业。虽然制造业各子行业存在利润率变化分化和投资增速分化，但上游行业和高新制造业的投资支撑了制造业整体利润率的提升，也支撑了制造业投资增速的恢复。目前，制造业总体利润率增长明显，产能利用率处在高位，叠加 7 月的降准提供一定额度的资金支持，制造业企业总体上仍然具有投资动力。但另一方面，7 月制造业 PMI 显示 7 月制造业景气度扩张势头放缓。在假定制造业下游需求，尤其是外需虽然出现势头放缓、但不会急速放缓的情况下，预计下半年制造业投资仍能维持稳定恢复态势。**基建：**21 年前 7 个月基建投资同比+4.19%，两年复合增速+2.7%，较前 6 个月的+3.5%下滑。7 月小松开工小时数也反映出 7 月基建的强度确实不高。今年前 7 个月基建投资增速恢复较慢的主要原因仍然是是受专项债发行速度较慢和政策的防风险下、基建审批落地较严的制约。政治局会议提出“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”，下半年地方政府债券发行有望加速以完成全年发行计划，一定程度上提振基建投资。**房地产：**2021 年前 7 个月，房地产开发投资同比+12.7%，两年复+7.9%，较前 6 月的+8.3%微降。21 年前 7 月，房屋竣工面积、施工面积、新开工面积和本年土地购置面积两年复合增速分别为+5.8%、+6.0%、-2.7%和-5.2%。房企降库存、回笼资金的操作下，对现有项目的加速推进对冲了新项目开工不足下投资的缩减，房地产投资今年保持了较好的韧性。但房地产调控政策始终未见松动迹象，7 月底政治局会议会议再提“房住不炒”，基本预示着今年下半年将维持对房地产的强调控态势。往后看，下半年房地产投资大概率保持一定强度，投资增速呈现稳步缓慢下降态势。

生产：7 月，规模以上工业增加值同比+6.4%，低于市场预期的+7.9%，两年复合+5.6%，较 4 月的 6.5%下降。7 月规模以上工业增加值环比+0.3%，较上月的+0.56%下滑，也低于扣除 2020 年后，2015-2019 年均值的+0.39%，表明工业生产边际超季节性趋缓。采矿业和制造业利润率较 19 年同期增加较多，同时制造业、采矿业以及电力、热力、燃气及水的供应业三大工业子行业产能利用率处在高位，表明后续工业增加值仍有一定扩张动力。但 5、6、7 三个月 PMI 生产指数持续下滑，从新订单-产成品库存指数来看，订单对库存的消化能力也进一步下降，后续生产景气度有下滑压力。此外，近期的缺电问题、南新一轮疫情的扩散及洪涝灾害等因素，也可能将对制造业生产端造成一定扰动。同时，下半年海外产能的持续恢复，可能会对我国的出口形成挤压。总体上，预计今年下半年工业增加值增速逐步趋缓。

社消总额：

- **7 月社零增速走弱，疫情影响叠加石油、汽车销售额增速走弱，8 月社零增速或延续走弱态势**

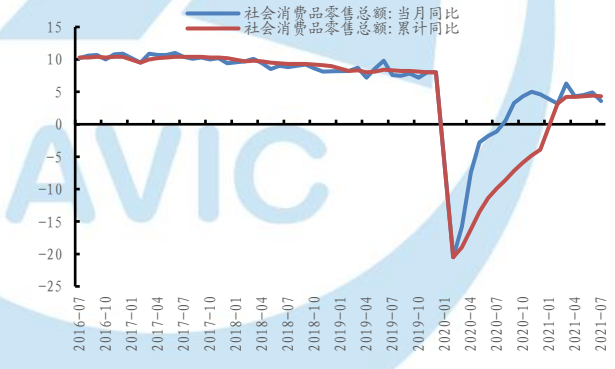
7 月社零同比+8.5%，预期+11.6%，两年复合增速 3.6%，较 6 月+4.9%的两年复合增速下滑较明显。7 月社零环比-0.13%，为 2011 年以来 7 月社零环比首次为负，表明 7 月社零存在着超季节性放缓。我们认为，7 月社零增速的显著放缓，除居民收入增速下降、居民消费倾向降低和居民部门的高杠杆率等此前即存在的制约消费的因素之外，同时还受到了 7 月下旬新一轮疫情在全国扩散，各地管控政策升级下对消费的压制的影响。

7 月限额以上企业社零同比+8.5%，两年复合增速+5.3%，仍然高于社零总体增速的+3.6%，限额以上企业销售恢复相对较快。7 月商品零售同比+7.8%，两年复合+3.9%，餐饮业同比+14.3%，两年复合+0.9%。以两年复合增速来看：分限额以上和限额以下，目前限额以上企业商品零售的恢复仍然是社零恢复的主要支撑力量；分商品零售和餐饮业，商品零售是主要支撑。

展望 8 月消费，一个巨大的影响因素是 7 月下旬新一轮疫情在全国的蔓延。截止 7 月底，南京疫情已蔓延至 15 省 26 市，而根据媒体报道，为应对疫情，8 月初，31 个省(自治区、直辖市)发布疫情防控出行提醒：“非必要不出省、不离市”或“减少出省、出市”。截止 2021 年 8 月 15 日，全国共有高风险地区 29 个，中风险地区 107 个，分布在十个省级行政区。景区关闭、娱乐场合限流等措施虽然对生产端影响有限，但势必对消费、尤其是线下消费产生抑制作用。

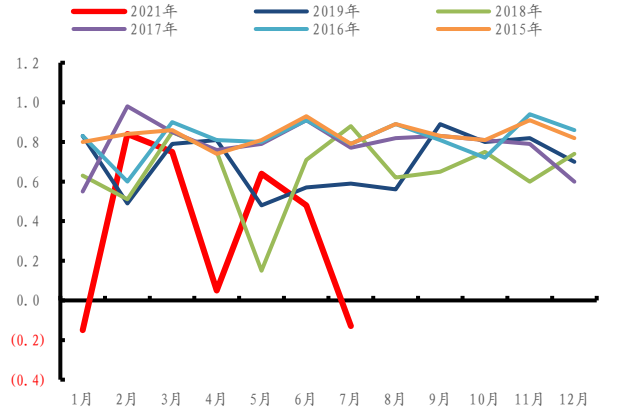
8 月 15 日上午，南京市召开的新冠肺炎疫情防控情况发布会通报，南京连续两天无新增本土确诊病例及无症状感染者。表明本轮疫情再爆发的源头，即南京的疫情防控形势好转明显，疫情有望在 8 月得到有效控制，9 月的消费或迎来明显恢复。

图表 1：社零同比增速走势（%）



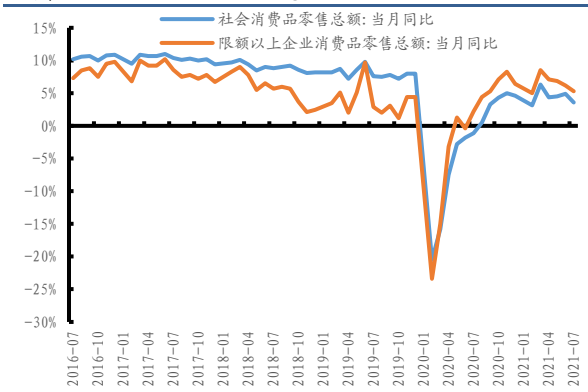
资料来源：wind，中航证券研究所（注：21 年为两年复合增速）

图表 2：社零环比走势（%）



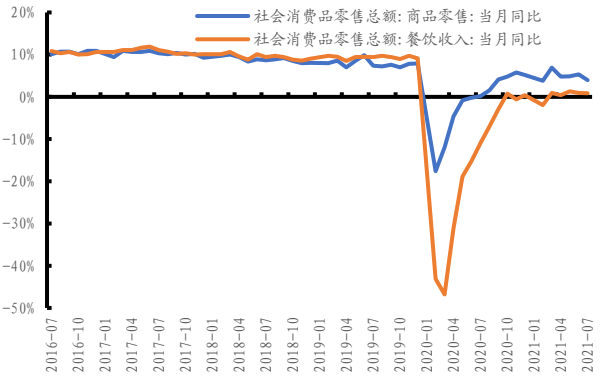
资料来源：wind，中航证券研究所

图表 3：限额以上企业恢复速度较快



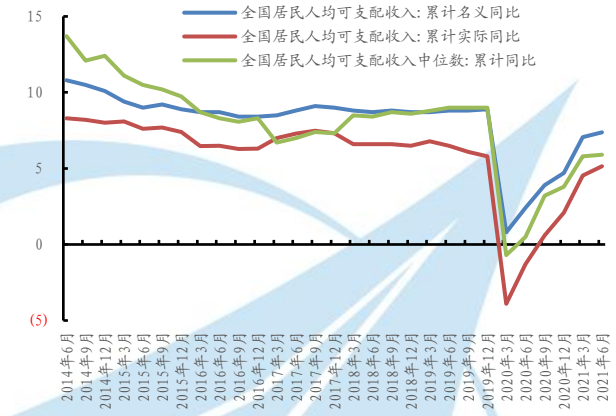
资料来源：wind，中航证券研究所（注：21 年为两年复合增速）

图表 4：餐饮恢复慢于商品零售



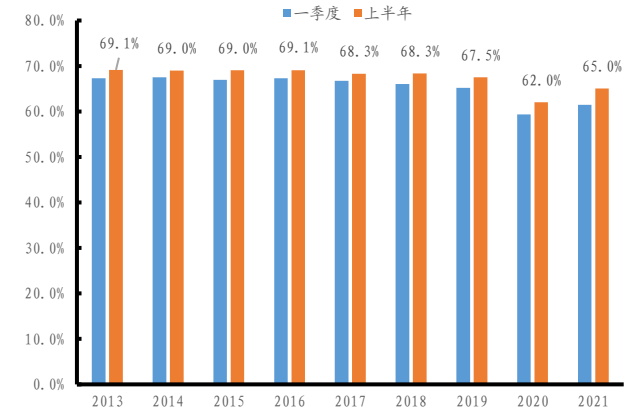
资料来源：wind，中航证券研究所（注：21 年为两年复合增速）

图表 5：居民可支配收入增速低于疫情前（%）



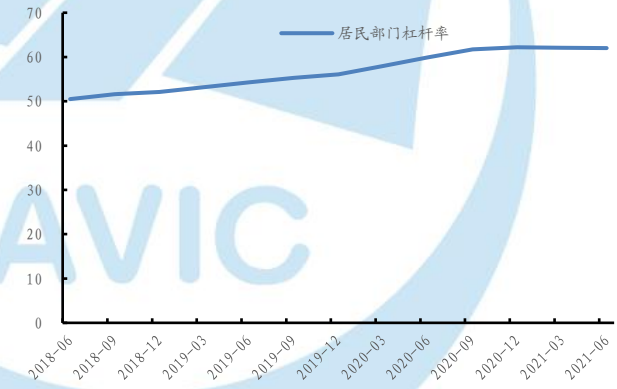
资料来源：wind，中航证券研究所（注：21 年为两年复合增速）

图表 6：居民消费倾向较疫情前低



资料来源：wind，中航证券研究所

图表 7：居民部门杠杆率处在高位（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

图表 8：7 月下旬我国迎来新一轮疫情小高峰（人数）



资料来源：wind，中航证券研究所

7 月，除服装类商品外，其余各类主要商品销售额两年复合增速均为正，其中，增速靠前的是饮料类、金银珠宝类、日用品类、烟酒类和粮食、食品类，值得注意的是，汽车类和石油及制品类 7 月两年复合增速分别为 5.0%和 2.8%，均低于限额以上商品零售总额两年复合增速。从对限额以上商品零售总额的拉动作用来说，本月石油及制品，粮油、食品类和服装鞋帽、针、纺织品类分别拉动限额以上商品零售总额增长 3.03%、1.18%和 0.62%，而汽车类销售额同比去年有所减少，对限额以上商品零售总额增长的拉动为

-0.57%，我们认为这是去年汽车销售额基数抬升、汽车缺芯问题持续和消费倾向降低之下，居民对汽车为代表的可选消费购买动力减弱等多种因素共同作用的结果。

7 月至今，石油价格出现一定高位下探态势。主要原因是德尔塔病毒蔓延下石油需求的边际放缓。目前，IEA 已经改变了此前持续敦促石油输出国组织“开闸”增产的立场，在报告中表示今年剩余时间石油需求预计将放缓。短期内，油价或由于供需缺口的持续仍然维持高位，但上行动力已经不足。截止 8 月 13 日的油价数据显示，8 月日平均油价已经低于 7 月，或将带动石油及制品消费额增速进一步走弱。石油、汽车两大品类销售额增速可能出现的走弱，叠加国内新一轮疫情蔓延下各省防控措施对消费的整体压制，8 月社零总额增速或进一步放缓。

图表 9：各月主要零售商品类别零售额当月两年复合增速

商品类别	2021年7月	2021年6月	2021年5月	2021年4月	2021年3月	2021年1-2月
饮料类	15.6%	24.1%	17.8%	17.5%	19.0%	18.8%
金银珠宝类	10.8%	8.4%	12.4%	14.2%	13.2%	8.2%
日用品类	10.0%	15.4%	15.1%	12.7%	14.5%	12.1%
烟酒类	9.9%	15.7%	13.0%	16.3%	15.6%	10.1%
粮油、食品类	9.1%	13.0%	11.0%	12.2%	13.6%	10.3%
文化办公用品类	7.4%	16.7%	7.4%	6.6%	13.9%	12.2%
中西药品类	6.9%	9.1%	7.3%	8.3%	9.7%	8.2%
书报杂志类	6.2%	5.8%	11.0%	10.8%	13.2%	-7.1%
化妆品类	6.0%	16.9%	13.7%	10.4%	12.2%	9.9%
通讯器材类	5.6%	17.3%	10.1%	13.2%	14.7%	18.2%
汽车类	5.0%	-2.1%	4.9%	7.7%	10.4%	5.8%
建筑及装潢材料类	4.3%	10.3%	10.7%	11.0%	11.3%	3.1%
体育、娱乐用品类	3.7%	23.0%	19.6%	17.4%	15.8%	18.2%
家具类	3.3%	5.7%	7.7%	7.3%	5.1%	2.7%
家用电器和音像器材类	2.9%	9.3%	3.7%	-1.5%	-1.2%	0.1%
石油及制品类	2.8%	3.0%	1.7%	0.8%	1.3%	-5.2%
服装鞋帽针纺织品类	2.4%	6.2%	5.7%	3.4%	5.0%	1.0%
其他类	0.0%	5.1%	3.7%	3.7%	0.0%	0.0%
服装类	-2.1%	5.8%	6.6%	3.3%	4.5%	1.1%
限额以上企业商品零售总额	5.3%	6.2%	6.7%	7.1%	8.7%	5.4%

资料来源：wind，中航证券研究所

图表 10：各月主要零售商品类别对限额以上商品零售额当月增速的拉动百分比

商品类别	2021年7月	2021年6月	2021年5月	2021年4月	2021年3月	2021年1-2月
石油及制品类	3.03%	2.63%	2.66%	2.51%	3.83%	3.07%
粮油、食品类	1.18%	1.54%	1.10%	0.73%	1.05%	1.73%
服装鞋帽、针、纺织品类	0.62%	1.07%	1.12%	2.42%	4.86%	4.55%
日用品类	0.60%	0.68%	0.61%	0.79%	1.51%	1.75%
家用电器和音像器材类	0.52%	0.72%	0.20%	0.36%	2.29%	2.17%
烟酒类	0.40%	0.48%	0.40%	0.67%	1.18%	1.64%
饮料类	0.37%	0.51%	0.32%	0.37%	0.56%	0.74%
文化办公用品类	0.36%	0.71%	0.29%	0.17%	0.59%	0.89%
中西药品类	0.34%	0.32%	0.28%	0.34%	0.54%	0.79%
金银珠宝类	0.24%	0.40%	0.57%	0.72%	1.24%	1.69%
建筑及装潢材料类	0.15%	0.24%	0.25%	0.36%	0.52%	0.48%
家具类	0.13%	0.15%	0.13%	0.22%	0.43%	0.51%
化妆品类	0.06%	0.36%	0.37%	0.41%	1.15%	1.01%
通讯器材类	0.00%	0.73%	0.30%	0.53%	0.91%	2.17%
汽车类	-0.57%	1.34%	1.98%	5.05%	13.55%	18.15%
限额以上企业商品零售	7.70%	12.30%	11.10%	16.40%	35.60%	42.90%

资料来源：wind，中航证券研究所

图表 11：各月主要零售商品类别对限额以上商品零售额累计增速的拉动百分比

商品类别	2021年前7月	2021年前6月	2021年前5月	2021年前4月	2021年前3月	2021年1-2月	商品类别	2020年
汽车类	7.2%	8.6%	10.6%	13.2%	16.4%	18.1%	粮油、食品类	1.0%
石油及制品类	2.9%	2.9%	3.0%	3.1%	3.4%	3.1%	通讯器材类	0.5%
服装鞋帽、针、纺织品类	2.5%	2.9%	3.3%	4.0%	4.7%	4.5%	日用品类	0.3%
粮油、食品类	1.3%	1.3%	1.2%	1.3%	1.5%	1.7%	中西药品类	0.3%
家用电器和音像器材类	1.1%	1.2%	1.3%	1.7%	2.2%	2.2%	化妆品类	0.2%
日用品类	1.0%	1.1%	1.2%	1.4%	1.7%	1.8%	饮料类	0.2%
通讯器材类	0.9%	1.0%	1.1%	1.4%	1.7%	2.2%	烟酒类	0.1%
金银珠宝类	0.9%	1.0%	1.1%	1.3%	1.5%	1.7%	文化办公用品类	0.1%
烟酒类	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%	1.5%	1.6%	建筑及装潢材料类	0.0%
化妆品类	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	1.1%	1.0%	金银珠宝类	-0.1%
文化办公用品类	0.5%	0.6%	0.5%	0.6%	0.8%	0.9%	家具类	-0.1%
饮料类	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	家用电器和音像器材类	-0.2%
中西药品类	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	汽车类	-0.5%
建筑及装潢材料类	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	服装鞋帽、针、纺织品类	-0.6%
家具类	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	石油及制品类	-2.1%
限额以上企业商品零售	22.2%	24.8%	28.1%	33.4%	40.2%	42.9%	限额以上社零	-1.00%

资料来源：wind，中航证券研究所

图表 12：8 月油价出现下跌



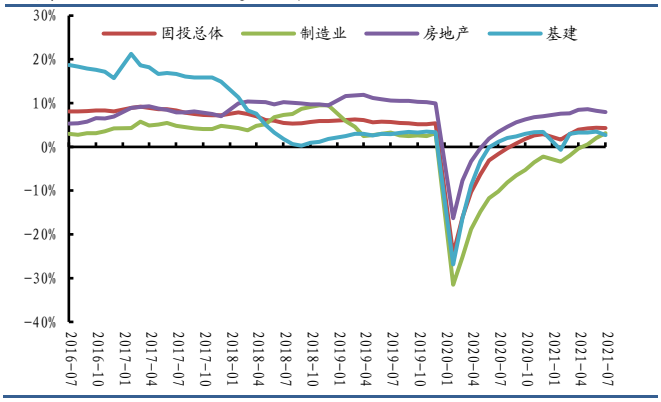
资料来源：wind，中航证券研究所 （注：8 月石油价格为截止 8 月 13 日日平均油价）

固定资产投资：

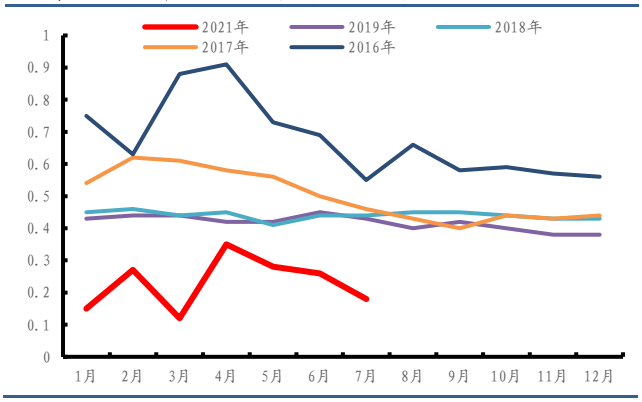
- **固投低于市场预期，制造业投资增速恢复明显，房地产投资和基建投资两年复合增速略有放缓**

今年前 7 个月，固投同比+10.3%，低于市场预期的+11.4%。7 月固投环比+0.18%，较 6 月的+0.26%下滑，从下滑幅度上看基本符合季节性规律，但从扣除 2020 年的历史同期数据看，今年 7 月固投环比延续今年以来固投环比较历史同期明显偏弱的趋势。两年复合增速来看，今年前 7 个月固投+4.3%，较前 6 个月的 4.4%微降，其中，制造业、房地产和基建前 7 个月分别+3.1%（前 6 个月+2.0%）、+7.9%（前 6 个月+8.3%）和+2.7%（前 6 个月+3.5%）。制造业投资增速恢复明显，前 7 个月两年复合增速已经接近 19 年前 7 个月同比增速的 3.3%，但房地产投资和基建投资两年复合增速略有放缓，因此固定资产投资两年复合增速略有放缓。

图表 13：7 月固投稳步回升



图表 14：今年固投环比相对历史同期较低（%）



资料来源：wind，中航证券研究所（注：21 年为两年复合增速，其中固投总体，制造业为官方数据，房地产和基建为根据同比增速计算）

资料来源：wind，中航证券研究所

- **制造业各子行业投资增速继续分化，但制造业总体利润率提高下，投资增速稳步恢复**

2021 年前 7 个月，制造业投资两年复合+3.1%，投资增速恢复明显，前 7 个月两年复合增速已经接近 19 年前 7 个月同比增速的 3.3%。主要制造业子行业投资增速分布来看，前 7 个月两年复合投资增速为负的行业为金属制品业、通用设备制造业、纺织业和汽车制造业，均属于中下游制造业，且从利润率变化上，上半年这 4 个行业与 19 年上半年相比，金属制品业、通用设备制造业和汽车制造业利润率涨幅在制造业子行业中靠后，纺织业利润率变化为负，主要是受到今年上游原材料涨价的影响。前 7 个月两年复合投资增速为正的行业主要是计算机、通信和其他电子设备制造业、医药制造等高新制造业，以及有色金属冶炼、化学原料和化工制品等上游行业。总体上，利润率增幅靠前的制造业子行业，其投资的恢复速度也快于利润率涨幅靠后的行业。制造业各子行业存在利润率变化分化和投资增速分化，上游行业和高新制造业的投资支撑了制造业整体利润率的提升，也支撑了制造业投资增速的恢复。

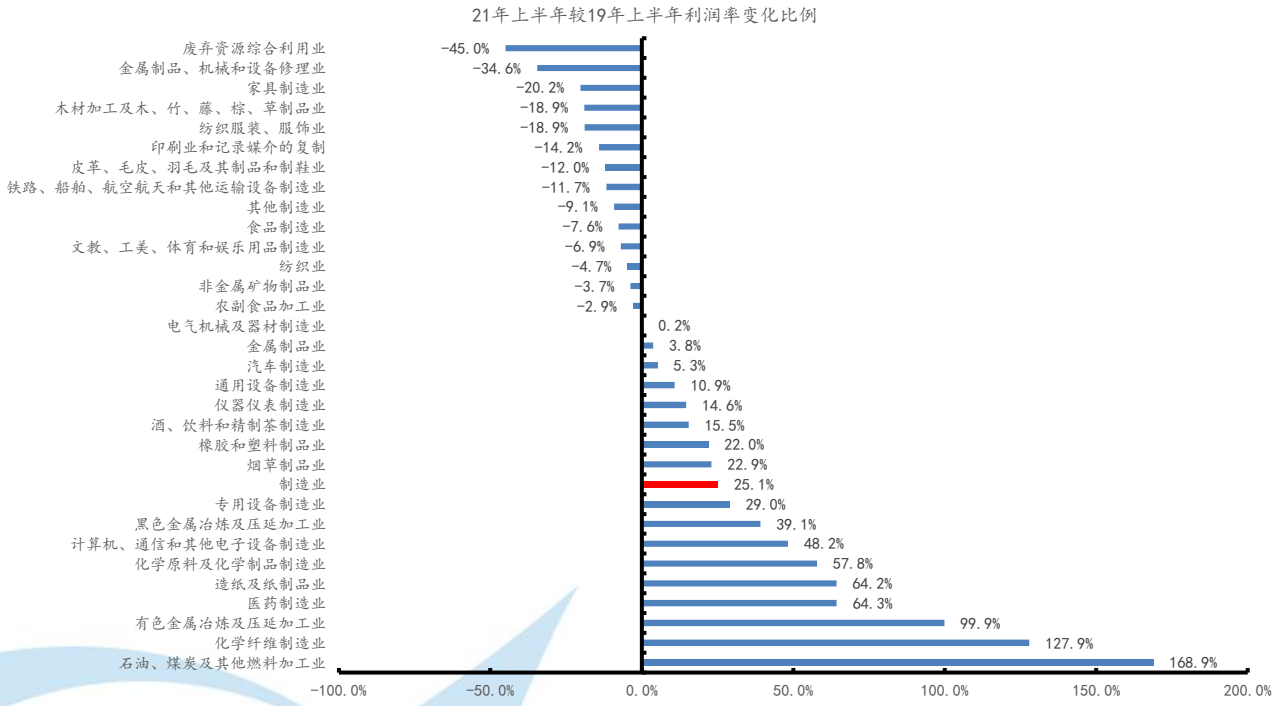
2021H1 较 2019H1 制造业整体的利润率增长比例为 25.1%，且 2021H1 制造业产能利用率达到了 78.8%的历史高位，7 月的降准也有望为制造业提供了一定额度资金支持，制造业企业总体上仍然具有投资动力。虽然 7 月制造业 PMI 显示 7 月制造业景气度扩张势头放缓，新订单指数和生产指数均较上月下降，但在假定制造业下游需求，尤其是外需虽然出现势头放缓、但不会急速放缓的情况下，预计下半年制造业投资仍能维持稳定恢复态势。

图表 15：制造业及其子行业年初以来各月两年复合累积投资增速

行业	2021年7月	2021年6月	2021年5月	2021年4月	2021年3月	2021年1-2月
计算机、通信和其他电子设备制造业	17.82%	18.47%	16.79%	15.00%	12.28%	13.95%
医药制造业	16.68%	17.10%	15.23%	13.80%	12.12%	13.03%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	6.22%	4.87%	2.64%	3.27%	-1.52%	-8.09%
专用设备制造业	6.14%	5.92%	4.55%	2.81%	0.84%	1.10%
化学原料及化学制品制造业	5.24%	5.65%	4.09%	2.54%	1.44%	4.57%
农副食品加工业	4.81%	3.92%	1.91%	-0.72%	-2.04%	-2.87%
有色金属冶炼及压延加工业	2.65%	2.62%	4.42%	5.35%	4.95%	3.21%
电气机械及器材制造业	2.08%	1.47%	-0.30%	-1.19%	-4.13%	-4.17%
食品制造业	0.59%	-0.05%	-2.28%	-3.84%	-5.63%	-5.50%
金属制品业	-1.59%	-1.33%	-3.35%	-5.02%	-7.85%	-8.69%
通用设备制造业	-3.53%	-4.77%	-6.56%	-8.49%	-10.11%	-10.34%
纺织业	-3.69%	-5.45%	-7.04%	-8.92%	-13.77%	-16.40%
汽车制造业	-12.08%	-12.09%	-14.00%	-13.52%	-16.10%	-17.24%
制造业	2.63%	2.59%	1.28%	0.26%	-1.47%	-3.62%

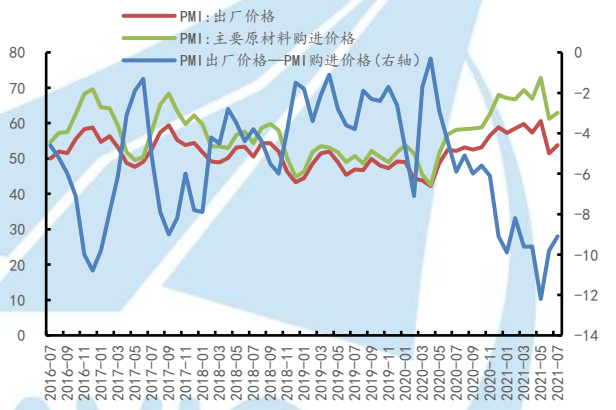
资料来源：wind，中航证券研究所

图表 16：上游行业和高新制造业利润率涨幅高于传统行业和中下游制造业



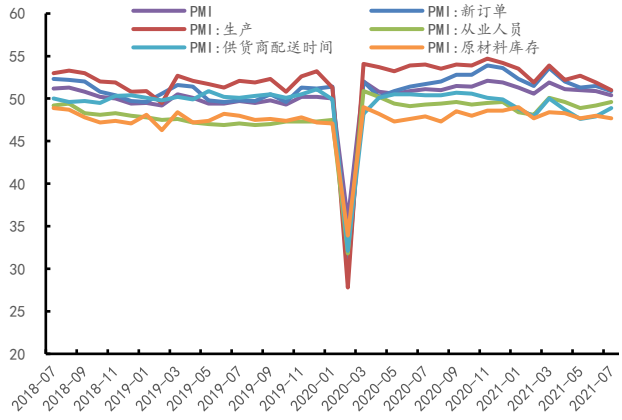
资料来源：wind，中航证券研究所

图表 17：中下游制造业成本端压力有所缓和但仍然较大



资料来源：wind，中航证券研究所

图表 18：制造业 PMI 指数较上月下降



资料来源：wind，中航证券研究所

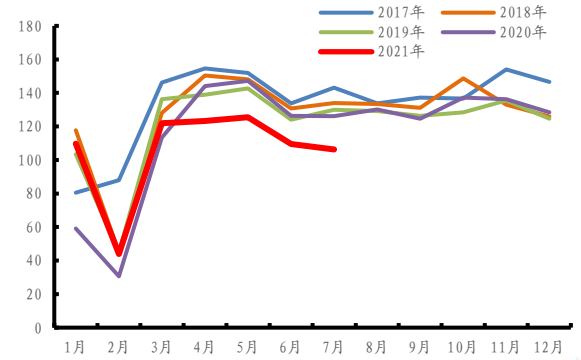
- **专项债发行速度慢依然制约基建投资增速，政治局会议的表态或预示着下半年基建投资增速有望随专项债发行速度的加快而提速**

21 年前 7 个月基建投资同比+4.19%，两年复合增速+2.7%，较前 6 个月的+3.5%下滑。7 月小松挖掘机开工小时数 106.2，较 6 月的 109.5 继续下行，且与 2017 年-2020 年间 7 月份开工小时数相比明显偏低，也反映出 7 月基建的强度确实不高。今年前 7 个月基建投资增速恢复较慢的主要原因仍然是是受到专项债发行速度较慢和政策防风险下基建审批落地较严的制约。前 7 个月新增专项债发行规模 1.35 万亿元，占全年计划发行额的 37.11%，低于去年同期的 60.43%和前年同期的 78.43%。

中共中央政治局 7 月 30 日召开会议，部署下半年经济工作。相比于 4 月 30 日政治局会议的“积极的财政政策要落实落细，兜牢基层‘三保’底线，发挥对优化经济结构的撬动作用”，本次政治局会议明确

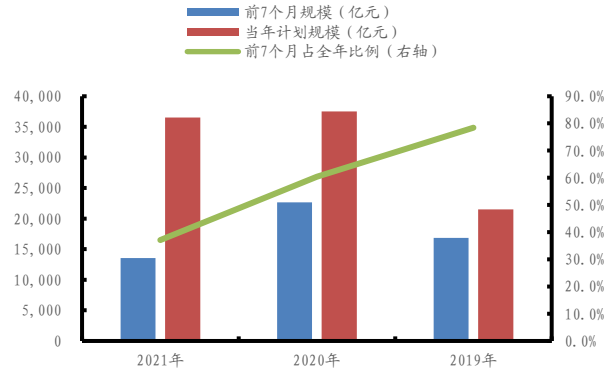
提出“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”，对于下半年地方债发行提出了明确的时间表，意味着下半年地方政府债券发行有望加速以完成全年发行计划。虽然“兜牢基层‘三保’底线”的表述，显示民生领域仍是财政支出的重点方向，基建投资与政府债券发行之间的相关度受到抑制，但下半年可能加速发行的专项债仍有望一定程度上提振基建投资。

图表 19：7 月小松挖掘机开机小时数较低（小时）



资料来源：wind，中航证券研究所

图表 20：今年专项债发行节奏慢

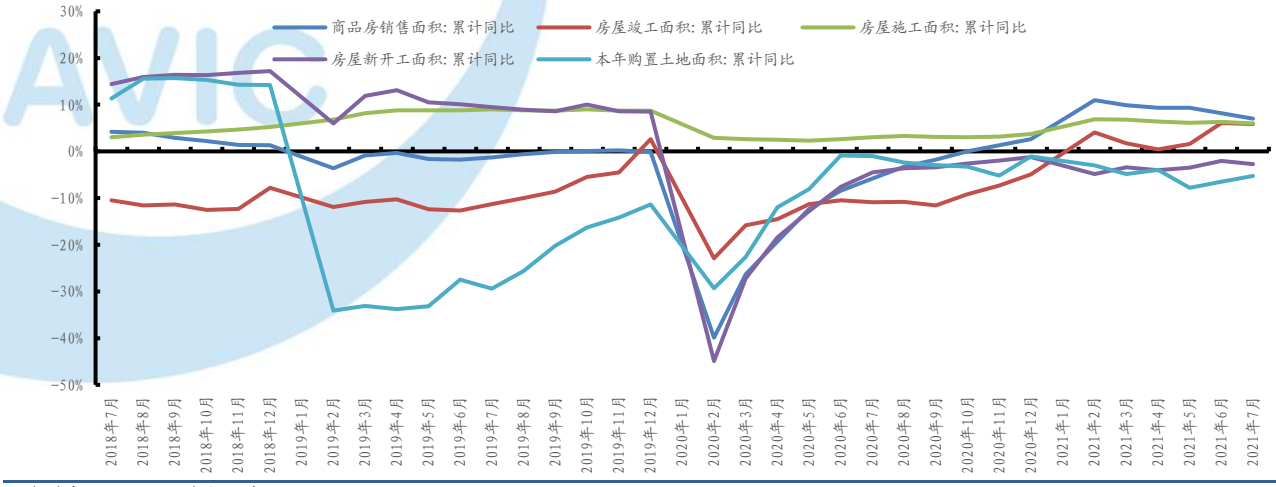


资料来源：wind，中航证券研究所

- **房地产投资**

2021 年前 7 个月，房地产开发投资同比+12.7%，两年复合增速+7.9%，较前 6 月的+8.3%微降。21 年前 7 月，房屋竣工面积、施工面积、新开工面积和本年土地购置面积两年复合增速分别为+5.8%、+6.0%、-2.7%和-5.2%，土地购置面积和新开工面积两年复合增速持续为负，竣工面积和施工面积两年复合增速为正但较前 6 个月均略微下降 0.3 个百分点。前 7 月商品房销售面积复合增速+7.0%，较前 6 个月的+8.2%下滑。房企降库存、回笼资金的操作下，对现有项目的加速推进对冲了新项目开工不足下投资的缩减，令房地产投资今年保持了较好的韧性。但房地产调控政策始终未见松动迹象，7 月底政治局会议会议再提“房住不炒”，基本预示着今年下半年将维持对房地产的强调控态势。往后看，预计下半年房地产投资两年复合增速将呈现稳步缓慢下降态势。

图表 21：房屋施工、竣工、新开工面积，商品房销售面积及本年土地购置面积走势



资料来源：wind，中航证券研究所（注：21 年为两年复合增速）

工业增加值：

- **工业增加值增速不及预期，后续或逐渐趋缓**

7 月，规模以上工业增加值同比+6.4%，低于市场预期的+7.9%，两年复合+5.6%，较 4 月的 6.5%下降。7 月规模以上工业增加值环比+0.3%，较上月的+0.56%下滑，也低于扣除 2020 年后，2015-2019 年均值的+0.39%，表明工业生产超季节性趋缓。

分三大门类看，7 月采矿业、制造业、燃气及水的生产和供应业两年复合增速分别为-1.0%、+6.1%和+7.3%，制造业、燃气及水的生产和供应业两年复合增速已超过疫情前 2019 年 7 月的同比增速，带动规模以上企业工业增加值两年复合增速超过疫情前同期同比增速，但采矿业两年复合增速为负，拖累规上企业工业增加值当月两年复合增速。分工业子行业来看，7 月规上企业工业增加值两年复合增速靠前的行业主要是医药制造、电气机械及器材制造、计算机、通信和其他电子设备制造、金属制品业等，这几个行业也是今年以来工业子行业中工业增加值两年复合增速靠前的行业。

2021H1，采矿业和制造业利润率较 19 年同期增加较多，表明后续工业增加值仍有一定扩张动力，制造业、采矿业以及电力、热力、燃气及水的供应业三大工业子行业 2021H1 产能利用率均较 2019H1 提升。但 5、6、7 三个月 PMI 生产指数分别为 52.7%、51.9%和 51.0%，表明占工业主体的制造业的生产随着需求的减弱，呈现放缓趋势。从新订单-产成品库存指数来看，订单对库存的消化能力进一步下降，后续生产景气度有下滑压力。此外，在需求的因素之外，也应注意到，近期的缺电问题、南京出现的新疫情向全国的扩散及河南等地爆发的洪涝灾害等因素，也将对制造业生产端造成一定扰动。同时，下半年海外产能的持续恢复，可能会对我国的出口形成挤压，带动我国工业产品的海外需求下移，进而带动工业生产趋缓。总体上，预计今年下半年工业增加值增速逐步趋缓。

图表 3：主要行业工业增加值当月两年复合增速

工业子行业	2021年7月	2021年6月	2021年5月	2021年4月	2021年3月	2021年2月
医药制造业	13.8%	17.3%	16.9%	11.7%	13.3%	11.4%
电气机械及器材制造业	12.9%	11.8%	12.6%	15.6%	11.2%	12.9%
计算机、通信和其他电子设备制造业	12.4%	13.0%	11.7%	11.1%	11.0%	13.1%
金属制品业	10.2%	10.8%	11.1%	14.8%	9.8%	8.0%
通用设备制造业	8.6%	10.6%	10.5%	11.1%	6.6%	8.0%
专用设备制造业	7.7%	10.0%	11.0%	12.2%	7.4%	9.7%
电力、热力的生产和供应业	7.1%	8.5%	7.2%	4.7%	5.7%	5.3%
化学原料及化学制品制造业	5.6%	6.9%	6.2%	5.9%	6.2%	7.1%
汽车制造业	5.5%	4.2%	6.2%	6.7%	4.4%	8.0%
非金属矿物制品业	4.5%	6.7%	6.5%	8.3%	9.0%	6.9%
食品制造业	3.4%	3.9%	4.9%	4.4%	6.0%	2.6%
黑色金属冶炼及压延加工业	2.5%	5.2%	6.9%	7.7%	8.1%	9.2%
有色金属冶炼及压延加工业	2.4%	2.6%	3.4%	4.1%	4.3%	6.0%
橡胶和塑料制品业	2.4%	3.3%	4.3%	7.2%	4.2%	6.5%
农副食品加工业	1.8%	3.4%	3.3%	3.2%	1.5%	1.6%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	1.6%	2.7%	5.0%	6.7%	5.0%	3.4%
纺织业	-0.2%	0.9%	0.6%	2.2%	0.8%	0.8%

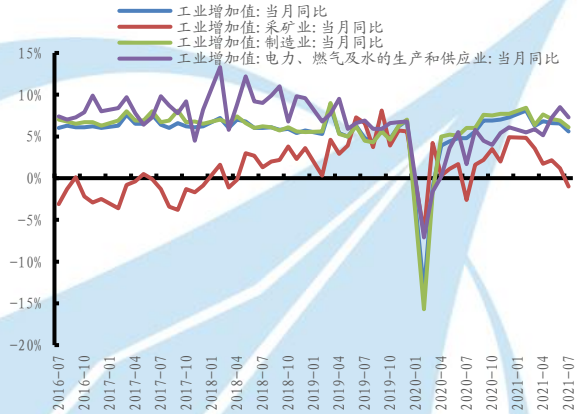
资料来源：wind，中航证券研究所

图表 4：主要行业工业增加值累计两年复合增速

工业子行业	2021年7月	2021年6月	2021年5月	2021年4月	2021年3月	2021年2月
医药制造业	14.9%	14.9%	13.8%	12.2%	12.0%	11.4%
电气机械及器材制造业	13.7%	13.6%	13.9%	14.0%	12.5%	12.9%
计算机、通信和其他电子设备制造业	12.5%	12.5%	12.2%	12.4%	12.4%	13.1%
金属制品业	11.4%	11.5%	11.5%	11.4%	9.2%	8.0%
专用设备制造业	10.7%	11.2%	11.3%	10.8%	8.9%	9.7%
通用设备制造业	10.1%	10.2%	10.0%	9.4%	7.6%	8.0%
汽车制造业	8.6%	8.6%	9.1%	8.6%	7.1%	8.0%
非金属矿物制品业	7.3%	7.8%	8.0%	8.2%	7.5%	6.9%
黑色金属冶炼及压延加工业	6.7%	7.4%	8.0%	8.1%	8.2%	9.2%
化学原料及化学制品制造业	6.4%	6.5%	6.4%	6.3%	6.2%	7.1%
电力、热力的生产和供应业	6.1%	5.9%	5.3%	4.8%	4.6%	5.3%
橡胶和塑料制品业	5.2%	5.8%	6.2%	6.5%	5.5%	6.5%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	4.8%	5.3%	5.9%	6.0%	4.8%	3.4%
食品制造业	4.4%	4.6%	4.7%	4.4%	4.0%	2.6%
有色金属冶炼及压延加工业	4.1%	4.3%	4.8%	4.9%	4.9%	6.0%
农副食品加工业	2.5%	2.6%	2.4%	2.0%	1.2%	1.6%
纺织业	1.3%	1.7%	1.7%	1.9%	1.0%	0.8%

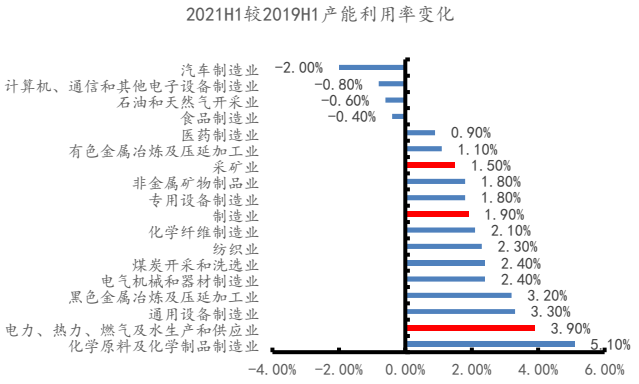
资料来源：海关总署，中航证券研究所

图表 24：工业及工业三大子行业增加值走势



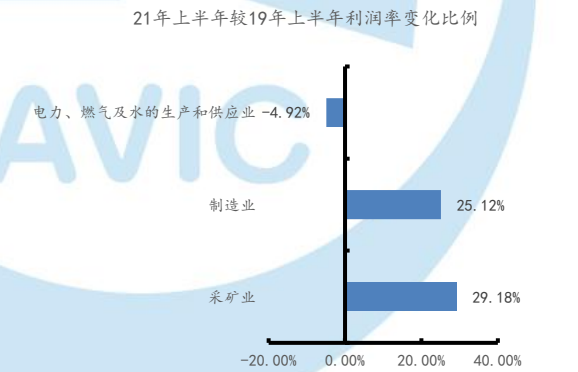
资料来源：wind，中航证券研究所

图表 25：多数工业子行业产能利用率较 19 年同期提升



资料来源：wind，中航证券研究所

图表 26：制造业和采矿工业利润率较 19 年同期增加



资料来源：wind，中航证券研究所

图表 27：新订单-产成品库存指数进一步下降（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持　：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性　：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持　：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

符旸（证券执业证书号：S0640514070001），中航证券首席宏观分析师。
刘庆东（证券执业证书号：S0640520030001），中航证券宏观分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。
风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。