2021 年 08 月 17 日

宏观经济

新时代证券 New Times Securities

疫情主导经济修复节奏

——7 月经济数据点评

行业点评

疫情主导经济修复节奏。疫情主导了这轮的经济复苏。疫情爆发初期，经济增速快速下行，得益于稳增长政策，以及疫情逐渐得到控制，经济快速修复。但是病毒变异较快，疫情比较顽固，虽有疫苗以及成熟的防控措施，仍难以抵消它们对经济的负面影响，经济复苏出现波动。先是 2021 年春节前后的零星疫情，导致一季度经济增速低于预期。疫情再次控制之后，5、6 月经济再次加快扩张，制造业投资、消费也加快修复，然而 7、8 月又爆发局部疫情，再一次打乱了经济修复节奏。就 7 月而言，除了疫情反复外，还有降雨、台风等临时因素，这些叠加一起导致了生产、投资、消费、出口增速出现较大幅度下降。此外，专项债发行虽开始加速，然而落实到投资存在时滞，寄予厚望的基建投资仍未能开始发力，对冲房地产投资增速下行。就长期而言，中国经济增速趋于下行，这是共识。但就本轮经济周期（产出缺口衡量）而言，经济复苏还没有走完，产出缺口还没有掉头转负。我们坚信疫情会得到控制，我们对经济依然比较乐观，经济修复的大趋势不变，只是疫情反复会拉长经济周期的复苏阶段。

疫情、降雨拖累工业生产。7 月工业生产实际同比增长 6.4%，比 2019 年同期增长 11.5%，两年平均增长 5.6%，两年平均增速低于 6 月的 6.5%。第一，德尔塔病毒、台风影响到产业链、运输链，可比经济体韩国、越南出口增速 7 月出现下滑，中国出口交货值同比增速从 13.4%，下降到 11%。第二，降雨、检修也影响到了工业生产。高炉开工率从 6 月的 61.53%下降至 54.94%，同比降幅也扩大至 21.7%。

服务业扩张有所放缓。7 月服务业生产指数同比增长 7.8%，增速低于上月的 10.9%，两年平均增速为 5.6%，低于前值 6.5%。服务业业务活动预期指数同比为 60.1%低于上月的 60.4%，整体仍维持较高景气，只是扩张步伐有所放缓。从结构上看，和线上消费、生产相关的信息传输、软件和信息技术服务业一直维持高增速。

三大行业投资增速均下滑。1-7 月投资两年平均增速是 4.3%，低于前值 4.4%。我们测算的单 6 月投资两年平均增速从 6%降至 2.7%。虽然企业盈利增速有所下降，但仍将保持在高位，制造业投资增速下滑幅度较大，超过盈利水平暗含的，这可能因为多地出现洪灾阻碍投资落地，以及德尔塔病毒扩散恶化经济增长预期。虽然 7 月专项债加快发行，但是形成实际投资存在时滞，而且还受到多地降雨的影响。随着经济下行压力的增加，专项债需要加快发行，并形成投资。这次房地产调控的力度强于前几次，7 月房地产投资增速降至 1.37%，两年平均增速也从 7.2%，降至 6.4%。后续房地产投资增速的下行压力仍很大。

疫情制约消费修复速度。7 月社会消费品零售同比增速从 12.1%降至 8.5%，两年平均增速从 4.9%降至 3.5%，消费修复速度放缓。主要原因有两方面：一是江苏等地出现疫情，限制了消费场景，同时，疫情的反复也增加了人们对经济前景的担忧，从而降低消费意愿。二是河南等地出现强降雨，影响到人们消费。

● 风险提示：疫情发展超预期；出口变化超预期

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050003

相关报告

行业点评：高基数下出口增速下滑 2021-08-08

行业点评：经济周期仍处于繁荣阶段 2021-07-16

行业点评：信用创造企稳 2021-07-11

行业点评：经济更加均衡 2021-07-02

行业点评：ROE 拐点未至 2021-06-28

行业点评：经济动能不断接力 2021-06-20

行业点评：信用收缩速度放缓 2021-06-13

目 录

1、 疫情主导经济修复节奏.....3
2、 疫情、降雨拖累工业生产.....3
3、 三大行业投资增速均下滑.....5
4、 疫情制约消费修复速度.....7

图表目录

图 1: 供给需求各项增速.....3
图 2: 三大行业生产增速.....4
图 3: 各行业生产增速变化.....4
图 4: 服务业景气度较高.....5
图 5: 三大行业两年平均投资增速.....6
图 6: 房屋新开工面积增速回落.....6
图 7: 土地成交价款增速下滑.....7
图 8: 房屋销售增速下滑.....7
图 9: 各行业生产增速变化.....8
图 10: 收入增速之后经济增速.....8
图 11: 居民支出占收入比重低于常态.....9

事件：2021 年 7 月，规模以上工业增加值实际同比增长 6.4%，比 2019 年同期增长 11.5%，两年平均增长 5.6%；全国服务业生产指数同比增长 7.8%，增速低于上月的 10.9%，两年平均增速为 5.6%；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长 10.3%，比 2019 年 1—7 月份增长 8.7%，两年平均增长 4.3%；社会消费品零售总额同比增长 8.5%，比 2019 年 7 月份增长 7.2%，两年平均增速为 3.6%。

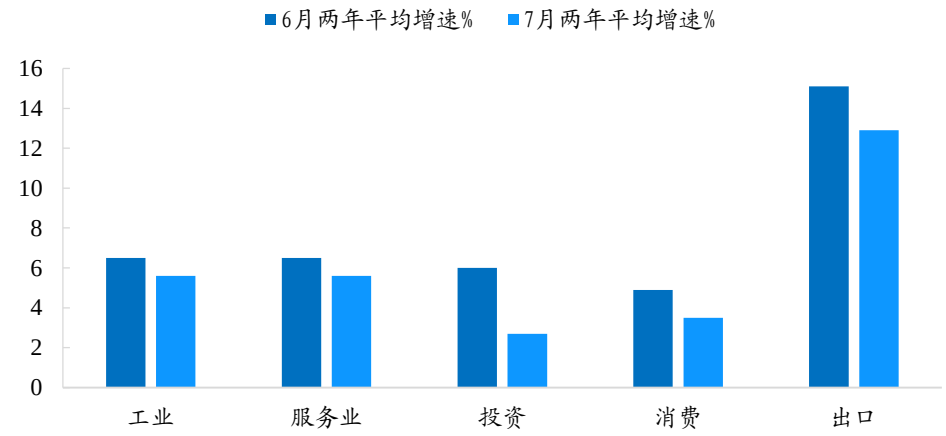
1、 疫情主导经济修复节奏

疫情主导了这轮的经济复苏。疫情爆发初期，经济增速快速下行，得益于稳增长政策，以及疫情逐渐得到控制，经济快速修复。但是病毒变异较快，疫情比较顽固，虽有疫苗以及成熟的防控措施，仍难以抵消它们对经济的负面影响，经济复苏出现波动。先是 2021 年春节前后的零星疫情，导致一季度经济增速低于预期。疫情再次控制之后，5、6 月经济再次加快扩张，制造业投资、消费也加快修复，然而 7、8 月又爆发局部疫情，再一次打乱了经济修复节奏。

就 7 月而言，除了疫情反复外，还有降雨、台风等临时因素，这些叠加一起导致了生产、投资、消费、出口增速出现较大幅度下降。此外，专项债发行虽开始加速，然而落实到投资存在时滞，寄予厚望的基建投资仍未能开始发力，对冲房地产投资增速下行。

就长期而言，中国经济增速趋于下行，这是共识。但就本轮经济周期（产出缺口衡量）而言，经济复苏还没有走完，产出缺口还没有掉头转负。我们坚信疫情会得到控制，我们对经济依然比较乐观，经济修复的大趋势不变，只是疫情反复会拉长经济周期的复苏阶段。

图1： 供给需求各项增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 疫情、降雨拖累工业生产

7 月工业生产实际同比增长 6.4%，比 2019 年同期增长 11.5%，两年平均增长 5.6%，两年平均增速低于 6 月的 6.5%。7 月工业生产实际环比增长 0.3%，增速低于上月的 0.56%，以及往年平均值。其中，制造业生产增速出现较大幅度下降，公用事业生产增速上升，采矿业生产增速变化不大。

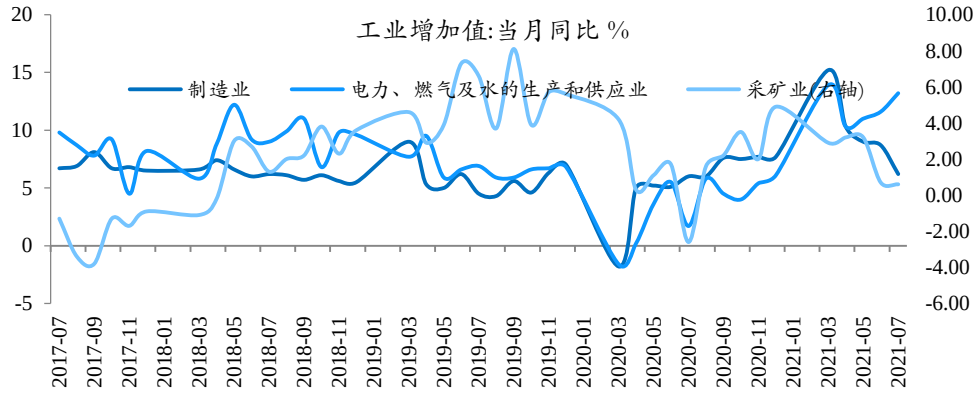
德尔塔、降雨严重拖累工业生产。第一，德尔塔病毒、台风影响到产业链、运输链，可比经济体韩国、越南出口增速 7 月出现下滑，中国出口交货值同比增速从 13.4%，下降到 11%。第二，降雨、检修也影响到了工业生产。高炉开工率从 6 月

的 61.53%下降至 54.94%，同比降幅也扩大至 21.7%。

分行业来看，多数行业生产增速下滑较大，前期表现良好和出口相关的医药制造业、设备制造业生产增速也出现较大降幅。由于缺少芯片，汽车制造业生产增速仍在下滑。从绝对生产增速来看，疫情反复、德尔塔蔓延，医药制造业生产维持较高增速。此外，计算机、通信和其他电子设备制造业生产增速虽有小幅下滑，但整体水平仍较高。

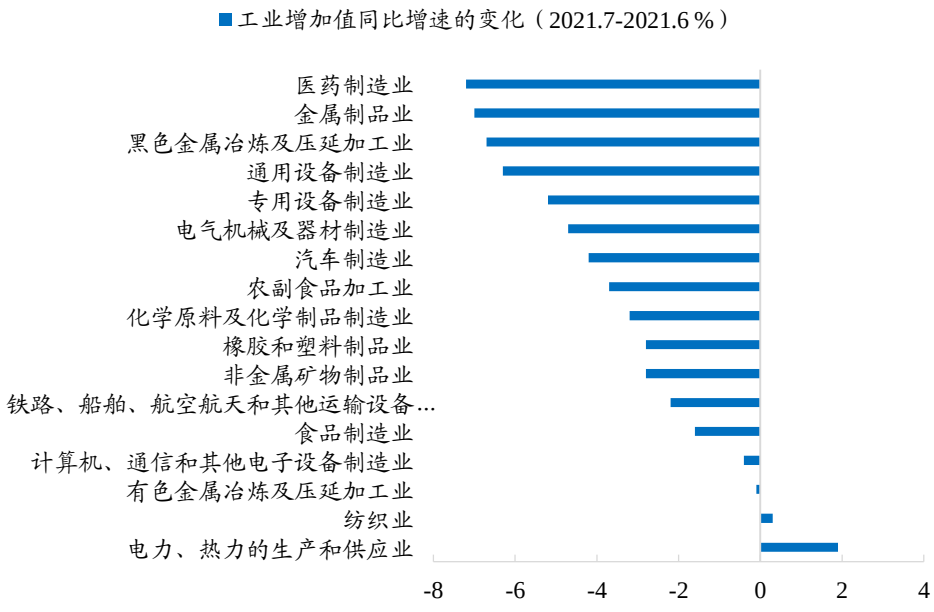
服务业扩张有所放缓。7 月服务业生产指数同比增长 7.8%，增速低于上月的 10.9%，两年平均增速为 5.6%，低于前值 6.5%。服务业业务活动预期指数同比为 60.1%低于上月的 60.4%，整体仍维持较高景气，只是扩张步伐有所放缓。从结构上看，和线上消费、生产相关的信息传输、软件和信息技术服务业一直维持高增速。

图2： 三大行业生产增速



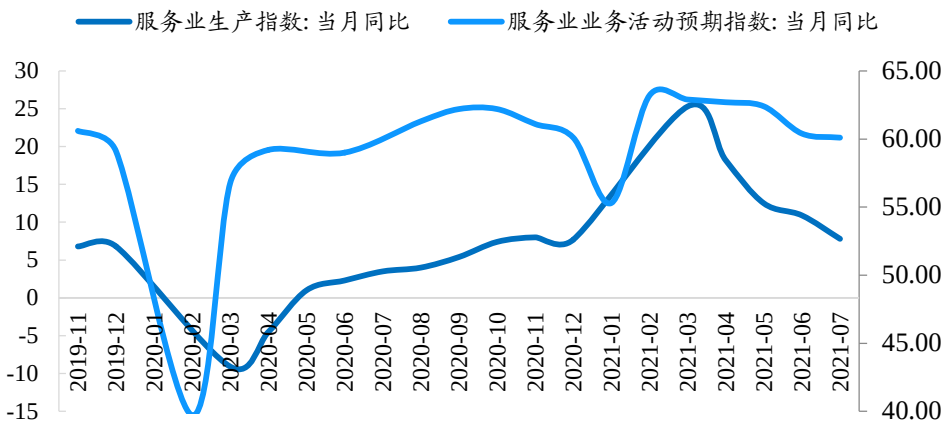
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 各行业生产增速变化



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 服务业景气度较高



资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 三大行业投资增速均下滑

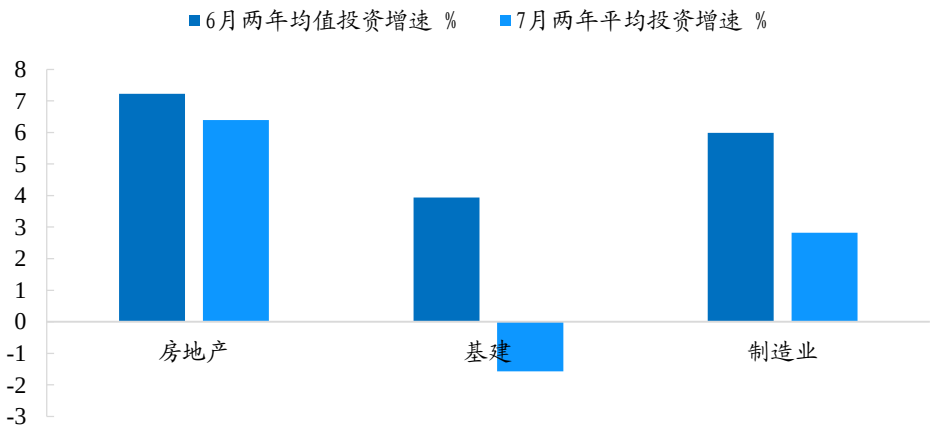
1-7 月投资两年平均增速是 4.3%，低于前值 4.4%。我们测算的单 6 月投资两年平均增速从 6%降至 2.7%，其中制造业投资、基建投资、房地产投资增速均出现较大幅度下滑。

单就 7 月而言，制造业投资两年平均增速从 6%上降至 2.8%。虽然企业盈利增速有所下降，但仍将保持在高位，制造业投资增速下滑幅度较大，超过盈利水平暗含的，这可能因为多地出现洪灾阻碍投资落地，以及德尔塔病毒扩散恶化经济增长预期。

寄予厚望的基建投资不及预期，基建投资两年平均增速从 3.9%降至-1.6%。虽然 7 月专项债加快发行，但是形成实际投资存在时滞，而且还受到多地降雨的影响。随着经济下行压力的增加，专项债需要加快发行，并形成投资。

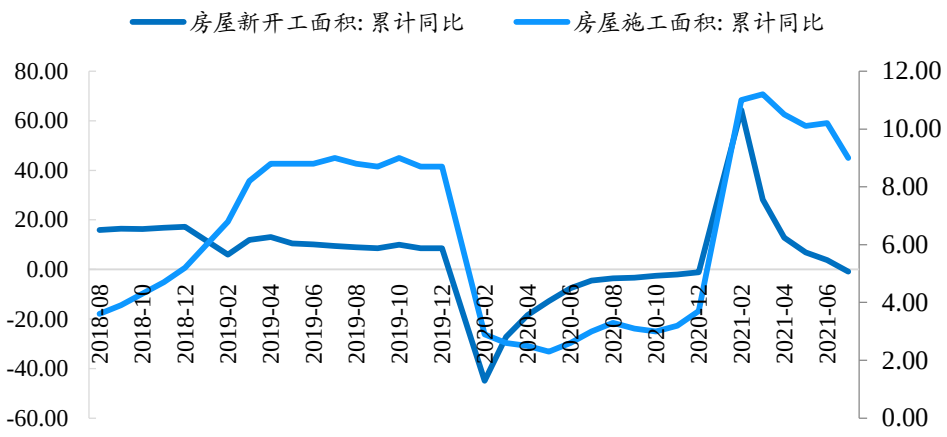
这次房地产调控的力度强于前几次，7 月房地产投资增速降至 1.37%，这个值是比较低的，两年平均增速也从 7.2%，降至 6.4%。新开工房屋面积累计增速从 3.8%下降到-0.9%，与此同时，商品房销售额增速以及房地产开发资金来源增速也都在快速下滑，后续房地产投资增速的下行压力仍很大。

图5： 三大行业两年平均投资增速



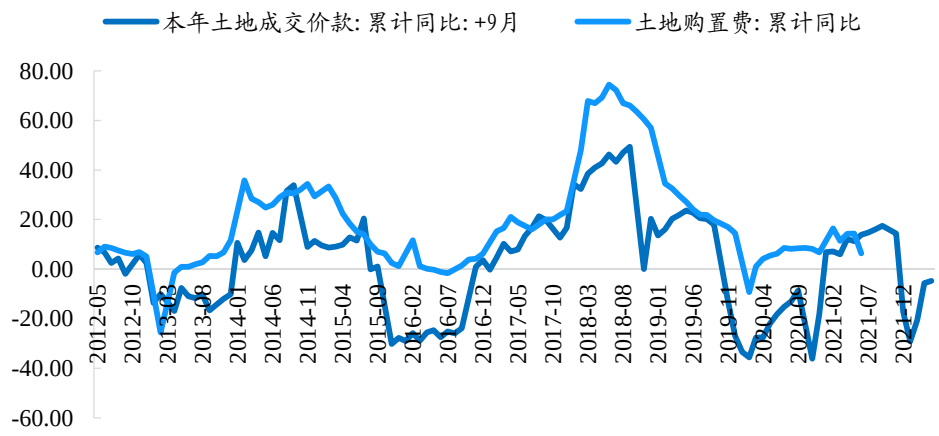
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 房屋新开工面积增速回落



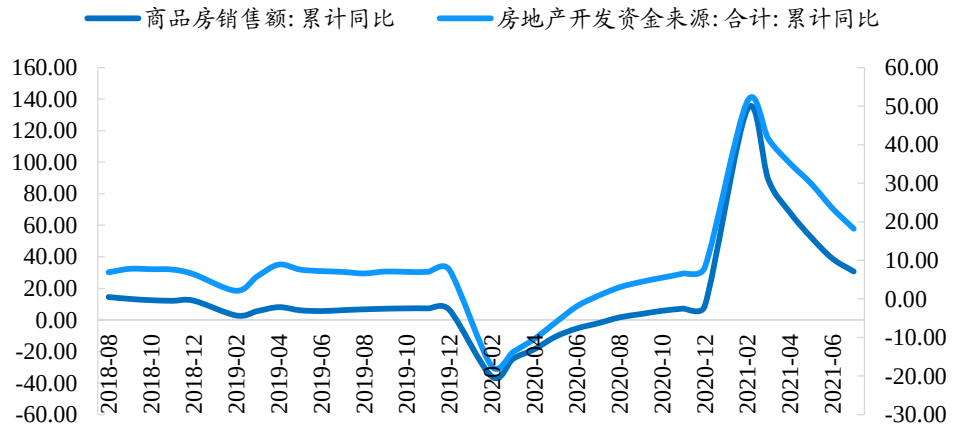
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 土地成交价款增速下滑



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 房屋销售增速下滑



资料来源：Wind，新时代证券研究所

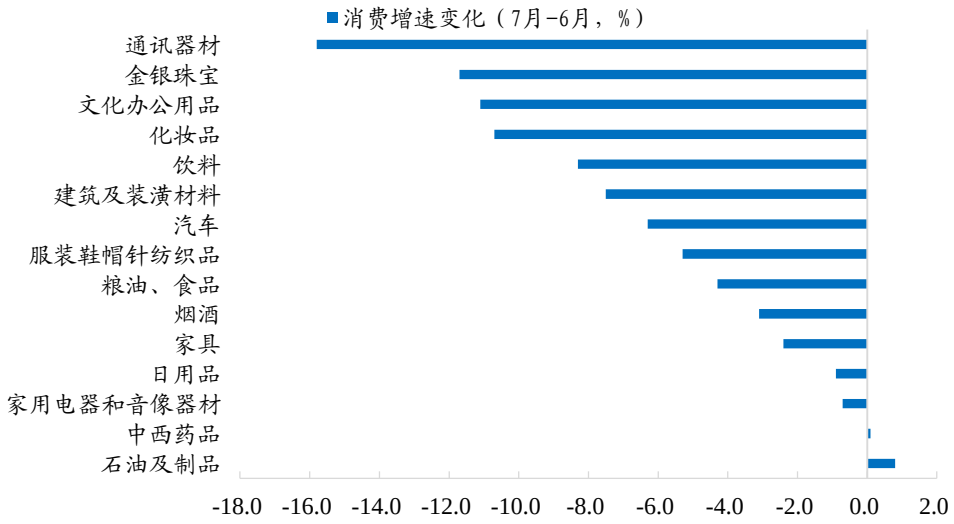
4、 疫情制约消费修复速度

7 月社会消费品零售同比增速从 12.1%降至 8.5%，两年平均增速从 4.9%降至 3.5%，消费修复速度放缓。主要原因有两方面：一是江苏等地出现疫情，限制了消费场景，同时，疫情的反复也增加了人们对经济前景的担忧，从而降低消费意愿。二是河南等地出现强降雨，影响到人们消费。

按消费类型分，7 月餐饮消费两年平均增速从 0.96%降至 0.86%，商品消费两年平均增速则从 5.4%降至 3.9%。从商品消费的类型来看，7 月，油价上涨，石油及制品消费增速上升 0.8 个百分点；疫情反复，中西药消费增长 0.1 个百分点；相反，通讯器材消费增速大幅下降 15.8%个百分点；汽车消费下降 1.8%，一方面是因为高基数，另一方面是因为缺芯导致的供给约束。

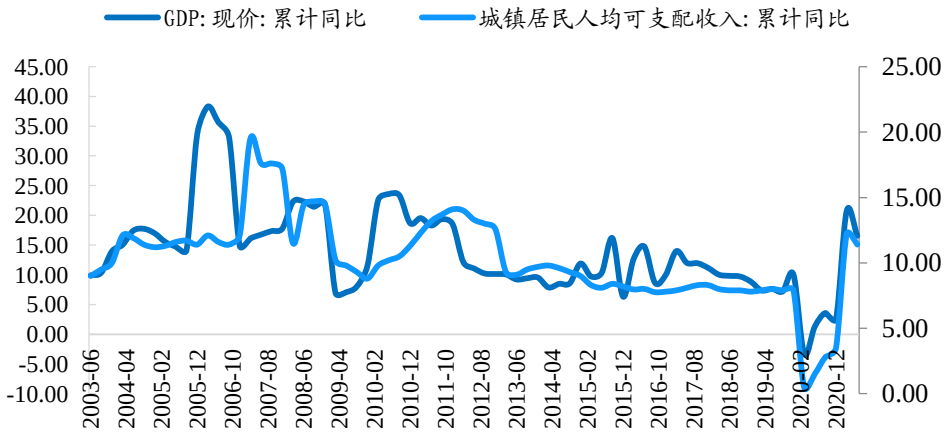
疫情、强降雨导致消费修复速度放缓，未来消费增速还有很大修复空间。第一，收入增速一般滞后于经济增速，收入增速还会继续回升。即使经济增速下滑，但只要高于潜在经济增速，失业率就会继续下滑，工人薪资议价能力增强，收入增速仍会上升。第二，预防性储蓄短期会抑制消费，但是随着经济预期的好转，长期会消除。第三，长期来看，居民收入增速和消费增速相匹配，疫情前居民支出占收入的比重约为 65%，目前仍低于 60%，所以消费增长仍有空间。

图9： 各行业生产增速变化



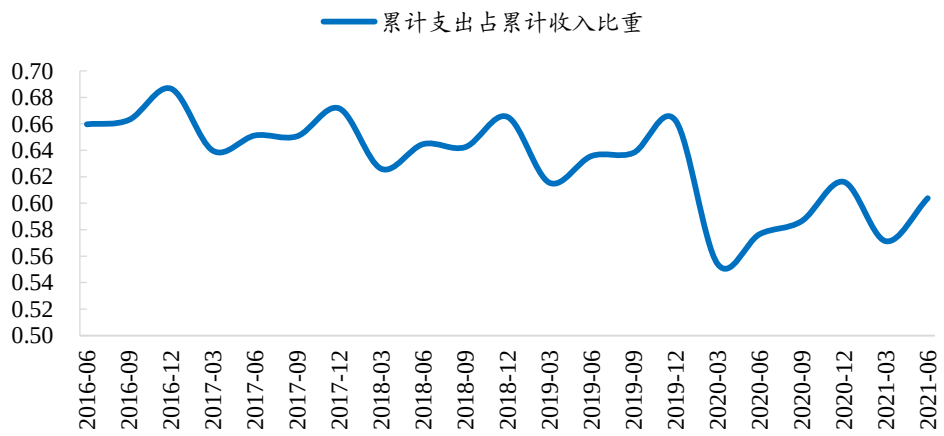
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 收入增速之后经济增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 居民支出占收入比重低于常态



资料来源：Wind，新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

刘娟秀，宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，多年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

邢曙光，宏观分析师，经济学博士，2018 年加入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**梁　爽　销售总监**	
	固话：010-69004647 邮箱：liangshuang@xsdzq.cn	
上海	**阎喜蒙　销售副总监**	
	固话：021-68865595 转 255 邮箱：yanximeng@xsdzq.cn	
广深	**丁培培　销售副总监**	
	邮箱：dingpeipei@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层　　邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/