证券研究报告 宏观研究

数据点评

上海证券 SHANGHAI SECURITIES

日期： 2021 年 08 月 17 日

分析师： 陈彦利
Tel： 021-53686170
E-mail： chenyanli@shzq.com
SAC 编号： S0870517070002

相关报告：

经济“半杯水”状态不变

——2021 年 1-7 月宏观数据点评

■ 主要观点

经济“半杯水”状态不变

7 月份工业生产放缓。受到当前大宗商品价格持续高位、海外需求减弱疫情反复等外部不确定性的加大和国内疫情汛情等的多重冲击影响，多数行业两年增速放缓，但高技术制造业保持了 12.7%的高增长。

固定投资两年平均增长 4.3%，增速微缩。其中基建投资下滑较多，今年地方债发行偏慢，8 月发行提速，有望带动基建投资回升。制造业投资增长加快，托底固定投资。房地产投资继续下滑。随着多地限购政策的延续以及三道红线的压力，房地产投资将继续承压。

7 月消费受疫情多地反弹以及汽车消费持续回落影响，超预期下行。其中受疫情反弹，餐饮等服务性消费受影响明显，餐饮收入同比下降 14.3%；同时，或受汽车缺“芯”影响，汽车同比销售也出现负增长；而房地产后周期的商品销售也受房地产疲软继续下滑。其余各项在 6 月促销因素消退后均有下滑。

7 月份的数据显示经济短期有微幅回落，两年平均增速结束 2 季度的持续稳中偏升态势，但整体看，经济“半杯水”状态不变——经济整体平稳格局不变。疫情的反复散点爆发使得防疫常态化取代了“后疫情时代”的思维；消费将延续偏弱格局，投资的增长主力地位更趋上升，这需要更加开放和全球化、一体化的顺利推进，国际协调重要性上升，显然这不是当前是形势场景！因此偏弱预期将主导市场。

市场结构分化中活跃度上升

经济偏弱或加速中国 H2 的 PPI 拐点到来，未来通胀交易消退主线演化趋势不变。通胀消退后，市场融资利率也将再现下降迹象，资本市场或临全面回暖。货币当局通过政策工具利率、货币分布结构调整等手段，引导实体融资利率下降的态势不变，中下游制造、消费环节的货币环境改善趋势也不变，工业制造盈利或临回升，金融行业、制造环节或成“接棒”通胀交易消退后的新趋势！资本市场结构分化中活跃度上升；口红效应下的消费板块机会将渐呈现。

预见降息，期待降准

财政和货币政策的效应都趋弱化，政策中性场景概率上升。中国基础货币增长能力不足，是中国货币体系的基础问题，“降准”实际上是中国货币当局为维持货币平稳，而必不可少的选择，每年必选！不过，在降准和降息的交谊舞步上，下一拍显然是降息！从实体经济角度，进一步降低融资成本的需求正在上行；从金融部门角度，货币内生下金融体系要保持信用扩张水准，在实体部门自然利率下降趋势下，也要求前端货币市场利率有较大幅度下降。

■ 风险提示

通胀过快上行；货币政策超预期改变；疫情影响扩大。

目 录

事件： 7 月份经济数据公布 3
事件解析：数据特征和变动原因 4
1. 三大门类均有回落 4
2. 高技术制造业增势良好 4
3. 基建下滑，制造业投资继续回暖 5
4. 房地产投资承压 6
5. 消费超预期回落 7
事件影响：对经济和市场 9
6. 经济“底部徘徊”阶段特征不变 9
7. 市场结构分化中活跃度上升 10
事件预测：趋势判断 10
8. 预见降息，期待降准 10

图

图 1 三大行业工业增加值增速（同比，%） 4
图 2 主要行业工业增加值增速（同比，%） 5
图 3 固定投资完成额增速（累计同比，%） 6
图 4 主要行业固定投资完成额增速（累计同比，%） 7
图 5 限额以上企业消费品零售额增速（同比，%） 8
图 6 社会消费品零售分类增速（同比，%） 9

表

表 1 2021 年 7 月的中国经济数据情况（%） 3

事件： 7 月份经济数据公布

工业生产增速放缓。7 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.4%(以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率),比 2019 年同期增长 11.5%，两年平均增长 5.6%。从环比看，7 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.30%。1—7 月份，规模以上工业增加值同比增长 14.4%，两年平均增长 6.7%。

固定资产投资持续修复。1—7 月份，全国固定资产投资（不含农户)302533 亿元,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%。其中，民间固定资产投资 173473 亿元，同比增长 13.4%。从环比看,7 月份固定资产投资(不含农户)增长 0.18%。

消费超预期回落。7 月份，社会消费品零售总额 34925 亿元，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%。其中，除汽车以外的消费品零售额 31578 亿元，增长 9.7%。扣除价格因素，7 月份社会消费品零售总额实际增长 6.4%。从环比看，7 月份社会消费品零售总额下降 0.13%。

表 1 2021 年 7 月的中国经济数据情况（%）

	本月（两年平均）	上月（两年平均）	本月	上月
工业增加值（当月）	5.6	6.5	6.4	8.3
固定资产投资(不含农户)	4.3	4.4	10.3	12.6
社会消费品零售（当月）	3.6	4.9	8.5	12.1

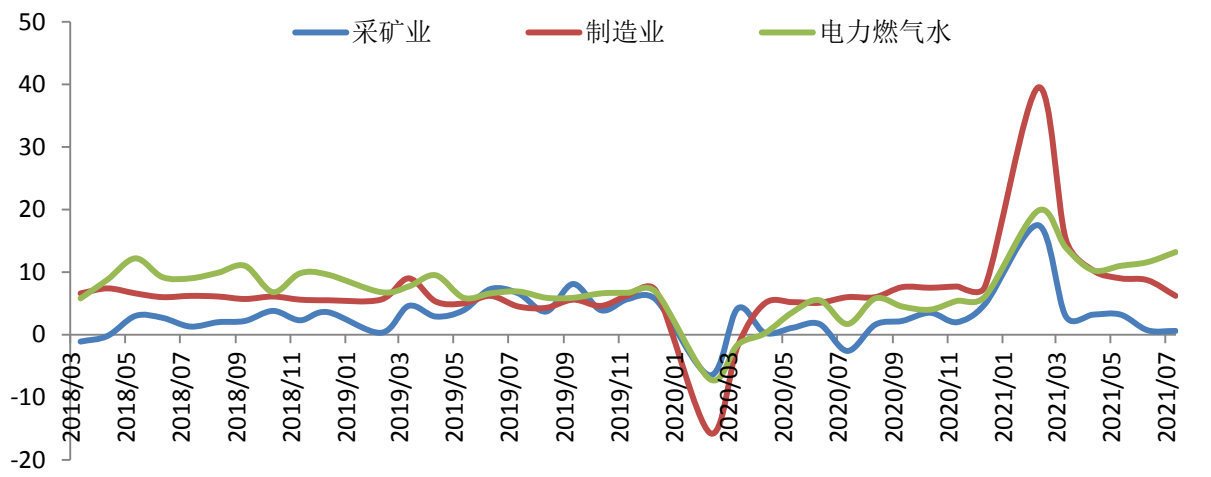
数据来源：Wind， 上海证券研究所

事件解析：数据特征和变动原因

1. 三大门类均有回落

7 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 6.4%，比 6 月份回落 1.9 个百分点，高于 2019 年 2020 年同期增速；两年平均增长 5.6%；环比增长 0.30%。分三大门类看，采矿业增加值同比增长 0.6%；制造业同比增长 6.2%；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 13.2%。从两年平均增速看，三大门类中制造业两年平均增长 6.1%，增速较上月下降了 0.8 个百分点。从日均产量来看，受季节性用电增长导致发电量增长外，其余产量均呈现一定程度下降。

图 1 三大行业工业增加值增速（同比，%）



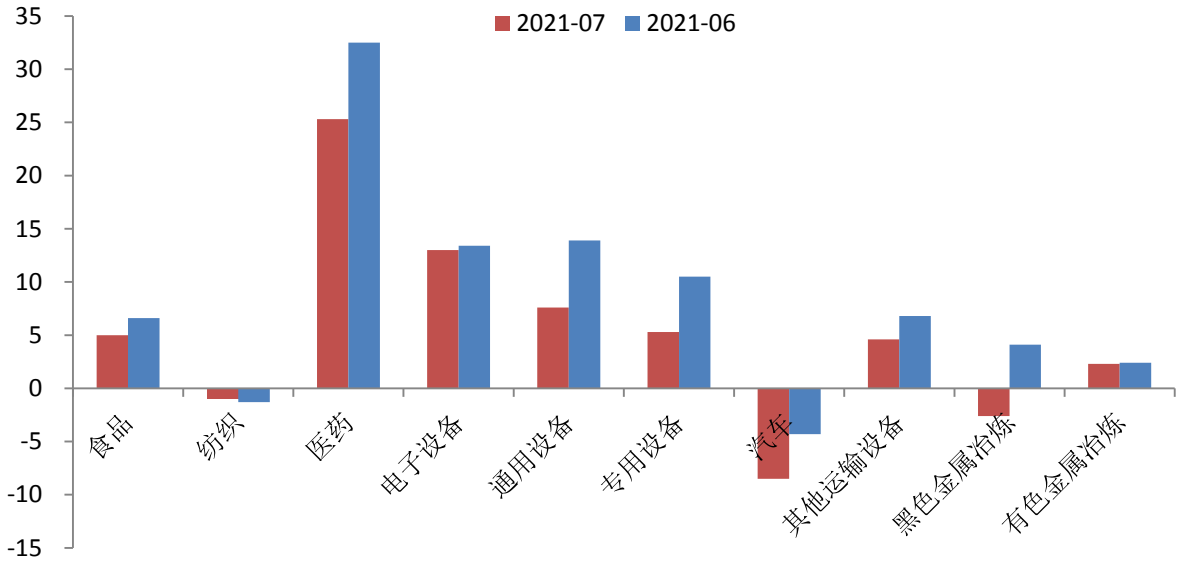
数据来源：Wind， 上海证券研究所

2. 高技术制造业增势良好

分行业看，7 月份，41 个大类行业中有 35 个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业增长 5.9%，纺织业下降 1.0%，化学原料和化学制品制造业增长 6.6%，非金属矿物制品业增长 5.9%，黑色金属冶炼和压延加工业下降 2.6%，有色金属冶炼和压延加工业增长 2.3%，通用设备制造业增长 7.6%，专用设备制造业增长 5.3%，汽车制造业下降 8.5%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 4.6%，电气机械和器材制造业增长 10.3%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 13.0%，电力、热力生产和供应业增长 12.7%。从两年平均增速来看，**受到当前大宗商品价格持续高位、海外需求减弱疫情反复等外部不确定性的加大和国内疫情汛情等的多重冲击所影响**，食品、专用设备、黑色、有色、纺织、医药、

电子设备以及通用设备等行业的两年增速都出现下滑，其中纺织的两年增速出现负增长为-0.15%（上月值 0.92），**但高技术制造业两年增速保持了高增长**，为 12.7（上月值 13.2%）；仅汽车两年增速出现增长 1.31 个百分点为 5.48%。分产品看，新能源汽车、工业机器人、集成电路、微型计算机设备产量同比分别增长 162.7%、42.3%、41.3%、10.3%，两年平均增速均超过 14%。

图 2 主要行业工业增加值增速（同比，%）



数据来源：Wind， 上海证券研究所

3. 基建下滑，制造业投资继续回暖

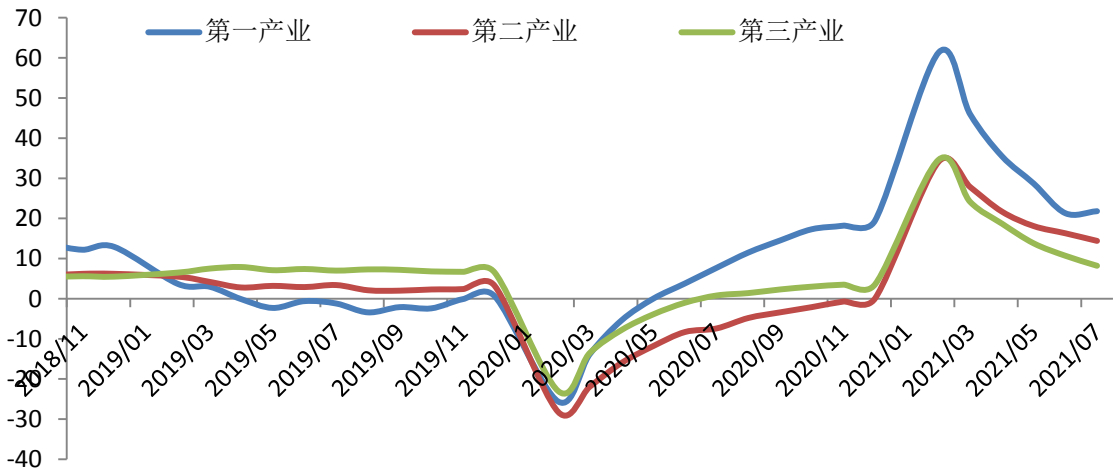
1—7 月份，全国固定资产投资（不含农户）302533 亿元，同比增长 10.3%；比 2019 年 1—7 月份增长 8.7%，两年平均增长 4.3%。其中，民间固定资产投资 173473 亿元，同比增长 13.4%。从环比看，7 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.18%。

分产业看，第一产业投资 7890 亿元，同比增长 21.8%；第二产业投资 91565 亿元，增长 14.4%；第三产业投资 203078 亿元，增长 8.2%。第二产业中，工业投资同比增长 14.4%。其中，采矿业投资增长 8.9%；制造业投资增长 17.3%；电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增长 1.7%。第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 4.6%。其中，水利管理业投资增长 6.9%；公共设施管理业投资增长 2.8%；道路运输业投资增长 4.4%；铁路运输业投资下降 4.4%。

1-7 月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 10.3%，两年平均增长 4.3%，投资持续增长，增速略微下降。首先，1-7 月份基础设施投资同比增长 4.6%，两年平均增长 0.9%，比 1-6 月份回

落 1.5 个百分点。**7 月政府新增专项债 3403 亿元，环比下降 21%，而今年新增专项债仅占全年目标的 37%，所以之后专项债的发行提速有望带动基建投资回升。**其次，二季度产能利用率的回升带动制造业投资继续增长，同比增长 17.3%；从两年增速来看增长 3.1%，比 1-6 月份加快 1.1 个百分点，持续增长态势；但**目前受海外疫情反弹、海外需求在救助政策到期后的下降，以及主要经济体的制造业 PMI 不同程度的回落的影响，同时贸易条件的愈发复杂，在这些因素共同影响下偏弱预期或将主导市场。**其中，高技术产业投资保持高增长，为固定资产投资总体稳定提供新动能，其同比增长 20.7%，两年平均增长 14.2%；其中高技术制造业和高技术服务业投资同比分别增长 27.1%、8.8%。高技术制造业中，航空、航天器及设备制造业，计算机及办公设备制造业，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资同比分别增长 49.7%、46.9%、34.9%；高技术服务业中，电子商务服务业、研发设计服务业投资同比分别增长 42.7%、27.2%。

图 3　固定投资完成额增速（累计同比，%）



数据来源：Wind，　上海证券研究所

4. 房地产投资承压

1—7 月份，全国房地产开发投资 84895 亿元，同比增长 12.7%；比 2019 年 1—7 月份增长 16.5%，两年平均增长 8.0%。其中，住宅投资 63980 亿元，增长 14.9%。

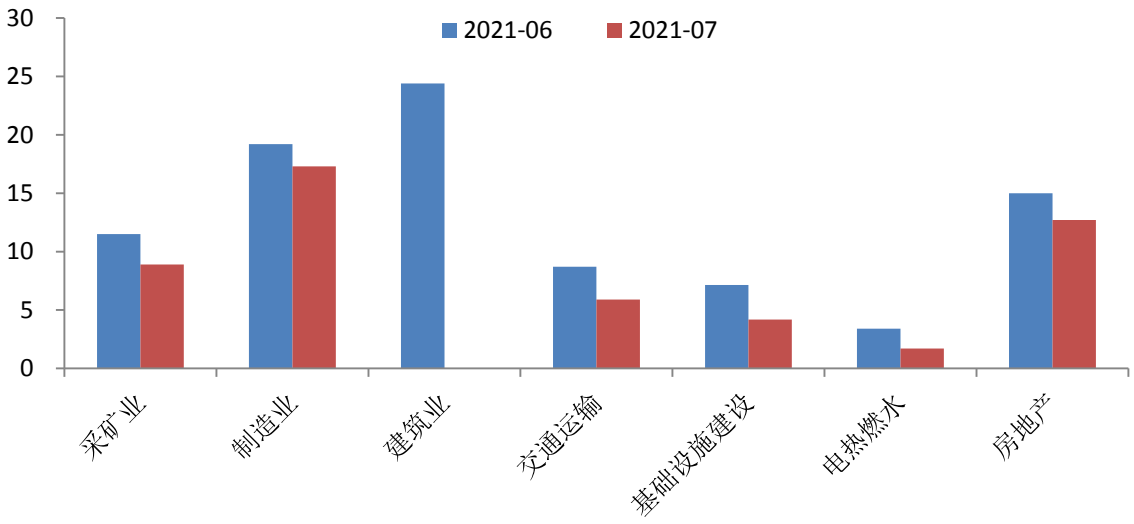
1—7 月份，房地产开发企业房屋施工面积 891880 万平方米，同比增长 9.0%。其中，住宅施工面积 631072 万平方米，增长 9.4%。房屋新开工面积 118948 万平方米，下降 0.9%。其中，住宅新开工面积 88474 万平方米，增长 0.4%。房屋竣工面积 41782 万平方米，增长 25.7%。其中，住宅竣工面积 30125 万平方米，增长 27.2%。

1—7 月份，房地产开发企业土地购置面积 8764 万平方米，同比下降 9.3%；土地成交价款 5121 亿元，下降 4.8%。

1—7 月份，商品房销售面积 101648 万平方米，同比增长 21.5%；比 2019 年 1—7 月份增长 14.5%，两年平均增长 7.0%。其中，住宅销售面积增长 22.7%，办公楼销售面积增长 6.3%，商业营业用房销售面积增长 3.8%。商品房销售额 106430 亿元，增长 30.7%；比 2019 年 1—7 月份增长 28.0%，两年平均增长 13.1%。其中，住宅销售额增长 33.1%，办公楼销售额增长 9.1%，商业营业用房销售额增长 5.0%。

本月房地产开发投资增速有所回落，两年平均增速为 8%，较上月下降 0.2 个百分点。从两年平均增速来看，销售进一步回落。施工、新开工也有所放缓。而且房企拿地面积继续回落，随着多地限购政策的延续以及三道红线的压力，房地产投资将继续承压。

图 4 主要行业固定投资完成额增速（累计同比，%）



数据来源：Wind， 上海证券研究所

5. 消费超预期回落

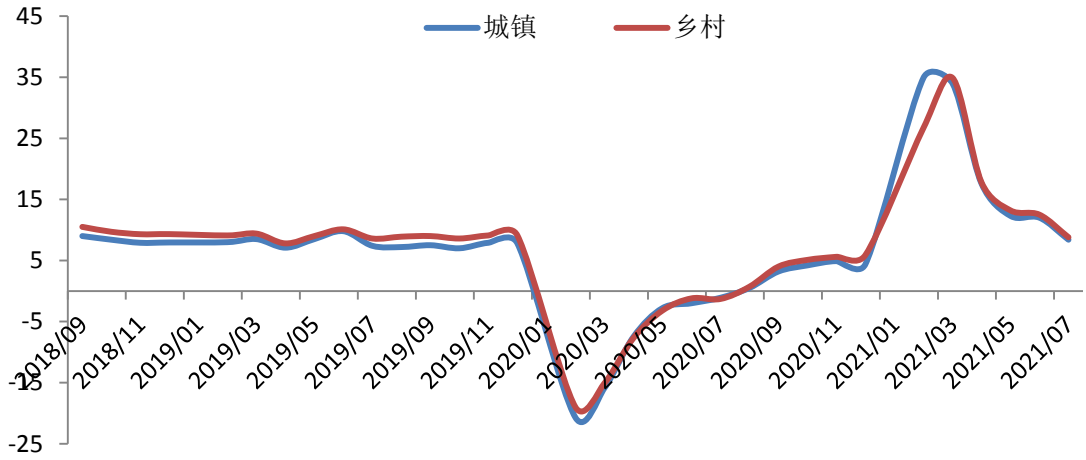
7 月份，社会消费品零售总额 34925 亿元，同比增长 8.5%；比 2019 年 7 月份增长 7.2%，两年平均增速为 3.6%（上月值 4.9%）。其中，除汽车以外的消费品零售额 31578 亿元，增长 9.7%。扣除价格因素，7 月份社会消费品零售总额实际增长 6.4%。从环比来看，6 月社消总额下降 0.13%。

按经营单位所在地分，7 月份，城镇消费品零售额 30379 亿元，同比增长 8.4%，两年平均增长 3.5&（上月值 4.8%）；乡村消费品零售额 4547 亿元，增长 8.8%，两年平均增长 3.6%（上月值 5.4%）。1

—7 月份，城镇消费品零售额 214476 亿元，同比增长 20.9%，两年平均增长 4.3%（上月值 4.4%）；乡村消费品零售额 32353 亿元，增长 19.4%，两年平均增速 3.9%（上月值 4.0%）。

按消费类型分，7 月份，商品零售 31174 亿元，同比增长 7.8%，两年平均增长 3.9%(上月值 5.4%)；餐饮收入 3751 亿元，增长 14.3%，两年平均增长 0.9%（上月值 1.0%）。1—7 月份，商品零售 221366 亿元，同比增长 18.7%，两年平均增长 4.8%（上月值 4.9%）；餐饮收入 25463 亿元，增长 42.3%。

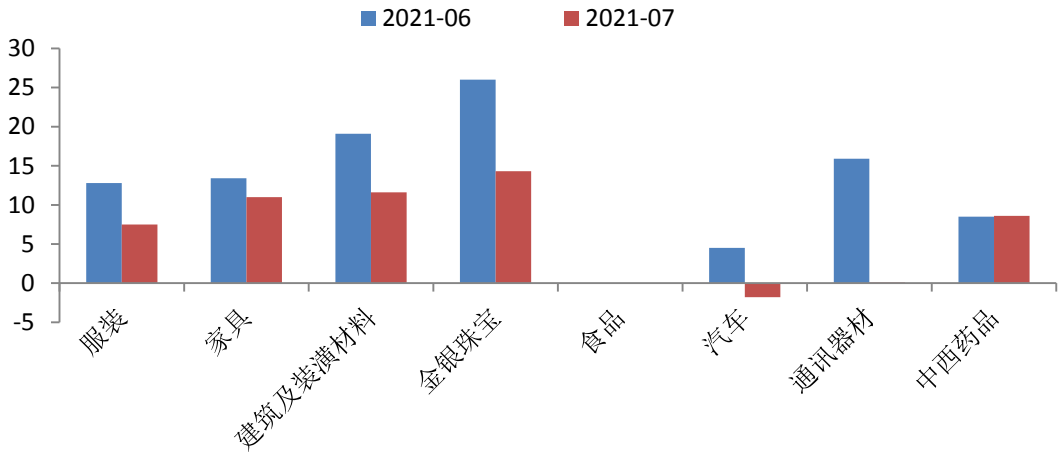
图 5 限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）



数据来源：Wind， 上海证券研究所

7 月消费受疫情多地反弹以及汽车消费持续回落影响，超预期下行。其中受疫情反弹，餐饮等服务性消费受影响明显，餐饮收入同比下降 14.3%；同时，或受汽车缺“芯”影响，汽车同比销售也出现负增长，为-1.8%；而房地产后周期的商品销售也受房地产疲软继续下滑。其余各项在 6 月促销因素消退后均有下滑。

图 6 社会消费品零售分类增速（同比，%）



数据来源：Wind， 上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

6. 经济“底部徘徊”阶段特征不变

海外疫情持续时间延长，海外经济越难恢复，全民发钱等救助形式对经济的拉动作用也会随时间而趋弱。从国内情况看，楼市泡沫对中国经济潜在生产能力的影响仍在继续，各地零星、散点状爆发的疫情，对经济短期冲击仍会断续发生。疫情延续时间越长，经济短期压制转变为永久伤害的可能性就越大。从 2020-2021 年的二年平均增速看，中国投资增长已步入见底缓回升阶段，表明中国经济正酝酿走出持续了 7 年之久的“底部徘徊”态势！综合来看，中国经济仍处在“底部徘徊”阶段，但经济增长的内生增长动力已在酝酿中。

2021 年年中前后，市场普遍认为受基数效应消除和外需高增长不可持续影响，经济疲态或有加剧；尤其是楼市泡沫治理和基础设施建设受债务问题制约回升低于预期，经济内生增长动力或在下半年有所弱化。7 月份的数据显示经济短期有微幅回落，两年平均增速结束 2 季度的持续稳中偏升态势，但整体看，经济“半杯水”状态不变——经济整体平稳格局不变。疫情的反复散点爆发使得防疫常态化取代了“后疫情时代”的思维；消费将延续偏弱格局，投资的增长主力地位更趋上升，这需要更加开放和全球化、一体化的顺利推进，国际协调重要性上升，显然这不是当前是形势场景！因此偏弱预期将主导市场。

7. 市场结构分化中活跃度上升

经济偏弱或加速中国 H2 的 PPI 拐点到来，未来通胀交易消退主线演化趋势不变。通胀消退后，市场融资利率也将再现下降迹象，资本市场或临全面回暖。货币当局通过政策工具利率、货币分布结构调整等手段，引导实体融资利率下降的态势不变，中下游制造、消费环节的货币环境改善趋势也不变，工业制造盈利或临回升，金融行业、制造环节或成“接棒”通胀交易消退后的新趋势！资本市场结构分化中活跃度上升；口红效应下的消费板块机会将渐呈现。

事件预测：趋势判断

8. 预见降息，期待降准

财政和货币政策的效应都趋弱化，政策中性场景概率上升。中国基础货币增长能力不足，是中国货币体系的基础问题，“降准”实际上是中国货币当局为维持货币平稳，而必不可少的选择，每年必选！2021 年已降准力度并不足以保证货币平稳。由于基础货币投放机制由外汇占款转向央行自创工具，因此要保持政策利率和货币增长的平稳，降准仍是未来不可更缺的选项！

不过，在降准和降息的交谊舞步上，下一拍显然是降息！从实体经济角度，进一步降低融资成本的需求正在上行；从金融部门角度，货币内生下金融体系要保持信用扩张水准，在实体部门自然利率下降趋势下，也要求前端货币市场利率有较大幅度下降。

由于经济仍处底部，伴随 PPI 拐点到来，物价方面对“降息”的制约将缓解。中国当前货币环境的核心问题，不在于数量宽松，而在于价格过贵，即中小企业融资利率偏高。因此，未来仍需要通过各种降息手段，以达到降低融资利率的目的。

分析师声明

陈彦利

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。