证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮　宏观分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮　箱：xieyunliang@cindasc.com

肖张羽　宏观研究助理
联系电话：+86 15502128053
邮　箱：xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

外需已边际走弱，内需却难以“接棒”

2021 年 8 月 17 日

摘要：

- **工业增加值同比增速出现较为明显的回落。**7 月份，规模以上工业增加值两年平均增长 5.6%，前值为 6.5%；环比增长 0.30%，低于 6 月的 0.56%。生产放缓有两个主要原因，一是限电与减产，二是出口走弱。7 月广西、云南等地区限电加码，企业被动减产，再叠加钢铁限产要求，黑色、有色金属冶炼等中上游行业同比增速明显下降。再看出口，虽然 7 月出口金额依然保持在高位，但从海关总署的重点商品量值表中，可以看到 7 月手机、家用电器、汽车出口数量低于 6 月。这背后显示了从量的角度，出口本月没有实现增长，甚至出现了小幅的倒退。出口的边际放缓导致电气机械、通用设备、专用设备等行业增加值增速的降低。

- **制造业投资韧性依在，基建投资、房地产投资表现欠佳。**制造业投资两年平均增长 3.1%，比 1-6 月加快 1.1 个百分点。制造业投资修复速度加快有两方面原因，一是中上游和下游制造业利润率 7 月处于历史高位，企业投资欲望较强。另一方面是因为近期政策对制造业，尤其是对高技术制造业投资的融资支持力度较大。基建投资大幅走弱，预计四季度会出现小幅反弹。房地产投资和销售均下滑，各地限购、限贷政策不断升级，房企拿地势头有所减弱，新开工面积累计同比由正转负，接下来房地产投资可能会进一步放缓。

- **疫情和汛情的影响下，7 月消费较为疲软。**疫情对于消费的影响体现在两个方面。一是由于防控需求，居民的线下消费场景受限，导致商品消费和餐饮消费增速均出现下降。另一方面在于疫情影响了居民，尤其是低收入人群收入的增长，同时使得居民边际消费倾向边际降低，从结构上来看，7 月限额以下消费的回落幅度大于限额以上消费。河南等地的汛情为短期因素，在未来的几个月影响将逐步淡化。

- **总体来看，在疫情和汛情的冲击下，7 月经济数据全面低于预期。**除了本期消费、投资、生产均出现下行压力之外，7 月全国城镇调查失业率为 5.1%，比 6 月份上升 0.1 个百分点。年初以来，青年人失业率持续上升，7 月明显高于疫情前水平。后续，疫情扰动或影响服务业就业，教育行业“双减”也将对应届生就业产生一定影响。失业率的上行不利于消费的改善。财政政策是下半年经济企稳的关键，上周新增专项债待发行规模高达 2242 亿，创今年以来单周最大发行量，专项债发行节奏明显提速。为确保在今年底明年初见到成效，预计 8-9 月会成为专项债发行高峰期。从 7 月经济数据来看，短期内经济下行压力有所加大。但在 4 季度，财政发力有望对冲消费的疲弱与出口增速的放缓。

- **风险因素：**疫情变异导致疫苗失效；国内政策超预期等。

目 录

一、工业增加值同比增速出现较为明显的回落 3
二、制造投资、基建投资、房地产投资均表现欠佳 4
三、疫情和汛情的影响下，消费较为疲软 5
四、外需已边际走弱，内需却难以“接棒” 6
风险因素 7

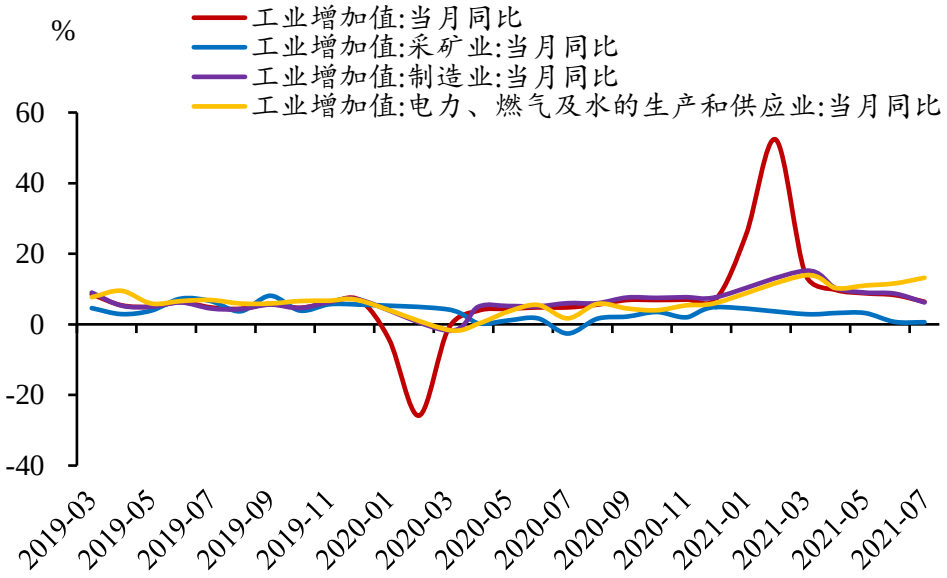
图 目 录

图 1：工业增加值同比增速回落 3
图 2：7 月各行业增加值同比 4
图 3：出口量值表 4
图 4：制造业各行业投资增速 5
图 5：制造投资、基建投资、房地产投资均表现欠佳 5
图 6：7 消费增速大幅下降 6
图 7：青年人失业率明显高于疫情前水平 6

一、工业增加值同比增速出现较为明显的回落

工业增加值同比增速出现较为明显的回落。7 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.4%，前值为增长 8.3%。两年平均增长 5.6%，前值为 6.5%。从环比看，7 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.30%，低于 6 月的 0.56%。分项来看，电力、燃气及水的生产和供应业同比涨幅有所扩大，从上月的 11.0%上升至本月的 11.6%。采矿业同比增长 0.6%，与上月基本持平。制造业同比增速放缓幅度加大，5、6 月同比增速为 9.0%、8.7%，本月仅增长 0.6%，是工业增加值整体的主要拖累项。

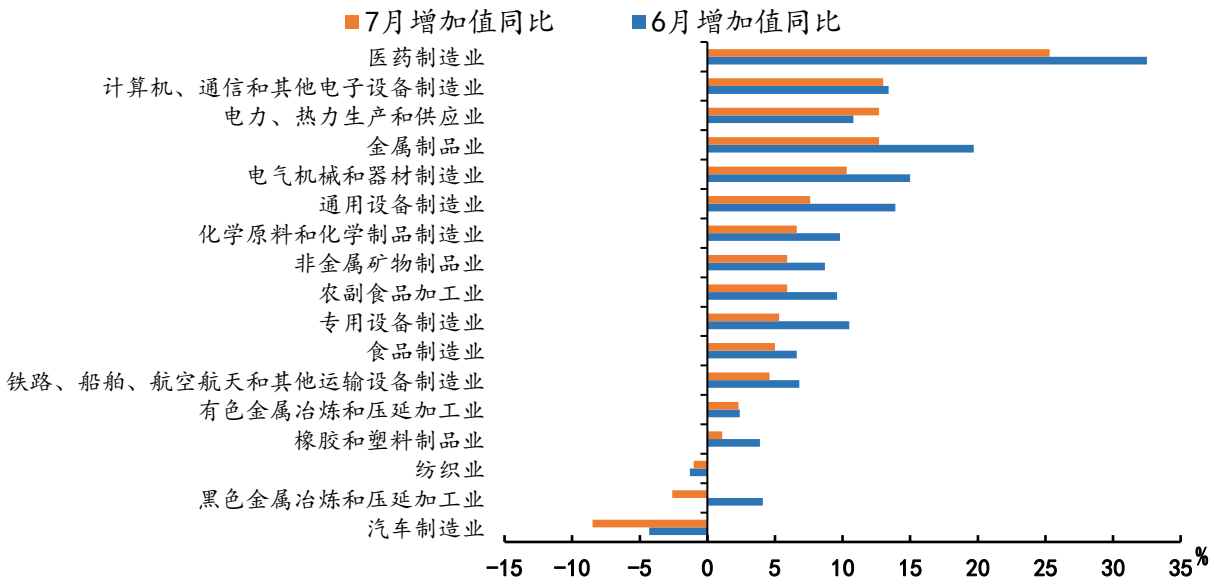
图 1：工业增加值同比增速回落



资料来源:万得，信达证券研发中心

生产放缓有两个主要原因，一是限电与减产，二是出口走弱。先看限电与减产，7 月广西、云南等地区限电加码，企业被动减产，再叠加钢铁限产要求下，7 月以来全国钢企开工率、粗钢日产量持续走低，黑色金属冶炼、有色金属冶炼等中上游行业同比增速明显下降。再看出口，虽然 7 月出口金额依然保持在高位，但从海关总署的重点商品量值表中，可以看到 7 月手机、家用电器、汽车出口数量低于 6 月，液晶显示器的出口数量也没有延续之前的快速增长趋势。这背后显示了从量的角度，出口本月没有实现增长，甚至出现了小幅的倒退。出口的边际放缓导致电气机械、通用设备、专用设备等行业增加值增速的降低。

图 2：7 月各行业增加值同比



资料来源:万得，信达证券研发中心

图 3：出口量值表

商品名称	计量单位	7月	6月	5月
手机	万台	7586.0	7730.4	6638.9
家用电器	万台	32435.7	32959.1	32063.5
集成电路	亿个	270.7	250.7	256.3
汽车(包括底盘)	万辆	17.1	18.6	16.8
船舶	艘	535.0	410.0	690.0
液晶显示板	万个	11995.7	11993.2	11775.4

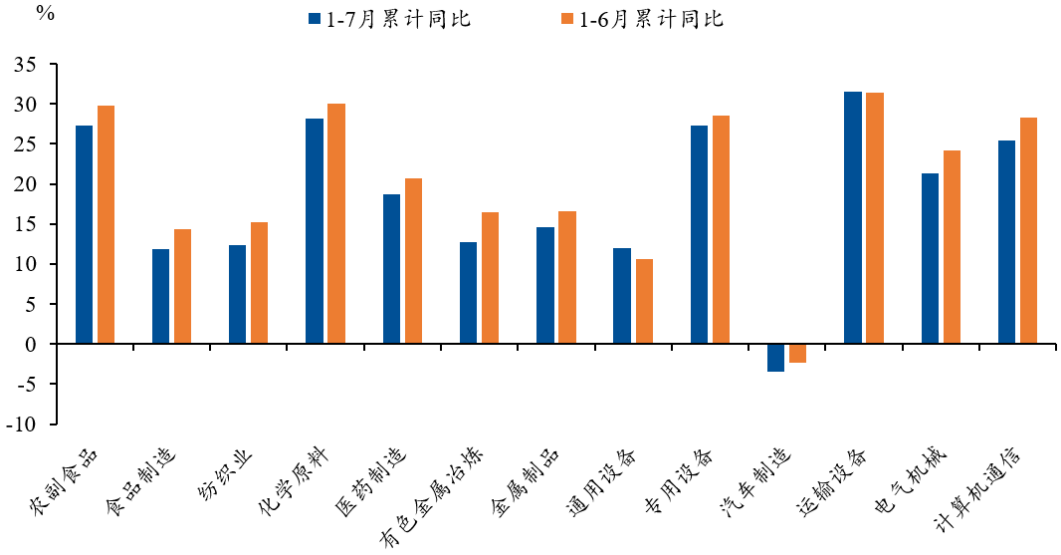
资料来源:海关总署，信达证券研发中心

二、制造业投资韧性依在，基建投资、房地产投资表现欠佳

制造业投资韧性依在。1-7 月，制造业投资同比增长 17.3%，两年平均增长 3.1%，比 1-6 月份加快 1.1 个百分点。制造业投资修复速度加快有两方面原因，一是中上游和下游制造业利润率 7 月处于历史高位，企业投资欲望较强。另一方面是因为近期政策对制造业，尤其是对高技术制造业投资的融资支持力度较大。制造业投资是本期经济数据为数不多的亮点。

分行业来看，中高端制造业投资增速较快。1-7 月，医药、计算机通信、专用设备、电气机械等中高端制造业累计同比处于较高水平。运输设备与通用设备两个行业同比增速高于上个月。但需要注意的是，7 月 PPI 同比再度上升至 9%，中上游原材料价格的上涨挤占了下游行业的盈利空间，消费品行业投资本月均出现小幅下降。

图 4：制造业各行业投资增速

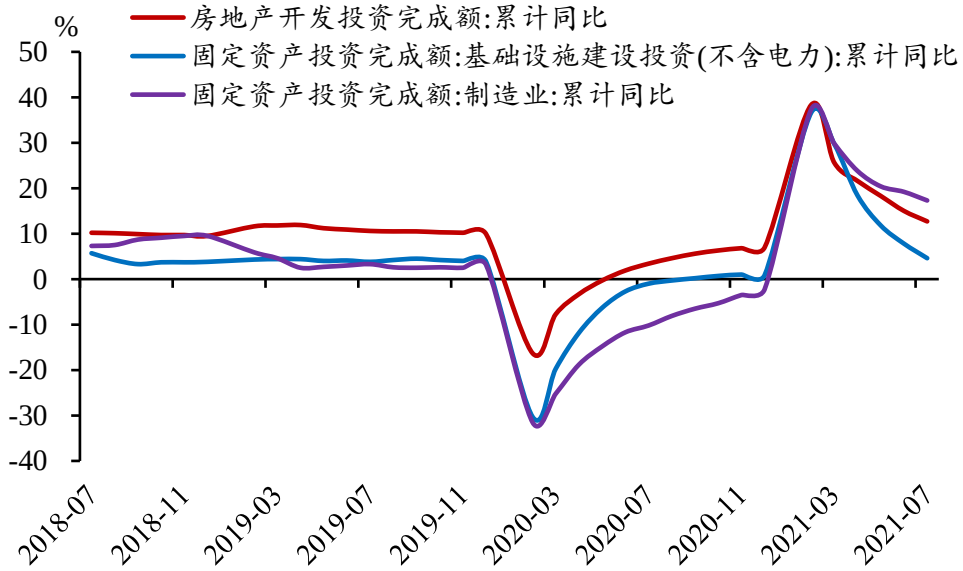


资料来源:万得，信达证券研发中心

基建投资大幅走弱，预计四季度会出现小幅反弹。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。基建投资不及预期一方面受到极端天气的干扰，但更多还是源于内部因素，即专项债发行偏慢，加上地方政府隐性债务监管升级。7 月底的中央政治局会议表示要“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”。由此推断，2021 年专项债年内大概率发完，后续几个月发行速度将显著提高。但考虑到地方债从发行到项目实际投资之间普遍存在一到两个季度的时滞，因此有些项目对经济的支撑可能在今年年底明年年初才能看到，预计基建投资在四季度会出现小幅反弹。

房地产投资和销售均下滑。房地产开发投资同比增长 12.7%，两年平均增长 8.0%，比 1-6 月份回落 0.2 个百分点。1—7 月份，商品房销售面积同比增长 21.5%，两年平均增长 7.0%，1—6 月份，同比增长和两年平均增长为别为 27.7%， 8.1%。在房地产融资环境趋紧的背景下，房屋销售是房企的重要资金来源。如今各地限购、限贷政策不断升级，房企拿地势头有所减弱，新开工面积累计同比由正转负，接下来房地产投资可能会进一步放缓。

图 5：制造投资、基建投资、房地产投资均表现欠佳



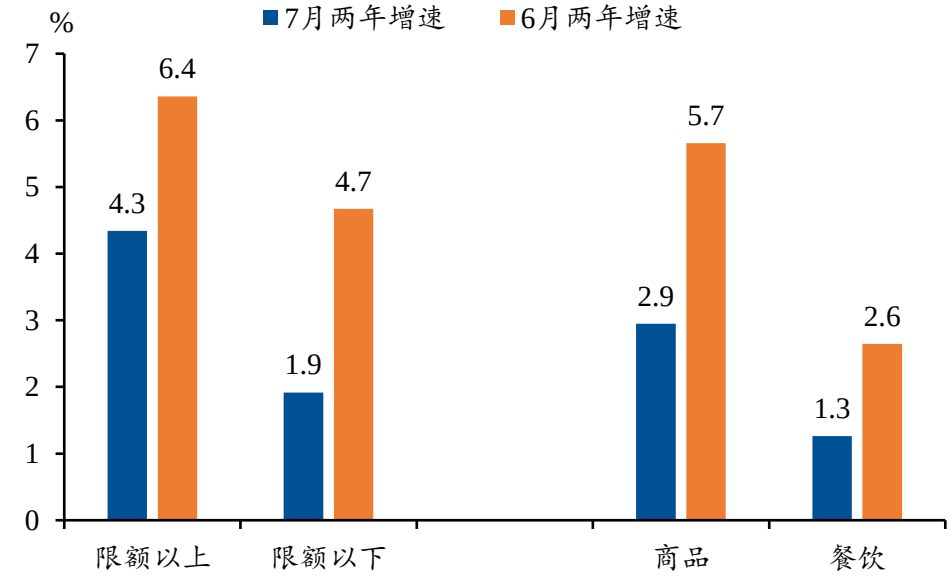
资料来源:万得，信达证券研发中心

三、疫情和汛情的影响下，消费较为疲软

疫情和汛情的影响下，7 月消费较为疲软。7 月份，社会消费品零售总额 34925 亿元，同比增长 8.5%，比 6 月份

回落 3.6 个百分点；两年平均增长 3.6%，上月为 4.9%。疫情对于消费的影响体现在两个方面。一是由于防控需求，居民的线下消费场景受限，导致商品消费和餐饮消费增速均出现下降。这一点另一方面在于疫情影响了居民，尤其是低收入人群收入的增长，同时使得居民边际消费倾向边际降低，从结构上来看，7 月限额以下消费的回落幅度大于限额以上消费。河南等地的汛情则为短期因素，在未来的几个月影响将逐步淡化。

图 6：7 消费增速大幅下降

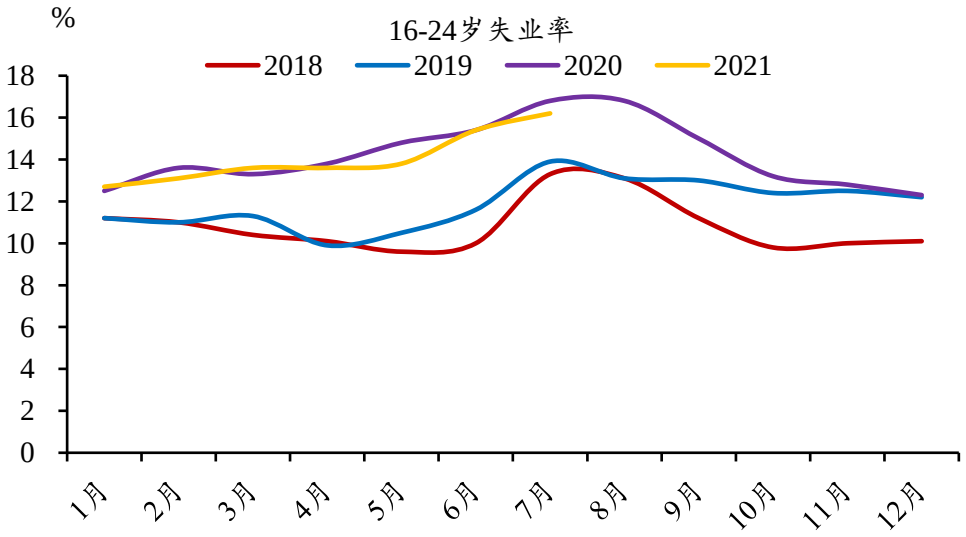


资料来源:万得，信达证券研发中心

四、外需已边际走弱，内需却难以“接棒”

总体来看，在疫情和汛情的冲击下，7 月经济数据全面低于预期。除了本期消费、投资、生产均出现下行压力之外，7 月全国城镇调查失业率为 5.1%，比 6 月份上升 0.1 个百分点。其中，16-24 岁人口调查失业率为 16.2%，较上月上升 0.8 个百分点。今年年初以来，青年人失业率持续上升，7 月明显高于疫情前水平。后续，疫情扰动或影响服务业就业，教育行业“双减”也将对应届生就业产生一定影响。失业率的上行不利于消费的改善。8 月 16 日央行开展 6000 亿元 MLF 操作，缩量对冲当月到期 7000 亿，并维持中标利率在 2.95%不变，缓解了市场对流动性的担忧。财政政策是下半年经济企稳的关键，上周新增专项债待发行规模高达 2242 亿，创今年以来单周最大发行量，专项债发行节奏明显提速。为确保在今年底明年初见到成效，预计 8-9 月会成为专项债发行高峰期。从 7 月经济数据来看，短期内经济下行压力有所加大。4 季度，财政发力有望对冲消费的疲弱与出口增速的放缓。

图 7：青年人失业率明显高于疫情前水平



资料来源:万得，信达证券研发中心

风险因素

疫情变异导致疫苗失效；国内政策超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21 世纪最佳预警研究报告”得主。

肖张羽，信达证券宏观研究助理。英国剑桥大学经济与金融硕士。曾供职于民生证券，2021 年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称"信达证券")具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 20％以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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任何责任，投资者需自行承担风险。