2021 年 08 月 16 日

证券研究报告•宏观简评报告

数据点评

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

短期多重冲击，经济前景如何？

——7 月经济数据点评

摘要

- **工业增加值增速不及预期，短期冲击为主要因素。**7月，全国规模以上工业增加值同比增长 6.4%，低于预期值，两年平均增长 5.6%。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，大宗商品价格仍在高位，黑色金属冶炼和压延加工业及有色金属冶炼和压延加工业增速继续下滑；分产品看，新能源汽车、工业机器人、集成电路等两年平均增速均超过 14%。1-6 月，全国规模以上工业企业实现利润总额两年平均增长 20.6%。7 月，我国制造业 PMI 连续 17 个月高于临界点，但考虑到海外风险以及国内复苏情况，不确定因素较多，基数效应叠加传统淡季，工业增加值增速或稳中有降。
- **政策叠加基数，房地产投资增速边际放缓。**1-7 月，全国房地产开发投资同比增长 12.7%，两年平均增长 8.0%，仍在三大投资中表现最佳。单月看，7 月房地产投资同比增长 1.37%，基数效应和房地产监管政策等影响下，增速较 6 月回落，较 2019 年同期两年平均增速收窄幅度较小，房地产投资韧性仍强。1-7 月，房地产开发企业房屋施工面积同比增长 9.0%，但房屋新开工面积下降 0.9%。近日，深圳、天津等多地第二轮集中供地中止或延期，土地市场“稳地价”操作加码，此外北京、广州第二轮集中供地计划已推迟，预计在高基数和政策加持，房地产增速边际趋缓不变，但健康发展基调下韧性仍将保持。
- **季节及地方债影响下，基建投资增速回落较多。**1-7 月份基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 4.6%，增速回落。从单月数据来看，7 月狭义基建投资同比下降 10.50%，较前值回落 9.04 个百分点，基建投资下滑幅度较大，一方面与地方债发行进度滞后有关，另一方面 7 月汛期以及疫情也造成了负面影响，同时去年同期基建投资基数较高。接下来地方债发行有望提速，8 月和 9 月或将迎来一波发行小高峰，拉动基建投资平稳增长。
- **后续高技术产业仍将带动制造业投资向好。**1-7 月，制造业投资两年平均增长 3.1%，向好态势不减。其中，受政策、技术、市场等多方面因素拉动，高技术制造业对于制造业投资拉动效应明显。单月看，淡季及天气因素、疫情等影响下，7 月制造业投资同比增长 9.12%，较前值回落 7.27 个百分点，但在三大投资中增速最快。近期，上海、重庆、天津、浙江、广东等密集出炉“十四五”时期制造业发展相关规划，明确未来五年高技术制造业增长目标与发展路径，，预计之后高技术制造业增长势头仍较足，这也将带动制造业投资平稳向好。
- **消费增速边际下降，疫情影响发酵持续。**7 月份，社会消费品零售总额同比增长 8.5%，受外部不确定因素增加和国内汛情、疫情影响，消费数据低于预期。按消费类型来看，7 月份，商品零售两年平均增速较前值降低 1.47 个百分点；餐饮收入两年平均增长 0.86%，预计后续疫情影响持续，餐饮收入恢复可能较慢。预计疫情的负面影响可能会持续到 9 月中旬左右，或将对当期消费数据产生影响，后续消费将逐渐恢复。
- **风险提示：**外需恢复和经济复苏不及预期，消费复苏不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-58251911

邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦

电话：010-58251904

邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

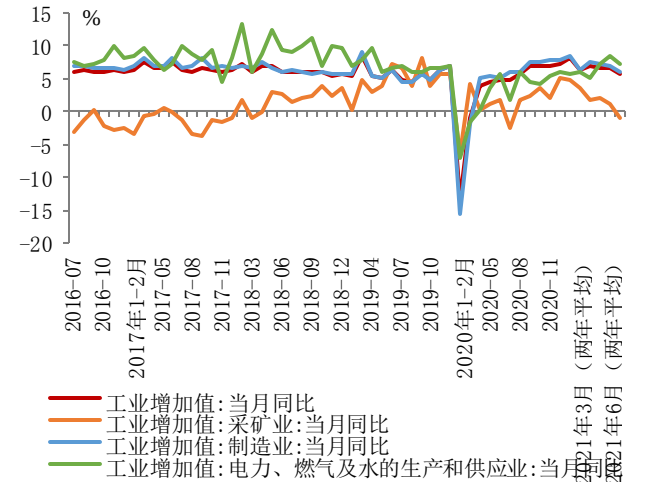
1. 两个“钱袋子”轮番发力，拜登基建计划达成 (2021-08-13)
2. 社融、贷款皆回落，后市如何？——7 月社融数据点评 (2021-08-11)
3. 短期“转换”不改中期“趋势”——7 月通胀数据点评 (2021-08-09)
4. 回落，压力与韧性同在——7 月贸易数据点评 (2021-08-07)
5. 金融支持“专精特新”再加力，多国央行发布收紧信号 (2021-08-06)
6. 前瞻数据中的压力在哪里？——7 月 PMI 数据点评 (2021-07-31)
7. 如何下好下半年的“经济棋”？——7.30 中央政治局会议解读 (2021-07-31)
8. 钢铁限产或将趋严，全球复苏分化加剧 (2021-07-30)
9. 海外宽松难改，国内汛情影响几何？ (2021-07-23)
10. 行至过半，地方债务何去何从？ (2021-07-21)

1 工业增加值增速不及预期，短期冲击为主要因素

7 月，全国规模以上工业增加值同比增长 6.4%，低于预期值，较前值回落 1.9 个百分点，两年平均增长 5.6%，此数值较前值回落 0.9 个百分点，也不及预期。从环比来看，7 月规模以上工业增加值较上月增长 0.3%，较前值回落 0.26 个百分点。分三大门类看，采矿业增加值同比增长 0.6%，与前值基本持平；制造业增加值同比较前值回落 2.5 个百分点至 6.2%，略高于去年同期水平，两年平均增长 6.1%，其中高技术制造业增加值同比增长 15.6%，两年平均增长 12.7%；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 13.2%，较去年同期水平提升 11.5 个百分点，较前值提升 1.6 个百分点，两年平均增长 7.3%。**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，较 6 月增加 1 个行业，大宗商品价格仍在高位，黑色金属冶炼和压延加工业及有色金属冶炼和压延加工业增速继续下滑，本月化学原料和化学制品制造业、医药制造业、金属制品、汽车制造业等主要行业增速均有不同程度的下滑，受夏季用电需求较高拉动，电力、热力生产和供应业的工业增加值增速有所提升；**分产品看**，612 种产品中有 333 种产品产量同比增长，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%。1-6 月，全国规模以上工业企业实现利润总额 42183 亿元，同比增长 66.9%，两年平均增长 20.6%；1-6 月份，全国规模以上工业企业营业收入利润率为 7.11%，比 2020 年 1-6 月份提高 1.66 个百分点。

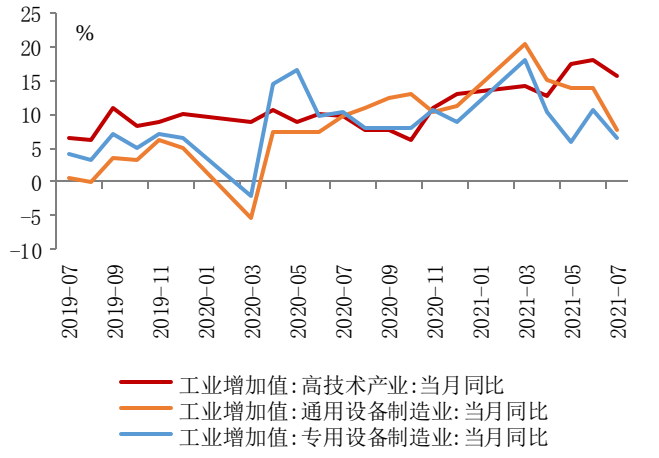
7 月，我国制造业 PMI 为 50.4%，连续 17 个月高于临界点，从供给端来看，受到部分企业集中进入设备检修期，煤炭供应紧张，国内散点疫情，加之局部地区极端天气影响，生产端扩张有所回落；受价格及季节因素等影响，需求端总体有所放缓。从国际来看，主要发达经济体经济复苏态势良好，但全球通胀压力仍成问题，多国央行发布收紧信号。美国方面，7 月非农就业好于预期，经济和就业复苏稳步推进，拜登的 1 万亿美元基建草案将一定程度上提振美国经济；原油价格继续从近期的跌势中反弹，库存下降，但 OPEC 增产协议以及 Delta 毒株在供需两端双重影响，叠加美元的强劲走势，原油价格或震荡下行。考虑到海外风险以及国内复苏情况，不确定因素较多，基数效应叠加传统淡季，工业增加值增速或稳中有降。

图 1：工业增加值增速放缓



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：高技术制造业增加值保持较快增长



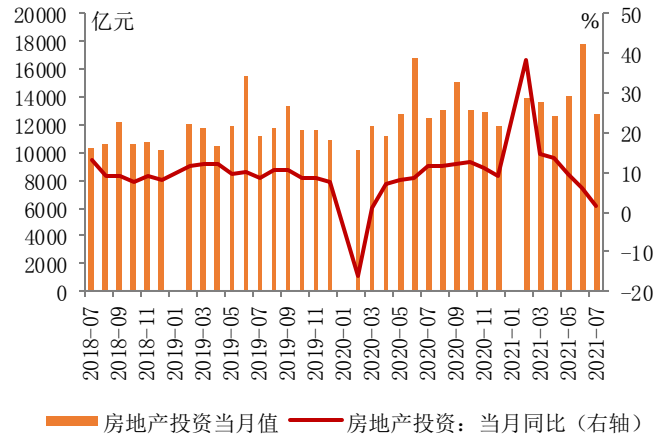
数据来源：wind、西南证券整理

2 政策叠加基数，房地产投资增速边际放缓

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 1-6 月份回落 2.3 个百分点，两年平均增长 4.3%，此增速较上半年回落 0.1 个百分点，其中民间固定资产投资同比增长 13.4%，从环比看，7 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.18%，增速回落 0.17 个百分点。房地产投资与我们判断一致，韧性仍在但边际回落。1-7 月，全国房地产开发投资 84895 亿元，同比增长 12.7%，较固定资产投资增速整体快 2.4 个百分点，两年平均增长 8.0%，比 1-6 月份回落 0.2 个百分点，仍在三大投资中表现最佳。单月来看，7 月房地产投资同比增长 1.37%，基数效应和房地产监管政策等因素影响下，增速较 6 月回落 4.57 个百分点，较 2019 年同期两年平均增速为 6.39%，较前值回落 0.83 个百分点，增幅收窄幅度较小，房地产投资韧性仍强。分地区看，1-7 月，各地区房地产投资同比增速继续下滑，东部地区、中部地区、西部地区和东北地区房地产开发投资分别同比增长 11.5%、20.0%、10.0%和 8.1%。1-7 月，房地产开发企业房屋施工面积 891880 万平方米，同比增长 9.0%，但房屋新开工面积 118948 万平方米，下降 0.9%。1-7 月，住宅投资同比增长 14.9%，住宅和商品房销售面积分别增长 22.7%和 21.5%，分别较前值回落 6.7 和 6.2 个百分点。7 月，房地产开发景气指数连续第 5 个月下降至 100.98。

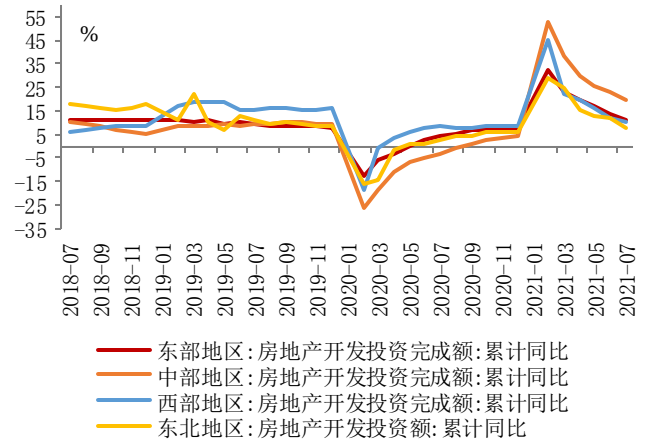
近日，深圳、天津等多地第二轮集中供地中止或延期，土地市场“稳地价”操作加码，此外北京、广州第二轮集中供地计划也已推迟；7 月下旬，国务院召开了加快发展保障性租赁住房和进一步做好房地产市场调控工作电视会议，重申坚持“房住不炒”定位，全面落实稳地价、稳房价、稳预期房地产长效机制，对第二轮集中供地规则提出了更高要求。土地价格是房价的源头，从近期深圳、天津的供地政策的变化中，可以看到政府对于地方的控制地价要求从此前的控制“名义地价”到控制“实际地价”；同时，央行在二季度货币政策执行报告中也提到房地产调控问题，要坚持“房住不炒”的定位，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度，加大住房租赁金融支持力度。预计在高基数和政策加持的背景下，房地产增速边际趋缓的基调不变，但健康发展的基调之下韧性仍将保持。

图 3：房地产开发投资同比增速边际放缓



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：中部地区房地产开发投资恢复较好

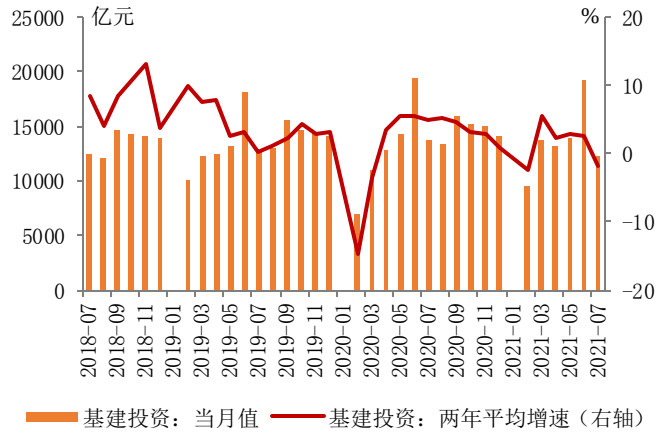


数据来源：wind、西南证券整理

3 季节及地方债影响下，基建投资增速回落较多

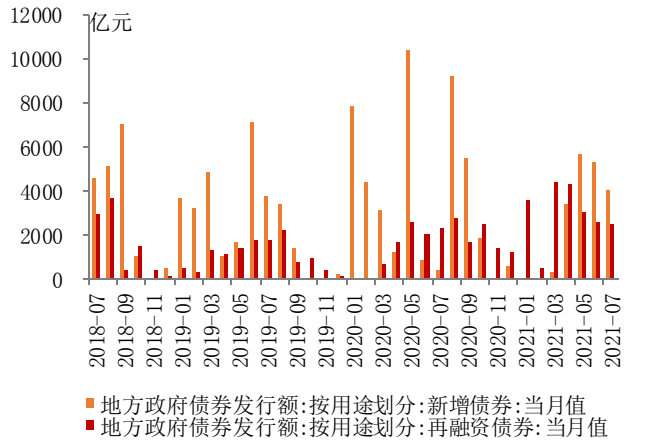
1-7 月份基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 4.6%，低于整体固定资产投资增速 5.7 个百分点，增速较前值回落 2.3 个百分点，较 2019 年同期两年平均增长 0.9%，此数值较前值回落 1.5 个百分点；其中，1-7 月水利管理业投资增长 6.9%，较基建投资增速更快，但较前值继续回落 8.5 个百分点；公共设施管理业和道路运输业增速依然不及基建整体，分别增长 2.8%和 4.4%，受极端天气以及国内散点疫情影响，铁路运输业投资增速跌至负值，为-4.4%，较前值继续回落 4.8 个百分点，对于整体基建投资拖累较大。从单月数据来看，7 月基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降 10.50%，较前值回落 9.04 个百分点，较 2019 年同期两年平均下降 1.73%，此增速较 6 月回落 4.32 个百分点；7 月，广义基建投资同比下降 10.08%，较前值回落 9.80 个百分点，两年平均增速较前值下滑 5.51 个百分点至-1.57%。整体来看，基建投资下滑幅度较大，一方面与地方债发行进度滞后有关，另一方面 7 月汛期以及疫情也造成了负面影响，同时去年同期基建投资基数较高，综合作用下，本月基建投资增速跌幅扩大。观察 8 月的地方债情况，截止 8 月 15 日，地方债额度已经下达两批，其中一般债务和专项债务分别为 8000 亿元和 3.47 万亿元，占全年额度比重达 98%和 95%，但发行进度缓慢，地方债新券发行规模达 2 万亿元，占全年比重 47%，远低于 2019-2020 年均值，其中一般债券发行占比 68%，专项债券拖累明显，发行规模 1.46 万亿元，占全年额度比重只有 42%，尤其是中西部地区，山西、甘肃、重庆、陕西等，专项债发行进度慢于全国平均。发行速度缓慢的主要原因与提前批额度下达较晚、审核趋严、项目本身质量差异等有关。接下来随着投资持续的恢复态势，地方债发行有望提速，8 月和 9 月或将迎来一波发行小高峰，拉动基建投资平稳增长。

图 5：基建投资两年平均增速下滑明显



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：地方新增债券发行进度偏慢



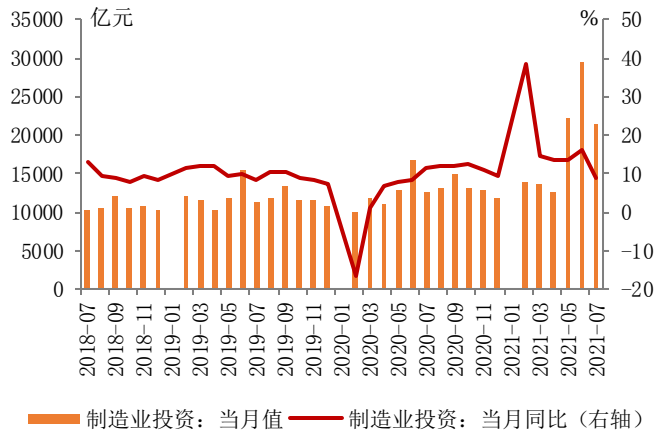
数据来源：wind、西南证券整理

4 后续高技术产业仍将带动制造业投资向好

1-7 月，制造业投资同比增长 17.3%，较整体固定资产投资增速高 7.0 个百分点，较 2019 年同期两年平均增长 3.1%，比 1-6 月份加快 1.1 个百分点，制造业投资向好态势不减。其中，高技术产业投资同比增长 20.7%，两年平均增长 14.2%；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增长较快，分别为 49.7%、46.9%、

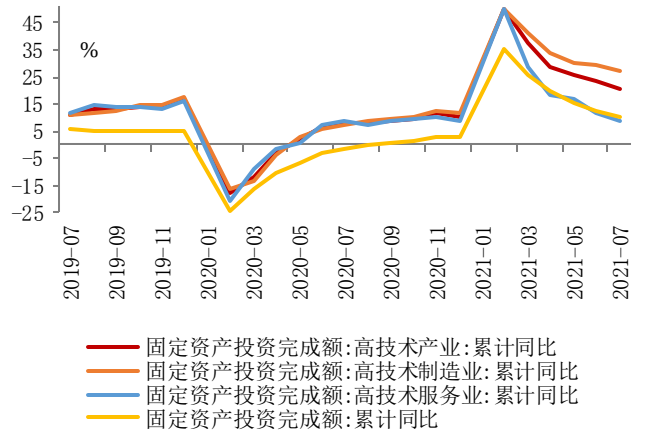
34.9%，受政策、技术、市场等多方面因素拉动，高技术制造业对于制造业投资拉动效应明显；高技术服务业中，电子商务服务业、研发设计服务业投资增长较快。从单月数据看，淡季及天气因素、疫情等影响下，7 月制造业投资同比增长 9.12%，较前值回落 7.27 个百分点，但在三大投资中增速是最快的，较 2019 年同期两年平均增速为 2.82%，此增速较前值回落 3.17 个百分点。近期，上海、重庆、天津、浙江、广东等地密集出炉“十四五”时期制造业发展相关规划，明确未来五年高技术制造业增长目标与发展路径，并围绕电子及通信设备、医药制造、高端装备等领域谋划和储备重点投资项目，完善财政、金融、社会资本等资金保障，以加快培育现代产业体系，带动地方产业链向中高端迈进。预计之后高技术制造业增长势头仍较足，这也将带动制造业投资平稳向好。

图 7：制造业投资增速有所回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：高技术制造业增速较快

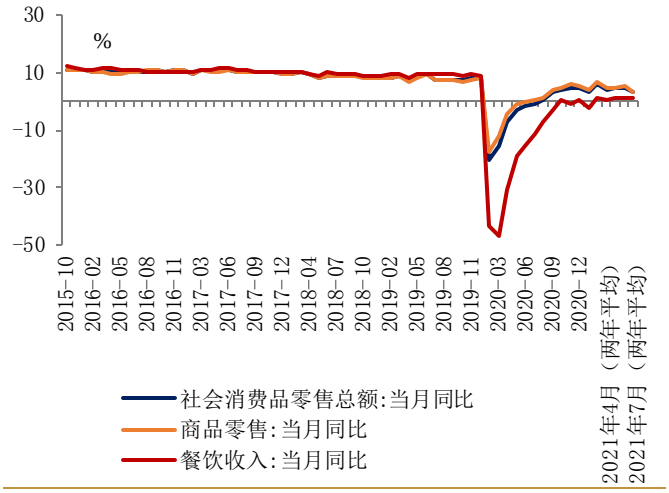


数据来源：wind、西南证券整理

5 消费增速边际下降，疫情影响发酵持续

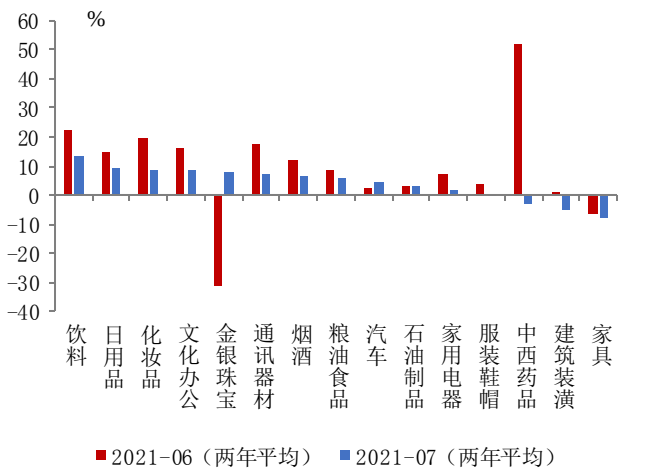
7 月份，社会消费品零售总额 34925 亿元，同比增长 8.5%，受外部不确定因素增加和国内汛情、疫情影响，消费数据低于预期，比 6 月份回落 3.6 个百分点，较 2019 年同期两年平均增长 3.6%，低于前值 1.3 个百分点；环比下降 0.13%。扣除价格因素，7 月份社会消费品零售总额实际增长 6.4%。按消费类型来看，7 月份，商品零售同比增长 7.8%，两年平均增长 3.93%，较前值降低 1.47 个百分点；餐饮收入增长 14.3%，两年平均增长 0.86%，较上个月略降 0.14 个百分点，但预计后续疫情影响持续，餐饮收入恢复可能较慢。从商品类别看，7 月份限额以上单位商品零售额中，限额以上单位 18 个商品类别中 16 类零售额同比保持正增长，9 个商品类别同比增速超过 10%。从两年平均增速看，除中西药品类、家具类、建筑及装潢材料类以外，其余商品类别商品零售额均为正增长。除汽车和金银珠宝上升、石油及制品类持平外，疫情以及汛期影响下，其余商品零售额两年平均增速较 6 月份均有所下滑。线上购物保持强势发展，1-7 月份，全国网上零售额 71108 亿元，同比增长 21.9%，增速较前值回落 1.3 个百分点。其中，实物商品网上零售额 58130 亿元，增长 17.6%，占社会消费品零售总额的比重略降 0.1 个百分点为 23.6%。消费增速不及预期主要受到季节因素和国内疫情反复、多地加强疫情防控政策影响，预计疫情的负面影响可能会持续到 9 月中旬左右，或将对当期消费数据产生影响，后续消费将逐渐恢复。

图 9：社零总额增速回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 10：主要品类消费月度同比增速对比



数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	15395317859	15395317859	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn