7 月经济数据评论 宏观经济点评

7 月消费、基建表现疲软，制造业持续改善

8 月 16 日国家统计局公布数据显示：

1、7 月固定资产投资累计同比 10.3%，前值 12.6%。固定资产投资累计同比较 2019 年同期增长 8.7%，两年平均增长 4.3%，低于前值 4.4%。其中按照分项来看，基建投资为主要拖累，制造业投资表现较好。

2、7 月工业生产增速累计同比涨幅放缓。7 月工业增加值累计同比 14.4%，前值为 15.9%。从结构来看，采矿业、制造业累计同比涨幅均出现收窄，公用事业累计同比涨幅持平。

3、7 月消费整体表现较疲软。1-7 月份，社会消费品零售总额 246829 亿元，同比增长 20.7%，两年平均增速为 4.3%，低于前值 4.4%。其中地产链条、汽车销售累计同比涨幅均收窄，升级消费表现分化。

4、7月经济数据呈现出消费、基建表现较弱，制造业投资为主要支撑的形势。具体来看：首先，零售销售表现依然较为疲软，但是限额以下的消费持续修复。数据显示，社会消费品零售总额和限额以上企业消费品零售总额两年平均增速之差从前值的-2.1%回升至-2.0%。从其他的分项指标来看：1）餐饮收入好转，和 7 月服务业 PMI 表现一致，社会消费品零售总额中餐饮收入的两年平均增速从前值的-0.1%回升至 0.1%，且限额以上企业餐饮收入的两年平均增速也从前值的 4.45%回升至 4.47%；2）汽车消费对整体消费的拖累放缓，乘联会公布数据显示 7 月乘用车零售同比下降 5%，表现相对平稳。虽然进入传统车市淡季，高温天气导致整体市场需求放缓，但由于库存已经处于较低的水平，消费表现和 6 月相比差距不大；3）分商品来看，除汽车以外的消费品零售额累计同比两年平均增速从 4.3%回落至 4.2%，限额以上大部分的商品增速较前值回落，其中服装鞋帽针纺织品类、日用品类、中西药品、通讯器材、文化办公用品、化妆品、建筑及装潢材料、家具类的两年平均增速均有所回落。**第二，地产投资累计同比涨幅收窄。**1）领先指标 1-7 月商品房销售额和面积累计两年复合增速进一步回落。另外，本月新屋开工表现持续低迷意味建安投资将继续对地产投资形成拖累。2）从本月的高频数据来看，因为 7 月局部地区疫情导致运输及施工受限，螺纹钢表观消费量为历史较低水平、30 大中城市成交面积和环比进一步回落。3）7 月金融数据中的居民中长期贷款同比少增较多表明不仅房地产供给端受到疫情，需求端也存在进一步放缓的迹象。**第三，制造业投资表现依然较强劲。**从两年累计同比平均增速来看，制造业投资和固定资产投资之间的增速差值不断回升，意味着本月制造业投资为固定资产投资最主要的提振。从分项来看，高新技术产业依然处于较高的位置。**第四，基建投资为本月固定资产的主要拖累。**一方面数据显示 7 月新增地方政府专项债为 4088 亿元，略低于前值。另一方面且从高频数据看，本月沥青开工率依旧维持在低位，说明需求并未出现明显上行。往后看，地方专项债在 8、9、12 月将迎来高峰，但是在监管不松的趋势下，项目质量约束对于基建仍然存在一定的抑制，预计下半年基建投资大幅上行的概率并不高。**最后，7 月经济数据和金融数据均指向需求进一步放缓，预计下半年财政逐步发力，货币政策结构性发力，稳中偏松。**从财政政策来看，专项债发行在 8、9 月份的高峰将在四季度形成“实物工作量”，届时将带动利率债供给端压力回升，央行仍然有必要熨平流动性缺口。但是另一方面坚持央行和财政两个“钱袋子”定位，从根本上保持物价水平总体稳定，并将“引导市场利率围绕政策利率为中枢波动”改为“引导市场利率围绕政策利率上下波动”，意味着央行更加从经济需求出发，强化对小微企业的支持力度，带动实际贷款利率回落。

风险提示：1、信用收缩过快导致系统性信用风险爆发；2、通胀大幅超出预期。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

图表 1：7 月经济数据点评：消费表现疲软，地产基建大幅走弱

国金宏观7月经济数据点评：消费表现疲软，地产基建大幅走弱					
经济指标	单月增速（%）		累计增速（%）		数据描述与趋势判断
	6月	7月	1-6月	1-7月	
社零	12.1	8.5	23.0	20.7	**1-7月份，社会消费品零售总额246829亿元，同比增长20.7%，两年平均增速为4.3%，低于前值4.4%。**按照分项来看，地产链条和汽车累计同比涨幅收窄，石油制品累计同比高于前值，通讯和中西药累计同比涨幅收窄。
投资	4.7	(0.8)	12.6	10.3	**当月同比跌入负值，1-7月固定资产投资较2019年1-7月份增长8.7%，两年平均增长4.3%，低于前值4.4%。**其中按照分项来看，基建投资为主要拖累。
民间投资	8.8	1.4	15.4	13.4	**民间投资累计同比涨幅回落，但增速高于整体固定资产投资。当月同比涨幅大幅收窄。**
基建投资	(0.3)	(10.1)	7.2	4.2	**基建投资当月同比跌幅大幅走阔。**分项来看，电热燃水生产和供应业当月同比跌幅走阔（-7.5%），铁路、道路交通运输业投资当月同比转负（-6.9%），水利、环境和公共设施管理业当月同比转负（-13.6%）。
制造业投资	16.4	9.1	19.2	17.3	**当月同比涨幅收窄，但是增速在三大投资分项中最强。**从结构来看，高新技术产业累计同比涨幅收窄，但是依然处于较高的位置。另外，装备制造业中的运输设备和通用专业设备中的通用设备累计同比涨幅回升。
房地产投资	6.0	1.2	15.0	12.7	**基数效应基本消退背景下，当月同比涨幅继续收窄，地产下行投资趋势不改。**
新开工面积	(3.8)	(21.5)	3.8	(0.9)	**累计同比涨幅由正转负，当月同比跌幅扩大。**
资金来源	4.0	(7.0)	23.5	18.2	**当月同比由正转负。**其中国内贷款累计同比跌幅走阔至-4.5%（前值-2.4%）、利用外资累计同比跌幅走阔至-44.4%（前值-9.1%）。另外，自筹资金、定金和个人按揭累计同比涨幅均收窄。
商品房销售面积	7.5	(8.5)	27.7	21.5	**商品房销售面积、销售额当月同比均转负。**整体来看，三道红线在供给层面上约束了房企拿地的积极性，房地产在供给和需求上均有所走弱，带动地产投资涨幅回落。
商品房销售额	8.6	(7.1)	38.9	30.7	
出口	32.2	19.3	38.6	35.2	**7 月出口同比增速放缓，表现低于预期。**1）去年高基数对本月出口影响较大；2）从外部影响来看，产出“替代效应” 仍存，但需求从商品转向服务业对 7 月出口不利。3）从内部影响来看，全球海运费用大幅上涨，我国外贸港口集装箱吞吐量边际走弱。**7 月进口持续回落，低于预期，进口产品呈现“价量分化”。往后看，进出口高位回落，寻找再平衡。**第一，全球供需缺口逐步收窄， 我国出口再平衡。第二，从产业链效应来看，全球对高新技术的需求共振，使得我国出口支撑仍存。第三，内需放缓，大宗商品价格高位震荡，我国进口持续回落。
进口	36.7	28.1	36.0	34.9	
工业增加值	8.3	6.4	15.9	14.4	**1-7月工业生产累计同比涨幅收窄。**从结构来看，采矿业和制造业累计同比涨幅均出现收窄，公共事业累计同比涨幅持平于前值。
出口交货值	13.4	11.0	22.9	20.7	**1-7月出口交货值累计同比涨幅收窄，当月同比涨幅收窄。**
发电量	7.4	9.6	13.7	13.2	**1-7月发电量累计同比涨幅收窄，但当月同比涨幅回升。**
粗钢产量	1.5	(8.4)	11.8	8.0	**1-7月粗钢产量累计同比涨幅收窄，当月同比涨幅由正转负，钢厂开工积极性在7月明显回落。**
M1	-	-	5.5	4.9	**信贷符合季节性，但低于预期。**从总量来看，7月新增人民币贷款规模低于近5年均值（1.39万亿元），但略高于2019年和2020年表现。**从结构上来看，**贷款结构变化有三点含义： 一是居民长期贷款持续大幅回落。二是企业中长期贷款回落较大。三是票据融资持续回升。**社融存量同比增速进一步下行。**从结构上来看，社融结构变化有两点含义：第一，7月的政府债券发行较前值回落较多，发行进度依然低于预期。第二， 7月信用债（剔除金融债和同业存单）发行净融资额近2200亿元，同比多增较多，带动企业债券融资回升。 **M1和M2同比均有所回落。**从结构上看，居民住户存款同比少增较明显，财政性存款同比多增。**私人部门需求回落，政府信用扩张尚未加速。**第一，信贷增速的下降依然较为确定。第二，政府信用将转向扩张。第三，货币边际宽松方向确定。第四，年内信用收缩最快的时候应该已经过去。第五，实体需求的下滑进一步确认。
M2	-	-	8.6	8.3	
信贷（万亿）	2.1	1.1	12.8	13.8	
社融（万亿）	3.7	1.1	17.7	18.8	
CPI	1.1	1.0	0.5	0.6	**CPI同比涨幅高于预期。**首先，从食品分项来看，台风影响部分供给，鲜菜价格为主要提振。其次，非食品分项复苏扩张。从能源来看，交通工具用燃料依然为主要提振。**PPI同比和环比涨幅均有所回升。**从生产资料来看，7月上游生产资料的上行主要受到降准和产能受限影响。大部分下游消费品价格上行，但是涨幅可控。从生活资料来看，本月生活资料价格上行，但和生产资料的涨价压力仍然不匹配。**预计PPI高位运行，CPI维持震荡格局**。从CPI来看，食品价格对CPI的拖累放缓，但是7月下旬疫情反扑对非食品分项扰动加剧可能会在后续有所体现。从PPI来看，支撑PPI同比增速的逻辑从国际定价的商品转向国内定价的商品。原油价格短期供需较平衡，维持区间内震荡。相较之下，部分国内工业品价格在产能受限、需求较旺、总库存较低的背景下，涨幅逐步走阔，预计三季度全球大宗商品对PPI的贡献度依然较强。最后， “保供稳价”的政策基调没有发生变化，大宗商品价格运行仍然由供需逻辑主导。
PPI	8.8	9.0	5.1	5.7	
制造业PMI	50.9	50.4	-	-	**7月制造业PMI景气水平回落，低于预期 。**（1）从企业规模来看，中小企业PMI走弱一方面反映原材料涨价的压力仍存，另一方面在产能受限，需求放缓的背景下，经营压力也逐步从“价”转向“量”。（2）从供需来看，双双走弱。（3）新出口订单和进口均回落。（4）产成品库存回升，原材料库存和采购量不同程度回落。（5）原材料价格回升，出厂价格-原材料价格持续回升。**非制造业：建筑业小幅回调，服务业景气程度上行。**7月建筑业PMI受到季节性因素+洪涝灾害两方面的负面影响。服务业PMI向好的趋势明显加速。
非制造业PMI	53.5	53.3	-	-	
综合PMI	52.9	52.4	-	-	

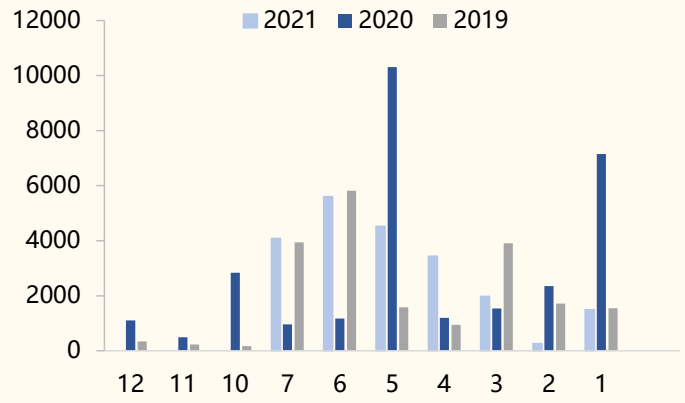
来源：国家统计局，财政部，中国人民银行，中国货币网，Wind，国金证券研究所

正文如下：

1、固定资产投资整体增速回落。7 月固定资产投资累计同比 10.3%，前值 12.6%。固定资产投资累计同比较 2019 年同期增长 8.7%，两年平均增长 4.3%，低于前值的 4.4%。其中按照分项来看，基建投资为主要拖累，制造业投资表现较好。

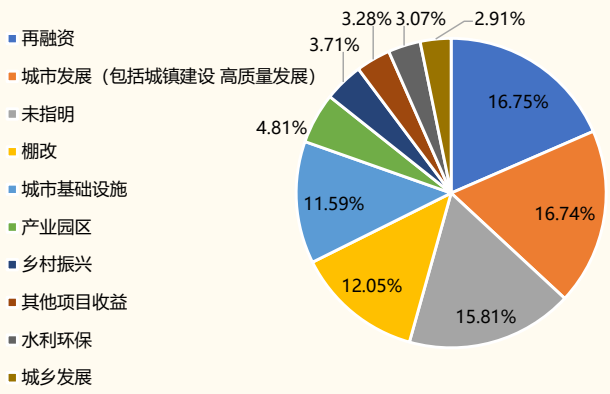
（1）1-7 月基建累计同比较前值涨幅回落。具体来看：1）交运行业累计同比为 5.9%（前值 8.7%），其中铁路运输业由正转负至-4.4%（前值 0.4%），道路运输业累计同比涨幅收窄至 4.4%（前值 6.5%）；2）水利大环保行业累计同比涨幅收窄至 3.8%（前值 7.4%），其中权重最大的公共设施管理业涨幅收窄至 2.8%（前值 6.2%），水利管理业涨幅收窄至 6.9%（前值 10.7%）。

图表 2：7 月政府专项债发行不及预期



来源：Wind，国金证券研究所

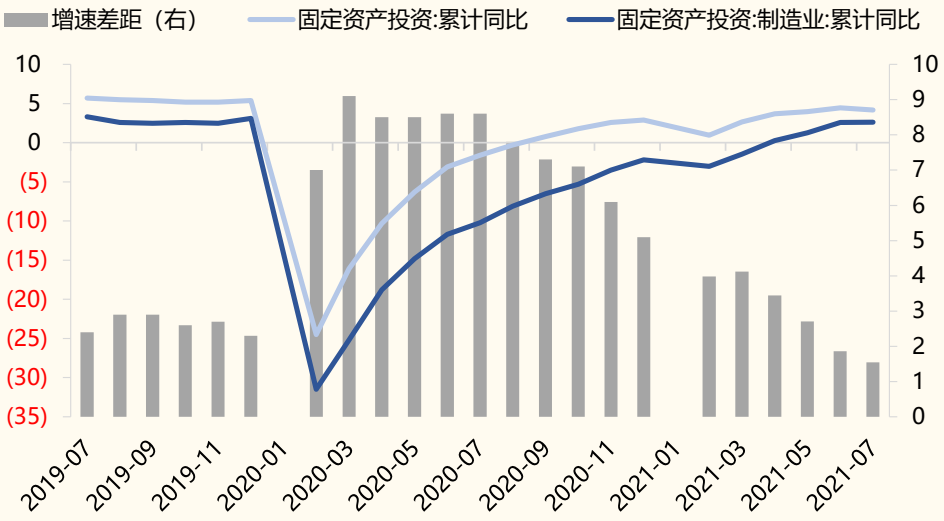
图表 3：7 月专项债投向



来源：Wind，国金证券研究所

（2）1-7 月制造业累计同比涨幅放缓。从分项来看，装备制造业和高技术制造业涨幅稳定，增速依然较可观。具体来看，1）新兴行业中，医药制造业累计涨幅收窄至 18.7%（前值 20.7%），计算机通信行业累计同比涨幅收窄至 25.4%（前值 28.3%）；2）装备制造业中，汽车制造业累计同比跌幅走扩至-3.5%（前值-2.3%），运输设备行业累计同比涨幅扩大至 31.5%（前值 31.4%）；3）通用专用设备业中，通用设备累计同比涨幅扩大至 12.0%（前值 10.6%），专用设备累计同比涨幅收窄至 27.3%（前值 28.5%）；4）轻工行业中，农副食品加工业累计同比涨幅收窄至 27.3%（前值 29.8%），食品制造累计同比涨幅收窄至 11.8%（前值 14.3%）；5）传统行业中，有色金属冶炼及压延加工业累计同比涨幅收窄至 12.7%（前值 16.5%）。

图表 4：固定资产投资和制造业投资两年平均增速之差回落

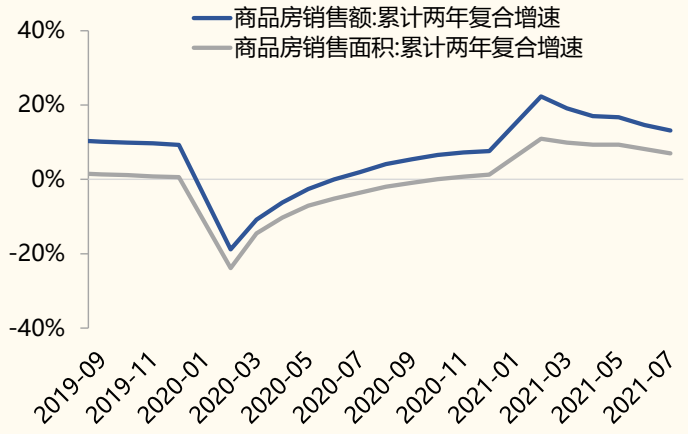


注：2021年为两年平均增速

来源：Wind，国金证券研究所

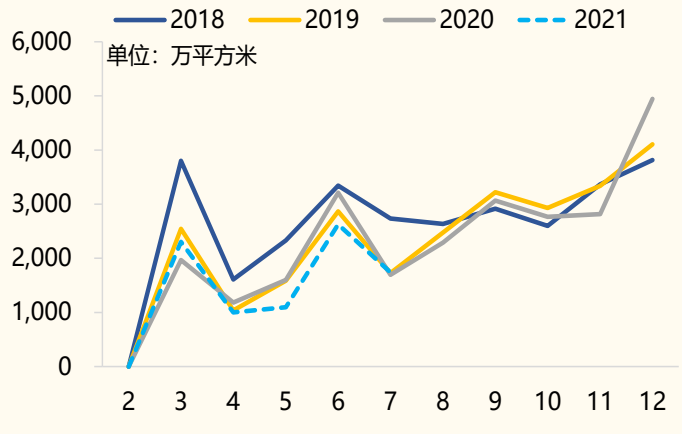
（3）1-7 月房地产投资累计同比涨幅收窄。随着政策约束影响，1-7 月新开工面积累计同比由正转负。房地产开发资金累计同比涨幅走弱，商品房销售面积、销售额累计同比涨幅收窄。

图表 5：商品房销售面积和金额累计两年复合增速回落



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：本月土地购置面积复合季节性



来源：Wind，国金证券研究所

2、工业生产增速累计同比涨幅放缓。7 月工业增加值累计同比 14.4%，前值为 15.9%。从结构来看，采矿业、制造业累计同比涨幅均出现收窄，公用事业累计同比涨幅持平。

从结构来看，采矿业、制造业累计同比涨幅均出现收窄，公用事业累计同比涨幅持平。采矿业累计同比 5.3%（前值 6.2%），制造业累计同比 15.4%（前值 17.1%），公用事业部门累计同比 13.4%（前值 13.4%）。

从制造业内部结构来看，主要行业均累计同比涨幅收窄。

1）新兴产业累计同比涨幅收窄。其中化学原料累计同比 13.4%（前值

14.5%），医药制造业累计同比 29.3%（前值 29.6%），计算机、通信和电子行业累计同比为 18.7%（前值 19.8%）。

2）装备制造业累计同比涨幅收窄。其中汽车累计同比 16.7%（前值 21.8%），金属制品业累计同比 25.5%（前值 28.2%），运输设备业累计同比 13.6%（前值 15.3%），电气机械器材业累计同比 26.2%（前值 29.4%）。

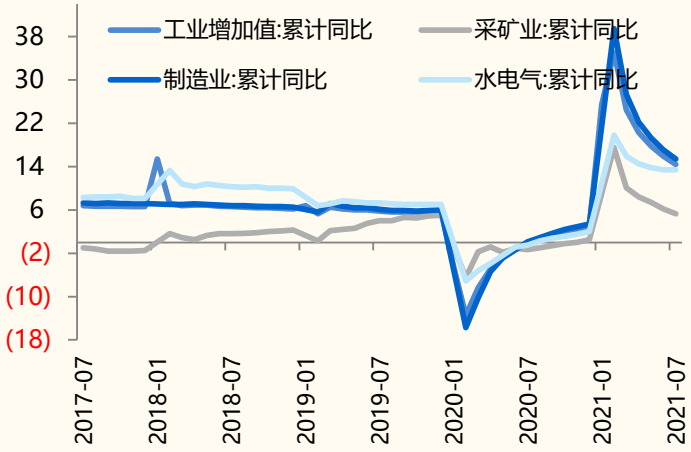
3）通用专用设备制造业同比涨幅收窄。其中通用设备制造业累计同比 21.5%（前值 24.3%），专用设备制造业累计同比 17.8%（前值 20.1%）。

4）轻工业同比涨幅收窄。其中农副食品加工业累计同比涨幅收窄 10.0%（前值 10.7%），食品制造累计同比涨幅收窄至 9.1%（前值 9.9%），纺织业工业累计同比涨幅收窄至 6.6%（前值 8.2%）。

5）传统制造业同比涨幅收窄。黑色金属冶炼及压延加工行业增加值累计同比涨幅收窄至 9.2%（前值 11.5%），有色金属冶炼及压延加工业累计同比 6.9%（前值 7.8%），非金属矿物制品业累计同比 16.6%（前值 18.8%）。

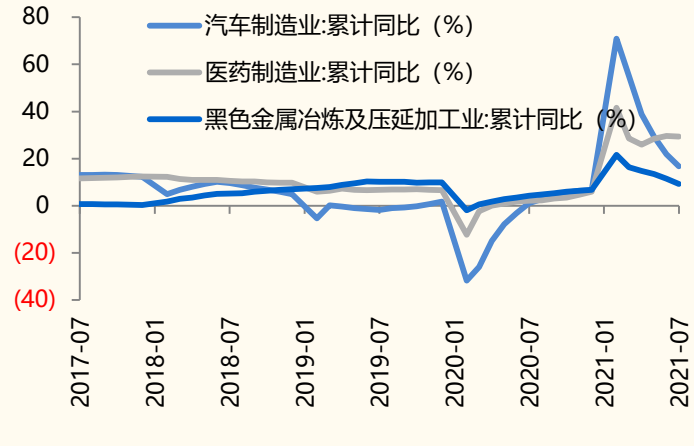
规模以上工业企业出口交货累计同比涨幅收窄。规模以上出口交货值累计同比涨幅收窄至 20.7%（前值 22.9%）。

图表 7：工业增加值累计同比涨幅回落（%）



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 8：上下游制造业投资累计同比涨幅均放缓



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

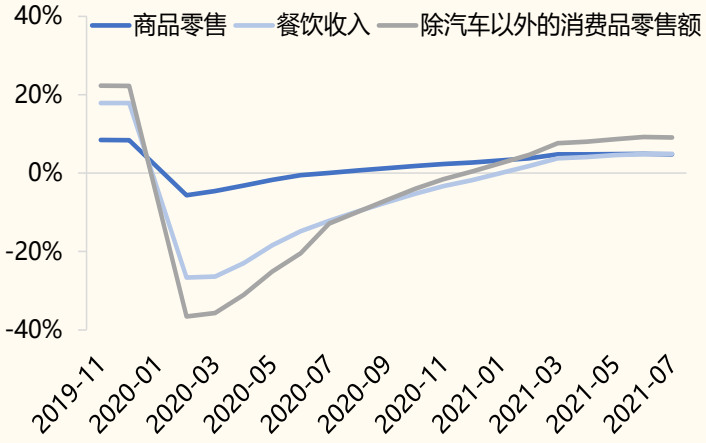
3、消费整体表现较疲软。7月份，社会消费品零售总额 34925 亿元，同比增长 8.5%；比 2019 年 7 月份增长 7.2%，两年平均增速为 3.6%。1-7 月份，社会消费品零售总额 246829 亿元，同比增长 20.7%，两年平均增速为 4.3%，低于前值 4.4%。其中地产链条、汽车销售累计同比涨幅均收窄，升级消费表现分化。

地产链条细分类当月同比涨幅收窄。建筑装潢材料当月同比 11.6%（前值 19.1%）；家具当月同比 11.0%（前值 13.4%）；家电当月同比 8.2%（前值 8.9%）。

升级型消费当月同比表现分化。通讯类消费当月同比0.1%（前值15.9%）；中西药当月同比涨幅扩大至 8.6%（前值 8.5%）；石油及制品类消费当月同比上涨至 22.7%（前值 21.9%）。

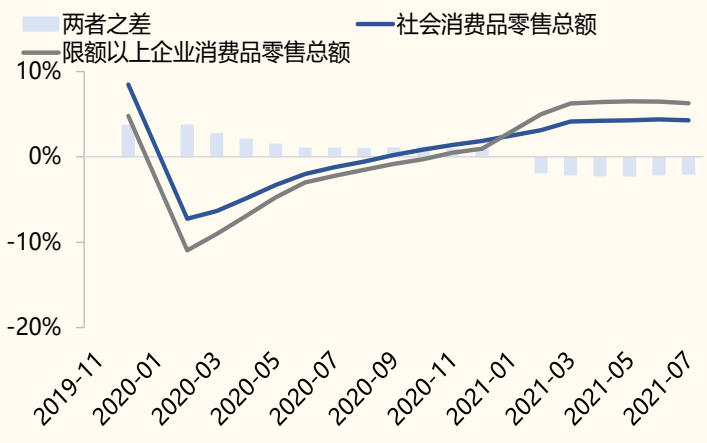
汽车消费继续回落。汽车消费当月同比-1.8%（前值 4.5%）。

图表 9：本月商品零售两年平均增速回落，餐饮收入回升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 10：限额以下的零售销售持续恢复



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

4、7 月经济数据呈现出消费、基建表现较弱，制造业投资为主要支撑的形势：

具体来看：首先，零售销售表现依然较为疲软，但是限额以下的消费持续修复。数据显示，社会消费品零售总额和限额以上企业消费品零售总额两年平均增速之差从前值的-2.1%回升至-2.0%。从其他的分项指标来看：1）餐饮收入好转，和 7 月服务业 PMI 表现一致，社会消费品零售总额中餐饮收入的两年平均增速从前值的-0.1%回升至 0.1%，且限额以上企业餐饮收入的两年平均增速也从前值的 4.45%回升至 4.47%；2）汽车消费对整体消费的拖累放缓，乘联会公布数据显示 7 月乘用车零售同比下降 5%，表现相对平稳。虽然进入传统车市淡季，高温天气导致整体市场需求放缓，但由于库存已经处于较低的水平，消费表现和 6 月相比差距不大；3）分商品来看，除汽车以外的消费品零售额累计同比两年平均增速从4.3%回落至4.2%，限额以上大部分的商品增速前值回落，其中服装鞋帽针纺织品类、日用品类、中西药品、通讯器材、文化办公用品、化妆品、建筑及装潢材料、家具类的两年平均增速均有所回落。

第二，地产投资累计同比涨幅收窄。首先，领先指标1-7月商品房销售额和面积累计两年复合增速进一步回落。另外，本月新屋开工表现持续低迷意味建安投资将继续对地产投资形成拖累。**其次，**从本月的高频数据来看，因为7月局部地区疫情导致运输及施工受限，螺纹钢表观消费量为历史较低水平、30 大中城市成交面积和环比进一步回落。**第三，**7 月金融数据中的居民中长期贷款同比少增较多表明不仅房地产供给端受到疫情，需求端也存在进一步放缓的迹象。

第三，制造业投资表现依然较强劲。从两年累计同比平均增速来看，制造业投资和固定资产投资之间的增速差值不断回升，意味着本月制造业投资为固定资产投资最主要的提振。从分项来看，高新技术产业依然处于较高的位置。

第四，基建投资为本月固定资产的主要拖累。一方面数据显示 7 月新增地方政府专项债为 4088 亿元，略低于前值。另一方面且从高频数据看，本月沥青开工率依旧维持在低位，说明需求并未出现明显上行。往后看，地方专项债在 8、9、12 月将迎来高峰，但是在监管不松的趋势下，项目质量约束对于基建仍然存在一定的抑制，预计下半年基建投资大幅上行的概率并不高。

最后，7月经济数据和金融数据均指向需求进一步放缓，预计下半年财政逐步发力，货币政策结构性发力，稳中偏松。从财政政策来看，专项债发行在8、9月份的高峰将在四季度形成“实物工作量”，届时将带动利率债供给端压力回升，央行仍然有必要熨平流动性缺口。但是另一方面坚持央行和财政两个“钱袋子”定位，从根本上保持物价水平总体稳定，并将“引导市场利率围绕政策利率为中枢波动”改为“引导市场利率围绕政策利率上下波动”，意味着央行更加从经济需求出发，强化对小微企业的支持力度，带动实际贷款利率回落。

风险提示：1、信用收缩过快导致系统性信用风险爆发；2、通胀大幅超出预期。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上(含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号嘉里建设广场T3-2402