2021 年 08 月 16 日

宏观研究团队

经济回落的四个信号

——宏观经济点评

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

穆仁文（联系人）
murenwen@kysec.cn
证书编号：S0790121060023

经济下行幅度走阔，供需多项指标加速回落，短期降幅较大或受疫情、暴雨冲击。

● **7 月经济数据透露房地产投资趋弱、汽车、消费下滑、生产受短期扰动等信号**

信号一：年中以来，地产链全线降温。贷款集中度考核下，居民中长期贷款从 5 月起同比转负，且降幅有扩大态势。按揭供给受限下，地产销售从年中开始下滑，拖累房企资金趋紧；7 月地产资金来源两年复合增速较 6 月回落 4.4 个百分点。资金压力上升下，地产投资两年复合增速连续 3 个月下滑，7 月增速降至 6.4%；其中，新开工和竣工面积，两年复合增速分别较 6 月下降 8.8、20.7 个百分点。

信号二：政策退潮下，汽车消费趋弱，未来还需关注供给约束对销售影响。2021 年以来，稳增长政策退坡，政策外溢效应对高端汽车销售增长的拉动作用趋弱；7 月，乘用车联会数据显示，豪华品牌车销售两年复合增速大幅下降 10.2 个百分点，弱于自主品牌车销售。下半年，关注“缺芯”影响下，供给约束对销售影响。

信号三：疫情反复，对消费的拖累，超出市场预期，中短期将延续。2021 年以来，局部地区疫情反复，拖累中低收入群体收入修复缓慢，是整体消费修复不及预期的主要原因。7 月，社零同比增长 8.5%，两年复合增速 3.6%、较 6 月增速回落 1.3 个百分点；农村地区社零增速同比 8.8%、两年复合增速 3.6%，较上月回落 1.8 个百分点、回落幅度明显高于城镇地区的 1.2 个百分点，是主要拖累项。

信号四：生产短期受疫情、暴雨冲击，未来关注结构分化。7 月，工业生产两年复合增长 5.6%，低于前值 6.5%，连续三个月下行；其中，医药、专用设备、通用设备、化学原料、金属制品等行业生产增速降幅较大。7 月，工业生产回落幅度较大，或与江苏地区疫情反复、河南遭遇强暴雨等冲击有关；江苏、河南在医药制造、专用设备、通用设备、化学原料、金属制品等产值占比在 20%左右。

重申观点：经济下行趋势已经非常明确，需要留意地产和出口两大动能走弱下，四季度经济加速回落的风险，或是年内市场低估的潜在风险；疫情反复扰动下，居民收入修复缓慢，拖累消费修复进度低于预期；“缺芯”、政策退潮影响下，汽车生产、销售趋弱；财政后置可能一定程度对冲经济下行，但较难改变经济趋势。

● **常规数据解析：**

7 月，投资大幅走弱，制造业、地产、基建投资均下滑。7 月，固定资产投资两年复合增速 2.8%、较上月下滑 2.9 个百分点；其中，制造业、地产、基建投资分别为 2.8%、6.4%、-1.6%，较上月分别下滑 3.2、0.8、5.5 个百分点。制造业中，计算机、医药制造、化学原料、金属制品、汽车投资两年复合增速分别为 14.5%、14.7%、3.4%、-2.9%、-12%，较 6 月增速下滑 8.5、7.1、6.7、6.2、5.2 个百分点。

7 月，除汽车和珠宝外，多数商品消费增速均回落。可选消费品中，通讯器材、化妆品、文化办公品两年复合增速分别为 5.6%、6.0%、7.4%，较 6 月增速大幅回落 11.8、11、9.2 个百分点；地产后周期消费品家电、建筑装潢两年复合增速分别为 2.9%、4.3%，较 6 月增速大幅回落 6.5、6 个百分点；必需消费品中，粮油食品、日用品两年复合增长 9.1%、10%，较 6 月增速回落 3.9、5.5 个百分点。

● **风险提示：**政策调整超预期，疫情超预期反弹。

相关研究报告

《宏观经济专题-地方债供给三论》-2021.8.15

《宏观经济专题-Delta 病毒冲击，影响及展望》-2021.8.14

《宏观经济点评-信用“收缩”远未结束》-2021.8.11

目　录

1、 信号一：年中以来，地产链全线降温 3
2、 信号二：政策退潮下，汽车消费趋弱，未来关注供给约束 3
3、 信号三：疫情反复，对消费拖累，超出市场预期 4
4、 信号四：生产短期受疫情、暴雨冲击，未来关注结构分化 5
5、 常规数据解析 6
6、 风险提示 7

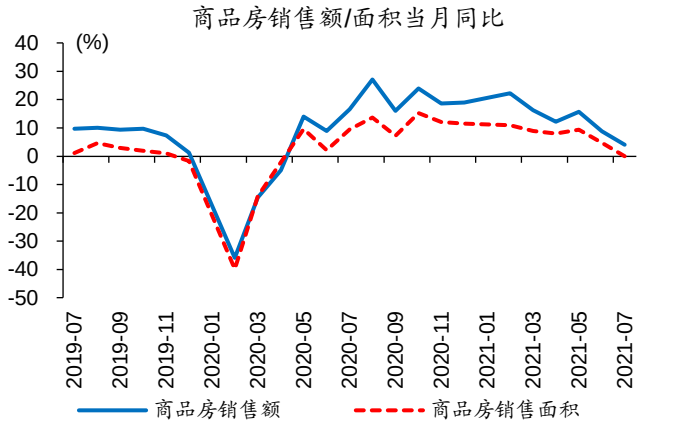
图表目录

图 1： 7 月，地产销售进一步下行 3
图 2： 7 月，地产资金来源回落 3
图 3： 7 月，地产投资延续下行 3
图 4： 7 月，地产新开工面积、竣工面积大幅回落 3
图 5： 4 月以来，豪华品牌车销售增速下滑 4
图 6： 2021 年以来，汽车生产增速缓慢 4
图 7： 7 月，商品消费、餐饮消费均回落 4
图 8： 疫情影响下，餐饮到店消费明显回落 4
图 9： 乡村地区社零增速回落幅度大于城镇地区 5
图 10： 居民收入分化特征明显，低收入群体修复或偏慢 5
图 11： 7 月，采矿、制造业、电燃水三大分项生产均回落 5
图 12： 7 月，制造业中多数行业生产增速回落 5
图 13： 7 月，江苏新增确诊病例大幅上升 6
图 14： 江苏、河南产值占比较高 6
图 15： 7 月，制造业、地产、基建投资均走弱 6
图 16： 7 月，多数制造业投资均走弱 6
图 17： 7 月，多数商品消费增速回落 7

1、 信号一：年中以来，地产链全线降温

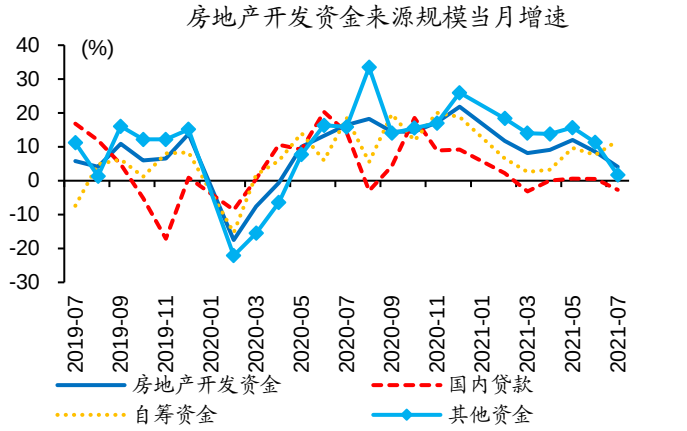
销售下滑、资金趋紧下，地产投资继续回落。贷款集中度考核下，居民中长期贷款从 5 月起同比转负，降幅有扩大态势。按揭供给受限下，地产销售从年中开始下滑，拖累房企资金趋紧；7 月地产资金来源两年复合增速较 6 月回落 4.4 个百分点。资金压力上升下，地产投资两年复合增速连续 3 个月下滑，7 月增速降至 6.4%；其中，新开工和竣工面积，两年复合增速分别较 6 月下降 8.8、20.7 个百分点。

图1：7 月，地产销售进一步下行



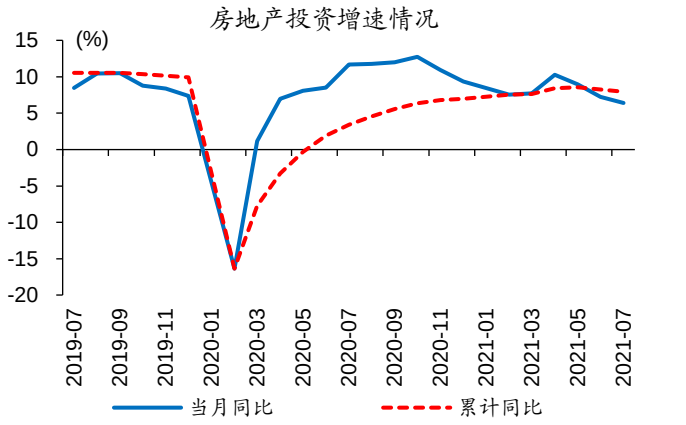
数据来源：Wind、开源证券研究所（2021 年 1-7 月采用两年复合）

图2：7 月，地产资金来源回落



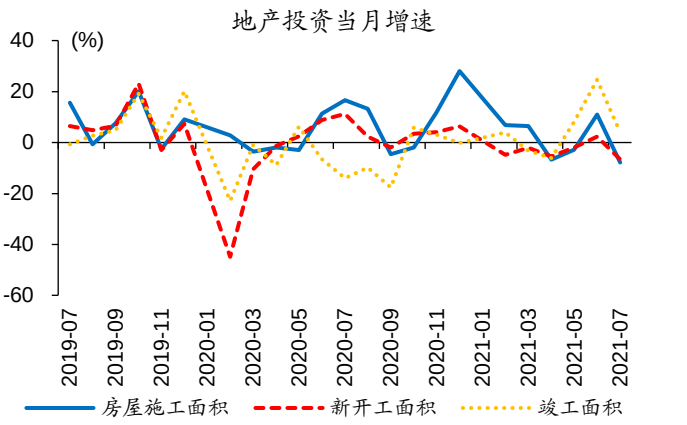
数据来源：Wind、开源证券研究所（2021 年 1-7 月采用两年复合）

图3：7 月，地产投资延续下行



数据来源：Wind、开源证券研究所（2021 年 1-7 月采用两年复合）

图4：7 月，地产新开工面积、竣工面积大幅回落

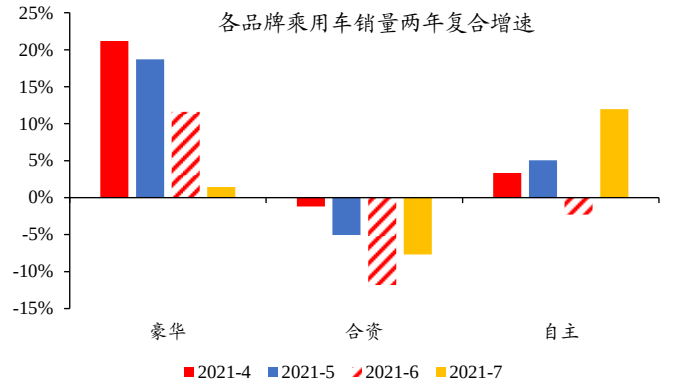


数据来源：Wind、开源证券研究所（2021 年 1-7 月采用两年复合）

2、 信号二：政策退潮下，汽车消费趋弱，未来关注供给约束

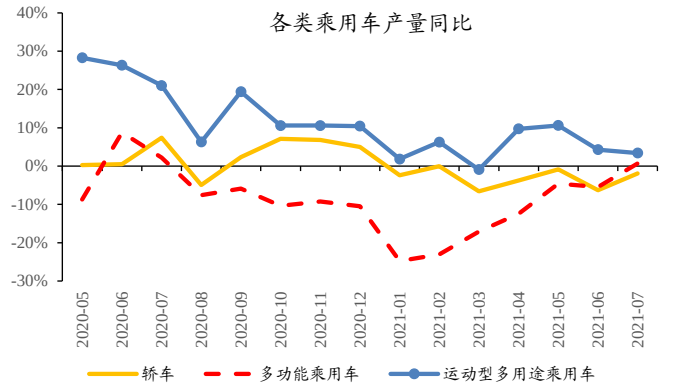
政策退潮下，汽车消费趋弱，未来还需关注供给约束对销售影响。2021 年以来，稳增长政策退坡，政策外溢效应对高端汽车销售增长的拉动作用趋弱；7 月，乘用车联会数据显示，豪华品牌车销售两年复合增速大幅下降 10.2 个百分点，弱于自主品牌车销售。下半年，关注“缺芯”影响下，供给约束对销售影响。

图5：4 月以来，豪华品牌车销售增速下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所（2021 年 1-7 月采用两年复合）

图6：2021 年以来，汽车生产增速缓慢

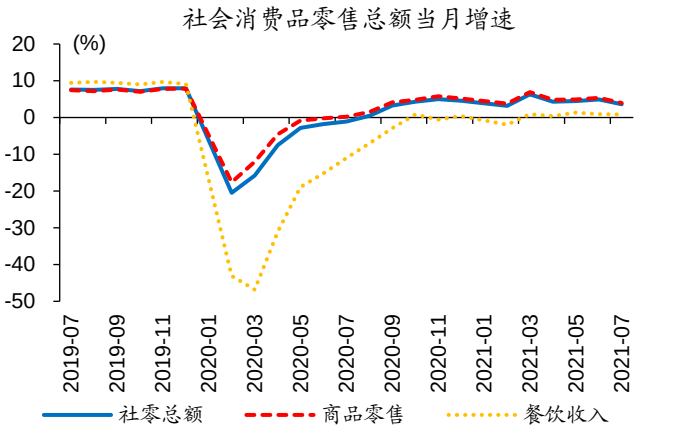


数据来源：Wind、开源证券研究所（2021 年 1-7 月采用两年复合）

3、 信号三：疫情反复，对消费拖累，超出市场预期

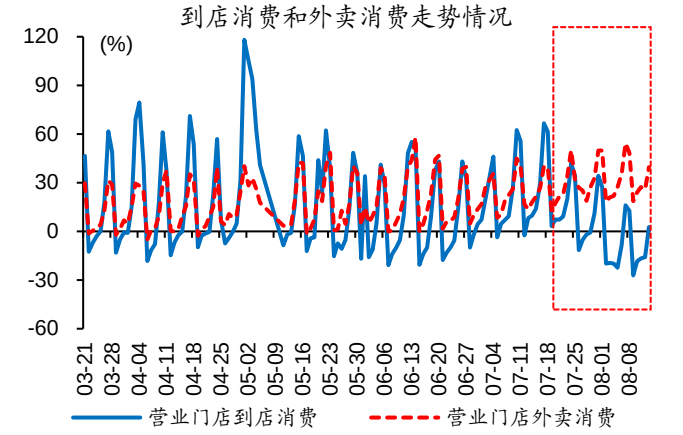
疫情反复，对消费的拖累，超出市场预期，中短期将延续。2021 年以来，局部地区疫情间歇性反复，拖累中低收入群体收入修复缓慢，是整体消费修复进度不及预期的主要原因。7 月，社零同比增长 8.5%，两年复合增速 3.6%、较 6 月增速大幅回落 1.3 个百分点；农村地区社零增速同比 8.8%、两年复合增速 3.6%，较上月回落 1.8 个百分点、回落幅度明显高于城镇地区的 1.2 个百分点，是主要拖累项。

图7：7 月，商品消费、餐饮消费均回落



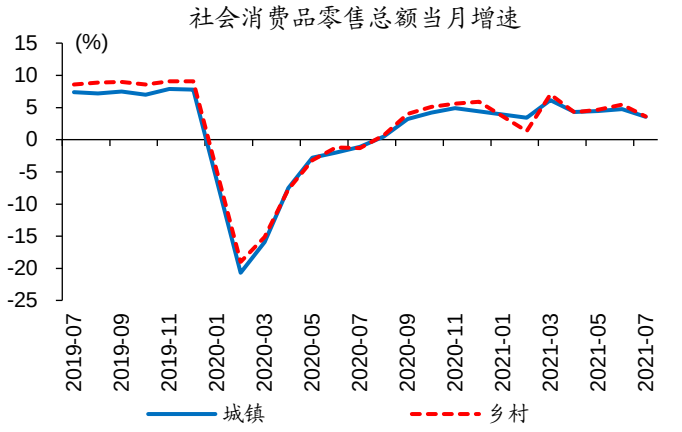
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：疫情影响下，餐饮到店消费明显回落



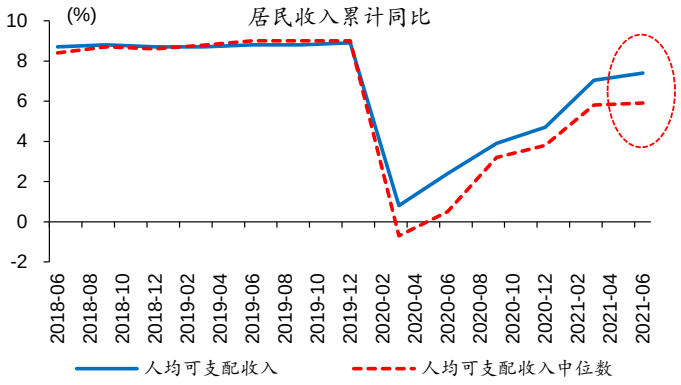
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：乡村地区社零增速回落幅度大于城镇地区



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：居民收入分化特征明显，低收入群体修复或偏慢

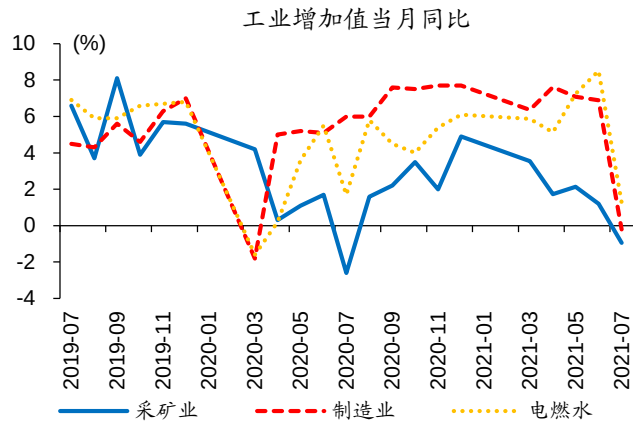


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、信号四：生产短期受疫情、暴雨冲击，未来关注结构分化

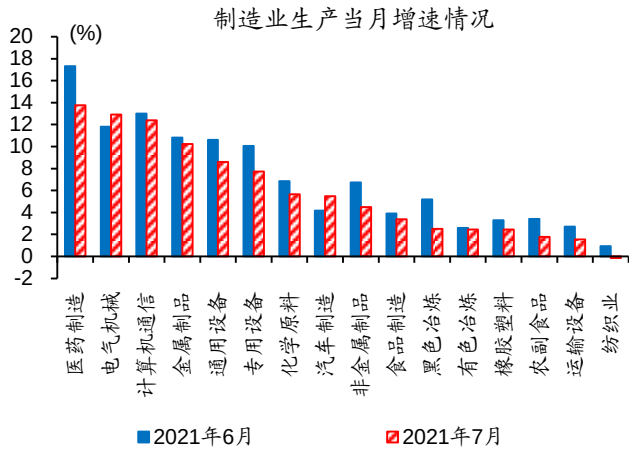
生产趋弱，短期受疫情、暴雨冲击下，降幅扩大。7月，工业生产两年复合增长5.6%，低于前值6.5%，连续三个月下行；其中，医药、专用设备、通用设备、化学原料、金属制品等行业生产增速降幅较大。7月，工业生产回落幅度较大，或与江苏地区疫情反复、河南遭遇强暴雨等冲击有关；江苏、河南在医药制造、专用设备、通用设备、化学原料、金属制品等产值占比在20%左右。地产投资降温、出口增速趋逐季下行背景下，未来关注生产结构分化。

图11：7月，采矿、制造业、电燃水三大分项生产均回落



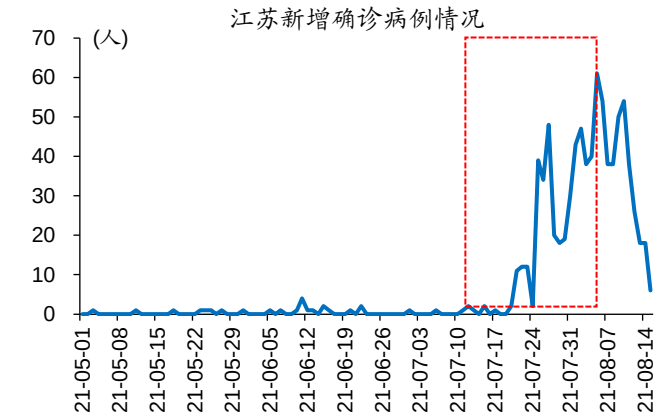
数据来源：Wind、开源证券研究所（2021年1-7月采用两年复合）

图12：7月，制造业中多数行业生产增速回落



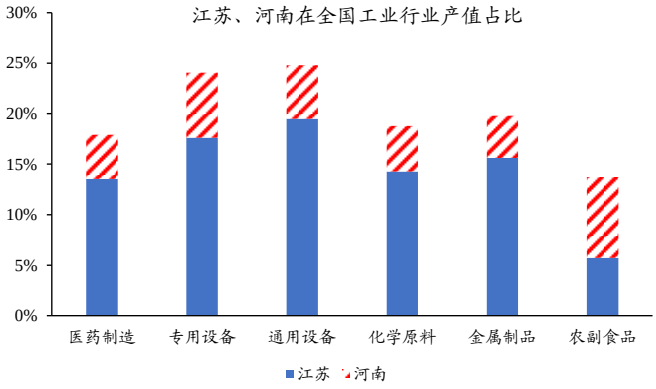
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：7 月，江苏新增确诊病例大幅上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：江苏、河南产值占比较高



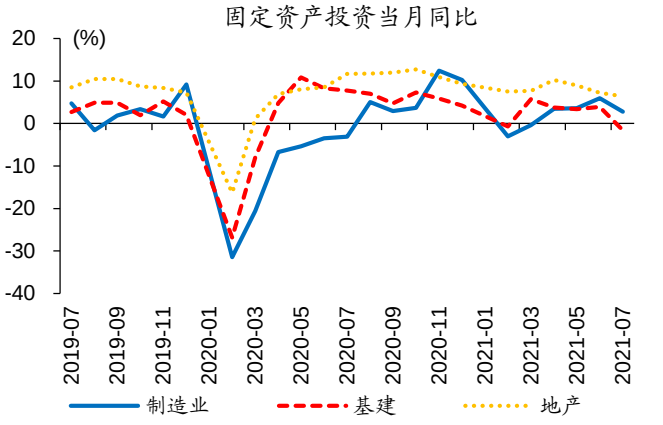
数据来源：Wind、开源证券研究所

重申观点：经济下行趋势已经非常明确，需要留意地产和出口两大动能走弱下，四季度经济加速回落的风险，或是年内市场低估的潜在风险；疫情反复扰动下，居民收入修复缓慢，拖累消费修复进度低于预期；“缺芯”、政策退潮影响下，汽车生产、销售趋弱；财政后置可能一定程度对冲经济下行，但较难改变经济趋势。

5、 常规数据解析

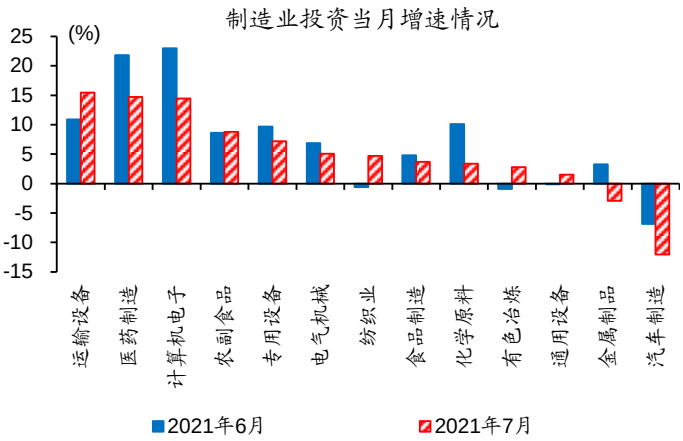
7 月，投资大幅走弱，制造业、地产、基建投资均下滑。7 月，固定资产投资两年复合增速 2.8%、较上月下滑 2.9 个百分点；其中，制造业、地产、基建投资分别为 2.8%、6.4%、-1.6%，较上月分别下滑 3.2、0.8、5.5 个百分点。制造业中，计算机、医药制造、化学原料、金属制品、汽车投资两年复合增速分别为 14.5%、14.7%、3.4%、-2.9%、-12%，较 6 月增速下滑 8.5、7.1、6.7、6.2、5.2 个百分点。

图15：7 月，制造业、地产、基建投资均走弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

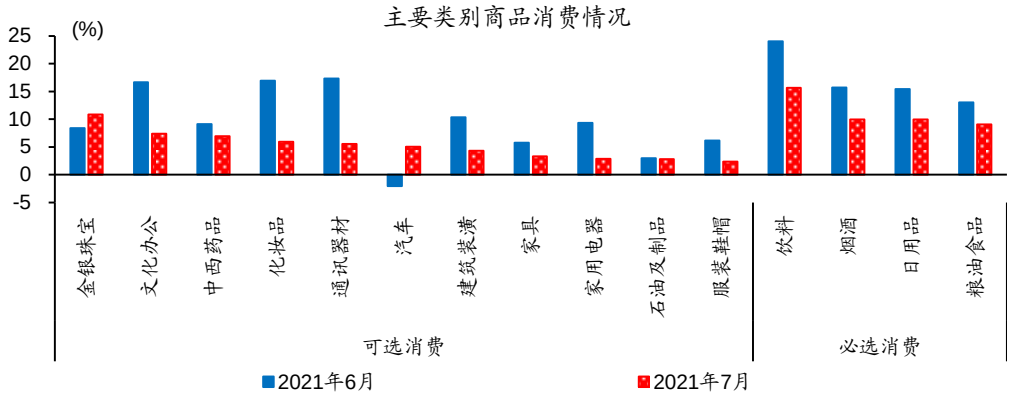
图16：7 月，多数制造业投资均走弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

7 月，除汽车和珠宝外，多数商品消费增速均回落。可选消费品中，通讯器材、化妆品、文化办公品两年复合增速分别为 5.6%、6.0%、7.4%，较 6 月增速大幅回落 11.8、11、9.2 个百分点；地产后周期消费品家电、建筑装潢两年复合增速分别为 2.9%、4.3%，较 6 月增速大幅回落 6.5、6 个百分点；必需消费品中，粮油食品、日用品两年复合增长 9.1%、10%，较 6 月增速回落 3.9、5.5 个百分点。

图17：7 月，多数商品消费增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

6、 风险提示

政策调整超预期，疫情超预期反弹。

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，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），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C2、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C2、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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn