

宏观点评

7月经济全面走弱的背后

事件：7月工业增加值同比6.4%（前值8.3%），两年复合增速5.6%（前值6.5%）；社零同比8.5%（前值12.1%），两年复合增速3.6%（前值4.9%）；1-7月固投累计同比10.3%（前值12.6%），两年复合增速4.3%（前值4.4%），其中：地产投资同比12.7%（前值15%），两年复合增速8%（前值8.2%）；狭义基建投资同比4.6%（前值7.8%），两年复合增速0.9%（前值2.4%）；制造业投资同比17.3%（前值19.2%），两年复合增速3.1%（前值2%）。

核心观点：7月经济回落幅度超预期，不只是疫情复发、洪涝灾害等客观原因。

1、7月经济回落属于预期内，但回落幅度明显超预期，生产、消费、投资、出口、社融、就业等各项指标也全面走弱。归因看，除了洪涝台风、国内疫情散发、限产限电之外，应还有两大原因：严控地产和化解隐性债务带来的紧信用，疫情可能长期化的持续冲击。市场普遍预期7月经济回落，但实际数据普遍低于预期。分项看，不及预期的程度从大到小依次是：消费（实际8.5%，预期11.6%，差距3.1个点）>工业增加值（实际6.4%，预期7.9%，差距1.5个点）>出口（实际19.3%，预期20.8%，差距1.5个点）>固投（实际10.3%，预期11.4%，差距1.1个点），消费、生产表现最差。具体看，主因有三：

>河南等地洪涝灾害，南京等多地疫情复发，超过11省限产限电等因素。

>严控房地产和化解隐性债务带来的紧信用。7月房地产销售、新开工、施工同比增速均明显走弱，居民按揭贷款也连续3个月同比少增，指向严控地产的效果正逐步显现；此外，今年以来地方债发行一直偏慢，7月新增债券融资也显著走弱。

>疫情可能长期化的持续冲击。二季度以来各类变异毒株轮番出现，疫情长期化的预期逐步形成，对居民消费、制造业投资的抑制提升，同时“清零”政策对餐饮、旅游等服务业压制明显，也预示后续极端天气、疫情等扰动消退后，经济复苏内生动能尚难全面恢复。

2、生产端：工业、服务业生产均明显下行。7月工业增加值增速超预期下行，应是受到限电、疫情、洪涝灾害、基建地产景气下行等多重因素影响。分行业看，仅汽车、电气机械增加值增速回升，医药、基建地产产业链增速回落较多。往后看，8月仍处于夏季用电高峰，限电拖累可能难以明显缓解，叠加疫情影响，工业生产可能继续受限；9月以后随着电力紧张缓解，疫情预计也将逐步受控，工业生产可能有所反弹。

3、消费端：大幅低于预期，疫情冲击尚未完全显现。7月社零环比-0.1%，是今年2月以来首次转负，两年复合增速较前值大降1.3个百分点。结构看，商品消费的降幅大于餐饮消费，部分消费升级产品和地产消费回落较多。往后看，8月中旬国内疫情已有受控迹象，预计后续消费增速将逐步反弹，但年内可能仍难以回到正常水平。

4、就业端：小幅恶化，青年失业率仍处高位。7月城镇调查失业率微升0.1个百分点至5.1%；结构上，7月16-24岁青年调查失业率较前值升0.8个百分点至16.2%，明显高于疫情前，且与去年疫情期间的失业率高水平相当，既和这两年毕业生集中有关，也应和教育培训监管变严、疫情冲击服务业等因素相关。

5、投资端：基建地产明显回落，制造业投资意愿下降

>地产销售大幅回落，土地成交回升。7月商品房销售较6月继续大幅回落，但土地成交持续回升，与住房销售走势相反，应是多地扩大热点区域的土地供应有关。地产投资小幅回落，其中开工回落较多，施工竣工仍相对偏强。去年下半年以来，调控政策持续加码影响下，地产销售景气持续下行，近两个月更出现加速下行趋势。往后看，近期青岛、天津等多地集中供地政策调整，有望为房企留出利润空间，也可能支撑房地产景气。

>制造业投资意愿回落，关注结构性景气变动。统计局公布的1-7月制造业投资两年平均增速有所加快，但根据累计增速倒推的7月制造业投资当月增速较6月下降，且7月BCI企业投资前瞻指数和PMI生产经营活动预期等指标也指向企业投资意愿也趋于回落。分行业看，纺织业投资增速提升较多，电子设备业投资小幅回落，关注其背后可能的景气度变化。往后看，上游行业投资的环保政策压制预计仍难放松，而中下游行业受疫情、大宗价格高位等干扰也难明显加速，整体制造业投资复苏幅度和斜率可能均有限。

>洪涝灾害扰动叠加债务融资缩量，基建投资增速再降，预计下半年会回升，但难大幅走高。7月基建投资增速明显回落，主因极端天气、专项债与城投债融资缩量。维持报告《对下半年财政、专项债、基建的5点理解》判断：下半年基建增速会回升，但很难大幅走高；1-7月专项债7成左右投向基建，下半年专项债加快发行对基建的支撑力度有望再强化。

6、整体看，7月经济全面回落，表明经济下行压力确实变大，下半年政策宽松可期。维持我们此前判断，下半年稳增长、稳就业的必要性增大，总基调应会转向偏宽松，货币和财政会更积极，再降准甚至降息可期；同时，防风险、严监管延续，仍需关注房地产调控、地方债务化解、问题企业处置等领域进展。短期看，建议紧盯专项债发行节奏。

风险提示：疫情演化、外部环境恶化、政策力度超预期

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 杨涛

邮箱：yangtao3123@gszq.com

相关研究

- 1、《对下半年财政、专项债、基建的5点理解》
2021-08-15
- 2、《高频与政策半月观—疫情恶化，生产回落，紧盯5大政策动向》2021-08-08
- 3、《内需降幅大于外需——7月PMI的5大信号》
2021-07-31
- 4、《重要的转折—逐句解读7.30政治局会议》
2021-07-30
- 5、《近期11省限电的原因、影响与展望》2021-07-25



内容目录

生产端：工业、服务业生产均明显下行.....	3
消费端：大幅低于预期，疫情冲击尚未完全显现	4
就业端：小幅恶化，青年失业率仍处高位	5
投资端：基建地产明显回落，制造业投资意愿下降	5
地产销售大幅回落，土地成交回升.....	5
制造业投资意愿回落，关注结构性景气变动	6
洪涝灾害扰动叠加债务融资缩量，基建投资再度下滑	7
风险提示	8

图表目录

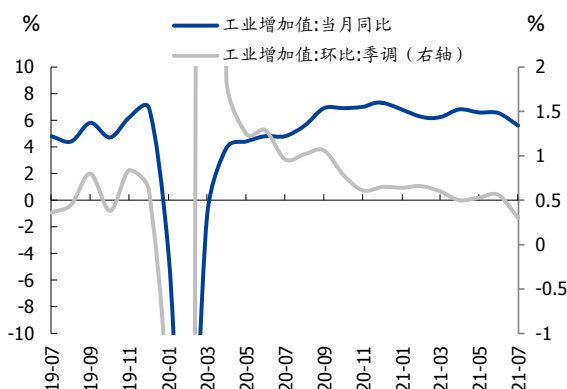
图表 1：工业生产高位放缓.....	3
图表 2：服务业生产回落	3
图表 3：分行业工业增加值增速变动.....	3
图表 4：社零当月和累计同比增速	4
图表 5：商品消费降幅大于餐饮消费.....	4
图表 6：分行业消费增速变动.....	4
图表 7：我国城镇调查失业率情况	5
图表 8：青年失业率仍处高位.....	5
图表 9：商品房销售增速	6
图表 10：土地成交增速	6
图表 11：地产投资增速变动	6
图表 12：地产新开工、施工、竣工增速	6
图表 13：制造业投资增速	7
图表 14：企业投资预期变动	7
图表 15：分行业制造业投资增速变动.....	7
图表 16：基建投资增速变动	8
图表 17：地方政府专项债和城投债融资	8

生产端：工业、服务业生产均明显下行

工业生产超预期下行。7月工业增加值当月同比回落1.9个百分点至6.4%，明显低于市场预期，较2019年同期两年平均增速为5.6%，较6月平均增速6.5%回落；环比角度看，7月工业增加值季调环比为0.3%，也较6月的0.56%明显回落，也低于2015-2019年平均环比的0.39%。本月工业生产超预期下行，应是受到限电、疫情、洪涝灾害、基建地产景气下行等多重因素影响。

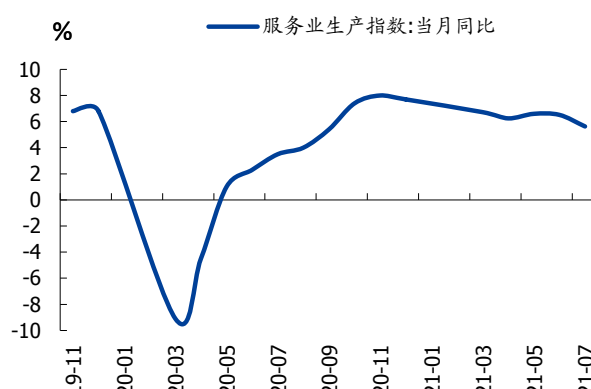
疫情对服务业冲击逐步显现。7月服务业生产指数同比回落至7.8%，两年平均增长5.6%，较6月的平均增速6.5%回落，与7月服务业PMI小幅回升0.2个百分点明显背离，应是南京疫情扩散的影响有所显现，从疫情走势看，预计8月服务业仍将受到较大影响。

图表1：工业生产高位放缓



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：2021年1-7月增速为较2019年同期两年平均增长

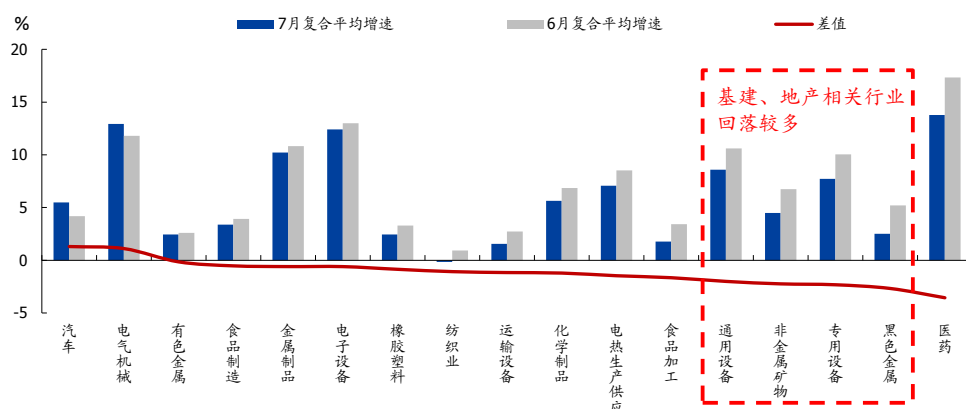
图表2：服务业生产回落



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：2021年1-7月增速为较2019年同期两年平均增长

分行业看，仅汽车、电气机械增加值增速回升，医药、基建地产产业链（黑色、非金属矿物、专用和通用设备）增加值增速回落较多。7月汽车生产有所回升，可能与芯片供给（尤其是国产汽车芯片）有所改善有关。钢铁、非金属矿物、专用设备、通用设备行业回落较多，应是7月洪涝灾害影响下，地产基建施工回落较多有关。

图表3：分行业工业增加值增速变动



资料来源：Wind，国盛证券研究所

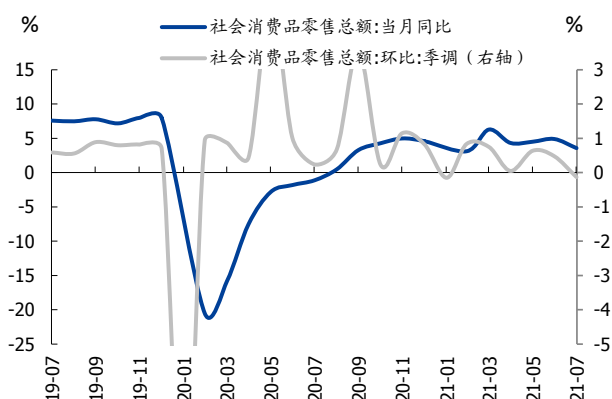
往后看，8月仍处于夏季用电高峰，限电拖累可能难以明显缓解（具体请参考前期报告《近期11省限电的原因、影响与展望》），叠加疫情影响，工业生产可能继续受限。9月

以后随着电力紧张缓解，疫情预计也将逐步受控，工业生产可能有所反弹。

消费端：大幅低于预期，疫情冲击尚未完全显现

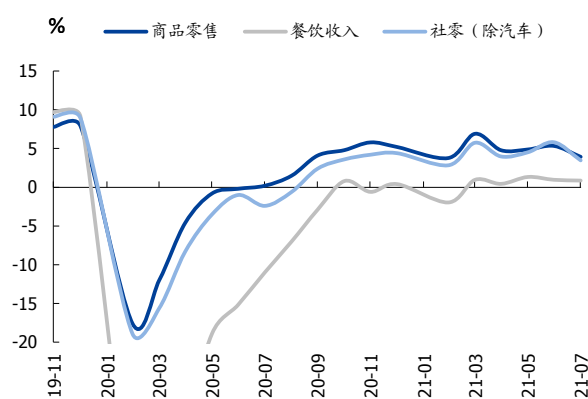
消费明显回落，大幅低于预期。7月社零当月同比大幅回落3.6个百分点至8.5%，明显低于市场预期的11.6%；两年平均增速为3.6%，较6月的平均增速4.9%明显回落；7月社零环比-0.1%，是今年2月以来首次转负，明显低于6月的0.5%。

图表4：社零当月和累计同比增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：2021年1-7月增速为较2019年同期两年平均增长

图表5：商品消费降幅大于餐饮消费

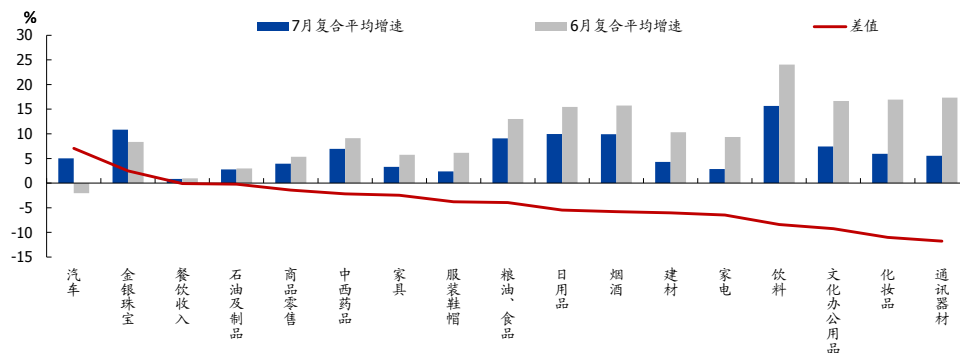


资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：2021年1-7月增速为较2019年同期两年平均增长

结构看，商品消费的降幅大于餐饮消费，部分消费升级产品和地产消费回落较多。

- 商品消费方面，7月商品零售两年复合增速3.9%，较6月的5.3%明显回落，其中汽车消费增速回落至-1.8%，仍然偏弱（汽车消费的两年来复合增速明显好转，主因2020年7月汽车社零同比12.3%，明显高于2020年6月的-8.2%，主要是受到基数效应影响），应是受去年高基数、缺芯等因素影响；
- 餐饮消费方面，7月餐饮消费两年复合增速0.9%，较6月的1.0%微跌，主因南京疫情的影响仍处于发酵阶段，对餐饮消费的冲击尚未明显显现，8月餐饮等服务消费回落可能更加明显。
- 细分行业看，受部分地区洪涝灾害和散发疫情的影响，多数品类消费增速均下滑，其中部分消费升级产品（通讯器材、化妆品）和地产消费（家电、建材）增速回落较多。

图表6：分行业消费增速变动



资料来源：Wind，国盛证券研究所

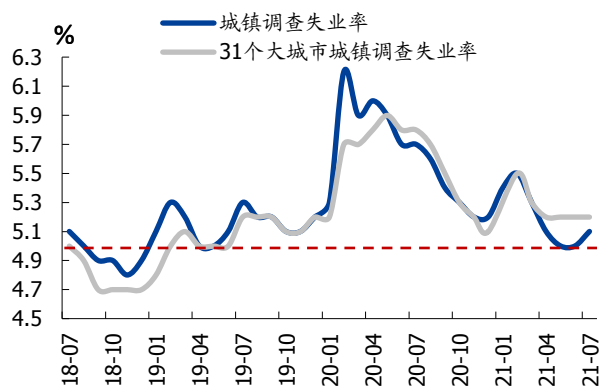
往后看，截止8月中旬，单日新增本土病例震荡回落，国内疫情已有受控迹象，我们预计后续消费增速将再度逐步反弹，但年内可能仍难以回到正常水平。

就业端：小幅恶化，青年失业率仍处高位

7月调查失业率微升。2021年7月城镇调查失业率微升0.1个百分点至5.1%，31个大城市调查失业率持平于5.2%，保持正常失业率水平。

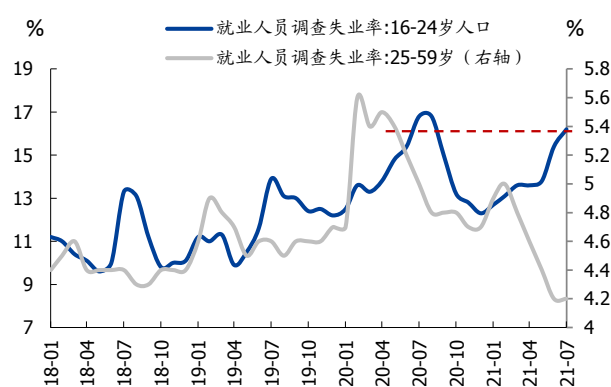
就业形势仍需巩固，青年失业率仍处高位。1-7月城镇新增就业822万人，占年初目标的75%，仍低于2017-2019年平均进度的78%左右。结构上看，随着毕业季逐渐来临，高校毕业生进入劳动力市场求职，7月16-24岁青年调查失业率升至16.2%，与去年疫情期间的失业率高峰水平相当，结构性就业压力凸显。

图表7：我国城镇调查失业率情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表8：青年失业率仍处高位



资料来源：Wind，国盛证券研究所

投资端：基建地产明显回落，制造业投资意愿下降

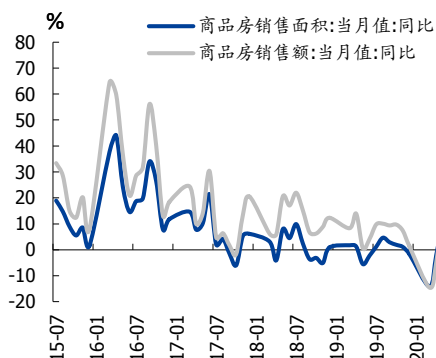
1-7月固投累计同比10.3%，低于1-6月的12.6%，低于市场预期的11.4%。1-6月固投两年平均累计增速4.3%，较1-6月回落0.1个百分点，是今年首次回落。

地产销售大幅回落，土地成交回升

地产销售继续大幅回落。7月商品房销售面积、销售金额较2019年同期平均增长0.1%、4.1%，均较6月继续大幅回落。**土地成交量价齐升。**7月土地购置面积、土地成交价款较2019年同期分别平均上涨0.5%、15.6%，较6月分别回升4.8、5.2个百分点。

注意到，土地购置面积平均增速连续2个月回升，7月是今年以来首次转正，与住房销售走势相反，应是多地扩大热点区域的土地供应有关。

图表 9: 商品房销售增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-7月增速为较2019年同期两年平均增长

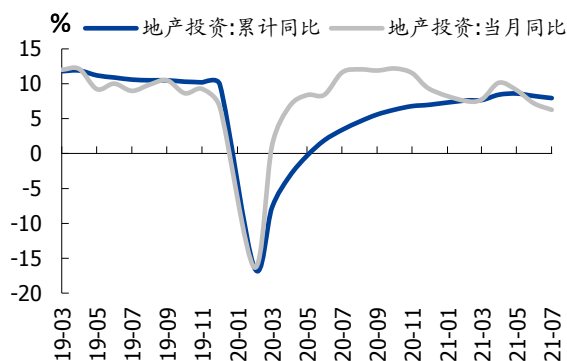
图表 10: 土地成交增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-7月增速为较2019年同期两年平均增长

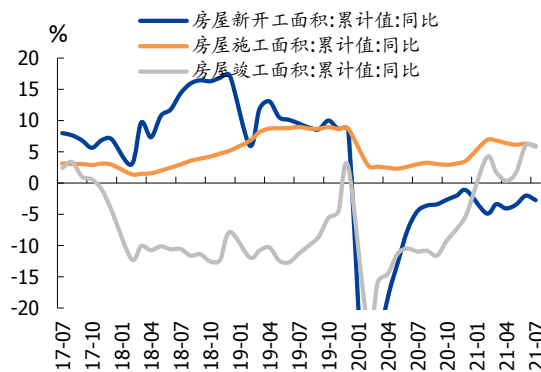
地产投资小幅回落。1-7月地产投资较2019年同期平均累计增速8.0%，较1-6月平均增速8.2%继续小幅回落。开工回落较多，施工竣工仍相对偏强。1-7月房屋新开工、施工、竣工面积累计平均增速分别为-2.7%、6.0%、5.8%，分别较1-6月下降0.7、0.4、0.3个百分点，施工和竣工增速仍维持相对高位。

图表 11: 地产投资增速变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-7月增速为较2019年同期两年平均增长

图表 12: 地产新开工、施工、竣工增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-7月增速为较2019年同期两年平均增长

去年下半年以来，调控政策持续加码影响下，地产销售景气持续下行，近两个月更出现加速下行趋势。往后看，近期青岛、天津等多地集中供地政策调整，有望为房企留出利润空间，可能对房地产景气有所支撑。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_25172

