



投资承压 消费不及预期

——7月经济数据点评

2021年08月16日

投资摘要:

1-7月,固定资产投资累计两年平均增速增长4.3%,较上月回落0.16个百分点,其中制造业投资两年平均增速为2.63%,基础设施投资两年平均增速2.88%,地产投资两年平均增长8.0%。7月疫情再添扰动,消费超预期回落,餐饮收入拖累明显。7月,社会消费品零售总额同比增长8.5%(前值12.1%),两年平均3.7%(6月为5.15%)。

- 7月,生产小幅回落,高新制造业增速景气度仍高。结构上,受大宗价格上涨及基数效应影响,上游行业增速放缓。通用设备专用设备核心制造业保持高增带动中游整体继续快速增长,下游汽车、计算机通信与其他电子设备增速较快,纺织业增速明显下行。

- 1-7月以来房地产整体相对制造业和基建投资两年平均增长最高,表现亮眼,单就7月来看,房地产竣工仍维持高景气,销售回落,新开工较弱。去年下半年以来房地产投资一直维持竣工强叠加新开工施工弱的组合,在建房逐步减少的背景下,房地产投资在下半年或面临“大考”,向后展望政策对拿地及新开工或有边际放松,若延续新开工持续态势下地产投资有超预期回落。

- 7月基础设施建设仍没有明显起色,按年中政治局会议提出今年底明年初“形成实物工作量”下,下半年财政支出有望提速,但由项目立项到形成实物进度值得观测。1-7月基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增长4.6%(1-6月是7.8%),两年平均增长2.88%(前值2.42%)。

- 7月疫情再添扰动,消费超预期回落,餐饮收入拖累明显。7月,社会消费品零售总额同比增长8.5%(前值12.1%),两年平均3.7%(6月为5.15%)。7月,大部分必选类、可选消费品较上月增速均有下行。地产整体承压,尽管竣工仍是表现最好的分项,但建筑及装潢材料、家具类同比增速较上月下有所回落。汽车消费有所改善,两年平均增速环比有增。疫情和局部灾害下,餐饮拖累明显,餐饮恢复需待疫情防控与消费场景明显修复。7月餐饮收入同比两年平均回落到4%(前值5.5%)。尽管7月暑期旅游旺季(CPI教育和娱乐-旅游分项明显上拉),但由于南京周边疫情再度爆发对餐饮负效应明显,形成拖累。考虑疫情对中低收入人群的影响偏大,低收入居民的消费意愿更取决于收入及收入预期,7月城镇失业率小幅上行0.1%至5.1%,尽管绝对值上仍不算高,但居民收入修复进度或仍缓慢且疫情反复对服务消费仍不乐观,消费年内难以超预期修复。

7月,PPI同比上涨9%,与5月高点持平反映了国内以黑色为代表供求紧平衡,以海外有色为代表的供需缺口及国际油价扰动未从根本上得到缓解。7月,我国CPI同比增长为1%,前值为1.1%。CPI食品项同比下降3.7%,降幅扩大2%,而CPI非食品项同比增长2.1%,涨幅扩大0.4%,食品项下拉是本次CPI同比回落的主要原因。

- 7月,我国PPI同比增长为9%,与5月高点持平,环比增长0.5%,同比和环比增速均继续向上且均为正。其中,生产资料同比上升12%(前值为11.8%),涨幅扩大0.2个百分点,增长明显。生活资料同比增速与上月相同,同比上升0.3%。

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

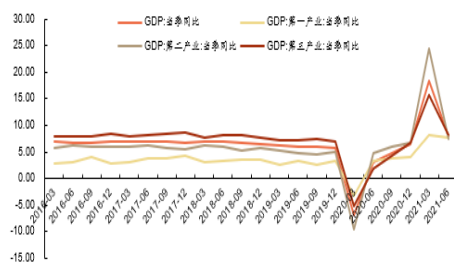
刘雅坤

研究助理

SAC 执业证书编号: S1660120080015

liuyakun@shgsec.com

GDP 及三个产业季度累计增幅



资料来源: WIND

- 1、《社融、M2 小幅回落: 7月金融数据点评》2021-08-12
- 2、《出口高增有所放缓: 7月出口数据点评》2021-08-09
- 3、《消费 制造业均略超预期: 6月经济数据点评》2021-07-16
- 4、《出口继续高增 韧性仍在: 6月出口数据点评》2021-07-14
- 5、《社融、M2 小幅回弹: 兼评6月金融数据与降准》2021-07-13

- ◆ **CPI 同比增速小幅下降至 1%，但环比由降转增，由上月-0.4%转为+0.3%。**分项上来看，非食品项继续上拉，食品项仍在拖累 CPI。食品项同比降幅扩大，由上月下降 1.7% 扩大为下降 3.7%，主要是由于猪肉和鲜菜价格大幅下降，淡水鱼、鸡蛋、食用植物油、鲜果和禽肉等价格上升的共同作用。在国际原油、动力煤等价格上涨的背景下，交通和通信同比上升 6.9%，涨幅扩大 1.1 个百分点。受暑假出游的影响，旅游同比上升 7.8%，由上月下降 1.1% 转为增长 7.8%
- ◆ **往后看，PPI 有色、黑色代表的供需缺口未从根本上得到缓解，三季度 PPI 仍有支撑。但随国内经济修复步入中后段，疫情对经济影响边际递减，四季度或有明显回落，中枢在 5.5%。**
- ◆ **CPI 全年中枢仍在 2% 以内。**储备猪肉收储政策在本轮生猪价格过度下跌，产能大幅下降的情况下稳定生猪价格与生猪产能。虽然 7 月猪肉价格同比依旧在下降，但是环比降幅比 6 月大幅收窄。本轮“猪周期”从 2018 年 6 月开始生猪产能锐减，到 2021 我国生猪产能恢复到正常水平，供应充足，在政策引导下养殖企业加大落后产能母猪淘汰力度，当前二元母猪和仔猪的价格明显回落，数量下降。下半年或止跌或小幅回升但幅度有限，但供需宽松状态仍处于改善阶段，价格的上升空间有限。

风险提示：超预期宏观经济变化、需求回暖强度、二次疫情爆发及疫苗进度等。

2021 年中国主要经济指标预测

指标	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E
实际 GDP	6.90	6.70	6.10	1.60	9.00
名义固定资产投资	7.20	5.90	5.40	2.90	6.50
名义社会零售总额	9.40	8.16	8.00	-3.5	13.00
CPI	1.56	2.10	2.90	2.50	1.20
PPI	6.31	3.54	-0.32	-1.50	1.50
顺差对 GDP 贡献度	0.6	-0.60	0.70	0.25	0.10
利率（1 年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.59	6.89	7.01	6.50	6.20

资料来源：申港证券研究所

内容目录

1. 投资承压 消费不及预期	4
1.1 工业小幅回落 消费不及预期	4
1.2 工业小幅回落 高新制造业高景气度	4
1.3 固定资产投资 全面回落	5
1.4 疫情再添扰动 消费不及预期	7
2. PPI 重回高点 CPI 回落但猪肉降幅收窄	8
2.1 PPI 重回高点	8
2.2 CPI 食品下拉显著 猪肉降幅收敛	8

图表目录

图 1: 工业小幅回落 (其中 2021 年以来数据为两年复合)	4
图 2: 固定资产投资 (其中 2021 年以来为两年复合)	5
图 3: 房屋新开工、施工和竣工	6
图 4: 生产资料上涨带动仍继续上拉 PPI	8
图 5: CPI 食品下拉显著	9
图 6: 本轮猪周期自 2018 年年中开始	9
图 7: 养殖利润亏损	9
图 8: 仔猪价格走低	10
图 9: CPI 交通和通信、旅游上拉显著	11

1. 投资承压 消费不及预期

1.1 工业小幅回落 消费不及预期

1—7月，固定资产投资累计两年平均增速增长4.3%，较上月回落0.16个百分点，其中制造业投资两年平均增速为2.63%，基础设施投资两年平均增速2.88%，地产投资两年平均增长8.0%

◆ 7月，生产小幅回落，高新制造业增速景气度仍高。结构上，受大宗价格上涨及基数效应影响，上游行业增速放缓。通用设备专用设备核心制造业保持高增带动中游整体继续快速增长，下游汽车、计算机通信与其他电子设备增速较快，纺织业增速明显下行。

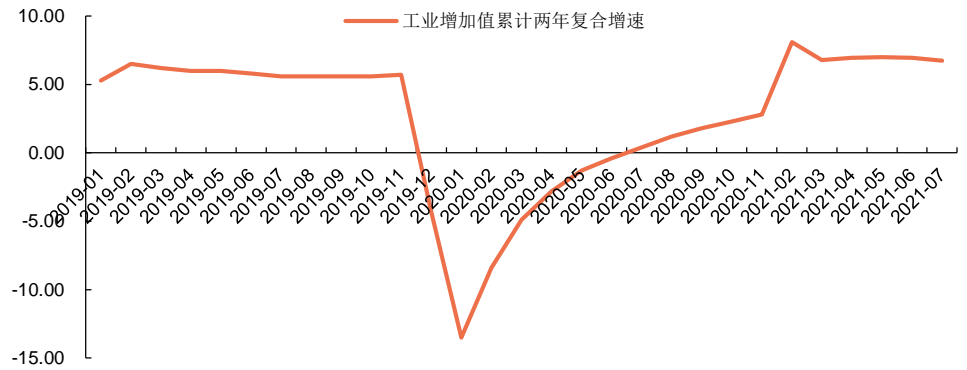
- ◆ 1-7月以来房地产整体相对制造业和基建投资两年平均增长最高，表现亮眼，单就7月来看，房地产竣工仍维持高景气，销售回落，新开工较弱。去年下半年以来房地产投资一直维持竣工强叠加新开工施工弱的组合，在建房逐步减少的背景下，房地产投资在下半年或面临“大考”，向后展望政策对拿地及新开工或有边际放松，若延续新开工持续态势下地产投资有超预期回落。
- ◆ 7月基础设施建设仍没有明显起色，按年中政治局会议提出今年底明年初“形成实物工作量”下，下半年财政支出有望提速，但由项目立项到形成实物进度值得观测。1-7月基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长4.6%（1-6月是7.8%），两年平均增长2.88%（前值2.42%）。

7月疫情再添扰动，消费回落明显，餐饮收入拖累明显。7月，社会消费品零售总额同比增长8.5%（前值12.1%），两年平均3.7%（6月为5.15%）。7月，大部分必选类、可选消费品较上月增速均有下行。地产整体承压，尽管竣工仍是表现最好的分项，但建筑及装潢材料、家具类同比增速较上月下有所回落。汽车消费有所改善，两年平均增速环比有增。疫情和局部灾害下，餐饮拖累明显，餐饮恢复需待疫情防控与消费场景明显修复。7月餐饮收入同比两年平均回落到4%（前值5.5%）。尽管7月暑期旅游旺季（CPI教育文化和娱乐-旅游分项明显上拉），但由于南京周边疫情再度爆发对餐饮负效应明显，形成拖累。考虑疫情对中低收入人群的影响偏大，低收入居民的消费意愿更取决于收入及收入预期，7月城镇失业率小幅上行0.1%至5.1%，尽管绝对值上仍不算高，但居民收入修复进度或仍缓慢且疫情反复对服务消费仍不乐观，消费年内难以超预期修复。

1.2 工业小幅回落 高新制造业高景气度

工业生产持续向上，高技术制造业高景气度。1-7月，全国规模以上工业增加值同比增长14.4%，两年平均增长6.7%（前值7.0%），较6月小幅回落。其中，7月规模以上工业增加值同比增长6.4%（前值8.3%），环比增长0.30%（前值0.56%），两年平均增长为5.6%（前值6.5%），7月工业生产增速较上月有所回落。7月份制造业、电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长13.2%，两年复合增长，贡献明显。其中，高新制造业增加值同比增长15.6%，两年复合增长12.7%（前值13.2%），增速较上月回落0.5个百分点。

图1：工业小幅回落（其中2021年以来数据为两年复合）



资料来源: Wind, 申港证券研究所

结构上,受大宗价格上涨及基数效应影响,上游行业增速放缓。通用设备专用设备核心制造业保持高增带动中游整体继续快速增长,下游汽车、计算机通信与其他电子设备增速较快,纺织业增速明显下行。

- ◆ 上游周期行业增速明显放缓,受大宗商品价格上升以及基数效应影响较大,尤其黑色、有色行业7月复合增速6月仍有回落。
- ◆ 中游制造业,整体保持快速增长,电气机械和器材制造业、通用设备及专用设备制造业增速领先。复合增速较6月环比小幅回落或持平,整体仍维持在高增长区间,反映了核心制造业高速发展势头与景气度延续。
- ◆ 下游制造业,汽车、计算机通信与其他电子设备增速较快,纺织业增速明显下行。7月,汽车制造业同比下降8.5%,两年复合增长5.48%,较6月值4.17%明显上升。计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长13.0%(前值13.4%),高于2019年同期6.10%。纺织业下降1%(前值-1.3%)。

表1: 上中下游主要行业工业增加值情况(其中2021年以来数据为两年复合增速)

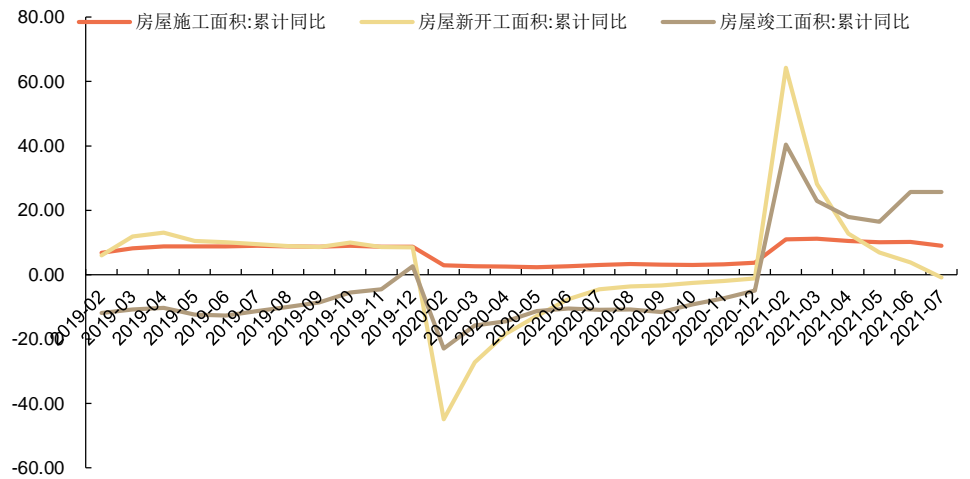
指标名称	黑色金属冶炼	有色金属冶炼	化学原料及化学制品	通用设备制造业	专用设备制造业	电气机械及器材制造业	汽车制造业	计算机、通信和其他电子设备	纺织业
2021-07	2.52%	2.45%	5.65%	8.60%	7.72%	12.92%	5.48%	12.40%	-0.15%
2021-06	5.19%	2.60%	6.86%	10.60%	10.05%	11.81%	4.17%	13.00%	0.92%
2021-05	6.90%	3.45%	6.22%	10.50%	11.03%	12.59%	6.19%	11.75%	0.58%
2021-04	7.70%	4.11%	5.91%	11.14%	12.23%	15.60%	6.75%	11.10%	2.25%
2021-03	8.12%	4.34%	6.15%	6.63%	7.38%	11.18%	4.38%	11.04%	0.79%

资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.3 固定资产投资 全面回落

1-7月以来房地产整体相对制造业和基建投资两年平均增长最高,表现亮眼,仍是拉动固定资产投资的主要动力来源,但后续支撑力或由基建(财政加速)与制造业(继续修复)共同承担。1-7月制造业投资同比增长17.3%,比1-6月回落2.3个百分点,两年平均增长4.3%。1-7月房地产开发投资及基础设施投资分别同比增长16.5%、4.8%。

图2: 固定资产投资(其中2021年以来为两年复合)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.4 疫情再添扰动 消费不及预期

7月疫情再添扰动，消费回落明显，餐饮收入拖累明显。7月，社会消费品零售总额同比增长8.5%（前值12.1%），预期值11.6%，两年平均3.7%（6月为5.15%）。

- ◆ 7月，大部分必选类、可选消费品较上月增速均有下行。除汽车外的社会消费品零售同比两年平均回落到3.65%（前值6.05%），其中服装鞋帽针纺织品类同比增速为2.5%（前值6.35%），饮料类零售同比增速为15.75%（前值24.15%）。必选类消费品弹性不大，预计后续依然保持此态势。
- ◆ 地产整体承压，尽管竣工仍是表现最好的分项，但建筑及装潢材料、家具类同比增速较上月下有所回落。7月房地产销售下行，后地产周期相关的消费支出也明显偏弱，比如建筑及装潢材料类同比增长11.6%（前值19.1%）、家具类同比增长11%（前值13.4%）。而去年下半年以来房地产投资一直维持竣工强叠加新开工施工弱的组合，在建房逐步减少的背景下，房地产投资在下半年或面临“大考”。
- ◆ 汽车消费有所改善，两年平均增速环比有增。7月汽车消费同比增长-1.8%（前值为4.5%），但两年平均增长为5.25%（前值-1.85%）。
- ◆ 疫情和局部灾害下，餐饮拖累明显，餐饮恢复需待疫情防控与消费场景明显修复。7月餐饮收入同比两年平均回落到4%（前值5.5%）。尽管7月暑期旅游旺季（CPI教育文化和娱乐-旅游分项明显上拉），但由于南京周边疫情再度爆发对餐饮负效应明显，形成拖累。
- ◆ 居民收入修复进度或仍缓慢且疫情反复对服务消费仍不乐观，消费年内难以超预期修复。考虑疫情对中低收入人群的影响偏大，低收入居民的消费意愿更取决于收入及收入预期，7月城镇失业率小幅上行0.1%至5.1%，尽管绝对值上仍不算高，但居民收入修复进度或仍缓慢且疫情反复对服务消费仍不乐观，消费年内难以超预期修复。

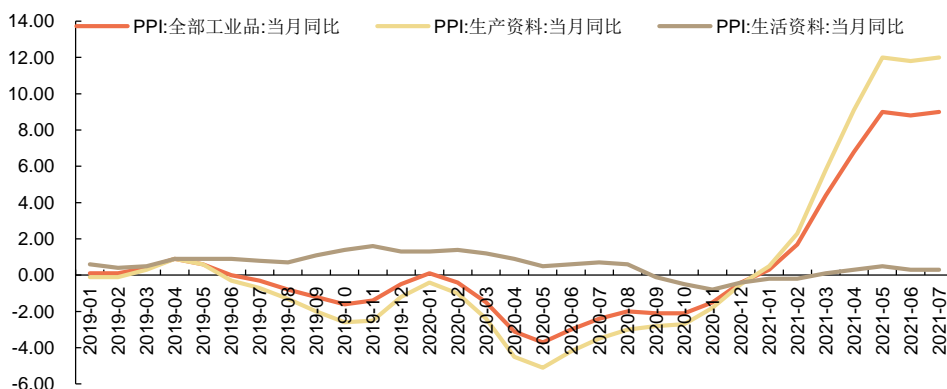
2. PPI 重回高点 CPI 回落但猪肉降幅收窄

2.1 PPI 重回高点

7月，PPI 同比上涨 9%，与 5 月高点持平，环比增长 0.5%。反映了国内以黑色为代表供求紧平衡，以海外有色为代表的供需缺口及国际油价扰动未从根本上得到缓解。分项上看，国际原油、煤炭及相关产品，黑色金属等生产资料价格仍继续上拉 PPI。

- ◆ 2021 年 7 月，我国 PPI 同比增长为 9%，与 5 月高点持平，环比增长 0.5%，同比和环比增速均继续向上且均为正。其中，生产资料同比上升 12%（前值为 11.8%），涨幅扩大 0.2 个百分点，增长明显。生活资料同比增速与上月相同，同比上升 0.3%。
- ◆ PPI 双顶的主因仍是原油、煤炭及相关产品、黑色金属等生产资料涨幅迅速。煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、石油、煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼及压延加工业同比增速维持高位，均达到 30% 以上。受国际原油，动力煤，黑色金属的价格上涨，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、石油、煤炭及其他燃料加工业价格环比上涨分别为 6.6%、5.9%、3.6%、2.6%。

图4：生产资料上涨带动仍继续上拉 PPI



资料来源：Wind，申港证券研究所

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_25281

