# 宏观

证券研究报告

2021 年 08 月 17 日

## 7 月数据全线回落——疫情洪涝还是内生压力?

7 月经济数据全线回落超市场预期，实体经济正面临内生性下行压力，也与特殊时期管制、疫情反复和自然灾害等外生性因素有关。经济下行压力将在今年底和明年上半年进一步强化，明年适逢 20 大召开，稳增长诉求将有所提升。

与以往逆周期政策不同，本轮稳增长更注重跨周期、前瞻性和精准性，预计接下来还将看到货币政策的间歇式放松，财政政策今年蓄力、明年发力，政策合力将对明年经济形成“托而不举”的作用。

**风险提示：**实体经济韧性好于预期；跨周期政策力度超预期；海外政策收紧力度超预期

**作者**

**宋雪涛** 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

**赵宏鹤** 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

**相关报告**

1《宏观报告：美国债务上限需要关注什么-美国债务上限需要关注什么》2021-08-12

2《宏观报告：宏观-专项债怎么发?财政何时发力，如何发力？》2021-08-10

3《宏观报告：风险定价- 流动性溢价降至一年最低-8 月第 2 周资产配置报告》 2021-08-10

# 内容目录

**一、7 月数据全线回落，外生因素有影响但不能完全解释 ..... 3**
1. 特殊时点的扰动——有一定影响，但不是主要因素 ..... 3
2. 疫情反复和洪涝灾害——影响程度和去年相近，不能完全解释 ..... 3
**二、透过总量看结构，经济存在内生性下行压力——房地产压力较大 ..... 4**
1. 投资：房地产下行压力较大，制造业韧性仍存，基建有滞后改善潜力 ..... 4
2. 消费：复苏是漫长且不充分的过程，疫情变化增添不确定性 ..... 5
**三、经济内生性压力将强化跨周期调节——货币连续放松、明年财政前置 ..... 7**

# 图表目录

图 1：去年 7 月 11 城市降水量偏离值高于今年 ..... 4
图 2：过去三年房企土储去化周期持续下滑 ..... 5
图 3：竣工加速、新开工负增，房地产投资回落压力大 ..... 5
图 4：按年收入分组的家庭财富指数 ..... 6
图 5：限额以上消费复苏过顶回落，社零复苏停滞 ..... 6
图 6：央行二季度储户调查问卷显示居民消费倾向一度有所回升 ..... 6

表 1：统筹 6-7 月数据，回落斜率更平缓但方向不变 ..... 3
表 2：同样是疫情和灾害，今年 7 月数据回落幅度明显高于去年 ..... 4

7 月经济数据全线回落超市场预期，实体经济正面临内生性下行压力，也与特殊时期管制、疫情反复和自然灾害等外生性因素有关。经济下行压力将在今年底和明年上半年进一步强化，明年适逢 20 大召开，稳增长诉求将有所提升。

与以往逆周期政策不同，本轮稳增长更注重跨周期、前瞻性和精准性，预计接下来还将看到货币政策的间歇式放松，财政政策今年蓄力、明年发力，政策合力将对明年经济形成“托而不举”的作用。

# 一、7 月数据全线回落，外生因素有影响但不能完全解释

## 1. 特殊时点的扰动——有一定影响，但不是主要因素

由于某些原因，各项数据 6 月的超预期强和 7 月的超预期弱可能有相关性。将 6-7 月数据统筹来看，相比于 5 月的回落斜率稍平缓些，但回落的方向不变。另外，7 月前后可能存在限产、限开工施工等情况，我们观察到部分高频数据在 6 月底-7 月初出现明显回落，例如钢材表观消费量、焦炉生产率、半钢胎开工率等。**值得注意的是，特殊时点过后，这些数据普遍有所回升，但大部分数据至今（8 月中旬）没能回到 6 月之前的水平，更有部分数据在短暂回升后重新回落。因此，特殊时点的扰动对 7 月经济有一定影响，但不是主要因素。**

**表 1：统筹 6-7 月数据，回落斜率更平缓但方向不变（两年同比）**

| | 工业产出 | 服务产出 | 出口 | 社零 | 固投 | 基建 | 制造 | 房地产 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2021-05 | 6.6% | 6.6% | 11.1% | 4.5% | 4.7% | 3.4% | 3.7% | 9.0% |
| 2021-06 | 6.5% | 6.5% | 15.1% | 4.9% | 5.7% | 3.9% | 6.0% | 7.2% |
| 2021-07 | 5.6% | 5.6% | 12.9% | 3.6% | 2.8% | -1.6% | 2.8% | 6.4% |
| 6-7 月均值 | 6.1% | 6.1% | 14.0% | 4.3% | 4.3% | 1.2% | 4.4% | 6.8% |

资料来源：WIND，天风证券研究所

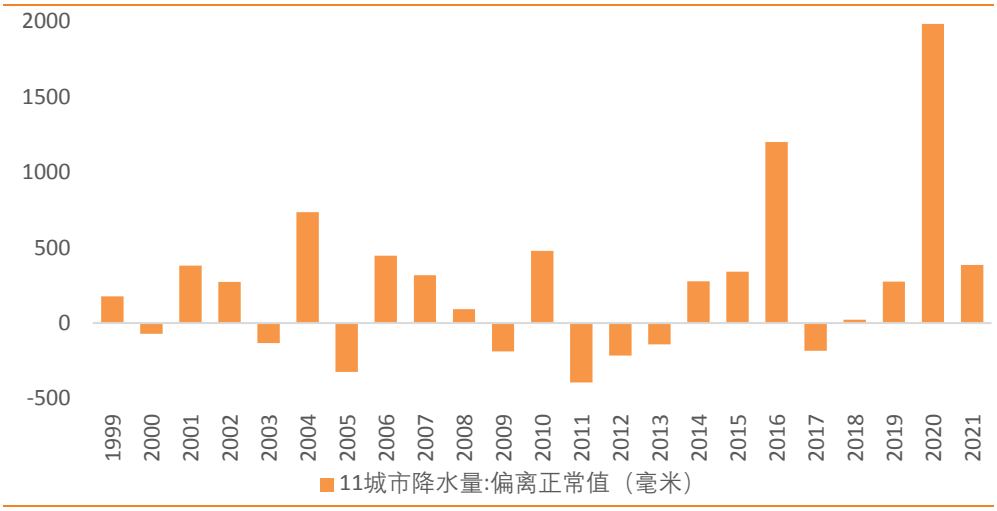
## 2. 疫情反复和洪涝灾害——影响程度和去年相近，不能完全解释

**由于疫情和灾害，去年 7 月经济数据在复苏进程中也曾出现小幅回落；今年 7 月数据在低基数下的回落幅度明显更高，疫情和灾害不能完全解释。**

去年 7 月国内疫情也出现反复，主要波及辽宁和新疆；今年 7 月疫情虽然新增感染人数低于去年，但波及江苏、湖南、四川、云南、辽宁等地区，涉及空间范围更广、经济发达地区更多。疫情对经济的影响无需赘述，今年疫情反复的影响应比去年同期更大。

去年 7 月国内自然灾害也比较严重，11 城市降水量偏离正常值 1984 毫米，是 1999 年以来之最，根据应急管理部统计，各种自然灾害共造成 4308 万人次受灾，直接经济损失 1170 亿元。今年 7 月，11 城市降水量偏离正常值 385 毫米，低于去年，但河南等地降雨强度特别大、时段集中，各种自然灾害共造成 3420.5 万人次受灾，直接经济损失 1488.4 亿元。总的来看，自然灾害对去年和今年 7 月经济的冲击程度可能相近。

图 1：去年 7 月 11 城市降水量偏离值高于今年




资料来源：WIND，天风证券研究所

表 2：同样是疫情和灾害，今年 7 月数据回落幅度明显高于去年（两年同比）

| | 工业产出 | 服务产出 | 出口 | 社零 | 固投 | 基建 | 制造 | 房地产 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2020-06 | 5.5% | 4.7% | -0.6% | 3.8% | 5.9% | 6.1% | 0.1% | 9.3% |
| 2020-07 | 4.8% | 4.9% | 5.1% | 3.2% | 5.6% | 5.2% | 0.7% | 10.1% |
| 回落幅度 | 0.7% | -0.2% | -5.7% | 0.7% | 0.3% | 0.9% | -0.7% | -0.8% |
| 2021-06 | 6.5% | 6.5% | 15.1% | 4.9% | 5.7% | 3.9% | 6.0% | 7.2% |
| 2021-07 | 5.6% | 5.6% | 12.9% | 3.6% | 2.8% | -1.6% | 2.8% | 6.4% |
| 回落幅度 | 0.9% | 0.9% | 2.2% | 1.3% | 2.9% | 5.5% | 3.2% | 0.8% |

资料来源：WIND，天风证券研究所

## 二、透过总量看结构，经济存在内生性下行压力——房地产压力较大

### 1. 投资：房地产下行压力较大，制造业韧性仍存，基建有滞后改善潜力

7 月基建投资两年同比-1.6%，继今年 1-2 月之后再次负增长。除了前述特殊因素的影响之外，专项债发行较慢、地方隐性债务监管趋严也是明确的拖累项。**考虑到宽财政可能在今年底-明年初发力，基建后续有改善潜力。**（详见《专项债怎么发？财政何时发力，如何发力？》）

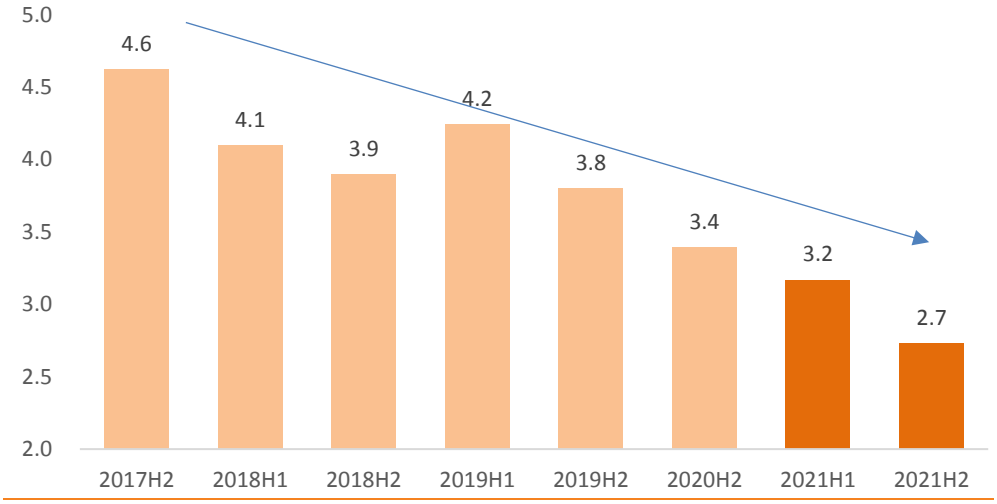
7 月制造业投资两年同比 2.8%，较 6 月的 6.0%明显回落，但 6-7 月增速均值 4.4%高于 5 月的 3.7%，暂不能断定制造业投资已经开始系统性回落。得益于此前的利润改善和产能利用率回升，**如果前述不利因素尽快控制，制造业投资韧性仍存。**

**真正面临较大下行压力的是房地产，本质上是过去三年多的政策积累效应，非一日之功。**

三道红线、房贷集中度管理、影子银行强监管等一系列政策核心均指向削弱房地产金融属性，等同于要求房企缩表降杠杆、去库存。经过三年多的去库存，百强房企土储去化周期从 2017 年底的 4.6 倍降至 2020 年底的 3.4 倍。今年的集中供地政策进一步加剧土储去化，1-7 月土地购置面积在 19 年同比-29.4%、20 年同比-1.0%的情况下继续同比-9.3%，如果后续供地政策不调整，今年底土储去化周期将降至 3 倍以下，房企普遍面临土储不足的问题。

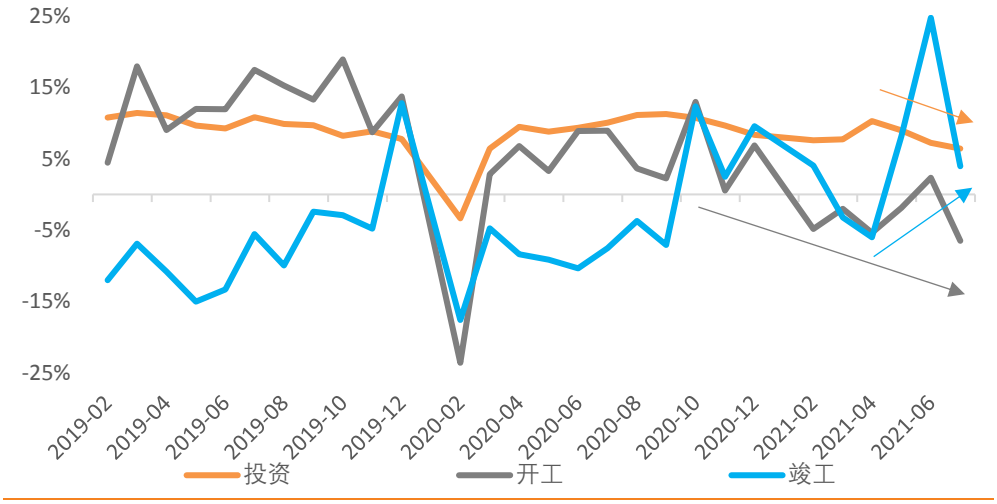
受此影响，今年新开工面积增速已经连续负增长（7 月两年同比-6.5%），后续也难有明显改善。上半年房地产投资增速韧性较强，得益于三道红线加速房企施工、竣工；随着近期竣工面积增速大增，在新开工持续负增长的情况下，存量项目投资增速面临较大下行压力。

图 2：过去三年房企土储去化周期持续下滑




资料来源：克而瑞，WIND，天风证券研究所

图 3：竣工加速、新开工负增，房地产投资回落压力大（两年同比）




资料来源：WIND，天风证券研究所

## 2. 消费：复苏是漫长且不充分的过程，疫情变化增添不确定性

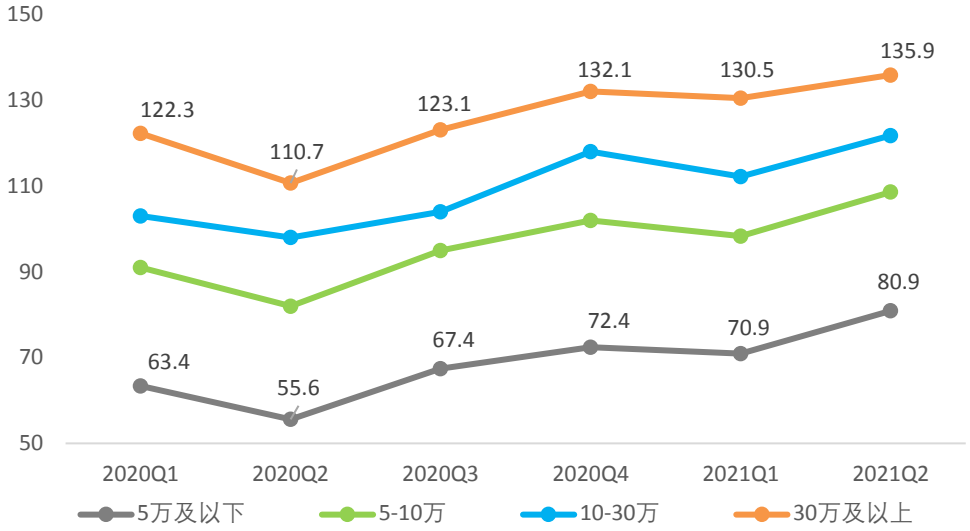
7 月社零两年同比 3.6%，低于 5 月的 4.5%和 6 月的 4.9%。从结构上看，除了汽车和金银珠宝之外，所有品类的消费增速都出现回落，可能与疫情影响有关。**消费的主要问题不在于本月疫情扰动下的小幅回落，而在于过去一年多时间里始终无法复原，严重削弱了经济复苏的内生动力。这至少受到三方面因素的影响：**

**一是中高收入群体受疫情冲击较小，但消费复苏已经过顶回落。**根据西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心发布的《疫情后时代中国家庭的财富变动趋势》，年收入 10 万以上家庭的财富指数自去年下半年就恢复了正增长（高于 100），对应限额以上消费在疫情平稳后快速复苏，今年年初增速一度录得近年高点，但最近几个月已经连续回落，复苏有过顶回落的迹象。

**二是低收入群体受疫情冲击较大，财富持续缩水。**年收入 5 万及以下家庭的财富指数直到今年 2 季度末仍然负增长（低于 100），这部分样本覆盖了我国广大三四线城市和农村地区家庭，消费倾向最高但财富缩水最多，导致限额以下消费增速始终处于较低水平。

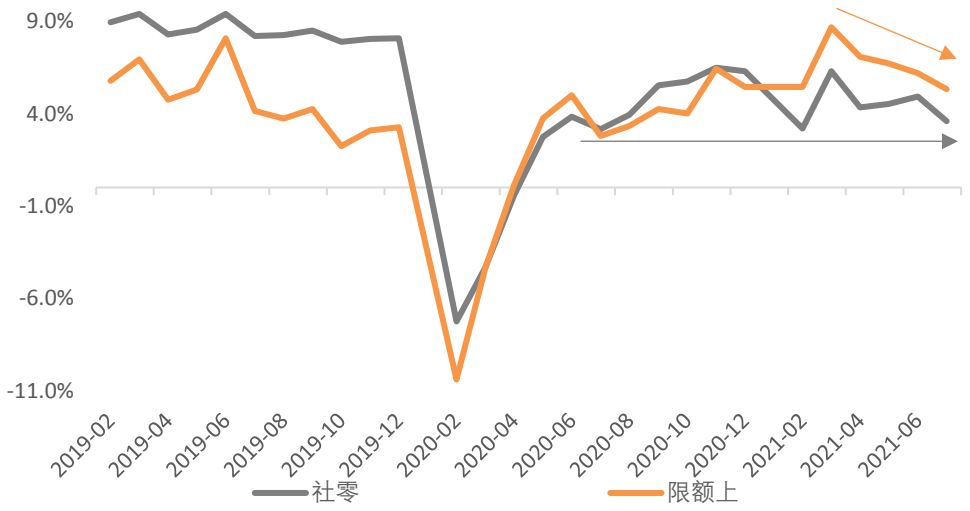
**三是防疫压力加大，服务消费难以改善。**2 季度央行储户调查问卷显示，选择 3 季度“更多消费”的储户比例自去年疫情以来首次明显提升，其中“预计在旅游增加支出占比”的比例大幅提升，可能与此前国内疫苗接种进度提升有关，这是服务消费需求改善的良好迹象。然而变异病毒导致国内防疫压力加大、疫苗保护效应减弱，服务消费的复苏前景又面临新的变数，长此以往居民的消费习惯可能也会发生长期变化。

图 4：按年收入分组的家庭财富指数




资料来源：西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心，天风证券研究所

图 5：限额以上消费复苏过顶回落，社零复苏停滞（两年同比）




资料来源：WIND，天风证券研究所

图 6：央行二季度储户调查问卷显示居民消费倾向一度有所回升（%）

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_25305