

## 经济快速回落 新冠疫情回弹 宽松 等待4季度

### 2021年7月经济数据点评

#### 核心内容:

#### 分析师

- **经济加速回落，7月份的经济数据全面不及预期**市场已经预料到经济会持续回落，但回落的速度加快。经济回落主要受到：(1) 全球受到新冠疫情的干扰，需求高峰已过，同时全球其他国家生产恢复，导致我国出口订单回落，出口相关企业生产回落；(2) 新冠疫情也同时影响了我国国内消费，再次严格的管制措施压制了国内消费的增长；(3) 严格的房地产调控已经带来效果，房地产投资增速快速走低；(4) 基建行业持续低迷，托底作用减弱；(5) 基数效应也压低了7月份经济指标。
- **流动性宽松较为克制，紧信用没有结束**严格的房地产调控政策意味着紧信用并没有结束，而信用的收紧直接影响了全社会的流动性。虽然7月份央行降准0.5个百分点释放了1万亿资金，8月16日超市场预期续作了6000亿的MLF，总体1万亿资金现阶段有4000亿用于替换MLF，央行对流动性给与适当呵护。但房地产作为我国重要的信用发放渠道持续受到压制，同时也影响了全社会的流动性环境，意味着经济仍然处于下行状态。
- **4季度经济下行加速，货币有望宽松，房地产调控中止是主要观察对象**3季度我国经济持续下滑已经在预期之内，秋季生产高峰可能表现为“旺季不旺”，政策层面仍然在稳增长的基础上调整经济结构，经济的持续下行会延续至4季度。持续下行的经济会带来流动性宽松的预期，但流动性宽松在3季度可能难以到来。预计当4季度经济下滑至均衡水平之下，降准会再次开启，而降息也可能发生。要持续关注政策层面对房地产的态度，对房地产调控的放松才是我国货币层面宽松的标志。
- **工业快速下滑，秋季生产可能旺季不旺**工业增加值增速快速回落，工业生产回归至正常水平，7月份的生产强度弱于往年。PMI制造业显示我国已经进入了生产淡季，新订单和生产的水平逐步回落，年内生产高峰已过，8月份生产持续淡季效应，生产增速会继续回落。秋季生产高峰会在9-10月份到来，由于去年基数效应，下半年生产可能低位平稳，预计在6%左右运行。
- **消费回落，受疫情影响短期低迷**社会零售品消费总额回落，7月份消费增速低于市场预期，但我国消费恢复仍然较为缓慢。7月份是消费淡季，但消费额下滑的幅度超过往年，这是7月份新冠疫情重新受到重视，防疫力度加大有关。
- **制造业平稳，房地产下行，基建低迷**制造业投资到利润影响持续恢复，预计4季度平稳。房地产受到政策调控下行，开发商减少开工加速竣工，年内房地产投资增速持续回落。基建投资持续低迷，基建投资受到政府建设资金减少的影响年内可能仅有小幅增长。

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码: S0130515030003

## 一、经济加速回落，货币宽松等待4季度

7月份的经济数据全面不及预期，虽然市场已经预料到经济会持续回落，但回落的速度加快。经济回落主要受到：(1) 全球受到新冠疫情的干扰，需求高峰已过，同时全球其他国家生产恢复，导致我国出口订单回落，出口相关企业生产回落；(2) 新冠疫情也同时影响了我国国内消费，再次严格的管制措施压制了国内消费的增长；(3) 严格的房地产调控已经带来效果，房地产投资增速快速走低；(4) 基建行业持续低迷，托底作用减弱；(5) 基数效应也压低了7月份经济指标。

7月份整体来看，生产大幅下滑，生产的下滑有海外需求回落以及国内需求不振双重因素导致。生产资料价格高涨也在一定程度上限制了生产，尤其压制了下游行业的生产速度。受到政府调控的行业也显示出疲软，黑色和有色冶炼与压延工业生产回落，下游需求始终不振，上游原材料价格高涨会持续压低相关企业利润。

从需求来看，出口仍然处于高位，但增速已经放缓。国内需求方面，房地产承压并有加速下行态势，基建行业投资仍然不振，国内消费受新冠疫情反复影响下行速度加快。

现阶段来看，严格的房地产调控政策意味着紧信用并没有结束，而信用的收紧直接影响了全社会的流动性。虽然7月份央行降准0.5个百分点释放了1万亿资金，8月16日超市场预期续作了6000亿的MLF，总体1万亿资金现阶段有4000亿用于替换MLF，央行对流动性给与适当呵护。但房地产作为我国重要的信用发放渠道持续受到压制，同时也影响了全社会的流动性环境，意味着经济仍然处于下行状态。

3季度我国经济持续下滑已经在预期之内，秋季生产高峰可能表现为“旺季不旺”，政策层面仍然在稳增长的基础上调整经济结构，经济的持续下行会延续至4季度。持续下行的经济会带来流动性宽松的预期，但流动性宽松在3季度可能难以到来。预计当4季度经济下滑至均衡水平之下，降准会再次开启，而降息也可能发生。要持续关注政策层面对房地产的态度，对房地产调控的放松才是我国货币层面宽松的标志。

## 二、工业快速下滑，秋季生产可能旺季不旺

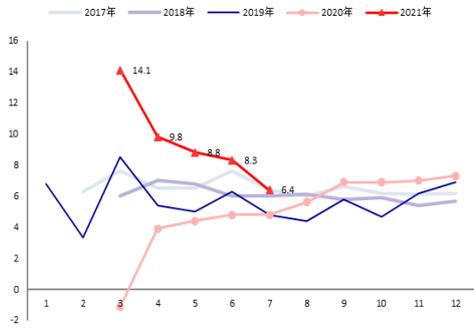
工业增加值增速快速回落，工业生产回归至正常水平，7月份的生产强度弱于往年。PMI制造业显示我国已经进入了生产淡季，新订单和生产的水平逐步回落。7月生产下滑的速度超过市场预期，年内生产高峰已过，8月份生产持续淡季效应，生产增速会继续回落。秋季生产高峰会在9-10月份到来，由于去年基数效应，生产的增速仍然不够。下半年生产可能低位平稳，预计在6%左右运行。

7月份规模以上工业增加值同比增长6.4%，增速比上个月回落1.9个百分点，市场预期7.9%。工业增加值7月份环比增长0.3%，工业增加值环比增速低于历史平均水平，下半年基数效应更强，工业增加值可能继续下滑。

我国工业生产同比继续回落，环比处于低位，工业生产回落速度超过预期。工业生产已经恢复至正常水平，7月份订单减弱景气度下行以及基数共同影响了工业生产增速。下半年工业生产预计低位平稳：(1) 内需仍然处于修复阶段，但企业去库存速度较慢，带动了内需产业生产增速回落；(2) 房地产生产的逐步下滑压制了工业生产；(3) 各国生产恢复下，劳动密集型产业的生产下滑；(4) 原材料的大幅上行阻碍了企业接单的能力。由于黑色系商品价格飙升压

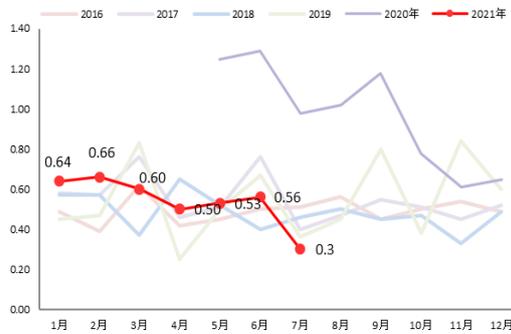
低了企业利润，使得企业接单能力下行；(5) 去年的基数效应开始显现，工业生产景气度下半年稍弱，工业增加值增速逐步回落。

图 1：工业增加值同比增长下滑 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：工业增加值环比增速下滑 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

制造业增速下滑速度最快，制造业受到了基数效应和景气度下行的双重挤压。7月份工业出口交货值同比增长 11.0%，出口交货值达到 11,607 亿元，无论是增速还是交货值均出现回落，出口高位出现拐点。国内对于限产环保等的严控，以及原材料价格高涨后对小企业的挤压均打击了生产的热情。

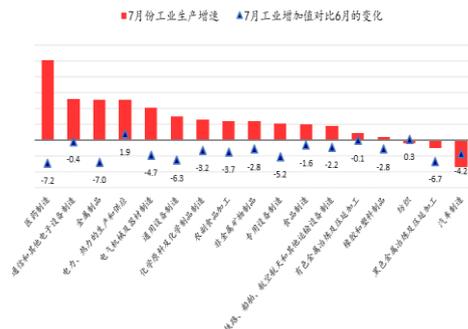
从行业来看，医药制造、金属制品、黑色金属冶炼和压延下滑速度最快，防止、黑色金属冶炼和压延业以及汽车制造业生产负增长。医药制造业和金属制品生产仍然处于高位，7月份拐头向下，预期医药景气度开始回落。通用设备和专用设备制造业7月份生产增速比上月回落，基数效应在这两个行业显现。黑色金属冶炼和有色金属冶炼景气度较低，尤其是黑色金属冶炼业同比增长-2.6%，当月回落速度也较快，原材料价格大幅上行、下游受到价格影响减少采购使得处于中游的黑色和有色金属延压工业生产受到影响。汽车行业表现仍然较弱，7月份生产回落 8.5%，比上月回落 4.2%。

图 3：除国企外其他企业生产回落 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：医药制造业高位回落 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

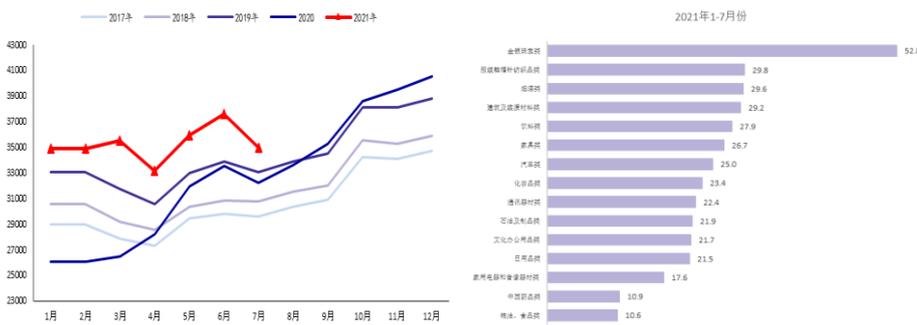
### 三、消费回落，受疫情影响短期低迷

社会零售品消费总额回落，7月份消费增速低于市场预期，但我国消费恢复仍然较为缓慢。7月份是消费淡季，但消费额下滑的幅度超过往年，这是7月份新冠疫情重新受到重视，防疫力度加大有关。

7月份社会零售总额 34,925 亿元，增长速度为 8.5%；与 2019 年相比增长 7.2%，两年平均增速为 3.6%（5 月份为 4.9%）。居民消费仍然处于逐步修复阶段，疫情再次反复，消费回升需要等到 9-10 月份。

图 5：2021 年 7 月消费额上行（%）

图 6：1-7 月份各产品消费累计增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

从居民收入和支出来看，2021 年 2 季度城镇居民收入速度减缓，但支出保持平稳。与去年同期相比，城镇居民收入增速增长 11.4%，城镇居民支出增长 16.7%。城镇居民收入增长仍然较为缓慢，支出增长主要集中在必需品消费上。同时财政数据显示，1-6 月份我国个人所得税收入累计增速 24.9%，今年以来个人所得税上行速度较快，稳定收入或者高收入者的收入贡献较大，而服务业相关行业人员收入增速仍然较慢。

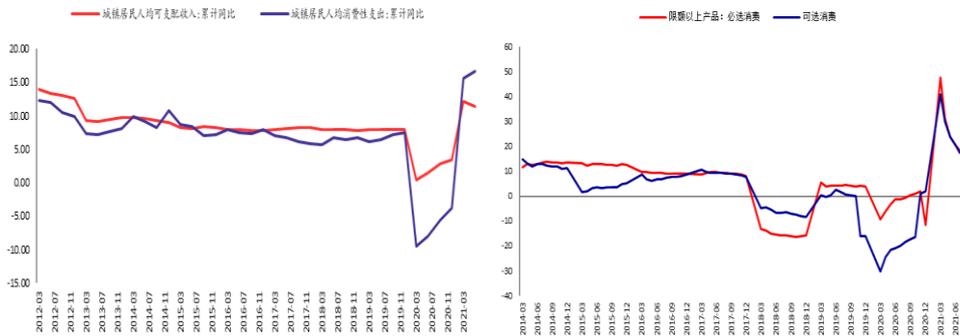
7 月份可选消费和必选消费品增速继续回落，可选消费品和必选消费品回落速度接近。现阶段，居民消费仍然偏保守，疫情结束后居民消费才会缓慢恢复正常。

从行业来看，7 月份汽车消费增速负增长，7 月份汽车消费额 3,347 亿元，汽车消费额回归常态，对比去年的消费增速逐步下滑。原油消费 7 月份平稳，原油价格上行带动了消费额的回升，居民出行下滑。从人口增长的角度来看，年内汽车消费可能消费平稳，而 2022 年才是汽车消费增长的开始。通讯器材 7 月份消费增速 0.1%，基数效应外，快速上行的电子产品价格也压制了消费。

2021 年，我国社会消费品零售总额增速仍然处于缓慢恢复的状态，居民收入水平和消费水平仍然处于较低的位置，加之 7 月份新冠疫情在我国有所反复，预计全年在 13.5% 左右，下半年消费增速约在 6.4% 左右。

图 7：人均可支配收入和支出（%）

图 8：必选消费和可选消费（%）

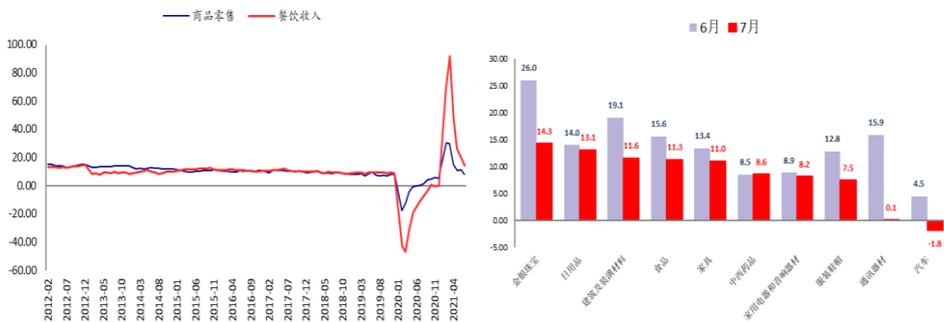


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 9: 餐饮消费逐步恢复 (%)

图 10: 7 月份商品消费情况 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 四、制造业平稳，房地产下行，基建低迷

2021 年 1-7 月份投资缓步下滑，投资额不及预期。基建投资持续低迷，房地产投资走低，制造业投资平稳。基建投资受到政府建设资金减少的影响年内可能仅有小幅增长，房地产投资受到政策压制下半年逐步回落，制造业投资受到利润影响持续恢复，预计 4 季度开始投资保持平稳。

2021 年 1-7 月份，固定资产投资额 302,533 亿元，同比增长 10.3%；比 2019 年同期增长 8.9%，两年平均增长 4.3%（4 月份 4.4%）。7 月份，房地产投资继续回落，而基建投资增速继续较为低迷，制造业投资平稳。

7 月份固定资产投资额再次回落，7 月份增量投资额低于往年。1-7 月份民间投资 173,473 亿元，同比增长 13.4%，而以实际投资额来看，1-7 月份民间投资增速为-5.8%，其中 7 月份民间投资下行 3.1%。由于固定资产投资统计量为总投资额大于 500 万元的项目，我国合格投资项目在减少。

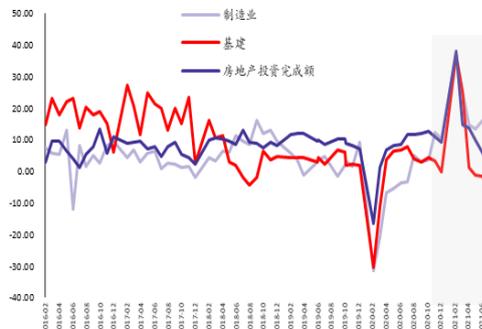
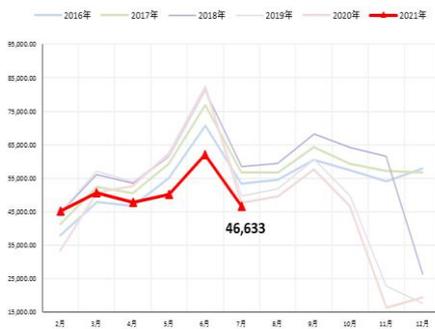
7 月份单月制造业投资额 2.13 万亿，增速 9.1%，高于 2019 和 2020 年水平，制造业投资仍然平稳。7 月份基建投资增加额 1,22 万亿，投资额比去年同期下滑，7 月份基建投资增速仍然负增长，当月投资增速-10.5%，政府投资并未加速。房地产投资下滑，单月投资额 1,22 万亿，比去年 1.36 万亿下行，当月投资增速仍然录得 1.4%，比上月的 5.9% 下滑了 4.6 个百分点。7 月份其他产业投资额小幅回正，社会固定资产投资额本月依靠制造业推动。

固定资产投资增速逐步回落，7月份房地产投资继续回落，仍然保持正增长。制造业投资受基数影响下滑，由于制造业利润和生产均在下降，未来制造业投资增速可能较为华南。基建投资7月份单月下速速度加快，全年基建投资额可能保持平稳，预计下半年随着地方政府建设资金下放速度上行，基建能有小幅回升。未来房地产投资增速会在下半年继续回落，尤其是受到严格政策打压的情况下，下半年的投资增速不容乐观。制造业投资仍然在稳步增长阶段，但鉴于下游需求修复仍然是温和的，全球经济仍然面临不确定性，下游制造业投资在4季度平稳。

7月份固定资产投资中制造业投资贡献最大，制造业投资额占总投资额的40.3%。房地产受到疫情影响最小，占总投资额的28.1%。基建投资占总投资额的27.1%，基建仍然没有投资高峰，全年可能平稳运行。其他产业行业投资额只占4.6%，民间投资低迷，疫情给各行业带来了负面影响，使得其他行业固定资产投资增速快速下滑。

图 11: 固定资产投资额 (亿元)

图 12: 三大产业单月投资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 1、房地产投资加速回落

房地产投资走低，月投资额和投资增速下滑。房地产受到政策打压，整体处于下滑态势。房地产新开工7月份负增长，同时土地购买、商品房销售面积和商品房销售额下行，房地产下滑趋势较为明显。7月份国内信贷资金对房地产投入平稳，房地产自筹资金在上行，房地产行业资金仍然较为紧绷。现阶段来看，房地产投资增速下滑仍然没有停滞，年内房地产政策持续严厉，房地产投资可能处于持续下滑阶段，预计4季度可能回落至5%左右。

7月份房地产投资额17,861亿元，比2019年同期上行了14.98%，两年平均增长7.5%。2021年6月份房地产单月投资增速5.9%，房地产投资单月增速在下滑。月投资额达到1.78万亿说明房地产投资仍然保持一定增速，但房地产行业受到资金、政策打压，房地产销售在缓慢

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\\_25315](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_25315)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>