

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 被动收缩叠加主动压减 数据低于预期

—7月宏观经济数据点评

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2021年8月16日

### 内容提要:

7月工业增加值同比增长6.4%，预期增长7.9%，前值增长8.3%；1-7月固定资产投资累计同比增长10.3%，预期增长11.4%，前值增长12.6%；7月社会消费品零售总额同比增长8.5%，预期增长11.6%，前值增长12.1%。

受自然灾害、出口回落、主动压减产能等因素影响，生产端降温。不过从近期高频数据看，开工率有所上升，工业品价格有所回落，对生产的制约或将逐步缓解，有助于工业生产企稳反弹。未来，需要密切关注部分行业压减产能的实际执行力度以及下游需求走势对工业生产的影响。

消费端复苏较弱。多数商品零售的两年平均增速有所回落，仅汽车、金银珠宝类上行。短期而言，整体消费仍将整固上行，但疫情影响难以根本消除、收入K型复苏分化带来的居民谨慎预期尚存，线下服务修复节奏相对较慢，消费缓慢上行的空间有限。

制造业复苏放缓，基建投资低迷，房地产投资持续回落。1-7月固定资产投资两年平均增长4.3%，较1-6月回落0.1个百分点。从环比看，7月固定资产投资增长0.18%，为近4个月最低。

总体而言，受疫情、自然灾害被动收缩以及工业压减产能主动收缩等因素影响，7月经济数据全面低于预期。目前看，自然灾害影响逐步消退叠加财政或将加大支出有利于基建投资温和回升，国家纠正运动式“减碳”有利于工业生产保持稳定，但出口或逐步回落、Delta病毒带来的散发疫情仍有较大不确定性等因素对经济的不利影响尚存，经济复苏分化并未得到根本性缓解，稳增长的压力上升。同时，考虑到通胀整体温和，CPI上升空间有限，PPI将高位回落，政策适度升温的可能性逐步加大。

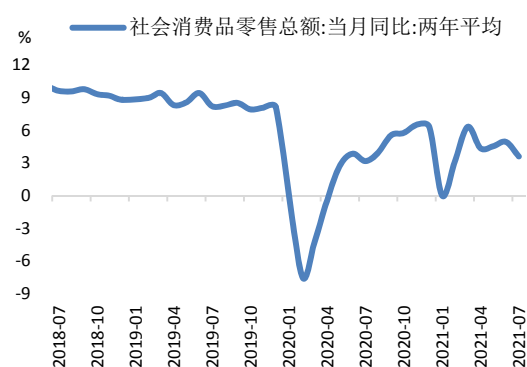
**风险提示:** 央行超预期调控，贸易摩擦升温，通胀超预期，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

### 工业



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

### 消费



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

### 相关报告

1. 《工业筑顶投资修复 消费温和经济整固—5月宏观经济数据点评》
2. 《生产稳价格降 需求淡季不淡—6月PMI数据点评》
3. 《经济复苏分化 政策延续稳健—2021年中期国内宏观经济展望》

**事件：**国家统计局 8 月 16 日公布的数据显示，7 月工业增加值同比增长 6.4%，预期增长 7.9%，前值增长 8.3%；1-7 月固定资产投资累计同比增长 10.3%，预期增长 11.4%，前值增长 12.6%；7 月社会消费品零售总额同比增长 8.5%，预期增长 11.6%，前值增长 12.1%。

**点评：**受疫情、自然灾害被动收缩以及工业压减产能主动收缩等因素影响，7 月经济数据全面低于预期。目前看，自然灾害影响逐步消退叠加财政或将加大支出有利于基建投资温和回升，国家纠正运动式“减碳”有利于工业生产保持稳定，但出口或逐步回落、Delta 病毒带来的散发疫情仍有较大不确定性等因素对经济的不利影响尚存，经济复苏分化并未根本性缓解，稳增长的压力上升。同时，考虑到通胀整体温和，CPI 上升空间有限，PPI 将高位回落，政策适度升温的可能性逐步加大。

### 1、受自然灾害、出口回落、主动压减产能等因素影响，生产端降温

生产端表现弱于预期。7 月规模以上工业增加值同比增长 6.4%；比 2019 年同期增长 11.5%，两年平均增长 5.6%，年内首次跌破 6%，但仍超过 2018-2019 年均值（5.4%）。1-7 月规模以上工业增加值同比增长 14.4%，较 1-6 月回落 1.5 个百分点；两年年平均增速 6.7%，为年内新低。

7 月工业生产降温，主要受自然灾害、出口回落、主动压减产能等因素影响。第一，自然灾害对工业生产影响加大。根据应急管理部发布的全国自然灾害情况，7 月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（河南省洪涝灾害损失尚在核查评估中）。其中，北方部分地区降水明显偏多，黑龙江西部、京津冀、山东北部、河南中北部降雨量较常年偏多 1 至 2 倍，台风“烟花”影响范围广、持续时间长，对生产、物流等均造成不利影响。7 月水泥产量同比下滑 6.5%，明显弱于常态时期水平，除去基建与地产投资下滑原因外，自然灾害偏多的影响不可忽略。第二，出口回落对工业生产支撑有所减弱。7 月中国出口同比增长 19.3%，较 6 月增幅大幅下降 12.9 个百分点；两年平均增长 12.9%，较 6 月下降 2.2 个百分点；出口交货值同比（11.0%）与两年平均增速（6.2%）均降至年内新低。出口回落，一方面是因为全球产能复苏导致国内生产替代效应减弱，另一方面是因为 2020 年下半年基数普遍偏高对今年增速的拖累，运费持续上涨亦部分抑制了出口增长。短期看 Delta 病毒对南亚、东南亚等国家生产仍有一定约束，生产替代效应缓慢消退，全球经济增速峰值可能已经过去从而导致海外需求有所下降，出口更可能是缓慢回落。第三，主动压减产能对部分行业生产影响逐步显现。比

如钢铁行业，下半年以来，全国范围内的粗钢减产持续推进中。7月高炉开工率低于常态时期10个百分点以上，粗钢产量同比减少8.4%，降幅为2009年以来最大。7月政治局会议强调要纠正运动式“减碳”，8月中钢协表示要坚决执行“去产能回头看和压减粗钢产量”有关工作要求。近日，唐山市发布了北京冬奥会空气质量实施保障方案意见稿，要求唐山市2021年全市粗钢产量同比压减1237万吨，同比下降8.6%，力度远超“全年不增长”的要求。由于今年上半年全国粗钢产量同比增长11.8%，若要实现全年粗钢产量不超过2020年，下半年产量压降力度增大。第四，缺电、限电、缺芯对工业生产的负面影响仍然存在。

分行业看，7月41个大类行业中有35个行业增加值保持同比增长。其中，计算机、通信和其他电子设备制造业（同比增长13.0%，下同）、电力热力生产和供应业（12.7%）、电气机械和器材制造业（同比增长10.3%，下同）等仍保持两位数以上增速；通用设备制造业（7.6%）、专用设备制造业（5.3%）等降幅普遍在5个百分点以上；黑色金属冶炼和压延加工业（-2.6%）由正（6月，4.1%）转负，汽车制造业（-8.5%）跌幅进一步扩大（6月，-4.3%，近13个月以来首次转负）。

此外，7月高技术制造业和装备制造业增加值同比分别增长15.6%、6.4%，两年平均分别增长12.7%、9.7%。分产品看，新能源汽车、工业机器人、集成电路、微型计算机设备产量同比分别增长162.7%、42.3%、41.3%、10.3%，两年平均增速均超过14%

从近期中观高频数据看，开工率有所上升，工业品价格有所回落，对生产的制约或将逐步缓解，有助于8月工业生产企稳反弹。其中，8月上旬高炉开工率、全钢胎及半钢胎开工率连续2周小幅反弹，水泥开工率上升；南华工业品指数均值较7月下降0.4%，为近10个月以来首次下跌。未来，需要密切关注部分行业压减产能的实际执行力度以及下游需求（尤其是基建与地产投资）走势对工业生产的影响。

### 3、消费端复苏较弱

7月社会消费品零售总额同比增长8.5%；较2019年同期增长7.2%，两年平均增速为3.6%，较6月回落1.3个百分点，近5个月以来首次跌破4%。其中，除汽车以外的消费品零售额增长9.7%。扣除价格因素，6月社会消费品零售总额实际增长6.4%，两年平均增长1.7%，较6月回落1.6个百分点。从环比看，7月份社会消费品零售总额萎缩0.13%，而近10年来仅有2020年1月（-10.77%）与今年1月（-0.15%）因为疫情因

素出现萎缩。

分类来看，多数商品零售的两年平均增速有所回落，仅汽车、金银珠宝类上行。其中，受年中大促刺激消退等因素影响，化妆品类（两年平均增速为 6.0%，下同）、通讯器材类（5.6%）分别较 6 月大幅下降 11.0、11.8 个百分点；地产销售下滑带动相关商品小幅回落，家具类（3.3%）、建筑及装潢材料类（4.3%）分别较 6 月下行 2.5、6.0 个百分点；汽车（5.0%）、金银珠宝类（10.8%）则分别上行 7.1、2.5 个百分点。此外，受疫情与基数影响，餐饮业收入同比增速下降 5.9 个百分点至 14.3%，两年平均增速（0.86%）连续 2 个月下滑。

短期而言，整体消费仍将整固上行，但疫情影响难以根本消除、收入 K 型复苏分化带来的居民谨慎预期尚存，线下服务修复节奏相对较慢，消费缓慢上行的空间有限。

### 3、制造业复苏放缓，基建增速低迷，房地产投资持续回落

1-7 月固定资产投资（不含农户）同比增长 12.6%，比 2019 年同期增长 8.7%，两年平均增长 4.3%，较 1-6 月回落 0.1 个百分点。从环比看，7 月固定资产投资（不含农户）增长 0.18%，为近 4 个月最低。

**基建投资增速低迷。**1-7 月基础设施投资（含电力）同比增长 4.2%，两年平均增长 2.7%，较 1-6 月回落 0.8 个百分点，为 2020 年 10 月以来（剔除今年春节因素）新低。其中，1-7 月铁路投资累计同比下滑 4.4%，年内首次转负并较前值下行 4.8 个百分点，或与债务严控及多地雨水偏多等因素相关。7 月政治局会议强调“加快推进‘十四五’规划重大工程项目建设”，同时近期地方债发行显著放量，有助于稳定基建投资。Wind 数据显示，8 月 16 日至 20 日当周，地方债计划发行量（已披露待发行，下同）将达到 3,782 亿元，加上国债后全周政府债券计划发行量达 5,512 亿元，皆为今年以来计划发行规模最大的一周。

**房地产投资增速持续回落，开工情况不佳。**1-7 月房地产开发投资同比增长 12.7%，两年平均增长 7.9%，较 1-6 月回落 0.4 个百分点；7 月当月同比增长 1.4%，两年平均增长 6.4%，分别较 6 月回落 4.5、0.8 个百分点。7 月当月，房屋新开工面积（同比下滑 21.5%）、施工面积（同比下滑 27.1%）增速分别较 6 月大幅下行 17.7、37.7 个百分点，一方面受 2020 年同期高基数影响，另一方面政策调控的影响持续显现。商品房销售再度降温，1-7 月商品房销售面积同比增长 21.5%（1-6 月为 27.7%）；7 月当月销售面积同比下滑 8.5%（6 月为增长 7.5%），两年平均增长 0.1%



(6月为4.8%)，跌至近12个月以来最低。近期多地推出新一轮限购、限贷、限售政策，叠加房地产销售增速趋于回落，房企拿地积极性下降，叠加地产金融环境仍在收紧，新开工与施工面积出现下滑，最终拖累房地产投资。在房地产融资的严格监管下，到位资金平均增速进一步下滑。7月房地产到位资金来源两年平均增长4.1%，较6月下降4.4个百分点，连续2个月下滑，此外居民中长期贷款也已连续3个月同比少增。不过，7月下旬国务院召开的电视电话会议强调加快完善“稳地价”工作机制、优化土地竞拍规则，部分城市亦调整了二次土拍时间，一定程度上有利于提振房企信心以及房地产投资。

**制造业投资复苏有所放缓。**1-7月制造业投资同比增长17.3%，高于全部投资7.0个百分点；两年平均增速为3.1%，比1-6月加快1.1个百分点（按此前数据推算，两年平均增速为2.6%，与1-6月持平，估计是今年部分统计口径进行了调整）。7月制造业投资当月同比9.9%，前值16.4%；两年平均增速3.2%，前值5.6%。高技术产业投资保持较快增长。1-7月高技术产业投资同比增长20.7%，两年平均增速为14.2%，比1-6月回落0.4个百分点。高技术制造业投资同比增长27.1%。其中，航空、航天器及设备制造业投资增长49.7%，计算机及办公设备制造业投资增长46.9%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长34.9%，电子及通信设备制造业投资增长26.7%。高技术服务业投资同比增长8.8%。其中，电子商务服务业投资增长42.7%，研发与设计服务业投资增长27.2%，检验检测服务业投资增长25.7%。虽然当前中上游价格仍在高位徘徊，供给端尤其是高端部分仍然受芯片短缺限制，终端消费偏弱，但目前企业利润（两年平均增速）仍然保持两位数增长，出口短期仍有一定支撑，国家层面出台政策（降准与《关于加快培育发展制造业优质企业的指导意见》等）继续支持制造业发展，近期广东、上海、重庆等地陆续发布制造业高质量发展“十四五”规划，年内国家“十四五”及中长期制造业发展相关

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\\_25639](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_25639)

