

研究所

证券分析师:
021-61981316
联系人 :

樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn
方诗超 S0350121030003
fangsc@ghzq.com.cn

经济回落的原因不止是疫情

——7月经济数据点评

相关报告

《《二季度货币政策执行报告》点评：如何理解降准后仍“稳字当头”的货币政策？》——2021-08-12

《7月贸易数据点评：真实的基本面可能略强于数据》——2021-08-08

《7月30日政治局会议点评：政策调整的信号更加明显》——2021-08-01

《7月PMI数据点评：制造业景气程度持续回落》——2021-07-31

《7月美联储议息会议点评：Taper渐近》——2021-07-30

事件：

8月16日，国家统计局公布7月份主要经济数据。工业增加值同比增长6.4%（前值8.3%），剔除基数效应下滑明显。从需求产出等多方面的数据来看，南京疫情的扩散可能对经济增长构成了影响，但是其他内生性负面因素的积累对经济的拖累也日益显现。我们预计未来货币财政政策都将会更加积极以应对经济的下行。

投资要点：

■ 剔除基数效应之后，7月三大需求全面下行。

从需求端来看，剔除基数效应（通过假定去年同期的同比增速与去年四季度相当以剔除基数，下同），固定资产投资单月同比整体较6月份明显下滑，且出现了负增长。其中，制造业投资剔除基数同比增长在6月出现反弹之后重新下滑并且进入负区间；房地产开发投资剔除基数同比近三个月以来持续下滑，已经接近零增长（房地产销售面积剔除基数已经出现超过两位数负增长，新开工剔除基数持续负增长，今年以来维持在平均两位数负增长的水平），我们认为对于居民房地产需求端的持续调控通过销售回款的下滑也在影响房地产企业的资金链，这种冲击和对房地产企业直接的融资管控一起逐步对房地产投资产生了明显的影响，此外，由于各种政策调控不断挤压地产开发商的利润率，房地产企业开展业务的积极性也受到了较大打击；基建投资同比剔除基数之后同比大幅下行，意外出现近两位数的负增长。

社会消费品零售实际同比增速剔除基数效应之后同比较6月明显下滑，出现负增长。南京疫情的扩散肯定是零售下滑的重要原因之一，但是从最容易受到疫情影响的餐饮下滑不及整体商品零售来看，一些经济基本面方面的因素可能也是导致零售数据偏弱的原因。从限额以上剔除基数的零售同比数据来看，在今年1-2月份疫情受到冲击不大的汽车和通讯器材等7月销售大幅下滑，可能部分的与经济下滑有关。家具、建材、家电等品类的下滑与近几个月地产销售的显著疲软也有密切的关系。

前期公布的7月出口数据剔除基数也弱于预期，一个因素可能与一些港口受到台风的影响有关系。当然，出口金额绝对值经季调以后

仍然维持在年初以来的高位平台区间内（《7月贸易数据点评》）——虽然已经没有增长，但是也还没有显著的下滑。

■ 剔除基数，工业生产显著滑落

从生产端来看，7月工业增加值同比增速剔除基数效应也较6月明细放缓，与需求端的全面下行保持了一致。从发电量等一些最重要的工业产品产量剔除基数来看，也出现了明显的下滑。

值得关注的是工业出口交货值同比近几个月（不剔除基数）有持续回落，而去年同期因为积压库存的出口，虽然出口数据在7月已经明细改善，但是工业部门的交货水平同比在二季度和三季度初并没有出现明显上升。这可能意味着近期的出口数据中存在一些库存出口而非当期生产产品出口的现象。

由于海运运费的高企，一季度后期以来一些国外进口商再度要求国内生产商推迟出口，造成了一些货物库存的积压。从微观的反馈来看，近期出口成品的存货有所下降，与出口数据和交货值数据的背离是一致的。那么，这种产品库存的下降到底是因为后续订单不继，还是因为被占用资金生产厂商自主调整生产计划？——一些微观的反馈显示出口企业因为物流不畅现金流确实比较紧张。

从当前航运的价格持续上行以及出口金额保持高位来看（《7月贸易数据点评》），并没有非常明显的在后续货源不足的情况下航运企业加速出口前期积压货物的迹象。这样看来，有可能是运力的瓶颈影响了出口企业的生产，而企业在手订单仍然比较饱满。这可能也意味着如果航运运力有所缓解，后期出口交货值（剔除基数）同比有可能出现反弹，并有望对工业生产构成一定支撑——当然，由于下半年基数越来越高，出口交货值原始同比增速仍可能下行。

■ 失业率有所上升

中国7月份的调查失业率上升5.0%到5.1%，可能主要与季节性因素有关。然而，从统计局同时披露16-24岁人口失业率上升到16.2%来看，固然有季节性的因素，但是也说明年轻人特别是大学毕业生的就业形势可能仍然比较严峻的。

■ 经济与政策的展望

我们认为7月经济数据供两端需同时显著走弱的局面肯定与南京疫情扩散、河南水灾、台风、乃至一些偶发性因素——例如基建投资大幅下滑且负增长——有关。但是，中期的而言地产的趋势性下行，消费的疲弱不振，乃至出口对增长的边际贡献显著减弱等负面因素对经济的冲击已经表现的比较明细。

从政治局会议的部署和此前央行的降准来看，货币财政政策都已经

发出了调整的信号。我们预计四季度基建投资剔除基数有望出现一定回升，而货币政策的进一步宽松也值得期待。

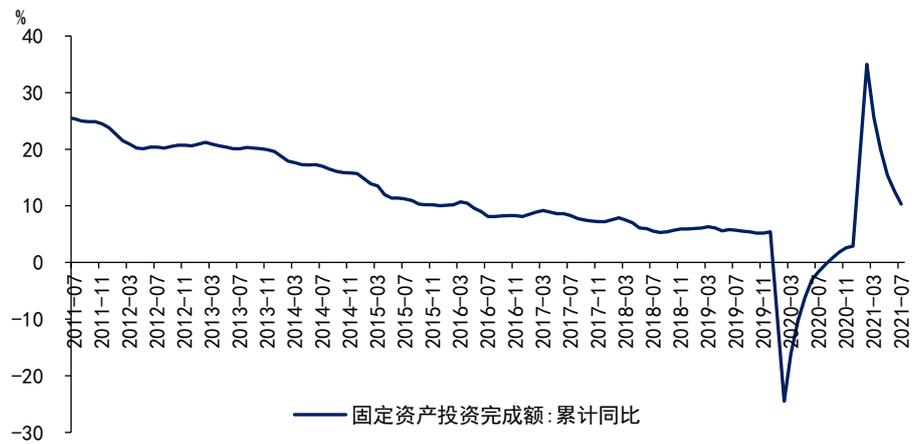
风险提示：经济、政策不达预期；中美关系、疫情恶化超预期

图 1: 工业增加值增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: 固定资产投资增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 3: 服务业生产指数



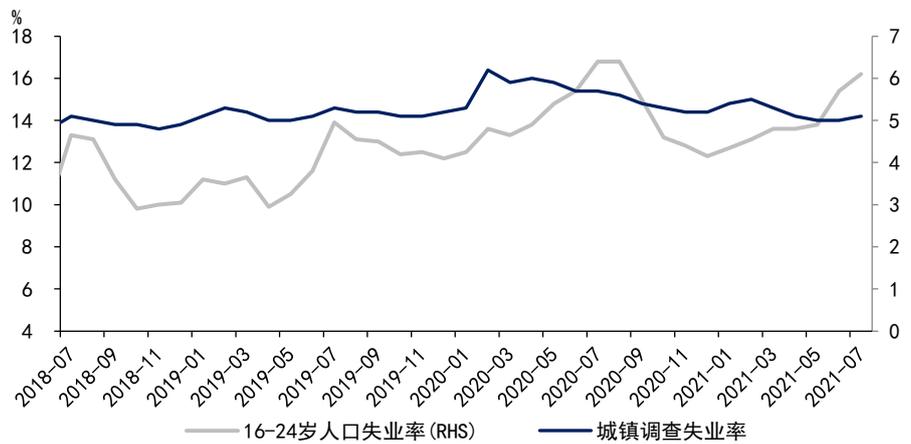
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 4: 服务业 CPI



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 5: 失业率水平



资料来源: Wind, 国海证券研究所

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_25171



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn