

总量研究

财政政策加快发力是应有之义

——2021年7月经济数据点评兼债市观点

要点

事件：

2021年8月16日，国家统计局公布2021年7月经济数据：1) 7月份规模以上工业增加值同比增长6.4%（前值为8.3%），两年平均增长5.6%（前值为6.5%）；2) 1-7月全国固定资产投资同比增长10.3%（前值为12.6%），两年平均增长是4.3%（前值为4.4%）；3) 7月社会消费品零售总额同比增长8.5%（前值为12.1%），两年平均增速为3.6%（前值为4.9%）。

点评：

制造业生产回落较快致整个工业生产回落明显。7月规模以上工业增加值同比增长6.4%（两年平均增长5.6%），比6月下降1.9个百分点；环比增速较6月下降0.26个百分点，下降的速度较快。从门类来看，7月当月制造业生产增速回落最快，而从两年平均增速来看，采矿业生产增速回落最快。

固定资产投资连续4个月上升态势中止；制造业投资有所减速，基建投资下滑明显，后续财政发力背景下应有所提升。从两年平均增速情况来看，2021年1-7月固定资产投资比2019年1-7月份增长8.7%（相对1-6月下降0.4个百分点），两年平均增长是4.3%（相对1-6月下降0.1个百分点），连续4个月上升态势中止。结合年度同比、两年平均增速并与6月份数据比较来看，地产投资这两个增速都在下降但两年平均增速水平下降并不快，验证我们对于地产投资处于增速下降通道但仍有一定韧性的判断；制造业投资两个增速都在向下，且回落速度有所加快，制造业投资在出口增速回落以及成本上升等因素挤压下表现一般；基建投资明显偏弱，也是拖累固定资产投资下降最主要原因，后续需要加大政策支持。

服务类消费恢复不足仍是制约消费的主要原因。7月当月社消同比增速为8.5%，两年平均增速为3.6%（比6月下降1.3个百分点）；环比增速-0.13%（比6月下降0.61个百分点），低于2019年全年平均增速（0.71%）。整体来看7月消费回落是比较明显的。以两年平均增速来看，必选消费目前整体恢复到疫情前水平，可选消费有一定的波动但与疫情前相比差别并不大，而服务类消费恢复情况一般。2019年餐饮消费增速为9%左右，今年7月两年平均增速仅有0.9%，后续消费恢复也主要取决于服务类消费的恢复情况。

债市观点

建议投资者对基本面和宏观政策保持理性预期，继续保持均值回复的思维，10Y国债收益率重回3%以上是大概率事件。基本面方面，7月经济数据整体稍弱决定政策需要适度发力。政治局会议召开后，政策动向逐渐清晰，财政政策加快发力是应有之义，政府债券正处于加快发行的通道中（本周政府债券净融资创年内新高），资金面已有趋稳收敛迹象。从中长期看，国债收益率取决于经济基本面的大逻辑没有变化，我国经济长期向好的基本面并没有变。

风险提示

近期疫情有所反复，后续全球经济复苏的不确定因素仍存；国内经济仍处于恢复进程中，疫情带来的衍生风险也不能忽视。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001
010-56513035
zhang_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001
010-56513081
weiwx@ebsecn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004
010-56513038
lishuchuan@ebsecn.com

联系人：方钰涵

010-56513071
fangyuhuan@ebsecn.com

联系人：毛振强

010-56513030
maozhenqiang@ebsecn.com

相关研报

经济内生动力方面的分化更值得关注——2021年二季度和6月经济数据点评兼债市观点（2021-07-15）

基建致投资环比下降较快，服务业带来消费修复提速——2021年5月经济数据点评兼债市观点（2021-06-16）

指标内部的分化继续呈现——2021年4月经济数据点评兼债市观点（2021-05-17）

结构性分化致经济恢复有所放缓——2021年3月及一季度经济数据点评兼债市观点（2021-04-16）

供给强劲，需求内外有别——2021年1-2月经济数据点评兼债市观点（2021-03-15）

1、事件

2021年8月16日，国家统计局公布2021年7月经济数据：

- 1) 7月份规模以上工业增加值同比增长6.4%（前值为8.3%），两年平均增长5.6%（前值为6.5%）；
- 2) 1-7月全国固定资产投资同比增长10.3%（前值为12.6%），两年平均增长是4.3%（前值为4.4%）；
- 3) 7月社会消费品零售总额同比增长8.5%（前值为12.1%），两年平均增速为4.3%（前值为4.4%）。

2、点评

2.1、制造业生产回落较快致整个工业生产回落明显

7月规模以上工业增加值同比增长6.4%（前值为8.3%），比2019年同期增长11.5%，两年平均增长5.6%；环比增长0.3%（前值为0.56%）。1-7月份，规模以上工业增加值同比增长14.4%，两年平均增长6.7%。

从数据表现来看，7月生产有以下特点：

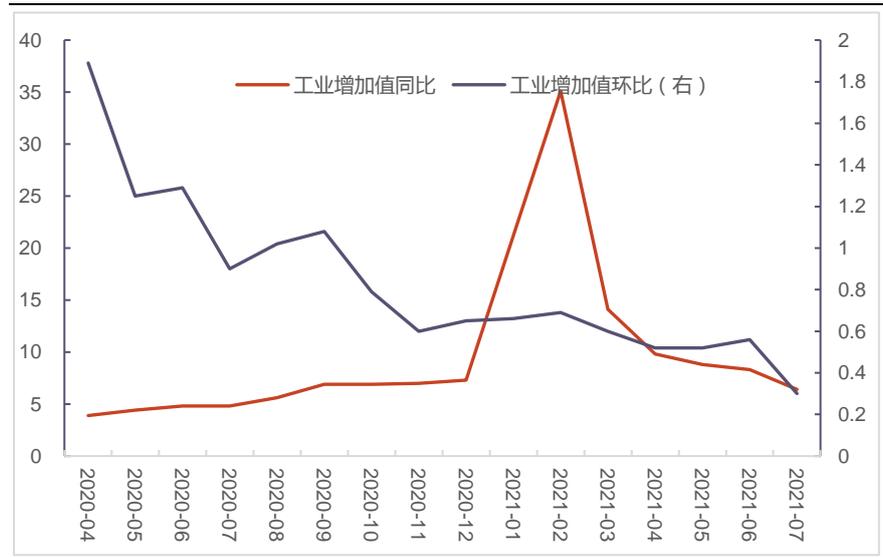
1) 7月工业生产同比和环比均明显回落，但提供的指示意义可能有限。

7月规模以上工业增加值同比增长6.4%（两年平均增长5.6%），比6月下降1.9个百分点，2020年6、7月规模以上工业增加值同比增速均为4.8%，因此本月同比增速明显下降并非由基数带来。另外，从历年数据表现来看，今年7月工业生产同比增速的变化也明显超出了季节性（2016、2017、2018、2019、2020年7月规模以上工业增加值同比增速环比6月分别变动-0.2、-1.2、0、-1.5和0个百分点）。另外，7月环比增速较6月下降了0.26个百分点，下降的速度较快。

但也需要注意到，也正如我们在《制造业需求内外有别，服务业恢复速度减慢——2021年6月PMI数据点评及债市观点》中所提到的，生产指数的上下波动并非偶然，而是常态，这其实是经济整体总需求不足、供给相对过剩，因此生产更易上下波动的反映。因此需要结合需求方面的数据才能更好的观察7月工业生产情况，单纯的供给数据能够提供的指示意义并不强。

2) 从门类来看，7月当月制造业生产增速回落最快，而从两年平均增速来看，采矿业生产增速回落最快。

从当月增速来看，7月采矿业增加值同比增长0.6%（比6月下降0.1个百分点，连续两个月下降），制造业增加值同比增长6.2%（比6月回落2.5个百分点），电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比增长13.2%（比6月上升1.6个百分点），**制造业生产增速回落较快，是7月工业生产回落的主要原因，目前价格因素对制造业生产的影响仍然不小。**但与2019年同期比较，两年平均增速方面，三大行业增加值增速则分别为-1.0%（比6月下降2.2个百分点）、6.1%（比6月下降0.8个百分点）和7.3%（比6月下降1.2个百分点），从两年平均增速来看，三大行业增加值增速均有所回落，采矿业增速回落最大。

图表 1：7 月规模以上工业增加值同比和环比增速均现明显下降


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 2：7 月采矿业生产同比增速回落较快


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

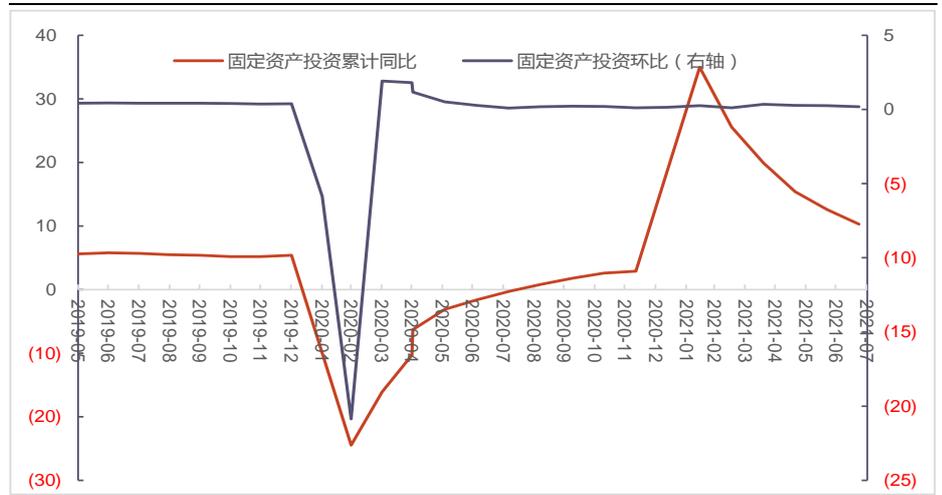
2.2、 固定资产投资连续 4 个月上升态势中止；制造业投资有所减速，基建投资下滑明显，后续财政发力背景下应有所提升

1-7 月全国固定资产投资 30.3 万亿元，同比增长 10.3%（前值为 12.6%），基数效应带来的高增速数值仍较为明显（2020 年 1-7 月固定资产投资增速累计增速为 -1.6%）。从两年平均增速情况来看，2021 年 1-7 月固定资产投资比 2019 年 1-7 月份增长 8.7%（相对 1-6 月下降 0.4 个百分点），两年平均增长是 4.3%（相对 1-6 月下降 0.1 个百分点），连续 4 个月上升态势中止。

疫情前的 2018、2019 年，固定资产投资增速分别为 5.9%、5.4%，目前两年平均 4.3% 的增速，低于疫情前整体水平。对此可能有两种解释：一种是投资增速

仍在恢复，另一种则是增长相对乏力。而从环比增速来看，7月固定资产投资环比增长0.18%，比6月下降0.17个百分点，仍低于疫情前0.4%左右的环比增速，说明7月固定资产投资整体相对乏力。

图表 3：7月固定资产投资增长相对乏力

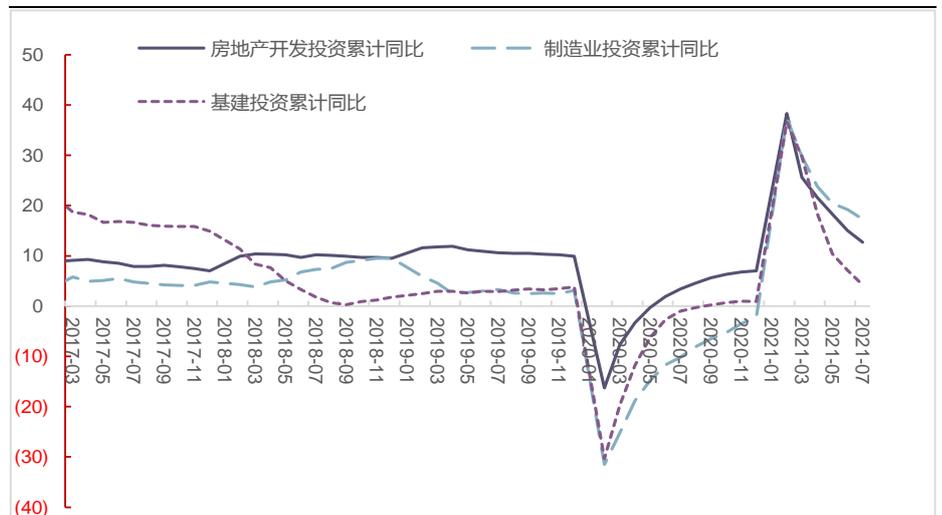


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

从分项来看，地产投资水平仍然较高，制造业投资有所减速，基建投资下滑明显。初步测算，2021年7月当月地产、制造业、基建投资比2020年7月分别增长了1.4%、9.1%和-10%（前值为5.9%、16.4%和-0.3%），广义基建投资增速下降明显。为更好剔除去年基数较低带来的影响，仍以两年平均增速来观察固定资产投资三大类的增长情况。初步测算，2021年7月当月地产、制造业、基建投资比2019年7月分别增长了13.2%、5.7%、-3.1%（前值为15%、12.3%和8%），两年平均增速分别为6.4%、2.8%和-1.5%（前值为7.2%、6%和4%），地产投资仍然保持在较高水平，制造业投资也有所减速，但基建投资下降明显。

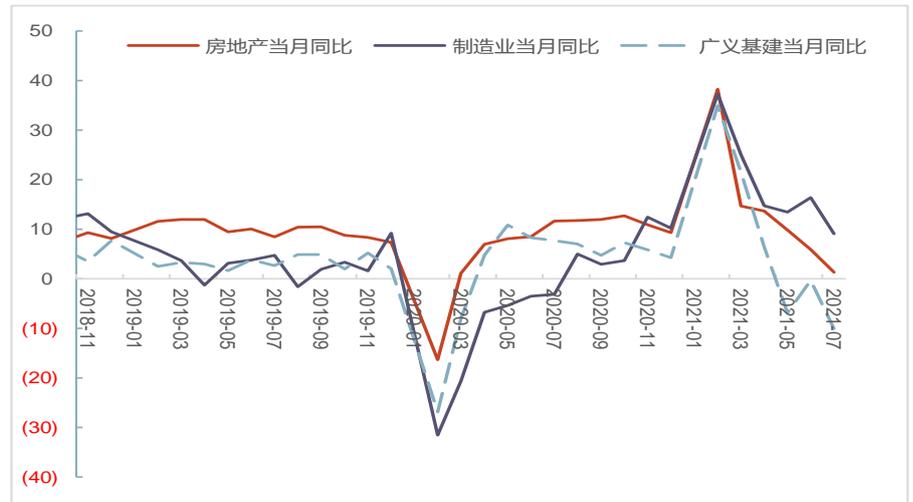
结合年度同比、两年平均增速并与6月份数据比较来看，地产投资这两个增速都在下降但两年平均增速水平下降并不快，验证我们对于地产投资处于增速下降通道但仍有一定韧性的判断；制造业投资两个增速都在向下，且回落速度有所加快，制造业投资在出口增速回落以及成本上升等因素挤压下表现一般；基建投资明显偏弱，也是拖累固定资产投资下降最主要原因，后续需要加大政策支持。

图表 4：固定资产投资三大项累计增速情况



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 5：固定资产投资三大项当月增速情况



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

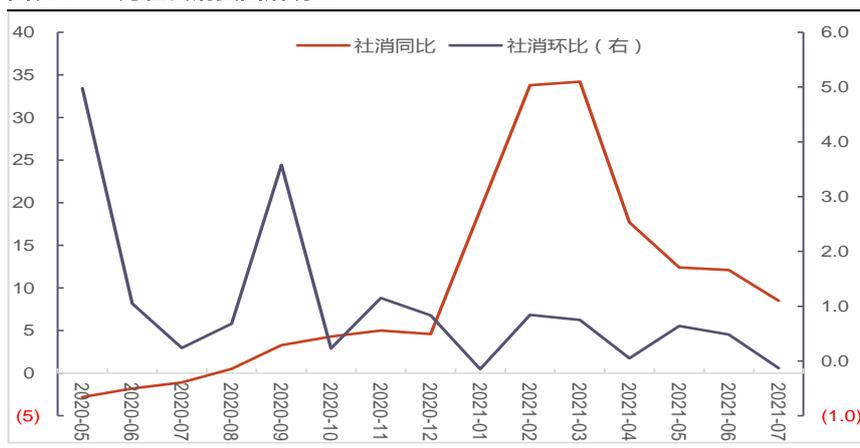
展望后续，地产投资在严监管背景下，后续仍将延续增速下台阶状况；基建投资则是多个方面综合作用的结果，后续财政支出进度加快，应有所改观但也难有太高表现。制造业投资在整个固定资产投资中占比较高（30-40%），且是经济修复的内生动力，因此制造业修复速度很大程度上影响固定资产投资的增速。当前制造业外需和供给回落，但上游价格对制造业投资压制仍存，且目前非金融企业整体处于杠杆修复阶段，因此不宜对制造业投资过于乐观。

2.3、服务类消费恢复不足仍是制约消费的主要原因

1-7月，社会消费品零售总额 24.7 万亿元，同比增长 20.7%；与 2019 年 1-7 月相比，两年平均增速为 4.3%（前值为 4.4%）。7 月当月社消同比增速为 8.5%（前值为 12.1%），比 2019 年 7 月份增长 7.2%（前值为 10%），两年平均增速为 3.6%（比 6 月下降 1.3 个百分点）。相较于 2018、2019 年的全年 9.7%、8.2%（名义）的增速，社消两年平均增速仍然较低，也是目前市场认为经济恢复不足的重要原因。主要注意到，7 月汽车类消费增速只有 -1.8%，汽车消费是拖累整体消费的重要因素（7 月社消中扣除汽车以外的消费品零售额增长 9.7%），但考虑到去年同期基数较高（2020 年 7 月汽车类消费增速为 12.3%），汽车消费回落实属正常。7 月份社会消费品零售总额环比增速 -0.13%（比 6 月下降 0.61 个百分点），低于 2019 年全年平均增速（0.71%）。**整体来看，7 月消费回落是比较明显的。**

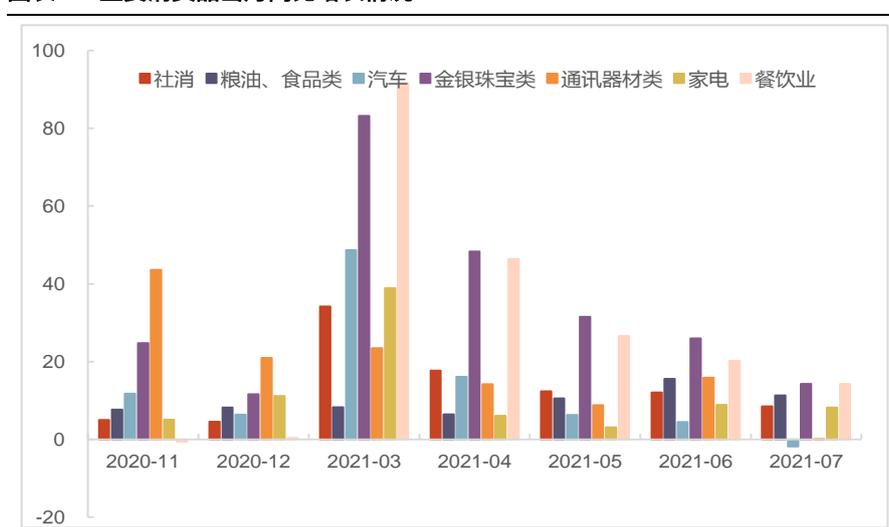
我们在此前经济数据点评中指出，不同消费品种受疫情的影响程度不同，收入的变化对其影响也不同。我们将消费品区分为必选消费、可选消费以及服务类消费，并分别以粮油、食品类来指示必选消费，以汽车、金银珠宝类、通讯器材类和家电类来指示可选消费，以餐饮类来指示服务。我们测算了各行业的两年平均增速，7 月全部消费，粮油、食品类，汽车类，金银珠宝类，通讯器材类，家电，餐饮业增速分别为 3.6%、9.1%、5%、10.8%、5.6%、2.9%和 0.9%，与 6 月相比，汽车类、金银珠宝类消费有所提升，但其他各项均有不同程度下降，其中通讯器材类、家电类消费下降明显，餐饮类消费稍有下降。从数据表现来看，必选消费目前整体恢复到疫情前水平，可选消费有一定的波动但与疫情前相比差别并不大，而服务类消费恢复情况一般。2019 年餐饮消费增速为 9%左右，今年 7 月两年平均增速仅有 0.9%，后续消费恢复也主要取决于服务类消费的恢复情况。

图表 6: 7月社会消费回落明显



资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: %

图表 7: 主要消费品当月同比增长情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: %

图表 8: 近 2 个月主要消费品种两年平均增速与 2019 年全年增速比较情况



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_25174



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn