

7月经济数据：数据如期回落，驱动股债双牛

核心观点

7月经济数据全面回落，供给端工业景气度下行，需求端三驾马车纷纷走弱，再次验证了我们关于“稳增长压力较小窗口已过、二季度经济动能高点已现”的判断。与此同时，本轮Delta病株引发疫情仍未结束，目前我国仍然实行“清零”政策，多地提升防控等级，对消费复苏形成利空。经济回落和疫情复发的双重压力下，未来货币放松的确定性较强，我们坚持年内大概率仍有降准及定向降息的判断，10年期国债收益率有望触及2.5%左右，无风险利率继续下行带动科技成长股发力，形成股债双牛。

□ 失业阶段上升，就业仍有压力

7月全国调查失业率为5.1%，较上月提升0.1个百分点，较2019年同期低0.2个百分点，高校毕业生集中进入劳动力市场，失业压力阶段上行，16-24岁人口调查失业率上升至16.2%，显著高于2018、2019年水平。往前看，疫情蔓延或影响服务业就业，教育行业“双减”、非合规医美整治等政策也将对就业产生一定扰动。

□ 需求支撑趋弱，工业景气回落

7月工业景气回落，同比增长6.4%，较2019年两年平均增长5.6%，低于市场及我们预期。我们认为，7月河南洪涝灾害等气候异常对工业生产扰动较为有限，主因在于内需逐步放缓，海外供需缺口弥合下外需对我国出口支持趋弱，同时钢铁、汽车行业面临的负面因素冲击影响显现促使工业生产景气回落。7月份，全国服务业生产指数同比增长7.8%，比6月份回落3.1个百分点，我们认为，生活性服务业受疫情反复受到一定负面影响，生产性服务业则会由于制造业放缓有所走弱。

□ 汛情疫情叠加，消费修复受阻

7月社会消费品零售总额同比+8.5%，两年复合增速3.6%，较前值回落1.3%，低于市场预期，消费修复再次受阻。其一，短期内暴雨、台风等极端天气频发，消费活动受到抑制；其二，DELTA病株再次引发全国范围内疫情抬头，防控升级不利于线下消费修复；其三，汽车消费仍受“缺芯”拖累。

□ 1-7月固定资产投资累计同比增速回落至10.3%

1-7月全国固定资产投资（不含农户）同比增长10.3%（较前值回落2.3个百分点），略低于预期，其中，房地产开发投资、基建投资、制造业投资累计同比增长分别为12.7%、4.6%和17.3%，较前值分别回落2.3、3.2和1.9个百分点。两年复合增速地产、基建、制造业分别为8%、0.9%和3.1%。7月当月同比增速地产、基建、制造业投资增速分别为1.2%、-10.5%和9.1%，6月分别为6%、-1.5%和16.4%，三项数据均呈现一定幅度回落，尤其是基建投资，制造业投资仍然强于基建、地产投资，但也降至10%下方。全年看，地产调控政策延续的情况下，投资增速大概率保持下行，基建投资增速维持低位，制造业投资环比增速自3月起，7月是首次低于历史同期均值，体现出行情走弱的迹象，符合我们的预期，即需求有所走弱的情况下，制造业投资增速也将开始逐渐面临下行压力。

风险提示：海外疫情超预期恶化；中国经济超预期恶化；全球经济及金融危机爆发冲击我国经济基本面；中美博弈超预期加剧。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书编号：S1230521050001

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

联系人：潘高远

执业证书编号：S1230121070015

邮箱：pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《7月数据预测：稳增长压力较小窗口期已过》2021.8.1
- 2 《6月经济数据：逆周期政策略熨平经济节奏》2021.7.15
- 3 《6月数据预测：PPI大概率高点已过》2021.7.1
- 4 《5月经济数据：工业生产保持强劲，经济增长拐点未现》2021.6.16
- 5 《5月数据预测：PPI加速赶顶，社融继续下行》2021.6.1
- 6 《4月经济数据：工业仍强，经济不弱》2021.5.17
- 7 《4月数据预测：经济正处于稳增长压力较小的窗口期》2021.5.1

正文目录

1. 经济数据全面回落，股债双牛观点印证	3
2. 失业阶段上升，就业仍有压力	3
3. 需求支撑趋弱，工业景气回落	4
4. 汛情疫情叠加，消费修复受阻	5
5. 1-7 月固定资产投资累计同比增速回落至 10.3%	7
5.1. 1-7 月制造业投资累计同比增速回落至 17.3%	8
5.2. 基建：7 月基建承压，后续环比修复，全年平稳增长	8
5.3. 地产：销售和投资增速持续下滑，竣工年内仍可保持乐观	11

图表目录

图 1：7 月调查失业率为 5.1%，环比上升 0.1 个百分点，优于 2019 年同期	3
图 2：高校毕业生人数再创新高	4
图 3：青年失业率上升至 16.2%	4
图 4：工业增加值主要门类：7 月同比	5
图 5：主要工业产品产量增速与去年同期对比	5
图 6：疫情反复扰动，影响消费复苏	6
图 7：餐饮收入增速连续 11 个月走平	6
图 8：地产后周期消费增速有所回落	6
图 9：固定资产投资累计同比增速	7
图 10：固定资产投资当月同比增速（估算）	7
图 11：制造业部分行业投资增速	8
图 12：基建投资分行业表现	9
图 13：7 月水泥、螺纹钢价格指数冲顶后下行	10
图 14：7 月全国水泥价格指数与往年比有所下滑	10
图 15：房地产投资平稳增长（%）	12
图 16：土地成交总额本月有所回落（亿元，同比增速位于右轴）	12
表 1：近期国常会及发改委前后表示要做好大宗商品保供稳价措施	9
表 2：2021 年和 2020 年重大项目投资计划概览	11
表 3：22 个城市集中供地安排	13

1. 经济数据全面回落，股债双牛观点印证

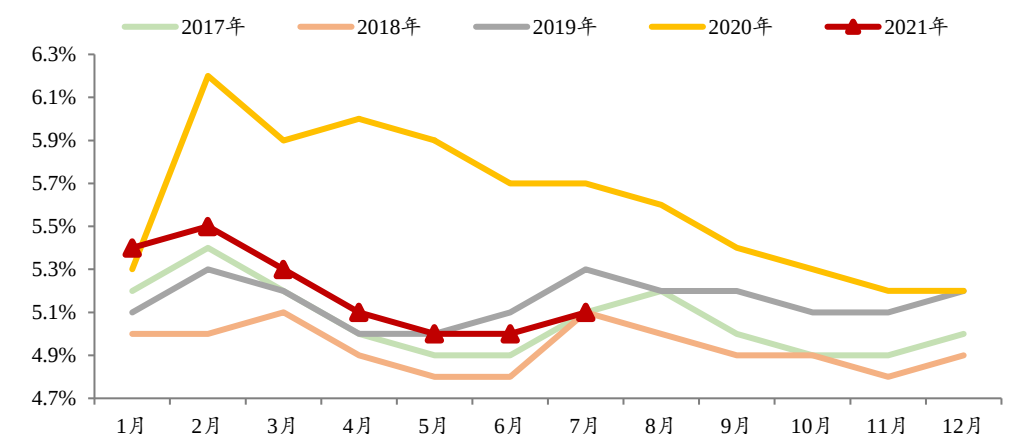
7月经济数据全面回落，再次验证了我们关于“稳增长压力较小窗口已过、二季度经济动能高点已现”的判断。供给端景气度下行，工业增加值增速和服务业生产指数显著回落。需求端三驾马车纷纷走弱，消费修复再次受阻，投资增速小幅回落，出口年内高点已过，经济数据全面回落。

经济回落叠加疫情复发，货币放松的确定性更强，我们再次提示“股债双牛”行情。相较于今年5月份的广东疫情而言，本轮南京 Delta 病株引发的疫情扩散更为广泛，全国 19 省 49 市出现本地感染病例。目前我国决策层对于疫情的防控态度依然是“清零”，因此疫情抬头必然导致防控升级，进而对消费的复苏形成显著利空。经济回落和疫情复发的双重压力下，未来货币放松的确定性较强，我们坚持年内大概率仍有降准及定向降息的判断，10 年期国债收益率有望触及 2.5% 左右，无风险利率继续下行带动科技成长股发力，形成股债双牛。

2. 失业阶段上升，就业仍有压力

7 月全国调查失业率为 5.1%，较上月提升 0.1 个百分点，较 2019 年同期低 0.2 个百分点，高校毕业生集中进入劳动力市场，失业压力阶段上行，16-24 岁人口调查失业率上升至 16.2%。7 月城镇新增就业 124 万人，高于 2020 年同期的 107 万，低于 2019 年同期的 130 万。

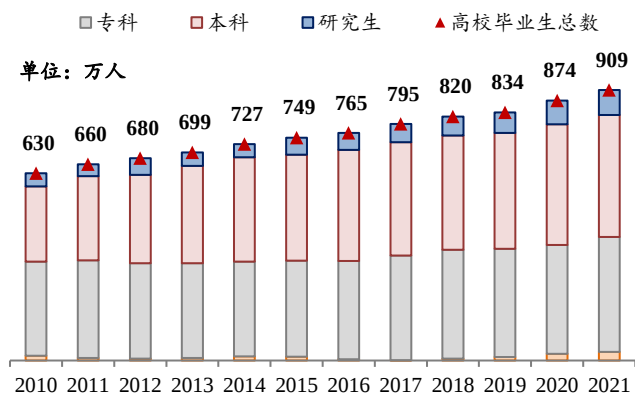
图 1：7 月调查失业率为 5.1%，环比上升 0.1 个百分点，优于 2019 年同期



资料来源：Wind，浙商证券研究所

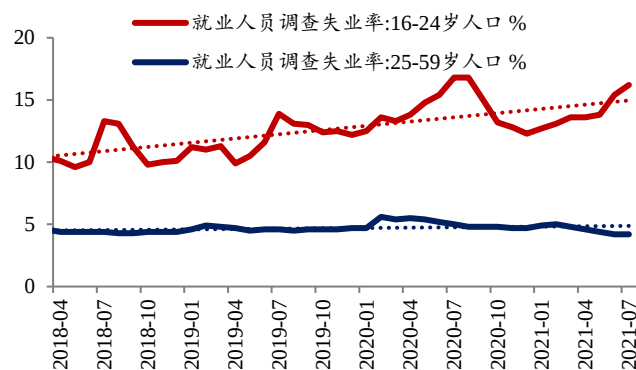
进入毕业季，青年失业率阶段性上升。今年高校毕业生总规模达 909 万人，再创历史新高。随着应届毕业生大规模进入劳动力市场，仍有部分毕业生还未落实工作，就业压力仍然存在，根据过去几年的历史经验，毕业季对于调查失业率的扰动主要集中在 6~8 三个月。7 月 16~24 岁青年失业率上行至 16.2%，低于 2020 年水平（16.8%），但显著高于 2018、2019 年水平。

图 2：高校毕业生人数再创新高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：青年失业率上升至 16.2%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

往前看，就业形势仍然面临一定压力。其一，本轮疫情蔓延至全国，导致疫情防控再次升级，部分营业场所关闭，人员流动受限，服务业就业可能受到一定影响。其二，受近期原材料成本上涨、订单减少、回款压力加大等因素影响，中小企业生产经营承压，用工需求有所收敛，7 月小型企业 PMI 从业人员指数为 47.5%，环比回落 1.2 个百分点。其三，近期的产业政策调整对部分行业的从业人员扰动一定影响，如 K12 校外培训、非合规医疗美容等。

3. 需求支撑趋弱，工业景气回落

7 月工业景气回落，同比增长 6.4%，较 2019 年两年平均增长 5.6%，低于市场及我们预期。我们认为，7 月河南洪涝灾害等气候异常对工业生产扰动较为有限，主因在于内需逐步放缓，海外供需缺口弥合下外需对我国出口支持趋弱，同时钢铁、汽车行业面临的负面因素冲击影响显现促使工业生产景气回落。

7 月份工业生产景气回落，但强度已开始边际放缓。据国家能源局数据，7 月份第二产业用电量同比增长 9.3%，两年复合增速约 4.7%，较上月用电量复合增速回落较大。从高频数据上看，7 月高炉开工率明显低于季节性水平，粗钢产量快速回落至去年同期水平，产量压减预期有所强化，主要钢厂线材、螺纹钢产量也出现了显著下降。其次，PTA 产量、炼油厂等开工率较前期均有所回落，汽车半钢胎开工率仍大幅低于同期。

国内需求对工业生产的支撑逐步走弱。第一，7 月下游消费景气度有所回落，30 大中城市商品房成交面积、乘用车零售数据较去年及前年同期有所回落。第二，7 月投资增速回落，支撑力度回落较大，其中高技术制造业投资有所回落但相对较为积极，地产投资增速走弱，基建投资回落较大，对专用、通用设备制造业形成一定负面影响。

海外供需缺口逐步弥合，我国 7 月出口明显走弱，对工业生产的支撑力度将逐步走弱。我们认为，作为前瞻指标的 PMI 新出口订单已经连续 5 个月下行，7 月下行至 47.7，后续发展中经济体供给修复和发达经济体耐用品消费景气走弱决定了我国出口渐进下行特征。出口集装箱指数 CCFI 在 7 月持续上升但斜率放缓，显示景气高点将至。中港协数据印证 7 月外贸回落幅度较大，7 月上、中、下旬沿海主要枢纽港口外贸货物吞吐量同比变化量分别为回落 2.6%、增长 1.0%、回落 13%。

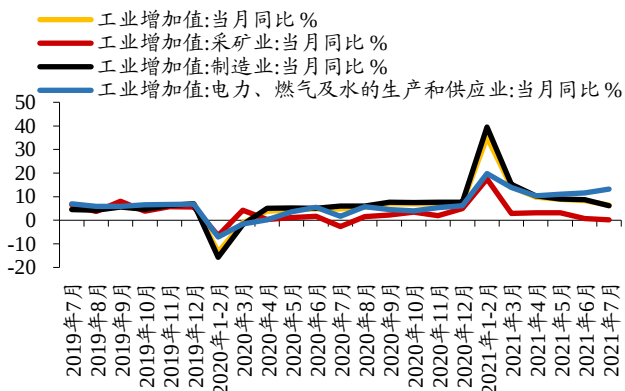
国内多地疫情对7月服务业复苏有一定负面影响，对相关制造业产业支撑作用有所减弱。7月份，全国服务业生产指数同比增长7.8%，比6月份回落3.1个百分点，较2019年两年平均增长5.6%。为应对本次疫情反弹，对社交距离依赖较大的服务业仍将受到负面影响。据文旅部要求，对出现中高风险地区的省（区、市），立即暂停旅行社及在线旅游企业经营该省（区、市）跨省团队旅游及“机票+酒店”业务。截至2021年8月4日，全国31个省（区、市）和新疆生产建设兵团暂时关闭公共图书馆256个、文化馆236个、文化站6757个。

钢铁限产、汽车缺芯等负面因素对工业生产有所冲击。第一，钢铁限产对黑色系工业生产负面影响较大。7月起唐山执行下半年限产30%的政策；7月13日，发改委环资司再次强调，扎实开展钢铁、煤炭去产能“回头看”，严防过剩产能死灰复燃。第二，汽车缺芯对汽车生产的负面冲击仍大。据中汽协数据，7月汽车产销同比分别下降15.5%和11.9%，环比分别下降4.1%和7.5%。

从分项数据上看，采矿业增加值同比增长0.2%、制造业增长6.2%、电力、热力、燃气及水生产和供应业增长13.2%，制造业有所走弱。我们主要关注的工业产品原煤（-3.3%）、汽车（-8.5%）、水泥（-6.5%）和钢材（-6.6%）下降幅度较大；发电量（9.6%）和十种有色金属（7.1%）同比增速较高。高技术制造业仍保持较强增长，例如新能源汽车、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%。

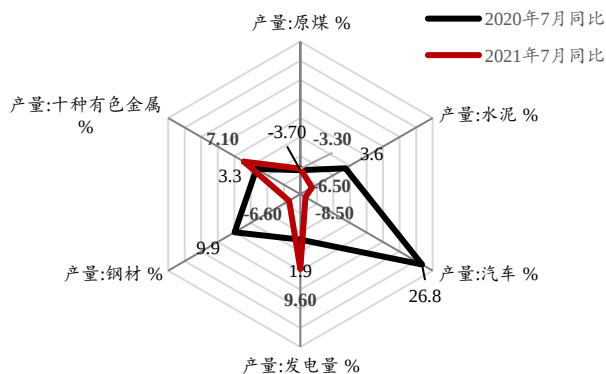
我们认为，8月由于内需景气回落，海外供需缺口逐步弥合，内外需求对工业生产的支撑将进一步走弱，叠加钢铁限产、汽车缺芯、局部疫情反复的不利影响，工业生产的下行压力将进一步显现。

图 4：工业增加值主要门类：7月同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：主要工业产品产量增速与去年同期对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

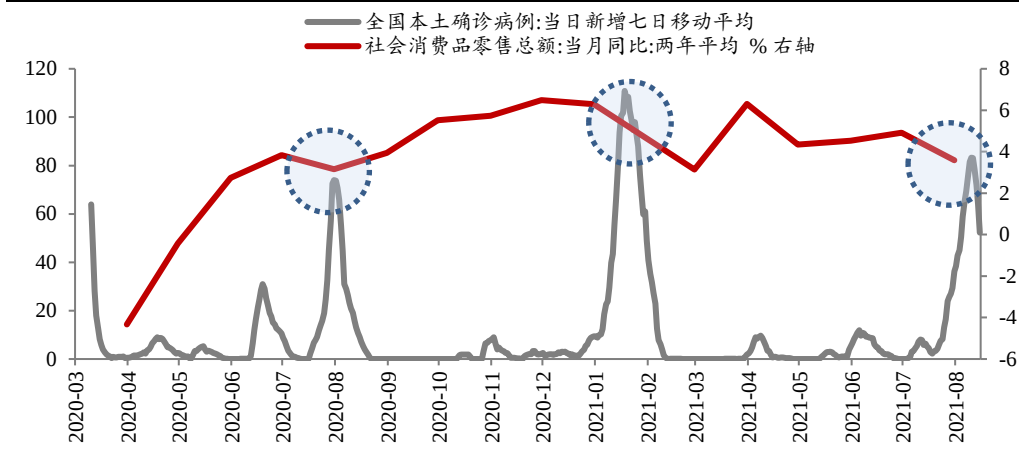
4. 汛情疫情叠加，消费修复受阻

7月社会消费品零售总额同比+8.5%，2019~2021两年复合增速3.6%，前值4.9%，低于市场预期，汛情与疫情叠加，消费修复再次受阻。

短期内极端天气频发，消费活动受到抑制。7月16日以来，河南遭遇极端强降雨，郑州、焦作、新乡等地出现大范围洪涝灾害。7月25日台风“烟花”登陆浙江，系1949年来7月登陆浙江强度最强的台风，浙江、上海、江苏、安徽、山东等地受到较大影响。上述6个省份社会消费品零售总额占全国比例合计接近40%，极端天气的影响不容小觑。

DELTA 病株再次引发全国范围内疫情抬头，防控升级不利于线下消费修复。7月20日至8月15日，南京市累计报告本土确诊病例235例，扬州市累计552例。本轮疫情感染链共涉及19省49市，中高风险地区超过100处。本轮疫情力度明显超出5月广东疫情，为防止疫情蔓延，各地防疫措施升级，密闭型消费场所关停、人员流通受限，对线下消费的复苏形成较大抑制。

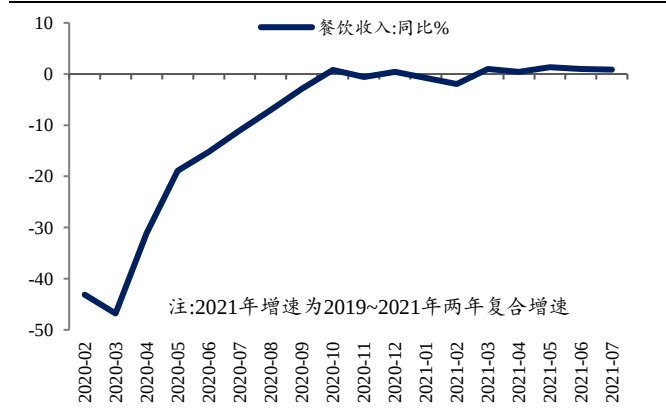
图 6：疫情反复扰动，影响消费复苏



资料来源：Wind，浙商证券研究所

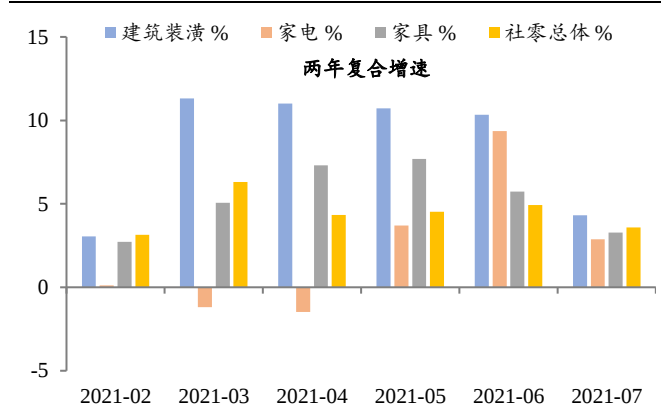
从社零分项数据来看，由于疫情再次抬头，消费分化特征有所加强。其中，高社交属性消费受疫情影响较大，餐饮、石油及制品、纺织服装鞋帽两年复合增速分别仅为0.9%、2.8%、2.4%，较前值均有所回落。必需品和“宅经济”依然有不错的表现，饮料、日用品、粮油食品和文化办公用品增速依然领先。本月地产后周期消费增速有所回落，其中建筑装潢回落最快，与汛情疫情或有一定关联。

图 7：餐饮收入增速连续 11 个月走平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：地产后周期消费增速有所回落



资料来源：Wind，浙商证券研究所

汽车消费表现一般，生产端仍受“缺芯”拖累。据乘联会披露，7月乘用车零售销量155万辆，同比下降6.8%。全球“芯片荒”仍未结束，生产端仍受拖累，通用、丰田、福特、马自达等多家汽车厂商于7月相继宣布减停产。中汽协发布数据显示，2021年7月上旬，11家重点企业汽车生产完成38.9万辆，同比下降37.5%。不过随着全球生产能力的逐渐修复，“缺芯”问题已经有所缓解。市场监管总局于8月3日宣布对涉嫌哄抬价

格的汽车芯片经销企业立案调查，后续有望改善芯片供给秩序，带动汽车消费回暖。此外，730 中共中央政治局会议特别提出支持新能源汽车加快发展，有助于拉动车市向新能源化转型的趋势。

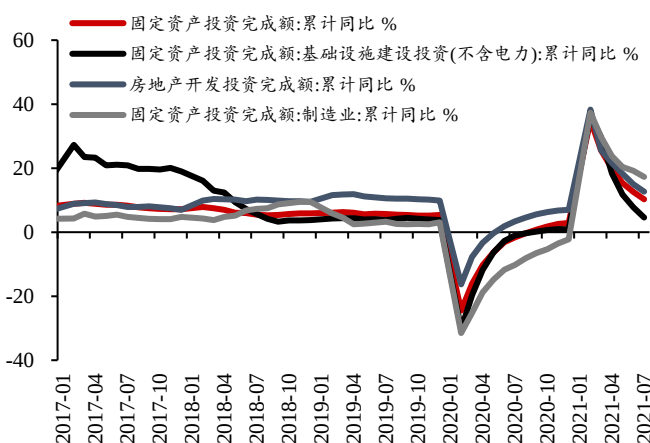
往前看，疫情复发对消费修复又形成了一定阻力。相较今年 5 月份的广东疫情而言，本轮南京 Delta 病株引发的疫情扩散更为广泛，截至 8 月 15 日，全国本地确诊数量仍在两位数，中高风险地区 140 余处。在“清零”政策导向下，目前每日新增病例已明显回落，预计月底前有望“清零”，但疫情防控措施下调的时间一般滞后 2 周，因此 9 月消费依然会受到本轮疫情的影响。

5. 1-7 月固定资产投资累计同比增速回落至 10.3%

1-7 月全国固定资产投资（不含农户）同比增长 10.3%（较前值回落 2.3 个百分点），略低于我们的预测值 11% 和市场一致预期 11.4%，两年平均增长 4.3%。其中，房地产开发投资同比增长 12.7%，较前值回落 2.3 个百分点；基础设施建设投资同比增长 4.6%，较前值回落 3.2 个百分点；制造业投资同比增长 17.3%，较前值回落 1.9 个百分点。从两年复合增速看，地产、基建、制造业分别为 8%、0.9% 和 3.1%。

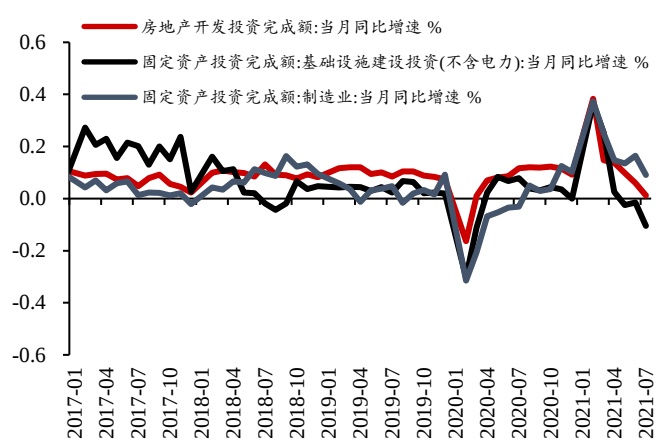
从 7 月当月同比增速看，地产、基建、制造业投资增速分别为 1.2%、-10.5% 和 9.1%，6 月分别为 6%、-1.5% 和 16.4%，三项数据均呈现一定幅度回落，尤其是基建投资，负增长幅度大幅扩大，地产投资增速也延续下行，制造业投资仍然强于基建、地产投资，但也降至 10% 下方。全年看，地产调控政策延续的情况下，投资增速大概率保持下行，基建投资增速维持低位，制造业投资环比增速自 3 月起，7 月是首次低于历史同期均值，体现出行情走弱的迹象，符合我们的预期，即需求有所走弱的情况下，制造业投资增速也将开始逐渐面临下行压力。

图 9：固定资产投资累计同比增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：固定资产投资当月同比增速（估算）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

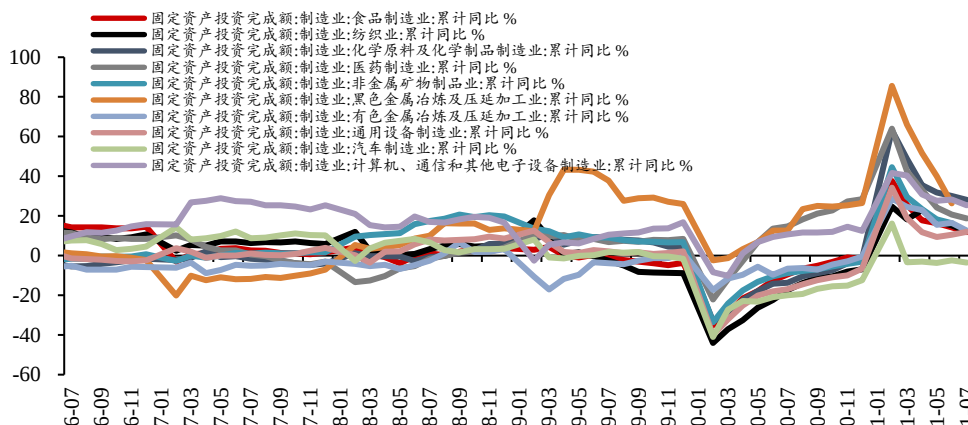
5.1. 1-7 月制造业投资累计同比增速回落至 17.3%

1-7 月制造业投资增速回落至 17.3%，较 1-6 月回落 1.9 个百分点，两年平均增长 3.1%，比 1-6 月份加快 1.1 个百分点，当月同比增速回落至 9.1%，前值为 16.4%，符合我们此前的判断“相关支撑逻辑正在逐步弱化，这意味着制造业投资增速后续或将出现边际回落压力”。制造业投资增速主要受下游需求、工业企业利润、产能利用率等基本面数据及信贷、社融等的资金面数据影响。我们认为工业品价格保持高位、企业利润稳健使得企业当前中长期资本开支意愿仍然较强，信贷资金定向支持也对制造业投资提供较强的支撑，当前制造业投资增速强于地产、基建，但后续需求走弱、盈利下行等因素影响下，制造业投资将逐渐面临回落压力。

行业结构方面，高技术制造业投资仍然表现最好，是制造业投资的主要支撑。数据显示，1-7 月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，计算机及办公设备制造业，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资同比分别增长 49.7%、46.9%、34.9%，明显高于整体制造业投资。其他传统行业中，价格较高的黑色、有色相关行业投资较强，部分中游行业开始受益于价格和盈利的传导如化工相关行业、造纸及纸制品制造业投资也表现较好，此外，需求较为稳定的设备制造业、电气机械及器材制造业及计算机通信和其他电子设备制造业也表现较强。

全年看，我们预计制造业投资将在库存小周期及资金支持的共同推动下，有相对基建、地产更强的表现，但下半年需求回落的趋势下，制造业投资增速也将开始面临下行压力。

图 11：制造业部分行业投资增速



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_25180

