

## 宏观研究报告

证券分析师

钟正生

投资咨询资格编号:S1060520090001  
邮箱  
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

研究助理

张璐

一般证券从业资格编号:S1060120100009  
邮箱 zhanglu150@pingan.com.cn

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



## 7月经济增长数据点评

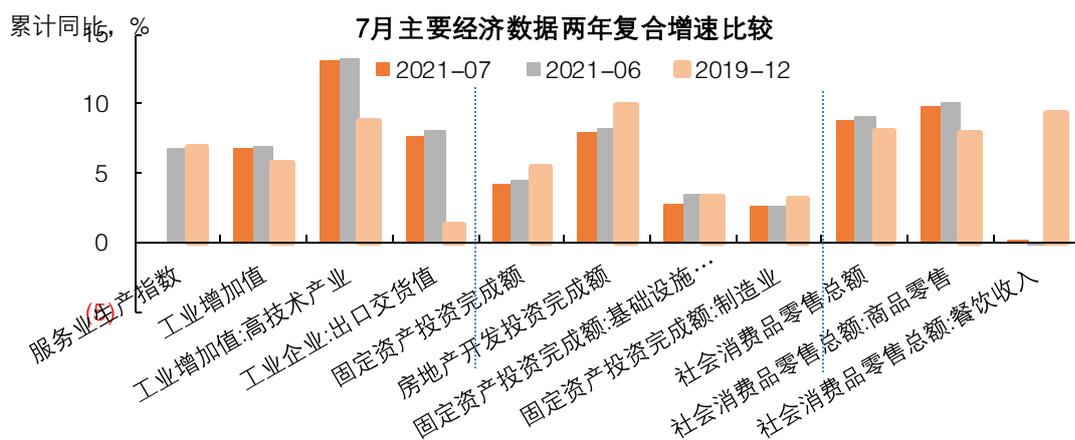
## 基建投资亟需再提速

- 7月主要经济增长数据普遍放缓，符合我们此前“方向见顶、分化收敛”的判断，也为7月30日中央政治局会议加码稳增长政策提供了最好的注解。“窗口期”已然过去，在构建新发展格局的过程中，需要更注意避免触发经济减速的连锁反应，加码财政托底的力度，把握去房地产化的节奏。后续经济的走向将更加依赖于跨周期政策的实施情况。
- 7月工业增加值两年平均增速为5.6%，较6月下滑0.9个百分点，为去年9月以来最低。从主要产品产量来看，限产相关的天然气、钢铁、水泥，“缺芯”相关的集成电路、智能手机、SUV，两年平均增速均比6月大幅下降。已公布增加值数据的17个工业行业中，只有2个的两年平均增速比上月上升，工业生产的减速具有普遍性。
- 制造业投资未能延续二季度加快复苏的态势，从前瞻指标来看三季度制造业投资增长或将进入平台期。随着出口对工业生产的拉动逐渐减弱，在大宗商品价格高位的情况下，制造业投资要再上台阶，需要政策进一步支持企业，以及在终端需求方面找到对出口的接续（也许是基建）。由此，可以更深刻地理解7月30日中央政治局会议对财政政策的部署，以及货币政策执行报告对“进一步降低融资成本”要求的延续。
- 基建投资大幅减速，可能是7月30日中央政治局会议要求“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”的重要原因。考虑到7月暴雨天气影响到基建项目施工节奏，8、9月份地方专项债势必加快发行（我们预期这两个月新增发行达到1.3万亿左右，其余1万亿留待12月发行），那么基建投资有望成为下半年稳增长的一个关键力量。
- 房地产投资从销售、开工、施工、资金来源各个层面展露出疲态。考虑到去年土地成交增幅较大，由此形成待施工项目较多，年内房地产投资仍然有望得到支持。但这依赖于三个方面的力度把握：一是，房地产销售不过度降温。需要加快释放城市放开落户、人才引进等改革潜力。二是，房地产相关融资活动不过度收缩。目前国内贷款、按揭贷款增速都已大幅放缓，如果进一步收紧形成类似2018年的紧缩环境，则不利于保持正常的房地产施工节奏。三是，土地供应方式得以理顺。1-7月土地成交恢复明显不及预期，这与“两集中”供地政策试点的调整相联系。如果下半年土地成交仍然低迷，则对明年房地产投资的增长也会施加更大压力。7月30日中央政治局会议要求“稳房价、稳地价、稳预期”，后续在房地产调控的执行力度上可能也并不强。在8月新一波疫情冲击经济的情况下，社零预计降再度放缓，不能充分承担起稳增长的拉动力量。7月各类消费品零售普遍增速放缓，尤其是房地产相关消费和衣着需求增长仍然乏力，可能还是受到疫情防控的压制（减少装修和社交）。

## 一、主要经济增长指标多数回落

以两年平均增速来看，1-7月基建投资增速降幅较大，工业增加值、出口、房地产投资、商品零售累计同比增速皆小幅回落，而制造业投资和餐饮消费累计同比继续小幅回升。除基建超预期走弱外，中国经济符合我们此前“方向见顶、分化收敛”的判断。与防疫相联系的餐饮消费相比疫情前仍有很大差距，8月国内新一波疫情波及面较广，可能对餐饮消费再度形成拖累；而严厉调控政策下，房地产投资的下行风险开始引起更多关注。

图表1 1-7月主要经济增长指标多数回落

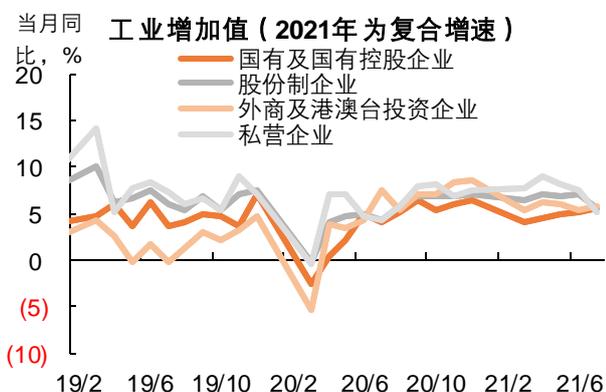


资料来源:wind, 平安证券研究所; 注: 社会消费品零售总额没有采用两年平均, 而是相比2019年的增速。

## 二、限产和缺芯对工业生产拖累明显

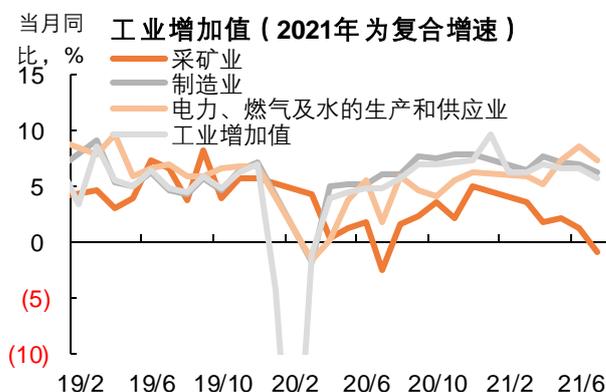
7月工业增加值两年平均增速为5.6%，较6月下滑0.9个百分点，为去年9月以来最低。分所有制看，民营企业（包括私营和股份制）工业增加值增速显著下滑，而国有企业增速持续回升，二者分化收敛。分大类行业看，采矿业增加值两年平均增速转负为-1%；电热水增加值仍属最快，但也明显回落至7.3%；制造业增加值占比最大，两年平均增速从6.9%降至6.1%。

图表2 7月民营企业工业增加值增速下滑



资料来源:wind, 平安证券研究所; 2021年为两年平均增速, 后同

图表3 7月采矿业增加值增速转负, 或主要受限产影响



资料来源:wind, 平安证券研究所

从主要产品产量来看，限产相关的天然气、钢铁、水泥产量，两年平均增速相比 6 月降幅达到 4 个百分点左右；“缺芯”相关的集成电路、智能手机、SUV 产量，降幅也在 3 个百分点上下（新能源汽车增速大幅抬升）。从已公布的分行业增加值数据来看，17 个工业行业中，只有汽车制造业和电气机械制造业增加值的两年平均增速比上月上升，工业生产的减速具有普遍性。

### 三、 固定资产投资增速大面放缓

7 月固定资产投资投资完成额当月同比的两年平均增速为 2.4%，较上月回落 2.9 个百分点。其中，基建投资从 3.9% 降至 -1.6%，制造业投资从 6% 下降至 2.8%，房地产投资从 7.2% 降至 6.4%。分产业来看，7 月第一产业固定资产投资增速进一步加快，从 12.2% 上升至 14.5%，体现出围绕乡村振兴的政策行动；第二产业和第三产业投资的两年平均增速分别回落至 2.9% 和 4.4%。

制造业投资未能延续二季度加快复苏的态势，从前瞻指标来看三季度制造业投资增长或将进入平台期。随着出口对工业生产的拉动逐渐减弱，在大宗商品价格高位的情况下，制造业投资要再上台阶，需要政策进一步支持，以及在终端需求方面找到对出口的接续（也许是基建）。由此可以更深刻地理解 7 月 30 日中央政治局会议对财政政策的部署，以及货币政策执行报告对“进一步降低融资成本”要求的延续。

图表4 7月第一产业固定资产投资快速增长



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 从前瞻指标来看，制造业投资增长面临放缓



资料来源:wind, 平安证券研究所

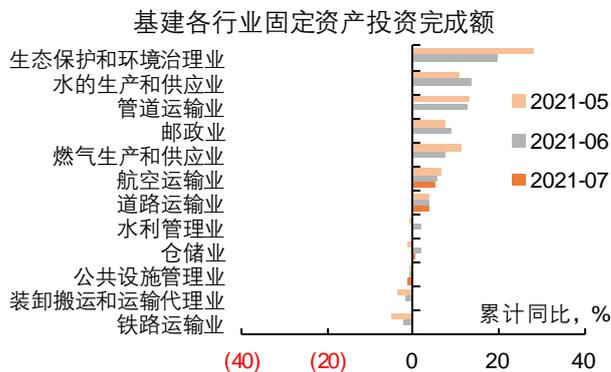
基建投资大幅减速，可能是 7 月 30 日中央政治局会议要求“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”的重要原因。从基建分行业增速情况来看，上半年增长相对较快的是生态环保、供水燃气、以及邮政业，是更贴近民生的领域；而增长的拖累主要在于铁路运输、公共设施和仓储业，体现出基建投资的方向相比过去发生转变。考虑到 7 月暴雨天气影响到基建投资节奏，8、9 月份地方专项债势必加快发行（我们预期这两个月新增发行达到 1.3 万亿左右，其余 1 万亿留待 12 月发行），那么基建投资增速下滑有望得到扭转，成为下半年稳增长的一个关键力量。

图表6 7月基建投资当月增速转负



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 上半年基建投资偏向环保和供水供热领域

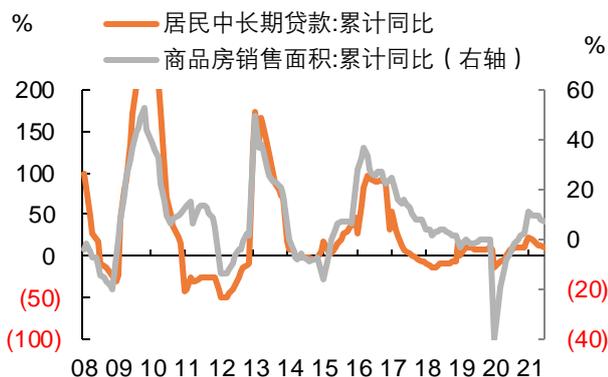


资料来源:wind, 平安证券研究所

**房地产投资展露出疲态：1、从销售来看**，7月房地产销售面积的两年平均增速从6月的4.8%进一步下滑至0.1%，而5月这一增速为9.4%。在房地产贷款利率小幅抬升、房地产按揭贷款增长放慢、多地升级房地产调控措施背景下，房地产销售显著降温。**2、从开工施工情况来看**，7月房屋新开工面积的两年平均增速降至-6.5%，创今年以来新低；房屋施工面积两年平均增速降至6%，也是年内最低；房屋竣工面积从上月高位回落至4%。从这些指标均可看出，开发商投资意愿明显放缓。**3、从资金来源看**，7月房地产开发资金来源的两年平均增速从上月的8.5%进一步快速下降至4.1%。其中，国内贷款增速再度转负，与房地产销售相关的个人按揭贷款和定金预收款增速也继续放缓，只有自筹资金（包括债券和非标融资等）增速呈现上扬，成为房企积极寻求的融资来源。在资金来源渠道明显收缩、放缓的情况下，房地产投资的韧性或被动摇。

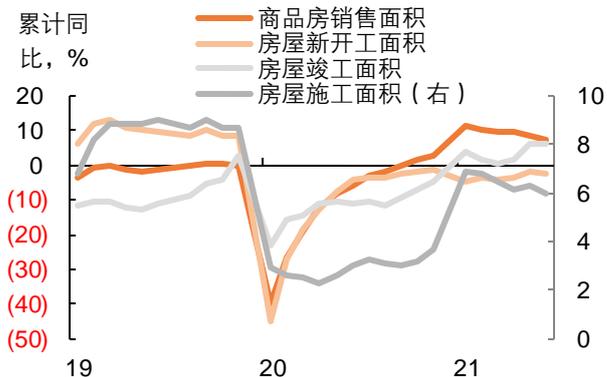
不过，考虑到去年土地成交增幅较大，由此形成待施工项目较多，年内房地产投资仍然有望得到支持。这依赖于三个方面的力度把握：**一是，房地产销售不过度降温**。对开发商而言，目前高度依赖于房地产销售回款，推盘意愿毋庸置疑；对需求端而言，则需要加快释放城市放开落户、人才引进等改革潜力。**二是，房地产相关融资活动不过度收缩**。目前房地产开发资金来源中国内贷款、按揭贷款增速都已大幅放缓，如果进一步收紧形成类似2018年的紧缩环境，则不利于保持正常的房地产施工节奏。**三是，土地供应方式得已理顺**。今年1-7月土地成交恢复明显不及预期，这与“两集中”供地政策试点的调整相联系。如果下半年土地成交仍然低迷，则对明年房地产投资的增长也会施加更大压力。7月30日中央政治局会议要求“稳房价、稳地价、稳预期”，后续在房地产调控的执行力度上可能需要有所调整。

图表8 随着按揭贷款减速, 7月房地产销售明显放缓



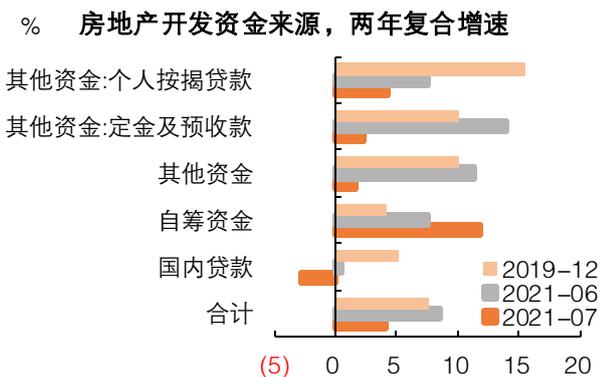
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表9 7月房屋施工面积增速创年内新低



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表10 7月房地产开发资金来源进一步减速



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表11 2018年土地供应增长后, 2019年房地产施工显著提速, 今年有望与之类似



资料来源: wind, 平安证券研究所

## 四、 房地产相关消费增长仍乏力

考虑到大部分消费不具有回补性, 去年疫情期间少增的消费大多无法在今年以双倍消费的形势补回。

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\\_25271](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_25271)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn