

经济数据回落是外生冲击还是内生趋势？

7月经济数据点评

研究结论

事件：8月16日国家统计局公布最新经济数据，7月工业增加值同比增长6.4%，前值8.3%；社会消费品零售同比增长8.5%，前值12.1%；1-7月固定资产投资累计同比增长10.3%，前值12.6%。

- 7月经济数据全面回落，工业生产、制造业投资、房地产、基建、消费和出口都呈现不同幅度下降，但是这并不能完全反映经济的内生趋势，局部地区的疫情反弹和极端天气对经济数据造成扰动。
- **生产端即使不考虑基数的影响，环比0.3%的增速为疫情复苏以来首次低于疫情前的水平，同比两年平均5.6%的增速也低于2016-2019年同期的平均值5.8%。**有几个方面的原因：一是极端天气对生产造成了不利影响；二是碳中和背景下的限产政策使得钢铁产量明显下降，上游的行业对工业增加值的拖累也更大。
- **固定资产投资结束了今年以来稳定恢复的态势，累计同比两年平均增速为4.3%，比上个月下降0.1个百分点，基建和房地产的回落幅度比较大，制造业投资当月平均增速年内首次低于前值，但结构不乏亮点。**此外，当前的固定资产投资是被高估的，固定资产投资包含量价两个维度，当前PPI居高不下，价格对固定资产投资有比较大的贡献，1-7月固定资产投资扣除价格后的两年平均增速为2.5%，比上月下降0.6个百分点。
- **消费未能延续前期持续复苏的态势，主要原因是外生冲击阻碍了消费复苏。**7月，社会消费品零售总额环比转为负增长，为-0.13%，而社会消费品零售总额环比的负增长都出现在疫情恶化的时点，包括去年1月疫情爆发初期和今年1月多地出现疫情反弹。根据统计局的描述，7月疫情反弹的江苏和受汛情影响较大的河南市场销售增速回落幅度明显大于全国平均水平，侧面印证了消费的回落主要受到外生冲击的影响。
- **经济数据下行的背景下宏观政策会做出什么样的调整？**我们认为财政的节奏已经比较清晰，8-9月将迎来一批地方债券的集中发行，预留到年底发行的额度将在明年年初形成实物资产，这也意味着今年的额度将为明年的赤字率收缩打下基础，相比年初预期，财政在今年的支持力度是比较有限的，但这也将成为未来的常态。相对来说，货币政策起到了为今年经济托底的作用，一方面全面降准已经落地，另一方面，8月16日央行续作了6000亿元MLF，虽然缩量1000亿元，但好于市场预期。

风险提示：

- 疫情反弹，影响工业生产和消费复苏；
- 货币政策超预期变动。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期

2021年08月22日

证券分析师 陈至奕

021-63325888*6044

chenzhiyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519090001

证券分析师 孙金霞

021-63325888*7590

sunjinxia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515070001

证券分析师 王仲尧

021-63325888*3267

wangzhongyao1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518050001

香港证监会牌照：BQJ932

联系人 陈玮

chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

减弱的融资需求：7月金融数据点评	2021-08-13
出口的强韧性：7月进出口数据点评	2021-08-09
服务业如期引领就业强修复：7月美国非农数据点评	2021-08-09

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

7月经济数据全面回落，工业生产、制造业投资、房地产、基建、消费和出口都呈现不同幅度下降，但是这并不能完全反映经济的内生趋势，局部地区的疫情反弹和极端天气对经济数据造成扰动。

生产端即使不考虑基数的影响，环比0.3%的增速为疫情复苏以来首次低于疫情前的水平，同比两年平均5.6%的增速也低于2016-2019年同期的平均值5.8%。有几个方面的原因：一是极端天气对生产造成了不利影响；二是碳中和背景下的限产政策使得钢铁产量明显下降，上游的行业对工业增加值值的拖累也更大。

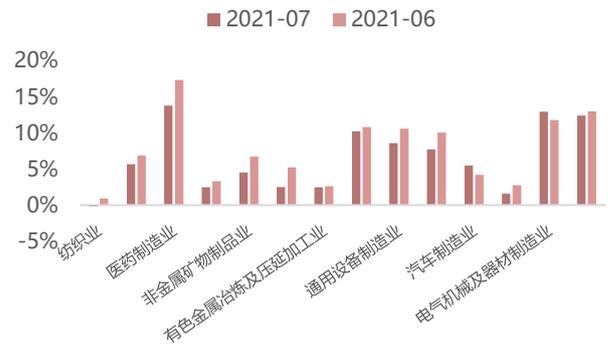
分行业来看，黑色、有色金属冶炼及压延加工业两年平均增速走弱，分别为2.5%（前值5.2%）和2.4%（前值2.6%）；汽车制造业和电气机械行业要好于前值，分别同比增长5.5%（前值4.2%）和12.9%（前值11.8%）

图 1：工业生产走弱



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：分行业工业增加值

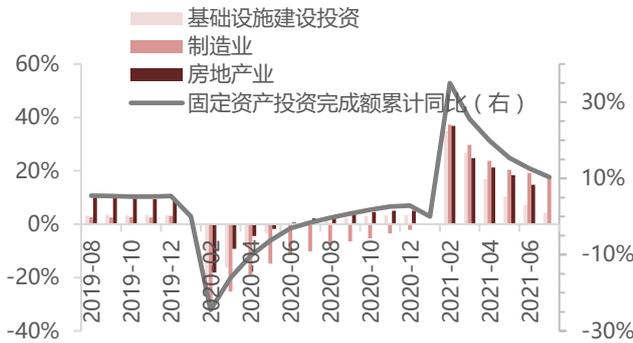


数据来源 Wind，东方证券研究所

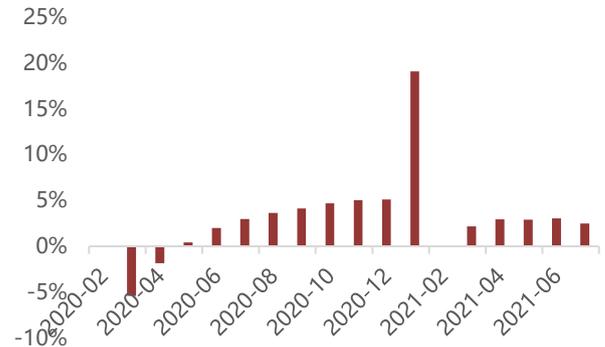
固定资产投资结束了今年以来稳定恢复的态势，累计同比两年平均增速为4.3%，比上个月下降0.1个百分点，基建和房地产的回落幅度比较大，制造业投资当月平均增速年内首次低于前值，但结构不乏亮点。而且，当前的固定资产投资是被高估的，固定资产投资包含量价两个维度，当前PPI居高不下，价格对固定资产投资有比较大的贡献，1-7月固定资产投资扣除价格后的两年平均增速为2.5%，比上月下降0.6个百分点。

基建两年平均增速比上个月下降了0.8个百分点，一方面是财政仍在蓄力，今年地方债发行的进度和财政支出的节奏都偏慢，前七个月地方专项债的发行进度仅约37%，政策对地方隐性债务也持续高压监管；另一方面多地暴雨天气可能也对施工造成了影响。

7月制造业投资两年平均增速为2.8%，比上月下降3.1个百分点，为年内首次增速掉头向下；1-7月，制造业投资两年平均增速为3.1%，比上半年加快1.1个百分点，从制造业结构来看不乏亮点。高科技产业投资增速维持高位，1-7月两年平均增速为14.2%，比上半年回落0.4个百分点；通用和专用设备制造业投资持续改善，累计同比两年平均增速分别为-3.4%（前值-4.8%）和6.1%（前值5.9%）。

图 3：制造业投资修复


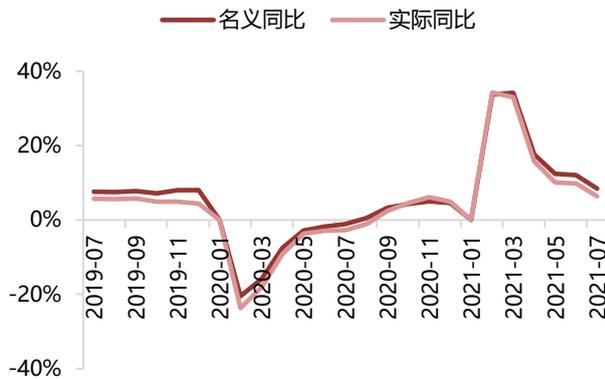
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：固定资产投资完成额实际增速（2 年平均，%）


数据来源：Wind，东方证券研究所

消费未能延续前期持续复苏的态势，主要原因是外生冲击阻碍了消费复苏。7 月，社会消费品零售总额环比转为负增长，为-0.13%，而社会消费品零售总额环比的负增长都出现在疫情恶化的时点，包括去年 1 月疫情爆发初期和今年 1 月多地出现疫情反弹。根据统计局的描述，7 月疫情反弹的江苏和受疫情影响较大的河南市场销售增速回落幅度明显大于全国平均水平，侧面映证了消费的回落主要受到外生冲击的影响。

从限额以上零售数据来看，汽车消费有所好转，7 月两年平均增速为 4.6%，比上月提升 2 个百分点；餐饮增速受疫情反弹的影响回落，7 月两年平均增速为 2.9%，比上月下降 2.8 个百分点，

图 5：消费复苏受阻


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：汽车销售反弹


数据来源：Wind，东方证券研究所

经济数据下行的背景下宏观政策会做出什么样的调整？我们认为财政的节奏已经比较清晰，8-9 月将迎来一批地方债券的集中发行，预留到年底发行的额度将在明年年初形成实物资产，这也意味着今年的额度将为明年的赤字率收缩打下基础，相比年初预期，财政在今年的支持力度是比较有限的，但这也将成为未来的常态。相对来说，货币政策起到了为今年经济托底的作用，一方面全面降准已经落地，另一方面，8 月 16 日央行续作了 6000 亿元 MLF，虽然缩量 1000 亿元，但好于市场预期。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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_25801

