



内外需疲弱，基建反弹在即



【财新网】(专栏作家 高瑞东) 8 月数据预测：社融：延续下行，信用收缩渐近尾声；通胀：PPI 高位运行，CPI 小幅回升；体：内外需疲弱，基建反弹在即；生产：继续放缓；盈利：仍向上游聚集。

一、8 月核心数据预测

8 月，疫情继续扰动经济，内需（制造业、房地产、消费）低迷，外需领先指标持续下滑。企业扩产意愿疲弱，叠加房地产调控持续收紧，社融增速进一步走低。通胀剪刀差维持高位，企业盈利持续分化。经济下行压力超预期，专项债发行小幅提速，基建领先指标逆势上行，基建投资反弹在即。

整体来看，虽然国内疫情在 8 月逐步得到有效控制，但这轮全球疫情反弹，也放大了前期阻碍经济复苏的因素，如居民收入恢复不均衡、居民担忧未来经济从而维持较高储蓄率、企业盈利分化、全球运价高企等。叠加房地产调控持续收紧，经济在本轮疫后反弹的动能也在减弱，三季度经济下行压力超预期。考虑到专项债发行节奏会平滑到四季度，货币政策宽松节奏有望进一步前置。

表 1: 8 月核心数据预测

数据口径		2020 年	2021 年					
		累计	3月	4月	5月	6月	7月	8月预测
GDP	单季度同比 (%)	2.3	18.3				7.9	
流动性	社融 存量同比 (%)	13.3	12.3	11.7	11.0	11.0	10.7	10.4
	信贷 新增 (万亿)	19.6	2.7	1.5	1.5	2.3	1.1	1.3
价格	CPI 单月同比 (%)	2.5	0.4	0.9	1.3	1.1	1.0	1.1
	PPI	-1.8	4.4	6.8	9.0	8.8	9.0	9.2
实体	固投 累计同比 (%)	2.9	25.6	19.9	15.4	12.6	10.3	8.7
	社零 单月同比 (%)	-3.9	34.2	17.7	12.4	12.1	8.5	6.9
	出口	3.6	30.6	32.3	27.9	32.2	19.3	20
生产	单月同比 (%)	2.8	14.1	9.8	8.8	8.3	6.4	6.0
盈利		4.1	92.3	57.0	36.4	20.0	16.4	12.5

资料来源: WIND, 光大证券研究所预测

二、流动性: 社融增速延续下行, 信用收缩渐近尾声

预计 8 月新增社会融资规模约 2.7 万亿元, 对应社会融资规模存量同比增速约为 10.4%, 其中, 新增人民币贷款约为 1.3 万亿元。

表内融资方面, 在政策引导下, 商业银行的信贷投放意愿依然较为强烈, 但企业信贷需求仍然呈现边际放缓态势。叠加购房政策趋严下, 居民信贷受到一定抑制, 预计 8 月表内信贷结构上仍将呈现分化状态, 居民端及企业端信贷符合季节性, 票据融资放量支撑, 8 月表内融资规模在 1.3 万亿元左右。

一则, 人民银行于 8 月 23 日召开金融机构货币信贷形势分析座谈会, 易纲在总结中强调, 要继续做好跨周期设计, 衔接好今年下半年和明年上半年信贷工作, 加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度, 增强信贷总量增长的稳定性, 保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。在政策引导下, 预计商业银行的信贷投放意愿及积极性仍将维持强劲。

二则, 地方政府专项债发行持续加速, 专项债配套项目持续推进, 将会增加配套银行信贷的需求。但是, 由于受到疫情扰动等多方面因素的影响, 我国制造业 PMI 与工业企业利润连续回落, 生产动能恢复有所放缓, 叠加内外需订单也有所回落, 预计企业信贷需求仍处于边际回落态势之中。

三则, 3 月以来, 央行等部委持续收紧房贷政策, 并逐步收紧违规流入房地产领域的信贷排查工作, 叠加部分城市已经开始上调房贷利率, 房贷政策趋紧的效果开始逐渐显现。百城住宅价格指数同比增速自 5 月以来持续收缩, 地产销售面积与销售额同比增速也呈现回落态势。预计居民信贷将会继续受到一定程度的抑制。

四则, 票据转贴现利率自今年 3 月以来总体处于回落态势, 3 个月票据转贴现利率与 SHIBOR 利差更是于 7 月下旬以来一直处于倒挂, 反映出商业银行面临较大的信贷冲量压力。虽然在银票承兑量增加, 到期量减少的背景下, 利差有所回复, 但预计 8 月表内票据融资仍有放量。

表外融资方面, 考虑到监管层面仍在持续压缩房地产等行业表外融资,

并计划于 2021 年“将行业融资类信托在去年的基础上再压缩 20%”，我们认为信托贷款收缩的趋势仍将延续。但考虑到本月银票承兑量有所增加，而到期量和贴现量均有所下行，预计新增未贴现银行承兑汇票的收缩程度将会明显收窄。综合考虑，预计 8 月表外融资规模约在-1500 亿元左右。

直接融资方面，预计 8 月政府债券净融资额约 1.0 万亿元左右，较去年同期少增约 3788 亿元；企业债券融资额初步估算约在 3524 亿元左右，较去年同期少增约 135 亿元；非金融企业境内股票融资初步估算约在 1100 亿元左右，较去年同期少增约 1282 亿元，综合考虑 8 月直接融资规模约在 14624 亿元左右。

综合考虑表内融资、表外融资、直接融资及其他融资途径后，预计 8 月新增社会融资规模约为 2.7 万亿元，对应社会融资规模存量同比增速约为 10.4%，其中新增人民贷款约为 1.3 万亿元。

三、通胀：PPI 高位运行，CPI 小幅回升

预计 8 月 CPI 同比回升至 1.1%，食品环比由负转正，非食品环比涨幅收窄。

食品方面，鲜菜价格超季节性上涨，猪肉、鲜果价格跌幅收窄。(1) 生猪供给能力持续改善，带动猪价进一步下跌，但跌幅有所收窄。8 月，36 个城市猪肉平均零售价环比回落 2.0%，上月环比下降 5.3%。(2) 8 月降雨量偏多，导致蔬菜供给减少，8 月鲜菜价格大幅上涨，28 种重点监测

蔬菜平均批发价环比上涨 11.0%，高于过去五年（2016-2020 年）环比均值 9.7%。（3）夏季鲜果供应充足，7 种重点监测水果平均批发价环比回落 3.3%。

非食品方面，受国内疫情多点散发影响，与出行相关的服务业需求走弱，8 月服务业 PMI 自上月的 52.5%大幅回落至 45.2%，其中交通、住宿、餐饮、娱乐等行业景气度均出现走弱，预计 8 月服务价格承压；8 月国内油价小幅下跌，国内汽油、柴油价格环比转负，分别为-1.6%、-1.8%，预计原材料涨价对 CPI 的影响减弱。

预计 8 月 PPI 同比再度上行至 9.2%，环比涨幅趋向收敛，但价格仍处在高位。

8 月 PMI 原材料、出厂价格指数小幅放缓至 53.4%、61.3%，指向 PPI 环比涨幅趋向收敛，但工业品价格仍在高位运行。其中，8 月以来钢铁、有色、原油价格较上月高点出现一定回落，煤炭价格涨势放缓。

伴随着需求端进一步放缓，部分工业品供给开始改善，带动供需缺口进一步弥合。一方面，疫情扰动频发，阻碍全球经济复苏进程。国内地产和出口持续承压，需求不足的现象进一步凸显。另一方面，钢铁去产能进程延续，但随着大宗商品保供稳价政策的持续推进，近期发改委积极推进煤矿用地批复，国储局将开始第三次铜铝锌储备投放，加之 OPEC+ 进入温和增产通道，铜精矿现货加工费持续回升，整体供给环境有所好转。

四、实体：内外需疲弱，基建反弹在即

地铁客运量、乘用车零售、PMI 指标进一步回落，预计 8 月社零依然疲弱，单月同比增速 6.9%。5 月、6 月，居民消费展现出超季节性的复苏态势，但是在 7 月疫情的冲击下，社零出现大幅下滑。8 月，疫情继续影响居民出行及线下消费活动，8 月服务业 PMI 录得 45.50%，比 7 月的 52.5% 进一步大幅下滑，录得疫情发生以来的最低值。8 月前三周，乘用车市场零售量同比下降 15%，比 7 月的-2%进一步下滑。8 个大城市的地铁客运量同比增速-8%，比 7 月的 16%进一步下滑。综上，预计 8 月社零单月同比增速 6.9%。

基建反弹在即，预计固定资产投资 8 月份累计增速 8.7%。虽然 8 月下半旬，全国疫情逐步得到有效控制，但是，制造业盈利恢复不均衡、内外需回落、地产调控边际收紧等因素，继续压制制造业和地产投资增速。经济下行压力超预期，专项债发行小幅提速，基建领先指标逆势上行，增速反弹在即。

1) 制造业投资：通胀剪刀差维持高位、内外需订单双双回落，环比复

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_34785

