

2021年7月中国经济数据前瞻

实体融资需求收缩

■ 核心摘要

7月中国经济的“高低脚”预计进一步收敛，体现为工业和进出口两年平均增速的放缓，以及投资和消费增速的继续恢复。通胀方面，PPI回到年内高位、CPI则有所回落。我们认为，中国经济已经过了疫后增长环比最快的时候，但在地产竣工周期和海外疫情扰动利好出口的支撑下，下半年仍能维持韧性。增长压力或在2022年上半年明显体现，考虑到制造业投资内生于企业的投资意愿、消费内生于居民的消费意愿，而基建受制于隐性债务严监管，通过这三个增长动能托底经济需要时间，这也是7月中央政治局定调要“统筹做好今明两年宏观政策衔接”、“推动今年底明年初形成实物工作量”的原因。后续财政政策将是跨周期调节的主力，货币政策保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业这些薄弱环节持续恢复。

1、工业增加值：预计当月同比增长 7.7%。7月制造业PMI生产有关分项指数全线走弱，和部分企业集中进入检修期、河南等地遭受极端暴雨、保供稳价政策执行力度不及预期、电力供应不足有关。7月30日政治局会议指出要纠正运动式“减碳”，做好大宗商品保供稳价工作，关注后续政策的落地情况。

2、固定资产投资：预计累计同比增长 11.6%。房地产施工受高温降雨影响预计有所放缓，但投资增速在竣工周期支撑下仍有韧性。7月大宗商品价格继续上涨，加之终端需求走弱，压制企业资本开支意愿，7月BCI企业投资前瞻指数回落。受高温降雨影响，建筑业PMI商务活动指数走弱，但建筑业企业对未来预期乐观，短期扰动结束后预计基建投资将延续反弹。

3、社会消费品零售总额：预计当月同比增长 11.5%。限额以上商品零售额同比的波动，主要由汽车、石油及制品这两类贡献。汽车方面，根据乘联会预测，7月狭义乘用车销量预计同比下降4.3%，降幅较上月的5.0%有所收窄。石油及制品方面，6月国内成品油价格调涨1次、调降1次，汽油月度均价同比从上月的27.5%提高到28.7%。

4、进出口：预计进口同比增长 33%、出口同比增长 23%。统计局制造业PMI进口指数3月见顶后持续回落，7月上旬和中旬的八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量同比均值为0.2%，较6月的均值4.8%明显下滑。从7月八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量的同比中枢明显高于6月来看（且非基数原因贡献），海外疫情再度扩散后，可能增加了对中国商品的进口需求。中国出口集装箱运价指数持续攀升，侧面也在说明海外对中国制造的需求仍强。

5、物价：预计CPI同比 0.9%、PPI同比 9.0%。从日度数据看，7月农产品批发价格指数见底回升，但月度均价仍环比下降1.4%，降幅较6月的4.8%明显收窄。主要农产品中，36个城市猪肉平均零售价环比下跌5.3%，蔬菜批发价环比上涨9.6%。根据制造业PMI出厂价格指数和PPI环比的相关性，估算得7月PPI同比为9.0%。

6、金融：预计6月新增信贷 1.1万亿，新增社融 1.45万亿，存量社融同比 10.9%，M2同比 8.4%。考虑到房产交易到房贷发放存在时间差，7月居民中长期贷款需求仍旺盛。从7月月末票据利率超季节性下降看，企业融资需求可能收缩，商业银行通过票据冲量。7月社融口径的政府债券+企业债券融资可能较6月下降5000亿左右。社融增速下降，加之7月是缴税大月，7月M2同比预计将从前值8.6%回落到8.4%。

图表1 2021年7月中国经济数据预测

	2020-07	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07
工业增加值 (%)	4.8	9.8	8.8	8.3	7.7
两年复合增速 (%)	4.8	6.8	6.6	6.5	6.2
固定资产投资 (累计, %)	-1.6	19.9	15.4	12.6	11.6
两年复合增速 (累计, %)	2.0	3.7	4.0	4.5	4.8
社会消费品零售总额 (%)	-1.1	17.7	12.4	12.1	11.5
两年复合增速 (%)	3.2	4.3	4.5	4.9	5.0
进口 (%)	-0.7	43.3	50.8	36.7	33.0
两年复合增速 (%)	-2.8	10.8	12.4	18.8	14.9
出口 (%)	6.8	32.3	27.8	32.2	23.0
两年复合增速 (%)	5.1	16.7	11.1	15.1	14.6
CPI (%)	2.7	0.9	1.3	1.1	0.9
PPI (%)	-2.4	6.8	9.0	8.8	9.0
新增信贷 (亿)	9927	14700	15000	21200	11000
新增社融 (亿)	16928	18503	19263	36689	14500
存量社融同比 (%)	12.9	11.7	11.0	11.0	10.9
两年复合增速 (%)	11.9	11.8	11.7	11.9	11.9
M2 (%)	10.7	8.1	8.3	8.6	8.4
两年复合增速 (%)	9.4	9.6	9.7	9.8	9.5

资料来源: Wind, 平安证券研究所

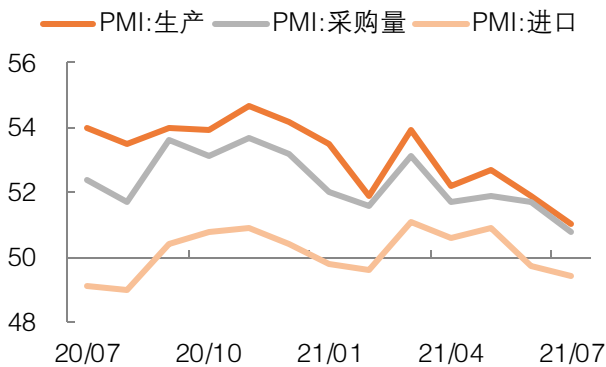
1、工业增加值：生产景气度走弱

7月工业生产景气度有所转弱。7月官方制造业 PMI 中，与生产有关的采购、进口和生产三个分项指数均较 6 月进一步回落。从高频数据来看，7 月全国高炉开工率均值为 54.9%，与 6 月相比下滑 6.6 个百分点；7 月汽车轮胎半钢胎开工率均值为 52.2%，较 6 月下滑了 4.4 个百分点；7 月石油沥青装置开工率 38.3%，和 6 月相比下降 5.2 个百分点。

工业生产之所以转弱，一是 7 月部分企业集中进入设备检修期，加之局部地区高温和爆发洪涝灾害等极端天气，对工业生产有所压制。二是重大节日后，保供稳价力度不及预期，比如 7 月多个省市明确要求 2021 年粗钢产量较 2020 年需同比下降，以及 7 月中下旬针对焦煤焦炭企业的环保检查力度加大导致双焦价格大涨等。三是 7 月南方部分省市用电负荷持续创历史新高，电力供应吃紧，广东等地对高能耗企业拉闸限电，拖累工业生产。四是 7 月上游大宗商品继续涨价，中下游企业的生产环境恶化，7 月大型制造业企业 PMI 和前值持平，而中、小型制造业企业 PMI 分别环比下降 0.8 和 1.3，加之终端需求呈放缓之势，企业生产意愿下降。

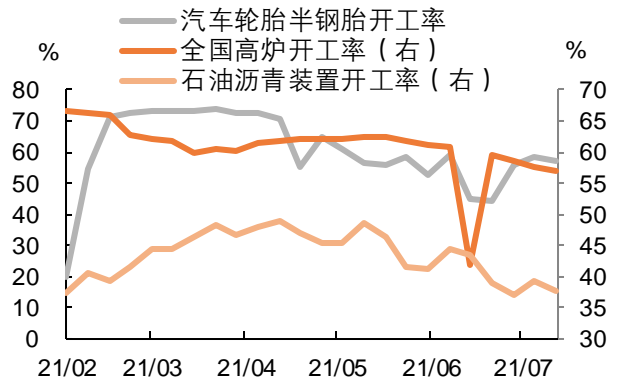
利用工业增加值定基指数环比的季节性规律，结合 7 月工业生产的实际情况，估算 7 月工业增加值同比为 7.7%。

图表2 7月官方制造业PMI生产相关指标全线走弱



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 7月全国高炉、汽车轮胎半钢胎、石油沥青装置的开工率均环比回落

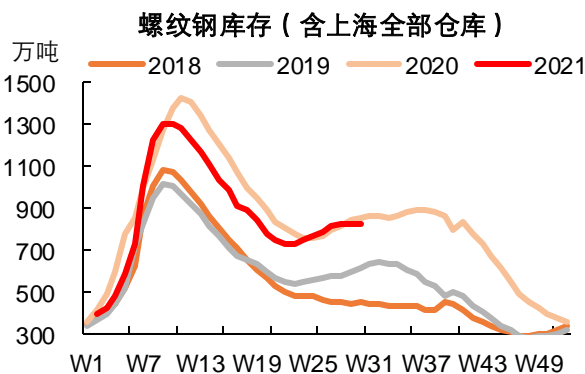


资料来源:wind, 平安证券研究所

2、固定资产投资：极端降雨拖累基建投资

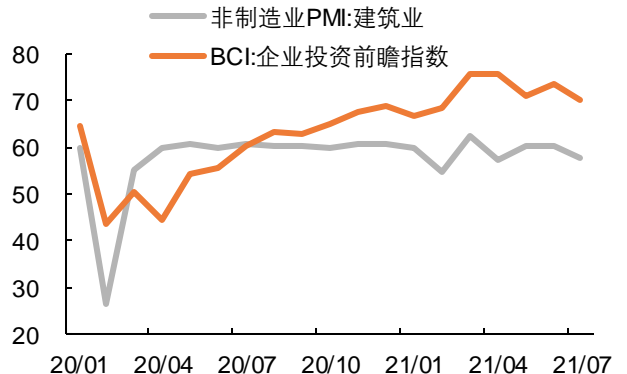
基于固定资产投资单月环比的季节性规律，结合今年地产投资下行，而制造业和基建处于回升阶段的实际，测算得今年前7个月固定资产投资累计增速为11.6%。房地产投资方面，7月30大中城市商品房成交面积1730万平方米，两年复合增速从6月的4.1%下滑到3.4%。地产高压调控下，部分热点城市房贷额度紧张，审批周期延长，上海还上调了房贷利率，这些均给房产销售带来压制。此外，在生产受限的情况下，7月螺纹钢库存持续处于高位，或意味着7月房地产施工受高温降雨影响有所放缓。不过，由于地产竣工处于上行期（我们预测2022年2季度见顶），房地产投资短期仍有韧性。制造业投资方面，从领先指标工业企业总资产增速来看，7月制造业投资增长或略有放缓。尽管产能利用率处于高位，企业有扩大资本开支的诉求，但因上游大宗商品继续涨价、需求见顶回落，我们认为后续制造业投资增速或将延续缓慢抬升之势。7月BCI企业投资前瞻指数从前值73.6下滑到69.9，也表明制造业企业资本开支面临着诸多掣肘。基建方面，受河南等地遭受极端暴雨影响，7月建筑业PMI商务活动指数从前值60.1下滑到57.5，但建筑业PMI业务活动预期指数从63.2回升到64.0。上半年的中长期信贷已向基建倾斜，6月财政支出也开始在边际上向基建领域转移，7月政治局会议强调要在今年底明年初形成实物工作量，我们认为基建投资增速在异常天气的扰动后，将继续回升。

图表4 7月螺纹钢生产受限，但库存持续处于高位



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 7月BCI企业投资前瞻指数和建筑业PMI回落

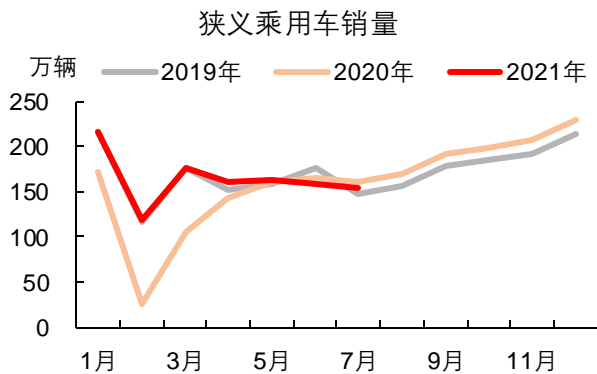


资料来源:wind, 平安证券研究所

3、社会消费品零售总额：乘用车销量同比降幅收窄

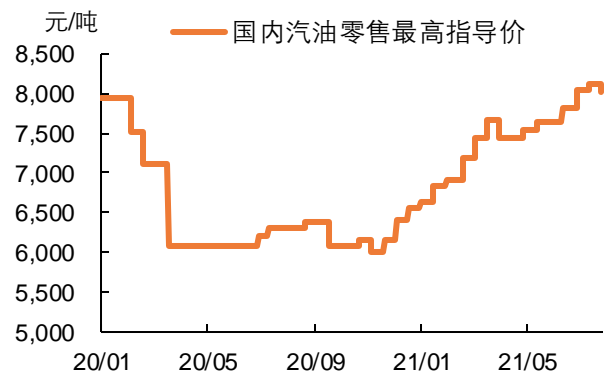
结合社零环比的季节性规律和今年实际情况，估算 7 月社会消费品零售总额同比增长 11.5%。限额以上商品零售额同比的波动主要由汽车、石油及制品这两类贡献。汽车方面，据乘联会预测，7 月狭义乘用车销量预计为 153.0 万辆左右，同比下降 4.3%，较 6 月的同比降幅 5.0% 有所好转。汽车“缺芯”的问题虽得到一定缓解，但它对生产和零售的压制仍在，乘联会预计到 9 月汽车芯片短缺的问题才能得到基本解决。石油及制品方面，7 月国际油价波动较大，国内成品油价格调涨 1 次、调降 1 次，全国汽油月度均价为 8076.8 元/吨，月度均价同比从前值 27.5% 提高到 28.7%，因此预计 7 月限额以上企业石油及制品的零售总额增速将有所回升。

图表6 7月狭义乘用车销量继续同比负增长



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 7月成品油价格调涨1次、调降1次



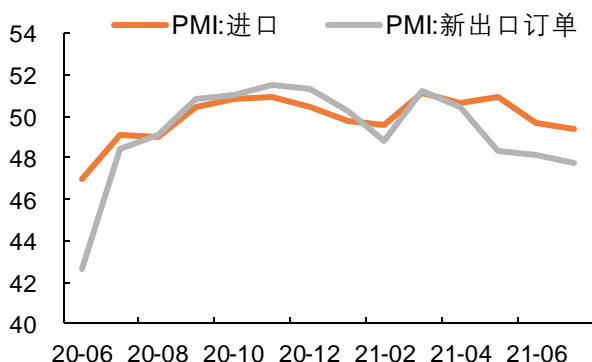
资料来源:wind, 平安证券研究所

4、进出口：出口仍有强韧性

在季调环比均值的基础上，结合 7 月进口和出口的景气程度，测算得 7 月中国进口和出口同比增速分别为 33%、23%。

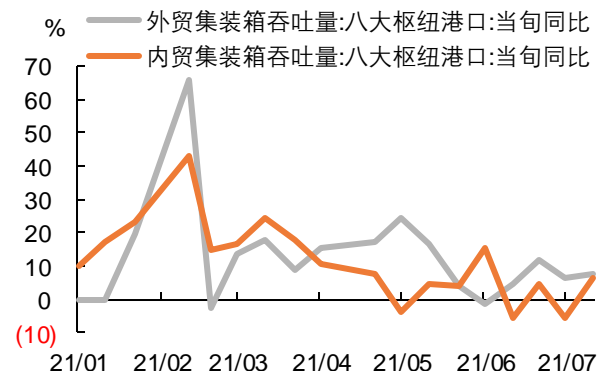
进口方面，统计局制造业 PMI 进口指数于 3 月见顶，4-7 月整体延续回落，考虑到时滞后，新签进口订单减少，预计将在 7 月的进口数据上体现出来。7 月上旬和中旬的八大枢纽港口内贸集装箱吞吐量同比均值为 0.2%，较 6 月上、中、下旬的均值 4.8% 明显下滑。**出口方面**，今年 4-7 月统计局 PMI 新出口订单指数同样持续下滑，出口交货值两年平均增速也已下降 2 个月。不过从 7 月八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量的同比中枢高于 6 月来看（且非基数原因贡献），海外疫情再度扩散后，可能增加了对中国商品的进口需求。中国出口集装箱运价指数持续攀升，侧面也在说明海外对中国制造的需求仍强。

图表8 统计局制造业 PMI 的进口和新出口的分项指数，3 月见顶后整体在持续下滑



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表9 7月八大枢纽港口内、外贸集装箱吞吐量的同比走势分化



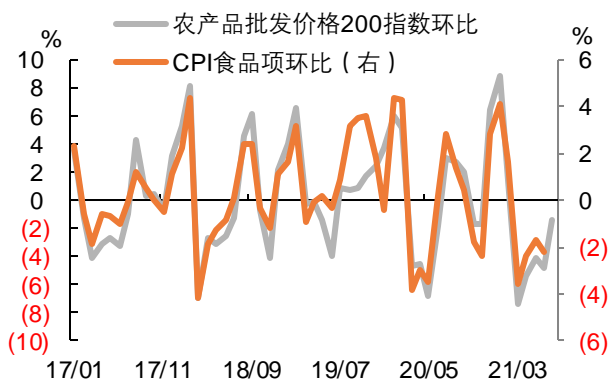
资料来源:wind, 平安证券研究所

5、物价：农产品价格见底回升

通过高频数据和环比均值相结合的方法，测算得 7 月 CPI 同比为 0.9%。食品方面，7 月上旬农产品批发价格指数见底回升，但月度均值仍环比下降 1.4%，降幅较 6 月的 4.8% 明显收窄。其中，36 个城市猪肉平均零售价从月初的 17.6 元/斤，缓慢下降到月末的 17.3 元/斤，月度均价环比下跌 5.3%。虽有启动猪肉临时收储、生猪养殖大省河南遭受洪灾的影响，但猪肉下跌的趋势并未扭转。7 月 28 种重点蔬菜批发价整体上涨，除季节性因素外，也和河南洪灾影响蔬菜种植、运输有关。月度均价为 4.57 元/公斤，环比上涨 9.6%。非食品方面，7 月国内成品油分别调涨 1 次、调降 1 次，统计局制造业 PMI 出厂价格指数也继续回升，7 月工业消费品或面临涨价压力。

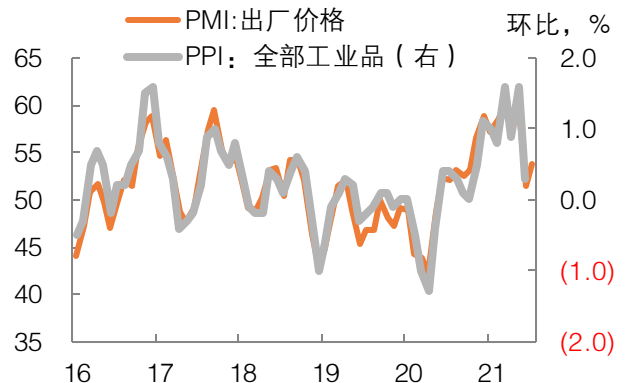
预计 7 月 PPI 同比为 9.0%。2016 年以来的数据显示，PPI 环比和制造业 PMI 出厂价格指数有很强同步性，两者拟合效果较好。7 月官方制造业 PMI 出厂价格指数为 53.8，使用环比累乘法可计算得 7 月 PPI 同比为 9.0%。

图表 10 7 月农产品批发价格跌幅有所收窄



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表 11 7 月制造业 PMI 出厂价格指数小幅回升



资料来源:wind, 平安证券研究所

6、金融：实体融资需求收缩

预计 6 月新增信贷 1.1 万亿，新增社融 1.45 万亿，存量社融同比 10.9%，M2 同比 8.4%。

先看信贷。居民贷款方面，今年 3-6 月单月的商品房销售额两年平均增速分别为 16.2%、12.2%、15.8% 和 8.8%，调控收紧对房地产销售的影响开始体现。不过由于房贷审批周期延长，7 月新发放的住房抵押贷款，可能是 3-5 月签约的房产交易，加之下半年首月可能有新的贷款额度分配，7 月新增居民中长期贷款明显超季节性下滑的概率不大。企业贷款方面，上游大宗商品继续涨价，而终端需求见顶回落，企业资本开支的意愿受到压制。7 月票据利率超季节性下降，1 个月期的国股银行转贴现利率一度到了 0.2% 的历史低位，或表明实体融资需求有所收缩，尤其是中长期贷款需求，银

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_24776



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn