

周度经济观察

——需求收缩的信号确认

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2021年8月17日

内容提要

7月经济数据普遍下行、中下游价格偏弱，这一组合反映出总需求正在收缩，这也与同期加速下滑的社融数据、大幅扩张的贸易盈余数据互相验证。

下半年在居民消费倾向和企业投资意愿受到抑制的背景下，基建的发力或将难以对冲房地产投资和出口的走弱，宏观经济整体下行的压力仍然较大。

央行略超预期的MLF续作或许暗示政策当局希望呵护流动性环境，因此地方债的发行对债券市场的影响可能有限。中期之内经济基本面的走弱、以及流动性的宽松将推动收益率中枢下行。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

3 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

一、需求加速收缩

7月规模以上企业工业增加值同比增速 6.4%，两年复合增速 5.6%，较上月大幅回落 0.9 个百分点。服务业生产指数增速也回落 0.9 个百分点至 5.6%，经济各分项全面走弱。

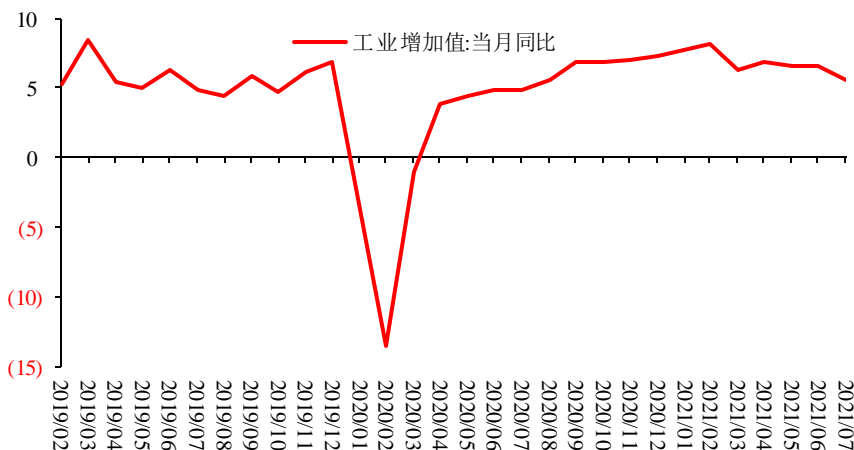
从已经公布的行业数据来看，黑色金属冶炼及压延加工业、非金属矿物制品、化学原料及化学制品制造业回落幅度较大，反映了环保限产对上游行业的影响；此外，医药、专用设备、通用设备等中下游也普遍表现偏弱。

物量数据的表现与上游工业数据类似，原煤、焦炭、粗钢、水泥同比增速持续下行，发电量大幅回落。

价格层面，PPI 环比的上行主要集中在煤炭、石油、化工等上游行业，而中下游价格整体表现偏弱。

结合量价数据来看，环保限产政策可能对上游工业生产活动形成了抑制，经济整体的需求处于收缩的过程之中，这与投资、消费以及出口的回落表现一致。

图1：工业增加值当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券

注：2021 年为两年几何平均

7月固定资产投资两年复合同比增速3.6%，较4月回落1.5个百分点。其中房地产投资延续此前小幅下行的态势，基建和制造业投资下滑幅度较大。

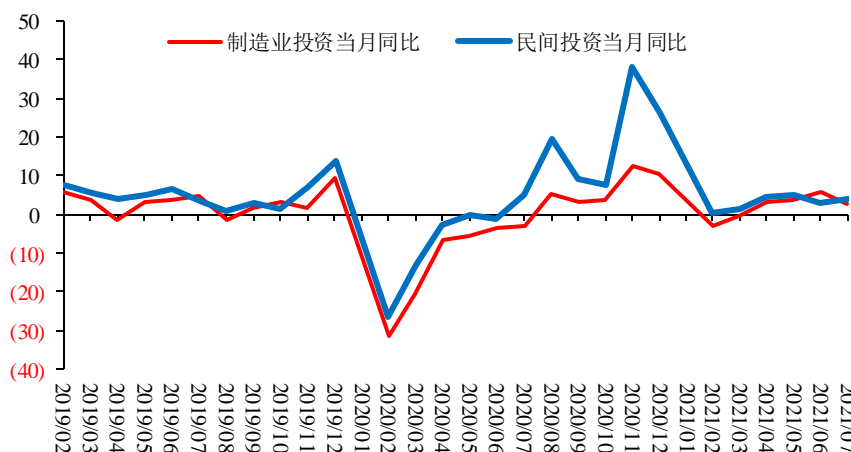
7月基建投资（含电力）两年复合同比增速-1.6%，较6月大幅回落5.5个百分点。持续偏低的基建增速与缓慢的地方债发行，反映出地方政府加杠杆进行基建投资的意愿较弱，也正是在这一背景下，7月中央政治局会议督促地方政府加快地方债的发行和使用，我们预计基建投资下半年有望温和反弹。

7月制造业投资两年复合同比增速2.8%，较上月大幅回落3.2个百分点。

根据已经公布的行业数据，医药制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业，汽车制造业等下游行业投资跌幅较大，这与下游偏弱的生产和需求互相印证。上游行业投资存在分化，有色金属冶炼及压延加工出现明显抬升，而化学原料及化学制品投资高位回落。

制造业投资的回落、企业中长期贷款增速的下滑均与企业的投资意愿走弱有关，尽管企业投资意愿的走弱有短期疫情的扰动，但中期之内由疫情导致的投资意愿下滑或将延续，这意味制造业投资下半年将低位波动。

图2：制造业投资和民间投资当月同比，%



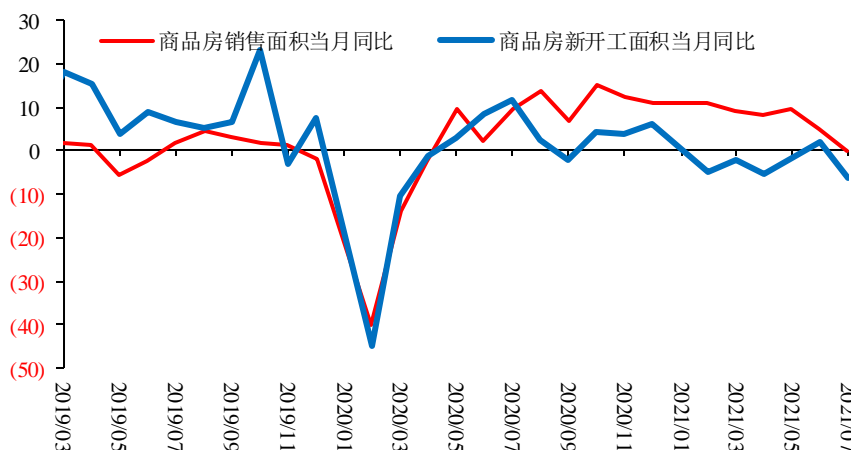
数据来源：Wind，安信证券

注：2021年为两年几何平均

7月房地产投资两年复合同比增速6.3%，较上月小幅回落0.9个百分点。与此同时，地产销售两年复合同比增速-0.1%，较上月大幅回落5个百分点；新开工面积同比增速-6.2%，较上月下降8.3个百分点。商品房销售的下滑主要源于地产调控政策趋严，北京、上海、深圳、合肥、西安等一二线城市持续出台调控政策。受此影响，全国70个大中城市的新房和二手房价格环比增速均出现回落，这一政策的影响未来有望延续。

往后看，在针对开发商和购房者调控政策加码的背景下，今年下半年房地产投资增速有望趋势下行，这一过程将对宏观经济产生持续拖累。

图3: 商品房销售与新开工同比当月同比, %



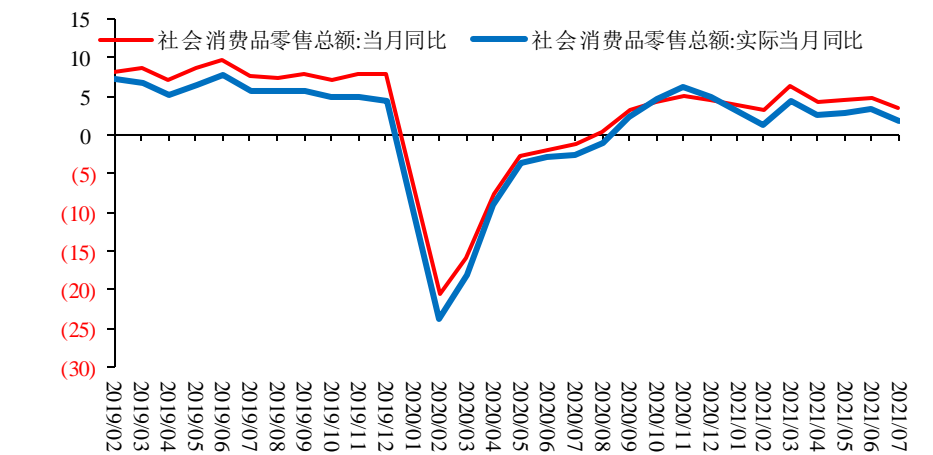
数据来源: Wind, 安信证券

注: 2021年为两年几何平均

7月社会消费品零售两年复合增速3.6%，较上月回落1.3个百分点。分品类看，体育文娱、通讯器材、化妆品等可选消费品回落幅度较大，这可能与疫情扩散有关，其他消费品类也普遍出现下滑。

消费增速的下滑短期之内可能受到疫情、极端天气的影响，但消费倾向的下沉或许是影响消费增长中枢的关键变量，这一影响看起来在下半年难以消退，进而使得消费增速在4%左右的中枢长期波动。

图4：社会消费品零售当月实际和名义同比，%



数据来源：Wind，安信证券

注：2021年为两年几何平均

合并而言，经济需求层面的下滑在7月经济各分项上得到确认，这也与同期加速下滑的社融、大幅扩张的贸易盈余数据互相验证。往后看，尽管疫情的控制短期有助于推动消费和投资的恢复，但考虑到预防性储蓄的存在，消费和制造业投资最终稳定的中枢水平将显著低于疫情之前，与此同时基建的发力相对温和、房地产投资和出口趋于走弱，下半年经济下行的压力仍然较大。

二、债券发行对流动性的冲击偏短期

上周权益市场小幅上行，板块之间出现分化明显。金融和周期板块涨幅靠前，稳定和消费表现居中，而成长板块偏弱。

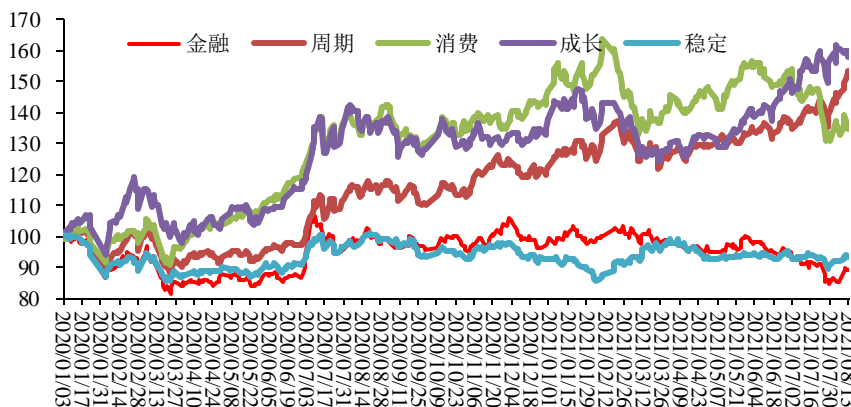
在本周一公布的经济数据全面走弱、宽松预期升温的背景下，成长板块的表现仍然较弱，反映出市场已经充分吸收了经济基本面和货币政策变化的影响。在风险偏好偏低的情况下，权益市场表现出指数中枢波动，板块轮动的特点。

此外，成长板块短期的调整可能也与近期地方债加速发行、流动性边际收紧有关，这一影响在债券市场上已经有明显体现。

近期供地政策的调整推动房地产板块走强，但房地产行业债务的出清看起来尚未结束，其指数的趋势反转或许仍需等待，银行业的情况可能类似。

总体而言，在经济下行、流动性环境相对宽松的背景下，地方债供应对流动性的冲击偏短期，权益市场有望震荡向上。

图5：各风格指数



数据来源：Wind，安信证券

上周 DR001 和 DR007 分别在 1.9%、2.1% 附近波动，银行间市场流动性维持中性偏松格局。而地方债的加速发行推动债券市场收益率普遍上行，1 年期和 10 年期国债收益率均上行 7 个 BP。

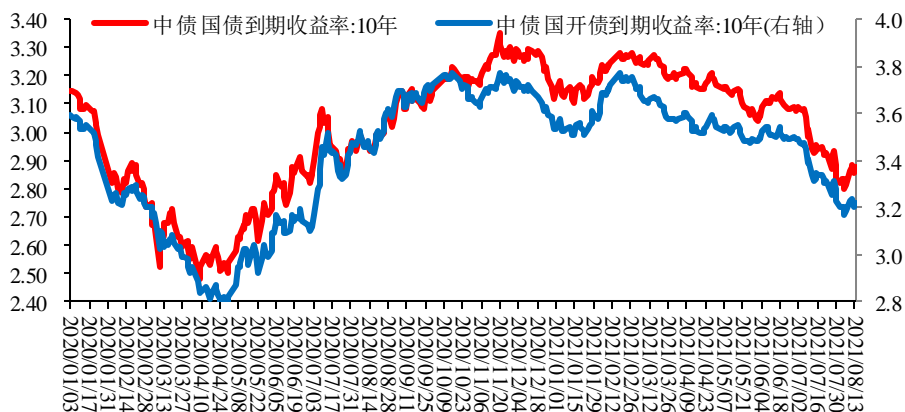
8 月 16 日，央行进行 6000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，表示“一部分资金将被金融机构用于归还到期的 MLF”，此次 MLF 投放金额略超市场预期，反映出央行对流动性的态度总体积极。

在经济数据明显走弱、MLF 投放略超预期的情况下，债券市场收益率窄幅波动，表明债券收益率已经充分吸收了经济基本面的变化。

当前债券市场除了担心地方债发行对流动性冲击以外，还关心地方债的使用最终对经济基本面的支撑力度。我们倾向于认为地方债的发行对流动性影响偏短

期，且央行会做及时对冲，而基建投资的发力难以改变经济下行的趋势。往后看，中期之内经济基本面的走弱以及流动性宽松将推动收益率中枢下行。

图6：10年期国债和国开债到期收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

三、海外市场风险偏好提升

美国7月PPI同比7.8%（预期7.2%），为2010年11月以来的最大增幅；环比1%（预期0.6%），与上月持平。

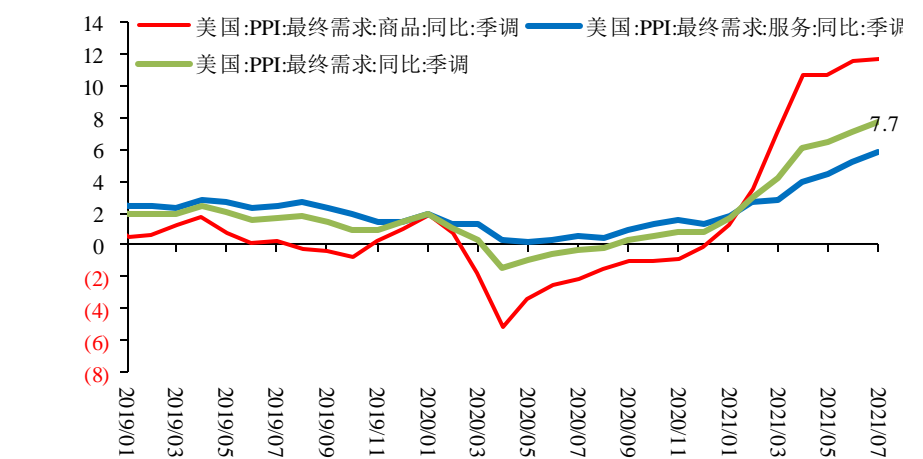
在最终需求方面，服务价格上行幅度增大，环比1.1%（前值0.8%），为2010年记录该数据以来的最大值，贡献了整体PPI环比增长的四分之三。从细分项表现来看，贸易服务价格的上升（环比1.7%）贡献较大，航空客运、医院门诊、旅客住宿等分项价格也皆有上升。

商品价格环比0.6%，较上月下滑0.6个百分点，连续2个月回落。其中，能源价格环比2.6%，食品价格环比则为-2.1%；住宅、电力和木材的价格随着房地产市场的降温而略有下降。

在中间需求方面，加工品价格环比1.7%，较大的涨幅主要来自加工材料价格环比上涨1.6%。

尽管美国 7 月 PPI 表现超出市场预期，但市场对此反应平淡。除了此前 CPI 略低于预期的因素以外，相对于通胀而言，当下的市场参与者更加关注就业数据对美联储货币政策的影响，因而整体对通胀数据的反应趋于弱化。

图7: 美国:PPI:最终需求:同比(季调, %)



数据来源: Wind, 安信证券

随着疫情逐步缓解以及劳动力市场持续复苏，美国各州的补贴政策相继退出。面对二季度美国经济增长低于预期的表现，以及基础设施整体较为陈旧的局面，美国财政政策的重点正在从保障居民收入转向扩大基建投资。

近日美国参议院通过了拜登政府提出的一万亿美元基础设施议案，其中新增支出的规模已从年初的 9820 亿美元缩减至 5500 亿美元，主要用于修建完善道路

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_25307

