

需求不足减缓经济恢复进程

核心观点：

1. 全球主要经济体疫情恶化；
2. 世界经济恢复减速；
3. 美联储 Taper 时点正在临近；
4. 美国政府债台高筑影响财政支出；
5. 制造业 PMI 扩张继续放缓态势；
6. 工业生产下滑加快；
7. 固定资产投资保持温和增长；
8. 房地产行业景气度下降；
9. 消费复苏动能减弱；
10. 出口增速放缓，进口景气下滑；
11. 价格剪刀差逼近拐点；
12. 就业形势平稳下结构性问题犹在；
13. 人民币汇率双向波动中阶段性小幅贬值；
14. 信贷和社融规模环比反弹。

研究团队

连平 首席经济学家兼研究院院长
刘涛 副院长
邓志超 秘书长
马泓 资深研究员
罗奂劼 高级研究员
王好 高级研究员
常冉 高级研究员
许珂 研究员
董澄溪 研究员



相关数据预测表：

指标名称	6月	7月	8月(F)	9月(F)
PMI: 当月环比(%)	50.9	50.4	50.1	↑
工业增加值: 当期同比(%)	8.3	6.4	5.8	↓
固定资产投资: 累计同比(%)	12.6	10.3	9.0	↓
基建投资: 累计同比(%)	7.8	4.6	4.0	↓
房地产投资: 累计同比(%)	15	12.7	11.1	9.7
制造业: 累计同比(%)	19.2	17.3	15.0	↓
消费零售: 当月同比(%)	12.1	8.5	7.0	↓
CPI: 当月同比(%)	1.1	1	1	1.1
PPI: 当月同比(%)	8.8	9	8.7	8
失业率(%)	5.0	5.1	5.0	↓
出口金额: 当月同比(%)	32.2	19.3	15.0	↓
进口金额: 当月同比(%)	36.8	28.2	22.0	↓
美元兑人民币汇率	6.42	6.47	6.48	↑
社会融资规模存量同比(%)	11.0	10.7	10.1	↑
人民币贷款存量同比(%)	12.3	12.3	12.2	↓
M2: 余额同比(%)	8.6	8.3	8.4	—

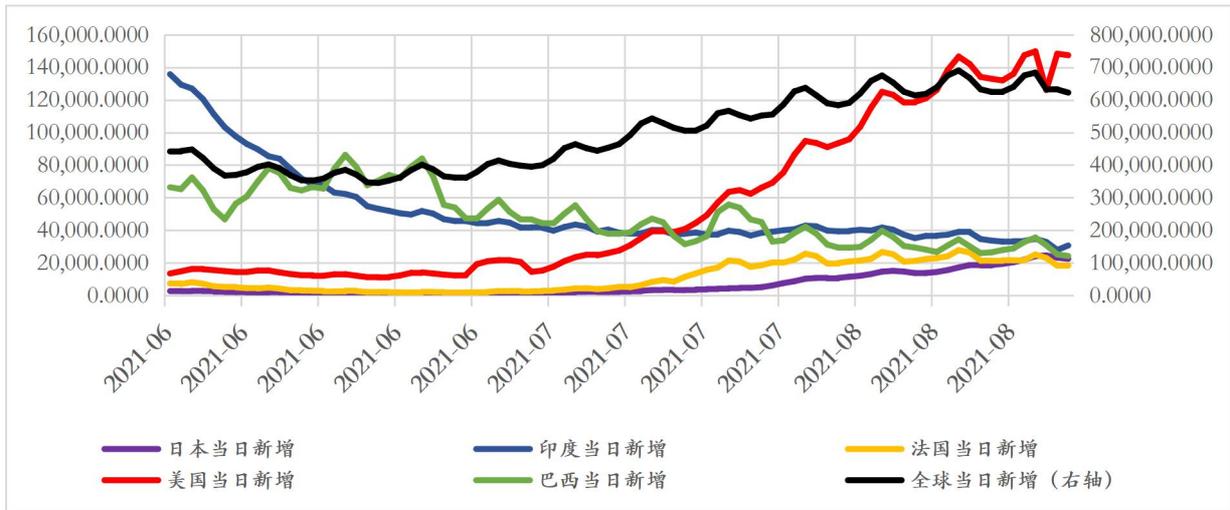
*固定资产投资、消费零售全年预测为累计同比增长，其余为当月同比。

1. 全球主要经济体疫情恶化

6月下旬开始，受德尔塔变异病毒侵害，全球疫情反复进一步恶化，至8月初已连续多日每日新增病例超60万。与前一时期新增病例主要来自印度、巴西等发展中经济体不同，本轮疫情反复主要集中爆发在美、法、日等发达经济体。截止至8月22日，美国当日新增新冠病例数达到14.8万例，相较于6月平均当日新增病例1.38万例大幅增多。日本自7月初开始每日新增病例数也直线飙升，从6月最低时每日新增不超过1500例，到东京奥运会结束时已在每日新增超2万例高位徘徊。法国也出现类似情形，6月底法国疫情曾一度得到较好控制，每日新增病例数最低时仅1700例，但近期已快速上升至每日新增2万例左右。相对而言，印度、巴西的疫情有趋于平缓的态势，每日新增病例数自6月下旬开始出现明显下滑。全球疫情迟迟得不到控制，使得未来一个时期，世界经济恢复脚步放缓。

图表 1：全球及主要经济体每日新增新冠疫情病例数

单位：例



数据来源：Wind，植信投资研究院。

注：图中为 5 日中心平均数。

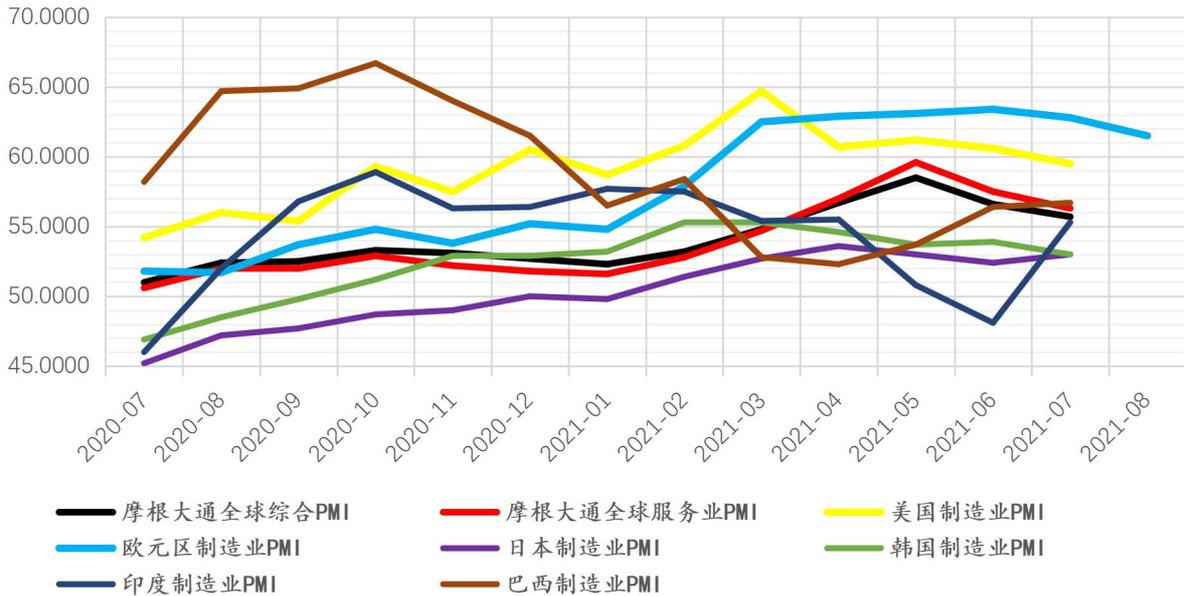
2. 世界经济恢复减速

受疫情反复影响，世界经济恢复动能有所减弱。摩根大通全球综合 PMI 显示，虽然近期指数仍位于荣枯线上，但已连续两个月下降，由 5 月高点的 58.5 下降至 6 月 56.6，再降至 7 月的 55.7，8 月大概率维持下降态势。同时，全球服务业恢复也有放缓迹象，5 月摩根大通全球服务业 PMI 指数达到历史新高 59.6，但 6 月下滑至 57.5，七月进一步下滑至 56.3，考虑到疫情对服务业恢复的抑制作用，8 月全球服务业恢复仍有下滑压力。主要经济体恢复情况与上述疫情反复情况较为一致，发达经济体除日本外，经济恢复都出现减弱态势，从制造业指数来看，美国连续 2 个月下滑，从 5 月的 61.2 下降至 6 月的 60.6，再降至 59.5；欧元区也出现下滑，由 6 月的 63.4 降至 7 月的 62.8，再降至 61.5；日本则出现小幅回升，从 6 月的 52.4 上升至 7 月的 53；印度、巴

西有所回升，分别从6月的48.1和56.4上升至7月的55.3和56.7，特别是印度在疫情稳定后上升幅度较大。

主要经济体维持积极宽松的宏观政策，个别经济体因通胀压力和美联储收紧预期加息。8月初，美国参议院通过5500亿美元基建法案，相较于最初的2.3万亿美元，缩水幅度较大。但随后，参议院批准3.5万亿美元预算决议。整体来看，拜登的一揽子财政刺激计划中，总量基本保持不变，但增加医疗支出，调减部分制造业投资支出、交运投资支出。美联储主席在杰克逊霍尔年会上表态鸽派，认为通胀是临时性的，加息依然遥远，但同时表示可能于年内开启Taper。8月，欧盟委员会宣布将追加4100万欧元人道主义资金，用于应对疫情的反复。欧元区7月通胀为2.2%，环比有所上升，欧央行认为通胀率将会进一步上行，但认为通胀上行由临时性因素造成，同时考虑到欧元区经济恢复依然面临较大不确定性，欧央行将继续维持鸽派。8月初，巴西央行加息100个BP，这是巴西央行今年来第四次加息，巴西央行加息主要为应对国内通胀，6月巴西通胀率达到8.35%，预计未来一个时期，巴西央行仍有加息的可能。8月26日韩国央行决定，将现行的0.5%基准利率上浮0.25个百分点，调至0.75%，韩国央行加息主要为应对国内资产价格过热和预防美联储提前开始Taper。

图表 2：全球及主要经济体 PMI 指数



数据来源：Wind，植信投资研究院。

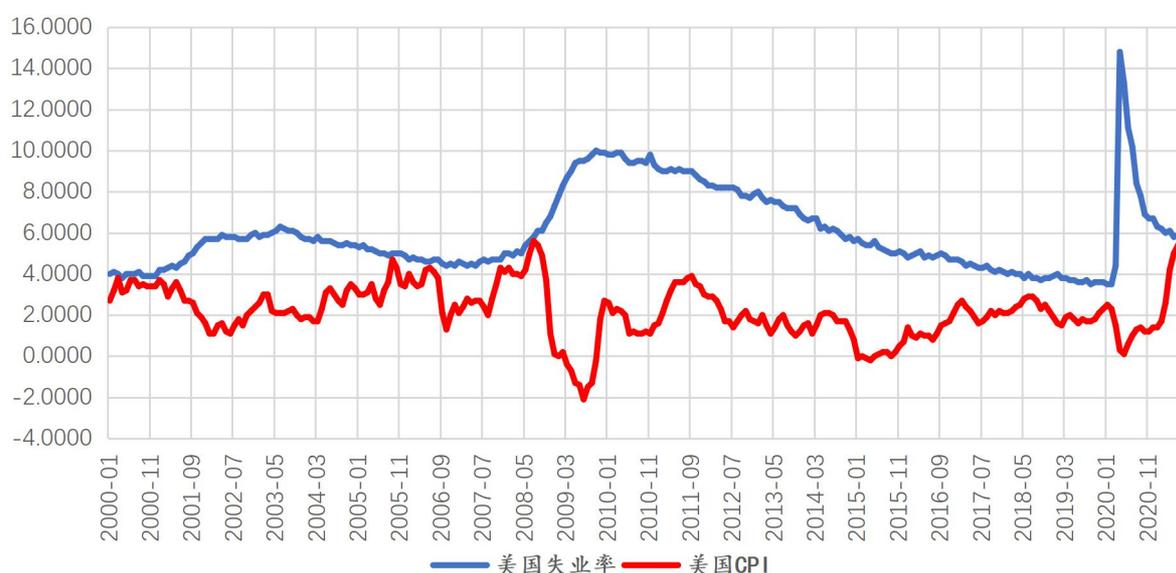
3. 美联储 Taper 时点正在临近

美国通胀居高不下，就业情况有所好转，使得美联储开始考虑 Taper。7 月美国 CPI 为 5.4%，与上月持平；核心 CPI 为 4.3%，略低于上月；PPI 同比上涨 7.8%，为 2010 年来最大增幅；表明美国通胀压力仍然高企，市场普遍预计通胀压力至少将徘徊至四季度，而美联储则认为通胀是临时性的，鲍威尔在杰克逊霍尔年会的讲话再次强调了这一点。另一方面，6 至 7 月失业数据显示，美国就业情况有较大改善。7 月美国新增非农就业人口 94.3 万人，前值 93.8 万人，较年初至 5 月大为改观。美国失业率下降 0.5 个百分点至 5.4%，劳动参与率则小幅上升至 61.7%。虽然就业情况有所好转，但当前美国就业总人数仍比疫情前水平低约 570 万人。参照

2015 年底，就业完全稳定后美联储才开启加息进程，当前就业数据恢复至疫情前水平还需要一段时间，美联储加息似乎依然遥远，但近期美联储已开始讨论 Taper，鲍威尔在杰克逊霍尔年会上表示年内将开启 Taper，美联储官员中也有多位发表鹰派言论支持 Taper，预计未来一个时期美联储将持续向市场释放 Taper 细节相关信号。

图表 3：美国失业率和通胀水平情况

单位：%



数据来源：Wind，植信投资研究院。

4. 美国政府债台高筑影响财政支出

美国政府债务规模超上限，两党债务上限谈判可能阻碍财政刺激方案推进进度。当前，美国联邦政府债务累积达到 28 万亿美元，远超原定 22 万亿债务上限，其中 7 月美国居民持有的美国国债余额约 22.3 万亿美元，较 2019 年底增加约 5.2 万亿美元，相应的美国政府债务杠杆率较 2019 年末

大幅上升 21.6%至 130.1%。政府杠杆率的快速上升，使得市场对于美国国债信心和美元信用有所动摇。再考虑到未来一个时期，拜登政府的刺激方案在支出总量上并没有太大缩减，美国政府债务还将进一步扩张。当前原定 22 万亿债务上限期限已过，美国国会两党尚未就债务上限达成一致，不少共和党参议员联名反对提高债务上限，可能使得美国债务上限在未来一个时期内悬而不决，不排除美国政府可能再次经历 2018 年末至 2019 年初政府关门事件。而债务上限不确定，美国政府后续举债存在一定的法律障碍，反过来又会影响刺激方案的资金支出，进而影响美国经济复苏。

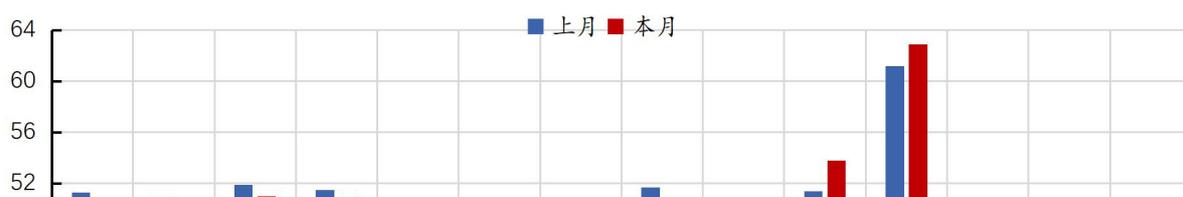
5. 制造业 PMI 扩张继续放缓态势

2021 年 7 月制造业 PMI 录得 50.4，虽然连续 17 个月保持景气，但扩张程度连续 4 个月放缓，并创下一年来新低。在多重因素影响下，8 月制造业 PMI 扩张继续放缓的趋势恐将延续。全球疫情影响和对市场预期的波动。二季度可能会是疫情爆发后欧美经济复苏的一个阶段性高点，从近几个月的制造业 PMI 来看，欧美均已从高位出现震荡波动。8 月欧美主要经济体的制造业初值扩张程度均放缓。近期，德尔塔病毒肆虐全球导致经济复苏预期减弱，美联储收紧预期不断升温，资金退出大宗商品炒作的趋势加剧，使得全球囤货废铜的商家开始惜售，市场流通货源紧张；国内经济增速放缓，

需求端出现疲软，限电等亦导致供给端减弱，政府对于大宗商品持续暴涨进行了政策调控，铜价出现较大下降。季节性因素和限产政策导致 7 月工业生产增速出现较大回落，8 月上述两项不利因素依旧存在，且原材料购进价格指数再度反弹，表明短期内仍将会对中下游行业的原材料需求和采购活动形成抑制。近期产成品库存指数增加，但原材料库存指数低位震荡，由于需求放缓，市场已开始进入被动补库存阶段，影响部分中下游中小企业的生产积极性。7 月长江 BCI 综合指数和投资意愿前瞻指数均出现下滑，表明对 8 月并不看好。综合来看，预计 8 月制造业 PMI 扩张程度继续放缓至 50.1。9 月是传统意义上的开工旺季，随着季节性因素的逐渐消退以及消费旺季催生国内需求的复苏，制造业 PMI 景气度有望重新加快。

图表 4：中国 PMI 各分项变化

单位：%



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_26022

