

宏观月报

国元期货研究咨询部

供需两端走弱

主要结论:

三季度以来受天气、疫情等短期因素的影响,供需两端均走弱。工业品价格处于高位对工业生产形成负面影响。PMI 出口订单持续走弱,后期外需增速或回落;内需有明显好转,但受到疫情抑制,难以回归正常水平。

宏观政策方面,下半年宏观政策继续保持稳中求进的基调。宏观政策着眼今明两年,开展跨周期调节,对冲经济下行风险。

美国、欧洲经济快速修复之后经济有可能过热之后见顶,美联储年内将开始退出宽松货币政策。

宏观金融

电话: 010-84555101

相关报告

经济扩张放缓 宏观政策跨周期调节——宏观月报 20210731

下半年经济正常化 结构改善 增速下行——国元宏观 20210628

目 录

一、供需两端走弱	1
二、价格指标分化	8
三、进出口增速回落	11
四、金融数据增速回落	12
五、后期宏观趋势研判	17

附 图

图 1: 工业增加值.....	2
图 2: 工业增加值.....	2
图 3: 固定资产投资.....	4
图 4: 基础设施投资.....	4
图 5: 财政收入.....	5
图 6: 财政支出.....	5
图 7: 房地产开发投资.....	6
图 8: 社会消费品零售总额.....	6
图 9: 工业企业利润总额累计值.....	8
图 10: 当月利润.....	8
图 11: CPI.....	9
图 12: CPI 新涨价因素与翘尾因素.....	9
图 13: PPI.....	10
图 14: PPI 新涨价因素与翘尾因素.....	10
图 15: 进出口同比.....	12
图 16: 月度进出口数据.....	12
图 17: 货币供应.....	13
图 18: 社会融资规模.....	13
图 19: M2、社会融资剪刀差.....	15
图 20: 贷款余额同比增速.....	15
图 21: 外汇储备.....	16
图 22: 外汇占款.....	16

今年下半年的经济数据大概率回落，受突发南京疫情的影响，8月份开始经济增长或短期快速放缓，但出现系统性风险的概率极小。上半年工业品价格大幅上涨，对生产端产生重要影响，下半年工业品价格逐渐触顶后高位震荡。宏观政策保持稳健，着眼今明两年，展开跨周期调节。

一、供需两端走弱

2021年上半年中国经济维持了稳定增长，由于受到局部疫情的短期影响，一季度经济增长有所放缓，二季度正常化经济增速提高。三季度以来由于部分地区洪涝、南京机场疫情等短期因素，经济增长放缓，下游复苏的道路更加曲折。IMF在7月世界经济展望报告中下修2021年中国经济增速预测0.3个百分点到8.1%。

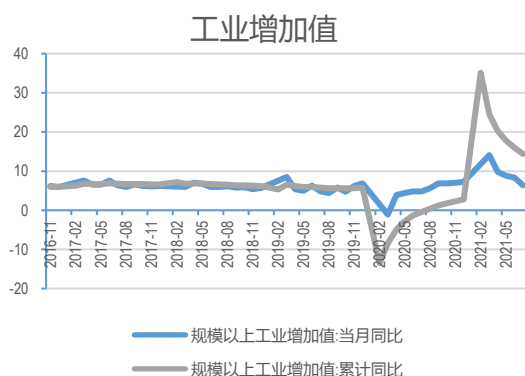
供应方面，工业生产走弱。去年二季度以来工业生产一直保持高增长，今年二季度触及高点之后逐渐回落，或许和经济潜在产出长期下滑趋势有关，疫情冲击造成的恢复性生产加速阶段已经过去，经济景气越来越与内生动力相关。全球制造业上行阶段也逐渐步入后期，但整体节奏上滞后于中国。

2021年1-7月中国规模以上工业增加值同比增长14.4%，较1-6月下降1.5个百分点，两年平均增长6.7%，较1-6月下降0.3个百分点。单月来看，7月份规模以上工业增加值同比实际增长6.4%，增速较上月下降1.9个百分点，两年平均增长5.6%，较上月下降0.9个百分点。环比来看，7月季调后规模以上工业增加值环比增长0.3%，环比表现低于季节性水平，7月国内工业生产景气度明显

偏弱。年初以来生产端持续强势，下半年生产增速再提高的空间不大，高位回落符合市场预期，回落之后能否维持在中高位水平还取决于内需是否支持。

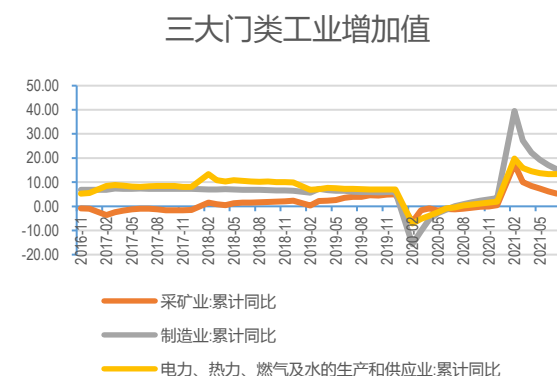
7 月份采矿业增加值同比增长 0.6% 增速下降 0.1 个百分点，制造业增长 6.2% 增速下降 2.5 个百分点，电热燃气水增长 13.2% 增速上升 1.6 个百分点。制造业增长势头放缓，拖累整体工业生产。41 个行业大类中有 35 个行业增加值保持同比增长，较 6 月增加 1 个；612 种产品中有 333 种产品同比增长，较 6 月减少 77 种。分行业来看，医药制造业增加值增速处于高位，汽车、粗钢、水泥、煤等产量同比下降。上游生产下滑，下游偏消费类行业生产仍疲弱。

图 1：工业增加值



数据来源：Wind、国元期货

图 2：工业增加值



数据来源：Wind、国元期货

投资方面，固定资产投资增速小幅回落，增速绝对值较低。投资的主要构成中房地产、基建投资增速均回落。

1-7 月份中国固定资产投资 30.2 万亿元，同比增长 10.3%，增速较上月下降 2.3 个百分点，较 2019 年同期增长 8.7%，两年平均增速为 4.3%，较上月下降 0.1

个百分点。其中民间投资 17.3 万亿元，同比增长 13.4%，较上月下降 2.3 个百分点，2019 年 1-7 月民间投资为 21 万亿。基建投资增速下降较多，带动投资增速整体下降。

分产业看，第一产业投资 0.79 万亿元，同比增长 21.8%；第二产业投资 9.2 万亿元，同比增长 14.4%；第三产业投资 20.3 万亿元，同比增长 8.2%。第二、三产业投资增速回落 1.9、2.5 个百分点，第三产业投资成为拖累。下半年基建投资可施展的空间较大、起到托底投资部门总需求的作用。

制造业投资方面，1-7 月制造业投资同比增长 17.3%，两年平均增长 3.1%，较 1-6 月提高 1.1 个百分点，制造业投资保持回升势头。制造业投资边际加速，但尚未恢复至疫情前水平，主要是受到局部疫情拖累。三、四季度需求支撑下降对制造业投资有一定负面影响。下半年原材料价格见顶回落、宏观政策边际宽松，制造业投资保持回升势头的可能性较大。

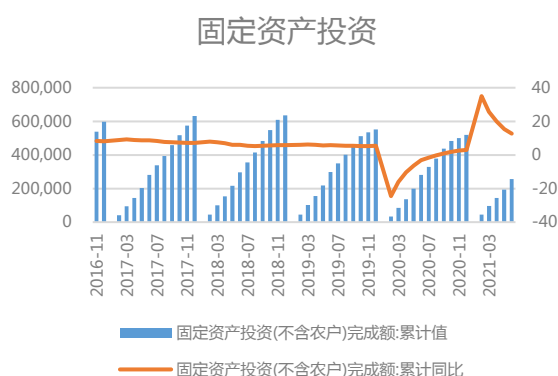
基础设施投资方面，增速下降、处于低位。今年地方债发行节奏偏慢，财政支出进展迟缓，基建增速一直不高。1-7 月基础设施投资增速同比增长 4.6%，较 1-6 月下降 3.2 个百分点，基建投资明显走弱。三、四季度基建发力的空间很大，一方面地方债发行逐渐提速财政政策弹药充足，另一方面经济增长动能下降宏观政策逆周期调节诉求提高。基础设施投资主要起到宏观政策逆周期调节的托底作用，而非经济拉动力量，托而不举。

今年基建托底的重要性仍存。从财政约束的角度来看，今年财政收支较为平衡、财政压力较小，对下半年的基建托底留有余力，下半年财政将根据经济状况相机抉择。但在稳杠杆阶段对于 2021 年财政政策扩张的力度不宜预期太高，

大概率较 2020 年收缩

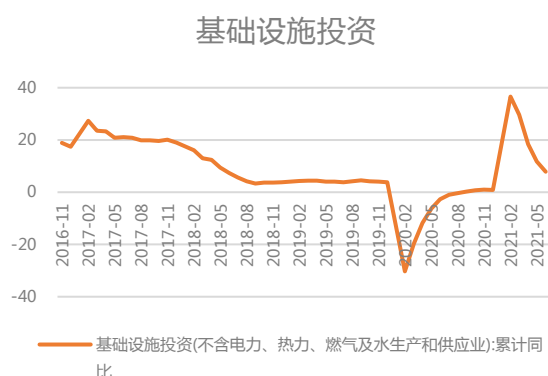
在结构方面基建投资或依据政策导向调整，代表传统基建的电力、铁路、公路等领域的投资增速下降，但是新基建方向的智能交通基础设施，智慧能源基础设施以及国家大力发展的充电桩、光伏、风电这些产业增速提高。

图 3：固定资产投资



数据来源：Wind、国元期货

图 4：基础设施投资



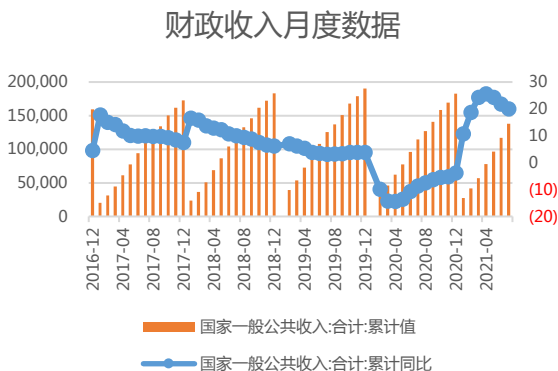
数据来源：Wind、国元期货

从财政约束的角度来看，2021 年下半年财政对于基建托底尚留有余力。由于经济修复带来税基扩大、逆周期调节诉求下降，今年财政收支运行平稳，增速差大幅高于往年。1-7 月全国一般公共预算收入 13.8 万亿元，同比增长 20%，与 2019 年同期相比增长 9.6%，两年平均增长 4.7%，财政收入实现平稳增长。全国一般公共预算支出 13.8 万亿元，同比增长 3.3%，与 2019 年同期持平，财政支出增速明显较低。

2021 年内财政支出能消减的地方也不多，诸多民生、就业、企业纾困等问题还需要政府扩大支出解决。2021 年预算安排新增地方政府债务限额 44700 亿元，与 2020 年相比减少了 2600 亿元。在政府杠杆率不能大幅上升的条件下，对

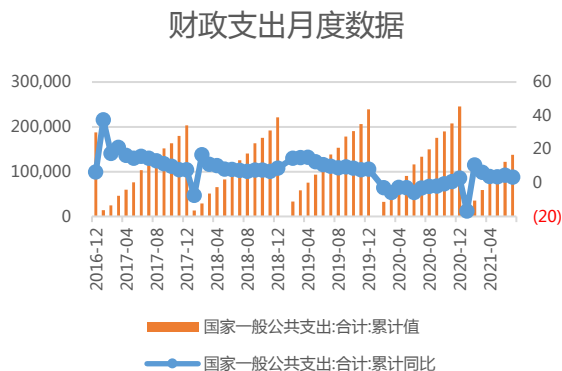
于财政政策托底基建的力度不宜预期太高。

图 5：财政收入



数据来源：Wind、国元期货

图 6：财政支出



数据来源：Wind、国元期货

房地产开发投资增速继续高位回落。由于需求支撑较强，在主要投资板块中，房地产投资属于较为强势的部分，表现强于其他领域。1-7 中国房地产开发投资 8.5 万亿，同比增长 12.7%，较 2019 年同期增长 16.5%，两年平均增长 8%，较 1-6 月回落 0.2 个百分点。地产投资增速回落符合市场预期，可能与土地市场需求降温有关，地产数据不弱，政策严厉收紧下地产韧性仍很强。

施工方面，1-7 月房屋施工面积 89.2 亿平方米，同比增长 9%，较 1-6 月下降

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_26406

