2021 年 9 月 18 日

作　者：简奖平　陈浩川
邮　箱：research@fecr.com.cn

# 经济数据不佳，“三新”“跨周期调节”背景下政策逻辑或已变化
## ——8 月中国宏观经济运行与债市政策观察


## 摘 要

8 月份，多个经济增长类指标显著走弱，考察其背后原因，既有政策面的主动调节，比如房地产、教培行业等行业的调控、整顿，重大金融风险防范化解力度的加大，也有包括南京等多地新冠肺炎疫情、多地汛情等阶段性短期因素的冲击，也有新发展理念要求下中长期绿色环保政策的制约。

8 月制造业 PMI 需求端显著走弱，服务业商务活动指数大跌至收缩区间。8 月制造业 PMI 的回落，主要由新订单指数回落驱动。8 月份，新订单指数为 49.6%，低于正常年份同期平均水平，内地疫情汛情对需求产生了较大影响，同时较高的生产性物价、供给端的约束、房地产行业调控加剧也压抑了下游的需求。而运输、餐饮、文体等行业活动大降拖累了服务业商务活动指数。原材料价格高位运行等原因加剧了小型企业的运营压力。

8 月商品房、汽车、家电和通讯器材等销售数据普遍很弱。更加趋严的地产调控政策降低了购房需求，7 至 8 月全国商品房销售面积单月同比增幅分别为-8.5%和-15.6%。受 8 月需求走软、供给侧“缺芯”因素影响，汽车销售继续走差。8 月份，社会消费品零售总额 34395 亿元，同比增长 2.5%（较前值 8.5%大幅放缓）。展望未来，夏季雨季将过，汛情影响将消化，同时新冠肺炎疫情影响有望减弱，但近期住房销售大幅放缓、汽车“缺芯”将会对住房后端消费（家电等）、汽车销售的负面影响或将持续相对较长的时间。

以美元值来看，今年 8 月中国出口同比增长 25.6%（前值为 19.3%），明显超过之前市场一致预期。鉴于官方 PMI 中的新出口订单指数连续四个月处于荣枯线以下所产生的滞后效应，展望未来几个月，中国对外出口增速或将继续有所放缓，但考虑到全球 PMI 仍处在扩张区间的较高水平，中国对外出口水平仍将具有一定韧性。

8 月末，M2 同比涨幅略不及预期，贷款偏弱导致居民存款和非金融企业存款在 8 月表现偏弱，但预计年底前方向性反弹趋势不改。8 月末，社会融资规模存量同比增长 10.3%，较前值回落 0.4 个百分点，未来增速有望稍有所回升至 11%左右并保持相对平稳。8 月，货币市场资金价格和 10 年期国债收益率总体平稳；综合来看，当前利率债收益率或已见底，未来或将迎来调整。

8 月 CPI 同比涨幅低于预期，预计 9-10 月消费性物价上涨压力不大，11 月份 CPI 同比涨幅或将因基数原因有所抬升。煤炭、钢铁等价格上涨使得 8 月 PPI 同比增幅创新高，预计 9-10 月份 PPI 同比有望继续在高位运行。

8 月份百城住宅均价同比涨幅连续第三个月回落，A 股沪深 300 指数振荡而中证 500 指数走高。展望未来，房价同比涨幅将会继续逐步放缓，原材料股票表现后中证 500 指数上涨可能短期受限，而沪深 300 指数或将继续震荡。

在债市相关政策方面，8 月，政策面继续高度关注金融支持实体经济、债务风险防范以及信用评级业健康发展、公司信用类债券市场改革开发高质量发展。可预计，防范化解重大金融风险，尤其是其中的债务风险，将是中央和地方监管部门未来两三年的一项重要工作。短期来看，需要关注恒大集团相关债务风险的外溢。

从 7 月 30 日政治局定调经济工作会议来看，未来宏观政策将注重跨周期调节，会在平衡多元化目标基础上，更加关注中长期问题的解决。中央财经委员会第十次会议提出，要扎实促进共同富裕，做好重大金融风险防范化解工作。我们认为，在“新阶段”“新理念”“新格局”与“跨周期调节”要求下，诸多政策逻辑或已发生变化，经济指标短期走弱后面并不会肯定紧跟着“逆周期”调节政策，这方面值得投资者高度关注。

# 一、8 月宏观经济运行情况

## 1.8 月制造业 PMI 需求端显著走弱，服务业商务活动指数大跌至收缩区间

8 月，中国制造业 PMI 为 50.1%，仍在扩张区间，但其读数低于上月 0.3 个百分点。**8 月制造业 PMI 的回落，主要由新订单指数回落驱动。**

**在连续回落五个月后，今年 8 月制造业 PMI 读数低于正常年份 2016-2019 年（未受疫情影响）同期 PMI 平均水平（为 50.73%）约 0.6 个百分点。总体看，8 月制造业 PMI 疲态显著，既有短期汛情疫情的影响，也与一些行业的整顿调整、部分生产性物价高企和其他中长期因素有关。**

**8 月制造业生产指数显示供给扩张速率出现一定微落。**8 月份生产指数为 50.9%，较前值回落 0.1 个百分点（对 PMI 的变化贡献为-0.025 个百分点），低于正常年份 2016-2019 年同期平均水平（为 52.98%）约 2.08 个百分点；8 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.3%（前值为 6.4%），比 2019 年同期增长 11.2%，两年平均增长 5.4%（前值为 5.6%）。多地疫情汛情、碳中和等绿色环保政策对供给端的约束，以及部分企业集中进入设备检修期等原因拖累生产指数。从行业来看，石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工、汽车等行业生产指数低于临界点，生产端活动有所放缓，其中：（1）8 月份钢铁行业 PMI 生产指数为 44.0%，连续第二个月在收缩区间运行，且低于正常年份 2012-2019 年同期平均水平（为 50.31%）约 6.3 个百分点。从 8 月份规模以上工业生产细分数据来看，粗钢产量 8324 万吨，同比下降 13.2%；生铁产量 7153 万吨，同比下降 11.1%；钢材产量 10880 万吨，同比下降 10.1%。1-8 月粗钢累计同比+5.3%，距离今年全年“确保粗钢产量同比下降”这个政策目标还有不小的努力空间。（2）从 8 月份规模以上工业生产细分数据来看，焦炭产量 3967 万吨，同比下降 5.0%；原油加工量 5835 万吨，同比下降 2.2%；水泥产量 21517 万吨，同比下降 5.2%。同时，汽车产量 173.4 万辆，同比下降 19.1%。“缺芯”等因素给汽车制造业行业发展带来很大不利影响，从高频数据看，8 月全钢胎、半钢胎开工率继续显著低于往年同期水平（见图 1），世界范围内的“缺芯”显著影响了汽车生产。“缺芯”的负面影响，预计未来几个月可能还难以实质性消除。

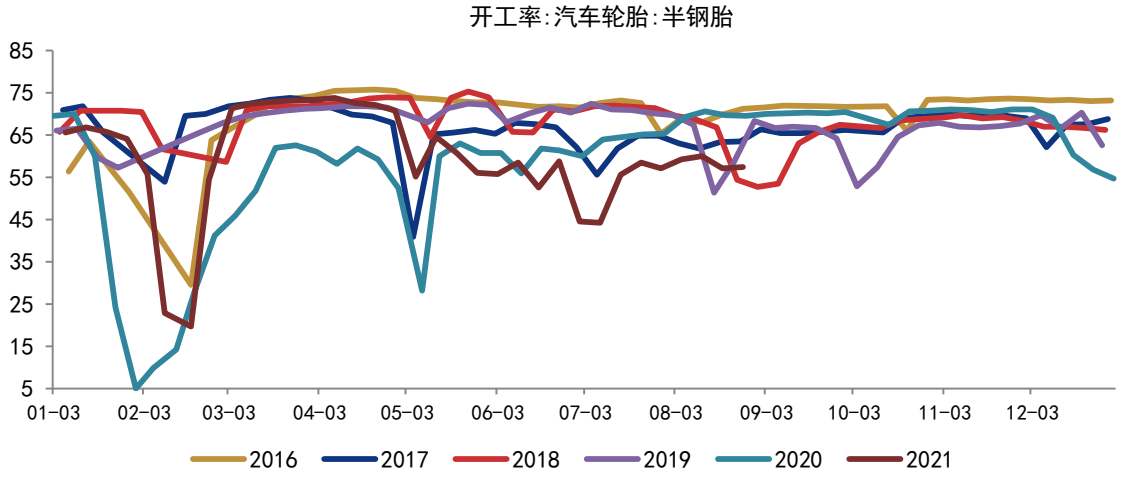


**图 1：半钢胎开工率（2016 年 1 月至 2021 年 8 月，单位：%）**

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

**8 月制造业市场需求回落至收缩区间，产需缺口扩大 1.2 个百分点（见图 2）**。8 月份，新订单指数为 49.6%，较前值回落 1.3 个百分点（对 PMI 的变化贡献为-0.39 个百分点）。8 月 PMI 新订单指数低于正常年份 2016-2019 年同期平均水平（为 51.58%）近 2.0 个百分点，内地疫情汛情对需求产生了较大影响，同时较高的生产性物价、供给端的约束（比如汽车行业）、房地产行业调控加剧也压抑了下游的需求。新出口订单指数为 46.7%，低于上月 1.0 个百分点，连续第四个月处于荣枯线以下，该指数较 2016-2019 年同期平均水平（为 49.18%）低 2.48 个百分点。从海外看，摩根大通全球制造业 PMI 指数虽然仍在扩张区间，但是其读数已连续第三个月出现回落。外需的边际走差或与原材料价格上涨驱动的产品涨价、海运费用持续上涨、海外发达经济体生产能力有所恢复等有关。

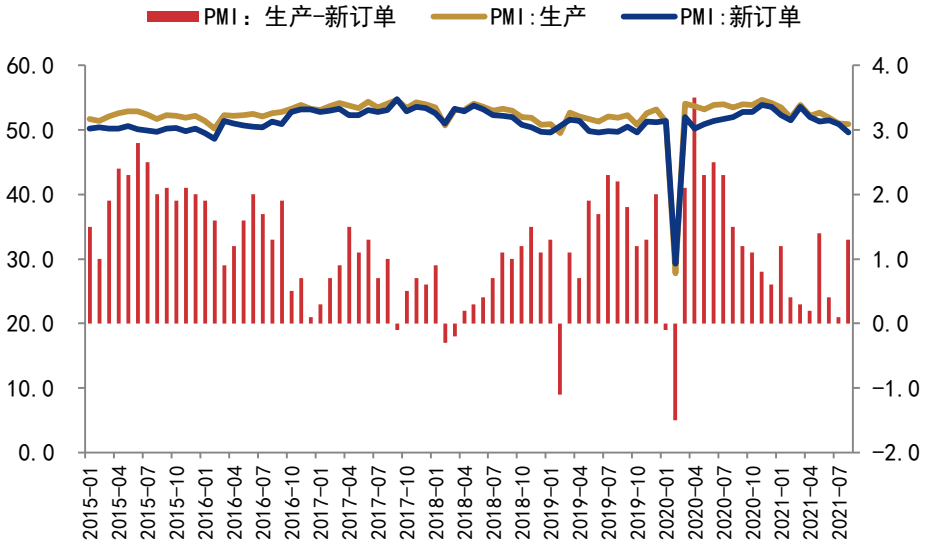


**图 2：PMI 生产指数、新订单指数以及这两个指数的差值（2015 年 1 月至 2021 年 8 月，单位：%）**

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

**8 月制造业原材料库存指数与上月持平，产成品库存指数微升，购进价格、出厂价格指数在扩张区间出现小幅回落。**8 月份，原材料库存指数维持在 47.7%，仍在收缩区间运行；而产成品库存指数为 47.7%，较前值上升 0.1 百分点。8 月份，主要原材料购进价格指数由前值的 62.9%回落 1.6 个百分点至 61.3%；出厂价格指数由前值的 53.8%回落 0.4 个百分点至 53.4%。总体看，8 月份国际原油价格波动较大且重心显著下行，其中 8 月布伦特原油期货月均结算价环比下跌 5.14%；8 月 27 日 5500 大卡 CCTD 秦皇岛动力煤较 7 月 30 日上涨 4.52%； Myspic 综合钢价指数月均值环比上涨 1.07%；长江有色市场 1#铜、A00 铝月均价环比分别上涨 0.06%和 5.41%。**8 月 PMI 原材料购进价格与出厂价格指数之间的差值虽继续有所收窄，但仍显著高于过去五年多以来的平均水平（见图 3），因此很多制造业企业面临的成本压力仍非常大。**

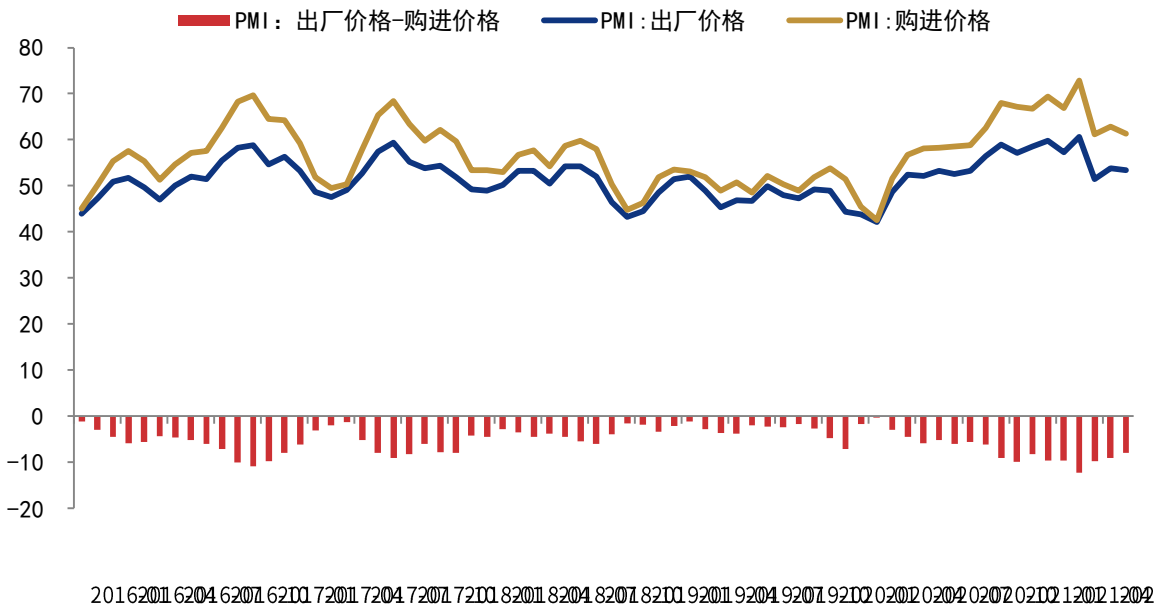


**图 3：PMI 出厂价格、购进价格以及这两个指数的差值（2016 年 1 月至 2021 年 8 月，单位：%）**

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

**8 月非制造业显著收缩，建筑业商务活动景气度回升至景气度高位。**8 月份，非制造业商务活动指数为 47.5%，较前值大幅回落 5.8 个百分点。其中，服务业商务活动指数为 45.2%，较上月回落 7.3 个百分点；建筑业商务活动指数为 60.5%，较上月上升 3.0 个百分点。从行业情况看，因疫情汛情等因素影响，道路运输、航空运输、住宿、餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数大幅降至临界点以下，具体从 8 月份社会消费品零售总额中的细分领域数据来看，餐饮收入同比下跌 4.5%。8 月份，全国地方债共计发行 8797.28 亿元，较上月增加 2229.52 亿元；净融资额为 4833.82 亿元，与上月相比增长 781.47 亿元。新发行债券中有 5930.44 亿元为新增债券，占所有新增发行债券比重为 67.41%。截至 8 月底，今年各地已组织发行新增地方政府债券 24763 亿元，包括一般债券 6333 亿元和专项债券 18430 亿元。其中，一般债发行进度达到 79.16%，但专项债发行进度仅完成已下达限额的 53.15%。**今年 1-8 月累计，全国一般公共预算赤字 5283 亿元，全国政府性基金预算赤字 5520 亿元；截至今年 8 月底，“两会”上规划的 3.57 万亿的赤字预算额度有约 70%尚未使用，9-12 月份财政支出的空间非常大，预计随着未来几个月地方政府专项债的放量发行及投入使用，建筑业商务活动景气度或有望高位运行。**

**从大、中、小型企业 PMI 读数来看，仅有小企业 PMI 仍在荣枯线下方（见图 4），原材料价格高位运行等原因加剧了小型企业的运营压力。**

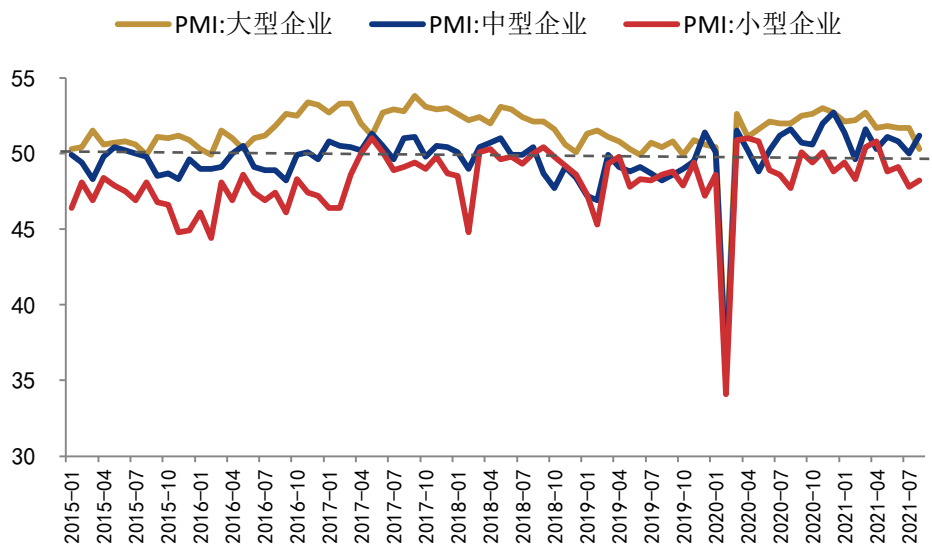


**图 4：大、中、小企业 PMI（2015 年 1 月至 2021 年 8 月，单位：%）**

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

## 2.8 月商品房、汽车、家电和通讯器材等销售数据普遍很弱

**地产调控政策继续升级降低了购房需求，8 月商品房销售和房地产投资数据继续显著降温。**（1）根据 30 大中城数据，8 月样本城市商品房成交面积同比下跌 22.46%（前值为下跌 4.39%），与 2019 年同期相比下降 10.08%（前值为 6.88%）；今年 1-8 月累计销售面积与 2019 年同期比，增长了 13.06%（前值为 16.43%）。8 月，样本城市商品房成交面积环比回落 24.35%，而早前 10 年 8 月份成交面积环比的平均水平是-0.06%，与历史同期平均水平相比，今年 8 月份的商品房成交季节性跌幅显著大于往年，说明商品房成交继续降温。从分城市的 8 月销售面积来看，一线城市同比下跌 1.21%，二线城市同比下跌 17.71%，二线城市同比下跌 42.73%。近期，多个房价涨幅居前的热点城市出现房贷利率连续上调、个人住房信贷业务收紧的现象，更加趋严的地产调控政策降低了购房需求。（2）从国家统计局口径数据来看，4 至 8 月全国商品房销售面积单月同比增幅分别为 19.2%、9.2%、7.5%、-8.5%和-15.6%，其中 8 月销售同比呈现继续显著回落态势，连续第二个月为负增长。其中，4 至 8 月全国住宅销售面积单月同比增幅分别为 20.50%、11.24%、6.66%、-9.45%和-17.61%。受销售因素、“三条红线”等因素影响， 4 至 8 月全国房地产开发投资完成额单月同比增幅分别为 13.68%、9.84%、5.93%、1.37%和 0.26%，近几个月增幅持续下滑（见图 5）。

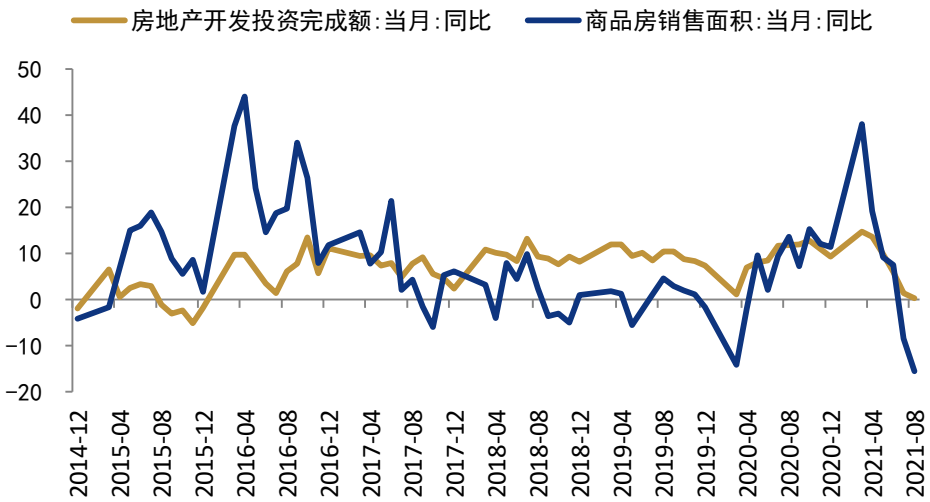


**图 5：房地产开发投资、商品房销售数据（2014 年 1 月至 2021 年 8 月，单位：%）**

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

**8 月需求走软、供给侧“缺芯”因素影响，汽车销售继续走差。**中汽协数据显示，8 月汽车销量同比下降 17.8%（与 2019 年 8 月相比下跌 8.11%），环比回落 3.5%（正常年份 2016-2019 年同期环比平均上涨 10.51%），该环比显著弱于过去 4 个正常年份同期环比水平。其中，乘用车销量同比下降 11.7%（与 2019 年 8 月相比下跌 6.11%）；商用车销量同比下降 42.8%（与 2019 年 8 月相比下降 18.98%），其中重卡销量同比下降 61%，表现非常差。乘联会的销售数据显示，广义乘用车销量 8 月同比下降 14.8%（与 2019 年 8 月相比下降 7.13%，其中新能源乘用车销量较 2019 年 8 月上涨 286.65%）。**从乘联会乘用车口径来看，在今年 1-8 月份的累计广义乘用车销售较 2019 年的同期下降 1.03%。**

根据奥维云网（AVC）监测数据显示：（1）8 月份空调线上零售量 156.3 万套，同比下降 34.6%（前值为 38.5%）；零售额 48.5 亿元，同比下降 24.7%（前值为 57.6%）；行业均价为 3106 元，同比增长 15.1%（前值为 5.7%）。8 月份空调线下零售量 51.2 万套，同比下降 42.2%（前值为 10.3%）；零售额 19.5 亿元，同比下降 37.1%（前值为 20.7%）；均价为 3814 元，同比增长 8.9%（前值为 9.6%）。（2）8 月冰箱线上市场零售量为 224.9 万台，同比增长 1.3%（前值为 13.6%）；零售额为 48.7 亿元，同比增长 10.7%（前值为 23.3%）；线上均价 2166 元，同比增长 9.2%（前值为 8.5%）。8 月线下冰箱市场零售量 40.9 万台，同比下降 31.5%（前值为-16.3%）；零售额为 22.3 亿元，同比下降 20.3%（前值为-7.1%）；线下均价 5442 元，同比增长 17%（前值为 11.6%），其中，对开、十字四门市场均价同比分别增长 10.8%、8.6%。（3）8 月线上洗衣机市场零售量 226.4 万台，同比上涨 18.6%（前值为 4.1%）；零售额 36.7 亿元，同比增长 36.5%（前值为 19.3%）；监测均价同比提升 15.1 个百分点（前值为 14.6%），其中波轮、滚筒单洗、洗烘一体机均价同比分别上涨 8.5%、6.9%、3.4%。8 月线下洗衣机市场零售量 40.1 万台，同比下滑 22.6%（前值为-10.2%）；零售额 14.6 亿元，同比下滑 15.8%（前值为-15.3%）；各细分品类均价仍呈上涨态势，波轮、滚筒单洗、滚筒烘干市场均价分别抬升 2.1%、10.6%、5.5%，整体行业均价同比增长 9.1 个百分点。**总体来看，空调、冰箱和洗衣机的销售价格上涨明显，或受原材料成本上涨驱动。从社会消费品零售总额相关细分领域数据来看，8 月份限额以上家用电器和音像器材类零售额同比下降 5.0%，或受住宅销售放缓、疫情汛情等因素影响。**

根据社会消费品零售总额中细分数据，通讯器材类零售额 8 月同比大降 14.9%。

8 月份，社会消费品零售总额 34395 亿元，同比增长 2.5%（较前值 8.5%大幅放缓），比 2019 年 8 月份增长 3.0%。国内新冠肺炎疫情和多地汛情发生，叠加汽车生产“缺芯”，给外出就餐、消费购物/购车等带来不便，对 8 月份的消费造成较大的影响，其中餐饮类、服装鞋帽及针纺织品类、日用品类、家用电器和音像器材类、通讯器材类、汽车类销售对 8 月社零同比数据拖累较大。展望未来，夏季雨季将过，汛情影响将消化，同时新冠肺炎疫情影响有望减弱，但近期住房销售大幅放缓、汽车“缺芯”将会对住房后端消费（家电等）、汽车销售的负面影响或将持续相对较长的时间。

### 3. 8 月份出口增速超预期，未来有回落空间但仍将很有韧性

**以美元值来看，今年 8 月中国出口同比增长 25.6%（前值为 19.3%），明显超过之前市场一致预期；今年 1-8 月份中国出口金额累计同比上升 33.7%，增速较前值放缓 1.5 个百分点，但仍表现较强。**

按美元值计算，从分国别的 1-8 月份累计同比来看，中国对美国出口增长 33.3%（较前值 36.9%有所放缓），对欧盟出口增长 32.4%（较前值 32.7%略有所放缓），对东盟出口增长 31.7%（较前值 34.2%放缓），对日本出口增长 18.1%（较前值 17.8%稍有上升），对韩国出口增长 34.2%（较前值 32.1%有所上升），对印度的出口增长 52.7%（较前值 55.4%有所放缓）。**对美欧、东盟、韩国和印度的出口强劲共同驱动了前 8 个月的中国出口大增。**

按美元值计算，从分商品类别的 1-8 月份累计同比来看，纺织纱线、织物及制品出口下降 11.4%（前值为-10.8%）；医疗仪器及器械出口增长 7.4%（前值为 5.8%）。数据显示，**1-8 月份，集成电路、液晶显示板、家用电器、家具及其零件出口金额累计同比增长分别为 32.4%、50.5%、33.2%和 42.3%，日常消费品中的鞋靴、服装及衣着附件出口金额累计同比增长分别为 36%和 28.1%。机电大类产品继续维持相对较高的出口景气度，1-8 月出口金额累计同比增长 34.4%（前值为+36.3%）。**

**鉴于官方 PMI 中的新出口订单指数连续四个月处于荣枯线以下所产生的滞后效应，展望未来几个月，中国对外出口增速或将继续有所放缓，但考虑到全球 PMI 仍处在扩张区间的较高水平（见表 1），中国对外出口水平仍将具有一定韧性。**

**表 1：2021 年 8 月全球、部分国家或地区制造业 PMI 指数（单位：%）**

| | 2021 年 8 月 | 2021 年 7 月 | 环比变动 |
|---|---|---|---|
| **全球** | **54.1** | **55.4** | **-1.3** |
| 美国 | 59.9 | 59.5 | 0.4 |
| 日本 | 52.7 | 53.0 | -0.3 |
| 德国 | 62.6 | 65.9 | -3.3 |
| 法国 | 57.5 | 58.0 | -0.5 |
| 意大利 | 60.9 | 60.3 | 0.6 |
| 荷兰 | 65.8 | 67.4 | -1.6 |
| 爱尔兰 | 62.8 | 63.3 | -0.5 |
| 希腊 | 59.3 | 57.4 | 1.9 |

| | 2021 年 8 月 | 2021 年 7 月 | 环比变动 |
|---|---|---|---|
| 西班牙 | 59.5 | 59.0 | 0.5 |
| 奥地利 | 61.8 | 63.9 | -2.1 |
| 英国 | 60.3 | 60.4 | -0.1 |
| 加拿大 | 57.2 | 56.2 | 1.0 |
| 俄罗斯 | 46.5 | 47.5 | -1.0 |
| 巴西 | 53.6 | 56.7 | -3.1 |
| 印度 | 52.3 | 55.3 | -3.0 |
| 印度尼西亚 | 43.7 | 40.1 | 3.6 |
| 韩国 | 51.2 | 53.0 | -1.8 |
| 越南 | 40.2 | 45.1 | -4.9 |
| 土耳其 | 54.1 | 54.0 | 0.1 |
| 澳大利亚 | 51.6 | 60.8 | -9.2 |
| 波兰 | 56.0 | 57.6 | -1.6 |

资料来源：中物联、Wind 资讯，远东资信整理

### 4. 8 月 M2 同比增速回落预计不改方向上的反弹，社融存量同比或将逐步回归至 11%左右

**8 月末，M2 同比涨幅略不及预期，但年底前方向性反弹趋势不改。**8 月末，M2 余额 231.23 万亿元，同比增长 8.2%，比上月末低 0.1 个百分点，小幅低于一致预期。8 月份人民币存款增加 1.37 万亿元，同比少增 5700 亿元：其中，居民存款同比少增 635 亿元，非金融企业存款同比少增 1883 亿元，非银金融机构存款同比少减 3605 亿元，财政存款同比少增 3615 亿元。环比看，8 月份人民币存款少减 25000 亿元：其中，8 月居民存款环比少减 16938 亿元，非金融企业存款环比少减 18708 亿元，非银金融机构存款环比少增 8583 亿元，财政存款环比少增 4284 亿元。同比来看，贷款偏弱导致居民存款和非金融企业存款在 8 月表现偏弱；**展望未来，随着高比例的新增地方政府专项债额度在未来几个月的发行及投入使用，以及去年 7 月起 M2 的相对低基数效应，预计 2021 年 4 月 8.1%的 M2 同比增速或是年内最低点，未来几个月 M2 同比增速在 8.2%-8.6%的基础上还有一定回升空间，或将上升至 9.0%-10.0%之间波动。**

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_26796