



宏观经济

中性（短期）

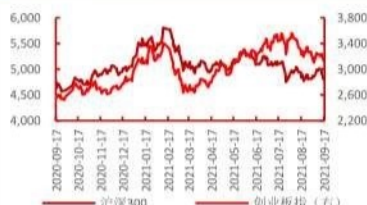
看好（中长期）

市场数据（2021-09-17）

上证综指涨幅（%）

近一周	-2.14
近一月	4.84
近三月	2.51

股价走势图



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

研究员

张志刚

执业证书编号：S0070519050001

电话：010-83991712

邮箱：zhangzg@grzq.com

联系人

安青梁

电话：010-83991710

邮箱：anql@grzq.com

相关报告

《暂时性冲击和趋势因素驱动，7 月经济全面走弱，但失速风险较低》
20210820

《6 月经济数据整体超预期，但经济下行趋势难改》20210721

《PPI 通胀或已过高点，信用收紧推动经济将见顶回落》20210622

《经济见顶迹象增多，PPI 通胀仍有压力，政策较预期温和》20210521

政策趋宽对经济担忧有望缓解，能耗双控下

PPI 持续高位

—2021. 09. 22 宏观研究月报

投资要点

- **疫情扩散消费增速大幅下滑，8 月经济延续放缓趋势。**生产持续下降，略低于预期。需求端看，出口维持高景气，制造业持续小幅修复，地产投资延续放缓，宽信用效果未显，基建仍未有起色，消费大幅下滑，餐饮增速由正转负为主要拖累。8 月社融延续下降但略高预期，信贷总量仍有韧性结构持续恶化。疫情扩散冲击消费，地产延续回落，PMI 持续下行已接近荣枯线，经济延续放缓。
- **展望未来几月，社融或已进入底部区域，地产持续回落，出口增速下行，但基建开始发力，PPI 高位但不影响货币宽松，国庆节来临消费改善，对经济担忧有望触底。**具体而言，出口维持高景气，但随基数提升大概率增速下行，地产政策加码效果持续显现，消费及制造业边际改善但空间有限，政府债持续加速发行，基建将有所发力对经济形成一定支撑。能耗双控下 8 月 PPI 环比再次提升，但内需下行下通胀整体可控，对货币宽松不形成掣肘。经济下行压力增大，货币稳中偏松，社融已进入底部区域，结构仍有松有紧，但宽信用已起，随着专项债大量发行，四季度仍有再降准可能。福建疫情再起但尚未多地扩散，后续仍待观察，预计消费仍延续弱复苏，出口仍有较高景气，有望对冲地产下行，对经济的担忧有望触底。
- **具体来看，经济延续边际放缓，PMI 持续下行，消费受疫情冲击大幅下滑，地产延续走弱，经济整体低于预期。**
 - 1) 8 月工业增加值两年平均增速 5.4%，低于预期。三大门类看，采矿业两年平均增速由负转正。8 月疫情扩散，消费大幅下滑，同时环保限产、能耗双控、地产边际走弱等影响导致生产持续放缓。
 - 2) 经济持续放缓，整体仍偏弱。出口维持高景气再创新高，制造业小幅修复，地产投资延续边际走弱，基建仍未有起色，消费大幅下滑。出口方面，8 月出口维持高景气高于预期，主因

替代效应增强叠加海外复工复产支撑我国中间品及资本品出口。后续随着东南亚疫情逐步控制及欧美需求常态化，叠加出口基数抬升，出口增速大概率持续下行。固定资产投资低于预期。其中制造业投资继续小幅修复，但原材料价格及运费高企、市场需求疲软，中小企业经营仍然承压，后续随着出口和地产投资出现回落，制造业投资后续增长空间有限。地产持续走弱，但仍为经济主要支撑项。地产销售继续大幅放缓，同时融资受阻及龙头地产商违约风险加大，多地土地流拍，房企拿地意愿减弱，新开工持续回落。未来随着按揭端和融资端政策影响的进一步显现，房地产投资仍趋于下行。8月专项债发行有所加速，但从专项债发行到基建项目施工有一定的时间差，导致8月基建仍然偏弱。不过基建已有提速迹象，但财政对于基建的态度仍然是托而不举，基建或难以出现大幅提速。受疫情扩散影响，消费大幅低于预期。餐饮增速由正转负为主要拖累，目前福建疫情尚未多地扩散，中秋及国庆假期来临，消费仍将维持弱复苏，后续仍待观察疫情发展。

3) 8月社融延续下滑，但下滑幅度略低于预期，表明社融增速已位于底部区间，表外融资、政府债、居民及企业贷款均有所拖累，票据融资仍为主要支撑。整体来看，经济下行背景下，叠加对地产和地方政府债务严监管，居民贷及企业贷持续下滑，资管新规到期及15号文持续压降表外融资，同时银行为完成信贷额度，票据融资规模维持高位，专项债虽加速发行由于高基数仍对社融有拖累。我们认为，后续随着专项债持续发力，企业债四季度基数较低，预计社融已进入底部区间，四季度将有所回升。

4) 8月我国制造业 PMI 延续放缓至 50.1%，已接近荣枯线，非制造业则已下滑至景气线以下，经济延续放缓。欧美国家 8 月制造业 PMI 虽有所下滑但仍保持较高景气度。经济持续下行下叠加疫情影响，小型企业景气水平持续偏低，连续 4 个月低于临界点，企业经营承压。分项来看，供需均有所放缓，内需下滑大于外需，价格指数有所下降，且购进价格指数与出厂价格指数差值连续三个月缩窄，上游行业对中下游的利润侵蚀继续减轻。非制造业受服务业景气度大幅下滑有所拖累，主因南京疫情扩散影响，但福建疫情尚未扩散且国庆临近，企业对服务业市场恢复较为乐观。欧美制造业 PMI 小幅回落维持高景气，同时美国非制造业 PMI 也有所下滑，后续应密切关注疫情发展情况。

5) 环保限产、能耗双控下 8 月 PPI 同比再创新高且高于预期，环比持续上升，但 CPI 同比有所下滑且低于预期，核心 CPI 也有所下行，通胀风险整体可控，对后续货币宽松无过多影响。

CPI 环比上涨主因疫情影响叠加高温强降雨天气，食品价格上涨所致，同时猪肉价格降幅继续缩窄。PPI 环比再超预期，主因用电高峰及能耗双控影响，煤炭及铝价格持续上涨，后续需关注保供稳价及纠正运动式“减碳”的政策落实，目前 PPI 虽维持高位，且受海外影响仍存在一定通胀预期，但在内需下行及国内政策干预下，PPI 难以传导至 CPI，全年来看物价压力不大。

6) 8 月上游整体仍偏强，下游受疫情扩散及缺芯影响需求仍疲软。上游来看，原油小幅上涨，后续美国服务业恢复原油仍有上涨动力，动力煤及铝受供需关系紧张，价格高涨，铜则受经济下行影响，价格小幅下降。中游来看，挖掘机出口销量受海外复工复产影响销量仍维持同比高增，经济下行及环保限产下，钢价维持震荡，或受地产竣工大幅上升需求增加影响，玻璃延续较强价格支撑，专项债发行加速基建发力，水泥价格有所反弹。下游来看，受上轮南京疫情扩散影响，8 月餐饮收入大幅下行不及预期，汽车受缺芯影响销量持续下滑，福建疫情尚未扩散叠加国庆到来，后续消费维持弱复苏。

7) 货币政策仍稳字当头，财政政策将开始发力。央行召开金融信贷会，指出要增强信贷总量增长的稳定性，推进信贷结构调整，促进小微企业综合融资成本稳中有降；国常会随后表示再新增 3000 亿元支小再贷款额度；央行孙国峰表示“在目前的条件下，可能不需要原来那么多的流动性就可以保持货币市场利率平稳运行”。虽然宽信用已起，但此番表述对降准预期有所扰动。财政方面，刘鹤表示，要适度超前进行基础设施建设；财政部持续提出要适度提速地方政府专项债券发行，推动今年底明年初形成实物工作量。总体来看，货币保持合理充裕，信用有紧有松，房地产、地方债务监管仍然严格，小微企业持续受到较大支持，宽信用或从财政开始发力，专项债保持高速发行，经济下行叠加疫情影响，预计央行会配合调节流动性，四季度仍有再降准的可能。

风险提示：1. 地产投资下滑持续超预期；2. 地方债务严控超预期；3. 福建疫情影响超预期；4. 地方减碳“一刀切”持续超预期；5. 美联储 Taper 造成的影响超预期。

目 录

1. 短期扰动及长期因素生产低于预期，后续生产将逐步回归常态	6
2. 需求端出现分化，出口维持高景气再创新高，消费大幅下滑，地产投资延续边际走弱	7
2.1 东南亚疫情及欧美复工复产支撑出口再超预期	8
2.2 固定资产投资低于预期，地产继续走弱，基建持续回落，制造业延续缓慢修复	10
2.3 餐饮收入大幅下滑社零低于预期，后续维持弱复苏	12
3. 政策维稳下社融增速基本见底，四季度大概率有所抬升	13
4. 疫情冲击下服务业受较大影响，经济下行压力加大	15
5. PPI 与 CPI 剪刀差再创新高，中下游企业利润持续承压	18
6. 行业：上有整体仍偏强，下游受疫情缺芯影响需求仍疲软	20
7. 政策：货币政策仍稳字当头，财政政策将开始发力	24

插图目录

图 1 工业增加值环比增速保持低位，低于疫情前水平	6
图 2 采矿业两年增速触底反弹	6
图 3 医药制造业及有色金属冶炼加工业两年平均增速较前值有所走强（%）	7
图 4 进出口总增速均高于预期（%）	8
图 5 基数上升导致出口累计同比延续回落（%）	8
图 6 防疫物资、中间品及资本品仍为拉动因素（%）	9
图 7 主要国家及地区对我国出口拉动均有所上升（%）	9
图 8 由于基数大幅提高越南 8 月出口减为负值（%）	9
图 9 原油、铁矿砂、集成电路及农产品为 8 月进口增速主要拉动项（%）	10
图 10：8 月投资继续回落（%）	11
图 11：水泥产量出现企稳回升迹象（%）	11
图 12 8 月社零同比数据大幅低于市场预期（%）	12
图 13 8 月受疫情影响餐饮消费大幅下滑（%）	12
图 14 文化办公用品类、中西药品类、建筑及装潢材料类两年平均 8 月较 7 月改善最好（%）	13
图 15 8 月社融延续走低但略高预期（%）	14
图 16 人民币贷款、政府债、表外融资为主要拖累项（亿元）	14
图 17 票据融资及非银贷款为新增信贷主要支撑（亿元）	15
图 18 受疫情影响非制造业 PMI 较上月大幅下滑	16
图 19 小型企业经营情况继续恶化	16
图 20 供需持续走弱，内需下滑大于外需	16
图 21 原材料购进及出厂价格指数均小幅回落	16
图 22 非制造业扩张步伐明显放缓，主因疫情导致服务业大幅放缓（%）	17
图 23 欧美主要经济体制造业 PMI 维持高景气度，但美国服务业受到较大冲击（%）	18
图 24 8 月 CPI 同比及环比均有所下降（%）	19
图 25 受猪肉供给持续增加，猪肉环比继续下降（%）	19
图 26 受疫情及国际原油价格下降影响，交通和通信为 CPI 环比下降主要拉动项（%）	19
图 27 受煤炭及原油上涨 PPI 环比有所抬升（%）	20
图 28 生产资料涨幅有所扩大（%）	20
图 29 受疫情反复油价上涨放缓	21
图 30 夏季用电高峰到来推动动力煤持续上升	21
图 31 经济下行压力下铜需求减弱	22
图 32 需求强供应相对紧张铝仍有上涨压力	22
图 33 基建后续或发力带动水泥价格持续上涨（%）	22
图 34 挖掘机受海外经济恢复出口仍维持高位（%）	22
图 35 螺纹钢限产政策及经济下行下维持震荡（元/吨）	23
图 36 竣工增加浮法玻璃价格延续上行（元/吨）	23
图 37 手机销量上行同比由负转正（%）	23
图 38 受缺芯影响汽车销售延续回落（%）	23
图 39 受疫情扩散餐饮收入大幅下降（%）	24
图 40 受疫情影响，8 大城市地铁客运量维持低位（%）	24
图 41 商品房销售持续降温，地产投资延续放缓（%）	24
图 42 高频数据显示 30 大中城市成交面积大幅放缓（%）	24

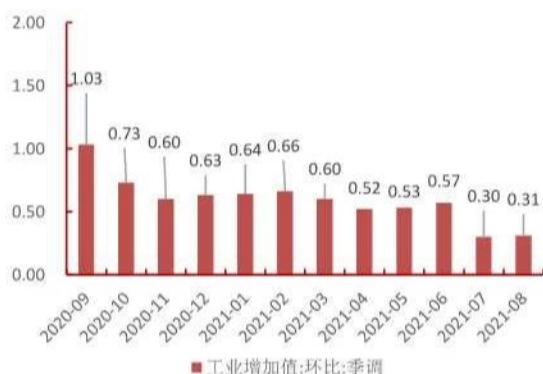
1. 短期扰动及长期因素生产低于预期，后续生产将逐步回归常态

8 月份，规模以上工业增加值同比增长 5.3%，预期 5.8%，前值 6.4%；环比增长 0.31%，前值 0.30%；与 2019 年同期相比，两年平均增长 5.4%，前值 5.6%。

8 月规模以上工业增加值同比增速为 5.3%，低于预期，与 2019 年同期相比平均增长为 5.4%，较前值下降 0.2 个百分点，同时 8 月环比增速为 0.31%，与 7 月相当，但仍低于疫情前增速（2019 年环比增速均值为 0.55%）。主因 8 月疫情扩散，需求受到较大影响，消费大幅下滑，同时环保限产、能耗双控、地产边际走弱等影响。

三大门类看，采矿业两年增速有所反弹。8 月采矿业两年平均增速由上月 -1.0% 增长到 8 月的 2.0%，而电力、燃气及水的生产和供应、制造业两年增速延续下降，分别较前值下降 1.2 和 0.4 个百分点。

图 1 工业增加值环比增速保持低位，低于疫情前水平



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 2 采矿业两年增速触底反弹



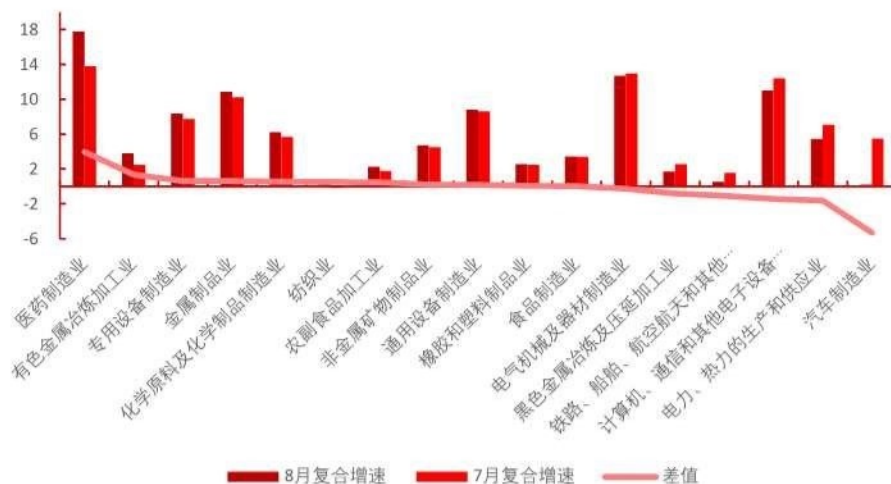
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

分行业看，汽车制造业 8 月工业主要拖累项，两年平均增速较 7 月下滑 5.3 个百分点，主要还是由于缺芯影响，马来西亚一直是是汽车芯片集中封测的主要生产国家，因为马来西亚疫情，全球汽车缺芯愈演愈烈。

出口产业链方面，受海外疫情扩散影响，医药制造业两年复合增速有所走强，较前值上升 4 个百分点，为重点行业增速中最高。海外复工复产下中间品保持高位，电器机械及器材制造业两年平均增速为 12.7%，但通信电子制造业增加值两年复合增速连续两月回落，其背后是全球疫情反复与美国耐用品消费退坡的共同作用。

地产产业链方面，受环保限产、能耗双控影响，黑色金属加工业两年平均增速小幅回落 0.8 个百分点，单月来看，钢材仍维持较大回落，8 月粗钢、生铁、钢材同比分别下滑 13.2%、11.1% 和 10.1%。

图 3 医药制造业及有色金属冶炼加工业两年平均增速较前值有所走强(%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

后续来看, 出口高景气仍对生产有一定支撑, 东南亚疫情有见顶迹象, 9月工业生产或呈现边际改善迹象, 但目前福建疫情再起, 短期内疫情仍对生产有一定抑制, 同时房地产销售回落后, 房企资金链趋紧, 房地产投资有下降压力, 经济目前下行趋势已定, 叠加能耗双控, 后续工业生产将回归常态。

2. 需求端出现分化, 出口维持高景气再创新高, 消费大幅下滑, 地产投资延续边际走弱

8月经济延续逐步放缓趋势, 但考虑到疫情对国内消费暂时扰动, 对经济担忧有望触底。出口方面, 8月出口维持高景气高于预期, 主因东南亚疫情严峻, 我国替代效应增强, 同时海外复工复产支撑我国中间品及资本品出口。后续随着东南亚疫情逐步控制及欧美需求常态化, 叠加出口基数抬升, 出口增速大概率持续下行, 后续密切关注运价变化。固定资产投资低于预期, 增速延续下滑。其中制造业投资继续小幅修复, 主因高新技术制造业保持高位增长, 但原材料价格及运费高企、市场需求疲软, 中小企业经营仍然承压, 后续随着出口和地产投资出现回落, 制造业投资后续增长空间有限。地产持续走弱, 但仍为经济主要支撑项。按揭端政策持续显现, 销售继续大幅放缓, 同时地产融资受阻, 导致房企拿地进度放缓, 新开工持续回落。未来随着按揭端和融资端政策影响的进一步显现, 房地产投资仍趋于下行, 需关注后续政策调控力度及地产下行幅度的变化。8月专项债发行有所加速, 但从专项债发行到基建项目施工有一定的时间差, 同时地方隐性债务监管仍未放松, 导致8月基建仍然偏弱。不过水泥产量开始同比回升, 或显示基建提速的迹象, 但跨周期调节的政策基

调下，财政对于基建的态度仍然是托而不举，基建或难以出现大幅提速。受疫情扩散影响，消费大幅低于预期。疫情对于线下消费带来较大的冲击，餐饮增速由正转负，目前福建疫情可能也会对接下来的中秋节等假期消费产生一定影响，后续需持续关注疫情扩散情况，疫情短期冲击因素消失后，消费仍将维持弱复苏。

2.1 东南亚疫情及欧美复工复产支撑出口再超预期

中国 8 月(以美元计)出口同比增 25.6%，Wind 一致预期(下同)增 19.6%，前值增 19.3%；进口同比增 33.1%，预期增 26.6%，前值增 28.1%；贸易顺差 583.4 亿美元，预期 520.3 亿美元，前值 565.9 亿美元。

8 月我国出口增速为 25.6%，较上月有所抬升，同时高于预期。从出口绝对数上看，8 月出口 2943.2 亿美元再创历史新高，环比上涨 4.12%，主要原因在于一是东南亚疫情严峻，替代效应支撑我国出口，二是欧美发达国家疫苗接种率较高，受疫情影响不大，经济体仍处于复工复产中，8 月美国 ISM 制造业 PMI 从 59.5 回升到 59.9，欧元区制造业 PMI 随 62.8 下滑到 61.4，但仍然处于高位，对我国中间品及资本品出口提供了支撑。

图 4 进出口总增速均高于预期(%)

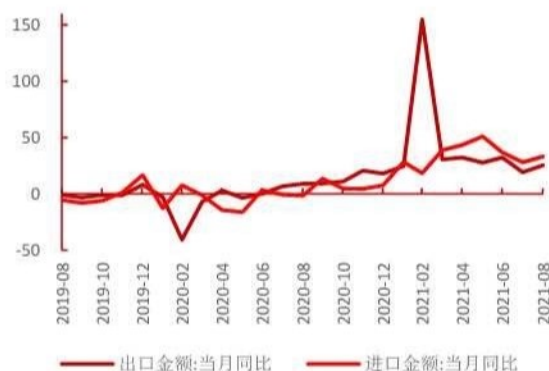
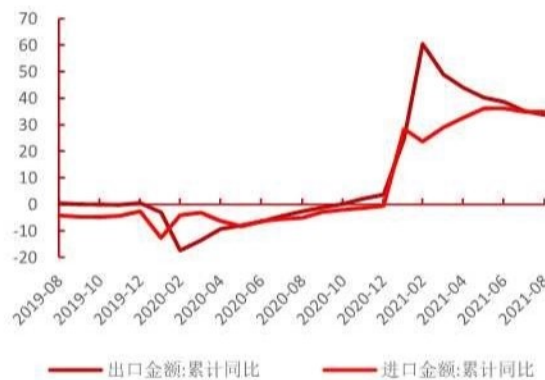


图 5 基数上升导致出口累计同比延续回落(%)



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_27041

