



谢亚轩：PPI 下行、M2 企稳 是下半年的关键特征



文/新浪财经意见领袖专栏作家 谢亚轩

核心观点：

我们对经济运行、商品价格、货币金融、国际资本流动等方面指标的7月走势及下一阶段大类资产配置方向预测如下：

1. 工业继续降速，社零回落；但景气预期仍向好，制造业投资带动投资整体上行。尽管全球保持复苏，但变异毒株导致疫情再反弹；国内暴雨、台风影响工业生产与物流。社零度过6月电商促销活动，可能会短期回落。制造业投资具有政策、盈利双重支持，应该最值得期待。

2. 进出口双双降速。出口方面，主要经济体景气度逐渐见顶，加工贸易需求受限；美国补库存已到中后期，接力补库存的经济体难以带来足够增量；海外财政政策带来的消费需求也逐渐见顶。进口方面，国内景气度改善斜率走平，商品价格上涨已对部分进口需求产生影响。

3. PPI 保持高位，CPI 继续回落。7月原油价格高位震荡、铜、钢、煤等工业品价格明显回升；但农产品价格指数月度同比降幅扩大。

4. 全面降准并不意味着货币政策放松。2016年以来，唯有新冠疫情引发了大约两个季度的货币政策放松，其他时间货币政策放松的持续期至多两个月。下一步货币政策边际放松的空间有限，8月可能边际收敛。

5. 下半年社融余额增速企稳甚至反弹。最主要的力量将是地方政府专项债的足额发行。财政政策更可能投向科技创新、产业链供应链短板。

6. 预计外资净流出。7 月全球疫情反弹两度引发欧美股市、商品等风险资产调整，VIX 指数也反映风险情绪恶化。同时美元有所回升。

展望下半年，宏观经济可能运行在 PPI 回落+货币条件稳健的宏观场景。尤其是四季度，PPI 的下行趋势可能加快；而社融增速的下行则逐步趋缓甚至企稳；7 月上旬的全面降准尽管并不意味着货币趋松，但这也释放出了明显信号——当经济与就业面临压力时，政策空间较大且操作灵活。根据历史经验，在 PPI 回落+货币条件趋松的宏观场景之中，债券的机会将更为明显，权益的宏观逻辑不明显，应注重自下而上寻找结构性机会，或政策相机抉择带来的阶段性机会。

以下为正文内容：

表 1：7 月宏观经济指标预测值

分类	预测指标	6 月实际值		7 月预测值	8 月方向
经济运行	制造业 PMI：%	50.9	↓	51.2	51.5
	工业增加值：当月同比	8.3	↓	7.7	↓
	社会消费品零售总额：当月同比	12.1	↓	11.0	↓
	固定资产投资：累计同比	12.6	↓	10.5	↓
	——制造业投资	19.2	↓	18.0	↓
	——房地产开发投资	15.0	↓	11.0	↓
	——基础设施建设投资	7.15	↓	6.0	↓
国际贸易	出口（美元值）：当月同比	32.2	↑	16.1	↑
	进口（美元值）：当月同比	36.7	↓	29.3	↓
	贸易差额（亿美元）	515.27	↑	480.0	↓
价格指数	CPI：当月同比	1.1	↑	0.7	↓
	PPI：当月同比	8.8	↑	8.9	↓

货币金融	M1: 当月同比	5.5	↓	5.5	→
	M2: 当月同比	8.6	↑	8.5	→
	社会融资存量: 当月同比	11.0	→	10.8	↓
	社会融资规模新增 (万亿元)	3.67	↑	1.2	↑
	信贷新增 (万亿元)	2.12	↑	1.0	↑
国际资本流动	债券市场流入 (亿元)	659	↑	400	↑
	陆股通 (亿元)	154	↓	200	↑

数据来源: Wind, 招商证券; 注: 箭头方向代表相对前值的变化

一、经济运行

7 月高频数据呈现冷热不均的局面。一方面, 气象灾害从供给侧对工业生产、固定资产投资造成不利影响。因此 7 月华东地区水泥价格跌至 475 元/吨, 全国高炉开工率降至 57.6%, 均创年内新低。另一方面, 海外经济继续维持改善趋势, 欧美制造业 PMI 7 月初值环比继续上升, 因此 CCFI 和 SCFI 指数分别突破 2800 点和 4000 点, 持续刷新历史新高。

工业增加值与制造业 PMI: 近期内外疫情再次反弹, 尤其是德尔塔变异导致海外疫情再次反弹, 欧洲与东南亚较为严重。一直影响国内生产的物流问题也难以好转, 短期内极端气象灾害接连发生对工业生产有一定影响, 河南暴雨加重物流影响, “烟花” 台风对长三角生产和港口效率也将造成负面冲击。预计 7 月工业增加值同比增长 7.7% (两年同比增速降至 6.2%), 制造业 PMI 小幅反弹至 51.2%。

社会消费品零售总额: 尽管汽车消费继续放缓, 但随着居民工资增速回升, 社零增速也有望加快改善。社零改善的主要动力还是在于商品消费,

暑假对服务消费有一定的促进作用。不过，6 月社零超预期不排除与电商促销有关，家电和通讯器材零售两年平均增速在上月均有明显回升。这可能意味着社零改善的趋势将在 7 月短期放缓，预计 7 月社零同比增长 11.0%（两年平均同比增速降至 4.8%）。

表 2：工业增加值、社会消费品零售、固定资产投资的两年平均增速变化

主要经济指标	2021 年 6 月 两年平均增速	2021 年 5 月 两年平均增速	2021 年 4 月 两年平均增速
规模以上工业增加值 当月同比：%	6.5	6.6	6.8
社会消费品零售总额 当月同比：%	4.9	4.5	4.3
全社会固定资产投资 累计同比：%	4.4	4.2	3.9

数据来源：国家统计局，招商证券；注：两年平均增速是指 2021 年 X 月相比 2019 年同期的年均增速。

固定资产投资：基建投资受制于财政支出、债券发行进度缓慢；水泥价格的持续下跌也显示基建投资需求低迷。房地产投资方面，建安工程保持稳定，但土地购置费可能将持续拖累房地产投资增速。制造业投资方面，高技术制造业和装备制造业投资在产业政策和外需牵引下继续保持较快增长，进而推动制造业投资边际改善幅度的扩张。未来，随着基数效应的进一步减少，投资累计同比增速将加快回落，预计 1-7 月固定资产投资增速为 10.5%（但两年同比增速稳中有升，预计 1-7 月为 4.5%）。

表 3：固定资产投资、制造业投资、房地产开发投资、基建投资两年平均增速的变化

固定资产投资 累计同比	2021 年 1-6 月 两年平均增速	2021 年 1-5 月 两年平均增速	2021 年 1-4 月 两年平均增速
全社会固定资产投资 (不含农户)	4.4	4.2	3.9
——制造业投资	2.0	0.6	-0.4
——房地产开发投资	8.2	8.6	8.4
——基础设施投资	2.4	2.6	2.4

数据来源：国家统计局，招商证券；注：两年平均增速是指 2021 年月份相比 2019 年同期的年均增速。

二、国际贸易

6 月出口高速增长，主要原因有三个方面。海外重要经济体制造业维持高度景气对出口形成有力支撑；重要经济体在复苏进度上有所不同，相对滞后的经济体正在接力补库存；传统商品的出口受到海外消费需求增量边际递减的约束，但机电产品和高新技术产品对出口拉动作用明显上升。

预测 7 月出口增速降至 16.1%（两年平均增速将降至 11.4%）。生产需求方面，目前重要经济体 PMI 指数处于高位区间，部分已经出现下行趋势，不利于中国出口增速向上；库存需求方面，美国的补库存已经到中后期阶段，接力补库存的经济体或无法带来足够大的增量；消费需求方面，海外财政政策完全释放，可能进一步限制海外消费的增长空间。

6 月进口高速增长，主要原因有两个方面。需求方面，国内制造业 PMI 指数维持景气支持商品进口；供给方面，海外供应链并未受到 delta 病毒的明显影响，加工贸易保持通畅。

预测 7 月进口增速降至 29.3%（两年平均增速降至 13.3%）。国内制

制造业维持景气度仍然是进口的基本面支撑，但斜率趋于平稳不利于进口增速向上；国际大宗商品价格上涨可能已对部分进口需求产生影响，部分商品进口已经出现下降趋势。

表 4：出口、进口金额（美元值）的两年平均增速变化

出口、进口 (美元值：当月同比)	2021 年 6 月 两年平均增速	2021 年 5 月 两年平均增速	2021 年 4 月 两年平均增速
出口	15.1	11.1	16.8
进口	18.8	12.4	10.7

数据来源：国家统计局，招商证券；注：两年平均增速是指 2021 年月份相比 2019 年同期的平均增速。

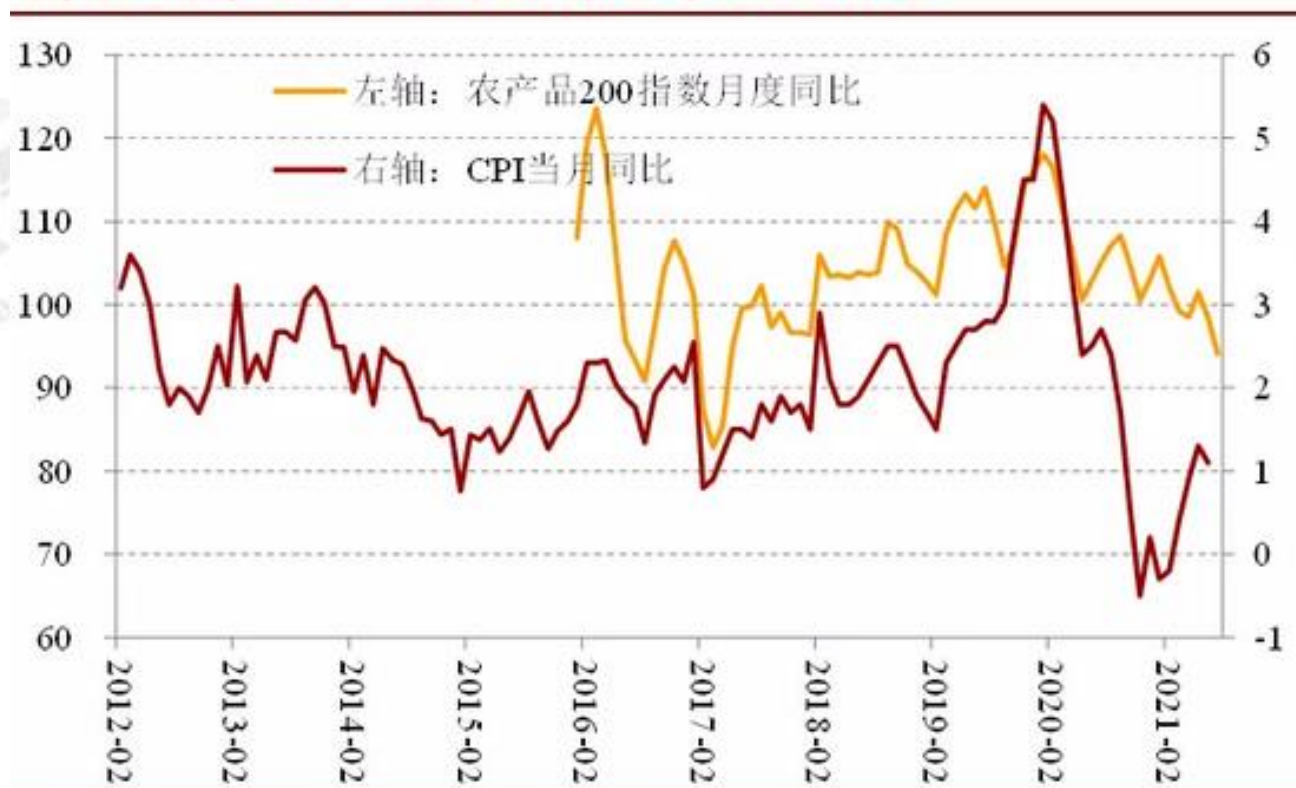
三、价格变化

预计 7 月 CPI 环比-0.6%，同比 0.7%。翘尾因素贡献 7 至 9 月分别为 0.4、0.0 和-0.2 个百分点；新涨价因素方面，6 月农产品批发价格 200 指数均值为 111.07，猪肉平均批发价 23.29 元/公斤，二者 7 月均小幅下跌，但跌幅较上月收窄，因此预测 7 月 CPI 食品项环比-0.9%（前值-2.2%），同比-2.3%（前值-1.7%）。而考虑到我国疫苗接种进程可能提振服务业消费，同时消费品或受到上游价格的一定传导，预计非食品项预计环比 0.3% 左右（前值 0.0%），同比 2.0%（前值 1.7%）。

CPI 或在四季度再现高位峰值，主要受非食品项和翘尾因素支撑。CPI 食品项的回升空间有限，因预计后续猪肉价格仍将低位运行。近期作为猪肉重要产地的河南省出现极端降雨情况，对猪肉运输有较大影响，但对生猪养殖情况影响范围有限。二季度末生猪存栏同比增 29.2%，能繁母猪存栏增 25.7%，产能将持续过剩，连续收储政策仅有助于部分缓解生猪供需

矛盾。

图 1：农产品批发价格增速与 CPI 增速



资料来源：Wind，招商证券

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_32680

