张瑜评 7 月经济数据：类滞胀已来 衰退未至

文/新浪财经意见领袖专栏作家 张瑜

前言

7 月之前，市场对下半年经济预期的分歧在于，下半年经济是微上、还是微下、还是大幅回落。相应的，对政策的预期收紧与放松兼而有之。7 月，随着央行降准、政治局会议重提“跨周期”后，市场对经济的看法转为微下或者大幅回落，从债市表现看，似乎债市在为后者定价。

我们在 5 月中期策略报告指出，下半年经济大概率进入类滞胀环境，但衰退尚不至于。当下依然维持这个看法。经济确有一定的下行压力，但下半年仍有一定的韧性（比如出口增速依然偏高、消费与制造业投资还能继续回升，地产投资回落，但建安在竣工带动下偏平），对经济过于悲观乃至于当下对政策过度期待（财政下半年就发力、货币三季度就转向全面宽松），可能并不可取。

https://www.yunbaogao.cn

7 月经济数据前瞻

（一）通胀：胀更多体现在工业品

PPI 再次攀高。7 月 PPI 同比预计再攀高至 9%左右。布油期价震荡于 75 美元/桶附近，月均价格较 6 月环比上涨 2.75%。伦铜月均期价则环比下跌 1.8%。国内黑色价格再度大涨，螺纹均价环比上涨 8.4%。CPI 依然偏低，预计 7 月 CPI 同比继续回落至 0.7%左右。

（二）经济：滞来自经济内部的分化

1、出口：7 月或仍偏强。当下属于消费品需求尚在高位同时叠加海外生产修复，带动中间品出口走强的阶段。出口增速短期仍有韧性。

2、消费：限额以下修复带动下，仍会小幅上行。7 月与 6 月类似，局

部地区有疫情。但这可能不是影响当下消费的核心因素。当下消费能否持续修复需要关注的是限额以下能否持续修复。从房租走势、PMI 从业人员、农民工外出就业等数据看，限额以下的消费有望继续得到修复。

3、投资：拿地减少拖累地产，财政留力拖累基建。对于地产投资而言，7 月极低的土地成交会拖累当月地产投资数据。从目前百城公布的住宅类土地成交数据看，7 月四周成交面积为 816 万平米，2019 年同期是 2039 万平米。对于基建投资而言，增速大概率稳中有降。今年上半年，发改委项目批复情况看，审批核准项目对应总投资额大幅低于 2019-2020 年同期，甚至略低于紧信用的 2018 年。这意味着，基建增速今年下半年难有起色。

4、工业生产：大概率继续回落。

（三）金融数据：社融增速仍在下探

预计 7 月新增社融在 1.36 万亿左右，社融增速或进一步下行至 10.8%。预计 7 月对实体信贷新增 9000 亿，同比少增近 1000 亿，但较 2019 年仍然多增 1500 亿。我们预计 M2 同比增速可能小幅回落至 8.4%附近。与此同时，房地产销售快速下行、地方债融资节奏偏慢、表外融资收缩集体对 M1 同比形成拖累，预计 M1 同比或回落至 5.3%左右。

风险提示：工业品价格上涨超预期。

报告目录

https://www.yunbaogao.cn

一、物价：CPI 继续回落，PPI 再次攀高.....4
二、生产：大概率继续回落.....4
三、投资：拿地减少拖累地产，财政留力拖累基建.....4
四、进出口：出口或仍偏强.....4
五、消费：限额以下修复带动下，仍会继续上行.....5
六、社融增速仍在下探.....5

报告正文

七月经济数据前瞻

（一）物价：CPI 继续回落，PPI 再次攀高

预计 7 月 CPI 同比继续回落至 0.7%左右，翘尾因素下行、食品价格下跌、疫情反复多因素共同拖累 CPI。具体来看，翘尾因素 7 月为 0.4%，较 6 月大幅回落 0.6 个百分点。食品价格继续下跌，但较 6 月跌幅有所收窄，猪肉价格触及猪粮比警戒线后，中央三次收储适度缓解了猪价下跌趋势，7 月猪肉均价环比下跌 4.4%，同时夏季鲜菜季节性上涨，7 月蔬菜均价环比上涨 0.5%。非食品项中，国内汽格（标准品）月均价格环比继续上涨 3.9%（前值上涨 2.3%），对 CPI 形成一定支撑。但是，考虑到 Delta 病毒于 7 月底扩散，多地消费和出行再次受到影响，预计核心 CPI 环比 0.2%，低于往年季节性 0.1 个百分点，核心 CPI 同比或小幅反弹至 1.1%左右。

7 月 PPI 同比预计再攀高至 9%左右。从高频数据看，7 月国际大宗表现平平，布油期价震荡于 75 美元/桶附近，月均价格较 6 月环比上涨 2.75%。伦铜月均期价则环比下跌 1.8%。但国内黑色价格再度大涨，螺纹均价环比

https://www.yunbaogao.cn

上涨 8.4%。7 月粗钢及螺纹钢产量再度快速回落，螺纹钢月产量环比下跌约 8.6%。与此同时国内 PMI 出厂价格指数回升至 53.8%，反映工业品涨价幅度整体再走阔。宏观视角看，全球流动性及生产需求对商品价格的拉动将持续到三季度末，三季度 PPI 同比仍将居于高位。

（二）生产：大概率继续回落

预计 7 月工业增加值同比增速 7.2%，相比 2019 年两年平均增速为 6.0%。

7 月生产，除了考虑到需求侧整体可能有所回落外，生产侧的负面影响也不容忽视。从 PMI 数据上看，我们对比生产指数与新订单指数之差，今年 7 月回落至历史极低位置。这背后的原因是多方面的，比如缺煤缺电，比如汽车缺芯，比如粗钢产量压降，再比如小企业生产经营承压（对比 2018-2019 年，当下小企业生产指数明显偏低）。

如果看的更长一点，下半年出口、基建增速中枢大概率不如上半年，受此影响，我们判断，工业增速下半年中枢不如上半年，但月度之间未必单边向下。

（三）投资：拿地减少拖累地产，财政留力拖累基建

预计固投 1-7 月累计增速为 11.2%，两年平均增速为 4.6%。

对于地产投资而言，7 月极低的土地成交会拖累当月地产投资数据。从目前百城公布的住宅类土地成交数据看，7 月四周成交面积为 816 万平

米，2019 年同期是 2039 万平米。此前 6 月，地产投资数据中来自拿地的拉动已经降至 0%，基本全靠建安支撑，7 月拿地的进一步大幅回落，7 月单月地产投资数据大概率会出现明显回落。

对于基建投资而言，增速大概率稳中有降。今年上半年，发改委项目批复情况看，审批核准项目对应总投资额大幅低于 2019-2020 年同期，甚至略低于紧信用的 2018 年。这意味着，基建增速今年下半年难有起色。从高频数据看，沥青开工率持续低迷，螺纹的表观消费 7 月也不如 2019-2020 年同期。

对于制造业投资，可能仍会有所上行。2 季度产能利用率情况看，创有数以来新高。

（四）进出口：出口或仍偏强

预计7月出口相较2020年同比+14%,相较2019年复合增速+10%。进口相较 2020 年同比+26%，相较 2019 年复合增速+12%。

出口 7 月或仍偏强，结构性特点仍显著。中港协 7 月上旬/中旬八大枢

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_34165