



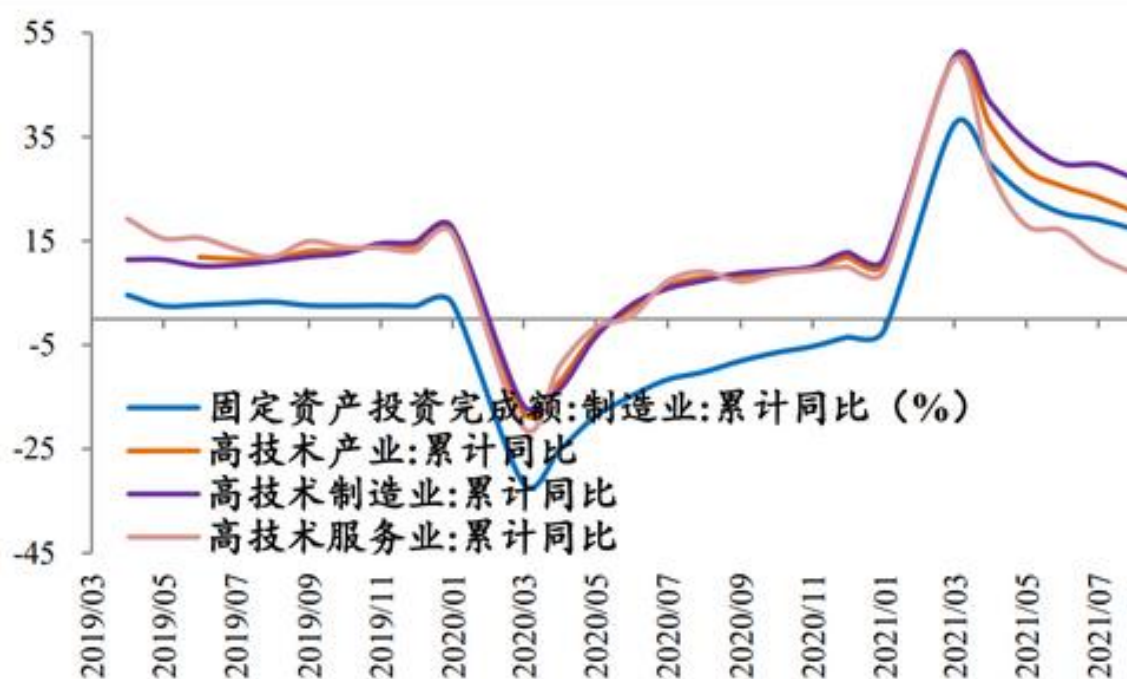
任泽平：我们可能处于经济周期从滞胀到衰退阶段



来源：任泽平团队



图表：高技术产业投资快于整体投资



资料来源：Wind，泽平宏观

同比增速 (%)	工业增加值 当月	固定资产投资 累计	房地产投资 累计	社零 当月	出口 当月	进口 当月	CPI 当月	PPI 当月	社融 当月
2021-07	6.4	10.3	12.7	8.5	19.3	28.1	1.0	9.0	10.7
2021-06	8.3	12.6	15.0	12.1	32.2	36.7	1.1	8.8	11.0
变化值	-1.9	-2.3	-2.3	-3.6	-12.9	-8.6	-0.1		

一、我们可能处于经济周期从滞涨到衰退阶段

7 月经济金融数据全面回落，有观点归因于近期局部疫情反弹、汛情等短期因素，但这难以解释社融、房地产销售、新出口订单等先行指标连续 4 个月的回落。

透过偶然现象，经济是有自身运行的周期性规律的，复苏-过热-滞涨-衰退，周而复始。

消费、投资、出口等三家马车全面放缓。7 月不仅经济先行指标回落，比如制造业 PMI、PMI 新出口订单、房地产销售和投资、社融信贷 M2 等，有的甚至连续 4 个月下滑；而且工业生产、固定资产投资、社零等经济一致指标也开始回落。表明经济下行压力已经开始进行传导和扩散，经济衰退的市场预期有所增强。只有物价数据作为滞后指标尚在高位，这是供求缺口和运动式“减碳”共同作用的结果。

经济下行的主要拖累因素来自：对房地产和地方债的信用收缩效应开始显现，年初以来的社融信贷回落开始作用于实体经济，一般传导时滞 6 个月左右；房地产销售自 5 月以来的转淡开始传导至投资端，房地产长期看人口、中期看土地、短期看金融，房地产是周期之母；随着美国、欧洲、

亚洲等生产恢复，产能替代效应消退，出口订单回落，传导到出口 1-3 个月；经济 K 型增长、中小企业受大宗商品成本挤压、就业低迷等制约消费，消费增长始终乏力；大宗商品价格过高，超出实体经济的承担能力，对经济活动产生抑制作用，这是周期自身的力量。

我们维持对经济形势的最新判断：大宗商品通胀的高点已现，经济将逐季放缓，现在处在经济周期的滞胀后期和衰退初期，今年下半年到明年上半年是两期转换时点，货币宽松周期的时间窗口正在打开。

我们在 2020 年底提出“通胀预期”，在 2021 年 1 月提出“流动性拐点”“一季度是经济顶部，二三季度逐步放缓”，5 月提出“对未来经济下行压力要有估计和准备，货币宽松的时间窗口正在打开”。

经济金融数据全面回落，该醒醒了，对未来经济下行压力要有估计和准备，建议货币政策结构性宽松，财政政策发力新基建。

由于经济下行和通胀在高位并存，“滞涨”特征明显，货币政策难以大幅放松，更多是对冲性、预防性的。未来随着经济下行压力加大、通胀回落，经济明确转入“衰退”，财政货币政策将转为积极和宽松。随着形势演化，我们判断货币政策宽松的时间窗口正在打开，将经历四部曲：不急转弯-慢转弯-转弯-轰油门。

具体来看，7 月经济数据呈现七大特点和趋势：

1、生产端加速下滑，与需求放缓、限产、用电荒、经济复苏不均衡、

下游企业经营压力有关。7月工业增加值两年平均复合增速5.6%，较上月大幅回落0.9个百分点，连续三个月下滑，与PMI生产分项变化相印证。其中，出口对生产带动作用较上月减有所弱，出口交货值同比增速11.0%，较上月下滑2.4个百分点。

受局部疫情、汛情影响，7月服务业生产指数两年复合增长5.6%，较上个月下滑0.9个百分点。

2、近期房地产销售和投资持续大幅回落，房地产短期看金融，未来要警惕房地产“硬着陆”，用时间换空间。7月商品房销售面积和销售额同比分别为-8.5%和-7.1%，较6月下滑16和15.7个百分点；8月1-15日，30大中城市商品房成交套数和面积同比分别为-24.2%和-25.0%。7月房地产投资两年复合平均增长6.4%，较6月下降0.8个百分点，连续3个月下滑。

房地产调控不断升级加码，金融政策收紧，房地产投资将持续承压。

“三道红线”政策倒逼房企去杠杆降负债，土地集中供应制度对房企资金施压。

3、基建投资乏力，7月强降雨、洪涝等极端天气灾情对基础设施开工有一定影响；后续伴随专项债发行加快，基建有望发力，但托底经济的效果有限。1-7月份基础设施投资同比增长4.6%，两年平均增长0.9%，比1-6月份回落1.5个百分点。

今年以来，专项债项目要求监管趋严、专项债发行高峰推迟，叠加募集资金到基建投资存在时滞、优质基建项目储备不足，预计下半年基建托底经济的力量有限。

4、制造业投资持续恢复，但上游受环保等约束，下游受大宗商品通胀挤压，制造业投资反弹力度有限。1-7月制造业投资同比增长17.3%，两年平均增长3.1%，比1-6月份加快1.1个百分点。1-6月采掘业、上、中、下游制造业利润两年复合增长率分别为17.4%、30.1%、20.3%和3.4%。

5、消费超预期回落，商品和服务消费均出现回落。7月社会消费品零售总额两年复合平均增3.6%，较上月下滑1.3个百分点。其中商品和餐饮消费两年复合增速分别为3.9%和0.9%。商品中建筑装潢为主要拖累项，或与地产销售下行有关。疫情对服务消费的影响短期较难改善，叠加近期局部疫情再次爆发，餐饮消费继续出现回落。

长期来看，消费是经济的慢变量，受就业、收入、复苏K型分化有关，或带来消费中枢下滑。上半年居民人均可支配收入两年复合实际增长5.1%，不及2019年同期6.5%。而疫后经济恢复存在结构性问题，“消费降级与消费升级并存”“底层通缩，高层通胀”。

6、出口增速下滑，品类分化，与产能替代效应消退有关。7月中国出口额（以美元计，下同）同比增19.3%，两年复合增长12.9%，低于上月2.2个百分点。分产品看，高新技术、机电产品出口表现强势，反映海外需求仍在。但劳动密集型高位放缓，主因美国消费筑顶、库存积累、产能替

代效应消退；防疫物资对出口带动作用减弱，份额下降。

7、通胀高点已现。近期，PPI、PMI 价格指数高位震荡，7 月 PPI 同比 9.0%，再度处于近十三年来新高；CPI 受食品项拖累回落，非食品价格环比上涨。大宗商品超级通胀高点已现，但疫情带来的供求缺口仍在，大宗商品价格高位震荡。

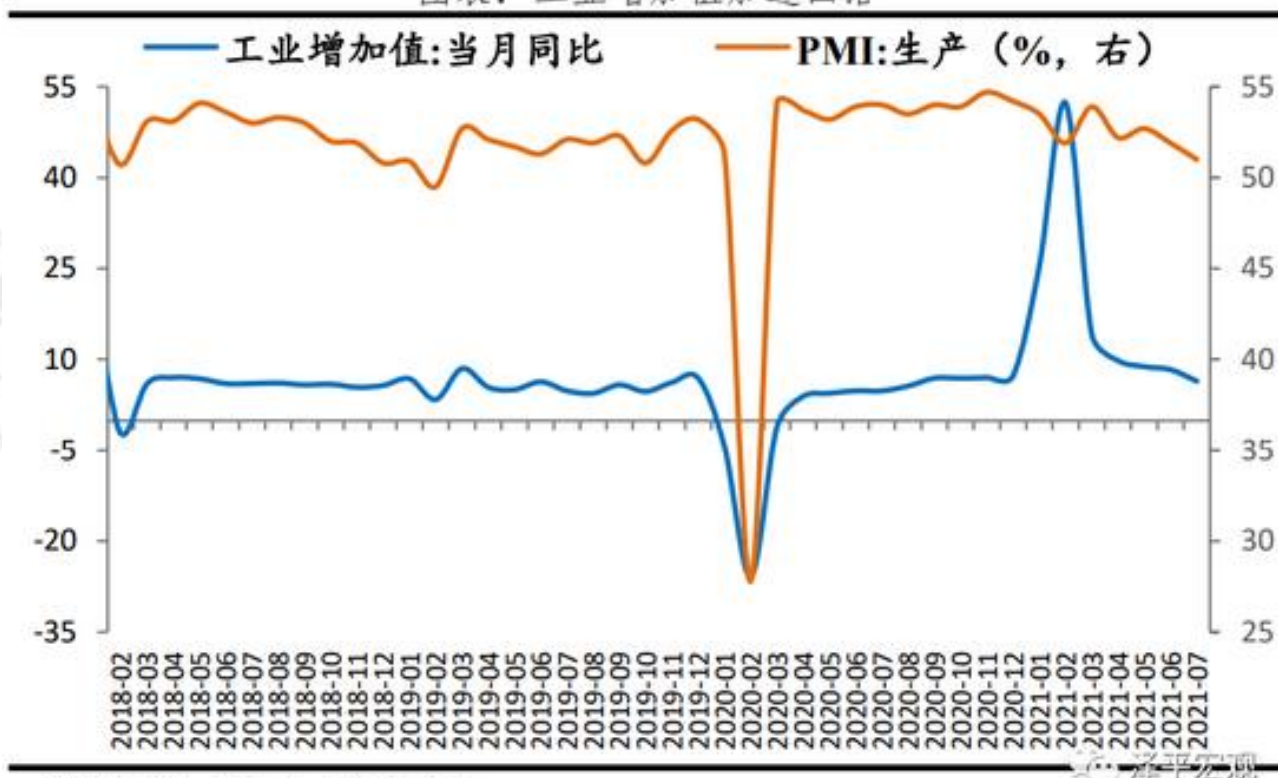
二、工业生产加速回落，高技术行业保持高增

7 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.4%，前值 8.3%；两年复合增速为 5.6%，较上月下降 0.9%。与限产、用电荒、经济复苏不均衡、下游企业经营压力有关。分行业看，7 月份，41 个大类行业中有 35 个行业增加值保持同比增长。

本月高技术行业和装备制造业表现较好，汽车行业和纺织业造成拖累。

1) 高技术行业中，医药制造业同比 25.3%，两年复合增速 13.8%，较上月下降 3.5 个百分点，或因海外劳动密集型产品需求下降；计算机、通信和其他电子设备制造业同比 13.0%；2) 装备制造业表现亮眼。金属制品业同比 12.7%，两年复合增速 10.2%，较上月下降 0.6 个百分点；电气机械和器材制造业同比 10.3%，两年复合增速 12.9%，较上月上升 1.1 个百分点；3) 汽车行业较上月好转，但仍造成拖累。7 月汽车制造业同比-8.5%，两年复合增速 5.5%，较上月增长 1.3 个百分点。其中，新能源汽车 28.9 万辆，增长 162.7%；纺织业同比-1.0%，两年复合增速-0.2%，较上月上升 0.7 个百分点。

图表：工业增加值加速回落



资料来源：Wind，泽平宏观

三、固定资产投资增速持续下滑，高技术产业投资仍较快

1-7月固定资产投资累计同比10.3%，较1-6月下滑2.3个百分点，两年复合增长4.3%。7月固定资产投资同比增长-0.8%，较6月下滑5.5个百分点。分投资主体看，1-7月民间固定资产投资累计同比13.4%，国有控股企业固定资产投资累计同比7.1%，分别较1-6月累计同比下滑2.0

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_34373

