

总量研究

经济复苏放缓，社融增速筑底

——2021年7月经济数据预测

要点

核心观点：

7月份经济依然在沿着复苏的进程前进，但是疫情点状散发、极端天气、上下游通胀剪刀差压制下游企业盈利、专项债放量不及预期等因素，均在拖累实体经济修复速度。价格方面，大宗商品价格止跌企稳，拉动PPI环比上行，同比维持在高位，CPI受基数影响进一步回落。通胀剪刀差有所拉大，预计工业企业利润增速会继续放缓。经济压力显现，货币政策维持宽松，社融增速保持平稳，表内融资需求整体符合季节性，表外融资的拖累效果有望逐渐减弱。

7月核心数据预测：

社融：预计7月新增社会融资规模约1.8万亿元，对应社会融资规模存量同比增速约为11.0%，其中，新增人民币贷款约为1.2万亿元。展望来看，受降准补充流动性影响，商业银行的信贷投放能力及意愿均有明显增强，但是企业信贷需求仍然处于边际放缓态势之中。预计表内信贷结构仍将表现为，居民端及企业端信贷总体符合季节性，票据融资放量支撑，7月表内融资规模在1.2万亿左右。同时，可以看到表外票据融资同比缺口自3月以来持续收缩，信托贷款压降态势预计不会进一步增强，表外融资的拖累效果有望逐渐减弱。综合考虑，预计7月份新增社融在1.8万亿左右，同比增速11.0%，同比增速三季度将进入筑底阶段。

通胀：PPI维持高位，CPI延续回落。CPI方面，在基数效应拖累下，预计7月CPI同比进一步回落至0.7%，食品价格降幅收敛，非食品价格回升。随着国际油价涨势放缓，原材料涨价对CPI非食品传导效应也相应减弱。PPI方面，预计PPI同比小幅上行至8.9%，环比涨幅扩大，与煤炭价格快速上涨、钢铁有色价格止跌企稳有关。煤炭价格上涨与居民夏季用电需求增加，安全检查、环保限产、河南暴雨导致供给收缩有关；钢价上涨主要受6月下旬以来限产政策趋严影响；铜价企稳与海外铜矿供应扰动延续，国内外流动性环境维持宽松有关；7月初油价冲高回落涨势收敛，则受OPEC+计划增产、德尔塔毒株全球蔓延影响。

实体：受极端天气和疫情点状散发冲击，复苏环比放缓。7月份经济依然在沿着复苏的进程前进，但是疫情点状散发、极端天气、上下游通胀剪刀差、专项债放量不及预期等因素，均在拖累实体经济环比修复的速度。其中，制造业和消费复苏进程继续推进，但是环比势头有所减弱，房地产投资增速依然处于下行区间内，但是由于地产投资韧性较强，下行速度也较缓慢。7月专项债未如期放量，基建发力节奏进一步后置。预计固定资产投资累计增速11.5%，社零同比增速12%。

生产：环比走弱，预计7月规上工业增加值同比增速7.7%。7月生产PMI为51.0%，比上月回落0.9个百分点，创下2020年3月以来新低，主要受到了极端天气以及钢铁限产的影响。从高频数据来看，7月主要生产指标均环比走弱，7月30日高炉开工率为57.04%，较6月25日回落3.35个百分点；PTA开工率也由7月1日的81.7%回落至7月30日的73.1%；钢铁产量方面，7月中上旬粗钢产量环比下滑7.1%。总体来看，预计7月工业生产将环比走弱。

盈利：增速放缓，预计7月规上工业企业利润同比增长10.2%。量的方面，工业生产边际放缓；价的方面，7月主要原材料价格指数上涨明显，上下游企业价格差持续存在，下游企业持续承压；利润率方面，制造业利润率已出现边际回落迹象。因而，我们预计7月企业利润增速会继续放缓，回归稳固增长。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogege@ebsecn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuwh@ebsecn.com

分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930121040088
021-52523880
liuxc@ebsecn.com

联系人：杨康

021-5252 3780
yangkang6@ebsecn.com

相关研报

德尔塔三次闯关，这次有何不同？——光大宏观周报（2021-08-01）

制造业扩张放缓，宏观政策发力在即——2021年7月PMI数据点评（2021-08-01）

财政平滑，货币放松，护航二十大——20210730政治局会议点评（2021-07-31）

美联储肯定经济恢复，Taper时点仍需耐心等待——2021年7月美联储议息会议点评（2021-07-29）

盈利增速放缓，结构分化加大——2021年6月企业盈利数据点评（2021-07-27）

德尔塔快速蔓延会延缓全球复苏吗？——光大宏观周报（2021-07-25）

为什么我们认为四季度可能会降息？——货币政策前瞻系列四（2021-07-22）

投资消费引领、经济加快复苏——2021年6月实体经济数据点评（2021-07-18）

为什么出口增速能够再超预期？——2021年6月进出口数据点评（2021-07-14）

目 录

一、7 月核心数据预测.....	3
二、流动性：社融存量同比增速 11.0%	3
三、通胀：PPI 维持高位，CPI 延续回落.....	4
四、实体：受极端天气和疫情点状散发冲击	5
五、生产：环比走弱，盈利分化持续	6

一、7月核心数据预测

7月份经济依然在沿着复苏的进程前进，但是疫情点状散发、极端天气、上下游通胀剪刀差压制下游企业盈利、专项债放量不及预期等因素，均在拖累实体经济修复速度。价格方面，大宗商品价格止跌企稳，拉动 PPI 环比上行，同比维持在高位，CPI 受基数影响进一步回落。通胀剪刀差有所拉大，预计工业企业利润增速会继续放缓。经济压力显现，货币政策维持宽松，社融增速保持平稳，表内融资需求整体符合季节性，表外融资的拖累效果有望逐渐减弱。

表 1：7 月核心数据预测

数据口径			2020 年 累计	2021 年				
				3 月	4 月	5 月	6 月	7 月预测
GDP	单季度同比 (%)		2.3	18.3			7.9	
流动性	社融	存量同比 (%)	13.3	12.3	11.7	11.0	11.0	11.0
	信贷	新增 (万亿)	19.6	2.7	1.5	1.5	2.3	1.2
价格	CPI	单月同比 (%)	2.5	0.4	0.9	1.3	1.1	0.7
	PPI		-1.8	4.4	6.8	9.0	9.0	8.9
实体	固投	累计同比 (%)	2.9	25.6	19.9	15.4	12.6	11.5
	社零	单月同比 (%)	-3.9	34.2	17.7	12.4	12.1	12.0
	出口		3.6	30.6	32.3	27.9	32.2	20.2
生产	单月同比 (%)		2.8	14.1	9.8	8.8	8.3	7.7
盈利			4.1	92.3	57.0	36.4	20.0	10.2

资料来源：WIND，光大证券研究所预测

二、流动性：社融存量同比增速 11.0%

预计 7 月新增社会融资规模约 1.8 万亿元，对应社会融资规模存量同比增速约为 11.0%，其中，新增人民币贷款约为 1.2 万亿元。

表内融资方面，在降准补充流动性的影响下，商业银行的信贷投放能力及意愿均有明显增强，但是企业信贷需求仍然处于边际放缓态势之中。综合考虑，预计 7 月表内信贷结构仍将表现为，居民端及企业端信贷符合季节性，票据融资放量支撑，预计 7 月表内融资规模在 1.2 万亿左右。

一则，人民银行宣布于 7 月 15 下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。其中，3000 亿元已于 7 月 15 日用于置换到期 MLF，即此次降准为商业银行体系注入了 7000 亿元长期流动性。长期资金的注入在改善商业银行流动性的同时，有利于增强商业银行的信贷投放能力及意愿。

二则，地方政府专项债发行持续加速，专项债配套项目的推进将会增加配套银行信贷的需求。但同时，由于我国制造业 PMI 与工业企业利润连续四个月回落，

生产动能恢复动能有所放缓，叠加新出口订单也有所回落，预计企业信贷需求仍处于边际回落态势之中。

三则，我们可以观察到，票据转贴现利率自今年3月以来持续回落，3个月票据转贴现利率与3个月SHIBOR利差更是于7月下旬从6.5BP一路下滑至-119BP，反映出商业银行面临较大的信贷冲量压力。因而，7月表内信贷在结构上大概率与6月类似，表内票据融资会大幅放量。

表外融资方面，考虑到监管层面仍在持续压缩房地产等行业表外融资，并计划于2021年“将行业融资类信托在去年的基础上再压缩20%”，我们认为表外融资收缩的趋势仍将延续，但同比缺口将持续收缩。综合考虑，预计7月表外融资规模约在-1000亿元左右。

直接融资方面，预计7月政府债券净融资额约2500亿元左右，较去年同期少增约3000亿元；企业债券融资额初步估算约在2000亿元左右，较去年同期少增约400亿元；非金融企业境内股票融资初步估算约在950亿元左右，较去年同期少增约300亿元，综合考虑7月直接融资规模约在5450亿元左右。

综合考虑表内融资、表外融资、直接融资及其他融资途径后，我们预计7月新增社会融资规模约为1.8万亿元，对应社会融资规模存量同比增速约为11.0%，其中新增人民币贷款约为1.2万亿元。

三、通胀：PPI维持高位，CPI延续回落

在基数效应拖累下，预计7月CPI同比进一步回落至0.7%，食品价格降幅收敛，非食品价格回升。

食品方面，猪肉价格企稳、鲜菜价格季节性回升、鲜果价格延续下跌。猪肉方面，7月4日-7月18日，中央连续启动三次冻猪肉收储工作，加之前期压栏大猪的消化，猪肉消费的季节性改善，猪价进入低位震荡阶段（7月，36个城市猪肉平均零售价环比回落5.1%，较3月以来跌幅明显收窄）；受夏季降雨天气影响，7月中旬起鲜菜价格回升，但涨幅明显弱于季节性表现（7月，28种重点监测蔬菜平均批发价环比上涨0.5%，低于过去五年环比均值5.8%）；鲜果市场供应充足，7种重点监测水果平均批发价环比回落7.1%。

非食品方面，受暑期消费带动，7月服务业PMI较上月回升0.2个百分点至52.5%，航空运输、住宿、餐饮行业活跃度提升，预计服务价格呈现季节性回升；随着国际油价涨势放缓，原材料涨价对CPI非食品传导效应也相应减弱。7月，国内汽油、柴油价格涨幅收敛至0.8%、-0.4%，上月分别为2.8%、4.4%。

预计7月PPI同比微幅上行至8.9%，环比涨幅扩大。

7月PMI原材料、出厂价格指数双双回升，指向7月PPI环比高于上月。环比涨幅扩大，与煤炭价格快速上涨、钢铁有色价格止跌企稳有关。

具体来看，煤炭方面，夏季高温天气带来居民用电需求增加，而供给端受限于安全检查、环保限产、河南暴雨等，供需催化下，7月环渤海动力煤价格环比上涨

5%，高于上月的 2.8%；黑色方面，6 月下旬以来，国内多地压降粗钢产量政策落地，7 月后多地钢厂宣布减产检修，国内粗钢产量回落明显，7 月钢材综合价格环比上涨 0.7%，上月为-6.5%；有色方面，海外铜矿供应扰动依然较强，加之短期内美联储仍维持宽松立场，国内宏观环境边际放松，铜价仍维持高位，7 月长江有色铜价环比回落-0.4%，上月为-5.3%；油价方面，受 OPEC+计划增产、德尔塔变异毒株在全球快速蔓延等因素影响，7 月初油价冲高回落后涨势收敛。

四、实体：受极端天气和疫情点状散发冲击

消费温和复苏，预计 7 月社零同比增速 12%。从 5 月以来，居民消费一直在展现出超季节性的复苏态势，表明随着经济恢复，居民的消费意愿也在逐步提升。但是，7 月份多地疫情点状散发，会一定程度影响出游、聚餐等社交活动。从 7 月的 PMI 数据来看，服务业 PMI 录得 52.50，略高于 6 月的 52.30，依然低于 4 月、5 月。整体来看，我们认为社零环比复苏的态势会持续，但速度放缓，预计 7 月社零同比增速 12%。

固投复苏受极端天气和疫情点状散发的影响，预计 7 月份累计增速 11.5%。7 月，多地突发极端天气，疫情出现点状散发，预计对建筑业施工进度，和制造业复苏进程造成一定影响。另外，基建也未能如期放量。从同比来看，固定资产投资复苏的环比动能会有所减弱。

1) 制造业投资：环比复苏动能放缓，高技术链条增速维持高位，低技术链条低迷。7 月制造业 PMI 录得 50.4，比 6 月的 50.9 进一步下滑，制造业复苏进程有所放缓。第一，7 月份多地疫情点状散发，防疫管控加强，预计会主要冲击劳动密集型产业。第二，从 6 月盈利数据来看，上下游通胀剪刀差持续压制下游利润，从而拖累制造业复苏动能。第三，新出口订单 PMI 连续四个月下滑，也会拖累产能扩张的动力。综合考虑，预计制造业内部分化格局依然延续，高技术制造业、产业升级链条表现较好，但是低技术链条增速出现回落。

2) 房地产投资：投资增速进入下行区间，但韧性较强，增速维持高位。3 月份房地产销售拐点出现，之后销售增速持续下行，持续约束开发商资金链条，开发投资增速将继续缓步下行。但是，房地产投资的韧性也较强，一则四月、五月的土地成交将延后支撑三季度的土地购置费，二则 7 月份新开工和竣工反弹的趋势预计会延续，对开发投资带来支撑。

3) 基建投资：仍有发力空间，但 7 月专项债发行未如期放量，预计基建环比复

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_24779

