

宏观经济

经济修复继续放缓，把握股票市场结构性机会

——宏观经济与大类资产配置月报（2021 年 8 月）



概述

■ 总结与展望

- 8月，我国主要宏观经济数据进一步走弱；消费修复承压，地产和基建投资低迷拖累固定资产投资，不过，疫情冲击海外产能进一步延长了我国的错峰增长期，出口再度创月度新高，出口改善在一定程度上推动了制造业投资的加快修复。尽管不确定性因素是影响当前经济修复的主要因素，但仍需关注趋势性因素仍对经济修复产生的制约：大宗商品价格高位运行给生产端带来压力，供应链的不断趋紧进一步限制了生产，需求持续疲软也制约了生产的改善。后续来看，9月份虽然部分地区再次出现了疫情但目前来看基本可控，疫情对9月份经济运行的冲击或弱于8月份，但仍需持续关注疫情的不确定性对经济修复的制约；同时，成本上升、需求偏弱对经济的掣肘仍存，地产城投严监管及强化能耗双控等政策约束也使得生产与投资的改善的动力受到一定程度的限制，未来经济修复力度仍将持续减弱。但是，近期以来，中央多次重要会议均强调“跨周期调节”，后续政策稳增长的倾向或边际增长，这将对经济运行带来一定支撑。综合来看，我们预测三四季度GDP增速或降至6%以下，不过全年增速仍有望达8.5%。在经济修复节奏放缓下，年内股票市场趋势性机会仍不大，结构性分化仍是后续的主要特点，市场风格或仍偏中小盘；流动性扰动以及经济放缓下债市收益率或呈低位波动走势，可择机增加债券配置比例以平稳波动；在国内生产修复放缓以及需求修复偏弱背景下工业产品价格整体难以持续上行，叠加美国流动性或边际收紧，大宗商品价格持续上行动力较弱，建议逐步减少配置比例。

■ 生产：工业与服务业生产修复双双放缓

- 受短期疫情、汛情、环保限产以及能耗双控等多重因素影响，供给端继续走弱。其中，工业及服务业生产均进一步放缓，且服务业受到冲击的幅度要大于工业。前瞻指标PMI指数已经连续5月下滑且数值逐渐接近临界值，显示后续生产扩张速度或继续减慢。

■ 需求：外需在疫情冲击海外产能下短时反弹，内需修复仍面临多重阻力

- 尽管投资修复显著放缓，但结构改善趋势值得关注：地产和基建的回落主要是防风险政策的影响，但制造业投资修复加快。8月份需求端走势分化，其中新冠变种德尔塔仍是主要的影响因素：一方面严疫情防控下消费受到冲击，投资生产不可避免的受到一定的影响，特别是对汽车行业供应链的冲击导致部分消费品供给不足；另一方面对海外产能的冲击延长了我国的错峰增长期，我国出口持续保持高增长。

■ 通胀：核心CPI略有回落，PPI延续高位运行

- 8月份在高基数以及农业产品供给增加影响下，CPI继续回落，需求偏弱背景下PPI价格向CPI传导的力度相对较弱，工业消费品价格有所回落，不过仍处于较高水平。在上游价格上涨预期，PPI继续走高。后续来看，需求端改善、高基数效应弱化以及PPI的传导，CPI或将保持上行；上游产品价格保持高位运行的内外因素仍未完全消除，短期内PPI仍将保持高位波动态势。

■ 金融：实体融资需求偏弱持续，人民币汇率或将稳中有降

- 新增社融虽季节性回升，但仍低于去年同期，从结构上来看，主要有以下三个方面原因：一是实体经济融资需求持续走弱；二是表外融资受制于持续的房地产融资限制、城投融资严监管；三是由于政府债券融资的高基数。不过债务融资和股票融资的放量带动直接融资回升。考虑到当前实体经济融资需求低迷持续，信贷结构恶化，央行决定年内新增3000亿元支小再贷款额度，进一步加大结构性宽信用力度。虽然持续高出口给人民币带来了较大的升值压力，但最新数据显示美国经济有所修复，中美利差稳定态势难以持续，年内人民币汇率或将稳中有降。

■ 大类资产配置：风险资产表现分化，建议把握股票市场的结构性机会

- 近期各大类资产表现分化，债券市场小幅上涨，大宗商品和股票市场均呈结构性分化的特点，大宗商品波动整体高于其他几类资产，股票市场表现分化，上证综指波动上涨，深证成指和创业板指均有所下跌。
- 短期股票市场或仍呈区间波动走势，但结构性机会仍存，市场风格或仍偏中小盘；流动性扰动以及经济放缓下债市收益率或呈低位波动走势，可择机增加债券配置比例以平稳波动；在国内生产修复放缓以及需求修复偏弱背景下工业产品价格整体难以持续上行，叠加美国流动性或边际收紧，大宗商品价格持续上行动力较弱，建议逐步减少配置比例。

■ 附表：本月海内外主要经济热点（2021.8.17-2021.9.17）

8月，我国主要宏观经济数据进一步走弱；消费修复承压，地产和基建投资低迷拖累固定资产投资，不过，疫情冲击海外产能进一步延长了我国的错峰增长期，出口再度创月度新高，出口改善在一定程度上推动了制造业投资的加快修复。尽管不确定性因素是影响当前经济修复的主要因素，但仍需关注趋势性因素仍对经济修复产生的制约：大宗商品价格高位运行给生产端带来压力，供应链的不断趋紧进一步限制了生产，需求持续疲软也制约了生产的改善。后续来看，9月份虽然部分地区再次出现了疫情但目前来看基本可控，疫情对9月份经济运行的冲击或弱于8月份，但仍需持续关注疫情的不确定性对经济修复的制约；同时，成本上升、需求偏弱对经济的掣肘仍存，地产城投严监管及强化能耗双控等政策约束也使得生产与投资的改善的动力受到一定程度的限制，未来经济修复力度仍将持续减弱。但是，近期以来，中央多次重要会议均强调“跨周期调节”，后续政策稳增长的倾向或边际增长，这将对经济运行带来一定支撑。综合来看，我们预测三四季度GDP增速或降至6%以下，不过全年增速仍有望达8.5%。在经济修复节奏放缓下，年内股票市场趋势性机会仍不大，结构性分化仍是后续的主要特点，市场风格或仍偏中小盘；流动性扰动以及经济放缓下债市收益率或呈低位波动走势，可适当择机增加债券配置比例以平稳波动；在国内生产修复放缓以及需求修复偏弱背景下工业产品价格整体难以持续上行，叠加美国流动性或边际收紧，大宗商品价格持续上行动力较弱，建议逐步减少配置比例。

表1 2021年8月中国宏观经济核心指标一览表

	8月*	8月	7月*	7月	6月*	6月	5月*	5月	4月*	4月	3月*	3月	最新变化
工业增加值（同比，%）	5.4	5.3	5.6	6.4	6.5	15.9	6.6	8.8	6.8	9.8	—	14.1	↓
投资（累计同比，%）	4	8.9	4.3	10.3	4.4	12.6	4.2	15.4	3.9	19.6	2.9	25.6	↓
制造业投资	3.3	15.7	3.1	17.3	2	19.2	0.6	20.4	-0.4	23.8	-2	29.8	↓
房地产投资	7.7	10.9	8	12.7	8.2	15	8.6	18.3	8.4	21.6	7.6	25.6	↓
基建投资	0.2	2.9	0.9	4.6	2.4	7.8	2.6	11.8	2.2	18.4	2.3	29.7	↓
民间投资	3.9	11.5	3.4	13.4	3.8	15.4	3.7	18.1	2.9	21	1.7	26	↓
社零额（同比，%）	1.5	2.5	3.6	8.5	4.9	12.1	4.5	12.4	4.3	17.7	6.3	34.2	↓
出口：同比（%，美元）	—	25.6	—	19.3	—	32.2	—	27.8	—	32.2	—	30.5	↑
进口：同比（%，美元）	—	33.1	—	28.1	—	36.7	—	50.8	—	43.3	—	38.5	↑
贸易顺差（亿美元）	—	583.3	—	565.9	—	515.3	—	455.4	—	428.6	—	135.5	↑
CPI（同比，%）	—	0.8	—	1	—	1.1	—	1.3	—	0.9	—	0.4	↓
PPI（同比，%）	—	9.5	—	9	—	8.8	—	9	—	6.8	—	4.4	↑
M2：同比（%）	—	8.2	—	8.3	—	8.6	—	8.3	—	8.1	—	9.4	↓
社会融资规模	—	29600	—	10600	—	36689	—	19263	—	18503	—	33721	↑

（注：↓、↑、↔分别表示与7月相比，8月指标出现下降、上升或持平，*表示两年复合增速）

一、生产：工业与服务业生产修复双双放缓

受短期疫情、汛情、环保限产以及能耗双控等多重因素影响，供给端继续走弱。其中，工业及服务业生产均进一步放缓，且服务业受到冲击的幅度要大于工业。前瞻指标 PMI 指数已经连续 5 月下滑且数值逐渐接近临界值，显示后续生产扩张速度或继续减慢。

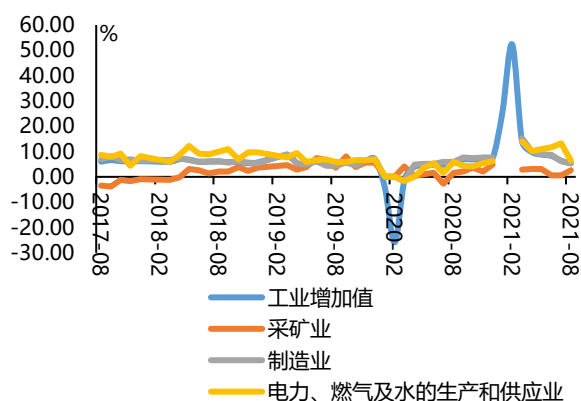
（一）高成本及弱需求影响下，工业增加值增速继续下行

利润空间受限、需求走弱持续制约工业生产，工业增加值增速持续回落。8 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.3%，较 7 月份回落 1.1 个百分点。两年复合增速为 5.4%，比前值回落 0.2 个百分点。工业增加值同比增速已经连续 6 个月放缓。虽然近期受变异病毒影响，防疫需求及替代效应作用下出口仍保持韧性，给生产带来一定支撑，但国内需求修复持续受限，叠加大宗商品价格保持高位运行，产品利润空间受到挤压，对工业生产修复形成压制。分行业看，高技术制造业增长加快，8 月份高技术制造业增加值同比增长 18.3%，比 7 月份加快 2.7 个百分点；两年平均增长 12.8%，加快 0.1 个百分点，均高于规模以上工业增加值增速，制造业结构持续改善，且对工业生产的带动作用进一步加强。汽车制造业同比下滑 12.6%，是工业增加值增速下滑的主要拖累项之一。此外，受环保限产影响，黑色金属冶炼和压延加工业同比下滑 5.3%。与出口有关的通用设备、专用设备制造业仍保持在个位增速，电器机械制造业与上月持平均为 10.3%。值得注意的是，与疫情相关的医药制造业出现大幅增长，同比增速较 7 月增长 7.6 个百分点至 32.9%。

（二）疫情对服务业生产造成明显冲击，服务业生产指数继续回落

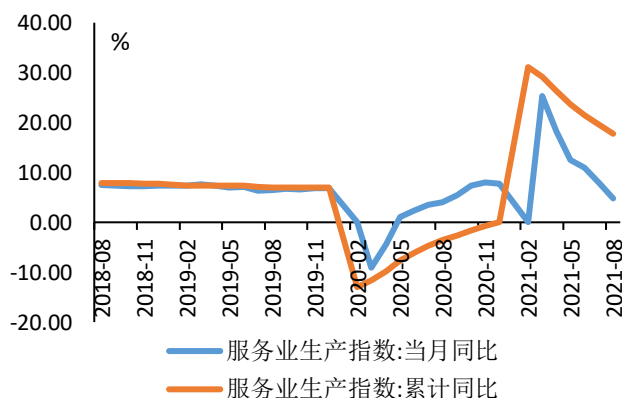
受汛情及疫情反复等因素扰动，服务生产延续下行趋势。8 月份，全国服务业生产指数同比增长 4.8%，较上月回落 3 个百分点；两年平均增长 4.4%，比 7 月份回落 1.2 个百分点，为今年来最低水平。从行业看，疫情反复对服务业的负面影响在本月集中释放，道路运输、航空运输、住宿、餐饮、租赁及商务服务、生态保护及环境治理、文化体育娱乐等行业商务活动指数均降至临界点以下，业务总量明显减少。

图 1：工业增加值增速同比边际放缓



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 2：服务业生产指数同比放缓



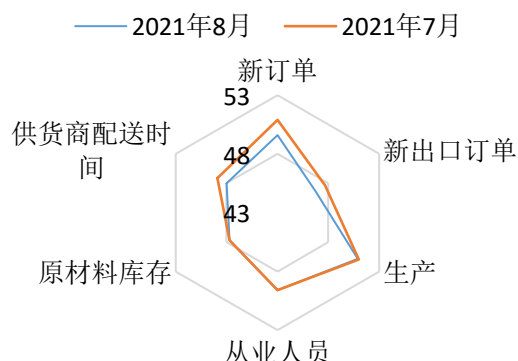
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（三）PMI 持续回调，工业及服务业生产修复节奏或继续放缓

制造业 PMI 和非制造业 PMI 维持回落走势，短期内生产将继续面临下行压力。8 月制造业 PMI 同比增速较上月回调 0.3 个百分点至 50.1%，接近临界点数值，分项指标中新订单指数和新出口订单指数均出现不同程度的下滑。其中，新订单指数较前值回调 1.3 个百分点至 49.6%，位于荣枯线以下。服务业商务活动指数为 45.2%，年内首次低于 50。主要分项指标全面下滑，其中服务业新订单指数较上月大幅下滑 9.2 个百分点至 40.5%，连续 3 个月位于衰退区间，销售价格指数及从业人员指数分别下滑 2.6 个百分点和 1.1 个百分点至 48.5% 和 46.4%。

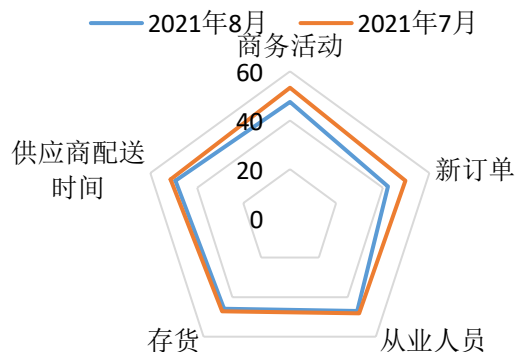
关注生产成本维持高位运行以及需求偏弱对生产带来的压力。8 月份，受全球疫情叠加鲍威尔在全球年会上暗示鸽派 taper 等因素影响，大宗商品价格整体呈高位震荡走势。8 月 PPI、PPIRM 分别为 9.5% 与 13.6%，主要为上游行业拉动，PPI 生产资料与生活资料的差值进一步扩大，高达 12.4%，显示中下游企业面临的成本和经营压力仍较大。此外，内需修复节奏放缓，8 月出口增速虽高于预期，但随着后续出口的替代效应逐渐减弱，四季度出口面临高位回落风险，也将对生产带来压力。结合前瞻指标来看，8 月制造业 PMI 已经连续 5 个月下滑。8 月份发改委印发《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，对能源消耗总量和强度进行“双控”，其中多数制造业大省处于一级和二级预警，在强化“双控”背景下，或将进一步制约生产修复，预计后续工业生产修复或将走弱。

图 3：制造业 PMI 回落



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 4：非制造业商务活动指数走弱



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

二、需求：外需在疫情冲击海外产能下短时反弹，内需修复仍面临多重阻力

8 月份，在风险防控不放松的背景下对基建和房地产行业持续严监管，相关投资修复进一步放缓，不过出口带动制造业和民间投资修复加快。疫情对消费的冲击仍存，一方面出行存在限制背景下服务类消费受到显著冲击，另一方面疫情对全球供应链的持续影响导致汽车等重点商品供给不足，在此影响下月度消费增长显著放缓。新冠变种冲击全球产能以及供给端价格传导至终端背景下，我国出口错峰增长优势持续，出口额再创新高。后续来看内部需求修复仍面

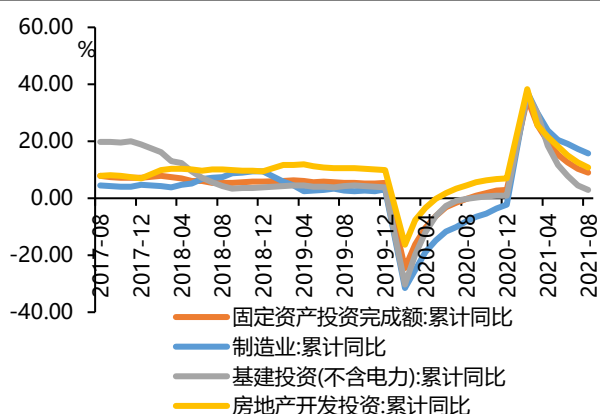
临多重阻力：疫情再度区域性爆发，短期内仍将影响消费；此外地产城投严监管及强化能耗双控等政策约束也使得投资改善的动力受到一定程度的限制。

（一）严监管下基建与地产投资修复持续放缓，制造业和民间投资增长加快

制造业投资改善独木难支，投资增速回落。1-8月固定资产投资同比增长8.9%，两年复合增速为4.0%，较1-7月回落0.3个百分点。分类别来看，制造业投资增长15.7%，两年复合增速为3.3%，较1-7月加快0.2个百分点，制造业投资持续改善主要有两方面的原因：一是出口持续的高增长带动相关产业投资改善；二是高新技术产业投资增长加快。严监管下地产投资修复持续弱化，同比增长10.9%，两年复合增速为7.7%，较1-7月回落0.3个百分点。尽管地方政府专项债发行加快，但对城投监管趋严导致基建投资继续回落，1-8月基建投资同比增长2.9%，两年复合增速仅为0.2%，较前值回落0.7个百分点。从所有制看，国有控股投资同比增长7.1%，1-8月民间投资同比11.5%，两年复合增速较1-7月加快0.5个百分点至3.9%。

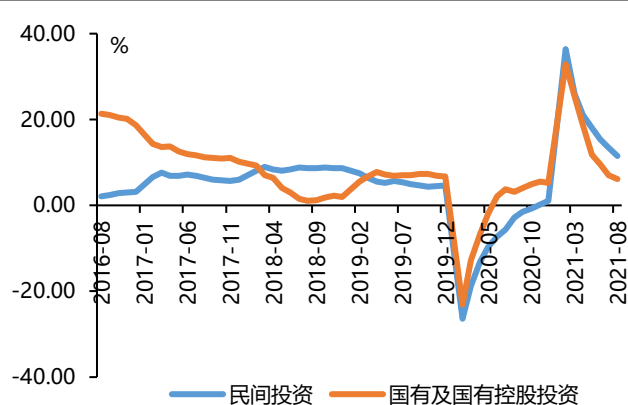
严监管下基建和地产投资放缓持续，内生动能强化制造业和民间投资修复持续。后续来看，严监管下对地产交易的冲击逐步显现，同时房地产调控范围进一步扩大，在此背景下8月份房地产成交面积和数量同比和环比均出现显著下降，房地产投资放缓趋势将持续；尽管地方专项债发行加快，不过考虑到基建项目储备相对较少，形成实物工作量仍有一定的时滞，因此短期内基建投资仍将低位运行，对投资“托底”作用尚未显现；当前疫情的不确定性加剧，虽然对其他需求端产生一定的负面影响，但是却延长了我国出口替代期，考虑到我国出口以制造业和民间为主，因此错峰增长期的延长在一定程度上仍能够推动制造业和民间投资的修复，但其可持续性依然值得担忧。

图 5：固定资产投资放缓



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 6：民间投资持续修复



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（二）消费修复进一步放缓，仍需关注疫情与全球供给走弱对消费的影响

疫情影响持续，消费增长进一步放缓。8月份，社零额同比增长2.5%，较上月大幅放缓6个百分点，两年复合增速为1.5%，较上月下降2.1个百分点，季调环比增速由负转正，为0.17%。8月份消费增速显著放缓主要有两个方面的原因。一是疫情影响：7月份始于南京的疫情冲击国内多个省份，直至8月中旬疫情冲击的主要地区陆续降为低风险。由于夏天属于出游旺季，疫情的多点爆发严重冲击了各地消费特别是服务业消费，从已公布的餐饮业消费数据来看，8

月份餐饮业消费收入同比下降 4.5%，增速较前值大幅回落 18.8 个百分点，两年复合增速同比下降 5.8%，较前值下降 6.7 个百分点。我们粗略测算，疫情对 8 月份餐饮业的影响或超过 600 亿元，对全部社零额的影响约 2 个百分点。此外疫情影响下出行相关的石油及制品消费增长显著放缓。二是主要消费品——汽车供给走弱：占社零额比重较大的汽车类消费同比下降 7.4%，降幅较上月走扩 5.6 个百分点。疫情冲击下汽车零部件生产受限，从而导致消费者相关消费被动降低。根据中汽协的数据显示，1-8 月汽车产销缺口达 39 万辆，乘用车产销缺口达 22.1 万辆，均为同期最大缺口，乘用车库存为 2012 年 3 月份以来最低值。从网上实物消费来看，尽管疫情期间部分地区网上交易物流受限，但 8 月份网上实物消费同比增速仍较上月提高 3.18 个百分点至 7.56%，占比较上月提高 1.34 个百分点至 23.87%。从限额以上消费来看，升级类消费保持强势，珠宝和化妆品类增速虽然显著放缓，但主要是由于高基数所致；体育和文化类消费增长加快；房地产销售持续走弱相关消费如家电和家具均有所放缓；基础类消费有所分化，服装类消费增速转负，或与疫情下出行减少相关，食品类消费保持稳定。从现有的数据来看，8 月份消费增速显著放缓的主要原因是疫情冲击和供给端不足。

未来消费修复仍需关注疫情与汽车等重点产品供给的变化。由于疫情在海外的持续蔓延，新冠病毒变种变得更加难以防范，防控措施的加码仍将在短期内对消费修复产生影响，特别是 9 月份福建多市爆发的疫情必将冲击福建省以及临近区域的消费，同时中疾控发布假期出行提示，“两节”消费受到冲击难以避免，因此短期内消费修复放缓趋势或难以避免。从供给上来看，主要消费商品——汽车生产短期内难以改善，8 月份汽车产量同比下降 19.1%，9 月 13 日国新办发布会工信部表示“汽车芯片供应链紧张的问题还是要存在一段时间”，未来汽车消费的被动走弱仍将对消费修复产生一定的负面影响。从就业率来看，8 月份，全国城镇调查失业率为 5.1%，与 7 月份持平，15-24 岁人口调查失业率较上月下降 0.9 个百分点，较去年同期下降 1.5 个百分点。7 月份消费者信息指数虽有所下降，但仍保持在较高水平。综合来看，就业保持稳定的背景下或将对消费形成一定的支撑，但是仍需重点关注疫情和重点产品供给的影响。

图 7：内外因素影响社零额增速放缓

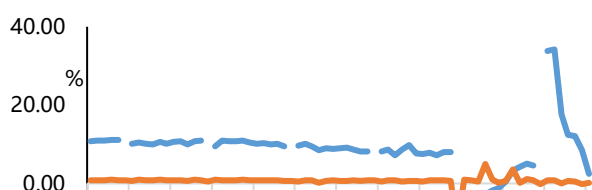
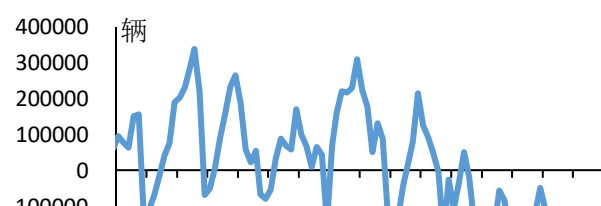


图 8：乘用车产销缺口创同期新低



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_26715

