

总量研究

内外需疲弱，基建反弹在即

——2021年8月经济数据预测

要点

核心观点：

8月，疫情继续扰动经济，内需（制造业、房地产、消费）低迷，外需领先指标持续下滑。企业扩产意愿疲弱，叠加房地产调控持续收紧，社融增速进一步走低。通胀剪刀差维持高位，企业盈利持续分化。经济下行压力超预期，专项债发行小幅提速，基建领先指标逆势上行，基建投资反弹在即。

整体来看，虽然国内疫情在8月逐步得到有效控制，但这轮全球疫情反弹，也放大了前期阻碍经济复苏的因素，如居民收入恢复不均衡、居民担忧未来经济从而维持较高储蓄率、企业盈利分化、全球运价高企等。叠加房地产调控持续收紧，经济在本轮疫后反弹的动能也在减弱，三季度经济下行压力超预期。考虑到专项债发行节奏会平滑到四季度，货币政策宽松节奏有望进一步前置。

8月核心数据预测：

流动性：社融增速延续下行，信用收缩渐近尾声。预计8月新增社融约为2.7万亿元，对应社融存量同比增速约为10.4%，其中，新增人民币贷款约为1.3万亿元。表内方面，在政策引导下，商业银行的信贷投放意愿依然较为强烈，但企业信贷需求仍然呈现边际放缓态势，叠加购房政策趋严下居民信贷受到一定压制，预计表内融资规模在1.3万亿元左右。表外方面，预计8月信托贷款收缩的趋势仍将延续，但新增未贴现银票的收缩程度将会明显收窄。叠加8月政府债券融资持续加速，直接融资规模约在14624亿元左右。综合来看，预计信用收缩仍将延续至9-10月，四季度将会呈现小幅反弹。

通胀：PPI高位运行，CPI小幅回升。CPI方面，预计8月CPI同比回升至1.1%，食品环比由负转正，非食品环比涨幅收窄。食品方面，鲜菜价格超季节性上涨，猪肉、鲜果价格跌幅收窄。非食品方面，受国内疫情多点散发影响，出行相关的服务业需求走弱，预计8月服务价格承压；8月国内油价小幅下跌，预计原材料涨价对CPI的影响减弱。PPI方面，预计8月PPI环比涨幅小幅收敛，同比再度上行至9.2%。伴随需求端进一步放缓，部分工业品供给开始改善，供需缺口进一步弥合。

实体：内外需疲弱，基建反弹在即。8月，疫情继续扰动经济，虽然下旬全国疫情逐步得到控制，但是，制造业盈利恢复不均衡、内外需回落、地产调控边际收紧等因素，继续压制制造业和地产投资增速。经济下行压力超预期，专项债发行小幅提速，基建领先指标逆势上行，增速有望反弹。消费方面，地铁客运量、乘用车销售、PMI指标进一步回落，预计8月社零依然疲弱，单月同比增速6.9%。出口仍有韧性，但出口商对于未来依然不乐观，预计8月出口单月增速20%。

生产：继续放缓，预计8月规上工业增加值同比增速6.0%。8月生产PMI为50.9%，比上月回落0.1个百分点，创下2020年3月以来新低，主要受到了疫情以及高耗能产业限产的影响。从高频数据来看，8月上中旬粗钢产量环比下滑2.6%。整体来看，我们预计8月工业生产继续放缓。

盈利：分化延续，预计8月规上工业企业利润同比增长12.5%。量的方面，工业生产继续放缓，对盈利驱动减弱；价的方面，PPI环比涨幅趋向收敛，但工业品价格仍在高位运行，对企业盈利支撑效应犹在；利润率方面，上游采矿业继续支撑整体工业企业利润率走强，但制造业利润率已在边际回落。因此，整体来看，8月的企业盈利增速继续边际放缓，结构分化延续。

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
zhaogegge@ebsecn.com

分析师：刘文豪

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

分析师：刘星辰

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

相关研报

为什么我们看四季度中美经贸缓和？
——《大国博弈》系列第十篇(2021-08-30)

90天病毒溯源无果而终，美国政治操弄何时止步？(2021-08-29)

鲍威尔为Taper预热，维持暂时性通胀观点——光大宏观周报(2021-08-28)

下游制造继续承压，宏观政策亟待发力——2021年7月工业企业盈利数据点评(2021-08-27)

为什么共同富裕是中国式现代化的重要特征？
——《中央财经委员会第十次会议》精神学习体会(2021-08-26)

降息宜早不宜迟——货币政策前瞻系列五(2021-08-20)

经济压力超预期，基建亟待反弹——2021年7月经济数据点评(2021-08-16)

下半年基建投资将迎来持续反弹——光大宏观周报(2021-08-15)

通胀挑战延续，7月美国CPI同比再超预期——2021年7月美国CPI数据点(2021-08-12)

5500亿及3.5万亿拜登刺激法案，将提升美国增长预期——《大国博弈》第八篇(2021-08-12)

为什么社融明显弱于市场预期？——2021年7月金融数据点评(2021-08-11)

找报告，上“数据猩河”

目 录

一、8 月核心数据预测.....	3
二、流动性：社融增速延续下行，信用收缩渐近尾声	3
三、通胀：PPI 高位运行，CPI 小幅回升	4
四、实体：内外需疲弱，基建反弹在即.....	5
五、生产：继续放缓，盈利分化持续	6

一、8 月核心数据预测

8 月，疫情继续扰动经济，内需（制造业、房地产、消费）低迷，外需领先指标持续下滑。企业扩产意愿疲弱，叠加房地产调控持续收紧，社融增速进一步走低。通胀剪刀差维持高位，企业盈利持续分化。经济下行压力超预期，专项债发行小幅提速，基建领先指标逆势上行，基建投资反弹在即。

整体来看，虽然国内疫情在 8 月逐步得到有效控制，但这轮全球疫情反弹，也放大了前期阻碍经济复苏的因素，如居民收入恢复不均衡、居民担忧未来经济从而维持较高储蓄率、企业盈利分化、全球运价高企等。叠加房地产调控持续收紧，经济在本轮疫后反弹的动能也在减弱，三季度经济下行压力超预期。考虑到专项债发行节奏会平滑到四季度，货币政策宽松节奏有望进一步前置。

表 1：8 月核心数据预测

数据口径			2020 年	2021 年					
			累计	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 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	10.7	10.4
	信贷	新增 (万亿)	19.6	2.7	1.5	1.5	2.3	1.1	1.3
价格	CPI	单月同比 (%)	2.5	0.4	0.9	1.3	1.1	1.0	1.1
	PPI		-1.8	4.4	6.8	9.0	8.8	9.0	9.2
实体	固投	累计同比 (%)	2.9	25.6	19.9	15.4	12.6	10.3	8.7
	社零	单月同比 (%)	-3.9	34.2	17.7	12.4	12.1	8.5	6.9
	出口		3.6	30.6	32.3	27.9	32.2	19.3	20
生产		单月同比 (%)	2.8	14.1	9.8	8.8	8.3	6.4	6.0
盈利			4.1	92.3	57.0	36.4	20.0	16.4	12.5

资料来源：WIND，光大证券研究所预测

二、流动性：社融增速延续下行，信用收缩渐近尾声

预计 8 月新增社会融资规模约 2.7 万亿元，对应社会融资规模存量同比增速约为 10.4%，其中，新增人民币贷款约为 1.3 万亿元。

表内融资方面，在政策引导下，商业银行的信贷投放意愿依然较为强烈，但企业信贷需求仍然呈现边际放缓态势。叠加购房政策趋严下，居民信贷受到一定抑制，

预计 8 月表内信贷结构上仍将呈现分化状态，居民端及企业端信贷符合季节性，票据融资放量支撑，8 月表内融资规模在 1.3 万亿元左右。

一则，人民银行于 8 月 23 日召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，易纲在总结中强调，要继续做好跨周期设计，衔接好今年下半年和明年上半年信贷工作，加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度，**增强信贷总量增长的稳定性**，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。在政策引导下，预计商业银行的信贷投放意愿及积极性仍将维持强劲。

二则，地方政府专项债发行持续加速，专项债配套项目持续推进，将会增加配套银行信贷的需求。但是，由于受到疫情扰动等多方面因素的影响，我国制造业 PMI 与工业企业利润连续回落，生产动能恢复有所放缓，叠加内外需订单也有所回落，预计企业信贷需求仍处于边际回落态势之中。

三则，3 月以来，央行等部委持续收紧房贷政策，并逐步收紧违规流入房地产领域的信贷排查工作，叠加部分城市已经开始上调房贷利率，房贷政策趋紧的效果开始逐渐显现。百城住宅价格指数同比增速自 5 月以来持续收缩，地产销售面积与销售额同比增速也呈现回落态势。预计居民信贷将会继续受到一定程度的抑制。

四则，票据转贴现利率自今年 3 月以来总体处于回落态势，3 个月票据转贴现利率与 SHIBOR 利差更是于 7 月下旬以来一直处于倒挂，反映出商业银行面临较大的信贷冲量压力。虽然在银票承兑量增加，到期量减少的背景下，利差有所回复，但预计 8 月表内票据融资仍有放量。

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%”，我们认为信托贷款收缩的趋势仍将延续。但考虑到本月银票承兑量有所增加，而到期量和贴现量均有所下行，预计新增未贴现银行承兑汇票的收缩程度将会明显收窄。综合考虑，预计 8 月表外融资规模约在-1500 亿元左右。

直接融资方面，预计 8 月政府债券净融资额约 1.0 万亿元左右，较去年同期少增约 3788 亿元；企业债券融资额初步估算约在 3524 亿元左右，较去年同期少增约 135 亿元；非金融企业境内股票融资初步估算约在 1100 亿元左右，较去年同期少增约 1282 亿元，综合考虑 8 月直接融资规模约在 14624 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，预计 8 月新增社会融资规模约为 2.7 万亿元，对应社会融资规模存量同比增速约为 10.4%，其中新增人民币贷款约为 1.3 万亿元。

三、通胀：PPI 高位运行，CPI 小幅回升

预计 8 月 CPI 同比回升至 1.1%，食品环比由负转正，非食品环比涨幅收窄。

食品方面，鲜菜价格超季节性上涨，猪肉、鲜果价格跌幅收窄。（1）生猪供给能力持续改善，带动猪价进一步下跌，但跌幅有所收窄。8 月，36 个城市猪肉平均零售价环比回落 2.0%，上月环比下降 5.3%。（2）8 月降雨量偏多，导致蔬菜供给减少，8 月鲜菜价格大幅上涨，28 种重点监测蔬菜平均批发价环比上

涨 11.0%，高于过去五年（2016-2020 年）环比均值 9.7%。（3）夏季鲜果供应充足，7 种重点监测水果平均批发价环比回落 3.3%。

非食品方面，受国内疫情多点散发影响，与出行相关的服务业需求走弱，8 月服务业 PMI 自上月的 52.5%大幅回落至 45.2%，其中交通、住宿、餐饮、娱乐等行业景气度均出现走弱，预计 8 月服务价格承压；8 月国内油价小幅下跌，国内汽油、柴油价格环比转负，分别为-1.6%、-1.8%，预计原材料涨价对 CPI 的影响减弱。

预计 8 月 PPI 同比再度上行至 9.2%，环比涨幅趋向收敛，但价格仍处在高位。

8 月 PMI 原材料、出厂价格指数小幅放缓至 53.4%、61.3%，指向 PPI 环比涨幅趋向收敛，但工业品价格仍在高位运行。其中，8 月以来钢铁、有色、原油价格较上月高点出现一定回落，煤炭价格涨势放缓。

伴随着需求端进一步放缓，部分工业品供给开始改善，带动供需缺口进一步弥合。一方面，疫情扰动频发，阻碍全球经济复苏进程。国内地产和出口持续承压，需求不足的现象进一步凸显。另一方面，钢铁去产能进程延续，但随着大宗商品保供稳价政策的持续推进，近期发改委积极推进煤矿用地批复，国储局将开始第三次铜铝锌储备投放，加之 OPEC+进入温和增产通道，铜精矿现货加工费持续回升，整体供给环境有所好转。

四、实体：内外需疲弱，基建反弹在即

地铁客运量、乘用车零售、PMI 指标进一步回落，预计 8 月社零依然疲弱，单月同比增速 6.9%。5 月、6 月，居民消费展现出超季节性的复苏态势，但是在 7 月疫情的冲击下，社零出现大幅下滑。8 月，疫情继续影响居民出行及线下消费活动，8 月服务业 PMI 录得 45.50%，比 7 月的 52.5%进一步大幅下滑，录得疫情发生以来的最低值。8 月前三周，乘用车市场零售量同比下降 15%，比 7 月的-2%进一步下滑。8 个大城市¹的地铁客运量同比增速-8%，比 7 月的 16%进一步下滑。综上，预计 8 月社零单月同比增速 6.9%。

基建反弹在即，预计固定资产投资 8 月份累计增速 8.7%。虽然 8 月下半旬，全国疫情逐步得到有效控制，但是，制造业盈利恢复不均衡、内外需回落、地产调控边际收紧等因素，继续压制制造业和地产投资增速。经济下行压力超预期，专项债发行小幅提速，基建领先指标逆势上行，增速反弹在即。

1) 制造业投资：通胀剪刀差维持高位、内外需订单双双回落，环比复苏动能继续放缓。8 月制造业 PMI 录得 50.1%，比 7 月的 50.4%进一步下滑，环比动能继续放缓。第一，8 月中上旬疫情继续扰动，预计会主要冲击劳动密集型产业。第二，从 7 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，内外需订单指数双双回落，8 月新订单 PMI 和新出口订单 PMI 分别回落 0.7 和 1 个百分点，拖累产能扩张的动力。

2) 房地产投资：30 大中城市成交面积同比大幅下挫，投资增速继续缓步下滑。今年开发商投资增速走势，主要依赖于销售回款。7 月底以来，北上广、杭州、

¹ 广州、上海、重庆、成都、西安、武汉、南京、苏州

东莞等重点城市房地产调控政策均出现边际收紧。叠加疫情防控收紧，限制居民出行，8月30大中城市商品房成交面积同比下滑23%，比7月的-4%进一步下滑。销售回款增速大幅下滑，将限制开发商施工节奏，开发投资增速将继续缓步下行。

3) 基建投资：8月专项债发行小幅提速，建筑业PMI逆势上行，基建有望反弹。8月专项债发行小幅放量，新增专项债发行4228亿元，高于7月的3404亿元，基本与6月持平。专项债发行提速下，8月建筑业PMI录得60.5%，高于上月3.0个百分点，8月建筑业新订单指数为51.4%，高于上月1.4个百分点，市场活动明显加快。在环保限产和基建订单增加的推动下，8月螺纹钢、水泥、焦炭等工业品价格均进一步上涨。

4) 综上，预计8月份固定资产累计同比增速8.7%。

出口仍有韧性，但贸易商对未来依然不乐观，预计8月出口单月增速20%。(1) 8月上旬及中旬，中港协监测，沿海主要枢纽港口货物外贸吞吐量同比减少1.7%，比7月同期的-0.8%进一步回落。但是，由于7月下旬，港口外贸吞吐量受疫情和极端天气影响大幅下挫（同比-13%），而8月下旬国内疫情影响已经逐步缓解，预计8月下旬外贸吞吐量有望小幅回升，8月整体外贸吞吐量将在7月的基础上小幅改善。(2) 运价依然维持高位，8月中国出口、进口集装箱运价指数同比增速分别比7月提高了20个及6个百分点至242%及59%，全球运力依然持续紧张，也会一定程度上影响中小企业及低利润率的低技术品类的出口。(3) 领先指数继续回落，8月新出口订单46.70%，相比7月进一步下行1个百分点，达到了2020年7月以来的最低点，表明出口商对于下半年出口信心走低。综上，预计8月出口单月增速20%。

五、生产：继续放缓，盈利分化持续

工业生产继续放缓，预计8月规上工业增加值同比增速6.0%，相比2019年同期两年平均增速为5.8%。

8月生产PMI为50.9%，比上月回落0.1个百分点，创下2020年3月以来新低，主要受到了疫情以及钢铁限产的影响。分行业来看，农副食品加工、造纸印刷及文教体娱等轻工业生产增长加快；而石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工、汽车等高耗能行业生产指数均低于临界点，生产环比减少。

从高频数据来看，8月上中旬粗钢产量环比下滑2.6%；螺纹钢产量环比下滑5.9%，整体来看，我们预计8月工业生产继续放缓，同比增速预计为6.0%。

盈利分化延续，预计8月规上工业企业利润同比增长12.5%，相比2019年同期两年平均增速为16.0%。

7月工业企业盈利增速略微回落，上下游分化仍在，主要受到工业生产边际放缓与制造业利润率下滑的影响。进入8月，工业生产继续放缓，对盈利驱动有所减弱；在价格方面，原材料、出厂价格指数小幅放缓至53.4%、61.3%，指向PPI环比涨幅趋向收敛，但工业品价格仍在高位运行，对企业盈利支撑效应犹在；在利润率方面，上游采矿业继续支撑整体工业企业利润率走强，但制造业利润率已在边际回落。因此，整体来看，8月的企业盈利增速继续边际放缓，回归稳固增长态势。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE

原点资产

找报告，上“数据猩河”

敬请参阅最后一页特别声明

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新