

宏观经济月度形势分析

中国金属矿业经济研究院 李晓杰

摘要：国内方面，8月，受外部不确定性因素影响以及国内零散疫情、自然灾害影响，我国国内主要宏观经济指标多数出现持续下滑。供给方面，工业生产继续呈现全面回落态势，后续的增长压力较大；需求方面，社零消费、固定资产投资都有所下滑，外贸超预期实现增长，但需求端整体拉动不足，国内宏观政策或有所调整。

8月，由于低基数效应基本消退，受外部不确定性因素影响及国内零散疫情、自然灾害影响，虽然进出口数据较7月有所回升，但工业增加值、固定资产投资、社零消费等主要经济指标同比增速出现持续下滑。整体而言，在出口对经济增长带动作用大不如前的背景下，我国经济恢复的内生增长动力仍显得不足，进一步对我国宏观经济形成下行压力，且可能面临通胀上行的持续干扰，市场普遍预期政策层面或加强支持。

表 1: 8月宏观经济核心数据

	经济指标	单位	同比变化	8月同比	7月同比	2020年同期	2019年同期
1	工业增加值	%	↓	5.30	6.40	5.60	4.40
2	固定资产投资 (1-8月)	%	↓	8.90	10.30	-0.30	5.50
2-1	制造业投资 (1-8月)	%	↓	15.70	17.30	-8.10	2.60
2-2	基建投资 (1-8月)	%	↓	2.58	4.19	2.02	3.19
2-3	房地产开发投资 (1-8月)	%	↓	10.90	12.70	4.60	10.50
3	社会消费品零售	%	↓	2.50	8.50	0.50	7.50
4-1	出口金额	%	↑	25.60	19.30	9.08	-0.96
4-2	进口金额	%	↑	33.10	28.10	-1.62	-5.50
4-3	贸易差额	亿美元	↑	583.30	565.89	571.39	347.16
4-4	外汇储备	亿美元	↓	32321.16	32358.90	31646.09	31071.76
5-1	CPI	%	↓	0.80	1.00	2.40	2.80
5-2	PPI	%	↑	9.50	9.00	-2.00	-0.80
6-1	M2	%	↓	8.20	8.30	10.40	8.20

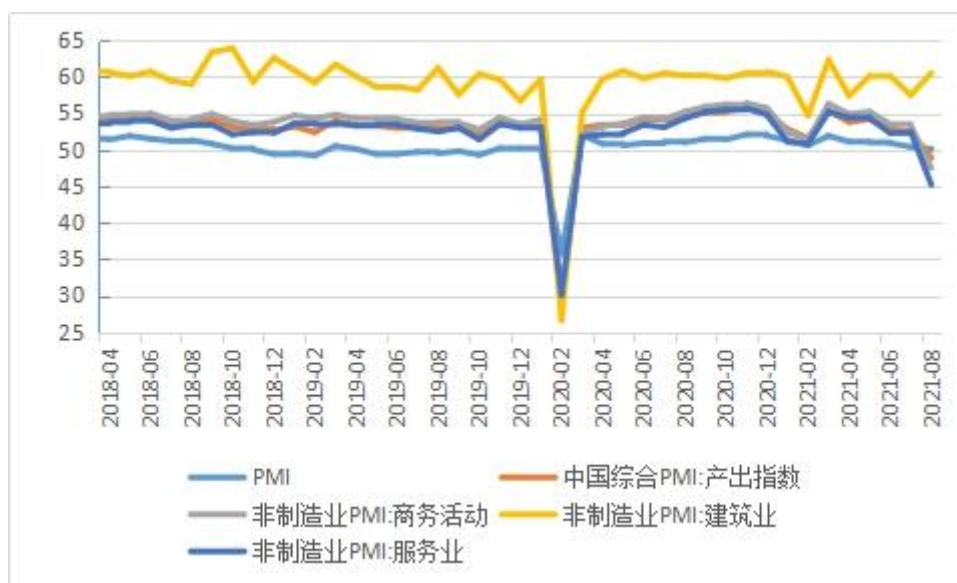
6-2	社会融资规模	亿元	↑	29600	10566	35853	21955.77
-----	--------	----	---	-------	-------	-------	----------

资料来源：Wind，五矿经研院

一、制造业 PMI 保持在荣枯分界线上，扩张力度持续放缓

8 月份，制造业 PMI 为 50.1%，较上月小幅下降 0.3 个百分点。非制造业 PMI 为 47.5%，较上月回落 5.8 个百分点，其中建筑业 PMI 指数为 60.5%，比上月大幅上升 3.0 个百分点；服务业 PMI 为 45.2%，比上月大幅回落 7.3 个百分点。综合 PMI 为 48.9%，较上月回落 3.5 个百分点。

图 1：8 月份 PMI 继续保持在荣枯线上



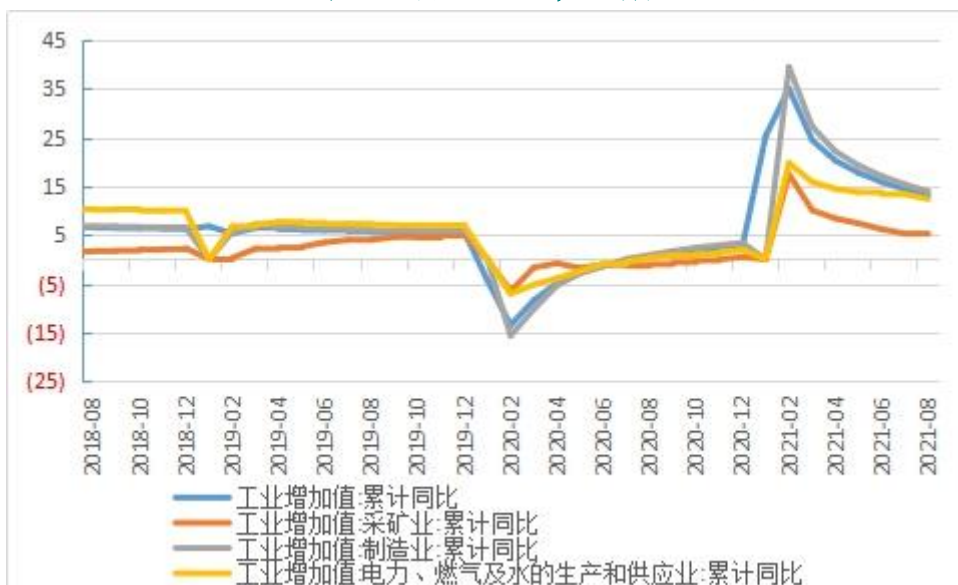
资料来源：Wind，五矿经研院

当前 PMI 呈现如下特征，一是供需两端均走弱。生产指数为 50.9%，连续 18 个月保持扩张状态，但比上月回落 0.1 个百分点，主要受 6 月以来钢铁限产等影响，叠加洪水灾害以及零散疫情暴发影响所致；新订单指数为 49.6%，比上月大幅回落 1.3 个百分点，时隔 17 个月后再回到荣枯线以下，特别是下游行业在原材料价格持续高位运行的压制下，盈利预期较低，有效需求不足。二是进出口订单指数双双回落，8 月新出口订单指数 46.7%，回落 1 个百分点，连续 5 个月回落；进口回落 1.1 个百分点至 48.3%，已经连续 3 个月处于荣枯线以下，且在收缩区间内持续放缓。三是出厂价格再度走高，7 月份 PMI 出厂价格指数为 53.4%，虽然较 7 月回落 0.4 个百分点，但已经连续 15 个月高于临界点，延续扩张态势；主要原材料购进价格指数为 61.3%，较上月回落 1.6 个百分点，主要是受石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工等行业价格回落的影响，但纺织、化学原料及化学制品、非金属矿物制品等行业仍高于 65.0%，相关企业采购成本压力依然较大。四是大型企业大幅回落，小型企业经营压力仍然较大。8 月大型制造业企业 PMI 为 50.3%，比上月回落了 1.4 个百分点；中、小型制造业企业 PMI 为 51.2% 和 48.2%，较上月分别回升 1.2 个百分点和 0.4 个百分点，连续 4 个月低于临界点，表明小型企业景气水平持续偏低，生产经营压力较大。五是供应链依然承压，8 月供应商配送时间指数为 48.0%，比上月回落 0.9 个百分点，已连续 5 个月低于临界点，反映出原材料采购周期延长、芯片短缺等问题依然严峻。

二、工业生产延续扩展态势，制造业产值有所回落

1-8 月份，规模以上工业增加值在 2020 年低基数基础上同比增长 13.1%，较 1-7 月回落 1.3 个百分点，两年平均增长 6.6%，较上月回落 0.4 个百分点。其中，8 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.3%，比 7 月回落 1.1 个百分点，两年平均增长 5.5%，较上月回落 0.1 个百分点。整体来看，剔除低基数影响，工业增加值保持扩张势头，但随着经济逐步回归常态，当月同比增速和累计同比增速较前值都出现边际回落。

图 2：8 月份工业生产继续扩张（%）



资料来源：Wind，五矿经研院

分三大门类看，1-8 月，采矿业增加值累计同比增长 5.0%，较 1-7 月回落 0.3 个百分点；制造业累计同比增长 14%，较 1-7 月回落 1.4 个百分点，电力、热力、燃气及水生产和供应业累计同比增长 12.4%，较 1-7 月回落 1 个百分点。

分行业看，8 月份，41 个大类行业中有 34 个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业增长 7.2%，纺织业下降 2.5%，化学原料和化学制品制造业增长 5.5%，非金属矿物制品业增长 4.4%，黑色金属冶炼和压延加工业下降 5.3%，有色金属冶炼和压延加工业增长 2.8%，通用设备制造业增长 6.7%，专用设备制造业增长 8.7%，汽车制造业下降 12.6%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 1.3%，电气机械和器材制造业增长 10.3%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 13.3%，电力、热力生产和供应业增长 5.0%。

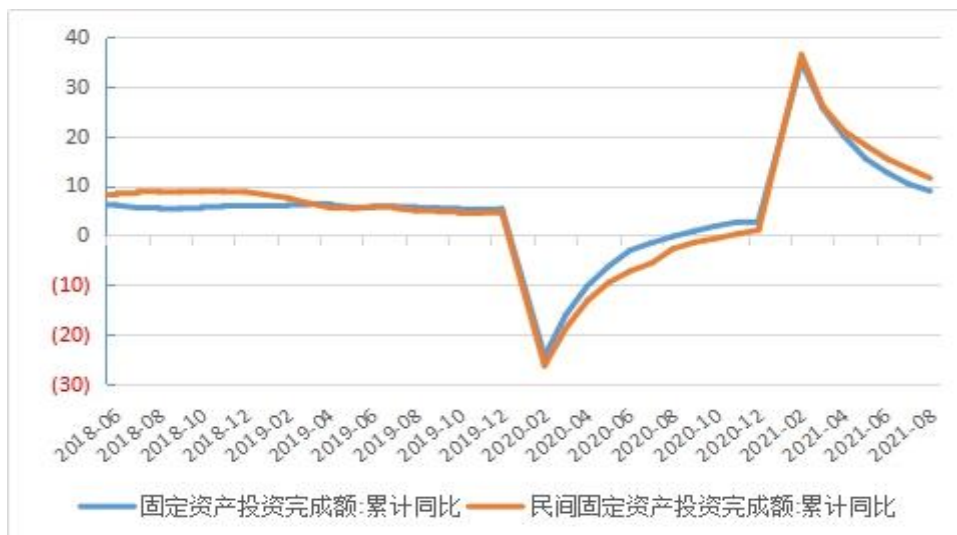
分产品看，8 月份，612 种产品中有 323 种产品产量同比增长。钢材 10880 万吨，同比下降 10.1%；水泥 21517 万吨，下降 5.2%；十种有色金属 530 万吨，增长 0.4%；乙烯 231 万吨，增长 15.3%；汽车 173.4 万辆，下降 19.1%，其中，新能源汽车 33.0 万辆，增长 151.9%；发电量 7383 亿千瓦时，增长 0.2%；原油加工量 5835 万吨，下降 2.2%。

三、固定资产投资增速总体趋缓，民间固定资产投资再度回落

1-8 月份，全国固定资产投资（不含农户）346913 亿元，同比增长 8.9%，两年平均增长 4.0%，比 1-7 月份回落 0.3 个百分点；8 月份环比增长 0.16%。其中，民间投资同比增长 11.5%，两年平均增长 3.9%，比 1-7 月份加快 0.5 个百分点。

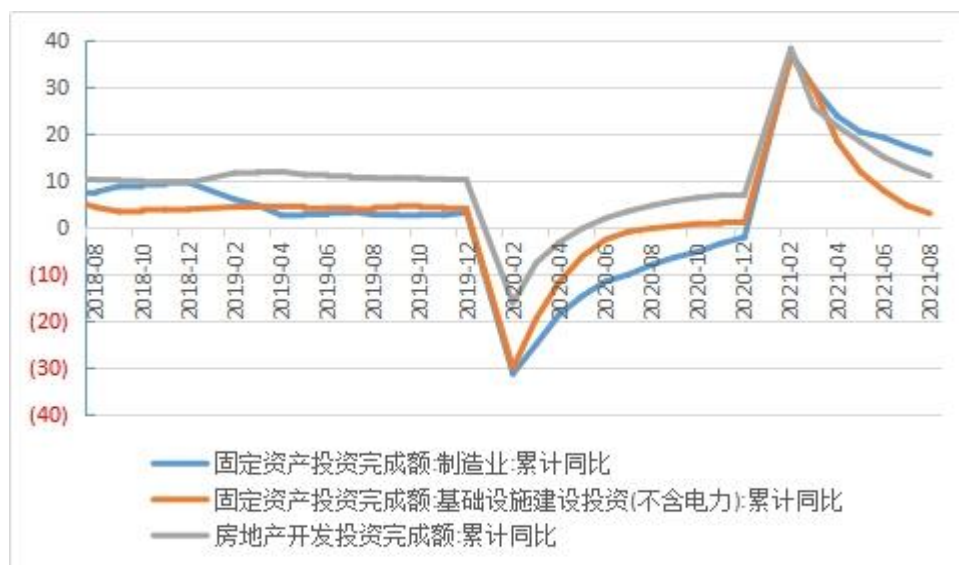
三大门类中，1-8月份基础设施投资同比增长2.9%，两年平均增长0.2%，比1-7月份回落0.7个百分点；制造业投资同比增长15.7%，两年平均增长3.3%，比1-7月份加快0.2个百分点；房地产开发投资同比增长10.9%，两年平均增长7.7%，比1-7月份回落0.3个百分点。

图 3: 1-8月固定资产投资保持增长态势



资料来源: Wind, 五矿经研院

图 4: 三大门类投资都保持增长态势



资料来源: Wind, 五矿经研院

具体来看，1-8月，**制造业投资**保持增长，主要得益于出口超预期增长带动国内制造业持续扩张、结构性支持政策持续发力，以及高技术制造业投资恢复等。高技术产业投资同比增长18.9%，两年平均增长13.4%，其中，高技术制造业和高技术服务业投资同比分别增长25.8%、6.3%。**基建投资**持续恢复，但整体增速持续下滑，对固定资产投资的支撑作用减弱。1-8月份新增专项债券累计发行18430亿元，完成全年额度的50.5%左右，落后于2020年77.2%和2019年93.3%左右的进度水平。根据中央政治局会议要求，积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年年底明年初形成实物工作量。9月8日，国家发改委相关负责人在8日举行的稳

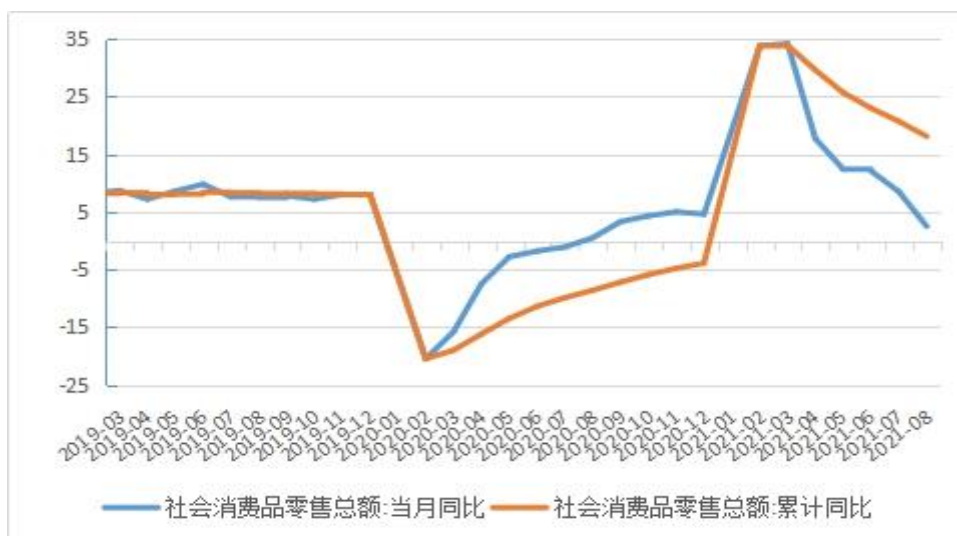
投资稳外资新闻发布会上表示，国家发改委将加强跨周期调节，充分发挥中央预算内投资和地方政府专项债券作用，促进投资稳定增长。预计在稳增长压力加大的背景下，专项债发行将会加快，带动基建投资增速回升。**房地产投资稳中趋降**，1-8月，商品房销售面积两年平均增长5.9%，较1-7月回落1.1个百分点，其中8月当月两年平均增速由正转负，较7月份大幅下降2.1个百分点至-2.0%。受限制性政策和信贷融资的约束，2019年以来土地购置面积增速持续负增长，2021年1-8月与2019年同期相比减少10.2%，两年平均减少5.2%，房企拿地减少势头延续。同时，8月份70个大中城市房价数据也显示，大中城市商品住宅销售价格环比、同比涨幅总体延续回落态势。尽管房地产企业后续可能有土地补库存的需求，但由于房地产开发商面临“三条红线”的融资约束条件，其开发投资必然趋于谨慎，特别是在部分城市购房资格审批趋严、购房利率有所上行的背景下，居民对购房的观望情绪上升，房地产投资后续可能继续下降。

四、社零消费当月增速降幅较大，内需潜力仍未完全释放

1-8月，社零消费名义额达281224亿元，同比增长18.1%，比2019年同期增长8%，两年平均增速为3.9%；其中，除汽车以外的消费品零售额252739亿元，同比大幅增长17.8%。8月份，社会消费品零售总额34395亿元，同比增长2.5%，比2019年8月份增长3.0%，其中，除汽车以外的消费品零售额31115亿元，增长3.6%。扣除价格因素，8月份社会消费品零售总额实际增长0.9%。8月份社会消费品零售总额增速回落幅度比较大，比上月回落6个百分点，主要是由于疫情、汛情多点发生，居民出行减少，暑期消费受到了一定影响，特别是餐饮收入增速今年首次由正转负，同比下降4.5%，较上月大幅回落。

具体来看，**必需消费**增速出现下滑，8月份，粮油、食品类，饮料类，日用品类消费分别同比增长9.5%、11.8%、-0.2%，分别比上月下滑1.8个百分点、10个百分点、13.3个百分点。**改善消费**出现分化，其中体育娱乐用品类、文化办公用品类分别同比增长22.7%、20.4%，分别较上月增长2个百分点、7.6个百分点，金银珠宝类同比增长7.4%，较上月下滑6.9个百分点。**居住类**出现分化，其中建筑装饰类材料消费分别增长13.5%，较上月增长1.9个百分点，家具、家电音像类分别增长6.7%、-5%，分别比上月下滑4.3个百分点、13.2个百分点。**汽车消费**大幅下滑，同比下降7.4%，两年平均增速为2.2%，较上月下滑5.25%。整体而言，消费虽仍在恢复，但增速恢复受阻，特别是受疫情以及自然灾害等影响，限额以下企业表现相对更弱，亟需需求侧改革政策持续发力支持。

图5：社零消费增速持续下滑（%）



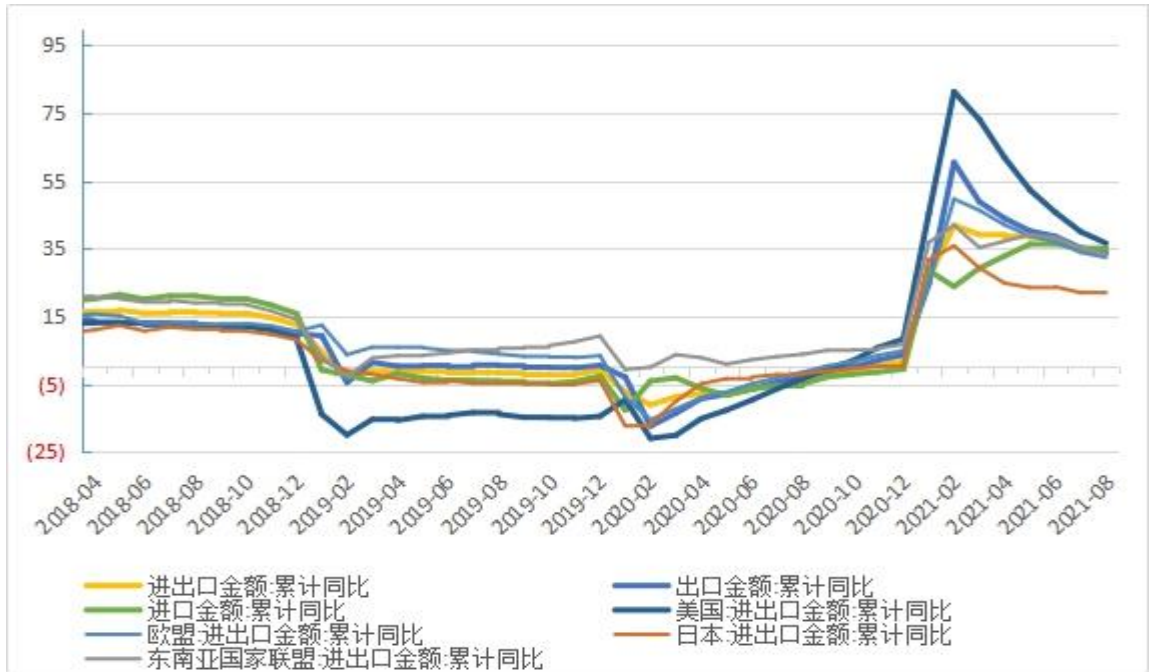
资料来源: Wind, 五矿经研院

五、进出口增速再超预期，是少有的增长亮点

1-8月，按美元计价，中国进出口总额累计同比增长34.2%，其中对美国、欧盟、日本、东盟累计同比分别增长46.6%、32.4%、21.6%、33.3%。8月，中国进出口总值5303.0亿美元，同比增长28.8%，其中，出口2943.2亿美元，增长25.6%；进口2359.8亿美元，增长33.1%；贸易顺差583.3亿美元。

出口方面，以美元计价的出口金额累计同比大幅增长33.7%，对大多数国家的出口增速都显著走高，对美国增速累计同比大幅增长33.3%，对东盟、欧盟和日本累计同比分别增长31.7%、32.4%和18.1%，主要是受去年低基数因素以及全球经济整体复苏影响。**进口方面**，以美元计价的进口金额累计同比增长34.8%，主要是受全球疫情好转、海外供给增加、国内需求持续恢复以及大宗商品价格普遍明显上涨影响。分国别看，我国从美国、东盟、欧盟和日本的进口同比增速分别达48%、35.3%、32.3%和24.6%，都有较大提升。对比出口与进口数据，1-8月贸易顺差高达3624.92亿美元，较去年同期顺差增加近813.2亿美元，反映了前期外贸形势相对较好。

图 6: 1-8月进出口增速(累计同比, %)



资料来源: Wind, 五矿经研院

六、CPI 小幅回落，PPI 继续上涨

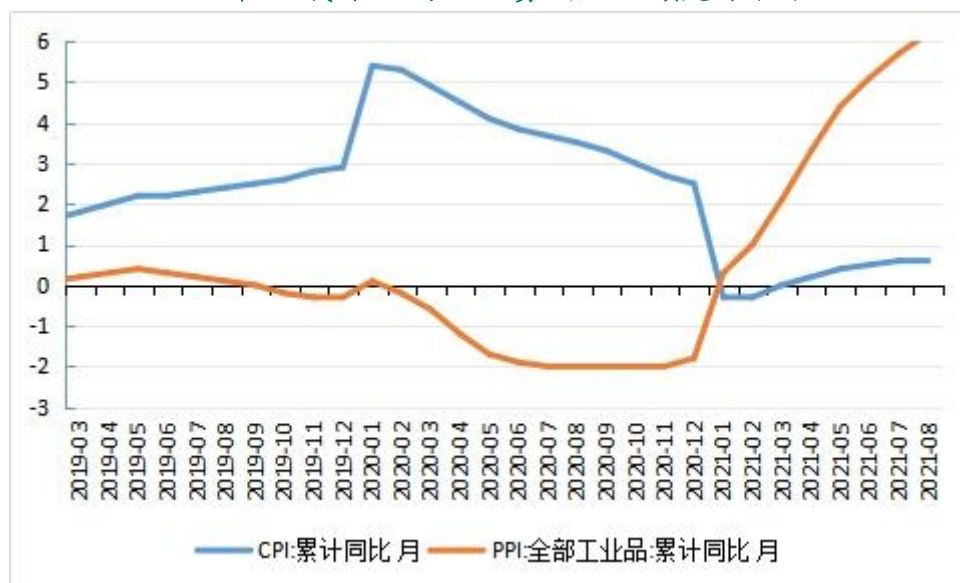
CPI 方面，8 月同比上涨 0.8%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点。食品价格下降 4.1%，降幅比上月扩大 0.4 个百分点，影响 CPI 下降约 0.77 个百分点。食品中，猪肉价格下降 44.9%，降幅比上月扩大 1.4 个百分点；淡水鱼价格上涨 25.4%，涨幅回落 5.5 个百分点；鸡蛋和食用植物油价格分别上涨 15.9% 和 9.4%，涨幅均有回落。非食品价格上涨 1.9%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.58 个百分点。非食品中，工业消费品价格上涨 2.5%，涨幅回落 0.3 个百分点，其中汽油和柴油价格分别上涨 22.7% 和 25.2%，涨幅均有回落；服务价格上涨 1.5%，涨幅回落 0.1 个百分点，其中飞机票和宾馆住宿价格分别上涨 31.6% 和 2.8%，涨幅均有回落。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。

PPI 方面，8 月 PPI 同比增长 9.5%，涨幅比上月扩大 0.5 个百分点，其中，翘尾因素 1.7 个百分点，新涨价因素 7.6 个百分点。其中，其中，生产资料价格上涨 12.7%，涨幅扩大 0.7 个百分点；生活资料价格上涨 0.3%，涨幅与上月相同。主要行业中，煤炭开采和洗选业、黑色金属矿采选业、石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业、化学原料和化学制品制造业、化学纤维制造业价格涨幅在 21.8%—57.1% 之间，合计影响 PPI 上涨约 7.9 个百分点，超过总涨幅的八成。

整体而言，在国内供给恢复显著快于需求恢复的背景下，上游原材料向下游制造业转嫁成本能力较强，下游制造业向消费端传导转嫁成本能力较弱，导致上游对下游利润挤压作用较强，CPI 与 PPI 的“剪刀差”持续走阔，创出近年来的新高，进而进一步压缩下游企业的投资意愿。从长期来看，并不利于国内经济的持续恢复，下游生产企业特别是中小民营企业经营将持续面临困难和压力，预计

大宗商品保供稳价政策将会持续发力。

图 7: 我国 CPI 与 PPI “剪刀差” 继续走阔 (%)



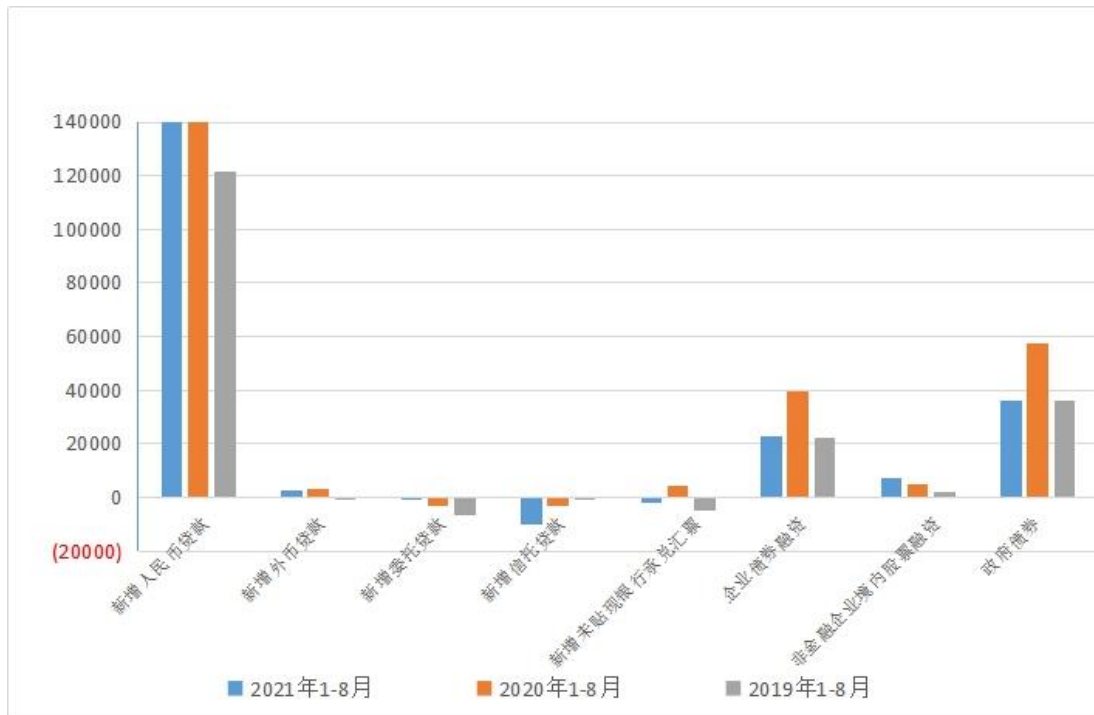
资料来源: Wind, 五矿经研院

七、社会融资增量回落，直接融资开始发力

新口径下，8月社会融资余额为305.28万亿元，同比增长10.3%，较前值下降0.4个百分点。8月当月，社会融资规模的增量为2.96万亿元，比上年同期少6295亿元。结构方面，1-8月，新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的69%，较7月回落4个百分点。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加1.27万亿元，同比少增1488亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加347亿元，同比少增50亿元；委托贷款增加177亿元，同比多增592亿元；信托贷款减少1362亿元，同比多减1046亿元；未贴现的银行承兑汇票增加127亿元，同比少增1314亿元；企业债券净融资4341亿元，同比多增682亿元；政府债券净融资9738亿元，同比少增4050亿元；非金融企业境内股票融资1478亿元，同比多增196亿元。

宏观政策方面，货币政策逐步回归中性，信用环境趋稳。8月份，M2同比增长8.2%，较7月下降0.1个百分点；M1同比增长4.2%，较7月回落0.7个百分点，主要受到信贷派生动能下降和财政资金净回笼的拖累。预计后续社融、M2增速大概率震荡回稳，但不宜预期过高，积极的因素是政府债券发行提速及政策层面加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度，不利因素是制造业为首的实体融资需求持续疲软。货币政策方面，8月23日央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会上强调要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。财政政策方面，根据7月30日中共中央政治局召开会议精神，下半年的财政政策要做好宏观政策跨周期调节，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。预计地方政府专项债将加速，对社融增速提供支撑。

图 8: 1-8 月社会融资 (亿元)



资料来源: Wind, 五矿经研院