

# 民银智库研究

2020年第30期

总第149期

中国民生银行研究院

2020年8月16日

## 更大力度推进改革开放 加快畅通国内经济循环

——2020年8月宏观经济形势分析报告

### 宏观研究团队

黄剑辉

huangjianhui@cmbc.com.cn

王静文

wangjingwen2@cmbc.com.cn

应习文

yingxiwen@cmbc.com.com

孙莹

sunying16@cmbc.com.cn

张雨陶

zhangyutao@cmbc.com.cn

袁雅程

yuanyacheng@cmbc.com.cn

伊楠

yinan@cmbc.com.cn

赵金鑫

zhaojinxin@cmbc.com.cn

孔雯

kongwen1@cmbc.com.cn

程斌琪

chengbinqi@cmbc.com.cn

- **全球经济继续弱复苏。**7月摩根大通全球制造业PMI回升2.4个百分点至50.3%，服务业PMI回升2.5个百分点至50.5%，综合PMI回升3个百分点至50.8%。7月OECD综合领先指标为98.3，连续第3个月回升。分国别来看，各国继续推进复工复产，经济延续复苏势头。美国在经历二季度GDP的创纪录下滑之后，三季度继续反弹，美联储继续维持宽松政策；欧洲经济景气重返扩张，财政政策加码，货币政策按兵不动；日本经济缓慢恢复，货币政策宽松力度不变；新兴经济体复苏步伐不及预期，货币政策加大力度。
- **我国经济7月份延续恢复，主要经济指标持续改善。**从供给端看，工业增加值同比增速持平于4.8%，略弱于预期。从需求端看，固定资产投资降幅收窄至-1.6%，基建和房地产开发投资仍为主要支撑；社会消费品零售额同比-1.1%，大幅低于预期；出口受防疫物资和外需边际好转支撑，增速创年内新高。从金融环境看，信贷扩张有所放缓，但结构明显好转，新增社融高于预期，增速继续回升，M1-M2剪刀差收窄，经济活力回升。从物价来看，受供给扰动、需求恢复影响，7月CPI反弹至2.7%，城镇调查失业率5.7%，持平于上月。
- **8月经济指标有望全面转为正增长。**受洪涝灾害和疫情持续等影响，7月经济复苏有所放缓，但随着扰动因素逐渐消退，经济将加快复苏势头。供给端，工业和服务业生产已接近正常化水平；需求端，政策拉动下基建投资增速转正在即，经营状况改善有利于制造业投资增速回升，房地产开发投资仍有平稳增长动能，消费受到政策驱动有望进入正增长区间。但需关注外部不稳定不确定因素的意外冲击。
- **政策展望与政策建议。**7·30政治局会议提出要加快形成国内国际双循环的新发展格局，要求宏观政策落地见效。预计下一阶段财政政策将更加积极有为、注重实效，货币政策更加灵活适度、精准导向。为加快畅通国内经济大循环，建议做好四个方面工作：**一是**进一步挖掘内需潜力；**二是**健全和完善产业链供应链；**三是**更大力度推进改革开放；**四是**促进房地产市场平稳健康发展。

# 目 录

<b>一、全球宏观经济形势分析.....</b>	<b>1</b>
美国：经济继续边际改善，美联储延续宽松政策.....	1
欧洲：经济景气重返扩张，财政政策加码货币政策宽松.....	3
日本：经济进入缓慢恢复阶段，货币政策宽松力度不变.....	5
新兴经济体：复苏步伐不及预期，货币政策加大力度.....	6
<b>二、我国宏观经济形势分析.....</b>	<b>7</b>
工业：供给端修复接近尾声，季节性因素致生产动能减弱.....	8
投资：投资增速接近转正，三大支柱加快恢复.....	9
房地产：市场总体趋稳，投资持续回升，局部略有降温.....	11
消费：降幅继续收窄，大幅低于预期.....	13
外贸：出口创年内新高，进口继续下行，顺差大幅增加.....	14
通胀：供给扰动、需求恢复，形势出现新变化.....	16
金融：信贷扩张有所放缓，融资结构明显优化.....	18
市场：人民币汇率明显升值，债券收益率走势分化.....	20
<b>三、政策回顾与展望.....</b>	<b>22</b>
宏观政策回顾.....	22
宏观政策展望.....	27
宏观政策建议.....	28
<b>主要宏观经济及金融数据一览表.....</b>	<b>30</b>

## 一、全球宏观经济形势分析

疫情形势出现好转，经济出现复苏迹象。7月以来，全球新冠疫情形势有所好转，新增确诊病例在持续攀升后出现趋势性回落，发达国家疫情总体趋于平缓，但新兴市场国家疫情持续蔓延。2020年7月，摩根大通全球 PMI 重回荣枯线以上，制造业 PMI 回升 2.4 个百分点至 50.3%，服务业 PMI 回升 2.5 个百分点至 50.5%，综合 PMI 回升 3 个百分点至 50.8%。OECD 综合领先指标为 98.3，在 4 月降至全球金融危机以来最低水平后，连续第 3 个月回升。

分国别来看，各国继续推进复工复产，经济保持复苏势头。美国在经历二季度 GDP 的创纪录下滑之后，三季度延续复苏态势，美联储继续维持宽松政策；欧洲经济景气重返扩张，财政政策加码，货币政策按兵不动；日本经济进入缓慢恢复阶段，货币政策宽松力度不变；新兴经济体复苏步伐不及预期，货币政策加大力度。

### 美国：经济继续边际改善，美联储延续宽松政策

美国经济二季度创纪录下滑。2020年二季度美国实际 GDP 年化季率初值录得-32.9%，较一季度大幅回落 27.9 个百分点，创 1947 年统计以来最大降幅。同期 PCE、核心 PCE 物价指数年化季率初值分别下滑 1.9%、1.1%，较一季度减少 3.2、2.8 个百分点。4 月疫情高峰和全线封锁措施致使美国二季度消费锐减，经济严重萎缩，通胀持续低迷。

制造业景气度稳步修复。7月美国 ISM 制造业 PMI 为 54.2%，较上月回升 1.6 个百分点，为今年以来最佳表现。7月 Markit 制造业 PMI 为 50.9%，重回荣枯线之上，接近 3 月疫情爆发前水平。消费者信心有所回落。美国 7 月零售销售月率录得 1.2%，为连续第二个月增幅回落；7 月密歇根消费者信心指数为 72.5，较上月值明显下滑，略高于 4 月疫情高峰水平，处近 6 年来低位，显示疫情反弹导致消费者态度再度趋向谨慎保守。进出口降幅双双收窄。6 月美国出口、进口季调同比分别下降 24.3%、20.0%，较上月回升 7.7、4.5 个百分点；贸易逆差 546 亿美元，较上月扩大 52 亿美元，对中国贸易逆差为 294 亿美元，较上月增加 15 亿美元。

劳动力市场继续好转。7月季调后非农就业人口增加 176.3 万人，超出预期，较上月峰值水平明显下滑。失业率连续第三个月下降，较前值回落 0.9 个百分点至 10.2%。平均时薪同比、环比分别增长 4.8%、0.2%，

好于预期。初请失业金人数处下滑通道，但仍居 100 万以上较高位。数据表明劳动力市场继续好转，但复苏之路任重道远。物价超预期回暖。7 月 CPI、核心 CPI 同比分别增长 1.0%、1.6%，均超预期，较上月回升 0.4 个百分点，明显高于 5 月低谷水平。

**美联储继续维持零利率。**美联储召开 7 月货币政策会议，票委一致决议维持联邦基金利率于 0-0.25% 区间不变。会议声明显示，联储承诺使用所有工具支持美国经济渡过这一挑战时期，以实现充分就业及价格稳定的双重目标。内容包含三个要点：一是新冠病毒爆发造成巨大的人类和经济困难，经济活动及就业远低于今年年初水平。二是需求疲软及油价大幅走低抑制通胀，同时近月来金融状况已有所改善。三是经济未来发展将在很大程度上取决于病毒传播过程，中期经济前景仍存在相当大风险。联储主席鲍威尔明确表态，当前不太可能实现全面复苏，将竭尽所能提供救济和稳定措施。此外，美联储宣布延期一系列贷款权时限：一级交易商信贷机制（PDCF）和主街贷款计划等贷款期限延期三月至今年年底，央行临时美元流动性互换额度及外国和国际货币当局临时回购便利工具时限延至明年一季度末。同时，联储将继续增持国债及 MBS，以保持信贷流动，减轻经济损害、促进复苏。

**新一轮纾困法案亟待出台。**新冠病毒大流行使美国经济陷入困境，除维持积极宽松的货币政策外，复苏还需更多财政政策支持。3 月底，为应对新冠病毒爆发及其对经济、公共卫生、州和地方政府、个人和企业的影响，美国国会颁布史无前例的关怀法案（救助规模约 2 万亿美元），其中规定为个人发放每周 600 美元失业救济金直至 7 月底。由于疫情持续及原救助法案逐渐失效，共和党提出近 1 万亿美元的“治愈法案”，主要涉及减少失业救济金至 200 美元，同时建立旨在防止企业和学校等因新型冠状病毒相关损害而被起诉的“责任盾牌”机制。然而两党在谈判中对失业救济金数额、州和地方政府的援助等方面分歧严重，未能就新纾困法案达成一致。对此，总统特朗普签署行政令欲推迟征收工资税、学生贷还款及延期暂缓驱逐令，同时实施每周 400 美元失业援助，此举旨在绕过国会直接支配联邦开支，或将遭遇美国宪法挑战。

**中美关系继续恶化。**过去一个月来，特朗普政府仍在穷尽各种手段对中国围追堵截，从取消香港特殊待遇到关闭休斯顿总领馆，从拆分 tiktok 到宣布清洁网络计划，从制裁涉港官员到美卫生部长访台，两国关

系已经降至近几十年来的低点。11 月美国大选之前，美国极有可能出台新的打击中国政策。

### 欧洲：经济景气重返扩张，财政政策加码货币政策宽松

欧元区二季度经济陷入历史最严重萎缩。受较为严格和激进的隔离封锁管制措施影响，欧元区二季度经济活动近乎陷入停滞，GDP 同比增长-15%，不及一季度的-3.1%和预期值-14.5%，创历史新低。

三季度经济景气重返扩张。三季度随着欧洲各国封锁继续放松、经济重启，欧元区经济景气显著好转。欧元区 7 月制造业 PMI 终值升至 51.8%，创 2018 年 11 月来新高，结束了连续 17 个月的收缩趋势；服务业 PMI 终值升至 54.7%，创 2018 年 9 月来新高，结束了连续 4 个月的收缩趋势。**需求端稳步修复**。欧元区 6 月零售销售同比增长 1.3%，连续三个月萎缩后由负转正，显著好于预期值-0.5%和前值-3.1%。**生产动能持续改善**。1-4 月份欧元区工业生产指数同比增速逐月下滑，随后触底反弹。6 月延续 5 月改善势头，较上月继续大幅回升 8.1 个百分点至-12.3%。**进出口仍徘徊在历史低位**。受疫情封锁措施影响，欧元区外贸自 3 月以来大幅下滑，4 月进出口双双出现断崖式下跌，5 月仍延续历史低位，进口同比增速降幅较上月继续扩大 1.3 个百分点至-26.7%，接近金融危机期间最低水平；出口降幅较上月收窄 0.4 个百分点至-29.5%，仍为历史次低水平，贸易顺差小幅回升至 94 亿欧元。

**失业率节节攀升**。二季度以来欧元区失业率显著攀升，由 3 月份的 7.2% 升至 6 月的 7.8%，持平 2018 年底水平，但上升幅度随着经济重启而逐月收窄，预计有望在三季度见顶回落。**通胀小幅回升**。欧元区通胀自 5 月创近四年新低后逐月攀升，7 月较 6 月小幅回升 0.1 个百分点至 0.4%，仍处于历史较低水平。

**欧盟峰会达成 7500 亿复苏基金协议**。7 月 21 日，在经过艰难谈判后，欧盟峰会就 2021 年至 2027 年长期预算及欧盟“恢复基金”达成一致。欧盟 2021 年至 2027 年长期预算金额为 1.074 万亿欧元，在预算基础上设立总额 7500 亿欧元的“恢复基金”，从而使欧盟未来能够使用的财政工具总规模高达 1.82 万亿欧元。“恢复基金”中 3900 亿欧元可用作无偿拨款和项目拨款，3600 亿欧元作为低息贷款。与此前欧洲理事会提出的“5000 亿欧元无偿纾困金加 2500 亿欧元贷款”计划相比，降低了 1100 亿欧元拨款额度，增加了 1100 亿欧元贷款额度。根据计划，欧盟将

在 2021 年和 2022 年发放“恢复基金”中 70% 的拨款资金，剩余 30% 将在 2023 年年底前发放。本次基金协议是欧盟历史上最大规模经济刺激计划，在一定程度上展现出欧盟各国合作推动财政支持的团结信号，有望打破财政保守的北欧国家与多数想要帮助南欧国家的成员国之间的僵局，且符合此前欧央行反复敦促欧盟成员国政府和央行加大财政刺激力度的倡议，对推动欧盟经济复苏具有积极意义。

**欧央行按兵不动。**7 月 17 日，欧央行在货币政策声明中宣布维持三大关键利率不变，政策利率保持为 0%，存款利率为 -0.50%，边际融资利率继续保持在 0.25%。考虑到疫情仍在蔓延，欧央行决定维持总额 1.35 万亿欧元的紧急抗疫购债计划（PEPP）规模不变，符合市场预期。欧央行还强调，量化宽松将持续至首次加息之前。欧央行行长拉加德表示，尽管欧元区经济显示出一些从疫情引发的衰退中反弹的迹象，但欧央行仍将动用所有货币宽松刺激的火力，将总额 1.35 万亿的 PEPP 额度用完。拉加德对欧元区经济前景和通胀均作出较为悲观的展望。经济方面，拉加德指出，欧元区经济活动显示出“显著但不均衡的部分复苏”，前景仍不明朗。考虑到有可能出现二次疫情，经济反弹程度仍存在高度不确定性，风险平衡仍偏向下行。通胀方面，拉加德认为未来几个月整体通胀将进一步下降。

**英央行按兵不动。**英国央行 8 月 6 日投票一致决定维持基准利率在 0.1% 的历史低位不变，并维持资产购买总规模在 7450 亿英镑不变，购债速度将从 8 月 11 日开始减少至每周 44 亿英镑，符合市场预期。英国央行表示，目前政策立场仍然是合适的。英央行在声明中指出，近期经济的初步复苏迹象比此前委员会预期的更早、更快，预计 2020 年英国 GDP 增速为 -9.5%，显著好于 5 月的预测值 -15%。随着保持社交距离的措施放松以及消费者支出进一步回升，英国经济在短期内将继续复苏。但如果形势恶化，将准备加快购买英国国债的步伐。在通胀率持续达到目标之前，除非有明显的证据显示英国经济稳步复苏，否则英国央行不会加息。英央行认为，负利率往往会使银行利润率受到挤压，使其在资产负债表受疫情冲击、为大量不良贷款做准备的关键时刻雪上加霜，进而降低银行向个人和企业提供资金的能力。因此，此时通过实施负利率来刺激经济效果可能较差，央行还有其他更为理想的工具可用，包括资产购买和前瞻性指引。

## 日本：经济进入缓慢恢复阶段，货币政策宽松力度不变

6 月以来，在全面解除紧急状态及政府出台世界最大规模经济刺激计划支撑下，日本各项重要经济指标出现企稳迹象。但因为疫情反复，总体状况依然严峻，复苏进程仍然缓慢。

**制造业、服务业萎缩速度持续放缓。**7 月制造业 PMI 录得 45.2%，比上月高 5.1 个百分点，连续第二个月反弹；服务业 PMI 录得 45.4%，比上月高 0.4 个百分点，连续第三个月反弹。**生产重现增长。**6 月季调后工矿业生产指数环比上升 2.7%，较上月回升 11.6 个百分点。日本经济产业省据此将其对工矿业生产基本情况的判断由此前的“正在急速下降”调整为“停止下降、有恢复迹象”。**被抑制的消费开始释放。**6 月日本家庭月消费性支出实际同比下降 1.2%，是自 2019 年 10 月上调消费税以来连续第 9 个月同比下降，但降幅较前两个月显著缩窄。7 月季调后消费者信心指数为 29.5%，较上月回升 1.1 个百分点，已连续第三个月反弹。**进出口降幅双双收窄。**6 月出口额同比下降 26.2%，降幅较上月收窄 2.1 个百分点，连续第四个月以两位数的增速下滑，汽车及零部件出口减少仍是拖累出口下降的最大因素；进口额同比下降 14.4%，降幅较上月收窄 11.8 个百分点；贸易收支为逆差 2688 亿日元，连续第 3 个月出现贸易逆差。

**物价出现企稳势头。**随着世界主要经济体陆续复工复产和国际市场原油价格回升，日本国内汽油、电费等价格下跌情况有所缓解，家庭耐用品、除生鲜之外的食品价格有所回升，6 月核心 CPI 同比增长 0.0%。此前，日本核心 CPI 连续两个月同比下降，降幅均为 0.2%。**就业形势持续恶化。**6 月季调后失业率为 2.8%，较上月下降 0.1 个百分点。与失业人数剧增的美国等国家相比，日本失业率数据变动并不显著，这主要与其劳动力市场长期以来处于供不应求状态、特殊的用人制度以及政府对解雇员工有诸多限制相关。受疫情影响停工停产的日本企业，大多数采取让员工“休业”、发放休业补贴的方式来规避裁员。6 月求才求职比为 1.11，较上月下降 0.09，为 2014 年 10 月以来最低水平，反映每名求职者对应的招聘岗位数量持续减少，就业环境仍在恶化。

**央行继续维持现行货币政策宽松力度。**7 月 15 日，日本央行公布利率决议，宣布维持应对新冠疫情的大规模货币宽松政策不变，以支援企业资金周转和稳定市场。一是继续将短期利率维持在-0.1%的水平，并通

过无限量购买国债使 10 年期国债收益率维持在 0% 左右；二是积极购买交易型开放式指数基金（ETF）和房地产投资信托基金（J-REITs），年度购买目标分别为 12 万亿日元和 1800 亿日元；三是维持企业融资对策框架的规模在 110 万亿日元，其中包括无息贷款项目、公司债券购买计划等内容。日本央行认为，3 月份以来陆续推出的各种宽松政策正在产生效果，鉴于金融市场相对稳定，且企业没有面临重大融资问题，目前不需要追加新的措施。同时，日本央行行长黑田东彦 7 月 15 日在记者会上表示，今后将密切关注新冠疫情对经济的影响，并将在必要时毫不犹豫地采取额外措施。

### 新兴经济体：复苏步伐不及预期，货币政策加大力度

**主要新兴经济体复苏步伐不及预期。**除美国之外，巴西、印度、俄罗斯、南非是确诊人数最多的国家，疫情对各国继续造成显著冲击。增长方面，印度经济复苏缓慢，巴西经济局部复苏，俄罗斯经济形势依然严峻，南非经济复苏乏力；通胀方面，印度高位回落、高于目标中值，巴西、俄罗斯和南非低位回升、低于目标中值；货币政策方面，受通胀制约，印度央行按兵不动；巴西、俄罗斯和南非央行均进一步降息，巴西货币政策空间有限。

**印度经济复苏缓慢。经济景气持续低迷。**7 月制造业 PMI 由 47.2% 小幅回落至 46%，服务业 PMI 由 33.7% 小幅回升至 34.2%。**失业率大幅回落。**随着商业活动逐渐恢复，6 月失业率由此前的 23.5% 大幅回落至 11%。**通胀维持高位。**6 月 CPI 涨幅小幅回落至 6.1%，继续超出央行通胀目标上限。**进出口大幅下降。**5 月出口同比下降 36.5%，进口同比下降 51%，逆差较去年同期大幅收窄。

**央行维持利率不变。**8 月 6 日，印度央行宣布维持现有政策利率不变。印度央行表示，由于疫情反复，经济难以稳定复苏，同时印度正面临零售消费者物价上涨，印度央行称将会确保通胀位于其目标区间，通胀或是意外维持利率不变原因之一。

**巴西经济局部复苏。经济景气回升。**7 月制造业 PMI 由 51.6% 大幅回升至 58.2%，为 2006 年有数据以来最高值，连续 2 个月位于荣枯线以上；服务业 PMI 由 35.9% 回升至 42.5%，连续 5 个月处于荣枯线以下。**消费者信心回升。**7 月消费者信心指数由 71.4 回升至 78.3，延续二季度以来回升态势。**失业率上升。**6 月巴西失业率上升至 13.3%，为 2017 年

5 月以来最高值。**通胀低位回升。**7 月广义 CPI 同比增幅提高 0.2 个百分点至 2.3%，仍大幅低于央行通胀目标中值 4%。

**央行将利率降至 1999 年以来新低。**8 月 5 日，巴西央行宣布将基准利率下调 25 个基点至 2%，利率水平再创 1999 年以来新低。巴西央行表示，新冠疫情对经济造成显著冲击，必须采取极其强力的货币政策刺激措施，但考虑到维护金融稳定性，继续刺激的余地已经很小。

**俄罗斯经济形势依然严峻。经济景气分化。**7 月制造业 PMI 录得 48.4%，较上月回落 1 个百分点，进一步下滑至荣枯线以下；服务业 PMI 录得 58.5%，为 2008 年 7 月以来最高值，结束此前连续 4 个月处于荣枯线以下状态。**消费下滑。**6 月零售营业额指数 92.3，同比下降 7.7%。**失业上升。**6 月失业率为 6.2%，较上月提高 0.1 个百分点，为 2013 年 3 月以来最高值。**通胀回升。**7 月 CPI 同比上升 3.4%，比上月提高 0.2 个百分点，年初以来总体呈现上升态势。

**央行将基准利率降至纪录低位。**7 月 24 日，俄罗斯央行宣布下调基准利率 25 个基点至 4.25% 历史低点，并表示考虑到低通胀和经济萎缩，可能会进一步下调利率。今年以来，俄罗斯央行已四次降息，以试图支持经济。俄罗斯央行总裁纳比乌里娜表示，俄罗斯央行仍有降息空间。

**南非经济复苏乏力。经济景气回落。**7 月制造业 PMI 为 49.9%，较上月回落 1.8 个百分点，掉落荣枯线以下。**消费降幅收窄。**5 月零售销售（不变价）同比下降 12%，降幅较上月收窄 38.4 个百分点。**失业率上升。**一季度失业率 30.1%，较前一季度上升 1 个百分点，为 2008 年有数据以来最高值。**通胀微涨。**6 月 CPI 同比涨幅 2.1%，与上月基本持平，低于目标中值 4.5%。

**央行下调利率至纪录低位。**7 月 23 日，南非央行宣布将回购利率下调 25 个基点至 3.50%，再创历史新低。此次降息为该国央行连续第五次降息，累计降息幅度 300 基点，降息决定主要是为受新冠大流行冲击的经济提供进一步的支持，但经济恢复至疫情冲击前水平的道路依然漫长。

## 二、我国宏观经济形势分析

我国经济 7 月份延续恢复，主要经济指标持续改善。从供给端看，工业增加值同比增速持平于 4.8%，略弱于预期。从需求端看，固定资产投资降幅收窄至 -1.6%，基建和房地产开发投资仍为主要支撑；社会消费

品零售额同比-1.1%，大幅低于预期；出口受防疫物资和外需边际好转支撑，增速创年内新高。从金融环境看，信贷扩张有所放缓，但结构明显好转，新增社融高于预期，增速继续回升，M1-M2 剪刀差收窄，经济活力回升。从物价来看，受供给扰动、需求恢复影响，7 月 CPI 反弹至 2.7%，城镇调查失业率 5.7%，持平于上月。

**8 月经济指标有望全面转为正增长。**受洪涝灾害和疫情持续等影响，7 月经济复苏有所放缓，但随着扰动因素逐渐消退，经济将加快复苏势头。供给端，工业和服务业生产已接近正常化水平；需求端，政策拉动下基建投资增速转正在即，经营状况改善有利于制造业投资增速回升，房地产开发投资仍有平稳增长动能，消费受到政策驱动有望进入正增长区间。但需关注外部不稳定不确定因素的意外冲击。

### 工业：供给端修复接近尾声，季节性因素致生产动能减弱

7 月工业增加值同比增长 4.8%，持平上月，不及预期值 5.2%，结束了连续四个月的回升势头；环比增长 0.98%。1-7 月份规模以上工业增加值同比增长-0.4%，降幅比 1-6 月收窄 0.9 个百分点。

**三大门类两降一升。**采矿业和公共事业增加值同比增长-2.6%和 1.7%，增速较上月分别大幅回落 4.3 和 3.8 个百分点，双双拖累工业生产。其中，采矿业增速自 2018 年 5 月以来首现负增长，创 2017 年 9 月以来新低。两大门类的下降，或与 7 月份暴雨洪涝因素影响企业开工和生产有关。制造业增加值同比增长 6%，增速较上月回升 0.9 个百分点，创年内新高，成为拉动工业生产的主要力量，其中汽车制造表现亮眼。

**汽车制造业持续高增。**7 月汽车行业增加值和产量同比增速回升至 21.6%和 26.8%，分别较 6 月大幅提高 8.2 和 6.4 个百分点，刷新 2016 年 9 月以来高点，回升力度显著加快，与汽车消费量 7 月的高增保持一致。受出口影响较大的中游加工组装类行业涨多跌少，通用设备、专用设备和电气机械增速均有所回升，交通运输设备和电子设备略有下滑。

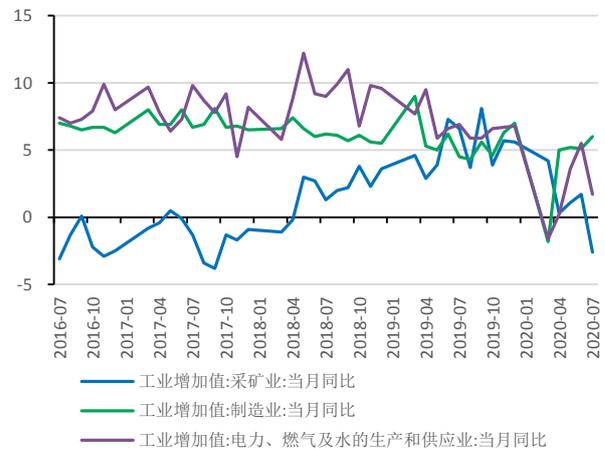
**企业处于被动去库存阶段。**从库存来看，1-6 月工业企业产成品存货累计同比增速较上月回落 0.7 个百分点至 8.3%，连续三个月下行，而 PPI 降幅持续收窄，目前仍处于被动去库存阶段。7·30 政治局会议提出“要加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”，企业库存有望进一步去化，并逐渐转向补库存。

8 月工业增加值有望继续回升。高频指标显示,8 月供给端开局良好。7 月平均高炉开工率为 70.2%,较上月的 70.4%略有回落但仍处于较高水平,且好于去年同期的 66.4%;8 月第一周升至 70.9%,显著高于去年同期水平,创 2019 年 7 月以来新高。7 月汽车轮胎半钢胎和全钢胎平均开工率分别为 68.9%和 64%,双双显著高于上月的 64.1%和 60.2%,创 2020 年以来新高,同比降幅继续收窄;8 月第一周分别继续升至 73.3%和 69.5%,工业生产动能依然较强。考虑到去年同期基数为全年低点,预计 8 月工业增加值将继续回升。

图 1: 工业增加值同比与环比增速



图 2: 工业增加值分项同比增速



数据来源: WIND

### 投资: 投资增速接近转正, 三大支柱加快恢复

**投资增速已近转正。**1-7 月投资累计同比下降 1.6%,降幅较 1-6 月收窄 1.5 个百分点,已接近转正,符合市场预期;经季节调整后,7 月环比增长 4.85%,相当于折年后增长 76.53%。7 月份,多项稳投资政策再发力,各部门加快推动重大项目建设;1 万亿元抗疫特别国债完成发行;央行调降支农再贷款、支小再贷款利率和再贴现利率,推动实体融资成本降低;直达实体经济的货币政策工具继续精准支持中小微企业。在上述背景下,投资三大支柱继续全面回升,基建和房地产仍是主要支撑。

**基建投资继续提速。**1-7 月第三产业中的基础设施投资增速同比下降 1.0%,降幅较 1-6 月收窄 1.7 个百分点,转正在即;7 月当月同比增长 7.9%,较 6 月提升 1.1 个百分点。二季度以来各地区、各部门部署加大“两新一重”有效投资,推进国家重大战略项目投资,扩大脱贫攻坚、污染防治补短板投资,项目储备充足,建设推进加快。同时,财政资金

支持、抗疫特别国债、地方政府债券、金融重点倾斜、社会资本投资等多渠道保障重大项目建设资金到位，尽快形成实物工作量。因此 7 月基建投资保持稳步回暖节奏。随着洪涝灾害影响逐渐消退，后续基建投资有望进一步加快扩张步伐。

**制造业投资缓慢回升。**1-7 月制造业投资同比下降 10.2%，降幅较 1-6 月收窄 1.5 个百分点；7 月当月同比下降 3.1%，较 6 月收窄 0.4 个百分点。近期制造业内外部需求有复苏势头，工业企业利润加快恢复，推动制造业投资降幅渐进收窄。但外部需求仍在收缩区间，后期仍面临较多不稳定不确定因素，可能拖累企业资本开支意愿，延缓制造业投资回暖步伐。

**民间投资信心逐渐修复。**民间投资 1-7 月同比下降 5.7%，增速比 1-6 月收窄 1.6 个百分点，比 2019 年同期回落 11.1 个百分点，降幅稳步收窄，但仍低于全部投资增速 4.1 个百分点。1-7 月民间固定资产投资占全国固定资产投资（不含农户）的比重为 55.95%，较 1-6 月小幅回落 0.1 个百分点，基本保持稳定。民间投资仍然受制于制造业投资低迷，短期内难以回复正增长，但信心正在逐渐修复中。近期部委及地方密集出台了一系列促进民间投资的政策，着力放宽市场准入、优化营商环境、建立长效机制，民间投资将逐步提振。

下一阶段，各地区、各部门稳投资政策将继续发力，抗疫特别国债、地方政府专项债、基建 REITs、银行信贷等将为投资提供资金保障，预计投资将延续回升步伐，但分化格局依旧，其中基建投资将逐渐成为托底力量，房地产开发投资上行空间有限，制造业投资短期仍然难以转正。

图 3：全部投资累计同比与民间投资累计同比

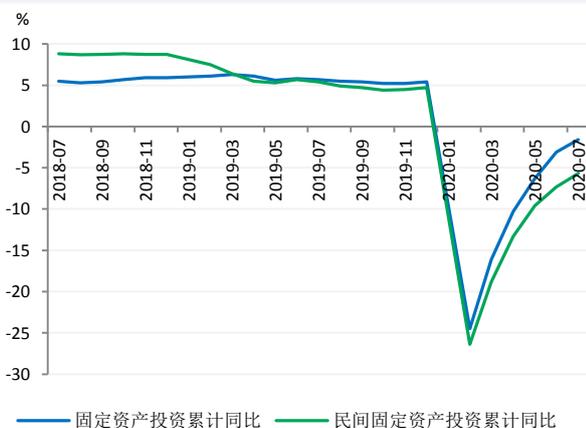
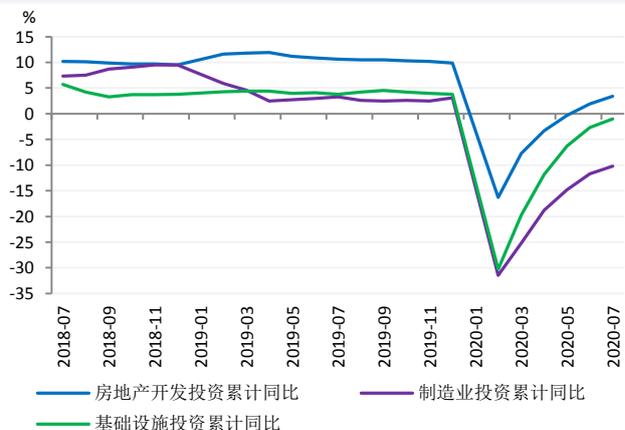


图 4：固定资产投资分项数据



数据来源：WIND

## 房地产：市场总体趋稳，投资持续回升，局部略有降温

**房地产开发投资持续回升。**1-7 月全国房地产开发投资同比增长 3.4%，较 1-6 月份回升 1.5 个百分点。新开工面积降幅收窄 3.1 个百分点至 -4.5%；施工面积增速提升 0.4 个百分点，至 3.0%；但竣工面积累计增速回落 0.4 个百分点，至 -10.9%，表明市场去库存进展良好。单看 7 月，房地产开发投资同比增长 11.7%，增幅较上月扩大 3.2 个百分点，单月同比增速已超去年同期。这主要是受当月新开工和施工投资拉动所致，7 月施工面积和新开工面积分别同比增加 16.7% 和 11.3%，均高于去年同期水平。

**市场成交活跃，销售继续回暖，库存消化周期缩短。**1-7 月商品房销售面积降幅收窄 2.6 个百分点至 -5.8%。销售额降幅收窄 3.3 个百分点至 -2.1%。单看 7 月，销售面积同比上升 9.5%，较上月提升 7.3 个百分点。销售额上升 16.6%，较上月提升 7.6 个百分点，均已连续 3 个月实现正增长。根据克尔瑞 30 个重点城市交易数据，一线城市成交面积同环比齐增。值得关注的是，深圳调控月中突然收紧，但本月新房成交面积环比仅微跌 2%，同比持平。二三线城市成交面环比下降 3%，同比增长 7%。各城市行情相对独立，武汉、宁波、大连、厦门、东莞等城市热度延续。受惠于近几个月成交放量回升，多数城市库存消化周期缩短，六成以上城市降至 12 个月以内，杭州、重庆、常州等地已不足 6 个月。但北京、天津、大连等地仍在两年左右。

**房价总体平稳，重点城市略有降温。**7 月 70 个大中城市商品住宅销售价格数据显示，全国房地产市场价格总体平稳，重点城市略有降温。其中，59 个城市新建商品住宅价格环比上涨，较上月减少 2 个；45 个城市二手住宅价格环比上涨，较上月减少 5 个。分城市类别看，一线城市新建、二手商品住宅价格环比涨幅均出现回落，同比略有扩大；二三线城市新建商品住宅价格同环比涨幅均回落或相同，二手商品住宅价格环比涨幅与上月持平，同比回落或相同。深圳、宁波等前期过热城市政策快速收紧后，房价涨幅有所收窄。但唐山、银川等地市场依旧火热，房价涨幅维持高位，或将成为下一步调控重点。

**调控收紧，土地市场价量齐跌。**1-7 月份，房地产开发企业土地购置面积同比下降 1.0%，较 1-6 月份微幅扩大 0.1 个百分点。土地成交价款累计同比增长 12.2%，较 1-6 月提高 6.3 个百分点。单看 7 月，当月土地

购置面积同比增速明显回调至-1.8%，较上月收窄 13.9 个百分点。当月土地成交价款同比上升 36.8%，增速比上月提高 32.6 个百分点。南京、宁波、东莞等多个城市先后收紧调控，优质土地入市节奏减缓，土地市场降温。根据克而瑞数据，全国土地市场呈现价量齐跌格局，溢价率延续上月缓降势头，降至 16.1%。各能级城市成交量也均不及上月，其中一线城市成交建筑面积环比降幅最大，达 19%，主要因广州、深圳土地市场成交量明显收窄。

**房企资金面边际收紧。**1-7 月份，房地产开发企业到位资金同比增长 0.8%，疫情以来首次由负转正，较 1-6 月份增加 2.7 个百分点。除定金及预收款未能实现转正外，其余各项资金来源同比增速均已转正。单看 7 月，当月到位资金同比增加 16.5%，较上月提升 3.3 个百分点，各项资金来源增速均好于上月。银保监会分别在 11 日答记者问和 20 日年中工作会议上对不良贷款、资金违规流入引发的房地产贷款乱象潮给予风险提示，下阶段房企融资环境仍将低位运行。但房贷 LPR 转轨将推动贷款实际利率下行，有利于未来房企销售回款。

**总体来看，7 月全国房地产市场总体趋稳，重点城市略有降温。**7 月将成为我国房地产市场摆脱疫情干扰，由高热度快速回暖向平稳运行转向的分水岭，也是房地产市场长效调控机制基本成型、发挥实效的起始点。7 月末召开的全国房地产座谈会等多个重要会议，以及部分热点城市相继灵活收紧调控政策，均向市场明确传达“房住不炒”信号，保证市场平稳发展，避免大起大落。

**预计 8 月房地产市场降温范围、幅度将略有扩大，全国市场回暖势头将冲高回落，成交量等指标将保持相对高位，涨幅收窄。**下半年，全国房地产市场将以“稳”为主基调，各项调控措施将更加精准和灵活，主要指标涨幅将持续走低，严防市场过热加重家庭部门负担，对消费形成挤出，阻碍国内循环的形成。分城市来看，一二线和强三线城市受强劲需求稳固支撑，市场热度、价格稳定预期较好；弱三、四城市将受经济承压、居民收入减少等因素影响进一步分化，房价下行面临较大压力。

图 5：商品房销售额与销售面积累计同比

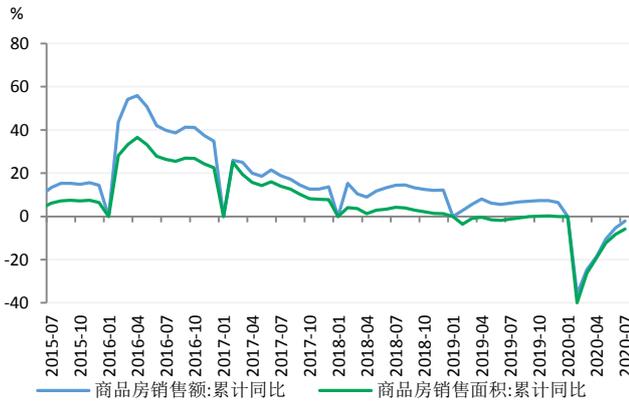
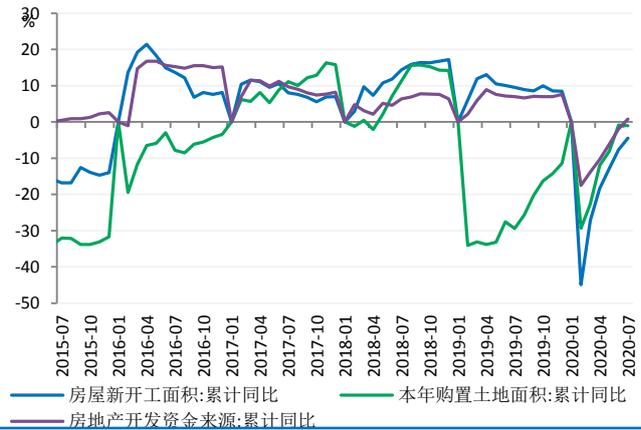


图 6：新开工、土地购置面积与资金来源累计同比



数据来源：WIND

### 消费：降幅继续收窄，大幅低于预期

消费降幅继续收窄，但大幅不及预期。7 月份，社会消费品零售总额同比下降 1.1%，降幅较上月收窄 0.7 个百分点；扣除价格因素实际下降 2.7%，降幅较上月收窄 0.2 个百分点，大幅低于市场预期。

汽车成为主要贡献因素。当前海外出行变为国内自驾游趋势明显，叠加高考结束后部分购车需求释放以及去年同期市场基数较低，7 月汽车销售走势强劲，限额以上汽车类商品零售额同比增长 12.3%，增速较上月大幅回升 20.5 个百分点。若扣除汽车类商品，7 月社会消费品零售总额同比下降 2.4%，降幅较上月扩大 1.4 个百分点。

餐饮消费持续恢复，网上零售持续向好。7 月份，餐饮收入同比下降 11.0%，降幅较上月收窄 4.2 个百分点。1-7 月份，全国网上零售额同比增长 9.0%，较 1-6 月提高 1.7 个百分点；实物商品网上零售额同比增长 15.7%，较 1-6 月提高 1.4 个百分点。

基本生活类、房地产相关消费增速回落。7 月限额以上单位商品零售额中，粮油食品类、饮料类、烟酒类、日用品类同比分别增长 6.9%、10.7%、5.0%、6.9%，增速较上月分别回落 3.6、8.5、8.3、10.0 个百分点。家用电器和音像器材类、家具类、建筑及装潢材料类商品同比分别下降 2.2%、3.9%、2.5%，增速分别较上月回落 12.0、2.5 和 4.7 个百分点。这两类消费增速的回落，或与收入增速放缓和购房支出的挤出效应有关。

从收入增速来看，上半年全国居民人均可支配收入同比名义增长 2.4%，比一季度加快 1.6 个百分点，仍为有统计以来的次低水平；城镇

储户问卷中的二季度未来收入信心指数为 47.9%，较一季度上升 2.0 个百分点，同样为有调查以来的次低水平。居民的消费能力仍未恢复。此外，由于房地产销售火爆，居民部门 6、7 月份新增中长期贷款接连创历史同期新高，居民部门杠杆率持续提高，继续对消费形成挤出。

8 月份，随着东部、中部、南部等汽车大市场疫情进入常态化管控阶段，各地密集开启营销活动，终端车展人气较旺，加之疫情常态化下汽车出行需求增加、部分区域逐步复学引发家长购车需求，车市有望继续复苏。与此同时，各地促消费措施持续加码，大宗消费、夜间消费等领域成为重要发力点，还在物流建设、商品追溯等流通环节和质量保证方面加大政策扶持力度，消费市场潜力将进一步释放。预计 8 月消费增速将回升至 0.0% 左右。

图 7：名义消费与实际消费同比增速

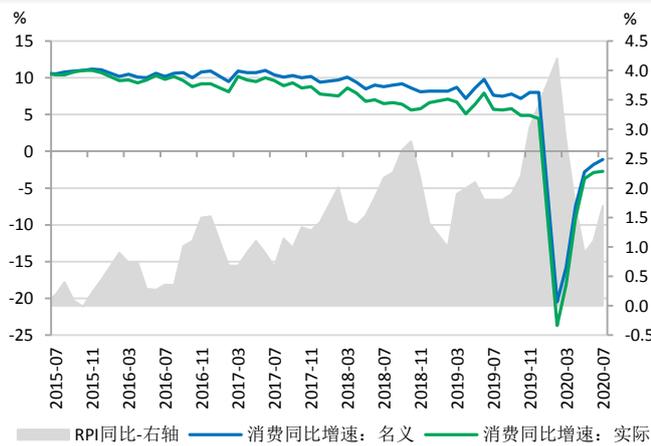
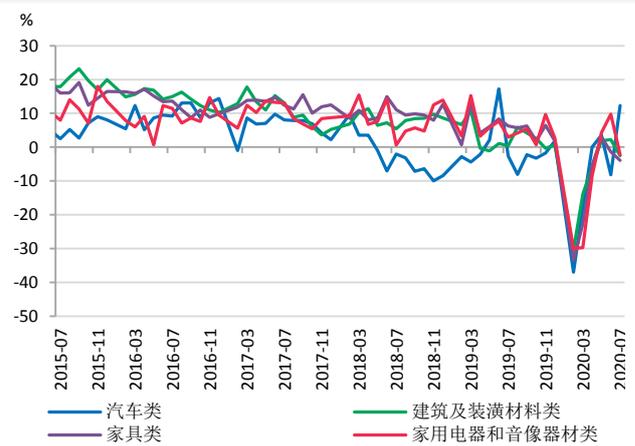


图 8：汽车与居住类商品消费同比增速



数据来源：WIND

### 外贸：出口创年内新高，进口继续下行，顺差大幅增加

据海关统计，7 月份我国进出口 4129.3 亿美元，同比增长 3.4%；其中，出口 2376.3 亿美元，同比增长 7.2%，为今年以来最好表现；进口 1753.0 亿美元，同比-1.4%，较前值 2.7% 有所回落；贸易顺差 623.3 亿美元，去年同期 440.15 亿美元，前值 464.21 亿美元。

7 月出口同比增长 7.2%，创年内最高增速，再度好于市场预期。从先行指标看，出口形势确实在边际改善。7 月官方制造业 PMI 新出口订单指数由 42.6% 回升至 48.4%，连续第 3 个月回升，逐渐逼近荣枯线；出口集装箱运价指数 (CCFI) 小幅上升，由 6 月末的 841.83 升至 7 月末的 865.53；供应链上游韩国 7 月出口同比下降 7.0%，为 4 月以来最好表现。

7 月出口大幅超出市场预期，主要原因包括两个方面：一是海外疫情蔓延，隔离措施延续，导致与防疫有关的纺织品、医疗器械、医药产品以及与远程办公相关产品的出口继续快速增长，而且国内外疫情防控形势差异使得我国出口对其他主要出口国的替代效应继续显现；二是外需边际改善。尽管发达经济体疫情正在经历二次复发，但复工复产进程仍在继续，7 月美国 ISM 制造业 PMI 连续第二个月位于荣枯线以上，欧元区制造业 PMI 也首次回到荣枯线以上，外需较前几个月有所改善。

从贸易方式看，一般贸易出口增长、加工贸易出口下滑。一般贸易出口 1447.36 亿美元，同比增长 10.9%，占出口比重 61%，去年同期 59%；加工贸易出口 607.44 亿美元，同比下降 1.8%，占出口比重 26%，去年同期 28%。从贸易伙伴看，对美国 and 东盟出口同比增长，对欧盟和日本出口同比下降。其中，对美国出口 437.31 亿美元，同比增长 12.6%；对东盟出口 347.77 亿美元，同比增长 14.0%；对欧盟出口 369.76 亿美元，同比下降 3.4%；对日本出口 118.41 亿美元，同比下降 2.0%。从主要类别看，机电产品出口 1386.93 亿美元，同比增长 10.2%；高新技术产品出口 693.94 亿美元，同比增长 15.6%。从重点商品看，纺织品、塑料制品、自动数据处理设备和集成电路是主要贡献，分别同比增长 48.4%、21.1%、35.7%、15.9%。医疗仪器及器械出口额同比增长 78%，增速较 5、6 月略有回落。

7 月进口同比下降 1.4%，略弱于市场预期。从先行指标看，进口形势同样趋于改善。7 月 PMI 进口指数由 47% 回升至 49.1%，连续第 3 个月回升，同样逐渐逼近荣枯线；进口集装箱运价指数 (CICFI) 指数上行，由 929.59 上升至 958.42，扭转 5 月下旬以来的下降态势；7 月 CRB 指数环比上升 3.9%，大宗商品价格继续上升。

随着国内复工复产推进，内需持续恢复，大宗商品和原材料进口数量不断增加，此外，中美第一阶段经贸协议履行也引致自美国农产品等商品进口增加，进口有较多因素支撑。但进口之所以继续负增长，一是由于粮食、铁矿石、原油等大宗商品价格仍然低于去年同期，7 月 CRB 指数同比下降 21.2%；二是受到基数效应拖累，去年同期进口金额为近 5 年来次高。

从贸易方式看，一般贸易进口增长、加工贸易进口减少。一般贸易进口 1083.42 亿美元，同比增长 2.8%，占进口比重 62%，去年同期为 59%；加工贸易进口 334.19 亿美元，同比下降 10.7%，占出口比重 19%，去年

同期为 21%。从贸易对象看，自除欧盟进口下降外，自其他主要国家进口均增长。自东盟进口 241.31 亿美元，同比增长 1.1%；自日本进口 153.34 亿美元，同比增长 5.1%；自美国进口 112.76 亿美元，同比增长 3.6%；自欧盟进口 216.31 亿美元，同比下降 9.5%。从主要类别看，农产品进口 147.98 亿美元，同比增长 14.9%；机电产品进口 800.72 亿美元，同比增长 2.2%；高新技术产品进口 562.32 亿美元，同比增长 2.0%。重点商品中，大豆、粮食、铁矿砂、集成电路等是主要贡献。由于部分大宗商品和原材料价格大幅低于去年同期，进口原油数量增长 25%、金额下降 26.8%。

展望下一阶段，由于疫情仍在蔓延，疫情防控的相关需求预计仍将维持在较高水平，主要经济体虽然面临着疫情的二次冲击，但复工复产过程也在顽强推进，外需将会逐渐复苏，从而带动我国出口继续向好。从进口来看，国内需求持续复苏，大宗商品价格逐步回升，中美经贸协议继续执行，进口有望逐渐接近正常水平。

图 9：中国月度出口总额和同比增速

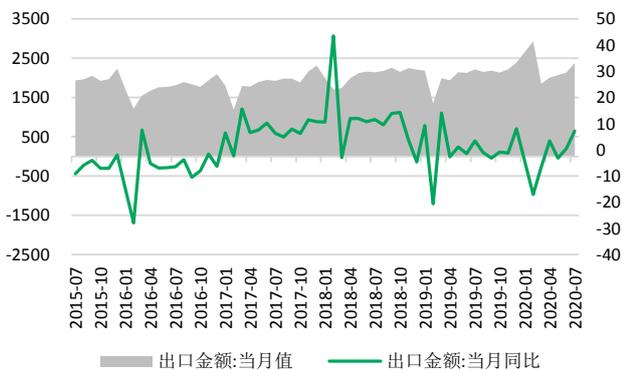
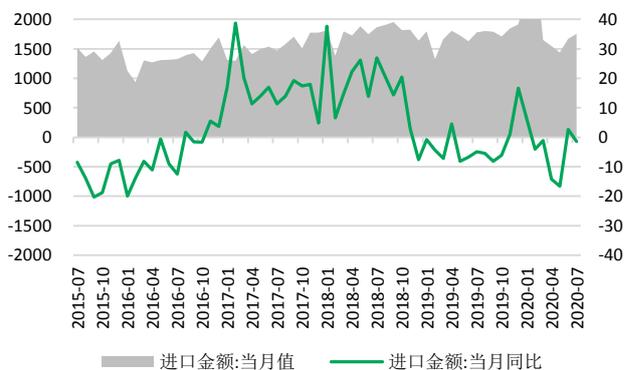


图 10：中国月度进口总额和同比增速



数据来源：WIND

### 通胀：供给扰动、需求恢复，形势出现新变化

7 月 CPI 同比上涨 2.7%，涨幅较 6 月升高 0.2 个百分点，环比上涨 0.6%，略高于市场预期。其中，城市上涨 2.4%，农村上涨 3.7%；食品价格上涨 13.2%，非食品价格持平；消费品价格上涨 4.3%，服务价格持平。1-7 月，全国居民消费价格比去年同期上涨 3.7%。

通胀中枢由降转升，一是供给扰动。受天气、夏季自然灾害及局部地区疫情小幅反弹等因素，以肉类与鲜菜为代表的食品价格受到供给冲

击出现明显反弹。二是需求恢复。新冠疫情在国内的有序防控下，整体经济复工复产复商复市好于预期，国内需求尤其是外出就餐增多，推动食品价格走高。

**食品价格受供给冲击有所上涨。**具体来看，猪肉价格近期调头上涨，成为食品价格最主要的推动因素。由于居民外出就餐增多，以及南方洪涝灾害限制猪肉运输，猪肉价格 7 月环比上涨 10.3%；作为替代品，牛肉、羊肉、蛋类、奶制品价格也小幅上升。南方汛期影响蔬菜供应，鲜菜价格环比上涨 6.3%，是食品价格上涨的第二因素。

**非食品价格企稳止跌，暑期旅店住宿及能源价格形成支撑。**衣着价格因季节因素环比下降 0.5%；居住价格环比持平，租金止跌；生活用品及服务环比持平，家庭服务转为环比小幅上涨 0.1%；汽车、手机等大件商品价格依旧环比小幅下跌，但在燃料价格支撑下交通与通信大类价格环比上涨 0.3%，成为非食品的重要支撑；在疫情保障医疗供给政策支持下，医疗保健价格连续第三个月持平；教育文化娱乐价格依旧环比下降 0.2%，主要受团体旅游价格下降拖累；暑期旅店价格上涨，推动其他类价格环比上涨 0.8%。

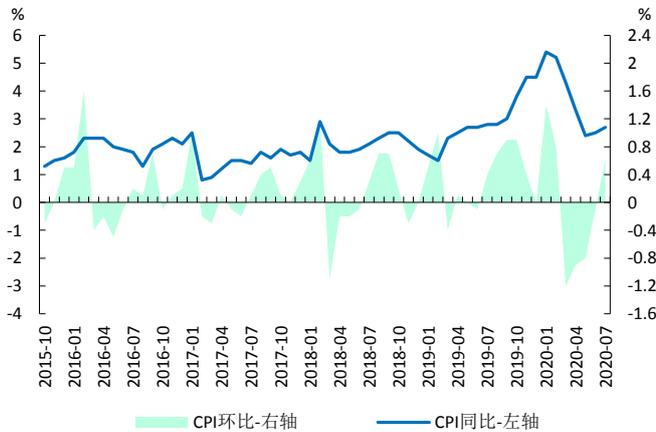
**7 月 PPI 同比降幅收窄至 2.4%，与市场预期基本持平，环比上涨 0.4%，反映工业领域需求复苏良好。**生产资料价格同比下降 3.5%，降幅比上月收窄 0.7 个百分点，其中，采掘工业价格下降 7.1%，原材料工业价格下降 6.9%，加工工业价格下降 1.8%。生活资料价格同比上涨 0.7%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点，其中，食品价格上涨 3.7%，衣着价格下降 1.1%，一般日用品价格下降 0.8%，耐用消费品价格下降 1.6%。7 月国际大宗商品价格延续了 6 月的回升态势，石油价格小幅上行，有色金融价格全面上涨，带动国内基础工业产品价格回升，加上复工复产形势良好，工业品下游复苏，市场需求逐步回暖，生产与生活资料环比双升，促进 PPI 同比降幅继续缩小。

整体看，6、7 月份连续两个月 CPI 小幅回升，PPI 通缩程度持续好转，反映近期通胀形势好于预期，社会需求在疫情防控效果良好的情况下逐步复苏。不过也应注意到，通胀的上行也有供给面的扰动因素，特别是猪肉和能源价格，需注意具体产业结构性政策应对。

**展望 8-12 月，在去年基数大幅上升的情况下，CPI 同比增速重新转向回落仍是大概率事件，疫情变化、天气情况与猪肉价格走势仍将是整体 CPI 下行走势中的波动因素。**在短期通胀企稳背景下，货币政策可适

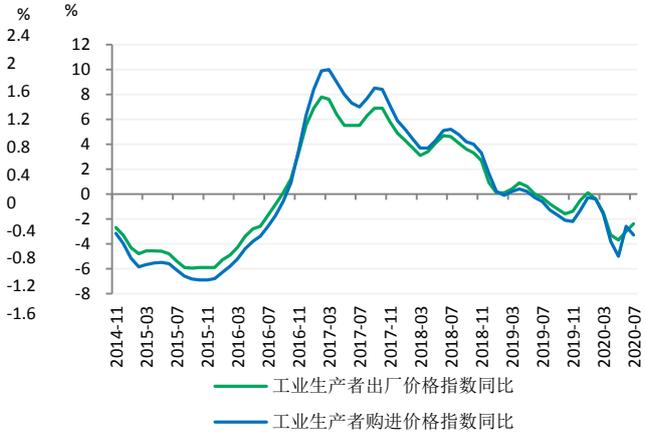
当调整节奏，保障流动性合理充裕，为四季度可能到来的疫情防控新情况、中美博弈新局面等留出一定政策空间。

图 11：居民消费价格指数同比与环比



数据来源：CEIC

图 12：生产者购进和出厂价格指数



数据来源：CEIC

## 金融：信贷扩张有所放缓，融资结构明显优化

**新增信贷同比少增，结构优化。**7 月人民币贷款新增 9927 亿元，同比少增 631 亿元，贷款余额同比增速回落 0.2 个百分点至 13%。7 月新增信贷低于预期，主要源于季节性因素影响下的企业短期贷款及票据融资显著下滑，以及非银贷款同比大幅少增。

**从企业部门看，**7 月企业部门新增贷款 2645 亿元，同比少增 329 亿元。其中短期贷款减少 2421 亿元，同比多减 226 亿元；票据融资则减少 1021 亿元，同比多减 2305 亿元；中长期贷款新增 5968 亿元，仍为历史同期最高水平，同比多增 2290 亿元。

短期和票据融资减少具有季节性因素。通常来说，银行在半年考核时点冲信贷，会导致企业短期贷款和票据融资冲高。而在 7 月份考核时点之后，短期贷款和票据会相应回落。今年 7 月回落幅度偏大，也在一定程度上反映出宽信用力度的边际收敛，以及监管打击票据套利的力度加大。不过，与此同时，中长期贷款明显多增，单月规模创历史同期新高，呈现出结构优化特征。其反映的应该是货币政策精准导向，加大对“两新一重”等重点领域的支持力度，同时其贷款需求也比较旺盛。

**从居民部门来看，**7 月居民部门贷款增加 7578 亿元，同比多增 2466 亿元，短期贷款和中长期贷款分别为历史同期次高和新高。其中短期贷

款增加 1510 亿元，同比多增 815 亿元；中长期贷款增加 6067 亿元，连续第二个月维持 6000 亿元以上规模，同比多增 1650 亿元。

7 月份各地区、各部门优化营商环境、出口转内销等各类促消费政策和活动继续密集出台，汽车消费明显好转，线下服务消费逐渐恢复，居民消费贷款增长良好。与此同时，7 月商品房销售继续改善，热点城市楼市成交仍然活跃，虽然部分城市加大了房地产调控力度，但全国市场热度仍在，对居民中长期贷款仍有较强支撑。

从非银部门来看，非银行业金融机构贷款减少 270 亿元，同比多减 2598 亿元，成为信贷同比的最大拖累。去年 6 月以来，为化解包商银行事件冲击，监管层多措并举加大对中小银行和非银机构的定向流动性支持，上年同期非银金融机构贷款大幅增加，从而导致基数较高。今年货币政策更加注重支持实体经济，非银贷款 7 月份出现净减少，连续第三个月净减少。

**社融同比多增，增速加快。**7 月新增社融 1.69 万亿元，同比多增 4028 亿元；社融存量同比增速较 6 月末提升 0.1 个百分点至 12.9%，为 2018 年 3 月以来新高。从结构来看，人民币贷款和表外融资为社融同比增加提供了主要贡献。

**人民币贷款同比多增。**人民币贷款新增 1.02 万亿元，同比多增 2135 亿元，反映出实体经济的贷款需求仍然旺盛。**表外融资时隔 4 个月后再现萎缩，但同比大幅少减。**委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票三项融资合计下降 2649 亿元，同比少减 3576 亿元。值得关注的是，7 月份信托贷款减少 1367 亿元，减少幅度为 2018 年中以来的最大值，同比多减 692 亿元，近期监管打击信托融资类业务与通道业务，导致信托发行受阻；7 月份未贴现银承减少 1130 亿元，同比少减 3432 亿元。与票据贴现 7 月份减少一样，未贴现银承减少同样有季节性因素，但与去年同期同比大规模少减，亦反映出在监管收紧之后，企业开银承套利的动力下降。**企业债券和政府债券净融资同比贡献则均为负。**企业债券净融资 2383 亿元，同比少增 561 亿元。5 月以来债市调整明显，发行成本上升，7 月信用债发行较上半年降温，企业债融资进一步下降。政府债券净融资新增 5459 万亿元，同比少增 968 亿元。抗疫特别国债发行主要集中在 7 月份，对企业债和政府债券融资都产生了挤出效应。

**M1 与 M2 增速一升一降，负剪刀差收窄。**7 月末 M2 同比增长 10.7%，增速较 6 月末回落 0.4 个百分点，信贷扩张减速影响 M2 高增，同时缴税

大月财政存款显著增加，对 M2 同比增速形成拉低效应。M1 同比增长 6.9%，增速较 6 月末回升 0.4 个百分点，是 2018 年 5 月以来的最高水平，与 M2 之间的负剪刀差收窄，表明企业生产经营活动继续恢复，企业活力持续提升。

下一阶段，前期针对疫情出台的一些特殊阶段性货币政策工具则将逐步淡出，信贷投放节奏不及上半年，贷款结构将继续优化，中长期贷款保持较高占比；随着抗疫特别国债发行完毕，一般国债和地方政府债券将加快发行步伐，政府债券净融资贡献将再次提升；此外，在当前流动性环境下，表外融资和企业债发行大幅改善的可能性较低。预计信贷存量增速可能持平或继续小幅回落，社融存量增速可能在政府债支撑下继续小幅回升。

图 13：社会融资总量与新增人民币贷款

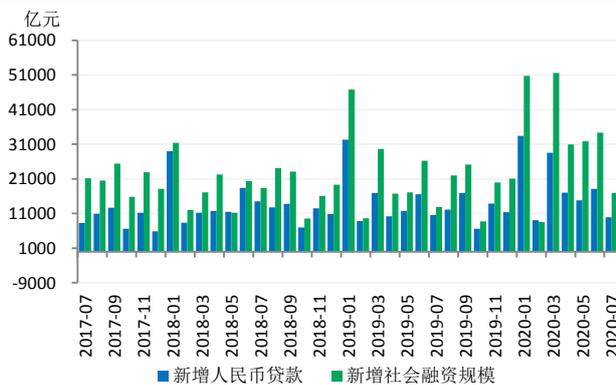


图 14：M1 与 M2 余额同比增速



数据来源：WIND

### 市场：人民币汇率明显升值，债券收益率走势分化

7 月 15 日至 8 月 14 日期间，人民币兑美元汇率先窄幅波动后震荡升值，整体升值；美元指数连续下行，一度触及两年低位。7 月 15 日至 8 月 3 日，人民币汇率围绕 7.0 窄幅波动；8 月 3 日至 8 月 6 日，人民币汇率小幅贬值；8 月 6 日至 8 月 14 日，人民币汇率开启升值，中间价和在岸即期汇率双双升破 6.95。总体看，7 月 15 日至 8 月 14 日人民币兑美元汇率中间价和在岸即期分别升值 577bp、388bp。

7 月以来，国内经济延续复苏，基本面支撑下人民币汇率稳定性逐渐增强。中美两国关系尚有变数，消息面仍对人民币汇率带来扰动，但人民币汇率在阶段性贬值后快速回归合理区间，7 月下旬以窄幅波动为主。进入 8 月，由于疫情在美国扩散势头不减，预期中的经济复苏受阻，

削弱美元指数避险属性，美元指数连续下跌，人民币汇率除 8 月 10 日、11 日小幅贬值外，其余交易日均以升值收盘。

**多种因素驱动下，人民币汇率仍有升值动能。**一是美元指数遭受压力，支撑人民币汇率走强。近期，美国新冠疫情蔓延势头不减，经济重启遇挫，削弱美元指数避险属性，美元指数连续走弱。二是中美利差保持高位，外资流入有利于人民币汇率走强。日前，中美利差攀升至历史高位。人民币债券、A 股等新兴市场股债正成为全球大类资产配置的重点。数据显示，7 月境外机构债券托管面额为 23441.24 亿元，较 6 月增长 1481.13 亿元，同比上涨 38%，单月增持量创出历史新高。二季度，境外投资境内证券净流入逾 600 亿美元，处于历史较高水平。外资持续流入，有利于人民币汇率进一步走强。三是基本面看，人民币汇率有继续走强动力。随着国内疫情基本结束，经济持续恢复。从 7 月主要经济数据看，国民经济继续稳定恢复，主要经济指标持续改善，向好的经济基本面将为人民币汇率带来支撑。

**预计短期内人民币汇率仍将保持小幅升值趋势，波动中枢围绕 6.95 震荡。**受到疫情第二轮冲击，美国经济复苏进程可能放缓，美元指数短期内难以大幅走强。当前我国统筹疫情防控和经济社会发展工作取得重大成果，以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局正加快形成。基本面支撑下，人民币汇率有望继续企稳回升。但国际经济金融形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，人民币汇率短期内仍有阶段性调整可能。预计人民币汇率 8 月波动区间收窄为 6.92-6.97，8 月底可能在 6.95 左右。

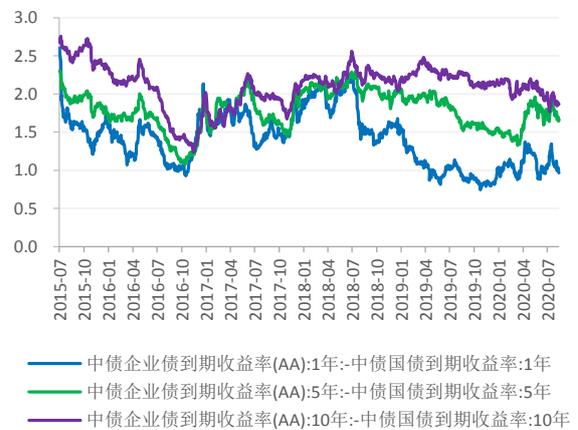
**债市收益率表现分化。**7 月 15 日至 7 月 31 日，7 月公布经济数据显示经济前景持续好转，央行货币政策回归正常化，债市收益率震荡调整。期间 1、5、10 年期中债国债上行 4.28bp、-3.8bp、1.05bp；7 月 31 日至 8 月 10 日，税期影响消退，资金面转松，债市收益率震荡下行，1、5、10 年期中债国债分别下行 4.27bp、-10.38bp、1.21bp；8 月 10 日至 8 月 14 日，缴税截止日临近，资金面偏紧，收益率小幅上行，1、5、10 年期中债国债分别上行 7.43bp、1.49bp、-1.74bp。**信用利差震荡收窄。**7 月 15 日至 8 月 14 日，受到 A 股大幅走强、经济数据持续向好等因素影响，市场多空因素交织，信用债票息优势凸显，信用利差被动收窄，1、5、10 年期 AA 级企业债与同期国债利差分别收窄 37bp、25bp 和 6bp。

预计 8 月债市收益率仍将延续震荡调整。7 月 31 日政治局会议定调货币政策要更加灵活适度、精准导向。8 月 6 日，二季度货币政策执行报告提出，结构性货币政策行之有效，货币政策强调“直达性”，促进金融与实体经济良性循环。近期决策层和央行频频表态，传递出货币政策退出疫情时期的非常规模式向正常时期回归的信号。但市场已消化货币政策回归中性的边际收紧预期，债市不存在持续下行压力。考虑到财政部表示近期将加快地方政府专项债的发行使用，力争在 10 月底前发行完毕，8 月或迎来地方债的集中发行，叠加银行息差面临收窄压力居高不下，债市收益率难以持续下行，将延续震荡调整。

图 15：人民币对美元汇率走势



图 16：AA 企业债与同期国债利差走势



数据来源：WIND

### 三、政策回顾与展望

#### 宏观政策回顾

7 月中旬以来，疫情继续在全球蔓延，中美紧张局势持续恶化。由于外部环境复杂严峻，近期政策导向凸显未雨绸缪，7 月 30 日的政治局会议开始布局“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”，这将成为当前以及“十四五”期间的国家战略。

**布局“双循环”。**5 月 14 日中共中央政治局常委会首次提出“构建国内国际双循环，相互促进的新发展格局”，7 月 21 日的企业家座谈会提出要**逐步形成**以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，7 月 30 日政治局会议则改为**加快形成**。中央之所以提出这一新发展格局，主要基于对国际大势和国内大局的研判。从国际来看，保护主义上升、世界经济低迷、全球市场萎缩已经打乱了经济全球化节奏，

新冠肺炎疫情又迫使各国对全球产业链供应链进行重组，世界正面临百年未有之变局。从国内来看，发挥国内超大规模市场优势，通过繁荣国内经济、畅通国内大循环，可以为我国经济发展增添动力，带动世界经济复苏。从乐观方面看，以国内大循环为主体，可以发挥我国经济韧性强、潜力大、回旋余地大、市场规模大和产业体系完善的优势，但与此同时，也可能面临生产成本上升、技术升级受限等问题。因此，习近平总书记在 7 月 21 日的座谈会上强调，“以国内大循环为主体，绝不是关起门来封闭运行，而是通过发挥内需潜力，使国内市场和国际市场更好联通，更好利用国际国内两个市场、两种资源，实现更加强劲可持续的发展”。

**财政政策更加积极有为、注重实效。**7 月 30 日政治局会议要求“财政政策要更加积极有为、注重实效。要保障重大项目建设资金，注重质量和效益”。上半年财政政策是一个**逐渐加码**的过程。截至 7 月末，1 万亿抗疫特别国债已发行完毕，但还有 4171 亿元一般地方债和将近 1.5 万亿专项债有待发行，**财政政策力度足够，关键是要落实**。财政部 7 月 29 日发布了《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》，要求专项债 10 月底前发行完毕，并对其资金用途设立了负面清单，同样是着眼落实，确保重大项目建设资金到位。8 月 6 日，财政部首次发布了《2020 年上半年中国财政政策执行情况报告》。上半年财政政策主要聚焦四个方面：一是积极出台有针对性的减税降费措施，支持疫情防控保供和缓解企业资金压力；二是加快发行使用政府债券，缓解基层财政困难，扩大有效投资；三是优化财政支出结构，提高财政资金使用效率，切实保障民生支出和重点领域支出；四是从“借、用、管、还”等各个环节全方位加强专项债券管理，债务风险得到有效管控。

**货币政策更加灵活适度、精准导向。**7 月 30 日政治局会议要求“货币政策要更加灵活适度、精准导向。要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业”。总体来看，**货币政策在边际上略有收紧，央行表现稍显鹰派**。市场近段时间以来已经感受到这一变化。7 月以来，央行已经引导短端利率逐渐走高，部分疫情期间的临时政策也逐渐退出，LPR 则连续三个月按兵不动。下一阶段，**货币政策将注重引导资金投向而不是全面宽松**。下半年随着经济增速向潜在水平回归，**政策将会更加注重落地见效与结构调整**。在结构调整方面，预计央行将进一步发挥结构性货币

政策工具的精准滴灌作用，通过积极发挥再贷款、再贴现和直达实体经济的货币政策工具的牵引带动作用，做好稳企业保就业工作，通过进一步完善“三档两优”存款准备金框架，建立健全银行增加中小微企业贷款投放的长效机制。总的目标就是通过提高政策的“直达性”，支持实体经济特别是中小微企业渡过难关、平稳发展。

**监管政策稳增长与防风险并重。**上半年逆周期调节加码之下，资金空转和金融乱象有所抬头。内循环导向下，金融防风险重要性提升，监管政策转向“稳增长”与“防风险”并重。一是**强化金融支持实体经济力度。**7月20日，银保监会年中工作座谈会指出，全力以赴促进经济社会恢复正常循环，坚定不移推动经济高质量发展。二是**进一步强化金融风险防控，打好防范化解金融风险攻坚战。**7月17日，证监会、银保监会同步公告，依法对明天系九家机构采取接管。7月20日，银保监会年中工作座谈会要求，牢牢守住不发生系统性金融风险底线。坚决防止影子银行死灰复燃、房地产贷款乱象回潮和盲目扩张粗放经营卷土重来。三是**持续完善银行保险机构公司治理，深化金融供给侧改革。**7月20日，银保监会年中工作座谈会强调，要持续完善银行保险机构公司治理，从制度上组织上把党的领导融入公司治理各环节，严格规范股东股权管理，强化“两会一层”履职监督。四是**规范金融机构业务经营行为，补齐监管短板。**7月17日，银保监会发布《商业银行互联网贷款管理暂行办法》。7月19日，央行、证监会联合发文，同意银行间与交易所债券市场相关基础设施机构开展互联互通合作。7月31日，央行会同相关部门，决定在坚持资管新规政策框架和监管要求的前提下，延长资管新规过渡期至2021年底，同时建立健全激励约束机制，完善配套政策安排，平稳有序推进资管行业规范发展。8月11日，七部委发布《关于做好政府性融资担保机构监管工作的通知》。

**促消费。**7月30日政治局会议要求，“持续扩大国内需求，克服疫情影响，扩大最终消费，为居民消费升级创造条件”。7月中旬以来，政策从推动复商复市、加强消费基础设施建设、优化商品服务供给等多领域多环节着手，进一步出台支持举措，促进消费市场潜力释放。一是**支持线上线下融合的新业态新模式发展，打造数字经济新优势。**7月14日，发改委等13个部门印发《关于支持新业态新模式健康发展激活消费市场带动扩大就业的意见》。二是**促进小店经济健康繁荣发展，推动形成多层次、多类别的小店经济发展体系。**7月14日，商务部等7部门联合印发

《关于开展小店经济推进行动的通知》，明确通过开展小店经济推进行动，至 2025 年，形成人气旺、“烟火气”浓的小店集聚区 1000 个，达到“百城千区亿店”目标。与之前一度火爆的地摊经济相比，小店经济可能算是一个折中的选择。三是促进农村地区新能源汽车推广应用，引导农村居民出行方式升级。7 月 15 日，工信部等三部门发布《关于开展新能源汽车下乡活动的通知》，提出在今年 7 月到 12 月组织实施新能源汽车下乡活动。与曾经的汽车下乡政策相比，此次活动没有统一的国家财政补贴，更多依靠企业让利或地方补贴。四是组织开展 2020 年全国“消费促进月”活动，进一步激活消费市场人气。7 月 30 日，商务部印发《关于做好 2020 年全国“消费促进月”活动筹备有关工作的通知》，组织各地利用“金九银十”的传统消费旺季，举办 2020 年全国“消费促进月”活动。

**稳投资。**7 月中旬以来，各部门加快推动重大项目建设，调整优化投资结构，持续加大补短板力度，狠抓稳投资各项政策落实，取得了积极进展。一是将“两新一重”作为稳投资重点抓手。7 月 13 日，李克强总理主持召开的经济形势专家和企业家座谈会指出，推进“两新一重”等项目建设，以有效投资拉动相关产业发展和增加就业。7 月 30 日政治局会议围绕“两新一重”进行了部署，指出要加快新型基础设施建设，深入推进重大区域发展战略，加快国家重大战略项目实施步伐。要以新型城镇化带动投资和消费需求，推动城市群、都市圈一体化发展体制机制创新。二是加大对国家重大战略投资支持力度。发改委近期再下达雄安新区建设专项 2020 年第二批中央预算内投资 10.5 亿元，今年共下达 35 亿元，主要支持交通运输、生态环保、水电燃气等工程建设；近期下达中央预算内投资 2 亿元，支持郑州、重庆、成都、西安、乌鲁木齐等 5 个城市开展中欧班列集结中心示范工程建设。三是政府与市场双发力保障投资资金到位。7 月 15 日召开的国务院常务会议要求加快专项债发行和使用，支持“两新一重”、公共卫生设施建设、防灾减灾建设。7 月 22 日召开的国务院常务会议要求，引导促进多元化投入支持新型城镇化建设。发改委表示，加快下达中央预算内投资计划，加大对重点领域和重点工程项目建设支持力度，督促指导各地方加快中央预算内投资计划执行和项目建设进度，尽快形成实物工作量。

**稳外资稳外贸。**一是做好下半年工作，切实稳住外资外贸基本盘。7 月 14 日，胡副总理主持召开部分重点省市稳外贸稳外资座谈会，指出

稳住外贸外资基本盘对于全局工作至关重要。7月29日国常会部署进一步扩大开放稳外贸稳外资，决定深化服务贸易创新发展试点。8月12日国务院办公厅印发《关于进一步做好稳外贸稳外资工作的意见》，提出了15项稳外贸稳外资措施。日前国办还发函同意建立国务院推进贸易高质量发展部际联席会议制度。二是深化外商投资领域“放管服”改革。7月21日，国办发布《关于进一步优化营商环境更好服务市场主体的实施意见》，提出持续提升投资建设便利度等六个方面政策措施，聚焦市场主体关切，对标国际先进水平，加快打造市场化法治化国际化营商环境。三是支持适销对路的出口产品转内销。6月22日，国办发布《关于支持出口产品转内销的实施意见》，商务部于7月25-27日与浙江省、重庆市、陕西省政府合作，分别在三地共同主办“外贸优品汇扮靓步行街”出口产品转内销系列活动，努力实现稳外贸与促消费工作的相互推动。四是引导金融机构加大金融支持力度。7月13日，商务部办公厅发布《关于加强协作联动 推动加大金融支持稳外贸稳外资促消费力度的工作通知》，要求各地商务主管部门及时摸排企业金融需求，协调解决企业困难；加强与金融机构信息共享，推动供需两端精准对接；努力创造良好政策环境，缓解企业融资难、融资贵、融资慢等问题。

**粮食生产和安全。**根据国家应急部发布的月度数据，截至7月底，我国今年的受灾农田面积达到11766千公顷，折1.77亿亩，并且受灾农田主要集中在江淮流域。江淮流域是我国最重要的产粮区，粮食产量占全国的比值约40%。习近平总书记7月下旬在吉林省考察时特别指出，吉林要把保障粮食安全放在突出位置，毫不放松抓好粮食生产。8月11日，他又对制止餐饮浪费行为作出重要指示，“餐饮浪费现象触目惊心、令人痛心”。

**坚持“房住不炒”。**针对近期市场出现的局部过热现象，7月24日召开的全国房地产工作座谈会重申了“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期”的基本基调，并对下半年的调控工作进行了细致安排。7月30日政治局会议中也再次强调了“房住不炒”的定位，要求促进房地产市场平稳健康发展。二季度货币政策执行报告中，央行对于房地产金融政策的表态也较以往更为严厉，在“坚持房住不炒定位”前加了“牢牢”二字，重申要“保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度”。

## 宏观政策展望

7·30 政治局会议对于当前形势基本持满意态度。预计下半年 GDP 将沿着原有路径继续反弹至 5%-6% 区间，全年实现正增长应无问题。在这种情况下，政策继续加码的必要性不大，重点将转向落地实施。

**积极的财政政策将更加积极有为、注重实效，重点围绕落实“六保”任务发力。**一是保居民就业。全面强化就业优先政策，支持做好高校毕业生、农民工、退役军人等重点人群就业工作。二是保基本民生。做好普惠性、基础性、兜底性民生建设，做好失业人员、高校毕业生、困难群众和退休人员的重点保障，坚决打赢脱贫攻坚战。三是保市场主体。落实落细各项减税降费政策措施，帮助企业保存量、保资金链、保就业岗位，支持中小微企业和受疫情冲击较大的产业纾困和发展。四是保粮食能源安全。稳定粮食播种面积和产量，强化耕地保护与农田水利建设，深入推进大豆振兴计划，保障国内粮食供应和市场稳定；继续支持非常规天然气开采利用，支持可再生能源健康发展，建立和完善能源安全储备制度；降低企业用电用气成本，阶段性降低非居民用气价格。五是保产业链供应链稳定。发挥好财税政策的结构性调控优势，支持打通产业链供应链上的“堵点”、补上“断点”，加快推动企业复工复产复市，稳住外贸外资基本盘，保企业生产、稳中国制造。六是保基层运转。加大对地方财力的支持力度，落实好特殊转移支付机制要求，加强地方“三保”监测预警，缓解地方收入增长放缓带来的财政支出压力。此外，各级财政部门还将从“借、用、管、还”等各个环节全方位加强专项债券管理，牢牢守住不发生系统性风险的底线。通过严格举债信息公开、严格专项债券用途、严格规范资金管理、严格落实偿债责任、严格监督问责，有效管控债务风险。

**货币政策将紧扣实体经济恢复与可持续发展主线，更加强调灵活适度和精准导向。**一是以服务实体经济为导向，针对制造业、中小微企业精准发力，实施结构性“宽信用”。三季度，央行将更多运用具有直达效果的结构性货币政策工具对实体经济特别是中小微企业实施有效、精准滴灌，信贷社融投放将依赖于实体经济融资需求，保持合理增长，全面降准概率下降，信贷社融增长将迎来拐点。二是引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行。央行对海外的“低利率”政策持谨慎态度，将坚持实施正常的货币政策，保持利率水平和国内发展阶段和经济形势动态适配。当前国内市场利率处于合意区间，短期内

政策利率下调概率减小，央行将引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳波动。三是配合积极财政政策协同发力。由于 6-7 月抗疫特别国债集中发行，地方政府债券和一般国债发行受到一定压制，8-10 月地方政府债券和一般国债发行将加快发行，需要货币政策配合使用逆回购、MLF 等流动性工具在政府债放量供给时点提供流动性予以支持，以避免由此引发的流动性被动收紧。四是金融防风险权重提升。央行近期对杠杆率关注度提升，在货币政策更注重支持实体经济的同时，将灵活调整政策操作，积极防范金融风险，防范资金空转套利和资产价格泡沫，逐步退出非常态政策工具，避免刺激政策后遗症。同时，注重增强金融机构稳健性，将支持银行特别是中小银行多渠道补充资本和完善治理，加大不良贷款处置力度，强化中小银行公司治理，提升抗风险能力，为经济金融长期持续稳定健康运行夯实基础。

### 宏观政策建议

从 7·30 政治局会议的定调来看，“加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”将成为当前及“十四五”期间的国家战略。其中最重要的是要牢牢把握扩大内需这个关键点，繁荣国内经济，畅通国内大循环。为此，我们提出以下四个方面的建议：

**一是进一步挖掘内需潜力。**从消费角度，当前应着力克服疫情影响，推动线下接触型、服务型消费反弹，长期应着眼于提高居民消费能力，完善收入分配政策，保证居民消费升级。从投资角度，要继续围绕新型基础设施建设、新型城镇化以及国家重大战略项目加快推进，提升增长潜力，助力经济转型。

**二要健全和完善产业链供应链。**由于受到逆全球化影响及疫情冲击，全球产业链供应链正处于重组调整过程中，我国作为枢纽国家，将会受到剧烈冲击，因此应尽力提高产业链供应链稳定性和竞争力。一方面，要找准高端产业发展中产业链、供应链存在的薄弱环节，加快关键技术攻关，通过补齐短板提升整体技术水平。另一方面，要充分发挥原有的技术特长，形成具有更强创新力、更高附加值的产业链，更好地参与全球产业链竞争合作。

**三要更大力度推进改革开放。**一方面，要用深化改革的办法优化营商环境，构建完整的全国统一市场，畅通要素在国内各区域间的自由流动，打通不同区域之间的经济循环。另一方面，从长远看，经济全球化

仍是历史潮流，各国分工合作、互利共赢是长期趋势，因此，仍继续加大改革开放力度，使国内市场和国际市场更好联通，更好利用国际国内两个市场、两种资源，实现更加强劲可持续的发展。

**四要促进房地产市场平稳健康发展。**房地产泡沫化除了可能引发金融风险、恶化资源配置之外，还会加重家庭部门负担并对消费形成挤出，不利于国内市场扩大。因此，必须要牢牢坚持“房住不炒”定位，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度，避免房地产市场大起大落。

## 主要宏观经济及金融数据一览表

年-月份	19-11	19-12	20-1	20-2	20-3	20-4	20-5	20-6	20-7
<b>国内生产总值当季</b>									
GDP 同比增长, %		6.0			-6.8			3.2	
<b>工业生产 当月</b>									
增加值 同比增长, %	6.2	6.9	-4.3	-25.9	-1.1	3.9	4.4	4.8	4.8
<b>消费 当月</b>									
社会消费品 同比增长, %	8.0	8.0		-20.5	-15.8	-7.5	-2.8	-1.8	-1.1
<b>固定资产投资自年初累计</b>									
总额 同比增长, %	5.2	5.4		-24.5	-16.1	-10.3	-6.3	-3.1	-1.6
房地产开发 同比增长, %	10.2	9.9		-16.3	-7.7	-3.3	-0.3	1.9	3.4
<b>外贸 按美元, 当月</b>									
进出口 同比增长, %	-0.3	11.7		-11.0	-4.1	-5.1	-9.2	1.5	3.4
出口 同比增长, %	-1.3	8.1		-17.1	-6.6	3.4	-3.2	0.5	7.2
进口 同比增长, %	1.0	16.7		-4.0	-1.1	-14.2	-16.6	2.7	-1.4
贸易差额 美元, 亿	371.8	472.5		-69.2	200.6	452.0	630.3	464.2	623.3
<b>通货膨胀 当月</b>									
CPI 同比增长, %	4.5	4.5	5.4	5.2	4.3	3.3	2.4	2.5	2.7
PPI 同比增长, %	-1.4	-0.5	0.1	-0.4	-1.5	-3.1	-3.7	-3.0	-2.4
<b>社融及货币信贷</b>									
社融规模 人民币, 万亿	2.0	2.1	5.1	0.9	5.2	3.1	3.2	3.5	1.7
新增信贷 人民币, 万亿	1.4	1.1	3.3	0.9	2.9	1.7	1.5	1.8	1.0
社融存量 同比增长, %	10.7	10.7	10.7	10.7	11.5	12.0	12.5	12.8	12.9
M1 同比增长, %	3.5	4.4	0.0	4.8	5.0	5.5	6.8	6.5	6.9
M2 同比增长, %	8.2	8.7	8.4	8.8	10.1	11.1	11.1	11.1	10.7

## 声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息, 所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况, 相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归民生银行研究院(民银智库)所有, 任何对报告内容进行的复制、转载, 均需注明来源, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用, 所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议, 欢迎发送邮件至: wangjingwen2@cmbc.com.cn

欢迎扫描二维码加入民生银行研究院公众账号“民银智库”(见右图)

