



修复放缓

——2020年8月宏观经济月报

■ 6月中旬以来美国疫情的实质反弹对7月的经济修复构成一定扰动，但整体复苏向好的趋势未变。7月美国非农就业持续了经济重启后的超预期表现，增加176万人，失业率相应回落至10.2%，但仍高于次贷危机期间的最高水平。7月美国零售数据同样维持了复工后的深V反弹态势，广义的“零售+餐饮”销售额已经恢复至疫前趋势增长水平。此外，美联储近期对其货币政策框架进行调整，将开始采用“平均通胀目标制”，允许通胀运行在2%上方一段时间“回补”此前的低通胀。在新框架下美国的货币政策立场料将长期宽松。

■ 总体来看，7月经济修复进入瓶颈期，这既有居民消费、制造业投资需求不足的拖累，也有极端天气影响基建施工的影响。具体而言，消费、制造业修复缓慢，单月同比持续收缩。需求疲弱制约生产改善，7月工业增加值同比增速未继续回升。短期经济的支撑点主要来自建筑业景气度高企，主要受到地产、基建的支撑。对外贸易方面，由于我国和海外疫情防控形势的差异，出口韧性再次超出市场预期。物价方面，CPI受极端天气等因素影响短期回升，PPI受国际需求边际改善影响跌幅收窄。前瞻地看，在财政刺激下基建投资有望继续发力，宽信用背景下房地产投资依旧有望保持高景气度，未来建筑业仍将对经济构成较大拉动。而居民消费与制造业投资需求仍弱，需要政策持续呵护。

■ 在“稳货币”“宽信用”“宽财政”的政策组合下，7月金融数据总量略有收敛，但结构继续优化，企业中长贷、居民中长贷表现尤为亮眼，指向基建/房地产/制造业领域的景气度稳步上升。需要注意的是，经济修复进程中大小企业经营状况的分化仍在加剧，且小企业在供需两端均继续承压，短贷/票据/企业债券的收缩可能加剧小企业的融资困境。因此，一方面，央行会继续落实再贷款再贴现、直达实体工具等结构性政策；另一方面，预计货币市场利率继续大幅攀升的概率不高，未来相应期限的市场利率将围绕逆回购和MLF利率波动。前瞻地看，三季度信用扩张会更取决于实体经济融资需求修复情况，社融增速有望在三季度内见顶。M2方面，财政投放是下半年最重要的支撑因素，预计M2同比增速在下半年仍有小幅上行的空间。

■ 财政收入增速继续修复，财政支出力度加大。7月，随着经济基本面的逐步恢复，财政收支矛盾继续缓解。同时，受政府债券规模扩大、突发洪涝灾害、疫情防控、扶贫工作持续推进等因素影响，债务付息、社保就业、卫生健康、农林水事务等方面的支出明显增多。此外，国有土地出让收入增速连续五个月回升，但在“7.30”政治局会议重提“房住不炒”的情况下，年内土地出让收入增速料难持续大幅回升。

谭卓，宏观经济研究所所长
zhuotan@cmbchina.com

步泽晨，宏观研究员
buzechen@cmbchina.com

韩剑，宏观研究员
hanjian_work@cmbchina.com

杨薛融，宏观研究员
yangxuerong@cmbchina.com

王炳，宏观研究员
wbing@cmbchina.com

田地，宏观研究员
andrewtian@cmbchina.com

黄翰庭，宏观研究员
huanght@cmbchina.com

目录

一、宏观概览：经济修复遇瓶颈	1
二、海外宏观：乍暖还寒	2
(一) 美国二季度 GDP	2
1. 美国有记录以来最大 GDP 跌幅	2
2. 拖累因素：消费与投资	2
3. 支撑因素：净出口与政府支出	3
4. 前瞻：三季度增速转正，速率减缓	3
5. 美联储：货币政策不变，立场边际悲观	3
(二) 美国非农就业	4
1. 就业修复边际放缓	4
2. 修复结构：三大特征	4
3. 前瞻：修复放缓，势头不变	5
(三) 美联储货币政策新框架	6
1. 货币政策框架：三项主要修改	6
2. 货币政策立场：料将长期宽松	7
3. 大类资产：价格短期面临波动，长期利好黄金股市，利空美元	7
三、实体经济：修复斜率放缓	8
(一) PMI：修复延续，隐忧仍存	8
1. 制造业：整体保持扩张，小企业境况堪忧	9
2. 非制造业：服务业加速复苏	10
3. 前瞻：短期回暖趋势不变，关注小企业经营情况	10
(二) 工业生产：需求不足制约生产修复	10
(三) 消费：疲弱态势依旧	11
(四) 投资：基建、地产景气度较高	12
1. 房地产投资：投资增速持续回升	12
2. 基建投资：极端天气影响项目开展	13
3. 制造业投资：投资依旧负增长	13
(五) 贸易：防疫需求仍强，传统出口回温	14
1. 出口：年内新高	14
2. 进口：增速回落	15
3. 前瞻：进出口均有支撑	16
(六) 物价：CPI 短暂反弹，PPI 持续回升	16
1. CPI：猪肉、蔬菜驱动增速反弹	16
2. PPI：继续回升	17
(七) 工业企业利润：保持改善趋势	17
1. 增长动力：需求回暖，经营改善	18
2. 行业结构：上中下游普遍好转	18
3. 前瞻：利润回升趋势不变，斜率或将放缓	19

四、货币金融：“稳货币”“调结构”	19
(一)《2020 年二季度货币政策执行报告》	19
1. 宏观经济：国内明显好于预期	19
2. 政策立场：坚持正常的货币政策空间	20
3. 政策重点：结构性政策“精准滴灌”	21
4. 政策难点：利率传导与中小银行风险	21
5. 结论：结构性宽松延续	22
(二) 7 月金融数据：“社融-M2”剪刀差走阔	22
1. 信贷：总量季节性回落，结构持续改善	23
2. 社融：信贷非标回暖，发债依然低迷	23
3. 货币：M2-M1 剪刀差收窄	24
4. 前瞻：社融增速或将于三季度内见顶	25
(三) 金融减负 1.5 万亿的进展及空间	25
1. 1.5 万亿减负：进展与空间	25
2. 货币政策：“稳货币”“调结构”	27
五、财政收支：税收增速有所改善，土地出让增速转正	27
(一) 公共财政收入：增速回升，税收改善是主因	27
(二) 公共财政支出：节奏明显加快，有力保障重点领域	28
(三) 土地出让收入：连续第五个月反弹	29

图目录

图 1: 美国二季度 GDP 增速创历史新低.....	2
图 2: 服务类消费是消费下降的主要驱动.....	2
图 3: 美国谷歌活动指数走平.....	3
图 4: 疫情以来美国居民可支配收入不降反升.....	3
图 5: 美国失业率连续三个月下降.....	4
图 6: 休闲酒店就业仍较疫情前存在较大差距.....	4
图 7: 美国新增确诊出现显著回落.....	5
图 8: 先行经济指标重拾反弹态势.....	5
图 9: 美国通胀中枢长期低于美联储目标.....	6
图 10: 过去 10 年美国菲利普斯曲线斜率趋平.....	6
图 11: 次贷危机后美国债收益率长期低于经济增速.....	7
图 12: 预计美国债利息成本将占 GDP2.6%.....	7
图 13: 制造业与非制造业 PMI.....	9
图 14: 供需缺口收窄.....	9
图 15: 大小企业分化持续.....	10
图 16: 就业指数小幅回升.....	10
图 17: 工业生产增速修复进入瓶颈.....	11
图 18: 采矿业、公用事业增加值增速下滑.....	11
图 19: 社零当月同比增速持续收缩.....	12
图 20: 可选消费是主要拖累.....	12
图 21: 固定资产投资增速继续回升.....	12
图 22: 房地产资金来源情况改善.....	12
图 23: 防疫和“宅经济”商品出口增速回落.....	14
图 24: 传统制造业产品出口显著回升.....	14
图 25: 外需边际回暖.....	15
图 26: 我国对主要贸易伙伴国家出口回升.....	15
图 29: CPI 同比增速小幅反弹.....	17
图 30: PPI 同比持续回升.....	17
图 31: 规上工业企业利润持续好转.....	18
图 32: 企业经营状况改善.....	18
图 33: 二季度货币市场利率有所反弹.....	21
图 34: 2020 年二季度超储率同比下降 40bp.....	21
图 35: 实体经济融资成本继续下降.....	22
图 36: 民营企业信用利差仍在高位（截至 8 月 6 日）.....	22
图 37: 7 月信贷回落符合季节性.....	23

图 38: 新增人民币贷款及构成.....	23
图 39: 新增居民贷款构成占比.....	23
图 40: 新增非金融企业贷款构成占比.....	23
图 41: 7 月社融季节性回落	24
图 42: 新增社融及构成.....	24
图 43: 7 月 M2-M1 剪刀差收窄	25
图 44: 社融存量与 M2 存量同比增速.....	25
图 45: 公共财政收入增速持续改善.....	28
图 46: 税收与非税收入“跷跷板”效应现苗头.....	28
图 47: 主要税种增速继续改善.....	28
图 48: 公共财政支出增速小幅反弹.....	28
图 49: 债务付息支出增速继续领跑各项财政支出.....	29
图 50: 土地出让收入增速继续反弹.....	29

表目录

表 1: 1.5 万亿减负规模匡算	26
-------------------------	----



一、宏观概览：经济修复遇瓶颈

海外方面，美国在疫情尚未得到有效控制时，便强行重启经济，导致6月中旬以来疫情出现实质反弹。7月美国的经济修复受到疫情扰动，但整体复苏向好的趋势未变。7月美国非农就业持续了经济重启后的超预期表现，增加176万人，失业率相应回落至10.2%，但仍高于次贷危机期间的最高水平。7月美国零售数据同样维持了复工后的深V反弹态势，广义的“零售+餐饮”销售额已经恢复至疫前趋势增长水平。此外，美联储近期对其货币政策框架进行调整，将开始采用“平均通胀目标制”，允许通胀运行在2%上方一段时间“回补”此前的低通胀。在新框架下美国的货币政策立场料将长期宽松。

国内方面，我国在疫情防控和经济修复上均走在世界前列。但我国经济仍面临供过于求、需求修复相对疲弱等结构性问题，7月经济修复进入瓶颈期。具体而言，消费、制造业修复缓慢，单月同比持续收缩。需求疲弱制约生产改善，7月工业增加值同比增速未继续回升。短期经济的支撑点主要来自建筑业景气度高企，主要受到地产、基建的支撑。对外贸易方面，由于我国和海外疫情防控形势的差异，出口韧性再次超出市场预期。物价方面，CPI受极端天气等因素影响短期回升，PPI受国际需求边际改善影响跌幅收窄。前瞻地看，在财政刺激下基建投资有望继续发力，宽信用背景下房地产投资依旧有望保持高景气度，未来建筑业仍将对经济构成较大拉动。而居民消费与制造业投资需求仍弱，需要政策持续呵护。

货币政策延续“稳货币”“宽信用”基调，7月金融数据总量略有收敛，但结构继续优化。其中，企业中长贷、居民中长贷表现尤为亮眼，指向基建/房地产/制造业领域的景气度稳步上升。需要注意的是，经济修复进程中大小企业经营状况的分化仍在加剧，且小企业在供需两端均继续承压，短贷/票据/企业债券的收缩可能加剧小企业的融资困境。因此，一方面，央行会继续落实再贷款再贴现、直达实体工具等结构性政策；另一方面，预计货币市场利率继续大幅攀升的概率不高，未来相应期限的市场利率将围绕逆回购和MLF利率波动。前瞻地看，三季度信用扩张会更取决于实体经济融资需求修复情况，社融增速有望在三季度内见顶。M2方面，财政投放是下半年最重要的支撑因素，预计M2同比增速在下半年仍有小幅上行的空间。

财政政策方面，财政收入增速继续修复，财政支出力度加大。7月，随着经济基本面的逐步恢复，财政收支矛盾继续缓解。同时，受政府债券规模扩大、突发洪涝灾害、疫情防控、扶贫工作持续推进等因素影响，债务付息、社保就业、卫生健康、农林水事务等方面的支出明显增多。此外，国有土地出让收入增速连续五个月回升，但在“7.30”政治局会议重提“房住不炒”的情况下，年内土地出让收入增速料难持续大幅回升。



二、海外宏观：乍暖还寒

（一）美国二季度 GDP

美东时间 7 月 30 日，美国经济分析局（BEA）公布了今年二季度经济数据，实际 GDP 环比折年率初值为-32.9%（同比-9.5%），略好于市场预期（-34.5%）。

1. 美国有记录以来最大 GDP 跌幅

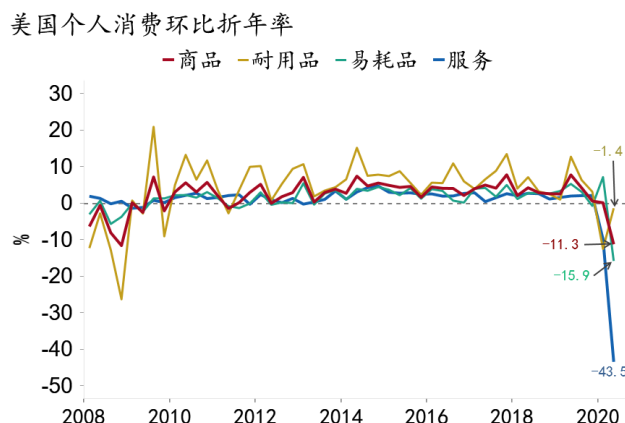
疫情对美国经济的冲击在二季度全面显现，创下了自 1947 年有记录以来的最大单季跌幅，是 2018 年四季度（-8.4%，同比-2.75%）的近四倍。重启后美国经济的超预期修复是二季度 GDP 增速好于预期的主要原因。6 月美国就业市场已修复疫情爆发后损失工作的 1/3，零售及餐饮消费额也已基本追平疫前。然而，特朗普出于竞选压力过早放宽防疫措施，使疫情出现实质反弹，为未来经济修复笼上阴霾。

图 1：美国二季度 GDP 增速创历史新低



资料来源：BEA、Macrobond、招商银行研究院

图 2：服务类消费是消费下降的主要驱动



资料来源：BEA、Macrobond、招商银行研究院

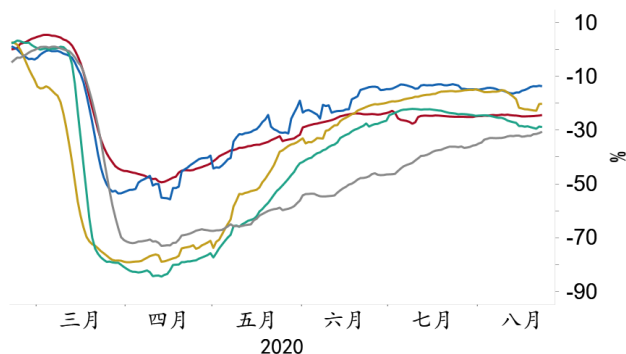
2. 拖累因素：消费与投资

占美国 GDP 约七成（68.6%）的消费拉动二季度美国 GDP 环比增长-25.1%（前值-4.8%，同比-10.7%），连续成为一、二季度 GDP 增长的最大拖累。从构成上看，服务类消费额环比下降 43.5%（同比-14.7%），拖累 GDP 增速约 22.9 个百分点；商品类消费降幅相对较小，环比下跌 11.3%（同比-1.8%），对 GDP 拖累 2.1pct。下滑主要来自易耗品消费的-15.9%，而耐用品消费仅下跌 1.4%。这与次贷危机期间耐用品消费领跌的情况大相径庭，根本原因是强财政刺激下居民可支配收入不降反升。

GDP 增速的第二大拖累项是私人投资（-9.4pct），环比增速为-49%（同比-17.9%）。其中，固定资产投资和非农库存对 GDP 下拉分别为-5.4pct 和-4.0pct。子项中只有信息处理设备（information processing equipment）和农业库存出现上升。

图 3：美国谷歌活动指数走平

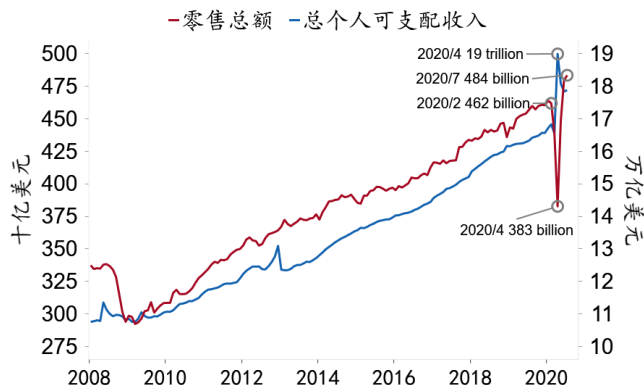
发达国家谷歌活动指数周移动平均（零售+交通+工作）
—英 —西 —意 —德 —美



资料来源：Google、Macrobond、招商银行研究院

图 4：疫情以来美国居民可支配收入不降反升

美国零售总额与可支配收入



资料来源：BEA、US Census、Macrobond、招商银行研究院

3. 支撑因素：净出口与政府支出

政府支出为 GDP 最大的拉动项（0.82pct），但较前值（0.22pct）提升有限。财政刺激推动联邦政府非国防支出大幅上升 39.7%（同比 10.9%），形成的正拉动（1pct）被地方政府支出的缩减部分抵消。

净出口对 GDP 环比拉动 0.68pct，相比一季度（1.13pct）边际减少。主要原因是一季度进口跌速领先出口的情况在二季度出现反转，进出口分别环比下跌 53.4%（同比-22.1%）和 64.1%（同比-23.7%）。但因进口额高于出口额 4 成，净出口对 GDP 增速贡献仍然为正。

4. 前瞻：三季度增速转正，速率减缓

经历二季度的“至暗时刻”后，三季度美国经济增速有望转正。美国经济活动的底部出现在疫情防控最为严格的 4 月，三季度有望延续 5 月复工后持续回暖的态势，但近期疫情的大幅反弹也使三季度经济修复的不确定性大幅增加，目前美国已有超 20 个州暂停重启。

此外，三季度财政刺激力度料将边际减弱。美国政府于 3 月底颁布的“关

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_2785

