

## 复苏趋势延续，经济结构优化

——宏观月报（2020年第2期）

### 报告要点：

#### ● 供需缺口收敛，内需复苏加快

8月中采制造业 PMI 指数为 51%，连续 6 个月处于枯荣线之上。8 月生产指数为 53.5%，较上月略有回落；新订单指数为 52%，较上月回升 0.3 个百分点，供需缺口收敛，总需求继续恢复。8 月主要原材料购进价格指数为 58.3%，较上月回升 0.2 个百分点；出厂价格指数为 53.2%，较上月回升了 1 个百分点，也反映出下游需求恢复加快。

#### ● 出口高景气，传统需求复苏

8 月我国出口 2532.6 亿美元，同比增长 9.5%。传统需求回暖，防疫物资需求维持高位。8 月海外国家对我国医疗物资需求保持旺盛，同时以服装和家具为代表的传统出口需求增速较上月也大幅回升，传统外需持续的边际改善。进口增速低于市场预期，主要受到国内替代国外供给以及大宗商品价格下跌影响。

#### ● CPI 重回跌势，PPI 继续修复

8 月 CPI 同比上涨 2.3%，增速较上月下滑。非食品项基本稳定，食品项因猪肉价格同比增速回落而下滑。年内非食品项难以大幅上行，食品项在猪肉价格下行，猪肉价格高基数的影响下，有望进一步走低。8 月 PPI 同比-2%，继续回升。全球经济复苏，商品价格上升带动 PPI 进一步回暖。未来随着疫情趋稳，预计外需进一步释放和国内基建需求共振，PPI 将维持上行趋势。

#### ● 社融高于预期，信贷结构继续改善

8 月新增社融 3.58 万亿元，M2 增速为 10.4%，人民币贷款增加 1.28 万亿元。8 月份社融与信贷数据均好于市场预期。M1-M2 剪刀差收窄，经济活跃度上升。企业中长期贷款较快，投资活动继续改善。居民中长期贷款维持高位，房地产销售维持高景气。预期未来两个月社融增速维持高位。

#### ● 工业增加值超预期，消费当月同比转正

8 月规模以上工业增加值同比增长 5.6%，超出市场预期，上游周期性行业表现亮眼，主要工业品产量维持高增。8 月社零同比增速为 0.5%，较上月回升了 1.6 个百分点，年内首次转正。可选消费恢复性增长。8 月汽车零售同比增长了 11.8%，仍维持在较高水平，对社零转正拉动较多。

#### ● 制造业投资超预期，地产投资维持韧性

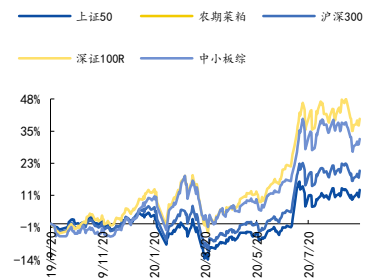
1-8 月全国固定资产投资同比下滑 0.3%，房地产投资累计同比增长 4.6%，基建投资（不含电力）累计同比下降 0.3%，制造业投资累计同比下滑 8.1%。制造业投资回升超预期，医药和计算机设备维持高增，纺织、通用设备、交通运输设备等也在八月加快修复，主要受益于出口需求以及国内基建施工需求。房地产投资仍然强劲，需求维持高景气。8 月房地产开发投资同比增长 11.8%，商品房销售面积和销售额分别同比增长了 13.7% 和 27.1%，较 7 月继续加快。在房地产销售回款强劲的支撑下，年内房地产投资仍将维持强势。8 月基建回升速度放缓，增速较 7 月回落了 4 个百分点，考虑到专项债发行节奏，预计基建投资将会在四季度加速。

风险提示：新冠疫情风险，政策不及预期风险，中美摩擦升级风险

### 主要数据：

上证综指：	3338.09
深圳成指：	13245.09
沪深 300：	4737.09
中小盘指：	4434.23
创业板指：	2596.08

### 主要市场走势图



资料来源：Wind

### 相关研究报告

- 《国元宏观-经济持续改善，资金面压力犹存-宏观流动性双周报(第 4 期)》2020.09.14
- 《国元宏观-社融超预期，信贷结构持续改善-8 月社融数据点评》2020.09.13

### 报告作者

分析师 徐颖  
执业证书编号 S0020520070001  
邮箱 xuying@gyzq.com.cn  
电话 021-51097188

## 内容目录

1. PMI：内需恢复加快，供需缺口收敛 .....	4
1.1 内需改善，供需缺口收窄 .....	4
1.2 出厂价格回升快于原材料价格 .....	4
1.3 小型企业继续承压，服务业景气回升 .....	5
2. 进出口：贸易延续改善，出口维持高增 .....	6
2.1 传统需求回暖，出口延续高增 .....	6
3. CPI 重回下行通道，PPI 继续修复 .....	7
3.1 猪肉价格同比回落带动 CPI 下行 .....	7
3.2 PPI 继续回升，工业需求回暖 .....	7
4. 信贷社融：社融超市场预期，信贷结构持续改善 .....	8
4.1 M2 增速回落，M1 增速回升 .....	8
4.2 中长期贷款维持高增，贷款结构进一步改善 .....	8
4.3 社融增速超预期，专项债贡献主要增量 .....	9
5. 工业增加值超预期，消费当月同比转正 .....	10
5.1 8 月工业增加值加速回升 .....	10
5.2 社零当月同比转正，汽车消费贡献大 .....	11
6. 地产投资有韧性，制造业投资超预期 .....	12
风险提示 .....	14

## 图表目录

图 1：生产与新订单 .....	4
图 2：中采 PMI 分项 .....	4
图 3：出厂价格指数与原材料购进价格指数 .....	5
图 4：小型企业 PMI 继续承压 .....	5
图 5：服务业继续回升 .....	5
图 6：进出口继续景气 .....	6
图 7：传统需求回暖 .....	6
图 9：8 月 CPI 重回下行趋势 .....	7
图 10：猪肉价格同比回落带动 CPI 下行 .....	7

图 11: PPI 持续回暖.....	8
图 12: 有色金属等行业回升较快.....	8
图 13: M1 与 M2 剪刀差收窄.....	8
图 14: 新增人民币存款情况.....	8
图 15: 居民中长期贷款稳定增长.....	9
图 16: 企业中长期贷款增长较快.....	9
图 17: 8 月社融超预期回升.....	9
图 18: 政府债券是主要拉动项.....	9
图 19: 8 月工业增加值加速回升.....	10
图 20: 细分行业工业增加值同比.....	10
图 21: 上游行业回升强劲.....	11
图 22: 主要工业品产量维持高增.....	11
图 23: 8 月社零当月同比转正.....	11
图 24: 可选消费增速较快.....	11
图 25: 汽车是社零转正的主要拉动项.....	12
图 26: 固定资产投资完成额累计同比.....	13
图 27: 基建投资回升速度放缓.....	13
图 28: 高景气子行业拉动制造业回升.....	13
图 29: 房地产投资额维持高增.....	13
图 30: 住宅投资回升较快.....	13
图 31: 商品房销售维持高景气.....	13

## 1. PMI：内需恢复加快，供需缺口收敛

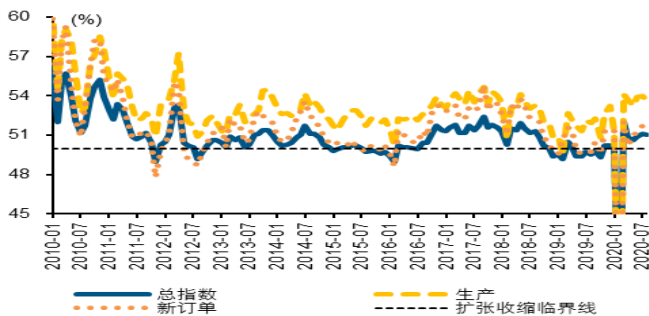
8月中采制造业 PMI 指数为 51，较上月回落 0.1 个百分点，略低于市场预期，连续 6 个月处于枯荣线之上；非制造业 PMI 指数为 55.2，较上月回升 1 个百分点。综合 PMI 产出指数为 54.15，较上月回升 0.4 个百分点。

### 1.1 内需改善，供需缺口收窄

从细分项来看，8月生产指数为 53.5%，虽较上月回落了 0.5 个百分点，但总供给仍处于景气区间；新订单指数为 52%，较上月回升 0.3 个百分点，总需求继续恢复。从行业情况看，医药、非金属制品、金属制品、铁路船舶、电气机械器材等制造业新订单指数在临界点以上连续上升，行业复苏动能继续增强。

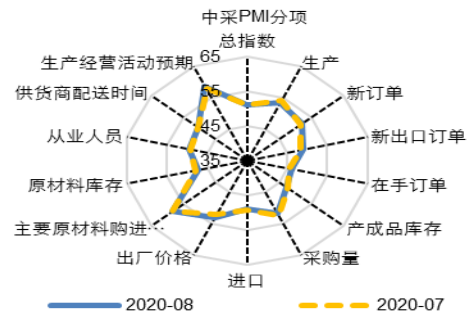
8月新出口订单指数为 49.1%，较上月回升了 0.7 个百分点，连续三个月回升，但回升速度大幅放缓。全球 5 月底陆续复工后，短期 PMI 快速回升，但是未来持续上升概率难度较大，同时叠加近期疫情反复，预计未来出口改善力度将边际放缓。

图 1：生产与新订单



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 2：中采 PMI 分项

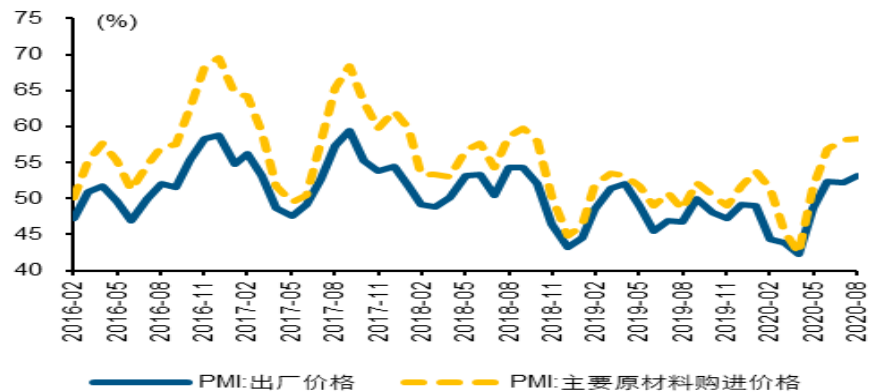


资料来源：Wind，国元证券研究中心

### 1.2 出厂价格回升快于原材料价格

8月主要原材料购进价格指数为 58.3%，较上月回升 0.2 个百分点；出厂价格指数为 53.2%，较上月回升了 1 个百分点，反映出下游需求逐步恢复。上游产品价格涨幅明显，钢铁、有色等制造业主要原材料购进价格指数均高于 63.0%，但是购进价格指数和出厂价格指数两者剪刀差收窄，在终端需求恢复的情况下，上游原材料价格上涨对中下游制造业带来的成本压力有所缓解。

图 3：出厂价格指数与原材料购进价格指数



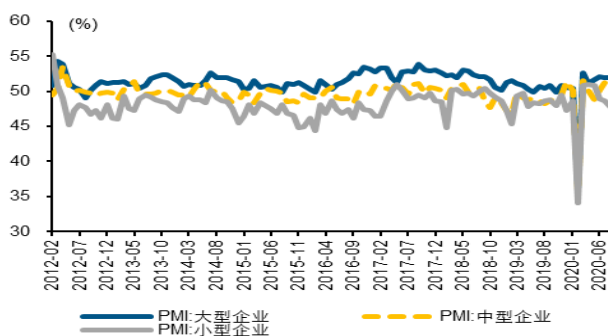
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

### 1.3 小型企业继续承压，服务业景气回升

8月大中小型企业制造业 PMI 分别为 52.0%、51.6%、47.7%，较上月分别持平，上升 0.4，下降 0.9 个百分点。3月以来，大型企业 PMI 指数已连续 6 月处于荣枯线以上，而小微企业面临着相对更大的经营压力。由于大型企业具有更加完善的经营能力和抗风险能力，使得其能够在“后疫情”阶段更快复苏，由此也导致整个行业集中度不断提升。

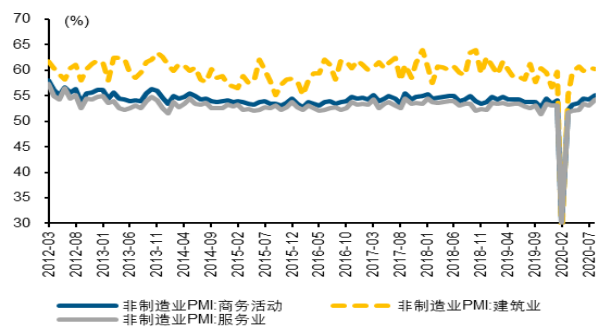
8月非制造业 PMI 为 55.2%，较上月回升 1.0 个百分点。其中服务业 PMI 指数为 54.3%，较上月大幅回升了 1.2 个百分点。建筑业 PMI 指数为 60.2%，较上月小幅回落 0.3 个百分点，受天气影响较大。分行业看交通运输、电信等行业商务活动指数连续 4 个月位于 60.0% 以上，持续快速恢复。

图 4：小型企业 PMI 继续承压



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 5：服务业继续回升



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

## 2. 进出口：贸易延续改善，出口维持高增

根据中国海关总署数据，8月我国进出口总值为4115.9亿美元，同比增长4.2%。其中出口2532.6亿美元，同比增长9.5%，较上月回升2.3个百分点；进口1763.3亿美元，同比下降2.1%，较上月下滑0.7个百分点；贸易差额为589.3亿美元，较上月小幅下滑。

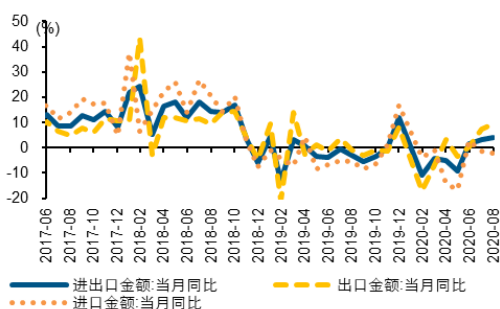
### 2.1 传统需求回暖，出口延续高增

8月出口超市场预期。以人民币计价，中国8月出口同比增长11.6%。从国别来看，8月我国对美国、东盟、日本和欧盟的出口增速分别为20%、13%、-0.8%、-6.5%，对美国和日本出口增速回升，对东盟和欧盟增速回落。从出口产品类别看，传统需求回暖，防疫物资需求维持高位。8月海外国家对我国医疗物资需求保持旺盛，虽同比增速较上月大幅回落，但仍旧维持高景气。同时8月以服装和家具为代表的传统出口需求增速较上月分别回升了1和12个百分点，家具出口也回到了正增长区间，传统外需持续的边际改善。

8月进口同比增速为-2.1%，较上月回落了0.7个百分点，继续低于市场预期。分国别来看，8月我国对美国、日本、韩国的进口增速均出现小幅回落，对东盟和欧盟的进口增速有所回升。进口低于预期主要受两方面原因影响，一是国外受疫情影响供应不足，同时对部分疫情严重的国家采取了进口限制，国内替代了部分国外供给；去年同期基数较大；二是虽然进口量恢复显著，但原油、大豆、铁矿石等商品价格下跌，导致相关产品进口金额下滑。

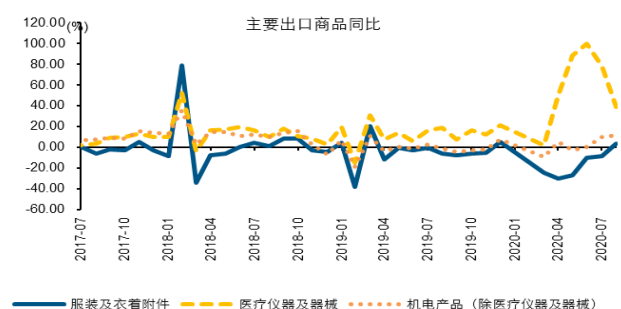
8月贸易顺差为589.3亿美元，较7月略有收窄但同比仍维持高增。整体看我国进出口仍处于高景气区间，展望后续，预计出口年内将保持在较高增速区间，进口增城偏弱，贸易顺差维持高增，后期需关注发达国家经济恢复和新兴经济体的疫情发展情况。

图6：进出口继续景气



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图7：传统需求回暖



资料来源：Wind，国元证券研究中心

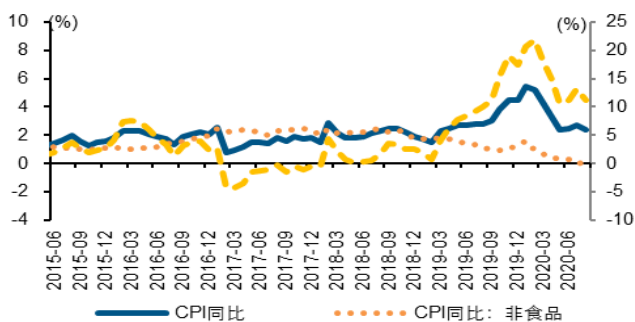
### 3. CPI 重回下行通道，PPI 继续修复

8 月 CPI 同比上涨 2.3%，较上月回落 0.3 个百分点；7 月 PPI 同比下降 2%，较上月回升 0.4 个百分点。

#### 3.1 猪肉价格同比回落带动 CPI 下行

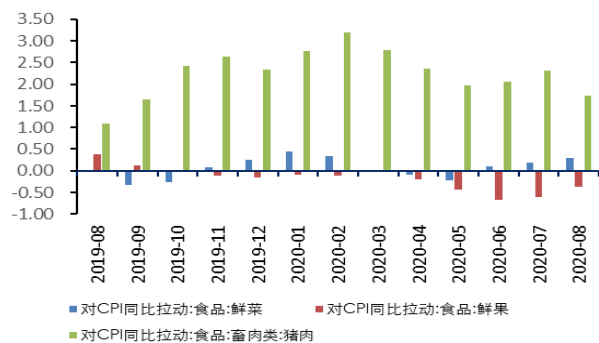
8 月食品 CPI 同比上涨 11.2% (前值 13.2%)，增速回落；非食品 CPI 同比上涨 0.1% (前值 0.0%)；核心 CPI 同比上涨 0.5%，和上月基本持平。食品项对 CPI 同比贡献了 1.65 个百分点，其中猪肉贡献为 1.74 个百分点，猪肉价格同比较上月大幅回落。食品方面，环比蛋类 (9.4%)、鲜菜 (6.4%) 涨幅偏高，猪肉 (1.2%) 涨势明显放缓。菜价与蛋价上涨均符合季节规律，鲜菜供给受台风水涝等扰动频繁，而蛋类在夏季产蛋率下降、储存时间缩短，两者往往自 9 月入秋后价格趋于回落。非食品方面，教育文娱、医疗保健、居住环比依然弱于季节性，其他用品服务、交通和通信环比较强，服务业在逐步恢复。

图 9：8 月 CPI 重回下行趋势



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 10：猪肉价格同比回落带动 CPI 下行



资料来源：Wind，国元证券研究中心

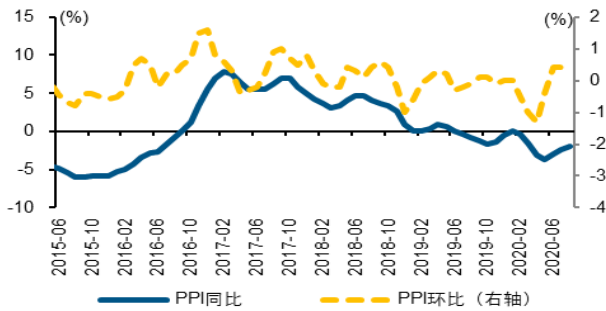
#### 3.2 PPI 继续回升，工业需求回暖

8 月 PPI 同比-2%，较上月回升 0.4 个百分点，环比涨 0.3%，较上月小幅回落。8 月 PPI 生产资料下滑 3%，环比上升 0.4%；生活资料同比上涨 0.6%，环比涨幅为 0.71%。

分行业来看，全球大宗商品价格上行带动国内工业品价格上升，市场需求继续恢复。从细分行业看，煤炭开采和洗选业 (-0.9%) 环比转负，石油、煤炭及其他燃料加工业 (1.2%) 涨幅收窄，化学原料及化学制品制造业 (-0.2%) 跌幅扩大，非金属矿物制品业 (-0.4%) 环比跌幅收窄，黑色金属冶炼及压延加工业 (1.5%) 涨幅扩大，有色金属冶炼及压延加工业 (3.0%) 环比小幅回落。

预计年内 CPI 逐步下行，PPI 维持修复趋势。年内非食品方面，消费信心逐步修复但难以大幅上行。食品方面，水灾影响消退，食品运输与供给恢复正常。猪肉在价格下行，高基数的影响下，猪肉分项有望进一步拉低 CPI。从 PPI 看，随着全球经济复苏，商品价格上升带动 PPI 进一步回暖。未来随着疫情趋稳，预计外需进一步释放和国内基建需求共振，PPI 将维持上行趋势。

图 11: PPI 持续回暖



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 12: 有色金属等行业回升较快



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

## 4. 信贷社融: 社融超市场预期, 信贷结构持续改善

9月11日央行公布8月金融统计数据, 数据显示8月新增社融3.58万亿元, 同比增加1.39万亿元; M2增速为10.4%, 较上月回落; 人民币贷款增加1.28万亿元, 同比多增694亿元。

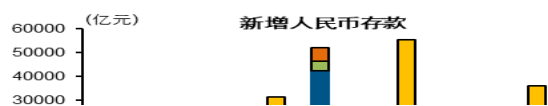
### 4.1 M2 增速回落, M1 增速回升

M2 当月同比增速 10.4%, 增速较上月回落 0.3 个百分点, 比去年同比高 2.2 个百分点; M1 当月同比增速 8%, 增速较上月回升 1.1 个百分点, 比去年同期高 4.6 个百分点。8 月新增人民币存款 1.94 万亿元, 其中居民存款增加 3973 亿元, 同比多增 1259 亿元, 企业部门存款增加 7491 亿元, 同比多增 1699 亿元。8 月财政存款增加 5339 亿元, 主要源于政府债券的大量发行。M1 和 M2 剪刀差明显收窄, 反映了经济活动持续恢复, 预计随着财政投放节奏加快, 后期 M2 增速将回升。

图 13: M1 与 M2 剪刀差收窄



图 14: 新增人民币存款情况



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\\_2429](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2429)

