

复苏趋势延续，结构特征仍存

——宏观月报（2020年第1期）

报告要点：

● 景气持续复苏，但内需修复较弱

7月中采制造业PMI指数连续5个月处于枯荣线之上，显示我国经济持续复苏势头不减。生产指数逆季节上行；新订单指数环比小幅回升，新出口订单较上月环比大幅上升，反映出需求继续恢复，但内需恢复相对较弱。

● 出口超预期，防疫需求旺盛

出口增长超出市场预期，主要原因一是防疫物资对出口的持续提振作用，部分海外国家疫情反弹对我国医疗物资需求旺盛；二是新兴经济体巴西、印度、南非等疫情严重化，我国劳动密集型产品出现“出口替代效应”；三是发达经济体欧盟、美国、日本等经济逐步恢复，传统需求进一步释放。

进口增速低于市场预期，主要受到大宗商品价格下跌影响。

● 猪价助推CPI，PPI继续修复

7月CPI同比上涨2.7%，主要是猪肉价格回升拉动CPI上行。8月高频数据显示猪肉、水果、蔬菜价格较为平稳，同时猪肉产能仍在恢复，同时考虑到19年下半年猪价处于历史高位，预计今年CPI难以出现趋势性上升。

7月PPI同比下滑2.4个百分点，较6月提升0.6个百分点。国际原油价格持续回升，拉动石油产业链上下游价格，同时国内建筑业高景气带动上游采矿业价格持续回升。随着海内外经济和需求不断恢复，部分行业环比涨幅仍有上升的空间，预计PPI今年将维持修复态势。

● 信贷社融总量低于预期，但结构健康

7月新增信贷9927亿元、同比少增631亿元，信贷增速年内首次回落。企业短贷和票据融资规模进一步降低，但在疫情管制解除、房地产销售回暖支撑下，居民端信贷投放继续回暖，同时企业中长期贷款也不弱，整体信贷结构有所改善。

7月新增社融1.69万亿元，低于市场预期。社融不及预期更多地反应的是前期应对疫情的宽松货币政策逐步退出，但是货币政策基调并未明显收紧。未来几个月，在基建投资发力，地方债国债持续发行背景下，社融存量增速有望平稳。

● 工业增加值与消费弱于预期，修复边际放缓

7月规模以上工业增加值同比增4.8%，较前值持平，但在低基数背景下今年7月工业增加值未能进一步提升，反应出工业生产仍然偏弱。

7月社零同比增速为-1.1%，低于市场预期。汽车销售成为亮点，有去年国五国六转换的低基数原因。但是剔除汽车后的社零同比增速低于上月，显示消费复苏仍然较缓慢。

● 地产投资恢复最快，基建下半年有望表现

地产需求继续回升，但是地产调控政策并未放松，预计后续商品房销售的增长可能逐渐放缓。随着下半年剩余专项债额度发行完毕，基建资金来源也将得到进一步改善，预计今年基建投资有望继续加快。制造业投资仍面临着需求疲弱的问题。

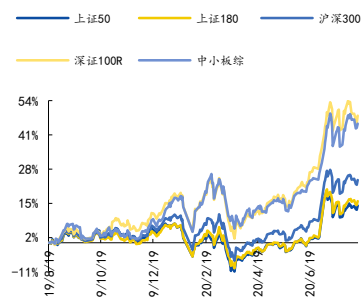
● 风险提示

新冠疫情加剧风险，中美关系恶化风险，政策不及预期风险

主要数据：

上证综指：	3360.10
深圳成指：	13489.01
沪深300：	4704.63
中小盘指：	4549.52
创业板指：	2668.71

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《暖日晴风初破冻》2020.07.28

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：景气持续复苏，内需恢复较弱	4
1.1 需求逐步恢复，但内需修复仍较弱	4
1.2 原材料价格回升快于出厂价格	4
1.3 小企业经营承压，建筑业维持高景气	5
2. 进出口：防疫需求旺盛，传统需求恢复	6
2.1 外需复苏加快，出口创年内新高	6
3. 猪肉价格助推 CPI，PPI 继续修复	7
3.1 猪肉价格回升助推 CPI 上行	7
3.2 PPI 继续回升，工业需求回暖	7
4. 信贷社融：总量偏弱但结构健康	8
4.1 信贷总量弱于预期，但结构改善明显	8
4.2 社融回落主要受非常规性宽松退出影响	9
4.3 M1 增速明显回升，M2 增速小幅下降	10
5. 工业增加值与消费弱于预期，修复边际放缓	11
5.1 工业增加值低于预期，结构分化明显	11
5.2 消费仍然不及预期，汽车消费成亮点	11
6. 地产投资恢复最快，基建下半年有望表现	12
7. 风险提示	13

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 出现连续下行	5
图 5：非制造业 PMI 基本恢复到疫情前水平	5
图 6：进出口继续回暖	6
图 7：7 月防疫物资出口维持高位	6
图 9：7 月 CPI 由降转升	7
图 10：猪肉是 CPI 上行主要拉动项	7

图 11: PPI 持续回暖.....	8
图 12: 采掘工业 PPI 增幅收窄.....	8
图 13: 信贷增速有所放缓.....	9
图 14: 企业中长期贷款增速连续上升.....	9
图 15: 新增社融规模回归往年均值.....	10
图 16: M1 增速回升, M2 增速回落.....	10
图 17: 7 月居民存款净减少幅度明显超过 2019 年同期.....	10
图 18: 工业增加值同比.....	11
图 19: 主要工业产品当月同比.....	11
图 20: 社会消费品总额.....	12
图 21: 各品类社零当月同比.....	12
图 22: 固定资产累计同比.....	13
图 23: 分行业固定资产投资累计增速.....	13

1. PMI：景气持续复苏，内需恢复较弱

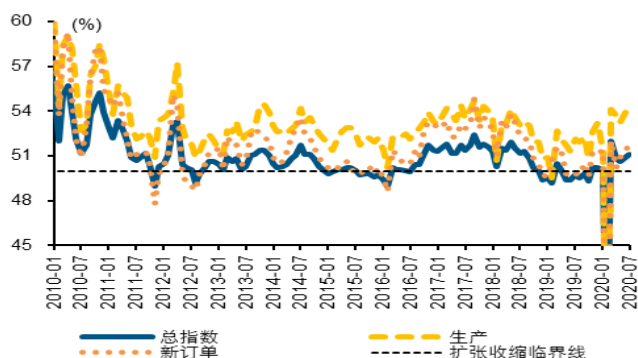
7月中采制造业 PMI 指数为 51.1，较上月回升 0.2 个百分点，高于市场预期，连续 5 个月处于枯荣线之上；非制造业 PMI 指数为 54.2，较上月回落 0.2 个百分点。综合 PMI 产出指数为 54.1，较上月微降 0.1 个百分点。

1.1 需求逐步恢复，但内需修复仍较弱

从细分项来看，7 月生产指数为 54%，环比回升 1 个百分点，往年 7 月为工业生产传统淡季，今年供给逆季节上行；新订单指数为 51.7%，环比回升 0.3 个百分点，需求继续恢复。从行业情况看，造纸印刷、电气、机械器材、计算机通信电子设备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。

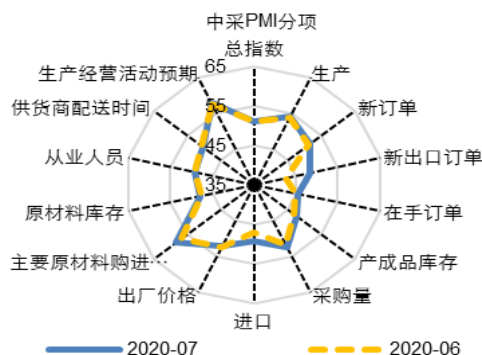
7 月新出口订单为 48.4%，较上月环比上升 5.8 个百分点，连续两个月大幅回升，全球 5 月底陆续复工，短期出口持续好于预期。但是考虑到新订单指数环比仅回升 0.3 个百分点，扣除出口订单对新订单指数的拉动，内需恢复仍然相对较弱。7 月产成品库存指数为 47.6%，较上月上升 0.8 个百分点，出厂价格指数为 52.2%，较上月回落 0.2 个百分点，反应出下游需求仍然较为疲弱。

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

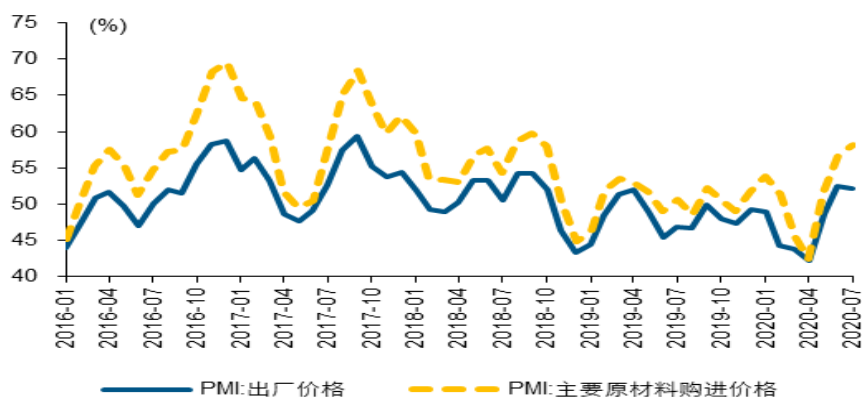


资料来源：Wind，国元证券研究中心

1.2 原材料价格回升快于出厂价格

7 月主要原材料购进价格指数为 58.1%，环比回升 1.3 个百分点；出厂价格指数为 52.2%，环比回落 0.2 个百分点；上游产品价格涨幅明显，石油加工、钢铁、有色等制造业主要原材料购进价格指数均高于 63.0%，出厂价格指数均高于 58.0%。但是购进价格指数和出厂价格指数两者剪刀差有所扩大，在终端需求不足的情况下，需要关注上游原材料价格上涨对中下游制造业带来的成本压力。

图 3：出厂价格指数与原材料购进价格指数



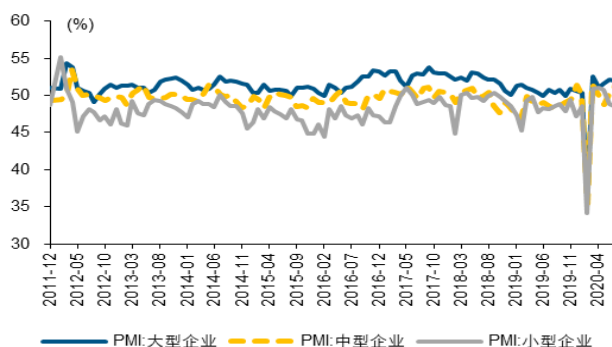
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

1.3 小企业经营承压，建筑业维持高景气

7月大中小型企业制造业 PMI 分别为 52.0%、51.2%、47.6%，环比分别下降 0.1，上升 1.0，下降 0.3 个百分点。3月以来，大型企业 PMI 指数已连续 5 月处于荣枯线以上，而面对下游需求复苏疲弱的情况，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。

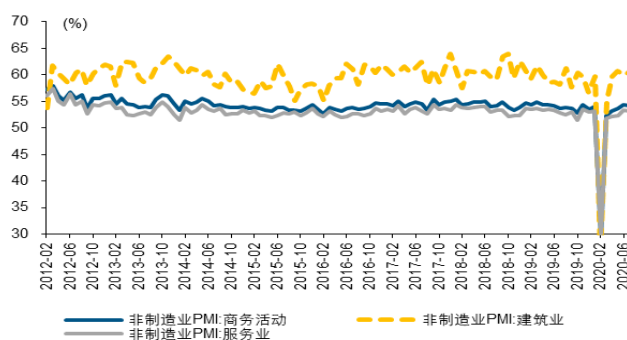
7月非制造业 PMI 为 54.2%，较上月回落 0.2 个百分点，其中建筑业 PMI 由上月的 59.8% 上升 0.7 个百分点至 60.5%；服务业 PMI 为 53.1%，较上月回落 0.3 个百分点。非制造业 PMI 基本恢复到疫情前的水平，其中建筑业 PMI 景气度回升更显著，充分反映出我国基建投资逆周期调节的作用。

图 4：小型企业 PMI 出现连续下行



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 5：非制造业 PMI 基本恢复到疫情前水平



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

2. 进出口：防疫需求旺盛，传统需求恢复

7月我国进出口总值为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%；进口1753.0亿美元，同比下降1.4%，贸易差额为623.3亿美元。

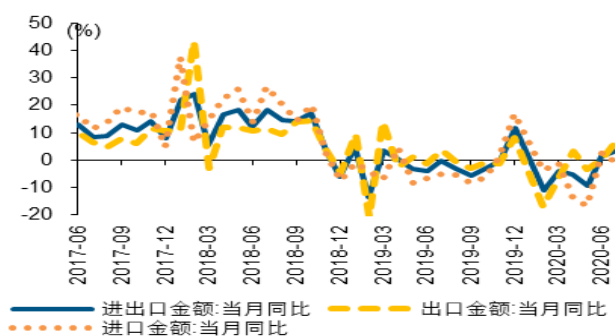
2.1 外需复苏加快，出口创年内新高

7月出口超预期。以人民币计价，中国7月出口同比增长10.4%，这与PMI新出口订单、美国、欧盟和日本PMI的回升数据吻合。从出口产品类别看，纺织纱线出口仍然保持较高景气，同比增长48%，海外疫情反复导致对防疫物资需求仍旺盛，但是环比增速已经放缓；此外，7月传统外需修复，玩具、家具、灯具照明和高新技术产品出口增速明显，服装、箱包等劳动密集型产品出口持续改善，反映传统外需持续的边际改善。综合两项结构数据来看，7月出口增速超预期，一是防疫物资对出口的持续提振作用，部分海外国家疫情反弹，对我国医疗物资需求旺盛；二是新兴经济体巴西、印度、南非等疫情严重化，我国劳动密集型产品有望出现“出口替代效应”；三是发达经济体欧盟、美国、日本等经济逐步恢复，传统需求进一步释放。

7月进口同比增速为-1.4%，人民币值同比增速为1.6%，预期增长2.5%，前值增长6.2%，低于市场预期，主要受三方面原因影响，一是去年同期基数较大；二是虽然进口量恢复显著，但原油、大豆等商品价格下跌；三是国内产业端补库存意愿趋于缓和。

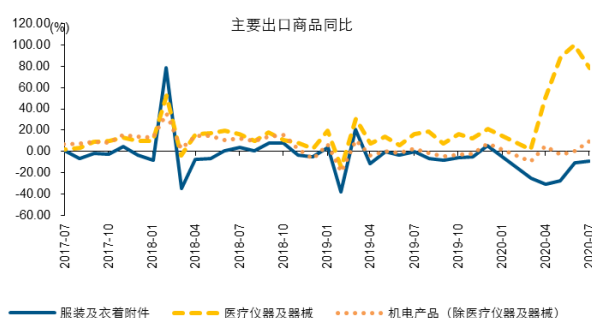
7月贸易顺差为623.3亿美元，较6月扩大，主要反映的是海外经济复苏带来的出口超预期。预计进出口短期将保持在较高增速区间，三季度进出口将进一步改善，需关注发达国家经济恢复和新兴经济体的疫情发展情况

图6：进出口继续回暖



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图7：7月防疫物资出口维持高位



资料来源：Wind，国元证券研究中心

展望后续，重点关注出口数据是否稳定。发达国家虽然经济逐步复苏，但是疫情尚未完全控制，重点关注出口能否持续回升；全球疫情影响仍在，短期内难以消除，国外对防控防疫物资需求依旧旺盛，有利于国内出口结构性增长。

3. 猪肉价格助推 CPI, PPI 继续修复

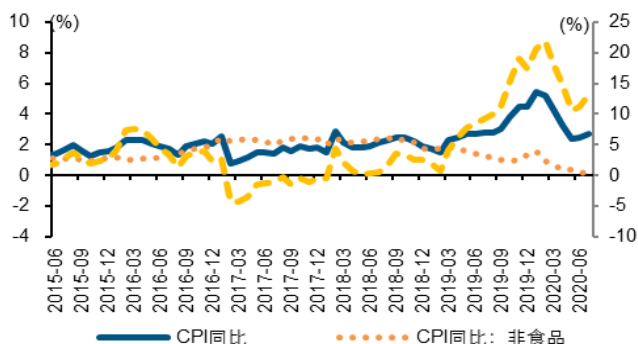
7 月 CPI 同比上涨 2.7%, 前值为 2.5%, 市场预期为 2.6%; 7 月 PPI 同比下降 2.4%, 预期降 2.4%, 前值下降 3.0%。

3.1 猪肉价格回升助推 CPI 上行

猪肉价格回升拉动 CPI 上行。食品项对 CPI 同比贡献了 2.68 个百分点, 其中猪肉贡献为 2.32 个百分点, 此外蔬菜、水产品价格也均有所上涨。CPI 环比上涨 0.6%, 环比涨幅由负转正, 其中食品项对 CPI 环比的拉动为 0.62 个百分点。6 月以来猪肉价格持续回升, 主要受到猪肉消费季节性上行的影响, 此外国内疫情防控常态化, 餐饮等需求回暖, 也刺激了包括猪肉在内的食品价格。

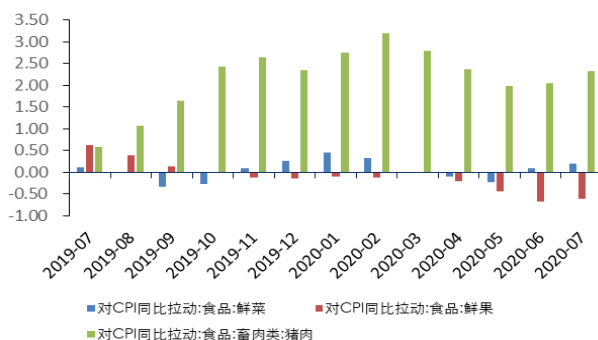
7 月非食品价格同比由上月上涨 0.3% 转为持平, 但从环比来看, 非食品价格环比涨幅由上月下降 0.1% 转为持平, 表明部分非食品需求仍在缓慢恢复, 居住、生活用品和服务环比涨幅由负转为持平, 受国际原油价格回升影响, 交通和通信环比由上月 -0.3% 转为 0.3%, 其他用品和服务的环比涨幅也进一步扩大。预计下半年居民非食品类需求也将延续复苏, 但旅游、衣着等非必需品价格环比涨幅受疫情防控和收入下滑影响, 或将继续受到压制。

图 9: 7 月 CPI 由降转升



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 10: 猪肉是 CPI 上行主要拉动项



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

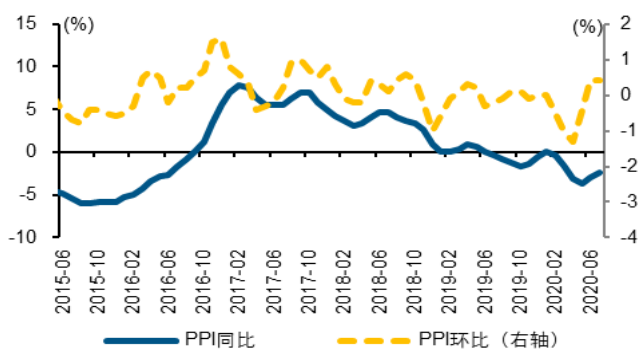
从 PPI 数据来看, 7 月 PPI 环比涨 0.4%, 与上月持平; 同比下滑 2.4 个百分点, 较 6 月提升 0.6 个百分点; 生产资料环比涨幅为 0.5%, 与上月持平, 生活资料环比涨幅为 0.7%, 较上月上升 0.1 个百分点, 显示出工业生产正在逐步回暖。

分行业来看, 国际原油价格持续回升, 拉动石油产业链上下游价格, 其中石油天然气开采业价格上涨 12%, 石油煤炭及燃料加工上涨 3.4%。当前国际原油价格仍在缓慢回升, 预计产业链出厂价格也将持续修复, 但环比涨幅将放缓。上游矿采业价格环比延续较高的涨幅, 黑色金属、有色金属矿采及加工业 7 月环比涨幅分别为 2.7%、2.5%, 显示下游需求强势回暖, 4 月以来建筑业 PMI 和新订单分项处于历史较高水平, 上半年基建和房地产投资也维持了较高的景气度, 预计三四季度景气

度将延续，将支撑下半年相关上游行业价格。

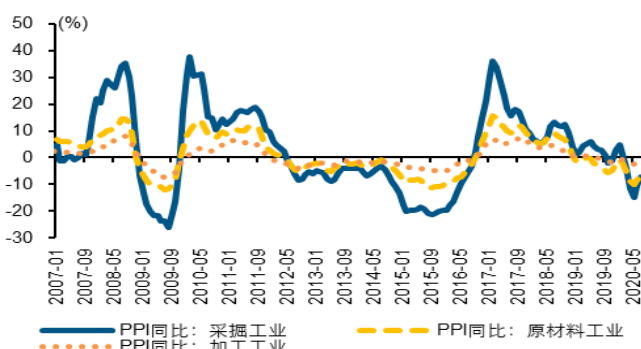
预计 PPI 今年将维持修复趋势。随着海内外经济和需求不断恢复，部分行业环比涨幅仍有上升的空间；同时 7 月国内中采 PMI 录得 51.1，基建和房地产产业链维持高景气度，下游服务和消费也仍有较大的恢复空间；此外海外复工稳步回升，全球贸易正在恢复，PPI 同比跌幅收窄趋势较为明确。但价格修复的速度和上限仍受到疫情二次反复、疫苗开发进度以及中美贸易摩擦等不确定事件的影响。

图 11: PPI 持续回暖



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 12: 采掘工业 PPI 增幅收窄



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

4. 信贷社融：总量偏弱但结构健康

7 月新增社融规模 1.69 万亿元，同比增加 4028 万亿元。7 月末社融存量同比增长 12.9%，较上月回升 0.1 个百分点。7 月新增人民币贷款 9927 万亿元，同比少增 673 亿元。7 月末，M2 同比增加 10.7%，较 6 月份增速回落 0.4 个百分点；M1 同比增长 6.9%，增速较 6 月份回升 0.4 个百分点。

4.1 信贷总量弱于预期，但结构改善明显

7 月新增信贷 9927 亿元、同比少增 631 亿元，市场预期 1.1 万亿元；信贷增速年内首次回落，增速环比 6 月回落 0.2 个百分点。按照易纲行长预计的全年 20 万亿

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_3092

