



雨后初霁

——2020年7月宏观经济月报

■ 5月复工以来，美国各项经济指标出现回暖，6月就业、零售等数据持续超预期反弹。5、6两月非农就业累计新增达750万人，6月零售与餐饮服务销售总额基本追平疫前水平。然而在疫情尚未得到有效控制的情况下提前重启经济活动使美国的疫情出现实质性反弹，超过20个州暂停重启计划，首次申领失业救济人数和部分先行经济指标出现边际反转。美国未来经济修复仍存在相当不确定性。

■ 二季度GDP单季同比增速由负转正，第三产业仍受较大影响。6月数据显示经济修复斜率放缓，供给修复仍然快于需求。消费方面，社会消费品零售总额同比依旧收缩，显著弱于市场预期，疫情冲击下居民收入增长承压叠加居民边际消费倾向下滑，拖累消费增长。投资方面，6月基建、地产景气度持续高企，拉动固定资产投资增速提升，制造业当月投资同比增速连续5个月收缩，修复节奏仍将缓慢。物价方面，汽油价格回升、洪涝冲击蔬菜价格使得CPI短期回升，国内需求好转叠加能源价格上涨，PPI有所反弹。展望下半年，基建投资景气度仍将继续提升、房地产投资有望保持高景气，社消当月同比增速至年末有望修复至疫前水平，出口有望维持韧性，驱动GDP回归趋势水平。

■ 在“宽信用”“宽财政”的政策组合下，6月金融数据继续回暖，企业中长贷、居民中长贷是重要推动因素，背后反映的是基建/制造业/房地产领域不同程度的修复：基建投资显著放量、房地产韧性较强、而制造业修复压力仍存。今年上半年，金融数据持续亮眼，主要是政策引导下银行持续加大对实体经济的支持；随着经济逐步改善，下半年信用扩张则会更取决于实体经济融资需求的修复情况，其中最大的不确定性在于小微企业的融资困境。因此，预计下半年结构性货币政策工具的使用力度将进一步加大。前瞻地看，根据央行易纲行长在618陆家嘴论坛上的讲话测算，预计今年末M2和社融增速分别会上升至10.8%和13%。

■ 6月，随着经济基本面的逐步恢复，财政收支矛盾继续缓解，但支出结构发生明显变化。同时，受政府债券规模扩大、突发洪涝灾害、扶贫工作持续推进、疫情防控得力等因素影响，债务付息、农林水事务方面的支出明显增多，而卫生健康和社保就业方面的支出增速则明显下降。此外，国有土地出让收入增速连续四个月回升，这也与各地房地产投资增速持续回暖相印证，下半年这一趋势或将持续。但在“房住不炒”基调未变，以及大量政府债券尚未发行的情况下，下半年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：经济持续修复 | 3 |
| 二、海外宏观：一半海水一半火焰 | 4 |
| (一) 经济重启带来强劲修复 | 4 |
| (二) 修复结构：三大特征 | 4 |
| (三) 前瞻：美国经济修复前路漫漫 | 5 |
| 三、实体经济：雨后初霁 | 7 |
| (一) PMI：分化的修复 | 7 |
| 1. 制造业：持续复苏 | 7 |
| 2. 非制造业：普遍上行 | 8 |
| 3. 前瞻：稳中有忧 | 8 |
| (二) 生产：修复斜率放缓 | 9 |
| (三) 消费：持续疲弱 | 9 |
| (四) 投资：基建、地产景气度持续高企 | 10 |
| 1. 房地产投资：投资增速持续回升 | 10 |
| 2. 基建投资：极端天气影响景气度回升 | 11 |
| 3. 制造业投资：连续第5个月收缩 | 11 |
| (五) 贸易：出口韧性“跷跷板” | 12 |
| 1. 出口：防疫物资和“宅经济”拉动、外需修复 | 12 |
| 2. 进口：海外供给和内需修复、贸易协议支撑 | 13 |
| 3. 展望：压力仍在，韧性犹存 | 13 |
| (六) 物价：CPI 下行放缓，PPI 触底反弹 | 14 |
| 1. CPI：蔬菜、汽油驱动增速回升 | 14 |
| 2. PPI：触底反弹 | 14 |
| (七) 工业企业利润：结构性上行 | 15 |
| 1. 增长动力：量升价稳，投资拉动利润改善 | 15 |
| 2. 行业结构：整体回暖，重点领域引领增长 | 16 |
| 3. 前瞻：回暖趋势未变，结构性风险尚存 | 17 |
| 四、货币金融：实体经济融资需求修复 | 18 |
| (一) 信贷：总量有所回升，结构持续改善 | 18 |
| (二) 社融：信贷持续高增，非标延续收缩 | 19 |
| (三) 货币：M2-M1 剪刀差走阔 | 19 |
| (四) 前瞻：信用扩张有望继续加速 | 20 |
| 五、支出重点切换 | 21 |
| (一) 公共财政收入增速回升：税收改善是主因 | 21 |
| (二) 公共财政支出：重点领域出现边际变化 | 22 |
| (三) 土地出让收入：连续第四个月反弹 | 22 |



图目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 图 1: 美国失业率连续两月下降..... | 5 |
| 图 2: 新增临时与新增永久失业走势持续背离..... | 5 |
| 图 3: 美国疫情出现实质性反弹..... | 5 |
| 图 4: 部分先行经济指标边际反转..... | 5 |
| 图 5: 二季度 GDP 同比增速由负转正..... | 7 |
| 图 6: 第三产业仍受疫情影响..... | 7 |
| 图 7: 工业生产增速修复斜率放缓..... | 9 |
| 图 8: 制造业生产修复进入瓶颈..... | 9 |
| 图 9: 社零当月同比增速持续收缩..... | 10 |
| 图 10: 居民人均可支配收入增长低迷..... | 10 |
| 图 11: 固定资产投资增速继续回升..... | 10 |
| 图 12: 房地产资金来源情况改善..... | 10 |
| 图 13: 6 月进出口均超预期回升..... | 12 |
| 图 14: 防疫物资出口仍保持较高增速..... | 12 |
| 图 15: 海外供给压力有所缓解..... | 13 |
| 图 16: 我国从主要贸易伙伴国家进口均显著回升..... | 13 |
| 图 17: CPI 同比增速小幅反弹..... | 15 |
| 图 18: PPI 同比增速回升..... | 15 |
| 图 19: 规上工业企业利润持续好转..... | 16 |
| 图 20: 基建与房地产投资恢复势头迅猛..... | 16 |
| 图 21: 生产扩张价格趋稳..... | 16 |
| 图 22: 三类行业利润分化..... | 16 |
| 图 23: 6 月信贷增长略强于季节性..... | 18 |
| 图 24: 新增人民币贷款及构成..... | 18 |
| 图 25: 新增居民贷款构成占比..... | 18 |
| 图 26: 新增非金融企业贷款构成占比..... | 18 |
| 图 27: 6 月社融超季节性增长..... | 19 |
| 图 28: 新增社融及构成..... | 19 |
| 图 29: 6 月 M2-M1 剪刀差走阔..... | 20 |
| 图 30: 社融存量与 M2 存量同比增速..... | 20 |
| 图 31: 公共财政收入增速持续反弹..... | 21 |
| 图 32: 税收与非税收入“跷跷板”效应现苗头..... | 21 |
| 图 33: 主要税种增速有所改善..... | 21 |
| 图 34: 公共财政支出增速回落..... | 21 |
| 图 35: 债务付息支出增速领跑各项财政支出..... | 22 |
| 图 36: 土地出让收入增速继续反弹..... | 22 |



一、宏观概览：经济持续修复

面对疫情对全球经济造成的冲击，各国都在防疫与复工间不断权衡，而美国作为疫情最为严重的国家，5月复工以来，美国各项经济指标出现回暖，6月就业、零售等数据也持续超预期反弹。5、6两月非农就业累计新增达750万人，6月零售与餐饮服务销售总额基本追平疫前水平。然而在疫情尚未得到有效控制的情况下提前重启经济活动使美国的疫情出现实质性反弹，超过20个州暂停重启计划，首次申领失业救济人数和部分先行经济指标出现边际反转。美国未来经济修复仍存在相当不确定性。

与美国以疫情大幅反弹为代价换取经济数据恢复不同，我国则在疫情防控得力的情况下，推动经济有序稳步恢复。二季度我国GDP单季同比增速由负转正，第三产业仍受较大影响。6月数据显示经济修复斜率放缓，供给修复仍然快于需求。消费方面，社会消费品零售总额同比依旧收缩，显著弱于市场预期，疫情冲击下居民收入增长承压叠加居民边际消费倾向下滑，拖累消费增长。投资方面，6月基建、地产景气度持续高企，拉动固定资产投资增速提升，制造业当月投资同比增速连续5个月收缩，修复节奏仍将缓慢。物价方面，汽油价格回升、洪涝冲击蔬菜价格使得CPI短期回升，国内需求好转叠加能源价格上涨，PPI有所反弹。展望下半年，基建投资景气度仍将继续提升、房地产投资有望保持高景气，社消当月同比增速至年末有望修复至疫前水平，出口有望维持韧性，驱动GDP回归趋势水平。

货币政策方面，在“宽信用”“宽财政”的政策组合下，6月金融数据继续回暖，企业中长贷、居民中长贷是重要推动因素，背后反映的是基建/制造业/房地产领域不同程度的修复：基建投资显著放量、房地产韧性较强、而制造业修复压力仍存。今年上半年，金融数据持续亮眼，主要是政策引导下银行持续加大对实体经济的支持；随着经济逐步改善，下半年信用扩张则会更取决于实体经济融资需求的修复情况，其中最大的不确定性在于小微企业的融资困境。因此，预计下半年结构性货币政策工具的使用力度将进一步加大。前瞻地看，根据央行易纲行长在618陆家嘴论坛上的讲话测算，预计今年末M2和社融增速分别会上升至10.8%和13%。

财政政策方面，6月，随着经济基本面的逐步恢复，财政收支矛盾继续缓解，但支出结构发生明显变化。同时，受政府债券规模扩大、突发洪涝灾害、扶贫工作持续推进、疫情防控得力等因素影响，债务付息、农林水事务方面的支出明显增多，而卫生健康和社保就业方面的支出增速则明显下降。此外，国有土地出让收入增速连续四个月回升，这也与各地房地产投资增速持续回暖相印证，下半年这一趋势或将持续。但在“房住不炒”基调未变，以及大量政府债券尚未发行的情况下，下半年土地出让收入增速料难持续大幅回升。



二、海外宏观：一半海水一半火焰

美东时间 7 月 2 日，美国劳工统计局（BLS）公布的数据显示，6 月份美国非农新增就业再次超预期增加 480 万人（预期 300 万）。失业率相应从 13.3% 回落至 11.1%。

（一）经济重启带来强劲修复

5 月份美国各州在疫情反弹的风险下提前重启经济，就业市场反弹强劲，过去的两个月累计恢复就业 750 万。尽管如此，当前美国就业总人数仍较疫情前减少 1,470 万。4 月单月美国就业损失达 2,080 万，基本抹平了次贷危机后美国连续 113 个月共计 2,200 万的就业增长。

此外，根据 BLS 的估算，居民调查统计中反馈“因其他原因缺勤”但已事实性失业（无限期停薪停职）的人数环比持续下降，6 月份相比 5 月改善约 2pct，意味着就业市场实际修复的程度显著好于官方口径。美国国会预算办公室（CBO）已将今年底的失业率预测由 11.5% 下调至 10.5%。

值得注意的是，新增非农就业反映的是就业的净增长。每周 BLS 单独公布的新增首次申领失业救济人数从 3 月的 700 万人的高点回落至周均 150 万人后开始企稳，仍是疫情前趋势水平的约 7 倍。过去四周新增失业申领人数累计增加 600 万。这表明尽管就业市场整体回暖，但仍有部分地区和行业在持续失血。

（二）修复结构：三大特征

6 月美国就业修复呈现出三大结构性特征：

一是修复的重心进一步转向服务业。6 月服务业新增就业相比 5 月增长近 7 成达到 426 万，而制造业新增却从 68 万萎缩到 50 万。服务业前期受疫情严重冲击的行业反弹依然强劲：休闲酒店新增 209 万，占服务业新增近一半，零售业新增也环比翻倍达到 74 万人。

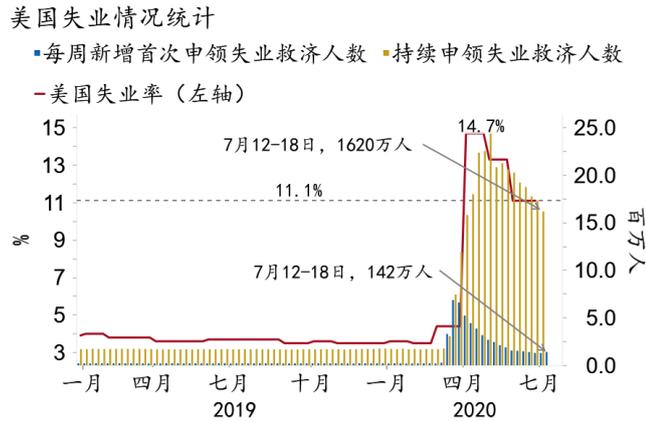
值得关注的是，一些 5 月仍处于净减员或未现回暖的行业出现了大幅反弹，可能是造成此次就业超预期修复的原因：政府雇员变动从上月的 -53 万人转正为 3 万；其它行业如汽车零部件制造，运输物流等均出现大幅反弹。

二是新增就业依然来自于临时性失业的下降。6 月份临时失业数为 1,060 万，较前值显著减少 480 万，近乎贡献了全部的非农新增就业。相较之下，新增永久性失业人数接近 60 万，是 5 月份的两倍，抵消了约 71 万重返劳动力市场的人数。

三是不同就业群体间失业率修复差异明显。从年龄段看，16-19 岁的青少年（teenagers）反弹最快，环比减少了 6.7pct，而成年男性反弹最慢，环比仅减少 1.4pct。从族裔看，拉丁裔人群修复（3.1pct）比白人（2.3pct）、非裔（1.4pct）和亚裔（1.2pct）更好。从学历看，受教育程度越低的群体修复程度越好。



图 1：美国失业率连续两月下降



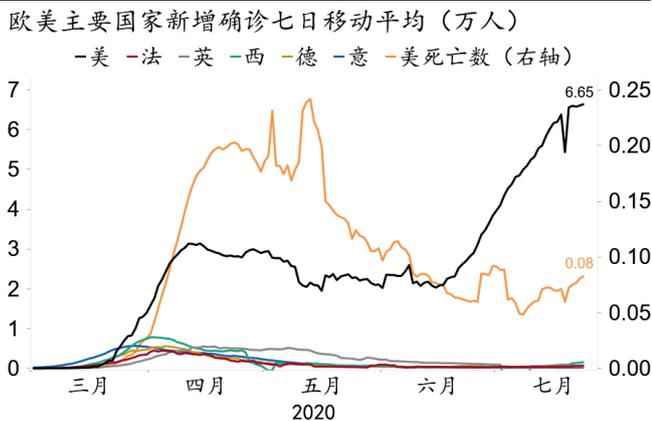
资料来源：BLS、Macrobond、招商银行研究院

图 2：新增临时与新增永久失业走势持续背离



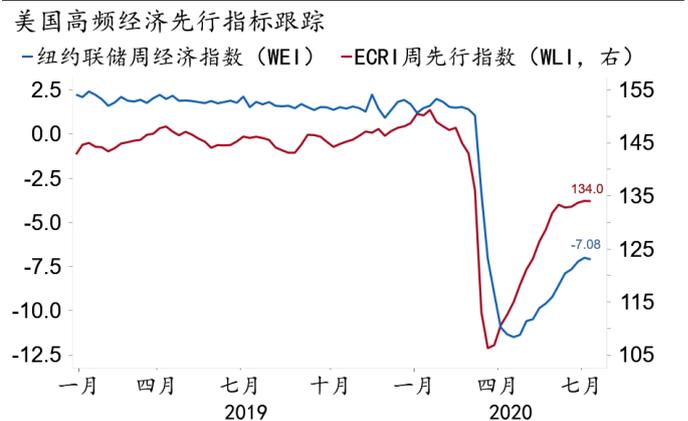
资料来源：BLS、Macrobond、招商银行研究院

图 3：美国疫情出现实质性反弹



资料来源：WHO、Macrobond、招商银行研究院

图 4：部分先行经济指标边际反转



资料来源：NY Fed、ECRI、Macrobond、招商银行研究院

（三）前瞻：美国经济修复前路漫漫

经济重启后美国就业数据连续两个月的强势复苏，不意味着美国下半年的经济修复将是一片坦途。事实上，面临年底大选的特朗普在疫情完全受控前推动经济重启，为美国未来的经济修复埋下隐患。过早放宽隔离措施和持续近一个月的全国性示威，使美国疫情在 6 月中旬出现实质性反弹。如果每日新增确诊的连创新高可以用检测数增加解释，死亡人数的跳升则意味着感染人口比例的反弹。尽管白宫呼吁不要暂停经济重启，但目前已有 21 个州暂缓重启步伐或加强防疫要求。

前瞻地看，美国就业市场向好的势头可能被中断。首先，6 月非农就业调查区间在 6 月 7-13 日，并未受美国疫情反弹的影响。其次，对 5 月就业市场超预期表现起到关键作用的薪酬保护计划（Paycheck Protection Program）已经在 6 月 30 日终止申请，已经获批的企业也仅得到可以覆盖其员工 8 个星



期薪酬的资金，如疫情再度爆发经济未能如期修复，则返聘的员工存在再次失业的可能。

6月非农就业数据可能减弱酝酿中的第四轮财政刺激力度。部分共和党人认为强势的就业反弹意味着强财政补贴已无必要。美国财长姆努钦、国家经济委员会主任库德洛近期表态希望能够重构已到期的薪酬保护计划和7月底即将到期的额外失业补助，用于刺激消费和鼓励失业人员重返工作岗位。

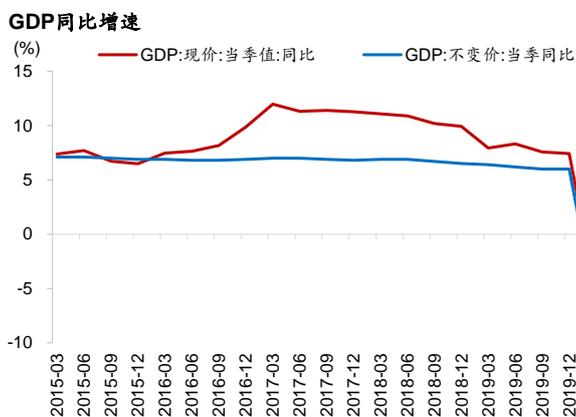


三、实体经济：雨后初霁

二季度 GDP 单季同比增速由负转正，但第三产业仍受较大影响。2020 年二季度，我国 GDP 重回正增长：以不变价计，GDP 初步核算数为 22.6 万亿元，同比增长 3.2%。从三大产业看，第三产业仍受较大影响，增长修复较为缓慢：二季度三大产业增加值当季同比增速均显著反弹，其中一、二产业已接近疫前水平，但服务业增加值当季同比增速（1.9%）仍然显著低于疫前水平 4.7pct。

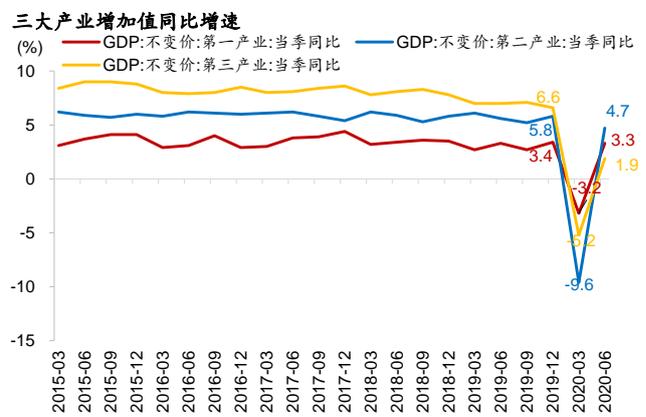
前瞻地看，下半年基建投资景气度仍将继续提升、房地产投资有望保持高景气，社消当月同比增速至年末有望修复至疫前水平，出口有望维持韧性，驱动 GDP 回归趋势水平。

图 5：二季度 GDP 同比增速由负转正



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 6：第三产业仍受疫情影响



资料来源：WIND、招商银行研究院

（一）PMI：分化的修复

1. 制造业：持续复苏

6 月，中国制造业采购经理指数(PMI)为 50.9，较上月提升 0.3，连续四个月位于荣枯线之上，生产、需求、价格指标表明制造业持续复苏，但复苏中存在隐忧，不同规模企业出现分化，就业持续承压。

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_3467



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn