

8 月份宏观月报

也谈“国内大循环”

■ 核心观点

第一，中央提出“国内大循环”，是对前期外部局势和国内政策的一个总结，也是对后续改革方向的指引。这意味着，内需的进一步改善将成为短期经济修复的主线，基建投资的扩张、服务性消费的回暖、房地产行业的韧性将成为支撑下半年经济的主要动力；而中长期看，我们除了继续坚持扩大开放的姿态之外，还要推进更大力度的对内改革，以激发经济增长的潜力，这是推动经济“国内大循环”的基础所在。

第二，7 月经济仍在恢复，但仍面临需求偏弱及小微企业经营压力增加这两项阻碍。

第三，需求追赶生产的态势延续。生产在汛期及环保限产的扰动下仍位于扩张区间，但对经济的拉动作用已有所放缓。

第四，房地产销售已超 2019 年同期水平，土地市场热度仍存，显示出房地产投资的韧性；但考虑调控政策及居民部门加杠杆意愿不强，回弹幅度可能受限。消费中的餐饮、石油相关、地产相关消费均继续改善，汽车消费继续回暖但可能后劲不足；出口受外需回暖的影响将持续表现出较好的韧性，而内需及大宗商品价格修复将会对进口数据形成支撑。

第五，通缩压力将继续减轻。肉蛋食用油价格及油价将带动 CPI 同比继续短暂反弹，PPI 通缩压力随着大宗商品价格上涨也将继续减轻，上游原材料价格回暖更为明显。

本月市场重点

■ “国内大循环”的经济与政策意义

7.30 政治局会议明确提出，当前经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，我们遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，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。当前市场对会议提及的“国内大循环”关注度颇高。实际上，我们认为这并非提出了新的政策方向，而是近年来在国内外政治经济环境的一系列变化之下，已经发生的必然政策选择。

从 2008 年金融危机以来，国内外环境已在逐渐发生变化。一方面，全球经济增长在 2008 年金融危机之后长期低迷，主要经济体贫富差距不断拉大，民族民粹主义与贸易保护主义抬头，全球化出现倒退的迹象。另一方面，在中国作为第二大经济体的 GDP 规模不断逼近美国的过程当中，美国对华政策正在发生改变，以 2018 年的中美贸易战为标志，美国对华策略已经由之前的“接触”（同化、容忍发展、认同价值观），到“遏制”（贸易、科技、人才、金融等多领域全面对抗），中美两个大国之间的博弈局势正在升级。尤其短期看美国在新冠疫情叠加选情的情况下，为了转移国内矛盾而频频对中国发难，中美两个大国之间的博弈和摩擦正在长期化和复杂化。

。

在这种背景下，外贸部门对经济增长的贡献在逐渐降低，外部的不确定性在上升，国内需求自然成为支撑经济增长的主要动力。经济的“国内大循环”正是在这种背景下提出的。实际上，国内上半年的政策已经在遵循侧重深化内部改革的路径，我们将其定义为“轻刺激，重改革”。具体来看，中央在疫情之后连续出台的三个改革文件：一是《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，提出了土地、劳动力、资本、技术和数据等五大生产要素的市场化改革措施；二是《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》，提出了中国特色社会主义进入新时代、经济由高速增长转向高质量发展之后，社会主义市场经济体制的重点改革方向；三是《海南自由贸易港建设总体方案》，在政策制度体系构建、经贸改革、金融创新等方面，都有突破性进展。当然，“国内大循环”的形成需要进一步激发市场主体的活力，这仍然需要继续推出一系列配套改革政策，比如，对民营资本放开部分服务业以及垄断竞争行业，提高民营资本的回报率，深化收入分配制度改革以提高居民收入水平等等。

因此，我们认为中央提出“国内大循环”，是对前期外部局势和国内政策的一个总结，也是对后续改革方向的指引。这意味着，内需的进一步改善将成为短期经济修复的主线，基建投资的扩张、服务性消费的回暖、房地产行业的韧性将成为支撑下半年经济的主要动力；而中长期看，我们除了继续坚持扩大开放的姿态之外，还要推进更大力度的对内改革，以激发经济增长的潜力，这是推动经济“国内大循环”的基础所在。

■ 7月高频数据：扩张的生产，追赶的需求

7月，经济修复中需求追赶生产的态势延续。PMI数据来看：生产与新订单指数均继续抬高，虽然需求恢复速度有所加快，但依旧慢于生产。同时，生产对于经济的拉动作用有所放缓。

生产仍处于扩张区间。工业高频数据显示，虽然生产活动受到汛期及其它因素的扰动，但依旧处于扩张阶段。电力方面，动力煤价格继续走强；钢铁方面，高炉开工率及粗钢产量小幅下滑，但同比增速继续抬升，钢价的走强表明下游需求相对稳定。煤炭价格整体上涨，值得注意的是喷吹煤价格走高而焦炭价格回落，结合钢铁表现，我们认为环保限产政策对相关生产造成了扰动。建材方面，水泥价格继续下行，但长江、华南、中南地区水泥价格下行更为显著，应是收到了7月降水影响；玻璃价格有所走高，说明汛期对于房地产竣工的影响相对较小。整体看虽然生产虽然受到扰动，但仍位于扩张区间。

投资将继续修复。7月各地方已完成发行专项债新增额度的98%，且月末财政部再次强调要加快专项债发行落地，支持重大项目开工，预计随着资金的到位，基建投资增速将会继续回暖，但7月可能受汛期影响改善幅度较缓。房地产销售已经超出至2019年同期水平，房地产投资韧性仍强，但两项因素可能限制房地产投资的反弹幅度：一是越来越多的城市出台房地产调控政策，二是社融数据显示出居民部门加杠杆意愿不强。制造业投资受工业企业利润大幅提高的影响可能有所改善，但在需求依旧相对较弱的情况下可能幅度较小。**消费中大部分主要分项继续改善：**汽车消费在境内自驾游需求增加及低基数效应的影响下继续回暖，但在居民收入下降的大背景下难以对全年消费形成支撑。房地产相关消费在销售的强势下有望拉动7月消费数据好转。石油消费方面，受国际原油价格稳定及国内成品油价格走高的影响，相关消费将会延续回升的态势。随着疫情的逐渐好转，餐饮等服务恢复，相关消费对经济的拖累也将继续弱化。

进出口韧性显现。出口方面，7月PMI新出口订单跌幅继续收窄，美国疫情出现二次爆发，但7月下旬以来单日新增确诊数爬升速度放缓，欧洲疫情好转，经济活动有序恢复，外需的回暖意味着出口的韧性将会持续显现。考虑到新订单转化为实际出口金额需要时间，而防疫物资出口可能下降，7月出口数据可能出现震荡。进口方面，内需及国际大宗商品价格的修复会对进口数据形成支撑。

通缩的压力将有所减轻。CPI方面，蔬果价格虽然回落，但肉蛋食用油价格继续上涨，将会支撑CPI延续其短暂的反弹。PPI方面，PMI及高频数据均显示工业品价格环比仍将为正，通缩压力将会减轻。上游原材料价格回暖相较而言更加明显。

总体而言，7月经济继续恢复，但仍面临需求偏弱及小微企业经营压力增加这两项阻碍。需求方面，消费在居民收入下降的背景下难有强势表现，投资上房地产调控政策及制造业的顺周期性依旧对其形成制约，而中美两国博弈和摩擦长期化复杂化及全球疫情二次爆发的风险也对外需的恢复形成扰动；同时，PMI数据显示生产的扩张存在明显的结构性差异，小微企业作为保就业的主力，其经营压力仍然较大，需要政策继续扶持。

图表1 宏观经济数据预测表

	实现值			预测值		
	2019	2020Q2	2020-6	2020-7	2020-Q3	2020E
经济增长						
GDP 同比 (%)	6.1	3.2	-	-	5.0	2.2
工业增加值同比 (%)	5.7	-1.3	4.8	5.0	5.5	5.0
固定资产投资累计同比 (%)	5.4	-3.1	-3.1	-2.0	1.5	4.7
名义消费同比 (%)	8.0	-11.4	-1.8	0.5	1.0	1.5
出口同比 (%)	0.5	-6.2	0.5	-3.5	-3.0	-10.0
进口同比 (%)	-2.7	-6.4	2.7	-0.5	-2.0	-5.0
贸易盈余 (亿美元)	4219	1678	464	371	2703	2754
通货膨胀						
CPI 同比 (%)	2.9	3.9	2.5	2.7	2.1	2.6
PPI 同比 (%)	-0.3	-1.9	-3.0	-2.4	-2.1	-2.4
货币信贷						
M2 同比 (%)	8.7	11.1	11.1	10.9	11.1	10.8
1 年期存款利率 (%)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
存款准备金率-大型机构 (%)	13.0	12.5	12.5	12.0	11.5	11.0
人民币兑美元汇率中间价	6.98	6.98	6.98	7.05	7.1	7.15

资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表2 重要高频经济数据跟踪

高频经济指标		上月值 (2020.06)	当月预测 (2020.07)	下月趋势 (2020-08)
工业	发电量同比 (规上口径)	6.50%	6.60%	↑
	高炉开工率	70.44%	70.30%	↓
	粗钢产量同比	5.70%	5.99%	↓
	水泥价格同比	-4.99	-1.70%	↑
	工业增加值同比	4.80%	5.00%	↑
	工业企业利润累计增速	-12.80%	-10.00%	↑
投资	新增中长期贷款占比	0.76	0.77	↑
	发改委基建项目批复规模 (亿元)	1.17	452.8	↑
	固定资产投资增速	-3.10%	-2.00%	↑
消费	消费者信心指数	112.6	111.5	↑

	城镇居民人均可支配收入同比	-2.0	-	-
	社会消费品零售总额增速	-1.80%	0.5%	↑
外贸	PMI 新出口订单	42.60	48.40	↓
	PMI 进口指数	47.00	49.10	↑
	BDI 指数	1794.00	1350.00	↓
	CCBFI 指数	1025.20	972.08	↓
	CCFI 指数	842.60	865.53	↓
	出口同比增速	0.50%	-3.50%	↓
	进口同比增速	2.70%	-0.50%	↓
	外贸差额(亿美元)	464.2	371.4	↓
通胀	农产品批发价格 200 指数	102.80	105.10	↑
	食用农产品价格指数	134.10	132.25	↑
	猪肉价格周环比	3.70%	2.08%	↓
	布伦特原油价格月同比	-37.59%	-32.25%	↑
	CPI 同比	2.50%	2.70%	↑
	PPI 同比	-3.00%	-2.40%	↑

资料来源: WIND, 平安证券研究所

注: 橙色数字为预测值, 黑色数据为实际值

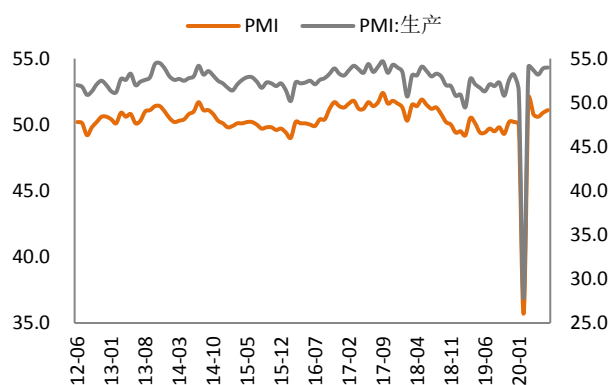
下月经济数据预测

1. 工业生产：生产仍在扩张

7月 PMI 数据显示需求追赶生产态势延续。制造业 PMI 攀升至 51.1%，较前值（50.9%）小幅增加 0.2 个百分点，其中生产指数小幅扩张 0.1 个百分点至 54.0%，新订单指数扩张 0.3 个百分点至 51.7%，采购量指数扩张 0.6 个百分点至 52.4%，生产的扩张速度环比仍在加快。但是，虽然生产指数仍在扩张，但对于 PMI 整体的拉动作用有所降低。7 月 PMI 的抬升主要源于需求的加速回暖，原材料库存指标的回升以及用工压力的减轻。

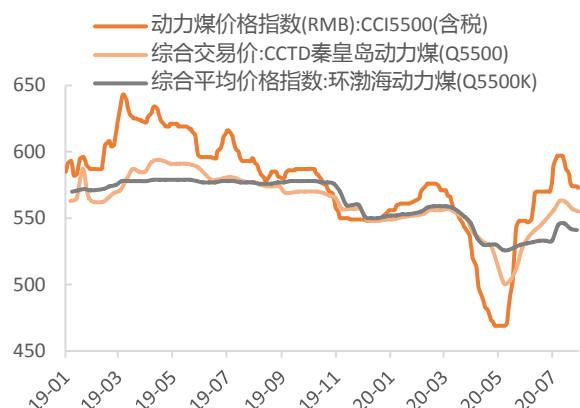
工业高频数据方面，由于 6 大发电集团耗煤量数据已不再可用，我们改用环渤海动力煤价格（Q5500K）、秦皇岛及京唐港煤炭库存、秦皇岛锚地船舶数来观察火电动力煤需求，通常火电发电量越大，动力煤需求就越强。7 月，动力煤价格先升后降，月末同比价格跌幅（-6.24%）较 6 月（-7.79%）有所收窄，秦皇岛及京唐港煤炭库存有所抬升，但仍低于 2019 年同期值，秦皇岛锚地船舶数有所下降，推测火电厂耗煤量下降、动力煤库存有所抬升。预计 7 月火电发电量应仍高于 2019 年同期，可能呈现整体略有提高但月末有所下行的趋势，与 PMI 数据互有印证。钢铁方面，高炉开工率（70.30%）较 6 月末（70.44%）略有降低，粗钢日均产量（213.84 万吨/天）也略有下行（前值 214.23 万吨/天），但同比增速 7 月（5.99%）继续抬升（前值 5.70%），Myspic 综合钢价指数走高，表明产量的下行并非由于下游需求转冷所致。煤炭方面，煤炭价格整体上涨，无烟煤、动力煤价格先涨后跌，值得注意的是喷吹煤价格走高而焦炭价格回落，结合粗钢产量的下行及钢价的上涨，推测限产政策是背后主因。建材方面，PO42.5 水泥价格同比继续下行（-4.92%，前值 -2.86%），但长江、华东、中南地区价格较华北、西南、东北等区域下行更加明显，说明建材需求可能受到了汛期的影响；玻璃价格走势与水泥相悖，价格同比继续上行（2.32%，前值 0.57%），说明汛期对于房地产竣工情况的影响可能并不如开工及施工显著。整体看虽然生产虽然受到扰动，但仍位于扩张区间，**短期预计 7 月工业增加值 5.0%**

图表3 中采制造业 PMI 走势 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所 (平滑异常值)

图表4 发电耗煤价格增速小幅回落



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表5 高炉开工率走势 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表6 钢材价格走势 (点)

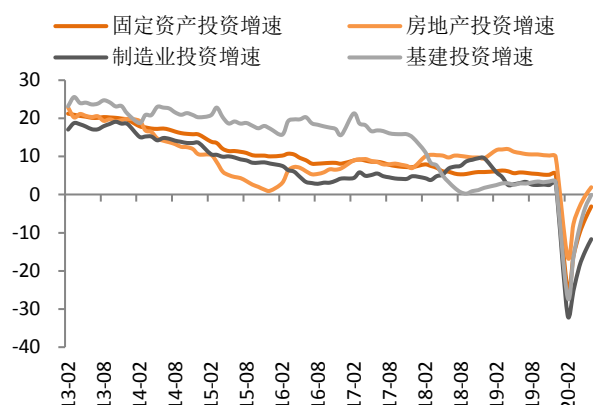


资料来源: WIND, 平安证券研究所

2. 投资：基建与房地产带动回暖

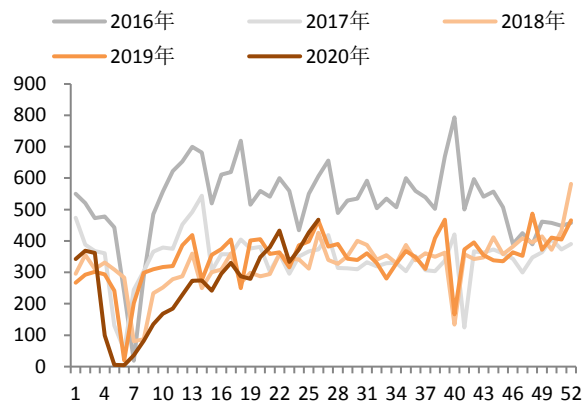
基建方面, 7月国家发改委批复基建项目累计 452.8 亿元; 截至 7 月 14 日, 全国各地已发行新增专项债券 2.24 万亿元, 占提前下达额度的 98%。月末财政部再次强调要加快专项债发行落地, 支持重大项目开工, 预计随着资金的到位, 基建投资增速将会继续回暖, 7 月可能受汛期影响改善幅度较缓。**房地产方面**, 7 月 30 个大中城市商品房成交面积已超 2019 年同期, 百城土地成交面积虽有所下行, 但挂牌价及土地溢价率走高, 土地市场热度仍存, 短期将带动投资继续回暖。但是, 房地产投资可能受到两方面因素的影响导致回弹幅度有所减弱: 一是越来越多的城市出台房地产调控政策, 二是社融数据显示出居民部门加杠杆意愿不强。**制造业投资方面**, 6 月单月规上工业企业利润受通缩压力减轻的影响大幅提升至 11.5%, 为扩大再生产提供了较好的条件; 但 PMI 显示制造业整体依旧面临需求较弱、恢复较缓的问题, 预计修复速度仍将较为缓慢。预计 7 月份固定资产投资增速-2.0%。

图表7 固定资产投资增速走势 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表8 30个大中城市商品房成交面积(套)

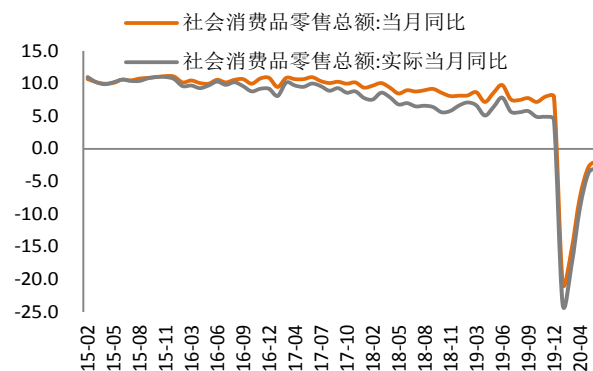


资料来源: WIND, 平安证券研究所

3. 消费：房地产消费带动回弹

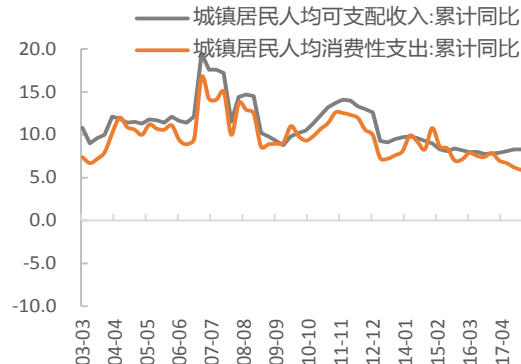
6月消费者信心指数连续四个月回落至112.6%（前值115.8%），跌幅有所扩大。上半年，全国居民人均可支配收入比上年同期实际增长-2.0%，居民收入的下降会对消费形成制约。主要消费分项中，**汽车消费增速略有回升**，7月乘联会乘用车零售增速恢复同比增长，这主要由两点原因导致：一是高考结束后，受疫情影响海外出游转变为国内自驾游的趋势显著，部分购车需求释放；二是2019年7月基数偏低。但是，随着部分地方消费补贴措施减弱，在居民收入下滑的大背景下，汽车消费后劲恐将略有不足。乘联会预计2020年全年乘用车需求将同比下降11%，对社零的整体支撑较弱。**房地产相关消费继续回暖**，6月房地产相关消费中，家电及建材类同比均有所扩张，仅家具类同比-1.3%，7月，30个大中城市商品房成交面积已超2019年同期，预计家具类同比也将转正，房地产相关消费有望对社零整体形成支撑。**石油相关消费跌幅将收窄**，7月国际原油及国内成品油价格继续回升，油价同比跌幅继续收窄，WTI原油现货价月均40.74美元/桶，同比增速-29.2%（前值-30.0%），国内柴、汽油出厂价格同比增速分别回弹至-20.5%（前值-24.0%）及-18.5%（前值-21.8%）。7月降水可能造成交运需求受到抑制，但随着暑假到来、境外出游需求下降，境内出游需求的增加有望对石油相关消费产生支撑。**餐饮消费跌幅同样将收窄**，随着各类消费场景的恢复，餐饮业的恢复也将继续加快，6月餐饮收入同比增速已回弹至-15.2%（前值-18.9%），7月跌幅有望进一步收窄。预计7月份名义消费增速进一步修复至0.5%。

图表9 消费增速走势 (%)



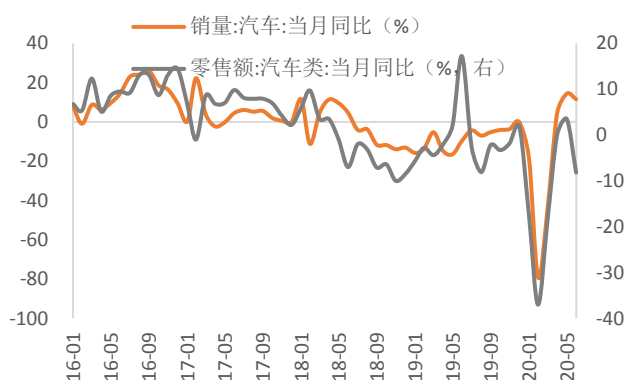
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表10 城镇居民人均可支配收入回升较慢 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表11 乘用车零售增速回落 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表12 石油价格及消费 (%)

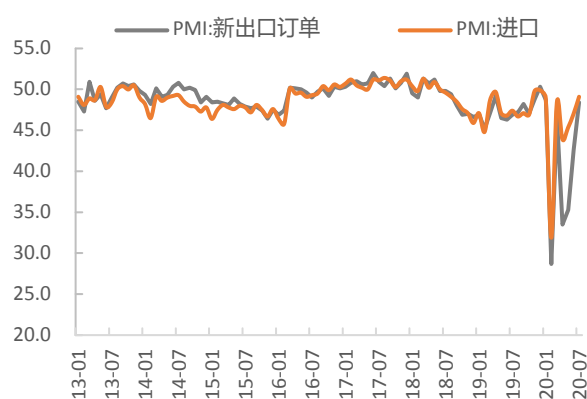


资料来源: WIND, 平安证券研究所

4. 外贸：进出口韧性显现

进出口指标将表现出较好的韧性。出口方面，7月PMI新出口订单大幅回弹5.8个百分点至48.4%，虽仍位于收缩区间，但已连续4个月回升。近期美国疫情出现反复，但7月下旬以来单日新增确诊病例数爬升速度放缓，欧洲疫情好转，经济活动有序恢复，外需在疫情二次爆发的扰动下继续回暖。这意味着出口的韧性将会持续显现。考虑到防疫物资出口可能下行，而新出口订单转化为实际出口金额需要一定的时间，7月出口金额同比增速可能有小幅震荡。高频数据方面：虽然7月波罗的海干散货指数BDI回落，但中国出口集装箱运价指数CCFI小幅抬高。预计7月出口同比增速-3.5%。进口方面，7月PMI进口指数回弹2.1个百分点至49.1%，内需的改善及海外供给的恢复影响显著，CRB现货指数回弹3.4个点至368.17点，国际大宗商品价格的回暖，也会对进口数据形成支撑。预计7月份进口同比增速-0.5%。

图表13 PMI新出口订单与进口指标 (%)



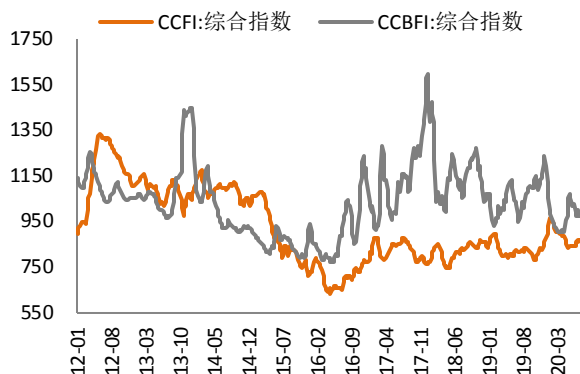
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表14 BDI指标走势 (点)



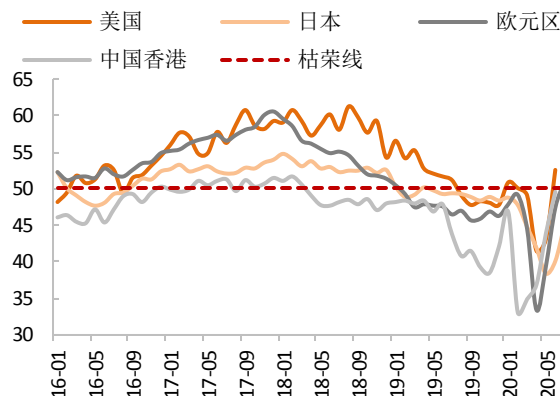
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表15 CCFI 综合指数上行 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表16 各国制造业 PMI 走势 (%)



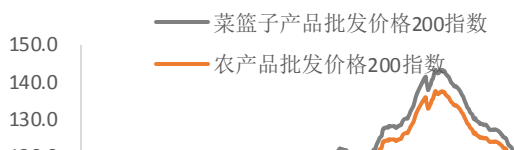
资料来源: WIND, 平安证券研究所

5. 通胀: CPI 将短暂反弹, PPI 通缩压力减缓

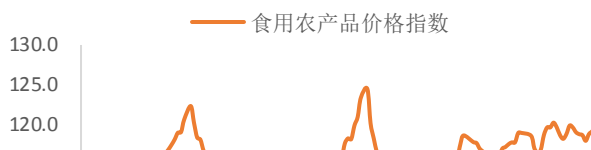
随着餐饮服务的恢复,肉蛋食用油价格将带动 CPI 短暂反弹。高频数据显示,7月,农业部农产品批发价格指数环比 4.38%,涨幅扩大 3.71 个百分点。从商务部的食用农产品价格指数分项来看,蛋类涨幅最大,7月环比提升 2.25%,猪肉价格环比上涨 2.08%;豆油价格环比上涨 0.33%;此外,牛羊肉环比也有所上升;粮食、蔬菜、水果价格环比略有下降。预计 6 月份 CPI 同比 2.7%。

内外需的共同回暖将带动 PPI 回弹。7 月份主要原材料购进价格指数扩张 1.3 个百分点至 58.1%,出厂价格指数小幅回落 0.2 个百分点至 52.2%,通缩压力进一步减轻,7 月 PPI 环比将继续为正,且上游原材料价格回暖更为明显。重要工业品市场价格走势中,煤炭及国际原油 7 月价格均回升;CRB 现货指数回弹 3.4 个点至 368.17 点,均预示着 7 月 PPI 的环比继续扩张。预计 PPI 同比增速将回弹至-2.4%。

图表17 农产品批发价格指数走势 (%)



图表18 食用农产品价格指数走势 (%)



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_3469

