经济稳步回升 需求依然较弱

一、社融大增但结构有所变化

8 月社会融资规模增量为 3.58 万亿元，比上年同期多 1.39 万亿元，其中，政府债券净融同比多 8729 亿元。8 月社会融资规模存量同比增长 13.3%。本月人民币贷款余额同比增长稳定。8 月末，M2 余额同比增长 10.4%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 2.2 个百分点。

图1：M1和M2同比

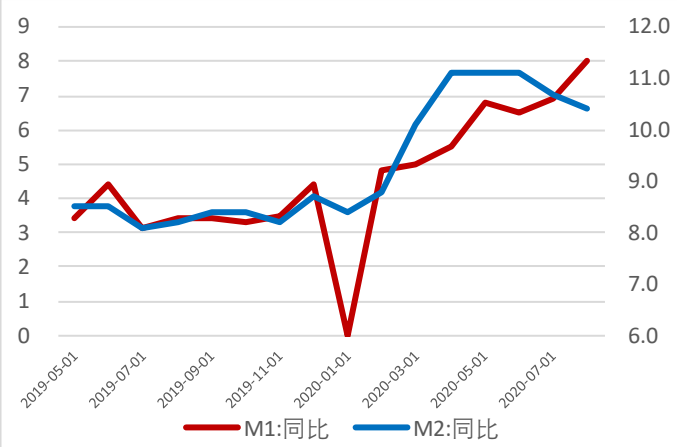
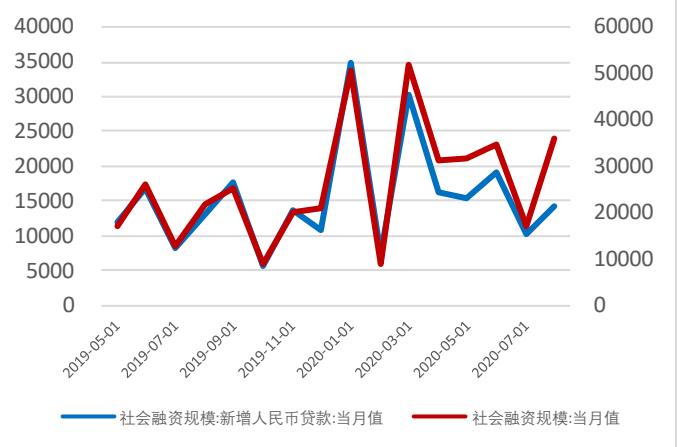


图2：社会融资规模和新增人民币贷款



数据来源：银河期货、wind 资讯

图3：货币净投放

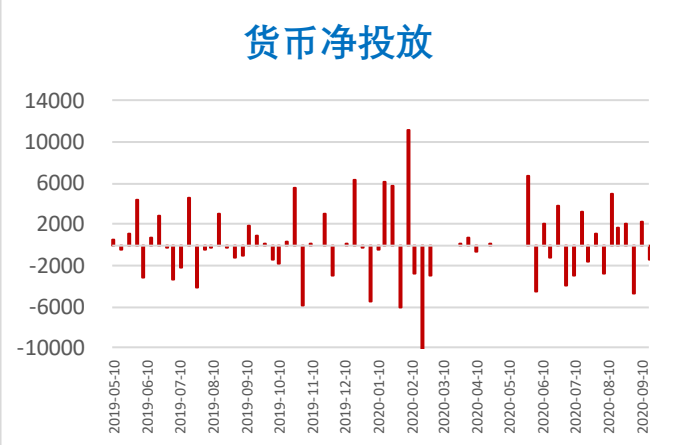
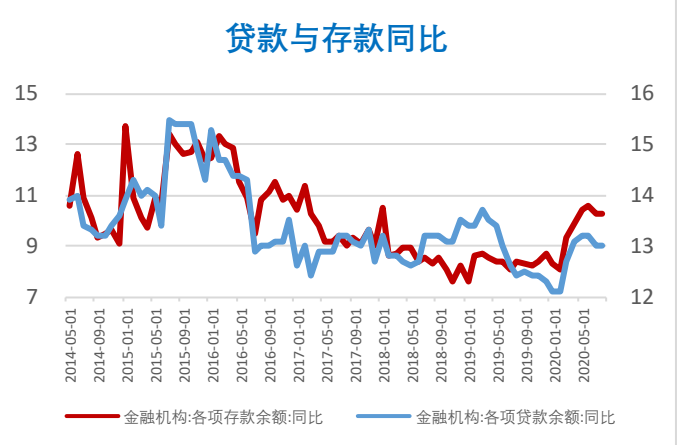


图4：贷款与存款同比



数据来源：银河期货、wind 资讯

虽然社融出现了大增，但结构出现了变化。社融大增主要得益于政府债券的融资，特别是地方债券的融资，表外业务和直接融资也有贡献，但是人民币贷款贡献降低，且结构出现短期化特征。融资环境出现偏紧特征，导致表外票据融资大增的同时，票据贴现出现了回落。1 到 8 月新增社融规模和人民币贷款规模依然分别为 26.1 万亿元和 14.8 亿元，要完成社融规模和人民币贷款规模今

年新增 30 万亿和 20 万亿的目标，新增人民币贷款可能会发力。

8 月，M2 虽有所下降，但 M1 回升。倒挂缺口有所收窄，居民存款多增和非金融企业存款多增对 M2 同比也起到积极作用，但非银金融企业存款下降，和 7 月数据形成鲜明对比，而大发政府债券而导致的财政存款多增了 5244 亿元也对 M2 同比起到了制约作用。

二、PMI 环比回落 结构性问题依然突出

8 月制造业 PMI 报 51%，前值为 51.1%；非制造业 PMI 报 55.2%，前值为 54.2%；综合产出 PMI 报 54.5%，前值为 54.1%。从数据看，PMI 环比出现小幅回落，主要原因在于生产 PMI 和原材料 PMI 回落。新订单 PMI 继续改善，但其改善的主要因素还是在于出口新订单 PMI 的改善，出口回升而进口回落，可能导致货物贸易等继续呈现衰退性顺差。另一方面，结构性问题依旧比较突出，小型企业相对于大型企业改善继续缓慢，部分项目还有恶化的势头。从生产 PMI 和扣除了出口新订单的新订单 PMI 的关系看，和从产成品库存 PMI 处于高位看，国内的消费问题依旧是个问题，相对于生产的恢复，国内需求的恢复依旧滞后。因此，在这种情况下，保持战略定力，继续实行“两个更加”的货币政策和财政政策具有一定的必要性。通过收入分配政策等改善收入预期是提升内需的关键。

图5：制造业PMI分项

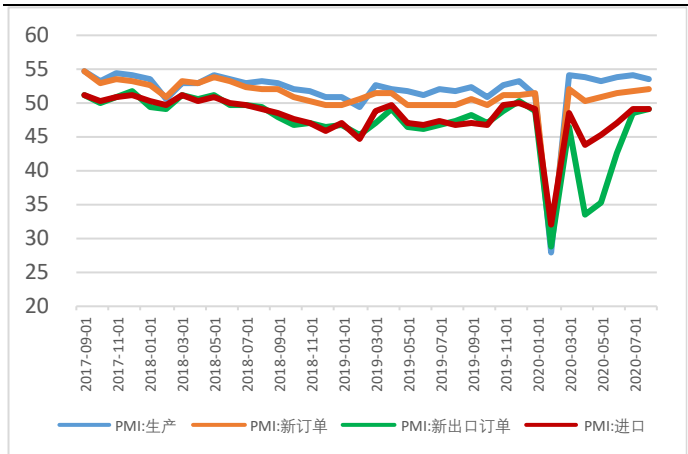
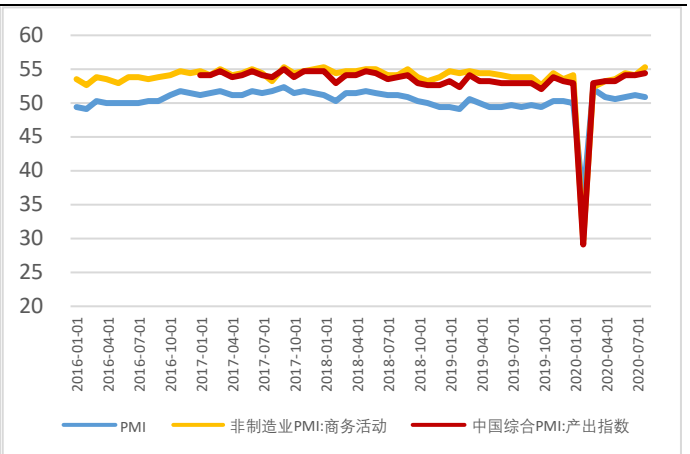


图6：PMI数据



数据来源：银河期货、wind 资讯

三、CPI 同比下滑 PPI 跌幅缩小

8 月物价数据，数据显示，CPI 报 2.4%，前值为 2.7%；CPI 环比报 0.4%,前值为 0.6%。PPI 同比报-2%，前值为-2.4%，跌幅继续缩小，而 PPI 环比 0.3%，前值为 0.4%。8 月 CPI 较 7 月有所回落，主要因素依旧是食品 CPI 出现了回落。食品 CPI 的回落主要是由猪价下跌引起的，而猪价下跌主要是因为此前基数较高，但猪价在 8 月实际上是上涨的。核心 CPI 则创下了历史新低，与前值持平。

从趋势看，猪肉价格考虑到基数去年高的因素，下半年影响总体回落。国际油价近期也出现了下跌，PPI 等受到产成品高库存的影响总体表现依旧可控。翘尾因素在今年接下几个月也大幅回落，总体来看，尽管存在着物价不稳定因素，但现在担忧通胀还为时过早，物价总体无忧。而房租的持续下跌则可能和就业依旧偏弱有关，值得关注。目前看来，相对于通胀，通缩风险更大点。

图7：PPI和CPI当月同比

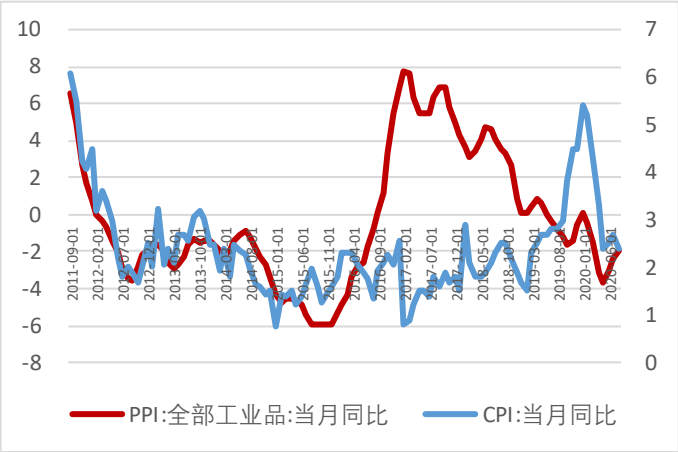
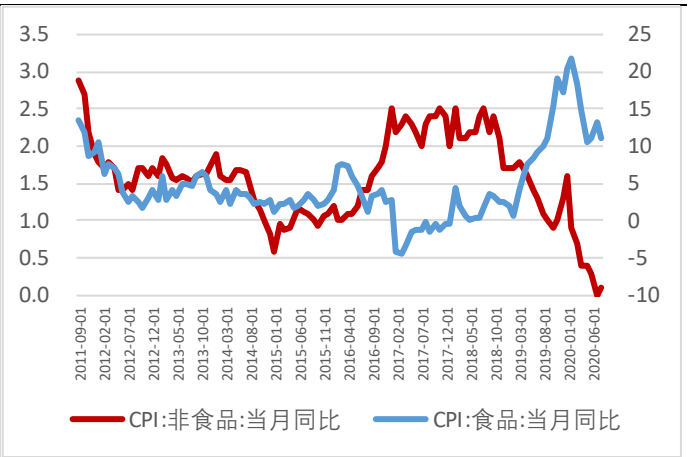


图8：CPI食品与非食品当月同比



数据来源：银河期货、wind 资讯

四、规模以上工业增加值增速加快　固定资产投资同比增加

8 月，全国规模以上工业增加值同比增长 5.6%，增速比 7 月份加快 0.8 个百分点。1 月份至 8 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 0.4%，增速实现由负转正。规模以上工业增加值累计增速由负转正，说明我国工业发展活力逐步恢复，对经济增长实现正向积极推动作用。8 月份的工业增加值增速甚至已经超过了去年同期的增长速度，预计最后四个月仍将保持较高的增长速度。但 8 月服务业生产指数同比增长 4.0%，仍慢于 2019 年同期 6.4%的增速，随着 9 月大中小学开学、电影院开业，社会秩序的恢复正常，未来四个月服务业的增长速度也有望加快。伴随着全国规模以上工业增加值的增加，规模以上工业发电量也快速回升，同比增长 6.8%，增速比 7 月提高 4.9 个百分点；同月，全国全社会用电量同比增长 7.7%，增速比 7 月提高 5.4 个百分点。1~8 月累计发电量增速首次由负转正，同比增长 0.3%。1-8 月全社会累计用电量增速也实现了首次由负转正，同比增长 0.5%。

从投资看，8 月固定资产投资同比增长 9.3%，其中房地产开发投资完成额同比增长 12.1%，基建投资同比增长 7.03%；制造业投资同比由-3.11%大幅上升到正增长 5%。8 月房地产投资累计同比继续得到边际改善，相比较其他固定投资，如制造业、基本建设等表现出一定的韧性。新开工面积占施工面积之比继续有所回升，新开工面积的回升一方面因提升了建安成本而促进了房地产投资的提升，但销售也转好，广义库存和狭义库存均有回落。从资金来源看，国内贷款回落，房企的融资

环境得益于销售的改善，按揭和定金等的改善，并没有出现明显的改变，依旧转好。但从房地产上市公司中报财务数据看，资产负债率普遍回升，而销售利润率普遍回落。

图9：规模以上工业增加值

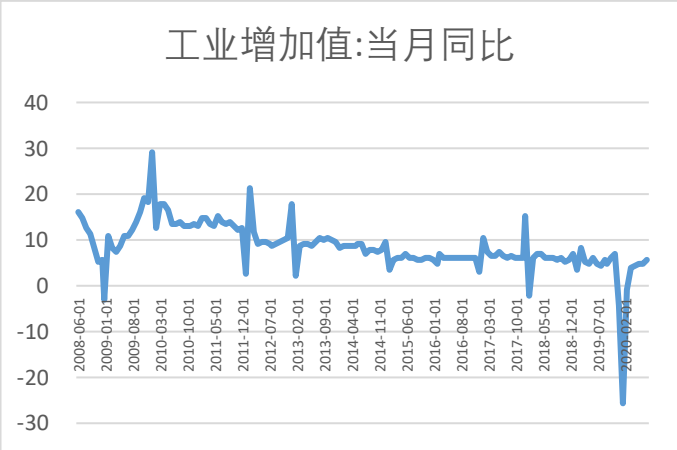
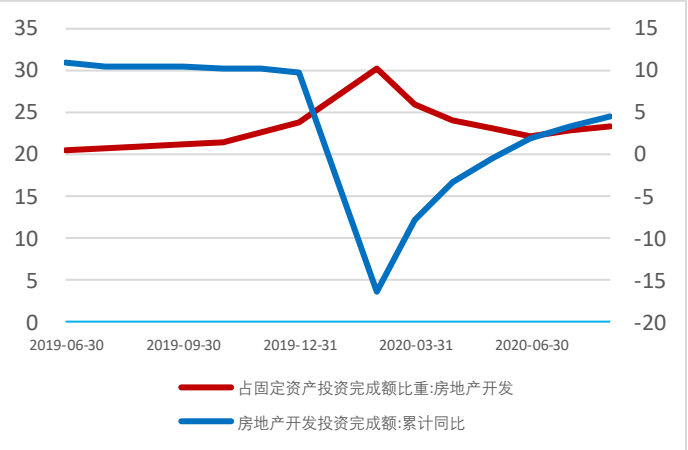


图10：房地产数据



数据来源：银河期货、wind 资讯

五、消费增速年内首次转正

8 月社会消费品零售总额当月同比 0.5%，走高 1.6 个百分点，为疫情以来首度转正。消费增速转正，主要因为国内防疫的成功对于消费的积极促进作用。由于消费场所大部分放开、7 月下旬以来的全国电影院开放，百姓消费心理变得更为积极，包括旅游等上半年被压制的需求也在下半年集中释放。从限额以上消费来看，社交类的消费加速修复，化妆品/服装/金银珠宝零售额同比提速均逾 6 个百分点。此外，餐饮类的消费同比也从上个月的-10.27%提速到目前的-6.17%，同比增速大幅收窄。预计在国内疫情保持稳定的情况下，居民外出消费的意愿将不断回升，这将有利于下半年的消费回暖继续起到积极的作用。

图11：社会消费品零售总额

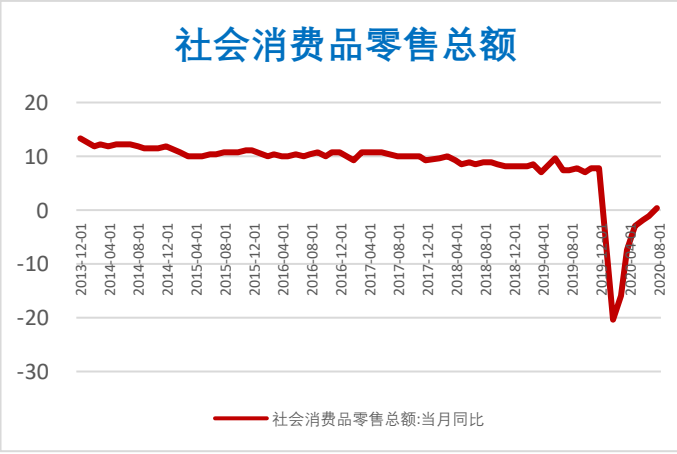
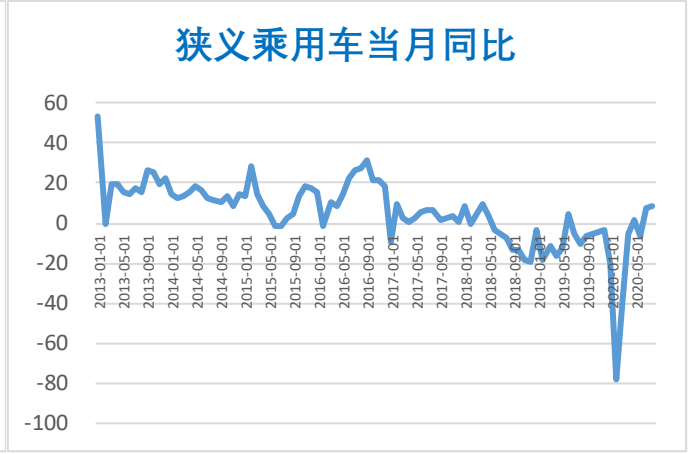


图12：狭义乘用车当月同比



数据来源：银河期货、wind 资讯

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司

万一菁　期货从业资格证号：F3032357　☎:021-65789337

投资咨询证号：Z0014329

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市浦东新区世纪大道 1501 号国华人寿 9 层