修复放缓
——2020 年 8 月宏观经济月报

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

■ **6 月中旬以来美国疫情的实质反弹对 7 月的经济修复构成一定扰动，但整体复苏向好的趋势未变。**7 月美国非农就业持续了经济重启后的超预期表现，增加 176 万人，失业率相应回落至 10.2%，但仍高于次贷危机期间的最高水平。7 月美国零售数据同样维持了复工后的深 V 反弹态势，广义的“零售+餐饮”销售额已经恢复至疫前趋势增长水平。此外，美联储近期对其货币政策框架进行调整，将开始采用“平均通胀目标制”，允许通胀运行在 2%上方一段时间“回补”此前的低通胀。在新框架下美国的货币政策立场料将长期宽松。

■**总体来看，7 月经济修复进入瓶颈期，这既有居民消费、制造业投资需求不足的拖累，也有极端天气影响基建施工的影响。**具体而言，消费、制造业修复缓慢，单月同比持续收缩。需求疲弱制约生产改善，7 月工业增加值同比增速未继续回升。短期经济的支撑点主要来自建筑业景气度高企，主要受到地产、基建的支撑。对外贸易方面，由于我国和海外疫情防控形势的差异，出口韧性再次超出市场预期。物价方面，CPI 受极端天气等因素影响短期回升，PPI 受国际需求边际改善影响跌幅收窄。前瞻地看，在财政刺激下基建投资有望继续发力，宽信用背景下房地产投资依旧有望保持高景气度，未来建筑业仍将对经济构成较大拉动。而居民消费与制造业投资需求仍弱，需要政策持续呵护。

■**在“稳货币”“宽信用”“宽财政”的政策组合下，7 月金融数据总量略有收敛，但结构继续优化，**企业中长贷、居民中长贷表现尤为亮眼，指向基建/房地产/制造业领域的景气度稳步上升。需要注意的是，经济修复进程中大小企业经营状况的分化仍在加剧，且小企业在供需两端均继续承压，短贷/票据/企业债券的收缩可能加剧小企业的融资困境。因此，一方面，央行会继续落实再贷款再贴现、直达实体工具等结构性政策；另一方面，预计货币市场利率继续大幅攀升的概率不高，未来相应期限的市场利率将围绕逆回购和 MLF 利率波动。前瞻地看，三季度信用扩张会更取决于实体经济融资需求修复情况，社融增速有望在三季度内见顶。M2 方面，财政投放是下半年最重要的支撑因素，预计 M2 同比增速在下半年仍有小幅上行的空间。

■**财政收入增速继续修复，财政支出力度加大。**7 月，随着经济基本面的逐步恢复，财政收支矛盾继续缓解。同时，受政府债券规模扩大、突发洪涝灾害、疫情防控、扶贫工作持续推进等因素影响，债务付息、社保就业、卫生健康、农林水事务等方面的支出明显增多。此外，国有土地出让收入增速连续五个月回升，但在“7.30”政治局会议重提“房住不炒”的情况下，年内土地出让收入增速料难持续大幅回升。

目录

一、宏观概览：经济修复遇瓶颈 1
二、海外宏观：乍暖还寒 2
（一）美国二季度 GDP 2
1. 美国有记录以来最大 GDP 跌幅 2
2. 拖累因素：消费与投资 2
3. 支撑因素：净出口与政府支出 3
4. 前瞻：三季度增速转正，速率减缓 3
5. 美联储：货币政策不变，立场边际悲观 3
（二）美国非农就业 4
1. 就业修复边际放缓 4
2. 修复结构：三大特征 4
3. 前瞻：修复放缓，势头不变 5
（三）美联储货币政策新框架 6
1. 货币政策框架：三项主要修改 6
2. 货币政策立场：料将长期宽松 7
3. 大类资产：价格短期面临波动，长期利好黄金股市，利空美元 7
三、实体经济：修复斜率放缓 8
（一）PMI：修复延续，隐忧仍存 8
1. 制造业：整体保持扩张，小企业境况堪忧 9
2. 非制造业：服务业加速复苏 10
3. 前瞻：短期回暖趋势不变，关注小企业经营情况 10
（二）工业生产：需求不足制约生产修复 10
（三）消费：疲弱态势依旧 11
（四）投资：基建、地产景气度较高 12
1. 房地产投资：投资增速持续回升 12
2. 基建投资：极端天气影响项目开展 13
3. 制造业投资：投资依旧负增长 13
（五）贸易：防疫需求仍强，传统出口回温 14
1. 出口：年内新高 14
2. 进口：增速回落 15
3. 前瞻：进出口均有支撑 16
（六）物价：CPI 短暂反弹，PPI 持续回升 16
1. CPI：猪肉、蔬菜驱动增速反弹 16
2. PPI：继续回升 17
（七）工业企业利润：保持改善趋势 17
1. 增长动力：需求回暖，经营改善 18
2. 行业结构：上中下游普遍好转 18
3. 前瞻：利润回升趋势不变，斜率或将放缓 19

四、货币金融：“稳货币”“调结构” 19
（一）《2020 年二季度货币政策执行报告》 19
1. 宏观经济：国内明显好于预期 19
2. 政策立场：坚持正常的货币政策空间 20
3. 政策重点：结构性政策“精准滴灌” 21
4. 政策难点：利率传导与中小银行风险 21
5. 结论：结构性宽松延续 22
（二）7 月金融数据：“社融-M2”剪刀差走阔 22
1. 信贷：总量季节性回落，结构持续改善 23
2. 社融：信贷非标回暖，发债依然低迷 23
3. 货币：M2-M1 剪刀差收窄 24
4. 前瞻：社融增速或将于三季度内见顶 25
（三）金融减负 1.5 万亿的进展及空间 25
1. 1.5 万亿减负：进展与空间 25
2. 货币政策：“稳货币”“调结构” 27
五、财政收支：税收增速有所改善，土地出让增速转正 27
（一）公共财政收入：增速回升，税收改善是主因 27
（二）公共财政支出：节奏明显加快，有力保障重点领域 28
（三）土地出让收入：连续第五个月反弹 29

图目录

图 1：美国二季度 GDP 增速创历史新低 2
图 2：服务类消费是消费下降的主要驱动 2
图 3：美国谷歌活动指数走平 3
图 4：疫情以来美国居民可支配收入不降反升 3
图 5：美国失业率连续三个月下降 4
图 6：休闲酒店就业仍较疫情前存在较大差距 4
图 7：美国新增确诊出现显著回落 5
图 8：先行经济指标重拾反弹态势 5
图 9：美国通胀中枢长期低于美联储目标 6
图 10：过去 10 年美国菲利普斯曲线斜率趋平 6
图 11：次贷危机后美国债收益率长期低于经济增速 7
图 12：预计美国债利息成本将占 GDP2.6% 7
图 13：制造业与非制造业 PMI 9
图 14：供需缺口收窄 9
图 15：大小企业分化持续 10
图 16：就业指数小幅回升 10
图 17：工业生产增速修复进入瓶颈 11
图 18：采矿业、公用事业增加值增速下滑 11
图 19：社零当月同比增速持续收缩 12
图 20：可选消费是主要拖累 12
图 21：固定资产投资增速继续回升 12
图 22：房地产资金来源情况改善 12
图 23：防疫和“宅经济”商品出口增速回落 14
图 24：传统制造业产品出口显著回升 14
图 25：外需边际回暖 15
图 26：我国对主要贸易伙伴国家出口回升 15
图 29：CPI 同比增速小幅反弹 17
图 30：PPI 同比持续回升 17
图 31：规上工业企业利润持续好转 18
图 32：企业经营状况改善 18
图 33：二季度货币市场利率有所反弹 21
图 34：2020 年二季度超储率同比下降 40bp 21
图 35：实体经济融资成本继续下降 22
图 36：民营企业信用利差仍在高位（截至 8 月 6 日） 22
图 37：7 月信贷回落符合季节性 23

图 38：新增人民币贷款及构成 23
图 39：新增居民贷款构成占比 23
图 40：新增非金融企业贷款构成占比 23
图 41：7 月社融季节性回落 24
图 42：新增社融及构成 24
图 43：7 月 M2-M1 剪刀差收窄 25
图 44：社融存量与 M2 存量同比增速 25
图 45：公共财政收入增速持续改善 28
图 46：税收与非税收入“跷跷板”效应现苗头 28
图 47：主要税种增速继续改善 28
图 48：公共财政支出增速小幅反弹 28
图 49：债务付息支出增速继续领跑各项财政支出 29
图 50：土地出让收入增速继续反弹 29

表目录

表 1：1.5 万亿减负规模匡算 26

一、宏观概览：经济修复遇瓶颈

海外方面，美国在疫情尚未得到有效控制时，便强行重启经济，导致 6 月中旬以来疫情出现实质反弹。7 月美国的经济修复受到疫情扰动，但整体复苏向好的趋势未变。7 月美国非农就业持续了经济重启后的超预期表现，增加 176 万人，失业率相应回落至 10.2%，但仍高于次贷危机期间的最高水平。7 月美国零售数据同样维持了复工后的深 V 反弹态势，广义的“零售+餐饮”销售额已经恢复至疫前趋势增长水平。此外，美联储近期对其货币政策框架进行调整，将开始采用“平均通胀目标制”，允许通胀运行在 2%上方一段时间“回补”此前的低通胀。在新框架下美国的货币政策立场料将长期宽松。

国内方面，我国在疫情防控和经济修复上均走在世界前列。但我国经济仍面临供过于求、需求修复相对疲弱等结构性问题，7 月经济修复进入瓶颈期。具体而言，消费、制造业修复缓慢，单月同比持续收缩。需求疲弱制约生产改善，7 月工业增加值同比增速未继续回升。短期经济的支撑点主要来自建筑业景气度高企，主要受到地产、基建的支撑。对外贸易方面，由于我国和海外疫情防控形势的差异，出口韧性再次超出市场预期。物价方面，CPI 受极端天气等因素影响短期回升，PPI 受国际需求边际改善影响跌幅收窄。前瞻地看，在财政刺激下基建投资有望继续发力，宽信用背景下房地产投资依旧有望保持高景气度，未来建筑业仍将对经济构成较大拉动。而居民消费与制造业投资需求仍弱，需要政策持续呵护。

货币政策延续“稳货币”“宽信用”基调，7 月金融数据总量略有收敛，但结构继续优化。其中，企业中长贷、居民中长贷表现尤为亮眼，指向基建/房地产/制造业领域的景气度稳步上升。需要注意的是，经济修复进程中大小企业经营状况的分化仍在加剧，且小企业在供需两端均继续承压，短贷/票据/企业债券的收缩可能加剧小企业的融资困境。因此，一方面，央行会继续落实再贷款再贴现、直达实体工具等结构性政策；另一方面，预计货币市场利率继续大幅攀升的概率不高，未来相应期限的市场利率将围绕逆回购和 MLF 利率波动。前瞻地看，三季度信用扩张会更取决于实体经济融资需求修复情况，社融增速有望在三季度内见顶。M2 方面，财政投放是下半年最重要的支撑因素，预计 M2 同比增速在下半年仍有小幅上行的空间。

财政政策方面，财政收入增速继续修复，财政支出力度加大。7 月，随着经济基本面的逐步恢复，财政收支矛盾继续缓解。同时，受政府债券规模扩大、突发洪涝灾害、疫情防控、扶贫工作持续推进等因素影响，债务付息、社保就业、卫生健康、农林水事务等方面的支出明显增多。此外，国有土地出让收入增速连续五个月回升，但在“7.30”政治局会议重提“房住不炒”的情况下，年内土地出让收入增速料难持续大幅回升。

二、海外宏观：乍暖还寒

（一）美国二季度 GDP

美东时间 7 月 30 日，美国经济分析局（BEA）公布了今年二季度经济数据，实际 GDP 环比折年率初值为-32.9%（同比-9.5%），略好于市场预期（-34.5%）。

1. 美国有记录以来最大 GDP 跌幅

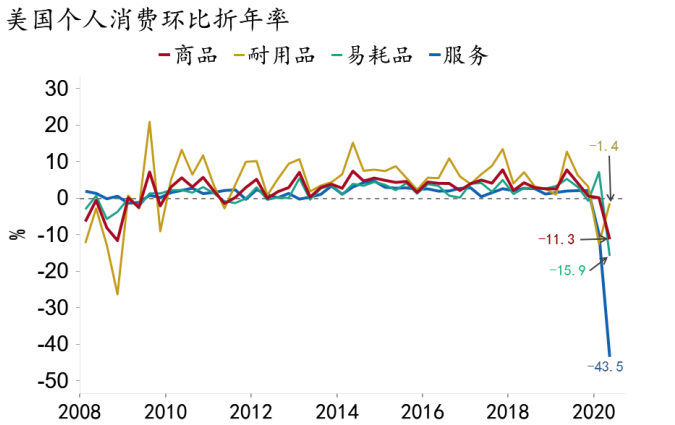
疫情对美国经济的冲击在二季度全面显现，创下了自 1947 年有记录以来的最大单季跌幅，是 2018 年四季度（-8.4%，同比-2.75%）的近四倍。重启后美国经济的超预期修复是二季度 GDP 增速好于预期的主要原因。6 月美国就业市场已修复疫情爆发后损失工作的 1/3，零售及餐饮消费额也已基本追平疫前。然而，特朗普出于竞选压力过早放宽防疫措施，使疫情出现实质反弹，为未来经济修复笼上阴霾。

图 1：美国二季度 GDP 增速创历史新低



资料来源：BEA、Macrobond、招商银行研究院

图 2：服务类消费是消费下降的主要驱动



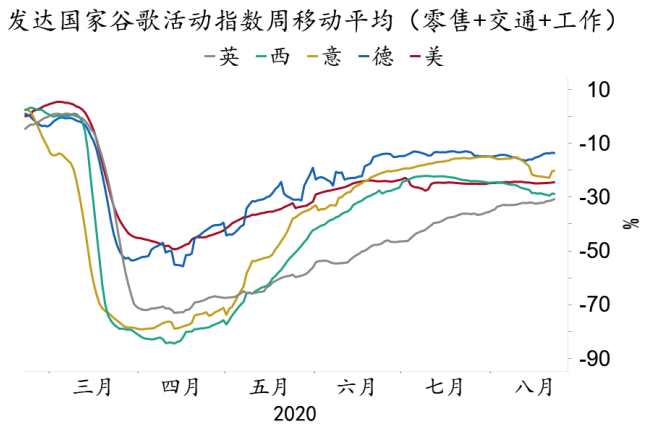
资料来源：BEA、Macrobond、招商银行研究院

2. 拖累因素：消费与投资

占美国 GDP 约七成（68.6%）的消费拉动二季度美国 GDP 环比增长-25.1%（前值-4.8%，同比-10.7%），连续成为一、二季度 GDP 增长的最大拖累。从构成上看，服务类消费额环比下降 43.5%（同比-14.7%），拖累 GDP 增速约 22.9 个百分点；商品类消费降幅相对较小，环比下跌 11.3%（同比-1.8%），对 GDP 拖累 2.1pct。下滑主要来自易耗品消费的-15.9%，而耐用品消费仅下跌 1.4%。这与次贷危机期间耐用品消费领跌的情况大相径庭，根本原因是强财政刺激下居民可支配收入不降反升。

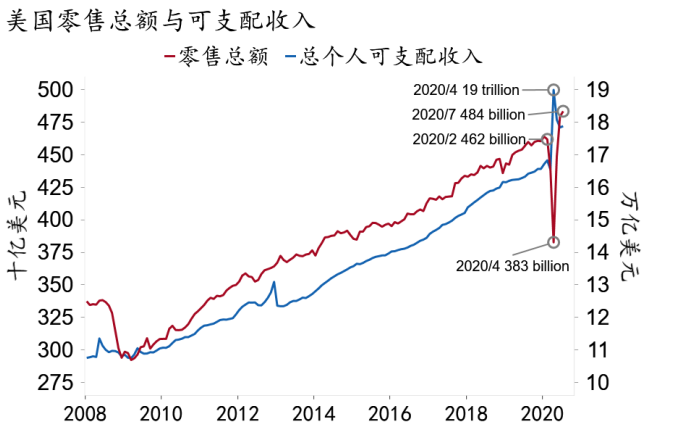
GDP 增速的第二大拖累项是私人投资（-9.4pct），环比增速为-49%（同比-17.9%）。其中，固定投资和非农库存对 GDP 下拉分别为-5.4pct 和-4.0pct。子项中只有信息处理设备（information processing equipment）和农业库存出现上升。

图 3：美国谷歌活动指数走平



资料来源：Google、Macrobond、招商银行研究院

图 4：疫情以来美国居民可支配收入不降反升



资料来源：BEA、US Census、Macrobond、招商银行研究院

3. 支撑因素：净出口与政府支出

政府支出为 GDP 最大的拉动项（0.82pct），但较前值（0.22pct）提升有限。财政刺激推动联邦政府非国防支出大幅上升 39.7%（同比 10.9%），形成的正拉动（1pct）被地方政府支出的缩减部分抵消。

净出口对 GDP 环比拉动 0.68pct，相比一季度（1.13pct）边际减少。主要原因是一季度进口跌速领先出口的情况在二季度出现反转，进出口分别环比下跌 53.4%（同比-22.1%）和 64.1%（同比-23.7%）。但因进口额高于出口额 4 成，净出口对 GDP 增速贡献仍然为正。

4. 前瞻：三季度增速转正，速率减缓

经历二季度的“至暗时刻”后，三季度美国经济增速有望转正。美国经济活动的底部出现在疫情防控最为严格的 4 月，三季度有望延续 5 月复工后持续回暖的态势，**但近期疫情的大幅反弹也使三季度经济修复的不确定性大幅增加，**目前美国已有超 20 个州暂停重启。

此外，三季度财政刺激力度料将边际减弱。美国政府于 3 月底颁布的“关怀法案”中部分补贴已于 7 月底失效，包括每周 600 美元的额外失业补贴，以及鼓励中小企业维持雇员规模的“薪酬保护计划”。共和党提出的总额约 1 万亿美元的下一轮刺激方案与民主党的 3 万亿方案差异较大，且在 8 月两党多次磋商后仍无法取得共识。这种情况下特朗普通过行政令，绕过国会将失业补贴恢复至 400 美元每周，资金来源为国土安全部的灾难救助基金（Disaster Relief Fund）。但美国尽责联邦预算委员会（Committee for a Responsible Federal Budget）预测显示 440 亿美元的资金规模仅够维持约 5 周的支出。在新一轮财政补贴迟迟不能出台的情况下，美国三季度居民收支将受到较大影响。

5. 美联储：货币政策不变，立场边际悲观

同日，美联储在 7 月议息会议后发布公告，表示将维持零利率区间和不低于每月 1,200 亿美元的购债规模。尽管与市场预期一致，美联储未对既有政策和工具做出调整，但**疫情出现实质反弹使美联储对三季度的经济修复出现担忧。**会后声明中特别增加了“经济走向将显著取决于疫情发展”（the path of the economy will depend significantly on the course of the virus）的表述，而美联储主席鲍威尔在新闻发布会上也再次强调了未来经济复苏的高度不确定性，并表示疫情在 6 月中旬反弹后部分高频数据指向经济修复的减弱甚至边际反转。

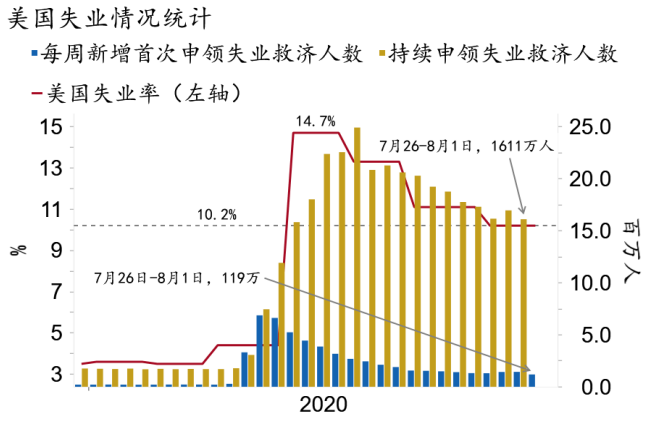
（二）美国非农就业

美东时间 8 月 7 日，美国劳工统计局（BLS）公布的数据显示，7 月份美国非农新增就业再次超预期增加 176 万人（预期 148 万）。失业率相应从 11.1% 回落至 10.2%。

1. 就业修复边际放缓

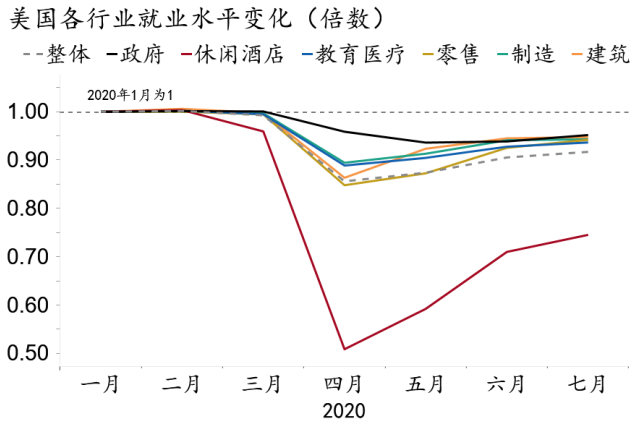
7 月非农就业数据标志着经济重启后美国就业市场连续第三个月的超预期反弹。5 月起美国非农就业累计增加近 930 万，已经回补疫情以来损失就业人数的 42%，但失业率仍高于次贷危机时的高点（10%）。需要注意的是，目前 BLS 单独统计的每周首次申领失业救济人数仍维持在疫前趋势水平的 6 倍左右，表明尽管就业整体回暖，但部分地区和行业仍在持续失血，且存在二次失业的情况。

图 5：美国失业率连续三个月下降



资料来源：BLS、Macrobond、招商银行研究院

图 6：休闲酒店就业仍较疫情前存在较大差距



资料来源：BLS、Macrobond、招商银行研究院

尽管非农数据好于预期，但未能缓解市场对于经济修复放缓的担忧。7 月新增就业远低于 6 月水平（480 万，减少约 300 万），主要原因是 6 月中旬疫情大幅反弹后美国多州防疫措施边际收紧，导致复工进程放缓甚至出现逆转：加利福尼亚、佛罗里达等“重灾区”重新关闭了酒吧、餐馆等服务场所，返岗员工被再次解聘。

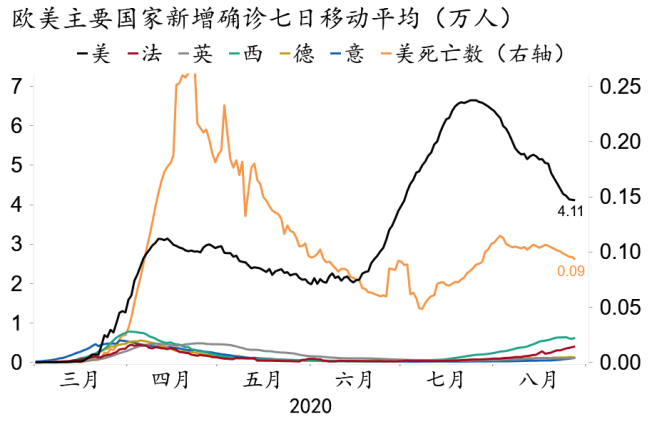
2. 修复结构：三大特征

7 月美国就业数据呈现出三大结构性特征：

一是服务业遇冷是新增就业放缓的主要原因。私人部门中，服务业新增共计 142 万，尽管仍为新增非农就业的主要来源（80.7%），但规模相较 6 月萎缩近 7 成。而制造业新增自 5 月以来持续放缓，7 月增加岗位不到 4 万，不及前值的十分之一。服务业新增仍主要来自前期受疫情严重冲击的行业：休闲酒店新增 59 万，占服务业新增 4 成；零售和教育医疗分别增加 26 和 22 万人。政府部门的新增雇员则出现了逆势上升：7 月环比增加 30 万人，是前值的近 6 倍，主要受地方政府公立教育机构雇员数的反弹（22 万人）拉动。

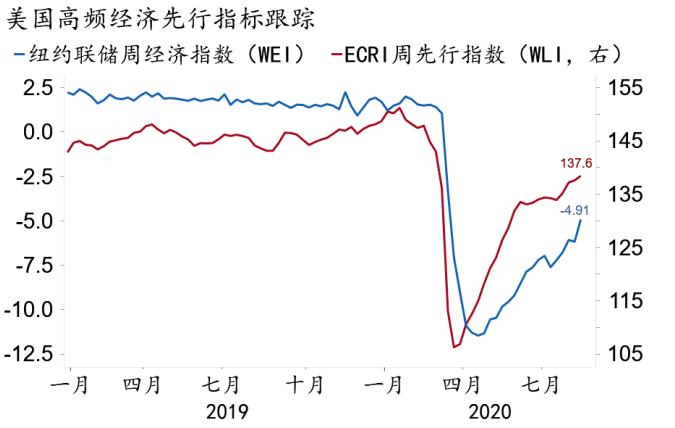
二是新增就业依然来自于临时性失业的下降。7 月临时失业人数为 923 万，较前值减少 134 万，贡献了 8 成的新增就业，再次说明就业的快速修复源自复工后大量劳动力重返原工作岗位。而永久性失业人数（288 万）打破疫情后持续上升的态势，环比小幅缩减 6,000 人（6 月增加 59 万）。

图 7：美国新增确诊出现显著回落



资料来源：WHO、Macrobond、招商银行研究院

图 8：先行经济指标重拾反弹态势



资料来源：NY Fed、ECRI、Macrobond、招商银行研究院

三是不同群体间失业率修复持续分化。从年龄段看，16-19 岁的青少年（teenagers）反弹最快，环比减少 3.9pct，而成年女性反弹最慢，环比仅减少 0.7pct。从族裔看，亚裔/拉丁裔人群的修复（1.8/1.6pct）比白人(0.9pct)、非裔(0.8pct)更好。从学历看，受教育程度低的群体修复速度较快，这也使得时薪同比增速出现小幅回落。

3. 前瞻：修复放缓，势头不变

6 月中旬疫情的大幅反弹为美国经济复苏蒙上阴霾，但 7 月非农数据显示美国经济整体的向好趋势尚未改变。一方面，三季度美国经济仍将呈现温和复苏：一是 7 月下旬美国新增感染数创下新高后，目前已大幅回落至日均 4.1 万人水平。二是从高频数据来看，近期经济走势已初步摆脱疫情反弹的影响：纽约联储周经济指数（WEI）在短暂下挫后已重入上升通道，而周新增首次申领失业救济人数创下疫情后的新低（101 万）。三是 7 月底到期的额外失业补助将促使失业人口积极寻找新工作。芝加哥大学的研究表明，“关怀法案”中每

周 600 美元的额外失业补助使 7 成失业人口的收入高于原薪酬，大幅打压了就业积极性。另一方面，尽管下调失业补助中长期有利于推动失业人口重新就业，但疫情使多州收紧管控，短期内就业缺口难以完全修复。在下一轮财政补贴迟迟未至的情况下，居民支出意愿环比出现显著下降：密歇根大学消费者信心指数从 91.7 下降至 84.8，远低于市场预期的 93。

（三）美联储货币政策新框架

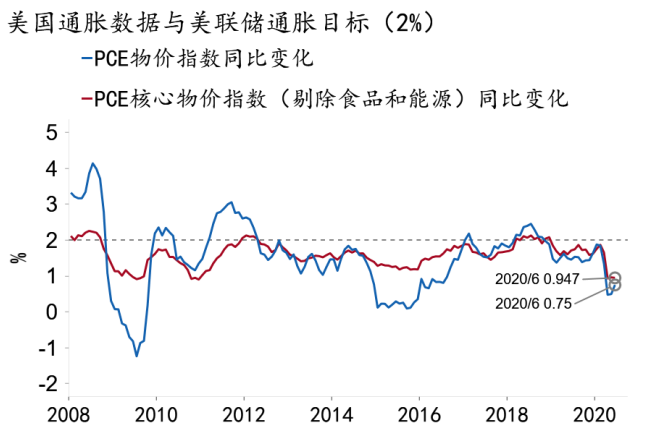
美东时间 8 月 27 日，美联储公开市场委员会已完成对货币政策框架的评估，修改了其货币政策指导性文件《长期目标和货币政策策略声明》（Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy，下文简称《声明》）。

1. 货币政策框架：三项主要修改

自 2012 年《声明》发布以来，美联储首次对其货币政策执行框架进行了修订，并得到了公开市场委员会 17 位票委的一致认可。此次修订主要涉及三项内容，其中前两项是美联储的“双重使命”（dual mandate），即美联储的货币政策目标。

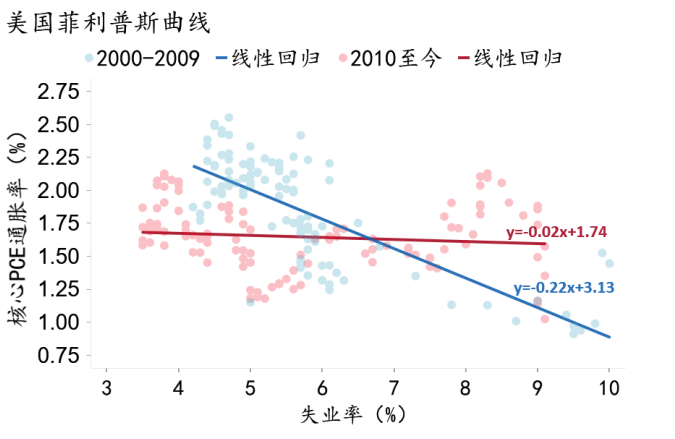
首先，美联储将就业目标的表述由最大就业的双向“偏离”（deviations）改为单向“缺口”（shortfalls），指向美联储更加注重推动就业市场的修复。这与近十年来美国菲利普斯曲线的平坦化相关：尽管疫前美国失业率已处于历史低位，但其通胀持续低迷，这使得美联储无需对就业市场的“正偏离”做出响应。

图 9：美国通胀中枢长期低于美联储目标



资料来源：BEA、Macrobond、招商银行研究院

图 10：过去 10 年美国菲利普斯曲线斜率趋平



资料来源：BLS、BEA、Macrobond、招商银行研究院

其次在通胀目标方面，美联储将“对称”（symmetric）通胀目标修订为“平均”（average）通胀目标。在此框架下，美联储将把过往的通胀水平纳入考量，而非仅仅考虑当前的通胀水平及预期。这意味着未来美联储将在一定时间内允许通胀运行在 2%上方，以“补偿”过往持续低迷的通胀。

第三项修改在《声明》中首次加入了低利率时代对于货币政策的挑战，主要强调了在面临利率零下限的情况下，常规货币政策空间相较以往更为有限。

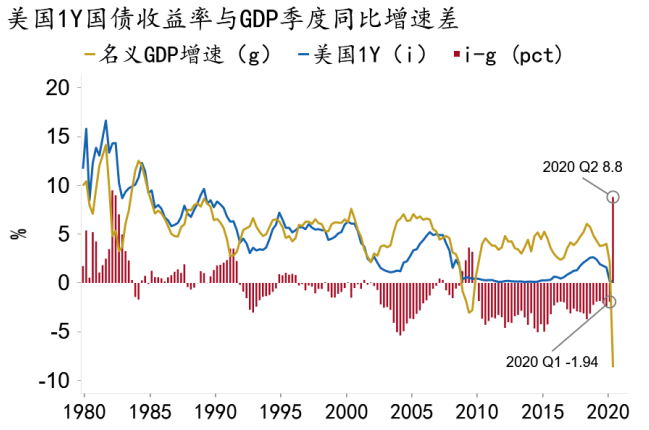
2. 货币政策立场：料将长期宽松

鲍威尔表示，美国经济低增长低通胀低利率的“三低”环境，是此次货币政策调整的主要动因，特别是上文提到的菲利普斯曲线平坦化。

考虑到疫情对美国经济的巨幅冲击，美联储此次对货币政策框架的调整，意味着其货币政策的宽松立场将延续更长时间：即便美国通胀受宽松政策影响超预期走高，美联储也无需立即收紧货币政策。

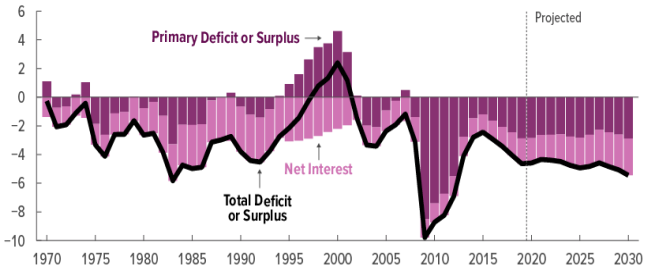
值得一提的是，不论从美国债务可持续性还是所持国债收益的角度考量，美联储均有动机将美国利率维持在低位。美国国会预算办公室（CBO）估计，已出台的财政刺激方案将使得今年美国财政赤字增加 3.7 万亿美元，为二战后最高；未来十年美国为国债支付的利息约占 GDP 的 2.6%。美联储是美国国债的主要买家：疫情爆发后，美联储 4 个月扩表超过 3 万亿美元，其中约 54%（1.62 万亿）为国债。

图 11：次贷危机后美国债收益率长期低于经济增速



资料来源：BEA、Macrobond、招商银行研究院

图 12：预计美国债利息成本将占 GDP2.6%



资料来源：CBO、招商银行研究院

3. 大类资产：价格短期面临波动，长期利好黄金股市，利空美元

美联储此次对于货币政策框架的评估预计将对部分资产的交易逻辑产生深远影响，本文将通过短期以及中期影响分别进行阐述。

短期来说，资产定价面临美元利率波动的不确定性。在美联储提高对于通胀容忍度的背景下，市场会预期通胀水平逐渐上移，预计美债长端利率会因率先定价通胀而出现反弹，昨日美国 10 年期国债利率上行 5 个 BP 即为直接印证。

但是，短期的不确定性集中在长端利率对通胀计入的幅度以及时间长短上。若长端利率持续、甚至是超额定价通胀的上行预期，实际利率会在短期内出现伴随式上移，美欧利差也有望打破平台震荡出现反弹，这将对黄金构成利

空，对美元则构成利多；但若长端利率仅出现阶段性上行，随后即被美联储通过购债方式压缩其上行幅度，这对黄金和美元的影响则较为中性。因此，近期需要注意黄金和外汇市场的波动风险。

长期而言，我们认为“平均通胀目标制”（average inflation targeting）的提出将强化黄金上涨的交易逻辑，同时对美元产生不利影响。

黄金的定价核心在于美债名义利率与通胀的赛跑。其中，通胀中枢有望从疫情冲击形成的极低“坑位”中逐渐修复，尤其是明年上半年，在低基数的影响下，CPI 同比或将在二季度超过 2%。

但是对于名义利率来说，在“后危机时期”，美债利率的核心矛盾正在向如何降低政府还债压力转移，尽管经济弱复苏以及通胀的改善会带来利率方向性的上行，但预计美联储会不断通过政策的手段进行压制，不论是量化宽松（QE）、还是平均通胀目标制，实际上均是为美联储实行更长时间的低利率而服务的。因此，在 1-2 年的时间维度内，“名义利率上行速率慢于通胀”的组合将会继续，这也进一步强化了黄金上涨的交易逻辑。

汇率方面，欧洲央行尚未有“货币政策滞后于通胀率超调”的表态，美元的趋势性下行预计仍将继续。在弱美元、中美利差高企以及中国经济率先复苏的推动下，人民币汇率稳中有升的格局有望延续，风险因素则集中于逆全球化格局下，中美关系不确定性对汇市的扰动。

同时，美联储的新框架，大体上巩固了市场对于美联储致力于维持低利率、超宽松货币环境的看法，将对包括美股在内的全球股市带来乐观预期，进而也将对 A 股和港股带来提振作用，吸引资金持续流入 A 股。预计美股在新框架背景下，仍有进一步上攻的动力，但这将加剧美股的估值压力，疫情以来，美股虽然自低位大幅上涨并创出历史新高，但盈利贡献为负，几乎全部涨幅皆由估值贡献，若美国经济不能明显改善，则美股的估值压力未来如何化解，是一个值得关注的问题。

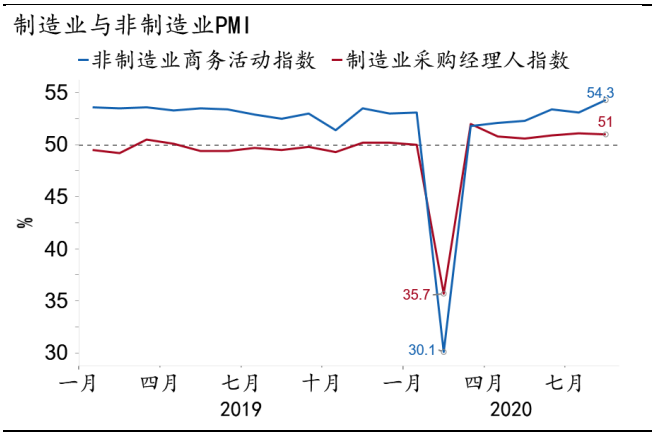
三、实体经济：修复斜率放缓

整体来看，7 月经济数据回暖趋势放缓。规模以上工业增加值当月同比 4.8%（前值 4.8%，市场预期 5.2%）；社会消费品零售总额当月同比-1.1%（前值-1.8%，市场预期+1.2%）；城镇固定资产投资额累计同比-1.6%（前值-3.1%，市场预期-1.6%），其中基建投资同比 1.2%（前值-0.1%），房地产投资同比+3.4%（前值+1.9%），制造业投资同比-10.2%（前值-11.7%）。

（一）PMI：修复延续，隐忧仍存

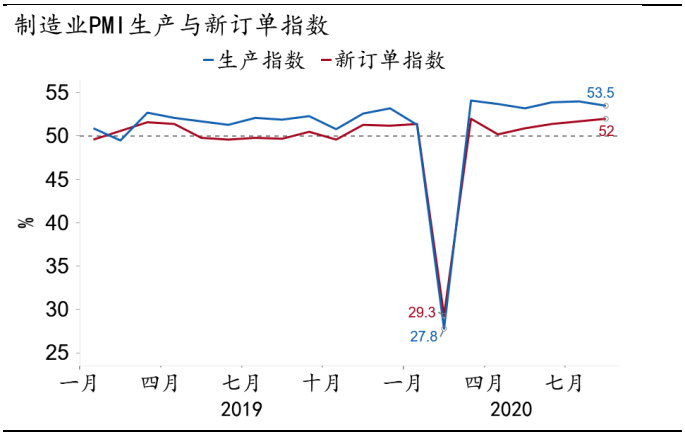
8 月中国制造业采购经理人指数为 51%，较 7 月小幅回落 0.1 个百分点，非制造业商务活动指数为 55.2%，较 7 月提升 1 个百分点，连续 6 个月位于荣枯线以上，经济复苏势头延续。

图 13：制造业与非制造业 PMI



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 14：供需缺口收窄



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

1. 制造业：整体保持扩张，小企业境况堪忧

在 7 月反弹的基础上，8 月制造业 PMI 季节性小幅回落，仍处于扩张区间，但修复动力有所减缓。PMI 下行的主要原因在于生产进入瓶颈期，生产指数、采购量和原材料库存分别下降 0.5、0.7 和 0.6 个百分点，至 53.5%、51.7%和 47.3%，显示生产扩张势头放缓。反映在经济数据上，5 月以来工业增加值修复斜率的平坦化大概率仍将持续。

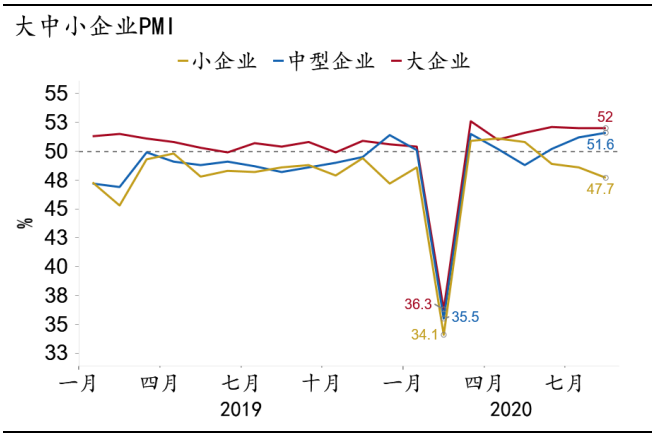
产需缺口有所收敛，但依旧是制约经济复苏的主要矛盾。随着经济复苏，需求侧持续好转，新订单小幅扩张至 52%、出口订单、在手订单分别上升 0.7 和 0.4 个百分点至 49.1%和 46%，收缩幅度减小。在生产扩张减速和需求上行的双重作用下，产需缺口收窄，生产指数与新订单指数之差降为 1.5%，回归至 12 个月移动平均水平。不过，供过于求的矛盾依旧存在，需求不足仍是经济进一步修复的最大约束。

海外经济复产复工仍在继续，进出口指数小幅上行。8 月新出口订单指数回升 1.3 个百分点至 49.1%，低于 6、7 月份 6.7、5.8 个百分点的升幅，上升势头明显减弱；进口指数小幅下跌 0.1 个百分点至 49%。由于海外经济进入“耐克型”复苏的后半段，修复斜率趋缓，导致进出口动力减弱，未来进出口对经济复苏的拉动作用可能有所降低。

小企业下行趋势仍在持续。大小企业生产和需求连续三个月出现分化，在大中企业生产和订单持续处于扩张区间的情况下，小企业下行势头不减，生产指数和新订单指数环比下降 1.7 和 0.6 个百分点，至 48.1%和 46.2%，收缩程度加剧。在持续萎缩的情形下，小企业就业亦不容乐观，就业指数环比下降 1.2 个百分点至 48%。

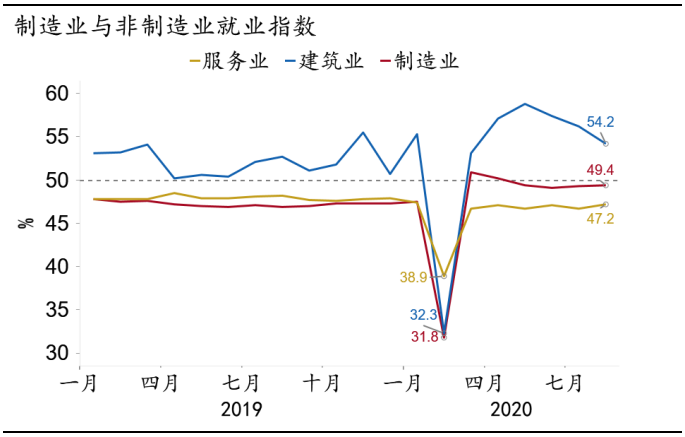
尽管受小企业经营状况恶化拖累，就业收缩势头得到缓解。8 月就业指数小幅上涨 0.1 个百分点，至 49.4%，收缩程度减弱。就业的改善应归功于中型企业就业指数的上行，在连续的生产扩张下（8 月中型企业生产指数为 54.1%），企业预期出现改善，人员逐渐稳定，中型企业雇员指数回升 1.5 个百分点至 49.1。

图 15：大小企业分化持续



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 16：就业指数小幅回升



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

2. 非制造业：服务业加速复苏

服务业扩张是非制造业商务活动指数上涨的主要原因。8 月服务业商务活动指数达到 54.3%，较前值提升 1.2 个百分点。分行业看，住宿及餐饮业强劲扩张，上行至 63.8%的高位，前期受疫情影响较大的租赁及商务服务业疫后首次回到扩张区间，升至 51.6%，表明线下消费、旅游、商务出行的强势恢复。作为与其他行业紧密相连的交通运输业，商务活动指数连续 4 个月保持 60%以上的高位，指向全社会经济活动持续活跃。建筑业商务活动指数回落 0.3 个百分点至 60.2%，仍处于高位，下半年基建和房地产有望保持景气。

3. 前瞻：短期回暖趋势不变，关注小企业经营情况

7 月经济恢复遭遇瓶颈，生产、投资和消费的修复斜率放缓，不过，从 PMI 数据走势来看，**经济整体向好的趋势不变， 8、9 月经济结构性问题或将出现好转。**但小企业经营的持续恶化可能对经济的进一步修复构成拖累，**未来需持续关注小微企业经营和人员就业情况，以及相关支持政策落地效果。**

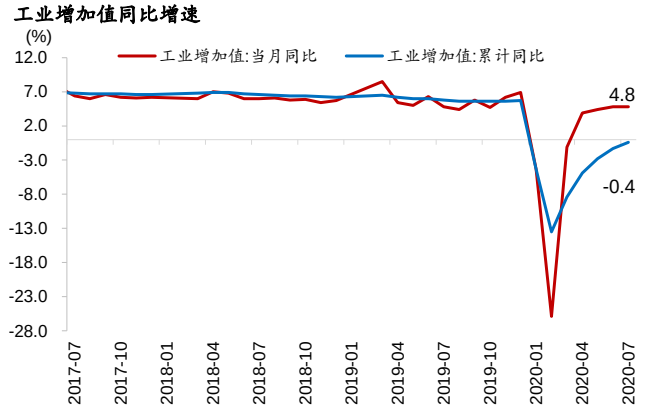
（二）工业生产：需求不足制约生产修复

工业生产修复进入瓶颈期，采矿业、公用事业生产活跃度下降。7 月规模以上工业增加值同比增速与前值持平，主要受到居民消费和制造业投资需求不足的制约，这和我们此前需求不足将制约供给修复的判断一致。

分三大产业看：采矿业和公用事业生产活跃度有所下降，7 月采矿业增加值当月同比-2.6%，较前值下滑 4.3pct，公用事业增加值当月同比 1.7%，较前值下滑 3.8pct，制造业增加值当月同比 6.0%，较前值提升 0.9pct。

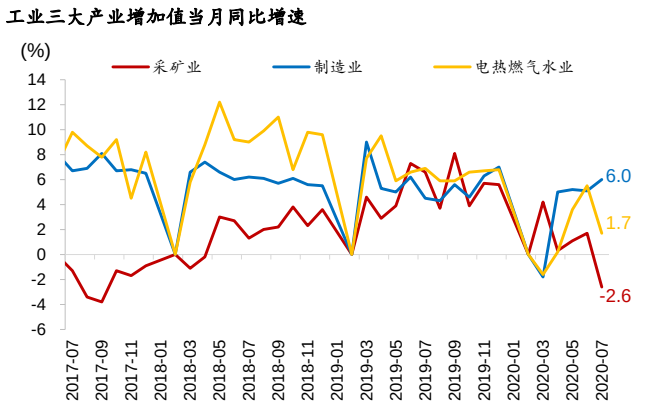
工业生产数据中，前期的结构特征依旧存在：**（1）下游偏消费类行业生产态势疲弱：**纺织服装、皮革制鞋、家具制造、文教体育等行业增加值同比连续收缩，且修复节奏十分缓慢。**（2）汽车行业景气度逐渐走出底部，产业链景气度持续修复：**汽车制造、设备制造、金属制品等行业增加值同比增速较高，7 月汽车行业增加值继续大幅提升 8.2pct 至 21.6%。**（3）机电产品出口韧性持续：**计算机、通信及其他电子设备制造行业增加值高企，同比增速连续 4 个月维持在 10%以上。**（4）建筑业景气度不弱，极端天气影响下基建、地产施工力度稍有减小：**钢铁生产活跃度依旧较高，水泥增加值同比增速稍有下滑。

图 17：工业生产增速修复进入瓶颈



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 18：采矿业、公用事业增加值增速下滑



资料来源：WIND、招商银行研究院

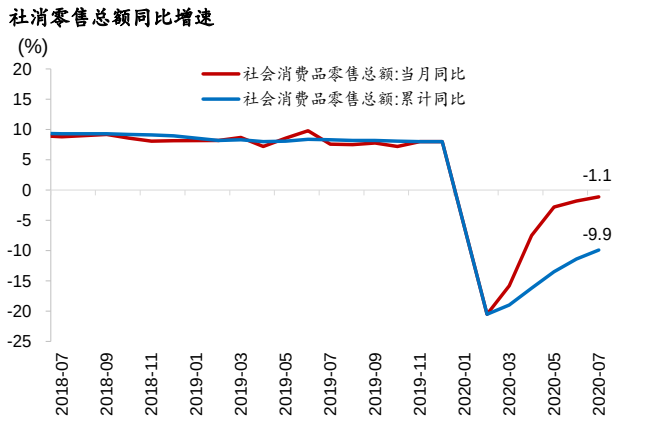
（三）消费：疲弱态势依旧

7 月社会消费品零售总额同比依旧收缩，弱于市场预期，但符合我们此前观点。（1）居民收入依旧是制约消费反弹的主要因素。当前企业营收、利润增长仍有压力，未来居民收入改善仍需时日。（2）部分消费场景仍未完全恢复。短期来看，疫情仍将对餐饮、旅游、电影等消费构成制约。

从结构看可选消费增长依旧低迷。从结构看，食品、饮料、烟酒、日用品、中西药等必须消费同比较前值下滑，可选消费中，家电、家具、装潢、文化娱乐、通讯器材同比较前值下滑，而在低基数影响下汽车、金银珠宝同比增速较前值大幅提升。

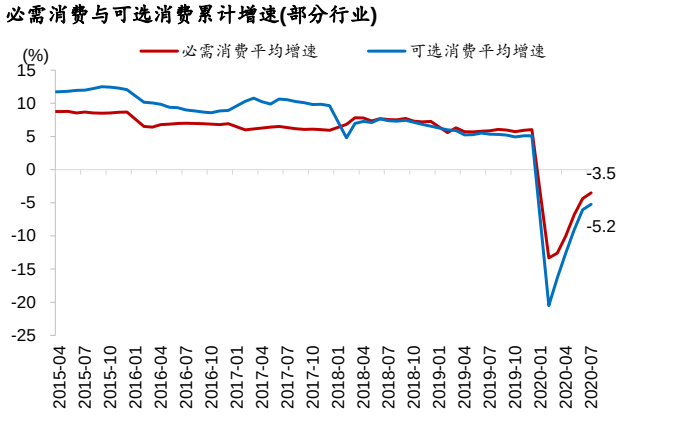
前瞻地看，考虑到企业利润增长乏力背景下居民收入增长缓慢，以及疫情对经济的持续拖累，我们认为下半年消费难现报复性增长，恢复到疫前水平仍需时日。

图 19：社零当月同比增速持续收缩



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 20：可选消费是主要拖累

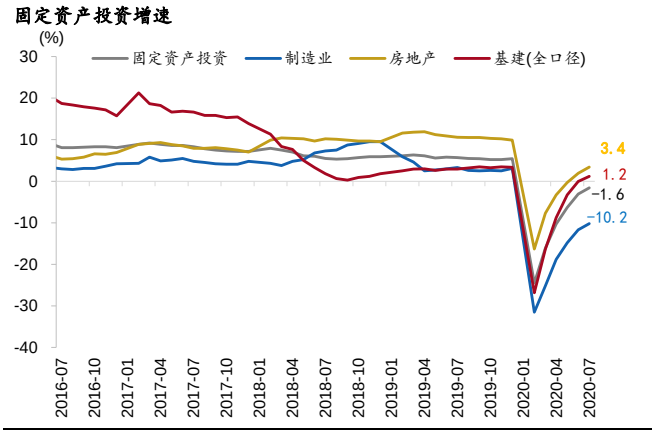


资料来源：WIND、招商银行研究院

（四）投资：基建、地产景气度较高

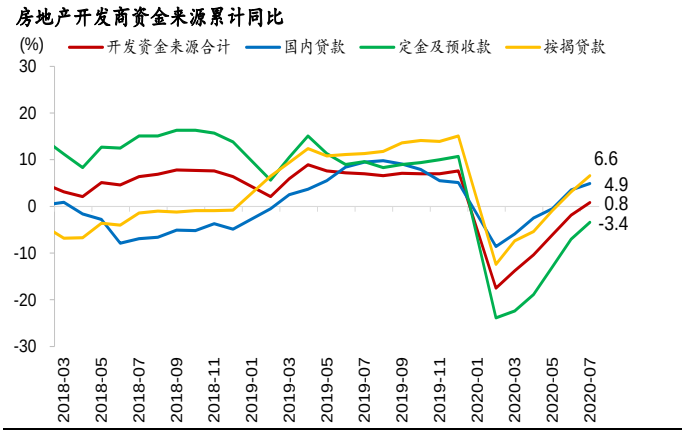
1-7 月，全国城镇固定资产投资同比较前值回升 1.5pct。从单月投资增速来看，据测算 7 月固定资产投资同比 6.1%（较前值提升 1.8pct）。

图 21：固定资产投资增速继续回升



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 22：房地产资金来源情况改善



资料来源：WIND、招商银行研究院

1.房地产投资：投资增速持续回升

1-7 月房地产投资同比增速较前值提升 1.5pct，据测算，7 月房地产投资当月同比增长 11.7%（较前值提升 3.2pct）。

商品房销售继续修复。1-7 月商品房销售面积同比-5.8%，较前值提升 2.6pct；销售金额同比-2.1%，较前值提升 3.3pct。

融资环境改善叠加低利率背景下，房企资金来源情况持续好转。1-7 月开发商资金来源同比增长 0.8%，较前值提升 2.7pct。其中主要受到按揭贷款和自筹资金的拉动。从资金来源当月同比的结构来看，按揭贷款、自筹资金同比均有显著提升，而国内贷款同比增速有所回落。

7 月房企拿地热情趋于平稳。1-7 月土地购置面积同比-1.0%，跌幅较前值扩大 0.1pct，土地成交价款累计同比 12.2%，较前值提升 6.3pct。

开工和施工面积同比提升，竣工面积同比跌幅扩大。1-7 月新开工面积累计同比-4.5%，较前值提升 3.1pct，施工面积累计同比增长 3.0%，增速较前值提升 0.4pct，竣工面积累计同比-10.9%，较前值下滑 0.4pct。

整体来看，7 月房地产投资数据依旧显示了房地产行业的较强韧性，未来房地产景气度有望持续。但随着 7 月底政治局会议重提房住不炒、央行二季度货币政策执行报告提及不将房地产作为短期刺激经济的手段，未来热点城市调控政策仍有望继续出台，在此背景下，房地产投资单月同比增速继续走高的概率较小。

2.基建投资：极端天气影响项目开展

降雨、洪涝等极端天气拖累基建投资增速回升节奏。1-7 月基建投资同比增速较前值提升 1.3pct，累计增速年内首次转正。从单月投资增速来看，据测算 7 月基建投资同比增长 7.7%（较前值下滑 0.6pct）。

铁路、水利行业投资增速继续反弹。从三大门类看，交运仓储、水利环境投资增速均有反弹，电热燃气水投资增速稍有下滑。从主要行业看，铁路运输、水利管理行业投资增速显著反弹，铁路运输业累计同比由前值 2.6%反弹至 7 月的 5.7%、水利管理业累计同比由前值 0.4%反弹至 7 月的 2.9%。

7 月基建投资增速修复放缓符合我们此前预期，前期我们预计洪涝等极端天气的拖累将持续至 7 月，基建投资修复斜率仍将受到一定影响。前瞻地看，考虑到财政扩张后基建资金来源改善以及新增中长期贷款持续放量，三季度基建投资大概率仍将保持上行趋势。

3.制造业投资：投资依旧负增长

制造业修复缓慢，当月投资同比增速连续 6 个月收缩。制造业投资累计同比较前值提升 1.5pct 至-10.2%。从单月投资增速来看，据测算 7 月制造业投资同比-3.1%（较前值收窄 0.4pct），连续 6 个月收缩。

拖累制造业增长的压力依旧未变：（1）企业利润大幅收缩：1-6 月工业企业利润同比减少 12.8%，利润减少制约企业资本开支意愿；**（2）库存处于高位：**6 月工业企业产成品库存同比增速 8.3%，依旧处于较高水平，7 月官方制造业 PMI 产成品存货指数 47.6，较前值提升 0.8pct；**（3）企业预期谨慎：**当前海外疫情发展仍不乐观，全球经济衰退后内外需有待持续修复。

分行业看，大部分行业投资同比跌幅有所收窄，少部分行业景气度持续高企：计算机通信设备行业投资累计同比增长 10.7%；医药制造行业投资累计同比增长 14.7%。

我们依旧认为制造业投资将持续修复但节奏将会缓慢：一方面企业利润收窄、库存较高、企业预期谨慎将会持续制约企业资本开支；另一方面，工业生产修复计入瓶颈、PPI 通缩还将继续拖累企业利润修复节奏。

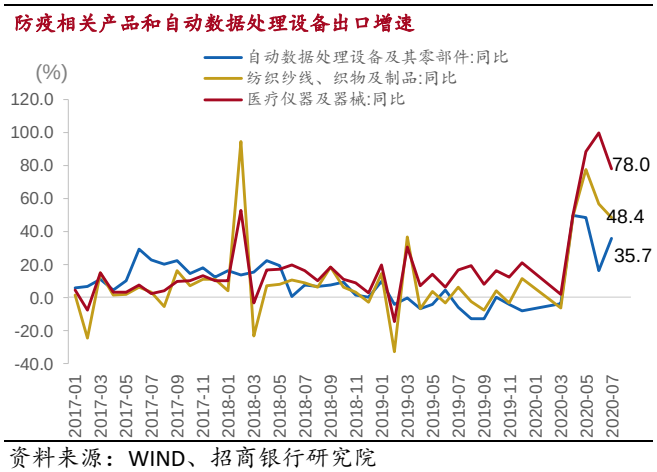
（五）贸易：防疫需求仍强，传统出口回温

以美元计，2020 年 7 月我国出口金额 2,376 亿美元，同比增长 7.2%（市场预期 0.2%），较前值上升 6.7 个百分点；进口金额 1,753 亿美元，同比下降 1.4%（市场预期-0.5%），较前值回落 4.1 个百分点。

1. 出口：年内新高

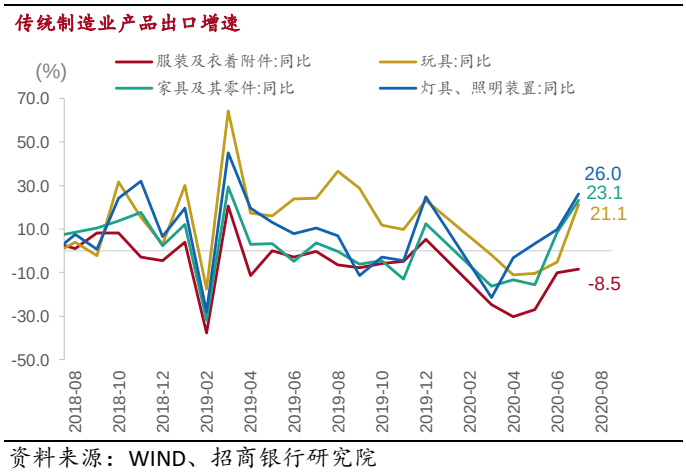
7 月我国出口增速创年内新高，超出市场预期。支撑我国出口韧性的产业“跷跷板”效应仍然显著。一方面，由于海外疫情持续蔓延，我国防疫和“宅经济”相关产品仍保持较高的同比增速；但随着海外复工复产进程推进，防疫物资环比增速已出现回落。另一方面，7 月外需边际修复，全球制造业 PMI 指数连续 3 个月回升至 50.3，我国传统制造业产品增速大幅回升，其中家具、玩具、灯具等出口增速已由负转正。

图 23：防疫和“宅经济”商品出口增速回落



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 24：传统制造业产品出口显著回升

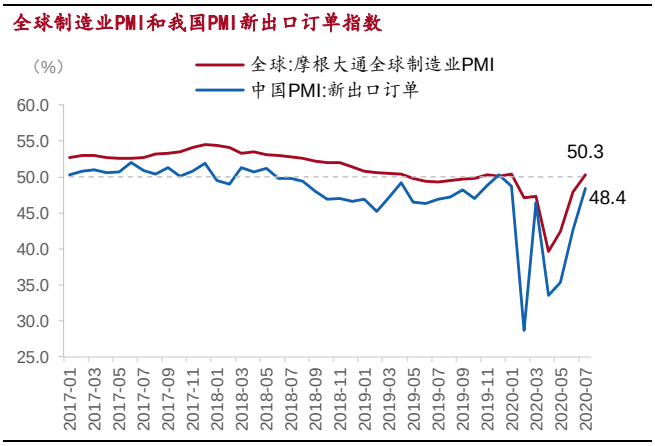


资料来源：WIND、招商银行研究院

分地区来看，我国对主要贸易伙伴的出口有所提升。7 月我国对东盟、美国、日本、欧盟的出口增速分别为 14%、12.5%、-2%和-3.4%，较前值分别提升 12.4pct、11.2pct、8.5pct 和 1.5pct。

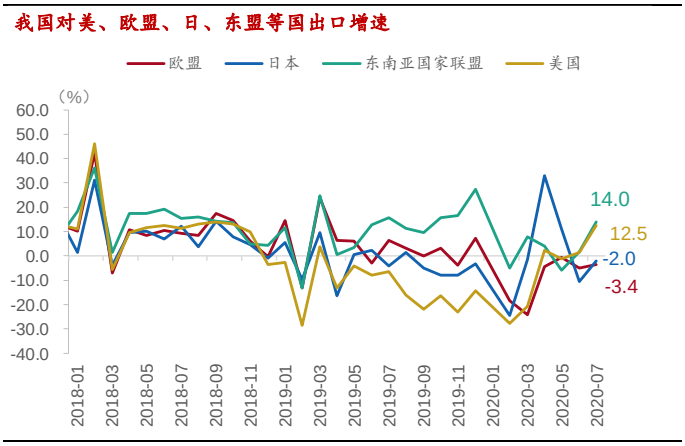
分产品看，我国高新技术产品同比回升至 15.6%（+10.7pct），其中集成电路出口同比 15.9%（+7.5pct）、自动数据处理设备及部件同比 35.7%（+19.6pct）。纺织品和医疗器械出口同比分别为 48.4%（-8.3pct）和 78%（-21.9pct）；环比增速有所放缓，分别为-1.1%和-5.7%。服装、玩具、家具、灯具等传统制造业产品出口增速显著提升，分别为-8.5%（+1.7pct）、21.1%（+26.2pct）、23.1%（+14.7pct）和 26%（+16.1pct）。

图 25：外需边际回暖



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 26：我国对主要贸易伙伴国家出口回升



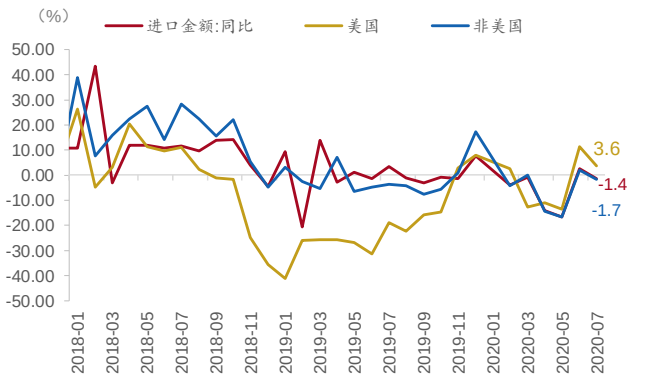
资料来源：WIND、招商银行研究院

2. 进口：增速回落

7 月进口同比增速继上个月大幅增长后回落至-1.4%，略弱于市场预期。主要仍受到大宗商品价格的拖累，其中原油进口价格 5 月来已有所回升，但同比仍为-41.5%，使得进口金额同比下滑 26.8%。此外，铁矿砂、铜材、集成电路等进口同比也呈量增价减的态势。

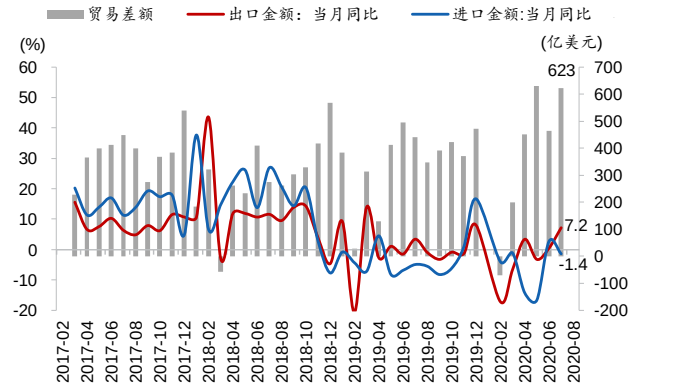
分地区看，我国从主要贸易伙伴国家的进口均有所回落。其中，对美进口增速为 3.6%（-7.7pct），显著高于我国对非美国家的进口增速（-1.7%，-3.8pct）。7 月我国从欧盟、日本、韩国和东南亚的进口增速分别为-9.5%、5.1%、4.8%和 1.1%，较前值分别下降 2.3pct、3.9pct、4.2pct 和 15.6pct。

图 27：我国对美进口增速显著高于非美国家



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 28：7 月贸易顺差再度扩大



资料来源：WIND、招商银行研究院

分产品看，7月农产品进口金额同比增长14.9%，增速较前值回落21.2pct，其中大豆进口增速 16.8%，在 6 月大幅提升后回落 54.6pct。原油、铁矿砂、铜材、集成电路等进口量同比分别为 25.0%（-9.4pct）、23.8%（-11.5pct）、81.5%（-17.5pct）和 21.3%（+0.6pct）。

7 月我国进出口贸易顺差 623.3 亿美元，较去年同期（440.2 亿美元）增加 41.6%。

3. 前瞻：进出口均有支撑

整体来看，由于我国和海外疫情防控形势的差异，7 月出口韧性再次超出市场预期。未来虽然全球经济重启仍面临不确定性，但随着外需边际修复，产业“跷跷板”有望继续支撑我国出口。进口方面，内需在政治局会议打造“双循环”的政策导向下有望持续回暖，叠加中美第一阶段贸易协议的支撑，我国进口也有望保持韧性。

（六）物价：CPI 短暂反弹，PPI 持续回升

2020 年 7 月 CPI 同比 2.7%（市场预期 2.6%），前值 2.5%。PPI 同比-2.4%（市场预期-2.4%），前值-3.0%。

1. CPI：猪肉、蔬菜驱动增速反弹

7 月 CPI 同比较前值+0.2 个百分点，略高于市场预期。CPI 增速提升，主要受食品价格上涨影响。**（1）食品项涨幅反弹驱动 CPI 增速提升。**7 月食品分项同比涨幅由前值 11.1%提升至 13.2%，拉动 CPI 同比增速约 2.7 个百分点（较前值提升 0.4 个百分点），其中主要受食品价格环比上涨影响。分结构看，CPI 食品价格同比增速回升的首要驱动因素是猪肉。7 月猪肉价格同比上涨 85.7%，涨幅较 6 月提升 4.1 个百分点，驱动 CPI 同比增速提升 0.1pct。7 月我国南方区域继续受到洪涝灾害的影响，使得部分地区蔬菜采摘和运输活动受到拖累，CPI 鲜菜分项同比由前值 4.2%扩大至 7.9%，驱动 CPI 同比增速提升 0.1pct。此外，鲜果价格跌幅收窄、食用油价格涨幅扩大，也对 CPI 增速构成向上拉动。**（2）非食品项增速较前值下滑。**7 月非食品项同比涨幅由前值 0.3%下滑至同比持平，对 CPI 同比增速的拉动为 0（较前值下滑 0.2 个百分点）。分结构看，主要品类价格同比均有下滑，其中教育文化和娱乐、医疗保健分项同比增速较 6 月下滑显著。非食品价格增速同比下滑一方面受到疫情冲击下消费需求疲弱的持续拖累，另一方面还受到 6 月购物节分流 7 月消费支出的影响。

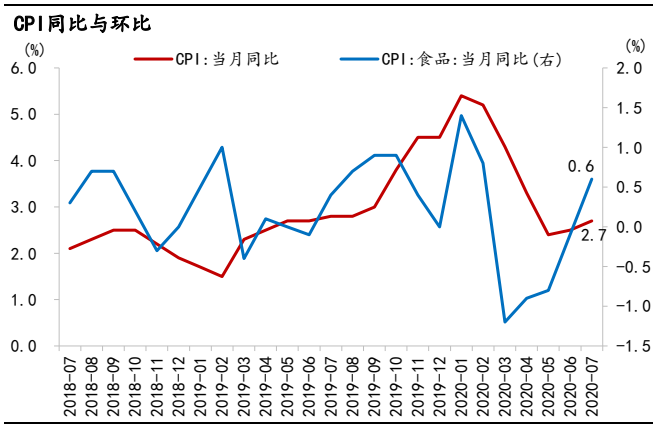
我们认为下半年 CPI 通胀下行态势依旧。食品方面，上个月我们指出水灾对蔬菜价格的影响多为 2 个月左右，目前来看，洪涝影响已显著消退，8 月后洪涝对蔬菜价格的冲击大概率有所缓释。猪肉价格方面，一方面二季度以来餐饮消费需求逐步修复，同比跌幅显著收窄，消费需求速度提振猪肉价格；另一方面，年初仔猪生存率下降，导致近期猪肉供给收缩，短期推升了猪肉价格。展望未来，我们认为疫情综合影响下消费需求难以大幅反弹，而猪肉供给大概率维持回升态势，因此未来猪肉价格大概率仍将趋于回落，并带动 CPI 中枢下行。非食品方面，国内“宽信用”政策将对非食品价格构成提振，但在需求疲弱的背景下，CPI 非食品分项同比亦难以大幅反弹。

2. PPI：继续回升

7 月 PPI 同比反弹 0.6 个百分点至-2.4%。其中，生产资料价格同比-3.5%，较前值上行 0.7 个百分点；生活资料价格同比 0.7%，较前值上行 0.1 个百分点。PPI 环比 0.4%，较前值持平，其中生产资料与生活资料环比皆为持平。

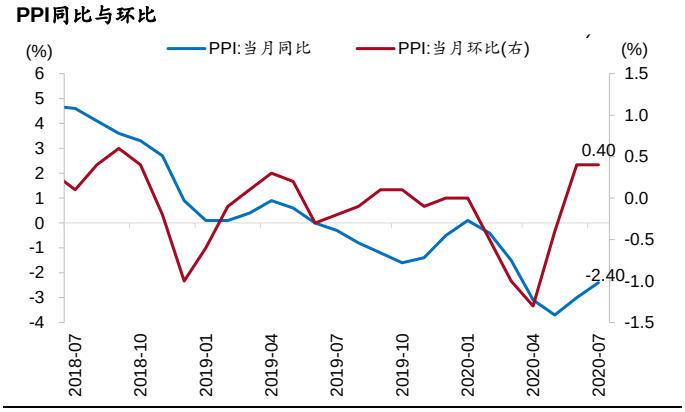
7 月 PPI 同比增速较前值提升，主要受石化行业产品价格增速提升影响，主要受国际需求好转下能源价格回升驱动。其他行业方面，有色金属、电汽机械、造纸及纸制品等行业产品价格同比提升较为显著。下游的纺织、服装、木材家具、医药、文教体育等行业产品价格同比有所下滑，与消费疲弱的态势相互印证。从 7 月前几大影响行业来看，石油煤炭及其他燃料加工、有色金属冶炼和压延加工、石油和天然气开采、农副食品加工、煤炭开采和洗选行业对 PPI 同比增速的拉动分别+0.24、+0.18、+0.10、+0.05、+0.05 个百分点。

图 29：CPI 同比增速小幅反弹



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 30：PPI 同比持续回升



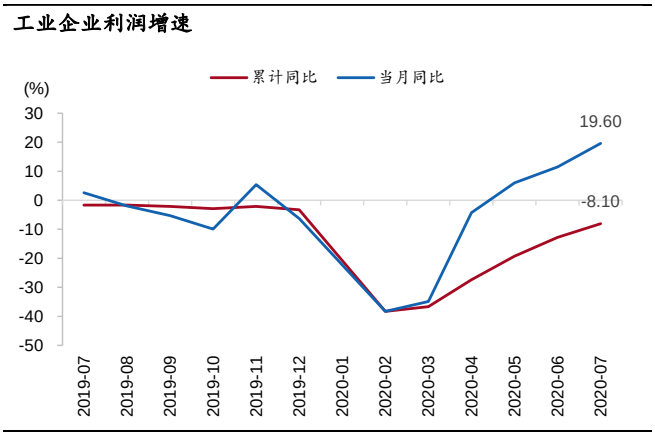
资料来源：WIND、招商银行研究院

继续维持下半年 PPI 中枢回升的观点。内需方面，从 7 月 PPI 的线索来看，黑色、有色产品价格表现不弱，指向基建、地产投资需求依旧旺盛，未来在财政扩张的持续影响下，基建等投资需求将会持续对 PPI 构成提振。外需方面，在海外宽松宏观政策的支持下，近期欧美经济数据大多超预期，指向海外市场需求回暖，这也将对国际大宗商品价格提供良好的修复环境。整体来看，下半年 PPI 中枢大概率仍将回升，但在疫情持续抑制经济的影响下，工业品价格亦难以大幅度走高。

（七）工业企业利润：保持改善趋势

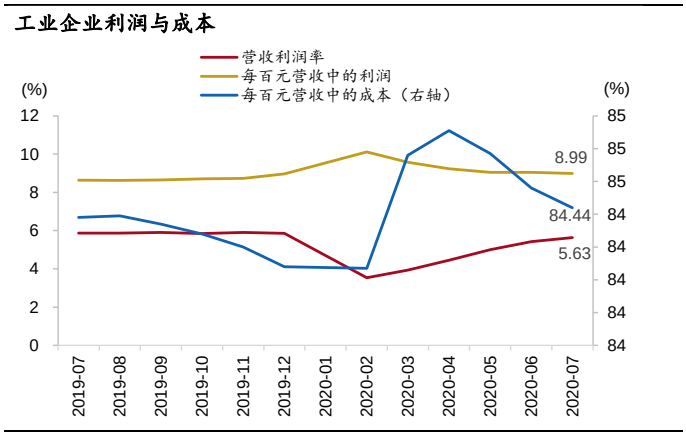
1-7 月规模以上工业企业利润同比下降 8.1%，降幅比 1-6 月收窄 4.7 个百分点，保持改善趋势。7 月当月规上工业企业利润同比增长 19.6%，较上月提升 8.1 个百分点，连续 3 个月正增长，增速逐月加快。

图 31：规上工业企业利润持续好转



资料来源：国家统计局、招商银行研究院

图 32：企业经营状况改善



资料来源：国家统计局、招商银行研究院

1. 增长动力：需求回暖，经营改善

7 月规上工业企业利润同比高速增长，主要驱动力有三：

一是需求回暖主线未变，叠加 PPI 上行支撑企业利润修复。7 月总需求平稳回升，房地产投资、基建投资、出口均出现大幅度增长，消费和制造业投资增速较上月有所改善，带动企业利润全面回暖，绝大部分行业累计利润同比出现增长或降幅收窄。此外，7 月 PPI 同比反弹 0.6 个百分点至-2.4%，环比提升 0.4 个百分点，工业产品价格跌幅收窄，价格企稳支撑企业的利润空间。

二是随着减税降费等政策陆续落地，企业经营状况改善，利润率提升，成本进一步下行。1-7 月规上工业企业营业收入累计利润率为 5.63%，较 1-6 月提高 0.21 个百分点，与此对应，企业营业成本率连续下降，每百元营业收入中的成本累计同比减少 0.12 元，每百元营业收入中的费用累计同比下降 0.06 元。在经营持续改善的前提下，企业亏损状况有所好转，7 月规模以上工业亏损企业亏损额同比减少 4%，呈现出明显的下降趋势。

三是疫情导致的周期错位、低基数与统计范围调整，共同推升 7 月企业利润增幅。疫情将往年 5 月份左右出现的利润小高峰推后至 6、7 月，叠加去年 7 月企业利润正处于低谷期，导致 7 月当月企业利润增速大幅上升。值得注意的是，若以当期利润总额除以去年同期利润总额，得出的同比增速为 15%，较按可比口径得出的增速低 4.6 个百分点，因此**统计口径调整也是 7 月企业利润大幅增长重要原因。**

2. 行业结构：上中下游普遍好转

1-7 月绝大多数行业利润增速较上期明显增长。41 个工业大类行业中，有 11 个行业累计利润实现正增长，数量比上月增加 2 个；39 个行业累计利润同比增速上升，数量比上月增加 8 个。

上游采矿业受大宗商品价格小幅上涨及中下游需求回升影响，累计同比利润增速边际改善。石油天然气开采、有色金属矿采选、非金属矿采选业利润增速分别上升 0.5、5.3 和 1.8 个百分点，但由于前期利润跌幅较深，采矿业 1-7

月利润仍同比下降 41.6%，再加上目前库存和现金流压力较大，企业盈利状况依旧不容乐观。

中游行业在投资增长和下游消费回升的拉动下，普遍出现好转。7 月基建与房地产投资快速增长，单月分别同比上升 7.7%和 11.7%，受此影响，工程建筑相关的黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业、专用设备制造业累计同比利润增速分别较上期增加 8.3、2.5 和 3.4 个百分点，至-32%、-6.2%和 24.1%。汽车制造业的持续景气带动中游橡胶和塑料制品、通用设备制造业、电气机械和器材制造业利润上涨 1.4、4.3 和 2.4 个百分点，达到 15.4%、3.2%、-4%。

下游行业在食品制造、汽车、纺织、医药和电子设备制造等行业的带动下，盈利情况持续好转。食品饮料作为必选消费品，疫后恢复速度较快，7 月食品制造业和酒、饮料和精制茶制造业业利润增速分别上升 4.5 和 1.9 个百分点。7 月汽车销量达到 211.2 万辆，同比增长 16.4%，汽车制造业利润大幅改善，1-7 月同比增速跌幅收窄 14.8 个百分点，至-5.9%，有望在下月实现正增长。受益于相关产品出口持续增长，纺织、医药、电子设备制造等行业利润继续上行，分别提升 2.6、2.9 和 1.5 个百分点，利润增速上升至 3%、5%、28.7%。

3. 前瞻：利润回升趋势不变，斜率或将放缓

规模以上工业企业利润累计增速上行趋势不变，但未来单月增长幅度或将受限。二季度我国经济增长超预期反弹，各项经济指标持续好转，为下半年经济发展创造有利条件，未来投资、居民收入和消费等指标有望继续回升，并进一步带动规上工业企业利润保持上升趋势。但在需求分化、供过于求的背景下，企业利润增长空间和可持续性受到制约，未来利润增幅或将收窄。

四、货币金融：“稳货币”“调结构”

（一）《2020 年二季度货币政策执行报告》

8 月 6 日，央行发布《2020 年二季度货币政策执行报告》（下文简称《报告》）。对此我们点评如下：

1. 宏观经济：国内明显好于预期

国际方面，央行引用世界银行表述“称全球经济可能陷入二战以来最严重衰退”。不确定性体现为：一是“国际疫情仍处于较长的高峰平台期”，二是“地缘政治紧张局势抬头”，三是“部分国家间经贸摩擦日益深化”。央行认为，需关注海外疫情反弹、美国可能出现的企业破产潮、全球杠杆率上升、金融市场波动较大等风险。

国内方面，央行判断二季度 GDP 同比增速的回升“明显好于预期”，并认为“下半年经济增速有望回到潜在增长水平”，指向总量型政策大概率不会

进一步加码。目前经济由一季度的“供需冲击”演进为二季度的供过于求状态，疫情之下，“餐饮旅游、文化娱乐等服务业恢复相对缓慢”。此外，央行重提“经济运行中还存在一些结构性、体制性、周期性问题”，应对之策为“牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力”。

物价方面，央行“初步估计全年 CPI 涨幅均值将处于合理区间”，指向“稳通胀”压力不大。**短期内物价面临潜在的供给扰动，**包括汛情对农产品生产运输的影响、发达经济体大幅扩表对大宗商品价格的推高、以及全球疫情对供应链/产业链的冲击。

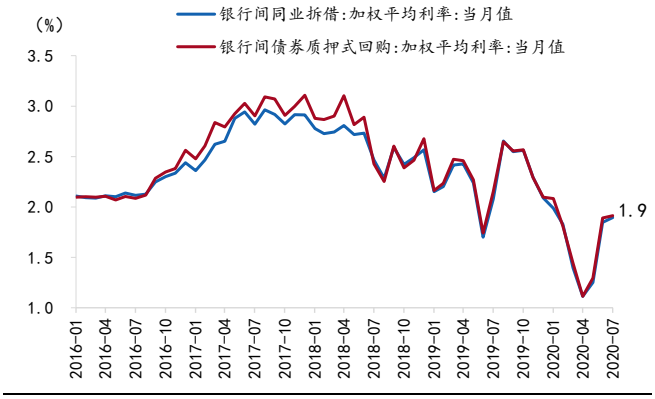
2. 政策立场：坚持正常的货币政策空间

考虑到经济“发展不平衡不充分问题仍然突出”，工作重点除继续“支持实体经济恢复发展”外，新增“可持续发展”。基于此，《报告》首提“完善跨周期设计和调节”，并强调“实现稳增长和防风险长期均衡”。“稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀”等目标的排序依然不变，指向“稳增长、保就业”仍是第一要务，但在经济逐步改善的背景下，“防风险”的权重或将有所上升。房地产方面，新增“坚持稳地价、稳房价、稳预期”和“实施好房地产金融审慎管理制度”表述，指向地产调控政策或将进一步加码。

三季度央行将采取“稳货币、宽信用”的政策组合，从而“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”，预计三季度信用扩张会更取决于实体经济融资需求的修复情况，即社融增速上升的斜率将有所放缓。针对小微企业的融资困境，央行将“持续开展商业银行中小微企业金融服务能力提升工程”，债券市场的重要性有望进一步上升。央行亦将引导资金流入乡村振兴领域，并持续加大对制造业中长期融资的支持。

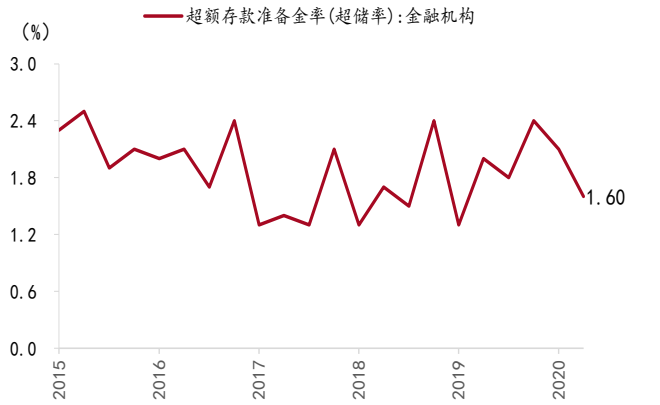
央行对低利率政策呈审慎态度，再次强调“坚持实施正常的货币政策”。央行在专栏四中分析了全球低利率的成因与作用，提出“低利率政策效果不及预期”、且“利率过低还会导致‘资源错配’‘脱实向虚’等诸多负面影响”。就我国而言，一季度为应对疫情冲击，量价齐松的政策操作导致资金/票据/债券/优惠贷款利率一度快速下行，并低于存款/理财利率，套利隐忧显现。5 月以来，随着货币政策边际收紧，资金价格中枢抬升，套利空间得以消除。事实上，5 月地方债大量发行抽走部分流动性，1 万亿元特别国债市场化发行、以及二季度 MLF 的缩量续作，都对基础货币总量起到了缩量再平衡的作用，也是隔夜利率回归合理水平的直接原因。由此，超储率由 3 月末的 2.1%降至 6 月末的 1.6%，同比下降 40bp。

图 33：二季度货币市场利率有所反弹



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 34：2020 年二季度超储率同比下降 40bp



资料来源：WIND、招商银行研究院

3. 政策重点：结构性政策“精准滴灌”

结构性政策工具的使用力度有望进一步加大，提升“直达性”。专栏一中，央行论述了结构性政策的三大功能，包括对金融机构形成正向激励、优化信贷“报销”机制、发挥利率引导作用等。从 1.8 万亿再贷款再贴现的使用进度来看，截至 6 月末，3,000 亿元专项再贷款和 5,000 亿元再贷款再贴现政策已基本执行完毕。截至 7 月 27 日，1 万亿再贷款再贴现累计支持发放优惠利率贷款 4,573 亿元，指向下半年还有进一步落实的空间。此外，结合央行提出的“加强与财政部门有机协同，促进政府债券顺利发行”，指向定向降准概率仍存。

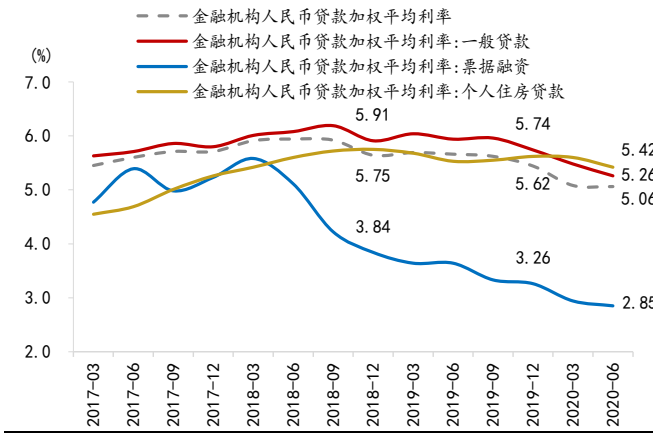
同时，逆回购和 MLF 利率将成为相应期限市场利率的中枢，目前货币市场利率应已基本回到央行合意运行区间，继续大幅攀升的概率不高。为平衡“防套利”、“宽信用”“降成本”多重目标，央行将“引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行”。近期 DR007 中枢在 2.1%附近，接近逆回购利率，7 月 R007 均值已突破 2.2%，1Y 国股存单利率距离 MLF 利率 2.95%仅一步之遥。预计后续央行在利率债供给压力增大以及税期扰动阶段，仍会给予相应配合，通过公开市场操作来缓解阶段性资金压力。其中，8 月 MLF 到期量达 5,500 亿，在其利率已和同业存单利率趋近的情况下，预计 MLF 大概率将等量或小幅缩量叙做。

4. 政策难点：利率传导与中小银行风险

“降成本”方面，二季度实体经济融资成本继续下行，但是下降斜率略有放缓。人民币一般贷款加权平均利率较 3 月的 5.48%降至 5.26%，其降幅略高于同期 LPR 的 20bp，略低于一季度一般贷款利率的降幅 26bp，可能受到了市场利率反弹的影响。同时，贷款利率的下降已倒逼商业银行主动降低负债成本率，《报告》指出，今年 6 月，国有行、股份行大额存单加权平均利率分别为 2.64%和 2.71%，较 2019 年末下降 30bp 和 34bp。**而三季度内，央行更加强调“综合融资成本”范畴，指向银行减少收费将是“降成本”的主要方式。**

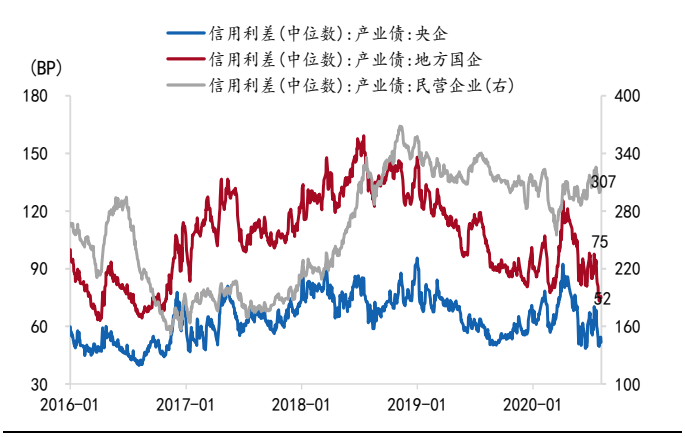
此外，中小银行风险仍是政策关注的重点。考虑到中小银行信贷投放的领域信用风险相对较高，叠加延期还本付息政策，资产质量和资本补充压力本就较高的中小银行面临潜在风险。一方面，央行在专栏三回顾了包商银行风险处置的具体细节，包括债权保障、清产核资、改革重组等，并披露已向包商银行提供 235 亿 SLF 作为流动性支持。另一方面，结合 8 月 3 日央行下半年工作电视会议中的表述，未来将“推动三年攻坚战如期收官，并转入常态化风险防控和风险处置”。

图 35：实体经济融资成本继续下降



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 36：民营企业信用利差仍在高位（截至 8 月 6 日）



资料来源：WIND、招商银行研究院

5. 结论：结构性宽松延续

总体来看，《报告》延续了 730 政治局会议的精神，即总量性“宽货币”政策将趋于收敛，结构性“宽信用”政策持续发力。世界经济陷入衰退，我国二季度经济修复明显好于预期、却仍面临结构性难题，未来需更加注重“可持续发展”。“稳增长、保就业”仍为第一要务，“防风险”权重在未来或将上升，重点关注中小银行风险。三季度“稳货币、宽信用”的政策组合下，再贷款再贴现、直达实体工具等结构性政策的重要性显著上升，逆回购和 MLF 利率预计将成为相应期限市场利率的中枢，且社融增速上升的斜率将有所放缓。

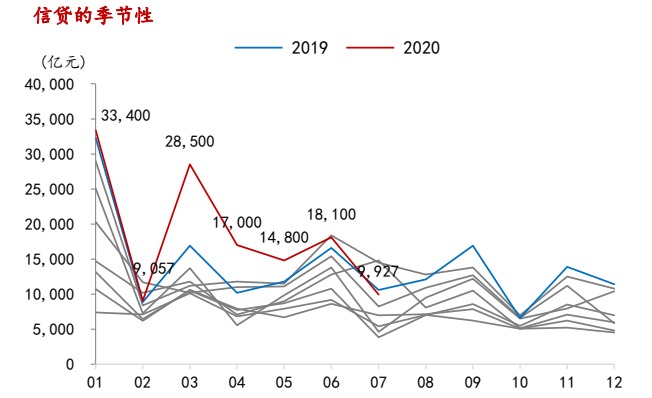
货币政策在操作上仍有望延续结构性宽松立场。价格型操作上，三季度内 MLF 降息的概率较低，央行引导 LPR 下行的首选项或为压缩加点（LPR-MLF），可能通过结构性降息（再贷款再贴现利率调降）以降低银行资金成本，并通过减少银行收费进一步降低综合融资成本。**数量型操作上，三季度由于股市大涨，全面降准的概率较低，但超储率已处于历史低位，定向降准仍有一定的概率。**后续信贷将继续加大对民营小微企业、制造业中长期融资、“三农”、扶贫领域的支持力度。

（二）7 月金融数据：“社融-M2”剪刀差走阔

7 月我国新增人民币贷款 9,927 亿元（预期值 1.2 万亿元），新增社融 1.69 万亿元（预期值 1.85 万亿元），M2 同比增长 10.7%（预期值 11.2%），均低于市场预期。

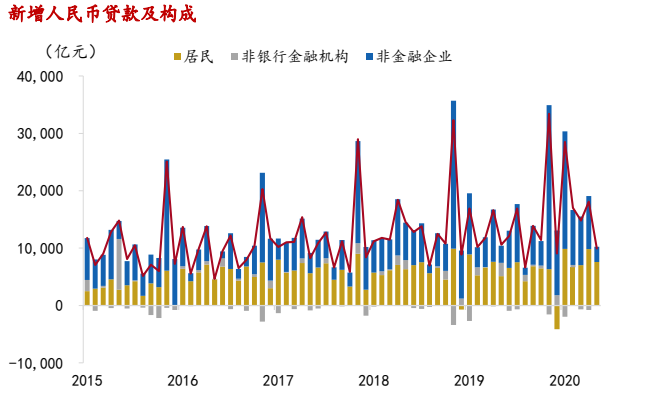
1. 信贷：总量季节性回落，结构持续改善

图 37：7 月信贷回落符合季节性



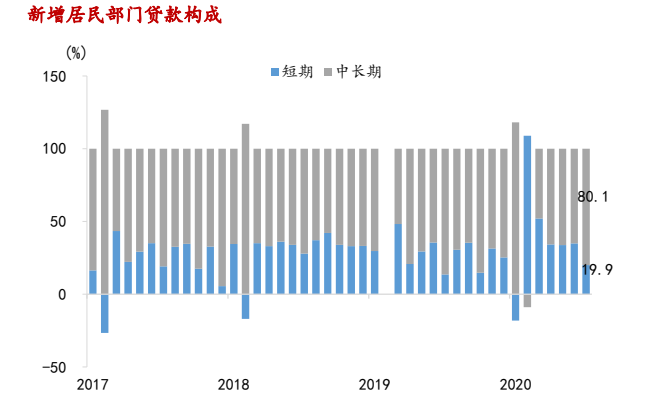
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 38：新增人民币贷款及构成



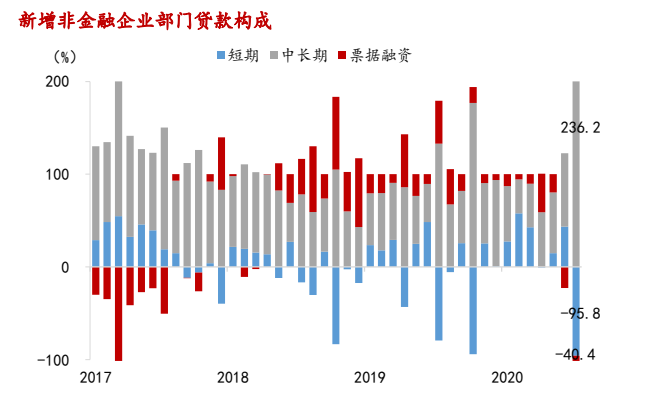
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 39：新增居民贷款构成占比



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 40：新增非金融企业贷款构成占比



资料来源：WIND、招商银行研究院

7 月新增人民币贷款 0.99 万亿元（同比少增 0.07 万亿元，环比少增 0.8 万亿元），**表现基本符合季节性，且信贷结构延续了自 3 月以来的改善势头。**

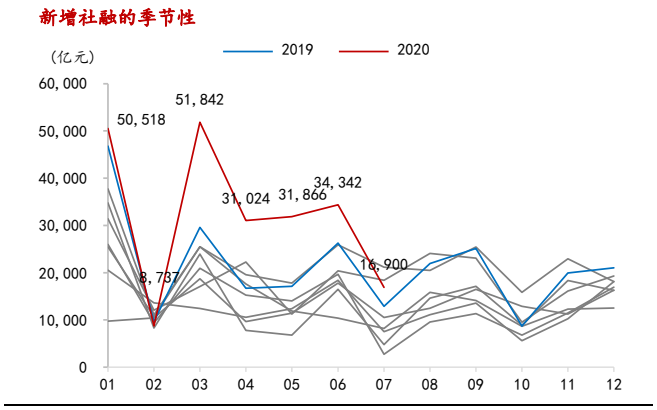
7 月新增企业贷款同比基本持平，但环比回落 2,237 亿元。其中，中长贷同比多增 2,290 亿元，环比回落 1,380 亿元，占比上升至 236%（前值 79%），**指向基建领域融资需求依然较强，制造业中长期融资的政策支持加码。**短贷和表内票据融资当月分别减少 2,421 亿元和 1,021 亿元，指向在经济逐步回暖的背景下，**前期给予企业的临时性支持政策逐步退出。**7 月居民贷款同比多增 2,466 亿元，环比回落 2,237 亿元。其中居民短贷和中长贷分别同比多增 815 和 1,650 亿元，前者指向居民消费继续温和修复；**后者与 7 月房地产销售继续回暖有关，其中一线城市的修复最为显著，**30 大中城市商品房成交面积当月同比增速继续由 6 月的 9.4%进一步上升至 7 月的 10.4%。

2. 社融：信贷非标回暖，发债依然低迷

7 月新增社融 1.69 万亿元（环比减少 1.74 万亿，同比多增 0.4 万亿元），其环比回落符合季节性，同比多增则主要是受到信贷同比多增 0.21 万亿元[1]和非标同比少减 0.36 万亿的推动。非标方面，委托贷款和信托贷款继续收缩，未贴现银行承兑汇票也开始收缩，但压降力度较去年同期有所减弱：虽然资管新规过渡期已延期至 2021 年末，但金融严监管态势下，预计后续非标仍面临持续的收缩压力。

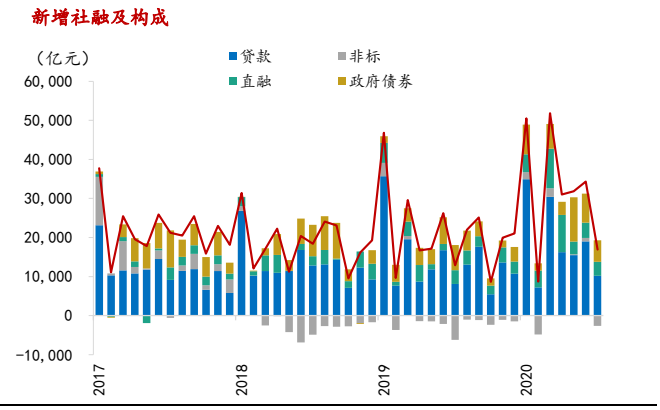
由于 7 月债券收益率继续震荡上行，企业债券融资仍然低迷（环比减少 1,000 亿元至 2,383 亿元，同比亦减少 561 亿元）。而在股市较为火热的背景下，股票融资则同比多增 622 亿元。政府债券方面，7 月同比少增 968 亿元，环比回落 1,991 亿元。1 万亿抗疫特别国债于 6 月开始发行，并已于 7 月底发行完毕。由于 6-7 月一般国债和地方债均让位于特别国债发行，叠加地方政府偿债压力有所上升，近两月的净融资额基本为零。

图 41：7 月社融季节性回落



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 42：新增社融及构成



资料来源：WIND、招商银行研究院

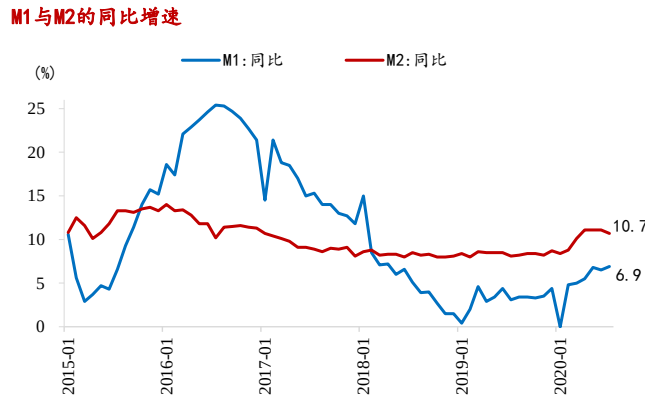
3. 货币：M2-M1 剪刀差收窄

7 月 M2 同比增速环比下降 0.4pct 至 10.7%，M1 同比增速环比上行 0.4pct 至 6.9%，M2 与 M1 间的剪刀差收窄。居民存款同比大幅少增 0.6 万亿元，结合非银存款同比大幅多增 0.46 万亿，或与居民存款分流至股市有关。企业存款同比少增 0.16 万亿元，表现基本符合季节性。M1 增速重回上行趋势，**指向企业的复工/投资进程有所加速。此外，6 月财政支出进一步加快，同比减少 0.32 万亿，指向“宽财政”以支持实体是下半年宏观政策的主线。**

从货币创造的各个渠道看，贷款、银行自营债券投资、财政投放对 M2 形成支撑，但随着 5 月以来“宽货币”趋于收敛，市场利率开始反弹，同业投资的大幅收缩则成为 M2 的拖累项。

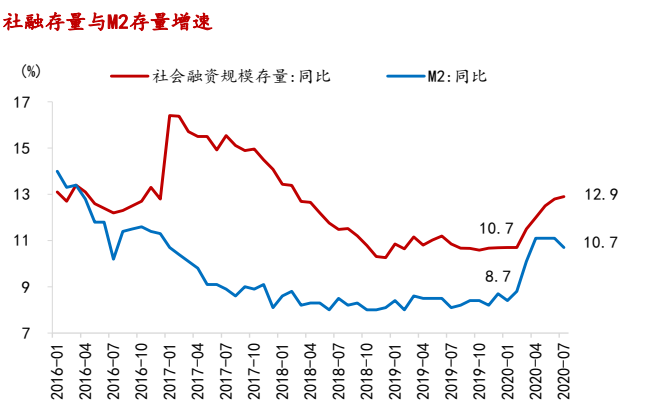
[1] 社融中的信贷口径不包含非银贷款，考虑到非银贷款 7 月同比减少 2,598 亿元，故在新增人民币贷款同比基本持平的情况下，社融中的信贷项同比多增 0.21 万亿。

图 43：7 月 M2-M1 剪刀差收窄



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 44：社融存量与 M2 存量同比增速



资料来源：WIND、招商银行研究院

4. 前瞻：社融增速或将于三季度内见顶

总体来看，在“稳货币”“宽信用”“宽财政”的政策组合下，7 月金融数据总量略有收敛，但结构继续优化，其中企业中长贷、居民中长贷表现尤为亮眼，指向基建/房地产/制造业领域的景气度稳步上升。需要注意的是，经济修复进程中大小企业经营状况的分化仍在加剧，且小企业在供需两端均继续承压，**短贷/票据/企业债券的收缩可能加剧小企业的融资困境。**因此，一方面，央行会继续落实再贷款再贴现、直达实体工具等结构性政策；另一方面，预计货币市场利率继续大幅攀升的概率不高，未来相应期限的市场利率将围绕逆回购和 MLF 利率波动。但考虑到国债、地方债将继续放量发行，长端利率仍可能出现明显上行。

今年以来，“社融-M2”剪刀差在 1-4 月间逐步收敛，但自 5 月以来不断走阔，背后的逻辑在于：若银行同业投资投向的是二级市场而非实体，则计入 M2、不计入社融。因此，1-4 月间市场利率快速下行导致债券投资的性价比上升，银行同业投资的动力相对较强，M2 增速的上行速度便快于社融增速。**考虑到市场利率中枢上行带来的同业投资收缩压力在下半年依然存在，但预计小于 5-7 月，“社融-M2”剪刀差在三季度内或存在进一步小幅走阔的空间。**

前瞻地看，三季度信用扩张会更取决于实体经济融资需求的修复情况，社融增速有望在三季度内见顶。M2 方面，财政投放是下半年最重要的支撑因素，预计 M2 同比增速在 8-12 月仍有小幅上行的空间。基准情形下，今年末 M2 和社融增速分别为 10.8%和 13%（2019 年末为 8.7%和 10.7%，2020 年 7 月末为 10.7%和 12.9%）。

（三）金融减负 1.5 万亿的进展及空间

8 月 25 日，国务院召开政策例行吹风会，回应金融机构让利实体企业、货币政策取向等热点问题。

1. 1.5 万亿减负：进展与空间

表 1：1.5 万亿减负规模匡算

让利规模（亿元）		全年合计	1-7月已实现	8-12月待实现（估算值）
利率下行	贷款利率下行	9,300	3,540	2,700
	再贷款再贴现		370	400
	债券利率下行		790	400
两项直达实体工具	延期还本付息	2,300	1,215	885
	支持发放普惠小微信用贷款		120	80
银行减少收费		3,200	2045	1,155
其他（支持企业重组和债转股）		-	660	600
合计		**15,000**	**8,700**	**6,300**

资料来源：招商银行研究院

央行副行长刘国强披露，今年 1-7 月金融部门已累计为市场主体减负 8,700 亿，8-12 月仍需完成减负 6,300 亿。值得注意的是，刘行长发言中“减负”一词替代了“让利”，并特别强调“金融部门按照商业可持续的原则，为市场主体减负，与商业银行的利润变化，不是一一对应关系，更不是零和关系，不是说减负 1.5 万亿，商业银行利润就相应减少”。从构成上看，1.5 万亿减负主要包含三部分：

第一，通过利率下行实现减负，1-7 月累计减负 4,700 亿，预计 8-12 月合计需减负约 3,500 亿。官方测算逻辑与数额与我们此前报告《金融如何让利实体经济——1.5 万亿实现路径匡算》基本一致，锚定利率为“一般贷款利率”。

贷款方面，预计 8-12 月减负规模（2,700 亿）较 1-7 月（3,540 亿）将有所下降。值得注意的是，刘行长发言中提出，8-12 月将推动贷款利率“略有下降”。**据此推算，同期一般贷款利率仍有约 14bp 的下行空间，预计主要通过压缩贷款利率加点（贷款利率-LPR）实现，而 1 年期/5 年期 LPR 后续的下行空间有限[2]。**

再贷款再贴现方面，预计 8-12 月减负规模（400 亿）与 1-7 月的 370 亿基本相当。根据 1.8 万亿再贷款再贴现的使用进度和价格，截至 6 月末，3,000 亿专项再贷款（发放利率为 2.85%以下）和 5,000 亿再贷款再贴现政策（4.35%以下）已基本执行完毕；截至 7 月 27 日，1 万亿再贷款再贴现累计支持发放优惠利率贷款 4,573 亿（5%以下）。此外，后续或有新增再贷款覆盖至股份行。

[2] 今年 7 月末表内贷款余额为 166.2 万亿；6 月末贷款利率较去年末的降幅为 38bp；预计 8-12 月新增贷款 6.9 万亿。

债券方面，预计 8-12 月减负规模（400 亿）较 1-7 月（790 亿）大幅下降。随着 5 月以来市场利率的逐步抬升，企业债券融资持续低迷。未来债券利率中枢抬升的概率加大，债券融资或继续承压[3]。

第二，通过直达货币政策工具和前期的延期还本付息政策推动减负，1-7 月已实现减负 1,335 亿，预计 8-12 月减负规模合计约为 965 万亿。其中，由于普惠小微信用贷支持计划将撬动新增小微信用贷 1 万亿，央行提供的零成本流动性约降低银行资金成本 200bp，银行进一步将此部分用于为实体减负，全年规模约为 200 亿：1-7 月已实现 120 亿，剩余规模 80 亿。据此推算，延期还本付息 8-12 月仍可减负 885 亿，略低于 1-7 月的 1,215 亿。

第三，银行减少收费方面，1-7 月已累计减负 2,045 亿，预计 8-12 月可继续减负 1,155 亿。银保监会的监管重点在于乱收费、高收费、隐性收费、附加收费等方面。未来监管部门亦将开展银行不合理和违规收费检查，引导银行通过主动减免服务费用、规范和限制小微企业贷款收费，以进一步推动降低综合融资成本。此外，1-7 月支持企业重组和债转股减负大约 660 亿，假设下半年政策节奏保持不变，预计仍可减负约 600 亿。

2. 货币政策：“稳货币”“调结构”

未来央行将更加注重“稳增长”和“防风险”间的平衡，货币政策或从三季度的 “稳货币”“宽信用”转向四季度的“稳货币”“稳信用”。此次会议首次提出货币政策的三个不变，即“稳健货币政策的取向不变”、“保持灵活适度的操作要求不变”、“坚持正常货币政策的决心不变”。一方面，目前经济逐步向潜在增长水平回归，经济数据延续回暖态势，后续重点在于化解需求修复相对疲弱、大小企业经营分化等结构性问题。另一方面，上半年货币财政“双宽松”也产生了宏观杠杆率攀升、企业套利、房价上涨等负面效应，引起了决策者的警惕。

从减负的落实情况来看，全年 1.5 万亿的减负目标并不构成金融监管的硬约束。一方面，央行表示暂无必要下调对银行资本的要求，目前 14.21%的资本充足率仍显著高于 10.5%的监管要求。另一方面，目前小微企业不良率为 2.99%（高于各项贷款不良率 0.88pct），仍在不良容忍度之内，但需警惕小微企业不良贷款明年继续上升的潜在风险。

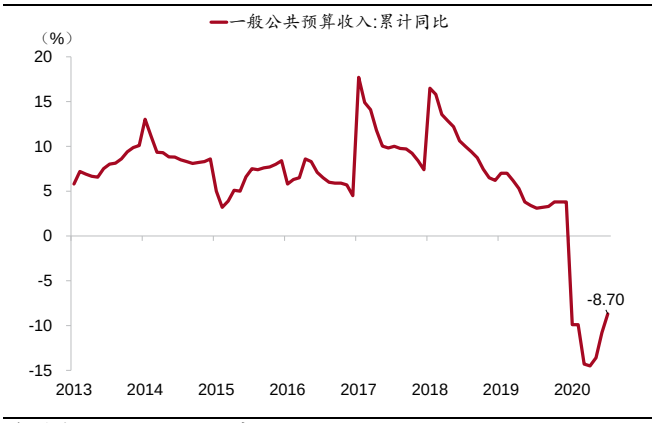
五、财政收支：税收增速有所改善，土地出让增速转正

（一）公共财政收入：增速回升，税收改善是主因

1-7 月，全国一般公共预算收入累计同比增速下降 8.7%，降幅较上半年收窄 2.1 个百分点，延续了修复态势，后续随着经济的继续回暖，预计增速将继续向上修复。

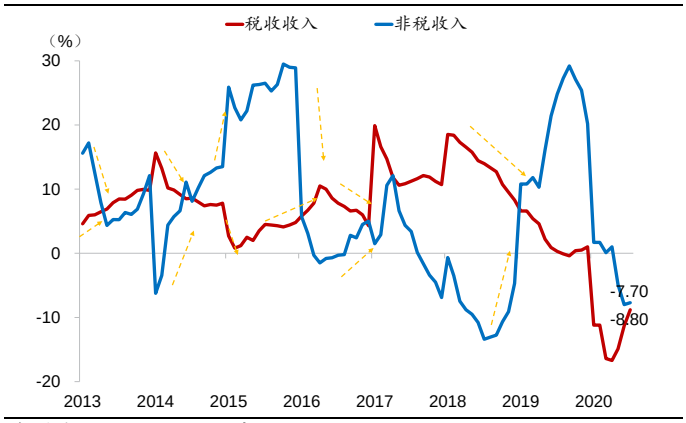
[3] 假设今年下半年企业债券融资规模与去年同期基本相当，则 8-12 月约有 1.4 万亿融资额，相较 1-7 月的 3.6 万亿大幅下降。

图 45：公共财政收入增速持续改善



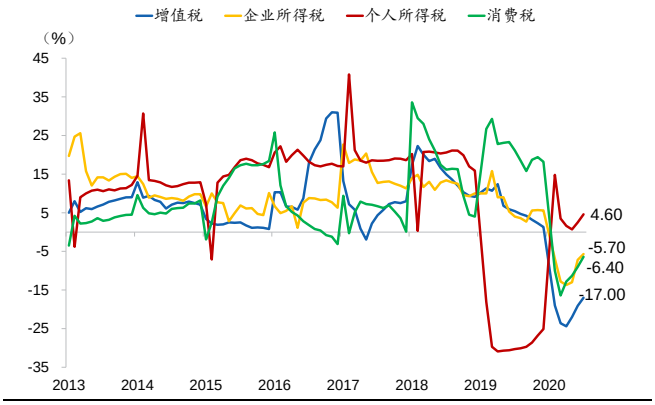
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 46：税收与非税收入“跷跷板”效应现苗头



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 47：主要税种增速继续改善



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 48：公共财政支出增速小幅反弹



资料来源：WIND、招商银行研究院

主要税种收入同比增速降幅继续收窄。1-7 月，全国税收收入同比下降 8.8%，较上半年反弹 2.5 个百分点。主要税种中，增值税、企业所得税、消费税同比分别下降 17%、5.7%和 6.4%，降幅均继续收窄；个人所得税增长 4.6%，增速较上半年进一步反弹 2.1 个百分点。

非税收入增速企稳，国有企业利润上缴是主因。1-7 月，全国非税收入累计同比下降 7.7%，较上半年小幅回升 0.3 个百分点，当月增速虽然同比仍下降 5.8%，但降幅已较上半年收窄 11 个百分点，对财政收入的拖累明显减弱，这主要源于中央加大了国企利润上缴财政的力度。但由于去年同期基数较高，预计下半年非税收入增速转正仍有一定难度。

（二）公共财政支出：节奏明显加快，有力保障重点领域

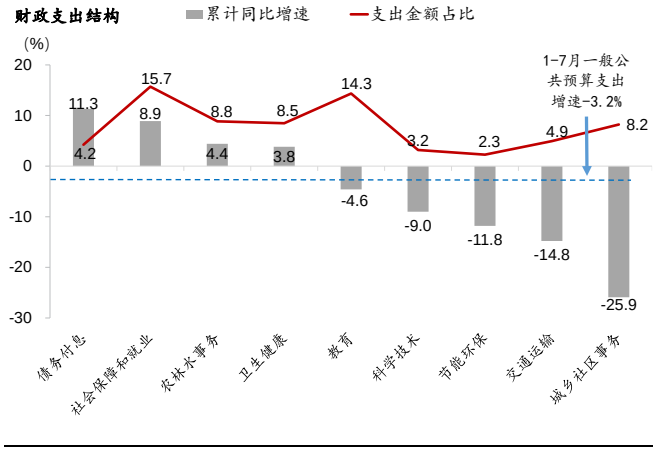
1-7 月，全国公共财政支出累计同比下降 3.2%，降幅较上半年收窄 2.6 个百分点。7 月当月财政支出增长增速达到 18.5%，较 6 月大幅抬升 32.8 个百分点。预计随着下半年政府债券发行的加快，财政支出增速也将继续修复。

债务付息支出增速领跑各项财政支出，卫生健康和社保就业支出增速大幅回落。受近年政府各类债券发行增长较快影响，财政的债务付息压力持续增大，相关支出增速排名一直靠前。1-7 月，债务付息支出累计增速达到 11.3%，明显高于其他绝大部分领域支出。此外，社会保障和就业、农林水事务、卫生健康支出也增长较快，累计增速分别为 8.9%、4.4%和 3.8%，凸显了当前财政支出的重点。

（三）土地出让收入：连续第五个月反弹

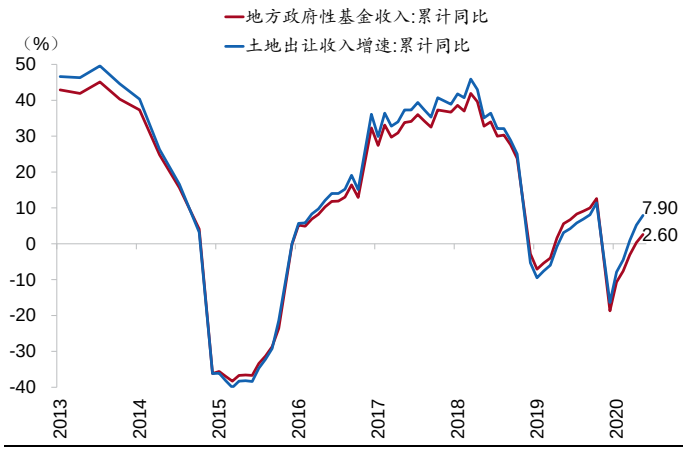
7 月，国有土地出让收入 6,972 亿元，当月同比增速达到 20.2%，连续 5 个月实现正增长，累计同比增速已升至 7.9%，较上半年提高 2.7 个百分点。

图 49：债务付息支出增速继续领跑各项财政支出



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 50：土地出让收入增速继续反弹



资料来源：WIND、招商银行研究院

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085

更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇