宏观经济月报

——2020 年 7 月数据详析

2020 年 8 月 25 日

作者：研究发展部 王青 冯琳 邹李永昊

2020年7月宏观数据

指标名称	当月值	近期趋势
固定资产投资完成额:累计同比	-1.6	
社会消费品零售总额:当月同比	-1.1	
出口金额:当月同比	7.2	
进口金额:当月同比	-1.4	
工业增加值:当月同比	4.8	
CPI:当月同比	2.7	
PPI:全部工业品:当月同比	-2.4	
社会融资规模存量:同比	12.9	
M1:同比	6.9	
M2:同比	10.7	
公共财政收入:当月同比	4.3	
公共财政支出:当月同比	18.5	

注：固定资产投资为 1-7 月累计同比，社零、工业增加值、进出口、通胀、财政收支为 7 月当月同比；M1、M2 为 7 月末同比；进出口金额增速为以美元计价；当年 1-7 月数据为合并统计值。

数据点评

1、宏观经济：7 月经济延续修复势头，投资引领作用进一步突出

工业生产：7 月工业生产增速与上月持平，表现弱于预期。主要原因是采矿业、电力燃气及水的生产和供应业增加值增速放缓，这与局部地区强降雨有关；当月在工业中占比最高的制造业生产增速则明显回升，反映工业生产向好势头并未扭转。

投资：7 月固定资产投资延续全面改善势头，继续成为引领经济复苏的主导性力量。本月固定资产投资增速上扬，主要拉动力来自房地产和基建投资（不含电力），而制造业投资

仍然表现低迷，体现前期 PPI 通缩和出口前景承压带来的不利影响。

消费：7 月社零同比回升斜率进一步趋缓，整体涨势不及预期，且除汽车以外的消费品零售额同比降幅扩大。在前期需求回补基本结束后，居民消费信心和消费能力下滑对新增消费需求的抑制作用开始显现。

贸易：7 月出口增速远超预期，进口增速小幅下行。

2、物价：7 月 CPI 反弹到顶，工业品价格有望持续回暖

CPI：7 月餐饮业复业加快，猪肉、蔬菜价格上涨较快，CPI 同比小幅反弹，非食品价格同比出现零增长,涨幅创逾十年新低，显示当前消费市场需求不足现象更为严峻。

PPI：主因国际油价波动回升，国内基建发力、地产保持韧性带动建筑链条景气度上扬，对国内工业品价格构成支撑，以及上游涨价的影响逐步向中游传导，7 月 PPI 环比延续上涨；在新涨价动能维持和翘尾因素拖累减弱共同作用下，7 月 PPI 同比跌幅进一步收敛。

3、金融：金融总量扩张拐点已至，7 月人民币信贷、M2 增速下行

信贷：7 月人民币贷款环比季节性少增，同比则为年内首度少增，“总量适度”政策影响初现。不过，剔除非银贷款后，7 月人民币贷款同比仍为多增，显示信贷对实体经济的支持力度并没有明显减弱。值得注意的是，7 月市场利率延续上行，票据融资连续负增；而在政策引导和实体经济融资需求改善推动下，企业中长期贷款同比保持较大幅度多增。

社融：社融环比显著少增，除人民币贷款少增外，当月表外票据融资、政府债券和企业债券融资增量也明显不及上月。7 月社融同比保持多增，主要原因是投向实体经济的人民币贷款同比多增，以及表外融资大幅少减。不过，当月特别国债集中发行，但地方政府债和一般国债“让道”现象明显，政府债券融资总量不增反降；融资成本上升后，企业债券融资同比也出现较大幅度少增。

货币：7 月 M2 增速高位回落，当月贷款增速下行，派生存款增速随之放缓；7 月 M1 增速创逾两年来新高，表明伴随经济修复进程持续推进，各类市场主体经营活动趋于活跃，房地产市场回暖也对 M1 增速起到直接推动作用。

4、财政：7 月财政收入延续改，财政支出大幅增长

财政收入：7 月税收收入连续第二个月正增，非税收入降幅收窄，财政收入状况持续改善，与当前经济不断修复态势相一致。

财政支出：财政积极发力，7 月支出增速大幅转正，其中教育、科技、社保、卫生健康等民生类支出，以及城乡社区事务支出增速显著反弹。

展望

1、宏观经济：8 月各项经济数据将继续回升，消费和服务业短板亟待补齐；出口有望继续保持正增长，进口增速有望反弹。

2、物价：8 月猪肉价格同比涨幅将大幅下行，这将带动食品价格涨幅明显回落，加之非食品价格短期内仍难以出现明显上行走势，预计 8 月 CPI 同比涨幅将由升转降。主要受国内投资增速加快等因素推动，8 月 PPI 同比跌幅有望进一步收窄。

3、金融：8 月在央行频频释放下半年货币政策“总量适度、精准导向”信号背景下，人民币贷款增速有望延续小幅下行，企业中长期贷款多增势头则不会减弱；8 月政府和企业债券融资将对新增社融形成一定支撑，但社融存量增速进一步走高的概率较小，不排除小幅回落的可能； M2 增速有望低位小幅反弹

4、财政：后续财政收入增速中枢有望进一步抬升，财政支出将维持较快增长。

邮箱：dfjc@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层 100600

目 录

宏观经济月报 1

数据点评 1
展望 2

1. 宏观经济：7 月经济延续修复势头，投资引领作用进一步突出 7

1.1 工业生产：7 月工业生产增速与上月持平，表现弱于预期。主要原因是采矿业、电力燃气及水的生产和供应业增加值增速放缓，这与局部地区强降雨有关；当月在工业中占比最高的制造业生产增速则明显回升，反映工业生产向好势头并未扭转 7
1.2 投资：7 月固定资产投资延续全面改善势头，继续成为引领经济复苏的主导性力量。本月固定资产投资增速上扬，主要拉动力来自房地产和基建投资（不含电力），而制造业投资仍然表现低迷，体现前期 PPI 通缩和出口前景承压带来的不利影响 9
1.3 消费：7 月社零同比回升斜率进一步趋缓，整体涨势不及预期，且除汽车以外的消费品零售额同比降幅扩大。在前期需求回补基本结束后，居民消费信心和消费能力下滑对新增消费需求的抑制作用开始显现 13
1.4 贸易：7 月出口增速远超预期，进口增速小幅下行 17
1.5 展望：8 月各项经济数据将继续回升，消费和服务业短板亟待补齐，出口有望继续保持正增长，进口增速有望反弹 23

2. 7 月 CPI 反弹到顶，工业品价格有望持续回暖 24

2.1 CPI：7 月餐饮业复业加快，猪肉、蔬菜价格上涨较快，CPI 同比小幅反弹，非食品价格同比出现零增长,涨幅创逾十年新低，显示当前消费市场需求不足现象更为严峻。 24
2.2 PPI：主因国际油价波动回升，国内基建发力、地产保持韧性带动建筑链条景气度上扬，对国内工业品价格构成支撑，以及上游涨价的影响逐步向中游传导，7 月 PPI 环比延续上涨；在新涨价动能维持和翘尾因素拖累减弱共同作用下，7 月 PPI 同比跌幅进一步收敛 26
2.3 展望：8 月猪肉价格同比涨幅将大幅下行，这将带动食品价格涨幅明显回落，加之非食品价格短期内仍难以出现明显上行走势，预计 8 月 CPI 同比涨幅将由升转降。主要受国内投资增速加快等因素推动，8 月 PPI 同比跌幅有望进一步收窄 29

3. 金融：金融总量扩张拐点已至，7 月人民币信贷、M2 增速下行 30

3.1 7 月人民币贷款环比季节性少增，同比则为年内首度少增，“总量适度”政策影响初现。不过，剔除非银贷款后，7 月人民币贷款同比仍为多增，显示信贷对实体经济的支持力度并没有明显减弱。值得注意的是，7 月市场利率延续上行，票据融资连续负增；而在政策引导和实体经济融资需求改善推动下，企业中长期贷款同比保持较大幅度多增 30
3.2 7 月社融环比显著少增，除人民币贷款少增外，当月表外票据融资、政府债券和企业债券融资增量也明显不及上月。7 月社融同比保持多增，主要原因是投向实体经济的人民币贷款同比多增，以及表外融资大幅少减。不过，当月特别国债集中发行，但地方政府债和一般国债“让道”现象明显，政府债券融资总量不增反降；融资成本上升后，企业债券融资同比也出现较大幅度少增 32
3.3 7 月 M2 增速高位回落，当月贷款增速下行，派生存款增速随之放缓；7 月 M1 增速创逾两年来新高，表明伴随经济修复进程持续推进，各类市场主体经营活动趋于活跃，房地产市场回暖也对 M1 增速起到直接推动作用 34

3.4 展望：8月在央行频频释放下半年货币政策“总量适度、精准导向”信号背景下，人民币贷款增速有望延续小幅下行，企业中长期贷款多增势头则不会减弱；8月政府和企业债券融资将对新增社融形成一定支撑，但社融存量增速进一步走高的概率较小，不排除小幅回落的可能； M2增速有望低位小幅反弹.....35

4. 财政：7月财政收入延续改，财政支出大幅增长.....35

4.1 7月税收收入连续第二个月正增，非税收入降幅收窄，财政收入状况持续改善，与当前经济不断修复态势相一致.....35

4.2 财政积极发力，7月支出增速大幅转正，其中教育、科技、社保、卫生健康等民生类支出，以及城乡社区事务支出增速显著反弹.....37

4.3 7月政府性基金收入增速与上月基本持平，其中土地出让金收入增速回落，但仍处高位，当月政府性基金支出增速大幅放缓.....38

4.4 展望：后续财政收入增速中枢有望进一步抬升，财政支出将维持较快增长.....39

图表目录

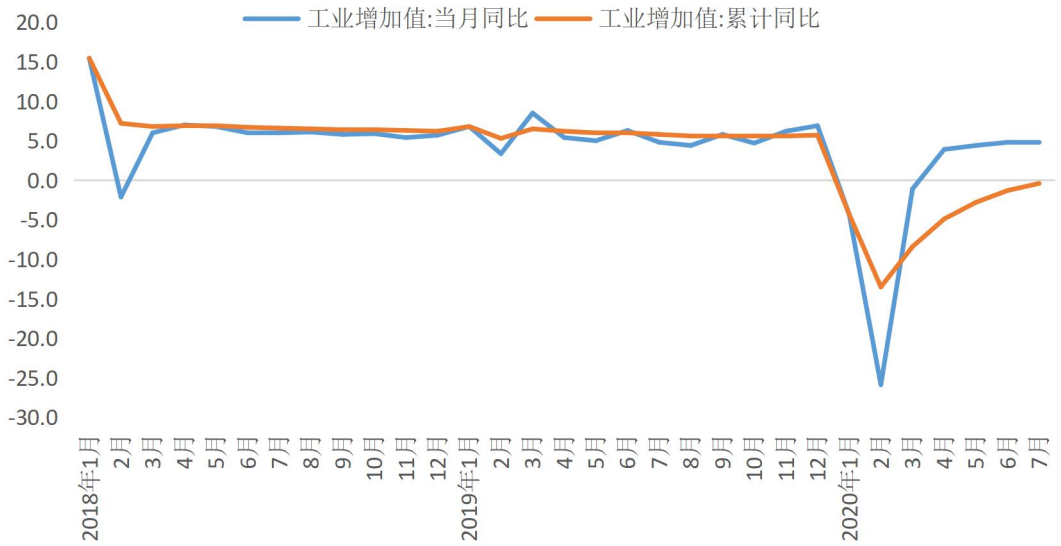
图 1 规模以上工业增加值增速 %.....7
图 2 三大门类增加值增速.....7
图 3 制造业主要细分行业增加值增速（当月同比，%）.....8
图 4 固定资产投资及三类主要投资（累计同比：名义增速）.....9
图 5 基建投资（不含电力）增速.....10
图 6 房地产开发投资增速.....11
图 7 制造业投资增速.....12
图 8 社会消费品零售总额同比增速.....13
图 9 全国居民人均可支配收入同比增速.....14
图 10 消费者信心指数.....14
图 11 限额以上批发零售业零售额累计同比增速 %.....15
图 12 社会消费品零售总额及实物商品网上零售额同比增速.....16
图 13 进出口情况（美元）.....17
图 14 5 月之后欧美经济开始重启，经济景气状况边际回升.....17
图 15 7 月我国对美、日出口增速明显上扬（%）.....18
图 16 7 月我国对主要新兴经济体出口增速也同步大幅改善（%）.....19
图 17 7 月防疫物资出口继续保持高增（%）.....19
图 18 7 月 BDI 指数回落，国内 PMI 进口指数则进一步回升.....20
图 19 7 月大宗商品价格同比跌幅延续收敛，但斜率有所放缓.....21
图 20 主要进口商品数量与金额（美元）同比增速.....22
图 21 CPI 增速 ：当月同比 %.....24
图 22 食品类各分项 CPI 同比增速 %.....25
图 23 八类商品与服务 CPI 同比增速 %.....26
图 24 PPI 增速：当月同比 %.....27
图 25 7 月国际油价继续波动上涨.....27
图 26 生产资料各项 PPI 同比增速 %.....28
图 27 生活资料各项 PPI 同比增速 %.....28
图 28 新增人民币贷款规模及增速.....30
图 29 企业新增中长期贷款规模与增速.....31
图 30 新增居民贷款规模及占比.....32
图 31 社会融资规模增长状况.....32
图 32 表外融资增量变化.....33
图 33 M2 与 M1 增速.....34
图 34 财政收入增速变化情况（当月同比，%）.....36
图 35 主要税种收入增速变化 %.....36
图 36 财政支出增速变化情况（当月同比，%）.....37
图 37 主要财政支出项目增速变化 %.....38
图 38 政府性基金收支累计同比增速 %.....38

1. 宏观经济：7 月经济延续修复势头，投资引领作用进一步突出

1.1 工业生产：7 月工业生产增速与上月持平，表现弱于预期。主要原因是采矿业、电力燃气及水的生产和供应业增加值增速放缓，这与局部地区强降雨有关；当月在工业中占比最高的制造业生产增速则明显回升，反映工业生产向好势头并未扭转

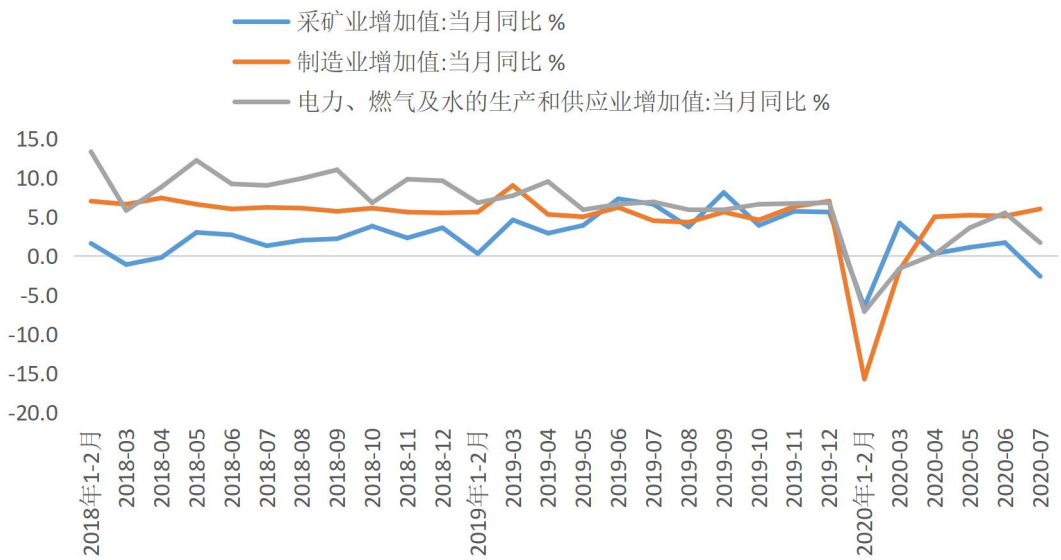
7 月工业增加值同比增长 4.8%，增速与上月持平，表现弱于预期，这与当月工业用电量同比下降 0.7%相印证。从三大门类来看，7 月工业生产未能如期加速的主要原因是采矿业、电力燃气及水的生产和供应业增加值增速放缓——其中，采矿业增加值同比转负，电力燃气及水的生产和供应业增加值增速较上月下滑 3.8 个百分点，这也反映于当月发电量同比增速回落 4.6 个百分点。不过，上月小幅放缓的制造业生产增速出现反弹，当月制造业增加值同比增长 6.0%，增速较上月加快 0.9 个百分点。这一方面受去年同期基数走低影响，另一方面也反映了需求端投资增速进一步回升、消费需求缓慢修复，以及出口贸易在防疫物资出口和我国商品“替代效应”支撑下，保持较强韧性，对制造业生产的拉动。

图 1 规模以上工业增加值增速 %



资料来源：WIND，东方金诚

图 2 三大门类增加值增速

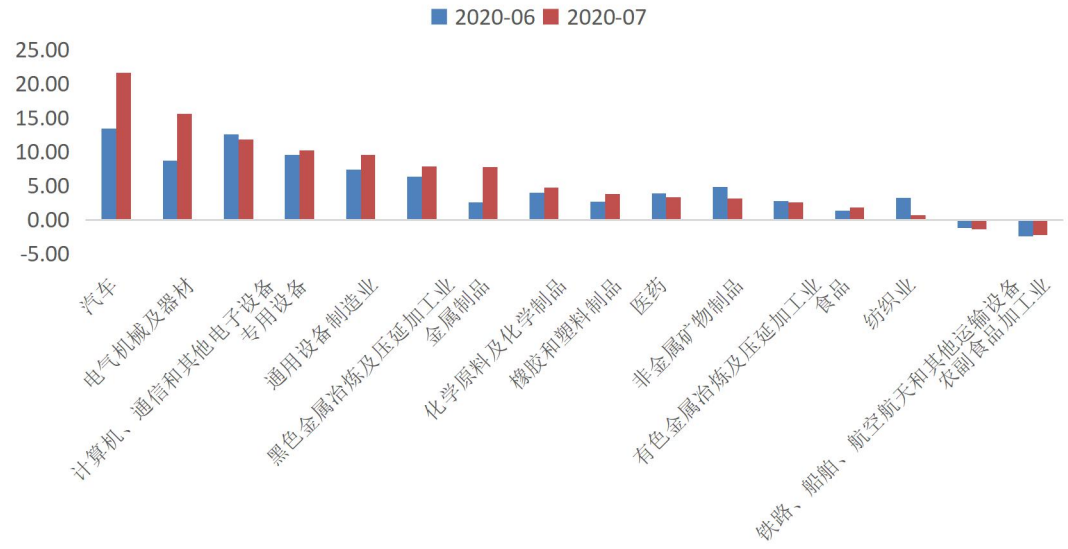


资料来源：WIND，东方金诚；注：2 月数据为 1-2 月累计同比增速。

我们认为，由于采矿业、电力燃气及水的生产和供应业生产受气候等因素影响较大，这两个门类增加值增速在月度间波动明显——7 月增速放缓与局部地区生产受强降雨影响有关，而制造业增加值在工业中占比最高，表现也最为稳定。因此，尽管从数据上看，7 月工业增加值增速回升势头暂缓，但工业生产向好态势并未扭转。另一方面，随着复工复产基本到位，工业生产的上行弹性已主要取决于总需求修复力度。当前总需求仍弱于疫情前常态水平，投资动能明显强于消费，将会在加剧行业间分化的同时，制约工业生产整体反弹幅度。

分行业看，受需求端非均衡修复影响，7 月制造业生产延续行业分化特征：一方面，投资加速带动建材和机械设备生产表现亮眼。当月通用机械、专用机械、黑色金属等行业生产加速。同时，7 月汽车产销两旺，汽车制造业增加值增速加快至 21.6%，为 2016 年 10 月以来最高。另一方面，由于国内消费需求回升较缓，扣除防疫物资后出口呈现低增状态，终端需求不足导致下游消费品行业生产景气较弱。

图 3 制造业主要细分行业增加值增速（当月同比，%）

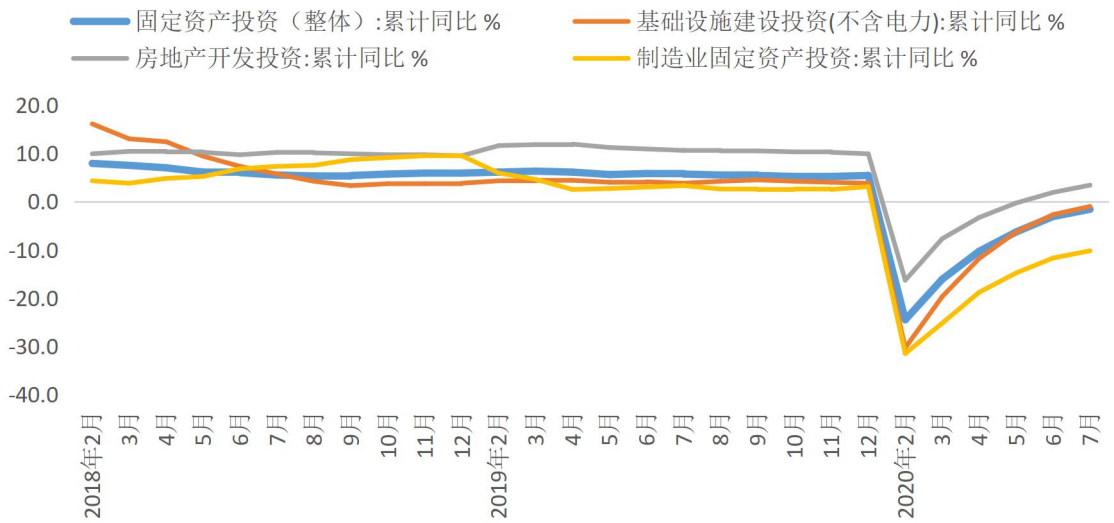


资料来源：WIND，东方金诚

1.2 投资：7 月固定资产投资延续全面改善势头，继续成为引领经济复苏的主导性力量。本月固定资产投资增速上扬，主要拉动力来自房地产和基建投资（不含电力），而制造业投资仍然表现低迷，体现前期 PPI 通缩和出口前景承压带来的不利影响

1-7 月固定资产投资同比下降 1.6%，降幅较上半年收窄 1.5 个百分点，显示宏观经济在投资端持续修复。据我们测算，当月固定资产投资同比增速达到 8.3%，比上月加快 2.7 个百分点，已经连续四个月回正，且 7 月增速大幅高于上年 5.4%的累计增长水平（需要指出的是，由于当前 PPI 处于明显通缩状态，因此固定资产投资实际同比增速会比以上名义值更高）。本月固定资产投资增速上扬，主要的拉动力来房地产和基建投资（不含电力）。其中房地产投资累计增速升至 3.4%，加速态势完好；基建投资累计增长-1.0%，也较上月改善 1.7 个百分点。不过，7 月制造业投资表现仍然低迷，1-7 月累计仍为两位数的负增长（-10.1%），且降幅收窄势头明显较缓。

图 4 固定资产投资及三类主要投资（累计同比：名义增速）

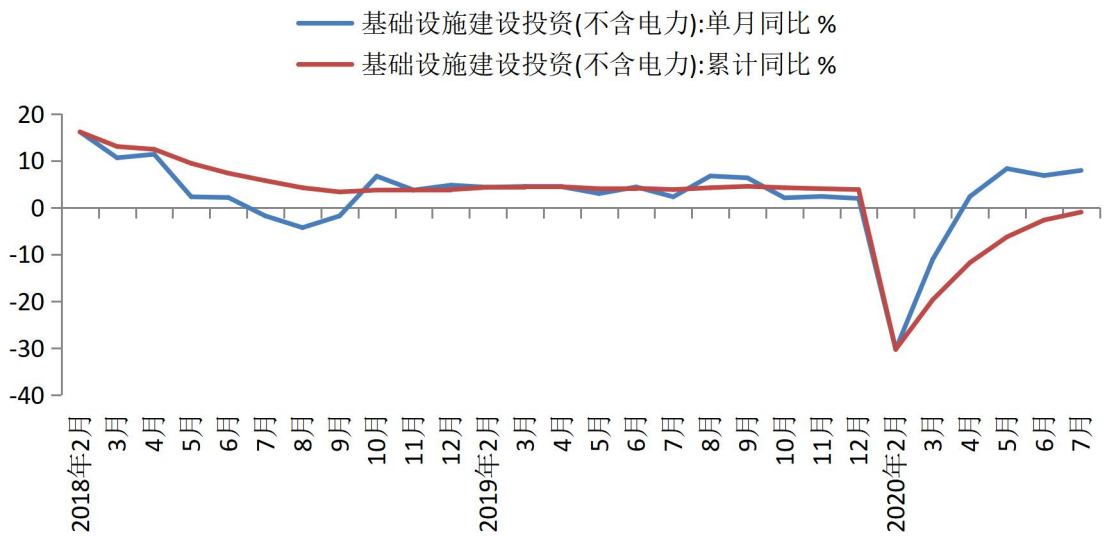


资料来源：WIND

基建投资：1-7 月基建投资（不含电力）同比-1.0%，较 1-6 月改善 1.7 个百分点。据测算，当月基建投资同比增长 7.9%，增速比上月上扬 1.1 个百分点，也已远高于上年全年 3.8%的增长水平，其作为逆周期调节主要发力点的作用正在充分显现。我们分析，近三个月来基建投资增速持续处于高位的主要原因是：首先，基建投资是宏观政策逆周期调节的重要工具。5 月之后全国疫情进入稳定阶段，各地基建项目开工、施工速度明显加快。其次，以上半年地方政府专项债发行量和新增企业中长期贷款（这其中包括承担基建任务的城投企业中长期贷款）同比大幅增长为标志，过去两年制约基建投资的资金瓶颈问题得到显著纾解。最后，除传统的“铁公基”项目外，以“5G”等七大领域为代表的新基建受到各地普遍重视，正在成为当前基建投资的新增长点。

我们判断，在今年约 11.6 万亿广义财政赤字中，约 7.6 万亿会在下半年落地。这将推动下半年基建投资增速进一步走高，其中 8 月单月同比有望接近两位数。这将带动 1-8 月基建投资累计同比年内首次转正。

图 5　基建投资（不含电力）增速

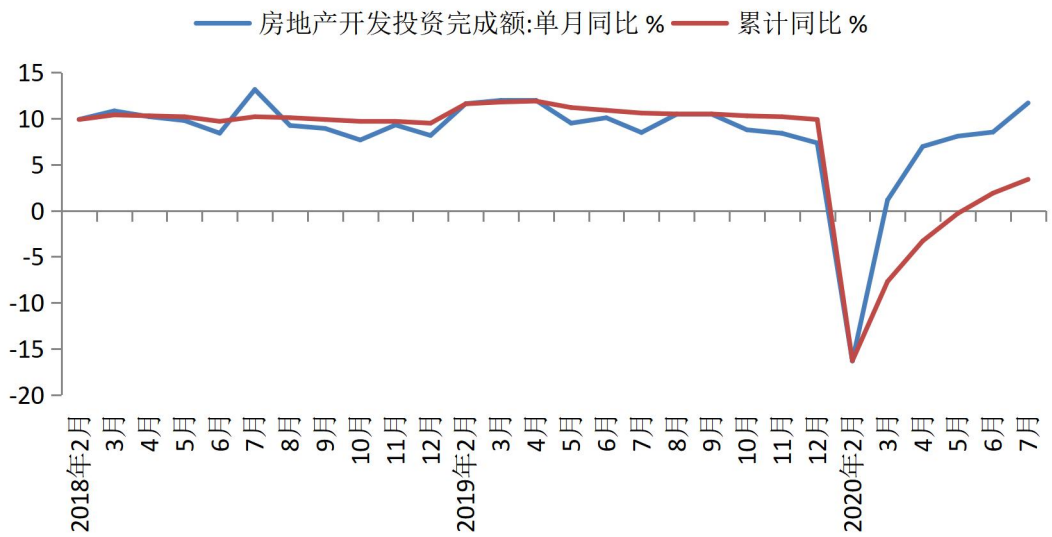


资料来源：WIND，东方金诚

房地产投资：1-7 月房地产开发投资同比 3.4%，比 1-6 月改善 1.5 个百分点。据测算，7 月当月房地产投资同比增速达 11.7%，比上月加快 3.2 个百分点，首次超过去年全年 9.9%的增长水平。我们认为，有三个因素推动 7 月房地产投资达到两位数的高增长水平：首先，受房贷利率下调、积压需求释放等因素推动，房地产市场正在迅速回暖，近三个月商品房销售面积和销售额平均增速分别达到 7.1%和 13.2%,均大幅高于去年全年水平。其次，通过信贷和债券两个渠道，3 月以来房企融资来源也有明显好转。最后，在快周转模式下，7 月房地产施工进度大幅加快，其中单月商品房新开工面积同比为 11.3%，施工面积同比增速更是达到 16.6%，均远超上年平均水平。

我们判断，后期房贷利率仍有小幅下调空间，这会推动房地产销售端持续改善，房企资金压力可控，下半年房地产投资将延续两位数增长。值得关注的是，7 月 24 日房地产工作座谈会召开，房地产调控风向趋紧；近期关于约束房地产融资的政策也在陆续推出。由此，接下来 5 个月房地产投资增速可能会受到一定制约,但年内整体增速大概率不会低于上年——历史数据显示，在 2008 以来的三个降息周期中，年度房地产投资增速从未出现过下滑。

图 6　房地产开发投资增速

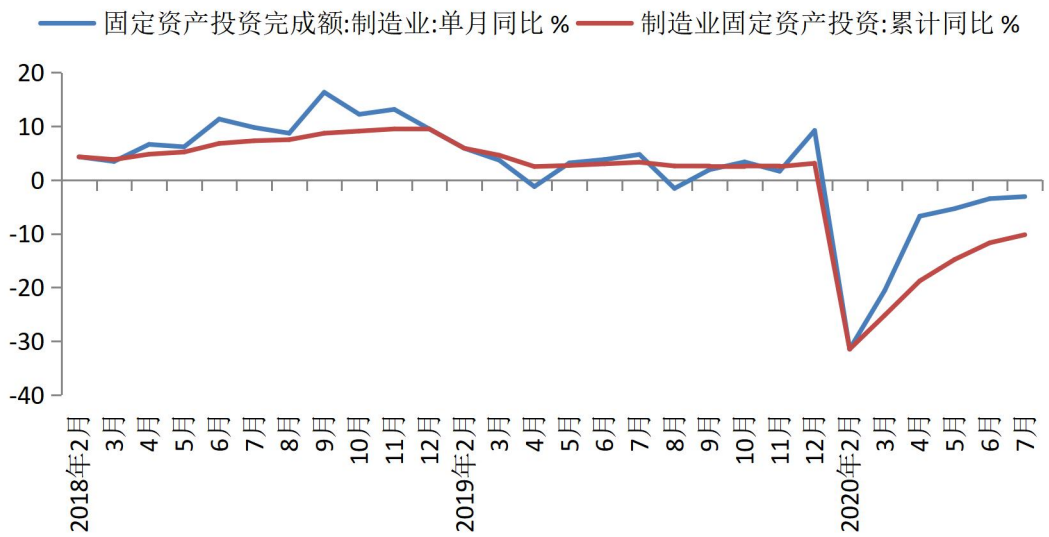


资料来源：WIND，东方金诚

制造业投资：1-7 月制造业投资同比-10.2%，比 1-6 月改善 1.5 个百分点。据我们测算，当月制造业投资同比降幅为-3.1%，仅较上月小幅改善 0.4 个百分点，是三大类投资中唯一继续处于负增长的类别，短板特征明显。其背后的主要原因是，制造业以民营企业为主，投资决策受行业利润走势影响较大，而且出口导向特征比较明显。近期以社零增长低迷为标志，国内终端需求不足，工业品价格（PPI）持续处于较深的通缩状态，这对制造业企业利润形成较大压力。另外，下半年全球经济仍将处于-4.5%的深度衰退状态，国际贸易整体呈较大幅度萎缩走势，我国出口韧性面临考验，也对当前企业投资信心带来一定抑制效应。不过数据也显示，疫情并未打断我国制造业转型升级过程：1-7 月高技术制造业投资增长 7.4%，其中，医药制造业、电子及通信设备制造业投资分别增长 14.7%、7.3%。

我们预计，短期内制造业投资、特别是民企投资信心仍会处于较低水平，制造业投资增速回到正增长难度较大。不过，若下半年宏观政策对冲力度显著加大，特别是投资出现超预期扩张，制造业投资增速也存在较快反弹的可能。

图 7 制造业投资增速

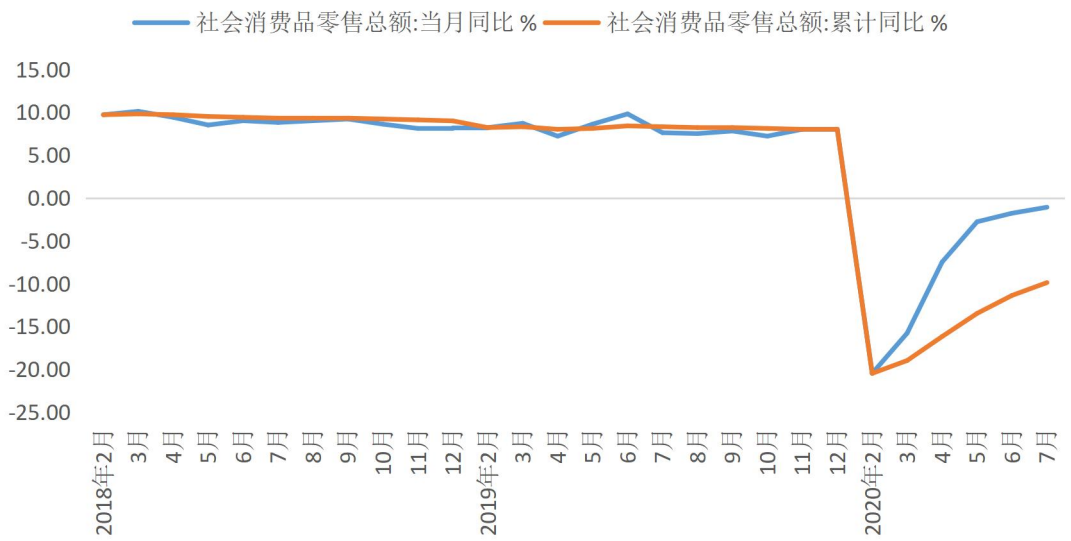


资料来源：WIND

1.3 消费：7月社零同比回升斜率进一步趋缓，整体涨势不及预期，且除汽车以外的消费品零售额同比降幅扩大。在前期需求回补基本结束后，居民消费信心和消费能力下滑对新增消费需求的抑制作用开始显现

7月社零同比延续修复，回升斜率进一步趋缓，整体涨势不及预期。当月社零同比下降1.1%，降幅较上月收窄0.7个百分点；扣除价格因素后，实际同比下降2.7%，降幅仅较上月收窄0.2个百分点。具体来看，7月商品零售总额环比下降 4.4%，低基数影响下，同比增长0.2%，较上月回升0.4个百分点，为该项指标年内首度转正——其中，汽车销售贡献明显，除汽车以外的消费品零售额同比下降2.4%，降幅较上月扩大1.4个百分点；或受局部疫情反弹、居民谨慎心理牵制，7月餐饮收入结束此前两个月的较快边际修复势头，仅较上月增长0.6%，但当月环比表现仍强于历史季节性，故同比降幅较上月收窄4.2个百分点至-11.0%。

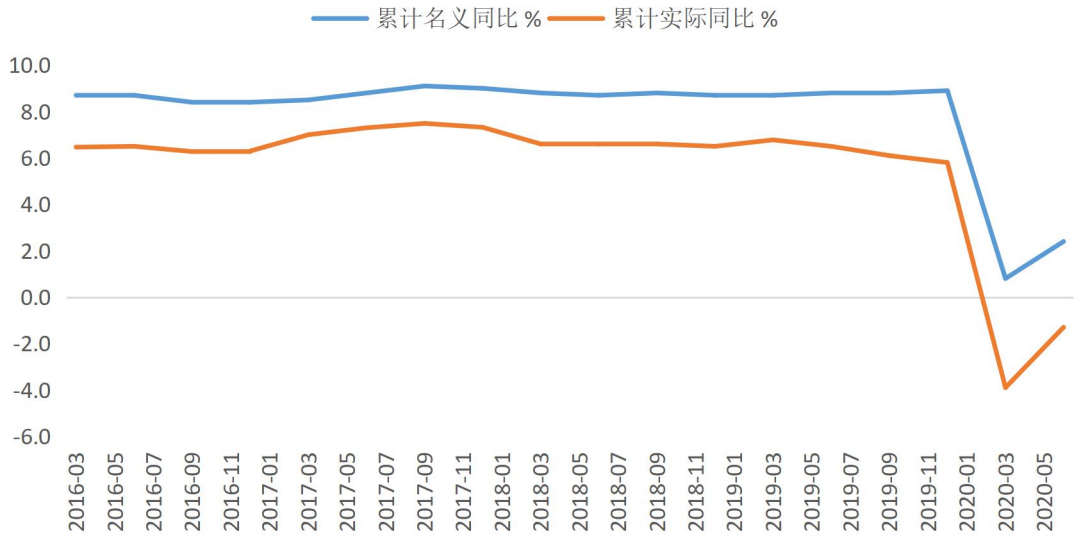
图8 社会消费品零售总额同比增速



资料来源：WIND；注：2 月当月同比为 1-2 月累计值。

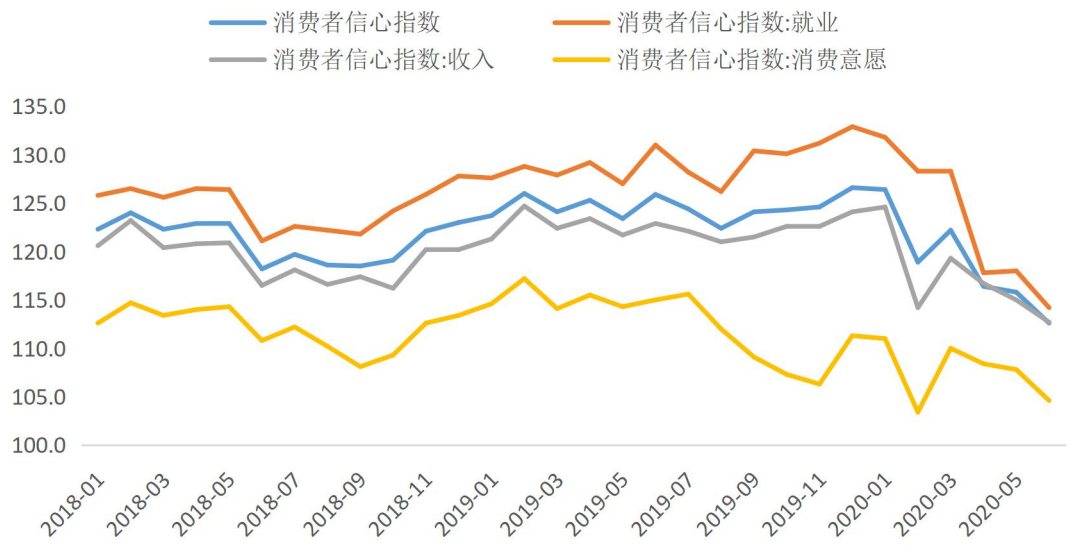
我们认为，在前期消费需求回补基本结束后，疫情阴云未散，以及就业形势严峻、可支配收入下滑等因素制约居民消费信心和能力回升，对居民新增消费需求的抑制作用开始显现。此前公布的 7 月通胀数据中，非食品 CPI 同比涨幅创下逾十年来新低，也印证了此种需求不足现象。

图 9　全国居民人均可支配收入同比增速



资料来源：WIND，东方金诚

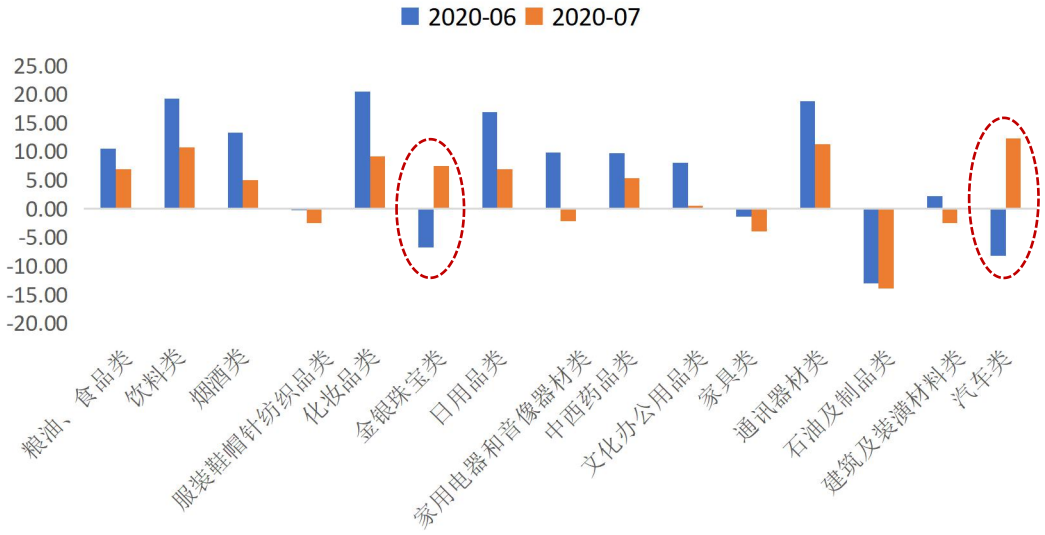
图 10　消费者信心指数



资料来源：WIND，东方金诚

从具体商品类别来看，7 月必需品零售额增速普遍放缓，粮油食品、饮料、日用品、中西药品等零售额同比增速较上月均有明显下滑。由于此前 2-3 个月上述类别商品零售额均呈现同比高增状态，故增速下滑后仍维持较快增长水平。7 月可选消费品走势分化，同比增速较上月涨跌互现。当月石油及制品、房地产相关消费、服装表现较弱，化妆品、通讯器材增速放缓但仍处高增状态，汽车和金银珠宝增速则在上月剧烈下行基础上显著反弹。其中，7 月汽车零售额同比增长 12.3%，增速较上月加快 20.5 个百分点，与中汽协公布的 7 月汽车销量同比增长 16.4%相一致。这主要受去年同期低基数拉动；另外，汽车促销政策频出、疫情下社交隔离催生新增购车需求等，也对汽车销售产生一定支撑。需要说明的是，在居民消费信心不稳定、整体消费需求较弱的背景下，各类别零售额增速在基数变动等因素影响下出现颠簸也属于正常现象，单月数据波动难以支撑趋势性判断。

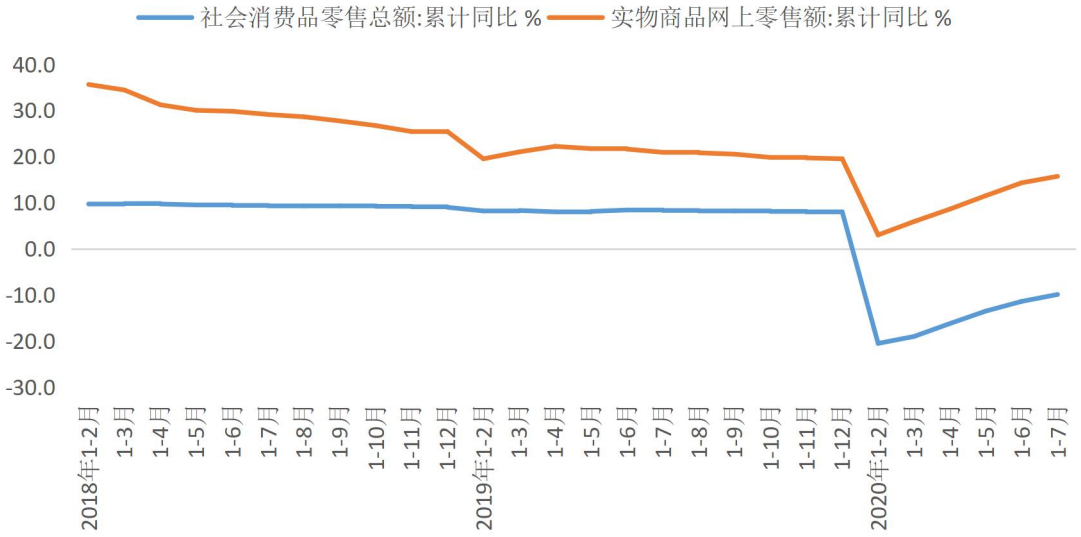
图 11　限额以上批发零售业零售额累计同比增速 %



资料来源：WIND

最后值得一提的是，由于居民线下消费活动仍受一定限制，不少线下商家开始转战线上，微商电商、网络直播等新模式、新业态迅速发展，今年以来，线上消费对稳定整体消费大局发挥了重要作用。1-7 月实物网上商品零售额累计同比增长 15.7%，增速较前值加快 1.4 个百分点，比同期社零累计增速高出 25.6 个百分点。

图 12　社会消费品零售总额及实物商品网上零售额同比增速

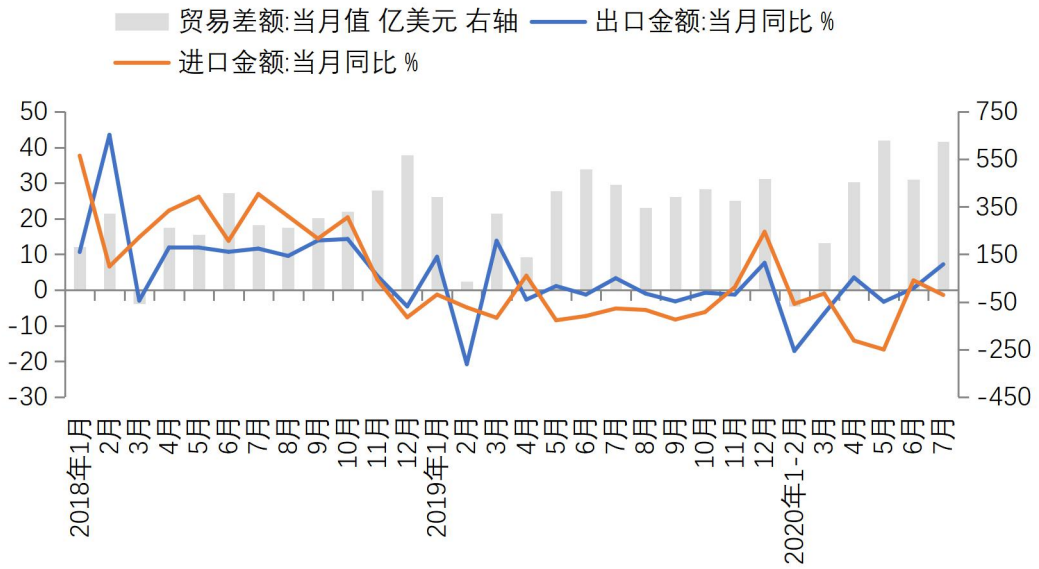


资料来源：WIND

。

1.4 贸易：7月出口增速远超预期，进口增速小幅下行

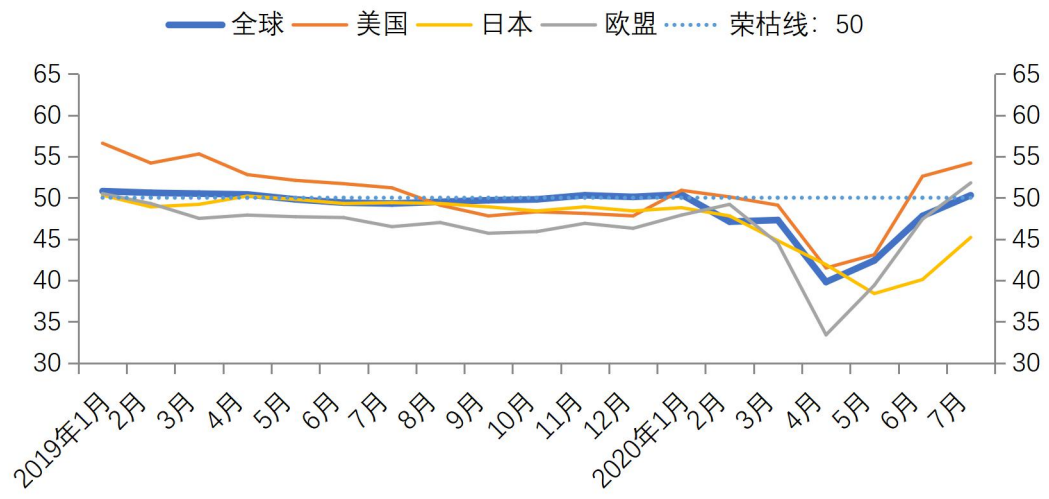
图 13 进出口情况（美元）



数据来源：WIND

7月出口增速远超市场预期，主要经济体自5月以来纷纷实施经济重启，对我国产品进口需求相应增加；同时，在全球疫情持续扩散背景下，我国防疫物资出口保持高增。7月出口贸易额同比上升7.2%（以人民币计价同比增长10.4%，差值主要源于人民币汇价较上年同期出现一定幅度的贬值所致；对进口影响相同），增速较上月大幅加快6.7个百分点，远超此前市场普遍预期。可以看到，当前全球疫情仍在加速蔓延，但美国、印度等主要经济体已在5月开始“带疫重启”，经济景气状况有所改观，对我国产品进口需求相应上升。需要指出的是，7月出口上升与当月制造业PMI中的新出口订单指数大幅上扬并无直接关联。其背后的原因在于，从企业拿到出口订单到报关出运，往往要有2-3个月的时间间隔，因此7月出口改善主要与5月各国制造业PMI指数反弹，以及我国5月制造业PMI中的“新出口订单”指数改善有关。

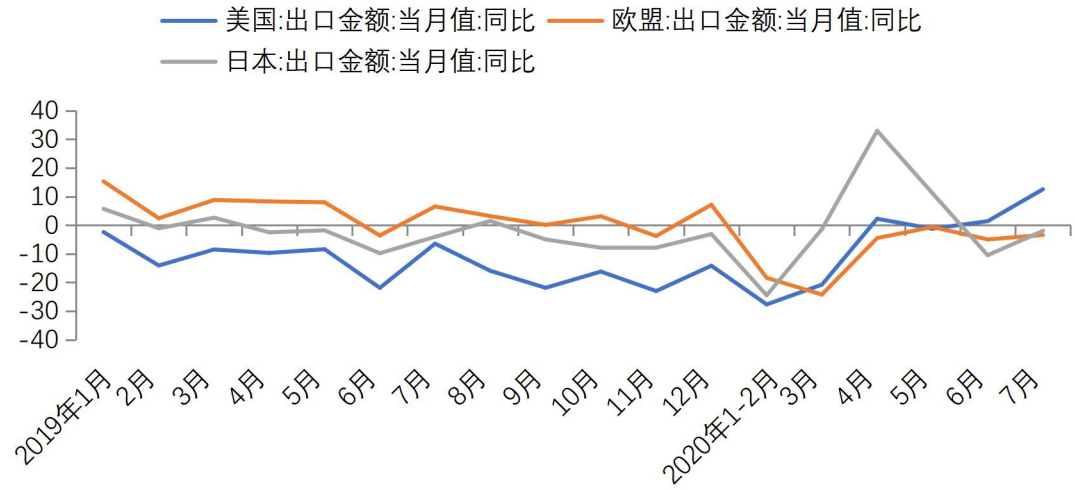
图 14 5月之后欧美经济开始重启，经济景气状况边际回升



数据来源:WIND

从主要出口目的地来看，7 月我国对美国出口增速达到 12.5%，比上月加快 11.2 个百分点；同时，尽管当月对欧盟、日本出口增速仍为负增，但也分别改善 1.5 和 8.5 个百分点。可以看到，5 月以上三个经济体制造业 PMI 指数均出现了疫情以来的首次触底反弹，意味着其对我国商品的进口需求也在同步修复。另外，二季度全球疫情仍在加速蔓延，作为我国对发达经济体出口的主要竞争对手，墨西哥、土耳其、印度等国的产能恢复较为缓慢，我国在美欧日等发达经济体中的市场份额上升。我们判断，7 月这种“替代效应”或仍在发酵。

图 15　7 月我国对美、日出口增速明显上扬（%）

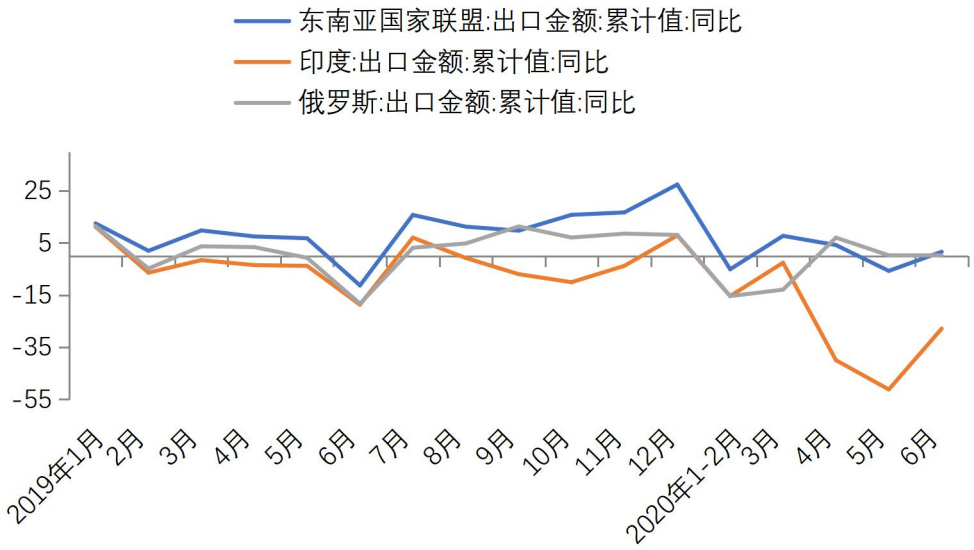


数据来源:WIND

在新兴市场方面，作为我国第一大出口市场，7 月我国对东盟出口同比增长 14.0%，增速较上月加快 12.4 个百分点，是带动当月出口增速转正的重要原因。我们注意到，年初以来我国对东盟出口整体保持稳定增长，与这一区域疫情形势较为稳定、经济所受冲击相对较

小直接相关。7 月我国对印度出口同比下降 21.2%，尽管降幅仍然很大，但增速仍较上月改善 6.7 个百分点。5 月以来印度经济重启，对我国商品的进口需求有所恢复。7 月我国对俄罗斯出口同比增长 8.0%，比上月加快 8 个百分点，或与该国近期疫情态势有所缓和有关。

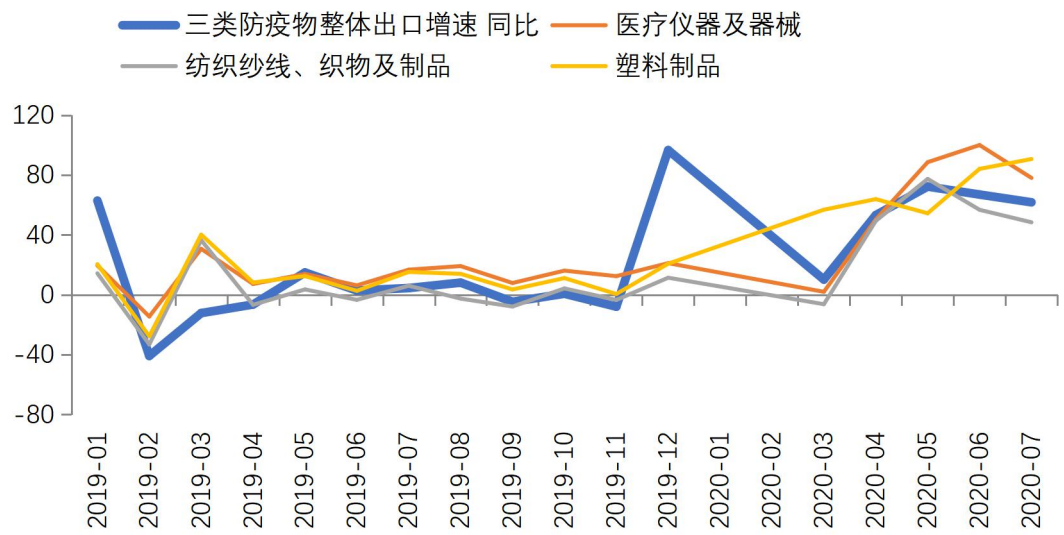
图 16　7 月我国对主要新兴经济体出口增速也同步大幅改善（%）



数据来源:WIND

7 月出口高于此前市场的普遍预期，一个重要原因是当月防疫物资出口继续保持高增。7 月以口罩为代表的纺织纱线、织物及制品出口额同比增长 48.4%，增速较上月回落 8.3 个百分点（我们判断或因海外疫情高发国家此类产品产能增长所致），但这一增速仍属超高水平。当月医疗仪器及器械出口额同比增长 78.0%，增速较上月放慢 21.9 个百分点。当前全球疫情仍在加速蔓延，一些国家短期内对相关医疗仪器及器械需求增加很快，但相关产品产能提升需要更长时间。7 月塑料制品出口额同比增长 90.6%，增速较上月加快 6.6 个百分点，与近期全球疫情仍处高峰平台期直接相关。从三类防疫物资整体来看，当月出口额同比增速达到 61.7%，仅较上月小幅下降 5.2 个百分点，对当月出口的整体拉动达到 4.5 百分点——这意味着如果扣除防疫物资的出口带动作用，7 月出口增速将为 2.7%。

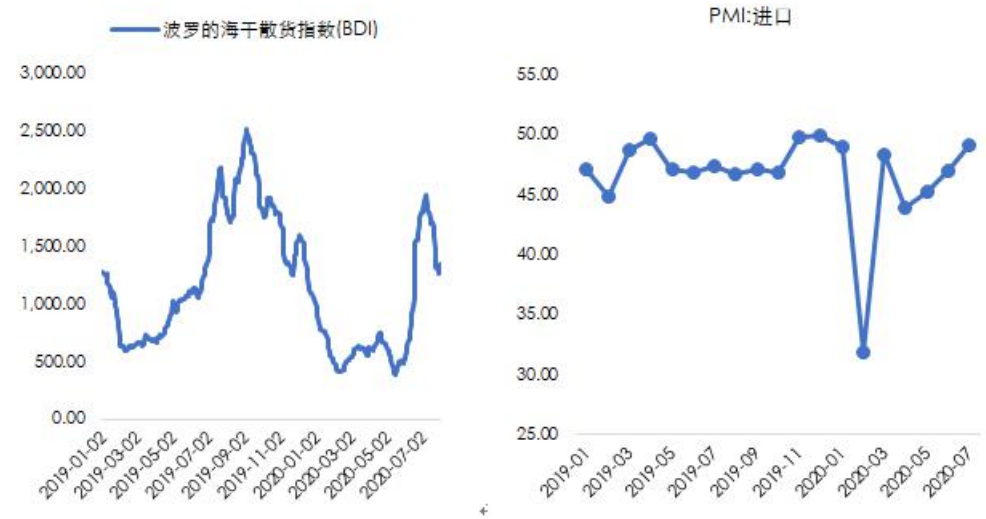
图 17　7 月防疫物资出口继续保持高增（%）



数据来源:WIND

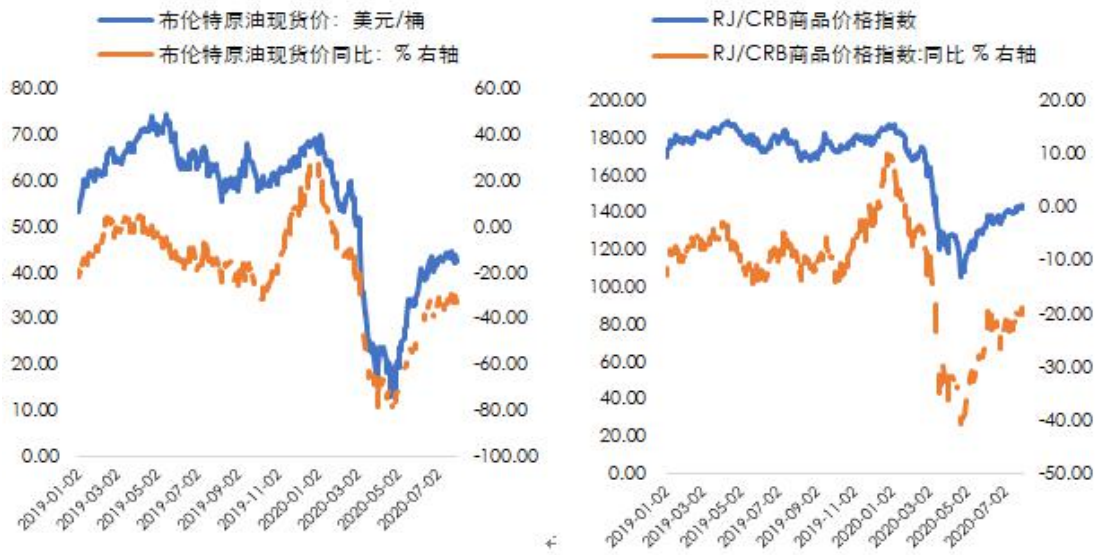
在国内经济动能继续改善、内需渐进修复，以及大宗商品价格同比降幅持续收敛背景下，7 月进口增速不升反降，一方面受去年同期基数走高影响，另一方面，上月进口增速大幅超出预期，本月数据有所反复也属正常。7 月进口额同比下降 1.4%，增速较上月下滑 4.1 个百分点，逊于市场预期。这与当月 BDI 指数回落相一致，但与 PMI 进口指数进一步回升相背离。我们认为，在国内经济动能继续改善、内需渐进修复，以及大宗商品价格同比降幅持续收敛背景下，7 月进口增速不升反降，一方面受去年同期基数走高影响，另一方面，上月进口增速大幅超出预期，本月增速有所反复也属正常。与 4、5 月份相比，7 月进口降幅仍有明显收敛，月度数据颠簸不会改变进口需求随内需改善的大趋势。

图 18　7 月 BDI 指数回落，国内 PMI 进口指数则进一步回升



数据来源：WIND，东方金诚

图 19　7 月大宗商品价格同比跌幅延续收敛，但斜率有所放缓



数据来源：WIND，东方金诚

从主要进口商品来看，（1）随着油价回升，7 月我国原油进口量从上月高点回落，同比增速也较上月下滑 9.4 个百分点至 25.0%；当月油价波动小涨，同比跌幅进一步收敛，带动原油进口额同比降幅较上月收窄 12.7 个百分点至-26.8%。

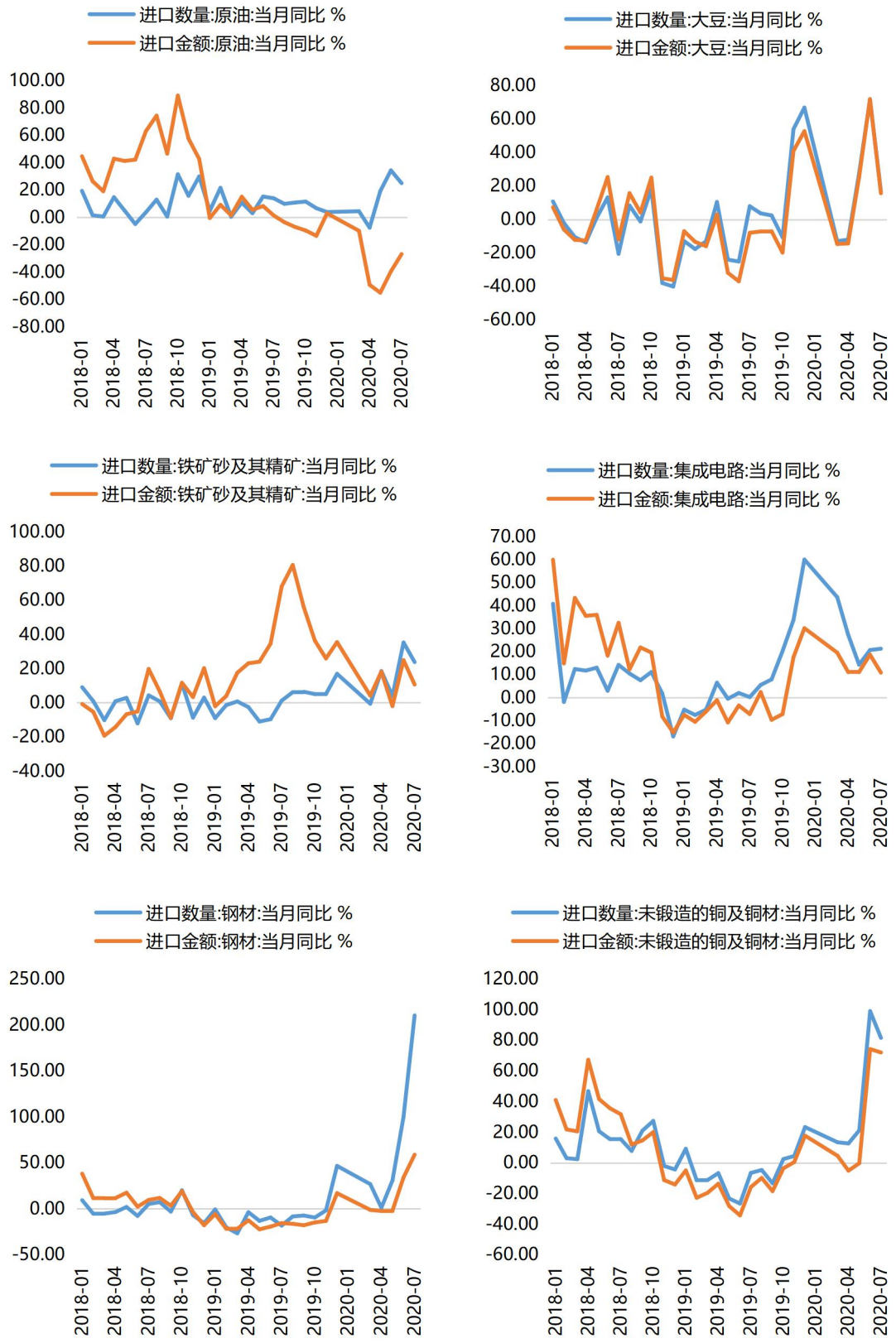
（2）受巴西雷亚尔贬值，以及国内生猪产能恢复影响，今年以来我国自巴西大豆进口迅速增长。但随着巴西大豆库存逐渐消耗，出口能力下降，7 月我国大豆进口量和进口额同比增速明显放缓。其中，进口量同比增速较上月下滑 54.6 个百分点至 16.8%，进口额增速下滑 56.2 个百分点至 15.6%。随着美国大豆进入成熟期，后续进口大豆采购重心将逐步转移到美国，但需关注中美关系演化对两国大豆贸易的影响。

（3）7 月海外铁矿石发货量有所回升，但国内需求旺盛，叠加市场买涨不买跌的心理，铁矿石进口延续量价齐升；不过，受去年同期基数走高影响，7 月铁矿石进口量同比增速较上月下滑 11.5 个百分点至 23.8%，进口额同比增速下滑 14.3 个百分点至 10.6%。

（4）7 月集成电路进口量同比增长 21.3%，增速较上月小幅加快 0.6 个百分点，而因进口价格跌幅扩大，进口额同比增速较上月下滑 7.8 个百分点至 10.8%。

（5）7 月钢材进口量同比增速飙升至 210.2%，进口额增速也加快至 58.8%；当月未及锻造的铜及铜材进口量和进口额同比增速较上月有所回落，但仍处 81.5%和 72.0%的高速增长水平。这一方面由于国内建筑链条景气度上扬，带动钢材、铜材进口需求明显好转，另一方面，由于国内经济恢复速度快于海外，造成铜材、钢材等部分工业品内贸价格高于进口价格，这进一步推升了相关商品的进口需求，甚至出现利用海内外价差进行套利的行为。

图 20　主要进口商品数量与金额（美元）同比增速



数据来源:WIND

1.5 展望：8月各项经济数据将继续回升，消费和服务业短板亟待补齐，出口有望继续保持正增长，进口增速有望反弹

工业生产方面，7月制造业增加值增速已恢复至去年全年水平，进一步上升的空间有限，而8月局部地区强降水仍将制约采矿业、电力燃气及水的生产和供应业生产，预计8月工业生产难见明显加速。后续工业生产景气度仍将主要由建筑链条和高新技术产业支撑，下游消费品行业生产仍面临订单不足制约。考虑到下游行业多为中小企业集中的竞争性行业，除基建发力外，逆周期政策还将更多关注中小企业纾困、保外贸订单和提振国内消费需求。投资方面，1-7月新开工项目计划总投资同比增长15.8%，投资到位资金增长2.1%，投资后劲依然较足，8月累计固定资产投资增速转正没有悬念，单月增速也可能再创新高。

消费方面，8月低基数对汽车销售同比增速仍有支撑，汽车消费对整体消费仍有望产生正向拉动，同时，餐饮和石油制品消费拖累有望减轻，8月社零增速将延续改善，同比有望小幅转正，但未来面临修复斜率放缓的压力。主要原因是前期补偿性消费需求已基本释放，而在居民消费信心下滑背景下，仅靠促消费政策难以大规模激发新增消费需求。此外，当前海外疫情仍处高发期，国内疫情防控常态化，仍会在一定程度上制约居民消费活动。

另外，7月全国服务业生产指数同比增长3.5%，较6月份上升1.2个百分点；1-7月份，服务业生产指数同比下降4.7%，比1-6月收窄1.4个百分点。但这些指标均较上年6.8%的平均增长水平差距较大，显示海外疫情仍处高位平台期，国内防疫措施难以全面撤回，仍然对餐饮、旅游等一些人群接触型服务业影响较大。我们判断，后期防疫措施、宏观政策都有可能进一步向精准化方向调整，推动终端消费和服务业加快补齐短板，尽可能减少稳增长对投资的依赖。

外贸方面，近期全球主要经济体制造业PMI延续反弹，我国制造业PMI中的“新出口订单指数”也在持续修复，意味着短期内我国出口增速仍有支撑，8月出口同比有望继续保持正增长。我们认为，当前全球疫情仍在加速蔓延，世界经济正处于严重衰退过程，全球贸易也在同步衰退。在这样一种不利背景下，我国出口韧性主要来自两个方面：一是国内疫情得到稳定控制，制造业产能已基本恢复正常，这意味着我国出口供给能力强于竞争对手，全球市场份额扩大；二是短期内全球疫情拐点难现，防疫物资出口高增势头还会保持一段时间。值得注意的是，8月中美两国贸易官员将通话评估第一阶段中美贸易协议执行情况。考虑到当前中美关系波折不断，11月美国大选前，特朗普政府是否会在中美经贸关系上重启事端

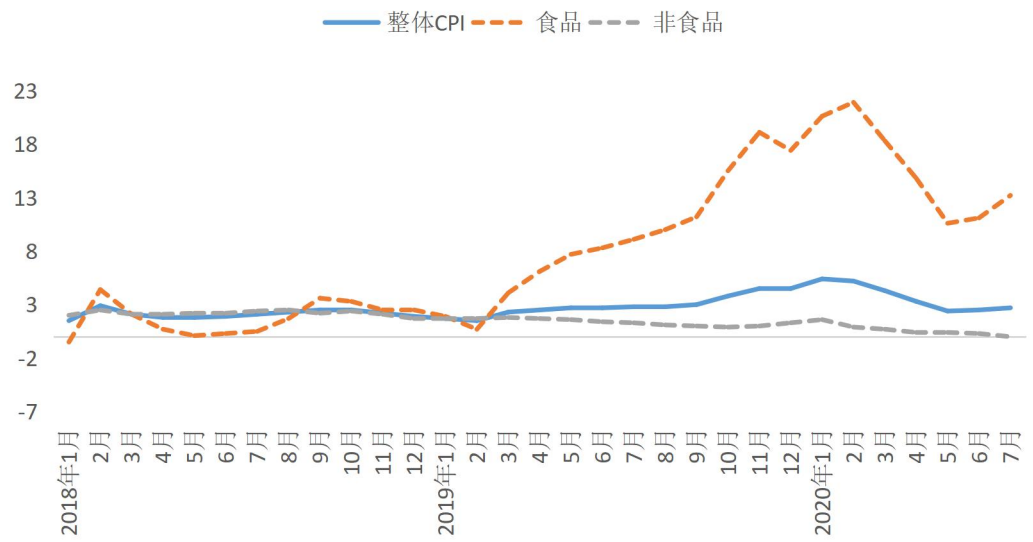
存在较大不确定性。另外，下半年全球经济衰退将导致国际贸易深度萎缩，四季度我国出口能否保持强势仍需谨慎观察。进口方面，国内经济延续修复，投资和消费增速有望进一步回升，加之海外经济重启、需求前景改善背景下，大宗商品价格走势趋升，量价两方面因素将对后续进口金额增速产生支撑，重申月度数据颠簸不会改变进口需求随内需改善的大趋势。我们注意到，在经过了 7 月的持续下行后，8 月以来 BDI 指数有所上扬，预示 8 月进口增速有望反弹，预计将实现小幅正增长。

2. 7 月 CPI 反弹到顶，工业品价格有望持续回暖

2.1 CPI：7 月餐饮业复业加快，猪肉、蔬菜价格上涨较快，CPI 同比小幅反弹，非食品价格同比出现零增长，涨幅创逾十年新低，显示当前消费市场需求不足现象更为严峻。

7 月 CPI 同比上涨 2.7%，涨幅较上月小幅反弹 0.2 个百分点，连续两个月小幅反弹，但仍显著低于今年两会确定的 3.5%的控制目标。从影响物价变化的主要原因看，7 月食品价格同比上涨 13.2%，较上月反弹 2.1 个百分点，几乎贡献了本月 CPI 的全部涨幅，也是本月物价涨幅反弹的主要原因。7 月非食品价格同比持平，涨幅比上月下滑 0.3 个百分点，创下逾十年来的新低。这意味着当前除食品之外的整体物价走势很弱，消费市场需求不足现象越发突出，正在成为经济复苏的主要拖累。

图 21　CPI 增速 ：当月同比　%



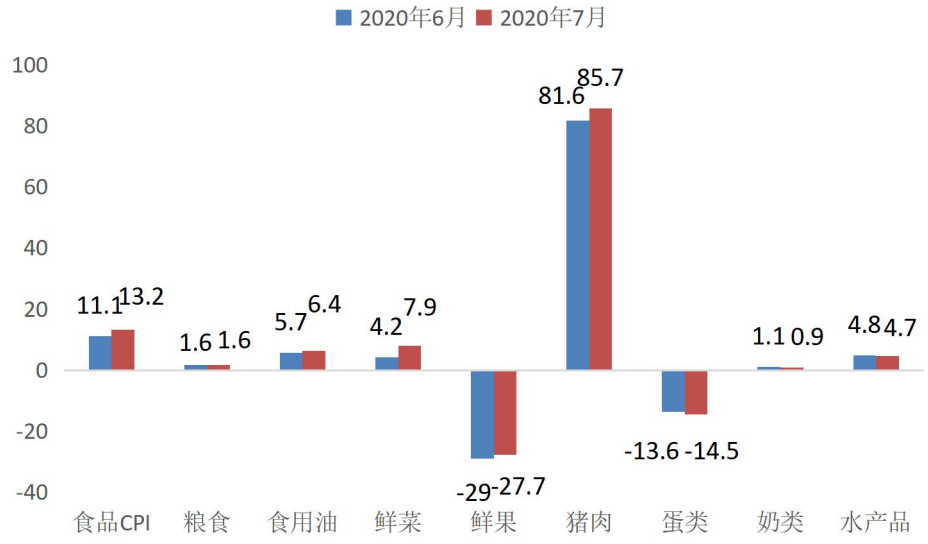
数据来源：WIND

食品价格方面，7 月餐饮业复业明显加快，在 CPI 中权重较大的猪肉、蔬菜价格月内出现明显上涨，带动本月食品价格同比涨幅小幅扩大 2.1 个百分点。猪肉和蔬菜价格是当前食品 CPI 中权重最高、波动最大的两个品种。7 月餐饮业 PMI 高于上月，对猪肉和蔬菜的需求上升较快。同时，尽管近期生猪存栏明显改善，但因多地洪涝灾害对生猪调运产生了一定影响，供给仍然偏紧，猪肉价格环比上涨 10.3%，涨幅比上月扩大 6.7 个百分点。同样主要受不利天气影响，鲜菜价格上涨 6.3%，涨幅比上月扩大 3.5 个百分点。由此，在当月猪肉、蔬菜价格环比涨幅明显扩大后，价格同比涨幅也分别扩大 4.1 和 3.7 个百分点，成为拉动 7 月食品价格走高的主要原因。

主要受季节性和气候因素影响，7 月鲜蛋价格上涨明显，但因上年基数垫高，同比降幅反而出现小幅扩大。7 月鲜果大量上市带动价格环比继续走低，不过因上年基数下沉，当月同比降幅略有收窄。值得一提的是，7 月粮食价格环比持平，走势比之前三个月明显放缓，同比涨幅则保持在 1.6%，为近三年来的最高水平。疫情全球蔓延背景下，后期粮价走势仍要重点关注。

整体上看，7 月食品价格环比上涨 2.8%，同比涨幅也扩大 2.1 个百分点。这一方面显示餐饮业复业加快带来的影响，另一方面也有一定季节性因素作用——数据显示，历年 7 月食品价格环比涨幅均会有所扩大，同比涨幅也是升多降少。

图 22　食品类各分项 CPI 同比增速 %



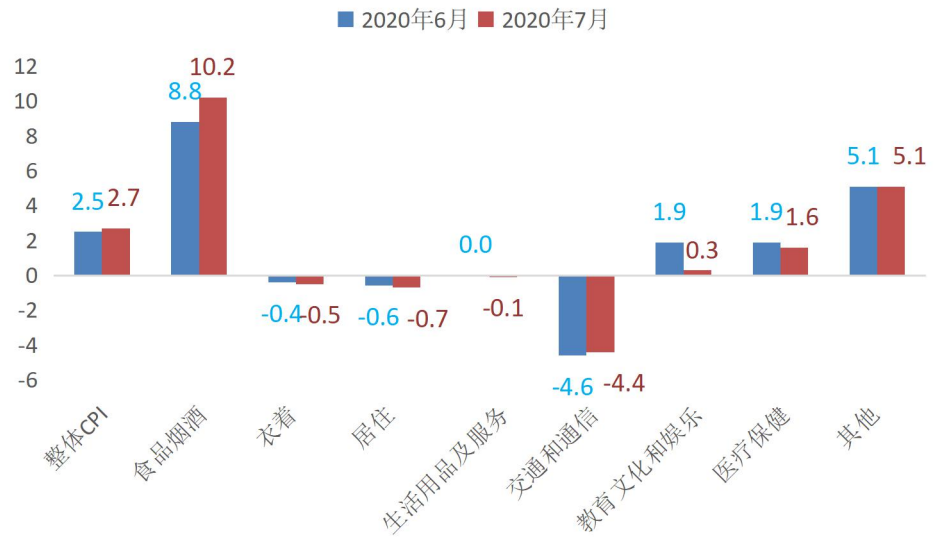
数据来源：WIND

非食品价格方面，当前需求不足的影响进一步体现，7 月非食品价格同比涨幅降至零值，创逾十年来新低。5 月之后国际油价开始低位反弹，并于 6 月升至 40 美元/桶的“地

板价”之上，由于 6 月末和 7 月上旬国内两次上调了成品油价格。受此影响，7 月交通通信价格同比跌幅略有收窄。不过，除此以外的绝大多数其他商品和服务价格同比均在走弱。这表明伴随疫情影响周期拉长，居民实际收入增速和收入预期都出现了明显下降，消费支出趋于谨慎。

7 月，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.5%，涨幅比上月下滑 0.5 个百分点，是 2013 年有历史记录以来的最低水平。这显示当前缺乏物价普遍上涨的基础，年内需求不足引发 CPI 通缩的风险值得关注。

图 23　八类商品与服务 CPI 同比增速 %



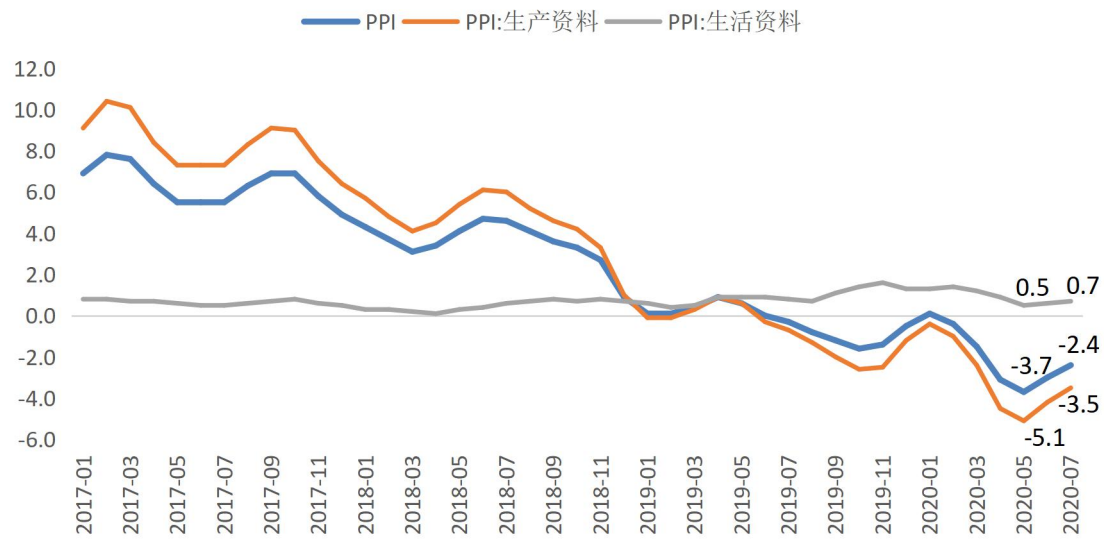
数据来源：WIND

2.2　PPI：主因国际油价波动回升，国内基建发力、地产保持韧性带动建筑链条景气度上扬，对国内工业品价格构成支撑，以及上游涨价的影响逐步向中游传导，7 月 PPI 环比延续上涨；在新涨价动能维持和翘尾因素拖累减弱共同作用下，7 月 PPI 同比跌幅进一步收敛

7 月 PPI 环比延续上涨，涨幅为 0.4%，与上月持平。主要受两方面因素拉动：首先，在 OPEC+执行减产，美国页岩油产量收缩，各国逐步放松封锁、重启经济带动需求回暖，以及美元下跌等因素拉动下，7 月国际油价继续波动回升。根据我们计算，当月布伦特原油现货价均值为 43.5 美元/桶，环比上涨 8.2%。其次，7 月国内工业生产进一步加速，投资、消费需求稳步修复，尤其是基建发力、地产保持韧性带动建筑链条景气度上扬，对工业品价格构成支撑。同比来看，在新涨价动能维持和翘尾因素拖累减弱——7 月 PPI 翘尾因素为 0.0 个

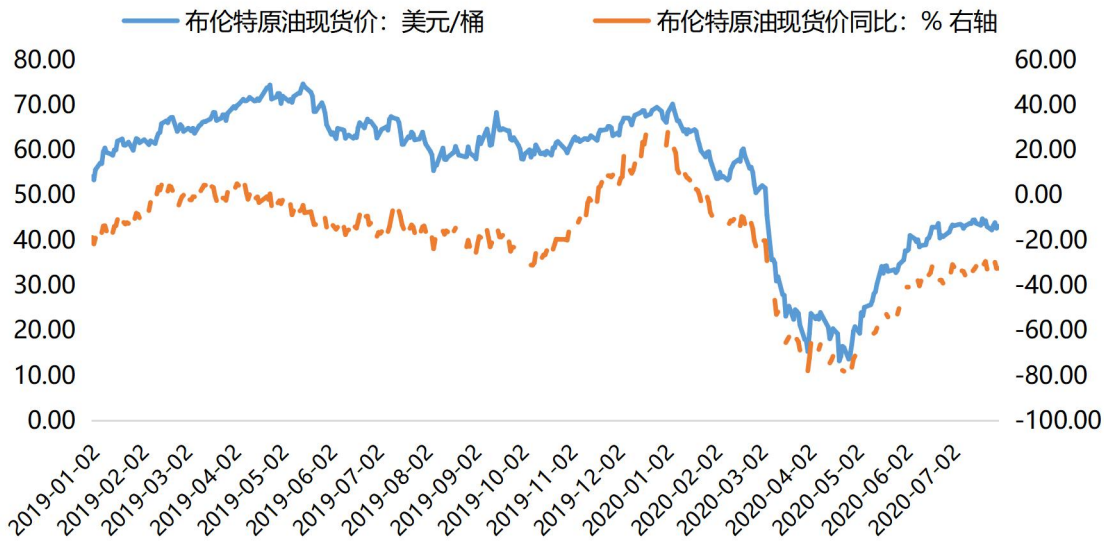
百分点，高于上月的-0.2 个百分点——共同作用下，当月 PPI 同比跌幅较上月的-3.0%收敛 0.6 个百分点至-2.4%。

图 24　PPI 增速：当月同比　%



数据来源：WIND

图 25　7 月国际油价继续波动上涨

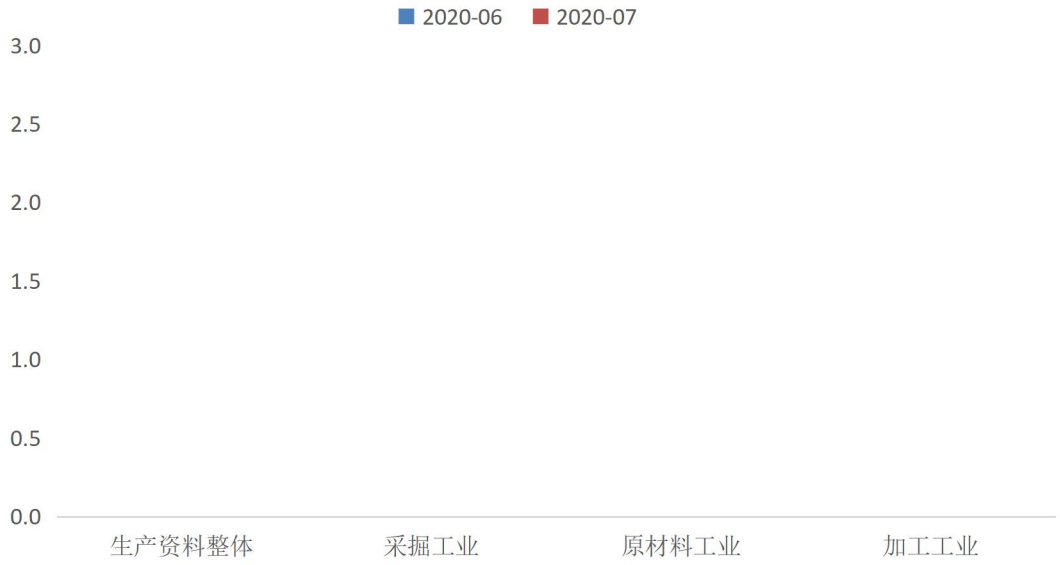


数据来源：WIND

分大类看，7 月生产资料 PPI 环比上涨 0.5%，涨幅与上月持平，同比跌幅较上月收窄 0.7 个百分点至-3.5%，与 PPI 整体走势一致。当月各分项环比均延续上涨，其中，采掘工业 PPI 涨势最快（3.1%），主因原油价格波动回升，以及煤炭价格因进入需求旺季而有所反弹。不过，与上月相比，7 月采掘工业和加工工业 PPI 环比涨幅分别放缓 0.2 和 0.1 个百分点，原材料工业 PPI 涨幅则加快 0.2 个百分点，显示上游价格上涨向下传导、建筑业景气上

扬对中游价格产生拉升，而消费需求不足持续制约下游涨价。同比来看，7 月采掘工业、原材料工业和加工工业 PPI 同比下跌 7.1%、6.9%和 1.8%，跌幅较上月分别收窄 3.4、1.6 和 0.2 个百分点。

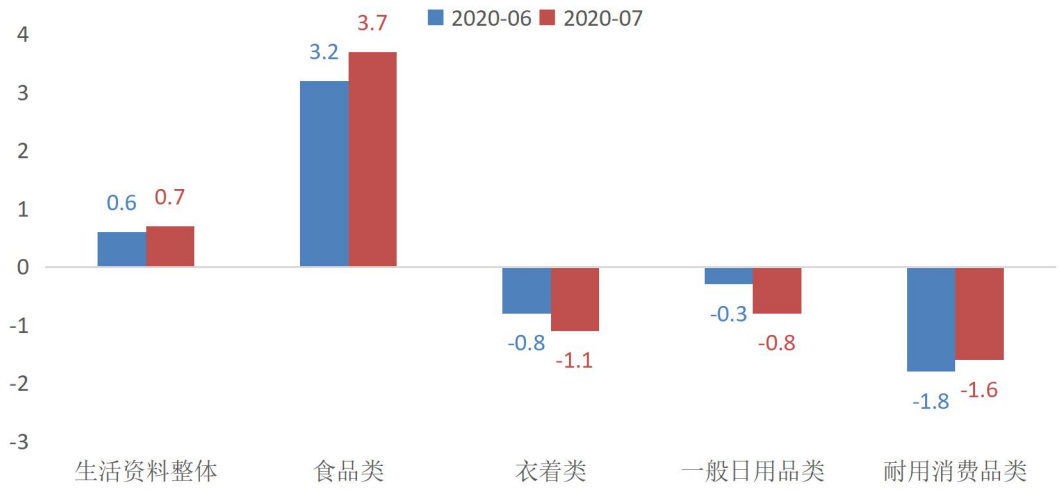
图 26　生产资料各项 PPI 同比增速 %



数据来源：WIND

生活资料方面，7 月生活资料 PPI 环比上涨 0.1%，涨幅与上月持平；同比上涨 0.7%，小幅高于前值 0.6%。从分项看，主要受食品类 PPI 环比上涨 0.6%（前值 0.35%）、同比上涨 3.7%（前值 3.2%）拉动；其他分项中，衣着类、一般日用品类 PPI 环比下跌，同比跌幅加深，耐用消费品类 PPI 环比持平，同比跌幅较上月收敛 0.2 个百分点至-1.6%。这也反映出当前终端消费需求依然偏弱，抑制下游产品价格上涨，后续需持续关注中上游涨价对下游传导不畅对下游企业利润的侵蚀。

图 27　生活资料各项 PPI 同比增速 %



数据来源：WIND

从细分行业来看，7 月煤炭、有色金属相关行业 PPI 环比涨幅扩大明显；石油和天然气开采业以及黑色金属相关行业 PPI 环比涨幅收窄，但涨势依然较快，其中，石油和天然气开采业 PPI 环比上涨 12.0%，涨幅较上月放缓 26.2 个百分点；非金属相关行业 PPI 环比走低，与当月水泥价格因雨季影响下跌相一致；汽车制造业 PPI 环比转正，上涨 0.1%，涨幅较上月加快 0.2 个百分点。

同比来看，7 月石油、煤炭、有色金属相关行业 PPI 同比跌幅收窄或同比涨幅加快，其中，石油和天然气开采业 PPI 同比跌幅较上月收窄 11.3 个百分点至-27.8%，石油、煤炭和其他燃料加工业 PPI 跌幅收窄 4.6 个百分点至-17.0%，有色金属矿采选业和有色金属冶炼及压延加工业 PPI 同比涨幅分别加快 2.0 和 2.9 个百分点。7 月黑色金属矿采选业 PPI 同比下降 0.5%（前值为上涨 1.3%），主要与上年基数走高有关，当月黑色金属冶炼及压延业 PPI 同比跌幅则延续收敛。

2.3 展望：8 月猪肉价格同比涨幅将大幅下行，这将带动食品价格涨幅明显回落，加之非食品价格短期内仍难以出现明显上行走势，预计 8 月 CPI 同比涨幅将由升转降。主要受国内投资增速加快等因素推动，8 月 PPI 同比跌幅有望进一步收窄

进入 8 月，猪肉供需平衡有所恢复，肉价进一步上涨动力削弱。更为关键的是，去年同期猪肉价格曾出现跳涨（2019 年 8 月，猪肉平均批发价由月初的每公斤 24.61 元，快速涨至月末的 33.62 元），高基数效应将带动今年 8 月猪肉价格同比涨幅大幅下行至 40%左右，并会抵消鲜菜、鲜果价格同比小幅上行带来的影响。我们预计，8 月食品价格涨幅将出现明

显回落；考虑到非食品价格短期内仍难现明显上行走势，这意味着 7 月 CPI 同比已反弹到顶，8 月开始将由升转降，而且这一下降过程有望持续到年末。这意味着下半年消费需求不足问题需要引起高度重视，同时也意味着下半年货币政策灵活调整空间显著扩大。

PPI 方面，供给削减、主要工业国经济重启、美元下跌对油价构成支撑，后期油价仍有可能小幅回升，但空间有限。从国内来看，后续基建将进一步发力，房地产投资韧性犹存，制造业投资也将缓慢修复，加之前期油价回升对其他工业品价格的影响还将逐步显现，整体来看，工业品价格有望继续回暖。我们预计，8 月 PPI 环比将延续正增，同时考虑到翘尾因素从 7 月的 0.0%小幅抬升至 0.1%，当月 PPI 同比跌幅将延续收窄，但收窄的斜率将进一步放缓。

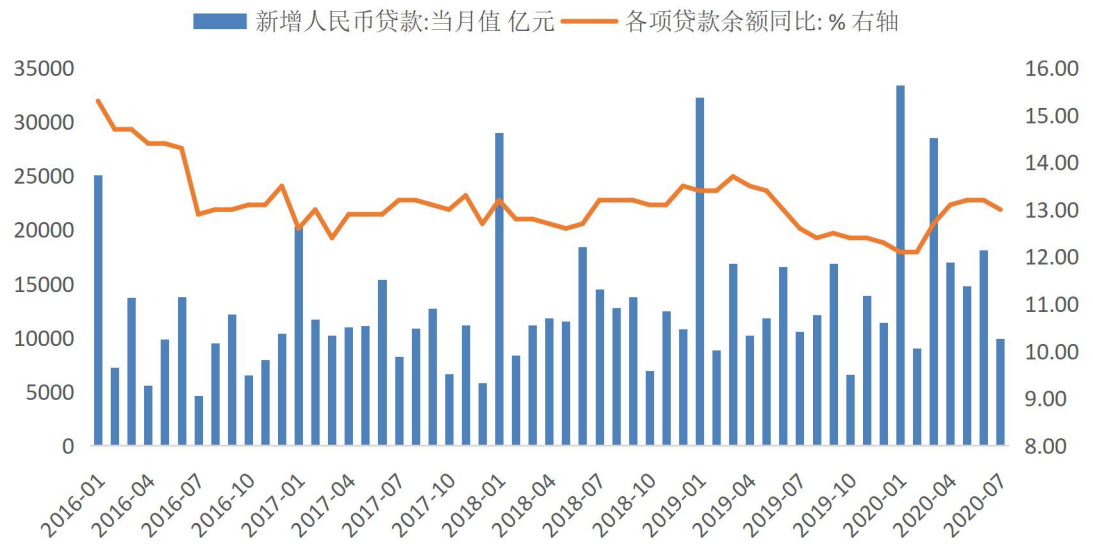
3. 金融：金融总量扩张拐点已至，7 月人民币信贷、M2 增速下行

3.1 7 月人民币贷款环比季节性少增，同比则为年内首度少增，“总量适度”政策影响初现。不过，剔除非银贷款后，7 月人民币贷款同比仍为多增，显示信贷对实体经济的支持力度并没有明显减弱。值得注意的是，7 月市场利率延续上行，票据融资连续负增；而在政策引导和实体经济融资需求改善推动下，企业中长期贷款同比保持较大幅度多增

7 月新增金融机构人民币贷款 9927 亿，环比少增 8173 亿，符合季节性规律；同比少增 673 亿，为年内首度同比少增，这也使得月末贷款余额增速较上月末下滑 0.2 个百分点至 13.0%。

不过，7 月贷款增量不及去年同期，在很大程度上受非银贷款拖累。尽管 7 月非银贷款负增规模环比有所下降，但因去年 7 月非银贷款高增，高基数导致今年 7 月非银贷款同比少增 2598 亿。如果剔除非银贷款，7 月人民币贷款同比多增 1925 亿，与上月同比多增 2129 亿相比，信贷对实体经济的支持力度并没有明显减弱。这也与 7 月 8 日央行与银保监会召开的金融支持稳企业保就业工作座谈会上指出的“要把握好信贷投放节奏，与市场主体实际需求保持一致，确保信贷资金平稳投向实体经济”这一政策导向相一致。

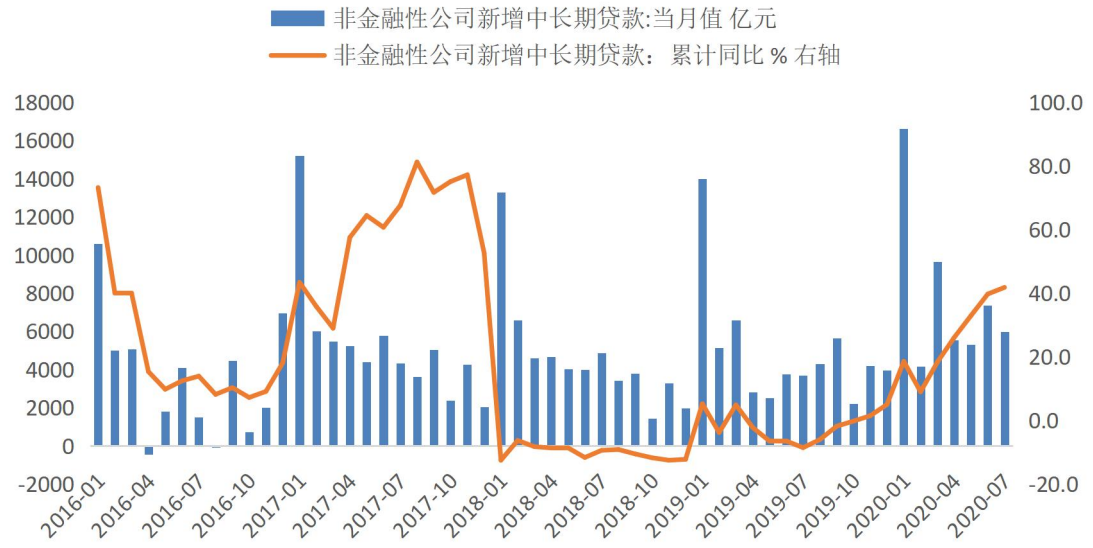
图 28 新增人民币贷款规模及增速



数据来源：WIND

从具体分项来看，7 月票据融资负增 1021 亿，同比少增 2305 亿，是当月整体人民币贷款同比少增的另一主要拖累。原因是当月市场资金利率上行，票据融资利率走高，抑制企业票据贴现需求。7 月企业中长期贷款环比虽少增 1380 亿，但同比多增 2290 亿，企业信贷期限结构继续改善。这一方面反映了各项宽信用政策持续推进，继续为实体经济提供较为宽松的信贷环境，包括央行于 6 月初推出的两项直达实体经济的新工具、7 月初下调再贷款再贴现利率等；另一方面，国内经济好转对信贷需求产生支撑，尤其是随着制造业投资逐渐修复、基建发力，实体经济对中长期贷款需求回升。此外，银行为满足 MPA 考核要求，也有意愿加大对制造业企业的中长期贷款力度。这些因素共同带动了 7 月企业中长期贷款同比延续较大幅度多增。

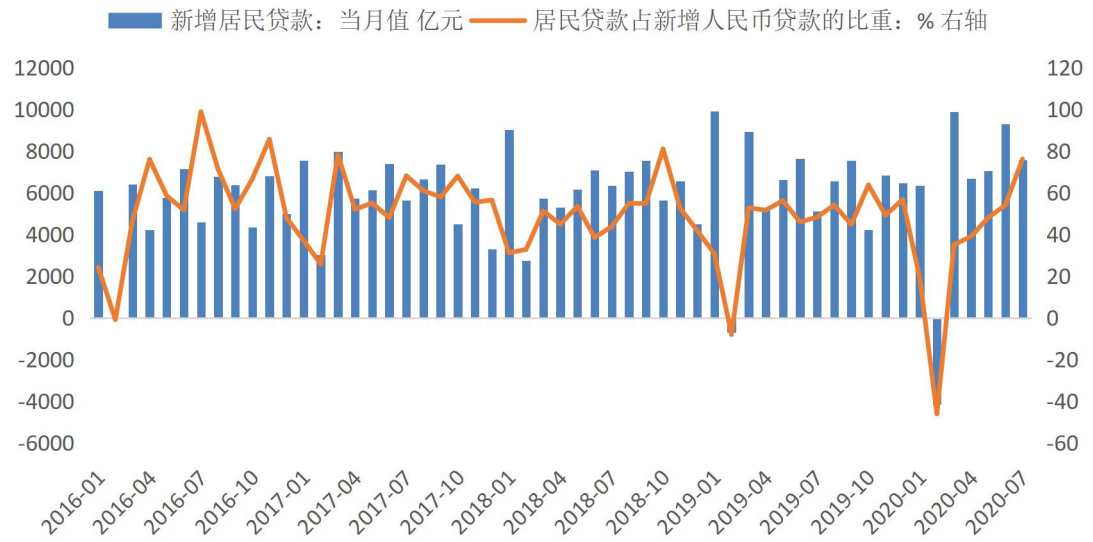
图 29　企业新增中长期贷款规模与增速



数据来源：WIND，东方金诚整理

居民贷款方面，7 月高频数据显示房地产市场继续修复，支撑居民按揭贷款需求，当月居民中长期贷款环比仅少增 282 亿，同比多增 1650 亿；短贷方面，7 月居民短贷环比季节性少增 1890 亿，同比多增 815 亿。尽管近期消费贷违规流入楼市、股市引发监管关注，但消费需求回暖、消费活动恢复仍然带动居民短贷延续同比多增。整体上看，7 月新增居民贷款在新增人民币贷款中的占比从上月的 54%提升至 76%。

图 30　新增居民贷款规模及占比

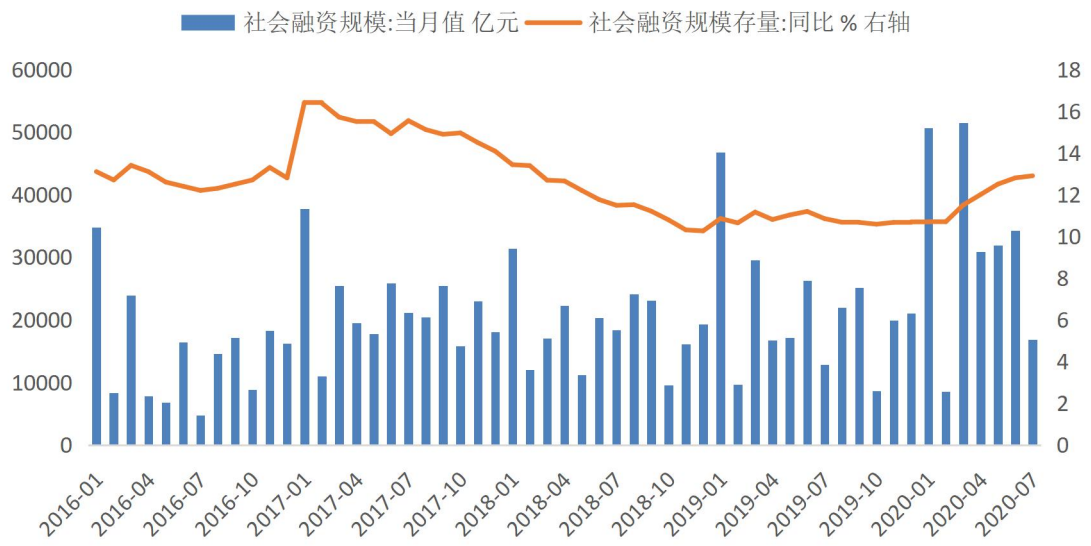


数据来源：WIND，东方金诚整理

3.2　7 月社融环比显著少增，除人民币贷款少增外，当月表外票据融资、政府债券和企业债券融资增量也明显不及上月。7 月社融同比保持多增，主要原因是投向实体经济的人民币贷款同比多增，以及表外融资大幅少减。不过，当月特别国债集中发行，但地方政府债和一般国债“让道”现象明显，政府债券融资总量不增反降；融资成本上升后，企业债券融资同比也出现较大幅度少增

7 月新增社融规模为 1.69 万亿，环比少增 1.74 万亿，除受人民币贷款季节性少增影响外，当月表外票据融资、政府债券和企业债券融资环比也出现较大幅度少增。同比方面，7 月新增社融同比多增 4028 亿，带动月末社融存量同比增速较上月末加快 0.1 个百分点至 12.9%，已为连续第 6 个月上升，但上行趋势明显放缓。7 月社融同比多增，主要原因是投向实体经济的人民币贷款同比多增约 2100 亿，表外票据融资和委托贷款同比大幅少减，以及企业股票融资同比明显多增。当月政府债券、企业债券融资同比则较大幅度少增，信托贷款大幅多减。

图 31　社会融资规模增长状况

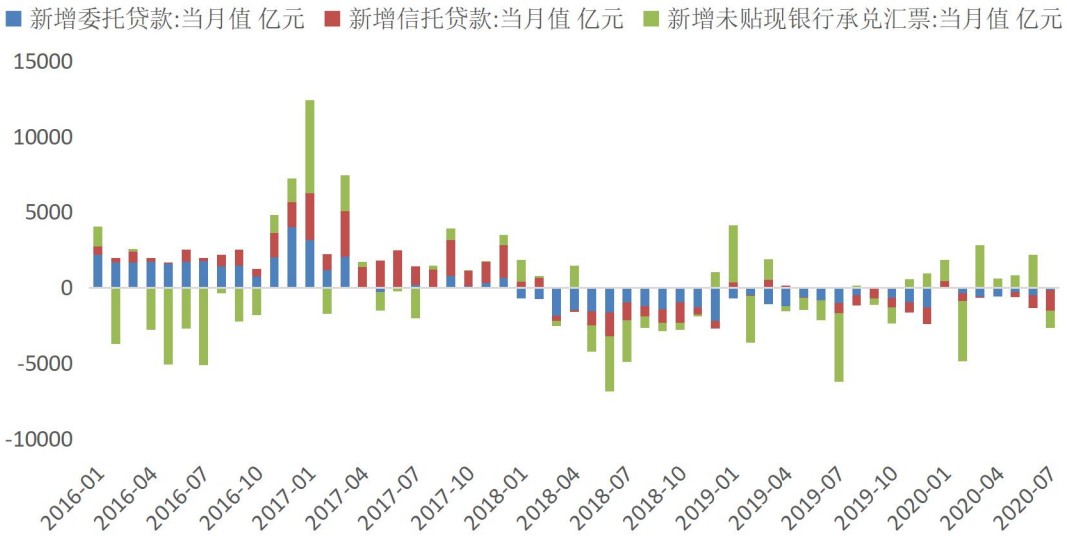


数据来源：WIND

具体来看，7 月 7100 亿特别国债集中发行，地方债和一般国债发行为其“让道”，当月政府债券净融资总量下降，环比少增 1991 亿，同比少增 968 亿。7 月资金利率进一步上行带动债券发行利率延续走高，导致企业债券发行缩量，当月企业债券融资环比少增 1000 亿，同比少增 561 亿。而受股市上涨、科创板开启注册制影响，7 月股票融资明显放量，当月非金融企业股票融资突破千亿规模，达到 1215 亿，环比多增 677 亿，同比多增 622 亿。

表外融资方面，7 月表外票据融资再度转为负增，环比少增 3320 亿，但同比少减 3432 亿，主因票据贴现利率走高抑制企业贴现需求；7 月信托贷款负增 1367 亿，环比多减 515 亿，同比多减 691 亿，与当月严监管及暴雷事件频发，集合信托发行规模大幅缩量相一致；7 月委托贷款压降规模则有所放缓，环比少减 332 亿，同比少减 835 亿。

图 32　表外融资增量变化



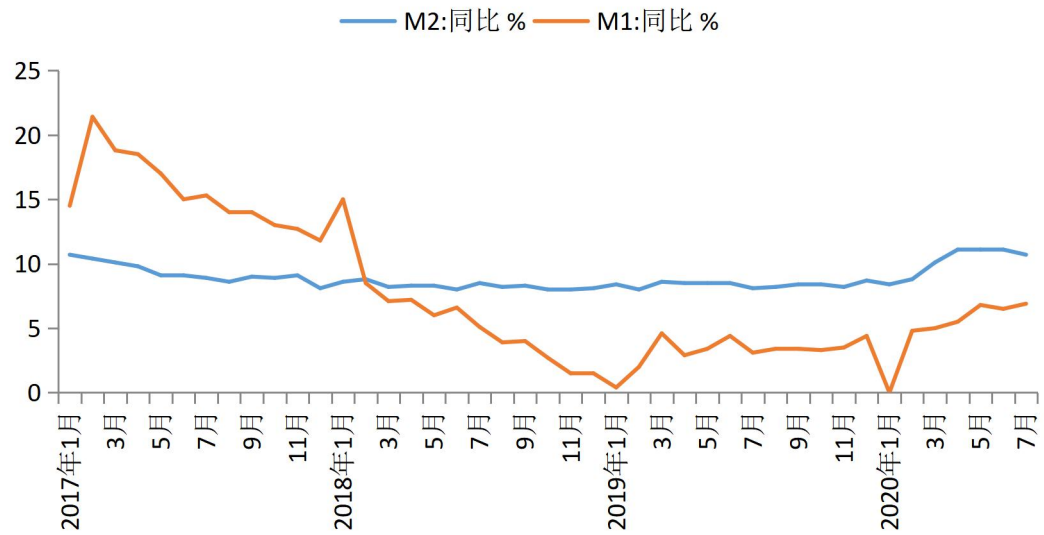
数据来源：WIND

3.3 7月M2增速高位回落，当月贷款增速下行，派生存款增速随之放缓；7月M1增速创逾两年来新高，表明伴随经济修复进程持续推进，各类市场主体经营活动趋于活跃，房地产市场回暖也对M1增速起到直接推动作用

7月末M2同比增长10.7%，增速比上月回落0.4个百分点，比上年同期加快2.6个百分点。本月M2增速高位回落，主要原因在于金融机构人民币贷款余额增速下滑0.2个百分点后，派生存款增速随之放缓：可以看到，8月居民和企业存款分别较上年同期多减约6100亿和1600亿。8月财政存款季节性回升转正，但在下半年财政发力稳增长背景下，当月财政存款仍比上年少增约3200亿，对M2增速起到了一定的正向拉动作用。总体来看，本月M2增速回落，体现了近期监管层强调下半年“总量适度”的政策取向，意味着货币政策正在从上半年疫情冲击最严重时期的偏宽松状态退出，逐步恢复常态化。

7月末M1同比增速较上月末加快0.4个百分点至6.9%，创逾两年来新高，也比上年同期加快3.8个百分点。我们认为，近期M1呈现趋势性上场，主要原因是伴随复工复业进程全面展开，包括服务业在内的各类市场主体业务活动增强，企业活期存款多增。此外，高频数据显示，7月全国30个大中城市商品房销量同比增速仍在加快，这意味着当月房企等相关企业活期存款继续处于较高水平——历史数据显示，我国M1增速与房地产市场活跃程度相关性很强。

图33 M2与M1增速



数据来源：WIND

3.4 展望：8月在央行频频释放下半年货币政策“总量适度、精准导向”信号背景下，人民币贷款增速有望延续小幅下行，企业中长期贷款多增势头则不会减弱；8月政府和企业债券融资将对新增社融形成一定支撑，但社融存量增速进一步走高的概率较小，不排除小幅回落的可能； M2增速有望低位小幅反弹

8月3日，央行2020年下半年工作电视会议指出，“综合运用多种货币政策工具，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年，同时注意把握好节奏，优化结构……”而在8月6日发布的《2020年第二季度货币政策执行报告》中，央行将下一步的货币政策总量目标定为，“促进贷款投放与市场主体实际资金需求相匹配，使资金平稳有序地投向实体经济，支持经济增长向潜在增速回归。”我们判断，8月新增人民币贷款和社融将季节性回升，但人民币贷款重现同比多增的难度较大。这意味着8月人民币贷款同比增速还有可能小幅下降0.1个百分点，但在政策重点支持下，主要满足制造业中长期融资需求的企业中长期贷款还将保持同比多增势头。预计8月地方政府债券和企业债券融资将有所恢复，从而对新增社融形成一定支撑，但在人民币贷款增长势头趋弱影响下，社融存量增速进一步走高的难度很大，不排除出现小幅回落的可能。7月M2增速下行幅度偏大，8月有望小幅反弹。

总体上看，7月金融数据或标志着前期金融总量较快扩张过程告一段落。若下半年外部环境未对国内经济复苏产生较大扰动，“总量适度、精准导向”将持续推进。这意味着接下来人民币贷款、社融及M2增速将稳中有降，以直达工具为代表的结构性货币政策将成为主要的发力点，这也意味着货币政策正在重返今年2月之前的常规状态。

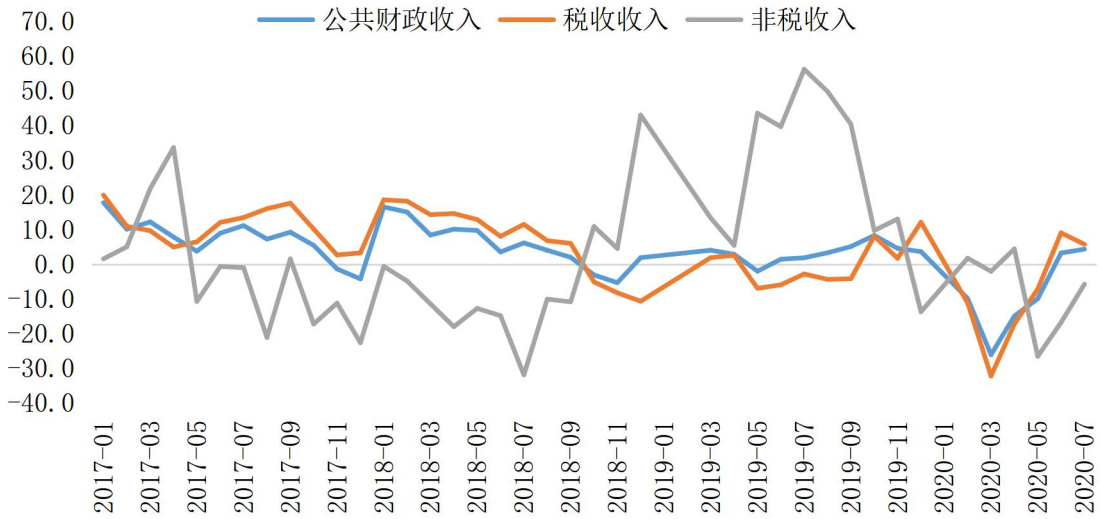
4. 财政：7月财政收入延续改，财政支出大幅增长

4.1 7月税收收入连续第二个月正增，非税收入降幅收窄，财政收入状况持续改善，与当前经济不断修复态势相一致

7月财政收入同比增长4.3%，增速较上月加快1.1个百分点，主要受非税收入同比降幅从上月的-16.8%大幅收窄至-5.8%拉动；当月税收收入保持正增，增速则较上月下滑3.2

个百分点至 5.7%。我们认为，税收收入连续两个月正增，财政收入状况持续改善，与当前经济不断修复态势相一致。

图 34　财政收入增速变化情况（当月同比，%）

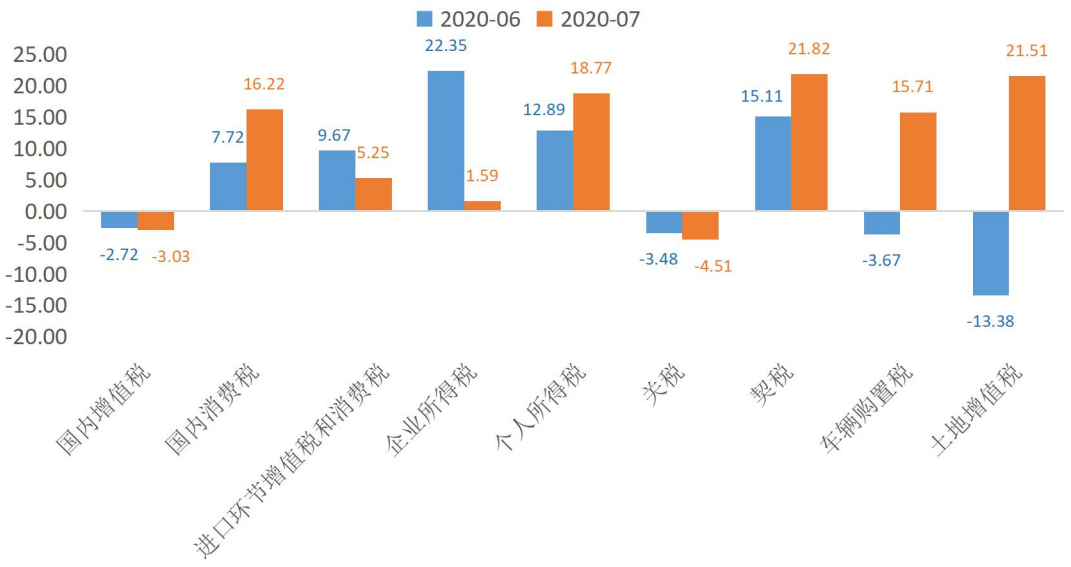


数据来源：WIND

注：2020 年 2 月数据为 1-2 月累计值。

分税种看，7 月增值税收入同比降幅从上月的-2.7%小幅走扩至-3.0%；居民收入回升带动个人所得税收入增速加快至 18.8%（前值 12.9%）；国内消费需求改善，特别是汽车销量同比加速，以及上年基数走低，7 月消费税收入增速加快至 16.2%（前值 7.7%）。7 月企业所得税收入增速大幅放缓至 1.6%（前值 22.4%），除因基数走高外，还因 6 月增速大涨主要受 5 月末企业所得税汇算清缴计入 6 月收入拉动，这一因素在 7 月减退。7 月进口增速有所走弱，进口环节增值税和消费税、关税收入同比增速分别较上月下滑 4.4 和 1.0 个百分点。在商品房销售维持热度、土地市场边际降温背景下，7 月房地产相关税收增速涨跌互现。其中，契税收入增速加快至 21.8%（前值 15.1%），土地增值税收入增速受低基数拉动加快至 21.5%（前值-13.4%）。7 月车辆购置税收入增速加快至 15.7%（前值-3.7%），与当月汽车销售同比加速相一致。

图 35　主要税种收入增速变化 %

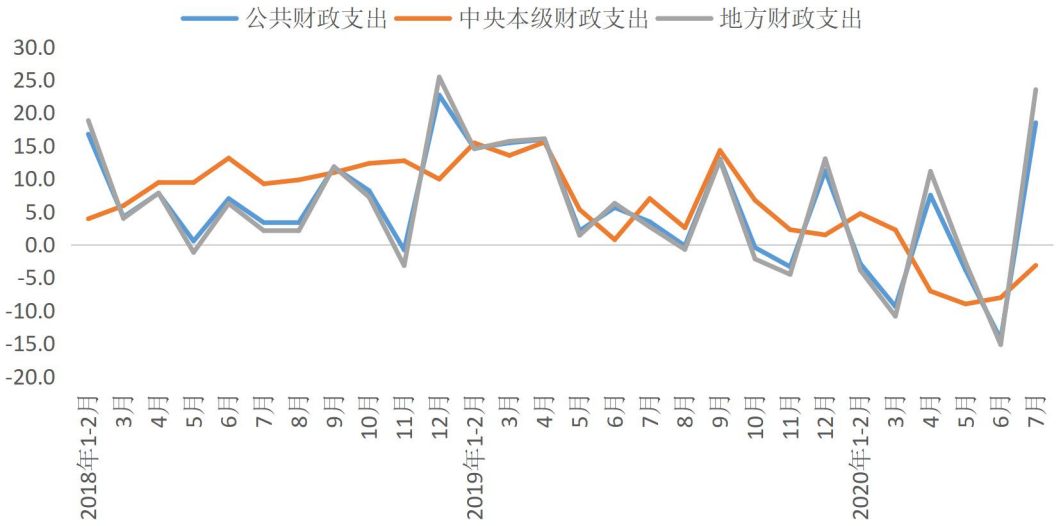


数据来源：WIND

4.2 财政积极发力，7月支出增速大幅转正，其中教育、科技、社保、卫生健康等民生类支出，以及城乡社区事务支出增速显著反弹

7月财政支出同比增速大幅转正至18.5%，较前值加快32.8个百分点，拉动1-7月财政支出同比降幅收窄至-3.2%（前值-5.8%）。支出进度方面，1-7月财政支出规模占全年预算支出的53.9%，慢于上年同期的幅度从上半年的5.5个百分点缩小至3.9个百分点。从央地支出角度来看，中央财政支出降幅从上月的-8.1%收窄至-3.2%；地方财政支出增速大幅加快至23.5%（前值-15.2%），显示转移支付机制下，财政资金直达基层加速落地。

图36 财政支出增速变化情况（当月同比，%）

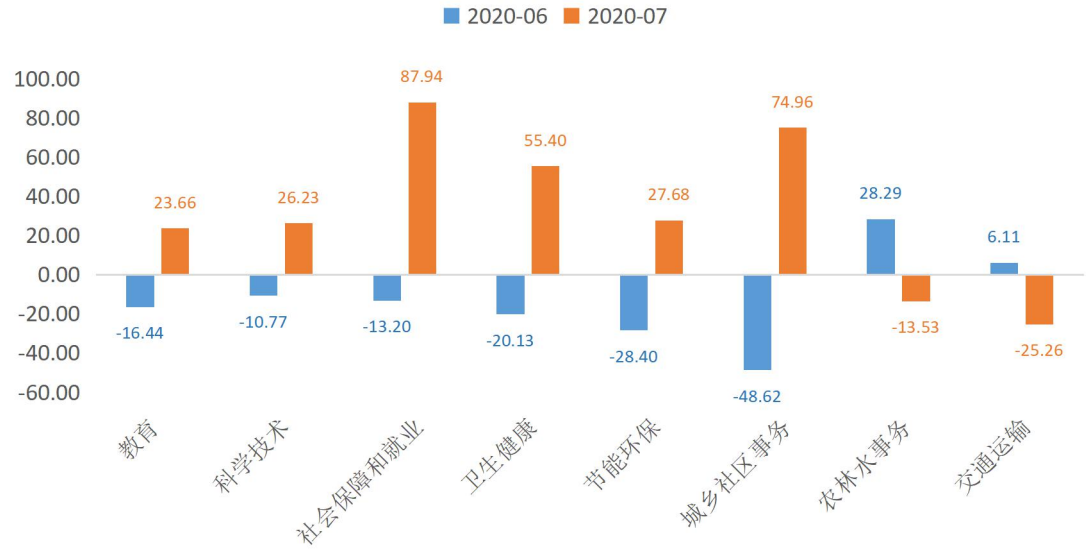


数据来源：WIND

从分项来看，7月教育、科技、社保、卫生健康等民生类支出同比增速均大幅转正至两

位数增长；基建类支出中，7 月城乡社区支出同比增长 75.0%，增速较前值加快 123.6 个百分点，拉动整体基建类支出降幅收窄至-2.0%（前值-21.6%），上月同比正增的农林水事务和交通运输支出则出现较大幅度负增。

图 37　主要财政支出项目增速变化 %

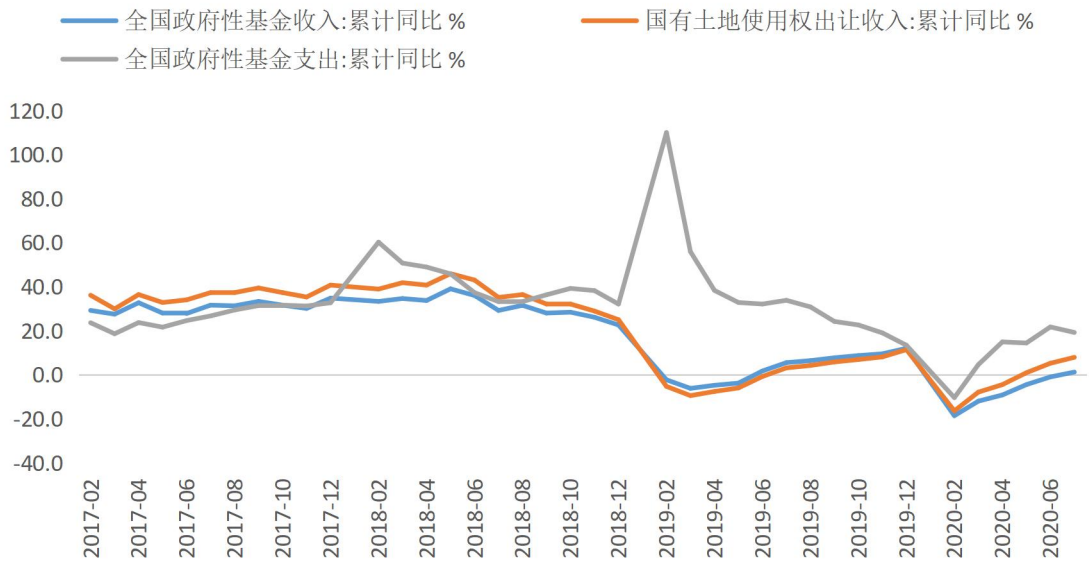


数据来源：WIND

4.3　7 月政府性基金收入增速与上月基本持平，其中土地出让金收入增速回落，但仍处高位，当月政府性基金支出增速大幅放缓

1-7 月累计，政府性基金收入同比增长 1.2%，高于前值-1.0%，累计增速今年以来首度转正。7 月政府性基金收入同比增长 11.3%，增速与前值 11.4%基本持平。其中，中央政府性基金收入降幅扩大至-18.1%（前值-4.4%），地方政府性基金收入同比增长 12.6%，增速略高于前值 12.4%。另外，7 月土地市场降温，土地出让金收入同比增长 22.2%，低于前值 35.5%。支出方面，1-7 月累计，政府性基金支出同比增长 19.2%，增速低于前值 21.7%。7 月政府性基金支出增速从上月的 43.7%大幅下滑至 6.5%。其中，中央政府性基金支出同比下降 70.6%，降幅较上月扩大 56.1 个百分点；地方政府性基金支出增长 11.4%，增速较上月下滑 34.5 个百分点。

图 38　政府性基金收支累计同比增速 %



数据来源：WIND，东方金诚

4.4 展望：后续财政收入增速中枢有望进一步抬升，财政支出将维持较快增长

随着经济继续修复，后续财政收入增速中枢有望进一步回升。从支出端来看，前 7 个月财政支出进度仍慢于去年同期，也滞后于序时进度，后续支出端仍存在进一步发力空间。同时，今年特别国债集中在 7 月发行，但从 7 月政府性基金支出增速大降来看，特别国债对应支出尚未发力，加之 8 月起地方政府专项债发行提速，预计后续特别国债和地方政府专项债资金的拨付和使用也将加速。预计后续财政支出和政府性基金支出将实现较快增长。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。