专题研究

2020 年 8 月 18 日

中诚信国际

宏观经济

生产平稳需求短期改善，结构分化拖累经济修复

——2020 年 7 月宏观经济形势分析与展望

联络人

作者

研究院　宏观金融研究部

李路易　010-66428877-511

lyli01@ccxi.com.cn

王秋凤　010-66428877-452

qfwang01@ccxi.com.cn

其他联系人

中诚信国际研究院副院长

袁海霞　010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn

相关报告：

内外三重压力不减，政策“两难”中求平衡，2020 年 7 月 27 日

需求改善弱于供给，制约经济复苏节奏，2020 年 6 月 17 日；

复工复产推进经济改善，海外疫情阴霾犹存，2020 年 5 月 20 日；

疫情冲击经济首现负增长，政策坚持底线思维，2020 年 4 月 24 日；

疫情冲击一季度或现负增长，新冠全球蔓延加剧不确定性，2020 年 3 月 20 日；

宏观数据未充分体现疫情冲击，后续影响将显现，2020 年 3 月 5 日；

疫情冲击下，政策如何稳增长？——近期重要会议释放的经济信号，2020 年 2 月 28 日。

概述

■ **工业生产平稳运行，服务业快速修复**

➢ 工业增加值增速与上月持平，制造业增长加快，后续工业生产仍有望保持平稳运行。

➢ 疫情有效控制下服务业生产快速修复，在疫情防控手段更加成熟的背景下后续服务业生产仍有望继续修复。

■ **需求短期整体改善，但内部结构性问题仍存**

➢ **政策导向型投资修复较快，投资结构性失衡的问题仍需关注。**稳增长政策下基建投资持续快速修复，在政策的精准导向下高新技术类投资同比增速与增长持续高于制造业整体。但是，提供较多就业岗位的行业投资同比下行幅度仍较大，投资内部结构性问题仍突出。

➢ **社零额降幅继续收窄，疫情对消费影响不断弱化但滞后影响仍存。**当前对疫情的控制手段更加成熟，疫情对消费的冲击有限，同时在疫情进一步得到控制的背景下，此前受到限制的行业进一步放开，社零额降幅继续收窄。整体来看，疫情对消费的影响逐渐弱化，但疫情对就业带来冲击，导致居民收入下降，消费信心回落，这一状况对消费修复的负面影响仍持续存在。

➢ **全球需求修复出口向好，疫情冲击进口持续承压。**从出口来看，高新技术及机电产品支撑出口增长，疫情相关产品出口保持高位。疫情防控压力下进口承压，大宗商品价格相对低位持续拖累进口。后续全球需求边际改善支撑短期出口，主要贸易伙伴持续推进复工复产后续进口或好转。

■ **洪灾扰动 CPI 小幅回升，需求边际修复 PPI 延续改善**

➢ CPI 小幅回升，洪涝灾害带来食品价格上升是主因。核心 CPI 创该项数据统计公布以来的历史新低，表明终端需求在疫情影响下依然偏弱。需求边际修复，PPI 同比跌幅延续收窄。

➢ 后续 CPI 持续上涨基础较弱，年内或不超 3.5%；PPI 短期或将维持低位运行，年内通缩可控。

■ **制造业 PMI 持续向好，供需改善但矛盾仍存**

➢ 供需延续改善，制造业 PMI 连续 5 个月位于荣枯线上方。非制造业 PMI 连续 4 个月回升后出现回落，建筑业及服务业景气度持续分化。

■ **地方债发行推高融资，货币政策边际调整社融下半年增长或放缓**

➢ 新增社融环比腰斩但仍好于上年同期。新增表内、表外与直接融资均呈现环比大幅下降、同比好于上年同期的特点。7 月份特别国债发行密集，地方政府专项债券发行放缓，故新增政府债券规模环比下降。

➢ M2 同比增速较上月小幅下降，是近期央行工作会议中“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”的体现。企业投资动力改善及股市上涨效应带动 M1 同比增速创 2018 年 5 月份以来的新高。

➢ 后续货币政策难以延续前期疫情冲击下的宽松态势，重心或持续向直达实体倾斜，重点投向中小微企业和制造业。信贷及社融增速将有所放缓，更多体现在结构性调整上。

■ **小结与展望：疫情影响弱化，但经济结构性不平衡问题仍将给经济修复带来拖累**

➢ 7 月份数据延续着此前持续修复的态势，供需两端缺口收窄，供给端已达到去年同期水平；消费、投资和净出口均有所修复。不过经济中结构性问题仍存：首先，投资仍主要依赖政策引导型的投资拉动，内生性投资依旧低迷；其次，在居民收入下行同时消费信心不足的背景下，消费修复面临瓶颈；最后，疫情的冲击全球需求修复面临不确定性以及中美之间的博弈导致出口持续面临压力。整体来看，供需内部结构不平衡恢复将持续给经济的整体修复带来拖累。不过，由于疫情整体影响边际减弱，国内疫情防控手段趋于成熟，新冠疫情海外死亡率降低，在国内外复工复产持续推进的背景下，全球或将走出底部，从而给国内的生产及外部需求带来一定利好。综合来看，下半年经济仍将持续恢复，但恢复速度将较上半年有所放缓。

7 月份，虽然新疆、辽宁等地疫情再度爆发，但随着疫情防控手段更为成熟，疫情在个别区域的二次爆发并未影响全国经济修复大局，复工复产持续推进，各项经济指标持续修复。从供给端来看，规模以上工业增加值同比增长 4.8%，与上月和去年同期均持平；从需求端来看，投资与消费降幅继续收窄，出口大幅回升，需求短期全面向好。从价格水平来看，短期内在南方洪灾的冲击下，CPI 继续上升，同时随着生产与需求的持续修复 PPI 降幅持续收窄。在经济持续修复的背景下，央行货币政策回归常态化，更加注重精准导向，存量社融增速放缓，M2 同比增速下降。但值得一提的是，供给端与需求端均存在结构性失衡的问题，或对后续经济修复力度带来一定拖累。

表 1　2020 年 7 月中国宏观经济核心指标一览表

	2020 年							去年同期	最新变化
	7 月	6 月	5 月	4 月	3 月	2 月	1 月		
工业增加值同比(%)	4.8	4.8	4.4	3.9	-1.1	NA	NA	4.8	↔
固定资产投资累计同比（%）	-3.1	-4.6	-6.3	-10.3	-16.1	-24.5	NA	5.7	↑
社会消费品零售额同比(%)	-1.1	-1.8	-2.8	-7.5	-15.8	NA	NA	7.6	↑
出口：当月同比（%,美元）	7.2	0.5	-3.3	3.5	-6.6	NA	NA	3.4	↑
进口：当月同比（%,美元）	-1.4	2.7	-16.7	-14.2	-0.9	NA	NA	-4.9	↓
贸易顺差（亿美元）	623.3	464.2	629.3	453.4	199	NA	NA	440.2	↑
CPI	2.7	2.5	2.4	3.3	4.3	5.2	5.4	2.8	↑
PPI	-2.4	-3.0	-3.7	-3.1	-1.5	-0.4	0.1	-0.3	↑
M2：同比	10.7	11.1	11.1	11.1	10.1	8.8	8.4	8.1	↓
社会融资规模（亿元）	16900	34342	31900	30900	51492	8578	50697	12872	↓

（注：↓、↑、↔分别表示与上月相比，2020 年 7 月指标出现下降、上升或持平）

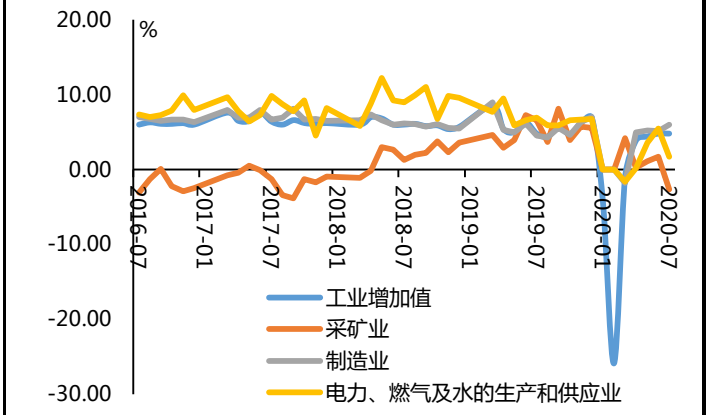
一、工业生产平稳运行，服务业快速修复

工业增加值增速与上月持平，制造业增长加快，后续工业生产仍有望保持平稳运行。7 月份工业增加值同比增长 4.8%，与上月持平，同时与去年同期持平。其中采矿业增加值同比下降-2.6%，增速较上月回落 4.3 个百分点；制造业同比增长 6%，较上月加快 0.9 个百分点；电力、燃气及水的生产和供应业增加值 1.7%，较上月放缓 3.8 个百分点。从细分行业来看，高技术制造业、装备制造业同比分别增长 9.8%、13%，均高于全部工业增加值增速。通用设备制造业、专用设备制造业、电器机械制造业分别增长 9.6%、10.2%和 15.6%，分别较上月加快 2.2、0.6 和 6.9 个百分点。值的一提的是，汽车产业同比增长 21.6%，较上月提高 8.2 个百分点，年内增长持续加快。此外，近期政府债券发行节奏虽然有所放缓，但是地方政府专项债的集中发行推动基建相关产业的增长，挖掘、铲土运输机械产量保持高增长，同比分别增长 46.1%、26.8%。后续来看，疫情影响下全球需求依旧疲弱，在 7 月工业生产增速已与去年同期相当的背景下，短期内工业生产修复的态势将所有放缓。不过当前新冠疫情死亡率不断下降，海外持续推动复工复产，全球供需两弱的局面边际缓解。从国内来看，7 月 30 日中央政治局会议提出“要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”，进一步支持双循环的政策或不断推出，进而缓解当前国内低迷的需求，从而对国内工业生产提供一定的支撑。因此，工业生产整体在内

外需求疲弱的制约下难以继续大幅回升，但需求边际改善或将支撑工业生产保持平稳运行。

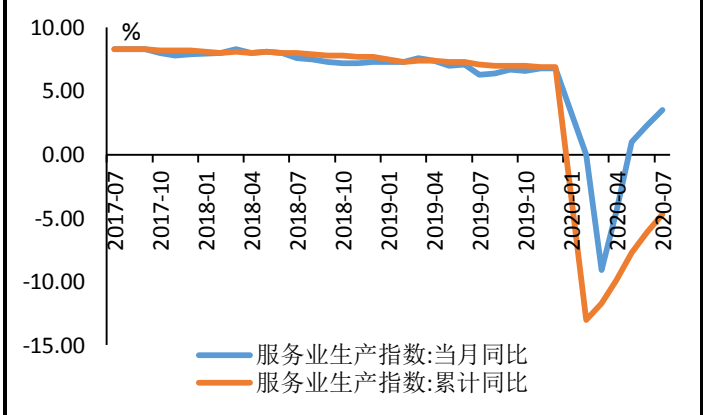
疫情有效控制下服务业生产快速修复。6 月份北京实施的“软封城”措施在付出相对较小的代价的同时取得了防疫的成功，后续疫情防控级别更是精确到社区，大连和新疆疫情再度爆发后在吸取武汉和北京经验的基础上迅速控制住了疫情。当前疫情防控成熟的控制手段能有效的应对疫情小范围爆发，故受疫情冲击最大的服务业生产也迎来了快速的恢复。7 月份服务业生产指数同比增长 3.5%，较上月上升 1.2 个百分点。后续来看，在政策支持以及市场保持较高需求的基础上，信息和软件服务业生产延续高增长趋势，对服务业生产形成一定的支撑。在疫情得到有效的控制的背景下，未来服务业生产仍将加速修复。

图 1：工业生产同比增速与上月持平



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 2： 服务业生产指数走势



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

二、三大需求均短期改善，但结构性问题仍存

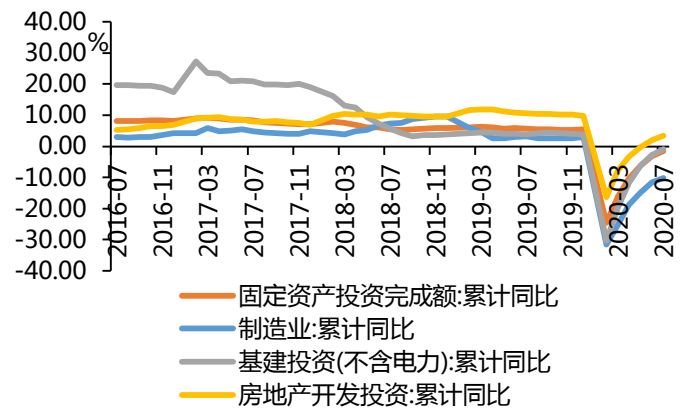
（一） 政策导向型投资修复较快，投资结构性失衡的问题仍需关注

政策导向型投资带动投资整体降幅收窄，仍需关注投资中结构性问题。1-7 月投资降幅较上半年收窄 1.5 个百分点，同比下降 3.1%。其中，在政策支撑下基建投资降幅收窄幅度持续位居三大类投资首位，降幅较上半年收窄 1.7 个百分点，同比下降 1%；房地产投资同比上升 3.4%，较上半年上升 1.5 个百分点，延续改善态势；制造业投资虽然持续收窄，但同比降幅仍高达 10.2%，企业投资动力依旧低迷。从细分行业来看，当前政策继续加大对高新技术行业的支持，在政策的精准导向下高技术制造业同比增长 7.4%，较上半年提高 1.6 个百分点；高技术服务业投资同比增长 9.1%，增速比上半年加快 1.9 个百分点，高新技术类投资同比增速与增幅均超过全部制造业，而提供较多就业岗位的行业如纺织服饰、家具、文体美娱等行业同比下行幅度仍较大，投资内部结构性问题仍突出。分所有制来看，国有与民营企业投资增速均有所修复，国有企业修复程度仍好于民营企业。1-7 月国有控股投资同比增长 3.8%，较上半年回升 1.7 个百分点，民营企业投资同比下降 5.7%，较上半年收窄 1.6 个百分点。

稳增长政策持续基建投资修复持续，制造业投资增长空间增长仍受限。整体来看，7 月份投资虽然延续着修复的态势，但其中结构分化问题持续存在：一方面，政策引导下的投资增长较快；另一方面，民营与国有企业投资差距继续拉大，进而导致民营企业较为集中制造业投资低迷，特别是其中吸纳就业岗位较多的行业恢复较为缓慢。后续来看，随着特别国债的发行完毕，地方政府专项债开始加快发行，

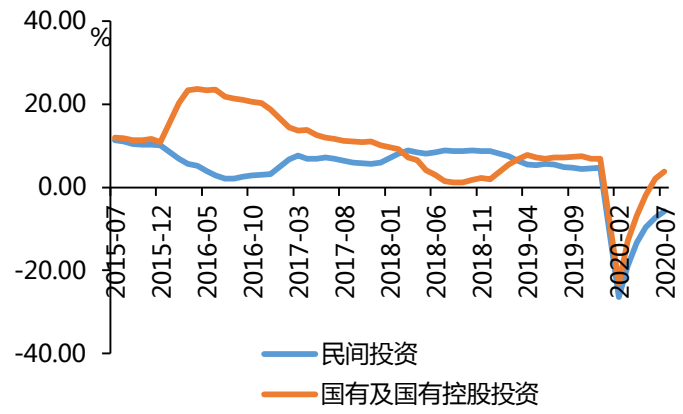
基建投资转正可期；据媒体消息称，监管拟进一步收紧房地产公司发债融资，地产债发行根据存量债务控制发行规模；同时下半年房地产企业偿债将进入高峰，监管对房地产发债的收缩将对当前房地产投资造成较大的冲击，同时近期部分地方政府加大了对房地产的调控力度，在 7 月份房地产投资已恢复至11.7%的情况下，后续房地产投资将难以维持这一水平；低基数背景下以及政策引导下的高新技术行业增速将持续上升，但制造业投资在投资意愿低迷的背景下修复仍较缓慢。综合来看，短期内支撑投资因素仍存，仍需警惕投资中的结构性问题。

图 3： 三大投资均有所改善



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 4：民间投资虽有修复但降幅仍较大



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

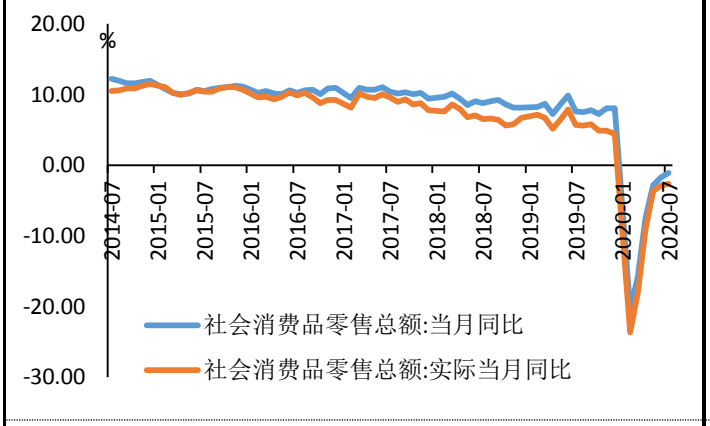
（二）社零额降幅继续收窄，疫情对消费影响不断弱化但滞后影响仍存

疫情二次爆发但对消费负面冲击有限，社零额持续改善，收入低位消费结构性问题仍存。近期疫情在多地均有爆发，但是当前对疫情的控制手段更加成熟，疫情对消费的冲击有限，同时在疫情进一步得到控制的背景下，受到限制的行业进一步放开，社零额降幅继续收窄。7 月份社零额同比回落 1.1%，较上月收窄 0.7 个百分点；不过在南方洪水冲击下物价有所回升，故社零额实际同比收窄有限，较上月收窄 0.2 个百分点，为-2.7%。分类别来看，限额以上汽车类消费同比增长 12.3%，为 2017 年以来的次高增速（2019 年 6 月份国五国六标准切换对汽车消费扰动较大，故当期增速为 2017 年来新高），故剔除汽车类消费的社零额同比下降 2.4%，降幅反而较上月进一步扩大 1.4 个百分点。对出行限制的不断放松也带来了餐饮业消费的持续恢复，餐饮业收入同比增速进一步收窄，同比下降 8.2%，较上月收窄 4.7 个百分点，相较而言，粮油、食品类消费则在此前高位的基础上不断回落，同比增速为 6.9%，较上月下降 4.4 个百分点。不过在失业率高位以及居民收入放缓的背景下，多类消费再度走弱，服饰类消费、文化办公、电器音像和家具类消费同比增速分别为-2.5%、0.5%、-2.2%和-3.9%，分别较上月下降 2.4、7.6、12 和 2.5 个百分点。金银珠宝类消费同比增长 7.5%，较上月显著回升 14.3 个百分点，或与近期金价大幅上升，居民出于保值增值的原因，更为趋向于投资贵金属有关。

整体来看，疫情对消费的影响逐渐弱化但滞后影响仍存。近期北京、乌鲁木齐和大连疫情再度爆发，在精准防控下，三个地区的消费并未像年初疫情期间受到显著冲击；但此前疫情对居民就业产生了一定的冲击，进而对失业率和居民收入持续影响，特别是居民消费信心指数与预期指数二季度以来持续下行，后续消费改善仍面临较大的压力。为此财政应注重加大对居民消费的补贴力度，从而在需求终端

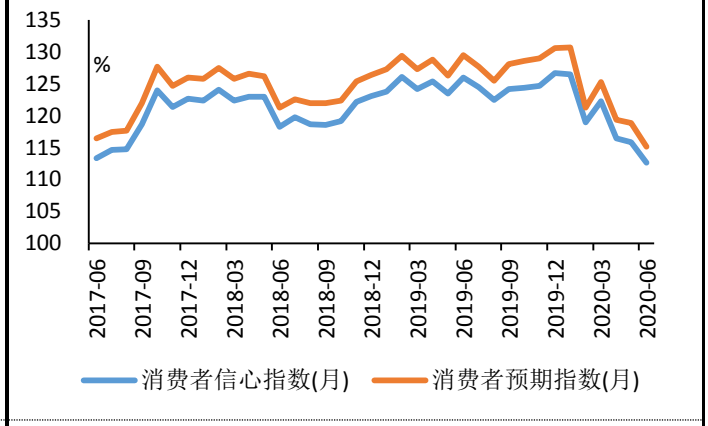
促进内循环，为形成以内循环为主，国内国际双循环的格局助力。

图 5： 社零额持续改善



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 6： 居民消费信心和预期指数



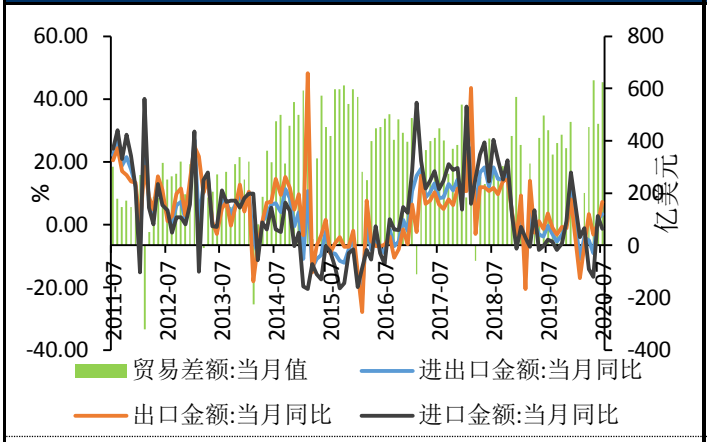
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（三）全球需求修复出口向好，疫情冲击进口持续承压

外部需求边际改善出口大幅上升，疫情防控压力下进口再承压。从 7 月份外贸数据来看，以美元计价的进出口总额同比增长 3.4%，涨幅较上月走阔 1.9 个百分点，环比增长 8.46%。其中，在海外需求边际改善的背景下，出口同比增长 7.2%，涨幅较上月显著走阔 6.7 个百分点；由于多地均在进口产品中检测出新冠病毒，疫情防控压力下进口有所承压，同比下降 1.4%，较上月回落 4.1 个百分点。当月实现贸易顺差 623.3 亿美元，顺差有所扩大，较上月增加 159.1 亿美元。**从出口来看，高新技术及机电产品支撑出口增长，疫情相关产品出口保持高位。**在全球需求恢复的背景下，海外生产相对不足，但我国的持续稳定的复工复产有效的弥补了这一块缺口，故 7 月份出口显著改善。在海外疫情持续反复的背景下，疫情防控产品如纺织类防疫产品和医疗器械继续保持高增长；分区域来看，对主要贸易伙伴出口以改善为主。**疫情防控压力下进口承压，大宗商品价格相对低位持续拖累进口。**在疫情持续全球生产恢复有限的背景下，由于疫情在北京与大连的爆发大概率与进口商品相关，为此对进口商品的检疫力度加大以及对相关进口产品有所限制，进口商品有所回落。此外，大宗商品价格相对低位也在一定程度上拉低了进口增速；分区域来看，对主要贸易伙伴进口均有所走弱。

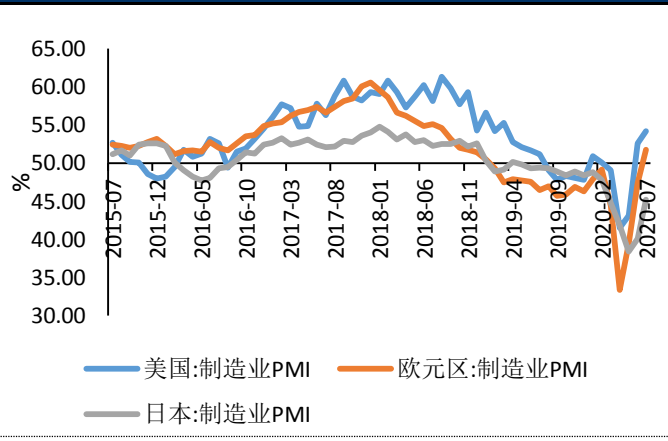
全球需求边际改善支撑短期出口，主要贸易伙伴持续推进复工复产后续进口或好转。7 月份，海外主要经济体出于经济下行压力持续推动复工复产，短期内全球需求边际改善。从出口来看，欧美日 PMI 均有所上升，美欧 PMI、摩根大通综合和制造业 PMI 均站到荣枯线以上，短期内全球需求的边际改善以及国内持续向好的复工复产将对我国的出口有一定支撑，但疫情下全球经济修复仍面临不确定性，叠加中美两国博弈持续，年内出口或仍承压。从进口来看，在海外疫情尚未稳定的背景下，后续对疫情重点地区的进口商品或仍将有所限制，短期内在一定程度上或继续制约我国的进口；但随着海外主要贸易伙伴复工复产持续推进，供应链体系或将有所恢复，年内进口或有望边际好转。

图 7：进出口走势



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 8：欧美 PMI 改善



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

三、洪灾扰动 CPI 小幅回升，需求边际修复 PPI 延续改善

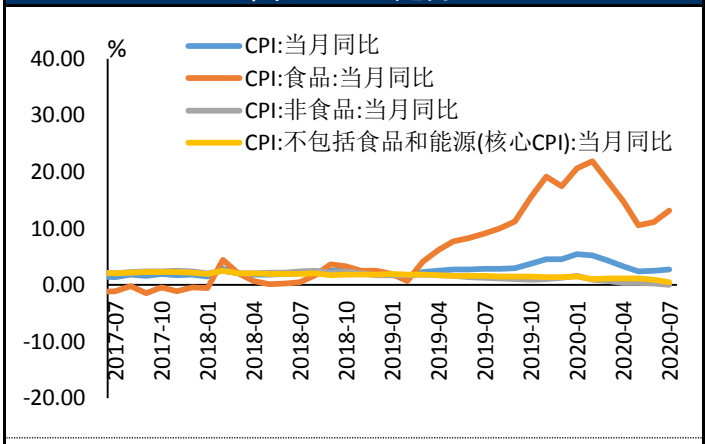
7 月 CPI 小幅回升，洪涝灾害带来食品价格上升是主因。7 月 CPI 同比上涨 2.7%，较前值上升 0.2 个百分点，其中食品环比上升 2.8%是推动 CPI 环比上升的主要因素。从当月同比来看，食品价格同比较 6 月上升 2.1 个百分点至 13.2%，非食品价格同比较上月降低 0.3 个百分点至 0%。核心 CPI 同比上涨 0.5%，涨幅收窄 0.4 个百分点，创该项数据统计公布以来的历史新低，表明终端需求在疫情影响下依然偏弱。**食品类价格涨幅走阔，猪肉价格涨幅明显。**生猪出栏及生猪产量二季度有显著改善，但受洪涝灾害影响猪肉调运等成本上升，加之国内猪肉消费回暖，7 月猪肉价格同比上涨 85.7%，涨幅走阔 4.1 个百分点，是推动 CPI 同比上升的主要因素。暴雨影响下鲜菜价格也有所上升，同比上涨 7.9%，较前值提高 5.7 个百分点。非食品类价格延续回落，当月同比数值达 2010 以来的最低值。服务类价格同比回落 0.7 个百分点至 0%

需求边际修复，PPI 同比跌幅延续收窄。7 月 PPI 同比下跌 2.4%，跌幅较前值收窄 0.6 个百分点，环比上涨 0.4%、与前值持平；同比降幅中翘尾因素影响为 0，新涨价因素跌幅收窄 0.4 个百分点。其中，生产资料项同比下跌 3.5%，跌幅收窄 0.7 个百分点，生活资料项同比上升 0.7%，涨幅仅走阔 0.1 个百分点。内外需边际改善，工业品价格有所回升。7 月，需求回暖国际油价延续回升态势，石油和天然气开采业价格环比上涨 12 个百分点，同比降幅大幅收窄 12.7 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业价格、有色金属冶炼和压延加工业价格同比及变化，环比分别上涨 1.1%、3.9%，一定程度上反映建筑产业链需求总体较旺盛；煤炭及其他燃料加工业价格同比及变化，环比上升 0.6 个百分点。

CPI 持续上涨基础较弱，年内或不超 3.5%；PPI 短期或将维持低位运行，年内通缩可控。CPI 方面，随着南方洪涝灾害结束、生猪产量提高基数上升，食品类价格持续上涨的基础较弱；疫情冲击下服务消费需求复苏相对缓慢，非食品类价格亦不存在大幅上行的基础；叠加翘尾因素逐月走弱，CPI 大幅上行动力不足，但需关注海外疫情演进下可能导致的短期物价扰动；年内看，CPI 呈现前高后稳走势、3.5%目标可控。PPI 方面，7 月海内外主要经济体 PMI 有所回升，显示需求边际修复，或对后续国际油价形成一定支撑，同时发达经济体货币供应量快速攀升或推升未来大宗商品价格，带动相关工业品价格环比上涨，PPI 大概率延续同比跌幅收窄态势；此外，伴随着政府债券的持续高位，年内稳基建的政策效力

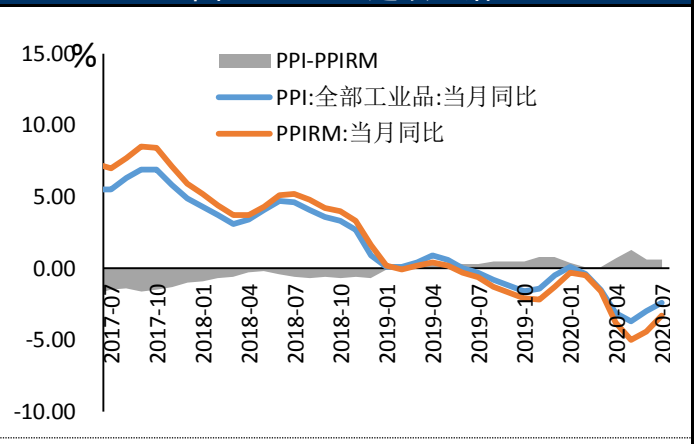
或将继续显现，进而支撑 PPI 上行；叠加下半年翘尾回升，PPI 同比跌幅或将继续收窄，年内通缩可控，但海外经济复苏的可持续性仍需观察，预计短期 PPI 同比仍将低位运行。

图 9：CPI 走势



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 10： PPI 延续回落



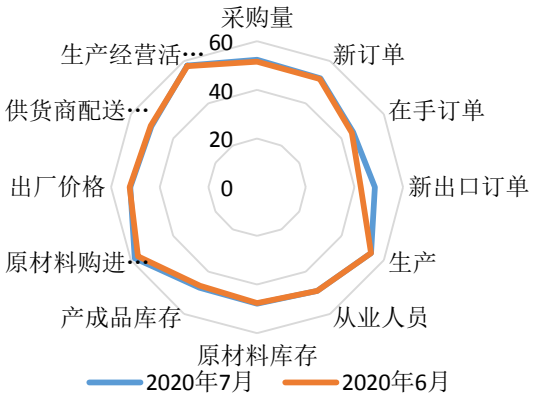
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

四、制造业 PMI 持续向好，供需改善但矛盾仍存

供需延续改善，制造业 PMI 连续 5 个月位于荣枯线上方。7 月，制造业 PMI 为 51.1%，较前值回升 0.2 个百分点，连续 5 个月位于荣枯线上方，生产经营活动预期上升 0.3 个百分点至 57.8%，供需总体延续改善。新订单指数较前值回升 0.3 个百分点至 51.7%，为本月 PMI 回升贡献 48%。进口指数与采购量指数均回升，分别回升 2.1、0.4 个百分点至 49.1%、52.2%。新出口订单指数明显回升但仍位于荣枯线下方。生产继续恢复但边际放缓，供需矛盾仍存库存增加。生产指数回升 0.1 个百分点至 54.0%，从业人员指数回升 0.2 个百分点，扭转了前 3 个月连续回落的趋势，但距离枯荣线仍有 0.7 个百分点的距离，显示就业仍然承压。原材料库存与产成品库存剪刀差仍然为正但收窄，显示虽然复产复工、复商复市持续推进，但需求不足导致产成品库存去化较慢。价格指数走势分化，原材料购进价格回升出厂价格下降，关注上游价格上涨对中下游制造业利润空间的挤压。大型企业与中小型企业 PMI 分化进一步加剧，特别是中小企业生产经营中面临的困难以及就业问题仍然值得高度关注。

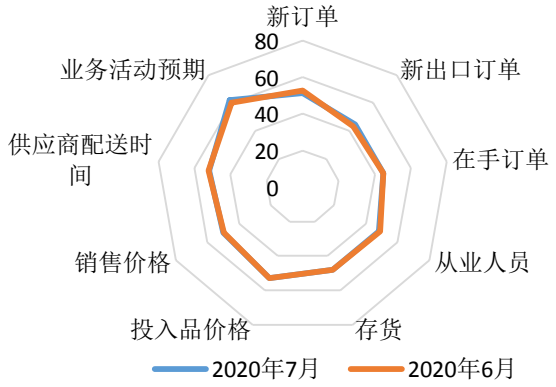
非制造业 PMI 连续 4 个月回升后出现回落，建筑业及服务业景气度持续分化。7 月非制造业 PMI 商务活动指数较上月回落 0.2 个百分点至 54.2%，打断了连续 4 个月的回暖趋势。

图 11：新出口订单有所增加



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 12：非制造业商务活动 PMI 指数与上月持平



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

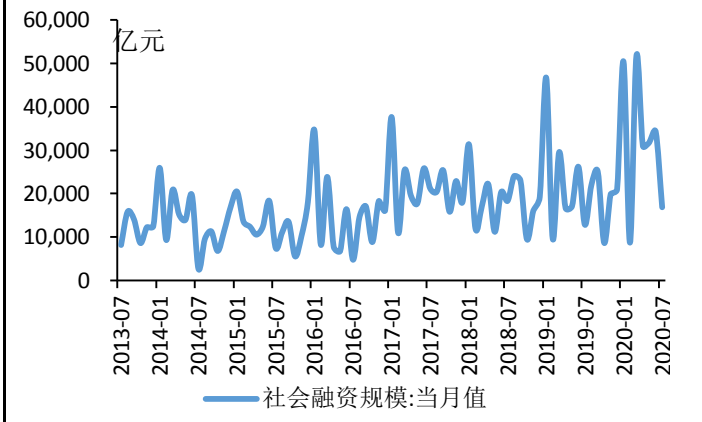
五、地方债发行推高融资，下半年社融放缓态势持续

新增社融环比腰斩但仍好于上年同期，特别国债挤出效应拖累政府债券融资。7 月新增社融 1.69 万亿元，较去年同期多增 4028 亿元，较上月少增 1.74 万亿元，存量社融增速边际放缓，同比增长 12.9%，较上月上升 0.1 个百分点。新增表内、表外与直接融资均呈现环比大幅下降、同比好于上年同期的特点。7 月份特别国债发行密集，地方政府专项债券发行放缓，为此新增政府债券规模环比下降。

M2 年内首回落，M1 增速回升明显。7 月份，M2 同比增长 10.7%，较上月下降 0.4 个百分点，这一点也是近期央行工作会议中“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”的体现。其中，居民存款减少 7195 亿元，企业存款减少 1.55 万亿元，政府存款增加 4872 亿元，均较去年同期有所减少；但在近期股市上涨的背景下，新增非银金融机构存款 1.8 万亿元，较去年同期多增 4600 亿元。M1 同比增长 6.9%，较上月上升 0.4 个百分点，较去年同期上升 3.8 个百分点，为 2018 年 5 月份以来的新高，这一方面或许是由于经济向好，企业投资意愿回升；但另一方面，也许是由于近期股市上涨，居民和企业更愿意持有现金。

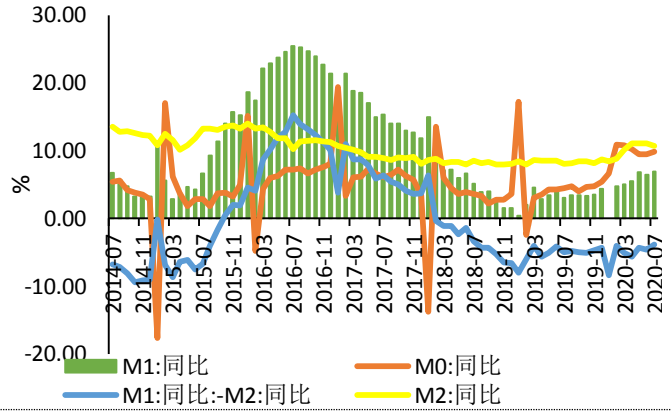
货币政策精准导向直达实体，信贷和社融增长放缓但结构或将继续改善。8 月 3 日，人民银行召开 2020 年下半年工作电视会议，指出要“综合运用多种货币政策工具，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年，同时注意把握好节奏，优化结构”，央行行长在接受采访时再次强调了这一点；此外央行工作会议中还指出要“促进普惠型小微企业贷款、制造业中长期贷款大幅增长”、“尽可能多地将受疫情冲击的小微企业纳入支持范围”。8 月 6 日，央行发布 2020 年二季度货币政策执行报告，对当前经济的表述边际乐观，且强调不存在通胀或者通缩的基础，货币政策在延续政府工作报告的基础上，强调精准导向。从近期央行的表态来看，后续货币政策延续前期疫情冲击下的宽松幅度的概率不大，重心或持续向直达实体倾斜，重点投向中小微企业和制造业。下半年信贷及社融增速将有所放缓，更多体现在结构性调整上。

图 13：新增社融走势



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 14： M2 与 M1 走势



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

六、小结与展望：疫情影响弱化，但经济结构性不平衡问题仍将给经济修复带来拖累

7 月份数据延续着此前持续修复的态势，供需两端缺口收窄，供给端已达到去年同期水平；消费、投资和净出口均有所修复。不过经济中结构性问题仍存：首先，政策引导型的投资仍旧快于整体投资，投资仍主要依赖政策引导型的投资拉动，内生性投资依旧低迷；其次，在居民收入下行同时消费信心不足的背景下，消费修复面临瓶颈；最后，疫情的冲击全球需求修复面临不确定性以及中美之间的博弈导致出口持续面临压力。整体来看，供需内部结构不平衡恢复将持续给经济的整体修复带来拖累。但由于疫情整体影响边际减弱，国内疫情防控手段趋于成熟，新冠疫情海外死亡率降低，在国内外复工复产持续推进的背景下，全球或将走出底部，从而给国内的生产及外部需求带来一定利好。综合来看，下半年经济仍将持续恢复，但恢复速度将较上半年有所放缓。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a)中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b)即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。