2020 年 08 月 13 日

“每周三问”系列（四）

行业高频数据，对经济的映射

——宏观经济点评

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

相关研究报告

《宏观经济点评-货币金融数据，值得关注的 3 条信息》-2020.8.11
《宏观经济点评-平淡无奇的物价》-2020.8.10
《宏观经济点评-出口的“韧性”与远景》-2020.8.10

● **一问：行业高频数据来看，投资和消费需求如何变化？**

7 月以来，钢材表观消费量、建筑钢材成交量，水泥开工率和出货率等，均出现逆季节性上行、高于往年同期；玻璃生产扩张的同时、库存持续回落，已修复至 2019 年同期水平。价格来看，钢价快速上涨，水泥价格超季节性反弹，玻璃价格创 2012 年以来新高。**建材行业量价同步改善，指向基建、房地产等投资的加速修复；玻璃的表现，可能与地产竣工活动有关。伴随下半年财政支出的加速落地，基建投资行为或将保持较高景气；房屋交付逻辑，对地产投资的支持仍在显现。**

消费领域，此前拖累较大的餐饮类消费，7 月以来加快修复；餐饮商户周账单量较年初的降幅，从 6 月底的 21%，快速收窄至 8 月上旬的 4.4%。**伴随疫情影响减弱，线下消费或持续改善。**7 月以来，轮胎开工率持续上行，已高于 2019 年同期水平；橡胶期货价格，较 6 月底上涨超过 10%。7 月乘用车零售量增长 7.7%，为 2018 年 5 月以来增速新高。**汽车产业链在销售好转预期下，呈现同步修复。**

● **二问：7 月社融增量低预期，是否意味信用修复结束？**

7 月社融增量低于市场预期，主要受政府债券和信托贷款等拖累；但数据结构不错，企业中长期资金来源连续 5 个月改善，信用修复仍在加速中。企业中长期贷款持续高增，或与基建和制造业贷款需求回暖有关；委托贷款收缩放缓、同比降幅连续 4 个月收窄。此外，商品房销售和线下消费带动下，居民贷款继续改善。

社融增速上升趋势可能还要延续 2-3 个月，即使见顶回落也并不意味信用修复结束；随着广义财政支出加快，信用修复可能将延续到年底或者 2021 年初。年初以来社融增速变化，显著受政府债券发行节奏等影响；债券发行到资金运用存在一定时滞，导致社融或更多反映政府融资行为，而非支出带动的信用派生。随着广义财政支出加快，财政存款投放，及基建等对需求的拉动，或加快信用派生。

● **三问：7 月 M2 增速，缘何大幅回落？**

M2 增速年内首次回落，7 月较 6 月下降 0.4 个百分点；或主要**缘于居民存款的大幅下降，部分受企业存款拖累。**M2 结构来看，流通中货币和单位活期存款合计同比少减 1535 亿元，准货币同比少增 9034 亿元；准货币包括单位定期存款、个人存款和其他存款，根据金融机构存款推算个人存款或同比多减约 6000 亿元。

居民“存款搬家”、打击资金空转引发企业存款下降，是两种逻辑解释。居民存款大幅较少，或主要与存款搬家到股市有关；而证券保证金存款变化，可能较难抵消居民存款变化对 M2 的影响，2015 年以来新口径下的证券保证金存款单月变化幅度有限、多在 2000 亿元以内。金融机构企业存款同比多减 1600 亿元，可能与打击资金空转等有关，企业结构性存款 6 月已出现明显收缩、7 月可能延续。

● **风险提示：**国内外宏观经济或政策出现大幅调整；新冠疫情演变超预期。

目　录

1、 一问：行业高频数据来看，投资和消费需求如何变化？ 3
2、 二问：7 月社融增量低预期，是否意味信用修复结束？ 4
3、 二问：7 月 M2 增速，缘何大幅回落？ 6
4、 风险提示 7

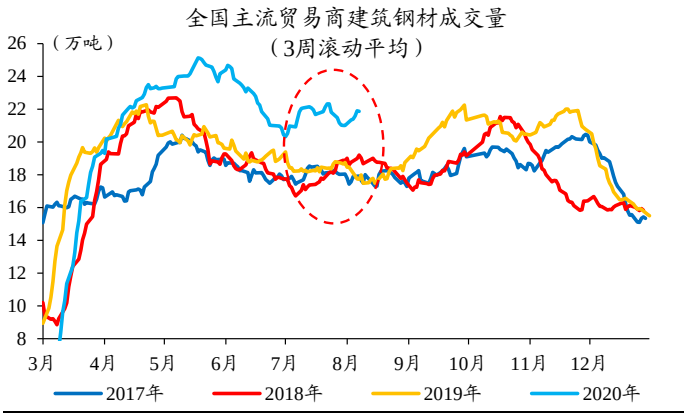
图表目录

图 1： 7 月以来，建筑钢材成交量反弹、高于往年同期 3
图 2： 水泥出货率逆季节性上行、高于往年同期 3
图 3： 7 月以来，玻璃生产扩张、库存回落 3
图 4： 钢材、玻璃价格上行，水泥价格出现逆季节性反弹 3
图 5： 上半年，餐饮类消费对总体消费拖累较大 4
图 6： 7 月以来，餐饮消费加速改善 4
图 7： 轮胎开工率总体上行，橡胶价格加速上涨 4
图 8： 乘用车产销量、汽车起重机销量均改善明显 4
图 9： 社融增速斜率放缓、贷款增速回落 5
图 10： 7 月社融受政府债券、信托贷款等拖累 5
图 11： 企业中长期贷款增速持续抬升 5
图 12： 3 月以来，居民贷款持续保持高增 5
图 13： 下半年财政支出或将明显加快 6
图 14： 7 月财政存款低于往年同期，预示财政支出加快 6
图 15： 7 月，M1 增速回升、M2 增速回落 6
图 16： 居民存款同比净减少幅度明显大于企业 6
图 17： 2015 年以来保证金单月变化多在 2000 亿元以内 7
图 18： 6 月，企业结构性存款大幅下降 7

1、 一问：行业高频数据来看，投资和消费需求如何变化？

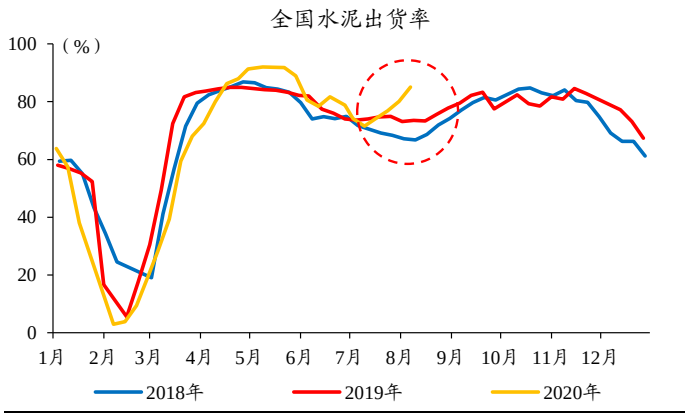
7 月以来，钢材表观消费量、建筑钢材成交量，水泥开工率和出货率等，均出现逆季节性上行、高于往年同期；玻璃生产扩张的同时、库存持续回落，已修复至 2019 年同期水平。价格来看，钢价快速上涨，水泥价格超季节性反弹，玻璃价格创 2012 年以来新高。**建材行业量价同步改善，指向基建、房地产等投资的加速修复；玻璃的表现，可能与地产竣工活动有关。伴随下半年财政支出的加速落地，基建投资行为或将保持较高景气；房屋交付逻辑，对地产投资的支持仍在显现。**

图1：7 月以来，建筑钢材成交量反弹、高于往年同期



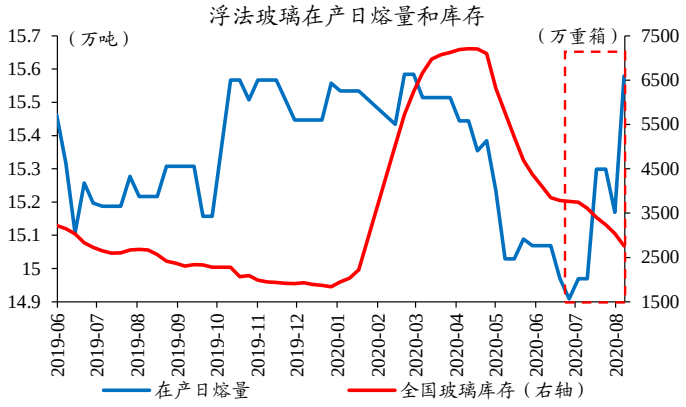
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图2：水泥出货率逆季节性上行、高于往年同期



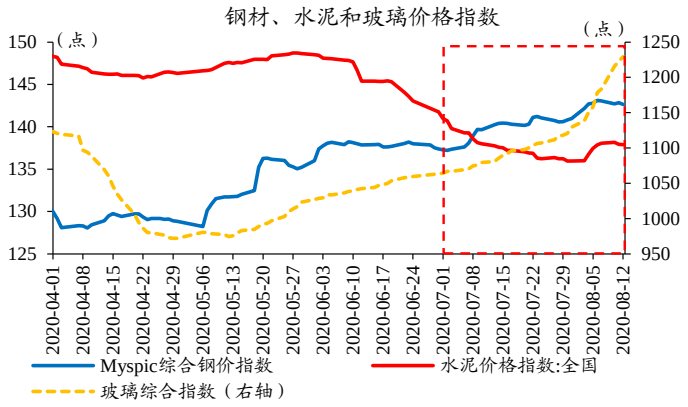
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图3：7 月以来，玻璃生产扩张、库存回落



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

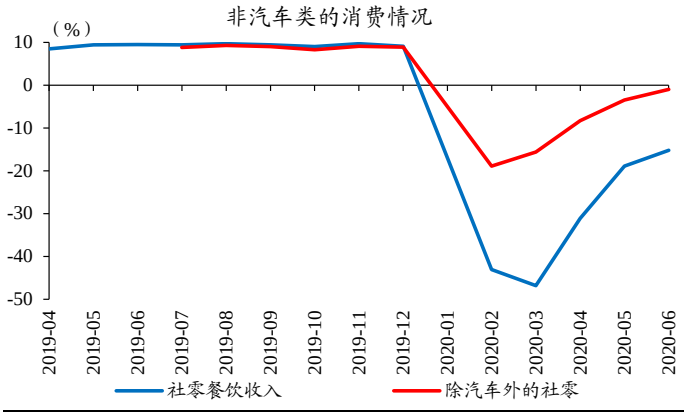
图4：钢材、玻璃价格上行，水泥价格出现逆季节性反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

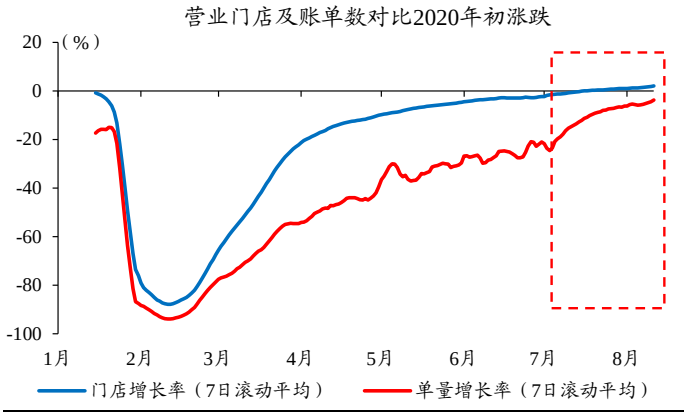
消费领域，此前拖累较大的餐饮类消费，7 月以来加快修复；餐饮商户周账单量较年初的降幅，从 6 月底的 21%，快速收窄至 8 月上旬的 4.4%。**伴随疫情影响减弱，线下消费或持续改善。**7 月以来，轮胎开工率持续上行，已高于 2019 年同期水平；橡胶期货价格，较 6 月底上涨超过 10%。7 月乘用车零售量增长 7.7%，为 2018 年 5 月以来增速新高。**汽车产业链在销售好转预期下，呈现同步修复。**

图5：上半年，餐饮类消费对总体消费拖累较大



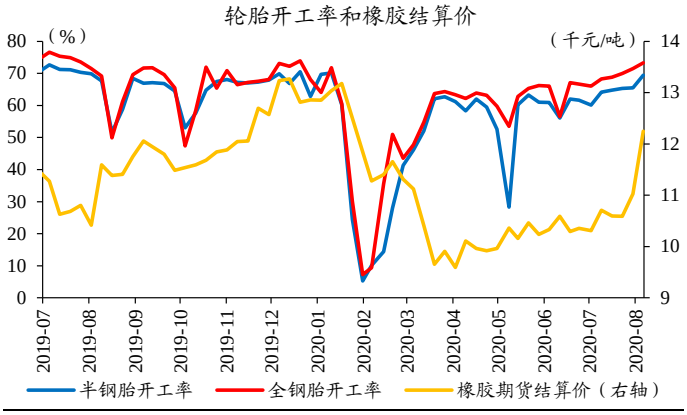
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：7月以来，餐饮消费加速改善



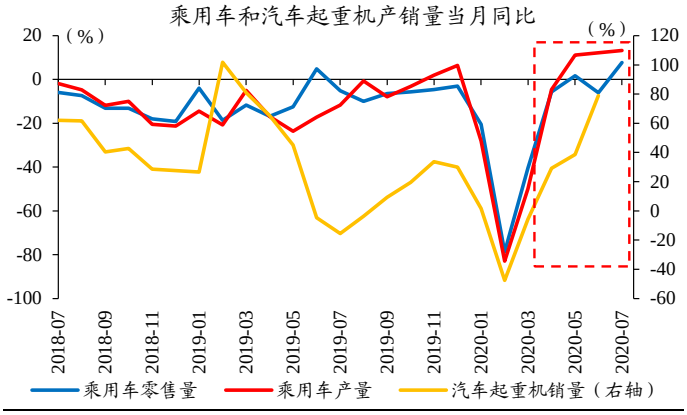
数据来源：哗啦啦、开源证券研究所

图7：轮胎开工率总体上行，橡胶价格加速上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：乘用车产销量、汽车起重机销量均改善明显

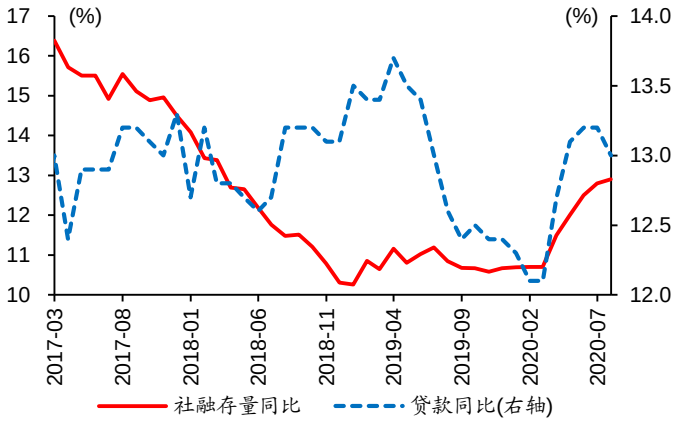


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 二问：7月社融增量低预期，是否意味信用修复结束？

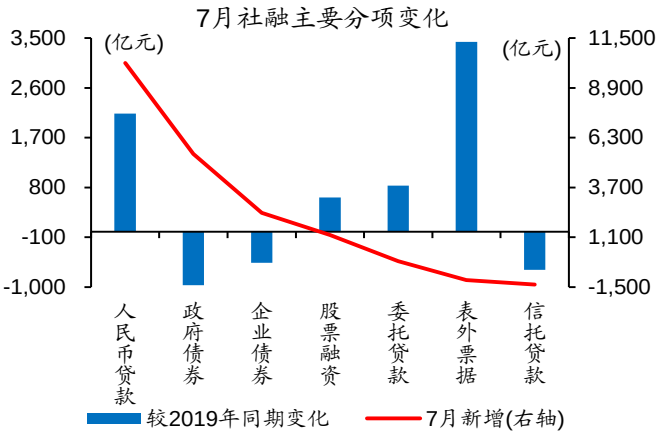
7月社融增量低于市场预期，主要受政府债券和信托贷款等拖累；但数据结构不错，企业中长期资金来源连续5个月改善，信用修复仍在加速中。企业中长期贷款持续高增，或与基建和制造业贷款需求回暖有关；委托贷款收缩放缓、同比降幅连续4个月收窄。此外，商品房销售和线下消费带动下，居民贷款继续改善。

图9：社融增速斜率放缓、贷款增速回落



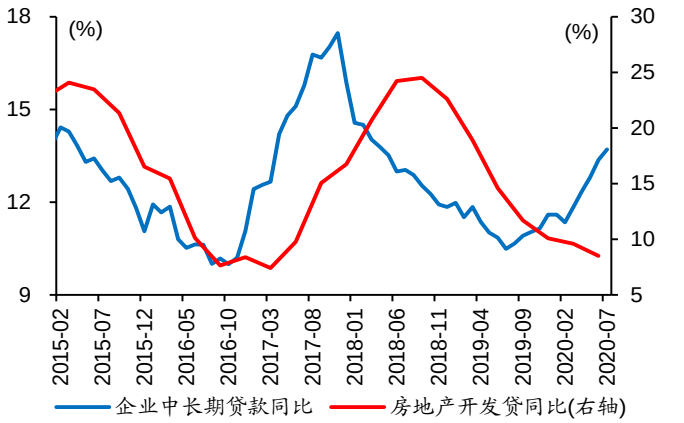
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：7月社融受政府债券、信托贷款等拖累



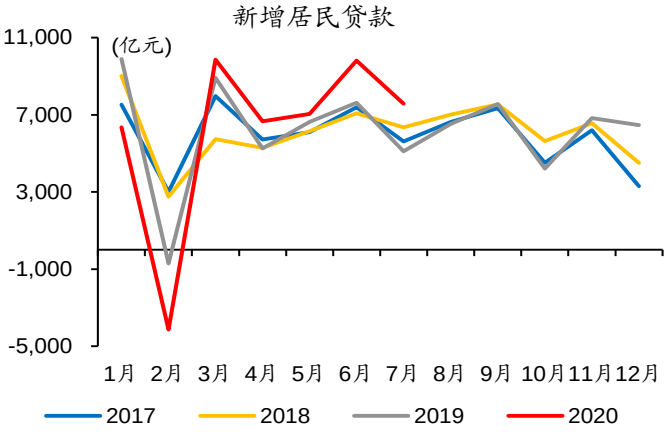
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：企业中长期贷款增速持续抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

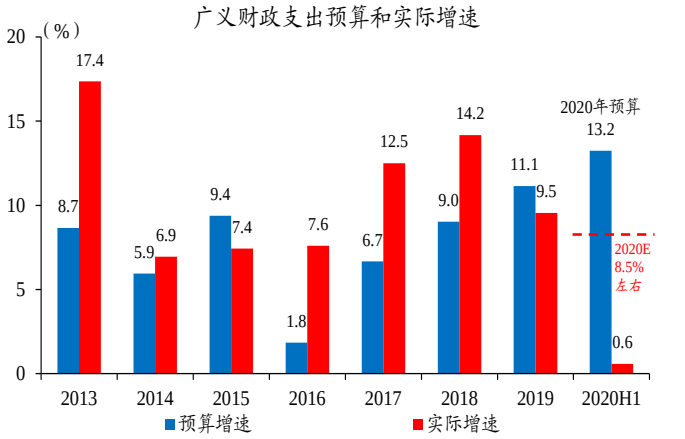
图12：3月以来，居民贷款持续保持高增



数据来源：Wind、开源证券研究所

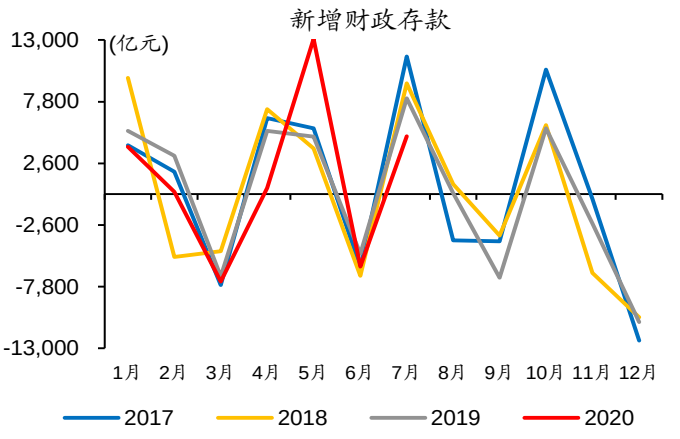
社融增速上升趋势可能还要延续 2-3 个月，即使见顶回落也并不意味信用修复结束；随着广义财政支出加快，信用修复可能将延续到年底或者 2021 年初。年初以来社融增速变化，显著受政府债券发行节奏等影响；债券发行到资金运用存在一定时滞，导致社融或更多反映政府融资行为，而非支出带动的信用派生。随着广义财政支出加快，财政存款投放，及基建等对需求的拉动，或加快信用派生。

图13：下半年财政支出或将明显加快



数据来源：Wind、财政部、开源证券研究所

图14：7月财政存款低于往年同期，预示财政支出加快

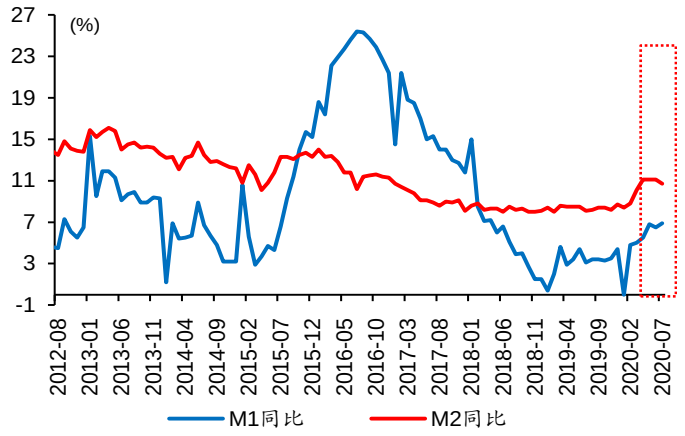


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 二问：7月M2增速，缘何大幅回落？

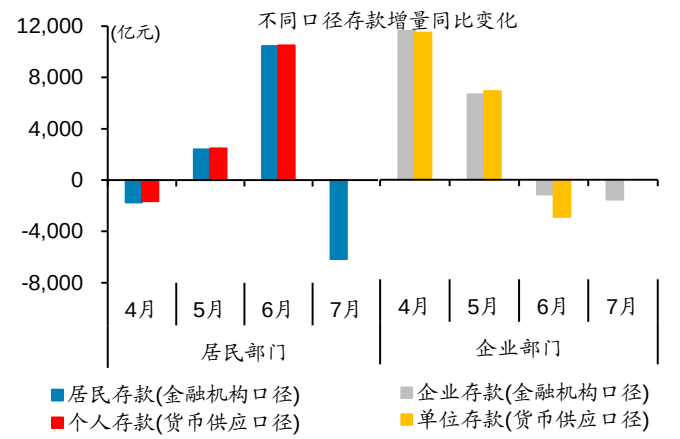
M2增速年内首次回落，7月较6月下降0.4个百分点；或主要**缘于居民存款的大幅下降，部分受企业存款拖累**。M2结构来看，流通中货币和单位活期存款合计同比少减1535亿元，准货币同比少增9034亿元；准货币包括单位定期存款、个人存款和其他存款，根据金融机构存款推算个人存款或同比多减约6000亿元。

图15：7月，M1增速回升、M2增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：居民存款同比净减少幅度明显大于企业

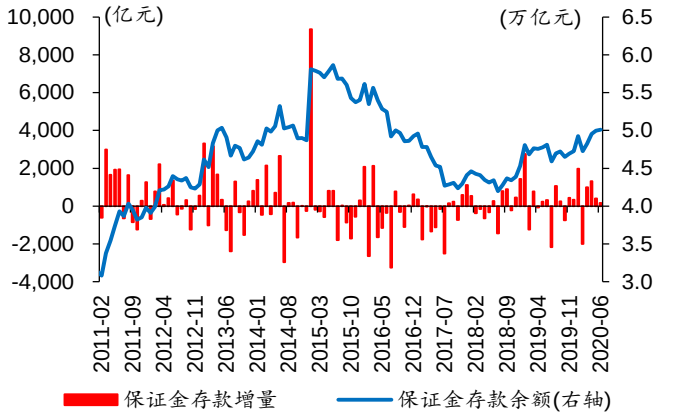


数据来源：Wind、开源证券研究所

居民“存款搬家”、打击资金空转引发企业存款下降，是两种逻辑解释。居民存款大幅较少，或主要与存款搬家到股市有关；而证券保证金存款变化，可能较难抵消居民存款变化对M2的影响，2015年以来新口径[1]下的证券保证金存款单月变化幅度有限、多在2000亿元以内。金融机构企业存款同比多减1600亿元，可能与打击资金空转等有关，企业结构性存款6月已出现明显收缩、7月可能延续。

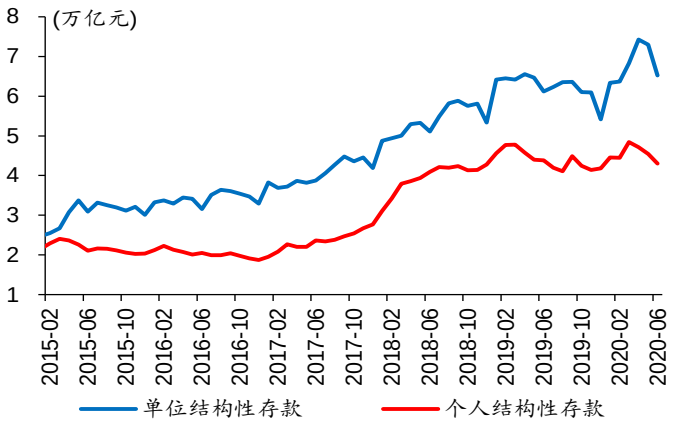
[1] 2015年1月，证券公司存放在商业银行的客户交易保证金等口径有所调整，可能是2015年1月保证金存款跳升的原因，https://www.sac.net.cn/hyfw/hydt/201501/t20150116_115990.html

图17：2015 年以来保证金单月变化多在 2000 亿元以内



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：6 月，企业结构性存款大幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

国内外宏观经济或政策出现大幅调整；新冠疫情演变超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn