雨后初霁

——2020 年 7 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

■ **5 月复工以来，美国各项经济指标出现回暖，6 月就业、零售等数据持续超预期反弹。**5、6 两月非农就业累计新增达 750 万人，6 月零售与餐饮服务销售总额基本追平疫前水平。然而在疫情尚未得到有效控制的情况下提前重启经济活动使美国的疫情出现实质性反弹，超过 20 个州暂停重启计划，首次申领失业救济人数和部分先行经济指标出现边际反转。美国未来经济修复仍存在相当不确定性。

■**二季度 GDP 单季同比增速由负转正，第三产业仍受较大影响。6 月数据显示经济修复斜率放缓，供给修复仍然快于需求。**消费方面，社会消费品零售总额同比依旧收缩，显著弱于市场预期，疫情冲击下居民收入增长承压叠加居民边际消费倾向下滑，拖累消费增长。投资方面，6 月基建、地产景气度持续高企，拉动固定资产投资增速提升，制造业当月投资同比增速连续 5 个月收缩，修复节奏仍将缓慢。物价方面，汽油价格回升、洪涝冲击蔬菜价格使得 CPI 短期回升，国内需求好转叠加能源价格上涨，PPI 有所反弹。展望下半年，基建投资景气度仍将继续提升、房地产投资有望保持高景气，社消当月同比增速至年末有望修复至疫前水平，出口有望维持韧性，驱动 GDP 回归趋势水平。

■**在“宽信用”“宽财政”的政策组合下，6 月金融数据继续回暖，企业中长贷、居民中长贷是重要推动因素，背后反映的是基建/制造业/房地产领域不同程度的修复：**基建投资显著放量、房地产韧性较强、而制造业修复压力仍存。今年上半年，金融数据持续亮眼，主要是政策引导下银行持续加大对实体经济的支持；随着经济逐步改善，下半年信用扩张则会更取决于实体经济融资需求的修复情况，其中最大的不确定性在于小微企业的融资困境。因此，预计下半年结构性货币政策工具的使用力度将进一步加大。前瞻地看，根据央行易纲行长在 618 陆家嘴论坛上的讲话测算，预计今年末 M2 和社融增速分别会上升至 10.8%和 13%。

■**6 月，随着经济基本面的逐步恢复，财政收支矛盾继续缓解，但支出结构发生明显变化。**同时，受政府债券规模扩大、突发洪涝灾害、扶贫工作持续推进、疫情防控得力等因素影响，债务付息、农林水事务方面的支出明显增多，而卫生健康和社保就业方面的支出增速则明显下降。此外，国有土地出让收入增速连续四个月回升，这也与各地房地产投资增速持续回暖相印证，下半年这一趋势或将持续。但在“房住不炒”基调未变，以及大量政府债券尚未发行的情况下，下半年土地出让收入增速料难持续大幅回升。

目录

一、宏观概览：经济持续修复 3
二、海外宏观：一半海水一半火焰 4
（一）经济重启带来强劲修复 4
（二）修复结构：三大特征 4
（三）前瞻：美国经济修复前路漫漫 5
三、实体经济：雨后初霁 7
（一）PMI：分化的修复 7
1. 制造业：持续复苏 7
2. 非制造业：普遍上行 8
3. 前瞻：稳中有忧 8
（二）生产：修复斜率放缓 9
（三）消费：持续疲弱 9
（四）投资：基建、地产景气度持续高企 10
1. 房地产投资：投资增速持续回升 10
2. 基建投资：极端天气影响景气度回升 11
3. 制造业投资：连续第 5 个月收缩 11
（五）贸易：出口韧性“跷跷板” 12
1. 出口：防疫物资和“宅经济”拉动、外需修复 12
2. 进口：海外供给和内需修复、贸易协议支撑 13
3. 展望：压力仍在，韧性犹存 13
（六）物价：CPI 下行放缓，PPI 触底反弹 14
1. CPI：蔬菜、汽油驱动增速回升 14
2. PPI：触底反弹 14
（七）工业企业利润：结构性上行 15
1. 增长动力：量升价稳，投资拉动利润改善 15
2. 行业结构：整体回暖，重点领域引领增长 16
3. 前瞻：回暖趋势未变，结构性风险尚存 17
四、货币金融：实体经济融资需求修复 18
（一）信贷：总量有所回升，结构持续改善 18
（二）社融：信贷持续高增，非标延续收缩 19
（三）货币：M2-M1 剪刀差走阔 19
（四）前瞻：信用扩张有望继续加速 20
五、支出重点切换 21
（一）公共财政收入增速回升：税收改善是主因 21
（二）公共财政支出：重点领域出现边际变化 22
（三）土地出让收入：连续第四个月反弹 22

图目录

图 1：美国失业率连续两月下降..... 5
图 2：新增临时与新增永久失业走势持续背离..... 5
图 3：美国疫情出现实质性反弹..... 5
图 4：部分先行经济指标边际反转..... 5
图 5：二季度 GDP 同比增速由负转正..... 7
图 6：第三产业仍受疫情影响..... 7
图 7：工业生产增速修复斜率放缓..... 9
图 8：制造业生产修复进入瓶颈..... 9
图 9：社零当月同比增速持续收缩..... 10
图 10：居民人均可支配收入增长低迷..... 10
图 11：固定资产投资增速继续回升..... 10
图 12：房地产资金来源情况改善..... 10
图 13：6 月进出口均超预期回升..... 12
图 14：防疫物资出口仍保持较高增速..... 12
图 15：海外供给压力有所缓解..... 13
图 16：我国从主要贸易伙伴国家进口均显著回升..... 13
图 17：CPI 同比增速小幅反弹..... 15
图 18：PPI 同比增速回升..... 15
图 19：规上工业企业利润持续好转..... 16
图 20：基建与房地产投资恢复势头迅猛..... 16
图 21：生产扩张价格趋稳..... 16
图 22：三类行业利润分化..... 16
图 23：6 月信贷增长略强于季节性..... 18
图 24：新增人民币贷款及构成..... 18
图 25：新增居民贷款构成占比..... 18
图 26：新增非金融企业贷款构成占比..... 18
图 27：6 月社融超季节性增长..... 19
图 28：新增社融及构成..... 19
图 29：6 月 M2-M1 剪刀差走阔..... 20
图 30：社融存量与 M2 存量同比增速..... 20
图 31：公共财政收入增速持续反弹..... 21
图 32：税收与非税收入“跷跷板”效应现苗头..... 21
图 33：主要税种增速有所改善..... 21
图 34：公共财政支出增速回落..... 21
图 35：债务付息支出增速领跑各项财政支出..... 22
图 36：土地出让收入增速继续反弹..... 22

一、宏观概览：经济持续修复

面对疫情对全球经济造成的冲击，各国都在防疫与复工间不断权衡，而美国作为疫情最为严重的国家，5 月复工以来，美国各项经济指标出现回暖，6 月就业、零售等数据也持续超预期反弹。5、6 两月非农就业累计新增达 750 万人，6 月零售与餐饮服务销售总额基本追平疫前水平。然而在疫情尚未得到有效控制的情况下提前重启经济活动使美国的疫情出现实质性反弹，超过 20 个州暂停重启计划，首次申领失业救济人数和部分先行经济指标出现边际反转。美国未来经济修复仍存在相当不确定性。

与美国以疫情大幅反弹为代价换取经济数据恢复不同，我国则在疫情防控得力的情况下，推动经济有序稳步恢复。二季度我国 GDP 单季同比增速由负转正，第三产业仍受较大影响。6 月数据显示经济修复斜率放缓，供给修复仍然快于需求。消费方面，社会消费品零售总额同比依旧收缩，显著弱于市场预期，疫情冲击下居民收入增长承压叠加居民边际消费倾向下滑，拖累消费增长。投资方面，6 月基建、地产景气度持续高企，拉动固定资产投资增速提升，制造业当月投资同比增速连续 5 个月收缩，修复节奏仍将缓慢。物价方面，汽油价格回升、洪涝冲击蔬菜价格使得 CPI 短期回升，国内需求好转叠加能源价格上涨，PPI 有所反弹。展望下半年，基建投资景气度仍将继续提升、房地产投资有望保持高景气，社消当月同比增速至年末有望修复至疫前水平，出口有望维持韧性，驱动 GDP 回归趋势水平。

货币政策方面，在“宽信用”“宽财政”的政策组合下，6 月金融数据继续回暖，企业中长贷、居民中长贷是重要推动因素，背后反映的是基建/制造业/房地产领域不同程度的修复：基建投资显著放量、房地产韧性较强、而制造业修复压力仍存。今年上半年，金融数据持续亮眼，主要是政策引导下银行持续加大对实体经济的支持；随着经济逐步改善，下半年信用扩张则会更取决于实体经济融资需求的修复情况，其中最大的不确定性在于小微企业的融资困境。因此，预计下半年结构性货币政策工具的使用力度将进一步加大。前瞻地看，根据央行易纲行长在 618 陆家嘴论坛上的讲话测算，预计今年末 M2 和社融增速分别会上升至 10.8%和 13%。

财政政策方面，6 月，随着经济基本面的逐步恢复，财政收支矛盾继续缓解，但支出结构发生明显变化。同时，受政府债券规模扩大、突发洪涝灾害、扶贫工作持续推进、疫情防控得力等因素影响，债务付息、农林水事务方面的支出明显增多，而卫生健康和社保就业方面的支出增速则明显下降。此外，国有土地出让收入增速连续四个月回升，这也与各地房地产投资增速持续回暖相印证，下半年这一趋势或将持续。但在“房住不炒”基调未变，以及大量政府债券尚未发行的情况下，下半年土地出让收入增速料难持续大幅回升。

二、海外宏观：一半海水一半火焰

美东时间 7 月 2 日，美国劳工统计局（BLS）公布的数据显示，6 月份美国非农新增就业再次超预期增加 480 万人（预期 300 万）。失业率相应从 13.3%回落至 11.1%。

（一）经济重启带来强劲修复

5 月份美国各州在疫情反弹的风险下提前重启经济，就业市场反弹强劲，过去的两个月累计恢复就业 750 万。尽管如此，当前美国就业总人数仍较疫情前减少 1,470 万。4 月单月美国就业损失达 2,080 万，基本抹平了次贷危机后美国连续 113 个月共计 2,200 万的就业增长。

此外，根据 BLS 的估算，居民调查统计中反馈“因其他原因缺勤”但已事实性失业（无限期停薪停职）的人数环比持续下降，6 月份相比 5 月改善约 2pct，**意味着就业市场实际修复的程度显著好于官方口径。**美国国会预算办公室（CBO）已将今年底的失业率预测由 11.5%下调至 10.5%。

值得注意的是，新增非农就业反映的是就业的净增长。每周 BLS 单独公布的新增首次申领失业救济人数从 3 月的 700 万人的高点回落至周均 150 万人后开始企稳，仍是疫情前趋势水平的约 7 倍。过去四周新增失业申领人数累计增加 600 万。**这表明尽管就业市场整体回暖，但仍有部分地区和行业在持续失血。**

（二）修复结构：三大特征

6 月美国就业修复呈现出三大结构性特征：

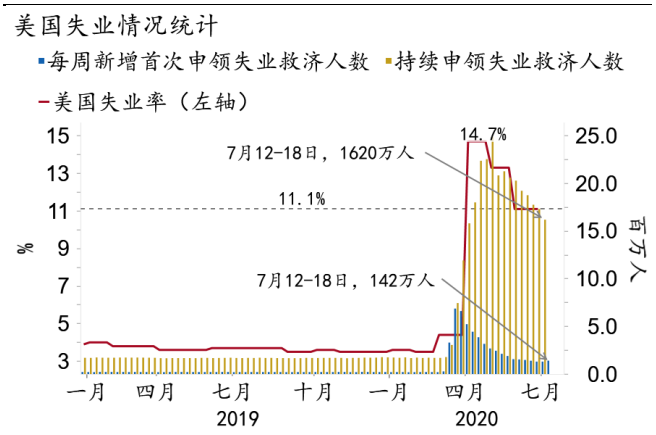
一是修复的重心进一步转向服务业。6 月服务业新增就业相比 5 月增长近 7 成达到 426 万，而制造业新增却从 68 万萎缩到 50 万。服务业前期受疫情严重冲击的行业反弹依然强劲：休闲酒店新增 209 万，占服务业新增近一半，零售业新增也环比翻倍达到 74 万人。

值得关注的是，一些 5 月仍处于净减员或未现回暖的行业出现了大幅反弹，可能是造成此次就业超预期修复的原因：政府雇员变动从上月的-53 万人转正为 3 万；其它行业如汽车零部件制造，运输物流等均出现大幅反弹。

二是新增就业依然来自于临时性失业的下降。6 月份临时失业数为 1,060 万，较前值显著减少 480 万，近乎贡献了全部的非农新增就业。相较之下，**新增永久性失业人数接近 60 万，是 5 月份的两倍，**抵消了约 71 万重返劳动力市场的人数。

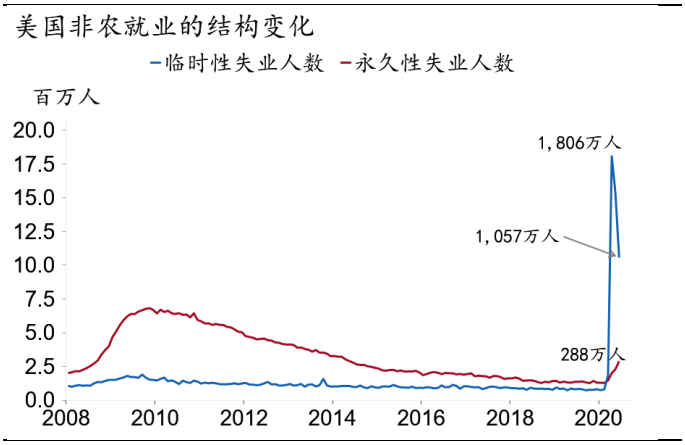
三是不同就业群体间失业率修复差异明显。从年龄段看，16-19 岁的青少年（teenagers）反弹最快，环比减少了 6.7pct，而成年男性反弹最慢，环比仅减少 1.4pct。从族裔看，拉丁裔人群修复（3.1pct）比白人(2.3pct)、非裔(1.4pct)和亚裔(1.2pct)更好。从学历看，受教育程度越低的群体修复程度越好。

图 1：美国失业率连续两月下降



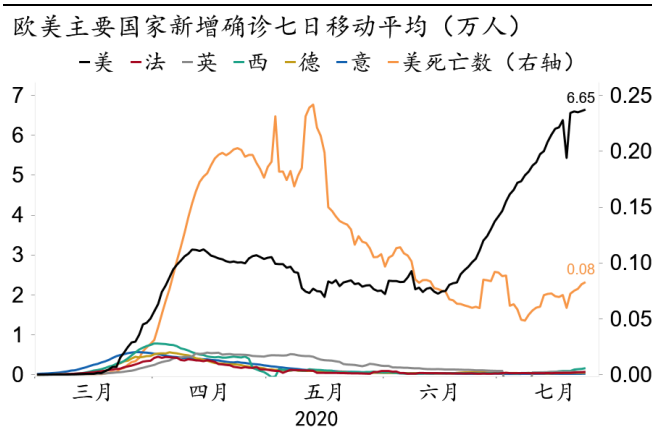
资料来源：BLS、Macrobond、招商银行研究院

图 2：新增临时与新增永久失业走势持续背离



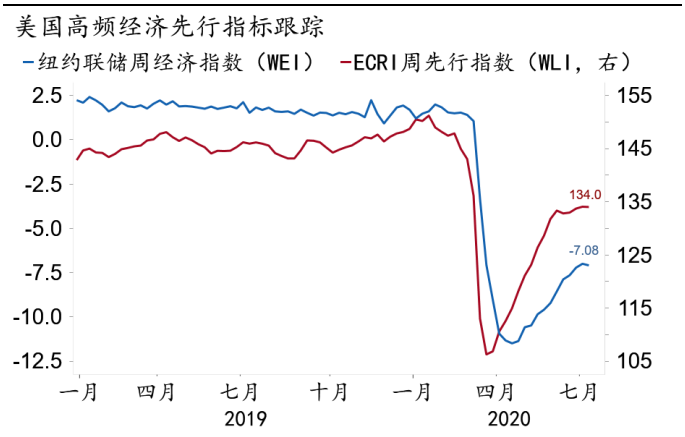
资料来源：BLS、Macrobond、招商银行研究院

图 3：美国疫情出现实质性反弹



资料来源：WHO、Macrobond、招商银行研究院

图 4：部分先行经济指标边际反转



资料来源：NY Fed、ECRI、Macrobond、招商银行研究院

（三）前瞻：美国经济修复前路漫漫

经济重启后美国就业数据连续两个月的强势复苏，不意味着美国下半年的经济修复将是一片坦途。事实上，面临年底大选的特朗普在疫情完全受控前推动经济重启，为美国未来的经济修复埋下隐患。过早放宽隔离措施和持续近一个月的全国性示威，使美国疫情在 6 月中旬出现实质性反弹。如果每日新增确诊的连创新高可以用检测数增加解释，死亡人数的跳升则意味着感染人口比例的反弹。尽管白宫呼吁不要暂停经济重启，但目前已有 21 个州暂缓重启步伐或加强防疫要求。

前瞻地看，美国就业市场向好的势头可能被中断。首先，6 月非农就业调查区间在 6 月 7-13 日，并未受美国疫情反弹的影响。其次，对 5 月就业市场超预期表现起到关键作用的薪酬保护计划（Paycheck Protection Program）已经在 6 月 30 日终止申请，已经获批的企业也仅得到可以覆盖其员工 8 个星

期薪酬的资金，如疫情再度爆发经济未能如期修复，则返聘的员工存在再次失业的可能。

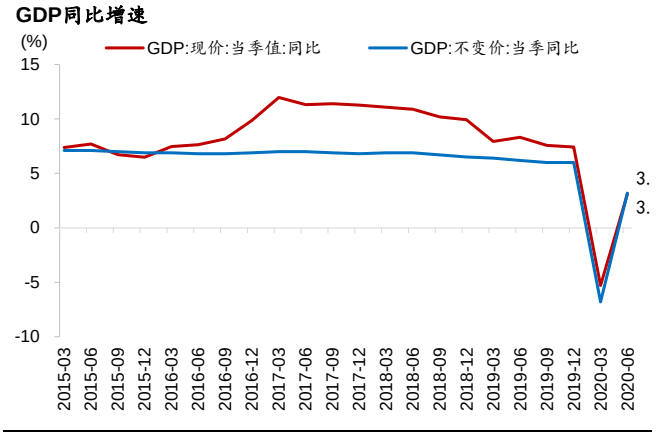
6 月非农就业数据可能减弱酝酿中的第四轮财政刺激力度。部分共和党人认为强势的就业反弹意味着强财政补贴已无必要。美国财长姆努钦、国家经济委员会主任库德洛近期表态希望能够重构已到期的薪酬保护计划和 7 月底即将到期的额外失业补助，用于刺激消费和鼓励失业人员重返工作岗位。

三、实体经济：雨后初霁

二季度 GDP 单季同比增速由负转正，但第三产业仍受较大影响。2020 年二季度，我国 GDP 重回正增长：以不变价计，GDP 初步核算数为 22.6 万亿元，同比增长 3.2%。从三大产业看，第三产业仍受较大影响，增长修复较为缓慢：二季度三大产业增加值当季同比增速均显著反弹，其中一、二产业已接近疫前水平，但服务业增加值当季同比增速（1.9%）仍然显著低于疫前水平 4.7pct。

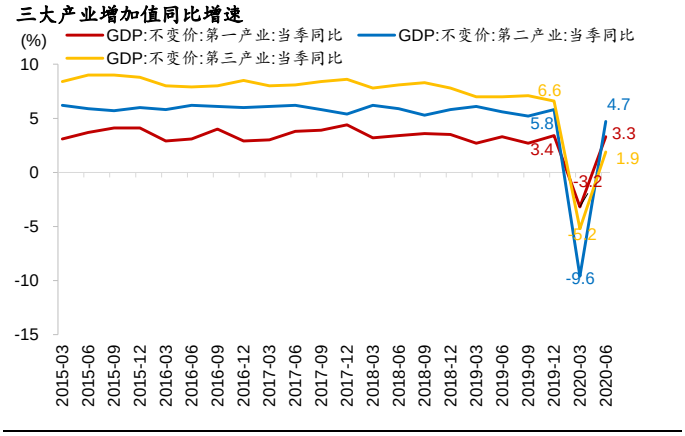
前瞻地看，下半年基建投资景气度仍将继续提升、房地产投资有望保持高景气，社消当月同比增速至年末有望修复至疫前水平，出口有望维持韧性，驱动 GDP 回归趋势水平。

图 5：二季度 GDP 同比增速由负转正



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 6：第三产业仍受疫情影响



资料来源：WIND、招商银行研究院

（一）PMI：分化的修复

1. 制造业：持续复苏

6 月，中国制造业采购经理指数(PMI)为 50.9，较上月提升 0.3，连续四个月位于荣枯线之上，生产、需求、价格指标表明制造业持续复苏，但复苏中存在隐忧，不同规模企业出现分化，就业持续承压。

（1）内外需求回暖

6 月新订单指数与新出口订单指数均有所上升，分别达到 51.4 和 42.6。新订单的增加反映出在基建拉动和社零消费跌幅收窄的情况下，国内需求回暖。而新出口订单降幅收窄则是受欧美复工推动，6 月国际贸易出现复苏，波罗的海干散货指数大幅上涨，出口压力有望部分缓解。

（2）生产小幅上扬

6 月生产指数较上月回升 0.7 至 53.9，终止了连续两个月回落的势头，预示 6 月制造业生产态势良好，工业增加值增速有望上行。高频数据亦对此有所佐证，6 月发电量、六大电厂日耗煤量有所增长，高炉开工率升至近一年来最高水平。

（3）价格企稳反弹

受大宗商品价格上涨拉动，主要原材料购进价格指数大幅上涨 5.2，达到 56.8，出厂价格指数为 52.4，疫情爆发以来首次进入扩张区间，PPI 增速在 5 月触底后可能迎来反弹。

（4）大小企业分化

小企业 PMI4 月以来持续下行，6 月环比下跌 1.9，降至 48.9，进入收缩区间，而大企业 PMI 连续三个月上涨，6 月升至 52.1，表明大小企业生存状况出现明显分化，这与招商银行二季度企业调研结果一致。

（5）就业持续承压

制造业从业人员指数持续下跌，6 月为 49.1，连续两个月处于收缩区间，这一情况亦与招商银行企业调研一致，调研结果显示，企业在 4 月末认为今年上半年的用工数量将有所下降。目前尽管经济处于复苏周期，但是制造业投资恢复速度缓慢说明企业扩张相对谨慎，未来就业压力仍然较大。

2. 非制造业：普遍上行

非制造业商务活动指数为 54.4，比上月上升 0.8，连续四个月回升。建筑业扩张趋势延续，服务业加速回暖。

建筑业商务活动指数为 59.8，低较上月下降 1，扩张幅度略有减弱，但连续三个月位于 59 以上的高位。建筑业持续扩张的逻辑与之前一致，主要是受基建投资大幅增长拉动。

服务业商务活动指数为 53.4，比上月上升 1.1，连续 4 个月扩张，复苏态势延续。前期受疫情冲击较为严重的批发、零售、餐饮、住宿等行业 6 月商业活动指数分别为 50.7、52.5、55.9、54.7，均处于扩张区间，6 月社零增速有望进一步恢复，但文化娱乐业商业活动指数为仍处于荣枯线下。

表 5：6 月采购经理人（PMI）指数

		PMI	生产	需求		库存		价格		从业人员	生产经营/业务活动预期
				新订单	新出口订单	原材料	产成品	投入	出厂/销售		
制造业	2020-01	50.0	51.3	51.4	48.7	47.1	46.0	53.8	49.0	47.5	57.9
	2020-02	35.7	27.8	29.3	28.7	33.9	46.1	51.4	44.3	31.8	41.8
	2020-03	52.0	54.1	52.0	46.4	49.0	49.1	45.5	43.8	50.9	54.4
	2020-04	50.8	53.7	50.2	33.5	48.2	49.3	42.5	42.2	50.2	54.0
	2020-05	50.6	53.2	50.9	35.3	47.3	47.3	51.6	48.7	49.4	57.9
	2020-06	50.9	53.9	51.4	42.6	47.6	46.8	56.8	52.4	49.1	57.5
	较前值	0.3	0.7	0.5	7.3	0.3	-0.5	5.2	3.7	-0.3	-0.4
非制造业	2020-01	54.1	-	50.6	48.4	-	47.2	53.3	50.5	48.6	59.6
	2020-02	29.6	-	26.5	26.8	-	39.3	49.3	43.9	37.9	40.0
	2020-03	52.3	-	49.2	38.6	-	46.1	49.4	46.1	47.7	57.3
	2020-04	53.2	-	52.1	35.5	-	47.0	49.0	45.4	48.6	60.1
	2020-05	53.6		52.6	41.3		47.8	52.0	48.6	48.5	63.9
	2020-06	54.4		52.7	43.3		48.0	52.9	49.5	48.7	60.3
	较前值	0.8	0.0	0.1	2.0	0.0	0.2	0.9	0.9	0.2	-3.6

资料来源：WIND、招商银行研究院

3. 前瞻：稳中有忧

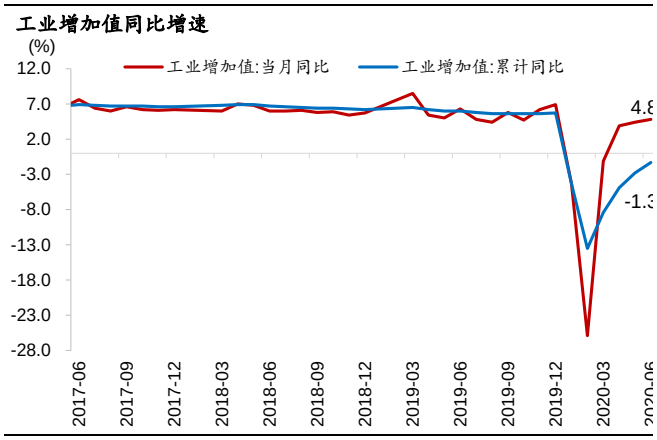
PMI 数据显示产销、价格指标向好，供给侧对经济复苏已经不构成约束，随着欧美国家经济活动的恢复和政策支持不断落地，需求有望逐渐好转，总体来看经济复苏势头保持不变，但大小企业的分化及就业下行可能对经济的进一步修复构成拖累，未来需持续关注小微企业经营和人员就业情况，以及相关支持政策落地效果。

（二）生产：修复斜率放缓

工业生产活跃度提升，但制造业生产修复进入瓶颈。6 月规模以上工业增加值同比 4.8%，较前值提升 0.4pct。分三大产业看：采矿业和公用事业生产活跃度有所提高，6 月采矿业增加值当月同比 1.7%，较前值提升 0.6pct，公用事业增加值当月同比 5.5%，较前值提升 1.9pct。制造业生产修复进入瓶颈，当月同比较前值下滑 0.1pct 至 5.1%。

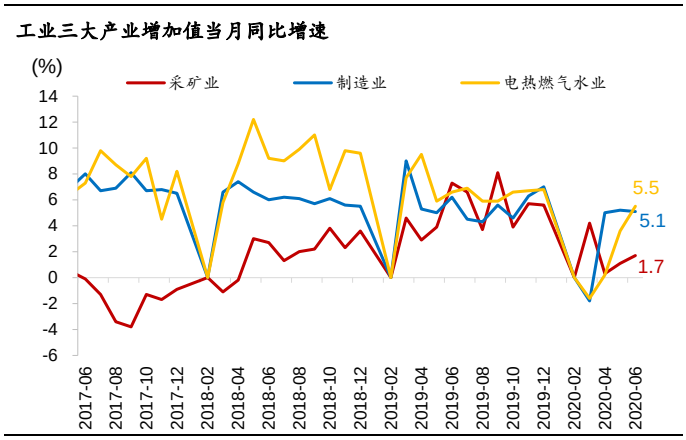
工业生产数据中，部分线索值得关注：（1）计算机及通信设备制造行业韧性显现，增加值同比增速继续提升。这也与该行业近期出口的高景气度相互印证；（2）汽车产业链景气度持续修复。汽车制造、设备制造等行业增加值同比继续提升；（3）基建、地产施工力度不弱。钢铁、水泥生产活跃度依旧较高，同比增速维持较高水平。（4）部分下游行业生产放缓。食品制造、农副食品加工、纺织等行业增加值当月同比增速有所回落，指向终端消费疲弱开始制约部分下游生产的修复。

图 7：工业生产增速修复斜率放缓



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 8：制造业生产修复进入瓶颈



资料来源：WIND、招商银行研究院

（三）消费：持续疲弱

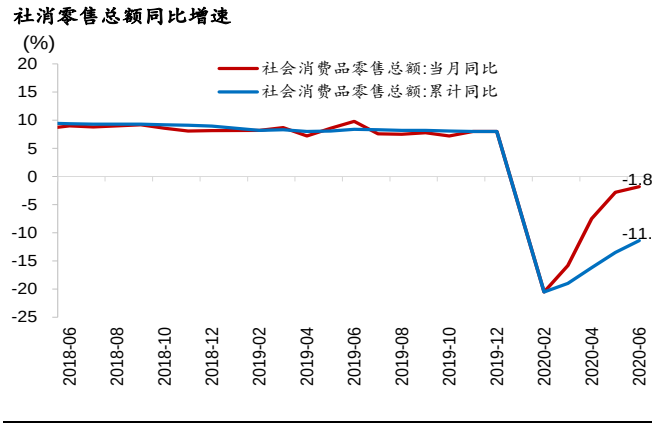
6 月社会消费品零售总额同比依旧收缩，显著弱于市场预期，但符合我们此前判断。**（1）居民收入依旧是制约消费反弹的主要因素。**上半年全国居民人均可支配收入名义同比增速较去年末大幅下行 6.5pct 至 2.4%，实际同比增速大幅下行 7.1pct 至-1.3%。这显著制约了居民消费支出增长。上半年居民人均消费支出名义同比大幅回落 14.5pct 至-5.9%，实际同比大幅下行 14.8pct 至-9.3%。**（2）6 月购物节部分电商销售数据较好，并不能说明消费大幅反弹。**1-6 月，网上商品和服务零售额累计同比增长 7.3%，显著好于社零累计同比-11.4%的水平。线上消费在社零内部占比也相应从疫前的 25.8%提升 4.1pct 至 29.9%。由

于线下消费在消费中占据绝对比重，且考虑到线上消费对线下消费的替代作用，“618”购物节部分电商销售数据大幅回暖可能并非消费反弹的先兆。

从结构看，汽车消费受到高基数（2019 年 6 月，汽车国标换挡期前汽车销量短期冲高）影响，对社零造成一定拖累；而化妆品、通信器材、家电等产品消费同比走高，或受到 6 月购物节的短期提振。

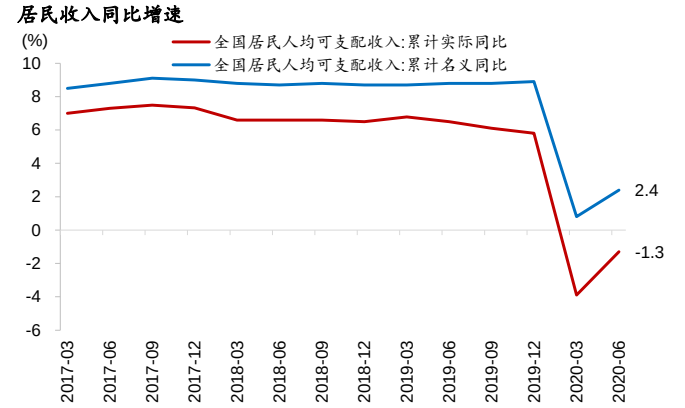
前瞻地看，消费下半年难现报复性增长，恢复到疫前水平仍需时日。一方面，疫情冲击下企业营收、利润大幅收缩，居民收入增长将持续承压。另一方面，疫情对低收入群体冲击更大，这将拉低居民边际消费倾向，不利于消费增长。

图 9：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 10：居民人均可支配收入增长低迷

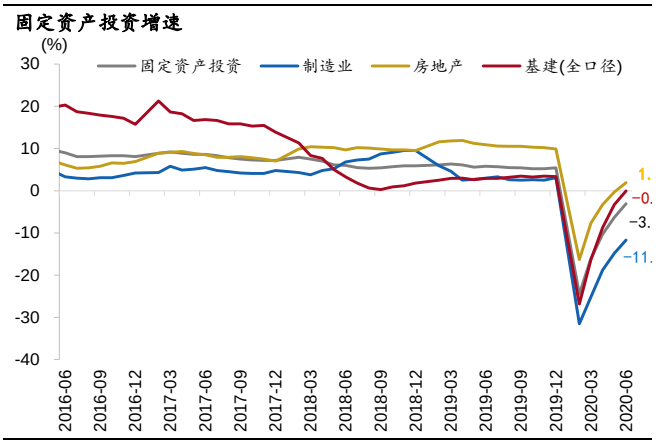


资料来源：WIND、招商银行研究院

（四）投资：基建、地产景气度持续高企

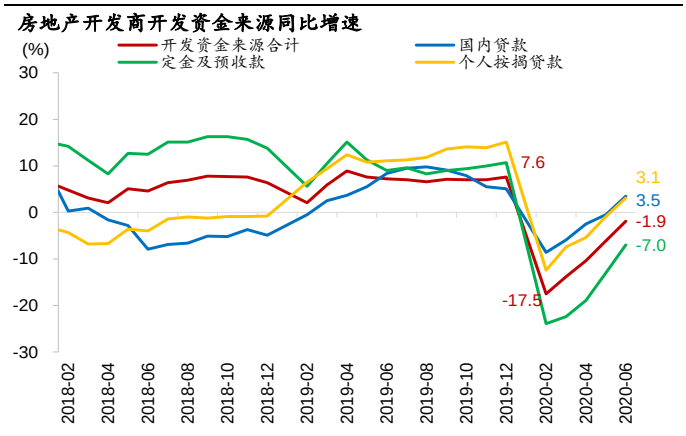
1-6 月，全国城镇固定资产投资同比-3.1%，增速较前值回升 3.2pct。从单月投资增速来看，据测算 6 月固定资产投资同比 5.3%（较前值提升 1.4pct）。

图 11：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 12：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

1-6 月房地产投资同比增速较前值提升 2.2pct，累计增速率先由负转正。据测算，6 月房地产投资当月同比增长 8.5%（较前值提升 0.4pct）。

商品房销售继续修复。1-6 月商品房销售面积同比-8.4%，较前值提升 3.9pct；销售金额同比-5.4%，较前值提升 5.2pct。

融资环境改善叠加低利率背景，房企资金来源情况持续好转。1-6 月开发商资金来源同比-1.9%，较前值提升 4.2pct。其中主要受到国内贷款和销售回暖的拉动。从资金来源当月同比的结构来看，国内贷款、按揭贷款、定金及预收款同比均有大幅提升。

资金来源改善支撑房企拿地意愿。1-6 月土地购置面积同比-0.9%，跌幅较前值收窄 7.2pct，土地成交价款累计同比 5.9%，较前值下滑 1.2pct。

开工和竣工面积同比跌幅收窄，施工面积同比增速稍有提升。1-6 月新开工面积累计同比-7.5%，较前值提升 5.2pct，施工面积累计同比增长 2.6%，增速较前值提升 0.3pct，竣工面积累计同比-10.5%，较前值提升 0.8pct。

整体来看，6 月房地产投资增速回升幅度预期，符合我们此前房地产投资具备韧性的判断。未来房地产景气度有望保持，但随着热点城市调节政策出台，房地产景气度继续走高的概率不大。

2.基建投资：极端天气影响景气度回升

受极端天气影响，基建投资增速略有下滑但仍然处在高位。1-6 月基建投资同比增速较前值提升 3.2pct。从单月投资增速来看，据测算 6 月基建投资同比增长 8.3%（较前值下滑 2.6pct），主要受到了洪涝等极端天气的影响。

铁路行业投资增速反弹显著。从三大门类看，电热燃气水、交运仓储、水利环境投资增速均有反弹。从主要行业看，铁路运输行业投资增速大幅反弹，累计同比由前值-8.8%大幅反弹至 6 月的 2.6%。

前瞻地看，洪涝等极端天气的影响将延续至 7 月，基建投资修复斜率仍将受到一定影响。考虑到广义赤字扩张后财政支出向基建领域的倾斜，以及新增中长期贷款持续放量，三季度基建投资仍将保持上行趋势。

3.制造业投资：连续第 5 个月收缩

制造业当月投资同比增速连续 5 个月收缩。制造业投资累计同比较前值提升 3.1pct 至-11.7%。从单月投资增速来看，据测算 6 月制造业投资同比-3.5%（较前值收窄 1.8pct），连续 5 个月收缩。

制约制造业增长的压力依旧存在：（1）企业利润大幅收缩：1-5 月工业企业利润同比减少 19.3%，利润减少持续对企业资本开支构成制约；**（2）库存处于高位：**6 月工业企业产成品库存同比增速 9%，依旧处于较高水平；**（3）企业预期谨慎：**疫情冲击下全球经济衰退，内外需依旧不足，企业预期仍不乐观。

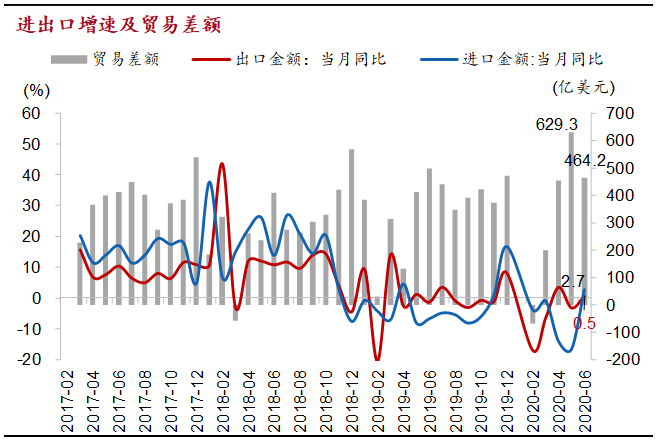
分行业看，大部分行业投资同比跌幅均有收窄，部分行业景气度持续高企：计算机通信设备行业投资同比增长 9.4%；医药制造行业投资同比增长 13.6%。

前瞻地看，制造业投资将持续修复，但节奏仍将缓慢。一方面需求疲弱下工业生产难以继续大幅放量，另一方面 PPI 持续低迷，企业利润增长短期难以由负转正。

（五）贸易：出口韧性“跷跷板”

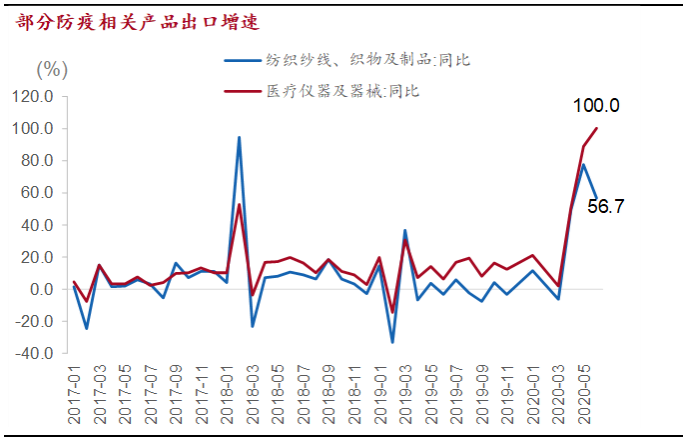
以美元计，2020 年 6 月我国出口金额 2,135 亿美元，同比增长 0.5%（市场预期-2.9%），较前值上升 3.8 个百分点；进口金额 1,671 亿美元，同比增长 2.7%（市场预期-9.7%），较前值回升 19.4 个百分点。进出口均超预期回升。

图 13：6 月进出口均超预期回升



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 14：防疫物资出口仍保持较高增速



资料来源：WIND、招商银行研究院

1. 出口：防疫物资和“宅经济”拉动、外需修复

6 月我国出口增速超预期回升，一方面由于海外疫情仍持续蔓延，防疫物资和线上办公等“宅经济”相关产品出口继续保持较高增速。6 月医疗仪器出口增速进一步上升至 100%，纺织品（含口罩）和自动处理设备的出口环比虽有所回落，但仍保持同比较高增速。估算这三项产品拉动出口近 4.8 个百分点。**另一方面，受欧美复工复产推动，外需呈现修复迹象。**6 月摩根大通全球制造业 PMI 指数和波罗的海干散货指数大幅上涨，指向外需和国际贸易有所改善。但 6 月中下旬美国疫情再度反弹，外需修复进程或将受阻。

分地区看，我国对美国、东盟出口有所提升，对欧盟和日本出口则显著下滑。6 月我国对美国、东盟的出口增速分别为 1.4%和 1.6%，较前值提升 2.6pct 和 7.3pct；对欧盟、日本的出口增速分别为-5.0%和-10.5%，较前值下滑 4.3pct 和 21.7pct。

分产品看，我国高新技术产品同比增速连续 2 个月回落至 4.9%（-2.9pct），其中集成电路出口同比增速 8.4%，较前值下滑 10.2pct。纺织品（含口罩）、医疗器械等防疫物资仍保持较高增速，出口同比分别为 56.7%（-20.6pct）和 100.0%（+11.4pct）；环比来看，医疗器械出口较 5 月继续增长 3%，但纺织品增速有所放缓，环比下滑 21.8%。服装、家具、灯具等传统制造业产品的出口增速显著提升，分别为-10.2%（+16.7pct）、8.4%（+23.9pct）和 9.9%（+6.6pct）。

2. 进口：海外供给和内需修复、贸易协议支撑

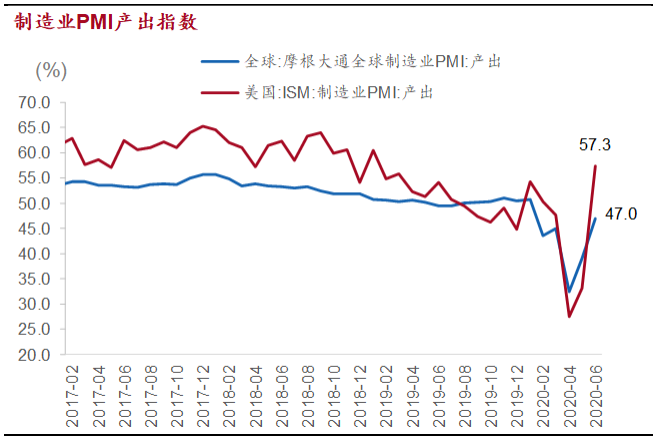
6 月进口同比增速较上月大幅回升 19.4 个百分点，超预期转正。主要有三方面原因：一是原油、铁矿砂、铜材等大宗商品口量均显著提升，反映内需较 5 月继续改善。二是海外供给压力有所缓解。6 月全球制造业 PMI 生产指数大幅反弹至 47.0，美国 ISM 制造业生产指数已恢复至 57.3 的较高水平。三是中美第一阶段贸易协议执行对进口形成支撑。6 月中国从美进口增速为 11.3%，较前值大幅提升 24.9pct。而 6 月特朗普也在白宫吹风会上表示，中国正在购买“大量”美国商品。

分地区看，我国从主要贸易伙伴国家的进口均有显著回升。除自美进口大幅提升外，6 月我国对非美国家的进口增速也大幅提升 19.1pct 至 2.1%。其中，从欧盟、日本、韩国和东南亚的进口增速分别为-7.2%、8.9%、9.0%和 16.7%，较前值上升 21.8pct、14.3pct、21.1pct 和 22.3pct。

分产品看，6 月农产品进口金额同比增长 36.1%，增速较前值回升 23.8pct，其中大豆进口增速 71.8%，较 5 月大幅提升 46.8pct。原油、铁矿砂、铜材等进口量同比分别为 34.4%、35.3%和 98.9%，较前值提升 15.1pct、31.3pct 和 77.7pct。

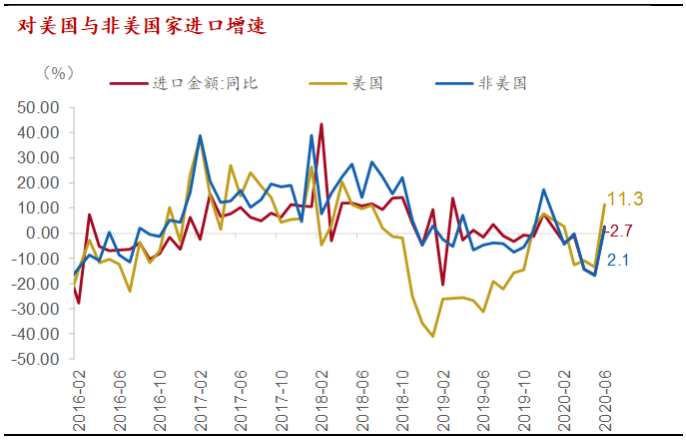
6 月我国进出口贸易顺差 464.2 亿美元，较去年同期（496.5 亿美元）减少 6.5%。

图 15：海外供给压力有所缓解



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 6：我国从主要贸易伙伴国家进口均显著回升



资料来源：WIND、招商银行研究院

3. 展望：压力仍在，韧性犹存

整体来看，二季度我国出口韧性超出市场预期，出口同比增速 0.1%，较一季度的-13.3%大幅回升。进口则在海外供需疲弱、大宗商品价格下挫的影响下，同比增速自一季度的-2.9%继续下行至-9.7%。贸易顺差同比扩大 48.9%。

前瞻地看，由于美国疫情反弹，海外供需的修复进程或将受到阻碍，进出口增长或将再次受到冲击。但我国产业链完善的韧性仍将延续，防疫和“宅经济”相关产品与我国传统制造业产品（服装、玩具等）对出口的拉动形成替代作用，形成支撑出口的产业 “跷跷板”：若海外疫情再度升级或出现二次冲

击，则防疫和“宅经济”相关产品出口将继续保持较高增速；若疫情好转外需修复，则防疫产品出口或将回落，传统制造业产品出口有望修复。此外，进口也将受到我国内需回暖和第一阶段贸易协议的支撑而保持韧性。

（六）物价：CPI 下行放缓，PPI 触底反弹

2020 年 6 月 CPI 同比 2.5%（市场预期 2.6%），前值 2.4%。PPI 同比-3.0%（市场预期-3.1%），前值-3.7%。

1.CPI：蔬菜、汽油驱动增速回升

6 月 CPI 同比较前值+0.1 个百分点，略低于市场预期。CPI 增速提升，主要受到鲜菜、汽油价格上涨影响。（1）食品项涨幅反弹驱动 CPI 增速回升。6 月食品分项同比涨幅由前值 10.6%提升至 11.1%，拉动 CPI 同比增速约 2.2 个百分点（较前值提升 0.16 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蔬菜。6 月我国南方多地发生洪涝灾害，导致部分地区蔬菜短期供应紧张，鲜菜分项同比由前值-8.5%回升至 4.2%，驱动 CPI 提升 0.3pct。其他食品价格相对稳定，其中鲜果价格同比跌幅扩大。值得关注的是，今年 1-2 月三元母猪生产的仔猪生存率下降，导致近期猪肉供给收缩，短期推升了猪肉价格。但由于猪肉价格基数走高，因此猪肉价格同比变化不大，并未对 CPI 增速产生较大影响。**（2）非食品项增速较前值下滑。**6 月非食品项同比涨幅由前值 0.4%下滑至 0.3%，拉动 CPI 同比增速 0.2 个百分点（较前值下滑 0.08 个百分点）。分结构看，国内汽油价格有所上涨，因此交通和通信分项价格同比跌幅有所收窄；租赁房房租分项同比跌幅有所扩大；旅游分项同比增速下滑。此外，生活用品和服务、医疗保健、其他用品和服务分项同比增速也有所下滑。

下半年 CPI 通胀下行态势依旧。食品方面，考虑到蔬菜生产周期较短和水灾的季节性，水灾对蔬菜价格的影响多为 2 个月左右，因此 7 月 CPI 或短期维持当前水平。近期猪肉价格对 6-7 月猪肉供给造成扰动，但这不会改变猪肉价格的下行趋势。随着能繁母猪存栏数量于去年三季度触底回升，猪肉供给将逐步增加。未来猪肉价格仍将趋于回落，并带动 CPI 中枢下行。非食品方面，全球经济弱复苏之下，工业产品价格或传导至非食品价格，国内“宽信用”政策效果逐步显现，也将对非食品价格提供支撑。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。

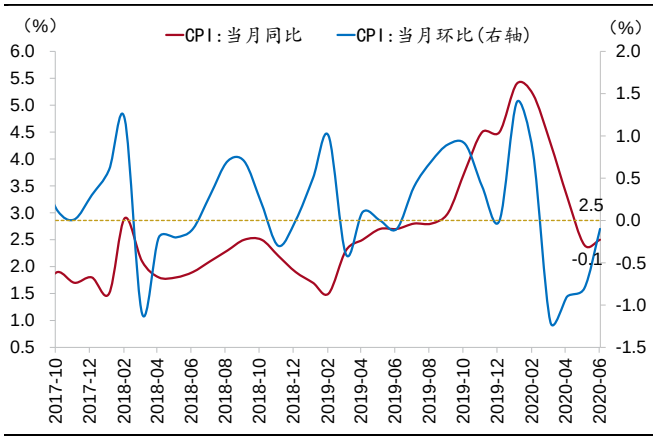
2.PPI：触底反弹

6 月 PPI 同比反弹 0.7pct 至-3.0%，验证了我们上月对 PPI 增速已触底的判断。其中，生产资料价格同比-4.2%，较前值上行 0.9 个百分点；生活资料价格同比 0.6%，较前值上行 0.1 个百分点。PPI 环比 0.4%，较前值上行 0.8 个百分点。其中，生产资料环比上行 1.0 个百分点，生活资料环比上行 0.4 个百分点。

PPI 同比回升主要受国内石化产业链价格上涨影响，其中部分原因为国内能源价格变化滞后于国际能源价格变化。其他行业价格方面，黑色金属、有色金属价格上涨，指向基建、地产等施工需求仍不弱，受洪涝影响或有限。而汽车、纺织、服装、造纸、印刷等行业价格下跌，则指向下游消费需求依旧较弱。从前几大影响行业来看，黑色金属冶炼和压延加工、石油和天然气开采、石油煤炭及其他燃料加工、有色金属冶炼和压延加工、化学原料和化学制品行业对 PPI 同比增速的拉动分别+0.23、+0.17、+0.15、+0.13、+0.10 个百分点。

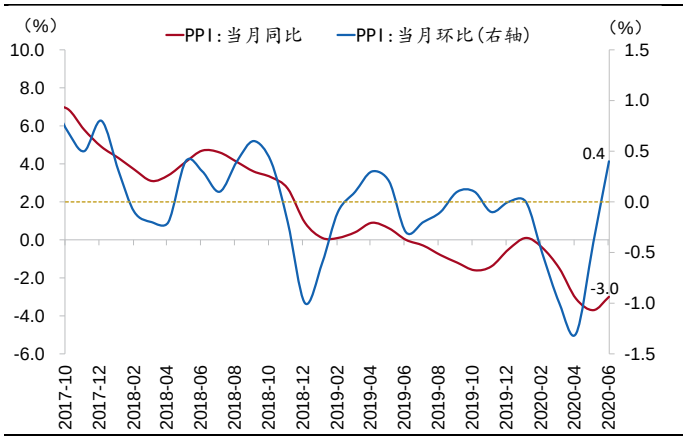
下半年 PPI 中枢大概率将逐步回升。外需方面，在海外宽松宏观政策的支持下，主要经济体需求将缓慢修复，对大宗商品价格构成拉动。国际市场上，CRB 现货指数同比近期趋于稳定，CRB 金属价格指数同比跌幅显著收窄。内需方面，基建投资需求强劲、地产投资韧性十足，叠加“宽信用”的货币环境，为 PPI 创造了良好的修复环境。值得关注的是，尽管目前内外需均逐步修复，但国内需求仍弱，且逆周期调节较为审慎，新兴市场疫情扩散和发达经济体复工还存在较大不确定性，这将制约工业品价格反弹的幅度。

图 7：CPI 同比增速小幅反弹



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 8：PPI 同比增速回升



资料来源：WIND、招商银行研究院

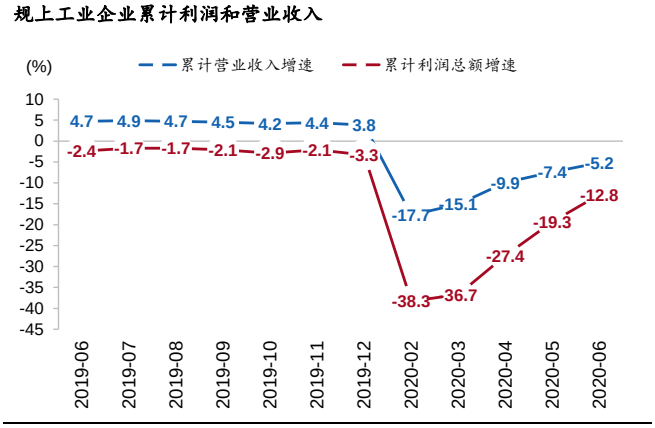
（七）工业企业利润：结构性上行

1-6 月规模以上工业企业利润累计同比下降 12.8%，较 1-5 月跌幅收窄 6.5pct，上行趋势保持不变。上半年规上工业企业利润累计同比增速走势“前低后高”，表现为年初断崖式下跌，随后逐月上升的形态。

1. 增长动力：量升价稳，投资拉动利润改善

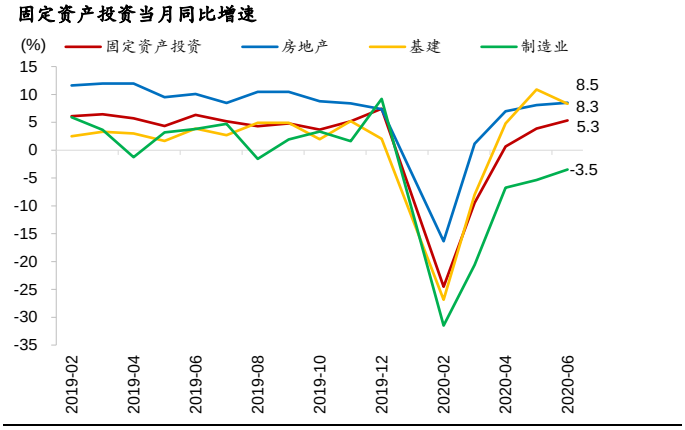
6 月规上工业企业利润同比增长 11.5%，连续两个月实现正增长，但单月增速涨幅逐渐收窄，增长曲线斜率趋于平缓。利润增长延续此前的逻辑，主要由以下三方面因素推动：

图 9：规上工业企业利润持续好转



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 20：基建与房地产投资恢复势头迅猛



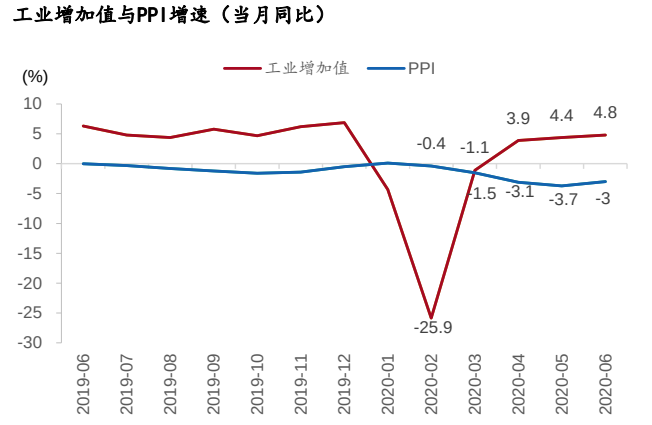
资料来源：WIND、招商银行研究院

首先，需求结构性上升拉动部分企业利润改善。在政策支持下，投资成为拉动经济增长的主要引擎，6 月基建和房地产投资增速分别达到 8.3%和 8.5%，带动钢铁、水泥、工程器械等行业利润上行。此外，6 月出口发生结构性调整，除纺织品（含口罩）、医疗器械等防疫物资仍保持较高增速外，服装、家具、灯具等传统制造业产品的出口增速显著提升，拉动相关行业利润回升。

其次，生产规模持续扩大，价格企稳回升。6 月工业增加值同比增长 4.8%，较前值提升 0.4pct，PPI 同比反弹 0.7pct 至 3%，量升价稳助力企业利润。此外，虽然 PPIRM 和 PPI 同比增速均有所回升，但工业品出厂价格的回升幅度高于原材料购进价格 1.4pct，利润空间持续扩大，受此影响，上游原材料行业利润改善幅度较小或有所恶化，而其他中下游行业利润普遍回升。

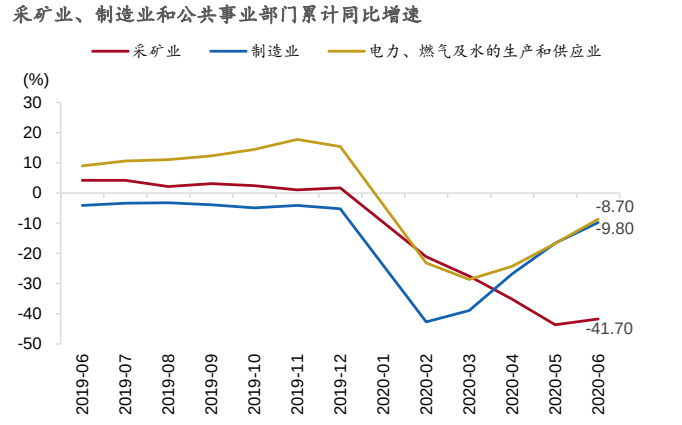
第三，企业经营明显好转。1-6 月规上工业企业利润率上升至 5.42%，较 1-5 月提升 0.42pct，与之对应，成本率下降 0.21pct 至 84.56%。产成品存货周转天数和应收账款平均回收期分别下降 0.9 天和 2.2 天，至 20 天和 56.6 天。同时，规上工业企业亏损数量及亏损金额也呈现出明显的环比下降趋势。

图 21：生产扩张价格趋稳



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 22：三类行业利润分化



资料来源：WIND、招商银行研究院

2. 行业结构：整体回暖，重点领域引领增长

总的来看，多数行业利润增速上行。1-6 月，41 个工业大类行业中，31 个行业累计同比利润增速加快或降幅收窄，较 1-5 月减少 2 个。9 个行业利润实现正增长，数量与上月持平，结构上，食品制造业、医药制造业累计增速由负转正，而非金属矿采选业、燃气的生产和供应业增速由正转负。

分类别看，制造业和公共事业部门的修复好于采矿业。上游采矿业利润增速下跌 41.7%，跌幅小幅收窄 1.9pct，终止了连续 4 个月的下跌趋势。中下游制造业和公共事业部门利润增速持续改善，分别同比下跌 9.8%和 8.7，各自收窄 6.8 和 8.0pct。制造业利润约占工业企业利润总额的 80%，其跌幅收窄对工业企业利润增速回升贡献最大。

分行业看，需求结构性回升拉动建筑、防疫、食品饮料、汽车相关行业利润持续上涨，但其他行业利润修复程度有限。基建和房地产投资的快速增长拉动建筑相关行业利润回升，黑色金属矿采选、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工、非金属矿物制品等行业增速分别上行 3.3、16.9、14.3 和 3.3pct。由于国内外疫情防控需求不减，纺织（口罩）、医药等行业利润继续上行，分别提升 4.7 和 2.6pct。食品饮料作为必选消费品，疫后恢复速度较快，6 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 6.5 和 6.7pct。6 月汽车销量持续增长，环比上涨 5%，汽车制造业利润大幅改善，1-6 月同比增速跌幅收窄 12.8pct，带动上游橡胶和塑料制品业、通用设备制造业、电气机械和器材制造业利润上涨 10.4、5.4 和 5.2pct。

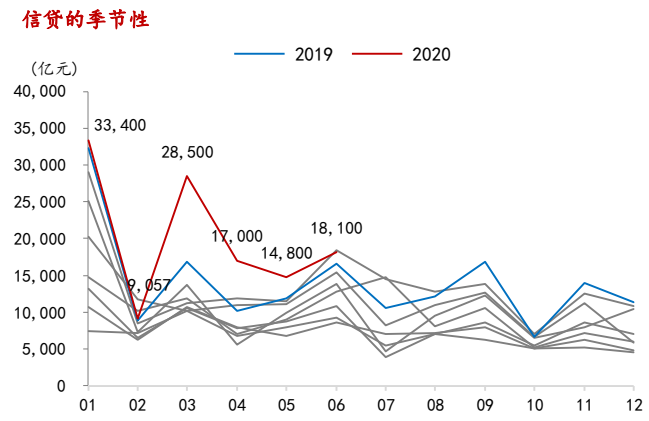
3. 前瞻：回暖趋势未变，结构性风险尚存

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，**未来规上工业企业利润有望保持上升趋势，并进一步带动制造业投资、居民收入和消费等指标回升。**但经济发展中也出现了一些结构性问题，可能威胁到企业利润增长的可持续性。一是消费不足，由于居民收入下滑，上半年社零消费同比下降 11.4%，限制了下游消费品制造企业的修复空间；二是 6 月 PMI 数据显示，大小企业经营情况出现分化，规模以下企业经营状况有所恶化；三是库存高企，疫情爆发后，企业产成品库存一直维持在历史高位，若消费、出口等终端需求持续低迷，企业的盈利能力可能出现恶化。此外值得注意的是，近期新疆、辽宁等地区疫情复发，且传播范围尚存在一定不确定性，需密切关注疫情扩大对工业企业生产经营的负面影响。

四、货币金融：实体经济融资需求修复

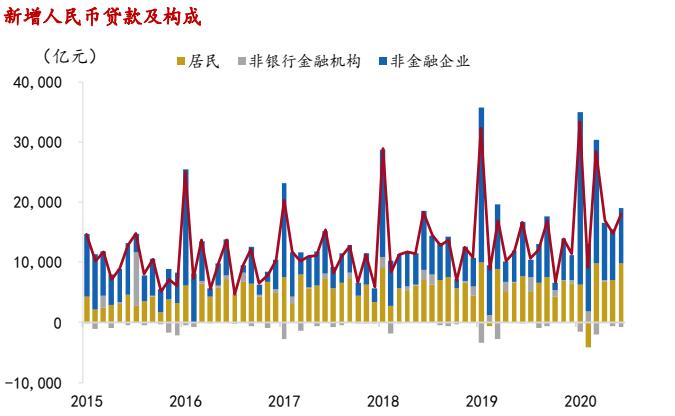
6 月我国新增人民币贷款 1.81 万亿元（预期值 1.77 万亿元），新增社融 3.43万亿元（预期值3.05万亿元），均超出市场预期；M2同比增长11.1%（预期值 11.1%），符合市场预期。

图 10：6 月信贷增长略强于季节性



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 11：新增人民币贷款及构成

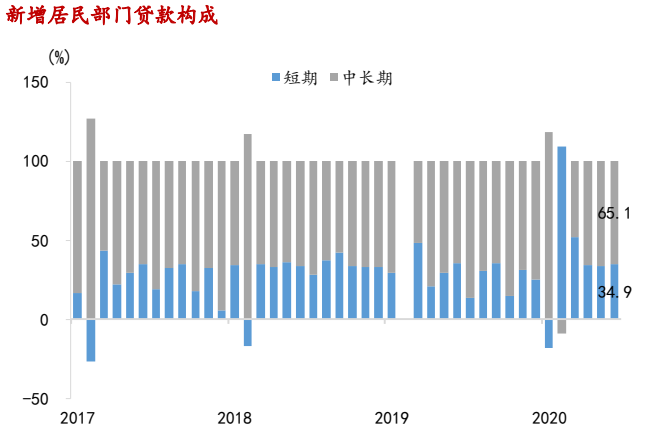


资料来源：WIND、招商银行研究院

（一）信贷：总量有所回升，结构持续改善

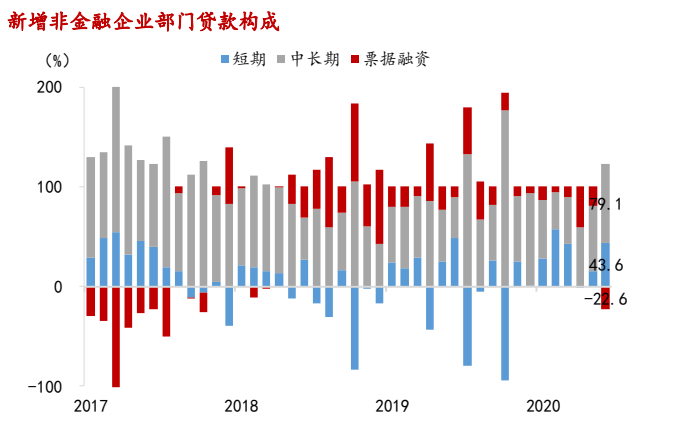
6 月新增人民币贷款 1.81 万亿元（同比多增 0.15 万亿元，环比多增 0.33 万亿元），**表现略强于季节性，且信贷结构延续了自 3 月以来的改善势头。**6 月新增企业贷款同比基本持平，环比小幅上行 819 亿元。其中，中长贷同比多增 3,595 亿元，环比多增 2,043 亿元，占比上升至 79%（前值 65%），**主要源于基建领域融资需求较强；制造业领域得到的支持加码、且需求亦有所复苏。**短贷环比多增 2,840 亿元，而表内票据融资环比大幅减少 3,690 亿元，指向在监管打击“票据-结构性存款/理财”套利模式的背景下，6 月票据利率快速上行，短贷对票据形成了替代。

图 12：新增居民贷款构成占比



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 13：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

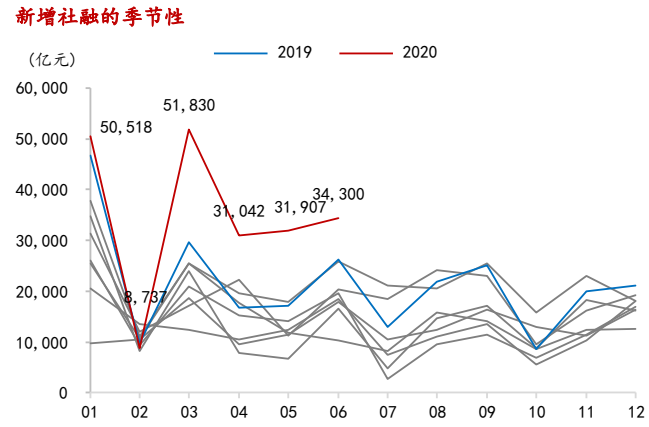
6 月居民贷款同比多增 2,198 亿元，环比多增 2,772 亿元。其中居民短贷和中长贷分别同比多增 733 和 1,491 亿元，前者指向居民消费继续温和修复；**后者与 6 月房地产销售大幅回暖有关，**30 大中城市商品房成交面积当月同比增速继续由 5 月的-2.3%“跳升”至 6 月的 9.4%。

（二）社融：信贷持续高增，非标延续收缩

6 月新增社融 3.43 万亿元（同比多增 0.81 万亿元），略高于市场预期的 3.05 万亿元，亦再度创下同期历史新高，主要是受到信贷继续放量的推动（同比多增 0.23 万亿元）。此外，表外票据、企业债券的同比虽表现较好，分别多增 0.35 和 0.19 万亿，但环比表现趋弱，主要是与货币政策的结构性转向以“退空转”有关。

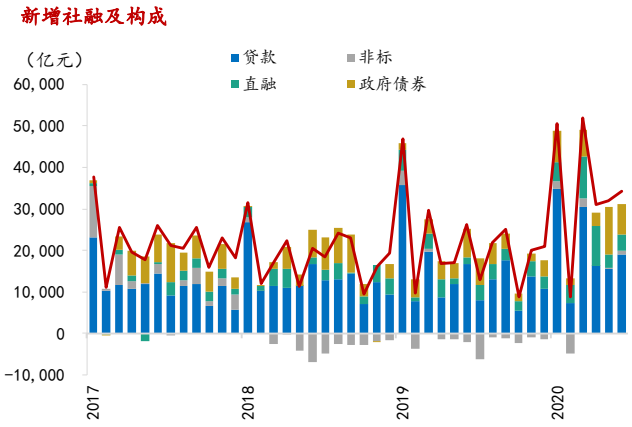
受 5 月以来债券市场大幅调整影响，企业债券融资整体较为低迷，6 月融资额虽环比多增 340 亿元至 3,311 亿元，但显著低于 3-4 月均值 9,587 亿元。非标方面，金融严监管态势下，委托贷款和信托贷款持续收缩；未贴现银行承兑汇票环比多增 1,353 亿元，主要是因为表内贴现受到抑制，表内外票据仍合计环比减少 2,337 亿元。

图 14：6 月社融超季节性增长



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 15：新增社融及构成



资料来源：WIND、招商银行研究院

6 月政府债券净融资额同比多增 533 亿元，环比回落 3,962 亿元。**据《政府工作报告》的安排，预计今年下半年政府债券净融资额有望达到 4.57 万亿元，同比大幅多增 2.33 万亿元，成为下半年社融的重要支撑因素。**

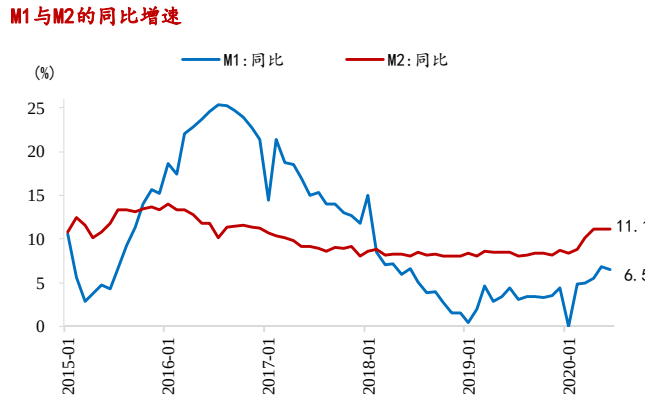
（三）货币：M2-M1 剪刀差走阔

6 月 M2 同比增速持平于 5 月的 11.1%，M1 同比增速环比小幅下行 0.3pct 至 6.5%，M2 与 M1 间的剪刀差走阔。居民存款同比大幅多增 1.05 万亿元：一方面，居民消费意愿的彻底恢复尚需时日；另一方面，**存款增长或面临结构上的分化，即以高收入者的存款增长为主，**指向前期应对疫情的总量性政策或对收入分配产生负面效应。企业存款同比少增 0.12 万亿元，环比多增 0.64 亿

元，基本符合季节性。M1 增速小幅下滑但仍处在 2019 年以来的高位水平，**指向企业的复工/投资进程稳步推进，交易需求较高。**

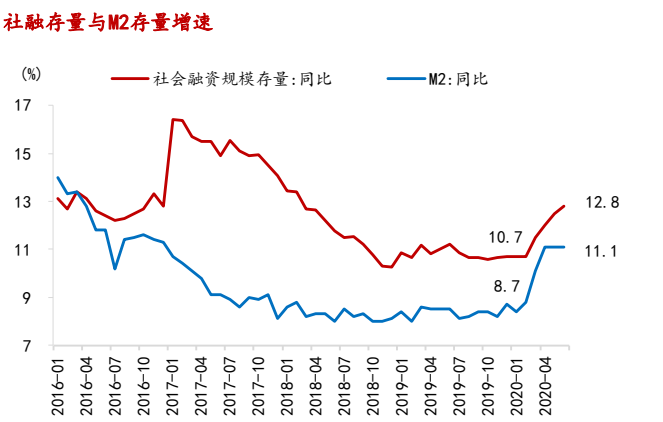
6 月财政支出显著加快，同比多减 1,082 亿，环比减少 1.9 万亿，对 M2 形成支撑。此外，非银存款继续减少，指向 6 月债券类资管产品的赎回压力仍大。

图 29：6 月 M2-M1 剪刀差走阔



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 16：社融存量与 M2 存量同比增速



资料来源：WIND、招商银行研究院

（四）前瞻：信用扩张有望继续加速

总体来看，在“宽信用”“宽财政”的政策组合下，6 月金融数据继续回暖，企业中长贷、居民中长贷是重要推动因素，背后反映的是基建/制造业/房地产领域不同程度的修复：基建投资显著放量、房地产韧性较强、而制造业修复压力仍存。**今年上半年，金融数据持续亮眼，主要是政策引导下银行持续加大对实体经济的支持；随着经济逐步改善，下半年信用扩张则会更取决于实体经济融资需求的修复情况，其中最大的不确定性在于小微企业的融资困境。因此，预计下半年结构性货币政策工具的使用力度将进一步加大。**7 月 1 日，央行下调支农、支小再贷款利率 25BP，显示政策重点已转向结构性“宽信用”，从而“直达”小微和民营企业、三农等特定领域，定向支持其信用扩张和贷款利率下行。

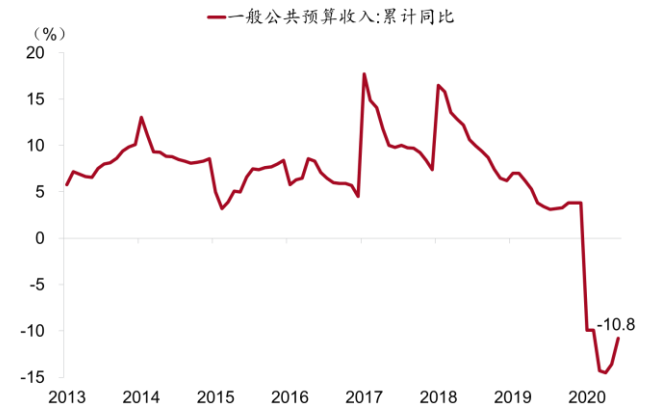
前瞻地看，根据央行易纲行长在 618 陆家嘴论坛上的讲话测算，预计今年末 M2 和社融增速分别会上升至 10.8%和 13%（2019 年末为 8.7%和 10.7%，2020 年 6 月末为 11.1%和 12.8%）。具体而言，下半年新增贷款约为 7.4 万亿，新增社融约为 12.2 万亿，将分别同比多增 0.3 和 1.2 万亿，意味着下半年信用扩张有望继续加速后趋稳，且“信贷投放节奏将与经济复苏的节奏相匹配”。

五、支出重点切换

（一）公共财政收入增速回升：税收改善是主因

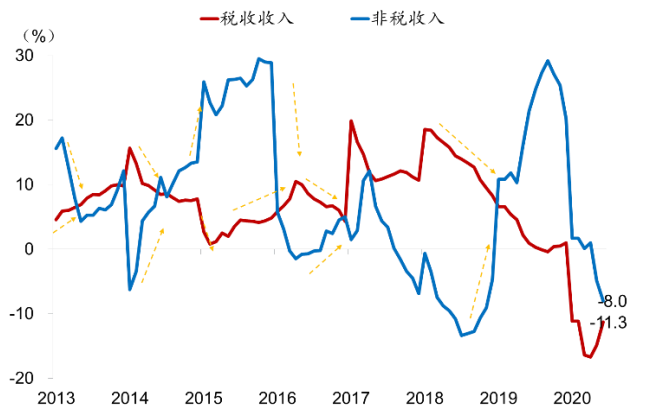
上半年，全国一般公共预算收入累计同比增速下降 10.8%，降幅较 1-5 月收窄 2.8 个百分点，后续随着经济的继续回暖，一般公共预算收入预计将继续保持向上修复的态势。

图 31：公共财政收入增速持续反弹



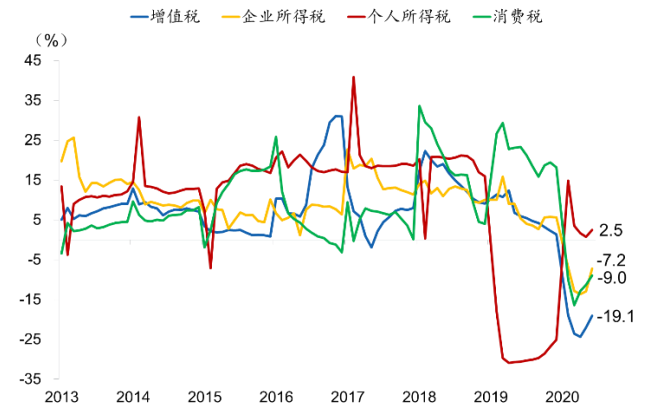
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 32：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 33：主要税种增速有所改善



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 34：公共财政支出增速回落



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。上半年，全国税收收入同比下降 11.3%，较 1-5 月反弹 3.6 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 19.1%、7.2%和 9%，降幅均继续收窄；个人所得税增长 2.5%，增速较 1-5 月有所反弹。

非税收入增速继续下滑，上年同期基数较高是主因。上半年，全国非税收入同比下降 8.0%，较 1-5 月大幅下滑 3.1 个百分点，这主要是受去年同期金融机构和央企利润上缴财政力度加大的影响。而且，由于从去年 5 月开始，非税收入一直保持高增状态，预计基数效应会导致下半年非税收入增速持续为负。

（二）公共财政支出：重点领域出现边际变化

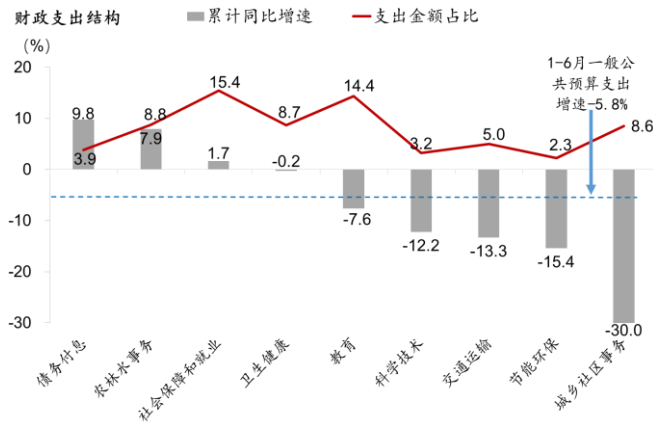
上半年，全国公共财政支出累计同比下降 5.8%，较 1-5 月下滑 2.9 个百分点。但预计随着下半年政府债券发行的加快，财政支出增速也将继续修复。

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。今年上半年，债务付息支出累计增速达到 9.8%，明显高于其他绝大部分领域支出。同时，随着我国多地洪涝灾害的发生，6 月当月的农林水支出增速达到了 28.3%，累计增速也达到 8.8%。而随着疫情防控效果的显现，前五个月增速较高的卫生健康、社会保障和就业的 6 月当月增速则分别下滑至-20.1%和-13.2%，环比下降 29.1 和 33.6 个百分点。支出重点领域的边际变化也进一步凸显了财政政策的结构性特征。

（三）土地出让收入：连续第四个月反弹

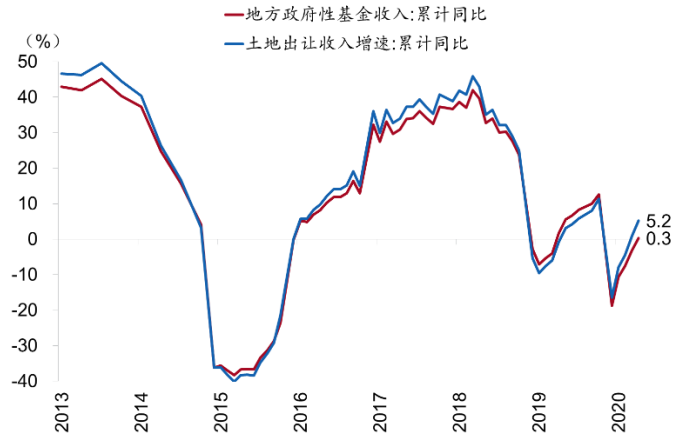
6 月，国有土地出让收入 7,038 亿元，当月同比增速达到 21.1%，连续四个月实现正增长，累计同比增速已升至 5.2%，这与近期房企拿地热情升温、房地产投资数据向好相印证。

图 35：债务付息支出增速领跑各项财政支出



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 36：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