国元期货 Guoyuan Futures Co . Ltd .

2020.9.28

宏观月报

宏观金融

国元期货研究咨询部

“金九银十”经济加速增长

主要结论：

新冠疫情使得2020年全球经济增长前景黯淡，秋冬季全球经济面临疫情再次冲击的风险。

我国疫情控制领先全球主要经济体。在疫情防控常态化的背景下，经济运行逐步正常化，中国经济增长更加依赖于经济内生动力的强弱。在各项宏观政策支持之下中国经济会逐步企稳，年内内部经济大概率回归常态。

现阶段内部经济正在经历持续修复的过程。金九银十期间国内经济大概率保持较高增速，之后可能小幅回落等待2021年新经济增长点的出现。

电话：010-59544994

相关报告

目　　录

一、经济加速修复.....1
二、价格指标小幅上升.....12
三、进出口好于预期.....14
四、社融信贷保持高增长.....17
五、后期宏观趋势研判.....20

附　图

图 1：制造业 PMI 1
图 2：非制造业 PMI 1
图 3：PMI 生产和新订单指数 2
图 4：各类型企业 PMI 2
图 5：工业增加值 4
图 6：工业增加值 4
图 7：固定资产投资 6
图 8：基础设施投资 6
图 9：财政收入 8
图 10：财政支出 8
图 11：房地产开发投资 9
图 12：社会消费品零售总额 9
图 13：工业企业利润总额累计值 11
图 14：当月利润 11
图 15：CPI 13
图 16：CPI 新涨价因素与翘尾因素 13

图 17：PPI 14
图 18：PPI 新涨价因素与翘尾因素 14
图 19：进出口同比 15
图 20：月度进出口数据 15
图 21：外汇储备 16
图 22：外汇占款 16
图 23：货币供应 18
图 24：社会融资规模 18
图 25：M2、社会融资剪刀差 20
图 26：贷款余额同比增速 20

全球经济因新冠疫情陷入衰退风险，货币政策普遍宽松，全球贸易活动受到打击。在疫情控制上，中国具有领先优势，中国经济将率先摆脱疫情影响进入正常运转状态，其他国家也先后重启经济。9 月份之后欧美疫情第二波冲击来袭，给经济复苏带来较大不确定性。

受疫情影响上半年国内经济大幅波动，小幅负增长。二季度以来由于国内新冠疫情得到有效控制，经济形势逐步好转，经济修复过程渐进加速。下半年经济增长的压力依然切实存在，但在各项宏观政策支持之下会逐步企稳，年内内部经济大概率回归常态。

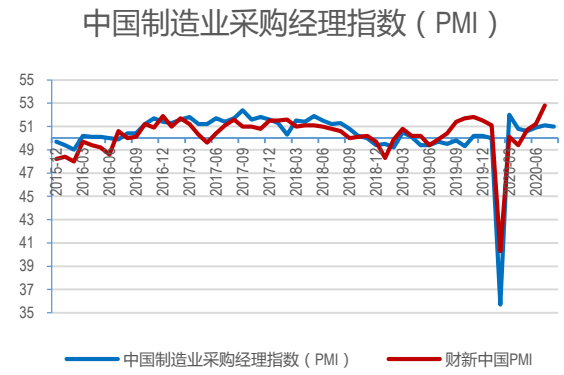
一、经济加速修复

2020 年中国经济下行压力增大，但下行幅度或许有限。在一季度经济增速大幅下滑之后，二季度经济加速修复，后续三个季度逐步回升至接近疫情之前的水平。下半年经济形势应好于上半年，年内国内经济将大概率逐步摆脱疫情的影响回归正常化。

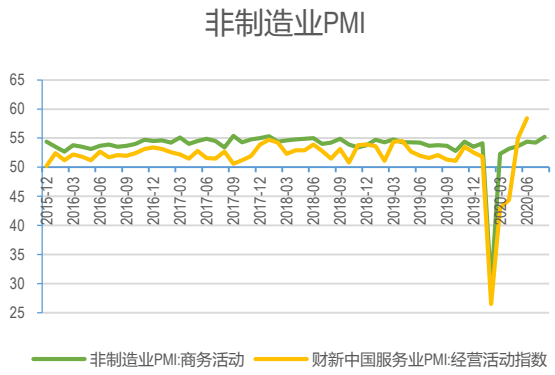
领先指标来看，8 月份制造业 PMI 较 7 月份小幅下降，经济景气处于温和增长区间。受疫情影响 PMI 数据上半年波动较大，3 月份大幅反弹之后连续小幅回落但连续 6 个月位于荣枯线上方，表示制造业景气度持续改善。下半年经济运行将逐步正常化，经济运行情况主要由经济内生动力决定，继续温和增长的概率较大。

图 1：制造业 PMI

图 2：非制造业 PMI



数据来源：Wind、国元期货



数据来源：Wind、国元期货

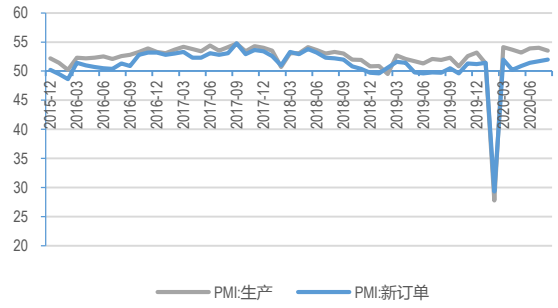
2020 年 8 月 PMI 小幅回落仍处于扩张区间，经济持续修复速度逐渐平稳。8 月官方制造业 PMI 为 51%，较 7 月微微回落 0.1 个百分点，制造业景气度环比大体持平。8 月官方非制造业 PMI 为 55.2%，较 7 月上升 1 个百分点，非制造业的韧性与各方面恢复情况好于制造业。尤其是服务业 PMI 报 53.4，高于前值 1.2 个百分点，表明我国服务业恢复势头明显。这与第三产业成为未来经济增长的中坚力量相呼应。整体来看，8 月制造业 PMI 延续了弱修复格局。

大型企业PMI为52%与上月持平、中型企业PMI为51.6%上升0.4个百分点、小型企业 PMI 为 47.7%下降 0.9 个百分点。景气整体扩张，中大型企业的制造业 PMI 要相对好于小型企业 PMI。小型企业的景气偏弱，对制造业就业造成负面影响。

图 3：PMI 生产和新订单指数

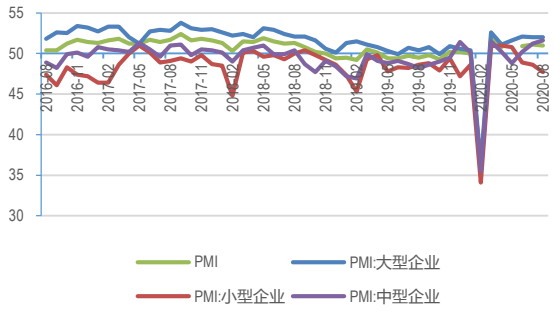
图 4：各类型企业 PMI

生产指数和新订单指数



数据来源：Wind、国元期货

中国制造业采购经理指数（PMI）



数据来源：Wind、国元期货

从分类指数来看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数升至临界点之上。其中生产指数为 53.5%回落 0.5 个百分点，生产改善放缓；新订单指数为 52%升 0.3 个百分点，需求增加；供应商配送时间指数 50.4%与上月持平。临界点以下的有原料库存指数 47.3%下降 0.6 个百分点；从业人员指数为 49.4%升 0.1 个百分点，用工压力较大。

进出口重要指标显示，出口新订单指数 49.1%升 0.7 个百分点，进口指数为 49 %回落 0.1 个百分点，海外疫情对外需有较大的负面影响，但外贸领域也在逐步改善。

生产方面，工业生产显著回升，工业增加值同比增速接近 2019 年的水平。一季度工业生产受到疫情影响严重下滑，二季度生产端加速恢复，尚未完全恢复到上年同期水平，下半年工业生产或有可能完全恢复常态。

2020 年 8 月份规模以上工业增加值同比增长 5.6%，较 7 月份加快 0.8 个百分点持平，环比增长 1.02%，工业生产超预期提速。从单月数据来看，生产端的

恢复情况已经接近疫情之前的水平。2019 年全年的规模以上增加值增速为 5.7%，在 6%的长期平台附近均可以认为是接近潜在产出水平的增长。

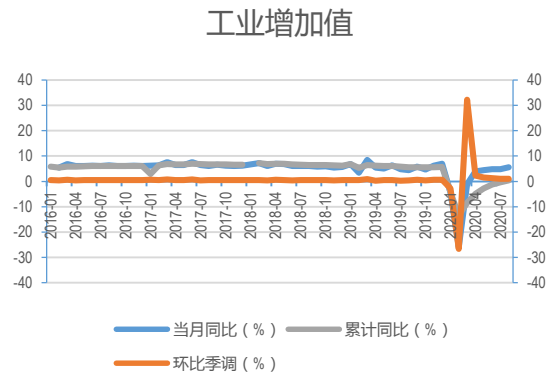
由于需求响应相对滞后，生产继续恢复的节奏也将放慢，年内经济或可达到潜在经济产出水平，超越疫情之前的水平的概率不大。

8 月份采矿业增加值同比增长 1.6%增速由下降 2.6%转正，制造业增长 6%增速持平，电热燃气水增长 5.8%增速加快 4.1 个百分点。制造业持续的修复，6、7 月份势头略为放缓，8 月份超预期加速。采矿业拖累整体工业生产。41 个行业大类中有 29 个行业增加值保持同比增长，较 7 月增加 4 个；612 种产品中有 394 种产品同比增长，较 6 月增加 25 种。工业生产数据中结构特征依旧明显。下游偏消费类行业生产态势疲弱，汽车产业链景气度持续修复，建筑业景气度好建材生产较强。

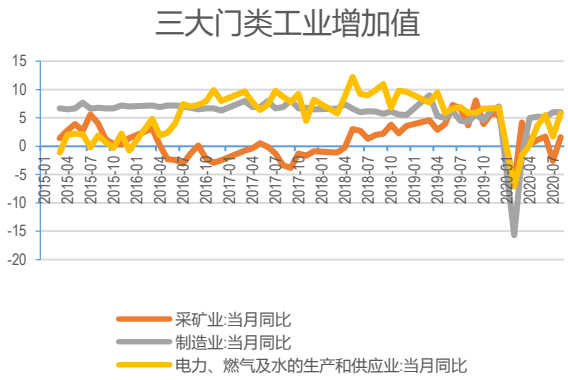
现阶段国内生产端已经接近疫情之前的水平，现在等待需求跟进，8 月份消费首次转正，社消零售增速由负转正至 0.5%，市场对于生产端增长能够保持较长的持续性偏向乐观。今年二季度好于一季度，下半年好于上半年，市场现在对经济何时能恢复到潜在产出水平仍有一定分歧。

图 5：工业增加值

图 6：工业增加值



数据来源：Wind、国元期货



数据来源：Wind、国元期货

投资方面，固定资产投资继续反弹。原本 2019 年固定资产投资增速就处于历史低位，2019 年的投资增速只有 5.4%，2020 年一季度再受到疫情冲击更是雪上加霜，国内疫情受控之后投资低位反弹。整体上投资恢复的进程略为迟缓，其中地产投资表现较强、基建投资偏弱、工业投资最弱。从疫情的负面影响逐渐走出之后，正常的投资需求成为投资增长的主导因素。投资的主要成分中地产投资继续超预期向好，基建投资继续向好但单月投资增速略有放缓，制造业投资恢复较弱。

1-8 月份中国固定资产投资 37.9 万亿元，同比下降 0.3%，较 1-7 月份收窄 1.3 个百分点。其中民间投资 21.5 万亿元，同比下降 2.8%，较 1-7 月份收窄 2.9 个百分点，民间投资的恢复弱于投资整体，但在 8 月份民间投资有所提速。8 月份固定资产投资环比增长 4.18%，较 7 月回落 0.67 个百分点。

分产业看，第一产业投资 1.1 万亿元，同比增长 11.5%，增速较 1-7 月加快 3.8 个百分点；第二产业投资 11.2 万亿元，同比降 4.8%降幅收窄 2.6 个百分点；

第三产业投资 25.6 亿元，同比增长 1.4%增速提高 0.6 个百分点。前期第二产业投资恢复进展较慢，7、8 月份有所加速，其中制造业投资 1-8 月同比下降 8.1%，降幅较 1-7 月收窄 2.1 个百分点，单月数据有明显的提速，整体来看制造业投资恢复压力仍较大，对投资整体构成拖累。第三产业的进展比较稳健，可以部分对冲制造业投资需求不足的影响。

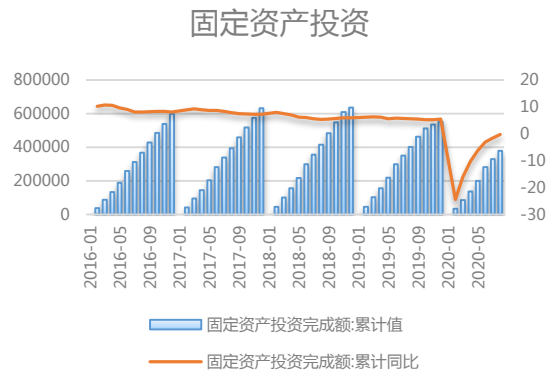
固定资产投资自 3 月份开始渐进式修复，7 月份修复趋势走弱，投资大概率在下半年回归正常化。从政策方向看，年内政府扩张性的财政政策会托底基础设施投资，但政策面上还是以底线思维为主导，政策发力的幅度或低于市场预期。经过修复 2020 年年内固定投资增速最终会稳在低位。

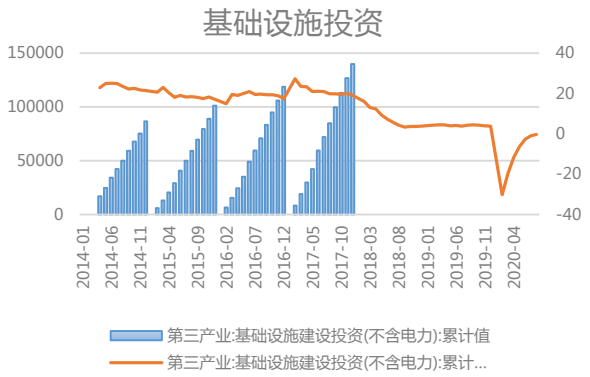
基础设施投资方面，年内逐步好转、起到托底作用，7、8 月份修复速度放缓。2019 年基础设施投资增速本身处于较低，在此基础上受疫情冲击大幅下降，之后在宏观政策逆周期调节的作用下开始修复，增速逐月提升，起到托底投资、托底经济的作用。

1-8 月基础设施投资增速同比下降 0.3%降幅收窄 0.7 个百分点，其中水利投资增长 1.2%，公共设施管理投资下降 3.2%，道路运输投资增长 2.9%，铁路投资增长 6.4%。8 月份各项基建投资增速均较上月有一定程度的提高，对投资领域起到了托底、拉动作用。基础设施投资仍处于底部区域，年末基建投资增速大概率继续回升至小幅正增长。

图 7：固定资产投资

图 8：基础设施投资





数据来源：Wind、国元期货

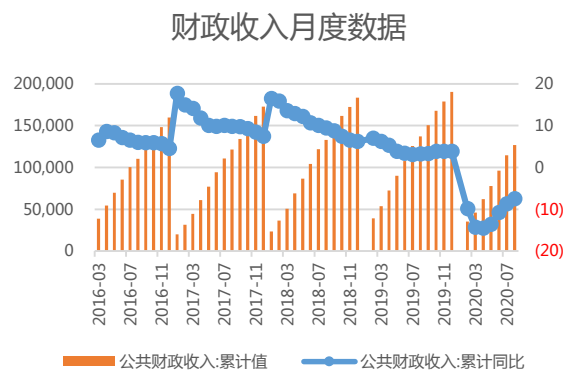
数据来源：Wind、国元期货

今年上半年以来政策层面一直出台稳定、提振投资的政策，属于在特殊时期的特殊政策处理方式。两会之后政策面上更加注重底线思维，强调六保六稳，财政政策托底民生、托底经济的意图更强于发力基建拉动经济的意图。

从财政约束的角度来看，对于财政政策托底基建的力度不宜预期太高。2020年1-8月全国一般公共预算收入12.7万亿，同比下降7.5%，降幅较1-7月收窄1.2个百分点，其中增值税3.8万亿，同比下降15.2%降幅收窄1.8个百分点；消费税9822亿元，同比下降5.7%降幅收窄0.7个百分点。1-8月全国一般公共预算支出15万亿，同比下降2.1%，降幅收窄1.1个百分点。一方面我国经济稳步回升带动财政税收持续好转。另一方面，今年受疫情影响财政方面的压力增加，舒困政策、经济下滑会减少税收收入，特殊历史时期政府也不会与民争利。受疫情影响之后诸多民生、就业等问题还需要政府扩大支出解决，年内财政支出能消减的地方少。因此对于财政政策托底基建的力度不宜预期太高。

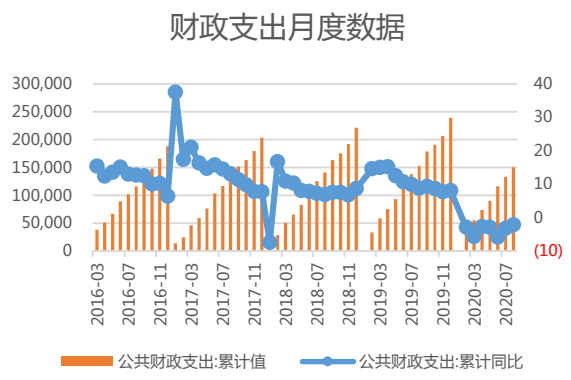
现阶段财政政策加力提效的政策方向没有变化，但受制于财政预算约束，财政在基建领域能发力的力度最终有限。

图 9：财政收入



数据来源：Wind、国元期货

图 10：财政支出



数据来源：Wind、国元期货

房地产开发投资增速率先转正，领先于其他领域。由于需求支撑较强，在受疫情冲击的主要投资板块中，房地产投资属于跌幅相对较少的部分，之后房地产投资增速持续回升，累计增速于 6 月率先转正。2020 年 1-8 月中国房地产开发投资 8.8 万亿，同比增长 4.6%，涨幅扩大 1.2 个百分点，恢复情况明显好于其他领域的投资。

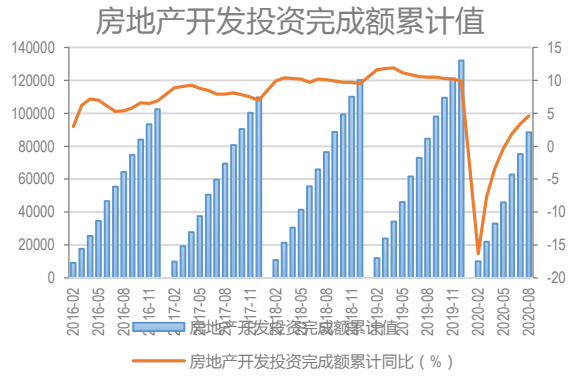
施工方面，1-8 月房屋施工面积 84 亿平方米，同比增长 3.3%加快 0.3 个百分点；新开工面积 14 亿平方米，同比下降 3.6%收窄 0.9 个百分点；竣工面积 3.7 亿平方米，同比下降 10.8%收窄 0.1 个百分点。竣工增速恢复相对较慢，施工面积累积速度较快。

销售方面，1-8 月商品房销售面积 9.8 亿平方米，同比下降 3.3%收窄 2.5 个百分点；销售额 9.7 万亿元，同比增长 1.6%，年内首次转正。地产销售持续好转，二季度以来月份销售数据一直比较乐观。

地产政策导向上中央一直坚持房住不炒，又以因城施策为补充，市场主流

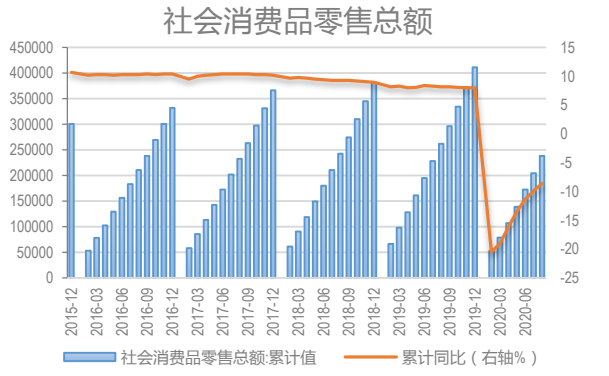
观点认为年内房地产投资增速不会太高。基建投资由财政出面托底稳在低位的概率高。若制造业投资若能如期回升并企稳在正常水平，则年内投资表现尚可。整体而言，今年年内扩张性的财政政策在投资领域起到重要作用，逆周期调节政策会起到托底作用。

图 11：房地产开发投资



数据来源：Wind、国元期货

图 12：社会消费品零售总额



数据来源：Wind、国元期货

消费方面，社会消费品零售增速降幅收窄。2014 年以来社会消费品零售总额的增速一直处于缓慢下行的趋势中，没有明显改善。2020 年初消费领域受到了严重的打击，3 月份之后疫情有效管控，消费逐步回升。由于年内经济压力较大，就业、居民收入均受影响，消费恢复也有一定的阻力。三季度消费加速好转，8 月份单月社会消费品零售总额数据年内首次正增长。

总的来说消费是需求端恢复最差的部分，2020 年 1-8 月社会消费品零售总额 21.5 万亿，名义同比下降 8.6%，降幅较 1-7 月份收窄 1.3 个百分点。可以观察到在疫情的影响下全国居民的消费行为发生了显著的结构性变化，即使疫情彻底过去这些变化有可能也不会消除。1-8 月网上实物零售额为 7 万亿，同比增长 9.5%

较 1-7 月提高 0.5 个百分点，占社销总额的 24.6%比 1-7 月下降 0.4 个百分点。另一方面，餐饮收入同比下降 26.6%，即使疫情缓和居民减少外出就餐的倾向也没有显著改善。

疫情结束后居民收入增长受经济下行影响的可能性较大，从而对消费的恢复过程造成负面影响。上半年，全国居民人均可支配收入 15666 元，同比名义增长 2.4%，实际下降 1.3%。8 月份全国城镇调查失业率是 5.6%较 7 月下降 0.1 个百分点，就业压力仍存。可以说居民就业、收入方面的增长还面临压力。失业与收入压力可能会对下半年消费回升造成不利影响。

企业经营方面，工业企业利润加速回暖。一季度新冠疫情对工业企业经营状况造成了重大的影响，二季度经营环境好转各方面经营指标逐步修复，显示出国内企业的韧性较强，企业经营向乐观的方向发展。7、8 月份工业企业利润延续快速回暖趋势，各项经营指标在加速修复的进程中，有望在三季度内弥补疫情损失达到疫情之前的水平。1-8 月份规模以上工业企业实现利润总额 3.7 万亿元，同比下降 4.4%，降幅较 1-7 月份小幅收窄 3.7 个。2019 年全年工业企业利润总额增速为 3.3%，目前企业经营状况已经接近疫情之前的水平。

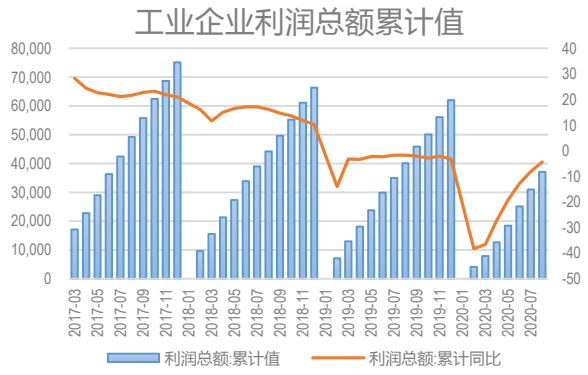
1-8 月在 41 个工业大类行业中，16 个行业利润总额同比增加较上期增加 4 个，25 个行业减少。2020 年 1-8 月规模以上工业企业实现营业收入 64.2 万亿元，同比下降 2.7%，降幅较 1-7 月收窄 1.2 个百分点。各项指标均相互印证显示企业经营压力缓解，业绩逐步改善。

一季度受疫情影响企业经营出现一定困难，规模以上工业企业利润总额同

比下滑超过三成；二季度企业的压力整体仍较大，利润总额同比下滑约一成，已经填补了大部分疫情的损失。单月来说，7、8 月份利润总额都实现了快速修复，8 月份同比增速 19.1%比 7 月回落 0.5 百分点，其中工业品价格止跌企稳也对企业经营好转有正面的贡献。三季度已经结束，四季度缺乏新的增长动力，能否继续改善的不确定性很大。金九银十大致就是利润反弹高位。

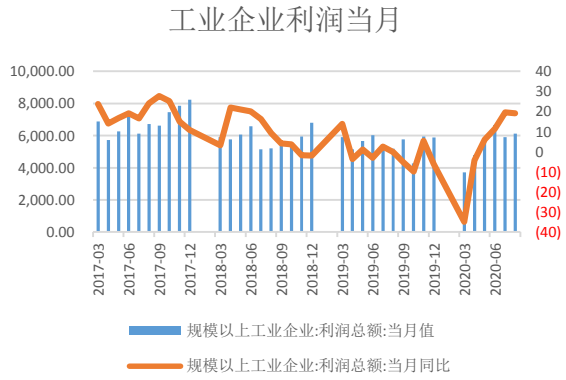
由于 2016 年以来的供给侧改革中政府强力推进的产能出清以及各种限产政策，影响了供给，支撑了工业品价格，2017 年是上一轮工业企业经营业绩的高点，之后的 2018、2019 两年连续下滑。原本 2020 年的业绩基数压力较低，工业企业利润水平逐渐企稳的概率增加。但疫情打破了市场对于实体企业盈利在 2020 年起稳回升的预期，目前来看企业的盈利能力改善尚有不确定性，下半年也难超预期，大概率是恢复到小幅增长状态。同样由于基数的因素 2021 年底部攀升的情景更值得期待。

图 13：工业企业利润总额累计值



数据来源：Wind、国元期货

图 14：当月利润



数据来源：Wind、国元期货

二、价格指标小幅上升

8 月份价格指标小幅分化，CPI 小幅下降 PPI 小幅回升，通胀预期下降。CPI 同比上涨 2.4%，环比上涨 0.4%，CPI 整体延续下行趋势；PPI 同比下降 2 %，环比上涨 0.3% ，PPI 降幅收窄，自 2019 年下半年以来工业品价格持续下跌的趋势有望修正。

上半年价格指标的显著特点是消费品价格表现仍强于工业品价格，CPI-PPI 剪刀差较大，在 4 月份达到高点之后逐渐回落。下半年价格指标走势逆转，消费品价格由于需求不足逐步下滑，工业品价格跟随大宗商品价格上升。8、9 月份猪肉价格回落，带动 CPI 下行。

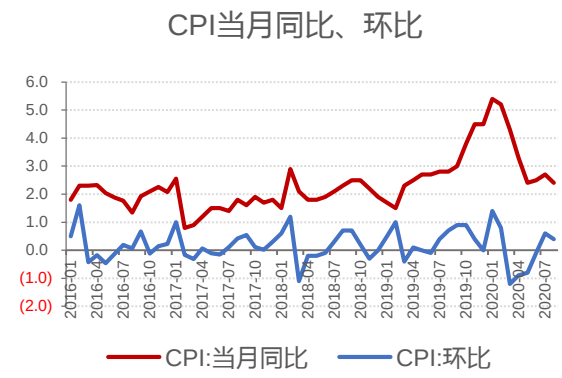
CPI 方面，2020 年 8 月 CPI 同比上涨 2.4%，涨幅较上月回落 0.3 个百分点，环比上涨 0.4%涨幅回落 0.2 百分点，消费品价格指标回落入温和区间，环比由降转升，消费品价格持续回落的动力有所下降。其中食品价格上涨 8.8%，较上月回落 4.4 个百分点，主要是因为猪肉价格在 8 月份有所下跌，同比涨幅大幅回落所致，猪肉价格上涨 52.6%，涨幅比上月大幅回落 33.1 个百分点。国际油价处于低位，交通工具燃料等能源消费同比下降。

在 2.4%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 2.1 个百分点，新涨价影响约为 0.3 个百分点，新涨价动能较弱。

现阶段猪肉价格下行、原油价格稳在低位，尚未有其他的新的价格驱动因素出现。2020 年一季度 CPI 的翘尾因素全年最强，之后逐步下降，7 月份开始翘尾因素会加速下降，叠加猪肉、原油价格同比走低的影响，四季度 CPI 大概率

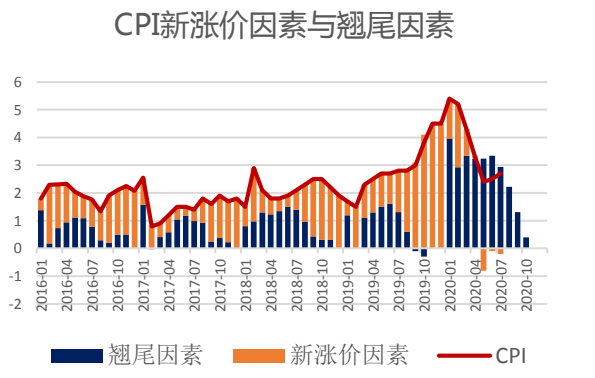
持续回落，大幅回落的可能性也存在。

图 15：CPI



数据来源：Wind，国元期货

图 16：CPI 新涨价因素与翘尾因素



数据来源：Wind、国元期货

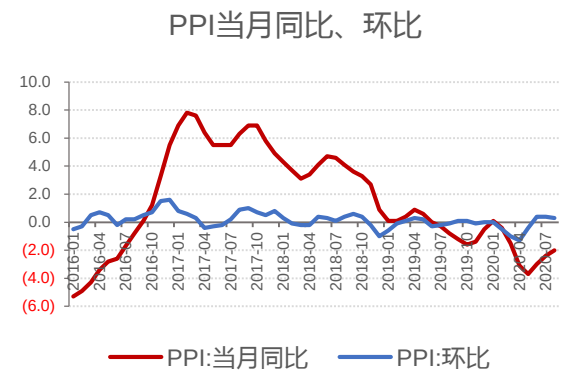
PPI 方面，工业品价格降幅收窄，来自工业生产方面的需求较强，工业品价格阶段性修复。2020 年 8 月 PPI 同比下降 2%，降幅较 7 月收窄 0.4 个百分点，其中翘尾因素为 0.1 个百分点,新涨价影响约为-2.1 个百分点,新涨价动能仍弱。8 月 PPI 环比上涨 0.4%，较 7 月下降 0.2 个百分点，维持弱势攀升趋势。国内复工复产进度较快，产出增长相对较快，而需求恢复的相对略慢，后期工业品价格还是看需求反馈。

2020 年 PPI 的翘尾因素整体较低且平缓，因此今年 PPI 的波动主要由新涨价动能决定。上半年工业品价格大跌之后价格逐步修复，上游的大宗商品价格已经率先修复；下半年工业品价格有望企稳走强，四季度 PPI 大概率继续从低位攀升。但由于需求不足，推动工业品价格全面上涨的动力不够，PPI 大幅上涨的可能性也不高，大概率回归至 0 值附近。

整体来看，四季度 CPI 继续回落、PPI 低位攀升，CPI-PPI 剪刀差将会继续

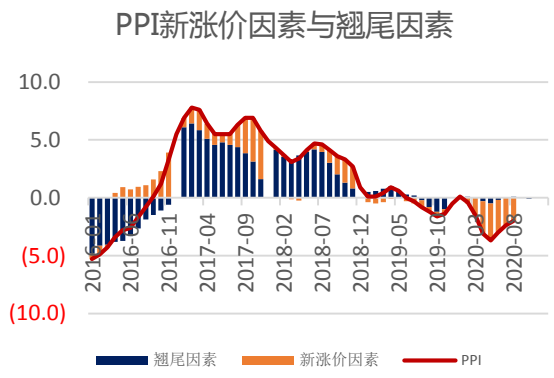
收窄。

图 17：PPI



数据来源：Wind、国元期货

图 18：PPI 新涨价因素与翘尾因素



数据来源：Wind、国元期货

三、进出口好于预期

今年进出口受到冠疫情的影响下滑，可喜的是下滑幅度好于市场预期，进出口累计增速降幅逐渐收窄，6、7 月份当月进出口实现了正增长。7 月份以来进口数据有所放缓，出口强于进口。

2020 年 1-8 月份中国进出口总值 20 万亿，同比下降 0.6%，降幅较 1-7 月收窄 1.1 个百分点；出口 11 万亿，同比增长 0.8%，1-7 月为下降 0.9%增速转正；进口 9 万亿，同比下降 2.3%，降幅收窄 0.3 个百分点；贸易顺差 2 亿元。年初疫情对贸易领域的冲击较大，5、6 月份开始影响逐渐消退，贸易领域逐渐走向正常化。三季度的进出口数据好于市场预期。欧美东亚国家经济数据回升，外需修复。

当月来看 8 月份的进出口数据较 7 月份环比小幅下降。8 月中国进出口 2.88 万亿，同比增长 6%，环比下降 1.5%；出口 1.65 万亿，同比增长 11.6%较 7 月份

提高 1.1 个百分点，环比下降 2%；进口 1.23 万亿，同比下降 0.5%较 7 月份下降 2.1 个百分点，环比下降 0.7%；顺差 4166 亿。分项来看，出口好于进口。市场前期对外需与中国出口非常悲观，目前来看海外经济复工与复苏的前景并不悲观，远好于市场预期。一方面外部主要经济体经济数据走强带动外需提升，另一方面国外对中国医疗物资需求保持旺盛，根据国外经济数据判断外需继续改善的概率较高。而进口方面，相对内需走势较弱一些，且由于中国复产较早，进口在前期增加较多，短期难以再上台阶。

分地区来看，对美国、欧盟、日本、东盟的出口同比增速分别为 20%，-6.5%、-0.8%和 7.8%，美国的经济状况与疫情控制好于欧洲对美出口出现一定程度回暖。各方因素都显示出口压力最大的阶段可能已经过去了。

对于 2020 年的外贸形势，市场预期普遍表示不太乐观，主要还是因为全球主要经济体尚未摆脱下滑趋势，贸易的下降周期还未结束。而随着美国大选的临近，中美之间的问题越来越令市场感到担忧。整体来看 2020 年的进出口大概率仍在低增长区间运行。。

图 19：进出口同比

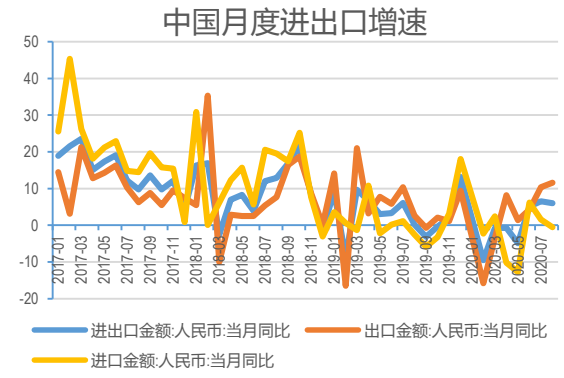
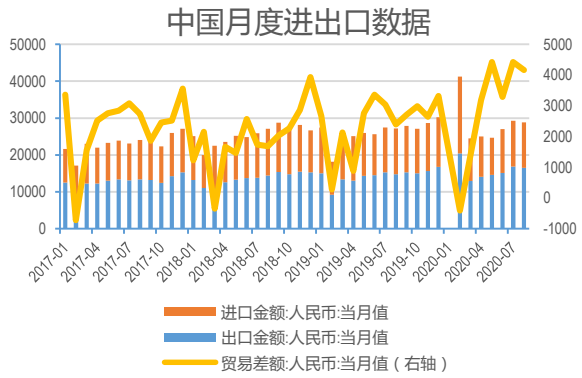


图 20：月度进出口数据



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

外汇储备平稳，环比上升。中国 8 月外汇储备为 31646 亿美元，环比增加 102 亿美元，外储规模连续 5 个月增长。黄金储备为 6264 万盎司，环比不变。8 月份美元指数下降 1.4%，幅度较大。外部市场上涨，汇率与资产价格折算因素对外储有正向作用。8 月我国出口金额同比增长 9.5%，创下 2019 年 4 月以来的单月最快增速，实现贸易顺差 589.3 亿美元，真实贸易对本月外汇储备规模的上升形成贡献。

中国在全球主要经济体中率先控制疫情，疫情对经济的影响逐步弱化，中长期基本面依然稳健，2020 年中国外汇储备规模大概率稳定在 3 万亿上方。

图 21：外汇储备

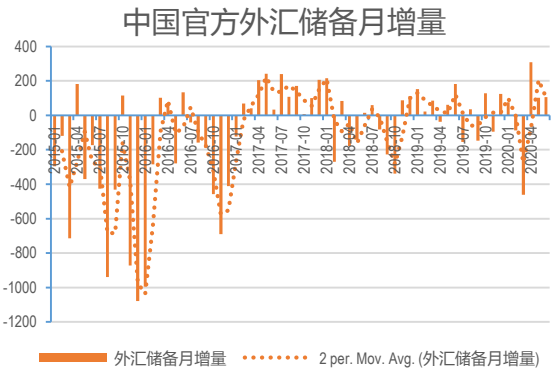
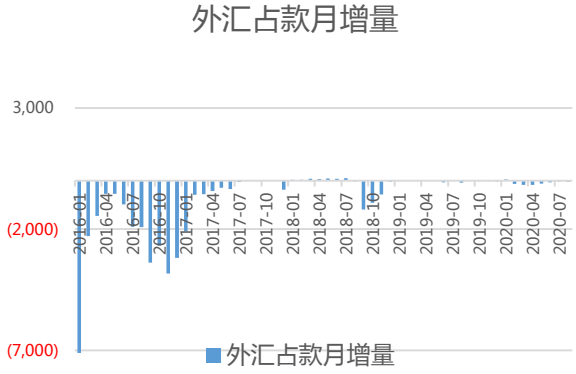


图 22：外汇占款



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

外汇占款连续小幅下降，规模基本稳定在 21 万亿。中国 8 月末央行口径外汇占款余额为 21.168 万亿元，环比减少 38.25 亿元，为连续 7 个月下降。

8 月人民币汇率有一定幅度的升值。8 月的情况是贸易顺差、外储上升、外占下降、人民币升值，情况复杂后市难以预测演化方向。

四、社融信贷保持高增长

现阶段央行在货币政策执行过程中比较注重保持货币供应量和社会融资规模合理增长，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，这些在二季度《中国货币政策执行报告》均有论述。货币政策更加灵活适度、精准导向。上半年宽货币、宽财政的格局已经改变，年中以来货币政策的边际收紧成为公认事实。

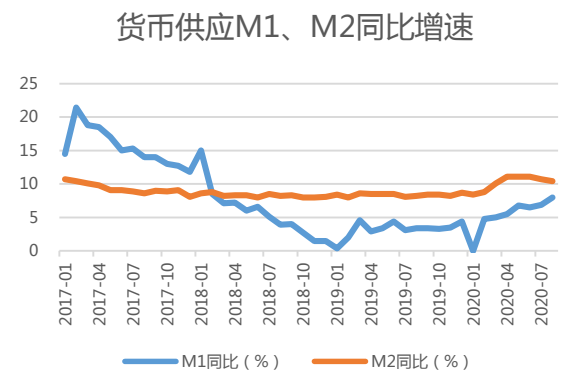
一季度受到疫情影响名义 GDP 增速掉到-5.3%，二季度国内经济快速修复名义 GDP 增速上行到 3.1%，在一季度特殊的经济环境下货币政策非常宽松来帮助经济应对阶段性危机，4 月份之后随着经济最危险的时候过去、名义 GDP 增速逐渐进入上行通道，货币政策相机调整，二季度货币政策执行报告也将一季度的“加强货币政策逆周期调节”变为“完善跨周期设计和调节”。在目前的经济环境下保持总量适度，有助于在稳增长与防风险之间取得政策平衡，实现中央政治局会议“完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险的长期均衡”的要求。央行也为货币政策留足空间，以备不时之需。

8 月份金融数据继续保持较高增速。2020 年 8 月 M2 余额 213.68 万亿元，同比增长 10.4%；社会融资规模存量 276.74 万亿元，同比增长 13.3%；人民币贷款余额 167.47 万亿元，同比增长 13%。整体来看，8 月份货币供应较 7 月小幅回落，社融、信贷保持高增长，整体来看依然保持了高增长的势头。现阶段的货币政策需要兼顾协调稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的多个政策目标，在整体宽松的大方向下可能会因为某个目标的重要性提高而出现阶段性微调，金融数据继续高增长的空间有限，大概率在现有水平上小幅回落。

货币供应方面，货币供应量增速小幅回落。8 月末 M2 余额 213.68 万亿元，同比增长 10.4%，增速较上月下降 0.3 百分点，较上年提高 2.2 个百分点；M1 余额 60.13 万亿，同比增长 8%，较上月提高 1.1 个百分点，较上年升 4.6 个百分点；M0 余额 8 万亿，同比增长 9.4%，较上月提高 0.5 个百分点，较上年升 5.4 个百分点，净投放现金 408 亿元。虽然 M2 增速小幅回落，M1 增速持续回升达到年内高位，单位活期存款趋势好转，企业融资现金流改善，居民存款向企业存款迁徙。

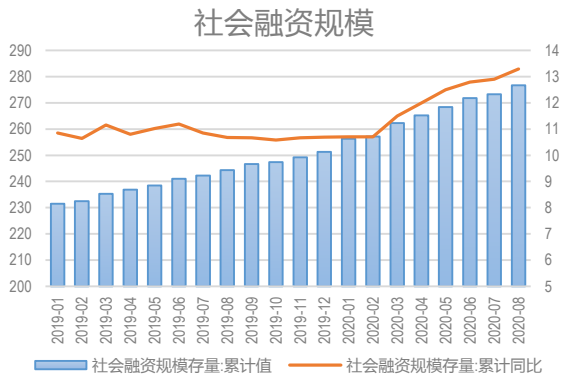
年内货币政策整体上维持了宽松的政策基调，并加大了对实体经济的支持力度，降低企业实际融资利率，引导金融机构加大对小微、民营企业和制造业的信贷支持。下半年经济逐步恢复，货币政策也随之回归常态化。过于宽松的流动性容易引发通胀担忧与汇率压力，央行有可能根据经济状况逐步回收投放的货币，总量政策年内剩余时间大概率将保持收敛。

图 23：货币供应



数据来源：Wind、国元期货

图 24：社会融资规模



数据来源：Wind、国元期货

社会融资方面，年内社会融资规模快速上升，社融增速加速上行，在经济

恢复进程中，央行维持宽松的政策基调、通过多项政策工具推动社会融资规模加快增长。

存量看 8 月社会融资规模存量为 276.74 万亿，同比增长 13.3%，比上月加快 0.4 个百分点。分项来看同比上升的有：实体经济人民币贷款 166.34 万亿元同比增 13.3%较上月持平;政府债券 43.45 万亿同比增 18.7%较上月提高 2.2 个百分点;企业债券 27.29 万亿同比增 21.1%较上月持平；非金融企业境内股票 7.85 万亿同比增 8.8%较上月加快 1.3 个百分点;未贴现的银行承兑汇票余额为 3.75 万亿元，同比增长 12.7%。信贷维持在高位，企业债券融资增长较快，社融增速加速上升。

同比下降的有：委托贷款 11.16 万亿同比降 4.9%降幅与上月持平；信托贷款 7.15 万亿同比降 7.8%降幅收窄 0.4 个百分点；表外融资持续下降，表外融资收缩对社融的影响逐步降低。

从增量看，8 月社会融资规模增量为 3.58 万亿元，同比多增 1.39 亿元。同比多增幅度较大的有：人民币贷款增加 1.42 万亿同比多增 1156 亿元；政府债券增加 1.38 亿多增 8729 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 1441 亿元，同比多增 1284 亿元；新增股票融资 1282 亿元，同比多 1026 亿元，是近两年半以来的最高值。

2020 年一季度受疫情影响名义 GDP 增速下行幅度较大，二季度经济增速较一季度大幅提高，下半年经济继续修复，在货币环境宽松且经济上行时，社会融资规模增速将会维持较高增速。目前特别国债已经发行完毕，一般债和专项债会再次起量，支撑社融增速继续向上，预计本轮社融增速的高点会在年底出

现。

图 25：M2、社会融资剪刀差

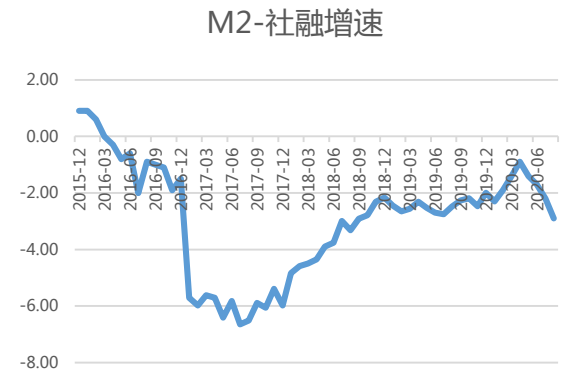
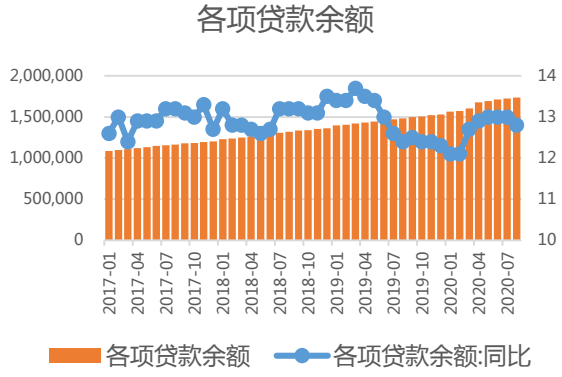


图 26：贷款余额同比增速



存贷款方面，8 月份存贷款均平稳增长。存量看 8 月末人民币贷款余额 167.47 万亿元，同比增长 13%，增速较上月持平。增量看 8 月当月新增人民币贷款 1.28 万亿多增 694 亿元，信贷需求尚可。信贷偏低主要是因为套利空间消失后票据融资下滑较多，企业中长期贷款仍然较快增长，信贷质量较好。存款增长平稳，8 月份人民币存款余额 209.49 万亿，同比增长 10.3%，增速较上月持平。8 月当月存款增加 1.94 万亿，同比多增 1317 亿。8 月企业存款增加较多。

2020 年 2 月份之后金融数据加速上升。为对冲经济下行压力，达到货币政策逆周期调节的效果，人民银行将保持金融环境稳健并提供充足的流动性，因此年内整体金融环境将保持适度宽松。

五、后期宏观趋势研判

目前中国经济尚处于长期下行趋势之中，短期内达到底部均衡的可能性不高，此次疫情加速经济进入新均衡的过程。受新冠疫情影响 2020 年我国宏观经济大概

率延续下行趋势，上半年经济负增长，下半年企稳回升回归常态。经济运行的风险或来自于内需不能有效跟进、外部疫情严重影响外需的恢复步调、中美之间复杂多变等。

现阶段内部经济正在经历加速修复的过程。下半年在疫情防控常态化的背景下，三季度经济运行逐步正常化，正常化之后的经济增长更加依赖于经济内生动力的强弱。四季度我国经济大概率保持较高增速。

2020 年通胀指标将会全年保持较高增长，上半年处于高位区间，下半年或大幅回落，2020 年 CPI 中枢大概率会高于 2019 年。PPI 继续处于低位，后期走势受需求影响较大，目前来看 PPI 继续从底部回升的概率较大。

新冠疫情在欧洲、美国、中东、南亚等地区扩散，不但时刻干扰市场情绪，也对各国经济形成实质性的负面影响。全球经济下行风险依然突出。美联储货币政策极度宽松，其他全球主要央行大多跟随美联储的货币政策方向。相对而言中国央行的货币政策更加稳健务实。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部
地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 21 层
电话：010-84555000
合肥分公司
地址：合肥市金寨路 329 号国轩凯旋大厦 4 层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115908
福建分公司
地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）
电话：0592-5312522
大连分公司
地址:大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。
电话：0411-84807840
西安分公司
地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室
电话：029-88604088
上海分公司
地址：中国（上海）自由贸易试验区民生路 1199 弄 1 号楼 3 层 C 区
电话：021-68400292
通辽营业部
地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦 12 层
电话：0475-6380818
合肥营业部
地址：合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115906、0551-68115888
郑州营业部
地址：郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室
电话 ：0371-53386892/53386809
青岛营业部
地址：青岛市崂山区香港东路 195 号 9 号楼 9 层 901 室
电话 0532-66728681
深圳营业部
地址：深圳市福田区园岭街道百花二路 48 号二层（深圳实验小学对面）
电话：0755-82891269
唐山营业部
地址：唐山市路北区北新西道 24 号中环商务 20 层 2003-2005 室
电话：0315-5105115
杭州营业部
地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室
电话：0571-87686300