

M
A
R
K
E
T

R
E
S
E
A
R
C
H

R
E
P
O
R
T

市场研报



瑞达期货
RUIDA FUTURES



金尝发

宏观：全球复苏前景脆弱 复苏前景不容乐观

2020-7-31

瑞达期货李祺
从业资格号：F3063997
TEL：4008-878766
www.rdqh.cmo

本期导读：

全球新冠疫情持续恶化，经济复苏前景依然脆弱。7 月份，随着经济活动和市场需求的恢复，全球各主要经济体经济延续复苏。其中，欧元区经济复苏态势较好，主要成员国制造业 PMI 指数持续扩张，另外，欧盟本月通过了一项 7500 亿欧元的“复苏基金”刺激经济增长。美国制造业在经济重启后有所复苏，不过疫情的反弹导致多州经济再次按下暂停键，经济复苏步伐陷入停滞，美国政府不得不规划新一轮的经济刺激计划。英国经济在 7 月出现明显改善，但与欧盟的“脱欧”谈判仍未见进展。受全球需求持续疲弱的影响，日本 1-6 月出口额同比创下金融危机以来最大半年降幅，经济复苏脚步较为缓慢。整体来看，全球经济虽已触底反弹，但疫情的持续恶化仍导致需求承压，各国仍面临保就业、促消费的难题。而在极度宽松的货币政策下，财政刺激成为各国经济复苏的主要抓手，但全球债务风险也因此进一步加深。另外，美国大选临近，地缘政治紧张局势加剧等因素也令经济复苏前景充满变数。

6 月经济延续复苏态势，国内疫情反复的边际影响收敛，全球经济低迷不振，不确定因素较多，经济形势仍旧严峻。从三驾马车来看，投资增速在宏观政策的支持下修复好于预期，基础建设与房地产投资均已回正，而制造业投资仍低迷，因受制于需求增长水平较低。贸易方面，6 月出口延续小幅回升，主要得益于防疫物资增长继续支撑，但随着疫情防控常态化，外需整体疲软将使未来出口承压。消费方面，6 月受汽车销售拖累，同时居民消费意愿和能力尚未恢复，整体消费有待进一步回升。整体来看，宏观政策转以“落地”为主，更多针对制造业和中小微企业，经济维持稳定复苏。

目录

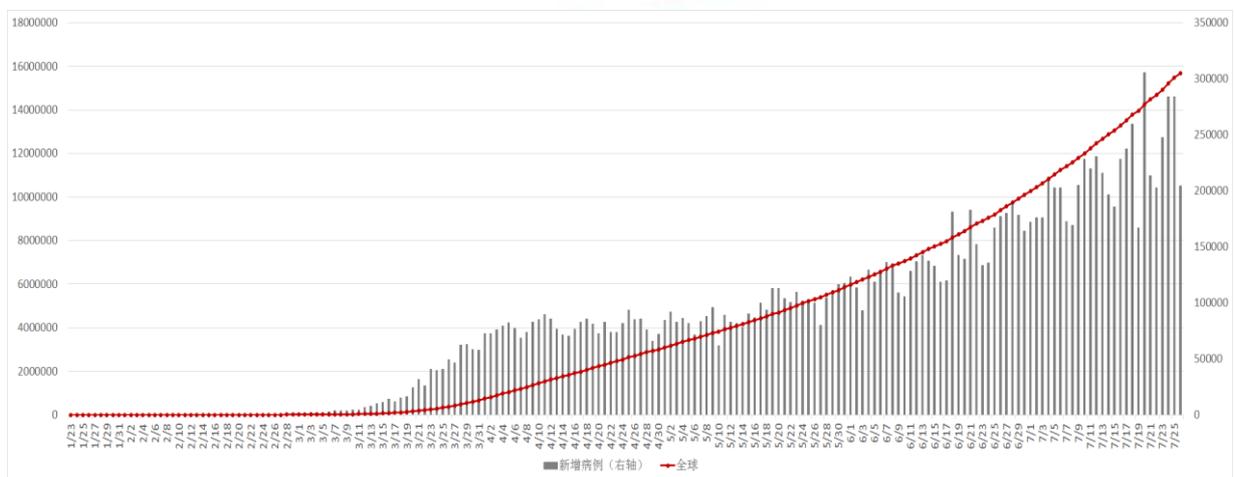
一、	全球疫情和经济形势.....	4
	(一) 全球疫情持续恶化, 经济复苏前景脆弱.....	4
二、	海外经济与重大事件.....	6
	(一) 美国: 疫情拖累经济重启, 复苏前景充满变数.....	6
	(二) 欧元区: 欧盟通过复苏基金, 经济运行态势向好.....	9
	(三) 英国: 经济前景有所转暖, 无协议脱欧风险仍存.....	11
	(四) 日本: 需求疲弱拖累, 复苏前景不容乐观.....	13
三、	国内经济负转正, 供给端回暖较快.....	15
	(一) 景气指数小幅提升, 大小企业增速分化.....	16
	(二) 工业生产加速供给, 利润回弹迅速且高.....	18
	(三) 投资增速逐步修复, 基建地产同比转正.....	19
	(四) 社零同比稳步回暖, 地产相关消费复苏.....	20
	(五) 进出口量价齐升, 内外需稳中提质.....	23
	(六) CPI 重回 2 时代, PPI 触底回升.....	24
	(七) 逆周期调节发力, 社融信贷同比多增.....	25
四、	国内宏观政策展望.....	27
	(一) 货币政策: 更加灵活适度、精准导向.....	27
	(二) 财政政策: 更加积极有为、注重实效.....	28

一、全球疫情和经济形势

（一）全球疫情持续恶化，经济复苏前景脆弱

全球疫情持续恶化，多国疫情出现反弹。据美国约翰斯·霍普金斯大学发布的实时统计数据，截止北京时间7月30日，美国约翰斯·霍普金斯大学数据显示，全球新冠肺炎确诊病例累计超1700万例，死亡病例达66.6万例。其中，美国新冠肺炎确诊病例超440万例，死亡人数超过15万例，仍是目前疫情最为严重的国家。6月以来，美国疫情在经济重启后开始重燃，7月初达到峰值后仍无下降趋势。包括加利福尼亚州和得克萨斯州等人口大州单日新增病例数保持在高位，美国南部多州的每日新增死亡病例也呈上升趋势。为了减缓疫情的扩散速度，美国多个州被迫再次暂停经济重启，社交活动和聚集性的商业场所受到限制。除了美国以外，印度的疫情形势也正逐步恶化，近几日单日新增确诊病例已超过4万例，而在此之前，单日新增确诊病例超5万的国家只有美国和巴西。另外，欧洲国家近期也相继出现反弹迹象，多国迅速出台措施防止疫情进一步蔓延。整体来看，当前全球疫情仍呈上升趋势，前期复工复产后的国家有部分疫情反弹的迹象，这对全球经济的复苏仍将造成威胁。

图1 全球新增确诊病例仍呈上升趋势

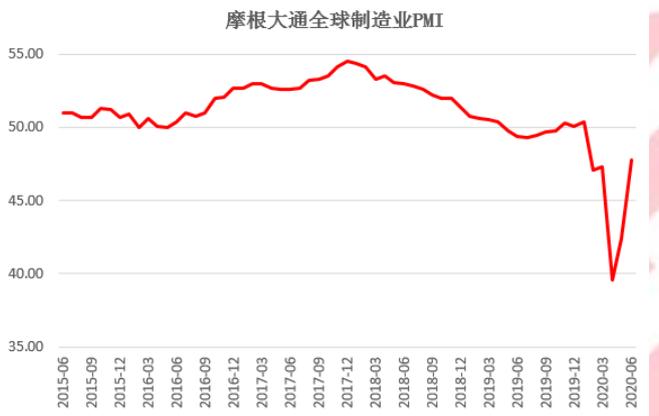


资料来源：WHO，瑞达期货研究院

从领先指标来看，得益于多国复工复产，摩根大通全球制造业 PMI 指数在 6 月份延续回升的趋势，显示全球经济正加速复苏。分国家来看，各主要经济体制造业 PMI 均有所回升。其中，欧元区、英国 7 月制造业 PMI 初值显著回升，经济复苏势头强劲。美国 7 月 Markit PMI 初值录得 51.3，重回荣枯线上方，创下 1 月以来最快扩张速度。日本经济仍较为疲弱，6 月制造业 PMI

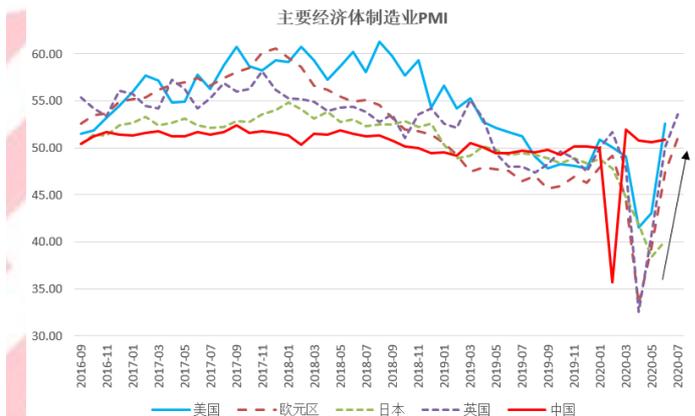
仍处于萎缩区间。整体来看，由于限制措施的放宽，商业及社会活动的恢复，全球经济在三季度初呈现出复苏迹象。不过，英国、欧元区制造业 PMI 的强势反弹，有很大一部分原因是前期滞留的订单在产能恢复后被快速消化，但新订单指数的疲弱仍显示整体需求的不足。另外，新冠肺炎疫情仍持续蔓延，前期复工复产的国家也有反弹迹象，部分国家重新收紧限制措施。而疫情造成的失业率上升、需求疲弱等问题在短时间内仍无法显著改善。因此全球经济复苏前景仍不容乐观。

图 2 摩根大通全球制造业 PMI 指数 (%)



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 3 全球主要发达经济体制造业景气指数 (%)



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

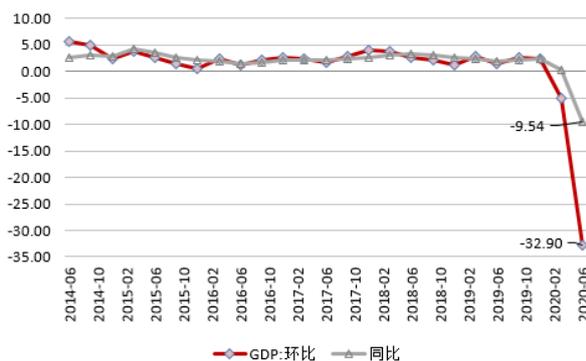


二、海外经济与重大事件

（一）美国：疫情拖累经济重启，复苏前景充满变数

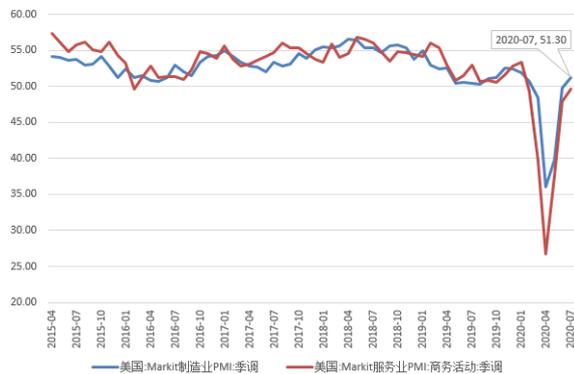
美国商业活动逐步恢复，疫情反弹下倒闭企业激增。受疫情影响，美国二季度 GDP 暴跌 32.9%，创下 1940 年以来最低水平。3 月以来美国开始陆续实行居家隔离令，商业活动几乎停滞，消费者和企业支出也受到限制。不过，随着 5 月以来美国经济重启，叠加货币及财政政策的刺激，美国就业、支出和生产已有所改善，商业活动逐步恢复，企业信心也有所回升。数据显示，美国 7 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 51.3，重回荣枯线上方，制造业创下 1 月以来最快扩张速度。服务业 PMI 初值回升至 49.6，但仍处于萎缩区间。虽然美国 7 月商业活动延续改善，但增长势头却稍显乏力，两大行业的恢复程度均不及市场预期。5 月底美国各州爆发的种族主义运动使得许多商家的经营活动受到冲击，而聚集抗议也成为了病毒传播的温床。6 月中旬以来新冠肺炎感染人数激增，已促使包括加州、德州及佛罗里达州在内的多州被迫再度收紧限制措施，经济复苏的势头遭到打击。HIS Markit 的调查数据显示，重新实施的防疫措施使得面向消费者的服务业企业销售下降，市场需求也有所下滑。另一方面，根据美国法律服务公司 Epiq Global 的数据，截至 6 月 30 日的今年上半年，已有超过 3600 家美国企业申请破产保护，比去年同期激增 26%。6 月开始由于美国各地疫情反弹，多地不得不暂停重启步伐，企业破产申请更是同比激增了 43%。而随着美国疫情的持续恶化，预计将会有更多的企业倒闭，商业活动的恢复将受到抑制，并有再次陷入萎缩的风险。

图 3 美国二季度经济大幅萎缩



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 4 美国 Markit PMI 指数大幅回升

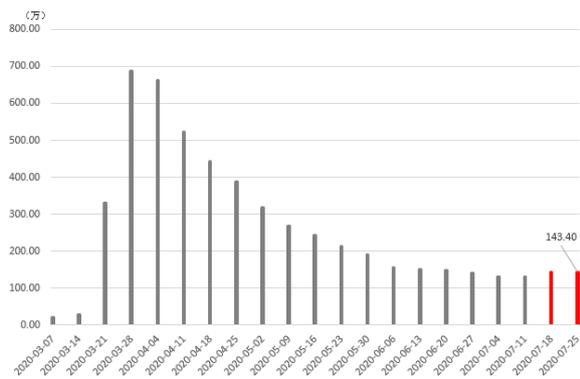


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

6 月非农就业人口大增，但疫情下就业市场难言乐观。美国劳工部此前公布的数据显示，6 月季

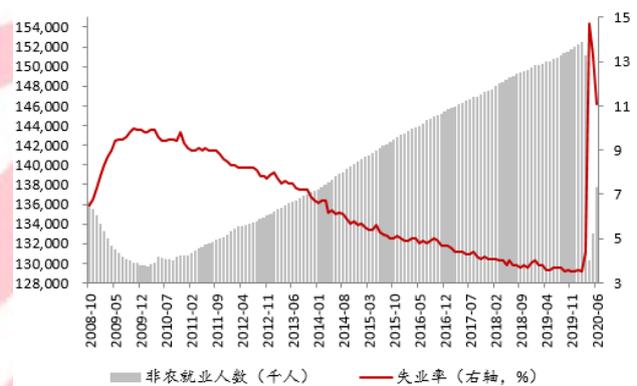
调后非农就业人口增加 480 万人，失业率也由 5 月的 13.3% 下降至 11.1%，连续两个下滑。其中，休闲和酒店业的就业率大幅上升，零售贸易、教育、卫生服务、制造业和商业服务的就业也出现显著增长。虽然 6 月份的非农就业报告整体向好，显示美国就业市场正逐渐恢复，但该报告的数据是于 6 月中旬调查的，而当时美国各州的疫情还未出现大规模反弹。从高频数据来看，美国截至 7 月 25 日当周的初请失业金人数录得 143.4 万人，已连续两周小幅反弹，暗示就业市场受到经济暂停重启的影响，预计未来就业增长将受到一定阻力。

图 5 美国周初请失业金人数反弹



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 6 美国 6 月非农就业人口回升

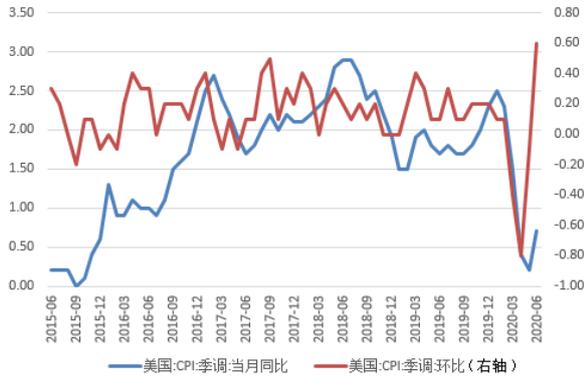


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

美国 6 月需求端有所回暖，但再度封锁和就业恶化或影响居民消费支出。得益于经济重启，美国 6 月零售销售录得 7.5%，连续第二个月超预期增长，显示消费市场持续回暖。另一方面，6 月耐用品订单增长 7.3%，超市场预期，主要得益于商业活动的恢复以及汽车需求的反弹。而随着经济重启，以及食品和汽油价格上升所带动，美国 6 月 CPI 环比增长了 0.6%，结束了 3 个月的跌势，创近 8 年来最大升幅，显示市场需求出现明显改善。不过值得注意的是，美国 7 月消费者信心指数初值下降至 73.2，几乎抹去了过去两个月的增幅，并接近疫情在美国蔓延以来的最低水平，显示疫情的迅速反弹正影响消费者信心，消费支出恐再遭打击。

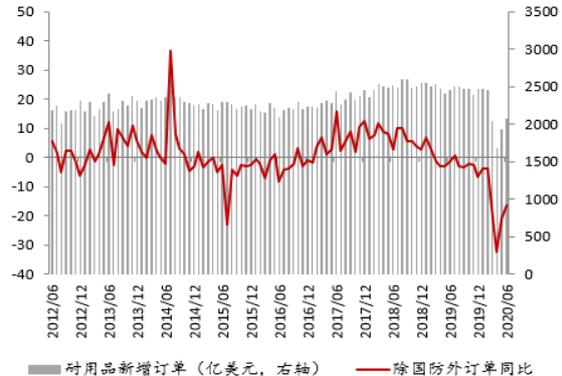
整体来看，在疫情加速恶化、多州暂停经济重启的背景下，美国商业活动的恢复速度受到抑制，经济复苏的步伐陷入停滞。另外，6 月就业及消费数据的强劲表现或只是“昙花一现”，三季度就业市场的复苏仍面临巨大压力，而占美国 GDP 比重最大的消费支出也面临着再次下滑的风险。预计美国三季度经济在疫情影响下难以出现“V”型反弹，叠加美国财政赤字规模扩张及大选等不确定性因素，经济复苏的前景仍不容乐观。

图7 美国6月CPI环比大幅增长



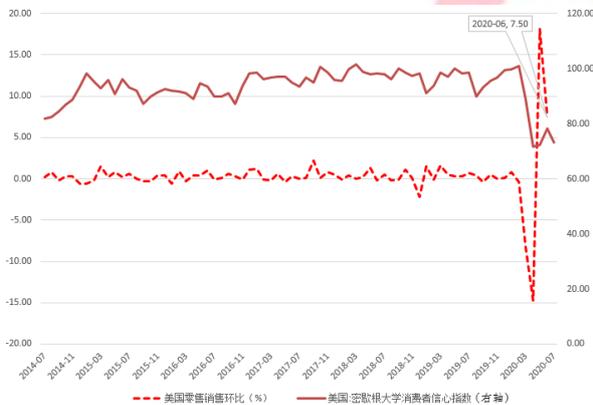
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图8 美国6月耐用品订单小幅回升



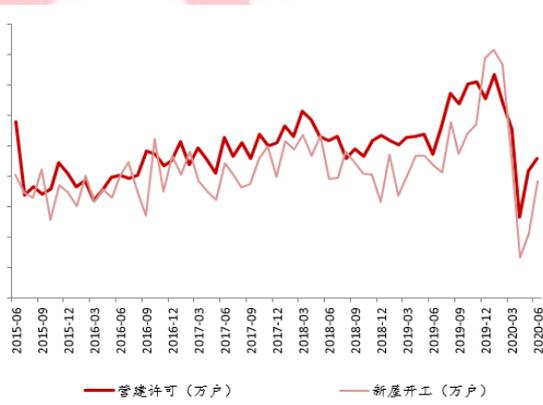
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图9 美国7月消费者信心指数初值下滑



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图10 美国6月营建及新屋开工数回升



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

美国酝酿出台新一轮刺激方案，美联储维持宽松的货币政策。美国卷土重来的疫情已迫使多州延迟或暂停经济重启，高频经济数据已显示近期美国经济复苏陷入停滞。而此前规模超过2万亿美元的经济纾困计划将于本月底到期，为了防止疫情重燃对经济造成二次打击，美国政府不得不推出新一轮的经济刺激政策。据外媒报道，7月27日，美国参议院共和党公布了财政刺激计划的第一部分，8月起的经济刺激法案将包括一项延长的失业补助计划，向失业者发放在职工资的70%。此外，白宫经济主任库德洛称，总额1万亿美元的经济援助计划将包括向美国大多数成年人发放另一轮1200美元的支票，以及向企业提供资金防止其进一步裁员。目前该法案尚未通过，因美国政府和国会在仍存在分歧。虽然新一轮经济刺激对美国济济十分重要，但这也意味着美国财政赤字规模将进一步扩大，增加了经济复苏的脆弱性。

货币政策方面，美联储7月政策会议上决定维持基准利率为0%-0.25%区间，同时保持超额

准备金利率（IOER）0.1%不变，并延长央行回购和掉期额度至明年3月31日，明确在未来几个月至少以目前的速度继续增持美国国债及MBS。美联储在本次政策声明中重申持续的公共卫生危机将在短期内严重影响经济活动、就业和通货膨胀，并增加表示未来的经济发展路径极大程度取决于疫情发展。美联储主席鲍威尔在会后声明中表示，当前经济下行压力仍然较为严峻，二季度GDP萎缩幅度可能创下历史新低。为支持经济，美联储将继续维持宽松政策，推进各项借贷便利工具使用。在通胀方面，鲍威尔认为长期通胀基本稳定，疫情在短期内对通胀将起抑制作用。整体来看，本次美联储利率决议继续维持宽松的政策导向，符合市场此前的鸽派预期。

汇率方面，美元指数7月份在多重利空因素的影响而承压下行，美国疫情恶化、经济复苏前景承压、与他国利差的缩小以及美债规模的攀升均给美元指数带来一定压力。另一方面，欧元区经济复苏前景较美国要更加明朗，且欧元在本月通过了一项“复苏基金”，使得欧元兑美元在本月走出一波强势上涨。截至报告日，美元指数已击穿前期低点95并持续下行至92.6，预计美元指数年内或保持疲弱态势，仍有进一步下行的可能性。

图 11 美元指数持续下行

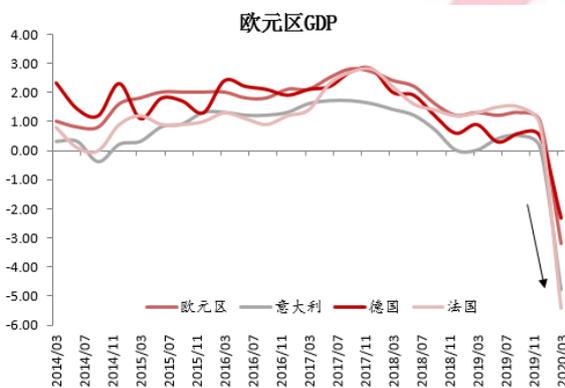


（二）欧元区：欧盟通过复苏基金，经济运行态势向好

欧元区经济稳步复苏，7月商业活动明显回暖。随着欧元区经济封锁的进一步放宽，且疫情没有出现大幅反弹的迹象，7月经济延续强势反弹。欧元区7月制造业PMI初值录得51.1，较6月份上升3.7个百分点，自2月以来首次重回扩张区间，经济表现出强势反弹。分国家来

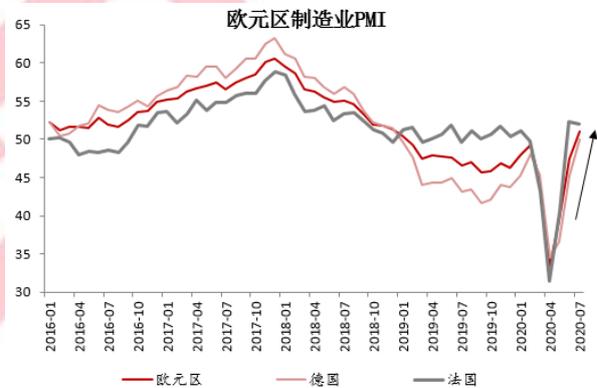
看，欧元区最大经济体德国，7月制造业 PMI 初值录得 50，高于市场预期，为 2019 年 1 月以来首次告别萎缩。综合 PMI 录得 55.5，远高于预期的 50.2 和前值的 47。随着经济活动和市场需求的复苏，德国经济逐渐迈开复苏步伐。调查显示德国制造业商海外销售显著回升，不过 7 月份的裁员略有增加。法国 7 月制造业 PMI 初值录得 52，较前值小幅下滑，但仍处于扩张区间。7 月综合 PMI 由 6 月的 51.7 跃升至 57.6，创 30 个月来新高。不过值得注意的是，与此前中国相似，PMI 指数的大幅回升除了企业经营活动的改善之外，还与经济停滞期间积累的大量订单在产能恢复后得到释放有关。而当前全球需求在疫情影响下仍显疲弱，制造业的强劲复苏料难以维持。

图 12 欧元区一季度 GDP 同比大幅下滑



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 13 欧元区及德国制造业 PMI 重回扩张区间



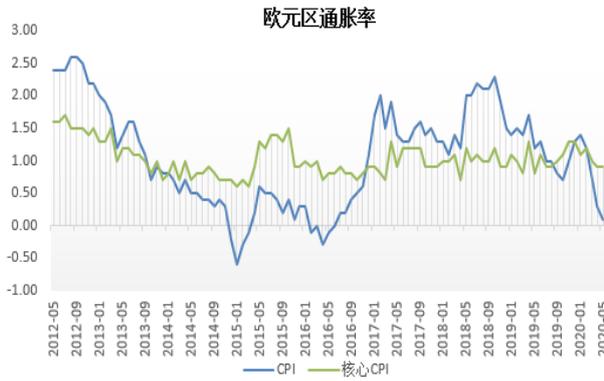
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

消费方面，得益于经济解封，欧元区 5 月零售销售环比超预期大幅增长 17.8%，创 21 年以来最大增幅。但 5 月零售销售与去年同期相比仍下滑 5.1%，显示其消费需求仍未完全复苏。另一方面，随着欧洲复工复产加速，欧元区 6 月经济景气指数加速回升至 75.7，7 月投资者信心指数延续改善，较 6 月上涨 6.6 个点至 -18.2，但两者均仍处于较低水平。就业方面，受新冠疫情及防控措施影响，欧元区 5 月失业率攀升至 7.4%，为去年 11 月以来最高，其中，年龄在 15-24 岁的年轻人失业率升至 17%。虽然 5 月之后欧元区陆续重启经济，但就业压力短期内仍无法得到显著缓解。而受全球疫情持续恶化及对就业前景感到担忧的影响，欧元区 7 月消费者信心指数初值较 6 月小幅下滑了 0.3 个点至 -15%。

整体来看，欧元区经济复苏态势向好，且疫情在复工复产之后没有像美国一样出现大幅反弹的迹象，经济重新封锁的可能性较低。另一方面，欧盟在排除了内部分歧之后，于 7 月下旬通过了一项高达 7500 亿欧元的“复苏基金”，财政政策的支持也将为欧元区经济复苏带来一定

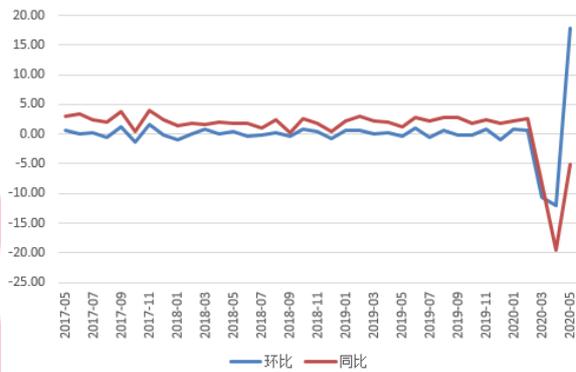
动力。不过，全球疫情的持续蔓延以及国际贸易紧张局势等因素仍导致整体需求疲弱，对于德国等较为依赖出口的欧元区国家来说不利。综合来看，欧元区整体经济复苏前景较美国更加明朗，但企业面临的经营压力并未从根本上改观，欧盟的“复苏基金”效果有待验证。

图 14 欧元区通胀率小幅回升



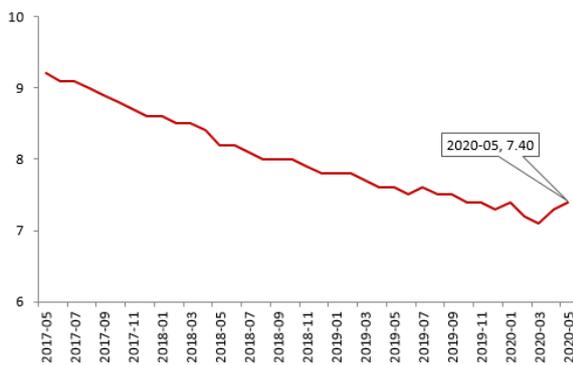
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 15 欧元区 5 月零售销售环比大幅回升



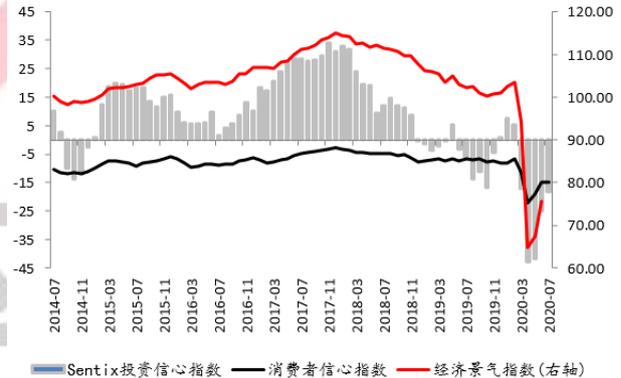
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 16 欧元区失业率上升



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 17 欧元区经济景气指数回升



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

(三) 英国：经济前景有所转暖，无协议脱欧风险仍存

英国 7 月 PMI 超预期反弹, 经济三季度初有所复苏。英国 7 月制造业 PMI 录得 53.6, 较 6 月大幅上升 2.5 个百分点; 服务业 PMI 大幅增长 9.5 个百分点至 56.6。7 月制造业及服务业均超市场预期回升, 增长势头比 6 月更加迅猛。英国经济在三季度初显著复苏, 主要得益于经济陆续解封以及企业经营的恢复。不过调查显示, 7 月新订单量仅录得小幅增长, 说明需求仍处于较低水平。当前全球疫情仍持续恶化, 虽然各国经济有所复苏, 但疫情对经济的影响在短时间内难以消除, 需求的疲弱仍将在未来一段时间内抑制经济的增长。

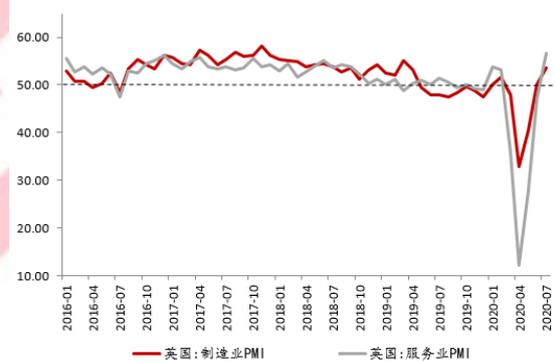
随着封锁措施逐渐放宽，零售业销售总额大幅回升。英国国家统计局数据显示，由于6月英格兰地区允许商店重新开放等因素，英国6月零售销售环比增长13.9%，几乎回升至疫情前的水平。不过零售销售的激增主要来源于鞋服及家居用品，且零售销售仅占英国消费支出的三分之一，所以并不能表明整体消费支出回暖。根据英国巴克莱卡支付公司（Barclaycard payments）的数据表示，英国6月总体消费者支出同比仍下降14.5%。其中，英国酒店、休闲和娱乐业的交易仍比去年同期下降了45%。另一方面，从消费的领先指标来看，英国7月GfK消费者信心指数录得-27，较6月份回升小幅上涨，显示经济重启后消费者信心持续好转。通胀方面，英国6月CPI年率录得0.6%，较前值小幅上涨，核心通胀也有所上升。不过仍远低于英国央行所希望的水平。

图 18 英国一季度 GDP 陷入萎缩



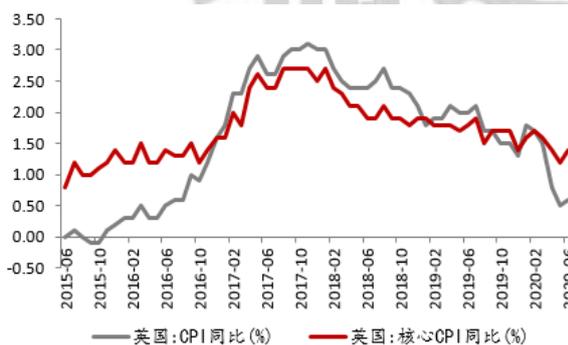
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 19 英国 7 月 PMI 延续反弹



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 20 英国 6 月 CPI 小幅回升



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 21 英国 6 月零售销售大幅反弹



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

整体来看，英国三季度初经济呈现出强劲的复苏态势，不过经济在初步反弹之后能否维持动能仍有待观察，且“无协议脱欧”的风险仍给英国经济前景带来阴影。今年以来，英国与欧盟就脱欧之后的英欧关系已展开了多轮谈判，不过在 7 月 23 日的最新一轮的谈判中，双方仍在

公平竞争环境和渔业等领域存在巨大分歧。英欧双方首席谈判代表也在会后表示目前“不太可能”达成协议。随着年底脱欧期限的一步步逼近，无协议脱欧的风险正不断升温，一旦英国“无协议脱欧”，势必使受疫情重创的英欧经济雪上加霜。据 BBC 报道，英国汽车行业协会数据显示，英国上半年汽车总产量跌至 1954 年以来最低水平，同比下降 42%，新冠病毒封锁措施导致大面积关闭和失业。英国汽车制造商和贸易商协会（SMMT）警告称，由于担心英国脱欧关税的增加会带来“双重打击”，更多的就业机会岌岌可危。因此，虽然英国经济在三季度初有所复苏，但英欧谈判仍是英国经济的一个巨大的风险因素。而对于未来经济走向，英国央行决策层官员邓雷罗在 7 月 15 日表示，预计英国经济在初步反弹后将失去反弹动能，因为风险规避和自愿的社交距离仍限制商业活动并造成失业率走高，经济更可能是曲折 V 形的复苏。货币政策方面，受疫情影响，英国央行今年已将利率降至历史低位 0.10%，并重新启动了资产购买。不过随着失业率恶化和通胀前景减弱，市场对英国央行将进一步放松政策的押注逐渐升温。而从 7 月初以来 3 个月伦敦银行间同业拆借利率低于基准利率的事实来看，英国央行未来有可能采取进一步的刺激措施。

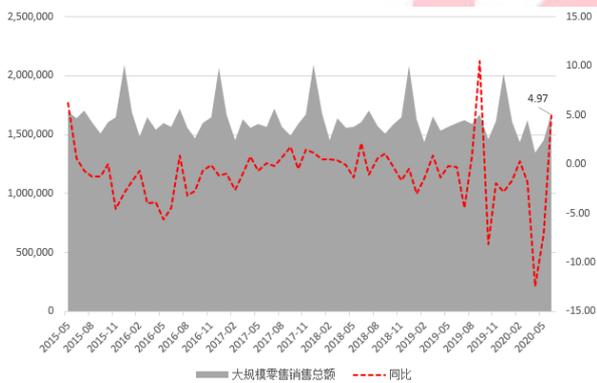
（四）日本：需求疲弱拖累，复苏前景不容乐观

尽管日本疫情得到控制，但经济复苏希望仍然微弱。受新冠肺炎疫情蔓延的影响，日本国内商业活动大幅放缓，内外需求疲弱导致个人消费和出口大幅减少，使得本就长期疲弱的日本经济受到重创，疫情后的日本经济恢复也极为缓慢。从领先指标 PMI 来看，日本 7 月制造业 PMI 初值为 42.6，较 6 月份上升了 2.5 个百分点，虽已触底回升，但已连续 15 个月处于萎缩区间。而 7 月服务业 PMI 初值也仅仅上涨了 0.2 个百分点至 45.2，数据表明日本商业活动依然疲弱，经济在三季度仍将陷入困境。

受全球贸易需求减少影响，日本出口增速持续下滑。据日本财务省公布的数据显示，6 月日本出口额降至 4.86 万亿日元，同比下降 26.2%，连续 19 个月下滑。其中，汽车及汽车零部件出口仍是拖累出口下降的最主要因素。从整个上半年来看，日本出口额同比下降 15.4% 至 32.36 万亿日元，创下 2009 年以来最大半年降幅，其中汽车出口与去年相比下降了 30.9%。另外，由于原油、汽车及煤炭进口减少，日本 6 月进口额同比下降 14.4% 至 5.13 万亿日元。3 月以来爆发的疫情导致全球耐用品及汽车的需求严重下滑，日本出口遭受严重打击，制造业也因此受到重挫。而目前全球疫情持续恶化，全球需求仍然承压，预计日本出口增速仍将维持下滑。

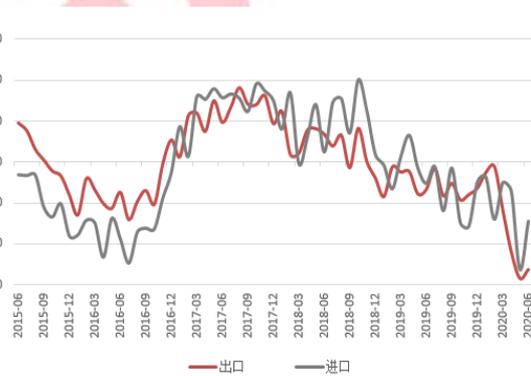
消费通胀持续低迷，失业率呈上升趋势。日本 6 月各零售销售数据降幅均有所收窄，而此前受疫情影响，5 月份实际家庭消费同比大幅下降 16.2%。从数据分析公司 Now Cast 和 JCB 以信用卡使用信息为基础的消费动向指数来看，日本 6 月下旬以旅行和外出就餐为中心的消费仍在下滑，不过由于经济活动逐渐恢复，下降幅度较 6 月上旬有所收窄，说明消费端有所复苏。尽管如此，日本 6 月通胀整体仍显低迷，短期内通缩压力仍存。另一方面，疲弱的经济及消费对日本企业造成了巨大冲击，失业率也有所上升。据日本民间企业信誉调查机构东京商工调查所数据，今年 6 月日本破产企业数量同比增加 6%，达到今年以来的最高水平。而受此影响，日本失业率已连续 3 个月上升，此前 5 月失业率为 2.9%，达三年以来最高，失业人口逼近 200 万。而随着企业破产数量的增加，预计日本就业形势仍有可能继续恶化。

图 22 日本零售销售同比回升



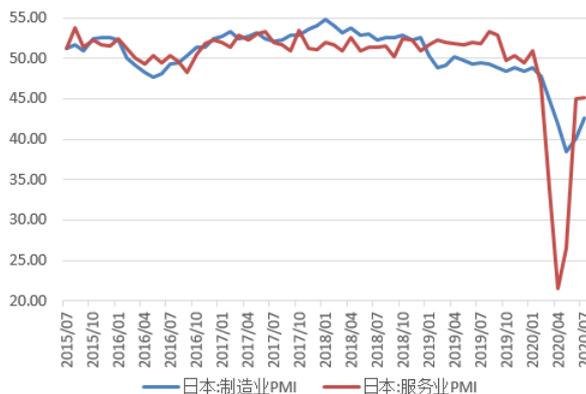
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 23 日本进出口同比持续下滑



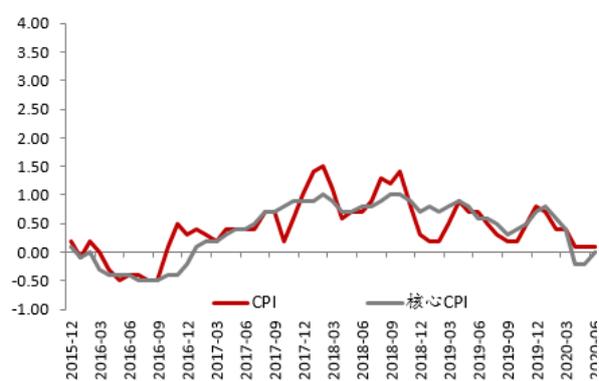
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 24 日本制造业持续萎缩



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 25 日本 6 月通胀延续低迷



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

整体来看，日本经济虽已触底，但经济前景仍然严峻，复苏周期可能延后。日本在五月下

旬取消了全国范围内的封锁措施，但近期东京确诊病例的反弹引发了人们对二次疫情的担忧，叠加全球需求疲弱对日本经济造成持续影响，日本政府及多家国际权威机构纷纷下调日本 2020 年经济增长预期。7 月 30 日，日本内阁府表示，将本财年预期的经济增长率由此前的增长 1.4% 下调至负 4.5%。国际货币基金组织（IMF）7 月发表的《世界经济展望报告》也将日本经济 2020 年增长预期下调至下滑 5.8%。7 月 29 日，国际评级机构惠誉下调日本主权评级，从稳定下调到负面，并预测 2020 年日本 GDP 将下滑 5%。货币政策方面，日本央行在 7 月政策会议上表示，日本经济今年下半年可能有所改善。不过，如果新冠病毒感染人数再次上升，日本经济复苏时间可能进一步推迟，当前的首要任务是保护就业。如果疫情的影响持续下去，它可能导致失业，并阻碍家庭和企业增加支出。除此以外，日本央行还须缓解企业融资压力。日本央行副总裁雨宫正佳表示，若果央行进一步放宽货币政策，不排除再下调负利率的可能性。

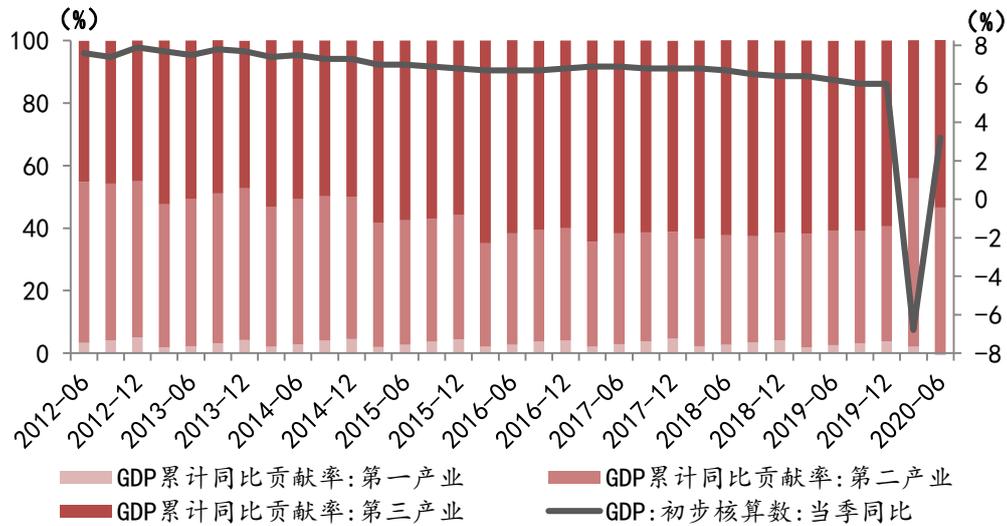
三、国内经济负转正，供给端回暖较快

总结上半年，我国经济先降后升，一季度 GDP 跌至-6.8%，二季度转正至 3.2%，好于市场预期。国内疫情控制有效，从 3 月起已逐步推进复工复产，二季度各经济指标皆体现经济稳步复苏，居民生活逐步恢复常态。

各产业恢复程度出现一定的分化。第二产业回暖最明显，较一季度上升 14.3 个百分点，主要因政策推动基建投入以及地产需求积压释放。而第一、第三产业分别回升 6.5%、7.1%。第一产业仅与疫情前（2019Q4）增速相差 0.1pct，生产恢复较快，而第三产业主要受疫情阻碍服务业发展以及需求端恢复疲软所致。

整体来看，基建拉动固定投资完成额，通胀风险有望在年内下降，“六稳六保”政策下，就业问题或将逐步改善，财政政策加快兑现速度，需求端将进一步回暖。但是，海外疫情反复，叠加中美关系摩擦，防疫物资难进一步拉动出口额的增加，多地政策强调“房住不炒”，货币政策转向“宽信用”，整体看下半年经济预计维持稳态复苏。

图 26 中国 GDP 及各产业贡献率



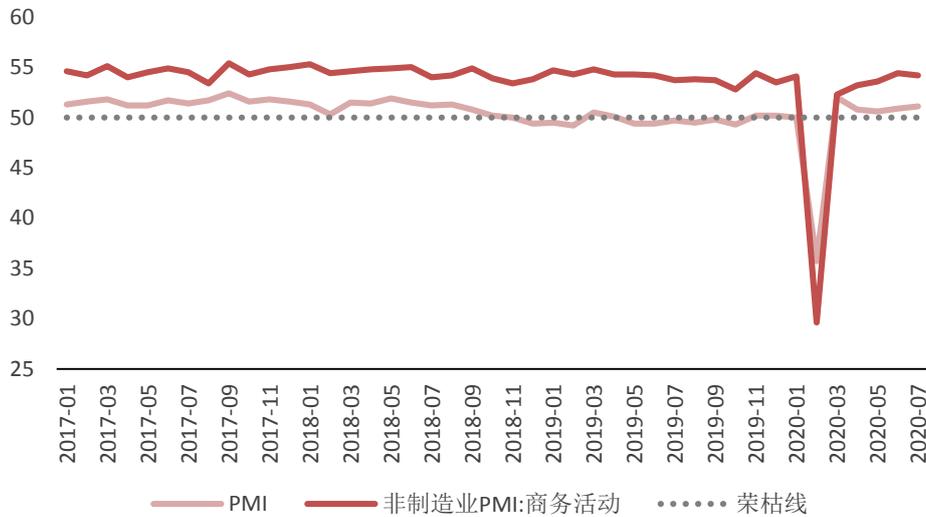
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（一）景气指数小幅提升，大小企业增速分化

当月中国综合采购经理指数（PMI）为 51.1%，较 6 月份高了 0.4pct，制造业 PMI 和非制造业商务活动自今年 3 月开始持续位于荣枯线以上，均小幅回升，国内经济生产逐渐在新常态下找到生产节拍，复苏态势持续向好。7 月制造业 PMI 指数 50.9%，上升 0.3pct，非制造业商务活动 54.4%，上升 0.8pct。

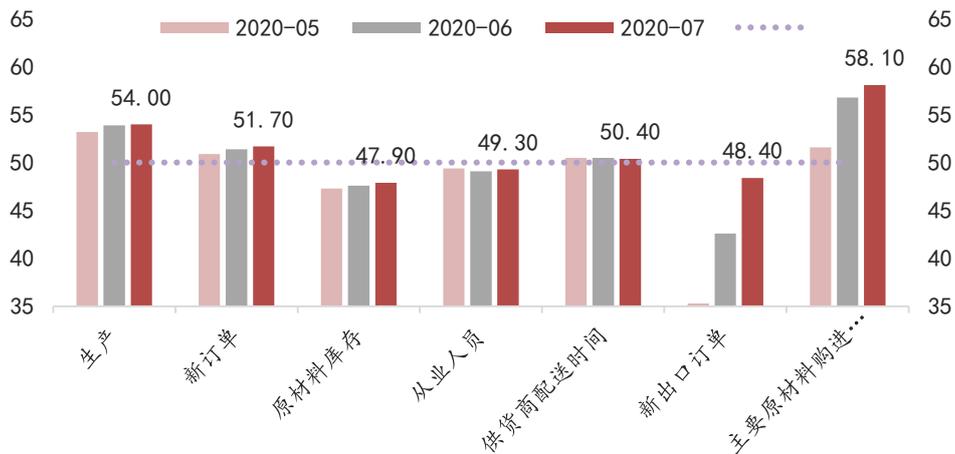
制造业供需两端持续回暖，需求端仍不及供给增量。生产和订单景气水平不变，海外需求有所拖累。生产指数和新订单指数分别为 54.0%和 51.7%，比上月上升 0.1pct 和 0.3pct，其中新订单指数连续 3 个月回升，企业信心也基本稳定。延续二季度风格，原材料价格、新订单指数稳步修复，市场需求同步上升。当月生产指数增幅放缓，因需求端回暖程度仍低于供给端，反之抑制生产继续增长。新出口订单指数为 48.4%，外需短期内仍承压，维持低水平增长。另外，库存、从业人员分别回升 0.8pct、0.2pct，水平均低于荣枯线，用工景气度或有好转趋势，制造生产恢复趋势有望保持。值得注意的是，虽然出口指数连续 3 个月改善，但仍处于荣枯线以下，当前海外疫情尚未得到有效控制，预计出口仍将承压。整体来看，随着企业经营持续改善，叠加宏观政策的支持，PMI 存在进一步修复的可能。

图 27 制造业与非制造业 PMI (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

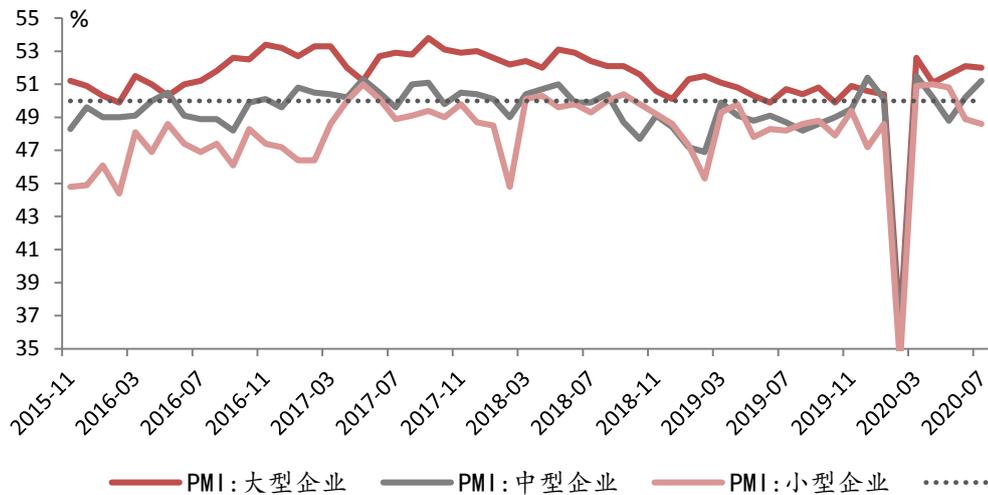
图 28 官方制造业 PMI 分项 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

各个规模的企业修复速度不一致。PMI 最先开始修复的是大型企业，自 4 月开始持续增长，7 月仅 1pct 回落。紧接着中型企业，自 5 月开始保持上升。小型企业指数 6 月下跌 0.3pct，供需两端继续承压。在经济不明朗的背景下，大型企业韧性更强，其稳定的客户群和制造规模优势更能快速有效地进行量价转换，应对需求下降的危机，进而带动下游中小型企业。

图 29 各规模制造业企业 PMI 比较 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

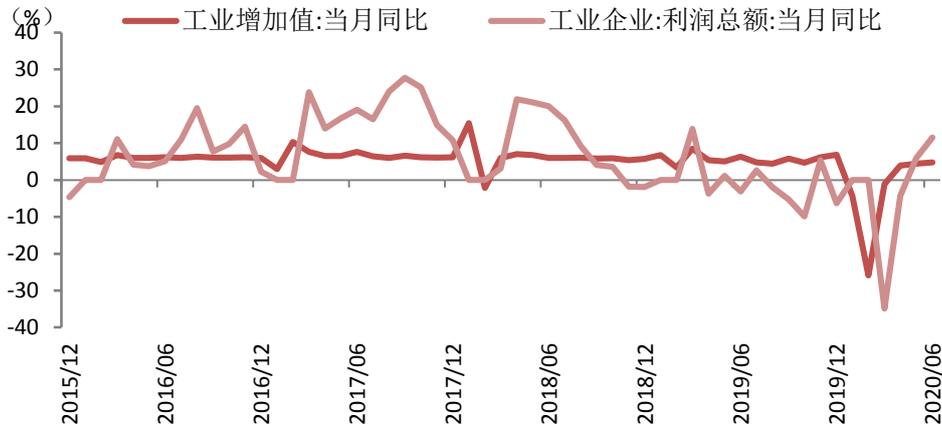
(二) 工业生产加速供给, 利润回弹迅速且高

工业生产加速供给。6月规模以上工业增加值同比增加4.8%，前值4.4%，上升0.4pct。环比来看，6月工业增加值环比上升1.3%，增速远高于常态时期。其中41个工业大类行业中有26个行业、31个省份中有29个省份恢复正增长。其中，表现亮眼的有计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长12.6%，汽车制造业同比增长13.4%。

企业利润回弹大于增加值。规模以上工业企业利润年率为11.5%，前值为6%。工业企业利润增速逐月加快，相较于增加值略有滞后。二季度整体工业企业利润同比增长4.8%，企业效益状况明显改善，在政策大力推进复工复产的背景下，工业增加值二季度增长4.4%，工业企业利润复苏势头有望延续。

预计三季度工业企业利润小幅回暖。考虑到6月制造业景气指数高于荣枯线，国内疫情防控及时，且年内政策助力实体经济，工业增速下行空间小。只是，中美关系摩擦和海外需求不乐观，叠加国内短期洪涝影响，未来工业增加值同比涨幅有所收窄。

图 30 各规模制造业企业 PMI 比较 (%)

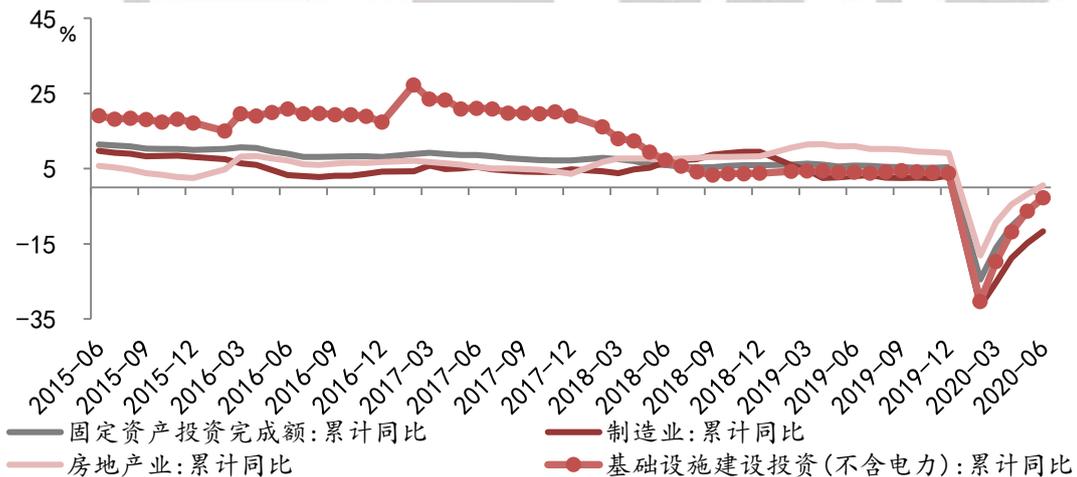


资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(三) 投资增速逐步修复, 基建地产同比转正

在政策指引下, 投资增速修复好于预期。中国 1-6 月固定资产投资同比下降 3.1%, 降幅明显收窄 3.2pct, 其中基建投资、房地产投资的当月同比已经转正。6 月货币政策逐渐由“宽货币”向“宽信用”收敛, 强调资金精准滴灌, 辅之积极财政政策, 基础建设带动整体投资持续修复。

图 31 固定投资完成额及分项累计同比 (%)



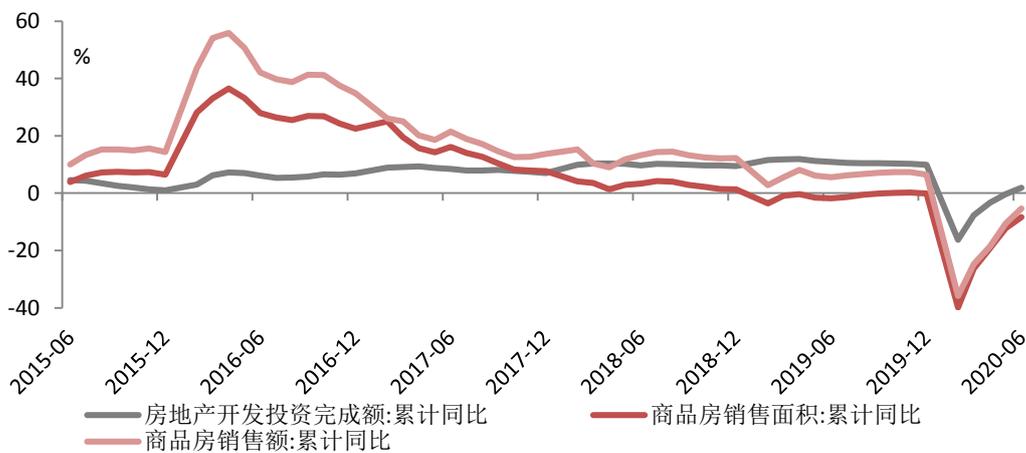
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

分项上看, (1) 在传统基建稳投资、新基建加速推进的政策支持下, 基建投资改善最为明显, 同比下降 2.7%, 降幅比 1—5 月份收窄 3.6pct。年内政府相继推出减税降费、新增地方专

项债、抗疫特别国债等多项积极财政政策，各地项目储备充足，国务院要求用好地方专项债，下半年财政政策加速兑现，基建有望进一步提振投资。

(2) 房地产开发投资同比增长由 1-5 月份的-0.3%升至 1.9%，当月同比上升 7.41%。因地产复工及住房需求回暖。上半年商品房销售面积和销售额累计同比分别为-8.4%、-5.4%，疫情所导致积压需求的回补效应开始弱化。同时，深圳、杭州、东莞、宁波、南京等多地 7 月起实施楼市调控，且百城住宅价格指数持续攀升，未来地产上扬空间有限。

图 32 房地产投资与销售累计同比 (%)



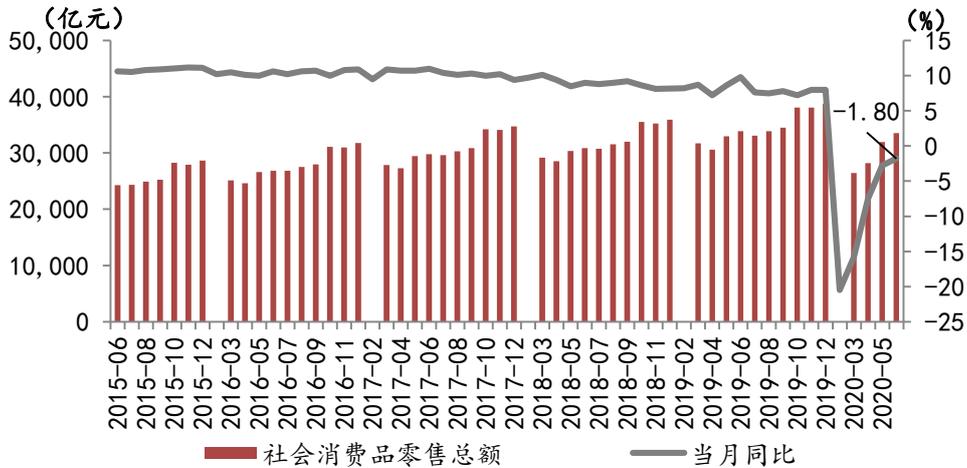
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

(3) 制造业投资下降 11.7%，虽延续改善趋势，但整体仍较为疲弱，主要受制于内需回暖较慢。因可支配收入以及疫情的商业限制，居民消费意愿不足，部分可选消费回暖不及预期。但随基建、房产投资带动整体经济的节奏下，制造业在基建投资的带领下将延续稳步回升的态势。

(四) 社零同比稳步回暖，地产相关消费复苏

中国 6 月社会消费品零售总额同比减少 1.8%，降幅收窄 1pct，增速涨幅放缓。房地产回暖略带动相关消费小幅提升，网上零售在经济低迷期间表现突出，居民购物方式有转移趋势。另一方面，增速主要受汽车消费拖累，以及餐饮业增长萎靡。

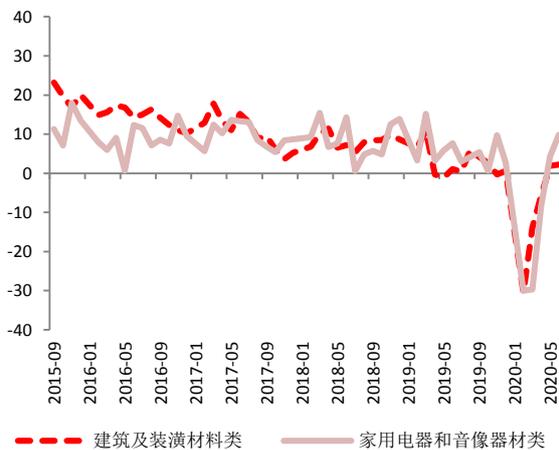
图 33 社会消费品零售总额（亿元）和同比增速（%）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

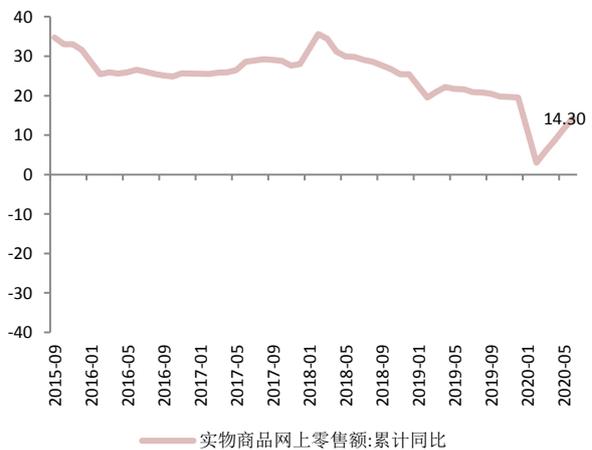
房地产投资带动相关消费回升。家用电器和音像器材类零售额同比上升 9.8%，建筑及装潢材料同比上升 2.2%。新购物模式表现突出，实物商品网上零售额同比增长 14.3%，比 1—5 月提高 2.8pct。线上购物弥补了部分线下消费需求，自年初来始终保持正增长，同时本月受益于 6.18 网络购物节的消费刺激。然而，网购提前消化了部分线下销售份额，弱化未来报复性消费行为。

图 34 房地产相关消费回升 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 35 实物商品网上零售额累计同比 (%)

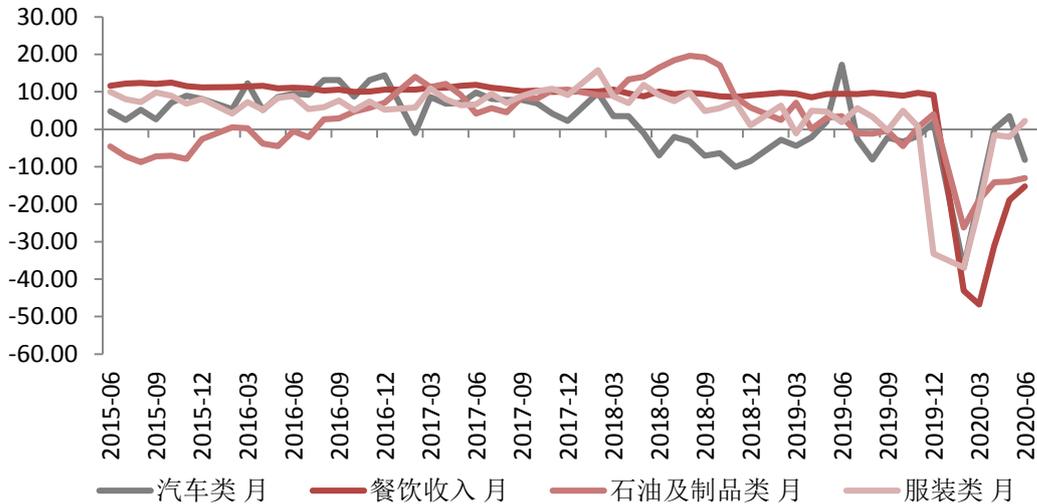


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

另外，汽车消费再度转负形成拖累，同比增速为-8.2%，原因分析有二：1）去年汽车国五国六更替，促销力度较大使得同期零售额基数较高，2）积压需求释放速度较慢。根据乘联会数据，一、二季度汽车零售同比分别下降-41%、-3%。考虑到政府相继出台政策促汽车消费，加之

停办的车展会陆续开幕，汽车消费需求增长压力小，短期内有望回正。另一方面，石油制品以及纺织服装类消费仍旧低迷。同时，餐饮业收入持续改善，降幅比上月收窄 3.7pct 至-15.2%。

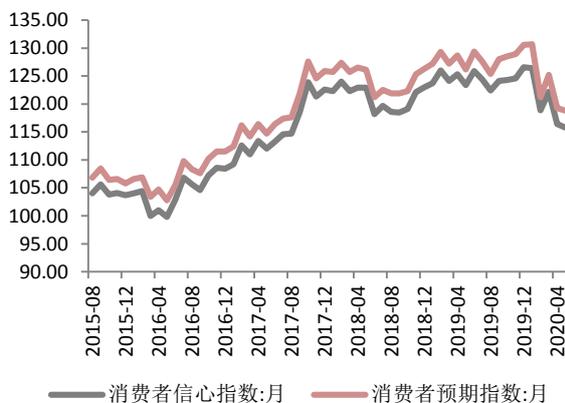
图 36 拖累社零分项的同比增速 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

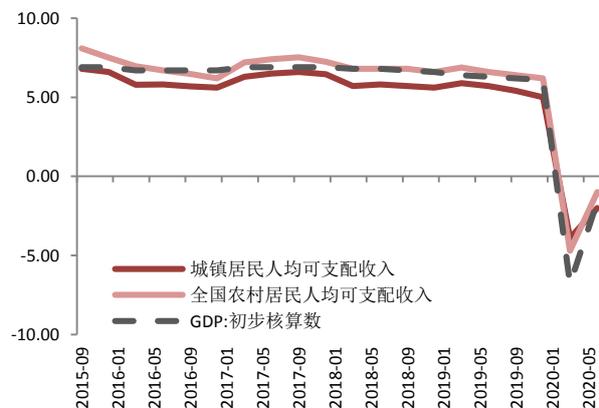
整体来看，6 月份消费市场延续改善趋势，但改善幅度不及市场预期。从消费能力来看，上半年扣除价格因素，人均可支配收入实际下降 1.3%，非制造业从业人员指数连续 22 个月低于荣枯线，信心指数持续下滑，消费能力受损，更加抑制居民消费意愿。同时，不过随着经济重启复苏及一系列稳就业、促消费政策落地，预计下半年需求将稳步回升，消费市场将进一步修复。

图 36 消费者信心指数 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 37 城镇和农村居民人均可支配收入增速



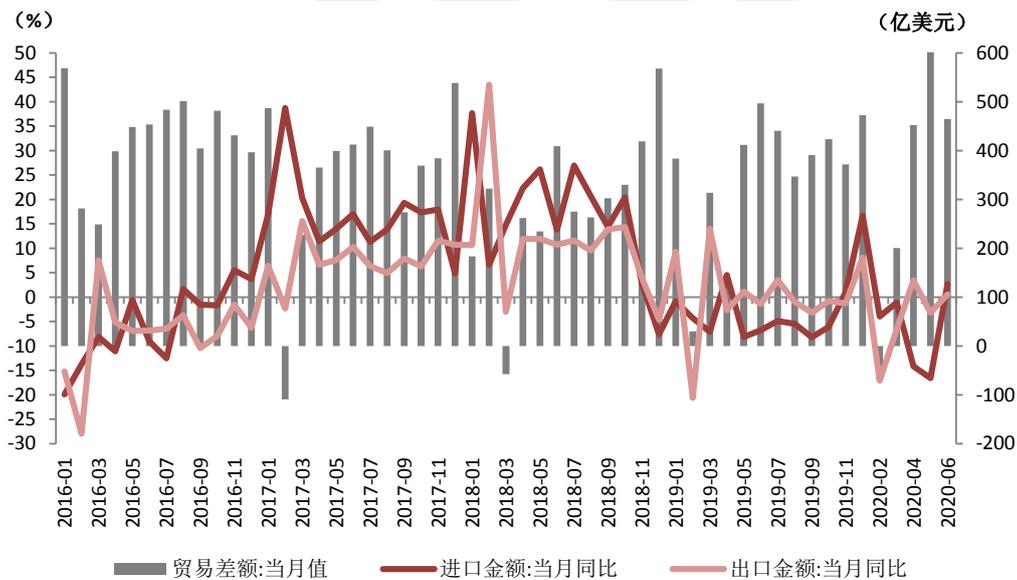
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（五）进出口量价齐升，内外需稳中提质

外需推动出口量升，防疫物资持续支撑进口额增长。中国6月出口同比上升0.5%，好于预期。在去年同期基数较大的背景下，出口增速转正，主要动力源自国内外两边当月经济有好转趋势，以及防疫物资持续支撑。上半年，包括口罩在内的纺织品出口增长32.4%，医药材及药品、医疗仪器及器械出口分别增长23.6%、46.4%。同时，商品价格有小幅上涨，增大进口额。CRB现货指数相比今年5月初，一直维持在高位。

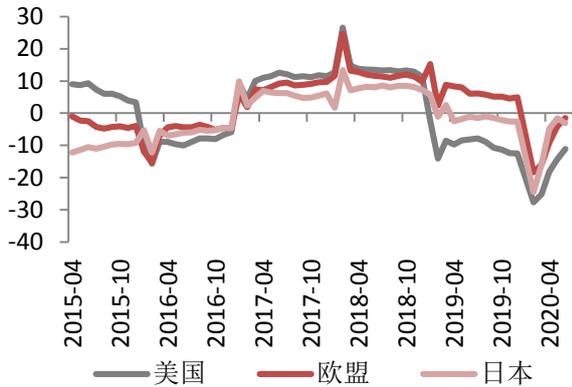
另外，出口金额对于美国、欧盟、东盟均有不同程度的增长。美国、欧盟分别上升3.2pct、2.6pct，归功于6月发达经济体陆续复工和积极财政政策，推动供需两端的同步增加。根据海关总署口径，东盟延续增长态势，成为我国第一大贸易伙伴，上半年增长5.6%，占我国外贸总值的14.7%。

图 38 进出口月度同比增速 (%) 及贸易差额 (亿美元)



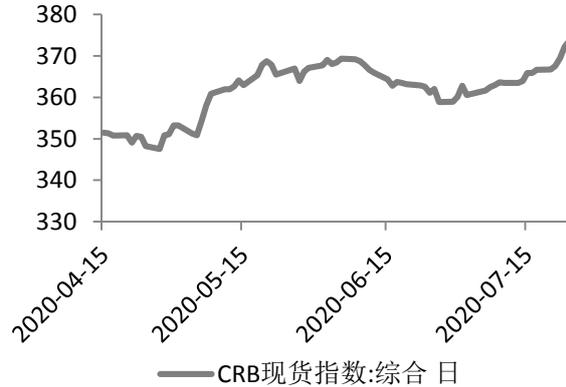
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 39 主要出口地区同比增长 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 40 CRB 现货指数



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

6月进口同比上涨2.7%，好于预期且有明显改善，相比前期上升19.4pct。增长逻辑与出口增长相似，内外需同步增长，同时量价齐升，进一步扩大涨幅。4、5月疫情原因海外生产大规模停滞，进口同比增速分别为-14.2%、-16.7%，国内部分需求滞后。6月PMI新出口订单增加7.3%，海外供应恢复，内需亦有所改善，相辅相成。另外，去年同期基数较低，提振增速。

随着疫情控制逐渐常态化，防疫物资（医疗仪器及器械）环比增速下降至3.0%，医疗物资恐难以持续支撑。疫情仍在持续恶化，全球各地区经济都出现不同程度的衰退，打压整体需求，叠加中美经贸摩擦的影响，全球贸易环境紧张，下半年进出口形势依然复杂严峻。稳外贸政策措施效应预计持续释放，预测外贸基本盘保持稳中提质的态势。

（六）CPI 重回 2 时代，PPI 触底回升

全国居民消费价格指数（CPI）6月同比上涨2.5%，涨幅较5月扩大0.1pct，在此之前的1-5月指数呈逐月下降趋势。在复工复产大力推进供给端，内需仍疲弱的背景下，CPI重新上升主要原因为南方强降雨所带来的洪涝灾害，以及疫情反复，短期内带来小幅扰动。

其中，6月食品同比上升11.1%，环比上升0.5%，主要系猪肉价格同比上升81.6%，牛、羊肉也分别有18.5%和10.9%，涨幅较为稳定；鲜果和鸡蛋供给受影响较小，同比分别下降29%和15.8%。环比来看，食品价格环比上升0.2%，因消费需求恢复，生猪出栏减缓以及防疫措施加强等原因，猪肉价格环比从负区间反弹至上升3.6%，鲜菜短期供应受影响，价格上升2.8%。

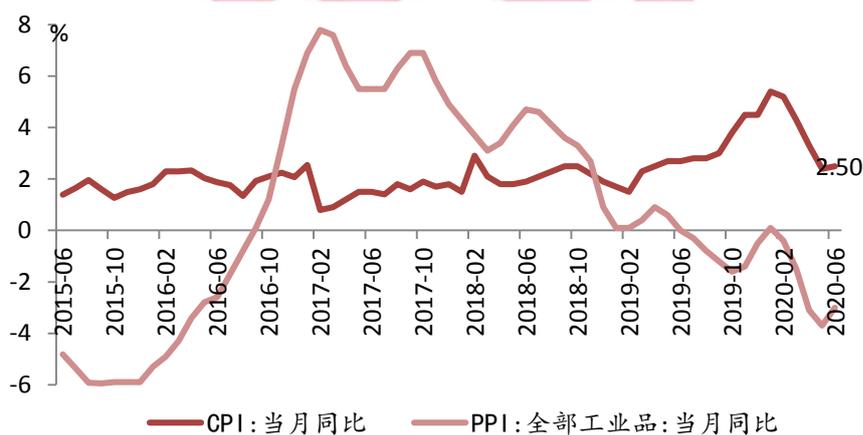
非食品中，受疫情重创的旅游行业仍在恢复过程，飞机票和旅游价格环比分别下降6.1%和1.8%；服务业有待进一步修复，同比上升0.7%；夏装开始打折促销，服装价格由上月上涨0.2%

转为下降 0.2%。

考虑到猪肉价格去年已经开始上涨，引起基数提升，猪价对 CPI 的拉动会逐步减弱，全年 CPI 下行趋势或不改。另外，生猪和能繁母猪存栏投入加大，年内猪肉生产供应有所保障，洪灾所影响的时间跨度有限，猪肉价格有望进一步下降，减少通胀压力。整体需求恢复较生产端偏慢的情况下，下半年 CPI 仍将大概率维持下行。

6 月工业品出厂价格指数 (PPI) 同比下降-3.0%，触底回升，环比年内首次转正，上涨 0.4%。值得注意的是，主要行业中，石油和天然气开采业出厂价格环比大幅上涨 38.2%。内外供需关系略有改善，且近期国际油价回升以及短期洪灾影响，带动相关工业品价格上涨。下半年 PPI 基数较低，年内 PPI 有回正趋势。

图 41 CPI、和 PPI 月度增速同比



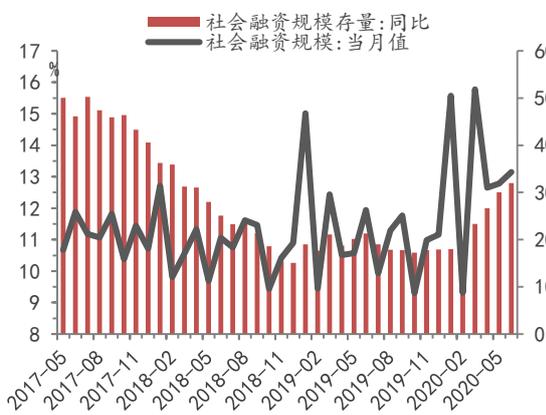
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(七) 逆周期调节发力，社融信贷同比多增

6 月社会融资规模 3.43 万亿元，市场预期 2.82 万亿元，好于市场预期，较 5 月上升 8%，同比上升 31%，主要由新增信贷、未贴现银行承兑汇票以及企业债券拉动，分别同比增加 0.81 万亿、0.35 万亿和 0.19 万亿。社融存量同比增速达到 12.8%，涨幅扩大 0.3pct，自年初以来存量持续上升。6 月人民币新增贷款达到 1.81 万亿元，基本符合市场预期，同比增加约 1.5 万亿元，较 5 月多增约 0.3 万亿元。从信贷结构看，新增贷款主要由中长期贷款拉动，居民和企业中长期贷款分别同比增加 1491 亿元和 3595 亿元，其内在原因为居民房地产销售逐渐回暖，

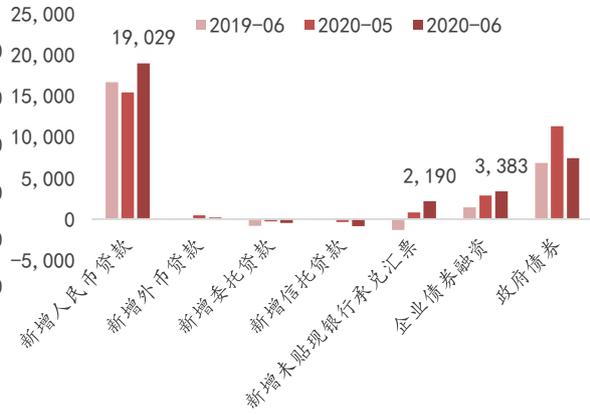
企业。当月票据融资减少 2104 亿元，主要因为监管部门打击结构性套利，短期利率上行，短期贷款环比明显上升，一定程度上抑制了票据市场。

图 42 社会融资规模存量同比 (%)



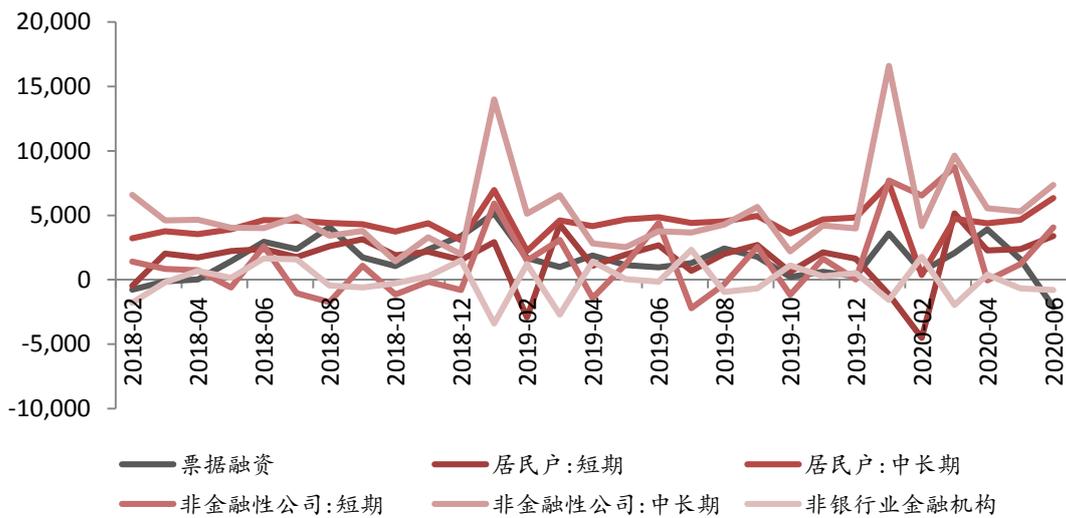
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 43 社融各分项与 2019.6、2020 年 5 月比较



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

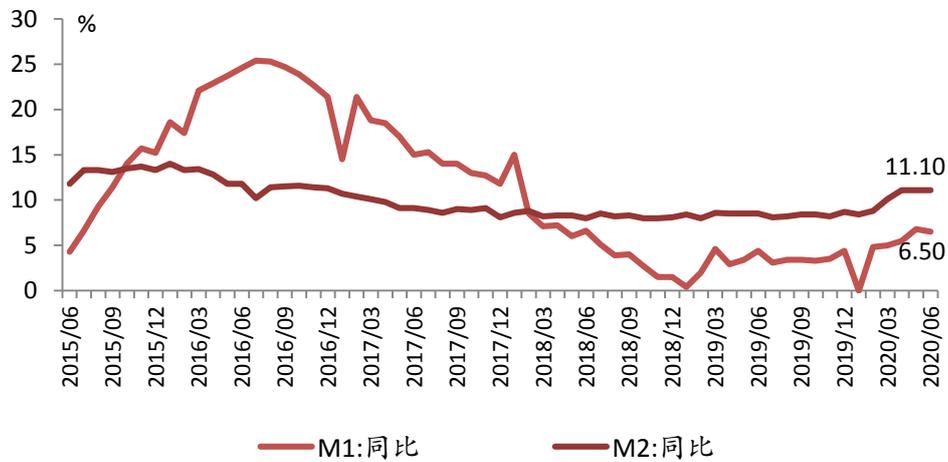
图 44 金融机构: 新增人民币贷款分项同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

M1 同比增加 6.5%，下降 0.3pct。M2 同比增加 11.1%，增速与 5 月持平，存款整体多增，其中，居民存款增加 2.18 万亿，同比多增 1.0 万亿，是存款多增的主要因素。另外，企业存款、财政存款以及非银机构存款分别同比少增 0.12 万亿元、0.11 万亿元、0.07 万亿元。

图 45 M1、M2 同比增速 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

四、国内宏观政策展望

（一）货币政策：更加灵活适度、精准导向

经济大概率延续温和复苏，下半年货币政策或边际收敛。首先从宏观基本面来看，在疫情冲击过后，中国二季度经济增长明显好于预期，二季度 GDP 较一季度大幅回升 10 个百分点至 3.2%。从 6 月份的数据来看，投资、消费、出口等领域均有所改善。另外，7 月 PMI 指数延续扩张，而新出口订单指数也有所回升，得益于海外经济在三季度初有所复苏。整体来看，中国经济表现出强劲韧性，预计下半年经济大概率延续温和复苏。二季度经济的复苏离不开货币政策的支持，上半年央行三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，增加 1.8 万亿元再贷款再贴现额度，发挥政策性银行信贷支持作用，引导商业银行加大对小微企业的支持力度。4 月份央行持续引导金融机构下调贷款市场报价利率 (LPR) 推动企业融资成本降低，提高金融机构加大信贷支持实体经济的针对性和有效性。金融机构积极调整内部管理和考核政策，增加贷款投放。信贷投放力度明显放大，金融数据逆势增长，有效支持了实体经济。

随着国内经济复苏态势向好，下半年的货币政策基调有所改变。7 月 30 日的中央政治局会议强调，“要确保宏观政策落地见效”，货币政策要更加灵活适度、精准导向。要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。要确保新增融资重点流向制造业、

中小微企业。说明货币政策对中小微企业的支持及宽松基调不会改变。不过值得注意的是，4月份政治局会议上提到的“运用降准、降息、再贷款等手段”等运用总量工具保持流动性合理充裕的说法并没有在本次会议上提及。社融和货币供应方面，两会政府工作报告中“明显高于去年”转变为“保持合理增长”，或暗示下半年社融和M2的增速并不会像上半年一样保持高速增长，信用边际适度收紧的可能性更大。而从近期操作看，央行LPR、MLF利率持平，6月流动性净回笼约5600亿元，较5月多增100亿，未开展降准降息，货币政策稍收紧，为下半年流动性调控留出空间。多种迹象表明货币政策向“宽信用”收敛，但由于企业景气度尚未完全恢复，就业问题仍然严峻，外部环境短期内难以大幅改善等因素，预计下半年货币政策基调仍以宽松为主，信用总量将适量收敛，但速度与幅度不会太大。货币政策结构将进一步优化，继续向制造业与中小微企业倾斜。

（二）财政政策：更加积极有为、注重实效

政策定调为落实落细，下半年财政支出速度加快。由于疫情原因及经济下行压力较大，4月中共中央政治局会议提出扎实做好“六稳”“六保”的任务，积极的财政政策要更加积极有为，坚持以供给侧结构性改革为主。地方政府专项债全年额度3.75万亿元，加之1万亿元抗疫特别国债，今年全年可见的政府债券融资规模达到4.75万亿元。国务院提出用好地方专项债，财政部对应强调加强资金和项目对接、提高资金使用效益，同时力争在10月底前发行完毕。据统计，2020年上半年专项债累计发行2.37万亿，1万亿元特别国债七月底发行完毕，下半年余1.38万亿元待发。

支出增速尚不及发行速度。2019年全年专项债累计发行2.58万亿，1-6月累计发行1.55万亿，2020年专项债发行额全年累计同比增加37.9%，1-6月累计同比增加52.9%。但是，1-6月全国政府性基金预算累计支出4.5万亿元，同比增长仅21.7%，且1-6月仅完成全年公共财政支出预算的39.2%。预计下半年政府支出将有大幅提升，延续财政政策的积极影响。

政治局会议强调“落地”，稳住经济基本盘将是下半年政策风格，继续强调政治局会议和两会的“六稳”“六保”任务，宽松政策逐步收敛至正常水平，经济工作转向扩大内需，房地产再次重申“房住不炒”。同时，在去年减免税政策后，今年企业复产水平更激化了财政的收支矛盾，财政支出大幅增量可能性不大，全年赤字率大概率扩大。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

【瑞达期货分支机构】

上海成都北路营业部

上海市静安区成都北路199号401室

成都营业部

成都市锦江区一环路东五段46号1栋1单元16层

南京营业部

南京市庐山路158号嘉业国际城3幢2510室

厦门营业部

厦门市思明区湖滨西路9号15C单元

贵阳营业部

贵阳市云岩区富水北路68号贵州省物资综合大楼15楼3-6号

汕头营业部

广东省汕头市金平区金砂路99号君悦华庭1栋514、519、520号

泉州营业部

泉州市丰泽区浦西万达广场商业综合体1号建筑（甲级写字楼1A塔）A1207

石狮营业部

石狮市金林路兴业大厦21层

晋江营业部

晋江市梅岭街道世纪大道东侧万达广场商业综合体3幢B座B1603、1605、1606

莆田营业部

莆田市城厢区霞林街道荔华东大道8号莆田万达广场3号楼2007-2009室

漳州营业部

福建省漳州市芗城区胜利东路3号漳州发展广场18层1803室

三明营业部

三明市梅列区崇桂新村46幢二层

龙岩营业部

龙岩市新罗区西陂街道龙岩大道383号（龙岩国际商贸中心）A幢17层1726

广州营业部

广东省广州市天河区天河北路183-187号房1001房

长沙营业部

长沙市天心区劳动西路289号嘉盛国际大厦21层21005-21007室

杭州营业部

杭州市江干区香樟路2号泛海国际中心1幢1003、1004室

大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2403、2404号

深圳深南大道营业部

深圳市福田区福田街道中心区26-3中国凤凰大厦2座14B

厦门嘉禾路营业部

福建省厦门市思明区嘉禾路21号2203单元

深圳营业部

深圳市福田区联合广场A栋塔楼A1510、A1511

武汉营业部

武汉市江汉区唐家墩路菱角湖万达广场A栋A2单元7层2-9室

福州营业部

福州市鼓楼区温泉街道东大路92号华源大厦8层05、07-10室

乐山营业部

四川省乐山市市中区凤凰路南段211号1栋19楼3号

鄂尔多斯市营业部

鄂尔多斯市东胜区鄂托克西街博源大厦11层1109室

梧州营业部

梧州市新兴三路8号西侧二楼

南昌营业部

南昌市洪城路8号2幢B座1102室

昆明营业部

昆明市环城西路611-613号A幢15层3、4号

郑州营业部

郑州市金水区未来路69号未来大厦909室

柳州营业部

柳州市景行路19号方东大厦6楼

绵阳营业部

绵阳市涪城区临园路东段72号新益大厦写字楼25楼05-08号

徐州营业部

徐州市云龙区和平路帝都大厦1#-1-302室

赣州营业部

江西省赣州市长征大道6号金鹏雅典园17号写字楼

上海向城路营业部

上海市浦东新区向城路288号1203室

北京营业部

北京市海淀区大柳树路17号富海中心3号楼602室

济南营业部

山东省济南市槐荫区经七纬十二路银座中心1号楼1-1802室

南宁营业部

南宁市民族大道141号中鼎万象东方D单元D401号、D402号

宜春营业部

宜春市宜阳大道505号永益翡翠城35栋2层2-1室



瑞达期货

RUIDA FUTURES