

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：全球复苏面临挑战 国内经济企稳修复

2020-8-31

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

本期导读：

8 月份，全球经济延续复苏，但复苏前景仍充满挑战，疫情反复使全球经济前景充满不确定性。美国经济数据好坏参半，虽然 PMI 指数显示商业活动正逐步回暖，但高频数据显示就业市场仍面临压力。另一方面，在货币政策已极度宽松的背景下，承担重担的新一轮财政刺激政策仍未落地，不断攀升的财政赤字、美国大选临近、抗议活动及疫情等因素使美国经济前景面临诸多变数。英国经济持续修复，但与欧盟的“脱欧”谈判仍未见进展。欧元区经济基本面向好，但疫情在经济重启有所反弹，复苏前景仍存不确定性。而得益于近期全球经济的恢复，较为依赖出口的日本经济也有所好转，但仍然较为疲弱。整体来看，全球经济虽已触底反弹，但疫情的影响仍导致需求承压，各国仍面临保就业、促消费的难题。宽松的货币政策将继续维持，但进一步放宽的空间有限。财政刺激成为各国刺激经济的主要抓手，但债务攀升成为了新的风险点。另外，美国大选临近、脱欧谈判，地缘政治、贸易紧张局势等因素也令经济复苏前景充满变数。

随着政策支持及需求端的进一步回暖，我国 7 月经济整体稳定向好，考虑到全球疫情和经济形势仍存在较大不确定性，未来经济复苏仍面临挑战。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，房地产投资维持韧性，基建投资有望继续提供支撑，而制造业在需求端低迷的背景下仍未有太大改善。贸易方面，得益于海外经济重启带动外需增长，7 月出口超预期上升，进口贸易受全球疫情反复的影响再次下滑。消费方面，7 月汽车零售回正，消费升级现象明显，但整体消费仍受制于居民消费意愿及能力，有待进一步回升。整体来看，我国宏观经济环境稳步复苏，未来货币政策强调“精准导向”，财政政策加速兑现，注重实效。

目录

一、	全球疫情和经济形势.....	4
二、	海外经济与重大事件.....	6
	(一) 美国：商业活动受需求带动，复苏前景仍充满变数.....	6
	(二) 欧元区：疫情反弹限制需求，就业面临较高风险.....	10
	(三) 英国：经济复苏步伐加快，脱欧谈判进展甚微.....	12
	(四) 日本：复苏势头仍然疲弱，三季度恐继续萎缩.....	14
三、	国内经济企稳复苏，供需两端持续回暖.....	16
	(一) 商业活动延续改善，大小企业增速分化.....	17
	(二) 工业生产维持平稳，企业利润快速增长.....	18
	(三) 基建保持强势拉动，地产制造稳定复苏.....	19
	(四) 疫情改变消费习惯，消费升级现象明显.....	20
	(五) 海外复苏提振出口，进口增速有待提升.....	22
	(六) 短期通胀压力仍存，内外需暖工业价格.....	23
	(七) 社融信贷增量放缓，整体结构维持改善.....	24
四、	国内宏观政策展望.....	25
	(一) 货币政策：更加灵活适度、精准导向.....	25
	(二) 财政政策：更加积极有为、注重实效.....	26

RUIDA FUTURES

一、全球疫情和经济形势

全球疫情仍然严峻，疫苗研发取得进展。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 8 月 31 日，全球新冠肺炎累计确诊病例超 2533 万例，累计死亡超 84 万例。其中，美国累计确诊逾 602 万例，仍是目前疫情最为严重的国家。美国一些刚刚复课的学校因出现疫情再度关闭，并恢复网课。巴西确诊病例和死亡病例仍居全球第二，仅次于美国。而位于亚洲的印度由于本国自身的卫生条件比较差、贫富差距悬殊等问题，近期确诊人数连续三日维持在 7 万人以上，8 月 29 日当日新增确诊病例 78761 例，创全球单日新高纪录。另外，欧洲在经济重启后疫情也出现了反弹迹象，德国、意大利、法国、英国等国单日新增比例持续攀升，各国陆续收紧防疫措施防止疫情进一步蔓延。整体来看，当前全球疫情仍较为严峻，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。好消息是，8 月以来全球新冠疫苗研发取得积极进展。世卫组织最新统计显示，截至 8 月 20 日，已向世卫组织报告、处于临床试验阶段的候选新冠疫苗达 30 种，进入三期临床试验的已有 6 种，其中 3 种来自中国，一种来自美国，一种来自英国，还有一种由德国和美国机构合作研发，另有 139 种候选疫苗处于临床前评估阶段。

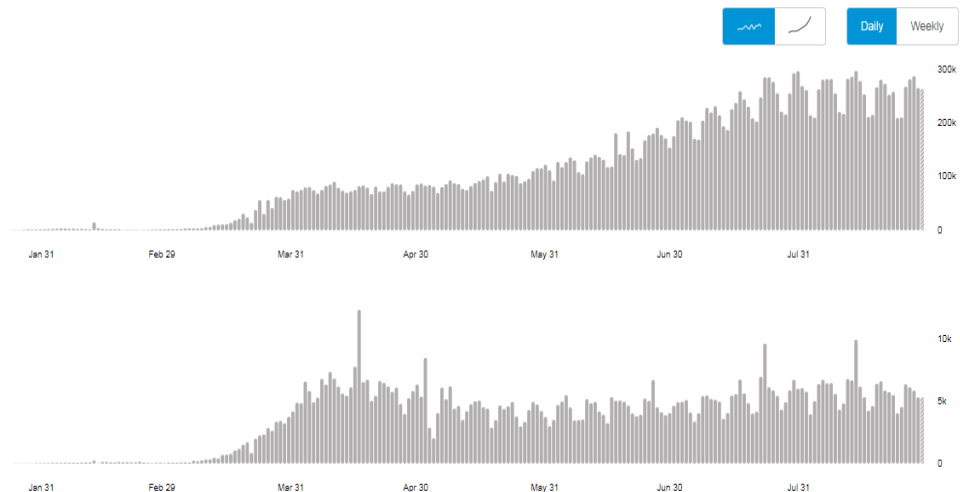
图 1 全球新增确诊病例维持高位

Global Situation

25,118,689
confirmed cases

844,312
deaths

Source: World Health Organization
Data may be incomplete for the current day or week.

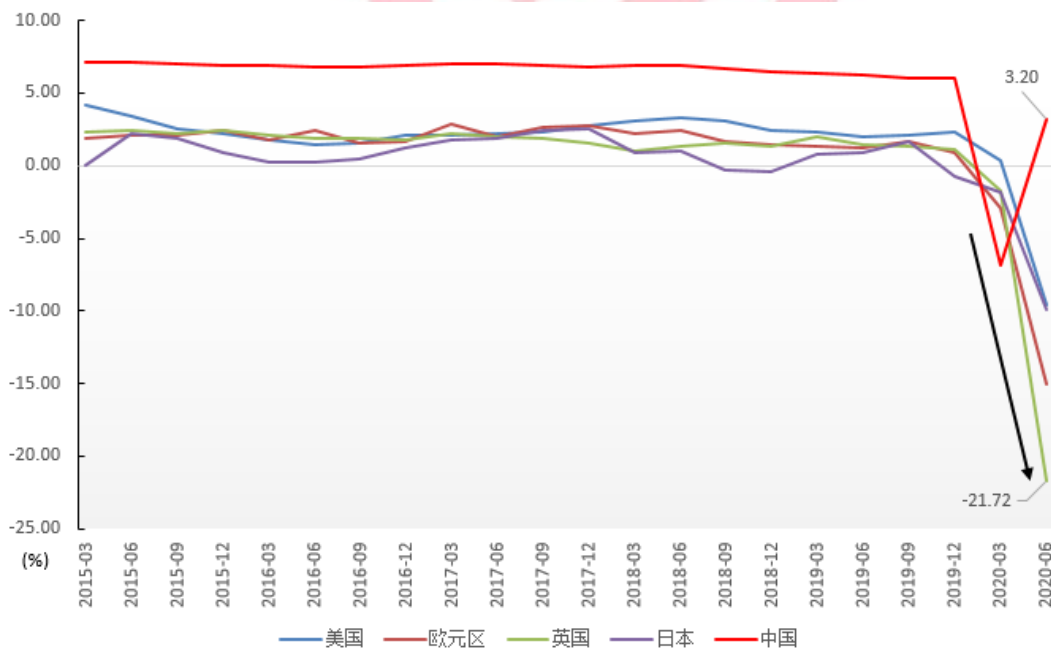


资料来源：WHO，瑞达期货研究院

受新冠肺炎疫情的影响，全球经济在二季度陷入严重萎缩。其中，英国经济环比下降 20.4%，降幅最为明显。欧元区二季度下滑 12.1%。美国和日本经济第二季度也遭遇大幅下降，分别环

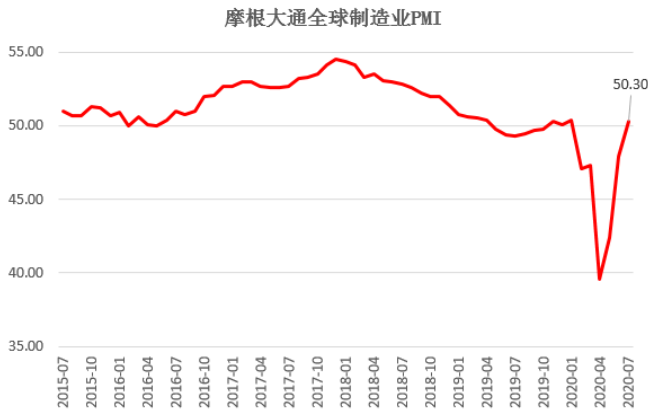
比下滑 9.5%和 7.8%。仅中国经济仍维持正增长。从领先指标来看，摩根大通全球制造业 PMI 指数在 7 月份延续回升的趋势，自 2 月以来首次重回扩张区间，显示全球经济正逐渐复苏。分国家来看，各主要经济体制造业 PMI 均有所回升。其中，美国 8 月 Markit 制造业 PMI 初值为 53.6，创 2019 年 2 月以来最高水平。英国、欧元区 8 月制造业 PMI 仍维持高位，经济复苏势头强劲。日本 8 月制造业 PMI 初值继续回升，但仍处于萎缩区间。整体来看，由于限制措施的放宽，商业及社会活动的恢复，全球经济在三季度持续复苏。不过，全球疫情仍然严峻，虽然制造业景气度在复工复产后显著回升，但服务业仍面临困境。联合国负责人表示，全球旅游业受到新冠疫情的严重破坏，今年前五个月旅游业损失 3200 亿美元，面临着超过 1.2 亿个就业机会的缺失。世界旅游组织预计今年国际旅游收入将下降 9100 亿美元至 1.2 万亿美元，这将使全球旅游业倒退 20 年。而疫情造成的失业、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面临挑战。

图 2 全球主要经济体二季度 GDP



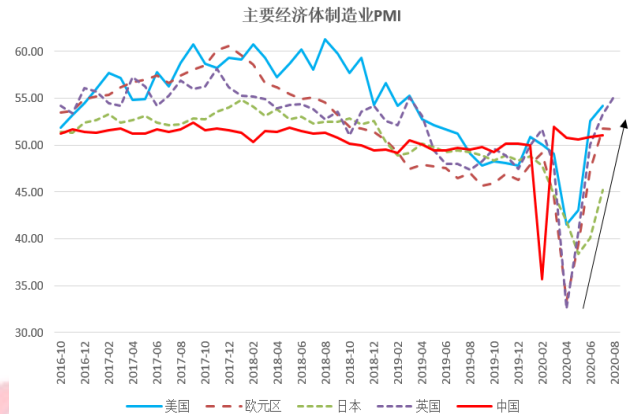
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图3 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4 全球主要发达经济体制造业景气指数 (%)



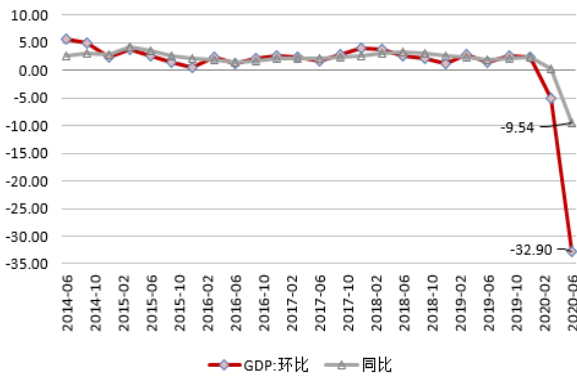
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

二、海外经济与重大事件

(一) 美国：商业活动受需求带动，复苏前景仍充满变数

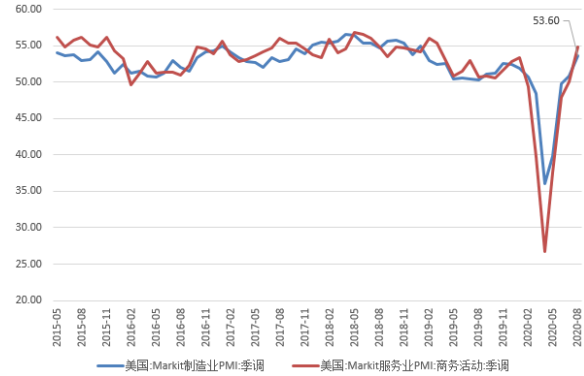
美国商业活动在需求回暖的带动下显著回升，但疫情、反种族歧视抗议及大选等不确定因素仍使复苏前景充满变数。首先从领先指标来看，美国 8 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 53.6，较 7 月份增长了 2.7 个百分点，超市场预期。8 月服务业 PMI 初值回升至 54.8，在下滑五个月后重回扩张区间。由于制造业及服务业景气度均有所回升，美国 8 月 Markit 综合 PMI 初值由 7 月的 50.3 升至 54.7，创 2019 年 2 月以来最高水平，数据显示随着制造商和服务提供商的客户需求回升，美国经济在 8 月进一步改善。其中，得益于全球经济复苏，综合 PMI 的新订单指数由上月的 49.7 升至 54，重回扩张区间，显示需求出现明显改善。制造业企业在新订单增速比 7 月份更大，而服务提供商的销售也恢复了增长。整体来看，8 月 PMI 的增长主要受需求回升所带动，商业活动进一步回暖，这对以消费拉动经济为主的美国来说是一个乐观的信号。不过值得注意的使，疫情、反种族主义抗议的持续蔓延和即将举行的美国大选所带来的不确定性，仍将对未来的产出及需求造成一定影响。

图5 美国二季度经济大幅萎缩



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

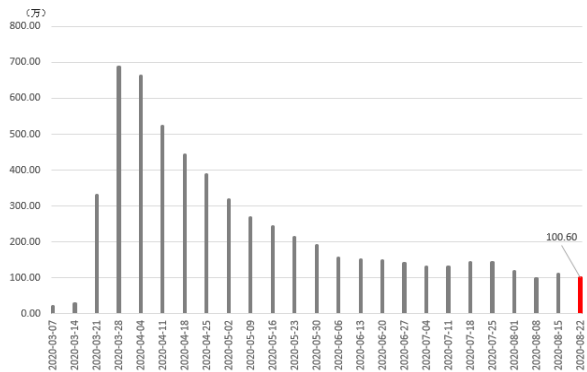
图6 美国 Markit PMI 指数大幅回升



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

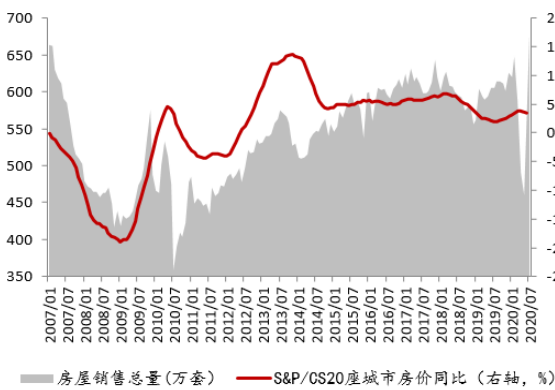
美国就业市场持续改善,但复苏步伐有所放缓。美国劳工部此前公布的数据显示,7月非农就业人口新增176.3万人,创有记录以来的第三高水平,但远不及6月数据的新增480万人。失业率也由6月的11.1%下降至10.2%。不过,美国劳工部在官方发布的就业情况声明中表示,如算上错误分类的统计失误,7月的实际失业率为11.2%,基本与6月份持平。其中,酒店和休闲业是最多增长的行业,新增59.2万人就业,约占7月非农就业总人数的三分之一。从高频数据来看,美国至8月22日当周初请失业金人数100.6万人,仍维持百万人以上。续请失业金人数也维持高位。另一方面,疫情的冲击也使得美国企业频频裁员,“世界最大航空公司”美国航空集团在8月25日宣布将裁员1.9万人,公司规模缩减近30%;8月29日,美国知名酒店及赌场运营公司美高梅国际(MGM)宣布将裁减大约18000名员工,占其疫情前员工总数的四分之一以上。随着新冠疫情持续,以及政府的财政援助枯竭,美国就业市场复苏正陷入停滞,临时性失业开始转化为永久性失业。高盛预计,几乎四分之一的临时裁员可能将成为永久性裁员,其中约200万人可能会一直失业到2021年。

图7 美国周初请失业金人数维持高位



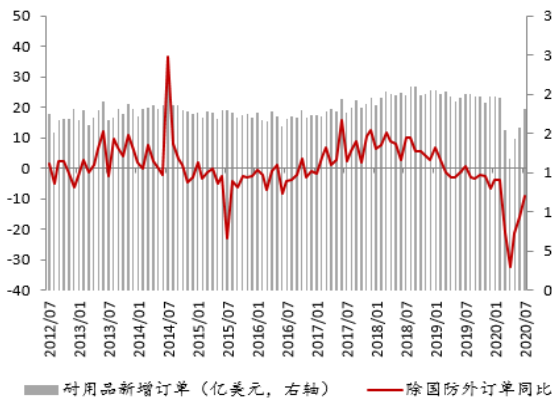
7月消费数据喜忧参半，消费市场前景仍然承压。根据全美房地产经纪商协会（NAR）的数据显示，美国7月成屋销售环比增长24.7%，连续第二个月创纪录增长，处于历史低点的抵押贷款利率和居家远程办公的趋势提振了购房需求，房屋销售已经超过疫情前水平。住房市场持续回暖对整体经济有利，买房也可能导致家具、家电和装修支出增加。另一方面，美国7月耐用品订单环比增长11.2%，较上月上升3.6个百分点，主要得益于商业活动的恢复以及汽车需求的持续反弹。不过，美国7月零售销售环比增长1.2%，低于市场预期，已连续第二个月放缓。另外值得注意的是，美国8月谘商会消费者信心指数录得84.8，较上个月的91.7下跌6.9。8月密歇根大学消费者信心指数初值也维持在低位，均远低于疫情前的水平。数据显示在高失业率、新一轮刺激政策陷入僵局和经济复苏前景充满不确定性的背景下，美国消费市场放缓的趋势可能还将延续。

图9 美国7月新屋销售大幅增长



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图11 美国7月耐用品订单延续回升



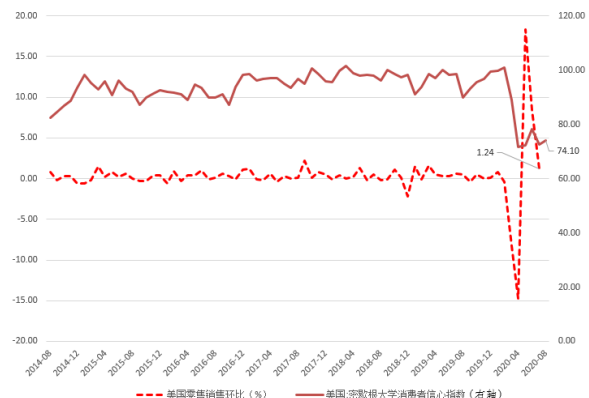
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图10 美国主要贷款利率跌至历史低点



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图12 美国7月零售销售下滑



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

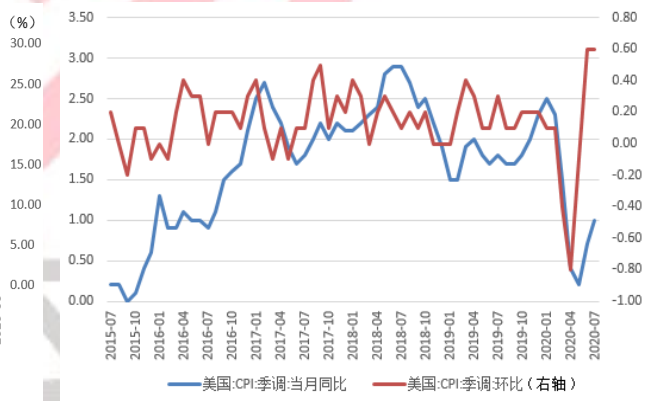
随着美联储和美国政府推出一轮又一轮刺激政策为市场注入大量流动性，货币供应量的大幅增长帮助美国通胀在二季度回升。截至7月份，美国M2货币供应量从去年年底的15.33万亿美元增长到18.3万亿美元，年增长率已经超过20%。而美国7月CPI环比增长0.6%，同比增长1%，回升幅度大幅超出市场预期，显示美国通胀由回升迹象。不过，降低利率及较高的货币供应与通胀并不存在绝对的关系，当前美国及全球市场需求仍较为低迷，通胀不一定会受货币供应量大幅增长的影响而大幅升高。对此，美联储主席鲍威尔在8月27日举办的全球央行年会上表示，美联储将正式采取“平均通胀目标化”（AIT）的政策，并容忍通胀“适度”处于美联储2%的目标之上。美联储委员强调就业和通货膨胀的下行风险已经增加，持续疲软的通胀给经济带来风险，且“强劲就业市场”不一定会导致不可接受的通货膨胀水平。整体来看，本次美联储调整政策框架，主要为应对两大变化。一是应对全球利率下降导致货币政策空间缩小；二是应对通胀持续低迷导致的长期通胀预期下降。而在新版政策框架下，未来美联储货币政策收紧将更加缓慢。

图 13 美国货币供应量大幅飙升



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 14 美国通胀持续回升

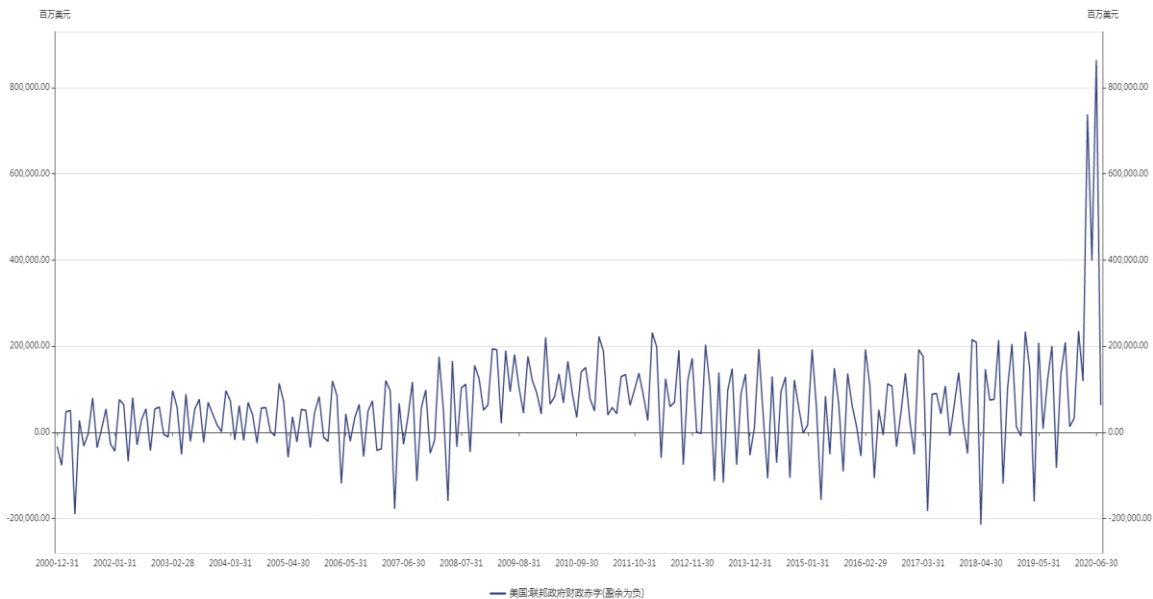


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

疫情以来，美国政府出台的各项经济刺激政策突破历史规模，推动财政赤字创下新高。6月份财政赤字较5月份增加640亿美元，增幅高达8%；虽然美国7月份的预算赤字缩减至自疫情前最低水平，但由于美国联邦政府对家庭和企业的援助，美国政府本财年的预算赤字总额仍可能攀升至3.7万亿美元，占美国全年国民生产总值的16%，较美国应对2008年国际金融危机时期年度峰值的1.4万亿美元翻了一倍多。当前极度宽松的货币政策已难有更进一步的作为，美国经济复苏的重担仍压在财政刺激上，因此未来财政赤字规模仍有进一步上升的空间。然而不断攀升的财政赤字也将成为经济复苏新的风险点。整体来看，美国经济仍延续复苏，但就业市场复苏放缓，消费市场或受到拖累。另外，不过不断攀升的财政赤字、抗议活动、疫情持续蔓延和美国大选临近等因素使

美国经济前景面临诸多变数，经济前景极不明朗。

图 15 美国联邦政府赤字率大幅飙升

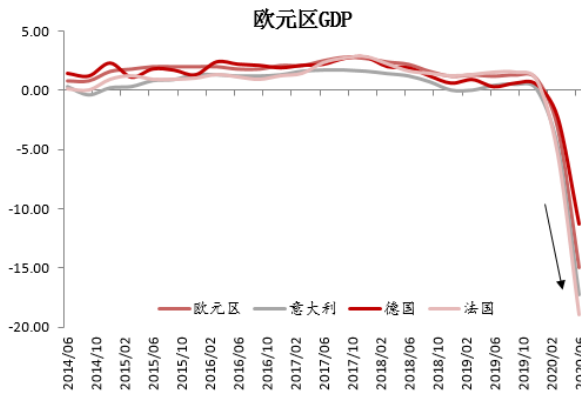


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

（二）欧元区：疫情反弹限制需求，就业面临较高风险

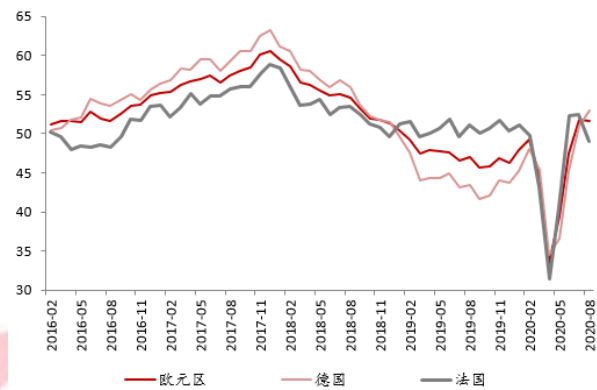
疫情导致需求疲弱，经济复苏仍有阻力。受疫情影响，欧元区二季度 GDP 录得-15%，创下记录以来最严重的季度萎缩。不过随着 6 月以来欧元区经济逐渐重启，欧元区经济呈现复苏态势，但经济解封也导致疫情反弹，欧元区多国再次收紧措施，导致 8 月经济复苏力度有所放缓。欧元区 8 月综合 PMI 初值 51.6，制造业 PMI 初值 51.8，服务业 PMI 初值 50.1，均创两个多月新低。疫情导致的内在需求疲弱仍对经济造成影响，另一方面，因解封而释放的前期被压抑的需求有所减少，叠加疫情反弹使得限制服务业的措施再次出现，欧元区 8 月服务业 PMI 较上月大幅下滑 4.4 个百分点。服务业公司已经连续六个月裁员，而且 8 月裁员幅度比 7 月份还要大。分国家来看，德国 8 月制造业 PMI 初值由 51 上升至 53，创 2018 年 10 月以来新高，但服务业 PMI 从上月的 55.6 降至 50.8。法国 8 月制造业 PMI 初值再次跌回萎缩区间，由上月的 52.4 下滑至 49。8 月服务业也由上个月的 57.3 下滑至 51.9。整体来看，受经济解封后疫情再次激增的影响，防疫措施再次收紧、整体就业持续下滑等因素削弱了欧洲国内需求，导致欧元区经济复苏放缓，未来经济走向很大程度上仍取决于疫情的控制。

图 16 欧元区二季度 GDP 同比大幅下滑



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 17 欧元区制造业 PMI

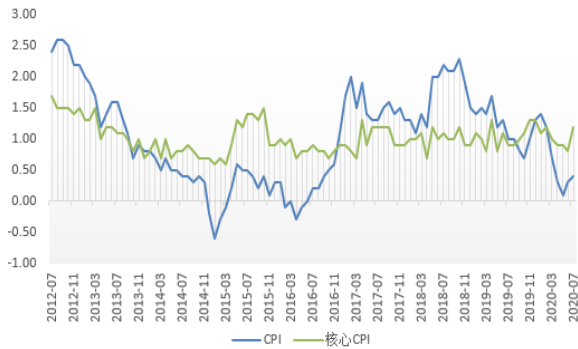


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

消费方面，得益于经济解封，欧元区 6 月零售销售环比增长 5.7%，增速虽较上月有所下滑，但仍维持在较高水平。另外，6 月零售销售与去年同期相比增长 1.3%，进一步显示欧元区零售销售已恢复至疫情前的水平。受需求回暖的提振，欧元区 7 月 CPI 较 6 月上升 0.1 个百分点至 0.4%。另一方面，随着欧洲经济逐渐复苏，欧元区 8 月经济景气指数从 7 月份的 82.3 升至 87.7，超出市场预期，已连续第四个月上升。不过值得注意的是，受疫情的影响，欧元区失业率持续攀升，欧元区 6 月失业继续上升 0.1 个百分点至 7.8%，已连续三个月走高。失业人数增至 1268.5 万人，增加 20.3 万。其中，25 岁以下年轻人失业率为 17%，上升 0.5 个百分点；失业人数增长 8 万至 236 万。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，目前就业市场很大程度上受到政府大规模的职位保留计划和贷款的保护，随着这些支持的逐步退出，失业率恐怕将大幅上升，继而对需求造成又一次冲击。另一方面，欧元区疫情反弹使得服务业再次受到冲击，企业裁员、就业岗位不断下滑等因素正威胁欧元区就业市场前景，预计欧元区四季度失业率将继续上升，零售销售环比增幅或继续回落。

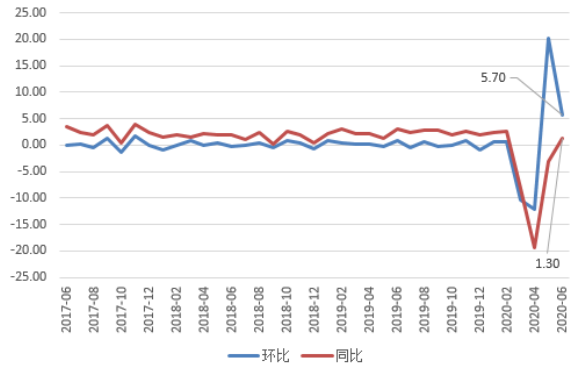
整体来看，欧元区经济复苏态势向好，但疫情仍对就业市场造成较大威胁，当前尚不能判断经济已企稳复苏。三季度 GDP 在经济解封的背景下料强劲回升，但长期前景仍充满不确定性。据法国央行调查，法国酒店餐馆的市场需求远低于正常水平，而之前迅速回暖的汽车制造业和制药行业达到高峰后又趋于平缓，甚至可能在 8 月份下降。这一现象表明经济在解封初期的强劲复苏后将有可能再次放缓。预计欧元区三季度经济有望强劲反弹，但不足以恢复至疫情前的水平。长期经济前景仍取决于疫情的控制，若防控措施再次收紧，经济可能再次陷入萎缩。

图 18 欧元区通胀率延续回升



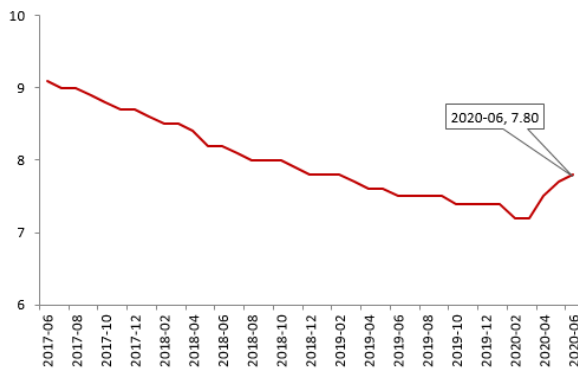
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 19 欧元区 6 月零售销售环比回落



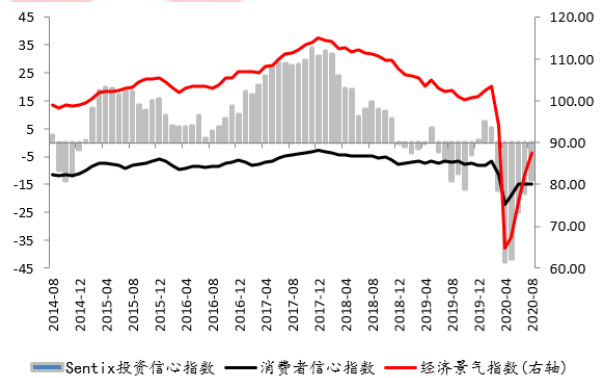
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 20 欧元区失业率持续上升



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 21 欧元区经济景气指数持续回升



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

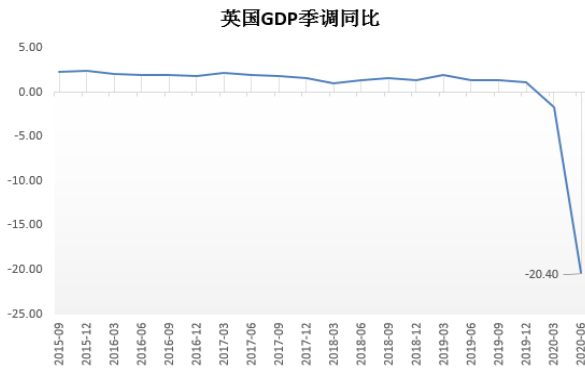
(三) 英国：经济复苏步伐加快，脱欧谈判进展甚微

英国 8 月 PMI 延续回升，经济复苏速度加快。受疫情影响，英国二季度 GDP 暴跌 20.4%，创下有记录以来最严重的季度衰退，使英国成为 G-7 国家中衰退最严重的国家。不过随着 6 月以来疫情逐渐控制，经济陆续解封后，英国经济强劲复苏。从领先指标来看，英国 8 月综合 PMI 为 60.3，创 7 年以来的最高水平。其中，制造业 PMI 录得 55.3，创 2018 年 2 月以来新高。服务业 PMI 录得 60.1，均好于预期。数据显示，在经济陆续解封后，英国经济复苏的速度在 8 月再次加快。不过值得注意的是，8 月份服务业和制造业的企业都在加快裁员步伐，显示企业降低成本的压力仍然存在。另外，根据其他国家的经验，随着重启经济的最初提振效应逐渐消退，8 月英国综合 PMI 可能是该指数的峰值，在就业及需求承压的背景下，未来经济复苏的步伐或将放缓。

随着经济复苏及需求回暖，英国消费市场持续回暖。英国国家统计局数据显示，7 月零售

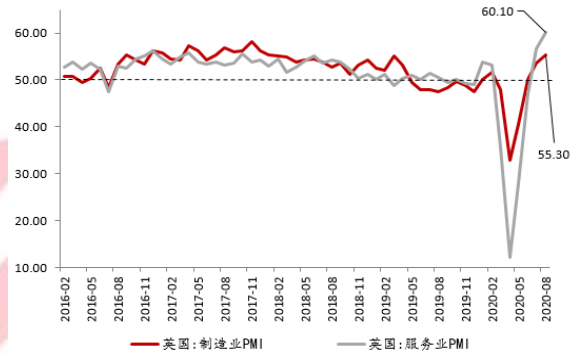
销售环比增长 3.6%，同比增长 1.4%，已超过疫情爆发前的水平。由于疫情期间在线销售的强劲增长，7 月份在线零售额与疫情爆发前的 2 月份相比增长了 50.4%。另一方面，受需求回暖的提振，英国 7 月 CPI 较 6 月的 0.6% 上升至 1%，核心通胀也上升 0.4 个百分点至 1.8%，但仍远低于英国央行所希望的水平。

图 22 英国二季度 GDP 大幅萎缩



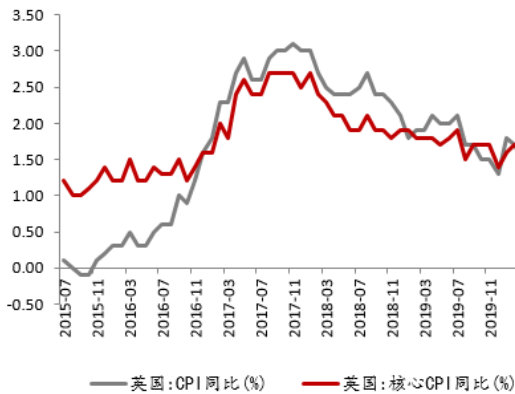
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 23 英国 7 月 PMI 延续反弹



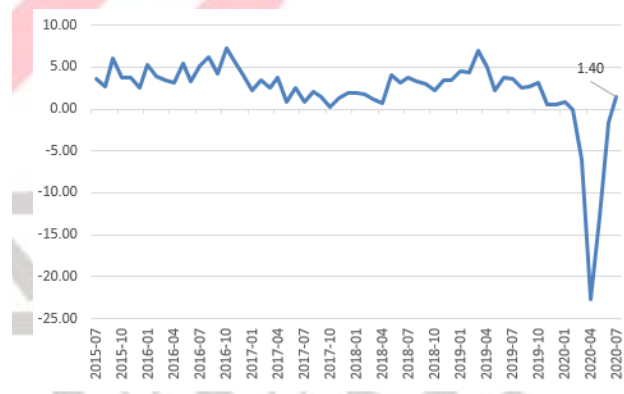
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 24 英国 7 月 CPI 延续回升



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 25 英国 7 月零售销售延续回升



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，不过经济在三季度大幅反弹之后能否维持动能仍有待观察。值得注意的是，英国政府在疫情期间向央行大量借款用以刺激经济，债务总额创下历史记录以来最高。根据英国国家统计局 8 月 21 日公布的数据，英国政府公共债务首次超过 2 万亿英镑，占 GDP 的比重已经超过了 100%，这也是英国自 1960 年代以来面临的最重负债压力。而当前经济下行压力仍存，就业市场仍面临较大压力，预计财政支出仍将继续攀升。目前英国政府正讨论将出售资产的基本税率从 10% 上调到 20%，增值税税率将从 28% 上调至 40%，并研究削减退休福利，对网上销售征税和提高燃油税，借此弥补疫情和经济萎缩

带来的财政损失。

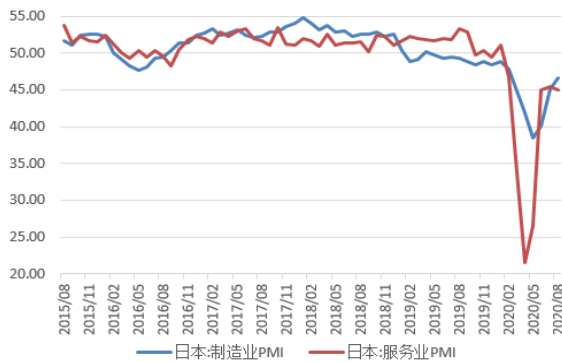
脱欧谈判进展甚微，关注新一轮谈判。8月21日当地时间周五，英国和欧盟的官员皆表示，围绕新贸易条款的谈判进展甚微。英国退欧的过渡期将于今年年底结束。双方目前在多个领域存在分歧，其中最关键的是渔业政策以及平等的竞争环境。如果双方未能在过渡期结束前达成协议，那英国企业将面临更高的交易成本。其中很多企业已经因新冠疫情遭到沉重的打击。双方同意在接下来的两周内继续保持联系，并在9月7日当周于伦敦展开新一轮的谈判。

（四）日本：复苏势头仍然疲弱，三季度恐继续萎缩

需求持续疲弱导致日本经济复苏步伐极为缓慢，三季度经济料继续萎缩。受新冠肺炎疫情持续蔓延及去年上调消费税的影响，日本内外需求受到前所未有的打击，使得较为依赖出口且本就长期疲弱的日本经济受到重创，疫情后的恢复速度也极为缓慢。从领先指标 PMI 来看，日本8月制造业 PMI 初值为46.6，较7月份上升了1.4个百分点，虽然超过市场预期，但已连续16个月处于萎缩区间。而8月服务业 PMI 初值由上月的45.2下滑至45。由于贸易活动承压以及保持社交距离等防疫措施，制造业及服务的需求仍较为疲弱，制造业新订单指数在8月加速下滑。受此影响，劳动力市场将继续恶化，这可能会打击未来几个月国内家庭的收入与支出，日本经济复苏前景仍存在高度不确定性。

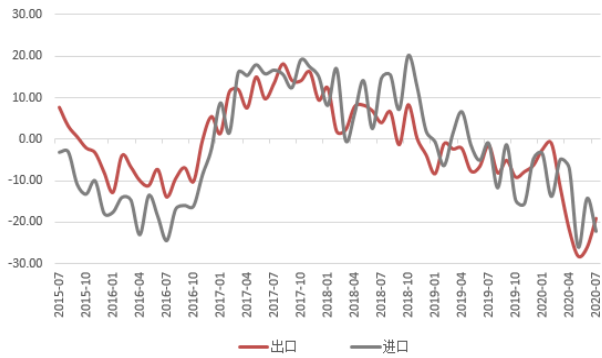
受海外需求仍受疫情抑制所影响，日本7月出口增速依然疲弱。据日本财务省公布的数据显示，日本7月出口额为5.3689万亿日元，同比下降19.2%，连续第20个月下滑。尽管全球主要经济体陆续开放经济，但美国疫情仍旧持续蔓延，欧元区疫情也有反弹趋势，表明出口的复苏仍需要较长时间恢复。值得注意的是，7月日本对中国的出口逆势增长，较上月由负转正至8.2%，为7个月来首次转为增长。除了铜等有色金属和汽车出口增加之外，半导体等制造设备出口增加23.6%，机床订单同比增长50%，其中与汽车有关的市场需求起到了重要的拉动作用。数据显示中国制造业及需求的恢复较美欧等国要快。

图 26 日本制造业 PMI 持续低迷



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

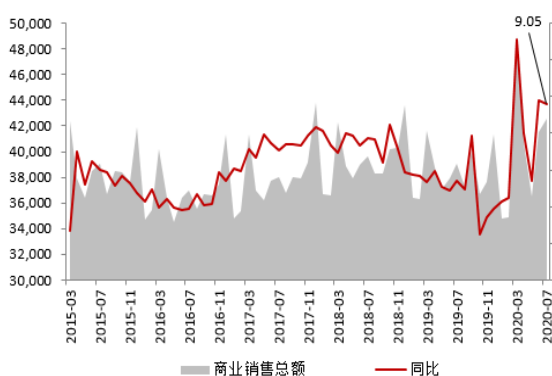
图 27 日本出口依然疲弱



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

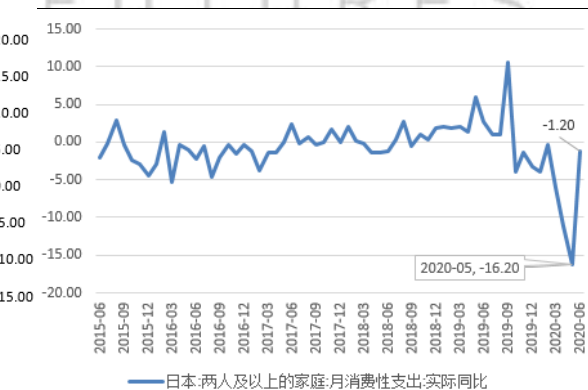
消费通胀有所回升, 失业率呈上升趋势。日本消费市场数据有所回暖, 7 月商业销售同比录得 9.05%, 仍维持在较高水平。另一方面, 6 月家庭支出同比录得-1.2%, 较 5 月份大幅回升 15 个百分点, 显示经济解封后需求有所回升。受需求回暖所提振, 日本 7 月通胀小幅回升, CPI 同比由月的 0.1% 上升至 0.3%, 但核心 CPI 仍仅录得 0, 不及市场预期。整体来看, 疫情导致的石油等资源产品、居民消费以及企业投资大幅缩减仍给通胀带来下行压力。另一方面, 日本 7 月就业环境进一步恶化, 失业率也有所上升。据日本总务省发布统计的数据, 日本 7 月份的完全失业率达 2.9%。7 月份的完全失业人员达到 196 万人, 比上个月增加了 2 万人。没有丢失工作, 但被迫休假的人达到 220 万人。此外, 厚生劳动省发表的调查报告称, 7 月份有效求人倍率环比较上月降 0.03 点至 1.08 倍, 意味着招聘人数减少、求职人数增加。整体来看, 虽然日本经济基本触底, 但经济复苏步伐仍旧缓慢, 疫情持续蔓延导致的全球需求疲弱仍将限制以出口为主的日本经济的复苏。

图 28 日本零售销售同比回升



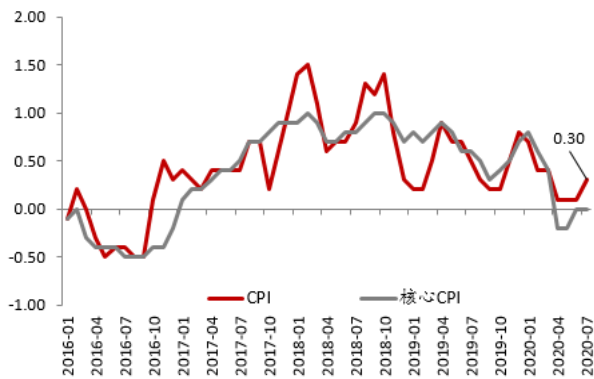
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 29 日本家庭支出同比降幅缩窄



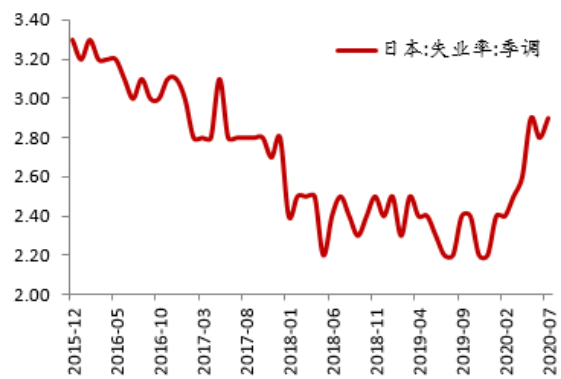
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 30 日本 7 月通胀小幅回升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 31 日本 7 月失业率小幅上升



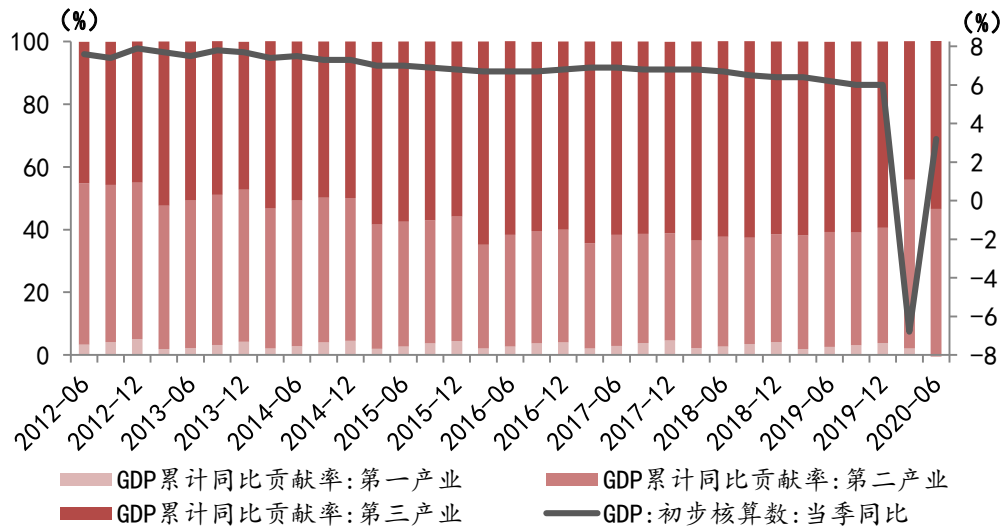
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

三、国内经济企稳复苏，供需两端持续回暖

随着政策支持及需求端的进一步回暖，我国 7 月经济整体稳定向好，考虑到全球疫情和经济形势仍存在较大不确定性，未来经济复苏仍面临挑战。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，房地产投资维持韧性，基建投资有望继续提供支撑，而制造业在需求端低迷的背景下仍未有太大改善。贸易方面，得益于海外经济重启带动外需增长，7 月出口超预期上升，进口贸易受全球疫情反复的影响再次下滑。消费方面，7 月汽车零售回正，消费升级现象明显，但整体消费仍受制于居民消费意愿及能力，有待进一步回升。整体来看，我国宏观经济环境稳步复苏，未来货币政策强调“精准导向”，而财政政策将加速兑现，注重实效。在政策支持及海外经济逐渐回暖的背景下，我国下半年经济稳中向好的趋势没有改变。

RUIDA FUTURES

图 32 中国 GDP 及各产业贡献率



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

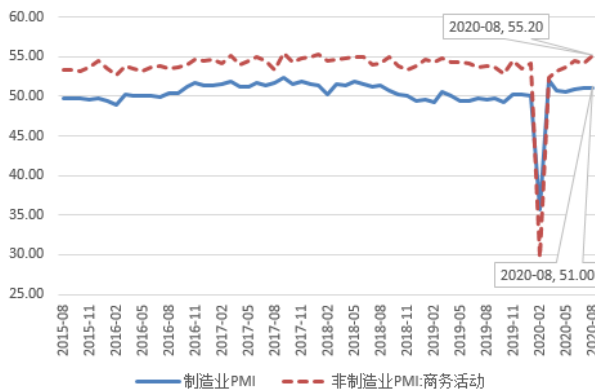
（一）商业活动延续改善，大小企业增速分化

8 月商业活动延续改善，服务业景气度回暖明显。8 月份，中国制造业 PMI 为 51.0%，比上月略降 0.1 个百分点，显示制造业总体平稳运行。从分项上来看，生产指数较上月回落 0.5 个百分点，但仍录得 53.5%，显示企业生产仍在扩张。新订单指数为 52.0%，比上月上升 0.3 个百分点，连续 4 个月回升，显示随着国内经济复苏，制造业市场的需求正逐步回升。从企业规模来看，大中型企业仍维持扩张，但小型企业 PMI 较上月下降 0.9 个百分点至 47.7，显示小型制造业企业仍面临较大的压力。8 月份非制造业商务活动指数为 55.2%，比上月上升 1.0 个百分点，连续 6 个月位于临界点以上。数据显示随着国内疫情防控形势向好，人民生活逐步恢复常态，非制造业景气度回升幅度较制造业更加明显。分行业来看，受益于国内大力发展基建等政策支持，建筑业商务活动指数仍维持在 60.2% 的高位，较上月下滑 0.3 个百分点。服务业商务活动指数为 54.3%，比上月上升 1.2 个百分点，回升较为显著。从分项上看，非制造业新订单指数为 52.3%，比上月上升 0.8 个百分点，表明非制造业市场需求持续回暖。建筑业和服务业新订单指数均较上月加速扩张，分别录得 56.4%、51.5%，较上月上升 1.8、0.5 个百分点。

整体来看，8 月国内商业活动延续改善，制造业及服务的需求均有所回暖，显示我国经济延续良好的复苏态势。服务业景气度明显回升，建筑业需求持续扩张。非制造业整体复苏较制造业要更加明显，一方面，国内疫情防控形势向好，前期受疫情冲击较大的旅游业、餐饮业

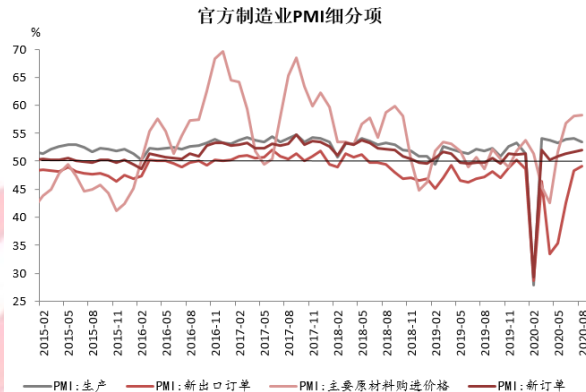
逐步恢复，影院也陆续开放。另一方面，制造业需求受海外疫情持续蔓延所影响，回升力度较弱，且小型制造业企业仍面临较大的压力。预计 9 月份商业活动仍将维持扩张趋势，服务业复苏程度仍将优于制造业。

图 33 中国 8 月 PMI 维持扩张



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 34 制造业新订单有所上升



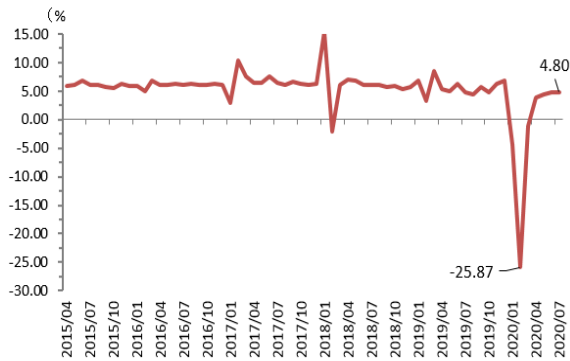
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

(二) 工业生产维持平稳，企业利润快速增长

工业生产维持平稳，企业利润快速增长。随着供需两端的持续回暖，以及一系列政策的落地，工业在 7 月份保持平稳增长，企业利润加速回升。7 月规模以上工业增加值同比增加 4.8%，与上月持平。环比上升 0.98%，小幅高于常态时期。分三大门类看，采矿业与电力、热力、燃气及水生产和供应业增速有较大回落，分别同比增长-2.6%、1.7%，增速较上月回落 4.3pct、3.8pct，制造业增幅扩大 0.9pct 至 6.0%。分行业看，41 个工业大类行业中有 25 个行业。其中，高技术制造业保持高增长，当月同比增长 9.8%，其中，计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长 11.8%；装备制造业生产加快，同比增加 13.0%，电气机械和器材制造业、汽车制造业表现亮眼，分别同比增长 15.6%、21.6%。另外，企业利润延续快速恢复性增长，从单月数据来看，7 月份全国规模以上工业企业实现利润总额 5895.1 亿元，同比增长 19.6%，增速比 6 月份加快 8.1 个百分点，已连续 3 个月同比增长，增速逐月加快。

整体来看，7 月工业保持稳定增长，结构持续优化，工业中高技术和装备制造业等新动能保持了较快增长。考虑到 8 月制造业 PMI 延续扩张、新订单指数持续回升，以及国内疫情防控成果显著叠加年内政策落实落细，预计工业企业利润将延续小幅回升。不过，中美关系摩擦和海外需求疲弱，叠加国内短期洪涝影响，工业恢复速度料将受到一定影响。

图 35 中国 8 月工业增加值



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 36 中国 8 月工业企业利润



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

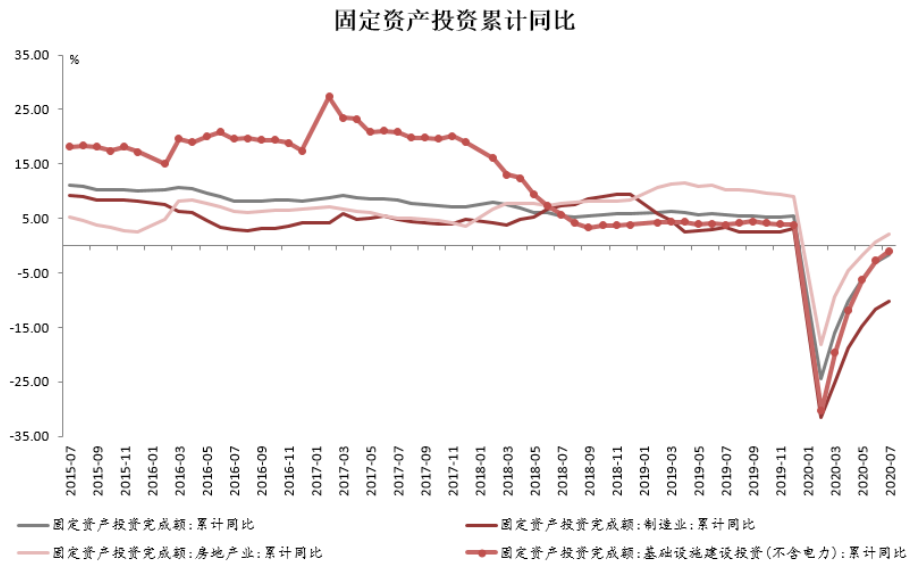
(三) 基建保持强势拉动，地产制造稳定复苏

中国 1-7 月固定资产投资同比下降 1.6%，降幅继续收窄 1.5pct，在稳投资政策的推进下，各分行业投资延续逐月回升的态势，政策坚持“稳投资”其中基建同比增长仍强势，同比上升 7.89%，制造业小幅回暖，同比下降 3.11%，降幅较上月收窄 0.37pct。分项上看，基建投资 1-7 月累计同比下降 1%，降幅继续收窄。7 月底政治局会议关于基建强调加快新型基础设施建设，深入推进重大区域发展战略，加快国家重大战略项目实施步伐。考虑到年内新增地方专项债和抗疫特别国债陆续发行完毕，政策持续推进、财政加速推进的背景下，基建有望延续增长趋势。

房地产开发投资同样维持增长，累计同比上升 3.4%。在中央和多地楼市调控坚持“房住不炒”下，房地产业仍表现出强韧性，前期积压需求仍逐步释放，商品房销售面积、销售额累计同比收窄至 -5.8%、-2.1%。百城住宅价格指数环比增速回落至 0.43%，一线城市环比增速从 0.46% 回落至 0.33%。

制造业投资同比增速降幅继续收窄 1.5pct 至 -10.2%。线下活动已基本恢复常态，居民消费意愿仍受制于就业和可支配收入，内需回暖程度有待提升。随经济稳步复苏，基建整体或将持续拉动整体投资，海外需求同步拉动出口贸易，制造业将延续稳步回升的态势。

图 37 固定投资完成额及分项累计同比 (%)



(四) 疫情改变消费习惯，消费升级现象明显

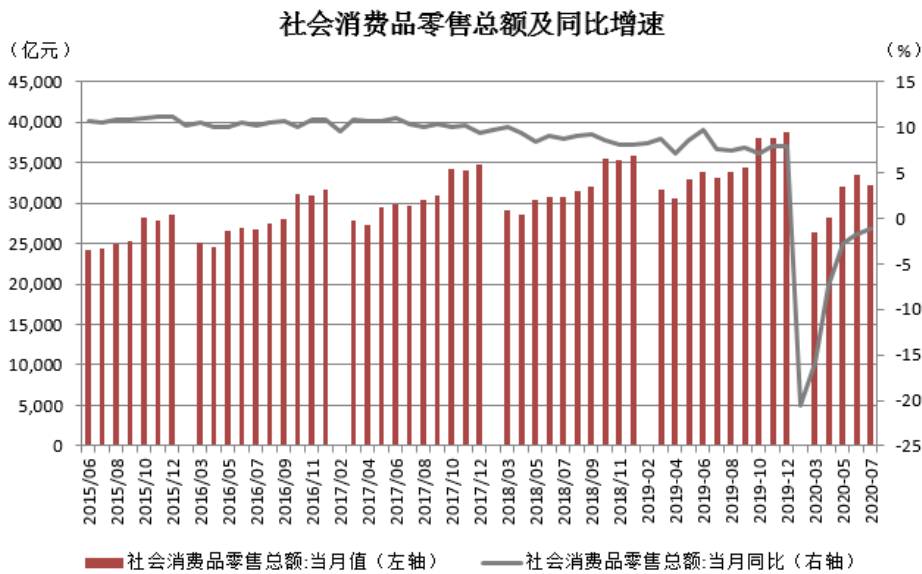
中国 7 月社会消费品零售总额同比降低 1.1%，降幅收窄 0.7pct，回升幅度小于上月。城镇、农村零售额同比分别降 1.1%，1.3%，其中城镇零售明显回升，农村零售小幅下滑。在宏观政策强调“内循环”的战略基点上，需求端整体缓慢恢复，主要受石油及制品、餐饮业拖累，同时表现出消费升级现象，以及消费习惯的改变。

消费升级现象明显，通讯器材类、汽车类当月表现突出，同比分别增加 11.3%、12.3%。汽车受近期政策重点支持新能源汽车利好，中央和地方出台的多项稳定和促进汽车消费政策，且同期基数较低，增长速度较上月有明显回升。乘联会公布数据显示 7 月全国乘用车市场零售达到 159.7 万辆，同比增长 7.7%，新能源乘用车批发销量同比增长达到 28.3%。另外，石油及制品类拖累明显，同比增长-13.9%，延续多月低迷状态。

疫情明显改变大众消费习惯，线上消费增速占比均提升，线下餐饮阴霾未散。1-7 月实物商品网上零售额增长 15.7%，占社会消费品零售总额的比重为 25.0%，较去年同期增长 5.6pct，线上购物成新消费习惯。另一方面，疫情对线下餐饮的影响仍未消散，处于负增长区间，降幅收窄 4.2pct 至-11%。

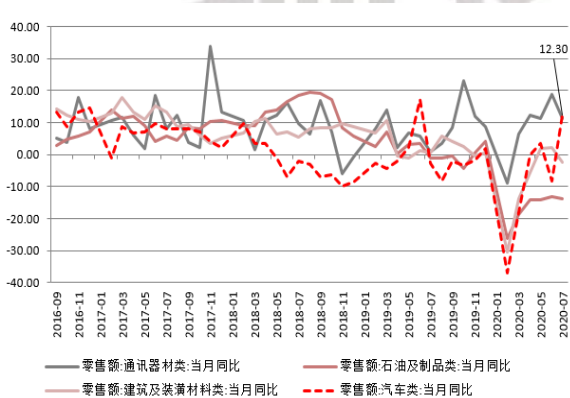
整体来看，7 月份消费市场小幅改善趋势，改善幅度有望进一步提升。从消费能力来看，排除价格因素，城镇居民可支配收入累计同比减少 2%，7 月就业率与上月持平为 5.7%，信心指数持续下滑，消费能力受损，居民消费意愿受到抑制。不过，随着经济重启复苏及一系列稳就业、促消费政策落地，投资回暖带动消费，预计下消费市场年内有望进一步修复。

图 38 社会消费品零售总额（亿元）和同比增速（%）



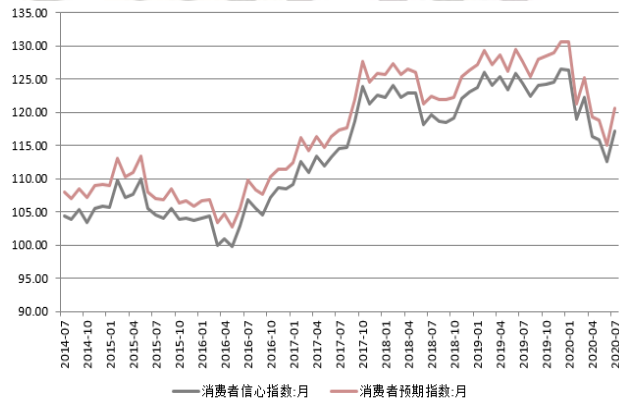
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 39 汽车零售大幅回升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 40 消费者信心指数持续回升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

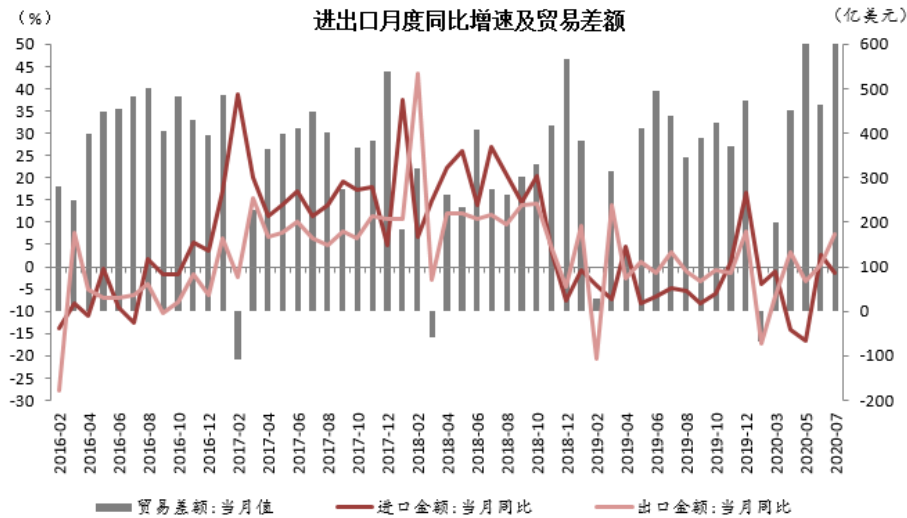
（五）海外复苏提振出口，进口增速有待提升

7月份，我国外贸进出口总值达到4129.3亿美元，同比增长3.4%。其中，出口完成2376.3亿美元，同比增长7.2%；进口完成1753.0亿美元，同比下降1.4%。由于出口大幅回暖，进口低迷，贸易顺差大幅增加，当月值为623.3亿美元，同比增长3.4%，环比增加34.3%。

出口同比超预期回升，环比上升6.7pct，主要受益于海外主要出口地区生产端有所回暖。美国、欧元区国家、日本制造业PMI显著“V型”反弹，经济活动逐步复苏，带动外需显著回升。东盟、美国出口额同比回升明显，分别增长12.5%、14.0%；日本出口额同比-2%，较上月降幅大幅收窄8.5pct。环比来看，欧美日以及东盟出口额均有较高上升幅度，分别环比上升9.1%、9.8%、9.1%以及14.7%。从产品端看，高新技术产品和机电产品有较大提升，分别上升15.6%、10.2%。服装类产品降幅继续收窄1.7pct至-8.5%，随海外加紧推进复工，预计年内有机会回正。防疫物资出口需求有所缓和，纺织纱线、织物及制品和医疗仪器及器械分别环比-1.1%、-5.6%。

7月进口增速由正转负，同比下降1.4%。增速环比上月下滑4.1pct，主要受海外经济活动尚未完全恢复以及大宗商品量升价跌影响。从主要进口地区看，欧盟、美国、日本以及东盟同比增速较上月均有下滑，分别减少2.3pct、7.7pct、3.9pct以及15.6pct。产品端中，原油、大豆、铁矿砂量升价跌现象明显，进口金额同比分别-26.8%、15.6%、10.6%，进口数量分别25.0%、16.8%、23.8%。整体来看，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，预测外贸基本盘继续保持稳中提质的态势。

图 41 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

(六) 短期通胀压力仍存, 内外需暖工业价格

全国居民消费价格指数 (CPI) 同比上涨 2.7%，涨幅较 6 月扩大 0.2pct，自五月起逐月小幅攀高。其中，6 月食品延续增长趋势，同比上升 13.2%，环比上升 2.8%，主要系猪肉价格仍维持高位，同比上升 85.7%，带动牛、羊肉上升 17.9% 和 11.1%，涨幅较为稳定；鲜果和鸡蛋供给受影响较小，同比分别下降 27.7% 和 14.5%。环比来看，食品价格环比上升 0.2%，因线下消费需求恢复，旅游餐饮有回暖趋势等原因，畜肉类肉价格环比上涨 7.4%；鲜菜短期供应受影响，价格延续上升趋势，环比 6.27%；而蛋鸡存栏减少，夏季产蛋率有所下降，上涨 4.0%。

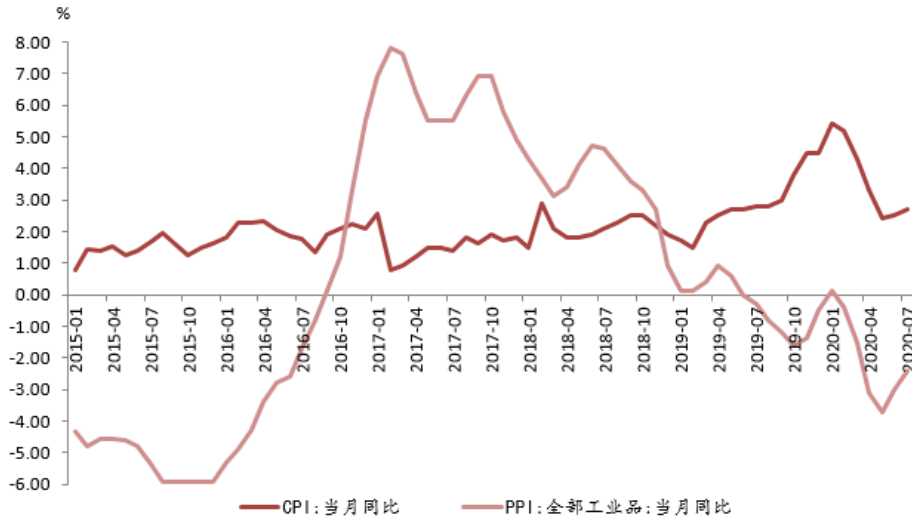
非食品中，受疫情重创的旅游行业仍在恢复过程，去年同期为暑期旺季基数较大，旅游价格同比 -4.3%，飞机票和宾馆住宿价格分别上涨 2.9% 和 1.7%；当月电影院限制陆续放开，教育文化和娱乐同比上升 0.3%；夏装换季打折促销，服装价格环比下降 0.5%。

考虑到猪肉价格去年已经开始上涨，引起下半年价格基数提升，且 7 月生猪生产、能繁母猪存栏同比增长 20.3%，猪价对 CPI 的拉动会逐步减弱，全年 CPI 下行趋势或不改。另外，洪涝灾害对生猪调运、蔬果运输影响的时间跨度有限，通胀压力有望进一步减小。整体需求恢复较生产端偏慢的情况下，预计年内 CPI 保持稳定。

工业品出厂价格指数 (PPI) 同比增长 -2.4%，降幅进一步缩小 0.6pct，其中生产资料价格同比增长 -3.5%，生活资料同比增长 0.7%；工业生产者购进价格指数同比增长 -3.3%，市场需求

逐步回暖拉动工业生产。环比来看，工业品出厂价格、购进价格指数皆有小幅增长，分别上升 0.4%、0.9%，外部经济逐步重启，内外供需关系开始缓解，工业通缩压力进一步缓解。行业中，石油和天然气开采业环比上升 12.0%，石油、煤炭及其他燃料加工业增加 3.4%，主要受国际原油价格反弹影响。

图 42 CPI、和 PPI 月度增速同比



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（七）社融信贷增量放缓，整体结构维持改善

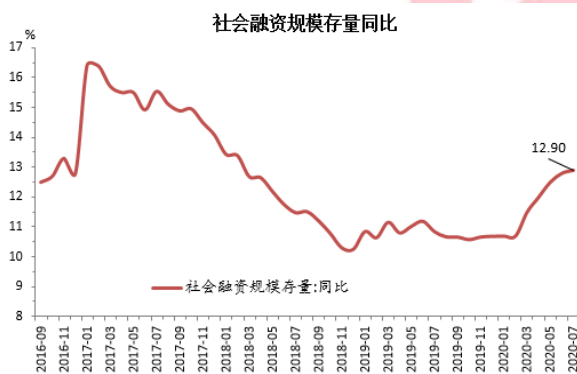
7月社融信贷增长放缓，但结构维持改善。7月社融增量、新增人民币贷款均有所放缓，货币增速出现回调。7月金融数据不及市场预期主要与货币政策回归中性有关，体现了货币政策转向“精准导向”。具体来看，7月社融新增 1.69 万亿元，规模较 6 月减半，环比减少 17442 亿元，同比增加 4028 亿元。其中，表内信贷和表外融资新增量均环比减少。7月人民币新增贷款需求出现回落，人民币贷款增加 9927 亿元，同比少增 631 亿元。分部门看，住户部门贷款增加 7578 亿元，其中，短期贷款增加 1510 亿元，环比少增，中长期贷款增加 6067 亿元，基本与上月持平。居民短期贷款减少主要由于近期加大了资金违规使用的监管力度，严控经营性、消费性短期贷款进入楼市空转套利。企（事）业单位贷款增加 2645 亿元，其中，短期贷款减少 2421 亿元，中长期贷款增加 5968 亿元，票据融资减少 1021 亿元；企业部门中长期贷款同比多增、环比少增，体现了资金需求和供给较上半年有所减少，但整体仍保持平稳增长。

货币供应方面，7月 M2 余额 212.55 万亿元，同比增长 10.7%，增速比上月末低 0.4 个百分

点，比上年同期高 2.6 个百分点；狭义货币(M1)余额 59.12 万亿元，同比增长 6.9%，增速分别比上月末和上年同期高 0.4 个和 3.8 个百分点。可以看到，M1、M2 剪刀差正逐渐缩小。M2 同比有所放缓，主要因当前央行维持流动性在偏中性的状态以及信贷扩张的需求下滑。另一方面，M1 走高、剪刀差缩小体现实体经济需求正在持续复苏。

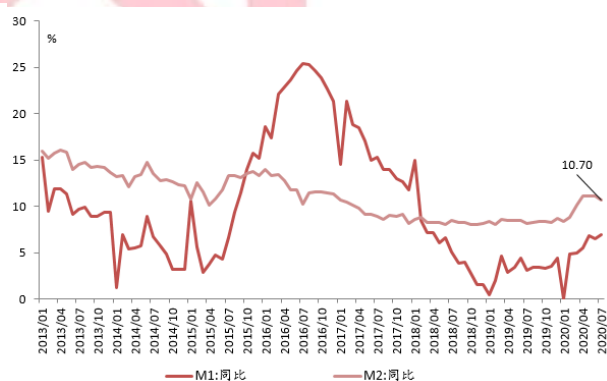
整体来看，虽然 7 月社融信贷增长放缓，但结构出现优化，也体现实体经济需求的回升。展望下阶段，M2 的下滑预示着货币政策已从总量宽松转向结构优化，未来货币政策将更加“精准导向”，这不仅有利于对实体经济精准纾困，也有利于防范化解金融风险。未来降准、降息的概率降低，央行将更多发挥结构性货币政策工具的作用。预计未来社融信贷增长或继续放缓，M1、M2 剪刀差将继续减小。

图 43 7 月社融规模存量同比



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 44 7 月 M1、M2



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

随疫情防控成效显著以及复工复产进展较顺利，7 月宏观经济延续温和复苏，主要表现为供给端增速趋稳，需求端继续缓慢修复，出口受海外复工提振。分三驾马车来看，投资端仍以基建为主力，制造业缓慢回升，增速仍处于负区间，受多地房市调控影响下的房地产投资仍表现较强韧性；消费端小幅改善，社零同比降幅进一步收窄，弱支撑供给端的未来恢复；出口端表现超预期，海外制造业景气度反弹，外需增长拉动我国出口。当前全球疫情形势未有好转趋势，各国经济复苏速度有限，且中美贸易摩擦再次升级，整体不确定性与风险加剧，7 月微小

企业 PMI 于荣枯线下，制造业投资仍低迷，货币政策尚需对实体经济给予支持，继续保持“总量适度”的宽松。

本月央行所公布的二季度中国货币政策执行报告，与 7 月末的政治局会议总基调一致，强调“灵活适度、精准导向”，下一阶段将继续发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，通过再贷款、再贴现和直达实体经济的货币政策工具，继续推进实体经济恢复与可持续发展。央行年内已开展 1.8 万亿元再贷款再贴现额度、两个创新货币政策工具（普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划）等结构性货币政策工具。当月，央行 LPR、MLF 利率持平，政策侧重结构优化。利率调节产生的总量增加易引起资金空转，房市过热。多地楼市调控抑制房地产市场过热现象，总体“坚持房住不炒的定位”。未来货币政策继续扩张概率较小，倾向采取结构性货币政策。

（二）财政政策：更加积极有为、注重实效

下半年财政政策继续扩大刺激幅度有限，7 月底政治局定调财政政策落实落细，8 月发布的上半年财政政策执行情况报告对当前国内经济形势表现乐观，延续强调“积极有为、注重实效”，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。

财政支出方面，7 月全国一般公共预算支出同比增长 18.5%，较上月明显改善 32.8pct，主要是加快直达资金使用和重大项目实施进度，形成实物工作量。直达资金政策逐步显现，中央财政已下达全部直达资金的 98.5%，各地已形成的支出占已下达资金的 20.3%。同时，为做好防汛救灾工作，全国防汛支出增长 43.1%。累计来看，全国一般公共预算支出同比下降 3.2%，其中，中央、地方一般公共预算本级支出分别同比下降 3.2%、3.2%。截至 8 月 16 日，新增地方政府专项债券已发行 2.95 万亿元，占全年计划（3.75 万亿）的 78.6%。债券发行速度仍远超财政支出，下半年支出有望加速进入市场。

收入方面，7 月全国一般公共预算收入同比增长 4.3%，连续保持两个月的正增长，因我国宏观环境稳步恢复，复工复产持续推进。分税种看，国内增值税、出口退税仍低迷，分别同比下降 3.0%、14.1%；生产供给带动国内消费回暖，国内消费税、进口货物增值税消费税、个人所得税、车辆购置税分别同比增长 16.2%、5.2%、18.8%、15.9%。累计来看，1—7 月累计，全国一般公共预算收入同比下降 8.7%，其中，非税收入 16216 亿元，同比下降 7.7%，企业负担持

续减轻，涉企收费继续下降。

财政政策执行情况报告同时给出了全年赤字率的指引，将财政赤字率从 2.8%提高至 3.6% 以上，赤字规模比 2019 年增加 1 万亿，以稳定并提振市场信心。报告中强调扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，稳住经济基本盘。该指引基本符合市场预期，预计未来财政支出大幅增量可能性不大，支出速度有望进一步提升。



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