

“疫后”经济超预期，经济增速有望继续抬升

——联合宏观信用观察半年报（2020年6月）

联合资信、联合评级宏观研究部

摘要：

- 年初突如其来的疫情对经济造成严重冲击，随着疫情防控形势持续向好，复工复产复商复市的加快推进，上半年我国经济先降后升，二季度经济增长由负转正。从构成看，三大需求中资本形成对经济拉动作用转正，消费以及货物和服务净出口对经济依然是负向拉动作用。上半年经济运行，整体呈现生产端恢复快于需求端的特点。
- 2月在疫情的影响下经济几乎停滞，拉动一季度GDP同比增速降至-6.8%的历史新低；二季度随着我国疫情基本得到控制、复工复产的推进，经济运行逐月好转，生产需求持续回暖，当季GDP同比增长3.2%，大幅超出市场预期值。二季度GDP大幅好转超出市场预期主要有两方面原因：一是基建和房地产投资快速反弹，缓解了经济下行的压力；二是出口韧性超预期。预计下半年经济将继续修复，但同比增速修复斜率不会过于激进。
- 区域方面看，上半年受疫情的冲击，2月各地经济几乎全部经历了深度负增长，二季度随着疫情防范的常态化、复工复产深入推进，各省区经济都呈现出逐步向好的态势，6月各省工业增加值基本实现全部正增长。行业方面，需求逐步恢复带动上下游行业量价齐升。
- 2020年以来，为对冲新冠疫情的影响，积极的财政政策更加积极有为，稳健的货币政策更加灵活适度。预计下半年货币宽松力度将边际弱化，更多采用结构性货币政策工具进行精准调控；财政政策方面加快落实减税降费措施，增加“两新一重”有效投资，落实“六保”任务，积极推动经济向以内循环为主体的双循环新格局转变。

一、“疫”后经济超预期，产需恢复分化明显

年初突如其来的疫情对经济造成严重冲击，随着疫情防控形势持续向好，复工复产复商复市的加快推进，上半年我国经济先降后升，二季度经济增长由负转正。上半年国内生产总值 456614 亿元，按可比价格计算，同比下降 1.6%。分产业看，第一产业增加值 26053 亿元，同比增长 0.9%；第二产业增加值 172759 亿元，下降 1.9%；第三产业增加值 257802 亿元，下降 1.6%。从三大需求看，资本形成对经济拉动作用转正，消费以及货物和服务净出口对经济依然是负向拉动作用。回顾上半年经济运行，整体呈现生产端恢复快于需求端的特点：从制造业 PMI 指数来看，自 3 月开始恢复后生产指数一直高于新订单指数，生产与新订单指数缺口创历史高位，显示了产需恢复不平衡的情况；另一方面，工业增加值自二季度已经恢复至正增长区间而社零增速依然位于深度负增长，同样反映了生产端恢复快于需求端。

二季度，在全球经济增长放缓、全球疫情蔓延的情况下，我国经济实现了由负转正快速恢复。2 月在疫情的影响下经济几乎停滞，拉动一季度 GDP 同比增速降至 -6.8% 的历史新低；二季度随着我国疫情得到控制、复工复产的推进，经济运行逐月好转，生产需求持续回暖，国民经济呈现恢复性增长态势，二季度当季 GDP 同比增长 3.2%，大幅超出市场预期值。导致二季度 GDP 大幅好转超出市场预期主要有两方面原因：一是基建和房地产投资快速反弹，缓解了经济下行的压力；二是出口韧性超预期。

基建和房地产快速反弹。二季度资本形成总额拉动当季 GDP 增长 5 个百分点，是三大支出中对经济拉动效用最大的一项。二季度基建和房地产快速反弹是缓解经济下行压力的主要因素之一。基建的快速反弹是稳经济政策的带动，而房地产投资快速反弹超预期的背后是各地政府在“房住不炒”定位下更加灵活的因城施策：二季度基建投资各月同比增速快速恢复，房地产投资也迅速恢复至去年同期水平，深圳、杭州等城市甚至出现“抢房潮”，房地产在产需两端的支撑下表现出较强的投资韧性，是二季度经济快速回正的驱动因素。

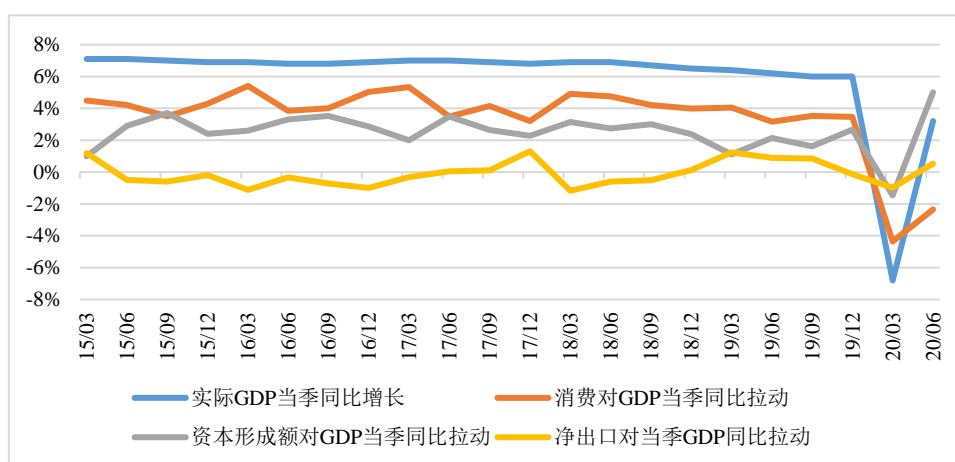
净出口超预期是二季度经济超预期的另一因素，其背后是出口韧性较强而进口低位徘徊。二季度在防疫物资及出口替代的因素推动下，出口表现出较强的韧性；而进口在国际大宗商品价格走低和国内需求疲弱的情况下低位徘徊，造成我国二季度贸易顺差超出预期：二季度贸易顺差 1546.56 亿美元，较去年同期扩大 507.89 亿美元。二季度货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点。

预计下半年经济将继续修复。需求方面，下半年的消费将继续缓慢改善，随着疫情防控的有效推进，消费便利性在逐渐改善，一些聚集性、接触性的消费活动逐步开始恢复，旅游、娱乐活动逐步开放，居民收入

逐步好转，下半年消费会比上半年继续好转是不容置疑的。投资方面，在政策和资金的推动下，下半年基建增速将会维持在高位；房地产行业补库存行为，为下半年房地产投资维持较高增速提供支撑；制造业投资随着需求的好转将继续缓慢恢复，对固定投资拉动作用或由负转正。需求叠加投资的好转，带动下半年经济增长继续修复。

但修复斜率不会过于激进。从支撑上半年经济迅速恢复的两大因素看，固定投资方面，下半年基建增速难以大幅度超过上半年，而房地产在部分地区已经过热，监管开始收紧调控，房地产投资增速斜率将有所放缓。净出口方面，二季度出口韧性在短期内仍然支撑下半年的出口增速，但中美关系将对我国出口增速造成一定的压力；而进口方面，随着国内经济的恢复需求将有所上升，同时国际大宗商品价格的逐渐上升也将拉升我国进口金额，叠加中美贸易协定的加速执行，均会抬升我国进口金额；综合进出口来看，下半年贸易顺差较二季度或将有所收窄。同时需要注意的是，国内地区疫情的反复可能会对经济产生区域性、阶段性的扰动。

图 1：GDP 实际增长与三大需求对经济的拉动



数据来源：Wind，联合资信整理

二、上半年经济运行回顾

1、制造业稳步恢复

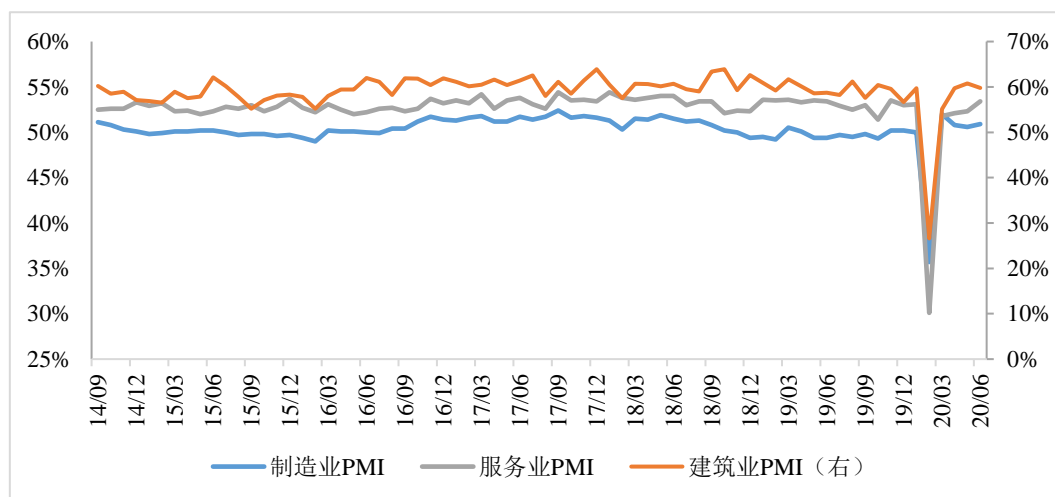
2020 年上半年受突如其来的疫情影响，2 月 PMI 指数断崖式下降；3 月制造业 PMI 呈现“V”形反转，录得 52.0%，比上月回升 16.3 个百分点；二季度经济持续好转，制造业 PMI 较 3 月下降，但连续三个月位于荣枯线上，显示了经济运行持续好转。具体看，6 月份，制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和

综合 PMI 产出指数分别为 50.9%、54.4%和 54.2%，均高于上月。

6 月份，制造业 PMI 为 50.9%，高于上月 0.3 个百分点，连续第四个月位于荣枯线上；在调查的 21 个行业中，有 14 个行业 PMI 高于临界点，较上月增加 5 个，制造业稳步恢复，基本面继续改善。6 月制造业 PMI 有三大特点：供需两端持续回暖，生产指数和新订单指数分别为 53.9%和 51.4%，比上月上升 0.7 和 0.5 个百分点，其中新订单指数连续两个月回升；价格指数有所上升，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 56.8%和 52.4%，比上月回升 5.2 和 3.7 个百分点，均为年内高点，与 PPI 环比上升，同比降幅收窄相一致，均为需求改善的表现；进出口指数均有改善，新出口订单指数为 42.6%，高于上月 7.3 个百分点，进口指数为 47.0%，较上月回升 1.7 个百分点。

服务业继续改善。服务业商务活动指数为 53.4%，高于上月 1.1 个百分点，调查的 21 个行业中，有 15 个行业商务活动指数高于临界点，多数行业生产经营持续恢复。近期制造业复苏势头进一步巩固，带动相关服务行业业务量增加，但部分服务行业复苏仍然困难，其中受疫情影响最为严重的聚集型消费，文化体育娱乐和居民服务业商务活动指数仍位于临界点以下。建筑业商务活动指数为 59.8%，虽较上月回落 1.0 个百分点，但连续三个月高于 59.0%，建筑业工程量稳步增长。受房地产及基建投资高位增长趋势影响，建筑业业务活动预期指数为 67.8%，高于上月 0.3 个百分点，企业对行业的信心进一步加强。

图 2：制造业 PMI 变化



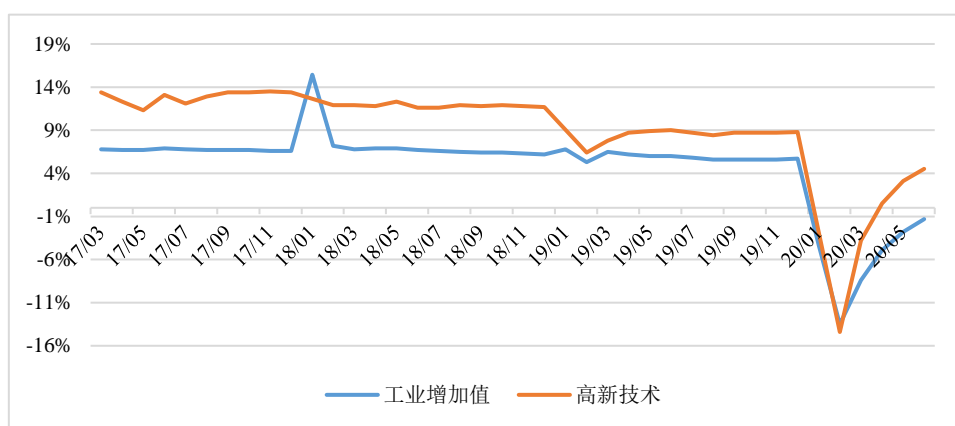
数据来源：Wind，联合资信整理

2. 工业生产修复较快，高新技术行业领跑

上半年高技术制造业和装备制造业领涨工业生产。上半年，全国规模以上工业增加值同比下降 1.3%，

降幅比一季度收窄 7.1 个百分点；其中，一季度为下降 8.4%，二季度增长 4.4%，二季度工业生产持续好转，分月看，二季度工业增加值同比增速呈逐月增长趋势，但修复斜率呈逐月放缓的特点。分行业看，上半年高技术制造业和装备制造业增加值同比分别增长 4.5% 和 0.4%，分别高于全部工业 5.8 和 1.7 个百分点，领涨工业生产。服务业降幅收窄，现代服务业增势良好。1-6 月，第三产业增加值同比下降，降幅比一季度收窄 3.6 个百分点；其中，二季度增长 1.9%，一季度为下降 5.2%；全国服务业生产指数同比下降 6.1%，降幅比一季度收窄 5.6 个百分点。上半年服务业的一大特点是，现代服务业增长快于餐饮服务业，主要是由于疫情影响下餐饮、住宿消费等受到限制；1-6 月，信息传输、软件和信息技术服务业，金融业增加值分别增长 14.5%、6.6%；批发和零售业、住宿和餐饮业分别下降 8.1%、26.8%。

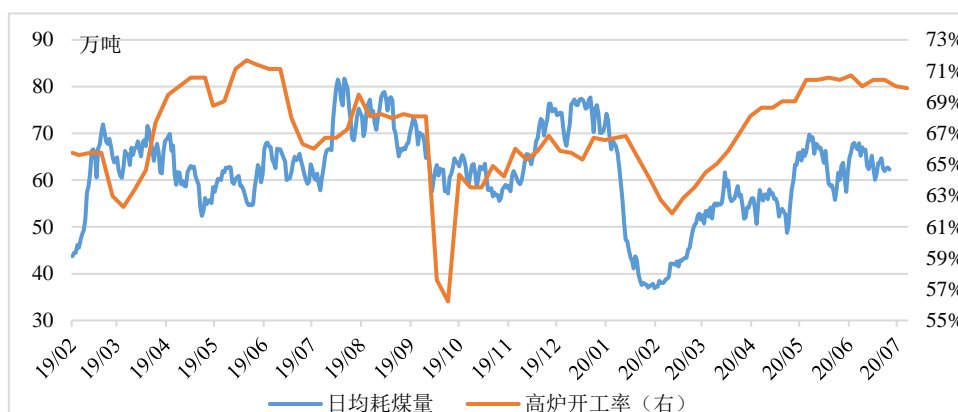
图 3：高新技术行业领跑全部工业增加值（累计同比增速）



数据来源：Wind，联合资信整理

下半年工业生产增长速度主要依赖于需求端的恢复，预计下半年生产将继续修复但修复的斜率或将进一步放缓。下半年基建预计将维持在当前的较高增速叠加制造业投资的缓慢恢复带动固定资产投资同比增速高于上半年，同时消费也将在疫情后限制措施逐渐解封的情况下进一步上升，叠加出口的韧性，整体需求将会好于上半年，但预计难以超过去年同期，叠加当前库存处于较高的位置，下半年工业增加值同比增速预计将继续修复但难以超过去年同期值；从目前的工业生产角度看，二季度工业产能利用率已经恢复至 74.4%，超过 2016 年、2015 年同期水平，较 2019 年平均水平低 2 个百分点左右，下半年并没有大幅度提升的空间。短期看，7 月工业增加值环比增速或将进一步降低，7 月受雨季影响基建相关链条或将进一步拖累 7 月工业增加值的环比增长，从高频数据看，7 月以来高炉开工率一直处于缓慢下降的趋势。服务业方面，随着下半年限制措施逐渐解封，服务业的修复空间更大。

图 4：高炉开工率以及发电耗煤量

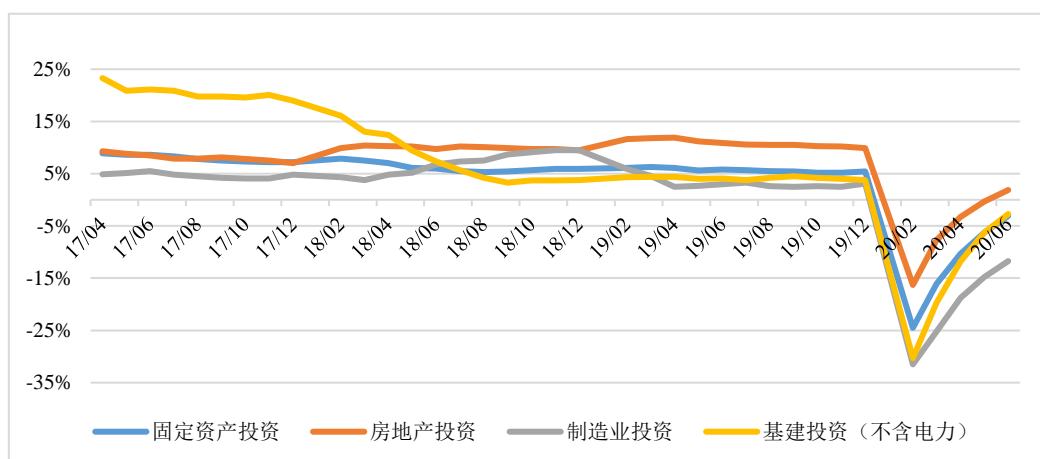


数据来源：Wind，联合资信整理

3. 基建投资快速恢复，制造业投资仍处负增长区间

上半年，全国固定资产投资同比下降 3.1%，其中一季度下降 16.1%，二季度同比增长 0.12%，基本恢复至去年同期水平。从三大投资行业看，上半年在政策和资金的支持下，基建和房地产投资恢复显著，支撑经济超预期增长；制造业投资恢复落后于整体固定投资的增速。1-6 月民间固定投资同比下降 7.3%，下降幅度远超过固定投资整体投资增速，显示了企业投资的信心不足，固定投资的内生动力不足，投资反弹主要依赖于外部政策及资金的推动作用。

图 5：固定资产投资增速（累计同比）



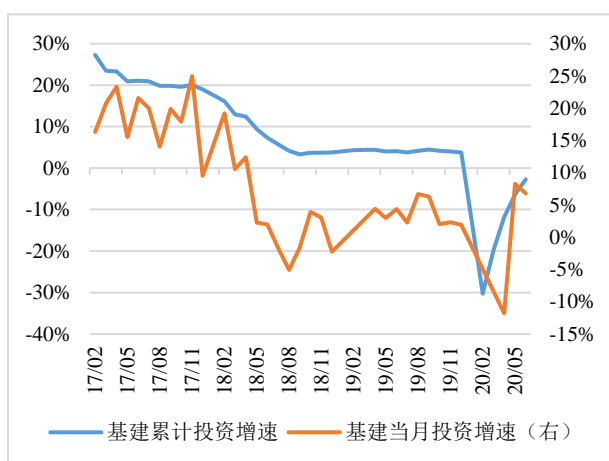
数据来源：Wind，联合资信整理

1-6 月基建投资累计同比下降 2.7%，其中二季度基建投资同比增长 5.97%，一季度为下降 19.7%。基建在二季度实现“V 字”反转主要是由于政策资金的带动，2020 年安排新增专项债券 3.75 万亿，比上年增加 74.4%，同时提高专项债作为资本金的范围，截至 7 月 14 日，全国各地发行新增专项债券 2.24 万亿，新增

专项债券资金已支出 1.9 万亿元、占发行额的 85%，有力的带动了基建的投资。从单月增速看，6 月基建投资同比增长 6.8%，增速较 5 月回落 1.4 个百分点，基建增速从高位回落但依然处于较高水平，分析 6 月基建增速从高位回落主要有两方面因素导致：一是 6 月南方大雨拖累基建进程；二是六月专项债为特别国债让行从而导致发行规模环比大幅回落。

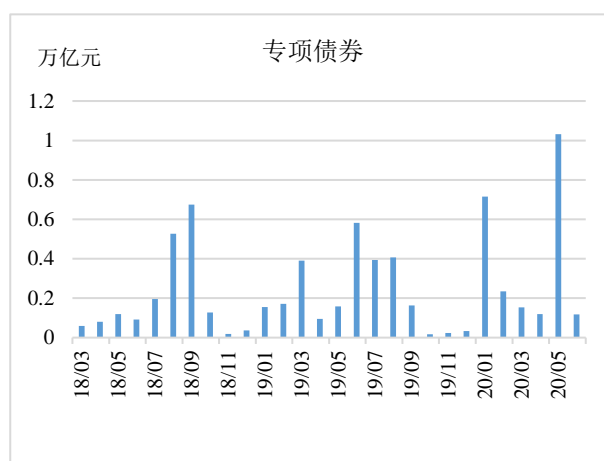
预计下半年基建增速将会维持在较高的增速位置，雨季和资金只能拖累基建的进度但不会拖累其规模和增速：从资金来源看，下半年专项债尚未发行金额为 1.38 亿元，较去年下半年同比多增 0.35 亿元，尚未使用专项债金额为 1.85 亿元；从财政政策角度看，2020 年赤字率较上年提高，且财政政策要求更加的积极有为。政策叠加资金将支撑下半年基建投资维持高速增长。短期看，7 月南方暴雨持续，叠加剩余的 2800 亿元特别国债计划于 7 月底发行完成，继续挤压专项债的发行规模，二者叠加将继续影响基建的进度从而拖累 7 月基建投资增速。

图 6：6 月当月基建投资增速回落



数据来源：Wind，联合资信整理

图 7：专项债发行规模

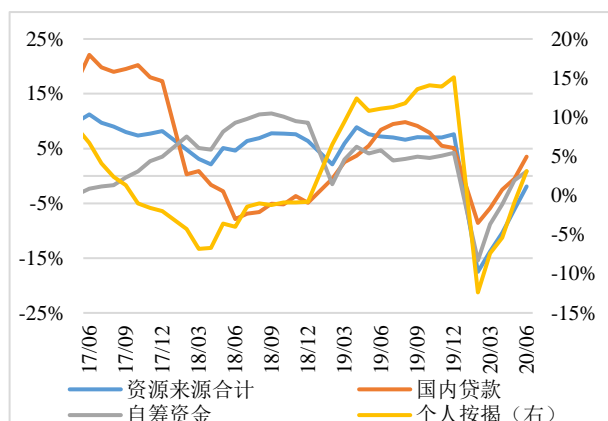


数据来源：wind，联合资信整理

房地产投资韧性强劲，累计投资增速首转正。1-6 月房地产投资累计同比增长 1.9%，是固定投资中三大行业中首个增速转正的，在经历了 2 月深度负增长后呈逐月好转的态势。二季度房地产投资同比增长 7.96%（一季度同比下降 7.73%），仅低于去年同期 2.46 个百分点，显示了较强的投资韧性：二季度房地产投资快速恢复的背后是各地政府在“房住不炒”定位下更加灵活的因城施策，以及宽信用政策下房企资金面好转。政策端，各地政府政策的重心在于供给端，主要包含允许延期缴纳土地出让金、延长开竣工期限、降低预售条件、下调资金监管要求、增加信贷额度、加快经营性用地出让等，其中，大部分城市对房企拿地缴纳出让金的时限适度放宽，如上海、杭州、南京、无锡、成都等，缓解了房企拿地的资金压力；需求端以人才引进为主，例如 4 月份，沈阳、南京、重庆、南昌、无锡、中山等地出台优化人才政策，加大人才住房保障。资

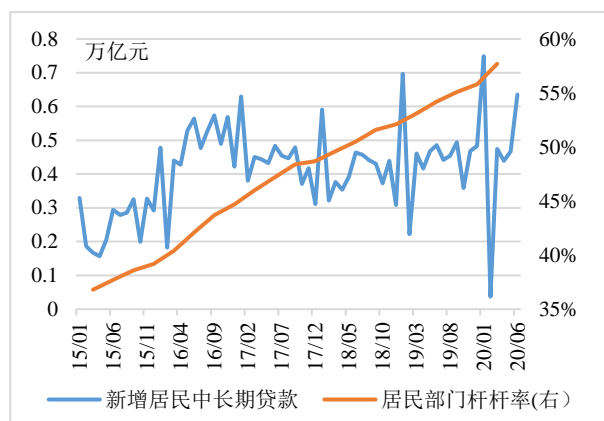
金端，在上半年货币宽松的环境下，房企资金面明显好转，在 1-6 月房地产开发资金累计同比降幅快速收窄至-1.9%，降幅较一季度收窄 11.9 个百分点，企业融资规模基本恢复至去年水平。房地产销售景气依然向好，但单月销售同比增速放缓。1-6 月房地产销售额同比下降 5.4%，降幅进一步收窄；但 6 月当月销售同比增长 9.0%，较上个月下降 5 个百分点。房地产销售好转的背后是居民加杠杆行为：从居民中长期信贷当月新增数据来看，6 月高达 6349 亿，已经超过了 2016 年的单月新增，反映了居民端杠杆在快速的增加。预计下半年房地产投资将会继续修复，但修复斜率或将进一步平缓：较去年相比相对宽松的货币环境为房企提供流动性，叠加房地产行业补库存行为，为下半年房地产投资维持较高增速提供支撑；但近期一些地方的房地产市场火热，房价已经引起了监管层的关注，多地政府已经开始出手进行调控。整体看，下半年房地产投资将继续进行修复，但投资增速斜率将继续放缓。

图 8：房企资金来源累计同比增速



数据来源：Wind，联合资信整理

图 9：上半年居民部门快速加杠杆



数据来源：Wind，联合资信整理

制造业投资修复缓慢，疲态仍存。1-6 月制造业投资累计同比下降 11.7%，仍处于深度增长区间，制造业投资仍显疲弱。其中二季度同比 4.95%，降幅较一季度收窄 20.25 个百分点；单月口径看，制造业投资增速降幅逐月收窄，其中 6 月同比下降 3.5%，修复斜率进一步放缓。分行业看，上半年高技术产业投资显著好于整体水平，高技术产业投资累计同比增长 6.3%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 5.8% 和 7.2%，远远超过制造业整体投资水平。预计后期制造业投资随着需求的好转将继续缓慢恢复，但形势依然较为严峻，短期难以恢复至疫情前水平：制造业中出口占比较大，外贸的不景气将继续压制我国的制造业投资。6 月长江商学院中国企业经营状况（BCI）企业投资前瞻指数较前值提升 1.6 个百分点至 55.7%，依然位于低位；1-6 月民间固定资产投资同比下降 7.3%，显示了企业投资信心不足。

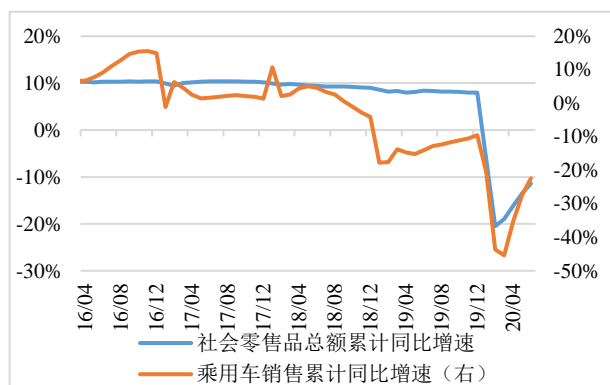
4. 消费持续缓慢恢复，下半年复苏趋势将持续

上半年消费市场受疫情冲击明显，居民外出购物和就餐活动减少，1-6 月社会消费品零售总额同比下

降 11.4%，分季度看，二季度社会消费品零售总额同比下降 3.9%，降幅比一季度收窄 15.1 个百分点，扣除价格因素，实际下降 5.2%，收窄 16.7 个百分点；分月看 2 月以来消费同比增速降幅逐月收窄，但修复斜率逐月放缓，环比角度看二季度环比增速持平往年同期水平。消费零售总额同比增速仍处负增长区间，表明消费恢复依然面临制约。具体看 6 月数据，社零同比下降 1.8%，降幅较 5 月收窄 1 个百分点，修复斜率进一步平缓。分商品看，6 月社零增速低于市场预期主要是受汽车消费的拖累，根据乘联会的统计数据，6 月狭义乘用车销量同比下降 6.0%，较前值下降 7.7 个百分点，剔除汽车消费后 6 月社零同比下降 1%。汽车消费再度回落主因是 2019 年国五标准实施销售商狂甩造成的高基数因素，同时 6 月天气逐步变热，汽车销售进入淡季。进入后 7 月地方补贴政策效果减弱，厂商和经销商促销活动在经历 6 月末高峰后进入调整期，汽车销售环比增长或将季节性回落，但考虑到去年低基数因素，同比或将录得小幅正增长。

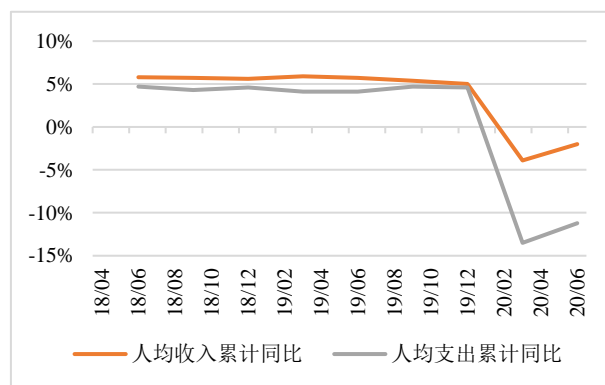
展望下半年的消费将继续缓慢改善，保持以前观点即“报复性”消费不可期。随着疫情防控的有效推进，消费便利性在逐渐改善，一些聚集性、接触性的消费活动逐步开始恢复，旅游、娱乐活动逐步开放，居民收入逐步好转，下半年消费会比上半年继续好转是不容置疑的。但就业压力大、居民收入增长不及 GDP 增速依然是制约消费恢复的一大因素。

图 10：社会零售总额及汽车销售增速



数据来源：Wind，联合资信整理

图 11：居民人均可支配收入及支出情况

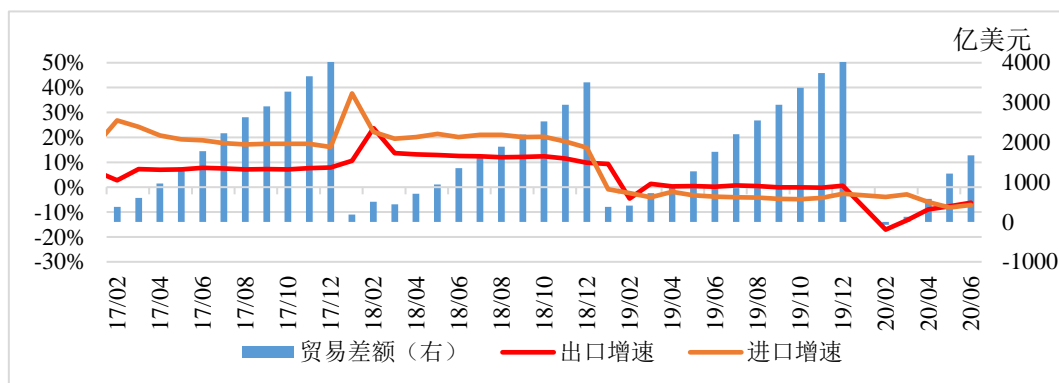


数据来源：Wind，联合资信整理

5、短期出口韧性犹存，下半年形势依然严峻

上半年出口韧性是经济超预期的主要因素之一。1-6 月，以美元计出口同比下降 6.2%，进口同比下降 7.1%。其中，二季度当季出口同比增长 0.14%（一季度下降 13.4%），出口规模恢复至去年同期值；二季度进口当季同比下降 9.76%（一季度下降 2.95%），降幅较一季度扩大主要是由于疫情后国内需求下降、海外供应链生产能力受限以及国际大宗商品价格下降拖累进口金额导致，分月具体看，4、5 月进口降幅呈逐渐扩大的趋势，6 月进口实现同比正增长。上半年录得贸易顺差 1678 亿美元，仅比去年同期减少 88 亿美元。

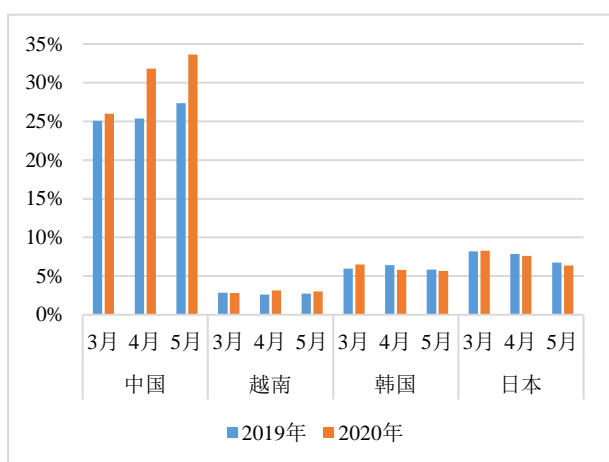
图 12：以美元计我国进出口累计增速



数据来源：Wind，联合资信整理

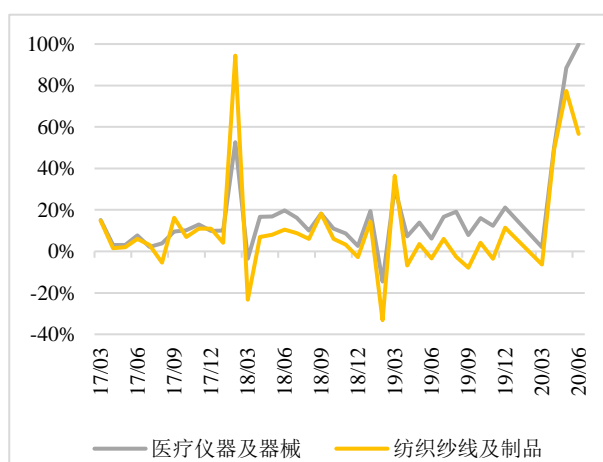
上半年出口超预期主要有两方面的因素导致：一是出口替代，二是防疫物资的出口。**出口替代**。3月我国疫情首先得到控制，疫情与其他国家形成错峰，复工复产领先其他国家，出口占比提升：对目前公布出口数据的国家出口金额进行统计，我国出口金额占全部出口金额达到31.8%，份额占比为2006年以来最大值；5月该比例进一步提升至33.7%；而同时与我国出口结构类似的韩国、日本以及越南等国家出口全球份额并未发生较大的变化，4、5月韩国疫情较为严重期间韩国的出口全球份额占比有小幅下行。显示了我国作为最先复工复产的国家确实对其他国家的出口产生了替代。**防疫物资支撑出口韧性**。自4月以来，防疫物资出口增速大幅增加，对出口增速的拉动作用也在逐步上升，成为支撑出口增速的一大因素，主要是由于海外疫情的爆发催生了对防疫物资的需求。

图 13：部分国家占全球主要出口国的比重



数据来源：Wind，联合资信整理

图 14：防疫物资出口增速大幅上升

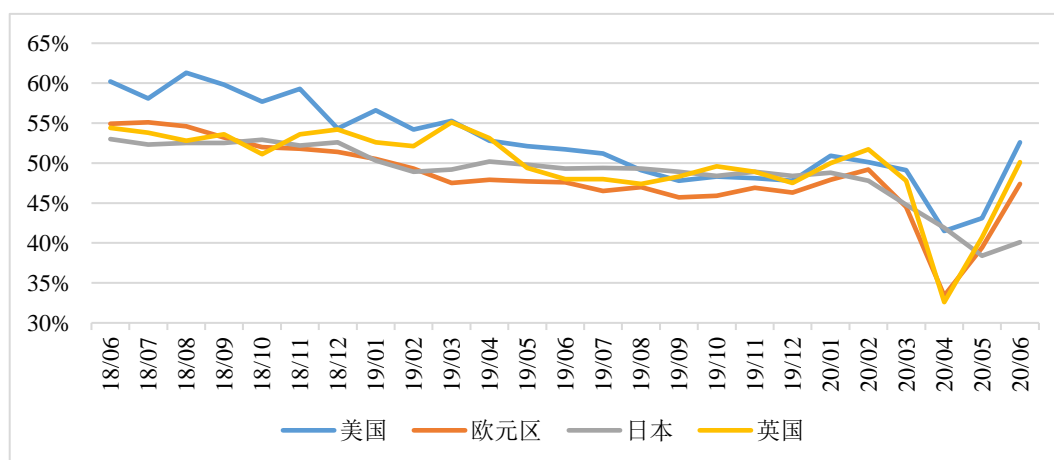


数据来源：wind，联合资信整理

短期看出口依然存在韧性。一方面，海外疫情尚未见顶，对防疫及医疗物资的需求不会很快降低，防疫

物资的出口将继续支撑出口增速；另一方面，海外复工复产尚未完全恢复，生产里还未恢复至疫情前水平，出口替代效应在短期内将继续对我国的出口形成支撑。但依然要看到下半年我国出口形势依然严峻：当前疫情仍在全球蔓延，世界经济严重衰退，国际贸易和投资大幅萎缩，根据国际货币基金组织的最新预测，今年世界经济将下降 4.9%，世界银行预测全球经济将下降 5.2%，为二战以来最严重的经济衰退。世界贸易组织也预计全球货物贸易将下降 13% 至 32%，联合国贸发会议预计下降 20%。外贸环境的收缩，将会直接影响我国的出口贸易。同时中美关系将是影响下半年我国外贸的一大关键因素。

图 15：主要发达经济体制造业 PMI



数据来源：Wind，联合资信整理

6. 上半年 CPI 涨幅呈回落态势，PPI 触底回升

今年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情对我国经济造成严重冲击，CPI 结构性上涨，涨幅趋势回落，PPI 低位运行，依旧处于负增长区间。

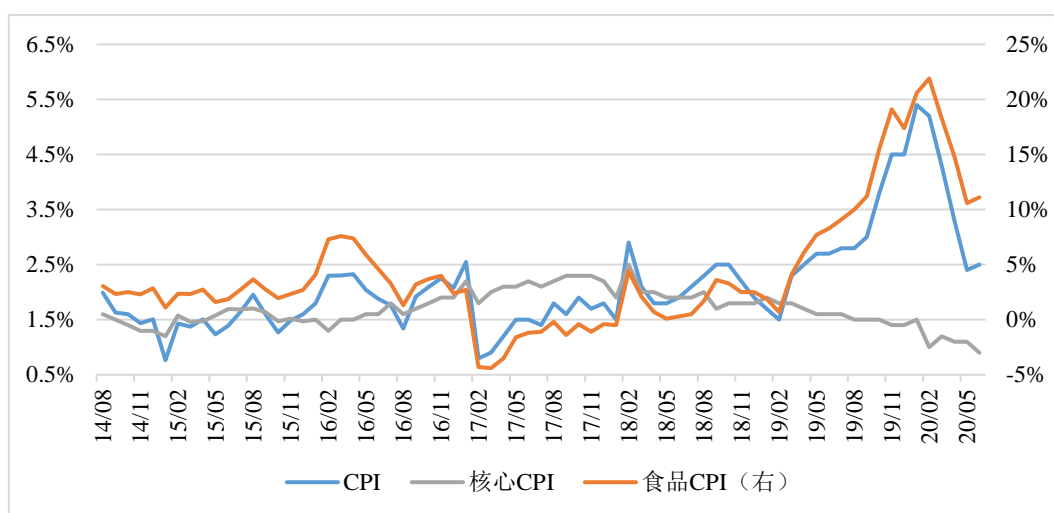
CPI 涨幅呈回落态势。上半年，CPI 比去年同期上涨 3.8%；分月看，CPI 涨幅呈现前高后低走势。上半年影响 CPI 上涨因素中，食品价格尤其是猪肉价格是主要驱动因素。上半年，食品价格上涨 16.2%，涨幅比去年同期扩大 11.5 个百分点，影响 CPI 上涨约 3.27 个百分点，占 CPI 总涨幅的八成多。其中，猪肉价格上涨 104.3%，涨幅比去年同期扩大 96.6 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.52 个百分点，占 CPI 总涨幅的六成多。

核心 CPI 基本稳定。上半年，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅比一季度回落 0.1 个百分点，比去年同期回落 0.6 个百分点。从单月看，6 月 CPI 同比上涨 2.5%（5 月值为 2.4%），其中，食品价格上涨 11.1%，涨幅扩大 0.5 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.24 个百分点。蔬菜和猪肉价格是推动 6 月食品价格涨幅扩大的主要因素：6 月份，南方持续大范围暴雨，北方河北、山东等夏菜主产区发生冰雹等强对流天气，蔬菜生产受灾导致价格上涨；受生猪出栏减缓、防疫调配要求从严及进口量减少等因素影响，猪肉供应

偏紧，同时餐饮和团体消费需求有所回升，导致猪肉价格反弹，目前价格水平已接近今年2月份50.5元的阶段性高点。

下半年通胀下降趋势不改，但不排除个别月份短期波动。自2019年以来支撑CPI同比增速大幅走高的是猪肉价格，从后期走势看，截至5月份，我国生猪存栏和仔猪供给量已连续4个月恢复性增长，意味着7月份以后出栏将会明显增加，猪肉市场供应将有所改善；下半年猪肉消费逐步进入旺季，短期可能会对猪肉供给形成一定压力。但在去年高基数的因素影响下，预计猪肉价格同比涨幅预计将会有所下降，对CPI的拉动效应减小。短期看，7月南方恶劣天气持续，对部分地方的鲜菜生产、贮运都造成了影响，将会对7月CPI产生扰动。

图 16: CPI 同比增速



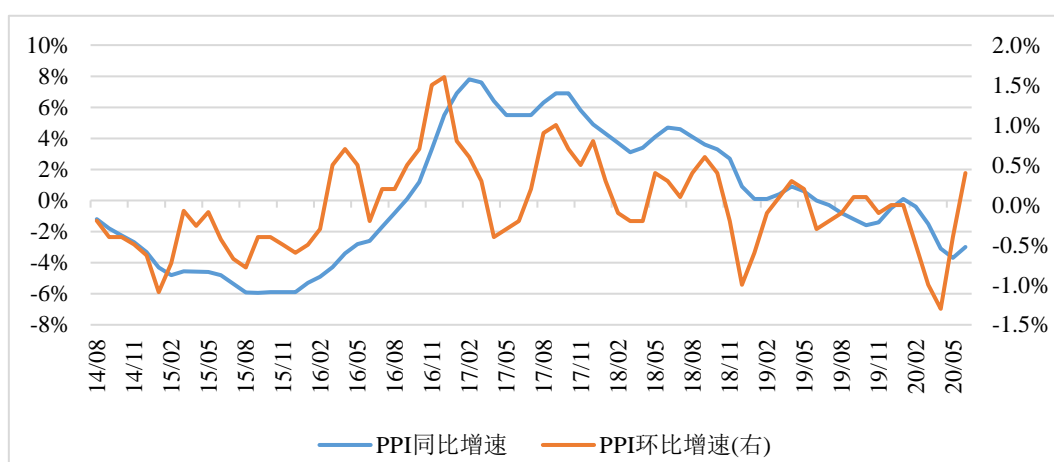
数据来源: Wind, 联合资信整理

PPI 保持下降走势，但降幅收窄。上半年，全国 PPI 由去年同期上涨 0.3% 转为下降 1.9%，降幅比一季度扩大 1.3 个百分点。分月看，1 月份，PPI 环比持平，同比上涨 0.1%；受疫情等因素影响，2 月份起，PPI 环比和同比转降，环比降幅从 0.5% 扩大至 4 月份的 1.3%，同比降幅从 0.4% 扩大至 4 月份的 3.1%。随着疫情防控形势趋稳向好，复工复产进度加快，需求有所改善，5 月份 PPI 环比降幅收窄，但受去年同期对比基数较高影响，同比降幅扩大至 3.7%；6 月份，PPI 环比止降转涨，上涨 0.4%，同比降幅收窄至 3.0%。

分行业看，上半年，受主要产油国“价格战”叠加新冠肺炎疫情等因素影响，国际原油价格剧烈波动，导致国内石油相关链条价格大幅震荡；疫情导致工业生产和投资受到抑制，金属相关行业需求整体偏弱，金属相关行业价格下降；受疫情期间供应相对较为紧张影响，农副食品加工和医药制造业价格分别上涨 6.3% 和 0.8%。

预计下半年 PPI 同比将继续改善，但难改负增长趋势。从需求因素看，随着国内建筑业和基建行业的复苏，对工业产品的需求将会逐渐恢复，供大于求的局面或将有所改善。从价格传导链条看，欧美重启经济以来，复工复产逐步推进，海外需求也逐渐开始恢复，工业品价格回升，原油、铁矿石、煤炭、有色金属现货价格均有较大幅度的反弹，将带动国内的相关工业产品价格的回升。综合看，下半年随着需求的逐步改善，PPI 同比增速将继续改善，但预计难以实现正增长，一方面前期积压的库存将对冲部分需求，从而减弱价格上涨的动力；另一方面下半年需求总量或难以超过去年同期。

图 17: PPI 增速



数据来源: Wind, 联合资信整理

7、下半年稳就业形势依然严峻

二季度，随着疫情影响减弱，生产生活秩序逐步恢复，各项就业政策持续见效，就业形势逐步改善，但就业压力依然较大，且失业结构化较为严重。6 月全国城镇调查失业率为 5.7%，依然处于较高的位置；上半年城镇新增就业 564 万人，仅为年度目标的 62.7%，远低于历年同期，下半年的就业压力依然较大。从结构来看，6 月大学生的失业率高达 19.3%，较 5 月份上升 2.1 个百分点，比上年同期上升 3.9 个百分点，其中大部分是新毕业大学生。大学生失业率高企，一方面是今年高校毕业生规模达到 874 万，创历史新高；另一方面是受疫情影响，大部分企业减少了招聘大学生的需求，从而导致了大学生就业困难。整体看，虽然二季度就业情况有所好转，但下半年就业压力仍然较大，稳就业形势严峻。

8. 上半年社融增量创新高

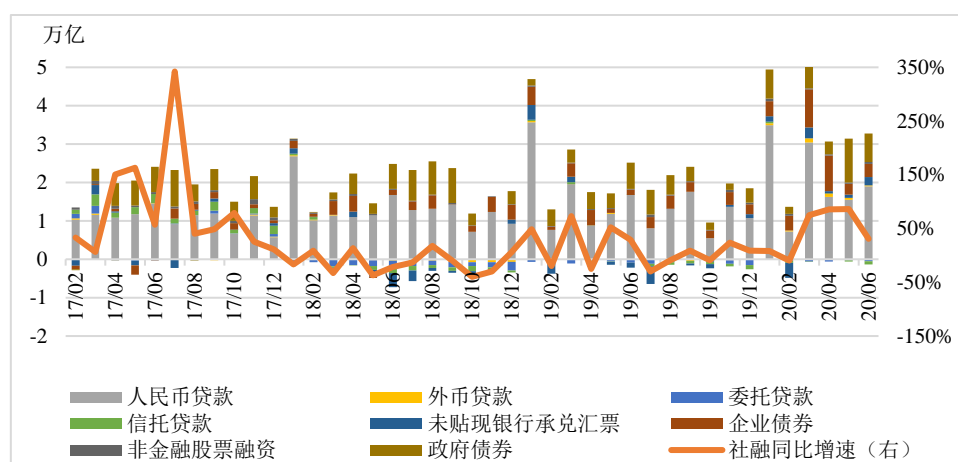
2020 年上半年社会融资规模的增量累计为 20.83 万亿元，比去年同期多 6.22 万亿元，创历史同期最高值。推动上半年社融增量明显高于去年同期的因素主要有三个：一是信贷增量创历史新高。上半年新增人民币贷款 12.33 万亿，是历史上最高的水平，较去年同期多增 2.31 万亿；二是金融市场对实体经济提供直接

融资的支持力度加强，直接融资占全部社融的比例明显上升；三是财政持续发力，国债和地方政府的专项债融资力度比较大，上半年地方政府专项债的净融资是 2.22 万亿元，比上年同期多 1.03 万亿元。国债的净融资是 9880 亿元，比去年同期多 5729 亿元。

信贷方面，上半年人民币贷款增加 12.09 万亿元，同比多增 2.42 万亿元。从贷款的结构上来看，上半年新增企业贷款 8.77 万亿，占各项贷款新增量的 72.6%，同比多增 2.73 万亿，其中短期贷款同比多增 1.36 万亿，中长期贷款同比多增 1.37 万亿。企业增加的短期贷款的部分通过结构性贷款等理财形势流入金融市场：自年初开始，伴随着企业融资的上升结构性存款一路猛涨，5 月开始监管机构指导控制结构性存款的规模，6 月企业短期贷款同比少增 357 亿。居民端新增人民币贷款 3.56 万亿，同比少增 0.2 万亿，其中居民长期贷款多增 500 亿，居民长期贷款增加的背后是房地产销售的快速好转，居民端杠杆快速提升。

预计下半年社融增速或将维持当前的水平，难以有更高的增速。一方面随着经济的逐渐恢复，为防止房地产等某些行业过热，宽松的货币政策边际将逐渐收紧，影响新增信贷规模；另一方面 5 月开始打击“浑水摸鱼”“资金空转”的行为，央行在货币市场引导利率上行，直接影响企业直接融资的意愿，拖累社融增速。下半年推动社融增速因素主要是专项债的发行。

图 18：新增社融构成及同比增速



数据来源：Wind，联合资信整理

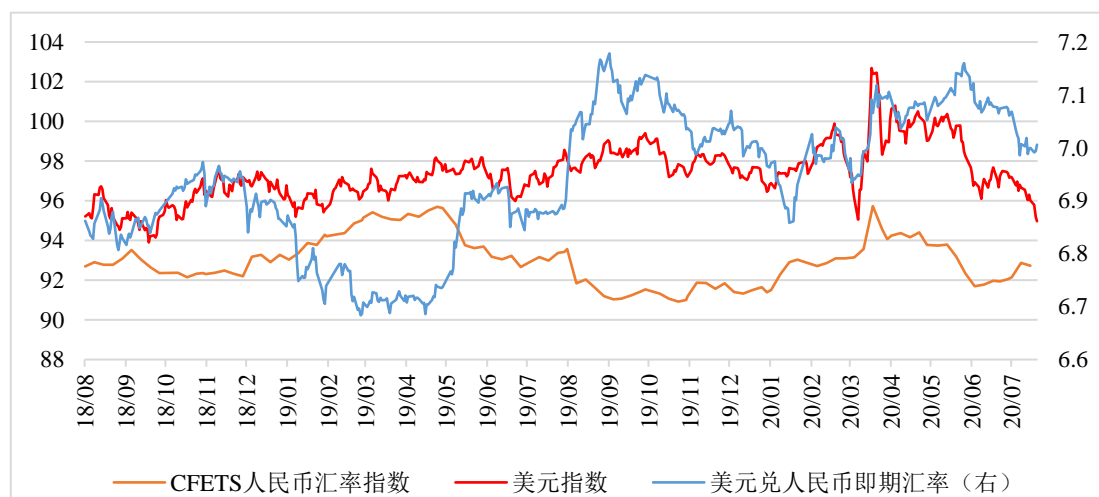
9. 人民币汇率高位震荡，警惕资本外流带来的贬值压力

截至 2020 年 6 月末，我国外汇储备规模为 31123 亿美元，较 5 月末上升 106 亿美元，升幅 0.3%，延续 5 月的上升趋势。6 月外汇储备上升主要是由于估值因素导致，6 月美元指数小幅下跌：截至 6 月末美元指数录得 97.38，较 5 月末下跌 88BP，英镑、欧元兑美元均有升值，带动其货币计量的外汇资产升值；同时美

国、英国、法国等国家国债收益率小幅下跌，资产价格上涨导致的资产估值因素上涨。二者共同推动 6 月外汇储备上升。整体看，6 月，我国外汇市场供求总体保持平衡。

年初以来，人民币兑美元一度呈现贬值状态，人民币兑美元即期汇率最高触到 7.16，主要影响因素是避险情绪下美元指数走高。进入 6 月后，人民币兑美元一路升值，重回 7.0 左右震荡，截至 7 月 22 日，人民币兑美元即期汇率收报 7.0059。6 月以来美元指数下跌是人民币升值的主要因素。影响美元指数下跌的因素主要有三个：一是欧洲大部分国家疫情有所好转，而美国尚处于高峰期，欧元兑美元升值，对美元指数形成压力；二是随着疫情防控的常态化，市场避险情绪有所下降；三是欧洲经济体的恢复快于美国，从消费指数看，欧美经济差值收窄，美国经济增长优势下降导致市场对美元估值调低。后期人民币仍有升值的空间，但中美关系将会成为短期内影响人民币汇率的主要因素。

图 19：人民币即期汇率



数据来源：Wind，联合资信整理

三、区域、行业运行特征

上半年受疫情的冲击，2 月各地经济几乎全部经历了深度负增长，二季度随着疫情防范的常态化、复工复产深入推进，各省区都呈现出经济逐步向好的态势。从工业增加值看，当月增长速度除了黑龙江和海南外，其余省区全部实现正增长；从上半年累计增加值增长速度看，全国有 18 个省区实现了正增长，远超过全国-1.3%的增长速度，地区间的不平衡进一步拉大，除了受疫情影响最深的湖北区以外，增长最慢的海南与增长最快的新疆工业增加值累计同比增速差 14 个百分点。从居民价格指数看，6 月全国有 17 个省区价格同比增长幅度不及全国平均水平；从环比角度看，有 10 个省区价格较 5 月有所增长，其余省份价格环比均有下调。随着疫情的好转，主要经济指标恢复好转，财政收入降幅收窄甚至转正，从已公布数据的 22 个省

份看，有 12 个省份 6 月当月的财政收入实现正增长，而从累计角度看，河北、青海以及贵州上半年财政收入已经实现正增长。

表 1：上半年区域部分宏观数据

城市	工业增加值		CPI		PPI	财政收入		财政累计支出
	当月同比(%)	累计同比(%)	同比(%)	环比(%)	同比(%)	累计同比(%)	当月同比(%)	同比(%)
全国	4.80	-1.30	2.50	-0.10	-3.00	-10.80	3.22	-5.80
北京	10.80	-3.70	1.40	-0.10	-1.70	-11.00	-9.71	-5.89
天津	5.60	-5.70	2.20	-0.10	-4.10	-17.10	-1.34	-14.76
河北	3.70	0.80	2.10	0.10	-3.30	1.30	27.99	9.09
山西	4.00	-0.30	3.30	-0.10	-6.10	-12.90	11.18	7.04
内蒙古	0.90	-2.10	1.50	-0.20	-2.10	-8.70	22.47	-2.81
辽宁	3.00	-2.30	2.00	-0.10	-5.00	-9.40	12.20	-2.02
吉林	19.50	3.30	1.80	-0.30	-2.20	-8.70	2.57	-6.10
黑龙江	-0.50	-4.00	2.10	-0.30	-9.80	-	-	-
上海	3.60	-7.40	1.70	-0.30	-2.00	-9.40	-8.08	-11.99
江苏	8.20	1.10	2.50	-0.20	-3.10	-2.80	15.82	#N/A
浙江	6.50	0.30	2.20	0.10	-4.20	-2.60	-1.36	-2.54
安徽	8.00	2.00	3.20	0.20	-2.60	-	-	-7.49
福建	5.90	0.10	2.10	0.30	-2.30	-	-	-
江西	7.60	1.00	2.70	0.20	-3.60	-3.10	-0.37	-4.97
山东	7.00	-0.10	2.90	0.10	-2.70	-	-	-
河南	5.50	0.60	2.50	-0.10	-2.00	-0.70	26.54	-4.08
湖北	2.00	-20.80	2.20	-0.30	-1.60	-38.44	-18.25	-12.52
湖南	5.40	1.90	2.50	0.10	-1.50	-	-	-
广东	3.90	-6.40	2.70	-0.10	-1.50	-5.80	2.23	-8.49
广西	2.30	-3.10	3.40	-0.20	-1.20	1.30	4.82	3.88
海南	-6.50	-8.00	2.60	-0.20	-8.20	-26.20	-24.57	-1.77
重庆	10.60	1.00	2.40	-0.10	-1.20	-	-	-
四川	5.00	2.50	4.10	0.10	-2.10	-	-	-
贵州	6.00	1.40	2.40	-0.60	-2.40	0.70	35.25	-30.48
云南	5.80	-0.90	3.00	-0.50	-2.90	-6.40	9.93	-5.34
西藏	11.20	2.60	2.10	0.10	-2.50	-	-	-
陕西	0.60	1.00	2.50	0.20	-8.20	-15.00	-17.91	-6.52
甘肃	9.10	4.60	1.60	-0.10	-9.10	-9.00	-7.41	-7.13
青海	3.80	1.30	2.90	0.10	-6.80	5.40	30.71	2.43
宁夏	8.50	3.40	0.90	-0.40	-4.80	-16.60	-25.15	-2.71
新疆	12.20	6.00	1.30	-0.10	-13.70	-	-	-

数据来源：Wind，联合资信整理

行业方面，二季度上中下游行业随着复工复产推进、需求逐渐上升的带动下产量、投资均较一季度有大幅度回升；价格方面，6 月上中下游价格除了水泥在基建和建筑行业投资增速放缓的影响下环比有所下降外，其他的均延续上个月的环比上涨趋势。产品库存方面，上游煤炭、原油库存环比上升，同比降幅继续收窄；下游房地产在销售持续向好的带动下，6 月待售面积环比下降，汽车在 6 月开工率进一步提升但销售下降的影响下库存环比、同比同步增加。

表 2：6 月行业运行数据

行业	累计同比 (%)		库存 同比 (%) 环比 (%)			价格指数 同比 (%) 环比 (%)		
房地产	竣工面积	-10.5	累计待售面积	1.8	-1.33	百城住宅	3.2	0.5
原油	表观消费量	-	美国原油库存	11.5	1.53	布伦特原油期货	-35.3	25.8
运输业	货运量	-19.2		-	-		-	-
水泥	产量	-4.4		-			-1.9	-1.3
钢材		3.2		-	-		-4.9	3.3
煤炭		2.7	秦皇岛港口库存	-9.3	26.29		-8.3	2.5
汽车		-16.5	汽车库存	0.6	3.40		-	-

数据来源：Wind，联合资信整理

四、宏观政策聚焦

2020 年以来，为对冲新冠疫情的影响，积极的财政政策更加积极有为，稳健的货币政策更加灵活适度。预计下半年货币政策宽松力度不及上半年，更多采用结构性货币政策工具进行精准调控；财政政策方面加快落实减税降费措施，增加“两新一重”有效投资，落实“六保”任务，积极推动经济向以内循环为主体的双循环新格局转变。

1. 宽信用成效显著，下半年或将加速回归常态

上半年为了应对疫情冲击，通过运用降准降息等常规货币政策，以及一些特殊的、阶段性的货币政策工具，鼓励商业银行扩大信贷投放，推动公司发行信用类债券融资，为企业提供流动性支持为企业提供流动性。上半年引导 LPR 下行（1 年期的 LPR 利率都下降了 30 个基点，5 年期 LPR 利率下调 15 个基点），并下调再贷款再贴现利率 25 个基点，进一步降低了实体经济的融资成本。

随着经济增长的好转，货币政策边际收紧的信号愈发明确：7 月 10 日央行举办的新闻发布会上表示货币政策的立场仍然是稳健的，货币政策更加灵活适度，“现在更加强调适度这两个字”，同时表示“下半年经济恢复正常，进入了一个更加常态的状态”。从央行的操作看，央行对货币政策似乎从 4 月开始就已经开始逐步收紧货币：6 月 17 日国常会明确提出货币政策要继续降息降准，但后续央行对降息降准等信号意义较强的工具使用仍然明显谨慎，主要通过公开市场操作来调节资金面。另一方面上半年社融高速增长带来宏观杠杆率的快速提升，下半年货币政策宽松力度不及上半年是大概率事件。

2. 财政政策积极有为

今年以来，面对突如其来的疫情，为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，按照党中央、国务院决策

部署，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施。主要包括：加大对疫情防控重点保障物资生产供应的税收支持力度，对受疫情影响较大行业企业给予税收减免，加大个体工商户和小微企业税收优惠力度，出台扩大汽车消费的税收政策，完善出口退税等稳外贸税收支持政策，阶段性减免社保费、医保费用，减免部分行政事业性收费和政府性基金等。预计全年新增减税降费规模将超过 2.5 万亿元。政府债券方面，截至 7 月 14 日，全国各地发行新增专项债券 2.24 万亿元，占提前下达额度的 98%，规模同比增加 58%；抗疫特别国债已发行 12 期，累计发行 7200 亿元，完成 1 万亿元发行任务的 72%，并将调整专项债及国债的发行节奏，全力保障剩余 2800 亿元抗疫特别国债在 7 月底发行完成。

3、推动经济向以内循环为主体的双循环新格局转变

5 月 14 日，中共中央政治局常委会会议首次提出了“两个循环”概念；随后在 5 月 23 日两会期间，习近平总书记强调要“面向未来，我们要把满足国内需求作为发展的出发点和落脚点，加快构建完整的内需体系，逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，培育新形势下我国参与国际合作和竞争新优势”；6 月 18 日，刘鹤副总理在十二届陆家嘴论坛开幕式的书面致辞中表示“一个以国内循环为主、国际国内互促的双循环发展的新格局正在形成”；在 7 月 21 日企业家座谈会上，习近平总书记再次强调以国内大循环为主的双循环发展格局。构建完整的内需体系，逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，成为我们谋划中国经济下一程的重点内容，预计后续会出台相关的政策措施，推动经济向以内循环为主体的双循环新格局转变。