

宏观经济月报

——2020年8月数据详析

2020年9月24日

作者：研究发展部 王青 冯琳 邹李永昊

2020年8月宏观数据		
指标名称	当月值	近期趋势
固定资产投资完成额:累计同比	-0.3	
社会消费品零售总额:当月同比	0.5	
出口金额:当月同比	9.5	
进口金额:当月同比	-2.1	
工业增加值:当月同比	5.6	
CPI:当月同比	2.4	
PPI:全部工业品:当月同比	-2.0	
社会融资规模存量:同比	13.3	
M1:同比	8.0	
M2:同比	10.4	
公共财政收入:当月同比	5.3	
公共财政支出:当月同比	8.7	

注：固定资产投资为1-8月累计同比，社零、工业增加值、进出口、通胀、财政收支为8月当月同比；M1、M2为8月末同比；进出口金额增速为以美元计价；当年1-8月数据为合并统计值。

数据点评

1、宏观经济：8月消费增速转正，经济保持稳健修复势头

工业生产：8月工业生产增速超出预期，主要原因是随着强降雨和洪灾影响减退，7月超预期放缓的采矿业、电力燃气及水的生产和供应业生产明显恢复；8月制造业生产平稳扩张，反映了在双循环互促格局下，内需回升、出口保持韧性，对制造业生产的拉动。

投资：8月固定资产投资延续加速势头，主要拉动力来自当月制造业投资增速显著上扬，与上年同期低基数及近期制造业利润大幅改善相关；近期房地产市场高位运行，8月房地产市场投资保持两位数增长；受汛情及多雨天气影响，当月基建投资（不含电力）有所减速。

消费：8月社零同比加速回升，疫情后首度实现转正。当月商品零售增速加快主要受消费升级类的可选消费品拉动，表明前期积压需求仍处回补过程。同时，随着经济向好，收入增速触底反弹，居民消费信心边际回升。

贸易：8月出口延续高增速势头，进口增速连续两个月放缓。

2、物价：8月CPI涨幅重启下行过程，PPI通缩状况继续缓解

CPI：8月猪肉价格走势平稳，但上年基数跃升带动同比涨幅大幅下行，是本月食品CPI和整体CPI涨幅走低的主要原因；8月非食品价格出现疫情以来的首次上涨，但环比、同比涨幅均仅为0.1%，继续停留在近十年低点附近，显示当前消费市场需求不足现象仍然严峻。

PPI：主因国际油价继续波动回升，国内基建投资扩张、地产保持韧性对工业品价格构成支撑，以及5月以来上游涨价的影响逐步向下传导、终端需求渐进修复，带动中下游价格上涨，8月PPI环比延续涨势。在新涨价和翘尾因素共同作用下，当月PPI同比跌幅进一步收敛。不过，从回升斜率来看，PPI新涨价动能正在边际减弱，同比跌幅收窄幅度放缓。

3、金融：专项债发行推动社融高增，实体经济宽信用持续推进

信贷：8月新增人民币贷款环比季节性回升，同比多增则受企业中长期贷款和居民贷款拉动，前者体现政策引导效果和实体经济融资需求的改善，后者则归因于商品房销售的稳定增长和居民消费需求的回暖。另一方面，由于票据融资利率持续走高，进一步抑制企业票据贴现需求，8月票据融资延续负增，且环比、同比均现较大幅度多减。

社融：8月社融环比、同比均大幅多增。各分项中，政府债券、投向实体经济的人民币贷款和表外票据融资多增幅度较大，尤其是政府债券在地方债发行放量拉动下，成为8月带动社融扩张的主要力量。

货币：8月末M2增速延续回落，直接原因是本月地方政府专项债大规模发行，财政存款同比大幅多增。8月M1增速创30个月以来新高，体现经济修复进程正在较快推进，各类市场主体经营活动趋于活跃，当月房地产市场回暖也对M1增速起到直接推动作用。

4、财政：8月财政收入延续改善，财政支出发力空间仍然很大

财政收入：8月税收收入增速加快，已连续第三个月正增，非税收入降幅收窄，财政收入状况持续改善，与当前经济不断修复态势相一致。

财政支出：在7月的超预期高增之后，8月财政支出增速有所回落，但仍明显高于年内此前整体增长水平，反映财政资金直达基层对一般公共预算支出的支撑。

展望

- 1、宏观经济：**9月各项经济数据累计同比将继续回升，三季度GDP同比有望加快至5.0%左右。
- 2、物价：**9月猪肉价格同比涨幅还会显著下行，将带动食品价格涨幅继续回落，加之非食品价格短期内仍难以出现明显上行走势，预计9月CPI同比涨幅将降至2.0%左右。9月PPI环比将保持正增，同比降幅还将继续收窄，但新涨价动能或将继续减弱，年末PPI同比转正难度较大。
- 3、金融：**在年内新增信贷总量20万亿目标引领下，9月新增人民币贷款有望达到1.8-1.9万亿，企业中长期贷款多增势头不会减弱；9月地方政府专项债仍处在大规模发行期，这将对新增社融形成支撑；季末财政资金投放力度加大，M2增速有望低位小幅反弹。我们判断，此前连续4个月上升的市场利率将在9月进入顶部区域，市场流动性有望经历一个从“紧”到“稳”的过程。
- 4、财政：**预计后续财政收入增速中枢有望进一步抬升，财政支出将维持较快增长，四季度财政支出扩张空间仍然很大。

邮箱：dfjc@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市朝阳区朝外西街3号兆泰国际中心C座12层 100600

目录

宏观经济月报.....	1
数据点评.....	1
展望.....	3
1. 宏观经济：8月消费增速转正，经济保持稳健修复势头.....	7
1.1 工业生产：8月工业生产增速超出预期，主要原因是随着强降雨和洪灾影响减退，7月超预期放缓的采矿业、电力燃气及水的生产和供应业生产明显恢复；当月制造业生产平稳扩张，反映了在双循环互促格局下，内需回升、出口保持韧性，对制造业生产的拉动.....	7
1.2 投资：8月固定资产投资延续加速势头，主要拉动力来自当月制造业投资增速显著上扬，或与近期制造业利润大幅改善相关；近期房地产市场高位运行，8月房地产市场投资保持两位数增长；受汛情及多雨天气影响，当月基建投资（不含电力）有所减速.....	9
1.3 消费：8月社零同比加速回升，疫情后首度实现转正。当月商品零售增速加快主要受消费升级类的可选消费品拉动，表明前期积压需求仍处回补过程，同时，随着经济向好，收入增速触底反弹，居民消费信心边际回升.....	12
1.4 贸易：8月出口延续高增速势头，进口增速连续两个月放缓.....	16
1.5 展望：9月各项经济数据将继续回升，9月出口有望继续保持正增长，进口增速有望反弹；三季度GDP同比有望回升至5.0%左右.....	21
2. 8月CPI涨幅重启下行过程，PPI通缩状况继续缓解.....	22
2.1 8月猪肉价格走势平稳，但上年基数跃升带动同比涨幅大幅下行，是本月食品CPI和整体CPI涨幅走低的主要原因；8月非食品价格出现疫情以来的首次上涨，但环比、同比涨幅均仅为0.1%，继续停留在近十年低点附近，显示当前消费市场需求不足现象仍然严峻.....	22
2.2 主因国际油价继续波动回升，国内基建投资扩张、地产保持韧性对工业品价格构成支撑，以及5月以来上游涨价的影响逐步向下传导、终端需求渐进修复，带动中下游价格上涨，8月PPI环比延续涨势。在新涨价和翘尾因素共同作用下，当月PPI同比跌幅进一步收敛。不过，从回升斜率来看，PPI新涨价动能正在边际减弱，同比跌幅收窄幅度放缓.....	25
2.3 展望：9月猪肉价格同比涨幅还会显著下行，将带动食品价格涨幅继续回落，加之非食品价格短期内仍难以出现明显上行走势，预计9月CPI同比涨幅将降至2.0%左右。9月PPI环比将保持正增，同比降幅还将继续收窄，但新涨价动能或将继续减弱，年末PPI同比转正难度较大.....	28
3. 金融：专项债发行推动社融高增，实体经济宽信用持续推进.....	29
3.1 8月新增人民币贷款环比季节性回升，同比多增则受企业中长期贷款和居民贷款拉动——前者体现政策引导效果和实体经济融资需求的改善，后者则归因于商品房销售的稳定增长和居民消费需求的回暖。另一方面，由于票据融资利率持续走高，进一步抑制企业票据贴现需求，8月票据融资延续负增，且环比、同比均现较大幅度多减.....	29
3.2 8月社融环比、同比均大幅多增。各分项中，政府债券、投向实体经济的人民币贷款和表外票据融资多增幅度较大，尤其是政府债券在地方债发行放量拉动下，成为8月带动社融扩张的主要力量.....	31
3.3 8月末M2增速延续回落，直接原因是本月地方政府专项债大规模发行，财政存款同比大幅多增。8月M1增速创30个月以来新高，体现经济修复进程正在较快推进，各类市场主体经	

营活动趋于活跃，当月房地产市场回暖也对 M1 增速起到直接推动作用.....	33
3.4 展望：在年内新增信贷总量 20 万亿目标引领下，9 月新增人民币贷款有望达到 1.8-1.9 万亿，企业中长期贷款多增势头不会减弱；9 月地方政府专项债仍处在大规模发行期，这将对新增社融形成支撑；季末财政资金投放力度加大，M2 增速有望低位小幅反弹.....	34
4. 财政：8 月财政收入延续改善，财政支出发力空间仍然很大.....	35
4.1 8 月税收收入增速加快，已连续第三个月正增，非税收入降幅收窄，财政收入状况持续改善，与当前经济不断修复态势相一致.....	35
4.2 在 7 月的超预期高增之后，8 月财政支出增速有所回落，但仍明显高于年内此前整体增长水平，反映财政资金直达基层对一般公共预算支出的支撑.....	36
4.3 8 月政府性基金收入增速有所放缓，主要原因是房地产调控升级下土地市场降温，土地出让金收入增速回落；伴随特别国债和地方政府专项债资金拨付和使用加速，8 月政府性基金支出增速大幅加快.....	38
4.4 展望：后续财政收入增速中枢有望进一步抬升，财政支出将维持较快增长.....	38

图表目录

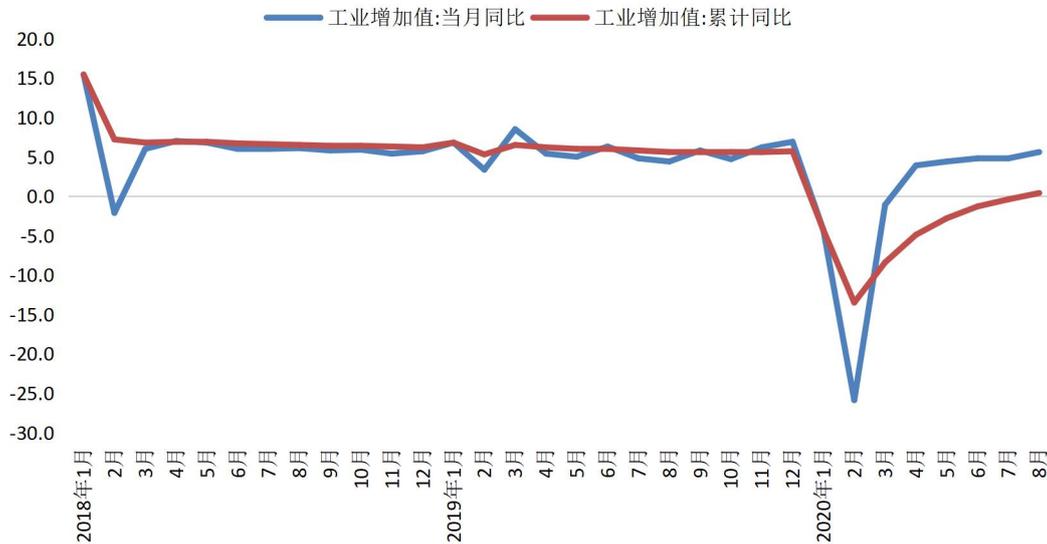
图 1 规模以上工业增加值增速 %.....	7
图 2 三大门类增加值增速.....	7
图 3 制造业主要细分行业增加值增速（当月同比，%）.....	8
图 4 固定资产投资及三类主要投资（累计同比：名义增速）.....	9
图 5 基建投资（不含电力）增速.....	10
图 6 房地产开发投资增速.....	11
图 7 制造业投资增速.....	11
图 8 社会消费品零售总额同比增速.....	12
图 9 全国居民人均可支配收入同比增速.....	13
图 10 消费者信心指数.....	13
图 11 限额以上批发零售业零售额累计同比增速 %.....	14
图 12 社会消费品零售总额及实物商品网上零售额同比增速.....	15
图 13 5 月之后欧美经济开始重启，经济景气状况整体回升.....	16
图 14 8 月我国对美出口增速明显上扬（%）.....	16
图 15 8 月我国对俄罗斯、印度出口增速整体改善（%）.....	17
图 16 8 月防疫物资出口继续保持高增（%）.....	18
图 17 8 月我国主要进口商品数量增速大幅下滑.....	19
图 18 CPI 增速：当月同比 %.....	22
图 19 食品类各分项 CPI 同比增速 %.....	23
图 20 八类商品与服务 CPI 同比增速 %.....	24
图 21 PPI 增速：当月同比 %.....	25
图 22 8 月国际油价波动小幅上涨.....	26
图 23 生产资料各项 PPI 同比增速 %.....	27
图 24 生活资料各项 PPI 同比增速 %.....	27
图 25 新增人民币贷款规模及增速.....	29
图 26 企业新增中长期贷款规模与增速.....	30
图 27 新增居民贷款规模及占比.....	30
图 28 社会融资规模增长状况.....	31
图 29 表外融资增量变化.....	32
图 30 M2 与 M1 增速.....	34
图 31 财政收入增速变化情况（当月同比，%）.....	35
图 32 主要税种收入增速变化 %.....	36
图 33 财政支出增速变化情况（当月同比，%）.....	36
图 34 主要财政支出项目增速变化 %.....	37
图 35 政府性基金收支累计同比增速 %.....	38

1. 宏观经济：8月消费增速转正，经济保持稳健修复势头

1.1 工业生产：8月工业生产增速超出预期，主要原因是随着强降雨和洪灾影响减退，7月超预期放缓的采矿业、电力燃气及水的生产和供应业生产明显恢复；当月制造业生产平稳扩张，反映了在双循环互促格局下，内需回升、出口保持韧性，对制造业生产的拉动

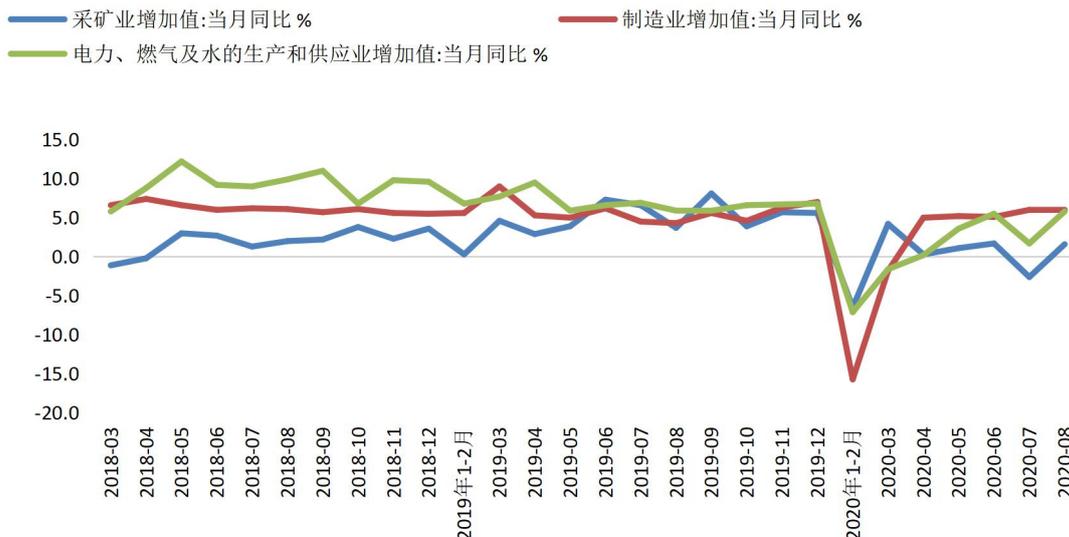
8月工业生产加速扩张，增速超出普遍预期，年内累计增速首度转正。当月工业增加值同比增长5.6%，较前值加快0.8个百分点；1-8月累计同比0.4%，前值-0.4%。8月工业生产提速，主要原因是随着强降雨和洪灾影响减退，7月大幅放缓的采矿业、电力燃气及水的生产和供应业生产明显恢复，当月同比增速较前值分别加快4.2和4.1个百分点。同时，8月制造业生产平稳扩张，当月同比增速持平于6.0%的较快增长水平。这也反映了在双循环互促格局下，国内需求端投资增速加快、消费需求渐进修复，以及出口贸易在防疫物资出口和我国商品“替代效应”支撑下，保持较强韧性，对制造业生产的拉动。

图1 规模以上工业增加值增速 %



资料来源：WIND，东方金诚

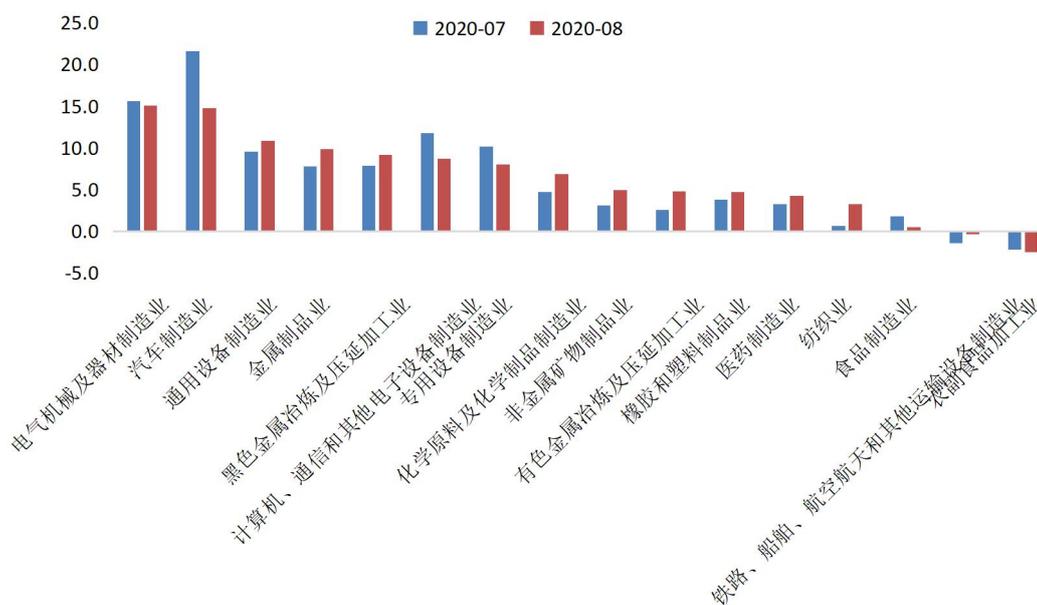
图2 三大门类增加值增速



资料来源：WIND，东方金诚

分行业看，投资加速带动建材和机械设备生产表现亮眼。当月通用机械、专用设备、黑色金属等行业生产速度快于制造业整体，有色金属、非金属矿物制品、金属制品等行业生产加速。同时，在汽车销量连续高增带动下，8月汽车制造业增加值同比增长14.8%，在各行业中居前，但受高基数影响，增速较上月放缓6.8个百分点。同样受需求拉动，代表制造业转型升级方向的计算机、通信和其他电子设备制造业增加值同比增长8.7%，增速较前值下滑3.1个百分点。此外，食品、纺织等传统制造业生产景气相对较弱，但随着终端需求好转，8月纺织业增加值增速较上月加快2.6个百分点至3.3%。

图3 制造业主要细分行业增加值增速（当月同比，%）

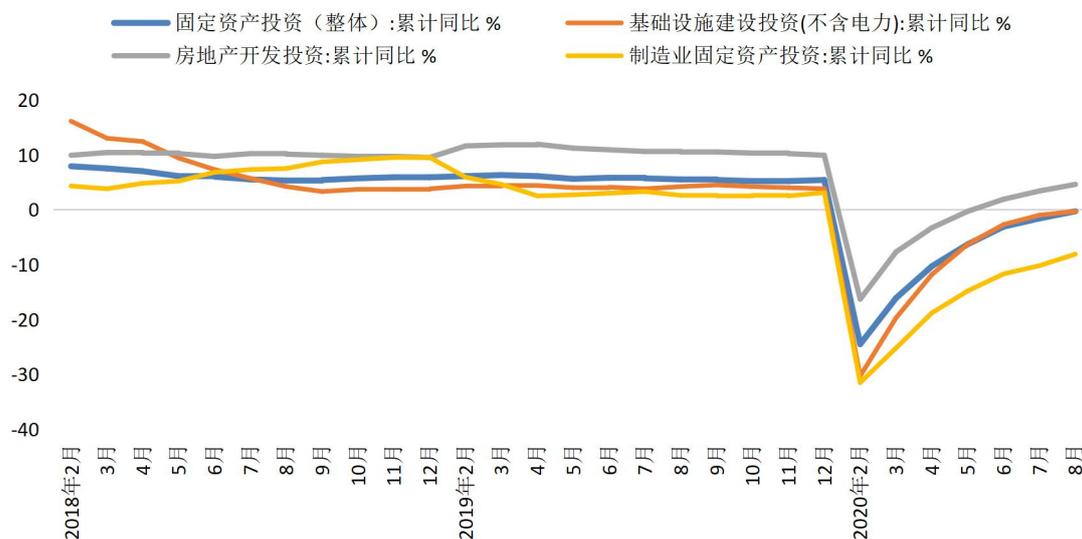


资料来源：WIND，东方金诚

1.2 投资：8月固定资产投资延续加速势头，主要拉动力来自当月制造业投资增速显著上扬，或与近期制造业利润大幅改善相关；近期房地产市场高位运行，8月房地产市场投资保持两位数增长；受汛情及多雨天气影响，当月基建投资（不含电力）有所减速

1-8月固定资产投资同比下降0.3%，降幅较1-7月收窄1.3个百分点，显示宏观经济在投资端继续修复。据我们测算，当月固定资产投资同比增速达到9.3%，比上月加快1个百分点，创年内新高，已经连续五个月回正，且8月增速大幅高于上年5.4%的累计增长水平。需要指出的是，由于当前PPI处于明显通缩状态，因此固定资产投资实际同比增速会比以上名义值更高。本月固定资产投资增速上扬，主要的拉动力来自当月制造业投资增速大幅走高，或与近期制造业利润大幅改善相关。近期房地产市场高位运行，8月房地产投资保持两位数增长；受汛情及多雨天气影响，当月基建投资（不含电力）有所减速。

图4 固定资产投资及三类主要投资（累计同比：名义增速）

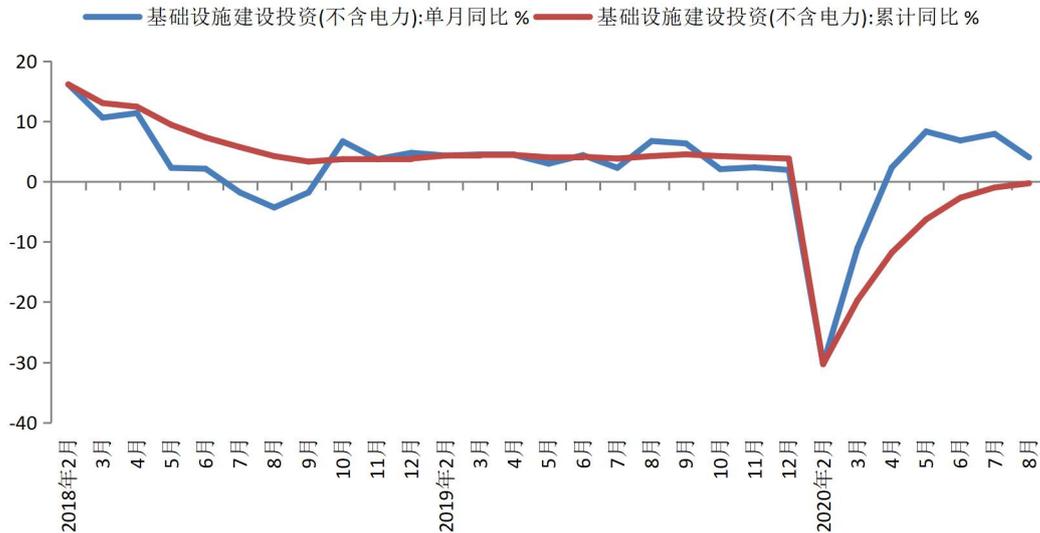


资料来源：WIND

基建投资：1-7月基建投资（不含电力）同比-0.3%，较1-7月改善0.7个百分点。据测算，当月基建投资同比增长4.0%，增速比上月回落3.9个百分点，已连续两个月减速。我们分析，7月和8月多地汛情较为严重，多雨天气——8月全国降雨量较上年同期增加约28%——也对基建项目进度带来一定拖累。作为逆周期调节的主要发力点，今年基建投资在政策和资金方面获得重要支持，其中的新基建正在成为推动经济转型升级、形成“双循环”新格局的战略支点。资金方面，8月地方政府专项债发行明显提速，而在今年约11.6万亿

广义财政赤字中，约 7.6 万亿会在下半年落地。由此，在近两个月的气候扰动期过后，短期内基建投资单月同比有望达到两位数增长。我们预计，1-9 月基建投资累计同比将实现年内首次转正。

图 5 基建投资（不含电力）增速

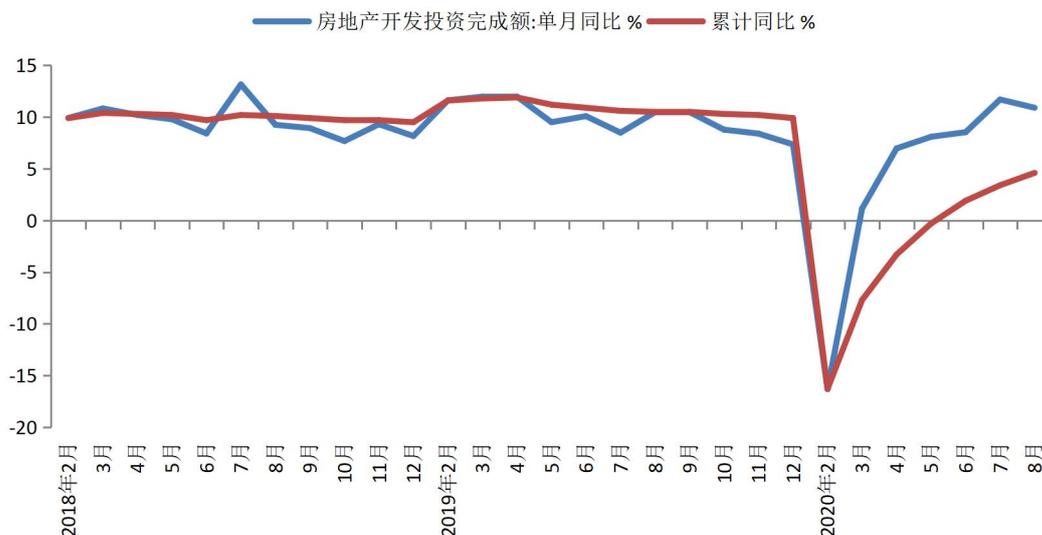


资料来源：WIND，东方金诚

房地产投资：1-8 月房地产开发投资同比 4.6%，比 1-7 月改善 1.2 个百分点。据测算，8 月当月房地产投资同比增速达 10.9%，连续两个月保持两位数增长。本月增速比上月放慢 0.8 个百分点，主要与上年基数抬高有关。我们认为，近期房地产投资在主要宏观数据中表现突出，主要与三个因素相关：首先，受房贷利率下调、积压需求释放等因素推动，房地产市场正在迅速回暖——8 月商品房销售额和销售面积同比增速分别高达 13.7% 和 27.1%，均创下近三年以来新高；近四个月商品房销售面积和销售额平均增速分别达到 8.7% 和 16.7%，均大幅高于去年全年水平。其次，通过销售回款、信贷和债券等渠道，3 月以来房企资金来源也有明显好转。最后，在快周转模式下，近期房地产施工进度加快，其中 8 月商品房施工面积同比增速达到 13.2%，远超上年平均水平。

我们判断，后期房贷利率仍有小幅下调空间，这将对房地产销售端形成重要支撑。不过值得关注的是，8 月 20 日重点房地产企业座谈会召开，“三条红线”政策出台，未来部分重点房企融资受限，而各地房地产调控风向也明显趋紧。高频数据显示，9 月前 13 天，100 个大中城土地成交量、30 个大中城市房地产销售面积增速均出现明显下滑。由此，接下来 4 个月房地产投资增速可能会受到一定制约，不排除单月增速降至个位数的可能。在政策面加大抑制地产泡沫的前景下，预计全年房地产投资增速达到上年 9.9% 的难度较大。

图6 房地产开发投资增速

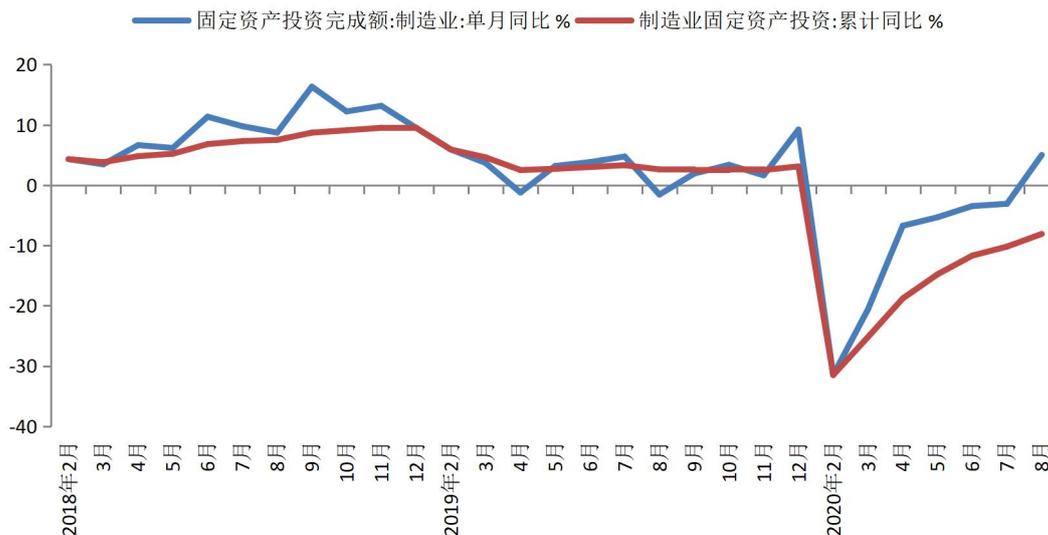


资料来源: WIND, 东方金诚

制造业投资: 1-8月制造业投资同比-8.1%, 比1-7月改善2.1个百分点。据我们测算, 当月制造业投资同比增长5.0%, 为疫情以来首次出现正增长, 较上月大幅改善8.1个百分点, 一改此前复苏迟缓的疲弱状态。一方面, 上年8月基数大幅下沉6.3个百分点, 推动本月增速上扬; 另一方面, 近期在PPI通缩改善的背景下, 经济复苏带动制造业企业利润连续两个月大幅改善(5-7月的同比增速分别为15.1%、15.5%和26.9%), 企业投资信心有所恢复; 最后, 一段时期以来政策面持续加大对制造业中长期贷款的支持, 也为企业扩大投资提供了更多资金来源。另外数据也显示, 疫情并未打断我国制造业转型升级过程: 1-8月高技术制造业投资增长8.8%, 较前值加快1.4个百分点。

我们预计, 未来几个月内外部不确定性因素仍然较多, 月度制造业投资能否持续保持正增长还有待进一步观察, 全年制造业投资增速回正可能性很小。不过, 在国内经济大概率延续当前复苏势头的前景下, 年底前制造业投资回升幅度或将高于此前市场普遍存在的悲观预期。

图7 制造业投资增速

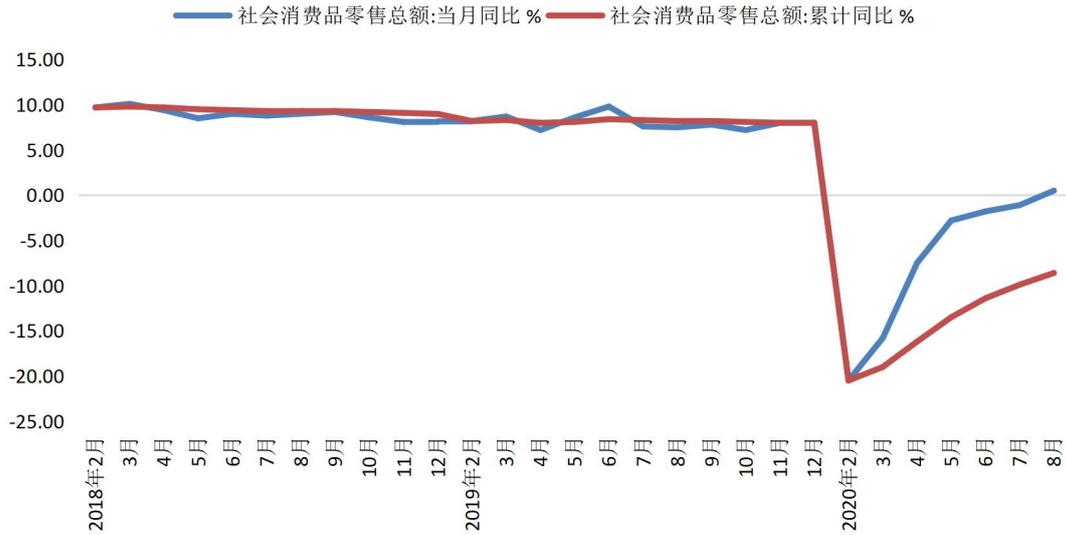


资料来源: WIND

1.3 消费: 8月社零同比加速回升, 疫情后首度实现转正。当月商品零售增速加快主要受消费升级类的可选消费品拉动, 表明前期积压需求仍处回补过程, 同时, 随着经济向好, 收入增速触底反弹, 居民消费信心边际回升

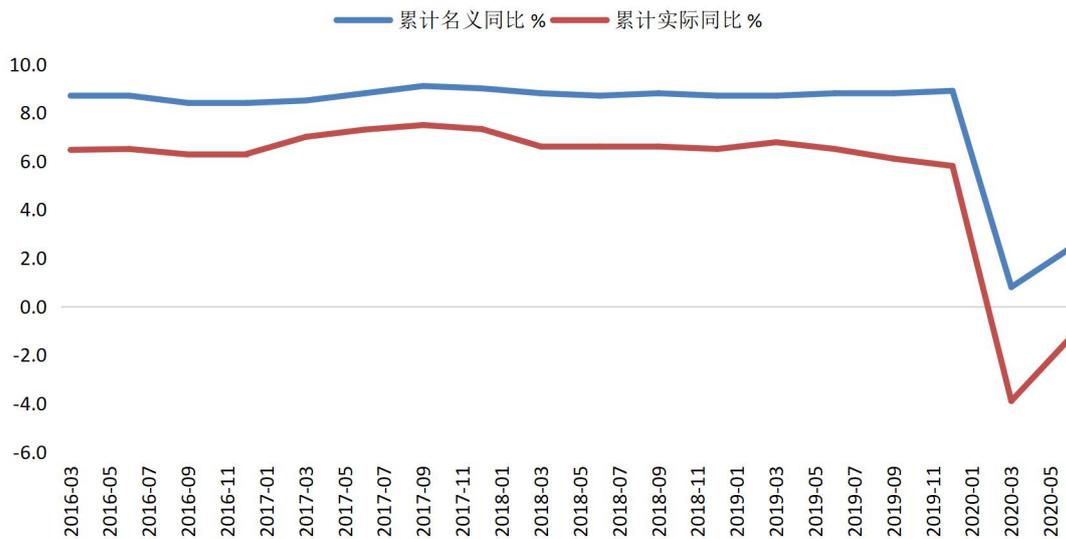
8月社零同比加速回升, 疫情后首度实现转正。当月社零同比增长0.5%, 增速较前值加快1.6个百分点; 扣除价格因素后, 实际同比下降0.6%, 降幅较上月收敛2.1个百分点。具体来看, 8月商品零售额同比增长1.5%, 在上月转正基础上加快1.3个百分点, 其中, 除汽车以外的消费品零售额同比下降0.6%, 降幅较前值收窄1.8个百分点, 表明整体需求也在回暖。当月商品零售增速加快主要受消费升级类的可选消费品拉动, 前期积压需求仍处回补过程; 同时, 随着经济向好, 收入增速触底反弹, 居民消费信心边际回升。此外, 随着疫情影响持续减退, 餐饮业需求延续回暖, 8月餐饮收入同比下降7.0%, 降幅较前值收窄4.0个百分点。

图8 社会消费品零售总额同比增速



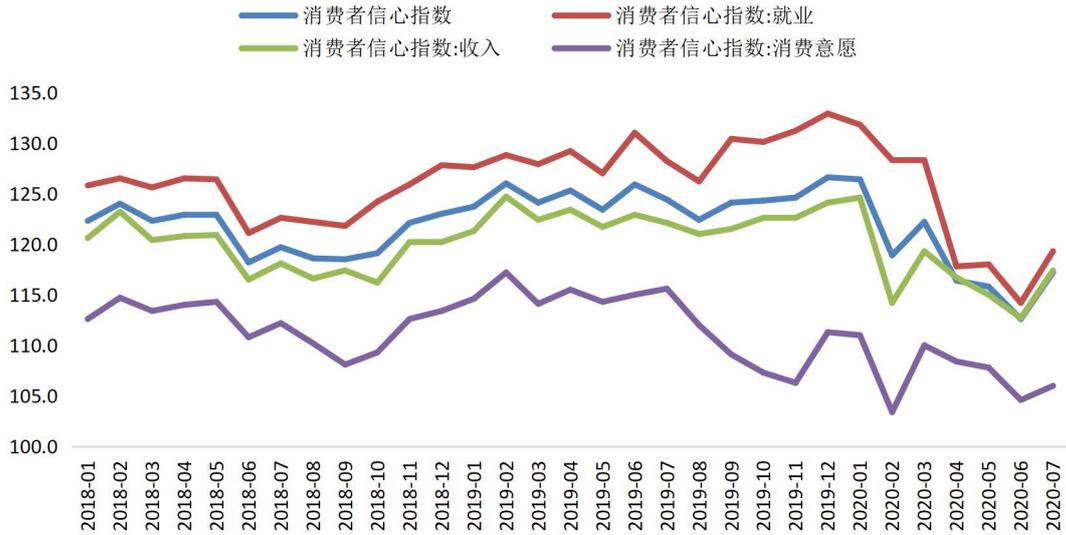
资料来源: WIND; 注: 2月当月同比为1-2月累计值。

图9 全国居民人均可支配收入同比增速



资料来源: WIND, 东方金诚

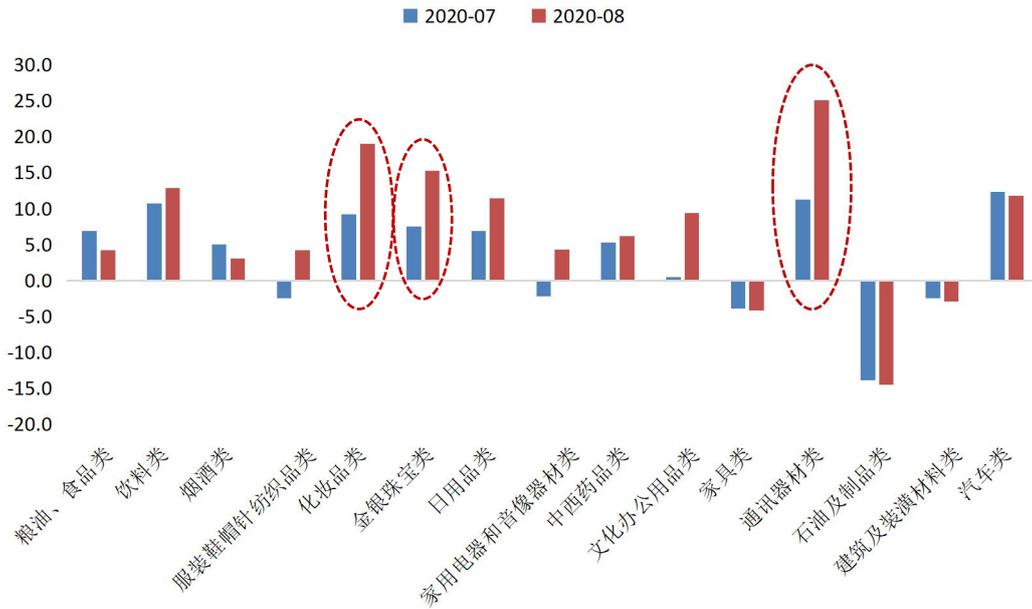
图10 消费者信心指数



资料来源: WIND, 东方金诚

从具体商品类别来看, 8月各类必需品中, 除日用品零售额增速在上月大幅下行基础上反弹 4.5 个百分点外, 粮油食品、饮料、中西药品等其他必需品零售表现相对平稳。8月可选消费品走势延续分化, 同比增速较上月涨跌互现。当月石油及制品、家具、建筑及装潢材料零售表现较弱, 同比延续负增且跌幅有所加深; 但化妆品、通讯器材、金银珠宝、纺织服装和家电等类别零售额增速明显加快, 其中, 化妆品、通讯器材、金银珠宝零售额均实现两位数高增, 成为当月社零加速回升的主要拉动。此外, 积压需求释放、汽车促销政策频出、疫情下社交隔离催生新增购车需求等, 继续支撑汽车销售, 8月汽车零售额延续高增, 同比增长 11.8%, 增速较前值小幅放缓 0.5 个百分点。

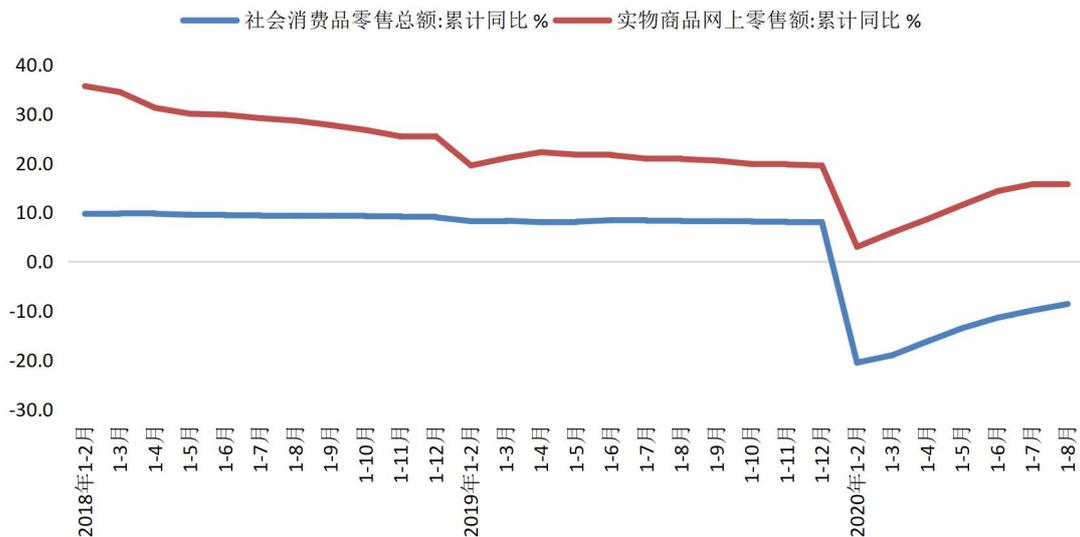
图 11 限额以上批发零售业零售额累计同比增速 %



资料来源：WIND

最后值得一提的是，随着不少线下商家开始转战线上，微商电商、网络直播等新模式、新业态迅速发展。今年以来，线上消费对稳定整体消费大局发挥了重要作用。1-8月实物网上商品零售额累计同比增长15.8%，增速较前值加快0.1个百分点，比同期社零累计增速高出24.4个百分点。

图 12 社会消费品零售总额及实物商品网上零售额同比增速

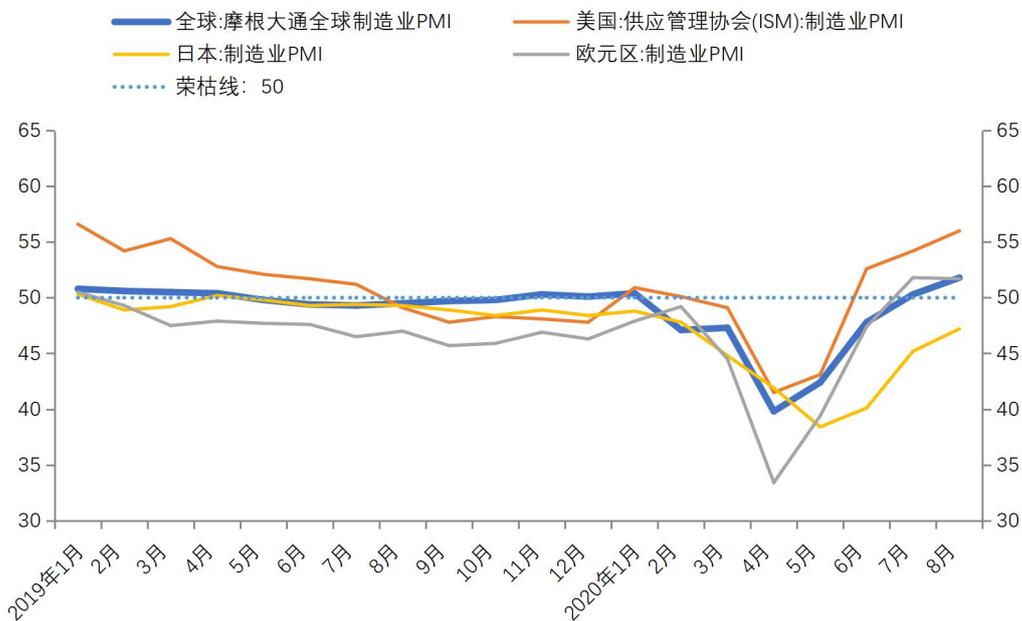


资料来源：WIND

1.4 贸易：8月出口延续高增速势头，进口增速连续两个月放缓

8月出口贸易额同比上升9.5%（以人民币计价同比增长11.6%，差值主要源于人民币汇价较上年同期出现一定幅度的贬值所致；对进口影响相同），增速较上月加快2.3个百分点，再次超出市场普遍预期。可以看到，当前全球疫情仍处在高位平台期，但美国、欧洲、印度等主要经济体已在5月开始“带疫重启”，经济景气状况明显改观，对我国产品进口需求相应上升。另外，当月我国防疫物资出口保持高增，对整体出口增长的拉动作用达到44.4%（约4.2个百分点）。最后，上月同期基数偏低，也对8月出口增速走高起到了一定推动作用。

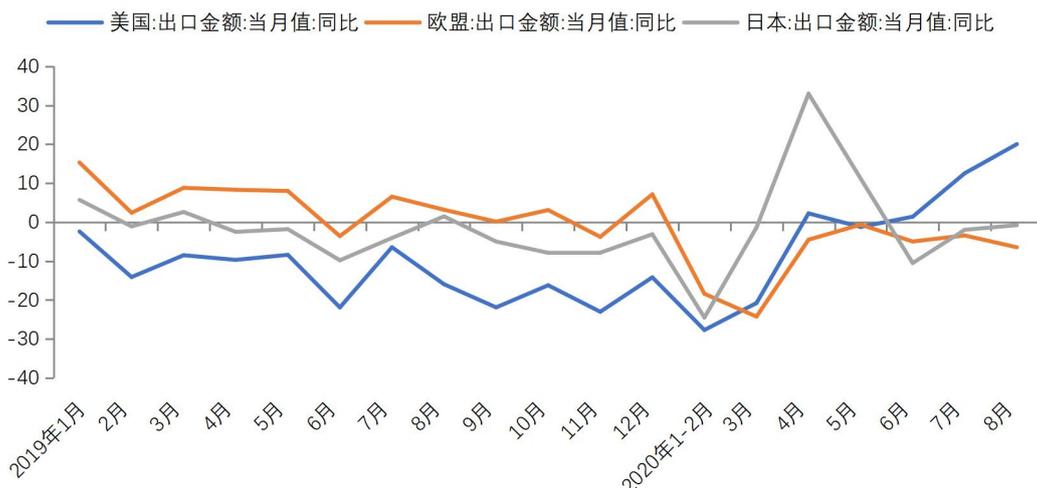
图13 5月之后欧美经济开始重启，经济景气状况整体回升



数据来源:WIND

从主要出口目的地来看，8月我国对美国出口增速达到20.0%，比上月大幅加快7.5个百分点，既与近期美国疫情放缓相吻合，也部分源于上年基数大幅走低。不过，近期欧盟地区疫情明显反弹，8月我国对欧盟出口同比为-6.5%，较上月恶化3个百分点。8月我国对日本出口仍为负增长，但降幅已收窄至-0.8%。可以看到，5月以来以上三个发达经济体制造业PMI指数整体保持反弹势头，意味着其对我国商品的进口需求也在同步修复。更为重要的是，近期全球疫情仍处高位，作为我国对发达经济体出口的主要竞争对手，墨西哥、土耳其、印度等国的产能恢复较为缓慢，我国在美欧日等发达经济体中的市场份额明显上升。我们判断，8月这种“替代效应”或仍在发酵。

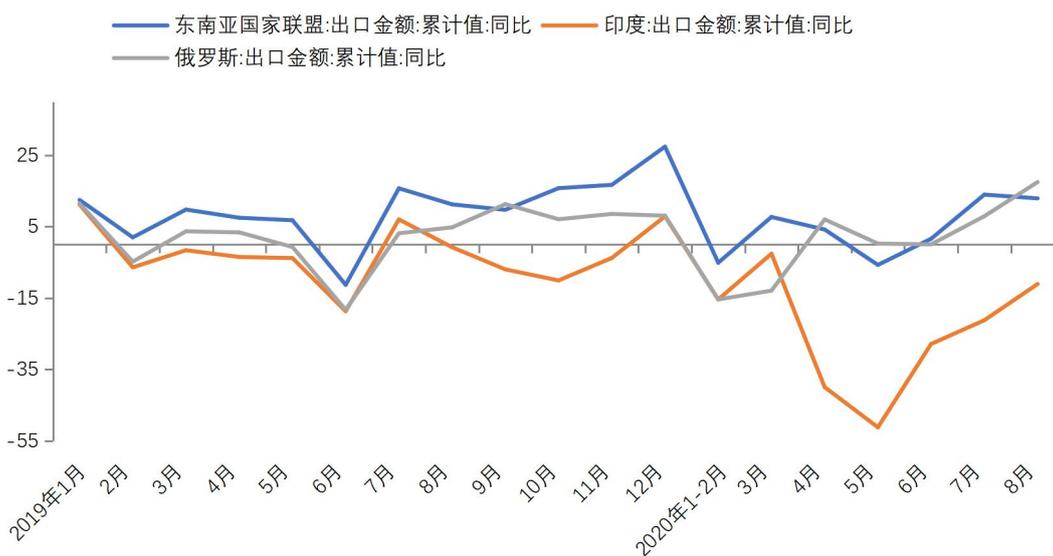
图14 8月我国对美出口增速明显上扬(%)



数据来源: WIND

在新兴市场方面，作为我国第一大出口市场，8月我国对东盟出口同比增长 12.9%，增速较上月放慢 1.1 个百分点，仍保持两位数的高增状态。我们注意到，年初以来我国对东盟出口整体保持稳定增长，与这一区域疫情形势较为稳定、经济所受冲击相对较小直接相关；同时，近期我国对东盟地区的越南、印尼等国机械设备出口增速较快，也不排除存在产能外迁因素。8月我国对印度、俄罗斯出口大幅改善，与两国制造业 PMI 进入扩张区间相吻合，反映两国经济重启后对我国商品的进口需求有所恢复。

图 15 8月我国对俄罗斯、印度出口增速整体改善 (%)

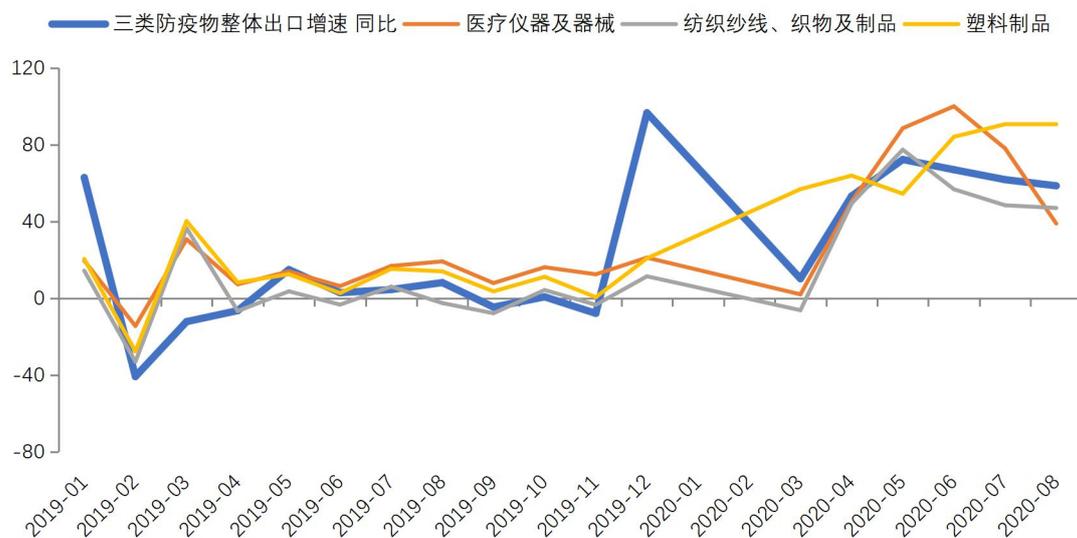


数据来源: WIND

8月出口高于此前市场的普遍预期，一个重要原因是当月防疫物资出口继续保持高增。

8月以口罩为代表的纺织纱线、织物及制品出口额同比增长47.0%，增速较上月小幅回落1.4个百分点，但这一增速仍属超高水平。当月医疗仪器及器械出口额同比增长38.9%，增速较上月放慢39.2个百分点（该类物资整体出口额较小）。8月塑料制品出口额同比增长90.6%，增速与上月持平。从以上三类防疫物资整体来看，当月出口额同比增速达到58.5%，仅较上月小幅下降3.2个百分点，对当月出口的整体拉动达到4.2个百分点——这意味着如果扣除防疫物资的出口带动作用，8月出口增速将为5.3%。

图 16 8月防疫物资出口继续保持高增（%）



数据来源: WIND

8月进口额同比下降2.1%，增速较上月下滑0.7个百分点，逊于市场预期。这与当月制造业PMI指数及PMI进口指数回落相一致。可以看到，6、7两个月工业增加值同比均处于4.8%，复苏势头有所放缓；5月以来国内货币宽松势头收敛，近期房地产调控风向明显收紧，监管层更加注重稳定增长与防风险之间的平衡。以上导致市场对下半年经济修复预期有所下调，或已开始对大宗商品进口产生一定抑制作用。

从主要进口商品来看，（1）随着油价持续回升，8月我国原油进口量增速继续回落，较上月下滑12.4个百分点至12.6%；当月油价波动小涨，同比跌幅进一步收敛，这一方面抑制了国内进口量增速，同时也带动8月原油进口额同比降幅较上月收窄2.2个百分点至-24.6%。

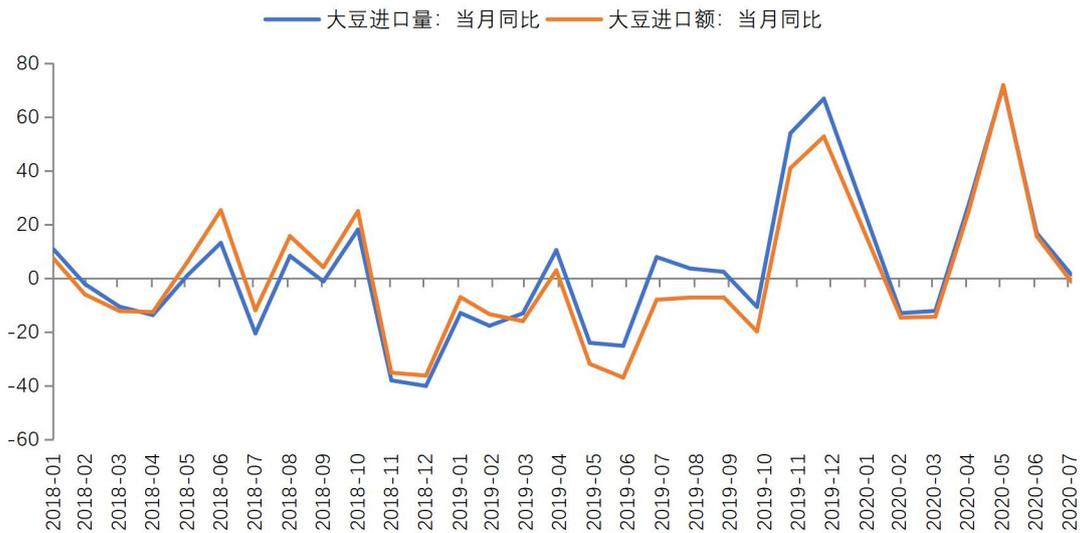
（2）受巴西雷亚尔贬值，以及国内生猪产能恢复影响，今年以来我国自巴西大豆进口迅速增长。但随着巴西大豆库存逐渐消耗，出口能力下降，8月我国大豆进口量和进口额同

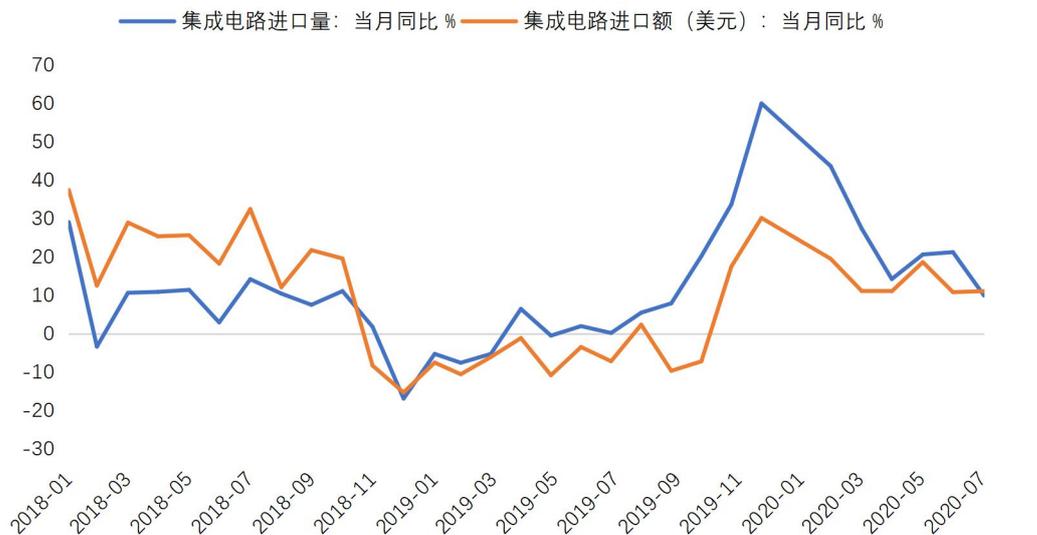
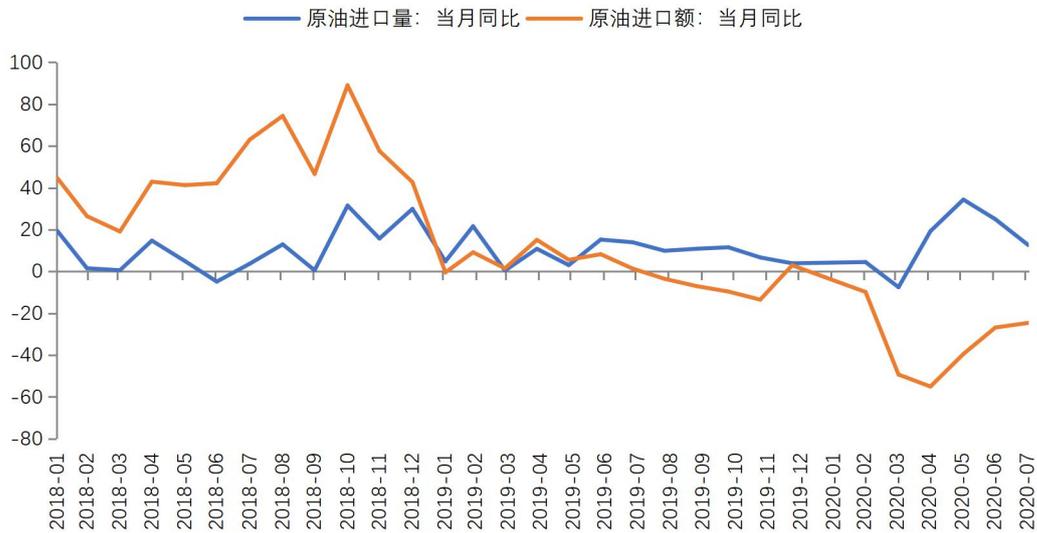
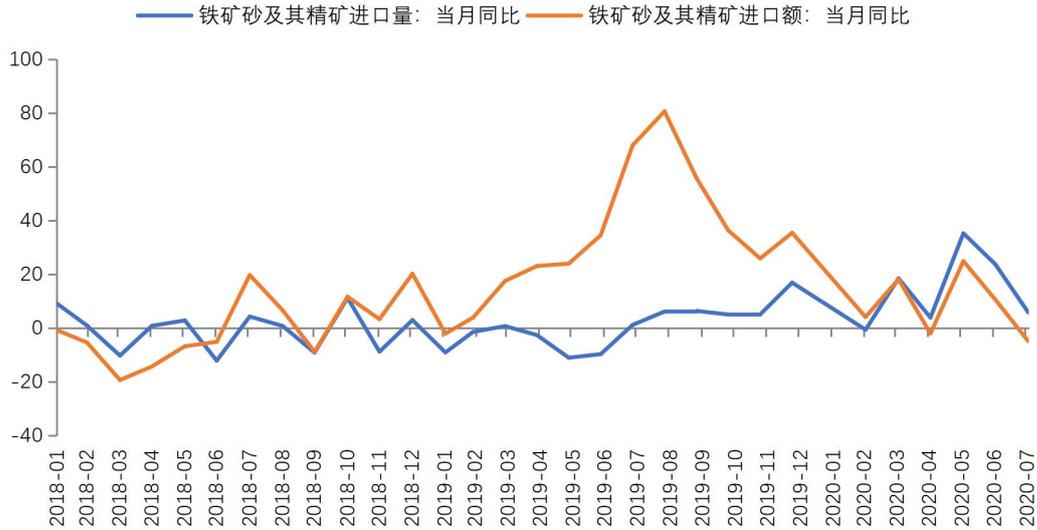
比增速再度大幅放缓。其中，进口量同比增速较上月下滑 15.5 个百分点至 1.3%，进口额增速下滑 16.9 个百分点至-1.3%。随着美国大豆进入成熟期，后续进口大豆采购重心将逐步转移到美国，但需关注中美关系演化对两国大豆贸易的影响。

(3) 8 月铁矿石进口量价齐跌，其中进口量同比增速较上月下滑 18 个百分点至 5.8%，进口额同比增速下滑 15.5 个百分点至-4.9%。据报道，受国内疫情相关限制举措影响，8 月有部分铁矿石进口被延误。同时我们也认为，近期海外铁矿石价格仍在高位上行，或已对国内需求产生抑制作用。另外，8 月国内螺纹钢价格走低，市场对下半年需求出现谨慎情绪。

(4) 8 月集成电路进口量同比增长 9.9%，增速较上月下行 11.3 个百分点，而因进口价格上涨，进口额同比增速较上月上行 0.3 个百分点至 11.1%。今年以来集成电路——即芯片——进口波动明显加大，或与该行业在中美经贸摩擦中的特殊地位直接相关。

图 17 8 月我国主要进口商品数量增速大幅下滑





数据来源: WIND

1.5 展望：9月各项经济数据将继续回升，9月出口有望继续保持正增长，进口增速有望反弹；三季度GDP同比有望回升至5.0%左右

工业生产方面，整体看目前工业生产已经恢复到疫情前水平，需求端投资增速亦显著加快，但消费增速仍然偏弱，出口韧性和结构性压力并存，将制约工业生产加速势头；叠加去年同期高基数影响，预计9月工业生产增速将与8月大致持平，或略有小幅下降。

投资方面，伴随极端天气对基建工程进度影响消退，9月基建投资有望加速，而短期内房地产投资仍将保持一定韧性，制造业投资能否延续月度正增长有待进一步观察。综合三大类固定资产投资走向判断，9月固定资产投资累计增速将实现年内首次正增长。三季度投资仍将是拉动经济的主导性力量。

消费方面，近期房地产市场持续回暖，8月商品房销售进一步加速，有望带动后续房地产相关消费增速回升；同时，餐饮和石油制品消费拖累有望减轻，后续整体社零增速仍将延续改善。但考虑到基数走高影响下汽车销售额增速将有所回落，以及消费升级类商品零售额增速已处很高水平，进一步加速空间有限，整体社零回升斜率可能放缓。预计9月社零同比增速将加速至1.0%左右。

此外三季度以来，服务业已进入较为稳定的复苏过程，其中8月服务业生产指数同比达到4.0%，较上月加快0.5个百分点，其与工业的复苏差距有所收窄。预计伴随防疫措施的进一步放宽，9月服务业生产指数同比将进一步加快至4.5%左右，但仍将较上年累计值落后2.4个百分点。由此，综合7月和8月各类宏观数据表现及9月走势，我们预计三季度GDP同比有望回升至5.0%左右，较上季度加快1.8个百分点。后期在经济朝着潜在增长水平（6.0%左右）回归过程中，就业压力也将随之缓解。

外贸方面，近期全球主要经济体制造业PMI多延续反弹势头，我国制造业PMI中的“新出口订单指数”也在持续修复，意味着短期内我国出口增速仍有支撑，9月出口同比有望继续保持较快正增长。我们认为，当前全球疫情仍在高位平台期，世界经济正处于严重衰退过程，全球贸易也在同步衰退。在这样一种不利背景下，我国出口韧性主要来自两个方面：一是国内疫情得到稳定控制，制造业产能已基本恢复正常，这意味着我国出口供给能力强于竞争对手，全球市场份额扩大；二是短期内全球疫情拐点难现，防疫物资出口高增势头还会保

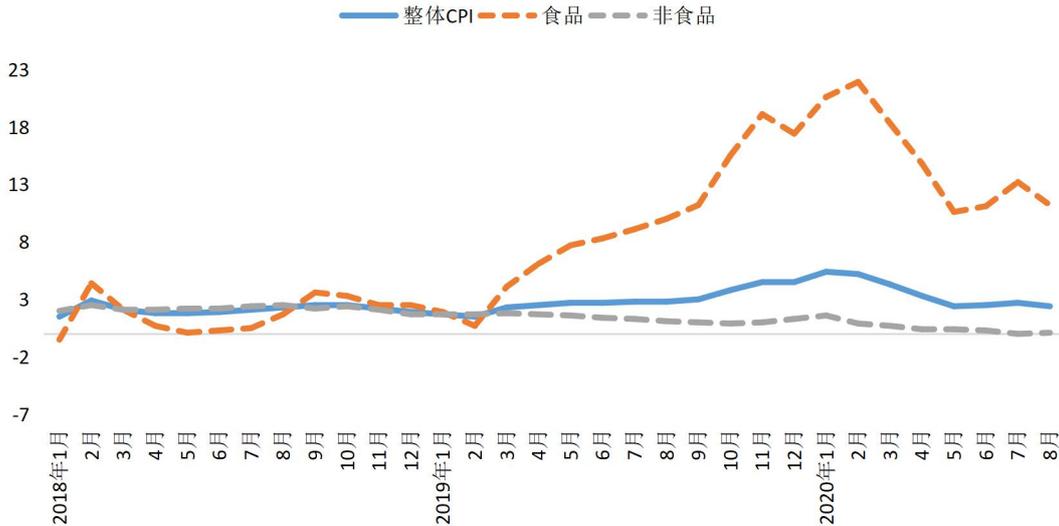
持一段时间。值得注意的是，8月中美两国贸易官员对第一阶段中美经贸协议执行情况做出积极评估，11月美国大选前中美经贸关系不确定性有所下降。不过，下半年全球经济衰退将导致国际贸易深度萎缩——我们注意到，作为全球贸易的“金丝雀”，近期韩国出口持续处于两位数上下的萎缩状态，四季度我国出口能否保持强势仍需谨慎观察。进口方面，国内经济延续修复，投资和消费增速有望进一步回升，这将对进口起到重要支撑作用。不过我们也注意到，近期宏观政策逆周期调节力度不再加码，货币收紧、房地产调控升级等措施陆续出台，市场正在下调后期经济反弹预期，这将对全球大宗商品价格及国内进口增速带来一定抑制作用，我们预计9月进口大幅反弹的可能性不大。

2. 8月CPI涨幅重启下行过程，PPI通缩状况继续缓解

2.1 8月猪肉价格走势平稳，但上年基数跃升带动同比涨幅大幅下行，是本月食品CPI和整体CPI涨幅走低的主要原因；8月非食品价格出现疫情以来的首次上涨，但环比、同比涨幅均仅为0.1%，继续停留在近十年低点附近，显示当前消费市场需求不足现象仍然严峻

8月CPI同比上涨2.4%，涨幅较上月回落0.3个百分点，结束了此前连续两个月的小幅反弹过程。从影响物价变化的主要因素看，8月食品价格同比上涨11.2%，几乎贡献了本月CPI的全部涨幅（2.33%）。当月食品价格涨幅较上月回落2个百分点，也是本月CPI涨幅回落的主要原因。8月非食品价格同比上涨0.1%，涨幅比上月提高0.1个百分点，仍处在逾十年来的最低点附近。这意味着当前除食品之外的整体物价涨势很弱，背后的原因是消费市场需求不振。这一现象正在成为当前经济修复的主要拖累。

图 18 CPI 增速：当月同比 %

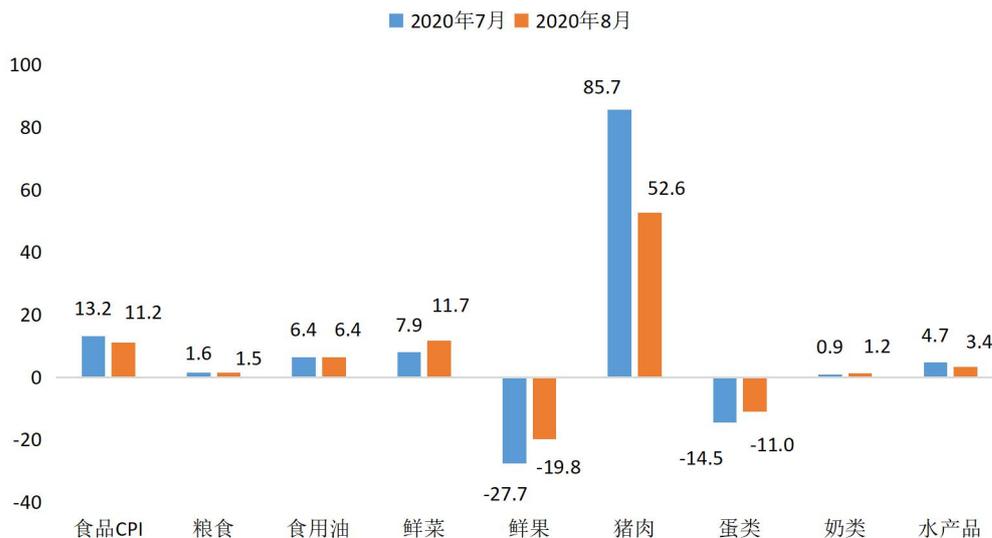


数据来源：WIND

食品价格方面，8月餐饮业继续修复，但生猪产能也在改善，当月猪肉价格走势平稳，而上年基数跃升则带动猪肉价格同比涨幅骤降 33.1 个百分点，成为本月食品价格同比涨幅缩小 2 个百分点的主要原因。伴随限制措施进一步放宽，8月餐饮业 PMI 继续回升，这意味着猪肉需求增加。不过，7月生猪存栏开始同比增长，本月猪肉供应量也在增加。由此，供需基本平衡导致本月猪肉价格涨势明显回落，环比涨幅从7月的 10.3% 降至本月的 1.2%。更为重要的是，去年8月受猪瘟疫情影响，猪肉价格曾出现大幅跳涨。由此，上年高基数带动8月猪肉价格同比涨幅骤降 33.1 个百分点至 52.6%。据测算，本月猪肉价格涨幅下行对整体 CPI 涨幅的下拉作用达到 1.1 个百分点（2020年猪肉价格在 CPI 中的权重为 3.31%），对本月食品价格涨幅的下拉作用则高达 4.9 个百分点。这意味着猪肉价格走势正在从之前推升食品乃至整体 CPI 高增的核心动力，演变成下拉 CPI 涨幅的主要力量。

其他食品方面，受季节性因素及今年高温及降雨天气影响，本月鲜菜价格环比上涨 6.4%，同比涨幅也扩大到 11.7%；由于蛋鸡存栏量仍处低位，加之临近开学和中秋，需求增加较多，8月鸡蛋价格上涨较快，同比降幅也缩小 2.5 个百分点。今年鲜果供应充足，8月价格环比再降 0.4%，但因上年基数变化，同比降幅收窄 7.9 个百分点。不过，以上三类食品价格涨幅扩大或降幅缩小，难以抵消本月猪肉价格同比涨幅大幅放缓带来的影响，本月食品价格同比涨幅缩小 2 个百分点至 11.2%。值得一提的是，8月粮食价格环比持平，同比涨幅则降至 1.5%，表明今年4月和5月粮价较快上涨的势头未能持续，当前粮价走势回到可控状态。

图 19 食品类各分项 CPI 同比增速 %

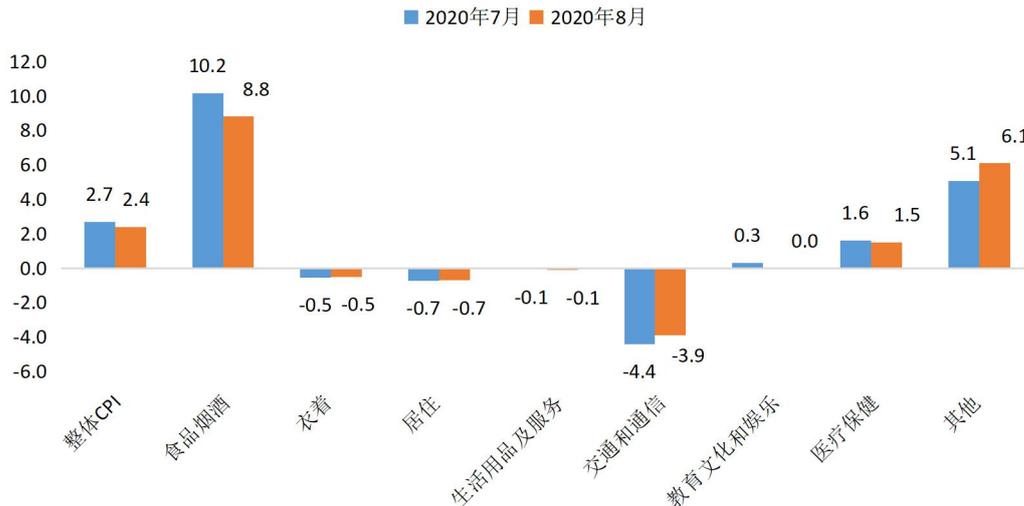


数据来源：WIND

非食品价格方面,市场需求不足现象依然明显,8月非食品价格同比涨幅微升至0.1%,继续处在逾十年低点附近。前期国际油价持续上行,7月和8月国内两次上调成品油价格,本月交通通信价格同比跌幅有所收窄。不过,除此以外的其它绝大多数商品和服务价格走势依然疲弱,同比涨幅也继续处于多年来的低位。这表明伴随疫情影响周期拉长,居民实际收入增速和收入预期都出现了明显下降,消费支出趋于谨慎。这与当前社会消费品零售总额、生活类服务消费数据持续低迷相印证,正在成为影响经济修复的主要矛盾。

8月,扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.5%,涨幅与上月持平,是2013年有历史记录以来的最低水平。今年以来该指标的累计涨幅降至1.0%,同样处于历史最低点,很大程度上是当前物价走势的真实写照。这表明目前缺乏物价普遍上涨的基础,不仅再通胀言之尚早,而且未来需求不足引发CPI通缩的风险反而值得重点关注。这同时也表明,“控通胀”对货币政策边际宽松的掣肘作用很小。

图 20 八类商品与服务 CPI 同比增速 %



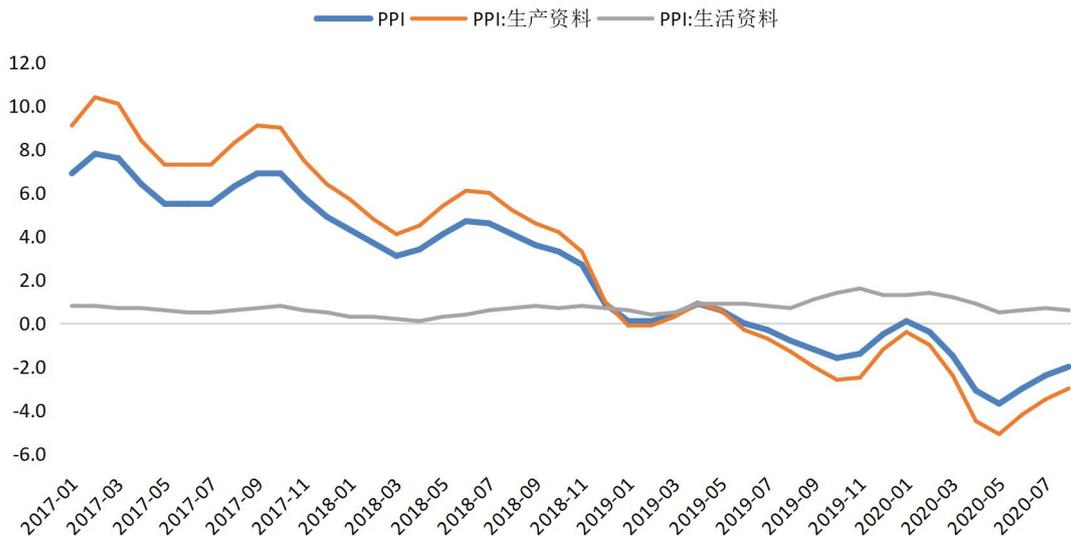
数据来源：WIND

2.2 主因国际油价继续波动回升，国内基建投资扩张、地产保持韧性对工业品价格构成支撑，以及5月以来上游涨价的影响逐步向下传导、终端需求渐进修复，带动中下游价格上涨，8月PPI环比延续涨势。在新涨价和翘尾因素共同作用下，当月PPI同比跌幅进一步收敛。不过，从回升斜率来看，PPI新涨价动能正在边际减弱，同比跌幅收窄幅度放缓

8月PPI环比上涨0.3%，涨幅略低于前值0.4%，已连续三个月维持涨势；在新涨价和翘尾因素共同作用下——8月PPI翘尾因素为0.1个百分点（上月为0.0个百分点），当月PPI同比跌幅收敛至-2.0%，较上月回升0.4个百分点。

8月PPI环比延续上涨，主要受三方面因素拉动：（1）尽管8月OPEC减产执行率下滑，原油产量有所增加，但在需求回升、美元指数下跌影响下，当月国际油价波动小幅回升。根据我们计算，8月布伦特原油现货价均值为44.99美元/桶，环比上涨3.4%。（2）从国内因素来看，8月洪水影响减退、资金加速到位、支出效率提升等推动基建投资加速扩张，同时，房企融资政策收紧传导至投资端存在一定时滞，8月房地产投资仍将维持较快增速。因此，基建和地产投资对工业品价格的支撑力度依然较强。（3）5月以来上游价格的持续回升逐步向中下游传导，加之终端消费和服务业有所回暖，共同带动中下游价格小幅上涨。

图 21 PPI 增速：当月同比 %



数据来源：WIND

图 22 8 月国际油价波动小幅上涨

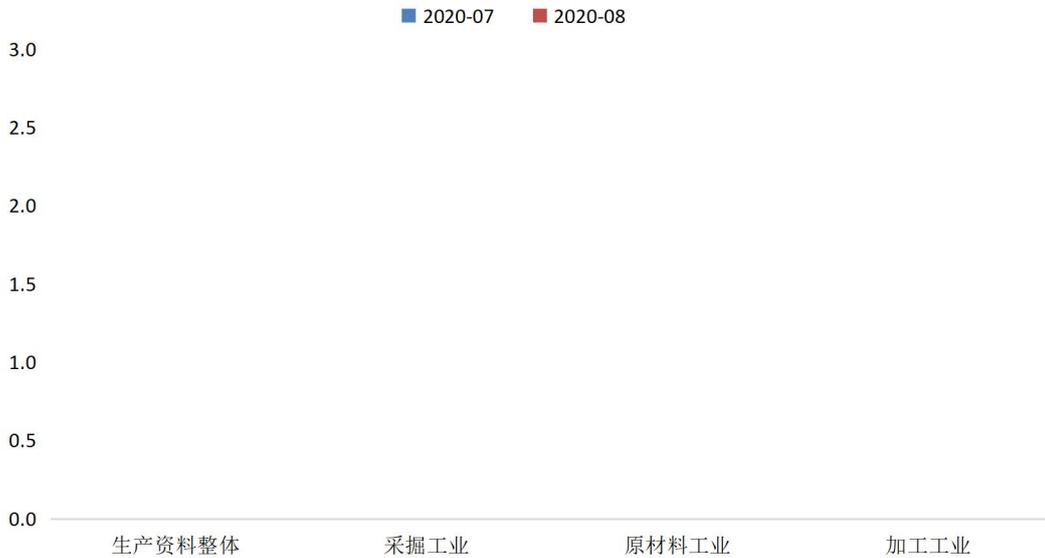


数据来源：WIND

分大类看，8 月生产资料 PPI 环比上涨 0.4%，涨幅略低于前值 0.5%，同比跌幅较上月收窄 0.5 个百分点至-3.0%，与 PPI 整体走势一致。当月各分项环比均延续上涨，但与上月相比，仅加工工业 PPI 环比涨势有所加快，涨幅从上月的 0.1% 小幅提升至 0.2%，已连续三个月实现正增长，但修复步伐仍然偏缓，主要与下游需求不旺相关。当月采掘工业 PPI 环比上涨 1.6%，涨幅低于前值 3.1%，主因月内原油价格涨势趋缓，以及煤炭价格走弱；原材料工业 PPI 环比涨幅较上月下滑 0.4 个百分点至 0.5%，从细分行业看，主要受石油、煤炭及其他燃料加工业 PPI 环比增速下滑拖累。同比方面，8 月采掘工业、原材料工业和加工工业 PPI 同比下跌 5.8%、6.4% 和 1.4%，跌幅较上月分别收窄 1.3、0.5 和 0.4 个百分点，其中后

两项主要因上年基数走低带动，与当前生产资料边际涨价动能减弱相互印证。

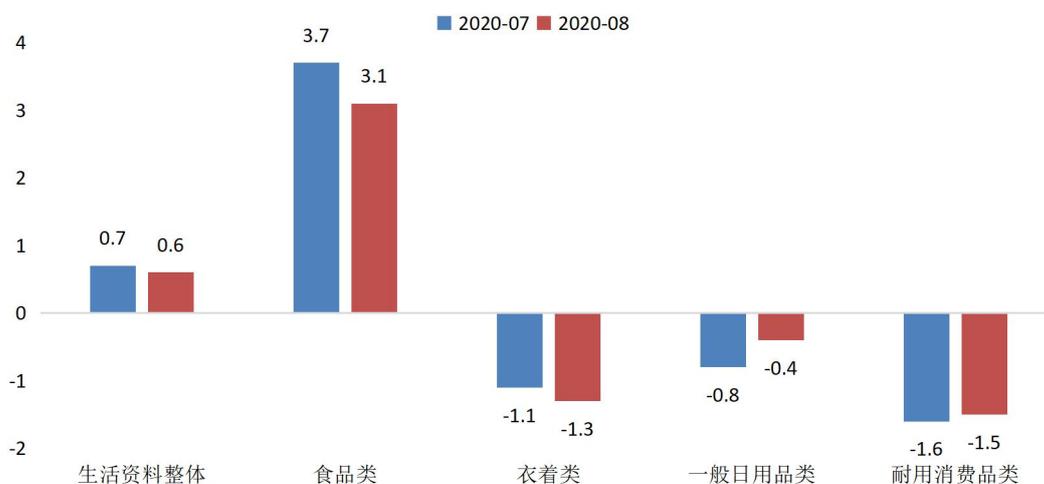
图 23 生产资料各项 PPI 同比增速 %



数据来源：WIND

生活资料方面，8月生活资料PPI环比上涨0.1%，涨幅与上月持平；同比上涨0.6%，小幅低于前值0.7%。从分项看，8月食品类PPI环比涨势放缓，与当月食品CPI涨幅收窄相一致；衣着类和耐用消费品类PPI环比下跌；一般日用品类PPI环比转正，涨幅反弹至0.5%。同比方面，8月食品类PPI同比涨幅放缓，衣着类PPI同比跌幅扩大，一般日用品和耐用消费品PPI同比跌幅则有所收窄。整体来看，食品之外的衣着、一般日用品及耐用消费品价格同比仍为负值，同样印证当前终端消费需求不振。

图 24 生活资料各项 PPI 同比增速 %



数据来源：WIND

从细分行业来看，8月原油、煤炭相关行业环比涨幅明显放缓，其中，煤炭开采和洗选业PPI环比下跌0.9%；黑色金属和有色金属采选业、黑色金属冶炼及压延加工业PPI环比涨幅扩大，有色金属冶炼及压延加工业PPI环比上涨3.0%，略低于前值3.1%；汽车制造业PPI环比转负，下跌0.1%，较前值下滑0.2个百分点。同比方面，8月石油、黑色金属、有色金属相关行业PPI同比跌幅收窄或同比涨幅加快。其中，石油和天然气开采业PPI同比跌幅较上月收窄2.6个百分点至-25.2%，石油、煤炭和其他燃料加工业PPI跌幅收窄0.3个百分点至-16.7%，回升速度均已明显放缓；当月黑色金属矿采选业和有色金属冶炼及压延加工业PPI同比涨幅分别加快4.1和2.1个百分点，有色金属矿采选业和有色金属冶炼及压延加工业PPI同比涨幅分别加快1.9和2.7个百分点。

2.3 展望：9月猪肉价格同比涨幅还会显著下行，将带动食品价格涨幅继续回落，加之非食品价格短期内仍难以出现明显上行走势，预计9月CPI同比涨幅将降至2.0%左右。9月PPI环比将保持正增，同比降幅还将继续收窄，但新涨价动能或将继续减弱，年末PPI同比转正难度较大

进入9月，餐饮业恢复与猪肉供给改善都将持续，供需平衡的结果可能是猪肉价格小幅走低。更为重要的是，上年9月猪肉价格涨幅曾跳升22.6个百分点，高基数将带动今年9月猪肉价格同比涨幅延续大幅回落势头，并有望带动食品CPI同比涨幅降至个位数。考虑到消费低迷状况可能还要持续一段时间，9月非食品价格将继续停留在“0”涨幅附近。综合以上，9月CPI同比涨幅有望进一步降至2.0%左右，且CPI涨幅下行过程有望持续至年底。这意味着今年实现将CPI涨幅控制在3.5%以内的目标已没有悬念——1-8月CPI累计同比涨幅已降至3.5%。

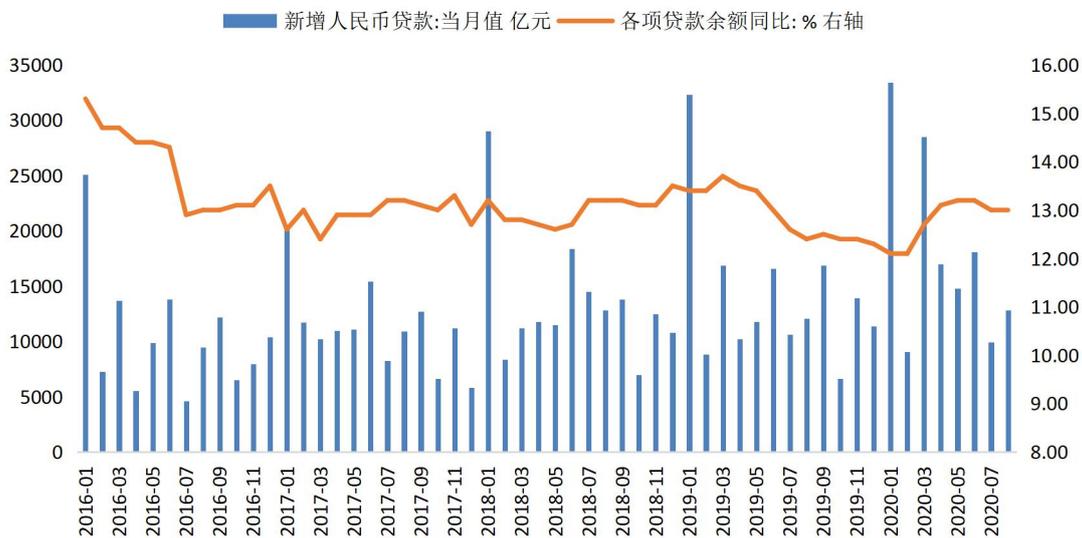
PPI方面，此前OPEC已敦促产量超出目标的产油国在8-9月进一步减产、全球经济复苏带动需求回升、美元指数震荡筑底对油价构成支撑；从国内来看，年内后续基建将进一步发力，房地产投资韧性犹存，制造业投资也将缓慢修复，对工业品价格仍有一定拉动作用，同时，前期上游涨价对中下游工业品和制成品价格的影响还将逐步显现。因此，我们判断9月PPI环比将保持正增，同比降幅还将继续收窄。但另一方面，目前全球经济复苏势头正在减弱，欧洲等主要经济体疫情出现反弹，国内政策回归常态、房企融资政策收紧，预示后续PPI新涨价动能将继续减弱，加之翘尾因素稳定在0附近，PPI同比回升斜率将进一步放缓，年末实现转正的难度较大。

3. 金融：专项债发行推动社融高增，实体经济宽信用持续推进

3.1 8月新增人民币贷款环比季节性回升，同比多增则受企业中长期贷款和居民贷款拉动——前者体现政策引导效果和实体经济融资需求的改善，后者则归因于商品房销售的稳定增长和居民消费需求的回暖。另一方面，由于票据融资利率持续走高，进一步抑制企业票据贴现需求，8月票据融资延续负增，且环比、同比均现较大幅度多减

8月新增金融机构人民币贷款1.28万亿，环比多增2873亿，符合季节性规律；同比仅多增700亿，故月末贷款余额增速持平于13.0%。可以看到，1-7月新增人民币贷款累计13.1万亿，距离易纲行长提到的全年新增近20万亿的目标尚余6.9万亿，这也意味着，8-12月新增人民币贷款均值需在1.38万亿左右。因此，8月新增人民币贷款1.28万亿，与全年新增20万亿的目标节奏大致匹配。我们认为，在政策基调转向“总量适度”、监管打击资金空转套利、房企融资政策趋紧背景下，年内后续新增贷款规模料难现上半年的同比大幅多增，贷款余额增速或将稳定在13.0%左右。

图 25 新增人民币贷款规模及增速

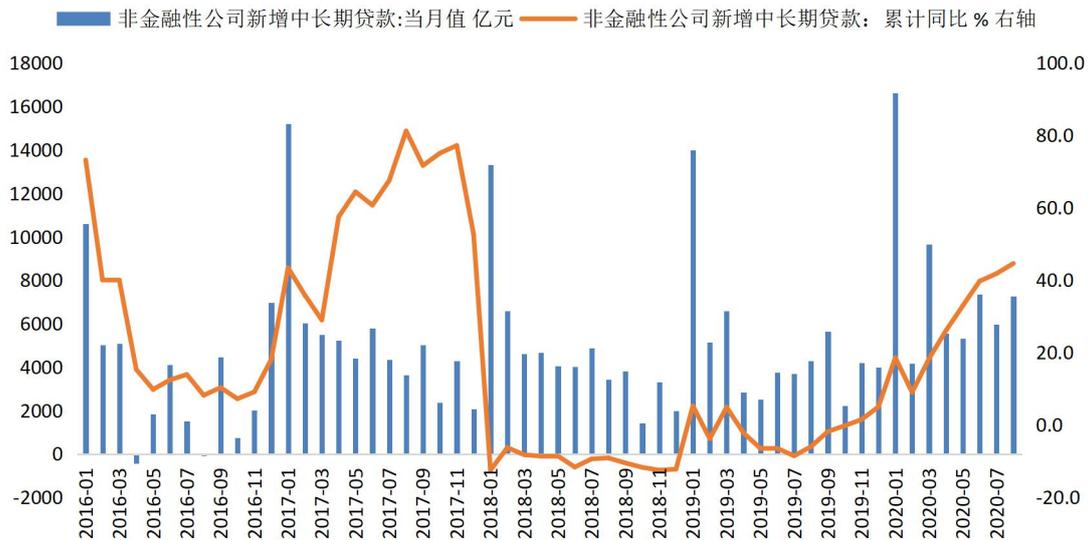


数据来源：WIND

8月人民币贷款同比多增主要受企业中长期贷款和居民贷款拉动。当月新增企业中长期贷款7252亿，环比多增1284亿，同比多增2967亿，企业信贷期限结构继续改善，实体经济宽信用持续推进。主要原因包括两个方面，首先，国内经济好转对信贷需求产生支撑，尤其是随着制造业投资渐进修复、基建发力、房地产投资保持韧性，企业中长期贷款需求回升。

其次，银行为满足MPA考核要求，也有意愿加大对制造业企业的中长期贷款力度。8月新增企业短贷规模只有47亿，环比虽季节性多增2468亿，但同比仅多增402亿；同时，由于资金利率上行带动票据融资利率持续走高，进一步抑制企业票据贴现需求，当月票据融资延续负增（-1676亿），且环比多减655亿，同比多减4102亿。

图 26 企业新增中长期贷款规模与增速



数据来源：WIND，东方金诚整理

居民贷款方面，8月高频数据显示商品房销售继续稳定增长，支撑居民按揭贷款需求，当月居民中长期贷款环比少增496亿，同比多增1031亿；另外，当前房贷利率已高于企业一般贷款利率，银行投资意愿较强。居民短贷方面，伴随消费活动恢复，居民短贷需求回升，8月居民短贷环比多增1334亿，同比多增846亿。整体上看，由于新增企业贷款季节性回升，8月新增居民贷款在新增人民币贷款中的占比从上月的76%下降至66%。

图 27 新增居民贷款规模及占比

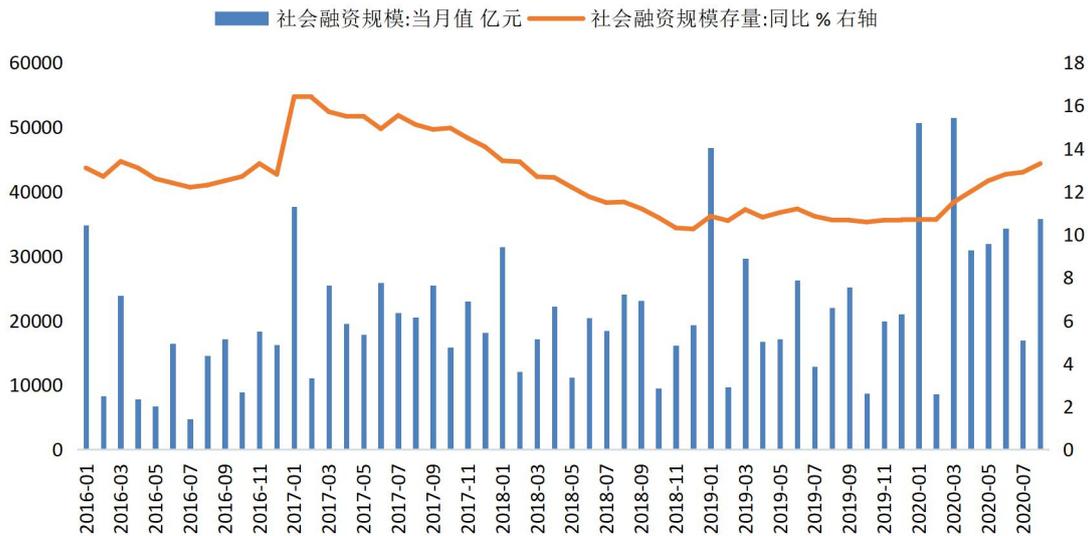


数据来源：WIND，东方金诚整理

3.2 8月社融环比、同比均大幅多增。各分项中，政府债券、投向实体经济的人民币贷款和表外票据融资多增幅度较大，尤其是政府债券在地方债发行放量拉动下，成为8月带动社融扩张的主要力量

8月新增社融规模为3.58万亿，环比多增1.89万亿，同比多增1.39万亿。月末社融存量同比增速较上月末加快0.4个百分点至13.3%，已为连续第7个月上升，且上行速度较前两个月加快。从分项来看，除委托贷款压降规模较上月有所扩大外，当月社融各分项新增规模环比、同比均表现为多增或少减。其中，政府债券、投向实体经济的人民币贷款和表外票据融资多增幅度较大，尤其是政府债券成为8月带动社融扩张的主要力量。

图 28 社会融资规模增长状况



数据来源: WIND

具体来看, 7月特别国债发行收官后, 此前为特别国债“让道”的地方专项债发行在8月大幅放量, 拉动当月新增政府债券规模达到1.38万亿, 环比多增8341亿, 同比多增8741亿。8月信用债发行利率上行放缓、发行人利率预期趋稳, 利好企业债券净融资需求回暖, 当月企业债券融资环比多增1250亿, 同比多增249亿。受股市上涨、科创板开启注册制影响, 8月非金融企业股票融资再度突破千亿规模, 达到1282亿, 环比多增67亿, 同比多增1026亿。

表外融资方面, 8月表外票据融资转为正增, 环比多增2571亿, 同比多增1284亿, 表明企业虽愿意开票, 但票据贴现利率走高影响其贴现积极性; 8月信托贷款负增316亿, 环比少减1051亿, 同比少减342亿, 压降速度放缓或因房企融资监管政策频出但尚未真正落地, 企业抓住政策空窗期积极融资, 带动当月房产类信托逆势增长; 7月委托贷款延续稳定压降, 环比多减263亿, 同比少减98亿。

图 29 表外融资增量变化



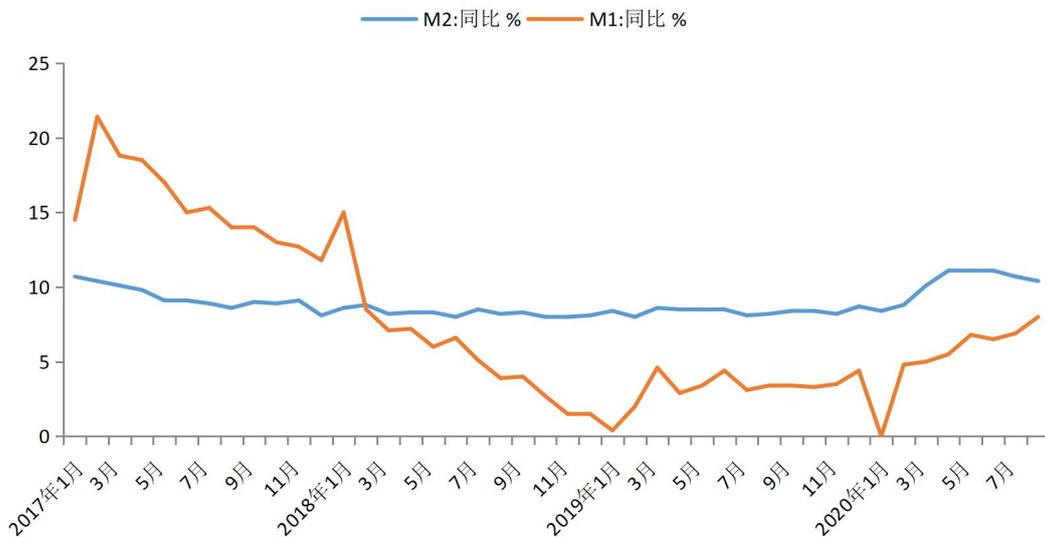
数据来源：WIND

3.3 8月末M2增速延续回落，直接原因是本月地方政府专项债大规模发行，财政存款同比大幅多增。8月M1增速创30个月以来新高，体现经济修复进程正在较快推进，各类市场主体经营活动趋于活跃，当月房地产市场回暖也对M1增速起到直接推动作用

8月末M2同比增长10.4%，增速比上月末回落0.3个百分点，比上年同期加快2.2个百分点。本月M2增速回落，直接原因在于本月地方政府专项债大规模发行，财政存款同比大幅多增5244亿。其他存款方面，本月居民存款环比季节性由负转正，同比也多增约1200亿，或与8月非银存款下降约2600亿有关——8月股市进入盘整期，流入股市资金形成的保证金存款有所减少。本月企业存款同比也多增近1700亿，延续疫情以来的多增势头，主要受宽信用背景下金融加大对实体经济融资支持推动。整体来看，8月M2增速已连续两个月走低，背后的深层原因在于，监管层强调下半年“总量适度”的政策取向，货币政策从上半年疫情冲击最严重时期的偏宽松状态退出后，广义货币供应量增长也在逐步恢复常态化。

8月末M1同比增速较上月末加快1.1个百分点至8.0%，创近30个月以来新高，比上年同期大幅加快4.6个百分点。我们认为，近期M1升势加快，体现经济修复进程正在较快推进，包括服务业在内的各类市场主体业务活动增强，企业活期存款多增。此外，高频数据显示，8月全国30个大中城市商品房销量同比增速较上月加快4.4个百分点，至15.4%。这意味着当月房企等相关企业活期存款继续处于较高水平，历史数据显示，我国M1增速与房地产市场活跃程度相关性很强。

图 30 M2 与 M1 增速



数据来源: WIND

3.4 展望: 在年内新增信贷总量 20 万亿目标引领下, 9 月新增人民币贷款有望达到 1.8-1.9 万亿, 企业中长期贷款多增势头不会减弱; 9 月地方政府专项债仍处在大规模发行期, 这将对新增社融形成支撑; 季末财政资金投放力度加大, M2 增速有望低位小幅反弹

9 月人民币贷款有季末冲量因素, 再考虑年内新增信贷总量 20 万亿的目标, 预计 9 月新增人民币贷款将在 1.8 至 1.9 万亿之间, 贷款存量增速有望保持在 13.0% 上下。结构方面在, 金融加大支持实体经济力度导向下, 企业中长期贷款将保持较大幅度的同比多增势头, 房地产市场维持强势也将对居民房贷起到拉动作用。进入 9 月以来, 6 个月国股银转贴现利率仍在持续走高, 10 日已达到 2.95%, 创近 1 年以来新高。受此影响, 9 月票据融资仍将承压。社融方面, 9 月地方政府专项债仍处在大规模发行期, 国债净融资也将同比大幅多增, 这将对新增社融形成支撑, 预计社融存量增速仍将处于 13% 以上的高位。季末财政资金投放力度将显著加大, M2 增速有望小幅反弹。

总体上看, 8 月信贷走势平稳、结构优化, 社融高增与 M2 增速下沉都受政府债券发行影响较大——若剔除政府债券发行因素, 8 月存量社融及 M2 增速也将保持在平稳略降状态。这表明在当前“总量适度、精准导向”的政策指引下, 从 7 月开始的金融总量收敛过程实际上仍在延续, 未来在货币政策回归常态过程中, 以直达工具为代表的结构性货币政策将成为

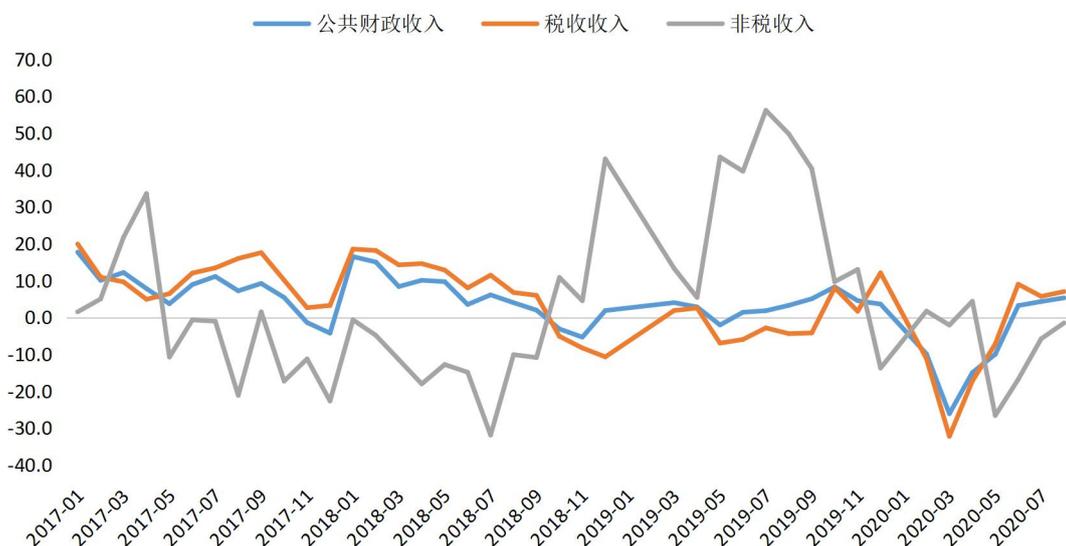
主要发力点。最后，8月以DR007为代表的市场利率已升至政策利率(央行7天期逆回购利率)附近。考虑到央行当前货币政策的目标之一是引导市场利率围绕政策利率平稳运行，我们判断，此前连续4个月上升的市场利率将在9月进入顶部区域，市场流动性有望经历一个从“紧”到“稳”的过程。

4. 财政：8月财政收入延续改善，财政支出发力空间仍然很大

4.1 8月税收收入增速加快，已连续第三个月正增，非税收入降幅收窄，财政收入状况持续改善，与当前经济不断修复态势相一致

8月财政收入同比增长5.3%，增速较上月加快1.0个百分点。当月税收收入同比增长7.0%，增速较上月加快1.3个百分点，与当前经济不断修复态势相一致，也在一定程度上受到和上年基数走低影响。8月各主力税种中，增值税收入增速实现转正，企业所得税收入增速明显加快，是当月税收收入增长加速的主要拉动。非税收入方面，8月非税收入同比下降1.5%，降幅较上月收窄4.4个百分点，除因基数走低外，也受到一些特定机构和国企上缴利润以及地方政府盘活国有资源资产收入增加带动。

图 31 财政收入增速变化情况（当月同比，%）



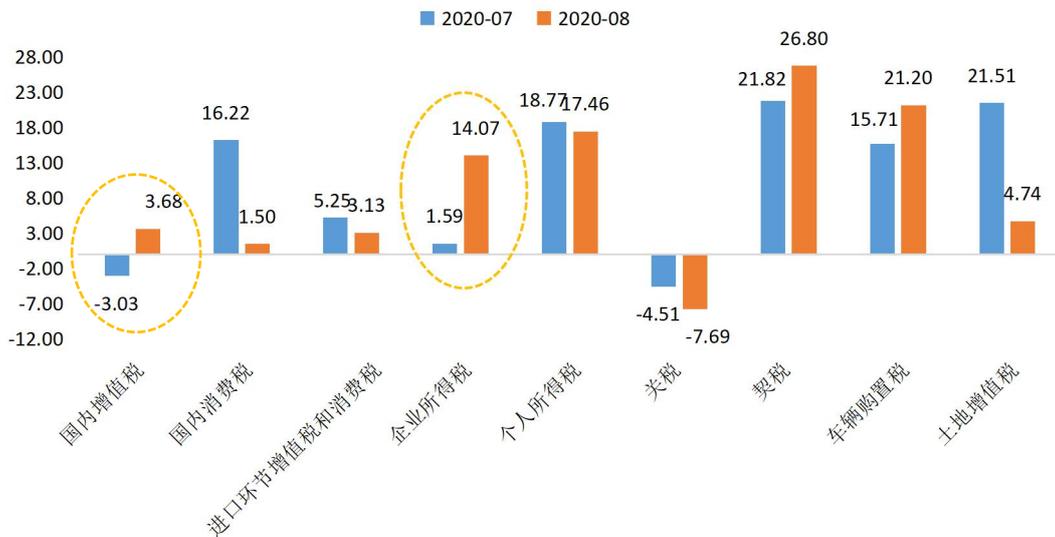
数据来源：WIND

注：2020年2月数据为1-2月累计值。

从具体税种来看，8月工业生产加速、服务业加快修复，当月第一大税种增值税收入同比增长3.7%，增速较上月加快6.7个百分点，为年内首度转正。8月企业所得税收入增速大幅加快至14.1%（前值1.6%），除因基数走低外，也与企业利润改善趋势相一致。6月以来

居民收入回升及上年低基数带动个人所得税收入连续高增，8月同比增速较上月放缓1.3个百分点，但仍实现17.5%的较快增长。8月进口增速走弱，进口环节增值税和消费税、关税收入同比增速分别较上月下滑2.1和3.2个百分点。在商品房销售维持热度、调控升级导致土地市场边际降温背景下，8月房地产相关税收增速涨跌互现。其中，契税收入增速进一步加快至26.8%(前值21.8%)，土地增值税收入增速受高基数影响大幅放缓至4.7%(前值21.5%)。8月车辆购置税收入增速加快至21.2%(前值15.7%)，与当月汽车销售同比加速态势相符。

图 32 主要税种收入增速变化 %



数据来源：WIND

4.2 在7月的超预期高增之后，8月财政支出增速有所回落，但仍明显高于年内此前整体增长水平，反映财政资金直达基层对一般公共预算支出的支撑

在7月的超预期高增之后，8月财政支出增速有所回落。当月财政支出同比增长8.7%，增速较上月下滑9.7个百分点，但仍明显高于年内此前整体增长水平，拉动1-8月财政支出累计同比降幅收窄至-2.1%(前值-3.2%)。支出进度方面，1-8月财政支出规模占全年预算支出的60.5%，慢于上年同期的幅度从1-7月的3.9个百分点缩小至3.6个百分点。从央地支出角度来看，8月中央财政支出降幅从上月的-3.2%扩大至-10.8%；地方财政支出增速较上月放缓10.7个百分点至12.8%。

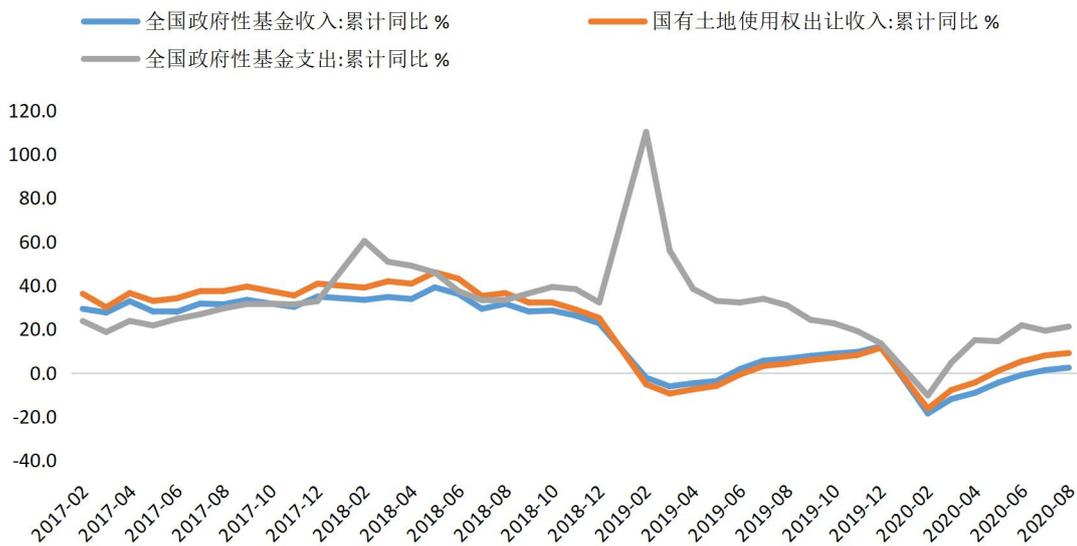
图 33 财政支出增速变化情况(当月同比, %)

4.3 8月政府性基金收入增速有所放缓，主要原因是房地产调控升级下土地市场降温，土地出让金收入增速回落；伴随特别国债和地方政府专项债资金拨付和使用加速，8月政府性基金支出增速大幅加快

1-8月累计，政府性基金收入同比增长2.3%，高于前值1.2%，累计增速自上月转正以来进一步加快。不过，从单月增速来看，8月政府性基金收入同比增长7.7%，增速较前值下滑3.7个百分点。其中，中央政府性基金收入降幅收窄至3.7%（前值-18.1%），地方政府性基金收入同比增长8.6%，增速较上月下滑4.0个百分点。主要原因是伴随房地产调控升级，8月土地市场降温，土地出让金收入同比增长15.0%，增速较上月下滑5.4个百分点。

支出方面，1-8月累计，政府性基金支出同比增长21.1%，增速较前值加快1.9个百分点。伴随特别国债和地方政府专项债资金拨付和使用加速，8月当月政府性基金支出增速从上月的6.5%大幅提高至31.4%。其中，中央政府性基金支出同比增长147.7%，增速比上月高出218.3个百分点；地方政府性基金支出增长26.9%，增速较上月加快15.5个百分点。

图 35 政府性基金收支累计同比增速 %



数据来源：WIND，东方金诚

4.4 展望：后续财政收入增速中枢有望进一步抬升，财政支出将维持较快增长

随着经济继续修复，后续财政收入增速中枢有望进一步回升。从支出端来看，前8个月财政支出进度仍慢于去年同期，也滞后于序时进度，后续支出端仍存在进一步发力空间。根据财政部直达资金监控系统数据统计，截至8月31日，在1.7万亿元直达资金中已形成实

际支出 7358 亿元，尚余约 1 万亿元，后续直达资金支出进度进一步加快，将带动一般公共预算支出较快增长。此外，8 月起地方政府专项债发行提速，后续地方政府专项债资金的拨付和使用也将加速。同时考虑到 9 月为传统支出大月，预计 9 月财政支出和政府性基金支出将实现较快增长。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。