国元期货 Guoyuan Futures Co . Ltd .

2020.7.1

宏观半年报

宏观金融

国元期货研究咨询部

我国经济将率先步入正常化

主要结论：

新冠疫情在全球蔓延，主要经济体均受到打击，2020 年全球经济增长前景黯淡。中国亦受到疫情影响，一季度经济数据大幅下行，但得益于国内疫情较早受控，内部经济二季度开始经济全面修复。上半年经济增长的压力较大，下半年有机会出现阶段性的企稳回升。政策层面未提及 2020 年经济增长目标，以稳定就业、保障民生为当前首要任务。

电话：010-84555131

相关报告

目　　录

一、经济加速修复 1
二、价格指标持续回落 11
三、外贸回落好于预期 13
四、金融数据超预期 15
五、后期宏观趋势研判 19

附　图

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

图 17：PPI 13
图 18：PPI 新涨价因素与翘尾因素 13
图 19：进出口同比 14
图 20：月度进出口数据 14
图 21：外汇储备 15
图 22：外汇占款 15
图 23：货币供应 17
图 24：社会融资规模 17
图 25：M2、社会融资剪刀差 18
图 26：贷款余额同比增速 18

受疫情影响一季度经济下行幅度较大。由于国内新冠疫情得到有效控制，经济形势逐步好转，二季度经济逐步恢复，经济修复过程逐渐加速。二季度经济增长的压力切实存在，但在各项宏观政策支持之下逐步企稳，下半年国内经济或可回归常态。

疫情在全球范围内扩散，全球经济陷入衰退风险，货币政策普遍宽松，全球贸易受到打击。在疫情控制上，中国具有领先优势，中国经济将率先摆脱疫情影响进入正常运转状态，其他国家也逐步重启经济。

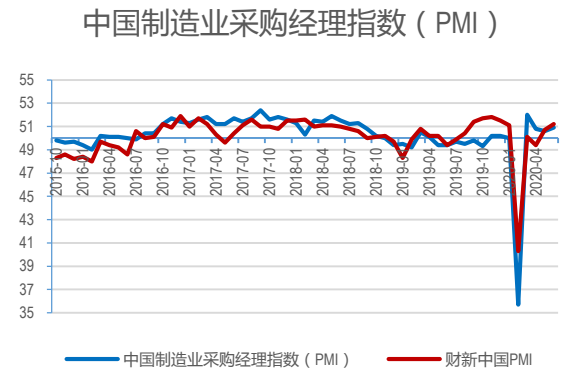
一、经济加速修复

2020 年中国经济下行压力增大，但下行幅度或许有限。在一季度经济增速大幅下滑之后，4、5 月份经济加速修复，后续三个季度大概率逐步回升。下半年经济形势应好于上半年，下半年国内经济将大概率逐步摆脱疫情的影响回归正常化。

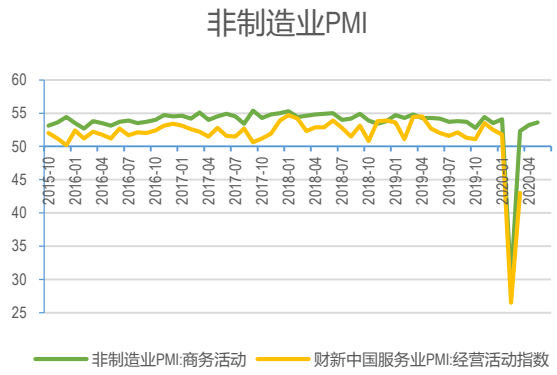
领先指标来看，6 月份制造业 PMI 较 5 月份小幅上升，经济景气处于温和增长区间。受疫情影响 PMI 数据上半年波动较大，3 月份大幅反弹之后连续小幅回落但仍处于荣枯线上方，表示制造业景气度持续改善。下半年经济运行将逐步正常化，在疫情防控常态化之后，经济运行情况主要由经济内生动力决定。

图 1：制造业 PMI

图 2：非制造业 PMI



数据来源：Wind、国元期货



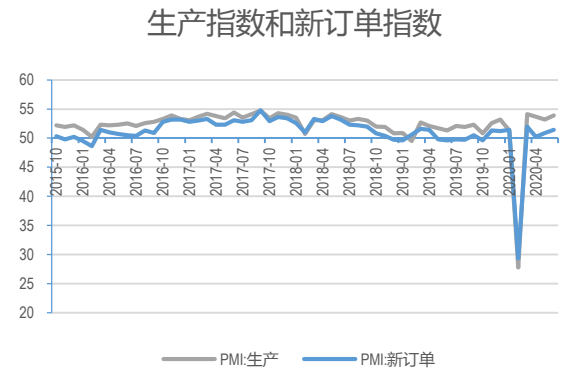
数据来源：Wind、国元期货

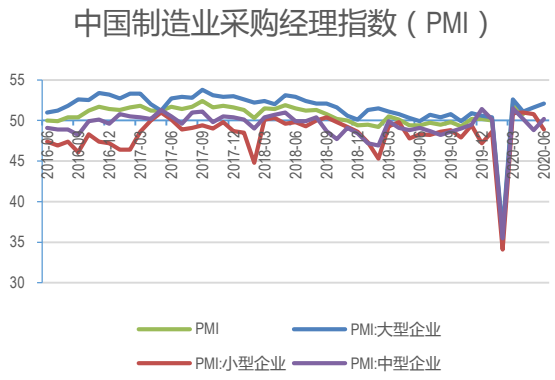
2020 年 6 月 PMI 小幅上升处于扩张区间，经济继续修复。6 月官方制造业 PMI 为 50.9%，较 5 月上升 0.3 个百分点，制造业景气度环比小幅回升。财新制造业 PMI 为 51.2，为今年以来最高，连续两个月处于扩张区间。6 月官方非制造业 PMI 为 54.4%，较 4 月上升 0.8 个百分点，连续四个月回升，非制造业的恢复情况好于制造业。虽然 6 月份疫情管控有一定的波折，但处置得当，对国内经济整体影响有限，市场信心逐渐恢复。

大型企业 PMI 为 52.1%上升 0.5 个百分点、中型企业 PMI 为 50.2%上升 1.4 个百分点、小型企业 PMI 为 48.9%下降 1.9 个百分点。景气整体扩张，宏观经济政策已经加大了逆周期调节力度，从社保、财税、信贷、就业等多个领域全面扶持实体经济。结构上看，大型、小型企业的景气度分化较为明显，在疫情压力下，小企业抗压能力偏弱，从而对制造业就业造成负面影响。

图 3：PMI 生产和新订单指数

图 4：各类型企业 PMI





数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

从分类指数来看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数升至临界点之上。其中生产指数为 53.9%升 0.7 个百分点，生产改善；新订单指数为 51.4%升 0.5 个百分点，需求增加；供应商配送时间指数 50.5%持平。临界点以下的有原料库存指数 47.6%升 0.3 个百分点；从业人员指数为 49.1%降 0.3 个百分点，用工压力较大。

进出口重要指标显示，出口新订单指数 42.6%升 7.3 个百分点，进口指数为 47%升 1.7 个百分点，海外疫情对外需的负面影响，外贸领域压力较大。

生产方面，工业生产持续恢复，工业增加值同比增速转正。一季度工业生产受到疫情影响严重下滑，二季度生产端加速恢复，尚未完全恢复到上年同期水平，下半年工业生产或有可能完全恢复常态。

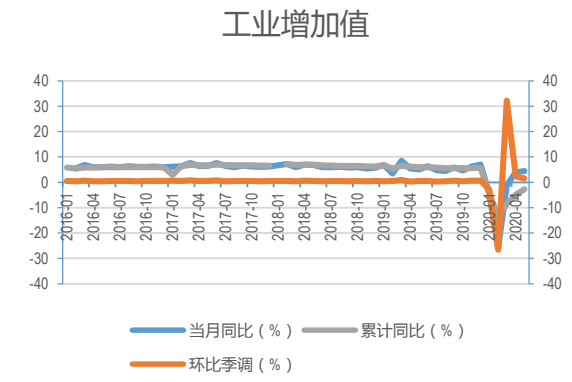
2020 年 5 月份规模以上工业增加值同比增长 4.4%，较 4 月份提高 0.5 个百分点。1-5 月份，规模以上工业增加值同比下降 2.8%，降幅收窄 2.1 个百分点。5 月份规模以上工业增加值环比增长 1.53%，生产持续恢复，但环比增速较 3、4

月份逐渐放慢。5 月份的工业生产明显较 4 月份进一步好转，后续生产方面的回升能否持续还在于需求响应能否跟上。

5 月份采矿业增加值同比增长 1.1%增速加快 0.8 个百分点，制造业增长 5.2%增速上升 0.2 个百分点，电热燃气水增长 3.6%增速上升 3.4 个百分点。在这次疫情冲击过程中制造业损失最大，5 月份制造业生产继续加速回升。41 个行业大类中有 30 个行业增加值保持同比增长，较 4 月增加 2 个；612 种产品中有 344 种产品同比增长，较 4 月减少 23 种。5 月份汽车产量 215.2 万辆，同比增长 19%大幅好转，由于前期汽车行业对生产端的拖累很大，汽车行业生产的好转对产出的上升推动较大。

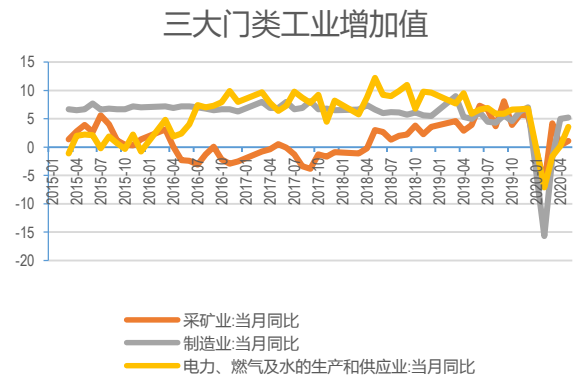
2 月份是国内生产端最差的时刻，3 月复工之后逐步攀升，4 月加速恢复，经济产出最差的时刻已经过去。二季度好于一季度，下半年好于上半年，市场现在对经济何时能恢复到疫情之前水平仍有较大分歧、对于回升的整体趋势争议不大。

图 5：工业增加值



数据来源：Wind、国元期货

图 6：工业增加值



数据来源：Wind、国元期货

投资方面，固定资产投资继续恢复。原本 2019 年固定资产投资增速就处于历史地位，2020 年前两个月再受到疫情冲击更是雪上加霜，处于全面下滑状态，3、4 月份固定资产投资有所恢复但仍处于低位。投资恢复的进程较为迟缓。

1-5 月份中国固定资产投资 199194 亿元，同比下降 6.3%，较 1-4 月份收窄 4 个百分点。其中民间投资 112232 亿元，同比下降 9.6%，较 1-4 月份收窄 3.7 个百分点。5 月份固定资产投资环比增长 5.87%。同比、环比增速较 3、4 月份下降，略低于市场预期，从疫情的负面影响逐渐走出之后，正常的投资需求成为投资增长的主导因素。

分产业看，第一产业投资 5634 亿元，同比降 5.4%降幅与 1-4 月持平；第二产业投资 60469 亿元，同比降 11.8%降幅收窄 4.2 个百分点；第三产业投资 133091 亿元，同比降 3.9%降幅收窄 3.9 个百分点。第二产业投资恢复进展落后于第三产业，尤其是制造业投资 1-5 月下降 14.8%显示一方面制造业受此次疫情影响较大，另一方面显示制造业投资恢复较慢。乐观的在于第三产业的进展比较稳健，可以部分对冲制造业投资需求不足的影响。

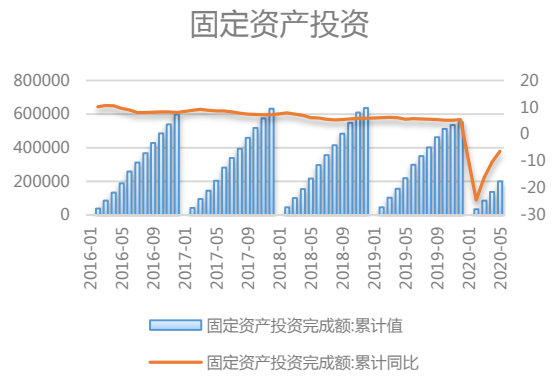
固定资产投资自 3 月份开始渐进式修复，5 月份逐步进入修复的尾声，疫情虽有波折，投资大概率很快回归正常化。从政策方向看，年内政府扩张性的财政政策会托底基础设施投资，但政策发力的幅度或低于市场预期，政策面上还是以底线思维为主导。经过修复 2020 年年内固定投资增速最终会稳在低位。

基础设施投资方面，3 月份之后基础设施投资情况好转。2019 年基础设施投

资增速本身处于较低，在此基础上受疫情冲击大幅下降，3 月之后在宏观政策逆周期调节的作用下开始修复，增速逐月提升，起到托底作用。

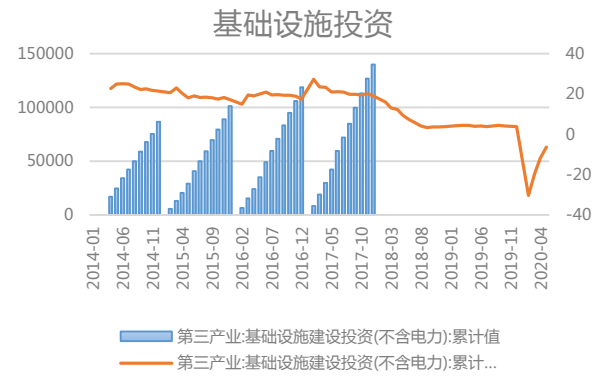
1-5 月份基础设施投资增速同比下降 6.3%降幅收窄 5.5 个百分点，其中水利投资下降 2%，公共设施管理投资下降 8.3%，道路运输投资下降 2.9%，铁路投资下降 8.8%。仍然处于普降状态，但是 5 月份各项降幅均大幅收窄，对投资领域起到了拉动作用。基础设施投资仍处于底部区域，下半年基建投资增速大概率继续攀升。

图 7：固定资产投资



数据来源：Wind、国元期货

图 8：基础设施投资



数据来源：Wind、国元期货

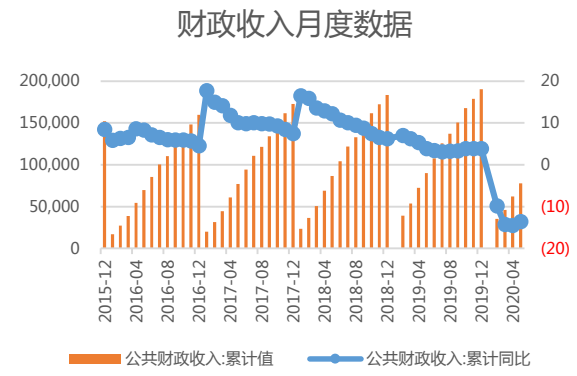
目前市场对财政政策扩张拉动基建投资托底经济的呼声很高，今年上半年以来政策层面一直出台稳定、提振投资的政策，属于在特殊时期的特殊政策处理方式。两会之后政策面上更加注重底线思维，强调六保六稳，对于财政政策托底基建的力度不宜预期太高。

另一方面，受疫情影响财政方面的压力增加。2020 年 1-5 月全国一般公共预算收入 77672 亿元，同比下降 13.6%，降幅较 1-4 月收窄 0.9 个百分点，其中增

值税 23662 亿元，同比下降 22%降幅收窄 2.4 个百分点；消费税 6581 亿元，同比下降 11.3%降幅收窄 1.5 个百分点，税收明显受到了经济下行的影响。1-5 月全国一般公共预算支出 90281 亿元，同比下降 2.9%，降幅扩大 0.2 个百分点。财政收支增速差 10.7 个百分点，财政方面有一定压力的。考虑到受疫情影响之后诸多民生、就业等问题还需要政府支出解决，以及纾困与扶持中小、民营、创新企业的减税降费的政策导向，年内财政支出能消减的地方少，财政收入能大幅提升的概率也不大。

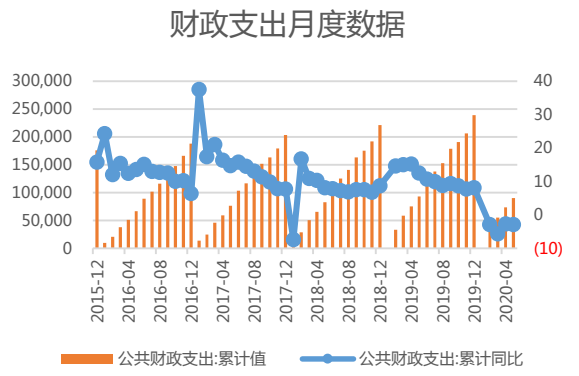
因此虽然现阶段宏观政策逆周期调节的政策意图没有转变，年内大概率延续财政政策加力提效的基调，但受制于财政预算约束，财政在基建领域能发力的力度最终有限。

图 9：财政收入



数据来源：Wind、国元期货

图 10：财政支出



数据来源：Wind、国元期货

房地产开发投资增速回升较快，好于其他领域。2019 年房地产投资表现较为强势，全年地产投资 132194 亿元同比增长 9.9%。由于需求支撑较强，在受疫情冲击的主要投资板块中，房地产投资属于跌幅相对较少的部分。2020 年 1-5

月中国房地产开发投资 45920 亿元，同比下降 0.3%降幅收窄 3 个百分点，修复情况明显好于其他领域。

施工方面，1-5 月房屋施工面积 762628 万平方米，同比增长 2.3%增速回落 0.2 个百分点；房屋新开工面积 69533 万平方米，同比下降 12.8%降幅收窄 5.6 个百分点；竣工面积 23687 万平方米，同比下降 11.3%降幅收窄 3.2 个百分点。施工、开工、竣工增速差异较前期明显缩小，新开工和竣工增速较低。

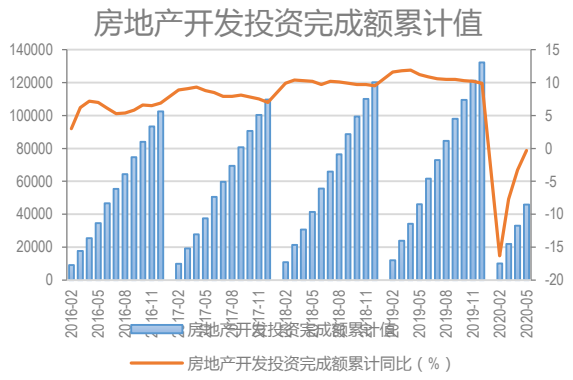
销售方面，1-5 月份商品房销售面积 48703 万平方米，同比下降 12.3%降幅收窄 7 个百分点；疫情受控之后现场售房活动逐步正常化，地产销售好转。由于潜在购房者对于未来收入预期的不确定性增加，且央行声称中国经济没有通胀的基础，下半年房产销售持续反弹的不确定性较大。

两会上中央坚持“房主不炒”的地产政策方针，市场主流观点认为年内房地产投资增速不会太高。基建投资由财政出面托底稳在低位的概率高。若制造业投资若能如期回升并企稳在正常水平，则投资表现尚可，否则投资领域还是有较大的下跌风险。

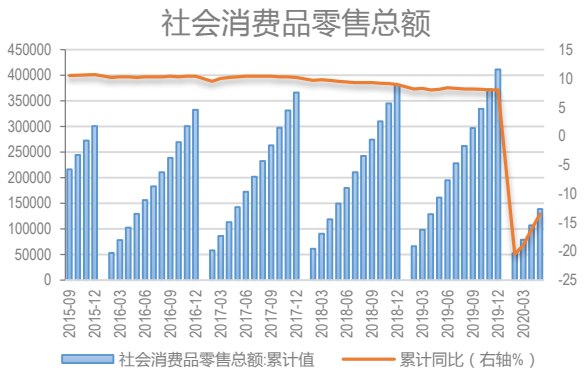
整体来看，今年年内扩张性的财政政策在投资领域起到重要作用，逆周期调节政策会起到托底作用。

图 11：房地产开发投资

图 12：社会消费品零售总额



数据来源：Wind、国元期货



数据来源：Wind、国元期货

消费方面，社会消费品零售增速降幅收窄。2014 年以来社会消费品零售总额的增速一直处于缓慢下行的趋势中，没有明显改善。2020 年初消费领域受到了严重的打击，按照防疫要求，外出购物、聚会、就餐、旅游等消费活动大幅度的减少。3 月份之后疫情有效管控，社交隔离降低，消费逐步回升。由于年内经济压力较大，就业、居民收入均受影响，后期消费增速转正也有一定的阻力。

2020 年 1-5 月社会消费品零售总额 138730 亿元，名义同比下降 13.5%，降幅较 1-4 月份收窄 2.7 个百分点。消费是需求端恢复最缓慢的部分，可以观察到在疫情的影响下全国居民的消费行为发生了显著的结构性变化，即使疫情彻底过去这些变化有可能也不会消除。1-5 月网上实物零售额为 33739 亿元，同比增长 11.5%，占社销总额的 24.3%比 1-4 月提升 0.2 个百分点。另一方面，餐饮收入同比下降 36.5%，即使疫情缓和居民减少外出就餐的倾向也没有显著改善。疫情已经长期性的影响了居民消费方式。

疫情结束后居民收入增长受经济下行影响的可能性较大，从而对消费的恢

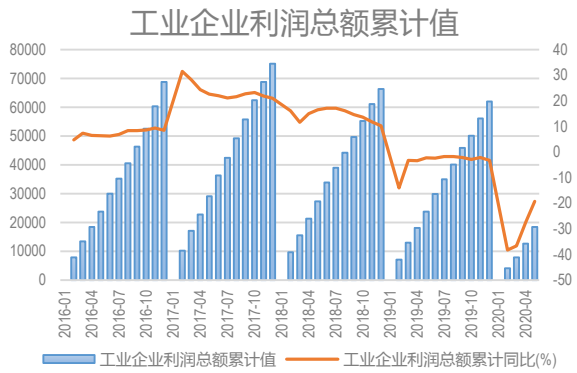
复过程造成负面影响。一季度，全国居民人均可支配收入 8561 元，比上年同期名义增长 0.8%，扣除价格因素，实际下降 3.9%。5 月份全国城镇调查失业率是 5.9%，比 4 月份降低了 0.1 个百分点，就业压力还是比较大的。下半年疫情的影响将逐步消退，但居民就业、收入方面的增长还面临压力。失业与收入下降恐怕会对下半年消费回升造成不利影响。

企业经营方面，新冠疫情对企业经营状况造成了重大的影响。企业经营困难，利润大幅下降，疫情之后缓慢修复，5 月份企业利润修复加快。1-5 月份规模以上工业企业实现利润总额 18434.9 亿元，同比下降 19.3%，降幅较 1-4 月份小幅收窄 8.1 个。受疫情影响企业经营出现一定困难，现阶段处于逐步修复阶段，二季度的压力整体较大。1-5 月在 41 个工业大类行业中，10 个行业利润总额同比增加较上期增加 5 个，31 个行业减少。上半年除个别行业外，企业经营普遍困难增大；下半年企业经营状况将逐步改善，在疫情推动小企业出清之后大企业的改善将更加明显。2020 年 1-5 月规模以上工业企业实现营业收入 36.88 万亿元，同比下降 7.4%，降幅较 1-4 月收窄 2.5 个百分点。各项指标均相互印证显示企业经营整体压力较大，在疫情缓解之后逐步改善。

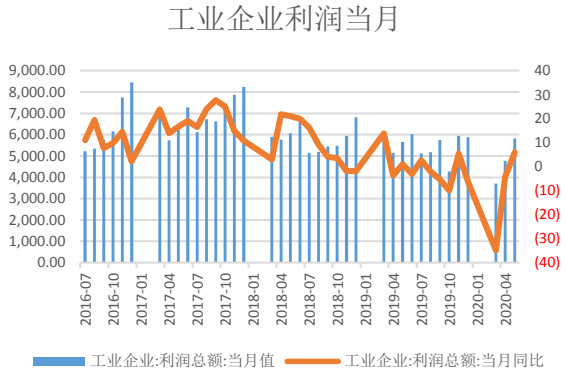
疫情打破了市场对于实体企业盈利在 2020 年起稳回升的预期，目前来看企业的盈利能力存在趋势性下滑压力。下半年情况会有所改善，但也难超预期，可以关注在企业优胜劣汰的过程中，产业结构有没有顺势优化。

图 13：工业企业利润总额累计值

图 14：当月利润



数据来源：Wind、国元期货



数据来源：Wind、国元期货

二、价格指标持续回落

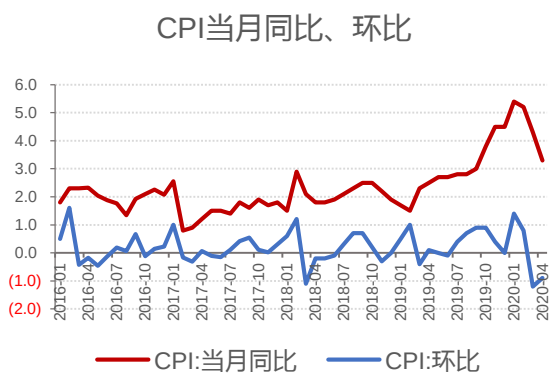
上半年价格指标持续回落为主。5 月份价格指标继续全面下降，工业品价格通缩、消费品价格回落。CPI 同比上涨 2.4%，环比下降 0.8%，CPI 自 1 月份的高点连续下跌 4 个月重回 3%之下；PPI 同比下降 3.7%，环比下降 0.4%，PPI 降幅继续扩大，自 2019 年下半年以来 PPI 大体位于 0 值之下。价格指标全线走弱，消费品价格表现仍优于工业品，PPI-CPI 剪刀差较上月小幅缩小。二季度受海外疫情和原油市场波动影响，消费品上涨动力减弱，工业品价格压力增大。值得注意的是本月金融数据持续高增速，而价格指标依然回落，一个可能的解释是需求依然没有跟上，信用扩张的效果还有待观测。

CPI 方面，2020 年 5 月 CPI 同比上涨 2.4%，涨幅比上月收窄 0.9 个百分点，环比-0.8%，消费品价格指标连续 4 个月回落，已经回落入温和区间，环比下行幅度较大消费品价格上涨动能明显下降。其中食品价格同比上涨 10.6%，较上月下降 4.2 个百分点，以猪肉、鲜果、鲜菜、鲜菜为代表的食品价格趋势性下跌提供了 CPI 回落动能。猪肉价格上涨 81.7%较 4 月份回落 15.2 个百分点，影响 CPI

上涨约 1.98 个百分点。国际油价处于低位，交通工具燃料等能源消费同比大幅下降。需求不足带来的工业消费品价格下跌。在 2.4%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 3.2 个百分点，新涨价影响约为-0.8 个百分点，新涨价动能较弱。6 月份以来猪肉价格、原油价格企稳，CPI 下降速度或逐步趋缓。市场忧虑由于消费需求不足核心 CPI 有陷入通缩的风险。

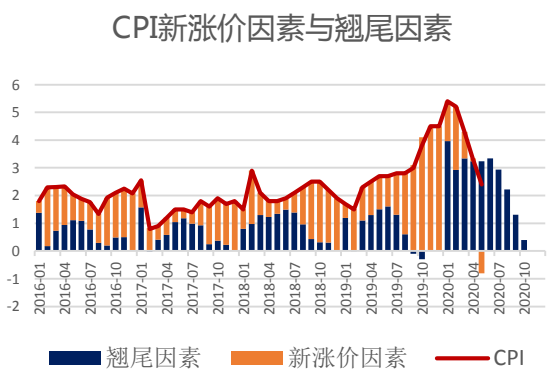
2020 年一季度 CPI 的翘尾因素全年最强，之后逐步下降，7 月份开始翘尾因素会加速下降，叠加猪肉、原油价格走低的影响，二三季度 CPI 大概率持续回落。

图 15：CPI



数据来源：Wind，国元期货

图 16：CPI 新涨价因素与翘尾因素



数据来源：Wind、国元期货

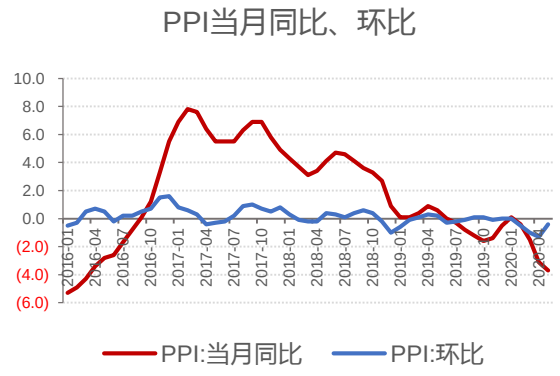
PPI 方面，工业品价格降幅扩大，工业品价格阶段性通缩风险显现。2020 年 5 月 PPI 同比下降 3.7%，降幅较 4 月扩大 0.6 个百分点，其中翘尾因素为-0.5 个百分点，新涨价影响约为-3.2 个百分点，新涨价动能持续下降。

3 月份国内复工复产进度逐步加快，产出恢复较快，而需求恢复的相对略慢，后期工业品价格还是看需求反馈。4 月份出现了历史上首次的负油价之后，国际

原油市场逐步从低位开始反弹，目前仍处于历史低位区间，原油的工业需求在海外疫情控制并复工复产有效推进之前很难有起色。原油价格处于低位影响石油化工产业链工业品价格全线处于低位。

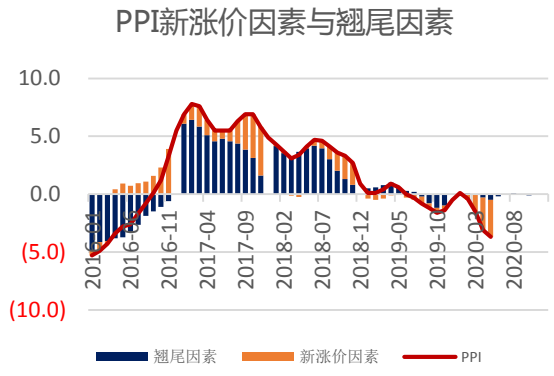
2020 年 PPI 的翘尾因素整体较低且平缓，因此今年 PPI 的波动主要由新涨价动能决定。由于需求不足，推动工业品价格全面上涨的动力不够，二季度 PPI 大概率处于弱势区域，直到观测到新的涨价动能出现。目前还观测不到推动 PPI 大幅上涨的因素。

图 17：PPI



数据来源：Wind、国元期货

图 18：PPI 新涨价因素与翘尾因素



数据来源：Wind、国元期货

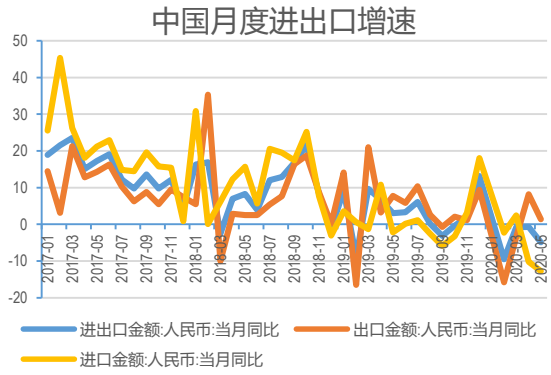
三、外贸回落好于预期

今年进出口受到冠疫情的影响下滑，基本符合市场预期。2020 年 1-5 月份中国进出口总值 11.54 万亿，同比下降 4.9%，降幅与 1-4 月持平；出口 6.2 万亿，同比下降 4.7%，降幅收窄 1.7 个百分点；进口 5.34 万亿，同比下降 5.2%，降幅扩大 2 个百分点；贸易顺差 8849.9 亿元，减少 1.2%。疫情对贸易领域的冲击很大，影响在逐步消退。

单月来看 5 月份的进出口数据较 4 月份有一定下降，主要是受到外需的拖累出口下滑。5 月中国进出口 2.47 万亿，同比下降 4.9%，降幅扩大 4.2 个百分点；出口 1.46 万亿，同比增长 1.4%，增速下降 6.8 个百分点；进口 1.01 万亿，同比下降 12.7%，降幅扩大 2.5 个百分点；顺差 4427.5 亿，增加 60%。分项来看，出口好于进口。内需下滑的同时，海外由于防疫本地供应不足，中国外需短期增加。

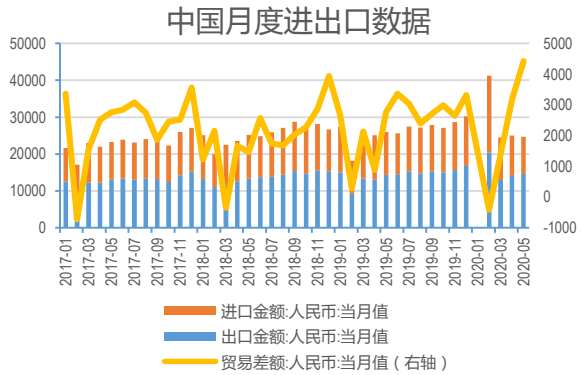
对于 2020 年的外贸形势，市场预期普遍表示不太乐观，主要还是因为全球主要经济体尚未摆脱下滑趋势，贸易的下降周期还未结束。5 月初美国总统重提中美第一阶段贸易协议事宜，引起市场对中美贸易问题的担忧。2020 年的进出口大概率仍在低增长区间运行。

图 19：进出口同比



数据来源：Wind、国元期货

图 20：月度进出口数据



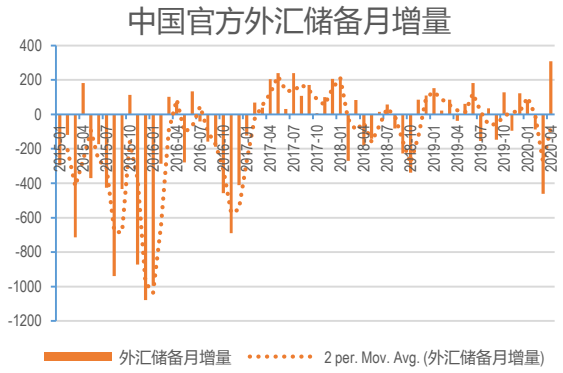
数据来源：Wind、国元期货

外汇储备平稳，环比上升。中国 5 月外汇储备为 31016.92 亿美元，比增加 102.33 亿美元，小幅上涨。黄金储备为 6264 万盎司，环比不变。5 月份美元指数下降为主、外部市场上涨，汇率与资产价格折算因素对外储有正向作用。真实贸易

对外汇储备规模形成拖累，跨境资本流入对外汇储备规模增长形成贡献。

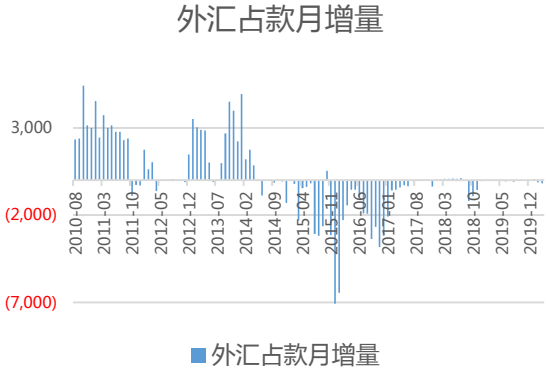
中国在全球主要经济体中率先控制疫情，疫情对经济的影响逐步弱化，中长期基本面依然稳健，2020 年中国外汇储备规模大概率稳定在 3 万亿上方。

图 21：外汇储备



数据来源：Wind、国元期货

图 22：外汇占款



数据来源：Wind、国元期货

外汇占款下降，规模基本稳定。中国 5 月末央行口径外汇占款余额为 211802.63 亿元，环比减少 112.2 亿元，连续 4 个月下降。外汇占款是指受资国中央银行收购外汇资产而相应投放的本国货币，反映在央行资产负债表中的即为央行口径外汇占款。外储上升是受资产价格折算的影响，外占下降多受外汇资本流动影响。

上半年人民币汇率保持稳定。

四、金融数据超预期

依据两会政府工作报告精神，“广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”。结合央行最新公布的《中国货币政策执行报告》中述及的新冠疫情对我国经济的影响及应付中申明“保持 M2 和 社会融资规模增速与名义 GDP 增

速基本匹配并略高，以适度的货币增长支持经济高质量发展”。由于新冠疫情的短期冲击，根据最新公布的 GDP 数据测算，2020 年一季度的名义 GDP 增速大约-5.3%，二季度国内经济加速修复但外部经济体受疫情冲击较大，在目前特殊的经济环境下货币环境保持适当宽松，有助于经济恢复正常运行。

值得注意的是现阶段的货币政策要兼顾协调稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的多个政策目标，在整体宽松的大方向下可能会因为某个目标的重要性提高而出现阶段性微调。

2020 年 5 月 M2 余额 210.02 万亿元，同比增长 11.1%；社会融资规模存量 268.39 万亿元，同比增长 12.5%；人民币贷款余额 163.39 万亿元，同比增长 13.2%。整体来看，5 月份各项金融数据持续保持高增长，4、5 月份的金融数据较 2、3 月份全面上升，升幅超出市场预期。年初受疫情影响信贷需求下降，金融数据回落符合逻辑。在此基础上宏观政策层面持续推出逆周期调节政策、加大了调节力度，货币政策保持宽松，为实体企业提供各种信贷支持，为经济复苏提供宽松适宜的金融环境。

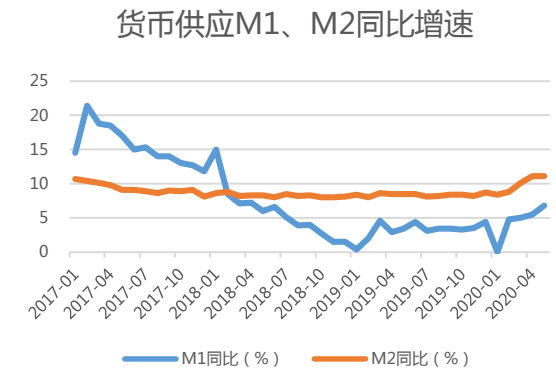
货币供应方面，货币供应量比增速上升，在当前经济形势下，货币当局加大投放保证货币供应稳定充裕，助力经济增长恢复原有水平。5 月末 M2 余额 210.02 万亿元，同比增长 11.1%，增速较上月持平较上年升 2.6 个百分点；M1 余额 58.11 万亿，同比增长 6.8%，较上月升 1.3 个百分点，较上年升 3.4 个百分点；M0 余额 7.97 万亿，同比增长 9.5%，较上月下降 0.7 个百分点，较上年升 5.2 个百分点，净投放现金-1778 亿元，与上年同期水平大体相当。M2 处于较高水平，货币供应宽松，M1-M2 剪刀差收窄。5 月数据中 M1 的增速提振最大，超出市场预期，

M1 反映的是企业存款，企业存款上升企业资金压力明显改善。

在目前的经济环境下“稳增长”的重要性较高，货币政策保持稳健偏宽松的政策基调，并加大了对实体经济的支持力度。2020 年初实施了年内的初次降准，3、4 月份央行继续通过调整公开市场利率、政策利率引导 LPR 利率下行，从而降低企业实际融资利率。从央行货币政策执行报告来看，引导金融机构加大对小微、民营企业和制造业的信贷支持是央行重要的政策导向。

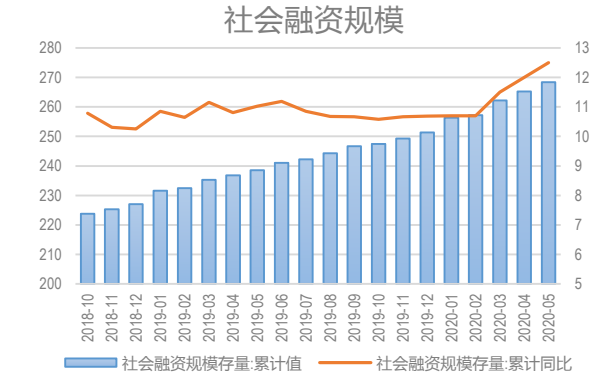
在经济受到疫情冲击过后逐步恢复的过程中，货币政策维持宽松基调，在经济恢复到原有状态之前，政策转向的概率不高。我们判断金融数据会在现有水平上小幅波动，随着经济的快速修复过程，过于宽松的流动性容易引发通胀担忧与汇率压力，央行有可能根据经济状况逐步回收投放的货币。

图 23：货币供应



数据来源：Wind、国元期货

图 24：社会融资规模



数据来源：Wind、国元期货

社会融资方面，2 月份之后社会融资规模快速上升，社融增速加速上行，在经济恢复进程中，央行维持宽松的政策基调、通过多项政策工具推动社会融资规模加快增长。

存量看 5 月社会融资规模存量为 268.39 万亿，同比增长 12.5%，比上月加快 0.5 个百分点。分项来看同比上升的有：实体经济人民币贷款 162 万亿元同比增 13.3%较上月加快 0.2 个百分点；政府债券 40.78 万亿同比增 17.2%较上月加快 2 个百分点；企业债券 26.39 万亿同比增 20.4%较上月提高 1 个百分点；非金融企业境内股票 7.55 万亿同比增 6.1%较上月加快 0.1 个百分点。信贷维持在高位，企业债券融资增长较快，社融增速加速上升。

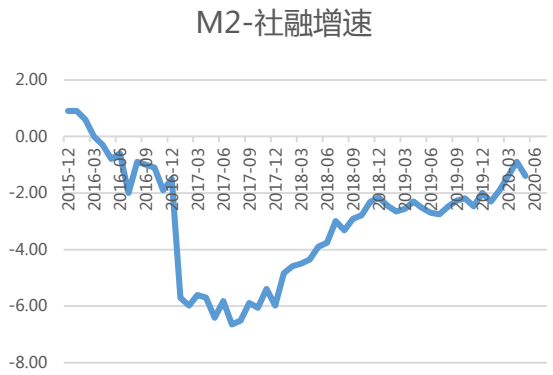
同比下降的有：委托贷款 11.27 万亿同比降 5.8%降幅收窄 0.3 个百分点；信托贷款 7.4 万亿同比降 6.1%降幅扩大 0.3 个百分点；未贴现的银行承兑汇票 3.5 万亿同比降 10.3%降幅扩大 3.8 个百分点。表外融资持续下降，表外融资收缩对社融的影响逐步降低。

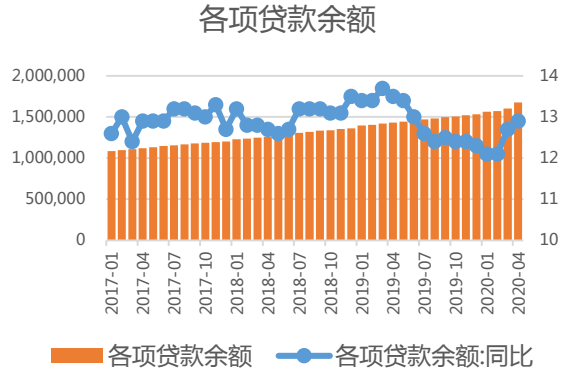
从增量看，5 月社会融资规模增量为 3.19 万亿元，同比多增 1.48 万亿元。同比多增幅度较大的有：人民币贷款增加 1.55 万亿同比多增 3647 亿元；政府债券增加 1.14 万亿多增 7505 亿元；企业债净融资 2971 亿元多增 1938 亿元。

2020 年一季度受疫情影响名义 GDP 增速下行幅度较大，二季度经济增速将较一季度大幅提高，在保持宽松货币环境的前提下，社会融资规模增速将会维持较高增涨。

图 25：M2、社会融资剪刀差

图 26：贷款余额同比增速





存贷款方面,5 月份存贷款均平稳增长。存量看 5 月末人民币贷款余额 163.39 万亿元，同比增长 13.2%，增速较上月提高 0.1 个百分点较上年同期低 0.2 个百分点。增量看 5 月当月新增贷款 1.48 万亿多增 2984 亿元，信贷需求增加。存款增长平稳，5 月份人民币存款余额 204.57 万亿，同比增长 10.4%，增速比上月末高 0.5 个百分点比上年同期高 2 个百分点。5 月当月存款增加 2.31 万亿，同比多增 1.09 万亿，幅度较大。

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

五、后期宏观趋势研判

目前中国经济尚处于长期下行趋势之中,短期内达到底部均衡的可能性不高。受新冠疫情影响 2020 年我国宏观经济大概率延续下行趋势,尤其是上半年经济增长的压力很大，下半年有机会出现阶段性的企稳回升。其中下行的风险或来自于投资领域的回落、内需不能及时恢复响应、外需波动导致外贸增长不及预期等。

其中企稳的机会来自于政府的财政政策加力提效带动基建投资回升、制造业投资触底反弹等。在一季度经济严重下滑之后，二季度 GDP 增速修复性大幅回升。5、6 月份国内经济经历了加速修复的过程。下半年在疫情防控常态化的背景下，经济运行逐步正常化，经济增长更加依赖于经济内生动力的强弱。

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

随着新冠疫情在欧洲、美国、中东等地区的扩散，全球市场收到冲击，不但对市场情绪造成影响也对各国经济形成实质性的影响。全球经济下行风险依然突出，进入衰退的概率加大。美联储货币政策极度宽松，其他全球主要央行大多跟随美联储的货币政策方向。相对而言中国央行的政策更加务实稳健。

重要声明

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

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部
地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 21 层
电话：010-84555000

合肥分公司
地址：合肥市金寨路 329 号国轩凯旋大厦 4 层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115908

福建分公司
地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）
电话：0592-5312522

大连分公司
地址:大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。
电话：0411-84807840

西安分公司
地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室
电话：029-88604088

上海分公司
地址：中国（上海）自由贸易试验区民生路 1199 弄 1 号楼 3 层 C 区
电话：021-68400292

通辽营业部
地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦 12 层
电话：0475-6380818

合肥营业部
地址：合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115906、0551-68115888

郑州营业部
地址：郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室
电话 ：0371-53386892/53386809

青岛营业部
地址：青岛市崂山区香港东路 195 号 9 号楼 9 层 901 室
电话 0532-66728681

深圳营业部
地址：深圳市福田区园岭街道百花二路 48 号二层（深圳实验小学对面）
电话：0755-82891269

唐山营业部
地址：唐山市路北区北新西道 24 号中环商务 20 层 2003-2005 室
电话：0315-5105115

杭州营业部
地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室
电话：0571-87686300

宝鸡营业部
地址：陕西省宝鸡市金台区陈仓园金九商务楼 9 层 920、921 室
电话：0917-3859933
电话：021-68400292