

相关研究

《地方经济以何复苏?》2020.08.03
《投资收益从哪里来?》2020.08.02
《宏观研究与资产配置——海通宏观研究框架》2020.07.31

经济继续改善，通胀短期回升

投资要点:

- **宏观专题：直接融资大时代到来了吗？**
- **现状：间接融资主导，转型空间充足。**我国直接融资占比长期稳定在30%-40%区间。与主要发达国家相比，企业融资结构仍有充足的转型空间。
- **需求：产业结构升级，融资模式转变。**从资金需求方看，产业结构的变化通常会对一国的融资结构产生影响。80年代后美国知识密集型制造业和现代服务业加速发展，直接融资连接资金与创新型企业的作用充分发挥，吸引资金持续流入资本市场，直接融资占比明显回升。过去我国间接融资主导的结构高度匹配投资驱动的发展模式，而随着产业向科技创新型持续升级，我国的融资结构必将随之向直接融资转变。
- **供给：居民财富增长，投资需求提升。**从资金提供方看，随着经济发展和人均可支配收入提升，居民对财富管理和直接参与资本市场的需求也倾向于增加，有助于推动金融体系向直接融资转型。近年来，我国居民持有的可投资资产规模也在持续扩大，但居民资产配置对地产的依赖度过高，股票、基金等投资明显不足。在“房住不炒”总基调下，未来居民资产配置有望从地产向金融资产，甚至风险资产转移。直接融资的发展也符合我国居民资产配置需求的转变。
- **资本市场改革提速，直接融资大有可为。**近两年，中国资本市场按下制度改革“加速键”，包括成立科创板、推行注册制等。无论是资金的需求端还是供给端看，我们都已来到直接融资大发展的拐点，政策的加快推出更是犹如加入“催化剂”，未来我国融资结构转型的长期趋势明确、直接融资大有可为！
- **一周扫描：**
- **海外：美国非农好于预期，欧元区7月制造业PMI回升。**美国公布7月新增非农就业人数176.3万人，好于市场预期，失业率降至10.2%。美国财政部表示，下周将发售创纪录的1120亿美元的三年、十年和三十年期国债。欧元区7月制造业PMI终值为51.8，高于预期51.1和前值47.4。英国央行公布8月利率决议，决定维持基准利率在0.1%不变。
- **经济：经济继续改善。**8月上旬前6天35城地产销量增速11.4%，其中三四线城市销量增速明显回升。7月乘联会乘用车批发、零售销量增速分别为4%、6%，较6月均有回升。上周全国高炉开工率继续回升至70.9%，创18年以来同期新高。样本钢厂钢材产量增速持平于2.6%，指向工业生产稳中趋升。
- **物价：通胀短期回升。**7月以来猪价继续上涨，蔬菜价格反弹，预计7月CPI同比回升至3.0%。7月以来国际油价持续上涨，国内煤价、钢价回升，预计7月PPI同比继续回升至-2.4%。7月多地发生洪涝灾害导致蔬菜供给短缺带动菜价回升，短期扰动CPI同比走势，而国内经济和生产继续恢复，带动工业品价格的回升。
- **流动性：政策精准导向。**上周货币利率分化，其中R001均值上行10bp至1.83%，R007均值下行22bp至2.16%。央行公开市场净回笼资金2700亿元。上周美元指数先跌后涨，人民币对美元汇率略有回升。央行2季度货币政策报告定调货币政策更加灵活适度，精准导向，完善跨周期设计和调节，与730政治局会议表述一致。相比1季度货币政策报告更强调精准滴灌和政策直达性。
- **政策：加强信息建设。**国务院发布《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》，从财税、投融资等八个方面提出措施支持相关产业发展。近日交通运输部发文，提出推动交通运输领域新型基础设施建设，要打造融合高效的智慧交通基础设施，助力信息基础设施建设，完善行业创新基础设施。《2020年上半年中国财政政策执行情况报告》印发，指出财政政策要更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:于博

Tel:(021)23219820

Email:yb9744@htsec.com

证书:S0850516080005

分析师:李金柳

Tel:(021)23219885

Email:lj11087@htsec.com

证书:S0850518070004

分析师:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

证书:S0850519110001

分析师:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

证书:S0850519070003

联系人:应稼娴

Tel:(021)23219394

Email:yjx12725@htsec.com

目 录

1. 宏观专题：直接融资大时代到来了吗？	5
1.1 现状：间接融资主导，转型空间充足	5
1.2 需求：产业结构升级，融资模式转变	6
1.3 供给：居民财富增长，投资需求提升	10
1.4 资本市场改革提速，直接融资大有可为	13
2. 海外：美国非农好于预期，欧元区 7 月制造业 PMI 回升	13
2.1 美国非农好于预期	13
2.2 欧元区 7 月制造业 PMI 回升	13
3. 国内经济：经济继续改善	14
3.1 需求继续改善	14
3.2 生产稳中趋升	14
4. 物价：通胀短期回升	14
4.1 食品价格分化	14
4.2 预测 7 月 CPI 回升	15
4.3 预测 7 月 PPI 回升	15
4.4 通胀短期回升	15
5. 流动性：政策精准导向	16
5.1 货币利率分化	16
5.2 央行回笼资金	16
5.3 汇率略有回升	17
5.4 货币精准导向	17
6. 政策：加强信息产业建设	17
7. 日历：聚焦 8 月中旬数据	18

图目录

图 1	我国新增社融规模中直接融资占比	5
图 2	我国存量直接融资占比	6
图 3	美日德中四国直接融资占比	6
图 4	融资结构需与产业结构相匹配	7
图 5	美国细分制造业占整体制造业增加值比重 (%)	7
图 6	美国现代服务业增加值占比 (%)	7
图 7	过去两百年美国股市各行业公司市值占比	8
图 8	美国非金融企业部门直接融资和间接融资占比变化	8
图 9	2018 年金融机构贷款余额分行业占比	9
图 10	2019 年信托资金投向分行业占比	9
图 11	2019 年沪深市场股票融资额占比 Top10 (%)	9
图 12	2019 年早期股权投资额 Top9 行业及地产占比 (%)	9
图 13	工业、制造业、新兴产业增加值增速 (%)	10
图 14	三产占比及信息技术服务占三产比重 (%)	10
图 15	美国居民增量资产中金融资产和地产占比 (%)	10
图 16	美国金融资产、共同基金和养老金占总资产比重	11
图 17	美国纳斯达克综合指数和标普 500 指数	11
图 18	我国城镇居民人均可支配收入及增速	12
图 19	中国个人持有的可投资资产总体规模 (万亿元)	12
图 20	中国与发达国家金融与非金融资产占比	12
图 21	不同资产组居民家庭的各类金融产品持有率 (%)	13
图 22	35 城商品房月度销量同比增速 (%)	14
图 23	乘联会乘用车批发、零售销量增速 (%)	14
图 24	历年各周全国高炉开工率水平 (%)	14
图 25	Mysteel 样本钢厂钢材产量增速 (%)	14
图 26	蔬菜平均批发价 (元/公斤)	15
图 27	猪肉批发价格 (元/公斤)	15
图 28	CPI 环比 (%)	15
图 29	CPI 同比及成分同比走势预测 (%)	15
图 30	环渤海动力煤价格 (元/吨)	15

图 31	布伦特原油现货价格（美元/桶）	15
图 32	农产品批发价格 200 指数	16
图 33	CPI、PPI 同比走势及预测（%）	16
图 34	银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率（%）	16
图 35	R001 和 R007（%）	16
图 36	央行公开市场操作（亿元）	17
图 37	CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率	17
图 38	美元指数	17

表目录

表 1	未来一周国内外将公布的重要经济数据及市场预期	18
-----	------------------------	----

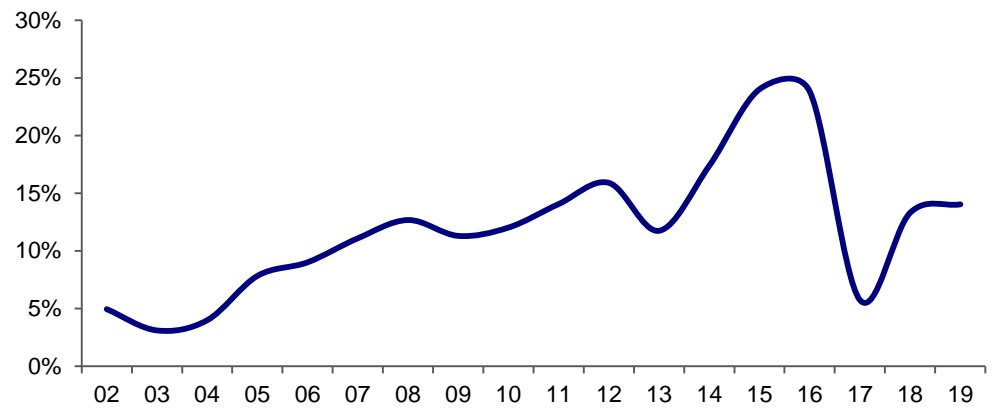
1. 宏观专题：直接融资大时代到来了吗？

近期，关于“两个循环”的概念备受关注，“以国内大循环为主体”意味着要打通国内生产、分配、流通、消费各个环节，对自主创新、产业升级提出了新的要求。而产业升级需要相匹配的投融资体系，本篇报告就来关注我国当前的企业融资结构，以及未来的发展趋势。

1.1 现状：间接融资主导，转型空间充足

增量角度，现阶段我国直接融资比例约为 14%。企业融资结构通常指直接融资和间接融资的占比情况，对融资结构的观察又可以分为增量法和存量法。我们选用新增社会融资规模数据进行增量法的测算，02 年以来我国企业直接融资占比总体呈现先上升后回落的趋势。02 年-16 年间，我国直接融资占比从 5% 持续提升至 24%，而在 17 年去杠杆、控风险的背景下，直接融资比例大幅跳水，到 18、19 年又重回 14% 左右。

图1 我国新增社融规模中直接融资占比

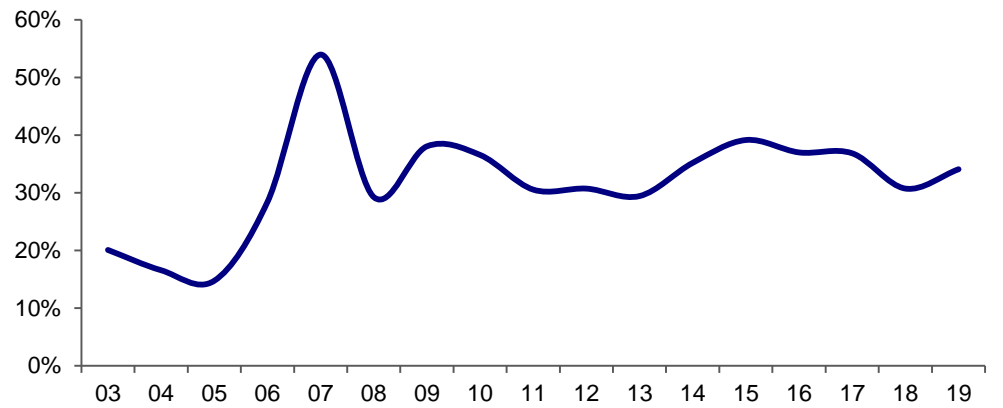


资料来源：Wind，海通证券研究所

存量法下，我国直接融资占比长期稳定在 30%-40% 区间。为便于国际比较，我们选用世界银行和 BIS 公布的数据，进行存量法下非金融部门直接融资的测算¹。03 年，我国的存量直接融资占比为 20%，而后受 07 年股市大涨的推动，占比迅速上行至 54% 的高位。而 08 年以来，我国股票和债券融资总占比则呈现长期平稳态势，基本处于 30%-40% 区间，也就是说在银行主导的金融体系下，间接融资仍是我国企业主要的融资方式。

¹ 直接融资占比测算方法：直接融资占比 = (上市公司股票市值 + 非金融企业债券存量) / (上市公司股票市值 + 非金融企业债券存量 + 银行对私人非金融部门信贷存量)

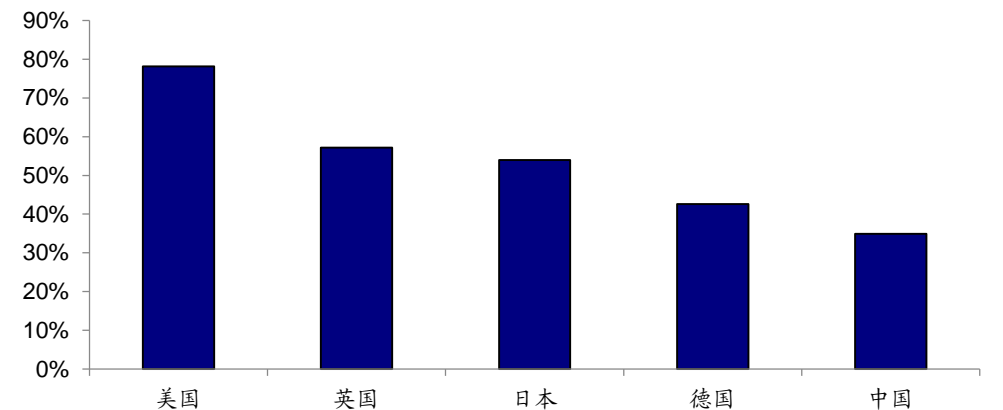
图2 我国存量直接融资占比



资料来源：BIS，世界银行，海通证券研究所

与主要的发达国家相比，我国企业融资结构仍有充足的转型空间。作为典型的市场主导型国家，美国非金融企业的直接融资占比长期处于较高水平。按照存量法计算，16-18年美国直接融资占比均值高达78%，为我国同期（35%）的两倍之多。英国的资本市场体系同样发展较为完善，直接融资占比接近60%。而传统意义上银行主导型的发达国家，德国和日本也在近年来加速了融资结构的转型，两国的直接融资占比分别达到43%和54%，明显高于我国同期水平。

图3 美英日德中五国直接融资占比



资料来源：BIS，世界银行，海通证券研究所，均为16-18年的直接融资占比均值

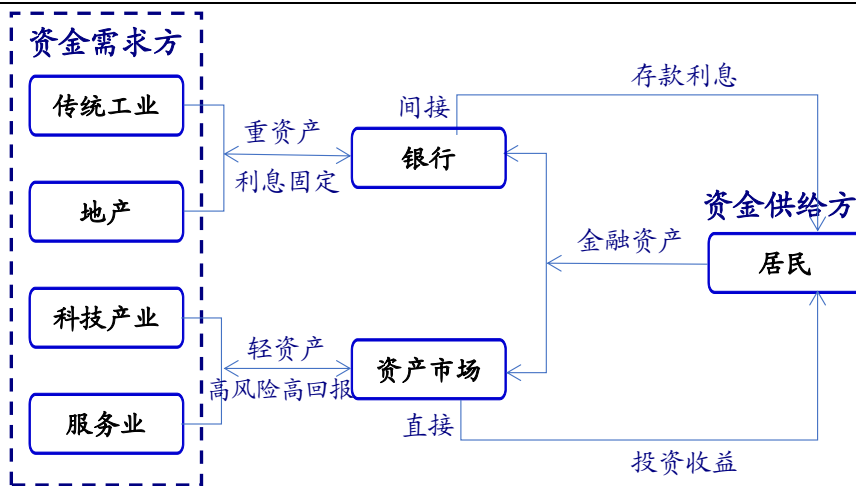
那么，是什么影响了各国的直接融资占比变化？我国未来是否会持续向直接融资转型？为明晰融资结构变化趋势，我们可以从资金需求方和资金供给方两个角度入手进行分析。

1.2 需求：产业结构升级，融资模式转变

从资金需求方，也就是融资企业角度看，产业结构的变化通常会对一国的融资结构产生影响。具体来说，传统工业和地产等重资产领域企业更易于通过抵押的方式获得银行信贷，同时传统行业由于技术成熟，通常具有相对稳定的收益，可以偿还银行贷款利息。而对于高科技产业或现代服务业，通常情况下其核心资本为人力资本和知识产权，难以有效定价并作为抵押。且企业高昂的研发投入也难以在短时间内转化为盈利，易增加银行体系风险。而直接融资市场则能够进行相对有效定价，帮助创新企业有效对接风险偏好更高的资金。

因而，随着产业结构向科技创新行业升级，直接融资中投融资双方利益共享、风险共担、定价市场化等的优势得以发挥，直接融资的占比也随之提升。而随着直接融资市场的发展，科技创新型企业也更容易获得资金支持，用以加大研发投入，提升创新能力，反过来推动产业的加速升级。

图4 融资结构需与产业结构相匹配

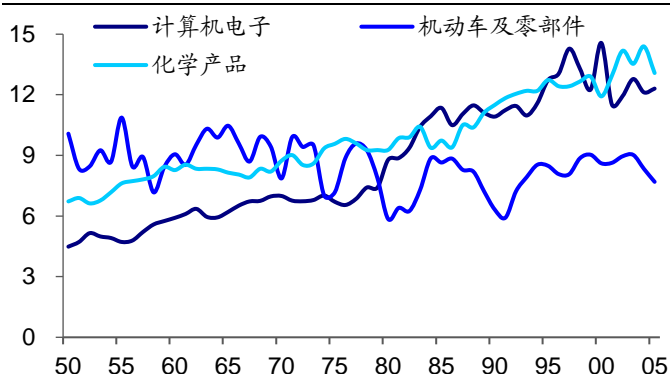


资料来源：海通证券研究所整理

从国际经验看，直接融资的迅速发展也往往与产业升级紧密相连。

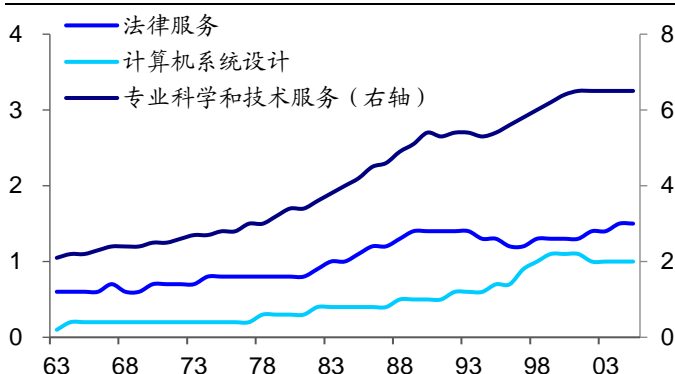
80年代以后，美国知识密集型制造业和现代服务业发展提速。以美国为例，尽管制造业增加值占GDP比重持续下行，80年代开始美国制造业的内部结构升级提速，计算机电子占整体制造业增加值比重从80年的8.8%提升至00年的14.6%，另一知识产权密集型行业化学产品制造的占比也同步上行。同期，现代服务业也迅速发展，作为典型，专业科学和技术服务业的增加值占比在80年到00年间几近翻倍。

图5 美国细分制造业占整体制造业增加值比重 (%)



资料来源：BEA，海通证券研究所

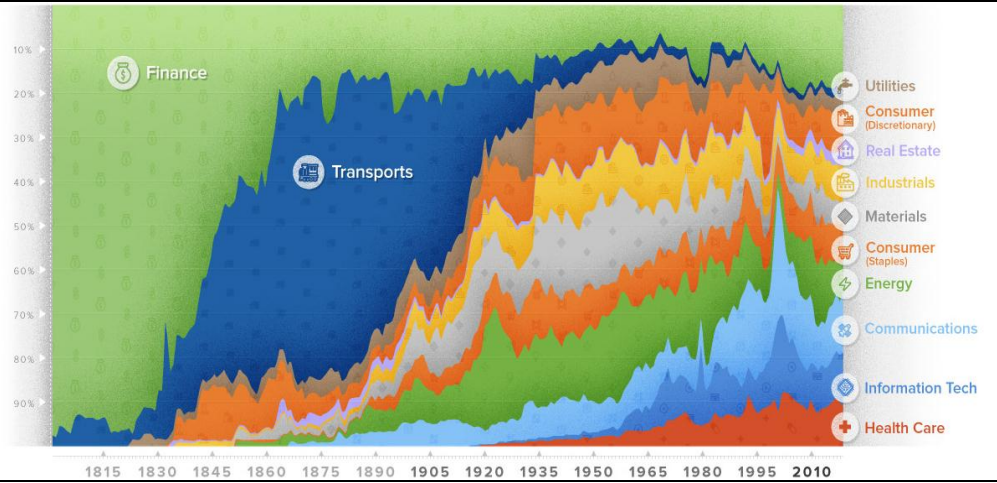
图6 美国现代服务业增加值占比 (%)



资料来源：BEA，海通证券研究所

直接融资发挥作用，资本市场伴随高科技产业的崛起而迅速发展。科技创新产业的快速发展，使得资本市场高效对接资金、风险收益共担的优势得以发挥，从而吸引资金持续流入。作为印证，80年代以后，美股市场中通讯和信息技术类企业的股票市值占比迅速扩张，专注于中小科技企业的纳斯达克指数从162点暴涨至00年2月的4696点。而股市的繁荣，也有效反哺了美国企业的科技创新，推动产业结构升级。

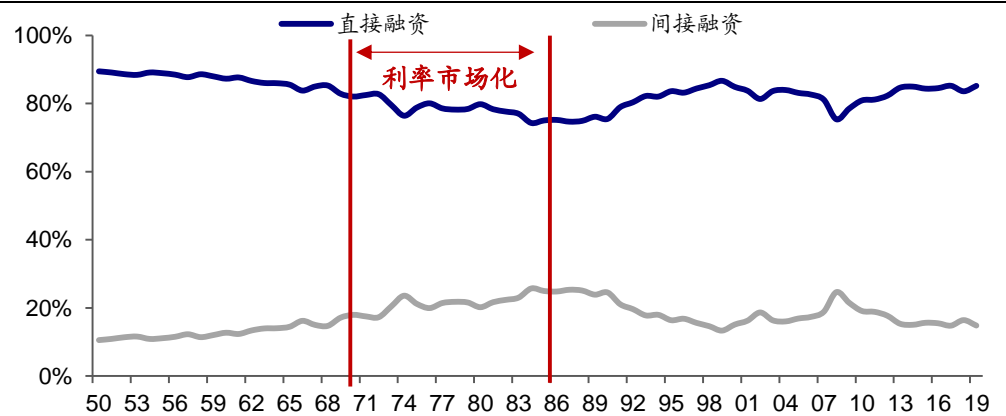
图7 过去两百年美国股市各行业市值占比



资料来源: Visual Capitalist, 海通证券研究所

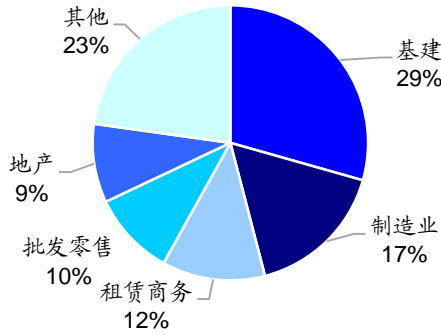
从结果来看, 80年代中期以后美国直接融资占比重新提升。若将股权融资扩大到其他类权益, 美国直接融资占比在上世纪50年代就已接近90%。此后由于利率市场化带动资金回流银行, 以及70年代遭遇“大滞胀”, 美国的股权融资从70年的82%持续回落至86年的75%。而80年代中期以后, 高科技企业崛起带动资本市场迅速发展, 直接融资占比又重新回升至99年的87%, 此后持续保持在80%左右。

图8 美国非金融企业部门直接融资和间接融资占比变化

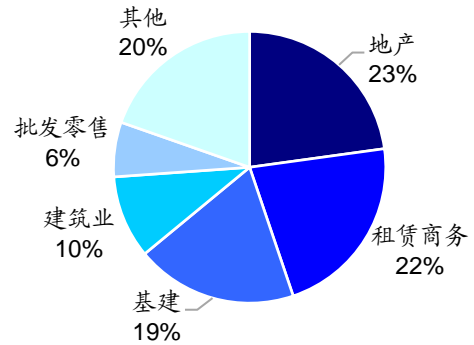


资料来源: OECD, 海通证券研究所, 直接融资包括除上市公司股票外的其他类权益

回看我国, 过去我们的融资结构高度匹配以投资为主要驱动的经济发展模式。我国企业长期以间接融资为主导, 主要包括贷款与非标融资。从行业投向上看, 地产、基建、制造业等传统行业融资在贷款与非标资金中占据了较大比重。18年金融机构贷款中约有39%投向基建和地产行业, 19年两个行业融资占信托资金的比重达42%。在融资的支持下, 过去十几年我国的基建地产行业得以快速发展, 支撑经济高速增长。

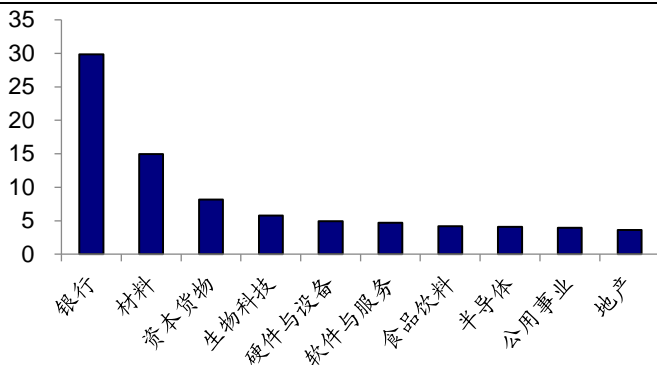
图9 2018年金融机构贷款余额分行业占比²


资料来源：Wind，海通证券研究所，除金融企业外

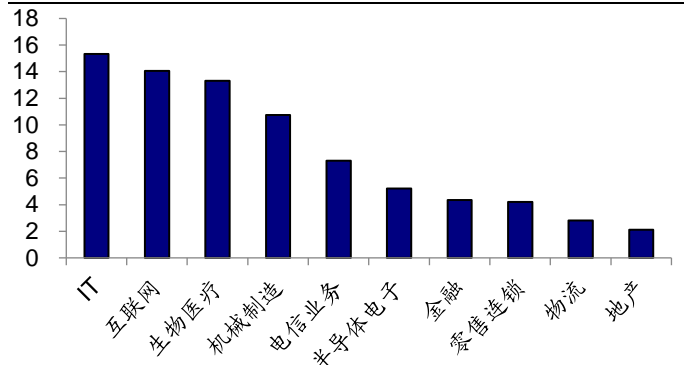
图10 2019年信托资金投向分行业占比


资料来源：中国信托业协会，海通证券研究所，除金融企业外

区别于贷款和非标，股权投资资金则明显更青睐科技创新型企业。作为对比，19年我国各行业上市公司股票发行额中，材料、生物科技、软硬件等高科技产业均排名前列，而公用事业、地产发行额占市场总额的比重均不到5%。早期股权投资更是偏向于科技创新行业。19年IT和互联网行业的早期股权投资额在全部行业中排名前两位，占比分别达15%和14%，生物医药、机械制造、电信等行业紧随其后，而地产投资仅占到全年股权投资总额的2%。

图11 2019年沪深市场股票融资额占比Top10 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

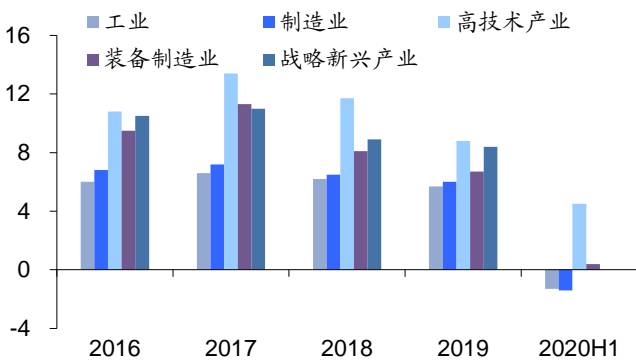
图12 2019年早期股权投资额Top9行业及地产占比 (%)


资料来源：清科研究中心，海通证券研究所

因而，当产业向科技创新型持续升级，我国的融资结构必将随之改变。近年来，地产投资增速出现明显回落，在人口红利结束以及“房住不炒”的政策基调下，未来我国的地产行业难以重现过去的“辉煌”。因而我国正在加速从投资驱动模式向创新驱动模式的转变。事实上，近年来新兴产业的发展也展现出了接棒旧产业的潜力。高技术产业、装备制造业、战略新兴产业的增加值增速均明显高于整体制造业，今年疫情期间，高技术产业更是出现逆势增长。现代服务业，如信息技术服务业也呈现占比提升的趋势。新兴产业的发展必需由直接融资来支撑，我国新兴产业在经济中占比的扩大将明显带动直接融资占比的提升，直接融资的未来大有可为。

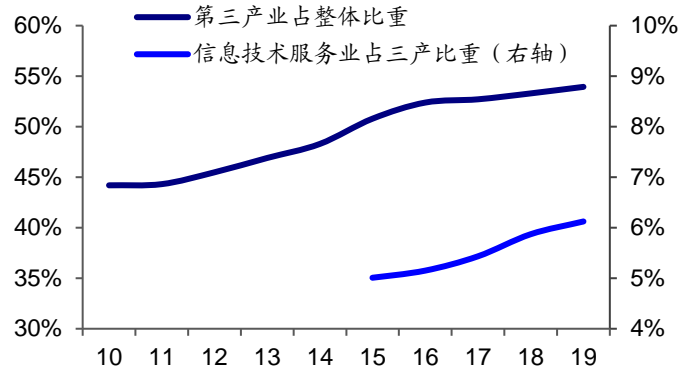
² 此处基建包括电力、燃气及水的生产和供应业、交通运输、仓储和邮政业、水利、环境和公共设施管理业。

图13 工业、制造业、新兴产业增加值增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图14 三产占比及信息技术服务占三产比重 (%)



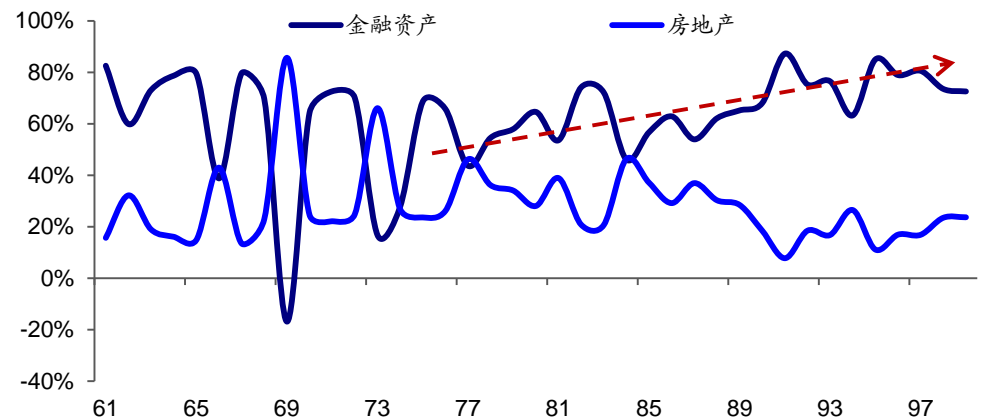
资料来源: Wind, 海通证券研究所

1.3 供给: 居民财富增长, 投资需求提升

从资金提供方看, 随着经济发展和人均可支配收入提升, 居民对财富管理和直接参与资本市场的需求也倾向于增加, 有助于推动金融体系向直接融资转型。

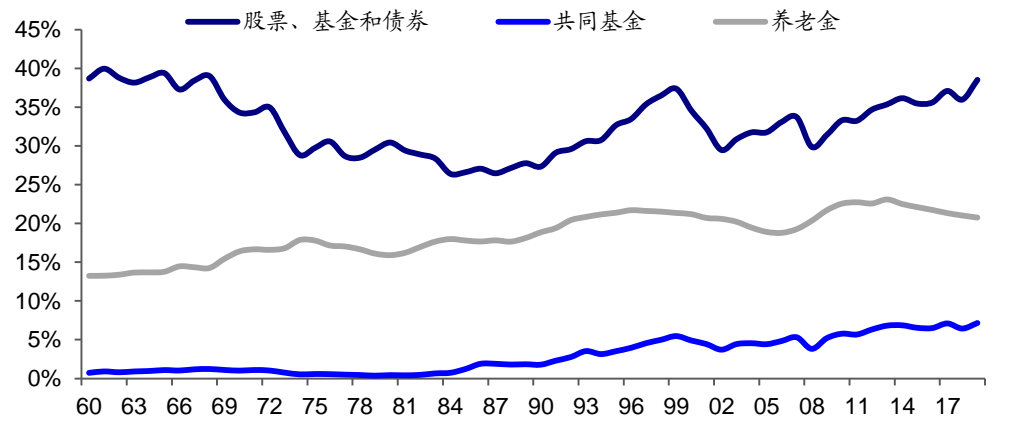
80年代以来, 美国居民金融资产配置比重持续提升。仍以美国为例, 1978年美国人均GDP突破1万美元, 此后居民的资产配置持续从实物资产向金融资产转移。从资产增量角度看, 居民对金融资产的配置比重由79年的57.9%持续提升至99年的72.5%。而同期, 最主要的实物资产, 房地产的占比则由34%降至23.6%。

图15 美国居民增量资产中金融资产和地产占比 (%)



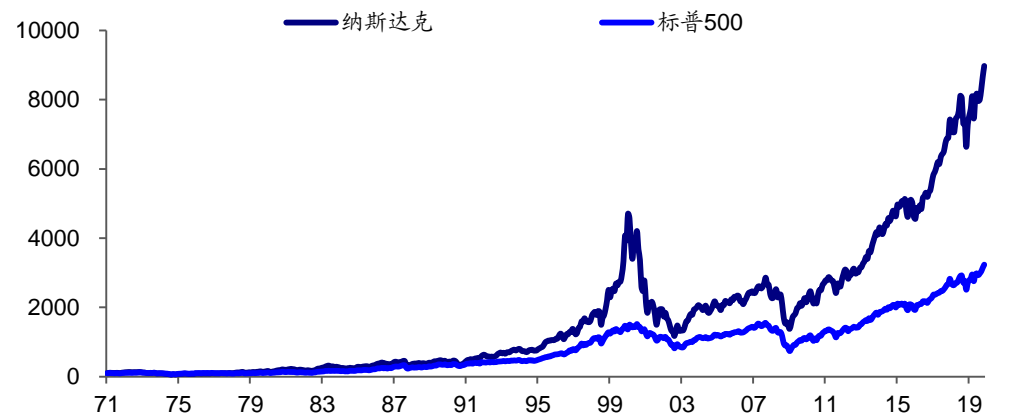
资料来源: Wind, 海通证券研究所

从居民部门的金融资产配置结构看, 股票和债券的占比受金融和地产周期影响呈现较明显的波动。其中值得注意的是, 80年代以来机构性资产, 包括共同基金和养老基金的占比呈现持续扩张趋势。一方面, 随着80年代美国金融市场管制的放松, 共同基金发展明显提速, 为股票市场注入长线资金。另一方面, 随着当地人口老龄化的加剧, 以401k计划为代表的养老基金规模持续增长, 直接成为美国8、90年代大牛市的有力推手。

图16 美国股票债券、共同基金和养老金占总资产比重


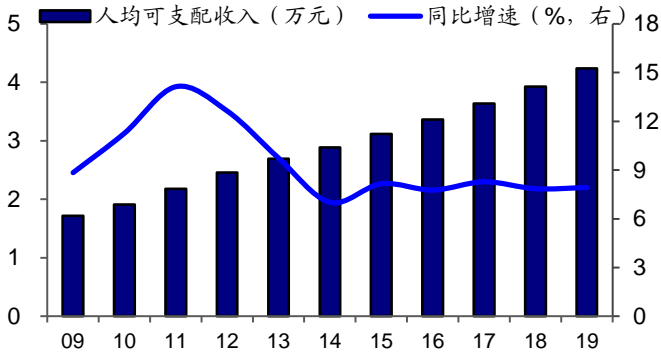
资料来源: Wind, 海通证券研究所

居民财富向资本市场转移提供增量资金,与产业升级、资本市场繁荣形成正向循环。总结来看,80年代后,高技术产业迅速发展。通过有效对接创新企业与居民持续转移的增量资金,资本市场迎来了一轮长期大牛市。而股市的繁荣,不仅反哺了科技企业的壮大,也使得居民财富持续增值,可以说形成了一个正向循环。也正是因此,即使00年互联网泡沫破灭、市场大幅回调,美国股市仍能在近20年维持上升趋势。

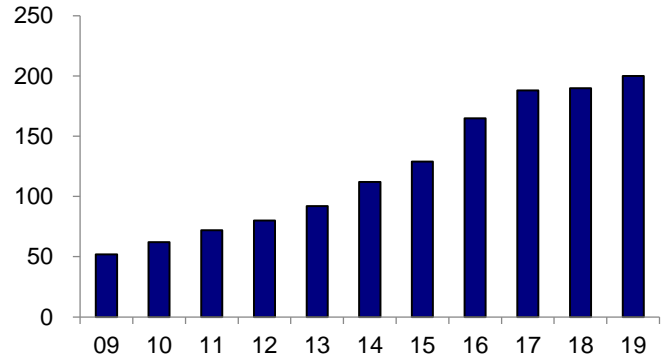
图17 美国纳斯达克综合指数和标普500指数


资料来源: Wind, 海通证券研究所

近年来,我国居民持有的可投资资产规模也在持续扩大。19年我国人均GDP首次站上1万美元,居民人均可支配收入增速维持在8%的水平,推动个人持有可投资资产规模持续扩张。根据招商银行《中国私人财富报告》预测,截至19年我国个人可投资资产规模约为200万亿,相当于我国上市公司总市值的3.4倍。

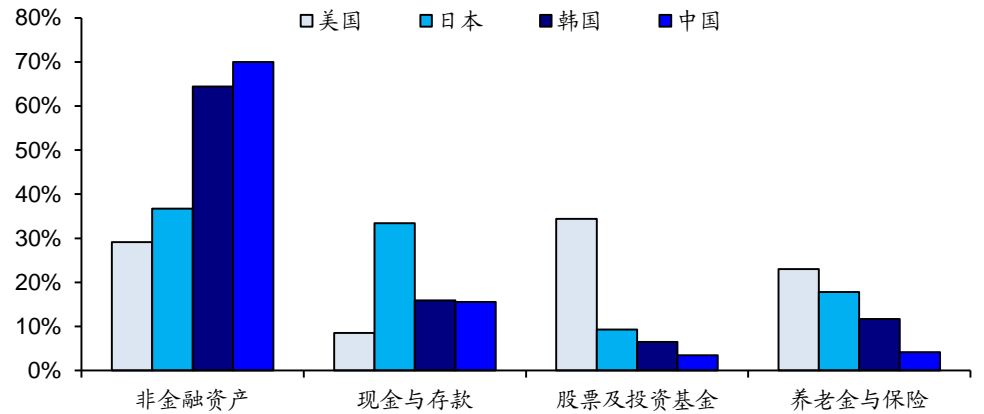
图18 我国城镇居民人均可支配收入及增速


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图19 中国个人持有的可投资资产总体规模 (万亿元)


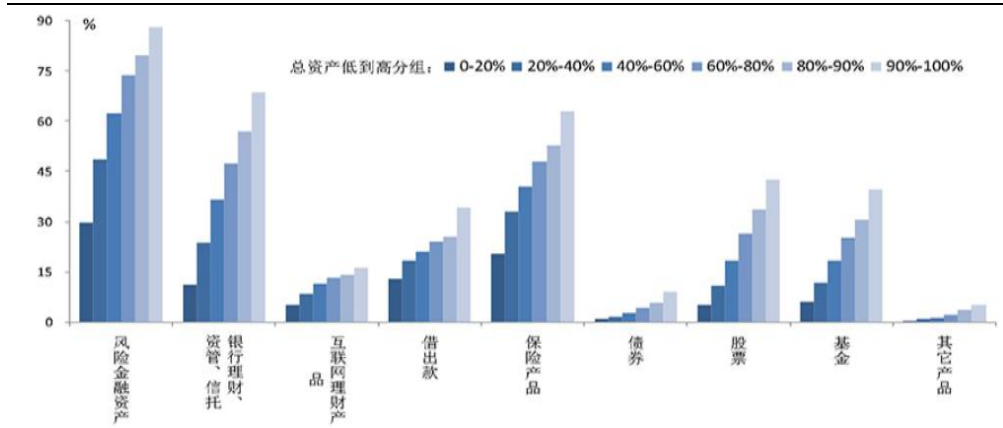
资料来源: 招商银行《中国私人财富报告》, 海通证券研究所, 包括个人金融资产和投资性房地产

但我国居民资产配置对地产的依赖度过高, 股票、基金等投资明显不足。长期以来, 房地产在我国居民的资本配置中占据了重要地位。截至 18 年, 地产占我国居民资产总额的比重高达 70%, 明显高于美国与日本, 与资产结构较为相似的韩国相比也偏高。而金融资产中, 我国居民对股票、基金、养老金等的资产配置明显不足。我国居民资产中股票及投资基金、养老金和保险的比重仅占到 8%, 而美国、日本这几类资产分别占到 57%和 27%。

图20 中国与发达国家金融与非金融资产占比


资料来源: 韩国统计局, Wind, 海通证券研究所测算, 中国、日本为 18 年数据, 韩国、美国为 19 年数据

在“房住不炒”总基调下, 未来居民资产配置有望从地产向金融资产, 甚至风险资产转移。首先, “房住不炒”的定位意味着地产作为投资标的的竞争力下滑, 居民资产配置中金融资产的比例有望出现提升。其次, 《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》显示, 随着资产的增加, 家庭持有风险金融产品的比率稳步提高, 也就是说随着资产水平的提升, 居民对股票、债券等风险资产的配置需求也将增加。因而, 从供给端看, 直接融资的发展也符合我国居民资产配置需求的转变, 是未来的主要方向。

图21 不同资产组居民家庭的各类金融产品持有率 (%)


资料来源：新浪，《中国金融》2020年第9期，海通证券研究所

1.4 资本市场改革提速，直接融资大有可为

近两年，中国资本市场按下制度改革“加速键”。18年中央经济工作会议提出“打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”，可以说是按下了资本市场改革的“加速键”。今年3月新修订的《证券法》开始实施，划定了发行、投资者保护、信息披露、市场体系等基础制度改革的方向；4月发布的《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》中强调“推进资本要素市场化配置”，从股市基础制度、债券市场、金融服务供给、对外开放四个角度提出改革意见。而在顶层设计的框架下，19年7月科创板正式开市，20年3月注册制全面推行，6月创业板注册制正式启动，此外，还有再融资的放开、新三板改革的深化、两融新规的放松等系列重点任务均逐一落地。

综上，无论是资金需求端还是资金供给端看，我们都已来到了直接融资大发展的拐点，政策的加快推出更是犹如加入“催化剂”，未来我国融资结构转型的长期趋势明确、直接融资大有可为！

2. 海外：美国非农好于预期，欧元区7月制造业PMI回升

2.1 美国非农好于预期

美国非农好于预期。上周五，美国公布7月新增非农就业人数176.3万人，好于市场预期，6月下修为479.1万人，5月上修为272.5万。7月失业率降至10.2%。

美国或加大发债力度。上周三，美国财政部表示，下周将发售创纪录的1120亿美元的三年、十年和三十年期国债，而上一季度的发行额为960亿美元，已比更前季度增加120亿美元。

2.2 欧元区7月制造业PMI回升

欧元区7月制造业PMI回升。上周一，IHS Markit公布欧元区7月制造业PMI终值为51.8，高于预期51.1和前值47.4。德国7月制造业PMI终值为51，创2018年12月以来新高。法国7月制造业PMI终值为52.4，高于前值52。

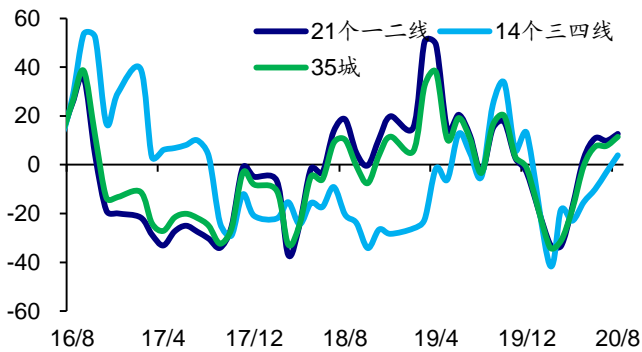
英央行公布8月利率决议。上周四，英国央行公布8月利率决议，决定维持基准利率在0.1%不变，维持资产购买总规模在7450亿英镑不变，均符合市场预期。

3. 国内经济：经济继续改善

3.1 需求继续改善

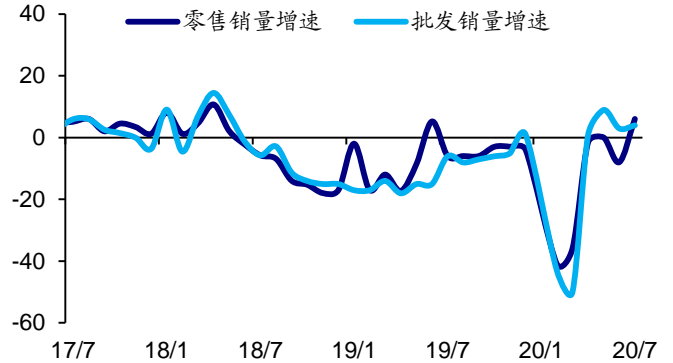
地产销售上行，汽车销量回升。8月上旬前6天35城地产销量增速11.4%，其中三四线城市销量增速明显回升。7月乘联会乘用车批发、零售销量增速分别为4%、6%，较6月均有回升。

图22 35城商品房月度销量同比增速(%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图23 乘联会乘用车批发、零售销量增速(%)

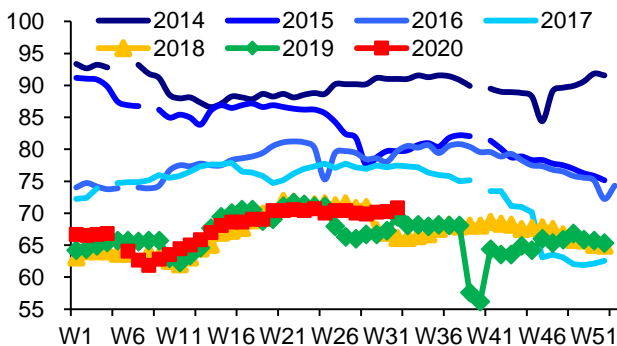


资料来源：Wind，海通证券研究所

3.2 生产稳中趋升

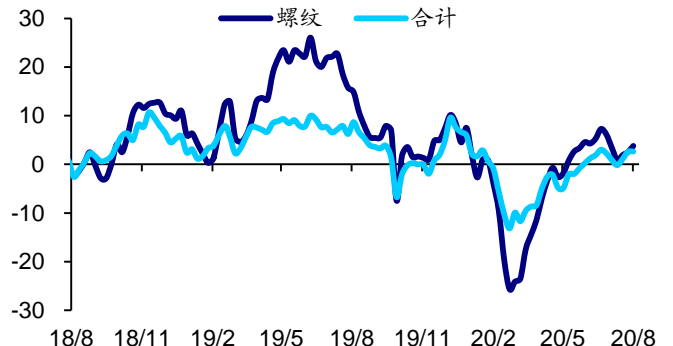
高炉开工继续回升，钢材产量增速持平。上周全国高炉开工率继续回升至70.9%，创18年以来同期新高。样本钢厂钢材产量增速持平于2.6%，指向工业生产稳中趋升。

图24 历年各周全国高炉开工率水平(%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图25 Mysteel 样本钢厂钢材产量增速(%)



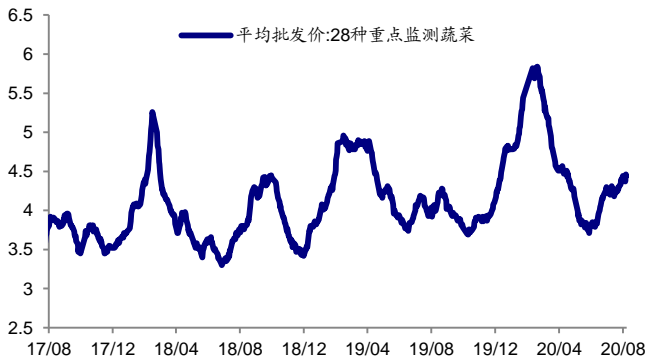
资料来源：Wind，海通证券研究所

4. 物价：通胀短期回升

4.1 食品价格分化

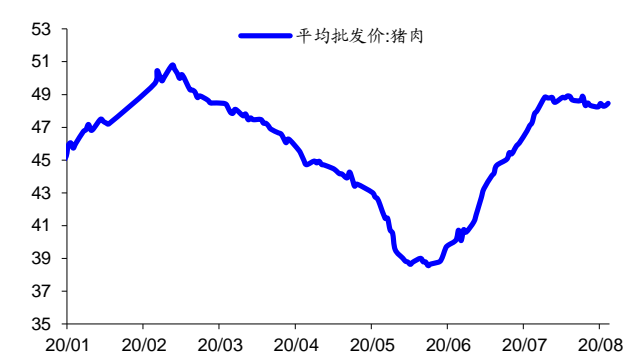
上周主要食品价格分化，猪肉环比下降0.5%，水果、蛋类和蔬菜环比分别上涨0.8%、11.3%和2.1%。

图26 蔬菜平均批发价（元/公斤）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图27 猪肉批发价格（元/公斤）

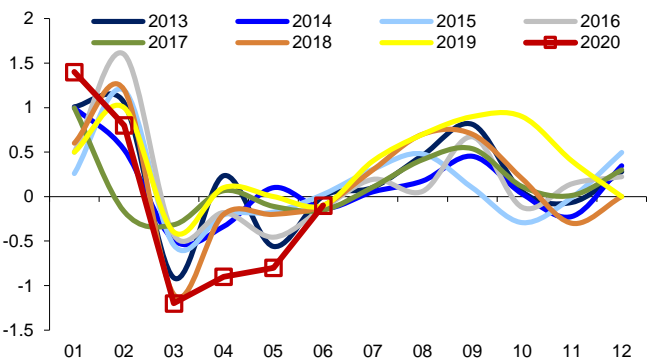


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.2 预测 7 月 CPI 回升

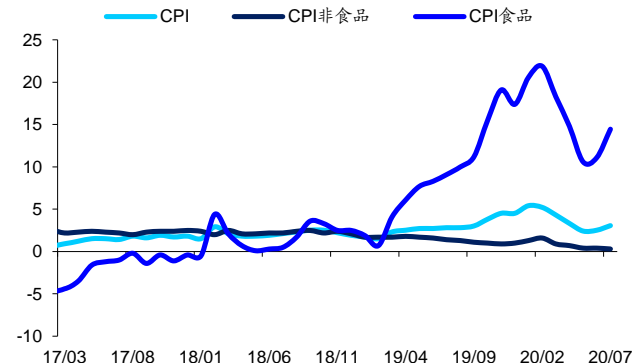
7 月以来猪价继续上涨，蔬菜价格反弹，预计 7 月 CPI 同比回升至 3.0%。

图28 CPI 环比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图29 CPI 同比及成分同比走势预测（%）

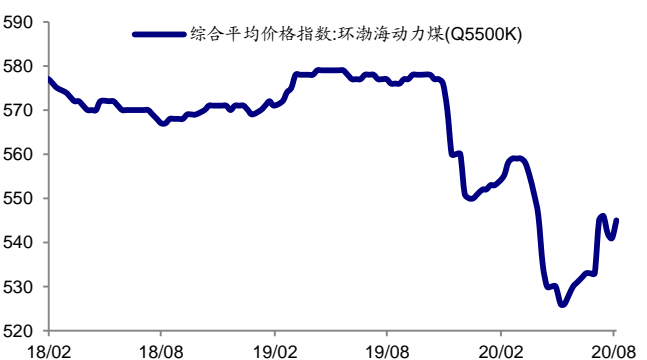


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.3 预测 7 月 PPI 回升

上周国际油价回升，国内煤价回落、钢价上涨。7 月以来国际油价持续上涨，国内煤价、钢价回升，预计 7 月 PPI 同比继续回升至-2.4%。

图30 环渤海动力煤价格（元/吨）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图31 布伦特原油现货价格（美元/桶）

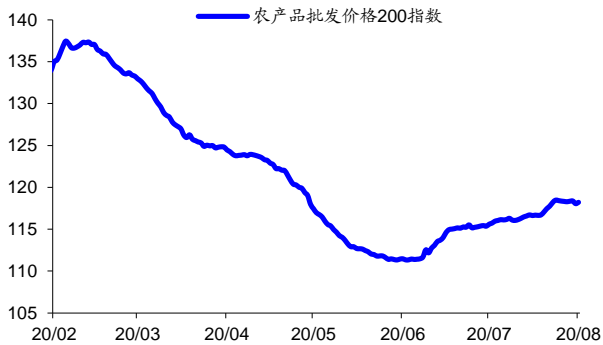


资料来源：Wind，海通证券研究所

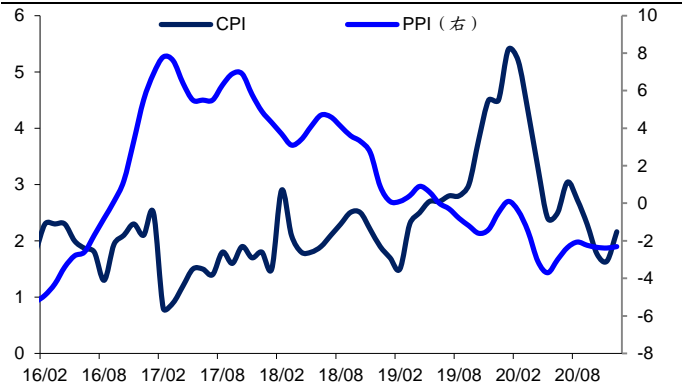
4.4 通胀短期回升

7 月多地发生洪涝灾害导致蔬菜供给短缺带动菜价回升，短期扰动 CPI 同比走势。而进入 8 月，长江流域的洪涝灾情逐渐缓解，预计 CPI 同比将重新回落，不改全年“前

高后低”的走势。而国内经济和生产继续恢复，带动工业品价格的回升。此外，疫情期间全球货币超发将持续对通胀形成支撑。

图32 农产品批发价格 200 指数


资料来源：Wind，海通证券研究所

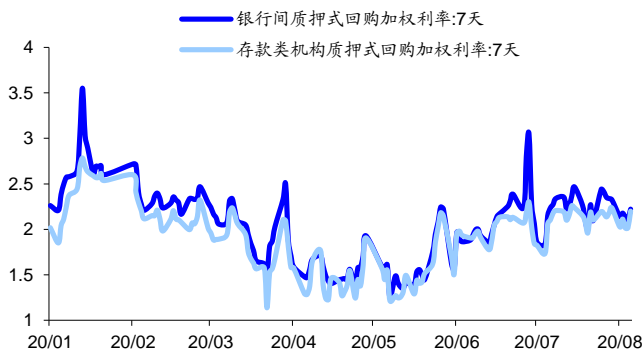
图33 CPI、PPI 同比走势及预测 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

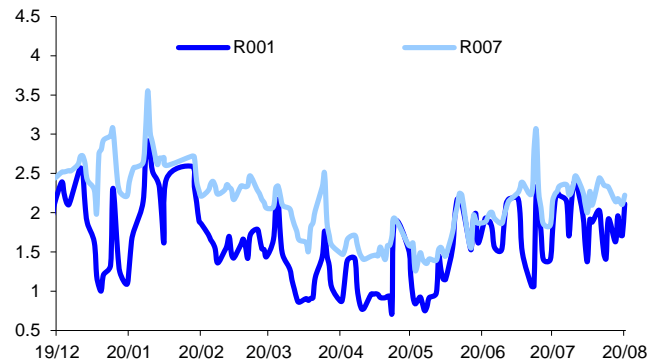
5. 流动性：政策精准导向

5.1 货币利率分化

上周货币利率分化，其中 R001 均值上行 10bp 至 1.83%，R007 均值下行 22bp 至 2.16%。DR001 均值上行 11bp 至 1.77%，DR007 均值下行 11bp 至 2.08%。

图34 银行间和存款类机构 7 天质押式回购利率 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

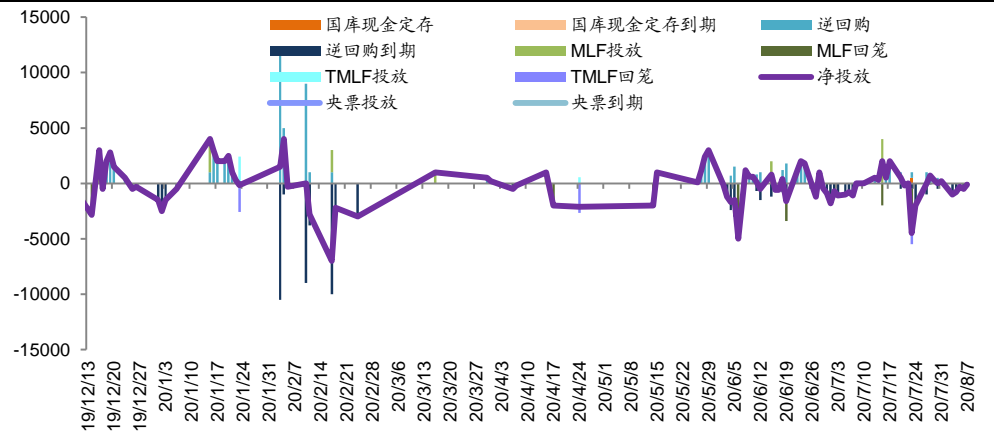
图35 R001 和 R007 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

5.2 央行回笼资金

上周央行逆回购操作投放资金 100 亿元，到期回笼资金 2800 亿元，净回笼资金规模 2700 亿元。

图36 央行公开市场操作 (亿元)

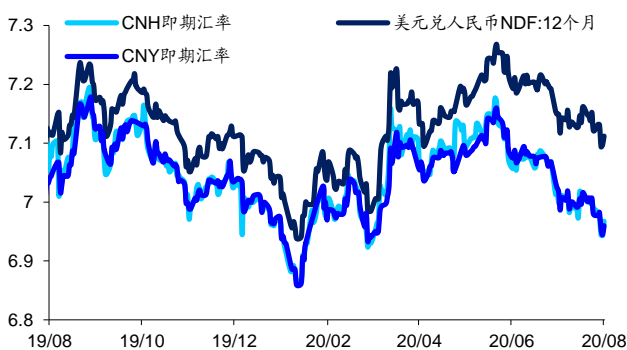


资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.3 汇率略有回升

上周美元指数先跌后涨，人民币对美元汇率略有回升，在岸人民币和离岸人民币分别回升至 6.96 和 6.97。

图37 CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图38 美元指数



资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.4 货币精准导向

央行2季度货政报告定调货币政策更加灵活适度，精准导向，完善跨周期设计和调节，与730政治局会议表述一致。相比1季度货政报告更强调精准滴灌和政策直达性。防风险方面，央行表示要转入常态化风险防控和风险处置。以上均表明后续总量政策或继续缺席，而风险防范常态化。7月以来监管文件发布进度明显加快，关注后续金融监管是否边际收紧。

6. 政策：加强信息建设

加强信息建设。近日国务院发布《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》，从财税、投融资等八个方面提出措施支持相关产业发展。对集成电路线宽小于28纳米（含），且经营期在15年以上的集成电路生产企业或项目，第一年至第十年免征企业所得税。对集成电路设计、装备、材料、封装、测试企业和软件企业，自获利年度起，第一年至第二年免征企业所得税。

推动交运新基建。近日交通运输部发布《关于推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见》，从三方面提出主要措施：一是打造融合高效的智慧交通基础设施，以交通运输行业为主实施。将智慧公路、智能铁路、智慧航道等为载体，体现先进信息技术

对行业的全方位赋能。二是助力信息基础设施建设，主要是配合相关部门推进 5G、北斗系统和遥感卫星等先进技术的行业应用。三是完善行业创新基础设施，主要以科技研发支撑能力建设为主。

财政政策更加注重实效。近日财政部发布《2020 年上半年中国财政政策执行情况报告》，指出财政政策要更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。把保就业作为重中之重，更好发挥财政政策对稳就业的拉动作用，统筹用好就业补助资金、职业技能提升行动专账资金和失业保险基金，加快使用工业企业结构调整专项奖补资金，用好用足抗疫特别国债和地方政府专项债券。

7. 日历：聚焦 8 月中旬数据

表 1 未来一周国内外将公布的重要经济数据及市场预期

日期	重要经济数据指标	前值	预测值
美国			
2020/8/11	美国 7 月生产者物价指数(同比)	-0.8%	-0.7%
2020/8/12	美国上周 API 原油库存变化(万桶)(至 0807)	-858.7	--
2020/8/12	美国 7 月末季调核心消费者物价指数(同比)	1.2%	1.1%
2020/8/12	美国上周 EIA 原油库存变化(万桶)(至 0807)	-737.3	--
2020/8/13	美国上周季调后初请失业金人数(千人)(至 0808)	1186	--
2020/8/14	美国 7 月零售销售(环比)	7.5%	1.6%
2020/8/14	美国 8 月密歇根大学消费者信心指数初值	72.5	71
2020/8/15	美国当周石油钻井总数(口)(至 0814)	--	--
欧元区			
2020/8/14	欧元区第二季度 GDP(环比)初值	-12.1%	--
2020/8/14	欧元区第二季度 GDP(同比)初值	-15%	--
2020/8/14	欧元区 6 月季调后贸易帐(十亿欧元)	8	--
中国			
2020/8/10	中国 7 月工业品出厂价格指数(同比)	-3%	-2.5%
2020/8/10	中国 7 月居民消费品价格指数(同比)	2.5%	2.6%
2020/8/14	中国 7 月规模以上工业增加值(同比)	4.8%	5.1%
2020/8/14	中国 1-7 月城镇固定资产投资(同比)	-3.1%	-1.6%
2020/8/14	中国 7 月规模以上工业增加值(环比)	1.3%	--
2020/8/14	中国 7 月社会消费品零售总额(同比)	-1.8%	--
2020/8/14	中国 7 月社会消费品零售总额(环比)	1.3%	--

资料来源：Wind，fx168 财经报社，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

姜超	宏观经济研究团队
于博	宏观经济研究团队
李金柳	宏观经济研究团队
陈兴	宏观经济研究团队
宋潇	宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
房乔华 0755-82900477 fqh12888@htsec.com
郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fufy11758@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
联系人
马浩然(021)23154138 mhr13160@htsec.com
毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张崢青(021)23219383 zzk11650@htsec.com 张弋(010)58067852 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 l yj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 陈宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 ljl12245@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辛丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com
 滕雪竹 txz13189@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 郭金焱(010)58067851 gjy12727@htsec.com
 程云鹤 cyh13230@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com