



太和智库  
Taihe Institute

# 太和财经

## 经济“分化”复苏，供需“断层”明显

太和智库 2020年8月刊



关注时代  
On Times We Focus

地址：北京市朝阳区东三环南路甲52号顺迈金钻大厦23层

电话：010-84351977 网址：[www.taiheinstitute.org](http://www.taiheinstitute.org)

# 目 录

报告主要观点.....	1
<b>一、热点评析.....</b>	<b>6</b>
<b>（一）金融市场热点评析.....</b>	<b>6</b>
1. 从“经济断层”到“金融断层”.....	6
2. “四象限”情境分析美元信用未来及其影响.....	7
<b>（二）宏观经济热点评析.....</b>	<b>10</b>
1. 中国经济确立“分化”复苏.....	10
2. 分化格局逐步确立.....	12
<b>二、中国宏观经济走势预判.....</b>	<b>14</b>
1. 价格走势分析.....	14
2. 贸易走势分析.....	19
3. 固定资产与房地产投资走势分析.....	22
4. 消费走势分析.....	25
5. 工业增加值走势分析.....	28
<b>三、金融市场走势预判.....</b>	<b>31</b>
1. 社融数据略低于市场预期.....	31
2. 股票市场“上有顶，下有底”.....	34

3. 债券利率中枢“先下后上” .....	35
4. 大宗商品中期向好，短期震荡.....	36

## 报告主要观点

《太和财经（2020年8月刊）》对2020年7月全球财经热点事件、宏观经济走势和金融市场走势分析如下：

**1. 从“经济断层”到“金融断层”。**金融市场中供给方与需求方的断层现象同实体经济一样明显，有资金供给，也有资金需求，但需求和供给无法匹配。国内的终端需求尚未恢复，实体通缩，金融通胀的趋势暂时不可逆转，但是中国的企业相比国外供应链较为完善，得以通过将重心内外转换来缓解新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）带来的压力，同时从长远来看，为了避免金融泡沫破碎带来崩溃性的影响，脱虚入实、发展实体经济势在必行。

**2. “四象限”分析美国政经走势。**美国经济继续下行，美联储加印钞票、扩大债务，美元信用进一步被消耗，相关的实体商品、金融衍生品等资产价格将继续走高。同时，特朗普对外鹰派政策强化，全球冲突加剧。

**3. 中国经济确立“分化”复苏。**总体来看，中国制造业 PMI 连续 5 个月位于荣枯线上，在疫情基本得到控制后，中国经济整体上保持了温和扩张的态势。然而，当前的经济复苏存在非常严峻的结构性问题。不同企业、行业、国别间的分化程度进一步加大，尚未出现弥合趋势；生产端的快速复苏与需求端缓慢恢复的“速度差”拉低了整体经济复苏的“成色”，尽管中国经济处于扩张区间，但经济回弹的可持续性值得进一步关注。

**4. 中国价格走势评述：**价格走势符合预期，但结构化数据反映出疫情对经济的长期影响远未终结，总体数据的温和与结构数据的萎靡并存，终端需求复苏颇为困难，预计未来一个季度内，CPI 与 PPI 指数均保持小幅度上涨态势。其中，CPI 上涨动力来自生猪供应缺口有所扩大，价格走高。PPI 降幅收窄则很大程度上受到国际大宗商品价格持续回升的影响。

**5. 中国外贸走势评述：**考虑到国内外抗疫“时间差”的红利仍在支撑出口，防疫物资出口的支撑仍然不可忽视，中国劳动密集型产品出口仍是全球贸易中非常重要的部分，2020年7月出口增速远超市场预期，创造年内新高，继续呈现出过去半年来韧性较强的特征。进口方面，2020年7月继上月大幅增长后有所回落，略低于市场预期，主要是因为大宗商品价格下滑的拖累。

**6. 中国投资走势评述：**总体来看，2020年1-7月固定资产投资增速继续回暖，其主要原因是房地产投资的强势回暖，尽管在“房住不炒”的大环境下，但当前消费的整体疲弱以及外贸不确定性持续走高使得固定资产投资对经济的拉动作用更为凸显。尽管过度依靠地产投资来拉动经济存在诸多弊端，但在当下整体需求难以回暖的背景下，投资增速在第三以及第四季度仍然有着稳步回升甚至超预期运行的基本面。中国固定资产投资结构持续分化，在基建投资与制造业投资的边际已经十分有限的情况下，地产投资将仍然保持超预期的“韧性”。

**7. 消费走势评述：**2020年7月消费数据降幅的继续收窄符合

前期预判，但无论从单月数据还是累计数据看，疫情对消费和收入的冲击并未缓解。消费数据绝对值走高的主要原因来自必需消费品价格持续高位运行，以食品类为代表的必需品消费回弹仅能说明疫情的影响正在消退，并不足以证明终端需求的真正回暖。“报复性消费”迟迟无法到来，需求复苏任重道远。从长期来看，支持消费可持续增长的基本面并不乐观，消费数据增长的可持续性值得担忧。

**8. 工业增加值走势评述：**尽管中国工业增加值的增速有一定的恢复，但从工业企业经济效益的角度看，中国以工业为代表的供给侧已经受到了非常严重的供需断层影响，供需断层导致的产成品与订单的不匹配是造成工业企业经济效益走弱的主要原因。恢复的产能无法及时转化为有效的订单，工业企业便失去了提高企业效率的基本面，上游企业的复苏将长期受到下游需求的拖累，因此工业回弹的可持续性值得长期关注。

**9. 社融数据略低于市场预期。**自今年以来，政府部门的直接融资占社融的比例一直居高不下，这固然和今年的财政安排有关，但是在某种程度上也说明，现在的复苏是以政府加杠杆创造需求为前提，可持续性并不强。虽然今年上半年的社融数据表现亮眼，7个月完成了今年75%的目标，在充裕的流动性支持下，资本市场表现亮眼，但这是典型的“金融通胀，实体通缩”。央行收紧货币政策也是出于控制资金在金融体系空转却不支持实体的问题。

**10. 股票市场“上有顶，下有底”。**2020年7月下旬至8月中旬，国内股票市场整体变化不大，上证综合指数、深证综合指数和创业板指都在一定范围内窄幅震荡。现今股票市场处于“上有顶，下有底”的状态中，市场上行和下行的动力都明显不足，接下来市场大概率会保持现状，等待新一轮政策出现再呈现明显的走势。目前势态尚不明朗，进入股票市场获取投机性利润的可能性较小，故不推荐在股票市场中过多投资。

**11. 债券利率中枢“先下后上”。**2020年8月的债券市场走势与《太和财经（2020年7月）》的判断基本吻合，8月债券市场利率中枢整体呈现“先下后上”的态势。债券市场利率中枢往上的空间依然有限，存在一定的投资机会。从交易层面来看，债市对经济复苏和货币政策边际收紧的预期交易较为充分，做多利率在赔率上具备高性价比。交易性仓位总体偏低，这也使得做多债券具备较好的弹性。

**12. 大宗商品中期向好，短期震荡。**大宗商品首先在8月初迎来一波涨势，这一波涨势一方面是受7月份PMI数据影响，经济扩张速度有所增加，表明需求向好，拉动了大宗商品，尤其是原材料商品价格的上涨；另一方面则主要受美元指数影响，8月初美元指数因债务扩大和货币增发的原因下跌，这一因素也带动了商品价格的升高。然而，随着世界各地研制疫苗的进程逐渐步入后期，贵金属的避险需要较之上半年已略显颓势，加之美元指数波动性较大的影响，接下来金银合约价格的稳定性大概率不

容乐观，贵金属合约的波动性也会比较大，投资贵金属时仍需谨慎对待震荡风险。



## 一、热点评析

### (一) 金融市场热点评析

#### 1. 从“经济断层”到“金融断层”：实体通缩，金融通胀。

《太和财经（2020年7月）》的热点分析中阐明了经济层面上的“供需断层”，即终端需求恢复速度比起供给恢复速度较为缓慢，上游的企业订单难以消化复工后生产端产出的产品。无独有偶，金融市场中供给方与需求方的断层现象同样明显，供给方是拥有资本的投资者，而需求方则是代表实体经济的募资者，募资者不能及时得到投资即是金融市场中的“供需断层”。值得注意的是，造成这种现象的因素绝非“僧多粥少”，而是资本再次脱实入虚。金融市场的资本存量丰富，流动性也十分充裕，然而市场中的大量资本始终在虚拟经济中徘徊游走，无法进入实体经济。

自金融危机后，利于脱虚入实的政策因预防金融泡沫破碎的需要被屡次提出，疫情前的脱虚入实因此存在主观能动性，且拥有社会服务业类股票形成的通道并凭此将金融市场中的资金输入实体经济。然而疫情使实体经济，尤其是服务业经济受到重挫，服务业股票的突破口被迫关闭，脱虚入实一朝打回“解放前”。即使疫情过后，终端需求也没有彻底恢复，资本流入实体经济的动力明显不足。由此，金融市场中投资方的大量资本入实困难，流向金融市场，社会闲散类资本投资迷茫，大多投入基金，继而间接随机构类资本一同流向股市，最终也基本流入金融地产股市中；而金融市场中的募资方即便拥有良好资产，也拿不到大量资

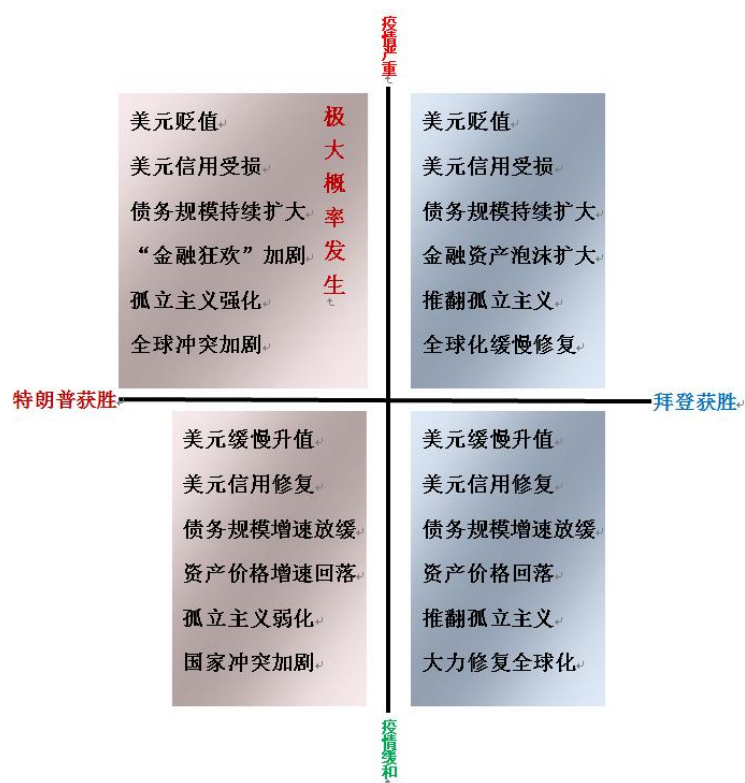
金建设实体，实体经济的发展随即陷入停滞。

与此同时，实体经济的境遇也因企业结构大小不同而有所差异，总体而言，大中企业在此情况下尚有余力，而小微企业难以望其项背，国家统计局发布的7月PMI数据显示，与大中企业PMI保持在荣枯线之上相反，小型企业PMI延续了6月的恶化趋势，仍然没能重回荣枯线。究其原因，信贷市场中同样存在的供需断层是主要的一方面，即资金需求与供给出现偏差，小微企业相较于大中企业，往往在此疫情期间亟需贷款却求而不得。小微企业重量锱铢而数量庞大，且小微企业所属的行业大多以轻工业和社会服务业为主，当下国家资本的侧重则是参与5G建设的高科技企业和缓解疫情的医疗企业，即使在宽货币、宽信用的政策扶持下，小微企业也面临着贷款价格歧视的压力而难以独善其身。

总体而言，因疫情影响，国内的终端需求尚未恢复，实体通缩，金融通胀的趋势暂时不可逆转，但是中国的企业相比国外供应链较为完善，得以通过将重心内外转换来缓解疫情带来的压力。同时从长远来看，为了避免金融泡沫破碎带来崩溃性的影响，脱虚入实、发展实体经济势在必行。在8月17日的国务院常务会议上，李克强总理再次强调，要确保新增融资重点流向实体经济，特别是小微企业。然而政策是否能够准确落实依然不可预估，在疫情恢复后再次脱虚入实将是较为漫长的过程。

## 2. “四象限”情境分析美元信用未来及其影响。经历疫情

冲击后，美国经济增速放缓，失业率攀升，美国政府以迅速扩大债务规模缓解经济下行压力。截至8月4日，美国联邦债务总额已达到26.5万亿美元，同时在8月12日，美国财政部表示，预计今年7至9月政府借款规模将达到9470亿美元，较市场预期高出2700亿美元。虽然扩大债务可以对冲经济压力，但是这极大消耗了美元的信用，使其作为储备货币拥有的避险性和稳定性遭到冲击，导致近期美元指数波动较大，也使其他经济体面临输入性通胀、外币资产缩水、汇率和资本市场震荡等多重压力。在此情况下，美元信用对于国际金融市场而言已成为新的问题，且未来变化十分复杂。在此假设美国大选和疫情变化这两个重大事件的结果，分出四种情境，分别阐述各情境下美元信用的演变和其对全球市场的影响。



若特朗普连任，美国疫情并未有所好转，即与现在最为相像的一种情况，那么美国生产供应链和终端需求不会恢复，经济继续下行，美联储大概率将延续加印钞票、扩大债务的政策，美元信用将会进一步被消耗，美元指数波动更加频繁，而与美元相关的实体商品、金融衍生品等资产价格将继续走高，增多的流动性将被共同分摊，美元的地位有所动摇，世界其他经济体或许会逐渐寻求新的信用制度。同时，特朗普对外鹰派政策将对中美关系以及中美合作带来影响，科技战与贸易战在所难免，从美国进口的玉米、豆粕等大宗产品及在美上市交易的科技股票将对两国的政策更加敏感。

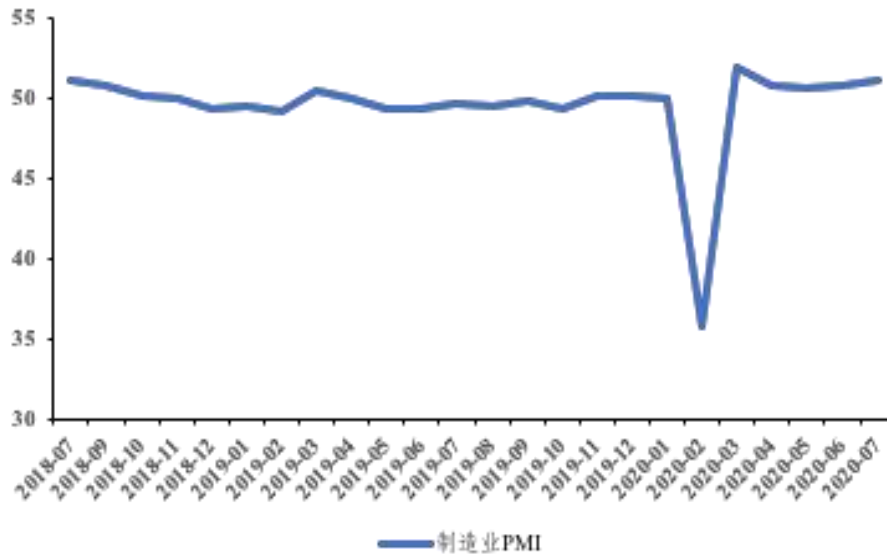
若特朗普连任，美国疫情有所好转，那么美国国内的供给方将会逐渐恢复，美元与美债的增发则会减速，美元仍将作为世界的信用凭证，其稳定性和避险性将重新得到保证。除特朗普鹰派政策带来的影响外，中国出口商品的数量将随境外疫情的好转和供应链的恢复而日益递减，脱虚入实、发展国内实体经济将更为迫切。

若拜登上任，他必然会对特朗普在任时部分个人风格强烈的政策予以否定，并且推行与之相反的政策，同时保留其他有效可行的政策。如果美国疫情并未有所好转，拜登推行的货币政策与特朗普的相比差异不会太大，依然与增发货币和扩大债务有关。但是在外交政策上，与特朗普极度鹰派的政策有所不同，拜登在疫情没有得到控制前大概率会推行较为缓和的外交政策。届时，

即使不能保证拜登的政策是对华友好的，中美贸易战也不会像特朗普在任时一样激烈。类似的缓和情况对于欧洲、亚太其他国家也如此，世界金融市场的波动性不会过大，美国增加的流动性将以互惠互利的谈判方式分担到世界各国。如果美国疫情有所好转，比较有可能出现的局面是各方之间相互制约，将重心放在疫情后的恢复上，等到疫情基本恢复或者其他契机出现时再将侧重放到国家之间的较量上。

## **（二）宏观经济热点评析**

**1. 中国经济确立“分化”复苏。2020年7月公布的制造业 PMI 为 51.1%，较上月上升了 0.2 个百分点，继续保持在荣枯线以上，经济保持温和扩张。从分项数据看，生产指数为 54.0%，比上月上升 0.1 个百分点；新订单指数为 51.7%，比上月上升 0.3 个百分点；原材料库存指数为 47.9%，比上月上升 0.3 个百分点；从业人员指数为 49.3%，比上月上升 0.2 个百分点。从企业规模看，大型企业和中型企业 PMI 分别为 52.0%和 51.2%，扩张态势加速；而小型企业 PMI 为 48.6%，比上月回落 0.3 个百分点，收缩加速。非制造业商务活动指数为 54.2%，比上月回落 0.2 个百分点；综合 PMI 产出指数为 54.1%，比上月回落 0.1 个百分点。**



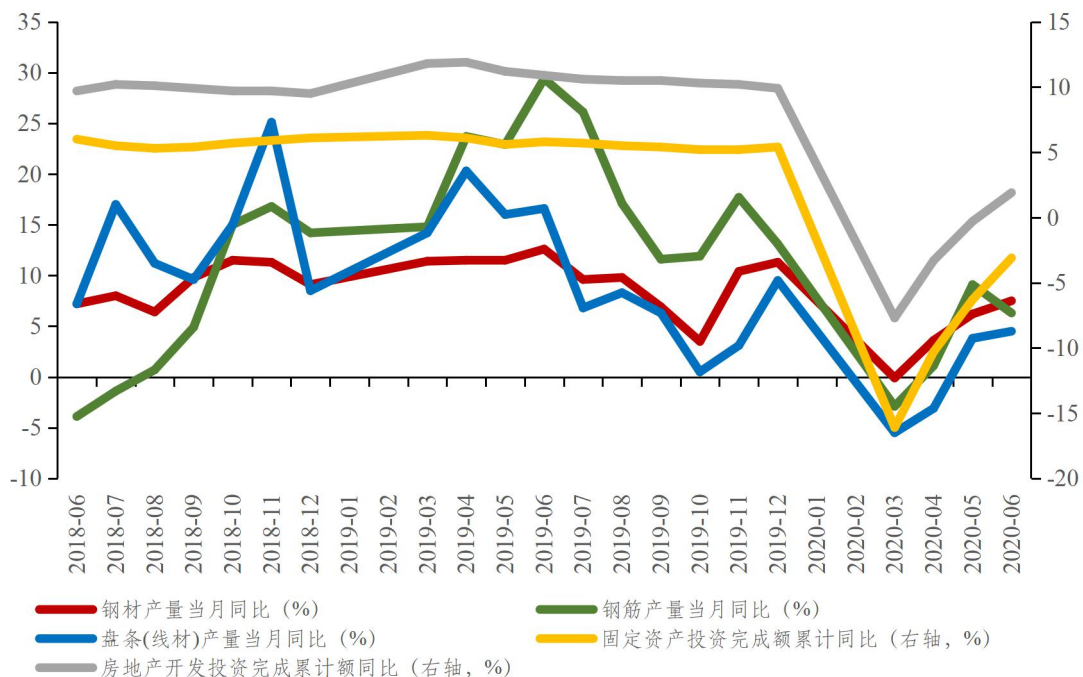
从供给侧来看，生产指数比上月上升 0.1 个百分点，微幅上涨，表明复产复工进程基本全面展开，制造业活动较为积极；但从业人员指数连续三个月低于荣枯线，表明制造业生产与扩产发生背离，且产成品阶段性供应过剩的压力在增大。从价格观察，原材料购进价格比上月回升 1.3 个百分点，连续 5 个月走高，而产成品价格却开始回落，供需断层的现象仍未发生实质性改变。结合两类库存指数来看，原材料库存指数、产成品库存指数仍低于荣枯线，表明企业主动补充库存的意愿仍然较弱。同时，原材料库存指数、产成品库存指数分别较上月回升 0.3 个百分点、0.8 个百分点，表明需求端恢复仍然慢于供给端，库存仍然存在被动累积的风险。

从需求端来看，新订单指数与新出口订单指数分别比上月上升 0.3 个百分点和 5.8 个百分点，需求端向复苏迈进。需要强调，出厂价格指数继续位于荣枯线上，但并非完全归功于需求增多，同时也要考虑宽松的货币政策带来的“通胀”风险。进口指数、

新出口订单指数虽然较上月分别上升了 2.1 个百分点和 5.8 个百分点，但都仍位于荣枯线下，其中进口稍好于出口，**表明当前贸易环境的恶劣状况仍未改观**；内需远好于外需，尽管出口仍有超预期空间，但仍主要是同期基数效应与非经济因素所致。

**2. 分化格局逐步确立。**不同规模企业的分化格局进一步确立，小微企业夹缝求生。观察数据，大型企业 PMI 保持稳定，中型企业的 PMI 有所上升，而小型企业的 PMI 持续回落。其中，大、中型企业 PMI 保持在荣枯线之上，小型企业 PMI 则没能重回荣枯线。

一方面，大中企业位于上游，更易获得央行“宽货币”政策的红利，即使终端需求在疫情下难以恢复至正常水平，大中企业的恢复情况依然可观。另一方面，前期出台的政策带给小微企业的扩张效果已消耗殆尽，而央行的“宽货币”政策对小微企业仍存在较大的价格歧视，政策效果难以传递至位于下游的小微企业；与此同时，借贷成本难以下行、小微企业融资困难，导致小微企业延续了 6 月的恶化趋势。7 月 30 日中共中央政治局会议上，小微企业的扶持重新被强调。会议指出：“要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。”在新一轮政策放出前，小微企业的承压态势明显，小微企业之后能否恢复还要依据未来政策的松紧做进一步观察。



政策推动行业分化。在供需断层，非经济因素增多的背景下，作为高度顺周期的钢铁市场走势可以从侧面展现出中国行业分化的特点。首先，地产与基建成为钢材“刚需”。从钢铁产品的细化数据看，长材类产品的销售火热，长材中的代表产品线材与钢筋的产量走高成为钢材产量增速抬头的主要原因。

其次，中国钢材净出口改为净进口。2020年6月中国出口钢材143万吨，同比大幅下降72.6%；进口钢材163万吨，同比大幅增加29.4%；净进口为20万吨，时隔11年后中国重新成为钢材净进口国。

第三，不同行业钢材需求“冷热不均”。无论是中国国内产量、还是进口数量，板材、特钢等与建筑业相关性较小的原材料并未出现如长材一样的火热状况，与机械、汽车、船舶、家电等制造业高度相关的板材类产品的进口甚至出现了走低状况。综合来看，钢铁产品中的结构性差异反映出不同行业终端需求回暖动



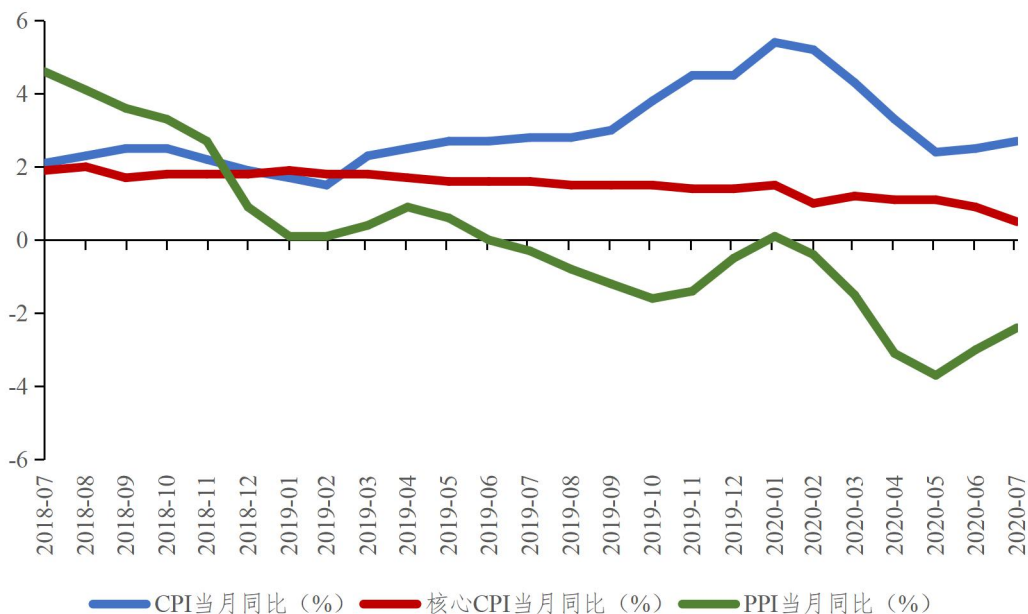
力不一的强烈信号，库存的被动累积也成为中国当前供需断层的最好缩影。

与此同时，国别差异逐步体现。从 ISM 和 Markit 公布的数据看，2020 年 7 月美国制造业 PMI 为 52.6，服务行业 PMI 为 49.6，作为市场主体（约占经济体量 70%）的服务行业指标仍然位于荣枯线以下，这与 7 月 30 日公布的美国二季度实际 GDP 年化值环比萎缩 32.9%相一致，而与中国二季度 GDP 增速 3.2%形成鲜明反差。美国在二季度重开经济活动之后，其所有的相关制造业数据都在不断修复，但就业仍然低迷。尽管相较于 6 月份的就业 PMI 指数（32.1）有着较大的进步，但仍然远低于 50 荣枯线，处于萧条的边缘。低迷的就业与高昂的生产（57.3）、库存价格（50.5）数据形成了强烈的反差，这反映了对于扩大生产的意愿较低，而这次的生产数据快速增长更多则是由于被疫情压制的生产集中爆发，与真实需求恢复无关。

另一方面，由于美国的疫情迟迟得不到控制，其部分供给端和大部分需求端的数据仍显现出颓势，再结合对于当今疫情再度恶化的实际情况来看，美国经济离完全回到正轨仍然遥遥无期。

## **二、中国宏观经济走势预判**

**1. 价格走势分析。**2020 年 7 月，CPI 同比上涨 2.7%，涨幅较上月扩大 0.2 个百分点；环比上涨 0.6%，涨幅比上月扩大 0.7 个百分点；PPI 同比下降 2.4%，降幅较上月收窄 0.6%；环比上涨 0.4%，涨幅与上月相同。



2020年7月，中国CPI小幅回升至2.7%，同时环比重新呈现上涨趋势，主要仍以季节性因素导致的食品价格扰动为主。值得注意的是，2020年7月，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.5%，涨幅较上月回落0.4个百分点，核心CPI持续走弱，已经到达金融危机后的历史低点，居民终端需求的低迷仍未好转。

从同比角度来看，7月份CPI食品类价格上涨13.2%，非食品类价格持平。食品类价格同比涨幅扩大2.1个百分点，食品类价格上涨是7月CPI保持上升的重要原因。从食品类分项来看，猪肉和鲜菜是推动食品价格上涨的主要动力。受洪涝灾害等非经济因素影响，猪肉价格上涨85.7%，涨幅扩大4.1%；鲜菜价格上涨7.9%，涨幅扩大3.7%。同时，前期储存的冷库蛋低价出售导致市场价格下跌，鸡蛋价格下降16.6%，降幅扩大0.8%；水果受季节和天气因素的共同影响，鲜果价格下降27.7%，降幅收窄

1.3%。非食品中，医疗保健价格上涨 1.6%，其他用品及服务价格上升 5.1%，交通和通信价格下降 4.4%，其中汽油和柴油价格分别下降 15.7%和 17.5%。

从环比角度来看，食品类价格上涨 2.8%，非食品类价格持平。从食品类分项来看，猪肉市场存在供需缺口，疫情得到控制后，餐饮服务逐步恢复，猪肉消费需求增加，而南方强降雨引发的洪涝灾害增加了生猪调运的难度，猪肉价格上涨 10.3%，涨幅扩大 6.7%。与此同时，鲜菜价格同样受洪灾影响上升 6.3%，涨幅扩大 3.5%；水果 7 月大量上市，鲜果价格下降 4.4%，降幅收窄 3.2%；鸡蛋受前期疫情影响，现蛋鸡存栏较少，供给收紧，鸡蛋价格上升 4.0%。从非食品分项来看，交通工具用燃料价格受原油价格影响有所上涨，汽油和柴油价格分别上涨 2.5%和 2.7%；7 月虽然疫情在部分地区反复，但暑期游客增多，飞机票和宾馆住宿价格分别上涨 2.9%和 1.7%，而整体旅游价格因疫情影响下降 1.5%。

2020 年 7 月，国际大宗商品价格继续上行，国内工业生产逐渐恢复，上游需求有所回暖，中国 PPI 持续回升。受疫情影响，PPI 同比下降 2.4%，降幅收窄 0.6%。其中，生产资料价格同比下降 3.5%，降幅收窄 0.7%；生活资料价格同比上涨 0.7%，涨幅扩大 0.1%。

从环比角度来看，7 月 PPI 上涨 0.4%，涨幅与上月持平，生产资料价格环比上涨 0.5%，生活资料价格环比上涨 0.1%，涨幅均与上月相同。其中，采掘工业、原材料工业和加工工业价格分

别上涨 3.1%、0.9%、0.1%；食品方面，受天气及疫情复发等因素影响，食品价格随成本上涨，食品价格环比上涨 0.6%；衣着与一般日用品因促销因素环比下降 0.3%和 0.2%；耐用消费品持平。从行业分类来看，上游的工业品价格集中上涨，主要表现在石油、天然气、煤炭、黑色金属和有色金属上，主要受国际大宗商品价格上涨的影响，同时国际原油价格的回升滞后反应在上游价格上，共同导致了上游工业品价格的上涨。其中，石油和天然气开采业价格上涨 12.0%；石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨 3.4%；煤炭开采业价格上涨 0.6%；有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 3.1%；黑色金属矿采选业价格上涨 2.7%；黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 1.1%。

对于 PPI 指数而言，未来的前景预计并不会出现较大的变化。首先，除了南北美洲地区的疫情局面进一步恶化之外，欧洲和俄罗斯地区的疫情也出现了反弹迹象，不排除全球疫情二次大反弹的可能，全球需求的复苏还遥不可及。相比之下，国内的上游生产已经基本恢复。结合本月贸易数据看，原油、铁矿砂以及焦炭为代表的重要原材料的进口量均同比大增。受到价格的拖累，除原油外的重要原材料的进口金额也有较为大幅的走高。另一方面，虽然“原油减产+中国基建”给原材料价格“打底”，但全球范围内需求的萎靡也限制了原材料价格持续上涨的空间。综上，太和财经预计 PPI 在短期内仍会处于震荡并小幅度上行的趋势。

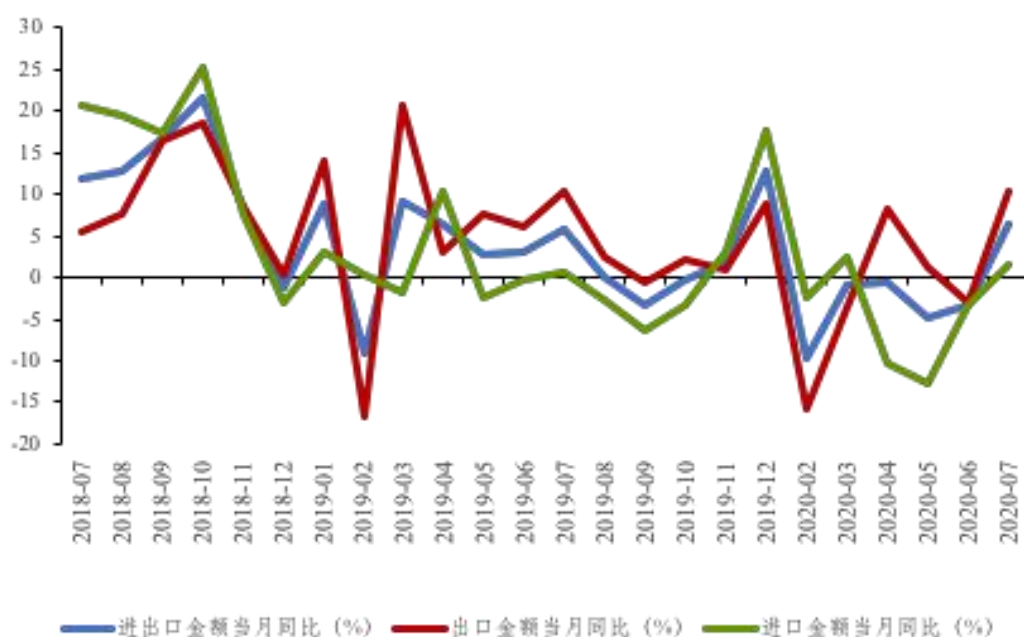
总体来看，预计未来一个季度内，CPI 与 PPI 指数均保持着

小幅度上涨态势。其中，CPI 上涨动力来自生猪供应缺口有所扩大，价格走高。PPI 降幅收窄则很大程度上受到国际大宗商品价格持续回升的影响。

对于居民消费价格指数，考虑到当前核心 CPI 的下行趋势尚未改变，以吃、住、行为首的必需消费品价格是支撑当前整体物价指数微幅走高的主要因素。结合当前消费价格指数，中国社零售数据有所反弹，具体而言，网上消费，尤其是必需品消费的走高是支撑消费回弹的主因；而实物类消费，尤其是非必需品消费难以提振的现象表明改善性消费品的需求仍然较弱。长期来看，疫情给经济带来的长期影响刚刚开始，终端的需求复苏仍是颇为困难的，当前物价的结构性问题仍然存在。

与前期的结构性通缩有所不同，改善性消费水平走弱与必需消费品价格的走高成为推升未来结构性通胀风险的主要因素。但在短期内，考虑到猪肉价格的高基数，猪肉价格仍然将会是影响 CPI 变化的重要因素。依据 2020 年 5-6 月以来释放出的货币政策边际收紧的信号，太和财经前期担忧的“结构性通缩无缝衔接货币型通胀”的状况预计至少在第三季度不会出现。随着洪涝灾害的影响逐渐减弱，且新疆、大连等地的疫情均已得到有效控制，CPI 篮子商品的需求和供应将逐渐恢复到正常的水平，物价反映的“需求分化”将左右 CPI 的短期波动。

**2. 贸易走势分析。**2020年1-7月全国进出口总额为17.16万亿元人民币，比去年同期下降1.7%。其中，出口9.4万亿元，同比下降0.9%；进口7.76万亿元，同比下降2.6%；按美元计，2020年1-7月，中国进出口总值2.44万亿美元，同比下降4.8%。其中，出口1.34万亿美元，同比下降4.1%；进口1.1万亿美元，同比下降5.7%。2020年7月单月，中国进出口总额2.93万亿元，同比增长6.5%，其中，出口1.69万亿元，同比增长10.4%；进口1.24万亿元，同比增长1.6%，贸易顺差4422.3亿元；按美元计，2020年7月中国外贸进出口4129.3亿美元，同比增长3.4%；其中，出口2376.3亿美元，同比增长7.2%；进口1753亿美元，同比下降1.4%；贸易顺差623.3亿美元。





从2020年7月单月贸易数据来看，单月出口增速创年内新高，超市场预期；单月进口受大宗商品价格拖累而增速回落，不及市场预期。

出口方面，2020年7月出口增速远超市场预期，创年内新高；出口继续呈现出过去半年来韧性较强的特征。首先，国内外抗疫“时间差”提供的红利仍在支撑出口。2020年7月，中国对东盟、美国、日本、欧盟等主要贸易伙伴的出口显著增长，出口环比提升分别为12.4个百分点、11.2个百分点、8.5个百分点和1.5个百分点。从4-7月的单月数据看，即便是排除去年同期的基数效应以及非经济因素，出口数据都展示出了非常高的韧性。2020年3月，中国出口降幅收窄至-6.6%，4月回正，5月虽然转负但也只下滑到-3.3%，6月再度回正，增长至0.5%，7月增速创年内新高，增长至7.2%。

其次，防疫物资出口的支撑仍然不可忽视。考虑到海外疫情

的悲观状况导致防疫物资需求得以延续，2020年1-7月，中药材及中成药出口同比增长7.6%，医疗仪器及器械出口同比增长52.4%。由此可以说明，出口数据超预期也从侧面体现出整体外需的恢复遥遥无期，疫情得到控制后出口超预期的可持续性存疑。

**第三，中国劳动密集型产品出口仍是全球贸易中非常重要的部分。**由于中国有效的防疫措施及时重启了经济，而有潜在替代机会的国家其防疫举措未见明显效果，加之中国在全球产业链中的重要地位，无论是体量庞大的劳动密集型产业，还是占比逐步提高的高新技术产业，相对占优的成本以及逐步向好的产品质量都使得中国在全球贸易中的地位难以替代，中国贸易伙伴对其产品的依赖程度仍然很高。2020年7月，中国服装、玩具、家具、灯具等传统的劳动密集型产品出口环比增速整体提升，分别增加1.7个百分点、26.2个百分点、14.7个百分点、16.1个百分点，成为拉动7月出口增长的主要因素；同时，高新技术及机电产品出口同比增速较6月也呈现出进一步增长，平均增速达15.6%；包括口罩在内的纺织品出口同比增速虽有下降，但仍以48.4%的同比增速处于高位。

进口方面，2020年7月继上月大幅增长后有所回落至-1.4%，略低于市场预期，主要是因为大宗商品价格的拖累。分具体产品来看，一方面，以大豆为代表的农产品进口增速环比骤减，2020年7月农产品进口金额同比增长14.9%，增速环比回落21.2个百分点，其中大豆进口增速16.8%，比上月回落54.6个百分点；另一

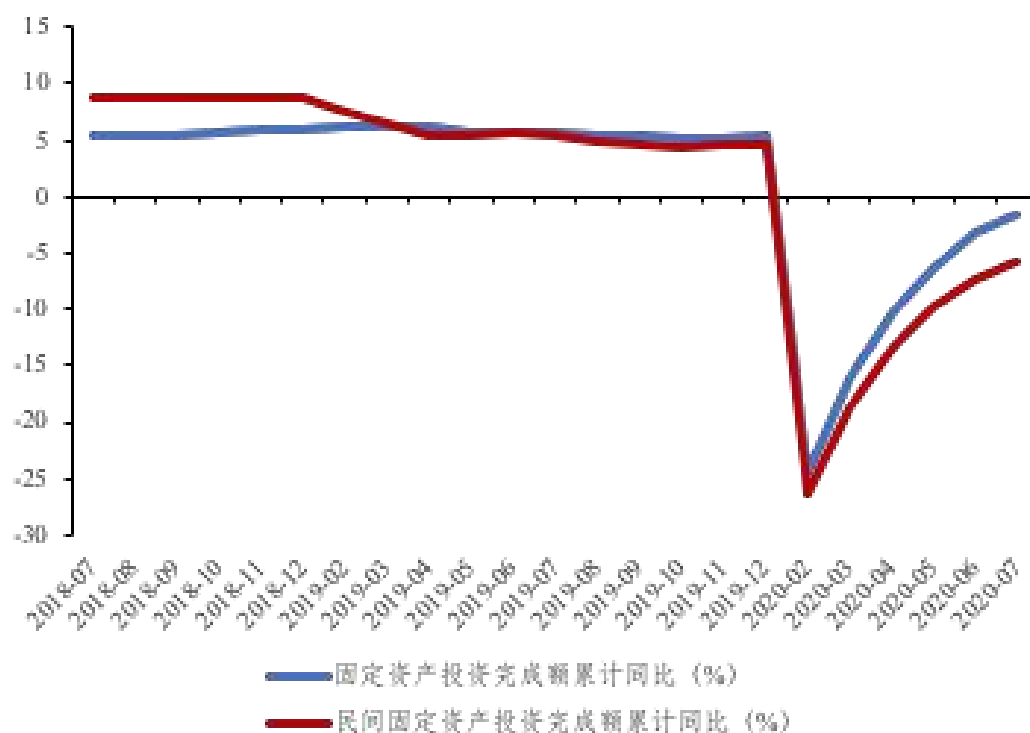


方面，以原油、铁矿砂、铜材为主的大宗商品进口数量同比回升缓慢，原油、铁矿砂、铜材等大宗商品的进口数量同比分别下降9.4个百分点、11.5个百分点、17.5个百分点。

分国别来看，2020年1-7月贸易结构没有发生变化。其中，对东盟进出口延续增长态势，东盟成为中国第一大贸易伙伴，而对传统贸易伙伴欧盟、美国进出口继续呈下降态势。具体来看，2020年1-7月，中国对东盟进出口额2.51万亿元，增长6.6%，占中国外贸总值的14.6%。其中，中国对东盟出口1.40万亿元，增长5.6%；自东盟进口1.11万亿元，增长7.8%。欧盟为中国第二大贸易伙伴，中国对欧盟进出口2.41万亿元，增加0.1%，占中国外贸总值的14.0%。其中，中国对欧盟出口1.47万亿元，增长4%；自欧盟进口0.94万亿元，下降5.6%。美国为中国第三大贸易伙伴，中国对美国进出口2.03万亿元，下降3.3%，占中国外贸总值的11.8%。其中，中国对美国出口1.56万亿元，下降4.1%；自美国进口0.48万亿元，下降0.3%。日本为中国第四大贸易伙伴，中国对日本进出口1.22万亿元，增长1.1%，占中国外贸总值的7.1%。其中，中国对日本出口0.56万亿元，增长0.2%；自日本进口0.67万亿元，增长1.8%。

**3. 固定资产与房地产投资走势分析。**2020年1-7月，全国固定资产投资（不含农户）329,214亿元，同比下降1.6%，降幅比1-6月收窄1.5个百分点。其中，民间固定资产投资184,186亿元，下降5.7%，降幅收窄1.6个百分点。从环比速度看，7月固定资产

投资（不含农户）增长4.85%。



分产业看，第一产业投资9806亿元，同比增长7.7%，增速比1-6月提高3.9个百分点；第二产业投资100,119亿元，下降7.4%，降幅收窄0.9个百分点；第三产业投资219,289亿元，增长0.8%，1-6月为下降1.0%。

第二产业中，工业投资同比下降6.5%，降幅比1-6月收窄0.9个百分点。其中，采矿业投资下降11.9%，降幅扩大8.0个百分点；制造业投资下降10.2%，降幅收窄1.5个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长18.0%，增速回落0.2个百分点。

第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降1.0%，降幅比1-6月收窄1.7个百分点。其中，水利管理业投资增长2.9%，增速提高2.5个百分点；公共设施管理业投资下降5.2%，降幅收窄1.0个百分点；道路运输业和

铁路运输业投资分别增长2.4%和5.7%，增速分别提高1.6个和3.1个百分点。

2020年1-7月，全国房地产开发投资75,325亿元，同比增长3.4%，增速比1-6月提高1.5个百分点。其中，住宅投资55,682亿元，增长4.1%，增速提高1.5个百分点。具体而言，房屋新开工面积120,032万平方米，下降4.5%，降幅收窄3.1个百分点。房地产开发企业土地购置面积9659万平方米，同比下降1.0%，降幅比1-6月扩大0.1个百分点；土地成交价款5382亿元，增长12.2%，增速提高6.3个百分点。商品房销售面积83,631万平方米，同比下降5.8%，降幅比1-6月收窄2.6个百分点。房地产开发企业到位资金100,625亿元，同比增长0.8%，1-6月为下降1.9%。

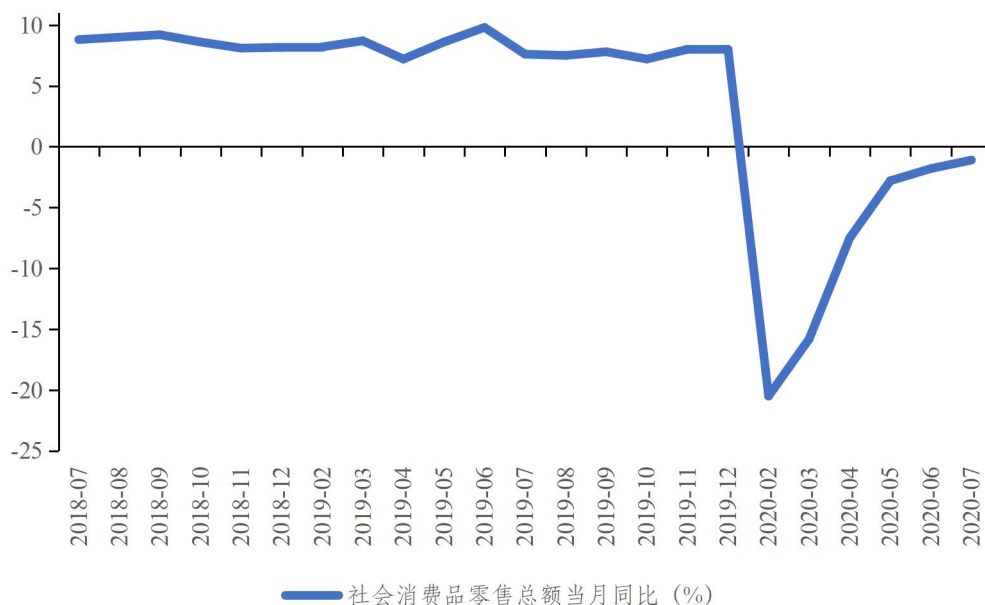
总体来看，2020年1-7月固定资产投资增速继续回暖，其主要原因是房地产投资的强势回暖，尽管在“房住不炒”的大环境下，当前消费的整体疲弱以及外贸不确定性持续走高使得固定资产投资对经济的拉动作用更为凸显。

太和财经认为，尽管过度依靠地产投资来拉动经济存在诸多弊端，但在当下整体需求难以回暖的背景下，投资增速在第三以及第四季度仍然有着稳步回升甚至超预期运行的基本面。一方面，从房地产投资资金来源的角度来看，2020年1-7月，16%的资金来自国内贷款，较1-6月下降0.5个百分点，32.6%的资金来自定金和预付款，较1-6月上升0.9个百分点。同时值得注意的是，2020年1-7月房地产开发资金来源累计同比增长0.8%，较1-6月回升了

2.7%，为2020年首次回正；其中国内贷款资金来源增速4.9%，较1-6月回升1.4个百分点，定金和预付款增速-3.4%，较1-6月回升3.6%，按揭贷款资金来源增速为6.6%，较1-6月回升了3.5%。从房地产投资的资金来源以及增速可以发现，无论是居民部门持续回暖的购房需求，还是金融机构资金的持续流入，都与消费，甚至其他类固定资产投资的持续困难形成鲜明对比，2020年1-7月基建投资与制造业投资增速仍位于收缩区间便是最好证明。这表明，尽管自2020年7月以来房地产行业相关政策收紧，但考虑到当前的市场状况，中国经济仍然缺乏“脱虚入实”的主观能动性，房地产行业吸收大量流动性将是长期持续的局面。

综上，中国固定资产投资结构持续分化，在基建投资与制造业投资的边际已经十分有限的情况下，地产投资将仍然保持超预期的“韧性”。

**4. 消费走势分析。**2020年7月，社会消费品零售总额32,203亿元，同比下降1.1%（扣除价格因素实际下降2.7%，以下除特殊说明外均为名义增长），降幅比上月收窄0.7个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额28,894亿元，下降2.4%。2020年1-7月份，社会消费品零售总额204,459亿元，同比下降9.9%。其中，除汽车以外的消费品零售额184,890亿元，下降9.7%。



国内疫情防控取得阶段性成就，疫情扩散受到遏制，市场需求逐步恢复，但消费增速反弹边际放缓，需求全面回暖仍然有较大阻力。具体而言，7月份，城镇消费品零售额28,025亿元，同比下降1.1%，降幅比上月收窄0.9个百分点；乡村消费品零售额4178亿元，下降1.3%，降幅比上月扩大0.1个百分点。2020年1-7月份，城镇消费品零售额177,370亿元，同比下降10.0%；乡村消费品零售额27,088亿元，下降9.5%。

从消费类型上看，商品零售年内首次转正，其中餐饮和住宿行业持续恢复和改善。2020年7月商品零售28,920亿元，同比增长0.2%，6月份为同比下降0.2%；餐饮收入3282亿元，下降11.0%，降幅比上月收窄4.2个百分点。2020年1-7月份，商品零售186,568亿元，同比下降7.5%；餐饮收入17,891亿元，下降29.6%。

在实体店零售继续恢复的同时，网上消费增速保持强劲。2020年1-7月份，全国网上零售额60,785亿元，同比增长9.0%，比

1-6月提高1.7个百分点。其中，实物商品网上零售额51,018亿元，增长15.7%，占社会消费品零售总额的比重为25.0%；在实物商品网上零售额中，食品类和消费类商品分别增长38.2%和18.6%，服装类商品下降0.9%。尽管国内疫情基本稳定，为线下消费起到了一定的推动作用，但网上消费对实体消费的替代作用持续增强。

同时值得注意的是，2020年7月份，限额以上单位商品零售额中，饮料类、粮油食品类、日用品类商品同比分别增长10.7%、6.9%和6.9%。耐用消费品销售改善，其中汽车类商品增长12.3%，比上月大幅反弹20.5个百分点。但考虑到去年同期低基数的影响，实际销售回暖有待观察。

从消费的基本面来看，2020年二季度居民人均消费支出累计增长仅为-9.3%，结合2020年7月的居民部门社融数据可以发现，居民部门的贷款，特别是短期贷款同比持续多增，但与当前居民消费整体萎缩的实际情况相背离。太和财经对消费市场回暖保持谨慎态度，并高度怀疑部分消费资金流入楼市、股市等资本市场。另一方面，考虑到居民的可支配收入负增长的状态难以得到改善，资金在金融体系空转迹象有所抬头，在全球宏观经济疲软与政治环境恶化的大背景下，金融市场带来的“财富效应”减弱，对居民部门的消费支撑值得怀疑。因此，“杠杆—消费”的联动性大幅降低。

2020年7月消费数据降幅的继续收窄符合前期预判，但从单月数据还是累计数据看，疫情对消费和收入的冲击并未缓解。

从价格因素来看，太和财经认为消费数据绝对值走高的主要原因来自必需消费品价格持续高位运行。一方面，结合2020年7月物价走势来看，食品类价格的同比增长为13.2%，其中猪肉价格的高位运行是推升食品价格居高不下的最大因素，在2019年猪肉价格高基数的背景下，2020年7月的猪肉价格仍保持了85.7%的大幅走高。以食品类为代表的必需品消费回弹仅能说明疫情的影响正在消退，并不足以证明终端需求的真正回暖。一旦必需消费品的价格开始走低，消费数据增长的空间将进一步承压。另一方面，从细分数据中可以发现，石油及制品类、家用电器和音像器材类等改善性消费品的下行走势迟迟无法扭转；餐饮收入的降幅虽有收窄，但其全面恢复至同期水平的困难仍然不可忽视。由此可见，所谓的“报复性消费”迟迟无法到来，需求复苏任重道远。

综上所述，消费数据的短期回暖并不足以证明终端需求真正的复苏。从长期来看，支持消费可持续增长的基本面并不乐观，太和财经对消费数据增长的可持续性保持担忧的态度。

**5. 工业增加值走势分析。**2020年7月，规模以上工业增加值同比实际增长4.8%，增速与6月份持平；分地区看，2020年7月份，东部地区增加值同比增长6.8%，中部地区同比增长3.0%，西部地区同比增长3.2%，东北地区同比增长3.8%。从环比看，2020年7月，规模以上工业增加值比上月增长0.98%。1-7月份，规模以上工业增加值同比下降0.4%，降幅比1-6月份收窄0.9个百分点。



在“六稳”“六保”政策的落地过程中，现阶段复工复产总体继续提升，工业生产保持平稳增长。但当前国内外经济形势仍具有复杂性和不确定性，使得工业生产运行仍面临较大压力。

分三大门类看，所有门类增加值均保持增长态势。其中，采矿业增加值同比下降 2.6%，上月为增长 1.7%；制造业增长 6.0%，增速加快 0.9 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 1.7%，增速回落 3.8 个百分点。

分经济类型看，2020 年 7 月份，国有控股企业增加值同比增长 4.1%；股份制企业增长 4.2%，外商及港澳台商投资企业增长 7.6%；私营企业增长 4.2%。整体来看，各经济类型均在复工复产、复商复市的趋势中逐渐恢复增长，私营以及股份制企业增长活力较强，体现了民营部门决定中国经济发展质量的重要地位；而国有控股企业增加值的恢复仍不及前者，效率低下的问题并没有得到根本解决。但值得注意的是，一方面，疫情期间长时间的停产停工对企业的现金流已产生毁灭性打击，而当今恢复的各项产能若无法及时被下游企业消化，就不能及时解决上游工业企业



的流动性问题；另一方面，由于国外疫情得到控制将是一个漫长的过程，金融市场走势正在和实体经济运行情况逐渐脱钩，外需不振已成定局。在这种情况下，未来工业增加值有望继续反弹，但反弹的力度和速度仍将存疑。

多数行业持续恢复，累计增长面逐步扩大。分行业看，2020年7月份，41个大类行业中有25个行业增加值保持同比增长。其中，农副食品加工业下降2.2%，纺织业增长0.7%，化学原料和化学制品制造业增长4.7%，非金属矿物制品业增长3.1%，黑色金属冶炼和压延加工业增长7.9%，有色金属冶炼和压延加工业增长2.6%，通用设备制造业增长9.6%，专用设备制造业增长10.2%，汽车制造业增长21.6%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业下降1.4%，电气机械和器材制造业增长15.6%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长11.8%，电力、热力生产和供应业增长1.7%。

然而值得注意的是，尽管中国工业增加值的增速有一定的恢复，但从工业企业经济效益的角度看，以工业为代表的供给侧已经受到了非常严重的供需断层影响。从企业利润的角度看，中国规模以上工业企业利润总额的同比增长已经长期处于收缩区间，以国有控股企业为代表的上游企业低效问题迟迟无法得到解决。2020年上半年，国有控股企业利润总额仅为6614.1亿元，同比大幅下降28.5%。

太和财经认为，供需断层导致的产成品与订单的不匹配是工

业企业经济效益走弱的主要原因。从细分数据中可以发现，2020年6月末，中国规模以上工业企业的产成品存货为4.44万亿元，同比增长8.3%，产成品存货周转天数为20.0天，同比增加2.5天；同时，规模以上工业企业应收账款平均回收期为56.6天，同比增加8.8天，恢复的产能无法及时转化为有效的订单，工业企业便失去了提高企业效率的基本面。太和财经认为，上游企业的复苏将长期受到下游需求的拖累，因此工业回弹的可持续性值得长期关注。

### 三、金融市场走势预判

1. 社融数据略低于市场预期。2020年7月新增社会融资规模1.69万亿，比上年同期多4068亿元；7月人民币贷款增加9927亿元，同比少增673亿元。7月M2货币供应同比增长10.7%，增速比上月末下降0.4个百分点，比上年同期高2.6个百分点。

7月新增社融比预期低1600亿元，其中信贷和政府债券依然是7月社融增量的主要来源。自今年以来，政府部门的直接融资占社融的比例一直居高不下，这固然和今年的财政安排有关，但是从某种程度上也说明了，现在的复苏是以政府加杠杆创造需求为前提，可持续性并不强。与此形成呼应的是，7月的新增贷款9900亿也低于市场预期，7月份的信用扩张速度有所放缓，宽信用的力度边际减弱。究其根本，其主要原因在于央行逐步退出超宽松货币政策和实体经济资金需求不旺。一方面，从5月开始，央行的货币政策逐步边际收紧，并逐渐开始影响金融机构的

资金供给和企业个人的资金需求。另一方面，值得指出的是，虽然当前经济处于复苏阶段，但是生产端的持续景气与需求端的萎靡形成了一定的背离：2020年上半年，全国规模以上工业增加值同比下降1.3%，其中，二季度为增长4.4%，一季度为下降8.4%。在需求方面，上半年，社会消费品零售总额172256亿元，同比下降11.4%，降幅比一季度收窄7.6个百分点。因此，除了货币政策收紧的因素以外，在终端需求不振的情况下，实体经济本身的贷款需求也很难保持强劲。

人民币贷款方面增速放缓，但结构尚可。分部门看，住户部门贷款增加7578亿元，其中，短期贷款增加1510亿元，中长期贷款增加6067亿元；企（事）业单位贷款增加2645亿元，其中，短期贷款减少2421亿元，中长期贷款增加5968亿元。居民部门的短期贷款同比多增，但环比少增，中长期贷款增长明显，从高频数据来看，居民部门的消费在逐步恢复正常，房地产销售也在回补，但是考虑到CPI重新抬头，尤其是以食品为代表的必需消费CPI增长明显，居民部门加杠杆的可持续性存在一定问题。同时，值得关注的是，当下居民消费整体处于萎缩状态，且必需品消费依然增长，可选消费却负增长明显，消费数据与贷款数据存在背离，再考虑到央行要求商行严查消费贷违规进入股市房市，居民短期贷款的质量可能并不高。而企业部门的贷款增长较为良性，企业中长期贷款增长明显，企业贷款的结构在逐步从一季度短期贷款增长强于长期贷款的格局向二季度的长期贷款逐渐转

强的格局转变，说明企业的主要贷款增量不再局限于救急的短期贷款，倾向于长期投资，增加再生产的中长期贷款成为主。但是也要看到，小企业 PMI 持续在枯荣线之下，说明民企，尤其是小企业的终端需求不旺，生产动力不足，依然面临较大困境，大企业尤其是国企处于较为舒适的状态。企业部门贷款结构虽然边际改善，但结构性问题依然存在。

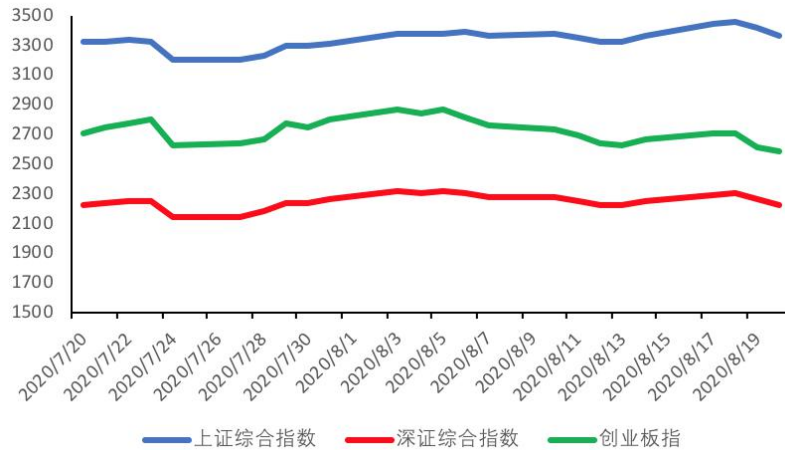
**M2 增速走弱，M1 回升。**2020 年 7 月 M1 增速从 6.5%回升至 6.9%，M2 同比增速下降 0.4%至 10.7%。M1 的增速回升和 M2 的增速下滑，主要原因在于，一方面，房地产销售的持续好转，居民存款向企业活期存款转移；另一方面，在于经济的持续复苏，企业有更强的投资动力，从而带动 M1 回升。

2020 年 7 月 10 日，央行货币政策司副司长郭凯表示，利率不是越低越好。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，央行在第二季度的货币政策执行报告中，也弱化了逆周期调节的描述，更加强调精准滴灌与结构性货币政策工具。同时，市场利率 DR007 自 5 月份后一直处于上行的状态。因此，太和财经认为，央行推出非常规货币政策的态度较为坚决，下半年的货币政策将继续边际收紧。但是，考虑到国际环境日趋复杂，经济依然处于缓慢复苏阶段，小微企业生存难、居民消费欲望不强、对外贸易也存在困境等一些列问题依然突出，货币政策也很难明显收紧。

太和财经认为高频数据表明实体经济的形势并非一片大好，

经济复苏的强度和可持续性依然存疑。虽然今年上半年的社融数据表现亮眼，7个月完成了今年75%的目标，在充裕的流动性支持下，资本市场表现亮眼，但这是典型的“金融通胀，实体通缩”。央行收紧货币政策也是出于控制资金在金融体系空转，却不支持实体的问题。因此，展望三四季度，太和财经依然坚持原有的判断，即随着央行宽信用、极度宽松的货币政策继续退出，经济弱复苏下的社融增长潜力有限，再考虑到10月之后专项债发行量基本完成，太和财经对下半年的社融数据，尤其是10月之后的社融增速持有谨慎态度。

**2. 股票市场“上有顶，下有底”。**2020年7月下旬至8月中旬，国内股票市场整体变化不大，上证综合指数、深证综合指数和创业板指都在一定范围内窄幅震荡。如前所述，国内金融通胀、实体通缩的现象已经出现，短期内实体企业难以吸纳大量资金，大部分资本仍然留存在股票市场中，也因此股票市场在短期内有大量资金做底，并不会出现明显的下跌。然而国内终端需求没有恢复，同时国家增发货币的宽松政策边际收紧，利率下行的可能性低，且大概率会有所抬高，股票市场同样没有明显的上涨动力，有了上涨的天花板。当前股票市场处于“上有顶，下有底”的状态中，市场上行和下行的动力都明显不足，接下来市场大概率会保持现状，等待新一轮政策出现再呈现明显的走势。在目前势态尚不明朗的情况下，进入股票市场获取投机性利润的可能性较小，故不推荐在股票市场中过多投资。



**3. 债券利率中枢“先下后上”。**2020年8月的债券市场走势与太和财经上期报告判断基本吻合，8月债券市场利率中枢整体呈现“先下后上”的态势，10年国债一度突破3%，但8月11日公布的债券托管数据显示“特殊结算成员”在7月增持国债1965亿，引发市场猜测，收益率大幅下行。随后发布的央行资产负债表证伪了该猜测。利率在央行缩减发行计划中得以进一步下行，但好景不长，俄罗斯疫苗的消息引发了美债收益率从低位上升，国内资金面紧张程度超预期，利率随之上行。8月利率基本在2.9-3%的区间范围内震荡。

太和财经认为，一方面当前实体经济的恢复情况不足以支撑央行货币政策的完全转向，另一方面央行近期的逆回购操作持续高于到期量也表明了央行呵护市场的态度，再加上外交环境的不确定性、股市持续调整，债券市场依然是市场资金偏好的避险市场，因此，债券市场利率中枢往上的空间依然有限，存在一定的投资机会。此外，从交易层面来看，债市对经济复苏和货币政策边际收紧的预期交易较为充分，做多利率在赔率上具备高性价比。

比。交易性仓位总体偏低，这也使得做多债券具备较好的弹性。

**4. 大宗商品中期向好，短期震荡。**大宗商品首先在8月初迎来一波涨势，自7月31日至8月6日，以黑色合约为例，铁矿石主力合约由849.5元上升至910.0元，螺纹主连合约由3777元涨至3858元，这一波涨势一方面是受7月份PMI数据影响，7月公布的制造业PMI为51.1%，保持在荣枯线之上，较上月上升0.2个百分点，同时扩张速度有所增加，表明需求向好，拉动了大宗商品，尤其是原材料商品价格的上涨；另一方面则主要受美元指数影响，8月初美元指数因债务扩大和货币增发的原因下跌，这一因素也带动了商品价格的升高。而8月6日之后，美元指数的变化则占据主导型因素，商品价格随美元指数的波动而逆向变动，窄幅震荡。接下来美元指数大概率继续波动，同时带动商品价格的变化，然而中期内商品需求良好，美元因通胀和扩债将保持低位，大宗商品的价格虽有震荡，但整体仍保持向好趋势。

另一方面，贵金属8月份同样主要受美元影响处于较为强烈的波动阶段，然而与其他大宗商品不同的是，贵金属因俄罗斯宣布疫苗研制顺利而大幅下跌，由此可以看出，随着世界各地研制疫苗的进程逐渐步入后期，贵金属的避险需要较之上半年已略显颓势，加之美元指数波动性较大的影响，接下来金银合约价格的稳定性大概率不容乐观，贵金属合约的波动性也会比较大，投资贵金属时仍需谨慎对待震荡风险。

作者：太和智库研究员、新声代经济学者 张 超  
太和智库研究员 张家瑞  
太和智库研究员 欧阳睿

## 免责声明

本文件由太和智库制作，仅供派发予太和智库特定收件人，不得作为业务招揽或相关商业活动之用。本文件的版权为太和智库所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

本文件中的信息均来源于我们认为可靠的公开资料，但太和智库对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文件中的信息、意见等均仅供收件人参考之用，而不应视为出售要约、订购招揽或向浏览人士提出任何投资建议或服务。该等信息、意见并未考虑到获取任何人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。收件人应当对本文件中的信息进行独立评估，并应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本文件所造成的一切后果，太和智库及/或其关联人员均不承担任何法律责任。