

宏观动态报告

2020年9月15日

经济缓慢上行 货币政策回归中性

宏观经济 2020 年 8 月动态报告

核心内容：

1、我国经济仍然处于恢复过程

国内来看，工业生产基本恢复正常，建筑业、生产性服务业、房地产业等均恢复正常，娱乐性服务业仍然有待修复。整体而言，下半年我国经济会处于逐步修复的过程。

从生产端来看，工业增加值增速上行虽然有所反复，但 PMI 订单持续修复，未来生产预期仍然较好。7 月份受到天气的影响，生产力度减弱也有季节性原因。从需求端来看，虽然仍然受到疫情的影响，但在逐步恢复的过程中，这个进程暂时没有打破，预计至少持续至 4 季度。固定资产投资也处于逐步回升的状态，房地产和基建行业单月投资增速快速上行，制造业投资仍然较为疲软。出口表现好于预期，在全球出口下滑的情况下，我国出口增速下降幅度较少。综合来看，我国对产业链国家和地区的出口恢复较好，尤其是对台湾地区的出口高涨，这说明半导体电子产业链的高景气度。

2、全球经济继续回升

美国经济已经有所好转，零售、消费信心与 CPI 明显反弹，消费支出与零售增速创历史新高，内需已经基本恢复到常态。同时，欧元区经济数据稍有反复，CPI 下降速度较快，“通缩”来袭，欧央行可能会更加鸽派。

3、金融周期仍然较为平稳

央行仍然在维护流动性，8 月份 SHIBOR 利率保持平稳，预计政策利率不变的条件下，短期市场利率基本已经进入平稳区间。央行在公开市场操作和 MLF 操作上均有货币放出，8 月份 MLF 续作了 7000 亿元，这种超量续作是央行对流动性的呵护，持续收紧也不是央行的政策。随着经济指标逐步平稳，央行货币政策仍然要相应放开，降准未来仍然是央行的选项。央行货币政策再次宽松可能要等到我国经济指标回升结束进入平稳期后，再次评估我国经济增长力度。

美联储并未收紧资产负债表，美联储资产负债表的变化较为被动。8 月份，美联储资产增加 420 亿美元，但是其中中国债和 MBS 增加了 808 亿美元。国债和 MBS 是美联储向市场投放的主要渠道，它们的增加象征着美联储本身并未有主动缩表的意愿。美联储公布新的货币操作框架被市场认为是未来仍然偏鸽派。

4、全年 GDP 可能实现正增长

经济上行的过程应该是缓慢的，下半年以修复为主。工业生产已经恢复正常，居民收入大幅减少，消费可能 4 季度末才能恢复。财政收入同样下滑，这制约了政府投资的力度。房地产投资受到压制，制造业投资受到利润修复和未来不确定的预期，修复难度较大。GDP 增速预计未来在 4-5% 左右，全年实现正增长。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130515030003

周世一

☎：(8610) 6656 8471

✉：zhoushiyi@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S013051107000403

主要风险：全球疫情是否会二次爆发的风险、经济政策过于谨慎的风险、中美关系紧张的风险

目录

一、经济处于恢复过程，国内外经济指标逐步改善	3
（一）央行货币政策回归中性	4
（二）美联储并未主动收紧，救市资金逐步减少	5
二、国际经济观察	7
（一）美国：美国经济已经全面恢复	7
（二）欧元区：仍然需要时间恢复	9
（三）日本：未来仍然面临较多困难	11
三、国内经济：经济继续上行	12
（一）PMI：订单回升，PMI 表现平稳	12
（二）生产：制造业生产上行，3 季度生产谨慎乐观	13
（三）需求端：稳步回升	16
1、消费：增速缓慢回升，年内难以期待快速修复	16
2、投资：基建发力对冲制造业疲软，房地产一枝独秀但后市有压力	17
3、外贸：出口韧性仍然较强，未来谨慎乐观	21
（四）通胀：需求仍然疲软，CPI 短暂上行源于供给压力	24

1、CPI：食品价格上行带动 CPI 短期走高.....	24
2、PPI：原材料价格上行带动 PPI 好转.....	25
四、金融：企业中长期融资需求保持高位.....	26
五、国内外主要风险.....	27

一、经济处于恢复过程，国内外经济指标逐步改善

2 季度新冠疫情在我国得到控制，海外新冠疫情仍然有不确定性，下半年无论国内国外经济均以修复为主。国外方面美国经济已经得到恢复，欧洲指标也在逐步好转，日本经济仍然有压力。美联储、央行和日央行均表态在经济没有好转之前，宽松的货币政策不会改变。虽然全球需求仍然较为若是，但未来向好的趋势没有改变。

国内来看，工业生产基本恢复正常，建筑业、生产性服务业、房地产业等均恢复正常，娱乐性服务业仍然有待修复。整体而言，下半年我国经济会处于逐步修复的过程。

下半年经济修复的过程应该是缓慢的，工业生产已经恢复正常，但工业生产增速仍然低于预期，下半年工业生产要面临国内需求修复缓慢的影响，工业生产高速增长的较为困难。新冠疫情下，我国居民收入大幅减少，未来消费的增长需要时间较长，可能至4季度末才完成。我国财政收入同样下滑，新发债券有所增加，使得基建投资上行，4季度仍然可以看到基建稳定上行。房地产投资较有韧性，虽然受到政策打压，但增速仍然较为稳健。制造业投资受到利润修复和未来不确定的预期，今年内都会较为疲软，修复难度较大。出口可能更为乐观，我国新冠疫情恢复较早，对全球市场提供产品的力度较大，劳动密集型产品的出口增加。4季度随着圣诞节到来，我国出口仍然较为乐观。

经济仍然以修复为主，产业链中中下游行业恢复较快，制造业全面的景气回升仍需等待。计算机、通讯和其他电子设备制造仍然是表现最好的行业，通讯设备和电子产品的更新换代带动了相关产业景气度上行。受到基建和房地产投资上行的影响，黑色产业链也显示了较好的景气度。除这连个行业外，其他行业仍然处于缓慢修复的过程。

央行仍然在维护流动性，8月份SHIBOR利率保持平稳，预计政策利率不变的条件下，短期市场利率基本已经进入平稳区间。央行在公开市场操作和MLF操作上均有货币放出，持续收紧也不是央行的政策。央行下半年更关注信用的投放，而社融投放出现回落，下半年金融活化的程度降低，对银行的监管重新严厉。

(一) 央行货币政策回归中性

5月份央行开始对货币政策作出调整，从宽松的货币政策逐步边际收紧，从8月份的操作来看，货币政策已经回到中性。

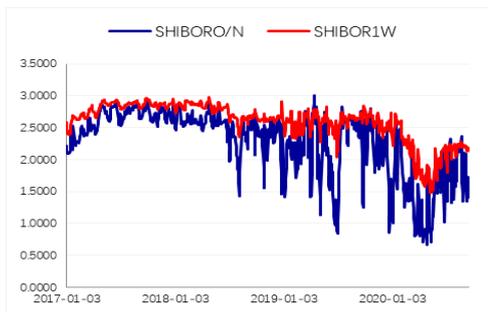
央行紧缩货币是为了调整新冠疫情期间过度的放松，我国经济持续回复下，央行的防风险去杠杆意识重新占据上风，这是5月份开始货币政策快速调整的原因。但持续收紧的货币政策也显得不现实，我

国仍然未完全摆脱新冠疫情，而全球疫情并未缓解，全球经济交流并未顺畅，未来的压力仍然较大。即使疫情过去，我国总需求不足的现实仍然存在，这种现实的存在需要央行缓释的货币政策。

8 月份，商业银行的资产增速达到 10.7%，增速较为平稳。8 月份 MLF 续作了 7000 亿元，这种超量续作是央行对流动性的呵护。

我们认为，我国经济指标虽然仍然在回升过程中，但未来仍然面临较大的压力。经济回升可能是较为缓慢的过程，在此过程中受到冲击最大的仍然是中小企业。随着经济指标逐步平稳，央行货币政策仍然要相应放开，降准未来仍然是央行的选项。央行货币政策再次宽松可能要等到我国经济指标回升结束进入平稳期后，再次评估我国经济增长力度。

图 1：SHIBOR 利率（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 2：MLF 余额（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院（以同期国债开债为标准）

（二）美联储并未主动收紧，救市资金逐步减少

美联储资产总量在 8 月略有上行，并未进入实质性紧缩。随着市场运作趋于平稳，美联储逐步退出救市，为了更好地向市场传递正面信息，并保留一定的政策可操作空间，美联储陆续减少了一些特殊时期政策工具的使用。

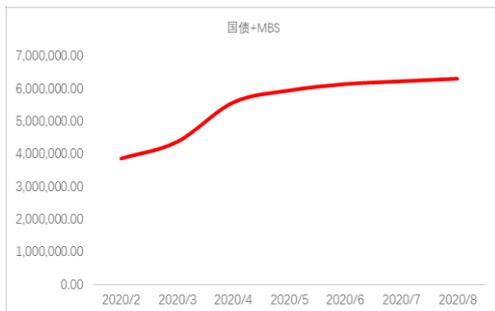
其中，国债和 MBS 购买 8 月上行，后疫情时代美联储为支持信贷流向企业和家庭，仍在增加美国国债以及抵押贷款证券的持有量，以便维持市场的顺畅运行，从而实现货币政策上更为有效的传导，美联储 8 月共增加 808.44 亿美元国债及 MBS 的购买。

贷款便利工具总量 8 月呈现下行，随着流动性问题得到充分缓解，市场运作也逐步趋于平稳。其中，货币市场基金流动性便利工具（MMLF）下行，随着货币市场流动性危机逐步得到缓解，流动性资产缓冲得以重建，货币市场流动性便利工具 8 月共减少 43.12 亿美元。薪资保护计划流动性便利工具（PPPLF）一并下行，随着企业复工复产增加，员工薪资得到一定保障，参与薪资保障计划的金融机构流动性需求陆续稳定，薪资保护计划流动性便利工具 8 月下行 26.58 亿美元。

中央银行货币互换（FX Swaps）大幅下行，随着美联储货币互换发挥成效，各国美元头寸压力得到充分缓解，市场“美元荒”也得以有效遏制，8 月美联储货币互换大幅减少 253.33 亿美元。

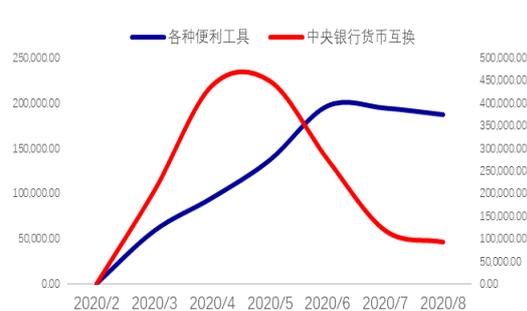
美联储公布了其新的货币政策框架——《关于长期目标和货币政策战略的声明》，将之前 2% 的通胀目标调整为通胀率在一段时间内平均达到 2%。美联储对此的说明为，在通胀率持续低于 2% 的时期之后，货币政策要促进一段时间内通货膨胀率略高于 2%。并将对于就业情况的评估由实际就业与最高就业的偏离度，转为就业缺口状况的评估。此次框架调整明确了两点：名义利率将长期处在低位，通胀目标较此前更高。

图 3：国债和 MBS 总量（百万美元）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 4：便利工具和央行货币互换（百万美元）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

表 1：美联储周度资产表

资产项	ASSET	月度美联储资产端变化 (百万美元)							
		2020/8	2020/7	当月变动	2020/6	2020/5	2020/4	2020/3	2020/2
国债	Treasuries	4,358,559.00	4,293,563.00	64,996.00	4,197,404.00	4,109,512.00	3,971,419.00	2,978,372.00	2,474,060.00
抵押支持债券	MBS	1,949,228.00	1,933,380.00	15,848.00	1,943,441.00	1,835,110.00	1,604,720.00	1,384,563.00	1,371,843.00
回购	Repurchase Agreements	0.00	0.00	0.00	70,201.00	181,101.00	158,202.00	352,355.00	143,440.00
一级交易商信贷便利工具	PDCF	243.00	1,788.00	-1,545.00	3,624.00	6,241.00	25,504.00	27,718.00	0.00
商业票据融资便利工具	CPFF	8,588.00	8,900.00	-312.00	12,798.00	12,794.00	3,372.00	0.00	0.00
货币市场基金流动性便利工具	MMLF	9,961.00	14,273.00	-4,312.00	22,889.00	33,244.00	46,277.00	30,634.00	0.00
薪资保护计划流动性便利工具	PPPLF	68,158.00	70,816.00	-2,658.00	62,597.00	49,211.00	19,488.00	0.00	0.00
主街贷款计划	MSLP	38,371.00	37,588.00	783.00	37,502.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市政流动性便利工具	MLF	16,541.00	16,086.00	455.00	16,080.00	0.00	0.00	0.00	0.00
企业信贷便利工具	CCF	44,604.00	44,210.00	394.00	40,617.00	34,853.00	0.00	0.00	0.00
定期资产支持证券借贷便利工具	TALF	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
中央银行货币互换	FX Swaps	92,140.00	117,473.00	-25,333.00	274,963.00	448,946.00	438,953.00	206,051.00	44.00
其他	Other Asset	27,717.00	40,363.00	-12,646.00	35,830.00	28,687.00	37,956.00	25,175.00	18,705.00

数据来源：WIND 中国银河证券研究院

二、 国际经济观察

(一) 美国：美国经济已经全面恢复

全球主要经济体二季度 GDP 萎缩幅度均创历史最大，但美国经济正显现出好转的迹象，8 月新增就业继续上升，失业率快速下降 1.8 个百分点至 8.4%，PMI 指数在 7 月创今年新高后，8 月制造业 PMI 再创去年以来新高，本财年财政赤字预计历史新高 3.3 万亿美元，从而使联邦债务超过 GDP；内需旺盛，进口新高，贸易逆差新高。此前公布的零售、消费信心与 CPI 明显反弹，消费支出与零售增速创历史新高，内需已经基本恢复到常态。房地产量价齐升，新屋开工与营建许可、成屋新屋销量与中间价、标普/CS 房价指数等均远超预期，表明尽管疫情严重，资本市场的金融资产外，不动产市场启动。总体上，美国经济已经恢复到正常水平，这是美国股市连创新高和特朗普总统民调近期反弹的经济基础。

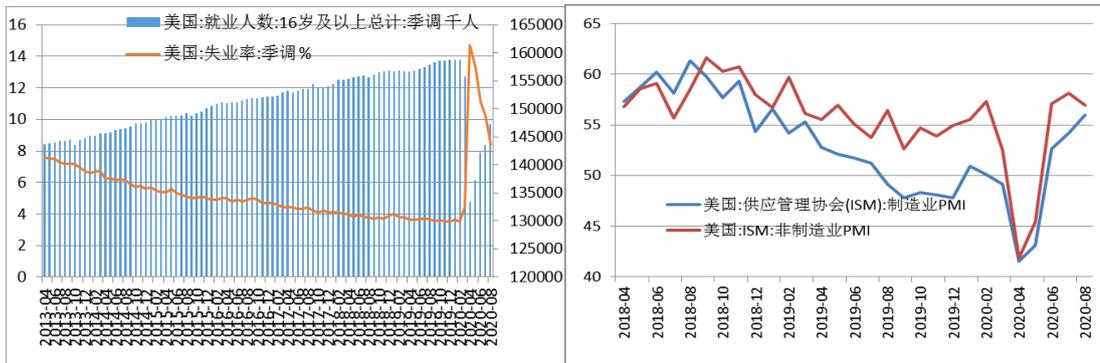
美国劳工部 4 日公布的美国 8 月季调后非农就业人数增加 137.1 万，好于预期的 135 万，前值为增加 176.3 万。美国 8 月失业率下降 1.8 个百分点至 8.4%，远好于预期的 9.8%。8 月劳动参与率环比上升 0.3 个百分点至 61.7%，但较 2 月水平仍低 1.7 个百分点。不过，8 月就业人数的增加主要是政府部门的就业大幅上升，虽然私营部门的就业情况令人失望，但最重要的是失业率的大幅下降。8 月政府部门新增就业人口 34.4 万人，约占非农新增就业人口的四分之一，因政府为 2020 年人口普查而临时大量招聘。

美国 8 月 ADP 就业人口增加 42.8 万人，远不及预期的增加 95 万人，7 月 ADP 就业人数修正为增加 21.2 万人。其中 8 月建筑业就业人数增加 2.8 万人，制造业就业人数增加 0.9 万人，贸易/运输/公用事业就业人数增加 5.8 万人，金融服务业就业人数增加 1.1 万人，专业/商业服务就业人数增加 6.6 万人。8 月份的招聘信息显示出经济复苏放缓，各种规模和行业的就业增长还没有接近疫情前的就业水平。

总体上看，随着美国经济恢复，各年龄段人口的失业情况均好转，各行业就业普遍增加。就业市场快速改善表明，经济正在快速反弹。

图 5：美国就业水平 (%)

图 6：美国 PMI (%)



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

数据来源: WIND 中国银河证券研究院

ISM周二公布的美国8月ISM制造业指数为56,高于7月的54.2。这是自2019年1月以来的最高水平,其标志着连续三个月的增长。这表明占美国经济12%的制造业处于扩张状态。制造业新订单指数从7月份的61.5升至8月份的67.6,为2017年12月以来的最高水平。周四公布的美国8月ISM非制造业PMI指数56.90,低于前值的58.1。随着制造商和服务提供商的客户需求回升,私营部门的商业环境进一步改善。但制造业的持续改善并不均衡,因为疫情使支出从用于餐馆和酒吧等服务行业的设备转向购买家用电器等商品上。服务业企业销售也继续增长。但由于疫情持续,加上美国大选所带来的不确定性,美国PMI指数未来几个月可能会有所波动。

商务部9月3日公布的7月进口环比增长10.9%至2317亿美元,至历史新高;同时,出口环比增长8.1%至1681亿美元。美国进出口总额增长至3998亿美元,仍远低于新冠疫情暴发前的水平。美国7月商品贸易逆差为801亿美元,创历史最高纪录;服务贸易顺差三个月来首次下降,降至174亿美元,为2012年8月以来的最小服务贸易顺差。贸易逆差激增至636亿美元,为12年来最高水平。

7月美国商品进口额与出口额双双上升,但贸易逆差扩大主要受进口增长驱动。表明美国内需强劲。进出口额增幅最大的类别均为汽车。汽车、零件及发动机出口环比增长46%,进口增长41%,两者几乎都达到了疫情前水平。

核心CPI上升了0.6%,是自1991年1月以来的最大涨幅。7月美国核心消费价格指数创下近30年来单月最大涨幅,7月经季节性调整后的CPI环比增长了0.6%,是预期的两倍。突出通胀性冲击并止住因油价回升可能已推升CPI的负面因素

预览已结束,完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2452

