

旬度经济观察

——经济弱复苏，信贷转中性

韦志超¹ 袁方²

2020年8月20日

内容提要

7月生产数据走平，与此同时投资、出口大幅抬升，消费走平，支出法口径下需求出现明显回暖。在经济没有出现普遍存货回补的背景下，这两套数据指示的经济恢复情况存在背离。

考虑到数据生成机制以及历史经验，我们倾向于认为经济的恢复在逐步放缓，未来这一趋势将延续。

经济的弱复苏使得信贷环境系统性收紧的概率偏低，但随着信贷环境逐步转向中性，权益市场或将步入震荡。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

2 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

一、经济继续呈现弱复苏

7月工业增加值同比增速4.8%，与上月持平。与此同时，固定资产投资、出口大幅抬升，消费走平，支出法口径下需求出现明显回暖。在经济没有出现普遍存货回补的背景下，这两套数据指示的经济恢复情况存在背离。

考虑到数据生成机制以及历史经验，我们倾向于认为经济在逐步走平或者说经济的恢复在逐步放缓。

从贸易盈余出发，不难发现4月以来贸易盈余整体处于偏高水平，同期工业生产走平，外需的恢复整体偏弱。考虑到供应和外需没有出现明显加速，贸易盈余的扩张或许表明国内经济的需求整体偏弱。这与生产数据反映的情况一致。

回头来看，经济恢复最主要的力量来源于地产和基建。当前地产投资累计增速已经转正达两个月，这意味地产投资“补坑”的过程趋于结束，随着这一力量的衰减以及调控政策的收紧，地产投资进一步向上的动能趋弱。7月基建投资累计增速转正，在下半年政府债券大量发行和使用的背景下，基建增速有望在当前水平持续反弹，对随后的经济恢复形成重要支撑。

内需中基建和地产以外的领域恢复进展始终偏慢，6月和7月开始逐步走平。

限额以上企业消费品零售从5月以来沿着略低于疫情前的中枢波动，与此同时，限额以下的企业消费品零售增速7月小幅回落，当前距疫情前仍有13个百分点的空间。在大多数种类的商品销售都已经恢复到疫情前水平的背景下，大企业和小企业零售表现的巨大分化无疑是值得担忧的。

这一分化或许反映出疫情期间部分现金流紧张的中小企业永远退出了市场，这也与多数城市写字楼空置率上升、租金下降的情形相一致。沿着这一情形出发，

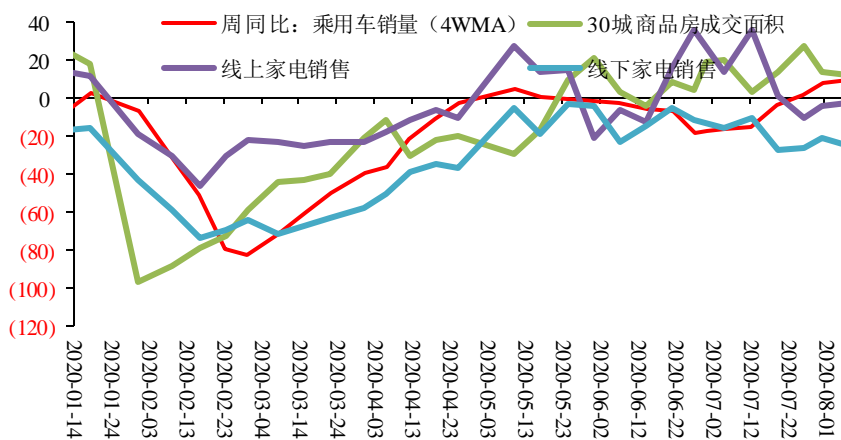
合并考虑中小企业的倒闭对中低端劳动力市场的次生影响，以及合约重新组织、资本存量的重建都需要时间，未来小企业零售的恢复或许仍会相对缓慢，其所能达到的新的中枢将显著低于疫情前水平，这也将制约整个社会消费品零售回升的空间。

与实物消费表现相似，服务性消费在供应限制解除后经历了快速反弹，从6月份开始回升的趋势逐步放缓，由于服务性消费的时间成本以及交易费用更高，其恢复所能达到的中枢水平或许较实物消费更低。

制造业投资当前仍处于负增长区间，恢复进程尤为缓慢。历史上制造业投资的走强，与出口的恢复、信贷环境的宽松以及盈利（或者预期）的改善有关。疫情后信贷环境维持宽松，中长期贷款稳步增加，出口持续超预期。在此背景下制造业投资表现始终偏弱，这或许和企业对未来经济预期偏谨慎相关，此外，与消费的情况相似，或许部分中小企业的退出也抑制了投资的形成。当前制造业投资增速距离新的中枢水平仍有距离，这使得制造业投资或许将延续之前恢复的进程，但进一步加速的迹象并不明显。

整体而言，尽管7月出口超预期回升，但整体经济恢复的进展并未出现加速，消费和制造业投资的持续放缓令人担忧。未来基建投资是经济恢复的主要动力，消费和制造业投资将继续缓慢修复，出口温和回升，但超越当前水平的可能性偏低，宏观经济仍将呈现弱复苏的格局。

图1：乘用车、30城商品房成交面积、家电销售同比，%



数据来源：Wind，安信证券

二、信贷环境转向中性，权益市场趋于震荡

7月社融增速上行放缓、贷款增速小幅回落，这意味着疫情期间过度宽松的流动性环境趋于结束，信贷环境开始逐步转向中性，央行的货币政策态度在信贷数据层面得到确认。

历史上信贷环境的松紧对权益市场的趋势变化都产生过显著影响。比如2011年、2018年的信贷环境收紧，都使得股市出现持续时间较长、幅度较大的下跌，因此需要关注本次信贷环境是否会出现明显的收紧。从过往经验来看，触发信贷环境收紧的因素主要包括：经济过热带来的高通胀、严重的资产价格泡沫或者杠杆率大幅抬升。

图2：社融余额同比和上证综指



数据来源：Wind，安信证券

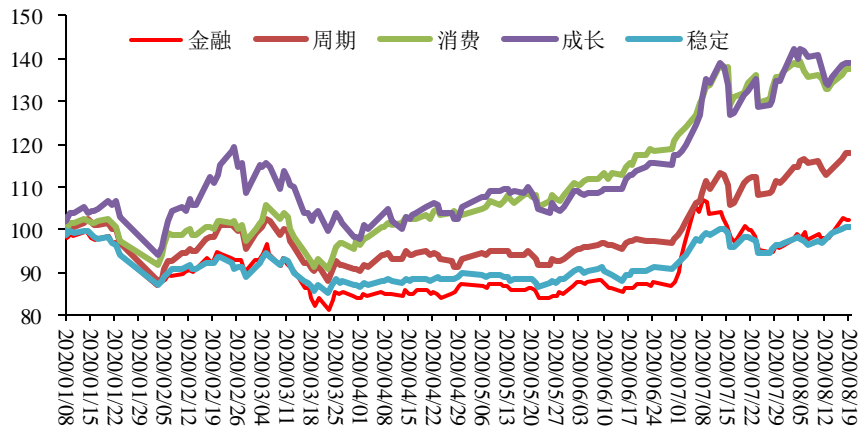
从当前的经济环境来看，经济尚未恢复至潜在经济增速水平，因此尽管工业品价格由于供需错配出现快速上涨，但整体通胀仍然偏弱，下半年 PPI 同比长期处于负区间，CPI 同比逐步回落，物价不构成触发信贷环境收紧的因素。而且当前国内就业压力较大，制造业表现疲弱，这也在客观上难以承受信贷环境的收紧。此外，权益市场整体的估值没有达到极端水平，全国整体的房价表现相对平稳，疫情下杠杆率的上升更多源于经济的收缩，这些情形也难以导致信贷的持续收紧。

综合上述因素，以及易纲行长对全年信贷和社融的表态，预计未来信贷环境维持中性，人民币贷款增速中枢波动，社融增速也难出现持续下滑。这一信贷环境类似 2009 年下半年，当时权益市场呈现震荡格局。

随着信贷环境转向中性的信号确认，8 月中旬权益市场转入震荡，此前涨幅较大的创业板指数表现最弱，上证 50 和沪深 300 指数表现略微占优。分板块来看，成长偏弱，金融和稳定类偏强。

考虑到下半年信贷环境整体偏中性，经济呈现弱复苏态势，权益市场或许将延续震荡格局。

图3: 各风格指数表现

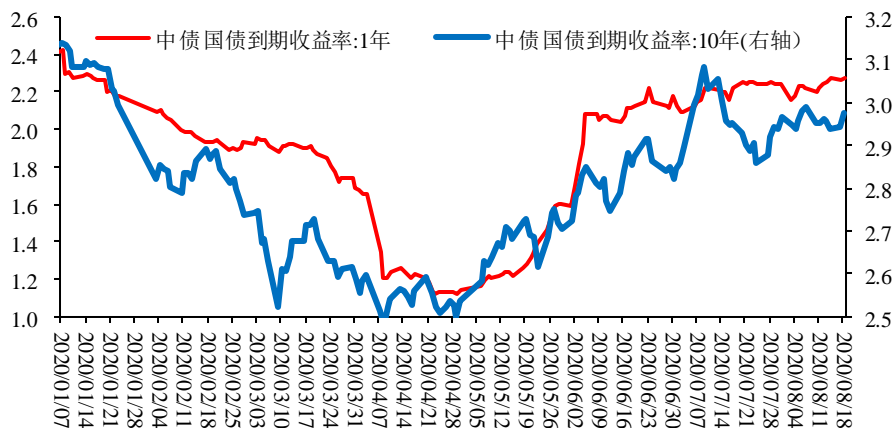


数据来源: Wind, 安信证券

央行货币政策态度的变化首先反映在银行间市场利率上，5月银行间市场利率开始抬升，7月以来市场利率维持中枢波动，与此相应的债券市场利率也从5月初触底抬升，7月来趋于震荡。

当前银行间市场利率接近疫情前水平，也与政策利率接近，在经济弱复苏的背景下进一步抬升政策利率的必要性较低，同时股市转入震荡对债市的分流效应减弱，债券市场或许将延续震荡的格局。在经济基本面没有出现显著变化的背景下，疫苗推广使用的节奏会对债市形成较大冲击，值得密切留意。

图4: 1年和10年期国债收益率, %

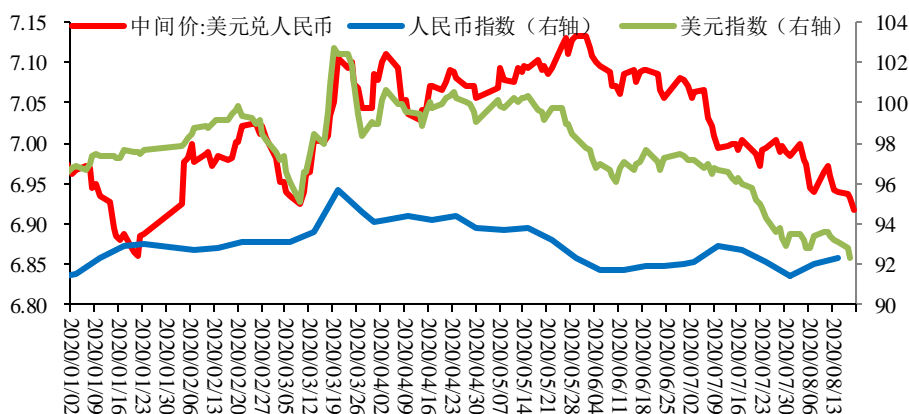


数据来源: Wind, 安信证券

8月中旬美元指数小幅回落，人民币汇率延续此前升值的趋势。整体而言，3月中旬以来的这轮汇率变化中，人民币兑美元升值的幅度，显著弱于美元指数下行的幅度，这背后或许受到中美关系不确定性的影响。

中期来看，人民币汇率升值的方向是相对确定的。中国出口竞争力的提升，经济基本面相对更快的恢复以及美元大周期的走弱，都有助于人民币汇率中长期走强，这也将对人民币资产价格形成支撑。

图5：人民币兑美元和美元指数，%



数据来源：Wind，安信证券

三、全球经济在波折中恢复

8月以来全球疫情形势依旧严峻，美国新增确诊病例中枢下移，但当日新增

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_3043



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn