

宏观动态报告

2020年8月11

经济缓慢上行 政策处于观望

宏观经济 2020年7月动态报告

核心内容：

1、我国经济处于恢复过程

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，工业增加值增速自3月份持续回升，6月份各行业工业增加值增速均上行。3月份开始我国经济逐步解封，各地保证工厂复工复产，至6月份达到去年同期水平。

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、全球经济有所反弹

随着全球解除封锁，海外经济正在见底中。美国经济正显现出好转的迹象，7月新增就业继续上升，失业率继续下降，ADP私营就业人数创新高，房屋建筑许可、房屋销售、工业生产和订单均反弹，消费支出与零售增速创历史新高，经济反弹明显。同时，欧元区经济数据也出现了明显反弹，PMI指数、经济景气指数、消费者信心指数和投资者信心指数均在反弹。

3、金融周期仍然较为平稳

央行最宽松的时期已经过去，货币政策仍然采用缓慢施行的方针，更注重结构性放松。可以说央行仍然处于宽松的货币环境中，但操作上会有所放缓。而央行紧缩货币也显得不现实，7月份，货币的数量发放稍有回落，但是仍然在高位运行。货币的价格回落，虽然债券收益率有小幅的上行，但信用利差走低，这是对生产企业的利好。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。7月份，美联储资产减少632亿美元，但是其中国债和MBS增加了1145亿美元。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。美国两党在7月份仍然未达成新的刺激救助计划，市场预期至少在8月份救助计划可以达成，那么新的约1万亿或1.5万亿的救助计划仍然需要美联储扩表。

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

研究助理：

余逸霖

☎：(8610) 66561871

✉：yuyilin_yj@chinastock.com.cn

4、全年 GDP 可能实现正增长

济修复的过程应该是缓慢的，仍然以修复为主。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。

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) 我国经济处于恢复过程中	4
(二) 全球经济有所反弹	6
(三) 信用利差回升，央行不会收紧货币	7
(四) 美联储并未主动收紧，救市资金逐步减少	8
二、国际经济观察	9
(一) 美国：GDP 下滑创造历史，但数据已经见底	9
(二) 欧元区：刺激计划达成 经济数据出现明显反弹	12
(三) 日本：未来仍然面临较多困难	13
(四) 韩国：经济复苏势头增强	14
(五) 台湾：对华出口创新高	15
三、国内经济：经济继续上行	16
(一) PMI：生产稳步回升，PMI 表现平稳	16
(二) GDP：GDP 恢复性增长，仍然需要政策支持	17

(三) 生产：制造业生产回落，3 季度面临出口考验	18
(四) 需求端：继续缓慢回升	20
1、消费：疫情重新影响消费，增速有所放缓	20
2、投资：基建和房地产投资平稳，制造业小幅回升	22
3、外贸：出口韧性仍然较强，3 季度面临订单减少压力	25
(五) 通胀：需求疲弱 CPI 以降为主，原油带动 PPI 回升	28
1、CPI：食品价格下行拉动通胀走低	28
2、PPI：原油价格上行带动 PPI 好转	29
四、金融：信贷和社融下行 资金活化程度仍然不够	30
五、国内外主要风险	31

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，全球新冠疫情也处于好转状态，下半年无论国内国外经济均以修复为主。国外方面美国部分重要经济数据已经反弹，欧洲先行指标均开始好转，美国和欧洲经济也在有

序解封，日本经济仍然有压力。美联储、欧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。我们认为海外经济最差时刻已过，未来经济处于逐步恢复的状态。

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海外订单减少和国内需求修复缓慢的双重影响，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，这制约了政府投资的力度，基建投资预计下半年保持稳定。房地产投资受到压制，下半年投资保持平稳。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。出口下半年会受到订单减少的影响，同时医药产品出口可能减少，下半年出口可能负增长。

经济仍然以修复为主，至今并未观察到较为明显的产业链传导，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。除这个行行业外，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，但力度已经有所下滑，市场利率重新走高，信用利差上行至疫情前的水平。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。但利率的上行会加重企业的负担，随着经济恢复速度放缓，央行仍然有望降低利率

(一) 我国经济处于恢复过程中

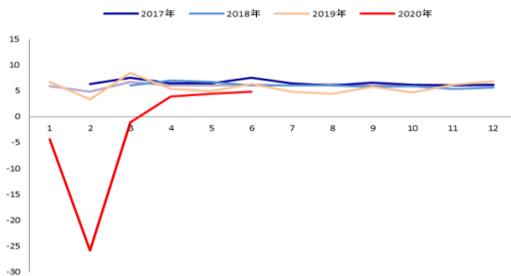
新冠疫情后我国经济在3月份开始解封，疫情控制得力的环境下，4月末工业企业基本复工复产，5月份全国疫情较为平稳，服务业缓慢开放。6月份北京新冠疫情复发，但仍然是小

范围和小规模的，北京的经济有所打断，但7月份已经好转。我国经济从3月份开始恢复，各项经济指标全部都在好转，虽然经济指标好转的速度不如预期，但其好转的方向并未改变。

从现行指标上来看，好转的态势仍然较为明显。2020年2季度GDP增长3.2%，这是疫情下的恢复性增长。2季度我国第三产业恢复，房地产和基建投资快速上行，生产性服务业和金融服务业表现较好，但是娱乐性服务业仍然较为低迷。我国总体消费水平仍然负增长，2季度依靠房地产投资和基建投资拉动GDP上行。下半年疫情影响继续减弱，我国经济预计持续回升，但是回升的幅度弱于去年同期，下半年我国经济的主要问题是需求的恢复速度。

从生产端来看，工业增加值增速自3月份持续回升，6月份各行业工业增加值增速均上行。3月份开始我国经济逐步解封，各地保证工厂复工复产，至6月份工业增加值增速达到4.8%。这个工业增加值增速接近去年同期水平，未来随着海外订单的恢复，工业生产会继续小幅回升。6月份单月各行业工业生产基本恢复，各行业工业增加值均正增长，汽车制造业生产快速上行，对产业链的企业带动加强。上半年总体来看，各行业复苏程度不一，计算机通讯和电子产业生产最为强劲，而受到房地产和基建推动的黑色产业链生产也得到较好的恢复。工业生产并未遵循下游至上游的规则恢复，虽然各行业均有不同程度的复苏，但景气度最好的仍然是电子消费

图 1：工业生产持续回升（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 2：6 月份工业生产回升（%）



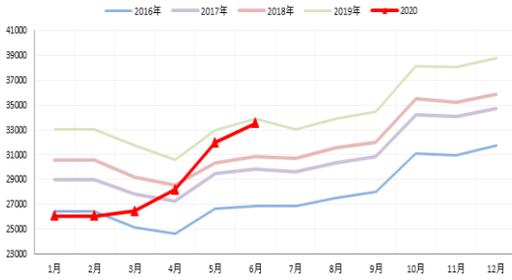
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

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。

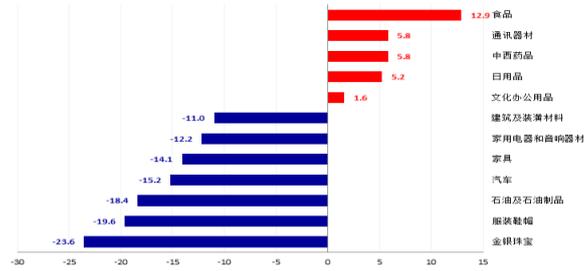
消费是受到新冠疫情影响最深的部分，消费增速随着经济的解封在逐步上行。现阶段消费额逐月走高，但仍然低于2019年同期，可选消费增速全面下行，只有必选消费保持正增长。社会消费零售增速受到经济封锁限制，金银珠宝、服装鞋帽等消费相应减少，出行计划降低以及原油价格下行，带动了汽车和石油消费回落，而家具装潢等行业也受到冲击。居民居家消费增速上行，食品涨幅达到12.9%，药品和日用品也录得正增长，而已经成为必需品的通讯器材也同样正增长，而今年的5G换机潮会促使通讯器材消费持续向好。

图 3：单月社会零售额（亿元）

图 4：可选消费增速全面下行（%）



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

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。截至6月份固定资产投资增速-3.1%，其中房地产投资增速1.9%，基础设施建设投资增速-2.7%，而制造业投资增速只有-11.7%。从各部门来看，固定资产投资仍然有向上的动力。房地产的销售额和销售面积在缓步上行，房地产开发商的土地购置面积在回升，30大中城市商品房销售面积月同比增速达到9.4%，房地产市场景气度仍在。

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。截至6月份我国贸易差额同比增速回正，新冠疫情下，我国出口录得负增长，但进口的增速更低，带来了顺差的上行，而顺差的上行意味着净出口对GDP的贡献可能为正。全球经济体仍然未回复正常运行，主要消费国经济仍然处于半封锁中，预计随着经济逐步解封，对消费国的出口会缓慢回升。

(二) 全球经济有所反弹

全球主要经济体的在经历了一季度疫情的严重打击后，二季度经济仍继续下降，GDP萎缩幅度均创历史最大。美国二季度GDP环比萎缩9.5%，折合年率-32.9%，是1940年代二战以来最糟糕的经济衰退。主要是疫情影响，个人消费大幅下降了25%和投资大幅下滑了9.4%所致。

欧元区整体经济第二季度环比萎缩12.1%，欧盟萎缩11.9%，都是欧盟自成立以来的最差。其中德国二季度经济环比大幅萎缩10.1%，是1970年有纪录以来最严重的滑坡。法国、西班牙、意大利等欧洲主要经济体第二季度GDP分别下滑了13.8%、18.5%、12.4%和14.1%，此外，比利时收缩12.2%、奥地利下降10.7%，均创战后历史记录。

但近期，随着全球解除封锁，海外经济正在见底中。美国经济正显现出好转的迹象，7月新增就业继续上升，失业率继续下降，ADP私营就业人数创新高，房屋建筑许可、房屋销售、工业生产和订单均反弹，PMI创今年以来新高并升至扩展线之上，增幅创10年来最高，消费支出与零售增速创历史新高，经济反弹明显。

同时，欧元区也经济数据也出现了明显反弹，PMI指数、经济景气指数、消费者信心指数和投资者信心指数均在反弹。不过，日本由于经济结构性问题，加上老龄化严重，出口继续下滑，内需仍不振，预计三季经济仍不佳。

图5：美国 PMI (%)

图6：欧元区经济景气指数 (%)



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

(三) 信用利差回升，央行不会收紧货币

可以认定，央行最宽松的时期已经过去，央行面对新冠疫情的应激反应结束。货币政策仍然采用缓慢施行的方针，更注重结构性放松。可以说央行仍然处于宽松的货币环境中，但操作上会有所放缓。

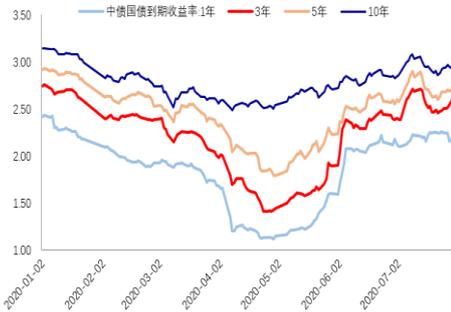
而央行紧缩货币也显得不现实，我国仍然未完全摆脱新冠疫情，而全球疫情并未缓解，全球经济交流并未顺畅，未来的压力仍然较大。即使疫情过去，我国总需求不足的现实仍然存在，这种现实的存在需要央行缓释的货币政策。

7月份，货币的数量发放稍有回落，但是仍然在高位运行，新增信贷融资增速仍然高于20%。7月份货币的价格回落，虽然债券收益率有小幅的上行，但信用利差走低，这是对生产企业的利好。《二季度货币政策报告》同时显示，6月份企业贷款平均利率为4.64%，较去年下行0.48个百分点。

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，降息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7：国债收益率(%)

图8：信用利差(%)



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（以同期国债为基准）

（四）美联储并未主动收紧，救市资金逐步减少

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。7 月份，美联储资产减少 632 亿美元，但是其中国债和 MBS 增加了 1145 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思。

美国两党在 7 月份仍然未达成新的刺激救助计划，市场预期至少在 8 月份救助计划可以达成，那么新的约 1 万亿或 1.5 万亿的救助计划仍然需要美联储扩表。

7 月份美联储资产负债表减少主要来自于一级交易商借贷便利（-36）、货币市场共同基金流动性工具（-328）和其他中央银行的货币互换（-1197）。这说明美国市场金融市场基本较为稳定，货币市场共同基金使用量在不断减少。离岸美元市场同样如此，金融环境稳定下，外国央行使用美元总量下行。

图 9：美联储资产（百万美元）

图 10：国债和 MBS 总量（百万美元）

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_3222



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>