

旬度经济观察

——内外政策有变，股市韧性犹存

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2020年08月10日

内容提要

内外需持续上升，逆周期政策尚未明显减弱，经济仍处在温和复苏的通道上。

经济内生动力依然偏弱，货币政策常态化仍需要较长的时间。

权益市场的环境依然友好，有一定的韧性。短期的风险可能在于中美关系的扰动。

风险提示：（1）疫情超预期

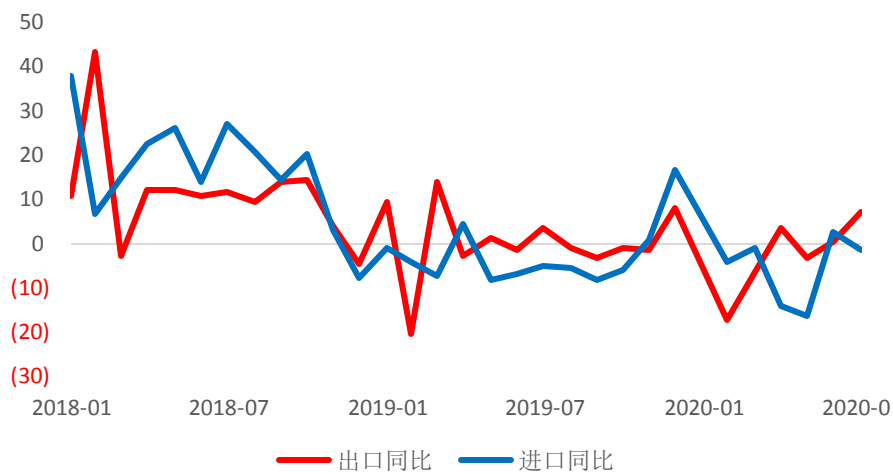
1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

2 yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

一、外需延续修复，内需分化持续

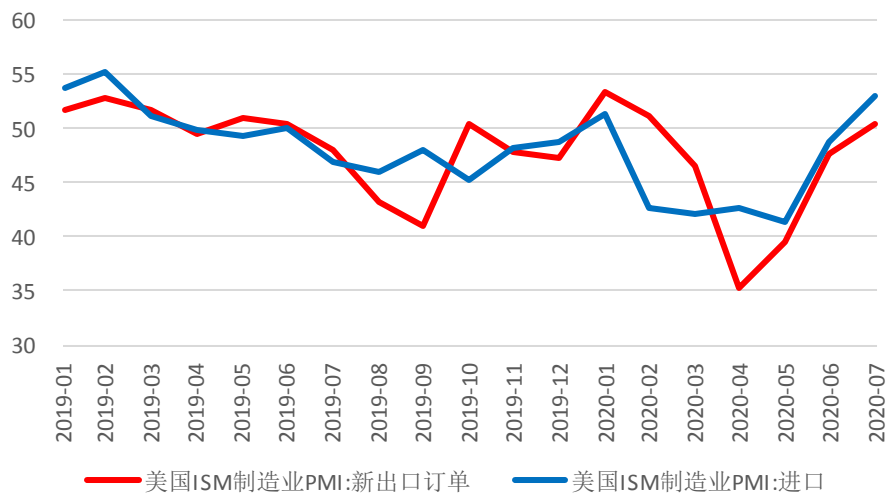
7月外贸数据显示，出口依然相对强劲，同比增速大幅上升至7.2%；进口增速较6月有所回落，但仍高于疫情前均值。外贸数据及其他高频数据表明，经济仍处在温和复苏的通道上。

图1： 单位：%



数据来源：Wind

图2： 单位：%

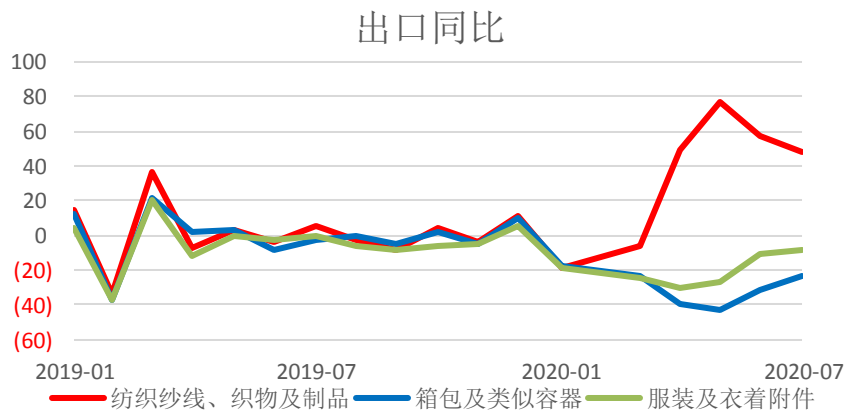


数据来源：Wind，安信证券

出口增速的上升和多种因素有关，其中的一个重要因素是海外需求的恢复。欧美 7 月的制造业和服务业 PMI 均修复至疫情前水平，美国制造业 PMI 的进口分项读数甚至已经超过疫情前水平。因此，许多外贸产品的出口增速自 6 月以来显著回升。

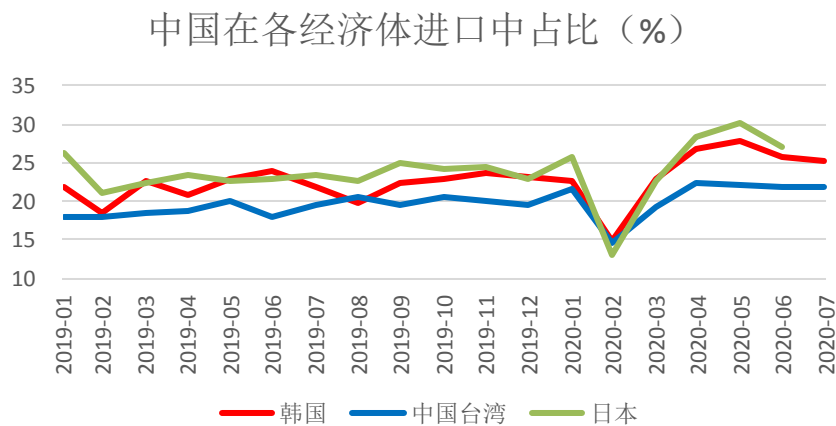
防疫物资出口对拉动今年 3 月以来的出口增速起了重要的作用，这个影响自 5 月达到高峰后见顶回落，但仍处在较高的水平。

图3： 单位：%



数据来源：Wind

图4： 单位：%



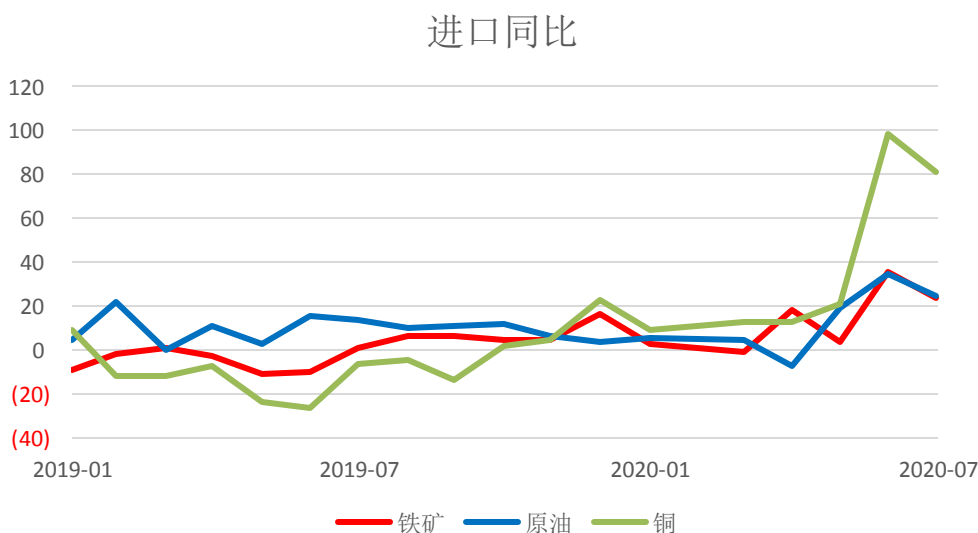
数据来源：Wind，安信证券

此外，由于中国疫情控制和复工节奏的相对领先，中国制造在一定程度上对他国产生了生产替代，因此中国在全球主要经济体的进口占比从4月均明显上升。尽管这一趋势自5月后见顶回落，但仍明显高于疫情前的平均水平。

往后看，随着全球疫情可能的缓解以及全球经济的恢复，影响前期出口的几个因素可能会持续变化。海外需求的持续修复将对出口继续形成支撑，但防疫物资的贡献可能会继续下降，生产替代效应也会弱化。综合判断，出口增速可能略有下降，但仍将高于疫情前的水平。

受到全球和中国经济修复的影响，中国6-7月的进口增速明显回升。其中，铜、原油和铁矿等大宗商品进口增速的提升尤为明显，已经显著超过疫情前的增速水平。这与大宗商品价格的走强互相印证。其中，黑色系价格已经超过疫情前价格水平的20%以上。

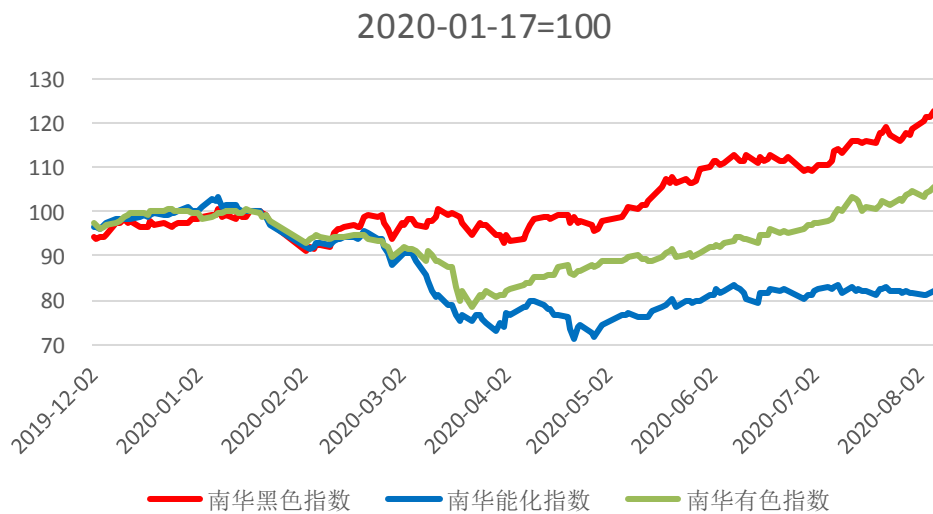
图5： 单位：%



数据来源：Wind，安信证券

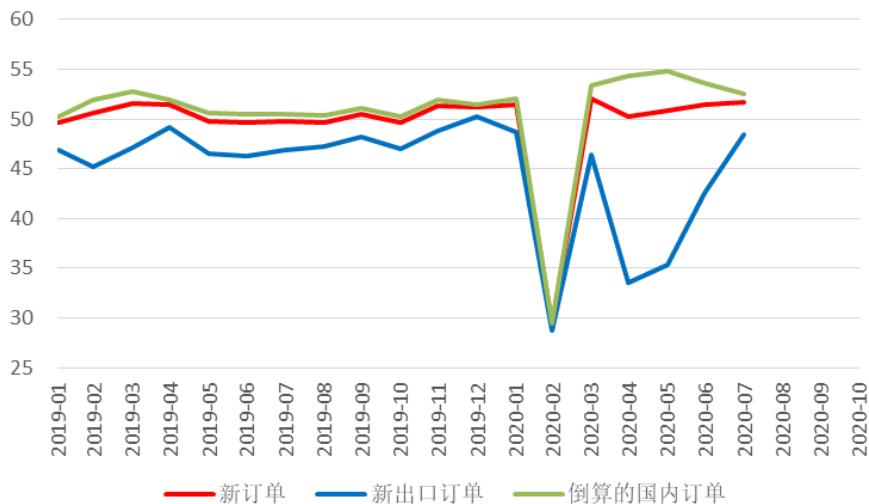
这可能和国内较为强劲的逆周期政策有关。但随着经济修复的持续进行，我们猜测，逆周期政策的支持力度可能将逐步减弱。从7月的PMI数据观察，新订单指数走强的重要贡献来自于新出口订单的大幅反弹，制造业的国内订单指数自5月起已经见顶回落，但仍明显高于50的荣枯线水平。

图6： 单位：点



数据来源：Wind，安信证券

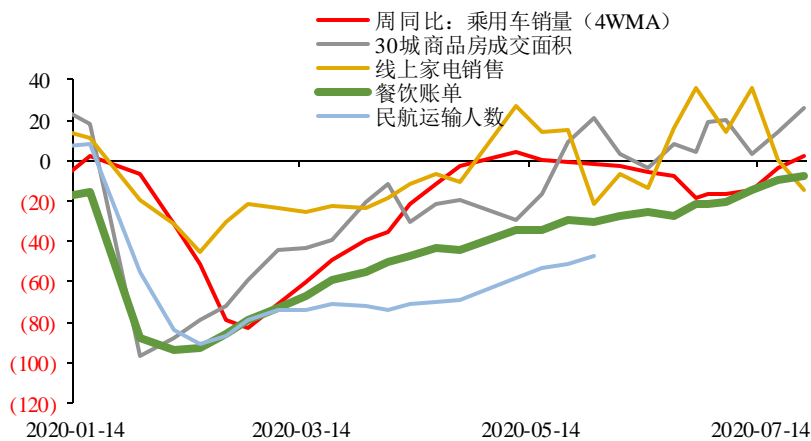
图7： 单位：点



数据来源：Wind，安信证券

剔除大宗商品以外的一般商品进口增速则表现一般，相比 6 月明显回落。这可能表明经济的内生动力仍然不强。服务消费的高频数据显示，餐饮业在 7 月的修复有所加快，但票房修复比例在电影院恢复开放两周后仅为 10% 左右，依然非常低迷。我们预计，服务消费的修复将持续，但恢复的速度取决于疫情的发展，仍有待观望。7 月的核心 CPI 同比进一步大跌至 0.5%，验证经济内生动力依然较弱。

图8： 单位： %



数据来源：Wind，安信证券

图9： 单位： %



数据来源：Wind，安信证券

二、货币政策趋向常态化，中美再起波折

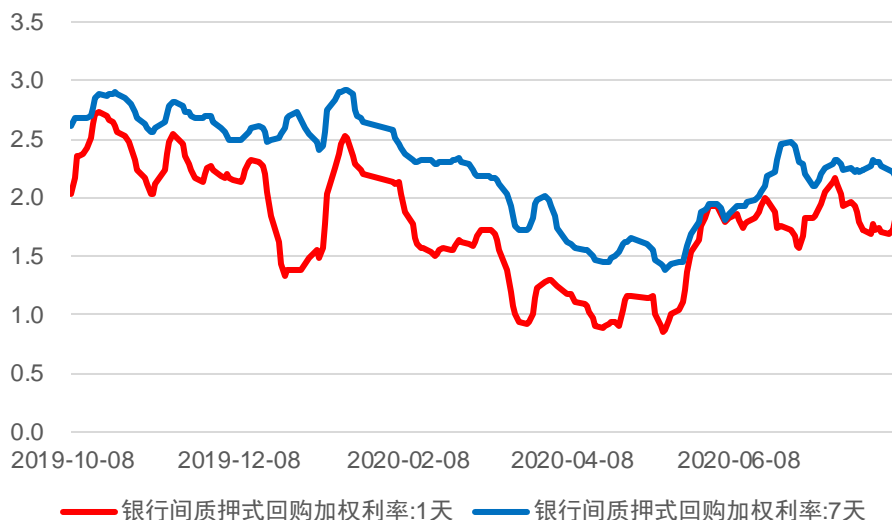
市场目前对经济基本面的判断较为一致，均认为经济将延续修复，仅对修复节奏有一定的分歧。市场关注的重点更多是在政策的变化。国内方面，市场关注逆周期政策特别是货币政策的动向。国际方面，中美关系依然是资本市场关注的焦点。

央行在8月6日发布的《2020年第二季度货币政策执行报告》对当前的经济形势以及央行的货币政策取向进行了阐述，央行行长在8月9日接受新华社专访也进行了相关的论述。总结来看，央行释放的信号是，货币政策将随着经济的不断修复向常态回归。这基本与7月份的政治局会议以及下半年央行工作会议的精神保持一致，市场也有较为充分的预期，但货币政策执行报告的阐述更为具体。

首先，央行对未来经济走势的判断是“**下半年经济增速有望回到潜在增长水平**”。这表明央行对经济修复的前景是偏乐观的。我们预计，如果经济增速在下半年逐步回到潜在增长水平，央行的货币取向也会逐步回归中性。

其次，央行以不同的方式释放出货币政策可能回归常态化的信号。在过去的报告中，央行曾经指出全球货币政策长期宽松的弊端，此次更是以专栏的形式阐述了全球低利率的现状，着重列举了利率过低的负面影响。此外，央行淡化了总量政策，把重点放在了结构化政策上，更强调“精准滴灌”。央行的货币政策目标也调整为“支持实体经济恢复与可持续发展”以及“实现稳增长和防风险长期均衡”。相比之前，央行淡化了货币政策对短期经济的支持，而把长期发展以及防风险放在了并重的地位上，并以专栏的方式讨论了包商银行的处置问题。

图10: 单位: %



数据来源: Wind, 安信证券

尽管央行释放了货币政策将回归常态化的信号, 但当前经济的内生动力依然不强, 逆周期政策的支持仍然有较为关键的作用。经济回到潜在增长水平需要一定的时间, 因此央行货币政策回归常态化的节奏可能是较为缓慢的。另外, 银行间利率已经较为接近疫情前的水平, 因此货币政策在未来即便收紧, 幅度也不会太大。

对于当前资本市场而言, 中美关系的演变可能更为重要。美国在多个方面给

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_3290

