

旬度经济观察

——美元走弱或将延续

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2020 年 7 月 31 日

内容提要

在疫情常态化、中美关系存在不确定性的背景下，中国经济的恢复将更多依赖内需，而制造业投资、消费以及就业的恢复始终偏弱，这或许意味着下半年财政政策将持续发力，货币、信贷继续维持合理增长。

2 季度美国 GDP 增速创二战以来新低，疫情对消费和投资活动均产生空前冲击。伴随疫情的反复，美国经济恢复的进程逐步放缓，新一轮刺激政策有望近期出台，下半年美联储大概率仍会维持宽松的货币政策。

7 月欧盟财政联盟雏形的出现，有助于改善欧洲经济的前景，并带动欧元兑美元持续升值，合并考虑美国流动性宽松的延续，本轮美元走弱的趋势或许尚未结束。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

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

2 yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

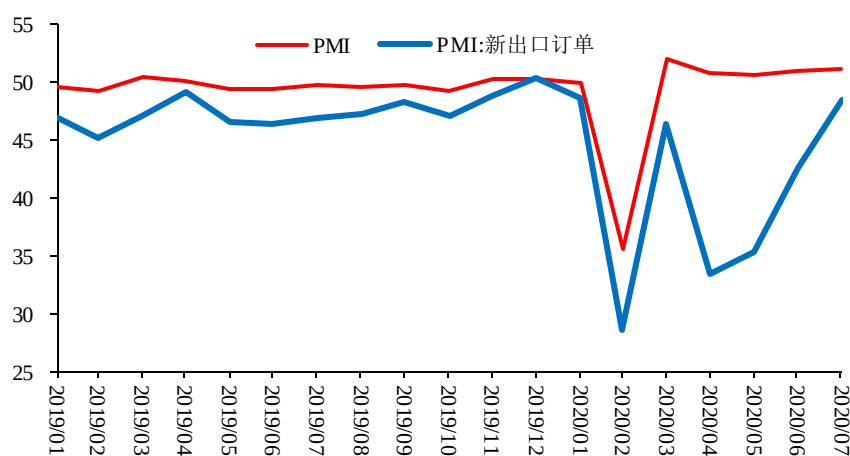
一、经济延续恢复，政策保持平稳

7月 PMI 为 51.1，较上月小幅回升 0.2 个百分点，分项来看，生产、新订单、在手订单小幅走强，而新出口订单大幅上行 6.2 个百分点。

从高炉开工率、粗钢产量、发电耗煤等生产数据，以及商品房销售、家电销售等消费数据来看，经济仍在延续 6 月份恢复的节奏。

随着海外经济的重启，6 月以来中国出口逐步走强，这与中国出口集装箱运价指数、BDI 的走势互相印证。考虑到疫情的长期性和经济重启的反复，下半年出口可能呈现温和复苏，国内经济的走向仍然主要取决于内需的变化。

图1: PMI 和 PMI 新出口订单指数，%



数据来源：Wind，安信证券

7 月的政治局会议对短期经济恢复评价积极，“认为经济稳步恢复，复工复产逐月好转，二季度经济增长明显好于预期。”开始着眼于中长期问题的解决，“我们遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，建立疫情防控和经济社会发展工作中长期协调机制。实现稳增长和防风险长期均衡。”这与 4 月份

的表述有明显区别，4月对经济形势的表述为“当前经济发展面临的困难前所未有，必须充分估计困难、风险和不确定性。”这一表述的变化无疑与中国疫情防控彻底，二季度经济大幅反弹有关。在疫情常态化、中美关系存在变数的背景下，政策开始寻求经济发展与疫情防控的协调，重新回到稳增长和防风险的问题上来。

在工作思路层面，本次会议新增内容包括“牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力”。在海外经济缓慢恢复，中美关系不确定性增加的背景下，未来经济增长的动力将主要源于内需。而疫情导致实体企业，尤其是中小企业现金流断裂的风险增加，这将对内需恢复的持续性造成打击，因此通过财政和信贷的手段，保护和激发市场主体活力显得尤为重要。

在具体的政策层面，“财政政策要更加积极有为、注重实效。要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。”这与4月的表述一致。下半年随着专项债和一般债的发行使用，基建投资增速有望达到两位数增长，基建仍将是对冲经济下行的重要抓手。

货币政策层面，“货币政策要更加灵活适度、精准导向。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。”与4月相比，本次会议未提及“降息降准”，以及“保持流动性合理充裕”。信贷层面，比5月政府工作报告中“广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年”这一表述略紧。不过这些表述整体和6月以来央行的政策操作以及表态一致，随着经济相对快速的恢复，疫情期间在总量层面异常宽松的流动性需要边际调整，事实上当前银行间市场利率已经回到政策利率附近，在经济尚未恢复到潜在经济增速，海外经济恢复波折的背景下，进一步收紧

货币政策的可能性较低。下半年整体的信贷可能会注重流向，根据易纲行长在陆家嘴论坛的表态，信贷总量增速未来会小幅下行，但整体信贷环境仍将宽松。

地产政策的表述没有变化，房住不炒的定位仍在延续。此外，改革的政策稳步推进，“要更大力度推进改革开放，用深化改革的办法优化营商环境，实施好国有企业改革三年行动方案，继续扩大开放。”资本市场层面“要推进资本市场基础制度建设，依法从严打击证券违法活动，促进资本市场平稳健康发展。”

整体而言，随着二季度中国经济的快速恢复，政策的焦点转入中长期问题。在疫情常态化、中美关系存在不确定性的背景下，扩大内需、保护和激发市场主体活力变得尤为重要。下半年财政政策仍会持续发力，货币和信贷仍将维持合理增长。

二、工业品价格大幅上涨

7月以来铜、铁矿石、白银等商品价格出现广泛上涨，这背后或许受到供需两股力量的影响。

供应层面，南美、澳大利亚当前仍然处于疫情重灾区，而这些地区也是全球大宗商品的主要供应地。疫情带来生产活动的停滞，对采掘、冶炼和运输环节形成显著冲击。大宗商品的供应在疫情以来持续处于偏紧的状态。

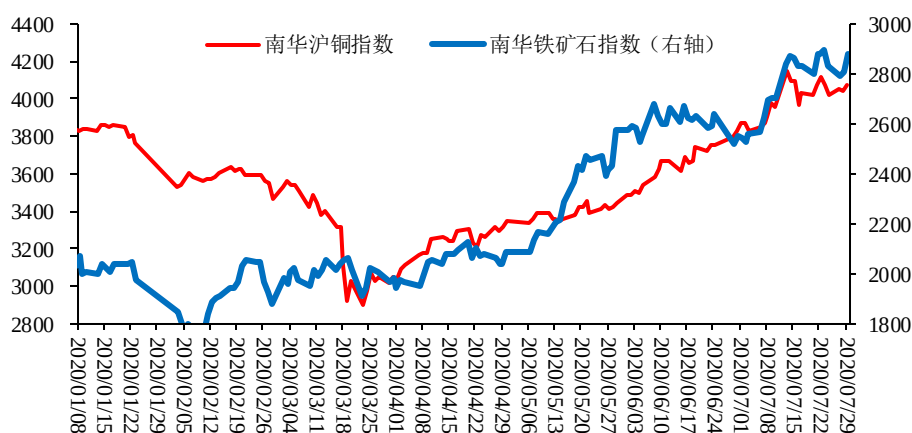
需求层面，美国经济受疫情二次爆发的影响，恢复一波三折，中国经济经历了V型反弹后从6月开始动能放缓，欧洲经济也经历相对缓慢的恢复，当前全球经济的弱复苏难以完全解释工业品价格的强势。或许在需求层面相对重要的是，欧盟财政联盟雏形的出现，使得市场对欧洲经济的预期逐步改善。

7月欧盟领导人就规模7500亿欧元的复苏基金达成协议，实现联合发债，将以欧盟的名义从市场筹集资金，发放给成员国帮助其从疫情的冲击中修复。该协议的信号意义在于，欧盟财政政策的协调性提升，财政联盟的雏形开始出现，这将有助于欧盟国家，尤其意大利和西班牙经济的恢复。

欧盟经济预期的改善带动大宗商品需求回暖，并导致欧元相对美元大幅升值。与此同时，美元的走弱也进一步刺激了商品价格的上涨。

往后看，在疫情持续蔓延的背景下，南美、澳洲供应层面的响应仍需时间，二次疫情爆发导致美国经济恢复节奏放缓，叠加美联储持续的流动性投放，将有助于工业品价格短期内维持偏强的走势。

图2：南华沪铜和铁矿石指数



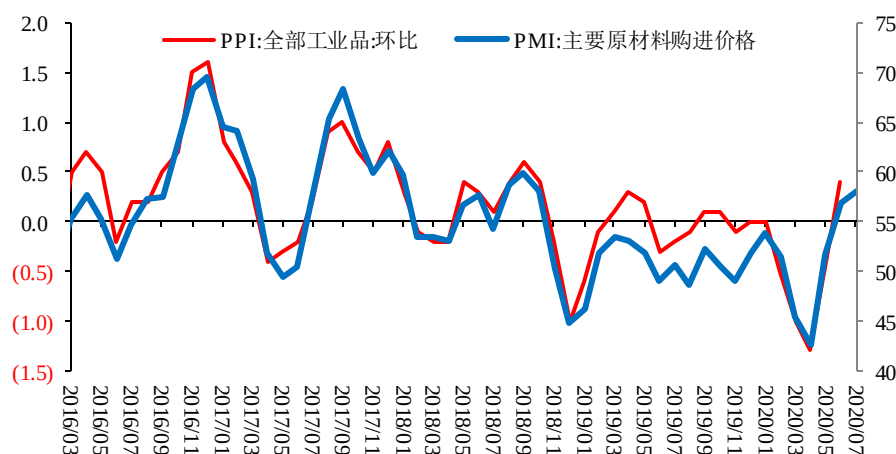
数据来源：Wind，安信证券

从南华工业品价格、PMI 原材料购进价格指数来看，7月中国 PPI 同比有望持续反弹，但值得注意的是，当前 PPI 同比的绝对水平仍处于较深的负区间。考虑到国内经济恢复动能的放缓以及基数作用，下半年很难出现通货膨胀的情形。

受南方洪涝灾害的影响，7月猪肉价格出现明显上涨，蔬菜价格也小幅反弹，食品价格的上涨将推动CPI短暂上行，随后CPI将呈现逐步回落的态势，4季度CPI同比有望回落到“1”以内。

整体而言，下半年经济缓慢的恢复使得通胀压力不明显，这为央行维持相对宽松的信贷环境提供有利条件。

图3: PPI同比和PMI原材料购进价格指数



数据来源: Wind, 安信证券

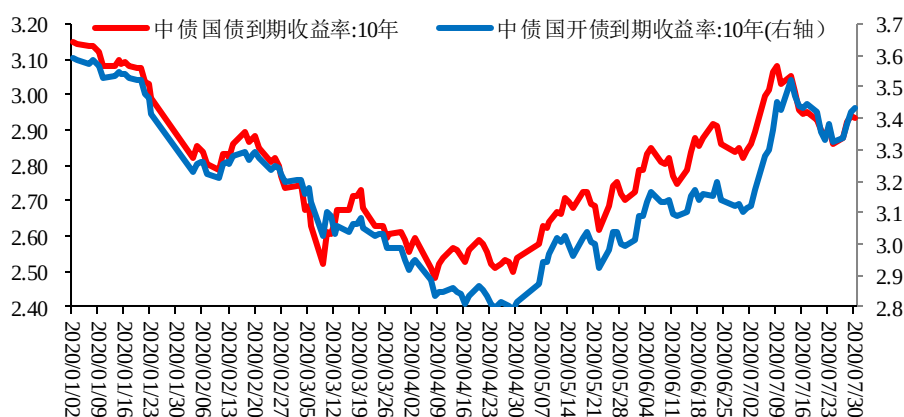
三、债券市场转入震荡

7月下旬以来，受国际关系不确定性上升的影响，权益市场转入横盘，股债跷跷板效应减弱，债券市场也转入震荡。

疫情后全球主要国家长端国债收益率长期维持低位，而中国债券市场收益率从5月以来持续上行，货币政策的分化或许是导致这一情形的主因。

当前银行间市场利率已经回升至政策利率附近，进一步上升的空间有限，与此同时，商业银行信贷的投放在下半年将呈现逐步收缩，合并考虑经济恢复动能的放缓，债券市场收益率持续上行的可能性偏低。或许在信贷出现全面收紧之前，收益率将维持震荡的趋势。

图4：10年期国债和国开债收益率，%

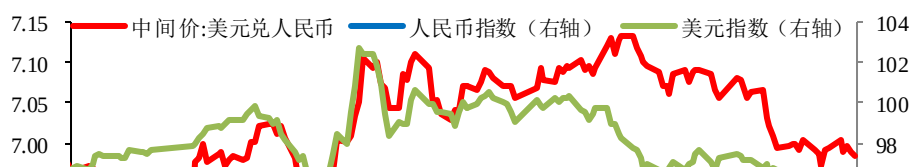


数据来源：Wind，安信证券

7月以来，美元指数持续回落，而人民币兑美元汇率保持震荡，中美关系的不确定性上升或许是导致人民币汇率偏弱的原因。

中期来看，今年全年中国经济仍将维持正增长，而海外尤其是美国经济的恢复较为缓慢，经济基本面走向的分化以及美元流动性供需的缺口将推动人民币升值。人民币兑美元或许会在较长时间维持在7以内。

图5：人民币兑美元和美元指数



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_3529

