

旬度经济观察

——经济延续平稳修复，政策收紧尚需时日

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2020 年 07 月 20 日

内容提要

经济在持续好转，但修复节奏边际走弱。经济的修复并不平衡，更加市场化的行业表现依然偏弱。因此，逆周期政策的全面退出仍需时日。

随着美国、澳大利亚等国家疫情的二次爆发，全球经济和资本市场的修复暂缓，但整体修复的大趋势没有改变。

因为货币政策收紧而导致股市近期调整的可能性不大。但由于 A 股上涨过快，市场可能需要时间来消化过快上涨导致的失衡。

风险提示：（1）疫情超预期 （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、经济平稳修复，政策收紧尚需时日

7月16日，国家统计局公布了二季度的经济数据，次日公布了行业的细项数据。二季度GDP增速为3.2%，略高于市场预期，显示经济的修复态势良好。

然而，经济的行业分化比较显著，具有明显的不平衡特征。农业、建筑业和房地产业的修复相对较强，二季度增速高于2019年下半年的增速水平。某些三产行业的修复则相对较弱，住宿和餐饮业、租赁和商务服务业以及三产中的其他行业的二季度增速依然显著低于2019年下半年的增速水平，且均为负值；其中租赁和商务服务业以及三产中的其他行业的增速仅比一季度略有提升。

图1：GDP分行业增速，单位：%

GDP 当季同比：分行业	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	恢复度%
GDP	6.0	6.0	-6.8	3.2	78
第一产业	2.7	3.4	-3.2	3.3	104
工业:制造业	4.8	5.9	-10.2	4.4	94
建筑业	6.1	5.3	-17.5	7.8	109
批发和零售业	5.5	5.4	-17.8	1.2	82
交通运输、仓储和邮政业	7.5	6.3	-14.0	1.7	75
住宿和餐饮业	6.7	6.2	-35.3	-18.0	41
金融业	6.9	7.0	6.0	7.2	126
房地产业	4.2	2.5	-6.1	4.1	108
信息服务业	18.1	15.6	13.2	15.7	68
租赁和商务服务业	8.6	9.9	-9.4	-8.0	8
其他行业	6.4	6.0	-1.8	-0.9	11

数据来源：Wind，安信证券

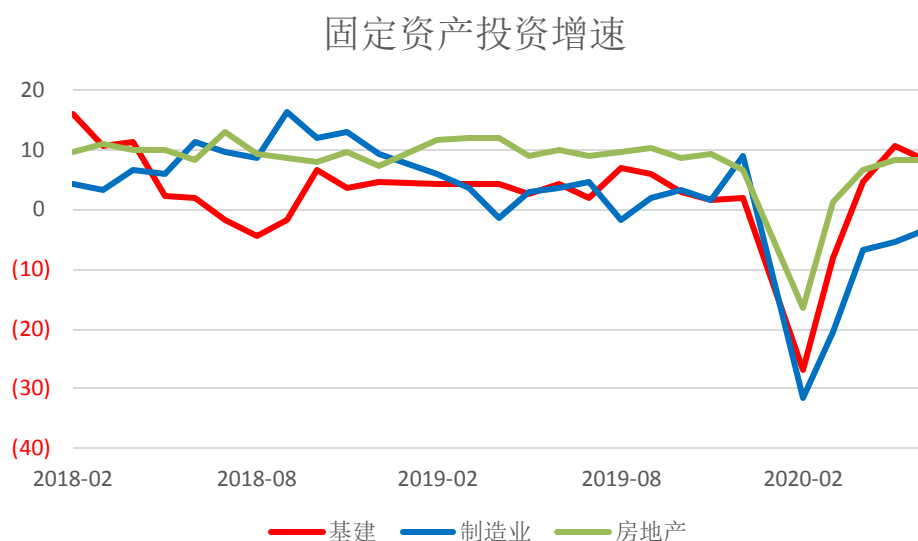
注：（1）恢复度=（二季度增速-一季度增速）/（一季度增速-2019年四季度增速）；（2）

标红色的为恢复度较高的行业，标绿色的为恢复度较低的行业。

行业修复的显著差异与行业受疫情影响的程度有关，也与政策的逆周期调节力度相关。从固定资产投资的行业增速上观察，基建投资的增速最强，4-6月均明显超过疫情前的水平；房地产投资增速则大致恢复到疫情前的水平；更加市场化

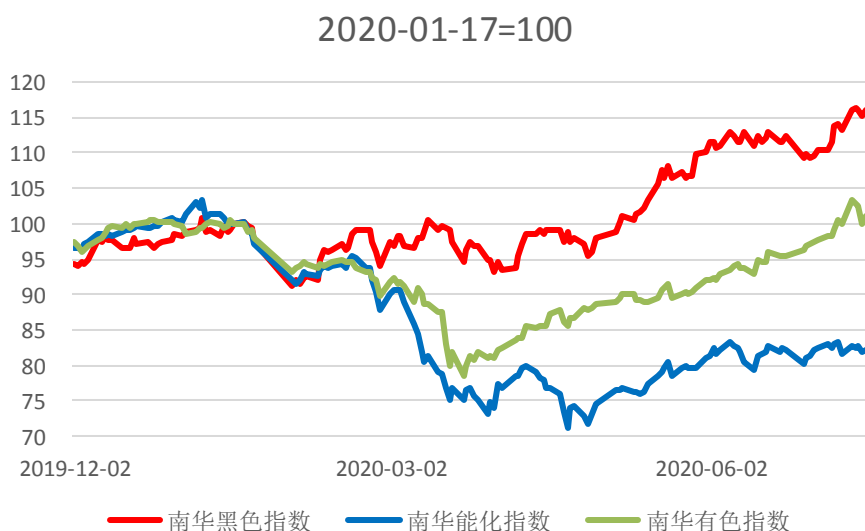
的制造业投资增速则相对偏弱,距离疫情前的水平仍有一定差距。更为重要的是,自 5 月后,制造业投资的修复力度在边际减弱。这可能说明经济的内生动力仍然不强。

图2: 单位: %



数据来源: Wind

图3: 单位: 点



数据来源: Wind

图4: 单位: %

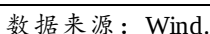
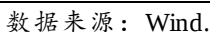
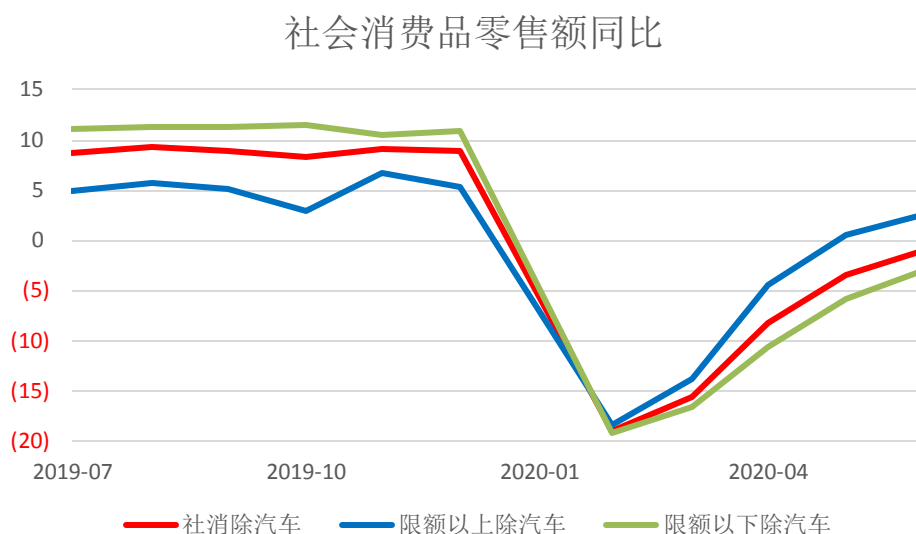


图5: 单位: %



此外，6月的经济数据进一步显示，经济的修复尽管在持续，但在边际上趋弱。工业增加值增速从4月的3.9%进一步连续走高至6月的4.8%，但工业生产中最重要制造业增速在此期间并无明显上升，维持在5%左右。工业增速的上升更多是采矿业与电力燃气业增速加快的贡献所致，这可能与疫情期间室内活动增加并大量使用空调有关（城乡居民用电量增速在5-6月出现大涨）。受国内外疫情影响，纺织服装业、皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业、家具制造业、文教、工美、体育和娱乐用品制造业等多个行业的增速仍然在-10%左右，截止6月并没出现明显的好转。

图6： 单位：%



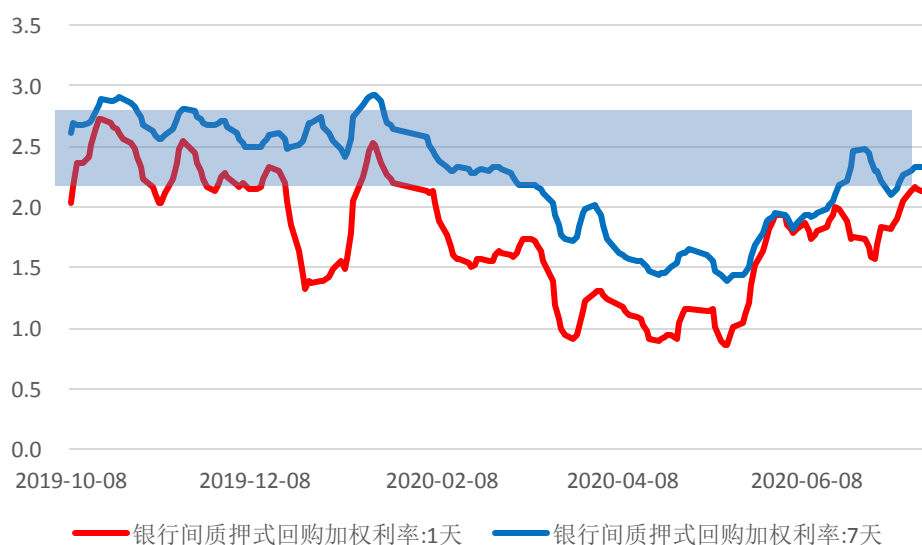
数据来源：Wind，安信证券

6月的社会消费品零售也呈现出修复在边际趋弱的趋势。此外，剔除汽车后，限额以下的零售额增速仍低至-3%，与疫情前的11%左右的增速仍有相当大的差距。鉴于限额以下的零售额占社会消费品零售额的接近三分之二，社会消费品零售额增速恢复到疫情前的水平尚需时日。

总结而言，目前的经济形势尽管在持续好转，但各行各业均出现了修复节奏边际走弱的趋势。此外，经济的修复并不均衡，更加市场化的行业表现依然偏弱。叠加海外需求恢复较慢的考量，我们预计，中国经济整体要恢复到疫情前的水平仍需要一段时间。

在此背景下，逆周期政策的全面退出仍需时日。即使货币政策收紧，幅度也将比较温和。首先，从融资价格上看，当前的隔夜回购利率与疫情前的利率水平大体接近，七天回购利率则比疫情前的利率水平低 20-30 个 BP。因此，即使未来的经济持续修复导致银行间利率水平进一步上升，幅度也将比 5-6 月的快速上升要更加温和。

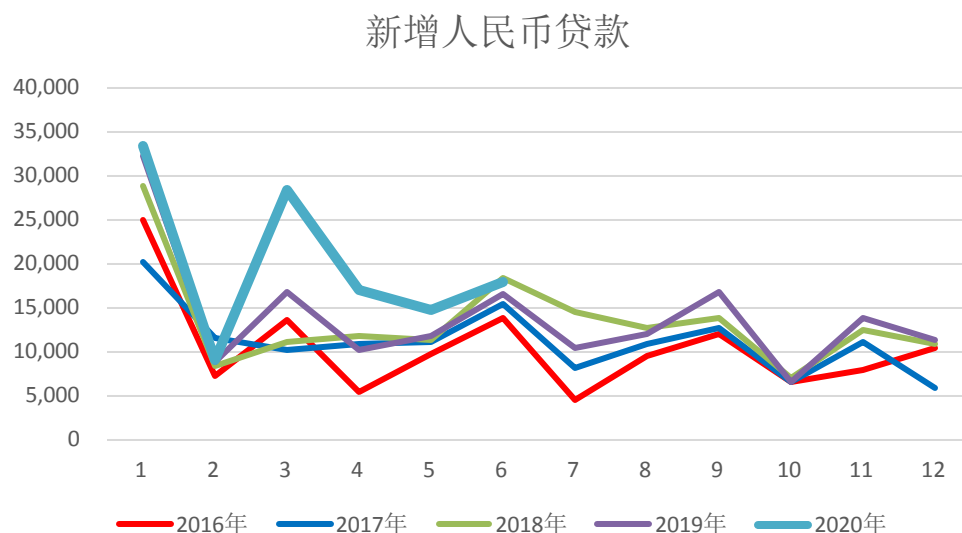
图7： 单位：%



数据来源：Wind，安信证券

从融资量的指标上观察，尽管央行贷款投放的同比多增数量在边际减少，但整体融资量收紧在年内较难出现。根据央行在年内投放接近 20 万亿贷款的计划来估算，我们预计下半年贷款量月均同比多增 1000 亿左右，基本维持略偏宽松的货币政策取向。

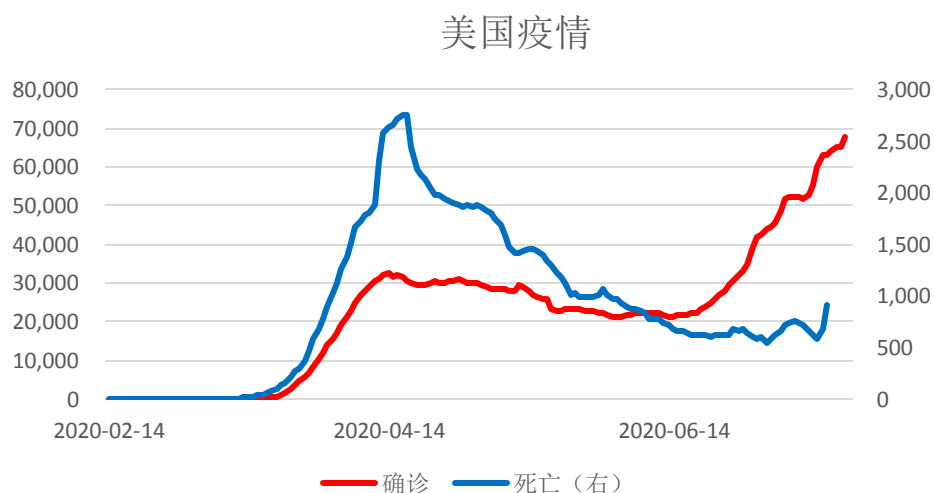
图8： 单位：亿元



数据来源：Wind，安信证券

二、美国疫情延续发酵，经济修复势头放缓

图9： 单位：例



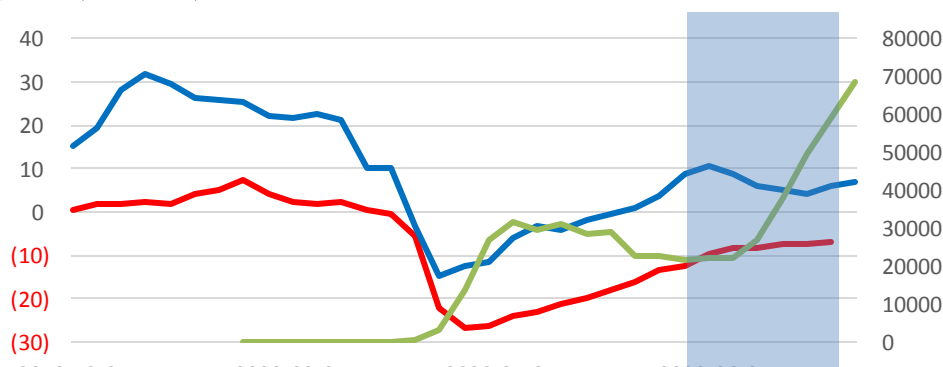
数据来源：Wind，安信证券

自6月下旬以来，美国的新冠肺炎确诊病例快速上升，从日增23000左右的低位大幅上升至日增70000左右。尽管美国的检测数也在同期大幅上升，但整体

阳性率的上升幅度也很显著，这说明真实的感染人数确实在明显上升。然而，由于多种原因，美国每日新增的新冠死亡病例尽管也上升，但增加的幅度并不大，在六月下旬后基本保持平稳。

美国疫情的二次爆发对美国实体经济和资本市场明显产生了影响。美国的各项高频数据在 4-6 月经历了较为迅速的修复上升后，从 6 月下旬开始显著放缓。美国的资本市场特别是股市指数也在 6 月中下旬后出现了震荡的行情。值得注意的是，尽管美国疫情出现了明显的二次爆发，美国的经济和资本市场并没有向下调整，而是保持平稳。我们猜测，这可能和两个因素有关。首先，当前来看，相比新冠确诊病例，新冠死亡人数或许是刻画疫情严重程度更好的指标；其次，美国疫情的二次爆发和美国复工节奏过快有关，市场或许预期，在管制措施重启后，疫情将逐渐受控。

图 10: 单位: 万平米



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_3754

