

宏观动态报告

2020 年 7 月 20 日

危机不阻经济回升 政策更应顺势而为**宏观经济 2020 半年报****核心内容：****1、下半年经济仍然以修复为主**

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。

除计算机、通信和其他电子设备制造和黑色产业链外保持增长，其他产业仍然在修复状态，制造业的恢复需要较长时间。

2、美联储短期不会退出

7 月份，美联储资产负债表连续的缩表，但不代表货币政策出现转向。7 月中旬美联储资产负债表已经重新扩张，而接下来美联储仍需要考虑美国经济的运行情况，美国部分指标仍然不够理想。美国仍可能进行下一轮财政刺激，需货币政策配合。

3、我国货币政策恢复常态

新冠疫情期间我国的货币政策和财政政策对于企业经营产生了正面意义。企业财务费用下降，利润得到修复。货币政策趋向正常化，货币投放放缓，市场利率重新上行，信用利差扩大。

4、下半年经济继续恢复 利率仍有下降可能

2 季度经济增速已经恢复性上行，这种 GDP 的修复预计延续至下半年，4 季度 GDP 修复可能结束。预计消费对 GDP 的拉动在 3、4 季度回正，尤其是 4 季度消费的增长基本恢复。投资对 GDP 的拉动程度降低，房地产投资已经恢复正常，基建投资上升空间收窄。

经济增速在 4 季度末可恢复正常，而后新冠时代我国经济面临的主要问题仍然是总需求不足。我们预计 4 季度制造业投资增速仍然较为低迷，2 季度小幅收紧的货币投放使得 4 季度经济动力缓慢下降。

下半年货币政策趋向正常化，新增信贷下半年仍然有近 10 万亿的额度，那么新增信贷增速保持平稳，而新增社会融资增速回落，这意味着下半年金融活化程度降低，对银行的监管重新严厉。

现阶段金融利差重新走高，已经超过 2019 年的水平，我国货币政策目标是降低实体经济的融资成本，尤其是中小企业的融资成本，这种利差走势不符合预

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

期。我们预计下半年经济增速的逐步走缓，加之 CPI 降至低位，对货币政策制约消失，我国利率仍然有下降的可能。

主要风险：全球疫情是否会二次爆发的风险、货币政策过于谨慎的风险、中美关系紧张的风险

目录

一、下半年经济仍然以修复为主	3
二、海外经济逐步恢复 美联储短期难言退出	4
三、经济复苏贯穿下半年	6
(一) 经济复苏态势持续	6
(二) 疫情下经济回升面临的困难	10
四、疫情下我国经济政策的变化	12
(一) 财政政策：收入减少制约腾挪空间	12
(二) 货币政策：再宽松需视经济运行而定	14
(三) 经济政策对企业的支持效果	16
五、通胀会否到来	17
六、下半年经济判断：4 季度货币仍有余地	18
(一) 经济增速：下半年稳步上行 GDP 增速斜率下降	18
(二) 金融：货币政策恢复常态 利率有下行可能	22

一、下半年经济仍然以修复为主

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，未来消费的小幅需要时间较长，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。除这连个行业外，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。

二、海外经济逐步恢复 美联储短期难言退出

全球主要经济体的经济数据显示，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，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，6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，消费支出大幅上升8.2%，与零售增速一起，创历史新高，消费者信心指数反弹，经济反弹明显。

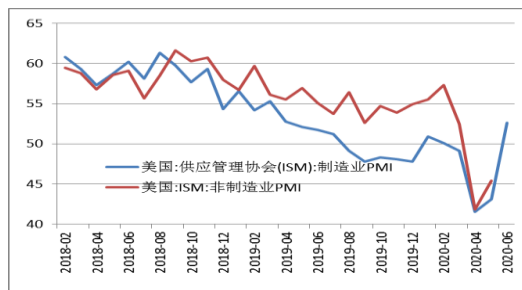
同时，欧元区经济数据也出现了明显反弹，PMI指数、经济景气指数、消费者信心指数和投资者信心指数均在反弹。不过，日本由于经济结构性问题，加上老龄化严重，出口继续下滑，内需仍不振，预计三季经济仍不佳，对全球经济反弹造成拖累。

美国6月制造业出现明显改善。美国6月ISM制造业PMI指数自43.1大幅反弹至52.6，远超预期的49.5，指数反弹力度是1980年以来的最大。这是在5月制造业脱离11年低位、出现低位企稳的明显迹象后，6月的制造业PMI突破扩张线，升至14个月高位。PMI的反弹表明美国经济在2月进入衰退后已出现好转，预示最糟糕时期已经结束且制造业开始企稳。不断上升的病例数仍然对复苏造成了威胁，但是企业活动再度大幅萎缩的可能性不大。

就业方面，美国6月ADP就业人数增加236.9万人，创下历史最大增幅。同时消费回暖，占美国经济活动三分之二以上的消费者支出上个月增长了8.2%。消费支出激增反映出，在3月中旬为减缓疫情传播而实施封锁措施后，许多企业复工复产。美国6月份消费者信心指数增幅超出预期，因为随着企业重新开业，消费者乐观情绪增强。

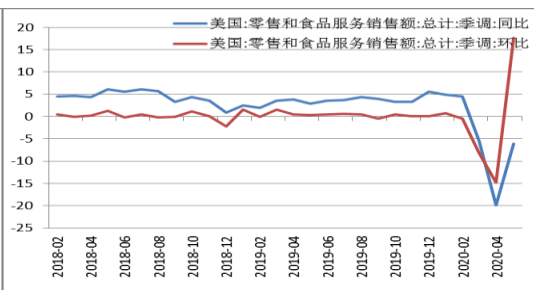
美国5月份的新建住宅销量增幅超预期，处于创纪录低位的抵押贷款利率将购房者带回疫情期间冻结的房地产市场。越来越多的买家选择新房，因为二手房供不应求，创纪录的低利率也让更多人买得起房。

图 1：美国 PMI 上行（%）



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

图 2：美国零售创纪录走高（%）

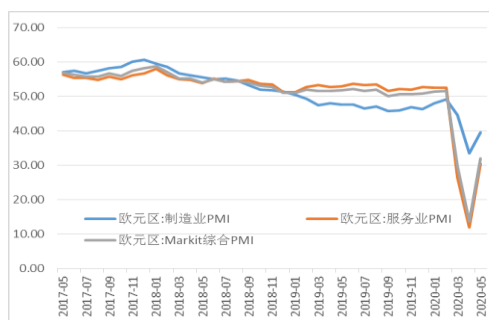


资料来源：Wind 中国银河证券研究院

欧元区方面，由于疫情影响，欧元区经济正陷入深度衰退，欧盟统计局发布的 2020 年第一季度的欧元区 19 个国家的 GDP 下降了 3.8%，是自 1999 年欧元区成立以来的最大跌幅。德国一季度 GDP 同比下降 2.3%，环比下降 2.2%，萎缩幅度创 2009 年来最大。德国智库 IFO 研究所称，今年第二季度德国经济可能会大幅下滑 12.4%，今年全年或萎缩 6.6%，不过明年有望反弹 10.2%。

德国 6 月份劳动力市场失业率环比上升 0.1 个百分点至 6.4%。德国政府采取短时工作制，根据这一制度，德国政府向因疫情危机导致工作时间缩减的企业员工提供补助，使其实际收入不会大幅下降。德国 6 月景气指数再度回升至 86.2，德国企业认为当前经济状况“有所好转”，对经济未来走向的预期则已“显著改善”。德国经济已经穿越谷底，有望在今年第三季度止跌回升。德国 6 月制造业 PMI 好于预期，暗示欧洲最大经济体将迎来缓慢复苏。自 3 月中旬以来，服务业受到逐步实施的封锁措施的打击最为严重，目前服务业进一步复苏。

图 3：欧元区 PMI（%）



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

图 4：欧元区消费者信心指数（%）



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

为应对新冠疫情以及可能随之而来的企业居民生活困难和全球衰退，各国陆续推出了财政刺激计划，同时多国央行调整基准利率。美联储降低了 150BP，使得联邦基金利率水平保持在 0%-0.25% 之间，3 月 24 日，美联储决定向市场释放无限量的美元流动性。新冠疫情加之原油暴跌，金融市场情绪迅速恶化，全球风险资产出现大幅抛售，全球离岸美元流动性枯竭。美联储 3 月 16 日之前倾向于调低利率向银行体系释放流动性，而之后主要操作是直接向市场释放流动性，重启了 2008 年金融危机时的全部工具，包括重启 QE、商业票据融资便利机制 (CPFF)、

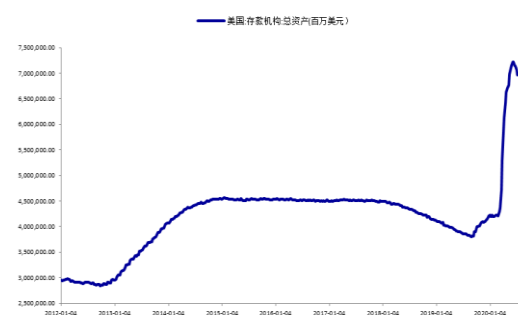
一级交易商信贷机制 (PDCF)、货币市场共同基金流动性便利 (MMLF)，同时宣布与全球主要央行建立临时性流动性互换协议。美联储操作果断迅速，稳定了全球离岸美元市场的流动性。

截至 6 月末，美联储资产负债表扩表至 7.13 万亿美元，比 3 月初上行了 2.84 万亿美元，上行速度达到 66.25%。与美联储相似，欧央行资产负债表也上行了 32.6% 至 6.23 万亿欧元。美联储和欧央行的快速扩表以及政府及时的救助计划使得美国和欧洲的经济能够渡过新冠疫情带来的经济封锁。

进入 7 月份，美联储资产负债表连续的缩表，这主要是全球美元离岸系统已经稳定，美联储美元互换使用量持续萎缩，一级交易商信贷机制和货币市场共同基金流动性便利工具项目使用量持续减少，整体信贷规模也在下降。

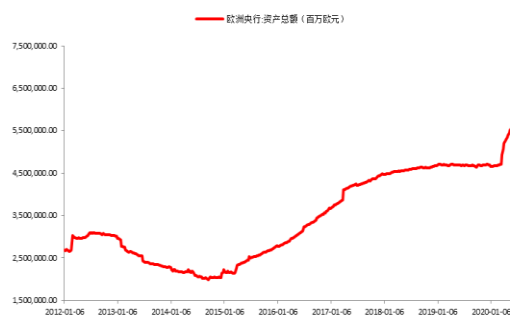
但我们认为美联储连续缩表并不代表货币政策出现转向。7 月中旬美联储资产负债表已经重新扩张，而接下来美联储仍需要考虑美国经济的运行情况。美国的新冠疫情仍然没有结束，疫情有二次复发的趋势，美国部分地区重新封锁，美国经济复苏仍然有压力。美国 PMI、零售和就业指标呈现好转，但部分指标仍然不够理想。而美联储官员在 7 月份密集发声也表明货币政策将持续。虽然现阶段美国两党对下一轮财政刺激计划未达成协议，但两党均同意美国进行下一轮财政刺激，那么未来随着财政刺激的展开，货币政策需要予以配合，美联储缩可能重新扩表。

图 5：美联储资产负债表变化



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

图 6：欧央行资产负债表变化



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

三、经济复苏贯穿下半年

（一）经济复苏态势持续

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。

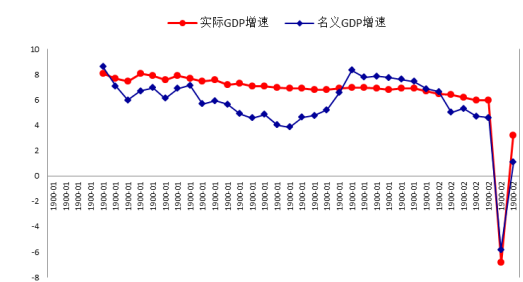
从现行指标上来看，好转的态势仍然较为明显。2020 年 2 季度 GDP 增长 3.2%，这是疫情下的恢复性增长。2 季度我国第三产业恢复，房地产和基建投资快速上行，生产性服务业和金融服务业表现较好，但是娱乐性服务业仍然较为低迷。我国总体消费水平仍然负增长，2 季度

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。

PMI 指标自 3 月份起回暖,至 6 月份 PMI 指标一直在 50%的荣枯线之上。3 月份后 PMI 生产指标持续高涨,5 月份物流顺畅后,产成品库存也在快速走低,这样利于之后的生产。新订单指数 6 月份继续回升,虽然新出口订单仍然在低位运行,但随着欧洲和美国经济逐步解封,出口订单逐步回暖。服务业仍然受到疫情的影响,影院、旅游、餐饮、交通仍然未恢复至正常状态,但服务业 PMI 已经在逐步回升。北京疫情爆发后,经济暂时有所封锁,但总体来看全国服务业仍然回暖,说明未来疫情影响经济只能是小范围的。建筑业恢复速度最快,主要是因为:

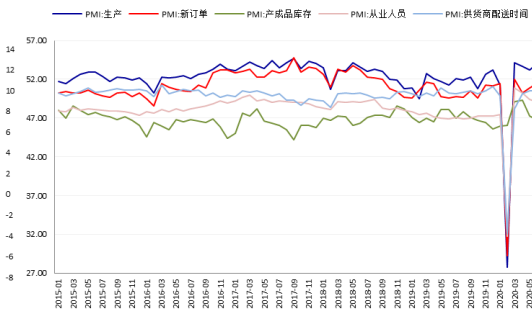
(1) 建筑行业带动的产业链条较多,复工受到政策支持;(2) 建筑行业受到需求增加影响,业务快速增长。建筑行业的 PMI 已经恢复至疫情前水平,建筑行业仍然能维持高景气度。

图 7 : GDP 继续上行 (%)



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

图 8 : PMI 生产持续回升 (%)



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

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 9 : 工业生产持续回升 (%)

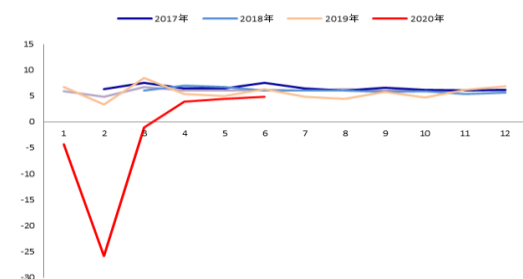
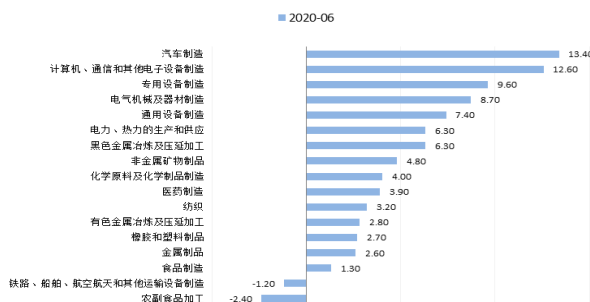


图 10 : 6 月份工业生产回升 (%)



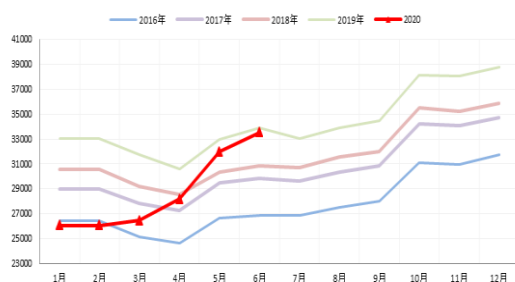
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

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。

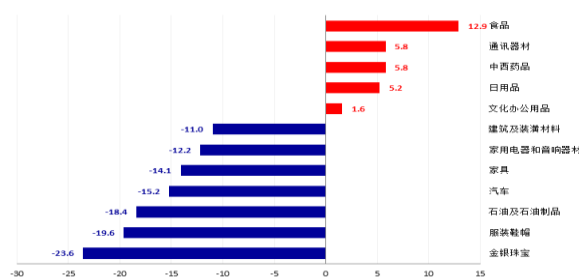
我国经济缓步解封，可选消费增速逐步上行，尤其是汽车、房地产相关产品消费回升。同时旅游、餐饮、交通、娱乐、酒店等行业逐步回暖会带动消费额继续回升，至少 3 季度，我国消费零售总额持续上行是可以确定的。

图 11：单月社会零售额（亿元）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 12：可选消费增速全面下行（%）



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，20 年上半年商品房销售面积和月同比增长达到 0.4%，房地产开发商土地购置面积在回升。

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_3764

