

经济修复再添扰动项

——宏观经济周度观察

投资周报

近期披露的官方 PMI、财新 PMI、PPI、信贷社融等数据都表明 6 月经济数据大概率表现强劲，然而，经济修复扰动项也同时出现，主要体现为：

(1) 美国新增疫情数据在全面复工后不断创新高。(2) 货币政策将进入更加常态的状态。(3) 疫情冲击尚未完全消化，又遇洪灾来袭。

我们认为上述扰动项尚不足以改变中国经济继续修复的趋势：

(1) 各类情景下，出口很难比现在更差。美国部分西部与南部州疫情攀升较快，这一影响并未明显体现在美国整体经济数据上，当然如果疫情进一步加剧，不排除这些州会重新封锁，但出现全国再次封锁的风险暂时还比较小，仍有一部分州疫情数据控制得较好，比如此前疫情严重的纽约州，目前日均新增确诊控制在 800 例左右，因此，后续美国经济很难比 3-4 月更差。即便美国再度出现全国封锁，鉴于欧洲疫情控制得还比较好，欧洲经济修复也能够支撑未来出口回暖。最近几个月出口不差并未计入欧美经济重启的影响，美国疫情主要影响出口回暖的斜率，综合考虑，出口很难比现在更差。

(2) 2019 年 4 月后经济继续下滑主要原因不是货币政策微调，当前货币政策走向常态化不同于紧缩。很多人认为 2019 年 4 月后经济下滑是货币政策微调导致，但实际上从各分项数据来看，经济下滑核心原因是全球经济回落对“出口-制造业”链条的冲击，而对融资敏感的基建与房地产投资表现并不差。理论上讲，货币政策调整会对经济产生影响，但即便是在金融市场成熟的美国，这种影响往往也是存在时滞的，在经济上行周期(例如 2007 年、2010 年、2017 年)，货币紧缩伴随着经济上行。此外，当前货币政策走向常态化与过去货币紧缩不同，即便目前 3 个月 Shibor 利率达到 2.1%，也是处于历史极低水平，整体而言，货币只是不会像危机模式那么宽松，但紧缩的拐点还没有到。

(3) 洪灾对经济可能是阶段性扰动，影响经济修复斜率与节奏不影响趋势。从 1998 年与 2016 年的经验来看，洪灾对经济的间接影响主要体现在建筑业施工上，建筑业会受到阶段性冲击，但并未改变当年的趋势，这可能是因为洪灾之后，建筑项目会继续赶工，而灾后重建对基建还有一定拉动效应。

● **风险提示：海外疫情二次爆发；政策落实不及预期**

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050003

相关报告

宏观报告：一季度经济数据的三个细节

2020-4-19

宏观报告：疫情下的新兴市场潜在风险

2020-4-12

宏观报告：如何用高频数据跟踪美国经济衰退

2020-4-5

宏观报告：特别时期的扩内需

2020-3-29

宏观报告：如何理解当前形势下的消费

2020-3-21

宏观报告：以内需补外需，基建投资是首选

2020-3-8

宏观报告：国内政策力度加大，海外疫情引发避险情绪

2020-02-23

宏观报告：疫情推动“强美元”

2020-2-16

宏观报告：产成品周转天数高增之谜

2019-12-22

目 录

1、 经济修复再添扰动项.....	3
2、 海外经济与市场流动性观察.....	6
3、 国内高频数据观察.....	8
3.1、 商品房销量同比回落	8
3.2、 猪肉价格上涨	8
3.3、 货币市场利率上升	9
3.4、 美元指数下跌，人民币汇率升值	10

图表目录

图 1: 美国新增疫情数据在全面复工后不断创新高.....	3
图 2: 近期南方部分地区降水量远高于历年同期平均水平	4
图 3: 2019 年 4 月货币政策微调后，经济在短暂企稳后重回下行	4
图 4: 纽约州疫情得到较好控制	5
图 5: 欧洲疫情得到较好控制	5
图 6: 2007 年、2010 年与 2017 年经济上行伴随货币紧缩	6
图 11: 商品房销量同比回落	8
图 12: 猪肉价格上涨.....	8
图 13: WTI 原油期货价上涨	9
图 14: 货币市场利率上升	10
图 15: 美元指数下跌.....	10
图 16: 人民币汇率升值.....	11
表 1: 央行公开市场操作（2020.7.6-2020.7.10）	9

1、经济修复再添扰动项

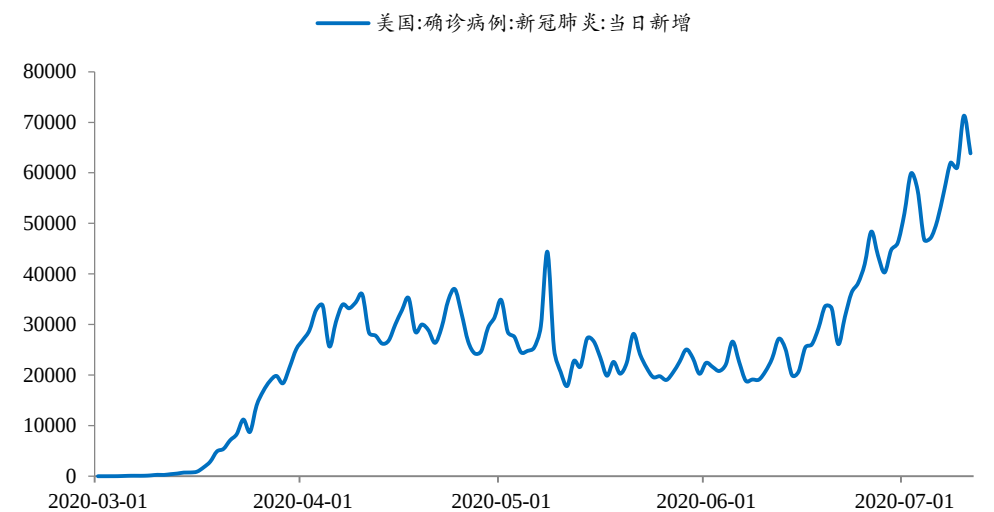
近期披露的官方PMI、财新PMI、PPI、信贷社融等数据都表明6月经济数据大概率表现强劲，然而，经济修复扰动项也同时出现，主要体现为：

(1) 美国新增疫情数据在全面复工后不断创新高。7月10日，美国新增确诊病例超过7万例，主要由西部与南部州贡献，疫情曲线的抬升增加了美国经济复苏进程不确定性，可能会对中国出口产生扰动。

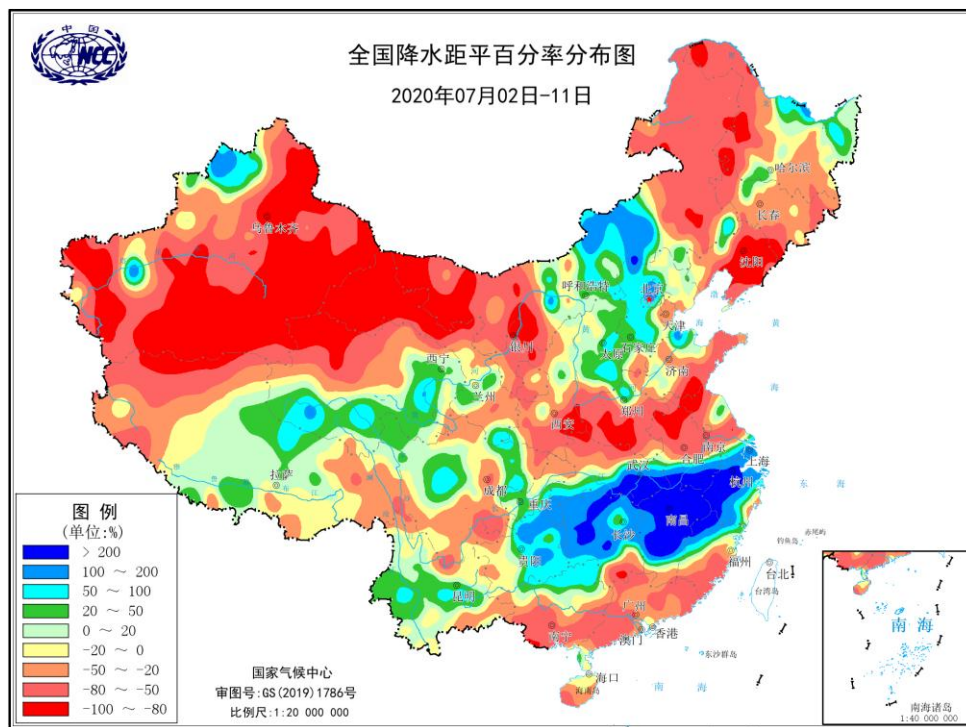
(2) 货币政策将进入更加常态的状态。5月以来，货币政策宽松速度已经放缓，进入观察期，由于经济恢复情况还不错，货币政策已经从1-4月的危机模式变得更加常态化，3个月Shibor利率已经1.4%附近上升至2%附近，央行在2020年上半年金融统计数据新闻发布会上提到“下半年经济恢复正常，传统货币政策的作用可能会更加明显，我们进入了一个更加常态的状态”。有人会担心货币政策微调后，会对经济产生负面冲击，毕竟2019年4月曾出现过货币政策微调后，经济复苏预期被证伪，经济在短暂企稳后重回下行。

(3) 疫情冲击尚未完全消化，又遇洪灾来袭。7月4日以来，212条河流发生超警以上洪水，其中72条河流超保，19条超历史纪录，太湖持续15天超过警戒水位，对此，水利部将水旱灾害防御应急响应提升至Ⅱ级。洪灾不仅对经济造成直接损失，对基建、房建开工也存在一定拖累，这对尚未完全消化疫情冲击的中国经济而言，形成又一次挑战。

图1：美国新增疫情数据在全面复工后不断创新高



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 近期南方部分地区降水量远高于历年同期平均水平

资料来源：国家气候中心，新时代证券研究所

图3： 2019 年 4 月货币政策微调后，经济在短暂企稳后重回下行

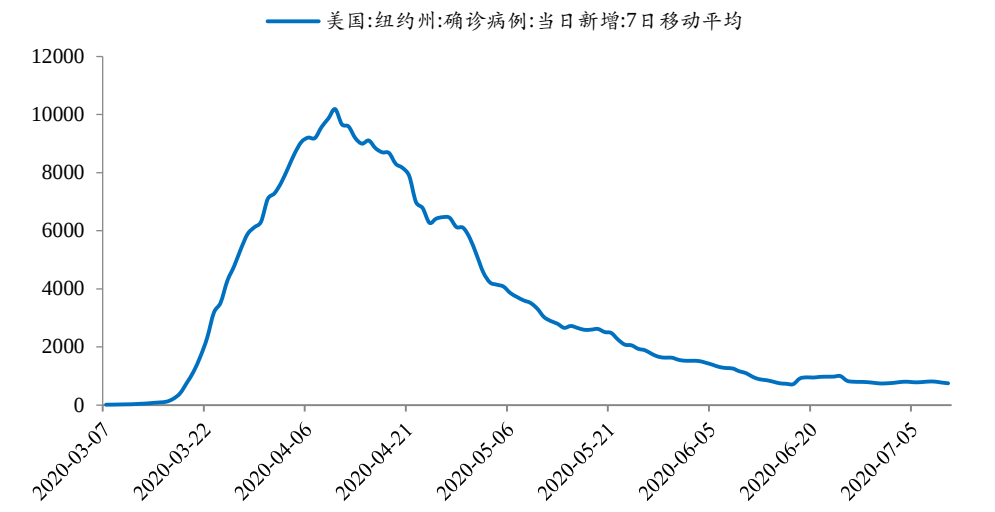
资料来源：Wind，新时代证券研究所

我们认为上述扰动项尚不足以改变中国经济继续修复的趋势：

(1) 各类情景下，出口很难比现在更差。目前美国部分西部与南部州疫情攀升较快，这一影响并未明显体现在美国整体经济数据上，当然如果疫情进一步加剧，不排除这些州会重新封锁，但出现全国再次封锁的风险暂时还比较小，仍有一部分州疫情数据控制得较好，比如此前疫情严重的纽约州，目前日均新增确诊控制在800例左右，因此，后续美国经济很难比3-4月更差。即便美国再度出现全国封锁，鉴于欧洲疫情控制得还比较好，欧洲经济修复也能够支撑未来出口回暖。最近几个

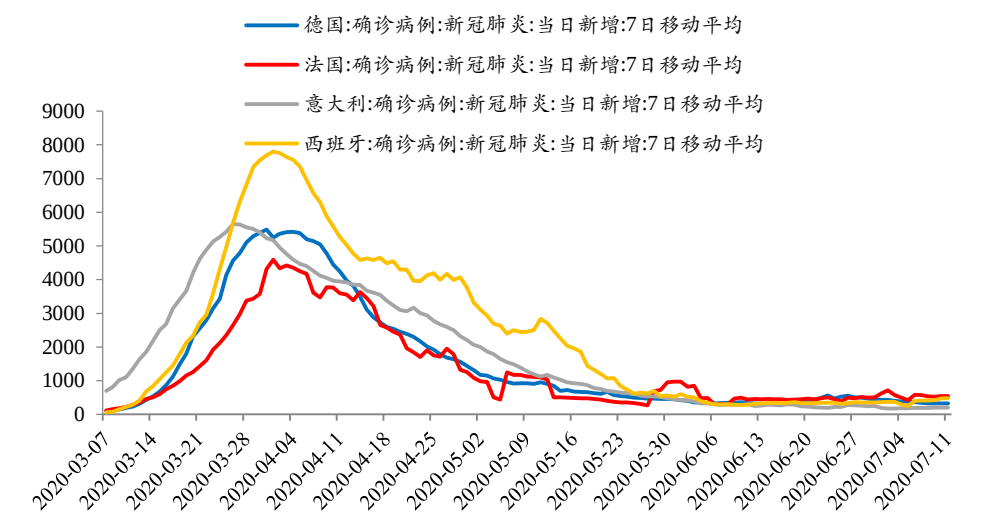
月出口不差并未计入欧美经济重启的影响，美国疫情主要影响出口回暖的斜率，综合考虑，出口很难比现在更差。

图4： 纽约州疫情得到较好控制



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 欧洲疫情得到较好控制

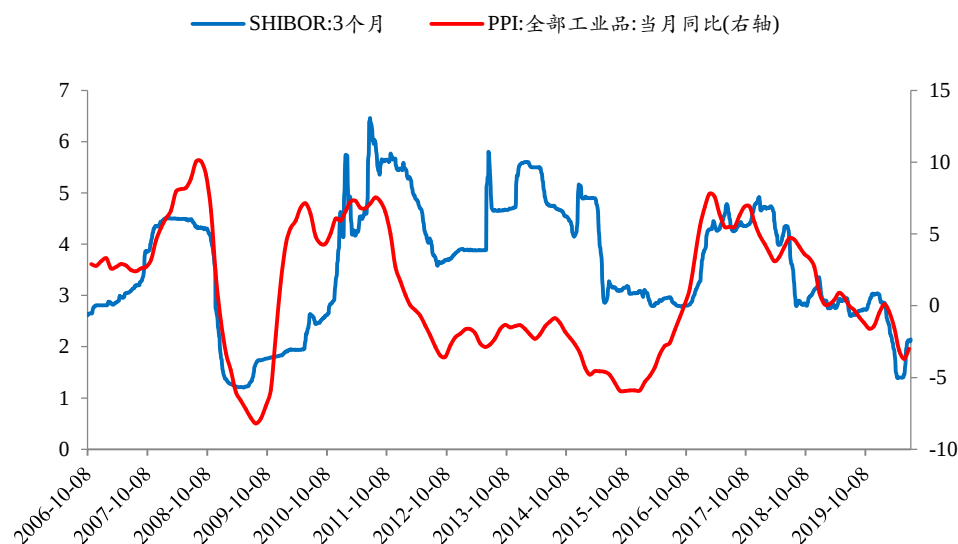


资料来源：Wind，新时代证券研究所

(2) 2019 年 4 月后经济继续下滑主要原因不是货币政策微调，当前货币政策走向常态化不同于紧缩。很多人认为2019年4月后经济下滑是货币政策微调导致，但实际上从各分项数据来看，经济下滑核心原因是全球经济回落对“出口-制造业”链条的冲击，而对融资敏感的基建与房地产投资表现并不差。理论上讲，货币政策调整会对经济产生影响，但即便是在金融市场成熟的美国，这种影响往往也是存在时滞的，在经济上行周期（例如2007年、2010年、2017年），货币紧缩伴随着经济上行。此外，当前货币政策走向常态化与过去货币紧缩不同，即便目前3个月Shibor利率达到2.1%，也是处于历史极低水平，整体而言，货币只是不会像危机模式那么宽松，但紧缩的拐点还没有到，原因在于：其一，三季度产出缺口不断收

窄，在此期间货币需要保持宽松，四季度产出缺口有望实现正值，PPI 出现通胀，即使货币政策调整最快可能也是在四季度。其二，宽信用离不开宽货币，未来一些常规宽松政策可能还会继续落地。其三，降成本需要宽货币。政府要求金融系统全年向企业合理让利 1.5 万亿元，其中一个重要方式就是商业银行降低贷款利率。由于银行净息差已出现较大幅度下滑，需要央行通过货币宽松给予商业银行更多的便宜资金可以使用。

图6： 2007 年、2010 年与 2017 年经济上行伴随货币紧缩



资料来源：Wind，新时代证券研究所

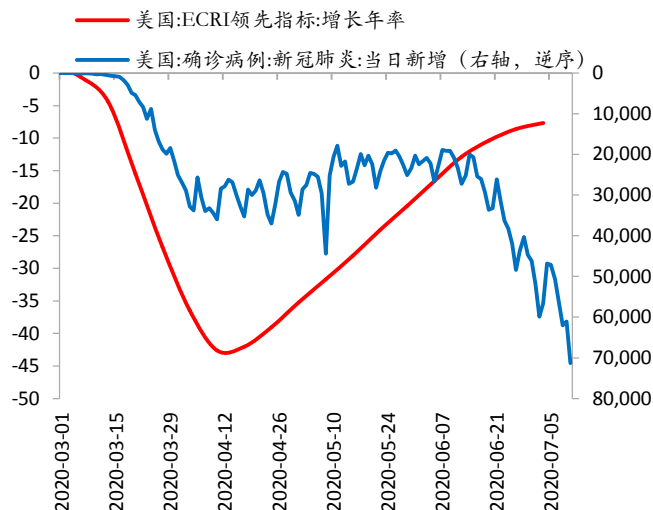
(3) 洪灾对经济可能是阶段性扰动，影响经济修复斜率与节奏不影响趋势。从 1998 年与 2016 年的经验来看，洪灾对经济的间接影响主要体现在建筑业施工上，建筑业会受到阶段性冲击，但并未改变当年的趋势，这可能是因为洪灾之后，建筑项目会继续赶工，而灾后重建对基建还有一定拉动效应。

2、海外经济与市场流动性观察

截至 7 月 10 日当周，美国 ECRI 领先指标增长年率为-7.7%，较前值（-8.6%）继续收窄；纽约联储每周经济指数（WEI）为-6.8%，前值下修至-7.7%。美国 7 月 4 日当周初次申请失业金人数继续回落至 131.4 万人，预期 137.5 万人。

美国疫情恶化，7 月 8 日到 10 日三天单日新增确诊病例均超过 6 万例，7 月 10 日新增确诊 71286 例，为疫情爆发以来最高值。美国 6 月 ISM 非制造业 PMI 录得 57.1，大幅高于预期值 50.1，反映出美国服务业的复苏。但是鉴于疫情再度加剧，服务业复苏面临停顿。美国 6 月 PPI 环比下降 0.8%，下降幅度大于预期的 0.2%，且与 5 月 PPI 年率一致，核心 PPI 环比上升 0.1%，低于预期的 0.4%，且较 5 月核心 PPI 年率进一步下降 0.2 个百分点，反映出美国通缩压力持续。

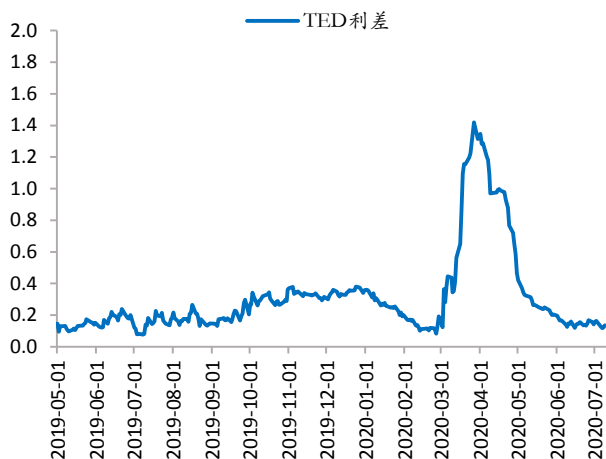
上周美国金融市场恐慌情绪和流动性压力有所缓解，VIX 回落至 27.3，Ted 利差小幅下降。美国信用风险小幅下降，高收益企业债利差从 6.17% 降至 6.14%。

图7： 美国 ECRI 领先指标增长年率继续回升

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 纽约联储每周经济指数回升

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： TED 利差小幅回落

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： VIX 小幅回落

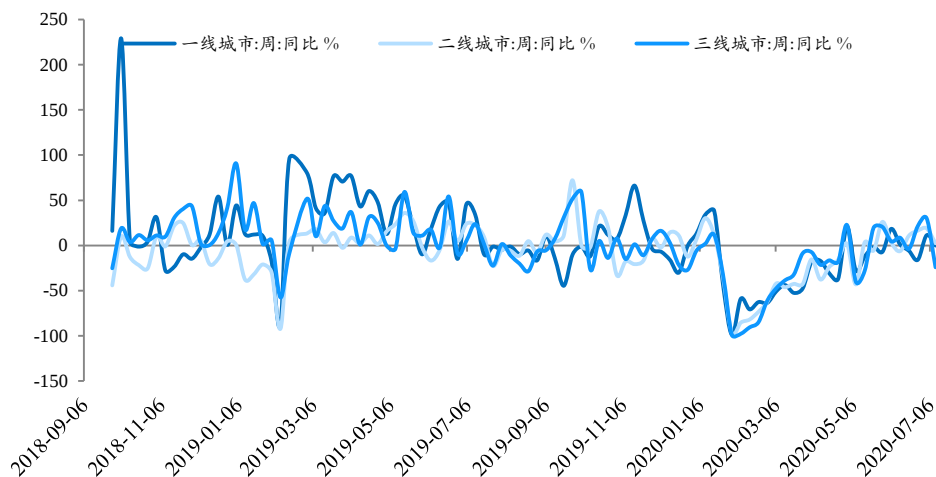
资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、国内高频数据观察

3.1、商品房销量同比回落

上周，30 大中城市商品房日均销售面积从 73.8 万平方米下降至 53.2 万平方米。30 大中城市商品房销售面积同比增速从 20.5% 回落至 -6.5%，其中，一、二、三线城市商品房销售面积同比分别回落至 -0.2%、2.4%、-24.2%。

图11： 商品房销量同比回落



资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.2、猪肉价格上涨

上周，28 种重点监测蔬菜价格下跌 0.4%，涨幅较前值（2%）回落。7 种重点监测水果价格下跌 0.3%，跌幅较前值（-1.5%）收窄。受猪肉消费需求回升影响，猪肉批发价一周上涨 4%，涨幅前值（2.9%）回升，连续 6 周上涨。受美国疫情数据攀升影响，原油价格涨势趋缓，其中，WTI 原油与布油价格分别上涨 0.8%、1%，前值分别是 4.5%、4.3%。

图12： 猪肉价格上涨

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_3998

