

宏观动态报告

2020 年 6 月 27 日

经济缓慢恢复 央行操作偏谨慎

宏观经济 2020 年 6 月动态报告

核心内容：

1、我国经济处于恢复过程

中国 4、5 月份经济数据显示整个经济处于恢复过程中，货币条件仍然较为宽松，未来仍然有降息降准的预期。可以说未来 1 个季度，我国经济仍然处于缓慢回升加上货币放松的环境中，我们认为整体上风险资产处于有利的位置。

工业生产处于持续复苏的状态，5 月份工业生产继续上行，规模以上工业增加值同比增长 4.4%，预计 2 季度工业生产在 4.5% 左右，大幅好于 1 季度 -8.4%，生产端处于持续恢复的状态。

消费端弱于预期，新冠疫情对经济的冲击会缓慢减弱，但整个经济生活仍然没有完全恢复正常，居民消费中餐饮、旅游、交通、酒店等相关消费仍然处于低位，居民餐饮消费只有 -18.9%。但也要看到居民的必需品消费仍然相对稳定，尤其是通讯器材也拥有必需品消费的特质，疫情后恢复速度较快，整体消费增速会随着经济的正常运行缓慢恢复。

投资方面，房地产投资较为稳定，在受到资金限制的时候房地产上升速度较为平稳，房地产各项指标向好。基建投资方面仍然回升，虽然回升速度低于预期，但受到新冠疫情影响的经济需要基建适当的上行，地方政府专项债稳健下发，我们预计基建仍然会缓慢回升。制造业投资较为疲软，上行速度较为缓慢，疫情对企业利润的打击较大，企业在投资上较为谨慎。

2、全球经济最坏的时刻已经过去

美国和欧洲从 5 月份开始已经有步骤的重启经济，从现行指标上来看，经济逐步恢复。从 PMI 来看，美国和欧洲的制造业处于逐步恢复的过程中，美国最新的消费数据也显示，政府救助较为得力，美国消费大幅上行。

美联储和欧央行仍然处于宽松状态，美联储宽松至少持续至 2022 年，而欧央行仍然会采用多种货币工具刺激经济。

虽然近期美国疫情有所反复，但我们认为再次全面倒退的可能性较小，未来经济恢复是主旋律。

3、利率大幅波动，央行仍然偏谨慎

央行几乎在 5 月份停止了公开市场操作，与前期操作截然相反。6 月初央行重启逆回购操作，6 月 14 日重启 14 天期逆回购操作，并降低了 14 天期逆回购操作利率。10 年期国债收益率与短期市场利率仍然有小幅走高，现阶段央行可能致力于稳定短期市场利率。

央行的货币操作仍然偏谨慎，疫情期间在央行和财政联手操作下，我国经济指标持续回升，使得我国货币操作缓慢偏谨慎。央行货币政策再次宽松可能要等

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

张宸

☎：(8610) 8357 1342

✉：zhangchen_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130517120001

研究助理：

余逸霖

☎：(8610) 66561871

✉：yuyilin_yj@chinastock.com.cn

到我国经济指标回升结束进入平稳期后，再次评估我国经济增长力度。

我们认为，我国经济指标虽然仍然在回升过程中，但未来仍然面临较大的压力。经济回升可能是较为缓慢的过程，在此过程中受到冲击最大的仍然是中小企业。随着经济指标逐步平稳，央行货币政策仍然要相应放开，降息降准未来仍然是央行的选项。

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

目录

一、经济处于恢复过程，国内外经济指标逐步改善	3
（一）我国经济处于恢复过程中	5
（二）全球经济最坏的时刻已经过去	6
（三）利率大幅波动，央行仍然偏谨慎	7
二、国际经济观察	8
（一）美国：经济已经衰退，但数据或已见底	8
（二）欧元区：经济受到严重打击 需要时间恢复	11
（三）日本：必要时增加宽松政策	13
（四）韩国：疫情影响韩国出口大幅萎缩	14
（五）台湾：出口稍显乐观	15
三、国内经济：经济有所回暖	16
（一）PMI：国内报复性恢复告一段落 需求偏疲软	16
（二）生产：复工促进生产回升，未来面临订单和库存冲击	18
（三）需求端：继续缓慢回升	20

1、消费：消费缓慢恢复，下月重回正增长	20
2、投资：制造业低迷基建平稳，稳增长力度不足带来投资慢速回升	22
3、外贸：出口韧性仍然较强，未来压力减弱	25
(四) 通胀：猪肉原油主导通胀，CPI 以降为主，PPI 低点已到	28
1、CPI：食品价格下行拉动通胀走低	28
2、PPI：PPI 最低点已过	29
四、金融：信贷扩张速度减弱 但仍在相对高位	30
五、国内外主要风险	31

一、经济处于恢复过程，国内外经济指标逐步改善

2 季度新冠疫情在全球范围内得到控制，中国方面已经在 4 月份逐步复工复产，经济指标逐月好转。

国外方面，欧洲 5 月份经济开始重启，人员封锁措施逐步解除，美国也在 5 月份开始尝试解除封锁。新

冠疫情仍然可能在较长的时间内存在，需要等待疫苗或者治疗药品的出现，但我们认为新冠疫情对经济

的突然性冲击已经过去，未来仍然会受到疫情的困扰，但都在可控的范围内。下一步需要全球经济重新恢复联系，国际航班的恢复是标志性措施。

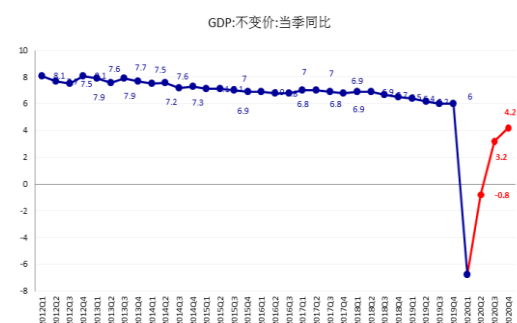
虽然从最新的经济指标来看，我国经济恢复速度低于预期。工业生产低于预期，预计 2 季度在 4.5% 左右，这会影响产业链其他国家的工业生产。同时需求仍然显得较弱，尤其是制造业投资持续疲软，我国政策支持经济力度仍然不足，使得我国未来需求恢复也会显得较为缓慢。

但总体来说，尽管数据运行低于预期，但经济的确在缓步恢复，这种进程并未打破。同时央行也在维护流动性，虽然力度较之前 2 个月有所下滑，未来更宽松的货币政策充满不确定性，但较为确定的是央行不可能回到更紧的货币政策。而随着经济复苏的结束，央行仍然有希望放松货币。

国外方面，随着人员隔离逐步放开，美国经济开始恢复，美国就业数据好于预期，同时美国先行指标有所上行。欧洲方面 4 月份经济到达谷底，5 月份稍有恢复，预计未来经济处于恢复过程中。美联储和欧央行都明确表示会持续支持经济。

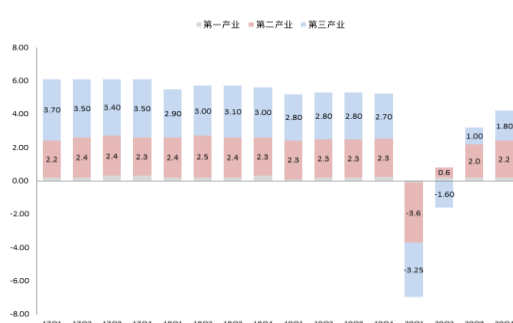
总体来说，至少未来 3 个月，全球经济指标是在逐步恢复的，同时货币政策处于宽松的过程中，这种演化不会轻易打断（疫情再次爆发会打断经济恢复进程），那么全球风险偏好就利好资本市场。

图 1：2020 年 GDP 预测（%）



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

图 2：三大产业各季度对 GDP 的拉动（%）



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

（一）我国经济处于恢复过程中

中国 4、5 月份经济数据显示整个经济处于恢复过程中，货币条件仍然较为宽松，未来仍然有降息降准的预期。可以说未来 1 个季度，我国经济仍然处于缓慢回升加上货币放松的环境中，我们认为整体上风险资产处于有利的位置。

截至 5 月份，工业生产处于持续复苏的状态，5 月份工业生产继续上行，规模以上工业增加值同比增长 4.4%，预计 2 季度工业生产在 4.5% 左右，大幅好于 1 季度-8.4%，生产端处于持续恢复的状态。

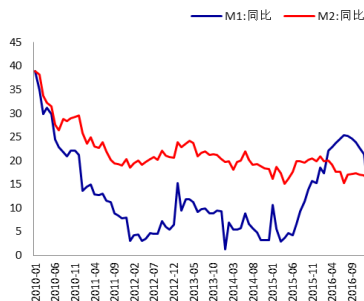
消费端弱于预期，新冠疫情对经济的冲击会缓慢减弱，但整个经济生活仍然没有完全恢复正常，居民消费中餐饮、旅游、交通、酒店等相关消费仍然处于低位，居民餐饮消费只有-18.9%。但也要看到居民的必需品消费仍然相对稳定，尤其是通讯器材也拥有必需品消费的特质，疫情后恢复速度较快，整体消费增速会随着经济的正常运行缓慢恢复。

投资方面，房地产投资较为稳定，5 月单月房地产投资增速达到了 8%，在受到资金限制的时候房地产上升速度较为平稳，房地产的需求仍然较为稳健，房地产各项指标向好。基建投资方面仍然回升，虽然回升速度低于预期，但受到新冠疫情影响的经济需要基建适当的上行，地方政府专项债稳健下发，我们预计基建仍然会缓慢回升。制造业投资较为疲软，上行速度较为缓慢，疫情对企业利润的打击较大，企业在投资上较为谨慎。

净出口不确定性较大，海外疫情的缓解有助于我国出口，但需求减弱的情况下，出口的恢复应该也较为波折。4、5 月份我国单月出口额均在 2000 亿美元之上，出口显示我国产品仍然较有竞争力，未来我国出口仍然要面临困难，2 季度可能成为不稳定因素。

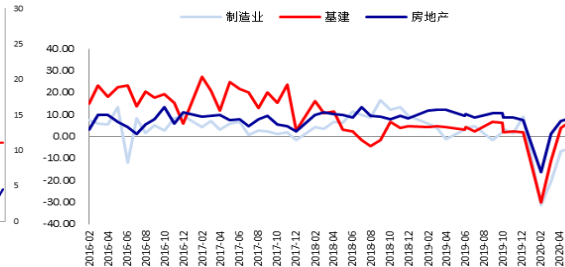
我国货币较为稳定，M2 增速持续在 11% 以上，未来 M2 增速可能继续上行。央行的货币政策虽然有些滞后，但央行会致力于维护宽松的货币环境，而进一步的降准降息仍然在预期内。

图 3：M2 持续回升（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 4：房地产投资稳定（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

（二）全球经济最坏的时刻已经过去

新冠疫情在全球蔓延，导致美国和欧洲经济停滞，5 月份美国和欧洲开始逐步解封，经济先行指标显示，美国和欧洲经济最坏的时刻已经过去，未来美国和欧洲经济会逐步复苏。

美国 5 月份的非农就业人数增加 250.9 万人，远超预期的减少 750 万人，创下有史以来单月增加最高。其中，此前因疫情停业的休闲和酒店行业占了新增就业人数近一半，有 120 万人重返工作岗位。随着各州开始放宽社交距离措施，酒吧和餐馆的工作岗位增加了 140 万个。同时，美国制造业行业在经济逐步重启的大环境下有所回暖，5 月份 PMI 环比上升 1.6 点，来到 43.1 点，5 月份美国服务业 PMI 环比上升 3.6 点至 45.4 点。新冠疫情导致制造业生产活动中断已有三个月之久，制造业与服务业新冠疫情影

响虽然继续萎缩，但 5 月份非制造业 PMI 环比增幅创两年多来新高。

欧元区方面，由于疫情的影响，欧元区经济正陷入深度衰退，欧央行维持利率不变，并将紧急抗疫购债计划(PEPP)规模扩大 6000 亿欧元，总额达 1.35 万亿欧元，PEPP 将至少延长至 2021 年 6 月。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%。近期公布的欧元区经济数据表明，尽管经济活动的萎缩仍在持续，但最困难的时期可能已经过去。欧元区 5 月份的综合 PMI 为 31.9，高于预期的 30.5，也较 4 月的 13.6 大幅提升。5 月份欧元区私营部门的活动仍然继续以明显的速度收缩，尽管步伐放慢，但新进业务下降速度明显。此外，就业人数净减少的数据为有记录以来的最高值，尽管商业活动的信心仍然为负面，但高于 3 月份时的低点。

图 5：美国失业率（%）

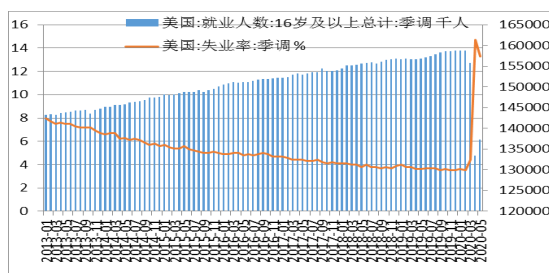
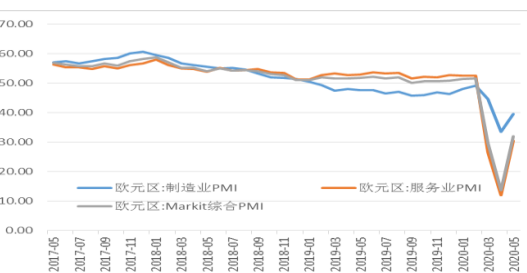


图 6：欧元区 PMI（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

数据来源：WIND 中国银河证券研究院

(三) 利率大幅波动，央行仍然偏谨慎

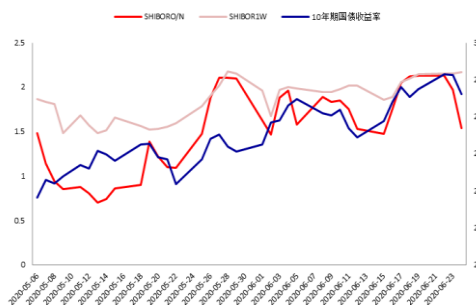
5 月份到 6 月份，我国利率市场出现大幅波动，10 年期国债收益率快速上行，6 月份平均利率 2.82%，比 5 月份上行 14BP，而从 5 月份 6 日的低点 2.58% 至 6 月 23 日的高点，利率上行了 33BP。短期市场利率同样上行，SHIBOR 隔夜利率和 7 天利率 6 月份平均为 1.8088% 和 2.0011%，比 5 月份分别上行 55BP 和 28BP。

央行几乎在 5 月份停止了公开市场操作，与前期操作截然相反。6 月初央行重启逆回购操作，6 月 14 日重启 14 天期逆回购操作，并降低了 14 天期逆回购操作利率。10 年期国债收益率与短期市场利率仍然有小幅走高，现阶段央行可能致力于稳定短期市场利率。

央行的货币操作仍然偏谨慎，疫情期间在央行和财政联手操作下，我国经济指标持续回升，使得我国货币操作缓慢偏谨慎。虽然央行仍然保持宽松的货币政策，但其宽松力度和预期已经下降。央行货币政策再次宽松可能要等到我国经济指标回升结束进入平稳期后，再次评估我国经济增长力度。

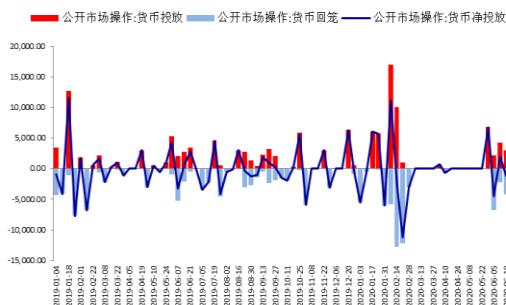
我们认为，我国经济指标虽然仍然在回升过程中，但未来仍然面临较大的压力。经济回升可能是较为缓慢的过程，在此过程中受到冲击最大的仍然是中小企业。随着经济指标逐步平稳，央行货币政策仍然要相应放开，降息降准未来仍然是央行的选项。

图 7：存款类机构质押式回购加权利率（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 8：央行公开市场操作（亿元）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

二、 国际经济观察

(一) 美国：经济已经衰退，但数据或已见底

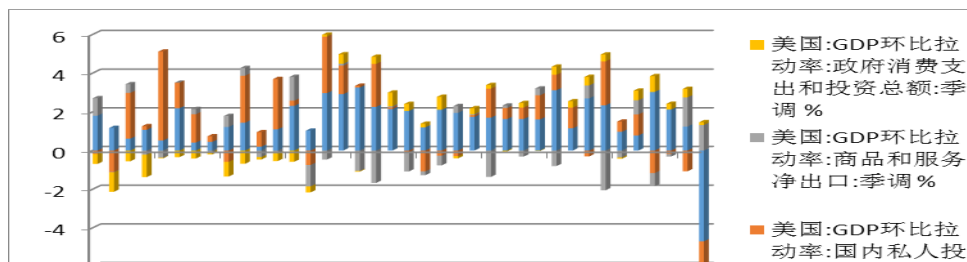
美商务部国家经济研究所（NBER）宣布美国经济已开始陷入衰退。受新冠疫情影响，一季度美国 GDP 环比折年率下降了 5%。NBER 确认，本轮衰退从今年 2 月开始。这标志着美国历史上最长经济增长周期的终结。本轮经济增长从 2009 年 6 月开始，长达 128 个月经济持续扩张周期，这是 1854 年有经济统计以来，美国最长的一次经济扩张期。

国会预算办公室预期，第二季度 GDP 环比折年率将下降 38%。但随着对疫情担忧的减弱以及各地放松限制，2020 年 3 季度 GDP 将以 21.5% 的增速反弹。但如果放松限制措施导致疫情的第二波反扑，则 GDP 仍会出现下滑。

美联储预计今年 GDP 将萎缩 6.5%，年底失业率将达到 9.3%；2021 年底失业率将降至 6.5%，2022 年底将降至 5.5%，仍比去年底高出整整 2 个百分点。

IMF 表示，美国经济封锁持续的时间比预期要长，这表明二季度的经济收缩可能比预期的更严重，复苏的步伐更加缓慢。IMF 预计将进一步下修 2020 年全球经济预测，此前其预计 2020 年全球 GDP 将萎缩 3%。在最理想情况下，预计美国经济在 2020 年萎缩 5.9%，在 2021 年反弹 4.7%。

图 9：美国 GDP 运行（%）



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_4312

