

旬度经济观察

——经济进入重建均衡的过程

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2020 年 6 月 20 日

内容提要

5 月份之前，经济回升主要的力量源于交易费用下降带来的均值修复。随着 5 月疫情相对彻底的控制，交易费用趋近于零，经济活动在多数领域恢复正常，进而转入重建新均衡的过程。

考虑到出口下滑以及收入减速，经济新的均衡水平将明显低于过去的中枢。经济重建新均衡的过程，将伴随着经济向上动能的逐步放缓。

经济上冲动能的减弱，也会迫使央行长期维持货币政策的宽松，债券市场收益率的调整或许已经接近尾声。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

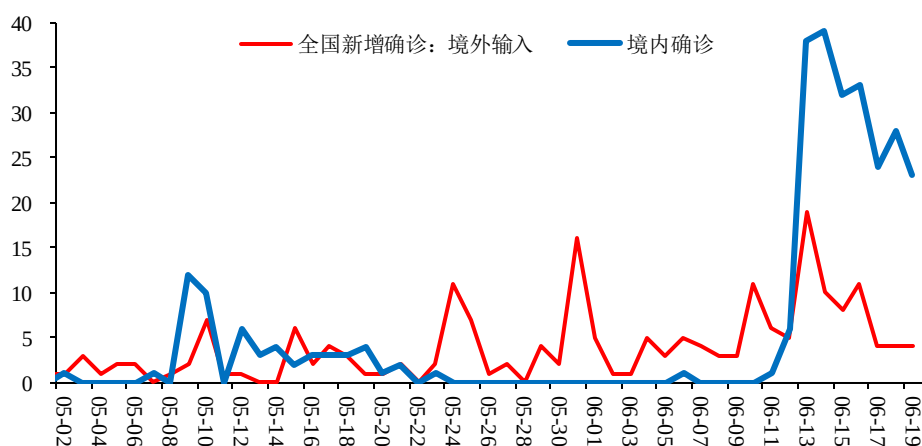
1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

2 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

一、疫情直接影响消失，经济重建新均衡

5 月全国境内新增确诊病例维持在个位数以内，绝大多数地区长期呈现病例零增长。随着疫情相对彻底的控制，沿着此前我们报告中交易费用模型出发，新冠疫情带来的交易费用趋近于零，经济活动在多数领域恢复正常，进而转入新均衡重建的过程，这一过程会使得经济本身恢复的动能系统性放缓。

图1：全国新增确诊：境外与境内

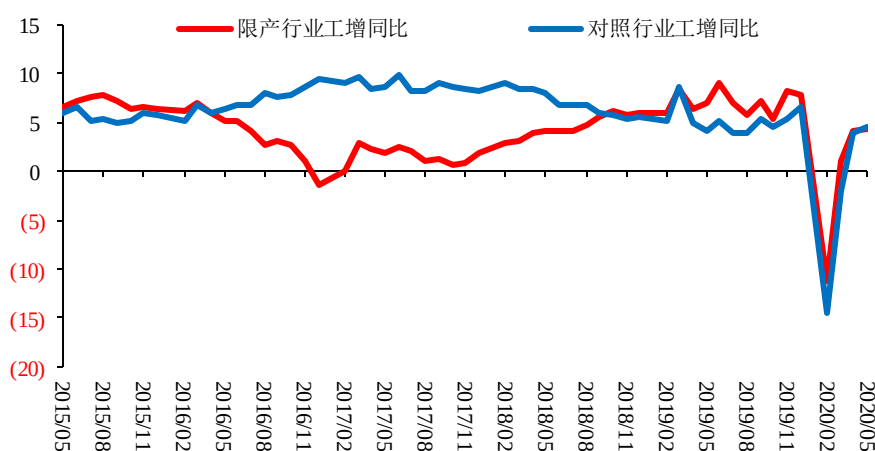


数据来源：Wind，安信证券

在生产领域，5 月工业增加值同比增速 4.4%，较 4 月小幅回升 0.5 个百分点。这一回升幅度显著低于 4 月回升的 5 个百分点、3 月回升的 12 个百分点。拆分来看，上、中、下游工业生产均开始走平；供改组和非供改组也同步走平。

随着交易费用的消失，工业生产在经历两个月的快速恢复后，开始逐步进入均衡重建的过程。考虑到出口的拖累以及供改组生产逐步向非供改组靠拢的影响，当前的生产水平或许略微高于新均衡水平。未来生产进一步上冲的动能偏弱，增速可能在这一水平附近波动，最终小幅回落，达到新的均衡水平。

图2：限产组和对照组工业生产同比，%



数据来源：Wind，安信证券

投资领域，5月制造业投资同比增速-5.3%，较上月小幅回升1.4个百分点，这一回升幅度也显著低于前两个月。交易费用对制造业投资的直接影响趋于消失，但疫情导致部分中小企业出清，同时外需减速尚未结束，这些力量或许将使得制造业投资新的中枢显著下移。当前制造业投资在逐步向新的中枢靠近，未来上升的动能将逐步趋缓。

作为主要对冲手段的基建投资，5月份仍在沿着之前斜率继续恢复。考虑到专项债、特别国债的大规模发行和使用，基建投资增速有望继续回升。

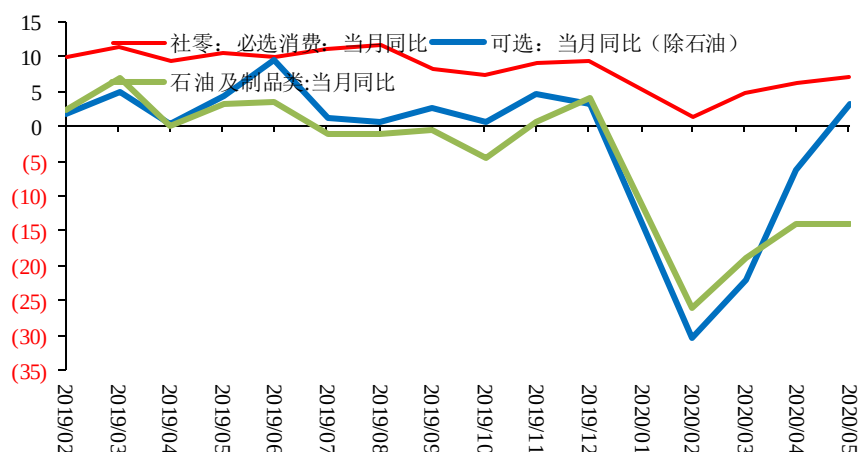
5月房地产投资增速接近疫情前水平，地产企业重新进入补库存周期，这一力量将对地产投资形成支撑，预期地产投资在这一水平仍将维持。

合并来看，制造业投资和房地产投资逐步恢复至新均衡附近，这意味着这些领域投资活动进一步修复的动能驱弱，政府力量主导的基建投资动能偏强，基建活动填补一季度“坑”的过程仍将延续。

随着交易费用的消除，消费活动在绝大多数领域已经恢复正常。石油消费恢复较慢，既有油价低迷的拖累，也有航空业供需双双减弱的影响。除石油以外的

可选消费已经恢复至疫情前的水平。消费活动逐步转入重建新均衡的状态，考虑到疫情对收入和收入预期的冲击，新的消费中枢应该比之前更低，这意味当前绝大多数领域的消费增速进一步上行的动能趋弱。

图3：必选消费和可选消费增速，%



数据来源：Wind，安信证券

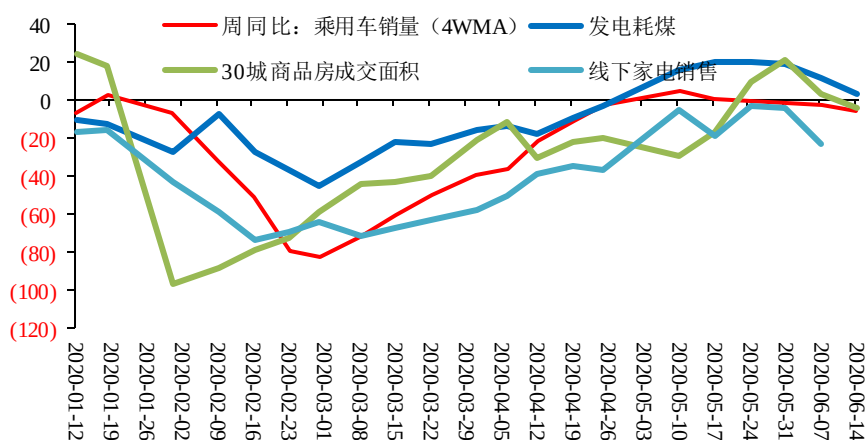
总结而言，5月份之前，宏观经济恢复主要的力量源于交易费用下降带来的经济均值修复。随着5月份交易费用趋近于零，经济活动在多数领域恢复正常，进而转入重建新均衡的过程。

考虑到出口下滑以及收入减速，经济新的均衡水平将明显低于过去的中枢，经济在生产、消费、制造业投资和房地产投资这些领域重建新均衡的过程中，经济向上的动能将逐步放缓。

经济从交易费用下降驱动经济均值回归，转入交易费用消失重建新均衡的过程，使得5月份多数宏观经济数据的恢复系统性放缓，也解释了6月份高频的生产、消费数据偏弱的表现。

从经济恢复的这一模式出发，或许未来我们会看到生产和需求的多数领域上行动能逐步衰减，最终经济恢复到低于过去中枢的新均衡水平。

图4：发电耗煤、乘用车、30城商品房成交面积、线下家电销售同比，%



数据来源：Wind，安信证券

二、债券市场的调整或许接近尾声

5月以来随着实体经济持续恢复的确认以及资金空转套利情况的演化，央行开始逐步收紧流动性，最新的DR007利率已经回到2月初的水平，接近7天逆回购利率。与此同时，特别国债的市场化发行、易纲行长在陆家嘴论坛关于货币政策工具推出的言论，均对债券市场预期形成影响。

在此背景下，短端利率调整剧烈，1年期国债收益率从底部大幅回升100bp左右，当前接近1月底国内疫情爆发之初的水平；长端调整相对缓和，10年期国债收益率从底部大幅回升40bp左右，当前接近2月底全球疫情爆发之初的水平。收益率曲线快速走平，恢复到1月初的中枢附近。

这一轮债券市场收益率的大幅上行尽管有经济基本面改善的背景，但主因还在于央行货币政策的边际调整。

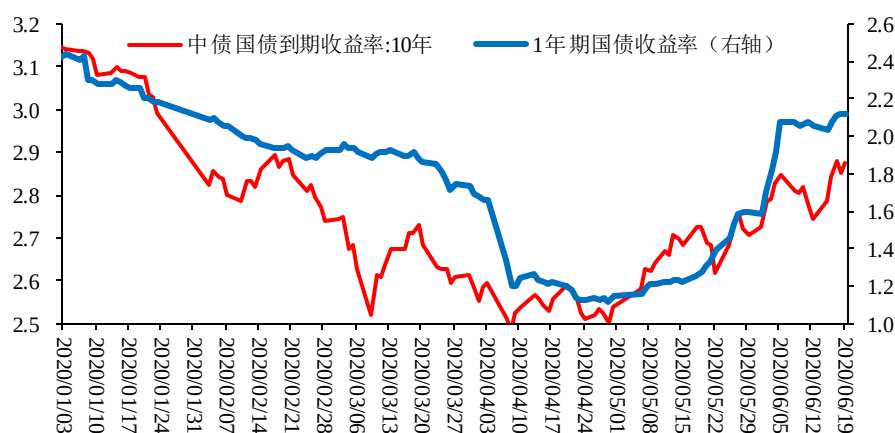
往后看央行的货币政策将如何演化？从总理最近在国常会的表态来看，降准可能将于近期发生，而且14天逆回购利率也出现下调，尽管其价格意义有限（7

天逆回购和 MLF 利率此前已经完成 20bp 的下调），但也表明央行在流动性层面的态度。

或许更为重要的是，从经济基本面的角度来看，经济上行的动力在逐步衰减。水泥、螺纹、铜等工业品价格在 6 月份以来走平甚至回落，商品房、汽车、家电、发电耗煤增速也开始走平。尽管生产和价格数据可能也受到南方高温多雨的影响，但消费数据上行动能的走弱是相对比较明确的。

随着经济开始逐步进入重建均衡的模式，经济上冲的动能会在较长时间里维持偏弱的状态，这也会迫使央行长期维持货币政策的宽松，债券市场收益率的调整或许已经接近尾声。

图5：1年和10年期国债收益率，%



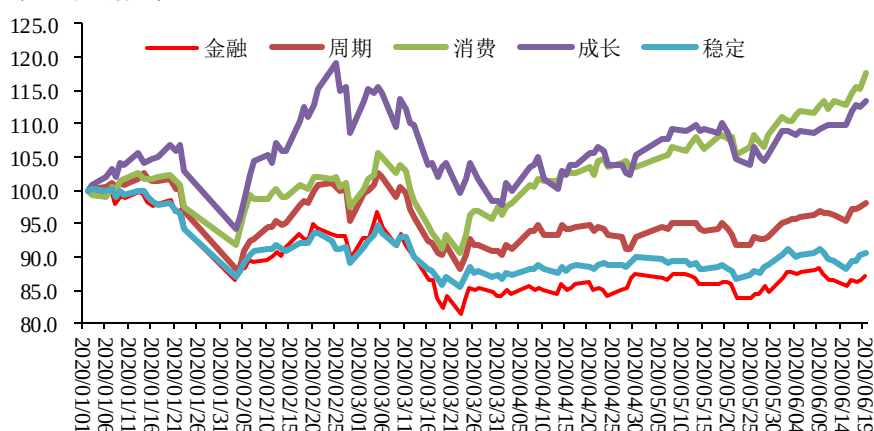
数据来源：Wind，安信证券

央行货币政策的边际调整并未对股市流动性形成实质冲击。近期基金募集火爆，部分类固收资金从债市流入股市，外资也维持净流入，股市的微观流动性相对充裕。这也使得在银行、地产板块整体表现低迷的背景下，上证综指整体小幅波动上行。

站在当下，经济延续之前强势复苏的可能性偏小，央行货币政策或许将在较长时间内维持宽松，这使得流动性仍对权益市场较为有利。

此外，改革仍在加速进行，比如海南自贸港方案的出台、负面清单制度落地和推广，创业板注册制，以及国有企业改革、要素市场改革，这些政策有助于提升经济增长活力、提振市场信心，其落地情况值得关注。

图6：各风格指数表现

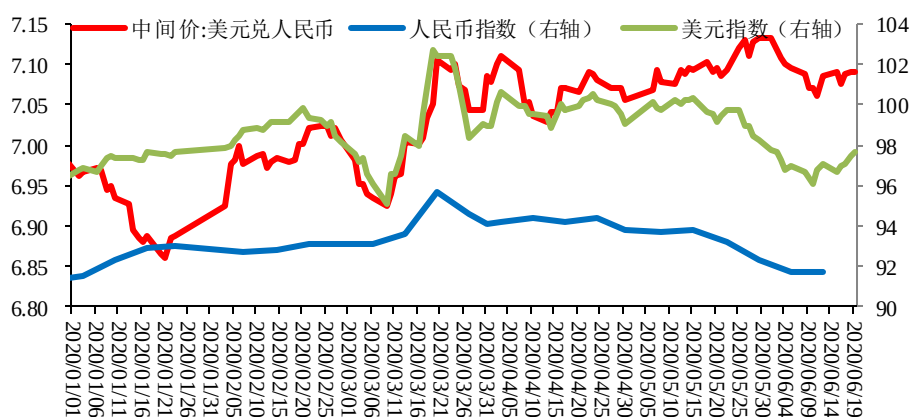


数据来源：Wind，安信证券

6月以来，随着美元指数的大幅回落，人民币兑美元跟随升值，但整体而言，人民币表现弱势。

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将显著更慢，经济基本面走向的分化以及美元流动性未来供需的缺口将带动人民币升值。

图7：人民币兑美元和美元指数，%



数据来源：Wind，安信证券

三、美国存在疫情二次爆发风险

随着美国复工复产的启动，美国经济开始缓慢恢复。各项软性指标，如消费者信心指数、连锁店销售指数、纽约联储每周经济活动指数，以及当周初申失业金人数、失业率、劳动参与率等硬指标，均显示美国经济在缓慢恢复。

社交疏离政策取消，经济活动恢复的同时，美国疫情开始出现反复。美国 5 月 1 日当天及此前复工复产的六个州新增确诊病例出现明显回升，5 月上旬复工的 13 个州的新增确诊病例也缓慢回升，美国疫情存在二次爆发的风险。

图8：美国新增确诊病例（7DMA），例

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_4393

