

旬度经济观察

——经济恢复的模式延续

韦志超¹ 袁方(联系人)

2020 年 5 月 30 日

内容提要

随着疫情在国内相对彻底的控制，经济的供需两端同步恢复，5 月以来需求的恢复更为主导，进而表现为工业品价格的广泛上涨。

需求内部的恢复存在分化，单笔交易金额较大的投资及耐用消费品恢复更快，而服装、住宿、餐饮的恢复偏慢，这一经济恢复的模式仍将延续。2 季度后期，生产和投资增速有望超越疫情前中枢水平。

近期汇率和股市的调整主要源于市场对中美关系的担忧，未来这一因素的演化值得密切留意。

风险提示：（1）地缘政治危机；（2）疫情超预期扩散

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

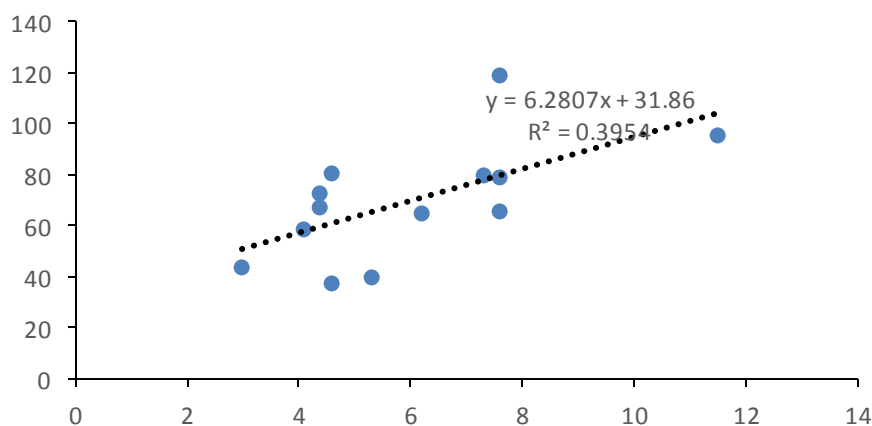
一、政策符合预期，经济持续恢复

面对相当长时间存在的疫情，与之前不同的是，企业和居民在日常决策中，需要额外考虑感染风险，并去应对和管理这一风险。一个相对简单的决策模型或许是这样：经济主体在一项决策中需要考虑交易的潜在收益，以及交易带来的成本，这一成本既包括戴口罩、保持隔离距离带来的便利度的下降，也包括小概率染病带来的损害。

对于单笔交易的潜在收益而言，一般意义上，交易金额越大，潜在收益越高，而交易过程中的防护措施，以及小概率的染病风险，这些成本目前相对而言比较固定。

将这一模型扩展到宏观经济上，我们会看到在消费领域，交易金额较大的商品房、汽车、家电、家具，以及投资领域整体恢复的较快，疫情对这些领域均衡水平的影响微乎其微；而服装、餐饮、酒店、电影等交易金额相对较小的领域，恢复的节奏整体偏慢，而疫情带来的交易费用的增加，可能也会对这些领域的均衡水平形成压制。

图1：可选消费：交易金额和恢复程度



数据来源：Wind，安信证券

横轴为交易金额取 Ln，纵轴为该商品增速从底部回升的百分比。

《政府工作报告》中指出，今年赤字率在 3.6% 以上，发行特别国债 1 万亿，地方政府专项债 3.75 万亿。考虑到专项债投入基建的比例上升以及特别国债的发行，积极的财政政策对基建投资的额外拉动有望达到 15 个百分点，今年全年的基建增速可能会在 10% 左右。

总理在记者会上表示：为企业纾困和激发市场活力的规模性政策，主要用于稳就业、保民生，使居民有消费能力；未来投资的重点是“新型基础设施、新型城镇化和涉及国计民生的重大项目”；在解决就业层面，政策资金允许基层用于减税降费、为企业减房租、贴利息，采取资助企业以训稳岗的政策，同时还要创造更多新的就业岗位；在改革层面，用政策资金为市场主体纾困，重视中小微企业；在对外层面，推进改革开放，扩大消费市场。

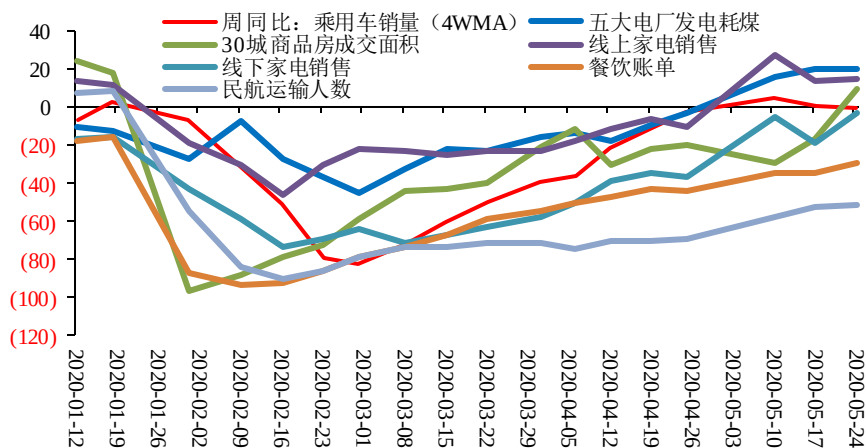
两会出台的政策总体符合预期，政策的发力方向相对明确，一方面通过减税降费、增加补贴来帮助企业和居民渡过难关，稳定就业；一方面在新基建、新型城镇化和涉及国计民生的重大项目增加投入，推动需求回升。此外，改革开放在稳步推进，要素市场化改革、金融开放、国企混改等政策在中期之内也有助于经济增速的抬升。

从 5 月的高频数据来看，商品房、乘用车、家电、餐饮、酒店、发电耗煤仍在恢复，螺纹钢、水泥以及工业品价格也在持续回升，显示需求端的反弹尚未结束。

总体而言，财政和货币政策的出台有助于稳定企业、居民现金流，并推动需求回升，但经济恢复最主要的驱动因素仍然来自于其均值回归的力量。这一力量

在生产、投资和耐用消费品领域表现得尤其明显，且在趋势上尚未耗竭，这意味着 2 季度经济增速有望回到正区间。在生产和投资领域，可能会发生月度增速超过疫情前中枢的情况。

图2：高频数据恢复情况，%



数据来源：Wind，安信证券

二、人民币汇率贬值压力趋增

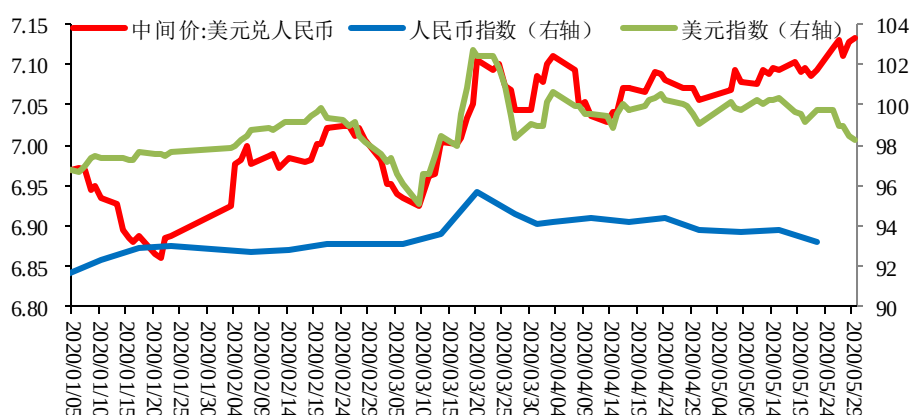
近期人民币快速贬值，中国主权 CDS 小幅攀升，这与美元指数持续走低形成明显对照。

基本面而言，尽管 5 月外需趋于走弱，但内需部分稳步复苏，中国经济整体仍在恢复中。货币政策也在跟随经济恢复的节奏，并未出现进一步宽松。因此近期人民币汇率的快速贬值，可能主要反映了市场对中美关系再次恶化的担忧。

考虑到这一轮汇率贬值幅度较小，未来持续资本外流的压力可能不大，事实上除了 5 月 22 日北上资金流出外，其他交易外资金都在流入股市。同时，汇率的贬值对货币政策的影响也相当有限，当前中国经济走在全球复苏的前列，复苏的动能仍在延续，央行的货币政策在随之调整，短期进一步下调利率的必要性不高。

短期来看，中美关系的走向对汇率市场的影响很难排除。但中期而言，中国经济基本面的更快恢复以及货币政策的相应调整，都有助于人民币汇率的升值。

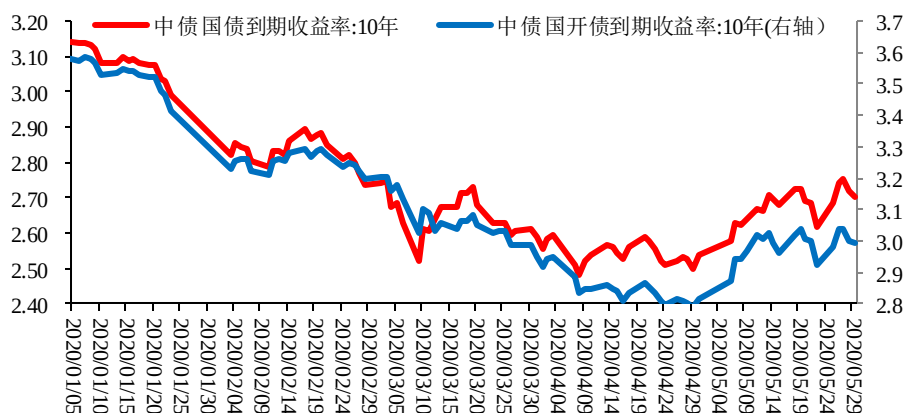
图3：人民币汇率



数据来源：Wind，安信证券

5月下旬以来央行公开市场操作整体低于市场预期，同时受企业所得税汇算清缴的影响，DR001、DR007明显上行。资金市场利率的抬升带动债券市场短端利率走高，1年期国债和国开债均上行29bp。10年期国债收益率在2.7%附近震荡，资金面的波动，风险偏好的回落都对长端收益率产生影响。

图4：10年国债和国开债收益率



数据来源：Wind，安信证券

两会以来，权益市场波动显著放大，市场的担忧主要集中于中美关系的未来演化上。这一演化存在诸多不确定性，这些不确定性可能会对权益市场的风险偏好形成影响。

国内层面，公司盈利在确定性恢复，央行货币政策仍维持宽松，改革政策持续推出，这些因素均对权益市场较为有利。

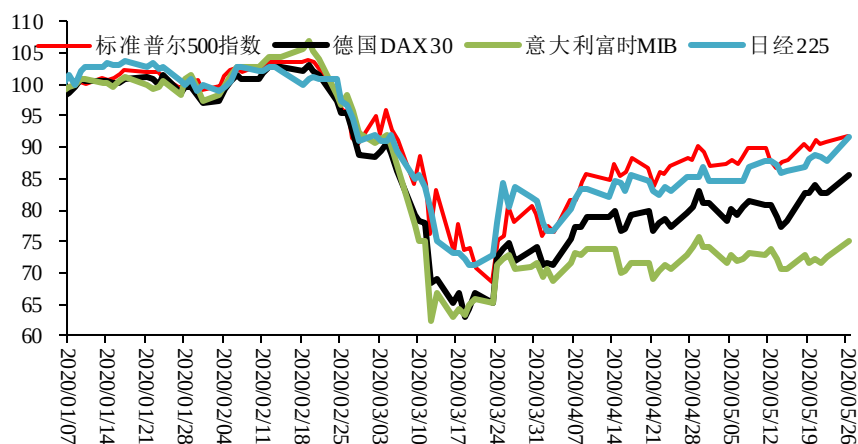
三、新兴市场债务违约风险仍存

随着疫情逐步受控，欧美发达国家开始复工复产。欧美各项经济指标，如美国 PMI 指数、当周初申失业金人数、连锁店销售指数、纽约联储每周经济活动指数、欧洲 PMI 指数等，均显示欧美经济开始缓慢恢复。

考虑到美国新增病例下降缓慢以及美国经济中服务业的较高比重，美国经济的恢复节奏将相当缓慢。近期美联储主席鲍威尔在普林斯顿大学发表讲话中表示，美国经济前景存在很高的不确定性，疫情存在第二波爆发风险；将致力于使用货币工具刺激市场、帮助恢复就业，但暗示不会采用负利率政策。

经济在经历明显衰退和缓慢复苏的同时，全球权益市场在美元流动性危机缓解后大幅反弹，在这一轮反弹中，美国和日本股市表现尤其抢眼，而欧洲股市整体表现低迷。这一表现的分化很难用经济基本面、以及疫情受控制程度来解释。我们倾向于认为，货币和财政政策的配合程度是影响这一轮权益市场反弹的主因，相对而言，在面对疫情对经济和生活带来的巨大冲击时，美国和日本的财政货币政策配合更为紧密，而欧洲由于货币的统一和财政的分立，其配合程度更弱，这一差异对市场的信心和预期产生影响，进而带来股市表现的分化。

图5：各国股市指数



数据来源：Bloomberg，安信证券

注：1月2日各国股指标准化为100。

5月下旬欧美发达国家新增确诊病例继续缓慢下行，不考虑二次爆发的情况下，欧美疫情已经得到较好控制。巴西、秘鲁、印度、南非、埃及等新兴国家疫情加速蔓延，南非29日新增确诊超过30000例，已经成为全球疫情新的爆发中心。

图6：当日新增确诊人数（7dMA），人



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_4873

