

经济恢复速度有多快？

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qizq.com.cn

研究助理：王丰

研究助理：马骏

相关报告

1 宏观专题 20220125：地方经济工作焦点何在？

2 宏观专题 20220207：应该担心人民币汇率贬值么？

3 宏观专题 20220213：美国劳动参与率能恢复到什么程度？

4 宏观专题 20220220：战火之下，大类资产有何表现？

5 宏观专题 20220301：“两会”需要关注什么？——全国“两会”前瞻

6 宏观专题 20220305：5.5%的经济增长如何实现？——《政府工作报告》九大看点

7 宏观专题 20220308：防疫放松需要满足什么条件？

8 宏观专题 20220315：持而盈之，不如其已——宏观经济和资本市场春季展望

9 宏观专题 20220329：高油价一定会带来高通胀么？

10 宏观专题 20220407：金融稳定保障基金如何运行？

11 宏观专题 20220419：食品价格上涨还会加速么？——物价系列报告之一

12 宏观专题 20220502：关于缩量，需要担心什么？

13 宏观专题 20220517：特别国债会如何安排？

14 宏观专题 20220526：疫情后居民财富有何变化？

投资要点

- **宏观交流与思考：经济恢复速度有多快？**
- **影响堪比武汉疫情，本轮恢复可能很快。**目前全国疫情呈现稳定下降的态势，为经济恢复创造了有利条件。本轮疫情对于经济的影响堪比2020年武汉疫情时期。而上一轮疫情期间经济恢复并不算快。20年1月末封控措施加码，4月生产和投资增速才有所回正，消费增速更是在8月才回归正增长。如果与2019年全年的情况来对照，投资增速在20年6月回到疫情前水平，工业增加值增速在9月达到疫情前，消费可能至今都还没有回到到疫情前的增速。不过，参考海外经验，如果后续疫情传播扩散风险降低，则经济增速恢复可能很快。
- **百城拥堵很快转正，消费同步企稳回升。**从消费端来看，百城拥堵指数的变化和社消零售增速的走势趋于一致。5月百城拥堵指数同比增速已经由负转正，6月前四天的数据反映市内交通流量进一步向好，这意味着消费增速或将很快企稳改善，回归正增长乃至疫情前的水平为期不远。
- **投资本身下滑不大，资金来源更为充裕。**从投资端来看，在本轮疫情冲击之下，增速本身下滑幅度并不算大，没有落入负增长区间。近来政策强调对于投资落实更多的资金支持，在资金来源更为充裕的条件下，基建和部分制造业投资会再度迎来反弹。此外，5月高频数据显示，地产销售和拿地都出现了好转迹象，对地产投资也有一定的提振作用。
- **发电转弱依据不足，生产可能较快反弹。**从生产端来看，电力的变化情况和生产走势息息相关。5月以来沿海八省电厂发电耗煤增速不容乐观，但以此作为生产转差的依据并不充足。由于汛期来临使得水电出力更多，一定程度上压制了火电表现，5月中下旬以来三峡水库站出库量水平持续高于2017年以来同期。从制造业PMI来看，生产指标反弹做出较大贡献，5月整车货运流量同比增速降幅较上月也是明显收窄，我们认为，5月工业增加值增速很可能回正。
- **政策密度或有降低，增长呈现“倒U”曲线。**经济自疫情冲击后恢复加上政策帮扶，或将使得经济恢复速度加快。这也意味着，稳增长政策出台密度相比前期或将有所降低，而缺少政策接续或将增加经济恢复到疫情前状态之后的增长难度，我们预计，今年后续经济增长节奏将呈现“倒U型”。
- **一周扫描：**
- **疫情：上海全面复工复产，多国放宽入境管控。**截至6月2日，我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超200例和55万例。除我国港澳台地区外，现存**24个中高风险地区**。当前，全国疫情出现明显好转，**北京市和上海市**的新增确诊数据持续下降。除福建、广东、广西、四川有新增确诊外，其余大部分省市基本实现动态清零。**大上海保卫战取得重大阶段性成果，全国疫情形势良好。**美国新增确诊持续上升，本周新增约73万，较上周小幅上升5.3%。包括美国在内的各主要经济体新增死亡普遍回落，全球新冠肺炎一周新增死亡病例8700余人，较上周下降6.0%。中国发

现首例由境外输入的奥密克戎变异毒株 BA.5 的感染者。多国同步放宽入境管控政策。猴痘病毒在欧洲蔓延。

- **海外：美国非农时薪增速回落，第六轮对俄制裁出台。**美联储于6月1日正式启动了十年来第二次缩表计划，总统拜登赞成美联储将遏制通胀作为首要任务，在过渡时期，希望保持就业增长。美国白宫经济顾问委员会主席劳斯也指出，白宫正在考虑缓解通胀，包括降低关税。**欧央行致力货币政策正常化。第六轮对俄制裁出台。**原则上就禁止进口俄罗斯石油达成一致。**美国就业持续向好，劳动参与率小幅回升。**运输仓储新增就业保持稳定。非农时薪同比下降、环比持平。多数行业时薪增速略有回落。非农数据或支持美联储进一步加息。**美国密歇根大学消费者信心指数创新低。**
- **物价：农产品批发价格下行，国际油价续升。**本周农业部农产品批发价格指数持续下行，猪肉批发价格环比上涨，羊肉、鸡蛋、蔬菜和水果平均价格环比均下行，牛肉价格保持稳定。国际油价继续上行，国内螺纹钢均价微涨。
- **流动性：票据利率上行，人民币小幅升值。**本周短端资金利率分化，DR001周度均值环比上行10.2bp，DR007周度均值上行7.1bp；3个月期Shibor利率周度均值环比下行0.8bp，3个月存单发行利率周度均值环比上行10.5bp。本周票据利率上行。本周央行公开市场共进行了400亿元逆回购和50亿元央票互换操作，同时累计有400亿元逆回购和50亿元央票互换到期，因此本周央行公开市场操作实现零投放零回笼。下周央行公开市场共有500亿元逆回购到期。本周美元指数均值回升，人民币小幅升值。
- **大类资产表现：A股涨幅居前，国债收益率上行。**本周A股涨幅居前，其中创业板指领涨，美股三大指数均有下跌。国内股票涨幅前三的行业分别为电力设备、汽车和电子。本周10年期国债收益率周度均值环比上行0.6bp，10年期国开债收益率周度均值环比上行1.6bp。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

内容目录

1. 宏观交流思考：经济恢复速度有多快？	- 6 -
2. 疫情：上海全面复工复产，多国放宽入境管控	- 7 -
3. 海外：美国非农时薪增速回落，第六轮对俄制裁出台	- 11 -
4. 物价：农产品批发价格下行，国际油价续升	- 15 -
5. 流动性：票据利率上行，人民币小幅升值.....	- 17 -
6. 大类资产表现：A股涨幅居前，国债收益率上行.....	- 19 -

图表目录

图表 1: 百城拥堵指数预示社零将较快迎来修复 (%)	- 7 -
图表 2: 中国大陆及港澳台地区每日新增确诊 (七日移动平均, 例)	- 8 -
图表 3: 各经济体每日新增确诊病例数量 (七日移动平均, 万例)	- 8 -
图表 4: 各经济体每日新增死亡数量 (七日移动平均, 例)	- 9 -
图表 5: 美国送检样本中各变种毒株比例 (%)	- 9 -
图表 6: 各国疫情管控指数 (七日移动平均)	- 10 -
图表 7: 各经济体人口流动性情况 (七日移动平均)	- 10 -
图表 8: 各经济体每日加强针接种量 (七日移动平均, 万剂)	- 10 -
图表 9: 各经济体加强针接种率 (%)	- 11 -
图表 10: 美国各行业非农新增就业人数 (千人)	- 12 -
图表 11: 美国失业率和劳动参与率 (%)	- 12 -
图表 12: 运输仓储业新增就业和平均时薪同比	- 13 -
图表 13: 非农就业平均时薪同比和环比增长 (%)	- 13 -
图表 14: 各行业平均时薪同比增长 (%)	- 14 -
图表 15: 市场预期美联储加息次数 (次)	- 14 -
图表 16: 密歇根消费者指数	- 15 -
图表 17: 农产品批发价格 200 指数	- 15 -
图表 18: 食用农产品价格指数	- 15 -
图表 19: 猪肉平均批发价格 (元/公斤)	- 16 -
图表 20: 22 个省市猪肉平均价格 (元/公斤)	- 16 -
图表 21: 牛羊肉、蔬菜、水果和鸡蛋价格 (元/公斤)	- 16 -
图表 22: 布伦特和 WTI 原油价格 (美元/桶)	- 17 -
图表 23: 螺纹钢价格 (元/吨)	- 17 -
图表 24: 动力煤平仓价 (元/吨)	- 17 -
图表 25: R001 和 DR001 利率 (%)	- 18 -
图表 26: R007 和 DR007 利率 (%)	- 18 -
图表 27: 3 个月 shibor 和存单发行利率 (%)	- 18 -
图表 28: 国股银票转贴现收益率 (%)	- 18 -
图表 29: 央行公开市场操作 (亿元)	- 19 -
图表 30: CNY 即期汇率和 NDF 远期汇率	- 19 -
图表 31: 美元指数	- 19 -
图表 32: 全球主要股指表现 (%)	- 20 -
图表 33: 申万行业表现 (%)	- 20 -

图表 34: 国外主要商品期货表现 (%)	- 21 -
图表 35: 国内主要商品期货表现 (%)	- 21 -
图表 36: 10Y 国债和国开债收益率 (%)	- 22 -
图表 37: 10Y-1Y 国债和国开债期限利差 (%)	- 22 -

1. 宏观交流思考：经济恢复速度有多快？

疫情总体向好，创造有利条件。目前全国疫情呈现稳定下降的态势，重点城市上海疫情进入向常态化防控转换阶段，而北京疫情也是总体向好，这为经济恢复创造了有利条件。5月以来制造业企业复工复产步伐明显加快，工业经济呈现企稳回升的迹象。在稳经济一揽子政策推出的背景下，经济增长能够以多快的速度得到修复，这不仅关系到全年经济任务的完成度，也关系到后续大类资产走势。

影响堪比武汉疫情，当时恢复并不算快。本轮疫情对于经济的冲击使得工业生产、消费增速均有转负，投资增速也是显著回落，影响堪比2020年武汉疫情时期。而上一轮疫情期间，由于封控持续时间相对较长，加上海外经济体随后也受到新冠疫情冲击，因而经济恢复并不算快。20年1月末武汉封控措施加码，而4月全国工业增加值增速和固定资产投资增速才有所回正，社消零售增速更是在8月才回归正增长。如果与2019年全年的情况来对照，固定资产投资增速在20年6月回到疫情前水平，工业增加值增速在9月达到疫情前的状态，消费可能至今都还没有回归到疫情前的增速。

本轮疫情表现不同，经济恢复或有加快。从之前多数发达经济体遭遇奥密克戎疫情冲击的经验来看，相比于第一次疫情冲击时，受影响程度要明显减少，而恢复速度也会显著加快。我们认为，这一规律在我国可能同样适用。如果后续疫情传播扩散风险有所降低，封控措施不再出现进一步加码，则经济增长可能很快就会恢复到受冲击前的状态。

百城拥堵很快转正，消费同步企稳回升。首先，从消费端来看，百城拥堵指数的变化和社消零售增速的走势趋于一致。3月和4月百城拥堵指数同比增速下滑转负，也预示着消费增速的显著走低，而5月百城拥堵指数同比增速已经由负转正，虽不及今年前两月的平均增速，但要超过去年四季度的水平，目前6月前四天的数据，反映出市内交通流量状况进一步向好，这意味着消费增速或将很快企稳改善，回归正增长乃至于疫情前的水平为期不远。从服务消费方面也能够看到好转迹象，端午假期首日，电影票房收入及观影人次同比降幅虽仍超五成，不过较五一假期首日，票房收入和观影人次均有改善。

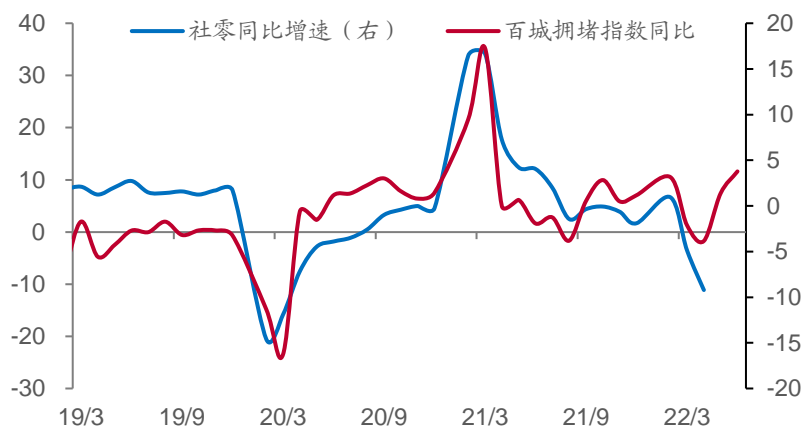
投资本身下滑不大，资金来源更为充裕。其次，从投资端来看，在本轮疫情冲击之下，固定资产投资增速本身下滑幅度并不算大，近两月增速并不像工业增加值增速和消费增速一样落入负增长区间。而近来货币和财政政策协同发力，强调对于基建投资落实更多的资金支持，地方政府专项债发行节奏也有明显前置，在资金来源更为充裕的条件下，基建乃至部分制造业投资可能会再度迎来反弹。此外，5月高频数据显示的地产销售和企业拿地都出现了小幅度的好转迹象，在疫情限制逐渐解除，叠加政策对于地产调控已有明显放松，对地产投资也有一定的提振作用。

发电转弱依据不足，生产可能较快反弹。最后，从生产端来看，工业生产离不开能源供应，因此，电力的变化情况和生产走势息息相关，克强指数中也把工业用电量增速赋予以更大权重。5月以来沿海八省电厂发电耗煤增速属实不容乐观，同比增速降幅进一步扩大。但以此作为生产转差的依据并

不充分，这是由于汛期来临使得水电出力更多，一定程度上压制了火电表现，如5月中下旬以来三峡水库站出库量水平持续高于2017年以来同期。事实上，从制造业PMI的表现上来看，生产指标的反弹做出了较大贡献，而且5月整车货运流量指数均值同比增速降幅较上月明显收窄，来自供给端约束的减弱意味着生产或也迎来较快反弹，我们认为，5月工业增加值增速很可能回正。

政策密度或有降低，增长呈现“倒U”曲线。总结来看，经济自疫情冲击后恢复的过程中，在一揽子政策的落地帮扶之下，或将使得经济恢复速度明显快于上一轮武汉疫情时期。而经济增长的较快恢复意味着，一方面，稳增长政策出台密度相比前期或将有所降低，由注重扶持政策的推出转入强调政策落实；但另一方面，缺少政策接续或将增加经济恢复到疫情前状态之后的增长难度，我们预计，今年后续经济增长节奏将呈现“倒U型”形态。

图表 1: 百城拥堵指数预示社零将较快迎来修复 (%)

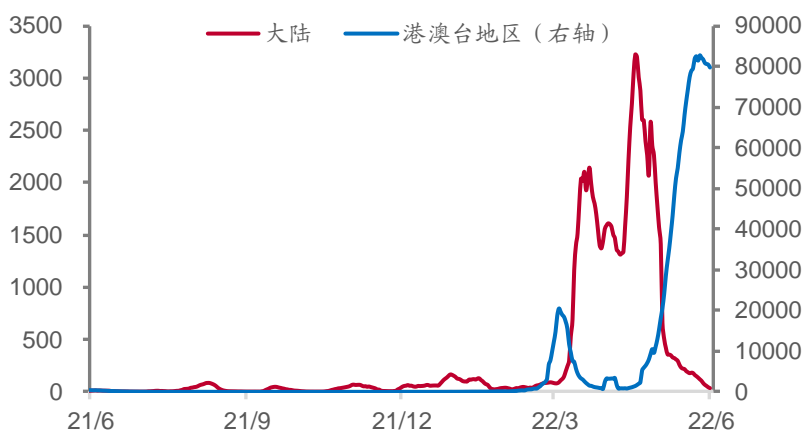


来源: WIND, 中泰证券研究所

2. 疫情: 上海全面复工复产, 多国放宽入境管控

我国疫情趋稳向好。截至6月2日,我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超200例和55万例。除我国港澳台地区外,现存**24个中高风险地区**。当前,全国疫情出现明显好转,北京市和上海市的新增确诊数持续下降。除福建、广东、广西、四川有新增确诊外,其余大部分省市基本实现动态清零。6月1日起,上海市全面复工复产、实施疫情防控常态化管理,恢复全市正常生产生活秩序。这标志着大上海保卫战取得**重大阶段性成果**,再次印证了“动态清零”最符合中国实际。中国台湾地区新冠疫情仍然严峻,确诊人数居高不下,6月2日当地新增确诊7.6万人。

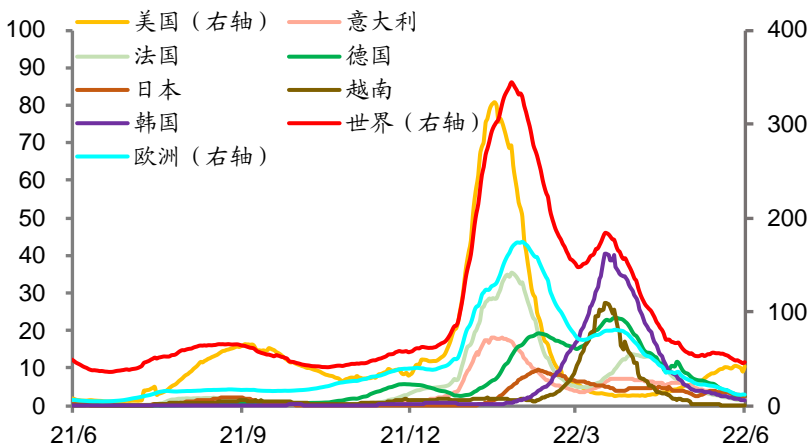
图表 2: 中国大陆及港澳台地区每日新增确诊 (七日移动平均, 例)



来源: WIND, 中泰证券研究所

美国新增确诊持续上升。截至 6 月 2 日, 全球新冠肺炎一周新增确诊病例录得约 335 万, 相较前一周小幅下降 7.1%。欧洲本周新增 86 万, 较上周显著下降 18.6%。美国本周新增约 73 万, 较上周小幅上升 5.3%, 呈持续上升态势。**亚洲疫情明显好转,**日本本周新增 16 万, 较上周大幅下降 27.8%。韩国本周新增 9 万, 较上周大幅下降 36.9%。

图表 3: 各经济体每日新增确诊病例数量 (七日移动平均, 万例)



来源: CEIC, 中泰证券研究所

全球新增确诊病例数量 (七日移动平均, 万例)

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_42706



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn