2020 年 8 月 2 日

宏观经济

新时代证券 New Times Securities

经济修复动力依然充足

——宏观经济周度观察

投资周报

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

投资周报：存在股债“跷跷板效应”吗 2020-7-26

投资周报：中国季度 GDP 超过美国了吗 2020-7-19

投资周报：经济修复再添扰动项 2020-7-12

投资周报：6 月经济数据预测：雨季难改经济修复 2020-7-5

● 经济修复动力依然充足

7 月 PMI 淡季不淡，经济延续修复。受高温多雨天气影响，6-8 月往往是经济数据的淡季。继 6 月经济淡季不淡之后，7 月 PMI 上升 0.2 个百分点至 51.1%，高于过去 5 年的平均值 50.4%。二季度经济修复已经比较好，进入三季度，经济修复动力依然充足。不过，经济修复的动力继续从生产端向需求端转变。

出口拉动下，7 月生产继续修复，生产指数略升 0.1 个百分点至 54%，保持高位。不过，生产修复速度放缓。一方面，7 月季节性高温多雨，对工业生产负面影响较大。另一方面，6 月工业生产增速升至 4.8%，二季度工业产能利用率达到 74.4%，这些基本上已恢复到疫情前，往后生产扩张带来的边际成本会快速上升，生产扩张放缓属于正常现象。7 月新出口订单指数回升 5.8 个百分点，是支撑新订单指数回升的主要力量，可见随着欧美经济重启后，外需出现较快的恢复。

虽然二季度经济修复得比较好，但 PMI 就业人员指数为 49.3%，处于低位，就业压力仍在，小企业 PMI 降至 48.6%，小微企业生存压力较大，7·30 政治局会议也表明，下半年宏观调控政策方向不变，二季度拉动经济的基建投资、房地产投资、汽车消费、房地产链消费在下半年将保持稳健，与此同时，一些新的积极因素开始出现。第一，随着消费限制放松，处于低位的线下服务业消费将加快修复。第二，6 月企业利润增速已升至 11.5%，下半年大概率随着 PPI 增速的上升继续回升，企业生产经营预期改善，制造业投资也会加快修复。第三，灾后重建进一步拉升部分地区的基建、房地产投资。

● 美国 GDP 大幅萎缩，联储维持长期宽松

7 月 30 日美国公布的二季度实际 GDP 环比折年率为-32.9%。从需求端来看 GDP 分项，正如此前高频数据所展示的情况，疫情对美国经济造成的冲击主要体现在居民消费大幅萎缩。美国在二季度末经济修复呈现好转态势后，疫情已经出现第二次且更大规模的爆发，这迫使美国部分州重新开始限制人员流动，因此经济修复面临下行压力。

7 月 29 日美联储公布 7 月 FOMC 会议声明，维持联邦基金利率在 0%-0.25%区间不变，将超额准备金利率维持在 0.1%不变，符合市场预期。会议声明对当前经济活动的措辞相较 6 月强调了最近几个月经济活动和就业在经历大幅下降后已有所回升，但仍远低于今年年初水平，整体金融状况在近几个月出现改善。在前瞻指引方面，美联储在 6 月表述的基础上提出，经济修复前景将很大程度上取决于疫情发展。在新闻发布会上美联储主席鲍威尔强调，疫情反弹减缓了近期经济的修复，疫情发展是影响未来经济和政策的核心因素。鲍威尔预计，美国劳动力市场需要 8-10 年时间恢复至充分就业水平。美联储对通胀下行压力长期存在的预期不变，货币政策在疫情冲击消失前将持续保持宽松。

● 风险提示：海外疫情二次爆发；政策落实不及预期

目 录

1、 经济修复动力依然充足.....3
2、 美国 GDP 大幅萎缩，联储维持长期宽松.....6
2.1、 美联储将长期保持宽松.....6
2.2、 美国二季度 GDP 创金融危机以来最大环比降幅.....7
3、 海外经济与市场流动性观察.....7
4、 国内高频数据观察.....9
4.1、 生产指标小幅回升.....9
4.2、 商品房销量增速回落.....10
4.3、 猪肉价格微降.....10
4.4、 货币市场利率上升.....11
4.5、 人民币兑美元升值.....12

图表目录

图 1: 7 月制造业 PMI 强于季节性.....4
图 2: 7 月与 6 月制造业 PMI 各分项表现.....4
图 3: 铜、螺纹钢价格上升.....5
图 4: 小企业 PMI 处于低位且仍在恶化.....5
图 5: 非制造业景气度好于制造业.....6
图 6: 美国 2020 年第二季度 GDP 降幅较大.....7
图 7: 美国 ECRI 领先指标增长年率边际修复放缓.....8
图 8: 纽约联储每周经济指数下降.....8
图 9: TED 利差上升.....8
图 10: VIX 小幅下降.....8
图 11: 铜金比回落.....9
图 12: 美国高收益债利差小幅回落.....9
图 13: 高炉开工率小幅回升.....9
图 14: 商品房销量同比回落.....10
图 15: 猪肉价格涨势趋缓.....11
图 16: WTI 原油期货价上涨.....11
图 17: 货币市场利率上升.....12
图 18: 美元指数下跌.....13
图 19: 人民币汇率升值.....13

表 1: 央行公开市场操作（2020.7.27-2020.7.31）.....12

1、 经济修复动力依然充足

PMI 淡季不淡，经济延续修复。受高温多雨天气影响，6-8 月往往是经济数据的淡季。继 6 月经济淡季不淡之后，7 月 PMI 上升 0.2 个百分点至 51.1%，高于过去 5 年的平均值 50.4%。二季度经济修复已经比较好，进入三季度，经济修复动力依然充足。不过，经济修复的动力继续从生产端向需求端转变。

生产旺盛，但扩张速度放缓。出口拉动下，7 月生产继续修复，生产指数略升 0.1 个百分点至 54%，保持高位。不过，生产修复速度放缓。一方面，7 月季节性高温多雨，对工业生产负面影响较大。另一方面，6 月工业生产增速升至 4.8%，二季度工业产能利用率达到 74.4%，这些基本上已恢复到疫情前，往后生产扩张带来的边际成本会快速上升，生产扩张放缓属于正常现象。生产端平稳，也体现在高频数据的分化，7 月平均高炉开工率为 70.13%，较上月下降 0.28 个百分点，而平均焦化企业开工率较上月上升 1.14 个百分点，平均汽车轮胎开工率也较上月上涨 7 个百分点。

欧美经济重启，新出口订单超季节性回升。7 月新出口订单指数回升 5.8 个百分点，是支撑新订单指数回升的主要力量，可见随着欧美经济重启后，外需出现较快的恢复。近期美国部分州、部分欧洲国家疫情数据出现明显反弹，加剧市场对疫情二次爆发的担忧。如果美国、部分欧洲国家疫情长期不见好转，经济活动再次冷却，可能会减少对中国生产、生活物资的需求，但对中国防疫物资的需求会增加。就如二季度一样，欧美疫情可能会影响中国出口的结构，但中国出口总量或将保持韧性。

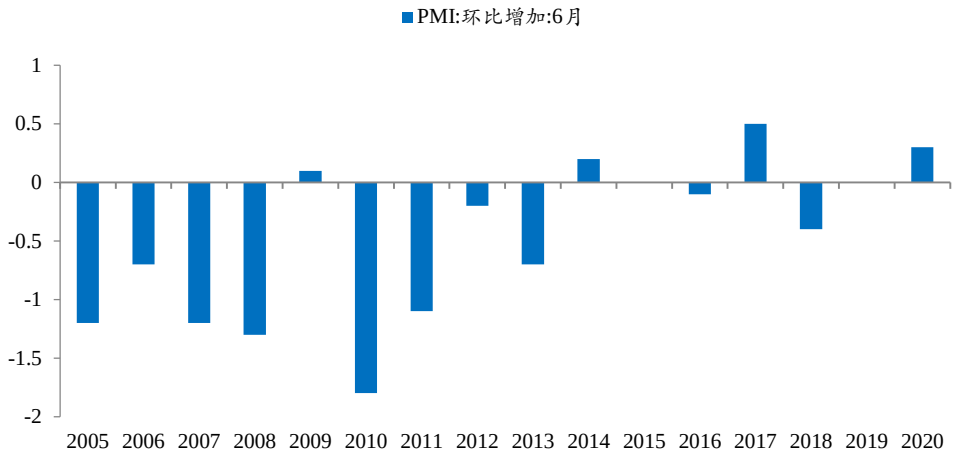
PPI 同比降幅收窄。7 月主要原材料购进价格指数回升至 58.1%，较上月明显回升，这和铜、螺纹钢等商品价格的高频数据一致，预计 7 月 PPI 同比降幅收窄。但出厂价格指数为 52.2%，基本稳定，原材料购进价格和出厂价格略有背离，可能是因为生产经营预期改善，企业加快购进原材料。随着国内经济修复、欧美经济重启，需求逐渐恢复，由于单季度潜在经济增速在 5%附近，只要实际经济增速超过 5%，产出缺口就可能转为正值。再加上油价带来的供给冲击，PPI 增速或逐渐上升至 0 上方。

非制造业保持在高景气区间。7 月非制造业 PMI 小幅下降 0.2 个百分点至 54.2%，整体表现继续好于制造业。建筑业 PMI 较上月上升 1.3 个百分点，虽然高温多雨天气对建筑业施工造成干扰，但是降雨影响正在逐渐减弱、水泥价格跌速放缓，而且建筑业链条确定性仍然较强：基建、地产受海外疫情影响很小，赶工的阻力最小，且需求只是因为疫情延后而不会消失，而政策相对友好，财政政策发力进程较往年明显前移，此外，虽然房地产调控没有明确放松，但货币宽松对购房需求有提振。服务业 PMI 小幅下降 0.3 个百分点至 53.1%。随着服务业消费限制的逐渐放松，服务业需求继续释放，7 月居民服务业和文化体育娱乐业商务活动指数结束连续 5 个月的收缩走势，分别升至 51.1%和 51.9%，高于上月 1.9 和 6.1 个百分点。

政策方向不变，经济修复动力依然充足。虽然二季度经济修复得比较好，但 PMI 就业人员指数为 49.3%，处于低位，就业压力仍在，小企业 PMI 降至 48.6%，小微企业生存压力较大，7 30 政治局会议也表明，下半年宏观调控政策方向不变，二季度拉动经济的基建投资、房地产投资、汽车消费、房地产链消费在下半年将保持稳健，与此同时，一些新的积极因素开始出现。第一，随着消费限制放松，处于低位的线下服务业消费将加快修复。第二，6 月企业利润增速已升至 11.5%，下半年大概率随着 PPI 增速的上升继续回升，企业生产经营预期改善，制造业投资也会

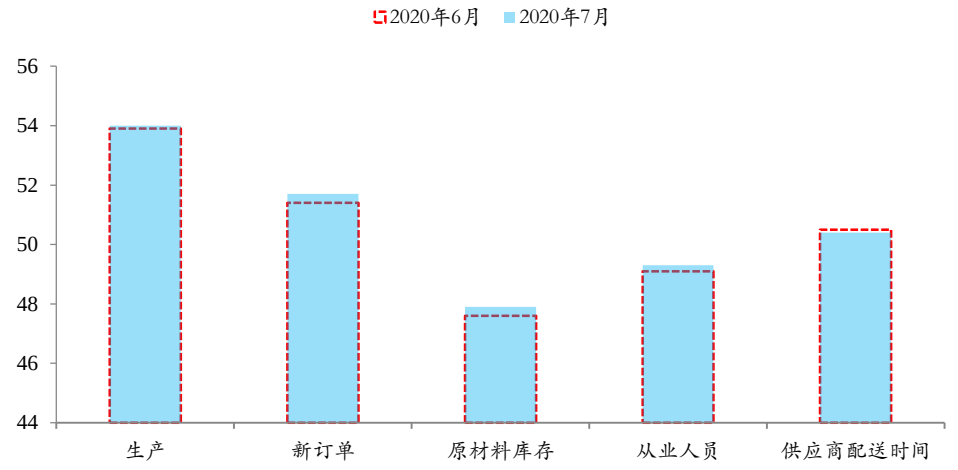
加快修复。第三，灾后重建进一步拉升部分地区的基建、房地产投资。

图1： 7 月制造业 PMI 强于季节性



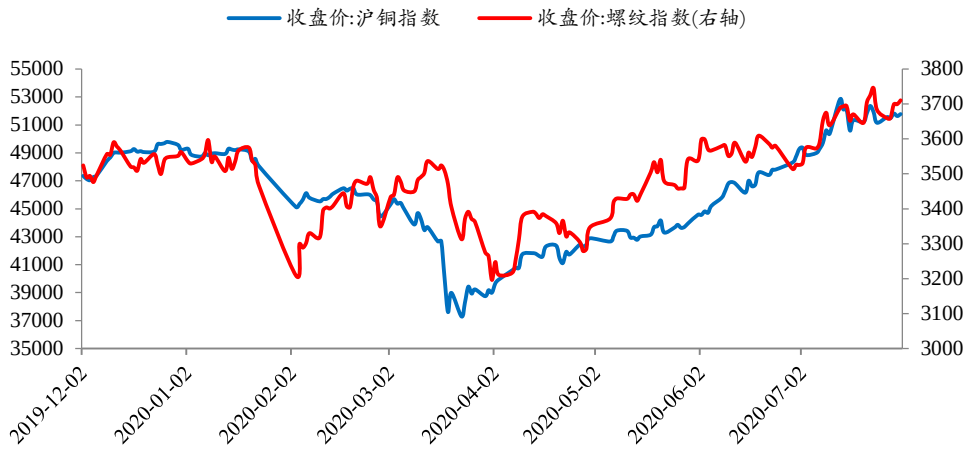
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 7 月与 6 月制造业 PMI 各分项表现



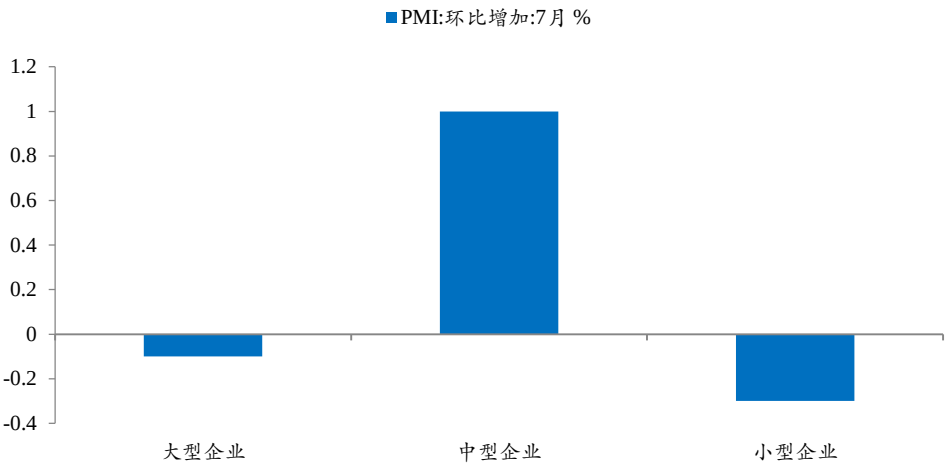
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 铜、螺纹钢价格上升



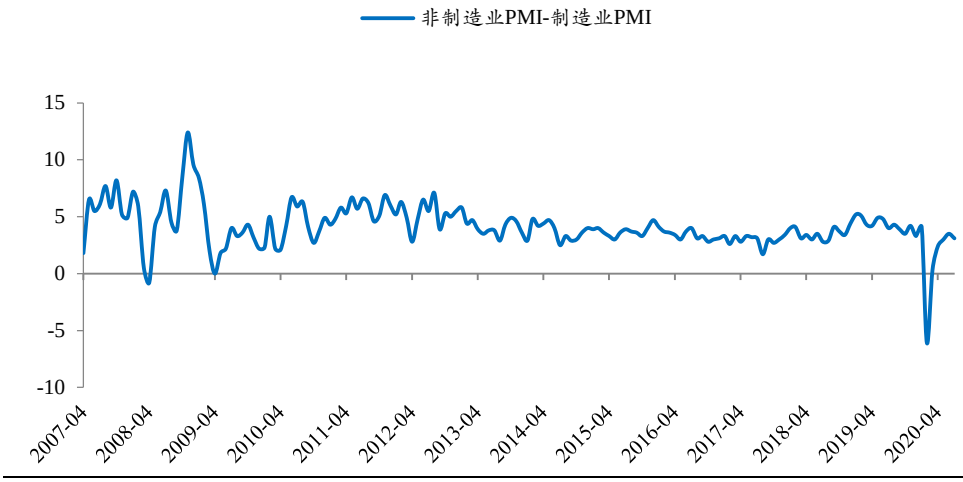
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 小企业 PMI 处于低位且仍在恶化



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 非制造业景气度好于制造业



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 美国 GDP 大幅萎缩，联储维持长期宽松

7 月 30 日美国公布的二季度实际 GDP 环比折年率为-32.9%。从需求端来看 GDP 分项，正如此前高频数据所展示的情况，疫情对美国经济造成的冲击主要体现在居民消费大幅萎缩。美联储在 GDP 数据发布的前一天公布的议息决议强调，美国通胀和就业面临长期的下行压力，且经济修复情况将主要取决于疫情的发展。美国在二季度末经济修复呈现好转态势后，疫情已经出现第二次且更大规模的爆发，这迫使美国部分州重新开始限制人员流动，因此经济修复面临下行压力。

2.1、 美联储将长期保持宽松

7 月 29 日美联储公布 7 月 FOMC 会议声明，维持联邦基金利率在 0%-0.25%区间不变，将超额准备金利率维持在 0.1%不变，符合市场预期，美联储票委均全票通过此次利率决议。FOMC 会议声明继续偏鸽，声明发布后美元指数和黄金价格下跌，美股和美债上涨，随着市场消化美联储鸽派信息，资产价格均在震荡后有所恢复。

7 月 FOMC 会议声明对当前经济活动的措辞相较 6 月强调了最近几个月经济活动和就业在经历大幅下降后已有所回升，但仍远低于今年年初水平，整体金融状况在近几个月出现改善。在前瞻指引方面，美联储在 6 月表述的基础上提出，经济修复前景将很大程度上取决于疫情发展。

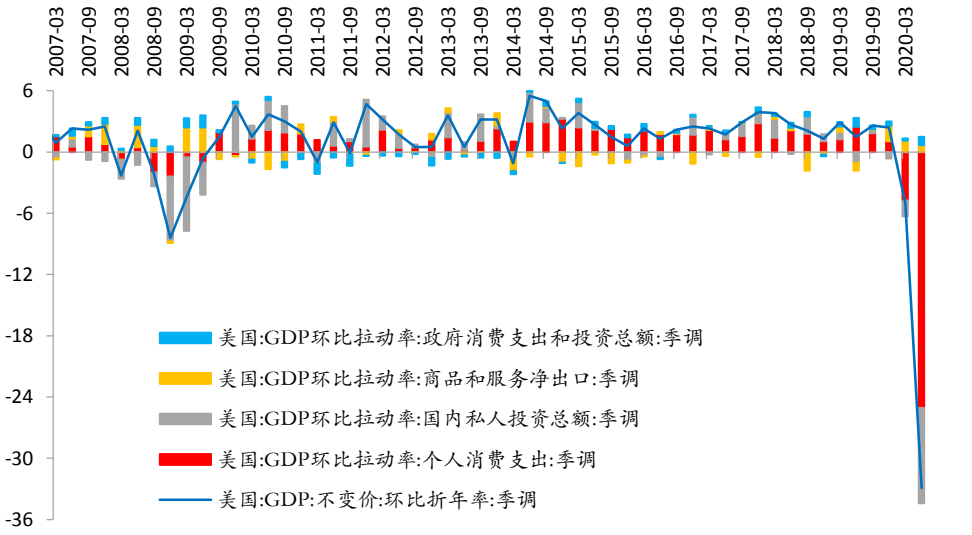
在新闻发布会上美联储主席鲍威尔强调，疫情反弹减缓了近期经济的修复，疫情发展是影响未来经济和政策的核心因素。鲍威尔预计，美国劳动力市场需要 8-10 年时间恢复至充分就业水平。基于会议声明和新闻发布会，美联储对通胀下行压力长期存在的预期不变，货币政策在疫情冲击消失前将持续保持宽松。市场认为美联储未来可能将通胀目标转向“平均通胀目标制”（average inflation targeting），这一通胀目标意味着，如果通胀在持续低于 2%的政策目标后恢复至 2%以上，美联储不会立即转向控制通胀过高的货币政策，也即经济修复后政策仍会持续宽松一段时间直到平均通胀率达到目标。

2.2、 美国二季度 GDP 创金融危机以来最大环比降幅

7 月 30 日美国经济分析局（BEA）公布了美国二季度 GDP 数据初值，实际 GDP 环比折年率为-32.9%，二季度 GDP 的收缩是在一季度低基数上进一步地萎缩（一季度环比折年率-5.0%），综合一二季度，2020 年上半年较 2019 年下半年环比下降 5.7%（折年率-11.0%），较 2019 年上半年同比下降 4.6%。不过，二季度数据略好于市场预期（预期环比折年率为-34.5%），主要得益于美国经济 5-6 月的超预期修复。然而，由于放松防疫管制，美国疫情已在 6 月中下旬开始出现第二次且更大规模的爆发，这迫使美国部分州重新开始限制人员流动，就业数据和部分高频经济活动指标也显示出修复放缓、甚至再度萎缩的趋势。

分项来看，居民消费、投资和净出口分别拉动二季度 GDP 环比下降 25.05、9.36 和 0.68 个百分点（折年率）。其中，居民消费占美国 GDP 的 68.6%，是 2020 年第一、二季度 GDP 增长的主要拖累。私人投资对 GDP 环比拖累也比次贷危机时严重，但是相对来看远不及居民消费收缩造成的拖累。因此，和次贷危机时的 GDP 萎缩相比，此次衰退是由居民消费的大幅收缩和持续低迷所主导的。净出口对 GDP 环比拉动 0.68 个百分点，净出口出现正拉动是由于二季度进口额下降大于出口下降，二季度进、出口额仍然是双双大幅收缩。

图6： 美国 2020 年第二季度 GDP 降幅较大



资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 海外经济与市场流动性观察

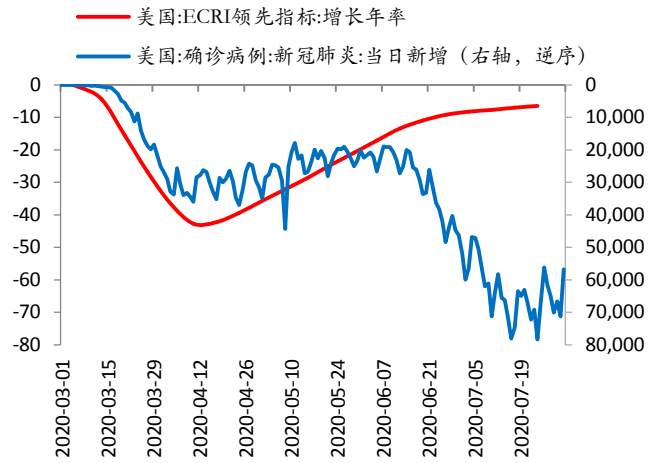
截至 7 月 24 日当周，美国 ECRI 领先指标增长年率为-6.5%，较前值（-7.0%）继续收窄，但边际修复较上周下降。纽约联储每周经济指数（WEI）为-7.24%，前值由-7.08%上修至-6.65%，二次疫情影响下，美国经济出现再次恶化迹象。美国 7 月 25 日当周初次申请失业金人数上升至 143.4 人，前值 142.2 万人，预期 145 万人，初请失业金人数连续两周上升。

美国 6 月核心耐用品订单月率 3.3%，不及预期的 3.5%，前值 3.6%。美国 6 月个人支出月率 5.6%，好于预期 5.5%，但美国 7 月谘商会消费者信心指数为 92.6，

不及预期 94.5，前值 98.3，预示未来美国居民消费的乐观态度不及预期，消费修复存在下行压力。美国 6 月季调后成屋签约销售指数月率 16.6%，高于预期 15%，环比涨幅较前月收窄，但房地产仍在引领美国经济修复。

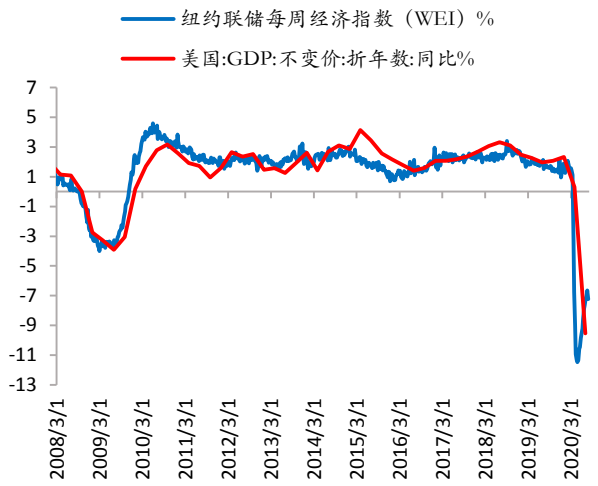
上周美国金融市场恐慌情绪有所缓解，VIX 下降至 24.5。美国 GDP 数据影响下，流动性压力有所上升，Ted 利差上升 0.02 个百分点。美国信用风险继续下降，高收益企业债利差从 5.29%降至 5.14%。

图7： 美国 ECRI 领先指标增长年率边际修复放缓



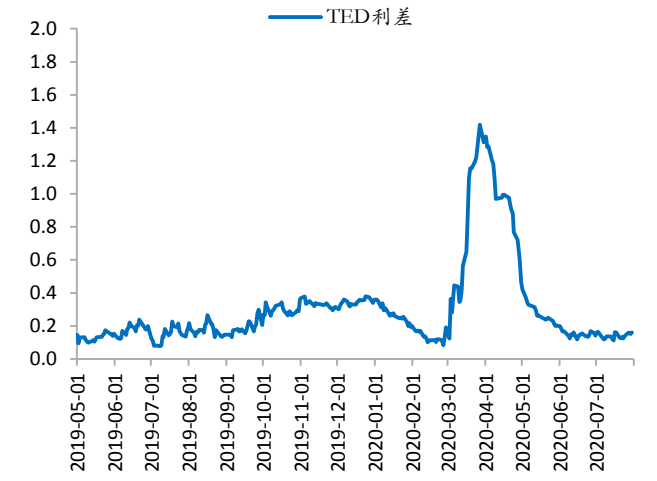
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 纽约联储每周经济指数下降



资料来源：Wind，纽约联储，新时代证券研究所

图9： TED 利差上升



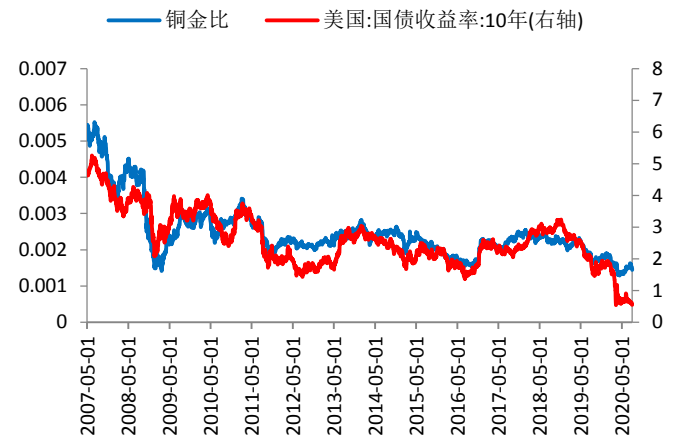
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： VIX 小幅下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 铜金比回落



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 美国高收益债利差小幅回落



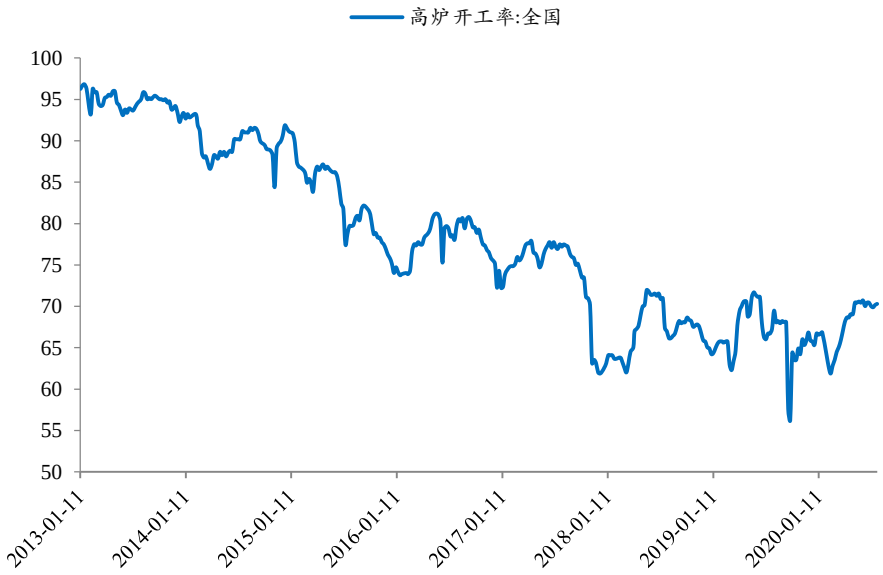
资料来源：Wind，新时代证券研究所

4、 国内高频数据观察

4.1、 生产指标小幅回升

上周，雨季影响减弱，全国高炉开工率小幅回升至 70.3%；汽车全钢胎与半钢胎开工率分别小幅上涨 2.3%、0.2%；但 100 家焦化企业开工率较前一周下降 2.6%。

图13： 高炉开工率小幅回升

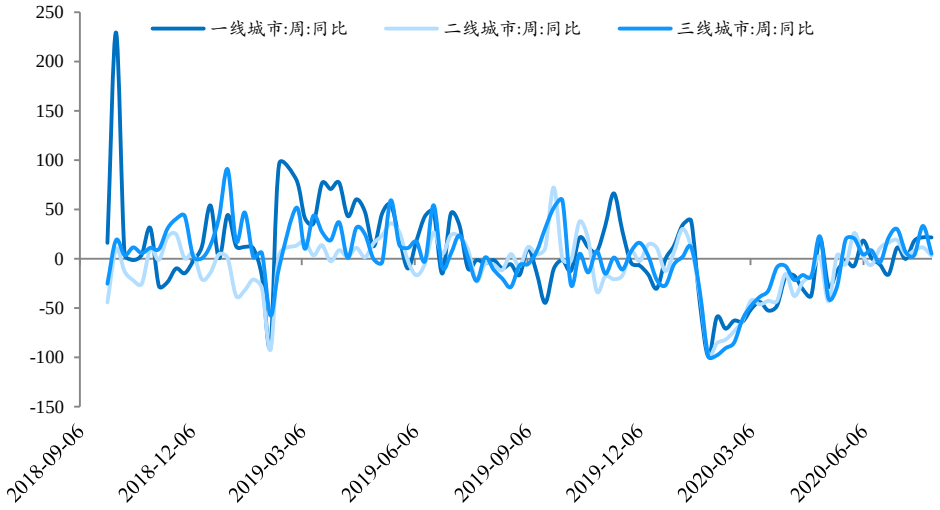


资料来源：Wind，新时代证券研究所

4.2、 商品房销量增速回落

上周，30 大中城市商品房日均销售面积为 57.4 万平方米，较前一周 58.5 万平方米有所下降。30 大中城市商品房成交面积周同比增速从 29.8%回落至 7.2%，其中，一线城市商品房销售面积同比增速仍大幅上升 21.6%，二、三线城市增速则回落至 3.0%和 5.1%。

图14： 商品房销量同比回落

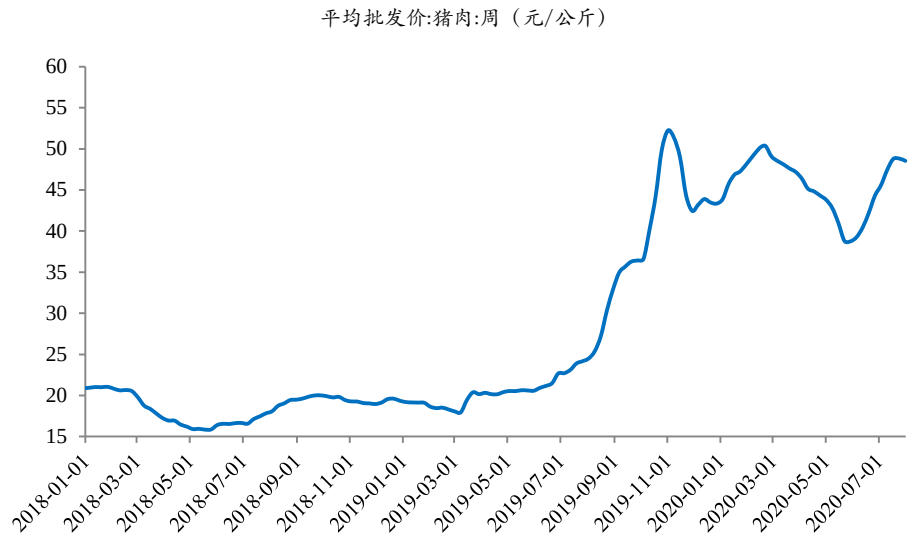


资料来源：Wind，新时代证券研究所

4.3、 猪肉价格微降

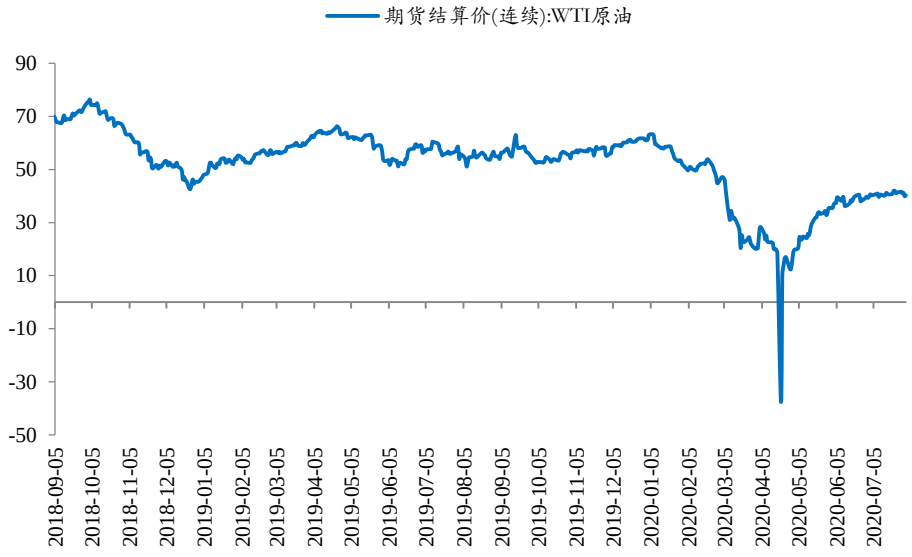
上周，雨季影响下，28 种重点监测蔬菜价格环比上涨 2.6%，增速由前值(1.2%)进一步上扬。7 种重点监测水果价格环比-0.7%，价格进一步下降。猪肉批发价微降 0.6%，结束了连续 8 周的上涨，前值 0.13%。原油价格下跌，其中，WTI 原油与布油价格分别下降了 2.5%、0.1%，增速前值分别为-2.8%、-0.9%。受雨季影响，钢材库存明显上升，钢价承压，螺纹钢期货价格微降 0.2%。

图15： 猪肉价格涨势趋缓



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图16： WTI 原油期货价上涨



资料来源：Wind，新时代证券研究所

4.4、 货币市场利率上升

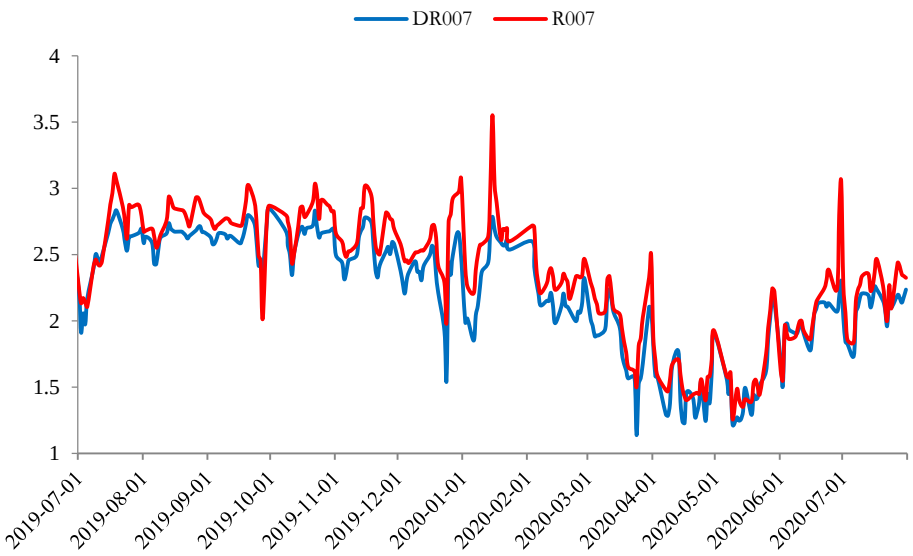
上周，为维护银行体系流动性充裕，央行进行总计 2800 亿元逆回购操作，不过临近月末，货币市场利率整体上升，DR007、R007 一周分别上升 13BP、23BP。

表1： 央行公开市场操作（2020.7.27-2020.7.31）

日期	央行公告
2020 年 7 月 27 日	为维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 7 月 27 日人民银行以利率招标方式开展了 1000 亿元逆回购操作。
2020 年 7 月 28 日	为维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 7 月 28 日人民银行以利率招标方式开展了 800 亿元逆回购操作。
2020 年 7 月 29 日	为维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 7 月 29 日人民银行以利率招标方式开展了 300 亿元逆回购操作。
2020 年 7 月 30 日	为维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 7 月 30 日人民银行以利率招标方式开展了 500 亿元逆回购操作。
2020 年 7 月 31 日	为维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 7 月 31 日人民银行以利率招标方式开展了 200 亿元逆回购操作。

资料来源：中国人民银行，新时代证券研究所

图17： 货币市场利率上升

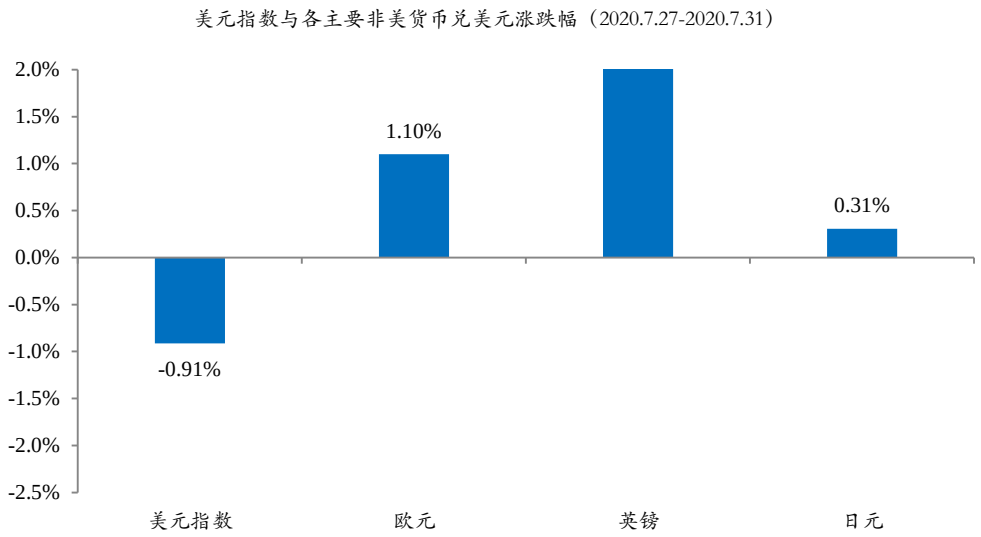


资料来源：Wind，新时代证券研究所

4.5、 人民币兑美元升值

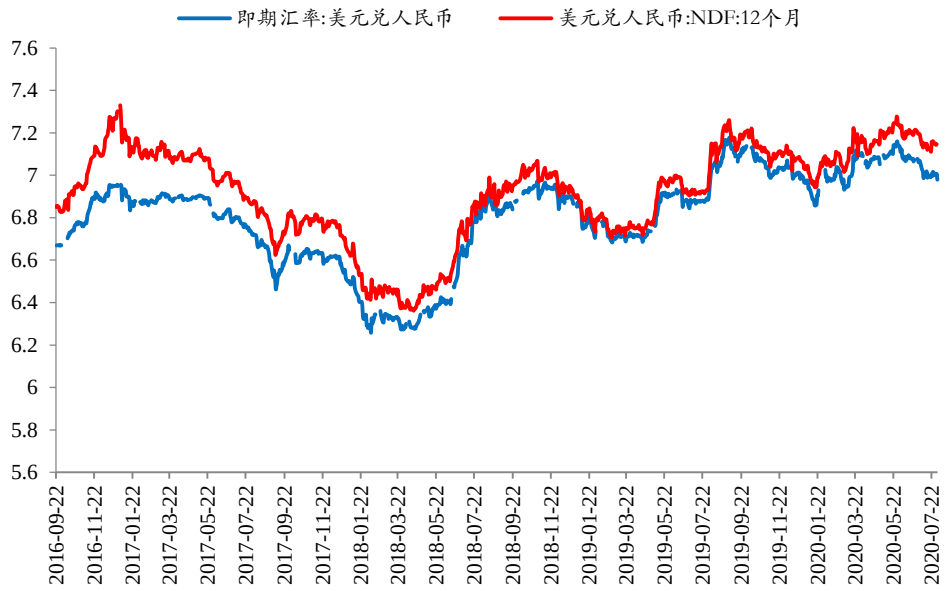
上周，受疫情二次爆发、美联储声明偏鸽、二季度 GDP 大幅萎缩影响，美元指数回落 0.9%至 93.48。非美货币方面，欧元、英镑和日元兑美元分别升值 1.1%、2.2%和 0.3%。，人民币兑美元汇率一周升值 0.53%。

图18： 美元指数下跌



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图19： 人民币汇率升值



资料来源：Wind，新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，多年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

邢曙光，资深宏观分析师，厦门大学经济学博士，北京大学经济学博士后，丹麦哥本哈根大学访问学者，曾任北京大学经济研究所助理研究员，2018 年加入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖 销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕荻琪 销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓 销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室 邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/