新时代证券 New Times Securities

经济修复再添扰动项

——宏观经济周度观察

投资周报

近期披露的官方 PMI、财新 PMI、PPI、信贷社融等数据都表明 6 月经济数据大概率表现强劲，然而，经济修复扰动项也同时出现，主要体现为：（1）美国新增疫情数据在全面复工后不断创新高。（2）货币政策将进入更加常态的状态。（3）疫情冲击尚未完全消化，又遇洪灾来袭。

我们认为上述扰动项尚不足以改变中国经济继续修复的趋势：

（1）各类情景下，出口很难比现在更差。美国部分西部与南部州疫情攀升较快，这一影响并未明显体现在美国整体经济数据上，当然如果疫情进一步加剧，不排除这些州会重新封锁，但出现全国再次封锁的风险暂时还比较小，仍有一部分州疫情数据控制得较好，比如此前疫情严重的纽约州，目前日均新增确诊控制在 800 例左右，因此，后续美国经济很难比 3-4 月更差。即便美国再度出现全国封锁，鉴于欧洲疫情控制得还比较好，欧洲经济修复也能够支撑未来出口回暖。最近几个月出口不差并未计入欧美经济重启的影响，美国疫情主要影响出口回暖的斜率，综合考虑，出口很难比现在更差。

（2）2019 年 4 月后经济继续下滑主要原因不是货币政策微调，当前货币政策走向常态化不同于紧缩。很多人认为 2019 年 4 月后经济下滑是货币政策微调导致，但实际上从各分项数据来看，经济下滑核心原因是全球经济回落对“出口-制造业”链条的冲击，而对融资敏感的基建与房地产投资表现并不差。理论上来讲，货币政策调整会对经济产生影响，但即便是在金融市场成熟的美国，这种影响往往也是存在时滞的，在经济上行周期（例如 2007 年、2010 年、2017 年），货币紧缩伴随着经济上行。此外，当前货币政策走向常态化与过去货币紧缩不同，即便目前 3 个月 Shibor 利率达到 2.1%，也是处于历史极低水平，整体而言，货币只是不会像危机模式那么宽松，但紧缩的拐点还没有到。

（3）洪灾对经济可能是阶段性扰动，影响经济修复斜率与节奏不影响趋势。从 1998 年与 2016 年的经验来看，洪灾对经济的间接影响主要体现在建筑业施工上，建筑业会受到阶段性冲击，但并未改变当年的趋势，这可能是因为在洪灾之后，建筑项目会继续赶工，而灾后重建对基建还有一定拉动效应。

- **风险提示：海外疫情二次爆发；政策落实不及预期**

潘向东（首席经济学家）
证书编号：S0280517100001

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

宏观报告：一季度经济数据的三个细节
2020-4-19

宏观报告：疫情下的新兴市场潜在风险
2020-4-12

宏观报告：如何用高频数据跟踪美国经济衰退
2020-4-5

宏观报告：特别时期的扩内需
2020-3-29

宏观报告：如何理解当前形势下的消费
2020-3-21

宏观报告：以内需补外需，基建投资是首选
2020-3-8

宏观报告：国内政策力度加大，海外疫情引发避险情绪
2020-02-23

宏观报告：疫情推动“强美元”
2020-2-16

宏观报告：产成品周转天数高增之谜
2019-12-22

目 录

1、 经济修复再添扰动项.....3
2、 海外经济与市场流动性观察.....6
3、 国内高频数据观察.....8
3.1、 商品房销量同比回落.....8
3.2、 猪肉价格上涨.....8
3.3、 货币市场利率上升.....9
3.4、 美元指数下跌，人民币汇率升值.....10

图表目录

图 1: 美国新增疫情数据在全面复工后不断创新高.....3
图 2: 近期南方部分地区降水量远高于历年同期平均水平.....4
图 3: 2019 年 4 月货币政策微调后，经济在短暂企稳后重回下行.....4
图 4: 纽约州疫情得到较好控制.....5
图 5: 欧洲疫情得到较好控制.....5
图 6: 2007 年、2010 年与 2017 年经济上行伴随货币紧缩.....6
图 11: 商品房销量同比回落.....8
图 12: 猪肉价格上涨.....8
图 13: WTI 原油期货价上涨.....9
图 14: 货币市场利率上升.....10
图 15: 美元指数下跌.....10
图 16: 人民币汇率升值.....11

表 1: 央行公开市场操作（2020.7.6-2020.7.10）.....9

1、 经济修复再添扰动项

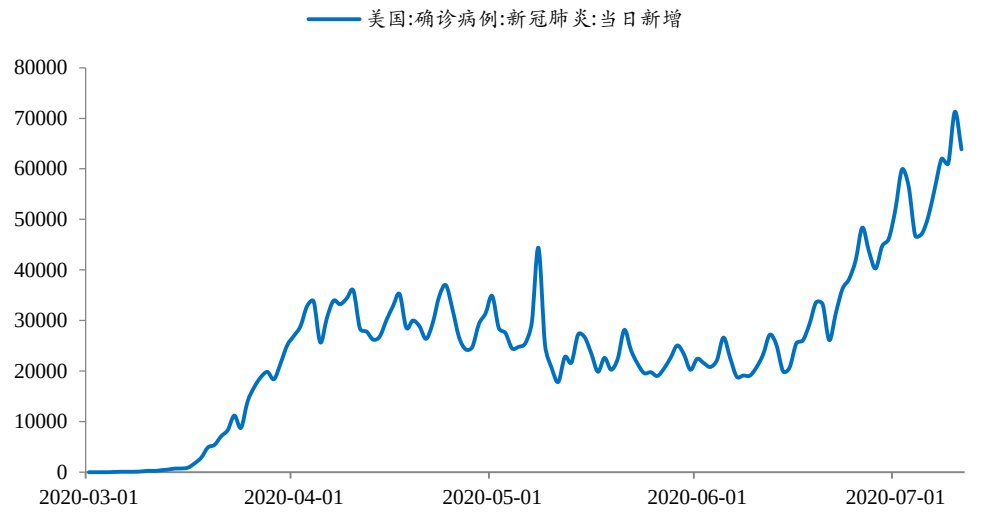
近期披露的官方 PMI、财新 PMI、PPI、信贷社融等数据都表明 6 月经济数据大概率表现强劲，然而，经济修复扰动项也同时出现，主要体现为：

（1）美国新增疫情数据在全面复工后不断创新高。7 月 10 日，美国新增确诊病例超过 7 万例，主要由西部与南部州贡献，疫情曲线的抬升增加了美国经济复苏进程不确定性，可能会对中国出口产生扰动。

（2）货币政策将进入更加常态的状态。5 月以来，货币政策宽松速度已经放缓，进入观察期，由于经济恢复情况还不错，货币政策已经从 1-4 月的危机模式变得更加常态化，3 个月 Shibor 利率已经 1.4%附近上升至 2%附近，央行在 2020 年上半年金融统计数据新闻发布会上提到“下半年经济恢复正常，传统货币政策的作用可能会更加明显，我们进入了一个更加常态的状态”。有人会担心货币政策微调后，会对经济产生负面冲击，毕竟 2019 年 4 月曾出现过货币政策微调后，经济复苏预期被证伪，经济在短暂企稳后重回下行。

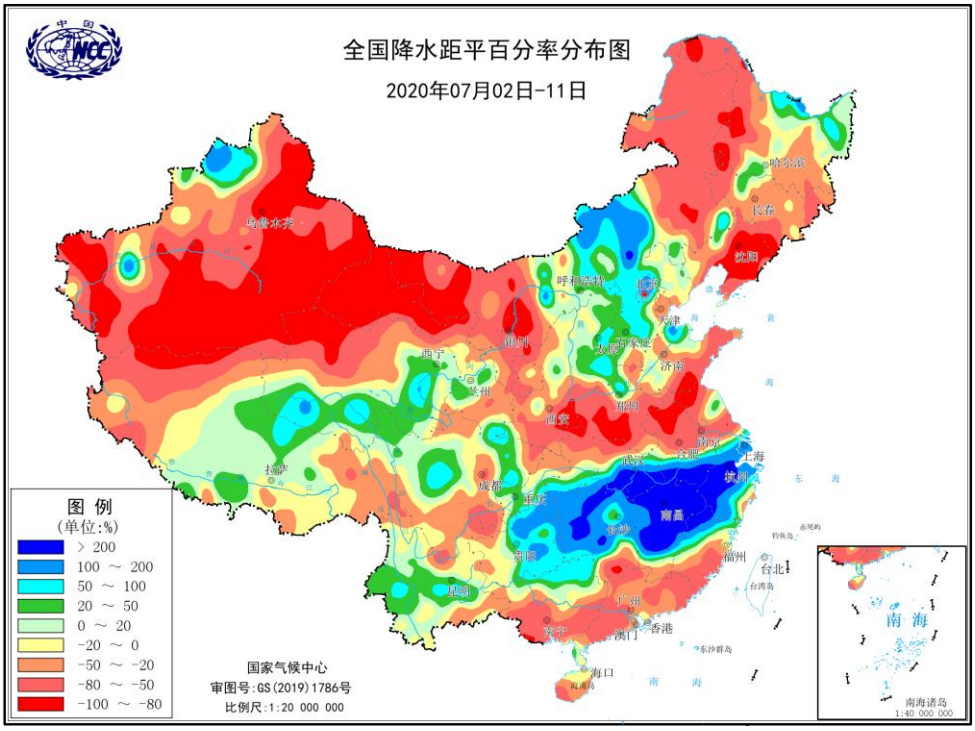
（3）疫情冲击尚未完全消化，又遇洪灾来袭。7 月 4 日以来，212 条河流发生超警以上洪水，其中 72 条河流超保，19 条超历史纪录，太湖持续 15 天超过警戒水位，对此，水利部将水旱灾害防御应急响应提升至Ⅱ级。洪灾不仅对经济造成直接损失，对基建、房建开工也存在一定拖累，这对尚未完全消化疫情冲击的中国经济而言，形成又一次挑战。

图1： 美国新增疫情数据在全面复工后不断创新高



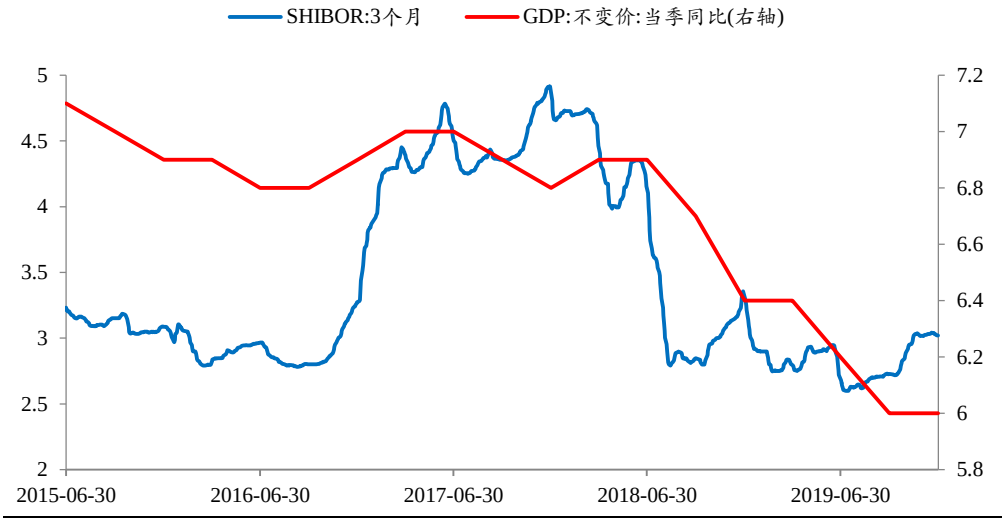
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 近期南方部分地区降水量远高于历年同期平均水平



资料来源：国家气候中心，新时代证券研究所

图3： 2019 年 4 月货币政策微调后，经济在短暂企稳后重回下行



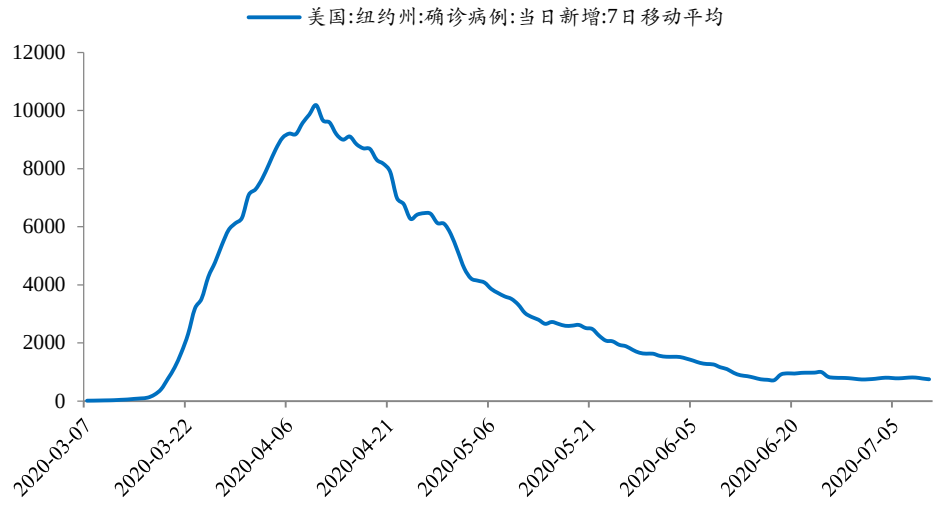
资料来源：Wind，新时代证券研究所

我们认为上述扰动项尚不足以改变中国经济继续修复的趋势：

（1）各类情景下，出口很难比现在更差。目前美国部分西部与南部州疫情攀升较快，这一影响并未明显体现在美国整体经济数据上，当然如果疫情进一步加剧，不排除这些州会重新封锁，但出现全国再次封锁的风险暂时还比较小，仍有一部分州疫情数据控制得较好，比如此前疫情严重的纽约州，目前日均新增确诊控制在 800 例左右，因此，后续美国经济很难比 3-4 月更差。即便美国再度出现全国封锁，鉴于欧洲疫情控制得还比较好，欧洲经济修复也能够支撑未来出口回暖。最近几个

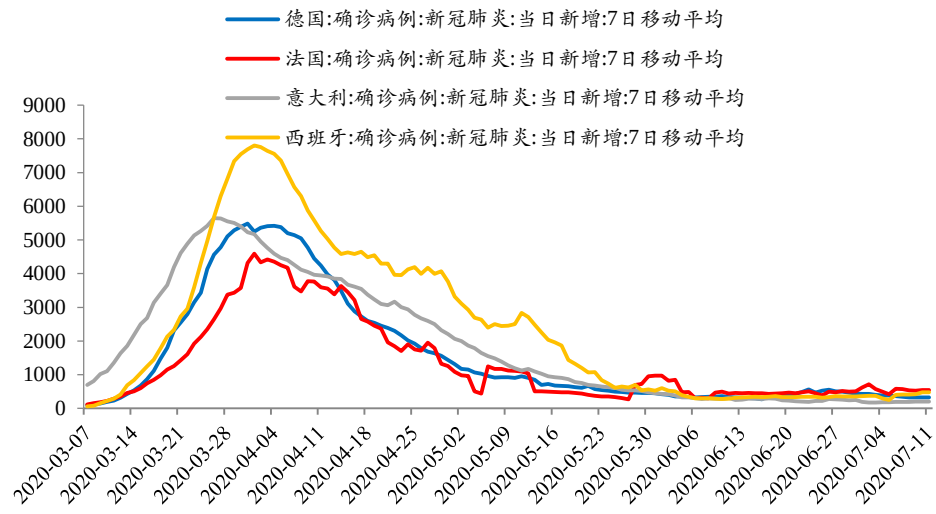
月出口不差并未计入欧美经济重启的影响，美国疫情主要影响出口回暖的斜率，综合考虑，出口很难比现在更差。

图4： 纽约州疫情得到较好控制



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 欧洲疫情得到较好控制

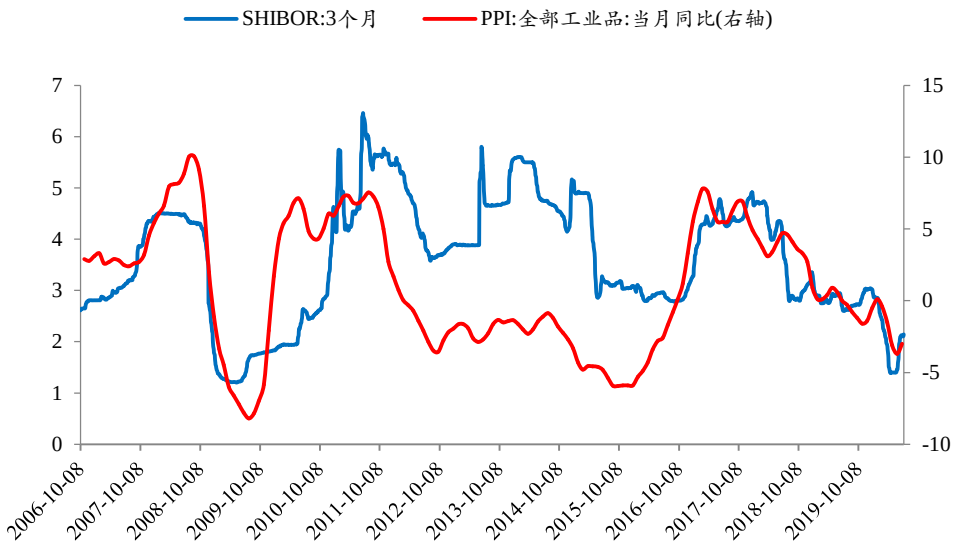


资料来源：Wind，新时代证券研究所

（2）2019 年 4 月后经济继续下滑主要原因不是货币政策微调，当前货币政策走向常态化不同于紧缩。很多人认为 2019 年 4 月后经济下滑是货币政策微调导致，但实际上从各分项数据来看，经济下滑核心原因是全球经济回落对“出口-制造业”链条的冲击，而对融资敏感的基建与房地产投资表现并不差。理论上来讲，货币政策调整会对经济产生影响，但即便是在金融市场成熟的美国，这种影响往往也是存在时滞的，在经济上行周期（例如 2007 年、2010 年、2017 年），货币紧缩伴随着经济上行。此外，当前货币政策走向常态化与过去货币紧缩不同，即便目前 3 个月 Shibor 利率达到 2.1%，也是处于历史极低水平，整体而言，货币只是不会像危机模式那么宽松，但紧缩的拐点还没有到，原因在于：其一，三季度产出缺口不断收

窄，在此期间货币需要保持宽松，四季度产出缺口有望实现正值，PPI 出现通胀，即使货币政策调整最快可能也是在四季度。其二，宽信用离不开宽货币，未来一些常规宽松政策可能还会继续落地。其三，降成本需要宽货币。政府要求金融系统全年向企业合理让利 1.5 万亿元，其中一个重要方式就是商业银行降低贷款利率。由于银行净息差已出现较大幅度下滑，需要央行通过货币宽松给予商业银行更多的便宜资金可以使用。

图6： 2007 年、2010 年与 2017 年经济上行伴随货币紧缩



资料来源：Wind，新时代证券研究所

（3）洪灾对经济可能是阶段性扰动，影响经济修复斜率与节奏不影响趋势。从 1998 年与 2016 年的经验来看，洪灾对经济的间接影响主要体现在建筑业施工上，建筑业会受到阶段性冲击，但并未改变当年的趋势，这可能是因为在洪灾之后，建筑项目会继续赶工，而灾后重建对基建还有一定拉动效应。

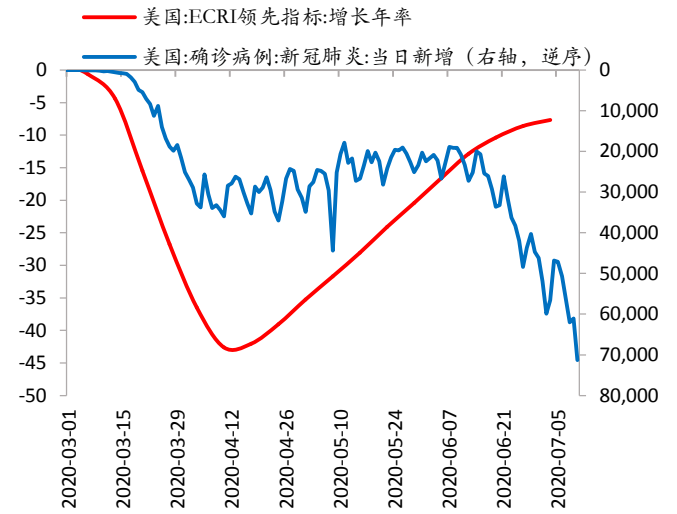
2、 海外经济与市场流动性观察

截至 7 月 10 日当周，美国 ECRI 领先指标增长年率为-7.7%，较前值（-8.6%）继续收窄；纽约联储每周经济指数（WEI）为-6.8%，前值下修至-7.7%。美国 7 月 4 日当周初次申请失业金人数继续回落至 131.4 万人，预期 137.5 万人。

美国疫情恶化，7 月 8 日到 10 日三天单日新增确诊病例均超过 6 万例，7 月 10 日新增确诊 71286 例，为疫情爆发以来最高值。美国 6 月 ISM 非制造业 PMI 录得 57.1，大幅高于预期值 50.1，反映出美国服务业的复苏。但是鉴于疫情再度加剧，服务业复苏面临停顿。美国 6 月 PPI 环比下降 0.8%，下降幅度大于预期的 0.2%，且与 5 月 PPI 年率一致，核心 PPI 环比上升 0.1%，低于预期的 0.4%，且较 5 月核心 PPI 年率进一步下降 0.2 个百分点，反映出美国通缩压力持续。

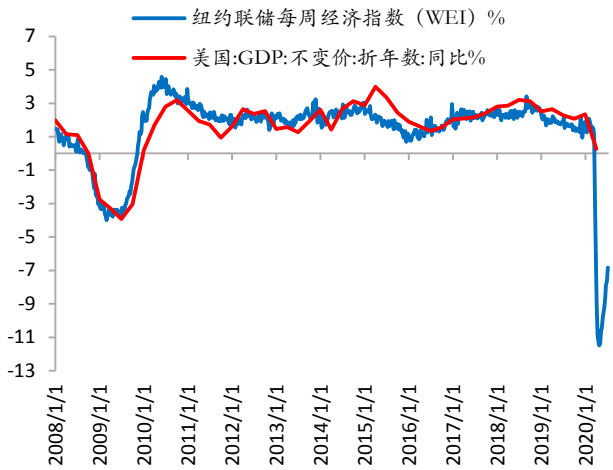
上周美国金融市场恐慌情绪和流动性压力有所缓解，VIX 回落至 27.3，Ted 利差小幅下降。美国信用风险小幅下降，高收益企业债利差从 6.17%降至 6.14%。

图7： 美国 ECRI 领先指标增长年率继续回升



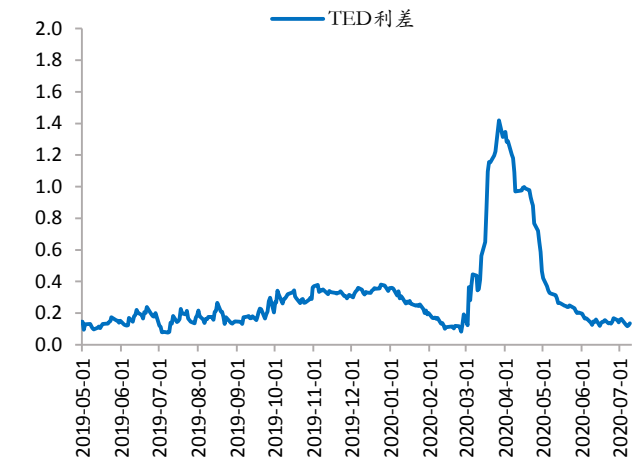
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 纽约联储每周经济指数回升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： TED 利差小幅回落



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： VIX 小幅回落



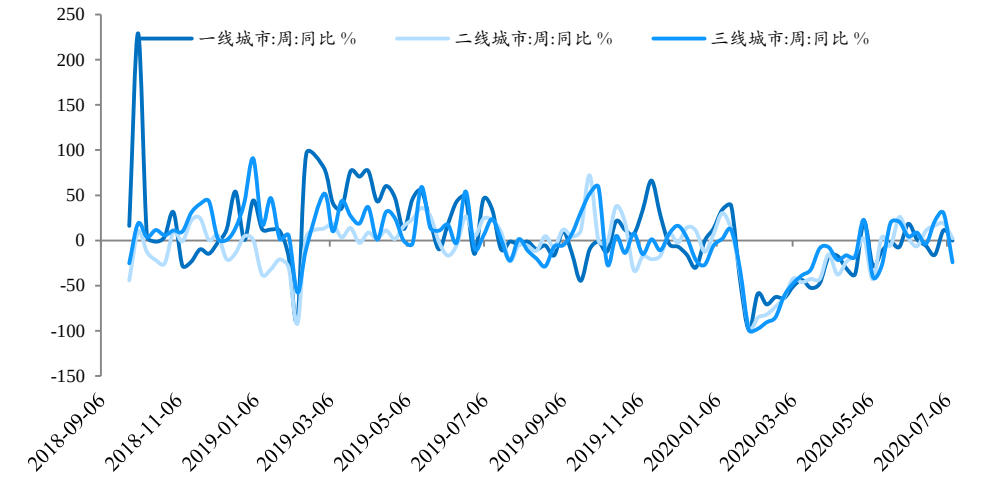
资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 国内高频数据观察

3.1、 商品房销量同比回落

上周，30 大中城市商品房日均销售面积从 73.8 万平米下降至 53.2 万平米。30 大中城市商品房销售面积同比增速从 20.5%回落至-6.5%，其中，一、二、三线城市商品房销售面积同比分别回落至-0.2%、2.4%、-24.2%。

图11： 商品房销量同比回落

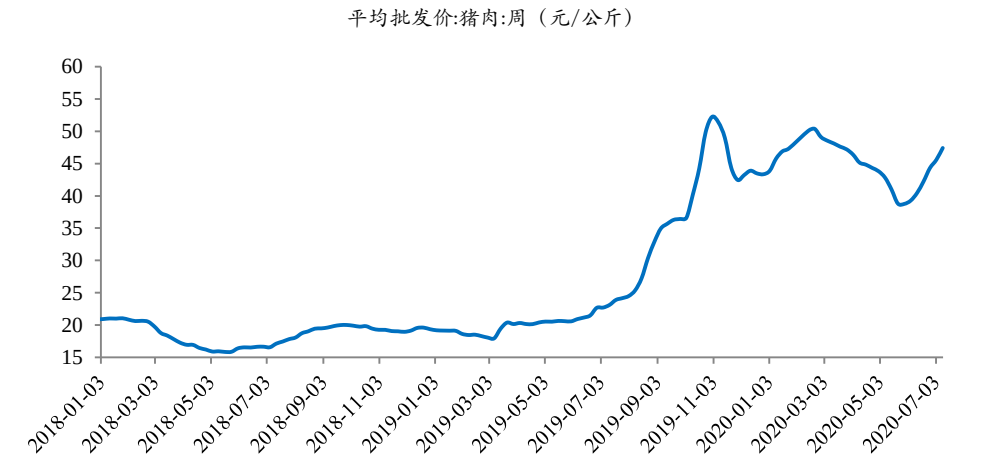


资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.2、 猪肉价格上涨

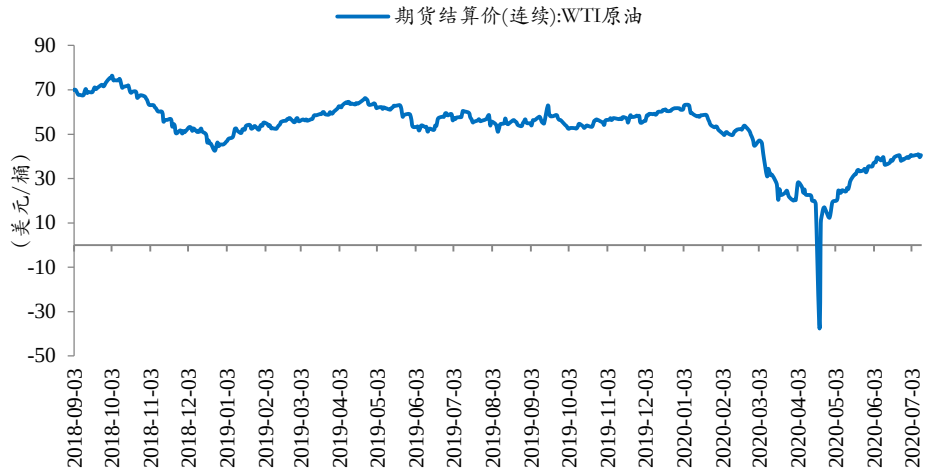
上周，28 种重点监测蔬菜价格下跌 0.4%，涨幅较前值（2%）回落。7 种重点监测水果价格下跌 0.3%，跌幅较前值（-1.5%）收窄。受猪肉消费需求回升影响，猪肉批发价一周上涨 4%，涨幅前值（2.9%）回升，连续 6 周上涨。受美国疫情数据攀升影响，原油价格涨势趋缓，其中，WTI 原油与布油价格分别上涨 0.8%、1%，前值分别是 4.5%、4.3%。

图12： 猪肉价格上涨



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： WTI 原油期货价上涨



资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.3、 货币市场利率上升

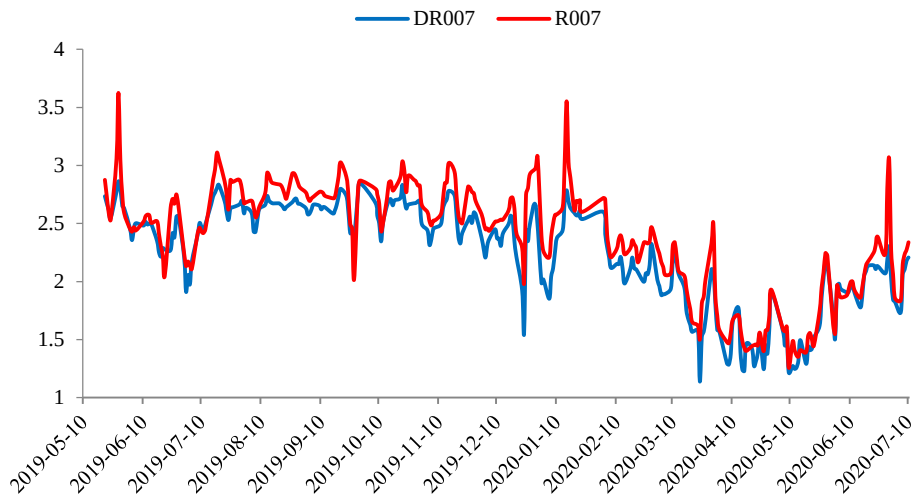
上周，目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，央行暂停逆回购操作，资金面出现收紧，货币市场利率上升，DR007、R007 一周分别上升 38BP、48BP。

表1： 央行公开市场操作（2020.7.6-2020.7.10）

日期	央行公告
2020 年 7 月 6 日	目前银行体系流动性总量处于较高水平，可吸收央行逆回购到期、金融机构缴存法定存款准备金等因素的影响，2020 年 7 月 6 日不开展逆回购操作。
2020 年 7 月 7 日	目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平,2020 年 7 月 7 日不开展逆回购操作。
2020 年 7 月 8 日	目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平,2020 年 7 月 8 日不开展逆回购操作。
2020 年 7 月 9 日	目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平,2020 年 7 月 9 日不开展逆回购操作。
2020 年 7 月 10 日	目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，2020 年 7 月 10 日不开展逆回购操作。

资料来源：中国人民银行，新时代证券研究所

图14： 货币市场利率上升

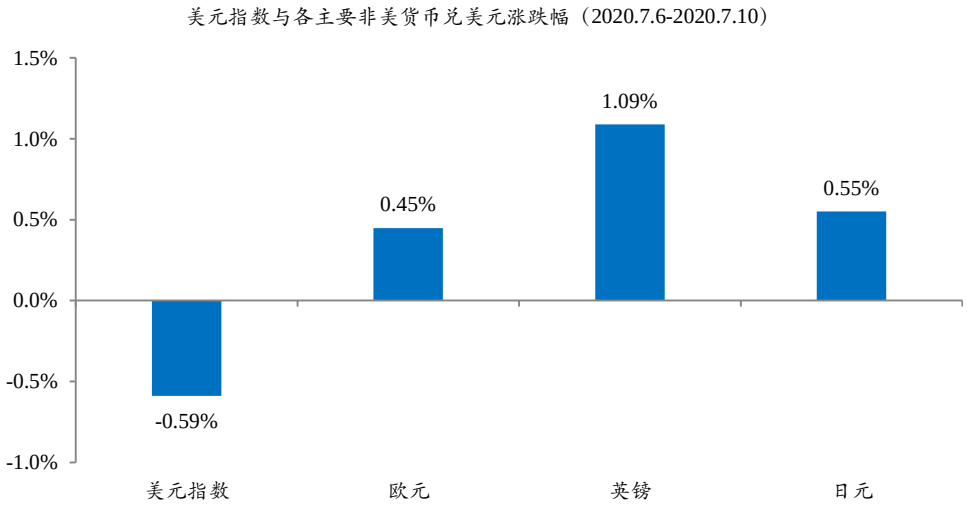


资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.4、 美元指数下跌，人民币汇率升值

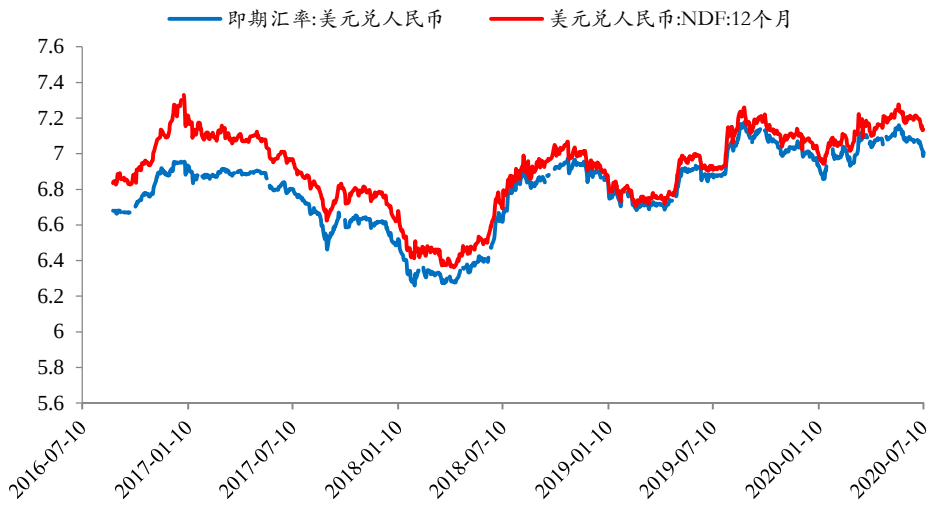
上周，美元指数回落 0.6%至 96.67，非美货币方面，英镑、欧元、日元兑美元分别升值 1.1%、0.4%、0.5%。受美元指数下跌以及“热钱”流入中国影响，人民币兑美元即期汇率一周升值 0.9%。

图15： 美元指数下跌



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图16： 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

潘向东，首席经济学家，中国财政学会第九届理事会常务理事，“财经改革发展智库”专家委员会委员，中国证券业协会分析师专业委员会委员，中国首席经济学家理事会理事。曾任光大集团和国家开发银行特约研究员，《经济研究》和《世界经济》的审稿专家。历任中信建投证券首席宏观分析师、光大证券研究所副所长、光大证券首席经济学家、中国银河证券首席经济学家兼研究所所长。先后在《经济研究》和《世界经济》等学术杂志发表过数篇论文。先后主持或参加过国家社科重点项目、国家社科基金、国家自然科学基金、博士点基金、博士后基金等。个人著作【真实繁荣】，社会科学文献出版社 2016 年 8 月出版。

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，9 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/