2020 年 6 月 7 日

宏观经济

近期全球经济两个重要边际变化

——宏观经济周度观察

投资周报

● **近期全球经济两个重要边际变化**

近期全球市场发生一些变化：（1）中国、美国、欧洲、日本这几个核心经济体 10 年期国债收益率出现一定程度抬升。（2）美元、黄金跌破此前的震荡区间。（3）欧洲、日本股市表现好于美股。（4）欧美主要市场的价值股开始跑赢成长股。

上述现象与近期全球两个重要的边际变化密切相关：

（1）核心国家虽然仍处于衰退中，但经济正从低谷走出。近期中国、美国、欧洲、日本这几个核心经济体正从低谷走出，其中，中国经济率先修复，5 月发电耗煤量、汽车销量、水泥价格等高频数据都有不错的表现，花旗中国经济意外指数从底部回升，截至 2020 年 6 月 3 日，该指数已经转正。欧美等国家自 5 月以来重启经济，虽然 PMI 等指标显示经济仍处于衰退中，但从边际上来看，这些国家的经济正从低谷走出，5 月以来，花旗 G10 经济意外指数触底反弹，其中，截至 6 月 3 日，美国经济意外指数已经转正，分行业来看，受益于低利率的房地产引领美国经济重启，其次是受益于社交活动恢复并在疫情期间受损程度较大的服务业，制造业仍会受到全球贸易低迷的滞后影响，恢复相对缓慢。

（2）中美货币政策宽松速度放缓，而欧洲刺激政策力度加大。5 月以来，一个明显的特点是中美货币政策宽松速度放缓，货币政策进入观察期。美国方面，在 3-4 月大规模宽松政策下，美国流动性风险基本解除，金融压力指数、TED 利差都回到正常水平，在资产负债表以史无前例扩张后，美国货币政策宽松步伐放缓，美联储购买国债规模下降，目前已经降至疫情前的正常水平，同时，市场开始出现年内美联储加息预期。中国方面，中国央行在 5 月缩量平价投放 MLF，重启逆回购操作但维持利率不变，而重启逆回购也只是为了维护银行间流动性合理充裕。3 个月 Shibor 自疫情爆发以来不断快速下行，但 5 月以来出现上行趋势，截至 6 月 5 日，3 个月 Shibor 上升至 1.59%。由于前期货币政策的积极，流动性风险基本解除，接下来政策需要观察货币宽松对实体经济的提振效果，即政策进入观察期。但同时，近期欧洲刺激政策力度明显加大，包括欧盟 7500 亿欧元的复苏基金、相应调整的 2021 年-2027 年 1.1 万亿欧元预算案、欧央行决定将紧急抗疫购债计划（PEPP）规模扩大 6000 亿欧元、德国推出 1300 亿欧元刺激计划等。

● **美国就业市场好转**

美国 5 月新增非农就业人数 250 万人，预期为-800 万人，前值为-2070 万人。美国 5 月失业率 13.3%，预期 19.8%，前值 14.7%。需要注意的是，一些“临时失业”人员被误统计为“就业”，导致失业率低估。不过，**5 月和 3 月、4 月的统计口径基本一致，“统计失误”不改变 5 月就业市场好转的事实。**5 月就业数据的反弹反映出美国 4 月底复工以来经济开始恢复。

● **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

陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

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、 近期全球经济两个重要边际变化.....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、 生产指标回落.....8
3.2、 商品房销量同比回落.....8
3.3、 油价上涨，猪肉价格止跌.....9
3.4、 央行大幅净回笼，货币市场利率先下后上.....10
3.5、 美元指数回落，人民币汇率升值.....11

图表目录

图 1: 核心国家经济正从低谷走出.....3
图 2: 近期中美欧日 10 年期国债收益率上升.....4
图 3: 美国金融市场流动性回归正常.....4
图 4: 美联储购买国债速度放缓.....4
图 5: 近期 3 个月 Shibor 回升.....5
图 6: 逆回购利率维持不变.....5
图 7: 美国 ECRI 领先指标增长年率继续回升.....6
图 8: 纽约联储每周经济指数回升.....6
图 9: TED 利差小幅回落.....6
图 10: VIX 回落.....6
图 11: 铜金比上升.....7
图 12: 美国高收益债利差回落.....7
图 15: 汽车全钢胎、半钢胎开工率回落（%）.....8
图 16: 发电耗煤量回落.....8
图 17: 商品房销量同比回落.....9
图 18: 猪肉价格止跌.....9
图 19: WTI 原油期货价上涨.....10
图 20: 货币市场利率先下后上.....11
图 21: 美元指数回落.....11
图 22: 人民币汇率升值.....12

表 1: 央行公开市场操作（2020.6.1-2020.6.5）.....10

1、 近期全球经济两个重要边际变化

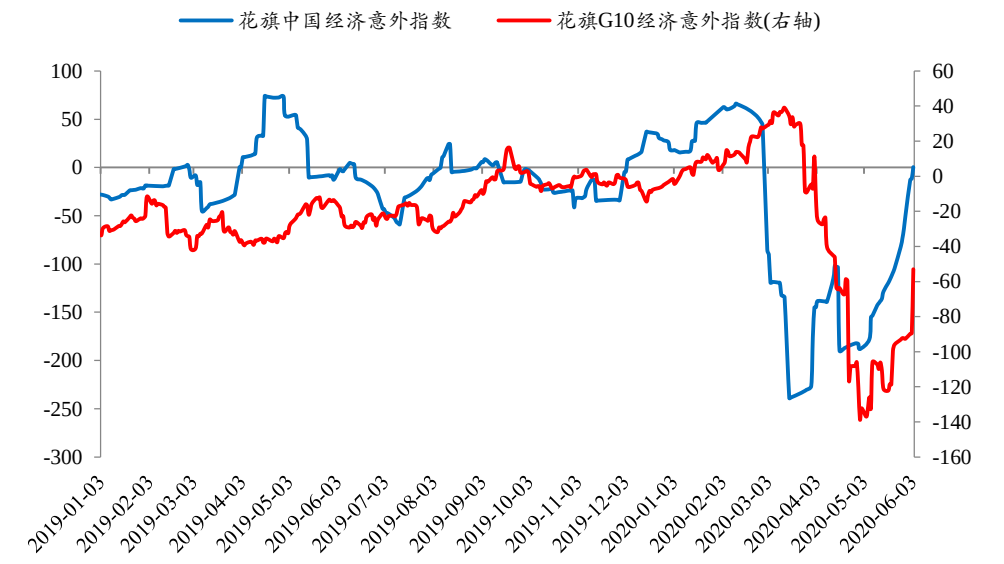
近期全球市场发生一些变化：（1）中国、美国、欧洲、日本这几个核心经济体 10 年期国债收益率出现一定程度抬升。（2）美元、黄金跌破此前的震荡区间。（3）欧洲、日本股市表现好于美股。（4）欧美主要市场的价值股开始跑赢成长股。

上述现象与近期全球两个重要的边际变化密切相关：

（1）核心国家虽然仍处于衰退中，但经济正从低谷走出。近期中国、美国、欧洲、日本这几个核心经济体正从低谷走出，其中，中国经济率先修复，5 月发电耗煤量、汽车销量、水泥价格等高频数据都有不错的表现，花旗中国经济意外指数从底部回升，截至 2020 年 6 月 3 日，该指数已经转正。欧美等国家自 5 月以来重启经济，虽然 PMI 等指标显示经济仍处于衰退中，但从边际上来看，这些国家的经济正从低谷走出，5 月以来，花旗 G10 经济意外指数触底反弹，其中，截至 6 月 3 日，美国经济意外指数已经转正，分行业来看，受益于低利率的房地产引领美国经济重启，其次是受益于社交活动恢复并在疫情期间受损程度较大的服务业，制造业仍会受到全球贸易低迷的滞后影响，恢复相对缓慢。

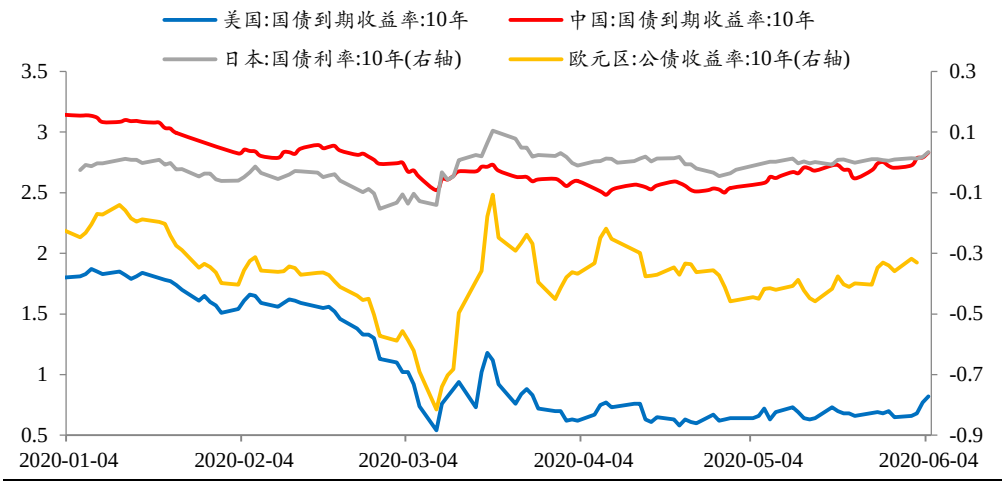
（2）中美货币政策宽松速度放缓，而欧洲刺激政策力度加大。5 月以来，一个明显的特点是中美货币政策宽松速度放缓，货币政策进入观察期。美国方面，在 3-4 月大规模宽松政策下，美国流动性风险基本解除，金融压力指数、TED 利差都回到正常水平，在资产负债表以史无前例扩张后，美国货币政策宽松步伐放缓，美联储购买国债规模下降，目前已经降至疫情前的正常水平，同时，市场开始出现年内美联储加息预期。中国方面，中国央行在 5 月缩量平价投放 MLF，重启逆回购操作但维持利率不变，而重启逆回购也只是为了维护银行间流动性合理充裕。3 个月 Shibor 自疫情爆发以来不断快速下行，但 5 月以来出现上行趋势，截至 6 月 5 日，3 个月 Shibor 上升至 1.59%。由于前期货币政策的积极，流动性风险基本解除，接下来政策需要观察货币宽松对实体经济的提振效果，即政策进入观察期。但同时，近期欧洲刺激政策力度明显加大，包括欧盟 7500 亿欧元的复苏基金、相应调整的 2021 年-2027 年 1.1 万亿欧元预算案、欧央行决定将紧急抗疫购债计划（PEPP）规模扩大 6000 亿欧元、德国推出 1300 亿欧元刺激计划等。

图1： 核心国家经济正从低谷走出



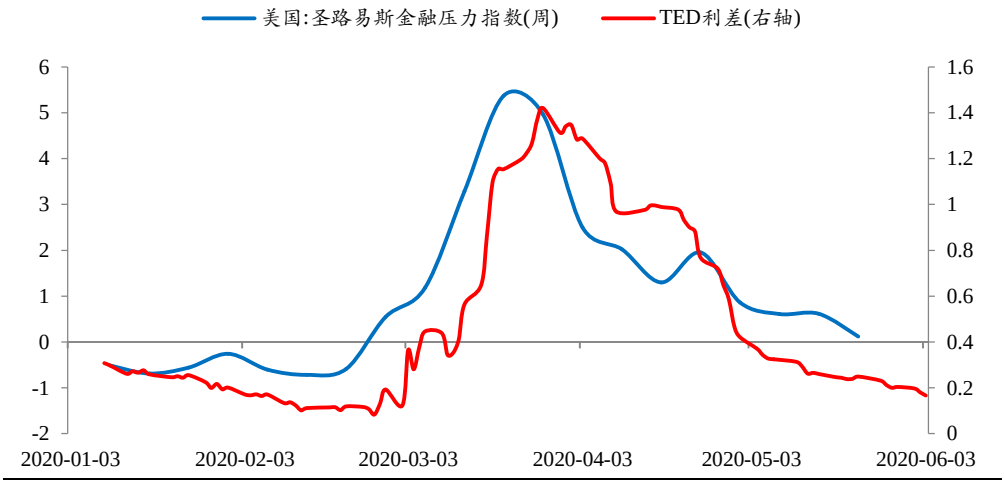
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 近期中美欧日 10 年期国债收益率上升



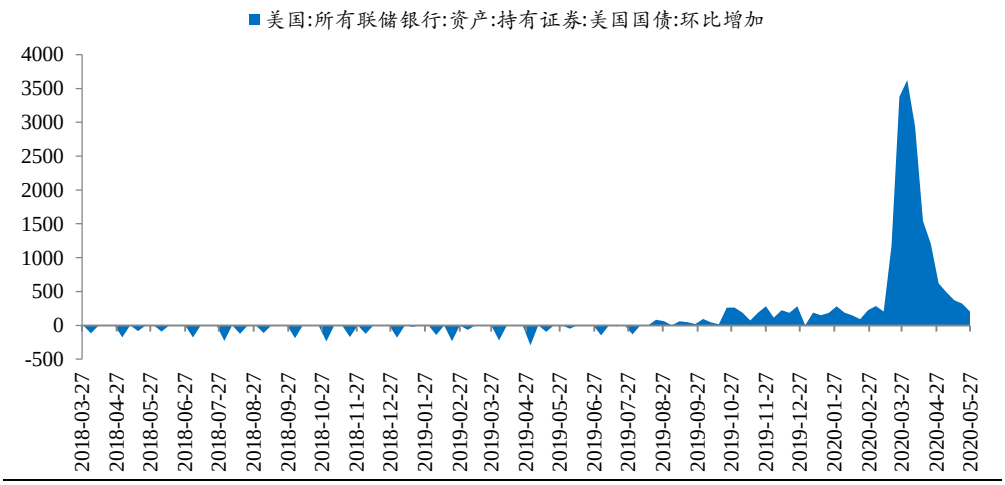
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 美国金融市场流动性回归正常



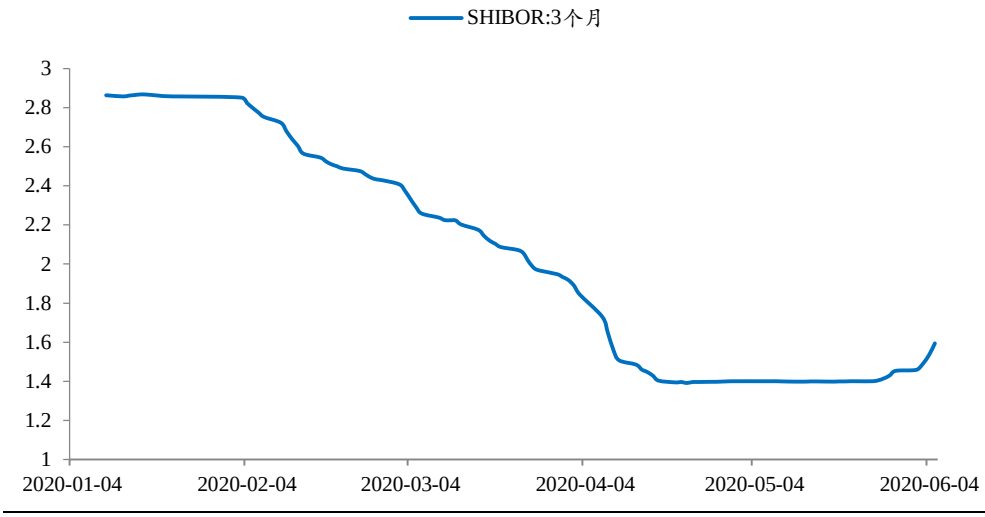
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 美联储购买国债速度放缓



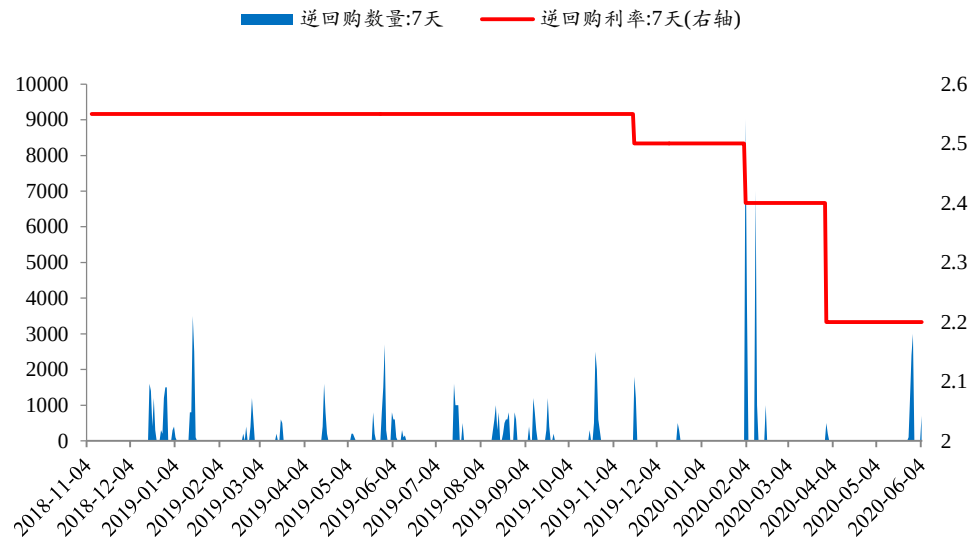
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 近期 3 个月 Shibor 回升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 逆回购利率维持不变



资料来源：Wind，新时代证券研究所

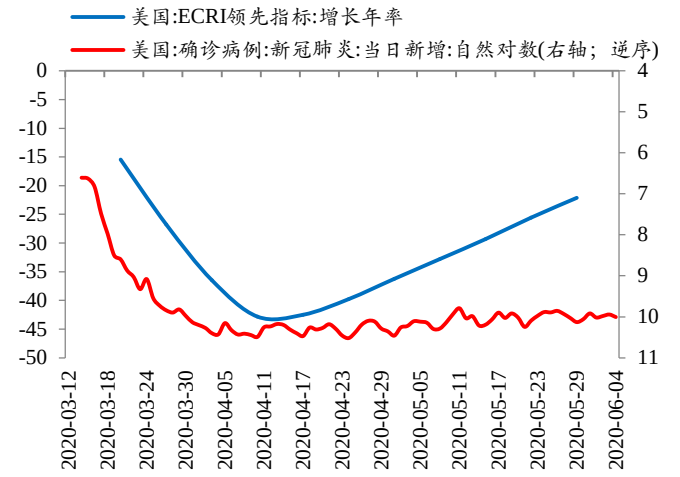
2、 海外经济与市场流动性观察

截至 6 月 6 日当周，美国 ECRI 领先指标增长年率为-22.13%，较前值(-25.57%)继续收窄；纽约联储每周经济指数（WEI）小幅下降，为-10.1%，前值上修至-9.4%。美国 5 月 30 日当周初次申请失业金人数为 187.7 万人，预期 177.5 万，连续九周下降。需要注意的是，一些“临时失业”人员被误统计为“就业”，导致失业率低估。不过，5 月和 3 月、4 月的统计口径基本一致，“统计失误”不改变 5 月就业市场好转的事实。5 月就业数据的反弹反映出美国 4 月底复工以来经济开始恢复。但整体来看，由于 3-4 月非农就业人数的大幅缩减，目前非农就业人数为 13291 万人，比 1-2 月平均水平缩减了约 13%，失业率仍较高。

上周美国金融市场流动性压力和恐慌情绪继续缓解，Ted 利差小幅回落， VIX 下降至 24.52。美国信用风险也有所缓解，高收益企业债利差从 6.71%降至 5.83%。

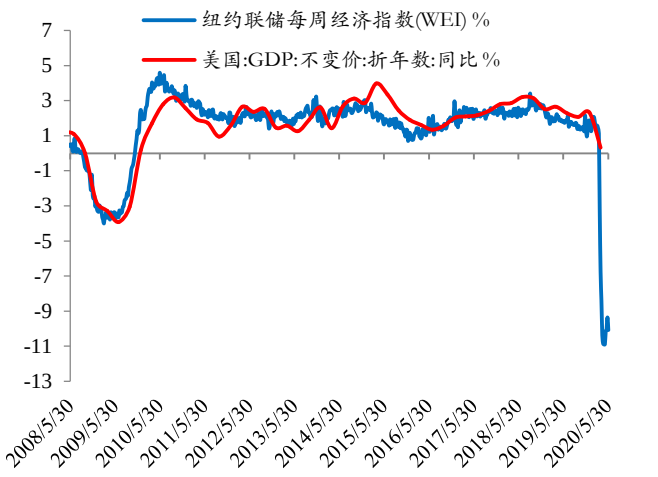
欧洲央行 6 月议息会议公布决议，下调经济预测，将 2020 年 GDP 增速预测下调至-8.7%，通胀率预测下调至 0.3%。政策方面，宣布将增加 6 千亿欧元 PEPP 资产购买，此前欧洲央行于 3 月 18 日推出 7500 亿欧元 PEPP，此次规模增加有助于欧元债券融资，助力部分财政能力有限的欧元区国家。

图7： 美国 ECRI 领先指标增长年率继续回升



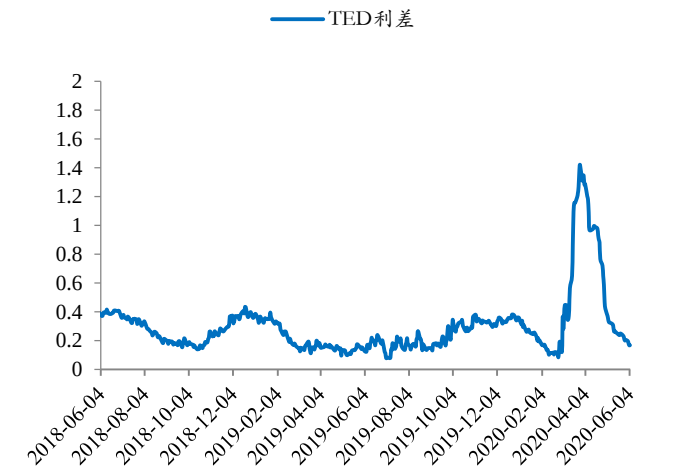
资料来源：Wind，新时代证券研究所

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



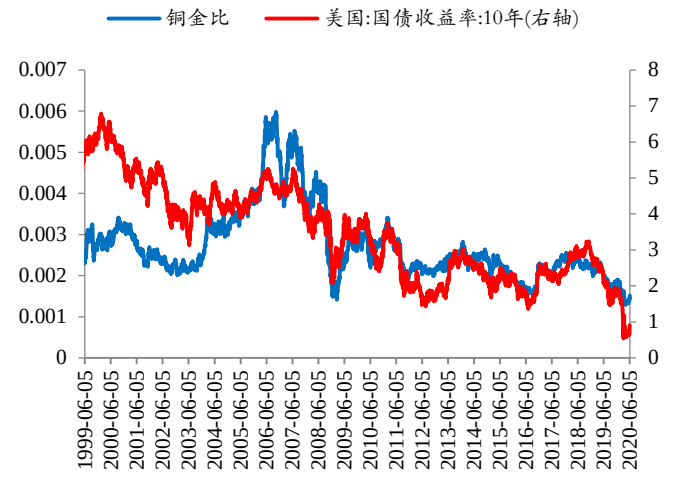
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： VIX 回落



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 铜金比上升



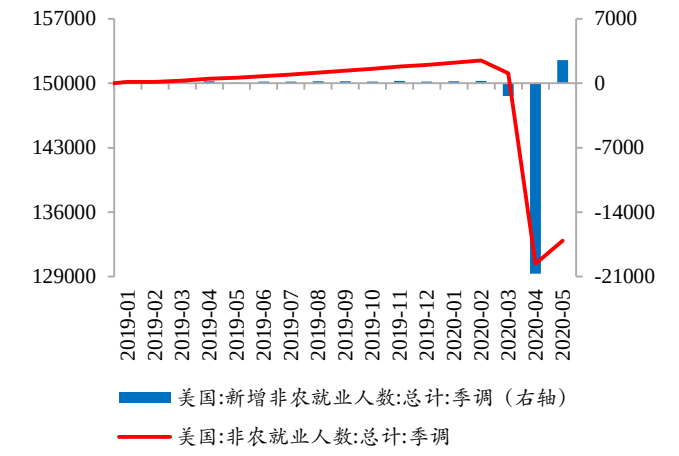
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 美国高收益债利差回落



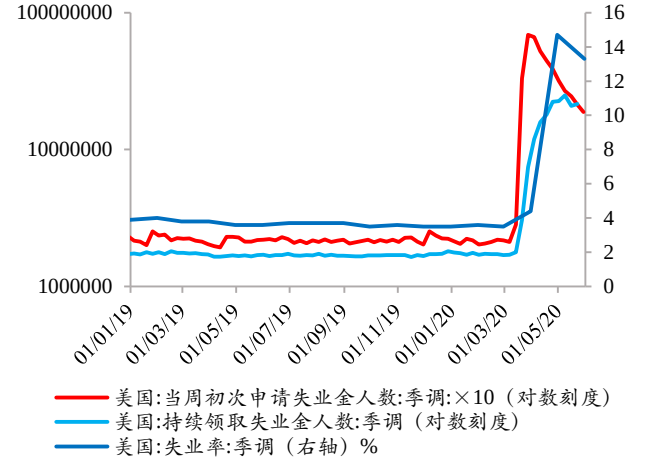
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 美国新增非农就业与非农就业总人数



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 美国申领失业金人数与失业率



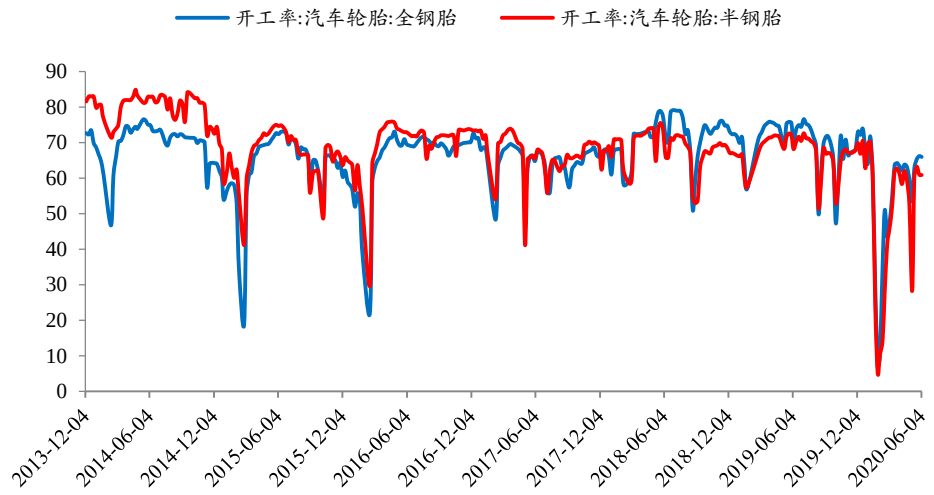
资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 国内高频数据观察

3.1、 生产指标回落

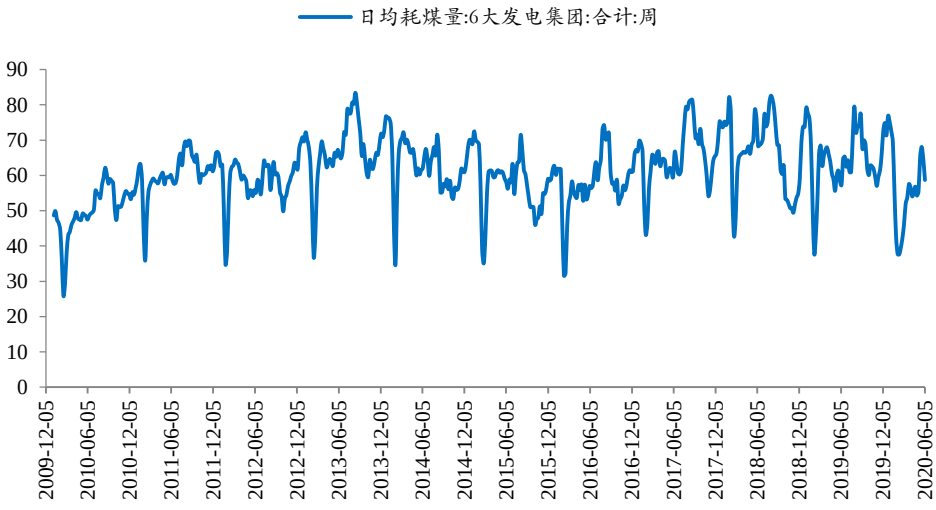
上周，高炉开工率回落 0.2%至 70.44%；6 大发电集团日均耗煤量下降 8.8%至 58.71 万吨；汽车全钢胎和半钢胎开工率分别回落 0.3%、0.2%。

图15： 汽车全钢胎、半钢胎开工率回落（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图16： 发电耗煤量回落

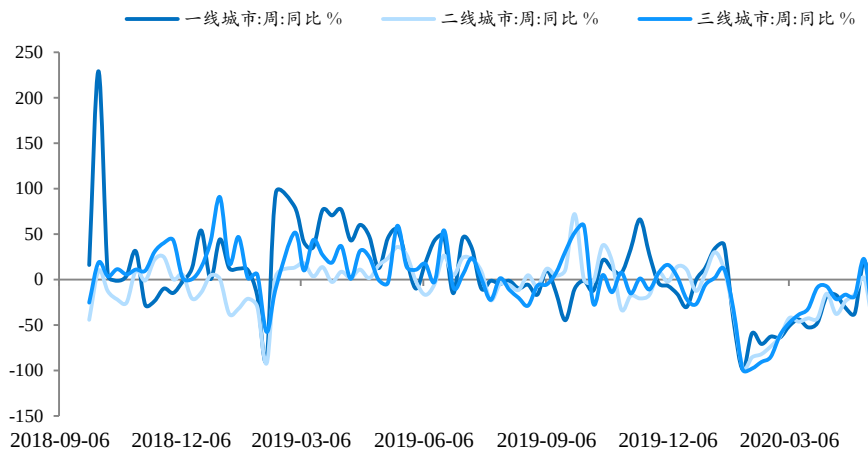


资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.2、 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 60.77 万平米下降至 51.07 万平米。30 大中城市商品房销售面积同比增速从 17.3%回落至-9%，其中，一线城市商品房销售面积同比回升至 1.4，二、三线城市商品房销售面积同比分别回落至-12.5%、-9.8%。

图17： 商品房销量同比回落

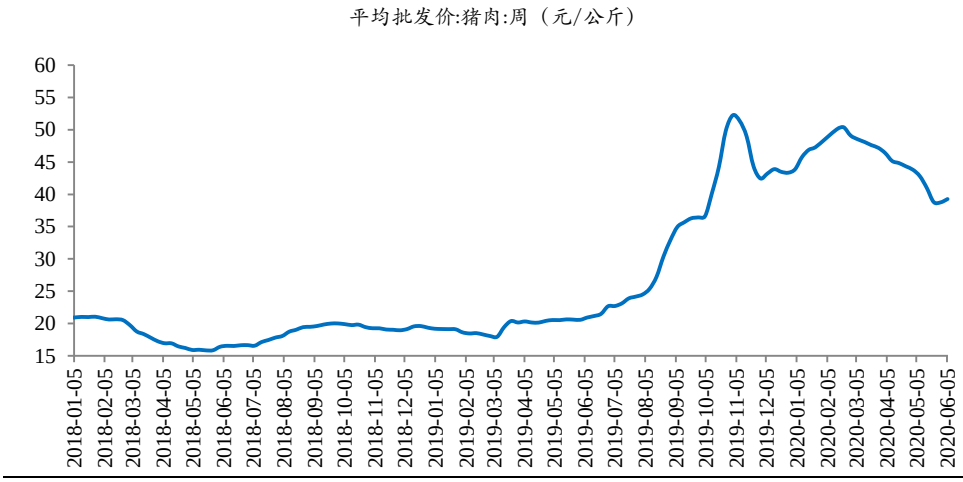


资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.3、 油价上涨，猪肉价格止跌

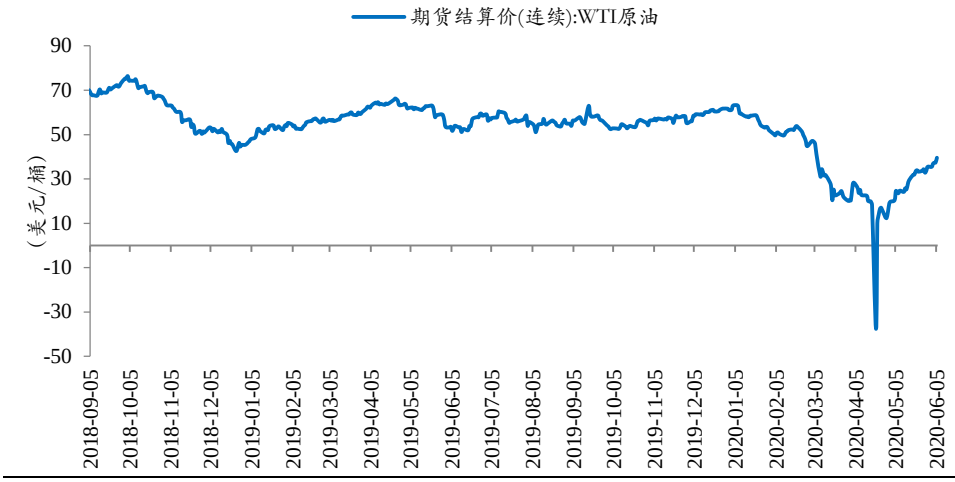
上周，28 种重点监测蔬菜价格上涨 1.6%，涨幅较前值（-1.2%）上升。7 种重点监测水果价格上涨 3.1%，涨幅较前值（-3.1%）回升。猪肉批发价一周上涨 1.3%，涨幅前值（-0.1%）回升，终结连续 14 周下跌。原油价格上涨，其中，WTI 原油与布油价格分别上涨 11.4%、19.7%。

图18： 猪肉价格止跌



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图19： WTI 原油期货价上涨



资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.4、 央行大幅净回笼，货币市场利率先下后上

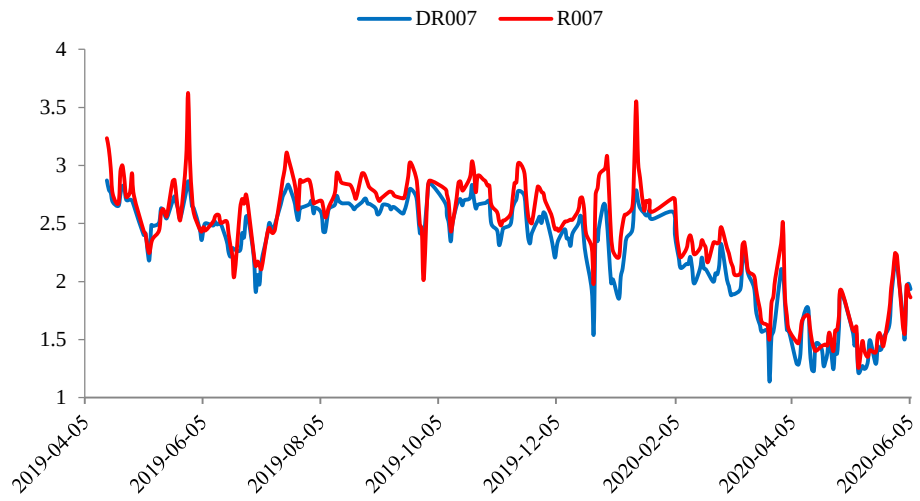
上周，进入 6 月之后，5 月末资金面紧张的情况开始明显缓解，但央行缩量续作 OMO，资金面又出现收紧，货币市场利率先下后上，DR007、R007 一周分别回落 21BP、36BP。

表1： 央行公开市场操作（2020.6.1-2020.6.5）

日期	央行公告
2020 年 6 月 1 日	目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，2020 年 6 月 1 日不开展逆回购操作。
2020 年 6 月 2 日	目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，2020 年 6 月 2 日不开展逆回购操作。
2020 年 6 月 3 日	目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，2020 年 6 月 3 日不开展逆回购操作。
2020 年 6 月 4 日	为对冲公开市场逆回购到期和政府债券发行缴款等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 6 月 4 日人民银行以利率招标方式开展了 700 亿元逆回购操作。
2020 年 6 月 5 日	为对冲公开市场逆回购到期、金融机构缴存法定存款准备金等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 6 月 5 日人民银行以利率招标方式开展了 1500 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20： 货币市场利率先下后上

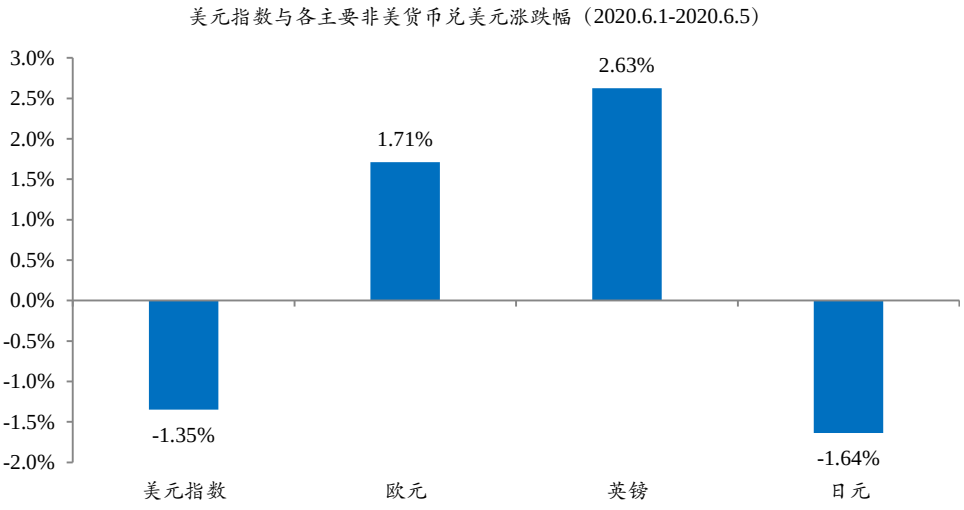


资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.5、 美元指数回落，人民币汇率升值

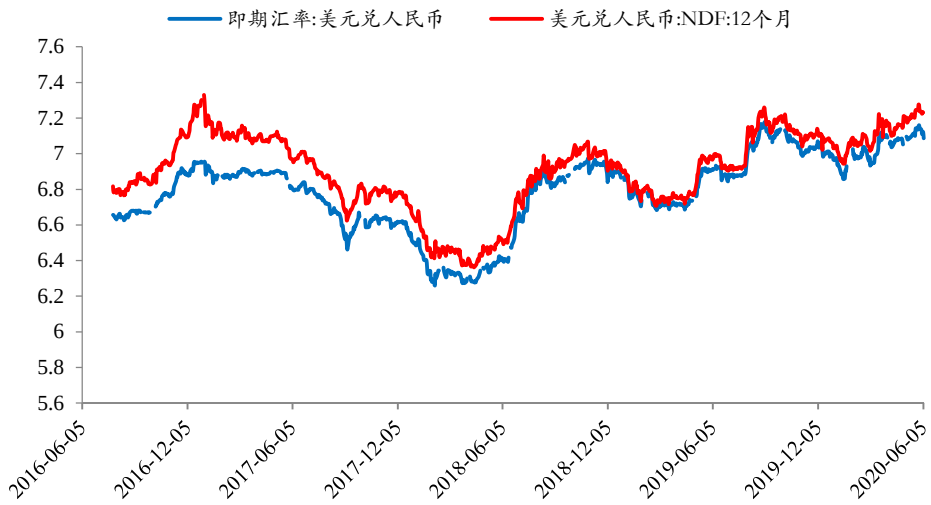
上周，美元指数回落 1.3%至 96.9，非美货币方面，英镑、欧元兑美元分别升值 2.6%、1.7%，日元兑美元贬值 1.6%。受美元指数回落影响，人民币兑美元即期汇率一周升值 0.8%。

图21： 美元指数回落



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图22： 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	**吕莜琪 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/