

经济修复动力依然充足

——宏观经济周度观察

投资周报

● 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

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

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。

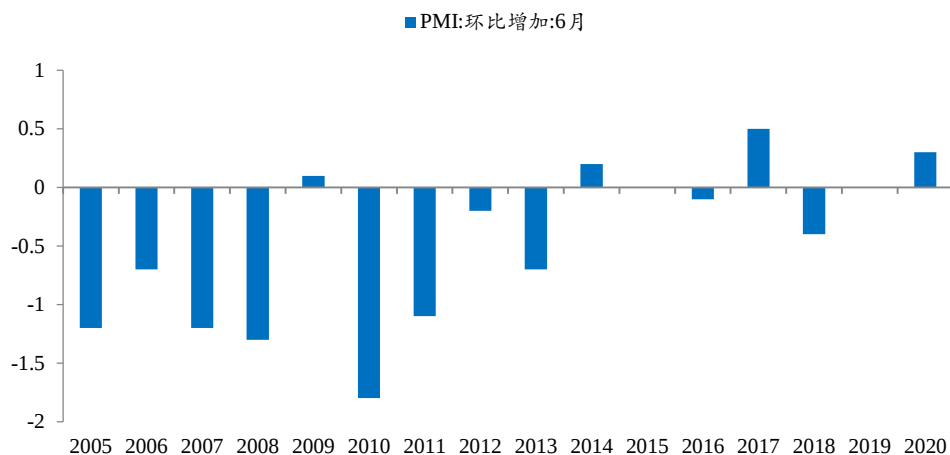
PPI 同比降幅收窄。7月主要原材料购进价格指数回升至58.1%，较上月明显回升，这和铜、螺纹钢等商品价格的高频数据一致，预计7月PPI同比降幅收窄。但出厂价格指数为52.2%，基本稳定，原材料购进价格和出厂价格略有背离，可能是因为生产经营预期改善，企业加快购进原材料。随着国内经济修复、欧美经济重启，需求逐渐恢复，由于单季度潜在经济增速在5%附近，只要实际经济增速超过5%，产出缺口就可能转为正值。再加上油价带来的供给冲击，PPI增速或逐渐上升至0上方。

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，730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

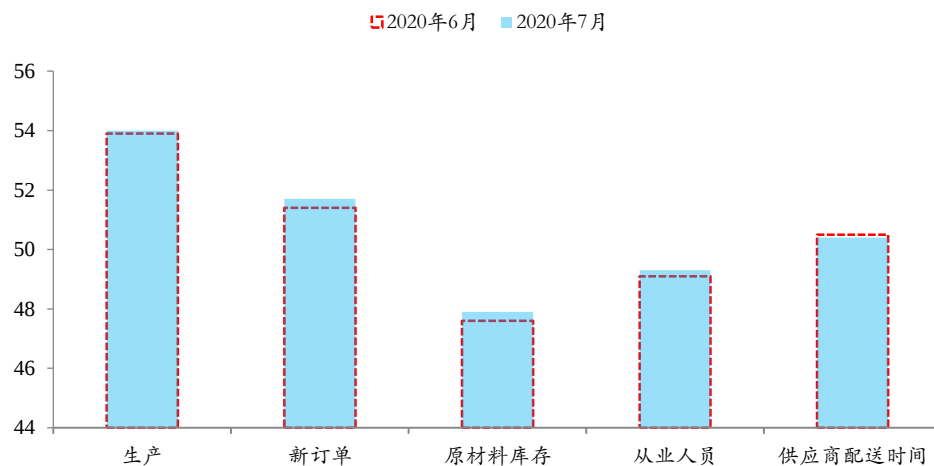
加快修复。第三，灾后重建进一步拉升部分地区的基建、房地产投资。

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

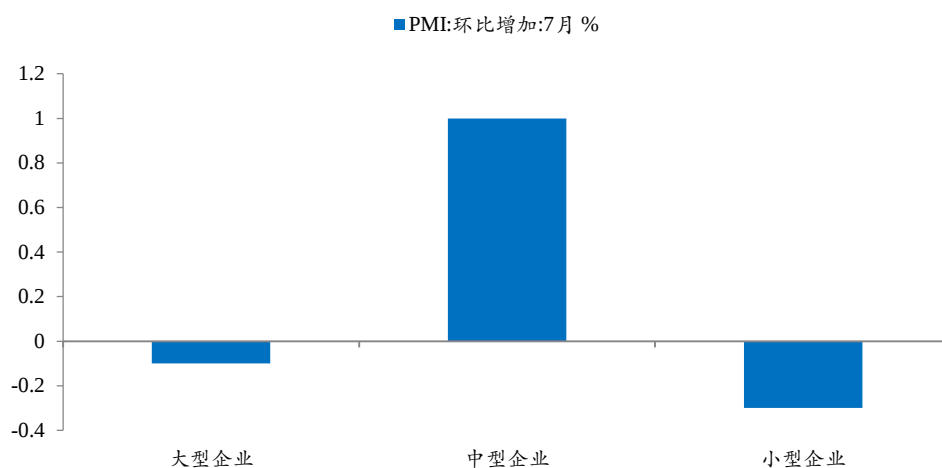
图2： 7月与6月制造业 PMI 各分项表现



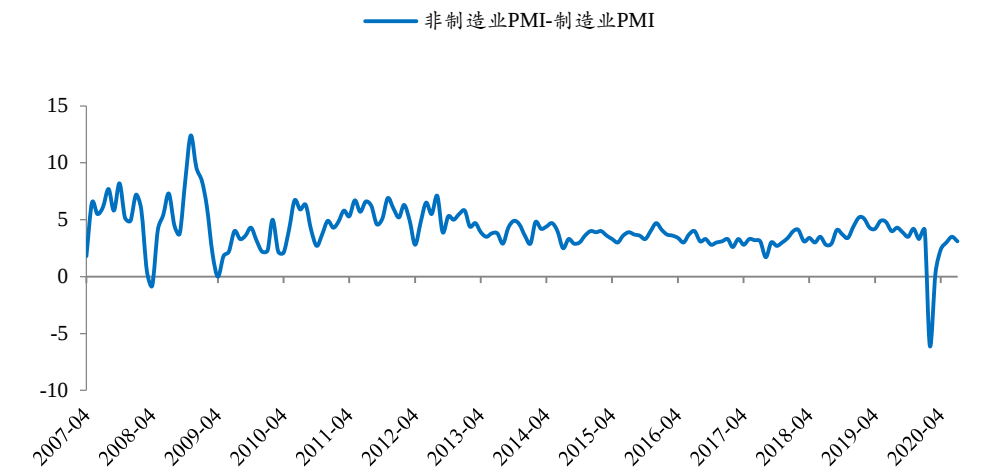
资料来源：Wind，新时代证券研究所

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。

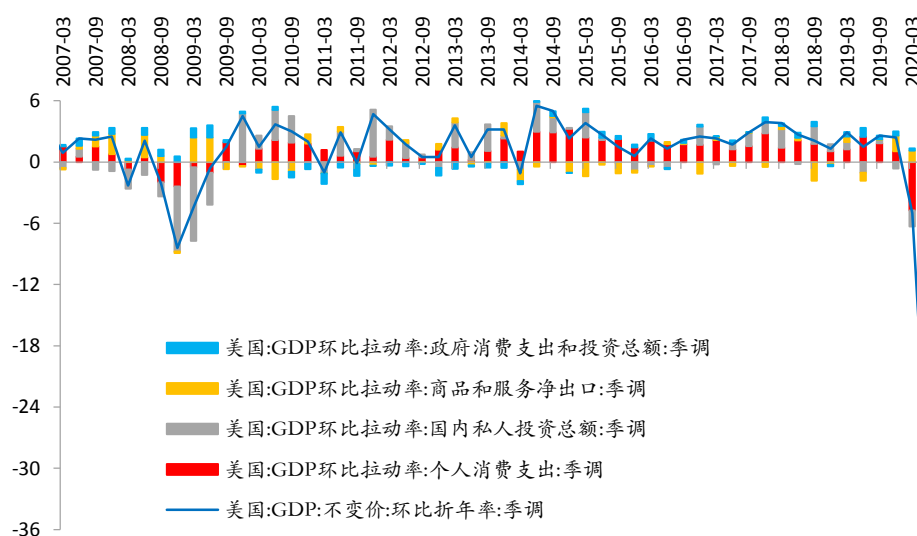
在新闻发布会上美联储主席鲍威尔强调，疫情反弹减缓了近期经济的修复，疫情发展是影响未来经济和政策的核心因素。鲍威尔预计，美国劳动力市场需要8-10年时间恢复至充分就业水平。基于会议声明和新闻发布会，美联储对通胀下行压力长期存在的预期不变，货币政策在疫情冲击消失前将持续保持宽松。市场认为美联储未来可能将通胀目标转向“平均通胀目标制”（average inflation targeting），这一通胀目标意味着，如果通胀在持续低于2%的政策目标后恢复至2%以上，美联储不会立即转向控制通胀过高的货币政策，也即经济修复后政策仍会持续宽松一段时间直到平均通胀率达到目标。

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

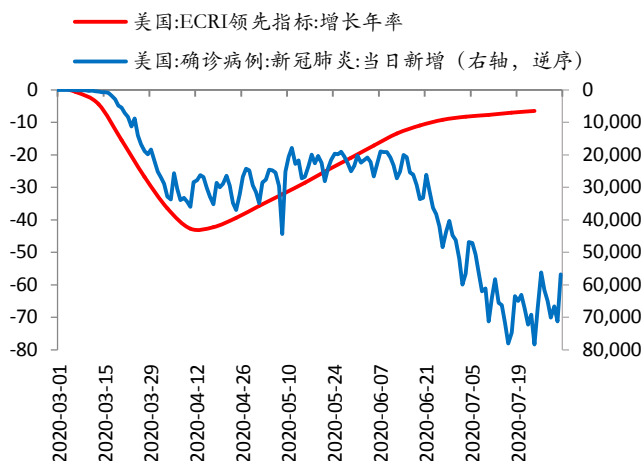
3、海外经济与市场流动性观察

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143.4万人，前值142.2万人，预期145万人，初请失业金人数连续两周上升。

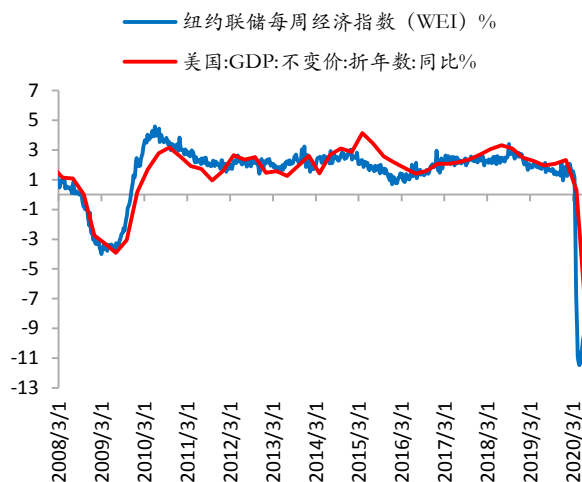
美国6月核心耐用品订单月率3.3%，不及预期的3.5%，前值3.6%。美国6月个人支出月率5.6%，好于预期5.5%，但美国7月谘商会消费者信心指数为92.6，

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。

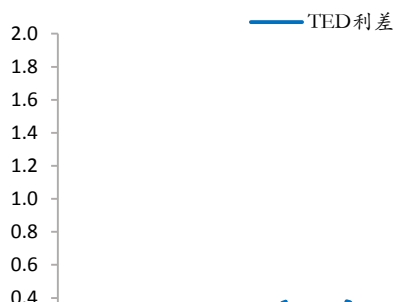
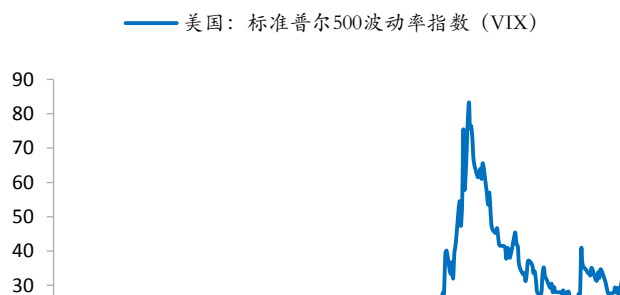
上周美国金融市场恐慌情绪有所缓解，VIX 下降至 24.5。美国 GDP 数据影响下，流动性压力有所上升，Ted 利差上升 0.02 个百分点。美国信用风险继续下降，高收益企业债利差从 5.29% 降至 5.14%。

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

图10： VIX 小幅下降


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_3547

