

建银国际证券 | 研究部

宏观视野

后疫情时代经济重拾正轨

预期中国经济和企业利润进一步回暖：二季度经济大幅反弹符合预期。预计未来复苏步伐将变慢；而随着信贷周期回升，价格再通胀更为明显，企业利润将继续攀升。

预计宏观政策保持财政扩张，金融政策边际趋紧：政府预计继续坚持扩张性财政，特别是数字化转型加速下，服务业和就业复苏承压，持续财政支持将必不可少。政府举债将推升整体信用周期。但流动性政策已从超级宽松水平边际收紧，短期和长期利率水平企稳回升，抑制民间杠杆率上升。预计企业债市融资放缓，受利率和监管环境影响地产回暖幅度温和。

国内长期无风险利率保持坚挺，未向国际水平趋同。超低全球利率下资本大幅流入，但国内央行及时退出危机时的流动性支持，有利对冲输入性宽松的压力并防止金融泡沫。预计中国的长期无风险利率中枢将保持坚挺，与国内包括超额储蓄下降、劳动生产率提升等基本面一致。

全球流动性环境继续利好资金流入和人民币汇率。全球进入疫情下的脆弱复苏，发达国家财政支持继续加码。联储预计利用前瞻指导或金融抑制防止利率大幅上行。预计美国 10 年期国债利率随着经济逐步复苏从历史低位温和回升。预计美元继续走弱。经常项盈余反弹、境内外利差扩大、美元贬值，储备货币需求提升等基本面进一步利好人民币汇率。政策面允许人民币走强有利于抑制热钱流入。

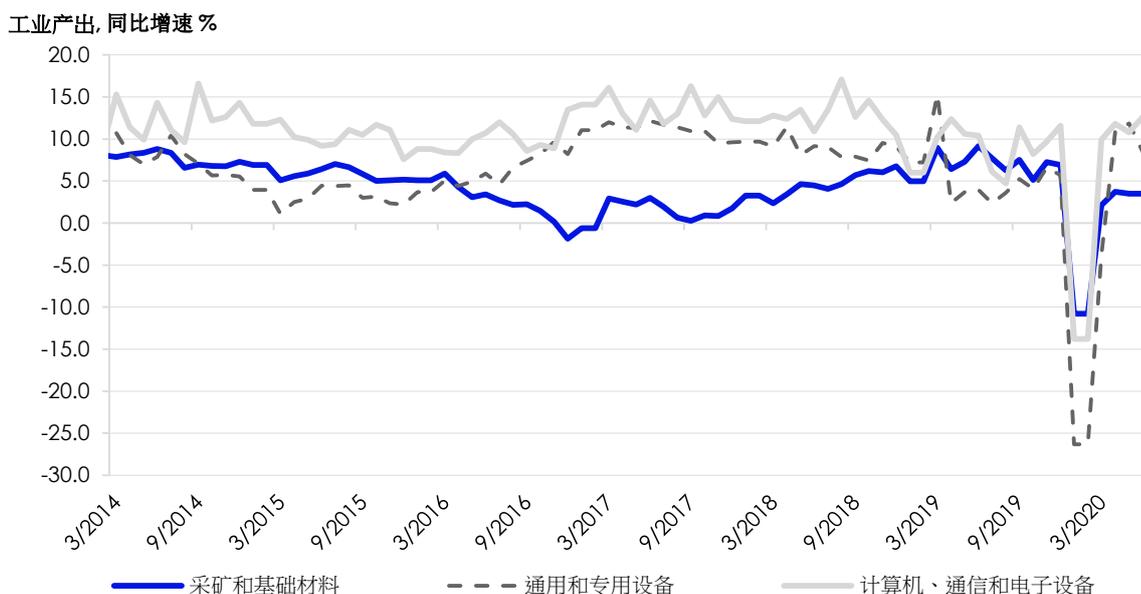
崔历

(852) 3911 8274
cuiji@ccbintl.com

经济反弹，分化持续

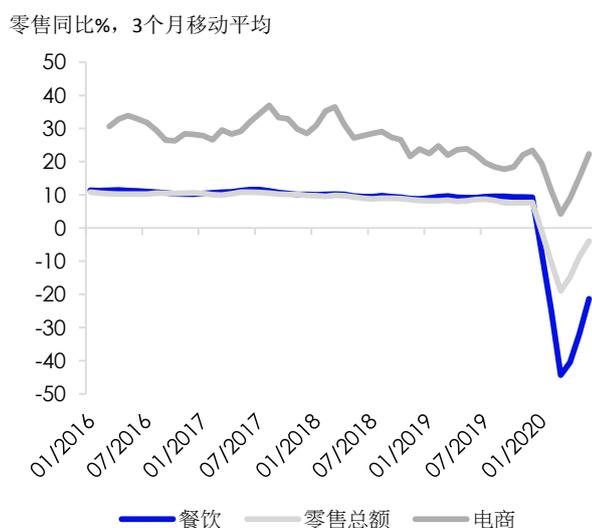
相比 SARS 疫情，新冠疫情对中国经济的短期冲击更大，但反弹同样势头很猛。在第一季度同比增长单季骤跌 12 个百分点后，情解封后四月份中国经济强劲复苏，第二季度 GDP 同比增长 3.2%，比上季度回升 10 个百分点，符合我们的预期。具体看制造业产出的复苏较为全面，各行业在复工复产后均大幅回升（图 1）。而需求端的复苏则继续分化。例如零售电商强劲增长，而餐饮等服务行业维持疲软（图 2）。另外政府投资和房地产领域已恢复，但对采矿、材料和设备等制造业的带动有限。相比之下，医药和高科技行业则实现快速扩张（图 3）。

图 1：跨行业产出反弹



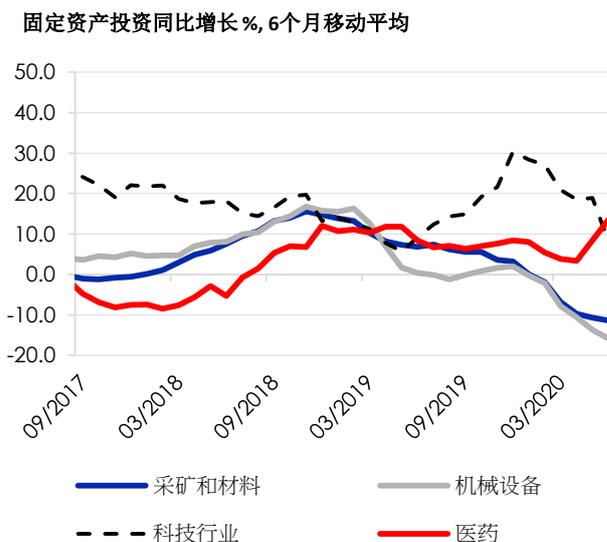
资料来源: CEIC, 建银国际证券

图 2：消费分化：线上强于线下



资料来源: CEIC, 建银国际证券

图 3：投资分化：新经济强过传统行业



资料来源: CEIC, 建银国际证券

预计复苏持续，周期性行业将阶段性受益于政策利好

随着经济增长和复工复产渐趋正常，预期未来几个季度经济的环比修复将有所放缓。维持中国经济全年增长 3% 的预测⁽¹⁾。国内经济的增量驱动因素包括：(1) 消费和服务业增长进一步正常化；(2) 信贷周期回升的延迟效果，重点体现在基础设施和建筑领域；(3) 全球技术周期向好（图 4），叠加数字化经济的加速，继续提振技术部门的盈利和扩张。而经济复苏的短期风险主要仍在海外：美国第二波 COVID-19 疫情居高不下，多州再次重启封城措施。美国的经济复苏或将停滞甚至逆转，可能影响全球的贸易复苏和市场情绪。

上半年信用周期扩张助力管理存量风险：上半年社会融资总额提速 2 个百分点，其效果在于通过政府和民间债务扩张，补充经济封锁期间私营部门的盈利和收入缺口，避免经济进入通缩，对总需求的增量刺激则有限。规模上新增债务与上半年约 GDP 的 2 个百分点的收入损失也大致相当。具体看，虽然企业借贷增加，制造业资本支出未见大幅增加，表明借款主要用于满足流动性需求。另外，房地产行业并未出现全国性过热：地产成交量在年初下行后复苏，个别城市反弹明显，但全国范围内房产价格保持平稳，土地溢价虽小幅增至 15% 左右，仍远低于 2009 年和 2016 年房地产市场过热时期约 40% 的水平。表明由于政策和预期的影响，房市尚未如之前的宽松周期那样，在大量投资性需求下产生过热。

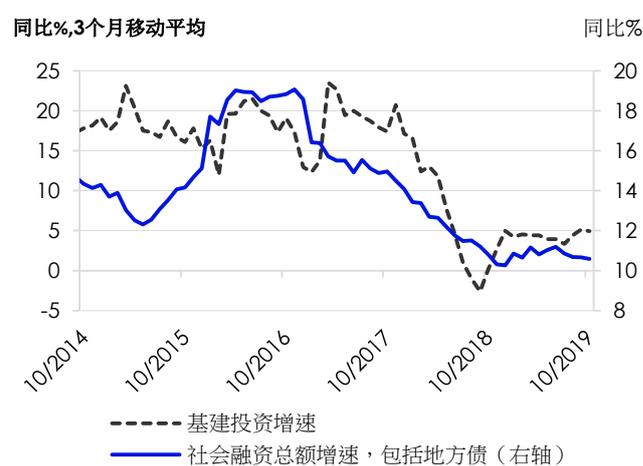
预计信用周期继续温和扩张：支持再通胀和企业利润复苏。几方面周期信号向好。一是政府融资提速：近期特别国债进入集中发行，受益于年度举债限额放宽，地方债发行下半年预计也会加速。二是建筑先行指数：最近建筑器械和土地销售量等主要指标攀升。三是价格：最新数据显示 PPI 在二月以来首次呈环比正增长。预期未来几个月，建筑行业将有所回暖，支持大宗商品价格。得益于需求和阶段性价格回升，上游企业利润有望复苏。

图 4：先行指数预示科技行业继续反弹



资料来源：CEIC，建银国际证券

图 5：信用回暖有利基建和建筑行业



资料来源：CEIC，建银国际证券

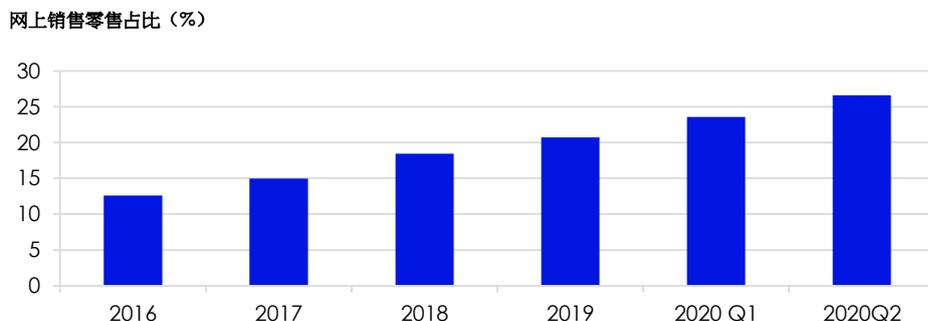
¹ [Updating Cyclical Views of the Chinese Economy](#)

就业恢复滞后

尽管经济增速回暖，就业增长依然乏力。六月份失业率为 5.7%，远高于疫情前的水平。其中的重要原因是疫情带来的转型加速：例如，即使二季度疫情受控后线下经济启封，电商在零售中的占比仍进一步攀升（图 6），表明消费的线上化并非只是疫情下的短暂现象。由于其便利性和网络效应，电商和经济的数字化转型将将成为未来的结构性趋势。

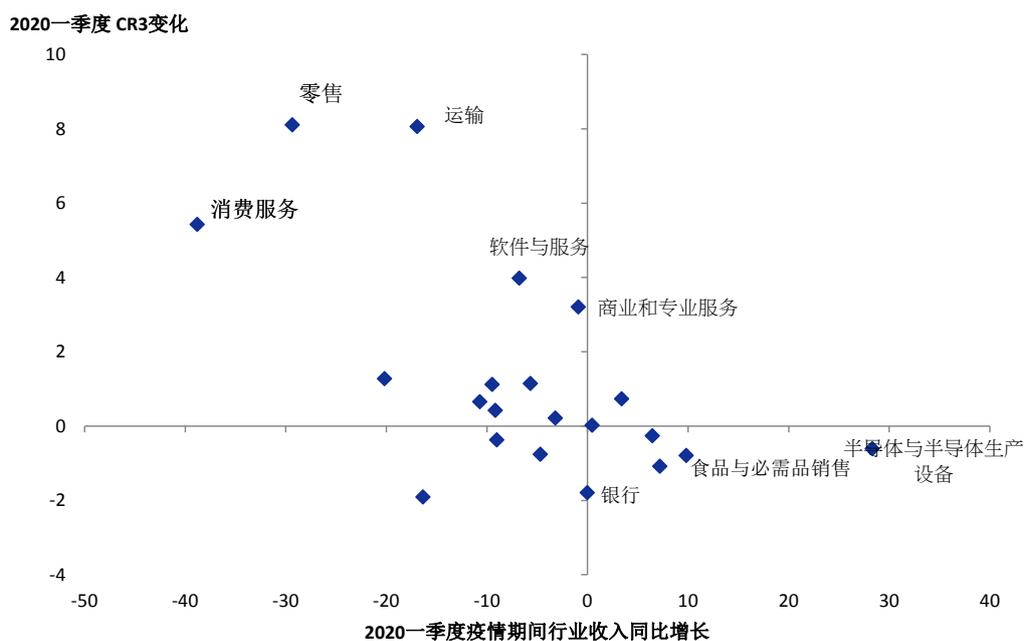
但同时，消费结构的转变叠加疫情带来的不确定性对线下的服务消费有所抑制。特别是给中小公司造成压力。图 7 为疫情封锁期间不同领域的收入增长和集中度变化，其中零售、消费者等服务以及交通运输等行业的收入受疫情的冲击最大；这些行业也显示更为明显的向头部企业集中的特点，体现收入下滑对中小企业尤为不利。由于服务行业多为劳动密集性，中小企业又是创造就业的主力军，就业复苏预计维持缓慢。这也是本轮复苏中需更持续维持积极财政，包括个人收入补贴、就业培训和中小企税收优惠等政策的主要原因之一。

图 6: 疫情后电商销售占比仍继续上升



资料来源: CEIC, 建银国际证券

图 7: 服务业收入下降增加行业整合压力，对中小企业尤为不利



资料来源: WIND, 建银国际证券

国内宏观政策选择性退出危机管理

新冠疫情初期，中国政府以财政和货币宽松，为受影响的企业和地区定向补贴，债务减免等支持。并通过流动性宽松降低债务负担和偿债风险。相比发达国家，中国的宽松政策的幅度相对较小并更具针对性。随着经济修复，预计宏观政策谨慎退出危机管理的政策态势，重心转向关注中期经济政策目标，包括周期性经济、提升就业和增长质量之间的平衡。具体来看：

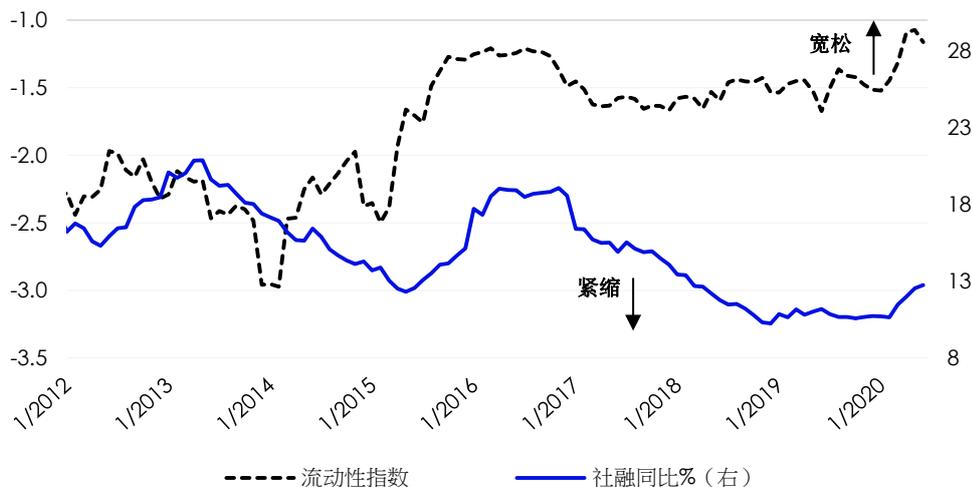
受结构性趋势和周期性因素影响，财政政策预计保持扩张。如前所述，疫情加快了数字化变革速度，数字经济、互联网将受提振，而服务业特别是中小企的压力则将持续。在促进鼓励这些企业加入数字化转型，提升差异化发展的同时，财政支持对支持就业和收入增长必不可少。另外，在企业总体杠杆率较高的情况下，政府的周期性政策支持预计将通过政府举债来实现，避免出现 2008-2009 年扩张期间银行借贷大幅增加，对银行资产质量和企业债务带来的压力。预计 2020 财年的政府融资需求（中央+地方）规模约为 8.6 万亿人民币，比去年增长 80%。今年下半年的政府融资规模约为 4.6 万亿，约为去年下半年举债规模的 2 倍以上。

流动性宽松见顶：四月底以来，中国人民银行开始管理市场宽松预期，境内短中期利率回升，短期流动性从过去 10 多年来最宽松的流动性水平小幅收紧（图 8）。相比之前的政策周期，流动性宽松政策的持续时间更短。2008-2009 年、2013-2014 年以及 2015-2016 年间的流动性宽松政策一般会持续一到两年；此次则仅持续了不到三个月。笔者看来，对持续流动性宽松的谨慎取态既反映了疫情冲击的短期性，也体现了对金融泡沫的警惕。特别是在全球低息，资金大幅流入中国的环境下，需对冲输入性宽松的需要²。央行行长易纲表示央行已开始考虑“退出”疫情政策工具。预期下半年，7 天回购率控制在 2%左右或以上，并在接下来的 6-18 个月逐步上升。但为了满足政府债券的大幅发行的需要，存款准备金率仍有下调的可能。

私营部门的借贷将逐渐降温，政府举债成为信用周期和再通胀的主要支持。利率和监管环境下，预计非政府债务上升将受到遏制。近几周，多地地方政府已经开始收紧房产政策，防止房地产价格骤升。相比之前周期，此次按揭利率降幅有限，全国范围内地产价格保持平稳（图 9），加上房地产贷款管控收紧。预期下半年地产销售保持个位数同比增长，全国范围内地产过热压力不大。另外，企业杠杆率在过往三年降杠杆后，今年上半年回升。但随着银行间利率水平上升和企业盈利的修复，预计企业债发行有所降温，有助降低新一轮债务泡沫的风险。而整体宏观杠杆率继续受政府借贷推动而攀升（图 10）。

² 宏观视野：全球重启货币宽松下的中国利率汇率走势

图 8: 央行流动性小幅收紧, 信用周期继续上升



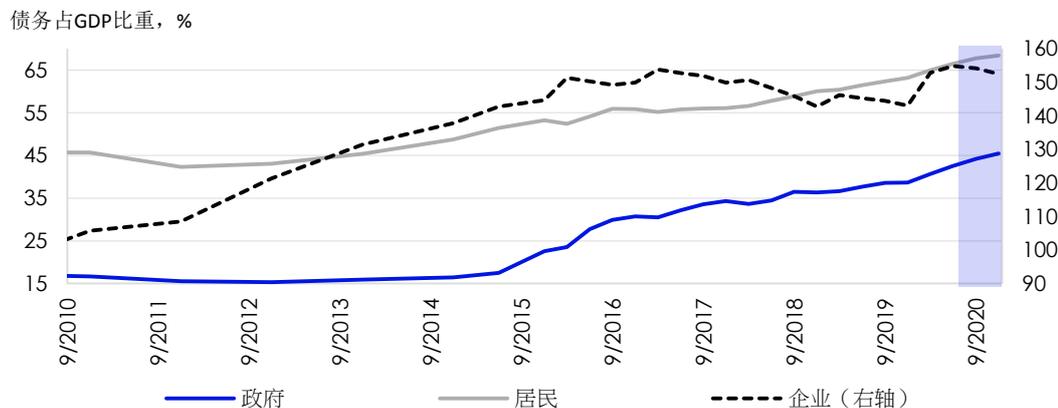
资料来源: 彭博, 建银国际证券

图 9: 本轮地产利率下行不大, 预计房地产行业反弹有限



资料来源: 彭博, CEIC, 建银国际证券

图 10: 政府借贷将推升本轮宏观杠杆回升, 企业杠杆增速预计趋向缓和



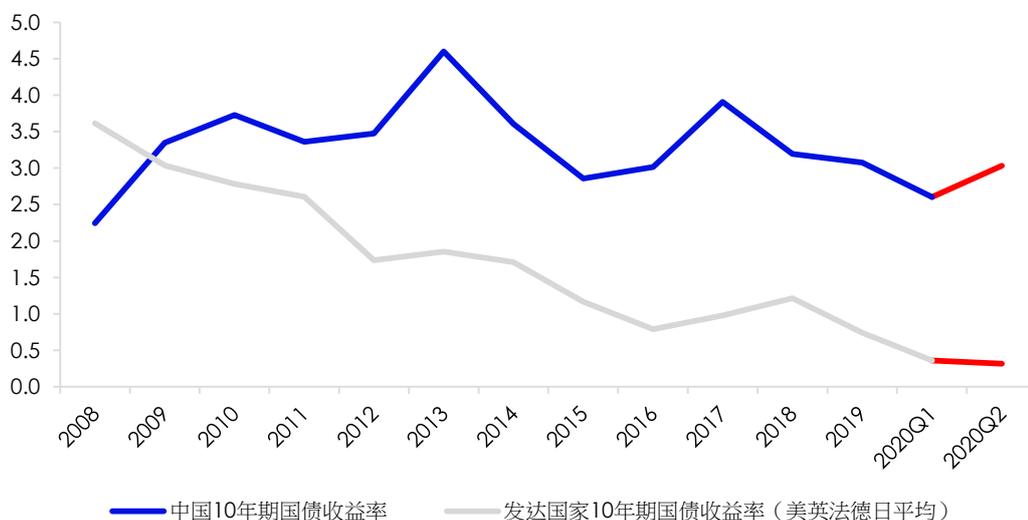
资料来源: CEIC, 建银国际证券

国内长期利率将保持坚挺，不会与国际水平趋同。

二季度以来全球长期利率平均值进一步走低，而国内 10 年期国债收益率则回升至其历史区间（图 11）。我们此前的研究显示，包括储蓄率下降、生产率提高和扩张性财政政策在内的一系列结构性趋势，都将成为未来几年维持国内均衡利率水平的宏观因素⁽³⁾。不过资本流入可能给利率造成下行压力。决策者有必要收紧国内流动性以对冲，防止利率趋势性下滑，造成金融泡沫风险⁽⁴⁾。而二季度后中国人民银行减少流动性宽松，显示其对金融泡沫风险的警惕。

预期未来 6-12 个月，在经济逐渐恢复和通货再膨胀的影响下，国内 10 年期无风险国债利率将在 2.8-3.3 之间波动。

图 11：国内政策和经济基本面的影响下，国内利率并未随全球利率下行



资料来源: 彭博, 建银国际证券

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_3564



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>