



## 宏观研究

## 乘势而上

2020年07月30日

## 投资要点

**分析师：李奇霖**

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@ykzq.com

**分析师：张德礼**

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

邮箱：zhangdeli@ykzq.com

**分析师：钟林楠**

执业编号：S0300519110001

电话：010-66235779

邮箱：zhonglinnan@ykzq.com

**近期报告**

《逆全球化下粤港澳大湾区的应对之策》

2020-06-16

《评5月工业企业利润数据：能否持续改善还需观察》2020-06-28

《复苏还能持续多久》2020-06-30

《通缩趋势不变》2020-07-09

《GDP分析手册》2020-07-13

**乘势而上**

二季度国内经济较快修复后，复苏还能持续多久？目前市场上存在着不小的分歧。最近几个月，外部环境发生了很大变化，国内政策该如何应对？近期召开的一系列会议上，中央就这些热点问题释放了一些信号，7月30日召开的政治局会议，则给出了更全面的定调。

除了市场关注的下半年经济工作部署外，本次政治局会议也着重研究了十四五规划的制定。国际环境方面，针对愈演愈烈的逆全球化趋势，中央认为“和平与发展仍然是时代主题”，与此同时，国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增强。国内发展方面，不平衡不充分的问题仍然突出，这一社会主要矛盾在十四五时期还将延续。

经济工作方面，我们认为有以下几点值得关注：

第一，延续近几次会议的说法，认为二季度经济增长明显好于预期。第二，在部署下一阶段各项政策的同时，着重强调“要确保宏观政策落地见效”，下半年经济不悲观。第三，货币政策灵活适度，央行下半年预计将小幅收敛流动性。第四，和以往相比，在继续强调财政政策要更加积极的同时，增加了“注重实效”的提法。第五，预计下半年房地产投资将继续保有韧性。第六，“完善宏观调控跨周期设计和调节”这个新提法，值得关注。第七，时隔多年，重提“扩大内需战略基点”。

**风险提示**

疫情海外持续失控。



二季度国内经济较快修复后，复苏还能持续多久？

最近几个月，外部环境发生了很大变化，国内政策该如何应对？

7月30日召开的政治局会议，中央就这些热点问题释给出了更全面的定调！

从本次政治局会议定调来看，下半年经济不悲观，中国经济大概率继续复苏。

第一，二季度经济增长明显好于预期。二季度GDP增速3.2%，相较于一季度增速回升了10个百分点。如果单看6月数据，固定资产投资、工业增加值和出口的当月增速，基本都回到疫情前了。

无论是疫情冲击下GDP回落的幅度（对比刚公布的美国二季度实际GDP年化初值环比萎缩32.9%），还是国内疫情得到控制后修复的速度，中国经济的表现在全球范围来看都很亮眼，展现了很强韧性，这说明中国经济基本上已经摆脱了疫情的影响，正逐步回归正轨。

第二，在部署下一阶段各项政策的同时，着重强调“要确保宏观政策落地见效”，这意味着下半年经济无需悲观。信息量更大的是今天发布的7月28日召开的党外人士座谈会的通稿，明确指出“三、四季度要乘势而上，巩固扩大疫情防控和经济恢复成果，努力弥补上半年的损失”，这说明下半年宏观调控的主基调是继续稳增长，加强财政发力，中国经济复苏的趋势将延续下去。

因为中国上半年经济基本面的复苏主要依靠基建+房地产为主导的固定资产推动，下半年基建投资在这一点调下，将继续好转。

在房住不炒的政策基调下，房地产上行肯定是有顶的，但是信用环境在稳就业和扩内需的背景下，一时半会也不会快速收紧，在相对温和的信用环境下，指望房地产变差，也不会差到哪去，预计和2019年的状态差不多。

出口方面，二季度口罩、呼吸机等防疫物品的出口让二季度出口保持了韧性，但口罩、呼吸机的出口能否一直维持这么高的增速，有一些不确定，不过海外复工会让更多的出口产品因海外外需恢复而受益，抵消口罩、呼吸机出口回落的问题不大，而且这些出口产品不少是劳动密集型的，对就业的帮助也要大一些。

基建变好，房地产、出口不会恶化，就业也将滞后好转，经济延续温和复苏的趋势是非常明确的。

第三，这次会议需要关注的是货币政策的基调，因为货币政策的基调要比以前“鹰派”得多：

1) 4月份的政治局会议明确提出“运用降准、降息、再贷款等手段”，本次会议将其删去，没有任何运用总量工具保持流动性合理充裕的说法；

2) 对社融和货币供应量的看法，从两会政府工作报告“明显高于去年”转变为“保持合理增长”。这说明，政府认为上半年的社融和M2增速偏高，下半年至少在企业和居民部门层面要适度收紧信用，控制社融和M2增速，未来社融和M2增速要逐步向名义GDP去匹配了。

但是由于小微企业、制造业企业的景气度依然不佳，就业也要保，因此信用即使是边际收紧，其幅度也不会太大，速度也不会太快。下半年信用预计会是总量边际收敛，结构优化进一步向制造业与中小微企业倾斜的组合。

3) 降成本让利的表述从“引导贷款、(债券)利率下行”转变为“推动综合融资成



本明显下降”。

没有具体的贷款利率和债券利率下降的提法了，变成了一个综合融资成本这种模糊的概念。

综合融资成本下降可以由很多途径来实现，不一定非得需要利率下降。比如，让银行降费可以降低综合融资成本，比如把非标控制住然后多发点贷款和多发点债也可以降低融资成本，这搞不好意味着监管也得收紧一些。

综上，我们预计下半年货币政策会保持中性偏紧，信用总量会边际收敛，但由于经济依然存在小微企业和制造业偏弱的结构性问题，收敛的速度不会太快，收敛的幅度也不会太大。

财政积极、经济复苏+货币宽松趋势改变，很显然，对债券不是什么好事了，对 A 股倒是利好，不过资本市场那块提到了要平稳健康发展，疯牛肯定也是监管不认可的，建议投资者理性参与 A 股市场。

第四，和以往相比，在继续强调财政政策要更加积极的同时，增加了“注重实效”的提法，这意味着财政政策向实体经济的传导，会更有效率！

反正从数据来看，下半年政府债券供给还有超过 4.5 万亿的规模，要比上半年 3.8 万亿的规模多不少，财政支出的进度也是近三年的新低，所以地方债都要在 10 月前发完，四季度好发力，所以下半年财政支出肯定会明显加快的。

第五，房地产继续强调房住不炒。这点和 4 月份的表述基本一致，可能会压制房地产销售与投资的上行幅度。但由于：

1) 下半年央行顾虑小微企业、制造业企业和居民就业等问题，信用环境不会马上大幅收紧；

2) 因城施策，部分城市没有收紧，购房需求没有受到压制。

房地产销售也不会大幅恶化，地产投资的下行空间有限，不存在失速拖累经济的风险，预计下半年房地产投资将继续保有韧性。

第六，和以往相比，在继续强调财政政策要更加积极的同时，增加了“注重实效”的提法。积极财政方面，下半年政府债券供给还有超过 4.5 万亿的规模，要比上半年 3.8 万亿的规模多不少，财政支出的进度也是近三年的新低，下半年需要加快支出才能达到年初的预算目标。

第七，“完善宏观调控跨周期设计和调节”这个新提法，值得关注。最近几年国内外环境发生了很大变化，很多问题是长期的，比如愈演愈烈的逆全球化，它对中国经济短期的影响可能不大，但中长期来看，却可能是决定性因素。这次会议也明确指出“我们遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识”。

既然很多问题是长期的，以长期风险的积聚，靠“走老路”来实现经济增长，会得不偿失。

宏观调控跨周期，这意味着各类政策目标中，比如防风险、推动科技创新等长期目标的权重可能会变得更高。但是，像地产调控全局性放开、地方债务监管等短视的、“走老路”的政策，对它们就别抱有期待了。

第八，时隔多年，重提“扩大内需战略基点”。2011 年中央经济工作会议，首次把扩大内需作为战略基点。近年中央层面的会议，对扩大内需的定位是战略，比如今年 4



月的政治局会议。而重提扩大内需战略基点，表明扩大内需的战略地位更加基础和更加重要。这也是外部环境剧烈变化，形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局的重要举措。

促进消费和更具生产性的制造业投资，需要建立长效机制。比如严格落实房住不炒、保市场主体和保就业、收入分配向劳动者倾斜等方式，提高居民购买力。再比如通过改善营商环境、落实减税降费等稳定民营企业预期，加快制造业投资的修复。

国际方面，这次政治局会议强调“和平与发展仍然是时代主题，同时国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增强”。

两个层面的意思：

- 1) 未来的主题仍然是和平与发展，有力回击了所谓的“脱钩论”；
- 2) 但是不稳定性不确定性增强。

为什么未来的主题仍是和平与发展呢？因为中国经济已经深度融入到全球经济体系，中国离不开世界，世界也离不开中国。

中国有别于冷战时期的苏联，中国改革开放以来，已按照市场经济的规则融入了全球经济体，目前每年的经济增长为全球经济增长贡献 30%以上。

需求端，中国的社会消费品零售总额在 2019 年突破了 41.2 万亿，是全球最大的汽车、手机等诸多耐用品消费市场。只有拥有一个超大型市场规模才能不断摊薄创新需要的成本投入，拥有一个大规模、统一的大市场是西方发达经济体制度上的创新优势得以发挥的前提。

生产端，中国工业增加值在 2019 年突破了 31.7 万亿，制造业的增加值连续 10 年位居全世界第一。全球化美国之所以受益、美元霸权是基于中国大规模生产（降低进口品成本）和中东原油资源（必须资源获取）的基础之上。

无论是需求端还是生产端，中国与世界经济已完全是“你中有我、我中有你”的互利共生关系，美国即使想脱钩、搞逆全球化，也是一个很长期的过程，搞不搞得成也得另说，所以，和平与发展的前提还是在的。

但是，为什么不稳定性、不确定性增强呢？

因为美国疫情爆发叠加弗洛伊德事件，很明显可以看到民调对特朗普的支持率出现了反转，从六月份以来，民调对拜登的支持率要远高于特朗普，而且不乐观的是，16 年依靠摇摆州，通过蓝领工人投票逆袭的特朗普，这一次在摇摆州的支持率也不高。

在疫情防控和弗洛伊德的事件上，美国之所以没做好，也存在一些经济、社会深层次的问题，比如贫富分化、种族矛盾等等，这些问题也不是一个短期换个总统就能解决问题。

为了掩盖矛盾，最简单的办法往往就是对外转移矛盾，把矛盾外引，制造与中国之间紧张的关系，制造假想敌，这就是中国有可能会面对的不确定性和不稳定性的来源了。

这种不确定性、不稳定性在国际关系层面，可能会出现一些突发事件，导致两国关系紧张，在经济层面，出口可能没那么好了，因为全球经济速度在下降而且在搞贸易保护主义，进口有些过于可以买的现在不一定买得到了，所以有些核心技术，必须抓在自己手里。

因此，长期可以关注的投资主线就是进口替代产业链了。



总结来看：

- 1) 财政政策会更加积极，经济复苏还将延续；
- 2) 货币政策有些“鹰派”，但不会过快退出；
- 3) 经济复苏叠加相对友好的信用货币环境，有助于提升投资者的风险偏好，利好 A 股，债券不确定性增强。
- 4) 长期关注进口替代产业链。

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\\_3599](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3599)

