

深度报告
2020 年 7 月 17 日

来者可追

——2020 年中期宏观经济与资本市场展望

丁安华

☎ 0755-83195106 ✉ dinganhua@cmbchina.com

谭海鸣

☎ 0755-22699059 ✉ tanhaiming@cmbchina.com

谭卓

☎ 0755-83167787 ✉ zhuotan@cmbchina.com

刘东亮

☎ 0755-82956697 ✉ liudongliang@cmbchina.com

感谢田地、步泽晨、黄翰庭、韩剑、杨薛融、王炳、

柏禹含、朱肖炜、陈峤对此文的贡献。

敬请参阅尾页之免责声明



概要

- **全球经济正深陷“新冠衰退”之中。**当前全球确诊病例总量仍在加速上升，此前市场对全球经济在下半年快速反弹的乐观预期已经落空。疫情冲击下，一季度全球主要国家经济增速均断崖式下跌，供需两端的损伤呈现出显著的结构特征，小微企业和低收入居民受创尤为严重。目前经济供给端的修复具备弹性，但在常态化疫情的压制下，需求恢复乏力，将使得今明两年的全球经济呈现出类似 Nike 商标的“广义 V 型”修复。面对“新冠衰退”，各国普遍回归凯恩斯主义，通过史无前例的天量货币财政政策刺激经济。前瞻地看，全球宏观政策“双宽松”将至少持续至 2021 年末。
- **下半年我国经济有望延续复苏势头。**基准情形下，2020 年中国 GDP 增长 2.2%。总需求有望回暖：投资成为经济复苏的中流砥柱，基建投资在政策推动下持续发力，全年增长 12%；房地产投资表现韧性，全年增长 7%；制造业投资增速低位企稳，全年增长-6.5%。消费下半年难现报复性增长，全年同比增长-2.0%。贸易方面，出口增长仍将承压，全年增速-4.3%；进口有望触底回升，全年增速-5.1%。总供给有望延续上升势头，但受消费不足和外需萎缩影响，生产端修复速度或进一步放缓。企业营收和利润有望回升。价格方面，CPI 中枢仍将继续下行，走势前高后低，全年位于 2.4%左右；PPI 同比中枢将所抬升，但仍处于通缩区间，全年同比-2.0%。
- **宏观政策总量加码，结构优化。**货币政策方面，下半年仍有望保持结构性宽松立场，且总量性“宽货币”政策或将趋于收敛，结构性“宽信用”政策将持续发力。预计今年末 M2 和社融增速或将分别上升至 10.8%和 13%。三季度或将针对中小银行定向降准、四季度或将全面降准 50bp，1 年期/5 年期 LPR 可能继续分别调降 10/5bp 至年末的 3.75%/4.6%。财政政策方面，下半年将有约 4.57 万亿新增政府融资落地，即使考虑到税收短收等不利因素，广义财政资金总量也将较去年下半年多出 4 万亿元左右，这将有力支持经济继续修复。
- **资本市场牛熊转换，风吹麦浪。**2 季度后，中国债市转熊，A 股转牛，预计这一趋势将在下半年延续。中性条件下，全年 10 年国债利率中枢将在 2.9%附近，波动区间在 2.5-3.4%，3.4%以上可择机配置，信用债中城投债仍相对安全；A 股外部环境存在压力，但内部改革与宽信用带来的动力更强，牛市将延续，沪指中枢或在 3,000-3,300 运行，创业板可能仍会跑赢大盘，建议关注科技、消费、基建中的优质标的；海外市场美债利率趋于上行，黄金目标价上调至 1,900 美元，强美元趋于弱化，叠加人民币基本面偏强，下半年汇率的波动区间将在 6.8-7.1 之间，但需要留意国际关系带来的扰动。

宏观经济主要指标预测 (%)

	GDP	社会消费品零售	固定资产投资	房地产投资	CPI	PPI	社融	10Y 国债	汇率 (USDCNY)
2020H1	-1.6	-11.4	-3.1	1.9	3.8	-3.0	12.8	2.76	7.04
2020F	2.2	-2.0	3.8	7.0	2.4	-2.0	13.0	2.90	6.8-7.1

资料来源：Wind、招商银行研究院

目录

一、“新冠衰退”与凯恩斯主义：2020 年宏观经济主线	1
（一）“新冠衰退”：分化的冲击	1
（二）全球应对：凯恩斯主义的回归	4
（三）“新冠复苏”：乏力的“广义 V 型”	5
（四）中国前景：“凯恩斯窗口期”下的喜与忧	6
二、全球经济：漫漫修复路	11
（一）全球疫情：二次冲击风险上升	11
（二）宏观政策：维持零利率，加码量化宽松	13
三、中国经济：疫后重建	16
（一）生产：反弹分化，恢复放缓	16
（二）消费：砥砺前行	17
（三）投资：中流砥柱	19
（四）进出口：压力仍在，韧性犹存	24
（五）通胀：渐行渐远	26
四、宏观政策：总量加码，结构优化	28
（一）货币政策：结构性转向	28
（二）财政政策：特殊时期，特殊安排	31
五、资本市场：牛熊转换，风吹麦浪	35
（一）海外市场：拨云见日	35
（二）债券市场：主动防御	38
（三）股票市场：相机而行	42

图目录

图 1: 主要国家每日新增确诊数（截至 7 月 16 日）	1
图 2: 中美欧一季度 GDP 均断崖式下滑	1
图 3: 3 月美国主要行业就业时长供需冲击分解	2
图 4: 4 月美国主要行业就业时长供需冲击分解	2
图 5: 美国新增非农就业骤跌后超预期反弹	2
图 6: 中国供给反弹快于需求	2
图 7: 我国小微企业和大中企业经营预期显著分化	3
图 8: 疫情冲击下美国低收入居民收支状况显著恶化	3
图 9: 全球主要央行大幅扩表（截至 7 月 17 日）	4
图 10: 宏观杠杆率未对全球财政刺激造成显著约束	4
图 11: 次贷危机后的美欧经济复苏形态	5
图 12: 美国、欧元区 GDP 修复程度预测	5
图 13: 今年我国广义财政赤字增加 3.6 万亿	6
图 14: 一季度我国宏观杠杆率跳升 13.9pct	6
图 15: 我国经济反弹中各省有喜有忧	7
图 16: 上半年货币扩张对经济的积极影响	7
图 17: 上半年财政扩张对经济的积极影响	7
图 18: 浙江省财政支出领先全国其他地区	9
图 19: 浙江省投资增速反弹快于全国	9
图 20: 浙江省工业生产修复领先全国	10
图 21: 浙江省企业利润反弹领先全国	10
图 22: 浙江省居民人均可支配收入增速落后全国	10
图 23: 浙江省社零修复与全国水平相当	10
图 24: 目前疫情“震中”在美国和新兴市场国家（截至 7 月 16 日）	11
图 25: 全球新增确诊加速上升（截至 7 月 16 日）	12
图 26: 美国疫情出现实质性反弹（截至 7 月 16 日）	12
图 27: 欧美 5、6 月 PMI 大幅反弹	12
图 28: 重启后美国零售数据修复至近疫前水平	12
图 29: 除英国外发达国家经济活动恢复超 80%	12
图 30: 新兴市场国家经济活动恢复到 60-70%	12

图 31: 世界主要央行已将利率下调至零.....	13
图 32: 美联储扩表 3 万亿美元 (截至 7 月 17 日)	13
图 33: 经济重启后美国就业市场大幅回暖.....	14
图 34: 美国经济先行指标边际反转 (截至 7 月 17 日)	14
图 35: 5、6 月欧洲主要国家新增失业数明显下降	15
图 36: 欧央行扩表 1.5 万亿欧元 (截至 7 月 17 日)	15
图 37: PMI 指数 V 型反弹.....	16
图 38: 服务业生产反弹弱于工业生产.....	16
图 39: 下游行业增加值修复最为缓慢.....	17
图 40: 上游行业利润修复最为缓慢.....	17
图 41: 2-6 月社零同比连续 5 个月收缩	17
图 42: 居民收入与就业的增长压力制约消费修复.....	17
图 43: 可选消费受冲击更为显著.....	18
图 44: 线上消费占比有所提升.....	18
图 45: 企业营收减少制约未来居民收入增长	19
图 46: SARS 与次贷危机时期消费修复节奏不同.....	19
图 47: 房地产销售和投资景气度快速回升.....	19
图 48: 国内贷款与按揭贷款支撑房地产资金来源.....	19
图 49: 疫后土地成交大幅反弹.....	20
图 50: 房地产投资增速预测.....	20
图 51: 各行业基建投资恢复情况.....	21
图 52: 各地区投资恢复情况.....	21
图 53: 各地重大项目投资普遍高于去年.....	22
图 54: 专项债发行金额大幅增加.....	22
图 55: 基建投资进度与时间的线性关系.....	22
图 56: 各月基建投资增速测算.....	22
图 57: 制造业投资大幅下滑且恢复缓慢.....	23
图 58: 外需不足、企业利润持续收缩.....	23
图 59: 各行业上半年营收预期较为悲观.....	23
图 60: 各行业的外向型企业投资变动预期分布.....	23
图 61: 我国出口韧性犹存.....	24
图 62: 5 月单月贸易顺差创历史新高.....	24

图 63: 全球电子产业景气度回升.....	24
图 64: 下半年海外供给压力有望缓解.....	24
图 65: 我国服务贸易逆差大幅收窄.....	25
图 66: 旅行是服务贸易逆差的主要来源.....	25
图 67: 2020 年下半年出口预测.....	26
图 68: 2020 年下半年进口预测.....	26
图 69: 2019 年来 CPI 波动主要受食品价格影响	27
图 70: CPI 当月同比走势预测	27
图 71: 信用扩张背景下 PPI 中枢有望提升.....	27
图 72: PPI 当月同比走势预测	27
图 73: 今年以来社融和 M2 增速大幅上行	28
图 74: 今年以来贷款利率继续下行.....	28
图 75: 5 月以来资金面边际收敛.....	29
图 76: 5 月以来债券收益率快速反弹.....	29
图 77: 当前民企信用利差仍处在较高水平.....	30
图 78: 6 月以来“票据-存款”间的套利空间消失	30
图 79: 今年 M2 增速较去年提升约 2pct.....	30
图 80: 今年社融增速较去年提升约 2pct.....	30
图 81: 我国准备金率仍有一定的调整空间.....	31
图 82: 2019 年 11 月以来, MLF 和 LPR 同步下行	31
图 83: 广义赤字率提升幅度远超目标赤字率.....	32
图 84: 政府部门宏观杠杆率明显提高.....	32
图 85: 一般公共预算收支增速均创历史同期新低.....	32
图 86: 政府性基金收支增速已明显反弹.....	32
图 87: 财政支出进度明显低于去年同期水平	33
图 88: 债务付息支出领跑各项财政支出增速.....	33
图 89: 上半年政府债券发行进度不及去年.....	33
图 90: 下半年政府债券发行将会明显提速.....	33
图 91: 货币超发下的再通胀预期.....	36
图 92: 美债利率拟合模型.....	36
图 93: 美联储扩表速度史无前例.....	37
图 94: 美债实际利率有望维持低位.....	37

图 95: 美国日新增病例创新高.....	37
图 96: 美弱欧强预期出现于 2020 年 Q4-2021 年 Q3.....	37
图 97: 人民币汇率预测模型.....	38
图 98: 2020 年上半年, 无风险利率先下后上.....	39
图 99: 2020 年上半年, 利率债表现好于信用债.....	39
图 100: 预测 2020 年下半年无风险利率中枢向上.....	40
图 101: 短贷及票据同比增量与长贷的相对增速与 10 年国债利率的关系	41
图 102: 对政府部门债权顶峰回落后, 实体部门中长期贷款增速上升	41
图 103: 短贷及票据同比增量与长贷的相对增速与信用利差的关系	42
图 104: 信用扩张期, 国债利率与信用利差的关系	42
图 105: 社融同比增速与全 A 表现情况	43
图 106: 美国非金融与居民部门杠杆水平.....	44
图 107: 美股利息保障倍数情况.....	44
图 108: 标普 500 估值水平	44
图 109: 美国 M2 与美联储总资产变化情况	44
图 110: A 股板块估值曲线 (截至 7 月中旬)	46
图 111: 板块归母净利润同比.....	46

表目录

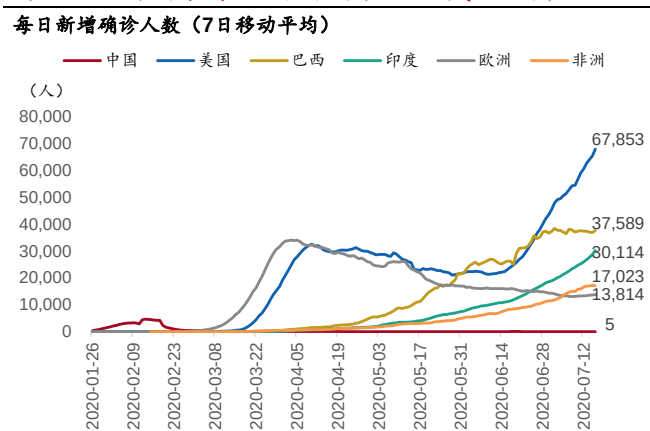
表 1: 疫情冲击下各行业经营压力排名.....	3
表 2: 2020 年中国经济预测	8
表 3: 大类资产表现回顾 (截至 6 月 30 日)	35

一、“新冠衰退”与凯恩斯主义：2020 年宏观经济主线

（一）“新冠衰退”：分化的冲击

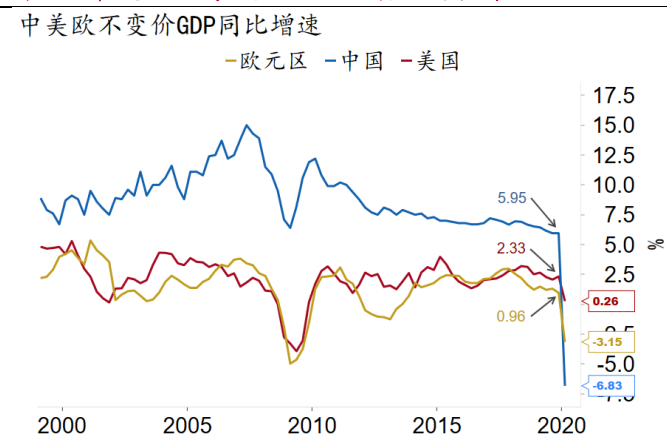
全球经济正深陷“新冠衰退”（Coronavirus Recession）之中。2020 年，突如其来的新冠疫情席卷全球，使主要经济体在上半年均陷入大幅负增长的泥沼。令人担忧的是，随着时间的推移，疫情在全球的蔓延并未得到有效控制，在经历了短暂的平台期后反而愈演愈烈：当前全球确诊病例总量仍在加速上升，美国、南亚、西亚、南美、非洲成为目前疫情新的“震中”。人类与新冠病毒共存的前景愈发明确，意味着此前市场对全球经济在下半年快速反弹的乐观预期已经落空。

图 1：主要国家每日新增确诊数（截至 7 月 16 日）



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 2：中美欧一季度 GDP 均断崖式下滑



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

“新冠衰退”如此深入，是因为其冲击具有不对称性，且随着疫情发展还有可能反复，具有明显的结构性特征。

一是疫情爆发对经济的供需两侧均形成剧烈冲击，受创幅度与防疫政策力度正相关。供给冲击降低了经济体生产商品和服务的能力；需求冲击则削弱了消费者购买商品和服务的意愿。疫情爆发高峰期间，严格的防疫政策令经济“停摆”，形成“经济底”。今年 1-2 月我国主要供需指标跌幅均在 25% 左右，工业增加值的同比跌幅略高于投资和消费。4 月美国非农就业骤减 2,079 万，创大萧条以来单月最大跌幅。美联储研究发现¹，3-4 月美国疫情高峰期间，美国劳动力市场的供需两侧同

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_3718

