

经济复苏 政策克制

2020 年下半年宏观经济和大类资产配置展望

2020 年下半年中国经济仍处复苏通道，政策整体维持克制，大类资产排序：
股票>商品>债券>货币。

- 2020 年下半年，全球疫情走势仍是最大的不确定性，全球经济呈缓慢复苏，全球主要央行货币政策延续宽松。海外资金继续流入中国，但外部环境的严峻需要关注。
- 中国 2020 年下半年经济增长仍处复苏通道，GDP 增速逐季抬升，生产端修复好于需求端。需求端中，基建投资是相对确定的增长支撑。下半年 CPI 同比逐步回落，PPI 环比向上，同比降幅收窄，人民币汇率偏强双向波动。
- 在此背景下，政策整体维持克制。财政政策以保障为主，货币政策回归常规宽松，存在边际收紧的可能，同时防风险仍需关注。
- 基于上述宏观背景，大类资产配置顺序为：股票>商品>债券>货币。
- 风险提示：全球疫情扩散超预期，中美博弈升级超预期，经济增长不及预期。

相关研究报告

《2020 年度宏观经济与大类资产配置展望：东方欲晓》 20191219

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：张晓娇

(8621)2032 8517

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：王大林

(8610)66229232

dalin.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060003

目录

海外经济：艰难而漫长的复苏.....	5
全球经济增长预期一再下调	5
全球货币政策维持宽松	6
中国的外部环境更为严峻	7
中国经济：这边风景独好.....	8
政策目标变化意味着温和增长	8
生产端：复工复产有序推进，经济正在修复	10
需求端：仍需投资支撑经济	11
CPI 震荡向下，PPI 环比回升，PPI-CPI 缺口收窄	15
人民币兑美元维持强势震荡	16
政策总体克制	18
大类资产配置：大河有水小河满	21
股票：全球比较优势下有结构性行情	21
债券：货币宽松和供给放量框定收益率上下限	22
大宗：经济环比回升预期强烈，受益于基建投资的确定性	23
货币：收益率低且上行难	24
结论与预测	25

图表目录

图表 1. 全球疫情仍未得到控制	5
图表 2. IMF 最新全球经济增长预测	6
图表 3. IMF 对主要经济体的增长预测	6
图表 4. 6 月全球制造业 PMI 继续回升	6
图表 5. 美、欧、日等主要经济体数据向好	6
图表 6. 国内疫情整体可控，局部仍有复发风险	8
图表 7. 海外疫情从点到面扩散过程	9
图表 8. 2020 年政府工作报告要点	9
图表 9. 生产修复快于需求	10
图表 10. 工业生产修复有序推进	10
图表 11. 全社会用电量增长由负转正	10
图表 12. 多数城市拥堵延时指数恢复到年初水平	10
图表 13. 1—5 月出口和进口均明显下行	11
图表 14. PMI 新出口订单指数仍在收缩区间	11
图表 15. 货物与服务贸易顺差高于历史同期	12
图表 16. 近年来消费支出增长低于收入增速	13
图表 17. 居民储蓄意愿上升	13
图表 18. 固定资产投资环比增速维持高位	13
图表 19. 制造业投资与名义 GDP 增速和企业盈利增速正相关	14
图表 20. 房地产企业融资环境改善	14
图表 21. 土地供应好转	14
图表 22. 基建投资的增量资金估算	15
图表 23. 核心 CPI 始终弱势	16
图表 24. 猪肉价格持续回落	16
图表 25. 人民币兑美元汇率和 CFETS 人民币汇率指数	17
图表 26. 2020 年经常项目顺差/GDP 预计维持在 1% 附近	17
图表 27. 2020 年中美利差继续扩大	17
图表 28. 广义财政收支缺口扩大	19
图表 29. 地方政府性基金收支缺口高于往年同期	19
图表 30. 多数省份今年累计财政收入负增长	19
图表 31. 2020 年上半年资金流入情况	21
图表 32. A 股的估值优势	21

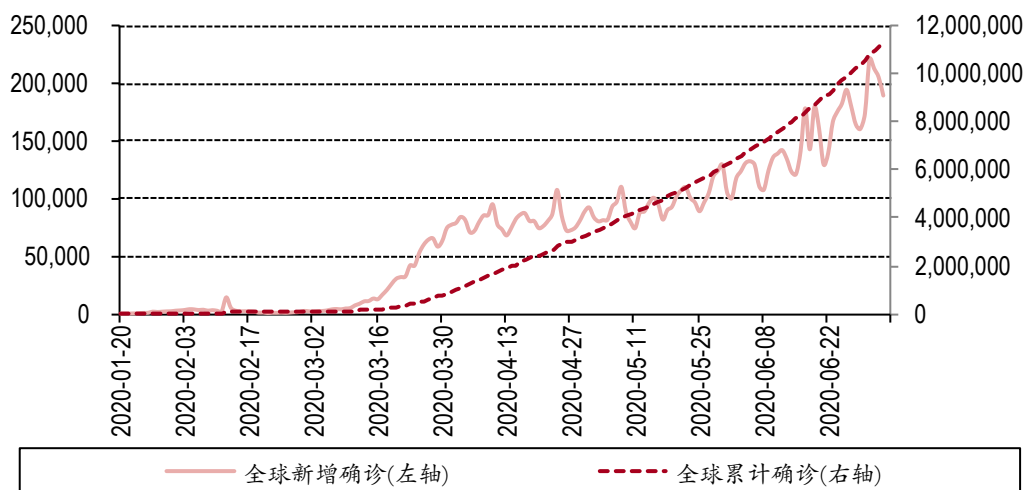
图表 33. 期限利差和信用利差.....	22
图表 34. 各类债券到期收益率.....	22
图表 35. 2020 年二季度大宗商品涨跌幅 (%)	23
图表 36. 货币基金收益率中位数.....	24
图表 37. 货币基金持仓变化.....	24
图表 38. 2020 年下半年主要宏观经济指标预测	25

海外经济：艰难而漫长的复苏

全球经济增长预期一再下调

全球疫情仍未得到控制是下半年最大的不确定性。2020 年，新冠疫情在全球的蔓延对全球经济造成巨大冲击。截至 7 月 3 日，全球累计确诊病例超过 1100 万人，目前单日新增病例在 20 万人左右。世界卫生组织警告称，全球病例自 1000 万人增至 2000 万人的时间会比从零至 1000 万人的时间快得多。巴西、印度疫情一直未出现好转迹象，而美国随着经济的重启，近期疫情也出现明显反弹。在疫情至今未得到控制的情况下，预计下半年全球经济复苏的力度将比较温和，复苏时间较长，不会出现“V 型复苏”的情况。同时，仍需警惕疫情的二次冲击。尽管疫情的二度冲击预计不会导致此前的经济停摆，但疫情导致的经济活动萎缩对居民和企业资产负债表的影响依然需要重视。

图表 1. 全球疫情仍未得到控制

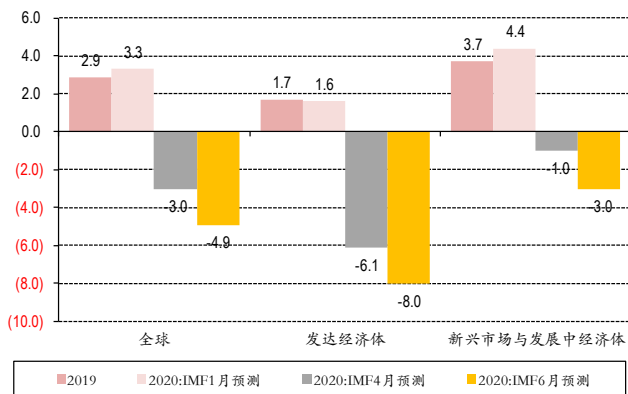


资料来源：万得，中银证券

IMF 再度下调 2020 年全球经济增长预期。6 月 24 日，IMF 预期全球 2020 年增速同比下降 4.9%，较 4 月的预期下调了 1.9 个百分点；将发达经济体 2020 年增长预期自 4 月的下降 6.1% 下调至下降 8.0%，将新兴市场与发展中经济体的增长预期自下降 1.0% 下调至下降 3.0%。

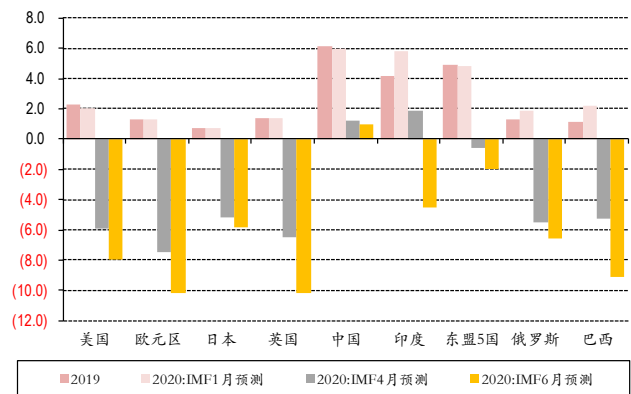
IMF 同步下调了对主要经济体的增长预测。主要经济体中，中国是唯一在 2020 年仍能保持正增长的经济体，IMF 预测中国 2020 年 GDP 增长 1.0%，较 4 月预测下调了 0.2 个百分点。日本、东盟 5 国和俄罗斯 2020 年增速下调幅度相对较小，分别从 4 月的下降 5.2%，下降 0.6%，下降 5.5% 调整至下降 5.8%，下降 2.0%，下降 5.6%。印度下调幅度最大，自正增长 1.9% 下调至下降 4.5%，下调幅度达 6.4 个百分点；美国、欧元区、英国、巴西分别自 4 月的下降 5.9%，下降 7.5%，下降 6.5%，下降 5.3% 调整至下降 8.0%，下降 10.2%，下降 10.2%，下降 9.1%，下调幅度在 2—3 个百分点不等。

图表 2. IMF 最新全球经济增长预测



资料来源：万得，中银证券

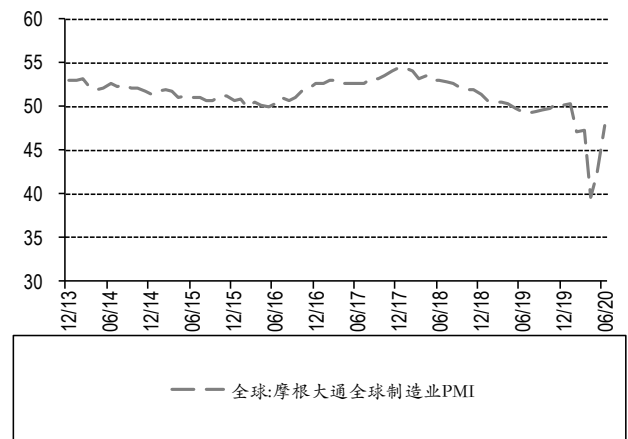
图表 3. IMF 对主要经济体的增长预测



资料来源：万得，中银证券

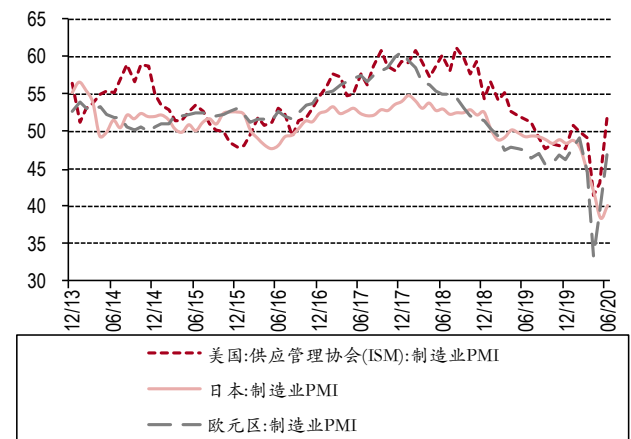
从已公布的数据看，全球主要经济体仍在复苏中。6月全球制造业 PMI 较 5 月回升 5.4 至 47.8，虽仍在收缩区间，但连续 2 月回升。主要经济体中，6 月美国 ISM 制造业 PMI 回升至 52.6，较上月上升 9.5，创 2019 年 4 月以来新高；欧元区 6 月制造业 PMI 终值回升至 47.4，较 5 月回升 8.0；日本 6 月制造业 PMI 也小幅回升至 40.1。

图表 4. 6 月全球制造业 PMI 继续回升



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 美、欧、日等主要经济体数据向好



资料来源：万得，中银证券

全球货币政策维持宽松

疫情开始后，全球主要央行均采取了宽松态度，紧急向市场注入流动性。而在疫情仍未得到控制，全球经济复苏缓慢的背景下，全球宽松的货币政策还将延续。

美联储 6 月会议点阵图显示，至 2022 年底前将联邦基金利率维持在零附近，同时将继续扩大对实体经济的信贷支持。美联储主席鲍威尔及多位官员一再强调，经济不存在 V 型复苏，美国经济仍面临“极端不确定性”和“显著风险”，美联储将动用所有工具来支撑美国经济。由此判断，美联储目前的宽松政策仍将持续相当时间。

欧洲央行 6 月会议维持三大关键利率不变；将紧急抗疫购债计划（PEPP）规模扩大 6000 亿欧元，超过市场此前预期的 5000 亿欧元，PEPP 总额已达 1.35 万亿欧元，PEPP 将至少延长至 2021 年 6 月。欧洲央行称，“只要有必要”，将继续购买债券。欧元区刺激计划的加码有助于进一步提振经济，但考虑到欧元区基本面本身较为疲弱，疫情对欧洲经济的冲击仍不可小视。

日本央行维持对经济的低迷展望，称将维持政策的非常规宽松，并在必要时准备通过扩大贷款规模、降息以及增加 ETF 购买或推出新措施等方式来放松政策。

英国央行也将资产购买总规模增至 7450 亿英镑。

总体看，在全球疫情仍未出现明显好转背景下，全球货币政策的宽松延续。而且，在全球低利率已经持续了相当长时间的背景下，全球央行明显更青睐于通过资产购买来直接投放流动性，而非继续降低利率。其背后的原因则是，一方面，直接投放流动性效果更为明显；另一方面，在全球利率已经处于低位，负利率对经济增长的作用尚待评估的情形下，继续降息空间已经不大。

中国的外部环境更为严峻

外需疲弱压制出口。全球经济增长复苏缓慢，且全球疫情尚未得到明确控制，意味着中国的出口将受到压制。一方面，全球需求整体较弱，而外需始终是中国出口的最大驱动因素；另一方面疫情未得到控制，意味着全球经济往来仍然受到疫情影响，客观上也限制了全球贸易往来。

在出口受冲击的同时，外部政治环境的日趋严峻更为值得关注。自 2018 年中美贸易冲突以来，中美博弈成为市场的扰动因素。经过两年来的发酵，2020 年，中美博弈有升级趋势。同时，2020 年新冠疫情爆发，全球经济遭受冲击，美国及其盟友在病毒溯源方面对中国横加指责；加上适逢美国总统大选，为争夺选票，美国政客极有可能在中美关系方面制造话题。几方面因素交织下，预计下半年中国外部政治环境将更为严峻。4 月 8 日政治局会议指出，“要坚持底线思维，做好较长时间应对外部环境变化的思想准备和工作准备”。目前中美博弈从贸易领域已经扩展到科技领域，未来扩展到金融领域的风险需要重视。

海外资金持续流入。与此同时，中国在全球主要经济体中依然保持相对较好的增长，IMF 甚至预测中国是 2020 年唯一能保持正增长的经济体；而中国的货币政策在主要经济体中也维持相对克制，中外利差依然明显；人民币汇率在双向波动格局下弹性增强，但整体维持平稳；中国的对外开放姿态不变。我们认为，2020 年，海外资金继续流入中国仍是趋势。

中国经济：这边风景独好

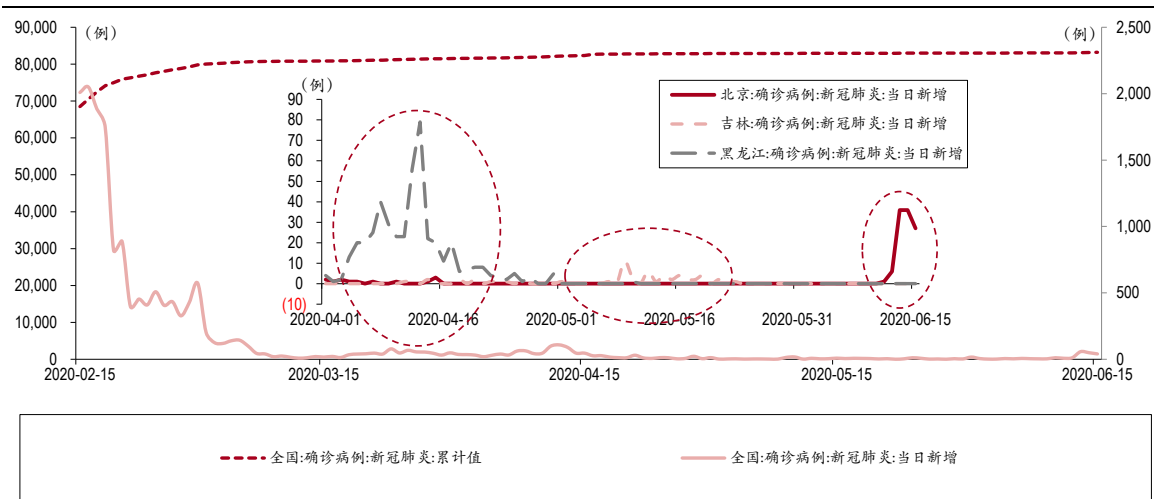
政策目标变化意味着温和增长

疫情防控常态化

疫情防控常态化是今年乃至未来一段时间内疫苗研发成功之前宏观经济运行的大背景，经济状况、运行方式及宏观政策都将受其影响。现阶段我国面临内部疫情防控进入常态化和外部防止海外疫情“倒灌”的局面。

内部疫情防控进入常态化。2月下旬以来，中国疫情得到基本控制，新增病例大幅减少；5月2日零时起，湖北省将突发公共卫生应急响应级别由一级调整为二级。至此，内地所有省份疫情响应级别调整完毕，全部调至二级及以下。同时，尽管疫情在国内整体得到控制，但仍有少数地区出现聚集性确诊病例，如4月份黑龙江地区、5月吉林地区、6月份北京地区。这表明在疫情风险整体得到控制的情况下，仍不能放松警惕，疫情防控常态化或将贯穿近期经济。

图表 6. 国内疫情整体可控，局部仍有复发风险



资料来源：万得，中银证券

外部防止海外疫情“倒灌”。3月中旬，疫情在国内得到有效控制之时，海外疫情却呈现扩散态势。意大利、伊朗、韩国、西班牙疫情先一步升级，然后蔓延至欧洲；同时疫情在发展中经济体出现扩散苗头。随着欧洲疫情企稳，“新冠肺炎”在美国和南美洲迅速传播。目前全球累计确诊病例 810

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_3874

