



作者：宏观金融组 李彦森

执业编号：F3050205（从业） Z0013871（投资咨询）

联系方式：010-85881117 /liyansen@foundesc.com

成文时间：2020年7月13日星期一

更多精彩内容请关注方正中期官方微信

中国宏观经济：后疫情时期的经济复苏与政策转变

——2020年下半年中国宏观经济展望

方正中期期货研究院 李彦森

目录

摘要：	1
第一部分 疫情击穿底线，未来将逐步修复	2
一、 产出受疫情影响，随复工复产逐步消除	2
二、 疫情后房地产快速恢复，但未来还看基建	4
三、 耐用品消费复苏后，关注服务消费回升	6
四、 外贸受疫情扰动较大，风险仍需警惕	7
五、 利润随产出走弱，三季度继续修复	8
第二部分 通缩风险缓和，CPI、PPI 剪刀差将回落	10
一、 多因素拖累 CPI 走弱，回落态势或延续	11
二、 PPI 正进入底部，下半年将有所改善	13
第三部分 政策支持效果显著，宽松节奏已经转变	14
一、 宽松效果明显后，货币政策面临调整	14
二、 财政大幅宽松，刺激效果有望显现	17
三、 加杠杆政策推动，杠杆率明显上行	19
第四部分 外部风险仍需警惕，汇率波动将放大	21
第五部分 2020 年下半年宏观经济对主要期货品种的影响	23

摘要:

新冠疫情是上半年最重要的外生影响，从产出端的 GDP 和工业增加值，到需求端的固定资产投资、社会零售消费、进出口增速等指标全面走弱，一季度 GDP 甚至出现 6.8% 的负增长，都与疫情有关。我们认为，疫情对经济的冲击是短期影响因素，随着后疫情时期到来，停工停产等防疫政策逐步解除，经济已经进入复苏轨道，并且这一趋势将贯穿下半年。二季度复苏过程中需求端表现较好的是投资中的房地产投资和消费中的汽车消费，下半年可能将转向基建投资和服务消费的复苏。而下半年在猪周期、国际油价、房租等多重因素的作用下，CPI 可能将继续承压回落到四季度，甚至不排除跌至 0 附近。但 PPI 将出现一定回升，二者剪刀差逐步缩窄，企业部门面临压力减小。通缩风险主要集中在上半年尤其是二季度，下半年情况将会缓和。物价的风险仍然主要在于油价而不在肉价。

政策方面，年初以来央行综合采用了降准、降低 MLF 利率和 LPR、降低逆回购利率等方式支持实体经济战胜疫情。M2、贷款、社融等显著加速，表明实体经济确实获得了低成本的流动性，企业在疫情时期得到“输血”，宽松的货币政策已经对经济企稳复苏起到明显支持作用。各部门尤其是企业部门的杠杆率出现飙升。财政政策也明显转向宽松，尤其是二季度两会以来，新发行大量债券筹集资金，下半年将为抗疫和基建增添助力。我们认为，随着疫情影响逐步减小，货币政策已转向稳健。从支持企业部门转向支持政府部门，为今年新增的大量赤字提供融资保证。而在目前全球货币政策宽松力度减弱，以及新冠疫情对经济影响逐步减小，经济步入企稳复苏正轨的情况下，下半年进一步降息的可能性已经下降，至多可能再降息一次。

综合来看，我们对下半年整体形势依然偏乐观。但海外疫情的扩散超过预期，外需的风险仍需要警惕。并且上半年已经失去的 GDP，尤其是没有实现的消费需求无法回补，将拖累全年 GDP 增速。我们认为，即使在乐观情况下，全年 GDP 增速恐也难以超过 4%。货币政策的节奏变动，不等于方向转向紧缩，对经济的支持将继续存在。给予我们对基本面的判断，预计工业品价格仍将有一定表现。

第一部分 疫情击穿底线，未来将逐步修复

新冠疫情是上半年最重要的外生风险，从产出端的 GDP 和工业增加值，到需求端的固定资产投资、社会零售消费、进出口增速等指标全面走弱，都与此有关。一季度 GDP 甚至出现 6.8% 的负增长。我们认为，疫情对经济的冲击是短期影响因素，随着后疫情时期到来，停工停产等防疫政策逐步解除，经济已经进入复苏轨道，并且这一趋势将贯穿下半年。二季度复苏过程中需求端表现较好的是投资中的房地产投资和消费中的汽车消费，下半年可能将转向基建投资和服务消费的复苏。但是外需的风险仍需要警惕，并且已经失去的消费是无法回补的。我们认为即使在乐观的情况下，全年来看 GDP 增速也难以超过 4%。

图 1 不同当季 GDP 假设情况下全年 GDP 增速

		一季度	二季度	三季度	四季度
情景1	当季GDP增速	-6.80%	-2.00%	0.00%	4.00%
	累计GDP增速	-6.80%	-4.28%	-2.76%	-0.88%
情景2	当季GDP增速	-6.80%	0.00%	3.00%	6.00%
	累计GDP增速	-6.80%	-3.22%	-1.02%	0.93%
情景3	当季GDP增速	-6.80%	2.00%	4.00%	6.00%
	累计GDP增速	-6.80%	-2.17%	0.01%	1.68%
情景4	当季GDP增速	-6.80%	4.00%	6.00%	8.00%
	累计GDP增速	-6.80%	-1.12%	1.40%	3.24%

数据来源：Wind、方正中期研究院

一、产出受疫情影响，随复工复产逐步消除

上半年部分时间段国内疫情严重，政府防疫措施包含非必须行业的停工停产，因此工业产出受到严重打击，尤其是劳动密集型行业。工业增加值当月同比增速在 2 月一度同比下降多大 25.86%。但随后伴随复工复产的推进，产出端迅速恢复，至 5 月工业增加值当月同比增速升至 4.4%，已经接近疫情之前的水平。结合需求和库存指标看，今年上半年迅速经历了主动加库存、被动加库存、主动去库存三个阶段，年中前后已经初步转向被动去库存。我们认为，下半年经济大概率转向主动加库存，产出端表现将会进一步恢复。从行业上看，黑色金属等原材料行业受影响更小，制造业多受到较明显影响，但随后恢复较快，如专用设备制造和电子制造等行业。

图 2 工业增加值降幅一度超过 25%

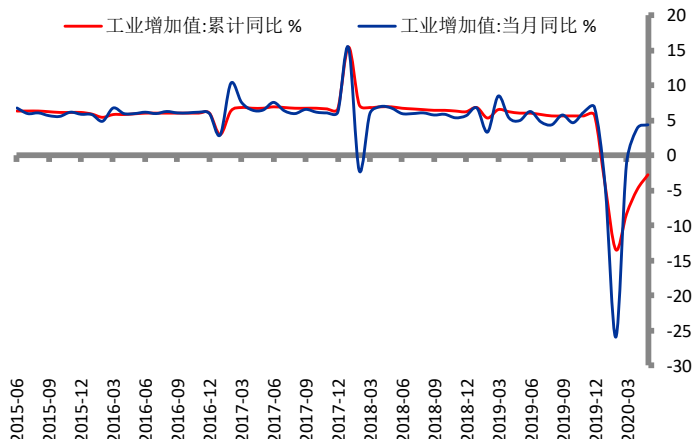
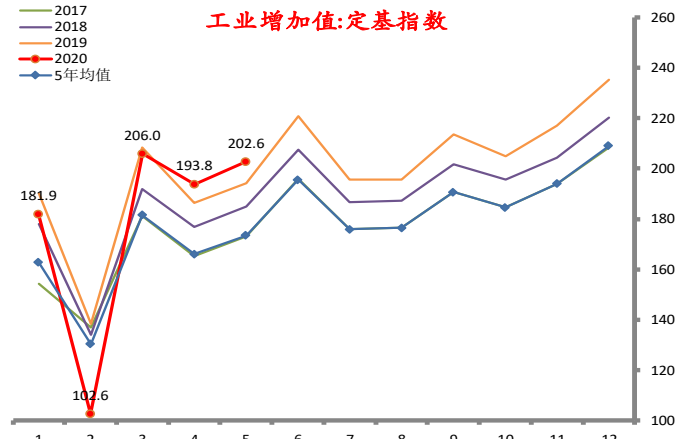


图 3 主要是 2 月受到疫情拖累严重



数据来源：Wind、方正中期研究院

数据来源：Wind、方正中期研究院

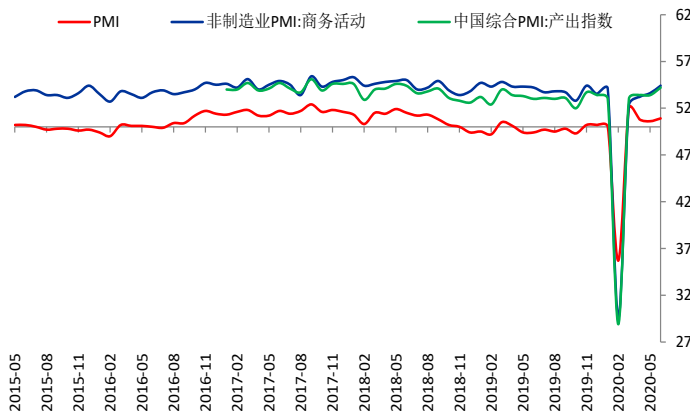
图 4 工业增加值分项数据

官方累计 同比	下游行业					中游行业												上游行业					
						加工组装						原材料											
日期	食品制 造业	农副食 品加工 业	纺织业	医药制 造业	汽车制 造业	通用设 备制造 业	专用设 备制造 业	电气机 械及器 材制造 业	计算机、 通信和其 他电子设 备制造 业	铁路、船舶 、航空航 天和其 他运输 设备制造 业	电力、 热力的 生产和 供应业	黑色金 属冶炼 及压延 加工业	有色金 属冶炼 及压延 加工业	非金属 矿物制 品业	橡胶和 塑料制 品业	化学原 料及化 学制品 制造业	煤炭开 采和洗 选业	石油和 天然气 开采业	黑色金 属矿产 采选业	有色金 属矿产 采选业	非金属 矿产采 选业	开采辅 助活动	其他采 矿业
2020/05	-1.0	-5.5	-6.7	0.9	-7.9	-4.9	1.0	-2.8	3.7	-4.8	-2.3	2.8	0.5	-4.1	-6.2	-2.1	0.5	-4.0	-3.1	-1.7	-5.7	-8.6	-7.6
2020/04	-3.3	-7.0	-10.6	0.0	-15.0	-9.0	-4.2	-5.8	1.8	-7.3	-3.9	1.7	-0.6	-7.6	-9.4	-3.9	0.6	0.1	-5.2	-3.1	-9.3	-6.8	-7.8
2020/03	-7.9	-11.1	-16.8	-2.3	-26.0	-17.2	-13.5	-12.9	-2.8	-13.7	-5.4	0.5	-3.8	-13.7	-16.2	-6.8	-0.6	1.3	-7.6	-6.1	-16.9	-4.7	-8.9
2020/02	-18.2	-16.0	-27.2	-12.3	-31.8	-28.2	-24.4	-24.7	-13.8	-28.2	-7.3	-2.0	-8.5	-21.1	-25.2	-12.3	-8.2	2.1	-16.2	-13.1	-25.5	-3.1	-18.3
2019/12	5.3	1.9	1.3	6.6	1.8	4.3	6.9	10.7	9.3	7.4	6.5	9.9	9.2	8.9	4.8	4.7	5.5	3.7	7.1	3.0	0.2	21.7	3.8
2019/11	5.4	2.1	1.4	6.8	0.7	4.1	7.0	10.4	8.9	9.0	6.4	9.9	9.6	8.9	4.9	4.4	5.1	3.6	7.8	3.3	-0.6	25.2	2.7
2019/10	5.4	2.4	1.2	7.0	-0.2	3.9	6.9	10.1	8.8	9.8	6.4	9.7	9.9	9.0	4.8	4.0	4.8	2.6	7.2	3.2	-0.8	27.5	-8.1
2019/09	5.6	3.0	1.5	6.9	-0.8	3.9	7.1	10.0	8.9	10.5	6.3	10.1	9.9	9.6	4.9	4.1	4.7	2.9	7.0	3.3	-0.5	28.8	-8.6
2019/08	5.7	3.6	1.6	6.9	-1.0	3.9	7.1	9.8	8.5	11.1	6.4	10.2	10.2	9.9	4.7	4.3	3.7	2.7	6.9	3.0	-0.3	30.5	-8.5
2019/07	5.8	4.1	1.8	6.7	-1.8	4.5	7.7	9.7	9.1	11.4	6.6	10.2	10.5	10.2	4.8	4.6	3.6	2.7	7.0	2.9	0.1	31.9	-5.8
2019/06	5.5	4.7	1.9	6.6	-1.4	5.1	8.3	10.0	9.6	10.6	6.6	10.3	10.4	10.4	4.7	4.8	2.8	2.3	7.3	3.3	0.4	33.4	-3.9
2019/05	5.2	5.1	1.9	6.7	-1.0	5.7	9.0	9.7	9.4	9.5	6.8	9.5	9.7	10.7	4.7	4.6	0.9	2.1	7.4	3.6	0.7	37.0	-0.8
2019/04	5.5	5.4	2.2	7.2	-0.3	6.7	10.1	10.0	9.0	9.7	7.1	8.9	9.7	11.0	4.7	5.0	0.4	2.0	6.9	3.9	0.8	38.0	1.7
2019/03	5.4	6.1	3.7	6.4	0.2	8.4	12.6	11.0	7.8	10.9	6.5	7.9	10.1	11.5	6.4	5.5	0.4	1.6	5.7	5.6	0.6	33.9	6.4
2019/02	6.0	6.3	0.2	5.9	-5.3	4.4	10.0	8.0	6.0	7.9	6.1	7.5	9.3	8.8	2.2	4.3	-2.0	-0.4	5.4	8.0	2.2	28.0	9.4

数据来源：Wind、方正中期研究院

从 PMI 观察可以看到，因新冠肺炎疫情影响，2 月总指数明显下挫，3 月则出现明显回升。但基于 PMI 等同于“环比增速”的性质，一季度的“翘尾效应”已经形成。但随后 PMI 持续高于 50 荣枯线，表明产出端不断修复。我们此前剔除年初阶段为主动加库存，但疫情也改变了这一周期，2 月开始有明显的去库存迹象。上游净需求和下游净需求等指标也下挫。截至 6 月，新的被动去库存迹象开始显现，预计下半年将进入主动加库存阶段，内生动力将推动经济进一步修复。而长周期来看，需求周期也是位于阶段性底部。

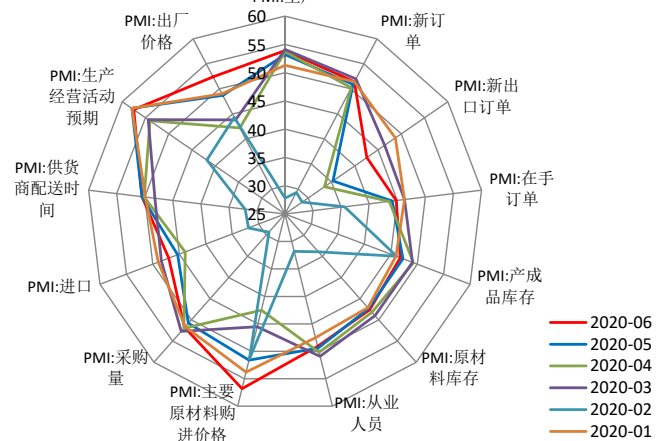
图 5 2 月 PMI 明显低于正常区间



数据来源：Wind、方正中期研究院

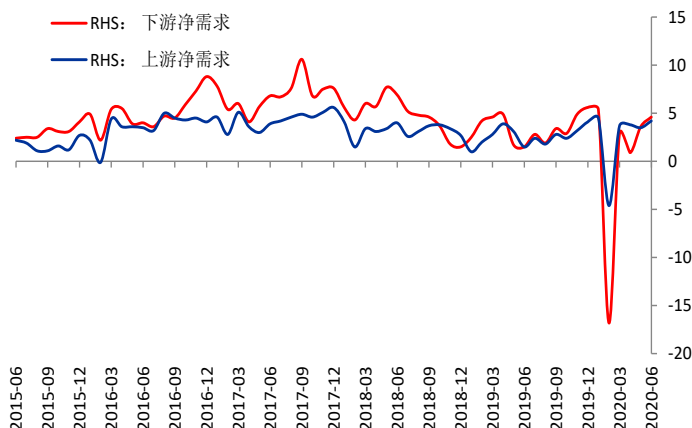
图 7 上半年需求回落为主

图 6 3 月开始 PMI 分项多数扩张

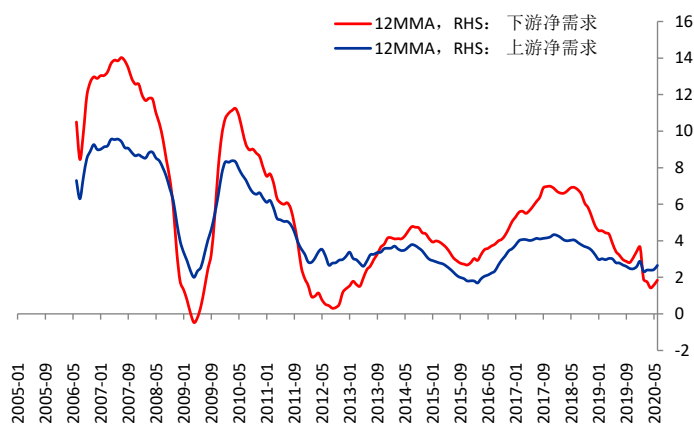


数据来源：Wind、方正中期研究院

图 8 中长期需求仍在底部



数据来源：Wind、方正中期研究院

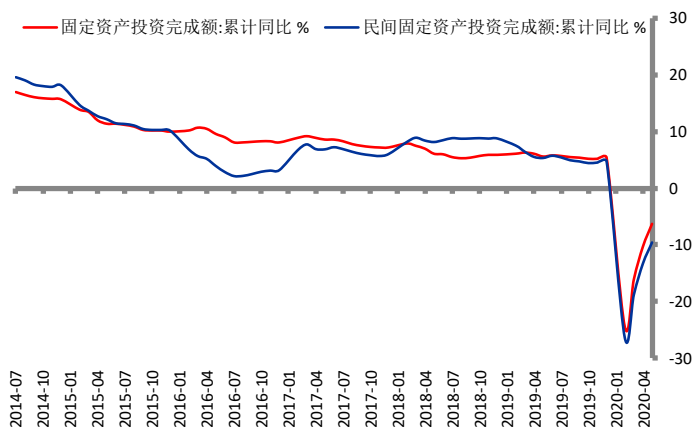


数据来源：Wind、方正中期研究院

二、疫情后房地产快速恢复，但未来还看基建

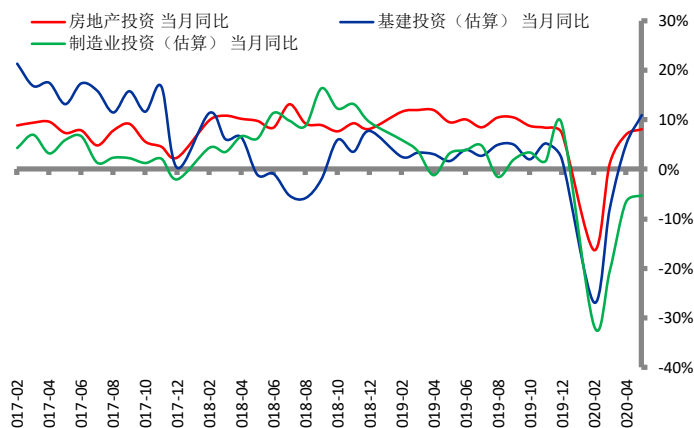
投资需求依然是总需求中最重要的项。从分项上看，疫情期间受打击最严重的是制造业投资。并且由于其后周期的性质，预计未来仍将以缓慢复苏为主，但是复苏的方向更为确定，这也是内生经济动力的最主要体现。而在二季度需求从底部回升的过程中，房地产的表现是明显超预期的，也是此前投资需求最主要的推动力。基建投资也有一定回升，并且其增速至5月已经超过房地产投资，成为三大分项中的最佳表现。我们认为，下半年可能接替房地产投资成为投资需求中的亮点。

图 9 城镇投资、民间投资均出现断崖下滑



数据来源：Wind、方正中期研究院

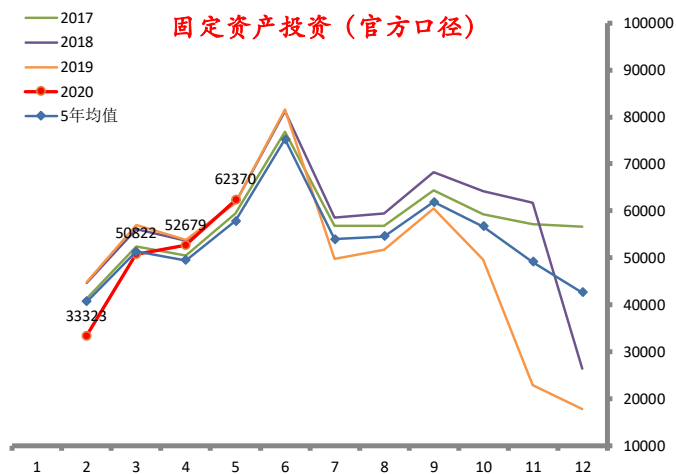
图 10 房地产投资复苏最快，基建投资更持续



数据来源：Wind、方正中期研究院

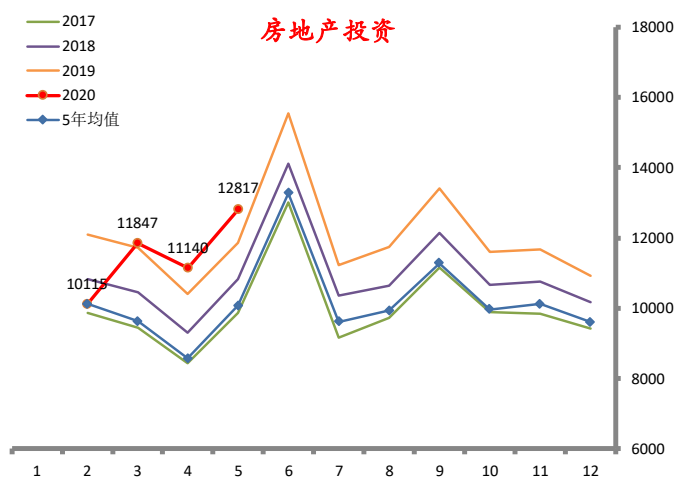
图 11 固定资产投资二季度明显恢复

图 12 基建投资二季度表现加好



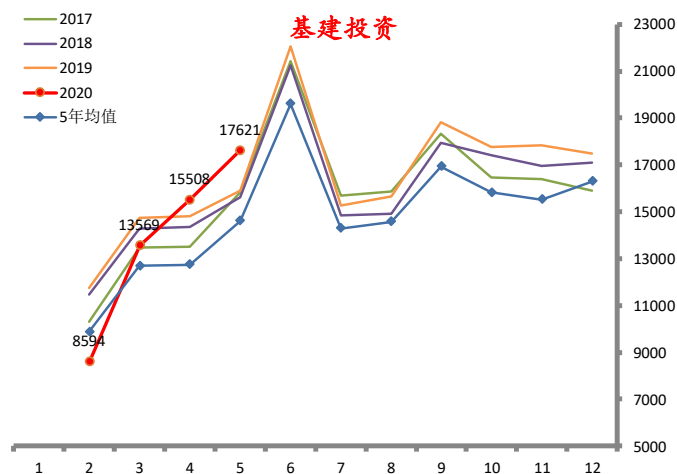
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 13 房地产投资首先企稳



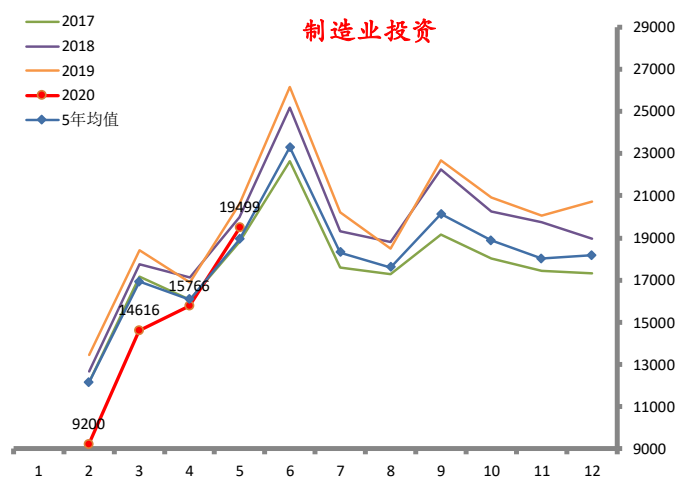
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 15 房地产行业五大指标



数据来源：Wind、方正中期研究院

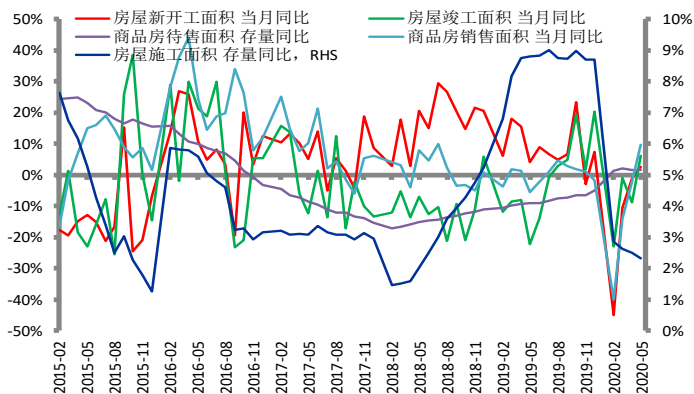
图 14 制造业投资恢复较慢



数据来源：Wind、方正中期研究院

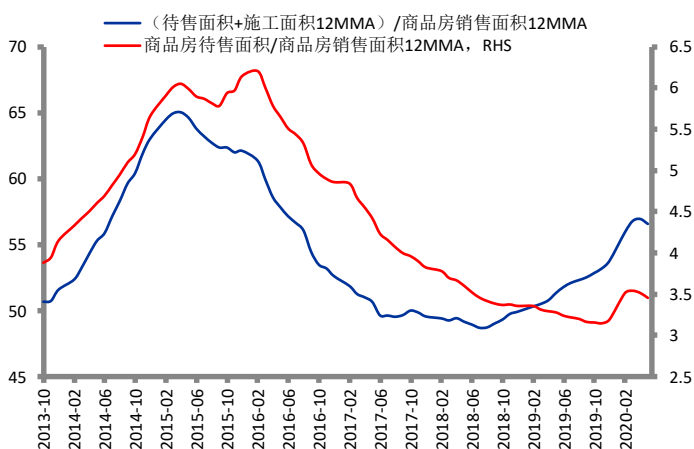
图 16 土地购置速度没有加快

房地产投资方面，受到疫情影响，年后的房地产销售几乎处于停滞状态，同时开工施工也受到停工停产政策的影响而出现明显走弱。随后在复工复产推进的帮助下，房屋开工、施工、竣工等指标全面回升。并且销售回升更为明显，需求表现相对更好也导致房屋待售面积等库存指标下降。短期库销比的回落需要关注，房地产企业已经开始减慢拿地速度，未来开工和施工能否持续加速仍需要谨慎看待。而从资金角度看，疫情期间极为宽松的货币政策也令房地产企业的流动性改善。我们认为，下半年随着积累购房需求的完全释放，货币政策重心转向等影响，房地产投资增速进一步加速的动力将会削弱，对经济的贡献将逐步让位于基建投资。



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 17 库销比有所回落

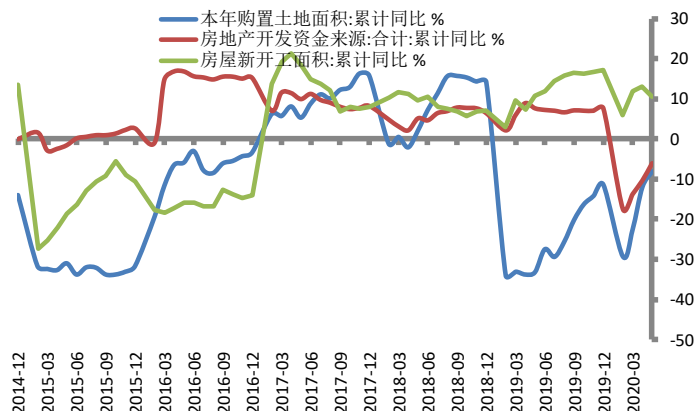


数据来源：Wind、方正中期研究院

三、耐用品消费复苏后，关注服务消费回升

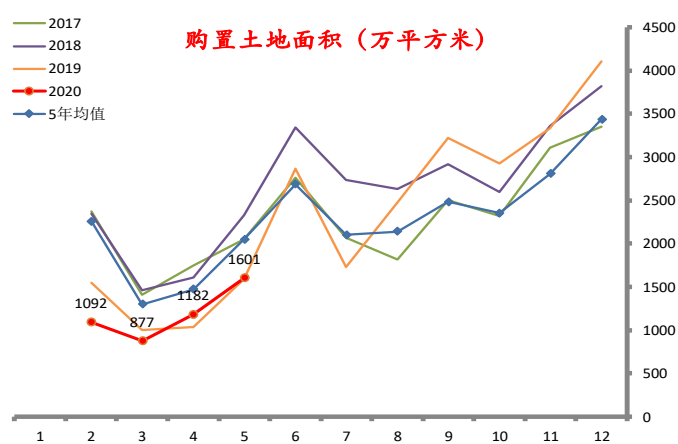
上半年消费同样受到疫情的严重打击。防疫措施对消费的抑制主要体现在两个方面。一是商场设施的关闭，以及房地产销售受抑制，导致汽车、家电、建材等大宗耐用品消费明显下挫。但是食品、医药、日用百货等必需品回落有限。二是服务消费受到的打击明显，餐饮、旅游、交通、娱乐等行业作为人员密集的消费行业受到影响首当其冲。此外，消费业态从线下转向线上的情况进一步加速。从最新数据看，汽车等耐用品消费，汽车、家电邓小飞5月已经恢复甚至超过疫情之前的最高值。我们认为，下半年汽车消费大概率重新转向平稳，而服务消费将进一步修复。尤其是交通和餐饮，随着复工复产的推进将成为短期的重要边际增长推动。此外旅游、娱乐、餐饮等还需要关注政府是否放宽防疫措施。大概率将会逐步解除景区人数限制、电影院线限制等。因此，服务消费将是下半年消费复苏的重点方向。

图 19 社消总额明显受挫



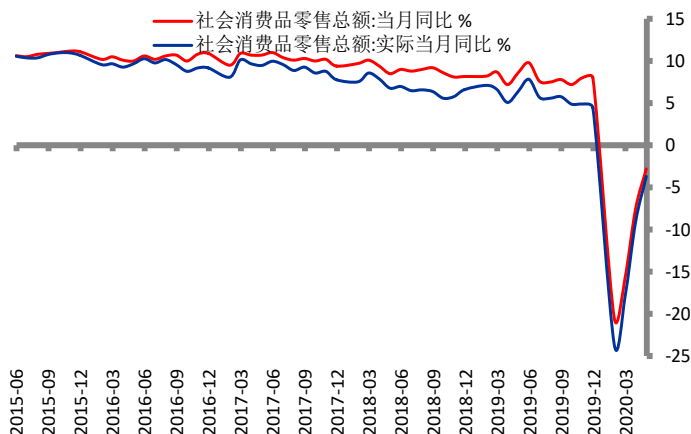
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 18 土地购置增长不明显

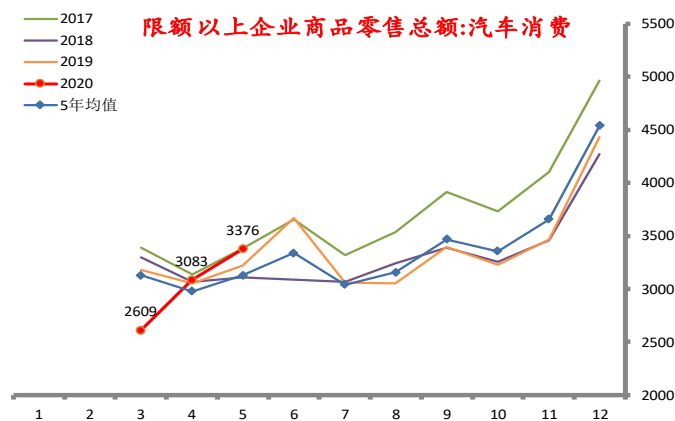


数据来源：Wind、方正中期研究院

图 20 汽车消费恢复至正常水平



数据来源：Wind、方正中期研究院



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 21 必需品受影响小，汽车、地产相关消费明显恢复

官方当月同比	粮油、食品、饮料、烟酒	粮油、食品	饮料	烟酒	服装鞋帽、针纺织品	服装	化妆品	金银珠宝	日用品	体育、娱乐用品	书报杂志	家用电器和音像器材	中西药品	文化办公用品	家具	通讯器材	石油及制品	建筑及装饰材料	汽车	其他	餐饮消费	商品零售
2020-05		11.40	16.70	10.40	-0.60	-1.50	12.90	-3.90	17.30	15.40	10.80	4.30	7.30	1.90	3.00	11.40	-14.00	1.90	3.50		-18.90	-0.80
2020-04		18.20	12.90	7.10	-18.50	-20.70	3.50	-12.10	8.30	11.60	-11.50	-8.50	8.60	6.50	-5.40	12.20	-14.10	-5.80	0.00		-31.10	-4.60
2020-03		19.20	6.30	-9.40	-34.80	-36.90	-11.60	-30.10	0.30	-7.10	3.60	-29.70	8.00	6.10	-22.70	6.50	-18.80	-13.90	-18.10		-46.80	-12.00
2020-02		9.70	3.10	-15.70	-30.90	-33.20	-14.10	-41.10	-6.60	-4.00	-32.70	-30.00	0.20	-8.90	-33.50	-8.80	-26.20	-30.50	-37.00		-43.10	-17.60
2019-12	10.70	9.70	13.90	12.50	1.90	0.70	11.90	3.70	13.90	22.60	16.10	2.70	8.20	-11.50	1.80	8.80	4.00	0.60	1.80	0.90	9.10	7.90
2019-11	9.20	8.90	13.00	8.30	4.60	5.00	16.80	-1.10	17.50	20.10	7.40	9.70	4.90	4.60	6.50	12.10	0.50	-0.30	-1.80	-0.40	9.70	7.80
2019-10	8.20	9.00	9.50	4.40	-0.80	-0.30	6.20	-4.50	12.00	11.50	5.20	0.70	5.10	-3.40	1.80	22.90	-4.50	2.60	-3.30	-0.70	9.00	7.00
2019-09	9.00	10.40	8.90	4.20	3.60	3.30	13.40	-6.60	12.00	15.70	6.60	5.40	6.60	-0.20	6.30	8.40	-0.40	4.20	-2.20	3.70	9.40	7.60
2019-08	12.30	12.50	10.40	12.60	5.20	5.60	12.80	-7.00	13.00	12.10	9.00	4.20	7.70	19.80	5.70	3.50	-1.20	5.90	-8.10	2.00	9.70	7.20
2019-07	10.10	9.90	9.70	10.90	2.90	1.90	9.40	-1.60	13.00	8.80	2.90	3.00	11.60	14.50	6.30	1.00	-1.10	0.40	-2.60	0.70	9.40	7.40
2019-06	9.50	9.80	9.10	8.20	5.20	4.70	22.50	7.80	12.30	7.20	-0.80	7.70	10.40	6.50	8.30	5.90	3.50	1.10	17.20	1.30	9.50	9.90
2019-05	10.70	11.40	12.70	6.60	4.10	5.00	16.70	4.70	11.40	5.90	11.10	5.80	11.20	3.10	6.10	6.70	3.10	-1.10	2.10	-3.60	9.40	8.50
2019-04	8.20	9.30	9.70	3.30	-1.10	-1.10	6.70	0.40	12.60	-3.60	24.60	3.20	11.50	3.60	4.20	2.10	0.10	-0.30	-2.10	-7.90	8.50	7.00
2019-03	11.40	11.80	12.10	9.50	6.60	6.30	14.40	-1.20	16.60	-0.90	9.60	15.20	11.80	-4.00	12.80	13.80	7.10	10.80	-4.40	2.10	9.50	8.60

数据来源：Wind、方正中期研究院

四、外贸受疫情扰动较大，风险仍需警惕

上半年整体情况来看，外贸方面受到的扰动较大。尤其是二季度的进口金额，由于国内开始主动去库存、海外疫情持续发酵影响物流、大宗商品价格持续下挫等因素，进口金额明显低于季节性。出口金额则相对更为平稳，主要是国内疫情发生时间早，应对措施及时有效，并且医疗物资出口的大幅增长，也从一定程度上弥补了其他方面的损失。贸易差额显著增加，有一定的所谓“衰退性逆差”的迹象。我们认为，随着国内疫情的好转，影响贸易的产出端问题将逐步消除，海外需求仍是最重要影响因素。由于新兴国家和部分发达国家的疫情仍在加速蔓延，因此外需的风险仍需要持续警惕。国际大宗商品价格从二季度后期开始出现

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_3970

