

需求补位不可或缺 共克时艰稳中求进

——2020年下半年宏观经济报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2020年06月23日

证券分析师

周喜

022-28451972

相关研究报告

- 新冠肺炎疫情不仅给全球经济的供给和需求带来了巨大冲击，令本就疲弱的全球经济更加不堪，而且还令结构性矛盾进一步凸显。
- 就疫情防控而言，尽管东亚及欧美主要发达经济体的疫情均得到有效控制，复工复产也相继展开，但是疫情并未终结，其再度出现反复的风险仍不可忽视。
- 就外部环境而言，发达经济体信心指数在5月份均出现明显好转，疫情对其经济冲击的边际影响正在消退。展望下一阶段发达经济体的政策取向，我们认为在流动性风险得以明显缓解后，货币宽松对经济的刺激效果将进入到观察期，再度大幅宽松的必要性明显降低；相较于此，以美国为首的发达经济体则将继续加大财政刺激力度，添补内生需求萎缩造成的空缺。
- 就国内经济而言，在疫情得到有效控制后，复工复产持续推进，疫情对供给端的冲击基本得以消弭，但是在需求端，线下消费的不兴、疫情对出口的冲击以及前景不佳对制造业投资的抑制等都令其改善相对缓慢，供给与需求改善之间的异步值得关注，随着两者间差异的扩大，需求对供给的制约将逐步显现，这将会抑制经济改善的步伐，而且还将对通胀形成压制，为此稳住经济基本盘有两个关键，一个是通过疫情防控弱化其对供给的冲击，同时还要通过有效的需求补足弱化其对供给的拖累。
- 就政策调控而言，管理层稳住基本盘的核心思想是总量刺激和分配优化，相较于总量刺激，我们则更关注于优化分配，管理层希望以优化分配的方式共克时艰来保住基本盘，其主要体现在三个层面：政府部门和私人部门间的分配优化、中央政府和地方政府间的分配优化以及金融行业和实体经济间的分配优化。需要强调的是，“稳”是当务之急，但不能“一稳了之”，只有适时适度的“进”方能解决中国的结构问题，实现高质量发展。展望下半年，以“六保”为核心的短期目标和以“调结构”为核心的中期目标，仍将因环境的变换而成为管理层政策协调的核心出发点，在国内外疫情逐步得到控制的假设下，货币政策应急性干预的必要性逐步下降，流动性宽松加力的空间明显缩小，相较于此，以财政为主导的需求补足则将加力推进，与此同时改革措施也将以小步缓行的方式逐步展开。

风险提示：国际疫情发展超预期

目 录

1. 疫情冲击加剧结构矛盾 存量竞争助推逆全球化	5
1.1 疫情仍有反复 复产 VS 防疫	5
1.2 维持货币呵护 发力财政刺激	6
1.3 结构矛盾加剧 逆全球化演进	9
2. 供给需求异步前行 需求补位不可或缺	14
2.1 复工复产持续推进 库存回补动力不足	14
2.2 疫情冲击短期难消 消费前景仍需审慎	16
2.3 呵护需求维稳杠杆 中央财政当仁不让	17
2.4 CPI 通胀日渐消逝 PPI 通缩将有改善	18
3. 共担风险共克时艰 稳中求进长短兼顾	21
3.1 多措并举优化分配 共克时艰维稳就业	21
3.2 稳中求进原则不变 长短兼顾协调推进	22

图 目 录

图 1: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据	5
图 2: 亚洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据	5
图 3: 欧洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据	6
图 4: 美洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据	6
图 5: 亚、欧、美和非洲新冠肺炎疫情每日新增数据	6
图 6: 大洋洲新冠肺炎疫情每日新增数据	6
图 7: 疫情冲击令主要股指大幅下挫 (02.21~03.24)	7
图 8: VIX 指数一度快速飙升	7
图 9: 美联储大幅降低联邦基金目标利率	7
图 10: 美日欧央行加大扩表操作	7
图 11: 美日欧十年期公债利率走势	7
图 12: 德法十年期国债收益率	7
图 13: 美国景气指标	8
图 14: 美国消费者信心指数	8
图 15: 欧元区景气指数	8
图 16: 欧元区信心指数	8
图 17: 美国失业数据	9
图 18: 美国零售数据明显好转	9
图 19: 韩国出口数据明显好转	9
图 20: 中国出口集装箱运价指数筑底微升	9
图 21: 美国“驴象两党”基本盘分布	10
图 22: 民主党基本盘及部分摇摆州失业率明显高于全国平均水平	11
图 23: 各州新冠疫情死亡人数分布	11
图 24: 2016 年各州大选的参与率与当前各州黑人事件示威情况	12
图 25: 拜登在摇摆州领先于川普	12
图 26: 六大发电集团日均煤耗量	14
图 27: 发电量数据	14
图 28: 平均拥堵延时指数	14
图 29: 工业增加值同环比增速	14
图 30: 中采制造业 PMI 指数	15
图 31: 中采制造业 PMI 指数历史均值对比	15
图 32: 近年中采制造业 PMI 指数对比	15
图 33: 中采制造业生产及订单指数	15
图 34: 中采制造业库存指数	15
图 35: 中采制造业就业指数	15
图 36: 居民杠杆率迭创新高	16
图 37: 疫情冲击下失业率明显走高	16
图 38: 规模以上工业企业亏损情况趋势抬升	16
图 39: 规模以上工业企业亏损家数占比抬升	16
图 40: 规模以上工业企业营收和利润累计同比增速	17

图 41: 规模以上工业企业利润率	17
图 42: 房屋施工面积低速增长	17
图 43: 商品房销售面积同比增速	17
图 44: 政府部门杠杆率最低	18
图 45: 中央政府杠杆率维持低位	18
图 46: 生猪存栏同比增速	19
图 47: 生猪定点屠宰企业屠宰量同比增速	19
图 48: 猪肉及重点监测蔬菜价格走势	19
图 49: 农产品批发价格指数	19
图 50: CPI 翘尾演变	19
图 51: PPI 翘尾演变	19
图 52: 2020 年 6-12 月财政支出力度将进一步强化	22
图 53: 2020 年中央对地方转移支付力度显著提升	22
图 54: 银行与非金融上市公司收入对比	22
图 55: 银行与非金融上市公司净利润对比	22
图 56: 货币市场利率中枢抬升	23
图 57: 低评级产业债信用利差有所回落	23

随着新冠肺炎疫情在全球的蔓延，经济承受着供给和需求双重冲击，骤然而至的黑天鹅事件不仅令本就疲弱的全球经济更加不堪，而且还令结构性矛盾进一步凸显：在国际层面，这表现为逆全球化思潮的澎湃；在各经济体内部，由来已久的贫富差距也正在以更为极端的方式展现出来。展望 2020 年下半年，疫情发展以及对经济短中期的影响显然是难以避开的核心所在；在政策应对方面，主要经济体在大幅宽松以应对流动性危机后，已相继转向加大财政刺激呵护需求的阶段；就国内而言，疫情防控与恢复生产，稳住基本盘与推动改革则将成为管理层展现其协调艺术的重要领域。

1. 疫情冲击加剧结构矛盾 存量竞争助推逆全球化

1.1 疫情仍有反复 复产 VS 防疫

从疫情数据的演变来看，尽管东亚及欧美主要发达经济体的疫情均得到有效控制，复工复产也相继展开，但是疫情并未终结，其再度出现反复的风险仍不可忽视，这主要体现在两个层面：其一，部分新兴经济体及非洲大陆疫情的控制仍不得力，从五大洲数据来看，除欧洲和大洋洲日新增数据明显回落外，亚洲、美洲和非洲日新增数据仍未出现明显的拐点，更进一步观察各大洲主要国家可见，巴西和印度为代表的新兴市场国家则是主导该地区日新增病例数拐点难现的因素所在；其二，复工复产推进中，美国部分地区疫情已经出现反复，中国北京地区也出现了疫情的反弹，由此看来推动复产和防控疫情在短期内的矛盾依旧突出。

图 1：全球新冠肺炎疫情每日新增数据

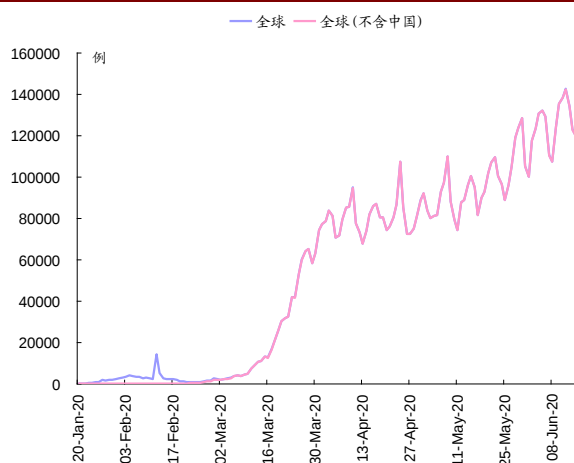
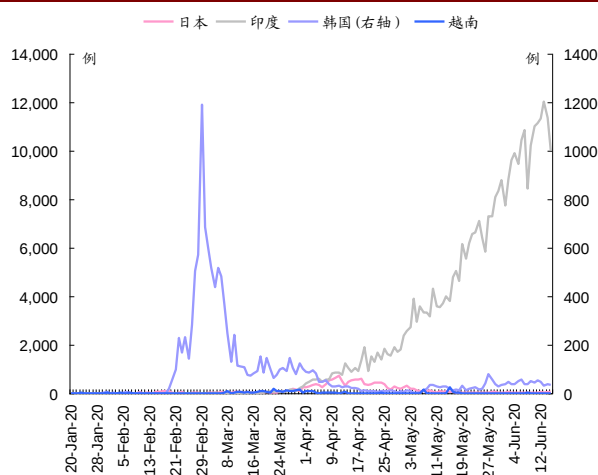
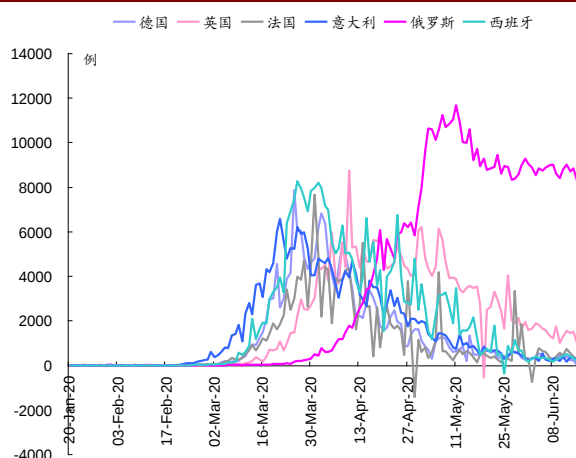


图 2：亚洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据



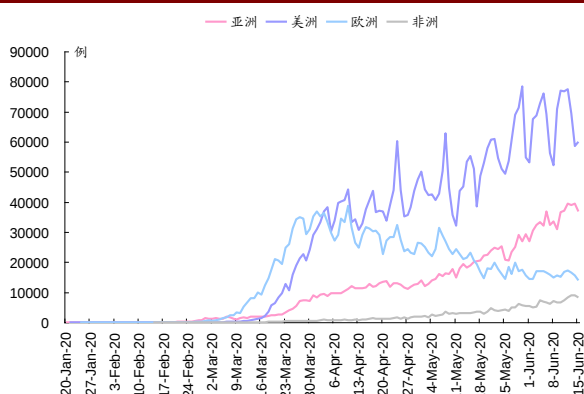
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 3: 欧洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

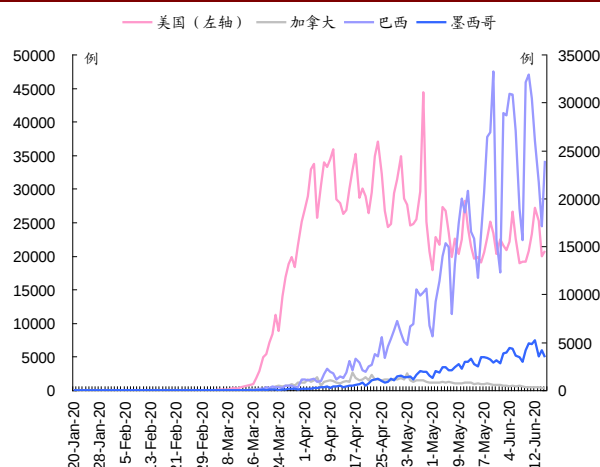
图 5: 亚、欧、美和非洲新冠肺炎疫情每日新增数据



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

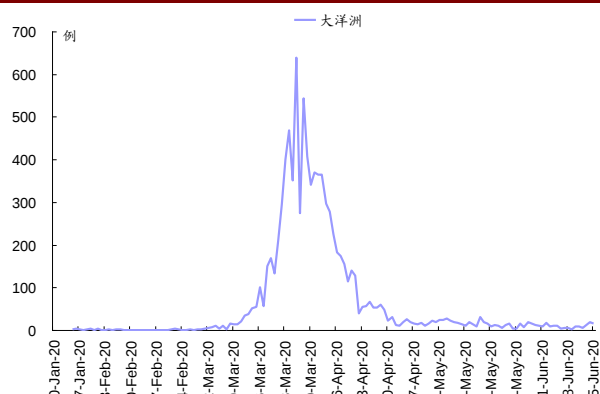
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 4: 美洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 6: 大洋洲新冠肺炎疫情每日新增数据



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

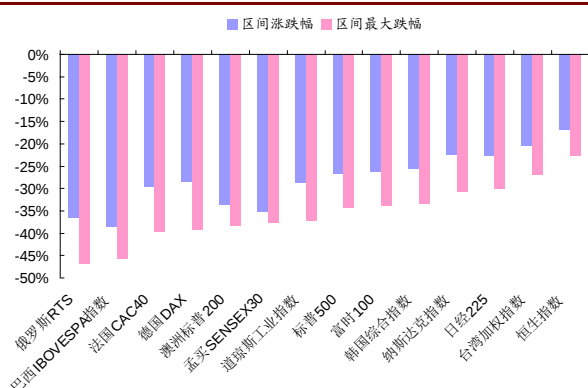
1.2 维持货币呵护 发力财政刺激

面对疫情对经济的冲击,增长前景骤然黯淡,并由此引发了资本市场的剧烈波动,流动性推升下的资本市场盛宴轰然倒塌并引发了严重的踩踏,VIX 指数一度提升至 82.39 的历史高位。为了呵护经济信心、维护资本市场稳定,以美联储为代表的全球主要央行纷纷加大货币宽松刺激,在一系列大幅度的行动下,VIX 指数逐步回落,资本市场的流动性危机得到有效缓解。

然而,遭到疫情打击的经济信心则难以快速恢复,终端需求不足这一老生常谈的问题依旧是横亘于全球经济增长面前的难题,2008 年次贷危机以来世界主要经济体在货币政策上的不遗余力虽然带来了资本市场的繁荣,但是实体经济扩张乏力

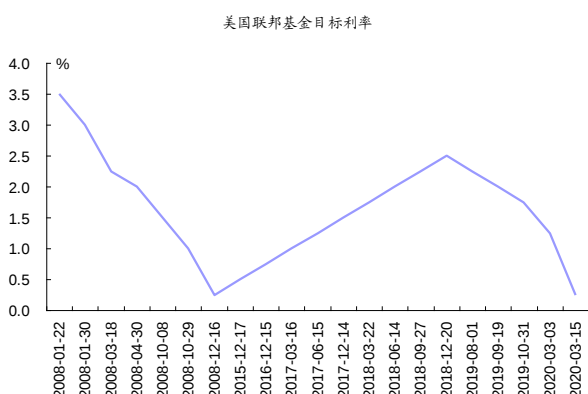
以及由此导致的通胀不兴始终没有得到有效缓解。面对疫情的再度打击，加大财政刺激以呵护终端需求显然成了目前不可或缺的选择，政府部门需要加杠杆以避免因企业和居民部门修复资产负债表所可能引发的需求崩塌式缩减，进而遏制住债务通缩的自我强化。

图 7：疫情冲击令主要股指大幅下挫（02.21~03.24）



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 9：美联储大幅降低联邦基金目标利率



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 11：美日欧十年期公债利率走势

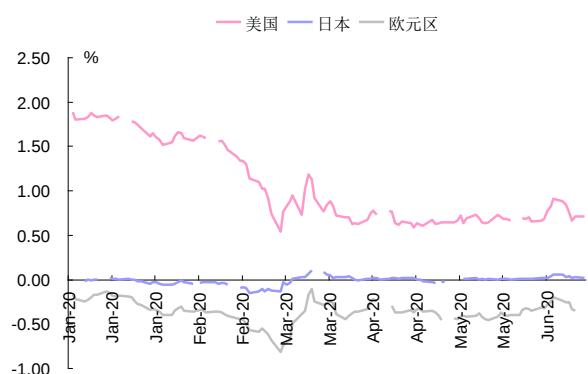
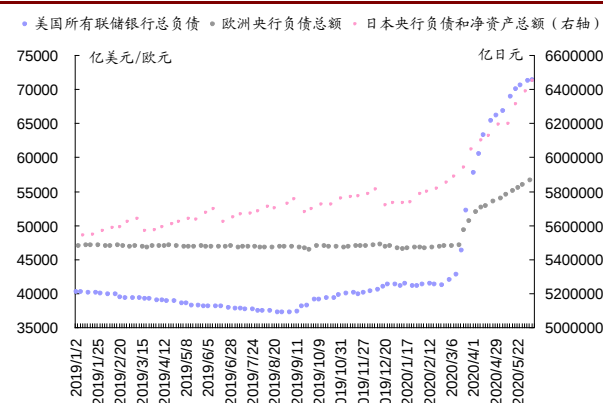


图 8：VIX 指数一度快速飙升



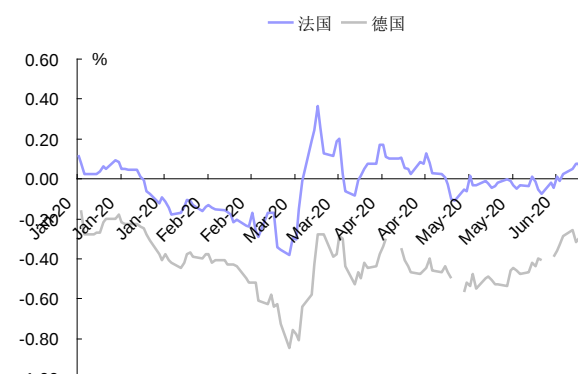
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 10：美日欧央行加大扩表操作



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 12：德法十年期国债收益率



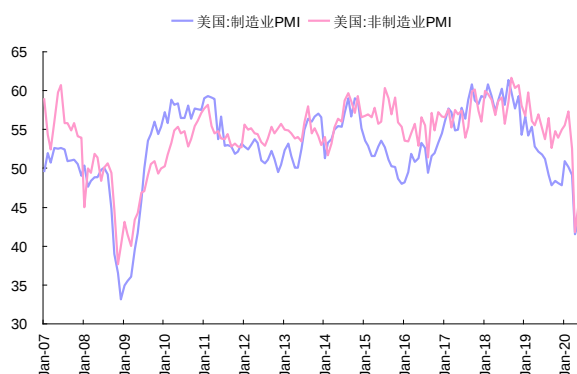
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

资料来源: Wind, 渤海证券研究所

将此次疫情对照于 2008 年的次贷危机, 立足于景气和信心指标可见, 此次疫情对美国经济景气和消费者信心指数的打击相对较小, 而在欧洲方面, 此次疫情给制造业、特别是服务业带来的冲击则远高于 2008 年的次贷危机。立足于硬数据, 就业方面, 无论是初请还是续请失业金人数均超过了 2008 年, 但随着疫情逐步得到控制, 这些数据均在逐步好转, 其中初请失业金人数的减少较为迅猛; 此外, 消费数据也在快速回暖, 随着财政支持以及对疫情恐慌的减弱, 美国 5 月零售季调环比大幅提升至 16.79%, 推动季调同比回升至 -1.4%, 与之对应韩国 6 月前 10 日的出口同比显著回升至 20.2%, 中国集装箱运价指数在 5 月第三周止跌企稳。

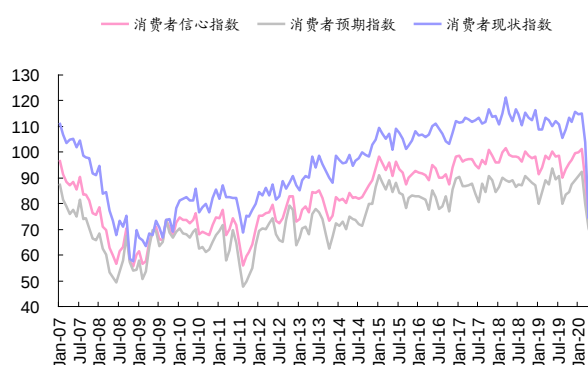
面对疫情的冲击, 美欧日等发达经济体的财政刺激相继推出, 自美国 2.2 万亿美元刺激后, 美国民主党提案的新一轮 3 万亿美元刺激计划业已获得众议院通过; 欧元区方面, 被诟病依旧的财政纪律在面对此次疫情上也有所放松, 5 月 27 日欧盟委员会发布了总额为 7500 亿美元的财政刺激计划, 德国方面也推出了 1300 亿欧元的刺激计划。

图 13: 美国景气指标



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 14: 美国消费者信心指数



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

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_4323

