宏观研究

乘势而上

2020 年 07 月 30 日

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

投资要点

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%，相比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定调下，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 股到是利好，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家预期，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）但是不稳定性和不确定性增强。

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依德事件，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。

在疫情防控和佛洛依德的事件上，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。

分析师简介

李奇霖，粤开证券首席经济学家、研究院院长，董事总经理，证书编号：S0300517030002。
张德礼，中央财经大学经济学硕士，2017 年 3 月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300518110001。
钟林楠，南开大学硕士研究生，2017 年 8 月加入粤开证券，现任固定收益首席分析师，证书编号：S0300519110001。

研究院销售团队

北京 王爽 010-66235719 18810181193 wangshuang@ykzq.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com