

中国经济V型复苏能否一马平川

——下半年宏观经济展望

植信投资研究院

2020年7月·上海

目录

一 世界经济在严重衰退中分化

二 内需得到持续释放

三 对外经济金融运行趋向平稳

四 政策展望与建议

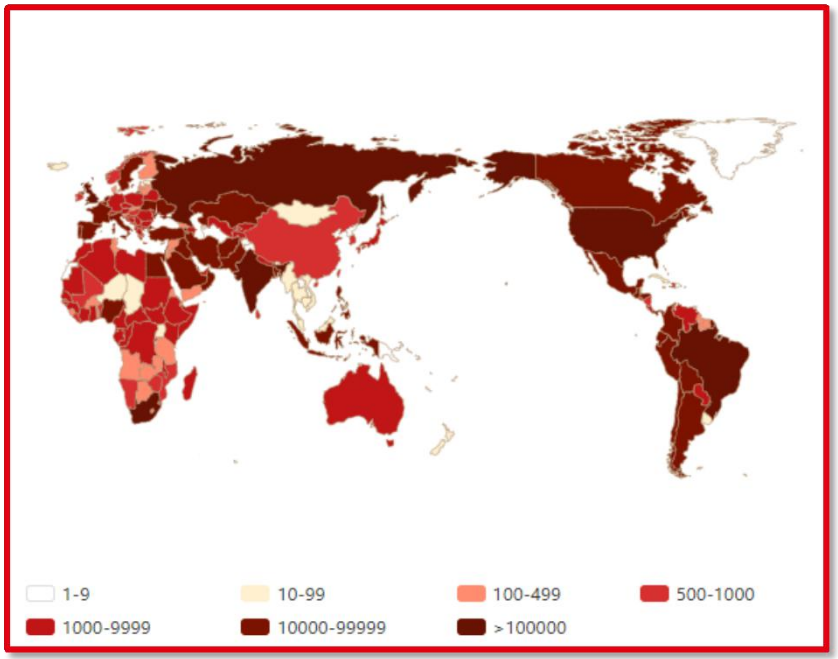
新湖财富 XINHU WEALTH 植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

一

世界经济在严重衰退中分化

新湖财富 XINHU WEALTH
植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

1.世界经济大概率严重衰退



新冠病毒全球现存确诊数

数据来源：Wind，截止至2020年7月15日

- 2020年世界经济陷入衰退已成定局。世界银行6月发布《全球经济展望》报告，预测2020年世界经济将收缩**5.2%**。
- 二季度世界经济继续探底，且可能成为全年跌幅最大的季度。
- 下半年，如果疫情得到较好的控制，各国政策支撑经济重启顺畅，**世界经济衰退幅度有可能收窄，但不同区域之间的经济恢复水平可能出现一定的分化**。
- 发达经济体将快速萎缩，发展中经济体由正转负，中国可能成为为数不多的正增长经济体，而**美国经济运行状况可能正在成为下半年世界经济最大的不确定性**。

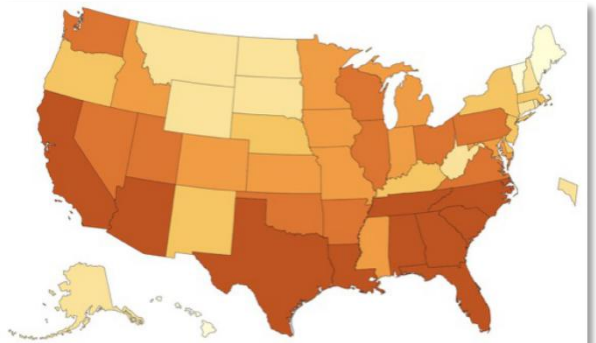
新湖财富 XINHU WEALTH | 植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

1.1三重危机中美国经济陷入深度衰退

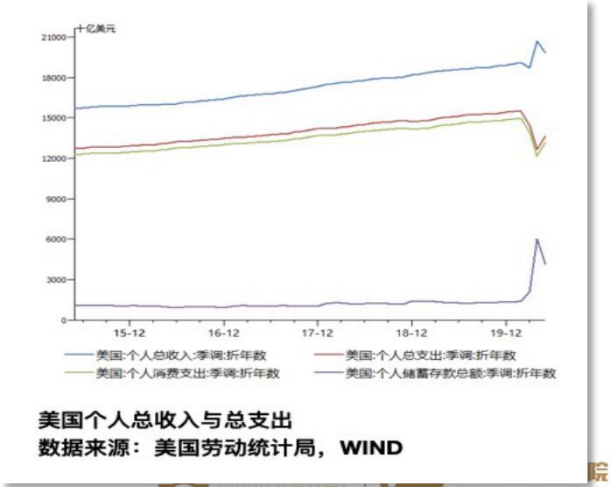
三重危机的困境

- **疫情带来的生命健康危机**
- **骚乱带来的种族冲突危机**
- **大选带来的党派政治危机**

- 美国新冠疫情确诊数**并未出现下降的迹象。**南部各州出现第二波大规模感染。原先“重启”的州有的已经宣布重新“关闭”实施社交隔离。美国疫情到达拐点为时尚早。
- 特朗普政府的2.2万亿美元刺激计划与无限量化宽松**并未达到通过刺激消费创造需求的预期，却带来大量赤字。**据预测二季度美国GDP将同比萎缩38%。，而世界银行预测即使在理想情况下，2020年美国经济仍将萎缩6.1%。
- 尽管美国失业率未达高盛预计的25%的高位且有所好转，但考虑到其劳动参与率持续降低以及逐渐凸显的不充分就业问题，**失业率所反映的就业情况会产生明显的偏差。**

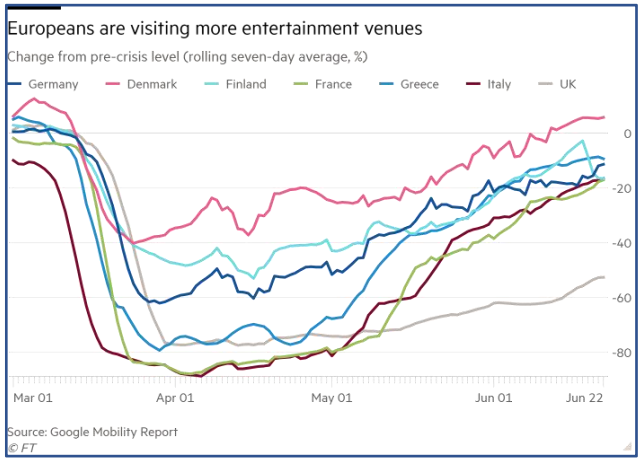


美国各州近7日新增确诊数
数据来源：纽约时报



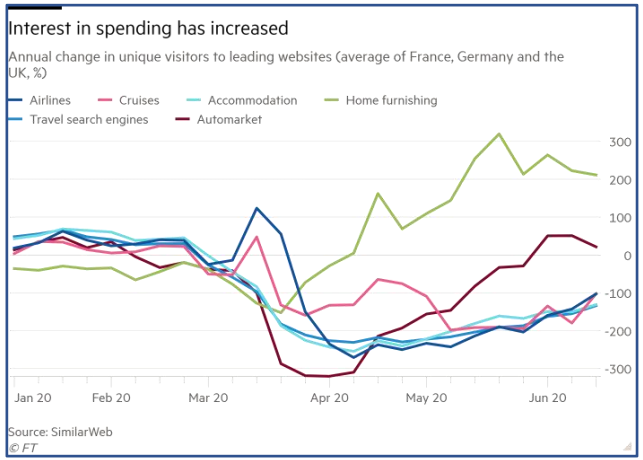
美国个人总收入与总支出
数据来源：美国劳动统计局，WIND

1.2欧洲经济有望在下半年逐步恢复



欧洲各国消费场所人流恢复情况（转引自金融时报）

数据来源：Google Mobility Report



从购物网站访问量得到的消费意愿变化（转引自金融时报）

数据来源：Google Mobility Report

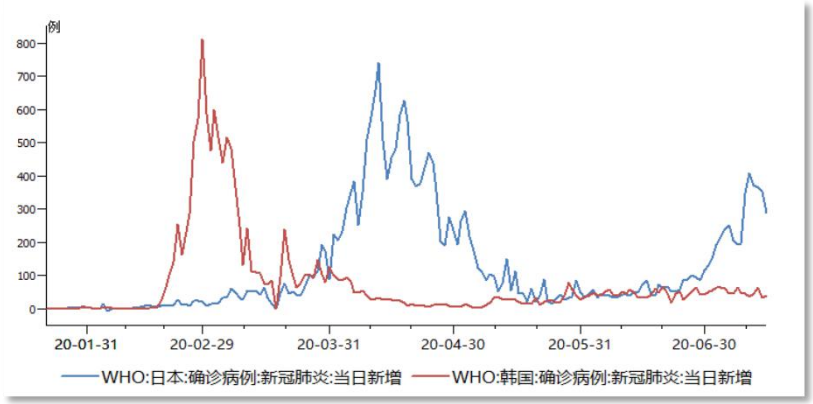
- 欧洲经济与美国相似，一季度都出现了小幅度的萎缩，一季度欧洲GDP同比实际下降2.7%。
- **欧盟正在加大对刺激经济的资金与政策投入力度。**当前欧洲各国财政刺激资金总额预算已达到1.29万亿欧元，全年经济刺激规模资金总额可能达到2.64万亿欧元。
- 欧洲对疫情的较好控制为经济重启提供有力的支撑。欧洲的内需有逐渐恢复的趋势。

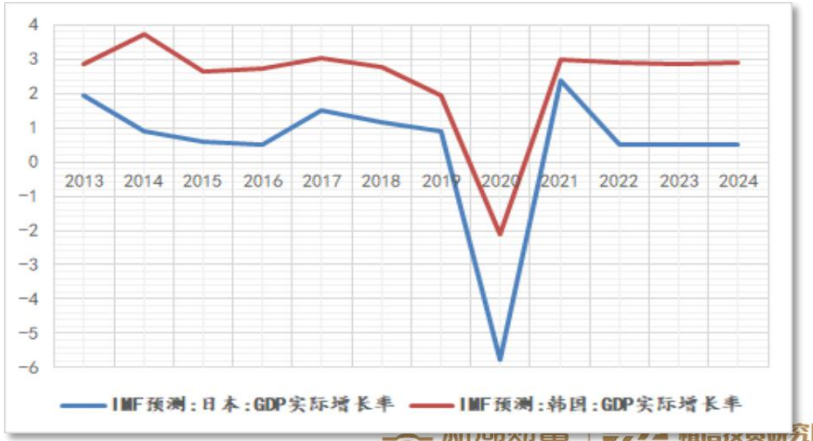
新湖财富 XINHU WEALTH | 植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

1.3日韩在本次疫情中控制相对较好，内需正在逐步恢复

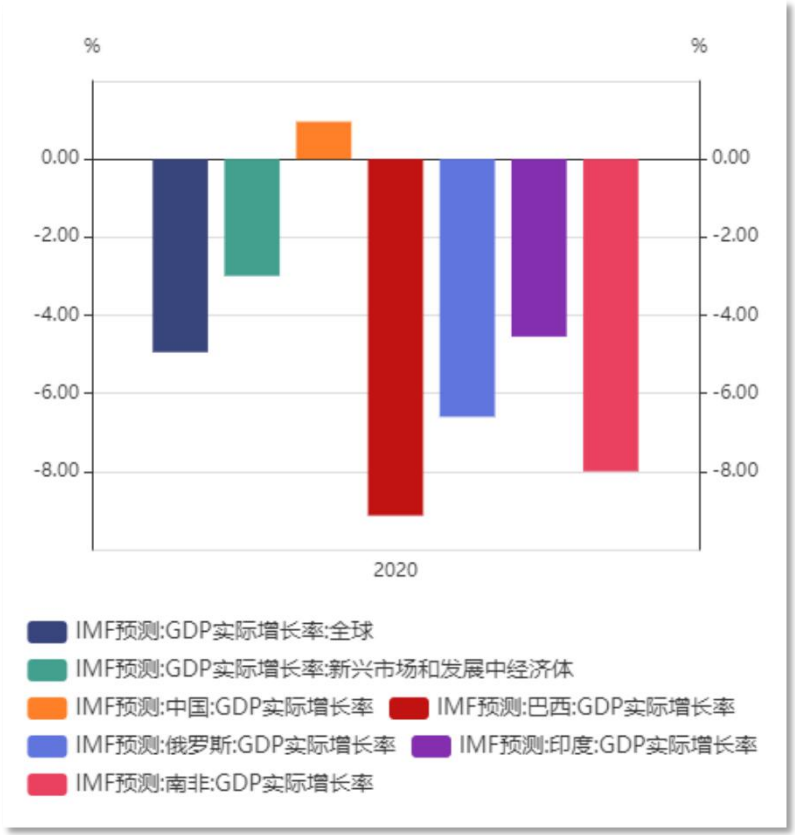
进入4月后，日韩的每日新增确诊人数都有较大幅度下滑，至近期已经趋于基本控制。

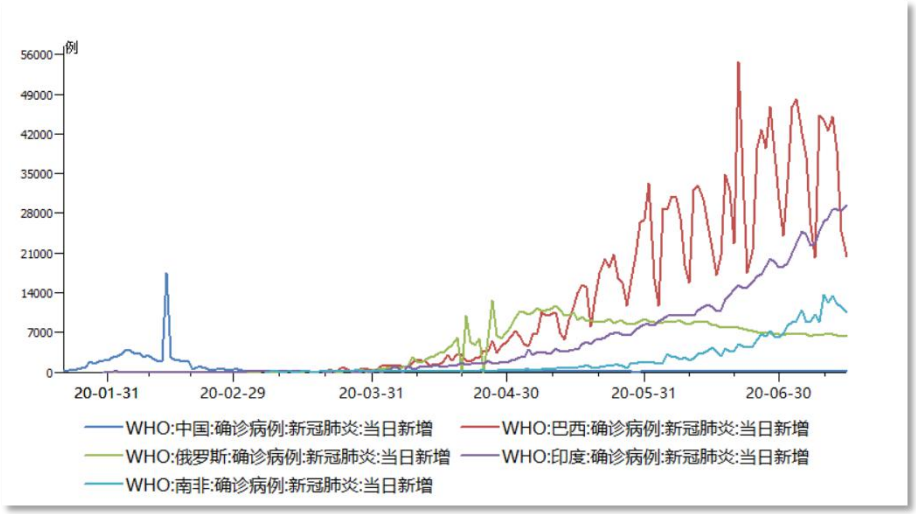
- 日本经济高度依靠海外市场，**在世界经济大循环被中断的背景下，海外需求和投资断崖式下降，使得日本经济年内难回正增长。**
- 但随着5月底日本逐渐取消紧急状态，6月消费支出开始改善，**有效内需恢复。日本下半年经济衰退的势头有望得到遏制。**
- **韩国经济也同样出现了恶化减缓的迹象。**虽然韩国可能受出口大幅下降冲击，短期内经济完全复苏前景并不乐观，但其国内疫情影响正在慢慢消失，有效内需逐渐恢复。





1.4新兴市场国家和发展中国家的复苏情况较为复杂





- 由于缺少必要的医疗设备和财政资源支持，新兴市场国家和发展中国家疫情的实际情况可能比数字显示的要糟糕得多，**经济恢复也更加困难**。全球主要权威机构纷纷将发展中经济体经济增长率预测由正增长下调为负增长。

新湖财富 XINHU WEALTH 植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

2.美国经济运行正在成为世界经济最大的不确定性



- **美国疫情不受控制的发展可能推迟全球疫情结束的时间节点。**全球疫情的发展已经成为影响世界经济最重要的变量，如果疫情不能得到很好的控制，则经济重启无从谈起。
- **美国经济萎缩直接拖累世界经济复苏。**2019年美国经济约占全球当年总产值的24.42%。假设美国经济2020年下滑6.6%的观点成立，则直接拉低世界经济增长1.6个百分点。
- **美国总需求萎缩影响世界各国经济复苏。**美国失业率飙升，居民收入减少，居民收入减少又会导致支出减少，进而影响全球总需求。
- **美国巨额债务和股市泡沫影响全球金融市场信心。**2020年美国财政赤字可能达到1.8万亿美元，股市泡沫近期再起。
- **中美金融摩擦升级带来世界经济的不确定性。**下半年由美国发动的中美金融摩擦升级可能给世界经济带来更为令人不安的因素。

新湖财富 XINHU WEALTH | 植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

3.以失业率视角看美国经济复苏前景



- 美国6月份失业率降至11.1%，明显低于5月的13.3%；6月非农就业人口环比增加480万，也明显好于预期。特朗普政府以此为由，作为疫情下其推动美国经济复苏的证据。然而，这一证据可能并不充分。
- **美国的劳动参与率持续小幅下滑，使得失业率在即便没有政府刺激的情况下也会持续降低。**在此背景下，以失业率为依据评价经济情况，很有可能疫情前高估了就业的充分程度，又低估了疫情对就业的影响。
- **疫情期间新创造的就业岗位多数为非全职岗位。**非全职岗位在传统意义上被理解为“打零工”，这一部分就业人口理论上至少不应当全额算入正常就业，将这一数据与全职就业等同计入就业率水平，颇有点“自欺欺人”的感觉。
- **美国政府巨量失业救济下总需求依然疲软。**美国财政部和美联储才出台一系列援助方案，直接向失业家庭发放救济金，以提升其收入，保证消费，维持总需求。然而，“撒钱买需求”这一逻辑在现实中却没有奏效。

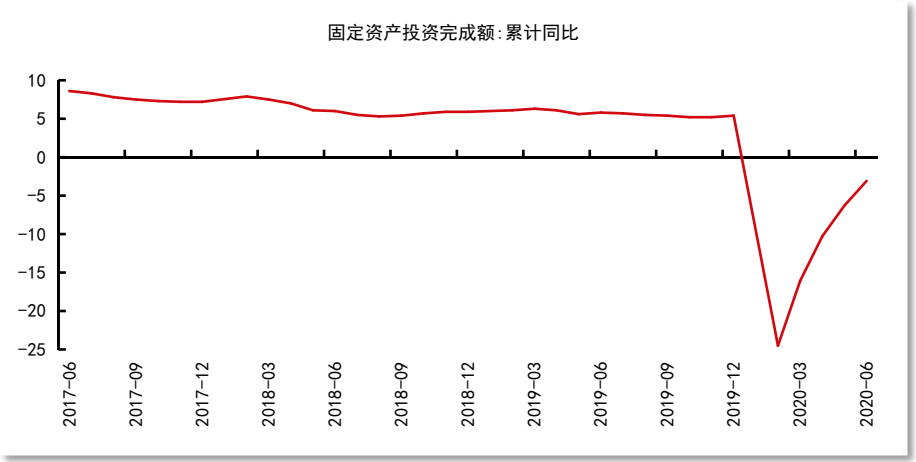
新湖财富 XINHU WEALTH 植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

二

内需得到持续释放

新湖财富 XINHU WEALTH
植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

1.“两新一重”带动固定资产投资加快增长

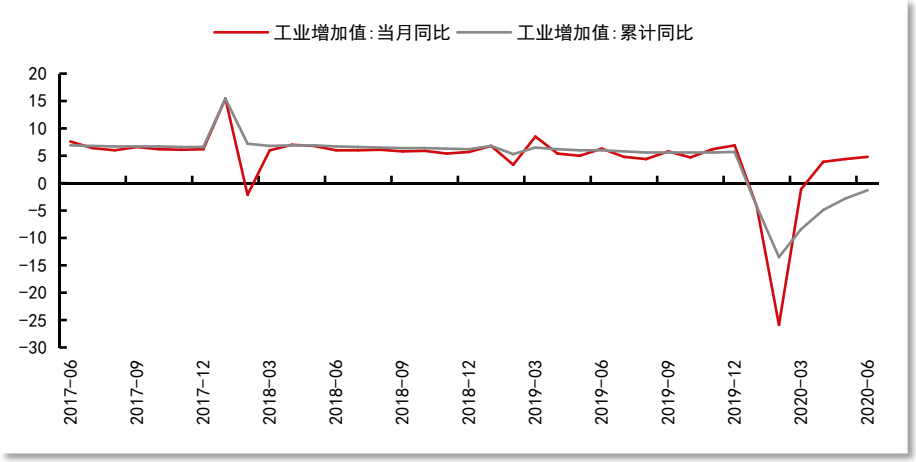


- **投资定位“两新一重”趋势延续。**需求侧，钢材市场7、8两月“淡季不淡”，高温过后需求进一步回升；项目端，今年开通铁路新线4400公里左右，其中高铁2300公里左右；目前国家发改委及地方发改委等相关部门已公布的有多达43项；全国共有26个地区发布专门针对新基建的政策文件，截止目前共有超过4550个新基建项目出炉。

- **财政政策充分支持。**备受市场关注的抗疫特别国债将在7月发放完毕，而主要用于基建投资的剩余1.9万亿元的地方政府新增债券的发放则将集中在8月和9月。若算上此前已获批试点且同样聚焦新基建等领域的公募REITs产品，目前投资“两新一重”的新工具至少有三类，资金端充足。
- **基建和房地产投资恢复快于制造业。**以“旧改”为重要抓手的新型城镇化建设将会有效拉动房地产和基建投资，以5G为代表的新基建会有效拉动基建投资和部分制造业投资，重大工程建设也能进一步推动基建建设。制造业在国内外需求修复、政策扶持以及发力高新技术下制造业共同作用下降幅将继续收窄，但企业盈利恢复偏慢和高库存对企业投资意愿形成制约，制造业大幅改善空间有限
- **投资全年增长6.4%。**预计固定资产投资三季度增长6.5%，四季度增长7.6%，全年增长6.4%。基建投资全年10.2%，房地产投资8.5%，制造业投资1%。

新湖财富 XINHU WEALTH 植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

2. 工业生产将进一步改善

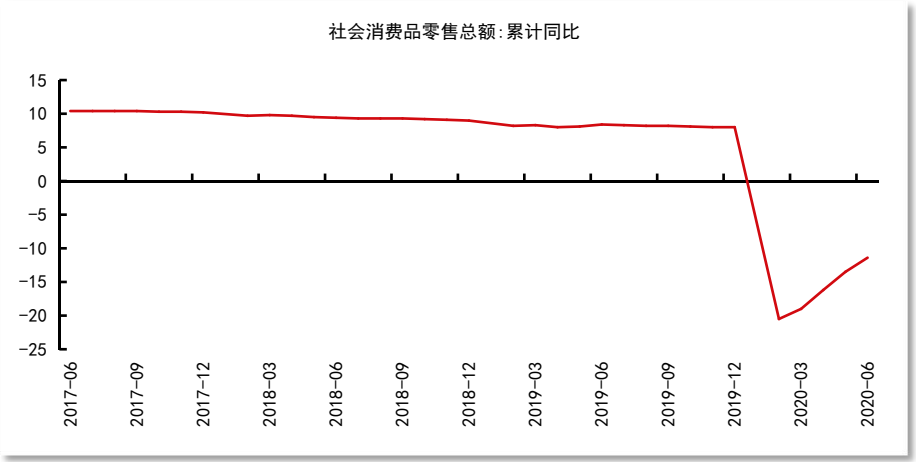


- **复工复产稳步推进，生产数据持续改善。**截止到6月，规模以上大型企业和大型项目复工复产率超过了99%，员工复工率超过95%；全国中小工业企业复工率达到93.1%；全部工业复工率接近100%；上半年累计，全国工业产能利用率为71.1%；基建的发力使得高炉开工率、6大发电集团日均耗煤量等一系列与工业生产密切相关的高频监测数据继续改善，水泥、粗钢和PTA等产量维持较高增速。

- **政策支持，外需改善。**抗疫国债和新增债券的发行将有利于投资的加大从而带动相关产业的生产。进出口方面，下半年仍将受到防疫用品出口的支撑。同时，由于部分海外经济体复工计划的推进，下半年海外工业生产和需求会逐渐恢复，海外订单情况有所好转，带动部分外贸生产端的回暖。
- **不确定性犹存，内需成主动力。**从内部来看，今年就业形势严峻，居民收入受到冲击较大，影响持续消费的能力；从外部来看，近期不少重启经济国家的疫情有所抬头，来自美国及其盟国的政治、经济和贸易等方面的摩擦有所加剧，对外向型工业带来很大的挑战。相较于不确定性较大的外需，内需相对稳定，下半年工业生产仍将主要依靠内需的持续拓展，但考虑到复工率和生产率均已接近疫前水平，工业增速较上半年放缓。
- **工业全年重回正增长。**预计三季度和四季度的增速则预计达到5.0%和5.6%。全年预计工业增加值或增长0.8%左右。

新湖财富 XINHU WEALTH | 植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

3. 需求回暖促进消费恢复性增长

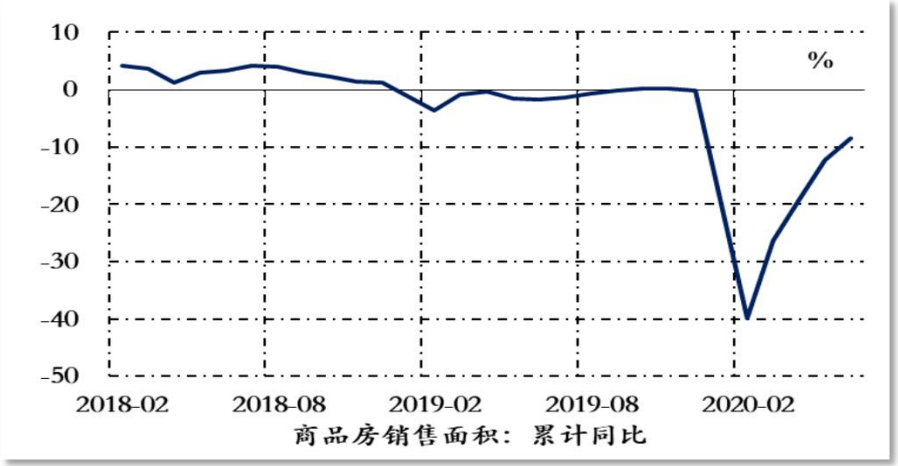


- **复商复市稳步推进，非制造业持续改善。**截止到6月底，零售各业态限额以上企业复工率超过95%；全国餐饮商户复工率已超过55%。6月最新的非制造业PMI显示服务业继续改善，已连续四个月处于扩张回升之势；非制造业市场需求和用工景气回升；非制造业企业对近期市场进一步恢复较为乐观。

- **政策支持，聚集性消费有条件重启。**6月前到期的免征公共交通运输、餐饮住宿、旅游娱乐、文化体育等服务增值税等和消费相关的政策执行期限全部延长到今年年底；商务部将在下半年举办全国性促消费活动；文化和旅游部办公厅和国家电影局已在近日相继出台了进一步放开国内旅游和逐步在低风险地区开放电影院的相关政策。
- **不确定性犹存，消费反弹力度加大。**在国内外疫情不断有反复的情况下，下半年聚集型消费的恢复程度仍然存在较大的不确定性。但随着居民需求的进一步提升，在国内疫情可控的前提下，越来越多聚集性消费会有条件重启，加之房地产的“金九银十”、十一黄金周以及“双十一”和“双十二”等大型消费促销活动配合消费券的发放，下半年消费反弹力度会有所加大。
- **消费全年重回正增长。**预计三季度增长5.5%，四季度增长11.5%，全年增长1.1%。

新湖财富 XINHU WEALTH 植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

4.1房地产：疫情过后，销售触底反弹，土地供应增加





- **房地产市场受疫情冲击，整体指标均较去年同期略有下降。**不过自3月份以来，房产销售和投资增速都有明显反弹，大型房企紧盯回款，降价促销比较流行，夯实现金流，带动库存连续3个月都有所下降，疫情对房地产行业的暂时性冲击已基本褪去。**相较于其他投资项，房地产投资在二季度回升力度较大，属于相对较为景气的行业。**
- 具体到几个主要指标，1-6月商品房销售额同比下降5.4%；房地产开发投资同比增长1.9%；土地购置面积同比微跌0.9%，新屋开工面积同比下降7.6%。

- **国内土地市场景气度上升。**上半年100大中城市土地供应面积累计同比增长8%，摆脱了去年的下行周期。**具体而言，一线城市热度很高，上半年土地供给同比增速为29%，土地成交价款增长较快，**并逐步带动三线城市土地市场回暖，二线城市土地释放相对温和。

新湖财富 XINHU WEALTH | 植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

4.2房地产：金融环境相对宽松，行业内生动能较强



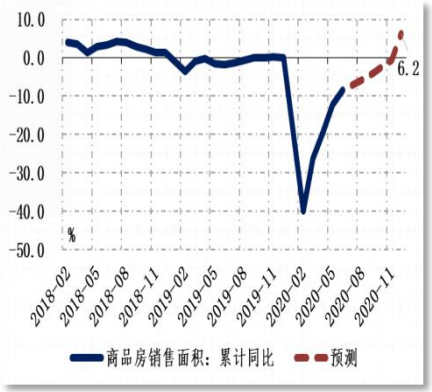


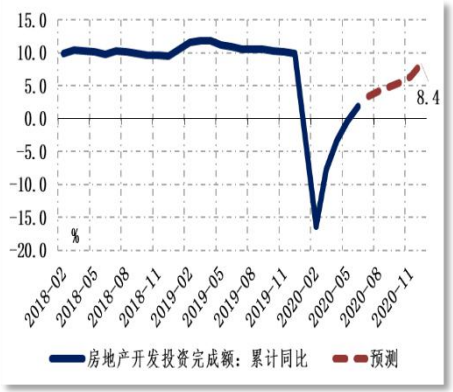
- **融资环境相对友好，行业持续复苏有信心。**上半年首套房贷和二套房贷平均利率较去年年末下降约25bp，个人按揭贷款累计同比增长3.1%。房企发债情况良好，上半年房企内地信用债累计发行3581亿元，较去年同比增长13%，比一季度末扩大6个百分点。

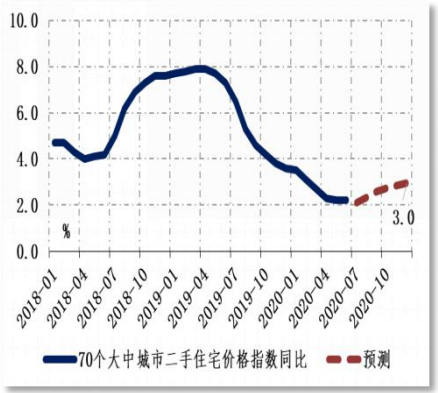
- **房价整体增速企稳。**6月百城住宅价格指数同比上涨3.2%，较去年年末和去年同期分别回落0.7个百分点和0.1个百分点。6月70个大中城市新建商品住宅价格指数同比增长4.9%，较去年年末和去年同期分别下降1.9个百分点和5.9个百分点；二手住宅价格增速小幅回落后趋稳，**一线城市房价增速连续四个月回升。**

新湖财富 XINHU WEALTH 植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

4.3房地产：下半年需求回暖，政策加速落地助力市场进一步复苏





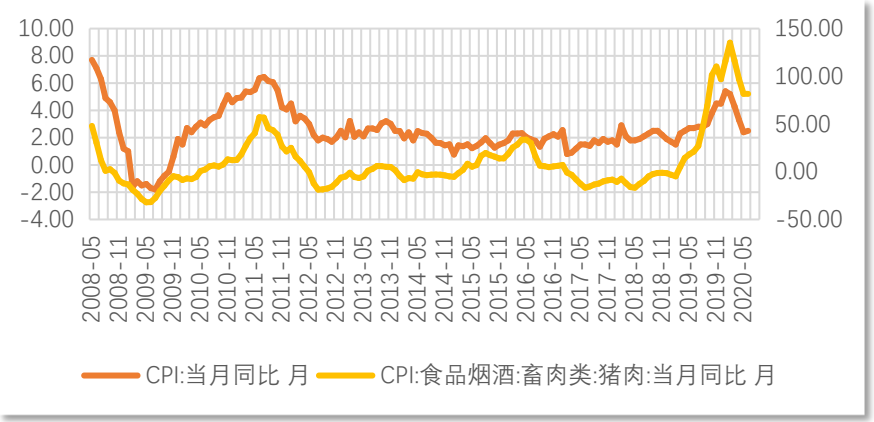


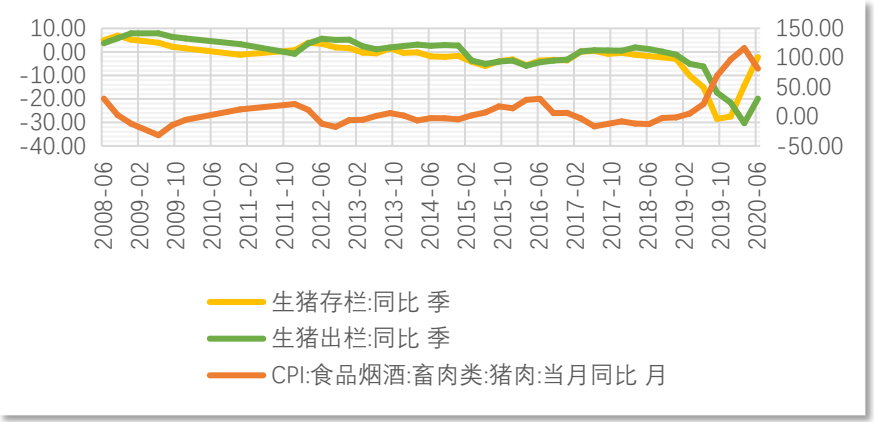
- **下半年房地产市场复苏步伐加快。**土地市场下半年将持续活跃。预计后续财政和土地政策继续释放积极信号，推动房产投资进一步反弹。融资环境相对友好，按揭和开发商贷款可能利率小幅下降。预计房产销售持续改善，建筑工程进度向常态回归。
- **不认为房价会因为货币宽松而有显著上行风险，总体可控。**除了一线城市房价相对强势，其余地区房价增长趋稳为主。考虑到土地供给料逐步增加，信贷扩张并未对房地产行业提供主动刺激，当前土地溢价率远不及过往逆周期阶段的涨幅，因此地价对房价的推动作用相对有限。
- **预计下半年房地产销售续升，投资增速稳步走高，房价涨幅基本可控。**房产销售增速将填补年初缺口，并到年底有望恢复正增长。土地供给全年可能达到两位数增长。房地产投资三季度可能回升至5%左右，四季度保持稳步增长，全年房地产投资增速在8.5%左右。房价全年保持低速增长，新建住宅房价增速约5.5%，二手住宅房价增速约3%；其中，一线城市偏强，二三线城市增速放缓。

新湖财富 XINHU WEALTH | 植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

5.CPI下半年稳中有降趋势不变

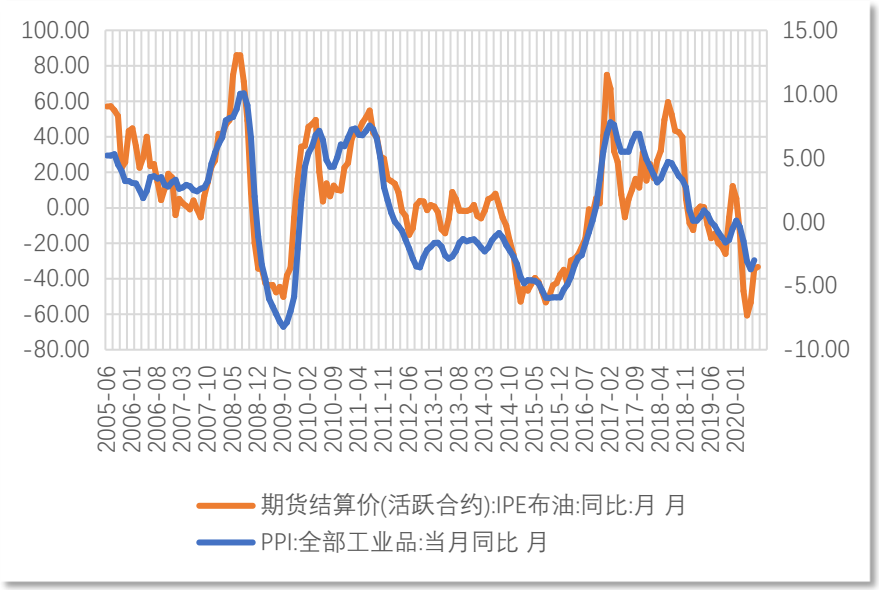
- 短期内受洪涝灾害影响部分区域畜肉、鲜菜的产出及运输，造成其价格阶段性回升，但在生产调配的政策干预下此次价格波动将逐步平缓，长期看不会改变下半年CPI整体回落的趋势。
- 下半年CPI同比中翘尾因素逐渐走弱，9月至12月翘尾因素分别约为1.3%、0.4%、0%、0%，相较于上半年平均3.34%的数值有明显回落，为CPI下行提供了空间。上半年受疫情影响总需求缩减， 5、6月新涨价因素均为-0.84%，6月核心CPI降至0.9%的历史最低同比。
- 随着下半年需求复苏，CPI有望呈现结构性改善，即食品部门价格逐步下降、核心CPI合理回升。年底CPI有望降至1.5%左右，带动全年平均CPI降至3.0%上下。





5. 石油价格上涨背景下PPI企稳回升

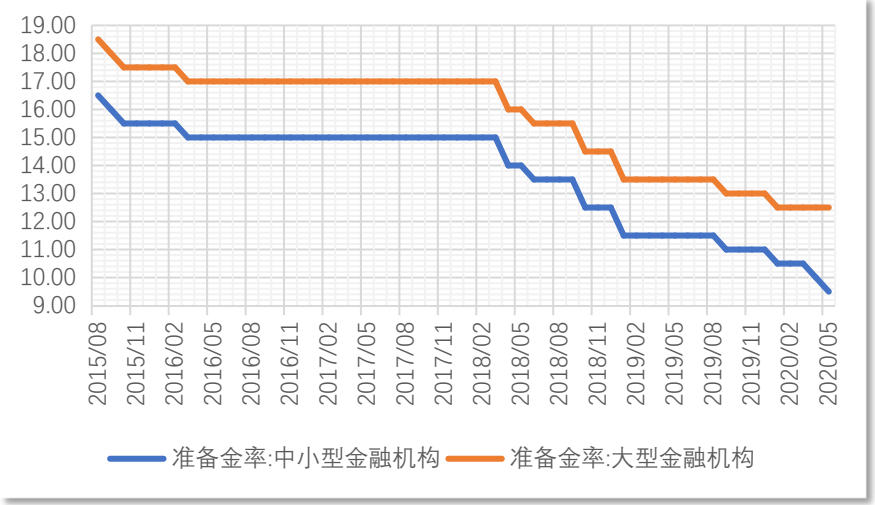
- 伴随着国内工业、投资的超预期增长，6月PPI同比降幅缩窄明显，环比实现正增长，本轮PPI触底回升拉开序幕。
- 从下半年伦敦ICE布油合约价格来看，布油价格每月有望保持0.5%的环比涨幅；叠加国内铜、镍、螺纹钢、焦炭、铁矿等主要大宗商品的期货走势，下半年PPI有望实现平均0.42%的月度环比涨幅；综合考虑翘尾等因素，11月PPI可能结束月同比负增长。

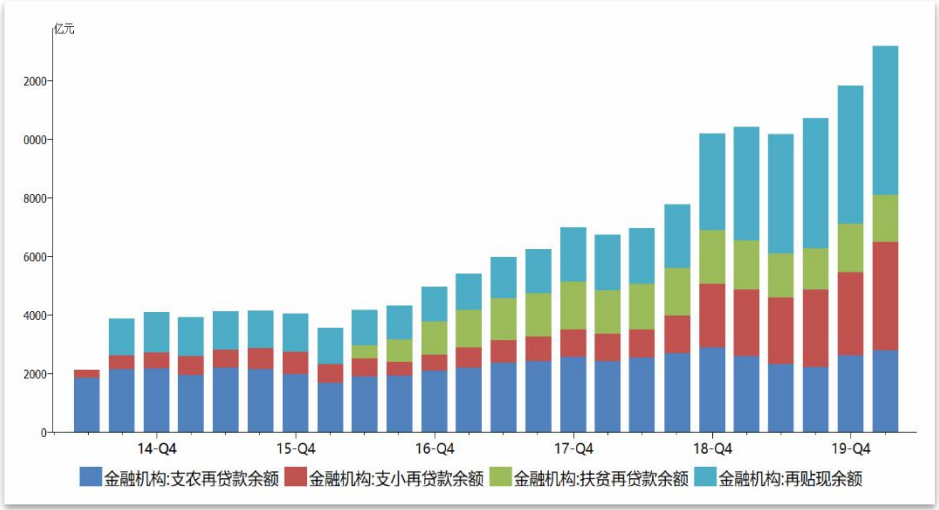


资料来源：Wind，植信投资研究院

新湖财富 XINHU WEALTH 植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

6.1 下调存款准备金率保证货币流动性充裕

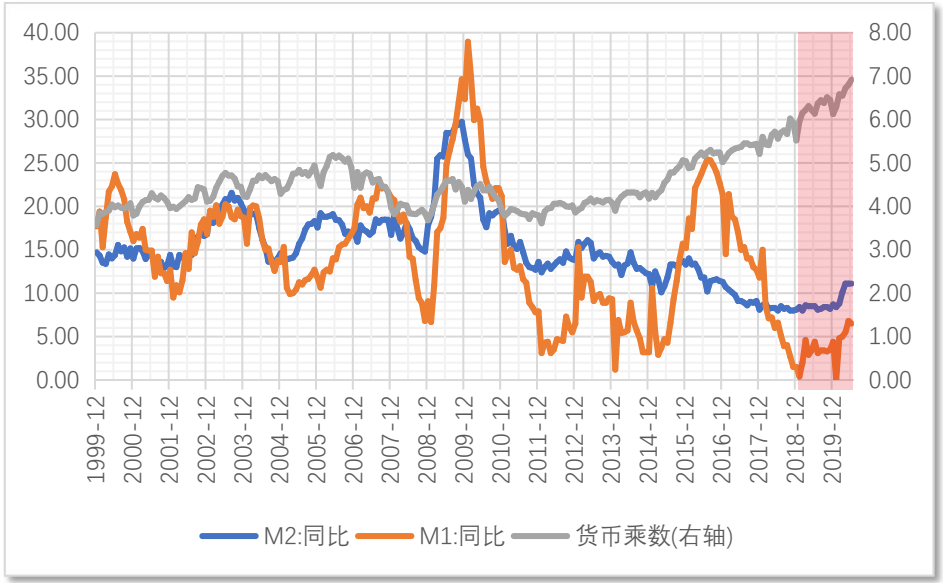


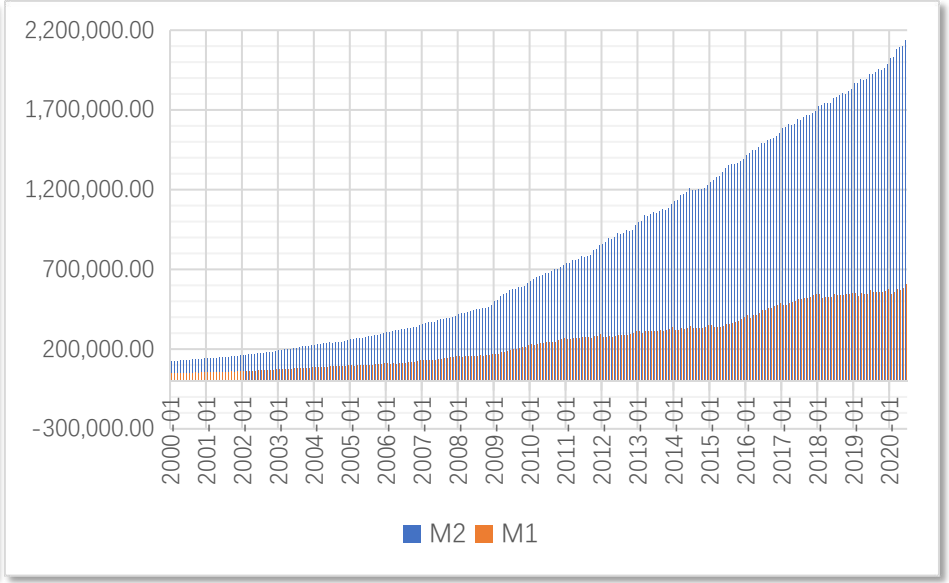


- 2018年以来，人民银行12次下调存准率，共释放长期资金约8万亿元。2018年4次释放资金3.65万亿元，2019年5次释放资金2.7万亿元，2020年初3次释放资金1.75万亿元。
- 降准满足了银行体系特殊时点的流动性需求，加大了对中小微企业的支持力度，降低了社会融资成本，推进了市场化法治化“债转股”，鼓励了广大农村金融机构服务当地、服务实体，有力地支持了疫情防控和企业复工复产。
- 春节后，运用结构性货币政策工具，缓解疫情对中小企业的影响。央行先后三次扩容再贷款、再贴现额度，3月底，国常会部署增加1万亿再贷款、再贴现额度，扩容幅度前所未有。

新湖财富 XINHU WEALTH 植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

6.2 广义货币、狭义货币和货币乘数明显增长





- M2增速连续四个月站上两位数，3月至6月数据分别为：10.1%、11.1%和11.1%，11.1%结束了之前长达35个月的个位数增长，表明政策效应正在逐步显现。
- 狭义货币M1的变化很值得关注，6月同比为6.5%，保持两个月6以上，较去年同期回升幅度2.1个百分点，表明企业经济活动趋向活跃。
- 6月货币乘数为6.92，较去年12月的6.13提高了0.79，较2014年12月的最低点4.18，有显著提高，说明信用扩张速度加快。

新湖财富 XINHU WEALTH 植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

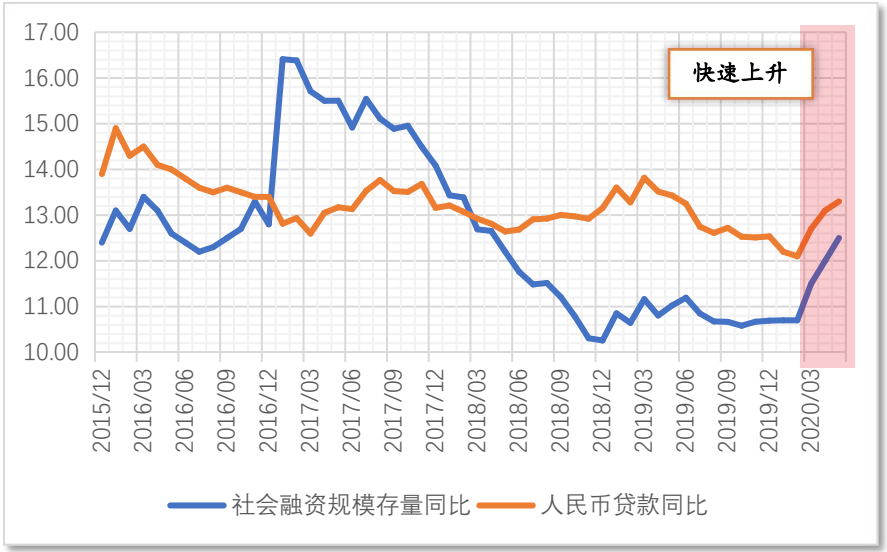
6.3 新增贷款增速明显提高，中长期贷款增长平稳

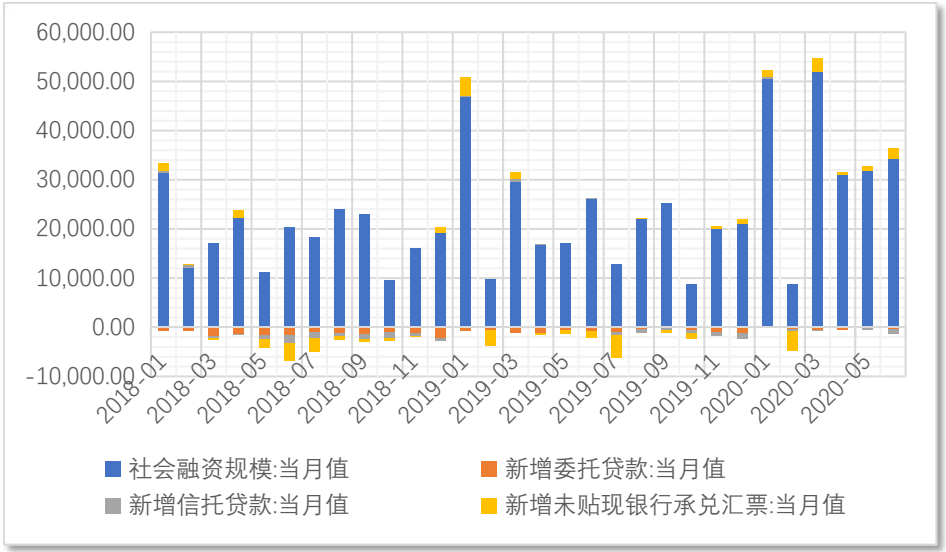
- 今年上半年，中国人民币贷款增加12.09万亿元(人民币，下同)，同比多增2.42万亿元；6月末人民币贷款余额165.2万亿元，同比增长13.2%，增速与上月末持平，比上年同期高0.2个百分点，较年初增加12.3万亿。
- 分部门看，新增贷款中住户部门贷款增加3.56万亿元，其中，短期贷款增加7552亿元，中长期贷款增加2.8万亿元。
- 6月中国信贷增长略超预期，比去年同期多增的部分主要由中长期贷款贡献，说明信贷结构逐步改善，对实体经济支持力度不断提升。居民部门新增短期贷款和中长期贷款较上月和去年同期都有所增加，说明经济逐步恢复带动了短期消费贷款和按揭贷款需求增加。





6.4 社融快速扩张，信托等融资继续萎缩

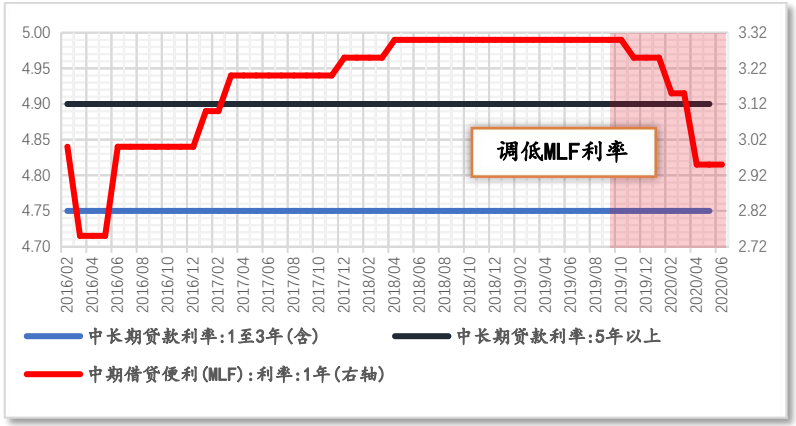


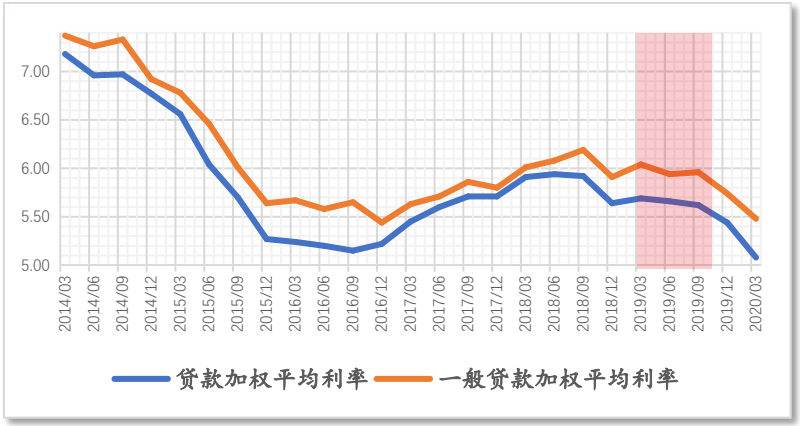


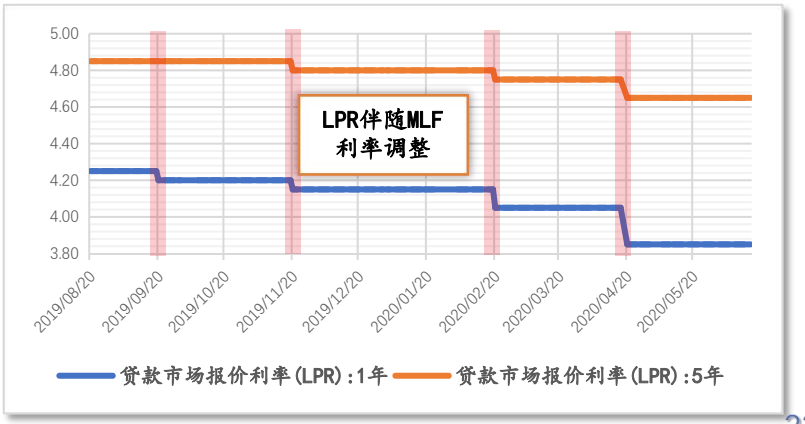
- 2020年上半年社会融资规模增量累计为20.83万亿元，比上年同期多6.22万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加12.33万亿元，同比多增2.31万亿元；表明社会融资需求依然较为旺盛，企业部门经营状况持续好转，短期资金需求继续上升。但信托贷款、委托贷款继续萎缩。

新湖财富 XINHU WEALTH 植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

6.5 引导实体经济融资利率有效下降







- 年初至6月中旬，下调MLF利率两次，降幅为30个BP，同时带动LPR利率下降；下调支农支小再贷款利率25个BP；下调超额准备金利率37个BP。这些举措都有效地引导了价格的下行。3月底，一般贷款利率比去年高点下降0.6个百分点，2020年初以来下降了0.26个百分点，降幅明显超过了中期借贷便利中标利率和LPR的降幅。

7. 就业形势十分严峻，经济继续V型回升



- **就业形势十分严峻。**疫情对我国就业市场冲击严重。上半年城镇新增就业人数仅完成全年目标任务的63%，远低于历年同期，而6月份城镇查询失业率虽然有所下降，但仍旧处在5.7%的高位。下半年又有870多万高校毕业生进入就业市场，就业形势异常严峻。针对这些情况，政府在5月的政府报告中再次明确了“稳就业”的基调。新一轮“直达性”政策创新有望构建“保就业-稳消费”的双向循环。一方面，货币政策的直达性工具着力纾困中小微企业，与“地摊经济”配合，从根本上稳定中低收入群体的就业。另一方面，2万亿的财政特殊转移支付直达基层，在保障弱势群体生活的同时，也将夯实中小微企业赖以生存的需求端基础。各地政府也纷纷出台对稳就业做得好的企业进行奖励等措施。考虑到中国政府对于“稳就业”有丰富的经验和特殊的“执念”，全年基本完成失业率6%和新增就业900万的既定目标问题不大。
- **GDP增速将继续V型回升。**二季度GDP增速为3.2%，相较于一季度的-6.8%，不仅实现了由负转正，而且高于此前市场的平均预期，显示了中国经济复苏良好的态势。整体经济运行的“V型”反弹之势已确立，下半年的表现会优于上半年，预计三季度GDP为7.0%，四季度达到7.8%，全年GDP增长3.3%左右。

新湖财富 XINHU WEALTH
植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

三

对外经济金融运行趋向平稳

新湖财富 XINHU WEALTH
植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

1.贸易互补性和替代性支持出口表现好于预期

- **海外发达经济体的需求正在回暖，而海外其他新兴经济体的供给受到疫情波及较大。**欧美各国重启经济，外部环境有利于我国在出口不断积累优势，增强我国出口商品对其他新兴经济体同类商品之替代性，加强我国在国际分工中的地位。
- **防疫物资对出口整体形成有力支撑，而劳动密集型产品出口对出口整体形成持续性的拖累。**由于4-6月欧美疫情较为严重，我国防疫物资的出口需求增加，而对劳动密集型产品的海外需求受损。
- **全年贸易顺差将有所收窄。**年初，供应端的缺口与对防疫物资的需求使我国贸易差额为逆差。下半年我国的出口环境较一季度好转，出口供给状况有力支撑我国贸易顺差的进一步回升，但为了实现中美第一阶段经贸协议的全年目标，后几个季度我国进口增速有进一步提升的可能。

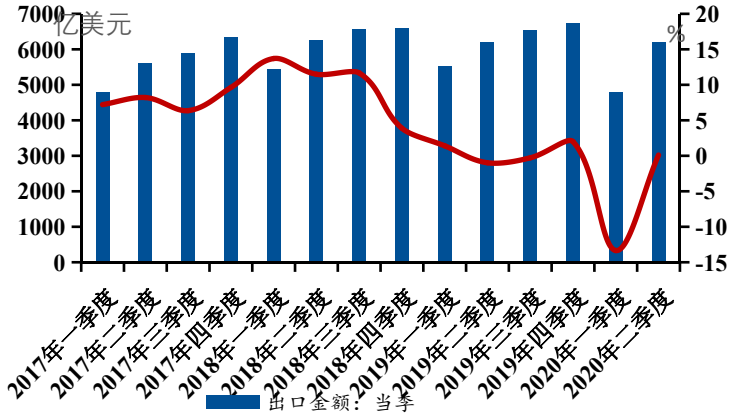
出口同比	纺织纱品	塑料制品	医疗器械	医用敷料
4月	49.29%	63.85%	50.29%	22.60%
5月	77.34%	54.41%	88.52%	25.98%
6月	56.72%	84.05%	99.96%	

对出口拉动率	纺织纱品	塑料制品	医疗器械	医用敷料
4月	3.07%	0.39%	0.24%	0.02%
5月	3.01%	0.23%	0.28%	0.03%
6月	2.75%	1.61%	0.50%	

新湖财富 XINHU WEALTH 植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

2. 出口依然存在不确定性

- 由于疫情存在反复的风险，下半年疫情的进一步变化与下半年出口情况紧密相关。
- 分两种情况对未来疫情走势进行预判，从而对下半年出口增速进行预测：即乐观情况下疫情较快得到控制以及悲观情况下疫情还需较长时间得到控制。基于防疫物资和劳动密集型产品对出口增速的影响，可对下半年出口增速进行估算。
- 经测算，**在第一种情形下，三季度出口增速为1.5%，四季度出口增速为7.5%；在第二种情形下，三季度出口增速为-0.5%，四季度出口增速为0.5%；经测算，2020年全年我国出口增速在第一种情形下预计为-0.5%、在第二种情形下预计为-2.9%。**

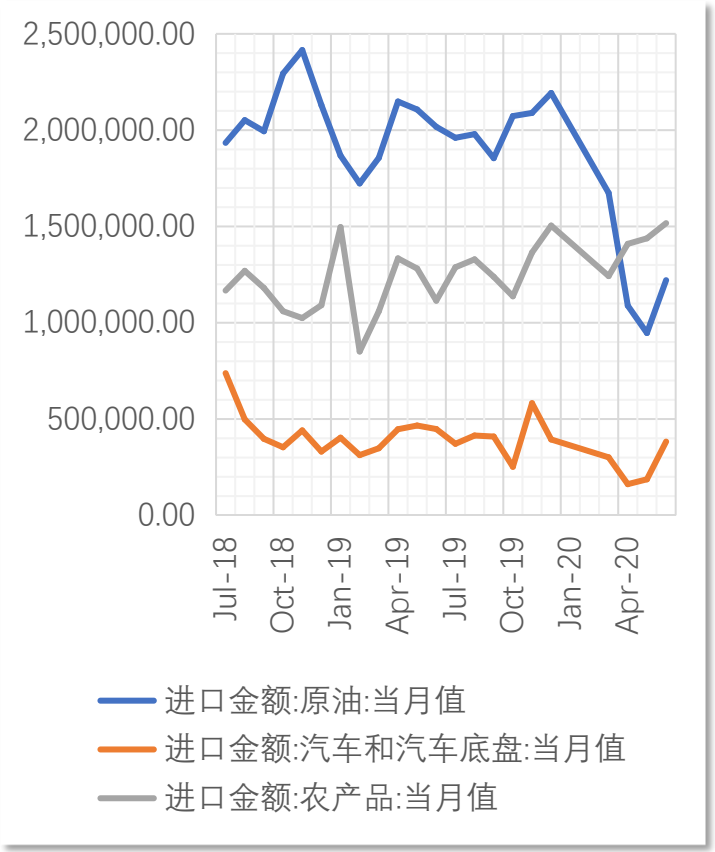


防疫物资	情形1：乐观	情形2：悲观	出口同比增速	情形1：乐观	情形2：悲观
第三季度	2%	7%	第三季度	1.5%	-0.5%
第四季度	1%	5%	第四季度	7.5%	0.5%

新湖财富 XINHU WEALTH 植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

3.进口还将稳步回升

- 上半年，受欧美各国复工能力的限制，一些重点进口商品的数量和价格因素对进口金额产生拖累。
- 汽车和汽车底盘的主要进口国美国、德国和日本均不同程度地受疫情冲击；原油从今年3月起持续衰退，石油价格战、世界各国经济停摆、工业停产等所导致的原油价格持续低位带来的价格因素拖累原油进口。
- 6月进口数据超预期表现良好，主要表现为重点商品的数量和价格因素纷纷回升，尤其是大宗商品以及农产品。农产品进口受到中美第一阶段经贸协议、中国和东盟自贸区升级的《议定书》约定的影响，对我国进口整体起到支撑作用。
- 受中美第一阶段经贸协议的影响，下半年进口需求较大。**预计三季度和四季度的进口增速分别为-2%和3%，2020年全年进口增速为-2.9%。**



新湖财富 XINHU WEALTH 植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

4. 全年贸易顺差将收窄

- 疫情影响了外资相关企业的商业活动，因此一季度外来直接投资净流入规模收缩。
- 3月全球金融市场动荡加剧，部分境外资产价格大幅下跌，吸引境内投资者向境外投资，一季度证券投资流出规模较大。
- 债券投资净流入89亿美元，主要以配置中长期人民币资产为主。

- 因国内疫情下停工停产，供应端的缺口与对防疫物资的需求，货物顺差降低。
- 出入境人数的减少与国际航班的削减抑制了国际旅行，商务活动与留学，减小一季度服务逆差。
- 投资收益逆差的增加使初次收入的逆差在一季度扩大。

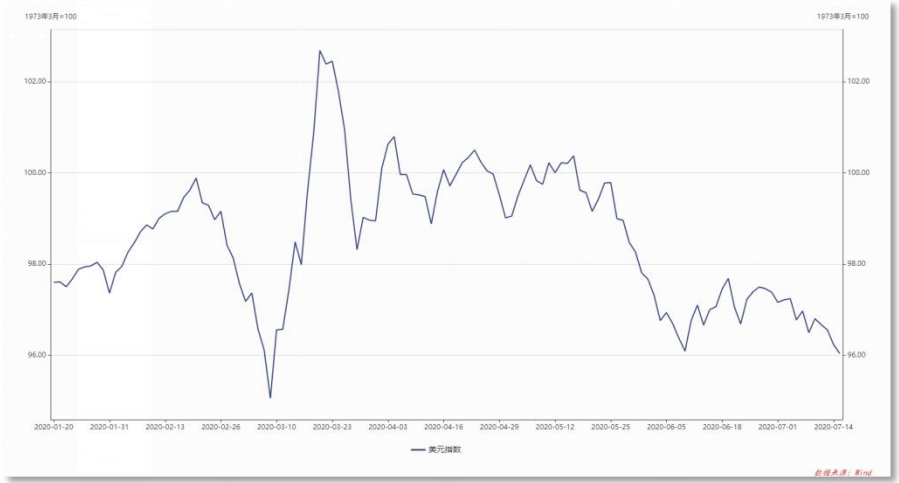
- **中国不断推动资本市场开放与人民币跨境投资的便利化，**促使更多境外投资者参与中国金融市场。中国基本面形势向好，叠加中国证券市场的吸引力。
- 预计**2020年全年中国海外直接投资和外来直接投资流量将有所下降，直接投资出现小幅净流入可能为250亿美元，预计2020年证券投资项将出现较大规模的净流入，为600亿美元左右。**

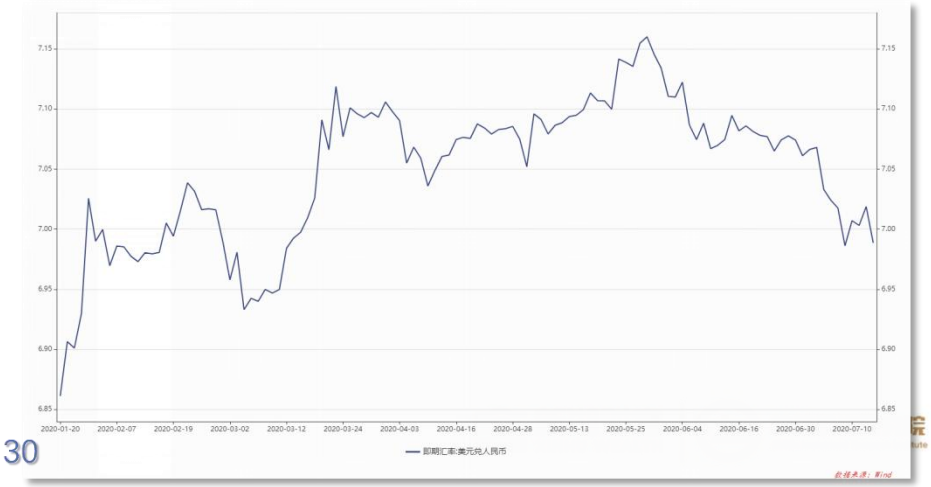
- 一季度受疫情的影响，我国从美国进口同比下降较多，但为了实现中美第一阶段经贸协议的全年目标，下半年我国进口有进一步提升的可能。经测算，我国2020年贸易顺差为2940亿美元左右，较去年收窄1200亿美元左右。

新湖财富 XINHU WEALTH 植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

5.1人民币汇率可能适度升值

- 上半年人民币兑美元汇率小幅贬值，汇率波动增加。
- 美元呈现先升值再贬值的趋势，总体升值。从年初的96.5一路升至3月中旬的102.7，再波动降至6月30日的97.4，上半年整体升值1%。
- 从上半年的人民币兑美元汇率以及美元指数数据来看，两者相关性较高，约为0.43。美元的升值普遍伴随着人民币的贬值。
- 两个重要因素决定了下半年人民币汇率的变化：我国基本面向好，而美国经济与就业衰退较大，形成弱势美元；美国可能在经济复苏不佳的情况下阶段性推高美元，加大与我国的贸易摩擦。
- **预计美元指数大概率处于跌势，人民币小幅升值，可能**在6.8-7.2之间波动。





5外汇储备存量规模有所增加，下半年小幅波动

- 汇率估算因素对我国外汇储备增长有所支撑。美元指数6月大幅下跌，从6月末较5月末跌幅达0.9%。相对美元，欧元、英镑均有所升值。
- 境内证券市场的大量资金注入对外汇储备存量规模的增加有所加强。截止6月末，境外机构持有银行间市场债券2.51万亿元，较5月末增加814.34亿元。
- 价格因素对外汇储备增长也有正面作用。全球主要权益市场增势明显，主要资产价格保持上行态势。

2020年6月我国外汇储备31123.28亿美元，前值为31016.92亿美元，环比增量为106.36亿美元。

全年看，外储可能小幅增加至3.15万亿美元左右；随着各国疫情的普遍控制，市场恐慌情绪缓解，美元指数上涨驱动力减弱，资产价格波动减弱，外储的波动性有望缩小。

新湖财富 XINHU WEALTH 植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

四

政策展望和建议

新湖财富 XINHU WEALTH 植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

1. 下半年财政资金加大力度落地


人民日报
RENMIN RIBAO
2020年4月24日
做好“六稳”“六保” 决战决胜脱贫攻坚
——习近平总书记陕西考察重要讲话引发热烈反响
习近平在陕西考察时强调
扎实做好“六稳”工作落实“六保”任务
奋力谱写陕西新时代追赶超越新篇章

- 积极财政政策着力抓好“六稳”、“六保”工作，政策落地力度明显加大。
- 从财政收支情况来看，1-6月全国一般公共预算支出累计同比降幅低于收入5个百分点；1-6月政府性基金预算收入累计同比下降1.0%，支出同比增长21.7%。下半年，随着国内经济逐步恢复，财政收入同比降幅将会收窄，支出随着各项稳增长措施落实到位，同比有可能进一步上升。
- 财政支出上升要求财政融资力度加大。下半年特别抗疫国债可能于三季度前半段发行完毕。7月财政部可能再次下发地方专项债额度，剩余1.45万亿也可能在三季度全部发行。
- 债券资金使用方面，下半年主要侧重于“两重一新”，用于重大基础设施项目建设，优先保障在建项目、避免半拉子工程 。
- 据测算，新增特别抗疫国债和地方专项债预计能够拉动GDP增量约2.21万亿。

新湖财富 XINHU WEALTH 植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

2. 下半年货币政策将着眼于结构和价格，促进银行让利实体经济

- 下半年货币政策已经没有必要像年初疫情严重时那样频繁出手。货币政策“**宽货币+重结构+降价格**”的组合可能不会变化，但鉴于流动性已经非常合理充裕，下半年可能更多侧重于“重结构+降价格”。一方面通过创新货币政策工具，把握好政策力度、重点和节奏，更加有力地支持实体经济尤其是中小微企业。另一方面则通过调低再贷款再贴现利率以及MLF、LPR等工具利率，推动实体经济融资利率进一步明显下降。为了配合特别抗疫国债发行、内需恢复带动投融资活动上升，以及未来可能因进出口而存在的不确定性因素冲击，货币政策也会留有一定的宽松空间。
- 货币政策会进一步促进银行让利实体经济。货币政策可能注重于补充中小银行的资本金，以提高其放贷能力。在特别抗疫国债发行完成前再次下调利率的可能性不大。三季度中后期可能会进行降息操作，引导LPR降息1-2次，利率下调20-30个基点。鉴于中国经济已经强劲复苏，全年经济实现正增长几无悬念，融资利率应该没有大幅下降的空间。
- 稳健偏松的货币政策将保持流动性合理充裕，不排除再次全面或结构性降准1-2次，幅度为50-100个基点的可能性。下半年人民币贷款可能新增8万亿元左右，社会融资规模增量可能达到约10万亿元。广义货币(M2)同比可能随人民币信贷和社会融资规模的上升维持高位，全年可能运行在11-11.5%区间。

新湖财富 XINHU WEALTH 植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

3.八点政策建议

- **一是促进先进制造业投资加快增长。**制造业投资占我国投资的30%以上，制造业投资增长乏力，不利于“稳投资”。**建议下半年允许一些制造业产业集聚程度较高的省份合计增发5000-7000亿元的地方专项债券，同时配以其他融资方式，**重点加大对战略性新兴产业企业、高端装备制造企业、军工龙头企业、民营制造业产业链核心企业等实施包括固定资产加速折旧、研发费用加计扣除、技改补贴、上市补助、单列贷款计划、建设国家级和省级制造业创新中心、基础研究平台等全面扶持政策，推动制造加快投资、加快转型升级。
- **二是针对性创设第三类直达货币工具。**上半年餐饮、体育、旅游、住宿、院线等部分接触型聚集型服务业复苏明显滞后，其中部分企业受疫情影响较为严重，但并不属于小微企业，不适用于已有的两类直达货币工具。建议货币当局可从实际需求出发，考虑创设第三类直达货币工具，即“接触型聚集型服务企业信用贷款支持计划”，提供3000-4000亿元再贷款规模。**参照小微企业信用贷款支持计划2.5倍乘数的经验，预计可带动银行机构新发放信用贷款7500-10000亿元。**

新湖财富 XINHU WEALTH 植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

3.八点政策建议

- **三是继续实施精准减税。**为进一步拉动消费增长，可考虑从税收让利着手推动。鉴于汽车在消费中占据举足轻重的作用，建议适当降低购置税、消费税等，以带动汽车消费增长。还可进一步降低餐饮、体育、旅游、住宿、院线等服务行业的所得税、城市维护建设税、教育附加费等税费，以刺激相关服务性消费加速回升。



- **四是加大力度为出口企业纾困。**2020年1-6月，全国累计办理出口退税8152亿元，与去年同期的9779亿元相比下降16.6%。下半年，面对错综复杂的国际政治经济形势和低迷的全球贸易前景，出于“稳外贸”“保产业链供应链稳定”等考虑，建议下半年可加大对出口企业，尤其是具有全球影响的出口产业链供应链的支持力度，整体提升产品的出口退税率档位；加大财政对部分出口退税负担较重地区的补助力度。确保全年新增出口退税规模在去年基础上有适当增长。

新湖财富 XINHU WEALTH 植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

3.八点政策建议

- **五是实施“一带一路”沿线国家进口振兴计划。**在大力培育内需的同时，可以考虑帮助外需加快复苏。建议重点选择“一带一路”沿线对华长期友好、具备一定经济基础或资源禀赋的国家，适当加大人民币中长期信贷投放，提升其进口能力，进而增强应对疫情和加快经济复苏的能力。当然，贷款必须定向用于支持相关国家购买“中国制造”，重点包括医疗卫生设备、5G通信设备、交通基础设施、机电产品、船舶等。
- **六是实施支持全国基层医卫体系升级和南方重点地区防洪基础设施改造计划。**新冠疫情对国内医疗卫生体系、尤其是基层卫生体系带来了严峻考验。长期以来，医疗卫生资源分布不均，优质医疗卫生资源大多集中于一线城市、省会及设区市，基层医疗设施和技术水平发展相对落后。6月以来南方多省洪水泛滥，暴露出相关省市在防洪基建方面存在明显短板。**建议下半年中央财政可考虑增发1万亿元国债，资金专项用于两大领域升级和建设：（1）对全国县（区）及以下医疗卫生软、硬件体系进行全面升级改造；（2）重点用于对四川、重庆、湖南、湖北、江西、安徽等长江中下游省市防洪水利设施的加固改造和流域治理工程。**

新湖财富 XINHU WEALTH 植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute

3.八点政策建议

- **七是积极扩大社会就业规模。**建议对线上灵活就业出台税收、补贴等扶持措施，积极鼓励开展形式多样的在线创业和自主就业。对于具备一定规模的网络零售商、淘宝店家，地方政府和金融机构应按小微企业标准提供融资优惠。建议积极推动物业管理行业人员队伍优化升级，以此解决部分大学毕业生的就业问题。目前，全国物业管理行业从业人员已近千万，但就业人员学历偏低和综合素质不强等问题阻碍了城市、社区和小区精细化管理水平的进一步提升。**建议各地政府可指导物业行业，适当招募本科以上学历毕业生充实物业管理队伍，如规定物业管理机构拿出3-5%的名额来定向吸收本科以上人员，以提升物业管理行业的整体人员素质和一定程度上缓冲大学生就业困难。**
- **八是选择合适时机适度下调存款准备金率。**三季度我国将进入财政融资高峰期，国债和地方专项债发行可能于三季度完成全年融资计划的绝大部分。考虑到购买政府债券的主体是银行，且政府债券融资量巨大，货币政策有必要在一定程度上对银行进行长期流动性补充。**建议三季度再进行1-2次、每次50-100个基点的降准操作。**

新湖财富 XINHU WEALTH 植信投资研究院 ZhiXin Investment Research Institute



中国经济V型复苏能否一马平川

——下半年宏观经济展望

交流环节

植信投资研究院

2020年7月·上海