招商银行
CHINA MERCHANTS BANK

深度报告
2020 年 7 月 17 日

来者可追

——2020 年中期宏观经济与资本市场展望

丁安华
☎ 0755-83195106 ✉ dinganhua@cmbchina.com

谭海鸣
☎ 0755-22699059 ✉ tanhaiming@cmbchina.com

谭　卓
☎ 0755-83167787 ✉ zhuotan@cmbchina.com

刘东亮
☎ 0755-82956697 ✉ liudongliang@cmbchina.com



感谢田地、步泽晨、黄翰庭、韩剑、杨薛融、王炳、柏禹含、朱肖炜、陈峤对此文的贡献。

敬请参阅尾页之免责声明

概要

- **全球经济正深陷“新冠衰退”之中。**当前全球确诊病例总量仍在加速上升，此前市场对全球经济在下半年快速反弹的乐观预期已经落空。疫情冲击下，一季度全球主要国家经济增速均断崖式下跌，供需两端的损伤呈现出显著的结构性特征，小微企业和低收入居民受创尤为严重。目前经济供给端的修复具备弹性，但在常态化疫情的压制下，需求恢复乏力，将使得今明两年的全球经济呈现出类似 Nike 商标的“广义 V 型”修复。面对“新冠衰退”，各国普遍回归凯恩斯主义，通过史无前例的天量货币财政政策刺激经济。前瞻地看，全球宏观政策“双宽松”将至少持续至 2021 年末。

- **下半年我国经济有望延续复苏势头。**基准情形下，2020 年中国 GDP 增长 2.2%。总需求有望回暖：投资成为经济复苏的中流砥柱，基建投资在政策推动下持续发力，全年增长 12%；房地产投资表现韧性，全年增长 7%；制造业投资增速低位企稳，全年增长-6.5%。消费下半年难现报复性增长，全年同比增长-2.0%。贸易方面，出口增长仍将承压，全年增速-4.3%；进口有望触底回升，全年增速-5.1%。总供给有望延续上升势头，但受消费不足和外需萎缩影响，生产端修复速度或进一步放缓。企业营收和利润有望回升。价格方面，CPI 中枢仍将继续下行，走势前高后低，全年位于 2.4%左右；PPI 同比中枢将所抬升，但仍处于通缩区间，全年同比-2.0%。

- **宏观政策总量加码，结构优化。**货币政策方面，下半年仍有望保持结构性宽松立场，且总量性“宽货币”政策或将趋于收敛，结构性“宽信用”政策将持续发力。预计今年末 M2 和社融增速或将分别上升至 10.8%和 13%。三季度或将针对中小银行定向降准、四季度或将全面降准 50bp，1 年期/5 年期 LPR 可能继续分别调降 10/5bp 至年末的 3.75%/4.6%。财政政策方面，下半年将有约 4.57 万亿新增政府融资落地，即使考虑到税收短收等不利因素，广义财政资金总量也将较去年下半年多出 4 万亿元左右，这将有力支持经济继续修复。

- **资本市场牛熊转换，风吹麦浪。**2 季度后，中国债市转熊，A 股转牛，预计这一趋势将在下半年延续。中性条件下，全年 10 年国债利率中枢将在 2.9%附近，波动区间在 2.5-3.4%，3.4%以上可择机配置，信用债中城投债仍相对安全；A 股外部环境存在压力，但内部改革与宽信用带来的动力更强，牛市将延续，沪指中枢或在 3,000-3,300 运行，创业板可能仍会跑赢大盘，建议关注科技、消费、基建中的优质标的；海外市场美债利率趋于上行，黄金目标价上调至 1,900 美元，强美元趋于弱化，叠加人民币基本面偏强，下半年汇率的波动区间将在 6.8-7.1 之间，但需要留意国际关系带来的扰动。

宏观经济主要指标预测（%）

	GDP	社会消费品零售	固定资产投资	房地产投资	CPI	PPI	社融	10Y 国债	汇率(USDCNY)
2020H1	-1.6	-11.4	-3.1	1.9	3.8	-3.0	12.8	2.76	7.04
2020F	2.2	-2.0	3.8	7.0	2.4	-2.0	13.0	2.90	6.8-7.1

资料来源：Wind、招商银行研究院

目录

一、“新冠衰退”与凯恩斯主义：2020 年宏观经济主线 1
（一）“新冠衰退”：分化的冲击 1
（二）全球应对：凯恩斯主义的回归 4
（三）“新冠复苏”：乏力的“广义 V 型” 5
（四）中国前景：“凯恩斯窗口期”下的喜与忧 6
二、全球经济：漫漫修复路 11
（一）全球疫情：二次冲击风险上升 11
（二）宏观政策：维持零利率，加码量化宽松 13
三、中国经济：疫后重建 16
（一）生产：反弹分化，恢复放缓 16
（二）消费：砥砺前行 17
（三）投资：中流砥柱 19
（四）进出口：压力仍在，韧性犹存 24
（五）通胀：渐行渐远 26
四、宏观政策：总量加码，结构优化 28
（一）货币政策：结构性转向 28
（二）财政政策：特殊时期，特殊安排 31
五、资本市场：牛熊转换，风吹麦浪 35
（一）海外市场：拨云见日 35
（二）债券市场：主动防御 38
（三）股票市场：相机而行 42

图目录

图 1：主要国家每日新增确诊数（截至 7 月 16 日）.....1
图 2：中美欧一季度 GDP 均断崖式下滑.....1
图 3：3 月美国主要行业就业时长供需冲击分解.....2
图 4：4 月美国主要行业就业时长供需冲击分解.....2
图 5：美国新增非农就业骤跌后超预期反弹.....2
图 6：中国供给反弹快于需求.....2
图 7：我国小微企业和大中企业经营预期显著分化.....3
图 8：疫情冲击下美国低收入居民收支状况显著恶化.....3
图 9：全球主要央行大幅扩表（截至 7 月 17 日）.....4
图 10：宏观杠杆率未对全球财政刺激造成显著约束.....4
图 11：次贷危机后的美欧经济复苏形态.....5
图 12：美国、欧元区 GDP 修复程度预测.....5
图 13：今年我国广义财政赤字增加 3.6 万亿.....6
图 14：一季度我国宏观杠杆率跳升 13.9pct.....6
图 15：我国经济反弹中各省有喜有忧.....7
图 16：上半年货币扩张对经济的积极影响.....7
图 17：上半年财政扩张对经济的积极影响.....7
图 18：浙江省财政支出领先全国其他地区.....9
图 19：浙江省投资增速反弹快于全国.....9
图 20：浙江省工业生产修复领先全国.....10
图 21：浙江省企业利润反弹领先全国.....10
图 22：浙江省居民人均可支配收入增速落后全国.....10
图 23：浙江省社零修复与全国水平相当.....10
图 24：目前疫情“震中”在美国和新兴市场国家（截至 7 月 16 日）.....11
图 25：全球新增确诊加速上升（截至 7 月 16 日）.....12
图 26：美国疫情出现实质性反弹（截至 7 月 16 日）.....12
图 27：欧美 5、6 月 PMI 大幅反弹.....12
图 28：重启后美国零售数据修复至近疫前水平.....12
图 29：除英国外发达国家经济活动恢复超 80%.....12
图 30：新兴市场国家经济活动恢复到 60-70%.....12

图 31：世界主要央行已将利率下调至零.....13
图 32：美联储扩表 3 万亿美元（截至 7 月 17 日）.....13
图 33：经济重启后美国就业市场大幅回暖.....14
图 34：美国经济先行指标边际反转（截至 7 月 17 日）.....14
图 35：5、6 月欧洲主要国家新增失业数明显下降.....15
图 36：欧央行扩表 1.5 万亿欧元（截至 7 月 17 日）.....15
图 37：PMI 指数 V 型反弹.....16
图 38：服务业生产反弹弱于工业生产.....16
图 39：下游行业增加值修复最为缓慢.....17
图 40：上游行业利润修复最为缓慢.....17
图 41：2-6 月社零同比连续 5 个月收缩.....17
图 42：居民收入与就业的增长压力制约消费修复.....17
图 43：可选消费受冲击更为显著.....18
图 44：线上消费占比有所提升.....18
图 45：企业营收减少制约未来居民收入增长.....19
图 46：SARS 与次贷危机时期消费修复节奏不同.....19
图 47：房地产销售和投资景气度快速回升.....19
图 48：国内贷款与按揭贷款支撑房地产资金来源.....19
图 49：疫后土地成交大幅反弹.....20
图 50：房地产投资增速预测.....20
图 51：各行业基建投资恢复情况.....21
图 52：各地区投资恢复情况.....21
图 53：各地重大项目投资普遍高于去年.....22
图 54：专项债发行金额大幅增加.....22
图 55：基建投资进度与时间的线性关系.....22
图 56：各月基建投资增速测算.....22
图 57：制造业投资大幅下滑且恢复缓慢.....23
图 58：外需不足、企业利润持续收缩.....23
图 59：各行业上半年营收预期较为悲观.....23
图 60：各行业的外向型企业投资变动预期分布.....23
图 61：我国出口韧性犹存.....24
图 62：5 月单月贸易顺差创历史新高.....24

图 63：全球电子产业景气度回升.....24
图 64：下半年海外供给压力有望缓解.....24
图 65：我国服务贸易逆差大幅收窄.....25
图 66：旅行是服务贸易逆差的主要来源.....25
图 67：2020 年下半年出口预测.....26
图 68：2020 年下半年进口预测.....26
图 69：2019 年来 CPI 波动主要受食品价格影响.....27
图 70：CPI 当月同比走势预测.....27
图 71：信用扩张背景下 PPI 中枢有望提升.....27
图 72：PPI 当月同比走势预测.....27
图 73：今年以来社融和 M2 增速大幅上行.....28
图 74：今年以来贷款利率继续下行.....28
图 75：5 月以来资金面边际收敛.....29
图 76：5 月以来债券收益率快速反弹.....29
图 77：当前民企信用利差仍处在较高水平.....30
图 78：6 月以来“票据-存款”间的套利空间消失.....30
图 79：今年 M2 增速较去年提升约 2pct.....30
图 80：今年社融增速较去年提升约 2pct.....30
图 81：我国准备金率仍有一定的调整空间.....31
图 82：2019 年 11 月以来，MLF 和 LPR 同步下行.....31
图 83：广义赤字率提升幅度远超目标赤字率.....32
图 84：政府部门宏观杠杆率明显提高.....32
图 85：一般公共预算收支增速均创历史同期新低.....32
图 86：政府性基金收支增速已明显反弹.....32
图 87：财政支出进度明显低于去年同期水平.....33
图 88：债务付息支出领跑各项财政支出增速.....33
图 89：上半年政府债券发行进度不及去年.....33
图 90：下半年政府债券发行将会明显提速.....33
图 91：货币超发下的再通胀预期.....36
图 92：美债利率拟合模型.....36
图 93：美联储扩表速度史无前例.....37
图 94：美债实际利率有望维持低位.....37

图 95：美国日新增病例创新高.....37
图 96：美弱欧强预期出现于 2020 年 Q4-2021 年 Q3.....37
图 97：人民币汇率预测模型.....38
图 98：2020 年上半年，无风险利率先下后上.....39
图 99：2020 年上半年，利率债表现好于信用债.....39
图 100：预测 2020 年下半年无风险利率中枢向上.....40
图 101：短贷及票据同比增量与长贷的相对增速与 10 年国债利率的关系.....41
图 102：对政府部门债权顶峰回落后，实体部门中长期贷款增速上升.....41
图 103：短贷及票据同比增量与长贷的相对增速与信用利差的关系.....42
图 104：信用扩张期，国债利率与信用利差的关系.....42
图 105：社融同比增速与全 A 表现情况.....43
图 106：美国非金融与居民部门杠杆水平.....44
图 107：美股利息保障倍数情况.....44
图 108：标普 500 估值水平.....44
图 109：美国 M2 与美联储总资产变化情况.....44
图 110：A 股板块估值曲线（截至 7 月中旬）.....46
图 111：板块归母净利润同比.....46

表目录

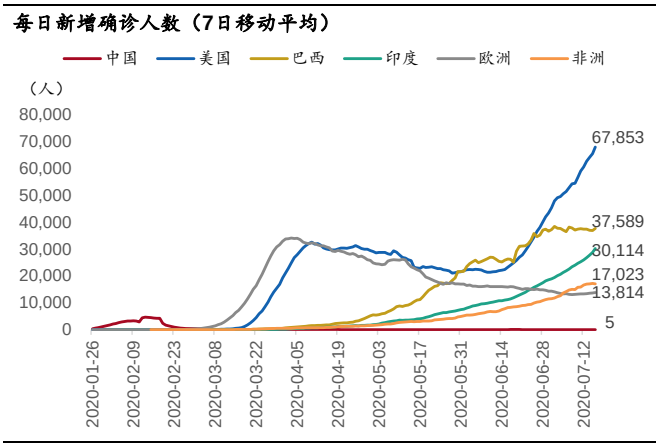
表 1：疫情冲击下各行业经营压力排名.....3
表 2：2020 年中国经济预测.....8
表 3：大类资产表现回顾（截至 6 月 30 日）.....35

一、“新冠衰退”与凯恩斯主义：2020 年宏观经济主线

（一）“新冠衰退”：分化的冲击

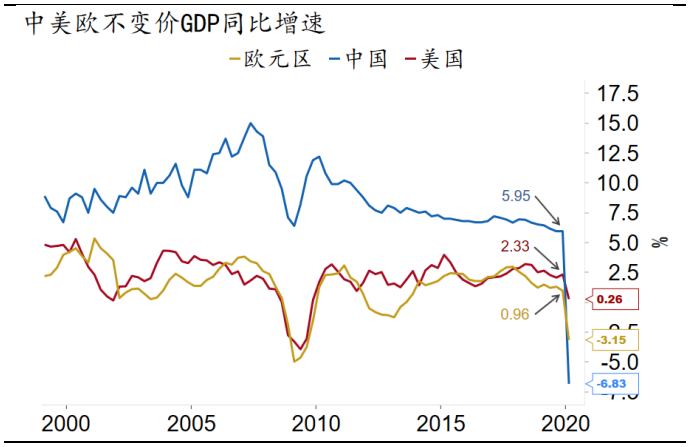
全球经济正深陷“新冠衰退”（Coronavirus Recession）之中。2020 年，突如其来的新冠疫情席卷全球，使主要经济体在上半年均陷入大幅负增长的泥沼。令人担忧的是，随着时间的推移，疫情在全球的蔓延并未得到有效控制，在经历了短暂的平台期后反而愈演愈烈：当前全球确诊病例总量仍在加速上升，美国、南亚、西亚、南美、非洲成为目前疫情新的“震中”。**人类与新冠病毒共存的前景愈发明确，意味着此前市场对全球经济在下半年快速反弹的乐观预期已经落空。**

图 1：主要国家每日新增确诊数（截至 7 月 16 日）



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 2：中美欧一季度 GDP 均断崖式下滑



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

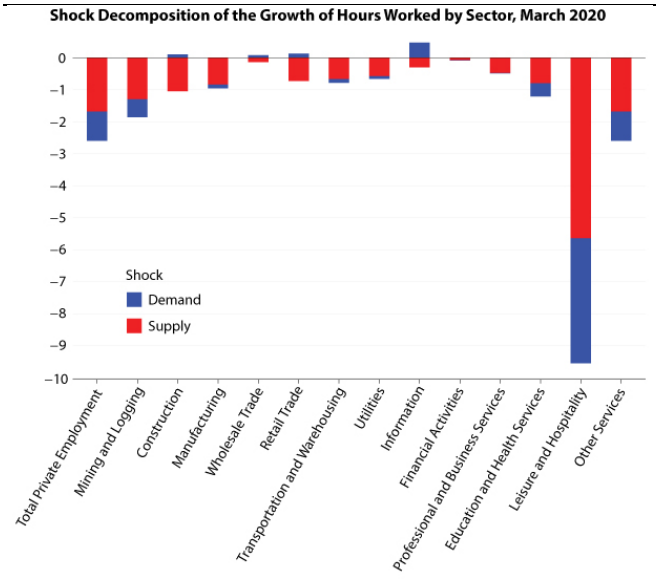
“新冠衰退”如此深入，是因为其冲击具有不对称性，且随着疫情发展还有可能反复，具有明显的结构性特征。

一是疫情爆发对经济的供需两侧均形成剧烈冲击，受创幅度与防疫政策力度正相关。供给冲击降低了经济体生产商品和服务的能力；需求冲击则削弱了消费者购买商品和服务的意愿。疫情爆发高峰期间，严格的防疫政策令经济“停摆”，形成“经济底”。今年 1-2 月我国主要供需指标跌幅均在 25%左右，工业增加值的同比跌幅略高于投资和消费。4 月美国非农就业骤减 2,079 万，创大萧条以来单月最大跌幅。美联储研究发现[1]，3-4 月美国疫情高峰期间，美国劳动力市场的供需两侧同时受到了新冠疫情的冲击。在绝大多数行业中，供给冲击是造成美国劳动力工作时长下降的主要原因。

二是疫情高峰过后，供给侧的修复相对更具弹性。3-4 月我国工业生产的修复显著快于消费和投资需求。但供需之间并非独立，而是高度相关的：供给修复快于需求将使得库存增加，进而制约生产。受制于需求疲弱，5-6 月我国工业增加值同比增速修复斜率大幅放缓。随着工业生产增速大致恢复到疫前水平，未来我国经济修复将更多取决于需求改善的程度。美国经济的供给侧也 5-6 月快速修复：得益于防疫措施放松，非农就业修复连续大超市场预期。但与我国不同的是，同期美国消费数据出现了深 V 型反弹，主因是美国超宽松财政政策对其居民收入短期内构成了支撑。

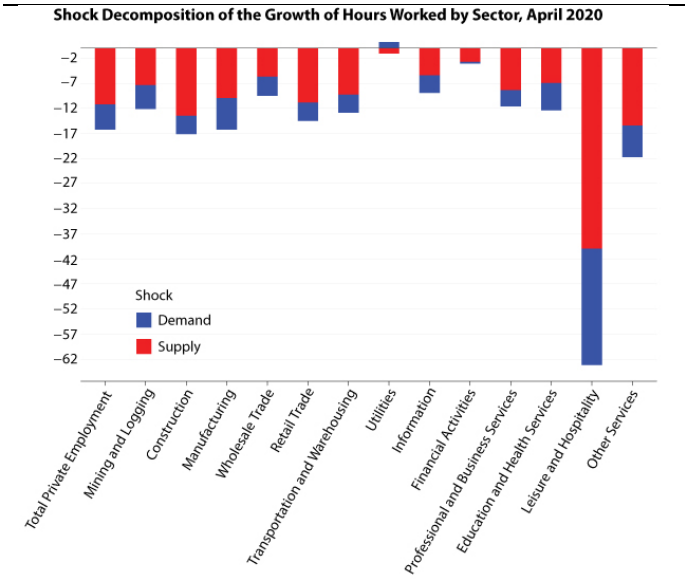
[1] Brinca, P.; Duarte, J.B. and Faria-e-Castro, M. "Measuring Sectoral Supply and Demand Shocks during COVID-19." Working Paper 2020-011B, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2020.

图 3：3 月美国主要行业就业时长供需冲击分解



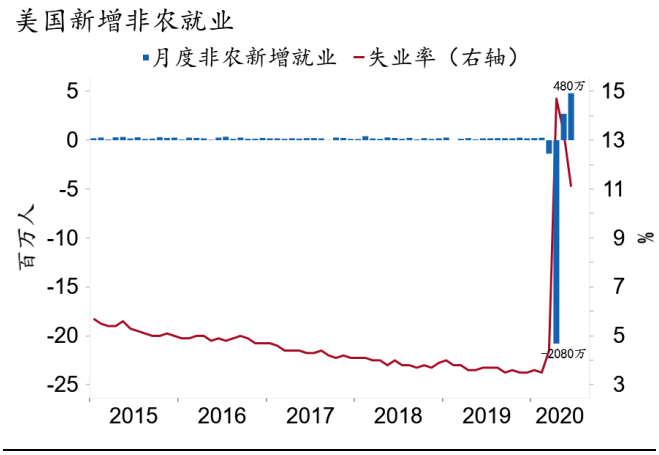
资料来源：美联储、招商银行研究院

图 4：4 月美国主要行业就业时长供需冲击分解



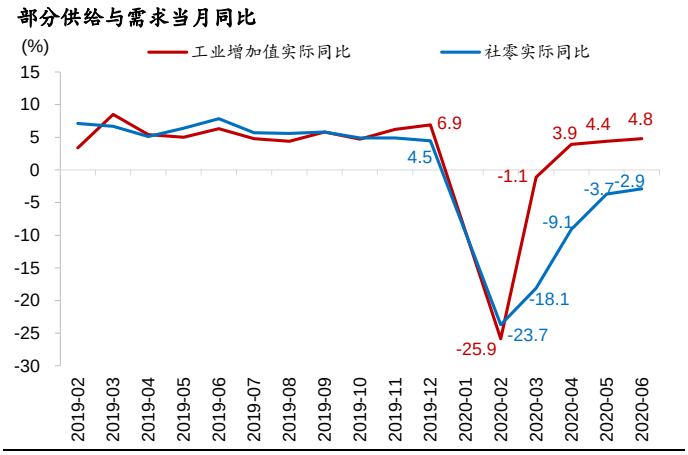
资料来源：美联储、招商银行研究院

图 5：美国新增非农就业骤跌后超预期反弹



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 6：中国供给反弹快于需求



资料来源：Wind、招商银行研究院

二是疫情对不同产业/行业的冲击程度不同。居家隔离政策下，一季度我国二、三产业遭受重创，以不变价计，一季度制造业增加值同比下跌 10.2%，跌幅显著超过服务业（同比下跌 5.2%）。第一产业受到的冲击相对较小（同比下跌 3.2%）。二季度三大产业增加值当季同比增速均显著反弹，其中一二产业已接近疫前水平，但服务业增加值当季同比增速（1.9%）仍然显著低于疫前水平 4.7pct。从行业上看，根据招商银行企业调研[2]，教育、文娱体育和住宿餐饮为疫情冲击下经营压力最大的三个行业，房地产、制造业和金融业经营压力相对较小。

三是疫情加剧了市场主体的分化。从企业部门看，招商银行企业调研发现，疫情过后我国小微企业的经营状况及预期显著弱于大中企业。悲观预期下，小微企业普遍选择收缩、裁员、降薪。**从**

[2] 参见招商银行宏观专题报告《穿越生死线：招商银行小微企业调研报告之二（I）》。

居民部门看，5 月美联储发布的《美国居民福利报告》显示[3]，疫情对美国低收入家庭形成了更为严重的经济冲击，进一步加剧了美国居民的福利分化。

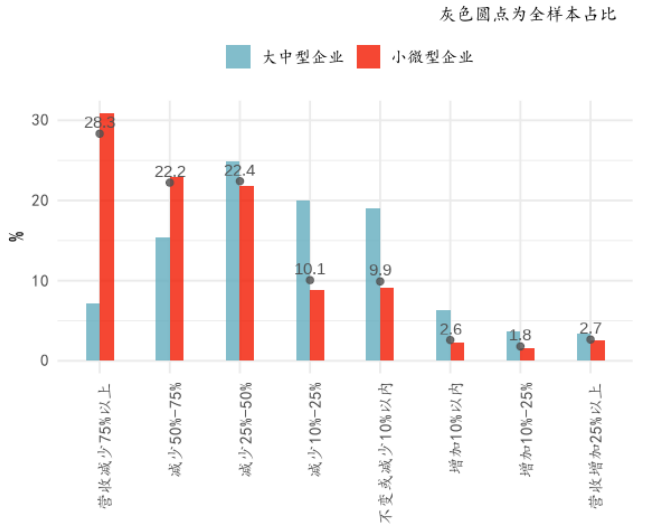
表 1：疫情冲击下各行业经营压力排名

行业	复产压力	营收压力	利润压力	现金流压力	裁员压力	投资收缩	综合压力
教育	1	1	1	2	3	1	1
文娱体育	2	3	3	3	1	2	2
住宿餐饮	3	2	2	1	2	3	3
居民服务	4	4	4	6	4	4	4
租赁商服	5	5	5	10	5	5	5
卫生社服	8	6	6	4	11	8	6
建筑	7	7	7	5	7	9	7
科研技术	6	10	10	8	8	6	8
批发零售	10	8	8	11	9	7	9
信息软件	9	12	12	7	10	11	10
水利环境	11	11	11	9	13	10	11
交运仓储	12	9	9	12	12	13	12
地产	13	13	13	14	6	12	13
制造	15	14	14	13	14	15	14
金融	14	15	15	15	15	14	15

注：1. 本文简化了各大类行业的名称（简称与全称的对应关系参见附表）；
2. 数值表示行业在该分项中的排名，数值越小表明压力越大；
3. 综合压力为所有分项指标标准化后的加权平均。

资料来源：招商银行研究院

图 7：我国小微企业和大中企业经营预期显著分化



资料来源：招商银行研究院

图 8：疫情冲击下美国低收入居民收支状况显著恶化

财务弹性调查		
年份和就业波动	有能力全额支付本月全部账单（%）	能用现金支付 400 美元的开支（%）
2019 年		
所有居民	84	63
2020 年 4 月		
失业或工作时间缩短的群体	64	46
没有失业或工作时间缩短情况的群体	85	68
所有居民	81	64

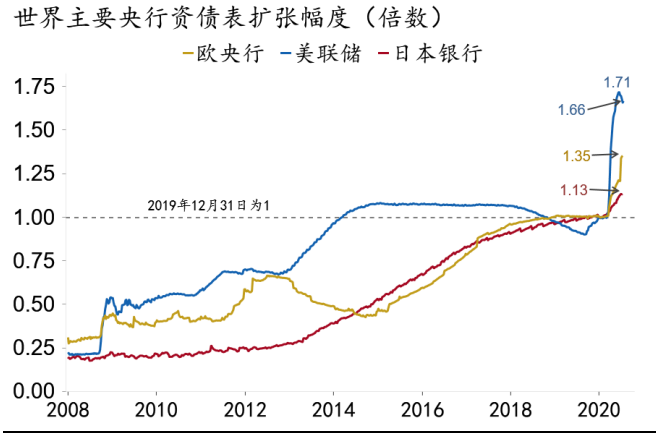
资料来源：美联储、招商银行研究院

[3] 美联储报告发现，年收入低于 4 万美元的家庭中存在失业情况的占比为 40%；年收入在 4-10 万美元之间家庭为 19%，年收入超过 10 万美元的家庭为 13%。“Report on the Economic Well-Being of U.S. Households in 2019, Featuring Supplemental Data from Aprial 2020”,

（二）全球应对：凯恩斯主义的回归

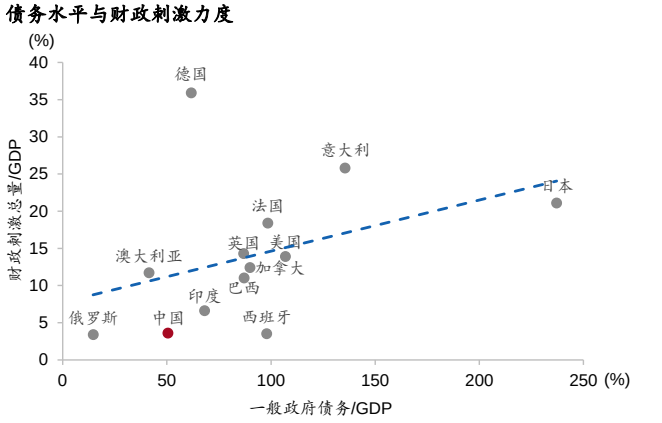
面对新冠疫情对经济的严重冲击，各国普遍回归凯恩斯主义，通过史无前例的货币财政“双宽松”刺激总需求。货币政策方面，美联储 4 个月扩表 3 万亿美元至 7.1 万亿美元，欧央行 3 个月扩表 1.5 万亿欧元至 6.2 万亿欧元。财政政策方面，主要发达经济体的刺激包占 GDP 的比重均超过 10%，其中德国比例最高，为 35.9%；美国总额最大，达 3 万亿美元，占 GDP 的 13.9%。从数据上看，各国财政刺激规模与宏观杠杆率甚至呈正相关，表明财政平衡并非当前各国出台政策时的主要考量因素。

图 9：全球主要央行大幅扩表（截至 7 月 17 日）



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 10：宏观杠杆率未对全球财政刺激造成显著约束



资料来源：IMF、招商银行研究院

分析新冠疫情经济冲击结构的意义在于，不同的经济“病征”需要不同的政策药方。凯恩斯主义崛起的背景是上世纪 30 年代的“大萧条”（The Great Depression）。不同于古典经济学家所信奉的静态财政平衡，凯恩斯认为在经济危机时期应当实施赤字财政政策，通过加大财政支出刺激总需求，提振投资、消费，增加就业以促进经济复苏。随着 1933 年罗斯福新政开始实施，凯恩斯主义（Keynesianism）成为西方国家信奉的经济学教条，直至上世纪 70 年代石油危机后英美发生“滞涨”（stagflation），以弗里德曼为代表的货币主义思潮（Monetarism）兴起。

本次疫情期间各国的凯恩斯主义政策，更多是“以时间换空间”。当前疫病冲击下的经济衰退与经济周期导致的“大萧条”在成因和表现上存在着本质区别。短期内需求和供给冲击交织，财政政策和货币政策可以应对需求冲击，但往往对供给冲击无能为力。例如，受疫情加速影响，近日美国多州重新关闭了餐厅酒吧等室内服务场所。事实上，要完全消除疫情对经济的负面影响，需要彻底阻绝病毒的传播——而这只能寄望于疫苗的出现。因此，在此次疫情爆发的高峰，各国迅速出台天量刺激性政策，主要是为了在封锁期（lockdown）尽可能地维护居民和企业资产负债表的健康，防止经济供给侧遭受长期而持续的负面影响，例如居民破产、企业倒闭，以便经济之后能快速修复。对次贷危机的研究发现[4]，在深度衰退中，经济的供给侧受损，将对经济增长施加持续的负面影响。而次贷危机后美国财政刺激于 2010-2011 年过早退出，也对其经济修复形成了阻碍。主流经济学家们普遍认为，可以预见的长期低利率环境也为加大财政刺激提供了便利条件。

[4] Mai Dao and Prakash Loungani, “The Human Cost of Recessions: Assessing It, Reducing It,” International Monetary Fund, November 11, 2010.

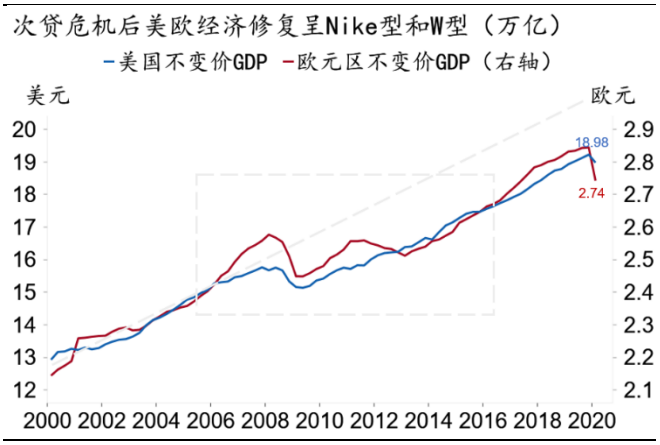
前瞻地看，全球宏观政策的“双宽松”将至少持续至 2021 年末。一方面，当前新冠疫情仍在愈演愈烈，将至少持续到明年。另一方面，疫情高峰过后，各国将普遍面临疫后重建的艰巨任务。尽管由封锁/隔离导致的供给冲击减弱，但各国经济将面临居民和企业资产负债表受损带来的需求冲击，政府仍然需要维持政策宽松刺激总需求。

（三）“新冠复苏”：乏力的“广义 V 型”

全球经济未来的复苏路径仍然存在高度不确定性。一百年前西班牙流感曾三次爆发，今年下半年北半球的新冠疫情也存在二次爆发的风险。二次爆发情形下，尚未完全恢复的经济可能二次探底，呈现双 V 型或 W 型的走势。依据过往经验，疫情的二次冲击力度和影响范围将显著弱化。

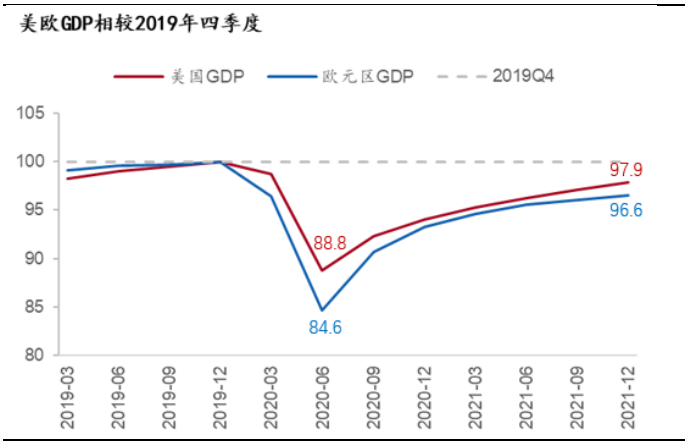
次贷危机后，美欧的经济复苏就呈现出两种不同的走势：美国的形态近似 V 型，而欧元区随后遭受了欧债危机的二次冲击，从而呈 W 型。**值得关注的是，次贷危机及欧债危机的冲击过后，美欧经济并未出现“报复性反弹”：尽管美欧经济增长的斜率恢复至危机前水平，但经济总量却显著低于危机前的趋势水平。**

图 11：次贷危机后的美欧经济复苏形态



资料来源：BEA、Eurostat、Macrobond、招商银行研究院

图 12：美国、欧元区 GDP 修复程度预测



资料来源：招商银行研究院

令人宽慰的是，全球经济大概率已于上半年见底。中国疫情防控最为有效，一季度 GDP -6.8%的同比增速已成为 GDP 增速的底部。欧洲（除俄罗斯）疫情高峰已过，每日新增确诊病例维持在 9,000 例左右，各国已于 5 月开始逐步重启经济，GDP 增速的底部大概率将出现在二季度。美国 6 月零售总额已深 V 反弹，接近疫前水平。目前美国疫情虽然大幅反弹，但考虑到美国民意以及进入最后阶段的总统选举，社交隔离措施的实施力度大概率将小于 4 月，对经济的负面影响也将相应小于当时，下半年美国经济大概率也将好于二季度。

基准情形下，全球经济今明两年的 GDP 增长很可能将呈现出类似 Nike 商标的“广义 V 型”修复：断崖式下跌于今年二季度触底，随后缓慢修复，且斜率逐步放缓。

美国方面，尽管 5 月复工后其经济超预期反弹，二季度的底部有望好于此前预期，但受疫情实质性反弹影响，之后的修复斜率将更为平缓。**预计美国今年 GDP 增速在-5.8%左右，2021 年可望实现 3.4%的增长，GDP 至 2021 年末将恢复至 2019 年末 97.9%的水平。**

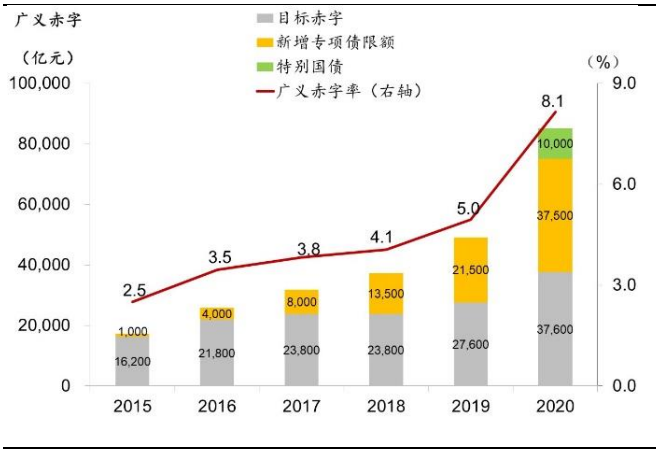
欧元区方面，由于更为严格的封锁措施和力度相对较小的宏观政策应对，二季度 GDP 的跌幅或显著高于美国；由于疫情得到较好控制，随后其经济的修复或快于美国。**预计欧洲今年全年 GDP**

增速在-8.6%左右，2021 年可望实现 4.8%的增长，GDP 至 2021 年末将恢复至 2019 年末 96.6%的水平。

（四）中国前景：“凯恩斯窗口期”下的喜与忧

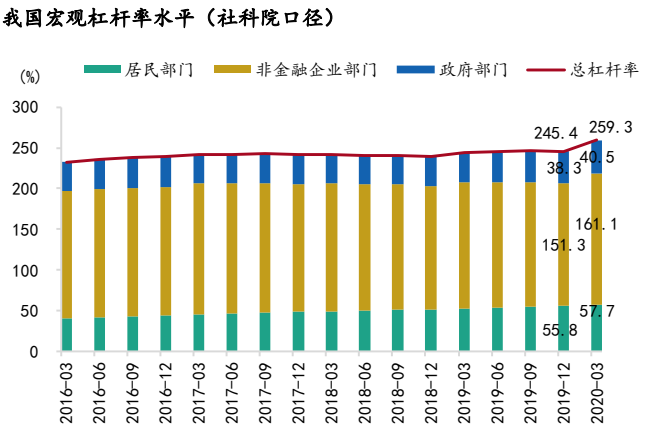
由于疫情控制得力，我国的宏观刺激力度远小于西方发达国家。上半年我国央行下调一年期 MLF 利率 30bp 至 2.95%，常规货币政策空间仍然充足；广义财政赤字（含国债、一般债、专项债及特别国债）相较上年增加 3.6 万亿，相当于 GDP 的 3.6%。但受货币政策和财政政策前置发力影响，一季度我国宏观杠杆率仍然跳升 13.9 个百分点至 259.3%，今年的《政府工作报告》中也隐去了“宏观杠杆率基本稳定”的表述。

图 13：今年我国广义财政赤字增加 3.6 万亿



资料来源：IMF、招商银行研究院

图 14：一季度我国宏观杠杆率跳升 13.9pct



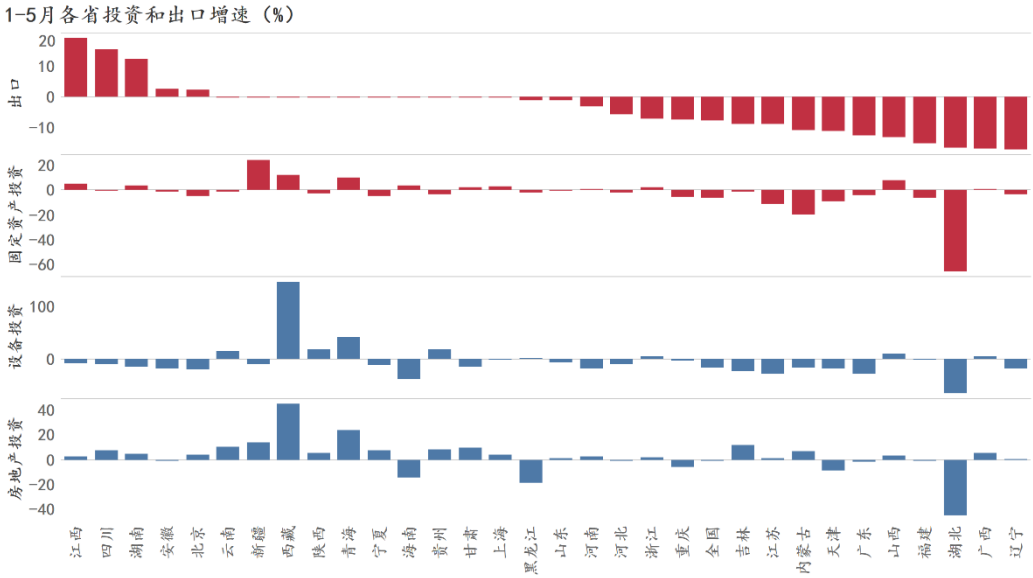
资料来源：Wind、招商银行研究院

虽然政策刺激比较温和，但仍然支撑了我国经济的显著反弹。分省份看，这一反弹中有“喜”也有“忧”。

“喜”的方面：一是房地产韧性强。上半年广东省土地成交火爆，其中广州、深圳、东莞、佛山 1-6 月土地出让收入同比分别增长 81.4%、25.7%、177.0%、52.8%，5 月末广州、深圳、东莞住宅价格指数同比分别增长 0.1%、0.6%、5.9%，下半年房地产投资或将显著上行；其他重要省份中除湖北外房地产投资均较好，其中四川、湖南景气度尤高。二是基建发力明显。广东和中西部基建正在发力，下半年专项债发行规模明显超过去年，配合贷款的增长，基建投资增速仍将上升。三是“南方不亮北方亮”。山东今年投资、外贸、工业、地产均好于全国平均水平，疫情对其医药、纺织行业有利，油价下跌对其炼化行业有利。四是“中部崛起进行时”。以四川、江西、湖南为代表的部分省份外贸和工业景气度较高，产业链内迁渐露端倪。

“忧”的方面：一是经济龙头产业空心化苗头显现。广东、江苏进出口和工业投资较差，尤其是广东明显出现了产业链外迁现象，房地产有过热迹象，就业隐忧浮现。二是居民杠杆高企，风险上升。例如，浙江土地出让收入连续多年全国领先，房地产景气度较高，但居民存款增速显著低于贷款增速，居民杠杆率上升孕育着风险。三是新动能缺位的工业复苏持续性存疑。河南、湖南设备投资增速低，建安投资驱动的工业投资增速或难持续。四是疫情以及最近的水灾对经济施加的不确定性影响。

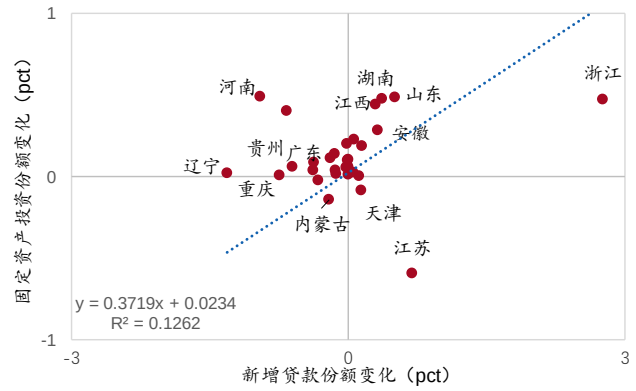
图 15：我国经济反弹中各省有喜有忧



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 16：上半年货币扩张对经济的积极影响[5]

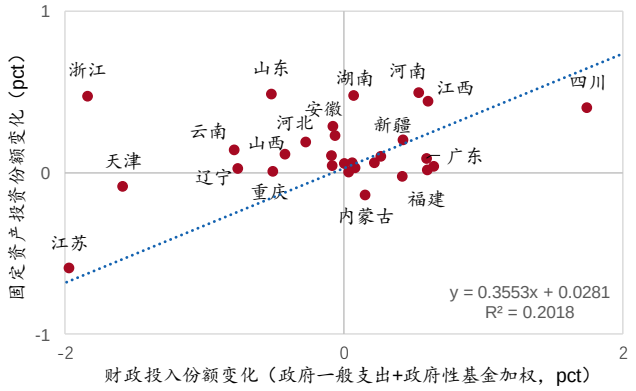
新增贷款与固定资产投资变化（2020.5减2019.12）



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 17：上半年财政扩张对经济的积极影响[6]

财政投入与固定资产投资变化（2020.5减2019.12）



资料来源：Wind、招商银行研究院

展望下半年，我国经济中最大的确定性因素是“凯恩斯窗口”，即扩张性的财政给经济带来的拉动效应。未来数月政府债券发行量和贷款金额都将保持大幅增长。根据《政府工作报告》测算，下半年政府债券净发行或将达到 4.57 万亿，比 2019 年下半年增加 104%，预计大部分将在 10 月前发行完毕。根据央行易纲行长在陆家嘴论坛上的讲话测算，下半年新增贷款约为 7.4 万亿，新增社融约为 12.2 万亿，分别是去年同期的 1.04 倍和 1.1 倍。这将带来多重影响：一是下半年经济增速大概率将显著反弹；二是为了配合发债，三季度货币政策或适度给予流动性支持，当前货币政策的“结构性”转向，是为精准滴灌实体经济，而不是宽松立场的反转。但货币政策边际转向，仍将加大货

5 为了将全国的各省情况进行比较，图中各省指标均除以全国总量以标准化。其中，固定资产投资份额变化：指 2020 年 5 月各省固定资产投资累计值占全国的份额与 2019 年 12 月所占份额的变化。新增贷款份额变化：指 2020 年 5 月与 2019 年 12 月各省新增本外币各项贷款余额占全国的份额变化。由于湖北省受疫情影响，各项指标均大幅低于全国平均水平，并未体现在图中。

6 财政投入指数：采用各省政府一般性支出和政府性基金支出加权拟合得到，其中政府性基金支出根据收入端各省地方政府专项债和地方土地出让收入等估算。

币市场和债券市场的波动；在经济修复、流动性保持相对宽松、资本市场改革开放继续发力的多重支持下，股票市场或维持强势。

新冠疫情仍是下半年我国经济所面临的最大不确定性。若疫情于冬季加剧，防疫措施再度趋于严格，将对尚未复苏的经济造成猛烈的二次冲击，届时我国将不得不采取更大力度的财政和货币刺激，甚至实施某种程度的财政赤字货币化。在宽松政策的刺激下，资产价格可能显著走高，但经济所面临的中长期风险将大幅上升。

此外，中美贸易摩擦仍将对我国经济施加负面影响。中美贸易摩擦自 2018 年开始以来历经反复：同年 11 月有所缓和，去年 5 月又趋于恶化，之后中美双方于去年 10 月订立了第一阶段贸易协议。今年美方对我国的遏制措施加码，包括部分产品恢复加征 25%的关税，以及对华为的严厉制裁等，但短期内还未对我国经济造成显著冲击。年底美国大选之后，双方仍然有通过谈判缓和冲突的机会。

表 2：2020 年中国经济预测

指标		2018	2019	2020H1	2020F		
					基准	乐观	冲击
实际 GDP		6.7	6.1	-1.6	2.2	3.0	-2.0
社会消费品零售总额		9.0	8.0	-11.4	-2.0	0	-6.0
全社会固定资产投资		5.9	5.4	-3.1	3.8	6.0	-1.0
基建投资		1.8	3.3	-0.1	12.0	14.0	5.0
制造业投资		9.5	3.1	-11.7	-6.5	-3.0	-10.0
房地产投资		9.5	9.9	1.9	7.0	10.0	4.0
出口（以美元计）		9.9	0.5	-6.2	-4.3	-2.0	-8.0
进口（以美元计）		15.8	-2.7	-7.1	-5.1	-3.0	-10.0
CPI		2.1	2.9	3.8	2.4	2.6	2.0
PPI		3.5	-0.3	-3.0	-2.0	-1.0	-3.0
新口径社融增速		10.3	10.7	12.8	13.0	14.0	12.0
M2		8.1	8.7	11.1	10.8	11.5	10.0
人民币贷款增速		13.5	12.3	13.2	12.7	13.8	12.0
降准预期	次数	4	3	3	5	4	5
	幅度(bp)	250	150	50	100	100	150
利率	1 年期基准存款	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
	1 年期基准贷款	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
	10 年期国债利率	3.23	3.14	2.76	2.90	3.00	2.80
	1 年期 LPR:年末	-	4.15	3.85	3.75	3.85	3.65
	5 年期 LPR:年末	-	4.8	4.65	4.60	4.65	4.50
上证综指		2,494	3,050	2,750	3,000-3,300	3,300-3,800	2,700-3,000
USDCNY		6.6	6.9	7.04	6.8-7.1	6.7-7.0	6.9-7.2
伦敦金		1,269	1,394	1,645	1,900	1,850	2,000

注：2020 年基准情形下的降准次数统计为 5 次（1、3、4、7 月、Q4），合计 100 bp（仅计算全面降准幅度）。央行已于 1 月全面降准 50bp、于 3 月普惠降准、于 4-5 月定向降准 100bp，预计 7 月定向降准、四季度全面降准 50bp。

资料来源：Wind、招商银行研究院

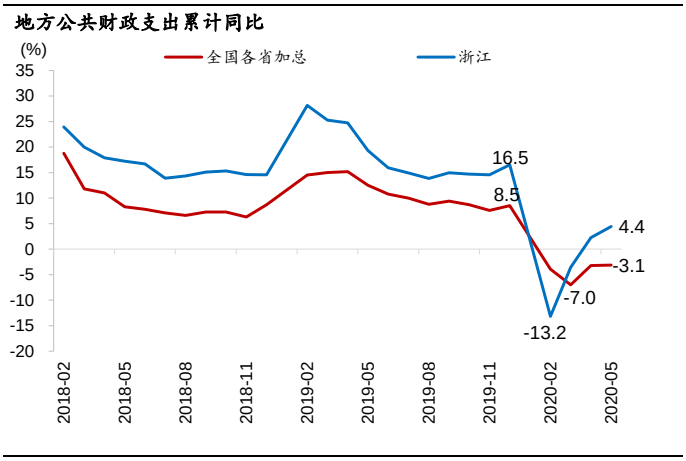
基准情形下，下半年经济将延续复苏态势，全年 GDP 增长 2.2%。经济复苏的动力主要有三：一是投资发力，预计下半年基建投资将稳步增长，房地产投资展现韧性；二是消费回升，年末单月社零增速有望达到去年同期水平；三是需求回暖拉动产销增长，企业营收和利润的改善有望持续。

作为政策支撑，财政政策空间尚存，同时制度性减税降费政策有望进一步推进；货币政策保持结构性宽松立场，未来总量性的“宽货币”政策或将趋于收敛，结构性的“宽信用”政策将持续发力；今年末 M2 和社融增速或将分别上升至 10.8%和 13%，下半年 1 年期和 5 年期 LPR 可能分别调降 10bp、5bp 至 3.75%、4.6%。在疫情未出现二次爆发和中美关系缓和的乐观情形下，预计全年 GDP 增速可达到 3%；而在疫情二次爆发和中美经贸摩擦加深的冲击情形下，全年 GDP 增速可能跌至-2%。

专栏：解剖麻雀——浙江省经济修复分析

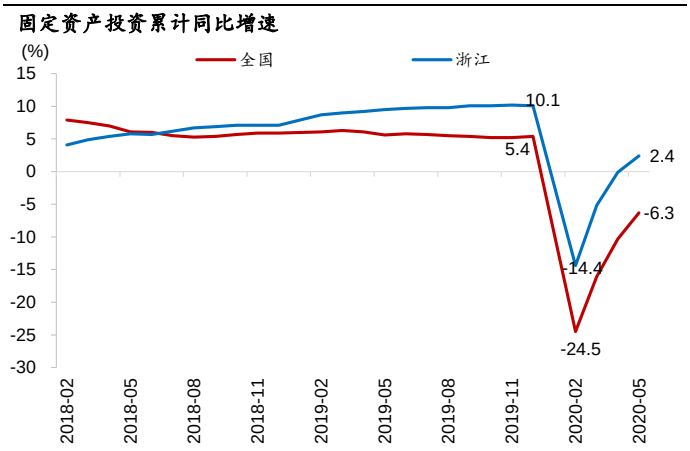
疫情冲击下，浙江省的财政货币扩张显著高于全国水平。财政方面，1-5 月浙江省地方公共财政支出累计同比增长 4.4%（较 2 月提升 17.6pct），显著高于全国同期-3.1%的水平（较 2 月提升 3.9pct）。由于互联网、电商产业较为发达，浙江省产业受疫情冲击相对较小、财政收入增长亦有韧性：1-5 月，浙江省公共财政收入同比-2.8%，显著高于全国-13.6%的水平。此外，疫后浙江省土地市场出让火爆也支撑了浙江省的政府性基金收入。以杭州为例，前 5 月成交土地规划建筑面积同比增长 10.1%，显著好于 100 大中城市同期-0.7%的水平。**货币方面，浙江省信贷余额增量/GDP 全国领先。**上半年浙江省贷款余额增长 1.42 万亿元，占全国贷款余额增量的 11.2%，远高于一季度浙江 GDP 在全国 7.1%的占比，超出幅度位居全国第一。

图 18：浙江省财政支出领先全国其他地区



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 19：浙江省投资增速反弹快于全国



资料来源：Wind、招商银行研究院

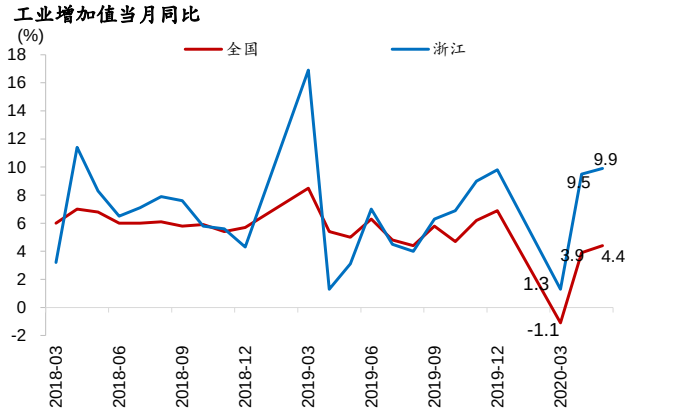
宏观政策扩张下，浙江省经济迅速修复。一是投资增长领跑全国。截至 5 月，浙江省固定资产投资同比增速累计同比增长 2.4%，较疫前水平下滑 7.7pct；同期全国固定资产投资同比增速累计同比-6.3%，较疫前水平下滑 11.7pct。**二是工业生产修复领先全国。**5 月浙江省工业增加值当月同比增长 9.9%，增速已恢复至疫前水平（9.8%）；同期全国工业增加值同比增长 4.4%，仍略低于疫前水平（6.9%）。**三是企业利润增速反弹快于全国。**截至 5 月，浙江省工业企业利润累计同比-11.0%，增速较 2 月谷底水平反弹 39.2pct。同期，全国工业企业利润累计同比-19.3%，增速较 2 月谷底水平反弹 19.0pct。**整体上看，浙江省投资增长对经济起到拉动作用，表现为生产修复领先、利润反弹更快。**

相较企业部门，浙江省居民部门的改善并不明显。1-6 月全国新增居民存款 8.33 万亿，其中浙江省居民存款增长 0.61 万亿，浙江省居民存款增长在全国占比为 7.3%，远小于浙江省新增贷款在

全国 11.4%的占比。从人均可支配收入增速看，一季度浙江省居民人均可支配收入同比增长 0.4%，落后于全国 0.8%的水平。浙江省消费修复也并未显著好于全国水平。1-5 月，浙江限额以上企业消费品零售总额累计同比-10.2%，较疫前水平下滑 16.3pct；同期全国销售额累计同比-12.7%，较疫前水平下滑 16.6pct。

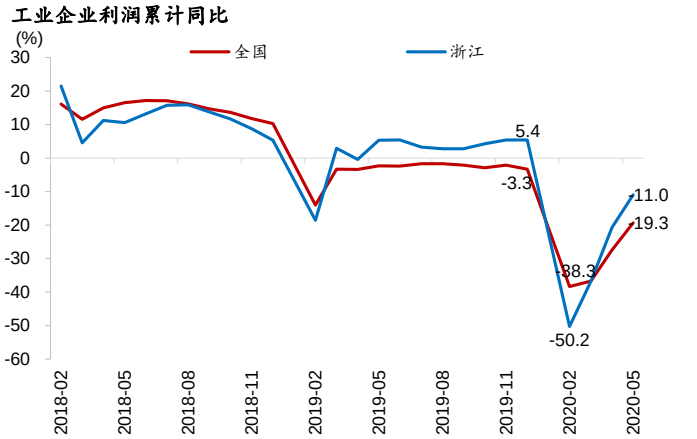
从浙江的经验看，扩张性宏观政策对企业部门的正面影响显著高于居民部门。但值得注意的是，维持居民资产负债表的健康是今年“六稳”“六保”的重中之重，也是未来我国经济需求端修复的关键所在。

图 20：浙江省工业生产修复领先全国



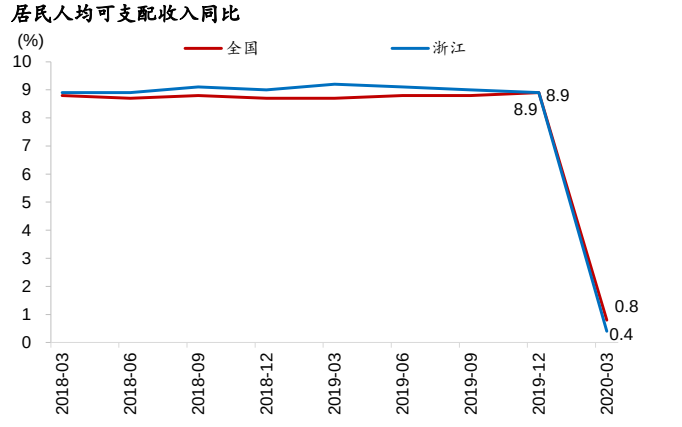
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 21：浙江省企业利润反弹领先全国



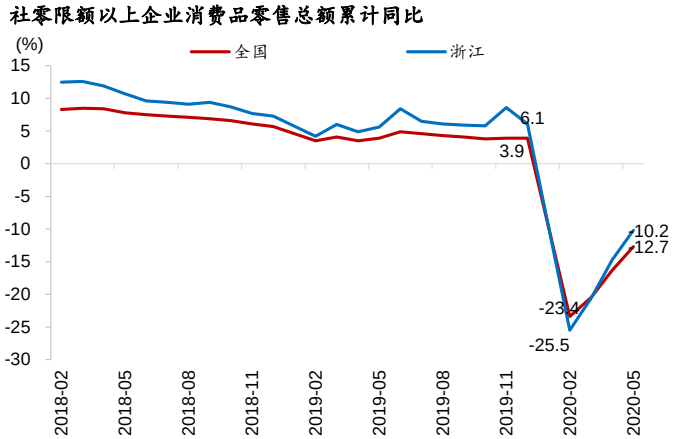
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 22：浙江省居民人均可支配收入增速落后全国



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 23：浙江省社零修复与全国水平相当



资料来源：Wind、招商银行研究院

二、全球经济：漫漫修复路

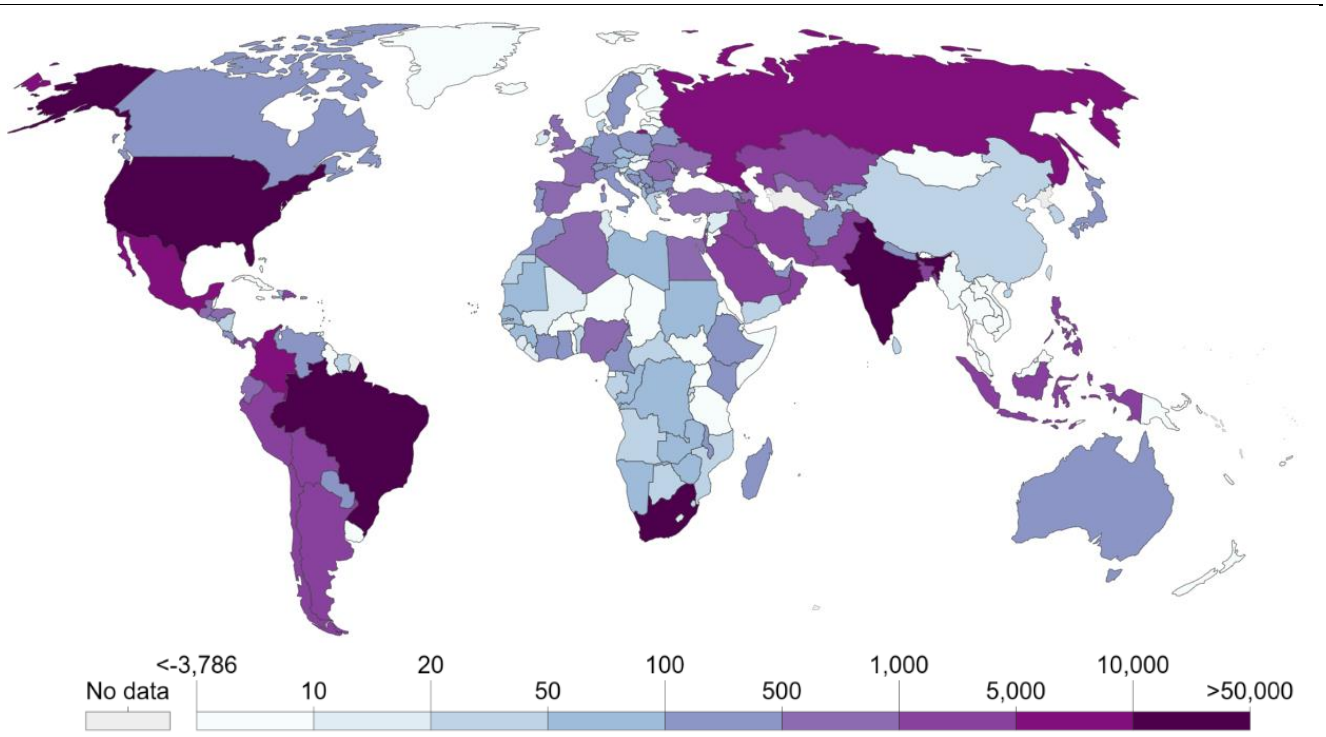
（一）全球疫情：二次冲击风险上升

新冠疫情今年年初爆发以来，截至 7 月中旬全球累计感染人数已超 1,300 万，死亡人数超 57 万。当前全球疫情的发展呈现出两大特征。

一是在总量上，全球疫情发展步入第三阶段，确诊病例总量仍在加速上升。3 月新冠疫情在全球爆发，日均新增从月初约 1 千人快速提升至月底的 6 万人左右；4 月在欧美国家较严格的防疫控制下，病毒传播进入平台期，稳定在日均 8 万人上下；5 月以来，全球疫情发展进入第三阶段，不仅日均新增再次出现快速攀升，斜率亦日趋陡峭，7 月中旬日均新增达到约 22 万人的水平。

二是在全球区域分布上，疫情呈“波浪式接力”：疫情首先于 1 月底在中国爆发并很快得到有效控制；随后 3 至 4 月欧美国家相继出现疫情高峰；其后疫情“震中”转移至南亚、西亚、南美、非洲的新兴市场国家，目前仍在这些地区快速蔓延。考虑到目前南半球处于冬季，疫情烈度似乎与温度存在负相关。

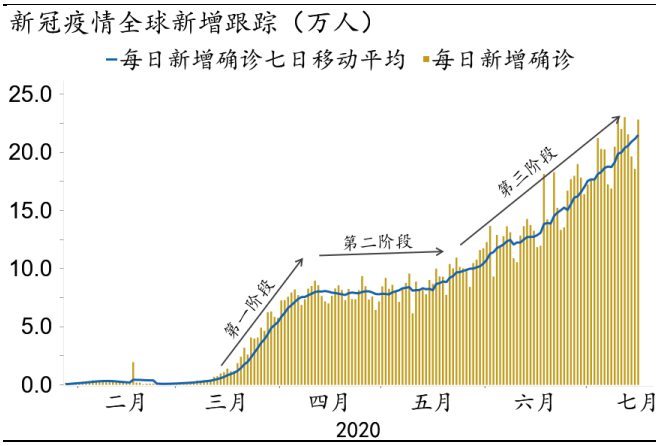
图 24：目前疫情“震中”在美国和新兴市场国家（截至 7 月 16 日）



注：颜色深度代表每日确诊数量（7 日移动平均），颜色越深则每日新增确诊越多
资料来源：Our World in Data、招商银行研究院

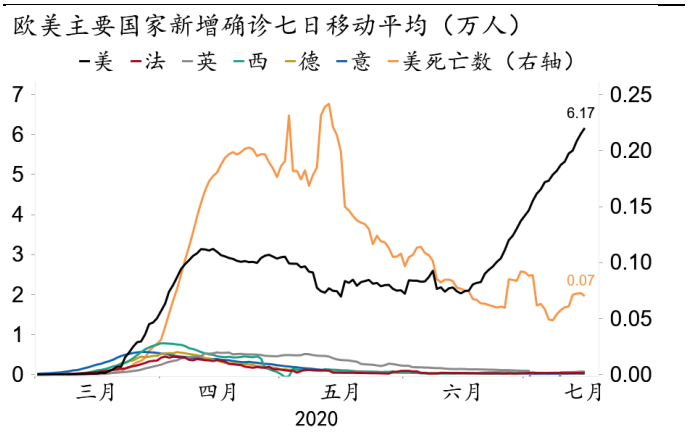
在疫苗问世之前，作为防范疫情唯一有效的方式，社交隔离（social distancing）使得经济活动骤减。各国均面临防控疫情和重启经济的艰难权衡。5 月美国在疫情尚未完全受控的情况下（日均新增 2 万例左右）强行重启经济，叠加随后的全国大规模抗议活动，疫情已经出现实质反弹：每日新增屡创新高，死亡人数也出现跳升。欧洲复工时尽管疫情已基本得到控制，但部分国家如西班牙、法国在复工后疫情也出现了弱反弹。考虑到下半年北半球的气温将逐步下降，疫情二次冲击的风险显著上升。

图 25：全球新增确诊加速上升（截至 7 月 16 日）



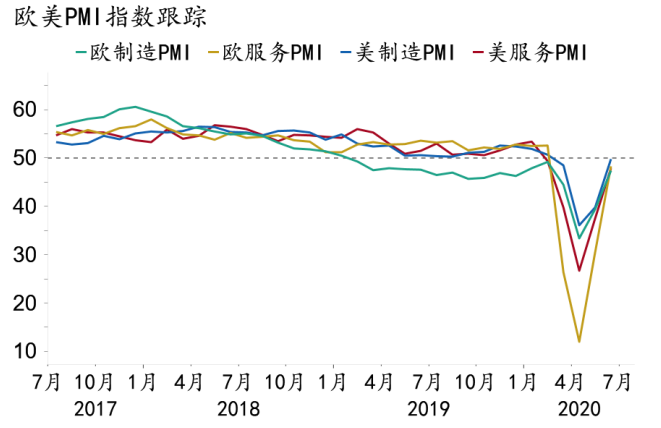
资料来源：WHO、Macrobond、招商银行研究院

图 26：美国疫情出现实质性反弹（截至 7 月 16 日）



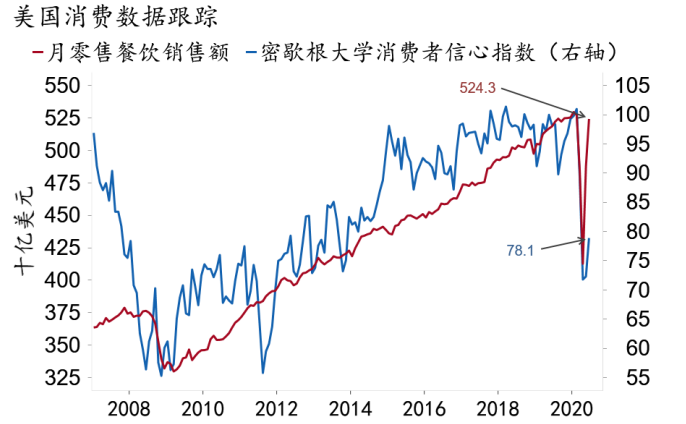
资料来源：WHO、Macrobond、招商银行研究院

图 27：欧美 5、6 月 PMI 大幅反弹



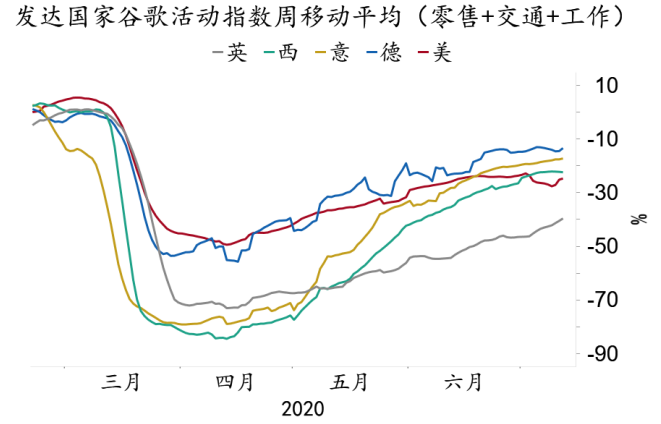
资料来源：IHS Markit、Macrobond、招商银行研究院

图 28：重启后美国零售数据修复至近疫前水平



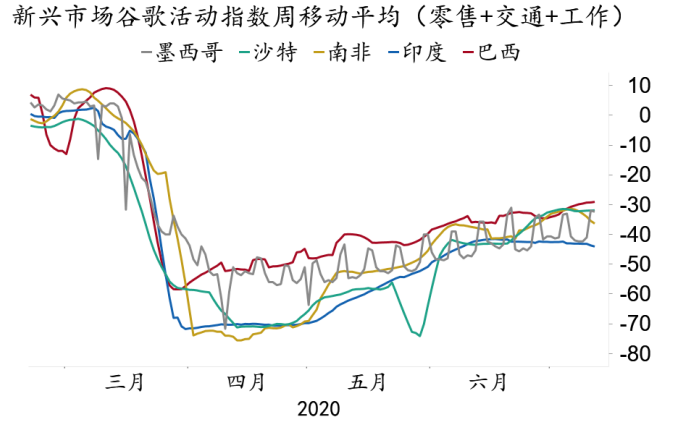
资料来源：US Census、UMich、Macrobond、招商银行研究院

图 29：除英国外发达国家经济活动恢复超 80%



资料来源：Google、Macrobond、招商银行研究院

图 30：新兴市场国家经济活动恢复到 60-70%



资料来源：Google、Macrobond、招商银行研究院

复工后美欧经济显著回暖，PMI 均大幅修复至接近荣枯线的水平，就业、零售等部分经济指标超预期反弹。尽管如此，考虑到 4 月美欧经济的断崖式下跌，预计二季度增速和总量仍会是全年的低点。此外，下半年整体经济情况料好于二季度，但未来美欧防疫政策可能不得不再度趋紧，经济反弹的态势可能难以维持二季度水平。

基于谷歌发布的高频用户活动数据[7]分析，疫情冲击下不论欧美发达国家还是新兴市场国家的经济修复目前已呈现出“广义 V 型”：断崖式的下跌跟随着平缓而漫长的修复。欧美发达国家经济活动在 3 月中旬出现大幅滑坡，随后在 3 月底 4 月初开始筑底。其中美、德经济活动受疫情冲击的幅度小于南欧国家。5 月经济重启后，西班牙、意大利等南欧国家的经济活动明显反弹，目前恢复程度与美德相若。尽管美欧经济活动在 4 月初企稳并在 5 月逐渐回暖，但漫长的修复过程意味着二季度将是全年受冲击最显著的区间。此外，新兴市场国家的底部滞后于发达国家，普遍出现在四月中旬，随后反弹的斜率也小于发达国家，主要因为这些地区疫情仍在快速发展。

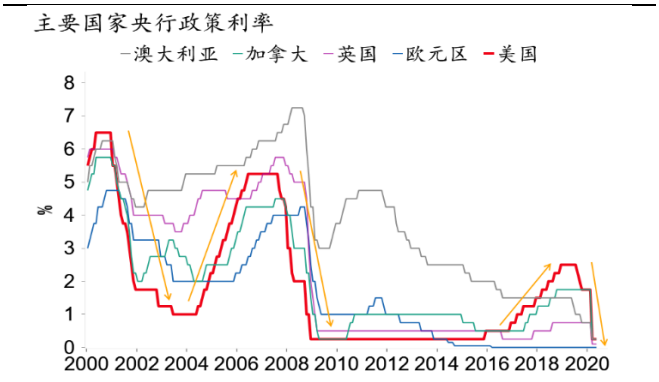
值得关注的是，尽管美国经济活动仅恢复至疫前 8 成左右，统计局数据显示 6 月零售与餐饮消费额已基本恢复至疫前水平。这指向疫后美国居民消费方式产生结构性变化：消费电子、家用电器、家具建材、体育用品等“宅经济”支出成为修复的主要驱动。但美国疫情加速蔓延之下，美国消费的强劲增长可能并不具备可持续性。

（二）宏观政策：维持零利率，加码量化宽松

1. 美国

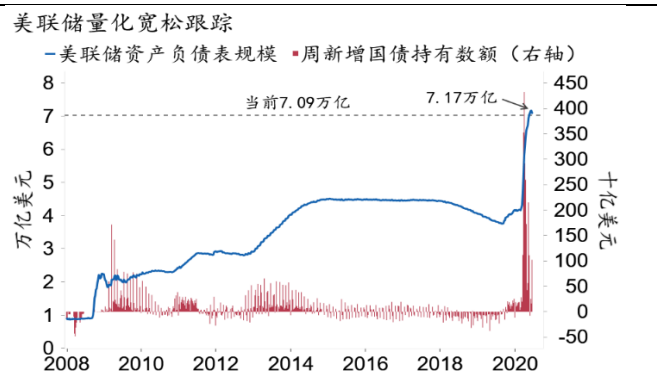
3 月以来，美国的宏观政策以前所未有的速度和力度应对本土疫情的爆发。货币政策方面，美联储快速将联邦基金利率降至零，同时开启“无限量”QE，四个月扩表 3 万亿美元，并推出了 9 项创新信贷工具直接支持美国的企业和居民。以 10 倍杠杆率计，美国财政部的“关怀法案”（CARES Act）提供 4,540 亿美元，可为美联储撬动超过 4 万亿美元的信贷额度。近期美联储资产负债表规模出现边际下降，主要是由于美元全球流动性紧张大幅缓解，美联储与世界其它央行的货币互换规模下降。美联储在 6 月议息会议后表示将在未来数月维持每月不低于 1,200 亿美元的购债额度，因此在货币互换规模企稳后，其资产负债表的规模有望重拾上升态势。

图 31：世界主要央行已将利率下调至零



资料来源：各国央行、Macrobond、招商银行研究院

图 32：美联储扩表 3 万亿美元（截至 7 月 17 日）



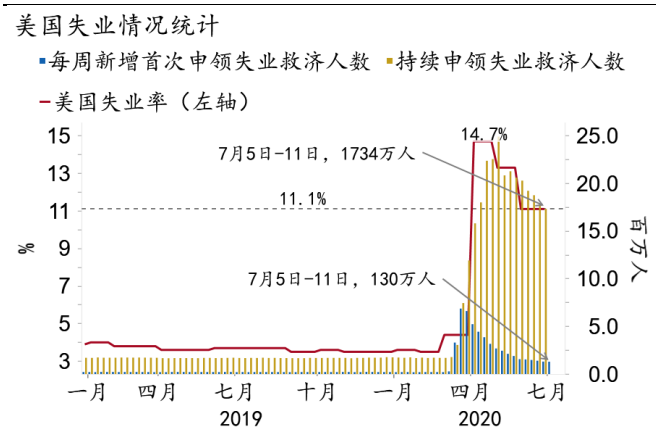
资料来源：Fed、Macrobond、招商银行研究院

[7] 该数据来源于谷歌基于“谷歌地图”等程序采集的高频人口活动数据，在分析中我们选取并综合了人群在零售、工作和交通场景下的驻留时长，将其命名为谷歌活动指数。

财政政策方面，美国通过大幅“加杠杆”应对危机。美国国会快速通过了 3.5 轮（3 轮刺激方案+1 轮额度补充）共 3 万亿美元的财政刺激方案，规模达美国 GDP 的 13.9%。这也使得美国的赤字规模大幅攀升：即便美国政府不再推出进一步财政刺激计划，据美国国会预算办公室（CBO）预测，今年美国财政赤字将达 3.7 万亿美元，占 GDP 的 17.9%，为二战后最高水平。

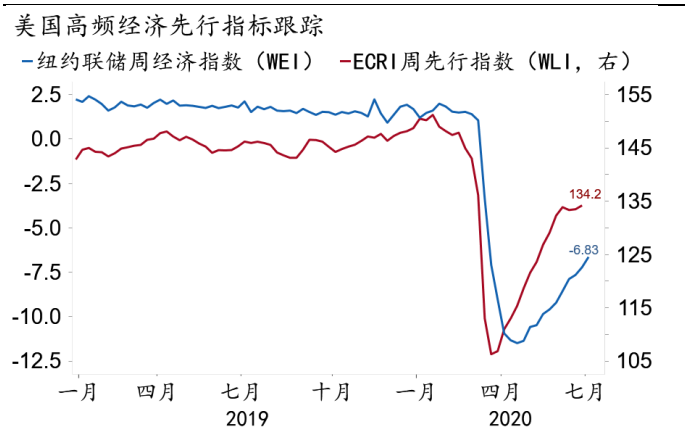
尽管重启后美国部分经济指标出现大幅反弹，但美联储 6 月议息会后仍认为美国经济的修复不容乐观。美国仍有近 1,500 万居民因疫情失业，多数经济指标仍然大幅低于疫前水平。在未考虑疫情二次爆发的基准情形下，美联储、CBO 等主要政府部门普遍预测，美国经济至 2021 年底都难以恢复至 2019 年四季度的水平。**在此背景下，美国货币政策中期内将维持宽松。**美联储当前预期将至少维持零利率至 2022 年，但排除了短期内实施负利率的可能性。除前瞻指引外，美联储 6 月份也表示考虑将收益率曲线控制（YCC，Yield Curve Control）[8]纳入货币政策工具包。然而，近期就业和居民消费数据持续超预期修复可能使美联储立场发生边际变化，转为观望态度，进而减缓扩表节奏，推迟 YCC 或其它创新货币工具的投放。因此，美联储 7 月底议息会议后的表态值得关注。

图 33：经济重启后美国就业市场大幅回暖



资料来源：BLS、Macrobond、招商银行研究院

图 34：美国经济先行指标边际反转（截至 7 月 17 日）



资料来源：NY Fed、ECRI、Macrobond、招商银行研究院

财政政策仍可能成为下半年美国进一步刺激经济的发力点。上半年美国推出的财政刺激包即将耗尽/到期：旨在为雇佣美国一半劳动力的中小企业托底的薪酬保护计划流动性便利（PPPLF，Paycheck Protection Program Liquidity Facility）和普惠贷款项目（MSLP，Main Street Loan Program）等项目将在 9 月 30 日结束；对居民的额外失业补贴也将在 7 月 31 日结束。美国大概率将在三季度推出新的财政刺激方案。目前，民主党单方面起草的第 4 轮 3 万亿财政刺激方案已于 5 月 15 日通过众议院。但其仍需经过大幅调整才能通过共和党把控的参议院。特朗普也想借机加入自己的 1 万亿美元基建计划，在大选年最后阶段兑现其竞选承诺。

贸易方面，考虑到美国经济疲弱的基本面以及美国大选的进程，短期内中美贸易摩擦全面升级的风险相对较低。受美国疫情实质性反弹影响，特朗普的民调支持率已大幅走低，显著落后于拜登。11 月大选前，特朗普仍将展示其对华的强硬立场，但由于工人和农民是其大选票仓的基本盘，

[8] 当短期利率处于“零下限”时，通过压低长端利率进一步刺激经济。二战期间美国曾实施 YCC，以降低联邦政府战时的融资成本，是美国首次实践财政赤字货币化。

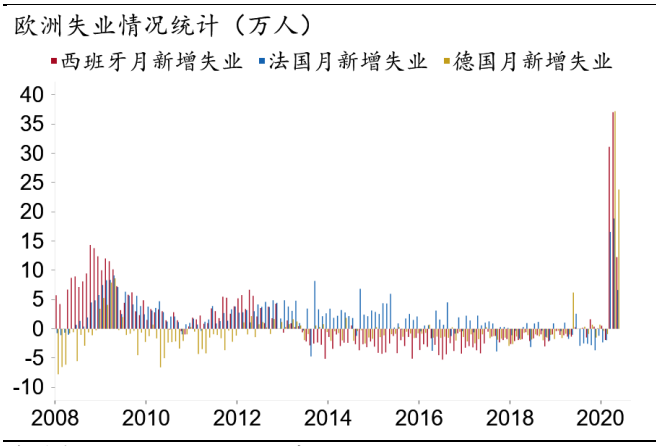
为保留中国对美大规模采购订单，同时考虑到升级贸易摩擦对经济的不利影响，美国大概率不会终止中美第一阶段贸易协议，但大选后中美贸易摩擦的走向仍存在高度不确定性。

2. 欧元区

疫情爆发以来，欧元区的货币政策刺激力度相对克制。欧央行并未下调三大基准利率：主要再融资操作（Main Refinancing Operation）、存款便利（Deposit Facility）和边际贷款便利（Marginal Lending Facility）仍分别维持在 0%、-0.5%和 0.25%的水平。非常规货币政策方面，欧央行主要通过两轮 7,500（3 月 18 日）+ 6,000（6 月 4 日）亿欧元的疫情应急购买计划（Pandemic Emergency Purchase Programme）和现有的非常规工具如资产购买计划（Asset Purchase Programme）、长期再融资（Longer-term Refinancing Operations）以及定向长期再融资操作（Targeted Longer-term Refinancing Operations）等工具实施。自 3 月以来，欧央行通过这些工具扩表约 1.5 万亿欧元。

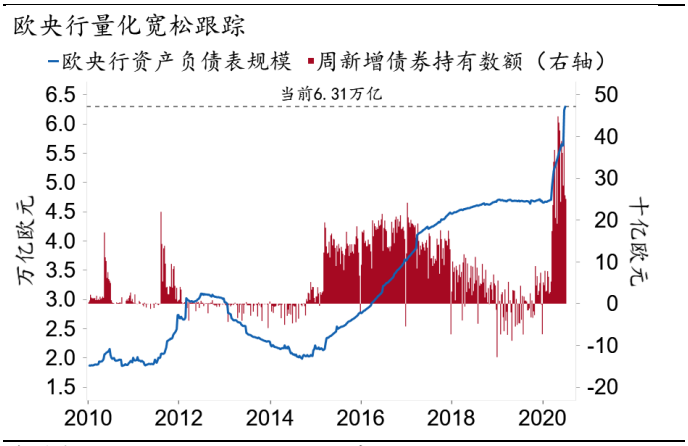
前瞻地看，欧央行进一步降息至负利率区间的可能性不大，下半年可能加大量化宽松的力度为实体经济和金融市场注入流动性。对于市场讨论较多的债券购买工具直接货币交易（OMT，Outright Monetary Transactions），欧央行行长拉加德表示暂不具备实施条件。欧央行于 2012 年推出 OMT，可令其无限量购买欧元区成员国主权债券以提供财政援助，但欧央行并未在该计划下买入任何债券。

图 35：5、6 月欧洲主要国家新增失业数明显下降



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 36：欧央行扩表 1.5 万亿欧元（截至 7 月 17 日）



资料来源：ECB、Macrobond、招商银行研究院

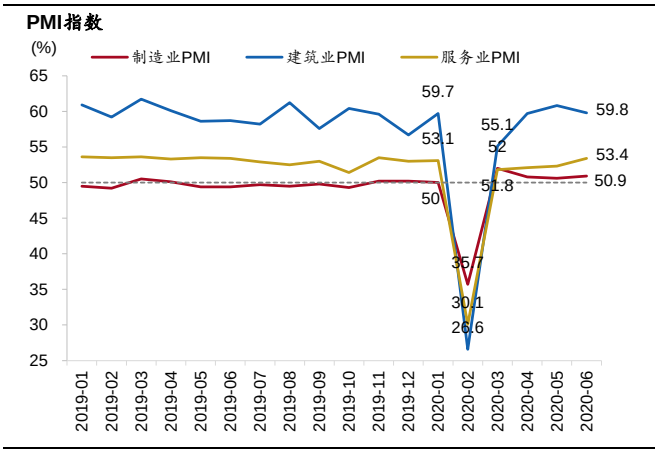
在货币政策空间有限的情况下，欧元区各国的财政刺激相对更积极。除了各国单独的财政刺激方案外，欧盟委员会在 5 月下旬拟设立一项总额为 7,500 亿欧元的复苏基金，其中 5,000 亿将用于无偿转移支付，主要受益人是受此次疫情冲击最为严重的南欧国家，如意大利（820 亿）和西班牙（770 亿）。该计划在 6 月 19 日成员国间的初次讨论中未能获得共识，下次讨论预计安排在 7 月下旬。德国自 7 月起担任欧盟轮值主席，总理默克尔表示将大力推动提案的通过。其关键主要在于欧洲“节俭四国”（奥地利、丹麦、荷兰和瑞典）的态度能否发生转变。如提案最终获得通过，不仅南欧的主权债务压力将有所缓解，欧盟财政一体化也将向前迈进一步。

三、中国经济：疫后重建

（一）生产：反弹分化，恢复放缓

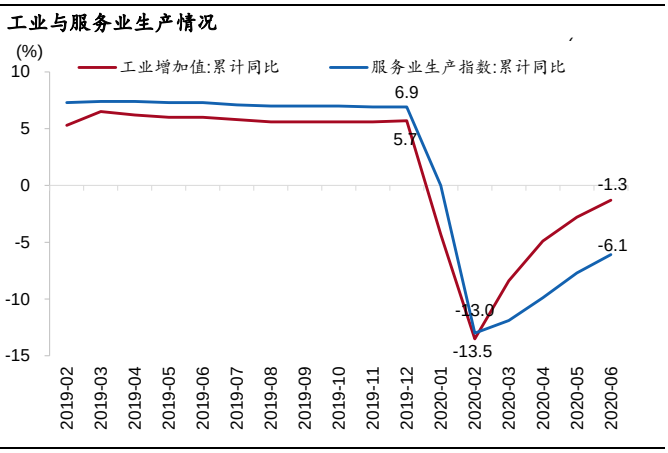
新冠疫情的爆发给生产活动带来巨大冲击，不过随着疫情好转及复工复产的推进，生产端快速反弹，但工业与服务业修复速度出现分化。年初为对抗疫情所采取的隔离措施使部分企业生产活动陷入停滞，导致经济在供给侧大幅收缩，2 月工业增加值及服务业生产指数同比增速分别较前值下跌 19.2 和 19.9 个百分点，至-13.5%和-13%。国内疫情得到控制后，3 月生产活动迅速恢复，制造业、建筑业、服务业 PMI 从 2 月的低点跳升至荣枯线以上，并连续 4 个月保持扩张势头。但由于 PMI 指数调查的是经济活动环比扩张或收缩，50%的荣枯线代表与上月持平，因此 PMI 的连续扩张并不意味着当前企业实际生产经营已恢复至疫前水平。此外，由于保持社交距离、降低人员流动等常态化防疫措施对工业扰动较小，而对住宿餐饮、文化娱乐等需人与人频繁接触的服务业扰动较大，故工业的修复速度快于服务业，1-6 月工业增加值累计同比增速已上升至-1.3%，而同期服务业生产指数累计同比增速仍处于-6.1%的历史低位。

图 37：PMI 指数 V 型反弹



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 38：服务业生产反弹弱于工业生产

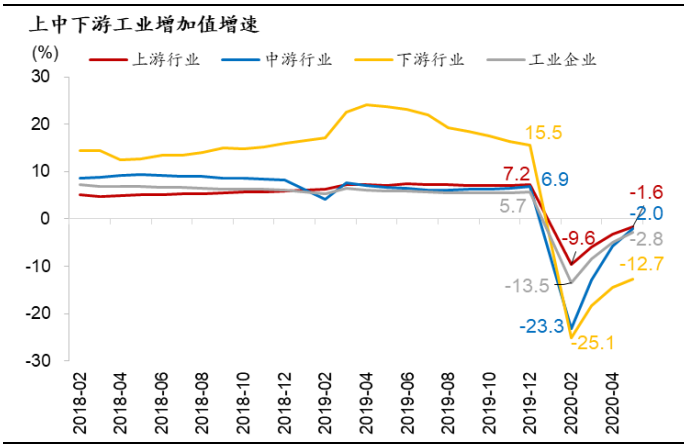


资料来源：Wind、招商银行研究院

复工后我国工业企业经营情况相较 2 月份已出现显著回暖，但上、中、下游的修复冷暖不均。在生产端，今年上半年工业增加值同比增速仍然维持小幅负增长（-1.3%）。2 月中下游行业受疫情冲击的程度远大于上游。随后中游行业生产的恢复最为强劲，5 月同比增速与上游相当（2%左右）；下游行业增加值的修复最为缓慢，目前仍然维持两位数的同比负增长（-12.7%）。下游行业中增速转正的只有计算机通信制造、烟草制品和医药制造业等为数不多的几个行业。

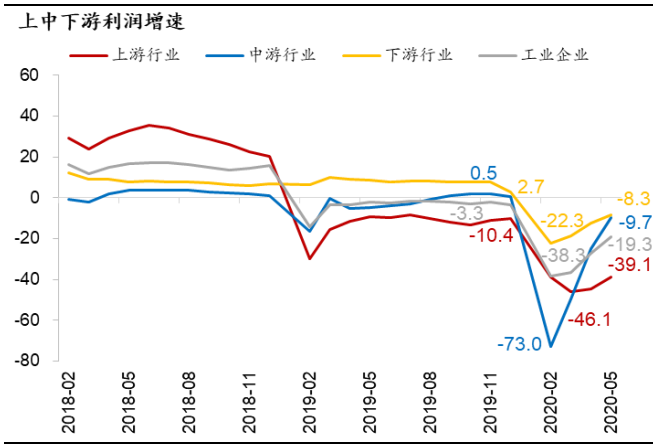
从利润看，1-5 月工业企业利润同比大幅下降 19.3%，增速较去年同期下滑 17pct，拖累主要来自上游行业。尽管上游企业的产能增速更接近疫前水平，但受大宗商品价格下跌的影响，其利润增速与中下游行业分化巨大，疫情高峰后改善有限。中游企业利润伴随着生产快速修复。具体来看，目前上游行业中实现利润正增长的只有黑色金属矿采选、燃气生产供应、橡胶和塑料制品及非金属矿采选等行业。中下游累计利润同比大幅增长（超 20%）的行业包括计算机通信制造、烟草制品、农副食品加工和专用设备制造等行业。

图 39：下游行业增加值修复最为缓慢



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 40：上游行业利润修复最为缓慢



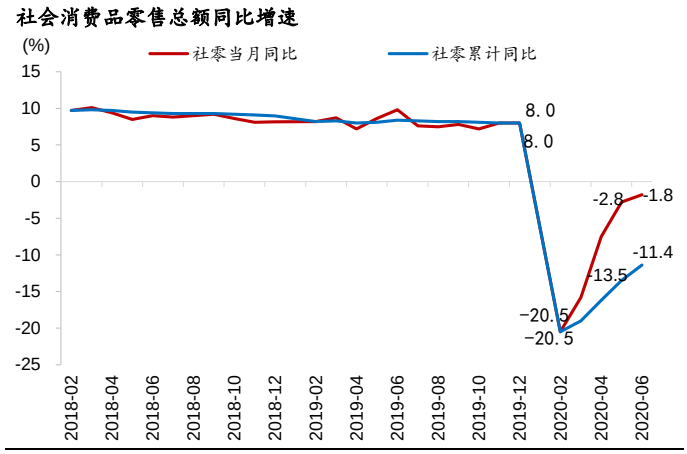
资料来源：Wind、招商银行研究院

前瞻地看，下半年工业生产有望延续上升势头，上升幅度将主要取决于需求改善。生产的进一步修复将沿着三条主线进行。一是消费回升拉动中下游制造业和服务业增长。社零当月增速大概率在年末恢复至疫前同期水平，使得下游制造业营收改善，进而带动中游制造业营收增长，服务业生产亦将受消费提振。**二是受益于基建和地产投资力度加大，中上游企业生产经营有所好转。**预计下半年基建投资将进一步加速，房地产投资恢复至去年同期水平，进而拉动钢铁、水泥、专用设备等相关行业产销加速。**三是支持政策不断落地，企业经营环境改善。**随着普惠金融、减税降费等政策的大范围推进，经营成本将逐渐下行，有利于提升企业利润水平，并刺激企业扩大生产。

（二）消费：砥砺前行

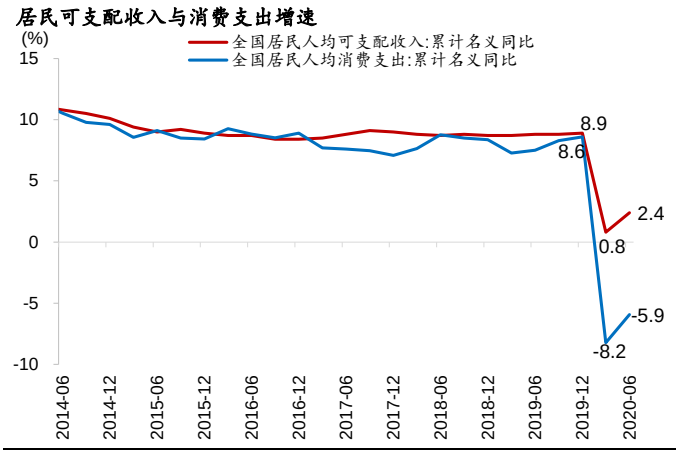
疫后我国消费修复节奏缓慢。今年 1-2 月，受疫情冲击，社会消费品零售总额同比增速大幅下滑 28.5pct 至-20.5%。3 月以来，社会消费品零售总额同比增速逐渐回升，但修复速度不及市场预期，亦落后于生产和投资。截至 6 月，社零当月名义同比为-1.8%，较 2 月谷底水平提升 18.7pct，连续 5 个月处于收缩状态。

图 41：2-6 月社零同比连续 5 个月收缩



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 42：居民收入与就业的增长压力制约消费修复



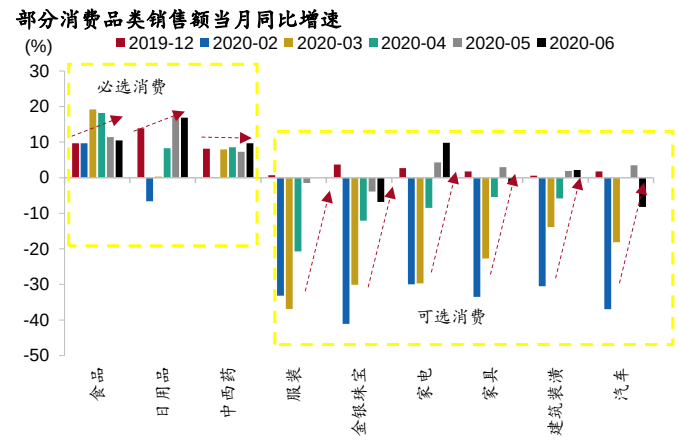
资料来源：Wind、招商银行研究院

疫情对消费的冲击呈现出显著的结构性特征：可选消费遭受巨幅冲击，必选消费相对“免疫”。从限额以上社零的结构看，粮油食品、日用品、中西药等必选消费受疫情影响有限，金银珠宝、家

电音像、家具等可选消费受疫情冲击较大。对比中美两国疫后消费的修复情况看到，建筑装潢、家电、家具等可选消费同比增速均出现较大幅度反弹。因此，未来社零增速的反弹主要依赖于可选消费的修复，特别是家电、家具、建筑装潢、汽车等耐用品消费将会是未来社零增速反弹的关键驱动因素。

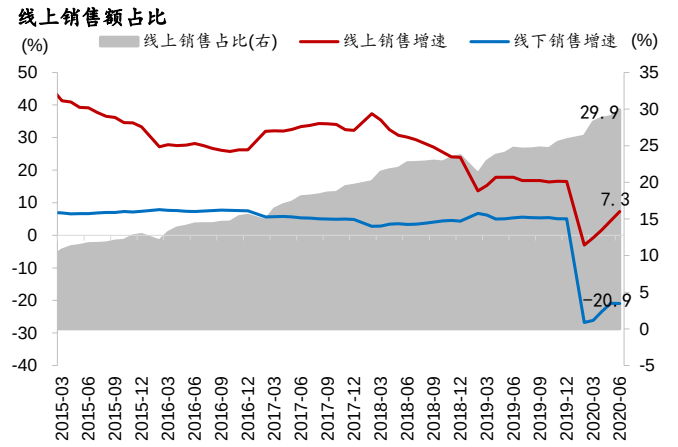
此外，受疫情影响，居民线上消费大幅增长。1-6 月，网上商品和服务零售额累计同比增长 7.3%，显著好于社零累计同比-11.4%的水平。线上消费在社零内部占比也相应从疫前的 25.8%提升 4.1pct 至 29.9%。由于线下消费在消费中占据绝对比重，且考虑到线上消费对线下消费的替代作用，“618”购物节部分电商销售数据大幅回暖可能并非消费反弹的先兆。

图 43：可选消费受冲击更为显著



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 44：线上消费占比有所提升

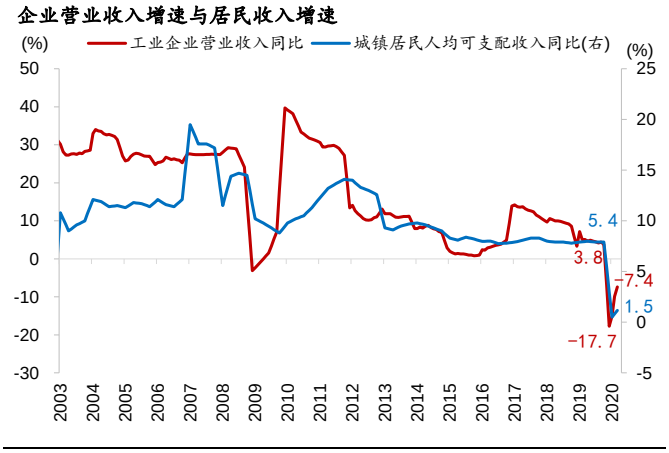


资料来源：Wind、招商银行研究院

消费增长的压力来源于三个方面。一是居民收入同比增速下行。上半年全国居民人均可支配收入名义同比增速较去年末大幅下行 6.5pct 至 2.4%，实际同比增速大幅下行 7.1pct 至-1.3%。这显著制约了居民消费支出增长。上半年居民人均消费支出名义同比大幅回落 14.5pct 至-5.9%，实际同比大幅下行 14.8pct 至-9.3%。**二是就业压力持续。**2 月城镇调查失业率达 6.2%，创下有数据以来的最高值。6 月城镇调查失业率小幅回落至 5.7%，仍显著高于往年同期，距离《政府工作报告》中 6%的目标仅余 0.3pct。此外，在新增就业方面，1-6 月城镇新增就业人数 564 万人，显著落后于往年同期水平。**三是疫情仍对线下消费构成制约。**尽管我国国内疫情得到了有效控制，但海外疫情仍在快速蔓延，使我国无法放松对疫情的常态化防控，对餐饮、娱乐、旅游等线下消费形成不利影响。

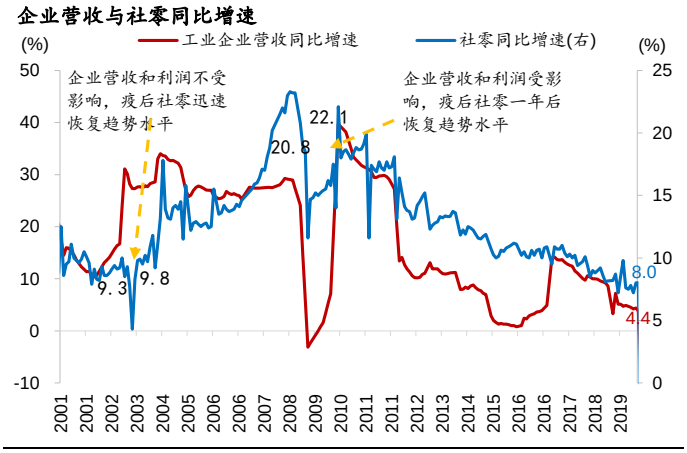
前瞻地看，消费下半年难现报复性增长，恢复到疫前水平仍需时日。一方面，疫情冲击下企业营收、利润大幅收缩，居民收入增长将持续承压。回顾近年我国经济遭受的两次冲击，2003 年 SARS 期间，企业营收和利润增长未受到显著影响，疫情冲击后消费迅速修复；但次贷危机爆发后，我国企业营收和利润大幅收缩并传导至居民收入，消费直至一年后才恢复至趋势水平。另一方面，根据美联储对居民部门的调研，疫情对低收入群体冲击更大，这将拉低居民边际消费倾向，不利于消费增长。此外，疫情后期汽车等部分消费可以回补，但餐饮、旅游、电影等消费难以完全回补，疫情期间减少的消费将会永远消失。**基准情形下，社零当月同比增速于年末修复至疫前水平，对应 2020 年社零同比增长-2.0%，在其他因素不变的情况下，全年最终消费支出对 GDP 的拉动为-0.1 个百分点。**乐观/冲击情形下，社零全年同比增速分别为 0%和-6%。

图 45：企业营收减少制约未来居民收入增长



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 46：SARS 与次贷危机时期消费修复节奏不同



资料来源：Wind、招商银行研究院

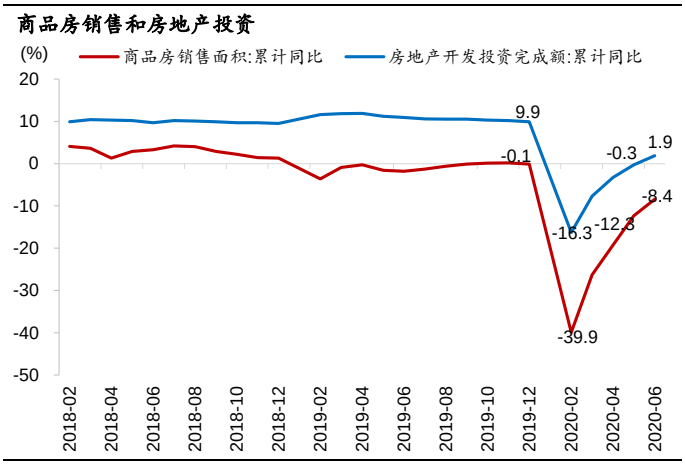
（三）投资：中流砥柱

展望下半年，随着基建投资继续放量、地产投资维持韧性、制造业投资逐步修复，固定资产投资同比增速有望持续上行。三季度，在基建投资拉动下，固定资产投资当月同比增速大概率达到年内高点，四季度后，固定资产投资当月同比增速稍有回落。**基准情形下，全年固定资产投资同比增长 3.8%，拉动 GDP 增长 1.83 个百分点。**乐观/冲击情形下，固定资产投资同比增速分别为 6.0%和-1.0%。

1. 房地产：下有底、上有顶

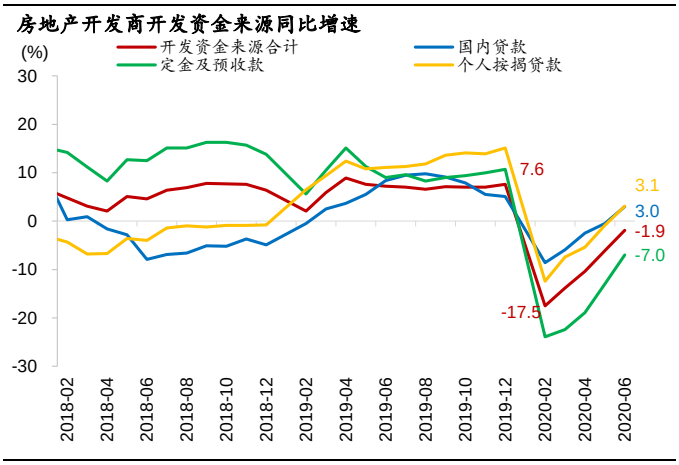
疫后房地产市场景气度快速回升，房地产投资韧性十足。受疫情冲击，2 月房地产投资同比增速大幅下滑 26.2pct 至-16.3%。2 月后房地产市场景气度迅速回升，商品房销售面积快速修复，房地产投资当月同比于 3 月开始恢复正值。销售方面，6 月商品房销售面积当月同比增长 2.1%，连续两个月为正，且好于去年同期水平（2019 年 6 月为-2.3%）；投资方面，房地产投资当月同比增速已连续 4 个月正增长，6 月单月同比增长 8.5%，持续处于疫前水平。上半年房地产投资累计同比增速 1.9%，较 2 月底部增速提升 18.2pct。

图 47：房地产销售和投资景气度快速回升



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 48：国内贷款与按揭贷款支撑房地产资金来源

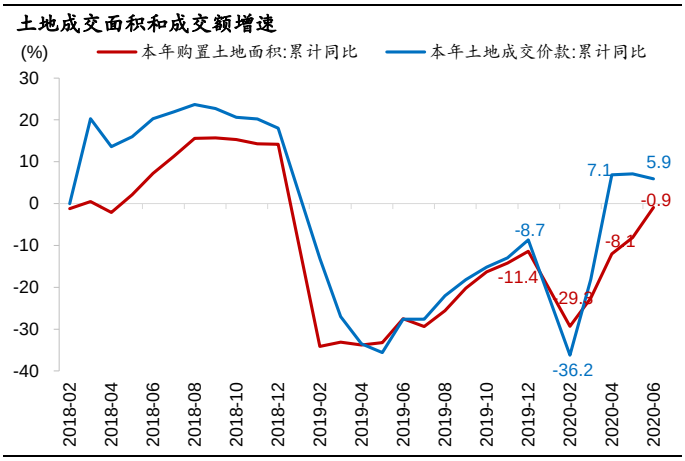


资料来源：Wind、招商银行研究院

延迟释放的购房需求，叠加宽信用和边际放松的房地产政策是房地产投资韧性的主要来源。疫情期间居民购房行为受到制约，疫后居民购房需求延迟释放，驱动了房地产市场的快速修复。今年以来“宽信用”背景下社融与 M2 同比增速显著回升，疫情冲击下房地产调控“因城施策”边际放松，显著提振了房地产企业的投融资意愿。从房企开发资金来源看，3 月以后银行贷款与按揭贷款当月同比增速大幅上升。经测算，国内贷款 6 月当月同比增长 20.3%，按揭贷款 6 月当月同比增长 19.3%，均已恢复至去年同期水平。

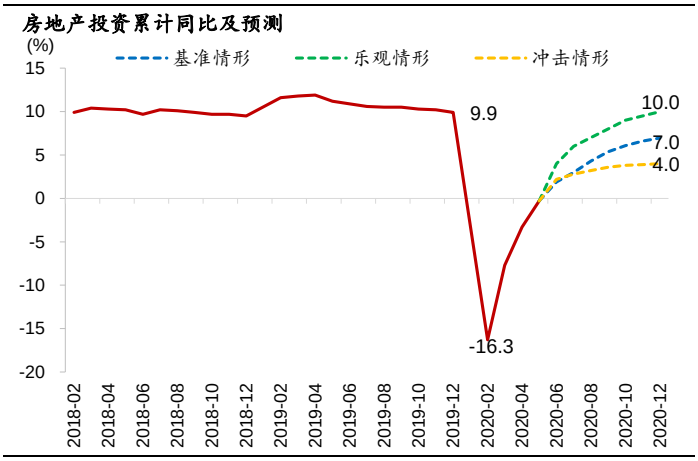
此外，热点城市土地供给增加，房企拿地热情高涨，对房地产投资构成显著支撑。上半年全国土地成交面积同比下降 0.9%，但土地成交价款同比增长 5.9%。从当月增速来看，4 至 6 月土地成交面积同比增速已恢复至疫前水平，土地成交价款同比增速（3 个月 MA）已处于 2018 年中以来最高水平。土地成交面积增速弱于土地成交价款增速，指向房企向高线城市回归。分线城市来看，百城中一线城市上半年土地成交规划建筑面积同比增长 24.5%，显著高于二、三线城市水平（分别为 4.4%、15.4%）。

图 49：疫后土地成交大幅反弹



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 50：房地产投资增速预测



资料来源：Wind、招商银行研究院

前瞻地看，房地产投资增速“下有底、上有顶”。一方面，低基数下宽信用和低利率环境仍将支撑房地产销售和投资的韧性，一、二线城市的表现相对更好。另一方面，房住不炒的政策基调将限制房地产投资增速反弹空间，预计下半年房地产投资增速与去年同期相当，难以显著超越去年同期水平。**基准情形下，房地产投资当月同比增速维持在去年同期水平（8-10%），全年房地产投资同比增长 7.0%。**乐观/冲击情形下，房地产投资全年同比增速分别为 10%和 4.0%。

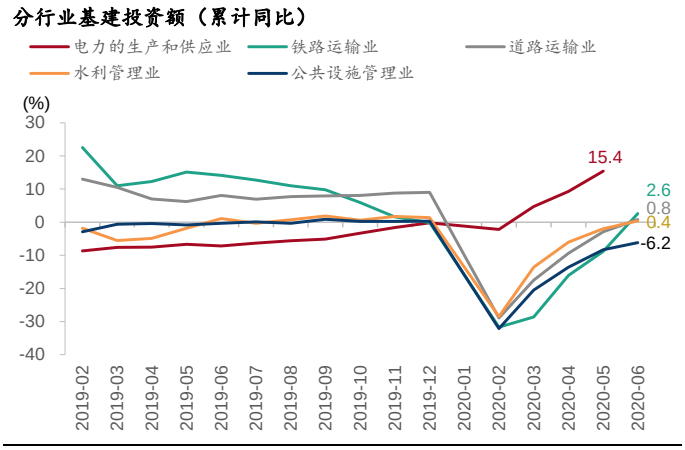
2. 基建：持续上行

上半年基建投资恢复势头良好，累计投资完成额接近去年同期水平。受疫情影响，1-2 月全国基建投资大幅下滑，累计同比下降 26.9%，而随着复工复产不断推进，基建投资增速迅速回升，单月投资增速于 4 月转正，6 月已达 8.3%，1-6 月累计同比增速亦恢复至-0.07%，跌幅较 1-2 月收窄 26.2pct。

分行业看，主要基建行业累计投资增速均已从 2 月的低点回升。电力、铁路、公路及水利管理业恢复较快，累计同比增速已转正，拉动基建投资快速上涨，其中电力的生产和供应业累计同比增速已超过 10%。但是，公共设施管理业仍未恢复至去年同期水平，累计同比增速下跌 6.2%。

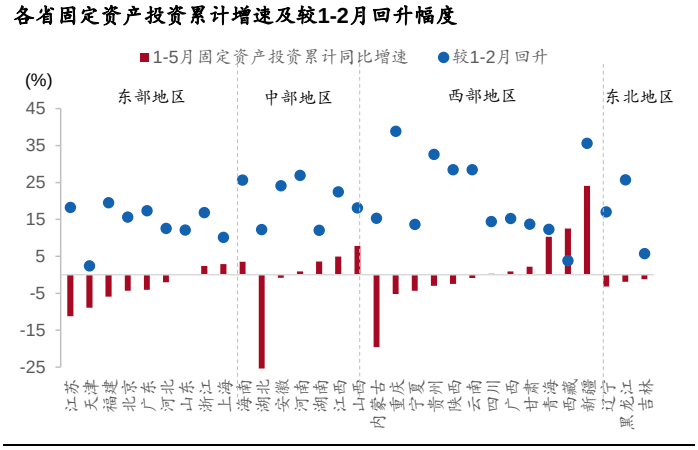
分区域看，中部地区恢复情况最好，东部和西部地区内部方差较大，东北三省仍处于负增长状态。中部六省中，湖北因受疫情影响严重，1-5 月投资仍大幅下跌 65.2%，安徽累计同比下降 0.8%，其他四省均实现正增长。东部和西部地区内部各省差异较大，但西部地区各省差异的绝对值和增速平均回升幅度更大。

图 51：各行业基建投资恢复情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 52：各地区投资恢复情况



注：湖北省 1-5 月固定资产投资累计增速为-65.2%，图中因纵坐标范围限制，未体现全部跌幅。
资料来源：Wind、招商银行研究院

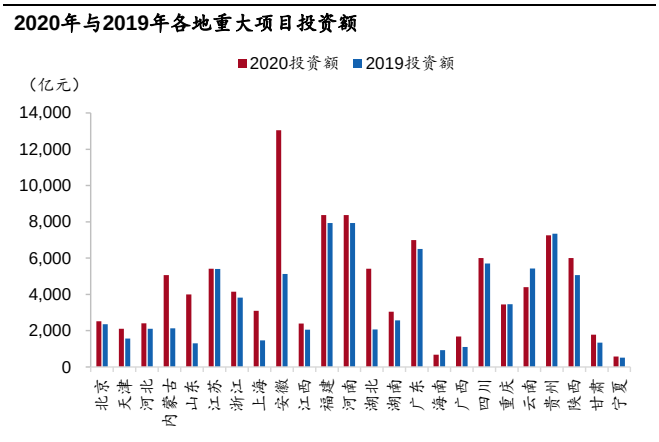
基建投资主要受项目、资金和施工三个因素影响，三者中对基建投资增长制约最大的一方将决定基建投资的实际增速。

为对冲疫情影响，政府加快了重大项目申报与审批速度，并通过提前下发专项债限额等方式提供资金支持，因而使项目和资金不再成为基建投资的主要约束。项目方面，年初以来项目审批加速，年内储备充足。疫情爆发后，中央多次要求加快重大工程项目的上报和审批，加大新投资项目开工力度，加速推进在建项目工程，加强用地、用能、资金等配套政策。各省、市、自治区政府目前已公布的重大项目数量逾 2.6 万个，总投资额超过 50 万亿，年内计划投资总额 11.8 万亿，大幅高于去年（约 8.7 万亿元），总增量约 3.1 万亿元。交通、水利、生态环境、城市基础设施等基建相关行业约占总投资额的一半以上。**资金方面，受益于多个渠道共同发力，基建可利用资金充足。**资金决定了基建投资增速的上限，在特别国债和地方政府专项债大量发行，以及新增信贷放量增长的支撑下，今年基建领域资金供给较为充裕，预计全年新增可投资金总额接近 2.7 万亿元，为下半年基建投资增长提供了充分保障。

疫情对基建的打击直接作用在施工端，一季度基建项目施工进度受疫情干扰严重，根据住建部公布的数据，3 月初全国房屋建筑和市政工程设施在建项目开工率仅为 58.15%，导致基建投资同比大幅下滑。因此，**施工进度成为制约基建投资增长的最大阻力，全年基建投资增速将主要由施工进度决定。**但因施工进度无法统计，所以只能从其他角度进行估算。假定把投资进度作为施工进度的工具变量，通过回顾从 2009 年至 2019 年的基建投资数据可以发现，施工进度和时间表现出稳定的线性关系，在此基础上可以计算出各月施工进度在全年中所占的比例。目前，拖累基建项目复工的因素已得到显著缓解，施工恢复正常，7-12 月施工进度大概率回归历史均值，考虑到新上项目陆续落地、新增资金逐步到位，投资力度预计将持续加大，三季度同比增速达到全年高峰，四季度因季节因素有所回落。

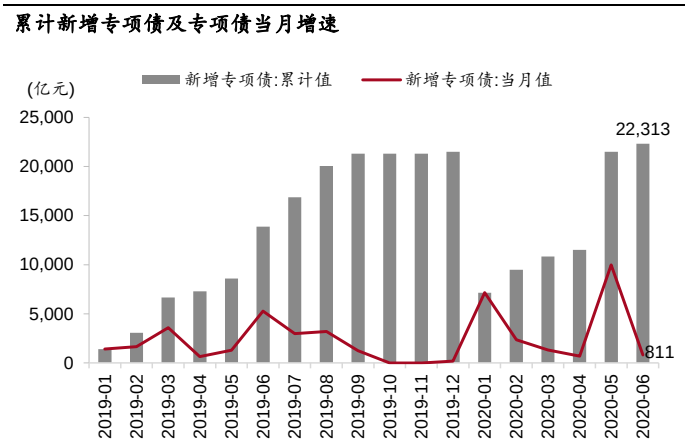
前瞻地看，下半年基建项目储备充足、融资渠道多元、资金供给充裕，在 7-12 月施工进度回归历史均值，项目和资金保障力度不断加大的前提下，基建投资将加速增长。基准情形下全年基建投资同比增速可能达到 12%左右。乐观/冲击情形下，基建投资全年同比增速分别为 14%和 5.0%。

图 53：各地重大项目投资普遍高于去年



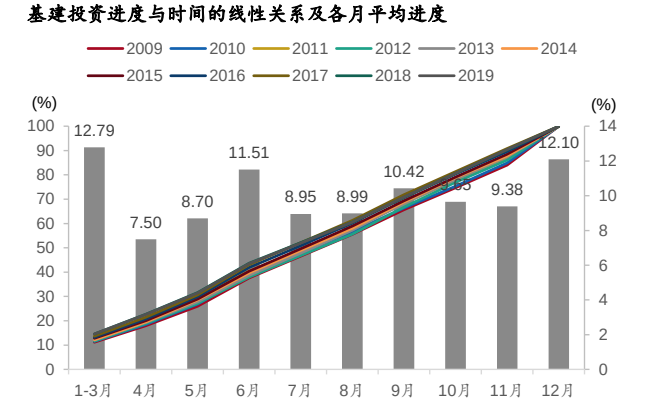
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 54：专项债发行金额大幅增加



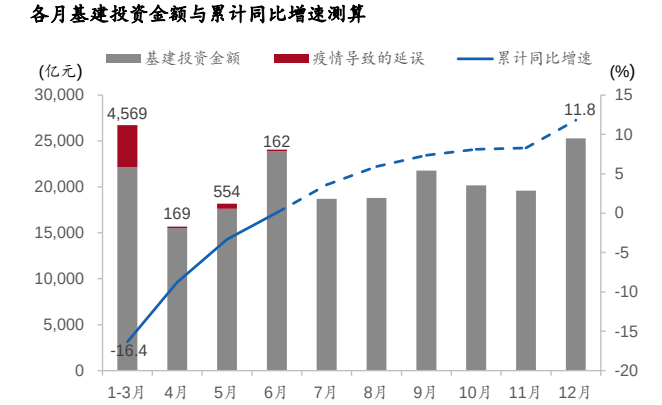
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 55：基建投资进度与时间的线性关系



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 56：各月基建投资增速测算



注：虚线代表预测值，7-12 月基建投资金额为预测值
资料来源：Wind，招商银行研究院

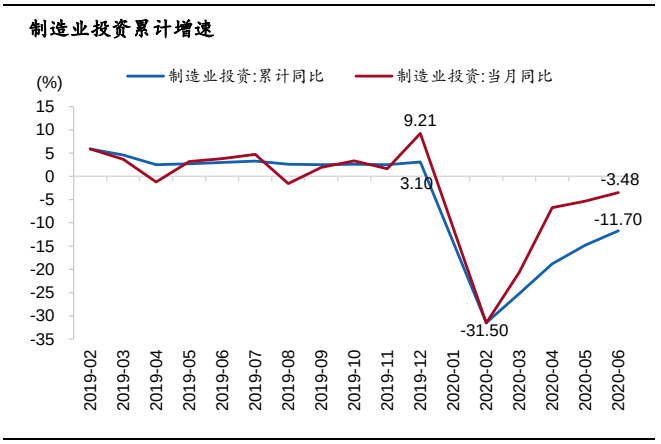
3. 制造业：修复缓慢

制造业投资受疫情影响最为严重，但疫后反弹幅度有限，增速修复缓慢。疫情冲击使 1-2 月制造业投资累计同比下跌 31.5%，跌幅较房地产和基建投资分别高出 15.2 和 4.6 个百分点。同时制造业投资的修复速度亦显著慢于房地产和基建投资，1-6 月制造业单月投资同比增速持续为负，累计投资金额仍同比下跌 11.7%，成为拖累固定资产投资增长的主要原因。

制造业投资增速修复较慢主要由企业利润下降、预期悲观和外需冲击三重因素叠加导致。首先，疫情爆发后制造业利润跌幅较深，1-2 月工业企业利润累计同比跌幅达到 38.3%，至今仍未修复至去年同期水平。由于自有资金是制造业投资的主要资金来源，利润降低使可投资资金大幅减少，限制制造业投资规模。其次，受疫情影响，企业普遍预期悲观。招商银行小微企业调查结果显示，近 3/4 的受访企业一季度营收显著下滑，且预期上半年难有改善。悲观预期下，企业更倾向于保留

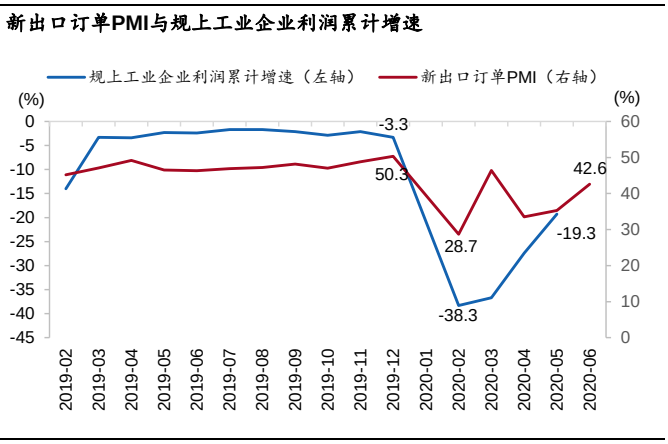
现金，降低投资规模。第三，海外疫情在供需两端对外向型企业造成负面冲击，企业面对的外部不确定性增加，制约制造业投资增长，招商银行对外向型企业的调查结果显示[9]，六成外向型企业上半年投资预期缩减同比超过 10%。

图 57：制造业投资大幅下滑且恢复缓慢



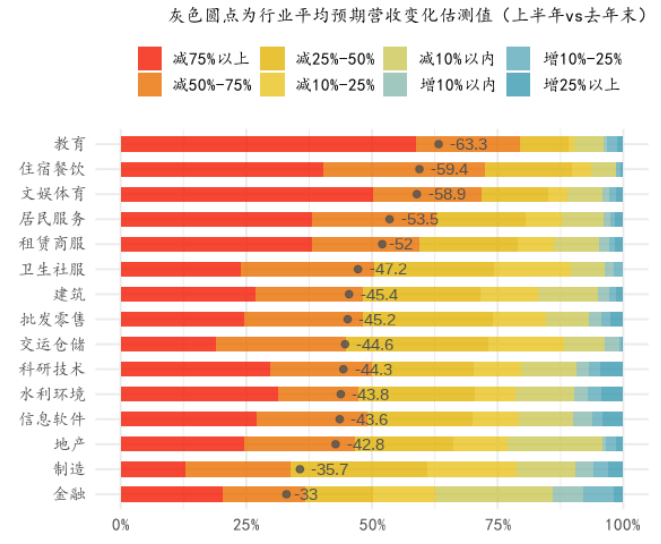
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 58：外需不足、企业利润持续收缩



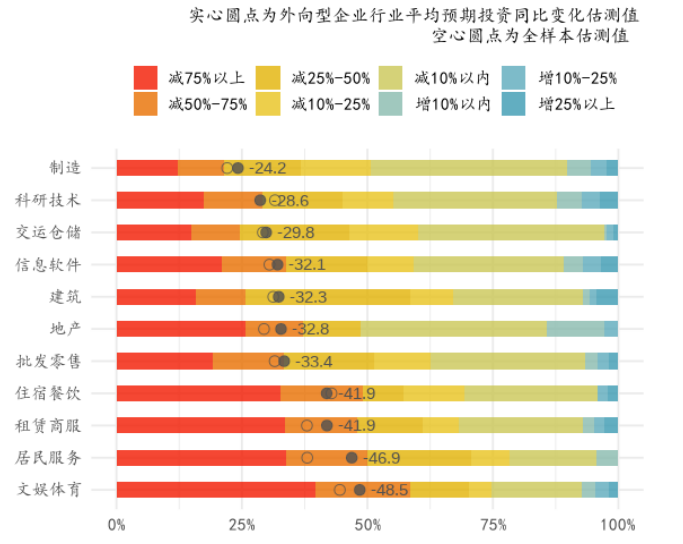
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 59：各行业上半年营收预期较为悲观



资料来源：招商银行研究院

图 60：各行业的外向型企业投资变动预期分布



资料来源：招商银行研究院

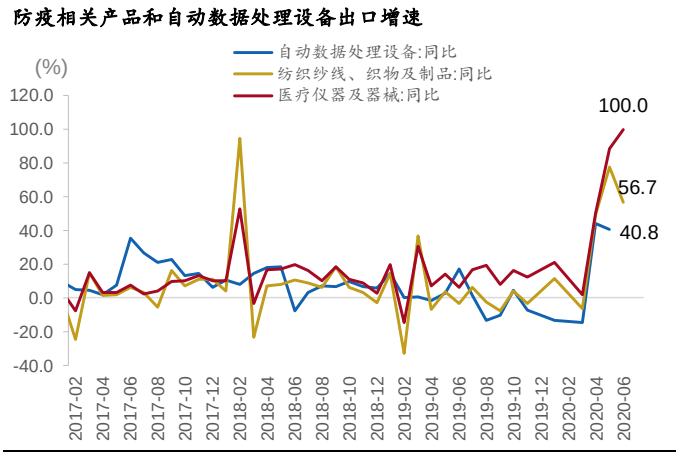
下半年，制造业投资有望随终端需求回暖和融资成本下行而改善，但由于制造业投资的恢复滞后于消费、出口等终端需求，年内改善幅度可能较为有限。当前国内需求正处于缓慢回升之中，预期下半年社零单月增速将转正，消费上行叠加基建投资放量，拉动企业营收和利润增长，从而启动新一轮库存周期。此外，融资成本的降低也将对投资增长起到一定的支撑作用。不过由于消费、基建投资的变化通常领先制造业投资两到三个季度，因此终端需求复苏对制造业投资增速的拉动效应可能到年底才能显现，在此之前，制造业投资的改善速度较为缓慢，幅度亦有限。**基准情形下，全年制造业投资增速为-6.5%。**乐观/冲击情形下，制造业投资全年同比增速分别为-3.0%和-10%。

[9] 参阅招商银行宏观专题报告《不确定性阴霾下：招商银行小微企业调研报告之二（II 外贸篇）》。

（四）进出口：压力仍在，韧性犹存

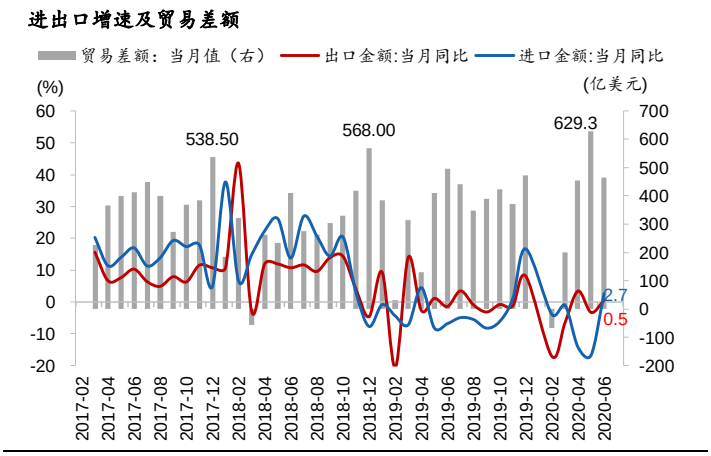
2020 年上半年，在新冠疫情冲击下，我国进出口双双大幅下滑。但 3 月以来，随着国内疫情形势逐渐明朗和复工复产进程加快，**我国产业链较完备的优势逐渐显现，出口的韧性超出市场预期。**一是防疫物资出口显著增加，成为我国出口的新增长点。3-5 月我国出口防疫物资超过 2,000 亿元，拉动出口增速约 5 个百分点。二是受境外线上办公等新需求的带动，笔记本电脑、平板电脑等自动数据处理设备出口大幅增加，3-5 月累计同比增长 22.4%，拉动出口增速约 1 个百分点。三是高技术产品增速虽较前期有所回落，但仍保持正增长，其中 3-5 月集成电路出口累计同比增长 11.8%，拉动出口增速约 0.5 个百分点。

图 61：我国出口韧性犹存



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 62：5 月单月贸易顺差创历史新高



资料来源：Wind、招商银行研究院

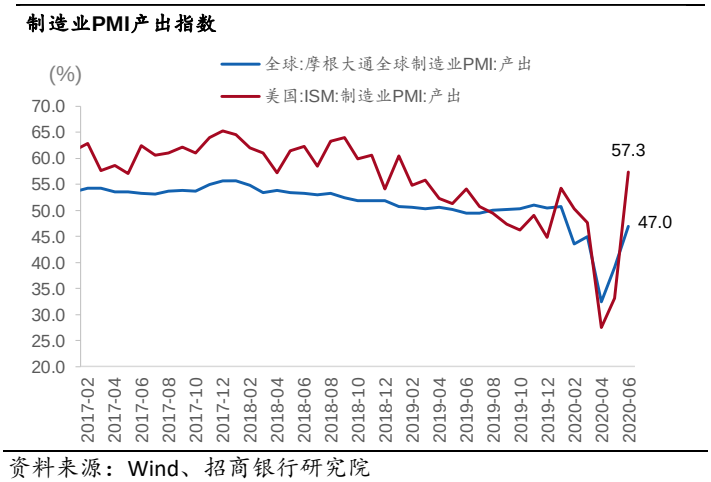
进口方面，上半年持续下滑，主要有两方面的拖累因素：一是大宗商品价格低迷，尤其是油价，虽然 4 月末以来已大幅反弹，但仍较去年同期下滑超 30%；二是随着疫情全球蔓延，海外供需受限，加工贸易进口大幅回落。在此情况下，贸易差额由 1-2 月的负值迅速转正，5 月单月顺差达 629.3 亿美元，创 1994 年以来历史新高。

图 63：全球电子产业景气度回升



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 64：下半年海外供给压力有望缓解



资料来源：Wind、招商银行研究院

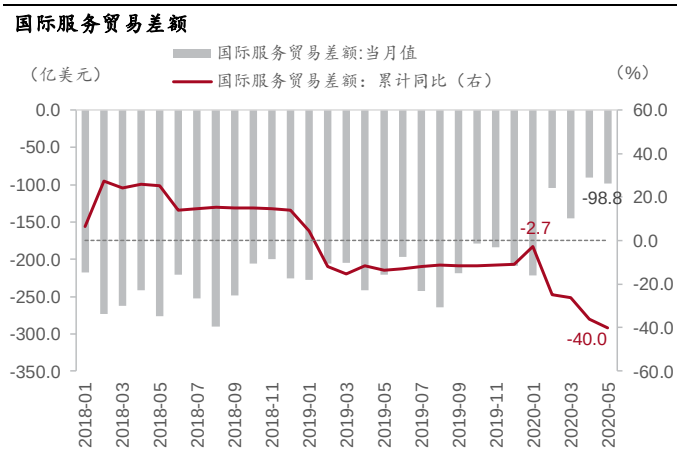
展望下半年，由于外需修复的不确定性较大，出口增长仍将承压。近期美国疫情出现实质性反弹，经济修复进程可能受阻，我国外需的改善或难持续。**另一方面，产业链对出口韧性的支撑有望**

延续。疫情冲击下，防疫物资和线上办公等相关产品与我国传统制造业产品（服装、玩具等）的出口形成明显分化，成为我国出口韧性的主要来源。未来这两类产品的出口仍将取决于疫情的演化和外需修复，并对出口的拉动形成替代作用：若海外疫情再度升级或出现二次冲击，则防疫相关产品出口将继续保持较高增速；若疫情好转外需修复，则防疫产品出口或将回落，传统制造业产品出口有望修复。此外，值得注意的是，3 月末以来，费城半导体指数大幅反弹，已恢复到疫前水平，指向全球电子产业景气度回升，对我国高技术产品出口形成支撑。综合上述因素，以及 4、5 月新出口订单指数大幅下滑的滞后影响和去年四季度的较高基数，我们预计出口增速将在三季度先降后升，并在四季度再度回落。

受海外供给修复、大宗商品价格回升等因素影响，进口有望触底回升。一是海外供给压力有望缓解，6 月全球制造业 PMI 生产指数大幅反弹至 47.0，美国 ISM 制造业生产指数已恢复至 57.3 的较高水平。二是油价止跌回升，根据美国能源署预测，下半年油价或将从低位小幅回升。三是下半年中美贸易协议的执行也将对进口形成支撑。值得注意的是，短期来看美国疫情反弹将对海外供给形成冲击，进口或将再度承压；而考虑到去年高基数的影响，进口增速也将在四季度面临再度回落的压力。

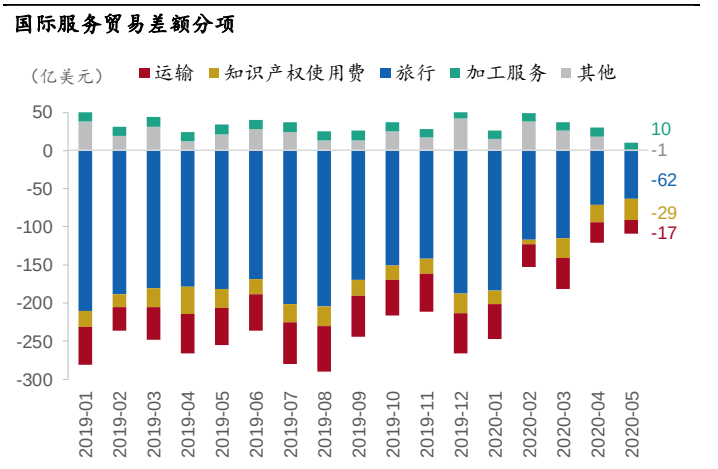
此外，中美贸易摩擦仍具有不确定性。虽然短期内，中美贸易摩擦全面升级的风险相对较低，但中美之间高关税的负面影响仍在持续。四季度美国大选后，中美贸易摩擦的不确定性或将再度上升，影响我国进出口。

图 65：我国服务贸易逆差大幅收窄



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 66：旅行是服务贸易逆差的主要来源



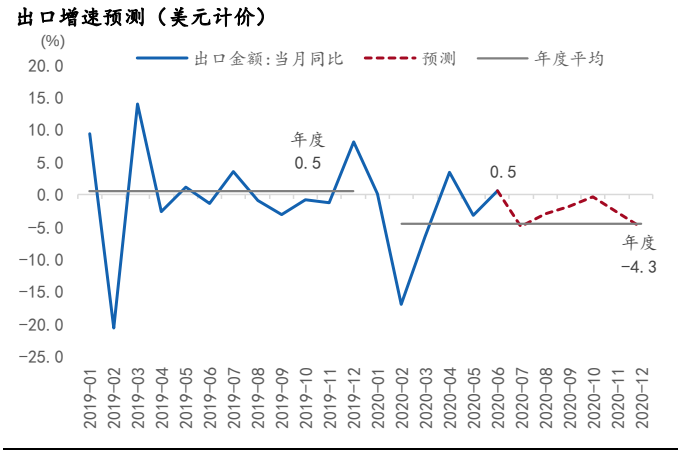
资料来源：Wind、招商银行研究院

服务贸易方面，受疫情中各国人口流动限制政策影响，我国服务贸易逆差将明显收敛。疫情爆发以来，我国服务贸易逆差大幅收窄，2-5 月累计同比减少 49.7%。其中，旅行（含留学、旅游、就医）、运输、知识产权使用费三项的服务贸易逆差占我国总服务贸易逆差的比例超过 100%，2-5 月累计同比分别缩窄 49.9%、34.7%和 17.9%。下半年，考虑到美国疫情反弹和疫情二次冲击的风险，旅行服务进口或将保持低迷，知识密集型服务贸易的占比有望进一步提高，我国服务贸易逆差收窄的趋势或将延续。

整体来看，在基准情形下，2020 年全年以美元计价的出口增速在-4.3%左右，进口增速在-5.1%左右，货物贸易顺差较去年同比减少 2.0%；服务贸易逆差大幅收窄，同比缩窄约 40%。全年净出

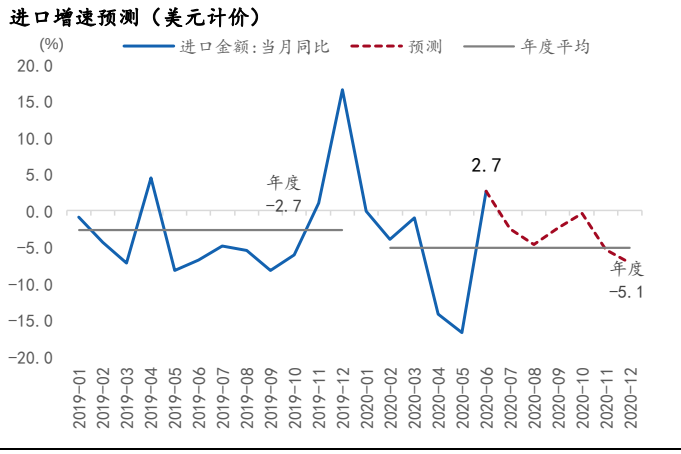
口对 GDP 的拉动约 0.47 个百分点。乐观/冲击情形下，出口增速分别为-2%和-8%；进口增速分别为-3%和-10%。

图 67：2020 年下半年出口预测



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 68：2020 年下半年进口预测



资料来源：Wind、招商银行研究院

（五）通胀：渐行渐远

1. CPI：中枢下行

上半年，疫情对食品价格形态冲击有限，食品分项中枢逐步回落。2019 年来食品价格增速大幅波动，主要受到猪肉价格影响。随着能繁母猪存栏数量于 2019 年三季度触底回升，猪肉供给将逐步增加。未来猪肉价格仍将趋于回落，并带动 CPI 中枢下行。近期猪肉价格有所上涨，主要是由于去年下半年能繁母猪补栏中部分为三元母猪（繁殖效果弱于传统的二元母猪），使得今年 1-2 月仔猪生存率偏低，对 6-7 月猪肉供给造成扰动，但这不会改变猪肉价格的下行趋势。

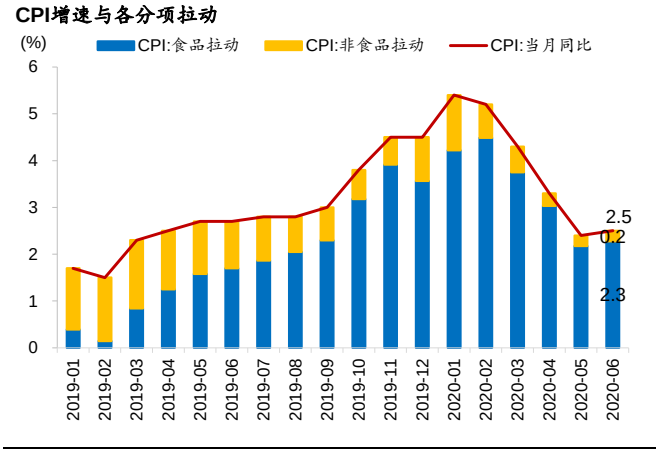
近期我国食品价格面临着潜在供给冲击的扰动。一方面，疫情冲击国际食品生产和运输，国际食品价格上涨的概率增加，部分食品或面临输入性涨价风险；另一方面，北京新发地食品批发市场疫情事件也对部分食品供给造成扰动。此外，洪涝灾害也会对蔬菜等食品的供给造成短期冲击。

但总体上看，上述供给侧扰动难改食品价格增速下行趋势。我国主要食品对外依赖度较低，食品输入性涨价风险整体不大[10]。新发地疫情爆发之后，政府部门积极协调、迅速恢复食品供给，北京周边地区物价并未受到太大影响。从历史经验来看，1998 年特大洪水、2006 年东南沿海洪水对物价冲击也有限。由于蔬菜等食品生产周期较短，供给修复弹性较大。

非食品价格大概率已在底部区间。受全球经济修复提振，5 月后国际能源价格、主要金属价格均有上涨。未来全球经济弱复苏之下，工业产品价格或传导至非食品价格，CPI 非食品分项同比有望逐步改善。此外，国内“宽信用”政策效果逐步显现，也将对非食品价格提供支撑。

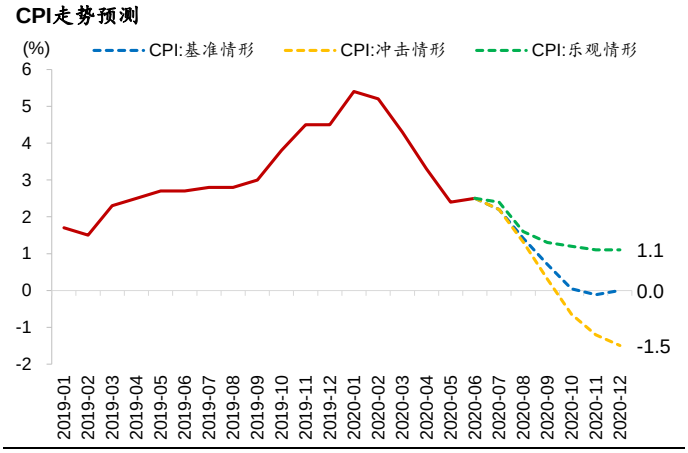
[10] 参见招商银行研究院宏观专题报告《民以食为天：食品价格通胀前景分析》。

图 69：2019 年来 CPI 波动主要受食品价格影响



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 70：CPI 当月同比走势预测



资料来源：Wind、招商银行研究院

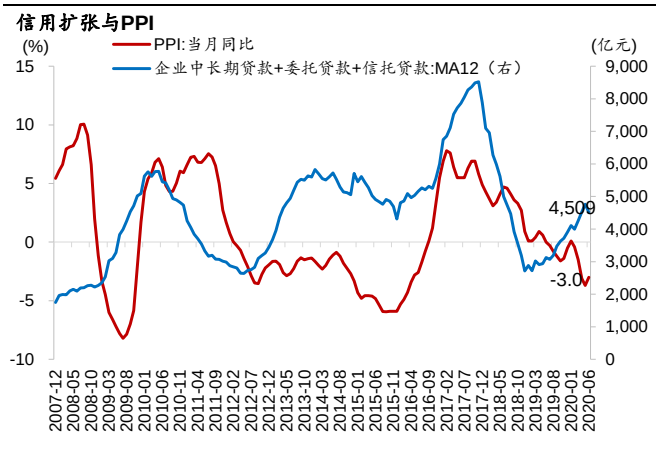
前瞻地看，下半年 CPI 中枢仍将继续下行，主要受到需求疲弱、猪肉供给增加、高基数等因素影响。基准情形下，全年 CPI 中枢位于 2.4%左右，走势前高后低，今年底至明年一季度，CPI 当月同比或有短期小幅通缩风险。乐观/冲击情形下，全年 CPI 中枢分别为 2.6%和 2.0%。

2. PPI：筑底回升

PPI 同比低点大概率已于二季度出现，未来中枢将逐步回升。外需方面，尽管海外疫情仍在发酵，但美欧经济不会全面停摆，在宽松宏观政策的支持下，主要经济体需求将缓慢修复，对大宗商品价格构成拉动。国际市场上，CRB 现货指数在 4 月下旬创下次贷危机以来低点，之后逐步回升，其中国际能源价格逐步恢复，有色金属产品价格出现上涨，铁矿石等上游产品价格表现不弱。内需方面，基建投资需求强劲、地产投资韧性十足，叠加“宽信用”的货币环境，也为 PPI 创造了良好的修复环境。二季度后，黑色金属、有色金属、非金属矿物制品等行业产品价格环比有所上涨。

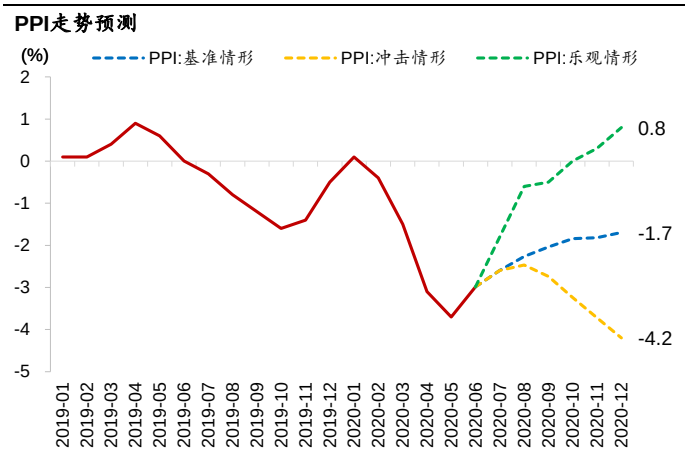
前瞻地看，PPI 年内同比增速难以转正，但持续通缩的概率较小。尽管目前内外需均逐步修复，但国内需求仍弱，且逆周期调节较为审慎，新兴市场疫情扩散和发达经济体复工还存在较大不确定性，这将制约工业品价格反弹的幅度。**基准情形下，下半年 PPI 同比中枢将较二季度有所抬升，但仍将运行在通缩区间，全年同比-2.0%。**乐观/冲击情形下，全年 PPI 中枢分别为-1.0%和-3.0%。

图 71：信用扩张背景下 PPI 中枢有望提升



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 72：PPI 当月同比走势预测



资料来源：Wind、招商银行研究院

四、宏观政策：总量加码，结构优化

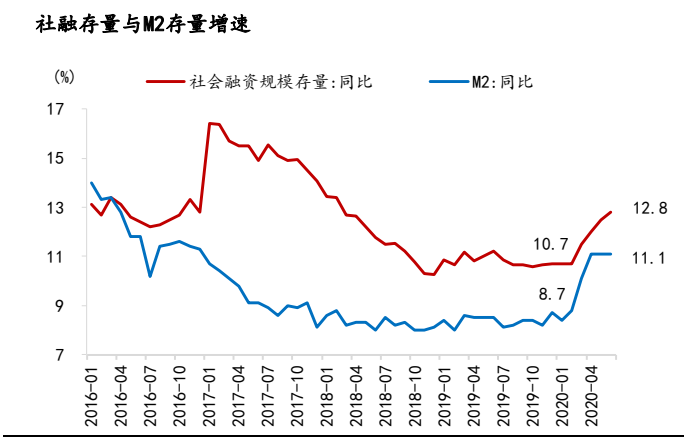
（一）货币政策：结构性转向

1. 回顾：总量性“宽货币”趋于收敛

今年上半年，货币政策整体“更加灵活适度”。随着经济金融形势的变化，政策立场亦发生了“结构性”转向：

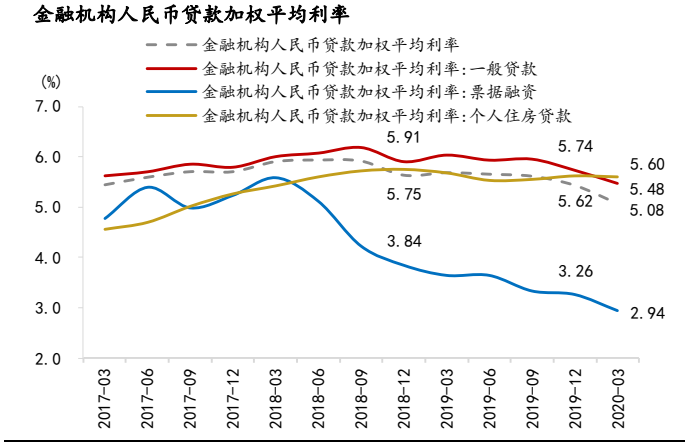
1-4 月，经济下行压力叠加突如其来的疫情冲击的背景下，“稳增长”“保就业”压力骤增，货币政策处于适度宽松区间。价格上，各期限主要政策利率合计下移 30bp、支农支小再贷款利率下行 25bp、超储利率下行 37bp；数量上，1 月全面降准 0.5 个百分点、3 月普惠降准、4 月定向降准 1 个百分点；再贷款再贴现额度合计增加 1.8 万亿元，从而定向支持抗疫保供、中小微企业。政策引导下，资金面呈现宽松态势，DR007 由 2019 年末的 2.15%下行 76bp 至今年 4 月末的 1.39%。金融数据自 3 月以来连续回暖，社融存量和 M2 增速分别由今年 2 月末的 10.7%和 8.8%上行至 6 月末的 12.8%和 11.1%。实体经济融资成本亦有所下行，截至今年 3 月末，一般贷款加权平均利率为 5.48%，较 2019 年末下降 26bp。

图 73：今年以来社融和 M2 增速大幅上行



资料来源：Wind、招商银行研究院

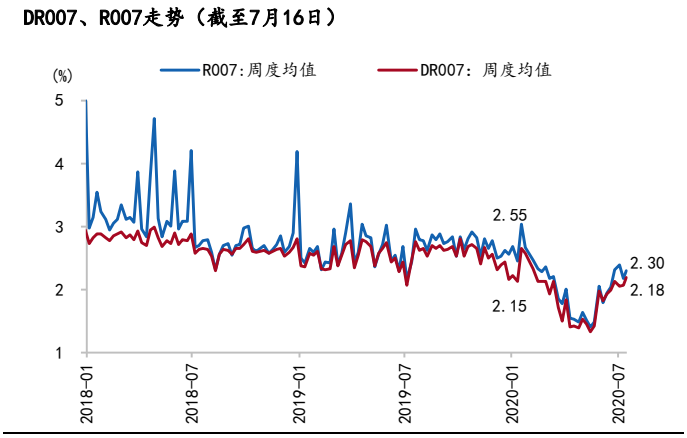
图 74：今年以来贷款利率继续下行



资料来源：Wind、招商银行研究院

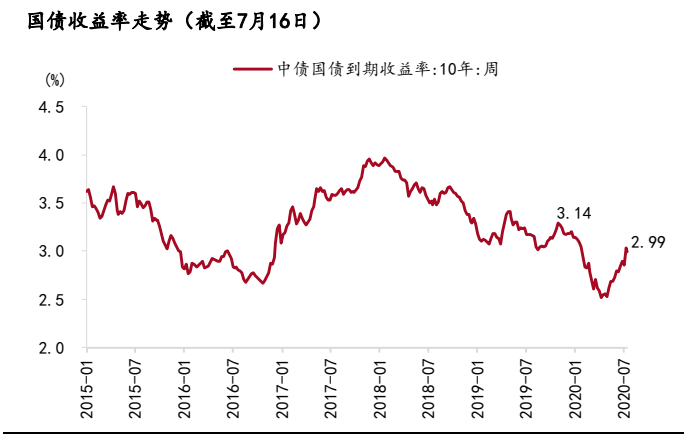
5 月以来，在“各类经济指标已经出现边际改善”的前提下，为防范资金空转套利，货币政策边际收紧。宏观经济上，5 月数据延续自 3 月以来的修复态势，较 4 月全面回暖，但修复节奏有所放缓。政策操作上，5-6 月 MLF 利率和 1 年期/5 年期 LPR 均保持不变。6 月 1 日，央行创新两项政策工具以提升直达实体经济的效率，指向“宽货币”未来不一定是“宽信用”的必要条件。7 月 1 日，央行调降支农、支小再贷款利率 25bp，凸显结构性、“直达性”特征。监管亦窗口指导部分银行压降结构性存款规模、降低银行负债端成本。债券/票据融资利率有所回升，使得“贷款/债券/票据-结构性存款/理财”的套利空间收窄。资金利率和国债收益率大幅调整：DR007 由 5 月 16 日当周的 1.32%上行 81bp 至 6 月末当周的 2.13%，同期 10 年期国债收益率亦由 2.68%上行 22bp 至 2.9%，并在 7 月初因为股市大涨，一度上行至 3.0%以上。

图 75：5 月以来资金面边际收敛



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 76：5 月以来债券收益率快速反弹



资料来源：Wind、招商银行研究院

2. 展望：结构性“宽信用”持续发力

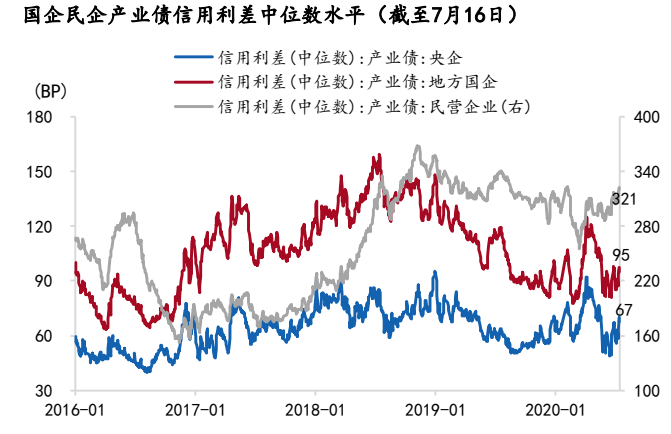
5 月以来货币政策的边际收紧并不意味着其彻底转向，考虑到“稳增长”和“保就业”压力仍然巨大，货币政策仍需进一步“宽信用”和“降成本”。目前来看，经济仍处于供过于求状态，尤其是需求端的制造业投资和居民消费增长压力较高，海内外疫情反复亦增加了不确定性。微观层面上，根据招商银行的小微企业调研，大部分受访企业的处境仍然艰难，我国的“疫后重建”任重道远，其中小微企业的表现要远弱于大中企业。因此，结构性的逆周期调节政策需进一步加码，以巩固经济薄弱环节，坚决完成“六稳”“六保”目标。

就货币政策需兼顾的其他目标而言，一是“稳汇率”压力有望边际缓解：上半年中美双方在疫情追责、贸易问题、涉港问题上摩擦不断，截至 6 月 30 日，美元兑人民币中间价震荡走高至 7.08；7 月以来，外资加速进入中国股市，导致人民币汇率走强至 7 月 17 日的 7.0；考虑到我国基本面转好和中美利差维持高位，预计下半年人民币汇率将稳中有升。二是“防风险”要求边际弱化：今年《政府工作报告》未提 2019 年的“宏观杠杆率基本稳定”。三是随着下半年通胀中枢逐渐走低，“稳物价”压力将进一步下降。**总体来看，这使得货币政策的宽松空间进一步打开。**

展望今年下半年，货币政策仍有望保持结构性宽松立场，未来总量性的“宽货币”政策或将趋于收敛，结构性的“宽信用”政策将持续发力。在经济逐步改善的基准情形下，政策难以回到 2-4 月的单边宽松状态；但在套利问题得到解决后，政策或将较 5 月-7 月初的偏紧态势有所缓和。在“宽货币”推动社融和 M2 增速明显高于名义 GDP 增速的时期，货币政策可能会对收入分配产生负面影响，即可能加大居民的财富和收入差距，此时的应对之策应注重结构性调控、更多地采取结构性政策。流动性将保持合理充裕。央行适度抬升资金利率中枢后，有望将其稳定于一个合意水平：一则是为了避免资金空转套利重演，二则也需为“宽信用”和“降成本”营造良好的货币金融环境。考虑到政策利率对市场利率的顶部约束，我们预计银行间利率 DR001 下半年的波动区间为[1.5%，2.1%]，DR007 的波动区间为[1.9%,2.2%][11]。

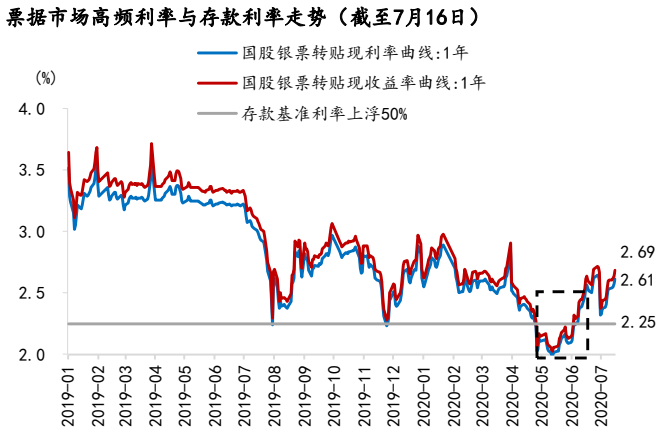
[11] 今年上半年 DR001 均值为 1.5%，DR007 均值为 1.9%。

图 77：当前民企信用利差仍处在较高水平



资料来源：Wind、招商银行研究院

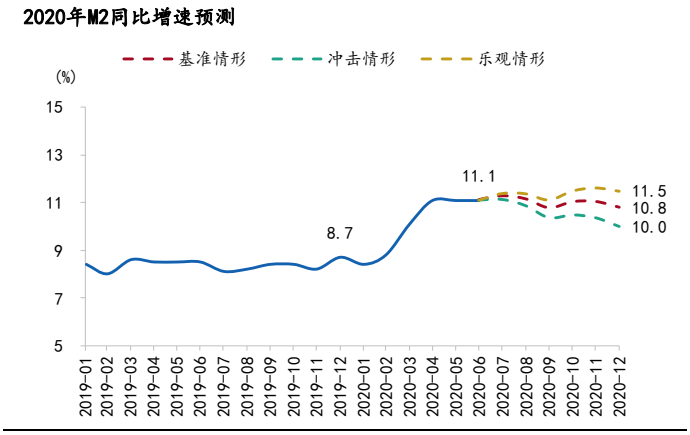
图 78：6 月以来“票据-存款”间的套利空间消失



资料来源：Wind、招商银行研究院

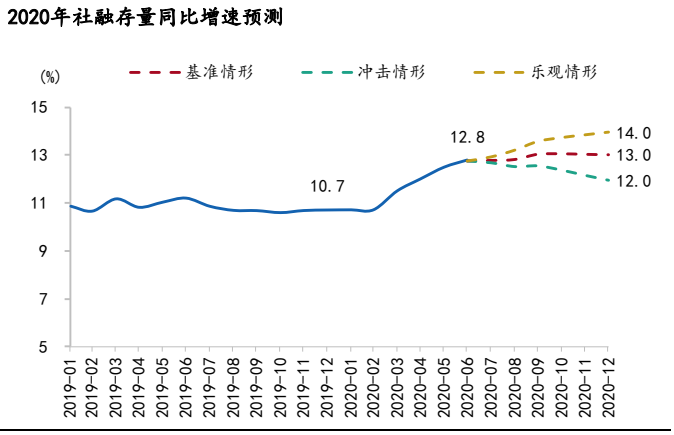
央行亦将“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”，今年末 M2 和社融增速或将分别上升至 10.8%和 13%（2019 年末为 8.7%和 10.7%）。社融方面，下半年的支撑因素为信贷（预计 7-12 月累计增量 7.4 万亿，同比多增 0.26 万亿）和政府债券（预计 7-12 月累计增量 4.57 万亿，同比大幅多增 2.33 万亿），其中信贷投放增速将呈现稳中趋缓态势，预计将由 6 月末的 13.2%逐渐降至年末的 12.7%；非标方面，即使考虑到资管新规可能延期的因素，监管或仍将严控非标压降速度，预计下半年非标可能合计收缩 1.3 万亿元，与 2019 年同期基本相当。M2 方面，信贷、自营债券投资和同业投资是 1-5 月最主要的货币创造渠道，而下半年财政投放有望“接力”。乐观/冲击情形下，今年末 M2 增速或分别为 11.5%和 10%，社融增速或分别为 14%和 12%。

图 79：今年 M2 增速较去年提升约 2pct



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 80：今年社融增速较去年提升约 2pct

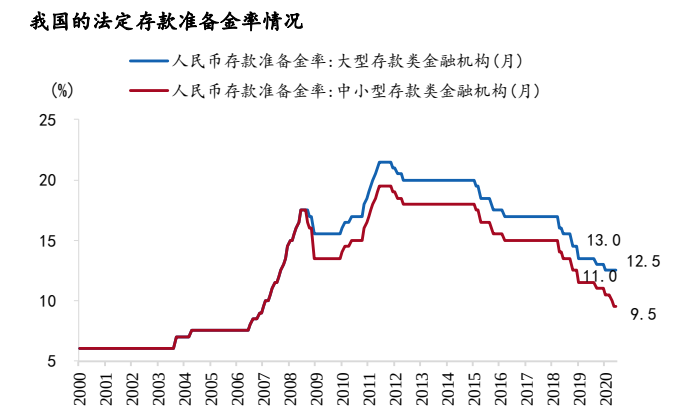


资料来源：Wind、招商银行研究院

具体的信贷投向上，预计资金将继续流向基建领域，小微企业/制造业/扶贫领域有望获得更多支持。结合企业中长期贷款占比自 3 月以来呈改善趋势，指向政府主导的基建领域融资需求稳步修复。同时，随着企业盈利预期逐步好转，《政府工作报告》亦强调“大幅增加”制造业中长期贷款和小微企业信用贷、首贷、无还本续贷，目前相对疲弱的制造业、中小企业需求有望改善。考虑到这一领域信用风险相对较高，叠加延期还本付息政策，商业银行明年可能面临不良密集暴露的潜在风险，需重点关注资产质量压力本就较高的中小银行。此外，预计消费领域的信贷需求短期内难以见到明显改善，主要是由于疫情对居民收入的冲击显著，居民消费意愿的恢复偏慢。

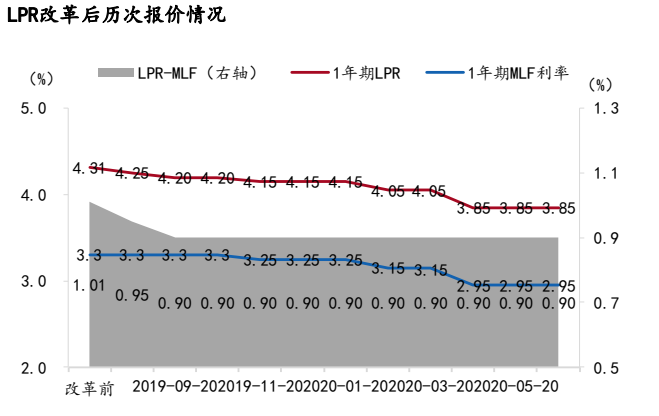
货币政策操作上，数量型调控方面，央行将加大结构性政策工具的使用力度，提升“直达性”。再贷款作为今年以来基础货币供给的重要角色，未来将持续发力，且下半年新增再贷款或覆盖至股份行。央行还将落实直达实体工具，亦可能创设新的结构性政策工具。全年或将继续降准 2 次（合计 50bp），预计分别在三季度和四季度落地，从而支持“宽信用”“降成本”目标、并配合积极的财政政策实施，其中，三季度由于股市大涨，全面降准的概率有所下降，但定向降准仍有一定的概率，四季度则有望全面降准 50bp。价格型调控方面，下半年 LPR 仍有下行空间，**基准情形下，1 年期 LPR 或将由当前的 3.85%降至 2020 年末的 3.75%，5 年期 LPR 则由 4.65% 降至 4.6%。**三季度内央行引导 LPR 下行的首选项或为压缩加点，可能通过结构性降息（再贷款再贴现利率调降）以降低银行资金成本，而 MLF 降息最快可能在三季度末落地。

图 81：我国准备金率仍有一定的调整空间



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 82：2019 年 11 月以来，MLF 和 LPR 同步下行



资料来源：Wind、招商银行研究院

（二）财政政策：特殊时期，特殊安排

1. 回顾：政府“加杠杆”

为应对疫情冲击，今年我国广义赤字率大幅提升，彰显财政积极取向。今年《政府工作报告》明确提出，赤字率目标为 3.6%以上，新增赤字规模 1 万亿元。这就意味着今年的赤字规模将达到 3.76 万亿元。同时，政府工作报告还提出将发行 1 万亿元特别国债和 3.75 万亿元的新增地方政府专项债券。因此，今年政府将动用财政融资工具（国债+地方一般债+地方专项债+特别国债）共计新增融资 8.51 万亿元，较去年提高 3.6 万亿元，按此推算的广义赤字率将达到空前的 8.1%，政府部门宏观杠杆率也将因此进一步抬升。此外，根据政府工作报告的表述及财政部的表态，财政政策还可根据形势的变化进一步完善，即如果经济下行压力过大或出现超预期的形势恶化，积极财政的力度还可进一步加大。

上半年财政收支受到了疫情的显著影响。收入方面，受税基减少以及减免、缓缴税费等措施的影响，上半年中等口径财政收入累计同比增速降至-8.6%，创历史同期最低水平。其中，一般公共预算收入累计同比下降 10.8%，创 1990 年以来同期最大降幅。虽然各地复工复产情况不断好转，但考虑到疫情在全球尚未得到有效控制，产业链恢复仍需较长时间，**预计全年一般公共预算收入增速大概率将维持负增长。而且，从近几个月的财政收入增速修复程度来看，要达到全年-5.3%的预算收入增长目标仍有一定难度。**同时，虽然 1-6 月政府性基金预算收入累计同比增速已逐月恢复至

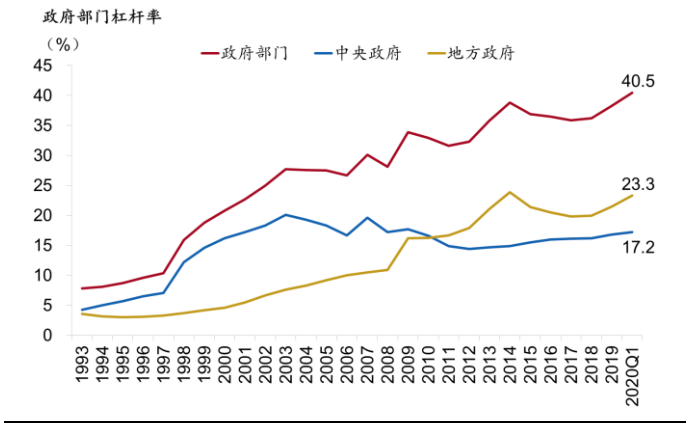
-1%，但在“房住不炒”基调未变的情况下，预计土地出让收入将难以支撑政府性基金收入增速的大幅回升。

图 83：广义赤字率提升幅度远超目标赤字率



资料来源：Wind、招商银行研究院

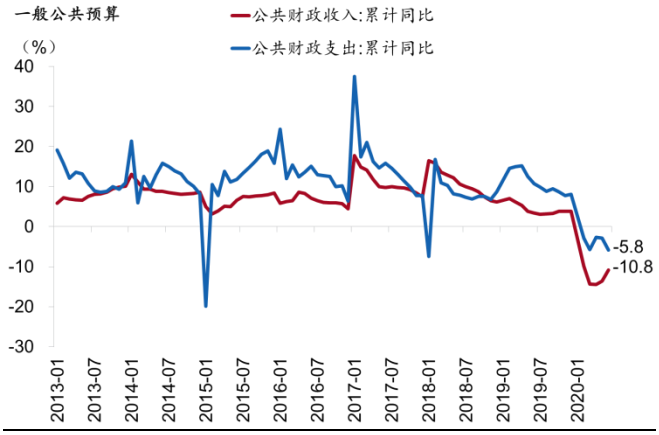
图 84：政府部门宏观杠杆率明显提高



资料来源：Wind、招商银行研究院

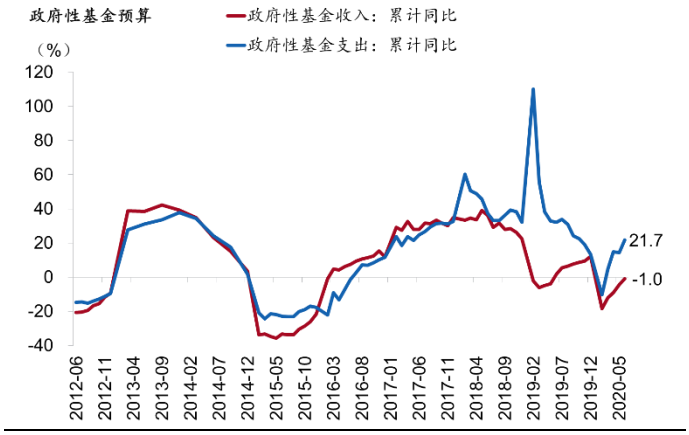
支出方面，疫情致使复工复产难度加大，财政扩张的进度也明显受限。上半年，中等口径的财政支出累计增速仅为 0.6%，虽明显反弹，但仍位于历史同期最低水平。其中，全国一般公共预算支出同比下降 5.8%，创历史同期最低水平，且尚未显现明显回升势头。但随着国债及地方政府一般债融资在下半年的陆续到位，增速有望逐步修复。同时，随着提前下达的地方政府专项债及特别国债的陆续发行，政府性基金支出累计增速已反弹至 21.7%的较高水平，但距离全年 38%的增长目标仍有较大距离。**随着下半年特别国债及剩余地方政府专项债的加快发行落地，政府性基金支出增速有望继续大幅回升。**

图 85：一般公共预算收支增速均创历史同期新低



资料来源：Wind、招商银行研究院

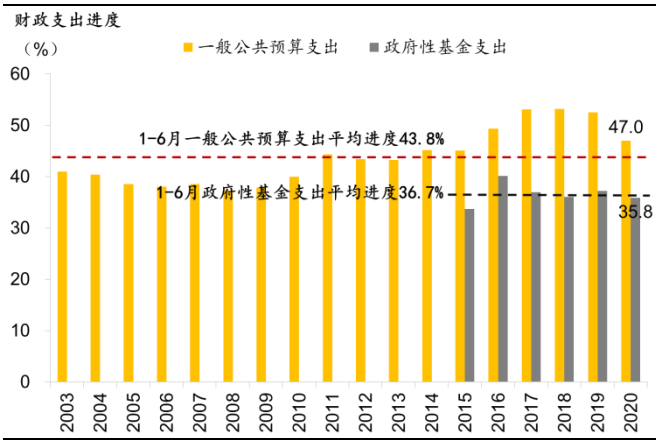
图 86：政府性基金收支增速已明显反弹



资料来源：Wind、招商银行研究院

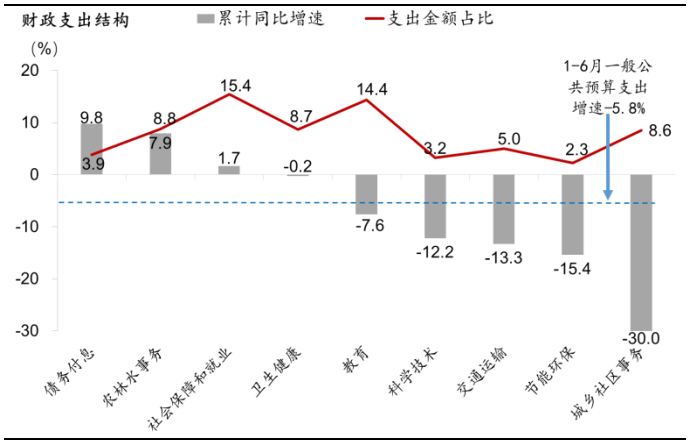
从财政支出进度上看，上半年，一般公共预算支出和政府性基金预算支出金额分别占全年各自预算支出的 47%和 35.8%，比重明显低于去年同期水平。若全年财政支出增长目标最终得以完成，那就意味着下半年财政支出的进度会进一步加快，有望推动经济更快修复。**从财政支出结构上看，**受地方偿债压力渐增、洪水灾害、扶贫工作持续推进、稳就业压力加大等因素影响，上半年，一般公共预算各支出项目中，债务付息、农林水事务、社会保障和就业、卫生健康方面的支出增速保持了较快增长，而其它大部分领域，尤其是涉及基建的交通运输与城乡社区事务方面的支出增速则大幅低于历史同期水平，这体现了疫情冲击下一般公共预算支出重点领域的变化。

图 87：财政支出进度明显低于去年同期水平



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 88：债务付息支出领跑各项财政支出增速

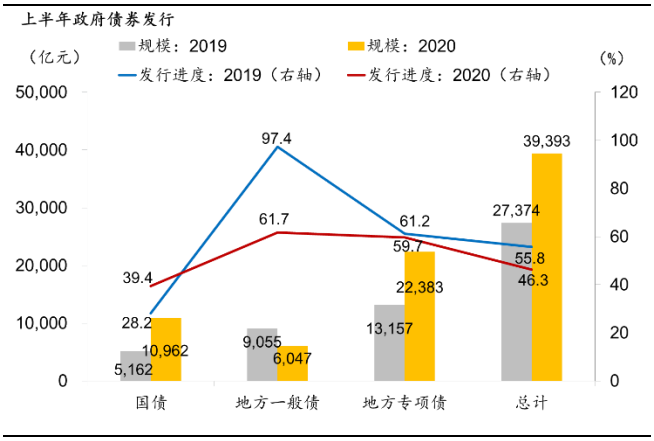


资料来源：Wind、招商银行研究院

2. 展望：财政空间尚存

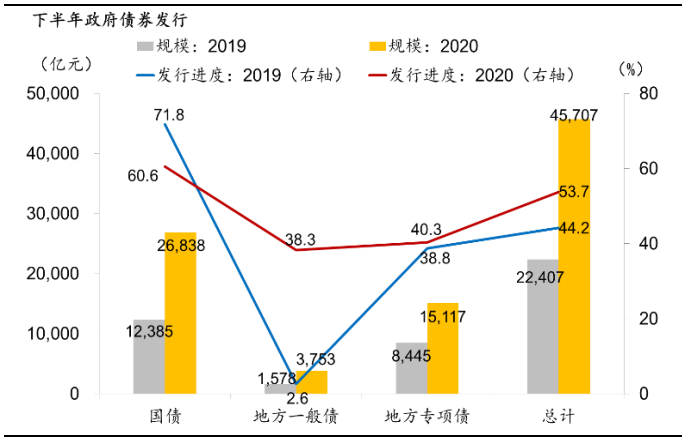
首先，仍有约 4.57 万亿新增政府融资尚待落地。上半年以来，各类政府新增债券融资 39,393 亿元，较去年上半年增长 43.9%。其中，国债（含特别国债）新增发行 10,962 亿元，完成年度计划的 39.4%，进度略高于去年同期水平；地方一般债新增发行 6,047 亿元，完成年度计划的 61.7%，大幅低于去年同期的 97.4%的进度水平，这主要是由于今年中央加大了转移支付力度为上半年地方财政减压所致；地方专项债新增发行 22,383 亿元，完成年度计划的 59.7%，进度与去年同期相当。

图 89：上半年政府债券发行进度不及去年



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 90：下半年政府债券发行将会明显提速



资料来源：Wind、招商银行研究院

由此推算，国债（含特别国债）、地方一般债、地方专项债在下半年分别还有 26,838 亿、6,679 亿、15,239 亿元的新增额度尚待发行。总计达 4.57 万亿元的新增债务发行，将较去年下半年增加 104%。这意味着即便考虑到一般公共预算收入、政府性基金收入和国有资本经营收入的一定程度下降，今年下半年的广义财政资金总量仍将较去年大幅提高，预计可增加约 3.98 万亿元，将对下半年的经济修复起到关键作用。如果再考虑到因土地出让收入增长较快导致政府性基金收入出现超收（假设全年政府性基金收入增速达到 5%）的可能性，那么广义财政资金总量将超过 4 万亿元。

此外，考虑到国内经济修复的进度，以及国际环境的不确定性，中央并未完全固定财政政策的空间。政府工作报告将目标赤字率明确为“3.6%以上”，就意味着下半年财政政策仍有进一步发力的空间。**同时，加杠杆空间仍存也意味着政府或将“房住不炒”调控基调延续更长的时间。**

其次，制度性减税降费政策有待进一步推进。政府工作报告已明确将通过强化阶段性政策与制度性安排相结合的方式推进减税降费工作，全年预计为市场主体减负 2.5 万亿元。其中，“强化阶段性政策”主要表现在，将于 6 月前到期的阶段性减税降费政策将延长至全年，小微企业和个体工商户所得税缴纳将一律延缓到明年，共计减负约 2 万亿元。而“制度性安排”则主要表现在“继续执行下调增值税税率和企业养老保险费率等制度”,共计减税降费 5,000 亿元。

从财政部公开的信息来看，截至 4 月末，全国已累计新增减税降费 9,066 亿元。**按此推算，下半年仍有上万亿元税费待减免。**此外，从目前已出台的减税降费政策来看，主要包括针对疫情防控重点保障物资生产企业给予税费优惠，以及对受疫情影响较大的行业企业给予税费减免，具有较强的行业特点和阶段性，而普惠性、制度性的减税降费政策仍有待出台，因此，下半年下调增值税税率、企业养老金率的政策仍值得期待。

五、资本市场：牛熊转换，风吹麦浪

（一）海外市场：拨云见日

1. 上半年：全球大类资产表现回顾

回顾上半年，新冠疫情的爆发令全球步入了一场由公共卫生危机导致的另类衰退，资本市场出现巨震，总体呈现避险资产主导市场的格局。全球主要权益市场除纳指以外均出现下跌，而国债、黄金、以及美元等避险资产则获得了相对可观的收益。

其中，金融危机以及流动性危机的苗头主要呈现在一季度。全球股市在 3 月出现“史诗级暴跌”，随后美元流动性紧张导致 Libor/OIS 息差飙升，广谱资产一度出现齐跌。但随着全球加大政策刺激，流动性危机警报解除，叠加欧美国家经济活动的分阶段重启，市场风险偏好亦在二季度回升，权益资产迅速反弹，黄金在通胀预期修复以及流动性的推动下延续上涨，美债利率则维持低位震荡。

表 3：大类资产表现回顾（截至 6 月 30 日）

大类资产	名称	Q2（%）	Q1（%）	今年以来（%）
权益	MSCI发达市场	17.95%	-20.49%	-6.22%
	MSCI新兴市场	15.94%	-19.34%	-6.49%
	道琼斯工业平均指数	17.77%	-23.20%	-9.55%
	标准普尔500指数	19.95%	-20.00%	-4.04%
	纳斯达克综合指数	30.63%	-14.18%	12.11%
	上证综合指数	8.34%	-9.83%	-2.31%
	伦敦金融时报100指数	8.78%	-24.80%	-18.20%
	巴黎CAC40指数	12.28%	-26.46%	-17.43%
	法兰克福DAX指数	23.90%	-25.01%	-7.08%
	东京日经225指数	17.82%	-20.04%	-5.78%
	恒生指数	3.49%	-16.27%	-13.35%
	圣保罗IBOVESPA指数	30.18%	-36.86%	-17.80%
大类资产	**名称**	**Q2（BP）**	**Q1（BP）**	**今年以来（BP）**
利率	美国10Y	-4	-122	-126
	中国10Y	23	-55	-31
	英国10Y	-21	-47	-68
	法国10Y	-11	-13	-24
	德国10Y	-3	-28	-31
	日本10Y	1	5	6
大类资产	**名称**	**Q2（%）**	**Q1（%）**	**今年以来（%）**
贵金属	黄金	12.93%	3.92%	17.36%
	白银	28.10%	-22.80%	-1.11%
大类资产	**名称**	**Q2（%）**	**Q1（%）**	**今年以来（%）**
汇率	美元	-1.60%	2.61%	0.97%
	人民币	0.27%	-1.79%	-1.53%
	日元	-0.35%	1.03%	0.67%
	英镑	-0.05%	-6.38%	-6.42%
	欧元	1.79%	-1.62%	0.15%

注：美元为美元指数表现回顾，其余货币均为兑美元双边汇率
资料来源：Wind、招商银行研究院

2. 下半年：海外大类资产配置展望

海外大类资产下半年的交易主线集中于经济的弱复苏，阶段性扰动来自于疫情的反复、美国大选的不确定性以及国际关系的演变。

（1）美债

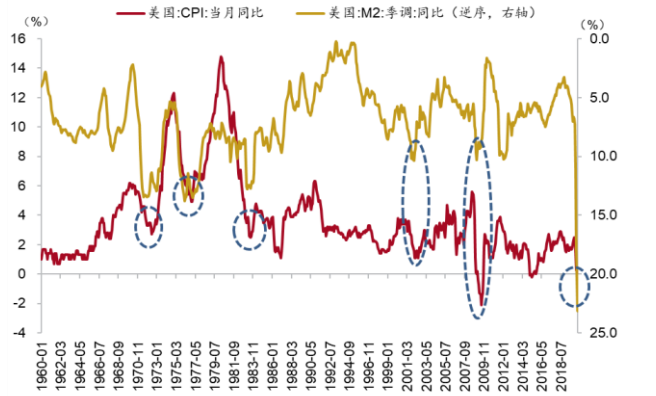
在经济弱复苏、再通胀预期回升等因素的推动下，美债利率下半年预计将趋于上行，但上行幅度有限，交易区间推算为 0.8%-1.2%之间。

首先，疫情的爆发令海外核心国家在上半年相继冻结经济活动，经济增长降至冰点。但随着全球抗疫初见成效，欧美各国从 4-5 月开始分阶段重启经济，部分经济数据开始展示出边际回暖的特征。也就是说，二季度大概率是美国经济增长的低点，下半年将进入广义“V”型弱复苏阶段。

其次，美联储的直线型扩表令 M2 增速飙升至 20%以上，虽然说货币超发并不一定会在私人部门完全转化为终端需求并带来高通胀，但是从数据上来看，M2 的高点往往对应着 CPI 的低点，也就是说央行的大放水行为虽不一定会引发高通胀，但大概率能够带来再通胀，这将对长端利率造成压力。

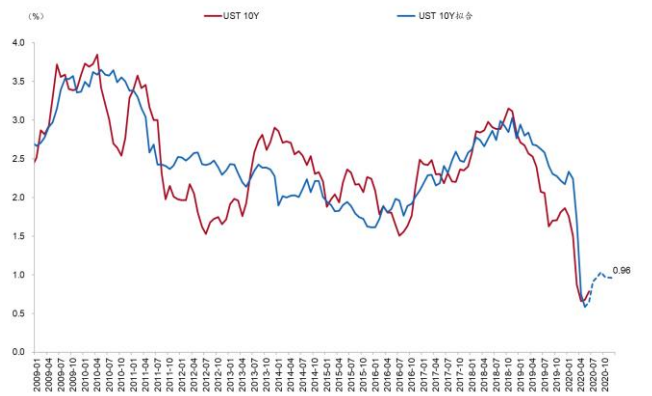
最后，全球各国为了对冲疫情所带来的经济损失，陆续推出了各项财政刺激方案，美国 1-5 月累计联邦政府财政赤字甚至已经超过了 2009 年全年的规模，巨额的财政支出将导致国债供给增加，这也将对长端利率产生上行压力。

图 91：货币超发下的再通胀预期



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 92：美债利率拟合模型



资料来源：Wind、招商银行研究院

虽然美债利率下半年的上行风险较高，但在高额的政府债务压力下，预计货币政策需要配合维持低利率以降低政府的还债成本，包括美联储前瞻指引显示将维持零利率至 2022 年底、维持一定量级的购债规模等。与此同时，市场预期美联储将会实施收益率曲线管理（Yield Curve Control，YCC），这也将直接从价格端控制长端利率的“天花板”。

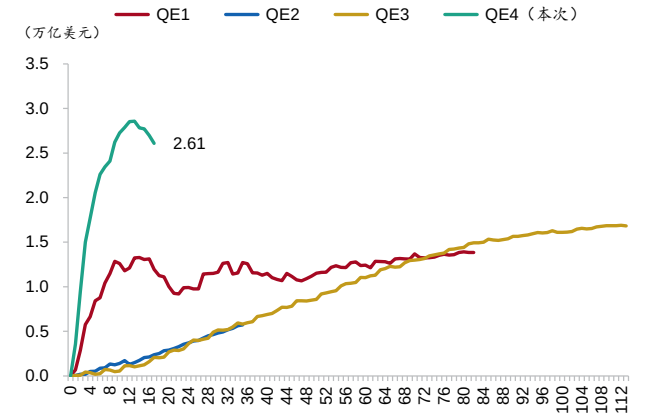
（2）黄金

对于黄金来说，下半年的上涨动力一方面来自于通胀的发枪，另一方面则来自于美联储实施收益率曲线管理的可能性选择。

首先，在货币和财政政策扩张的时代下，预计全球将于一段时间内处于低利率和高财政赤字的环境当中。而通胀中枢在经济弱复苏的背景下将逐步恢复，**美债名义利率上行速度大概率将慢于通胀预期上行速度，美元实际利率维持低位，金价存在趋势性上涨的可能，目标价上看至 1900 美元。**

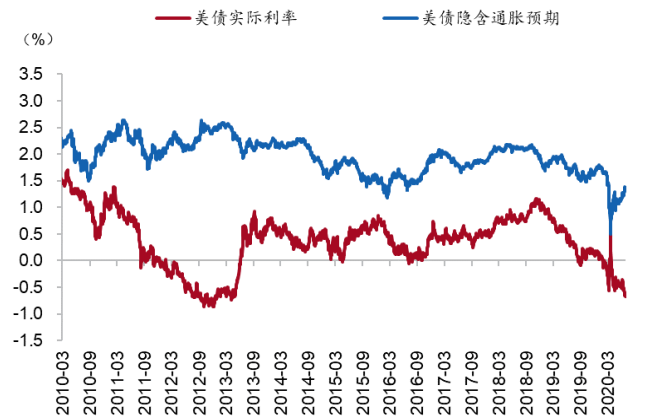
同时，通过对比相似宏观场景下的黄金走势（金融危机时期，黄金同样面临长时期零利率、QE 以及财政赤字扩张），我们也能得出同样的结论。2009 年，随着油价触底反弹，美国出现再通胀，名义利率虽然在 09 年初出现牛熊拐点，但由于美联储并未给市场释放加息预期，美债名义利率上行速度相对通胀预期更慢，实际利率被压至低位，黄金进入了长达 3 年的上涨期。

图 93：美联储扩表速度史无前例



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 94：美债实际利率有望维持低位



资料来源：Wind、招商银行研究院

其次，若美联储实施收益率曲线管理，美债名义利率被控制在某一区间（或某一点位），实际利率将会因为通胀的恢复而出现确定性下行，这也将进一步加强黄金的上涨趋势，不排除黄金突破 2000 美元的可能。

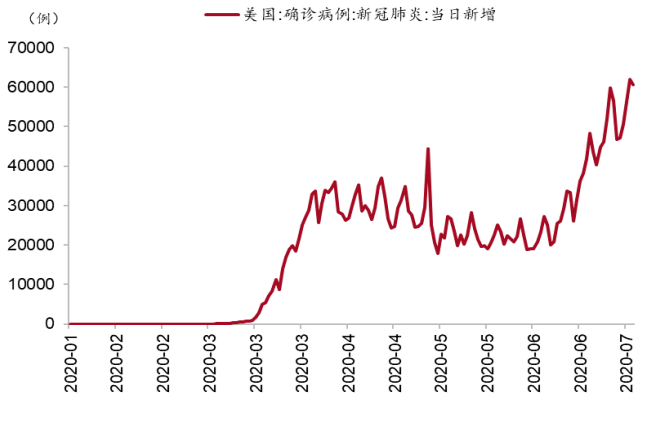
但我们也仍需警惕下半年美国通胀恢复不及预期甚至是出现通缩的可能。目前我们观察到美国居民储蓄率大幅攀升，表明疫情似乎开始对居民消费习惯产生改变，这将导致服务型通胀难以恢复，黄金也将因为通胀难以向上而出现调整。

（3）外汇

美元：美元指数从 5 月底至 6 月中旬出现了一轮快速下跌，但同期美国经济预期仍高于欧洲，且美欧利差稳定在 100-110BP，市场的担心或源于欧盟对于统一财政的试水。

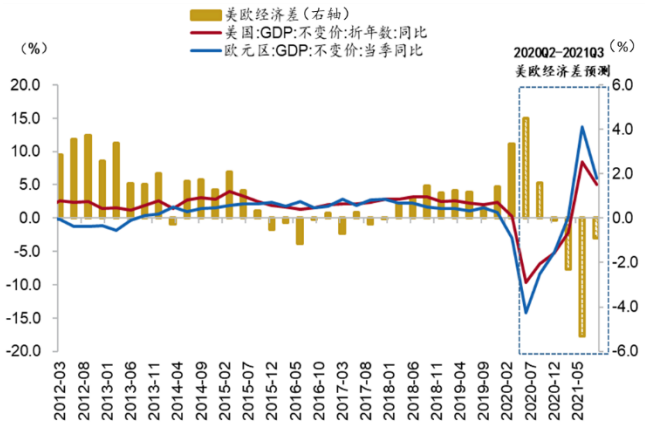
在这次疫情的冲击中，欧洲相对美国来说存在天生的脆弱性，包括欧洲银行业风险、欧洲非核心国家的主权债务违约风险等。此外，无论是货币政策还是财政政策，欧洲在面对本轮危机时的政策输出均不及美国，也成为了市场担忧欧洲经济复苏遇阻的原因之一。然而，欧盟委员会于 5 月底提出的欧盟长期财政支出方案，通过共担财政风险的方式降低了市场对于南欧国家尾部风险的担忧，也成为了美元本轮下跌的导火索。

图 95：美国日新增病例创新高



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 96：美弱欧强预期出现于 2020 年 Q4-2021 年 Q3



资料来源：Bloomberg、招商银行研究院

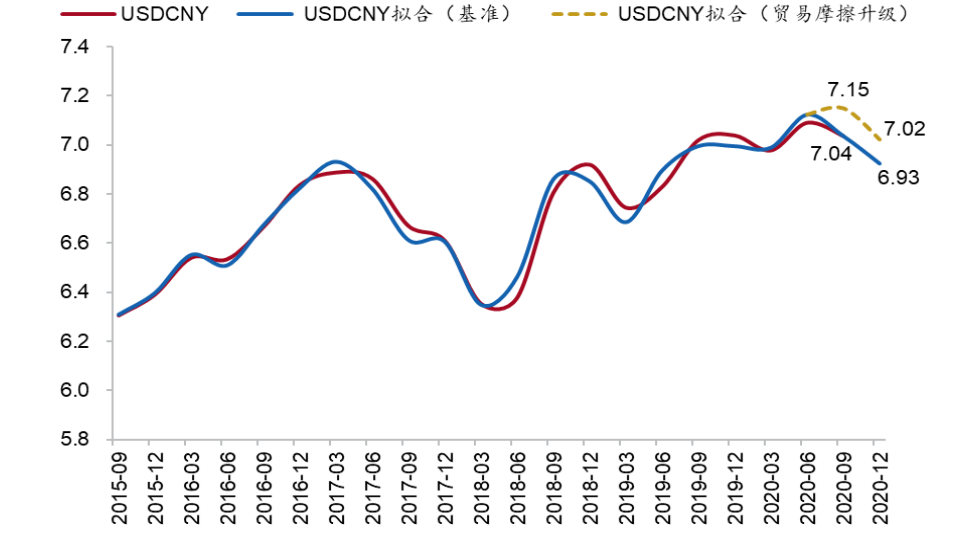
展望未来，我们认为上半年的强美元局势将在下半年逐渐弱化。从美欧经济相对强弱来看，基准情形下，“美弱欧强”的经济格局大概率出现在今年四季度，美元指数预计也将随之走弱。但是需要留意的是，特朗普在追求经济政绩的诉求下提前复工，美国疫情因此二度升级，日新增病例创下新高，预计将在一定程度上阻碍美国经济的弱复苏进程。若此次美国疫情升级持续时间较长，美国经济的领先地位可能会被提前逆转，美元下行压力也将提前于 Q3 出现。

人民币：回顾上半年，人民币汇率在受到强美元压制的同时，在 4-5 月阶段性地受到了国际关系的扰动，整体走势偏弱，1 年期人民币汇率远期隐含的贬值预期也处于缓步上升的趋势当中。

从国际收支来看，下半年外需修复不确定性较大，出口增长仍将承压。此外，中美第一阶段贸易协议中的中国自美进口量完成度不及预期，若中国遵守协议，下半年加速自美进口，也将对贸易项产生一定拖累。资本项目方面，在中外疫情错峰的背景下，中国经济率先复苏，且中美利差逐渐走阔并创下历史新高，在追逐高收益资产的驱动下，资金或有望加速流入国内资本市场，这将从资本账户端对汇率产生拉动力量。7 月初外资加速流入中国股市，人民币汇率在股市情绪以及资金的带动下快速升值正是对此逻辑的印证。

总体来说，人民币汇率基本面偏强，下半年汇率中枢或有望升值至 6.9-7.0 一线，但仍需留意国际关系的扰动，其升贬幅度亦会受到贸易摩擦升级与否的影响。其中，三季度人民币汇率中枢位置或位于 7.04-7.15 之间，四季度汇率中枢位于 6.93-7.02 之间。目前，在中国经济复苏超预期、外资加速流入股市的推动下，人民币汇率位于 Q3 的中枢偏强位置运行，但考虑到外围风险仍存在不确定性，预计汇率价格后续将向中枢位靠拢。

图 97：人民币汇率预测模型



资料来源：Wind、招商银行研究院

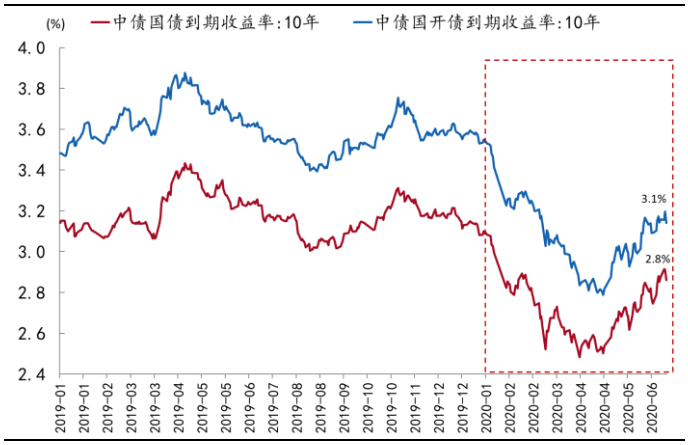
（二）债券市场：主动防御

1. 上半年：无风险利率先下后上，利率债表现好于信用债

上半年无风险利率先下后上，期限利差先上后下，收益率曲线从“牛陡”演绎成“熊平”。债券市场行情主要受疫情影响，一季度，货币政策宽松幅度加大，短端债券利率下行幅度更大，收益

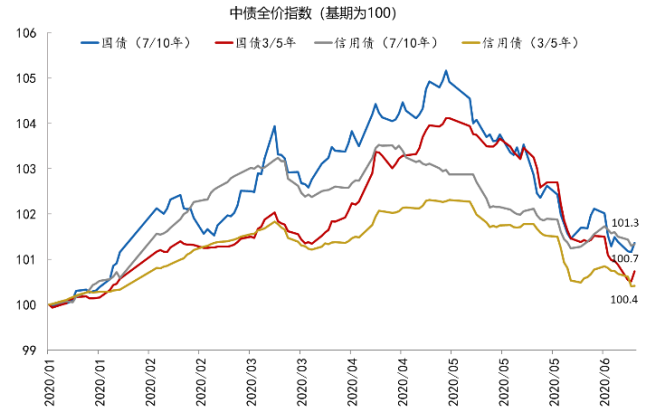
率曲线演绎成“牛陡”；二季度，货币政策边际收敛，短端债券利率上行幅度更大，收益率曲线演绎成“熊平”。信用债表现整体弱于利率债，一季度，信用环境受到冲击，信用利差走阔；二季度，信用环境逐渐回暖，信用利差压缩。投资策略上，一季度，货币条件宽松，杠杆策略占优；二季度，信用环境逐渐修复，叠加无风险利率下行至历史最低位，且波动频率加大，票息策略占优。

图 98：2020 年上半年，无风险利率先下后上



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 99：2020 年上半年，利率债表现好于信用债



资料来源：Wind、招商银行研究院

2. 下半年展望：无风险利率中枢上行

（1）利率债配置策略

在传统的利率分析框架中，经济增长、通胀水平、货币政策是主要影响因子，近年来，随着政策调控加强宏观审慎管理，金融监管也逐渐成为影响债市变化的主要因子。相较于上半年，下半年四因子的变化是经济增长中枢回升，通胀中枢回落，货币政策边际趋稳，重点从宽货币向宽信用倾斜，防风险权重较上半年增大。

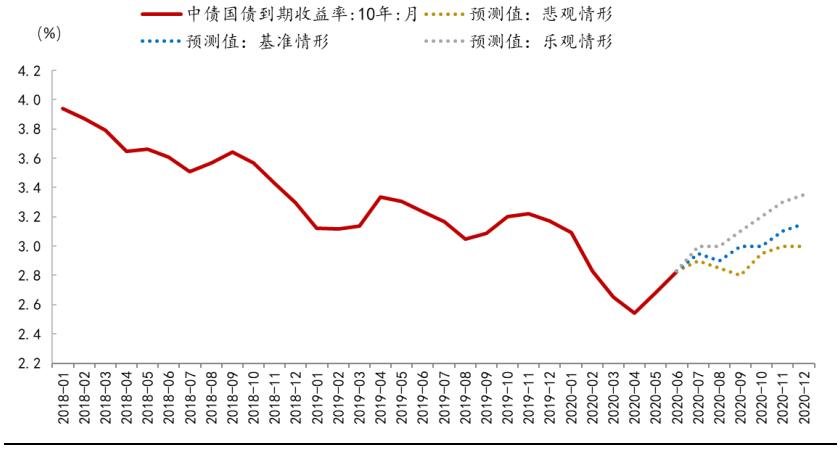
中性条件下，下半年 10 年期国债利率中枢在 3.0%附近，波动区间在 2.7-3.4%。乐观条件下，下半年若经济修复超预期，货币政策侧重点可能调整，中枢将抬升至 3.15%附近，波动区间在 2.8-3.5%。悲观条件下，若经济修复不及预期，中枢可能会徘徊在 2.9%附近，波动区间在 2.6-3.3%。

曲线形态方面，随着货币政策边际收敛，货币利率中枢将抬升，收益率曲线走平，之后伴随着经济修复提速，收益率曲线或走陡。

在中性条件下，我们对利率节奏和相应策略给出大致判断，长端利率在三季度处于震荡向上，建议机构可在前期适当降低仓位，缩短久期；预期差或出现在 7-8 月经济表现上，若经济修复超预期，则长债利率将经历快速上行，之后斜率放缓；若 7-8 月经济低于预期，则长债利率仍将处在震荡之中，波段性机会仍存，但四季度将面临较大的上行压力。

此外，结合下半年 10 年期国债利率的运行区间，我们给出相应的策略：2.7-2.9%属于低位震荡区间，需要注意安全边际；2.9-3.1%属于中部震荡区，建议防守为主；3.2-3.4%属于高位震荡区，可适当参与；3.4%以上可考虑逢高配置；向下突破 2.7%需要基本面失速下行或货币政策超预期宽松的强力推动。

图 100：预测 2020 年下半年无风险利率中枢向上



资料来源：Wind、招商银行研究院

（2）信用债配置策略

信用利差长期受到基本面变化影响，中短期受到金融监管推进程度的影响。拆分来看，我国信用利差主要受风险溢价驱动，包含企业违约风险和债券流动性风险，基于以上两大因素，我们认为下半年变化如下：

流动性风险在上升，信用利差分化延续。债市行情决定信用债流动性风险走势，受上半年无风险利率处在低位的影响，流动性风险已明显回落，而下半年无风险利率上行，流动性风险将上升。此外考虑到当前疫情以及国际环境仍有不确定性，投资者风险偏好提升或比较缓慢，信用分化现象仍将延续。

基本面底部向上，盈利改善，违约风险或有下降，但不宜过度乐观。下半年，宽信用继续推动经济修复，企业盈利将有所改善，违约风险溢价或一定程度回落，中低评级信用债受益将更明显。但考虑到整体经济修复仍可能会面临外部冲击，对违约风险也不宜过度乐观。

信用债配置策略：考虑到经济已逐渐修复，货币政策或边际收紧，将推高流动性风险，高评级信用债受冲击将更明显。而随着宽信用继续发力，企业盈利改善，违约风险或出现一定程度回落，中低评级信用债或将受益。整体看，票息策略优于杠杆策略。

城投债：下半年，宽财政发力，城投信用风险可控，城投债仍是相对安全的选择，可适度下沉资质。

地产债：经济修复过程中，房地产市场仍是重要支撑力量，信用资质较好的央企、国企融资利率已偏低，可考虑地方国企和具有资源优势的大型企业，避免杠杆率高、融资结构不合理的房企。

民企债：疫情影响下，民企融资受到严重冲击，不过随着经济的修复，下半年民企融资环境会有进一步改善，待基本面完全确认企稳回升后，择机考虑财务表现较好的龙头民企，关注景气度处在上行通道的行业主体。在个券考量上，需提高择券能力，重视企业的稳健经营表现。

（3）2020 年下半年：信用扩张加速下的债市

信用扩张下的无风险利率走势：

上半年，债市围绕新冠疫情的变化来演绎，而下半年，债市的主线将落在宽信用和经济增长上。

信用周期领先于经济周期。信用扩张初期，金融机构扩表领先且速度快于实体部门，信用扩张中后期，实体部门扩表速度快于金融机构。对于利率而言，信用扩张初期，资金供给高于需求，利率下行；信用扩张中后期，资金需求高于供给，利率上行。

信用扩张主要包含的部门有五个，参考其他存款性公司资产负债表分类，将其归为对非金融机构债权、对其他居民部门债权、对政府债权、对其他存款性公司债权、对其他金融机构债权。每一轮信用扩张期，扩张主力军不同，上述五大部门并不会全部参与。五大债权部门的扩张排序大致可以参考：对非金融机构债权≈对其他存款性公司债权、对其他金融机构债权→对政府部门债权→对其他居民部门债权。

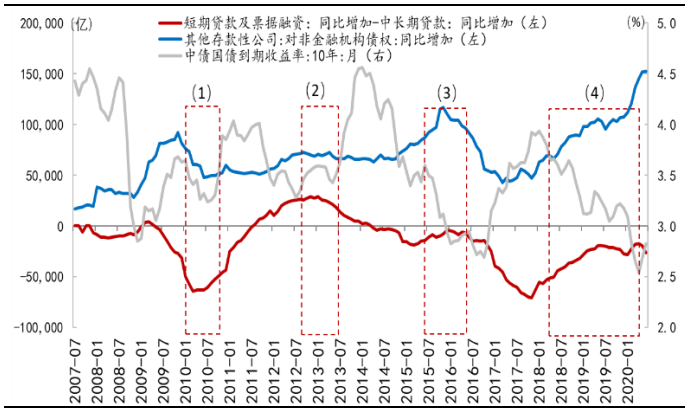
通过总结归纳，在信用扩张期，有三个具体特征分别对应不同的利率走势：

第一特征时期：对非金融部门债权进入上升期，且短贷及票据与长贷同比增量之差走强时，利率会处于下行通道之中；若非金融部门债权上升一段时间后，长贷开始回升，短贷及票据与长贷同比增量之差走弱，利率将上行。

第二特征时期：对政府部门债权开始明显上升，短贷及票据和长贷同比增量之差可能进入磨顶期，双方力量相对均衡，此时利率下行之后逐步进入到底部震荡区间。政府部门加杠杆之后，若能推动长贷回升，短贷及票据与长贷同比增量之差走弱，利率将上行。

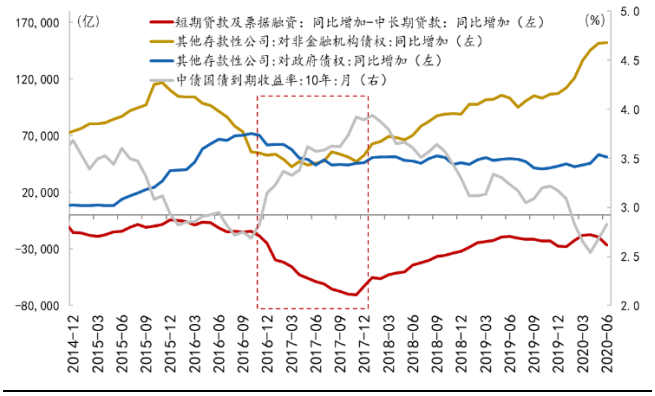
第三特征时期：对其他居民部门债权上升，此时会同步观察到短贷及票据与长贷同比增量之差走弱，利率将上行。

图 101：短贷及票据同比增量与长贷的相对增速与 10 年国债利率的关系



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 102：对政府部门债权顶峰回落后，实体部门中长期贷款增速上升



资料来源：Wind、招商银行研究院

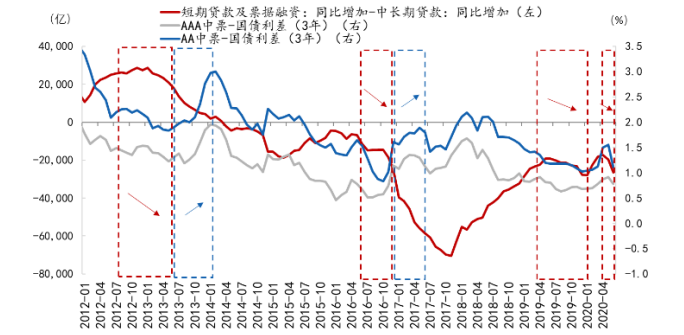
今年 2-4 月是第一特征期，5 月起至 9 月（或 10 月）或是第二特征期，即对政府债权同比增量提速。基于第二特征的判断，我们认为 7 月至 8 月 10 年期国债利率大概率是宽幅震荡行情。9 月开始，需要观察的是短贷及票据和长贷同比增量之差是否出现加速回落迹象，若有，10 年国债利率上行行情将得到基本面的支撑。当然，预测是不及市场变化快的，利率的拐点需要依据市场情况而定，此判断仅做推理参考。

信用扩张下的信用利差走势：

短贷及票据和长贷同比增量之差对信用利差也有不错的前瞻意义。当该指标从高位回落时，信用利差向下压缩，此时是由经济环境改善带来的违约风险下降主导；之后该指标继续走弱，信用利差开始上行，此时是由无风险利率上行带来的流动性风险上升主导。分高、低评级来看，当该指标从高位回落时，两者信用利差同步向下，低评级下行幅度更大；之后出现由下至上的拐点时，高评级信用利差领先于低评级，主要因为高评级受无风险利率变动影响更大。

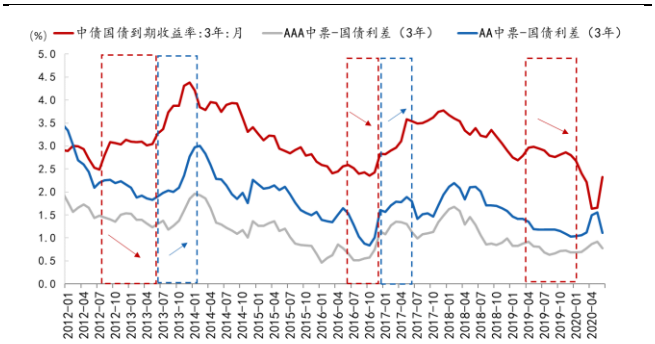
今年 2-4 月，短贷及票据和长贷同比增量之差走高，信用利差上行。考虑到后续政府部门大幅加杠杆推动经济回升，该指标将在高位磨顶之后回落，信用利差将经历先下后上的过程，其中低评级信用利差下行幅度更大，之后高评级信用利差会领先于低评级信用利差迎来拐点。

图 103：短贷及票据同比增量与长贷的相对增速与信用利差的关系



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 104：信用扩张期，国债利率与信用利差的关系



资料来源：Wind、招商银行研究院

（三）股票市场：相机而行

年初新冠疫情的爆发冲击全球资本市场，其中 A 股与美股均经历了不同程度下跌与“爬坑”的过程，反映出股市对风险的定价程度以及未来的预期。**放眼未来，A 股与美股所处的环境或将更为不同，我们看好 A 股下半年表现，但需要关注短期高估值下的波动风险，以及外围环境冲击逐渐加大的影响。**

1. 内部因素：资本市场改革将是重头戏

2020 年下半场，A 股将更聚焦自身的发展，线索或就在资本市场改革、两会信息等方面之中。

（1）资本市场改革推进，股市将更加成熟

今年以来改革的进程显著，从 4 月 27 日中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》，到 5 月末金融委办公室公告将推出 11 条金融改革措施，再到 6 月 12 日证监会发布创业板改革并试点注册制相关制度规则，多项政策的密集出台反映出资本市场改革的速度在明显加快。

从市场高度关注的创业板注册制改革来看，创业板注册制带来的机会是多方面的：其一，新能源、新材料、信息、生物与新医药、节能环保、航天航空、海洋、先进制造、高技术服务等领域或为重点行业，未来有望见到该类领域中更多优质企业脱颖而出；其二，创业板更广的行业包容性或意味着更多上市公司的融资需求，包容更多的行业不仅有利于更多符合国家战略的新兴产业的发展，还有望拓宽相关机构的投融资业务范围；其三，创业板涨跌幅的放宽对投资者而言，意味着投

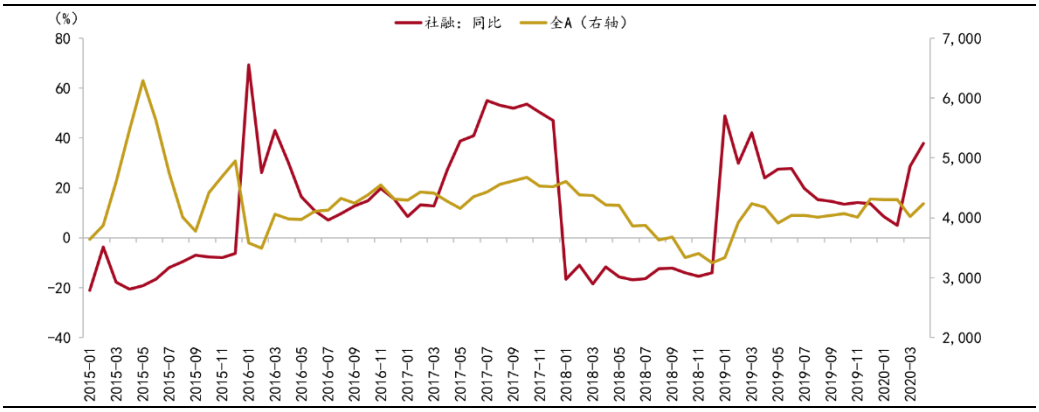
资的专业性要求变得更高，这有利于市场更加成熟，机构投资者有望扮演更重要的角色；其四，随着全球形势的不确定性加剧、我国资本市场改革加速，未来有望见到更多的红筹企业回归港股或者回归境内上市。

新三板方面，《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》的出台反映出了新三板改革也在加速推进，未来新三板市场承上启下的作用、多层次资本市场的有机联系将会越来越强。

（2）宽信用环境下，股市或有阶段性积极表现

今年两会上，政府工作报告中提及“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”。从过往市场情况看，宽信用环境下股市或有阶段性积极的表现。2015 年股灾后，社融同比增速与全 A 指数表现同向性显著，反映出宽信用环境下股市表现相对积极，而紧信用环境下（如 2018 年），股市表现相对弱势。

图 105：社融同比增速与全 A 表现情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

（3）定力更强，内部影响有望强于外围冲击

未来，如果美股因经济增速不达预期、失业率激增、上市公司盈利恶化、杠杆高企等风险而出现较大回撤，我们认为美股的疲弱表现或将传导至 A 股，即 A 股大概率会“跟熊”。

虽然 A 股与美股脱钩可能性不大，但随着中国资本市场广度与深度的完善、上市公司盈利周期与美股逐步错开，A 股的韧性料更强，即跌幅将小于美股。一方面，我国资本市场改革持续推进，创业板注册制、新三板改革将拓宽市场广度、丰富市场层次，并购重组、再融资政策的放松将加大对创新型企业的直接融资支持力度；另一方面，疫情冲击之下虽然 A 股与美股盈利均有所下行，但 A 股盈利增速跌幅好于美股。随着我国疫情得到控制，企业复工复产进程持续，未来 A 股与美股盈利周期有望错开，并且考虑到美国上市公司高杠杆风险，A 股上市公司在盈利能力方面上则具备相对优势。

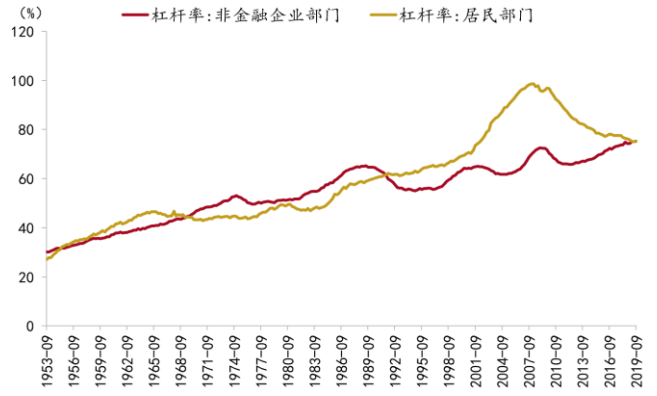
2. 外围环境：将是长期扰动因素

考察美股未来表现，主要有三点需要关注：其一，作为全球经济龙头的美国经济当下存在隐忧，尤其需要警惕美国企业盈利弱化叠加高杠杆；其二，流动性宽松环境、市场乐观情绪等因素推升美股估值至历史高位；其三，全球形势不确定性加剧，中美博弈或将在中长期维度上持续扰动市场。

（1）警惕美国企业债务暴露风险

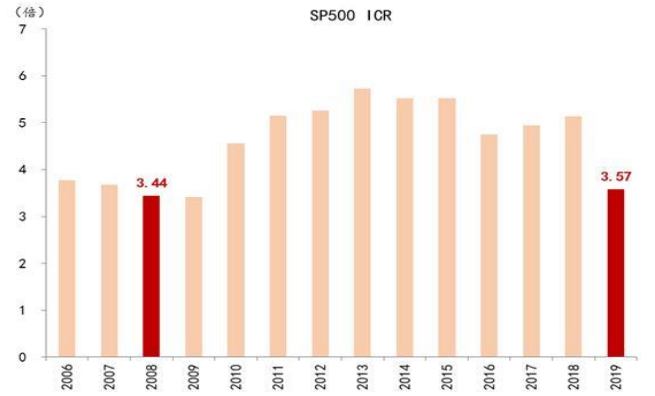
从基本面来看，美国非金融部门杠杆水平从 2008 年金融危机以后一路攀升，当前处于历史最高水平，指向美国企业杠杆高企。同时，美国上市公司长期偿债能力也在下滑，利息保障倍数（interest coverage ratio）上看，2019 年上市公司面临债务风险时的脆弱性更为凸显，而同期标普 500 仍在创新高。未来，若美国上市公司盈利能力持续恶化，叠加债务高企的风险，企业债务暴露的风险在加大。

图 106：美国非金融与居民部门杠杆水平



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 107：美股利息保障倍数情况

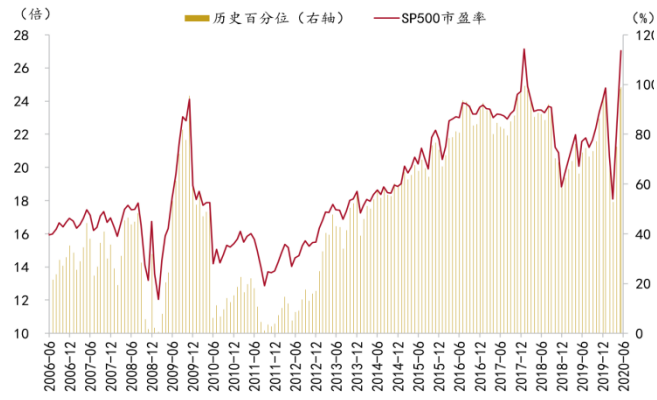


资料来源：Wind、招商银行研究院

（2）美股估值处于历史最高水平

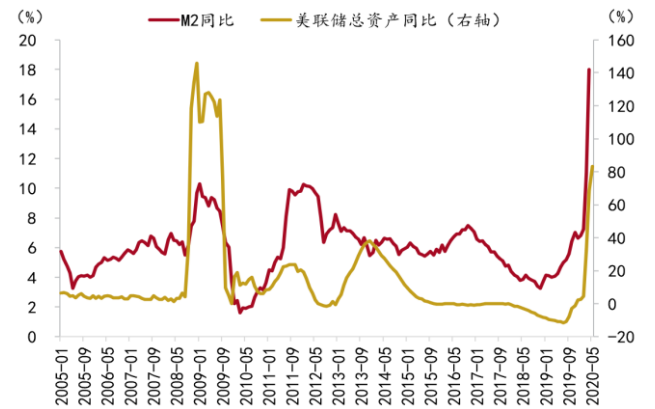
不同于美国上市公司盈利的平淡表现，当前美股估值已站上近十年新高。以标普 500 为例，截止 2020 年上半年末，美股估值已经修复疫情爆发期的跌幅，持续上行至历史 99 分位水平，处于近十年新高。我们认为美股估值的积极表现受美国积极货币政策影响，在流动性宽松的环境下，资金面的宽裕叠加对经济修复向好的预期共同推升了今年以来美股的估值水平。**展望未来，在美股强势估值的环境下，美国经济以及上市公司盈利表现能否支撑如此高的估值，需要谨慎观察。**此外，美国天量流动性后，实体经济是否真实受益、企业杠杆风险是否有所缓释等风险也需保持警惕。

图 108：标普 500 估值水平



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 109：美国 M2 与美联储总资产变化情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

（3）美国内外形势不确定性加大

其一，疫情反复加大经济的不确定性。非洲裔美国人乔治·弗洛伊德遭到美国警察暴力执法事件已引发全美大范围反种族歧视的抗议游行，且事态愈演愈烈，抗议游行中部分激进分子对商店、住宅、工厂等进行破坏和抢夺，冲击社会秩序与经济。近期来看，人群大规模的聚集、提前复工等因素仍在加剧美国疫情的升级；

其二，美国总统大选的不确定性或加大。随着下半年美国总统大选拉开帷幕，前副总统乔·拜登将与现任总统唐纳德·特朗普展开角逐。虽然从现阶段来看，截至 6 月末，相关民调显示特朗普支持率有所下滑，但考虑到前次总统大选中特朗普超市场预期击败希拉里·克林顿的先例，下半年的美国总统结论尚不能定，不确定性仍存；

其三，美国对外的不确定性加大。当前，美国与其他经济体及组织的冲突在继续加剧，如美国退出世界卫生组织，就地缘政治、疫情、贸易等方面对中国施压。展望下半年，考虑到中美博弈或将在多领域上展开，未来围绕科技、外贸、教育、金融等方面的摩擦或将持续，领域的广度与博弈的形式会加大不确定性。

3. 后市展望：大势研判及策略建议

（1）大势研判

展望下半年，A 股未来表现亮点可期，一方面，上市公司盈利韧性凸显，为指数表现奠定基本面支撑；另一方面，新冠疫情等风险事件的影响一定程度上也为下半年提供了更多的配置机会。

以沪指为代表，下半年的表现或是一个下有底上有顶的区间震荡，预计运行中枢处于 3,000 点至 3,300 点区间。乐观情景下，不排除市场情绪在短期内推升股市冲击 3,300-3,800 区间的可能性，但考虑到 7 月以来市场已较快反映乐观情绪，监管较 2015 年更及时释放冷静信号（如严查场外配资、乱加杠杆和投机炒作行为等），因此指数能否站稳高位区间仍需保持谨慎。

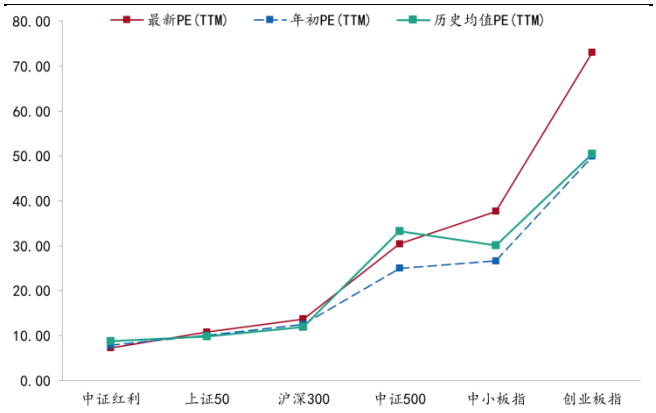
考虑到今年政府工作报告中未设定经济增长目标，经济修复的过程定不会一蹴而就，各行业也难言全面复苏，因此指数的结构性牛市概率更大。中长期维度而言，后续则需关注我国经济以及上市公司盈利修复程度、资本市场改革进程、外围事件（如高估值下的美股表现、中美博弈、美国大选等）发展情况。

（2）配置策略

我们看好下半年 A 股表现，考虑到相对于其他国家，当前我国企业有序复工复产、估值水平相对全球股指不高、资本市场改革政策密集出台落地、宽信用环境有望延续等“好牌”，建议下半年可适当增加对权益的配置，但在当前指数快速上行的过程中，不建议参与右侧交易，并需要注意阶段性历史较高估值下的波动风险。

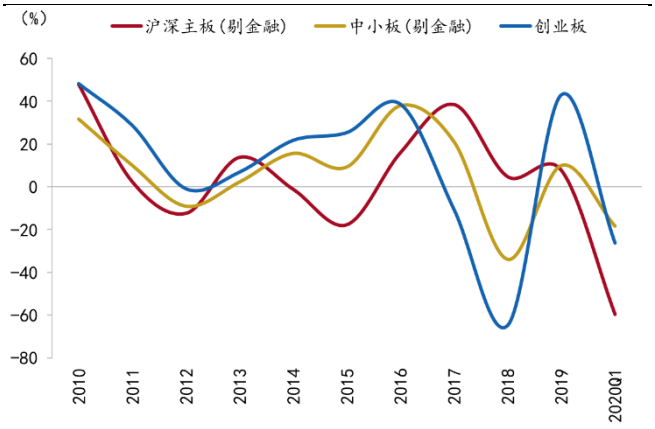
板块上看，创业板或延续强势，建议可适当配置。今年以来风险偏好较高的板块，以创业板为代表，表现最为强势，估值水平远超历史均值及其他板块。而风险偏好较低的板块表现相对弱势，如中证红利表现弱于年初水平及历史均值。从估值曲线的陡峭度变化中不难发现，今年以来市场热度集中于中小创板块，这既是对板块盈利增速向好的预期体现，也是对我国资本市场改革进程的积极反馈。

图 110：A 股板块估值曲线（截至 7 月中旬）



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 111：板块归母净利润同比



资料来源：Wind、招商银行研究院

行业上看，建议可寻找疫情冲击之后修复能力较强、发展速度较快的赢家，建议关注科技及内需方向的相关行业。在全球形势不确定性上升、国内加强对“六稳”与“六保”力度的环境下，内需股（如消费、基建等相关行业）有望表现优异，中长期来看，科技、消费仍是主线。建议可精选上述行业中盈利增速较好、估值相对较低的优质标的进行配置，在短期市场风格快速变换的过程中，可关注潜在的左侧机会。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址　深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话　0755-83195702

邮箱　zsyhyjy@cmbchina.com

传真　0755-83195085

更多资讯请关注招商银行研究微信公众号