作　　者：宏观金融组　李彦森
执业编号：F3050205（从业）　Z0013871（投资咨询）
联系方式：010-85881117 /liyansen@foundesc.com

成文时间：2020年7月13日星期一

中国宏观经济：后疫情时期的经济复苏与政策转变

——2020 年下半年中国宏观经济展望

方正中期期货研究院　　李彦森

目录

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

摘要：

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

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

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

第一部分 疫情击穿底线，未来将逐步修复

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

图 1 不同当季 GDP 假设情况下全年 GDP 增速

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

数据来源：Wind、方正中期研究院

一、 产出受疫情影响，随复工复产逐步消除

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

图 2 工业增加值降幅一度超过 25%

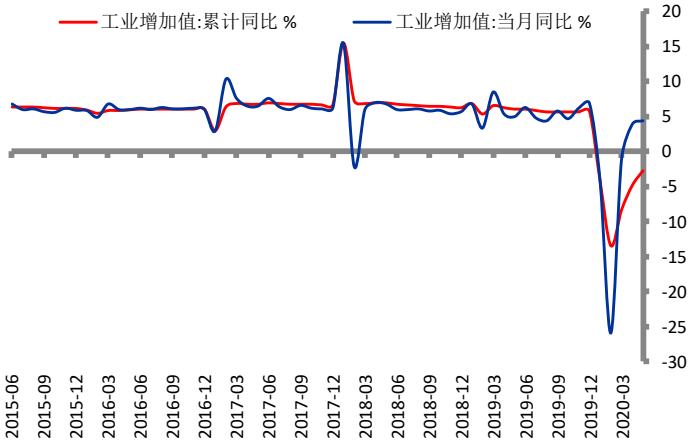
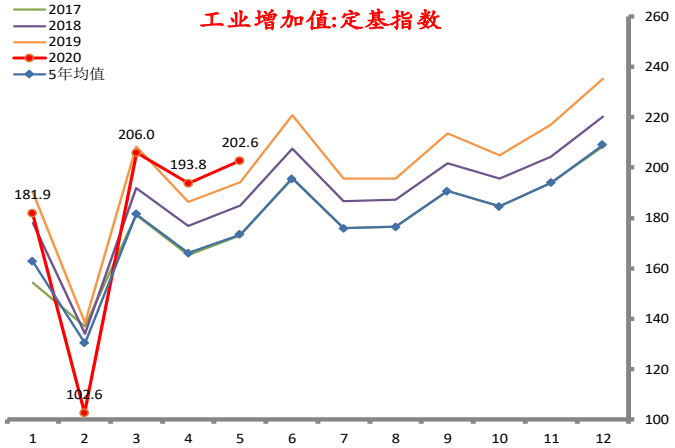


图 3 主要是 2 月受到疫情拖累严重



数据来源：Wind、方正中期研究院

数据来源：Wind、方正中期研究院

图 4 工业增加值分项数据

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

数据来源：Wind、方正中期研究院

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

图 5 2 月 PMI 明显低于正常区间

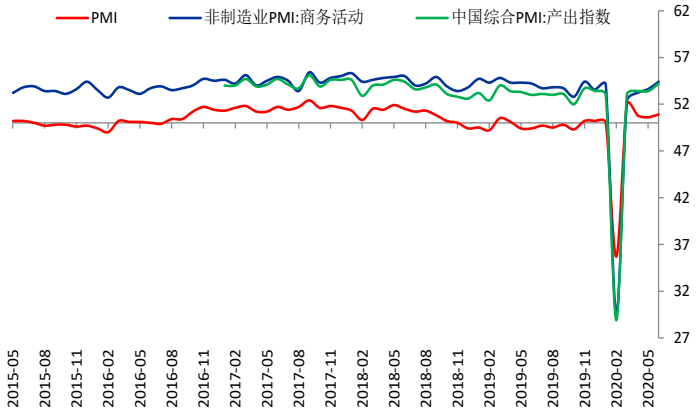
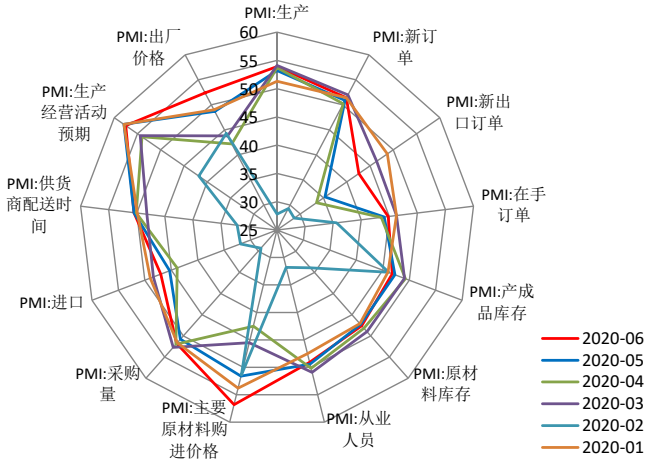


图 6 3 月开始 PMI 分项多数扩张

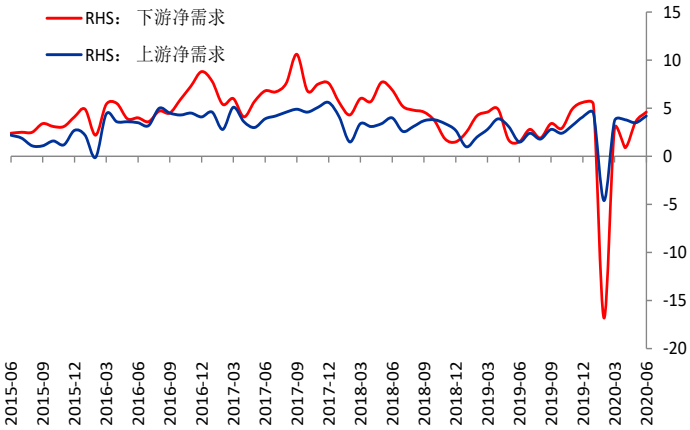


数据来源：Wind、方正中期研究院

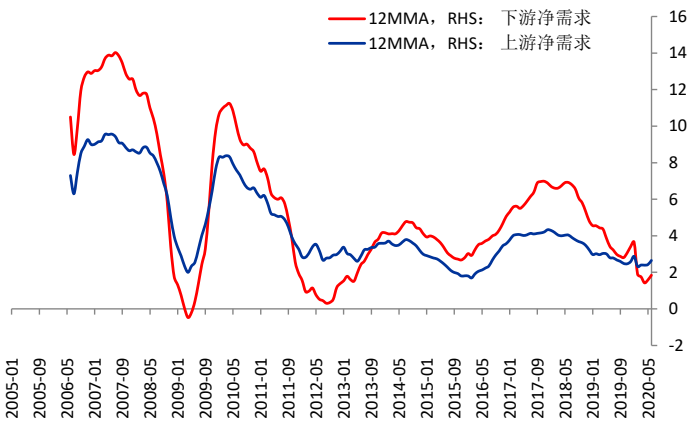
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 7 上半年需求回落为主

图 8 中长期需求仍在底部



数据来源：Wind、方正中期研究院

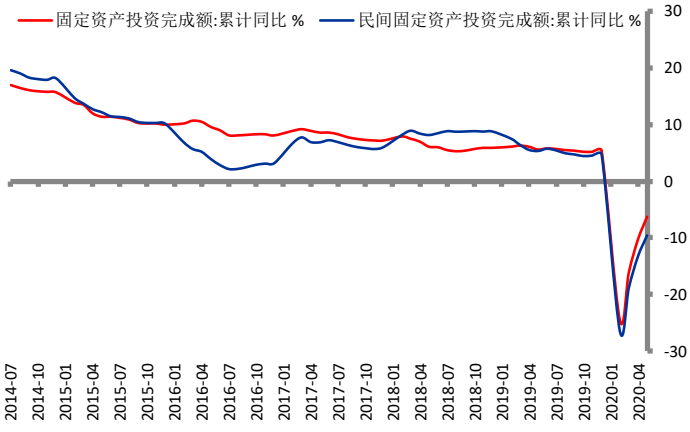


数据来源：Wind、方正中期研究院

二、 疫情后房地产快速恢复，但未来还看基建

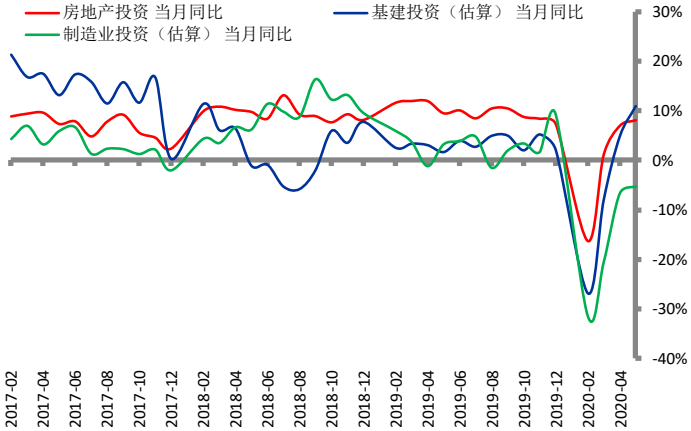
投资需求依然是总需求中最重要的一项。从分项上看，疫情期间受打击最严重的是制造业投资。并且由于其后周期的性质，预计未来仍将以缓慢复苏为主，但是复苏的方向更为确定，这也是内生经济动力的最主要体现。而在二季度需求从底部回升的过程中，房地产的表现是明显超预期的，也是此前投资需求最主要的推动力。基建投资也有一定回升，并且其增速至 5 月已经超过房地产投资，成为三大分项中的最佳表现。我们认为，下半年可能接替房地产投资成为投资需求中的亮点。

图 9 城镇投资、民间投资均出现断崖下滑



数据来源：Wind、方正中期研究院

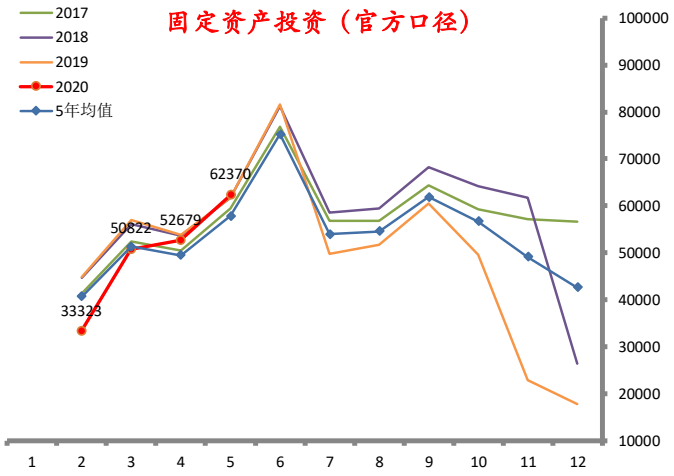
图 10 房地产投资复苏最快，基建投资更持续



数据来源：Wind、方正中期研究院

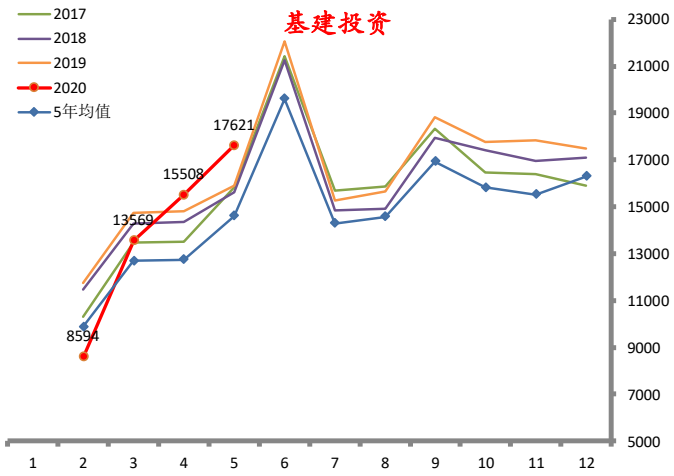
图 11 固定资产投资二季度明显恢复

图 12 基建投资二季度表现加好



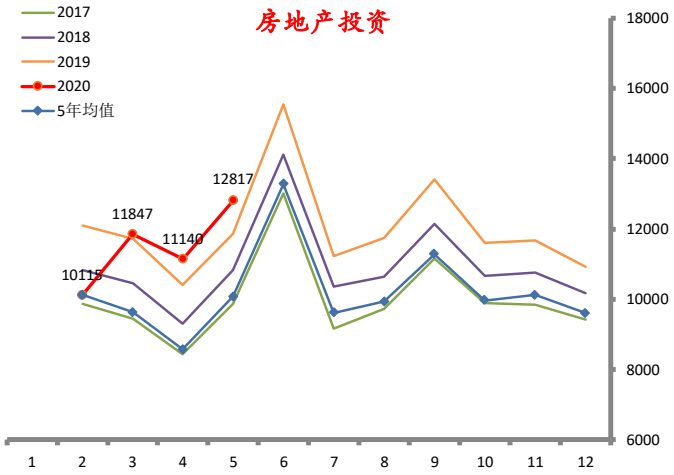
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 13 房地产投资首先企稳



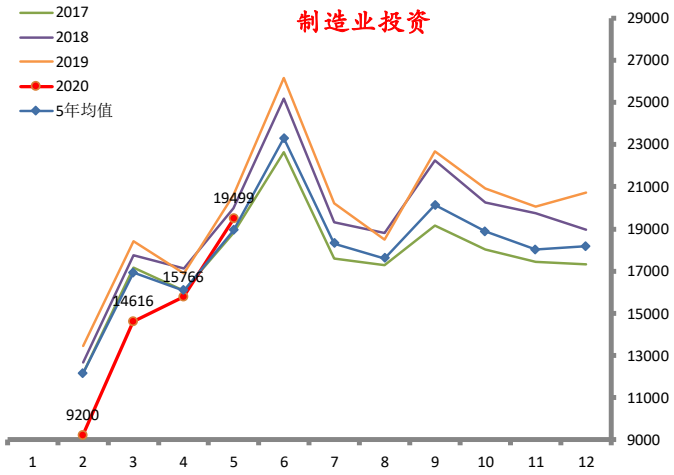
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 14 制造业投资恢复较慢



数据来源：Wind、方正中期研究院

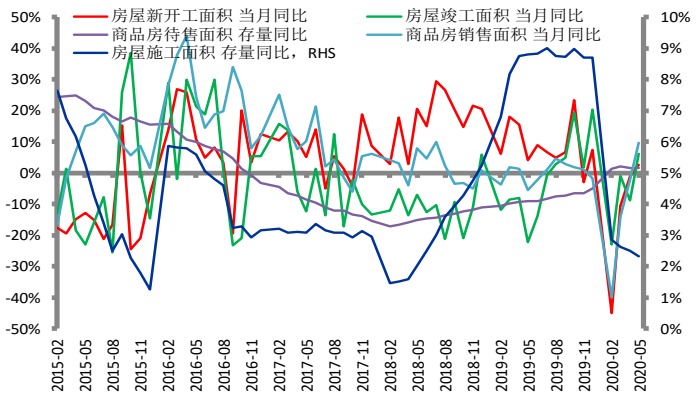
图 15 房地产行业五大指标



数据来源：Wind、方正中期研究院

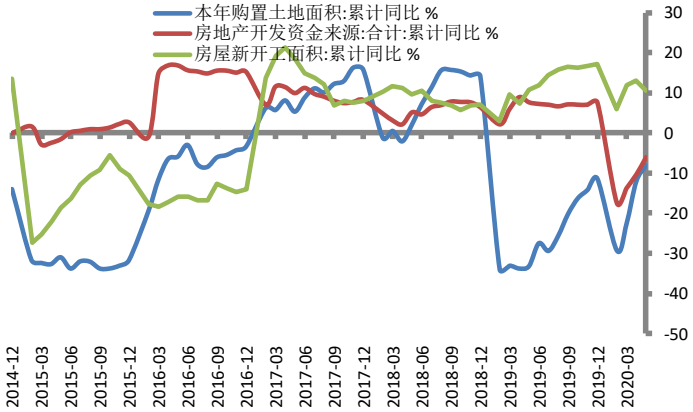
图 16 土地购置速度没有加快

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



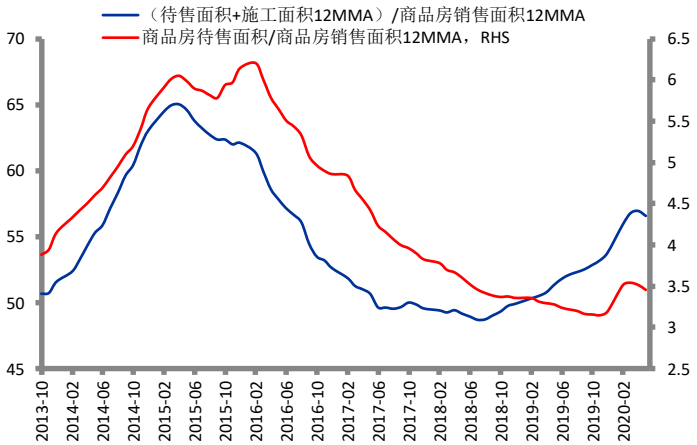
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 17　库销比有所回落



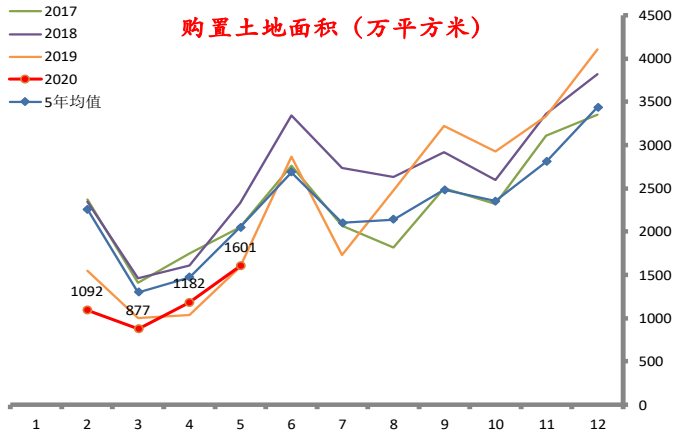
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 18　土地购置增长不明显



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 19　社消总额明显受挫

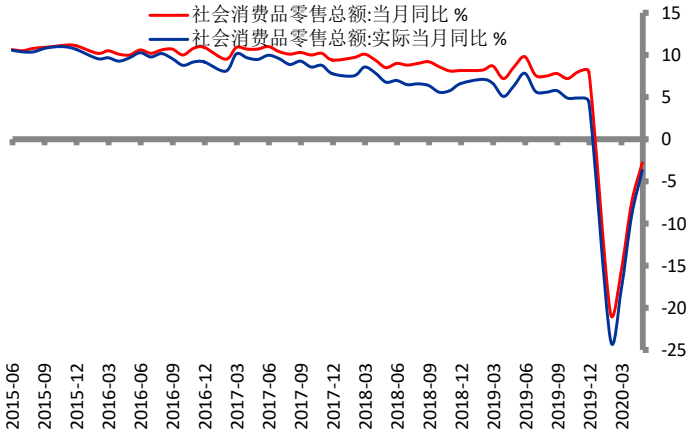


数据来源：Wind、方正中期研究院

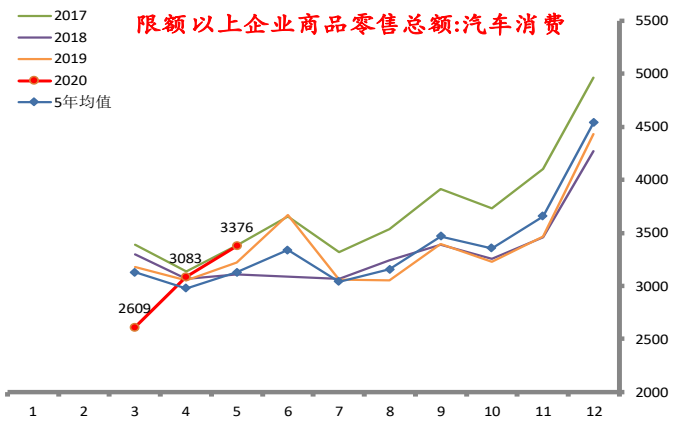
图 20　汽车消费恢复至正常水平

三、 耐用品消费复苏后，关注服务消费回升

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



数据来源：Wind、方正中期研究院



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 21　必需品受影响小，汽车、地产相关消费明显恢复

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

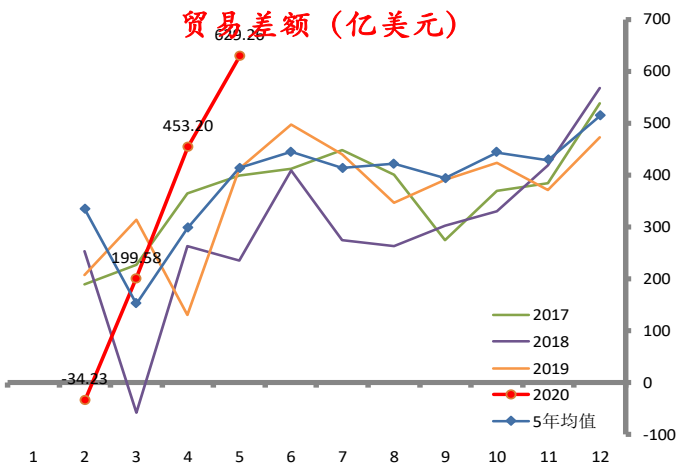
数据来源：Wind、方正中期研究院

四、 外贸受疫情扰动较大，风险仍需警惕

上半年整体情况来看，外贸方面受到的扰动较大。尤其是二季度的进口金额，由于国内开始主动去库存、海外疫情持续发酵影响物流、大宗商品价格持续下挫等因素，进口金额明显低于季节性。出口金额则相对更为平稳，主要是国内疫情发生时间早，应对措施及时有效，并且医疗物资出口的大幅增长，也从一定程度上弥补了其他方面的损失。贸易差额显著增加，有一定的所谓“衰退性逆差”的迹象。我们认为，随着国内疫情的好转，影响贸易的产出端问题将逐步消除，海外需求仍是最重要影响因素。由于新兴国家和部分发达国家的疫情仍在加速蔓延，因此外需的风险仍需要持续警惕。国际大宗商品价格从二季度后期开始出现明显回升，未来可能一定程度上帮助进口金额增加。而从全球产业链角度看，制造业当前面临的困局将会继续存在，海外需求打击之外，上游供给受疫情影响也不可忽视。另外，四季度美国将进行 2020 年大选，特朗普政府打“中国牌”拉选票的行为，可能加剧中美贸易冲突可能有重新激化的风险。

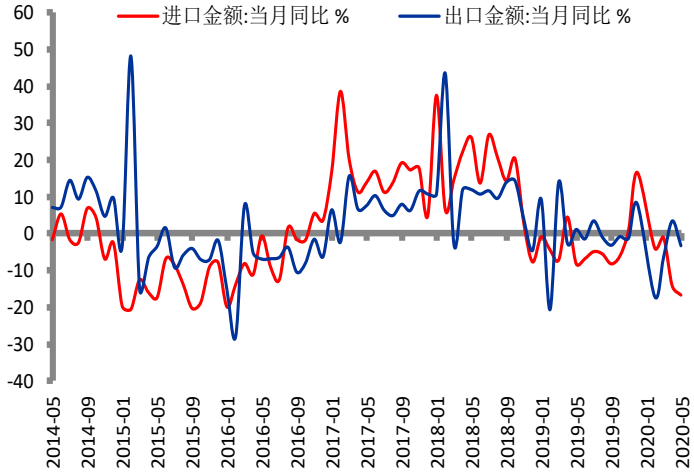
图 22　贸易差额的持续上升

图 23　出口增速复苏但进口增速回落



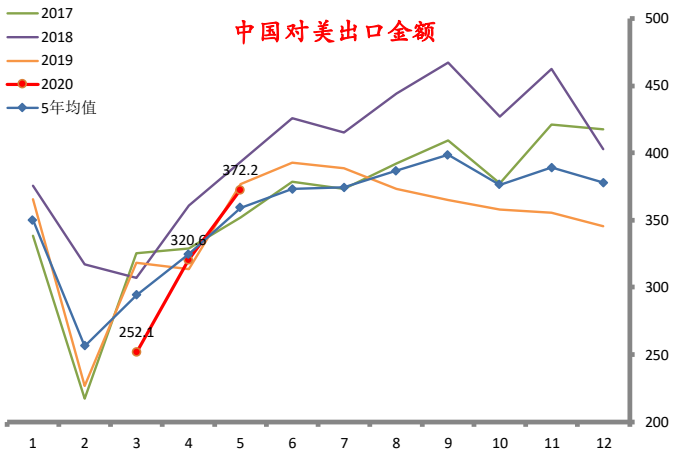
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 24 复工后对美出口迅速恢复

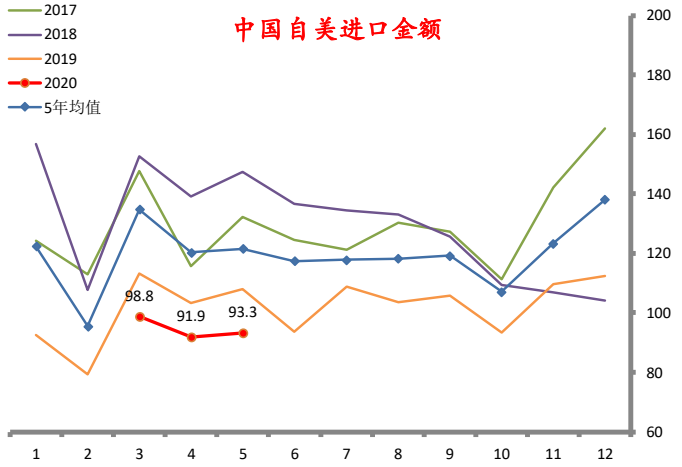


数据来源：Wind、方正中期研究院

图 25 自美进口持续偏弱



数据来源：Wind、方正中期研究院



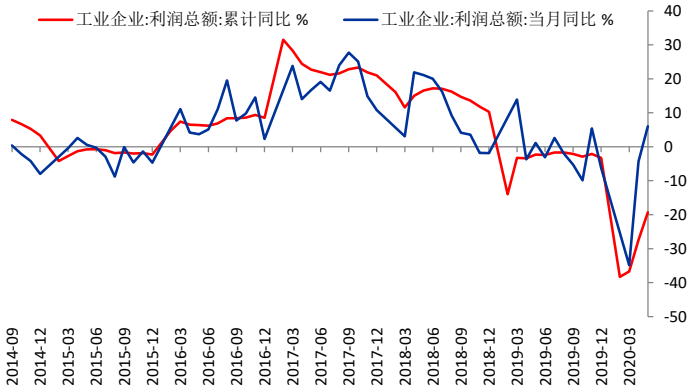
数据来源：Wind、方正中期研究院

五、 利润随产出走弱，三季度继续修复

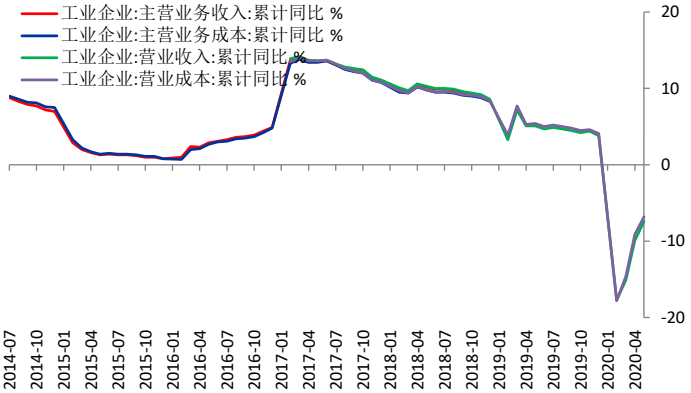
工业企业利润增速总体呈现先下降后反弹的 V 型走势，这和工业产出的变动态势基本一致，但具体行业变动差异巨大。上游行业中黑色金属受到房地产和基建影响表现相对较好。但是中游原材料类行业中的黑色和有色金属冶炼加工表现不佳。这表明黑色产业链利润向上游集中，叠加疫情影响中游并没有太多受益。原油价格的暴跌也令石油开采和能化行业利润大幅下滑。中游制造业行业中，电子制造业和专用设备制造业修复相对更快，交运设备在基建带动下也明显修复。下游消费行业中刚性消费如农副食品加工、医药等表现较好，汽车走弱明显。此外根据库存和价格水平判断，可以明显发现去年四季度的主动加库存从 2 月开始进入被动加库存阶段，4 月开始进入主动去库存阶段。我们认为存，疫情影响下库存迅速完成一整个周期变动，之后重回内生力量推动为主。年中前后已经转向被动去库存，下半年开始主动加库。企业利润下半年将会继续回升，尤其是同比增速可能在三季度升幅明显。

图 26 企业利润快速回落后回升

图 27 主营业务收入下跌后部分修复



数据来源：Wind、方正中期研究院



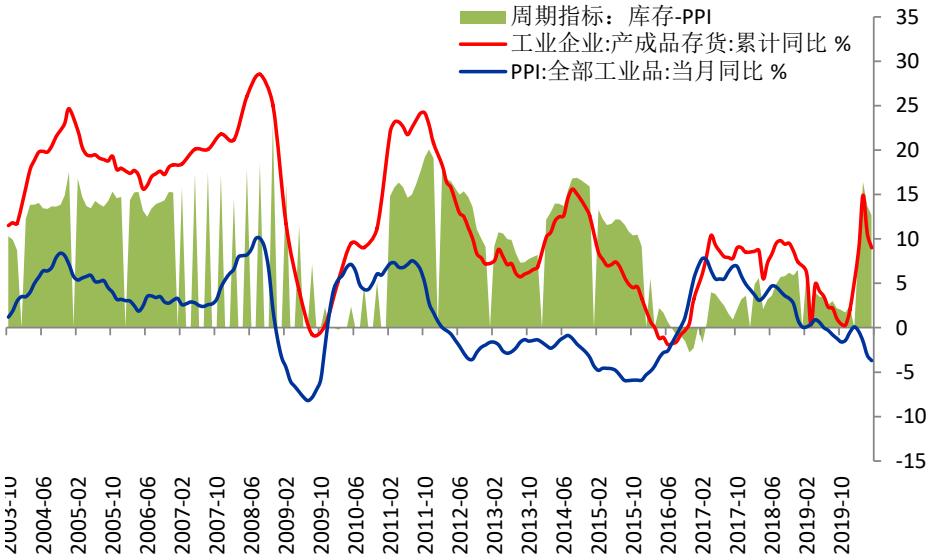
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 28　主要行业利润同比增速

官方累计同比	下游行业					中游行业											上游行业						
						加工组装					原材料												
日期	食品制造业	农副食品加工业	纺织业	医药制造业	汽车制造	通用设备制造业	专用设备制造业	电气机械及器材制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	电力、热力的生产和供应业	黑色金属冶炼及压延加工业	有色金属冶炼及压延加工业	非金属矿物制品业	橡胶和塑料制品业	化学原料及化学制品制造业	煤炭开采和洗选业	石油和天然气开采业	黑色金属矿采选业	有色金属矿采选业	非金属矿采选业	开采专业及辅助性活动	其他采矿业
2020/05	-2.5	19.0	-10.3	-0.5	-33.5	-6.5	16.6	-11.6	34.7	-6.5	-19.5	-57.2	-43.7	-12.0	3.6	-38.6	-31.2	-75.8	20.9	-15.3	2.0	-156.8	
2020/04	-13.0	20.0	-19.8	-7.4	-52.1	-17.6	-3.1	-22.9	15.0	-11.7	-27.0	-60.4	-40.3	-19.7	-11.9	-48.0	-27.0	-56.4	40.3	-31.8	-2.9		-50.0
2020/03	-27.4	11.2	-38.8	-15.7	-80.2	-39.9	-34.7	-47.0	-12.0	-33.2	-30.7	-55.7	-30.2	-34.0	-30.9	-56.5	-29.9	-20.1	-47.8	-33.9	-17.2		-100.0
2020/02	-33.5	2.2	-59.3	-10.9	-79.6	-62.3	-55.1	-68.2	-87.0	-75.3	-19.4	-34.4	28.3	-37.0	-52.9	-66.4	-45.6	23.7	-86.2	-33.4	-31.3		-100.0
2019/12	9.1	3.9	-10.9	5.9	-15.9	3.7	12.9	10.8	3.1	11.9	19.0	-37.6	1.2	7.5	12.0	-25.6	-2.4	1.8	396.5	-28.8	6.1		60.0
2019/11	11.1	8.3	-7.0	10.0	-13.9	4.4	13.6	13.3	4.1	8.7	20.6	-42.3	8.7	10.7	13.7	-23.3	-1.7	-0.4	170.7	-23.0	14.0	80.4	75.0
2019/10	8.7	5.1	-6.4	10.6	-14.7	2.8	12.0	15.0	6.0	13.1	16.2	-44.2	5.4	10.9	13.9	-25.3	-2.1	3.4	189.5	-23.0	19.8	154.9	75.0
2019/09	11.5	3.5	-4.3	10.0	-16.6	3.0	12.9	13.5	3.6	22.7	13.7	-41.8	8.1	11.8	12.9	-13.0	-3.2	7.9	178.0	-23.6	18.5	129.5	75.0
2019/08	12.5	2.5	-3.4	9.5	-19.0	4.3	13.3	15.8	-2.7	27.6	12.4	-31.3	9.7	11.1	11.7	-13.1	-4.3	7.3	180.8	-23.7	16.4	69.0	50.0
2019/07	14.6	0.9	0.1	9.3	-23.2	5.1	14.3	15.6	-6.3	26.5	12.2	-25.1	6.0	10.8	10.4	-11.6	-3.8	12.9	232.1	-25.3	20.7	27.8	16.7
2019/06	13.5	-2.0	-0.1	9.4	-24.9	5.5	16.6	13.0	-7.9	33.2	11.5	-21.8	3.1	11.9	9.8	-13.8	-7.1	17.8	327.3	-24.5	25.6	73.8	-28.6
2019/05	17.3	-3.7	3.2	10.9	-27.2	7.4	17.7	15.9	-13.0	42.9	13.7	-22.4	2.6	12.9	11.5	-13.6	-9.4	24.0	229.0	-26.3	16.0	221.1	-33.3
2019/04	17.7	-4.9	3.7	9.7	-25.9	7.3	17.9	14.5	-15.3	67.6	12.3	-28.1	-6.6	12.6	8.0	-16.0	-16.5	19.7	185.2	-19.5	15.9	476.2	-20.0
2019/03	18.9	-4.7	3.6	7.6	-25.0	18.4	32.8	21.2	-7.0	63.6	11.4	-44.5	-12.6	13.6	11.1	-17.8	-18.0	10.3	164.6	-14.9	18.4		-25.0
2019/02	11.2	-5.5	-11.3	4.2	-42.0	0.8	14.0	10.9	-21.6	83.7	4.2	-59.0	-34.5	3.1	-6.7	-27.2	-23.2	-5.7	130.4	-26.0	11.6		

数据来源：Wind、方正中期研究院

图 29　上半年库存周期快速经历了主动加、被动加、主动去三个阶段

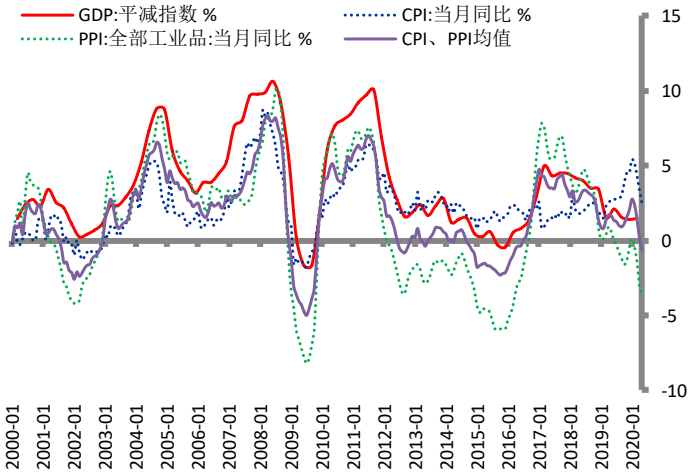


数据来源：Wind、方正中期研究院

第二部分 通缩风险缓和，CPI、PPI 剪刀差将回落

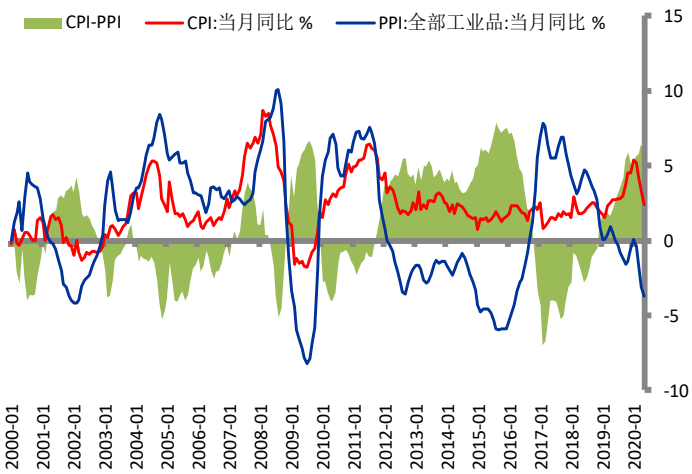
今年以来，CPI 在猪肉价格和能源价格带动下增速持续持续回落，PPI 则受到国际油价和金属价格的下跌而走弱。CPI 和 PPI 走势分化扩大，主要是 PPI 跌幅更为明显所致。二者的同步下跌，也明显拖累的 GDP 平减指数，通缩风险一度为金融市场所警惕。我们认为，下半年在猪周期、国际油价、房租等多重因素的作用下，CPI 可能将继续承压回落到四季度，中途甚至可能跌至 0 附近。但 PPI 将出现一定的回升，二者剪刀差将会缩窄，对企业部门的不利影响也减小。通缩风险主要集中在上半年尤其是二季度，下半年情况将会缓和。风险仍然主要在于油价而不在肉价。当前体系下 CPI 对央行的影响力已经下降，央行在《货币政策报告》等文件中多次表达。而 PPI 对货币政策的影响从宽松转向中性，为应对经济短期通缩而宽货币的必要性下降，侧面支持二季度后期开始的货币政策转向。从更长期的角度看，此前高度宽松货币政策的货币政策效果可能在明年显现，或对价格产生一定的向上拉动作用。

图 30 CPI、PPI 与 GDP 平减指数均下降



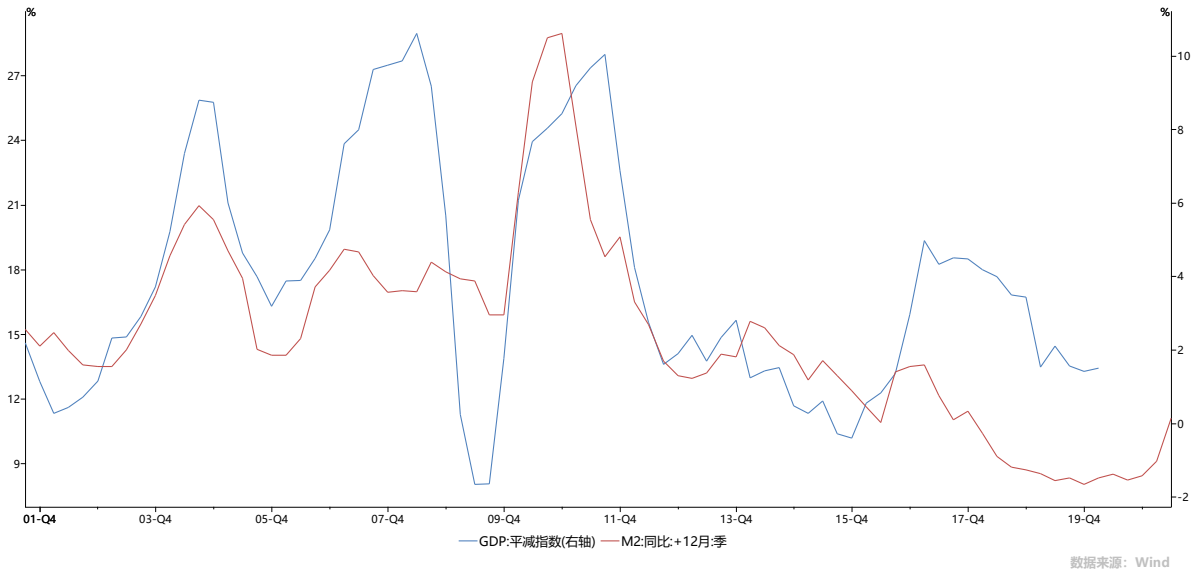
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 31 CPI、PPI 剪刀差扩大



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 32 货币政策对通胀的拉动可能将在 2021 年体现

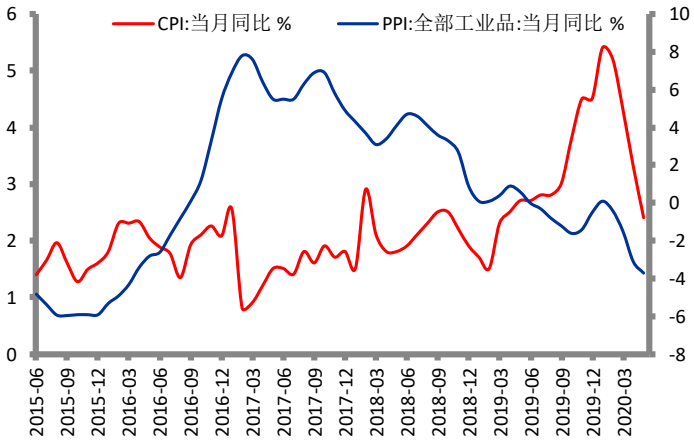


数据来源：Wind、方正中期研究院

一、 多因素拖累 CPI 走弱，回落态势或延续

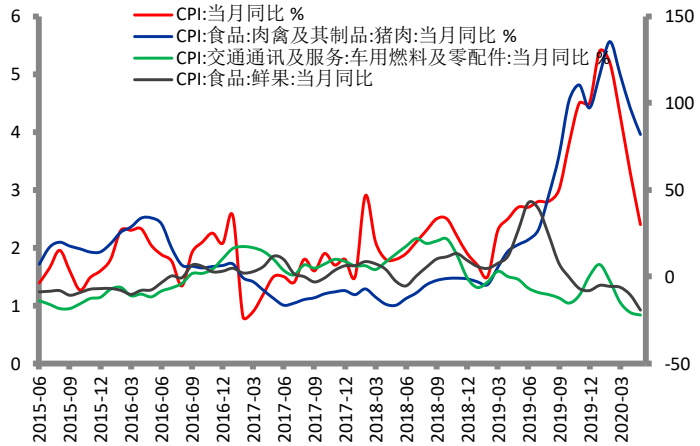
上半年 CPI 总体走势呈现持续下降的走势，在 1 月 CPI 刷新 8 年多以来最高纪录之后，开始逐步回落。在这一过程中主要受到两点因素影响，一是食品中的猪肉价格，由于生猪库存在去年三季度见底之后持续上升，猪肉价格也出现见顶迹象，同比增速年内持续走低，成为拖累 CPI 食品分项以及总体 CPI 回落的最主要因素。二是受到上游大宗商品价格尤其是能源价格回落的影响，国内汽油、柴油等能源价格明显走弱，至 3 月国际油价普遍跌至 40 美元下方之后，受国内调价机制影响，国内油价不再调整，但翘尾因素导致的同比增速仍在回落。

图 33 CPI 与核心 CPI 变动趋势



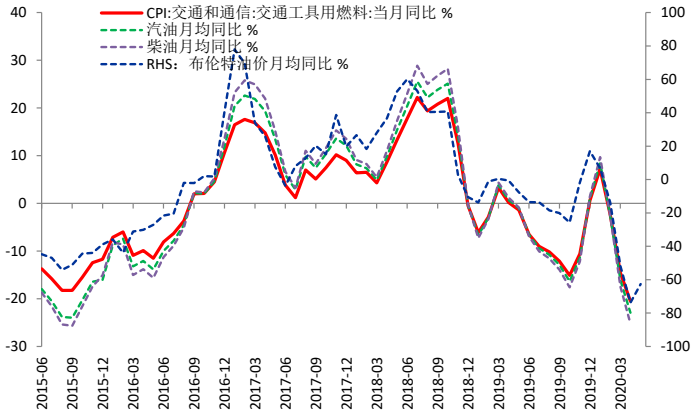
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 34 CPI 食品中高权重、高波动分项变动趋势



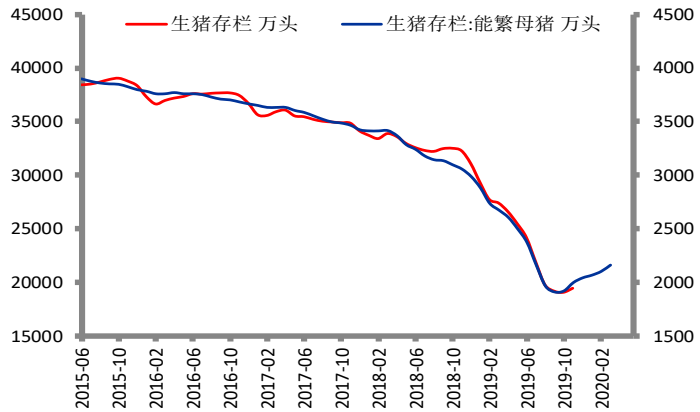
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 35 汽柴油价格下降令 CPI 中能源相关分项回落



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 36 生猪库存和产能触底回升

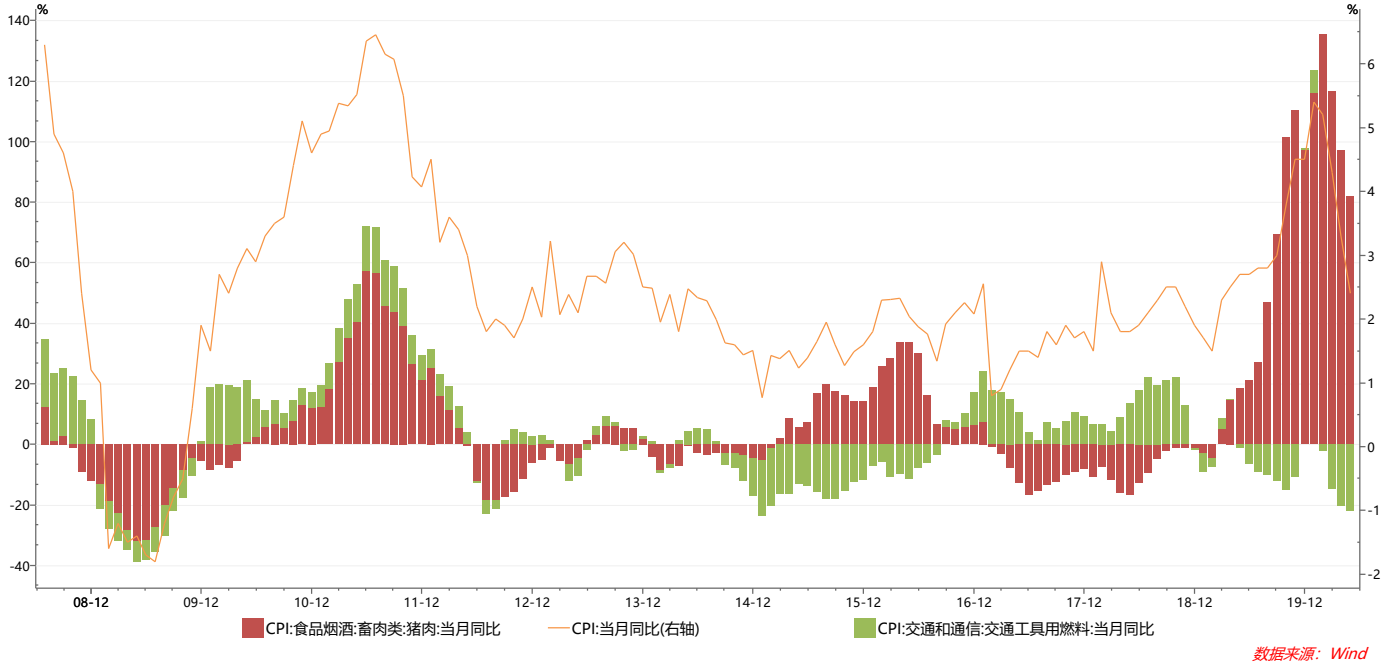


数据来源：Wind、方正中期研究院

我们认为，未来半年 CPI 的走势仍将主要关注猪肉价格和能源价格。根据历史经验看，生猪存栏和能繁母猪等猪肉库存和产能指标持续底部回升的状态不太可能迅速中断，因此猪肉价格大概率将继续承压回落。6 月地出现海外疫情扰动导致的肉类进口减少，但更多偏向短期效应，进口猪肉本身也存在数量占比较小且影响有限的问题。而能源价格跟随经济反弹而持续回升的概率较高，但是考虑到目前全球疫情仍无缓和迹象，交通出行的需求尤其是国际方面，将持续受到抑制并压制油价回升的脚步，我们不认为能回升至 60

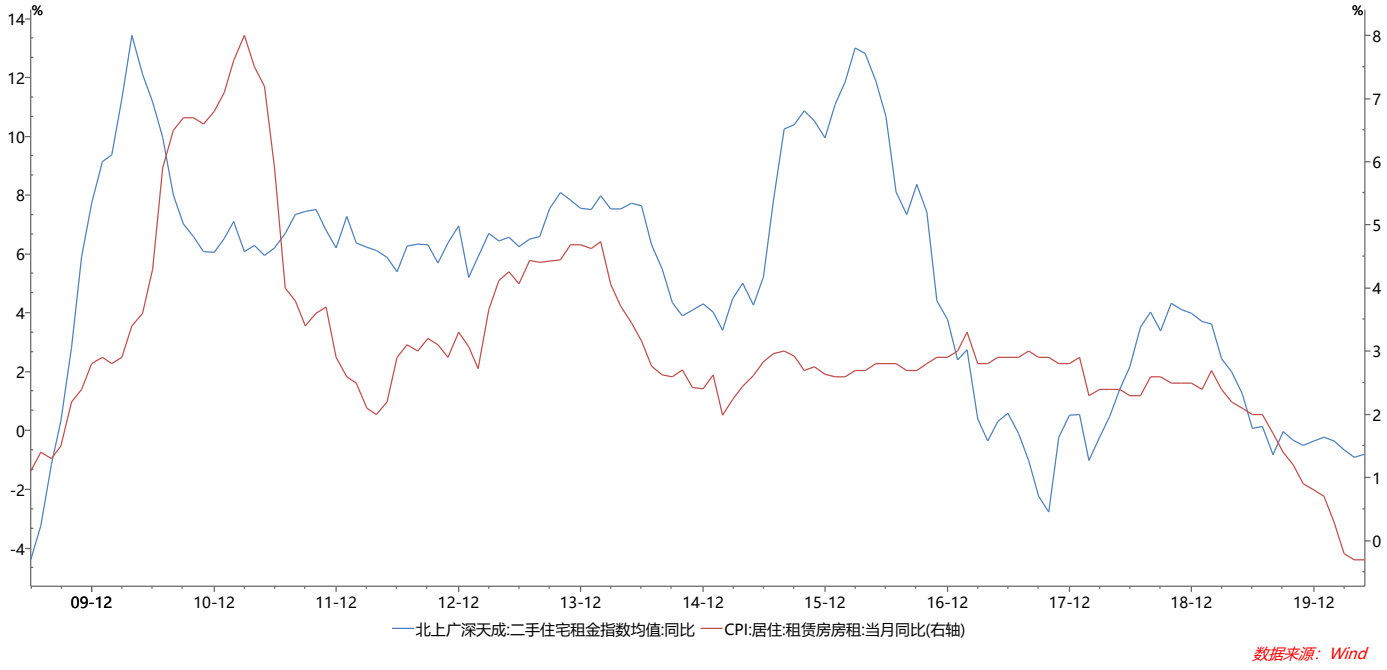
美元上方的年初水平，对 CPI 影响主要是在边际修复而非同比增速的拉动。此外，之前少受关注的租金价格也需要注意，随着疫情导致收入减少，预计将会看到房租出现承压滞涨甚至回落的情况，这一点对 CPI 的负面影响相对是更加滞后的，影响甚至可能持续至明年。中性情况下，我们预计 CPI 继续下行的趋势不变，下半年涨幅将会进一步收窄，甚至不排除回落至 0 附近的可能，直到四季度才有可能出现阶段性底部。

图 37　猪肉价格触顶回落和油价下跌共同拉动 CPI 回落



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 38　主要城市二手房租金与房租 CPI 增速同步回落



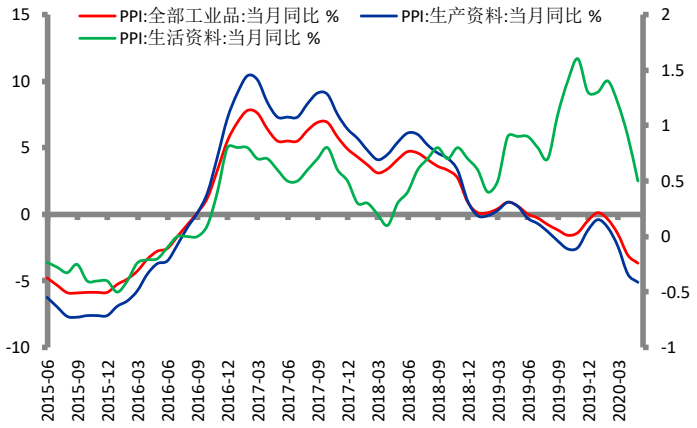
数据来源：Wind、方正中期研究院

二、 PPI 正进入底部，下半年将有所改善

今年以来 PPI 整体呈现持续下降的走势，无论环比还是同比增速均有回落。疫情导致经济受到短期拖累并传导到上游商品层面，尤其是原油和金属价格的下挫，是拖累 PPI 整体走弱的主要因素。此外，去年上半年，尤其是二季度初期 PPI 基数偏高，进一步压制了 PPI 回升的空间。而二季度大宗商品开始出现反弹走势，至 6 月底 7 月初部分品种已经回升至 1 月水平。同时经济持续复苏，尤其是国内地产、基建等投资需求的释放，对 PPI 的回升也将有一定刺激作用。另外值得注意的一点是，PPI-PPIRM 剪刀差的上升，从侧面显示出中游产业大面积停工停产，导致上游产品尤其是供给刚性商品价格的大幅回落，我们甚至可以在部分时间观察到油价为负的奇观。但反过来说这也减缓了疫情对中游企业利润的侵蚀。

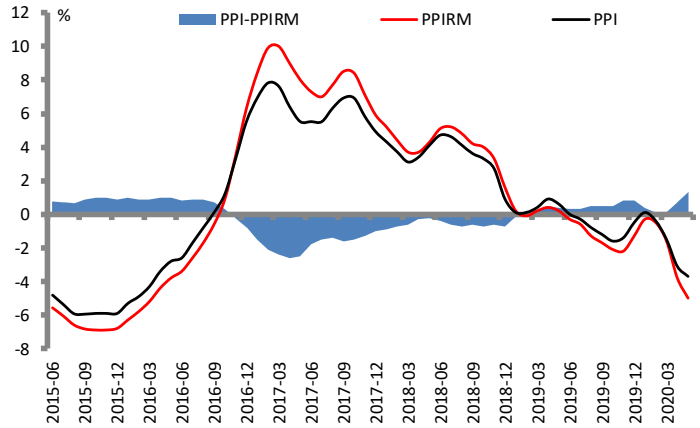
我们认为，年中前后下半年 PPI 将进入底部区域，下半年开始出现一定反弹，反弹高度则需要关注经济回升的幅度，预计表现将较为温和。其中生产资料表现将强于生活资料。另外，房地产重回平稳增长后，对黑色金属的带动力将下降。原油和有色金属仍值得关注。

图 39 PPI 年内跌幅扩大



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 40 PPI 与 PPIRM 剪刀差上升



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 41 主要行业 PPI 变动情况

官方PPI同比	下游行业					中游行业											上游行业				
						加工组装					原材料										
日期	食品制造业	农副食品加工业	纺织业	医药制造业	汽车制造业	通用设备制造业	专用设备制造业	电气机械及器材制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	电力、热力的生产和供应业	黑色金属冶炼及压延加工业	有色金属冶炼及压延加工业	非金属矿物制品业	橡胶和塑料制品业	化学原料及化学制品制造业	煤炭开采和洗选业	石油和天然气开采业	黑色金属矿采选业	有色金属矿采选业	非金属矿采选业
2020-05	0.40	5.10	-5.40	0.60	-0.60	-0.10	0.10	-3.60	-0.90	0.90	-2.70	-8.00	-4.40	1.80	-2.30	-9.20	-8.80	-57.60	2.20	2.60	-2.00
2020-04	0.60	6.20	-4.50	0.90	-0.60	-0.10	0.40	-3.80	-1.00	0.90	-2.30	-7.30	-6.00	1.60	-2.10	-8.30	-5.40	-51.40	4.30	2.10	-1.50
2020-03	1.00	6.70	-3.20	1.00	-0.50	0.20	0.50	-2.70	-1.50	0.80	-1.60	-3.90	-3.50	2.00	-1.40	-5.30	-3.60	-21.70	6.60	2.10	0.00
2020-02	0.80	7.40	-3.00	0.90	-0.50	0.30	0.20	-2.30	-2.00	0.90	-1.10	-0.90	0.80	2.10	-1.00	-4.30	-4.00	-0.40	7.00	4.10	0.50
2020-01	1.10	7.20	-3.00	0.80	-0.70	0.40	0.30	-2.40	-2.50	0.40	-0.80	0.70	2.40	1.70	-1.20	-4.30	-4.10	17.50	8.90	3.70	0.20
2019-12	1.00	7.00	-2.90	0.90	-0.80	0.40	0.20	-2.40	-2.60	0.70	-0.70	-0.70	1.10	1.90	-1.30	-5.40	-3.60	5.80	8.80	2.80	0.10
2019-11	1.00	7.50	-3.00	0.80	-0.70	0.30	0.00	-2.50	-2.60	0.70	-0.80	-5.30	0.50	2.60	-1.50	-6.40	-2.80	-11.20	8.30	3.20	0.40
2019-10	1.20	5.90	-3.00	0.70	-0.70	0.60	0.30	-2.20	-2.00	0.30	-0.60	-6.10	0.20	3.70	-1.50	-6.20	-1.00	-17.90	12.50	4.80	1.00
2019-09	1.10	4.00	-2.40	1.10	-0.80	0.80	0.50	-2.00	-1.70	0.40	-1.00	-5.80	1.00	5.00	-1.10	-5.50	0.20	-13.40	15.70	5.70	1.30
2019-08	1.10	2.80	-1.60	1.30	-0.80	0.80	0.50	-2.20	-2.10	0.50	-1.10	-3.10	0.20	5.30	-1.00	-4.60	0.90	-9.10	21.70	3.70	1.70
2019-07	1.20	1.70	-0.40	1.90	-0.70	0.80	0.70	-2.00	-1.00	0.50	-0.90	-0.40	-0.30	5.90	-0.50	-4.00	1.20	-8.30	23.70	1.90	2.10
2019-06	1.60	1.80	0.10	2.10	-0.90	0.80	0.80	-2.20	0.20	0.30	-0.40	-0.50	-2.10	5.90	-0.40	-3.80	3.40	-1.80	18.50	0.80	2.50
2019-05	1.70	1.60	0.90	2.40	-0.70	0.90	0.60	-2.20	0.10	-0.10	-0.40	1.90	-1.00	5.80	-0.10	-2.50	3.80	6.70	14.20	0.40	3.10
2019-04	1.60	1.30	1.10	2.30	-0.50	1.00	0.50	-1.80	0.30	-0.10	-0.80	2.40	-0.40	5.30	0.10	-1.90	1.90	10.10	10.60	-1.60	3.70
2019-03	1.20	0.90	1.20	2.10	-0.60	0.90	0.40	-1.80	0.20	-0.10	-1.20	-1.50	-1.10	5.00	-0.20	-2.50	1.40	9.70	5.80	-2.40	3.60
2019-02	1.30	0.60	1.40	2.30	-0.70	1.00	0.50	-2.00	0.10	0.00	-1.30	-2.00	-2.50	5.20	0.00	-2.50	1.90	-0.60	5.50	-2.50	3.50
2019-01	1.50	0.60	1.60	2.50	-0.20	0.90	0.60	-1.80	0.40	0.20	-1.40	-2.90	-3.50	5.70	0.30	-2.00	3.20	-5.00	3.70	-2.50	3.70

数据来源：Wind、方正中期研究院

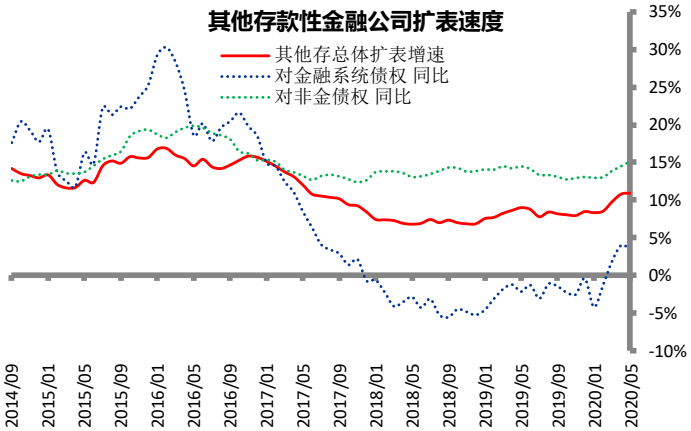
第三部分 政策支持效果显著，宽松节奏已经转变

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

一、 宽松效果明显后，货币政策面临调整

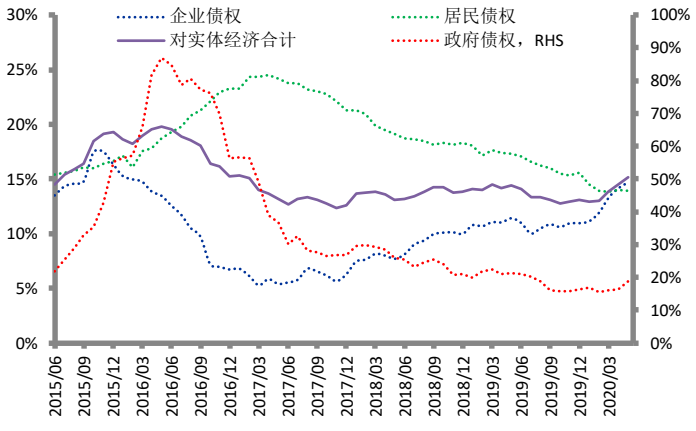
货币政策继续保持宽松，新年第一天央行宣布全面降准，并且 1 月逆回购操作中，就已经降低 7 天和 14 天操作利率 5bp，这一系列动作延续了宽松的政策方向。之后由于突如其来的新冠疫情对经济产生明显扰动，货币政策持续加速宽松的步伐，尤其是在疫情严重的阶段。央行于 2 月 17 日宣布降低 MLF 利率 10bp 至 3.15%，之后公布的 2 月 LPR 利率也相应调降，1 年期和 5 年期分别下降 10bp 和 5bp。3 月 30 日，央行将 7 天逆回购利率下调 20BP。4 月 3 日央行宣布对中小银行定向降准 1 个百分点，于 4 月 15 日和 5 月 15 日分两次实施到位，等同于释放资金 4000 亿元。4 月 17 日 2000 亿元 MLF 到期之前，央行于 4 月 15 日投放 1000 亿元 MLF，并将利率如期调降 20BP。随后在 4 月 20 日，1 年期和 5 年期 LPR 分别下降 20BP 和 10BP。央行还在 4 月 24 日减额续作 TMLF。之后在 6 月 17 日，央行调降了 14 天逆回购利率 20BP。并在 7 月 1 日降低再贷款、再贴现利率。此外，央行还通过向中小银行提供定向流动性等手段，间接帮助实体经济获得流动性，如提供 4000 亿元的类似再贷款的“直达实体经济的新兴货币政策工具”等。这一系列的宽松政策效果明显，年内新增贷款、社融以及 M2 等增速出现明显加快，社会平均融资成本加速下降。今年《政府工作报告》对 M2 和社融余额同比增速的要求从“与名义 GDP 增速相匹配”变为“增速要明显高于去年”，这也为宽松的货币政策打开了空间。总体上看，实体经济确实获得了低成本的流动性，企业在疫情时期得到“输血”，宽松的货币政策已经对经济企稳复苏起到明显支持作用。

图 42 金融系统扩表增速显著回升



数据来源：Wind、方正中期研究院

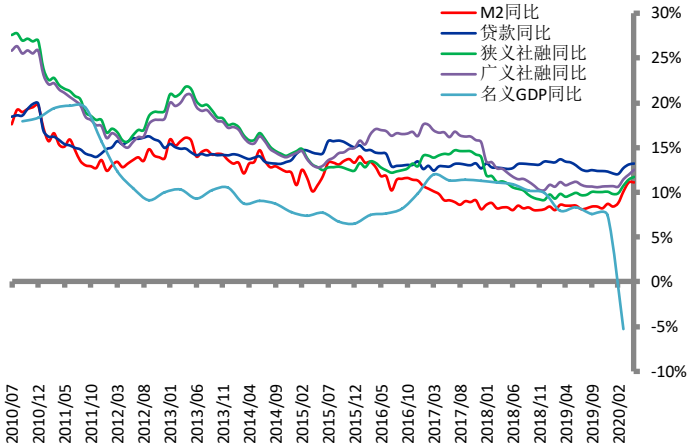
图 43 金融系统对非金扩表明显（RHS：政府债权）



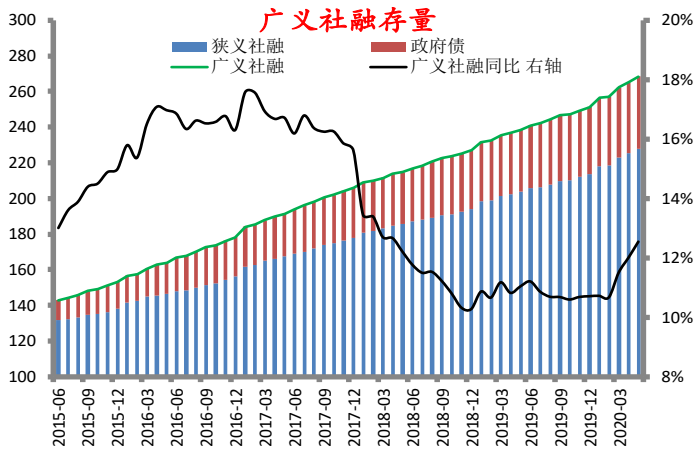
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 44 M2、贷款和社融增速明显加快

图 45 广义社融增速显著上升



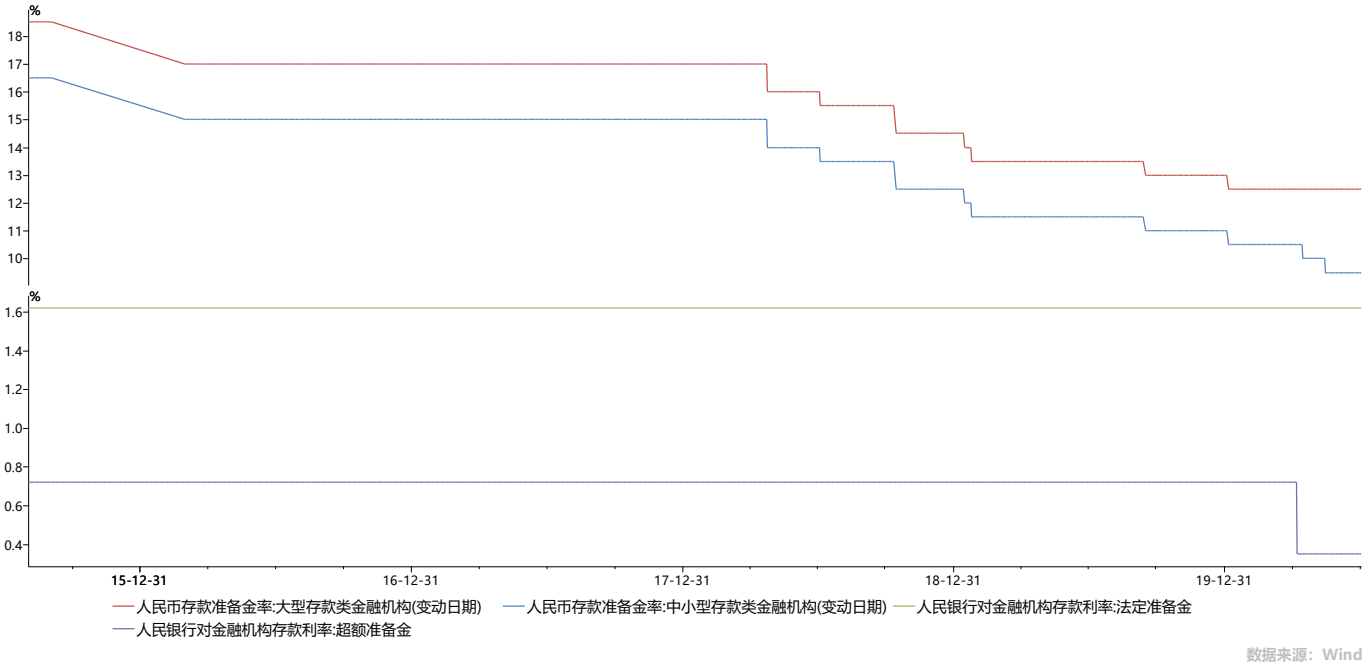
数据来源：Wind、方正中期研究院



数据来源：Wind、方正中期研究院

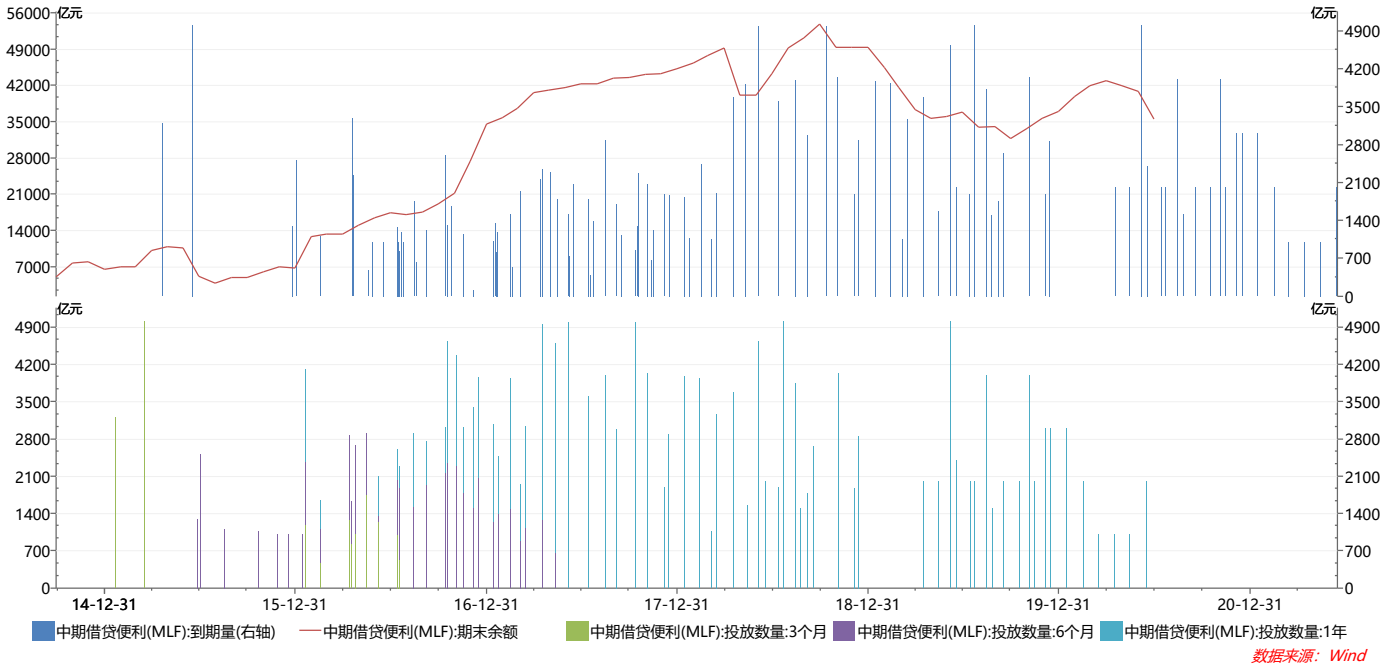
在实体经济的融资需求得到满足、融资成本明显减低之后，政策也逐渐出现变化。5 月在缴税临近、债券供给增加、月末效应等影响下，央行在临近月底重启逆回购释放 6700 亿资金，以对冲短期流动性紧缺为主，6 月开始则缩量续作，没有进一步扩大宽松。我们认为，目前全面的货币政策尤其是降息的步伐正在减慢，货币政策的核心目标已近从给企业部门降低融资成本，转向给政府部门的大量融资提供流动性保证，即通过降准等手段解锁银行间流动性，为正在发行的大量赤字提供融资保证。在目前全球货币政策宽松力度减弱，以及新冠疫情对经济影响逐步减小，经济步入企稳复苏正轨的情况下，下半年进一步降息的可能性已经下降，至多可能再降息一次，最近的时间窗口是在三季度，MLF 潜在降幅预计不超过 10BP，且是否落实仍存不确定性，降准则可以继续期待。需要强调的是，货币政策虽然进入边际转紧的观望期，但不代表宽松方向改变，一旦经济明显弱于预期，新一轮的宽松政策仍有望展开。

图 46　央行两次降准，一次降 IOER



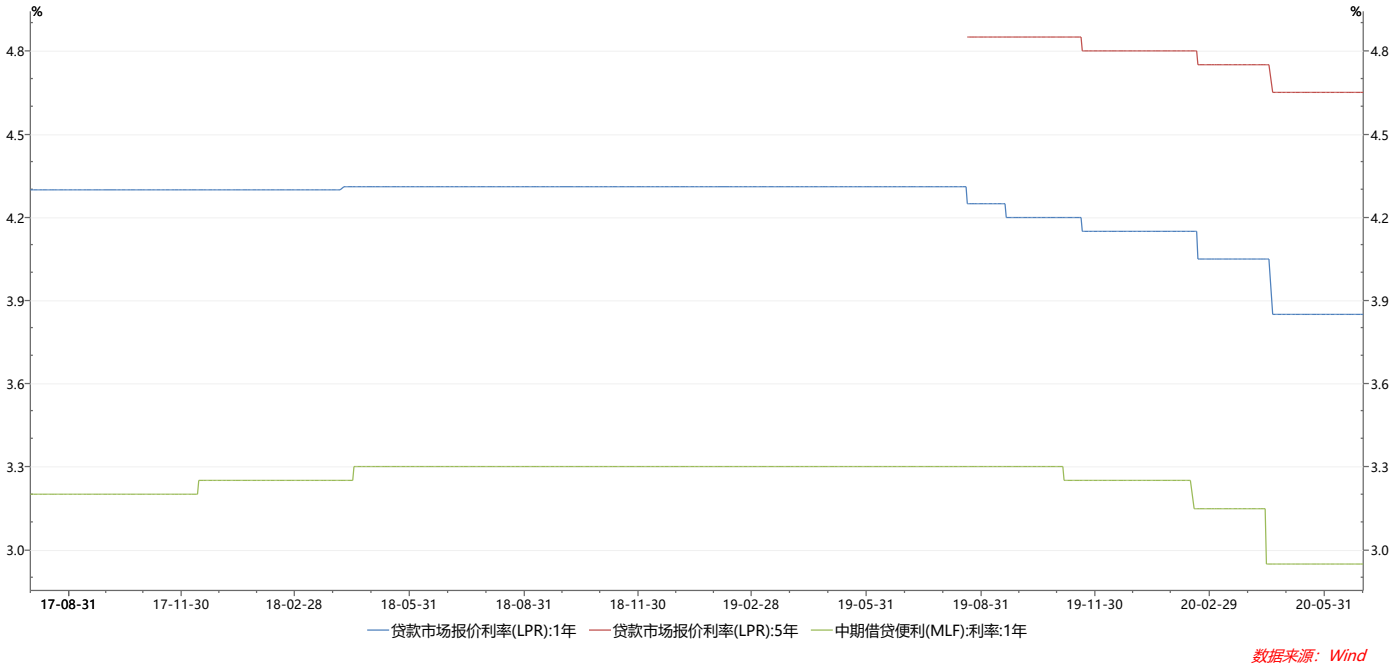
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 47　年内 MLF 到期后多减量续做



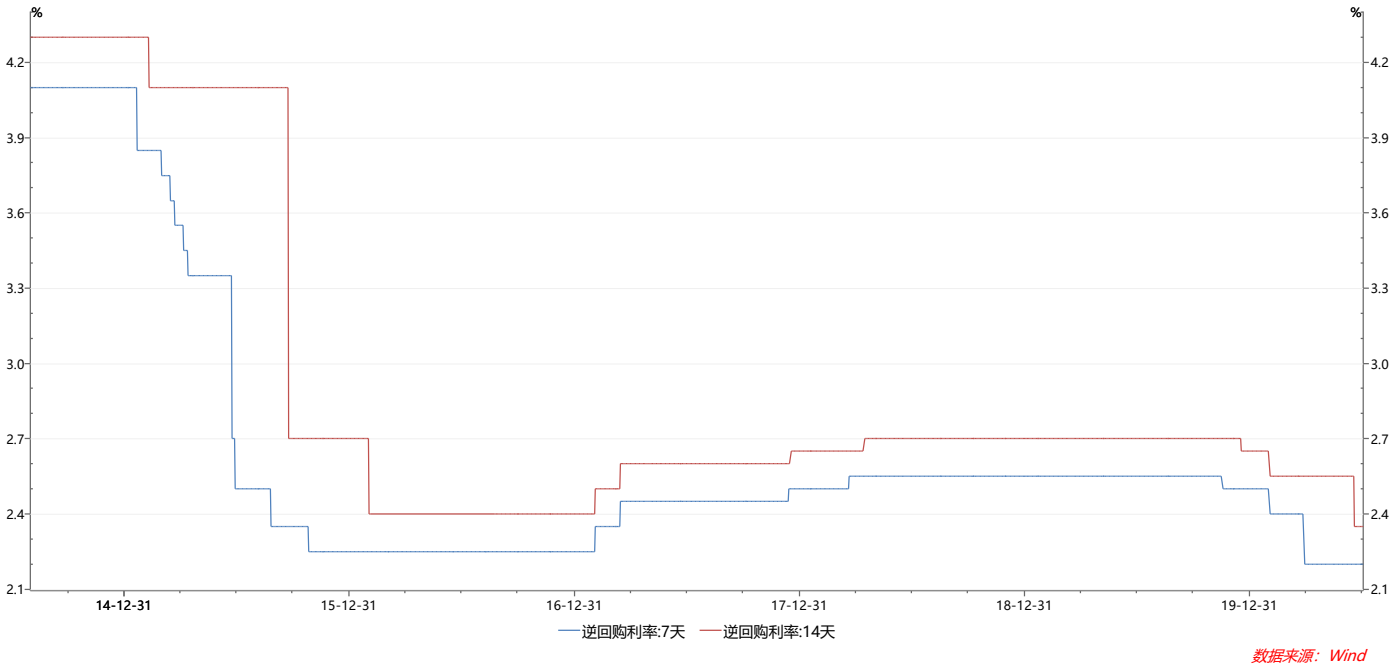
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 48　MLF 和 LPR 利率上半年两次调降



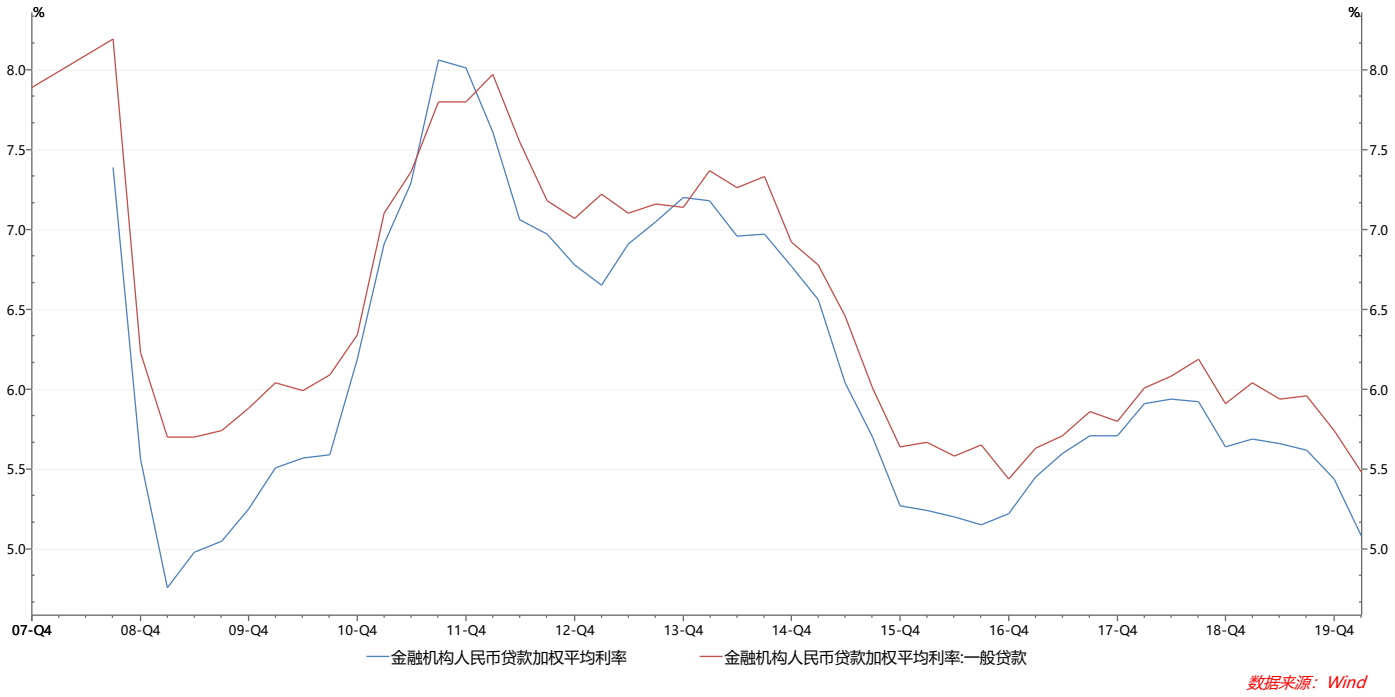
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 49　上半年央行两度调降 7 天和 14 天逆回购利率



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 50 截至一季度实体经济融资利率加速下行趋势明显



数据来源：Wind、方正中期研究院

二、 财政大幅宽松，刺激效果有望显现

今年以来影响经济的最主要因素就是新冠疫情带来的打击，托底实体经济也就更为必要。从根本上说，此次经济受到的冲击并未内生因素导致，因此在具体策略中，并没有加码去年两会上的全面减税等手段，而

是采用增加政府支出的方式，更加精准定向的扶持需要帮助的企业和地方政府。今年的《政府工作报告》也是有史以来首次未设置 GDP 增速目标，从一定程度上为政府松绑，腾挪出更多精力关注就业等民生问题。而“六稳”、“六保”这 12 项基本底线仍是政策制定的依据。在经济持续维持稳定复苏的形势下，完成今年就业目标问题不大，国内经济的底线能够守住。

财政政策明显宽松的信号从两会开始。《政府工作报告》指出，今年财政赤字从去年 2.76 万亿元增加 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率从去年的 2.8%提升至 3.6%，另外发行 1 万亿元特别国债。而今年 1 至 4 月，地方财政收入和支出分别下降 11.5%和 3.2%，地方财政赤字 2.97 万亿，已比去年同期多 2300 亿。中央对地方的特别转移支付将发挥重大作用。另外，地方政府专项债从去年的 2.15 万亿元提升 1.6 万亿元至 3.75 万亿元。综合来看，广义赤字水平将上升多达 3.6 万亿元。天量的资金到位之后，除了用于支持基层、保民生的资金之外，将主要投向基建投资方面，包括特别国债中的主要部分也将面向基建投资。增加铁路建设投资资本金 1000 亿元，中央预算内投资从去年 5776 亿元小幅增加至 6000 亿元，“两新一重”目标也首次提到。新基建成为总基建投资的重要方面，旧基建则仍是拉动投资的主力。从资金流动节奏上看，5 月是地方债大量发行的时间段，7 月则是特别国债的主要发行时间。筹集资金将从年中开始投放，尤其是三季度对基建的拉动将进一步显现。我们预计，下半年基建投资增速有望进一步恢复，乐观情况下全年基建投资总体增速或恢复至 10%附近。

图 51 《政府工作报告》设立的主要目标都调降，且不再设置 GDP 增速目标

		2017年		2018年		2019年		2020年
		预期目标	实际值	预期目标	实际值	预期目标	实际值	预期目标
主要预期目标	国内生产总值	6.5%	6.9%	6.5%	6.6%	6.0%-6.5%	6.1%	六稳、六保
	CPI涨幅	3%左右	1.6%	3%左右	2.1%	3%左右	2.9%	3.5%左右
	城镇新增就业	1100万人以上	1351万人	1100万人以上	1361万人	1100万人以上	1352万人	900万以上
	农村贫困人口	-	-	-	-	减少1000万以上	减少1109万	全部脱贫
	城镇调查失业率	-	-	5.5%以内	4.8%-5.1%	5.5%左右	5.3%以下	6%左右
	城镇登记失业率	4.5%以内	3.90%	4.5%以内	3.80%	4.5%以内	3.62%	5.50%
	单位国内生产总值能耗	下降3.4%以上	下降3.7%	下降3%以上	下降3.1%	下降3%以上	下降2.6%	单位国内生产总值能耗继续下降
	宏观杠杆率	-	-	基本稳定	-	基本稳定	-	-
	财政赤字率	3%	3%以内	2.60%	2.60%	2.80%	2.80%	3.60%
	财政赤字	2.38万亿元	2.38万亿元	2.38万亿元	2.38万亿元	2.76万亿元	2.76万亿元	3.76万亿元
	对地方一般性转移支付规模	9.50%	10.10%	10.90%	10.90%	10.90%	10.90%	-
	广义货币M2同比	12%左右	8.20%	合理增长	8.10%	与名义GDP增速相匹配	8.70%	增速要明显高于去年
	社融余额同比		12%		9.78%		10.69%	
政策 财政	地方专项债券	8000亿元	8000亿元	1.35万亿元	1.35万亿元	2.15万亿元	2.15万亿元	3.75万亿
	减税	3500亿元左右	超过3800亿元	8000多亿元	合计1.3万亿元	合计2万亿元	合计2.36万亿元	新增减税降费约5000亿元
	降费	约2000亿元	预计6434亿元	3000多亿元				
地产	棚户区住房改造	完成600万套	609万套	完成580万套	626万套	-	-	新开工改造城镇老旧小区3.9万个
	进城落户	1300万人以上	1330万人	1300万人	1390万人	-		-
基建	铁路建设投资	8000亿元	8010.4亿元	7320亿元	8028亿元	8000亿元	8029亿元	增加资本金1000亿
	公路水运投资	1.8万亿元	22707亿元	1.8万亿元	22973.7亿元	1.8万亿元	23451亿元	-
	水利在建投资	-	-	1万亿	10141亿元	-		-
	新建改建农村公路	20万公里	28.5万公里	20万公里	31.8万公里	20万公里	29万公里	-
	中央预算内投资	安排5076亿元	5076亿元	安排5376亿元	5376亿元	安排5776亿元	5776亿元	6000亿元

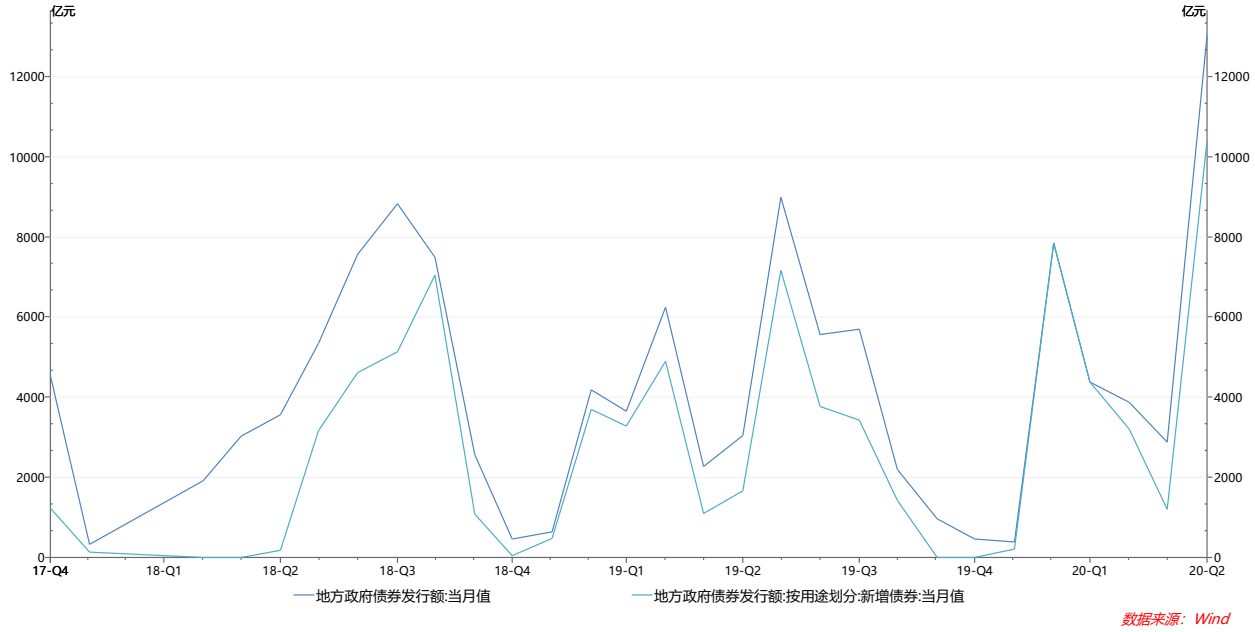
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 52 《政府工作报告》对就业的关注度明显提升

关键词		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
增长	稳增长	6	8	4	4	3	8	1
	内需	5	2	3	5	0	1	3
	投资	25	28	24	20	27	20	12
	消费	17	22	18	19	18	17	15
	外贸	1	3	5	4	2	4	3
就业	就业	9	23	25	31	22	30	39
	失业	3	4	2	2	4	6	9
三大攻坚战	防风险	0	0	1	3	2	4	0
	污染、生态	22	22	23	30	29	30	10
	脱贫、扶贫	7	4	14	15	21	19	22
改革开放	改革	77	86	79	85	102	109	28
	开放	18	21	20	15	25	25	10
发展质量	高质量	2	1	1	2	6	8	3
	新动能	0	1	5	5	5	3	2
	创新	27	38	64	41	59	46	9

数据来源：Wind、方正中期研究院

图 53 地方专项债在 5 月发行量极大

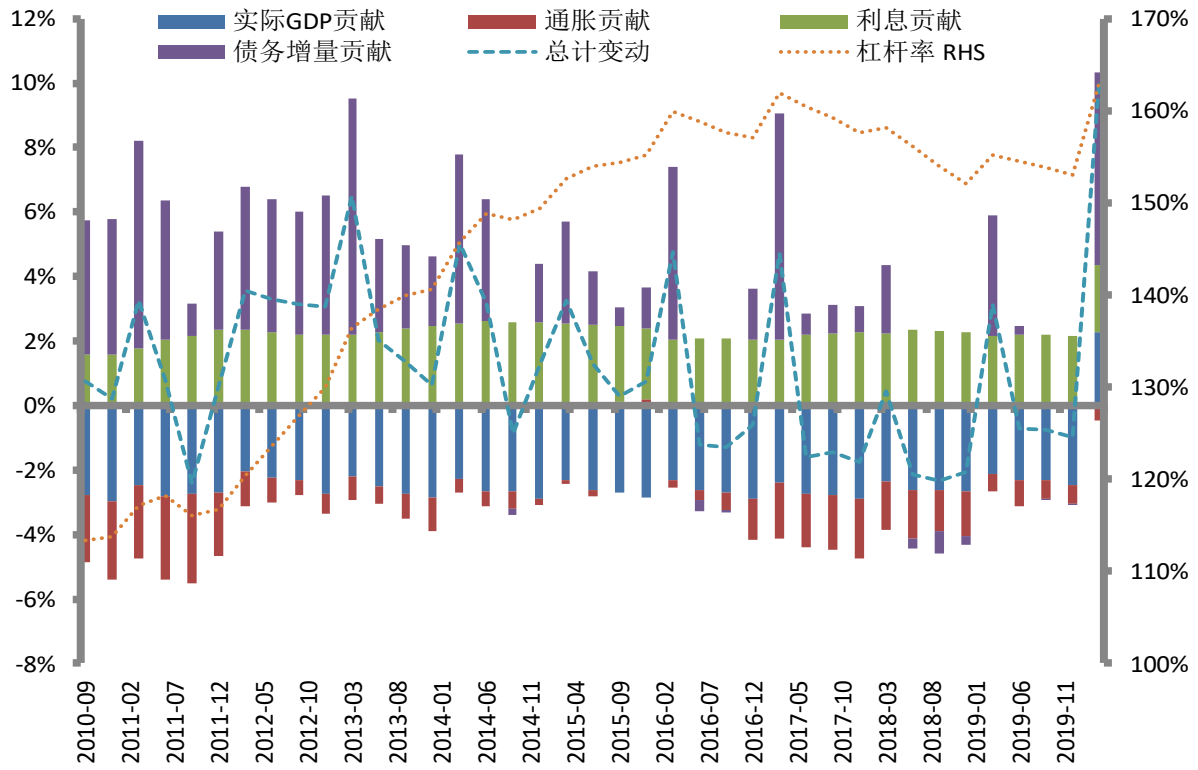


数据来源：Wind、方正中期研究院

三、 加杠杆政策推动，杠杆率明显上行

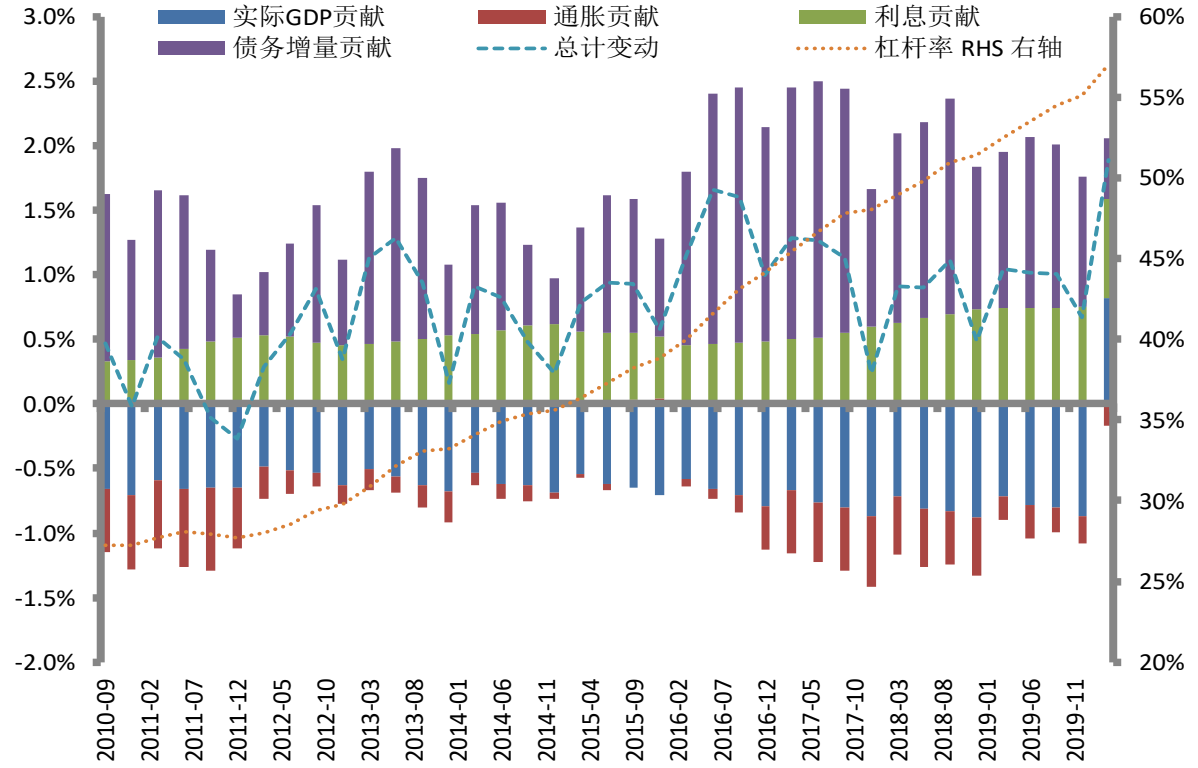
从长周期来看，企业和居民部门债务偏高。企业部门之前处于阶段性去杠杆之中，但疫情之后，短期融资的增长导致企业出现被迫加杠杆的情况。央行也从一定程度上默许，甚至后来公开表态称允许企业加杠杆。从一季度情况看，我们通过测算得到，企业、居民、金融部门杠杆率分别上升至 162.96%、57.04%、69.68%，较去年四季度分别上升 10.13%、1.89%、3.05%，企业部门杠杆率变动非常明显。我们认为，短期加杠杆是为了对抗疫情冲击而不得采用的手段，是有一定作用的。但中长期的去杠杆进程再度被打乱，预计年内企业部门杠杆率将很难有明显回落。

图 54 企业部门总杠杆率水平显著上升



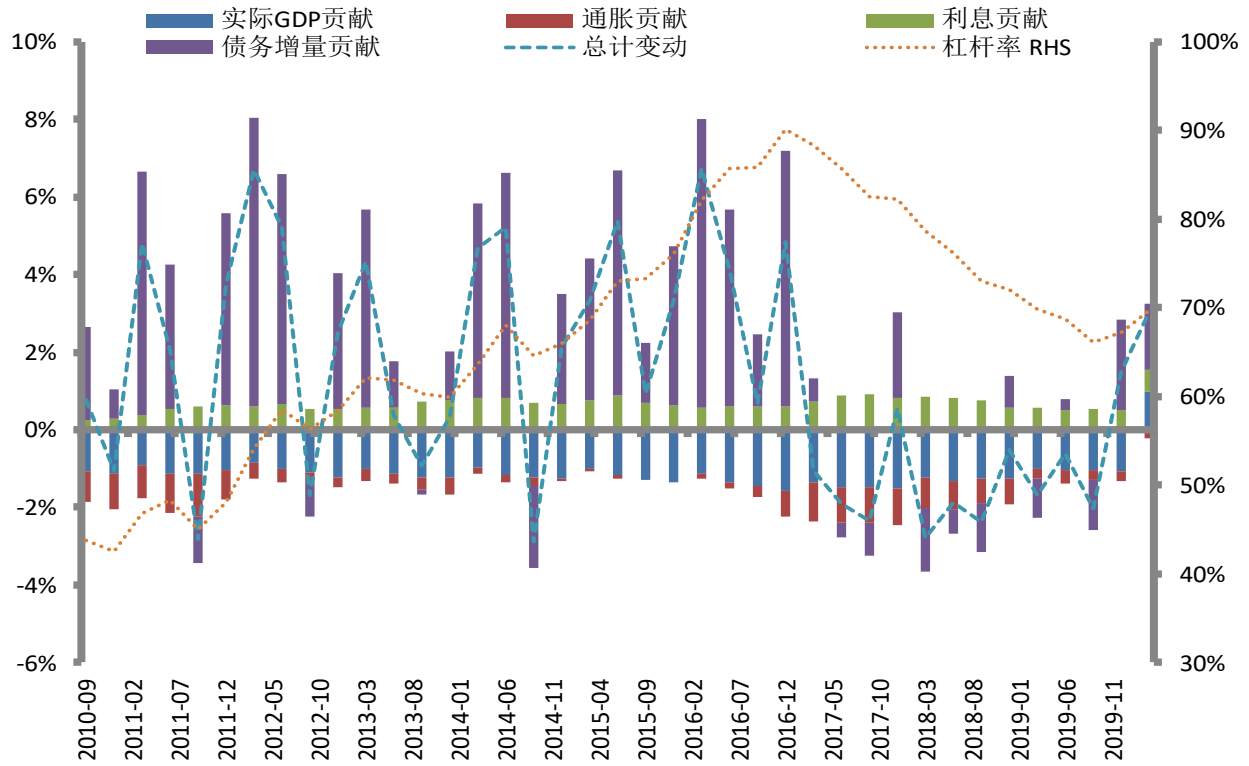
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 55 居民部门杠杆率加速上升



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 56 金融部门杠杆率去年四季度开始触底回升



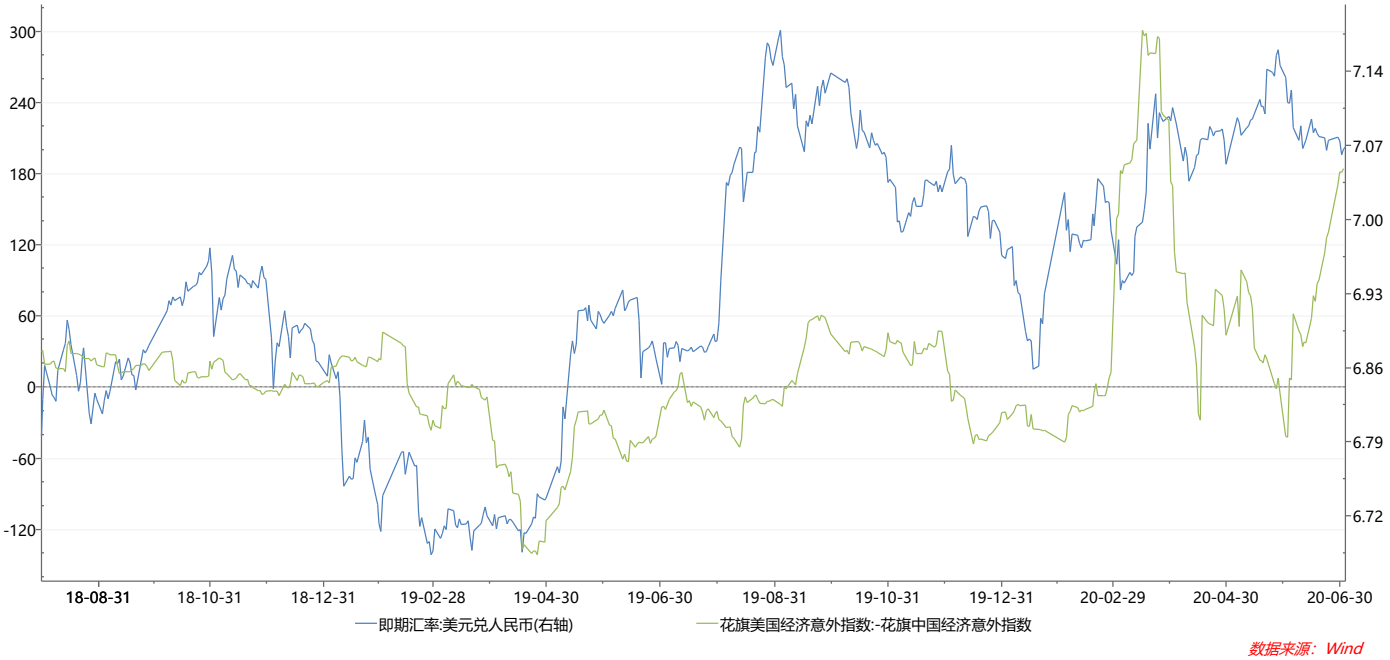
数据来源：Wind、方正中期研究院

第四部分 外部风险仍需警惕，汇率波动将放大

今年以来，美元兑人民币汇率出现一定程度走弱。从年初的 6.98 附近跌至 7 月初的 7.06 左右。年初由于中美贸易冲突缓和，双方签订第一阶段贸易协议，汇率出现明显走升。从 1 月下旬开始至 2 月中旬，国内疫情持续发酵，并且停工停产的严格防疫措施导致经济指标明显下挫，汇率也出现一轮大幅回落。从 3 月开始，海外美元流动性的缺失导致美元指数大幅上涨，再度压制人民币汇率。5 月底开始美元持续走弱，人民币汇率出现一定回升。总体上看，上半年汇率的走弱多由于疫情影响所导致。在汇率大幅波动的过程中，外汇储备、外汇占款、银行代客结售汇、银行代客收付款等指标均保持平稳。目前来看，影响人民币汇率的多空因素相对平衡，市场尚未形成新一轮的升值或贬值预期。预计下半年将继续维持大幅震荡走势。

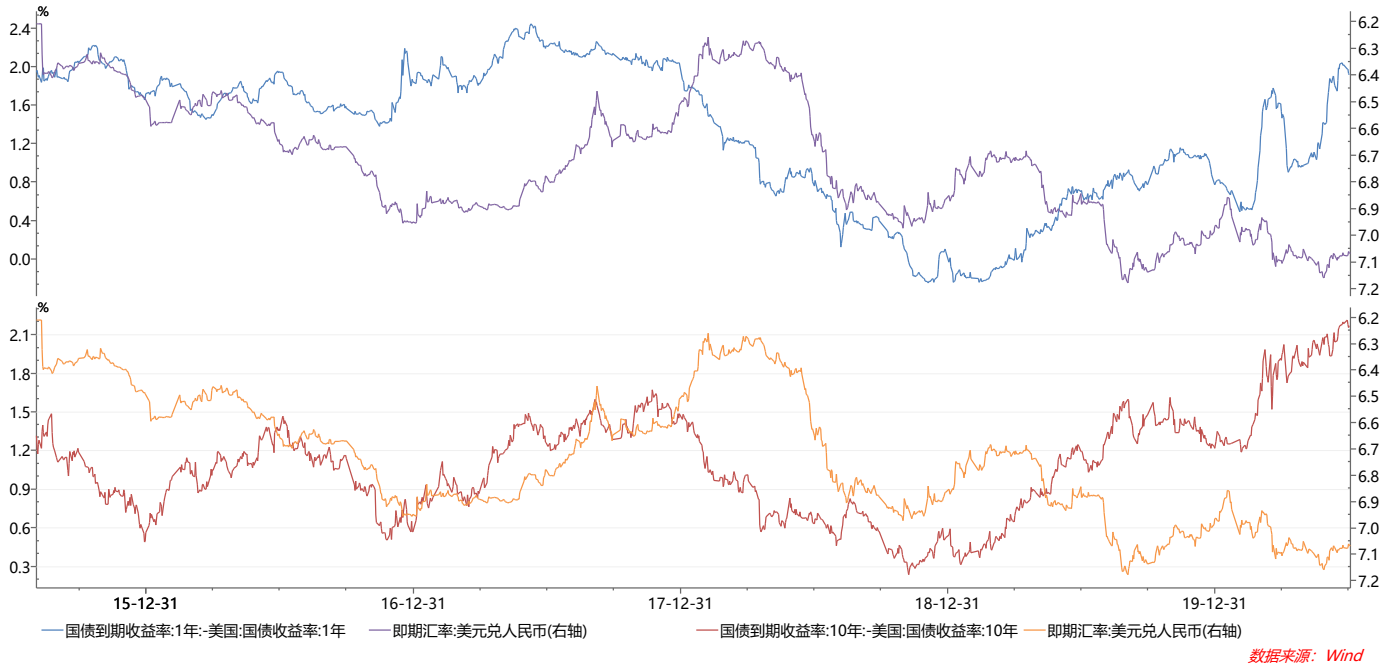
我们认为，未来影响汇率的主要因素有两方面。一是随着国内疫情的持续缓解，预计经济基本面将持续保持复苏的状态。货币政策也将从极度宽松转向边际收紧。且相对美国来说，中国经济基本面和货币政策更加稳健。浙江稳定汇率在一个下有底的位置之上。而是风险因素不可忽视。上半年突如其来的疫情对市场的影响已经常态化，对于中国防疫措施取得的成绩也已经完成计价。反而更多的不确定性在于美国，如下半年开始美国疫情重新恶化，确诊病例持续上升。此外，今年四季度将举行美国总统大选。中美此前签订的贸易协议在二季度已经面临挑战，中美双方互相指责违约。未来美国总体选举中，两党候选人是否重新开打“中国牌”来赢得选举，从而影响中美关系，是汇率所面临的另一大风险。如果特朗普再次当选总统，不排除汇率出现一轮快速调整。

图 57 中美经济预期差上半年波动较大



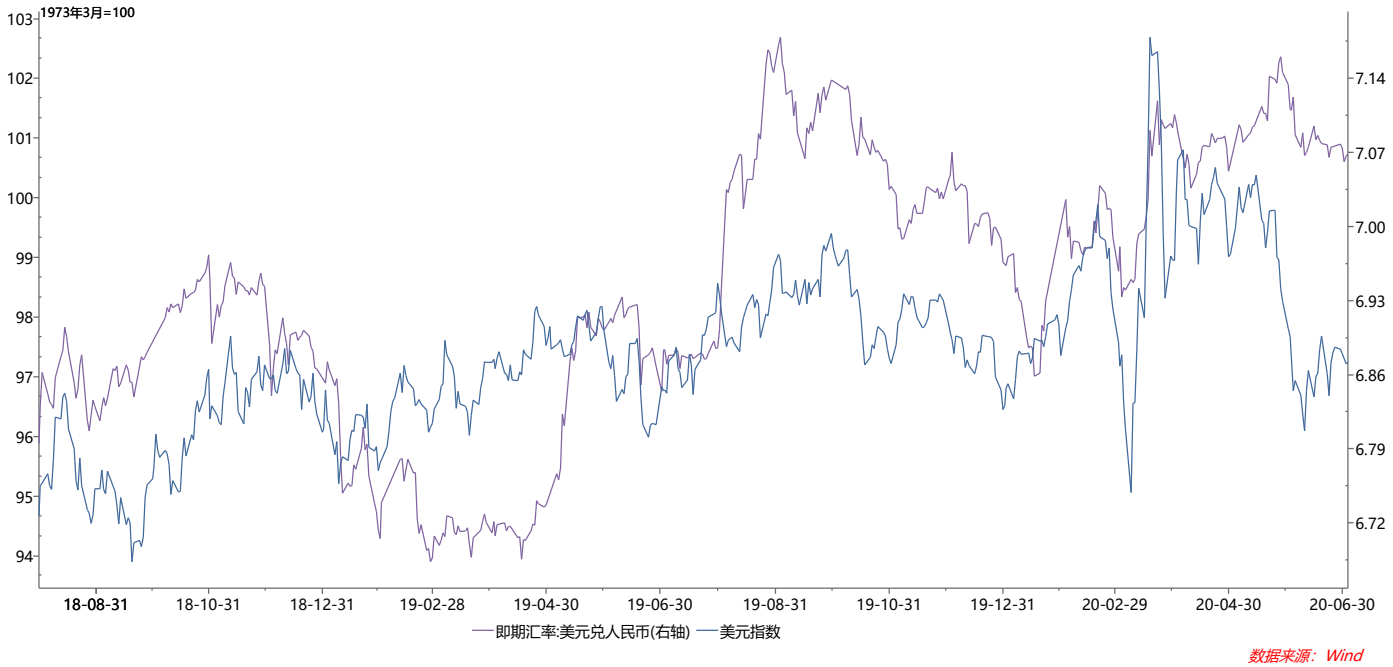
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 58　中美利差与汇率持续背离



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 59　人民币汇率走弱但美元指数震荡



数据来源：Wind、方正中期研究院

第五部分 2020 年下半年宏观经济对主要期货品种的影响

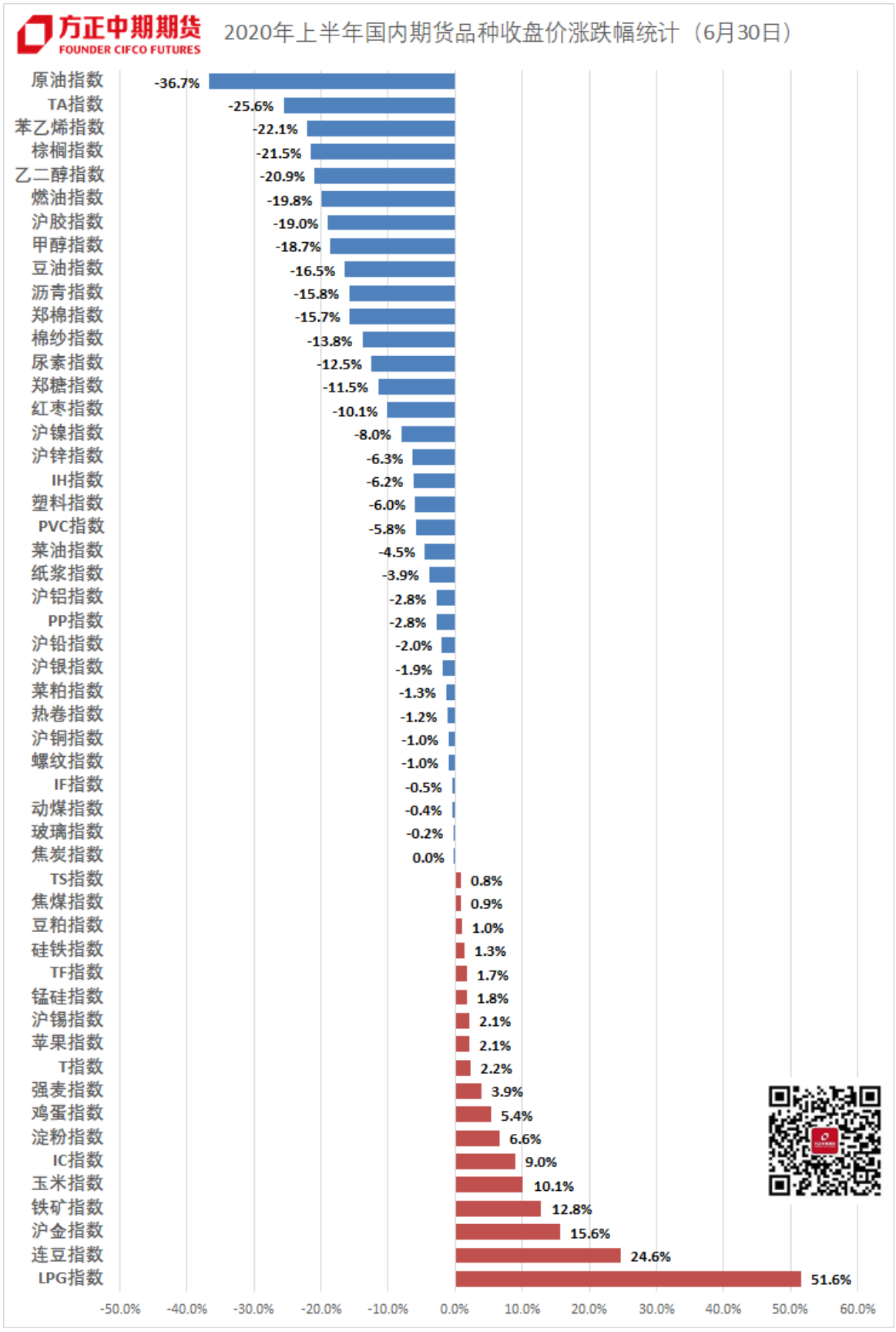
受到疫情影响，商品市场整体呈现下跌走势，尤其是工业品，包括黑色金属、有色金属和能化产品一季度跌幅尤其较大。疫情来临之后，原油价格面临的风险首当其冲，由于全球推行停工停产、限制旅行和社交等防疫政策，能源需求大幅回落。并且 OPEC 等主要产油国期初减产意愿并不强烈，有价格战的意味。这进一步打击价格，使油价成为疫情影响下第一个大幅调整的品种，而金属价格随后开始跟随下跌。二季度开始，主要国家越过第一波疫情高峰，复工复产逐步提上日程，金属价格全面反弹。并且由于房地产超预期的强劲表现，推动黑色产业链在随后的反弹过程中涨幅明显，超过了年初水平。有色金属虽然反弹明显，但绝对表现不如黑色，年中前后回到年初水平附近。工业品价格先跌后涨的表现完全符合我们的预期。而与以往不同的是，在这一 V 型反转的过程中，全球主要国家的疫情发展节奏也是推动价格变动的重要力量。由于疫情扩散过程中的“先进先出”现象，大宗商品主要需求国家如中国、欧洲、美国先后完成防疫任务（虽然欧洲、美国完成的并不彻底），进入复工复产阶段；此时巴西、俄罗斯等商品出口国家的疫情仍在快速发展阶段，供给端的风险隐现。部分时间南美国家有矿山由于疫情而关闭的消息出现，打击供给端的同时抬高了商品价格。贵金属方面，金、银等由于疫情之后的避险情绪上升、全球经济受到明显削弱、以及全球央行超 2008 年的货币宽松计划，价格都出现明显上涨，其中黄金的金融属性令其涨幅最大，该品种也是上半年表现最好的大类资产之一。农产品方面，疫情对主要农产品价格产生影响但不明显，蝗灾等逻辑引发市场担忧之后证伪，因此主要焦点依然位于猪周期方面。下半年随着生猪存栏的恢复，农产品需求依然较大，因此总体仍将继续持稳。我们认为，下半年工业品价格仍有望进一步回升，但是逻辑有所转变，疫情对经济的影响趋弱之后，后疫情时代经济上行的速度仍是焦点。基于我们对下半年经济仍偏乐观的预期，工业金属价格将保持上涨，其中有色金属和黑色金属涨幅差距将会缩小。能源价格或维持震荡上涨，交通运输和人员出行的需求将影响油价。此外，受到央行货币政策趋于保守的影响，贵金属上行动力虽然削弱，但政策不可能名先进所，因此没有显著的回落风险。但经济表现如果超预期，利率回升过快，可能短期压制金价。

图 60　国内期货品种上半年总体表现

国内期货品种2020年上半年表现							
	名称	2019年12月31日收盘价	2020年1月23日收盘价	2020年6月30日收盘价	1月2日-1月23日涨跌幅	2月3日-6月30日涨跌幅	1月2日-6月30日涨跌幅
农产品板块	连豆指数	3827	4040	4769	5.57%	18.02%	24.60%
	玉米指数	1905	1919	2097	0.73%	9.30%	10.10%
	郑棉指数	13988	13479	11793	-3.64%	-12.51%	-15.70%
	淀粉指数	2274	2261	2425	-0.57%	7.24%	6.63%
	鸡蛋指数	3569	3488	3760	-2.27%	7.80%	5.35%
	豆粕指数	2794	2675	2823	-4.25%	5.51%	1.03%
	菜油指数	7709	7562	7363	-1.91%	-2.62%	-4.48%
	棕榈指数	6339	6062	4978	-4.38%	-17.88%	-21.48%
	菜粕指数	2334	2247	2303	-3.74%	2.50%	-1.33%
	沪胶指数	12974	12133	10505	-6.48%	-13.42%	-19.04%
	郑糖指数	5586	5626	4943	0.71%	-12.13%	-11.51%
	强麦指数	2438	2624	2534	7.60%	-3.42%	3.92%
	豆油指数	6784	6423	5668	-5.32%	-11.76%	-16.45%
	棉纱指数	22068	21391	19012	-3.07%	-11.12%	-13.85%
	苹果指数	7737	7431	7899	-3.96%	6.31%	2.09%
	红枣指数	10917	10653	9809	-2.42%	-7.92%	-10.15%
有色贵金属板块	沪银指数	4426	4281	4342	-3.26%	1.42%	-1.88%
	沪铝指数	14100	14063	13706	-0.26%	-2.54%	-2.79%
	沪金指数	347	351	401	1.25%	14.15%	15.57%
	沪铜指数	49220	48060	48710	-2.36%	1.35%	-1.04%
	沪铅指数	15056	14856	14759	-1.33%	-0.66%	-1.97%
	沪镍指数	111957	105662	102978	-5.62%	-2.54%	-8.02%
	沪锡指数	135850	137474	138675	1.20%	0.87%	2.08%
	沪锌指数	17944	18144	16815	1.11%	-7.33%	-6.30%
黑色建材板块	玻璃指数	1478	1473	1474	-0.35%	0.12%	-0.23%
	热卷指数	3592	3492	3550	-2.77%	1.66%	-1.15%
	铁矿指数	647	645	730	-0.38%	13.27%	12.84%
	焦炭指数	1880	1827	1880	-2.82%	2.87%	-0.03%
	焦煤指数	1167	1212	1177	3.85%	-2.86%	0.88%
	螺纹指数	3562	3467	3526	-2.68%	1.69%	-1.03%
	锰硅指数	6383	6417	6497	0.54%	1.24%	1.79%
	硅铁指数	5854	5846	5931	-0.14%	1.46%	1.31%
能源化工板块	沥青指数	3184	3050	2680	-4.23%	-12.11%	-15.83%
	燃油指数	2167	2276	1737	5.01%	-23.67%	-19.84%
	塑料指数	7313	7163	6878	-2.05%	-3.98%	-5.95%
	甲醇指数	2183	2242	1775	2.70%	-20.81%	-18.67%
	PP指数	7580	7329	7369	-3.31%	0.54%	-2.78%
	TA指数	4965	4801	3694	-3.31%	-23.05%	-25.60%
	PVC指数	6527	6445	6146	-1.26%	-4.64%	-5.84%
	纸浆指数	4595	4572	4415	-0.49%	-3.44%	-3.91%
	动煤指数	555	547	553	-1.49%	1.08%	-0.43%
	原油指数	482	447	305	-7.31%	-31.74%	-36.73%
	乙二醇指数	4595	4665	3633	1.52%	-22.12%	-20.94%
	尿素指数	1720	1708	1506	-0.74%	-11.81%	-12.46%
	苯乙烯指数	7275	7282	5671	0.10%	-22.12%	-22.05%
金融板块	IF指数	4116	3992	4096	-3.00%	2.58%	-0.50%
	IH指数	3080	2930	2888	-4.88%	-1.42%	-6.24%
	T指数	98	100	100	1.48%	0.73%	2.22%
	TF指数	100	101	102	0.77%	0.93%	1.72%
	IC指数	5236	5305	5705	1.32%	7.54%	8.95%
	TS指数	100	101	101	0.24%	0.56%	0.80%

数据来源：Wind、方正中期研究院

图 61 上半年国内主要期货品种指数涨跌幅



数据来源：Wind、方正中期研究院

行方正 以致远

重要事项：
本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期所有。

联系方式：
方正中期期货研究院
地址：北京市西城区阜外大街甲 34 号方正证券大厦 2 楼东侧
北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层
电话：010-68578010、68578867、85881117
传真：010-68578687
邮编：100037