政策&经济 此消彼长

宏观半年报

2020 年 7 月 10 日

宏观金融

■ 边际聚集

下半年，若疫情无二次爆发，则确定性的疫后经济修复预期，仍将支持市场风险偏好边际转暖，交易逻辑重心将从政策刺激预期向经济盈利 V 型修复预期兑现与否转换。

风险在于市场风险偏好可能过度反应经济政策预期，而若实际情况低于预期，则将带来市场整体风险偏好的短期修正。

■ 边际变量

经济变量：经济修复斜率房地产>基建>消费>制造业，修复瓶颈来自消费和制造业。二季度 GDP 增速大概率正增长，预计下半年 GDP 增速将进一步修复，乐观假设下，年度 GDP 增速区间或在[2%,3%],四季度疫情演变情况为经济修复关键变量。

政策变量：将由超常规宽松政策向“适度宽松政策”回归，以结构性政策激励为主。节奏上，国内政策调整时机和空间，取决于国内经济修复状态；若经济如期加速修复且疫情不复发，则四季度将是较佳超常规政策退出时机。

价格变量：边际上 CPI 趋降 PPI 趋升，CPI-PPI 剪刀差将高位回落，盈利预期将边际改善。猪价主导的结构性通胀预期转弱，工业品主导的通缩预期将边际收敛，并随经济修复加速而衍生正向通胀概念。

■ 宏观驱动

风险资产中，股指弹性优于商品。股指与商品比值处于历史低位，相对优势显著；同时发展直接融资导向有望驱动股市成为新蓄水池，国内股指具有长期战略投资价值，逢低买入是主基调。

但短期若股指涨速持续过快，可能面临政策调控风险，触发阶段性深度调整风险。此外，考虑到周期性修复驱动和估值优势，上证 50 或阶段性优于中证 500，商品中具有工业品属性的板块存在低估值修复空间。

■ 风险提示

经济修复力度不及预期、疫情二次爆发

美国大选前后政策变化、汛期异常等



一、边际聚焦：政策刺激与经济修复此消彼长

上半年，市场风险偏好先抑后扬，4 月前受突发的内外疫情冲击，股商运行中枢明显下行，但随着境内外疫情的边际改善，叠加政策释放超额增量资金和疫后经济修复的确定性，驱动市场风险偏好全面转暖。

期货风险资产表现上，股指>商品，股指已突破疫情前高点，其中中证 500(22%+)>沪深 300(14%+)>上证 50(10%+)；文华商品指数年内中枢仍下移(-3.8%)，其中谷物(16%)饲料(6%)和贵金属（9%）板块明显上扬，具有工业品属性的原油（-26%）化工（-14%）、软商品（-10%）等板块则中枢下移。

下半年，若疫情无二次爆发，则确定性的疫后经济修复预期，仍将支持市场风险偏好的向好，但经济修复与政策支持将呈现此消彼长之势，政策力度的边际减弱程度取决于经济修复力度，市场风险偏好的交易逻辑将从上半年的政策刺激预期向下半年的经济盈利 V 型修复预期兑现与否转换。期货风险资产表现上，股指仍将优于商品，周期性属性偏强的上证 50 或阶段性强于成长性偏强的中证 500；商品中具有工业品属性的板块存在低估值修复空间。

图 1：文华商品涨跌幅（%）-截止 6 月 30 日

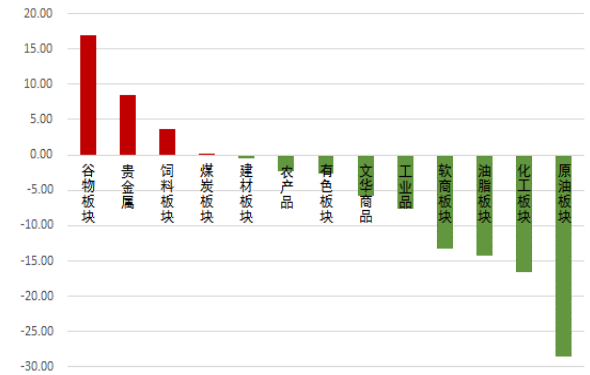


图 2：全球股指涨跌幅（%）-截止 6 月 30 日

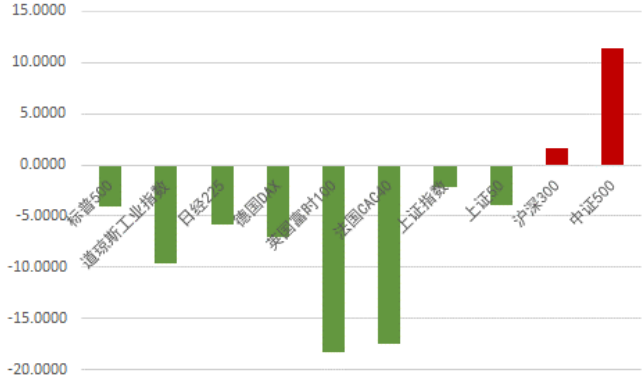


图 3：全球国债变化基点（BP）-截止 6 月 30 日

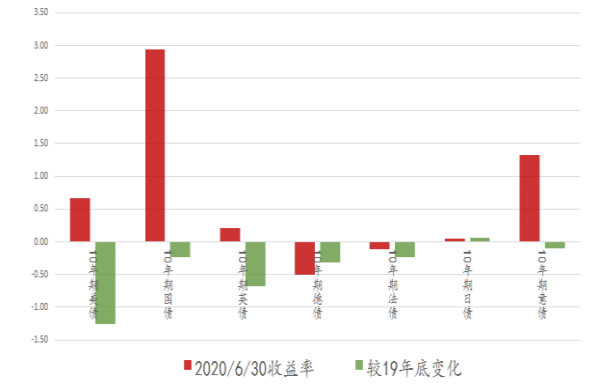
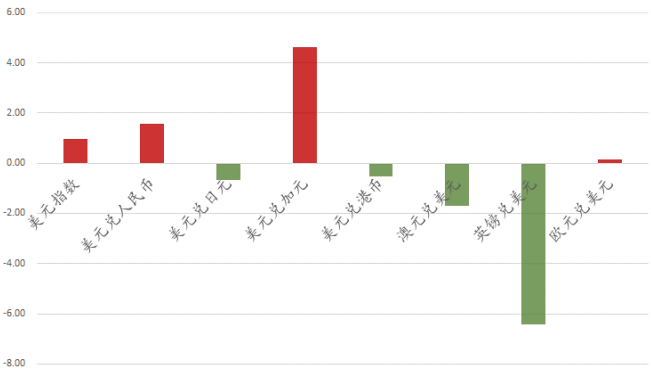


图 4:主要国家汇率变化率（%）-截止 6 月 30 日



数据来源： Wind、中财期货研究院

二、境外疫情聚集美国与巴西

中国新冠疫情无忧，北京新发地疫情管控迅速，已实现零新增。6 月 11 日，北京新增本土病例，源头为新发地批发市场，为国内第一起疫情反复案例，但截至 7 月 6 日，北京新增病例已为 0，北京新发地疫情反复及管控案例，利于再度强化市场信心，提升市场对疫情偶有反复和可防可控的心理预期，在严防输入的前提下，疫情将不再是国内资产价格走势的核心影响因素。

境外发达国家疫情分化显著，欧洲管控效果明显，德英法意等国当日新增均降至百位数，复工复产加速；但美国疫情失控，截至 7 月 8 日，美国当日新增突破 6 万例创疫情以来新高。与巴西、印度、俄罗斯等国不同，美国本次疫情高峰为第一轮疫情管控之后的再次复发，大概率冲击美国境内的复工复产节奏，但在已持续 3 个月之久的疫情下，美国较难再次封城管理，预计疫情和经济将共生，经济修复节奏和力度将低于欧亚。

境外新兴国家疫情仍在冲顶过程中，俄罗斯相对较好，当日新增边际拐点已现，正缓慢下降；印度、巴西、南非则继续冲顶，尚无明确新增拐点信号出现。

总体上，全球新冠疫情此起彼伏，中日韩欧按照“先得先出”特点，已进入经济修复加速阶段；美国与其他新兴国家，则处于疫情冲击与经济修复共生阶段，关注美国会否出台新一轮封城等激进管控措施，以及美国疫情对美国大选特朗普的民调冲击。但边际上，境外疫情再起波澜对国内市场情绪影响有限。

图 5：全球主要国家新冠致死率

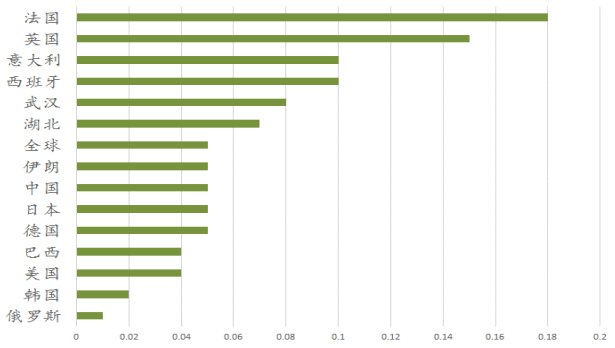


图 6：全球主要国家当日新增病例（7 月 5 日）

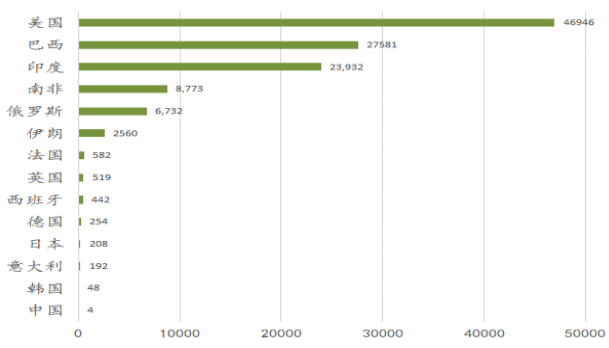


图 7：全球新冠确诊病例分布

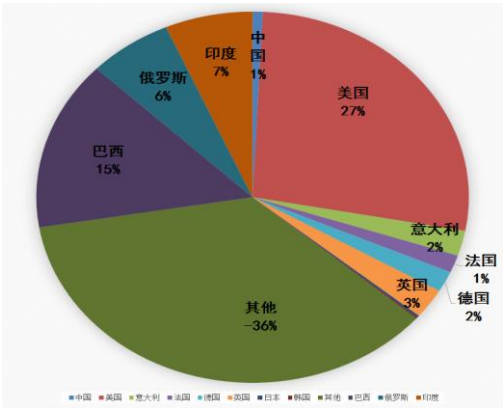


图 8：美国新冠疫情当日新增创新高

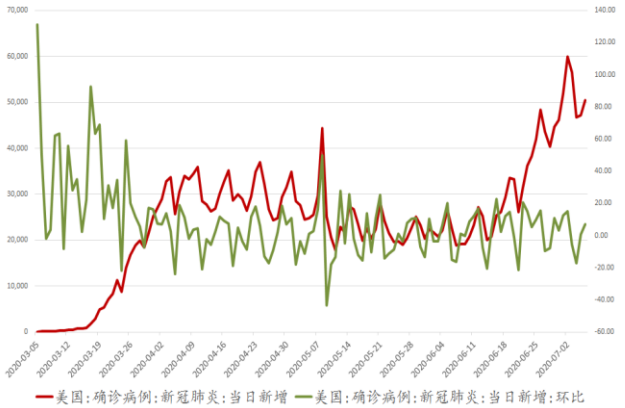


图 9：巴西和印度新冠疫情当日新增病例

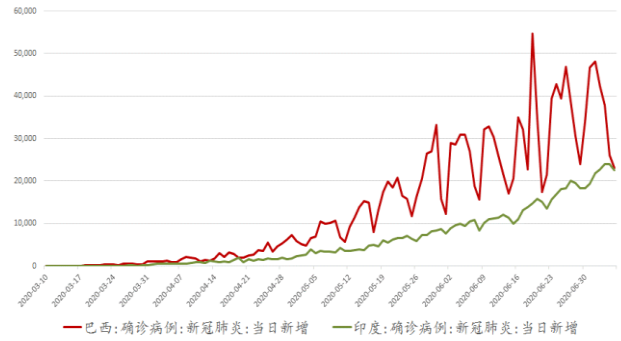


图 10：俄罗斯新冠疫情当日新增病例



资料来源：Wind，中财期货研究院

三、经济 V 型修复高度看消费

3.1 疫后 V 型修复确定 修复变量在四季度

一季度 GDP 增速深度负增长之后，二季度经济疫后修复显著。数据显示，4-5 月工业增加值同比增速分别为 3.9%和 4.4%，同期对外贸易顺差显著增长，其中 5 月贸易顺差为 629 亿美元；消费增速降幅则显著收窄至 2.8%，6 月大概率恢复正增长。

目前市场主流机构普遍预期二季度 GDP 增速将恢复正增长，主流券商中仅有银河证券预测为负增长 0.8%，其余券商预测区间在[2%,5%]，预期中值为 3%；其中中信证券、国信证券和中金公司预测区间最高为 4%-5%。从消费、投资、净出口三大支出项 4-5 月表现看，二季度 GDP 增速或在 2-3%。

今年两会并未确定年度 GDP 目标增速，不确定性是主因。若以一季度-6.8%、二季度 3%、三四季度 6%的 GDP 增速为假设基准，则年度 GDP 增速在 2.5%-3%区间内。目前经济变量主要在 4 季度，4 季度将迎来新一轮流感季，也是新冠疫情再起的敏感时点；若境内外新冠疫情无忧，则大概率迎来疫情冲击后的内外需共振驱动，利于市场风险偏好的提升。

3.2 内需修复核心驱动：房地产>基建

疫后内需修复核心驱动来自基建和房地产，其中基建持续性和确定性强于房地产。

房地产二季度超预期的修复速度，与疫情所带来的政策刺激效应有关，房贷利率走低和房价走高预期利于地产投资率先加速修复。但房住不炒以及发展直接融资的政策基调，也将约束地产投资的修复空间，下半年修复高度将有瓶颈。

基建下半年修复空间可期，年内增速峰值预计在 10%左右。今年地方专项债高达 3.75 万亿（新增 1.6 万亿），专项债不允许投向房地产相关领域，基建将成为主投领域。若按 70%的比例测算，2020 年专项债用于基建的资金约 2.6 万亿，较 2019 年的 0.73 万亿增加 1.9 万亿，叠加专项债用于项目资本金比例的提升，预计可带来基建约 10%左右的增速；节奏上，截至 6 月，专项债已发行约 2.4 万亿，三季度将发行约 1.35 万亿，预计三四季度基建投资将持续发力。

3.3 内需修复拖累项：消费 & 制造业

经济的疫后修复难点在于制造业和消费服务业，其中消费中的餐饮、旅游等领域修复斜率远低于基建和房地产；制造业和消费后期修复斜率的提升，取决于境外疫后的经济修复力度和境内疫情的不复发预期。

内需修复高度瓶颈之一在消费。文化和旅游部数据显示，端午节全国共接待国内游客4880万人次，实现旅游收入122.8亿元，同比下降约70%，修复力度不及五一小长假，大概率与端午前夕北京突发新发地疫情有关。当前疫情反复对工业生产几无影响，但对消费信心仍有冲击，制约旅游、酒店等跨省市消费意愿，是经济修复高度和节奏的主要瓶颈。

内需修复高度瓶颈之二在制造业。制造业因与境外产业链互通，且民营企业为主，盈利前景黯淡难以触发再投资意愿，下半年随着境外疫情边际好转和复工复产的加速，预计制造业投资增速修复速度将有改善，但在结构上仍将弱于基建、房地产、消费，出口转内销压力来自于收入增速的低迷。

3.4 外需将边际改善 美国疫情成隐忧

经济结构上，外需明显弱于内需，但反应在进出口增速上则呈现衰退式贸易顺差，进口增速降幅明显高于出口增速，这与前期外需订单集中交付和防疫相关物资加速出口有关。考虑到创历史新高的贸易顺差，预计净出口将对二季度GDP增速构成正向贡献。

下半年外需的边际改善将为主基调，欧日复工复产有望加速，美国修复力度则视疫情反复程度而定。数据显示，6月全球制造业PMI为47.8%，较4-5月有明显改善，为2月疫情爆发后最高；其中美国经济修复预期最强，美国制造业PMI回到景气度上方，为14个月高点；欧日经济景气度边际同步改善，但改善幅度明显弱于美国。虽然美国疫情7月份再度加速，但考虑到美国大选在即，再度强化极端隔离措施可能性不大，预计美国将保持疫情与经济修复共生状态，再度断崖下行概率较低。

图11：中国制造业和非制造业PMI

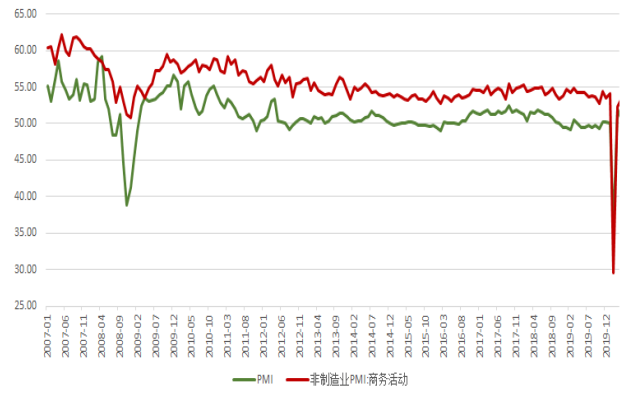


图12：制造业PMI季节性特征

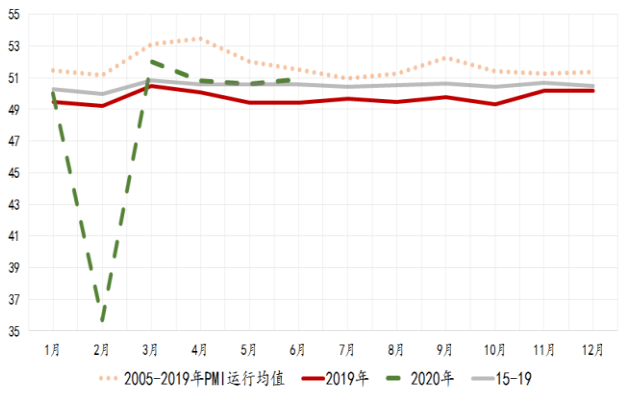
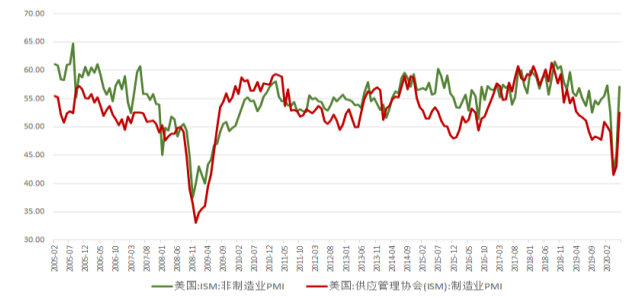
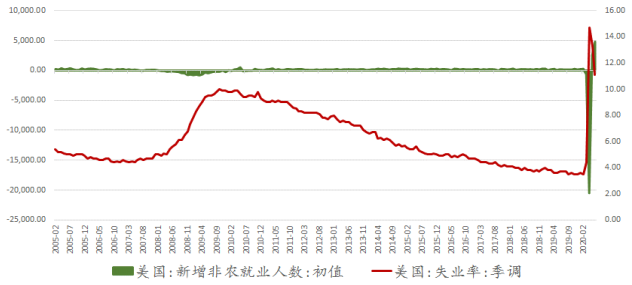


图13：美国制造业和非制造业PMI

图14：美国非农就业和失业率





资料来源：Wind，中财期货研究院

图 15：GDP 分项疫后恢复比较

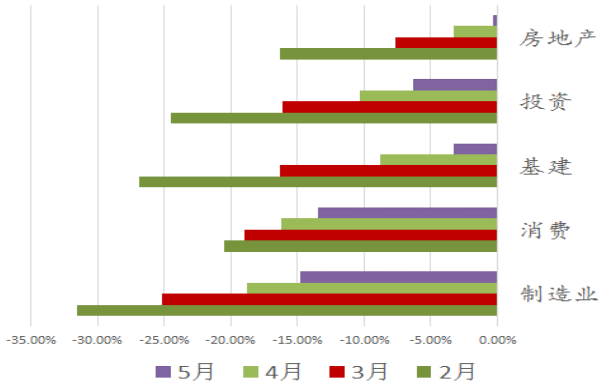


图 16：中国进出口增速和全球制造业 PMI

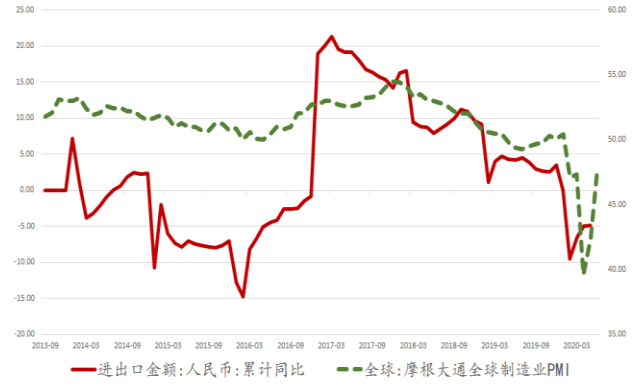


图 17：投资分项增速

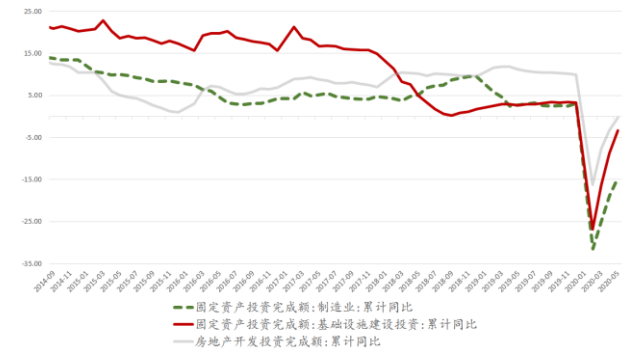


图 18：中国对美国贸易差额及出口增速

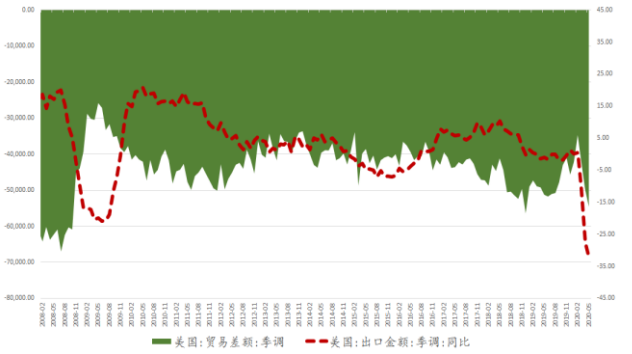


图 19：城镇调查失业率

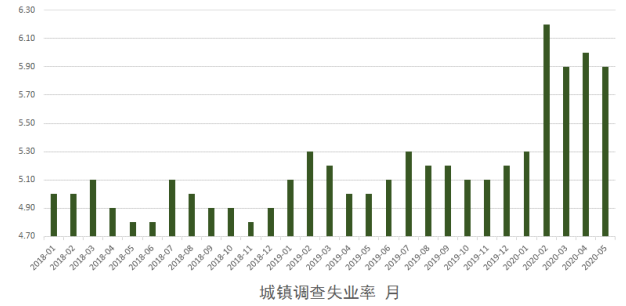
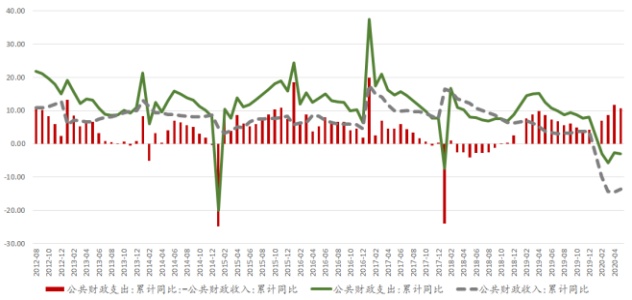


图 20：财政收入/支出增速



资料来源：Wind，中财期货研究院

四、政策最宽松时点已过

上半年，降准降息等总量政策刺激集中在一季度，二季度开始政策刺激边际收紧，未再全面降准和降息，而是以定向降准和下调再贷款再贴现利率等方式进行精准滴灌；同时随着经济修复加速，DR007 及国债收益率边际触底反弹，政策预期边际拐点显现，即从超常规的宽松政策回归“适度的宽松政策”。

下半年，若疫情无反复，总量政策宽松力度将边际放缓，而以结构性政策激励为主，其中四季度大概率是政策边际收紧回归“适度宽松”的关键节点，因特别国债、地方专项债等均将在三季度完成发行，若疫情不复发，四季度内外经济将共振修复，是较好退出时机。

4.1 杠杆率升幅显著 仍存宽信用空间

一季度全社会杠杆率上升约 14%，升幅与 09 年历史峰值相当；M2 增速显著回升至 11.1%，为 17 年来最高，M2-名义 GDP 增速明显偏离中性值，呈现强势宽松状态。若下半年社融增速维持在 12%左右，则年内新增社融约 30 万亿，较 2019 年增加 6 万亿；但相对美联储，中国央行宽松政策仍较为节制。

下半年疫后经济的持续修复仍需要政策驱动，617 国常会定调金融让利实体 1.5 万亿，其中降低贷款利率或为让利主要方式之一，而再降准降息时机取决于经济修复力度。若二季度经济修复不及预期，则再宽松可期，降准确定性高于降息；若经济修复超预期则政策仍将处于观察期。

4.2 通胀与汇率 为宽松非刚性约束条件

6 月 CPI 当月增速为 2.5%，较 1 月年内峰值 5.4%显著下行，实际负利率显著收敛；在国内汛期和猪瘟风险可控的前提下，考虑到基数效应和猪周期下行影响，下半年 CPI 仍有下行空间，结构性通胀不构成政策宽松的约束条件；待 CPI 降至存款基准利率之下时，或触发存款基准利率调降预期。

美元流动性冲击随疫情好转和无上限 QE 而消除，人民币汇率回到基本面主导，边际存升值压力。下半年中美名义 GDP 增速之差将走扩，因中国在疫情管控和经济修复双周期上均领先美国；此外，当前**中美利差高达 237BP，创历史新高**，远高于官方所认定的舒适区域。从人民币汇率角度看，国内后期仍有较大的政策调整空间，调整时机取决于国内经济修复状态。

图 21：M2/社融增速-名义 GDP

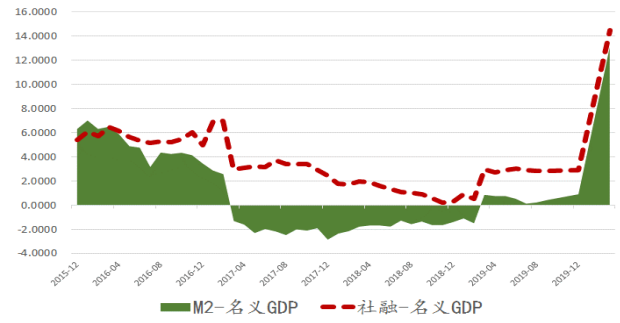


图 22：政府/企业/居民杠杆率变化值

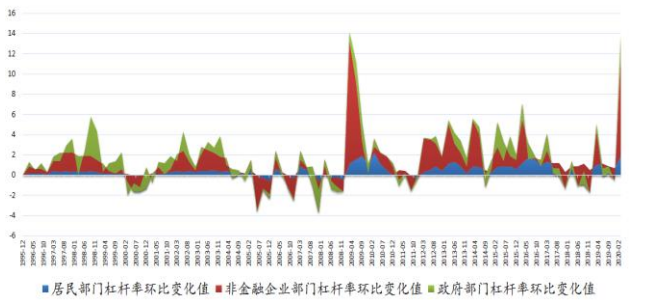


图 23：信用利差

图 24：DR007 与 10 年期国债收益率

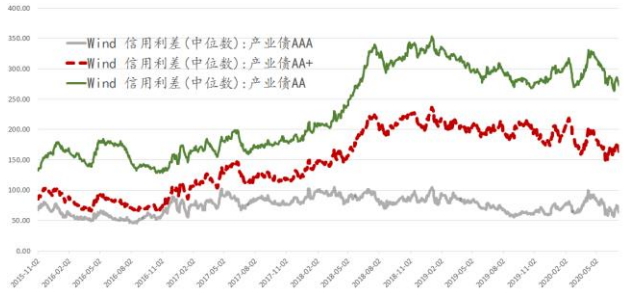


图 25：M1-M2 差值

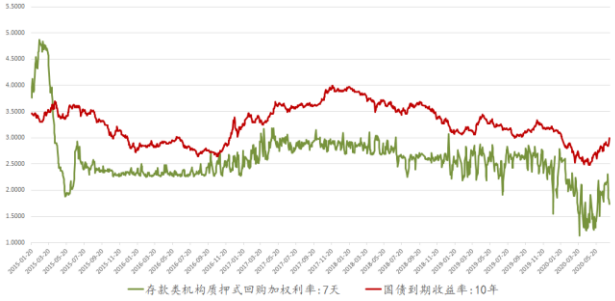


图 26：人民币新增信贷与社融增量

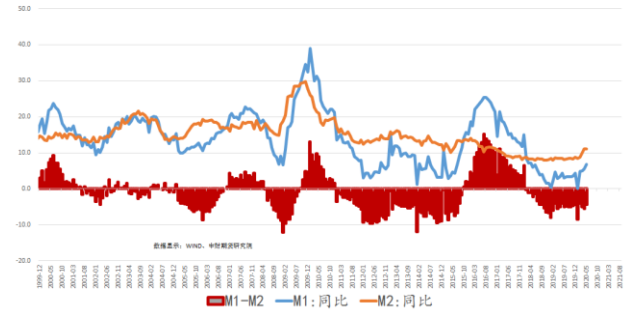


图 27：地方政府专项债

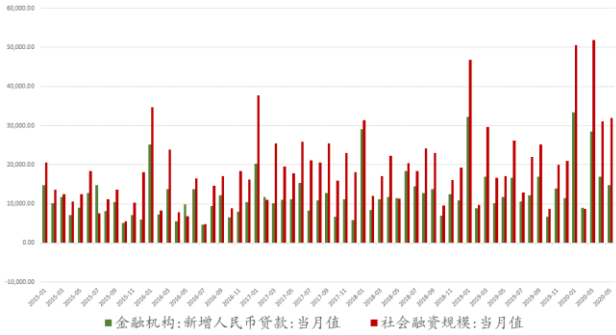
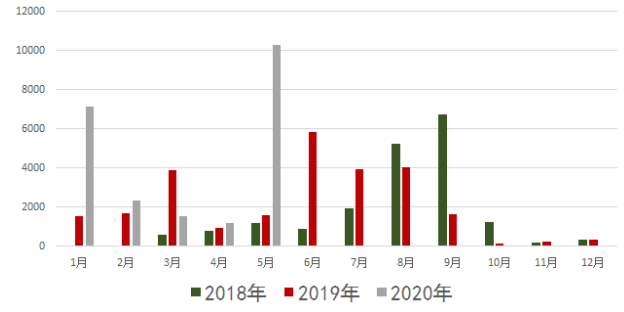


图 28：美联储资产负债表



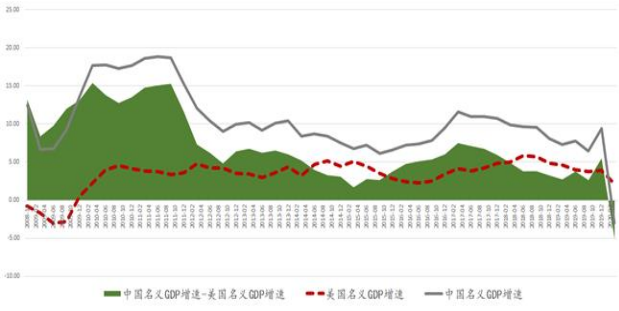


资料来源：Wind，中财期货研究院

图 29：中美 1 债与 10 债利差



图 30：中美名义 GDP 差值



资料来源：Wind，中财期货研究院

五、投资机会：股指弹性优于商品

下半年将是内外经济修复加速阶段，市场风险偏好中枢有望继续提升；风险则在于市场风险偏好可能过度反应经济修复力度，而若经济现实修复力度低于预期，则将带来市场风险偏好的短期修正。

风险资产中，股指弹性优于商品。一方面，美债收益率利差和油金比脱离历史低位，但反弹势头较弱，意味着当前市场风险偏好的提升，政策因素高于经济因素，更利于股指表现；另一方面，以上证指数为基准，上证/南华工业品指数、上证/道琼斯指数的比值均处于历史低位，具有较为显著的相对优势。而国内房住不炒基调削弱楼市蓄水池效应，发展直接融资和支持股市繁荣有望成为新蓄水池，因此国内股指具有长期战略投资价值，逢低买入是主基调。

而从资金充裕度和市场情绪看，国内股指存在 15 年“快牛”风险，但快牛基础不牢，以 20-21 年均 5.5%的 GDP 增速为基准，上证两年内中性位置在 3300 左右，若股指持续快速偏离中性位置，可能引发政策管控风险，触发较深幅度的阶段性调整或震荡；此外，考虑到周期性修复驱动和估值优势，上证 50 或阶段性优于中证 500。

图 32:美债 10-2/5-3 收益率曲线



图 32：M1-M2 与 PPI-CPI

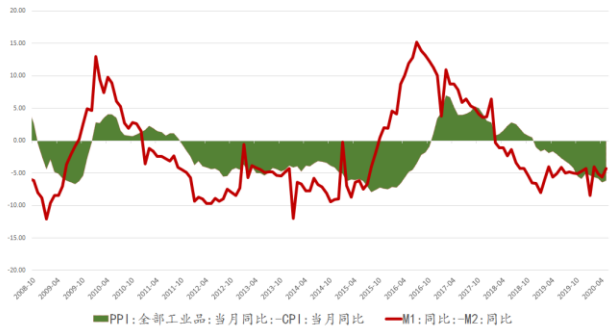


图 33:油金比



图 34:上证指数与工业品指数及美股



资料来源：Wind，中财期货研究院

中财期货有限公司

地址：上海市浦东新区陆家嘴华能联合大厦 23 楼
总机：021-68866688　传真：021-68866666　全国客服：400 888 0958　网站：http://www.zcqh.com

浙江分公司
杭州市体育场路 458 号中财金融广角二楼
电话：0571-56080568

江苏分公司
南京市建邺区江东中路 311 号中泰国际大厦 5 栋 703-704 室
电话：025-58836800

中原分公司
郑州市郑东新区东风南路东、金水东路北 2 号楼 1 单元 12 层 1205 室
电话：0371-60979630

成都分公司
成都市高新区天府大道中段 500 号东方希望天祥广场 A 座 2703 室
电话：028-62132736

上海陆家嘴环路营业部
中国(上海)自由贸易试验区陆家嘴环路 958 号 23 楼 2301 室
电话：021-38606688

上海襄阳南路营业部
上海市徐汇区襄阳南路 365 号 B 栋 205 室
电话：021-61701609

北京海淀营业部
北京市海淀区莲花苑 5 号楼 11 层 1117、1119-1121 室
电话：010-63942832

深圳营业部
深圳市福田区彩田南路中深花园 A 座 1209
电话：0755-82881599

天津营业部
天津市和平区马场道 114 号中财金融广角二楼
电话：022-58228153

重庆营业部
重庆市江北区庆云路 6 号（国金中心 T5）510 单元
电话：023-88698700

沈阳营业部
沈阳市和平区三好街 100-4 号华强广场 A 座 905 室
电话：024-31872007

武汉营业部
武汉市硚口区沿河大道 236-237 号 A 栋 10 层
电话：027-85666911

西安营业部
西安市碑林区和平路 22 号中财金融大厦 304、307
电话：029-87938499

杭州营业部
杭州市体育场路 458 号 2 楼 206、208 室
电话：0571-56080563

济南营业部
山东省济南市历下区文化东路 63 号恒大帝景 9 号楼 11 楼 1119A 室
电话：0531-83196200

无锡营业部
江苏省无锡市运河东路 555-1808
电话：0510-81665833

郑州营业部
河南省郑州市金水区未来路 69 号未来公寓 707、716、816 室
电话：0371-65611075

太原营业部
山西综改示范区太原学府园区长治路 306 号火炬创业大厦 B 座 8005 室
电话：0351-7091380

长沙营业部
湖南长沙市天心区芙蓉中路三段 426 号中财大厦 508-510 室
电话：0731-85559932

南昌营业部
江西省南昌市青云谱区解放西路 49 号明珠广场 H 栋 602 室
电话：0791-88457727

合肥营业部
合肥市庐阳区淮河路 288 号香港广场 1306、1307 室
电话：0551-62651811

唐山营业部
唐山市路南区万达广场购物中心区 2 单元 B 座 1804 室
电话：0315-2210860

日照营业部
山东省日照市东港区济南路 257 号兴业财富广场 B 座 10 楼
电话：0633-2297817

赤峰营业部
内蒙古赤峰市红山区万达广场 A 地块 1B 号楼 012010
电话：0476-5951789

厦门营业部
福建省厦门市思明区梧村街道后埭溪路 28 号（皇达大厦）7 楼 F 单元
电话：0592-5630235

常州营业部
常州市钟楼区怀德中路 48-601-6002、6003、6004
电话：0519-86805786

南通营业部
江苏南通市崇山区中南世纪城 34 栋 2202、2203 室
电话：0513-81183555

宁波营业部
浙江省宁波市慈溪市古塘街道承兴大厦 7-2-1
电话：0574-63032202

特别声明：

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。