低通胀环境下的复苏——2020 年下半年经济展望

摘要

经济增长：展望下半年，经济的复苏依然围绕着疫情防控与政策对冲之间展开，疫情后，供给端的修复快于需求端的改善，物价大幅上涨的动能不足，今年经济修复将会是在低通胀环境下的修复。1）在稳就业保民生促消费的一系列政策支持下，居民的消费意愿将继续回升，不过，当前居民收入增长放缓，整体消费能力有限，消费复苏趋于温和，重点关注 5G 和服务性消费。2）积极财政政策配合宽松的货币环境，固定资产投资同比增速将进一步回升，其中，基建在政策支撑下有望持续反弹，而地产投资在金融环境改善的大背景下有望保持较强的韧性，制造业投资受外需影响将面临较大不确定性。3）出口增长仍取决于全球经济复苏的情况，5 月以来全球多个地区相继重启经济，全球经济走上了疫情常态化防控背景下的复苏之路，外需所承受的压力有所减轻，但疫情并未得到有效控制，出口增长仍面临较大不确定性。

物价：疫情后蔬菜等食品供应量明显提升，而在政策支持和高利润下，生猪补栏积极性较高，生猪产能逐步修复。食品供给恢复快于需求端改善，价格料将逐步走弱。非食品方面，随着国内外经济逐步修复，预计部分非食品价格环比将企稳回升，但大幅上涨动能不强。进一步考虑基数抬升的影响，预计 CPI 将继续逐季回落，有望重回低通胀环境。PPI 方面：随着国内基建需求释放、欧美经济逐步重启、原油供需明显改善，未来 PPI 降幅将逐步收窄，但全球疫情拐点未现、国内疫情仍有反复，年内需求端或难以恢复至疫情前水平，PPI 转正的难度较大。

政策展望：今年政府工作报告未设全年经济增速目标，而是将稳就业保民生作为所有宏观政策的出发点和着力点。预计下半年积极财政将全面发力，货币政策宽松节奏将放缓，降准降息操作更加谨慎。但如果下半年外部冲击超预期，财政和货币政策也有可能进一步加码。

风险关注：海外风险加大、疫情二次爆发、政策力度不及预期。

国贸期货·研发中心
宏观金融小组

郑建鑫
联系方式：0592-5160416
投资咨询号：Z0013223
从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序

国贸投研

期市有风险，入市需谨慎

2020 年上半年受新冠肺炎疫情影响，国内经济出现大幅度的下滑，特别是一季度，GDP 同比大幅下滑 6.8%，为 1992 年公布季度数据以来的最低值。国内疫情基本得到控制后，经济开启复苏模式，消费和投资三月下旬之后逐步修复，但各领域复苏力度不一，其中，投资修复力度好于消费，新冠疫情对消费的冲击是十分巨大的，明显超过市场预期。

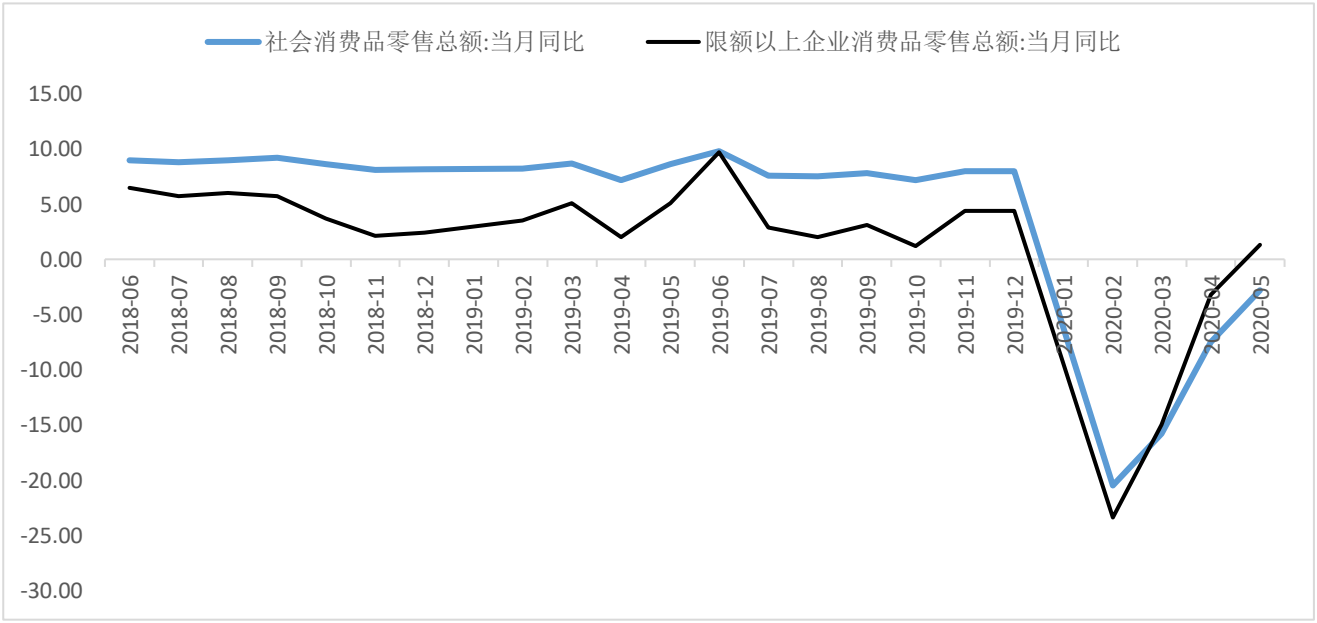
展望下半年，经济的复苏依然围绕着疫情防控与政策对冲之间展开。在稳就业保民生促消费的一系列政策支持下，居民的消费意愿将继续回升，消费有望延续温和复苏；积极财政政策配合宽松的货币环境，固定资产投资同比增速将进一步回升，其中，基建在政策支撑下有望持续反弹，而地产在金融环境改善的大背景下有望保持较强的韧性，制造业受外需影响将面临较大不确定性；出口压力将随着外需改善而减轻，但也面临较大的不确定性。疫情后，供给端的修复快于需求端的改善，物价大幅上涨的动能不足，今年经济修复将会是在低通胀环境下的修复。今年政府工作报告未设全年经济增速目标，而是在“六稳”的基础上提出“六保”，将稳就业保民生作为所有宏观政策的出发点和着力点，预计下半年财政政策将全面发力，货币政策宽松节奏有所放缓。

一、经济增长

1、消费---温和复苏

5 月份，社会消费同比增速回升至-2.8%，降幅已经大幅收窄，但累计同比降幅依然高达 13.5%，其中，限额以上企业商品零售同比增速回升至 1.3%。

图表 1：社会零售消费增长

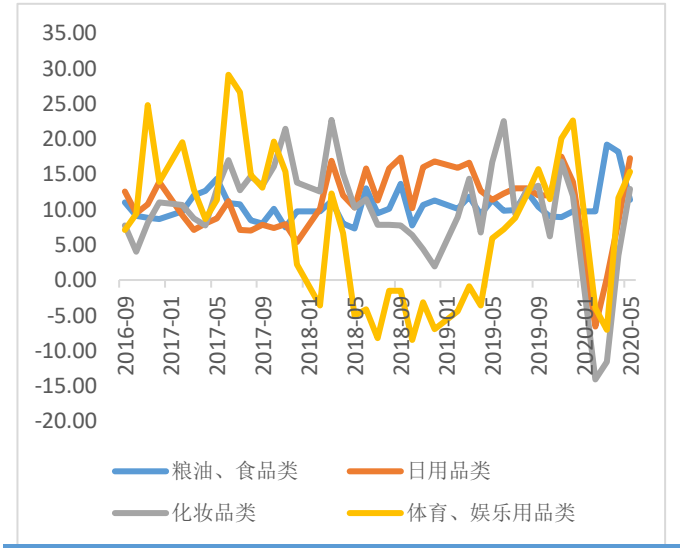


数据来源：wind

（1）大部分必需消费品已基本回归正常，粮油食品 3-4 月连续两个月增速达到近 20%，5 月已回落至 11.4%；日用品 5 月增速达 17.3%；化妆品 5 月增速达 12.9%；体育娱乐用品 5 月增速达 11.6%；烟酒 5 月增速达 10.4%。必需消费作为对前期超低增速的回补，后续进一步抬升的空间不大。

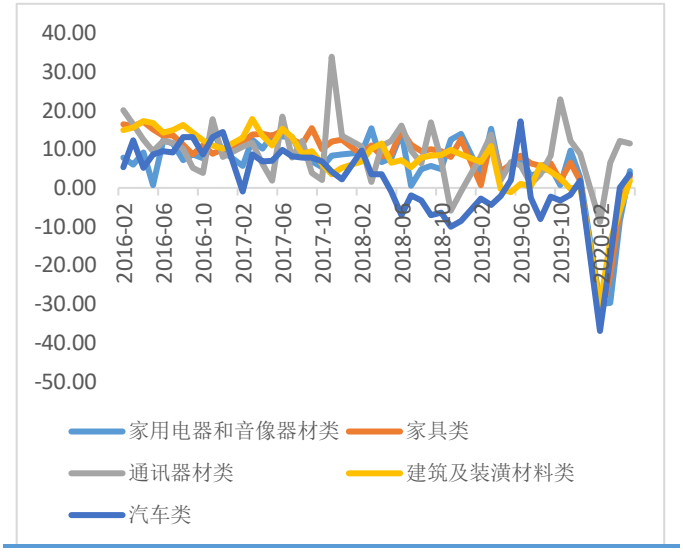
（2）可选消费部分大多恢复了增长趋势，5 月汽车零售已至 3.5%，家电零售至 4.3%，建筑装潢增速为 1.9%，家具增速为 3%，这几个部分已恢复了增长趋势。从历史上来看，可选消费与收入效应和地产周期等因素高度相关，因此，在经济整体修复的过程中有望继续得到改善，但若要实现更高速的增长则需要促消费政策进一步发力。

图表 2：必需消费：当月同比



数据来源：Wind

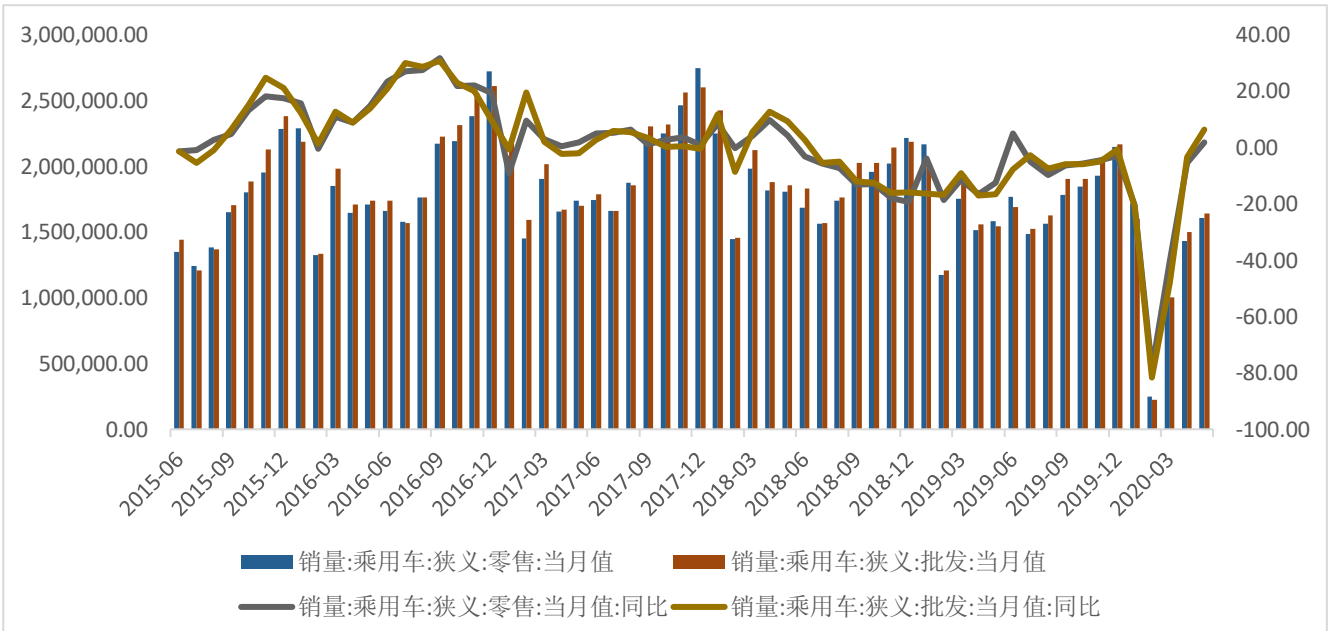
图表 3：可选消费：当月同比



数据来源：Wind

（3）今年政府工作报告提出要“稳就业促增收保民生”，提高居民消费意愿和能力。1）各地陆续发放消费券促进消费。济南、杭州、宁波、南京、安徽、北京等省市相继发放消费券，根据北大国发院发布的《消费券的中国实践》，消费券发放两周内核销率可达六至七成，说明了消费券有效地带动了居民的消费热情。2）多层次政策助力汽车需求释放。从中央到地方出台了多层次的促进汽车消费政策，汽车消费也在二季度得到了释放，不过，近期汽车消费增速有所放缓，显现出透支的迹象，后续能否进一步提升仍需观察。

图表 4：汽车消费在政策刺激下回暖



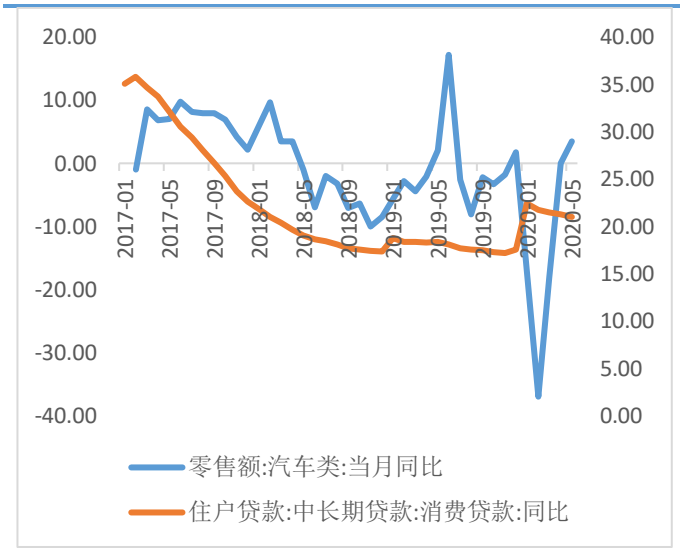
数据来源：wind

（4）存款变化预示着居民消费意愿的改善，一季度居民存款明显增长，一方面，疫情爆发后，居民消费受抑

专业·诚信·进取·共赢

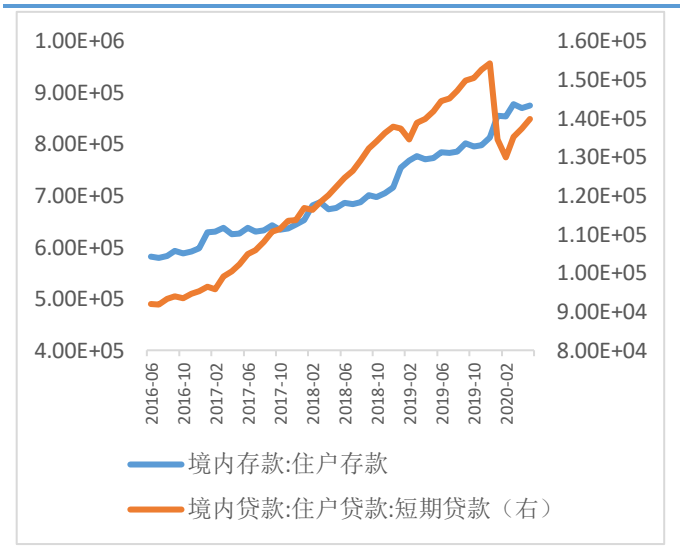
制，存款被动累积，另一方面，未来收入预期的变化影响了居民的消费意愿。不过，二季度居民存款整体减少，而短期贷款则小幅增加，或意味着居民消费意愿有所提升，不过，当前居民收入增长放缓，整体消费能力有限，消费复苏趋于温和，而非“报复性消费”。后续重点关注两个方面：一是，今年是 5G 商用元年，后续若有 5G 换机潮出现，手机等通讯器材增速有进一步打开的空间。二是，餐饮等服务类消费目前增速依然明显偏低，5 月单月餐饮收入依然只有-18.9%的增速。后续随着生产生活进一步恢复，餐饮娱乐等仍有进一步恢复空间。

图表 5：居民消费需求回暖



数据来源：Wind

图表 6：居民短期贷款回升

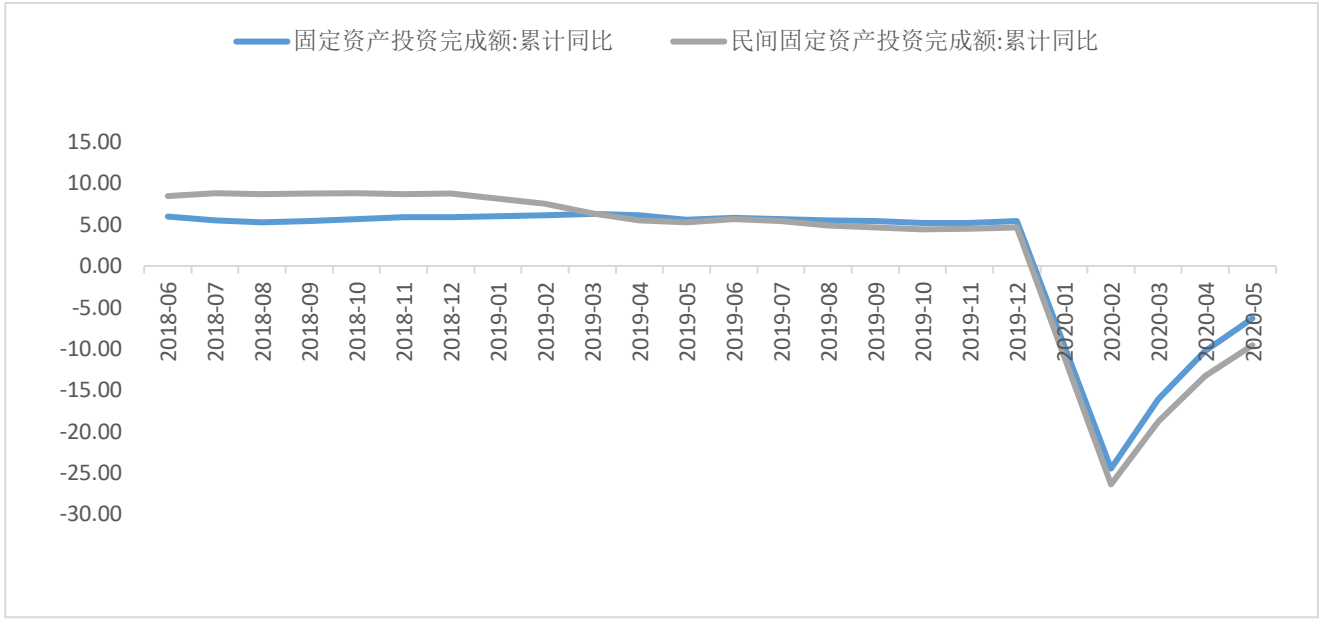


数据来源：Wind

2、投资---持续回升

在疫情的冲击下，上半年国内固定资产投资同比增速转负，至-6.3%，不过，二季度以来，随着国内疫情基本得到控制，固定资产投资开始发力，同比降幅显著收窄。我们预期下半年固定资产投资同比增速将进一步回升，其中，基建在政策支撑下有望持续反弹，而地产在金融环境改善的大背景下有望保持较强的韧性，制造业受外需影响将面临较大不确定性。

图表 7：固定资产率先迎来修复



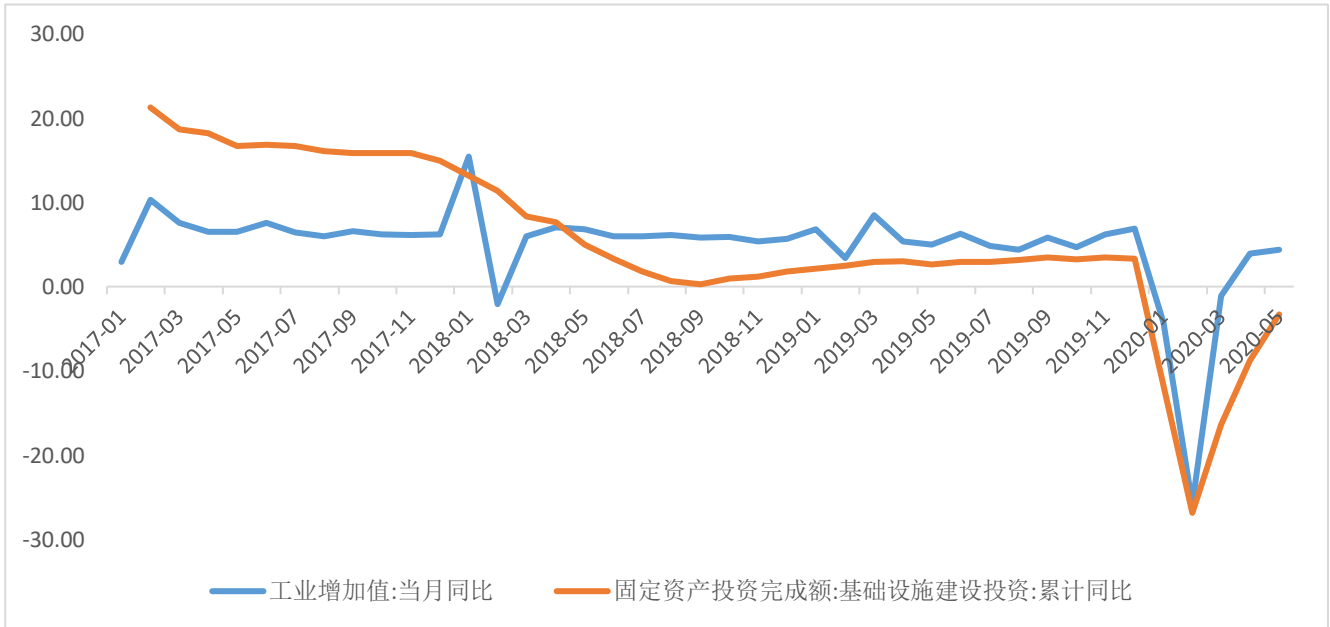
数据来源：wind

1、政策支持下，基建有望持续反弹

1-5 月，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）累计同比下降 6.3%，相比于 2 月份最差时期（累计同比-24.5%）已有了较大的改善。展望下半年，在政策的多方面支持下，下半年基建有望全面发力，持续反弹。

1）基建是逆周期调节的重要工具。从历史上看，基建投资一直都是宏观经济逆周期调节的重要工具，在疫情危机尚未完全解除的情况下，基建投资的托底功能将不断得到体现，在今年的政府工作报告中，重点投资领域方面，指明将“重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的‘两新一重’建设”，再度夯实了基建扩内需的重要性；“两新”是指“新型基础设施”和“新型城镇化”，“一重”是指交通、水利等“重大工程建设”。

图表 8：基建投资是逆周期调节的重要工具

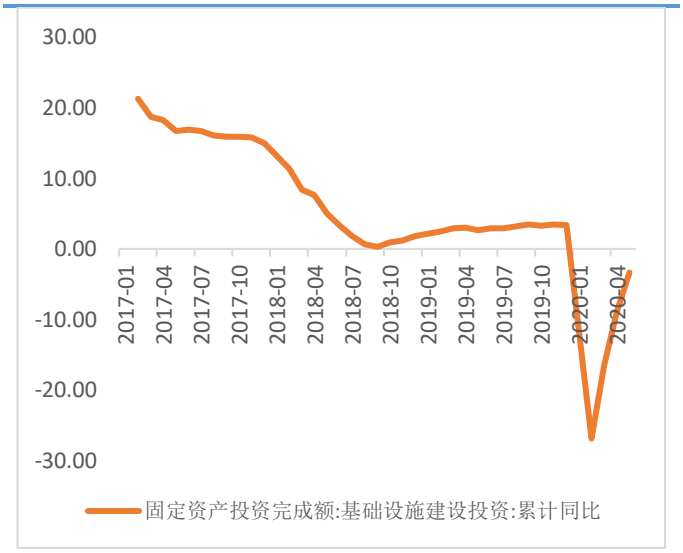


数据来源：wind

2）专项债发行规模扩大且多数用于基建。近年来，地方政府专项债资金已逐步成为撬动基建投资的重要动力。在疫情发生之前，今年的专项债的发行规模已有了扩大的趋势，而且发行的节奏提前，用途则更加聚焦于基建领域。疫情发生后，基建的重要性更加突出，今年政府工作报告进一步将专项债的额度提升至 3.75 万，截至 6 月 15 日，国内累计新增发行专项债 21936 亿，其中 80%用于基建、市政及民生领域。

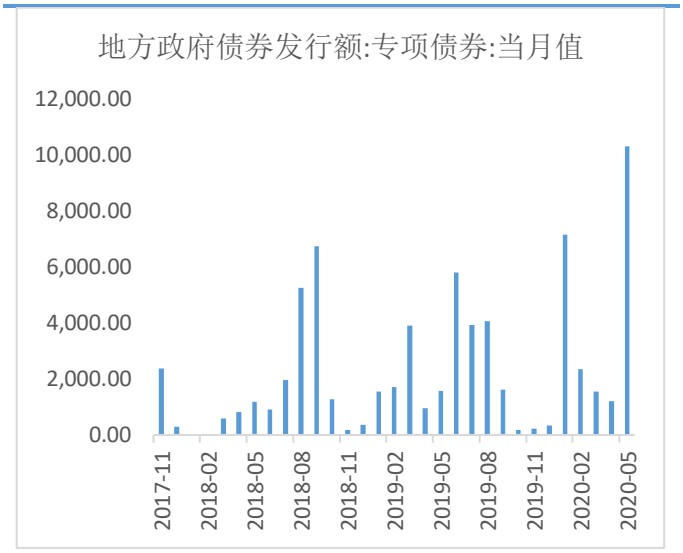
此外，今年将发行一万亿的抗疫特别国债，从一些地方政府上报的项目来看，相当大的一部分资金将被用于基建项目，年内基建项目获批总额度达到 7000 亿，并允许将特别国债用作基建项目资本金，特别国债有望成为拉动基建的重要力量。

图表 9：基建投资增速



数据来源：Wind

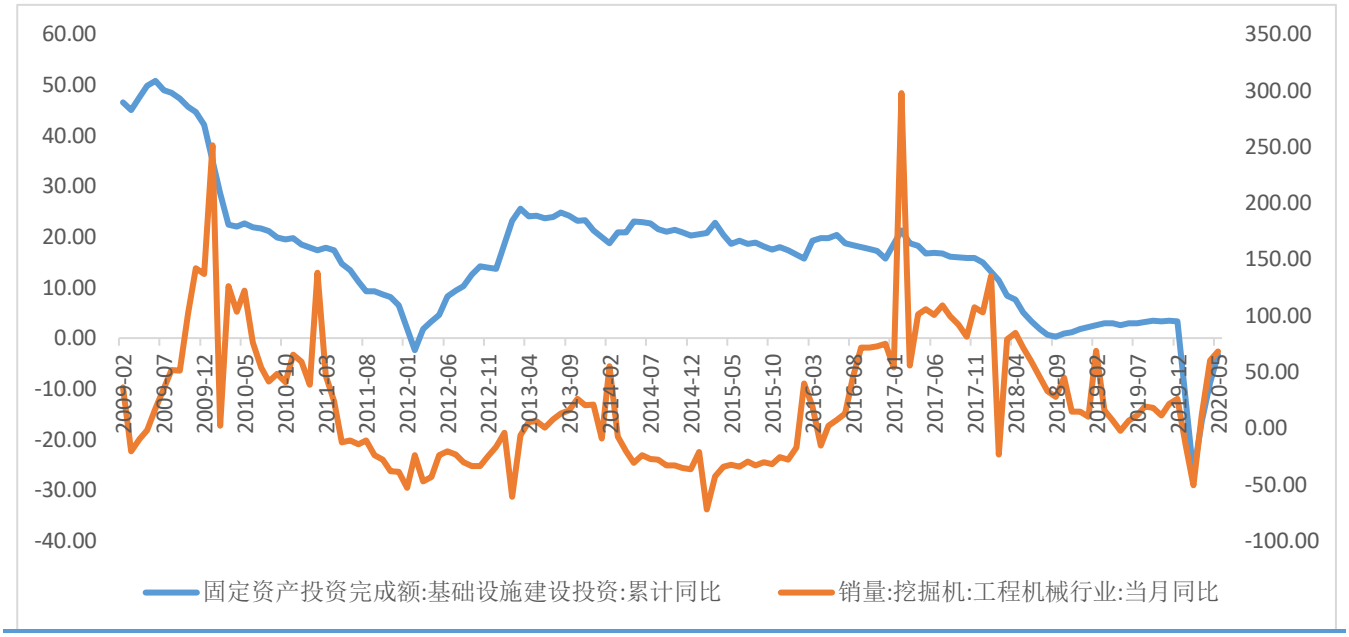
图表 10：地方专项债发行状况



数据来源：Wind

3）领先指标预示着基建投资增速可观。实际上，作为领先指标，挖掘机等工程机械销量大幅增长，预示着基建未来增长空间非常可观。截至 5 月份，国内基建投资同比增速为 10.9%，而若全年基建投资同比为 10%，则要求下半年同比增速超过 16%，若全年基建投资同比增速为 15%，则要求下半年同比增速超过 20%，可见后续基建投资同比仍然有较大的上升空间，这意味着后续基建投资环比会持续高于 2019 年同期环比水平。

图表 11：工程机械回暖预示着基建需求的回升



数据来源：wind

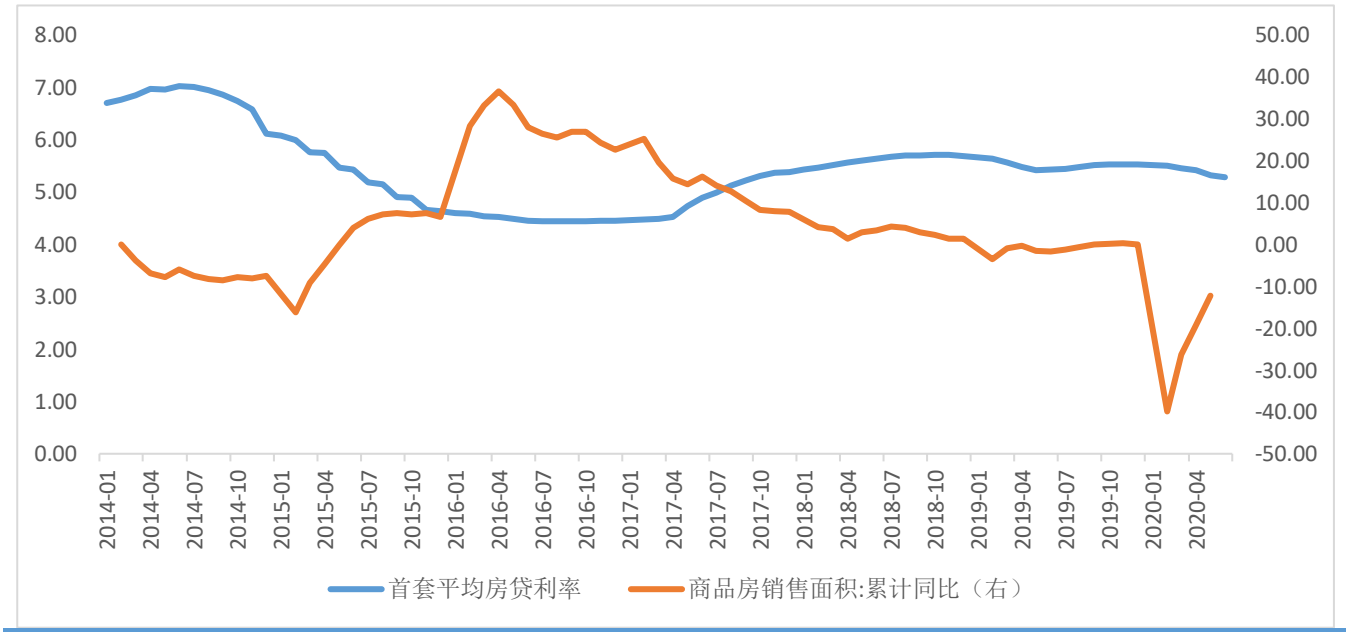
2、地产投资保持较强韧性

1—5 月份，商品房销售面积同比下降 12. 3%，地产投资累计同比下降 0. 3%，均较一季度出现了明显的改善。展望下半年，地产销售将继续修复，但空间或有限，而投资则将保持较强的韧性。

1）地产销售具备较强的支撑。一是，疫情冲击后，地产存在一部分补偿性的需求释放；二是，房贷利率下行，支撑地产销售回暖。为了对冲疫情的影响，全球央行集体采取宽松的货币政策，国内政策利率也多次下调，房贷利率顺势下行。历史上来看，房贷利率与地产销售成反比，房贷利率走低往往能够刺激商品房需求的回升。

不过，今年地产调控未见松动，保持“房主不炒”的定位不变，而且近期利率也有了见顶的迹象，这或意味着地产销售向上也面临着天花板，快速修复后将保持在个位数增长附近震荡。

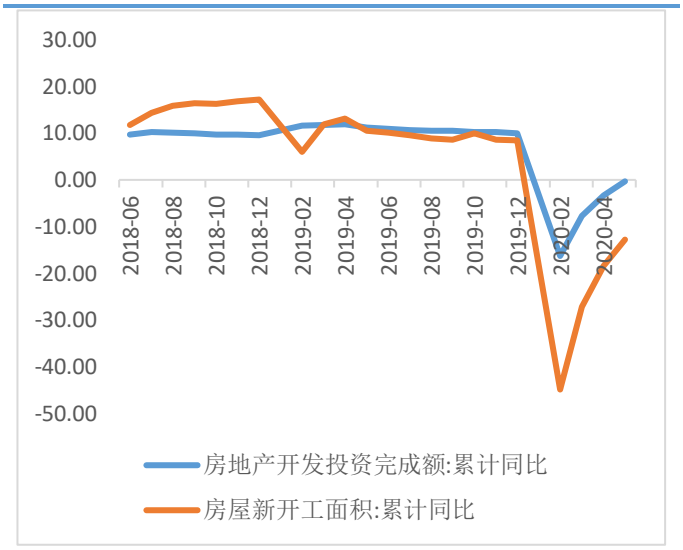
图表 12：房贷利率下行为地产销售提供支撑



数据来源：wind

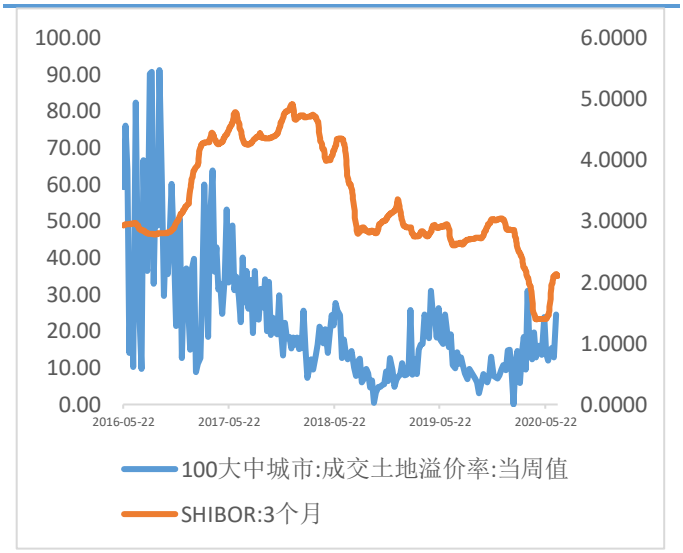
2）投资将保持较强的韧性。首先，从理论上来说，销售指标领先于新开工指标，新开工则领先于投资完成额指标，因此只要销售不出现大的变化，预计地产投资指标也将保持稳定；其次，从地产建设周期看，拿地的建设周期一般在 2 年左右，过去两年分别是新开工和施工集中释放的年份，今年有望进入竣工高增长的阶段；最后，今年全球货币政策较为宽松，国内房企融资环境大幅改善，将提升企业拿地的积极性。

图表 13：地产投资保持较强韧性



数据来源：Wind

图表 14：金融环境改善对拿地存在支撑



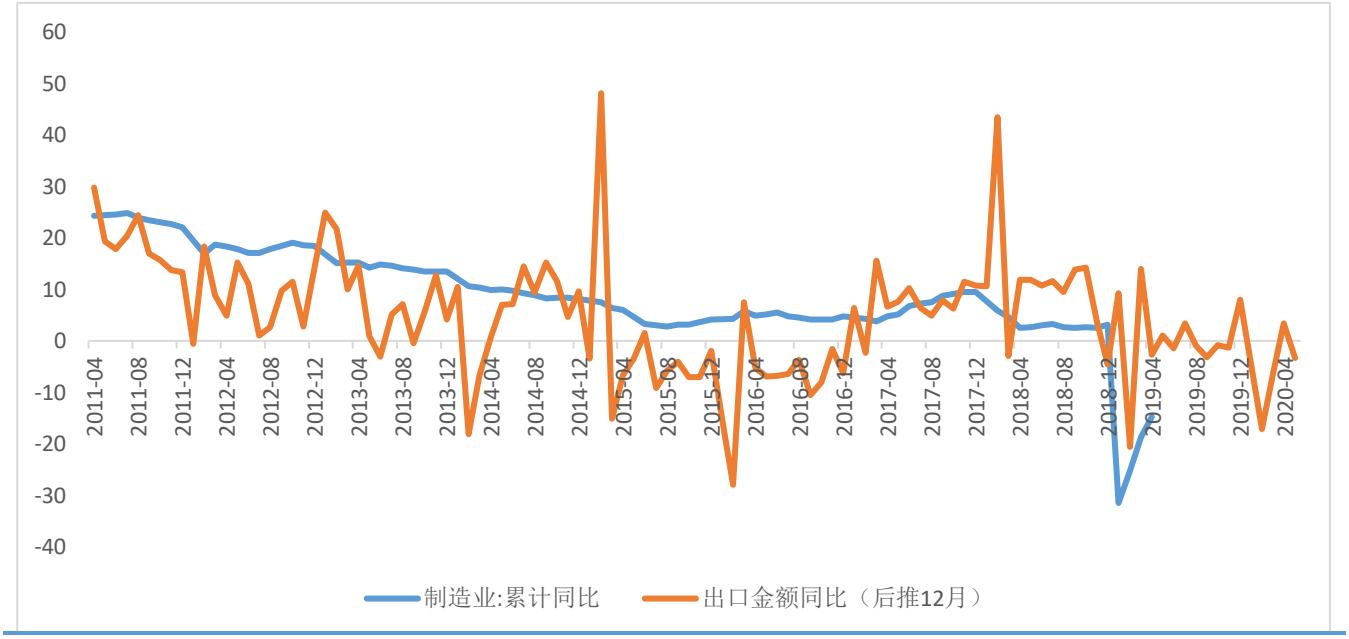
数据来源：Wind

3、制造业投资面临不确定性，修复速度缓慢

前 5 月，制造业投资累计同比下降 14.8%，是三大门类投资中修复速度最为缓慢的。制造业需求一般会滞后于基建、地产、出口等需求，而且我国作为“世界工厂”，很多制造业产品出口到全世界。今年终端消费复苏缓慢、出口订单减少等因素持续制约制造业需求的恢复，多数制造业企业对产能扩张保持谨慎态度，因此，制造业投资修复速度较为缓慢。

展望下半年，当前全球多国相继重启经济，对外需的冲击减弱，但疫情仍有反复，全球经济复苏前景仍充满不确定性，外需持续面临挑战。不过，出口转内销政策已初见成效，外贸型企业压力得到缓解。此外，基建、地产也都在加快修复中，预计制造业投资将逐步回升，但修复速度偏慢。

图表 15：制造业投资修复较为缓慢



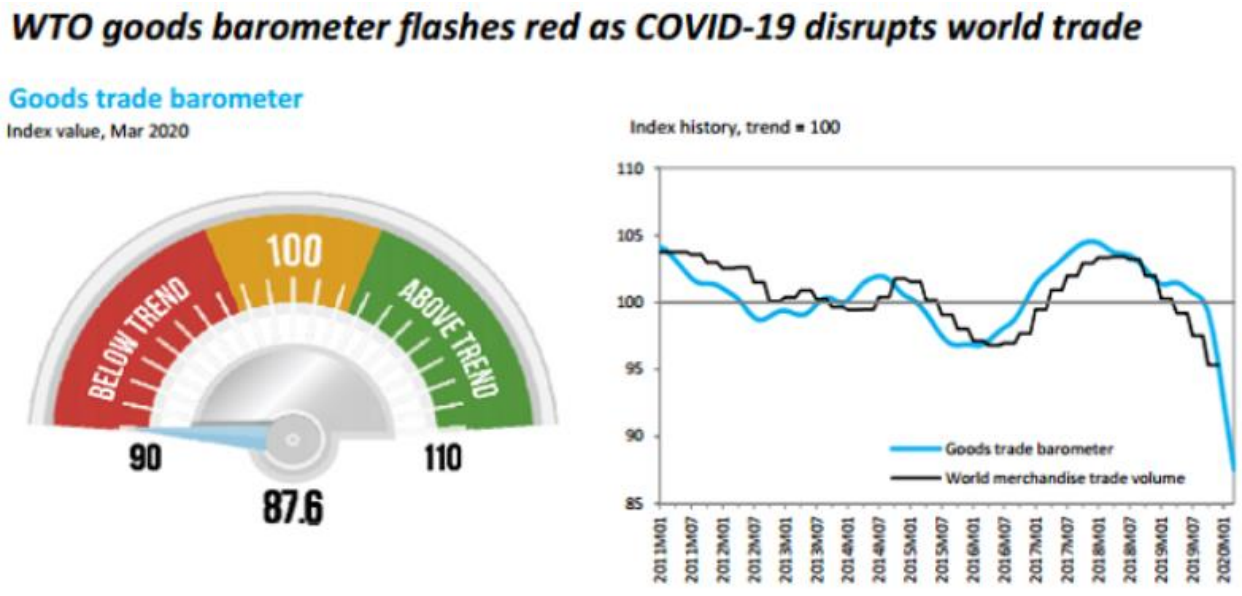
数据来源：wind

总体来看，我们认为下半年固定资产投资增速将继续回升，而基建将会是重点发力的方向，地产也将保持韧性，但制造业仍面临不确定性，修复速度偏慢。

3、外贸---出口不确定性较大

中国出口 1-5 月累计增速为-7.7%，4 月和 5 月单月增速分别为 3.4%和-3.3%，这一数据明显好于疫情爆发后市场对出口增长的预期，说明出口展现出了一定的韧性。作为对比，韩国出口增长持续大幅走弱，4 月和 5 月的增速分别为-25%和-24%，显著弱于中国。实际上，WTO 于 5 月 20 日发布的货物贸易晴雨表显示，由于新冠肺炎大流行扰乱了全球经济，2020 年上半年全球商品贸易量或将急剧萎缩。货物贸易晴雨表此次读数为 87.6，远低于 100 点的基线值，这也表明全球贸易大幅萎缩的状态将延续进第二季度。

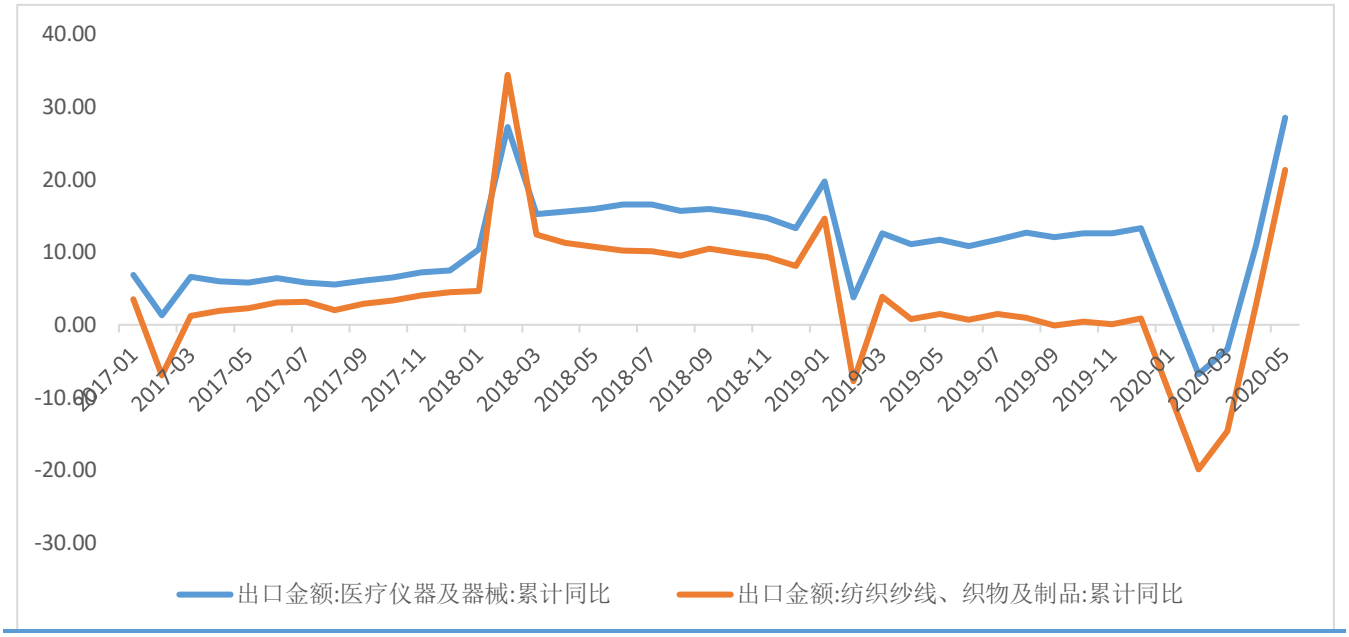
图表 16：全球货物贸易量急剧萎缩



数据来源：wind，WTO，其他公开资料

中国出口之所以展现出较强的韧性，主要原因一是，中国具有全产业链的优势，在疫情防控取得积极成效后，经济率先迎来修复，对他国出口形成一定的替代效应；二是，防疫用品出口增长对整体出口带来较大的贡献，疫情在全球蔓延，防疫需求的快速增长带来了出口的高增长；三是，税费减免、金融支持等一系列稳外贸组合拳效果显著，外贸企业受益于国内刺激政策，供给端快速恢复，前期积压的订单充分消化，还替代了部分海外产能。

图表 17：防疫物资大幅增长



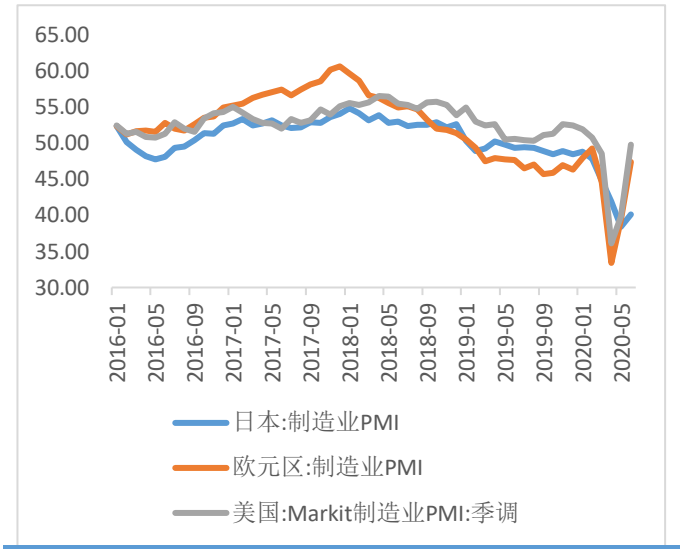
数据来源：wind

展望下半年，出口增长仍取决于全球经济复苏的情况。5 月份以来，全球多个地区相继重启经济，全球经济走上了疫情常态化防控背景下的复苏之路，外需所承受的压力有所减轻，但并未消除，出口增长仍面临较大不确定性。

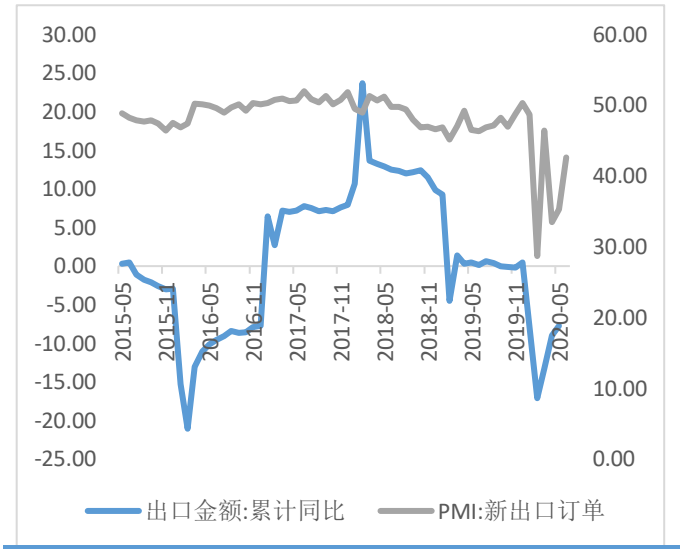
1）全球经济重启，前瞻指标出现改善。欧美等多国相继重启经济，且欧美制造业 PMI、美国非农就业等数据均呈现改善的势头，表明经济复苏势头向好。从前瞻指标来看，6 月制造业 PMI 新出口订单指数回升至 42.6，较前两月明显改善（4、5 月分别为 33.5、35.3），表明随着全球经济走上复苏之路，出口下行压力有所减轻。

图表 18：欧美多国重启经济

图表 19：出口前瞻指标出现改善



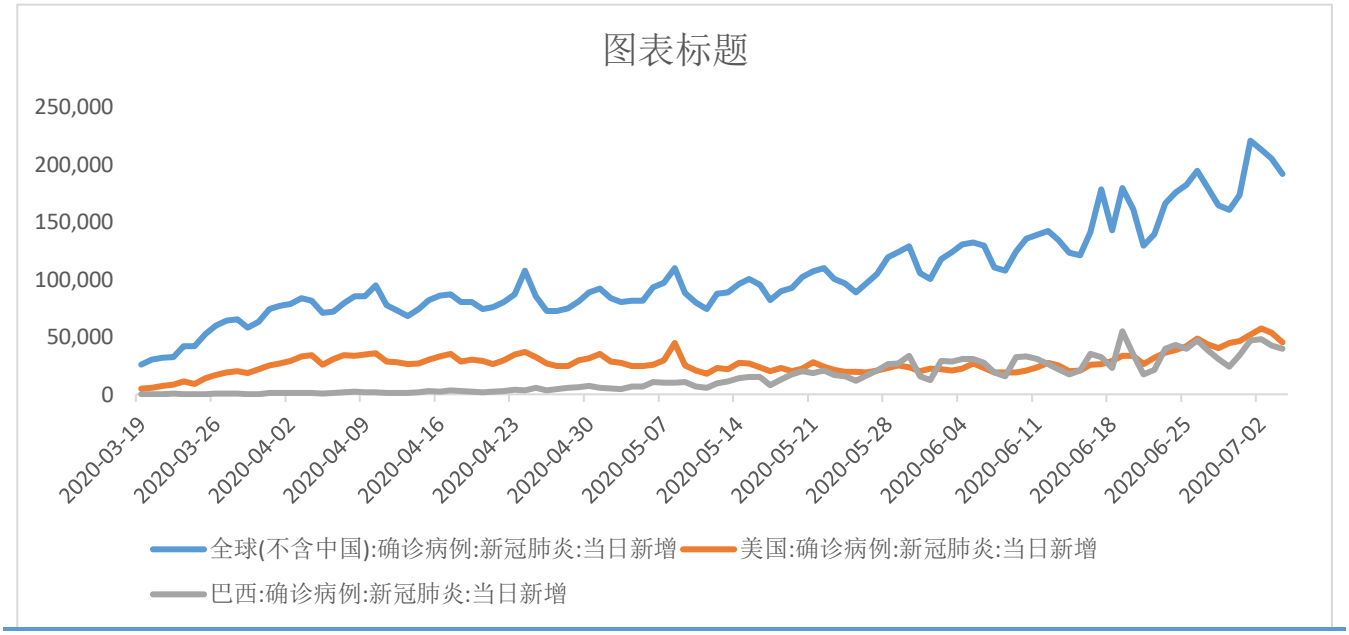
数据来源：Wind



数据来源：Wind

2）疫情依然严重，复苏前景充满不确定性。世卫组织数据显示，全球累计确诊病例超过 1000 万例，累计死亡病例超过 50 万例。其中，美洲是全球疫情最严重的地区，美国是疫情最严重的国家，新增病例数持续激增。疫情未得到控制将导致经济复苏前景充满不确定性，例如，美国重新开放经济后，疫情出现二次爆发的现象，导致部分州暂缓开放甚至重新限制经济，此外，巴西等南美地区疫情依旧严重，这就使得经济活动很难快速恢复正常。因此，在没有特效药或者疫苗之前，全球经济复苏前景将持续充满不确定性。

图表 20：全球新增确诊病例仍然较多



数据来源：wind

3）出口转内销减轻外贸企业的压力。4 月 17 日中共中央政治局会议提出：“要支持企业出口转内销”。5 月 22 日《2020 年政府工作报告》提出“扩大出口信用保险覆盖面，降低进出口合规成本，支持出口产品转内销。” 6 月 9 日国务院常务会议指出要在鼓励外贸企业拓展国际市场同时，支持适销对路的出口产品开拓国内市场。从目前情况来看，出口退税、扩大企业信贷规模、等政策措施正在发挥作用，外贸企业出口转内销已见到成效，4 月份出

口企业内销额增长 17%。

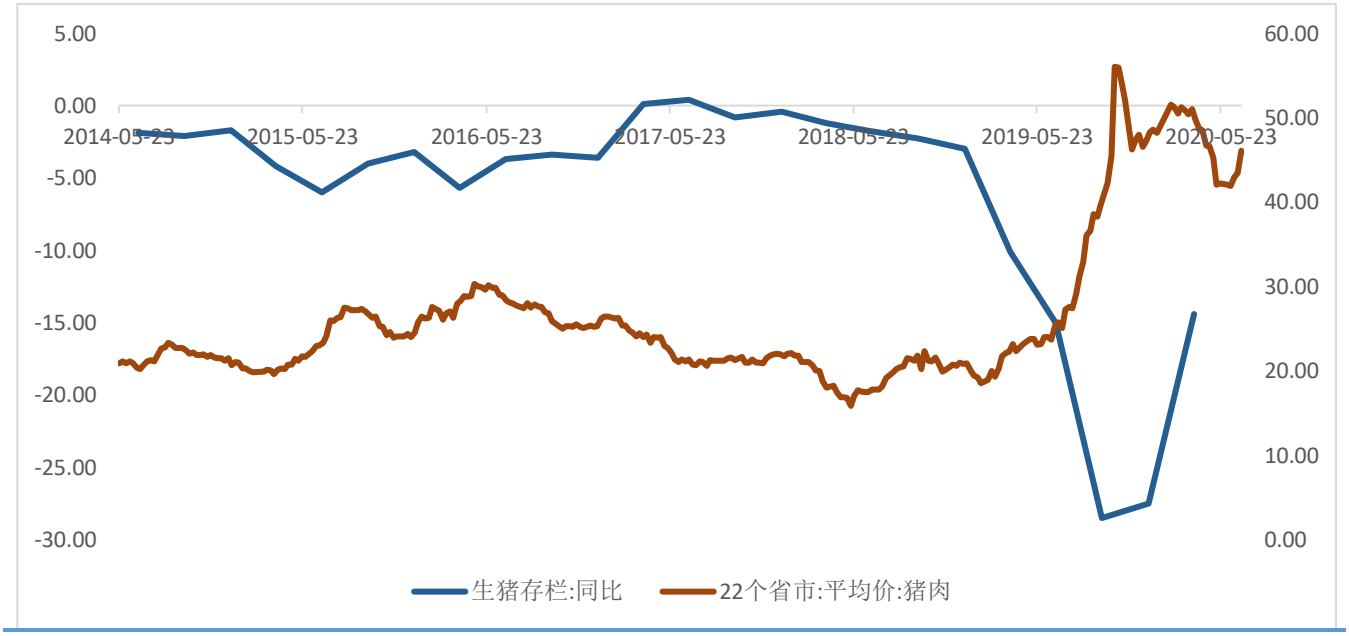
二、物价：回归低通胀环境

1、CPI：逐季回落

疫情期间受供给减少和需求增加影响，结构性通胀压力有所升高，随着疫情得到了基本控制，生产端的恢复快于需求端的改善，食品价格环比持续下降，带动 CPI 连续四个月回落，由 1 月份的 5.4%降至 5 月份的 2.4%。

（1）生猪供应逐步回升，猪肉价格高位回落。首先，猪瘟防控方面，随着防控常态化的展开，当前猪瘟大规模爆发的风险明显降低，仅有零星的案例报告；其次，生猪产能加快恢复，自 2019 年 10 月起开始，能繁母猪存栏环比增速环比由负转正，当前生猪存栏量同比增速不断收窄，表明疫情虽然影响生猪补栏节奏，但并没有改变生猪补栏的趋势。我们认为猪肉价格环比将继续走弱，同比增速将在下半年明显下滑，对 CPI 由拉动转为拖累。

图表 21：生猪存栏与猪肉价格



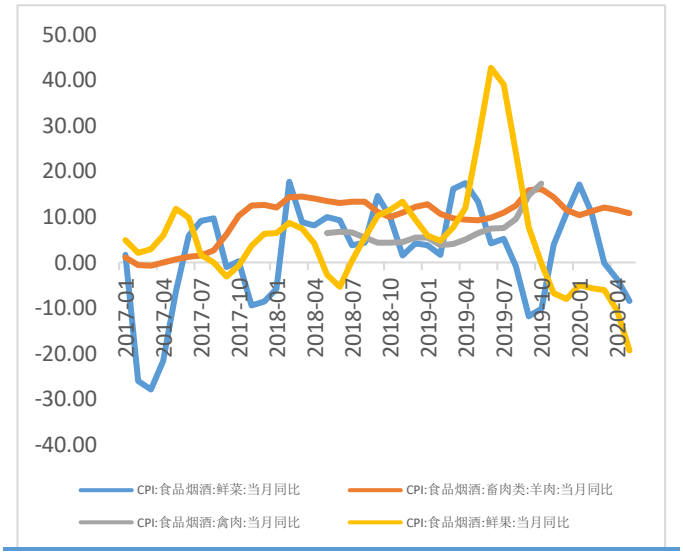
数据来源：wind

（2）国际粮价上涨对国内通胀影响有限。受新冠疫情影响，国际粮价出现了较大幅度的上涨，但我国主要粮食品种自给自足率较高，对外依存度比较低，短期不会对通胀带来较大的影响。其中，我国主要粮食作物小麦和大米的自给率（国内产量/消费量）超过 100%，玉米自给率（国内产量/消费量）也达到 93.5%。大豆作为主要的蛋白质来源，虽然对外依存度较高，但受疫情冲击和丰产影响，国际大豆价格反而走弱，并没有冲击国内相关的产业链。

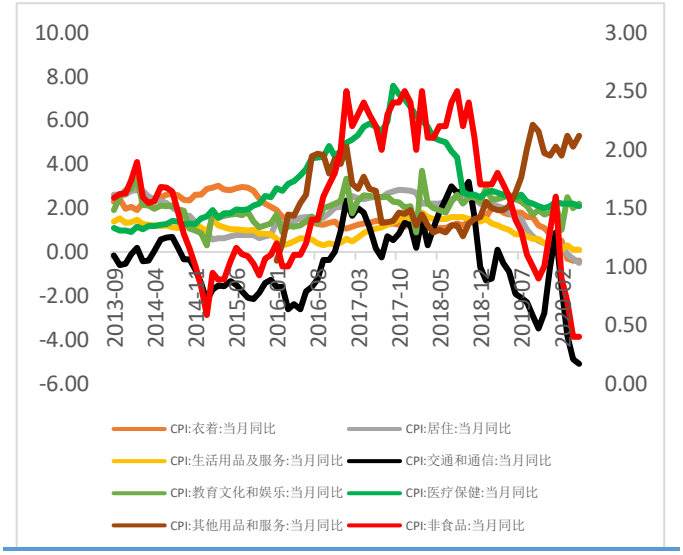
（3）非食品价格或企稳回升，但大涨动能不足。一季度国际原油价格大幅下跌拖累非食品价格走弱，4 月以来，虽然在新的减产协议和终端需求回升的支撑下，国际原油价格触底回升，但当前需求恢复程度较低，原油不具备大幅上涨的动能。国内疫情虽然基本得到控制，但是旅游等服务性消费仍未完全恢复，价格料将低位运行。总的来看，随着国内外经济逐步修复，预计非食品价格环比将企稳回升，但大幅上涨的动能仍然不强。

图表 22：食品价格多数走弱

图表 23：非食品价格上涨动力不强



数据来源：Wind



数据来源：Wind

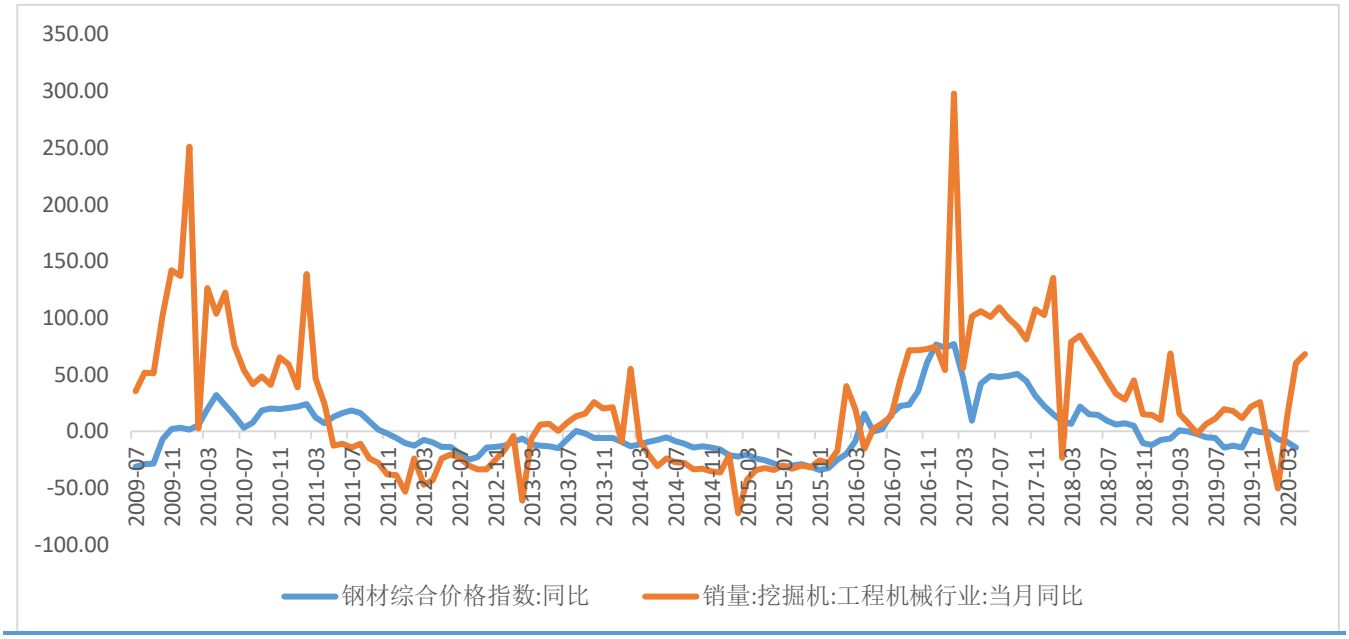
（3）物价短期无忧，CPI 逐季回落。疫情常态化防控下，生产生活加快修复，蔬菜等食品供应量明显提升，而在政策支持和高利润下，生猪补栏积极性较高，生猪产能逐步修复。同时，进入高温消费淡季，需求季节性走弱，食品价格有望延续下跌走势。不过，需要关注高温多雨天气对食品供应的影响。非食品方面，随着国内外经济随着国内外经济逐步修复，预计部分非食品价格环比将企稳回升，但大幅上涨动能不强。进一步考虑基数抬升的影响，预计 CPI 将继续逐季回落，有望重回低通胀环境。不过，我们仍需关注全球性大规模货币宽松可能对通胀的影响，特别是在下半年全球经济逐步修复的情况下，可能存在输入性通胀风险。

2、PPI 或企稳回升

受疫情影响，各国采取大规模封锁措施，国内需求大幅下滑，原油等大宗商品出现暴跌，带动 PPI 同比持续下滑，PPI 同比由 1 月的 0.1%降至 5 月的-3.7%，创 2017 年以来新低。预计随着国内基建需求释放、欧美经济逐步重启、原油供需格局再平衡，未来 PPI 降幅将逐步收窄，但全球疫情拐点未现、国内疫情仍有反复，年内需求端或难以恢复至疫情前水平，PPI 转正的概率较低。

（1）需求回升支撑商品价格。从需求角度看，随着逆周期政策的不断落地发力，国内需求尤其是基建和房地产需求均有望出现较大幅度反弹，对国内工业品价格形成一定的支撑。同时欧美等经济体也陆续重启经济，外需的恢复将有利于国际大宗商品的稳定。

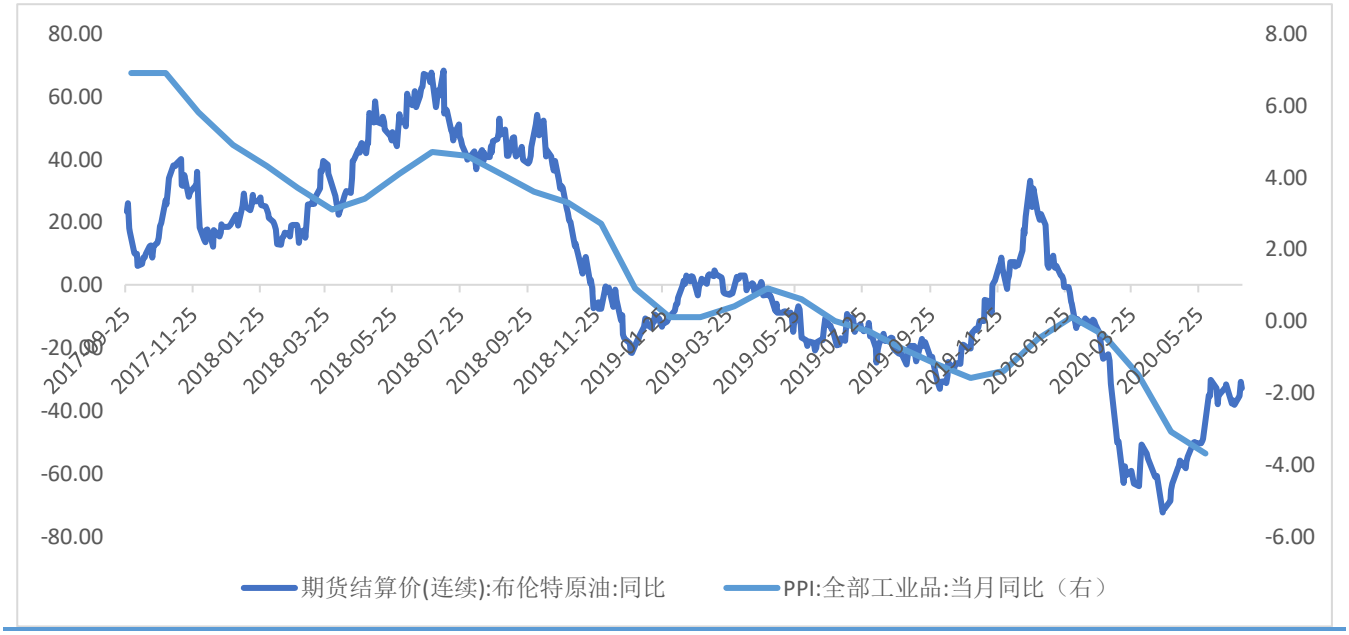
图表 24：需求回升支撑工业品价格



数据来源：wind

（2）供需结构的改善，原油价格触底回升，但大幅上涨动能依旧不强。一方面，4 月底以来，OPEC+不仅达成新的减产协议，而且部分产油国主动扩大减产；另一方面，全球多国陆续重启经济，终端需求开始回升，国际原油供需结构出现明显改善，价格触底回升。但当前全球疫情仍然较为严重，影响全球经济复苏的进程，比如美国部分州由于疫情反弹甚至暂停重启经济。疫情反复和二次爆发的风险较大，全球需求恢复仍将一波三折，原油价格缺乏大幅上涨的基础，难以带动 PPI 大幅上行。

图表 25：原油大涨动能不足



数据来源：wind

（3）PPI 下半年或企稳回升，但增速转正难度较大。欧美国家陆续重启经济，加之国内经济超预期复苏，原油、铜、钢材等价格触底回升。下半年在疫情防控常态化背景下，经济将继续逐步修复，同时，在全球性大规模宽松政策的助力下，工业品价格将继续回暖，PPI 或企稳回升。不过，疫情仍未得到有效控制，需求释放程度很难回到疫

专业·诚信·进取·共赢

情前的水平，大宗商品价格回升高度受限，因此，PPI 增速很难快速转正。

三、政策：积极财政全面发力，货币宽松节奏放缓

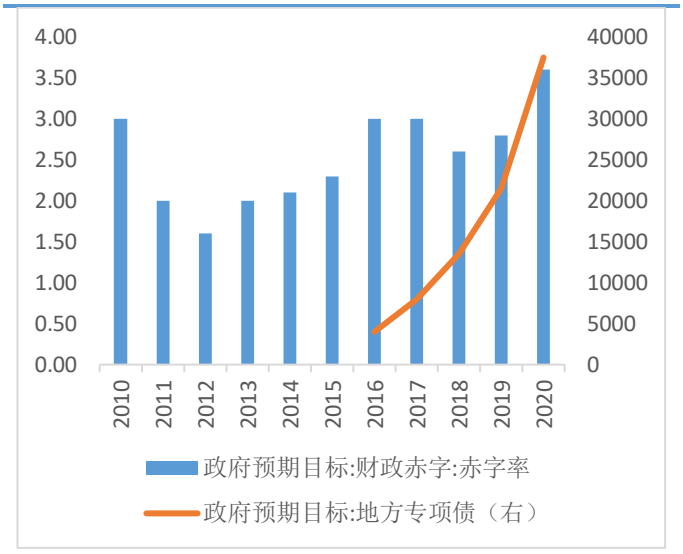
面对全球疫情与经贸形势的不确定性，今年政府工作报告未设全年经济增速目标，而是在“六稳”的基础上提出“六保”，将稳就业保民生作为所有宏观政策的出发点和着力点。因此，今年的政策逻辑更强调对冲，而非强刺激，这也体现在 5 月以来，随着疫情与经济的向好发展，货币政策出现边际收紧的情况。我们预计下半年积极财政将成为政策发力的主要方向，财政赤字、抗疫特别国债、专项债三箭齐发助力经济稳步复苏；国内货币政策宽松节奏将放缓，降准降息操作更加谨慎，时点后移，以保留政策空间。当然，如果下半年外部冲击超预期，或者经济复苏大幅不及预期，不排除财政和货币政策进一步加码的可能。

1、积极财政全面发力

疫情冲击下，国内外消费需求走弱，企业订单不足，进而导致主动投资意愿偏弱，经济修复缓慢，国内就业压力较大，因此，需要财政资金发力，撬动社会投资和消费回暖，下半年财政支出规模或超预期。

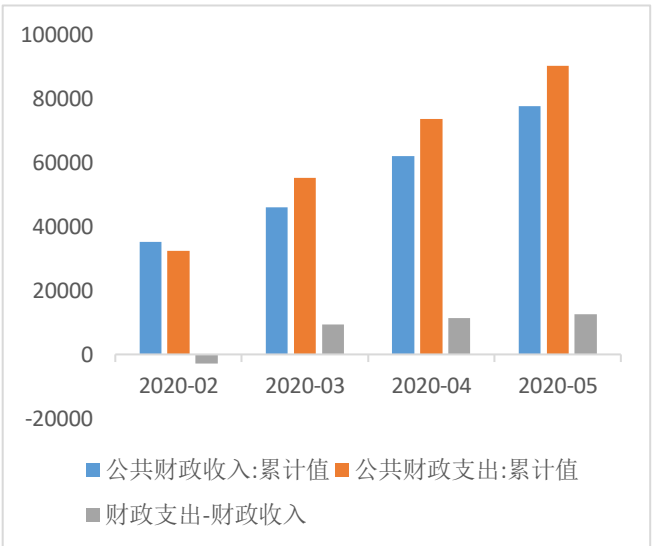
（1）财政赤字的提升和调入资金的扩容将弥补财政收入放缓的影响。今年财政收入下降再所难免，但根据《2020 年中央和地方预算草案》，今年财政赤字和调入资金及使用结转结余规模分别较去年同期增加 1 万亿和 0.78 万亿元，为扩大财政支出留足了空间。此外，根据政府工作报告，今年还将发行 1 万亿抗疫特别国债，资金直达市县基层、直接惠企利民。

图表 26：财政赤字规模扩张



数据来源：Wind

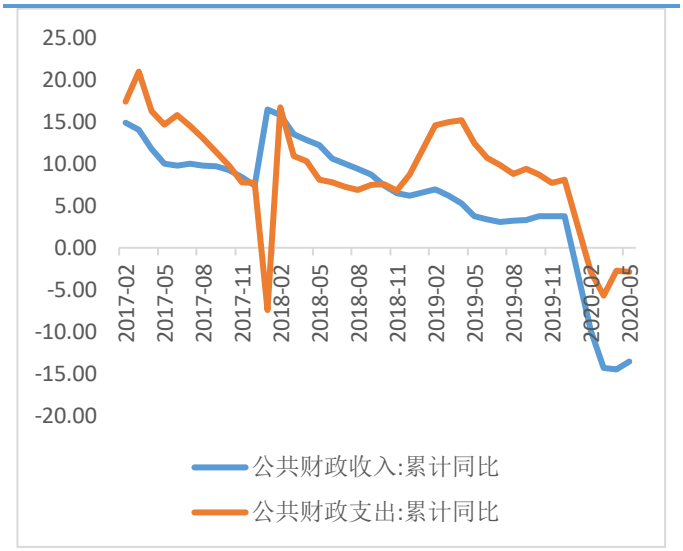
图表 27：公共财政支出有望加速



数据来源：Wind

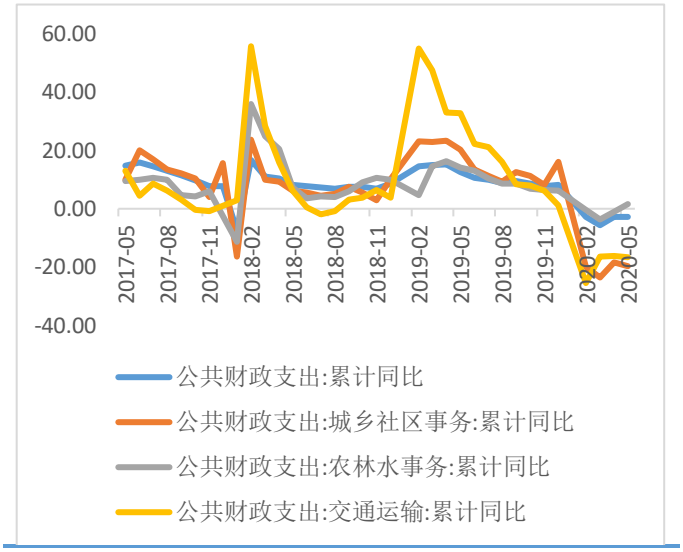
（2）下半年财政支出将明显提速。根据预算数据，经过财政赤字与调入资金补充后，今年财政支出规模可以超过财政收入 6.76 万亿元，1-5 月份国内公共财政支出与收入的差额为 1.26 万亿元，意味着当前剩余额度高达 5.5 万亿元，下半年财政支出将明显提速。实际上，5 月 6 月，大规模国债和地方政府债券加速发行，积极财政正在加速发力。同时，随着国内经济不断修复，企业盈利趋于改善，下半年财政收入有望恢复增长，将进一步增加财政资金来源，推动财政支出扩容、提速。

图表 28：一般公共财政收支



数据来源：Wind

图表 29：公共财政支出领域



数据来源：Wind

（3）财政支出重点支持扩大政府投资规模。今年 8.51 万亿财政刺激中（包括财政赤字 3.76 万亿元、抗疫特别国债 1 万亿元、地方政府专项债券 3.75 万亿元），超过一半的资金用在了扩投资上。在具体的投资方向上，政府工作报告强调要“重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的‘两新一重’建设”。

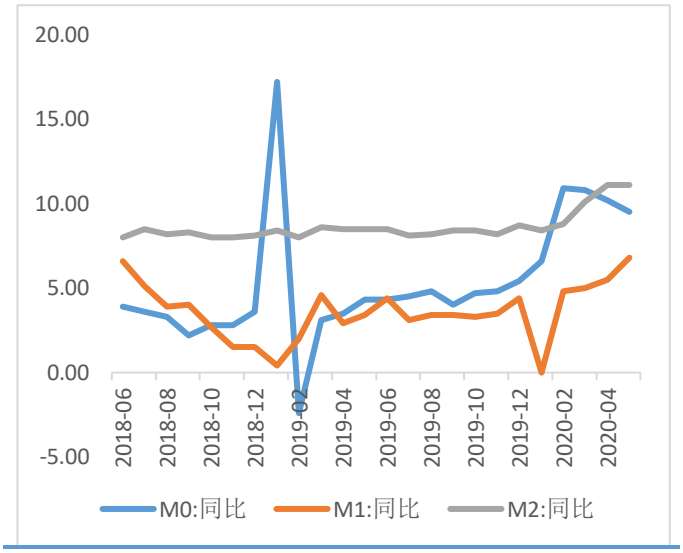
2、货币宽松节奏放缓

疫情对经济社会的冲击与挑战前所未有，在经济未修复之前，货币政策维持总量宽松的主基调不会轻易改变，但如果没有大的意外冲击，那么预计下半年货币宽松的幅度和节奏都将放缓。

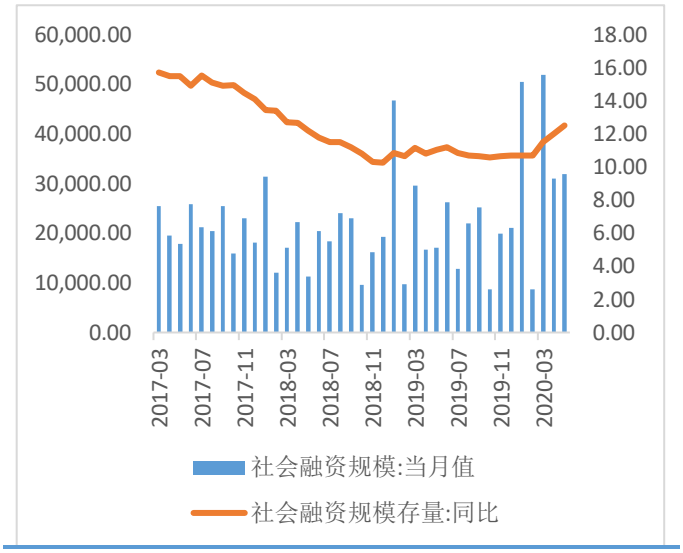
（1）从总量层面来看，宽松节奏放缓。政府工作报告提出“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”（去年社融增速为 10.7%），6 月 17 日国常会”进一步提出“全年人民币贷款新增和社会融资新增规模均超过上年”（去年信贷增速为 11%），6 月 18 日陆家嘴论坛易纲行长表示“预计带动全年人民币贷款新增近 20 万亿元，社会融资规模增量将超过 30 万亿元”。从高层的表态中，预计 2020 年国内金融机构人民币贷款和社融存量增速，将分别达到 13.1% 和超过 11.9 但这些增速均将低于今年 5 月末的水平（分别为 13.2%和 12.5%）。因此，从完成目标的角度看，下半年信贷和社融投放速度进一步提升的必要性有所降低，而且 6 月 18 日陆家嘴论坛上高层们对流动性的表态偏谨慎，预计下半年货币投放规模大概率不会超过目标值，宽松的节奏将放缓。

图表 30：货币供应增速

图表 31：社会融资存量增速



数据来源：Wind



数据来源：Wind

（2）创新直达实体经济的货币政策工具，推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。从量上看，央行通过创设金融工具，可支持 7 万亿普惠小微企业贷款延期，同时可带动普惠小微企业信用贷款增加 1 万亿元。此外，央行通过扩大再贷款再贴现额度提供配套资金，保证了银行能有充足的流动性。从价上看，一方面，央行通过下调再贴现再贷款利率，为银行支持中小微企业提供了优惠利率资金，有助于精准降低中小微企业的融资成本；另一方面，6 月 17 日，国常会提出引导金融机构进一步向企业合理让利 1.5 万亿元，通过进一步压降银行利差、减少银行收费等举措，推动中小微企业融资成本持续下行。

图表 32：中小微企业金融支持政策及进展

	内容	进展情况
信贷支持政策	1）提供再贷款再贴现额度 1.8 万亿元，其中面向中小银行的额度为 1 万亿元	截至 5 月 30 日，已向企业发放 7600 亿元，剩余额度约 1 万亿元
	2）落实政策性银行专项贷款 3500 亿元	6 月底之前全部落实到位
	3）五家大型国有商业银行普惠型小微企业贷款增速高于 40%	截至 3 月末，六大国有行普惠小微企业贷款约增加 0.5 万亿元
	4）创设普惠小微企业信用贷款支持计划，新增 4000 亿元再贷款资金，带动普惠小微企业信用贷款增加 1 万亿元	预计 6 月完成第一次购买（共四次），年内剩余规模约 0.5 万亿元
	5）创设普惠小微企业贷款延期支持工具，新增 400 亿元再贷款额度，预计为 7 万亿元普惠小微企业贷款本金延期 。	截至 4 月末，已对超过 1.2 万亿贷款本息延期，剩余超过 5 万亿元
	6）央行自 7 月 1 日起下调再贷款再贴现利率，其中支农支小再贷款利率下调 25BP，金融稳定再贷款利率下调 50BP，再贴现利率下调 25BP。	
其他金融支持政策	1）引导公司信用类债券净融资比上年多增 1 万亿元，支持大型企业更多发债融资，释放信贷资源给小微企业	截至 5 月末，新增企业债券融资 3 万亿元，接近 2019 年 3.2 万亿规模，离目标值差 1.2 万亿元
	2）促进中小微企业 2020 年应收账款融资 8000 亿元	

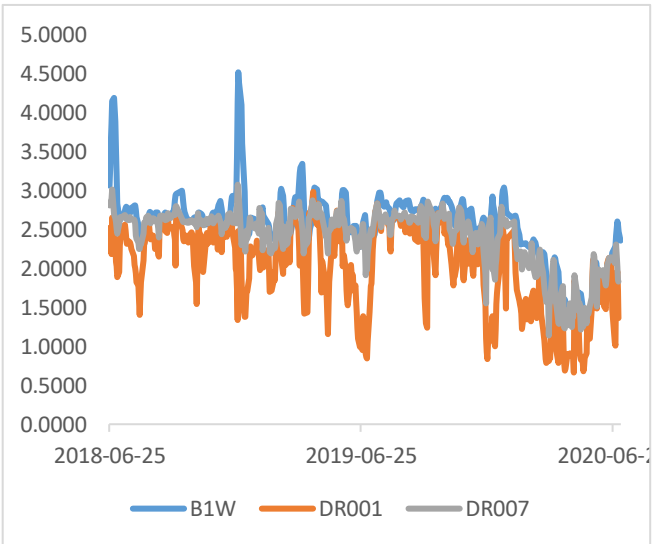
数据来源：wind

（3）货币政策防风险靠量增加。今年前 5 月通过 1 次全年降准 3 次定向降准，总计释放了 1.75 万亿流动性，市场流动性极度宽松，银行间隔夜回购利率一度下行至 0.5%，导致大量资金在金融体系空转，推高了虚拟资产价格、加大了金融风险。为此，央行领导在陆家嘴会议上提出 “要关注政策的‘后遗症’，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出”，货币政策对防风险的考量可能将有所增加。

图表 33：1-5 月降准降息情况

降准	**全面降准 1 次，下调 0.5 个百分点；下调超额准备金率 1 次，从 0.72%下调至 0.35%；定向降准 3 次。总计约释放流动性约 1.75 万亿元，占 GDP 的 1.77%。**
降息	7 天逆回购利率下调两次，从 2.5%到 2.2%；MLF 利率下调两次，1 年期从 3.25%到 2.95%；贷款市场报价利率（LPR）共下调 2 次，1 年期从 4.15%到 3.85%，5 年期 4.8%到 4.65%。

图表 34：银行间回购利率



专业·诚信·进取·共赢

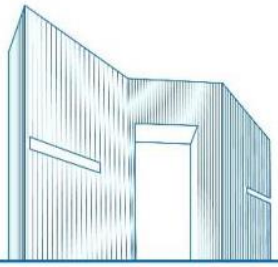
数据来源：Wind

数据来源：Wind

展望下半年的货币政策操作，经济仍未完全修复，货币政策维持总量宽松的主基调不变，但宽松的节奏将放缓，降准、降息等操作将更加谨慎，推出的时间点或后移。一方面，创新货币政策工具的推出，以及引导商业银行的合理让利，将在一定程度上减少对总量宽松的依赖；另一方面，宽松货币政策带来的金融风险将重新被考量，防止空转套利和资产泡沫的出现。

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货研发中心力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。



期市有风险　入市需谨慎

国贸投研小程序

专注期货，悦享资讯

7X24小时期货资讯，紧跟行情专业解读

国贸投研

长按二维码进入小程序