

MARKET RESEARCH REPORT

市场研报

瑞达期货 RUIDA FUTURES | 金尝发

宏观：全球经济衰退触底　复苏前景不容乐观

本期导读：

全球经济陷入衰退，复苏前景不容乐观。2020 年上半年，受新冠肺炎疫情的影响，全球商业活动遭到巨大冲击，各国的封锁及防控措施导致经济陷入停滞。各主要经济体经济陷入衰退，美国、欧元区、英国、日本一季度 GDP 均出现不同程度的萎缩。目前美欧等国家疫情逐渐受到控制，经济也陆续分阶段重启，5 月以来的经济数据显示全球经济有触底反弹的迹象。不过值得注意的是，全球疫情仍在持续蔓延，而美国在重启经济后有部分州出现新冠肺炎确诊病例激增的情况。因此疫情二次爆发的风险依然较高，全球经济复苏前景仍不容乐观。国际货币基金组织（IMF）总裁在 6 月中旬表示，由于大多数国家的表现比预期的要差，预计将 2020 年全球经济预估由 4 月预测的萎缩 3%进一步下修。

2020 年国内经济料“前低后高”。受新冠肺炎疫情的冲击，我国一季度经济明显收缩，投资、消费、出口均出呈现了萎缩态势，一季度经济增速同比下滑 6.8%。不过随着国内疫情防控形势向好，企业经营、人民生活逐步恢复常态，5 月份各项经济数据延续反弹态势，显示我国经济正逐渐从疫情中修复。整体来看，在国内企业生产经营逐渐恢复，宏观政策不断加大力度的背景下，整体经济将持续复苏。不过考虑到疫情的不确定性以及全球经济萎缩带来的影响，经济面临的压力仍然较大。

瑞达期货 RUIDA FUTURES

目 录

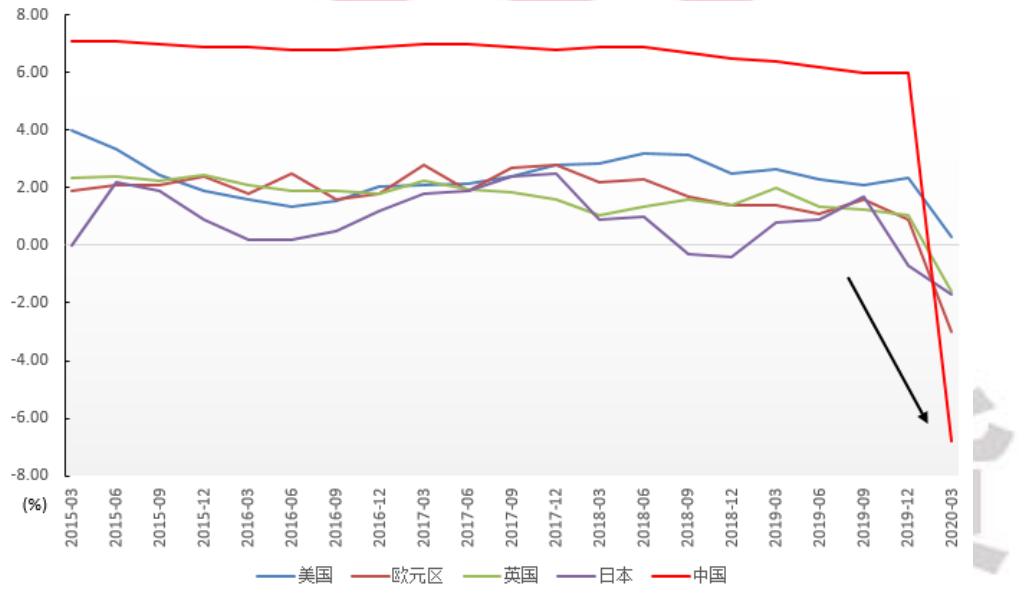
一、2020 年上半年全球经济运行特点 1
二、2020 年下半年全球经济展望 6
（一）2020 年下半年全球经济不确定性仍存 6
1. 美国：经济增速陷入萎缩，疫情恶化妨碍复苏 7
2. 欧元区：经济重启稳步进行，复苏态势较为良好 9
3. 英国：无协议脱欧风险仍存，经济复苏前景黯淡 11
4. 日本：需求疲弱拖累制造业，复苏前景不容乐观 12
三、2020 年国内宏观经济回顾与下半年经济展望 13
（一）经济增长：疫情冲击一季度经济，下半年经济逐步复苏 13
（二）制造业 PMI 有所回落，非制造业持续改善 14
（三）投资增速稳步回升，基建地产持续发力 16
（四）促消费政策效果显著，消费市场延续改善 17
（五）进出口双双下滑，贸易不确定性仍存 18
（六）通胀进一步回落，PPI 同比降幅扩大 19
四、国内宏观政策展望 20
（一）货币政策：更加灵活适度，实施精准滴灌 20
（二）财政政策：更加积极有为，适当提高赤字率 22

瑞达期货 RUIDA FUTURES

一、2020 年上半年世界经济运行的主要特点

2020 年受新冠肺炎疫情在全球蔓延，全球经济陷入严重衰退。由于各国采取的封锁及防控措施，全球经济活动陷入停滞，制造业、服务业，贸易均受到巨大冲击。全球主要经济体第一季度经济均陷入不同程度的萎缩。其中，中国一季度经济下滑 6.8%。美国一季度 GDP 同比增长 0.32%，环比实际年化下降 5%，创下 2009 年以来的最大季度跌幅。日本经济连续两季负增长，一季度经济下滑 3.4%。英国第一季度 GDP 下降 1.6%，4 月环比萎缩 20.4%。欧元区一季度经济大幅萎缩 3.1%。

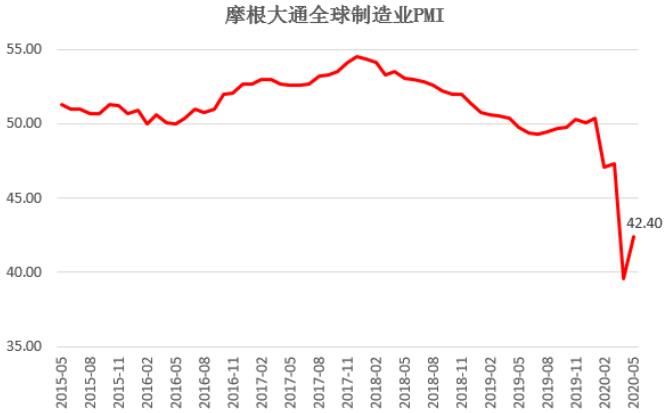
图 1　全球主要经济体一季度经济大幅萎缩



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

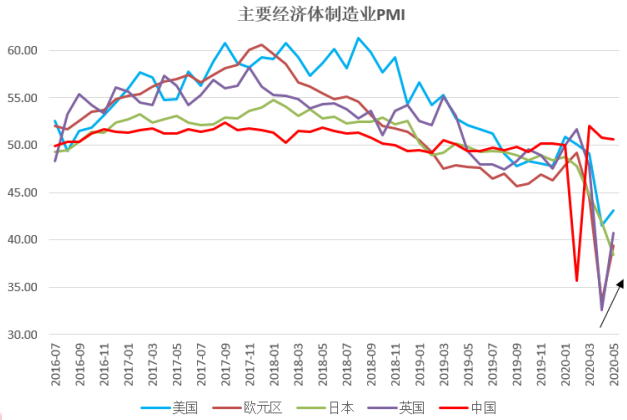
从领先指标来看，摩根大通全球制造业 PMI 指数在疫情爆发后便持续大幅下挫，直至 4 月疫情逐渐稳定，各国陆续重启经济后才出现企稳反弹的迹象。分国家来看，中国最早受疫情影响，2 月制造业 PMI 大幅下挫，不过得益于防控效果显著，经济在 3 月重启后便回升至荣枯线上方。美国、欧元区、英国制造业 PMI 在疫情影响下连续多月下滑，不过随着经济陆续重启，在 4 月也出现企稳反弹的迹象。而较为依赖外需的日本制造业萎缩幅度仍在继续扩大。整体来看，虽然全球主要经济体 PMI 指数均有所回升，但目前全球疫情仍呈加速蔓延之势，尤其是美国的疫情正加速恶化，难以预测经济是否将会重新封锁。

图 2 摩根大通全球制造业 PMI 指数（%）



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

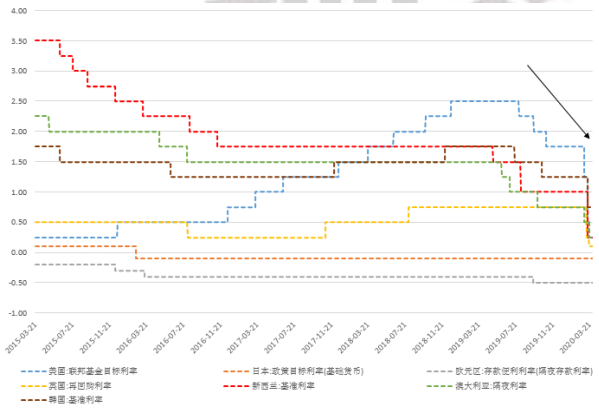
图 3 全球主要发达经济体制造业景气指数（%）



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

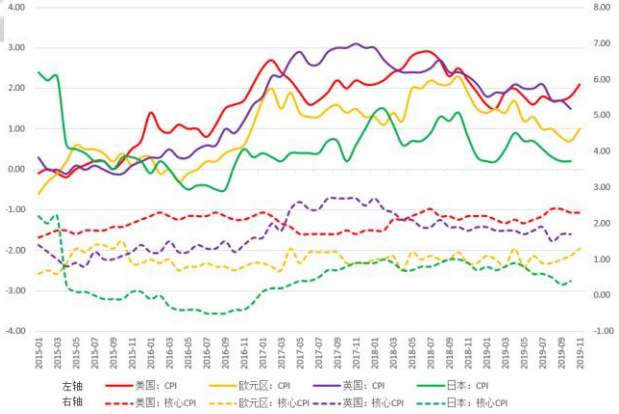
疫情全球蔓延冲击整体需求，全球通胀水平出现明显回落。由于新冠疫情在全球持续蔓延，全球经济活动陷入停滞，国际贸易受到冲击,消费者信心有所减弱。另一方面，由于各种经济活动均受到限制，全球原油需求急剧下滑，导致 3-4 月国际原油价格大幅下跌，因此全球主要经济体通胀水平均出现明显回落。3 月以来，为了帮助经济摆脱衰退，全球央行再次掀起“降息潮”，许多国家也采取了量化宽松政策，但全球通胀却持续下行，也从侧面暗示了全球需求的疲弱。整体来看，当前各国陆续重启经济，整体需求出现改善，不过在全球疫情持续蔓延的背景下，下半年全球通胀水平料难以大幅回升。

图 4 全球央行纷纷降息



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 5 全球主要经济体通胀水平



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

全球疫情蔓延导致各类资产价格在一季度同步下跌，不过随着各国央行及政府的救市措施，及对经济重启的乐观预期，3 月底各类资产价格逐渐回升。从股市来看，各国央行为了刺激经济而采取了极为宽松的货币政策，全球股市至 3 月中旬触底后便开始大幅反弹，截至 6 月已基

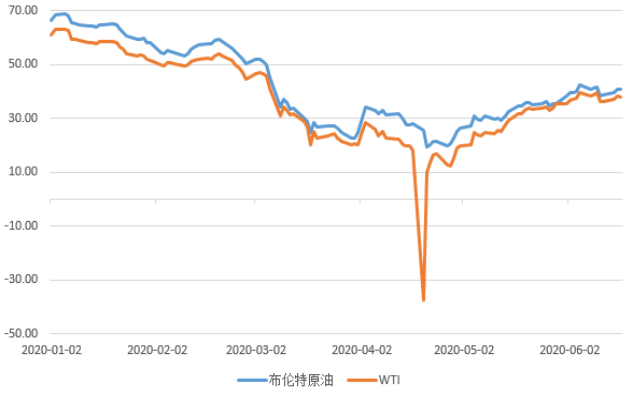
本回升至疫情前的水平。而在经历了一轮暴跌之后的原油价格也因全球经济重启，需求前景回暖，在 5 月初开始逐步回升至疫情前的水平。另一方面，由于全球疫情持续恶化，上半年 COMEX 黄金上涨了 17%。

图 6　全球股市、COMEX 黄金及美元指数涨跌幅



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 7　国际原油期货价格



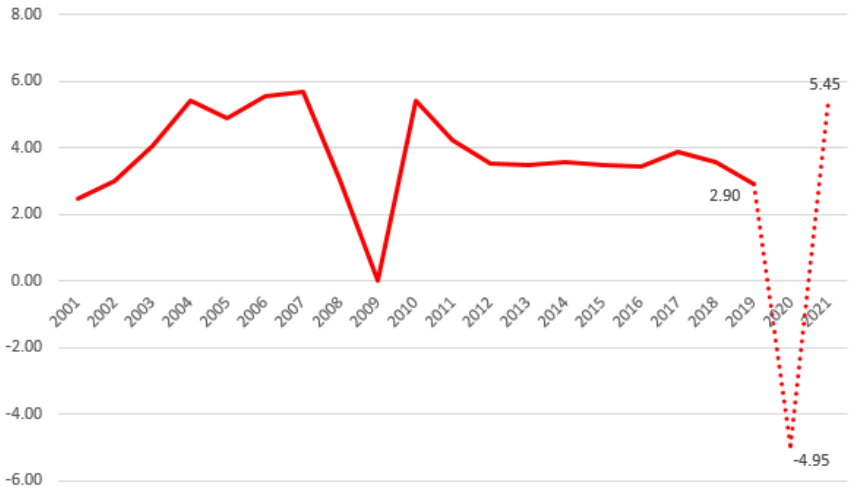
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

二、2020 年下半年国外宏观经济形势展望

（一）2020 年全球经济不确定性仍存

随着各主要经济体陆续重启经济，全球经济在二季度末逐步复苏，不过新冠肺炎疫情仍加速蔓延，将对全球经济持续造成威胁。世界银行 6 月 8 日发布的半年度《全球经济展望》则预测今年全球经济将萎缩 5.2%，是第二次世界大战以来最严重的衰退。6 月 16 日，联合国贸易和发展会议发布《2020 年世界投资报告》，预计 2020 年全球外国直接投资将急剧减少 40%，低于 2019 年的 1.54 万亿美元，达到近 20 年来的最低水平，发展中经济体的外国直接投资降幅最大。联合国贸发会议秘书长穆希萨·基图伊表示，目前全球经济形势比 2008 年金融危机期间更为严峻，新冠肺炎已导致大多数领域生产停顿，供应链中断，一些行业完全关闭，大多数经济体面临前所未有的需求冲击。另外，国际货币基金组织（IMF）在 6 月 24 日最新一期《世界经济展望》报告中将此前的 2020 年全球经济增长预期进一步下调了 1.9 个百分点至-4.9%。IMF 认为，新型冠状病毒疫情对今年上半年经济活动的负面影响比预期的更为严重，预计复苏将比之前预测的更为缓慢。

图 8 IMF 经济预测走势图

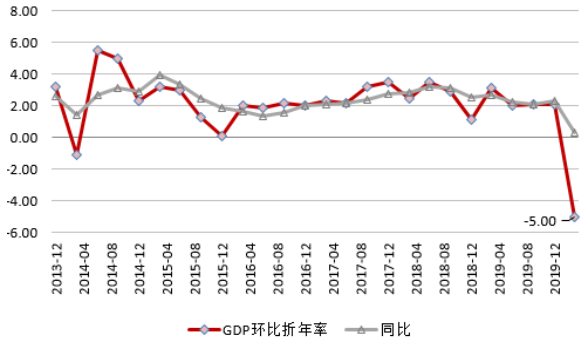


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

1. 美国：经济增速陷入萎缩，疫情恶化妨碍复苏

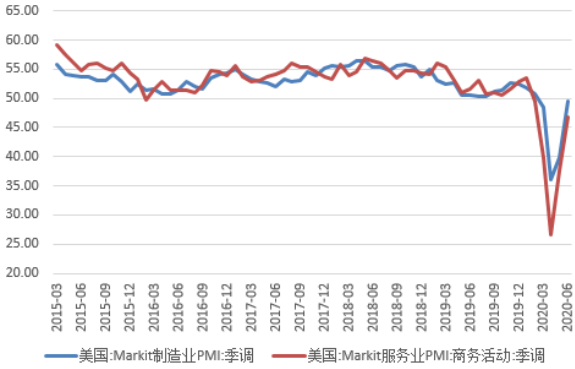
受新冠肺炎疫情的影响，美国经济遭受重创，一季度实际 GDP 年化季率修正值下降 5%，创下 2009 年以来的最大季度跌幅，为 2014 年一季度以来首次出现负增长，也是 2008 年第四季度金融危机最严重时期 GDP 下滑 8.4%以来的最低水平。随着 3 月中旬为阻断新冠肺炎传播而关闭的的企业重新开业，美国商业活动至 4 月以来便出现改善迹象。从领先指标来看，美国 6 月 Markit 制造业 PMI 初值为 49.6，服务业 PMI 初值为 46.7，较 5 月份分别上涨了 9.8、9.2 个百分点。虽然美国商业活动为连续第五个月收缩，但收缩速度有所放缓，显示经济正在逐步好转。不过数据显示企业裁员仍在继续，并暂停招聘，以削减成本和应对疲弱需求。Markit 首席经济学家预计美国第二季度 GDP 年化季率将萎缩 37%，2020 年将收缩 8%，经济需要两年时间才能恢复到疫情之前的峰值。

图 9 美国一季度经济大幅萎缩



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 10 美国 Markit PMI 指数大幅回升

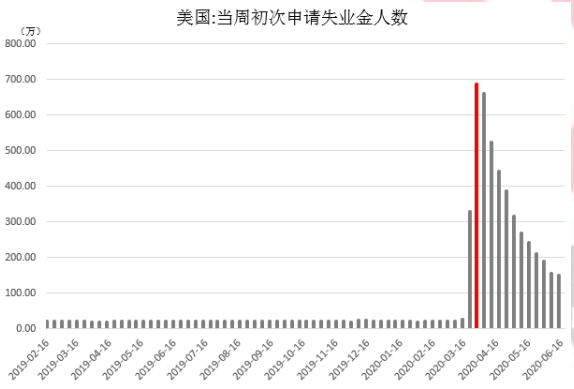


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

美国就业市场遭受重创，失业率大幅飙升。根据美国劳工部 5 月 28 日的最新数据，3 月份疫情暴发以来，美国已有超过 4000 万人申请了首次失业救济，占美国人口近四分之一，同时已经连续 10 周收到超百万人申请首次失业救济。而此前，美国从未有记录过单周收到百万以上失业申请的情况。另一方面，失业率也从 3 月的 3.5%飙升至 4 月的近 15%，虽然 5 月失业率因经济重启而有所下降，但整体仍处于高位。而高频数据--初请失业金人数和续请失业金人数仍居高不下，暗示 5 月就业人口将再次出现历史性下滑。不过随着新增初请失业金人数明显放缓，加上各州重新开放后就业势头增强，预计 6 月份就业市场将出现好转。

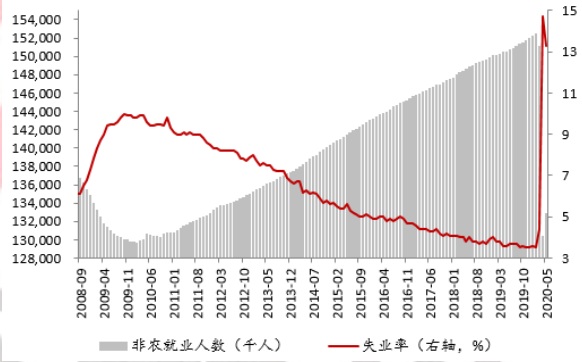
受新冠疫情打压消费者需求影响，美国 4 月零售销售环比下降 16.4%，创历史新低。不过随着 5 月美国各州逐步重启经济，复工复产逐渐加速，美国 5 月零售销售月率大幅反弹至 17.7%，远超市场预期，增幅创下自 2001 年 10 月以来的最高纪录。不过近期美国疫情出现反弹趋势，且示近期关于种族主义的抗议活动仍在持续，或将对零售产生第二次冲击，预计 6 月零售销售月率将有所下滑。

图 11　美国周初请失业金人数下降



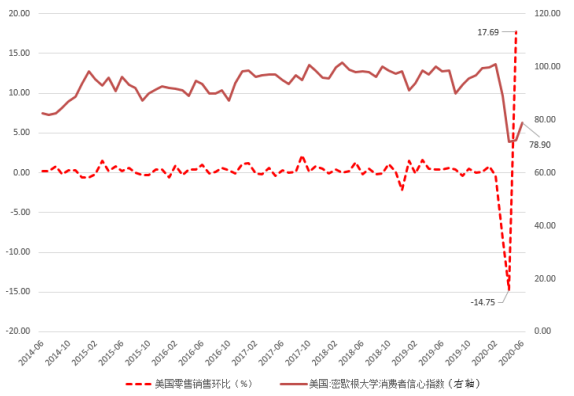
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 12　美国失业率大幅飙升



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 13　美国零售销售环比大幅反弹



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

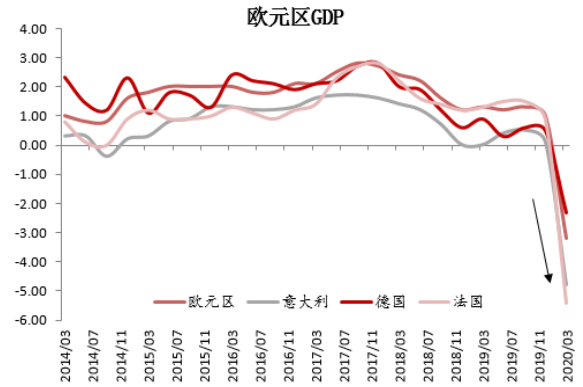
美国二季度经济或大幅萎缩，经济复苏或受疫情抑制。美联储 5 月 21 日公布的 4 月的会议纪要显示，新冠疫情对美国经济构成严重威胁，金融稳定面临风险。美联储主席鲍威尔表示，旅游、娱乐行业的反弹可能要靠疫苗，体育赛事可能到最后才会恢复。有关 6 月份失业率上升的基准预测情景是合理的，但下半年失业率将有所下降。企业和家庭可能需要“3-6 个月”的更多财政援助，以避免破产。美国第二季度 GDP 可能“很容易”达到萎缩 20%-30%的程度。鲍威尔和 FOMC 的成员仍认为，负利率对美国来说可能不是一个合适或有用的政策。美联储的弹药尚未耗尽，如有需要可采取更多措施。经济将需要一段时间以复苏，长期来看经济将会复苏。

值得注意的是，虽然美国经济在重启后显露出复苏态势，但持续恶化的疫情仍使经济复苏前景蒙上一层阴影。近几日美国新冠肺炎疫情持续恶化，截至 6 月 28 日，美国已有 31 个州单日新增确诊人数创近期新高。美国疾控中心核心官员安东尼•福奇表示，新冠肺炎疫情反弹数据说明美国部分地区正面临“严峻问题”。美国疾病预防与控制中心（CDC）表示，美国可能至少已有 2400 万人感染了新冠病毒，实际感染数量是目前报道数字的 10 倍。受此影响，美国目前已有 11 个州决定延迟或暂停经济重启的计划，因此在疫情不断恶化的背景下，美国经济料难以在短时间内显著复苏。

2. 欧元区：经济重启稳步进行，复苏态势较为良好

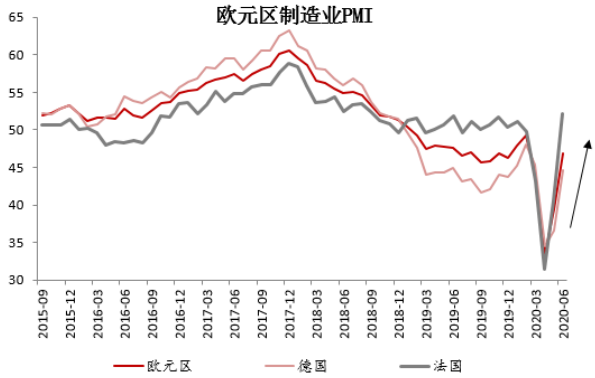
欧元区陆续重启经济，复苏态势较为良好。受新冠肺炎疫情影响，欧元区 2020 上半年经济受到严重打击，一季度季调后欧元区实际公布 GDP 季率下跌 3.8%，同比锐减 3.3%，环比下降 3.8%，是 1995 年欧盟统计局开始发布数据以来最大跌幅。整体来看，各国政府为防止新冠疫情扩散的阻断措施几乎令欧元区经济活动进入停顿，为欧元区主要经济体制造业以及服务业带来负面冲击，虽然复工后各项数据有所好转，但多个欧元区国家经济依旧陷入萎缩状态。分国家来看，德国依旧是欧元区最大的经济体，但受疫情影响，三月份德国开始停工封城，德国一季度 GDP 萎缩 2.2%，二季度萎缩幅度预计会更大。由于法国、西班牙的疫情感染略早于德国，所以这三个国家的经济跌幅更大，分别下跌 5.8%和 5.2%。随着 5 月欧元区疫情逐渐好转，各项阻断措施的逐步放松，多国开始恢复经济活动，因此 PMI 出现反弹，欧元区 6 月制造业 PMI 初值好于预期，并创 4 个月新高，表明 6 月份的经济下行再次大幅缓解。产出和需求仍在下降，但降幅以明显收窄。目前部分欧元区国家防疫措施正在逐步放松，对其他国家的边境封锁措施也正在打开，经济有望加速复苏。

图 14　欧元区及主要大国 GDP 同比大幅下滑



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 15　欧元区及主要大国制造业 PMI 大幅反弹

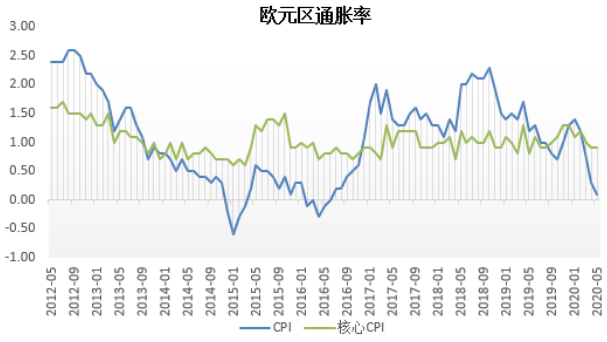


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

通胀方面，欧元区 5 月 CPI 年率初值录得 0.1%，较上月进一步下滑了 0.2 个百分点。5 月环比增长-0.1%，较上月下降了 0.4 个百分点。尽管食品成本明显上升，但新冠疫情大幅降低了燃料需求并压低能源价格，导致 5 月欧元区通胀年率降至近四年最低水平。另一方面，虽然欧洲央行采取了宽松的货币政策，且欧元区经济已在缓慢复苏，但由于需求的改善慢于生产和投资，因此仍处于通缩状态，短期内通胀上涨的可能性较低。

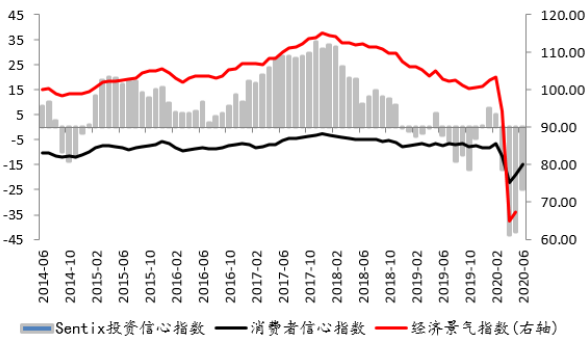
消费方面，由于 3 月欧元区各国疫情逐渐严重，各成员国家采取“居家令”等疫情防控措施，包括食品和饮料在内的所有商品购买情况几乎都出现了下滑，3 月零售额锐减 10.3%，4 月持续恶化，零售额下降至-11.7%，虽好于预期，但依旧创下历史新低。不过 4 月份欧元区仍处于疫情的封锁期间，5 月开始陆续放宽防控措施，因此预计欧元区二季度末零售销售将明显回暖。另一方面，在疫情限制性措施逐步放松之后，欧洲大陆各地企业开始恢复生产，欧元区经济信心指数也从纪录低点回升，6 月消费者信心指数终值较上月回升 4.1 个百分点至-14.7。6 月经济、工业景气指数也分别回升至 75.7、-21.7。各项数据显示欧元区经济正在逐渐复苏。

图 16　欧元区通胀率持续低迷



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 17　欧元区景气指数和消费者信心指数低迷



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

3. 英国：无协议脱欧风险仍存，经济复苏前景黯淡

受脱欧谈判及疫情的影响，英国经济前景仍存在诸多不确定性因素。受疫情影响，英国第一季度 GDP 下降了 1.6%，长达三个月的封锁期，导致英国 GDP 已跌致 1997 年以来最大跌幅，下滑达 20.4%，这意味着英国 18 年来的经济增长在短短三月内消失殆尽，封锁期间航空运输、旅游业、餐饮等行业损失了近 90%的产出。除了经济陷入停滞之外，隔离措施也导致英国失业人数增加。英国国家统计局公布的数据显示，英国 5 月失业率较上月上升 2 个百分点。截至 5 月的三个月内，英国空缺岗位减少 34.2 万个，创 2001 年以来的最大降幅。5 月失业金申请人数 52.8 万人，尽管申请失业救济金的人数较 4 月疫情爆发时的高位有所回落，但从历史数据来看，5 月数据仍处在相对较高的位置上。从领先指标来看，受疫情影响，4 月英国采取了全面封锁的措施，造成了经济产出的大幅下降。不过随着 5 月份开始陆续重启经济，英国经济逐渐走出低谷。英国 5 月 Markit 制造业 PMI 录得 40.7，结束了连续 3 月的下跌，较 4 月封锁期间 13.4 大幅反弹。6 月份制造业 PMI 更是上涨了 9.4 个百分点至 50.1，重回荣枯线上方；服务业 PMI 指数也由上月的 29 上升至 47，数据显示英国经济正随着封锁限制的放松、消费者重返工作岗位而逐渐恢复增长。Markit 经济学家威廉姆森表示，6 月份的 PMI 数据进一步表明，经济可能在第三季度恢复增长，尤其是考虑到从 7 月 4 日开始的进一步放松封锁计划

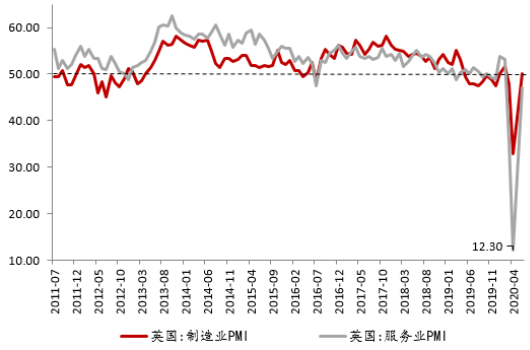
消费方面，随着封锁措施逐渐放宽，英国 5 月季调后零售销售月率大幅反弹至 12%，创历史新高。此前由于疫情的影响，4 月份的零售销售月率跌至-18%。另一方面，从消费的领先指标来看，英国 6 月 Gfk 消费者信心指数录得-30，较 5 月份回升小幅回升，显示经济重启后消费者信心有所好转。预计 6 月份销售数据将进一步改善。

图 18 英国一季度 GDP 陷入萎缩



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 19 英国制造业 PMI 重回荣枯线上方



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

展望 2020 年下半年，英国面临着疫情与脱欧的双重挑战。自今年 1 月 31 日英国正式“脱

欧”，欧英关系随即转入为期 11 个月的过渡期。3 月 2 日，双方启动未来关系谈判，力求在过渡期就贸易、外交、国防、司法等达成一揽子协议。至今双方四轮谈判所达成的共识寥寥无几，而英国首相约翰逊在日前决定英国“脱欧”过渡期将按时结束。市场普遍认为，一旦谈判没有成功，未来欧英经贸关系未能达到共识，英国以无协议方式脱欧，英国经济将受到进一步打击。因此英国脱欧的不确定性也给其经济复苏前景蒙上阴影。

4. 日本：需求疲弱拖累制造业，复苏前景不容乐观

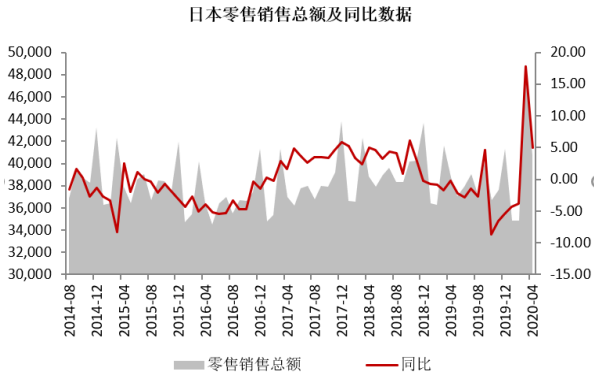
经济疲弱叠加疫情冲击，日本经济遭受巨大打击。2019 年第四季度 GDP 录得-7.1，由于 2019 年 10 月份日本上调消费税，许多家庭提前消费，9 月份零售销售月率录得 7.1%，而 10 月份则下跌至-14.4%，内需的明显下降导致第四季度 GDP 下滑。2020 年第一季度 GDP 录得-2.2，虽对比 2019 年第四季度有所上涨，但同比下滑 3.4%。日本相较于欧洲更早的发现新冠肺炎疫情，2 月底日本政府已要求中止或延期举行大型活动，导致了企业停工、旅游业萧条、进出口放缓。从领先指标来看，日本 6 月制造业 PMI 初值持续下滑至 37.8，制造业产量下滑速度在 6 月加快，跌幅创 2009 年 3 月以来最大；尽管企业裁员速度温和，就业仍以略快的速度下降。但另一方面，日本 6 月服务业 PMI 初值较上月大幅回升 15.8 个百分点至 42.3，但仍处于荣枯线下方。虽然服务业低迷有所缓解，但 6 月商品产量加速下滑，制造业订单也依然深跌，可见日本服务业领先于制造业复苏。

海外疫情持续恶化，日本贸易遭受重创。据日本财务省公布的贸易数据显示，5 月出口同比减少 28.3%、进口也减少 26.2%，均创超 10 年来最打降幅。虽然各国出现了重启经济活动的动向，但新冠疫情导致的外需疲弱依然看不到改善迹象。其中，日本制造业支柱产业，汽车的出口严重下滑，同比大减 78.9%。作为一个出口型经济体，出口是日本经济的一大倚重，由于新冠疫情全球需求量明显下滑，主要出口产品汽车和电子的出口量大额下降，在全球疫情持续恶化的背景下，日本制造业出口在短时间内料难以改善。

通胀延续疲弱，消费市场低迷。继 4 月以来，CPI 已录得 2 个月的负增长，内需不足加上能源价格大跌，使日本通货紧缩压力进一步加大。在消费税上调之后，超前消费导致日本 2019 年 9 月零售销售额大幅上涨，此后是连续四月的负数，2 月日本零售业销售额环比增长 1.7%，主要是出于疫情的“恐慌消费”。由于 4 月各国纷纷实施的抗疫措施，全球经济活动暂停，消费者购物推迟，4 月日本零售销售录得-4.5%，5 月进一步下跌至-9.6%，创 1998 年 3 月以来最大跌幅。同时，原定于 2020 年夏季举行的东京奥运会由于疫情被迫延期，导致日本间接经济损失

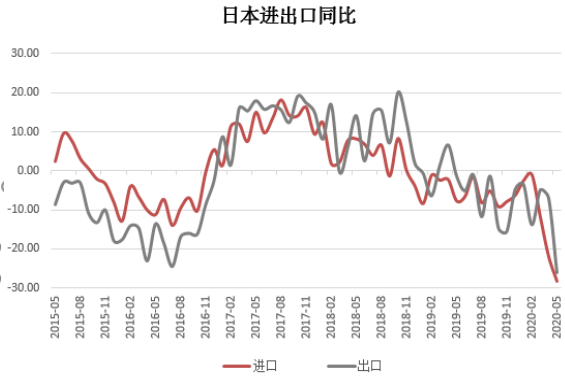
达到 3000 亿日元，对日本经济造成了二次打击。整体来看，面对疫情恶化、海外需求放缓、个人消费低迷以及奥运会推迟等因素的影响，日本经济的复苏前景不容乐观。

图 20 日本零售销售同比回落



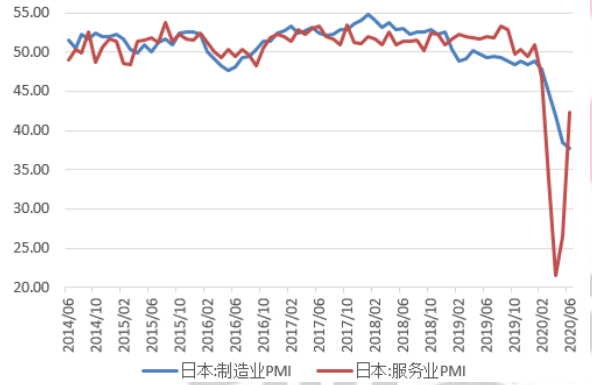
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 21 日本进出口同比增速大幅下滑



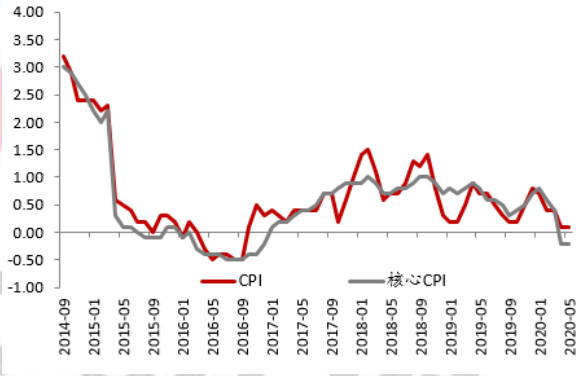
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 22 日本制造业持续萎缩



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 23 日本通缩压力进一步加大



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

RUIDA FUTURES

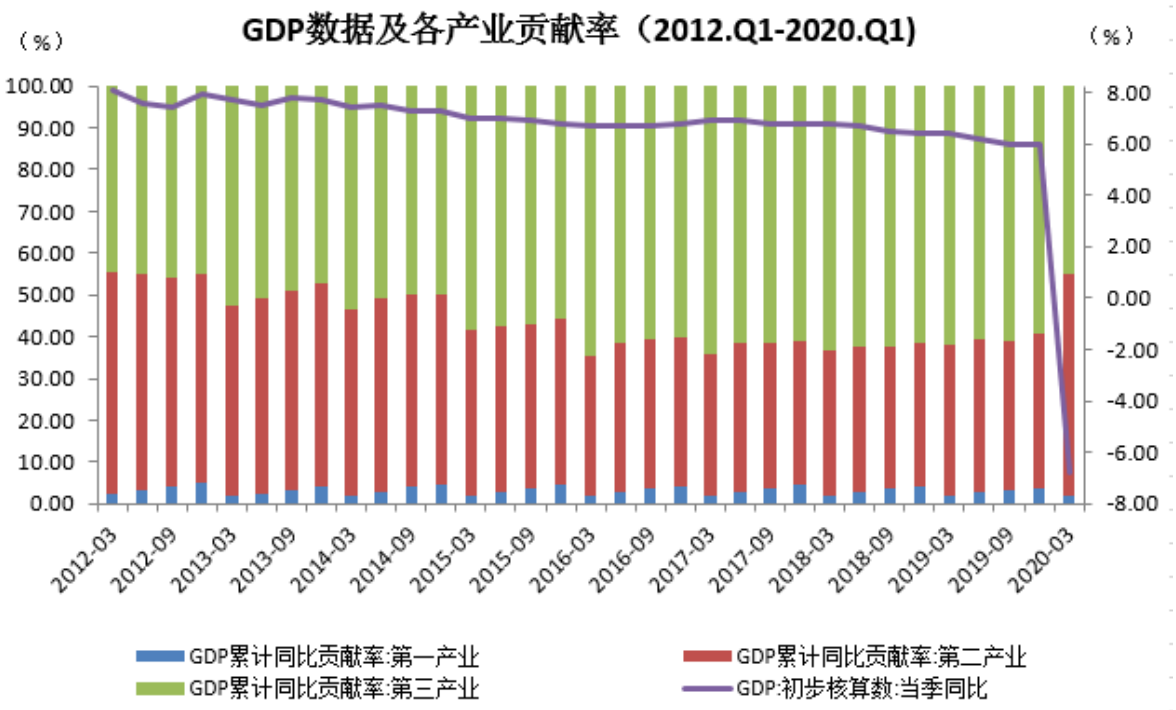
三、2020 年上半年国内宏观经济回顾与展望

（一）经济增长：疫情冲击一季度经济，下半年经济逐步复苏

受疫情影响，我国一季度经济明显收缩，投资、消费、出口均出呈现了萎缩态势，一季度经济增速同比降 6.8%。一方面，疫情导致企业经营及居民活动受限，供给和需求同时放缓。由于商业活动陷入停滞，企业盈利大幅下滑，失业率小幅上升，商业投资也受到打击。另一方面，疫情在全球的持续蔓使全球经济陷入衰退，国际贸易、供应链受到冲击，外需急剧下滑等因素也给我国经济带来一定压力。展望二季度，得益于国内疫情的有效控制，3 月以来企业复工复

产进程不断加速，整体消费需求也在逐渐修复。叠加一系列货币、财政政策的扶持，近几个月的经济数据出现了较为明显的改善，预计二季度 GDP 增速将迎来反弹。不过值得注意的是，虽然目前全球经济在美欧等国陆续重启下有所复苏，但也有部分国家出现确诊病例反弹的现象，疫情二次爆发的风险仍存，因此疫情的防控将是下半年经济复苏的关键因素。

图 24　中国 GDP 及各产业贡献率



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

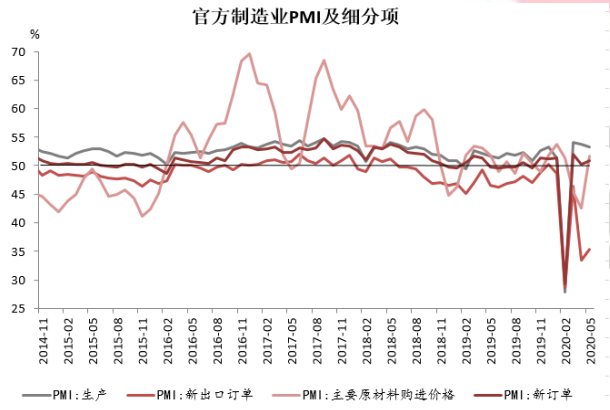
（二）制造业 PMI 有所回落，非制造业持续改善

制造业 PMI 弱企稳，需求明显改善。5 月份，中国官方制造业 PMI 为 50.6%，较上月回落 0.2 个百分点，仍位于扩张区间。从分项来看，5 月制造业需求出现明显改善，新订单指数较 4 月上升 0.7 个百分点至 50.9%。生产指数虽然较上月回落 0.5 个百分点至 53.2%，但整体仍处于高位。由于 5 月以来美欧部分国家陆续重启经济，外需有所改善，5 月制造业新出口订单指数和进口指数分别回升 1.8 和 1.4 个百分点至 35.3%和 45.3%，但整体仍处于低位。而随着国内经济逐步复苏，企业信心也进一步上升至 57.9%，较 4 月上升 3.9 个百分点。另外，5 月制造业原材料购进价格指数为 51.6%，较上月大幅上升 9.1 个百分点，重回扩张区间。出产价格指数为 48.7%，较上月上升 6.5 个百分点，工业品通缩有望改善。而随着企业经营的恢复，制造业工业增加值大幅回升，工业企业效益状况也在持续改善，5 月全国规模以上工业企业利润总额同比

增长 6.0%，为今年以来首次转正。1-5 月，全国规模以上工业企业利润总额同比降 19.3%，为连续第三个月收窄。成本上升压力明显缓解，石油加工、电力、化工、钢铁等重点行业利润改善明显。另一方面，非制造业恢复速度好于制造业，5 月非制造业 PMI 为 53.6%，较 4 月上升 0.4 个百分点，连续三个月上涨。分行业看，建筑业回升幅度较大，上升 1.1 个百分点至 60.8%，因近期传统基建、新基建受到政策支持。服务业商务活动指数上升 0.2 个百分点至 52.3%。从行业大类看，交通运输、住宿餐饮、电信、 互联网软件等行业商务活动指数位于 55.0%以上，均高于上月。不过文化体育娱乐仅录得 44.5%，因受限于疫情防控措施而恢复较为缓慢。

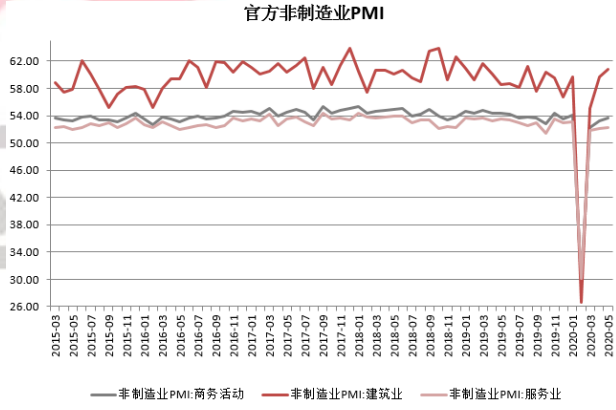
整体来看，随着国内生产生活秩序加快恢复，5 月份商业活动持续改善。5 月制造业 PMI 虽有所回落，但分项显示整体需求有所改善，制造业工业增加值也出现明显回升。随着过内企业生产经营、人民生活逐步恢复正常，海外各国陆续重启经济，叠加宏观政策的大力支持，预计下半年经济将延续复苏态势。不过值得注意的是，目前全球疫情仍持续蔓延，美欧部分国家在解封经济后确诊人数出现反弹现象，外需疲弱或将延续一段时间，这将对制造业的回暖产生一定压力。另外，疫情影响下市场需求依然偏弱，企业利润回升的持续性还需进一步观察。

图 25　5 月官方制造业 PMI 指数



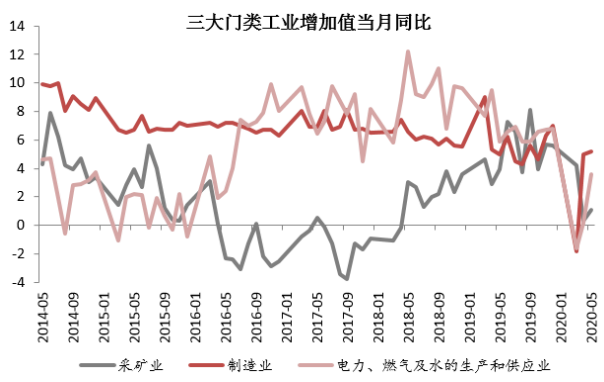
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 26　建筑业景气度显著回升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 27 制造业工业增加值同比大幅回升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 28 工业企业利润降幅收窄



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（三）投资增速稳步回升，基建地产持续发力

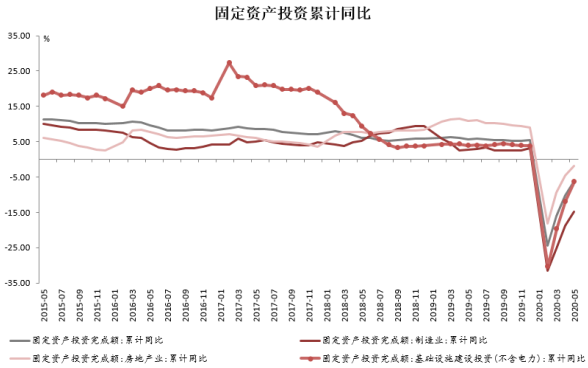
投资增速降幅持续收窄，基建投资强劲修复。2020 年 1-5 月全国固定资产投资 19.9 万亿，同比降 6.3%，降幅比前四月和一季度分别收窄 4.0 和 9.8 个百分点。随着国内疫情得到有效控制和企业经营逐步恢复，叠加一系列稳投资政策的作用下，投资降幅连续 3 个月收窄，高技术产业、社会领域投资增速均由负转正。5 月基建投资在专项债发行提速支撑下显著回升，地产投资维持回暖趋势，单月增速分别回升至 10.9%、8.4%。受到海外疫情持续扩散的影响，制造业投资增速的回升较为缓慢，降幅继续收窄至-5.3%。

具体来看，1-5 月基建投资同比减 6.3%，降幅较 1-4 月收窄 5.6 个百分点，基建投资增速的强劲回升主要得益于积极的财政政策支持，今年前 5 月地方专项债发行额达到 2.25 万亿元，同比增长 133%，基建投资作为稳投资的重要抓手，是其主要投向。房地产开发投资 1-5 月累计为 45920 亿元，同比下降 0.3%，降幅较 1-4 月收窄 3%，已经基本接近去年正常水平。3 月份以来房地产投资持续走强，主要是项目开工加速，前期需求获得释放以及融资改善等原因。5 月商品房销售、竣工面积改善较为显著，环比增长 11.8%、15%，显示由于疫情滞后的购房需求有所改善，而随着建筑业复工复产逐渐恢复至常态，新开工、竣工面积也有所回升。另一方面，房地产融资环境也有所改善，1—5 月份，房地产开发企业到位资金 62654 亿元，同比下降 6.1%，降幅比 1—4 月份收窄 4.3 个百分点。制造业恢复速度较为缓慢，1-5 月份制造业投资降幅继续收窄 4 个百分点至-14.8%，整体仍较为疲弱，主要是受前期需求较弱、盈利低迷拖累。

展望 2020 下半年，随着专项债大规模发行、后续财政政策支持以及新基建的大力推进，且工地复工复产逐渐恢复正常水平，预计三季度基建投资大概率延续回升态势。由于建筑业复工加速，房贷利率下降刺激购房需求等因素，预计房地产投资增速有望由负转正。最后，制造业

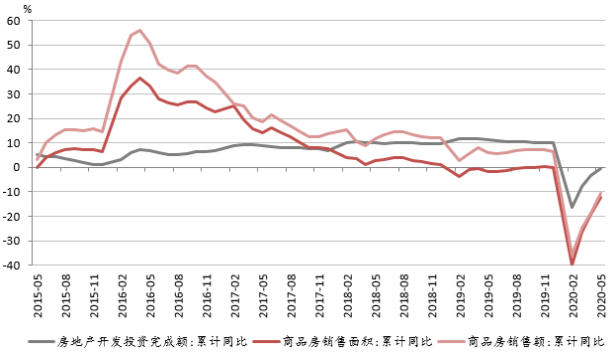
投资增速在国内需求回暖的背景下也将延续改善，但外需疲弱在一段时间内仍将造成拖累。

图 29　固定资产投资持续反弹



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 30　房地投资与销售累计同比



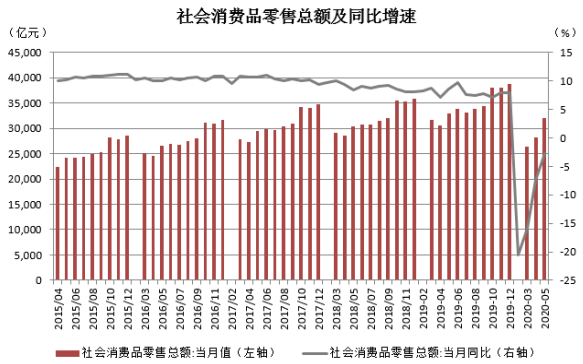
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（四）促消费政策效果显著，消费市场延续改善

经济重启叠加政策支持，疫情后内需改善明显，消费市场延续逐步改善态势。受新冠肺炎疫情的影响，2 月社零同比增速大幅下挫至-20.5%。不过随着国内疫情防控向好形势持续巩固，企业复工复产加速，居民生活秩序明显恢复。特别是在扩大内需、促进消费等多项政策促进下，居民消费持续改善，市场销售降幅连续 3 个月收窄。5 月社零同比增速降幅在 4 月份收窄 8.3 个百分点的基础上，再次收窄 4.7 个百分点至-2.8%。分商品来看，5 月份，汽车类商品零售额同比增长 3.5%，增速为今年来首次录得上涨，在中央和地方出台的稳定和促进汽车消费政策带动下，居民购车和换车需求持续释放，汽车市场销售回暖。另一方面，房地产销售的回暖以及各类促消费活动也带动了居住类商品零售额由降转升。5 月份，限额以上单位家用电器和音像器材类、家具类和建筑及装潢材料类商品零售额同比分别增长 4.3%、3.0%和 1.9%。分行业来看，5 月份餐饮和住宿业经营情况延续改善，餐饮收入同比下降 18.9%，降幅较 4 月收窄 12.2 个百分点；住宿业企业客房收入降幅比 4 月份收窄约 10 个百分点。

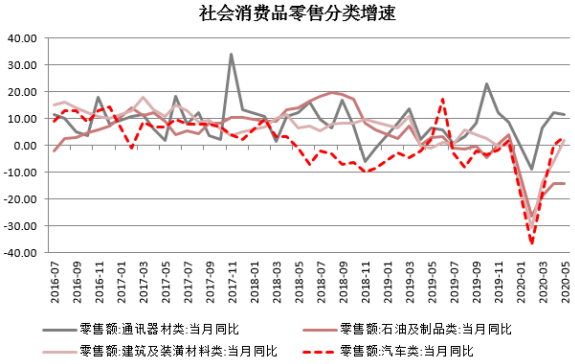
综合来看，随着企业经营及人民生活逐步恢复，叠加各类政策刺激消费，下半年消费市场仍将延续改善的势头。另外，5 月的中央政治局会议提出要将“保就业保民生”放在首要位置，一系列保就业措施也陆续实施，叠加近几月食品价格下滑带动整体通胀下行，居民实际可支配收入有望企稳回升，消费市场将逐步回归正常。

图 31 社零总额及同比增速



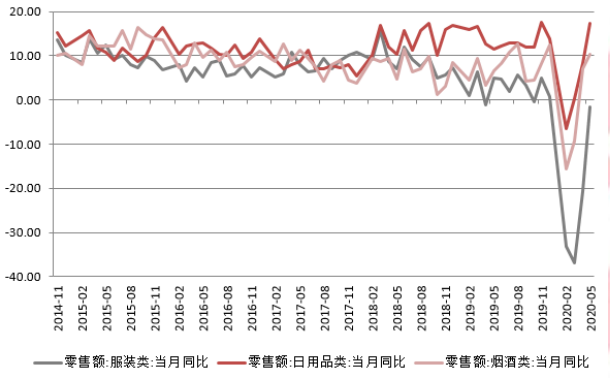
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 32 汽车消费有所反弹



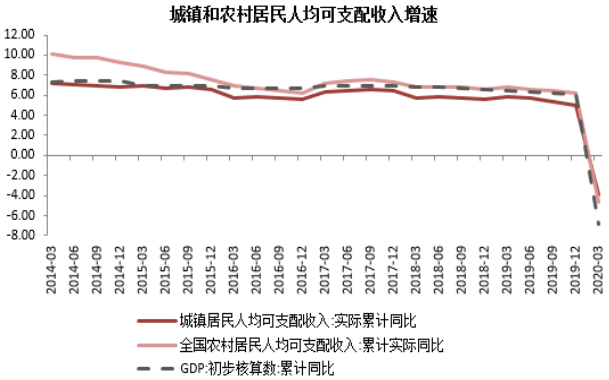
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 33 社会消费品零售分类增速大幅反弹



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 34 人均可支配收入下滑



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（五）进出口双双下滑，贸易不确定性仍存

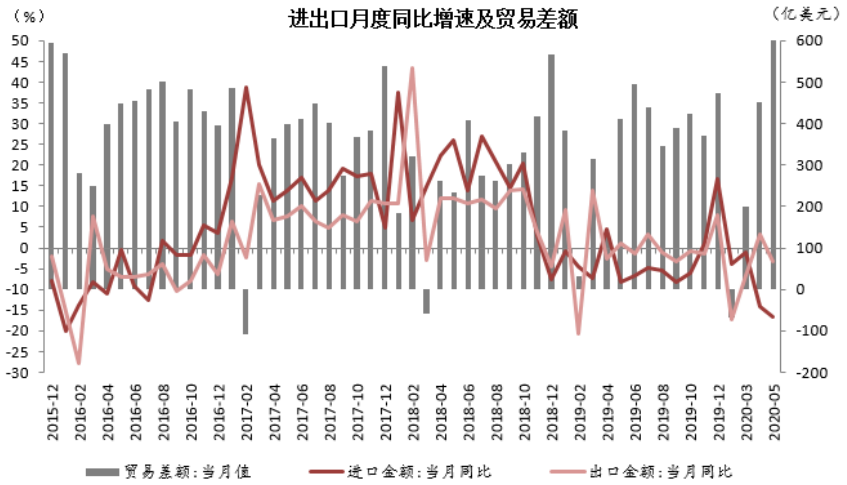
海外疫情持续恶化，外贸短期仍将承压。5 月份我国出口 2,068.10 亿美元，同比增速由正转负，较 4 月下滑 6.7 个百分点至-3.30%；进口 1438.90 亿美元，同比减少 16.70%，较 4 月下降 2.5 个百分点。5 月进出口数据双双下滑，主要原因是全球疫情持续恶化导致的海外需求疲弱及供给受限。

具体来看，5 月出口金额同比增速虽然有所回落，但仍好于市场预期。其中，5 月防疫物资出口显著增加，海关总署数据显示，5 月防疫物资出口约为 141-170 亿美元（1,000-1,200 亿元），拉动出口 6.6-7.9 个百分点。另外，受境外居家办公和在线教育娱乐等需求增加，以及国内复产进程领先对海外产能的替代效应所提振，5 月电脑、家电、手机等电子产品出口分别增长 47.6%、9.1%、3.7%。分地区来看，我国对欧盟的出口增速明显提升，对美、日、东盟的出口均下滑。5 月我国对欧盟出口增速为-0.7%，较 4 月提升 3.9 个百分点，或与近几个月欧洲经

济加速重启及陆续开放封锁措施有关；对美国、日本、东盟分别为-1.2%、11.2%和-5.7%。5 月进口同比增速较上月继续下滑 2.5 个百分点，主要受到全球疫情恶化的影响，海外供需仍较为疲弱。

整体来看，虽然目前美欧已陆续重启经济，但考虑到 PMI 新出口订单指数仍处于低位，叠加美国疫情出现反弹等因素的影响，预计外需疲弱仍将在一段时间内抑制出口上行。进口方面，全球疫情仍持续恶化，对海外产能及供应链造成冲击，进口增速或将持续承压。下半年外贸形势仍然严峻，后续仍需继续关注海外疫情及复工复产的情况。

图 35　进出口同比增速放缓



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

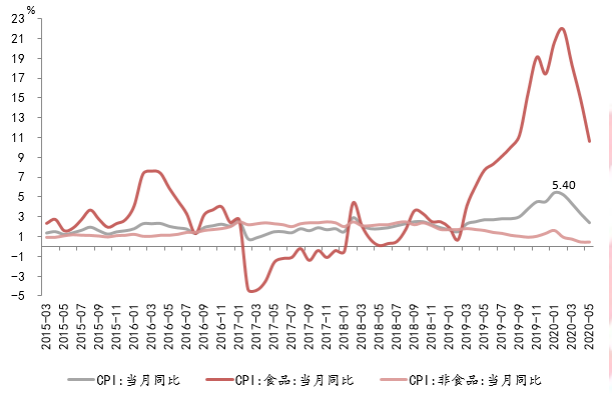
（六）通胀进一步回落，PPI 同比降幅扩大

食品价格回落带动 CPI 通胀水平进一步回落。2020 年 2 月份 CPI 触及 5.2%的高点后便持续回落，5 月份 CPI 同比较 4 月进一步下行 0.9 个百分点至 2.4%，以猪肉为首的食品价格回落是拉动 CPI 下行的主要因素。从环比来看，5 月食品价格下降 3.5%，降幅扩大 0.5 个百分点，影响 CPI 下降约 0.78 个百分点，是带动 CPI 下降的最主要因素。食品中，各地自产鲜菜大量上市，价格继续下降 12.5%，降幅扩大 4.5 个百分点；生猪产能进一步恢复，猪肉供给持续增加，加之气温升高，消费进入淡季，价格继续下降 8.1%，降幅扩大 0.5 个百分点；鸡蛋和鲜果供应充足，价格也继续分别下降 4.8%和 0.8%；非食品中，夏装新款上市，服装价格上涨 0.2%。整体来看，随着猪周期进入下行周期，猪肉价格将会对 CPI 产生持续的负向拉动。不过考虑到未来餐饮需求回补等因素，预计食品价格将稳中有降，跌幅或收窄。

受去年对比基数略高影响，PPI 下降 3.7%，降幅比上月扩大 0.6 个百分点。其中，生产资料价格下降 5.1%，降幅扩大 0.6 个百分点；生活资料价格上涨 0.5%，涨幅回落 0.4 个百分点。

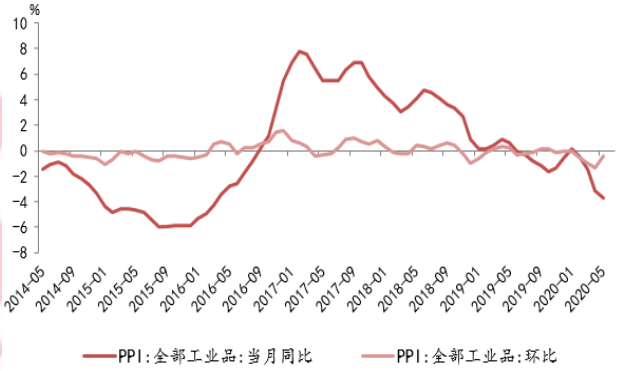
主要行业价格降幅均有所扩大。不过从环比来看，5 月 PPI 降幅比上月收窄 0.9 个百分点，呈现边际改善的迹象。主要与国际原油价格、中下游工业品国内需求回升有关。整体来看，短期内 PPI 仍将在负值区间，目前海外疫情的持续恶化导致外需疲弱，国际原油价格也可能受到一定影响，因此 PPI 通缩压力仍然存在。

图 36　CPI 连续三个月下行



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 37　PPI 通缩压力仍存



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

四、国内宏观政策展望

（一）货币政策：更加灵活适度，实施精准滴灌

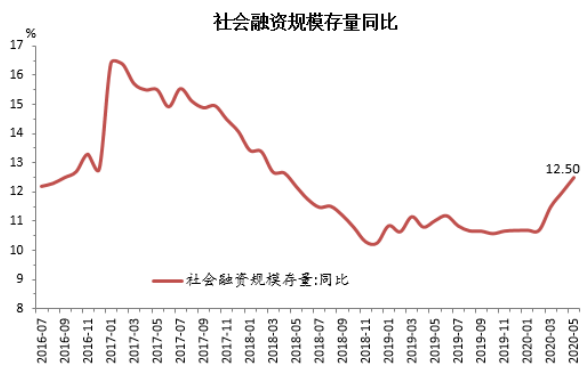
经济下行压力加大，货币政策延续宽松。从宏观基本面来看，虽然近期国内经济有所好转，但海外疫情持续蔓延，全球经济下行以及疫情带来的不确定性因素仍给国内经济造成压力。今年以来，中国人民银行出台了一系列货币政策措施，三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，增加 1.8 万亿元再贷款再贴现额度，发挥政策性银行信贷支持作用，引导商业银行加大对小微企业的支持力度。4 月份央行持续引导金融机构下调贷款市场报价利率(LPR)推动企业融资成本降低，提高金融机构加大信贷支持实体经济的针对性和有效性。金融机构积极调整内部管理和考核政策，增加贷款投放。在各项经济数据下滑的情况下，信贷投放力度明显放大，金融数据逆势增长，有效支持了实体经济。

从数据来看，近几个月社融信贷维持上涨，显示金融对实体经济的支持力度增强。5 月份新增社会融资规模 3.19 万亿元，比上月和去年同期分别多增 959 亿和 14776 亿元。其中，地方专项债发行量大幅上涨，财政存款新增 1.31 万亿元，比去年同期多增 8251 亿元，对社融形成支撑。5 月份人民币贷款增加 1.48 万亿元，同比多增 2984 亿元。分部门看，住户部门贷款增加 7043 亿元，其中，

短期贷款增加 2381 亿元，中长期贷款增加 4662 亿元。近期汽车、房产消费的回升，促进了消费贷款需求增加。企（事）业单位贷款增加 8459 亿元，同比多增 3235 亿元，同比增加 61.93%。其中，短期贷款增加 1211 亿元，中长期贷款增加 5305 亿元，票据融资增加 1586 亿元。可以看出，企业中长期贷款有较大幅度的增长，这主要得益于较为宽松的货币环境，以及逐渐恢复的实体需求。

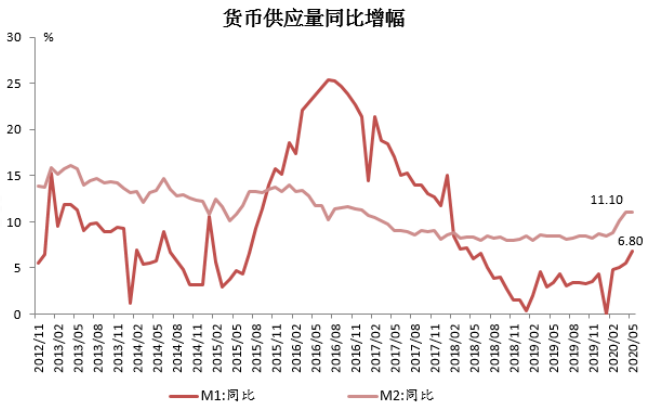
展望 2020 年下半年，货币政策或将维持宽松。5 月 22 日，国务院总理李克强在 2020 年政府工作报告时说，稳健的货币政策要更加灵活适度。同时，政府工作报告中首次提出，要“创新直达实体经济的货币政策工具”，并提出务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。6 月 17 日的国务院常务会议上强调，要进一步通过引导贷款利率和债券利率下行、发放优惠利率贷款、实施中小微企业贷款延期还本付息、支持发放小微企业无担保信用贷款、减少银行收费等一系列政策，推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元。并综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕，加大力度解决融资难，缓解企业资金压力。另外，在 6 月 18 日开幕的第十二届陆家嘴论坛上，中国人民银行行长易纲表示，下半年货币政策还将保持流动性的合理充裕，预计将带动全年的人民币贷款新增近 20 万亿元，社会融资规模的增量将超过 30 万亿元。整体来看，在海外疫情持续扩散，国内经济复苏面临诸多挑战的背景下，下半年的货币政策将延续对中小企业信贷及流动性支持，并逐步向外需产业链相关企业倾斜。

图 38　社会融资规模存量同比上涨



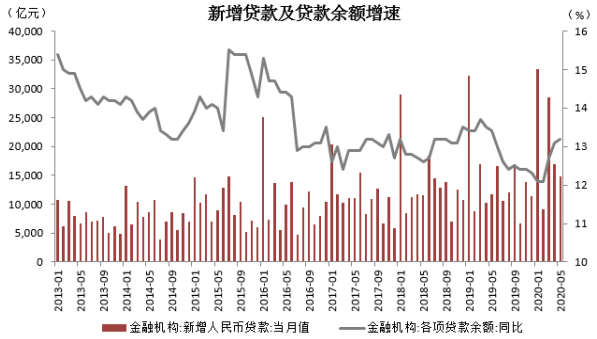
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 39　M1、M2 同比上涨



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 40　新增贷款同比回升



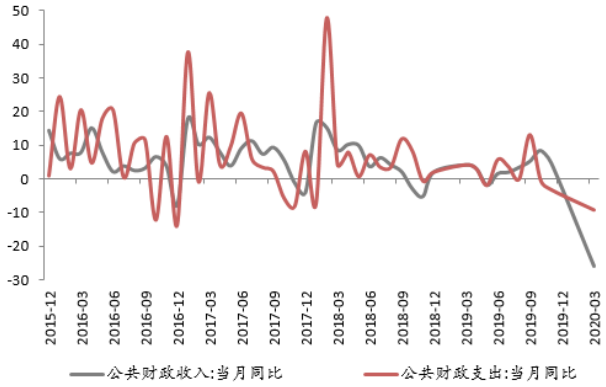
（二）财政政策：更加积极有为，适当提高赤字率

积极的财政政策要更加积极有为。4 月 17 日，中央政治局会议做出了当前我国经济发展面临的挑战前所未有的重要判断，并首次在“六稳”之外提出了“六保”目标。会议指出，要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响，其中积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。

从上半年的数据来看，由于疫情的影响，一般公共预算收入大幅减少，并于 3 月录得年内最低增速-26.1%。一季度期间，尽管各地财政通过各种方式拉动非税收入增长，但由于非税收入占比偏低，对公共财政的支撑效果有限。不过随着国内经济的复苏，这一下降趋势于二季度开始出现逐月收窄、低位回升的态势，1-5 月累计同比录得-13.6%。另一方面，虽然当前财政收支的矛盾凸显，但上半年公共财政支出仍存韧性，降幅较同期收入降幅明显偏小，1-5 月累计同比录得-2.9%。其中，卫生健康类支出增速为最高，累计同比为 7.5%，其后依次为债务付息与社保就业。整体来看，下半年随着经济的逐步企稳，税收收入的回升将带动公共财政收入增速回升，公共财政收入增速预计转负为正并回补部分上半年减收，而下半年的财政支出增速也将进一步提高。

展望 2020 年下半年，财政政策将更加积极有为，对基础设施建设的倾斜程度将进一步提高。5 月 22 日公布的 2020 年政府工作报告指出，今年积极的财政政策要更加积极有为，财政赤字率“拟按 3.6%以上安排”，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，并将发行 1 万亿元抗疫特别国债。尽管此次政府工作报告没有设定 GDP 增长目标，但在疫情内外冲击扰乱经济活动的局势下，政府工作报告凸显了中央对经济的财政支持。预计下半年财政政策将加大力度，对包括医疗等基础设施建设的倾斜程度将进一步提高。

图 41　公共财政收入与支出同比增速



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

瑞达期货
RUIDA FUTURES

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

【瑞达期货分支机构】

上海成都北路营业部
上海市静安区成都北路199号401室

成都营业部
成都市锦江区一环路东五段46号1栋1单元16层

南京营业部
南京市庐山路158号嘉业国际城3幢2510室

厦门营业部
厦门市思明区湖滨西路9号15C单元

贵阳营业部
贵阳市云岩区富水北路68号贵州省物资综合大楼15楼3-6号

汕头营业部
广东省汕头市金平区金砂路99号君悦华庭1栋514、519、520号

泉州营业部
泉州市丰泽区浦西万达广场商业综合体1号建筑（甲级写字楼1A塔）A1207

石狮营业部
石狮市金林路兴业大厦21层

晋江营业部
晋江市梅岭街道世纪大道东侧万达广场商业综合体3幢B座B1603、1605、1606

莆田营业部
莆田市城厢区霞林街道荔华东大道8号莆田万达广场3号楼2007-2009室

漳州营业部
福建省漳州市芗城区胜利东路3号漳州发展广场18层1803室

三明营业部
三明市梅列区崇桂新村46幢二层

龙岩营业部
龙岩市新罗区西陂街道龙岩大道383号（龙岩国际商贸中心）A幢17层1726

广州营业部
广东省广州市天河区天河北路183-187号房1001房

长沙营业部
长沙市天心区劳动西路289号嘉盛国际大厦21层21005-21007室

杭州营业部
杭州市江干区香樟路2号泛海国际中心1幢1003、1004室

大连营业部
大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2403、2404号

深圳深南大道营业部
深圳市福田区福田街道中心区26-3中国凤凰大厦2座14B

厦门嘉禾路营业部
福建省厦门市思明区嘉禾路21号2203单元

深圳营业部
深圳市福田区联合广场A栋塔楼A1510、A1511

武汉营业部
武汉市江汉区唐家墩路菱角湖万达广场A栋A2单元7层2-9室

福州营业部
福州市鼓楼区温泉街道东大路92号华源大厦8层05、07-10室

乐山营业部
四川省乐山市市中区凤凰路南段211号1栋19楼3号

鄂尔多斯市营业部
鄂尔多斯市东胜区鄂托克西街博源大厦11层1109室

梧州营业部
梧州市新兴三路8号西侧二楼

南昌营业部
南昌市洪城路8号2幢B座1102室

昆明营业部
昆明市环城西路611-613号A幢15层3、4号

郑州营业部
郑州市金水区未来路69号未来大厦909室

柳州营业部
柳州市景行路19号方东大厦6楼

绵阳营业部
绵阳市涪城区临园路东段72号新益大厦写字楼25楼05-08号

徐州营业部
徐州市云龙区和平路帝都大厦1#-1-302室

赣州营业部
江西省赣州市长征大道6号金鹏雅典园17号写字楼

上海向城路营业部
上海市浦东新区向城路288号1203室

北京营业部
北京市海淀区大柳树路17号富海中心3号楼602室

济南营业部
山东省济南市槐荫区经七纬十二路银座中心1号楼1-1802室

南宁营业部
南宁市民族大道141号中鼎万象东方D单元D401号、D402号

宜春营业部
宜春市宜阳大道505号永益翡翠城35栋2层2－1室