民生证券
MINSHENG SECURITIES

百战归来，稳步复苏

——2020年中期宏观展望

守正出新 民生在勤

分 析 师： 解运亮 执业证号： S0100519040001
研究助理： 付万丛 执业证号： S0100119080008

2020年07月02日

风险提示：
1、全球疫情持续蔓延；
2、中国逆周期调节不及预期等。



民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

1、疫情冲击：经济走出低点走上复苏道路。

一季度经济降幅创历史记录，确认了疫情的冲击。随着疫情逐步得到控制，中国经济正在沿着“生产修复-信心重建-需求恢复”的路径逐步复苏。

2、政策取向：货币财政政策靶向性将提升。

上半年，逆周期调节力度明显加大，但要注意，疫情应对期间的支持政策具有阶段性。下半年，政策靶向性将提高，财政政策继续侧重支持基建和新型城镇化，货币政策体现总量适度结构发力。

3、复苏节奏：主要指标呈现稳步复苏特征。

基准情形下，北京等地第二波疫情将在短期内得到控制，工业基本正常化可于三季度初完成，服务业正常化可于三季度末完成，全年GDP可达到2%以上。

4、全球对比：中国经济的相对优势将凸显。

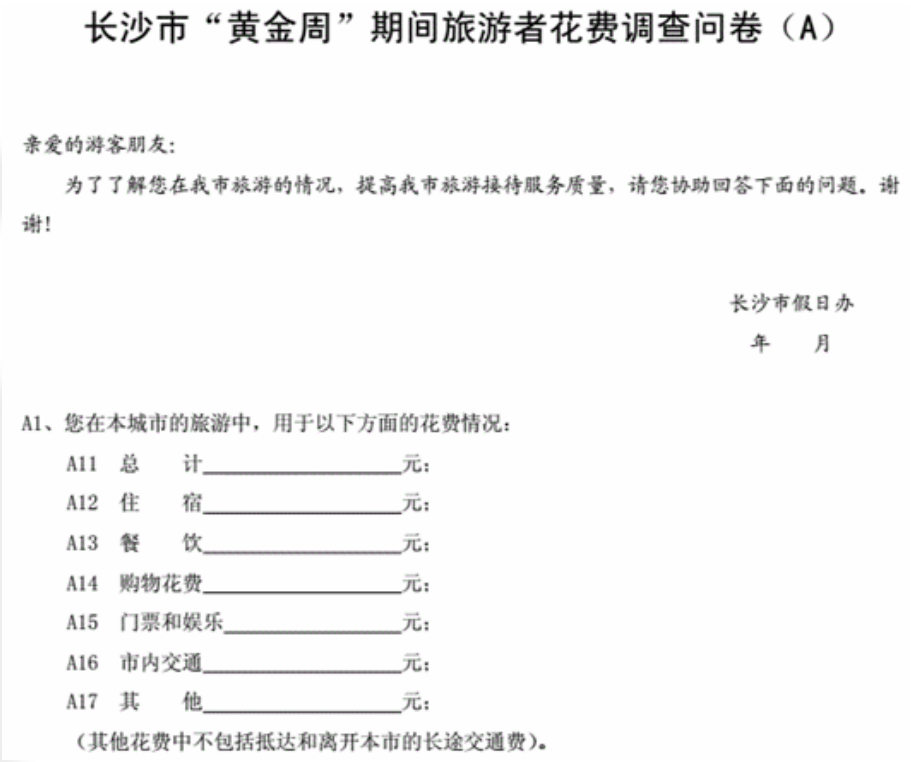
疫情目前仍在全球蔓延，将对全球经济造成巨大打击。美国前期激进复工导致疫情反弹，美国经济真实基本面比数据显示的更差，中国经济的相对优势凸显。

风险提示：全球疫情持续蔓延，中国逆周期调节不及预期等。

目录

1. 疫情冲击：经济走出低点走上复苏道路
2. 政策取向：货币财政政策靶向性将提升
3. 复苏节奏：主要指标呈现稳步复苏特征
4. 全球对比：中国经济的相对优势将凸显

旅游统计数据是按照《旅游信息统计调查制度》的要求统计汇总得出的，旅游收入和零售餐饮收入存在交叉统计。



长沙市“黄金周”期间旅游者花费调查问卷（A）

亲爱的游客朋友：

为了了解您在我市旅游的情况，提高我市旅游接待服务质量，请您协助回答下面的问题。谢谢！

长沙市假日办

年　月

A1、您在本城市的旅游中，用于以下方面的花费情况：

A11 总　计_____元；

A12 住　宿_____元；

A13 餐　饮_____元；

A14 购物花费_____元；

A15 门票和娱乐_____元；

A16 市内交通_____元；

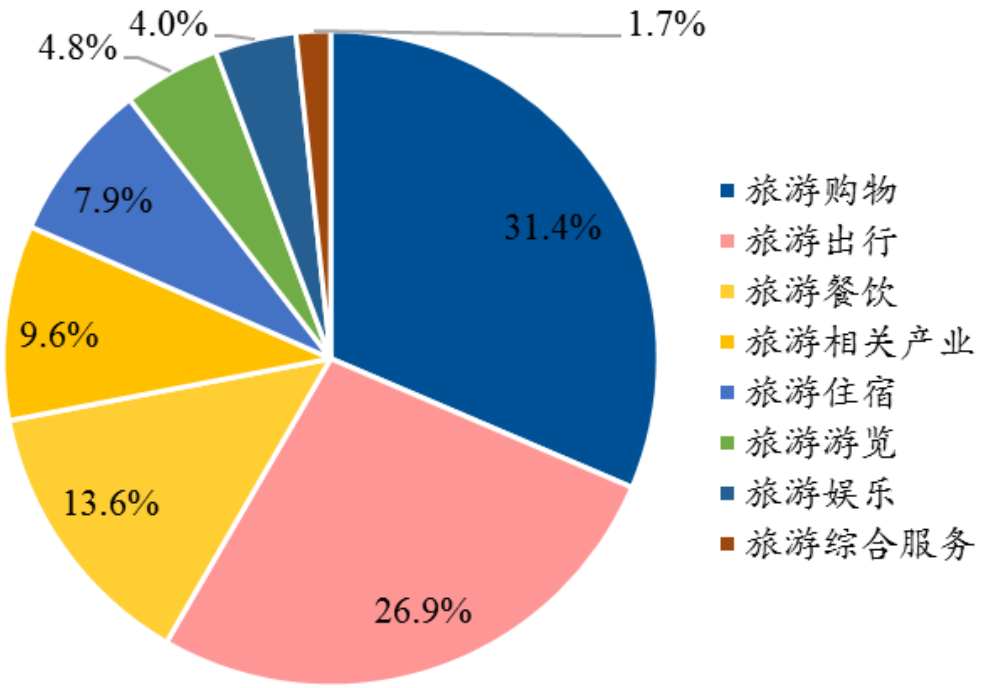
A17 其　他_____元；

（其他花费中不包括抵达和离开本市的长途交通费）。

资料来源：长沙市统计局，民生证券研究院

据国家统计局数据，2018年全国旅游及相关产业增加值为4.14万亿元，其中旅游购物（31.4%）、旅游餐饮（13.6%）。

图：旅游及相关产业增加值的构成（2018年）

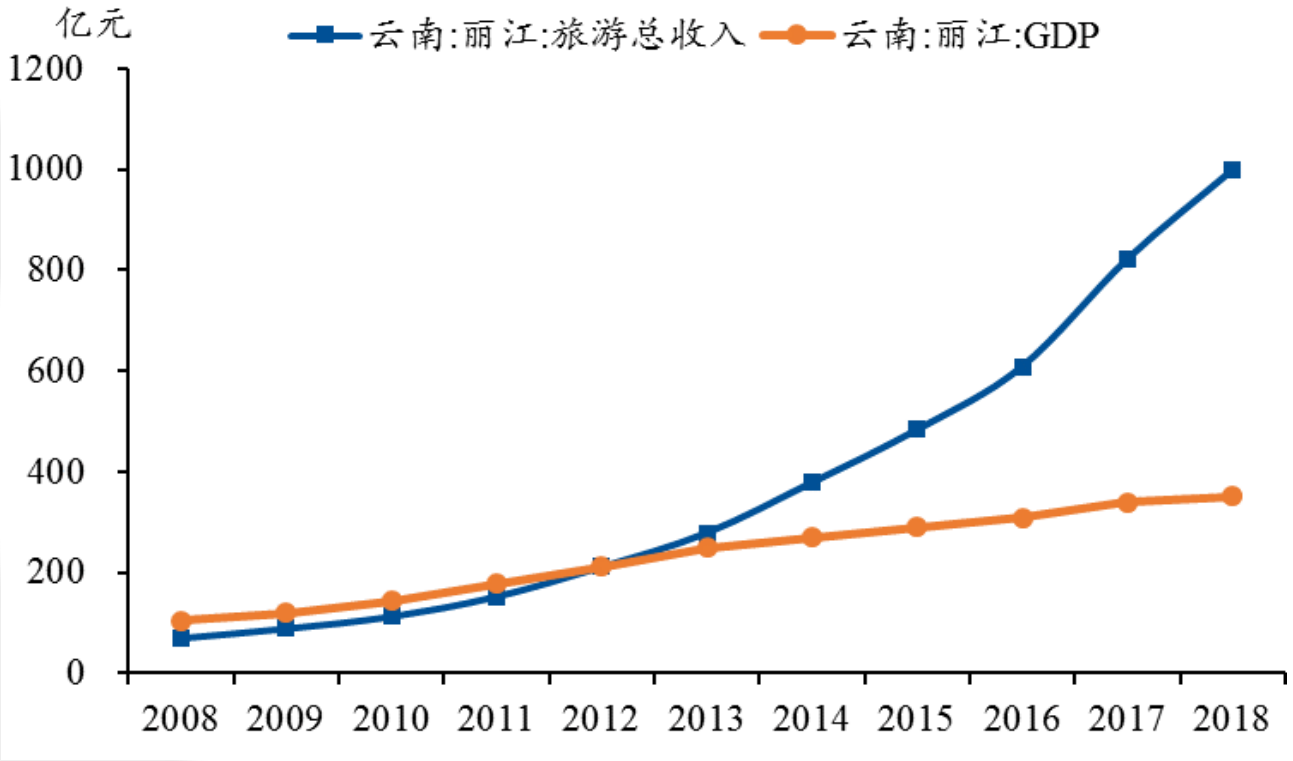


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

旅游收入/零售餐饮收入属于总产值概念，而GDP是增加值概念，增加值和总产值不在同一维度，从增加值中扣减总产值无疑是错误的。以丽江为例，可以直观地看到从GDP中扣减旅游收入的错误之处。

图：近年来丽江市旅游总收入持续高于GDP

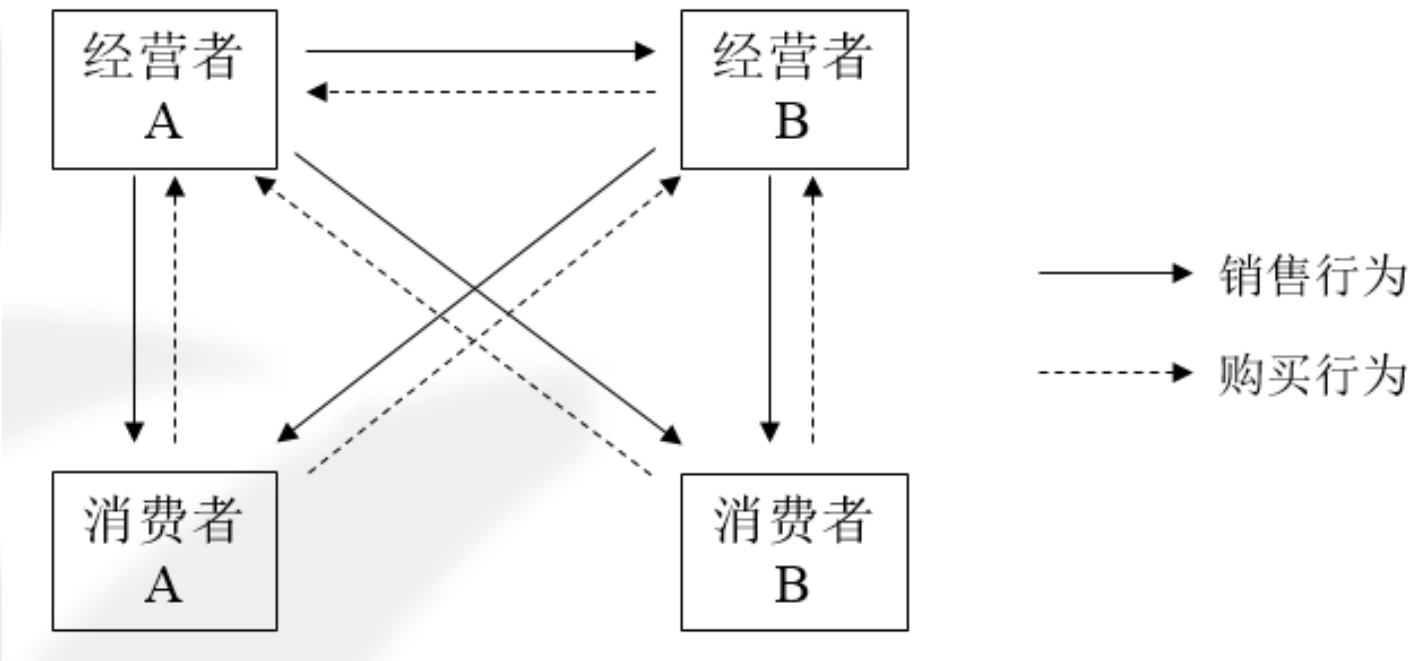


资料来源：Wind，民生证券研究院

旅游收入/零售餐饮收入，是相关经营者实现的全部销售额，并非其创造的增加值。

- 一方面，经营者所实现的营业收入，包含原材料费用等中间投入成本，属于其创造的增加值仅占总收入的一部分；
- 另一方面，经营者A的某一笔销售，可能恰恰是经营者B的原材料购买，这一笔销售收入也不应重复计算。

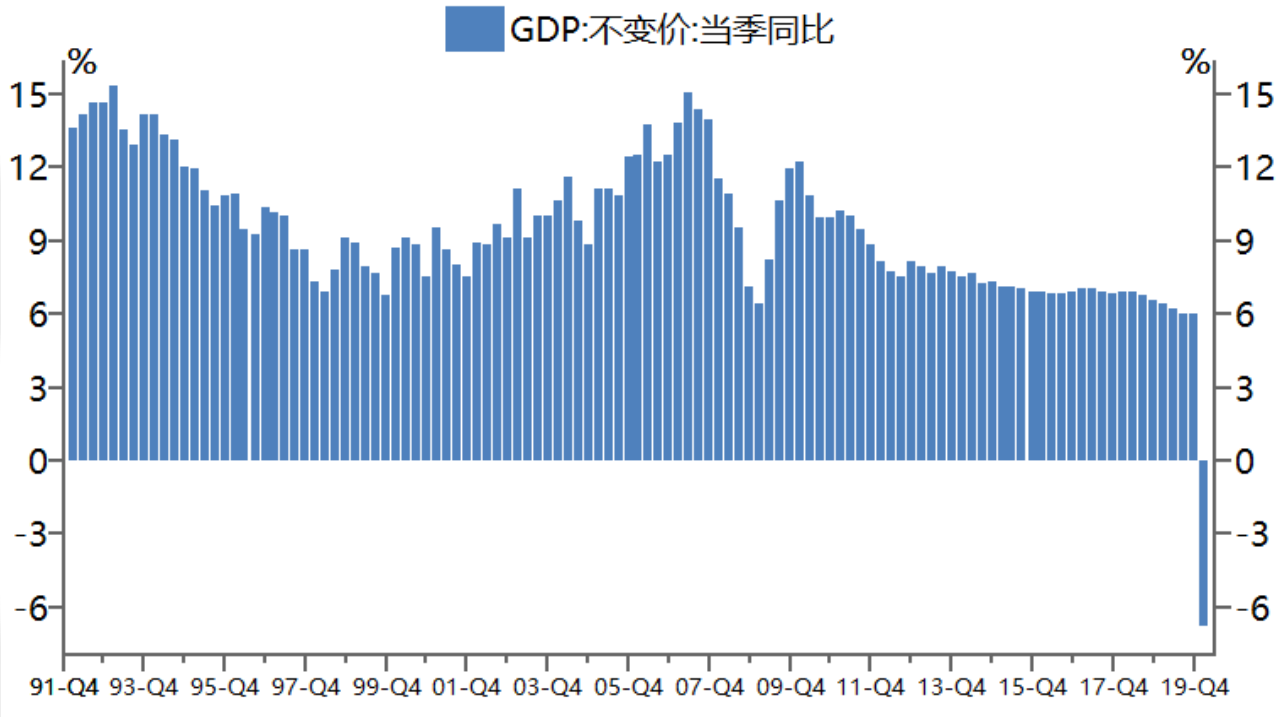
图：不同经营者之间存在买卖关系



资料来源：民生证券研究院

新冠疫情是我国历史上难得一见的巨大挑战，一季度GDP增速录得-6.8%，创下改革开放以来的最低水平。

图: 一季度经济降幅创历史记录



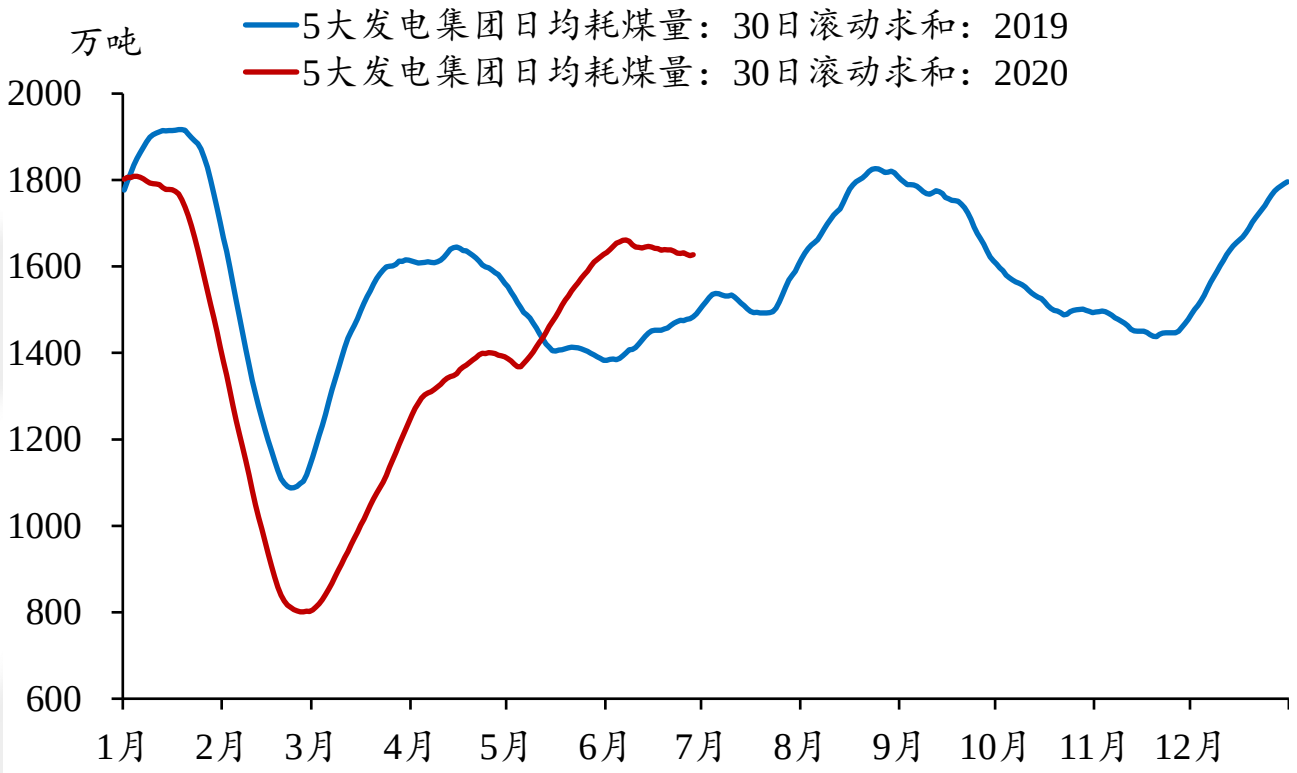
资料来源：Wind，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

1.3 疫后复苏之生产修复：发电耗煤已超过去年同期水平

3月中旬起，发电耗煤（以5大发电集团日均耗煤量衡量）逐渐修复，同比降幅不断收窄；
5月中旬起，发电耗煤同比增速实现转正。

图: 发电耗煤同比增速5月中旬转正

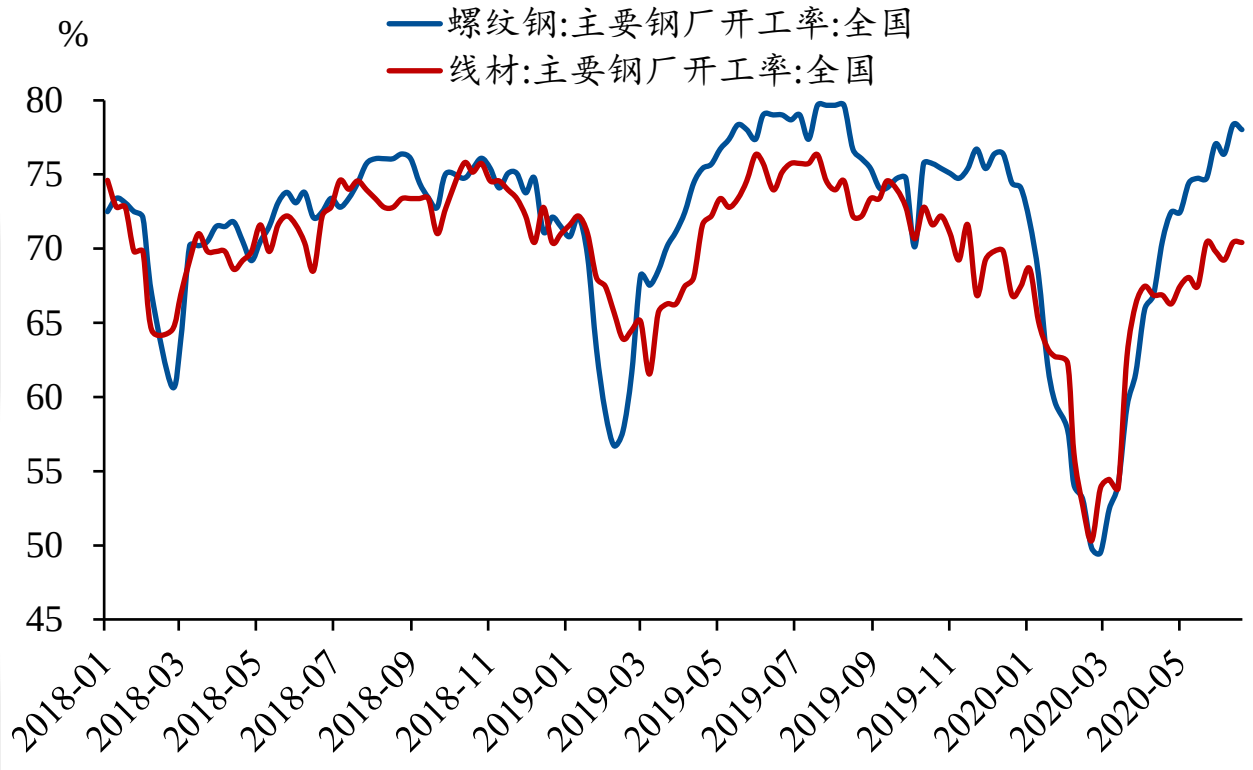


资料来源：Wind，民生证券研究院

1.3 疫后复苏之生产修复：螺纹钢和线材开工率接近去年同期水平

截至6月中旬，螺纹钢开工率达到78%，基本接近去年同期水平（79%）；
截至6月中旬，线材开工率达到70.4%，仍低于去年同期（74%）3.6个百分点。

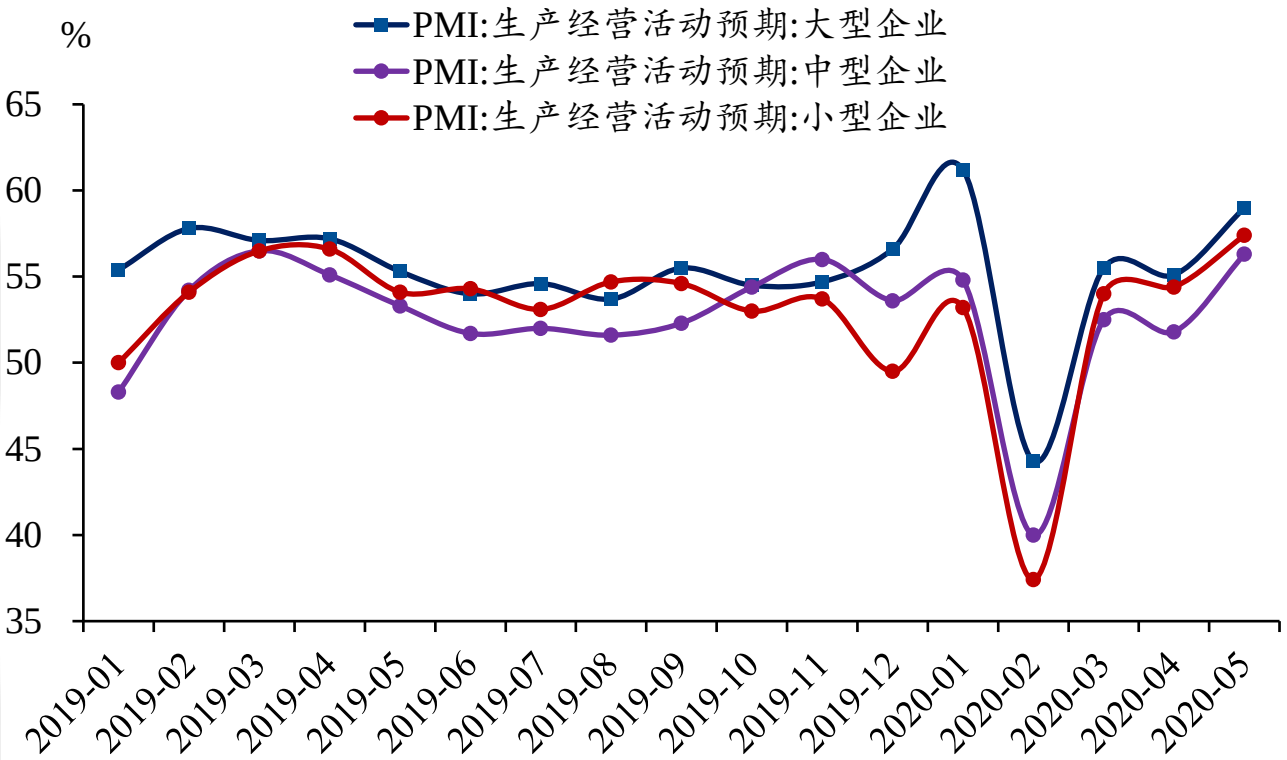
图: 螺纹钢和线材开工率向去年同期水平靠拢



资料来源：Wind，民生证券研究院

在疫情最严重的2月份，大、中、小型企业生产经营活动预期均跌至谷底；
在复工复产和政策支持下，3月以来各类型企业预期均出现明显好转。

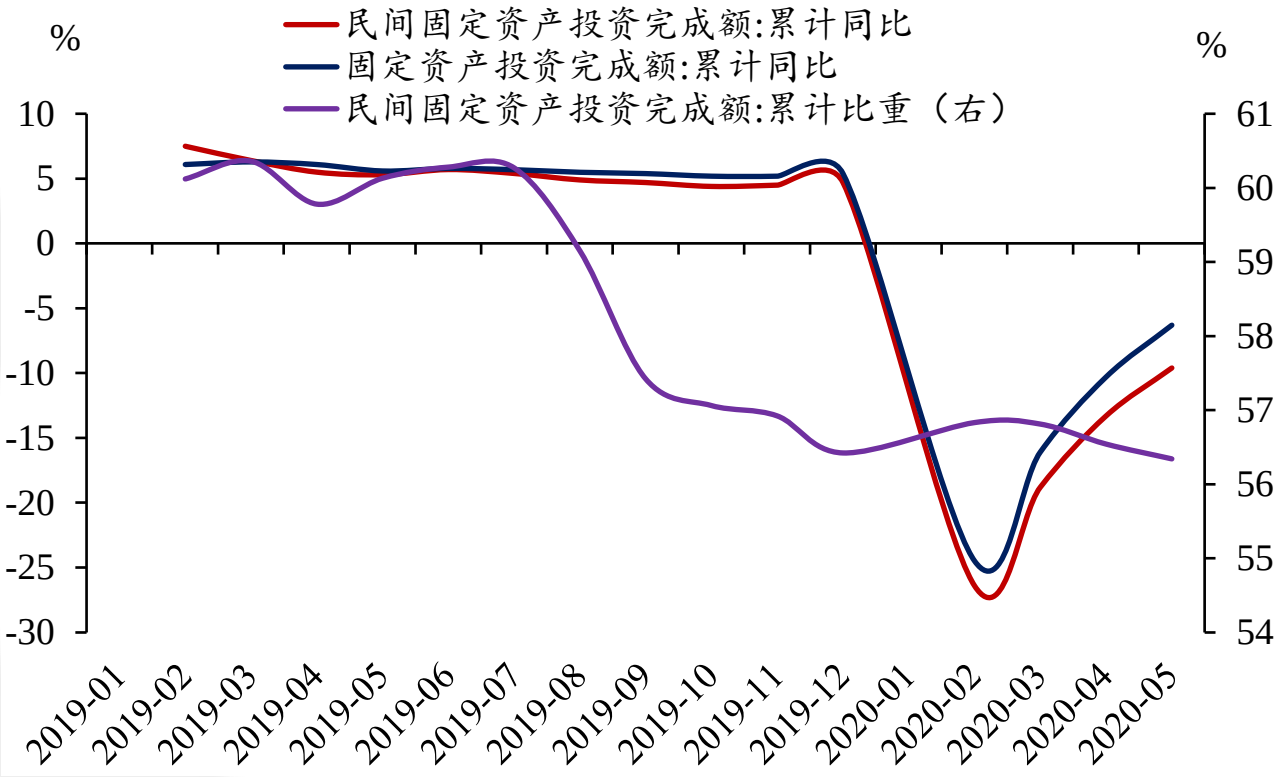
图: 各类型企业未来预期均出现明显好转



资料来源：Wind，民生证券研究院

疫情发生以来，民间投资增速持续低于总体投资增速——
1-5月，民间投资累计同比增速为-9.6%，低于总体投资增速3.3个百分点；
截至5月，民间投资在总投资中占比为56.3%，较2月回落0.5个百分点。

图: 疫情发生以来，民间投资增速持续低于总体投资增速

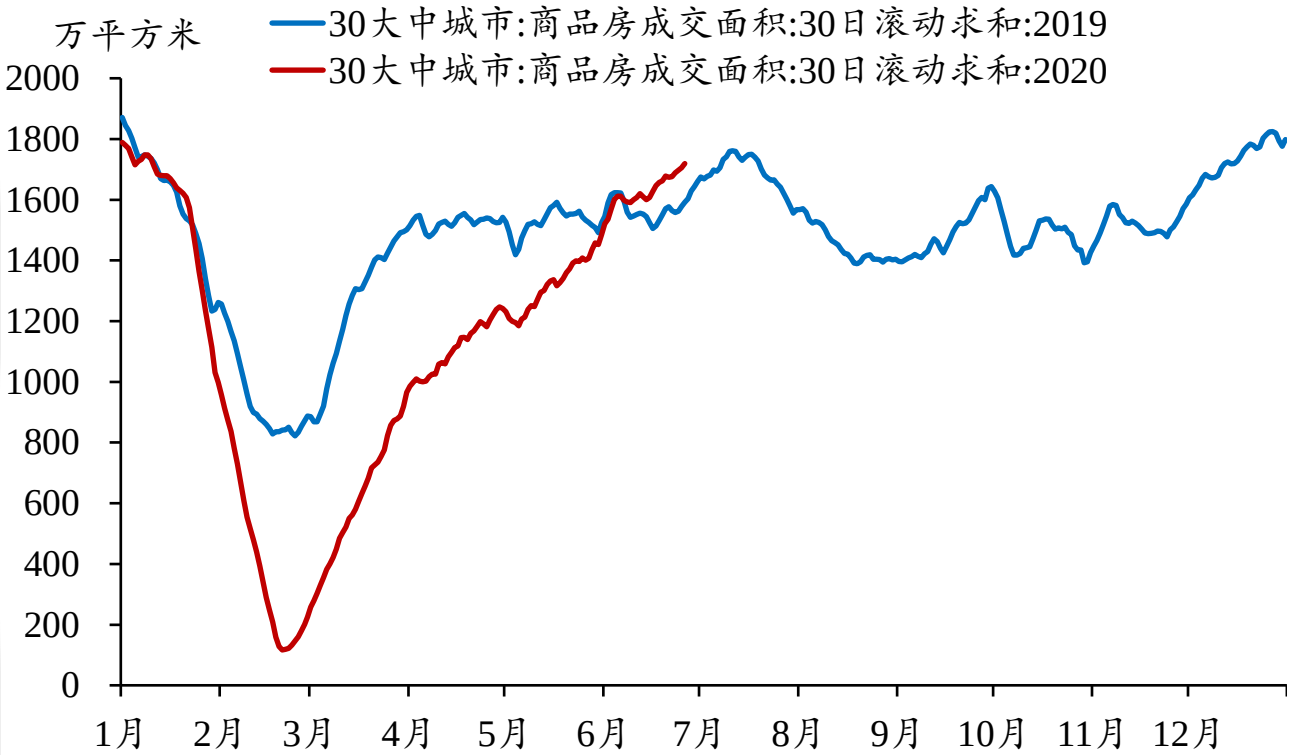


资料来源：Wind，民生证券研究院

1.5 疫后复苏之消费恢复：商品房销售回升至去年同期水平上方

2月中下旬疫情最严重的时刻，也是楼市的冰冻期，商品房销售面积同比降幅一度达到80%以上；2月下旬至今，楼市持续回暖，6月上旬起商品房销售面积同比增速实现转正。

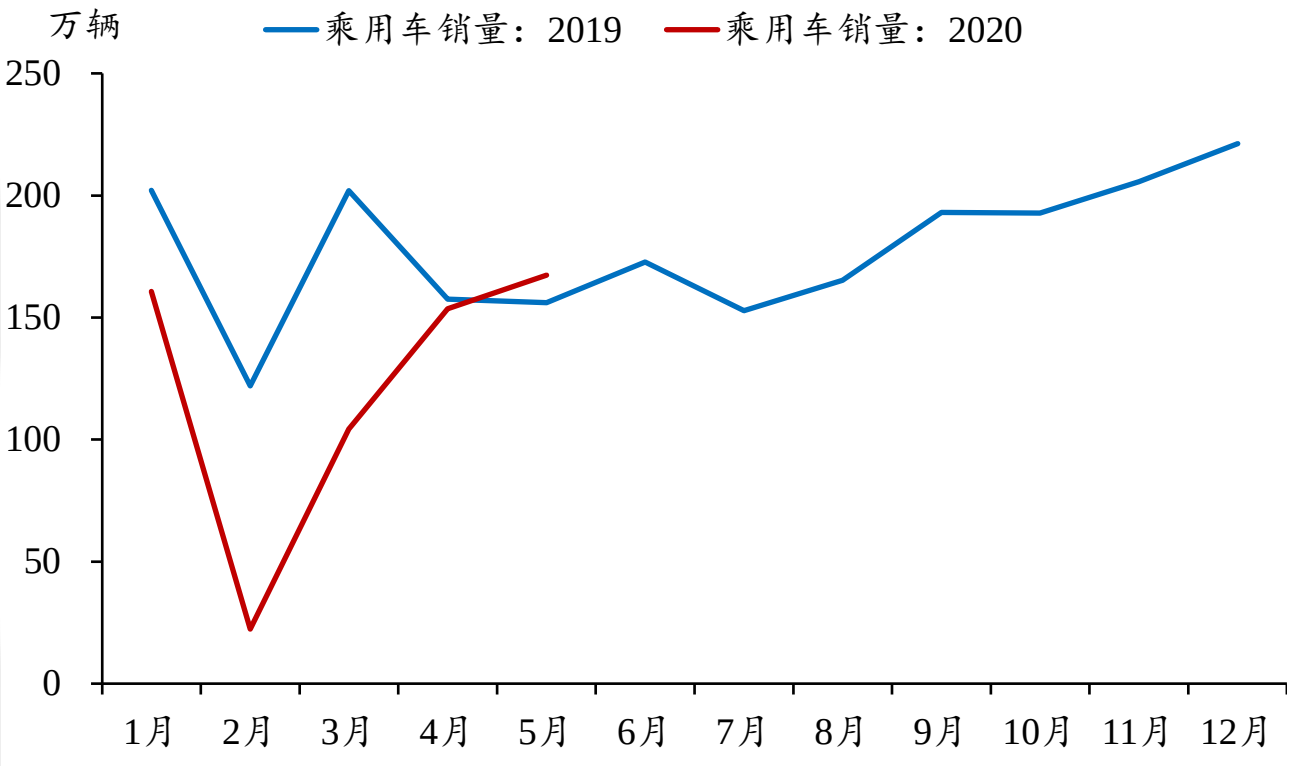
图: 6月上旬起商品房销售面积同比增速实现转正



资料来源：Wind，民生证券研究院

汽车销量同样经历了从谷底逐渐回升的过程；
2月汽车销量同比降幅一度高达八成，5月汽车销量同比增速实现转正。

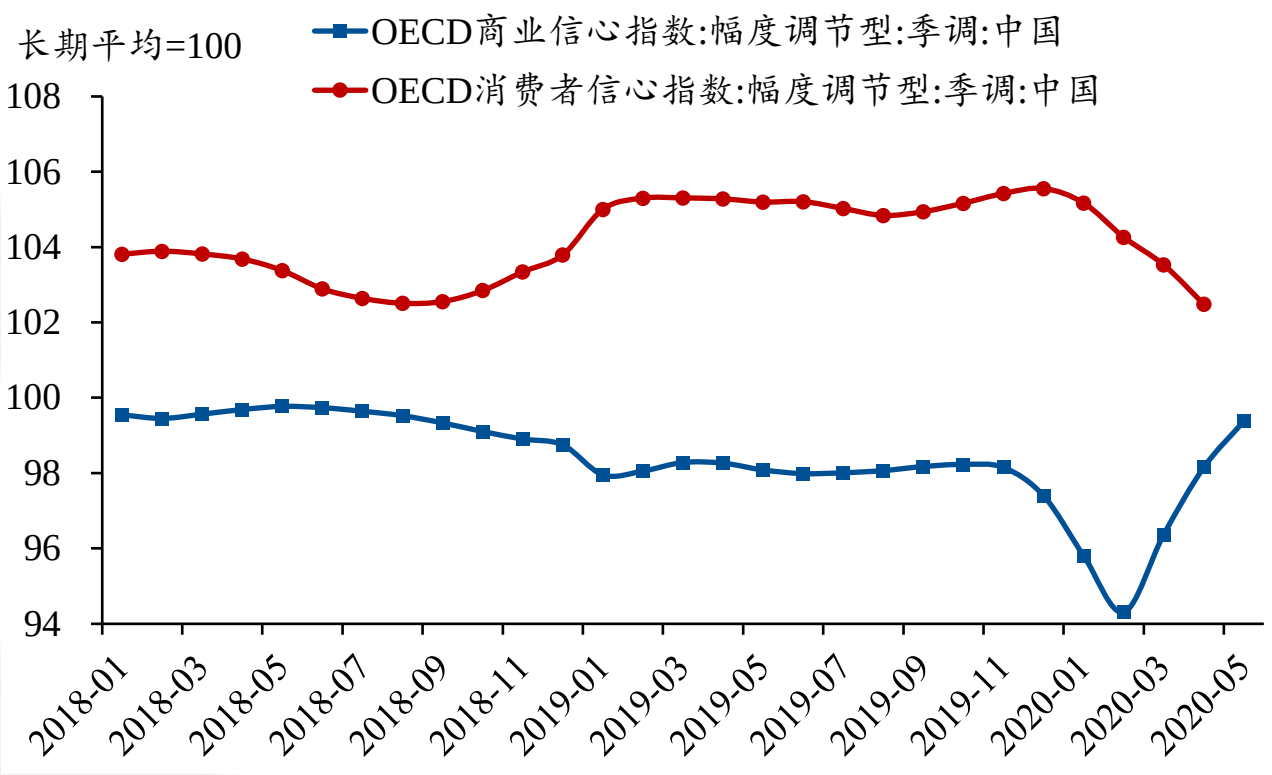
图: 5月汽车销量同比增速实现转正



资料来源：Wind，民生证券研究院

商业信心低谷出现在2020年2月，3月起不断回升，截至5月已回升到去年同期水平上方；消费者信心变化滞后于商业信心，截至4月，消费者信心仍处于寻底过程中。

图: 消费者信心变化滞后于商业信心

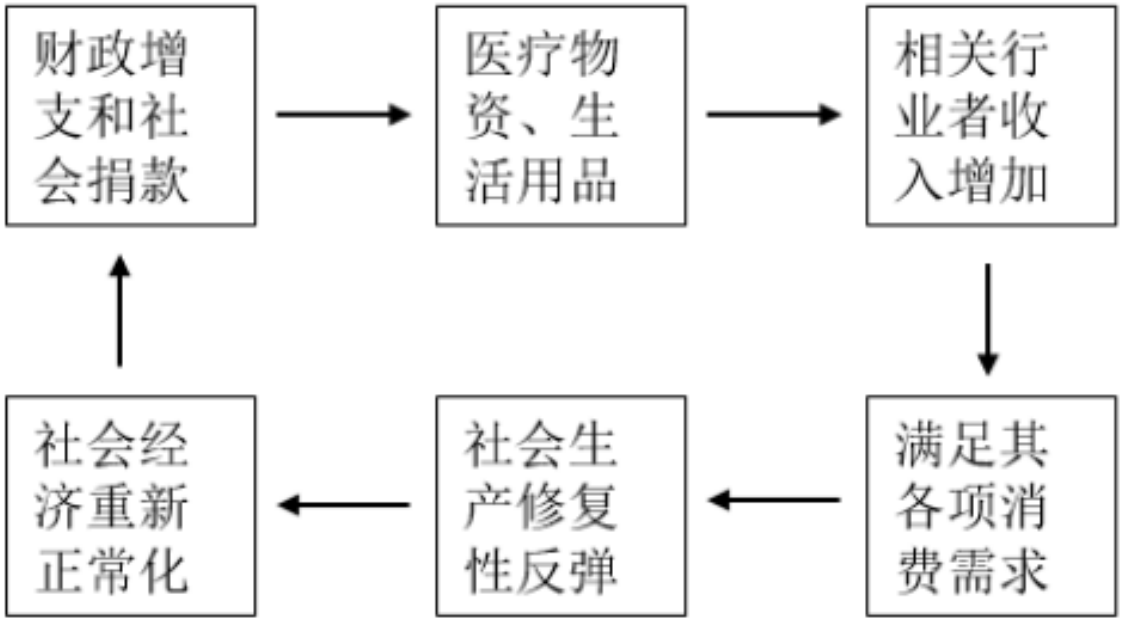


资料来源：Wind，民生证券研究院

疫情或灾害发生后，经济体系具有修复向好的内在力量。

- 很多生产消费可在季度间腾挪安排，灾害过后通常会出现修复性反弹；
- 防疫救灾活动在乘数效应作用下，可产生一系列连锁收入；
- 政府适时适度的逆周期调节也有助于经济修复。

图: 防疫救灾活动具有乘数效应



资料来源：民生证券研究院

1. 疫情冲击：经济走出低点走上复苏道路

2. 政策取向：货币财政政策靶向性将提升

3. 复苏节奏：主要指标呈现稳步复苏特征

4. 全球对比：中国经济的相对优势将凸显

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

过去二十多年来，政府工作报告首次未提出全年经济增速目标。

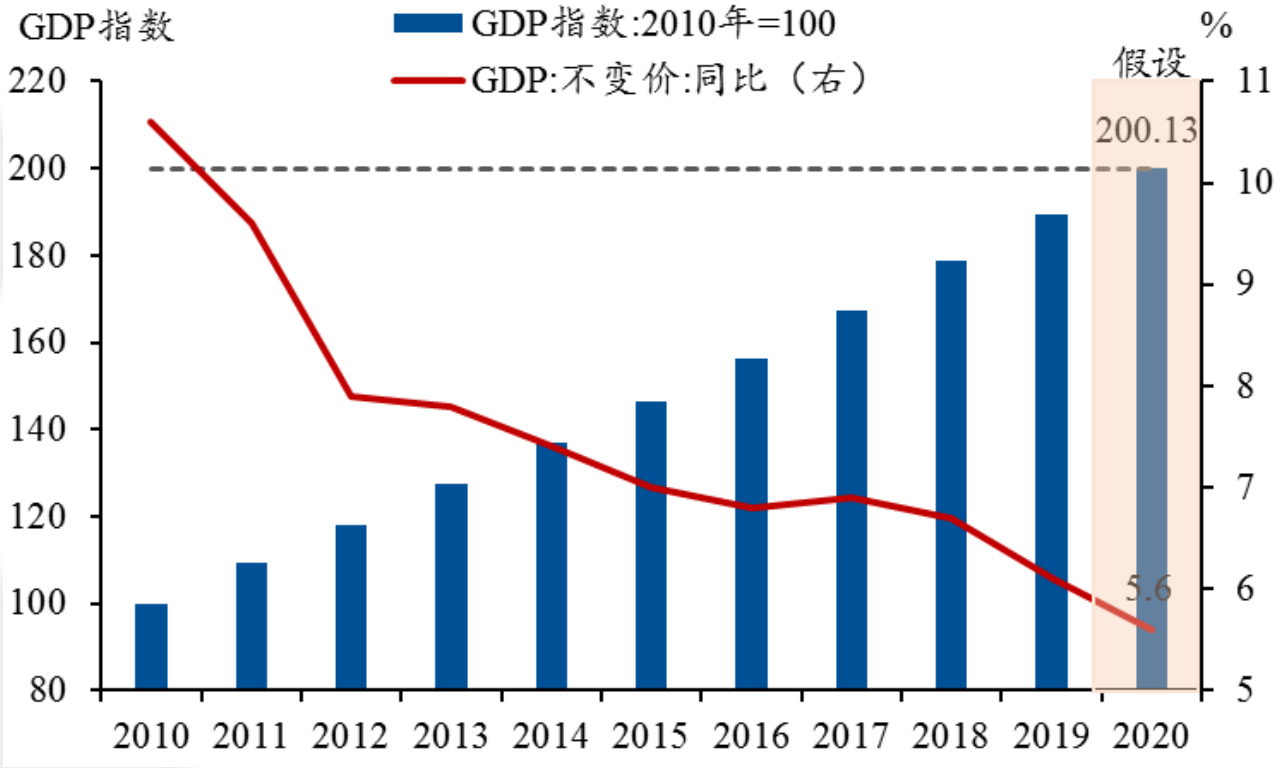
表: 2020年主要经济目标变化

		2020		2019	
	指标	目标	变化	目标	实际
主要经济指标	实际GDP增速（%）	无		6-6.5	6.1
	CPI同比（%）	3.5	上升	3	2.9
	城镇新增就业（万人）	900	下降	1100	1352
	城镇调查失业率（%）	6	上升	5.5	5.0-5.3
	城镇登记失业率（%）	5.5	上升	4.5	3.62
	国际收支	基本平衡		基本平衡	基本平衡
	进出口	促稳提质		稳中提质	保持稳定
财政政策	赤字率（%）	3.6	上升	2.8	2.8
	财政赤字（万亿元）	3.76	上升	2.76	2.76
	财政支出（万亿元）	24.7	上升	23	23.9
	地方专项债（万亿元）	3.75	上升	2.15	2.15
	降税降费（万亿元）	2.5	上升	2	2.36
	抗疫特别国债（万亿元）	1			
货币政策	M2增速（%）	明显高于去年		与GDP名义增速相匹配	
	社融余额增速（%）	明显高于去年		与GDP名义增速相匹配	
	中小微企业贷款增速（%）	40	上升	30	53.1

资料来源：政府工作报告，民生证券研究院

党的十八大提出，确保到2020年实现全面建成小康社会宏伟目标，实现国内生产总值比2010年翻一番，这需要2020年GDP增速达到5.6%。如果没有这次疫情，如期完成这一目标并不难，但随着疫情爆发，一切都发生了变化。

图: 2020年GDP比2010年翻一番已不现实



资料来源：Wind，民生证券研究院

财政政策三支箭：赤字率、特别国债、专项债。
财政赤字率3.6%以上，抗疫特别国债发行1万亿元，地方专项债安排3.75万亿元。

表：地方财政收支压力加大

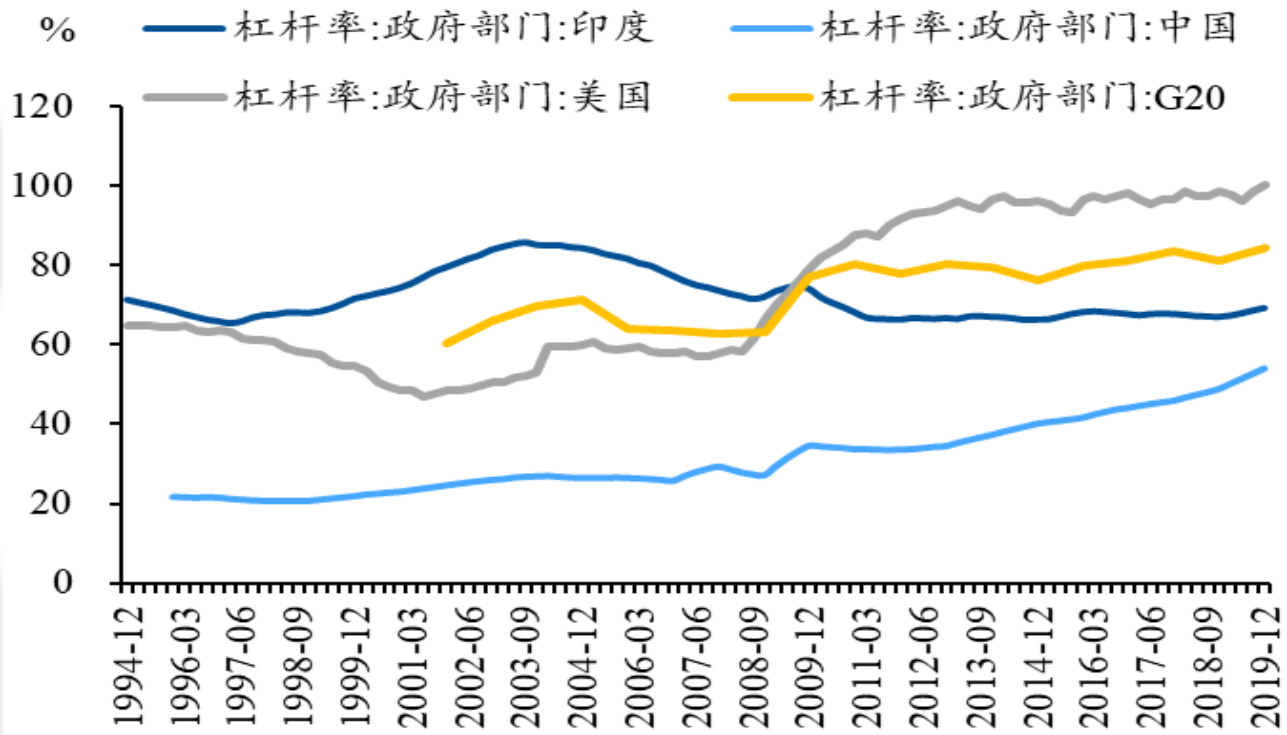
年度	地方收入总量（亿元）			地方一般公共预算支出（亿元）	地方财政公布赤字（亿元）	地方财政计算赤字（亿元）	计算赤字为公布赤字的倍数
	地方一般公共预算收入		地方财政使用结转结余及调入资金				
	地方本级公共预算收入	中央税收返还和转移支付					
2016	87195	59486	5956	160437	7800	13756	1.8
2017	91448	65218	8506	173471	8300	16806	2.0
2018	97905	69674	12320	188198	8300	20620	2.5
2019	102700	75399	11950	199349	9300	21250	2.3

资料来源：财政部、民生证券研究院
备注：2019 年前为决算数，2019 年为预算数

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

我国政府杠杆率仍有较大空间，显著低于G20其他国家和发达国家。但是，政府杠杆率的内部结构有所分化，有“地方高，中央低”的特点。

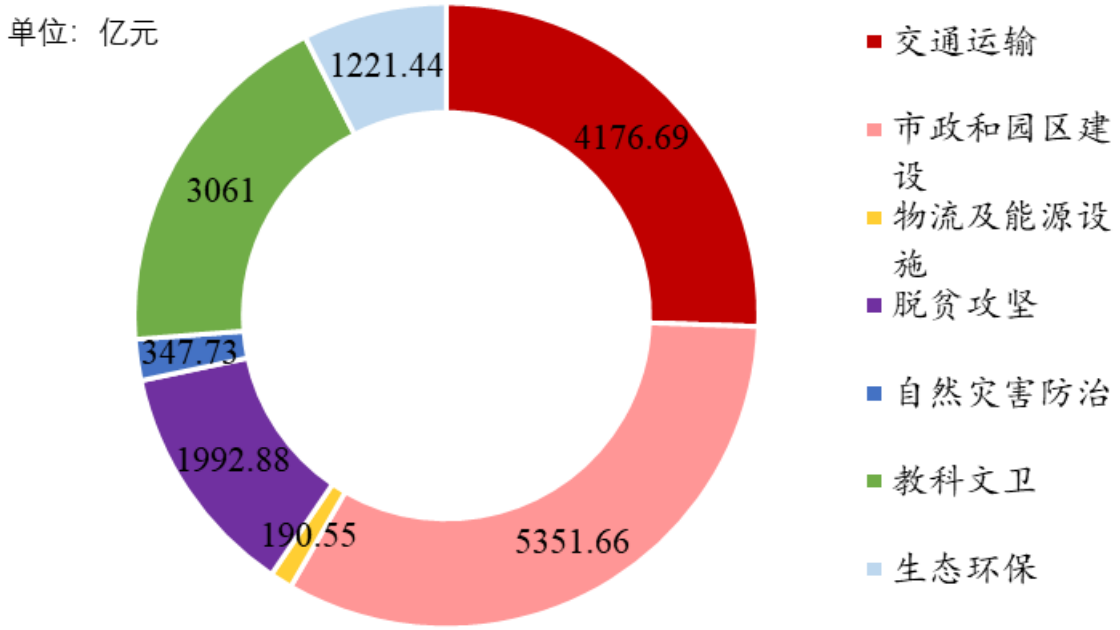
图：我国财政有空间，政府杠杆率仍显著低于G20、美国和印度



资料来源：Wind，民生证券研究院

1-5月新增政府债券中，基建（交运、市政建设、物流能源设施）占比达到约六成，房地产相关寥寥无几。虽然棚改项目仍会占用部分政府资金，但是主要用于存量项目，对基建的挤出效应将大幅减弱，预计今年基建占比会大幅高于去年的三成。

图：政府债券对基建项目的支持力度加大



资料来源：财政部，民生证券研究院

2.3 新型城镇化建设发力：120个县城新型城镇化建设示范名单

从分布看，长江三角洲区域、粤港澳大湾区等东部地区县城58个，中部地区县城31个，占示范数量的74%，其中湖北、浙江、江苏、广东、福建、山东各10个；西部和东北地区有条件县城31个，其中边境城市5个。

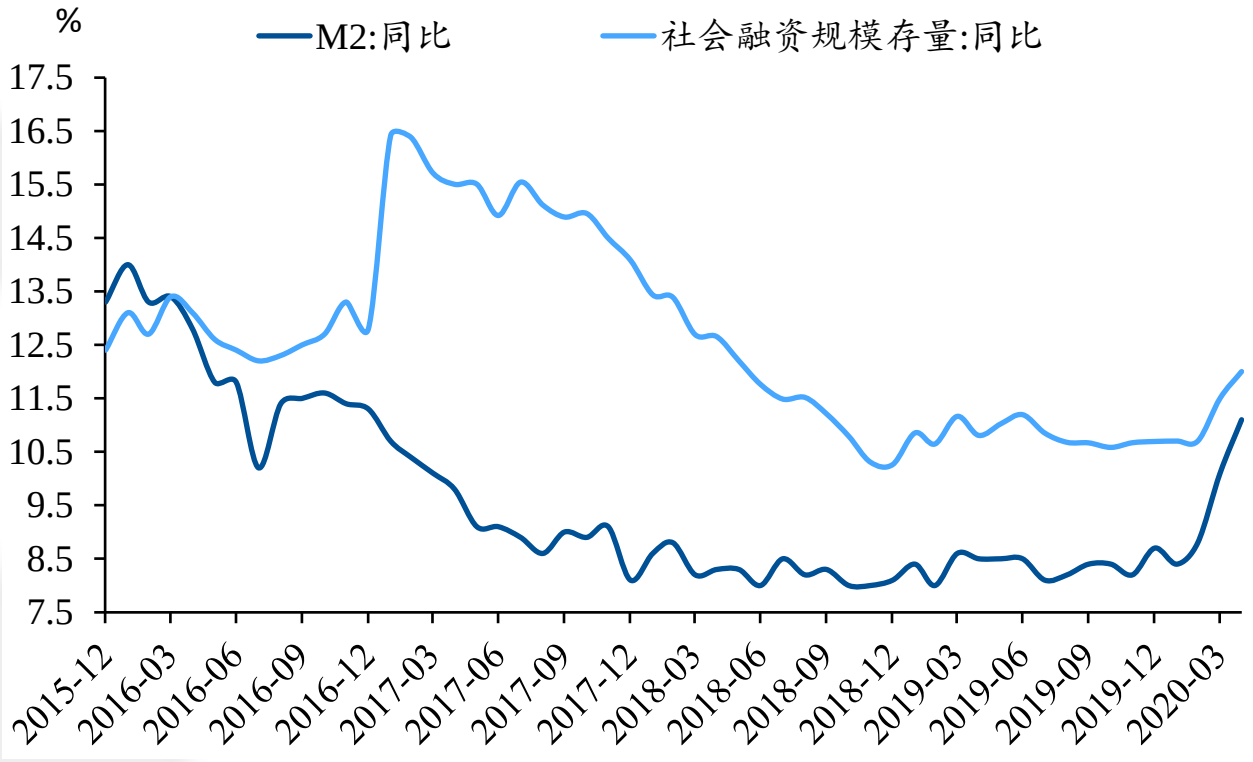
县城新型城镇化建设示范名单

区域	省份(24 个)	县及县级市(120 个)
东部(58 个)	浙江	桐庐县、宁海县、海盐县、武义县、长兴县、岱山县、缙云县、诸暨市、乐清市、温岭市
	江苏	盱眙县、宝应县、沛　县、东海县、沭阳县、建湖县、泗阳县、海门市、泰兴市、溧阳市
	广东	惠东县、博罗县、新兴县、佛冈县、东源县、海丰县、龙门县、饶平县、阳春市、台山市
	福建	霞浦县、闽侯县、永泰县、永春县、德化县、上杭县、长汀县、福清市、福安市、晋江市
	山东	郓城县、齐河县、桓台县、宁阳县、广饶县、海阳市、诸城市、龙口市、滕州市、新泰市
	河北	固安县、正定县、景　县、魏　县、迁安市
	海南	澄迈县、琼海市、万宁市
中部(31 个)	湖北	阳新县、红安县、大悟县、南漳县、监利县、仙桃市、潜江市、天门市、赤壁市、宜都市
	安徽	当涂县、庐江县、蒙城县、灵璧县、天长市
	河南	兰考县、鄢陵县、新安县、南乐县、新郑市
	湖南	湘潭县、攸　县、澧　县、浏阳市、宁乡市
	江西	南昌县、奉新县、吉安县
	山西	清徐县、阳城县、孝义市
西部(21 个)	四川	金堂县、乐至县、大英县、江安县、绵竹市
	重庆	垫江县、忠　县、彭水县
	陕西	富平县、三原县、岐山县
	贵州	金沙县、清镇市
	云南	大理市、腾冲市
	广西	横　县、东兴市
	内蒙古	宁城县、满洲里市
	甘肃	榆中县、敦煌市
东北(10 个)	吉林	前郭县、珲春市、公主岭市、梅河口市
	辽宁	桓仁县、黑山县、盘山县
	黑龙江	五常市、肇东市、穆棱市

资料来源：央视网，发改委，民生证券研究院

政府工作报告对货币政策的表述——
稳健的货币政策要更加灵活适度。综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。

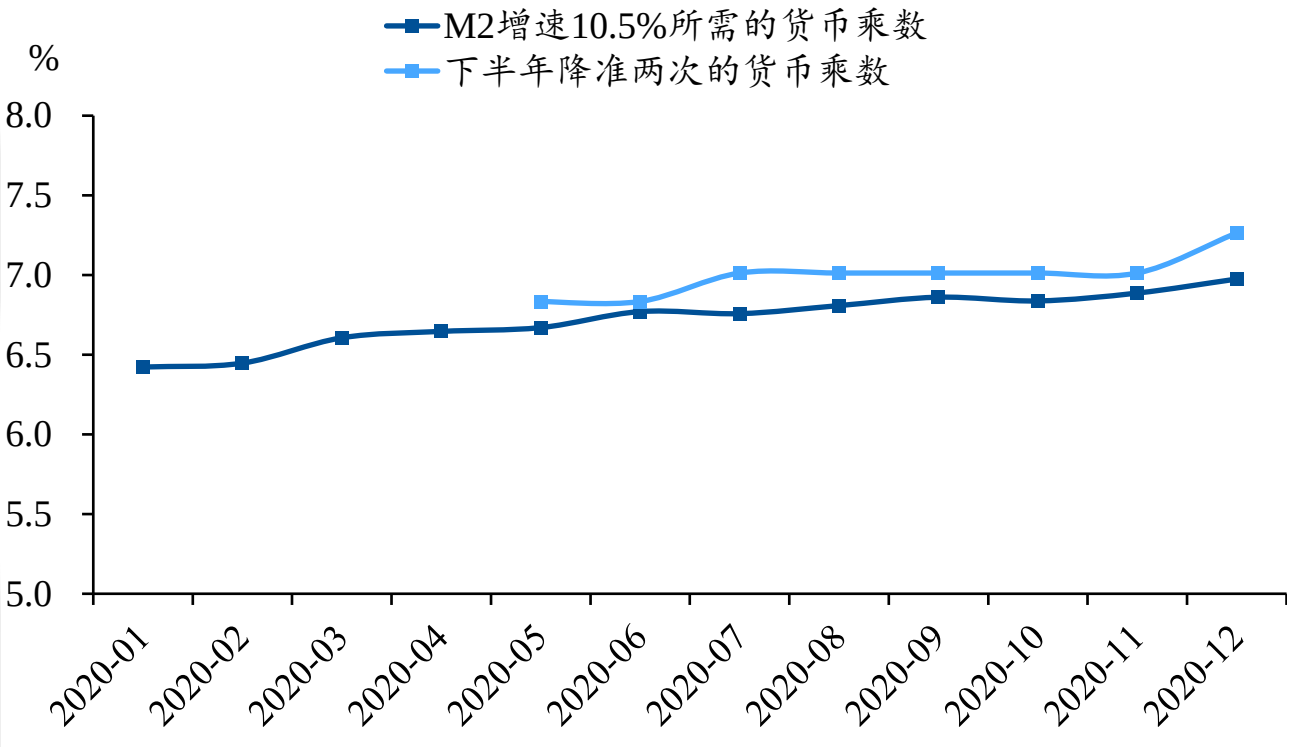
图：货币供应量和社融增速将明显高于去年



资料来源：Wind，民生证券研究院

- 6月17日国常会再次提出，综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕 。
- 按照2020年M2增速明显高于去年的要求，假设2020年M2增速为10.5%，我们测算，下半年还需要降准两次（每次50BP）才能满足货币供应量增速需求。

图：下半年还需降准两次才能满足M2增长需求



资料来源：Wind，民生证券研究院

由于银行发放的贷款需要缴纳31%的税收，且会占用一定资本金，故银行贷款实际收益率大幅低于其名义收益率。当前来看10年前国债实际收益率已高于一季度一般贷款实际收益率。在此背景下银行更倾向于购买债券而不是发放贷款。为了保证下半年宽信用政策能有效实施，需引导无风险利率下行以抬升银行风险偏好，使其重新愿意发放贷款。

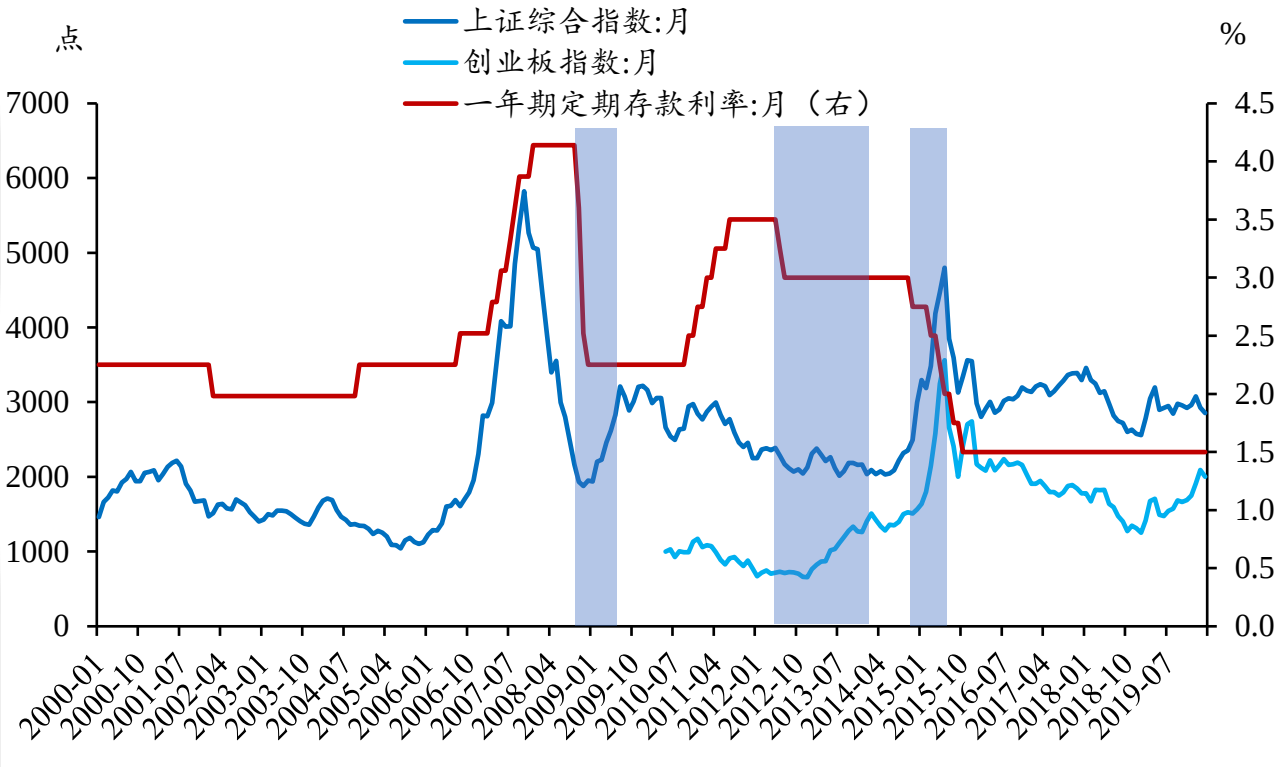
表：银行贷款实际收益率低于其名义收益率

	10年期国债	10年期国开债	10年期铁道债	10年期AAA地方债	5年期AAA中票	一般贷款加权平均利率
基础收益率	2.88%	3.17%	3.81%	3.21%	3.58%	5.48%
风险资产权重	0	0	20%	20%	100%	100%
所得税率	0	25%	19%	0	31%	31%
税收影响	0	0.79%	0.72%	0	1.11%	1.72%
资本金占用	0	0	0.21	0.26%	0.91%	0.91%
实际收益率	2.88%	2.38%	2.88%	2.95%	1.56%	2.85%

资料来源：财政部，民生证券研究院

- 4.17中央政治局会议明确提出“运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕”，政府工作报告再次强调“综合运用降准降息、再贷款等手段”。
- 在全国疫情不发生二次爆发的情形下，存款基准利率短期内下降概率不大（中期仍有可能），预计央行将用市场化方式引导实际存款利率下降。

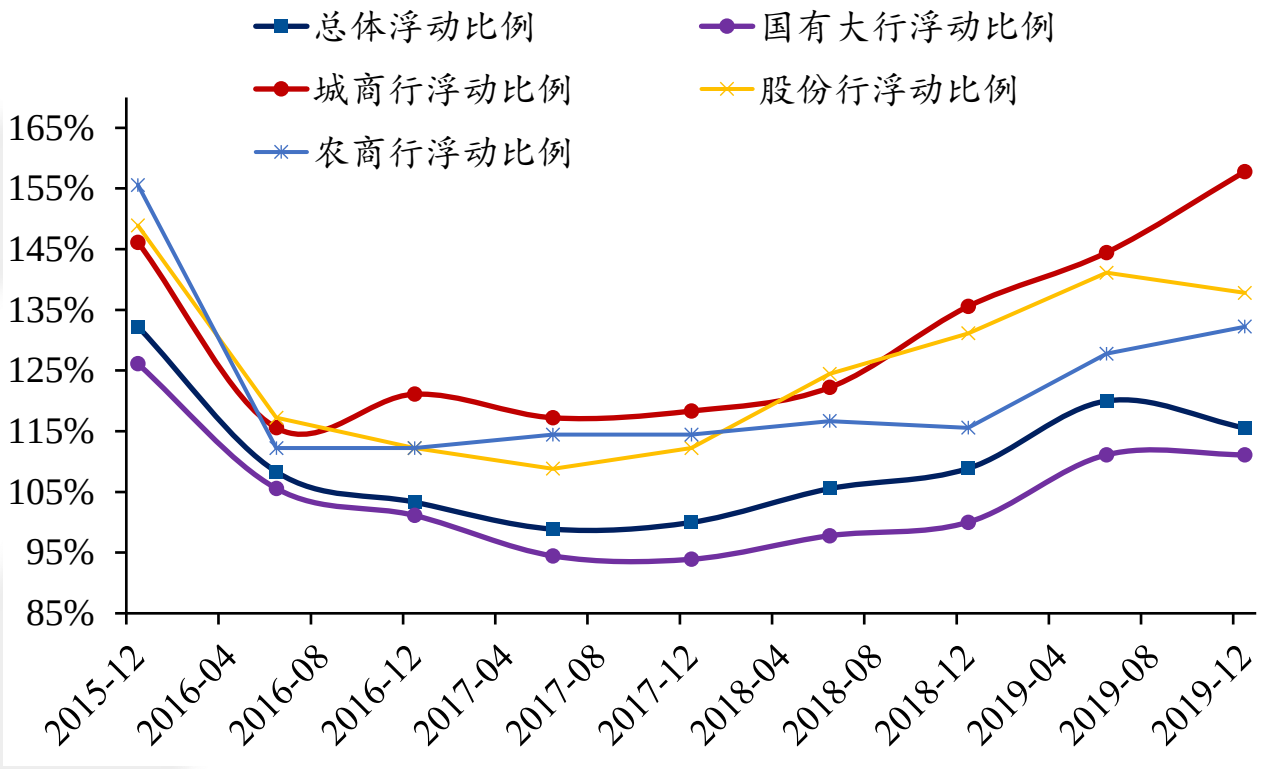
图：存款基准利率短期内下降概率不大，预计央行将用市场化方式引导实际存款利率下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

之前市场一直有观点认为只有下调存款基准利率才能有效降低银行负债端成本，但实际上银行也可以通过主动压缩存款利率上浮比例来降低成本，根据测算，当存款利率上浮比率上限压缩到100%时，可降低银行成本14.6BP，相当于下调存款基准利率36.3BP，通过市场化方式而不是动基准利率来下调存款端利率也是央行所希望的。

图：压缩存款利率上浮比例可使实际存款利率下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

2.4 货币政策：创新直达实体经济的货币政策工具

- 政府工作报告提出“创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款“。
- 6月1日，两大新工具浮出水面，一个是普惠小微企业贷款延期支持工具，另一个是普惠小微企业信用贷款支持计划，定向支持小微企业。
- 充分发挥结构性工具的精准滴灌作用，已成为本次货币政策发力的重要特征。

表：央行第一批3000亿和第二批5000亿再贷款（再贴现）详情

项目	专项再贷款	支农再贷款	支小再贷款	再贴现
批次	第一批	第二批		
投放额度	3000亿	1000亿	3000亿	1000亿
银行资质要求	9家全国性银行和疫情重点地区地方法人银行	农商行、农合行、农信社和村镇银行	小型银行	各类银行及符合资质的财务公司等非银行机构
最终投向要求	疫情防控重点保障企业	三农领域	小微企业	优先办理涉农、小微企业、疫情相关企业票据
期限	一年			不超过4个月
央行给银行发放的利率	1.55%（上月LPR-250BP）	2.5%（较前值下调25BP）		2.25%
银行给企业发放的利率	≤3.05%（≤上月LPR-100BP）	利用上述资金发放的贷款利率低于同档平均利率		
企业实际享受的利率	≤1.6%（财政贴息50%）	同上		

资料来源：民生证券研究院

1. 疫情冲击：经济走出低点走上复苏道路

2. 政策取向：货币财政政策靶向性将提升

3. 复苏节奏：主要指标呈现稳步复苏特征

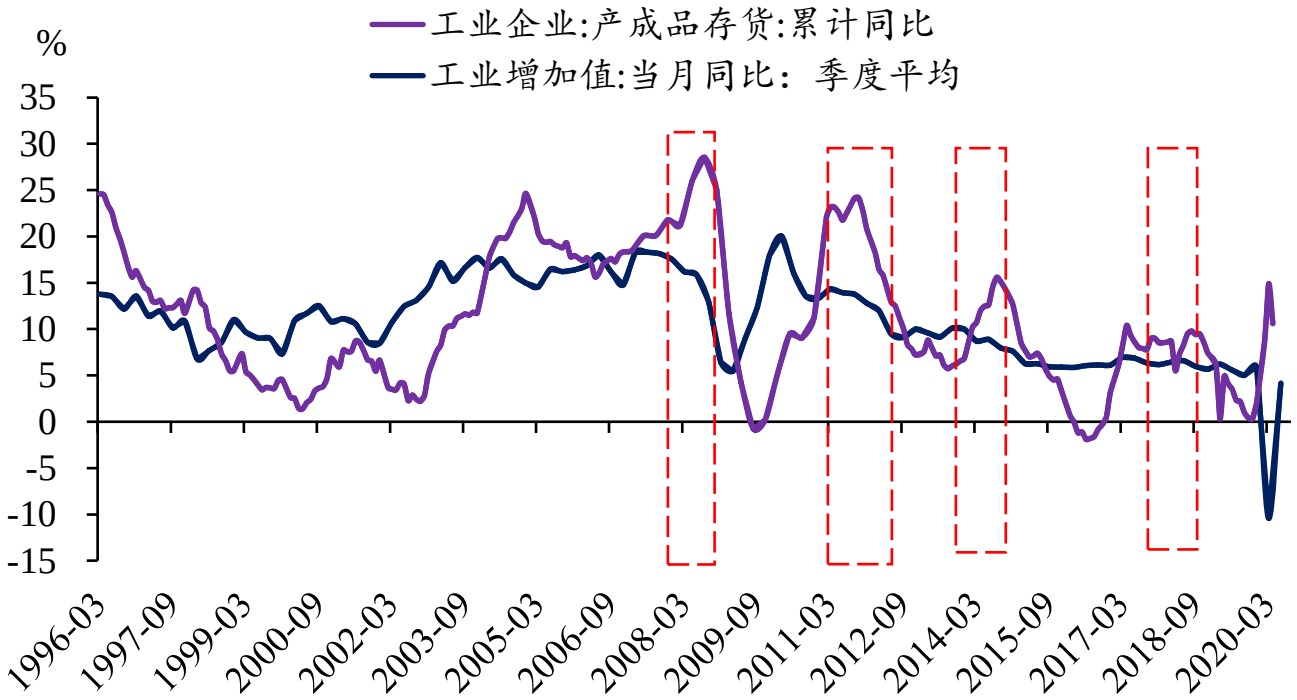
4. 全球对比：中国经济的相对优势将凸显

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

3.1 工业增加值：从复工复产向供需均衡发展

- 不同于美国的消费复苏强于生产，我国前期抓产业链修复，优先复工复产推动生产快速回升。
- 但是，若生产持续强于需求，将导致库存（潜在供应量）堆积。
- 下半年生产节奏将逐步回归至正常水平，全年录得小幅正增长是大概率事件。

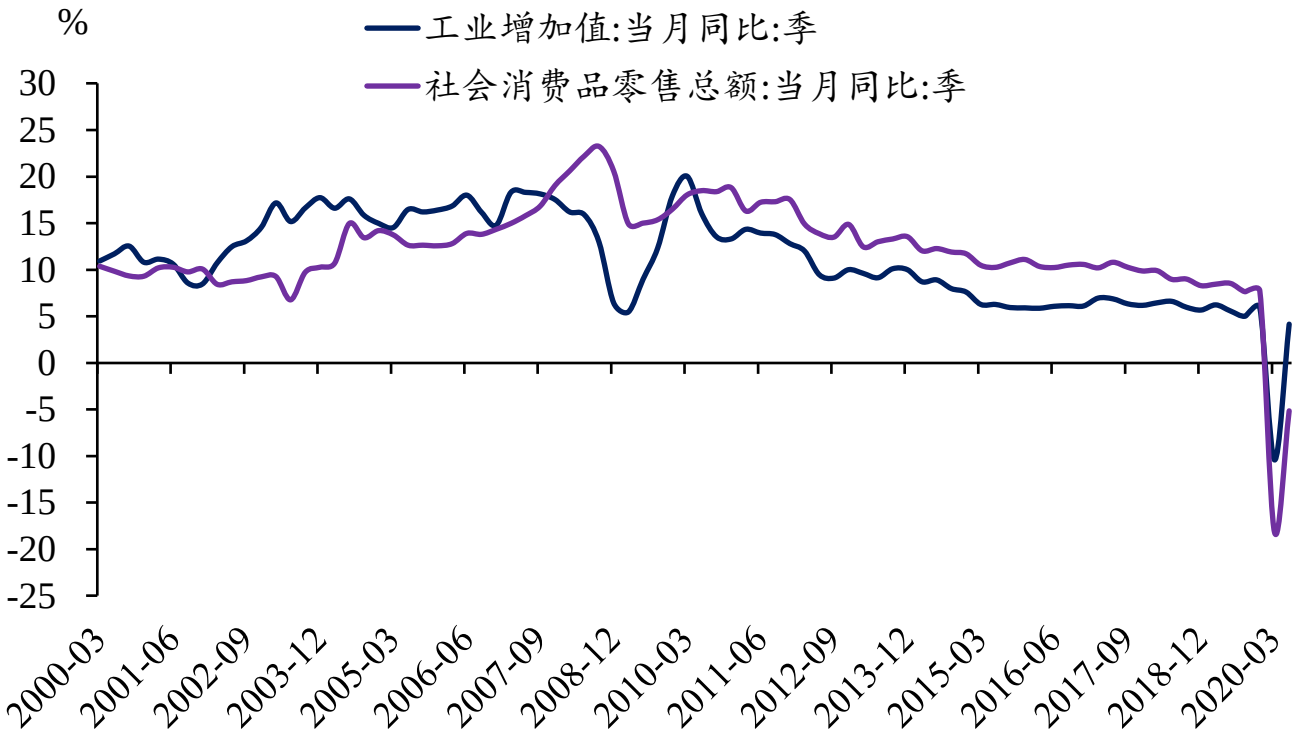
图：若生产持续强于需求，将导致库存堆积



资料来源：Wind，民生证券研究院

- 加入世贸之后至金融危机之前，我国生产增速一直高于社零增速。金融危机之后，我国更加注重内需增长，逐渐向消费驱动转型，社零增速长期高于生产增速。
- 这次疫情的不寻常之处在于：前期海外停工停产，外需韧性超预期，而内需修复明显落后于生产。随着海外复工复产，外需压力可能逐渐显现。
- 目前，社零与工业增加值的缺口仍较大，未来缺口将趋于收窄。

图：社零与工业增加值的缺口将趋于收窄



资料来源：Wind，民生证券研究院

3.2 基建发力：特别国债可对基建贡献约4个百分点

- 1万亿元抗疫特别国债，资金全部转给地方，用于公共卫生等基础设施建设和抗疫相关支出。其中，用于基建项目额度是7000亿元，用于抗疫支出额度是3000亿元。
- 特别国债可做资本金，发挥撬动社会资本的杠杆作用，今年基建投资将成为拉动经济回升的主力，全年增速预计将达到两位数以上。

表：特别国债可对基建贡献约4个百分点，全年基建投资增速将达到两位数以上

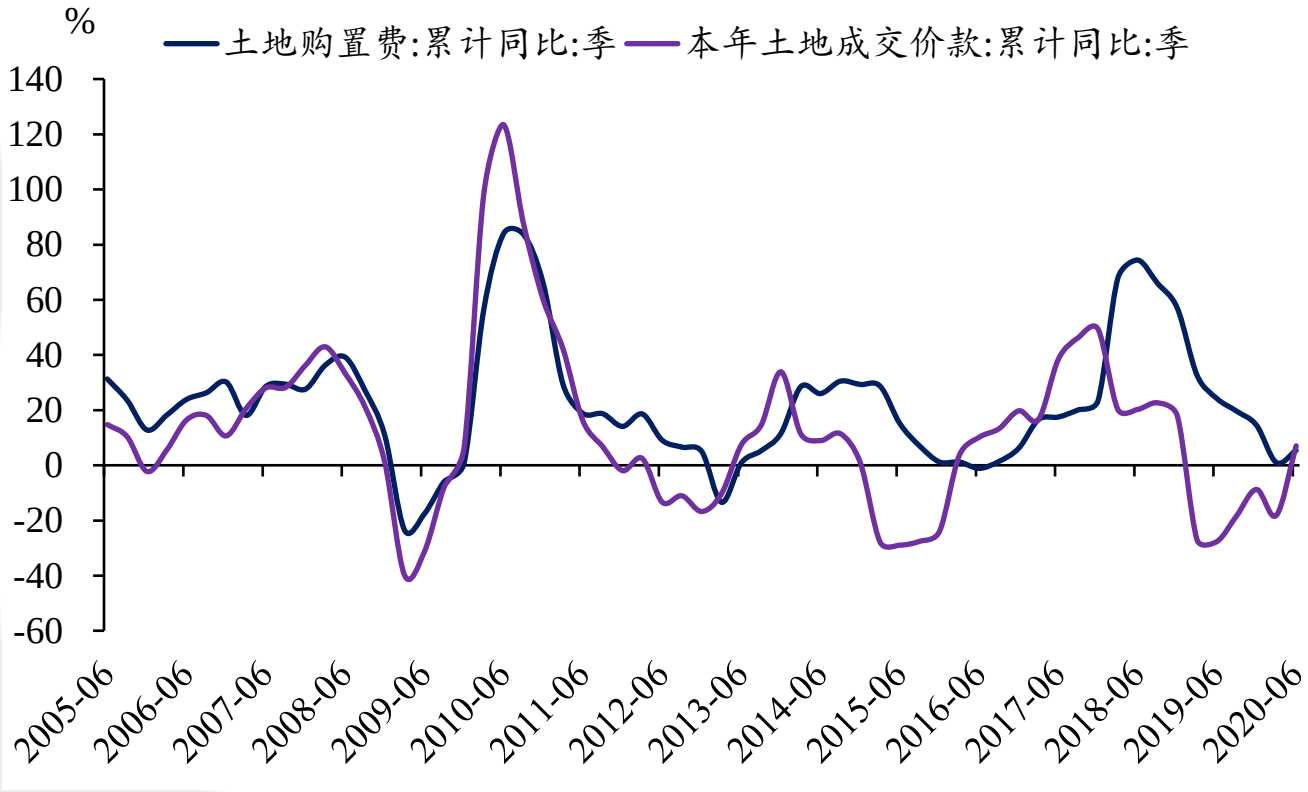
项目	2017	2018	2019	2020（含特别国债）	同比：2018	同比：2019	同比：2020
国家预算内资金(亿元)(1)	24082	26163	28291	29648	8.64%	8.13%	4.80%
国内贷款(亿元)	23398	24802	26787	29465	6.00%	8.00%	10.00%
自筹资金(亿元)(2)	87587	87200	88954	101834	-0.44%	2.01%	14.48%
利用外资(亿元)	460	460	460	460	-	-	-
其他资金(亿元)	14006	14006	14006	14006	-	-	-
应付+结余(亿元)（缺口）	23553	23553	23553	23553	-	-	-
公共财政预算支出(亿元)(3)	37605	40126	44157	47092	6.70%	10.05%	6.65%
基金性预算支出（37%占比）(亿元)(4)	20525	28878	36927	46666	40.70%	27.87%	26.37%
城投债用于基建(亿元)(5)	2435	2331	3434	4524	-4.28%	47.35%	31.73%
剩余资金参与(亿元)(6)	51104	42028	32728	26200	-17.76%	-22.13%	-19.94%
基建投资额(亿元)	173085	176183	182050	198965	1.79%	3.33%	9.29%

	专项债	基建专项债（50%）+7000亿特别国债	补充资本金（20%）	政府覆盖率	拉动投资	拉动增速	最终基建增速
2020专项债资本金政策	37500亿元	25750亿元	5150亿元	51%	4948亿元	2.72%	12.01%

资料来源：Wind，民生证券研究院

- 截至5月，土地成交价款和财政土地出让金累计同比双双转正。5月以来，杭州、北京等一二线城市释放一定数量的优质土地，目的便是稳定土地市场，进而引导房地产市场健康发展。
- 但是，由于2019年土地成交价款大幅负增长和土储棚改专项债项目被剔除，下半年土地购置费仍有压力。如果土地成交无法继续显著回升，预计下半年土地购置费将围绕5%震荡。

图：若土地成交无法继续显著回升，预计下半年土地购置费将围绕5%震荡

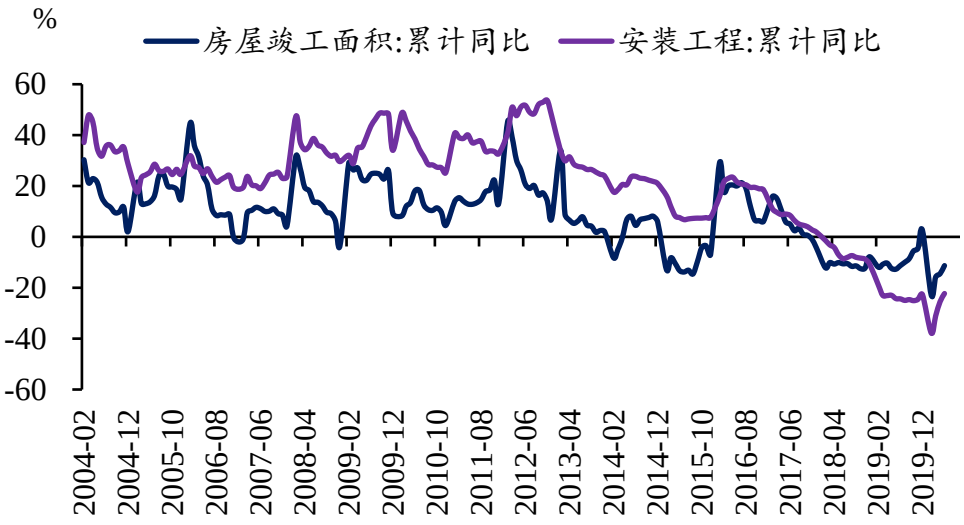


资料来源：Wind，民生证券研究院

3.3 房地产投资：“销售-新开工-施工“链条决定建筑工程

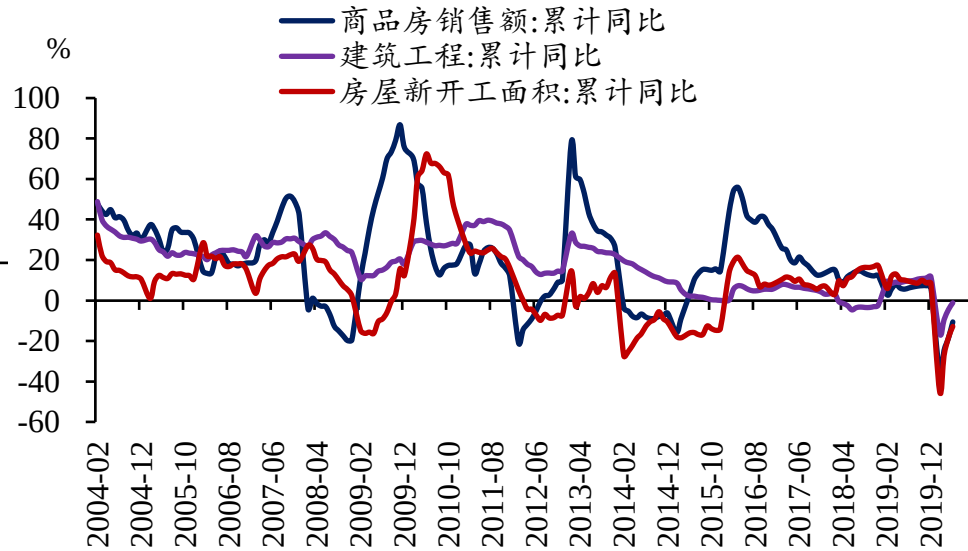
- 考虑到新开工到竣工的2-3年时滞，2017年下半年至2019年年初的新开工面积将会促进竣工增速在未来一段时间内继续回升。但是，2019年竣工回升并未明显带动安装工程回升。如果今年竣工转正至5%，安装工程增速可能回升至-10%左右。
- 2017年下半年至2019年的新开工增速同时将支撑2020年施工面积和建筑工程增速。对于房地产开工来说，销售端不只影响新开工面积，而且也会影响停工。如果销售额增速回归至零，建筑工程可能回落至5%左右。
- 基于2019年权重，预计2020年房地产投资累计同比在4%左右。

图：竣工影响安装工程



资料来源：Wind，民生证券研究院

图：“销售-新开工-施工“链条决定建筑工程

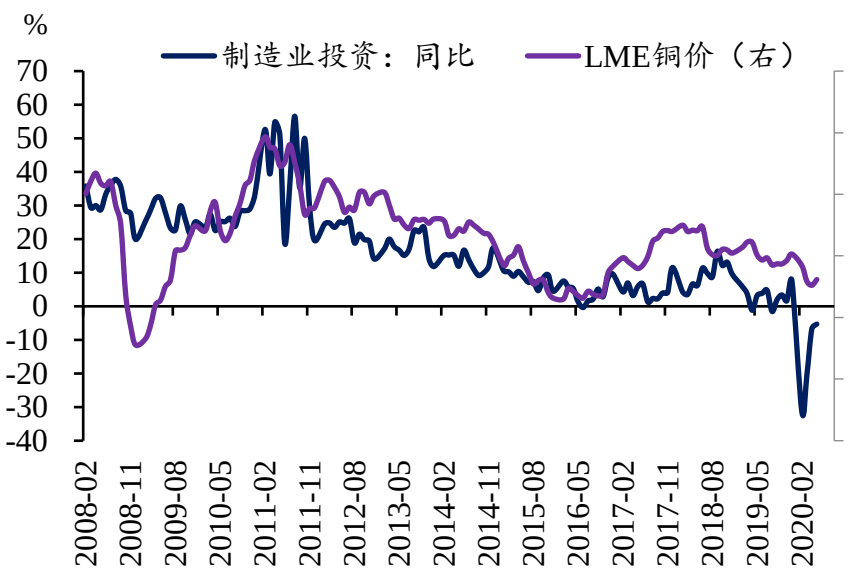


资料来源：Wind，民生证券研究院

3.4 制造业投资：价格对整体制造业不利，产业结构分化凸显

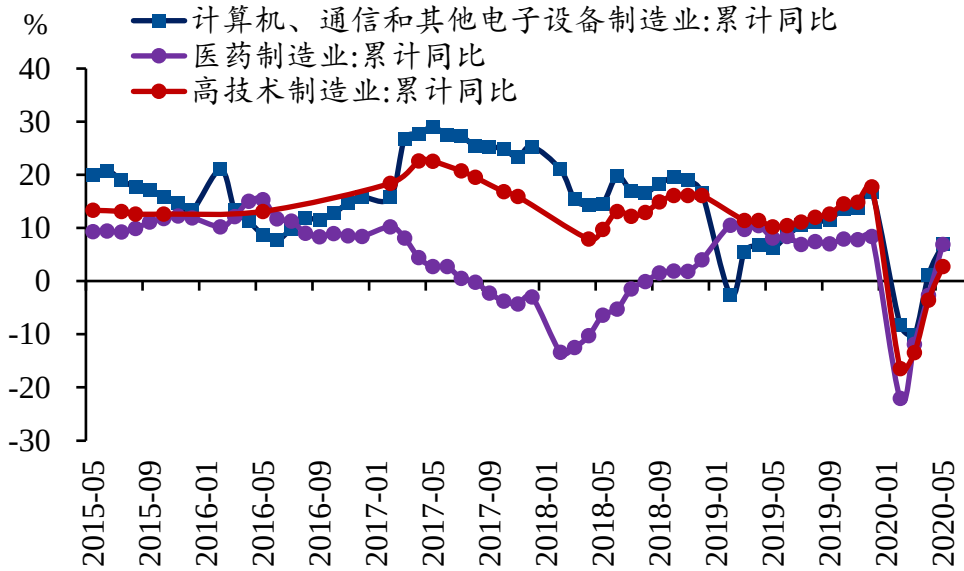
- LME铜价对制造业投资具有指示作用。虽然经济处于复苏期，但是铜价的疲软反弹表明制造业投资仅处于修复状态，强投资周期尚未看到。按照季节性环比预测，全年制造业投资增速小幅负增长（-3%）便是胜利。未来的产业升级逻辑较为确定，即将出台的“十四五”战略规划可能会进一步向高技术制造业倾斜。
- 截至5月，28个制造业中仅有5个行业（均为高技术产业）投资增速为正，一共有22个制造业产业投资处于两位数的负增长。

图：LME铜价对制造业投资具有指示作用



资料来源：Wind，民生证券研究院

图：高技术产业领跑制造业投资

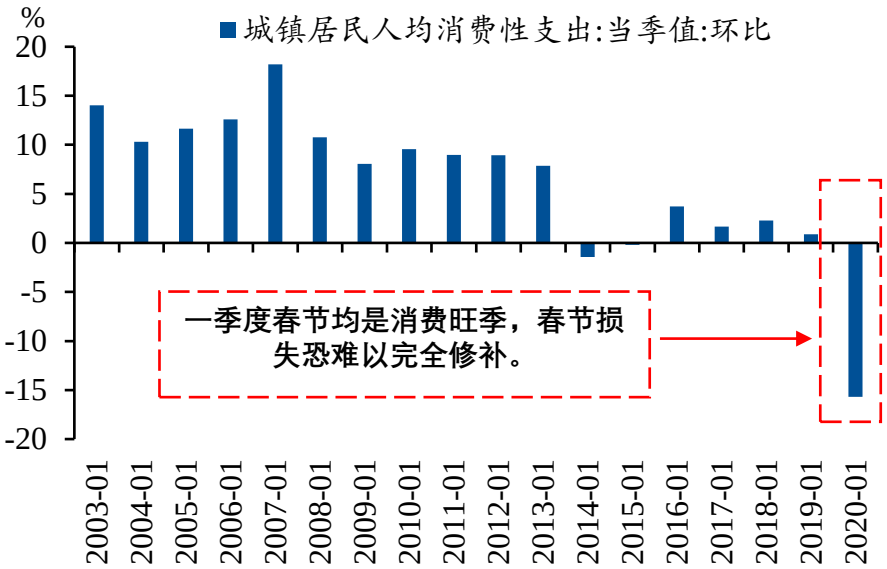


资料来源：Wind，民生证券研究院

3.5 消费：政策支持决定下限，居民收入决定上限

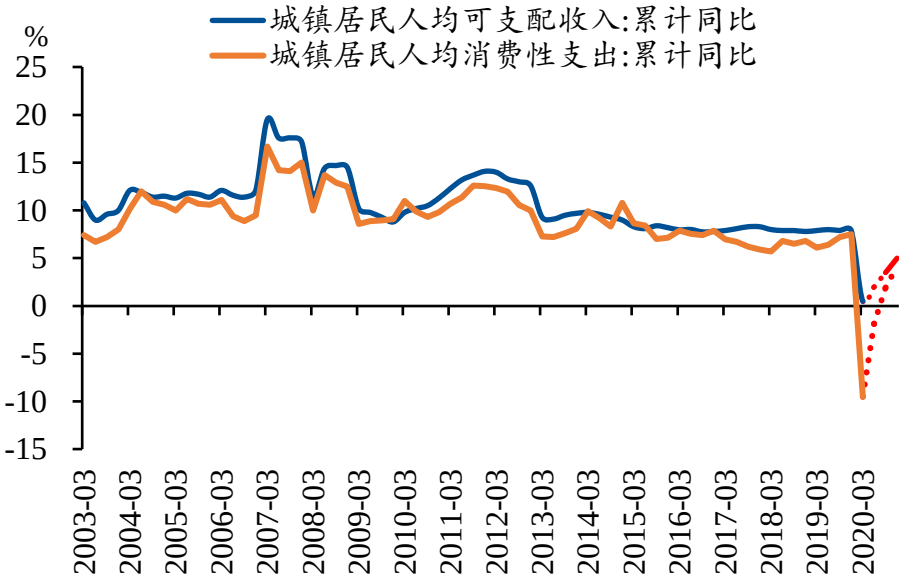
- 2020年一季度居民消费支出环比下跌创纪录。就业压力和财政隐藏的5%左右名义GDP意味着今年居民收入增速可能也在5%左右。考虑到居民的储蓄偏好，消费支出难以高于收入，预计增速在4%左右。
- 保就业是今年政策的核心目标。“授人以鱼不如授人以渔”，消费券、家电下乡和补贴等财政政策存在持续短和成本高的问题，难以直接创造就业机会。近期，抗疫特别国债明确投向基建投资。由此，公共消费总体上定调为投资性消费。

图：2020年一季度居民消费支出环比下跌创纪录



资料来源：Wind，民生证券研究院

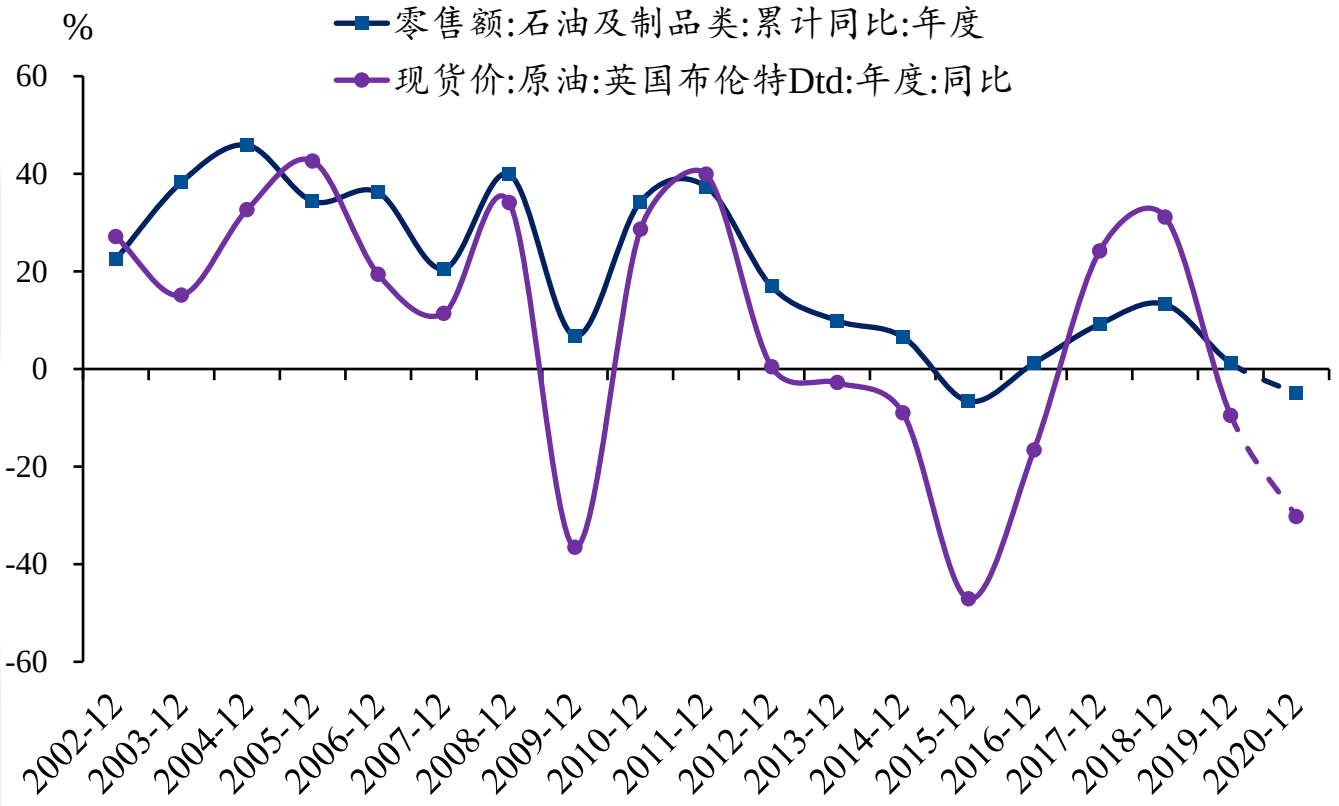
图：居民收入增速决定消费支出增速上限



资料来源：Wind，民生证券研究院

从5月社零数据内部分项来看，部分消费已经接近正常水平。汽车销售从去年的拖累项变为今年的拉动项，但餐饮、珠宝和石油类消费仍为拖累项。

图：石油类消费仍为消费拖累项



资料来源：Wind，民生证券研究院

3.6 贸易：全球贸易难言乐观，中国可能难以独善其身

根据4月WTO的预测，乐观情况下，2020年全球贸易萎缩12.9%，亚洲进出口分别下降11.8%和13.5%；悲观情况下，2020年全球贸易萎缩31.9%，亚洲进出口分别下降31.5%和36.2%。因而，在WTO眼中，我国今年进出口规模下降10%已经是超预期表现。

表：WTO对全球贸易的预测（2020年4月）

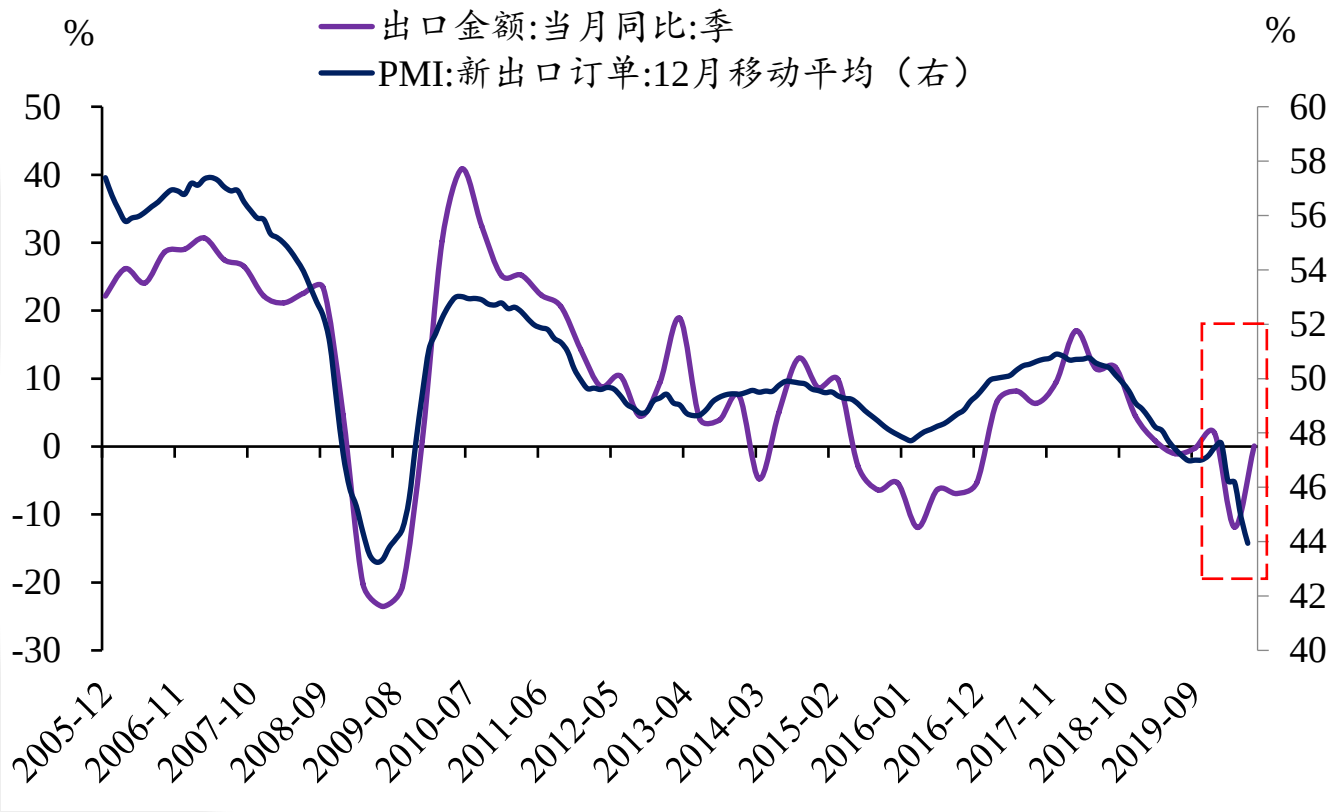
单位（%）	历史数据		乐观情况		悲观情况	
	2018	2019	2020	2021	2020	2021
全球	2.9	-0.1	-12.9	21.3	-31.9	24.0
出口						
北美	3.8	1.0	-17.1	23.7	-40.9	19.3
中南美	0.1	-2.2	-12.9	18.6	-31.3	14.3
欧洲	2.0	0.1	-12.2	20.5	-32.8	22.7
亚洲	3.7	0.9	-13.5	24.9	-36.2	36.1
其他	0.7	-2.9	-8.0	8.6	-8.0	9.3
进口						
北美	5.2	-0.4	-14.5	27.3	-33.8	29.5
中南美	5.3	-2.1	-22.2	23.2	-43.8	19.5
欧洲	1.5	0.5	-10.3	19.9	-28.9	24.5
亚洲	4.9	-0.6	-11.8	23.1	-31.5	25.1
其他	0.3	1.5	-10.0	13.6	-22.6	18.0

资料来源：WTO，民生证券研究院

3.6 贸易：外需压力恐在三季度开始显现

- 上半年出口超预期的主要原因之一是海外停工停产提升了我国外需的需求量。
- PMI新出口订单仍处于收缩区间，外需压力并未解除。

图：PMI新出口订单仍处于收缩区间，外需压力并未解除

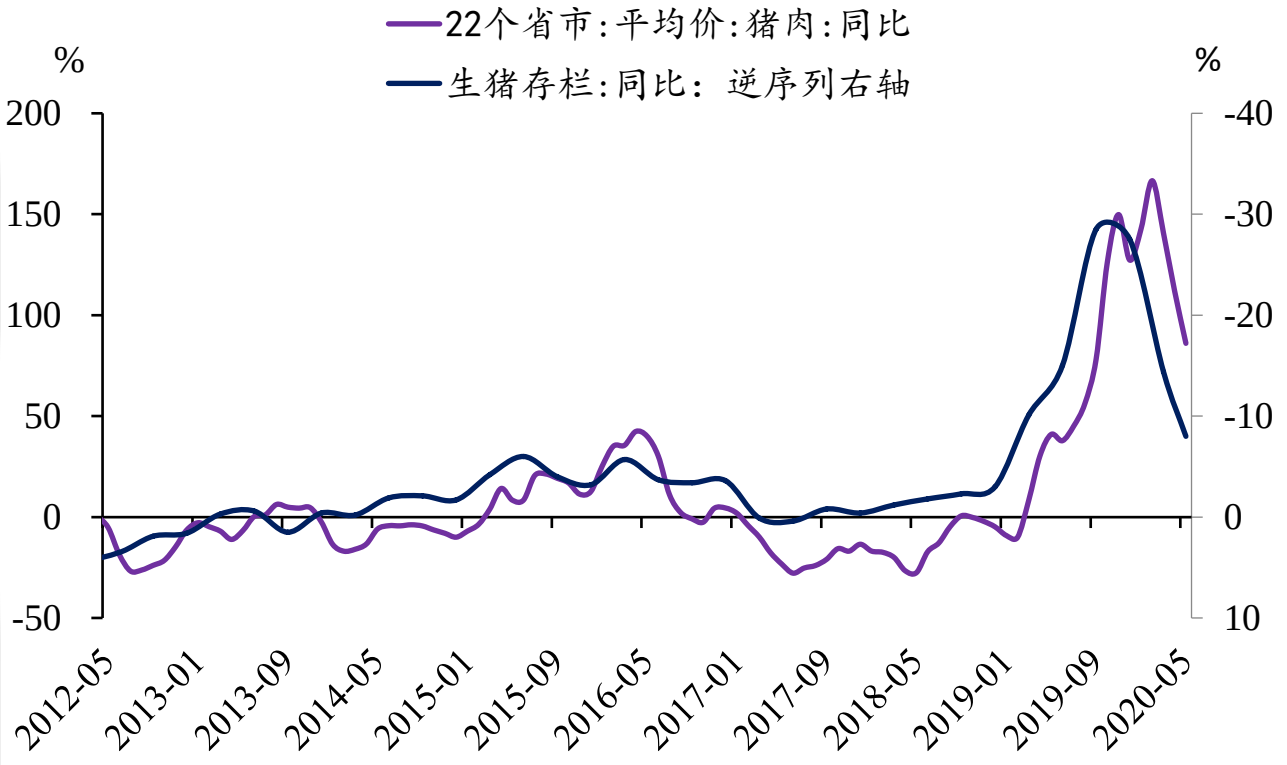


资料来源：Wind，民生证券研究院

3.7 通胀：下半年猪肉价格预计继续回落

生猪存栏量是猪肉价格领先指标，领先时间大约为六个月，由于春节期间生猪出栏受阻、政策支持生猪养殖、猪瘟疫苗研发成功等因素的利好，生猪快速补栏。从供给端来看，下半年猪肉价格预计继续回落。

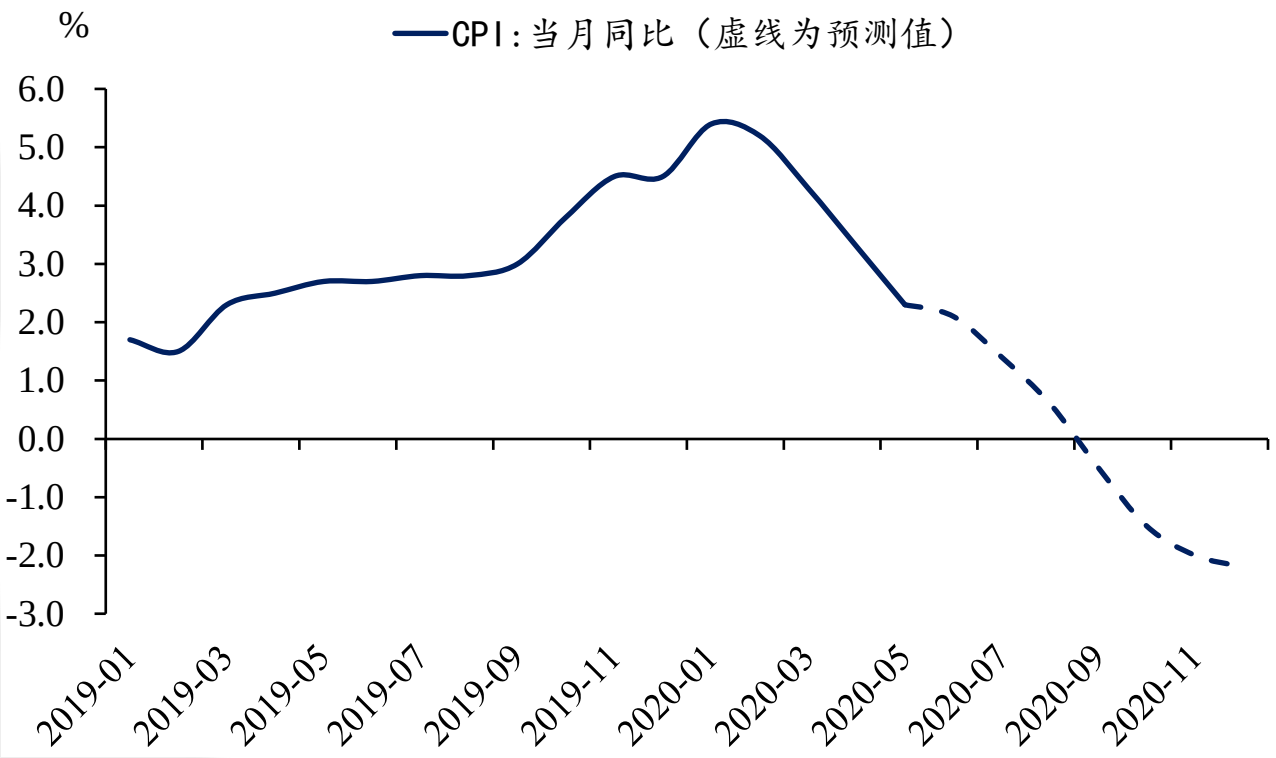
图：下半年猪肉价格预计继续回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

猪肉价格将快速回落，带动CPI快速下行，叠加去年同期基数较高，今年下半年CPI可能滑落至负区间。

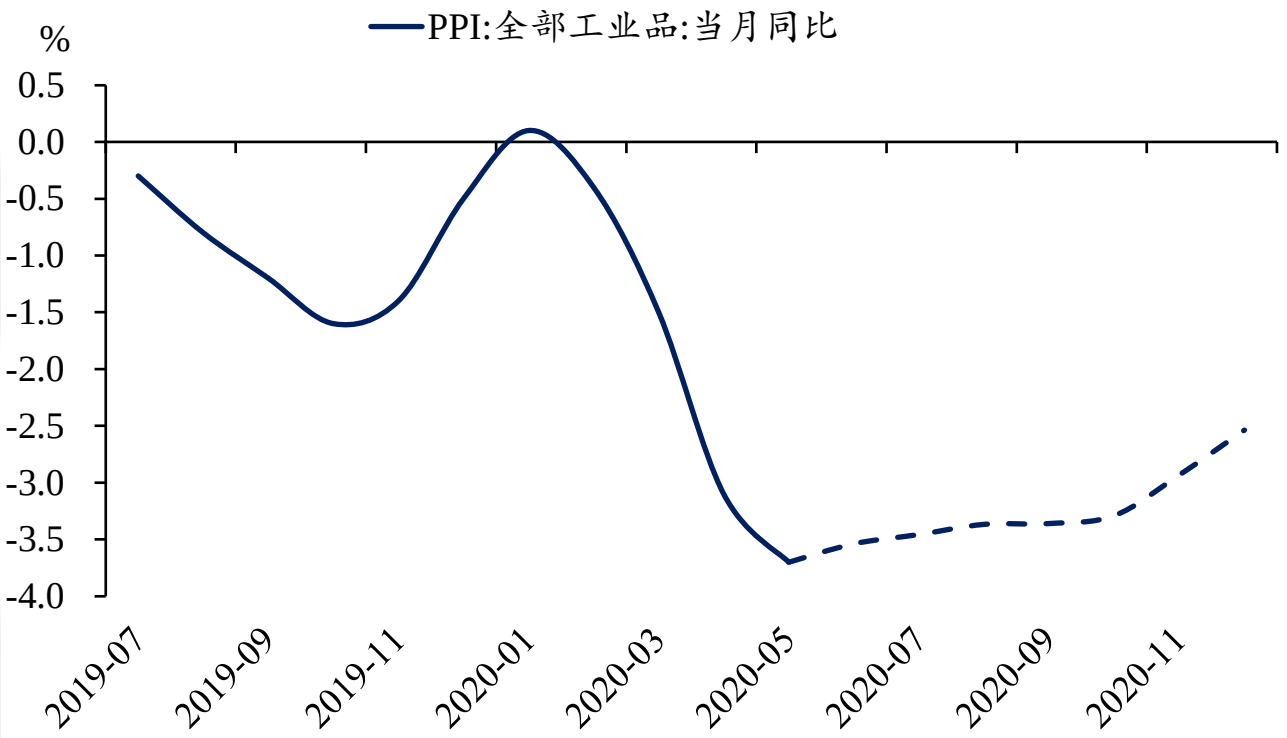
图：今年下半年CPI可能滑落至负区间



资料来源：Wind，民生证券研究院

三季度预计外需仍然低迷，工业领域仍处于供过于求的状态，PPI或仍保持低位；四季度预计需求将逐渐反弹，但仍处于负区间。

图：今年下半年PPI预计仍保持低位

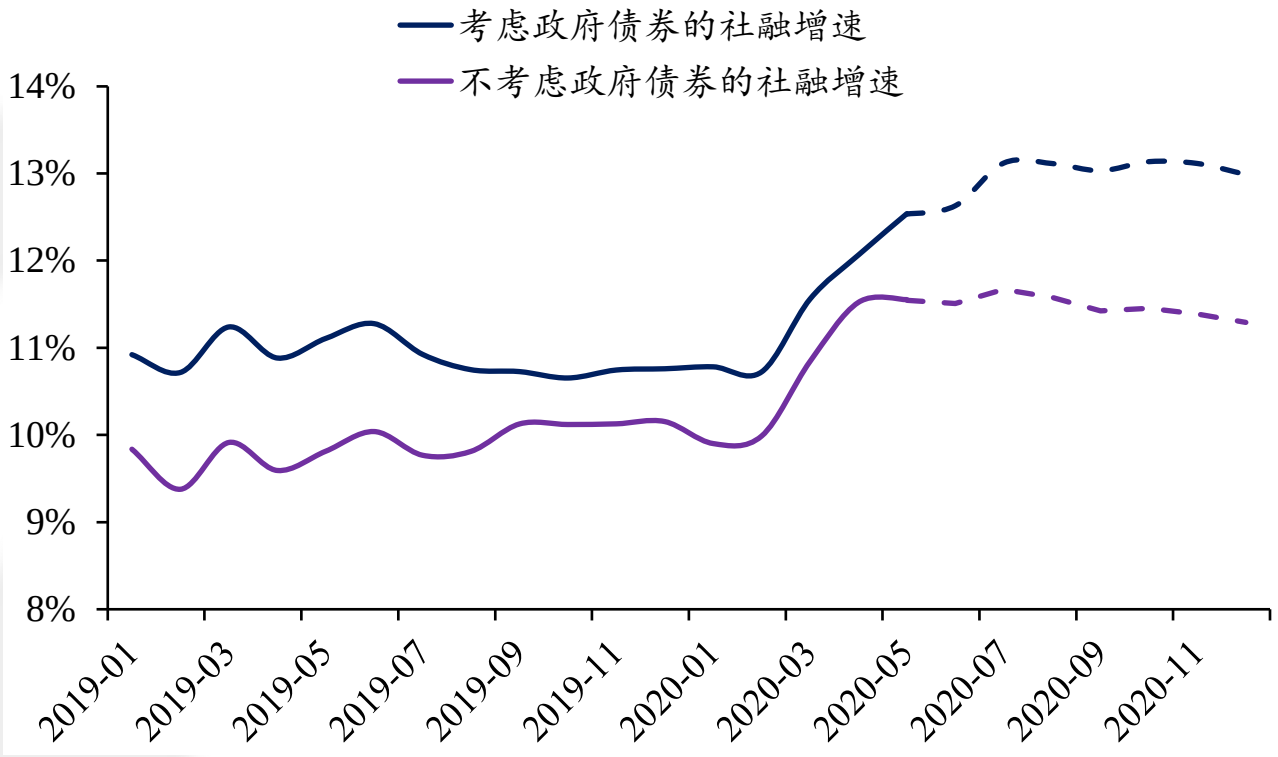


资料来源：Wind，民生证券研究院

3.8 社融：预计下半年社融增速平稳中略有回落

- 易纲行长在陆家嘴论坛发言：今年全年人民币贷款增量将近20万亿，社融全年增量高于30万亿。
- 据此测算，今年人民币贷款增速约为13%，社融增速不低于12%。不考虑政府债券的情况下，下半年社融增速预计将有所回落。

图：预计下半年社融增速平稳中略有回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

3.9 小结：主要经济指标预测

表: 主要经济指标预测

经济指标	2020F	2019	2020Q4F	2020Q3F	2020Q2F	2020Q1
实际GDP（%，同比）	2.1	6.1	6.3	5.6	1.9	-6.8
名义GDP（%，同比）	3.2	7.8	7.4	6.6	2.8	-5.3
工业增加值（%，同比）	2.2	5.7	5.8	5.5	4.5	-8.4
社会消费品零售（%，同比）	2.1	8.0	12.0	10.5	-1.7	-19.0
固定资产投资（%，累计同比）	4.3	5.4	4.3	0.4	-4.7	-16.1
房地产投资（%，累计同比）	4.0	9.9	4.0	2.0	0.0	-7.7
基建投资（%，累计同比）	12.0	3.3	12.0	6.0	0.5	-16.4
制造业投资（%，累计同比）	-3.0	3.1	-3.0	-5.9	-12.3	-25.2
出口（美元）（%，同比）	-10.0	0.5	-9.8	-11.0	-5.5	-13.3
进口（美元）（%，同比）	-11.0	-2.8	-16.0	-10.0	-15.5	-2.9
M2（%，同比）	11.5	8.7	11.7	11.9	11.2	9.1
社融存量（%，同比）	13.0	10.7	13.1	13.1	12.4	11.0
人民币贷款余额（%，同比）	13.0	12.3	13.1	13.3	13.2	12.3
CPI（%，同比）	1.5	2.9	-1.9	0.5	2.6	5.0
PPI（%，同比）	-2.6	-0.3	-2.9	-3.4	-3.4	-0.6

资料来源：民生证券研究院

1. 疫情冲击：经济走出低点走上复苏道路

2. 政策取向：货币财政政策靶向性将提升

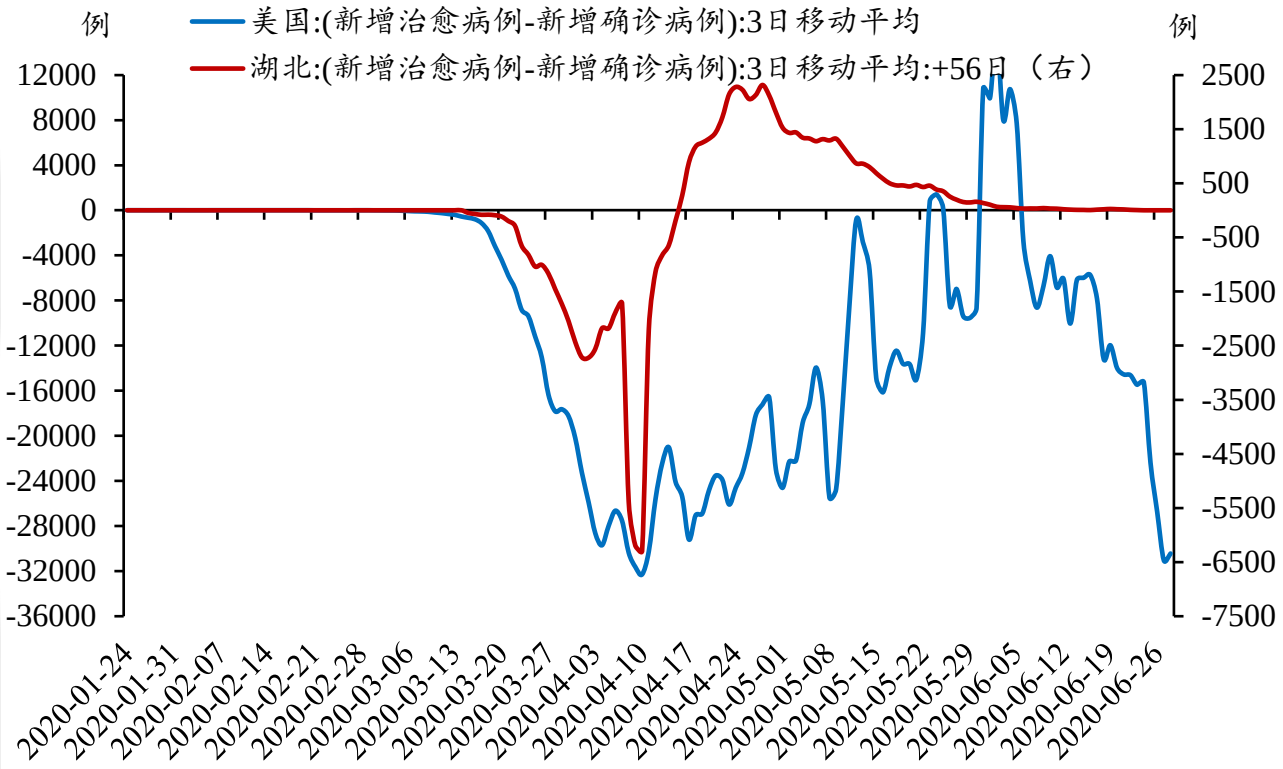
3. 复苏节奏：主要指标呈现稳步复苏特征

4. 全球对比：中国经济的相对优势将凸显

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

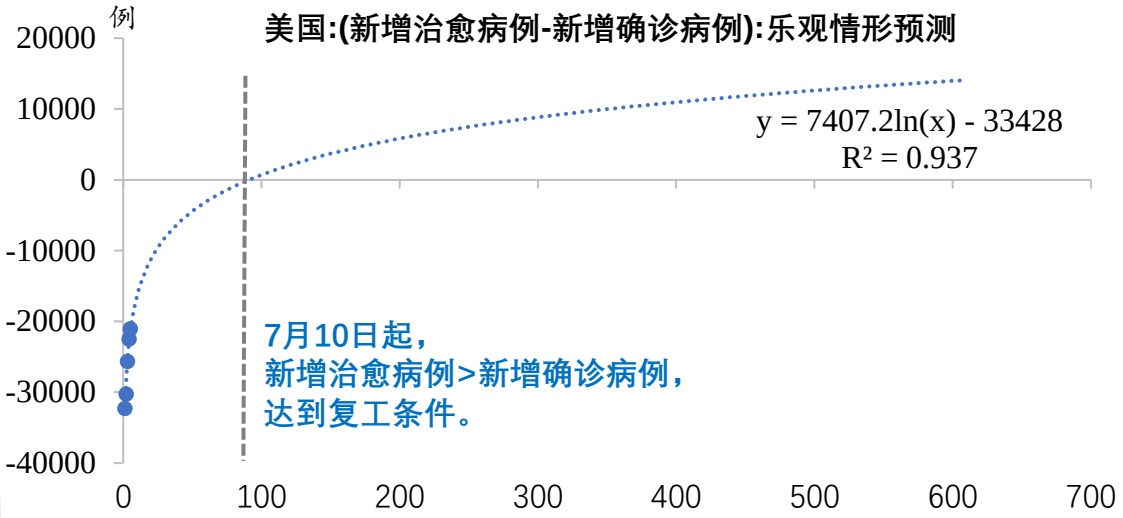
美国疫情近日有所反弹，目前每日新增确诊病例超过4万例，甚至5万例。
“新增治愈病例-新增确诊病例”近日急转直下，转正仍需时日。

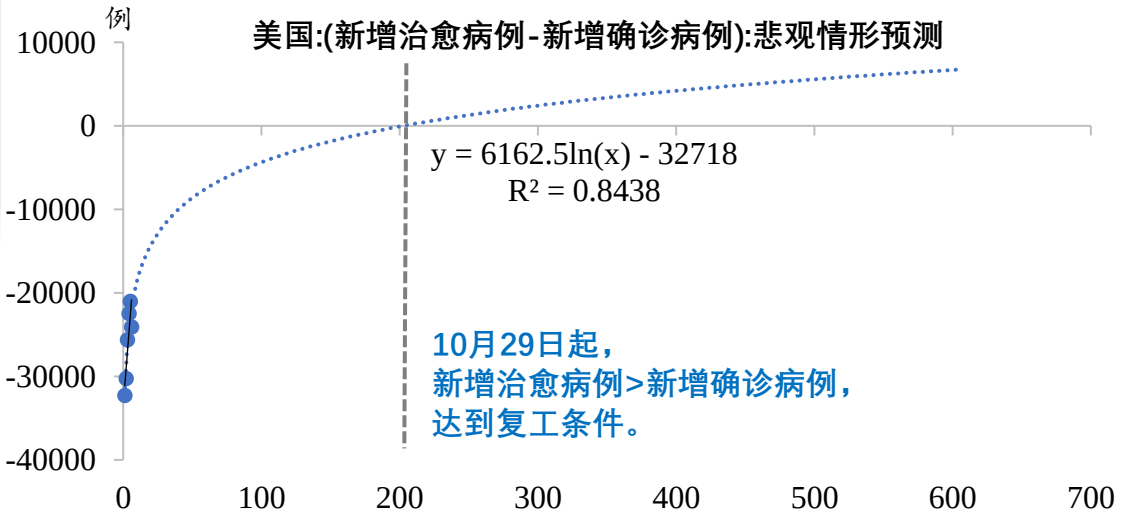
图: 湖北与美国“新增治愈-新增确诊”走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

- 我们对（新增治愈病例-新增确诊病例）进行3日移动平均处理，以图过滤掉数据单日的异常波动。
- 平滑处理后，（新增治愈病例-新增确诊病例）的极小值出现在4月10日，记该日为t=1。
- 乐观情形下，t=92，即7月10日时，新增治愈病例>新增确诊病例，存量拐点出现。
- 悲观情形下，t=203，即10月29日时，新增治愈病例>新增确诊病例，存量拐点出现。

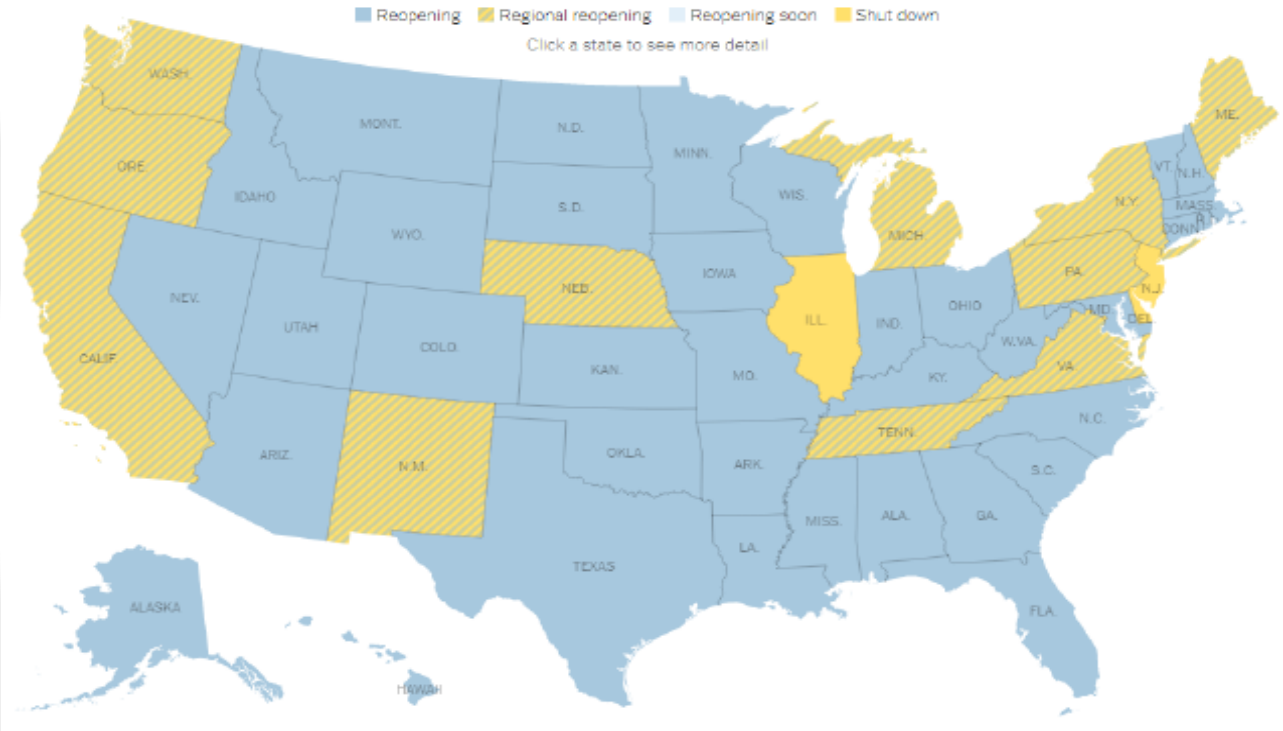




资料来源：民生证券研究院

民主党和共和党在防疫和复工政策上截然不同，民主党主张优先防疫，因此出台严格禁足令，并延迟复工；共和党主张优先保经济，因此疫情管制较松，复工更加激进。

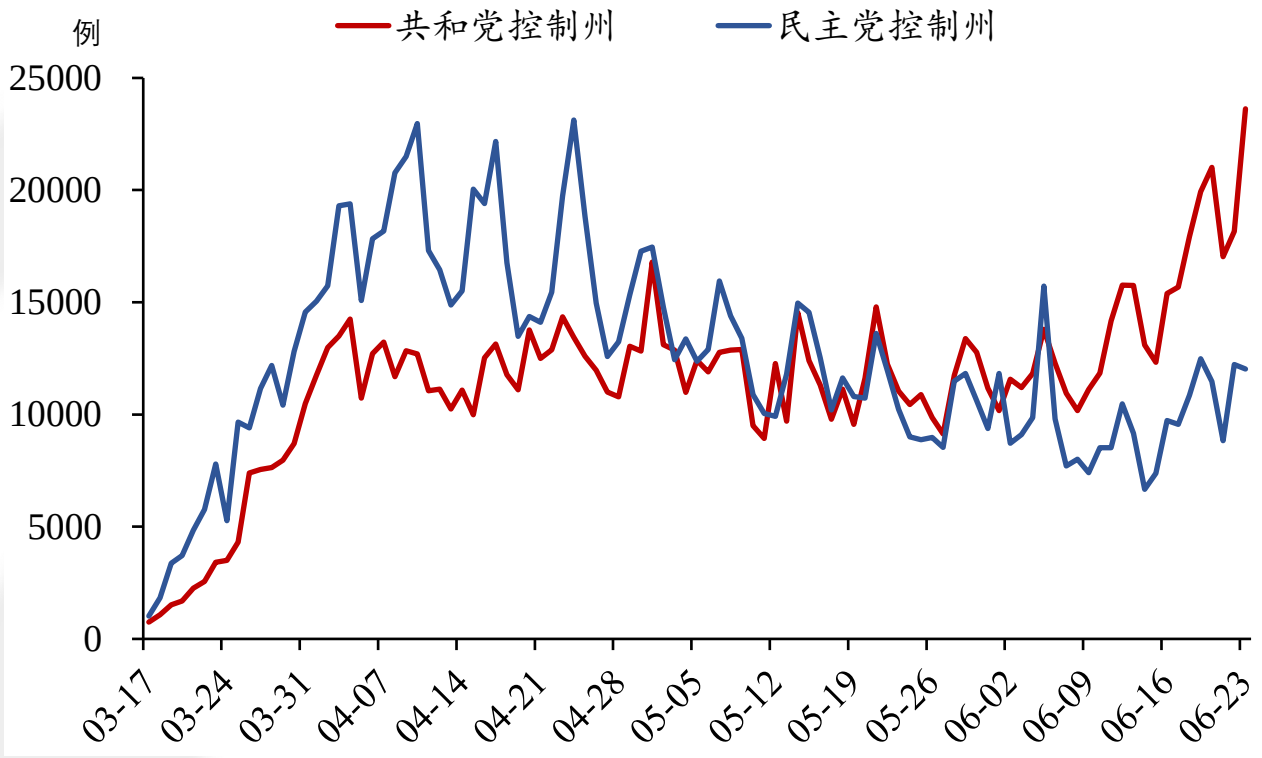
图: 民主党州和共和党州复工进展差异很大



资料来源：纽约时报，民生证券研究院

- 由于民主党州防疫力度明显强于共和党州，且普遍采取延迟复工的政策，4月以来民主党州每日新增确诊病例逐渐下降，疫情已得到初步控制。
- 而共和党州每日新增确诊病例逐日上升，在总人口仅为民主党州一半的情况下，每日新增确诊已超过民主党州。

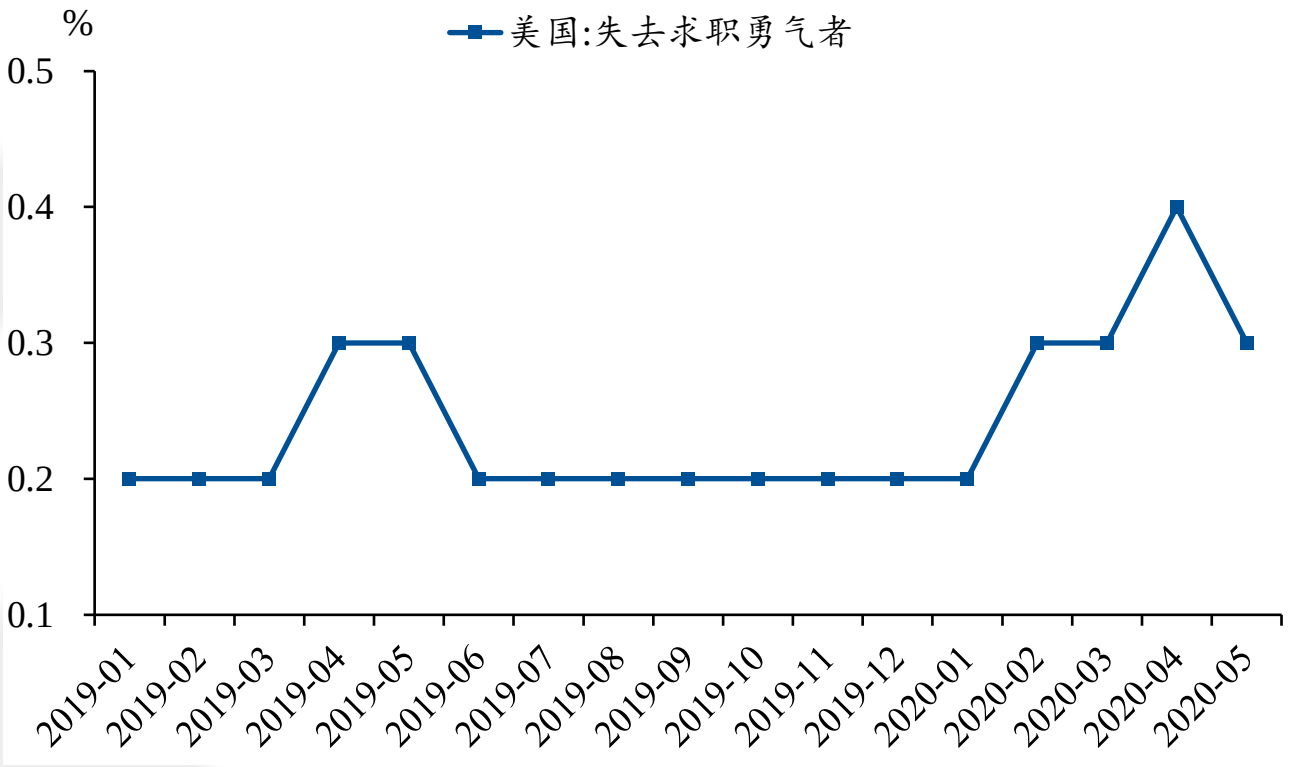
图: 共和党州每日新增确诊已超过民主党州



资料来源：Wind，民生证券研究院

失去求职勇气者，即认为在现有经济环境中找不到合适工作的劳动者。
2020年4月，美国放弃求职者比例为0.4%，较疫情发生前的0.2%翻了一倍。5月该比例为0.3%。

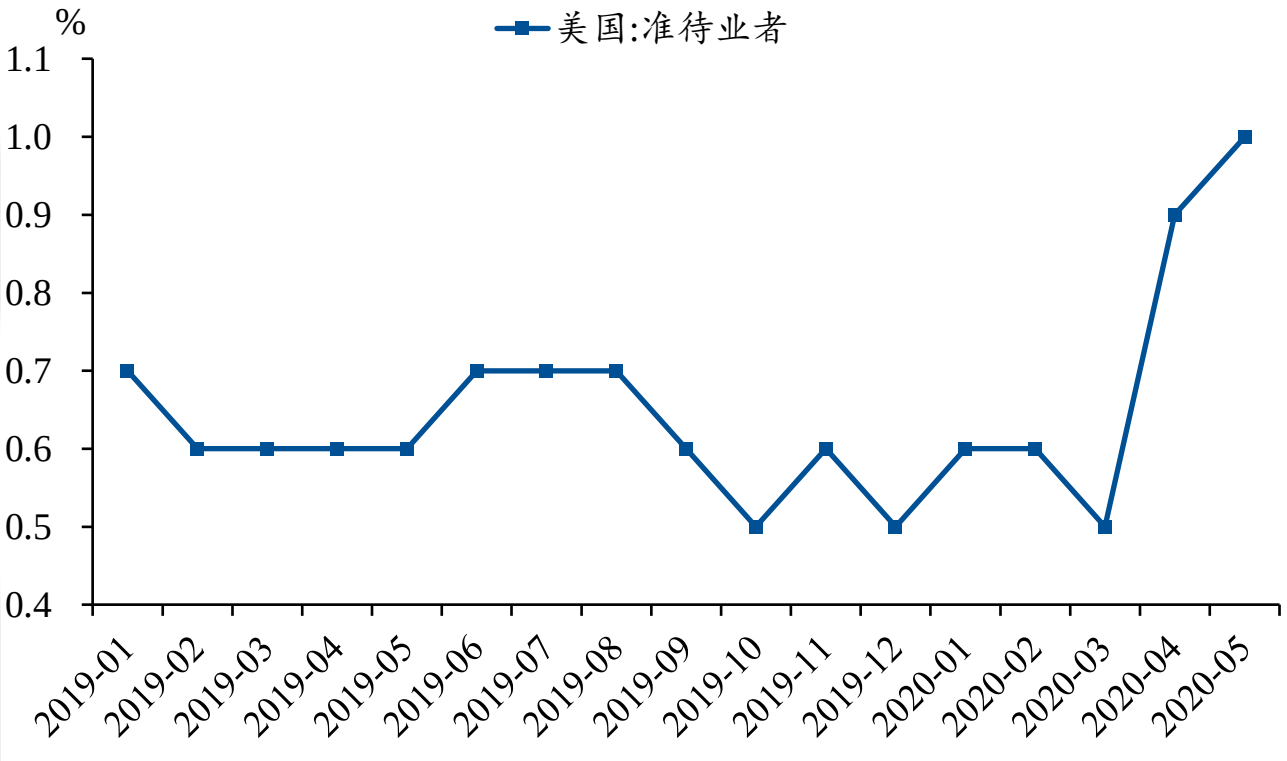
图: 疫情爆发后美国放弃求职者倍增



资料来源：美国劳工部，民生证券研究院

准待业者，即有意愿且有能力工作，但因各种原因近期没有积极寻找工作的劳动者。2020年5月，美国准待业者比例为1%，较疫情发生前的0.6%上升67%。

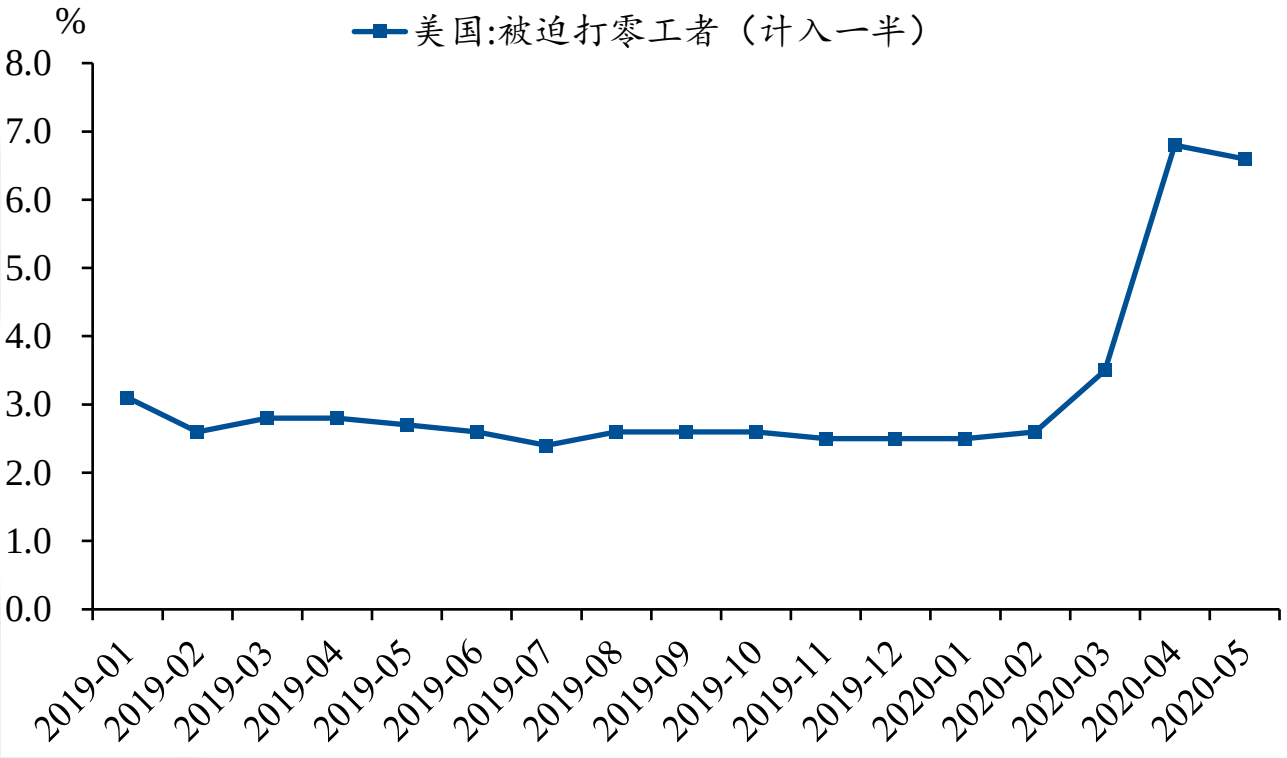
图: 疫情爆发后美国准待业者大幅上升



资料来源：美国劳工部，民生证券研究院

被迫打零工者，即希望寻找全职工作，但因各种原因找不到全职工作，故而只能打零工的劳动者。2020年4月，美国被迫打零工者（计入一半）比例为6.8%，较疫情发生前的2.5%上升1.7倍。5月该比例为6.6%。

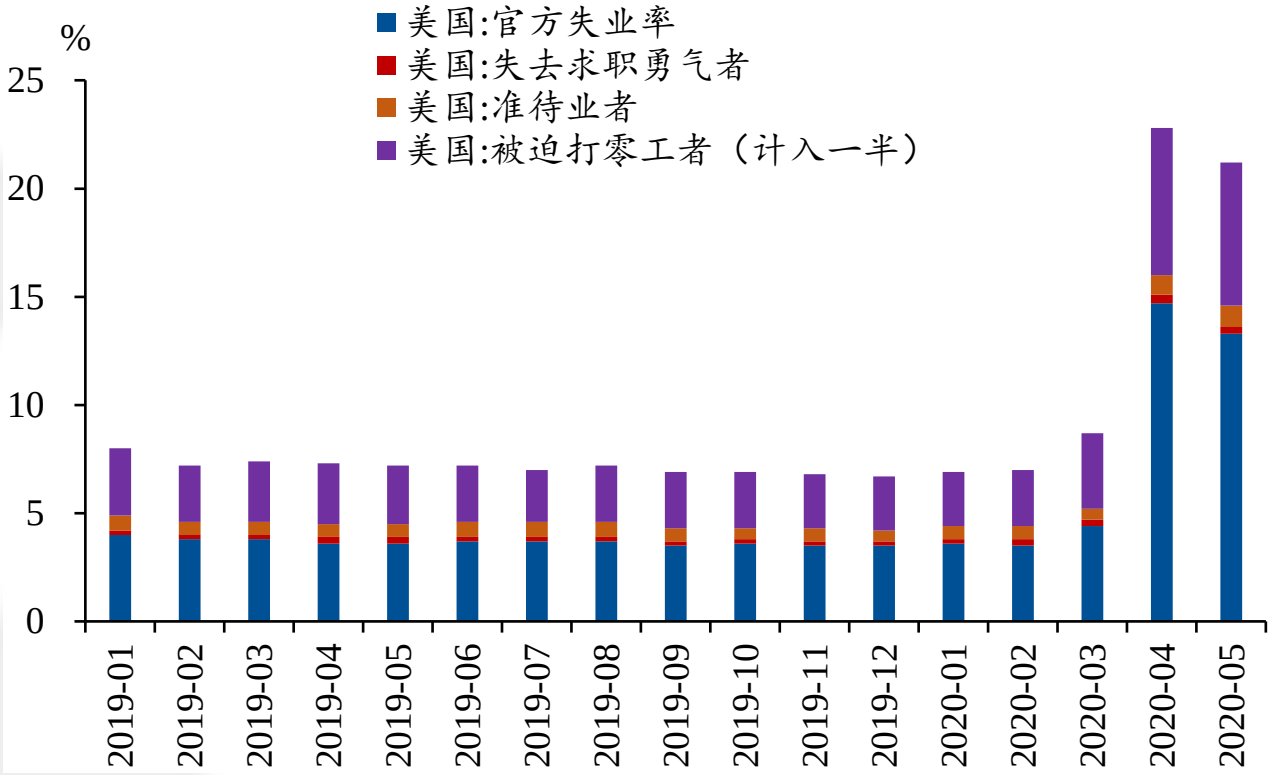
图: 疫情爆发后美国被迫打零工者大幅上升



资料来源：美国劳工部，民生证券研究院

2020年5月，美国官方失业率为13.3%，较疫情发生前上升了9.8个百分点。
与之相比，美国全口径失业率为21.2%，较疫情发生前上升了14.2个百分点。

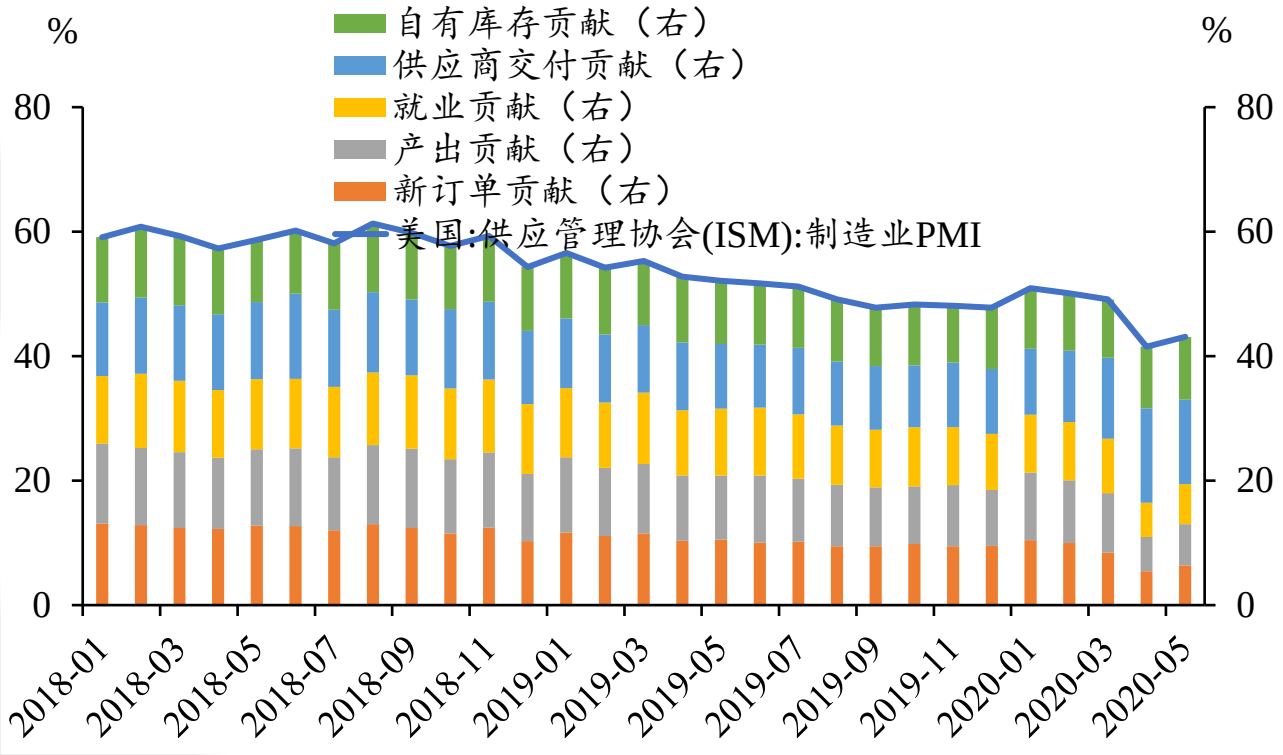
图: 疫情爆发后美国全口径失业率涨幅远超官方失业率涨幅



资料来源：美国劳工部，民生证券研究院

今年2-4月，美国制造业PMI连续3个月下降，从1月的50.9%降至4月的41.5%。
其中，新订单、产出、就业贡献不断下降；供应商交付、自有库存的贡献反而上升。

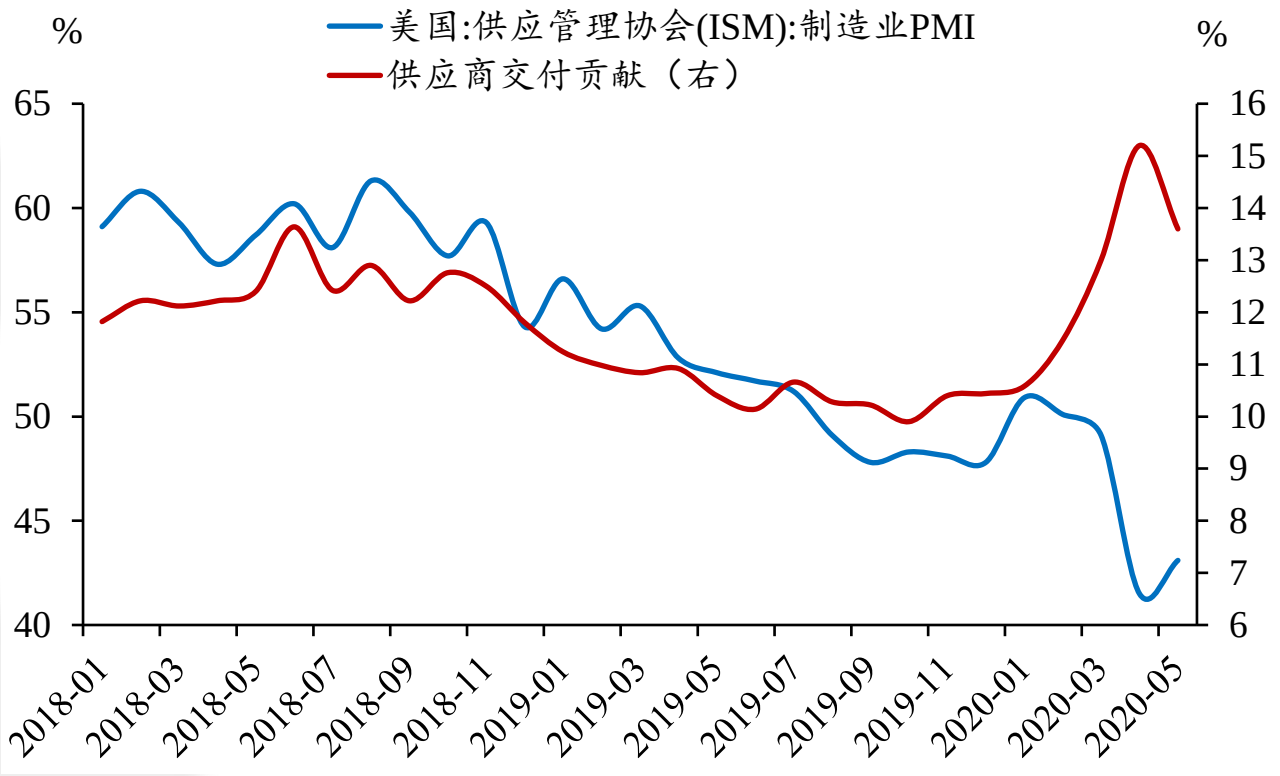
图: 美国制造业PMI各分项的贡献拆解



资料来源：Wind，民生证券研究院

2020年4-5月，供应商交付对PMI的贡献相较于2月上升了2.94个百分点。
统计上，供应商交付时间延长=供应商交付贡献上升。
一般情况下，供应商交付时间延长，反映制造业对上游需求增强；
但疫情背景下，供应商交付时间延长，源于停工停产，并不反映制造业对上游需求增强。

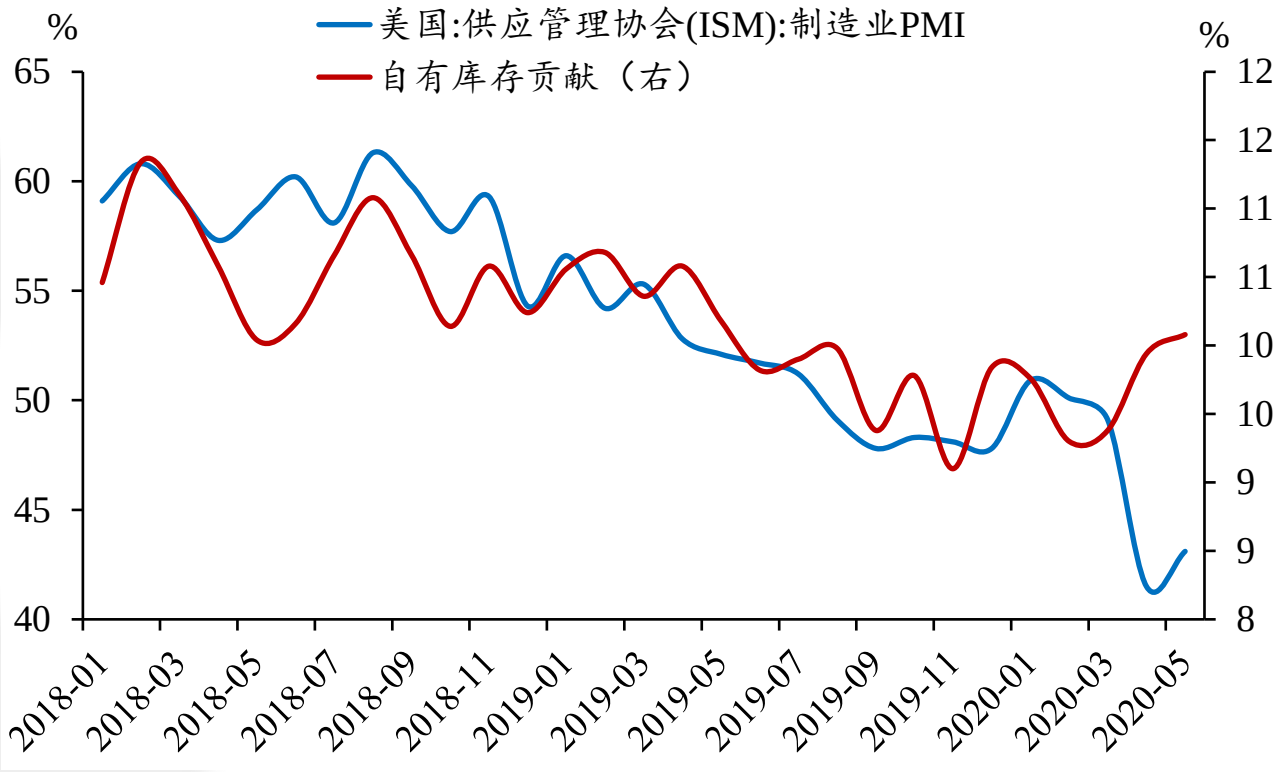
图: 疫情背景下，供应商交付变动扭曲了制造业景气的真实表现



资料来源：Wind，民生证券研究院

2020年4-5月，自有库存对PMI的贡献相较于2月上升了0.71个百分点。
统计上，自有库存增加=自有库存贡献上升。
一般情况下，自有库存增加，反映制造业生产意愿增强；
但疫情背景下，自有库存增加，源于被动积压，并不反映制造业生产意愿增强。

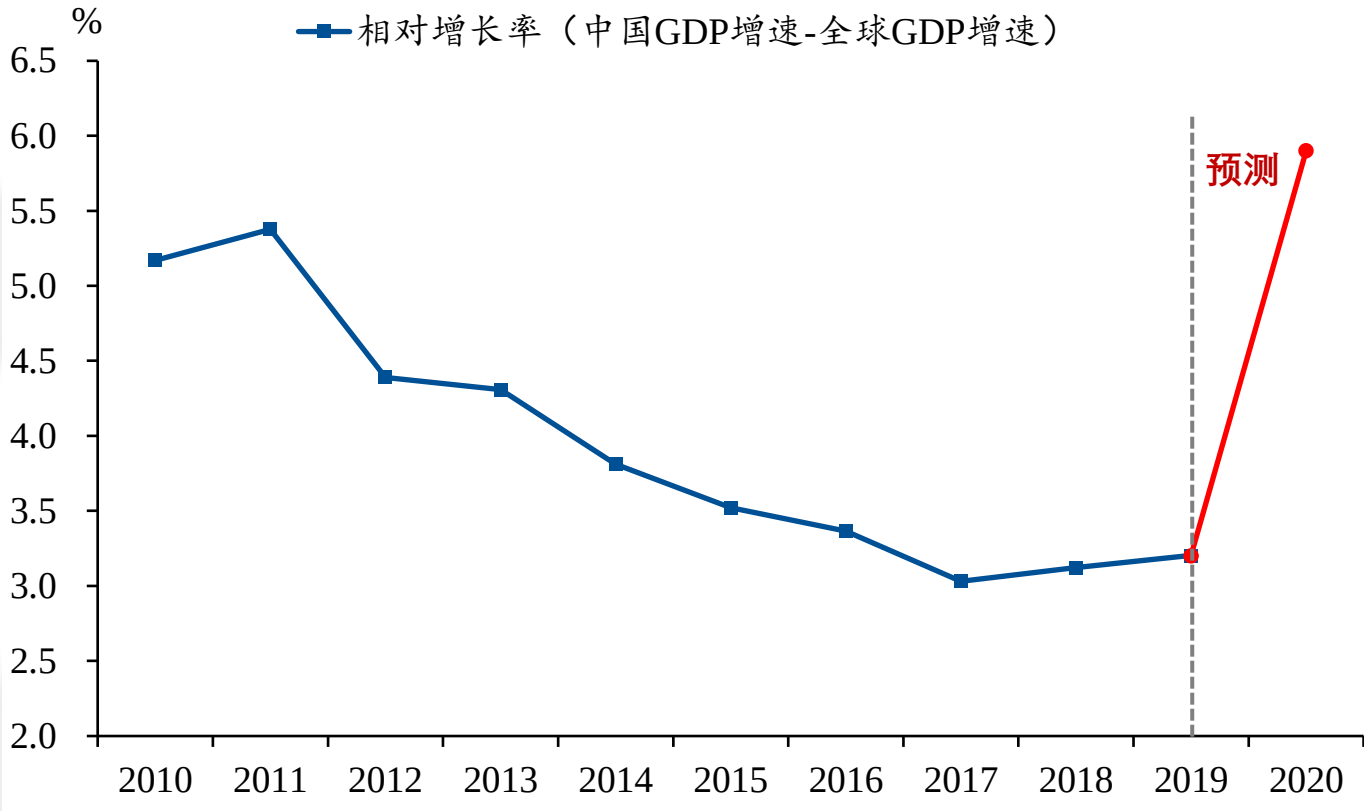
图: 疫情背景下，自有库存变动也扭曲了制造业景气的真实表现



资料来源：Wind，民生证券研究院

- 中国最早遭受疫情冲击，也将最早摆脱疫情影响。
- 从相对增长率（中国GDP增速-全球GDP增速）看，过去四年都维持在3.1%-3.4%之间，2020年有望大幅提高至5%以上，中国资产投资价值凸显。

图: 中国经济相对增长率有望明显提高



资料来源：Wind，民生证券研究院

- **解运亮，首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。**

曾供职于中国人民银行货币政策司，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。曾获中国人民银行重点研究课题一等奖。

- **付万丛，宏观研究助理，美国雪城大学经济学博士。**

2019年加盟民生证券研究院。擅长国内外经济分析。

分析师承诺：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明：

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。