“疫”浪淘沙：下半年宏观十大判断

2020 年 06 月 27 日

观点

- **判断一：美欧分化再加剧。**由于在经济内在动能和政策刺激空间上的差异，下半年美国经济有望超预期反弹，而欧洲经济则仍将艰难应对增长乏力的局面；美欧分化的加剧也将成为全球资产配置的一大宏观主题。
- **判断二：新兴市场风险频出。**由于在政策协调和疫情检测上的双重匮乏，新兴市场属于最难走出疫情的一类经济体；尤其是巴西、南非、土耳其，正越来越面临着政策的约束和资金外流的压力，很可能陷入危机模式。
- **判断三：美股再创新高。**弹性计算表明美联储此轮放水向股市的传导依然是全球最好的，下半年美联储的继续扩表、财政刺激的加码，加上经济的超预期复苏，因此政策面和基本面均支撑美股走强并再创新高。
- **判断四：基建延续两位数增长。**5 月份基建投资单月增速已回升至双位数，在预算内财政发力（6-12 月专项债和特别国债同比还将多增 1.4 万亿）和项目审批加快的共同支撑下，这一增速有望在下半年保持。
- **判断五：地产韧性衰减。**在释放了被疫情抑制的需求后，三四线城市销售的疲软和库存的高企，将加剧其在复苏上与一二线城市的分化，使得 3 月以来房地产行业的强势修复从三季度开始放缓。
- **判断六：消费持续疲软。**消费面临双重冲击，一是强制性和自发性疫情防控持续拖累服务消费；二是疫情冲击下的居民资产负债表恶化，但这种冲击呈现明显的分化特征，中低收入群体居家办公比例更低，预期收入降幅更大。
- **判断七：新兴市场拖累出口。**2019 年至今年 4 月份，我国对新兴市场出口持续好于发达经济体是支撑我国出口韧性的关键，但 5 月份开始这一逻辑伴随新兴市场疫情扩散出现逆转，且我国对新兴市场出口占比明显高于日韩德等主要贸易国，即便防疫物资出口高增和美欧大规模财政刺激形成一定对冲，在新兴经济体疫情得到有效控制前，下半年出口改善难期。
- **判断八：货币扩张难现通胀。**货币扩张并不一定带来通胀上行，从实际情况来看，货币宽松与通胀的脱钩已经成为了一种全球现象。基于对财政刺激“有克制”且难以完全对冲疫情冲击的判断，无需担忧通胀。下半年“猪周期”继续驱动 CPI 下行，全年中枢 2.6%，四季度降至 0-1%之间；PPI 年中触底企稳，但全年通缩。
- **判断九：央行重回宽松。**货币宽松传导的受限、信用扩张的拐点的出现、以及外部环境不确定性的加大，使得央行有望在三季度将重回降准降息，并辅之以定向宽松的措施以引导降低社会融资成本。
- **判断十：财政刺激难再加码。**占 GDP4.1%的财政刺激力度相对于其他主要经济体而言偏低，但若考虑疫情持续的长期化（近百年各重大突发疫情持续至少 1 年以上）、外部环境不确定性的长期化和“两会”召开已近年中的技术性因素，年内财政刺激再度加码的概率较低。

- **风险提示：**地缘政治风险、欧美后续政策刺激乏力、国内外疫情演化超预期

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
010-66573671
taochuan@dwzq.com.cn
证券分析师 王丹
执业证号：S0600520050003
010-66573671
wangdan@dwzq.com.cn

相关研究

1、《二季度 GDP 增速有多少？：5 月经济数据点评》2020-06-15
2、《宏观点评 20200614：美股回调后能否延续前期涨势？》2020-06-14
3、《宏观点评 20200610：高增之下存隐忧》2020-06-11
4、《宏观点评 20200610：PPI 触底之后怎么看？》2020-06-10
5、《宏观点评 20200607：如何看待当前出口的韧性与前景？》2020-06-07

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 美欧分化再加剧 5
2. 新兴市场风险频出 8
3. 美股再创新高 10
4. 基建延续两位数增长 13
5. 地产韧性衰减 15
6. 消费持续疲软 16
7. 新兴市场拖累出口 18
8. 货币扩张难现通胀 21
9. 央行重回宽松 22
10. 财政刺激难再加码 25
11. 风险提示 26

图表目录

图 1：美国拥有全球主要国家中最具弹性的劳动力市场 6
图 2：美国的失业率中枢低于欧元区且回落较快 6
图 3：临时性失业带来的失业率飙升往往迅速回落 6
图 4：美国在 G7 国家中的财政刺激力度最大，并且足以对冲全年经济的预期下滑 7
图 5：美国人口普查局的调查显示薪资保障计划的贷款基本得到了有效发放 7
图 6：与以往经济衰退时不同，当前美国可支配居民收入受益于政府刺激而大幅增加 8
图 7：新兴市场确诊病例占比已远超发达市场 8
图 8：新兴市场死亡病例占比也远超发达市场 8
图 9：全球经济体在疫情发展和应对上大体可分为四类，新兴市场属于最差的一类 9
图 10：主要新兴市场国家中，疫情以来汇率贬值且国债利率上升的爆发危机的风险较高 10
图 11：美联储历次量化宽松实施期间美股均录得上涨，当前也不例外 10
图 12：美国股市上涨对于美联储量化宽松一直具有较高的弹性，远好于日本的情况 11
图 13：当前美联储总资产相对美股市值的比例并未超过历次 QE 的高点 12
图 14：瑞典股市并未因第二波疫情而深度回调 12
图 15：瑞典第二波疫情中新增死亡病例并未上升 12
图 16：基建投资时隔两年重回两位数增长 13
图 17：基建投资中电热燃水行业增速较快 13
图 18：地方债和特别国债发行节奏 14
图 19：下半年地方债和特别国债同比多增 1.4 万亿 14
图 20：5 月发改委审批核准的固定资产投资项目总投资额同比增长 151% 15
图 21：餐饮收入的修复可能会持续受到疫情影响 16
图 22：旅游服务同比降幅尚在 60%以上 16
图 23：美国不同收入群体可居家办公比例 17
图 24：英国不同收入群体可居家办公比例 17
图 25：中低收入群体对 2020 年收入预期更悲观 17
图 26：对新兴经济体出口高增是支撑我国 2019 年和今年一季度出口韧性的关键 19
图 27：日本 1-5 月对新兴经济体出口明显强于发达经济体 20
图 28：中国对新兴经济体出口占比要高于其他主要贸易国 20
图 29：中国货币扩张与通胀的背离 21
图 30：美国核心 CPI 与货币扩张的脱钩 21
图 31：各国刺激与疫情一次冲击影响 22
图 32：各国刺激与疫情二次冲击影响 22
图 33：下半年 CPI 继续下探 22
图 34：PPI 翘尾因素在 5 月见底 22
图 35：新冠疫情爆发以来央行货币宽松所经历的三个阶段 23
图 36：贷款加权平均利率是信贷脉冲的领先指标 24
图 37：疫情后贷款利率中 LPR 加点的比例回升 24
图 38：今年上半年社融和贷款的前置效应更加显著 24
图 39：信贷脉冲是经济增长的领先指标 24
图 40：金融危机后中国的信用扩张与出口增速具有明显的负相关性 25
图 41：中国财政刺激占 GDP 比重低于发达经济体水平、高于新兴经济体水平 25

表 1：2020 年下半年和全年主要宏观经济指标增速预测（%） 5
表 2：从“五一”长假的销售来看，三四线城市需求在疫情后的恢复明显疲软 15
表 3：2020 年中国房地产主要指标的增速预测 16
表 4：我国财政刺激计划主要针对企业 18
表 5：预计 5 月防疫物资对出口贡献不低于 8.4% 18
表 6：韩国生物保健产品（Bio-health products）占出口比重 19
表 7：与历次宽松相比，央行最近一轮货币宽松在降低贷款利率的效果上有限 23
表 8：近百年全球重大突发疫情持续时长均在 1 年以上 26

回首即将过去的 2020 年上半年，由于新冠疫情的爆发，宏观经济和政策在变化上有如下三点令市场始料未及：**一是新冠疫情在全球蔓延的超预期；二是美联储迅速且疯狂放水的超预期；三是中国在货币和财政宽松力度上的低于预期。**上述三点的变化也对金融市场的走势产生了显著了影响，尤其是股市的 V 型反弹、金价的再创新高，以及债券收益率在下探新低后的回调。

我们虽然曾较早地预判了新冠疫情为全球百年大流行，但上述后两点的变化也确实在我们意料之外。因此，站在年中这样一个时点，我们重新审视并修正了已有的宏观分析框架，**就如何看待下半年宏观基本面和政策的变化、以及其对于各类资产价格的驱动给出了十大判断。**

展望下半年，我们认为“疫”浪之下的全球经济复苏将分化凸显，中美两大经济体仍将引领全球经济的复苏，而多数新兴市场则身陷囹圄。而国内经济的修复也具有非均衡性，虽然基建仍有望延续强势回升，但地产韧性的衰减、消费的持续疲软、以及出口的孱弱都使得经济增长的风险偏下行。因此，在财政刺激难加码的背景下，货币政策无疑将重回宽松。

表 1：2020 年下半年和全年主要宏观经济指标增速预测（%）

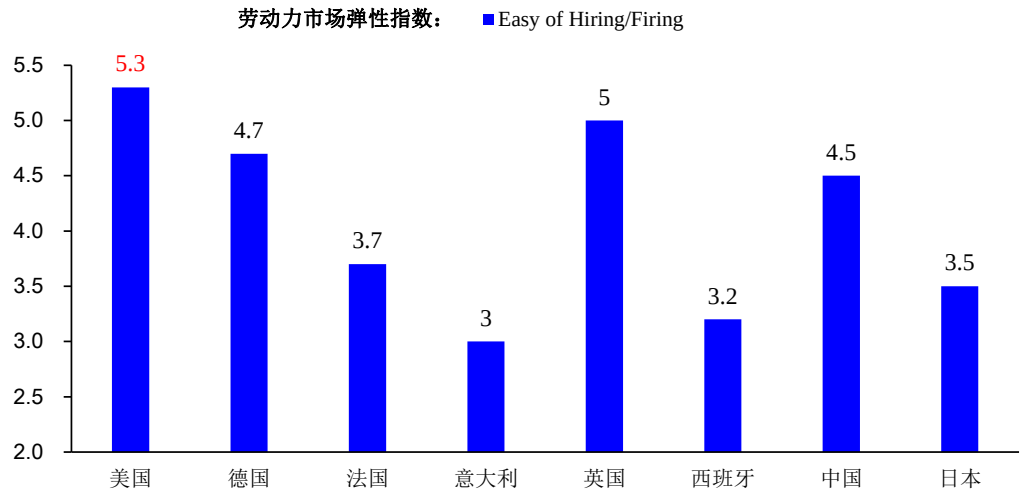
宏观指标	2018	2019	2020H2	2020
不变价 GDP	6.7	6.1	4.9	1.6
基建投资	1.8	3.3	11.6	7.0
制造业投资	9.5	3.1	-2.5	-6.5
房地产投资	9.5	9.9	8.6	5.5
固定资产投资	5.9	5.4	5.8	2.0
社会消费品零售	9.0	8.0	3.7	-3.6
出口	9.9	0.5	-6.5	-7.0
进口	15.8	-2.7	-8.4	-9.0
CPI	2.1	2.9	1.3	2.6
PPI	3.5	-0.3	-2.6	-2.3

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1. 美欧分化再加剧

美欧经济复苏的显著分化很可能在 2020 年下半年再度呈现，并成为全球资产配置的一大宏观主题。从当前来看，美欧经济均在第一波抗疫之后开启了经济重启，但由于在经济内在动能和政策刺激空间上的差异，我们预计在经历了二季度的“至暗时刻”后，美国经济在下半年有望超预期反弹，而欧洲经济则仍将艰难应对增长乏力的局面。

图 1：美国拥有全球主要国家中最具弹性的劳动力市场

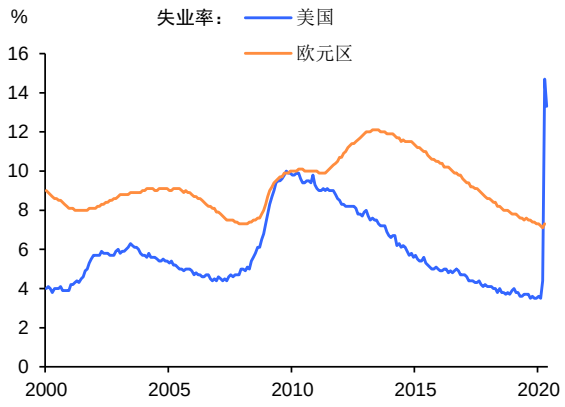


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

从经济内生动能来看，下半年美国劳动力市场有望比欧洲提前复苏，从而支撑美国国内需求相对欧洲的走强。如图 1 所示，美国劳动力市场的弹性在全球主要国家中首屈一指，明显好于除德国之外的欧元区国家。这一高度的劳动力市场弹性反映在失业率上便是：美国失业率的中枢不仅一直远低于欧元区，并且美国失业率在回落的速度上也明显快于欧元区（图 2）。

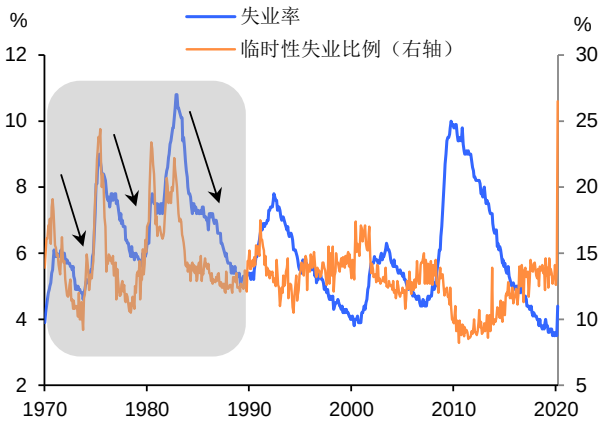
尤其是新冠疫情爆发后，尽管美国的失业率在短期内飙升，但主要由大量临时性失业贡献。由于临时性就业岗位的雇佣和裁员均比传统就业岗更具灵活性，因此一旦经济重启，失业率会随着企业对临时性失业者的 rehiring 而迅速回落，20 世纪 70 年代美国失业率的走势即是如此（图 3）。

图 2：美国的失业率中枢低于欧元区且回落较快



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 3：临时性失业带来的失业率飙升往往迅速回落

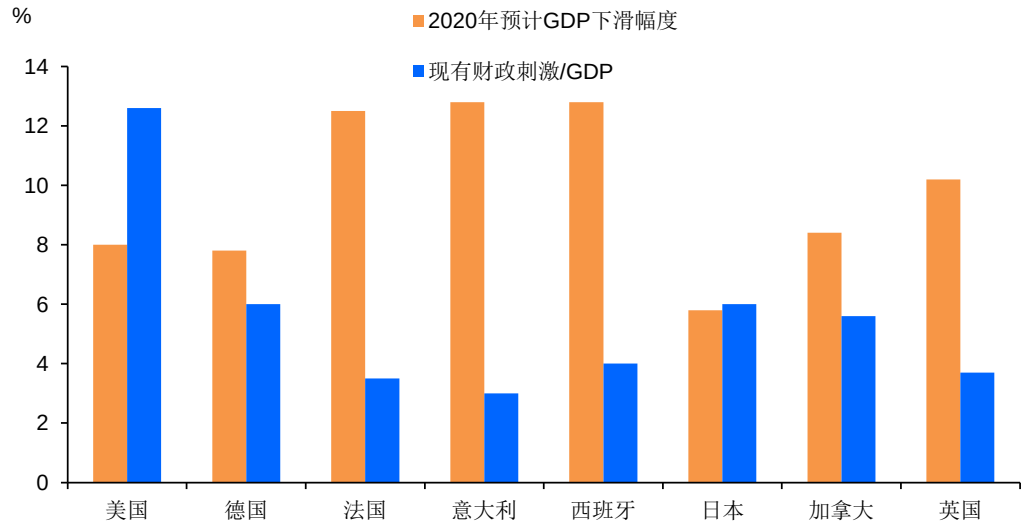


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

从政策刺激空间来看，当前美国是全球应对疫情上力度最大的，并且远比欧洲有效。

如图 4 所示，当前美国已出台的财政刺激占 GDP 的比重不仅在 G7 中最高，而且远超 2020 年 GDP 的预期下滑；相比之下，欧洲主要国家的财政刺激在力度上相对疫情的冲击明显不足，特别是除德国外的欧元区国家，其迄今为止的政策刺激主要是贷款和担保项目，由于这项项目所获资金都需要归还，这就在效果上与美国“关怀法案”下直接给家庭和企业提供现金和免于偿还的贷款相去甚远。同时，由于欧元区并未建立统一的财政联盟，其后续的财政刺激的推进很可能相对美国更为滞后。

图 4：美国在 G7 国家中的财政刺激力度最大，并且足以对冲全年经济的预期下滑



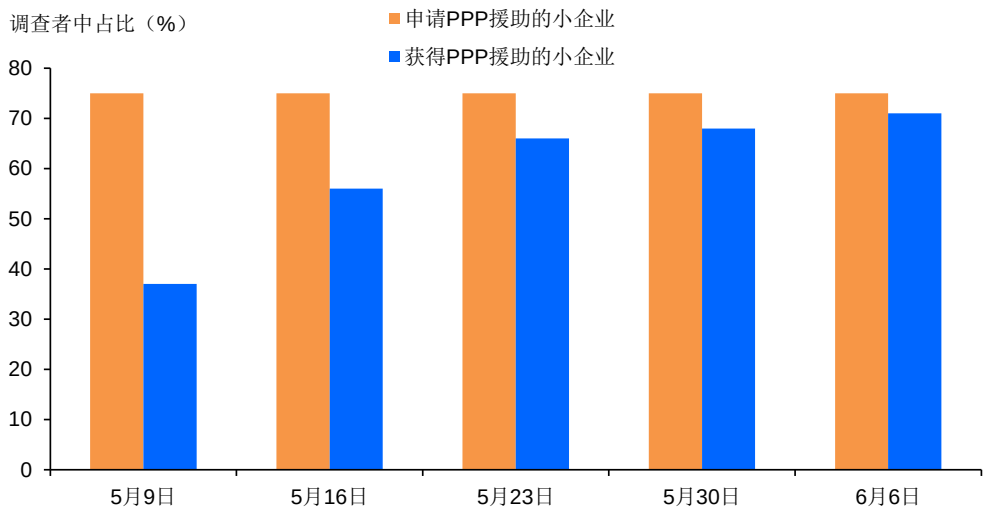
数据来源：IMF，Bloomberg，东吴证券研究所

而美国政策应对的行之有效主要得益于财政和货币的协调，尤其是美联储的背书。以已经实施的薪资保障计划（PPP）为例，该计划旨在激励雇主在疫情封锁期间不裁员，以便经济重启后企业可以顺利复工复产。如图 5 所示，该计划实施一个月以后，在该计划下申请援助的企业基本都已经获得了所需的贷款。类似的，预计美联储 6 月开始实施的主街贷款计划（MLSP）将在更大范围内产生效果。同样，4 月以来随着“关怀法案”的实施，当前平均每个美国工人在失业后三个月内的收入已经比其全职收入时超出 10%。图 6 即反映了这一情况，即尽管疫情爆发使美国经济陷入衰退，但居民可支配收入的大幅增加则是以往经济衰退不曾有过的。

由此可见，当前无论是企业还是居民部门，美国已出台的强刺激政策足以在短期内填补其收入的缺口，从而保证经济在重启的进程中生产和需求两端均较快恢复。这是行动缓慢的欧元区国家（德国除外）所难以企及的。

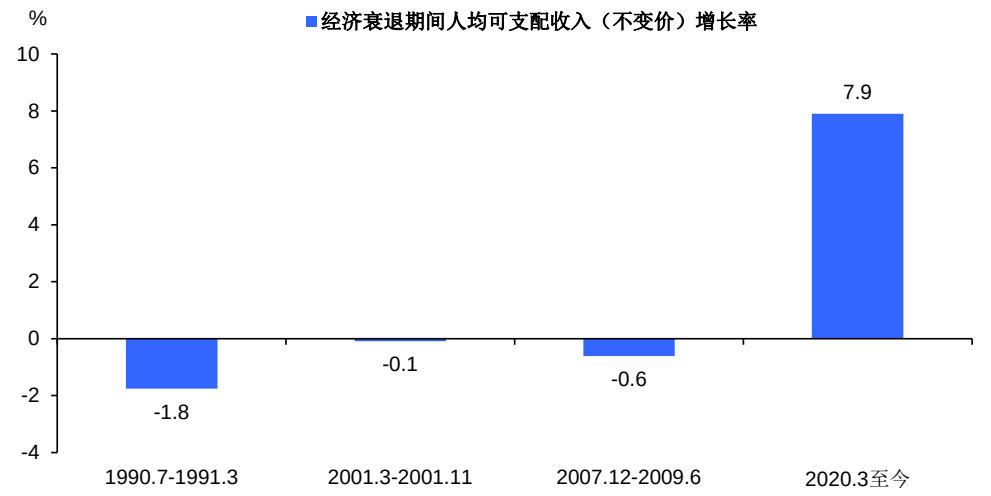
图 5：美国人口普查局的调查显示薪资保障计划的贷款基本得到了有效发放

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：Census Bureau，东吴证券研究所

图 6：与以往经济衰退时不同，当前美国可支配居民收入受益于政府刺激而大幅增加



数据来源：Census Bureau，东吴证券研究所

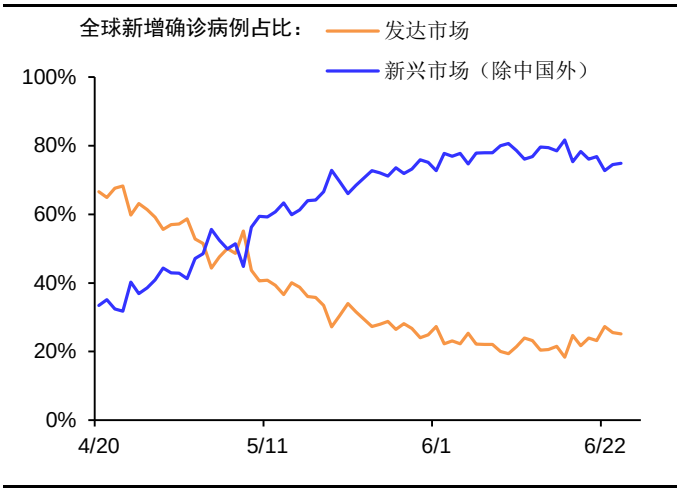
2. 新兴市场风险频出

从区域来看，2020 年上半年金融市场对于新冠疫情的关注主要集中在中国和发达市场。然而，**一个不容忽视的事实是，5 月疫情在多数发达国家的蔓延已经明显缓解，但在新兴市场国家（除中国外）则成指数级增长。**因此，无论从新增确诊还是死亡病例来看，下半年新兴市场无疑将成为疫情蔓延的重灾区（图 7、图 8）。

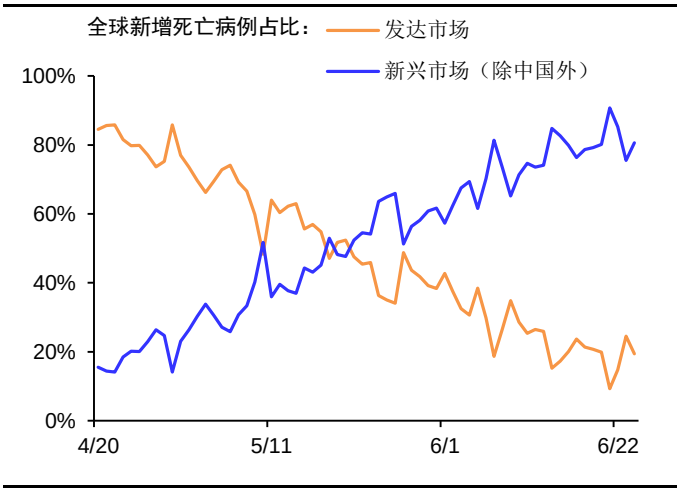
图 7：新兴市场确诊病例占比已远超发达市场

图 8：新兴市场死亡病例占比也远超发达市场

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

如果仅仅是疫情的蔓延倒不那么令人担心，毕竟中国和不少发达国家的经验表明，通过“拉平曲线”和政策的协调，疫情的冲击有望在一个季度内得到有效化解。但很多除中国外的新兴市场国家则难以效仿。根据桥水基金的分类，当前多数新兴市场国家不仅在疫情发展处于最严峻的时期，而且在政策协调和疫情检测上均面临匮乏，属于最难走出疫情的一类经济体（图 9）。

图 9：全球经济体在疫情发展和应对上大体可分为四类，新兴市场属于最差的一类

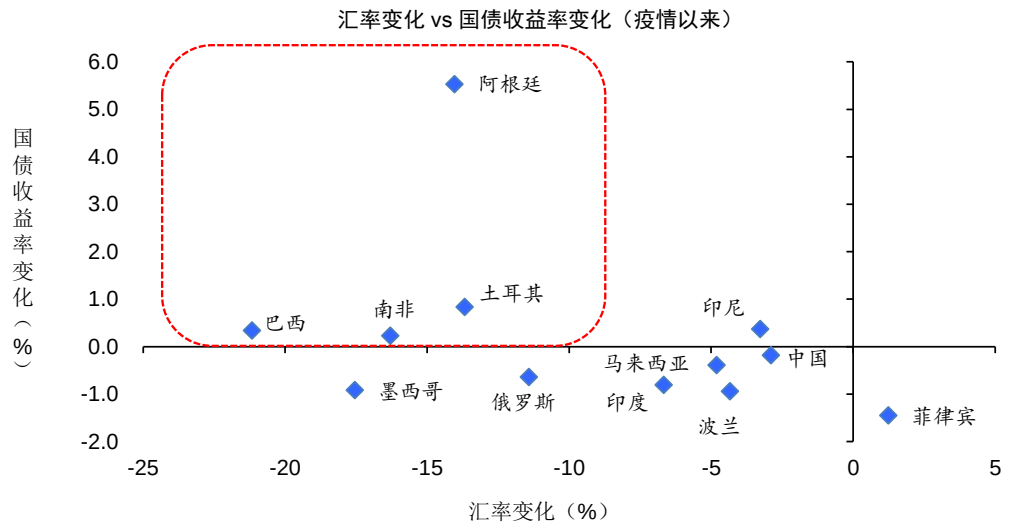
	新增病例	政策协调	疫情检测
中国、韩国、香港、台湾、澳大利亚，新西兰	接近个位数	出色	稳健
日本、德国、法国、意大利、西班牙	保持低位、逐渐下降	优良	待检验
美国、英国、加拿大、瑞典、土耳其	脱离峰值、平台波动	待检验	一般
多数新兴市场（巴西、墨西哥、印度、俄罗斯等）	指数上升、接近峰值	匮乏	匮乏

数据来源：Bridgewater，东吴证券研究所

政策协调和检测能力的双重匮乏，足以使得许多新兴市场国家在应对疫情上陷入“无解”状态：一方面，如果其仿效发达国家，以货币放水配合大规模的财政刺激，则不可避免地将面临资本外逃、货币贬值和随之而来通胀问题；另一方面，如果其不采取大规模的政策刺激来应对疫情，就必须面对国民收入骤降而更加痛苦的通缩风险，而这种痛苦将为经济提早重启造成压力，进而带来疫情第二波爆发下的各种问题；再叠加金融危机后新兴市场普遍面临着增速放缓、债务高企、金融体系脆弱等结构性问题。因此，下半年新兴市场深陷疫情泥潭的时间越长，就越容易爆发经济、金融、甚至政治危机。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 10：主要新兴市场国家中，疫情以来汇率贬值且国债利率上升的爆发危机的风险较高



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

哪些新兴市场国家在下半年很可能陷入危机模式？图 10 反映了当前市场对于主要新兴试产国家这一风险的定价：疫情以来汇率贬值幅度越大、国债收益率上升越多的国家，无疑越来越面临着政策刺激的约束和资金外流的压力。从这点来看，除了已经爆发债务危机的阿根廷，巴西、南非、土耳其均为潜在的风险点。

对中国的出口前景而言，下半年新兴市场的风险频出具有双重含义：一是由于多数国家短期内难以走出疫情的冲击，中国对新兴市场国家防疫和抗疫的出口有望继续获得支撑；二是由于政策应对的无力，新兴市场内需的萎缩仍将对中国整体的出口（2019 年中国出口中新兴市场占比 49.2%）构成下行压力。

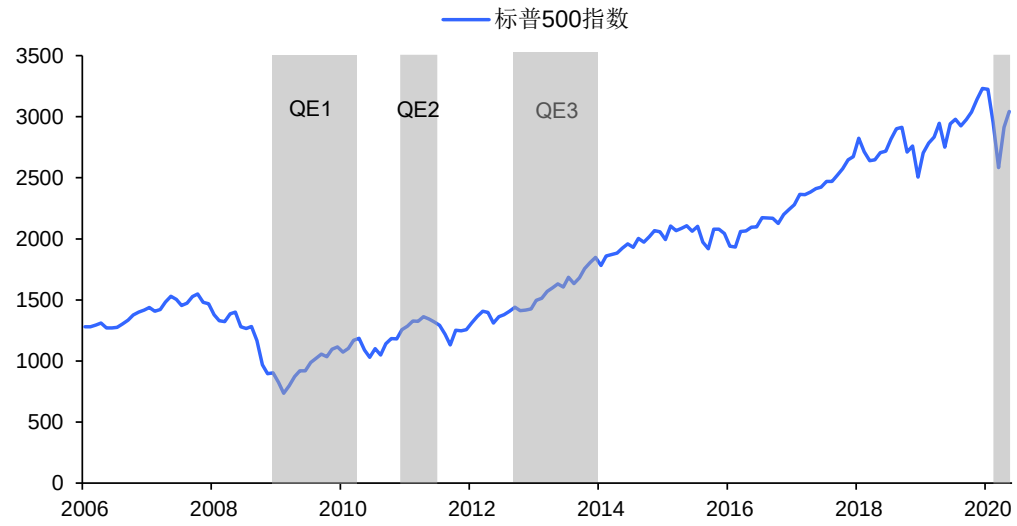
3. 美股再创新高

华尔街的投资组合经理对于今年的美股投资流行着一句说法：你不会因为未能预判 Covid-19 的大流行和 3 月的暴跌而被解雇，但如果在余下的时间里错过了 V 型反弹，那在年底前失业的风险将大大增加。由此可见，**在美联储放水的盛宴下，“buy now, ask question later”已成为参与疫情之后美股上涨的基本法则。**

在我们看来，由于疫情以来的美股走势已脱离了美国经济基本面，**判断此轮美股上涨可持续的关键，在于找寻美联储量化宽松与美股上涨之间的对应关系。**

图 11：美联储历次量化宽松实施期间美股均录得上涨，当前也不例外

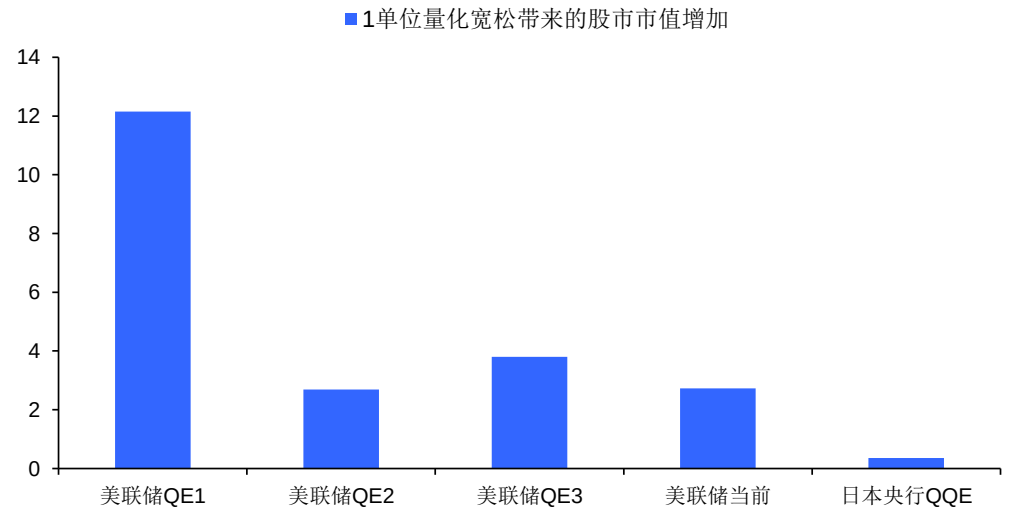
请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

首先，此轮美股上涨对于美联储量化宽松的弹性几何？我们不妨基于历史经验来做一次纵向和横向比较：如图 11 所示，2008 年金融危机以来伴随着美联储历次 QE 的推出，美股均迎来上涨，当前也不例外。图 12 的计算则表明，在美联储这一轮的无限量宽松中，1 美元的货币宽松可以带来约 3 美元的美股市值增加，这一弹性虽不及美联储 Q1 时期，但与 QE2 和 QE3 时期相当。可见当前美联储放水对美股的刺激依然是有效的，并未出现日本央行在 QQE 实施期间出现低效情形（当时 1 日元的货币宽松仅使得日本股市市值的增加不足 0.5 日元）。

图 12：美国股市上涨对于美联储量化宽松一直具有较高的弹性，远好于日本的情况

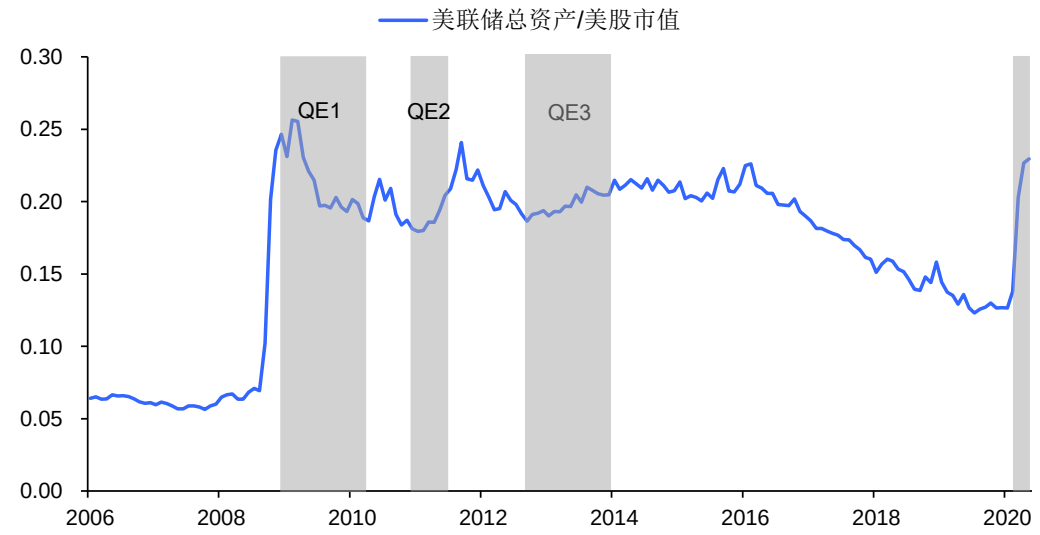


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

其次，当前美联储资产负债表相对美国股市是否过度膨胀？如果是过度膨胀，显然未来美联储继续放水的效果要打一个折扣。如图 13 所示，此轮美联储无限量宽松以来，

美联储的总资产规模相对美股市值虽然快速上升，但并未突破历次 QE 的高点，这也从一个层面反映出美国股市对于美联储放水的良好弹性。往后来看，一个值得参考的经验是 QE1 时期：在 2008 年 11 月宣布实施后，与今年 3 月类似，美联储在短时期内通过大规模资产购买计划向市场注入了大量流动性，其总资产相对美股市值比例快速攀升，在 2009 年 2 月升至 0.26 的历史高点，但随后持续回落，反映出美股市值的增加在速度上超过了美联储扩表。

图 13：当前美联储总资产相对美股市值的比例并未超过历次 QE 的高点



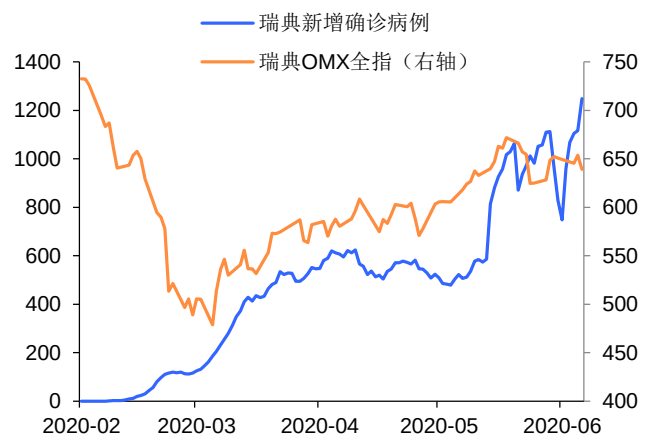
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

由此可见，当前美联储此轮放水向股市的传导依然良好。我们预计未来数月内美联储的总资产规模将由当前的 7.2 万亿美元扩充至 9 万亿美元以上，两党也有望通过新一轮财政刺激方案，加上我们对于下半年美国经济有望超预期复苏，政策面和基本面均有望支撑美股走强并再创新高。

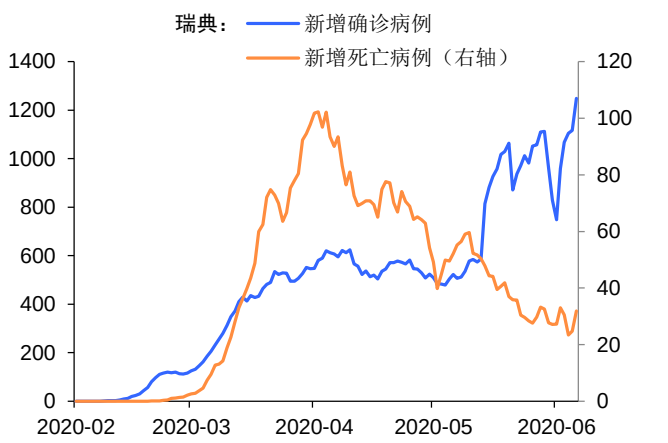
当然，下半年美股的上涨也存在三个潜在的风险因素：一是疫情第二波蔓延，二是中美贸易摩擦升级，三是如果拜登当选美国总统后的加税。

图 14：瑞典股市并未因第二波疫情而深度回调

图 15：瑞典第二波疫情中新增死亡病例并未上升



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

我们认为疫情第二波蔓延对美股的冲击有限，一个值得参照的案例是瑞典。如图 14-图 15 所示，瑞典自 5 月底以来的第二波疫情爆发中，国内股市仍然保持上涨，期间虽有过短暂的回调，但主要跟随全球股市下跌引起，而并非因为担心本国的疫情。注意到瑞典在这波疫情的爆发过程中，虽然新增确诊病例上升，但新增死亡病例仍在下降，可见发达国家在应对第一波疫情的过程中已经实现了“拉平曲线”，从而足以缓解疫情第二波蔓延对于经济的冲击。

中美贸易摩擦升级、拜登如果当选后加税这两大风险则不容忽视。当前美股对于中美第一阶段经贸协议负面信息的敏感度明显提升，而在美股在特朗普任期内的上涨则很大程度上受益于其减税政策。因此，这两类风险兑现很可能引发美股的深度回调。鉴于中美第一阶段经贸协议的半年度评估，以及 2020 年美国大选最后阶段（两党的全国代表大会）都将在 8 月中下旬举行，届时需要对这两类风险保持密切关注。

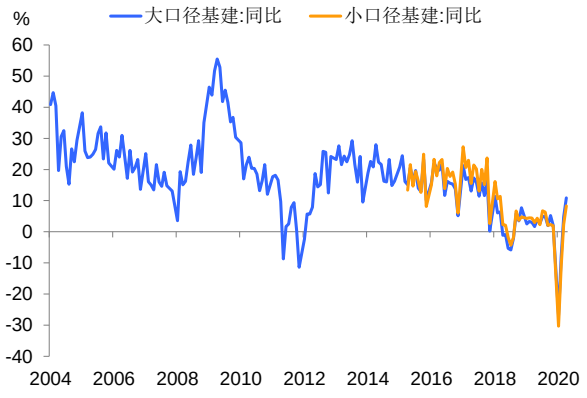
4. 基建延续两位数增长

基建投资时隔两年重新回到了两位数增长，结构上以中央发力主导。5 月大口径基建单月同比增长 10.9%，小口径基建同比增长 8.3%，二者均是自 2018 年上半年基建投资断崖式下跌以来的最高单月增速。结构上，中央投资占比最高的电力、热力、燃气及水的生产和供应业增速最快，而地方投资占比更高的公共社会和交运仓储行业的回升则相对较慢。在严守地方财政纪律底线的背景下，中央财政发力是驱动基建回升和核心支撑。

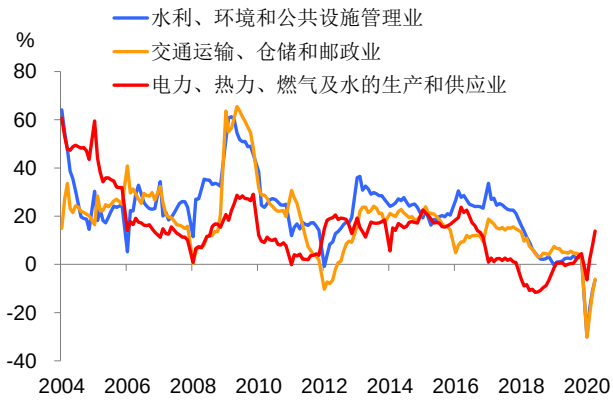
图 16：基建投资时隔两年重回两位数增长

图 17：基建投资中电热燃水行业增速较快

请务必阅读正文之后的免责声明部分



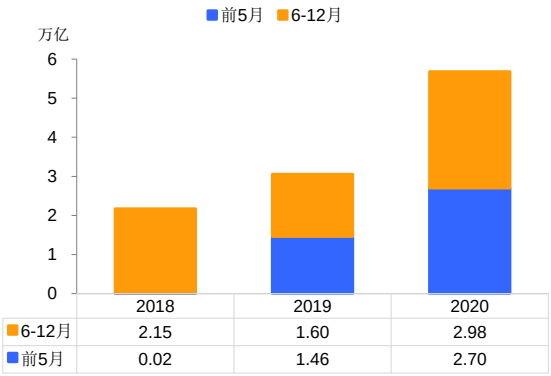
数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

从“钱”的视角看，下半年基建维持两位数增长有支撑。2019 年基建投资具有非常明显的“前强后弱，下半年回升乏力”的节奏特征。因此，在当前基建回升至双位数增长的背景下，基建投资高增速的可持续性更加值得关注。基建投资具有典型的债务驱动特征，这就决定了资金来源是否有支撑决定了基建投资高增的持续性，而预算内财政发力的主要资金支持即地方政府专项债券和特别国债。从地方政府债券和特别国债的发行节奏来看，2019 年发行节奏明显前倾，6-12 月发行地方债 1.6 万亿，同比减少了 0.6 万亿，而前 5 个月为同比多增 1.4 万亿，财政节奏的错位是 2019 年下半年基建投资回升乏力的主因。从今年的情况来看，财政节奏整体较为平稳，5 月份以后尚余近 3 万亿地方债和特别国债额度未使用，比去年同期多 1.4 万亿，前 5 个月为同比多增 1.2 万亿。

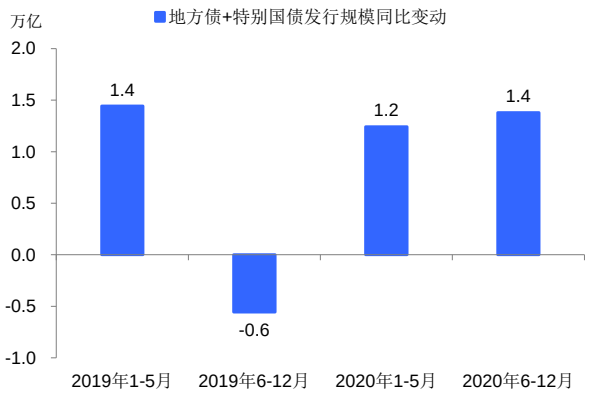
图 18：地方债和特别国债发行节奏



	2018	2019	2020
6-12月	2.15	1.60	2.98
前5月	0.02	1.46	2.70

数据来源：Wind，东吴证券研究所

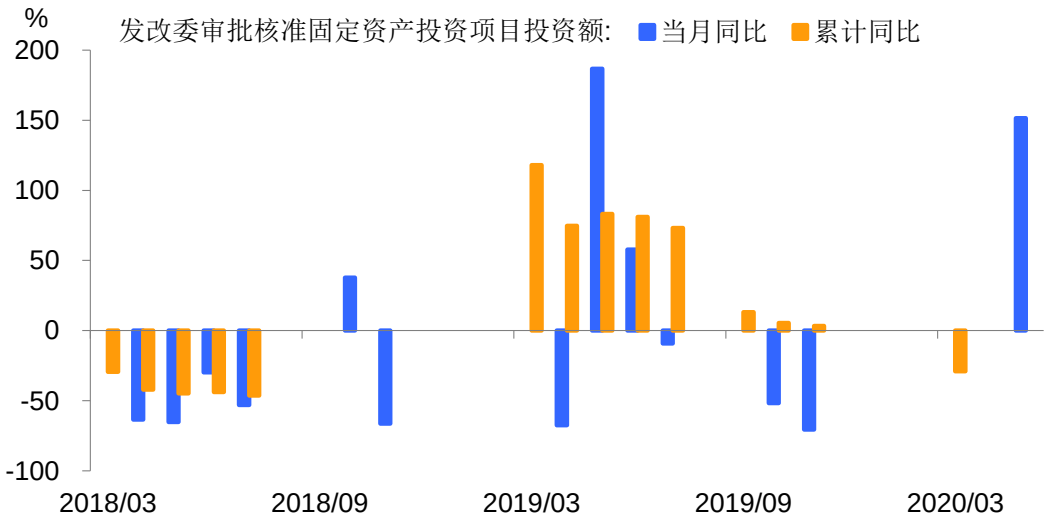
图 19：下半年地方债和特别国债同比多增 1.4 万亿



数据来源：Wind，东吴证券研究所

从项目审批角度看，基建投资尚未出现下行风险。从国家发改委审批核准的固定资产投资项目的投资金额增速来看，在经历了 2018 年的大幅负增长后，2019 年以来该指标一直维持着正增长。受疫情影响，今年一季度发改委共审批核准固定资产投资项目总投资额 2626 亿元，同比下降 29.1%，但 5 月份又回升至 151%的高增长。

图 20：5 月发改委审批核准的固定资产投资项目总投资额同比增长 151%



数据来源：发改委，东吴证券研究所

5. 地产韧性衰减

上半年中国的房地产市场在疫情的冲击下并没有一蹶不振；相反，二季度以来随着一波压抑需求的释放和融资环境的改善，地产销售和投资均韧性回升，并且成为疫情以来修复最强的行业。尽管如此，我们预计这种强势修复并不会在下半年一直延续。

从需求来看，三四线城市销售的疲软将成为制约下半年地产修复的一个主要因素。三四线城市的销售面积在全国的占比接近 7 成，但在疫情后的反弹远不及一二线城市。正如我们在 3 月的经济展望中指出，由于错过了春节前后返乡置业的节点，很多三四线城市流出人口的购房需求在疫情过后是难以恢复的，这从今年“五一”长假期间一线、二线、三四线城市在销售上的分化可见一斑（表 2）。当前很多三四线城市的开盘认购率 45%附近，位于其历史区间 40%-80%的下沿，远不及二线城市 60%的平均水平。

表 2：从“五一”长假的销售来看，三四线城市需求在疫情后的恢复明显疲软

	一线城市	二线城市	三四线城市
“五一”长假日均销售面积（同比）	51%	-2%	-33%

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

同时，三四线城市居民由于收入偏低，疫情后其收入下降对购房需求的抑制也更为严重。根据西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心的最新的调查，在疫情爆发后，年收入不足 3 万的群体预期的薪资平均降幅为 24%，而年收入超过 20 万的群体预期的薪资平均降幅仅为 11%。

从供给来看，当前三四线城市的库存已经回升至 2014 年底时的历史高位水平。并

请务必阅读正文之后的免责声明部分

且在这之后的这轮房价上涨中，由于不像一二线城市那样经历过多轮严格的地产调控，因此其整体的供给相对需求已处于过剩状态。因此即便疫情后房地产的融资环境明显改善，但头部开发商在三四线城市开工的积极性并不高。从拿地看，疫情以来三四线城市土地流拍率明显上升，反映出三四线城市楼市的发展并不被看好，这也对其下半年的投资带来下行压力。

由此可见，在释放了被疫情抑制的需求后，下半年三四线和一二线城市的分化的加剧，将使得 3 月以来房地产行业的强势修复在边际上明显放缓，尽管融资环境的改善和各地在“因城施策上”的变相放松仍将提供一定的支撑。**我们预计这种放缓的态势将在三季度显现。**基于上述分析，表 3 给出了我们对 2020 年中国房地产主要指标的预测。

表 3：2020 年中国房地产主要指标的增速预测

	2017	2018	2019	2020E
开发投资完成额	7.0%	9.5%	9.9%	5.5%
施工面积	3.0%	5.2%	8.7%	3.0%
新开工面积	7.0%	17.2%	8.5%	-6.0%
竣工面积	-4.4%	-7.8%	2.6%	4.2%
销售面积	7.7%	1.3%	-0.1%	-5.6%
销售额	13.7%	12.2%	6.5%	-2.3%

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

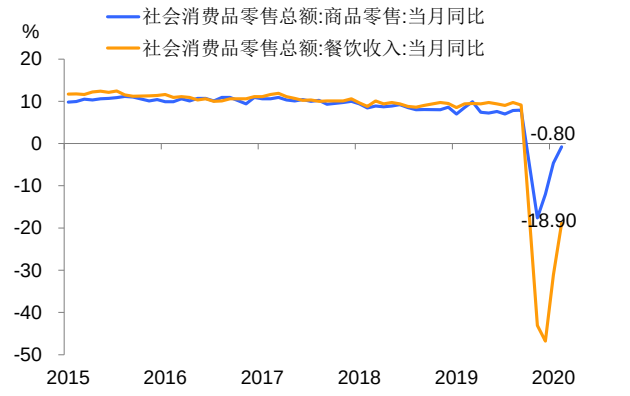
6. 消费持续疲软

我们可以将新冠疫情对居民消费的影响拆分为“两重冲击”，第一重冲击即政府强制疫情防控和居民自发疫情防控导致的居民消费行为的减少；第二重冲击即疫情对就业和居民收入的影响，进而导致居民消费行为的减少和“消费降级”，也可以理解为疫情对居民资产负债表路径的冲击。

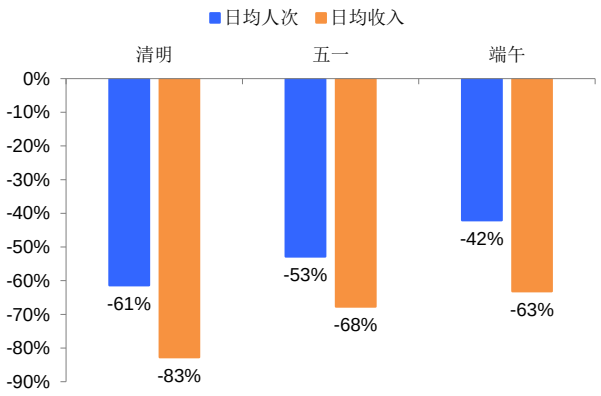
疫情第一重冲击可能导致服务消费持续低于正常情形。疫情防控对居民消费的影响主要体现在服务消费，因此，随着国内疫情基本可控，实物消费有望逐步向疫情前增速水平进行修复，但由于疫情防控的常态化，服务消费明显低于疫情前增速水平的情况将持续存在。5 月份餐饮收入同比降幅仍然达到 18.9%，而端午假期前两日日均国内旅游人次和旅游收入同比降幅分别达到 42%和 63%。

图 21：餐饮收入的修复可能会持续受到疫情影响

图 22：旅游服务同比降幅尚在 60%以上



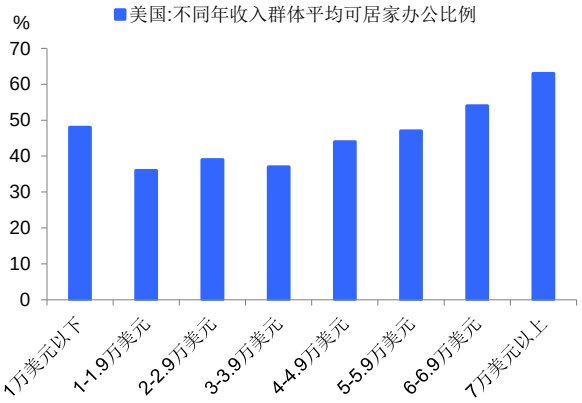
数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：文旅部，东吴证券研究所

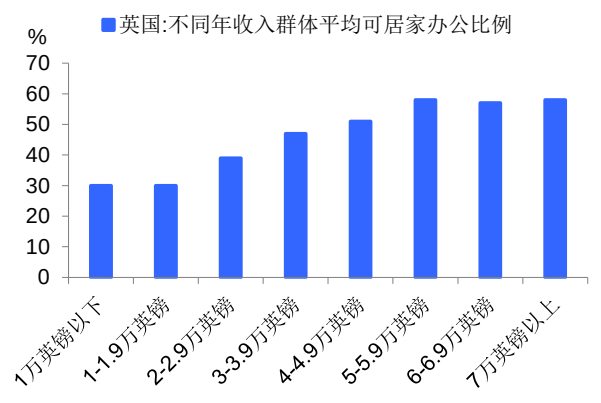
疫情的二重冲击主要影响中低收入家庭。新冠疫情对不同收入群体的冲击影响程度不同，这在国内外数据上得到交互验证。美国和英国数据显示，中低收入群体可远程办公比例明显低于高收入群体。而国内中国家庭金融调查与研究中心调研显示，中低收入群体对 2020 年收入预期更悲观，3 万以下年收入家庭预期 2020 年收入降幅超过 30%的比例达到 47%，而 5 万以上年收入家庭的这一比例仅在 15%-20%之间。

图 23：美国不同收入群体可居家办公比例



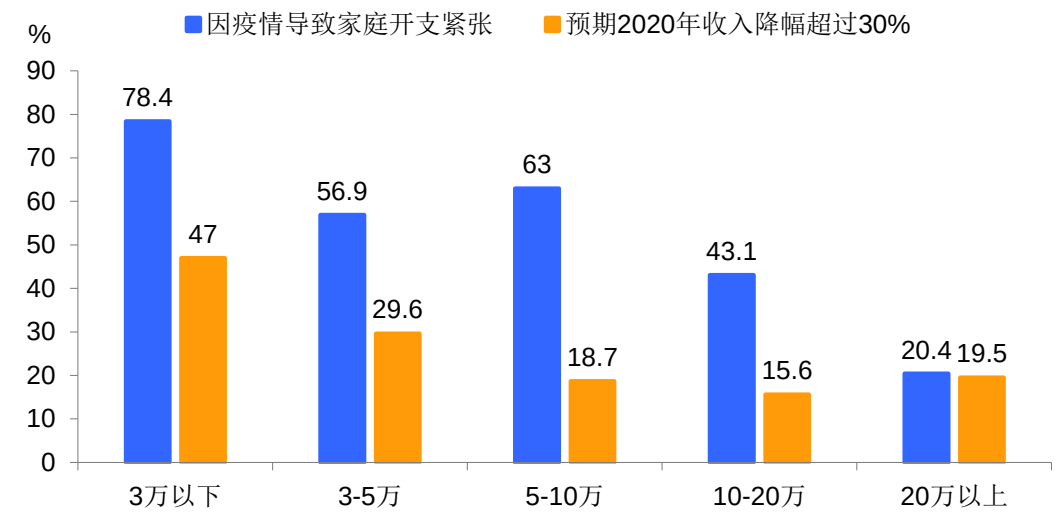
数据来源：《The large and unequal impact of COVID-19 on workers》，东吴证券研究所

图 24：英国不同收入群体可居家办公比例



数据来源：《The large and unequal impact of COVID-19 on workers》，东吴证券研究所

图 25：中低收入群体对 2020 年收入预期更悲观



数据来源：中国家庭金融调查与研究中心，东吴证券研究所

我国缺乏直接面向居民部门的财政刺激计划，消费修复需要依靠居民资产负债表的内生修复。相对于其他国家而言，例如美国“关怀法案”直接给与低收入个人一次性收入和失业补助的直接面向居民部分的财政刺激而言，我国财政刺激计划主要面向企业，中央层面没有较大规模面向居民部门的财政刺激计划，这就意味着疫情后期居民部门依靠自身资产负债表的修复而实现消费支出的改善需要更长的时间。

表 4：我国财政刺激计划主要针对企业

措施出台时间	具体措施	2020 年减负规模
2019 年	下调增值税税率 企业养老保险费率	5000 亿元
2020 年	阶段性减免中小微企业养老、失业、工伤保险单位缴费	10793 亿元
	阶段性减征职工基本医疗保险单位缴费	3300 亿元
	其他	5907 亿元

数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

7. 新兴市场拖累出口

防疫物资出口能够部分解释疫情以来中国出口的韧性。疫情以来，中国出口展现了较强的韧性，而其中很大部分可以由防疫物资的出口来解释。防疫物资占总出口的比重从 3 月份的 0.5 个百分点快速上升至 5 月份的 8.4 个百分点。截止到 5 月中旬，防疫物资日均出口介于 35-40 亿元左右，相较于 4 月份仍在增加。

表 5：预计 5 月防疫物资对出口贡献不低于 8.4%

	防疫物资出口金额（亿元）	出口金额（亿元）	占出口比重（%）
3 月	62	12929	0.5
4 月	650	14070	4.6
5 月估算	1224.5	14561.9	8.4

数据来源：海关总署，东吴证券研究所（出口金额为人民币计价）

而同样国内疫情基本可控的日韩防疫物资出口则明显弱于中国。韩国方面，与新冠疫情相关的防疫物资出口产品数据统计在生物保健产品（Bio-health products）项目下，该项目 4 月和 5 月公布的数据中，明确说明全球市场对韩国检疫产品和病毒诊断试剂盒的大量需求是导致该项目出口数据增长的原因。但即便如此，5 月份生物保健产品占韩国总出口的比重在 3.4%左右，明显低于中国 8%以上的水平。而日本方面，根据我国海关总署在新闻发布会中提及，日本是我国防疫物资出口的主要目的国之一。

表 6：韩国生物保健产品（Bio-health products）占出口比重

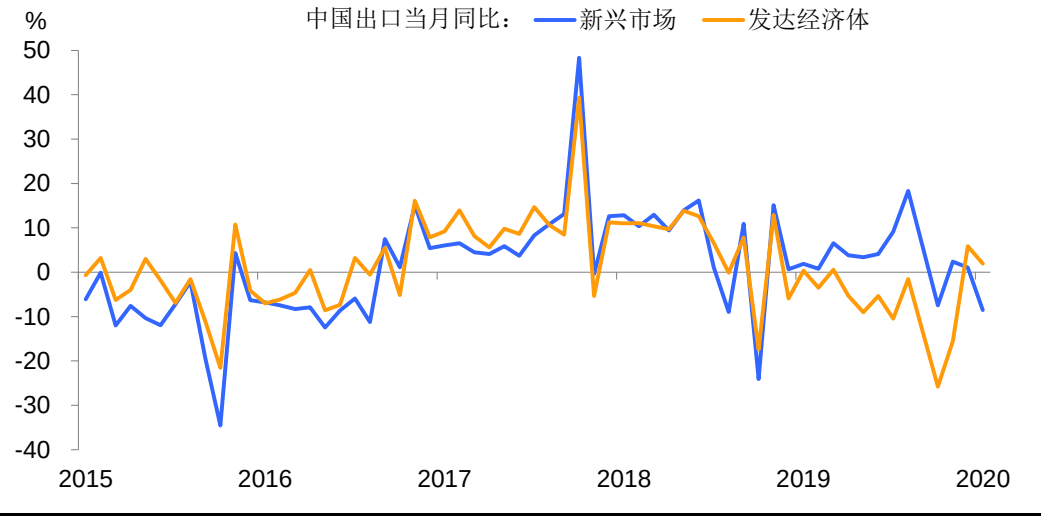
	生物保健产品出口金额（十亿美元）	生物保健产品出口同比（%）	总出口金额（十亿美元）	占出口比重（%）
1 月	0.75	36.20	43.40	1.73
2 月	0.75	22.20	41.30	1.82
3 月	0.99	23.70	46.90	2.11
4 月	1.10	29.00	36.90	2.98
5 月	1.20	59.40	34.90	3.44

数据来源：韩国产业通商资源部，东吴证券研究所

出口韧性的另一支撑在于全球疫情的“轮动”。新冠疫情在跨国间的演化具有明显的先发达经济体、后新兴经济体的“轮动”特征，因此，无论是我国还是日本，今年以来对新兴市场国家的出口增速明显强于对发达经济体。中国对新兴市场出口占比相对于日韩德主要贸易国更高，可能是中国疫情以来出口降幅相对较小的原因。自 5 月份开始，随着新兴市场新冠疫情的扩散，中国和日本对新兴市场出口大幅下降。

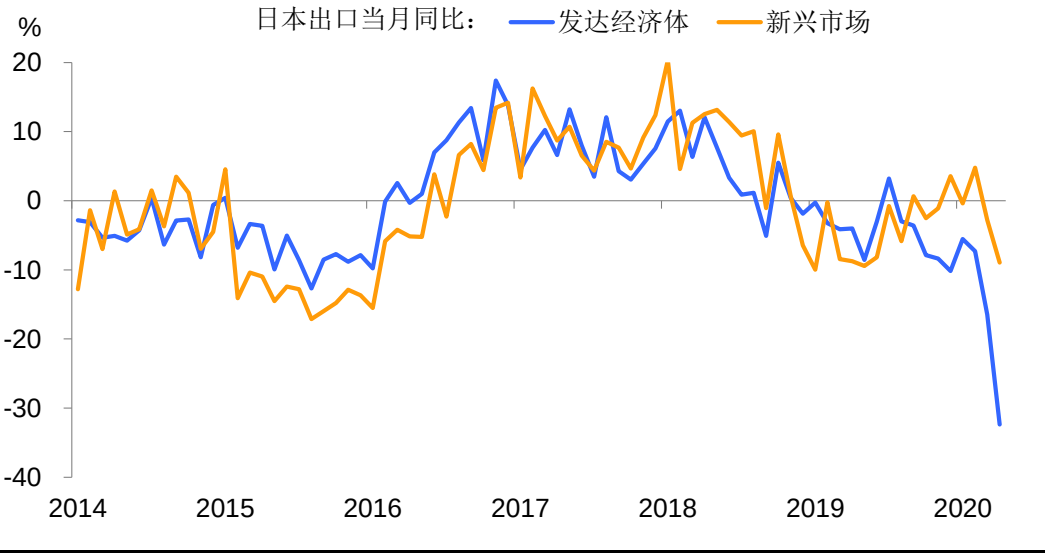
图 26：对新兴经济体出口高增是支撑我国 2019 年和今年一季度出口韧性的关键

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

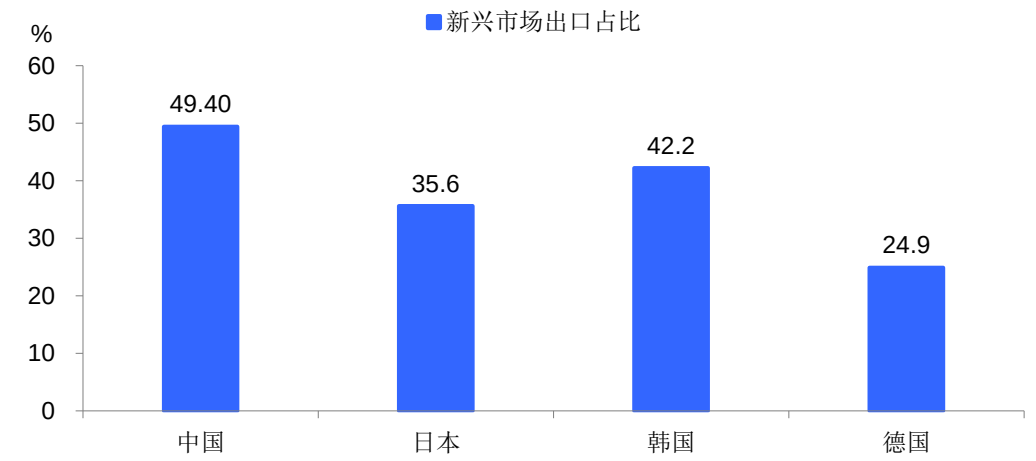
图 27：日本 1-5 月对新兴经济体出口明显强于发达经济体



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2019 年以来，在中美贸易冲突以及中国“一带一路”等政策支持下，对新兴市场出口高增是支撑中国出口韧性的关键。再加上我国对新兴市场出口占比高于其他主要贸易国，在当前新兴经济体新冠疫情尚未得到有效控制的情况下，即便防疫物资出口和对发达经济体出口改善，下半年出口在新兴市场频出的拖累下难现明显回升。

图 28：中国对新兴经济体出口占比要高于其他主要贸易国

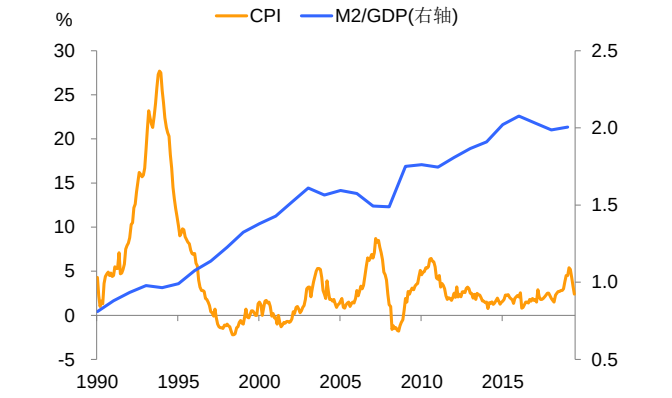


数据来源：UN Comtrade，东吴证券研究所（所取年份为 2018 年，新兴市场出口占比剔除了中国）

8. 货币扩张难现通胀

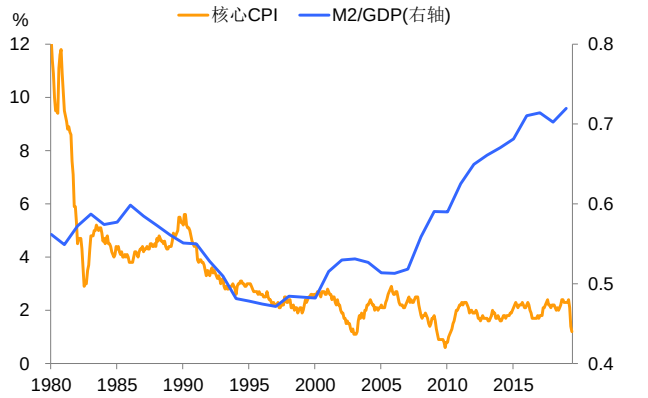
货币宽松必然导致通胀吗？逆周期货币宽松下是否会带来通胀压力，可能是市场担忧的一点。从实际情况来看，货币宽松与通胀的脱钩已经成为了一种全球现象，无论是中国、日本还是美国来看皆是如此，M2 与名义 GDP 比重的不断上升，但通胀率反而下降或保持在较低水平。

图 29：中国货币扩张与通胀的背离



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 30：美国核心 CPI 与货币扩张的脱钩

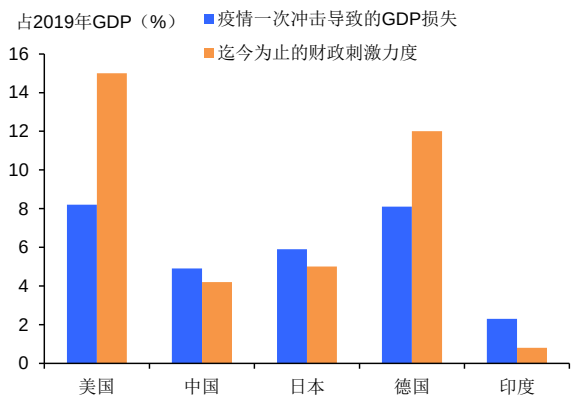


数据来源：Wind，东吴证券研究所

货币宽松并不必然导致通货膨胀，因为通货膨胀取决于供需二者的平衡关系。后疫情时代，通货膨胀是否可能出现上行压力，核心取决于政策刺激能否驱动总需求快速上行导致出现供小于求的不平衡状态。**在当前中国“克制”的财政刺激思路下，财政刺激力度尚不足以完全对冲疫情冲击的影响，因此很难带来通胀压力的上行。**

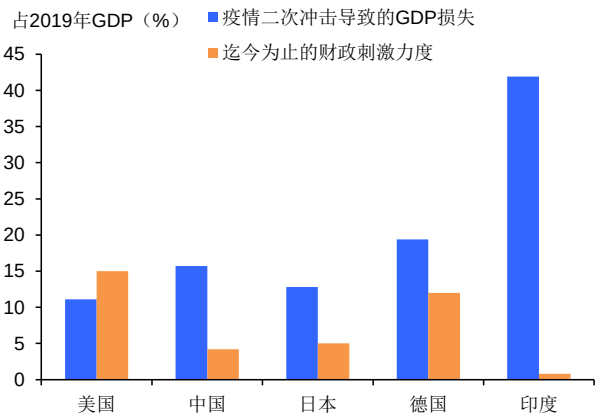
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 31：各国刺激与疫情一次冲击影响



数据来源：IMF，Bloomberg，东吴证券研究所

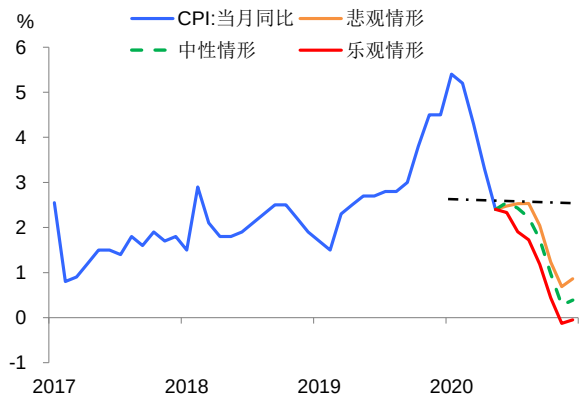
图 32：各国刺激与疫情二次冲击影响



数据来源：IMF，Bloomberg，东吴证券研究所

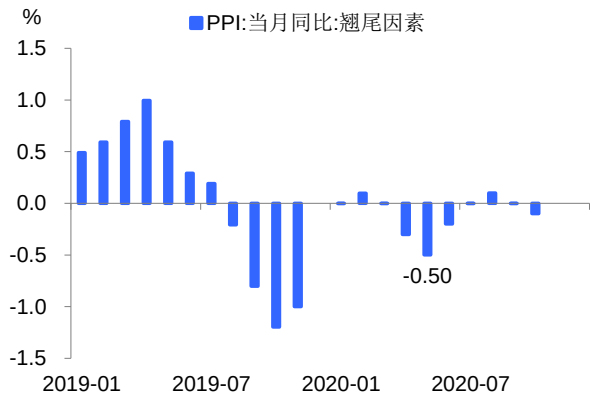
下半年 CPI 继续下探，PPI 年中企稳但全年通缩。上半年的 CPI 下行，由食品和非食品共振驱动，而下半年则主要由食品单轮驱动下行。我们下调全年 CPI 中枢至 2.6%左右，四季度 CPI 同比将降至“1%”以下，甚至有小幅转负风险。内外需“最坏时刻”过去，叠加 PPI 翘尾因素在 5 月见底，预计 PPI 同比在 5 月份触底；但国内政策刺激有克制，新兴市场疫情扩散和发达经济体复工还存在较大不确定性，预计年内 PPI 转正概率低，预计全年 PPI 中枢在-2.5%至-2%左右。

图 33：下半年 CPI 继续下探



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 34：PPI 翘尾因素在 5 月见底



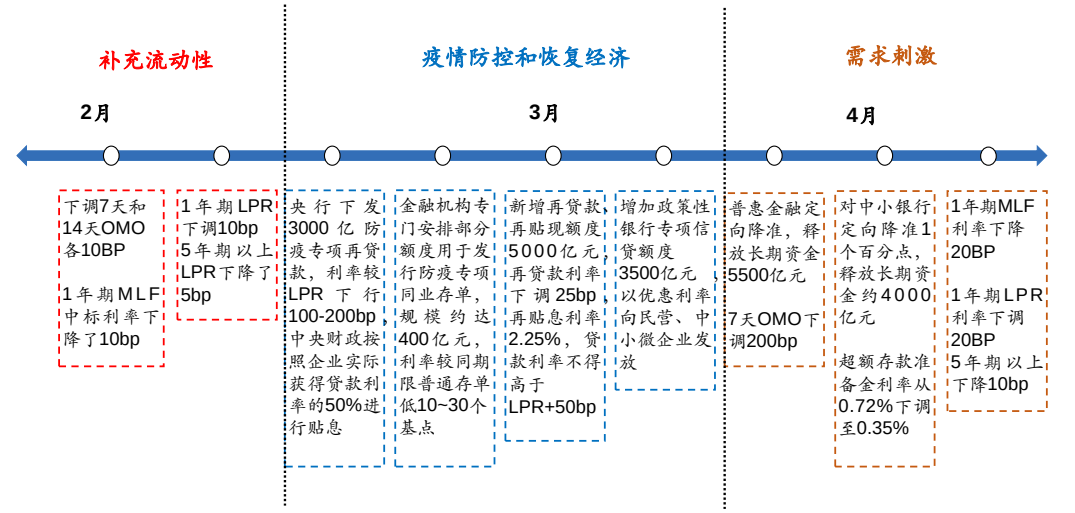
数据来源：Wind，东吴证券研究所

9. 央行重回宽松

如图 35 所示，2020 上半年为应对突如其来的新冠疫情的冲击，央行在货币政策宽松上大体经历了补充流动性—疫情防控和恢复经济—需求刺激这三个阶段。然而，5 月以来随着 MLF 利率和 LPR 报价连续两个月维持不变，央行对流动性的态度在边际上有

所收紧，并由此引发了货币市场和债券市场一轮上行。

图 35：新冠疫情爆发以来央行货币宽松所经历的三个阶段



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

虽然央行此番收紧流动性的背后有观望前期刺激效果、打击资金套利、以及防止房价过快上涨的综合考量，但我们认为这种收紧的态势不会超过一个季度，下半年随着国内信用扩张放缓叠加外部不确定性加大，货币宽松的空间将再度打开。

首先，此轮央行的宽松在向实体经济体传导的效果相对有限，尤其是与此前几轮货币宽松相比。如表 7 所示，虽然自 2018 年 4 月以来央行累计降准 450bp，在幅度上超过了以往任何一轮宽松时期，但反映实体经济融资成本的人民币贷款加权利率的降幅则最小。鉴于该贷款利率是信贷脉冲扩张的领先指标（图 36），当前信用扩张的延续仍有赖于该利率的进一步下行，这也就意味着未来央行不得不加大货币宽松的力度。

值得关注的是，疫情后贷款利率中 LPR 加点比例有所回升（图 37），这无疑给整体的贷款加权平均利率带来上行压力。因此，引导 LPR 的显著下行将成为央行下半年货币宽松的着力点。

表 7：与历次宽松相比，央行最近一轮货币宽松在降低贷款利率的效果上有限

	存款准备金率变动	贷款基准利率变动	贷款加权平均利率变动
2008.9-2009.3	-200bp	-216bp	-216bp
2011.11-2012.5	-150bp	-56bp	-100bp
2014.11-2016.9	-300bp	-125bp	-162bp
2018.4 至今	-450bp	-46bp	-83bp

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

其次，信用扩张的拐点可能在三季度出现，将倒逼央行宽松的加码。今年上半年新增社融和信贷的前置效应更为明显（图 38），1-5 累计新增社融和贷款的同比增速分别

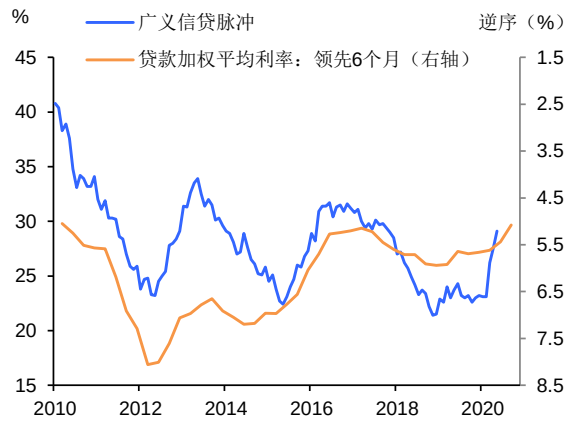
请务必阅读正文之后的免责声明部分

高达 45.2%和 28.4%，因此，即便全年新增社融和信贷增量完成了易行长在陆家嘴论坛上定的目标（新增社融超 30 万亿、新增贷款近 20 万亿），社融和信贷余额增速的拐点很可能在3季度出现。考虑到以社融为代表的广义信贷脉冲对实体经济增长的领先性（图39），我们认为三季度央行势必会加大宽松力度以避免信用扩张拐点的出现。

另外，下半年外部环境不确定性的加大，尤其是海外疫情第二波爆发、以及中美第一阶段经贸协议流产的可能性，也为央行的货币宽松预留了空间。如图 40 所示，2008 年金融危机后，中国的信用扩张与出口存在显著的负相关性，可见政策端的宽信用往往用来对冲外需收缩的风险。因此，在上半年财政发力明显前倾的情形下，如果下半年出口持续萎缩，也需要货币的进一步宽松来支持信用的扩张。

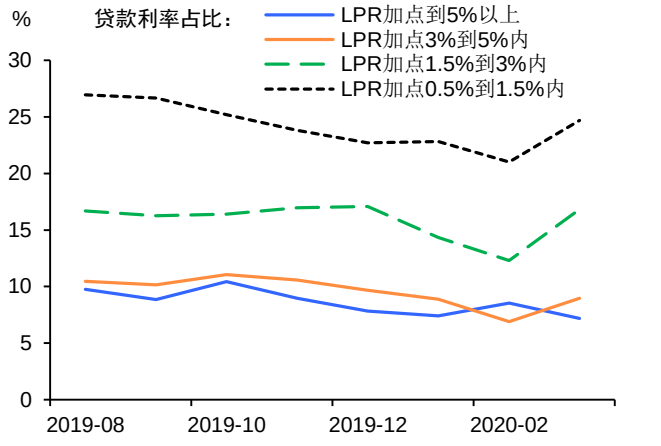
展望下半年，我们央行在三季度将重回降准降息，并且准备金率和公开市场操作利率仍然分别存在 100bp 和 20bp 以上的下调空间；而一些相应的定向宽松措施也有望继续出台，以引导降低社会融资成本。

图 36：贷款加权平均利率是信贷脉冲的领先指标



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 37：疫情后贷款利率中 LPR 加点的比例回升



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 38：今年上半年社融和贷款的前置效应更加显著

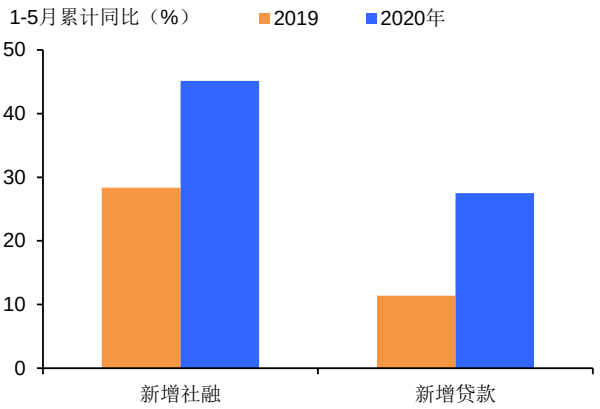
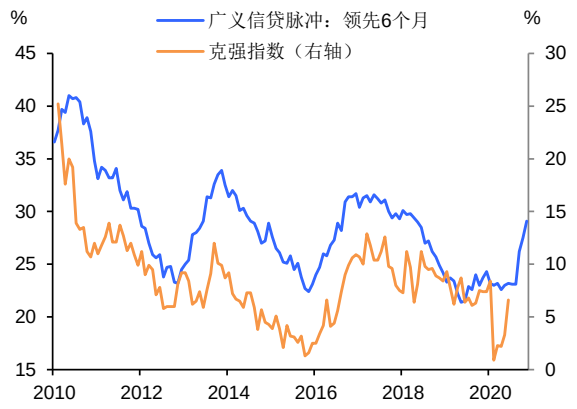


图 39：信贷脉冲是经济增长的领先指标

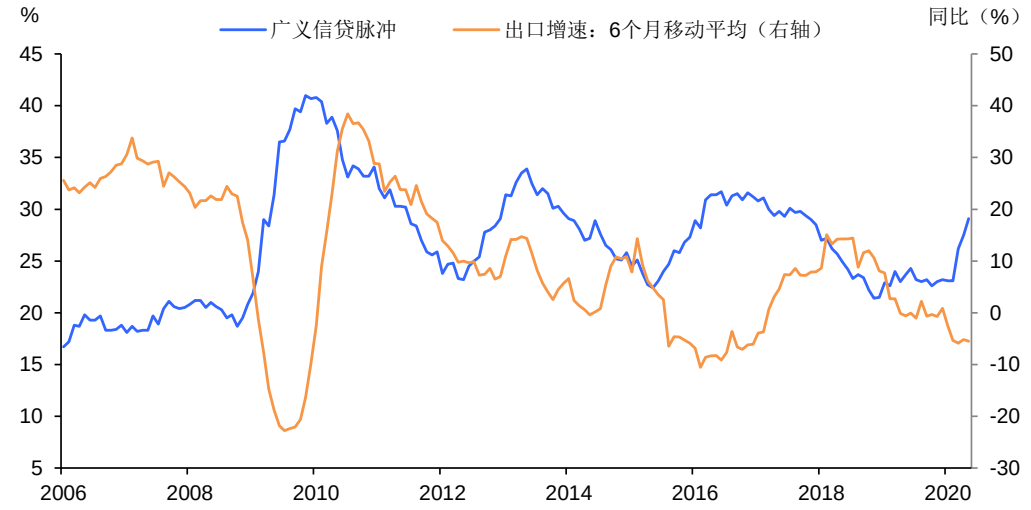


请务必阅读正文之后的免责声明部分

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 40：金融危机后中国的信用扩张与出口增速具有明显的负相关性

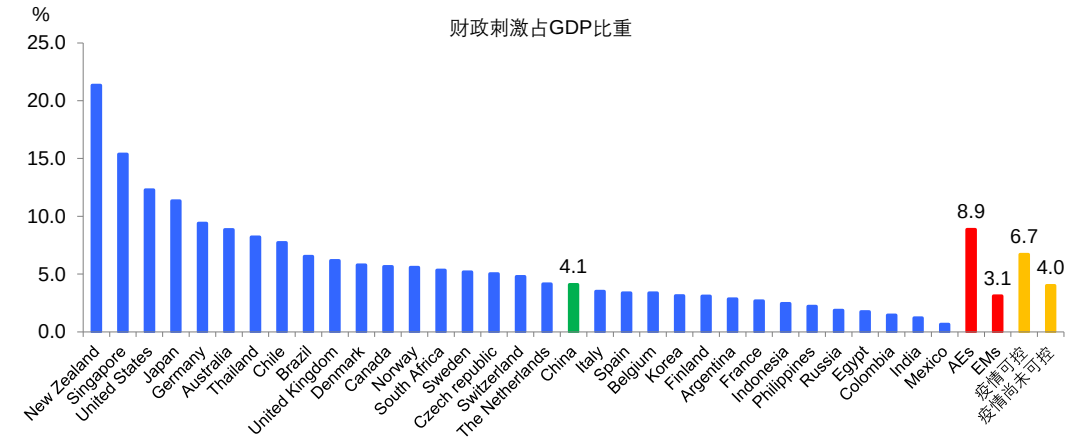


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

10. 财政刺激难再加码

换个角度理解当前的财政刺激思路。当前我国财政刺激占 GDP 比重 4.1%，低于发达经济体的 8.9%，但高于新兴经济体的 3.1%；低于疫情基本可控国家（比如德国、澳大利亚、新西兰等）的 6.7%，高于疫情尚在演化中国家（例如美国、巴西等）4.0%的平均刺激水平。横向国际比较很轻易能够得出的结论就是当前我国财政刺激力度偏低，因此，部分观点认为年中财政还有进一步加码的空间。但是，我们认为，横向国际比较显示财政刺激力度小，尤其是相对那些跟我国类似，疫情已经得到基本控制的经济体而言财政刺激规模偏低，表明的是我国“克制”的和“相机抉择”的财政刺激思路。

图 41：中国财政刺激占 GDP 比重低于发达经济体水平、高于新兴经济体水平



数据来源：IMF，东吴证券研究所（财政刺激政策统计截止时间为 2020 年 6 月 12 日）

“克制”的和“相机抉择”的财政刺激思路，可能源于：**（1）对新冠疫情演化长期性的判断，历史上近百年的全球重大突发疫情持续时间至少在一年以上；（2）对外部环境高度不确定性将长期存在的判断。**技术上，疫情导致“两会”延期至 5 月下旬才召开，年中再度进行政策调整的必要性就大大降低。

表 8：近百年全球重大突发疫情持续时长均在 1 年以上

	爆发时间	结束时间	持续时长	感染人数	死亡率
MERS	2012 年 9 月	2015 年 7 月	34 个月	2494	34.40%
H1N1	2009 年 4 月	2010 年 8 月	16 个月	163 万	17.40%
SARS	2002 年 2 月	2003 年 7 月	17 个月	8437	9.64%
亚洲流感	1957 年 2 月	1958 年 9 月	19 个月	-	<0.2%
西班牙流感	1918 年 3 月	1919 年 3 月	12 个月	-	2-5%

数据来源：WHO，CDC，CEIC，东吴证券研究所

11. 风险提示

疫情在国内二次爆发，使得全国范围内再次提高疫情封锁；欧美过早推进复产复工导致疫情出现反复；新兴市场国家疫情扩散引发国内危机；历史统计经验在新冠疫情背景下不适用等。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

