研究创造价值

经济修复斜率下降，新型“滞胀”风险上升

——2020 年宏观中期投资策略报告

姓　　名：程小勇
电　　话：0571-87633890
报告日期：2020 年 06 月 22 日

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。此外，作者薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

摘要：

1. 下半年经济的关键点并不在于经济复苏是否会修复，而是在于经济修复的力度或者经济增长的斜率。我们预计下半年经济修复斜率会下降。

2. 经济修复斜率下降的原因在于：疫情后经济增长中枢会下移、居民和企业部门修复资产负债表缓慢，缺乏加杠杆的主体、新冠疫情提前引爆长期结构性问题，如美国公共部门和企业部门高债务和高杠杆，中国居民部门杠杆率攀升过快、地产对消费挤出效应，以及全球贫富分化加剧和地缘政治风险。

3. 当前国内疫情防控进入常态化阶段，北京疫情的猝然抬头，海外每日新增病例的再上台阶，都意味着我们暂时看不到疫情防控措施大面积解除的一天，消费端恢复会很缓慢。

4. 由于各国救济措施导致长期结构性问题严重化，如债务货币化加剧贫富分化、降低市场效率和催生无效或抵消的企业、增加道德风险（债务违约没有成本）和金融市场不稳定（不良资产攀升）。另外疫情可能导致逆全球化的情况更加严重，加剧地缘政治冲突和民粹主义，最终会拖累经济复苏的力度。

5. 鉴于各国货币流动性宽松最高峰已经过去，疫情二次爆发的风险上升，股市上行的空间也会越来越小。而股市大幅调整的风险来源于滞胀和货币政策拐点，四季度很有可能出现。因此股市下半年大概率是冲高回落。大宗商品方面，一方面我们发现部分产品需要库存去化，例如原油等；另一方面部分商品由于供应端的干扰，如铁矿石和铜等处于低库存状态，所以商品走势会分化。不过，从下半年可能陷入新型“滞胀”的宏观环境来判断，资金青睐金融资产，而实物资产受制于实体经济的需求，下半年绝大多数大宗商品价格大概率会随着经济修复斜率的下降而回落。

回顾 2020 年上半年，全球经济因新冠肺炎疫情冲击而大概率会出现衰退，但是由于这次衰退主要是外部冲击引起的，金融系统并没有出现问题，再加上全球主要经济体大力度的实施货币和财政刺激，随着隔离措施放松，全球经济都出现了修复式的反弹。

随着疫情缓解和消退，物理限制下降，经济活动的复苏也会呈现一个渐进的态势。社会各经济部门阻断的情况逐渐恢复正常流通，尤其是人员流和货物流恢复有利于居民消费、企业产出和进出口贸易的恢复，因此包括居民就业和消费、工业产出和进出口环比都出现了反弹或改善，可以确定经济环比修复是没有分歧的。

然而，下半年经济的关注点并不在于经济复苏会修复，而是在于经济修复的力度或者经济增长的斜率。未来经济增长的关键点在于经济修复到什么程度？经济恢复实体能否持续？能否恢复到疫情前水平？

传统经济危机或经济衰退后的经济复苏路径为：经济负增长、通胀下行——政府财政和货币政策发力——政府部门加杠杆（资产购买和减税降税）——失业率下降、居民和企业部门修复资产负债表——私人部门加杠杆（居民和企业部门）——产出缺口修复、通胀回升。

而此轮由于新冠肺炎疫情引发的经济衰退可能面临不同的宏观环境：一是疫情虽然出现缓解，但是并没有得到控制，隔离措施在很长时间不会取消，引发产业链和供应链阻梗的情况会持续；二是居民和企业资产负债表修复要更长时间，因疫情导致居民部门和企业部门资产负债表衰退，常态化的隔离措施导致居民就业恢复较慢，收入恢复受阻；企业部门承担救济员工的任务，获得的流动性主要用于救济，盈利下滑；三是新冠疫情提前引爆长期结构性问题，如美国公共部门和企业部门高债务和高杠杆，中国居民部门杠杆率攀升过快、地产对消费挤出效应，以及全球贫富分化加剧和地缘政治风险。

从通胀来看，全球大规模注入流动性，并没有引导私人部门加杠杆，而是例如到金融市场，引发金融资产泡沫膨胀。体现在包括股市和商品价格大幅反弹，但实体经济修复缓慢；需求端修复慢于供应端，物价还处于通缩的状态。

值得注意的是由于各国救济措施导致长期结构性问题严重化，如债务货币化加剧贫富分化、降低市场效率和催生无效或抵消的企业、增加道德风险（债务违约没有成本）和金融市场不稳定（不良资产攀升）。另外疫情可能导致逆全球化的情况更加严重，加剧地缘政治冲突和民粹主义，最终会拖累经济复苏的力度。

因此，我们对下半年经济的预判是：经济修复的斜率下降，但是资产类价格在货币政策没有拐头资产还会继续上涨，由此很大可能产生新型“滞胀”。而新型“滞胀”和上个世纪 70 年代“滞胀”不一样，表现为物价温和甚至通缩、资产价格泡沫、经济低速增长甚至停滞。当然，并不排除由数字经济、人工智能等带来的技术突破，引领经济内生动力加快修复的可能，但这种可能性不大。

一、2020 年上半年宏观经济和大类资产回顾

回顾 2020 年上半年全球经济，体现为“疫情冲击”和“流动性泛滥”两大主线交织。2020 年 1-2 月，由于中国率先爆发新冠疫情，中国政府为防止疫情失控，迅速的实施了“封城”等管控措施，经济几乎停摆。2 月下旬及 3 月底，欧美疫情爆发，并迅速蔓延，全球经济开始停摆，全球股市和商品出现大范围下跌。

2020 年 2 月开始，包括中国、美国、欧洲和日本等全球主要经济体都纷纷实施新一轮货款宽松，并通过财政政府发力给居民部门和企业部门提供救济资金。而美国无限量 QE、欧元区和日本天量资产购买计划，在缓和市场流动性危机方面提供了助力，但是在 5 月份之后演变为流动性外溢，从而导致权益类资产价格出现“V”型反弹，而实体经济修复差强人意，使得资产价格脱离实体经济增长基本面而出现泡沫。

1. 大类风险资产几乎强劲反弹，部分资产实现“V”型反转

自 4 月份以来，包括股市、商品在内的风险资产都出现强劲的反弹。统计发现，截止 2020 年 6 月 2 日，MSCI 全球股票指数较 3 月 23 日因疫情创下的低点反弹了 37.7%，其中发达市场股票指数强劲反弹 38.7%，新兴市场股票指数同样也大幅反弹了 30.3%。如果从技术上来看，全球股市似乎进入技术上的牛市。

分国家和地区来看，截止 2020 年 6 月 3 日，美国三大股指——道琼斯工业指数、纳斯达克指数和标普 500 指数较 3 月低点反弹幅度分别达到 44.2%、46%和 42.5%；欧洲三个重要经济体——德国、法国和英国的股票指数 DAX 指数、CAC40 指数和富时 100 指数较 3 月低点反弹了 51.3%、38.7%和 30.3%，而受疫情冲击最大的意大利富时 MIB 指数反弹幅度也高达 31.9%。从年初至今，美国纳斯达克指数已经扳回了因疫情冲击而带来的暴跌，甚至较去年底上涨了 7.91%，而德国、法国、英国和意大利跌势分别缩减至 20%以内。

亚太地区，日本日经 225 指数和韩国综指较 3 月份低点分别反弹了 38.3%和 49.3%，新兴市场印度 SENSEX 指数和巴西 BOVESPAZ 指数较 3 月低点也反弹了 33%和 50.8%，而因主权债务违约的阿根廷 MERV 指数反弹幅度更大，较 3 月 18 日创下的低点反弹了 100%。

中国股市同样反弹，但反弹幅度温和，上证综指较 3 月 19 日创下的低点反弹了 10%，沪深 300 指数和中证 500 指数反弹幅度也仅仅只有 13.3%和 11.8%，这与中国货币政策相对克制有一定的关系。

表 1：全球股市疫情期间涨跌幅

	疫情期间最大跌幅	反弹幅度	年初至今涨幅	2019 年涨幅
MSCI 全球	-32.9	37.7	-6.45	24.05
MSCI 发达市场	-33.3	38.7	-5.76	25.19
MSCI 新兴市场	-30.1	30.3	-11.36	15.43
道琼斯工业指数	-37.2	44.2	-7.95	22.34
纳斯达克指数	-32.6	46	7.92	35.23

标普 500 指数	-35.4	42.5	-3.34	28.88
德 DAX 指数	-39.7	51.3	-5.75	24.48
法 CAC40 指数	-40.6	38.7	-15.99	26.37
英富时 100 指数	-33.8	30.3	-15.38	12.1
意 MIB 指数	-41.5	31.9	-16.44	28.28
日经 225 指数	-30.3	38.3	-4.15	18.2
韩国综指	-34.4	49.3	-1.81	7.76
阿 MERV 指数	-46.5	100	5.24	37.56
中国上证综指	-15.4	10	-4.33	22.3
沪深 300 指数	-17.1	13.3	-2.86	36.07
中证 500 指数	-16.1	11.8	5.76	26.38

资料来源：Wind，宝城期货金融研究所

2. 流动性外溢明显

从海外市场来看，美联储联邦公开市场委员会于美东时间 6 月 10 日结束为期两天的货币政策会议后发表声明说，将联邦基金利率维持在 0-0.25%不变，美联储致力于使用各种工具支持美国经济，预计将维持利率在当前水平直至 2022 年年底。

美联储在 6 月份继续释放流动性。6 月 8 日，美联储进一步扩大了支持普通中小企业贷款的便利工具“大众贷款项目”范围，可提供的最低贷款额从 50 万美元降至 25 万美元，可提供的最高贷款额从 2 亿美元升至 3 亿美元；企业还贷期限从四年延长到五年，要求可延缓偿还本金的期限从一年延至两年；银行与贷款企业的风险分担比例均为 5%。

美联储 6 月 15 日开启的市政流动性设施工具，并且宣布将资产购买范围扩展至企业债券，开始通过二级市场公司信贷工具(SMCCF)购买单支公司债，以支持市场流动性和大型雇主的信贷可用性。

自 3 月中旬以来，美联储宣布了一系列紧急贷款计划，而二级市场公司信贷工具就是其中之一，旨在限制疫情蔓延对美国经济造成的损害。美联储拥有 2500 亿美元的投资能力，迄今已在购买公司债券的 ETF 方面投资了约 55 亿美元。

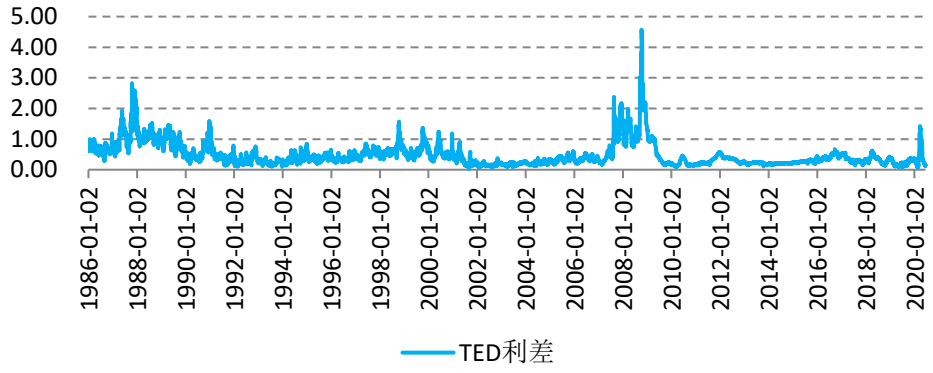
美联储主席鲍威尔敦促国会，不要太快撤除对家庭和小企业提供的财政刺激救助，并表示联储的购买公司债项目将从通过 ETF 间接购买转变为直接入场购买。美联储将运用所有工具，确保美国经济强劲复苏。同时，他再次敦促国会出台更多经济纾困法案，为美国家庭和企业提供必要援助，减轻疫情对经济的长期损害。

流动性外溢导致垃圾股和垃圾债都疯狂上涨，美国股市最近出现了一个奇异的景象：包括知名租车公司赫兹、石油钻探商怀汀石油和连锁百货公司 JC Penney Co. 在内的一批公司股价大幅上涨。它们有一个共同点：已经或者快要申请破产保护。

从历史情况来看，美元流动性泛滥一般都会导致美元汇率大幅贬值。截止 6 月 17 日，衡量美国流动

性紧张与否的 TED 利差回落至 0.15 个百分点，比美国 2 月份新冠肺炎疫情爆发前还要低，这意味着美元流动性已经从紧张转为泛滥。。

图 1：美元 TED 利差低于疫情前水平，流动性泛滥



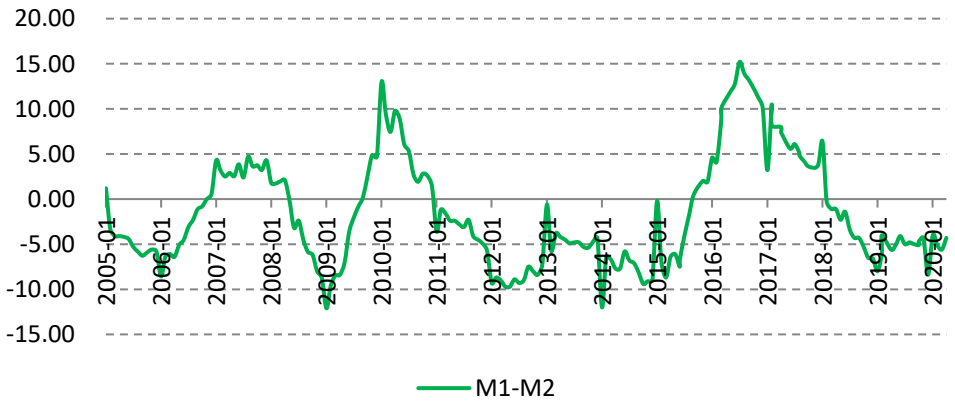
资料来源：宝城期货金融研究所整理

从国内市场来看，6 月 17 日国务院常务会议表示，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；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，全年人民币贷款新增和社会融资新增规模均超过上年。再加上 6 月 18 日 14 天期逆回购利率较上一次下降 20 个 BP，这都说明货币政策宽松基调不变，只不过力度会减弱。

数据也验证了，当前国内流动性宽松。通过观察 M1 和 M2 剪刀差，我们发现随着国内复工复产和政府救济措施，企业和居民部门现金流明显好转，体现为 M1 增速反弹至 6.8%，较上月加快 1.3 个百分点，较去年同期也大幅反弹 3.4 个百分点。而货币供应 M2 则在 5 月份保持在 11.1%，与上月持平，这意味着总的货币供应虽然较去年同期加快了 2.6 个百分点，但绝大多数还在在于增加现金流，并没有用于扩大投资。5 月，货币供应 M1 和 M2 增速差收敛至-4.3 个百分点。

回顾历史，上一次货币供应 M1 和 M2 增速差收敛是在 2015 年 7 月，并在 2016 年出现 M1 增速大幅超过 M2 增速，触发大宗商品大幅反弹。因，企业和居民部门 M1 增速回升代表企业现金流改善，若 M1 增速超过 M2 增速意味着企业流动性外溢，推升资产价格上涨。

图 2：货币供应 M1 和 M2 剪刀差缩小，企业现金流宽松

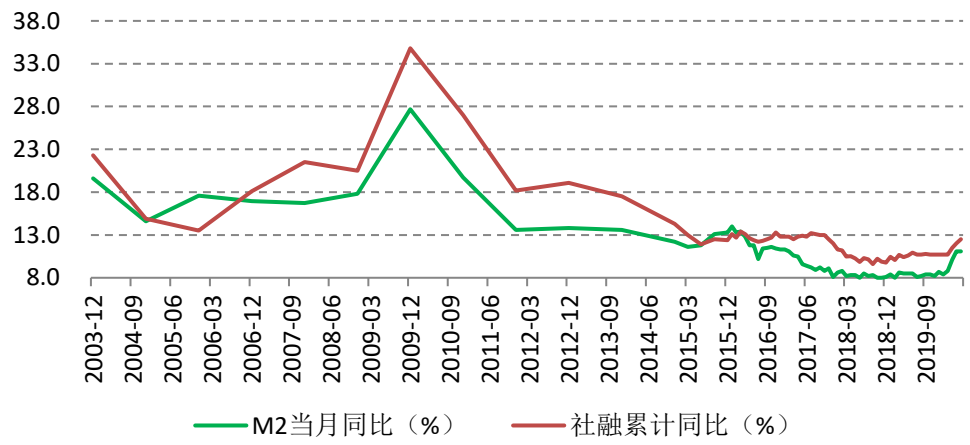


资料来源：宝城期货金融研究所整理

从信贷数据来看，5 月表内票据降幅明显，应与央行加强了存款套利监管有关。存款套利的一般方式是，企业以结构性存款（或普通高息存款）为抵押向上下游企业开票，企业再拿到银行进行票据贴现。5 月央行在结构性存款和票据贴现方面加强了监管，因而导致表内票据融资显著下滑。

社融方面代表实体经济对资金的需求，5 月末社会融资规模存量为 268.39 万亿元，同比增长 12.5%，较 4 月加快 0.5 个百分点，较去年同期加快 1.5 个百分点。而 5 月 M2 增速为 11.1%，低于社融存量累计同比增速，这说明资金需求超过供应。从历史上看，社融规模存量累计增速高于货币供应 M2 是常态，因基础货币有乘数效应。

图 3：社融规模超过货币供应 M2



资料来源：Wind，宝城期货金融研究所

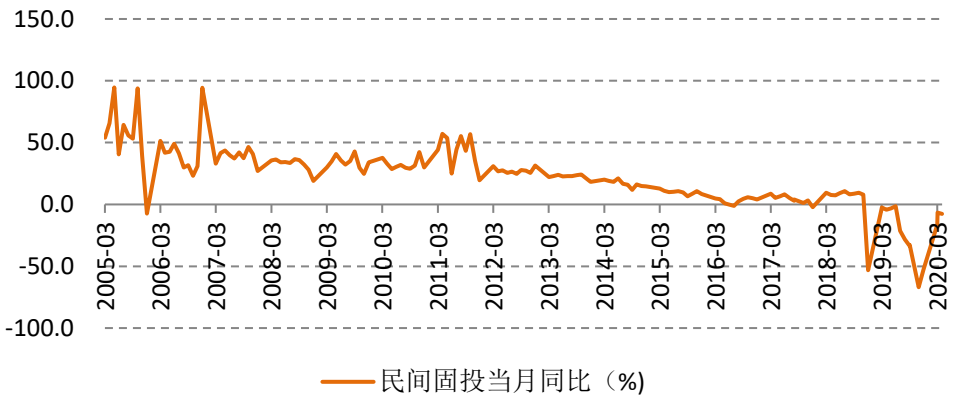
我们在观察一下社融分项数据，5 月，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.55 万亿元，同比多增 3647 亿元，较 4 月增少增 737 亿元，很多主要是贷款展期和续接有关，并非是实体企业投资扩大再生产所带来的流动性。

3. 中国经济修复特征：需求端恢复远慢于供应端

从需求端来看，主要来源于投资、消费和净出口。从固定资产投资来看，1—5 月份，全国固定资产投资（不含农户）199194 亿元，同比下降 6.3%，降幅比 1—4 月份收窄 4.0 个百分点。但是从环比速度看，5 月份固定资产投资（不含农户）增长 5.87%，增速较 4 月回落 0.3 个百分点，这意味着投资环比修复力度减弱。

进一步看，经济复苏的逻辑是政府加杠杆（基建投资和减税等）带动私人部门加杠杆（民间投资），但是 5 月当月，民间固定资产投资依旧是负增长，意味着民间投资并没有恢复到疫情前水平，且降幅还有所扩大。

图 4：民间投资依旧是负增长



资料来源：Wind，宝城期货金融研究所

投资三大块中，地产投资恢复的较快，但是制造业投资降幅依旧超过 10%，基建投资降幅收敛至 6%左右。数据显示，1—5 月份，全国房地产开发投资 45920 亿元，同比下降 0.3%，降幅比 1—4 月份收窄 3.0 个百分点。其中，5 月当月，全国房地产投资同比增长 8.1%，基本上恢复到去年同期水平。地产投资在需求端中修复最快，这与中国经济对地产依赖度很高和房地产开发融资放松有关。

制造业投资，我们认为继续修复的力度会越来越弱。一方面，5 月，非金融企（事）业单位贷款增加 8459 亿元，较去年同期多增 3235 亿元，但较 4 月少增 1104 亿元，暗示企业信贷融资环比是持续回落的。其中，非金融企业短期贷款增加 1211 亿元，比去年同期仅仅多增 2 亿元，较 4 月则多增 1272 亿元；5 月非金融企业中长期贷款增加 5305 亿元，较去年同期多增 2781 亿元，但较 4 月少增 242 亿元，这意味着企业中长期贷款增长已经逐月回落，企业信贷融资主要是展期或者继续到期债务，并非扩大再生产，产出缺口依旧存在。

另一方面，制造业投资和出口有很大关系，而未来中国出口压力还将持续较长时间。5 月新出口订单指数环比改善，从 4 月的 33.5 上升至 5 月的 35.3%，但依旧处于 50 荣枯分水岭下方，这意味着新出口订单尽管环比改善，但是依旧处于收缩状态，只是下降幅度收敛。4 月份出口超出市场预期是基于复工复产后对积压订单的释放，此前停工未能交付的产品加快清关所导致。5 月出口“补交货”效应显著递减，此前存在大量积压订单，拉动出口增长依靠的是供给侧，但随着积压订单的迅速释放，未来拉动出口依靠的是需求侧，需要新订单来驱动。

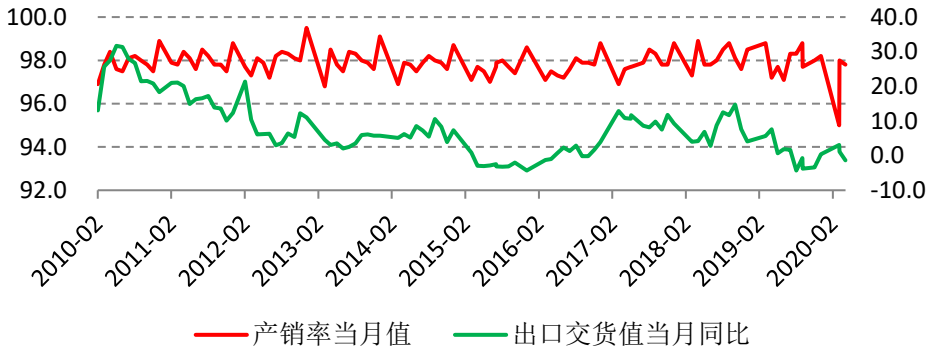
从目前情况来判断，基建投资增速回升可能性是最大的，主要是专项债发行在三季度前还会保持较高的量。5 月政府债券融资达到 1.14 万亿，1-5 月地方专项债发行达到 2.15 万亿，已经等于去年全年的规模，对于基建发力提供了良好支撑。按照今年地方专项债在 9 月之前发完，6-9 月平均每月仍有 4000 亿；加上今年 3.76 万亿财政赤字、1 万亿特别国债，6-12 月平均每月还有 5570 亿。

作为最能反映消费的社会零售销售总额在 5 月份是最弱的。主要原因是是受疫情影响，国内居民的储蓄倾向大幅抬升，或主要是居民担忧疫情的二次复发，从而增强了居民未来收入的不确定性；另一方面居民可支配收入在下降，这使得消费补偿性恢复较慢。一些必需消费品部门已增速较高，粮油食品 3-4 月连续两个月增速达到近 20%，本月已初步回落；日用品本月增速达 17.3%；化妆品本月增速达 12.9%；体育娱乐用品本月增速达 11.6%。这些门类呈现出比较典型的补偿性消费的特征。然而，由于居民可支配收入下降，包括房租增速回落，非必需品如餐饮行业收入继续大幅负增长，除非居民可支配收入增速回升和疫情彻底结束，不然这些行业很难出现补偿性消费。

当前国内疫情防控进入常态化阶段，北京疫情的猝然抬头，海外每日新增病例的再上台阶，都意味着我们暂时看不到疫情防控措施大面积解除的一天。那么以餐饮、旅游等为代表的消费就会持续继续受到压制。

供应端来看，5 月份规模以上工业增加值同比增速回升到 4.4%，但回升的斜率变缓。一方面疫情反复风险增加的情况下，外需修复缓慢，5 月份出口交货值再次出现同比负增长；另一方面部分行业面临去库存压力，这使得内需修复边际减弱，体现在 5 月产销量回落上面

图 5：产销率和出口交货值下降暗示内外需修复边际走弱



资料来源：Wind，宝城期货金融研究所

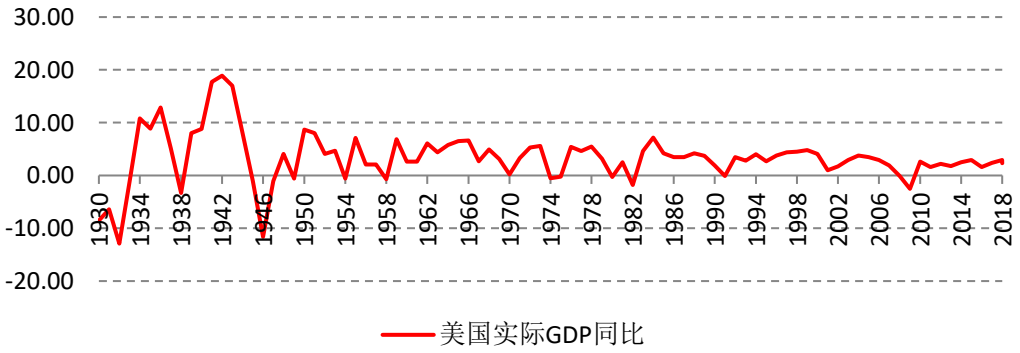
二、下半年经济修复斜率会下降

1. 疫情后经济增长中枢会下移

传统上的经济危机爆发或者金融危机爆发之后，全球经济的增长中枢都是下移的，例如 2008 年金融危机后，据世界银行数据，全球经济增长中枢从 2003 年-2007 年的 5.12%下滑至 3.3%；2000 年互联网泡沫破灭之后，全球经济增长重心从 1995-1999 年的 3.5%下降至 2001-2003 年的 3.2%，其中 2003 年还得益于中国经济的起飞。

美国方面，2008 年金融危机后，美国 GDP 实际同比增速中枢下滑至 2.28%，金融危机前十年美国 GDP 实际同比增速中枢为 3.23%；2000 年互联网泡沫之后 10 年，美国 GDP 实际同比增速中枢大幅下降至 1.77%，之前 10 年，即美国 90 年代 GDP 实际增速中枢为 3.27%。

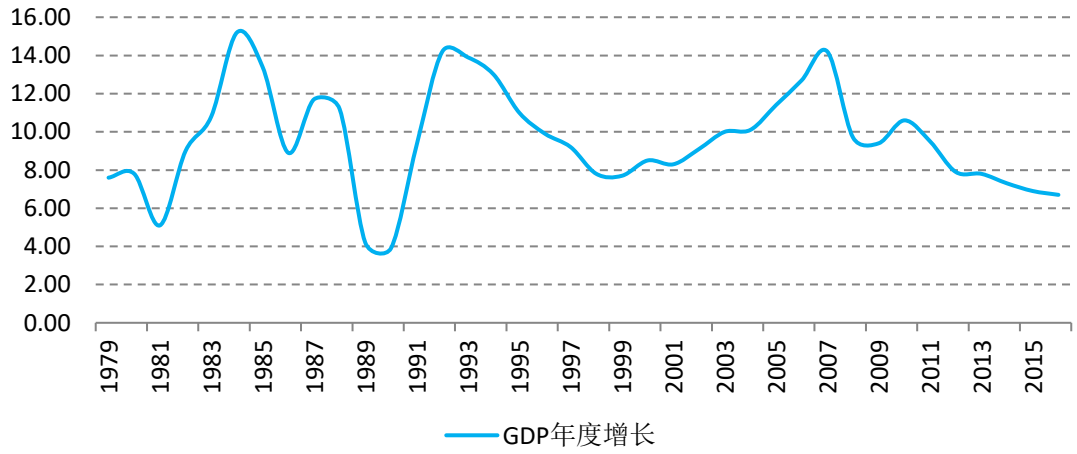
图 6：美国经济增长中枢在每次危机后都在下移



资料来源：Wind，宝城期货金融研究所

中国方面，中国经济增速拐点发生在 2011 年，就是我们所谓的减速换挡，但是 2008 年金融危机之后刚好碰上了中国经过了刘易斯拐点和人口红利消失，经济增速中枢名下下移。而 1998 年东南亚金融危机和 2000 年互联网泡沫破灭，中国 GDP 实际增速回升到危机前分别花费了 4 年时间和 3 年时间，其中 1998 年金融危机刚好遇上中国产能出清和国企改革，使得经济复苏比其他危机时要慢。

图 7：中国经济增长中枢同样在下移



资料来源：Wind，宝城期货金融研究所

2. 经济复苏缺乏加杠杆主体

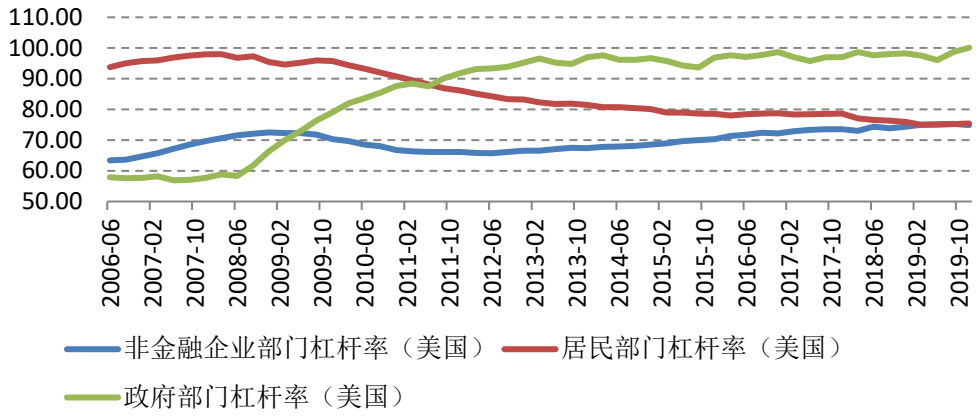
传统经济危机或经济衰退后的经济复苏路径为：经济负增长、通胀下行——政府财政和货币政策发力——政府部门加杠杆（资产购买和减税降税）——失业率下降、居民和企业部门修复资产负债表——私人部门加杠杆（居民和企业部门）——产出缺口修复、通胀回升。

不同于传统的经济危机或金融危机，本次疫情导致的经济衰退或者冲击可能不会导致金融机构大规模破产，但是疫情导致全球主要经济体居民部门和企业部门资产负债表衰退，未来经济复苏缺乏加杠杆主体。

美国方面，疫情前美国企业和政府债务杠杆率过高，疫情后美国企业部门杠杆率进一步攀升，这意味着美国企业部门可能在未来面临去杠杆的风险。据彭博数据显示，今年前 5 个月美国共发行了价值 1 万亿美元的投资级公司债，而对比 2019 年直到 11 月才达到这个水平。考虑净增量后，当前企业债的存量规模可能从去年末的 9.6 万亿升至当前的 11 万亿左右，占名义 GDP 比例从 44.8%升至 54.2%，即 5 个月上升了接近 10%。据国际清算银行（BIS）数据显示，截止 2019 年四季度，美国非金融企业部门杠杆率达到 74.9%。我们预计到 2020 年二季度末，美国非金融企业部门杠杆率将升至 100%以上，走上日本化道路。

从杠杆率来看，美国三大部门中唯有居民部门杠杆率相对较低，理论上存在加杠杆的可能。但由于疫情影响到居民部门收入增长，以及对未来疫情二次爆发的不确定性，美国居民部门储蓄率反而攀升，从而使得居民部门同样在降杠杆，或者将支出投资股市。数据显示，美国的个人收入却在 4 月环比增加 10%。同时，个人消费开支大跌 14%。这使得储蓄创出历史级别的增幅，从 2 月的 1.4 万亿美元大举增至 4 月的 6.2 万亿美元，储蓄率随之升至二战以来最高水平。

图 8：美国居民部门实际上美元加杠杆



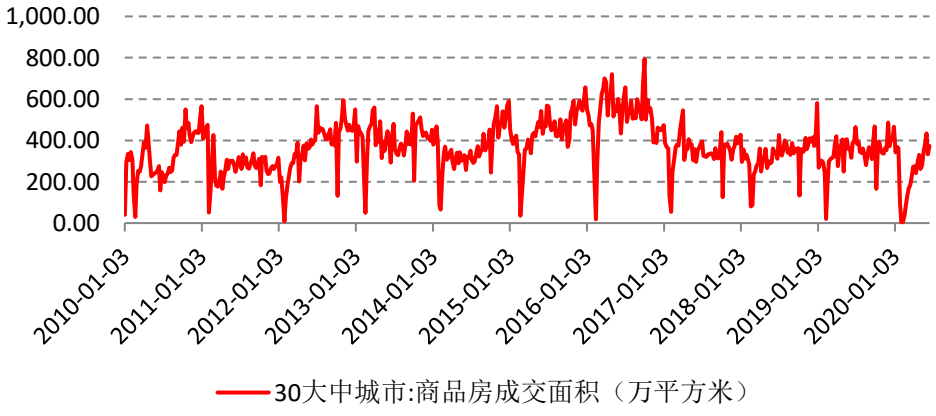
资料来源：Wind，宝城期货金融研究所

从政策逆周期对冲的逻辑来看，政府加杠杆通过财政政策来实现，以便稳定就业、创造需求，最终使得私人部门（包括居民和非金融企业部门）收入改善，最终带动私人部门加杠杆。美联储将政策利率降至零并启动“不限量 QE”，并先后推出总额达 2.8 万亿美元的财政纾困计划，但是美国财政赤字持续飙升和公共债务膨胀，在美国私人部门去杠杆的情况下，可能政府部门很难应对新一轮经济下行。从日本的例子来看，政府部门加杠杆未必能够带动私人部门去杠杆，一旦美国经济日本化，那么美国经济大概率很难恢复到疫情前水平。

中国方面，中国居民债务在 2016-2017 年快速攀升，导致杠杆率过快上涨，使得居民很难在疫情后加杠杆。回顾 2016 年-2017 年中国经济企稳反弹，政府放松房地产调控，鼓励居民加杠杆以便帮助企业去库存和去产能，而 2020 年不论是房地产“房住不炒”的政策基调，还是居民房贷收入高企，都意味着地产可能在 4-5 月份反弹，但不会成为新一轮增长点。长周期来看，中国房地产行业进入下行周期是确定性，只不过由于政策在 2016 年-2017 年刺激而有所延后。

从高频数据来看，6 月商品房销售面积环比大幅回落意味着地产修复告一段落。数据显示，30 个大中城市房屋销售面积在 6 月前半个月回落至 706.16 万平方米，同比仅仅增长 0.5%，较 5 月下半月环比大幅回落 13%。

图 9：30 个大中城市商品房销售面价环比大幅回落



资料来源：Wind，宝城期货金融研究所

从土地成交面积来看，6 月 14 日当周，100 个城市土地成交面积回落至 833.57 万平方米，同比下降 53.3%，土地溢价率也回落至 12.1%。

3. 疫情二次爆发风险意味着管控措施可能常态化

随着美国多州推进复产复工，美国疫情二次爆发。6 月 17 日，阿拉斯加州、亚利桑那州、阿肯色州、加利福尼亚州、佛罗里达州的单日新增病例数接连创下新高，约 20 个州新冠肺炎感染率重新上升。除确诊之外，包括得克萨斯州在内的部分州住院率也出现增长。

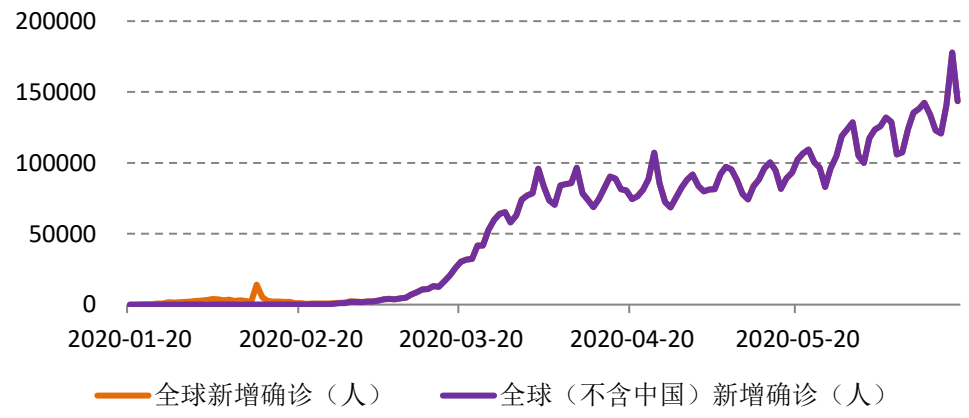
6 月中旬，德国再次出现屠宰场新冠聚集性感染，已确诊 657 人，7000 人密切接触人员被隔离。德国北威州居特斯洛县的肉类加工企业通内斯（Tnnies）日前暴发新冠聚集性感染。截至当地时间 17 日傍晚，在 1050 名接受病毒检测的员工中，确诊人数达到 657 人。

中东疫情持续呈现反弹趋势。当地时间 6 月 17 日上午，沙特南奈吉兰省卫生部门的消息显示，该省出现一起聚集性感染病例，目前已有 15 人确诊，且确诊病例还会继续增加。5 月末开始，沙特逐渐放松管控。据以色列卫生部的统计数字，当地时间 6 月 16 日 10 时至 17 日 10 时的一天之内，以色列新增近 300 例新冠确诊病例，创 4 月下旬以来新高。该国卫生部官员表示，以色列的疫情已迎来第二次高峰。

印度的疫情形势依旧严峻。据印度卫生部 6 月 17 日的数据，该国新增确诊病例 10974 例，单日新增病例已连续 6 天保持在 1 万例以上。同时，单日新增死亡病例 2003 例，这也是印度自疫情暴发以来，单日新增死亡病例首次超过 2000 例，增幅创最高纪录。

尽管疫情二次爆发，尚未触发海外经济体再次“封城”或者经济停摆，但是一些管控措施会是常态化的，这意味着下半年居民部门就业改善力度会是温和的，企业开工率和物流 “阻梗”现象还将会持续。数据显示，截止 6 月 18 日，不包含中国在内的全球新冠肺炎确诊病例依旧高达 143558 例，处于高位。

图 10：全球新冠疫情还在肆虐



资料来源：Wind，宝城期货金融研究所

4. 大规模刺激或救济措施加重长期结构性矛盾

由于各国救济措施导致长期结构性问题严重化，如债务货币化加剧贫富分化、降低市场效率和催生无效或抵消的企业、增加道德风险（债务违约没有成本）和金融市场不稳定（不良资产攀升）。另外疫情可能导致逆全球化的情况更加严重，加剧地缘政治冲突和民粹主义，最终会拖累经济复苏的力度。

债务方面，为了应对新冠疫情，美国国会通过了 2 万亿元的经济振兴方案，此举无疑加大了政府的

赤字。此外，预算赤字相对经济总量在疫情前就不断扩大。美国总统特朗普 2017 年签署《减税与就业法案》使税收收入增长疲软，而国会近年又一再批准扩大开支。公共政策机构 “负责任的联邦预算委员会（CFRB）”预计，美国联邦政府今年的预算赤字总额将超过 3.8 万亿美元（占 GDP 的 18.7%，是上一财年的 4 倍），到 2021 年将为 2.1 万亿美元（占 GDP 的 9.7%）。报告还预计，美国政府的公共债务（由公众持有的债务）在 2020 财年可能达到或超过美国 GDP 的规模，并且到 2023 年可能超过第二次世界大战结束时的水平（GDP 的 106%）。考虑到进一步经济措施的可能性以及经济复苏的不确定性，实际的赤字和债务水平可能比预测还要高得多。虽然债务货币化可以让政府承接企业债务，但是公共部门债务需要其他国家来承担，或者本身通过削减支出来减缓债务攀升的苏，这意味着，未来美国公共部门可能面临去杠杆的风险。

贫富差距方面，各国政府和央行放水导致的股市飙涨，并最终导致贫富差距拉大。股票的所有权高度集中在富人中，据美联储发布的最新数据，2016 年，美国最富有的 10%的家庭拥有 84%的股票。这意味着，标准普尔 500 指数过去 12 周的大幅上涨很可能使富人的受益再度超过穷人，加剧了不平等现在，因为美国民众受到了严重的经济冲击，引发了二战以来最严重的失业危机。而贫富差距拉大，一方面使得劳动生产率继续下降，劳动力这个要素市场失灵；另一方面加剧各国政局不稳，使得地缘政治冲突加剧。

另外，由于疫情冲击，各国利益博弈加剧，包括产业链重塑、国际贸易环境恶化和地缘政治冲突加剧。从历史上看，债务有效出清微观上市通过破产清算实现的，而宏观上还有一种可能就算战争。

三、滞胀风险攀升：物价温和或通缩，资产通胀

从通胀来看，全球大规模注入流动性，并没有引导私人部门加杠杆，而是例如到金融市场，引发金融资产泡沫膨胀。体现在包括股市和商品价格大幅反弹，但实体经济修复缓慢；需求端修复慢于供应端，物价还处于通缩的状态。

从中美两国的物价指数来看，5 月份中国 CPI 同比增速回落至 2.4%，提出能源和食品的核心 CPI 同比增速为 1.1%；美国 5 月份核心 CPI 连续第三个月下滑，此前因卫生事件引发的经济衰退，目前需求依然低迷，此前 4 月份核心 CPI 数据录得 2008 年 12 月以来最大单月跌幅，5 月份有所收窄。

一般来讲通胀回升主要有两种：一是需求驱动的通胀，一般发生在经济复苏期，经济复苏带动需求改善，需求改善刺激通胀回升；另外一种是成本驱动型，主要表现为供应不足，发生在上个实际中国 70-80 年代，这种情况很少出现。还有就是滞涨期，大宗工业原材料价格过度上涨，传导至居民生活层面。

从下半年通胀趋势来看，物价指数增长表现为温和，但是金融资产价格泡沫还会持续。我们认为有以下几个原因导致的：一是总需求不足，由于人口老龄化、贫富分化加剧、技术革新放缓等因素，全球经济潜在增速趋缓，总需求不足的问题逐渐暴露。特别是金融危机以来，主要经济体开始了漫长的资产负债表修复过程，实体部门加杠杆的动力不足；二是流动性“脱实向虚”，由于实体经济回报率低迷，大量过剩流动性进入金融市场，推动资产价格大涨甚至泡沫化，即金融市场对流动性的“抢夺”也抑制了实体经济通胀率的上升。

四、大类资产走势

从实体经济层面来看，由于经济修复斜率在下半年下降，权益类资产上涨的驱动力主要来源于流动性，而流动性需要依赖利率下行和各国资产购买计划。截止 6 月中旬，美联储重申未来几个月资产购买计划维持当前规模不变，而中国也会在未来三个月保持货币宽松，并通过降准、再贷款等工具保持货币供应适度宽松。因此，股市的估值在无风险利率下行或者处于低位的情况下上升或处于高位，而风险溢价也会随着各国货币宽松和经济重启而下行。

鉴于，各国货币流动性宽松最高峰已经过去，疫情二次爆发的风险上升，股市上行的空间也会越来越小。而股市大幅调整的风险来源于滞胀和货币政策拐点，四季度很有可能出现。因此股市下半年大概率是冲高回落

大宗商品方面，一方面我们发现部分产品需要库存去化，例如原油等；另一方面部分商品由于供应端的干扰，如铁矿石和铜等处于低库存状态，所以商品走势会分化。不过，从下半年可能陷入新型“滞胀”的宏观环境来判断，资金青睐金融资产，而实物资产受制于实体经济的需求，下半年绝大多数大宗商品价格大概率会随着经济修复斜率的下降而回落。