

九局下半：经济复苏与政策退出的拉锯

——4Q2020宏观经济、政策与大类资产配置展望

总量研究中心

宏观经济组

分析师：边泉水

执业编号：S1130516060001

分析师：段小乐

执业编号：S1130518030001

联系人：邸鼎荣，杨一凡

- **九局下半的魅力在于“一切皆有可能”**。今年以来，疫情影响下，经济增长挖出“深坑后”四季度预计恢复潜在经济增长附近，那么，后续政策变化与经济复苏之间的拉锯将变得至关重要，将对资产价格产生较大影响。
- **后疫情时代，中美关系的演变对四季度政策和资产价格形成明显扰动**。中美当前的经济结构以及相互融合度，决定了中美大概率不会走向“修昔底德陷阱”。但特朗普政府在四季度仍可能在经贸、技术和金融领域对中国采取新的措施，这将对中国的政策和全球的资产价格形成影响。
- **四季度如何应对经济复苏与政策退出之间的拉锯？** 四季度中国实际GDP增速预计回归6%的潜在增速附近；基建仍有望发力，但全年增速预计低于预期；地产随着政策收紧，单月同比增速高点预计四季度出现；制造业投资剔除医药和计算机后依然疲弱；出口面临总量回升和结构贡献转向（中国对印度、巴西的替代出口放缓）之间的拉锯；消费主要受到汽车销售的拉动，后续恢复到疫情前水平较难。CPI剔除肉价影响后相对稳定，PPI四季度继续回升；积极财政政策落地实施，但货币政策边际是松是紧？
- **货币政策边际宽松三部曲**。货币政策进一步收紧的必要性下降，原因在于：PPI依然通缩状态、资金空转问题已经缓解、中美关系仍存不确定性、资金成本下降问题仍需解决。未来看，货币政策边际宽松预计分三步走：第一步，公布开始操作超量续作（8-9月已经实施）；第二步，定向降准50bp（预计10月中下旬概率较高）；第三步，降低MLF利率引导LPR利率下行。
- **资产价格处于“九局下半”，静待拐点显现**。总量上看，M2同比-名义GDP同比在4季度进一步收敛，资产价格可能出现拐点的概率较高；同时，股债相对估值处于中位数，两者价格未来走势不确定性较高。我们预计，A股可能在四季度整体震荡，短期探底后10月有望回升，但11月和12月仍不确定；中国利率债收益率上行空间已经不大；美股性价比下降；人民币汇率升值压力上升，美元指数短期见底；工业品金融属性支撑下降，黄金短期性价比下降。

序言：九局下半的魅力在于“一切皆有可能”	P4
1、后疫情时代，中美关系的演变	P5
2、宏观经济：经济复苏和政策退出的拉锯	P15
3、货币政策：边际宽松三部曲	P28
4、大类资产：九局下半，静待拐点	P38

- **九局下半。**棒球一共打九局，“九局下半”虽然只有棒球比赛时间的1/18，但由于只要进攻方能够持续得分，就仍有理论上获胜的可能。“九局下半”的魅力在于，即使前17/18的时间一方领先，在剩下的1/18的时间另一方仍有获胜的概率。
- **影响资产价格的核心因子在于货币政策以及流动性的边际变化。**经济的恢复大概率符合预期，那么经济结构的恢复会是怎样？货币和流动性的边际变化又是怎样？这两点将成为影响资产价格变化的核心因子。
- **前三季度A股大幅上涨、债券先涨后跌，四季度股债是涨是跌仍存在较大变数。**A股部分行业估值较高，对利率和流动性的敏感性明显上升。债券收益率也存在较为一致的预期：货币不会加码宽松，随着经济和通胀的回升收益率仍将上行。
- **四季度如果股市下跌，降准降息的概率仍存。**当前复苏的经济对企业盈利和债券收益率均形成上行压力，但四季度可能出现的疫情复发、中美摩擦加剧以及经济结构和需求再度放缓的风险，可能令股市回调，货币政策再度转向宽松的概率依然存在。“九局下半”，前期的“领先”仍存在被扭转的可能。



一、后疫情时代，中美关系的演变

美国正在研究对中国的风险暴露（美联储和证交会等），主要结论如下：

- （1）金融联系比较广
- （2）美国银行和证券投资受到的冲击不大
- （3）最大的风险是间接风险：美国与英国和新加坡的联系紧密，二者与中国联系同样紧密
- （4）中美贸易收缩的影响比较大
- （5）中国经济下滑对美国经济造成影响

结论性意见：美国有能力对中国实施的制裁，且最终损失是非对称的，对中国负面影响更大。

图表 美国评估和研究对中国的风险暴露

美联储（FED）

- 发布：中美风险暴露报告、中美关联报告
- 结论：银行和证券投资受到冲击不大

证交会（SEC）

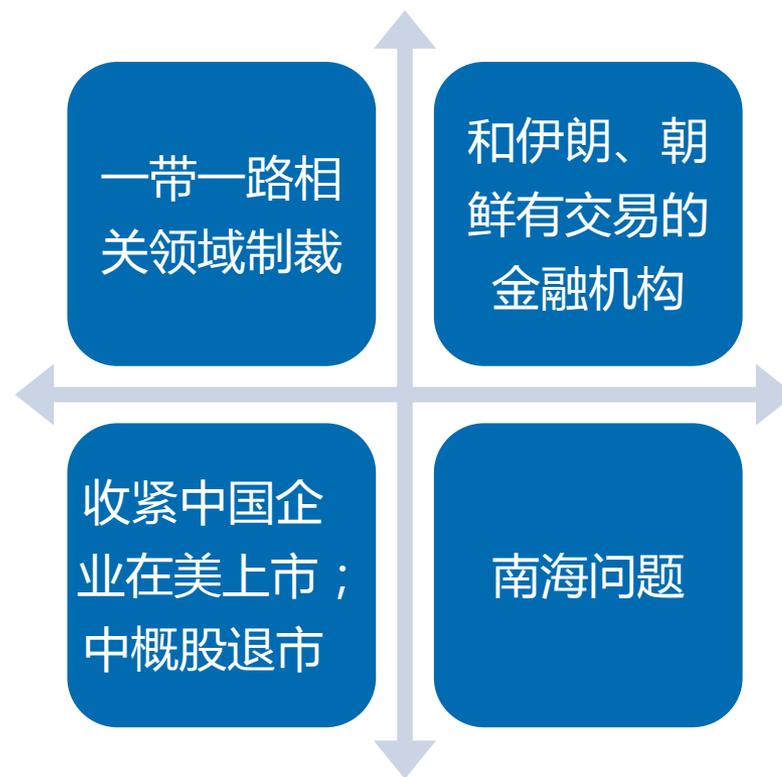
- 发布：对中国投资风险报告
- 结论：提示和警告对华投资风险

文章：（1）Global Spillovers of a China Hard Landing (FED)；（2）Emerging Market Investments Entail Significant Disclosure, Financial Reporting and Other Risks; Remedies are Limited (SEC)。

图表 其他领域金融战

金融战总体结论：

- （1）全面金融制裁不太可能，中期来看都不太可能。历史上来看都没有。全面制裁是伊朗和朝鲜。
- （2）部分金融制裁有可能：对股份制银行进行制裁，而对国有银行制裁比较慎重。
- （3）美方制裁是逐步升级，从小到大。
- （4）香港问题是本次制裁的切入点（新冷战的标志），主要是香港的金融制裁。



图表 近期中美冲突有所加剧

日期	中美关系
2020年7月14日	美国总统特朗普在白宫玫瑰园举行的新闻发布会上宣布已签署“香港自治法案”
2020年6月26日	美国国务院宣布对中方有关涉港官员等实施签证限制
2020年6月3日	美国运输部宣布，自6月16日起暂停所有中国航空公司往返中美的客运航班，后修改为每周运营两班。
2020年5月12日	中国国务院关税税则委员会公布第二批（600亿美元商品）对美加征关税商品第二次排除清单。
2020年4月24日	美国联邦通信委员会（FCC）向“中国政府拥有”的4家通信公司，发出“自证”命令。
2020年3月6日	美国贸易代表办公室(USTR)公布了对3000亿美元加征关税商品清单项下的产品第一批排除公告
	中国国务院关税税则委员会公布第一批（600亿美元商品）对美加征关

- 2020年1月15日，中国和美国签署中美第一阶段经贸协议，延续近两年贸易冲突暂告一段落。
- 但疫情发生以后，中美之间的冲突有所升温，特别是在香港国安法通过以后，美国在多方面对中国施压。
- 中美关系的不确定性是未来需要关注的重要风险点。因此，从货币政策角度来

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2276

