

在防疫和复苏间寻求平衡

——2020 下半年中国宏观经济展望

相关研究:

1. 《三箭齐发激活经济内生增长动能——2019 年中国宏观经济展望》 2019.03.20
2. 《外圆内方——2020 年中国宏观经济展望》 2020.01.05

分析师: 祁宗超

证书编号: S0500519010001

Tel: 021-68634510-8370

Email: qizc@xcsc.com

地址: 上海市浦东新区陆家嘴环路
958号华能联合大厦5层湘财证券研
究所

<http://www.xcsc.com>

核心要点:

□ 全球二战以来最大衰退, 国内疫后缓慢复苏。

为了抗击新冠肺炎疫情, 全球各国都采取了不同程度的限制人群流动和聚集的措施, 全球经济也因此遭遇了二战以来最严重的衰退。为应对疫情, 各国纷纷采取更加宽松的货币政策, 来为市场提供充足的流动性, 同时降低实体企业融资成本, 减轻企业还款负担, 并提供额外的贷款支持。疫情在全球蔓延以来, 海外主要经济体央行资产负债表进行了快速的扩张。财政政策方面, 主要是对企业进行减税、允许个人延迟纳税、对个人或家庭发放现金, 增加失业保险及救济金等。随着我国国内疫情逐步得到控制, 复产复工逐步推进, 需求端疲弱成为了制约经济复苏的主要方面。

□ 海外防疫成果分化, 疫情存二次爆发风险。

五月下旬以来除美国外的主要发达国家累计新冠肺炎确诊病例逐步进入平台期, 各国的经济也逐渐开始重新有序开放。然而另一方面, 除我国外的主要新兴市场国家, 由于其有限的医疗资源以及宽松的防疫措施, 累计确诊病例仍在持续攀升, 暂未见减速迹象。从新冠肺炎死亡人数来看, 主要发达国家人数开始逐渐减少, 而拉丁美洲等新兴市场国家死亡人数开始攀升, 导致全球新冠肺炎死亡人数出现了进一步上升的迹象。全球不同国家之间抗疫节奏的错位使得疫情二次爆发的可能性上升, 全球的人员流动、货物流动等也将持续受到影响, 使得全球经济的复苏仍笼罩在新冠疫情的阴影之下。

□ 消费缓慢复苏, 出口维持韧性, 投资基建地产双支撑。

在企业经营环境整体面临较大压力的背景下, 2月份城镇调查失业率上升至统计以来的最高位 6.2%, 随后缓慢震荡下行。与此同时, 全国城镇居民人均可支配收入累计同比增速也录得 2014 年有统计数据以来的最低值 -3.9%。在就业和收入的压力下, 消费的节奏相对于投资而言也显得更加艰难。随着越来越多国家疫情控制进入平台稳定期, 全球经济复苏的节奏也将加快, 这将使得下半年出口增速的中枢要较上半年有所抬升, 下半年出口将维持一定的韧性。房地产投资是经济韧性的重要来源, 随着地产销售增速的逐渐回升, 房地产投资已经率先转正, 同时, 新老基建相结合既能够稳就业, 发挥逆周期调节作用, 也能够提升投资效率, 起到调整产业结构的效果。

□ 货币政策灵活适度, 财政政策注重效率, 以稳就业为首要目标

今年以来人民银行积极应对疫情变化带来的新挑战, 稳健的货币政策更加灵活适度, 持续优化信贷结构, 完善结构化货币政策工具体系, 创新直达实体经济的货币政策工具, 引导金融机构加大对实体经济特别是加大对小微企业和民营企业的资金支持力度。根据央行行长在陆家嘴论坛上的讲话测算, 预计今年末 M2 和社融增速分别会上升至 10.8% 和 13%, 意

味着下半年疫情不出现超预期发展的情况下，整体的信用扩张将会逐渐趋稳。

面对内外部复杂的环境，今年保就业稳增长的压力较大，市场对于积极的政策组合以有一定的预期。5 月底政府工作报告中指出，2020 年中国财政赤字率拟按 3.6% 以上安排，超去年 2.8% 的水平。按照今年财政预算，6-12 月仍有 9.1 万亿元赤字空间，远高于去年同期 4.9 万亿元实际赤字规模。考虑到财政政策对于总需求的拉动更为直接有效，货币政策面临一定的政策掣肘，预计下半年财政政策在“六稳六保”中将发挥更加积极的作用。全年经济预计能够达到 3.0% 的增速水平，虽然仍是近 30 年最低增速，但可能是全球主要经济体中唯一保持正增长的国家。

□ 风险提示：

全球疫情出现二次爆发的风险， 地缘政治不确定性。

表 1 湘财证券研究所 2020 年主要宏观数据预测

	2015Y	2016Y	2017Y	2018Y	2019Y	2020H1	2020E
GDP:累计同比	7.00	6.80	6.90	6.70	6.10	-1.60	3.00
工业增加值:累计同比	6.10	6.00	6.60	6.20	5.70	-1.30	4.50
固定资产投资:累计同比	10.00	8.10	7.20	5.90	5.40	-3.10	4.00
房地产开发投资:累计同比	1.00	6.90	7.00	9.50	9.90	1.90	6.00
制造业投资:累计同比	8.10	4.20	4.80	9.50	3.10	-11.70	1.00
基建投资:累计同比	17.20	17.40	19.00	3.80	3.80	-2.70	5.00
社会消费品零售总额:累计同比	10.70	10.40	10.20	8.98	8.00	-11.40	3.00
出口金额:累计同比	-2.94	-7.73	7.90	9.87	0.51	-6.20	-6.00
进口金额:累计同比	-14.27	-5.46	16.11	15.83	-2.69	-7.10	-4.00
CPI:累计同比	1.44	2.00	1.60	2.10	2.90	3.80	2.50
PPI:累计同比	-5.20	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.90	-1.00
M2:同比	13.30	11.30	8.10	8.10	8.70	11.10	12.00
社会融资规模存量:同比	12.40	12.80	14.08	10.26	10.69	12.80	14.50

资料来源：湘财证券研究所、国家统计局、中国人民银行、海关总署、国家外汇管理局

正文目录

1 2020 上半年宏观经济回顾	5
1.1 二战以来最大衰退，抗疫“各显神通”	5
1.2 国内疫后逐步复苏，需求疲弱是主要约束	9
2 2020 下半年宏观经济展望	13
2.1 防疫成果分化，疫情存二次爆发风险	13
2.2 就业与收入是稳消费基础，疫情发展影响预期	15
2.3 出口韧性延续，但慢复苏下难超预期	18
2.4 基建地产发力支撑，制造业投资缓慢修复	20
3 2020 年宏观政策展望	23
3.1 货币政策灵活适度，精准滴灌随机调整	23
3.2 财政政策积极有为，更加注重资金效率	25
3.3 稳就业是逆周期调节政策首要出发点	27

图表目录

图 1 全球新冠肺炎疫情地图	5
图 2 海外主要经济体一季度经历大幅负增长 (%)	6
图 3 海外经济体 OECD 综合领先指标 5 月份才开始反弹	6
图 4 领先指标 PMI 指数 4 月探底随后回升	7
图 5 海外主要经济体上半年通胀水平逐步回落	7
图 6 国际原油期货价格走势 (美元/桶)	8
图 7 疫情期间海外主要经济体抗疫政策	9
图 8 消费支出成为拖累一季度 GDP 的主要因素 (%)	10
图 9 受疫情影响社零消费增速断崖式下跌随后缓慢复苏 (%)	11
图 10 非刚性消费及大件消费疫情期间受影响程度最大 (%)	11
图 11 固定资产投资中房地产投资更具韧性 (%)	12
图 12 上半年出口投资呈现了一定程度的韧性 (%)	12
图 13 除美国外的发达国家累计确诊病例已进入平台期 (人)	13
图 14 除我国外的主要新兴市场国家难言进入平台期 (人)	14
图 15 南美国家新冠肺炎死亡人数上升	14
图 16 随着经济重新开放，美国疫情出现第二波爆发 (人)	15
图 17 网上零售额累计同比增速已转正 (%)	16
图 18 工业企业利润大幅下滑后缓慢回升 (%)	16
图 19 疫情期间失业率创新高，人均可支配收入下滑 (%)	17
图 20 就业市场景气程度和汽车销售有较大相关性 (3 日平均)	17

图 21 高企的居民杠杆率削弱了居民面对不确定性的风险承受能力	18
图 22 PMI 新出口订单呈 W 型走势 (%)	19
图 23 对不同国家及地区出口增速 (%)	20
图 24 地方专项债发行规模 (亿)	21
图 25 地产销售和新开工面积快速回升 (%)	22
图 26 贷款结构改善, 中长期贷款增长 (亿)	22
图 27 社融增速持续平稳上涨 (亿, %)	23
图 28 社融主要分项历史波动趋势 (亿)	24
图 29 年初以来 M2 增速逐渐回升 (%)	24
图 30 赤字率突破 3%, 并达到近 10 年最高 (%)	25
图 31 财政收支缺增速缺口仍有压力 (%)	26
图 32 社会保障和就业支出同比增速正增长 (%)	26
图 33 疫情导致大批农民工失去就业机会 (万人, 元)	27
图 34 第三产业吸纳近一半的就业人口 (万人, 元)	28
图 35 个体经营从业人员占比	29
表 1 湘财证券研究所 2020 年主要宏观数据预测	2

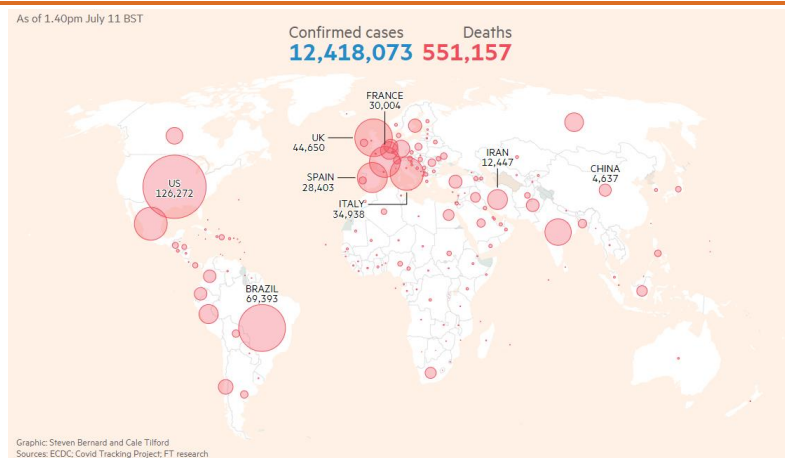
1 2020 上半年宏观经济回顾

2020 年春节前开始爆发并迅速向全世界蔓延的新型冠状病毒肺炎疫情可以说超出了绝大部分的预期，相较于 2003 年的非典肺炎（SARS），新冠肺炎具有更强的传染性，同时还具有较高的致死率，许多医学专家甚至认为新冠肺炎可能是人类迄今为止遇到的最为棘手的传染病。为了抗击疫情，全球各国都采取了不同程度的限制人群流动和聚集的措施，全球经济也因此遭遇了二战以来最严重的衰退。由于我国疫情爆发期间正处于传统春节假期，为了防止疫情扩散，我国不同省市均制定了相应的人口流动管控措施，同时春节假期进一步延长，复工生产节奏推迟。毫无疑问这样的举措很大程度上控制住了新冠病毒进一步蔓延，但不可避免地相当于对宏观经济按下了暂停键。虽然国内疫情基本得到控制，但由于聚集性疫情仍时有发生，叠加海外部分国家疫情仍未见到第一波的高点，宏观经济仍处于缓慢复苏的过程。

1.1 二战以来最大衰退，抗疫“各显神通”

截止 7 月初，全球大流行新冠肺炎已经在超过 200 个国家蔓延，确诊病例超过 1210 万人，造成超过 545800 人死亡，对全球经济发展产生了巨大的冲击。事实证明，严格的防疫措施和有效的社交距离对于控制新冠肺炎疫情具有明显的效果，对待疫情采取严肃科学态度的国家，其国内的疫情发展曲线已经越过第一波的高点趋于平稳，而有些国家至今仍未达到第一波疫情的高峰，这也为全球下半年经济增添了不确定性。

图 1 全球新冠肺炎疫情地图

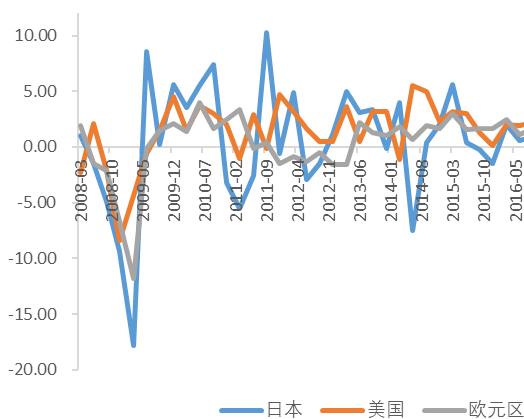


资料来源：湘财证券研究所、金融时报

为应对新冠肺炎疫情在全球蔓延，全球各国采取了不同程度的人口流动管制及防控措施，全球经济活动大幅萎缩，其中，美国一季度 GDP 环比折年率下降 5%，创下 2009 年以来的最大季度跌幅。欧元区一季度 GDP 环比折年率下降 13.6%，创下 2008 年金融海啸以来新低。日本经济连续两季负增长，一季度经济环比折年率录得-2.2%。

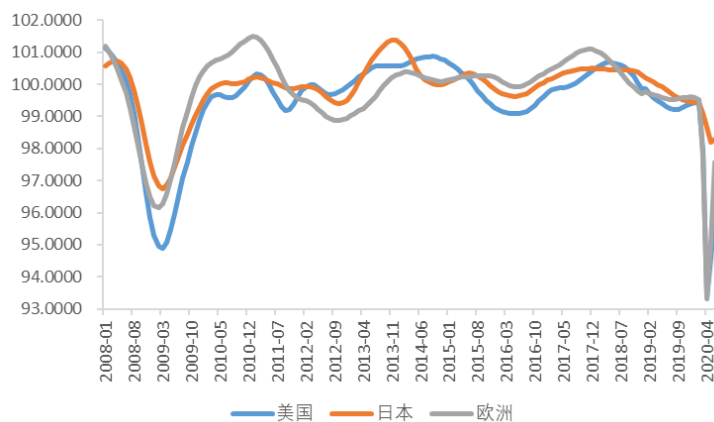
从 OECD 综合领先指标来看，海外主要经济体经济指标在 4 月份探至底部，随后两个月开始缓慢回升，其中欧元区复苏的节奏要快于美国。领先指标 PMI 指数也反映出类似的趋势，在防疫措施最为严格的 4 月达到底部区域，之后随着经济逐步重启而缓慢复苏。不同国家的经济复苏节奏与该国的严格防疫措施的节奏相关，欧元区较美国更早采取隔离措施，一季度虽然经济大幅下降，但二季度随后经济逐步企稳复苏。

图 2 海外主要经济体一季度经历大幅负增长 (%)



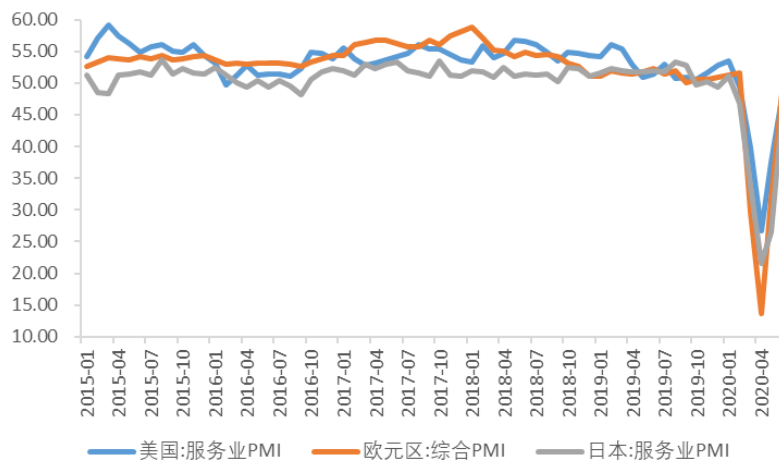
资料来源：湘财证券研究所、Wind

图 3 海外经济体 OECD 综合领先指标 5 月份才开始反弹



资料来源：湘财证券研究所、Wind

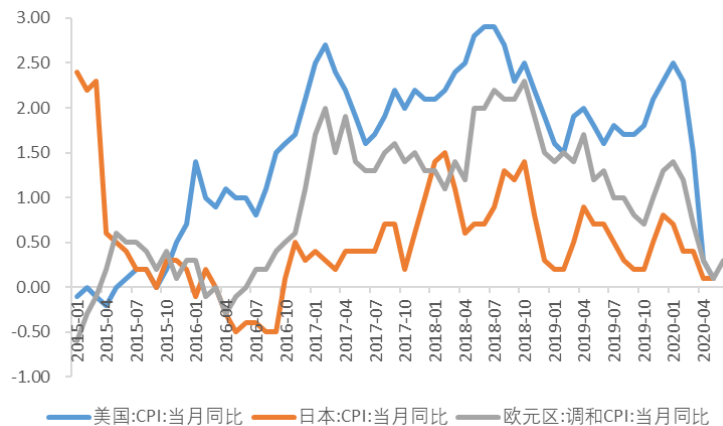
图 4 领先指标 PMI 指数 4 月探底随后回升



资料来源：湘财证券研究所、Wind

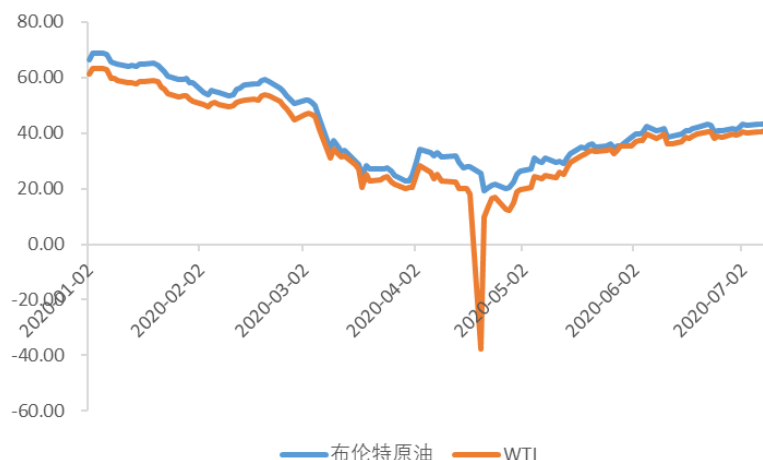
受新冠疫情在全球持续蔓延影响，全球经济活动大幅萎缩，国际贸易遭受重创，下游消费需求疲弱，全球原油需求急剧下滑，导致 3-4 月国际原油价格大幅下跌，因此全球主要经济体通胀水平均出现明显回落。

图 5 海外主要经济体上半年通胀水平逐步回落



资料来源：湘财证券研究所、Wind

图 6 国际原油期货价格走势（美元/桶）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

面对经济的负面冲击，宏观逆周期政策选择以及决策效率在很大程度上影响了冲击最终对于经济增长的影响。回顾 2008 年全球金融海啸，由于危机中不同的政策选择，一些西方国家最终的经济增长表现呈现出了不同的结果。2008 年加拿大由于维持了信贷市场的稳定，资本形成过程并未遭受大规模破坏，从而避免了银行业危机，使得劳动力市场也相对稳定，这帮助加拿大的经济在 2008 年的金融危机后迅速恢复到了危机前的增长路径，属于典型的“V 型”走势。美国经济则出现了另一种“U 型”走势。危机后美国的经济增速虽然也出现了反弹，但是无法恢复到危机前的经济增长路径。因为银行业危机的产生，导致大批金融机构破产倒闭，然后衰退又对劳动力市场产生的重大冲击，从而对经济的供给侧和生产力产生了难以修复的影响。危机中最差的走势便是“L 型”，希腊便是一个例子。危机后希腊不仅没有恢复到危机前的增长路径，其经济增长率还出现了下滑，这说明危机已经对经济的供给侧产生了结

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_3691

