

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

经济修复上行 政策满而不溢

— 2020 年中期国内宏观经济展望

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2020 年 7 月 10 日

内容提要:

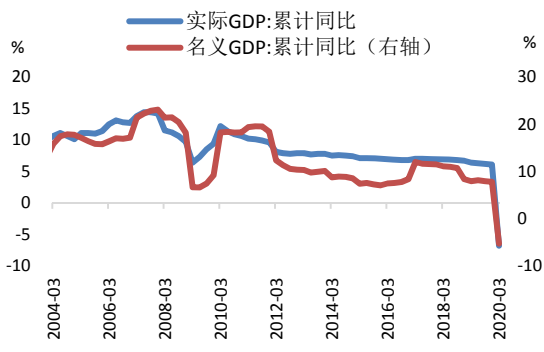
上半年突如其来的新冠疫情对全球经济造成较大冲击,多家国际机构纷纷下调今年全球增长预期。其中,IMF 在 6 月发布的《世界经济展望报告》中预测全球经济今年将萎缩 4.9%。

国内经济弱复苏。在疫情各项严控措施的影响下,1 季度 GDP 同比减少 6.8%,2 季度在疫情得到基本控制的情况下经济趋于复苏,各项指标均出现不同程度改善。其中,对经济支持力度最大的来自于供给端,高炉开工率持续回升,工业增加值、发电量等数据自 4 月起转正。需求端复苏较慢,不仅没有出现报复性消费,甚至连弥补性消费都低于预期,前 5 个月社会消费品零售总额增速无论是累计增速还是单月增速均为负。投资端则主要依靠基建投资与房地产投资,两者均在 3 月后出现较快扩张并在 5 月达到 8%左右,而制造业投资受需求较弱、工业领域通缩等影响表现不佳。综合而言,预计 2 季度 GDP 回升至 3.5%左右,3-4 季度回升至 6%左右或更高,全年在 2.8%左右。

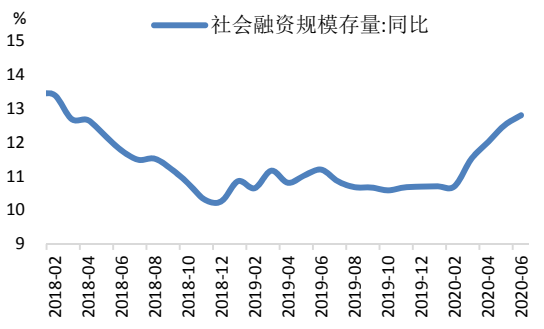
为了对冲疫情不利影响,2 月以来国内宏观政策明显加大了对冲力度,包括赤字率上调、专项债加大发行、特别国债重启、降息与定向降准、定向增加再贷款规模、小微企业延期还本付息等,有力地支撑了经济触底反弹。今年工作的重心在于“六稳”、“六保”,政策对冲力度提升,但无论是对比 2009 年还是对比美欧等发达国家,均显示出一定的节制性,有利于为未来经济社会平稳发展打下基础,为改革腾出更多空间。

风险提示: 央行超预期调控,贸易摩擦升温,金融市场波动加大,经济下行压力增大,国内外疫情超预期变化风险,国际经济形势急剧恶化,海外黑天鹅事件等。

GDPG



社融



相关报告

- 《疫情对一季度经济影响超预期显著—2 月经济数据点评》
- 《供给好于需求 内需仍需提振—3 月及一季度宏观经济数据点评》
- 《数据逐步回归常态 政策仍需保持定力—4 月宏观经济数据点评》
- 《需求弱复苏 通缩压力大—5 月物价数据点评》

目录

| | |
|-------------------------------------|-----------|
| 一、全球经济受疫情影响冲击较大 | 3 |
| 1、世界经济：大幅下行，或存二次冲击 | 3 |
| 2、主要国家受疫情冲击严重 | 5 |
| 3、多国推出多项刺激政策 | 6 |
| 4、疫情对经济走势影响的不确定性尚存 | 8 |
| 二、国内经济修复上行 | 9 |
| 1、疫情对国内经济短期冲击较大，全年增速或在 2.8%左右 | 10 |
| 2、供给持续改善但需求改善有限 | 11 |
| 3、投资端基建与地产投资亮眼但制造业复苏缓慢 | 15 |
| 4、出口短暂好于预期，未来或趋同全球 | 20 |
| 5、应急式杠杆率大幅上升 | 21 |
| 6、通胀总体下行 | 23 |
| 三、政策满而不溢，保持一定的节制性 | 25 |
| 1、货币政策从应急式宽松转为稳健 | 25 |
| 2、积极财政政策更加积极 | 28 |
| 四、主要经济指标预测 | 30 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：IMF6 月下调 2020 年全球经济增长预测 1.9pcts | 3 |
| 图 2：全球服务业受疫情影响较大 | 3 |
| 图 3：OECD 预计 2020 年全球经济大幅下行 | 4 |
| 图 4：OECD 预计其 2021 年 4 季度失业率仍然较高 | 4 |
| 图 5：OECD 预计全球主要经济体（除中国）2020 年经济增长出现大幅下滑 | 4 |
| 图 6：1 季度欧元区 GDP 大幅下滑 | 5 |
| 图 7：4 月欧洲主要国家制造业 PMI 均大幅下行 | 5 |
| 图 8：新冠疫情对美国制造业与服务业冲击较大 | 6 |
| 图 9：新冠疫情对美国就业市场冲击严重 | 6 |
| 图 10：新冠疫情对除中国外新兴市场 1 季度影响有限 | 6 |
| 图 11：新冠疫情对除中国外新兴市场 2 季度影响严重 | 6 |
| 图 12：今年 3 月以来美联储大幅扩表 | 7 |
| 图 13：美国个人储蓄存款大幅增加 | 7 |
| 图 14：海外疫情拐点未至 | 9 |
| 图 15：美国重启复工后疫情再度蔓延 | 9 |
| 图 16：欧洲疫情高点或已过去 | 9 |
| 图 17：新兴市场部分国家仍处疫情高发期 | 9 |
| 图 18：1-2 月新冠疫情每日新增确诊数较多 | 10 |
| 图 19：1 季度 GDP 大幅下行 | 10 |

| | |
|---|----|
| 图 20: 1 季度 GDP 在全年占比约为 22% 左右 | 11 |
| 图 21: 4 月起工业增加值与发电量转正且持续向上 | 12 |
| 图 22: 3-6 月高炉开工率好于 2018-2019 年同期 | 12 |
| 图 23: 消费复苏相对较慢 | 13 |
| 图 24: 餐饮业受疫情冲击严重 | 13 |
| 图 25: 今年 3-6 月供给改善明显强于需求 | 14 |
| 图 26: 今年 PMI 产成品库存水平高于前几年 | 14 |
| 图 27: 工业产成品库存水平高于前几年 | 15 |
| 图 28: 今年钢铁库存明显高于往年 | 15 |
| 图 29: 三大投资中基建与房地产投资表现较好 | 15 |
| 图 30: 基建投资回升较快 | 15 |
| 图 31: 2 季度挖掘机产销表现良好 | 17 |
| 图 32: 2 季度重卡销售大增 | 17 |
| 图 33: 3 月当月房地产投资增速已转正 | 18 |
| 图 34: 新开工与竣工面积之差趋于收敛 | 18 |
| 图 35: 5 月商品房销售增速转正 | 18 |
| 图 36: 开发商购地热情尚存 | 18 |
| 图 37: 制造业投资复苏缓慢 | 19 |
| 图 38: 民间投资仍不够活跃 | 19 |
| 图 39: 企业利润仍处于修复期 | 19 |
| 图 40: 高技术产业投资拉动整体制造业投资上行 | 19 |
| 图 41: 上半年国内进出口增速齐降但出口好于进口 | 21 |
| 图 42: 上半年日韩出口大幅下降 | 21 |
| 图 43: 1 季度实体部门杠杆率再度上升 | 22 |
| 图 44: 1 季度非金融企业杠杆率再创历史新高 | 22 |
| 图 45: 政府部门杠杆率加快上升 | 22 |
| 图 46: 居民部门连续 33 个季度加杠杆 | 22 |
| 图 47: 上半年 CPI 见顶回落 | 23 |
| 图 48: 前 5 个月食品价格环比表现大起大落 | 23 |
| 图 49: 6 月 PPI 触底反弹 | 24 |
| 图 50: 大宗商品同比增速触底回升 | 24 |
| 图 51: 年中 R007 有所反弹 | 26 |
| 图 52: 年中 DR007 回归 2.2% 左右 | 26 |
| 图 53: 下半年有 2.5 万亿 MLF 需要适度对冲 | 28 |
| 图 54: 上半年 PSL 净回笼 | 28 |
| 图 55: 今年赤字率将超过 3.6% | 29 |
| 图 56: 上半年专项债发行节奏加快 | 29 |
| | |
| 表 1: 多家机构下调 2020 年全球经济增长预测 (单位: %) | 3 |
| 表 2: 美国小企业纾困计划资金分配情况 | 7 |
| 表 3: 2020 年 1 季度实体部门杠杆率变化情况 (单位: %) | 21 |
| 表 4: 2020 年国内主要经济指标预测 | 30 |

一、全球经济受疫情影响冲击较大

1、世界经济：大幅下行，或存二次冲击

上半年突如其来的新冠疫情对全球经济造成较大冲击，多家国际机构纷纷下调今年全球增长预期。

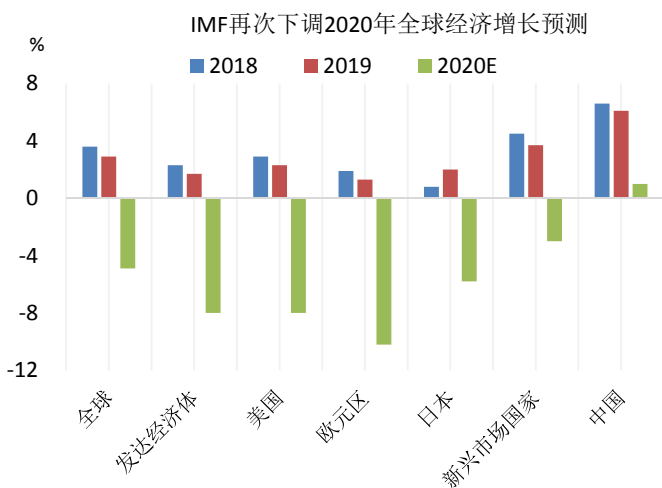
表 1：多家机构下调 2020 年全球经济增长预测（单位：%）

| | IMF | 世界银行 | OECD |
|--------|-------|------|-------|
| 全球 | -4.9 | -5.2 | -6.0 |
| 发达国家 | -8.0 | -7.0 | -7.5* |
| 其中：美国 | -8.0 | -6.1 | -7.3 |
| 欧元区 | -10.2 | -9.1 | -11.5 |
| 日本 | -5.8 | -6.1 | -6.0 |
| 新兴市场国家 | -3.0 | -2.5 | - |
| 其中：中国 | 1.0 | 1.0 | -2.6 |

注：*OECD 并未预测发达国家整体经济增速，这里以对 OECD 国家的预测作为代替
资料来源：IMF，世界银行，OECD，国开证券研究部

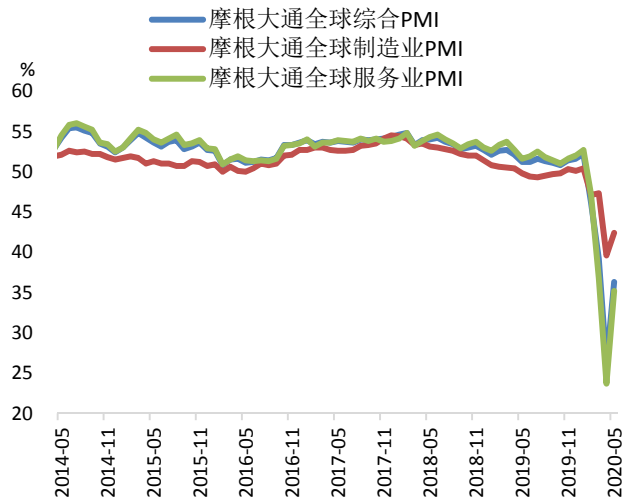
IMF 在 4 月发布的《世界经济展望报告》中曾预测全球经济今年将萎缩 3%，在 6 月 24 日的更新版中则进一步将增速下调至萎缩 4.9%，其中全球主要经济体中唯一实现正增长的只有中国（2020 年增长 1%）。

图 1：IMF6 月下调 2020 年全球经济增长预测 1.9pcts



资料来源：IMF，国开证券研究部

图 2：全球服务业受疫情影响较大



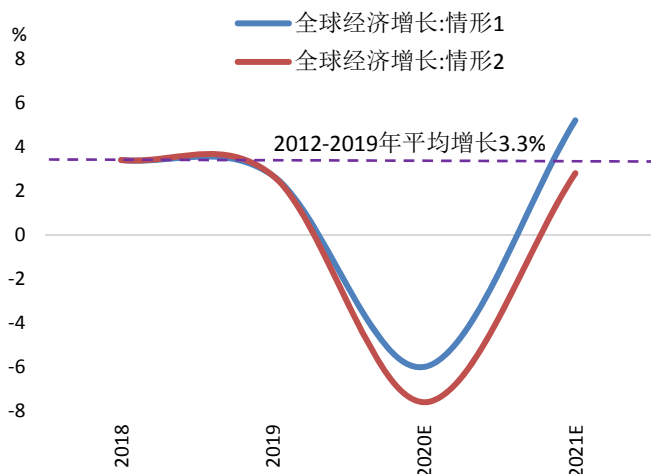
资料来源：Wind，国开证券研究部

世界银行在 6 月的《全球经济展望》报告中预测疫情将导致 2020 年全球经济萎缩 5.2%，其中发达经济体 2020 年萎缩 7.0%，新兴市场经济体萎缩 2.5%，是 1960 年有数据以来的最差表现，如果按人均 GDP 计算，则创下 1945 年以来最大跌幅。同时，世行还表示，上述预测是基于封锁措

施从6月底开始缓解的假设，但如果今年封锁期限延长了3个月，2020年发达经济体经济萎缩程度将加深至8%-10%，新兴市场加深至5%，到时将有更多企业永久性关闭，全球贸易崩溃的幅度更大，裁员更多，家庭支出大幅削减。

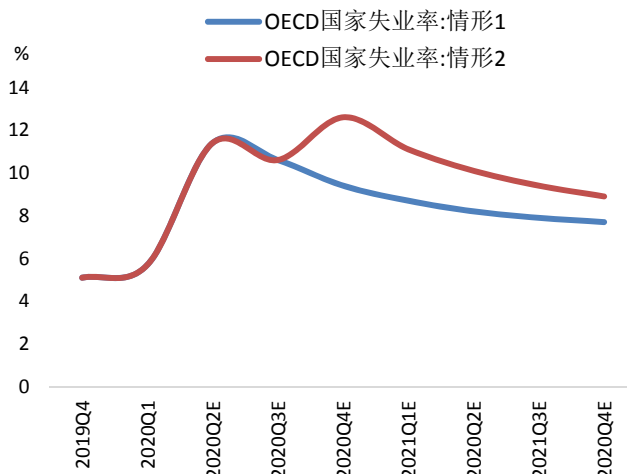
经合组织（OECD）在6月的《世界经济在走钢丝》报告中指出，世界经济处于高度不确定中，存在两种可能情形，一是2020年底之前疫情得到控制，避免第二波爆发；二是2020年底疫情再次爆发，导致第二次封锁。在第一种情形下，报告预测2020年全球经济下滑6%，OECD国家经济下滑7.5%；在第二种情形下，2020年全球经济下滑7.6%，OECD国家经济下滑9.3%。

图3: OECD 预计 2020 年全球经济大幅下行



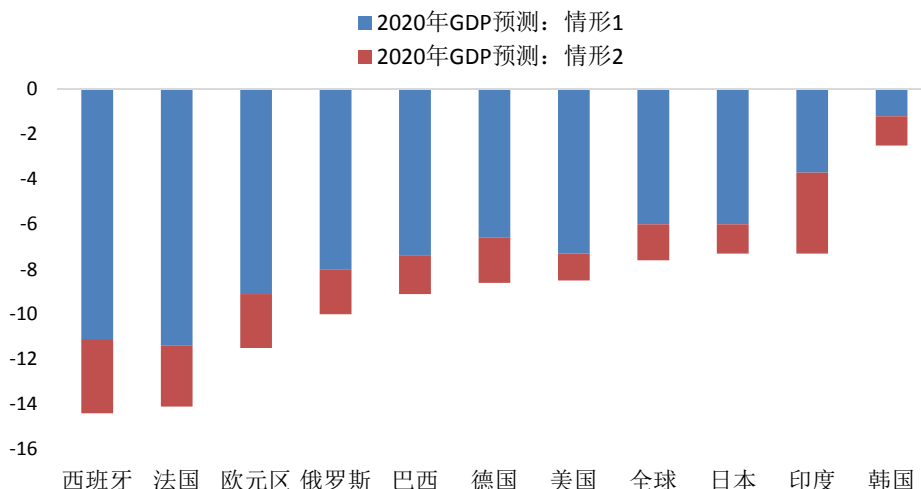
资料来源: IMF, 国开证券研究部

图4: OECD 预计其 2021 年 4 季度失业率仍然较高



资料来源: OECD, 国开证券研究部

图5: OECD 预计全球主要经济体 (除中国) 2020 年经济增长出现大幅下滑



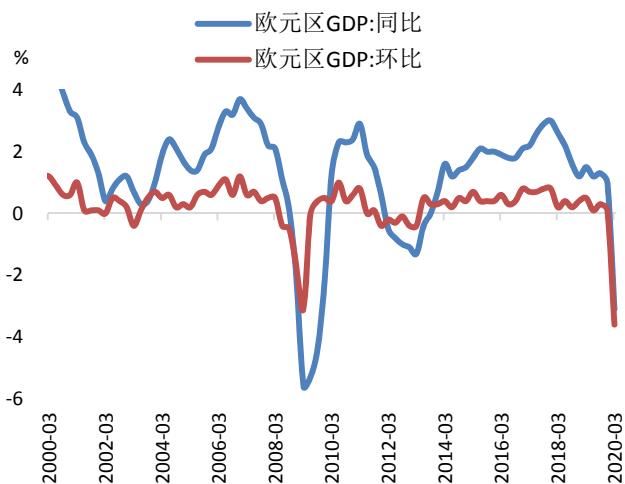
资料来源: OECD, 国开证券研究部

2、主要国家受疫情冲击严重

本轮海外疫情首先在欧洲蔓延，西班牙、意大利、英国等国确诊情况最为严重，美国爆发相对较晚但确诊人数最多，部分新兴市场国家由于管控措施不力、医疗条件相对不佳从而确诊人数大幅增加。

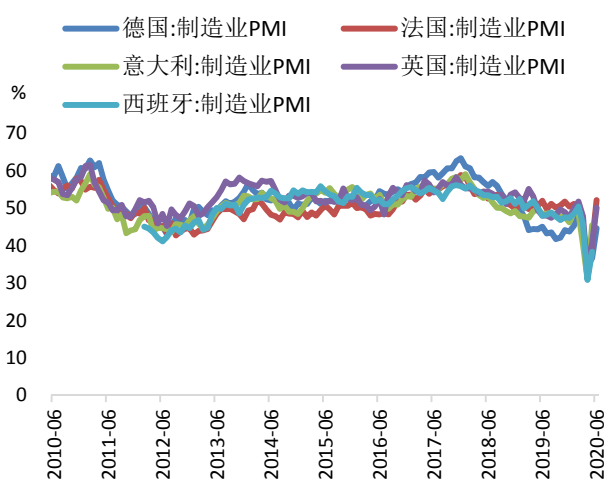
由于欧洲疫情持续时间较长，管控措施不断升级，对经济的负面影响更为明显。1 季度欧元区 GDP 同比下降 3.1%，但由于意大利疫情峰值出现在 3 月下旬而其他国家大多出现在 4 月，其 2 季度 GDP 将进一步下滑。虽然欧洲重启复工，6 月多国制造业 PMI 恢复至疫前水平，但是考虑到 3-4 月下行较多，3-6 月的均值仍然较正常阶段有较大差距。此外，由于欧洲疫情控制的比美国好，6 月每日新增确诊人数大幅低于 4 月疫情高发期间，更低于美国同期水平。

图 6: 1 季度欧元区 GDP 大幅下滑



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 7: 4 月欧洲主要国家制造业 PMI 均大幅下行



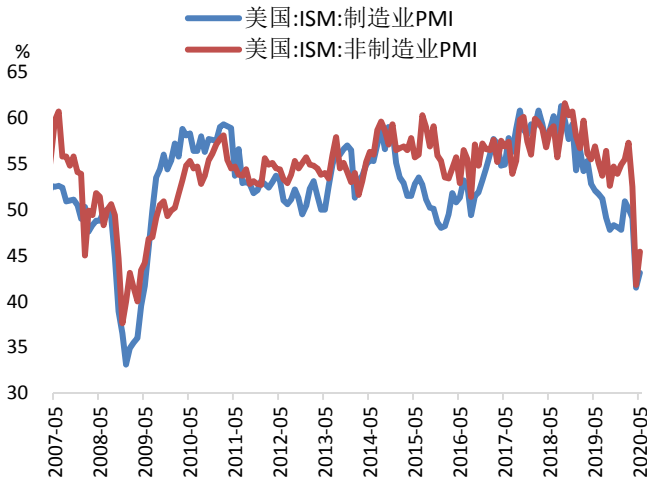
资料来源: Wind, 国开证券研究部

本轮疫情中，美国管控时间较晚，疫情蔓延较快，多项经济指标出现回落。1 季度 GDP 环比折年下降 5%，4、5 月失业率分别达到 14.7%、13.3%，4-5 月 ISM 制造业与非制造业 PMI 均值分别为 42.3%、43.6%，4-6 月密歇根大学消费者信心指数均值仅为 74.1，较 2 月的 101 大幅回落。由于美国疫情自 3 月中上旬开始密集发酵，美国政府自 3 月底 4 月初开始加强疫情管控，因此疫情对经济的负面影响在 2 季度或之后会更大。

新兴市场国家由于管控措施不力、医疗条件不佳，确诊人数后来居上。如俄罗斯新增确诊人数峰值出现在 5 月，而巴西、印度 5-6 月新增较多，尤其是 6 月巴西翻倍增长。与此相对应，巴西、印度、俄罗斯 1 季度制造业 PMI 均值分别为 50.6%、53.9%、47.9%，而 4-5 月均值则分别为 37.2%、29.1%、33.8%，均较前者大幅回落。由于除中国外的主要新兴市场国家

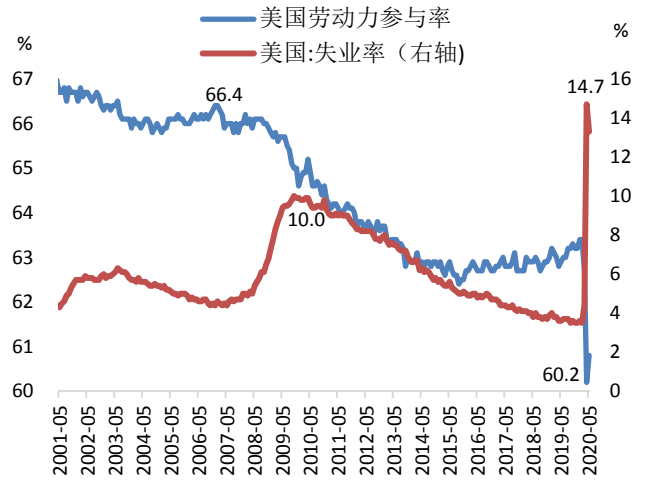
疫情发酵于 2 季度，因此 1 季度 GDP 所受影响相对有限，2 季度或将大幅回落。巴西、印度、俄罗斯今年 1 季度 GDP 同比增速分别为-0.3%、3.1%、1.6%，仅较 2019 年 4 季度回落 1.9、1.9、0.5 个百分点，

图 8: 新冠疫情对美国制造业与服务业冲击较大



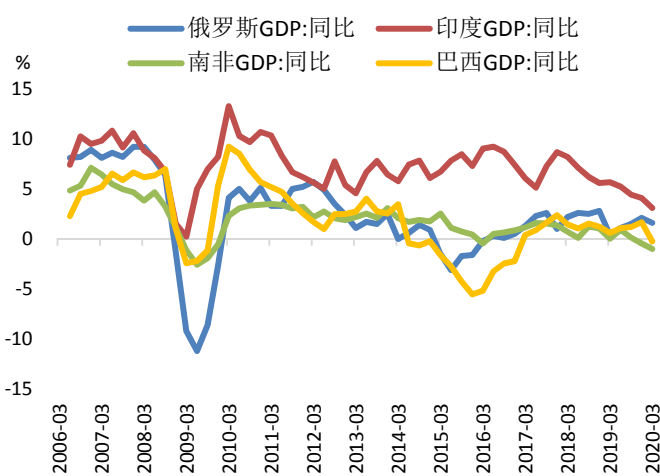
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 9: 新冠疫情对美国就业市场冲击严重



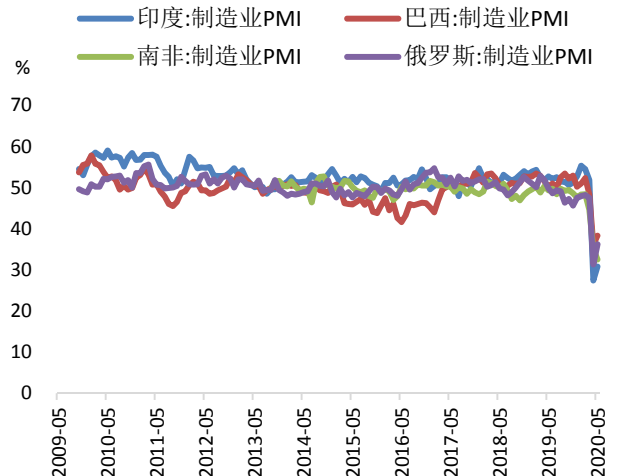
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 10: 新冠疫情对除中国外新兴市场 1 季度影响有限



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 11: 新冠疫情对除中国外新兴市场 2 季度影响严重



资料来源: Wind, 国开证券研究部

3、多国推出多项刺激政策

针对疫情的不利影响，美国出台多项刺激政策。3 月 3 日与 3 月 15 日，美联储连续 2 次降息共计 150bp，最终将联邦基金利率目标区间下调至 0-0.25%。3 月，特朗普签署了 2.2 万亿美元的《新冠病毒援助、救济和经济安全法案》(CARES 法案)，为美国企业、个人和家庭制定了多项税收救济与税收优惠措施，其中包括扩大失业救济、向小企业提供贷款、直

接向每人发放 1200 美元的支票等。据美国税务局的数据，在 Cares 法案实施纾困支票计划的前 4 个星期中，大约有 1.3 亿人收到了支票，在 6 月初已有逾 1.6 亿美国人收到了支票。美联储扩表。。

此外，根据美国财长姆努钦 6 月 23 日的发言，美国国会或在 7 月批准政府正在考虑的新一轮刺激方案，后者将重点更多地放在就业上，目前仍在筹划中。姆努钦还表示，即使新冠肺炎病例增加，美国也基本不可能再次关闭经济。目前医院病床数量充足，对疫情的控制手段更为充分，经济将在年底前走出衰退。

表 2: 美国小企业纾困计划资金分配情况

| 单笔贷款规模 (万美元) | 贷款笔数 (笔) | 占比 (%) | 贷款金额 (亿美元) | 占比 (%) |
|-----------------|-------------|-----------|---------------|-----------|
| 小于 15 万美元 | 1,229,893 | 74.0 | 583 | 17.0 |
| 15 万-35 万美元 | 224,061 | 13.5 | 509 | 14.9 |
| 35 万-100 万美元 | 140,197 | 8.4 | 806 | 23.6 |
| 100 万-200 万美元 | 41,238 | 2.5 | 572 | 16.7 |
| 200 万-500 万美元 | 21,566 | 1.3 | 643 | 18.8 |
| 大于 500 万美元 | 4,412 | 0.3 | 309 | 9.0 |
| 合计 | 1,661,367 | 100 | 3422 | 100 |

资料来源：美国小企业管理局，国开证券研究部

在上述政策的刺激下，叠加美国 5 月中下旬启动复工，PMI 趋于回升，包括耐用品订单、新屋销售以及美国零售销售在内的多项指标均出现一定改善。同时，政府增加转移支付，4-5 月居民总收入增长较快，但由于疫情导致谨慎预期上升，消费支出有所减少，个人储蓄存款大幅上升。

图 12: 今年 3 月以来美联储大幅扩表



图 13: 美国个人储蓄存款大幅增加



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_3921



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn