

宏观专题

“成功向内求”——宏观经济 2020 中期展望

7月以来A股持续上涨，债市延续了5月以来的下跌态势，简单看，当前资产价格反映的宏观情景应是：经济复苏向上但斜率受制约（利好盈利修复）+宽松未转向但流动性边际收紧（推动利率上行）+通缩但PPI触底上行（基建地产链的周期品价格）+改革提速但更注重资本市场健康运行（提振市场风险偏好），实质体现的应是我国疫情防控、政策刺激、经济修复等方面相对海外的比较优势，也可谓我国“成功向内求”的实际写照。展望下半年，政策面、经济面、资产面会有哪些变化？又有哪些跟踪线索？本报告试图回答。

一、政策面：“稳增长+促改革”两大主线，“放水”仍在路上，基建和房地产为抓手

1、“六稳+六保”是主基调，稳增长为硬要求：2-3%应是合意GDP增速，预计Q2至Q4逐季改善，当季增速Q2转正，累计增速Q3转正，全年实际增长2.9%左右；低基数下，明年Q1的GDP增速大概率将高于10%，之后逐季回落。

2、宽松转向言之尚早，还会进一步“放水”：下半年宽财政是主角，预计实际赤字将突破10万亿，地方政府积极性是关键；货币边际收紧，降准降息仍可期，三季度概率大。

3、投资、消费、贸易“三驾马车”均需发力，投资端是主支撑：房地产仍将差异化松动，关注股市财富效应的带动；下半年基建将明显高增，单月基建增速有望破20%。

4、外部“倒逼”和内部“纠偏”推动改革提速，制度红利可期：重点关注十四五规划、要素市场化、城市群效应、国企改革，尤其是土地改革和资本市场改革。

二、经济面：方向往上没悬念，斜率受制四因素，疫情和需求是关键，中美关系大扰动

1、疫情VS复工：全球疫情仍然严重，但对我国外需影响最大的时候大概率已过去。

2、衰退VS对冲：美国经济度过至暗时刻但全面复苏尚早，全球政策空间接近极限。

3、中国VS美国：冲突大概率进一步加剧，十一月大选之前中美经贸实质性脱钩难。

4、供给VS需求：疫情以来我国供需持续分化，表现为PMI生产指数持续好于新订单指数、工业增加值恢复好于社零、库存端从被动补库到再次去库、价格端上游强于下游等，随着需求端逐步修复至接近正常水平，预计下半年供需分化有望趋于收敛。

三、资产面：关注三大宏观线索，总体上权益占优、结构性机会主导

1、基本面线索：整体复苏趋势确立，行业分化明显，表现为：居民消费端，线上好于线下，实物好于服务；企业盈利端，中游装备制造>下游消费品>上游原材料。

2、流动性线索：1)货币：中美货币都将边际收紧，美联储仍将延续扩表，但扩表速度将维持较低水平，我国下半年信贷和社融将表现为新增幅度减、存量增速升；2)利率：短期仍有下行空间，中期趋于上行；3)汇率：趋于升值但幅度应有限，中美关系是关键。

3、通胀线索：CPI整体趋下行，三季度整体趋回落，四季度进一步走低至1%以下；6月以来PPI将触底上行，但年底尚难转正；提示关注四大关注点，即：货币超发和财政赤字、洪灾、油价、内外需等四方面因素会如何影响物价（有对应深度分析）。

4、大类资产判断：警惕美股回调风险；国内看，权益>商品>债券。

风险提示：疫情超预期，洪灾等极端天气超预期，政策力度不及预期，地缘冲突超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

研究助理 杨涛

邮箱：yangtao3123@gszq.com

相关研究

- 1、《通胀还是通缩？——从宏观机理到中观线索》2020-07-09
- 2、《价格角度看供需分化——兼评6月物价数据》，2020-07-09
- 3、《下半年基建投资高增，幅度和结构如何？》2020-07-05
- 4、《海外第二波疫情来袭，对出口影响几何？》2020-06-27
- 5、《易纲行长讲话怎么看？金融如何让利1.5万亿？》2020-06-19
- 6、《修复斜率放缓，后续怎么走？——全面解读5月经济》2020-06-15
- 7、《美联储工具箱使用情况如何？——兼评6月FOMC会议》2020-06-11
- 8、《务实，不折腾——<2020年政府工作报告>9信号》2020-05-22
- 9、《后疫情时代，怎么看美国经济和美股？》2020-05-16
- 10、《不寻常的信号——逐句解读4.17政治局会议》2020-04-17
- 11、《对要素市场化<意见>的5点看法》2020-04-10
- 12、《特朗普连任胜算有多大？——美国大选系列专题之二》2019-02-15
- 13、《制度红利的春天——四季度和2020年宏观展望》，2019-10-23
- 14、《从格力混改看国企改革的5条投资主线》2019-04-24



内容目录

一、下半年政策面：“稳增长+促改革”两大主线，“放水”仍在路上，基建和房地产为主抓手	4
1、“六稳+六保”是主基调，稳增长为硬要求：2-3%应是合意GDP增速，预计下半年至少5.5-6%	4
2、宽松转向言之尚早，会进一步“放水”：宽财政是主角，货币边际收紧、但降准降息仍是大概率	4
3、“三驾马车”齐发力，投资为主支撑：房地产仍将差异化松动，下半年单月基建增速有望破20%	6
4、改革开放再加码，制度红利可期：重点关注十四五规划、要素市场化、城市群效应、国企改革	8
二、下半年经济面：方向往上没悬念，斜率受制四因素，疫情和需求是关键，中美关系大扰动	9
1、疫情VS复工：全球疫情仍然严重，但对我国外需影响最大的时候大概率已过去	9
2、衰退VS对冲：美国经济度过至暗时刻但全面复苏尚早，全球政策空间接近极限	10
3、中国VS美国：冲突大概率进一步加剧，十一月大选之前中美经贸实质性脱钩难	12
4、供给VS需求：国内供给端恢复显著好于需求端，下半年供需分化有望趋于收敛	13
三、下半年资产面：关注三大宏观线索，总体上权益占优、结构性机会主导	14
1、基本面线索：整体复苏趋势确立，行业分化明显	14
2、流动性线索：货币边际收紧，利率总体上行，人民币趋升值	15
3、通胀线索：CPI趋下行，PPI触底上行，提示四大关注点	18
4、大类资产判断：警惕美股回调风险；国内看，权益>商品>债券	21
风险提示	22

图表目录

图表 1: 十三五期间，GDP 每上升 1 个百分点，约拉动新增就业 203 万人	4
图表 2: 我国今年实际赤字率将创新高	5
图表 3: 6 月以来 DR007、R007 已显著回升	6
图表 4: 金融机构要让利 1.5 万亿，需贷款利率进一步下行	6
图表 5: 基建投资走势预测	6
图表 6: 基建资金来源测算表（亿元）	7
图表 7: 上半年地产销售强势反弹	7
图表 8: 土地购置、地产投资迅速反弹	7
图表 9: 利率下行推动地产周期上行	8
图表 10: 2015 年股市财富效应推动地产销售大幅好转	8
图表 11: 中国出口前 50 国家或地区的每日新增新冠确诊人数走势（红色表示疫情仍在持续恶化）	9
图表 12: 中国出口前 50 国家或地区的谷歌活动指数走势（红色表示疫情仍在持续恶化）	10
图表 13: 美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 连续两个月反弹	10
图表 14: 美国经济活动指数已回升至疫情前的 80%	10
图表 15: 美国企业开始去杠杆到经济复苏通常要经历 10 个月左右	11
图表 16: 企业去杠杆主要通过债务违约实现，将对经济形成冲击	11
图表 17: 美国商业银行工商业贷款和消费贷款余额均出现明显下降	11
图表 18: 美国 6 月申请破产企业数量创历史第二高	11
图表 19: 主要经济体降息空间十分有限	12
图表 20: 主要经济体政府部门杠杆率升至历史高位	12
图表 21: 9 大摇摆州特朗普工作净认可度均值走势	12
图表 22: 更多选民认为对中国加征关税对美国经济不利	12
图表 23: PMI: 生产指数好于新订单指数	13
图表 24: 经济数据: 工业增加值好于社零	13

图表 25: 库存: 高位回落, 重新开始去化.....	14
图表 26: 价格反映疫后供给恢复快于需求.....	14
图表 27: 上游工业品价格修复好于下游消费品.....	14
图表 28: 消费: 线上好于线下, 实物好于服务.....	15
图表 29: 企业盈利: 上游采矿业、原材料加工业的跌幅仍大, 中下游行业恢复较好.....	15
图表 30: 6月以来美欧日央行扩表速度均出现放缓.....	16
图表 31: 流动性回归充裕状态, 美联储已无大幅扩表的必要.....	16
图表 32: 信贷和社融增速有望维持高位.....	16
图表 33: 房地产回暖带动居民中长贷回升.....	16
图表 34: 全社会资金需求正赶超资金供给.....	17
图表 35: 需持续观察 M1-M2 何时回升并转正.....	17
图表 36: 5月以来 10 年期国债收益率逐步回升.....	17
图表 37: 10Y 国债收益率与基本面 (工业增加值+PPI 同比) 正相关.....	17
图表 38: 美元指数与美元兑人民币汇率高度正相关.....	18
图表 39: 近期北上资金持续净流入, 推动人民币汇率升值.....	18
图表 40: 中美摩擦走向, 是人民币汇率的重要扰动项.....	18
图表 41: CPI 和 PPI 预测.....	19
图表 42: 截至 2020 年一季度的"GDP 产出缺口"为负.....	19
图表 43: 加权大类资产通胀率滞后货币超发约半年.....	19
图表 44: 猪肉和鲜菜占比合计 5%左右.....	20
图表 45: 能繁母猪存栏同比持续回升.....	20
图表 46: 油价对 CPI 影响测算.....	20
图表 47: 油价对 PPI 影响测算.....	20
图表 48: 基建回升直接带动传统基建相关行业 PPI.....	21
图表 49: IMF 预测 2020 年全球 GDP 实际增长率将大幅下滑.....	21
图表 50: 本轮美股反弹并非由基本面预期好转驱动.....	21
图表 51: 当前标普 500 指数动态 PE 已接近历史最高.....	21
图表 52: 历轮美股牛市开启均伴随着金融股跑赢非金融股.....	22
图表 53: 本轮美股反弹的同时金融股大幅跑输非金融股.....	22
图表 54: 历史看, "放水"经济不会太差.....	22
图表 55: 历史看, "放水"难有熊市.....	22

一、下半年政策面：“稳增长+促改革”两大主线，“放水”仍在路上，基建和房地产为主抓手

1、“六稳+六保”是主基调，稳增长为硬要求：2-3%应是合意GDP增速，预计下半年至少5.5-6%

“六稳+六保”是政策主基调，稳就业重中之重，下半年真实就业形势严峻。4.17政治局会议和5.22政府工作报告等一系列高级别会议和文件，都把“六稳”和“六保”摆在首位，其中稳就业为“六稳”之首，保居民就业为“六保”之首，进一步凸显了就业的重要性。继续维持此前判断，尽管我国失业率保持平稳（2月-5月分别为6.2%、5.9%、6%、5.9%），但实际就业压力十分之大。

稳增长仍是硬要求，未设GDP目标，但2-3%应是合意增速。今年“两会”没有提出全年GDP增速具体目标，但仍直接指出“无论是保住就业民生、实现脱贫目标，还是防范化解风险，都要有经济增长支撑，稳定经济运行事关全局”，5.28总理答记者也明确“实现了‘六保’的任务，特别是前‘三保’，我们就会实现今年中国经济正增长，而且要力争有一定的幅度”。继续维持此前判断，基于3.6%以上的赤字率目标和900万以上的新增就业目标，2-3%应是合意GDP增速。

今年实际GDP增速可能修复至2.9%左右，低基数下明年Q1大概率高于10%。结合国内外疫情情况和经济修复走势，我们预计国内疫情出现全面二次爆发的可能性较小，生产生活逐步恢复正常、前期政策逐步落地将支持下半年需求延续修复。我们预计：节奏上，Q2-Q4逐季改善，当季增速Q2转正，累计增速Q3转正；幅度上，预计Q2、Q3、Q4当季同比为3.3%、5.7%、7.6%，累计同比为-1.5%、1.0%、2.9%。展望2021年，考虑上半年低基数，2021年Q1的GDP增速大概率将高于10%，之后逐季回落。

图表1：十三五期间，GDP每上升1个百分点，约拉动新增就业203万人

年份	城镇新增就业人数（万人）	实际GDP同比（%）	新增就业/GDP（万人）	
2019	1,352	6.10	221.64	十三五（平均203万人）
2018	1,361	6.70	203.13	
2017	1,351	6.90	195.80	
2016	1,314	6.80	193.24	
2015	1,312	7.00	187.43	十二五（平均164万人）
2014	1,322	7.40	178.65	
2013	1,310	7.80	167.95	
2012	1,266	7.90	160.25	
2011	1,221	9.60	127.19	

资料来源：Wind，国盛证券研究所测算

2、宽松转向言之尚早，会进一步“放水”：宽财政是主角，货币边际收紧、但降准降息仍是大概率

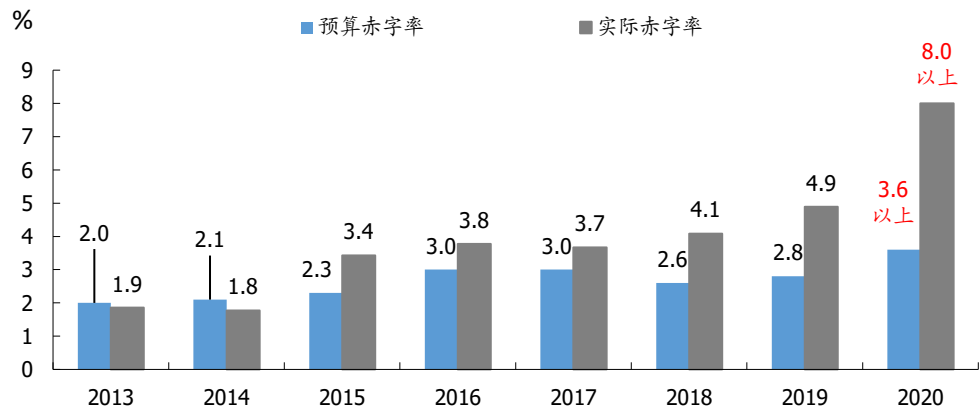
宽松转向言之尚早，下半年“放水”仍然在路上。鉴于5月以来央行保持较强定力、没有进一步降准降息，叠加6月中下旬以来央行和银保监会主要负责人偏鹰的公开讲话，不少观点认为我国政策已经开始转向。继续维持此前判断，综合政策总基调、经济基本面和市场资金面，尽管我国经济逐渐修复，但还面临疫情反复、全球经济衰退、国内供需分化、中美冲突等多重挑战（本报告第二部分将重点分析），稳增长稳就业压力仍大，

“六稳+六保”主基调下，逆周期调节将持续加码，“宽财政+松货币”尚属政策必选项。

宽财政是主角，预计今年实际赤字规模将突破 8.5 万亿、实际赤字率将高于 8%，地方政府积极性是关键。根据政府工作报告，今年预算赤字率升至 3.6% 以上（去年为 2.8%），发行 1 万亿“抗疫特别国债”，地方政府专项债券 3.75 万亿（去年为 2.15 万亿；今年上半年已发完超 2.2 万亿）。综合看，我们预计今年实际财政赤字可能在 8.5 万亿以上，对应的实际赤字率可能达 8% 以上。

此外，鉴于特别国债和专项债均可做项目资本金¹，若加上这部分杠杆赤字，今年实际赤字规模突破 10 万亿可谓几成定局。需注意的是，关于专项债做资本金的杠杆作用，目前基建项目最低资本金比例一般在 20% 左右，理论上专项债做资本金的最大杠杆比例可达 4-5 倍。但实际上我们统计近年来发改委项目发现，轨交、铁路等项目的资本金比例为 40%-50%，相应资本金杠杆倍数只有 2 倍左右。究其原因，可能主要还是受制于项目收益率有限而回报期过长，社会资本参与的能力和意愿有限。

图表 2: 我国今年实际赤字率将创新高



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

应客观看待监管当局表态，下半年货币政策确实将边际收紧，但降准降息仍是大概率，预计三季度有望看到。维持前期报告《央行近期行为怎么看？兼谈利率的三大跟踪指标》、《易纲行长讲话怎么看？金融如何让利 1.5 万亿？》的观点，综合 5 月底以来央行各项操作，货币政策确实边际收紧，但仍维持流动性总体充裕，且不影响未来宽松大方向；易纲行长提出的“总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出”，不能直接理解为要暂停降准降息，应主要是针对银行不良贷款处置和小微企业支持等特殊政策，并隐含了不会搞财政赤字货币化、负利率等非常规货币政策的态度。

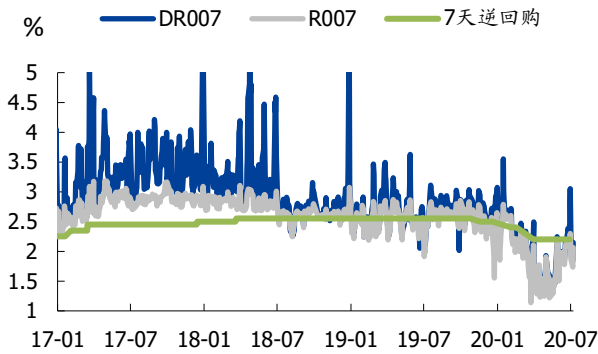
降准方面，鉴于 4.17 政治局会议、5.22 政府工作报告和 6.17 国常会均明确提及要降准，倾向于认为后续降准只会迟到不会缺席；时点上，如果 7 月不操作（15 日或 25 日前后），就可能需要 9 月份了（统计发现，过去央行 20 余次降准只有一次在 8 月）。

降息方面，考虑到金融机构让利 1.5 万亿的任务仍需降息配合、推动实体融资成本下降尚属硬要求、下半年债券发行规模仍高尤其是地方政府隐性债务置换需求高、三季度末期开始 CPI 有望显著回落、5 月以来资金套利现象缓解（6 月下旬以来 DR007 快速走高）等因素，我们预计下半年 MLF/LPR 可能再降息 10-15BP，甚至还有可能降低存款基准利率，时点上三季度的可能性更高些。

¹ 据 21 世纪经济文章：特别国债中 7000 亿资金转给地方主要用于基建项目，投向公共卫生和重大疫情防控救治体系建设、应急物资保障体系建设、城镇老旧小区改造、污水垃圾处理、供水供电供气等领域...该部分资金可作为项目资本金。

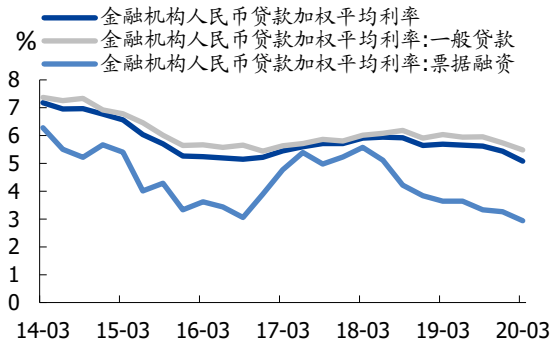
<https://m.21jingji.com/article/20200623/0f3cc7c76e8dafc32df6d0ffae172f69.html>

图表3: 6月以来DR007、R007已显著回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 金融机构要让利1.5万亿, 需贷款利率进一步下行



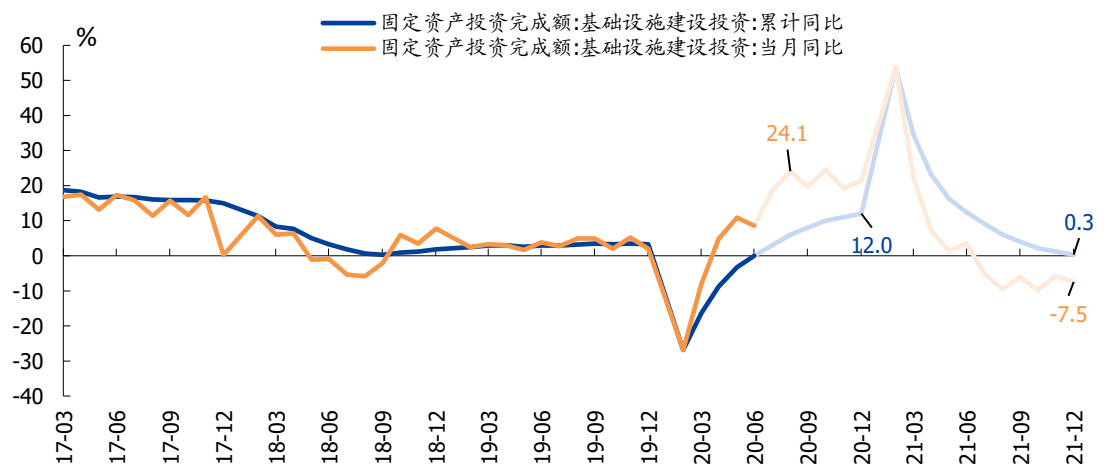
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3、“三驾马车”齐发力，投资为主支撑：房地产仍将差异化松动，下半年单月基建增速有望破20%

投资、消费、贸易“三驾马车”均需发力，投资端是主支撑。最直观的一个逻辑，今年政府工作报告中投资、消费、贸易的对应篇幅分别是311字、171字、131字（去年分别是274字、418字、129字）。此外，从3月以来我国经济走势也很容易判断，投资端的恢复情况显著好于消费端和贸易端。由此看，下半年经济的增长动能应是“扩投资+促消费+稳外贸”，其中，具体到投资端，基建和房地产将是主抓手，制造业投资则是经济的滞后反映，预计年内转正难度较大（疫情以来制造业投资是固投中恢复最慢的）。

基建：维持我们专题报告《下半年基建投资高增，幅度和结构如何？》的观点，基于资金来源、重大项目投资计划两大角度测算，稍乐观的情形下我们预计，全年基建投资增速有望11%以上，对应下半年单月增速有望破20%，并提示关注基建投资的三大结构性特征：区域上，西北地区投资增速提升，东南沿海多省下滑；投向上，园区建设、市政水务占比提升，交通物流、环保占比下降；类型上，以“铁公基”等老基建为主，铁公基等老基建为主，新基建旨在调结构、体量较小（市场一致预期是占比10-20%）。

图表5: 基建投资走势预测



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 基建资金来源测算表(亿元)

年份	预算内资金		自筹资金							合计		
	国内贷款	政府性基金(除专项债)	专项债&抗疫特别国债	城投债	PPP项目社会资本金	非标	其他债券	其他自筹(自有资金、产业债等)	外资		其他资金	
2010	7579	19573	13923	-	2545	-	2807	1750	10931	400	5621	65130
2011	8285	17323	16302	-	3172	-	3338	2450	10997	457	5656	67980
2012	10453	17519	14859	-	8676	-	5716	2000	11611	326	6194	77353
2013	12662	18502	20614	-	8381	-	9765	1900	14235	502	7622	94183
2014	16331	20500	21030	-	15035	-	6732	2100	21323	414	7908	111373
2015	19119	18973	17393	250	10280	-	3345	10163	38345	210	8777	126853
2016	21663	21084	18566	1000	14624	-	5249	13143	29264	265	11439	136296
2017	24082	23398	24531	2000	5003	2760	4203	5316	43774	460	14006	149533
测算依据	财政支出预算*基建占比(假设线性增长)	商业银行和国开行的基建贷款增速	(中央本级预算+预计地方土地收入)*基建占比	新增专项债*基建占比+资本金撬动+抗疫国债	预计净融资增速	新增执行阶段投资*基建占比*开工率*社会资本比例	预计非标增速*基建占比	近年平均规模	2017年规模	2010-2017年以来平均水平	2010-2017年以来平均增速	-
2018	26509	24326	30248	3375	5783	4476	-2471	2897	43770	379	16807	156097
2019	29382	25645	33903	5375	11369	4630	-1708	2242	43770	379	20168	175154
2020	32400	30400	35100	33100	14800	4850	-1200	2500	43770	379	24202	220301
环比增加	3018	4755	1197	27725	3431	220	508	258	0	0	4034	45146
2019同比增速	11%	5%	12%	59%	97%	3%	31%	-23%	0%	0%	20%	12%
2020同比增速	10%	19%	4%	516%	30%	5%	30%	12%	0%	0%	20%	26%

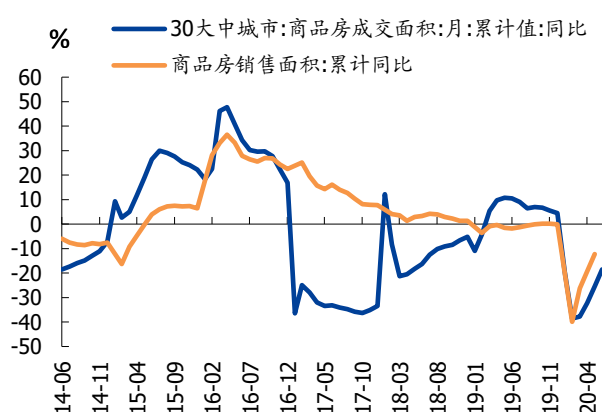
资料来源: Wind, 国盛证券研究所;

房地产: 各地仍将差异化松动, 关注股市财富效应的带动; 中性情形下, 预计下半年地产市场维持上行态势, 但上行斜率将趋于放缓, 全年地产投资增速将由 1-5 月的-0.3% 修复至 5% 左右甚至更高, 全年商品房销售增速有望反弹至 0 附近。

其一, 继续维持我们今年 2 月以来的判断, “房住不炒、因城施策”的主基调, 延续的是一贯说法、表态偏中性, 房价不能涨为硬约束; 稳增长离不开房地产, 后续各地房地产政策仍有望进一步差异化松动, 发力点有三: 盘活土地市场、一二线松动、旧城改造。

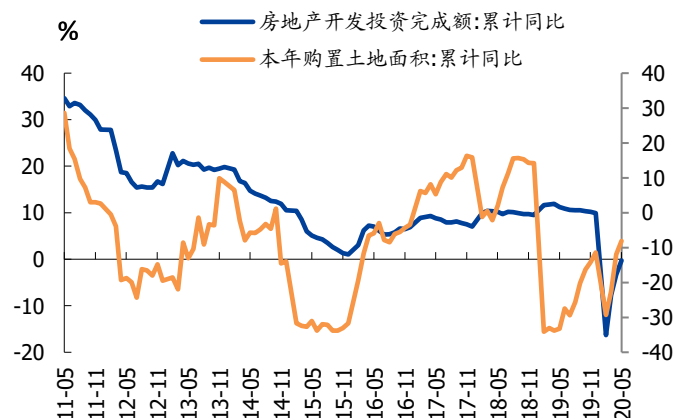
其二, 从上半年房地产市场交易情况看, 各地调控其实是“名紧实松”。数据显示, 商品房销售面积累计增速从 1-2 月低点的-39.9% 迅速回升至 1-5 月的-12.3%, 5 月当月同比更是回升至 9.7% 的高位, 是 2017 年下半年以来的最高增速。从高频数据来看, 6 月 30 城商品房成交面积同比 9.4%, 较 5 月回升 11.7 个百分点, 延续强势反弹趋势; 对应的, 1-5 月土地购置面积累计同比、房地产投资累计同比也分别快速回升至-8.1%、-0.3%。

图表7: 上半年地产销售强势反弹



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

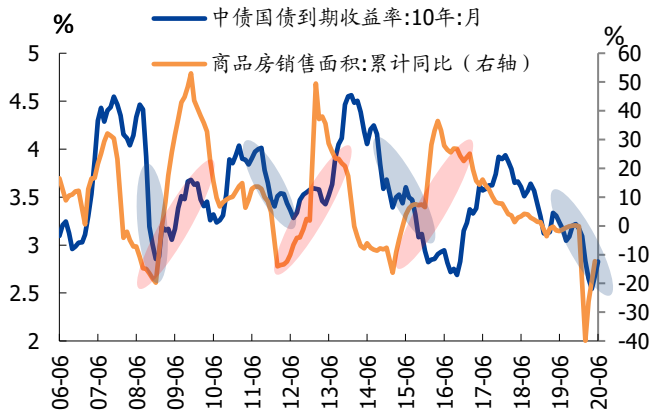
图表8: 土地购置、地产投资迅速反弹



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

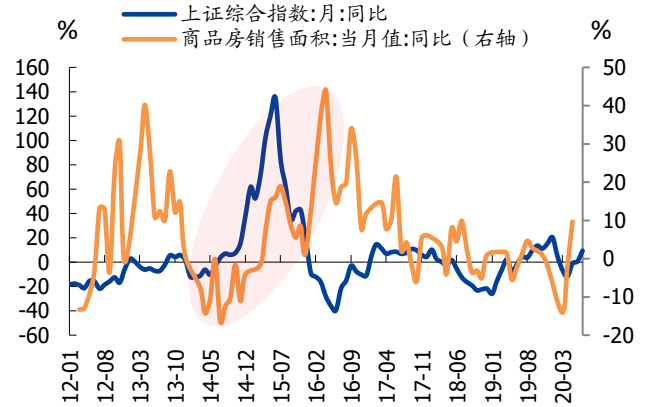
其三，地产景气度回升主因利率下行和政策边际松动，下半年需关注股市财富效应可能产生的额外推动。维持前期报告《修复斜率放缓，后续怎么走？—全面解读5月经济》观点，货币宽松、利率大幅下行后，房地产市场普遍会进入回升周期。疫情以来，利率已加速下滑至历史低位，宽松的货币环境带来购房成本降低为楼市回升提供了有力支撑。此外，7月以来股票市场大幅上涨，接连突破多个整数关口。参考2015年经验，股市创造的财富效应可能对地产销售产生额外推动。

图表9：利率下行推动地产周期上行



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表10：2015年股市财富效应推动地产销售大幅好转



资料来源：Wind，国盛证券研究所

4、改革开放再加码，制度红利可期：重点关注十四五规划、要素市场化（土地改革&资本市场改革）、城市群效应、国企改革

4月以来改革明显提速，主因外部“倒逼”和内部“纠偏”。一方面，疫情在带来短期冲击的同时，也带来了中长期逻辑的变化，尤其是随着3月以来海外疫情发酵，使得中国外部环境更加不友好，去全球化、去中国化可能加速。另一方面，本轮疫情凸显了进一步理顺政府和市场之间关系的重要性和迫切性，加之十三五规划和十八届三中全会提出的不少改革也到了收官之年。由此看到，1月下旬疫情爆发以来至4月中旬期间召开的近10场政治局级别的会议都未提及改革，但之后各类会议和文件均密集提及改革，包括《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》、《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件颁布，4.17政治局会议提出“要不失时机推动改革，善于用改革的办法解决发展中的问题”，5.22“两会”提出“困难挑战越大，越要深化改革”，并要求“最大限度减少政府对市场资源的直接配置和对微观经济活动的直接干预”。

继续维持我们已发布的《制度红利的春天—2020年宏观经济展望》等一系列报告对改革

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_3930



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>