

低通胀环境下的复苏——2020 年下半年经济展望

摘要

经济增长：展望下半年，经济的复苏依然围绕着疫情防控与政策对冲之间展开，疫情后，供给端的修复快于需求端的改善，物价大幅上涨的动能不足，今年经济修复将会是在低通胀环境下的修复。1) 在稳就业保民生促消费的一系列政策支持下，居民的消费意愿将继续回升，不过，当前居民收入增长放缓，整体消费能力有限，消费复苏趋于温和，重点关注 5G 和服务性消费。2) 积极财政政策配合宽松的货币环境，固定资产投资同比增速将进一步回升，其中，基建在政策支撑下有望持续反弹，而地产投资在金融环境改善的大背景下有望保持较强的韧性，制造业投资受外需影响将面临较大不确定性。3) 出口增长仍取决于全球经济复苏的情况，5 月以来全球多个地区相继重启经济，全球经济走上了疫情常态化防控背景下的复苏之路，外需所承受的压力有所减轻，但疫情并未得到有效控制，出口增长仍面临较大不确定性。

物价：疫情后蔬菜等食品供应量明显提升，而在政策支持和高利润下，生猪补栏积极性较高，生猪产能逐步修复。食品供给恢复快于需求端改善，价格料将逐步走弱。非食品方面，随着国内外经济逐步修复，预计部分非食品价格环比将企稳回升，但大幅上涨动能不强。进一步考虑基数抬升的影响，预计 CPI 将继续逐季回落，有望重回低通胀环境。PPI 方面：随着国内基建需求释放、欧美经济逐步重启、原油供需明显改善，未来 PPI 降幅将逐步收窄，但全球疫情拐点未现、国内疫情仍有反复，年内需求端或难以恢复至疫情前水平，PPI 转正的难度较大。

政策展望：今年政府工作报告未设全年经济增速目标，而是将稳就业保民生作为所有宏观政策的出发点和着力点。预计下半年积极财政将全面发力，货币政策宽松节奏将放缓，降准降息操作更加谨慎。但如果下半年外部冲击超预期，财政和货币政策也有可能进一步加码。

风险关注：海外风险加大，疫情二次爆发，政策力度不及预期。

国贸期货 · 研发中心
宏观金融小组

郑建鑫

联系方式：0592-5160416

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

2020 年上半年受新冠肺炎疫情影响，国内经济出现大幅度的下滑，特别是一季度，GDP 同比大幅下滑 6.8%，为 1992 年公布季度数据以来的最低值。国内疫情基本得到控制后，经济开启复苏模式，消费和投资三月下旬之后逐步修复，但各领域复苏力度不一，其中，投资修复力度好于消费，新冠疫情对消费的冲击是十分巨大的，明显超过市场预期。

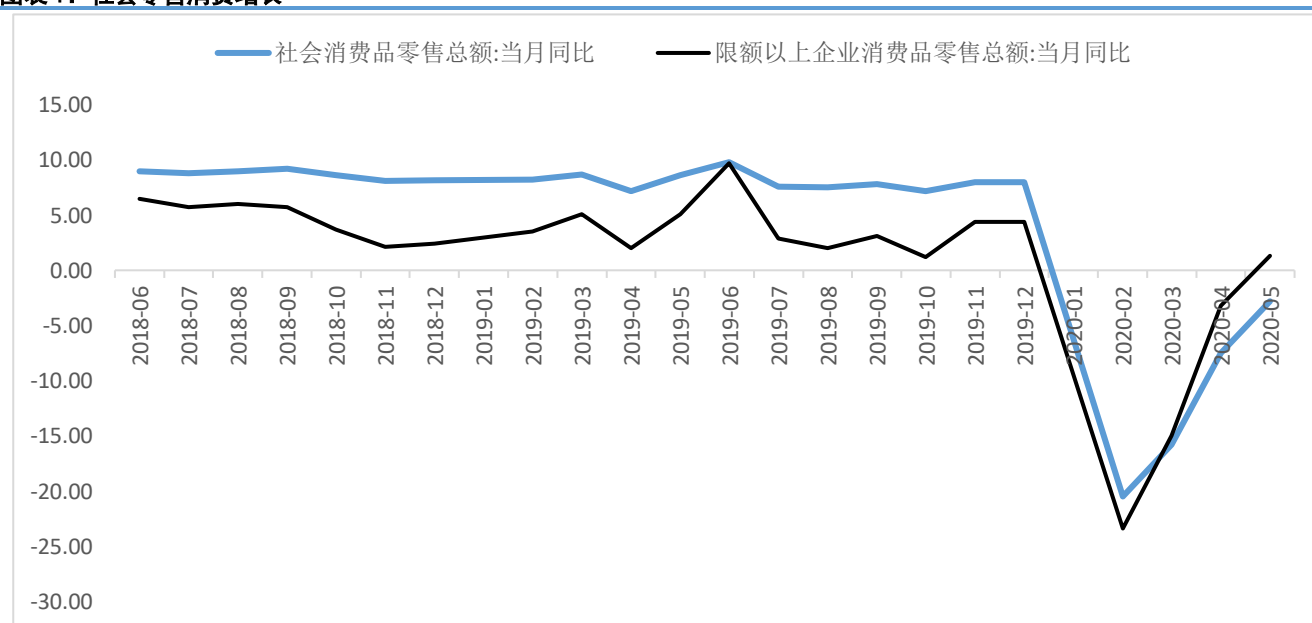
展望下半年，经济的复苏依然围绕着疫情防控与政策对冲之间展开。在稳就业保民生促消费的一系列政策支持下，居民的消费意愿将继续回升，消费有望延续温和复苏；积极财政政策配合宽松的货币环境，固定资产投资同比增速将进一步回升，其中，基建在政策支撑下有望持续反弹，而地产在金融环境改善的大背景下有望保持较强的韧性，制造业受外需影响将面临较大不确定性；出口压力将随着外需改善而减轻，但也面临较大的不确定性。疫情后，供给端的修复快于需求端的改善，物价大幅上涨的动能不足，今年经济修复将会是在低通胀环境下的修复。今年政府工作报告未设全年经济增速目标，而是在“六稳”的基础上提出“六保”，将稳就业保民生作为所有宏观政策的出发点和着力点，预计下半年财政政策将全面发力，货币政策宽松节奏有所放缓。

一、经济增长

1、消费——温和复苏

5 月份，社会消费同比增速回升至-2.8%，降幅已经大幅收窄，但累计同比降幅依然高达 13.5%，其中，限额以上企业商品零售同比增速回升至 1.3%。

图表 1：社会零售消费增长

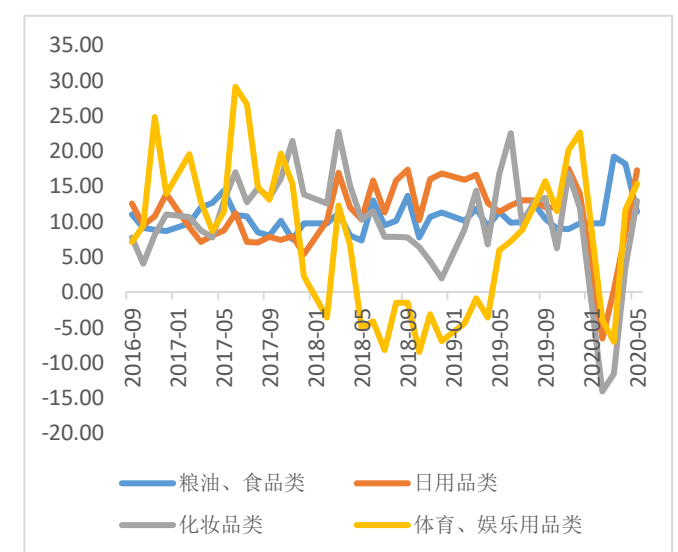


数据来源：wind

(1) 大部分必需消费品已基本回归正常，粮油食品 3-4 月连续两个月增速达到近 20%，5 月已回落至 11.4%；日用品 5 月增速达 17.3%；化妆品 5 月增速达 12.9%；体育娱乐用品 5 月增速达 11.6%；烟酒 5 月增速达 10.4%。必需消费作为对前期超低增速的回补，后续进一步抬升的空间不大。

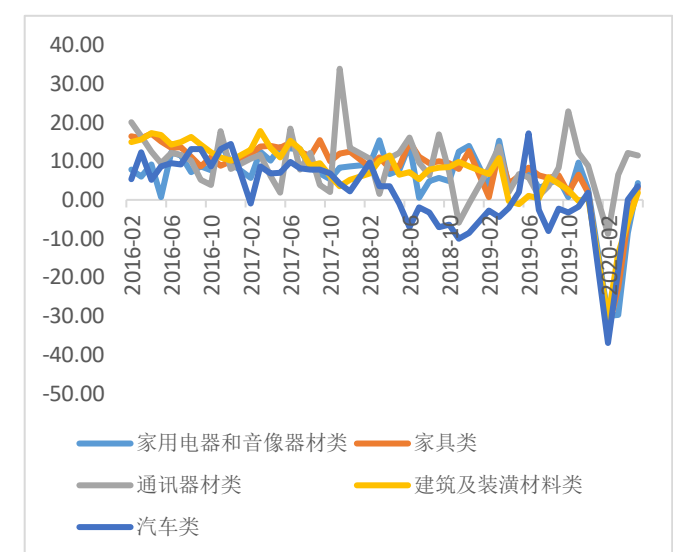
(2) 可选消费部分大多恢复了增长趋势，5 月汽车零售已至 3.5%，家电零售至 4.3%，建筑装潢增速为 1.9%，家具增速为 3%，这几个部分已恢复了增长趋势。从历史上来看，可选消费与收入效应和地产周期等因素高度相关，因此，在经济整体修复的过程中有望继续得到改善，但若要实现更高速的增长则需要促消费政策进一步发力。

图表 2：必需消费：当月同比



数据来源：Wind

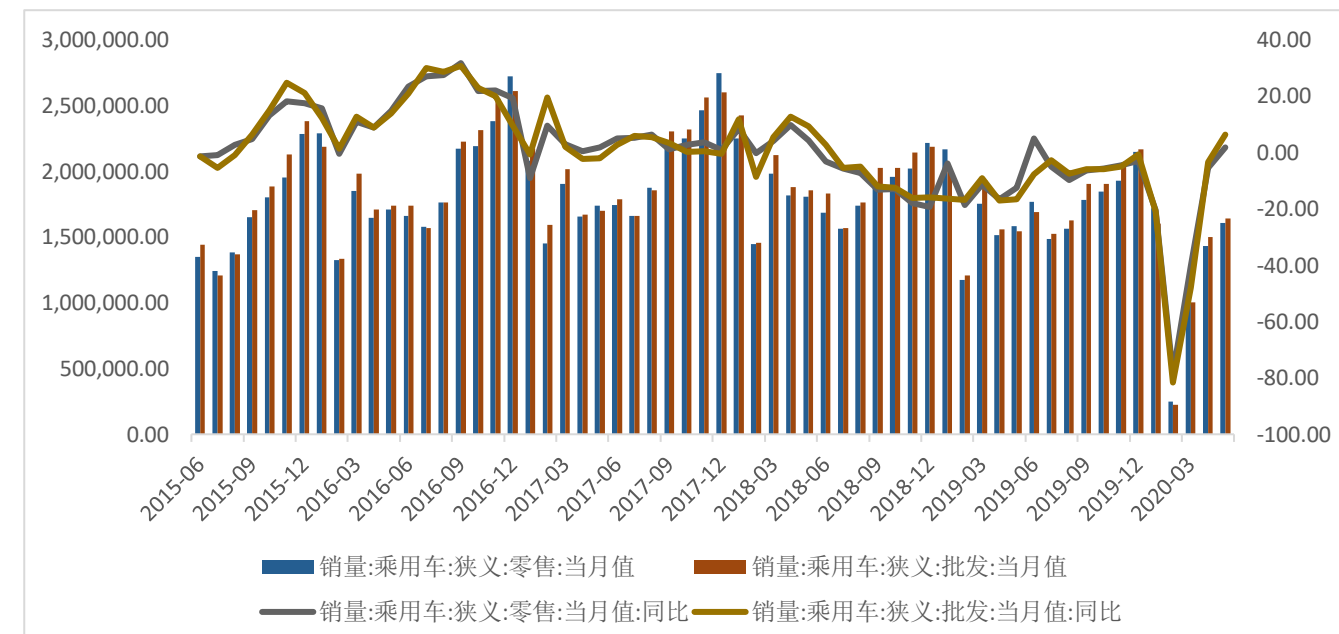
图表 3：可选消费：当月同比



数据来源：Wind

(3) 今年政府工作报告提出要“稳就业促增收保民生”，提高居民消费意愿和能力。1) 各地陆续发放消费券促进消费。济南、杭州、宁波、南京、安徽、北京等省市相继发放消费券，根据北大国发院发布的《消费券的中国实践》，消费券发放两周内核销率可达六至七成，说明了消费券有效地带动了居民的消费热情。2) 多层次政策助力汽车需求释放。从中央到地方出台了多层次的促进汽车消费政策，汽车消费也在二季度得到了释放，不过，近期汽车消费增速有所放缓，显现出透支的迹象，后续能否进一步提升仍需观察。

图表 4：汽车消费在政策刺激下回暖

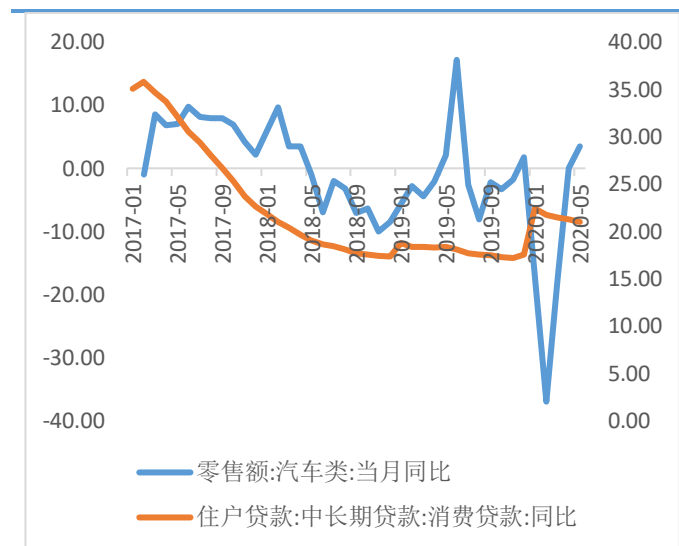


数据来源：wind

(4) 存款变化预示着居民消费意愿的改善，一季度居民存款明显增长，一方面，疫情爆发后，居民消费受抑

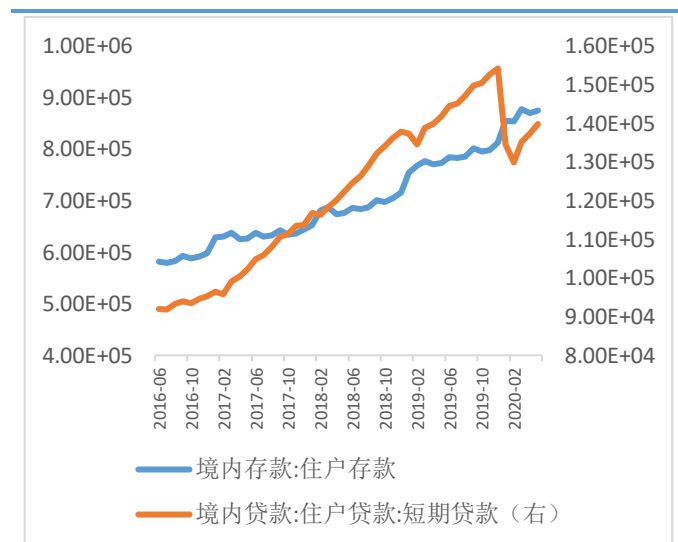
制，存款被动累积，另一方面，未来收入预期的变化影响了居民的消费意愿。不过，二季度居民存款整体减少，而短期贷款则小幅增加，或意味着居民消费意愿有所提升，不过，当前居民收入增长放缓，整体消费能力有限，消费复苏趋于温和，而非“报复性消费”。后续重点关注两个方面：一是，今年是 5G 商用元年，后续若有 5G 换机潮出现，手机等通讯器材增速有进一步打开的空间。二是，餐饮等服务类消费目前增速依然明显偏低，5 月单月餐饮收入依然只有-18.9%的增速。后续随着生产生活进一步恢复，餐饮娱乐等仍有进一步恢复空间。

图表 5：居民消费需求回暖



数据来源：Wind

图表 6：居民短期贷款回升

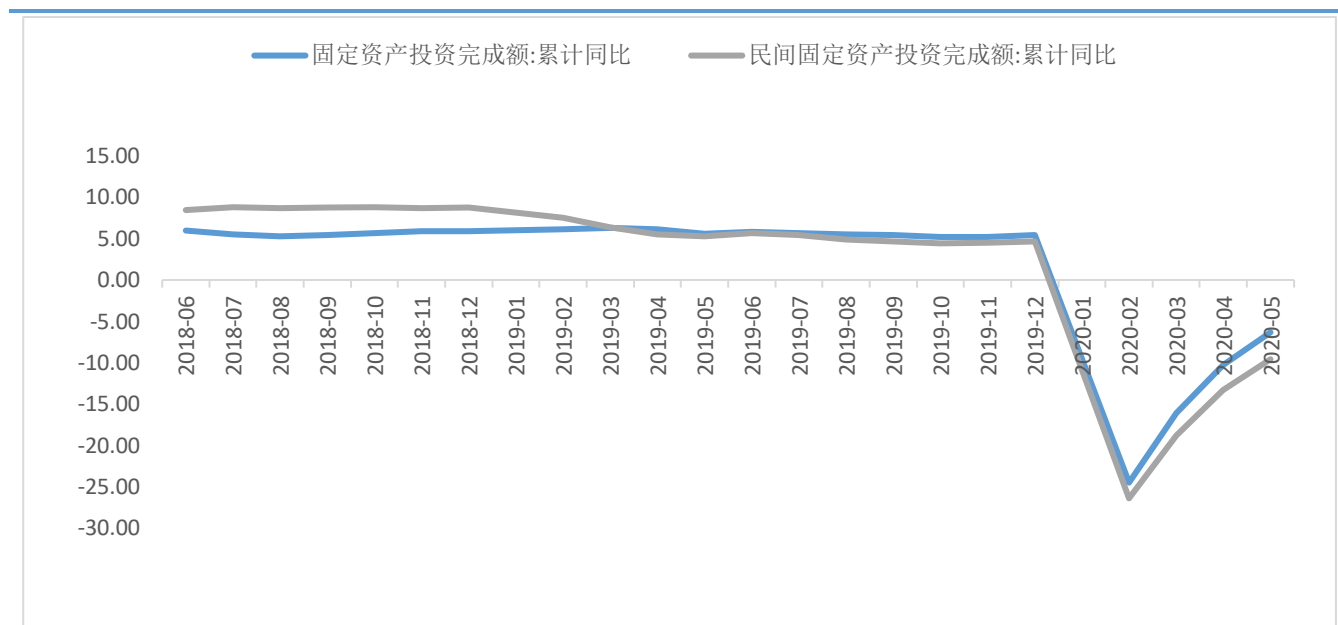


数据来源：Wind

2、投资——持续回升

在疫情的冲击下，上半年国内固定资产投资同比增速转负，至-6.3%，不过，二季度以来，随着国内疫情基本得到控制，固定资产投资开始发力，同比降幅显著收窄。我们预期下半年固定资产投资同比增速将进一步回升，其中，基建在政策支撑下有望持续反弹，而地产在金融环境改善的大背景下有望保持较强的韧性，制造业受外需影响将面临较大不确定性。

图表 7：固定资产率先迎来修复



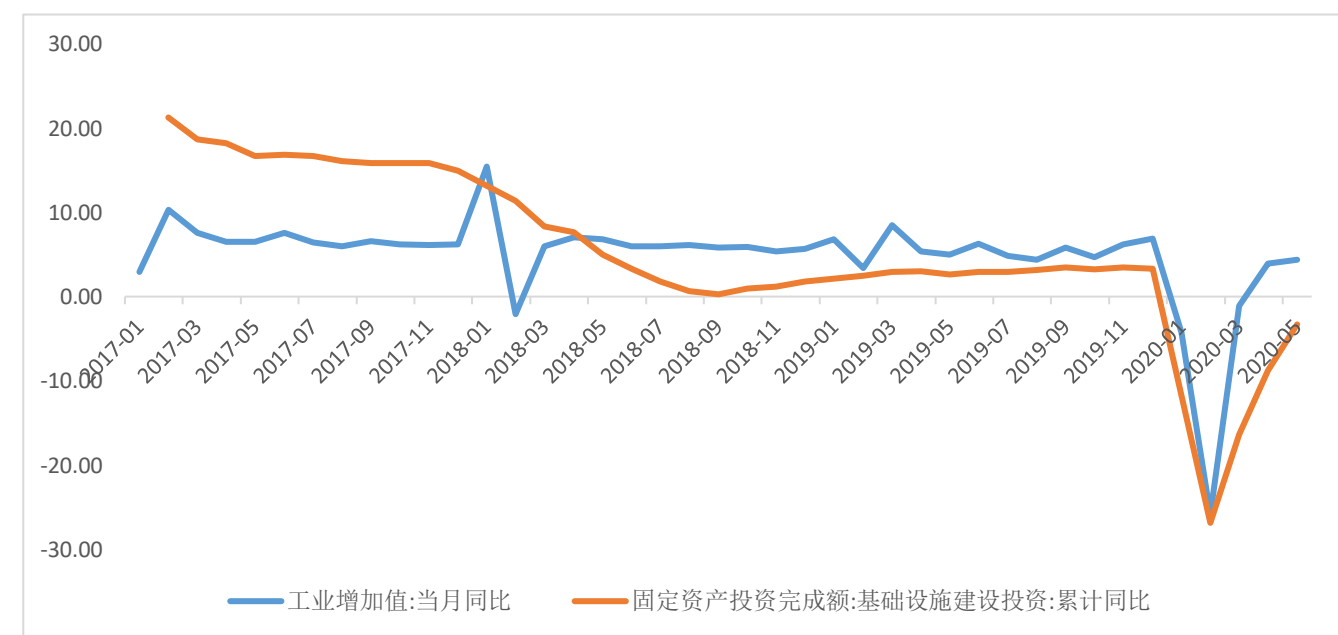
数据来源: wind

1、政策支持下，基建有望持续反弹

1-5 月，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）累计同比下降 6.3%，相比于 2 月份最差时期（累计同比-24.5%）已有了较大的改善。展望下半年，在政策的多方面支持下，下半年基建有望全面发力，持续反弹。

1) **基建是逆周期调节的重要工具。**从历史上看，基建投资一直都是宏观经济逆周期调节的重要工具，在疫情危机尚未完全解除的情况下，基建投资的托底功能将不断得到体现，在今年的政府工作报告中，重点投资领域方面，指明将“重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的‘两新一重’建设”，再度夯实了基建扩内需的重要性；“两新”是指“新型基础设施”和“新型城镇化”，“一重”是指交通、水利等“重大工程建设”。

图表 8：基建投资是逆周期调节的重要工具

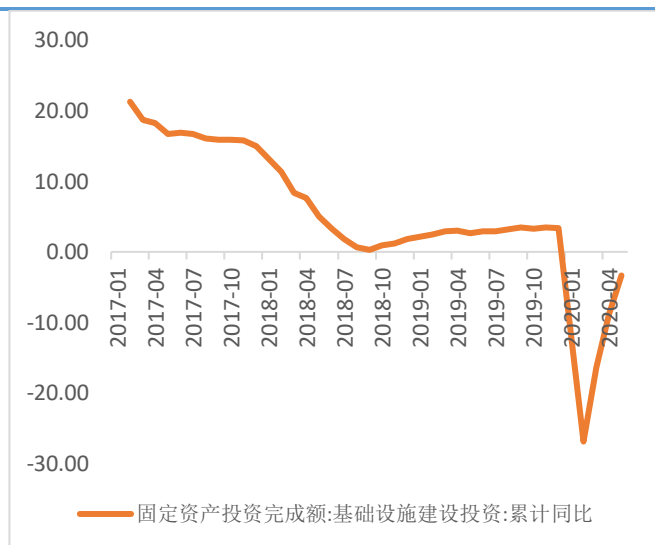


数据来源: wind

2) 专项债发行规模扩大且多数用于基建。近年来，地方政府专项债资金已逐步成为撬动基建投资的重要动力。在疫情发生之前，今年的专项债的发行规模已有了扩大的趋势，而且发行的节奏提前，用途则更加聚焦于基建领域。疫情发生后，基建的重要性更加突出，今年政府工作报告进一步将专项债的额度提升至 3.75 万，截至 6 月 15 日，国内累计新增发行专项债 21936 亿，其中 80%用于基建、市政及民生领域。

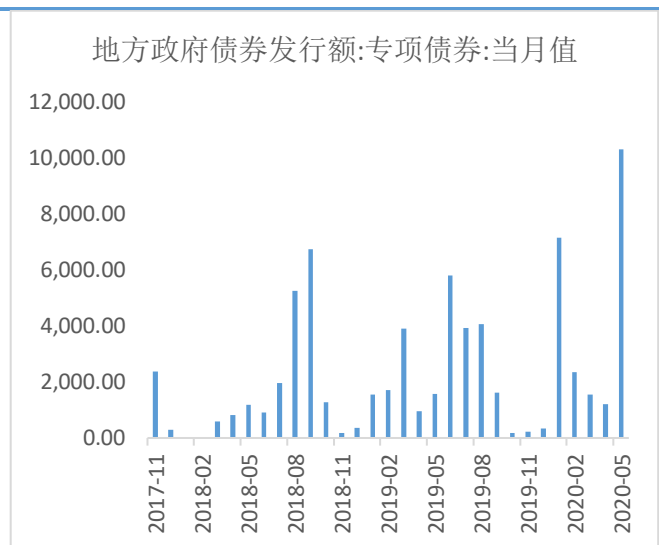
此外，今年将发行一万亿的抗疫特别国债，从一些地方政府上报的项目来看，相当大的一部分资金将被用于基建项目，年内基建项目获批总额度达到 7000 亿，并允许将特别国债用作基建项目资本金，特别国债有望成为拉动基建的重要力量。

图表 9：基建投资增速



数据来源：Wind

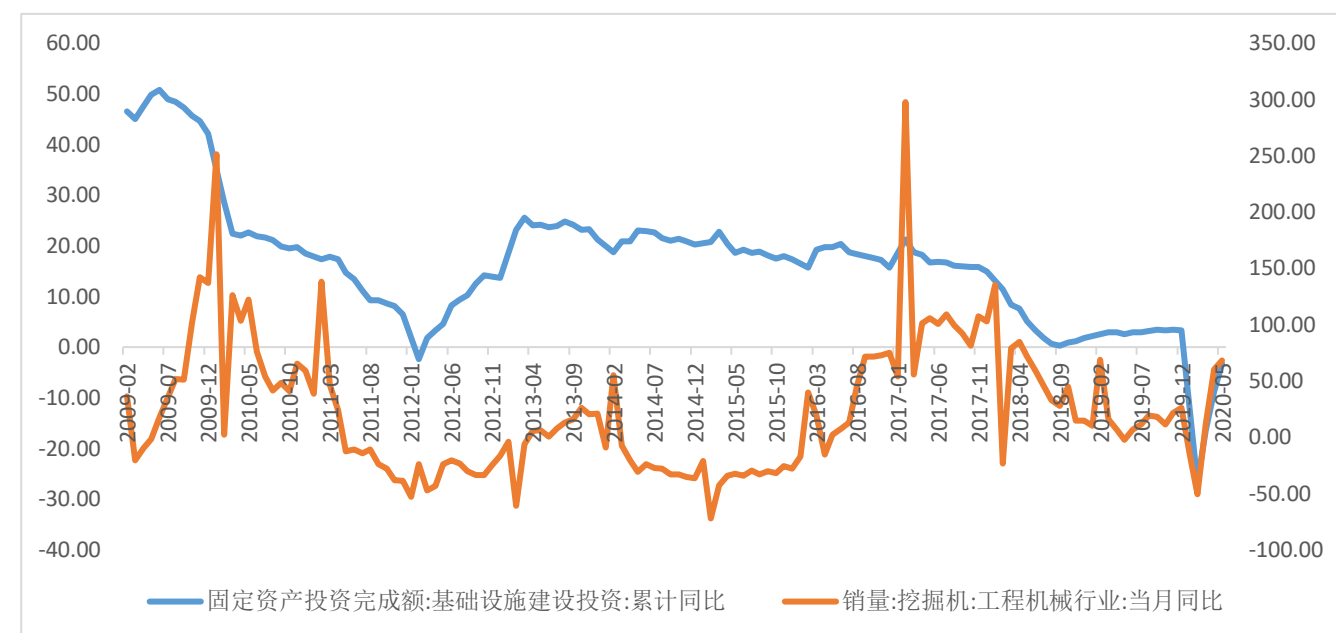
图表 10：地方专项债发行状况



数据来源：Wind

3) 领先指标预示着基建投资增速可观。实际上，作为领先指标，挖掘机等工程机械销量大幅增长，预示着基建未来增长空间非常可观。截至 5 月份，国内基建投资同比增速为 10.9%，而若全年基建投资同比为 10%，则要求下半年同比增速超过 16%，若全年基建投资同比增速为 15%，则要求下半年同比增速超过 20%，可见后续基建投资同比仍然有较大的上升空间，这意味着后续基建投资环比会持续高于 2019 年同期环比水平。

图表 11：工程机械回暖预示着基建需求的回升



数据来源: wind

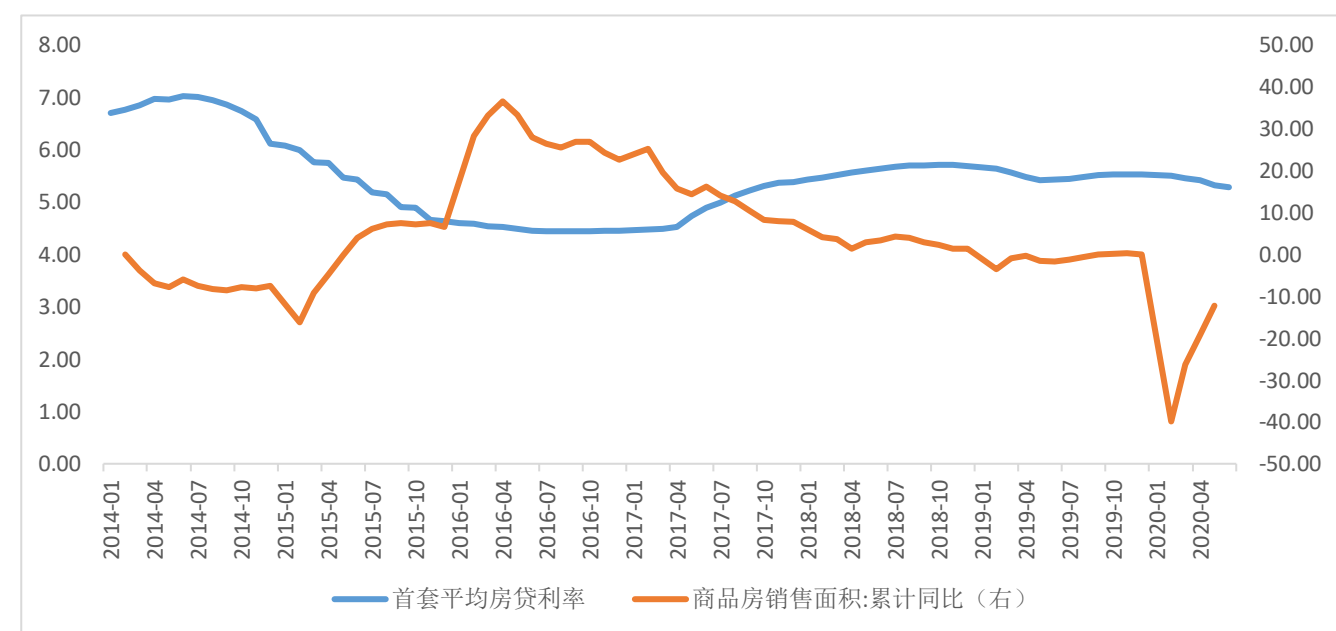
2、地产投资保持较强韧性

1—5 月份，商品房销售面积同比下降 12.3%，地产投资累计同比下降 0.3%，均较一季度出现了明显的改善。展望下半年，地产销售将继续修复，但空间或有限，而投资则将保持较强的韧性。

1) **地产销售具备较强的支撑。**一是，疫情冲击后，地产存在一部分补偿性的需求释放；二是，房贷利率下行，支撑地产销售回暖。为了对冲疫情的影响，全球央行集体采取宽松的货币政策，国内政策利率也多次下调，房贷利率顺势下行。历史上来看，房贷利率与地产销售成反比，房贷利率走低往往能够刺激商品房需求的回升。

不过，今年地产调控未见松动，保持“房主不炒”的定位不变，而且近期利率也有了见顶的迹象，这或意味着地产销售向上也面临着天花板，快速修复后将保持在个位数增长附近震荡。

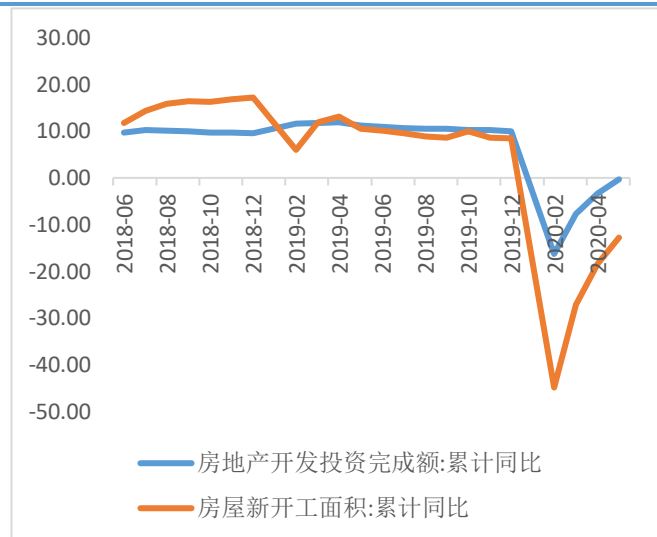
图表 12：房贷利率下行为地产销售提供支撑



数据来源: wind

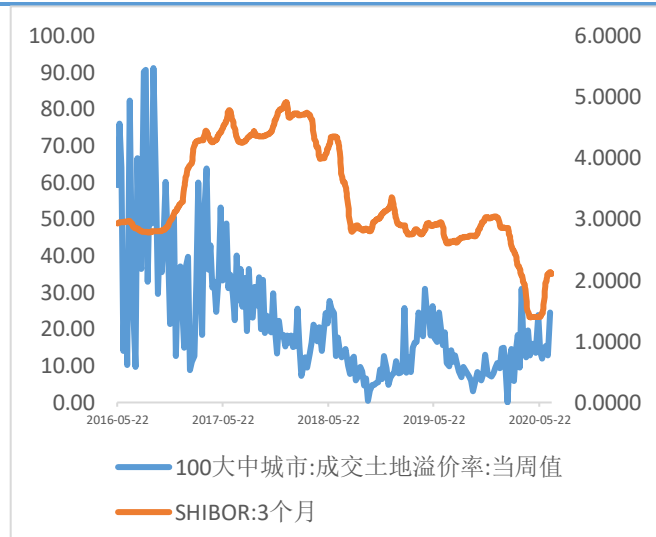
2) 投资将保持较强的韧性。首先,从理论上来说,销售指标领先于新开工指标,新开工则领先于投资完成额指标,因此只要销售不出现大的变化,预计地产投资指标也将保持稳定;其次,从地产建设周期看,拿地的建设周期一般在2年左右,过去两年分别是新开工和施工集中释放的年份,今年有望进入竣工高增长的阶段;最后,今年全球货币政策较为宽松,国内房企融资环境大幅改善,将提升企业拿地的积极性。

图表 13: 地产投资保持较强韧性



数据来源: Wind

图表 14: 金融环境改善对拿地存在支撑



数据来源: Wind

3、制造业投资面临不确定性, 修复速度缓慢

前5月,制造业投资累计同比下降14.8%,是三大门类投资中修复速度最为缓慢的。制造业需求一般会滞后于基建、地产、出口等需求,而且我国作为“世界工厂”,很多制造业产品出口到全世界。今年终端消费复苏缓慢、出口订单减少等因素持续制约制造业需求的恢复,多数制造业企业对产能扩张保持谨慎态度,因此,制造业投资修复速度较为缓慢。

展望下半年,当前全球多国相继重启经济,对外需的冲击减弱,但疫情仍有反复,全球经济复苏前景仍充满不确定性,外需持续面临挑战。不过,出口转内销政策已初见成效,外贸型企业压力得到缓解。此外,基建、地产也都在加快修复中,预计制造业投资将逐步回升,但修复速度偏慢。

图表 15: 制造业投资修复较为缓慢

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_4077

